



BUY(Maintain)

목표주가: 121,000원

주가(10/27): 63,100원

시가총액: 119,208억원



조선/기계/방산/항공우주

Analyst 이한결

Stock Data

KOSPI (10/27)		5,638.34pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	162,700 원	45,350원
등락률	-61.2%	39.1%
수익률	절대	상대
1M	-12.8%	6.5%
6M	-47.4%	-38.0%
1Y	14.7%	-17.0%

Company Data

발행주식수	188,919 천주
일평균 거래량(3M)	654천주
외국인 지분율	9.3%
배당수익률(26E)	0.6%
BPS(26E)	36,982원
주요 주주	한화에어로스페이스 외 3 인
	59.5%

투자지표

(십억원, IFRS)	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,803.7	3,664.2	4,146.9	4,322.2
영업이익	219.3	119.9	347.6	516.8
EBITDA	333.5	300.4	632.1	824.4
세전이익	581.4	115.0	147.7	513.0
순이익	445.4	209.1	34.4	420.7
지배주주지분순이익	454.3	242.2	43.1	424.9
EPS(원)	2,405	1,282	228	2,249
증감률(% YoY)	30.1	-46.7	-82.2	886.9
PER(배)	9.4	42.4	340.1	34.5
PBR(배)	1.71	2.12	2.10	1.54
EV/EBITDA(배)	13.2	38.5	23.2	15.5
영업이익률(%)	7.8	3.3	8.4	12.0
ROE(%)	19.6	6.6	0.7	5.2
순차입금비율(%)	6.2	22.5	-1.9	-21.0

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



3Q26 Review

한화시스템 (272210)

방산과 우주 중심의 사업 재편



3분기 영업이익은 991억원으로 시장 기대치를 큰 폭으로 상회하였다. 방산과 ICT의 견조한 성장과 필리조선소의 손익이 중단 사업으로 분류된 영향으로 판단한다. 방산 부문의 개발비 집행 증가로 4Q26 수익성 둔화가 불가피하지만 중동향 수출 사업의 본격화에 따른 중장기 성장 흐름은 지속될 전망이다. 계열사 지분 매각을 통해 확보한 현금으로 방산과 우주 사업을 확대할 계획이다.

>>> 3분기 영업이익 991억원, 어닝 서프라이즈 시현

3분기 매출액 8,316억원(yoy +30%), 영업이익 991억원(yoy +60%, OPM 11.9%)으로 시장 기대치(618억원)와 당사 추정치(780억원)를 상회하였다. 전 사업 부문의 실적 개선과 필리조선소의 손익이 중단 사업으로 분류된 점이 주효했다.

방산 부문은 매출액 6,174억원(yoy +28%), 영업이익 760억원(yoy +53%, OPM 12.3%)로 견조한 실적을 달성하였다. 수출 사업에서 UAE/사우디/이라크 천궁II MFR 레이더 납품 등이 반영되었고 국내는 KF-21 항공전자장비, TICN 4차, K2 4차 등 주요 양산 사업이 진행되었다. 이번 분기는 수출 비중이 약 22%로 지난 분기 대비 소폭 감소하였고, 자체 투자 개발비도 전 분기 대비 크게 증가하여 수익성 개선 속도가 둔화되었다.

ICT 부문은 매출액 2,126억원(yoy +37%), 영업이익 240억원(yoy +100%, OPM 11.3%)로 무난한 성장세가 지속되고 있다. 계열사향 시스템 구축 프로젝트의 매출이 증가하며 수익성 개선 흐름이 나타났다.

>>> 투자비 집행 증가에도 중장기 성장 기대

방산 부문에서 수출과 우주 사업 확대를 위한 자체 투자 개발비 집행이 증가할 것으로 추정한다. 올해 3분기까지 누적 투자비는 약 380억원이 반영되었고, 연초 사업 계획을 감안하면 4분기는 약 400~600억원 규모의 투자비가 집행될 것으로 전망한다. 이에 단기적으로 4Q26 방산 부문의 수익성 감소가 불가피할 것으로 판단한다. 향후 2~3년간 대규모 투자비 집행이 예상되지만 중동향 수출 사업의 본격화에 따른 매출 성장과 수익성 개선으로 전사 실적 성장 흐름은 지속될 것으로 판단한다. 이에 27년 방산 부문의 매출과 영업이익은 각각 +17%, +29% 성장할 것으로 전망한다. 또한, ICT 부문도 계열사향 시스템 구축 프로젝트 물량의 확대에 견조한 성장세가 나타날 것으로 기대한다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 121,000원 유지

