

한화시스템 (272210)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | 방위산업 | 2026. 7. 29

어닝 서프라이즈 기록

2Q26 Review: 컨센서스 크게 상회

한화시스템 2분기 매출 1.1조원으로 전년비 45.5% 증가, 영업이익 1,040억원(영업 이익률 9.3%)으로 전년비 209.9% 증가. 컨센서스 대비 매출과 영업이익 모두 크게 상회하는 수준. 전 사업부 실적 개선에 기여. 방산 부문은 수출(폴란드 K2 2차계약 부품 및 UAE/사우디 천궁-II MFR) 및 국내 양산 증가 영향으로 매출 전년비 49% 증가한 7,010억원, 영업이익 전년비 97.5% 증가한 1,040억원(영업이익률 14.8%) 기록. ICT 부문은 그룹 계열사 시스템 구축 사업 증가 영향으로 매출 전년비 27.4% 증가한 1,870억원, 영업이익 전년비 92.6% 증가한 210억원(영업이익률 11.1%) 기록. 필리조션소는 190억원 영업적자 기록했으나 전분기(480억원 적자)비 적자폭은 크게 감소

하반기 방산 수출 수주 증가 예상

2분기 방산 부문 수주잔고는 8.5조원으로 전년동기와 유사한 수준. 직전 4분기 누적 방산 부문 매출 기준 약 3년치에 해당하는 수준. 사측은 하반기에 수주가 크게 증가할 것으로 예상했는데, 중동향 천궁-II 및 L-SAM MFR, 사우디 MNG 사업, 폴란드 K2PL 부품계약 등 수출 수주가 기대되기 때문. 단, 하반기 방산 부문 자체 투자 및 개발비 증가 영향으로 방산 부문 영업이익은 전년과 유사한 수준으로 예상된다고 밝힘

주가하락 불구 투자포인트는 유효

주가 고점 대비 64% 하락. 이는 커버리지 5개사 중 가장 높은데 고성장 기대로 높은 평가를 받고 있었기 때문으로 판단. 향후 방산 수출 증가와 필리조션소 고성장 전망 여전히 유효하기 때문에 투자이건 매수 유지. 목표주가는 100,000원으로 하향 조정. 이는 자회사 주가 하락 및 순차입금 증가 반영 그리고 필리조션소 예상 매출액 하향 조정 등의 영향

Financial Data

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,804	3,664	4,459	5,292	6,329
영업이익	219	120	227	412	544
순이익	445	209	41	271	370
EPS (원)	2,429	1,295	570	1,449	1,978
증감률 (%)	30.1	-46.7	-56.0	154.3	36.5
PER (x)	9.3	42.0	107.4	42.2	30.9
PBR (x)	1.7	2.1	2.4	2.3	2.2
영업이익률 (%)	7.8	3.3	5.1	7.8	8.6
EBITDA 마진(%)	11.9	8.2	9.1	11.1	11.4
ROE (%)	19.6	6.6	2.2	5.5	7.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터



Analyst 이재광
rheejaekwang@lssec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	100,000 원
현재주가	61,200 원
상승여력	63.4 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (7/28)	6,023.66 pt
시가총액	115,619 억원
발행주식수	188,919 천주
52 주 최고가/최저가	162,700 / 45,350 원
90 일 일평균거래대금	783.72 억원
외국인 지분율	10.0%
배당수익률(26.12E)	0.7%
BPS(26.12E)	26,260 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 11.5%
	6개월 -47.7%
	12개월 -81.8%
주주구성	한화에어로스페이스 59.5%
	국민연금공단 (외 1인) 7.2%
	자사주(외 1인) 1.0%

