

한화시스템 (272210)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

방산/ICT 호조 속 신사업 개선 기대감 상승

2Q26 어닝 서프라이즈

한화시스템의 2026년 2분기 연결실적은 매출액 1조 1,176억원(YoY +45%), 영업이익 1,037억원(YoY +210%), 영업이익률 9.3%(YoY +1.7%p)를 기록하며, 컨센서스(영업이익 588억원)를 76% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 실적 성장의 가장 큰 요인은 방산 부문의 고마진 수출 증가와 ICT 부문의 캡티브(계열사) 매출 확대다. 방산 부문은 폴란드 K2, UAE 및 사우디아라비아 천궁-II(M-SAM) 등 대형 수출 사업의 매출이 본격화되고, 울산급 Batch-III 및 KF-21 AESA 레이다 등 국내 양산 사업 실적이 더해지며 전년 동기비 49% 증가한 7,006억원의 매출과 98% 증가한 1,037억원의 영업이익을 기록했다. 전체 방산 매출 중 수출 비중이 23%를 차지하며 마진 상승을 이끌었다. ICT 부문 역시 한화생명 차세대 시스템, 한화에어로스페이스 스마트 플랜트, 한화필리조선소 ERP 등 계열사 시스템 구축 사업이 늘어나며 매출 1,873억원(YoY +27%), 영업이익 208억원(YoY +93%)을 기록해 전사 호실적에 기여했다.

필리조선소는 적자폭 축소 긍정적

기타 부문의 한화필리조선소 적자 흐름도 주요 관심사다. 2분기 필리조선소는 인도 스케줄 근접 및 환율 효과로 매출이 2,297억원으로 전년동기비 52% 증가했으나, 기존 적자 선종(NSMV; National Security Multi-Mission Vessel, 국가 안보 다목적 훈련함) 건조 과정의 지연 여파와 PPA(기업결합 상각비) 43억원이 반영되어 총 208억원의 영업손실을 기록했다. 다만 전년동기비 및 전분기비 모두 적자폭이 축소되면서 턴어라운드 기대감을 높여 주고 있다.

Fig. 1: 한화시스템 연결재무제표 요약

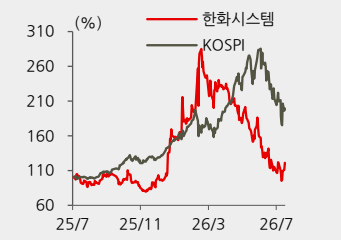
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	2,804	3,664	4,567	5,091	5,620
영업이익	219	120	240	453	541
세전이익	581	115	36	442	541
순이익[지배]	454	242	86	336	411
EPS(원)	2,405	1,282	457	1,777	2,175
증감률(%)	30.1	-46.7	-64.4	288.8	22.4
PER(배)	9.4	42.4	151.2	38.9	31.8
PBR	1.7	2.1	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	13.2	38.5	33.8	21.5	18.1
ROE(%)	19.6	6.6	1.8	6.6	7.7
배당수익률	1.5	0.9	1.0	1.1	1.3

자료: 한화시스템, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[분석 재개]	
목표주가(6M)	90,000원
[분석 재개]	30.2%
현재주가	69,100원
2026/8/4	

주식지표	
시가총액	13,054십억원
52주최고가	162,700원
52주최저가	45,350원
상장주식수	18,892만주/0.0만주
자본금/액면가	945십억원/5,000원
60일평균거래량	82만주
60일평균거래대금	72십억원
외국인지분율	10.3%
자기주식수	193만주/1.0%
주요주주및지분율	
한화에어로스페	59.5%
이스 외	
국민연금공단	7.2%

주가동향



이상현

자동차/기계

prolog@bnkfn.co.kr

(02)2071-7672

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 여의도빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

한편, 이번 분기 대폭 상승한 영업이익에도 불구하고 지배순이익은 671억원(YoY +32%)에 그쳤다. 이는 호주 방산기업 오스탈(Austal)의 주가 하락에 따른 지분 평가손실 약 360억원과 이자 비용 약 230억원 등 투자 회사 관련 영업외손실이 반영되었기 때문이다.

