2026-04-07

COMPANY ANALYSIS

# 한화시스템 (272210/KS)

## 필리 적자 폭 축소 및 방산 수출 확대

조선/방산. 한승한, RA. 고서영 / shane.han@sks.co.kr / 3773-9992

**Signal: 레이더 및 위성 중심의 수주 모멘텀 본격화될 전망**
**Key: 방산 수출 비중 확대 및 필리 적자 축소로 실적 개선 예상**
**Step: 미 함정 건조 가능성까지 확대되는 중. 리레이팅 필요**

**매수(신규편입)**

목표주가: 160,000 원(신규편입)
현재주가: 127,600 원
상승여력: 25.4%

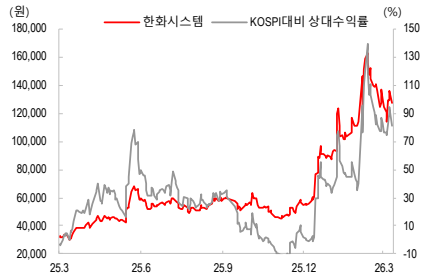
### STOCK DATA

| | |
|---|---|
| 주가(26/04/06) | 127,600 원 |
| KOSPI | 5,450.33 pt |
| 52 주 최고가 | 162,700 원 |
| 60 일 평균 거래대금 | 404 십억원 |

### COMPANY DATA

| | |
|---|---|
| 발행주식수 | 18,892 만주 |
| 시가총액 | 24,106 십억원 |
| 주요주주 | |
| 한화에어로스페이스(외 3) | 59.53% |
| 국민연금공단 | 7.19% |
| 외국인 지분율 | 8.90% |

### 주가 및 상대수익률




### 영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 4,286 | 5,162 | 6,412 |
| 영업이익 | 십억원 | 309 | 496 | 709 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 258 | 427 | 591 |
| EPS | 원 | 1,364 | 2,261 | 3,130 |
| PER | 배 | 99.3 | 59.9 | 43.3 |
| PBR | 배 | 5.1 | 4.8 | 4.4 |
| EV/EBITDA | 배 | 35.4 | 26.3 | 20.7 |
| ROE | % | 5.2 | 8.3 | 10.7 |
| 배당성향 | % | 39.9 | 39.4 | 39.5 |

## 방산 수출 확대 및 필리 적자 축소로 실적 개선

1Q26 연결 매출액 8,713 억원(+26.3% YoY, +-37.7% QoQ), 영업이익 650 억원(+11.8% YoY, +1029.0% QoQ)으로, 시장예상치(634 억원)에 부합하는 실적 기록할 것으로 예상한다. 작년 4 분기 필리조선소는 원가 및 PPA 상각비 310 억원이 일시 반영됐으며, 이에 따라 25 년 약 1,600 억원의 순손실 기록했다. 올해는 해당 비용이 약 절반 수준으로 줄어듦과 동시에 분기별로 나누어 인식될 예정이며, 적자 호선 인도 또한 마무리되면서 점진적인 적자 폭 축소 및 4Q26 의 흑자전환까지 기대해 볼 수 있다. 올해 UAE 및 사우디 천궁-2 사업의 레이더 양산 납품 예정으로, 수출 비중 확대에 따른 매출액 및 이익 성장 시현할 것으로 예상되며, '26 년 연결 매출액 4 조 2,857 억원, 영업이익 3,093 억원, OPM 7.2%를 전망한다. '27 년에는 천궁-2 중동 3 개 국가(UAE, 사우디, 이라크)향 물량이 동시에 인식되면서 수출 비중 확대에 따른 실적 성장은 지속될 예정이다.

## 방산 부문, 레이더 및 위성 중심의 수주 모멘텀 강화될 전망

수주 측면에서 올해 폴란드 K2 EC2 와 사우디 MNG 를 포함해 최근 이란 전쟁 이후 중동을 포함한 글로벌 방공무기체계에 대한 수요가 급증하면서 천궁-2 및 L-SAM 등의 수출 계약 이어질 것으로 전망한다. 동사는 작년 말 준공 완료된 제주우주센터의 월 생산 캐파는 초기 2 기에서 최대 8 기까지 확대될 계획이다. 다부처 초소형 위성체계 최종 사업자 선정이 올해 예정되어 있으며, 한국형 저궤도 통신망(K-LEO) 구축 사업 또한 점진적으로 가시화되면서 우주사업 관련 수주 모멘텀도 강화될 것으로 기대한다.

