

한화시스템 272210

우수한 방산, 안정적인 ICT, 개선되는 필리조선소

2Q Review: 컨센서스 상회

한화시스템의 2Q 매출액은 1.1조원(+45.5% YoY), 영업이익 1,037억원(+219.1% YoY, OPM 9.3%)으로 컨센서스(매출 9,355억원, 영업이익 582억원)를 모두 상회했다. 상회 주요 원인은 1) 폴란드 K2 EC2, UAE·사우디 M-SAM II MFR 등 수출 매출 인식 가속화, 2) ICT 사업부의 한화생명 차세대 시스템, 필리조선소 ERP, 한화에어로스페이스 스마트플랜트 구축 등 캡티브형 매출 증가, 3) 필리조선소 영업손실 축소(영업적자 192억원, PPA 상각비 43억원 포함)다. 방산 사업부 수출 비중은 23%를 기록했으며 수출 마진은 40%에 달하는 것으로 추정된다. 폴란드 K2 EC2 인도 집중과 환율 효과를 감안하더라도 수익성이 우수했는데 이는 M-SAM II MFR 양산 가속화에 따른 이익률 개선이 더해진 결과로 추정된다.

올해는 투자의 해, 내년부터 견고한 이익성장 사이클 진입

26년 방산 사업부 매출 2.8조원(+17.1%), 영업이익 2,511억원(+9.6%, OPM 9%)으로 추정한다. 하반기 약 800억원 규모의 자체투자 개발비 집행이 예상되어 연간 이익 성장은 제한적일 것으로 판단한다. 다만 해당 개발비는 수출을 위한 레이더·레이저·무인수상정 기술과 초저궤도 SAR위성·통신위성을 위한 투자로 중장기 성장을 위한 긍정적 투자로 볼 수 있다. 필리조선소는 연간 824억원의 영업적자를 기록할 것으로 예상한다. 잔여 NSMV 건조 및 인도가 하반기에 진행됨에 따라 적자는 지속되었으나 그 규모는 감소세에 진입한 것으로 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 94,000원 유지

투자의견 매수, 목표주가 94,000원을 유지한다. 이번 분기 실적에서 확인된 긍정적 요인은 수출 사업의 이익률이 개선되고 있으며 필리조선소의 손실 규모가 축소되고 있다는 점이다. 27년부터 가파른 이익 성장이 기대되며 이에 따라 25~28년 영업이익 연평균 성장률을 76.7%로 예상한다. 수주 측면에서는 K2 EC2 PL, 사우디 MNG, M-SAM·L-SAM MFR, 동남아시아 함정, 중동 지역 레이저 무기 등이 기대된다. 또한 하반기 다부처 초소형 SAR 위성 양산사업자 선정이 예정되어 있어 수주 시 우주 모멘텀이 더욱 강화될 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,804	3,664	4,483	5,212	6,240
영업이익	219	120	232	478	661
영업이익률(%)	7.8	3.3	5.2	9.2	10.6
세전이익	581	115	86	542	636
지배주주지분순이익	454	242	129	430	505
EPS(원)	2,405	1,282	689	2,302	2,702
증감률(%)	30.1	-46.7	-46.3	234.2	17.4
ROE(%)	19.6	6.6	2.7	8.6	9.4
PER(배)	9.4	42.4	88.8	26.6	22.7
PBR(배)	1.7	2.1	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA(배)	13.3	38.0	28.7	17.3	13.1

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

강태호 방산

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2026.07.29

매수

목표주가(유지)	94,000원
현재주가(07/28)	61,200원
상승여력	53.6%

Stock Data

KOSPI	6,023.7pt
시가총액(보통주)	11,562십억원
발행주식수	188,919천주
액면가	5,000원
자본금	945십억원
60일 평균거래량	834천주
60일 평균거래대금	77,153백만원
외국인 지분율	10.0%
52주 최고가	184,000원
52주 최저가	44,750원
주요주주	
한화에어로스페이스(외 4인)	59.5%
국민연금공단(외 1인)	7.2%

