한화시스템 (272210)



백종민 방산/우주/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuantakorea.com

3Q26 Re: 멀티플 부담↓, 리레이팅 기대감↑

BUY (M)

목표주가	109,000원 (D)
직전 목표주가	136,000원
현재주가 (10/27)	63,100원
상승여력	73%

시가총액	119,208억원
총발행주식수	188,919,389주
60일 평균 거래대금	480억원
60일 평균 거래량	653,944주
52주 고/저	162,700원 / 45,350원
외인지분율	9.13%
배당수익률	0.92%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(14.6)	0.2	12.1
상대	7.2	20.0	(19.6)
절대 (달러환산)	(12.4)	11.1	21.2

3Q26 Review: 본업의 견조한 성장세

한화시스템의 3Q26P 연결 실적은 매출액 8,316억원(YoY +30.1%), 영업이익 991억원(YoY +60%, OPM 11.9%)를 기록했다. 매각 결정된 필리조선소가 금번 분기부터 중단영업손익으로 분류되면서 당사 추정치 및 컨센서스 실적과의 괴리가 발생했다. 오는 31일 처분 확정 이후 빠르면 4분기부터는 중단영업손익이 최종 확정되면서 연결 대상에서 제외될 전망이다. 세전이익과 당기순이익은 각각 1,337억원, 38억원을 기록했는데, 지분 평가손익, 환차손, 이자이익, 필리조선 영업손실 등이 반영된 것으로 파악된다. 방산은 기존 중동 물량에 이라크 MFR이 가세했고, K2, KF-21 등의 국내 사업이 반영되며 매출액 6,174억원(YoY +28%), 영업이익 760억원(YoY +53%, OPM 12.3%)을 기록했다. ICT는 매출액 2,126억원(YoY +37%), 영업이익 240억원(YoY +100% OPM 11.3%)를 기록했다.

'26년 실적 및 수주 가이던스

사측은 '26년 방산 부문 실적에 대해 20% 이상의 매출 성장이 예상되나, 영업이익은 전년과 유사할 것을 소통했다. 이는 천광, 위성, AI 등의 미래 사업 관련 자체 투자개발비 확대에 기인하는데, '25년 약 230억원 대비 3~4배 이상 개발비 집행을 예고했고, 3분기 누적기준으로 380억원을 사용한 것으로 파악된다. 이에 4분기에는 약 500억원의 비용 집행이 예상된다. ICT 부문은 매출액과 이익 모두 20% 대 성장을 제시했다. 수주 역시 전년 3.5조원 대비 20% 이상 성장할 것을 전망했는데, 대부분 11~12월에 집중된 것으로 파악된다. 국내에서 1.4조원 초소형 위성체계 사업 결과가 11월 중 공개될 예정이며, 중동 천궁, 천광 초도 수출, UAE 방산협력 등이 구체화될 전망이다.

PRS 계약에 대한 우려 일부 해소

지난 4월 체결한 1.7조원 규모 한화오션 PRS 계약에 대해 이미 상당부분 매도 및 청산이 완료된 것으로 파악된다. 내년 4월 예정된 정산 부담에 대한 우려가 완화될 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 109,000원으로 하향

목표주가는 1)필리조선 이익을 제거했고, 2)개발비 증액을 고려하면서 '28E EPS를 기존대비 19% 하향 조정한 결과이다. Target P/E는 MASGA 기대 제거에도 35배를 유지했다. UAE 사업이 본격화될 경우, 외형 성장 뿐 아니라, 체계종합사로 격상되는 펀더멘탈 전환 계기가 될 수 있기 때문이다.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q26P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	832	30.1	-25.6	1,071	-22.3
영업이익	99	60.4	-4.4	62	60.1
세전계속사업이익	132	35.5	142.0	70	88.7
지배순이익	118	-22.2	75.9	56	111.5
영업이익률 (%)	11.9	+2.2 %pt	-1.9 %pt	5.8	+6.1 %pt
지배순이익률 (%)	14.2	-4.6 %pt	+8.2 %pt	5.2	+9.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	2,804	3,664	3,866	4,456
영업이익	219	120	304	416
지배순이익	454	242	304	434
PER	7.9	36.1	39.2	27.5
PBR	1.4	1.8	1.6	1.2
EV/EBITDA	11.0	33.4	25.0	20.6
ROE	19.6	6.6	5.0	5.1

