

# 한화시스템 (272210)

최정환 CFA

jeonghwachoi@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

150,000

유지

현재주가

126,500

(26.04.24)

방위산업

## 1Q26 Review: 견고한 본업, 아쉬운 필리조선소 적자

- 연결 영업이익 340억원(+1.9% YoY, OPM 4.2%), 컨센서스 하회
- 견고한 방산 부문 마진율(14.6%) 속 아쉬운 필리조선소 적자
- 수출비중 증가 및 필리조선소 턴어라운드에 따른 실적 개선 지속 전망

### 투자의견 매수, 목표주가 150,000원 유지

27년 기존사업(방산, ICT)과 신사업(우주, 조선) 가치 SOTP 통해 목표주가 산출. 1Q26 아쉬운 실적을 보였지만 여전히 1) 방산 수출 매출 비중 증가 2) 필리조선소 적자폭 축소에 따른 영업이익률 개선 3) 26년 제주한화우주센터 가동에 따른 우주 사업 본격화라는 동사의 투자포인트에는 변동 없으며 중장기적 관점에서 접근 필요, 투자의견 매수 유지

### 1Q26 추정치 대비 매출 부합, 영업이익 하회하는 실적 시현

1Q26 연결 기준 매출액 8,070억원(+17.0% YoY), 영업이익 340억원(+1.9% YoY, OPM 4.2%)로 당사 추정치 대비 매출(8,110억원) 부합, 영업이익(710억원) 크게 하회하는 실적 시현. 영업이익 하회 주요 요인은 26년 초 미국 북동부 지역 대설에 따른 조업일수 감소로 필리조선소 적자 지속으로부터 기인. 방산부문의 경우 매출액은 당사 추정치인 5,630억원을 하회했으나 영업이익률 측면에서 14.6%를 시현하며 당사 추정치 11.6%를 상회하며 본업의 견고한 실적 성장세를 보여줌. 방산부문 수출 비중은 약 30%로 UAE, 사우디 향 매출 인식이 본격화되었을 것으로 추정

### 26년 필리조선소 적자 폭 축소를 기대

**방산부문:** UAE, 사우디, 이라크 MFR 매출이 단계적으로 상승, 27년 수출 비중 약 47.0%로 믹스 개선에 따른 영업이익률 상승을 전망. 26년 내 분기별 영업이익률은 하반기로 갈수록 감소할 것으로 추정. 이는 1Q26 집행되지 않은 차체 투자 비용의 2H26 집중에 따른 것

**필리조선소:** 25년 대비 투입 비용 감소, NSMV 및 SIRV 진수 이후 고마진 선박에 대한 매출 인식에 따라 적자폭 축소를 기대

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,802	3,672	4,480	4,568	3,500
영업이익	219	120	281	455	278
세전순이익	581	115	215	556	363
총당기순이익	445	209	180	465	304
자배지분순이익	454	249	235	456	290
EPS	2,358	1,107	952	2,459	1,608
PER	32.9	46.9	132.5	51.3	78.4
BPS	12,791	26,472	27,684	32,101	35,554
PBR	1.8	2.7	4.6	3.9	3.5
ROE	18.4	4.2	3.4	7.7	4.5

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

KOSPI	6,615.03
시가총액	23,823십억원
시가총액비중	0.72%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	162,700원 / 39,000원
120일 평균거래대금	2,549억원
외국인지분율	9.02%
주요주주	한화에어로스페이스 외 3인 59.5% 국민연금공단 7.2%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.6	43.9	124.0	214.5
상대수익률	-16.5	10.7	36.9	21.0

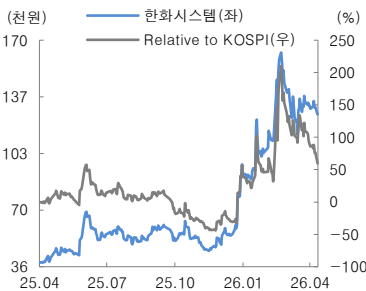


표 1. 한화시스템 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
27년 방산 EBITDA	566	
27년 ICT EBITDA	110	
방산 Target EV/EBITDA	20.5x	글로벌 항전/레이더 피어 24MF EV/EBITDA 35% 할증 적용
ICT Target EV/EBITDA	9.0x	국내 ICT 24M EV/EBITDA PER 적용
영업+비영업가치(A+B)	28,396	
기존가치(A): (EV-순차입금)	11,472	
EV(방산+HCT)	12,601	
순차입금	1,128	
신사업가치(B): (a+b)	16,924	
미국 조선업(a)	3,538	
한화오션 지분	1,913	한화오션 시가총액 12M Avg 50% 할인(지분+PRS 11.6%)
필리조선소	1,372	27년 필리조선소 매출액 PSR 1.3x 적용
오스탈조선소 지분	252	오스탈조선소 시가총액 12M Avg 50% 할인(지분율 20%)
우주사업 가치(b)	13,386	
제주한화우주센터 매출	1,339	2030년 제주한화우주센터 매출 PV
WACC	6.6	주요요구수익률 11.5%(CAPM), 부채조달비용 2.0% 가정
Target PSR	10	플래닛 랩스 운용 중인 위성 대수 고려 70% 할인
상장주식수(천주)	188,919	
Target Price(원)	150,000	
현재 주가(원)	126,500	
상승여력	18.6%	

