

한화시스템(272210)

Analyst 백주호 juho4281@hmsec.com

2Q26 Review: 방산 실적 호조

BUY

TP 91,000원

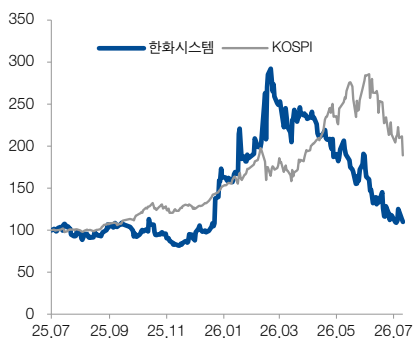
현재주가 (7/28)	61,200원
상승여력	48.7%
시가총액	11,562십억원
발행주식수	188,919천주
자본금/액면가	945십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	162,700원/45,350원
일평균 거래대금 (60일)	77십억원
외국인 지분율	9.97%
주요주주 지분율	
한화에어로스페이스 외 3인	59.53%

추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-16.8	-49.0	-31.2
상대주가(%p)	16.1	-43.7	-41.0

* K-FRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	1,287	2,230	125,000
After	1,213	2,102	91,000
Consensus	1,111	2,380	124,917
Cons. 차이	9.2%	-11.7%	-27.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	2,804	219	454	333	2,405	30.1	9.4	1.7	12.8	19.6	1.5
2025	3,664	120	242	300	1,282	-46.7	42.4	2.1	38.1	6.6	0.9
2026F	4,243	253	229	424	1,213	-5.4	50.5	2.3	31.5	4.6	0.8
2027F	4,973	469	397	613	2,102	73.3	29.1	2.1	20.8	7.5	0.8
2028F	5,644	575	524	693	2,773	31.9	22.1	2.0	17.5	9.3	0.8

* K-FRS 연결 기준

투자포인트 및 결론

- 2Q26 영업이익은 1,037억원(yoy +218.8%, qoq +202.3%, OPM 9.3%)으로 컨센서스 580억원을 78.9% 상회. 폴란드 K2와 UAE-사우디 M-SAM 등 방산 수출 매출 확대 따른 방산 영업이익률 상승 주요(14.8%)
- 투자 의견 BUY, 목표주가 91,000원으로 목표주가 27.2% 하향(기존 125,000원). 최근 주가 하락 따른 Peer valuation 변화 및 지분가치 변화 반영하여 목표주가 하향

주요이슈 및 실적전망

- 2Q26 매출액은 1조 1,176억원(yoy +45.5%, qoq +38.5%), 영업이익은 1,037억원(yoy +218.8%, qoq +202.3%, OPM 9.3%) 기록. 영업이익은 컨센서스 580억원을 78.9% 상회
- 방산 부문 매출액은 7,006억원(yoy +49%, qoq +49%), 영업이익은 1,037억원(yoy +98%, qoq +50%, OPM 14.8%) 기록. 2Q26 방산 매출 구성은 수출 23%, 개발 31%, 양산 31%, 정비 15%로 수출 비중 상승이 수익성 개선 주도. 주요 수출 사업별 매출액은 폴란드 K2 조준경 및 사격통제장치 500억원 이상, UAE M-SAM 다기능레이다 약 500억원, 사우디 M-SAM 다기능레이다 100억원 이상. 국내에서는 울산급 Batch-III 함정전투체계, KF-21 AESA 레이더 및 항전장비, K2 4차 양산 등.
- 연간 방산 영업이익 가이드는 전년과 유사한 수준으로 유지. 하반기 방산 이익 둔화의 주요 원인은 자체투자 개발비 증가. 자체투자 개발비는 1Q26 85억원, 2Q26 120억원으로 상반기 집행 규모가 크지 않았으나 하반기부터 레이더, 레이저, 무인수상정, 초저궤도 SAR 위성 및 통신위성 등에 대한 집행이 집중될 전망
- ICT 부문 매출액은 1,873억원(yoy +27%, qoq +9%), 영업이익은 208억원(yoy +93%, qoq +55%, OPM 11.1%) 기록. 한화생명 차세대 시스템, 한화필리조션소 ERP, 한화에어로스페이스 스마트플랜트 등 계열사형 시스템 구축 사업 증가로 수익성 개선. 기타 부문 매출액은 2,297억원(yoy +52%, qoq +40%), 영업손실은 208억원으로 전년 동기 308억원 및 전분기 481억원 대비 적자 축소. 적자 선종 인도가 완료되고 흑자 선종 건조가 본격화되는 2027년부터 턴어라운드 기대

