EARNINGS REVIEW

18 Aug. 2026

최광식 조선 · 기계 · 방산 I gs.choie@daolfn.com

이준범 연구원 I junebum34@daolfn.com

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		
적정주가	118,000		
Earnings			

Stock Information	
현재가 (08/14)	80,300원
예상 주가상승률	46.9%
시가총액	151,702억원
비중(KOSPI내)	0.26%
발행주식수	188,919천주
52주 최저가/최고가	45,350 - 162,700원
90일 일평균거래대금	652억원
외국인 지분율	10.4%
주요주주지분율(%)	
한화에어로스페이스 (외 4인)	59.5
국민연금공단 (외 1인)	7.2
자사주 (외 1인)	1.0

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	42.4	279.9	41.0
PBR(배)	2.1	3.0	2.8
EV/EBITDA(배)	38.0	36.1	27.7
배당수익률(%)	0.9	0.1	0.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	28.3	(22.3)	47.3	45.2
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	26.5	(49.1)	(69.0)	(16.7)

DAOL 다올투자증권

한화시스템 (272210)

미국에서 가장 가파르게 성장할 조선사

Issue

커버리지 재개. 방산은 캐시카우, 미국 조선은 성장, 모멘텀과 멀티플

Pitch

K-방산의 부체계로서 성장 중. 동사의 높은 멀티플과 주가 동력은 (우주 외에) 미국 방산 진출로 판단. 필리 선표 모델을 기반으로 실적을 제시하며 SOTP에서 조선에 PSR 4배를 부여하며 커버리지를 재개. 오스탈USA 인수 확정 시 또 사업전망에 따라 적정가치를 상향 조정할 수 있을 것으로 기대

Rationale

- **적정주가**를 SOTP로 118,000원 제시하며 커버리지 재개. 1) 2028년 EPS에 적정PER 30배를 적용했고, 2) 한화필리조선의 2029년 매출 2.1조원에 적정PSR 4배로 27,000원을 더함. 방산도 부체계로서 K-방산과 함께 성장하지만, 당분간 동사 주가는 미국 조선 사업에 달려있다는 판단
- 방산은 체계 업체들의 성장을 따라 2028년까지 성장하고, 2029년 너머는 그들의 대규모 파이프라인에 달려있는데, K-방산의 수주 환경을 낙관
- **필리의 잔고**에는 현재 건조 중인 NSMV의 마지막 5호선과 SRIV, 그리고 3,600-TEU 3척(척당 무려 333백만달러)이 남았고, Hanwha Shipping이 발주한 50k-DWT 탱커 4척(+옵션 6척)으로 23억달러에 달함
- **파이프라인**은 가) NSMV 기반 MRIV 수주설, 나) NSMV의 추가발주(5척, 1.5십억달러 추정), 다) 차세대군수지원함(NGLS) 개념설계 수주, 라) 글로벌 고속전략수송함(GFS)도 공동설계에 참여, 마) 중형상륙함 후속 시리즈 건조 참여 가능성 등으로 중장기 물량 풍부
- 미래 20척 **건조 확대 계획**을 발표하고, 투자도 집행 중. 여러 인력양성 프로그램을 진행 중이고, 건조속도를 8개월/척에서 월 1~2척으로 끌어올리기 위한 도크 2기, 안벽 3개 증설 계획도 진행 중. 이를 위한 투자도 200백만달러 집행 이후, 확대 예정
- 이런 와중에 한화그룹은 호주 오스탈의 오스탈USA 인수를 타진 중이어서, SOTP Valuation에서 위의 2) 다음 3)으로 적정가치 상향 가능성 열림

2Q26 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(P)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ
매출액	1,117.6	-	-	945.0	18.3	768.2	45.5	807.1	38.5
영업이익	103.7	-	-	58.8	76.3	33.5	210.0	34.3	202.5
지배주주순이익	67.1	-	-	44.5	50.7	40.9	64.0	(55.0)	흑전
OPM	9.3%	-	-	6.2%	3.1%p	4.4%	4.9%p	4.2%	5.0%p
NIM	6.0%	-	-	4.7%	1.3%p	5.3%	0.7%p	-6.8%	12.8%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

실적과 Valuation

한화시스템의 적정주가를 SOTP 밸류에이션을 통해 118,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다.
1) 방산업종 공통의 FWD 3년 최고 EPS에 적정 PER 30배를 적용하면 7.8만원으로 현재 주가 수준이지만, 2) 한화오션의 지분 가치를 더하고, 무엇보다 3) 한화필리조선의 기업가치를 2029년 매출에 적정PSR을 무려 4배를 적용해 2.7만원을 더한다.
그리고 4) 오스탈의 기업가치를 아직 장부가(순자산)로서 고작 306원 반영하는데, 장차 오스탈USA를 호주 오스탈로부터 인수하고, 이를 한화필리조선처럼 키우고, 그 미래 탑라인에 PSR을 적용한다면 적정가치 상향요인으로 작동할 수도 있다.

