

한화그룹 프리뷰

지주, ESG Analyst 이경연
kyungyeon.lee@daishin.com

방위산업 Analyst 최정환
jeonghwan.choi@daishin.com

조선, 운송 Analyst 이지니
jini.lee@daishin.com

지주, ESG RA 이채리
cherry.lee@daishin.com



Contents

Part 1.	한화그룹 지배구조 개편	03
Part 2.	한화그룹 프리뷰	17
	한화 (000880)	
	한화에어로스페이스 (012450)	
	한화시스템 (272210)	
	한화오션 (042660)	

Part 1.

한화그룹
지배구조 개편

Part 1. 한화그룹 지배구조 개편

(1) 한화그룹의 인적분할

(주)한화 75.6% vs.
신설지주 24.4%로
인적분할

(주)한화는 복합기업 할인 해소와 사업군별 전략적 의사결정 효율화를 목적으로 인적분할을 단행한다. 분할 방식은 존속법인 (주)한화가 분할대상 사업부문을 단순 인적분할하여 신설법인 한화머시너리엔서비스홀딩스(주)(가칭)를 설립하는 형태다. 분할 후 존속법인은 유가증권시장에 상장을 유지(변경상장)하고, 신설법인은 재상장 심사를 거쳐 유가증권시장에 재상장될 예정이다. 인적분할의 특성상 기존 주주는 분할신주 배정기준일 현재의 지분율에 비례해 양 법인의 주식을 배정받으므로 대주주 및 일반주주 간의 지분 희석이 나 부의 자의적 이동은 발생하지 않는다.

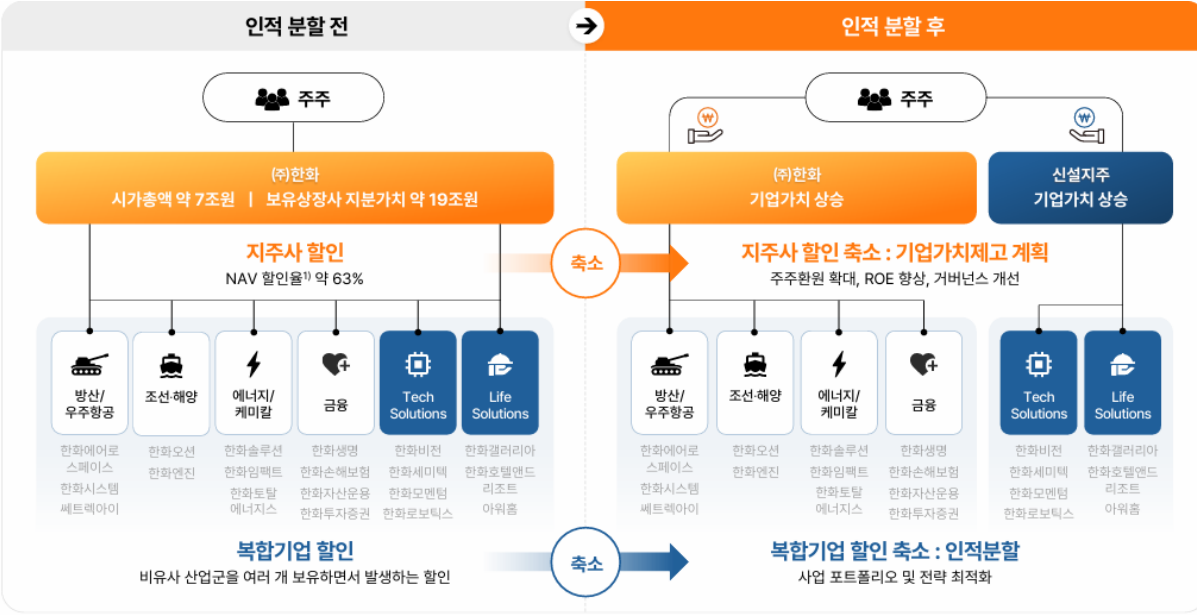
분할비율은 2025년 9월 30일 순자산 장부가액을 기준으로 산정되었으며, 보통주 자기주식 소각(4,450,816주, 2026년 4월 완료) 및 제1우선주 소각(156,425주, 2026년 5월 완료) 등 주주환원 이행 내역을 최종 반영하여 존속 (주)한화 75.64% : 신설지주 24.36%로 확정되었다. 분할계획서 승인을 위한 임시주주총회는 2026년 7월 15일 개최되며, 분할 기일은 8월 1일이다. 분할 이후 존속법인의 변경상장 및 신설법인의 재상장 예정일은 2026년 8월 25일이다.

(주)한화→한화에어로
→한화오션으로
이어지는 핵심 구조
존속법인에 잔류

이번 분할을 통해 양 법인은 사업 포트폴리오의 정체성을 확연히 구분 짓는다. 존속 (주)한화는 방산·우주항공(한화에어로스페이스, 한화시스템), 조선·해양(한화오션), 에너지·케미칼(한화솔루션, 한화임팩트), 금융(한화생명) 등 그룹의 핵심 상장 자회사를 거느린 중추적 포트폴리오를 유지하며, 자체 사업으로는 건설 부문과 글로벌 부문(산업용 화약 및 첨단소재)을 영위한다. 특히 (주)한화→한화에어로스페이스→한화오션으로 이어지는 핵심 소유구조가 그대로 존속에 잔류한다는 점에서, 방산·조선 가치 엔진은 분할 후에도 존속 (주)한화에 귀속된다.

신설법인에는 Tech Solutions 부문(한화비전, 한화세미텍, 한화모멘텀, 한화로보틱스)과 Life Solutions 부문(한화갤러리아, 한화호텔앤드리조트, 아워홈) 등 기술 장비 및 서비스·유통 사업군이 일괄 이관된다.

그림 1. 인적분할 전후 지배구조



자료: 한화, 대신증권 Research Center

그림 2. 지배구조 개편 타임라인



자료: DART, 대신증권 Research Center

(2) 신설 분할은 (주)한화의 가치 차감인가? 재평가 기회인가?

2분기 실적 발표를 앞두고 주식 투자자들이 가장 많이 던지는 질문은 “신설 부문이 인적분할로 떨어져 나갈 때, 그 만큼 (주)한화의 시가총액이 기계적으로 차감(Spin-off Shock)되는가”이다. 결론부터 제시하면, 이번 분할의 기계적 가치 차감 효과는 제한적이며, 오히려 핵심 자회사 중심의 재평가 기회로 판단한다.

분할비율 24.4%,
장부가≠평가가치

분할비율상 신설 비중 24.4%는 순자산 장부가 기준 배분이며, 시가총액 배분 비율이 아니다. 따라서 신설법인이 24.4% 분리된다고 존속법인의 시가총액도 그만큼 차감되지는 않는다. 동일자산을 SOTP 평가가치(7월 7일 종가 기준)로 환산하면, 신설법인으로 이전되는 비중은 순자산가치(NAV 22.23조 원)의 6.7%에 그친다.

괴리의 메커니즘

그간 (주)한화 주가를 짓눌러온 핵심 원인은 상이한 산업군이 얹힌 포트폴리오 구조에서 발생하는 복합기업 할인이었다. 분할 전 (주)한화의 시가총액은 보유 상장 자회사 지분가치(23.6조 원)의 1/3에도 미치지 못하는 약 7.1조 원 수준에 머물러, NAV 디스카운트를 적용받아 왔다. 장부가와 SOTP 평가가치의 괴리는 두 가지에서 비롯된다.

첫째, 한화에어로스페이스 등 핵심 상장 자회사의 시장가치가 별도 장부가(취득원가·지분법가액)를 크게 상회한다. 둘째, 신설로 이관되는 비상장 자산(한화모멘텀, 한화로보틱스, 한화호텔앤드리조트)은 SOTP에서 장부가로 반영된다. 특히 유통·리조트·식음료 중심의 Life 부문은 기존 (주)한화의 기업가치 산정 시 기여도가 극히 미미하거나, 오히려 복합기업 할인을 가중시키는 요인으로 작용해 왔다. 그 결과 장부가 기준에서는 신설 비중이 부풀고, SOTP 평가가치 기준에서는 존속 비중이 커진다.

그림 3. 분할비율은 순자산 장부가 기준

II. 분할 가액 및 그 산출근거

분할회사는 최초 이사회 결의(2026년 01월 14일) 시 승인된 분할계획서의 기준이 된 2025년 09월 30일 현재 재무상태표를 기준으로 "분할신설회사의 순자산 장부가액과 신설회사 자기주식 장부가액을 합산한 금액"을 "분할전 순자산 장부가액과 분할전 자기주식 장부가액을 합산한 금액"으로 나누어 분할비율(1주당 0.2365278)을 산정하였고, 같은 날 이사회에서 결의된 자기주식 소각(감자) 관련 자본감소 안건이 주주총회에서 가결되어 자본감소 절차가 분할신주 배정기준일 이전에 완료될 경우 시에 분할비율이 변경될 예정임을 분할계획서에 기재하였습니다. 동 분할계획서를 기준으로 2026년 01월 14일 한국거래소에 분할신설회사의 주권 제상장 예비심사청구서를 제출하였습니다.

... 중략 ...

- (a) 분할비율: 2025년 9월 30일 현재의 재무상태표를 기준으로 "분할신설회사의 순자산 장부가액"을 "분할전 순자산 장부가액과 분할전 자기주식 장부가액을 합산한 금액"으로 나누어 산정하였으며, 분할계획서 "4. 분할신설회사에 관한 사항 - (4) - ⑩ 기보유 자기주식 소각"에 따라 분할비율이 변경되었음

분할신설회사 순자산 (859,864,027,167원) + 분할신설회사 자기주식(0원)

분할전 순자산 (3,502,116,898,859원) + 분할전 자기주식(27,025,564,538원)

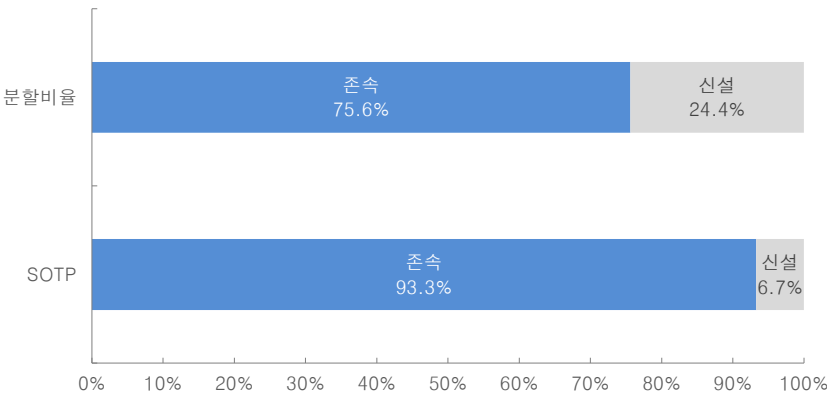
= 0.2436467

- (b) 1주의 금액비율: 5,000원(분할 전 1주의 금액) / 1,000원(분할신설회사 1주의 금액) = 5

분할되는 회사의 경우 분할신주 배정기준일 현재 분할되는 회사의 주주명부에 등재되어 있는 주주들이 보유한 보통주 1주당 0.7563533(1-분할비율)주의 비율로 주식을 병합할 예정입니다.

자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 4. (주)한화 분할비율(순자산 장부가 기준) vs. SOTP 비교



자료: DART, 대신증권 Research Center

표1. (주)한화 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분		Valuation 방식	2026F	Multiple, WACC, g(성장률)	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA	145	3.5	509	2.3%
	로열티	DCF	222	WACC=7%, g=0%	3,178	14.3%
	소계——(1)				3,687	16.6%
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	Weight
		한화솔루션	36.7	5,397	1,980	8.9%
		한화에어로스페이스	32.2	57,854	18,620	83.8%
		한화비전	34.0	2,373	806	3.6%
		한화생명	43.2	3,882	1,679	7.6%
		한화갤러리아	36.7	389	143	0.6%
		소계——(2)		69,507	23,084	103.8%
	비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	Weight
		한화호텔앤드리조트	49.8	249	249	1.1%
		한화로보틱스	68.0	63	63	0.3%
		한화모멘텀	100.0	238	238	1.1%
		소계——(3)			550	2.5%
	지분가치 합계				23,634	
순차입금(별도)——(4)					5,090	-22.9%
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					22,232	
할인율——(6)					62%	
Target NPV——(7)=(5)*(1-(6))					8,448	
발행주식수——(8)					70,507,919	
자기주식——(9)					1,132,437	
유통주식수——(10)=(8)-(9)					69,375,482	
목표주가(11)=(7)/(10)					122,000	163,000
현재가(07/08)					93,400	
Upside Potential					30.6%	60.1%

자료: 대신증권 Research Center

존속 93% 잔류

자산을 존속과 신설로 귀속하면, 신설로 이전되는 지분가치 합계는 약 1.5조 원으로 순 자산가치(약 22.2조 원)의 6.7%에 불과하다. 반면 존속에 잔류하는 비중은 NAV의 93.3%에 달하며, 그 핵심은 한화에어로스페이스(83.7%)와 한화솔루션(8.9%)이다. 따라서 이종 산업 포트폴리오가 분리·제거되더라도 SOTP 모델상 실질 가치 차감은 제한적이며, 존속 (주)한화의 핵심 가치 엔진은 그대로 유지된다. 결론적으로, 존속 (주)한화의 펀더멘털 가치는 인적분할로 훼손되지 않는다.