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	6.9	10.5	13.1	13.5	12.9	14.0	13.9	23.1	15.9	345.4
탈레스	7.6	7.4	8.3	12.4	12.6	12.9	23.0	24.5	24.3	19.0	10.7	82.7
레오나르도	9.8	9.5	9.6	7.4	9.4	9.4	16.4	16.4	12.5	19.3	10.1	52.6
L3 해리스	2.5	7.2	7.9	9.7	15.0	15.2	7.8	9.0	10.8	23.6	14.2	87.3
아셀산	14.7	47.9	47.4	27.2	23.8	24.7	18.1	15.8	19.0	21.9	17.4	58.4
헨슬트	21.3	9.6	12.1	9.0	12.2	13.3	17.7	17.3	21.3	32.3	14.6	14.7
글로벌 피어 평균	10.9	14.6	15.4	12.7	14.3	14.8	16.0	16.2	17.0	23.1	15.9	
한화시스템	31.1	22.0	1.9	3.3	6.3	10.0	4.2	3.4	7.7	87.1	35.4	23.8

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 3. 한화시스템 1Q26 Review

(단위: 십억원)

(구분)	1Q26P(잠정치)	당사 추정치	컨센서스	추정치 대비 차이
매출액	807	811	827	-0.49%
영업이익	34	71	58	-52.1%
영업이익률	4.2%	8.8%	7.0%	-4.5%p
지배주주순이익	-55	67	76	n/a

자료: 대신증권 Research Center

표 4. 한화시스템 분기 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전				변경 후				1Q26 Cons
		1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	
매출액	(십억원)	811	1,130	1,001	1,424	807	1,145	1,087	1,442	827
YoY	(%)	+12.8	+47.1	+24.0	+1.3	+16.8	+49.0	+34.5	+2.6	
방산	(십억원)	563	639	600	952	471	666	676	984	
수출비중	(%)	40.5	35.6	40.6	33.0	29.9	33.0	43.4	31.9	
ICT	(십억원)	181	330	178	185	172	255	155	172	
기타	(십억원)	35	161	224	287	163	224	256	287	
영업이익	(십억원)	71	90	72	99	34	86	72	89	58
OPM	(%)	8.8	7.9	7.1	7.0	4.2	7.5	6.7	6.1	7.0
방산	(십억원)	65	65	65	96	69	72	72	93	
OPM	(%)	11.6	10.2	10.8	10.1	14.6	10.8	10.7	9.4	
ICT	(십억원)	14	32	15	11	13	25	13	10	
OPM	(%)	7.6	9.8	8.2	5.9	7.8	9.8	8.2	5.9	
지배주주순이익	(십억원)	67	83	69	91	-55	98	87	105	76

자료: 대신증권 Research Center

표 5. 한화시스템 연간 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전			변경 후			26 Cons
		25	26E	27E	25	26E	27E	
매출액	(십억원)	3,672	4,335	4,565	3,672	4,480	4,568	4,465
YoY	(%)	+31.1	+18.0	+5.3	+31.1	+22.0	+1.9	
방산	(십억원)	2,439	2,753	2,809	2,439	2,796	2,806	
수출비중	(%)	20.9	36.8	47.7	20.9	34.6	46.9	
ICT	(십억원)	653	874	872	653	754	708	
기타	(십억원)	580	707	1,053	580	930	1,053	
영업이익	(십억원)	120	331	455	120	281	455	320
OPM	(%)	3.3	7.6	10.0	3.3	6.3	10.0	7.2
방산	(십억원)	228	291	329	228	306	341	
OPM	(%)	9.3	10.6	11.7	9.3	10.9	12.1	
ICT	(십억원)	51	71	71	51	61	61	
OPM	(%)	7.8	8.2	8.2	7.8	8.1	8.6	
지배주주순이익	(십억원)	249	310	350	249	235	456	308

