

한화시스템 (272210)

2Q26: 방산, 필리, 모두 좋아지는 중

2분기 매출 1조 1,176억원/영업이익 1,037억원

한화시스템의 2분기 매출은 1,176억원/영업이익 1,037억원(OPM 9.3%)로 매출 및 영업이익 모두 컨센서스(9,450억원/588억원) 및 당사 추정치(9,400억원/762억원)를 각각 +18.3%/+76.3%, +18.9%/+36.0% 상회하는 호실적을 시현하였다.

방산부문은 매출 7,006억원/영업이익 1,037억원(OPM 14.8%, YoY +49%/+98%, QoQ +49%/+505%)으로 폴란드 K2/UAE 및 사우디 M-SAM 다기능레이더 등의 수출사업과 울산급 Batch-III, KF-21 AESA레이더 등 국내 양산 양쪽의 매출 증가가 주효하였다. 수출 비중은 23%로 1분기 30%에 비해서는 다소 감소하였으나 영업이익률은 오히려 0.2%p 상승하여 매출 증가에 따른 효과를 보여주었다.

ICT부문은 매출 1,873억원/영업이익 208억원(OPM 11.1%, YoY +27%/+93%, QoQ +9%/+55%)로 계열사향 사업 매출 증가가 주효하였다.

기타부문은 필리핀조선소실적 향상으로 매출액 2,297억원/영업손실 -208억원으로 매출은 YoY +52%/QoQ +40% 증가하였으며 적자폭을 지난 분기 -481억원 대비 대폭 줄였다.

회사는 호실적에도 불구하고 기존의 가이던스(방산 매출 전년대비 +20%, 영업이익은 비슷한 수준)를 유지하였다. 상반기 약 200억원이 집행된(1Q 85억/2Q 120억) 자체 투자개발비가 하반기에 증가하면서 영업이익을 낮출 것이라는 설명이다. 그러나 2분기의 실적 향상의 주요 요인(중동향 매출/영업이익 증가)이 앞으로도 지속될 것임을 고려하면 추정치를 미리 하향할 필요는 없어 보인다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 104,000원 하향

동사의 투자의견 BUY를 유지하지만 목표주가를 104,000원으로 22.4% 하향한다. 방산사업의 추정치를 미세조정하였으며 필리핀조선소의 매출 전망치를 소폭 상향하여 산출한 2027F EPS 2,595원에 Target P/E는 벤치마크 기업인 독일 Hensoldt의 2027F P/E 45배에 10% 할인을 적용한 40배로 계산하였다. 필리핀조선소는 지난 1년간 1,100억원~1,600억원 수준의 매출을 기록했으나, 이번 분기에 2,000억원 이상의 향상된 매출을 기록했으며 하반기 예정된 잔여 NSMV의 인도 및 이후 컨테이너선 건조분 등을 고려하면 매출은 상승세를 유지하며 영업손실 또한 올해 말~ 내년 초에는 흑자 전환이 기대된다.

전세계적인 방산 모멘텀 둔화로 대부분의 방산 체계업체들의 밸류에이션이 하락하였으나 Hensoldt와 같이 희소성 있는 공급망 업체들은 비교적 제한적인 하락폭을 유지하고 있다. 한화시스템 또한 독일 Diehl Defense와의 협력을 시작으로 국내 체계업체에만 기대지 않고 자력으로 유럽시장 진출을 모색하며 중간체계 업체로서의 장점을 적극 활용하고 있다. 필리핀조선소의 실적 및 수주잔고가 지속적으로 개선되고 있으며 방산부문의 실적 또한 중동향 매출의 유의적인 증가로 좋은 실적 흐름을 보이고 있다. 체계업체로의 납품에만 안주하지 않고 천광(대드론 레이저시스템) 등 자체 제품의 수출 협의도 순조롭게 진행 중이며 전장 환경의 변화로 추후 중동 등에서의 수요가 증가할 것으로 예상된다.