주식 병합으로
존속 주식의
가치 상승

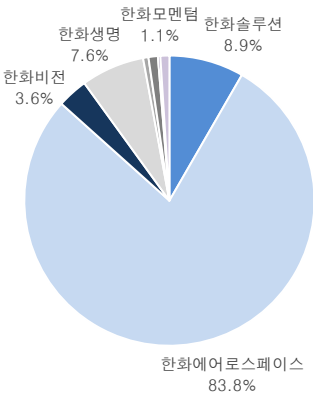
이번 인적분할은 단순 비례배정에 그치지 않고, 존속 (주)한화 보통주를 1주당 0.7563533주 비율로 병합한다. 이에 따라 존속 보통주 발행주식수는 70,507,919주에서 53,328,897주로 약 24.4% 감소한다. 핵심은 감소폭의 비대칭이다. 주식병합비율(0.7563533)은 순자산 장부가 기준인 반면, 존속이 실제 보유하는 SOTP 평가가치는 약 93%로 신설 이탈분(6.7%)이 주식수 감소폭(24.4%)보다 훨씬 작다. 그 결과 존속의 주당 순자산가치(NAV)는 분할 전 대비 약 21% 높아진다(약 27.8만원→33.8만원). 다만 인적분할 특성상 주주의 총보유가치는 변하지 않으므로, 이는 존속 주식이 더 높은 가치 밀도를 갖는 자산으로 재편됨을 의미한다. 여기에 복합기업 할인 해소와 보통주 자사주 소각(발행총수의 약 5.9%)이 결합되며 존속 (주)한화의 주가 재평가 모멘텀으로 작용할 수 있다.

표2. (주)한화 SOTP 분해:신설 이전 합계 약 1.5조 원 = 순자산가치의 6.7% (단위: 십억원, %)

항목	지분율	지분가치	NAV 내 비중	귀속법인
영업가치	—	3,687	16.6	존속
한화에어로스페이스	32.2	18,620	83.8	존속
한화솔루션	36.7	1,980	8.9	존속
한화생명	43.2	1,679	7.6	존속
한화비전	34.0	806	3.6	신설
한화모멘텀	100.0	238	1.1	신설
한화호텔앤드리조트	49.8	249	1.1	신설
한화갤러리아	36.7	143	0.6	신설
한화로보틱스	68.0	63	0.3	신설
(-) 순차입금(별도)	—	5,090	-22.9	존속
순자산가치	22,232		100.0	

자료: 대신증권 Research Center

그림 5. (주)한화 NAV 구성



자료: 대신증권 Research Center

그림 6. 분할 후 (주)한화 발행주식 수 변동 - 보통주 1 주당 0.7563533 주 병합

(4) 분할 후 발행주식의 총수

보통주 -24.4% 감소, 존속 잔류 가치 약 92% → 주당 NAV 약 +21%

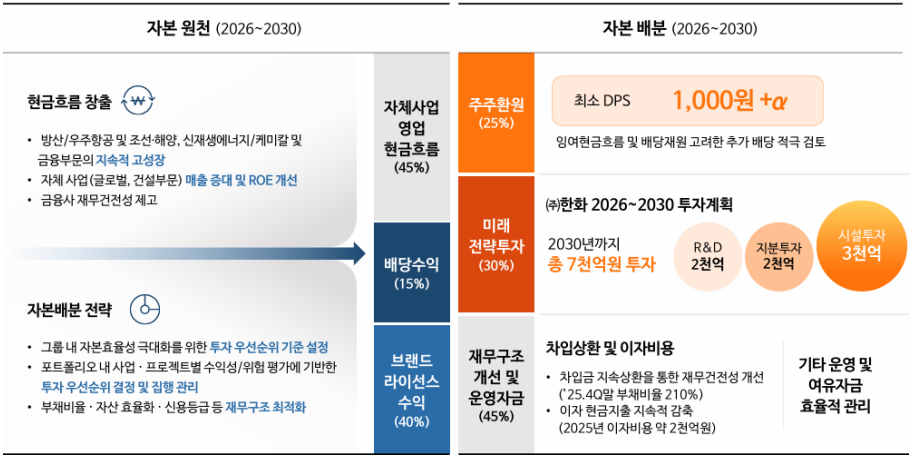
구분	종류	분할 전(A)	분할 후(B)	A-B
발행주식수	보통주식	70,507,919주	53,328,897주	17,179,022주
	종류주식 (제1우선주)	42,608주	32,227주	10,381주
	종류주식 (제3우선주)	19,404,441주	14,676,613주	4,727,828주

자료: DART, 대신증권 Research Center

주주환원과
지주사 할인 축소

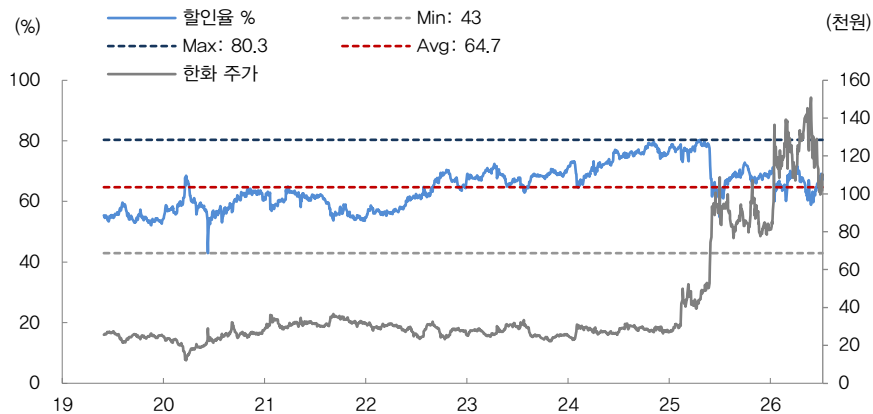
분할 후 존속 (주)한화는 방산·조선·우주항공·친환경 에너지라는 확실한 메가 트렌드 중심의 주력 상장 자회사 포트폴리오로 재정렬된다. 여기에 분할과 동시에 발표된 주주환원이 더해진다. 임직원 성과보상분을 제외한 보통주 자사주 약 445만 주(발행주식 총수의 약 5.9%) 소각하고, 최소 DPS 1,000원 보장함으로써 자본배치 효율과 환원 가시성을 동시에 제고했다. 포트폴리오 선명성 제고와 주주환원 강화는 그간 (주)한화에 적용되어 온 복합기업 할인의 축소 동인으로 작용할 것으로 판단한다.

그림 7. 주주환원 - 자사주 전량 소각, 최소 DPS 1,000 원 보장



자료: 한화, 대신증권 Research Center

그림 8. 한화 NAV 대비 할인을 추이



자료: 대신증권 Research Center

(3) 분할 후 존속회사 (주)한화의 재무 구조 변동성 점검

분할 부담은
존속에 집중

분할 전 (주)한화의 재무는 총자산 11.6조 원, 총부채 8.1조 원, 총자본 3.5조 원이다. 분할 이후 존속 (주)한화는 총자산 10.7조 원, 총부채 8.1조 원, 총자본 2.6조 원이 되며, 신설법인은 분할 과정에서 승계 받은 현금 1,000억 원과 자회사 지분을 포함하여 총 자산 0.9조 원, 총부채 약 250억 원, 총 자본 0.9조 원으로 출범한다. 부채의 사실상 전량이 존속에 귀속되는 반면 순자산 일부가 신설로 이관됨에 따라, 존속 별도 부채비율은 분할 전 약 230.7%에서 305.7%로 상승한다. 반면 신설법인은 부채비율 3% 내외의 클린 컴퍼니다.

부채비율 상승하나
채무상환능력 견고

이러한 별도 지표 변동이 펀더멘털 훼손으로 이어지지는 않을 것으로 판단한다. 존속 (주)한화는 순수지주가 아닌 사업지주로 화약·방산, 무역(글로벌), 건설의 자체사업을 영위한다. 지주의 채무상환 재원은 ①자회사 배당수취, ②브랜드 라이선스 수익, ③자체사업 현금흐름으로 구성되며, 이 재원 기반은 신설법인 분리로 훼손되지 않는다. 자체사업 중 건설 부문은 복합개발 및 자체사업 전환을 통한 수익성 개선을, 글로벌 부문은 민수 화약·스마트 마이닝 솔루션을 통한 안정적 현금 창출을 지속하고 있다. 여기에 한화에어로스페이스, 한화오션 등 핵심 자회사의 이익 기반이 확대되며 배당수취 여력도 커지고 있다. 따라서 상승한 부채비율 부담은 자산 매각 등 주주가치를 훼손하는 방식이 아니라, 포트폴리오 고도화와 배당 재원 확충을 통해 점진적으로 통제·하향 안정화 가능한 구조로 판단한다.

표3. 분할 후 별도 재무구조^{주1)} (2025.9월 말 기준, 자기주식 소각 반영) (단위: 십억원)

	분할 전 (주)한화	분할 후 존속회사	신설회사
자산총계	11,581	10,721	885
현금성자산	288	188	100
부채총계	8,079	8,079	25
총차입금	5,580	5,580	0
순차입금 ^{주2)}	5,291	5,391	-100
자본총계	3,502	2,642	860
부채비율	230.7%	305.7%	2.9%
차입금의존도 ^{주3)}	48.2%	52.0%	0%

주1) 자산·부채·자본·현금·차입금은 증권신고서 분할재무상태표 원수치. 순차입금·부채비율·차입금의존도는 산출치.

주2) 순차입금 = 차입금및사채 - 현금및현금성자산

주3) 차입금의존도 = 차입금및사채 ÷ 자산총계

자료: 증권신고서(2026.06.04), 대신증권 Research Center

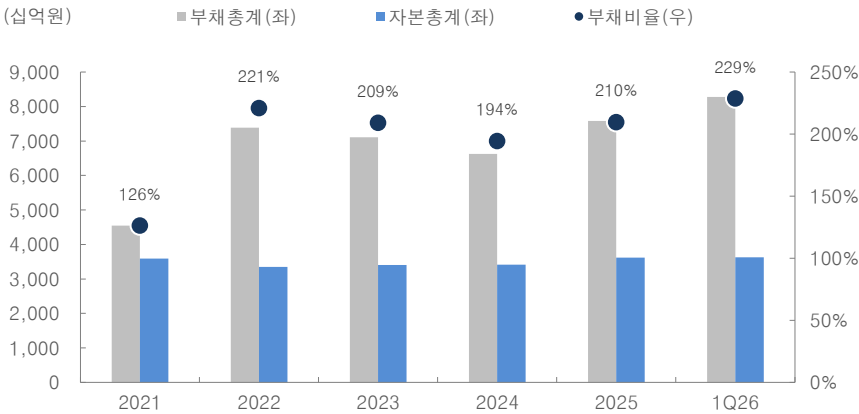
표4. 현재 NAV 산출 기준 존속법인 vs. 신설법인 NAV 비교 (2026.07.07 기준)

(단위: 십억원, %)

	존속법인				신설법인			
	지분율	시가총액	평가금액	비중	지분율	시가총액	평가금액	비중
영업가치			3,687	17.7				
상장 자회사			22,278	107.2			948	65.2
한화솔루션	36.7	5,397	1,980	9.5				
한화에어로스페이스	32.2	57,854	18,620	89.6				
한화생명	43.2	3,882	1,679	8.1				
한화비전					34.0	2,373	806	55.4
한화갤러리아					36.7	389	143	9.8
비상장 자회사							405	27.9
한화호텔&리조트					49.8	249	124	8.5
한화로보틱스					68.0	63	43	2.9
한화모멘텀					100.0	238	238	16.4
순차입금			5,190 ^{주)}	-25.0			-100	6.9
NAV			20,776	100.0			1,453	100.0

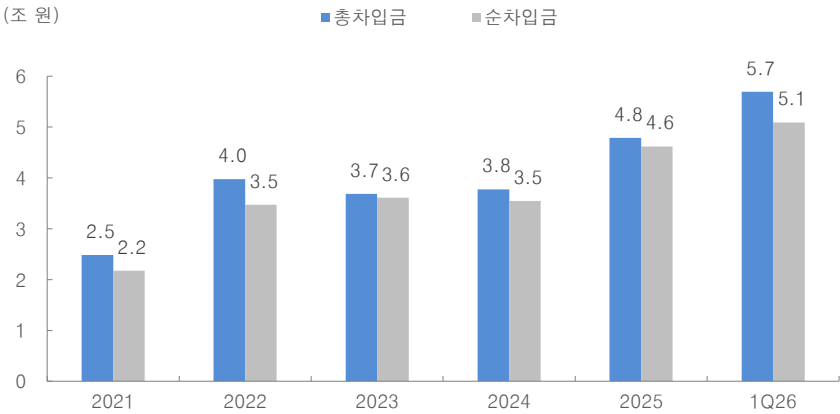
주) 신설법인 순현금 100 십억원 반영
자료: 대신증권 Research Center

그림 9. (주)한화 별도 부채비율



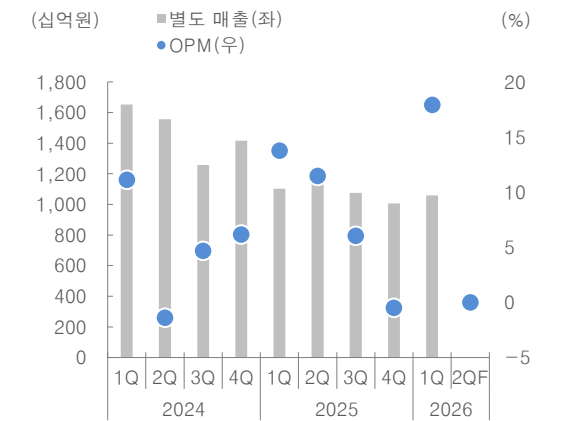
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 10. (주)한화 별도 차입금 추이



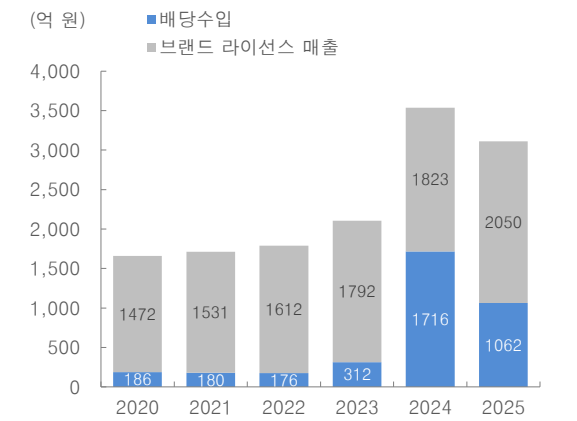
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 11. (주)한화 자체사업 실적 추이