주가추이 및 상대강도

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

주가차트

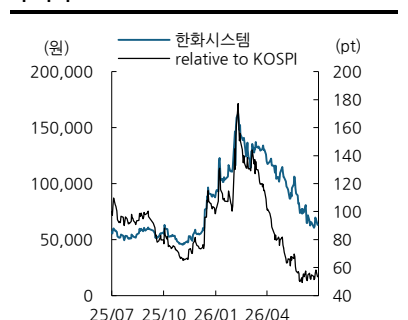


표1 한화시스템 2Q26 실적 Review

(십억원, %)	2Q26P	2Q25	1Q26	YoY	QoQ	DS 추정치	차이 (% , %p)	컨센서스	차이 (% , %p)
매출액	1,117.6	768.2	807.1	45.5	38.5	908.6	23.0	952.7	17.3
방산	700.6	470.2	471.2	49.0	48.7	561.4	24.8		
ICT	187.3	147.0	172.3	27.4	8.7	176.4	6.2		
필리조선소+신사업	229.7	151.0	163.6	52.1	40.4	170.8	34.5		
영업이익	103.7	32.5	34.3	219.1	202.3	50.2	106.6	57.9	79.1
방산	103.7	52.5	69.0	97.5	50.3	56.1	84.7		
OPM(%)	14.8	11.2	14.6	3.6	0.2	10.0	4.8		
ICT	20.8	10.8	13.4	92.6	55.2	19.1	9.2		
필리조선소+신사업	-20.8	-30.8	-48.1	-32.5	-56.8	-25.0	적지		
OPM(%)	9.3	4.2	4.2	5.0	5.0	5.5	3.8	6.1	3.2
지배주주순이익	67.1	47.8	-55.0	40.4	-222.0	66.7	0.5	45.3	48.1
NPM(%)	6.0	6.2	-6.8	-0.2	12.8	7.3	-1.3	4.8	1.2

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한화시스템 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)	변경 전		변경 후		변화	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	4,209.1	4,934.9	4,483.1	5,212.0	6.5	5.6
영업이익	237.2	466.8	232.2	477.9	-2.1	2.4
지배주주순이익	197.5	470.4	128.7	430.4	-34.8	-8.5

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 한화시스템 방산 사업부 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)	변경 전		변경 후		변화	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	2,717.9	3,148.2	2,794.2	3,236.0	2.8	2.8
영업이익	237.2	355.6	251.1	367.2	5.9	3.2

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 한화시스템 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	690.1	768.2	807.7	1,398.1	807.1	1,117.6	974.1	1,584.3	3,664.1	4,483.1	5,212.0	6,240.2
YoY (%)	26.8	11.8	26.4	49.8	17.0	45.5	20.6	13.3	30.7	22.4	16.3	19.7
방산	430.3	470.2	481.4	1056.9	471.2	700.6	544.0	1,078.4	2,438.8	2,794.2	3,236.0	3,890.3
YoY (%)	12.7	-4.7	2.9	39.8	9.5	49.0	13.0	2.0	16.2	14.6	15.8	20.2
ICT	141.5	147.0	155.7	208.4	172.3	187.3	188.4	252.2	652.6	800.2	947.8	1118.4
YoY (%)	-11.8	-22.7	-8.2	19.4	21.8	27.4	21.0	21.0	-6.1	22.6	18.5	18.0
필리조선회사+신사업	118.3	151.0	170.6	132.8	163.6	229.7	241.7	253.7	572.7	888.7	1028.2	1233.5
영업이익	33.6	32.5	20.6	33.2	34.3	103.7	27.7	66.6	119.9	232.2	477.9	661.0
YoY (%)	-26.2	-61.5	-65.8	14.1	2.1	219.1	34.3	100.5	-45.3	93.7	105.8	38.3
OPM	4.9	4.2	2.6	2.4	4.2	9.3	2.8	4.2	3.3	5.2	9.2	10.6
방산 OPM	50.3	52.5	49.8	76.5	69.0	103.7	24.5	53.9	229.1	251.1	367.2	543.4
방산 OPM	11.7	11.2	10.3	7.2	14.6	14.8	4.5	5.0	9.4	9.0	11.3	14.0
ICT	10.8	10.8	12.0	17.2	13.4	20.8	13.2	17.7	50.8	65.0	103.7	108.9
ICT OPM	7.6	7.3	7.7	8.3	10.1	10.1	7.0	7.0	7.8	8.1	10.9	9.7
필리조선회사+신사업	-27.5	-30.8	-41.2	-60.5	-48.1	-20.8	-10.0	-5.0	-160.0	-83.9	7.0	8.8
필리 OPM	-22.9	-20.3	-23.2	-45.4	-28.7	-9.1	-4.1	-2.0	-27.6	-9.3	0.7	0.7
지배주주순이익	25.1	47.8	155.0	-12.5	-55.0	67.1	42.3	74.3	215.5	128.7	430.4	513.1
YoY (%)	-51.5	68.9	1,549.1	적전	적전	40.4	-72.7	흑전	-52.6	-40.3	234.4	19.2
NPM	3.6	6.2	19.2	-0.9	-6.8	6.0	4.3	4.7	5.9	2.9	8.3	8.2