하반기 방산은 개발비 반영, ICT는 지속적인 캡티브 성장 예상, 필리조선소 턴어라운드는 내년 기대

올해 방산 부문은 견조한 수출 흐름에 힘입어 연간 매출액이 전년대비 20% 증가할 것으로 예상되지만, 영업이익 규모는 전년 수준 또는 조금 상회하는 정도에 머무를 것으로 전망된다. 그 이유는 레이더, 무인 수상정, 초저궤도 위성 등 미래 성장을 위한 자체 투자 개발비 집행이 하반기(특히 4분기)에 집중될 예정이기 때문이다. 반면 ICT 부문은 지속적인 계열사 물량 확대로 매출과 영업이익 모두 전년 대비 20%대 성장이 기대된다.

올해 수주 파이프라인은 매우 긍정적이다. 하반기에는 다부처 초소형 SAR 위성 양산 사업자 선정이 예상되며, 폴란드 K2전차 2차 실행계약, 중동 지역 천궁 및 L-SAM 추가 수요, 동남아 함정 사업 등 대규모 신규 수주가 포진해 있어 2026년 연간 수주액은 대폭 증가할 전망이다. 다만 필리조선소의 경우, 하반기에도 남은 적자 선종 건조를 위한 캐치업(Catch-up) 작업이 이어져 적자가 유지될 것이며 본격적인 턴어라운드는 내년이나 가능할 것으로 보인다.

투자의견 매수, 목표주가 90,000원으로 분석 재개

한화시스템에 대한 분석을 재개한다. 투자의견 매수, 목표주가 90,000원을 제시한다. 목표주는 '27년 예상 실적에 목표 PER 49.3배('25년 최고 PER 배수에서 10% 할인)를 적용했다. 본업에서의 우수한 실적이 이어지고 신사업에서의 턴어라운드가 기대되는 가운데 최근 주가 조정은 재진입의 기회로 판단된다.

투자 포인트는 1) 주력 사업인 방산 부문의 수출 모멘텀 강화와 이에 따른 구조적 이익 체력 향상이다. 총 11.3조원에 이르는 탄탄한 수주 잔고를 바탕으로 현재 진행 중인 UAE 물량뿐만 아니라, 내년부터 사우디아라비아 및 이라크 천궁-II 양산 물량이 본격적으로 실적에 반영되며 3~4년간 안정적인 매출 시현이 가능하다. 2) '27년경 필리조선소의 본격적인 턴어라운드가 기대되는 점도 긍정적이다. 기존 상선 중심의 선종 라인업을 미 해군 및 해안경비대(USCG)의 현대화 사업 및 관공선 수요 증가에 발맞추어 고부가가치 특수선 및 방산 지원함으로 확장하면서 시너지를 창출할 수 있을 것으로 기대된다.

한편 하반기 자체 투자비 증가로 인한 단기적인 이익 모멘텀 둔화, 한화필리조선소의 건조 공정 정상화 지연에 따른 턴어라운드 지연 가능성, 지분 투자 회사 주가 등락에 따른 비영업 부문의 손익 변동성은 지속적으로 확인해야 할 변수다.