자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 12. (주)한화 배당수취 및 브랜드 로열티 추이



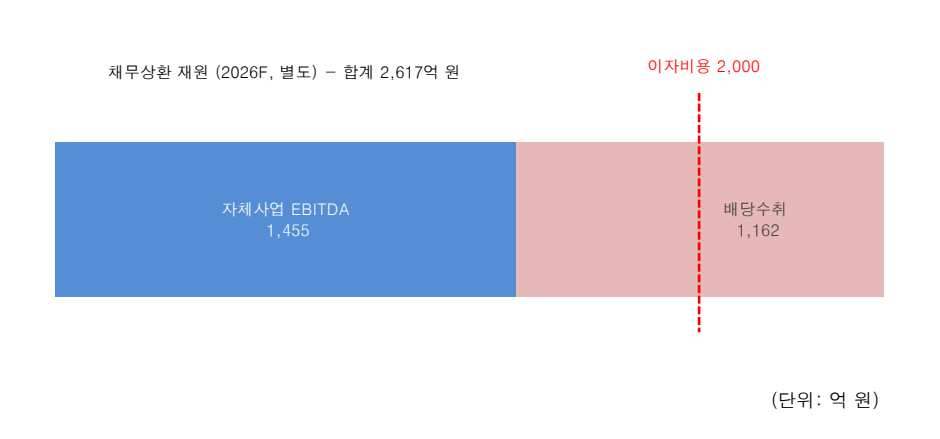
자료: DART, 대신증권 Research Center

표5. (주)한화 산하 상장 자회사 DPS 5개년 추이 → 존속 (주)한화 배당수입 확대 핵심 동력은 한화에어로스페이스 (단위: 원)

	한화생명 A088350	한화에어로스페이스 A012450	한화솔루션 A009830	한화비전 A489790	한화갤러리아 A452260
2021	—	700	—	—	—
2022	—	1,000	—	—	—
2023	150	1,800	300	—	—
2024	—	3,500	300	—	—
2025	—	7,000	—	—	—

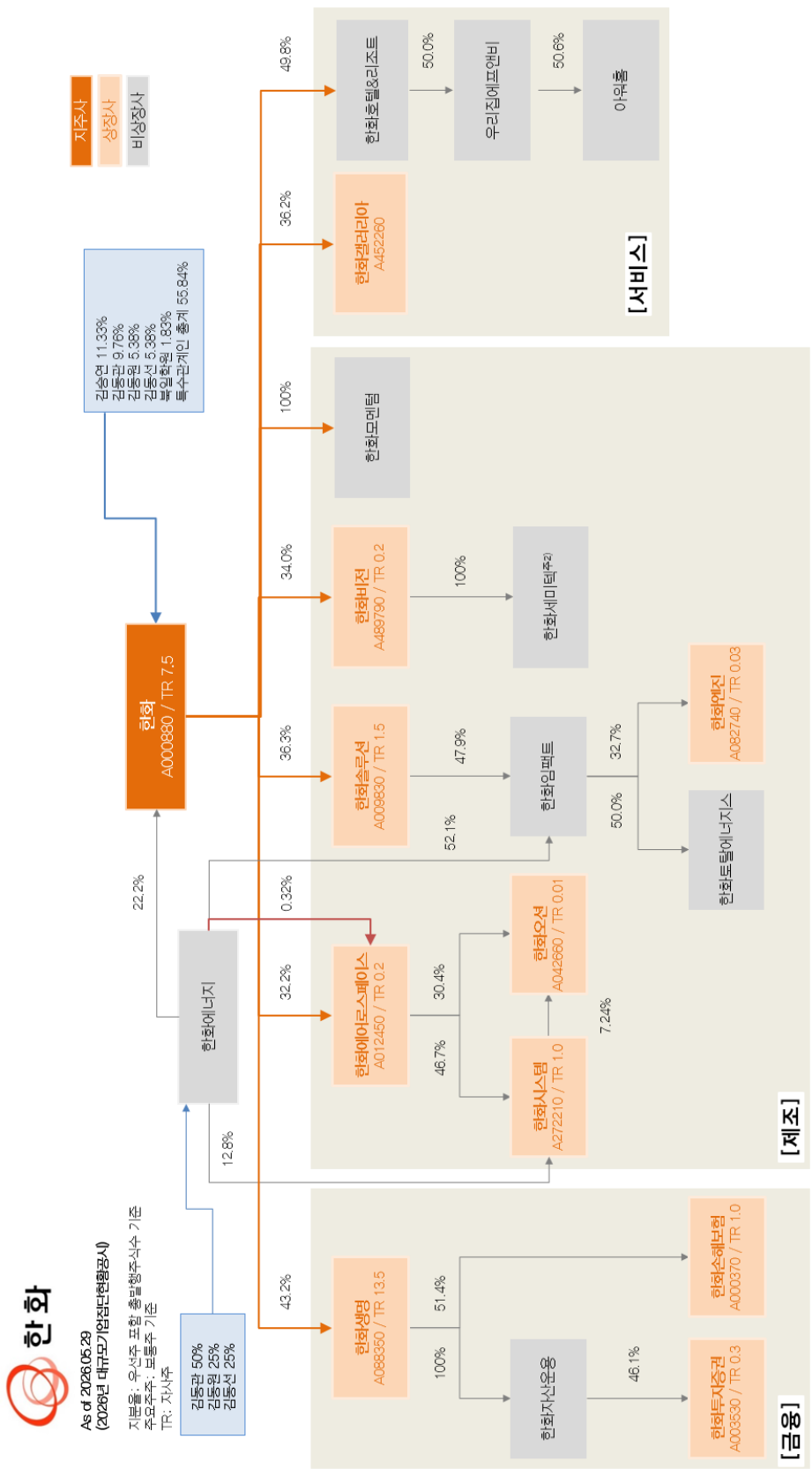
자료: 쿼티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 13. 채무 상환 자원 vs. 이자비용 → 부채비율 상승하나 채무상환능력은 견고



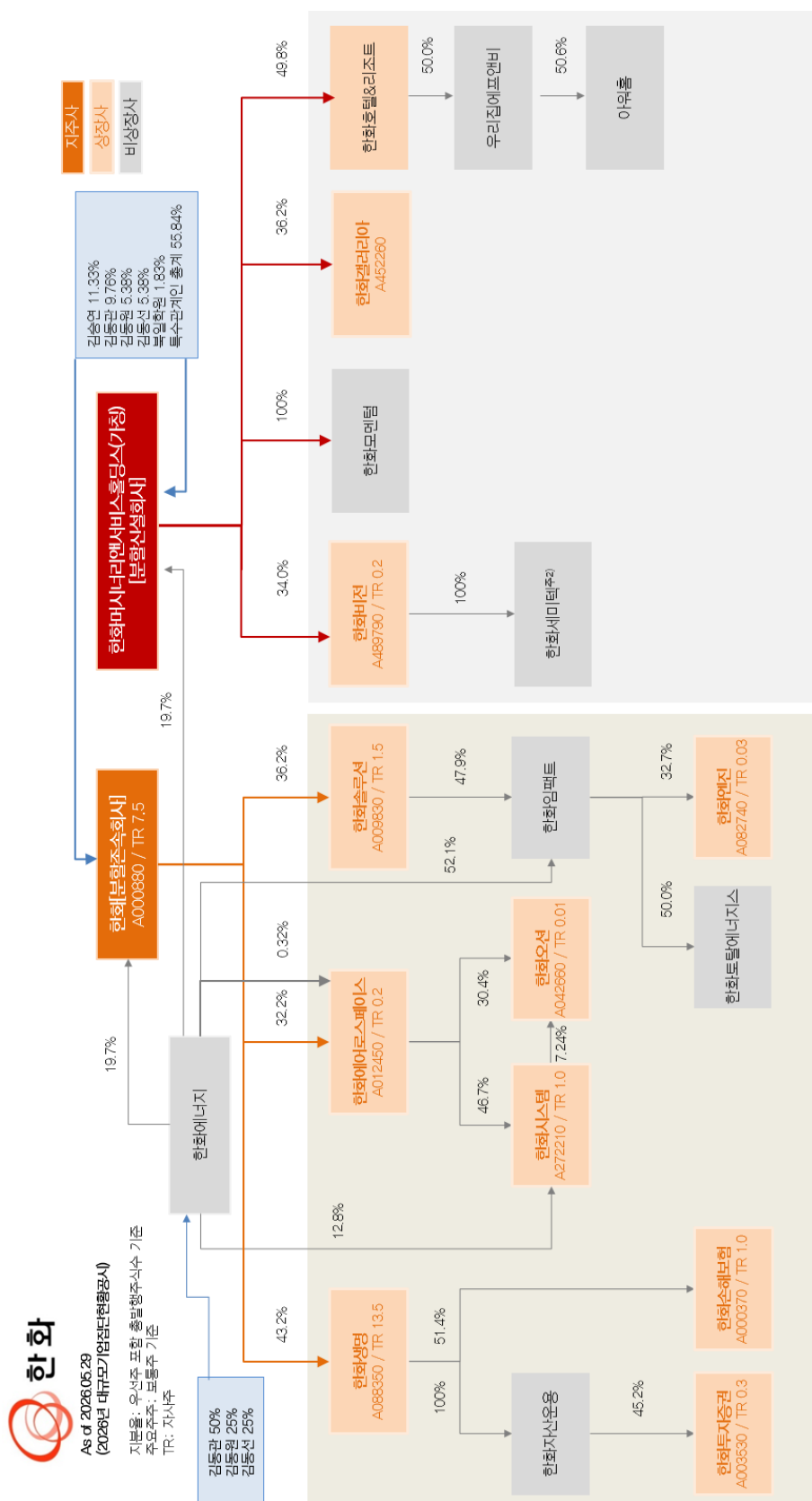
자료: 대신증권 Research Center

그림 14. 인적분할 전 한화그룹 지배구조



자료: 대신증권 Research Center

그림 15. 인적분할 후 존속법인과 신설법인 지배구조



Part 2.

한화그룹 프리뷰

한화
(000880)

이경연
이채리 RA

kyungyeon.lee@daishin.com
cherry.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

163,000

유지

현재주가

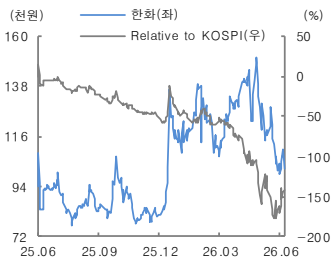
(26.07.08)

93,400

지주업종

KOSPI	7,246.79
시가총액	7,234십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	353십억원
52주 최고/최저	150,900원 / 76,600원
120일 평균거래대금	548억원
외국인지분율	21.32%
주요주주	한화에너지 외 7 인 59.37% 국민연금공단 5.96%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-17.9	-24.6	7.2	5.1
상대수익률	-15.2	-38.9	-32.6	-54.8



기업분석

떼어내도 흔들리지 않는 존속 가치

- 자체사업 가치 상승과 지배구조 개편에 따른 할인을 축소 기대반영
- '26년 2분기 비금융·금융 부문 동반 실적 개선에 지속 전망
- 인적분할로 인한 신설 이전에도 (주)한화 기업가치 변화 영향 제한적

투자의견 매수, 목표주가 163,000원 유지

자체사업 가치는 상승했으나 지분가치는 하락. 그럼에도 지배구조 개편에 따른 복합기업 할인을 축소 기대와 주식병합에 따른 주식 수 감소 효과를 반영하여 투자의견 매수와 목표주가 유지. 핵심 자회사인 한화에어로스페이스, 한화솔루션의 매출 증가로 브랜드 라이선스 매출 증가할 것으로 추정. 연결 기준으로 한화에어로스페이스의 높은 현금창출력을 바탕으로, 지배구조 개편 이후에도 존속 (주)한화의 공통 매출 견조할 것으로 전망. 신설 지주 분할로 존속 (주)한화 투자포인트가 한층 명확해지며, 이는 기업가치에 긍정적으로 작용하여 복합기업 할인 해소로 이어질 것으로 기대.

2Q26 연결 매출액 21조원, 영업이익 약 1,330억원으로 컨센 부합할 전망

별도 실적은 매출액 1조 1,454억원(+1.3% YoY), 영업이익 1,329억원(+2.5% YoY)으로 추정. 별도 부문별로 [글로벌] 매출액 3,954억원(+20.0% YoY), 영업이익 83억원(+18.6% YoY), [건설] 매출액 6,270억원(-15.0% YoY), 영업이익 188억원(-77.3% YoY)으로 매출 감소하나 흑자 기조 유지할 것으로 전망. 주요 연결대상 자회사의 경우 [한화에어로스페이스] 매출액 6조 9,563억원(+10.2% YoY), 영업이익 8,957억원(+0.0% YoY), [한화솔루션] 매출액 4조 772억원(+30.8% YoY), 영업이익 1,523억원(+49.2% YoY)으로 예상.