Stock Price

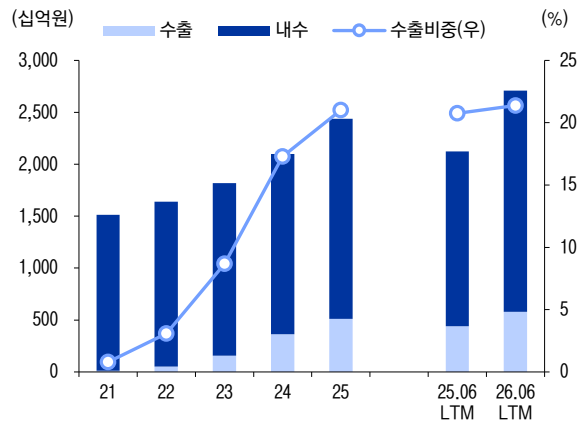


표1 부문별 실적 추정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	690	768	808	1,398	807	1,118	1,014	1,520	3,664	4,459	5,292
방위	430	470	481	1,057	471	701	600	1,135	2,439	2,907	3,470
ICT	142	147	156	208	172	187	184	231	653	775	809
필리조선소	118	151	171	133	164	230	230	154	573	777	1,013
YoY	26.8	11.8	26.4	49.9	17.0	45.5	25.5	8.7	30.7	21.7	18.7
방위	12.7	-4.7	2.9	39.8	9.5	49.0	24.6	7.4	16.2	19.2	19.4
ICT	-11.8	-22.7	-8.2	19.4	21.8	27.4	18.2	10.9	-6.1	18.7	4.4
필리조선소	-	-	-	-	38.3	52.1	34.8	15.9		35.7	30.3
영업이익	58	33	23	6	34	104	37	52	120	227	412
방위	50	53	50	77	69	104	36	45	230	254	347
ICT	11	11	12	17	13	21	13	14	51	61	65
필리조선소	-3	-30	-39	-61	-48	-21	-12	-8	-133	-88	0
영업이익률(%)	8.4	4.4	2.8	0.4	4.2	9.3	3.7	3.4	3.3	5.1	7.8
방위	11.7	11.2	10.3	7.3	14.6	14.8	6.0	4.0	9.4	8.7	10.0
ICT	7.6	7.3	7.7	8.3	7.8	11.1	7.0	6.0	7.8	7.9	8.0
필리조선소	-2.5	-19.7	-23.0	-45.6	-29.4	-9.1	-5.0	-5.0	-23.1	-11.3	0.0

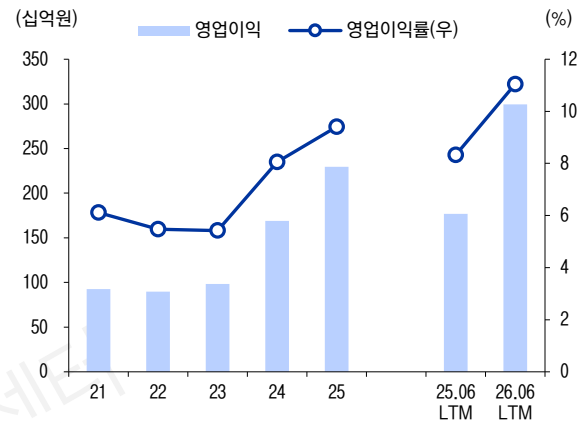
자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

그림1 방위 부문 매출 및 수출 비중



자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

그림2 방위 부문 영업이익 및 영업이익률



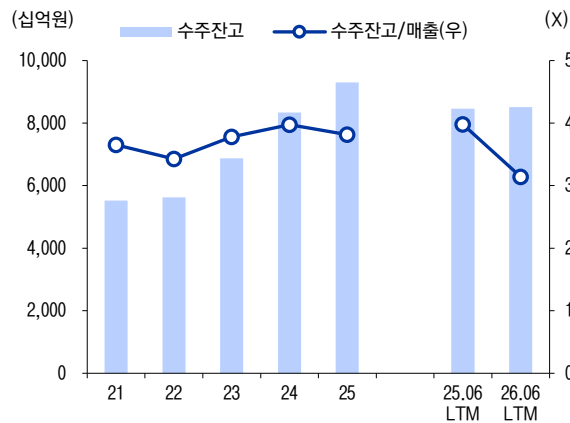
자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