표 1. 한화시스템 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
신규 수주	631	631	1,621	2,439	787	211	1,439	3,493	5,325	5,930	6,646
방산	516	502	208	2,175	414	-30	884	2,471	3,400	3,740	4,095
ICT	139	272	175	200	241	202	187	249	786	879	978
기타					132	39	367	772	1,140	1,311	1,573
수주 잔고	10,499	10,362	11,176	12,216	12,196	11,290	11,582	13,579	12,216	13,579	15,134
방산	8,428	8,459	8,185	9,303	9,246	8,515	8,667	10,076	9,303	10,076	10,948
ICT	213	338	357	349	417	432	427	444	349	444	559
기타	1,859	1,566	2,634	2,565	2,534	2,343	2,488	3,059	2,565	3,059	3,626
매출액	690	768	808	1,398	807	1,118	1,147	1,496	3,664	4,567	5,091
방산	430	470	481	1,057	471	701	732	1,062	2,439	2,966	3,223
ICT	142	147	156	208	172	187	192	232	653	784	863
기타	119	151	171	135	164	230	222	201	575	817	1,005
영업이익	58	33	23	6	34	104	72	30	120	240	453
방산	50	52	50	77	69	104	74	26	229	273	335
ICT	11	11	12	17	13	21	17	14	51	65	73
기타	-3	-30	-39	-88	-48	-21	-19	-10	-160	-98	45
세전이익	22	102	97	-103	-115	54	72	26	119	37	442
지배순이익	28	51	152	12	-55	67	54	20	242	86	336
(증감률, % y-y)											
매출액	26.8	11.7	26.4	49.9	17.0	45.5	42.0	7.0	30.7	24.7	11.5
방산	12.7	-4.7	2.9	39.8	9.5	49.0	52.1	0.5	16.2	21.6	8.7
ICT	-11.8	-22.7	-8.2	19.4	21.8	27.4	23.6	11.4	-6.1	20.2	10.0
기타	5,749.5	3,321.7	8,724.3	6,264.1	37.6	51.9	30.3	49.2	5,379.8	41.9	23.1
영업이익	27.9	-60.4	-62.7	-80.2	-41.1	209.9	221.1	423.8	-45.3	100.6	88.6
방산	47.9	-13.9	7.7	175.2	37.2	97.8	48.7	-65.7	35.6	19.2	22.8
ICT	-9.6	-53.3	-18.3	175.4	24.1	91.8	40.3	-16.7	-9.4	28.6	11.3
기타	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
세전이익	-62.5	1,095.5	594.3	적전	적전	-46.9	-26.2	흑전	-78.3	-69.2	1,104.4
지배순이익	-46.2	79.8	1,513.2	-96.8	적전	31.9	-64.1	67.0	-46.7	-64.4	289.0
(이익률, %)											
매출총이익률	12.6	15.4	10.7	7.2	12.1	16.7	14.0	10.1	12.0	13.0	16.2
영업이익률	8.4	4.4	2.8	0.4	4.2	9.3	6.3	2.0	3.3	5.3	8.9
방산	11.7	11.1	10.4	7.2	14.6	14.8	10.1	2.5	9.4	9.2	10.4
ICT	7.6	7.4	7.7	8.2	7.8	11.1	8.7	6.2	7.8	8.3	8.4
기타	-2.5	-19.7	-23.1	-65.3	-29.4	-9.1	-8.4	-5.2	-27.8	-12.0	4.5
세전이익률	3.2	13.3	12.0	-7.3	-14.3	4.9	6.3	1.7	3.3	0.8	8.7
지배순이익률	4.0	6.6	18.8	0.8	-6.8	6.0	4.8	1.3	6.6	1.9	6.6

주: '24년 중단손익, '25년 필리핀조선소 PAA 상각 반영 등으로 분기 수치에서 일부 상이

자료: 한화시스템, BNK투자증권

실적 발표 Q&A 주요 내용

1. 방산 부문 하반기 실적 전망 및 개발비 집행

올해 방산 부문 매출은 전년 대비 20% 성장이 예상되나, 영업이익은 전년과 유사할 것으로 전망. 상반기 대비 하반기(특히 4분기)에 이익률이 다소 둔화될 수 있는데, 이는 자체 투자 개발비 집행이 하반기에 집중되기 때문임. 주요 투자 분야는 수출용 레이더, 레이저, 무인수상정(USV)을 비롯해 초저궤도 위성 및 통신 위성 등 우주 사업임.

2. 방산 수출 비중 및 대규모 수주 파이프라인

2분기 방산 실적에서 수출이 차지하는 비중은 23%였으며(폴란드 K2 약 500억, UAE 약 500억, 사우디 100억 이상 매출 발생), 연간으로는 20%대 초중반을 기록할 것으로 예상됨. 올해 신규 수주 규모는 작년(약 3.45조원)을 대폭 상회할 전망이다. 하반기 주요 기대 수주 파이프라인으로는 폴란드 K2 2차 실행계약, 사우디 등 중동 지역의 천궁(M-SAM)/L-SAM 및 레이저 사업, 동남아 함정 사업 등이 있으며, 국내 사업으로는 TMMR 3차 양산과 다부처 초소형 SAR 위성 등이 꼽힘. 아울러 UAE 천궁은 현재 본격적인 양산에 진입했고, 사우디와 이라크 물량도 내년부터 실적에 반영되어 향후 3~4년간 안정적인 매출 시현이 가능할 전망이다.