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

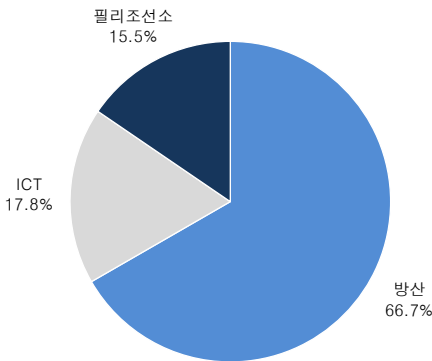
- 감시정찰, 지휘통제, 항공전자, 해양시스템, 위성사업 등을 중심으로 하는 방산 사업과 비즈니스 정보화 시스템 구축, 고객 전산시스템의 운영·관리 등을 수행하는 ICT 사업을 영위
- 필리조선소, 오스탈조선소를 통한 조선업 및 제주한화우주센터를 통한 우주 사업을 신사업으로 영위 중
- 자산 10조 3,272억원, 부채 5조 3,262억원, 자본 5조원
- 발행주식 수: 188,919,389주 / 자기주식수: 1,926,128주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선헌비 예산 규모 및 세부내역
- 해외 방위산업 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 갈등 상황 발생 여부

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2025년 12월 기준  
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

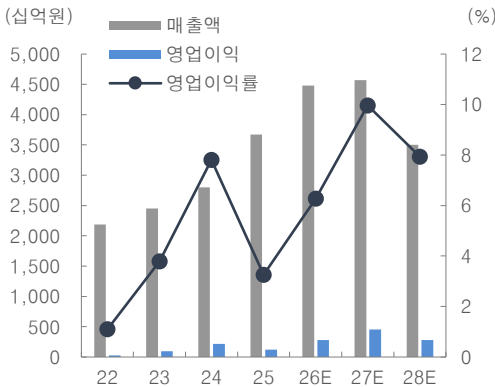
25년 부문별 매출 비중



주: 2025년 매출액 기준  
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

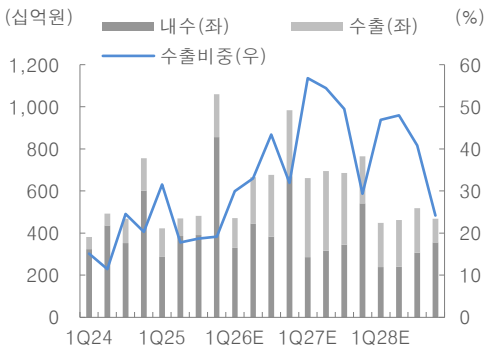
Earnings Driver

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



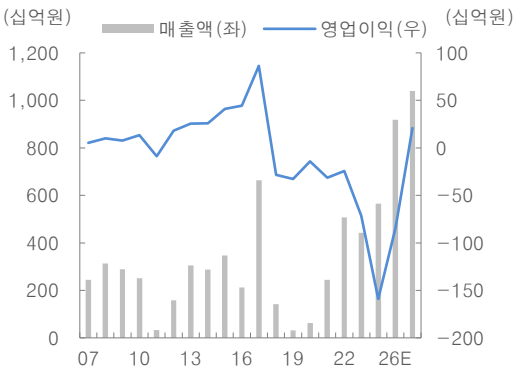
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

방산부문 매출액 및 수출비중 추이 및 전망



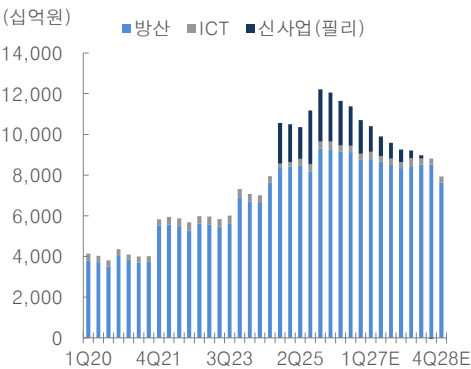
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

필리조선소 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

분기별 수주잔고 추이 및 전망



자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,802	3,672	4,480	4,568	3,500
매출원가	2,356	3,248	3,831	3,723	2,928
매출총이익	446	424	650	844	572
판매비와관리비	227	305	368	389	295
영업이익	219	120	281	455	278
영업이익률	7.8	3.3	6.3	10.0	7.9
EBITDA	301	267	505	689	489
영업외손익	314	-4	-67	101	86
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	48	53	54	55	44
외환관련이익	33	11	45	46	35
금융비용	39	46	64	59	52
외환관련손실	17	8	31	32	25
기타	227	-104	-185	-14	-11
법인세비용차감전순손익	581	115	215	556	363
법인세비용	104	-86	35	91	60
계속사업순손익	477	200	180	465	304
중단사업순손익	-32	8	0	0	0
당기순이익	445	209	180	465	304
당기순이익률	15.9	5.7	4.0	10.2	8.7
비지배지분순이익	-9	-40	-55	8	14
지배지분순이익	454	249	235	456	290
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-35	2,188	343	378	363
포괄순이익	411	2,397	523	843	666
비지배지분포괄이익	-9	-1	21	33	26
지배지분포괄이익	420	2,398	502	810	640

