

한화시스템 (272210)

최정환 CFA

jeonghwan.choi@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

103,000

하향

현재주가

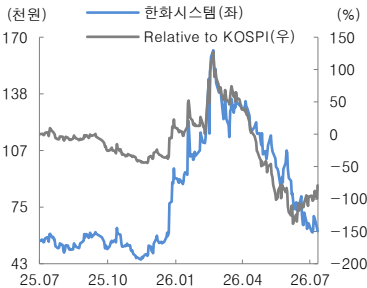
61,200

(26.07.28)

방위산업

KOSPI	6,023.66
시가총액	11,562십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	162,700원 / 45,350원
120일 평균거래대금	2,039억원
외국인지분율	10.00%
주요주주	한화에어로스페이스 외 3인 59.5% 국민연금공단 7.2%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.8	-49.0	-31.2	5.9
상대수익률	16.1	-43.7	-41.0	-43.6



2Q26 Review: 시작된 턴어라운드

- 투자의견 매수, 목표주가 103,000원으로 하향
- 2Q26 컨센서스 대비 매출, 영업이익 상회
- 방산부문의 성장 그리고 필리조선소의 턴어라운드

투자의견 매수, 목표주가 103,000원으로 하향

27년 기존사업(방산, ICT)과 신사업(우주, 조선) SOTP 통해 목표주가 산출. 동사 비영업가치 하락 및 우주사업 적용 멀티플 하향을 반영해 목표주가를 낮췄으나 1) 방산부문의 실적 성장 2) 필리조선소의 뚜렷한 실적 개선 3) 방산을 기반으로 성장할 우주산업의 성장성을 고려했을 때 최근 주가 낙폭은 과도하다고 판단

2Q26 컨센서스 대비 매출, 영업이익 상회

2Q26 연결 기준 매출액 1조 1,175억원(+45.5% YoY), 영업이익 1,037억원(+218.8% YoY, OPM 9.2%)으로 추정치 매출액 1조 730억원 및 영업이익 650억원을 대폭 상회하는 호실적 시현. 추정치 상회 주요 요인으로는 천궁2 UAE 양산 매출에 더해 사우디 매출의 증가, K2전차 부속품 매출 인식 그리고 필리조선소 적자폭 축소임. 특히 필리조선소 적자는 1Q26 470억원에서 2Q26 200억원으로 대폭 감소

방산부문의 성장 그리고 필리조선소의 턴어라운드

방산부문: UAE, 사우디, 이라크 MFR 매출이 단계적으로 상승, 27년 수출 비중 약 47.5%로 믹스 개선에 따른 영업이익률 상승을 전망. 다만 26년 방산부문 분기별 영업이익률은 하반기로 갈수록 감소할 것으로 추정. 이는 하반기 자체투자 및 개발비가 증가하며 4Q26 내수 매출 집중에 따른 수출 비중이 하락하기 때문

필리조선소: 적자 선종인 NSMV의 경우 4번함 인도가 완료되었으며 5번함 또한 연내 인도되며 2H26 CV선 매출 비중 증가를 전망. 이에 따라 적자폭 또한 3Q26부터 본격 축소될 것이며 27년부터는 매출 증대에 따른 규모의 경제 효과로 흑자전환을 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,802	3,672	4,629	4,871	3,840
영업이익	219	120	312	532	336
세전순이익	581	115	200	685	475
총당기순이익	445	209	193	616	427
자배지분순이익	454	249	255	612	418
EPS	2,358	1,107	1,022	3,261	2,261
PER	32.9	46.9	59.9	18.8	27.1
BPS	12,791	26,472	27,746	33,065	37,261
PBR	1.8	2.7	2.2	1.9	1.6
ROE	18.4	4.2	3.7	9.9	6.1

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

표 1. 한화시스템 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
27년 방산 EBITDA	642	
27년 ICT EBITDA	115	
방산 Target EV/EBITDA	19.6x	글로벌 항전/레이더 피어 24MF EV/EBITDA 35% 할증 적용
ICT Target EV/EBITDA	9.0x	국내 ICT 24M EV/EBITDA 적용
영업+비영업가치(A+B)	19,467	
기존가치(A): (EV-순차입금)	12,847	
EV(방산+ICT)	13,601	
순차입금	754	
신사업가치(B): (a+b)	6,620	
미국 조선업(a)	3,292	
필리조선소	3,045	27년 필리조선소 매출액 PSR 2.5x 적용
오스탈조선소	247	오스탈조선소 시가총액 12M Avg 50% 할인(지분율 20%)
우주사업 가치(b)	3,328	
제주한화우주센터 매출	768	2030년 제주한화우주센터 매출 PV
Target PSR	4.3	플래닛 랩스 운용 중인 위성 대수 고려 70% 할인
상장주식수(천주)	188,919	
Target Price(원)	103,000	
현재 주가(원)	61,200	
상승여력	68.3%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 한화시스템 방위산업 피어 테이블