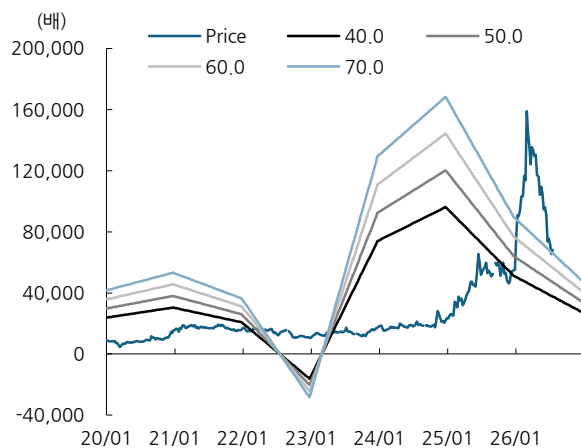
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표5 한화시스템 목표주가 산정방식

구분	배수/ 금액	비고
27F 순이익 (십억원)	430.4	
유통주식수 (주)	186,993,261	자사주 1,926,128주 제외
27F EPS (원)	2,302	
Target PER (배)	41.0	글로벌 27F Peer P/E
목표 주가 (원)	94,000	백단위 반올림
현재 주가 (원)	61,200	
상승 여력 (%)	53.6	

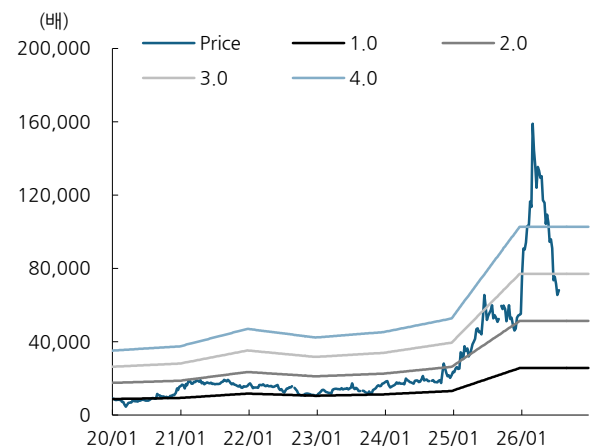
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 한화시스템 PER 밴드 차트



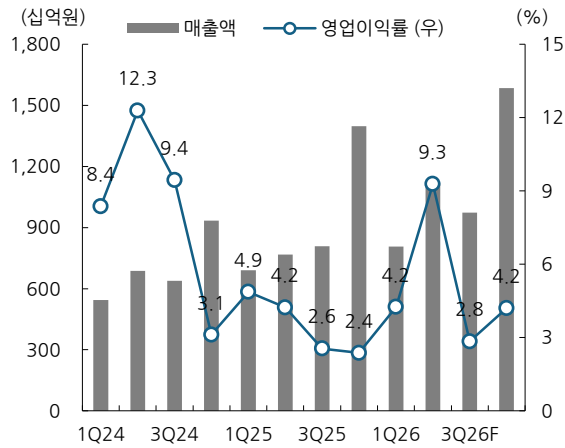
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림2 한화시스템 PBR 밴드 차트



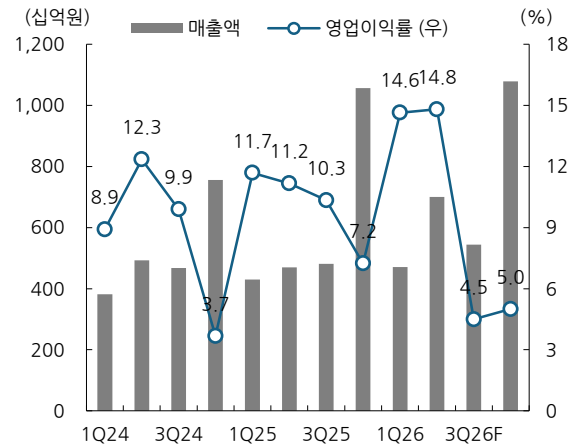
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림3 한화시스템 분기별 실적 추이 및 전망