표2 수주잔고 및 신규수주

	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	2021	2022	2023	2024	2025
수주잔고	10,365	11,174	12,216	12,196	11,296	5,823	5,987	7,291	8,557	12,216
방산	8,459	8,185	9,303	9,246	8,515	5,526	5,622	6,873	8,342	9,303
ICT	338	357	349	417	438	297	365	417	216	349
필리조선소	1,569	2,632	2,565	2,534	2,343				1,880	2,565
신규수주	773	1,613	2,441	786	-	3,548	2,351	3,756	4,060	4,186
방산	502	208	2,174	414	-	2,970	1,737	3,068	3,567	3,400
ICT	272	175	200	241	208	578	615	688	493	786
한화필리조선소	-	1,230	66	131	-					679
수주잔고/매출	3.4	3.5	3.3	3.2	2.7	2.8	2.7	3.0	3.1	3.3
방산	4.0	3.8	3.8	3.7	3.1	3.7	3.4	3.8	4.0	3.8
ICT	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	1.0	1.1	1.1	0.7	1.2
필리조선소				4.1	3.4					4.5
신규수주/매출	1.5	1.4	1.5	1.5	1.2	1.7	1.1	1.5	1.4	1.1
방산	1.9	1.3	1.4	1.3	1.0	2.0	1.1	1.7	1.7	1.4
ICT	1.0	1.1	1.2	1.3	1.1	1.0	1.1	1.1	0.7	1.2
필리조선소				2.0	1.8					1.2

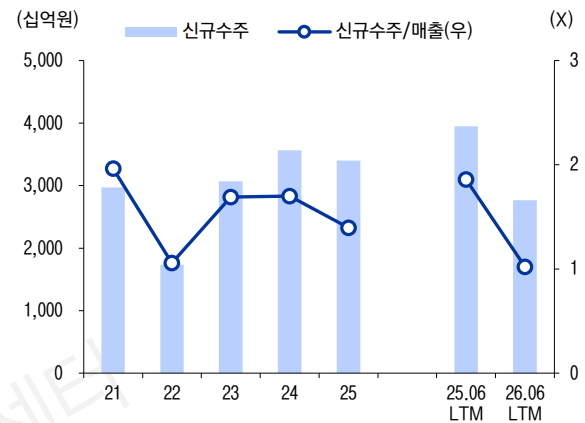
자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

그림3 수주잔고 및 수주잔고/매출



자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

그림4 신규수주 및 신규수주/매출



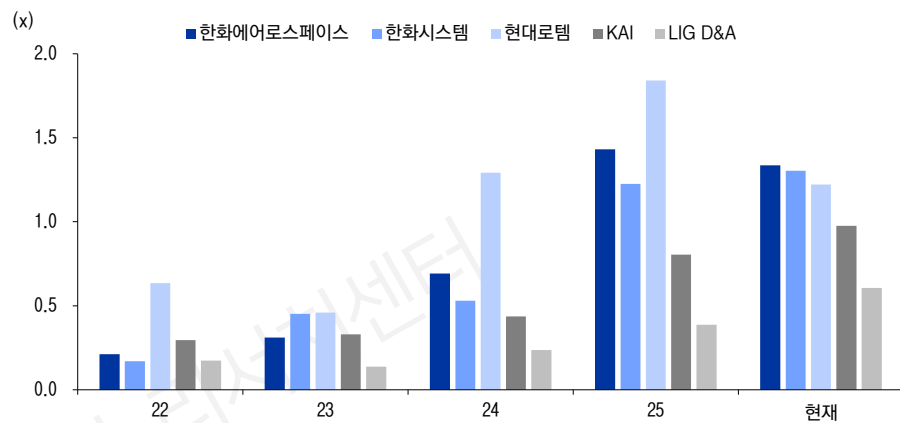
자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

표3 주요 수주

수주내용	계약금액	계약상대방	판매지역	계약기간	
				시작일	종료일
수출					
UAE 천궁-II MFR	1,302	TTI	UAE	22.01	-
사우디 천궁-II MFR	1,195	LIG 넥스원	사우디	24.07	34.03
이집트 K9 부품	82	한화에어로스페이스	이집트	24.12	28.12
이라크 천궁-II MFR	859	LIG 넥스원	이라크	25.10	33.01
폴란드 K2 2차 부품	203	현대로템	폴란드	25.12	27.12
주요 국내 양산					
군위성통신체계	370	방위사업청	대한민국	21.09	26.12
TICN 4차	651	방위사업청	대한민국	21.12	26.11
30mm 차륜형 대공포 후속	191	한화에어로스페이스	대한민국	22.02	26.12
울산급 Batch-III 후속함 전투체계	399	방위사업청	대한민국	23.07	28.06
전기/기계장치	340	정부출연연구기관	대한민국	23.12	28.05
LAH 2차	164	한국항공우주	대한민국	24.03	27.06
KF-21 최초 AESA 레이더	115	방위사업청	대한민국	24.06	27.09
울산급 Batch-IV(1,2 번함) 전투체계	187	방위사업청	대한민국	24.12	30.12
K21 4차 부품	158	한화에어로스페이스	대한민국	25.03	28.09
KF-21 최초(잔여) AESA 레이더	125	방위사업청	대한민국	25.06	28.12
L-SAM MFR	357	방위사업청	대한민국	25.10	30.12

