

한화시스템 (272210)

최정환 CFA

jeonghwan.choi@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

98,000

하향

현재주가

80,500

(26.10.16)

방위산업

KOSPI	5,668.05
시가총액	14,925십억원
시가총액비중	0.22%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	162,700원 / 45,350원
120일 평균거래대금	650억원
외국인지분율	9.44%
주요주주	한화에어로스페이스 외 3인 59.5% 국민연금공단 6.17%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.8	20.6	-40.1	49.9
상대수익률	36.1	45.1	-34.2	-0.9



	2025	2026F
주당배당금(DPS) (원)	340	380
수익률(%)	0.9	0.5
총주주환원 (십억원)	65	73
수익률(%)	0.9	0.5

주: 대신증권 Research Center 추정.
추정치는 12M FWD 기준

3Q26 Preview: 컨센서스 상회 전망

- 투자의견 매수, 목표주가 98,000원으로 -4.9% 하향조정
- 3Q26 컨센서스 대비 매출, 영업이익 상회 전망
- 천광과 저궤도 위성이 이끄는 중장기 성장

투자의견 매수, 목표주가 98,000원으로 -4.9% 하향조정

27년 기존사업(방산, ICT)과 우주사업 가치 SOTP 통해 목표주가 산출. 목표주가 하향의 경우 필리조션소 매각에 따른 조선업 가치 제외를 반영함. 필리조션소가 27년부터 연결 실적에서 제외되며 27년 기준 P/E 멀티플은 22.6배로 글로벌 피어 24.0배와 유사한 수준으로 내려왔으며 동사가 준비 중인 우주사업 가치가 추가적으로 반영되어야 한다고 판단

3Q26 컨센서스 대비 매출, 영업이익 상회 전망

3Q26 연결 기준 매출액 1조 1,130억원(+37.8% YoY), 영업이익 710억원(+223% YoY, OPM 6.3%)으로 컨센서스인 매출액 1조 790억원, 영업이익 600억원을 상회하는 실적을 전망. 2H26부터 UAE, 사우디 천궁2 MFR 진행률이 QoQ로 상승하며 수출비중은 2Q26 22.9%에서 3Q26 36.6%로 상승, 필리조션소 적자 또한 2Q26 대비 감소할 것임. 자체투자비의 경우 2Q26 대비해서는 증가하나 4Q26 집중될 것으로 추정. 필리조션소 매각이 이뤄지며 3Q26 중단영업손익으로 필리조션소 실적이 반영될지는 불확실해 3Q26 실적까지는 연결 기준 실적 추정치에 반영

천광과 저궤도 위성이 이끄는 중장기 성장

동사는 천광, 저궤도 위성을 통해 부체계 기업에서 체계종합 기업으로 변화하는 중, 천광의 경우 국내 Block1 양산이 진행 중이며 자체 개발 및 Block3까지의 개량사업을 통해 출력 강화 및 이동형으로 개량이 될 예정. 현재 동유럽, 중동 등 다양한 국가들로부터 관심을 받고 있음. 우주사업의 경우 동사는 연간 100기 CAPA를 보유한 제주한화우주센터를 통해 국내외 저궤도 위성 수출 사업을 진행할 뿐 아니라 위성임대사업, 위성이미지 서비스 사업을 진행할 계획

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,802	3,672	4,148	3,639	2,812
영업이익	219	120	273	544	385
세전순이익	581	115	283	805	632
총당기순이익	445	209	243	673	528
지배지분순이익	454	249	304	673	528
EPS	2,405	1,318	1,610	3,564	2,797
PER	32.9	46.9	50.0	22.6	28.8
BPS	12,791	26,472	27,985	33,657	38,485
PBR	1.8	2.7	2.9	2.4	2.1
ROE	18.4	4.2	4.6	10.6	7.3

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center(27년 필리조션소 제외 실적)

표 1. 한화시스템 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
27년 방산 EBITDA	651	
27년 ICT EBITDA	115	
방산 Target EV/EBITDA	20.0x	
ICT Target EV/EBITDA	9.0x	
목표 시가총액(A+B)	18,556	
영업 가치(A): (EV-순차입금)	15,253	
EV(방산+ICT)	14,059	
순차입금	-1,194	
우주사업 가치(b)	3,302	
27년 제주한화우주센터 매출	768	
Target PSR	4.3x	
상장주식수(천주)	188,919	
Target Price(원)	98,000	
현재 주가(원)	80,500	
상승여력	21.7%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 한화시스템 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			
RTX	9.7	8.6	7.8	13.0	13.4	13.6	12.9	13.6	14.3	26.1	18.1	345.4
탈레스	7.6	7.6	8.8	10.1	12.8	13.2	23.0	24.7	25.2	20.3	11.2	82.7
레오나르도	9.8	14.1	10.2	10.3	9.7	9.7	16.4	16.4	13.3	19.7	10.6	52.6
L3 해리스	2.5	7.8	6.8	12.4	15.7	15.9	7.8	9.8	10.9	22.0	13.7	87.3
아셀산	14.7	54.7	57.9	22.9	22.5	22.1	16.5	15.6	19.6	20.1	17.5	58.4
헨솔트	21.3	9.6	15.4	13.2	12.6	13.5	17.7	17.4	20.4	36.0	15.9	14.7
글로벌 피어 평균	10.9	17.1	17.8	13.7	14.4	14.7	15.7	16.2	17.3	24.0	14.5	
한화시스템	31.1	13.0	-12.3	3.3	6.6	14.9	4.2	4.6	10.6	22.6	18.3	15.2