Fig. 1: 한화시스템 SOTP Valuation: 한화필리조선의 가치를 2.7만원으로 상향하면서 커버리지 재개 다음은 오스탈USA도 크게 상향할 수도 있음

(원, 배수)

SOTP VALUATION	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년
주식수(백만주)	189	189	189	189	189	189	189	189	189
EPS	520	-405	1,849	2,405	1,282	287	1,960	2,609	2,610
YoY	*-39%*	*적전*	*흑전*	*30%*	*-47%*	*-78%*	*584%*	*33%*	*0%*
PER(고)	205.9	32.9	13.8	9.9	83.2	151.4			
PER(저)	26.0	-46.9	4.9	3.3	17.6	78.6			
적정 PER				30	30	30	30	**적정 30**	30
주당 적정 가치				72,142	38,466	8,601	58,805	**78,273**	78,296
Weight						*0%*	*0%*	***100%***	*0%*
① 주당 영업 가치								78,273	

한화오션 적정주가(원)	170,000	2월 5일 상향
ⓐ 한화오션 시가총액(십억원)	52,090.3	
ⓑ 한화오션 지분율	11.57%	
ⓒ 한화오션 보유지분가치(십억원)	6,026.8	
ⓓ 할인율	**60%**	← 지주사의 통상 할인율
지분 평가가치(십억원)	2,411	ⓒ x(1-ⓓ)
② 한화오션 지분가치 주당 한화오션 투자가치(원)	12,761	

(60%) HS USA Holdings Corp - Hanwha Philly Shipyard Inc.(한화그룹 100% 지배)

한화필리조선

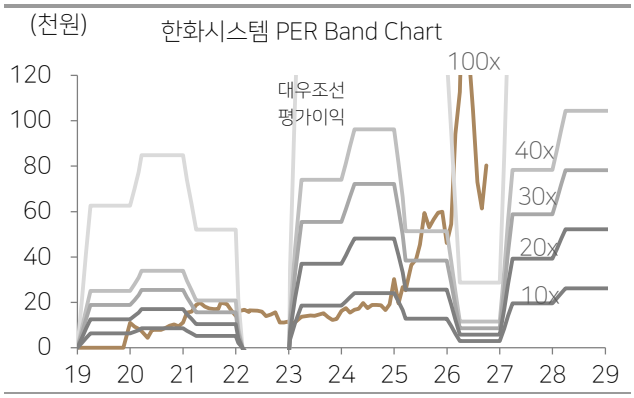
매출(십억원)	566	1,010	767	1,550	2,132
PSR		2.0	2.0	3.0	**4.0**
기업가치					8,526
ⓑ 지분율(한화시스템)	60%	60%	60%	60%	60%
ⓒ 한화시스템 보유지분 가치(십억원)					5115.6
③ HS USA Holdings Corp.[한화필리조선] 지분가치 주당 한화필리 투자가치(원)		27,078			

(60%) HAA NO. 1 PTY LTD. - Austal (19.8%)		
(a) 순자산(십억원)	405.4	1Q26 사업보고서
적정PB	3.0	→ HII PBR 3.0배 안팎
지분율	12%	
(b) 보유지분 가치	144.7	
(d) 할인율	**60%**	← 지주사의 통상 할인율
지분 평가가치(십억원)	58	(b) x (1- (d))
④ HAA NO. 1 PTY LTD.[오스탈] 지분가치 주당 오스탈 투자가치(원)	306	

주당 적정 가치 ①+②+③+④	118,418
적정주가	118,000
종가(08월 14일)	80,300
상승여력	46.9%

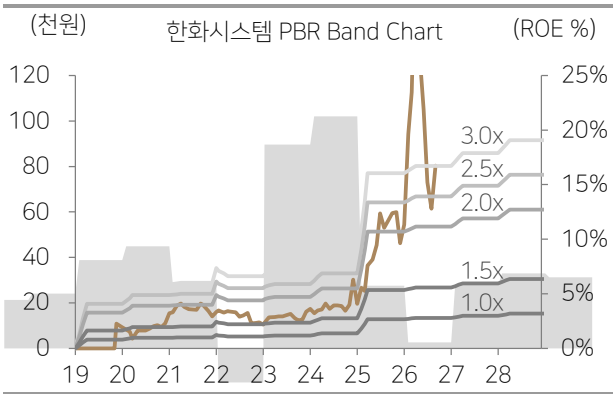
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 한화시스템 PER: 우주를 다녀온 주가



Source: 다올투자증권

Fig. 3: 한화시스템 PBR



Source: 다올투자증권

한화필리조선에 무려 PSR 4배를 적용함은 상당히 공격적으로 보일 수 있다. HII(헌팅턴 잉글스)가 PSR 1배 안팎으로 거래되고 있다. 그러나 1) 이번 자료에서 제시하는 한화필리조선의 선표모델에서 제시했듯 한화필리조선의 2029년 매출 2조원으로의 가파른 성장을 확인했기 때문이다.
또한 현재 인수 이전에 수주한 선박을 건조하고 있는데, 2) 향후 한화필리조선이 된 뒤에 수주한 일감의 수익성, 한화오션의 공법/생산성 적용에 따른 원가율 개선을 확인하면서 매출보다 이익 성장이 상당히 가파를 수 있기 때문이다.

