

(272210)

한화시스템

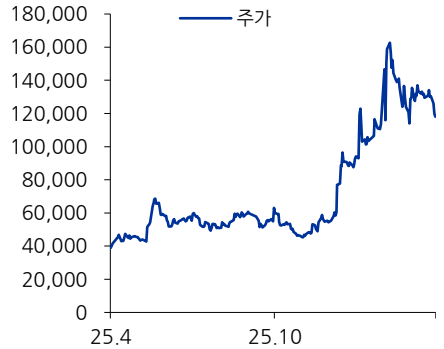
시로보틱스/방산/조선/운송 양승윤
6139 / syang0901@eugenefn.com

모멘텀 부자, 수확이 필요한 시기

- “ 한화시스템의 1분기 실적은 매출액 8,071억원(+17%yoy), 영업이익 343억원(+2%yoy)를 기록. 영업이익 시장 컨센서스 583억원을 하회하는 실적.
- “ 영업이익 기대치 하회는 이번 분기도 필리조선소의 적자 영향이 컸음. 필리조선소 실적을 포함하는 신사업 부문 영업 손실은 481억원을 기록함. NSMV 등 저수익 호선들 마무리 작업이 집중되고 있고, 겨울철 조업 중단 영향이 발목. 연내 고수익 선종(CV) 수익 인식도 본격화하며 적자 폭을 축소해갈 것으로 전망. 필리조선소는 미국 VARD와 협력해 NGLS 개념 설계에도 참여. 건조 능력 확대도 지속 추진(현재 1~1.5척. 4도크 생산성 개선으로 +2~3척, 5도크 활성화로 +3~4척 등). 투자의 결실이 목전에 있음.
- “ 방산 부문은 영업이익 690억원(+37%yoy, OPM 14.6%)를 기록하며 성장세를 유지 중. 매출 내 수출 비중은 30%를 기록. UAE 및 사우디 항 천공 사업 MFR 진행률 매출이 증가한 영향. 국내 사업 이익률을 고려할 때 수출 마진은 30% 이상으로 추정. 물론 국내 양산 사업도 KF-21 AESA 납품 등으로 견조. 국내 양산 증가로 연간 수출 비중은 20% 수준을 기록할 전망.
- “ 우주는 작년에 완공된 제주우주센터를 중심으로 사업 역량을 강화할 계획. 현재 위성 CAPA는 월 2기 수준이나, 중장기적으로 연 100기 수준을 목표. 하반기 예정된 초소형 위성체계 사업자 선정을 비롯해, 공공기관 위성/다목적 실용위성 등 국내 우주 위성 사업 기회가 늘어나고 있는 점도 긍정적. 해외 위성 협력도 가시권. 동사의 주력 아이템인 SAR 위성은 해상도 0.25m급이 연내 발사될 예정. 글로벌 탭티어 수준의 기술력을 증명할 것.
- “ 2025년에는 조선, 2026년은 우주 사업의 기대감을 반영하며 가파른 주가 상승세를 기록. 방산 사업의 잠재력도 무시하지 못함. 한화시스템은 부체계 업체로 전방 체계종합기업들의 핵심 수출 체계 사업에서 약 10~20% 내외의 비중을 차지하고 있기 때문. KF-21(인니, UAE, 필리핀), K-2(이라크, 페루, 루마니아, 폴란드 EC-3), 지상방산(사우디), M-SAM(카타르), L-SAM(UAE), 잠수함(캐나다, 사우디), 수상함(에스토니아) 등 올해 가동되고 있는 국내 방산 업체들의 수출 파이프라인을 고려할 때. 한화시스템도 동반 수혜를 입으며 해외 수주액이 대폭 증가할 것으로 기대. 그리고 독일 Diehl Defence 및 이탈리아 Leonardo 등 해외 업체들과의 협력(MFR, AESA)에 대한 성과도 연내 구체화 후 2027년 이후의 먹거리로 추가될 전망.
- “ 동사에 대한 투자이견 BUY(유지), 목표주가 140,000원(상향)을 제시. 타사 대비 높은 밸류에이션을 부여받고 있으나, 상기 조선/우주/방산 기대감들을 하나씩 현실화해가며 밸류에이션을 정당화해 갈 것이라 판단.