(단위: 십억원, %)

구분	1Q25	4Q25	작전추정	당사추정	1Q26(F)			2Q26		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	16,643	21,114	18,654	21,451	28.9	1.6	#VALUE!	21,488	11.7	0.2
영업이익	1,073	395	1,151	1,267	18.1	220.5	#VALUE!	1,394	45	10.1
순이익	86	-153	-435	-511	적전	적지	#VALUE!	-595	적전	적지

자료: 한화, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	55,647	74,785	87,250	90,645	96,990
영업이익	2,416	4,147	5,735	8,890	7,760
세전순이익	2,068	2,011	3,776	7,051	6,056
총당기순이익	1,690	1,992	3,753	7,016	6,026
지배지분순이익	773	372	432	603	482
EPS	7,916	3,939	4,727	6,696	5,350
PER	3.4	20.7	23.5	16.6	20.8
BPS	110,190	125,211	143,855	174,687	228,750
PBR	0.2	0.7	0.7	0.6	0.4
ROE	7.2	3.3	3.5	4.2	2.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화, 대신증권 Research Center

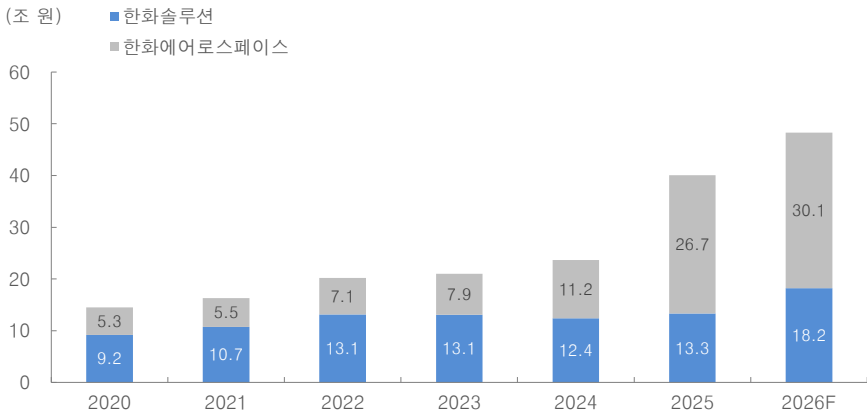
표1. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	81,671	87,106	87,250	90,645	6.8	4.1
판매비와 관리비	6,172	7,037	6,162	7,037	-0.2	0.0
영업이익	5,234	7,127	5,735	8,890	9.6	24.7
영업이익률	6.4	8.2	6.6	9.8	0.2	1.6
영업외손익	-1,959	-1,838	-1,959	-1,838	적자유지	적자유지
세전순이익	3,275	5,289	3,776	7,051	15.3	33.3
지배지분순이익	374	453	432	603	15.3	33.3
순이익률	4.0	6.0	4.3	7.7	0.3	1.7
EPS(지배지분순이익)	4,100	5,022	4,727	6,696	15.3	33.3

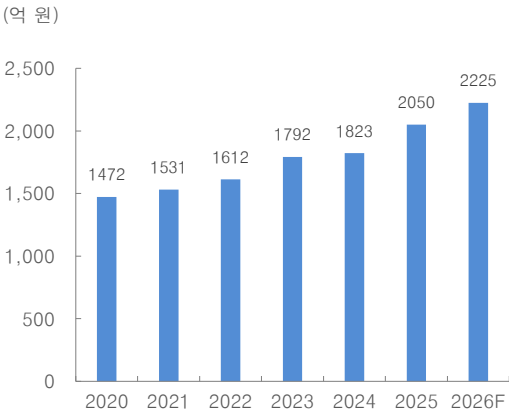
자료: 한화, 대신증권 Research Center

그림 1. 핵심 자회사의 매출액 추이



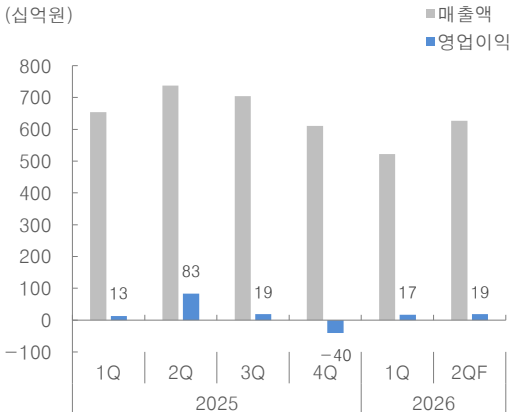
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 자회사 매출 증가로 브랜드 라이선스 매출 증가할 것으로 추정



자료: 한화, 대신증권 Research Center

그림 3. 건설 부문 영업흑자 기초 유지될 것으로 전망



자료: 한화, 대신증권 Research Center

표2. 한화그룹 사업 포트폴리오 (단위: 십억원)

사업 부문			주요 제품 및 서비스	매출액	비율
화학 제조업	산업용 화학	(주한화 글로벌부문	화학제조, 연화 등	286.9	1.34%
	방산	한화에어로스페이스 방산부문	군수(자주포, 장갑차, 국방로봇, 대공·유도무기 등)	1,172.5	5.47%
		한화시스템 방산부문	군수레이더, 전자광학장비, 전술통신시스템 등)	471.2	2.20%
	항공엔진	한화에어로스페이스 항공엔진부문	항공엔진(항공기용 엔진 등)	538.8	2.51%
	시큐리티	한화비전	보안 경계 및 감시(영상보안감시장비 등)	212.1	0.99%
	산업용 기계	한화세미텍	산업용 기계(칩마운터, 스크린프린터 등)	75.7	0.35%
		한화모멘텀	산업용 기계(이차전지, 신재생에너지 등)	51.3	0.24%
	화학제조업 부문 소계			3,045.5	14.2%
도소매업	무역	(주한화 글로벌부문	재화 수출입 및 개발·투자 등	461.1	2.15%
	백화점·도소매	한화갤러리아, (주한화갤러리아타임월드	도소매(백화점)	114.8	0.54%
	시큐리티 제품 등	한화비전 아메리카	제품(CCTV, DVR, 네트워크 제품) 판매 및 종합서비스	202.1	0.94%
도소매업 부문 소계				1,005.3	4.7%
화학 제조업	원료	한화솔루션 케미칼부문	화학물질 및 제품(LDPE, 가성소다, PVC 등)	1,308.1	6.10%
	가공	한화첨단소재, 한화컴파운드 등	플라스틱제품(산업용 소재, 태양광소재, 건축자재) 등	166.0	0.77%
화학제조업 부문 소계				1,742.5	8.1%
조선업	상선	한화오션 상선부문, 한화해양공정(산 등)유한공사, 한화오션에코텍	해상 운송(LNG, LPG, 원유 운반선, 컨테이너선) 등	2,792.0	13.02%
	EP 및 특수선	한화오션 EP 및 특수선부문 등	해양 산업설비(가스 생산·사추 설비, 해상풍력설치선, 잠수함, 수상함, 해상철구조물) 등	497.2	2.32%
조선업 부문 소계				3,603.1	16.8%
레저/ 서비스업	호텔/레저/서비스	한화호텔앤드리조트	관광숙박 등(리조트, 부동산관리 및 시설관리업)	167.9	0.78%
	식음료/식품유통	아워홈	단체급식, 식품브랜드 제품 및 식자재 유통 등	669.4	3.12%
	ICT 서비스 개발/운영	한화시스템 ICT 부문	IT 서비스(정보화시스템 설계 및 구축, 전산시스템 위탁운영 등)	172.3	0.80%
레저/서비스업 부문 소계				1,143.2	5.3%
태양광 사업	태양광 발전	한화솔루션 큐셀부문	태양광발전 설비(웨이퍼, 셀·모듈 생산 등)	2,225.2	10.37%
	태양광사업 부문 소계			2,526.9	11.8%
금융업	생명보험	한화생명보험	생명보험, 자산관리, 담보대출, 개인대출	5,829.5	27.18%
	손해보험	한화손해보험	자동차보험, 재산보험, 연금, 담보대출, 개인대출	1,971.1	9.19%
	금융투자	한화투자증권	증권 중개 및 인수, 자산 관리 서비스	1,638.8	7.64%
	저축은행	한화저축은행	예금, 기업여신, 개인대출, BW·CB 등 금융 상품	28.5	0.13%
	자산운용	한화자산운용	자산운용	51.4	0.24%
금융업 부문 소계				10,996.1	51.3%
기타	기타	한화커넥트 등	기타	423.6	2.0%
합계 (연결조정 전)				25,148.5	117.2%
합계 (연결조정 후)				21,451.4	100.0%

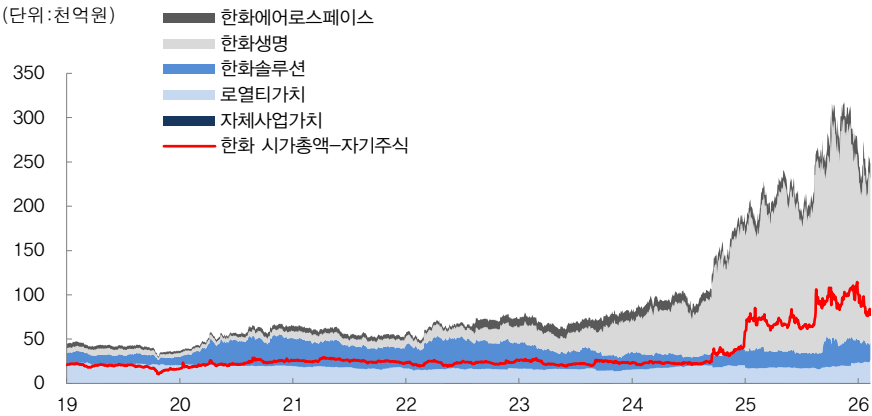
주) 각 부문 소계는 비주요종속회사 매출액을 합한 금액과 비율
자료: 한화 1Q26 사업보고서, 대신증권 Research Center

표3. (주)한화 SOTP Valuation (단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분		Valuation 방식	2026F	Multiple, WACC, g(성장률)	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA	145	3.5	509	2.3%
	로열티	DCF	222	WACC=7%, g=0%	3,178	14.3%
	소계——(1)				3,687	16.6%
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	Weight
		한화솔루션	36.7	5,397	1,980	8.9%
		한화에어로스페이스	32.2	57,854	18,620	83.8%
		한화비전	34.0	2,373	806	3.6%
		한화생명	43.2	3,882	1,679	7.6%
		한화갤러리아	36.7	389	143	0.6%
		소계——(2)			69,507	23,084
	비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	Weight
		한화호텔앤드리조트	49.8	249	249	1.1%
		한화로보틱스	68.0	63	63	0.3%
		한화모멘텀	100.0	238	238	1.1%
		소계——(3)			550	2.5%
	지분가치 합계				23,634	
순차입금(별도)——(4)					5,090	-22.9%
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					22,232	
할인율——(6)					62%	
Target NPV——(7)=(5)*(1-(6))					8,448	
발행주식수——(8)					70,507,919	
자기주식——(9)					1,132,437	
유통주식수——(10)=(8)-(9)					69,375,482	
목표주가(11)=(7)/(10)					122,000	163,000
현재가(07/08)					93,400	
Upside Potential					30.6%	60.1%

자료: 대신증권 Research Center

그림 4. (주)한화 지분가치 추이



자료: 대신증권 Research Center

표4. 한화의 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

			1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액			16,643	19,242	17,787	21,114	21,451	21,488	20,534	23,776	74,785	87,250	90,645
Change(% yoy)			33.8	48.1	45.6	17.3	28.9	11.7	15.4	12.6	34.4	16.7	3.9
매출원가			14,328	16,531	15,065	18,271	18,734	18,480	17,454	20,685	64,195	75,352	74,718
% of 매출액			86.1	85.9	84.7	86.5	87.3	86.0	85.0	87.0	85.8	86.4	82.4
Change(% yoy)			28.9	45.2	41.5	17.3	30.7	11.8	15.9	9.9	31.8	16.4	-0.8
매출총이익			2,314	2,711	2,722	2,843	2,718	3,008	3,080	3,091	10,591	11,897	15,927
GPM			13.9	14.1	15.3	13.5	12.7	14.0	15.0	13.0	14.2	13.6	17.6
Change(% yoy)			75.4	68.6	73.2	17.3	17.6	10.8	13.2	34.9	53.0	18.5	33.9
판매비			1,242	1,376	1,378	1,674	1,451	1,614	1,462	1,635	5,670	6,162	7,037
% of 매출액			7.5	7.2	7.7	7.9	6.8	7.5	7.1	6.9	7.6	7.1	7.8
Change(% yoy)			14.6	27.5	31.7	29.0	14.4	19.6	6.1	-13.7	25.8	4.6	14.2
영업이익			1,073	1,335	1,344	404	1,267	1,394	1,618	1,456	4,156	5,735	8,890
OPM			6.4	6.9	7.6	1.9	5.9	6.5	7.9	6.1	5.6	6.6	9.8
Change(% yoy)			354.9	152.5	155.8	-64.1	21	2	20	268	72.0	38.3	55.0
I 부문별 매출액													
비 금 용	한화(별도)	글로벌	306	330	314	328	353	395	357	374	1,277	1,479	1,573
		건설	654	738	704	615	522	627	634	550	2,711	2,332	2,810
		기타	143	63	59	66	183	123	118	136	331	560	521
		소계	1,103	1,130	1,076	1,009	1,058	1,145	1,109	1,059	4,318	4,372	4,903
	한화솔루션	(연결)	3,094	3,117	3,364	3,757	3,882	4,077	3,895	4,474	13,333	16,328	17,088
	에어로스페이스	(연결)	5,484	6,311	6,486	8,421	5,751	6,956	7,532	9,831	26,703	30,071	34,185
	비금융합계		10,133	11,016	11,350	13,647	11,133	12,630	12,991	15,834	46,145	52,588	58,159
금 용	한화생명	(별도)	6,455	7,790	5,847	7,344	9,985	7,913	6,013	7,613	27,436	31,524	29,952
	금융합계		6,971	8,198	6,270	7,563	10,996	8,522	6,724	8,124	29,002	34,366	32,562
기타 및 연결조정			-461	28	167	-96	-677	336	819	-182	-361	296	-76
연결매출액			16,643	19,242	17,787	21,114	21,452	21,488	20,534	23,776	74,785	87,250	90,645
I 부문별 영업이익													
비 금 용	한화(별도)	소계	152	130	65	-12	189	133	79	79	335	481	367
	한화솔루션	(연결)	30	102	-7	-478	93	152	164	249	-353	658	1,054
	에어로스페이스	(연결)	561	865	856	753	636	896	1,087	1,260	3,035	3,879	5,633
	비금융합계		787	1,153	945	280	941	1,222	1,380	1,639	3,165	5,182	7,306
금융	금융합계		629	437	516	300	617	1,176	1,157	1,249	1,882	4,199	4,906
기타 및 연결조정			-344	-255	-117	-176	-293	-1,004	-919	-1,432	-892	-3,648	-3,322
연결영업이익			1,073	1,335	1,344	404	1,264	1,394	1,618	1,456	4,156	5,733	8,890