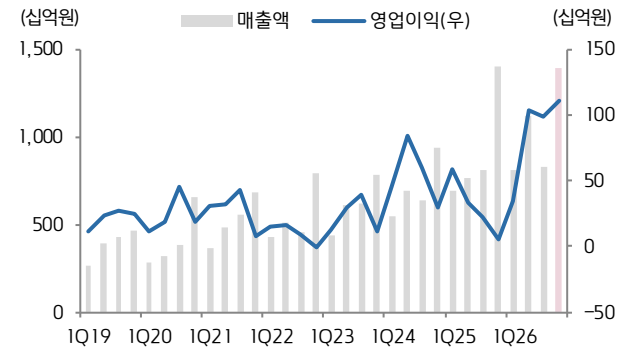
방산과 우주 부문의 신규 수주가 향후 주가 모멘텀을 이끌 전망이다. 동사는 UAE 방산 기업인 EDGE 그룹과 UAE 통합 방공망 구축을 위한 사업을 논의 중이다. 또한 4분기 중으로 다부처 초소형 SAR 위성 사업의 사업자 선정이 예상된다. 계열사의 지분 매각을 통해 확보한 약 3조원의 현금을 기반으로 우주와 국방 AI 부문에서 신규 투자가 확대될 것으로 기대한다.

한화시스템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	690.1	768.2	807.7	1,398.1	807.1	1,117.6	831.6	1,390.6	3,664.1	4,146.9	4,322.2
(YoY)	26.8%	11.8%	26.4%	49.8%	17.0%	45.5%	3.0%	-0.5%	30.7%	13.2%	4.2%
방산	430.3	470.2	481.4	1,056.9	471.2	700.6	617.4	1,168.6	2,438.8	2,957.8	3,472.5
ICT	141.5	147.0	155.7	208.4	172.3	187.3	212.6	219.3	652.6	791.5	838.1
영업이익	58.2	33.5	22.5	5.7	34.3	103.7	99.1	110.5	119.8	347.6	516.8
(YoY)	27.8%	-60.4%	-62.7%	-80.3%	-41.1%	209.9%	340.9%	1825.4%	-45.4%	190.1%	48.7%
OPM	8.4%	4.4%	2.8%	0.4%	4.2%	9.3%	11.9%	7.9%	3.3%	8.4%	12.0%
순이익	41.0	47.0	151.8	-32.1	-95.8	52.7	3.8	73.7	207.6	34.4	420.7
(YoY)	-18.6%	73.9%	1763.3%	적전	적전	12.1%	-97.5%	흑전	-53.4%	-83.5%	1121.4%
NPM	5.9%	6.1%	18.8%	-2.3%	-11.9%	4.7%	0.5%	5.3%	5.7%	0.8%	9.7%

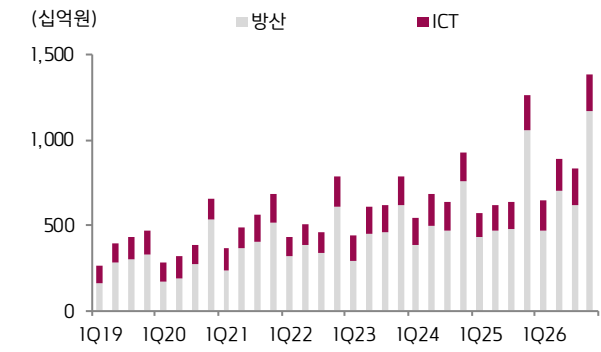
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



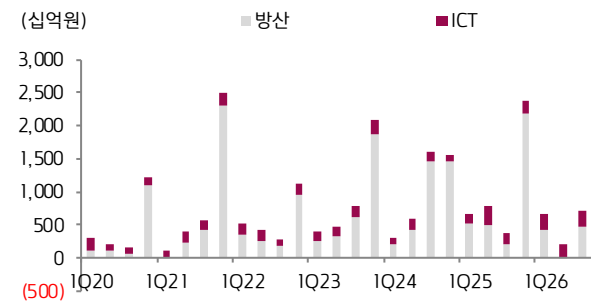
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



