

한화시스템 272210

[NDR 후기] 우주 사업 가치 반영으로 목표가 상향

방산 매출 성장 본격화 & 필리 하반기 턴어라운드 예상

한화시스템은 26년 UAE·사우디 M-SAM II에 대해 양산 Phase에 진입하고 이라크 납품도 진행될 예정이다. 기대되는 수주 파이프라인은 K-2 EC2 2차, L-SAM, 사우디 MNG 관련 일부 계약이다. 26년은 수출 아이템 및 우주 사업 관련 자체투자 개발비 집행이 증가하며 이익 성장이 제한적일 전망이다. 다만 27년 수출 확대 및 양산 본격화로 외형과 이익이 동반 성장할 전망이다. 27년에는 수주한 M-SAM 모두 본격 양산 국면에 진입하며 M-SAM 연간 매출이 5천억원 수준까지 확대될 전망이다. 필리조전소는 상반기 내 적자 선종인 NSMV, SRIV 인도가 마무리될 예정이며 하반기부터 CV전 건조가 본격화될 전망이다. MR탱커 추가 수주 가능성도 존재하며 FCL 취득 후 미국 FFG 후속함 사업 입찰에 참여할 예정이다. 26년 필리 영업손실은 175억원으로 추정하여 손실 규모가 대폭 축소될 전망이다.

구체화되는 우주 사업: 단기 이벤트와 중장기 파이프라인 동시 부각

25년 기준 방산 매출 내 우주 비중은 18% 수준으로 동사는 이미 다수의 우주 사업을 수행 중이다. 26년 하반기 다부처초소형SAR 사업자 선정(1차, 6천억원 규모) 예정으로 동사는 1) 자체 제작 위성 발사 및 운용 경험 보유, 2) 제주우주센터 개관으로 월 2기 SAR위성 제작 역량 확보로 수주 가능성이 높다고 판단한다. 중장기적으로 상용저궤도위성통신망 구축, K-LEO(TICN 2.0) 등 통신위성 사업에서도 동사가 핵심 역할을 수행할 가능성이 높다. 유럽향 관측위성 관련 수출 또한 연내 가시화될 것으로 예상하며 정부 발 민간 용도 SAR 위성 수주도 기대할 수 있다.

방산·우주 중장기 성장에 주목, 목표주가 137,000원으로 상향 조정

투자자의견 매수, 목표주가 137,000원으로 상향 조정한다. 방산은 27년 수출 매출 인식 본격화에 따른 영업이익 성장세를 반영하여 Peer 대비 10% 할증한 Target EV/ EBITDA 30배를 적용하였다. 우주는 27년 예상 매출에 위성 global peer EV/Sales를 10% 할인 적용하였다. 초소형다부처SAR 사업자 확정, 위성 관련 수출 가시화 시 할인을 축소할 계획이다. 동사는 방산을 통한 안정적인 이익 창출력과 한화 그룹 내 우주 밸류 체인을 바탕으로 군 관측·통신 위성망 구축의 핵심사업자로 자리매김할 전망이다. 단기적 주가 급등에 따른 변동성 우려가 존재하나 최근의 상승은 동사의 중장기 성장성에 대한 리레이팅 국면으로 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,664	4,446	5,529
영업이익	123	219	124	304	465
영업이익률(%)	5.0	7.8	3.4	6.8	8.4
세전이익	444	581	120	459	588
지배주주지분순이익	349	454	207	371	473
EPS(원)	1,849	2,405	1,105	1,985	2,530
증감률(%)	흑전	30.1	-54.1	79.7	27.5
ROE(%)	16.9	19.6	8.2	13.8	15.5
PER(배)	9.4	9.4	95.8	53.3	41.8
PBR(배)	1.5	1.7	7.9	7.0	6.1
EV/EBITDA(배)	12.7	13.3	78.9	42.9	30.4