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	55,647	74,785	87,250	90,645	96,990
매출원가	48,724	64,747	75,352	74,718	81,471
매출총이익	6,923	10,038	11,897	15,927	15,519
판매비와관리비	4,507	5,891	6,162	7,037	7,759
영업이익	2,416	4,147	5,735	8,890	7,760
영업이익률	4.3	5.5	6.6	9.8	8.0
EBITDA	4,018	6,505	7,867	10,744	9,458
영업외손익	-348	-2,136	-1,959	-1,838	-1,704
관계기업손익	23	153	148	150	148
금융수익	235	403	39	39	39
외환관련이익	1,081	1,351	1,071	1,071	1,071
금융비용	-1,193	-1,598	-1,040	-911	-764
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	587	-1,095	-1,106	-1,117	-1,128
법인세비용차감전순손익	2,068	2,011	3,776	7,051	6,056
법인세비용	-378	-19	-23	-35	-30
계속사업순손익	1,690	1,992	3,753	7,016	6,026
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,690	1,992	3,753	7,016	6,026
당기순이익률	3.0	2.7	4.3	7.7	6.2
비지배지분순이익	917	1,619	3,321	6,412	5,544
지배지분순이익	773	372	432	603	482
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-144	108	109	110	111
포괄순이익	249	3,070	4,843	8,116	7,137
비지배지분포괄이익	410	2,206	4,286	7,418	6,566
지배지분포괄이익	-161	864	557	698	571

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	7,916	3,939	4,727	6,696	5,350
PER	3.4	20.7	23.5	16.6	20.8
BPS	110,190	125,211	143,855	174,687	228,750
PBR	0.2	0.7	0.7	0.6	0.4
EBITDAPS	41,149	68,786	86,165	119,230	104,958
EV/EBITDA	8.7	7.1	7.0	5.4	7.1
SPS	569,862	790,860	955,569	1,005,918	1,076,334
PSR	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	28,802	61,653	95,460	128,527	114,131
DPS	800	1,100	1,210	1,335	1,465

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	4.7	34.4	16.7	3.9	7.0
영업이익 증가율	0.2	71.6	38.3	55.0	-12.7
순이익 증가율	3.4	17.8	88.4	86.9	-14.1
수익성					
ROC	5.1	8.2	9.7	13.7	11.5
ROA	1.0	1.5	2.0	3.2	2.8
ROE	7.2	3.3	3.5	4.2	2.7
안정성					
부채비율	534.1	497.4	422.2	335.2	234.4
순차입금비율	8.8	5.8	11.6	1.5	-4.8
이자보상배율	2.1	2.6	5.7	10.1	10.6

자료: 한화, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	83,305	105,999	94,576	94,993	96,928
현금및현금성자산	8,844	14,685	8,738	9,400	9,751
매출채권 및 기타채권	8,472	8,536	9,110	8,975	9,236
재고자산	13,464	16,070	17,450	17,222	18,428
기타유동자산	52,525	66,708	59,277	59,395	59,513
비유동자산	168,927	183,330	186,022	185,216	185,034
유형자산	31,821	37,085	39,988	39,385	39,414
관계기업투자금	4,392	4,964	5,234	5,506	5,776
기타비유동자산	132,714	141,281	140,800	140,325	139,844
자산총계	252,232	289,329	280,597	280,209	281,962
유동부채	58,787	79,882	73,785	66,588	61,965
매입채무 및 기타채무	13,551	20,742	19,152	17,509	17,505
차입금	20,125	29,679	28,859	25,859	22,859
유동성채무	2,657	4,424	4,203	4,035	3,793
기타유동부채	22,454	25,037	21,571	19,185	17,808
비유동부채	153,667	161,012	153,081	149,228	135,674
차입금	18,781	23,423	22,191	20,959	19,727
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	134,886	137,588	130,890	128,269	115,948
부채총계	212,455	240,894	226,866	215,815	197,640
지배지분	10,760	11,840	13,135	15,741	20,613
자본금	474	474	452	452	452
자본잉여금	1,793	2,090	2,090	2,090	2,090
이익잉여금	8,159	8,479	8,812	9,315	9,688
기타자본변동	333	797	1,780	3,884	8,383
비지배지분	29,018	36,595	40,597	48,652	63,710
자본총계	39,778	48,435	53,731	64,394	84,323
순차입금	3,493	2,821	6,253	956	-4,067

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	6,881	8,320	4,997	10,243	8,909
당기순이익	1,690	1,992	3,753	7,016	6,026
비현금항목의 가감	1,122	3,838	4,963	4,566	4,259
감가상각비	1,602	2,358	2,132	1,854	1,698
외환손익	-2,079	-221	109	109	109
지분법평가손익	-23	-153	-148	-150	-148
기타	1,621	1,855	2,870	2,752	2,600
자산부채의 증감	-420	-571	-2,724	-461	-650
기타현금흐름	4,489	3,062	-995	-878	-725
투자활동 현금흐름	-14,049	-12,800	-4,262	-488	-954
투자자산	-9,591	-7,366	-281	-284	-282
유형자산	-5,282	-5,533	-4,501	-724	-1,192
기타	824	99	521	520	520
재무활동 현금흐름	7,179	10,330	346	-1,761	-1,843
단기차입금	0	0	-820	-3,000	-3,000
사채	0	0	-500	-500	-500
장기차입금	7,566	7,662	-732	-732	-732
유상증자	-15	0	-22	0	0
현금배당	-74	-72	-99	-101	-109
기타	-298	2,740	2,519	2,572	2,498
현금의 증감	316	5,840	-5,946	662	351
기초 현금	8,529	8,844	14,685	8,738	9,400
기말 현금	8,844	14,685	8,738	9,400	9,751
NOPLAT	1,975	4,108	5,701	8,845	7,721
FCF	-2,289	393	3,181	9,825	8,176

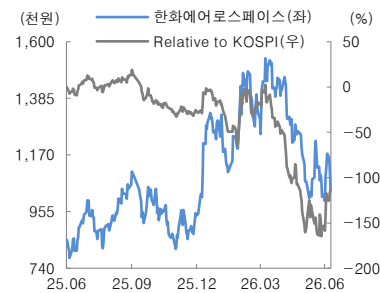
한화에어로
스페이스
(012450)

최정환 CFA
jeonghwan.choi@dashin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 1,720,000
하향
현재주가 1,041,000
(26.07.08)
방위산업

KOSPI	7,246.79
시가총액	53,678십억원
시가총액비중	0.81%
자본금(보통주)	292십억원
52주 최고/최저	1,537,000원 / 806,000원
120일 평균거래대금	3,403억원
외국인지분율	45.26%
주요주주	한화 외 6인 35.8% 국민연금공단 7.9%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.5	-29.9	-4.5	27.7
상대수익률	6.9	-43.2	-40.0	-45.1



기업분석

2Q26 Preview:
조용한 지금이 기회

- 투자의견 매수, 목표주가 1,720,000원으로 하향
- 컨센서스 대비 매출 부합, 영업이익 하회 전망
- 26년 상저하고 실적 전망, 하반기 집중되는 수주 모멘텀

투자의견 매수, 목표주가 1,720,000원으로 하향

26년 지상방산 및 항공우주 EBITDA에 Target 12MF EV/EBITDA 31.3x 적용, 상장 자회사 가치 SOTP 통해 목표주가 산출. 목표주가 하향은 연결 자회사 가치 하락에 따른 조정으로, 동사의 적극적인 현지화 전략을 통해 업종 내 시장 점유율 지속 확대를 전망하며 업종 내 Top-Pick 유지

컨센서스 대비 매출액 상회, 영업이익 하회 전망

2Q26 연결 기준 매출액 8.4조원(+33.6% YoY), 영업이익 9,440억원(-23.6% YoY, OPM 11.2%)으로 컨센서스인 매출액 7.2조원 상회, 영업이익 1.0조원 하회 전망. 폴란드향 매출 인식이 부재했던 1Q26와 달리 폴란드 천무 매출이 호주, 이집트 K9 자주포 매출과 함께 반영되며 수출비중은 1Q26 53.3%에서 2Q26 65.8%로 상승, 매출 믹스 개선에 따라 지상방산 영업이익률 또한 1Q26 16.9%에서 2Q26 24.9%로 증가할 것이라 추정

26년 상저하고 실적 전망, 하반기 집중되는 수주 모멘텀

2H26 호주 K9 자주포 매출 및 폴란드 K9 자주포, 천무 매출이 집중됨에 따라 3Q26 수출 비중은 75.1%로 연내 가장 높은 수출 비중 및 영업이익률을 보일 것이라 추정. 26년 수주 공백기가 길어지고 있지만 여전히 시장에서 기대하고 있는 사업들은 문제없이 진행되고 있으며 이란-미국 전쟁 종전에 따라 지연되었던 사업들이 가속화되며 실적과 수주 모멘텀이 동반되는 하반기를 전망

CPSP 사업을 통해 확인한 바와 같이 현 시점 방위산업 외형 확장에 가장 중요한 것은 현지화 전략. 동사의 적극적인 현지화 전략은 단기간 내 실적으로 성과를 보이지 않을 수 있지만 폴란드, 루마니아, 미국, 호주 내 이뤄졌던 현지 투자들은 중장기적으로 실적으로 돌아오는 것은 물론 향후 수주 가능성을 한 단계 더 높여 주는 마중물 역할을 수행할 것이라 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	11,240	26,702	31,648	34,185	31,923
영업이익	1,732	3,089	4,130	5,633	5,022
세전순이익	2,647	2,209	4,376	5,860	5,180
총당기순이익	2,540	2,202	3,507	4,571	4,040
지배지분순이익	2,299	1,405	2,789	2,925	2,586
EPS	50,436	27,247	54,090	56,733	50,147
PER	20.5	30.9	18.9	18.0	20.4
BPS	249,320	325,583	417,822	513,096	597,642
PBR	3.0	4.3	2.5	2.0	1.7
ROE	22.3	13.1	16.3	17.3	13.1

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

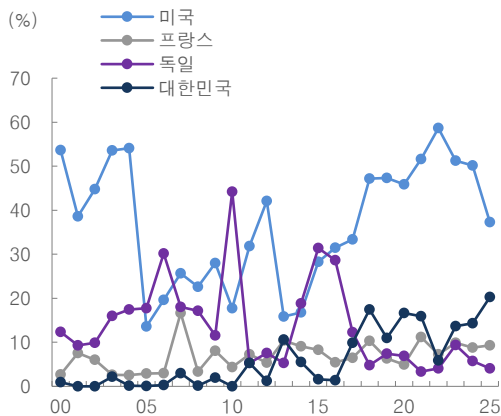
표 1. 한화에어로스페이스 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
별도 기준 기업가치	77,995	(A) = (a) × (b) – (c)
지상방산+항공우주 EBITDA (a)	2,597	26년 연간 EBITDA
Target 12M Fwd EV/EBITDA (b)	31.3	25년 3월 라인메탈 12M Fwd EV/EBITDA 35% 할증
지상방산+항공우주 순차입금 (c)	3,357	26년 기말 한화오션, 한화시스템 제외 순차입금
자회사 기업가치	10,783	(B) = (d) + (e)
한화시스템 (d)	5,236	목표 시가총액 50% 할인 적용(지분율 47.2%)
한화오션 (e)	5,547	12M Avg 시가총액 50% 할인 적용(지분율 30.4%)
목표 시가총액	88,778	
상장주식수(천주)	51,563	
Target Price(원)	1,720,000	
현재주가(원)	1,041,000	
상승여력	65.2%	

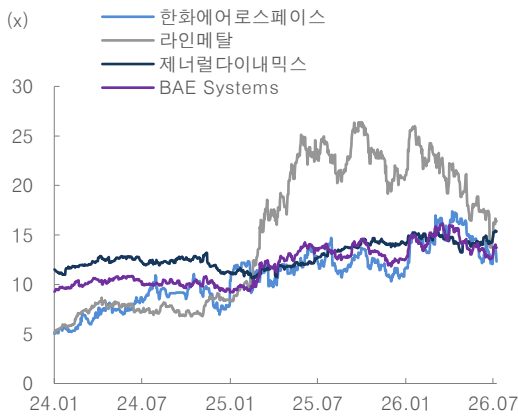
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 방위산업 수출 시장 점유율 추이



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. 한화에어로스페이스 12MF EV/EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 2. 한화에어로스페이스 피어 테이블

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			12M Fwd PER	12M Fwd EV/EBITDA	시가총액 (조원)
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26	27E			
제너럴다이내믹스	10.1	5.3	4.5	10.2	10.5	10.9	17.7	17.2	17.5	22.6	15.4	137.6
BAE 시스템즈	7.7	17.1	8.1	10.3	10.8	11.2	17.5	19.7	20.9	24.4	14.1	122.5
라인메탈	28.8	42.1	34.7	17.0	18.0	19.2	23.6	29.7	34.4	30.4	16.6	109.3
샤브	24.1	22.1	20.3	8.7	9.5	10.7	15.2	16.9	18.3	41.8	23.6	48.6
글로벌 피어 평균	17.7	21.7	16.9	11.5	12.2	13.0	18.5	20.9	22.8	29.8	15.4	
한화에어로스페이스	137.6	18.5	8.0	15.9	13.1	16.5	13.1	16.3	17.3	18.9	13.0	52.8