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			24M Fwd PER	24M Fwd EV/EBITDA	시가총액 (조원)
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26	27E			
RTX	9.7	6.2	7.0	13.0	13.1	13.5	12.9	13.6	13.7	26.1	18.1	345.4
탈레스	7.6	7.2	8.2	10.1	12.7	13.1	23.0	24.5	24.5	20.3	11.2	82.7
레오나르도	9.8	12.3	10.3	10.3	9.6	9.6	16.4	16.4	12.9	19.7	10.6	52.6
L3 해리스	2.5	7.7	7.9	12.4	14.7	15.0	7.8	9.8	10.8	22.0	13.7	87.3
아셀산	14.7	50.9	58.4	22.9	21.0	21.4	17.1	15.7	20.2	20.1	17.5	58.4
헨슬트	21.3	9.6	12.4	13.2	12.4	13.4	17.7	15.3	19.1	36.0	15.9	14.7
글로벌 피어 평균	10.9	15.6	17.4	13.7	13.9	14.4	15.8	15.9	16.9	24.0	14.5	
한화시스템	31.1	26.1	5.2	3.3	6.7	10.9	4.2	3.7	9.9	18.8	15.9	11.5

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 3. 한화시스템 분기 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전				변경 후				2Q26 Cons
		1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	
매출액	(십억원)	771	1,073	1,119	1,565	771	1,117	1,171	1,569	952
YoY	(%)	+11.6	+39.6	+38.6	+11.3	+11.6	+45.4	+45.0	+11.7	
방산	(십억원)	471	656	677	1,043	471	701	636	1,024	
수출비중	(%)	29.9	32.1	43.5	35.8	29.9	22.9	39.2	33.9	
ICT	(십억원)	172	255	155	172	172	187	218	208	
기타(필리조선소)	(십억원)	127	161	287	350	127	233	318	337	
영업이익	(십억원)	34	65	60	103	34	103	73	101	62
OPM	(%)	4.5	6.1	5.3	6.6	4.5	9.2	6.3	6.4	7.0
방산	(십억원)	69	72	75	110	69	103	66	99	
OPM	(%)	14.6	11.0	11.1	10.6	14.6	14.7	10.3	9.7	
ICT	(십억원)	13	25	13	10	13	21	18	12	
OPM	(%)	7.8	9.8	8.2	5.9	7.8	11.1	8.2	5.9	
기타(필리조선소)	(십억원)	-47	-47	-32	-28	-47	-21	-10	-10	
지배주주순이익	(십억원)	-55	30	95	129	-55	67	108	135	56

자료: 대신증권 Research Center

표 4. 한화시스템 연간 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전			변경 후			26 Cons
		25	26E	27E	25	26E	27E	
매출액	(십억원)	3,672	4,527	5,135	3,672	4,629	4,871	4,347
YoY	(%)	+31.1	+23.3	+13.4	+31.1	+26.1	+5.2	
방산	(십억원)	2,439	2,848	2,806	2,439	2,832	2,837	
수출비중	(%)	20.9	35.8	46.9	20.9	31.7	47.5	
ICT	(십억원)	653	754	708	653	786	804	
기타(필리조선소)	(십억원)	580	926	1,620	580	1,015	1,229	
영업이익	(십억원)	120	263	449	120	312	532	265
OPM	(%)	3.3	5.8	8.7	3.3	6.7	10.9	6.1
방산	(십억원)	228	326	361	228	336	393	
OPM	(%)	9.3	11.5	12.9	9.3	11.9	13.8	
ICT	(십억원)	51	61	61	51	64	65	
OPM	(%)	7.8	8.1	8.6	7.8	8.2	8.1	
기타(필리조선소)	(십억원)	-159	-123	14	-159	-87	11	
지배주주순이익	(십억원)	249	200	501	249	255	612	209

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	2,802	3,672	4,629	4,871	3,840	
매출원가	2,356	3,248	3,937	3,926	3,180	
매출총이익	446	424	692	944	660	
판매비와관리비	227	305	380	413	324	
영업이익	219	120	312	532	336	
영업이익률	7.8	3.3	6.7	10.9	8.8	
EBITDA	301	267	537	770	555	
영업외손익	314	-4	-112	153	138	
관계기업손익	0	0	0	0	0	
금융수익	48	53	120	66	56	
외환관련이익	33	11	96	49	38	
금융비용	39	46	115	102	94	
외환관련손실	17	8	35	34	27	
기타	227	-104	-348	-15	-12	
법인세비용차감전순손익	581	115	200	685	475	
법인세비용	104	-86	7	68	47	
계속사업순손익	477	200	193	616	427	
중단사업순손익	-32	8	0	0	0	
당기순이익	445	209	193	616	427	
당기순이익률	15.9	5.7	4.2	12.7	11.1	
비재배분순이익	-9	-40	-62	4	9	
지배자분순이익	454	249	255	612	418	
매도가능금융자산평가	0	0	-1	0	0	
기타포괄이익	-35	2,188	505	393	374	
포괄순이익	411	2,397	697	1,009	802	
비재배분포괄이익	-9	-1	-447	-680	-543	
지배자분포괄이익	420	2,398	1,144	1,689	1,344	