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

강태호 연구원

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2026.02.13

매수

목표주가(상향)	137,000원
현재주가(02/12)	105,800원
상승여력	29.5%

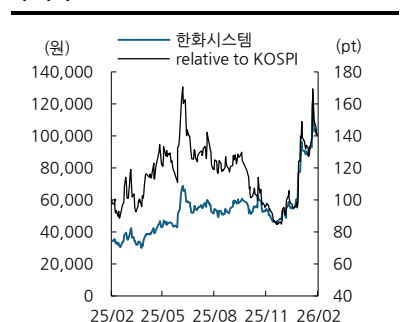
Stock Data

KOSPI	5,522.3pt
시가총액(보통주)	19,988십억원
발행주식수	188,919천주
액면가	5,000원
자본금	945십억원
60일 평균거래량	2,992천주
60일 평균거래대금	231,619백만원
외국인 지분율	9.5%
52주 최고가	125,000원
52주 최저가	30,100원
주요주주	
한화에어로스페이스(외 3인)	59.5%
국민연금공단(외 1인)	7.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	36.2	16.8
3M	96.7	63.6
6M	104.6	31.5

주가차트



주요 Q&A

Q: 올해 국내외 기대되는 주요 수주 파이프라인

A: 해외- 폴란드 K2 PL(2-2차), K2 추가 수출 확장 시 관련 수주 기대, UAE L-SAM, 사우디 MNG 사업 내 일부

국내- KF-21 후속 20대 관련 항전장비, 대드론 체계, TICN TMMR 3차 양산, 천광 Block 1 추가 양산, 해군 함정 정비

Q: 직수출 목표로 하는 파이프라인

A: 1) 이탈리아 레오나르도 경공격기 AESA 레이더 비행시험 올해까지 진행 예정
성능 시험 완료될 시 양산 수주 기대

2) 한화에어로스페이스가 생산하게 될 제네럴 아토믹스의 '그레이 이글'형 항공전자장비 공급 논의/ 제네럴 아토믹스와는 무인기용 AESA 레이더 개발도 논의

3) 덜 디펜스의 IRIS-T SLM AESA 레이더 공급 MOU 기반으로 개발 계약 진행 기대/ 대탄도탄에 대한 방공 무기 수요 증가로 공급 기회 확대

Q: 방산 부문 26년 영업이익 Flat 가이드라인 이유

A: 25년 자체투자개발비 300억을 지출했으나 26년에는 더 큰 금액을 지출 예정
지출 확대의 주요 요인은 1) 수출 아이템 관련 투자, 2) 우주 사업 확장
이를 바탕으로 수출 시장에 대한 더 활발한 접근 노력

Q: 필리조선소 PPA 상각비 관련

A: 4Q 반영된 312억의 PPA 상각비는 25년 연간 상각비를 일시 반영한 것
내용연수가 25년까지인 자산에 대한 상각을 대규모 진행
26년에는 150억원 수준의 PPA 상각이 분기별로 균등하게 반영될 예정

Q: 군함 건조 관련 계획

A: 필리 FCL 인증 절차 진행 중이며 MASGA 투자 확정 시 방향성 확정될 전망
헌팅팅 잉겔스가 디자인 및 건조하는 FFG 사업의 후속함 건조 사업에 참여 예정
지분 19.9% 인수한 오스탈과도 관련 부분에서 협력 논의 예정

Q: 필리조선소 효율성 개선 진척 단계

A: 공정 개선 효과가 발생하고 있어 NSMV, SRIV 1Q 내 인도 예정
ICT 부문에서 상반기 필리조선소 관련 효율화 프로젝트 진행 예정
25년에 비해 적자 규모가 현격하게 감소되며 일부 구간에서 흑자 전환 예상

Q: 우주 매출 주요 항목

A: 우주 사업은 비닉 사업이 대부분이라 공개 어려운 부분 존재
대부분 위성 관련 매출
향후 관측위성 서비스에 대한 구독 모델 형태가 신설될 수 있음

Q: 향후 진행될 주된 우주 사업

A: 1) 다부처초소형 SAR: 사업대상자 하반기 내 선정 전망
1,2차 각각 20기로 2030년까지 발사, 총 사업비 1.4조원
군집위성 개념에 따라 향후 130기까지 확장 가능

2) 상용저궤도 위성통신망: 원웹 위성을 활용하여 K-LEO 사업 전 군이 자체 저궤도 위성통신망을 구축하고자 함
원웹 위성망 한국 사업권을 동사가 독점/ 올해까지 개발 완료 예정