투자이견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
140,000 원(상향)
118,100 원(4/29)

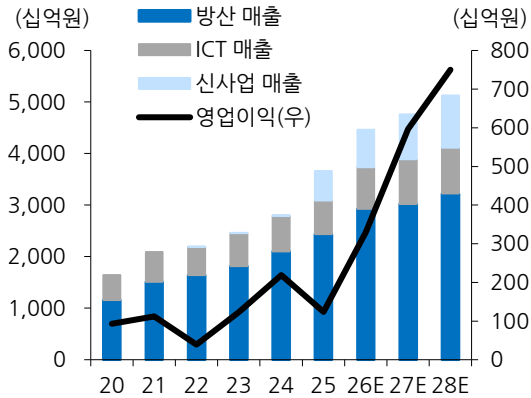


시가총액(십억원)	22,311
발행주식수(천주)	188,919
52 주 최고	184,000 원
최저	37,800 원
52 주 일단 Beta	0.03
60 일 평균 거래대금	3,278 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(26E)	0.2%
주주구성	
한화에어로스페이스 (외 4인)	59.5%
국민연금공단 (외 1인)	7.2%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-4.8	114.7	200.5
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자이견	BUY	BUY	-
목표주가	140,000	67,000	▲
영업이익(26E)	294	347	▼
영업이익(27E)	597	460	▲

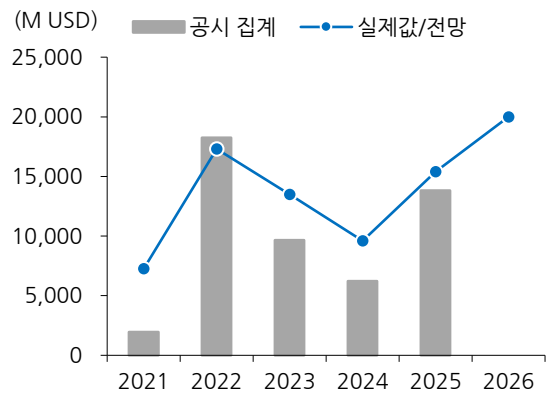
12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026E
매출액	2,804	3,664	4,463
영업이익	219	120	294
세전손익	581	115	149
당기순이익	445	209	113
EPS(원)	2,405	1,282	1,398
증감률(%)	30.1	-46.7	9.0
PER(배)	9.4	42.4	84.5
ROE(%)	19.6	6.6	5.4
PBR(배)	1.7	2.1	4.4
EV/EBITDA(배)	13.3	38.0	45.4

사업부별 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

국내 방산 해외 수주액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

한화 제주우주센터 개요

한화 제주우주센터 개요

위치 제주 서귀포시 아원동 하원테크노밸리스

규모 부지 30,000m²(약 9,075평), 연면적 11,400m²(약 3,450평) 지하 1층 - 지상 2층 구성

역할 국내 최대 규모 민간 주도형 위성 생산기지, 2026년부터 연간 최대 100기의 위성 생산 - 지구관측 위성으로 활용되는 'SAR(합성개구레이더) 위성 중점 생산 예정

특징 위성 개발·조립·시험·위성기능 및 성능 시험장, 위성통합시험장 클린룸, 우주센터 통제실 및 우주원정시험장 제어실, 임직원 사무공간과 부대시설 등을 통합한 최첨단 위성제조 허브로 조성

자료: 언론보도, 유진투자증권

독일 딜 디펜스와 MFR 협력



자료: 언론보도, 유진투자증권

한화시스템 밸류에이션 테이블

구분	산정가치 (십억원)	비고
◎ 방산		
NOPLAT	496	2028년 추정치/법인세율 21% 가정
적용 멀티플(배)	39	Peer 평균 PER 30% 할증(수주 여력 및 우주 프리미엄)
(A) 방산	19,356	
◎ ICT		
12MF NOPLAT	62	법인세율 21% 가정
적용 멀티플(배)	10	
(B) ICT	619	
(C) 주요 자회사 가치	6,577	한화오션, 필리조션소, 오스탈
(D=A+B+C) 합산 기업가치	26,552	
주당 가치(원)	140,545	
목표주가(원)	140,000	
상승여력(%)	19%	
현재주가(원)	118,100	