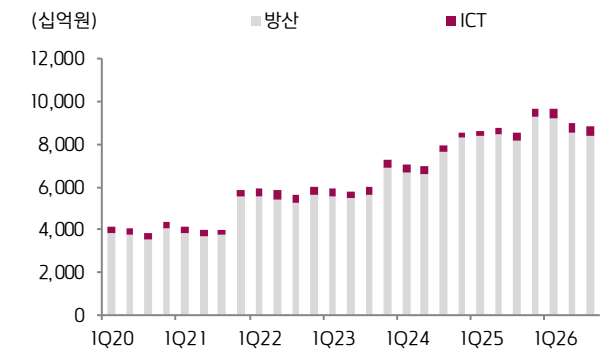
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 신규 수주 추이



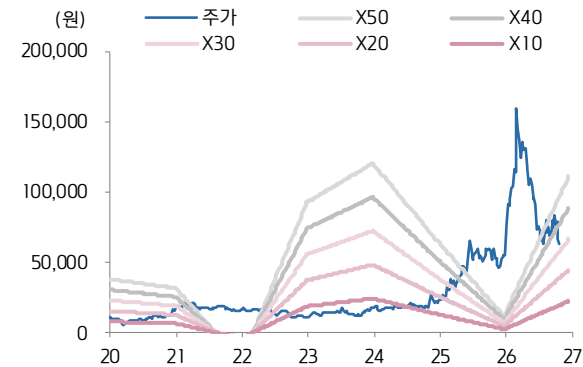
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 수주 잔고 추이



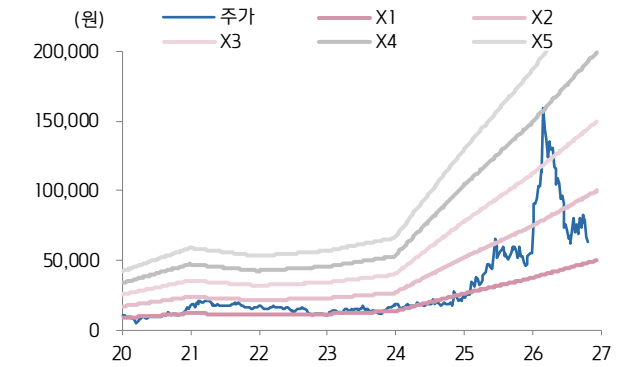
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,803.7	3,664.2	4,146.9	4,322.2	4,943.5
매출원가	2,387.9	3,272.4	3,490.2	3,463.2	3,933.5
매출총이익	415.8	391.7	656.7	859.0	1,010.0
판매비	196.4	271.8	309.1	342.2	369.9
영업이익	219.3	119.9	347.6	516.8	640.1
EBITDA	333.5	300.4	632.1	824.4	954.2
영업외손익	362.1	-4.9	-199.9	-3.8	11.2
이자수익	14.6	12.9	46.6	97.0	149.1
이자비용	22.3	38.0	38.0	38.0	38.0
외환관련이익	33.4	11.4	8.2	8.2	8.2
외환관련손실	17.1	8.4	3.3	3.3	3.3
종속 및 관계기업손익	-12.6	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3
기타	366.1	22.5	-208.1	-62.4	-99.5
법인세차감전이익	581.4	115.0	147.7	513.0	651.3
법인세비용	104.3	-85.7	113.3	92.3	117.2
계속사업순이익	477.2	200.7	34.4	420.7	534.1
당기순이익	445.4	209.1	34.4	420.7	534.1
지배주주순이익	454.3	242.2	43.1	424.9	534.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	14.3	30.7	13.2	4.2	14.4
영업이익 증감율	78.9	-45.3	189.9	48.7	23.9
EBITDA 증감율	36.4	-9.9	110.4	30.4	15.7
지배주주순이익 증감율	30.1	-46.7	-82.2	885.8	25.7
EPS 증감율	30.1	-46.7	-82.2	886.9	25.7
매출총이익율(%)	14.8	10.7	15.8	19.9	20.4
영업이익율(%)	7.8	3.3	8.4	12.0	12.9
EBITDA Margin(%)	11.9	8.2	15.2	19.1	19.3
지배주주순이익율(%)	16.2	6.6	1.0	9.8	10.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	132.6	78.7	-21.7	585.0	613.6
당기순이익	445.4	209.1	34.4	420.7	534.1
비현금항목의 가감	-59.8	144.3	326.1	277.9	257.1
유형자산감가상각비	92.3	141.1	248.3	272.9	280.9
무형자산감가상각비	21.8	39.4	36.2	34.7	33.1
지분법평가손익	-450.6	-51.2	-5.3	-5.3	-5.3
기타	276.7	15.0	46.9	-24.4	-51.6
영업활동자산부채증감	-217.6	-210.7	-277.5	-80.2	-171.4
매출채권및기타채권의감소	-92.2	-143.3	-59.6	-21.6	-76.7
재고자산의감소	-106.4	-188.1	-106.8	-38.8	-137.5
매입채무및기타채무의증가	1.8	233.7	74.3	194.8	291.1
기타	-20.8	-113.0	-185.4	-214.6	-248.3
기타현금흐름	-35.4	-64.0	-104.7	-33.4	-6.2
투자활동 현금흐름	-442.0	-1,170.4	1,978.7	1,973.9	1,964.0
유형자산의 취득	-239.8	-298.9	-318.6	-295.8	-288.3
유형자산의 처분	0.1	1.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-25.4	-19.3	-26.0	-24.4	0.0
투자자산의감소(증가)	-435.1	-3,741.0	-534.2	-534.2	-534.2
단기금융자산의감소(증가)	-88.9	-38.7	-68.4	-97.6	-139.4
기타	347.1	2,925.9	2,925.9	2,925.9	2,925.9
재무활동 현금흐름	35.1	1,237.3	62.9	62.9	62.9
차입금의 증가(감소)	118.5	1,146.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-52.4	-65.4	-93.5	-93.5	-93.5
기타	-31.0	156.3	156.4	156.4	156.4
기타현금흐름	-1.9	-20.0	-826.0	-826.0	-826.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-276.2	125.6	1,193.9	1,795.8	1,814.5
기초현금 및 현금성자산	476.1	199.8	325.5	1,519.4	3,315.2
기말현금 및 현금성자산	199.8	325.5	1,519.4	3,315.2	5,129.7