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

표 3. 한화에어로스페이스 분기 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전				변경 후				2Q26 Cons
		1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	
연결 매출액	(십억원)	5,751	7,643	7,585	9,438	5,751	8,429	7,480	9,987	7,152
YoY	(%)	+4.9	+21.1	+17.0	+12.1	+4.9	+33.6	+15.3	+18.6	
지상방산	(십억원)	1,221	2,276	2,320	3,566	1,221	1,661	2,235	3,837	
YoY	(%)	+5.5	+28.3	+10.0	+15.3	+5.5	-6.3	+5.9	+24.1	
수출비중	(%)	53.3	70.4	70.3	57.2	53.3	65.8	75.1	55.3	
항공우주	(십억원)	661	813	878	861	661	813	878	861	
한화시스템	(십억원)	807	1,145	1,087	1,442	807	1,073	1,119	1,565	
한화오션	(십억원)	3,210	3,462	3,339	3,598	3,210	4,935	3,287	3,754	
연결 영업이익	(십억원)	636	1,070	1,091	1,242	636	944	1,201	1,348	1,024
OPM(%)	(%)	11.1	14.0	14.4	13.2	11.1	11.2	16.1	13.5	
지상방산	(십억원)	206	568	580	760	206	414	588	764	
OPM(%)	(%)	16.9	24.9	25.0	21.3	16.9	24.9	26.3	19.9	
항공(RSP 포함)	(십억원)	22	-12	45	11	22	-12	45	11	
RSP 제외	(십억원)	38	26	46	29	38	26	46	29	
한화시스템	(십억원)	34	86	72	89	34	65	60	103	
한화오션	(십억원)	441	478	444	432	441	527	559	520	
지배주주순이익	(십억원)	260	350	501	552	260	586	610	712	460

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

표 4. 한화에어로스페이스 연간 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전			변경 후			26 Cons
		25	26E	27E	25	26E	27E	
연결 매출액	(십억원)	26,702	30,417	34,354	26,702	31,648	34,185	30,069
YoY	(%)	+137.6	+13.9	+12.9	+137.6	+18.5	+8.0	
지상방산	(십억원)	8,133	9,383	10,285	8,133	8,954	9,800	
YoY	(%)	+16.0	+15.4	+9.6	+16.0	+10.1	+9.5	
수출비중	(%)	57.3	63.1	77.0	57.3	61.9	77.7	
항공우주	(십억원)	2,513	3,213	3,398	2,513	3,213	3,398	
한화시스템	(십억원)	3,671	4,481	4,885	3,671	4,563	4,968	
한화오션	(십억원)	12,688	13,609	14,206	12,688	15,186	15,783	
연결 영업이익	(십억원)	3,089	4,040	5,660	3,089	4,130	5,633	4,259
OPM(%)	(%)	11.6	13.3	16.5	11.6	13.1	16.5	14.2
지상방산	(십억원)	2,007	2,116	2,542	1,999	1,973	2,392	
OPM(%)	(%)	24.7	22.6	24.7	24.6	22.0	24.4	
항공(RSP 포함)	(십억원)	2	66	62	2	66	62	
RSP 제외	(십억원)	100	139	131	100	139	131	
한화시스템	(십억원)	123	281	371	123	262	352	
한화오션	(십억원)	1,168	1,795	1,918	1,168	2,047	2,169	
지배주주순이익	(십억원)	1,405	2,147	2,587	1,405	2,789	2,925	2,141

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	11,240	26,702	31,648	34,185	31,923
매출원가	8,370	21,252	24,754	25,544	24,092
매출총이익	2,870	5,450	6,894	8,641	7,831
판매비와관리비	1,138	2,065	2,764	3,008	2,809
영업이익	1,732	3,089	4,130	5,633	5,022
영업이익률	15.4	11.6	13.1	16.5	15.7
EBITDA	2,007	3,482	4,950	6,487	5,897
영업외손익	915	-879	246	227	158
관계기업손익	105	-83	-167	-160	-160
금융수익	374	1,271	2,801	2,080	1,944
외환관련이익	155	806	2,472	2,051	1,915
금융비용	495	1,596	2,226	1,580	1,512
외환관련손실	153	829	1,289	1,026	958
기타	931	-471	-162	-112	-114
법인세비용차감전순이익	2,647	2,209	4,376	5,860	5,180
법인세비용	136	-8	870	1,289	1,140
계속사업순이익	2,511	2,202	3,507	4,571	4,040
중단사업순이익	29	0	0	0	0
당기순이익	2,540	2,202	3,507	4,571	4,040
당기순이익률	22.6	8.2	11.1	13.4	12.7
비재배지분순이익	241	797	718	1,645	1,454
재배지분순이익	2,299	1,405	2,789	2,925	2,586
매도가능금융자산평가	0	38	0	0	0
기타포괄이익	58	124	1,249	342	319
포괄순이익	2,598	2,326	4,757	4,913	4,359
비재배지분포괄이익	222	889	1,885	1,965	1,744
재배지분포괄이익	2,376	1,437	2,872	2,948	2,616

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	50,436	27,247	54,090	56,733	50,147
PER	20.5	30.9	18.9	18.0	20.4
BPS	249,320	325,583	417,822	513,096	597,642
PBR	3.0	4.3	2.5	2.0	1.7
EBITDAPS	44,028	67,538	95,995	125,807	114,361
EV/EBITDA	11.9	11.7	13.0	9.6	10.0
SPS	246,593	517,848	613,761	662,972	619,109
PSR	1.4	1.8	1.7	1.5	1.7
CFPS	30,560	78,540	108,458	113,252	106,809
DPS	3,400	3,700	6,800	8,800	7,800

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	29.2	137.6	18.5	8.0	-6.6
영업이익 증가율	158.6	78.4	33.7	36.4	-10.9
순이익 증가율	164.3	-13.3	59.3	30.3	-11.6
수익성					
ROIC	13.8	14.8	29.3	38.8	35.0
ROA	5.9	4.1	6.4	7.9	6.7
ROE	22.3	13.1	16.3	17.3	13.1
안정성					
부채비율	281.3	221.4	154.6	119.6	94.2
순차입금비율	66.5	29.5	29.6	17.4	4.1
이자보상배율	6.8	6.3	6.9	10.2	9.1

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	22,868	30,705	26,052	26,266	26,754
현금및현금성자산	2,968	7,713	4,678	4,903	6,562
매출채권 및 기타채권	8,896	3,735	4,457	4,748	4,373
재고자산	6,290	7,742	7,073	7,096	6,511
기타유동자산	4,714	11,515	9,844	9,519	9,307
비유동자산	20,469	23,248	28,795	31,842	33,105
유형자산	8,320	9,524	10,623	11,036	11,152
관계기업투자금	964	2,190	5,352	7,122	7,728
기타비유동자산	11,185	11,534	12,819	13,683	14,226
자산총계	43,337	53,953	54,847	58,108	59,859
유동부채	25,516	29,976	26,955	26,232	24,628
매입채무 및 기타채무	4,270	6,041	7,193	7,769	7,255
차입금	5,511	6,153	3,564	2,189	1,066
유동성채무	607	829	949	1,367	1,596
기타유동부채	15,128	16,953	15,249	14,906	14,710
비유동부채	6,456	7,189	6,348	5,419	4,415
차입금	4,165	5,413	6,275	5,690	4,881
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,292	1,776	72	-271	-467
부채총계	31,973	37,165	33,303	31,651	29,043
자배지분	4,995	9,685	13,723	16,991	19,896
자본금	240	270	270	270	270
자본잉여금	-510	2,887	2,887	2,887	2,887
이익잉여금	4,747	5,983	8,772	11,697	14,283
기타자본변동	519	545	1,794	2,136	2,455
비재배지분	6,369	7,103	7,821	9,466	10,921
자본총계	11,364	16,788	21,544	26,457	30,816
순차입금	7,555	4,952	6,381	4,613	1,252

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,393	4,050	5,592	5,840	5,507
당기순이익	2,539	2,202	3,507	4,571	4,040
비현금항목의 가감	5	2,151	975	1,002	1,022
감가상각비	275	393	820	854	875
외환손익	-11	-12	-12	-12	-13
지분법평가손익	-105	83	167	160	160
기타	-154	1,686	0	0	0
자산부채의 증감	-903	571	1,098	263	445
기타현금흐름	-248	-873	13	4	0
투자활동 현금흐름	-1,367	-4,021	-5,780	-3,614	-1,743
투자자산	1,528	-1,851	-3,517	-1,966	-431
유형자산	-630	-1,756	-1,630	-965	-673
기타	-2,265	-414	-633	-684	-638
재무활동 현금흐름	1,066	4,682	-2,847	-2,000	-2,106
단기차입금	927	50	-3,165	-1,709	-1,596
사채	638	1,168	768	608	632
장기차입금	300	1,422	0	-342	-638
유상증자	0	4,209	0	0	0
현금배당	-159	-195	-351	-457	-404
기타	-640	-1,972	-100	-100	-100
현금의 증감	1,091	4,711	-3,035	225	1,659
기초 현금	1,806	2,968	7,713	4,678	4,903
기말 현금	2,968	7,713	4,678	4,903	6,562
NOPLAT	2,647	2,209	4,376	5,860	5,180
FCF	26	29	-187	2,225	3,765

한화시스템
(272210)

최정환 CFA
jeonghwan.choi@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

117,000

하향

현재주가

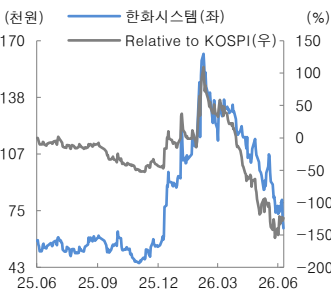
(26.07.08)

64,900

방위산업

KOSPI	7,246.79
시가총액	12,261십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	162,700원 / 45,350원
120일 평균거래대금	2,380억원
외국인지분율	9.83%
주요주주	한화에어로스페이스 외 3 인 59.53% 국민연금공단 7.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-25.0	-50.3	7.6	22.5
상대수익률	-22.5	-59.7	-32.4	-47.4



기업분석

2Q26 Preview:
올라오고 있는 실적,
과도한 조정

- 투자의견 매수, 목표주가 117,000원으로 하향
- 2Q26 컨센서스 대비 매출, 영업이익 상회 전망
- 25년 저점을 찍고 올라오고 있는 실적

투자의견 매수, 목표주가 117,000원으로 하향

27년 기존사업(방산, ICT)과 신사업(우주, 조선) SOTP 통해 목표주가 산출, 목표주가 하향의 경우 동사 비영업가치 하락 및 우주사업 적용 멀티플 하향에 따른 것으로 동사 투자포인트인 견고한 방산부문, 고성장하는 조선, 우주 신사업 진출에는 변화 없으며 매수의견 유지

2Q26 컨센서스 대비 매출, 영업이익 상회 전망

2Q26 연결 기준 매출액 1조 730억원(+39.6% YoY), 영업이익 650억원(+94.0% YoY, OPM 6.1%)으로 컨센서스인 매출액 9,523억원 및 영업이익 622억원 상회 전망. 1Q26 대비 필리조선소 적자폭 축소, 26년부터 본격화된 중동항 천공2 다기능레이더 양산 매출이 인식되며 전사 영업이익률 개선 추정

25년 저점을 찍고 올라오고 있는 실적

방산부문: UAE, 사우디, 이라크 MFR 매출이 단계적으로 상승, 27년 수출 비중 약 47.0%로 믹스 개선에 따른 영업이익률 상승을 전망. 26년 방산부문 분기별 영업이익률은 하반기로 갈수록 감소할 것으로 추정. 이는 하반기 자체투자 및 개발비가 증가하며 4Q26 내수 매출 집중에 따른 수출 비중이 하락하기 때문

자체투자 및 개발의 경우 초저궤도 위성(MLEO), 단거리 대공무기체계(SHORAD) 등 향후 수요가 증가할 무기체계 개발에 집중, 동사 주주 경쟁력을 한 단계 더 상승시킬 수 있는 성장 동력으로 작용할 것이라 판단

필리조선소: 생산성 개선에 따라 26년 말부터 NSMV, CV선 등 매출 인식 증가를 전망. 이에 따라 적자폭 또한 4Q26부터 대폭 축소되기 시작하며 27년부터 매출 증대에 따른 규모의 경제 효과를 통해 호실적을 보일 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,802	3,672	4,527	5,135	3,595
영업이익	219	120	263	449	278
세전순이익	581	115	154	607	414
총당기순이익	445	209	129	507	346
지배지분순이익	454	249	200	501	338
EPS	2,358	1,107	685	2,684	1,830
PER	32.9	46.9	93.4	23.8	35.0
BPS	12,791	26,472	27,450	32,127	35,854
PBR	1.8	2.7	2.3	2.0	1.8
ROE	18.4	4.2	2.5	8.4	5.1

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

표 1. 한화시스템 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
27년 방산 EBITDA	571	
27년 ICT EBITDA	110	
방산 Target EV/EBITDA	19.6x	글로벌 항전/레이더 피어 24MF EV/EBITDA 35% 할증 적용
ICT Target EV/EBITDA	9.0x	국내 ICT 24M EV/EBITDA 적용
영업+비영업가치(A+B)	22,107	
기존가치(A): (EV-순차입금)	11,195	
EV(방산+HCT)	12,166	
순차입금	972	
신사업가치(B): (a+b)	10,913	
미국 조선업(a)	3,233	
한화오션 지분	2,118	한화오션 시가총액 12M Avg 50% 할인(지분+PRS 11.6%)
필리조선소	868	27년 필리조선소 매출액 PSR 1.3x 적용
오스탈조선소 지분	247	오스탈조선소 시가총액 12M Avg 50% 할인(지분을 20%)
우주사업 가치(b)	7,680	
제주한화우주센터 매출	768	2030년 제주한화우주센터 매출 PV
Target PSR	10.0x	플래닛 랩스 운용 중인 위성 대수 고려 70% 할인
상장주식수(천주)	188,919	
Target Price(원)	117,000	
현재 주가(원)	64,900	
상승여력	80.3%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 한화시스템 방위산업 피어 테이블

