

한화시스템 — 영업이익은 두 배, 순이익은 적자

1H26 영업이익 1,380억원(+108.6%)인데 세전은 -613억원 — 차이 1,993억은 영업 밖에서 났다

- 1H26 매출 1조 9,247억원(+32.0%), 영업이익 1,380억원(+108.6%) — 그런데 세전은 적자전환이다.
- FY2025 매출은 +30.7%인데 영업이익은 -45.3%다. 방산·ICT 밖 잔여분이 1,601억원을 깎았다.
- 감사보고서 법정 제출기한을 43일 초과했다 — 12개 신호 중 '공시 이상'이 켜진 이유다.

영업 위와 아래가 반대로 갔다

7월 28일 공시된 2Q26 잠정실적은 매출 1조 1,176억원(YoY +45.5%), 영업이익 1,037억원(YoY +218.8%)이고, 상반기 누계도 매출 1조 9,247억원(+32.0%)·영업이익 1,380억원(+108.6%)으로 본업 지표는 강하다.

그런데 그 아래가 반대다. 1H26 세전이익은 -613억원으로 적자전환(1H25 +922억원)이고 순이익도 -430억원이다. **영업이익 1,380억원과 세전 -613억원의 차이 1,993억원이 영업 밖에서 발생했으며**, 그중 1,500억원이 1분기에 몰려 있다(1Q26 영업 343억원, 세전 -1,157억원).

지배주주만 보면 또 다르다 — 1H26 지배주주 순이익은 +121억원(-82.3%)이고, 전체 -430억원과의 차이 551억원은 **비지배주주 몫의 손실**이다. 어느 자회사인지는 공시 범위 밖이다(표 1).

매출 +30.7%에 영업이익 -45.3%

FY2025 연결 매출은 3조 6,642억원(+30.7%)인데 영업이익은 2,193억원 → **1,199억원(-45.3%)**이다. 부문을 뜯으면 방향이 보인다.

방산은 좋았다 — 매출 2조 4,389억원(+16.2%), 영업이익 **2,292억원(+35.6%)**이다. ICT는 매출 -6.1%, 영업이익 -9.4%로 완만한 감소다.

문제는 그 밖이다. 방산+ICT 매출 합 3조 915억원 대비 연결이 3조 6,642억원이라 **잔여분 5,727억원**, 영업이익은 두 부문 합 2,800억원 대비 연결 1,199억원이라 **잔여분 -1,601억원**이다. FY2024엔 각각 101억원-58억원이었다 — **1년 만에 매출 잔여 57배, 손실 잔여 28배**다(표 2).

이 잔여분은 우리가 차감으로 구한 값이고 회사가 별도 부문으로 공시한 항목이 아니다 — 신규 연결 대상·미배분 비용·내부거래 제거가 섞일 수 있어 성격은 단정하지 않는다. 다만 크기가 방산 영업이익의 70%라 전사 이익을 결정한다는 점은 사실이다.

자본이 1년에 두 배, 감사는 43일 늦었다

FY2025 자기자본은 2조 4,558억원 → **5조 10억원(+103.6%)**으로 늘었다. 같은 해 순이익 2,091억원으로는 **증가분 2조 5,452억원의 8%밖에 설명되지 않고**, 유상증자도 최근 3년 0건(마지막 2021-03-29)이라 **주식 발행으로 설명되지 않는다**(2024년 이후 증권발행실적 18건은 채무증권이다). 즉 자본 증가는 이익·증자 밖의 항목에서 왔다는 뜻이다 — 비지배지분 유입 등 신주 발행 밖의 경로로 보이나 **자본변동표를 확인하지 않아 단정하지 않는다**. 부채총계도 +58.8%로 함께 늘었다.

현금 창출은 약해졌다 — **영업활동현금흐름 787억원에 CAPEX 3,183억원이라 차액 -2,396억원**이고, 연구개발비는 6,978억원(매출의 19.04%)이다. 12개 신호 중 하나는

국면 판단

**방산 성장
연결 하단 손실**

현재주가 (26/08/07)

70,700원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자 의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

**영업이익 - 세전이익
(1H26 -1,993억)**

Key Data

시가총액	13.4조원
PER / PBR	54.8배 / 2.73배
외국인 / 공매도잔고	10.4% / 1.1%
부채비율(FY2025)	106.5%
R&D / 매출	6,978억 / 19.04%
위험신호 / 표시점수	2건(감사지연 43일) / 82점 A

영업실적 및 주요 지표

구분	2023	2024	2025	1H26
매출액(억원)	24,525	28,037	36,642	19,247
영업이익(억원)	1,226	2,193	1,199	1,380
세전이익(억원)	주y	주y	주y	-613
순이익(억원)	3,431	4,454	2,091	-430
영업활동현금흐름	834	1,326	787	주p
CAPEX(억원)	1,593	2,729	3,183	주p
자기자본 / 부채총계	21,541 / 23,291	24,558 / 33,546	50,010 / 53,263	주p

1H26 지배주주 순이익은 +121억원(전체 -430억원). 7/28 연결 잠정치(감사 전). **주p** 잠정실적 공시에는 재무상태표·현금흐름표가 없다. **주y** 우리 적재분에 그 해 값이 없다(회사 미공시가 아니라 수집 공백).

감사보고서 법정기한 43일 초과로, 숫자보다 정기공시 일정이 지켜지지 않았다는
사실이 신호의 내용이다.