주가전망 및 Valuation

- 2Q26 실적은 방산 수출 확대에 따른 수익성 확인했다는 점에서 긍정적. 다만 하반기 자체투자 개발비 집중에 따른 연간 방산 영업이익 추세와 필리조션소 적자폭 축소 확인할 필요
- 투자 의견 BUY, 목표주가 91,000원으로 목표주가 27.2% 하향(기존 125,000원). 최근 주가 하락 따른 Peer valuation 변화 및 지분가치 변화 반영하여 목표주가 하향. 목표주가는 SOTP 방식. 영업가치 15.3조 원(기존 20.7조 원 디펜스 13.8조, ICT 5.5조, 필리조션소 6,400억 원, 우주 1.8조원)과 상장사 지분가치 1.6조원(기존 2.4조원 오스탈, 한화오션)으로 나누어 추정

〈표1〉 한화시스템 목표주가 산정

항목	내용	비고
영업가치 (십억원)	15,341	(h)=(a)+(b)+(c)+(d)-(e)
디펜스 NOPAT(십억원)	13,875.7	(a) 27F 디펜스 부문 EBITDA* 27F 엘빗 시스템즈 EV/EBITDA 28.1배
ICT(십억원)	926.7	(b) 27F ICT 부문 EBITDA* 27F 국내 ICT Peer EV/EBITDA(삼성 SDS, LG CNS, 현대오트모에버) 8.7배
필리조션소(십억원)	642.0	(c) 27F 매출액*P/S 2배 적용(대한조선 25년 P/S)
우주(십억원)	1,080.0	(d) 27F 매출액*글로벌 우주 Peer P/S 9.0배 적용 (QPS 홀딩스, 플래닛 랩스), 할인율 70%
순차입금 (십억원)	1,183.0	(e)
비영업가치(십억원)	1,592	(i)=(f)+(g)
오스탈(십억원)	156.1	(f) 지분율 19.9%, 할인율 50%
한화오션(십억원)	1,435.8	(g) 지분율 11.57%, 할인율 50%
목표 시가총액 (십억원)	16,933	(j)=(h)+(i)
상장주식수(천주)	185,067	(k)=자사주 1,926천주 제외
목표 주가 (원)	91,000	(j)/(k)
현재 주가 (원)	61,200	
상승 여력 (%)	48.7%	
투자 의견	BUY	

