

EARNINGS
REVIEW

한화시스템 (272210/KS)

2Q 어닝 서프, 하반기 실적 보다 수주에 집중

조선/방산. 한승한, RA. 고서영 / shane.han@sks.co.kr / 3773-9992

Signal: 2Q26, 방산 매출 확대 및 필리 적자 폭 감소로 어닝 서프라이즈**Key:** 하반기 20% 중반 수출 비중 유지, but 자체투자 개발비 상승 불가피**Step:** 한화필리조선소는 마스가의 최대 수혜가 될 조선소. 선제적 매수

매수(유지)

목표주가: 100,000 원(하향)

현재주가: 61,200 원

상승여력: 63.4%

STOCK DATA

주가(26/07/28)	61,200 원
KOSPI	6,023.66 pt
52 주 최고가	162,700 원
60 일 평균 거래대금	77 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	18,892 만주
시가총액	11,562 십억원
주요주주	
한화에어로스페이스(외 3)	59.53%
국민연금공단	7.19%
외국인 지분율	10.00%

주가 및 상대수익률



2Q26 Review: 방산 매출 증가 및 필리 적자 축소로 어닝 서프

2Q26 연결 매출액 1조 1,176 억원(+45.5% YoY, +38.5% QoQ), 영업이익 1,037 억원(+78.9% YoY, +202.5% QoQ)으로, 시장예상치(588 억원)를 약 76.4% 상회하는 어닝 서프라이즈 시현했다. 방산 부문에서 수출 사업(폴란드 K2 사격통제장치, UAE&사우디 MSAM MFR) 및 국내 양산(울산급 Batch-III, KF-21 AESA 레이다 등) 매출액이 확대됐으며, 기타 부문에서 한화필리조선소의 적자 폭(PPA 43 억원 포함 한 192 억원 손실)이 크게 감소했기 때문이다. 올해 하반기에도 해당 기조 유지되며 20% 중반대의 수출 비중 지속될 전망이다, 방산 수출 및 우주항공 관련 자체투자 개발비가 확대되면서 분기별 이익 감소 폭이 확대될 예정이다. 또한 폴란드 K2 EC2 PL, 사우디 MNG, 중동 지역 MSAM/LSAM MFR 및 레이저, 동남아 함정 사업 중심의 해외 수주 및 TMMR 3 차, 천광 Block-I 추가 양산, 대드론체계, 다부처 초소형 SAR 위성 사업 등의 국내 수주 이어갈 전망이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 10 만원으로 하향

한화시스템에 대한 투자 의견 '매수'를 유지하고, 중장기 성장을 위한 자체투자 개발비 상승을 반영하여 실적 추정치 하향 조정함에 따라 목표주가 10 만원으로 하향한다. 한화필리조선소의 MRIV 사업 수주 확정 시 기존 NSMV VCM 모델 적용을 통해 실적 개선세 이어갈 전망이며, 골든돔에 사용될 군용 및 전략자산을 미국 내 한국 기업 소유의 조선소가 건조한다는 점에서 현 트럼프 행정부의 국방·해양 지배력 회복에 한화필리조선소가 확실하게 편입되어 있다는 것을 확인하게 될 예정이다. 존스법 적용 상선+특수선 수주에 이어 향후 FCL 획득 및 추가 시설 투자 후 미 해군 함정 관련 추가 수주까지 이어질 가능성 높다는 판단이다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	26년 2분기					26년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	1,118	1,034	8.1	945	18.3	4,540	4,286	5.9	4,351	4.3
영업이익(십억원)	104	81	28.4	59	76.3	183	309	-40.8	265	-30.9
지배주주순이익(십억원)	86	67	28.4	45	91.1	74	258	-71.3	198	-62.6
영업이익률(%)	9.3	7.8	-	6.2	-	4.0	7.2	-	6.1	-
지배주주순이익률(%)	7.7	6.5	-	4.8	-	1.6	6.0	-	4.6	-