또한 3) 필리조선뿐 아니라 인수를 시도 중인 오스탈USA의 향후 기업가치를 제대로 반영하기 전이어서, 필리조선에 꽤 높은 PSR 4배로 선반영했다.

Fig. 4: 한화필리조선의 선표모델: 한국보다 스틸커팅-진수 3배 걸리는 것으로 가정

(백만달러)

매출(건조) 추정 →	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28	1Q29	2Q29	3Q29	4Q29
매출	294	244	300	268	163	212	162	229	206	238	272	200	400	367	400	367
			1,107				766				916				1,533	
정부사업(NSMV, MRIV)	150	100	100	100	50	155	105	105	105	105	105	0	167	167	167	167
상선	111	111	167	167	111	56	56	122	100	133	167	200	233	200	233	200
LNG	0	0	1	2	2	2	2	2	1	0	0	0	0	0	0	0
특수선(Stone Dump/Fallpipe)	33	33	33	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MIX 비중																
~2023년	100%	100%	100%	99%	99%	99%	99%	70%	51%	44%	39%	0%	0%	0%	0%	0%
한화 인수 후	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	30%	49%	56%	61%	100%	100%	100%	100%	100%
선종 비중																
정부사업	51%	41%	33%	37%	31%	73%	65%	46%	51%	44%	39%	0%	42%	45%	42%	45%
상선	38%	46%	55%	62%	68%	26%	34%	53%	49%	56%	61%	100%	58%	55%	58%	55%
LNG	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
특수선	11%	13%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Source: 다올투자증권

위의 필리조선의 실적을 선표모델을 바탕으로 업데이트했다. 사측은 흑자전환 시점을 2026년 중에서 2027년으로 미루고 있지만, 당사는 더 보수적으로 2028년으로 가정한다. 당사의 보수적 예상보다 빨리 생산성 개선 및 이익 창출 구조로 변하기를 기대한다.

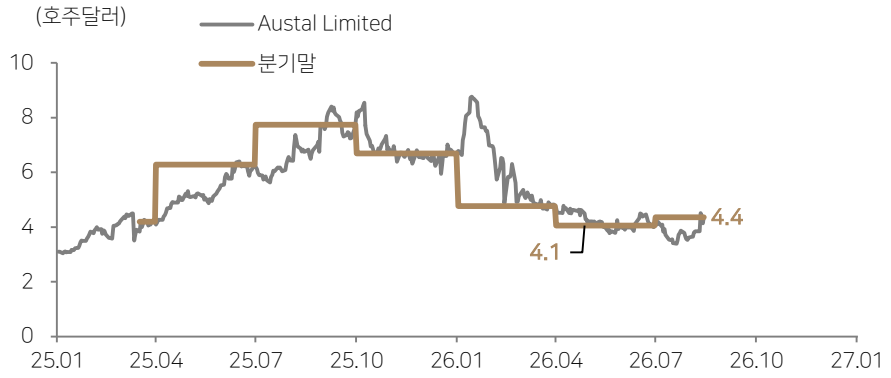
영업외에서 상반기 충격을 준 호주 오스탈의 주가 변동에 따른 평가손실도 3분기에 들어 8월 15일까지는 오스탈의 주가 상승으로 플러스권이다.

Fig. 5: 한화시스템 실적 예상: 필리 비용 투입 적자, 오스탈 투자지분 평가이익 영업외 플러스 (십억원)