3) K-LEO: 한국형 저궤도 위성 통신망으로 2030년 이후 구축 예정
사업비 3,200억원으로 저궤도 위성 2기와 지상국, 단말국으로 구성된 시스템 구축
K-LEO 사업에 대비 및 캐나다 잠수함 CPSP Offset의 일환으로 동사는 캐나다 위성통신 사업자 '텔레셋', 위성제조 업체 MDA스페이스와 MOU 체결

Q: 제주 우주센터 CAPA

A: 현재 월 2대 수준이나 증장기적으로 통신 위성까지의 확장을 고려하여 월 8대까지 확대 목표

Q: 26년 부문별 가이드스

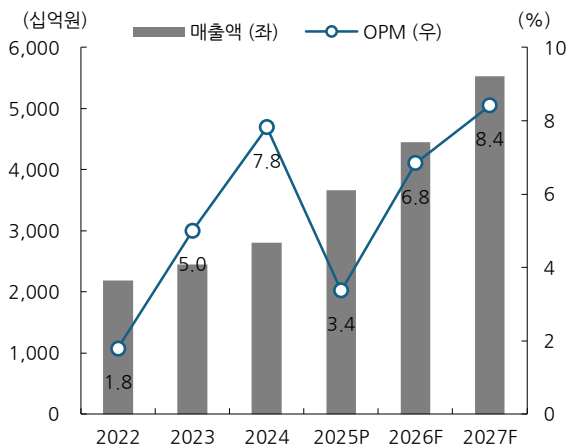
A: 1) 방산: 매출 20% 이상 성장, 영업이익 Flat, 신규 수주 20~30% 성장
2) ICT: Captive 매출 반영 증가로 20% 이상 성장, 수주 10% 성장
3) 필리: 매출 및 수주 20%대 성장, 하반기 턴어라운드 기대

표1 한화시스템 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	690.1	768.2	807.7	1,398.1	816.8	897.0	944.4	1,788.1	2,803.7	3,664.1	4,446.2	5,528.5
YoY(%)	26.8	11.8	26.4	49.8	18.4	16.8	16.9	27.9	14.3	30.7	21.3	24.3
방산	430.3	470.2	481.4	1,056.9	507.8	573.6	601.8	1,374.0	2,098.8	2,438.8	3,057.1	3,864.7
YoY(%)	12.7	-4.7	2.9	39.8	18.0	22.0	25.0	30.0	15.5	16.2	25.4	26.4
ICT	141.5	147.0	155.7	208.4	169.1	176.4	188.4	252.2	694.8	652.6	786.1	931.3
YoY(%)	-11.8	-22.7	-8.2	19.4	19.5	20.0	21.0	21.0	9.3	-6.1	20.4	18.5
필리조션소+신사업	118.3	151.0	170.6	132.8	139.9	146.9	154.2	161.9	10.1	572.7	603.0	732.5
영업이익	58.2	33.5	22.5	9.4	47.7	54.4	68.2	134.0	219.3	123.6	304.3	465.4
YoY(%)	27.9	-60.3	-62.7	-67.7	-18.0	62.3	202.9	1,326.0	78.9	-43.6	146.2	53.0
OPM	8.4	4.4	2.8	0.7	5.8	6.1	7.2	7.5	7.8	3.4	6.8	8.4
방산	50.3	52.5	49.8	74.9	40.6	45.3	46.9	103.0	169.0	227.5	235.9	365.0
방산 OPM	11.7	11.2	10.3	7.1	8.0	7.9	7.8	7.5	8.1	9.3	7.7	9.4
ICT	10.8	10.8	12.0	22.4	17.1	19.1	20.7	29.0	56.1	56.0	85.9	88.4
ICT OPM	7.6	7.3	7.7	10.7	10.1	10.8	11.0	11.5	8.1	8.6	10.9	9.5
필리조션소+신사업	-2.9	-29.8	-39.3	-87.9	-10.0	-10.0	0.5	2.0	-5.8	-159.9	-17.5	12.0
필리 OPM	-1.7	-19.7	-23.2	-66.0	-7.2	-6.8	0.3	1.2	-	-27.9	-2.9	1.6
지배주주순이익	37.8	40.9	151.7	-23.9	68.8	71.3	87.3	143.6	454.3	206.5	371.0	494.4
YoY(%)	-27.0	44.6	1,513.6	-106.6	81.9	74.3	-42.4	-700.8	30.1	-54.5	79.6	33.3
NPM	5.5	5.3	18.8	-1.7	8.4	7.9	9.2	8.0	16.2	5.6	8.3	8.9