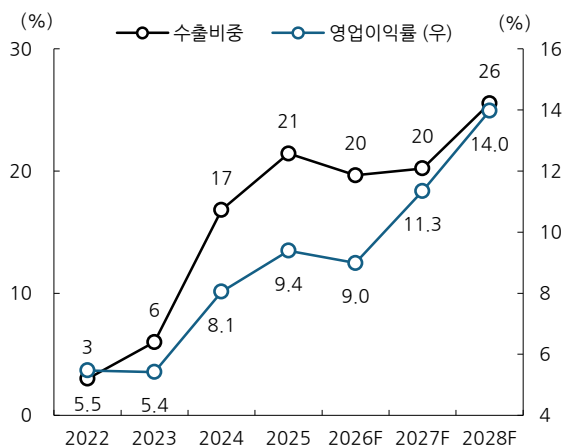
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 한화시스템 방산사업부 분기별 실적 추이 및 전망



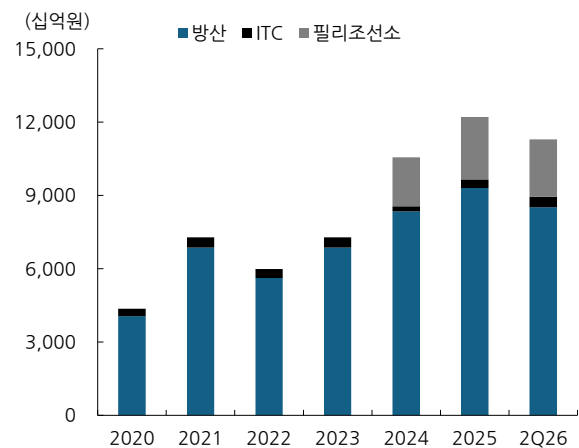
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 수출 비중 및 영업이익률 추이 및 전망



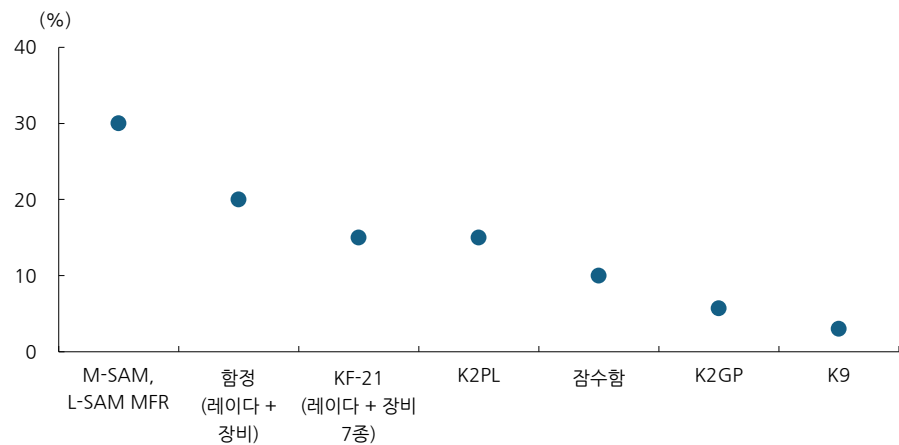
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 수주잔고 추이



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림7 주요 한국 무기 체계 별 동사 매출 비중



자료: DS투자증권 리서치센터

[한화시스템 272210]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F		2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286	2,929	3,201	3,519	3,864	매출액	2,804	3,664	4,483	5,212	6,240
현금 및 현금성자산	200	325	692	1,088	1,279	매출원가	2,388	3,272	3,976	4,458	5,242
매출채권 및 기타채권	313	452	469	488	528	매출총이익	416	392	507	754	998
재고자산	610	811	850	867	938	판매비 및 관리비	196	272	275	276	337
기타	1,163	1,340	1,190	1,076	1,120	영업이익	219	120	232	478	661
비유동자산	3,524	7,399	7,980	8,357	8,779	(EBITDA)	333	300	456	738	958
관계기업투자등	1,829	5,560	5,942	6,183	6,434	금융손익	9	7	-22	-54	-60
유형자산	636	823	1,019	1,162	1,340	이자비용	22	38	80	80	80
무형자산	734	710	693	672	652	관계기업등 투자손익	329	24	-31	-21	-15
자산총계	5,810	10,327	11,180	11,876	12,643	기타영업외손익	24	-36	-93	140	50
유동부채	2,677	3,335	3,642	3,822	3,962	세전계속사업이익	581	115	86	542	636
매입채무 및 기타채무	436	722	721	750	781	계속사업법인세비용	104	-86	3	103	121
단기금융부채	109	426	651	711	723	계속사업이익	477	201	83	439	516
기타유동부채	2,131	2,187	2,269	2,361	2,457	중단사업이익	-32	8	-7	0	0
비유동부채	678	1,991	2,588	2,766	2,982	당기순이익	445	209	76	439	516
장기금융부채	364	1,190	1,714	1,714	1,714	지배주주	454	242	129	430	505
기타비유동부채	313	801	874	1,052	1,268	총포괄이익	427	2,418	76	439	516
부채총계	3,355	5,326	6,230	6,588	6,944	매출총이익률 (%)	14.8	10.7	11.3	14.5	16.0
지배주주지분	2,490	4,849	4,852	5,189	5,600	영업이익률 (%)	7.8	3.3	5.2	9.2	10.6
자본금	945	945	945	945	945	EBITDA마진률 (%)	11.9	8.2	10.2	14.2	15.3
자본잉여금	1,092	1,123	1,124	1,124	1,124	당기순이익률 (%)	15.9	5.7	1.7	8.4	8.3
이익잉여금	589	709	744	1,081	1,493	ROA (%)	8.8	3.0	1.2	3.7	4.1
비지배주주지분(연결)	-34	152	99	99	99	ROE (%)	19.6	6.6	2.7	8.6	9.4
자본총계	2,456	5,001	4,950	5,287	5,699	ROIC (%)	27.8	12.9	41.4	98.9	209.7