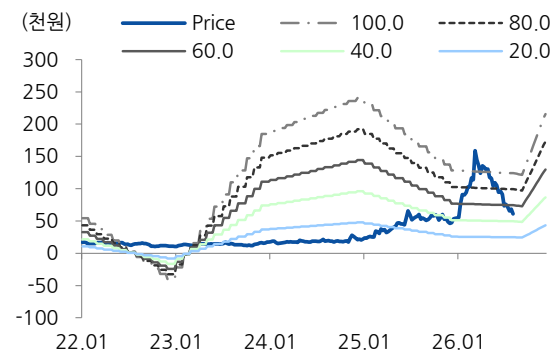
자료: 현대차증권

〈그림1〉 한화시스템 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉 한화시스템 P/E 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈표2〉 한화시스템 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	690.1	768.2	807.7	1,398.1	807.1	1,117.6	1,085.8	1,461.9	3,664.2	4,472.4	5,248.3	5,937.9
>디펜스	430.3	470.2	481.4	1,056.9	471.2	700.6	675.8	1,005.6	2,438.8	2,853.3	3,352.2	3,741.5
>ICT	141.5	147.0	155.7	208.4	172.3	187.3	188.2	241.0	652.6	788.8	899.6	1,000.7
>기타	118.3	150.9	170.7	132.8	163.5	229.7	221.9	215.3	572.7	830.4	996.4	1,195.7
영업이익	33.6	58.0	22.5	5.8	34.3	103.7	51.7	46.4	119.9	236.1	463.3	596.4
>디펜스	50.3	52.4	49.9	76.6	69.0	103.7	54.1	44.3	229.2	271.1	402.3	486.4
>ICT	10.8	10.8	12.0	17.2	13.4	20.8	15.4	15.1	50.8	64.7	81.0	98.1
>기타	(2.9)	(29.8)	(39.3)	(88.0)	(48.1)	(20.8)	(17.7)	(13.0)	(160.1)	(99.6)	(19.9)	12.0
영업이익률	4.9	7.6	2.8	0.4	4.2	9.3	4.8	3.2	3.3	5.3	8.8	10.0
>디펜스	11.7	11.1	10.4	7.2	14.6	14.8	8.0	4.4	9.4	9.5	12.0	13.0
>ICT	7.6	7.4	7.7	8.2	7.7	11.1	8.2	6.3	7.8	8.2	9.0	9.8
>기타	(2.5)	(19.8)	(23.1)	(66.3)	(29.4)	(9.1)	(8.0)	(6.1)	(28.0)	(12.0)	(2.0)	1.0
영업이익	33.6	33.5	22.5	5.8	34.3	103.7	51.7	46.4	119.9	236.1	463.3	596.4
세전이익	14.7	78.4	97.1	(99.8)	(115.7)	94.0	92.1	86.8	90.5	157.1	512.1	701.0
지배순이익	27.9	40.9	151.7	11.8	(55.0)	96.9	81.0	49.6	232.3	172.6	393.5	544.5
영업이익률	4.9	4.4	2.8	0.4	4.2	9.3	4.8	3.2	2.6	5.3	8.8	10.0
세전이익률	2.1	10.2	12.0	(7.1)	(14.3)	8.4	8.5	5.9	2.5	3.5	9.8	11.8
지배순이익률	4.0	5.3	18.8	0.8	(6.8)	8.7	7.5	3.4	6.3	3.9	7.5	9.2
%yoy												
매출액	26.8	11.8	26.4	49.8	17.0	45.5	34.4	4.6	30.7	22.1	17.3	13.1
>디펜스	12.7	(4.7)	2.9	39.8	9.5	49.0	40.4	(4.9)	16.2	17.0	17.5	11.6
>ICT	(11.8)	(22.7)	(8.2)	19.4	21.8	27.4	20.9	15.6	(6.1)	20.9	14.1	11.2
>기타	5,238.4	3,680.6	9,388.0	6,389.5	38.2	52.2	30.0	62.1	(9.4)	27.3	25.2	21.1
영업이익	(26.1)	(60.4)	(62.7)	(80.2)	1.9	210.0	129.8	705.0	(56.5)	147.6	96.2	28.7
세전이익	(78.7)	489.8	413.8	(120.8)	(884.9)	19.9	(5.2)	(187.0)	(84.4)	73.7	225.9	36.9
지배순이익	(46.2)	44.6	1,513.6	(96.8)	(297.3)	136.8	(46.6)	320.2	(48.9)	(25.7)	128.1	38.4
원/달러(평균)	1,466.5	1,356.4	1,386.1	1,467.1	1,466.9	1,503.0	1,470.0	1,450.0	1,427.0	1,472.0	1,418.0	1,370.0

자료: 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,804	3,664	4,243	4,973	5,644
증가율 (%)	14.4	30.7	15.8	17.2	13.5
매출원가	2,388	3,272	3,660	4,133	4,648
매출원가율 (%)	85.2	89.3	86.3	83.1	82.4
매출총이익	416	392	584	840	996
매출이익률 (%)	14.8	10.7	13.8	16.9	17.6
증가율 (%)	36.8	-5.8	49.0	43.8	18.6
판매관리비	196	272	331	372	422
판매비율 (%)	7.0	7.4	7.8	7.5	7.5
EBITDA	333	300	424	613	693
EBITDA 이익률 (%)	11.9	8.2	10.0	12.3	12.3
증가율 (%)	36.5	-9.9	41.3	44.6	13.1
영업이익	219	120	253	469	575
영업이익률 (%)	7.8	3.3	6.0	9.4	10.2
증가율 (%)	78.0	-45.2	110.8	85.4	22.6
영업외손익	375	1	-22	48	100
금융수익	48	53	176	244	297
금융비용	39	46	111	150	199
기타영업외손익	366	-6	-87	-46	2
종속관계기업관련손익	-13	-5	-7	-0	-0
세전계속사업이익	581	115	224	516	675
세전계속사업이익률	20.7	3.1	5.3	10.4	12.0
증가율 (%)	30.9	-80.2	94.8	130.4	30.8
법인세비용	104	-86	40	115	150
계속사업이익	477	201	183	402	525
중단사업이익	-32	8	-7	0	0
당기순이익	445	209	177	402	525
당기순이익률 (%)	15.9	5.7	4.2	8.1	9.3
증가율 (%)	29.7	-53.0	-15.3	127.1	30.6
지배주주지분 손이익	454	242	229	397	524
비지배주주지분 손이익	-9	-33	-52	4	1
기타포괄이익	-35	2,188	230	0	0
총포괄이익	411	2,397	407	402	525