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

그림5 EV/수주잔고 비교



자료: LS증권 리서치센터

표4 피어그룹 밸류에이션 테이블

	시가총액 (백만달러)	P/E			P/B			EV/EBITDA			ROE		
		25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F
한화에어로스페이스	30,946	33.4	20.3	15.3	5.1	3.8	3.2	15.4	11.3	9.0	19.1	22.1	22.8
LIG D&A	10,237	36.6	37.3	27.4	6.5	8.6	6.9	22.8	25.6	19.7	24.2	24.6	27.0
KAI	9,512	59.9	42.1	27.5	6.1	6.6	5.5	35.1	27.5	19.9	10.6	16.7	21.6
현대로템	9,104	26.8	14.6	10.8	6.7	3.4	2.6	18.2	8.4	6.2	29.7	26.0	27.0
한화시스템	7,744	43.8	70.4	29.4	2.1	2.1	2.1	38.5	27.0	18.6	5.6	3.5	6.9
평균		40.1	37.0	22.1	5.3	4.9	4.1	26.0	20.0	14.7	17.9	18.6	21.0
RTX	294,377	29.2	30.5	27.6	3.8	4.3	4.2	17.1	21.2	19.5	13.6	14.3	14.8
Lockheed Martin	133,859	29.5	19.1	17.8	16.5	12.4	10.6	15.7	13.3	12.6	58.7	81.4	65.6
General Dynamics	105,235	21.8	23.3	21.3	3.6	3.8	3.6	14.9	16.2	14.9	17.7	17.2	17.6
Northrop	77,791	22.7	18.9	18.1	4.9	4.1	3.7	15.4	14.7	13.6	22.6	22.9	21.4
L3Harris	56,537	27.7	25.8	22.3	2.9	2.8	2.6	16.3	15.9	14.5	10.6	10.9	12.7
Leonardo DRS	12,925	31.7	37.3	33.7	3.3	4.4	4.1	17.6	24.4	22.2	11.0	12.4	12.8
HII	11,358	31.2	16.6	14.6	2.6	2.1	1.9	15.2	13.4	11.5	8.8	13.0	13.9
평균		27.7	24.5	22.2	5.4	4.8	4.4	16.1	17.0	15.6	20.4	24.6	22.7
BAE Systems	81,862	24.9	24.8	21.6	4.4	4.8	4.4	14.0	14.5	13.2	17.5	19.5	20.8
Thales	58,875	28.2	23.8	20.8	5.9	5.9	5.1	14.7	13.1	12.0	23.0	24.9	25.3
Rheinmetall	58,409	68.1	30.0	20.5	14.3	8.0	6.2	32.8	16.8	12.1	23.6	29.1	33.7
Leonardo	36,060	23.2	23.3	19.2	3.0	3.0	2.7	11.1	11.9	10.3	16.4	13.0	14.2
SAAB	34,542	45.7	41.2	32.3	6.7	6.5	5.6	27.3	23.6	19.1	15.2	17.2	18.6
Dassault Aviation	27,420	21.9	20.2	16.8	3.2	3.4	3.0	14.2	13.8	11.9	16.6	16.6	18.2
Kongsberg	27,190	54.6	42.9	27.3	10.1	14.0	11.2	41.0	30.6	20.1	15.6	28.1	43.1
CSG	19,065	n/a	15.5	12.2	n/a	4.5	3.5	n/a	9.1	7.5	47.2	38.3	32.6
Hensoldt	11,202	95.3	49.1	36.7	8.6	8.7	7.6	17.7	20.6	17.1	17.7	15.8	19.8
Babcock	7,605	14.7	23.3	17.9	9.2	9.0	8.5	8.4	12.5	10.3	49.4	39.7	49.5
TKMS	6,087	n/a	41.8	33.0	n/a	4.4	4.0	n/a	17.5	14.4	7.8	11.7	12.8
Renk	5,478	n/a	27.8	22.7	n/a	8.4	7.0	23.0	16.6	13.7	30.6	31.0	32.8
Fincantieri	5,330	43.9	29.4	19.1	5.4	2.9	2.6	12.1	9.0	7.4	14.4	11.3	14.0
평균		42.0	30.2	23.1	7.1	6.4	5.5	19.7	16.1	13.0	22.7	22.8	25.8