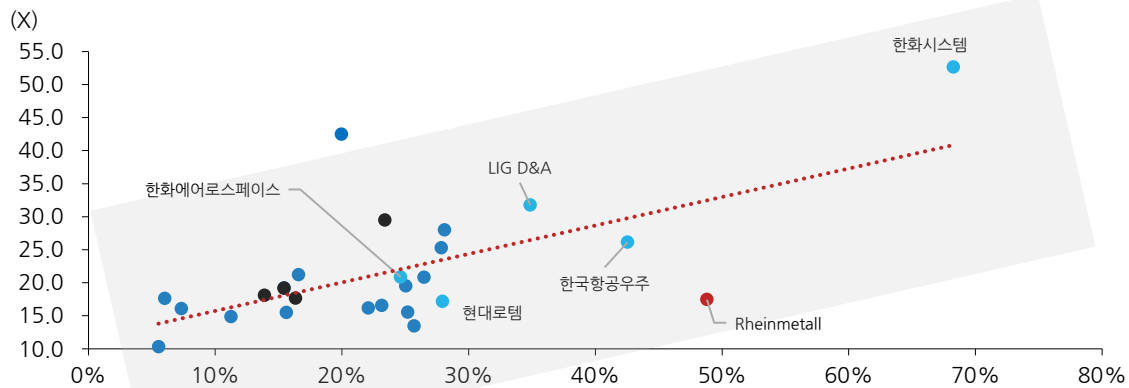
자료: 유진투자증권

한화시스템 실적 테이블

구분	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	807	1,056	1,053	1,547	3,664	4,463	4,758	5,129
yoy%	17.0	37.4	30.4	10.6	30.7	21.8	6.6	7.8
방산	471	664	642	1,149	2,439	2,926	3,018	3,224
ICT	172	200	195	243	652	812	869	889
신사업	164	191	216	154	573	725	870	1,015
영업이익	34	64	70	125	124	294	597	750
yoy%	27.9	-60.3	-62.7	-67.7	-41.1	92.4	212.2	1,224.6
opm%	4.2	6.2	6.9	7.9	3.4	6.6	12.5	14.6

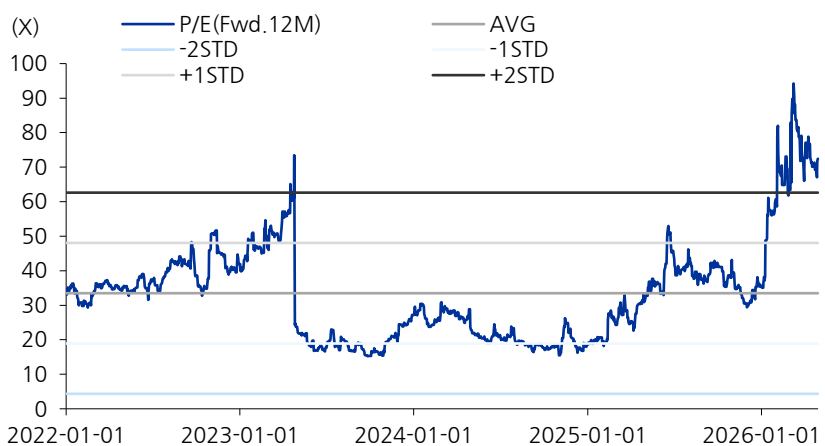
자료: 유진투자증권

25~28Y OP Growth, 28Y P/E



자료: Bloomberg, 유진투자증권

한화시스템 12MF P/E 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

한화시스템(272210.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	5,810	10,327	10,452	10,963	11,657
유동자산	2,286	2,929	2,692	2,880	3,281
현금성자산	321	488	621	739	1,049
매출채권	313	452	426	463	494
재고자산	610	811	457	477	524
비유동자산	3,524	7,399	7,760	8,083	8,376
투자자산	2,154	5,866	6,104	6,352	6,610
유형자산	636	823	955	1,038	1,081
기타	734	710	701	693	685
부채총계	3,355	5,326	5,281	5,363	5,510
유동부채	2,677	3,335	3,258	3,307	3,420
매입채무	436	722	623	650	741
유동성이자부채	109	426	426	426	426
기타	2,131	2,187	2,209	2,231	2,253
비유동부채	678	1,991	2,023	2,056	2,090
비유동이자부채	364	1,190	1,190	1,190	1,190
기타	313	801	833	865	900
자본총계	2,456	5,001	5,172	5,600	6,147
지배지분	2,490	4,849	5,020	5,449	5,995
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,123	1,123	1,123
이익잉여금	589	709	879	1,308	1,855
기타	(136)	2,073	2,073	2,073	2,073
비지배지분	(34)	152	152	152	152
자본총계	2,456	5,001	5,172	5,600	6,147
충차입금	473	1,616	1,616	1,616	1,616
순차입금	152	1,128	995	877	567