Company Brief

Buy (Maintain)

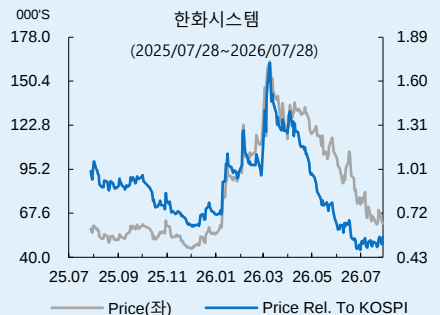
목표주가(12M)	104,000원(하향)
증가(2026.07.28)	61,200원
상승여력	69.9%

Stock Indicator

자본금	945십억원
발행주식수	18,892만주
시가총액	11,562십억원
외국인지분율	10.0%
52주 주가	45,350~162,700원
60일평균거래량	818,228주
60일평균거래대금	77.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.8	-49.0	-31.2	5.9
상대수익률	11.5	-39.7	-47.7	-81.8

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	3,664	4,667	5,058	5,717
영업이익(십억원)	120	308	500	578
순이익(십억원)	242	323	568	700
EPS(원)	1,282	1,710	3,006	3,706
BPS(원)	25,668	38,464	52,556	67,348
PER(배)	42.4	35.8	20.4	16.5
PBR(배)	2.1	1.6	1.2	0.9
ROE(%)	6.6	5.3	6.6	6.2
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	37.5	16.6	10.4	6.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]

변용진 2122-9181

yongjin.byun@imfnssec.com

표1. 한화시스템 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출	2,803.7	3,664.2	4,667.0	5,058.2	5,717.1
방산	2,098.8	2,438.8	3,047.2	3,333.1	3,855.1
ICT	694.8	652.6	809.7	882.1	943.2
기타	10.1	572.7	810.1	843.0	918.7
영업이익	219.3	119.9	308.4	499.8	578.2
영업이익률	7.8%	3.3%	6.6%	9.9%	10.1%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표2. 한화시스템 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E
매출	690.1	768.2	807.7	1,398.1	807.1	1,117.6	1,062.5	1,679.8
방산	430.3	470.2	481.4	1,056.9	471.2	700.6	675.0	1,200.4
ICT	141.5	147.0	155.7	208.4	172.3	187.3	197.4	252.7
기타	118.3	151.0	170.6	132.8	163.6	229.7	190.0	226.8
영업이익	58.2	33.5	22.5	5.8	34.3	103.7	83.9	86.6
영업이익률	8.4%	4.4%	2.8%	0.4%	4.2%	9.3%	7.9%	5.2%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표3. 한화시스템 2Q26 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2Q26	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2Q25	YoY %	2Q26E	차이 %	2Q25	YoY %
매출	1,117.6	768.2	45.5%	945.0	18.3%	940.0	18.9%
영업이익	103.7	33.5	210.0%	58.8	76.3%	76.2	36.0%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표4. 한화시스템 2026 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2026E	전년대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2025	YoY %	2026E	차이 %	2026E	차이 %
매출	4,667.0	3,664.2	27.4%	4,350.6	7.3%	4,436.9	5.2%
영업이익	308.4	119.9	157.3%	264.5	16.6%	299.6	2.9%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표5. 한화시스템 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출	4,667.0	5,058.2	4,436.9	4,948.1	230.1	110.1
영업이익	308.4	499.8	299.6	521.7	8.8	(21.9)
영업이익률	6.6%	9.9%	6.8%	10.5%	-0.1%P	-0.7%P

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표6. 한화시스템 목표주가 산출

	2024	2025	2026E	2027E	비고
EPS(원)	2,357.5	1,107.1	1,476.4	2,595.2	
BPS(원)	12,999.2	26,471.6	39,034.1	52,715.3	
고점 P/E(배)	12.7	147.0	110.2	62.7	
평균 P/E(배)	8.0	60.9	45.7	26.0	
저점 P/E(배)	6.4	21.2	15.9	9.0	
고점 P/B(배)	2.3	6.1	4.2	3.1	
평균 P/B(배)	1.5	2.5	1.7	1.3	
저점 P/B(배)	1.2	0.9	0.6	0.4	
ROE(%)	18.5	4.8	4.4	5.7	지배주주순이익 기준
적용 EPS(원)				2,595	2027F EPS
Target P/E(배)				40.0	Hensoldt 45 배 X 10%할인
적정주가(원)				103,809	
목표주가(원)				104,000	
전일 종가(원)				61,200	
상승여력				69.9%	