자료: 유안타증권

한화시스템 3Q26P 잠정 실적 (단위: 십억원)

	3Q26P	당사추정치		컨센서스		전분기 대비		전년동기대비	
		3Q26	차이(%)	3Q26E	차이(%)	2Q26	QoQ(%)	3Q25	YoY(%)
매출액	**831.6**	**1,113.0**	**-25.3**	**1,070.8**	**-22.3**	**887.2**	**-6.3**	**639.2**	**30.1**
영업이익	99.1	61.0	62.5	61.9	60.1	122.6	-19.2	61.8	60.4
OPM(%)	*11.9*	*5.5*	*6.4*	*5.8*	*6.1*	*13.8*	*-1.9*	*9.7*	*2.2*

자료: 한화시스템, 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

실적 테이블

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
연결 매출액	**573.7**	**619.5**	**639.2**	**1,266.3**	**644.9**	**887.2**	**831.6**	**1,502.5**	**3,098.7**	**3,866.2**	**4,456.2**	**5,445.0**
YoY %	*5.4*	*-9.8*	*0.0*	*35.7*	*12.4*	*43.2*	*30.1*	*18.7*	*10.5*	*24.8*	*15.3*	*22.2*
방산	430.3	470.2	481.4	1,056.9	471.2	700.6	617.4	1,185.6	2,438.8	3,093.7	3,575.3	4,445.6
ICT	141.5	147.0	155.7	208.4	172.3	187.3	212.6	315.7	652.6	772.6	881.0	999.4
기타	1.9	2.2	2.2	1.0	1.4	-0.7	1.6	1.2	7.3	8.8	10.6	12.7
영업이익	**60.0**	**61.9**	**61.8**	**91.8**	**80.7**	**122.6**	**99.1**	**1.4**	**275.5**	**303.8**	**416.1**	**577.4**
YoY %	*31.9*	*-26.7*	*2.5*	*215.5*	*34.5*	*98.1*	*60.4*	*-98.4*	*25.6*	*10.3*	*36.9*	*38.8*
OPM %	**10.5**	**10.0**	**9.7**	**7.2**	**12.5**	**13.8**	**11.9**	**0.1**	**8.9**	**7.9**	**9.3**	**10.6**

자료: 유안타증권 리서치센터

한화시스템 밸류에이션 테이블 (단위: 억원)

구분	내용	비고
적용 EPS(원)	3,113	2028E 기준
Target P/E(배)	35	
주당 가치(원)	108,969	
목표 주가(원)	**109,000**	**1,000원 미만 단위 절상**
현재 주가(원)	63,100	10/27일 종가
상승 여력(%)	**72.7**	

자료: 유안타증권 리서치센터

주요 무기체계 내 한화시스템 매출 비중 (단위: 억원)

플랫폼명	품목	비중
K2	사격통제시스템, 조준경 등	**6~9%**
K9	사격통제시스템 등	**5% 미만**
LAH	전자전장비(RWR, LWR), 전술데이터링크(KVMF), 시현기(SMFD, SCDU), 인터콤(AIU)	**12%**
KF-21	AESA 레이더, 임무컴퓨터(MC), 다기능 시현기(MFD), 음성 신호 제어 시스템(ACCS), 전자광학 타게팅 포드(EO TGP), 적외선 탐색 추적 장비(IRST) 등 7개 장비	**12%**
천궁	다기능레이더(MFR) 등	**27%**
L-SAM	다기능레이더(MFR) 등	**29%**