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286.1	2,928.5	4,542.7	6,711.1	9,127.5
현금 및 현금성자산	199.8	325.5	1,519.4	3,315.2	5,129.7
단기금융자산	121.2	159.9	228.3	325.9	465.3
매출채권 및 기타채권	312.7	452.3	511.9	533.5	610.2
재고자산	610.1	810.7	917.6	956.3	1,093.8
기타유동자산	1,042.3	1,180.1	1,365.5	1,580.2	1,828.5
비유동자산	3,524.2	7,398.7	7,987.7	8,529.1	9,032.3
투자자산	1,902.9	5,638.6	6,167.5	6,696.4	7,225.3
유형자산	635.9	822.7	893.0	915.9	923.3
무형자산	733.9	709.8	699.6	689.3	656.2
기타비유동자산	251.5	227.6	227.6	227.5	227.5
자산총계	5,810.4	10,327.3	12,530.4	15,240.3	18,159.8
유동부채	2,677.1	3,334.9	3,409.2	3,604.0	3,895.1
매입채무 및 기타채무	436.4	722.0	796.4	991.2	1,282.3
단기금융부채	109.2	425.6	425.6	425.6	425.6
기타유동부채	2,131.5	2,187.3	2,187.2	2,187.2	2,187.2
비유동부채	677.5	1,991.4	1,991.4	1,991.4	1,991.4
장기금융부채	364.0	1,186.7	1,186.7	1,186.7	1,186.7
기타비유동부채	313.5	804.7	804.7	804.7	804.7
부채총계	3,354.6	5,326.3	5,400.6	5,595.4	5,886.5
자본지분	2,490.1	4,849.2	6,986.6	9,505.9	12,134.3
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,092.0	1,123.0	1,123.0	1,123.0	1,123.0
기타자본	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1
기타포괄손익누계액	-101.7	2,107.1	4,294.9	6,482.8	8,670.7
이익잉여금	589.3	708.7	658.3	989.6	1,430.2
비지배지분	-34.3	151.8	143.2	139.0	139.0
자본총계	2,455.8	5,001.0	7,129.8	9,644.8	12,273.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,405	1,282	228	2,249	2,827
BPS	13,181	25,668	36,982	50,317	64,230
CFPS	2,041	1,871	1,909	3,697	4,188
DPS	350	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	9.4	42.4	340.1	34.5	27.4
PER(최고)	12.6	54.7	807.4		
PER(최저)	6.2	17.6	222.5		
PBR	1.71	2.12	2.10	1.54	1.21
PBR(최고)	2.29	2.73	4.98		
PBR(최저)	1.13	0.88	1.37		
PSR	1.52	2.80	3.53	3.39	2.96
PCFR	11.1	29.1	40.6	21.0	18.5
EV/EBITDA	13.2	38.5	23.2	15.5	11.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	14.7	44.7	271.5	22.2	17.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.5	0.9	0.6	0.6	0.6
ROA	8.7	2.6	0.3	3.0	3.2
ROE	19.6	6.6	0.7	5.2	4.9
ROIC	33.6	59.1	5.6	25.5	29.5
매출채권회전율	10.8	9.6	8.6	8.3	8.6
재고자산회전율	5.0	5.2	4.8	4.6	4.8
부채비율	136.6	106.5	75.7	58.0	48.0
순차입금비용	6.2	22.5	-1.9	-21.0	-32.5
이자보상배율	9.8	3.2	9.1	13.6	16.8
총차입금	473.2	1,612.3	1,612.3	1,612.3	1,612.3
순차입금	152.2	1,126.9	-135.4	-2,028.8	-3,982.7
NOPLAT	333.5	300.4	632.1	824.4	954.2
FCF	-94.5	319.4	-256.6	331.0	379.2