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

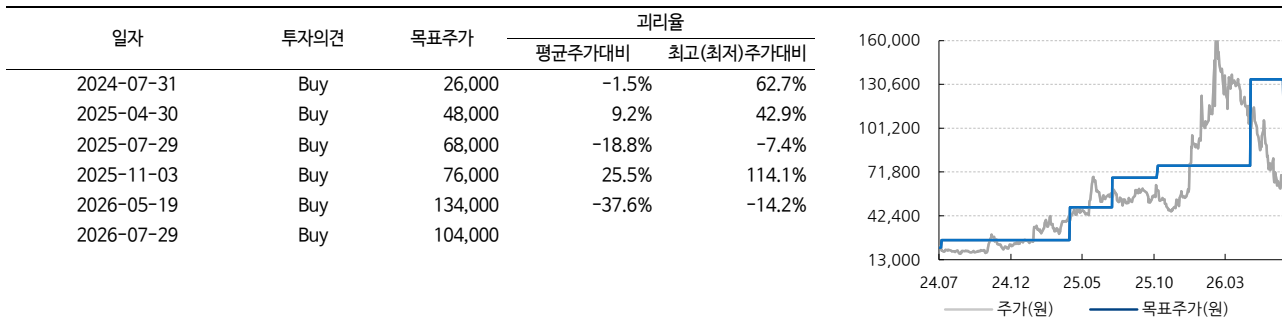
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,929	5,675	8,515	11,466	매출액	3,664	4,667	5,058	5,717
현금 및 현금성자산	325	3,028	5,728	8,465	증가율(%)	30.7	27.4	8.4	13.0
단기금융자산	160	168	176	185	매출원가	3,272	3,969	4,101	4,623
매출채권	453	576	625	706	매출충이익	392	698	957	1,094
재고자산	811	700	759	858	판매비와관리비	272	390	457	516
비유동자산	7,399	7,136	6,954	6,823	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	823	574	413	308	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	710	674	643	617	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	10,327	12,811	15,469	18,289	영업이익	120	308	500	578
유동부채	3,335	3,425	3,476	3,548	증가율(%)	-45.3	157.3	62.0	15.7
매입채무	253	322	349	395	영업이익률(%)	3.3	6.6	9.9	10.1
단기차입금	301	298	298	298	이자수익	13	85	157	230
유동성장기부채	100	100	100	100	이자비용	38	38	39	40
비유동부채	1,991	2,012	2,033	2,083	지분법이익(손실)	-5	-28	-	-
사채	848	869	890	940	기타영업외손익	-6	-3	-3	-3
장기차입금	226	226	226	226	세전계속사업이익	115	353	645	795
부채총계	5,326	5,437	5,510	5,631	법인세비용	-86	74	155	191
지배주주지분	4,849	7,267	9,929	12,723	세전계속이익률(%)	3.1	7.6	12.8	13.9
자본금	945	945	945	945	당기순이익	209	279	490	605
자본잉여금	1,123	1,123	1,123	1,123	순이익률(%)	5.7	6.0	9.7	10.6
이익잉여금	709	938	1,413	2,019	지배주주귀속 순이익	242	323	568	700
기타자본항목	2,073	4,261	6,449	8,637	기타포괄이익	2,188	2,188	2,188	2,188
비지배주주지분	152	108	30	-66	총포괄이익	2,397	2,467	2,678	2,792
자본총계	5,001	7,374	9,959	12,658	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	79	579	534	534	주당지표(원)				
당기순이익	209	279	490	605	EPS	1,282	1,710	3,006	3,706
유형자산감가상각비	141	248	161	105	BPS	25,668	38,464	52,556	67,348
무형자산상각비	39	36	31	26	CFPS	2,238	3,216	4,022	4,399
지분법관련손실(이익)	-5	-28	-	-	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-1,170	2,868	2,908	2,917	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-297	-	-	-	PER	42.4	35.8	20.4	16.5
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	2.1	1.6	1.2	0.9
금융상품의 증감	-3,741	-50	-10	0	PCR	24.3	19.0	15.2	13.9
재무활동 현금흐름	1,237	81	84	113	EV/EBITDA	37.5	16.6	10.4	6.3
단기금융부채의증감	270	-3	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	876	21	21	50	ROE	6.6	5.3	6.6	6.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	8.2	12.7	13.7	12.4
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	106.5	73.7	55.3	44.5
현금및현금성자산의증감	126	2,702	2,700	2,738	순부채비율	19.8	-23.1	-44.1	-56.0
기초현금및현금성자산	200	325	3,028	5,728	매출채권회전율(x)	9.6	9.1	8.4	8.6
기말현금및현금성자산	325	3,028	5,728	8,465	재고자산회전율(x)	5.2	6.2	6.9	7.1

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

한화시스템 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	매수	매수
89.8%	10.2%	-