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	2,358	1,107	952	2,459	1,608
PER	32.9	46.9	132.5	51.3	78.4
BPS	12,791	26,472	27,684	32,101	35,554
PBR	1.8	2.7	4.6	3.9	3.5
EBITDAPS	18,793	1,413	2,673	3,648	2,589
EV/EBITDA	10.5	21.8	49.5	35.9	49.9
SPS	14,830	19,436	23,715	24,177	18,529
PSR	1.5	2.8	5.3	5.2	6.8
CFPS	702	417	599	3,392	3,046
DPS	270	160	140	490	320

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	142	31.1	22.0	1.9	-23.4
영업이익 증가율	135.6	-45.4	135.4	61.8	-39.0
순이익 증가율	24.8	-53.0	-14.1	158.4	-34.6
수익성					
ROIC	46.8	7.2	9.9	25.2	16.5
ROA	7.8	2.0	1.7	4.3	2.8
ROE	18.4	4.2	3.4	7.7	4.5
안정성					
부채비율	136.9	106.4	103.4	77.9	61.3
순차입금비율	21.9	44.1	17.2	12.6	7.1
이자보상배율	9.8	3.1	8.6	16.7	10.1

자료: 한화시스템 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286	2,921	4,546	4,316	4,017
현금및현금성자산	200	325	1,375	1,255	1,103
매출채권 및 기타채권	313	451	560	571	500
재고자산	610	797	1,120	1,142	1,167
기타유동자산	1,164	1,348	1,491	1,348	1,247
비유동자산	3,438	7,399	6,090	6,475	6,820
유형자산	570	823	831	834	807
관계기업투자지급	25	548	554	560	565
기타비유동자산	2,843	6,028	4,704	5,082	5,448
자산총계	5,724	10,320	10,635	10,792	10,837
유동부채	2,677	3,327	3,344	3,066	3,058
매입채무 및 기타채무	250	473	348	338	266
차입금	80	270	14	9	17
유동성채무	50	100	200	350	500
기타유동부채	2,297	2,484	2,782	2,368	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	5,406	4,727	4,120
지배지분	2,490	4,849	5,084	5,917	6,568
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,123	1,123	1,123
이익잉여금	589	709	943	1,400	1,689
기타지분변동	-136	2,073	2,073	2,450	2,812
비지배지분	-74	152	146	147	149
자본총계	2,416	5,001	5,230	6,065	6,717
순차입금	528	2,206	901	765	475

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	133	79	113	641	576
당기순이익	445	210	180	465	304
비현금항목의 가감	-60	144	239	250	224
감가상각비	82	147	224	234	212
외환손익	-22	2	2	2	2
지분법평가손익	16	5	13	14	11
기타	-136	-11	0	0	0
자산부채의 증감	-218	-211	-558	-43	-26
기타현금흐름	-35	-64	252	-31	74
투자활동 현금흐름	-442	-1,168	1,169	-612	-525
투자자산	-461	-3,771	1,438	-338	-315
유형자산	-297	-184	-224	-228	-175
기타	315	2,787	-45	-46	-35
재무활동 현금흐름	35	1,234	-233	-148	-203
단기차입금	-82	190	-256	-5	8
사채	269	717	50	-50	-150
장기차입금	-140	229	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-52	-31	-27	-93	-61
기타	41	130	0	0	0
현금의 증감	-274	146	1,049	-119	-152
기초 현금	476	200	325	1,375	1,255
기말 현금	200	325	1,375	1,255	1,103
NOPLAT	581	115	215	556	363
FCF	-309	-1,089	1,283	29	50

[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: 최정환)

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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화시스템(272210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.04.28	26.04.14	26.04.14	25.12.01	25.11.28	25.11.03
투자의견	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy
목표주가		150,000	담당자변경	71,000	71,000	71,000
과리율(평균.%)		-13.00		26.41	-28.35	-27.94
과리율(최대/최소.%)		-14.90		129.15	-16.48	-16.48

제시일자	25.09.22	25.07.30	25.07.04	25.06.27	25.05.13	25.03.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	67,000	62,000	47,000	47,000	47,000	42,000
과리율(평균.%)	-15.41	-12.69	13.72	11.93	10.29	-10.72
과리율(최대/최소.%)	-5.97	-3.39	-8.94	-8.94	45.96	11.55

제시일자	25.02.10					
투자의견	Buy					
목표주가	32,000					
과리율(평균.%)	9.11					
과리율(최대/최소.%)	32.03					

제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260428)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.5%	9.5%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(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 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상