한화시스템	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	690.1	768.2	807.7	1,398.1	807.1	1,117.6	1,009.9	1,557.8	2,803.7	3,664.2	4,492.4	4,325.2	5,267.7	5,935.3
YoY	*27%*	*12%*	*26%*	*50%*	*17%*	*45%*	*25%*	*11%*	*14%*	*31%*	*23%*	*-4%*	*22%*	*13%*
영업이익	33.6	58.0	22.5	5.8	34.3	103.7	48.5	59.3	219.3	119.9	245.8	355.2	446.0	476.6
금융/기타영업외	-17.0	46.1	75.6	-104.3	-143.0	-49.3	-35.5	-0.9	374.7	0.4	-228.7	31.7	36.7	8.8
세전사업이익	14.7	102.9	97.1	-99.8	-115.7	54.4	13.0	58.4	581.4	115.0	10.0	386.8	482.7	485.3
순이익	24.4	63.6	151.8	-30.6	-95.8	52.7	10.4	46.7	477.2	200.7	20.8	297.9	371.7	373.7
지배주주순이익	27.9	50.9	151.7	11.8	-55.0	67.1	7.7	34.3	454.3	242.2	54.2	370.3	492.9	493.1
영업이익률	*4.9%*	*7.5%*	*2.8%*	*0.4%*	*4.2%*	*9.3%*	*4.8%*	*3.8%*	*7.8%*	*3.3%*	*5.5%*	*8.2%*	*8.5%*	*8.0%*
지배주주순이익률	*4.0%*	*6.6%*	*18.8%*	*0.8%*	*-6.8%*	*6.0%*	*0.8%*	*2.2%*	*16.2%*	*6.6%*	*1.2%*	*8.6%*	*9.4%*	*8.3%*
기타(필리 등) 매출	118.3	151.0	170.6	132.8	163.6	229.7	231.1	385.5	10.8	572.7	1,009.8	766.6	1,549.5	2,131.5
영업이익	-2.9	-29.8	-39.3	-87.9	-48.1	-20.8	-18.3	-19.9	-19.9	-159.9	-107.1	-24.8 ①	-7.4	19.2
영업이익률	*-2.5%*	*-19.7%*	*-23.0%*	*-66.2%*	*-29.4%*	*-9.1%*	*-7.9%*	*-5.2%*		*-27.9%*	*-10.6%*	*-3.2%*	*-0.5%*	*0.9%*
ICT 매출	141.5	147.0	155.7	208.4	172.3	187.3	198.4	230.2	694.8	652.6	788.1	789.0	865.5	865.5
YoY	*-11.8%*	*-22.7%*	*-8.2%*	*19.4%*	*21.8%*	*27.4%*	*27.4%*	*10.4%*	*9.3%*	*-6.1%*	*20.8%*	*0.1%*	*9.7%*	*0.0%*
영업이익	10.8	10.8	12.0	22.4	13.4	20.8	16.6	25.9	56.1	56.0	76.7	72.2	83.9	83.2
영업이익률	*7.6%*	*7.3%*	*7.7%*	*10.7%*	*7.8%*	*11.1%*	*8.4%*	*11.3%*	*8.1%*	*8.6%*	*9.7%*	*9.1%*	*9.7%*	*9.6%*
방산 매출	430.3	470.2	481.4	1,056.9	471.2	700.6	580.5	942.1	2,098.8	2,438.8	2,694.4	2,769.6	2,852.7	2,938.2
YoY	*12.7%*	*-4.7%*	*2.9%*	*39.8%*	*9.5%*	*49.0%*	*20.6%*	*-10.9%*	*15.5%*	*16.2%*	③ *10.5%*	*2.8%*	*3.0%*	*3.0%*
수출	150.6	84.6	86.7	211.4	135.2	201.0	166.5	270.2	348.1	533.3	772.8	929.3	997.6	420.0
수출비중	*35.0%*	*18.0%*	*18.0%*	*20.0%*	*28.7%*	*28.7%*	*28.7%*	*28.7%*	*16.6%*	*21.9%*	*28.7%*	*33.6%*	*35.0%*	*14.3%*
수출비중(사측 안내)	*35.0%*				*17.0%*	*18.0%*	② *0.0%*	*14.0%*	*10% 중반*		*20% 중반*			
영업이익	50.3	52.5	49.8	74.9	69.0	103.7	50.2	53.3	169.0	227.5	276.3	307.8	369.4	374.1
영업이익률	*11.7%*	*11.2%*	*10.3%*	*7.1%*	*14.6%*	*14.8%*	*8.6%*	*5.7%*	*8.1%*	*9.3%*	*10.3%*	*11.1%*	*13.0%*	*12.7%*
진행 중인 사업들 중 중점 사업														
TICN Block-I-2(TMMR) 2차 양산									119.1	106.0	④			
UAE 천궁II 다기능레이다 수출							*중점 사업: 천궁* →		100.0	180.0	220.0	250.0	300.0	-52.2
SA-MSAM 사업 다기능레이더 분야 양산							*중점 사업: 천궁* →		5.0	10.0	⑤ 50.0	250.0	350.0	200.0
폴란드 K2전차 수출사업 조준경 등 17종 계약							*중점 사업* →		30.0	207.4				
구축함(KDDX) 전투체계 체계종합 및 전투관리체계							*중점 사업: 수상함* →		26.7	26.7	26.7	26.7	26.7	22.2
구축함(KDDX) 전투체계 다기능위상배열레이더 시제							*중점 사업: 수상함* →		34.1	34.1	34.1	34.1	34.1	28.4
대형수송함 1번함 성능개량 체계개발 사업(대공레이더)							*중점 사업: 수상함* →		11.2	11.2	11.2	10.2		
울산급 Batch-3 후속함(2-6번함) 전투체계							*중점 사업: 수상함* →		80.2	80.2	80.2	80.2	39.8	
울산급 Batch-Ⅳ(1,2번함) 전투체계 외 8항목							*중점 사업: 수상함* →		1.0	31.0	31.0	31.0	31.0	31.0

