한화시스템 (272210)

백종민 방산/우주/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuantakorea.com

2Q26 Re: 역대 최고 분기 OP 기록

2Q26 Review: 역대 최고 분기 영업이익 기록

한화시스템의 2Q26P 연결 실적은 매출액 1조 1,176억원(YoY +45.5%), 영업이익 1,037억원(YoY +219.1%, OPM 9.3%)로 컨센서스 대비 매출액(9,450억원)과 영업이익(588억원) 모두 큰 폭으로 상회했다. 방산 부문에서 전분기 대비 수출 비중(약 23%, 1Q26 31%)이 감소했음에도 불구하고, 수출 사업(폴란드 K2 EC2 GF 구성품, UAE·사우디 천궁2 MFR 등)과 내수 양산(KF-21 구성품, 울산급 Batch-III 등) 규모 확대에 따른 레버리지 효과가 유효했던 것으로 파악된다. 기타 부문 내 필리조선소 역시 적자폭이 192억원으로 축소되면서 호실적을 견인했다. 다만, 하반기는 상반기 대비 아쉬운 실적이 예상되는데, 이는 1)자체 투자 개발비 500억원 이상 확대, 2)방산 부문 수출 비중 축소(폴란드 K2 GF 구성품 공급 종료 등)에 기인한다. 또한 필리조선소의 적자선종 인도 지연이 변수로 작용할 가능성이 존재한다.

하반기 구체화될 방산+우주+조선 포트폴리오의 수주 3박자

전년 3.5조원 대비 대폭 확대된 신규 수주 가이던스를 제시했다. 1)방산 부문에서 중동 천궁2(쿠웨이트, 카타르 등 추정), 레이저 사업(천광 추정), 사우디 MNG, L-SAM, 동남아 함정 등, 2)우주 부문에서는 국내 초소형 위성체계(1.4조원 규모), 다목적 실용위성 8호 등, 3)조선 부문은 최근 주요 사업자로 선정된 MRIV 확정 계약 등이 논의 중인 것으로 파악된다.

투자의견 Buy, 목표주가 136,000원 유지

멀티플 부담은 '27E 실적부터 해소될 전망이다. 참고로 당사 추정치 기준 '26E, '27E PER은 각각 50.7배, 22.2배이다. 이는 1)필리조선소가 턴어라운드(당사 추정치 '26E 950억원 적자→'27E 400억원 흑자)를 기록하고, 2)사우디·이라크 천궁2 MFR 양산 진입에 따른 방산 이익 성장세가 예상됨에 따라 '27E 영업이익은 YoY +122% 성장할 전망이기 때문이다.

BUY (M)

목표주가	136,000원 (M)
직전 목표주가	136,000원
현재주가 (7/28)	61,200원
상승여력	122%

시가총액	115,619억원
총발행주식수	188,919,389주
60일 평균 거래대금	772억원
60일 평균 거래량	834,198주
52주 고/저	162,700원 / 45,350원
외인지분율	9.97%
배당수익률	0.92%
주요주주	한화에어로스페이스 외 3인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(16.8)	(49.0)	5.9
상대	16.1	(43.7)	(43.6)
절대 (달러환산)	(12.9)	(48.6)	0.1

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	2Q26P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,118	45.5	38.5	945	18.3
영업이익	104	78.8	202.5	59	76.3
세전계속사업이익	112	8.6	흑전	63	78.3
지배순이익	148	190.4	흑전	45	231.7
영업이익률 (%)	9.3	+1.8 %pt	+5.1 %pt	6.2	+3.1 %pt
지배순이익률 (%)	13.2	+6.6 %pt	흑전	4.7	+8.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	2,804	3,664	4,593	5,404
영업이익	219	120	225	501
지배순이익	454	242	228	520
PER	7.9	36.1	50.7	22.2
PBR	1.4	1.8	1.6	1.2
EV/EBITDA	11.1	33.4	29.0	17.2
ROE	19.6	6.6	3.8	6.1

자료: 유안타증권

한화시스템 2Q26P 잠정 실적 (단위: 십억원)

	2Q26P	당사추정치		컨센서스		전분기 대비		전년동기대비	
		2Q26	차이(%)	2Q26E	차이(%)	1Q26	QoQ(%)	2Q25	YoY(%)
매출액	**1,117.6**	**1,022.3**	**9.3**	**945.0**	**18.3**	**807.1**	**38.5**	**768.2**	**45.5**
영업이익	103.7	64.1	61.8	58.8	76.4	34.3	202.3	33.5	209.6
OPM(%)	*9.3*	*6.3*	*3.0*	*6.2*	*3.1*	*4.2*	*5.0*	*4.4*	*4.9*