자료: SK 증권

한화시스템 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

구분	변경 전				변경 후				컨센서스			
	3Q26E	4Q26E	2026E	2027E	3Q26E	4Q26E	2026E	2027E	3Q26E	4Q26E	2026E	2027E
매출액	996	1,385	4,286	5,162	1,082	1,533	4,540	5,520	1,012	1,582	4,351	5,036
영업이익	95	69	309	496	40	5	183	360	68	100	265	480
영업이익률	9.5%	5.0%	7.2%	9.6%	3.7%	0.3%	4.0%	6.5%	6.7%	6.3%	6.1%	9.5%

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E	2028E
매출액	807.1	1117.6	1082.2	1533.2	1110.1	1321.5	1328.0	1760.1	4540.1	5519.6	6741.9
YoY	17.0%	45.5%	34.0%	9.7%	37.5%	18.2%	22.7%	14.8%	23.9%	21.6%	22.1%
QoQ	-42.3%	38.5%	-3.2%	41.7%	-27.6%	19.0%	0.5%	32.5%	-	-	-
방산	471.2	700.6	678.2	1081.1	673.5	831.1	823.9	1201.5	2931.2	3530.0	4240.9
YoY	9.5%	49.0%	40.9%	2.3%	42.9%	18.6%	21.5%	11.1%	20.2%	20.4%	20.1%
QoQ	-55.4%	48.7%	-3.2%	59.4%	-37.7%	23.4%	-0.9%	45.8%	-	-	-
ICT	172.3	187.3	194.9	231.5	204.8	235.7	234.9	262.0	786.0	937.5	1119.0
YoY	21.8%	27.4%	25.2%	11.1%	18.9%	25.9%	20.5%	13.2%	20.4%	19.3%	19.4%
QoQ	-17.3%	8.7%	4.1%	18.8%	-11.5%	15.1%	-0.4%	11.6%	-	-	-
기타	163.6	229.7	209.0	220.5	231.8	254.6	269.2	296.6	822.9	1052.2	1382.0
YoY	38.3%	52.1%	22.5%	66.1%	41.7%	10.9%	28.8%	34.5%	43.7%	27.9%	31.3%
QoQ	38.3%	52.1%	22.5%	66.1%	41.7%	10.9%	28.8%	34.5%	-	-	-
영업이익	34.3	103.7	39.6	5.0	86.4	150.8	83.8	39.2	182.6	360.2	549.9
YoY	1.9%	78.9%	76.0%	-13.7%	152.1%	45.5%	111.3%	688.7%	52.3%	97.3%	52.7%
QoQ	495.1%	202.5%	-61.8%	-87.5%	1637.9%	74.6%	-44.5%	-53.2%	-	-	-
영업이익률	4.2%	9.3%	3.7%	0.3%	7.8%	11.4%	6.3%	2.2%	4.0%	6.5%	8.2%

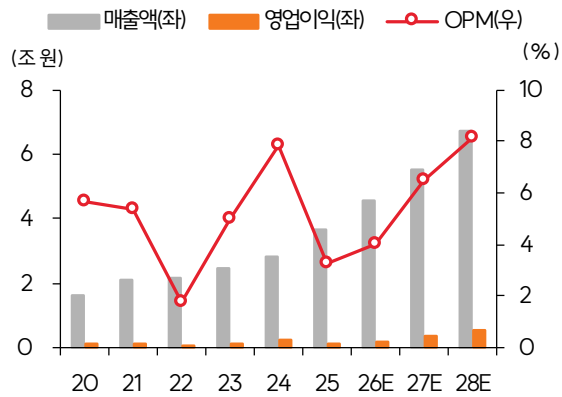
자료: Quantiwise, SK 증권 추정

한화시스템 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'28년 추정 EPS	(A)	원	2,454	
Target P/E	(B)	배	40	
주당주가가치	(C)	원	98,160	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	100,000	
현재주가	(E)	원	61,200	2026년 7월 28일 종가
상승여력	(F)	%	63.4	(F) = (D-E)/(E)