표 1. 영업 위와 아래가 갈라졌다 (단위: 억원, %)

구분	1Q26	2Q26	1H26 누계	1H25	증감
매출액	8,071	11,176	19,247	14,583	+32.0%
영업이익	343	1,037	1,380	661	+108.6%
세전이익	-1,157	544	-613	922	적자전환
순이익(전체) / 지배주주	-958 / -550	527 / 671	-430 / +121	707 / 684	적자전환 / -82.3%
전체 -430억 vs 지배주주 +121억 → 차이 551억은 비지배주주 몫의 손실이다(2Q26 -144억, 1Q26 -408억)					

주: 영업이익과 세전이익의 1,993억원 차이 중 1,500억원이 1분기에 몰려 있다. 금융손익·지분법·손상 등 어느 항목인지는 잠정 공시에 내역이 없어 특정하지 않았다. 손실의 상당 부분이 비지배주주에 배분됐다는 것은 계산으로 확인되지만 어느 자회사인지는 공시 범위 밖이다. 분기 영업이익률은 1Q25 8.43% → 4Q25 0.41% → 2Q26 9.28%로 진폭이 크다. 자료: 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260728800345)·분기보고서(2026.03, 20260513000702)

표 2. 부문 합계와 연결의 차이 (단위: 억원, %)

구분	2024 매출	2025 매출	2024 영업이익	2025 영업이익
방산	20,988	24,389(+16.2%)	1,690	2,292(+35.6%)
ICT	6,948	6,526(-6.1%)	561	508(-9.4%)
연결	28,037	36,642(+30.7%)	2,193	1,199(-45.3%)
잔여분(연결-두 부문)	101	5,727 (57배)	-58	-1,601 (28배)

주: ⚠ '잔여분'은 회사가 공시한 부문이 아니라 연결 값에서 방산·ICT를 뺀 차감치다. 신규 연결 대상, 부문 미배분 비용, 내부거래 제거가 섞여 있을 수 있으므로 특정 사업의 손익으로 읽어서는 안 된다. 다만 그 크기(-1,601억원)가 방산 영업이익의 70%에 달해 전사 이익을 좌우한다는 점은 사실이다. 부문별 자산·CAPEX 배분이 공시되지 않아 부문 수익률은 산출하지 않았다. 자료: 사업보고서(2025.12) 부문별 매출·손익, 연구개발비

표 3. 자본·현금·신호 (단위: 억원, %)

구분	2024	2025	증감
자기자본	24,558	50,010	+103.6% (+25,452억)
부채총계	33,546	53,263	+58.8%
영업활동현금흐름 / CAPEX	1,326 / 2,729	787 / 3,183	차액 -2,396억
커진 위험신호 2건 — 공시 이상: 감사보고서 법정기한 43일 초과 · 유상증자 10년 2회(최근 2021-03-29, 3년 0건)			
자본배분(10년)	환원 9건(배당 7·자기주식 취득 2, 최근 2026-02-20) · PER 54.81(212사 중 64%) / PBR 2.73(371사 중 49%)		

주: 자기자본이 1년엔 2배가 됐는데 순이익으로는 8%만 설명되고 유상증자도 최근 3년 0건이다 — 비지배지분 유입 등 신주 발행 밖의 경로로 보이나 자본변동표를 확인하지 않아 단정하지 않았다. 감사지연 43일은 금액이 아니라 정기공시 일정이 지켜지지 않았다는 사실이 신호의 내용이다. 가장 최근 배당 결의(20260220800597)는 주당 500원 · 총 935억원 · 시가배당을 0.48%다(한 차례 결의분). 자료: 사업보고서(2025.12) 연결재무제표, 10년 공시 이력, KRX 시세(2026-08-07)

점검 지표

1순위는 영업이익과 세전이익의 차이다. 1H26엔 1,993억원이 영업 밖에서 사라졌고 그중 1,500억원이 1분기에 몰려 있다 — 반기보고서의 금융손익·지분법·손상 항목으로 성격을 확인해야 하며, 반복되면 영업이익 개선은 주주 몫으로 전달되지 않는다. 두 번째는 부문 잔여분이다. FY2025엔 매출 5,727억원·손익 -1,601억원이 방산·ICT 밖에서 나왔고 전년 대비 28배 커졌으므로, 연간 보고서에서 이 부분이 별도 부문으로 분리되는지를 본다. 세 번째는 지배주주 귀속률이다. 1H26엔 손실 551억원이 비지배주주로 배분됐는데 이 구조가 유지되는지에 따라 같은 연결 실적도 주주 몫이 달라진다. 감사지연 43일은 다음 정기공시 일정으로 해소 여부를 확인한다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자 의견·목표주가 추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03, 20260513000702) · 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260728800345).

한계: ① 1H26은 감사 전 잠정치다. ② 영업이익과 세전이익의 차이를 구성하는 항목(금융손익·지분법·손상)이 잠정 공시에 없어 성격을 특정하지 않았다. ③ 비지배주주 손실이 어느 자회사에서 나왔는지는 공시 범위 밖이라 다루지 않았다. ④ 부문 '잔여분'은 우리가 차감으로 구한 값이며 회사가 공시한 부문이 아니다 — 특정 사업의 손익으로 읽어서는 안 된다. ⑤ 자기자본 2배 증가의 구성 내역이 요약 범위에 없어 경로를 단정하지 않았다. ⑥ 수주잔고

12조 1,964억원

·신규수주 3조 3,634억원 ·

book-to-bill 0.92

(2026Q1, 수주레이더). 부문 분해와 전환 스케줄은 공시되지 않았다.