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			24M Fwd PER	24M Fwd EV/EBITDA	시가총액 (조원)
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26	27E			
RTX	9.7	6.2	7.0	13.0	13.1	13.5	12.9	13.6	13.7	26.1	18.1	345.4
탈레스	7.6	7.2	8.2	10.1	12.7	13.1	23.0	24.5	24.5	20.3	11.2	82.7
레오나르도	9.8	12.3	10.3	10.3	9.6	9.6	16.4	16.4	12.9	19.7	10.6	52.6
L3 해리스	2.5	7.7	7.9	12.4	14.7	15.0	7.8	9.8	10.8	22.0	13.7	87.3
아셀산	14.7	50.9	58.4	22.9	21.0	21.4	17.1	15.7	20.2	20.1	17.5	58.4
헨슬트	21.3	9.6	12.4	13.2	12.4	13.4	17.7	15.3	19.1	36.0	15.9	14.7
글로벌 피어 평균	10.9	15.6	17.4	13.7	13.9	14.4	15.8	15.9	16.9	24.0	14.5	
한화시스템	31.1	23.3	13.4	11.6	13.1	16.5	13.1	16.3	17.3	23.8	25.5	12.0

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 3. 한화시스템 분기 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전				변경 후				2Q26 Cons
		1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	
매출액	(십억원)	771	1,145	1,087	1,442	771	1,073	1,119	1,565	952
YoY	(%)	+11.6	+49.0	+34.5	+2.6	+11.6	+39.6	+38.6	+11.3	
방산	(십억원)	471	666	676	984	471	656	677	1,043	
수출비중	(%)	29.9	33.0	43.4	31.9	29.9	32.1	43.5	35.8	
ICT	(십억원)	172	255	155	172	172	255	155	172	
기타(필리조선소)	(십억원)	127	224	256	287	127	161	287	350	
영업이익	(십억원)	34	86	72	89	34	65	60	103	62
OPM	(%)	4.5	7.5	6.7	6.1	4.5	6.1	5.3	6.6	7.0
방산	(십억원)	69	72	72	93	69	72	75	110	
OPM	(%)	14.6	10.8	10.7	9.4	14.6	11.0	11.1	10.6	
ICT	(십억원)	13	25	13	10	13	25	13	10	
OPM	(%)	7.8	9.8	8.2	5.9	7.8	9.8	8.2	5.9	
지배주주순이익	(십억원)	-55	98	87	105	-55	30	95	129	56

자료: 대신증권 Research Center

표 4. 한화시스템 연간 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전			변경 후			26 Cons
		25	26E	27E	25	26E	27E	
매출액	(십억원)	3,672	4,480	4,568	3,672	4,527	5,135	4,347
YoY	(%)	+31.1	+22.0	+1.9	+31.1	+23.3	+13.4	
방산	(십억원)	2,439	2,796	2,806	2,439	2,848	2,806	
수출비중	(%)	20.9	34.6	46.9	20.9	35.8	46.9	
ICT	(십억원)	653	754	708	653	754	708	
기타(필리조선소)	(십억원)	580	930	1,053	580	926	1,620	
영업이익	(십억원)	120	281	455	120	263	449	276
OPM	(%)	3.3	6.3	10.0	3.3	5.8	8.7	7.2
방산	(십억원)	228	306	341	228	326	361	
OPM	(%)	9.3	10.9	12.1	9.3	11.5	12.9	
ICT	(십억원)	51	61	61	51	61	61	
OPM	(%)	7.8	8.1	8.6	7.8	8.1	8.6	
지배주주순이익	(십억원)	249	235	456	249	200	501	229

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,802	3,672	4,527	5,135	3,595
매출원가	2,356	3,248	3,893	4,251	3,014
매출총이익	446	424	634	884	581
판매비와관리비	227	305	371	435	303
영업이익	219	120	263	449	278
영업이익률	7.8	3.3	5.8	8.7	7.7
EBITDA	301	267	487	689	495
영업외손익	314	-4	-108	158	136
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	48	53	118	70	54
외환관련이익	33	11	93	51	36
금융비용	39	46	115	104	93
외환관련손실	17	8	34	36	25
기타	227	-104	-341	-15	-11
법인세비용차감전순이익	581	115	154	607	414
법인세비용	104	-86	25	100	68
계속사업순이익	477	200	129	507	346
중단사업순이익	-32	8	0	0	0
당기순이익	445	209	129	507	346
당기순이익률	15.9	5.7	2.9	9.9	9.6
비배지분순이익	-9	-40	-71	6	8
지배지분순이익	454	249	200	501	338
매도가능금융자산평가	0	0	-1	0	0
기타포괄이익	-35	2,188	497	382	366
포괄순이익	411	2,397	626	889	712
비배지분포괄이익	-9	-1	-395	-600	-482
지배지분포괄이익	420	2,398	1,021	1,489	1,194

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	2,358	1,107	685	2,684	1,830
PER	32.9	46.9	93.4	23.8	35.0
BPS	12,791	26,472	27,450	32,127	35,854
PBR	1.8	2.7	2.3	2.0	1.8
EBITDAPS	18,793	1,413	2,576	3,648	2,620
EV/EBITDA	10.5	21.8	37.0	25.5	35.9
SPS	14,830	19,436	23,963	27,178	19,029
PSR	1.5	2.8	2.7	2.4	3.4
CFPS	702	417	690	2,893	5,602
DPS	270	340	100	530	360

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	142	31.1	23.3	13.4	-30.0
영업이익 증가율	135.6	-45.4	119.6	70.9	-38.1
순이익 증가율	24.8	-53.0	-38.1	291.7	-31.8
수익성					
ROC	46.8	7.2	7.3	26.9	21.7
ROA	7.8	2.0	1.2	4.7	3.2
ROE	18.4	4.2	2.5	8.4	5.1
안정성					
부채비율	136.9	106.4	104.4	76.3	60.9
순차입금비율	21.9	44.1	18.5	16.0	3.0
이자보상배율	9.8	3.1	3.2	6.6	4.1

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286	2,921	4,427	4,116	3,972
현금및현금성자산	200	325	1,316	1,050	1,375
매출채권 및 기타채권	313	451	566	642	449
재고자산	610	797	1,053	1,141	899
기타유동자산	1,164	1,348	1,493	1,283	1,248
비유동자산	3,438	7,399	6,172	6,585	6,930
유형자산	570	823	833	858	829
관계기업투자금	25	548	554	560	565
기타비유동자산	2,843	6,028	4,785	5,168	5,535
자산총계	5,724	10,320	10,599	10,701	10,902
유동부채	2,677	3,327	3,351	2,971	3,067
매입채무 및 기타채무	250	473	354	386	274
차입금	80	270	14	10	17
유동성채무	50	100	200	350	500
기타유동부채	2,297	2,484	2,783	2,224	2,275
비유동부채	631	1,991	2,062	1,662	1,062
차입금	598	2,162	2,062	1,662	1,062
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	33	-170	-179	-188	-197
부채총계	3,308	5,319	5,413	4,632	4,128
자배지분	2,490	4,849	5,049	5,932	6,636
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,123	1,123	1,123
이익잉여금	589	709	909	1,410	1,748
기타지분변동	-136	2,073	2,073	2,455	2,820
비자배지분	-74	152	137	137	138
자본총계	2,416	5,001	5,186	6,069	6,774
순차입금	528	2,206	960	972	204

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	133	79	130	547	1,058
당기순이익	445	210	129	507	346
비현금항목의 가감	-60	144	244	258	230
감가상각비	82	147	224	241	217
외환손익	-22	2	2	2	2
지분법평가손익	16	5	18	15	11
기타	-136	-11	0	0	0
자산부채의 증감	-218	-211	-491	-132	322
기타현금흐름	-35	-64	247	-87	160
투자활동 현금흐름	-442	-1,168	1,085	-657	-521
투자자산	-461	-3,771	1,357	-349	-306
유형자산	-297	-184	-226	-257	-180
기타	315	2,787	-45	-51	-36
재무활동 현금흐름	35	1,234	-226	-155	-212
단기차입금	-82	190	-256	-4	7
사채	269	717	50	-50	-150
장기차입금	-140	229	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-52	-65	-19	-101	-69
기타	41	164	0	0	0
현금의 증감	-274	146	990	-266	325
기초 현금	476	200	325	1,316	1,050
기말 현금	200	325	1,316	1,050	1,375
NOPLAT	581	115	154	607	414
FCF	-309	-1,089	1,216	-110	537

한화오션
(042660)

이지니
jinilee@daishin.com

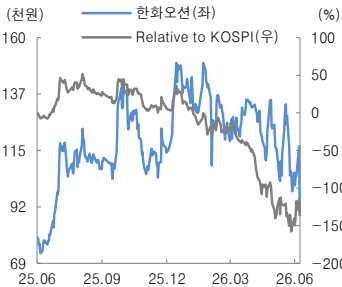
투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월
목표주가 139,000
하향

현재주가 82,000
(26.07.08)
조선업종

KOSPI	7,246.79
시가총액	25,126십억원
시가총액비중	0.38%
자본금(보통주)	1,537십억원
52주 최고/최저	149,900원 / 76,600원
120일 평균거래대금	2,730억원
외국인지분율	9.75%
주요주주	한화에어로스페이스 외 1 인 37.68% 한국산업은행 15.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.5	-35.8	-36.8	6.9
상대수익률	-17.9	-48.0	-60.3	-54.0



기업분석

과도한 디스카운트는
오히려 기회

- 2026년 2분기 매출액 4.9조원, 영업이익 5,265억원(OPM 10.7%) 전망
- 해양 사업부의 프로젝트 매출 인식 시점 변경으로 2분기 매출 컨센스 하향
- 특수선 파이프라인은 이집트, 콜롬비아, 사우디 등 다수 유요

투자 의견 매수, 목표주가 139,000원으로 -15.2% 하향

목표주가는 2028F EPS 7,000원에 PE 19.8배를 적용하여 산출함. 목표주가 하향은 유럽형 특수선 수주 기대감 하락에 따른 멀티플 하향에 기인함

일회성으로 해양 1.5조 매출 인식

2026년 2분기 매출액은 4조 9,352억원(+49.8% yoy), 영업이익 5,265억원(+41.6% yoy, OPM 10.7%)로 전망. 해양 부문의 FPSO 프로젝트의 매출 인식 시점 변경으로 약 1.5조원의 매출이 2분기에 인식될 예정. 기존 수주 규모는 1조원 수준이었으나 C/O와 환율 상승으로 규모가 확대됨. 예정원가 초과분 등 손실은 각 분기 비용으로 이미 인식하여 2분기 적자 축소, 3분기부터 C/O 관련 이익이 본격적으로 반영될 예정

특수선 파이프라인, 캐나다는 아쉽지만 더 나은 기회를 기대하자

캐나다 CPSP 수주 패찰로 인해 유럽형 특수선 신규 수주에 대한 입장을 보수적으로 변경. 다만 유럽을 제외한 이집트, 콜롬비아, 필리핀, 사우디 등 여러 국가의 파이프라인을 보유하고 있기 때문에 현 주가는 다소 과한 디스카운트라고 판단. 더욱이 미국 필리조선소, 호주 오스탈 조선소 등을 통해 미국향 군수 지원할 수주에서 시너지를 발휘할 수 있기 때문에 이번 캐나다 이벤트로 인한 펀더멘탈 훼손은 제한적으로 판단

(단위: 십억원, %)

구분	2025	1Q26	직전추정	당사추정	2026(F)			3Q26		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,294	3,210	3,603	4,935	49.8	53.7	3,482	3,287	8.7	-33.4
영업이익	372	441	388	526	41.6	19.3	501	560	93.2	6.4
순이익	148	500	292	357	140.5	-28.6	380	680	152.4	90.5

자료: 한화오션, FrGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,776	12,784	15,186	16,202	16,985
영업이익	238	1,168	2,115	2,870	2,832
세전순이익	181	842	1,940	2,595	2,681
총당기순이익	528	1,246	1,552	2,076	2,145
지배지분순이익	528	1,246	1,552	2,076	2,145
EPS	1,724	4,066	5,066	6,774	7,000
PER	21.7	27.9	17.7	13.3	12.8
BPS	15,858	20,137	25,007	31,607	38,451
PBR	2.4	5.6	3.6	2.8	2.3
ROE	11.5	22.6	22.4	23.9	20.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화오션, 대신증권 Research Center

표 1. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	13,458	15,426	15,186	16,202	12.8	5.0
판매비와 관리비	820	943	780	898	-4.9	-4.7
영업이익	1,344	2,235	2,115	2,870	57.4	28.4
영업이익률	10.0	14.5	13.9	17.7	3.9	3.2
영업외손익	-91	104	-175	-275	적자유지	적자조정
세전순이익	1,253	2,338	1,940	2,595	54.8	11.0
지배지분순이익	1,002	1,871	1,552	2,076	54.8	11.0
순이익률	7.4	12.1	10.2	12.8	2.8	0.7
EPS(지배지분순이익)	3,271	6,105	5,066	6,774	54.8	11.0