Source: 다올투자증권

Fig. 6: 영업외에 크게 잡힌 호주 오스탈의 주가에 따른 평가손익: 3Q26에는 플러스



Source: 다올투자증권

Fig. 7: 호주 오스탈 19.9%보다, 진짜 노리는 것은 오스탈USA

한화, 美 오스탈USA 인수 추진… 핵잠수함 공급망까지 노린다

오스탈의 미국 모빌 조선소 전경(한화 제공) /뉴스1

한화가 호주의 방산·조선 업체 오스탈(Austal)의 미국 계열사인 오스탈USA 인수에 나선다. 오스탈은 미국 현지에서 미 해군의 소형 수상함과 군수 지원함을 만드는 기업이다. 한화는 작년 말 오스탈 지분 19.9%를 확보해 최대 주주에 올랐지만 경영권을 확보하지 못했다. 창업자 포함 기존 주주들과의 이견이 있는 상황이라, 이번에는 미국 내 계열사를 직접 인수하는 방식으로 전략을 변경한 것이다.

Source: Yahoo, 다올투자증권

필리 현황 1) 시너지, 2) 수주 파이프라인, 3) CAPEX

지난주 트럼프 행정부는 한국에 MAP(26년 2월)에 제시한 브리지 전략과 궤를 같이하는, 2척 조건부 건조를 허가했다.

브리지 전략은 "선도함 또는 초기 시리즈는 한국에서 건조 추진하지만, 이를 건조하는 조선사는 이후 미국 내 조선소에 대한 자본투자를 통해, 궁극적으로 미국에서 건조해야 한다"는 정책 제안이었다.

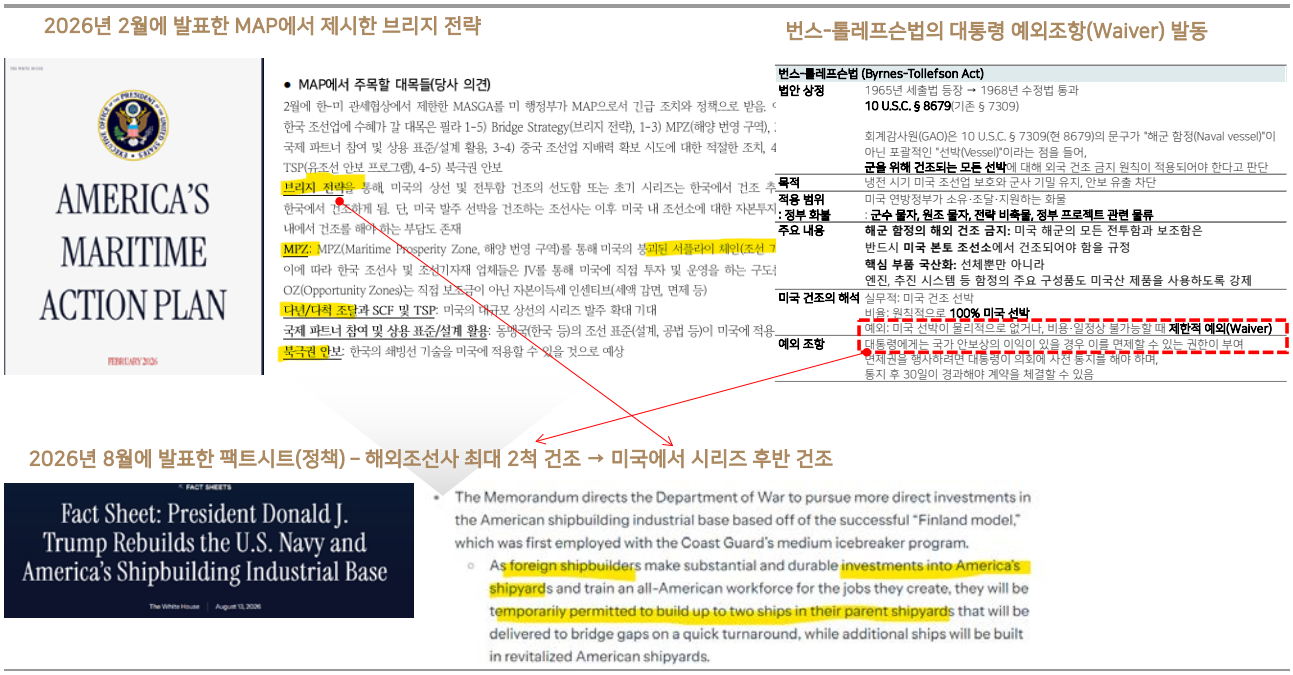
이번에 최대 2척 건조 허가의 조건은, 이를 건조하는 해외(한국) 조선소는 2척 이후 추가되는 선박은 미국 조선소에서 건조해야 하며, 이를 위해 미국에 새로 조선소를 건설하거나, 기존 조선소의 소유권 또는 과반 지분 인수가 필요하다.