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	2,358	1,107	1,022	3,261	2,261
PER	32.9	46.9	59.9	18.8	27.1
BPS	12,791	26,472	27,746	33,065	37,261
PBR	1.8	2.7	2.2	1.9	1.6
EBITDAPS	18,793	1,413	2,845	4,076	2,936
EV/EBITDA	10.5	21.8	23.0	15.9	22.5
SPS	14,830	19,436	24,500	25,781	20,326
PSR	1.5	2.8	2.5	2.4	3.0
CFPS	702	417	-946	4,603	6,022
DPS	270	340	150	650	450

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	142	31.1	26.1	5.2	-21.2
영업이익 증가율	135.6	-45.4	161.3	70.2	-36.7
순이익 증가율	24.8	-53.0	-7.7	219.1	-30.7
수익성					
ROIC	46.8	7.2	9.0	29.5	23.9
ROA	7.8	2.0	1.9	5.8	3.9
ROE	18.4	4.2	3.7	9.9	6.1
안정성					
부채비율	136.9	106.4	93.2	69.6	54.7
순차입금비율	21.9	44.1	24.5	15.6	2.4
이자보상배율	9.8	3.1	3.8	7.9	5.0

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286	2,921	3,953	4,015	3,953
현금및현금성자산	200	325	989	1,047	1,412
매출채권 및 기타채권	313	451	579	609	480
재고자산	610	797	1,157	1,218	960
기타유동자산	1,164	1,348	1,228	1,141	1,100
비유동자산	3,438	7,399	6,177	6,577	6,935
유형자산	570	823	837	851	833
관계기업투자금	25	548	554	560	565
기타비유동자산	2,843	6,028	4,786	5,166	5,536
자산총계	5,724	10,320	10,130	10,592	10,888
유동부채	2,677	3,327	2,826	2,683	2,787
매입채무 및 기타채무	250	473	358	357	289
차입금	80	270	14	10	19
유동성채무	50	100	200	350	500
기타유동부채	2,297	2,484	2,254	1,967	1,979
비유동부채	631	1,991	2,062	1,662	1,062
차입금	598	2,162	2,062	1,662	1,062
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	33	-170	-179	-188	-197
부채총계	3,308	5,319	4,888	4,345	3,849
자배자본	2,490	4,849	5,104	6,109	6,901
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,123	1,123	1,123
이익잉여금	589	709	964	1,576	1,994
기타자본변동	-136	2,073	2,073	2,465	2,839
비자배자본	-74	152	137	138	139
자본총계	2,416	5,001	5,242	6,247	7,039
순차입금	528	2,206	1,287	974	168

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	133	79	-179	870	1,138
당기순이익	445	210	193	616	427
비현금항목의 가감	-60	144	246	255	232
감가상각비	82	147	225	239	218
외환손익	-22	2	2	2	2
지분법평가손익	16	5	19	15	12
기타	-136	-11	0	0	0
자산부채의 증감	-218	-211	-604	-92	319
기타현금흐름	-35	-64	-14	90	160
투자활동 현금흐름	-442	-1,168	1,077	-633	-546
투자자산	-461	-3,771	1,355	-341	-316
유형자산	-297	-184	-231	-244	-192
기타	315	2,787	-46	-49	-38
재무활동 현금흐름	35	1,234	-235	-178	-226
단기차입금	-82	190	-256	-5	9
사채	269	717	50	-50	-150
장기차입금	-140	229	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-52	-65	-29	-123	-85
기타	41	164	0	0	0
현금의 증감	-274	146	664	58	365
기초 현금	476	200	325	989	1,047
기말 현금	200	325	989	1,047	1,412
NOPLAT	581	115	200	685	475
FCF	-309	-1,089	899	236	591

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

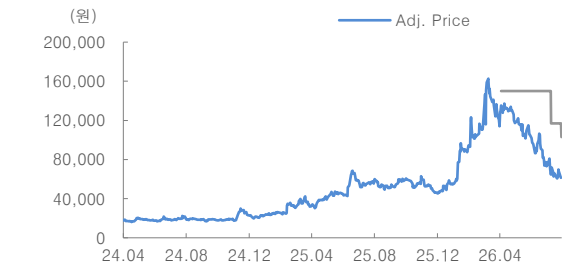
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 최정환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화시스템(272210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.07.29	26.07.09	26.05.26	26.04.28	26.04.14	26.04.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	103,000	117,000	150,000	150,000	150,000	담당자변경
과리율(평균%)		-143	-290	-240	-1300	
과리율(최대/최소%)		-56.7	-57.0	-42.3	-1490	
제시일자	25.12.01	25.11.28	25.11.03	25.09.22	25.07.30	25.07.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	71,000	71,000	71,000	67,000	62,000	47,000
과리율(평균%)	26.41	-28.36	-27.94	-15.41	-12.69	13.72
과리율(최대/최소%)	129.15	-16.48	-16.48	-5.97	-3.39	-8.94
제시일자	25.06.27	25.06.13	25.03.26	25.02.10		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	47,000	47,000	42,000	32,000		
과리율(평균%)	11.93	10.29	-10.72	9.11		
과리율(최대/최소%)	-8.94	45.96	11.55	32.03		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260726)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.4%	7.6%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상