Compliance Notice

- 당사는 10월 27일 현재 '한화시스템(272210)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

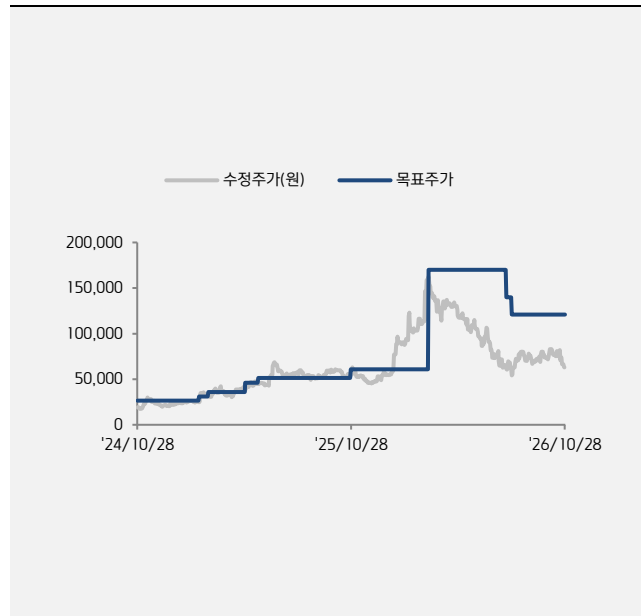
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화시스템 (272210)	2024-10-31	BUY(Maintain)	26,500원	6개월	-20.68	12.64
	2025-02-10	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	5.57	15.16
	2025-02-26	Outperform (Downgrade)	36,000원	6개월	-0.70	17.50
	2025-04-30	Outperform (Maintain)	46,000원	6개월	-4.17	2.93
	2025-05-22	Outperform (Maintain)	51,500원	6개월	6.17	33.20
	2025-10-27	Outperform (Maintain)	61,000원	6개월	23.95	160.49
	2026-03-09	Marketperform (Downgrade)	170,000원	6개월	-20.93	-4.29
	2026-04-22	BUY(Upgrade)	170,000원	6개월	-21.39	-4.29
	2026-04-29	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-35.15	-4.29
	2026-07-20	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-53.80	-50.21
	2026-07-29	BUY(Maintain)	121,000원	6개월	-40.25	-33.64
	2026-09-29	BUY(Maintain)	121,000원	6개월	-39.35	-31.49
	2026-10-28	BUY(Maintain)	121,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/10/01~2026/09/30)

매수	중립	매도
97.09%	2.43%	0.48%