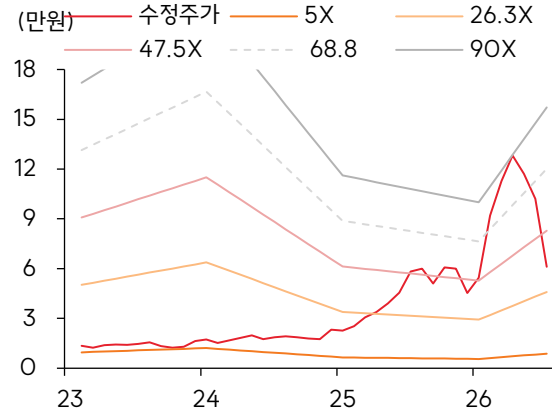
자료: SK 증권 추정

한화시스템 실적 추이 및 전망



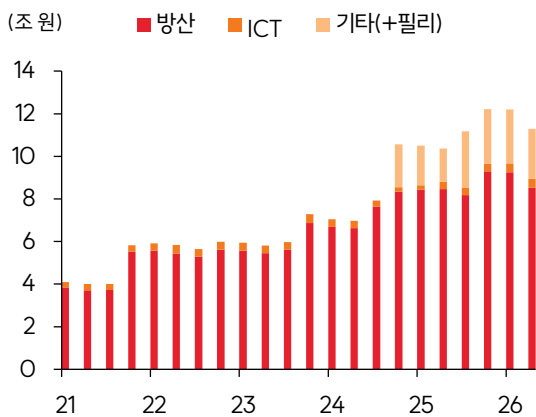
자료: Quantwise, SK 증권 추정

한화시스템 PER Band Chart



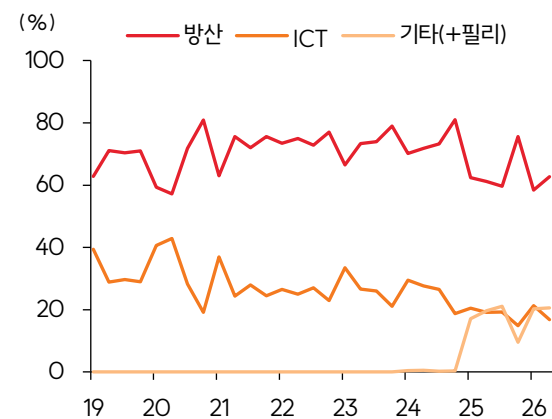
자료: Bloomberg, SK 증권

수주잔고 규모 추이



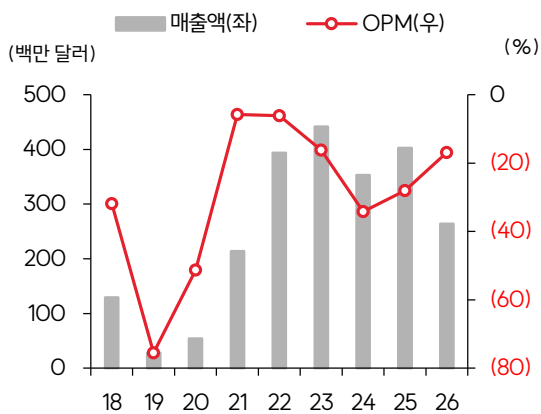
자료: 한화시스템, SK 증권

한화시스템 사업부문별 매출 비중 추이



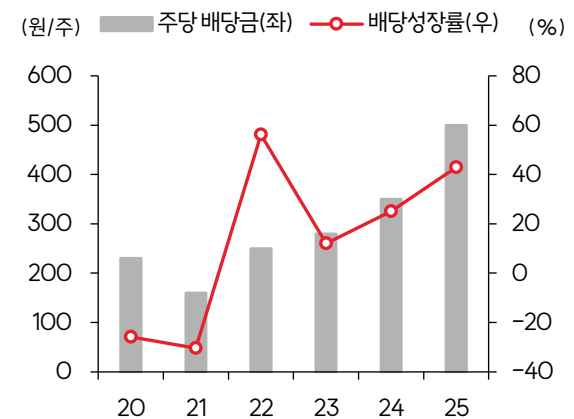
자료: Quantwise, SK 증권

한화필리조선폰 실적 추이



자료: 한화시스템, SK 증권

한화시스템 DPS 및 배당성장률 추이



자료: Quantwise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,286	2,929	3,012	3,246	3,644
현금및현금성자산	200	325	537	551	710
매출채권 및 기타채권	313	452	385	419	456
재고자산	610	811	989	1,077	1,172
비유동자산	3,524	7,399	7,747	7,923	8,143
장기금융자산	1,878	5,090	5,240	5,248	5,272
유형자산	636	823	965	1,073	1,225
무형자산	734	710	745	787	813
자산총계	5,810	10,327	10,759	11,169	11,787
유동부채	2,677	3,335	3,768	4,146	4,456
단기금융부채	109	426	620	675	734
매입채무 및 기타채무	250	481	787	857	933
단기충당부채	84	64	57	62	67
비유동부채	678	1,991	1,823	1,644	1,664
장기금융부채	364	1,190	980	782	782
장기매입채무 및 기타채무	18	24	47	47	47
장기충당부채	4	4	4	4	5
부채총계	3,355	5,326	5,591	5,790	6,119
지배주주지분	2,490	4,849	5,073	5,288	5,584