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	133	79	326	783	780
당기순이익	445	209	177	402	525
유형자산 상각비	92	141	125	106	88
무형자산 상각비	22	39	47	38	31
외환손익	-22	2	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-218	-211	-126	269	168
기타	-186	-101	103	-32	-32
투자활동으로인한현금흐름	-442	-1,170	-58	-122	-65
투자자산의 감소(증가)	-490	-1,578	-139	-122	-76
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-240	-299	-76	0	0
기타	288	705	157	0	11
재무활동으로인한현금흐름	35	1,237	260	-89	-91
차입금의 증가(감소)	0	229	-169	0	0
사채의증가(감소)	199	598	399	0	0
자본의 증가	-8	31	1	0	0
배당금	-52	-65	-93	-93	-93
기타	-104	444	122	4	2
기타현금흐름	-2	-20	15	0	0
현금의증가(감소)	-276	126	543	572	625
기초현금	476	200	325	868	1,440
기말현금	200	325	868	1,440	2,065

* K-IFRS 연결 기준

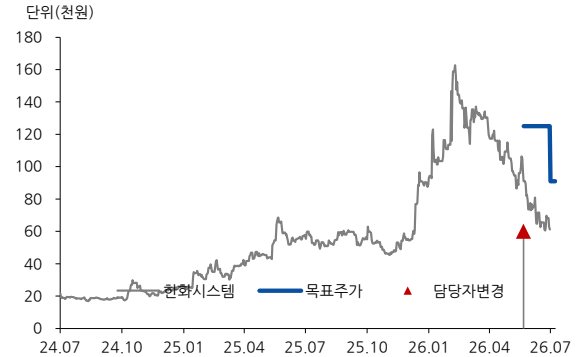
	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286	2,929	3,505	4,582	5,522
현금성자산	200	325	868	1,440	2,065
단기투자자산	121	163	165	196	216
매출채권	309	450	455	543	597
재고자산	610	811	821	979	1,077
기타유동자산	1,046	1,180	1,195	1,424	1,567
비유동자산	3,524	7,399	7,468	7,446	7,403
유형자산	636	823	777	671	583
무형자산	734	710	675	637	607
투자자산	1,903	5,639	5,784	5,906	5,982
기타비유동자산	251	227	232	232	231
기타금융융자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,810	10,327	10,973	12,028	12,925
유동부채	2,677	3,335	3,518	4,088	4,443
단기차입금	30	301	447	447	447
매입채무	154	253	256	306	336
유동성장기부채	50	100	100	100	100
기타유동부채	2,443	2,681	2,715	3,235	3,560
비유동부채	678	1,991	2,233	2,410	2,521
사채	249	848	1,246	1,246	1,246
장기차입금	0	226	60	60	60
장기금융부채	0	4	0	0	0
기타비유동부채	429	913	927	1,104	1,215
기타금융융부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,355	5,326	5,751	6,498	6,964
지배주주지분	2,490	4,849	5,135	5,438	5,868
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,124	1,124	1,124
자본조정 등	-34	-34	-34	-34	-34
기타포괄이익누계액	-102	2,107	2,349	2,349	2,349
이익잉여금	589	709	751	1,054	1,485
비지배주주지분	-34	152	87	92	93
자본총계	2,456	5,001	5,222	5,530	5,961

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	2,358	1,107	935	2,126	2,778
EPS(지배순이익 기준)	2,405	1,282	1,213	2,102	2,773
BPS(자본총계 기준)	12,999	26,472	27,640	29,271	31,554
BPS(지배지분 기준)	13,181	25,668	27,178	28,786	31,064
DPS	350	500	500	500	500
P/E(당기순이익 기준)	9.6	49.1	65.4	28.8	22.0
P/E(지배순이익 기준)	9.4	42.4	50.5	29.1	22.1
P/B(자본총계 기준)	1.7	2.1	2.2	2.1	1.9
P/B(지배지분 기준)	1.7	2.1	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA(Reported)	12.8	38.1	31.5	20.8	17.5
배당수익률	1.5	0.9	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	29.8	-53.0	-15.5	127.3	30.7
EPS(지배순이익 기준)	30.1	-46.7	-5.4	73.3	31.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	19.3	5.6	3.5	7.5	9.1
ROE(지배순이익 기준)	19.6	6.6	4.6	7.5	9.3
ROA	8.7	2.6	1.7	3.5	4.2
안정성 (%)					
부채비율	136.6	106.5	110.1	117.5	116.8
순차입금비율	1.5	20.3	16.2	4.5	순현금
이자보상배율	9.8	3.2	3.3	6.0	7.4

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.06.19	BUY	125,000	-43.31	-28.40
2026.07.29	BUY	91,000		

▶ 최근 2년간 한화시스템 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 백주호의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	189건	95.5%
보유	9건	4.5%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.