한화필리조선은 한화오션과 그룹사의 미국 전투함 진출의 지렛대 역할을 하게 되었다.

또한 오스탈USA도 인수에 성공할 경우, 미국 내에서도 지원함과 전투함 모두를 아우르는 시장 접근이 가능해진다.

이는 가파른 탑라인 성장을 의미하고, 따라서 사업구조와 탑라인이 정체된 피어그룹보다 높은 PSR 4배를 적용하는 것은 합당하다는 판단이다.

Fig. 8: MAP의 제1축에서 제시한 브리지 전략: 초도선들 한국 건조. 이제 막 시작하려고 함



Source: 다올투자증권

브리지전략에 따른 미국 전투함/군수지원함의 한국 건조와는 별개로, 한화필리조선은 미국의 여러 사업들을 노리고 있다. NSMV에 기반한 MRIV(미사일계측함) 2척 수주를 노리고 있다.
NSMV도 추가발주설이 있다.
미국의 차세대 군수지원함(NGLS) 사업의 개념설계를 따내고 설계 중이다.
글로벌 고속전략 수송함(GFS) 사업도 7월부터 공동설계를 시작했다.
Damen사의 맥클렁급 중형상륙함(LSM)을 미국 여러 조선사가 나누어 건조하는데, 한화필리조선도 후보군이다.
잠수함 부체계 업체로서도 사업 참여를 추진하고 있다.

당사의 필리조선 실적에는 위의 MRIV 2척만 넣어보았다.

Fig. 9: 한화필리조선의 수주 파이프라인

구분	사업(선종)	발주처 / 파트너	규모	일정 / 진행단계	비고
특수선	미사일계측함(MRIV) '골든 디펜더' 2척	미사일방어청(MDA) / TOTE Services	2십억달러 (3조 원)	1번함 인도 2030.6 · 2026.7.17 OMB 발표. 수주 예정	NSMV 검증설계 재활용, 취득원가 50%+ 절감
해군 훈련선	국가안보 다목적선(NSMV) 추가발주	해사청(MARAD)	기존 건조 5척 + 신규 1.5십억달러(5척 추정) 추가	3척 인도완료 4호 2026, 5호 2027 + 5척 추가설	State of Maine 인도, Lone Star State 명명
군수지원함	차세대 군수지원함(NGLS) 개념설계	해군 / Vard Marine US	개념설계 계약	2026.03 계약 (인수 후 첫 해군 프로젝트)	한화디펜스USA· 한화필리 협력사 참여
전략수송함	글로벌 고속전략수송함(GFS) 공동설계	해군 / Leidos·Gibbs & Cox	전문서비스 계약	2026.07 계약	이중용도(상업·군수), G&C 수상전투함 70% + 설계
상륙함(후보)	중형상륙함(LSM) 맥클렁급 (Damen LST-100 기반)	해군·해병대 / VCM 방식	약 $1.8B(초기) 선조 규모 18~35척	1번함 Bollinger 건조 2026 - 2029	해병대 EABO·DMO / 해양패권 복원 정책
잠수함 부품	콜럼비아급 SSBN 모듈·부품	General Dynamics / Rhoads Industries	$2.5B / 10년	Rhoads 신공장 2027 가동	Rhoads $100M 증설, 신규 450명 JP모건 $13M+$11M

Source: 다올투자증권

2025년에 야드투어에서 도크당 3~4척, 그래서 8~10척 건조 계획을 밝혔었는데, 이후 MASGA 사업이 펼쳐지면서 2035년 20척 건조 목표를 제시했다.
사측의 언급과 언론보도를 바탕으로 도크 4~6개, 블록 공장, 인력 1만명으로 확대, 50억달러 투자 계획들이 알려졌지만, 중장기 투자 집행은 이와 달라질 수 있다.

연간 10척 건조만으로도 매출은 거의 4조원 달성이 가능해, 외형 성장은 강력하다고 판단한다. 일단 2029~2030년 매출 2조원 안착과 함께, 탑라인보다 수익성 개선과 조업 안정화를 지켜보려 한다.