자료: 한화시스템, 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

실적 테이블

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
연결 매출액	**690.1**	**768.2**	**807.7**	**1,398.1**	**807.1**	**1,117.6**	**1,112.6**	**1,555.9**	**3,664.1**	**4,593.2**	**5,403.9**	**6,428.1**
YoY %	*26.8*	*11.8*	*26.4*	*49.8*	*17.0*	*45.5*	*37.7*	*11.3*	*30.7*	*25.4*	*17.7*	*19.0*
방산	430.3	470.2	481.4	1,056.9	471.2	700.6	735.8	1,100.4	2,438.8	3,127.6	3,622.4	4,303.8
ICT	141.5	147.0	155.7	208.4	172.3	187.3	170.3	294.8	652.6	772.6	953.4	1,129.8
기타(필리	118.3	151.0	170.6	132.8	163.6	229.7	206.4	160.7	572.7	693.0	828.1	994.5
영업이익	**33.6**	**32.5**	**20.6**	**33.2**	**34.3**	**103.7**	**60.6**	**26.7**	**119.9**	**225.3**	**500.8**	**714.8**
YoY %	*-26.2*	*-61.5*	*-65.8*	*14.1*	*2.1*	*219.1*	*194.1*	*-19.5*	*-45.3*	*87.9*	*122.3*	*42.7*
OPM %	**4.9**	**4.2**	**2.6**	**2.4**	**4.2**	**9.3**	**5.4**	**1.7**	**3.3**	**4.9**	**9.3**	**11.1**

자료: 유안타증권 리서치센터

주요 무기체계 내 한화시스템 매출 비중 (단위: 억원)

플랫폼명	품목	비중
K2	사격통제시스템, 조준경 등	**6~9%**
K9	사격통제시스템 등	**5% 미만**
LAH	전자전장비(RWR, LWR), 전술데이터링크(KVMF), 시현기(SMFD, SCDU), 인터콤(AIU)	**12%**
KF-21	AESA 레이더, 임무컴퓨터(MC), 다기능 시현기(MFD), 음성 신호 제어 시스템(ACCS), 전자광학 타게팅 포드(EO TGP), 적외선 탐색 추적 장비(IRST) 등 7개 장비	**12%**
천궁	다기능레이더(MFR) 등	**27%**
L-SAM	다기능레이더(MFR) 등	**29%**

자료: 유안타증권 리서치센터

한화시스템 (272210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**2,804**	**3,664**	**4,593**	**5,404**	**6,428**
매출원가	2,388	3,272	4,038	4,502	5,226
매출총이익	416	392	556	902	1,202
판관비	196	272	330	402	487
영업이익	**219**	**120**	**225**	**501**	**715**
EBITDA	333	300	393	658	864
영업외손익	362	-5	6	27	28
외환관련손익	16	3	0	0	0
이자손익	-8	-25	-21	0	0
관계기업관련손익	-13	-5	5	5	5
기타	366	22	22	22	22
법인세비용차감전순손익	581	115	232	528	743
법인세비용	104	-86	35	79	111
계속사업순손익	477	201	197	449	632
중단사업순손익	-32	8	0	0	0
당기순이익	445	209	197	449	632
지배지분순이익	**454**	**242**	**228**	**520**	**731**
포괄순이익	411	2,397	2,385	2,637	2,819
지배지분포괄이익	420	2,398	2,386	2,638	2,821

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**133**	**79**	**13**	**287**	**402**
당기순이익	445	209	197	449	632
감가상각비	92	141	134	129	124
외환손익	-22	2	0	0	0
종속,관계기업관련손익	16	5	-5	-5	-5
자산부채의 증감	-218	-211	-368	-336	-395
기타현금흐름	-182	-68	56	51	47
투자활동 현금흐름	**-442**	**-1,170**	**1,307**	**-367**	**-413**
투자자산	-101	-838	1,541	-139	-175
유형자산 증가 (CAPEX)	-240	-299	-100	-100	-100
유형자산 감소	0	2	0	0	0
기타현금흐름	-102	-35	-134	-128	-138
재무활동 현금흐름	**35**	**1,237**	**392**	**341**	**42**
단기차입금	-102	266	156	155	-93
사채 및 장기차입금	245	876	200	150	100
자본	-8	31	0	0	0
현금배당	-52	-65	-93	-93	-93
기타현금흐름	-47	129	129	129	129
연결범위변동 등 기타	-2	-20	15	3	31
현금의 증감	**-276**	**126**	**1,727**	**264**	**62**
기초 현금	476	200	325	2,053	2,316
기말 현금	200	325	2,053	2,316	2,379
NOPLAT	**219**	**209**	**225**	**501**	**715**
FCF	**-107**	**-220**	**-87**	**187**	**302**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**2,286**	**2,929**	**8,126**	**11,714**	**15,358**
현금및현금성자산	200	325	2,053	2,316	2,379
매출채권 및 기타채권	313	452	568	668	795
재고자산	610	811	1,016	1,196	1,422
비유동자산	3,524	7,399	5,790	5,871	5,997
유형자산	636	823	788	760	736
관계기업등 지분관련자산	25	548	688	809	962
기타투자자산	1,878	5,090	3,410	3,428	3,450
자산총계	**5,810**	**10,327**	**13,915**	**17,585**	**21,355**
유동부채	2,677	3,335	4,229	5,028	5,748
매입채무 및 기타채무	436	722	905	1,065	1,267
단기차입금	30	301	451	601	501
유동성장기부채	50	100	100	100	100
비유동부채	678	1,991	2,395	2,722	3,046
장기차입금	0	226	326	376	426
사채	249	848	948	1,048	1,098
부채총계	**3,355**	**5,326**	**6,623**	**7,750**	**8,793**
지배지분	2,490	4,849	7,172	9,786	12,612
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,123	1,123	1,123
이익잉여금	589	709	843	1,270	1,908
비지배지분	-34	152	121	50	-50
자본총계	**2,456**	**5,001**	**7,292**	**9,836**	**12,561**
순차입금	**152**	**1,128**	**-285**	**-279**	**-380**
총차입금	473	1,616	1,972	2,278	2,284