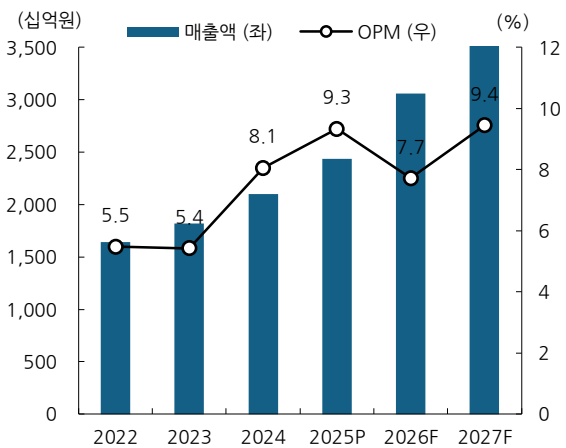
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 한화시스템 연간 실적 추이 및 전망



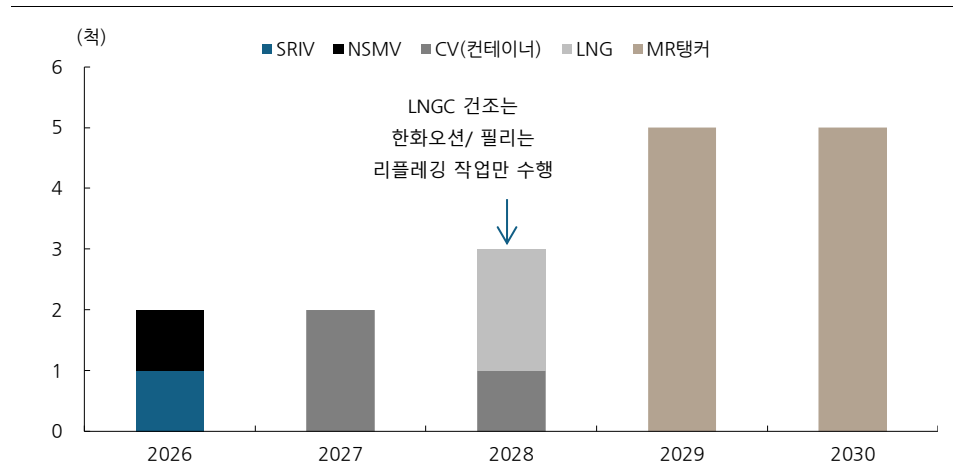
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 한화시스템 방산사업부 연간 실적 추이 및 전망



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 필리조선소 수주 현황 및 인도 일정



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한화시스템 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	금액	적용 멀티플	가치	비고
27F 영업 가치 (a)			22,732	
방산 EBITDA (우주 제외)	527	29.9	15,771	Elbit systems 27F EV/EBITDA 10% 할인
ICT EBITDA	129	11.5	1,487	국내 SI Peer 27F EV/EBITDA
필리조선소 EBITDA	42	8.7	369	미 조선소 Peer 27F EV/EBITDA
우주 Sales	638	8.0	5,105	글로벌 위성 Peer 27F EV/Sales 10% 할인
(%, 십억원)	지분율	시총	NAV	비고
지분 가치 (b)			3,140	40% 할인
한화오션	11.6	40,385	4,673	전일 종가 기준
오스탈	19.9	2,819	561	전일 종가 기준
비상장 자회사 (c)			479	장부가액 적용
순차입금 (d)			735	
비지배지분 (e)			90	
Target 시가총액			25,527	(a)+(b)+(c)-(d)-(e)
유통주식수 (주)			186,993,261	자사주 1,926,128주 제외
목표 주가 (원)			137,000	
현재 주가 (원)			105,800	
상승 여력 (%)			30	