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,124	1,124	1,124
기타자본구성요소	-34	-34	-34	-34	-34
자기주식	-34	-34	-34	-34	-34
이익잉여금	589	709	689	905	1,200
비지배주주지분	-34	152	95	91	84
자본총계	2,456	5,001	5,168	5,379	5,668
부채와자본총계	5,810	10,327	10,759	11,169	11,787

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	133	79	222	603	665
당기순이익(손실)	445	209	29	314	457
비현금성항목등	-60	144	344	263	303
유형자산감가상각비	92	141	127	132	138
무형자산상각비	22	39	49	51	54
기타	-174	-36	168	80	111
운전자본감소(증가)	-218	-211	-87	138	47
매출채권및기타채권의감소(증가)	-92	-143	68	-34	-37
재고자산의감소(증가)	-106	-188	-178	-88	-96
매입채무및기타채무의증가(감소)	2	234	9	70	76
기타	-68	-112	-98	-195	-264
법인세납부	-32	-49	-34	-83	-122
투자활동현금흐름	-442	-1,170	-350	-343	-397
금융자산의감소(증가)	-134	-345	-47	-15	-17
유형자산의감소(증가)	-240	-297	-266	-240	-290
무형자산의감소(증가)	-25	-19	-84	-93	-80
기타	-43	-509	47	6	-11
재무활동현금흐름	35	1,237	-33	-246	-108
단기금융부채의증가(감소)	-101	270	-8	55	60
장기금융부채의증가(감소)	185	839	-25	-198	0
자본의증가(감소)	-8	31	1	0	0
배당금지급	-52	-65	0	-103	-168
기타	11	163	-1	-0	0
현금의 증가(감소)	-276	126	211	14	159
기초현금	476	200	325	536	551
기말현금	200	325	536	551	710
FCF	-107	-219	-44	363	375