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F		2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	133	79	290	1,095	1,012	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	445	209	76	439	516	P/E	9.4	42.4	88.8	26.6	22.7
비현금수익비용가감	-60	144	143	450	518	P/B	1.7	2.1	2.4	2.2	2.1
유형자산감가상각비	92	141	182	221	259	P/S	1.5	2.8	2.6	2.2	1.9
무형자산감가상각비	22	39	42	38	37	EV/EBITDA	13.3	38.0	28.7	17.3	13.1
기타현금수익비용	-174	-36	-72	212	242	P/CF	11.1	29.1	52.9	13.0	11.2
영업활동 자산부채변동	-218	-211	79	206	-21	배당수익률 (%)	1.5	0.9	0.8	0.8	0.8
매출채권 감소(증가)	-92	-143	-15	-19	-40	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-106	-188	-39	-17	-71	매출액	14.3	30.7	22.4	16.3	19.7
매입채무 증가(감소)	2	234	-57	29	30	영업이익	78.9	-45.3	93.7	105.8	38.3
기타자산, 부채변동	-21	-113	191	213	59	세전이익	31.0	-80.2	-25.5	533.1	17.4
투자활동 현금	-442	-1,170	-672	-665	-741	당기순이익	29.8	-53.0	-63.7	478.1	17.4
유형자산처분(취득)	-240	-297	-375	-365	-437	EPS	30.1	-46.7	-46.3	234.2	17.4
무형자산 감소(증가)	-25	-19	-17	-17	-17	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-171	-758	-280	-269	-273	부채비율	136.6	106.5	125.8	124.6	121.8
기타투자활동	-6	-96	0	-13	-14	유동비율	85.4	87.8	87.9	92.1	97.5
재무활동 현금	35	1,237	733	-34	-81	순차입금/자기자본(x)	6.2	22.6	30.4	22.0	17.2
차입금의 증가(감소)	84	1,109	733	59	13	영업이익/금융비용(x)	9.8	3.2	2.9	6.0	8.3
자본의 증가(감소)	-52	-65	-93	-93	-93	총차입금 (십억원)	473	1,616	2,366	2,425	2,438
배당금의 지급	52	65	93	93	93	순차입금 (십억원)	152	1,128	1,507	1,163	978
기타재무활동	3	194	93	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-276	126	367	396	190	EPS	2,405	1,282	689	2,302	2,702
기초현금	476	200	325	692	1,088	BPS	13,181	25,668	25,681	27,464	29,643
기말현금	200	325	692	1,088	1,279	SPS	14,841	19,395	23,730	27,589	33,031
NOPLAT	180	87	224	387	535	CFPS	2,041	1,871	1,158	4,708	5,469
FCF	-274	-1,028	-374	431	271	DPS	350	500	500	500	500

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

한화시스템 (272210) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2025-04-24	담당자변경					
2025-04-24	매수	48,000	4.7	42.9		
2025-04-30	매수	48,000	6.6	42.9		
2025-07-09	매수	67,000	-17.5	-6.0		
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	-5.3	73.2		
2026-02-13	매수	137,000	-8.2	18.8		
2026-05-28	매수	141,000	-39.5	-24.5		
2026-07-15	매수	94,000	-31.4	-25.9		
2026-07-29	매수	94,000				

투자의견 및 적응기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자의견 비율

기준일 2026.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.0%	1.3%

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.