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	2,405	1,282	1,207	2,752	3,872
BPS	13,316	25,933	38,352	52,333	67,445
EBITDAPS	1,765	1,590	2,082	3,485	4,571
SPS	14,841	19,395	24,313	28,604	34,026
DPS	350	500	500	500	500
PER	**7.9**	**36.1**	**50.7**	**22.2**	**15.8**
PBR	**1.4**	**1.8**	**1.6**	**1.2**	**0.9**
EV/EBITDA	**11.1**	**33.4**	**29.0**	**17.2**	**12.9**
PSR	**1.3**	**2.4**	**2.5**	**2.1**	**1.8**

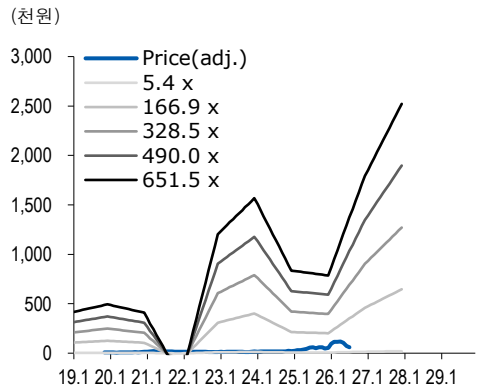
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**14.3**	**30.7**	**25.4**	**17.7**	**19.0**
영업이익 증가율 (%)	**78.9**	**-45.3**	**87.9**	**122.3**	**42.7**
지배순이익 증가율 (%)	**30.1**	**-46.7**	**-5.9**	**128.0**	**40.7**
매출총이익률 (%)	14.8	10.7	12.1	16.7	18.7
영업이익률 (%)	**7.8**	**3.3**	**4.9**	**9.3**	**11.1**
지배순이익률 (%)	16.2	6.6	5.0	9.6	11.4
EBITDA 마진 (%)	11.9	8.2	8.6	12.2	13.4
ROIC	27.8	22.9	14.2	11.1	10.1
ROA	8.8	3.0	1.9	3.3	3.8
ROE	**19.6**	**6.6**	**3.8**	**6.1**	**6.5**
부채비율 (%)	136.6	106.5	90.8	78.8	70.0
순차입금/자기자본 (%)	6.1	23.3	-4.0	-2.9	-3.0
영업이익/금융비용 (배)	9.8	3.2	3.5	6.5	8.6

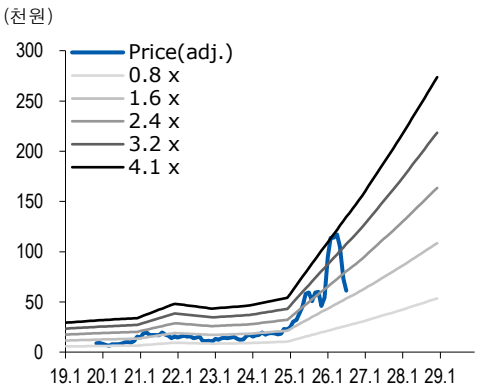
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

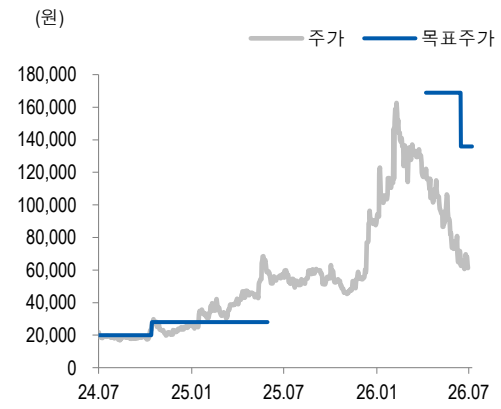
P/E band chart



P/B band chart



한화시스템 (272210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-07-28	BUY	136,000	1년		
2026-07-14	BUY	136,000	1년		
2026-05-06	BUY	169,000	1년	-44.80	-30.95
	담당자변경				
2024-11-11	BUY	28,000	1년	23.85	145.00
2024-03-06	BUY	20,000	1년	-7.43	16.00

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.9
Hold(중립)	3.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-07-28

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **백종민**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.