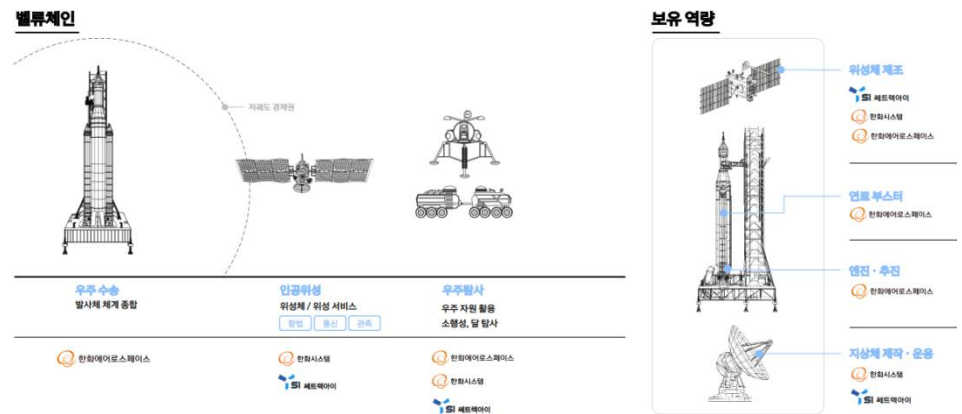
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 사업 부문별 Peer group 멀티플

방산 Peer	(십억원, %)			
기업명	엘빗 시스템즈			평균
26F EV/EBITDA	30.6			30.6
26F EV/EBITDA	27.2			27.2
ICT Peer				
기업명	삼성SDS	LG CNS	현대오토에버	평균
26F EV/EBITDA	4.4	8.8	25.0	12.7
27F EV/EBITDA	4.1	8.3	22.0	11.5
필리 Peer				
기업명	핀칸티에리	오스탈		평균
26F EV/EBITDA	10.5	9.9		10.2
27F EV/EBITDA	9.1	8.2		8.7
우주 Peer				
기업명	Synspective	QPS Holdings	플래닛 랩스	평균
26F EV/Sales	12.9	10.0	17.0	13.3
27F EV/Sales	7.6	5.6	13.5	8.9

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 한화그룹 우주 밸류 체인 및 보유 역량



자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

[한화시스템 272210]

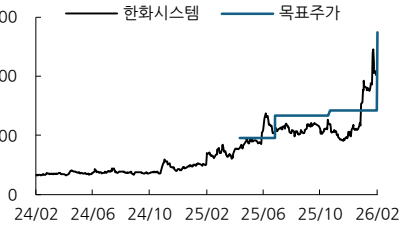
재무상태표						손익계산서					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,890	2,286	2,262	2,966	3,522	매출액	2,452	2,804	3,664	4,446	5,529
현금 및 현금성자산	476	200	9	408	801	매출원가	2,148	2,388	3,201	3,740	4,627
매출채권 및 기타채권	204	313	240	613	663	매출총이익	304	416	463	706	902
재고자산	501	610	750	824	892	판매비 및 관리비	182	196	340	402	436
기타	709	1,163	1,263	1,120	1,166	영업이익	123	219	124	304	465
비유동자산	2,593	3,438	6,797	7,141	7,537	(EBITDA)	244	333	274	497	691
관계기업투자등	1,458	1,829	5,065	5,270	5,484	금융손익	14	9	5	12	-9
유형자산	348	570	746	885	1,067	이자비용	14	22	31	27	22
무형자산	559	762	748	737	727	관계기업등 투자손익	-46	329	39	22	-9
자산총계	4,483	5,724	9,058	10,107	11,058	기타영업외손익	353	24	-48	120	140
유동부채	1,951	2,677	4,312	4,817	5,070	세전계속사업이익	444	581	120	459	588
매입채무 및 기타채무	301	436	650	676	704	계속사업법인세비용	57	104	-89	87	114
단기금융부채	191	109	735	822	913	계속사업이익	386	477	209	371	473
기타유동부채	1,459	2,131	2,928	3,318	3,453	중단사업이익	-43	-32	7	0	0
비유동부채	378	631	2,097	2,336	2,626	당기순이익	343	445	216	371	473
장기금융부채	139	364	963	963	963	지배주주	349	454	207	371	473
기타비유동부채	239	267	1,134	1,373	1,663	총포괄이익	372	427	216	371	473
부채총계	2,329	3,308	6,409	7,152	7,696	매출총이익률 (%)	12.4	14.8	12.6	15.9	16.3
지배주주지분	2,140	2,490	2,545	2,850	3,258	영업이익률 (%)	5.0	7.8	3.4	6.8	8.4
자본금	945	945	945	945	945	EBITDA마진률 (%)	10.0	11.9	7.5	11.2	12.5
자본잉여금	1,100	1,092	1,117	1,117	1,117	당기순이익률 (%)	14.0	15.9	5.9	8.4	8.6
이익잉여금	212	589	654	959	1,367	ROA (%)	8.3	8.9	2.8	3.9	4.5
비지배주주지분(연결)	14	-74	104	104	104	ROE (%)	16.9	19.6	8.2	13.8	15.5
자본총계	2,154	2,416	2,649	2,955	3,362	ROIC (%)	22.9	28.6	n/a	n/a	n/a