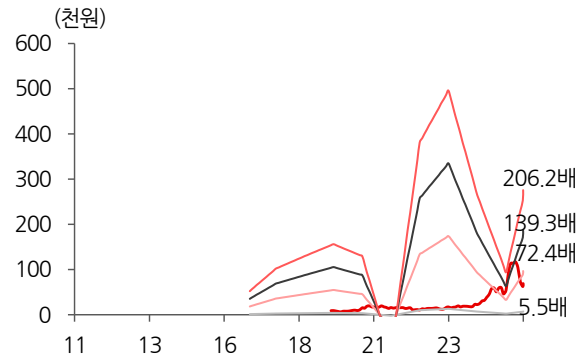
3. 한화필리조선소 현황 및 턴어라운드 시점

2분기 필리조선소의 매출 급증(약 2,300억원)은 선박 인도 스케줄 근접에 따른 투입량 증가와 환율 효과에 기인하며, 하반기에도 이러한 조업 흐름이 이어질 것으로 보임. 다만 하반기에도 남은 적자 선종(NSMV; National Security Multi-Mission Vessel, 국가 안보 다목적 훈련함) 건조를 위한 캐치업(Catch-up) 작업이 지속되어 당분간 적자 기조가 유지될 것이며, 본격적인 턴어라운드는 흑자 선종 건조가 본격화되는 내년으로 예상됨. 최근 언론에 보도된 MRIV(Multi-Mission Rescue and Intervention Vessel, 다목적 구난·지원함) 수주 건은 아직 확정되지 않았으나, 기존 NSMV 건조 과정의 개선된 경험을 바탕으로 진행되므로 과거와 같은 적자 선종이 될 가능성은 작을 것으로 기대하고 있음.

4. 2분기 영업외손익(비영업 손실) 세부 내역

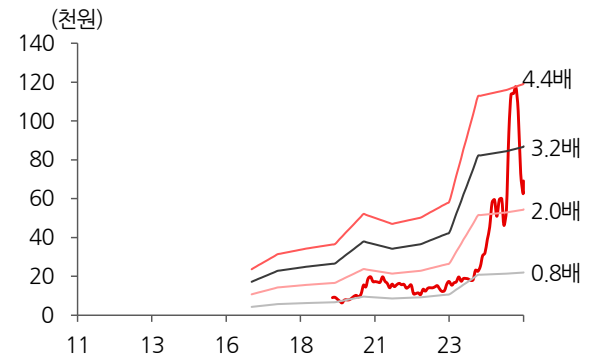
2분기 당기순이익에 악영향을 미친 비영업 손실의 주요 원인은 호주 오스탈(Austal) 주가 하락에 따른 지분 평가손실 약 360억원과 이자 비용 약 230억원임. 반면, 가상자산과 관련된 펀드 평가에서는 약 96억 원의 평가 이익이 발생했음.

Fig. 2: 한화시스템 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: 한화시스템 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286	2,929	3,304	3,674	4,389
현금성자산	200	325	519	667	1,086
매출채권	309	450	481	519	570
재고자산	610	811	867	937	1,029
비유동자산	3,524	7,399	7,733	7,923	8,134
투자자산	1,903	5,639	5,820	5,874	5,945
유형자산	636	823	961	1,084	1,205
무형자산	734	710	720	734	752
자산총계	5,810	10,327	11,037	11,597	12,523
유동부채	2,677	3,335	3,685	3,936	4,269
매입채무	154	253	271	292	321
단기차입금	30	301	447	447	447
비유동부채	678	1,991	2,271	2,340	2,631
사채및장기차입금	249	1,073	1,306	1,306	1,506
부채총계	3,355	5,326	5,957	6,276	6,900
지배기업지분	2,490	4,849	4,992	5,215	5,495
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,124	1,124	1,124
이익잉여금	589	709	608	832	1,111
자본총계	2,456	5,001	5,080	5,321	5,623
총차입금	473	1,616	1,987	1,989	2,192
순차입금	152	1,128	1,294	1,135	900