자료: LS증권 리서치센터

표5 목표주가 산출

(십억원)	금액	비고
영업가치 (A)	17,895	
-방위	17,400	향후 3년 평균 EBITDA에 30배 적용
-ICT	495	향후 3년 평균 EBITDA에 5배 적용
비영업가치 (B)	3,108	
-필리조선소(비상장, 연결)	1,800	지분 60%, PSR 3배 적용
-한화오션(상장)	869	지분 7.24%, 시장가 50% 할인
-한국항공우주(상장)	261	지분 3.73%, 시장가 50% 할인
-오스탈(상장)	178	지분 11.9%
기업가치 (C=A+B)	21,003	
조정 순차입금 (D)	2,000	
주주가치 (E=C-D)	19,003	
주식수(F, 백만주)	189	
적정주가 (G=E/F, 원)	100,587	

자료: LS증권 리서치센터

한화시스템(272210)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,286	2,929	3,074	3,279	3,562
현금 및 현금성자산	200	325	328	422	588
매출채권 및 기타채권	313	452	370	385	400
재고자산	610	811	950	988	1,028
기타유동자산	1,163	1,340	1,426	1,484	1,544
비유동자산	3,524	7,399	7,780	7,936	8,093
관계기업투자등	1,829	5,560	5,767	5,767	5,767
유형자산	636	823	1,002	1,177	1,353
무형자산	734	710	685	652	620
자산총계	5,810	10,327	10,853	11,215	11,654
유동부채	2,677	3,335	3,603	3,726	3,854
매입채무 및 기타채무	436	722	756	787	819
단기금융부채	109	426	578	578	578
기타유동부채	2,131	2,187	2,269	2,361	2,457
비유동부채	678	1,991	2,288	2,321	2,356
장기금융부채	364	1,190	1,414	1,414	1,414
기타비유동부채	313	801	874	907	942
부채총계	3,355	5,326	5,891	6,048	6,210
지배주주지분	2,490	4,849	4,863	5,069	5,345
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,124	1,124	1,124
이익잉여금	589	709	722	927	1,204
비지배주주지분(연결)	-34	152	99	99	99
자본총계	2,456	5,001	4,962	5,168	5,444

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	133	79	14	487	587
당기순이익(손실)	445	209	41	271	370
비현금수익비용가감	-60	144	104	198	198
유형자산감가상각비	92	141	127	127	127
무형자산상각비	22	39	50	50	50
기타현금수익비용	-174	-36	-74	20	21
영업활동 자산부채변동	-218	-211	-123	18	19
매출채권 감소(증가)	-92	-143	84	-15	-16
재고자산 감소(증가)	-106	-188	-139	-39	-40
매입채무 증가(감소)	2	234	-22	31	32
기타자산, 부채변동	-21	-113	-46	41	43
투자활동 현금흐름	-442	-1,170	-392	-327	-327
유형자산처분(취득)	-240	-297	-303	-303	-303
무형자산 감소(증가)	-25	-19	-17	-17	-17
투자자산 감소(증가)	-171	-758	-81	-7	-7
기타투자활동	-6	-96	10	0	0
재무활동 현금흐름	35	1,237	360	-65	-93
차입금의 증가(감소)	84	1,109	360	0	0
자본의 증가(감소)	-52	-65	-93	-65	-93
배당금의 지급	52	65	-93	-65	-93
기타재무활동	3	194	93	0	0
현금의 증가	-276	126	2	94	166
기초현금	476	200	325	328	422
기말현금	200	325	328	422	588