현금흐름표						주요투자지표					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	83	133	-926	895	999	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	343	445	216	371	473	P/E	9.4	9.4	95.8	53.3	41.8
비현금수익비용가감	-83	-60	-1,867	410	525	P/B	1.5	1.7	7.9	7.0	6.1
유형자산감가상각비	99	92	121	172	205	P/S	1.3	1.5	5.5	4.5	3.6
무형자산상각비	23	22	30	21	21	EV/EBITDA	12.7	13.3	78.9	42.9	30.4
기타현금수익비용	-205	-174	-2,111	116	317	P/CF	12.6	11.1	n/a	25.6	20.0
영업활동 자산부채변동	-168	-218	775	114	1	배당수익률 (%)	1.6	1.5	0.3	0.3	0.3
매출채권 감소(증가)	6	-92	69	-373	-50	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-128	-106	-128	-74	-67	매출액	12.1	14.3	30.7	21.3	24.3
매입채무 증가(감소)	42	2	244	26	27	영업이익	213.6	78.9	-43.7	146.3	52.9
기타자산 부채변동	-88	-21	591	534	91	세전이익	흑전	31.0	-79.4	282.5	28.1
투자활동 현금	-864	-442	-546	-517	-632	당기순이익	흑전	29.8	-51.5	72.0	27.5
유형자산처분(취득)	-132	-240	-277	-311	-387	EPS	흑전	30.1	-54.1	79.7	27.5
무형자산 감소(증가)	-27	-25	-14	-11	-11	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-696	-215	-273	-185	-225	부채비율	108.1	136.9	241.9	242.0	228.9
기타투자활동	-8	38	18	-10	-10	유동비율	96.9	85.4	52.4	61.6	69.5
재무활동 현금	27	35	1,282	22	26	순차입금/자기자본(x)	-8.3	6.3	62.2	45.2	30.7
차입금의 증가(감소)	72	84	1,212	87	91	영업이익/금융비용(x)	8.8	9.8	4.0	11.3	21.2
자본의 증가(감소)	-47	-52	-65	-65	-65	총차입금 (십억원)	330	473	1,698	1,785	1,876
배당금의 지급	47	52	65	65	65	순차입금 (십억원)	-178	152	1,649	1,335	1,032
기타재무활동	1	3	135	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-752	-276	-191	400	392	EPS	1,849	2,405	1,105	1,985	2,530
기초현금	1,228	476	200	9	408	BPS	11,327	13,181	13,470	15,088	17,246
기말현금	476	200	9	408	801	SPS	12,982	14,841	19,395	23,535	29,264
NOPLAT	107	180	90	246	375	CFPS	1,376	2,041	-8,740	4,134	5,285
FCF	-772	-274	-1,423	378	367	DPS	280	350	350	350	350

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한화시스템 (272210) 투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-04-24	담당자변경				150,000
2025-04-24	매수	48,000	4.7	42.9	100,000
2025-04-30	매수	48,000	6.6	42.9	50,000
2025-07-09	매수	67,000	-17.5	-6.0	0
2025-07-30	매수	67,000	-17.6	-6.0	
2025-10-21	매수	67,000	-15.5	-6.0	
2025-11-03	매수	71,000	-6.0	73.2	
2026-02-13	매수	137,000			



투자이건 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자이건은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자이건 비율

기준일 2025.12.31

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.