자료: 유안타증권 리서치센터

한화시스템 (272210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**2,804**	**3,664**	**3,866**	**4,456**	**5,445**
매출원가	2,388	3,272	3,182	3,610	4,378
매출총이익	416	392	684	847	1,067
판관비	196	272	380	430	490
영업이익	**219**	**120**	**304**	**416**	**577**
EBITDA	333	300	472	574	726
영업외손익	362	-5	5	25	20
외환관련손익	16	3	0	0	0
이자손익	-8	-25	-22	-3	-8
관계기업관련손익	-13	-5	5	5	5
기타	366	22	22	22	22
법인세비용차감전순손익	581	115	309	441	597
법인세비용	104	-86	46	66	90
계속사업순손익	477	201	263	375	508
중단사업순손익	-32	8	0	0	0
당기순이익	445	209	263	375	508
지배지분순이익	**454**	**242**	**304**	**434**	**588**
포괄순이익	411	2,397	2,451	2,563	2,696
지배지분포괄이익	420	2,398	2,452	2,564	2,697

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**133**	**79**	**279**	**273**	**288**
당기순이익	445	209	263	375	508
감가상각비	92	141	134	129	124
외환손익	-22	2	0	0	0
종속,관계기업관련손익	16	5	-5	-5	-5
자산부채의 증감	-218	-211	-169	-275	-385
기타현금흐름	-182	-68	56	51	47
투자활동 현금흐름	**-442**	**-1,170**	**1,464**	**-320**	**-406**
투자자산	-144	-838	1,665	-101	-169
유형자산 증가 (CAPEX)	-240	-299	-100	-100	-100
유형자산 감소	0	2	0	0	0
기타현금흐름	-58	-35	-101	-119	-136
재무활동 현금흐름	**35**	**1,237**	**387**	**339**	**42**
단기차입금	-102	266	151	154	-93
사채 및 장기차입금	245	876	200	150	100
자본	-8	31	0	0	0
현금배당	-52	-65	-93	-93	-93
기타현금흐름	-47	129	129	129	129
연결범위변동 등 기타	-2	-20	-436	-67	-156
현금의 증감	**-276**	**126**	**1,693**	**226**	**-231**
기초 현금	476	200	325	2,019	2,245
기말 현금	200	325	2,019	2,245	2,014
NOPLAT	**219**	**209**	**304**	**416**	**577**
FCF	**-107**	**-220**	**179**	**173**	**188**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**2,286**	**2,929**	**7,575**	**10,902**	**14,392**
현금및현금성자산	200	325	2,019	2,245	2,014
매출채권 및 기타채권	313	452	478	551	673
재고자산	610	811	855	986	1,205
비유동자산	3,438	7,399	5,665	5,709	5,829
유형자산	570	823	788	760	736
관계기업등 지분관련자산	25	548	579	667	815
기타투자자산	1,878	5,090	3,395	3,407	3,428
자산총계	**5,724**	**10,327**	**13,240**	**16,611**	**20,221**
유동부채	2,677	3,335	3,647	4,269	4,961
매입채무 및 기타채무	436	722	762	878	1,073
단기차입금	30	301	451	601	501
유동성장기부채	50	100	100	100	100
비유동부채	631	1,991	2,236	2,515	2,831
장기차입금	0	226	326	376	426
사채	249	848	948	1,048	1,098
부채총계	**3,308**	**5,326**	**5,882**	**6,784**	**7,791**
지배지분	2,490	4,849	7,248	9,776	12,459
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,123	1,123	1,123
이익잉여금	589	709	920	1,260	1,755
비지배지분	-74	152	110	51	-29
자본총계	**2,416**	**5,001**	**7,358**	**9,827**	**12,429**
순차입금	**152**	**1,128**	**-223**	**-172**	**22**
총차입금	473	1,616	1,967	2,271	2,278