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	133	79	808	738	922
당기순이익	445	209	113	484	613
자산상각비	114	180	220	241	252
기타비현금성손익	(174)	(36)	182	33	34
운전자본증감	(218)	(211)	292	(20)	22
매출채권감소(증가)	(92)	(143)	27	(37)	(31)
재고자산감소(증가)	(106)	(188)	354	(20)	(47)
매입채무증가(감소)	2	234	(99)	27	90
기타	(21)	(113)	10	10	10
투자현금	(442)	(1,170)	(588)	(571)	(553)
단기투자자산감소	(129)	(227)	(7)	(7)	(7)
장기투자증권감소	(43)	(531)	(226)	(235)	(244)
설비투자	240	299	312	285	256
유형자산처분	0	2	0	0	0
무형자산처분	(25)	(19)	(31)	(31)	(31)
재무현금	35	1,237	(93)	(55)	(66)
차입금증가	84	1,109	0	0	0
자본증가	(52)	(65)	(93)	(55)	(66)
배당금지급	52	65	93	55	66
현금 증감	(276)	126	126	112	303
기초현금	476	200	325	451	563
기말현금	200	325	451	563	866
Gross Cash flow	386	353	516	758	899
Gross Investment	531	1,154	290	584	523
Free Cash Flow	(146)	(801)	226	173	376

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,804	3,664	4,463	4,758	5,130
증가율(%)	14.3	30.7	21.8	6.6	7.8
매출원가	2,388	3,272	3,872	3,841	4,032
매출총이익	416	392	591	917	1,097
판매 및 일반관리비	196	272	297	320	347
기타영업손익	8	38	9	8	8
영업이익	219	120	294	597	750
증가율(%)	78.9	(45.3)	144.8	103.2	25.7
EBITDA	333	300	514	838	1,003
증가율(%)	36.4	(9.9)	71.0	63.0	19.7
영업외손익	362	(5)	(145)	16	25
이자수익	15	42	58	75	80
이자비용	22	38	62	59	54
지분법손익	329	24	0	0	0
기타영업외손익	41	(33)	(141)	0	0
세전순이익	581	115	149	612	776
증가율(%)	31.0	(80.2)	29.6	310.9	26.7
법인세비용	104	(86)	36	129	163
당기순이익	445	209	113	484	613
증가율(%)	29.8	(53.0)	(45.8)	326.7	26.7
지배주주지분	454	242	264	484	613
증가율(%)	30.1	(46.7)	9.0	83.2	26.7
비지배지분	(9)	(33)	(151)	0	0
EPS(원)	2,405	1,282	1,398	2,560	3,243
증가율(%)	30.1	(46.7)	9.0	83.2	26.7
수정EPS(원)	2,405	1,282	1,398	2,560	3,243
증가율(%)	30.1	(46.7)	9.0	83.2	26.7

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,405	1,282	1,398	2,560	3,243
BPS	13,181	25,668	26,571	28,842	31,735
DPS	350	500	290	350	350
밸류에이션(배, %)					
PER	9.4	42.4	84.5	46.1	36.4
PBR	1.7	2.1	4.4	4.1	3.7
EV/ EBITDA	13.3	38.0	45.4	27.7	22.8
배당수익률	1.5	0.9	0.2	0.3	0.3
PCR	11.1	29.1	43.3	29.5	24.8
수익성(%)					
영업이익률	7.8	3.3	6.6	12.5	14.6
EBITDA이익률	11.9	8.2	11.5	17.6	19.5
순이익률	15.9	5.7	2.5	10.2	11.9
ROE	19.6	6.6	5.4	9.2	10.7
ROIC	27.8	12.9	47.0	112.5	130.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	6.2	22.6	19.2	15.7	9.2
유동비율	85.4	87.8	82.6	87.1	95.9
이자보상배율	9.8	3.2	4.7	10.1	13.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
매출채권회전율	10.8	9.6	10.2	10.7	10.7
재고자산회전율	5.0	5.2	7.0	10.2	10.3
매입채무회전율	7.6	6.3	6.6	7.5	7.4

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