Fig. 10: 한화필리조선의 CAPEX 계획

항목	현재 (AS-IS)	목표 (TO-BE)	확정여부	목표시점
연간 건조능력	1~1.5척	20척	발표 확정	**2035**
도크	2기 중 1기 가동	4기 (+2기)	발표 확정	미공개
안벽	안벽 현재 300m	→ 3~4척 체제 900m 필요 → 8척에서 1.8km 필요	발표 확정	미공개
블록 생산기지	없음	39.66만㎡ (약 12만평) 신설	부지 미확보	미확정
인력	현 1,700~2,000명 → 단기 2배 확대	7,000~10,000명 5년내 최대 1만 명	발표 확정	**향후 5년**
조선소 내 증설공사	미착공	설계·시공 착수	건설사 선정 완료	2028 완공
상선:함정 비중	상선 중심	약 50:50	관계자 발언	중장기
자재 조달	대부분 한국 조달	현지 공급망 구축	검토 단계	미정

Source: 다올투자증권

Fig. 11: 한화필리조선의 중장기 투자 가이던스

투자 집행 트랙	금액	기간	확정여부	목적
인수 대금	1억 달러	2024.12	**완료**	지분 100% 취득
인수 후 추가투자	1억 달러	2025~2026.05	**집행 완료**	설비 개선·인력
2026년 설비투자 계획	5,310억원	2026.01~12	계획 확정	생산시설 투자 / 생산성·설비안정성
중장기 현대화	**50억 달러 (약 7조원)**	**~2035**	발표	도크·안벽·블록기지·스마트야드
재원	한미 조선협력 투자펀드 1,500억 달러	-	정부간 합의	MASGA 프로젝트

Source: 다올투자증권

한화시스템 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,286.1	2,928.5	3,098.8	3,130.2	3,634.4
현금성자산	321.0	488.2	845.7	954.7	1,213.9
매출채권	312.7	452.3	523.6	388.5	517.1
재고자산	610.1	810.7	546.3	597.9	708.4
비유동자산	3,524.2	7,398.7	8,342.2	8,598.3	8,866.6
투자자산	2,154.4	5,866.2	6,778.3	7,053.5	7,339.9
유형자산	635.9	822.7	871.2	873.1	874.9
무형자산	733.9	709.8	692.8	671.8	651.9
자산총계	5,810.4	10,327.3	11,441.0	11,728.6	12,501.1
유동부채	2,677.1	3,334.9	4,001.1	3,903.5	4,279.1
매입채무	436.4	722.0	1,214.4	1,117.5	1,492.6
유동성이자부채	109.2	425.6	577.6	554.9	533.0
비유동부채	677.5	1,991.4	2,287.9	2,321.5	2,356.4
비유동이자부채	364.0	1,190.4	1,414.3	1,414.3	1,414.3
부채총계	3,354.6	5,326.3	6,289.0	6,225.0	6,635.5
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,092.0	1,123.0	1,124.2	1,124.2	1,124.2
이익잉여금	589.3	708.7	669.4	1,021.0	1,383.0
자본조정	(135.8)	2,072.9	2,314.9	2,314.9	2,314.9
자기주식	(34.1)	(34.1)	(34.1)	(34.1)	(34.1)
자본총계	2,455.8	5,001.0	5,152.0	5,503.6	5,865.6
투하자본	778.9	568.9	356.3	334.9	164.8
순차입금	152.2	1,127.8	1,146.2	1,014.5	733.4
ROA	8.7	2.6	0.1	2.6	3.1
ROE	19.2	5.7	0.3	5.7	6.7
ROIC	27.8	12.9	38.5	79.1	137.5

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,803.7	3,664.2	4,492.4	4,325.2	5,267.7
증가율 (Y-Y,%)	14.3	30.7	22.6	(3.7)	21.8
영업이익	219.3	119.9	245.8	355.2	446.0
증가율 (Y-Y,%)	78.9	(45.3)	105.0	44.5	25.6
EBITDA	333.5	300.4	452.5	583.5	661.0
영업외손익	387.3	5.7	(235.7)	31.7	36.7
순이자수익	(7.7)	3.9	25.7	57.4	67.4
외화관련손익	16.4	3.0	15.0	1.9	5.1
지분법손익	377.1	(37.4)	(511.5)	(511.5)	(511.5)
세전계속사업손익	581.4	115.0	10.1	386.8	482.7
당기순이익	445.4	209.1	14.1	297.9	371.7
지배기업당기순이익	454.3	242.2	54.2	370.3	492.9
증가율 (Y-Y,%)	29.8	(53.0)	(93.3)	2,011.1	24.8
NOPLAT	180.0	86.9	178.2	273.5	343.4
(+) Dep	114.1	180.5	206.7	228.4	215.0
(-) 운전자본투자	(224.2)	133.8	(701.5)	(2.7)	(152.4)
(-) Capex	239.8	298.9	210.0	192.0	179.7
OpFCF	278.5	(165.3)	876.4	312.4	531.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.3	18.8	22.4	15.5	12.9
영업이익증가율(3Yr)	25.1	45.3	26.1	17.4	54.9
EBITDA증가율(3Yr)	17.0	27.8	22.8	20.5	30.1
순이익증가율(3Yr)	65.7	n/a	(65.5)	(12.6)	21.1
영업이익률(%)	7.8	3.3	5.5	8.2	8.5
EBITDA마진(%)	11.9	8.2	10.1	13.5	12.5
순이익률(%)	15.9	5.7	0.3	6.9	7.1