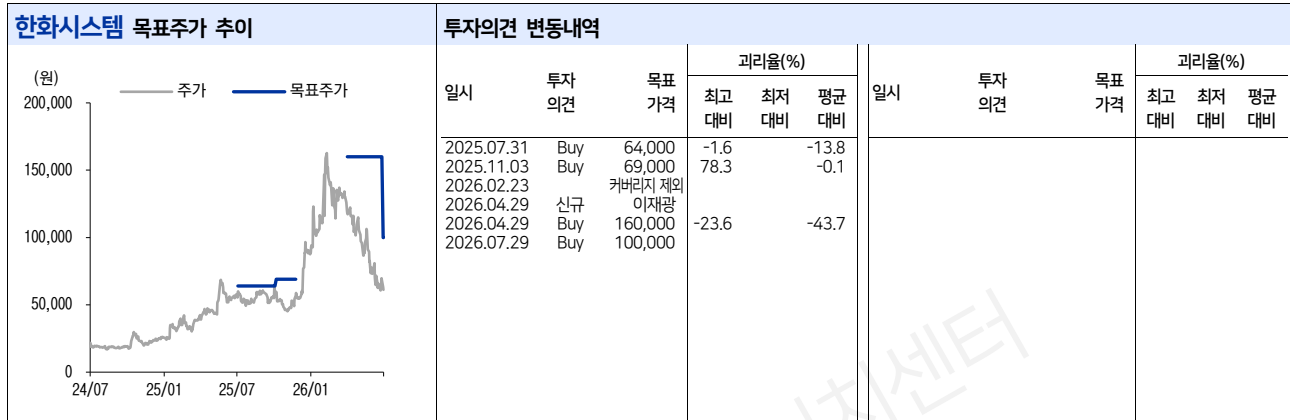
자료: 현대로템, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,804	3,664	4,459	5,292	6,329
매출원가	2,388	3,272	3,829	4,404	5,215
매출총이익	416	392	630	888	1,113
판매비 및 관리비	196	272	403	476	570
영업이익	219	120	227	412	544
(EBITDA)	333	300	404	589	721
금융손익	9	7	-27	-50	-50
이자비용	22	38	70	70	70
관계기업등 투자손익	329	24	-7	0	0
기타영업외손익	24	-36	-154	0	0
세전계속사업이익	581	115	39	361	493
계속사업법인세비용	104	-86	-9	90	123
계속사업이익	477	201	48	271	370
중단사업이익	-32	8	-7	0	0
당기순이익	445	209	41	271	370
지배주주	454	242	107	271	370
총포괄이익	427	2,418	41	271	370
매출총이익률 (%)	14.8	10.7	14.1	16.8	17.6
영업이익률 (%)	7.8	3.3	5.1	7.8	8.6
EBITDA 마진률 (%)	11.9	8.2	9.1	11.1	11.4
당기순이익률 (%)	15.9	5.7	0.9	5.1	5.8
ROA (%)	8.8	3.0	1.0	2.5	3.2
ROE (%)	19.6	6.6	2.2	5.5	7.1
ROIC (%)	27.8	12.9	26.1	41.4	48.0

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	9.3	42.0	107.4	42.2	30.9
P/B	1.7	2.1	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	13.3	38.0	32.3	22.0	17.7
P/CF	11.1	29.1	79.6	24.7	20.3
배당수익률 (%)	1.5	0.9	0.6	0.8	1.0
성장성 (%)					
매출액	14.3	30.7	21.7	18.7	19.6
영업이익	78.9	-45.3	89.3	81.4	32.0
세전이익	31.0	-80.2	-66.0	824.2	36.5
당기순이익	29.8	-53.0	-80.2	553.5	36.5
EPS	30.1	-46.7	-56.0	154.3	36.5
안정성 (%)					
부채비율	136.6	106.5	118.7	117.0	114.1
유동비율	85.4	87.8	85.3	88.0	92.4
순차입금/자기자본(x)	6.2	22.6	30.2	27.0	22.5
영업이익/금융비용(x)	9.8	3.2	3.2	5.9	7.8
총차입금 (십억원)	473	1,616	1,992	1,992	1,992
순차입금 (십억원)	152	1,128	1,498	1,397	1,223
주당지표(원)					
EPS	2,429	1,295	570	1,449	1,978
BPS	13,181	25,668	25,743	26,831	28,294
CFPS	2,041	1,871	769	2,480	3,008
DPS	350	500	350	500	600



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이재광).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	90.3% 9.7%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2025. 7. 1 ~ 2026. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)