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 1. 한화시스템 분기 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전				변경 후				3Q26 Cons
		1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	
매출액	(십억원)	771	1,117	1,140	1,235	771	1,117	1,113	1,147	1,079
YoY	(%)	+11.6	+45.4	+41.1	-12.1	+11.6	+45.4	+37.8	-18.4	
방산	(십억원)	471	701	636	1,024	471	701	609	936	
수출비중	(%)	29.9	22.9	39.2	33.9	29.9	22.9	36.6	27.7	
ICT	(십억원)	172	187	218	208	172	187	218	208	
기타(필리조선소)	(십억원)	127	233	286	3	127	233	286	3	
영업이익	(십억원)	34	103	73	115	34	103	71	65	60
OPM	(%)	4.5	9.2	6.4	9.3	4.5	9.2	6.3	5.6	5.6
방산	(십억원)	69	103	71	102	69	103	68	52	
OPM	(%)	14.6	14.7	11.1	10.0	14.6	14.7	11.1	5.6	
ICT	(십억원)	13	21	18	12	13	21	18	12	
OPM	(%)	7.8	11.1	8.2	5.9	7.8	11.1	8.2	5.9	
기타(필리조선소)	(십억원)	-47	-21	-15	0	-47	-21	-15	0	
지배주주순이익	(십억원)	-55	67	92	246	-55	67	89	203	577

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 한화시스템 연간 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전			변경 후			26 Cons
		25	26E	27E	25	26E	27E	
매출액	(십억원)	3,672	4,629	4,871	3,672	4,148	3,639	4,526
YoY	(%)	+31.1	+26.1	+5.2	+31.1	+13.0	-12.3	
방산	(십억원)	2,439	2,832	2,837	2,439	2,717	2,824	
수출비중	(%)	20.9	31.7	47.5	20.9	28.8	47.3	
ICT	(십억원)	653	786	804	653	786	804	
기타(필리조선소)	(십억원)	580	1,015	1,229	580	645	11	
영업이익	(십억원)	120	312	532	120	273	544	255
OPM	(%)	3.3	6.7	10.9	3.3	6.6	14.9	5.6
방산	(십억원)	228	336	393	228	292	479	
OPM	(%)	9.3	11.9	13.8	9.3	10.7	17.0	
ICT	(십억원)	51	64	65	51	64	64	
OPM	(%)	7.8	8.2	8.1	7.8	8.2	8.0	
기타(필리조선소)	(십억원)	-159	-87	11	-159	-82	0	
지배주주순이익	(십억원)	249	255	612	249	304	673	136

자료: 대신증권 Research Center(27년 필리조선소 제외 실적)

재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	2,802	3,672	4,148	3,639	2,812	
매출원가	2,356	3,248	3,532	2,789	2,189	
매출총이익	446	424	616	850	622	
판매비와관리비	227	305	343	306	237	
영업이익	219	120	273	544	385	
영업이익률	7.8	3.3	6.6	14.9	13.7	
EBITDA	301	267	493	765	580	
영업외손익	314	-4	10	262	247	
관계기업손익	0	0	0	0	0	
금융수익	48	53	90	57	46	
외환관련이익	33	11	49	36	28	
금융비용	39	46	188	216	210	
외환관련손실	17	8	21	25	20	
기타	227	-104	-269	-11	-8	
법인세비용차감전순손익	581	115	283	805	632	
법인세비용	104	-86	40	132	104	
계속사업순손익	477	200	243	673	528	
중단사업순손익	-32	8	0	0	0	
당기순이익	445	209	243	673	528	
당기순이익률	15.9	5.7	5.9	18.5	18.8	
비지배자분순이익	-9	-40	-60	0	0	
지배자분순이익	454	249	304	673	528	
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0	
기타포괄이익	-35	2,188	-103	398	384	
포괄순이익	411	2,397	140	1,072	912	
비지배자분포괄이익	-9	-1	-124	-114	-94	
지배자분포괄이익	420	2,398	264	1,185	1,006	

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	2,405	1,318	1,610	3,564	2,797
PER	32.9	46.9	50.0	22.6	28.8
BPS	12,791	26,472	27,985	33,657	38,485
PBR	1.8	2.7	2.9	2.4	2.1
EBITDAPS	1,593	1,413	2,610	4,049	3,069
EV/EBITDA	10.5	21.8	30.1	18.3	23.1
SPS	14,830	19,436	21,956	19,263	14,883
PSR	1.5	2.8	3.7	4.2	5.4
CFPS	702	417	895	6,974	5,037
DPS	270	340	380	710	830