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	2,405	1,282	1,611	2,297	3,113
BPS	13,316	25,933	38,761	52,282	66,627
EBITDAPS	1,765	1,590	2,498	3,037	3,844
SPS	14,841	19,395	20,465	23,588	28,822
DPS	350	500	500	500	500
PER	**7.9**	**36.1**	**39.2**	**27.5**	**20.3**
PBR	**1.4**	**1.8**	**1.6**	**1.2**	**0.9**
EV/EBITDA	**11.0**	**33.4**	**25.0**	**20.6**	**16.4**
PSR	**1.3**	**2.4**	**3.1**	**2.7**	**2.2**

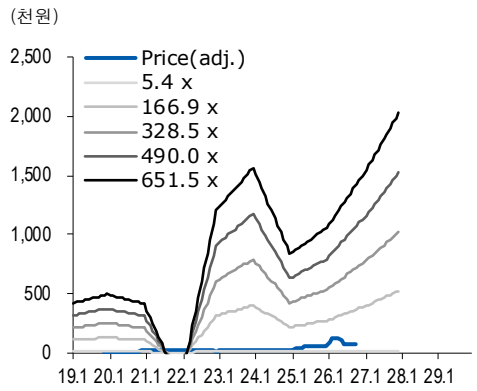
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**14.3**	**30.7**	**5.5**	**15.3**	**22.2**
영업이익 증가율 (%)	**136.2**	**-45.3**	**153.4**	**36.9**	**38.8**
지배순이익 증가율 (%)	**30.1**	**-46.7**	**25.7**	**42.5**	**35.5**
매출총이익률 (%)	14.8	10.7	17.7	19.0	19.6
영업이익률 (%)	**7.8**	**3.3**	**7.9**	**9.3**	**10.6**
지배순이익률 (%)	16.2	6.6	7.9	9.7	10.8
EBITDA 마진 (%)	11.9	8.2	12.2	12.9	13.3
ROIC	28.6	23.3	12.0	8.8	8.3
ROA	8.9	3.0	2.6	2.9	3.2
ROE	**19.6**	**6.6**	**5.0**	**5.1**	**5.3**
부채비율 (%)	136.9	106.5	79.9	69.0	62.7
순차입금/자기자본 (%)	6.1	23.3	-3.1	-1.8	0.2
영업이익/금융비용 (배)	9.8	3.2	4.7	5.4	7.0

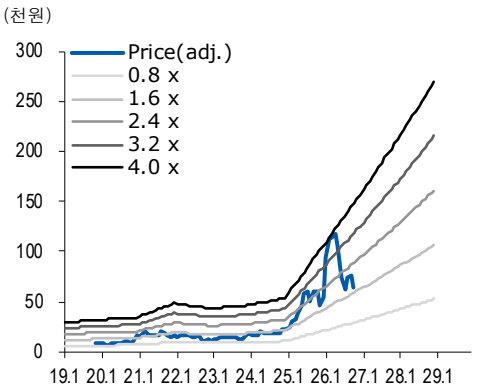
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

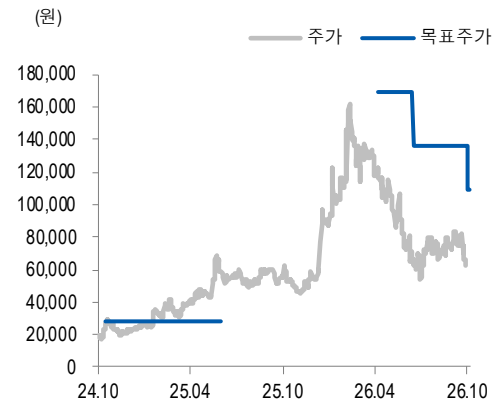
P/E band chart



P/B band chart



한화시스템 (272210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-10-28	BUY	109,000	1년		
2026-07-14	BUY	136,000	1년	-47.24	-39.04
2026-05-06	BUY	169,000	1년	-44.80	-30.95
	담당자변경				
2024-11-11	BUY	28,000	1년	23.85	145.00
2024-03-06	BUY	20,000	1년	-7.43	16.00

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.9
Hold(중립)	3.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-10-28

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **백종민**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.