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	132.6	78.7	1,155.5	940.6	1,406.7
당기순이익	445.4	209.1	14.1	297.9	371.7
자산상각비	114.1	180.5	206.7	228.4	215.0
운전자본증감	(217.6)	(210.7)	600.8	2.7	152.4
매출채권감소(증가)	(92.2)	(143.3)	(70.1)	135.1	(128.5)
재고자산감소(증가)	(106.4)	(188.1)	264.7	(51.6)	(110.5)
매입채무증가(감소)	1.8	233.7	436.0	(96.9)	375.1
투자현금	(442.0)	(1,170.4)	(1,376.4)	(1,002.7)	(1,001.8)
단기투자자산감소	(128.6)	(227.2)	(37.2)	(6.8)	(7.0)
장기투자증권감소	(42.9)	(530.6)	(602.2)	(752.7)	(762.5)
설비투자	(239.8)	(298.9)	(210.0)	(192.0)	(179.7)
유무형자산감소	(25.3)	(17.7)	(17.1)	(17.2)	(17.2)
재무현금	35.1	1,237.3	559.7	164.3	(152.8)
차입금증가	84.4	1,108.9	559.7	183.0	(21.9)
자본증가	(52.4)	(65.4)	(93.5)	(18.7)	(130.9)
배당금지급	52.4	65.4	93.5	18.7	130.9
현금 증감	(276.2)	125.6	353.6	102.2	252.1
총현금흐름(Gross CF)	385.5	353.4	562.5	937.9	1,254.2
(-) 운전자본증가(감소)	(224.2)	133.8	(701.5)	(2.7)	(152.4)
(-) 설비투자	239.8	298.9	210.0	192.0	179.7
(+) 자산매각	(25.3)	(17.7)	(17.1)	(17.2)	(17.2)
Free Cash Flow	(274.1)	(1,027.8)	(213.2)	(62.1)	404.9
(-) 기타투자	42.9	530.6	602.2	752.7	762.5
잉여현금	(317.0)	(1,558.4)	(815.4)	(814.8)	(357.6)

주요투자지표

(원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	2,405	1,282	287	1,960	2,609
BPS	13,181	25,668	26,747	28,608	30,525
DPS	350	500	100	700	1,000
Multiples(x,%)					
PER	9.4	42.4	279.9	41.0	30.8
PBR	1.7	2.1	3.0	2.8	2.6
EV/ EBITDA	13.3	38.0	36.1	27.7	24.1
배당수익율	1.5	0.9	0.1	0.9	1.2
PCR	11.1	29.1	27.0	16.2	12.1
PSR	1.5	2.8	3.4	3.5	2.9
재무건전성 (%)					
부채비율	136.6	106.5	122.1	113.1	113.1
Net debt/Equity	6.2	22.6	22.2	18.4	12.5
Net debt/EBITDA	45.6	375.4	253.3	173.9	111.0
유동비율	85.4	87.8	77.4	80.2	84.9
이자보상배율	28.5	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.8	1.0	1.1	0.9	0.7
자산구조					
투하자본(%)	23.9	8.2	4.5	4.0	1.9
현금+투자자산(%)	76.1	91.8	95.5	96.0	98.1
자본구조					
차입금(%)	16.2	24.4	27.9	26.4	24.9
자기자본(%)	83.8	75.6	72.1	73.6	75.1

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

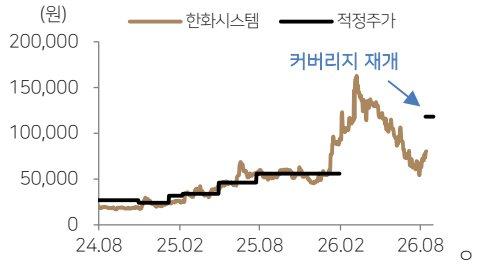
주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

투자등급 비율

BUY : 93.5%	HOLD : 6.5%	SELL : 0.0%

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

한화시스템 (272210)



일자	2024.10.31	2025.01.02	2025.01.08	2025.02.10	2025.05.02	2025.05.19
투자의견	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	HOLD
적정주가	24,000원	24,000원	32,000원	34,000원	46,000원	46,000원
일자	2025.05.19	2025.07.30	2025.11.25	2026.08.18		
투자의견	HOLD	HOLD	BUY	BUY		
적정주가	46,000원	56,000원	56,000원	118,000원		

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.10.31	24,000원	22,977원	29,850원	-4.3	24.4
2025.01.08	32,000원	25,092원	26,200원	-21.6	-18.1
2025.02.10	34,000원	35,263원	42,300원	3.7	24.4
2025.05.02	46,000원	52,497원	68,600원	14.1	49.1
2025.07.30	56,000원	82,576원	162,700원	47.5	190.5
2026.08.18	118,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 08월 14일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.