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	14.2	31.1	13.0	-12.3	-22.7
영업이익 증가율	135.6	-45.4	128.4	99.2	-29.2
순이익 증가율	24.8	-53.0	16.2	177.0	-21.5
수익성					
ROIC	46.8	7.2	14.3	44.8	39.6
ROA	7.8	2.0	2.4	6.1	4.8
ROE	18.4	4.2	4.6	10.6	7.3
안정성					
부채비율	136.9	106.4	93.6	73.1	51.6
순차입금비율	21.9	44.1	-6.7	-18.8	-24.7
이자보상배율	9.8	3.1	1.7	2.9	2.0

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center(27년 필리존선소 제외 실적)

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286	2,921	5,380	5,808	5,508
현금및현금성자산	200	325	2,630	3,212	3,373
매출채권 및 기타채권	313	451	518	455	351
재고자산	610	797	965	809	703
기타유동자산	1,164	1,348	1,267	1,332	1,080
비유동자산	3,438	7,399	4,853	5,196	5,516
유형자산	570	823	818	787	742
관계기업투자금	25	548	554	560	565
기타비유동자산	2,843	6,028	3,481	3,849	4,209
자산총계	5,724	10,320	10,234	11,005	11,024
유동부채	2,677	3,327	2,885	2,984	2,692
매입채무 및 기타채무	250	473	321	254	199
차입금	80	270	13	7	14
유동성채무	50	100	200	350	500
기타유동부채	2,297	2,484	2,351	2,374	1,979
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	4,946	4,646	3,754
자배자본	2,490	4,849	5,153	6,225	7,137
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,123	1,123	1,123
이익잉여금	589	709	1,013	1,686	2,215
기타자본변동	-136	2,073	2,073	2,471	2,855
비자배자본	-74	152	133	133	133
자본총계	2,416	5,001	5,287	6,358	7,270
순차입금	528	2,206	-356	-1,194	-1,798

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	133	79	132	1,318	900
당기순이익	445	210	243	673	528
비현금항목의 가감	-60	144	242	234	206
감가상각비	82	147	220	221	195
외환손익	-22	2	2	2	2
지분법평가손익	16	5	20	11	8
기타	-136	-11	0	0	0
자산부채의 증감	-218	-211	-388	152	155
기타현금흐름	-35	-64	35	258	11
투자활동 현금흐름	-442	-1,168	2,416	-545	-489
투자자산	-461	-3,771	2,665	-326	-320
유형자산	-297	-184	-207	-182	-141
기타	315	2,787	-41	-36	-28
재무활동 현금흐름	35	1,234	-244	-190	-249
단기차입금	-82	190	-257	-6	6
사채	269	717	50	-50	-150
장기차입금	-140	229	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-52	-65	-36	-135	-106
기타	41	164	0	0	0
현금의 증감	-274	146	2,304	582	162
기초 현금	476	200	325	2,629	3,212
기말 현금	200	325	2,629	3,212	3,374
NOPLAT	581	115	283	805	632
FCF	-309	-1,089	2,548	773	411

[Compliance Notice]

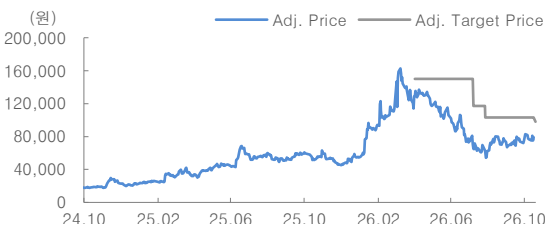
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	26.10.19	26.10.07	26.08.20	26.08.11	26.07.29	26.07.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	98,000	103,000	103,000	103,000	103,000	117,000
과리율(평균%)		-248	-286	-319	-369	-409
과리율(최대/최소%)		-21.6	-19.5	-22.0	-25.0	-23.3
제시일자	26.05.26	26.04.28	26.04.14	26.04.14	25.12.01	25.11.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	150,000	150,000	150,000	담당자변경	71,000	71,000
과리율(평균%)	-249	-136	-13.00		26.41	-28.35
과리율(최대/최소%)	-18.5	-10.6	-14.90		129.15	-16.48
제시일자	25.11.03	25.09.22	25.07.30	25.07.04	25.06.27	25.05.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	71,000	67,000	62,000	47,000	47,000	47,000
과리율(평균%)	-27.94	-15.41	-12.69	13.72	11.93	10.29
과리율(최대/최소%)	-16.48	-5.97	-3.39	-8.94	-8.94	45.96
제시일자	25.03.26	25.07.04	25.06.27	25.05.13	25.03.26	25.02.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	42,000	47,000	47,000	47,000	42,000	32,000
과리율(평균%)	-10.72	13.72	11.93	10.29	-10.72	9.11
과리율(최대/최소%)	11.55	-8.94	-8.94	45.96	11.55	32.03

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20261014)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	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