자료: 한화오션, 대신증권 Research Center

표 2. 한화오션의 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
KRW/USD (Avg.)	1,452	1,399	1,387	1,449	1,466	1,502	1,530	1,500	1,422	1,499	1,500
KRW/USD (End.)	1,472	1,354	1,404	1,440	1,520	1,549	1,530	1,500	1,440	1,500	1,500
YoY	9.3	2.0	2.3	-1.0	1.0	7.3	10.3	3.5	4.3	1.3	-0.1
QoQ	0.0	-3.6	-0.9	-0.5	1.2	2.4	1.9	-2.0	-	-	-
건조선가지표(pt)	187	187	186	185	182	196	188	188	187	188	185
YoY	3.2	0.9	-1.7	-2.5	-2.8	4.8	1.1	1.6	0.5	0.6	-1.8
QoQ	-1.0	-0.2	-0.8	-0.5	-1.4	7.6	-4.2	-0.1	-	-	-
후판가격(달러톤)	549	563	568	523	532	562	596	631	572	566	577
YoY	-18.4	-108.0	-146.1	-16.4	-2.8	-0.1	4.9	3.8	-11.7	-1.0	2.0
QoQ	-12.4	2.8	0.9	-8.0	-12.5	5.6	6.0	6.0	-	-	-
매출액	3,143	3,294	3,023	3,323	3,210	4,935	3,287	3,754	12,784	15,186	16,202
YoY	37.6	29.9	11.8	2.1	2.1	49.8	8.7	13.0	18.6	18.8	6.7
매출원가	2,721	2,767	2,569	2,887	2,584	4,218	2,531	2,958	10,943	12,291	12,434
매출원가비율	86.6%	84.0%	85.0%	86.9%	80.5%	83.7%	82.1%	80.5%	85.6%	80.9%	76.7%
판매비	164	156	164	189	185	191	196	208	673	781	897
판매비율	5.2%	4.7%	5.4%	5.7%	5.8%	3.9%	6.0%	5.5%	5.3%	5.1%	5.5%
영업이익	259	372	290	248	441	526	559	587	1,168	2,114	2,870
YoY	388.5	흑전	1032.5	46.5	70.6	41.6	93.0	137.3	390.8	81.1	35.8
영업이익률	8.2%	11.3%	9.6%	7.5%	13.7%	10.7%	17.0%	15.6%	9.1%	13.9%	17.7%
부문별 매출액											
상선	2,569	2,807	2,464	2,686	2,795	2,638	2,506	2,802	10,525	10,740	12,332
특수선	303	237	375	369	318	417	446	500	1,284	1,681	1,681
해양	232	288	102	87	179	1,725	183	304	710	2,390	1,604
% yoy											
상선	32.1	32.9	13.5	9.4	8.8	-6.0	1.7	4.3	21.2	2.0	14.8
특수선	113.4	-28.0	91.2	-4.3	4.9	75.9	18.9	35.7	22.0	30.9	0.0
해양	-16.4	44.8	-65.0	-72.9	-22.9	498.8	78.5	247.3	-34.9	236.8	-32.9
부문별 영업이익											
상선	233	377	307	175	502	495	508	520	1,092	2,026	2,740
특수선	41	18	29	3	-21	16	17	65	92	77	74
해양	2	0	-48	35	-74	15	34	2	-11	-22	56

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,776	12,784	15,186	16,202	16,985
매출원가	10,092	10,943	12,291	12,434	13,143
매출총이익	684	1,840	2,895	3,768	3,842
판매비와관리비	446	673	780	898	1,010
영업이익	238	1,168	2,115	2,870	2,832
영업이익률	2.2	9.1	13.9	17.7	16.7
EBITDA	418	1,401	2,349	3,097	3,047
영업외손익	-57	-325	-175	-275	-151
관계기업손익	15	-77	-18	10	30
금융수익	697	643	507	543	477
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,172	-767	-646	-793	-654
외환관련손실	488	561	488	609	479
기타	403	-124	-18	-35	-3
법인세비용차감전순이익	181	842	1,940	2,595	2,681
법인세비용	347	404	-388	-519	-536
계속사업순이익	528	1,246	1,552	2,076	2,145
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	528	1,246	1,552	2,076	2,145
당기순이익률	4.9	9.7	10.2	12.8	12.6
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	528	1,246	1,552	2,076	2,145
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	4	2	2	2	3
포괄순이익	568	1,266	1,575	2,101	2,172
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	568	1,266	1,575	2,101	2,172

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,724	4,066	5,066	6,774	7,000
PER	21.7	27.9	17.7	13.3	12.8
BPS	15,858	20,137	25,007	31,607	38,451
PBR	2.4	5.6	3.6	2.8	2.3
EBITDAPS	1,363	4,571	7,667	10,109	9,944
EV/EBITDA	390	28.4	12.5	9.3	9.2
SPS	35,171	41,720	49,560	52,875	55,432
PSR	1.1	2.7	1.8	1.7	1.6
CFPS	1,156	5,168	9,112	11,383	11,338
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	45.5	18.6	18.8	6.7	4.8
영업이익 증가율	흑전	390.8	81.1	35.7	-1.3
순이익 증가율	230.0	135.9	24.6	33.7	3.3
수익성					
ROC	23.7	46.5	32.0	32.0	29.2
ROA	1.5	6.1	10.9	14.9	13.7
ROE	11.5	22.6	22.4	23.9	20.0
안정성					
부채비율	266.9	226.2	143.3	105.6	82.3
순차입금비율	99.0	81.0	24.2	13.9	4.9
이자보상배율	1.4	6.0	14.4	21.5	22.5

자료: 한화오션, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	11,246	12,082	9,578	10,091	10,965
현금및현금성자산	588	778	2,757	2,842	3,381
매출채권 및 기타채권	892	962	988	1,015	1,015
재고자산	2,780	3,040	3,612	3,853	4,040
기타유동자산	6,986	7,301	2,221	2,381	2,529
비유동자산	6,598	8,059	9,080	9,838	10,530
유형자산	4,648	5,273	5,546	5,521	5,406
관계기업투자금	324	1,000	1,738	2,504	3,290
기타비유동자산	1,625	1,785	1,795	1,812	1,834
자산총계	17,844	20,141	18,658	19,929	21,495
유동부채	10,347	11,200	8,206	7,432	6,875
매입채무 및 기타채무	2,048	2,143	2,320	2,394	2,452
차입금	3,195	3,055	2,155	1,655	1,355
유동성채무	73	282	268	255	242
기타유동부채	5,030	5,720	3,463	3,128	2,826
비유동부채	2,634	2,765	2,784	2,805	2,829
차입금	2,028	2,346	2,396	2,446	2,496
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	606	419	387	358	333
부채총계	12,980	13,966	10,999	10,236	9,704
자배지분	4,859	6,170	7,663	9,685	11,782
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	119	182	182	182	182
이익잉여금	236	1,552	3,104	5,180	7,325
기타자본변동	2,966	2,899	2,839	2,786	2,738
비배지분	5	5	6	7	9
자본총계	4,863	6,175	7,668	9,692	11,791
순차입금	4,814	5,001	1,857	1,346	583

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-2,905	1,315	1,613	2,415	2,417
당기순이익	528	1,246	1,552	2,076	2,145
비현금항목의 가감	-174	338	1,240	1,412	1,329
감가상각비	180	233	234	228	215
외환손익	12	-54	114	199	126
지분법평가손익	-15	77	18	-10	-30
기타	-350	82	873	995	1,018
자산부채의 증감	-3,158	-121	-683	-455	-417
기타현금흐름	-101	-148	-496	-618	-640
투자활동 현금흐름	-1,110	-1,449	-1,568	-957	-875
투자자산	-209	-727	-739	-767	-786
유형자산	-372	-706	-490	-190	-90
기타	-529	-16	-339	0	1
재무활동 현금흐름	2,803	330	-930	-529	-329
단기차입금	2,666	-589	-900	-500	-300
사채	100	281	100	100	100
장기차입금	142	748	-50	-50	-50
유상증자	-2,634	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	2,529	-109	-80	-79	-79
현금의 증감	-1,211	190	1,978	85	540
기초 현금	1,799	588	778	2,757	2,842
기말 현금	588	778	2,757	2,842	3,381
NOPLAT	694	1,727	1,692	2,296	2,266
FCF	495	1,263	1,426	2,324	2,381

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 이경연, 최정환, 이지니)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutra(중립):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):

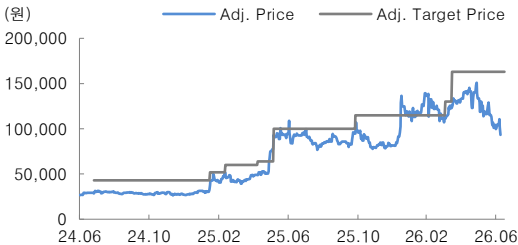
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

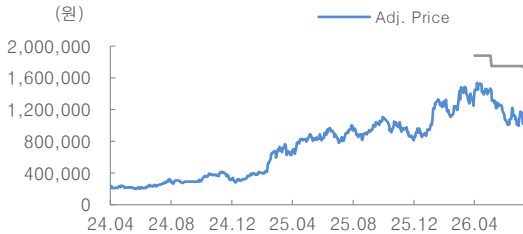
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화(000880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



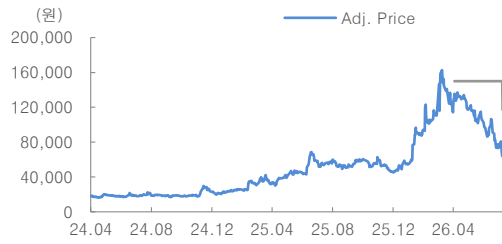
제시일자	26.07.09	26.06.15	26.05.22	26.05.17	26.05.06	26.04.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	163,000	163,000	163,000	163,000	163,000	163,000
과리율(평균.%)		(23.57)	(19.32)	(17.83)	(17.17)	(19.08)
과리율(최대/최소.%)		(7.42)	(7.42)	(10.92)	(10.92)	(13.74)
제시일자	26.04.14	26.04.06	26.04.02	25.10.26	25.06.04	25.05.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	163,000	130,000	130,000	115,000	100,000	64,000
과리율(평균.%)	(20.22)	(7.57)	(12.00)	(10.07)	(10.77)	(11.49)
과리율(최대/최소.%)	(18.04)	(3.39)	(11.46)	21.04	8.80	20.63
제시일자	25.04.01	25.03.11	25.02.12	25.01.23	24.11.05	24.09.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy
목표주가	60,000	60,000	52,000	43,000	43,000	43,000
과리율(평균.%)	(26.21)	(25.90)	(14.20)	(27.35)	(33.06)	(32.26)
과리율(최대/최소.%)	(18.00)	(18.92)	0.58	(12.33)	(26.86)	(26.86)
제시일자	24.07.23					
투자의견	Buy					
목표주가	43,000					
과리율(평균.%)	(30.95)					
과리율(최대/최소.%)	(26.86)					

한화에어로스페이스(012450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



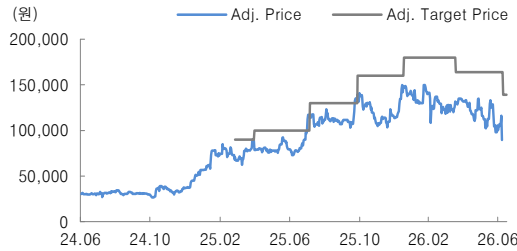
제시일자	26.07.09	26.07.06	26.06.23	26.06.22	26.05.26	26.05.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,720,000	1,750,000	1,750,000	1,750,000	1,750,000	1,750,000
과리율(평균.%)			-33.2	-31.6	-31.5	-25.3
과리율(최대/최소.%)			-43.1	-42.5	-42.5	-30.5
제시일자	26.04.27	26.04.14	26.04.14	25.12.01	25.11.28	25.11.03
투자의견	Buy	Buy		Buy	Buy	Buy
목표주가	1,880,000	1,880,000	담당자변경	1,280,000	1,280,000	1,280,000
과리율(평균.%)	-22.8	-22.4		-9.93	-28.36	-27.93
과리율(최대/최소.%)	-29.1	-29.1		20.08	-21.09	-21.09
제시일자	25.09.22	25.07.31	25.06.27	25.06.13	25.06.05	25.05.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,200,000	1,200,000	980,000	980,000	980,000	980,000
과리율(평균.%)	-19.78	-22.74	-9.76	-8.65	-10.89	-13.99
과리율(최대/최소.%)	-7.75	-13.25	1.84	-1.02	-2.76	-9.49
제시일자	25.06.27	25.06.13	25.06.05	25.05.23	25.05.16	25.04.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	980,000	980,000	980,000	980,000	965,000	748,400
과리율(평균.%)	-9.76	-8.65	-10.89	-13.99	-14.97	-6.48
과리율(최대/최소.%)	1.84	-1.02	-2.76	-9.49	-13.27	7.37

한화시스템(272210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.07.09	26.05.26	26.04.28	26.04.14	26.04.14	25.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표주가	117,000	150,000	150,000	150,000	담당자변경	71,000
과리율(평균,%)			-240	-1300		26.41
과리율(최대/최소,%)			-423	-1490		129.15
제시일자	25.11.28	25.11.03	25.09.22	25.07.30	25.07.04	25.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	71,000	71,000	67,000	62,000	47,000	47,000
과리율(평균,%)	-28.35	-27.94	-15.41	-12.69	13.72	11.93
과리율(최대/최소,%)	-16.48	-16.48	-5.97	-3.39	-8.94	-8.94
제시일자	25.05.13	25.03.26	25.02.10			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	47,000	42,000	32,000			
과리율(평균,%)	10.29	-10.72	9.11			
과리율(최대/최소,%)	45.96	11.55	32.03			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균,%)						
과리율(최대/최소,%)						

한화오션(042660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.07.09	26.04.17	26.01.16	25.10.27	25.08.04	25.04.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	139,000	164,000	180,000	160,000	130,000	100,000
과리율(평균,%)		(27.34)	(26.72)	(23.92)	(13.52)	(17.62)
과리율(최대/최소,%)		(17.68)	(16.72)	(6.31)	4.00	17.40
제시일자	25.03.26					
투자의견	Buy					
목표주가	90,000					
과리율(평균,%)	(16.86)					
과리율(최대/최소,%)	(0.11)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균,%)						
과리율(최대/최소,%)						