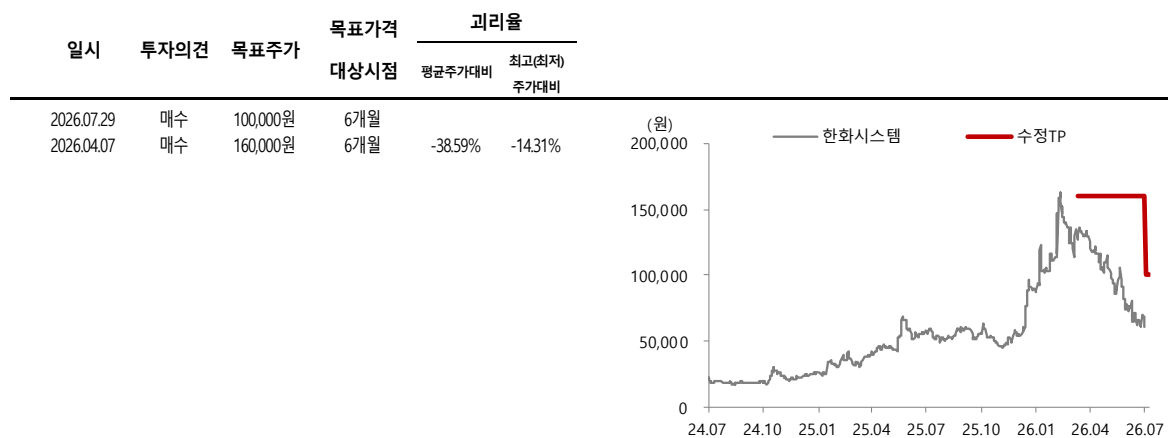
자료 : 한화시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,804	3,664	4,540	5,520	6,742
매출원가	2,388	3,272	3,987	4,713	5,647
매출총이익	416	392	553	807	1,094
매출총이익률(%)	14.8	10.7	12.2	14.6	16.2
판매비와 관리비	196	272	371	447	545
영업이익	219	120	183	360	550
영업이익률(%)	7.8	3.3	4.0	6.5	8.2
비영업손익	362	-5	-140	37	29
순금융손익	-8	-25	-36	-28	-21
외환관련손익	16	3	16	0	0
관계기업등 투자손익	-13	-5	-7	0	0
세전계속사업이익	581	115	43	397	579
세전계속사업이익률(%)	20.7	3.1	0.9	7.2	8.6
계속사업법인세	104	-86	7	83	122
계속사업이익	477	201	36	314	457
중단사업이익	-32	8	-7	0	0
*법인세효과	0	-4	7	0	0
당기순이익	445	209	29	314	457
순이익률(%)	15.9	5.7	0.6	5.7	6.8
지배주주	454	242	74	318	464
지배주주귀속 순이익률(%)	16.2	6.6	1.6	5.8	6.9
비지배주주	-9	-33	-45	-4	-6
총포괄이익	411	2,397	259	314	457
지배주주	420	2,398	316	321	464
비지배주주	-9	-1	-56	-8	-7
EBITDA	333	300	358	543	742

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	14.3	30.7	23.9	21.6	22.1
영업이익	78.9	-45.3	52.3	97.3	52.7
세전계속사업이익	31.0	-80.2	-62.9	832.4	45.7
EBITDA	36.4	-9.9	19.3	51.4	36.6
EPS	23.8	-51.9	-65.4	293.8	45.7
수익성 (%)					
ROA	8.7	2.6	0.3	2.9	4.0
ROE	19.6	6.6	1.5	6.1	8.5
EBITDA마진	11.9	8.2	7.9	9.8	11.0
안정성 (%)					
유동비율	85.4	87.8	79.9	78.3	81.8
부채비율	136.6	106.5	108.2	107.6	108.0
순차입금/자기자본	6.2	22.6	17.2	13.3	10.6
EBITDA/이자비용(배)	14.9	7.9	4.9	8.8	12.9
배당성향	14.4	38.6	138.9	52.9	50.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,573	1,238	428	1,684	2,454
BPS	13,361	25,849	27,033	28,172	29,736
CFPS	3,009	2,238	1,323	2,651	3,469
주당 현금배당금	350	500	550	900	1,250
Valuation지표 (배)					
PER	8.8	44.0	143.1	36.3	24.9
PBR	1.7	2.1	2.3	2.2	2.1
PCR	7.5	24.3	46.3	23.1	17.6
EV/EBITDA	13.2	38.5	35.0	22.8	16.5
배당수익률	1.5	0.9	0.9	1.5	2.0



COMPLIANCE NOTICE

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 07월 29일 기준)	매수	94.08%	중립	5.92%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------