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	133	79	265	642	782
당기순이익	445	209	35	353	432
비현금비용	447	448	469	377	429
감가상각비	114	180	187	211	236
비현금수익	-507	-304	-121	-69	-84
자산및부채의증감	-218	-211	-60	108	144
매출채권감소	-92	-143	-29	-38	-51
재고자산감소	-106	-188	-56	-69	-92
매입채무증가	2	234	18	22	29
법인세환급(납부)	-32	-49	-22	-88	-108
투자활동현금흐름	-442	-1,170	-347	-384	-434
유형자산증가	-240	-299	-271	-280	-300
유형자산감소	0	2	0	0	0
무형자산순감	-25	-19	-53	-68	-76
재무활동현금흐름	35	1,237	261	-110	72
차입금증가	143	1,143	371	2	203
자본의증감	-8	31	1	0	0
배당금지급	-52	-65	-93	-112	-131
현금의증가	-276	126	194	148	419
기말현금	200	325	519	667	1,086
잉여현금흐름(FCF)	-107	-220	-6	362	482

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,804	3,664	4,567	5,091	5,620
매출원가	2,388	3,272	3,961	4,174	4,571
매출총이익	416	392	606	917	1,049
매출총이익률	14.8	10.7	13.3	18.0	18.7
판매비와관리비	196	272	366	464	508
판매비율	7.0	7.4	8.0	9.1	9.0
영업이익	219	120	240	453	541
영업이익률	7.8	3.3	5.3	8.9	9.6
EBITDA	333	300	427	665	777
영업외손익	362	-5	-204	-12	-1
금융이자손익	-8	-25	-41	-39	-32
외화관련손익	16	3	16	0	0
기타영업외손익	354	17	-179	27	31
세전이익	581	115	36	442	541
세전이익률	20.7	3.1	0.8	8.7	9.6
법인세비용	104	-86	-5	88	108
법인세율	17.9	-74.8	-13.9	19.9	20.0
계속사업이익	477	201	42	353	432
당기순이익	445	209	35	353	432
당기순이익률	15.9	5.7	0.8	6.9	7.7
지배기업순이익	454	242	86	336	411
총포괄손익	411	2,397	265	353	432

주요투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	2,405	1,282	457	1,777	2,175
BPS	13,361	25,849	26,603	27,786	29,268
CFPS	2,041	1,871	2,025	3,499	4,115
DPS	350	500	600	700	800
PER (배)	9.4	42.4	151.2	38.9	31.8
PSR	1.5	2.8	2.9	2.6	2.3
PBR	1.7	2.1	2.6	2.5	2.4
PCR	11.1	29.1	34.1	19.7	16.8
EV/EBITDA	13.2	38.5	33.8	21.5	18.1
배당성향 (%)	14.7	44.7	319.5	37.0	34.6
배당수익률	1.5	0.9	1.0	1.1	1.3
매출액증가율	14.3	30.7	24.7	11.5	10.4
영업이익증가율	78.9	-45.3	100.6	88.6	19.3
순이익증가율	30.1	-46.7	-64.4	289.0	22.4
EPS증가율	30.1	-46.7	-64.4	289.0	22.4
부채비율 (%)	136.6	106.5	117.3	117.9	122.7
차입금비율	19.3	32.3	39.1	37.4	39.0
순차입금/자기자본	6.2	22.6	25.5	21.3	16.0
ROA (%)	8.7	2.6	0.3	3.1	3.6
ROE	19.6	6.6	1.8	6.6	7.7
ROIC	20.6	17.4	-23.5	-10.0	-12.2

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/8/4 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
한화시스템 (272210)	24/11/08	매수	27,000원	-10.6	10.6
	25/02/12	매수	30,000원	12.0	25.3
	25/03/10	매수	47,000원	-1.2	46.0
	25/07/31	보유	59,000원	-	-
	26/01/31	커버리지 제외	-	-	-
	26/08/05	매수	90,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(Underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2026.06.30기준) / 매수(Buy) 80.6%, 보유(Hold) 19.4%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공 일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하 여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목 의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.