## 투자의견 '매수' 및 목표주가 16 만원으로 커버리지 개시

한화시스템에 대한 투자의견 '매수' 및 목표주가 16 만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 '28 년 추정 EPS 3,130 원에 Target P/E 50 배를 적용하여 산출했다. 동사는 미 무인수상정(MUSV) 사업까지 입찰 참여하고 있으며, 최근 한화디펜스 USA 와 함께 미 해군 차세대군수지원함(NGLS) 개념설계 사업을 수주했다. 향후 기본·상세설계, 그리고 FCL 획득 및 건조 사업 수주까지 이어지게 될 시, 미 해군 함정 건조 트랙레코드까지 확보하게 될 전망이다. 글로벌 지정학 리스크 점진적으로 확대되는 가운데 ①방산+②우주항공+③함정, 시장에서 가장 주목받는 3 가지 사업 모두 영위하고 있는 동사의 리레이팅 필요하다는 판단이다.

한화시스템 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

| 구분 | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q27E | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 871.3 | 1033.7 | 995.8 | 1385.0 | 1037.5 | 1240.6 | 1221.5 | 1662.7 | 4285.7 | 5162.3 | 6412.1 |
| YoY | 26.3% | 34.6% | 23.3% | -0.9% | 19.1% | 20.0% | 22.7% | 20.1% | 17.0% | 20.5% | 24.2% |
| QoQ | -37.7% | 18.6% | -3.7% | 39.1% | -25.1% | 19.6% | -1.5% | 36.1% | - | - | - |
| 방산 | 591.7 | 725.5 | 702.3 | 1050.0 | 740.0 | 909.2 | 901.4 | 1299.5 | 3069.5 | 3850.1 | 4906.1 |
| YoY | 37.5% | 54.3% | 45.9% | -0.7% | 25.1% | 25.3% | 28.3% | 23.8% | 25.9% | 25.4% | 27.4% |
| QoQ | -44.0% | 22.6% | -3.2% | 49.5% | -29.5% | 22.9% | -0.9% | 44.2% | - | - | - |
| ICT | 158.6 | 176.3 | 173.5 | 202.8 | 176.7 | 192.3 | 188.8 | 210.0 | 711.1 | 767.8 | 842.9 |
| YoY | 12.1% | 20.0% | 11.4% | -2.7% | 11.5% | 9.0% | 8.9% | 3.5% | 9.0% | 8.0% | 9.8% |
| QoQ | -23.9% | 11.2% | -1.6% | 16.9% | -12.8% | 8.8% | -1.8% | 11.2% | - | - | - |
| 기타 | 121.0 | 131.9 | 120.0 | 132.2 | 120.7 | 139.1 | 131.3 | 153.2 | 505.1 | 544.3 | 663.1 |
| YoY | 2.3% | -12.7% | -29.7% | -0.4% | -0.2% | 5.5% | 9.4% | 15.9% | -11.8% | 7.8% | 21.8% |
| QoQ | 2.3% | -12.7% | -29.7% | -0.4% | -0.2% | 5.5% | 9.4% | 15.9% | - | - | - |
| 영업이익 | 65.0 | 80.7 | 94.9 | 68.7 | 109.3 | 121.0 | 147.2 | 118.9 | 309.3 | 496.4 | 709.5 |
| YoY | 11.8% | 141.3% | 321.5% | 1092.1% | 68.1% | 49.9% | 55.1% | 73.2% | 158.0% | 60.5% | 42.9% |
| QoQ | 1029.0% | 24.1% | 17.6% | -27.7% | 59.2% | 10.7% | 21.7% | -19.2% | - | - | - |
| 영업이익률 | 7.5% | 7.8% | 9.5% | 5.0% | 10.5% | 9.8% | 12.1% | 7.2% | 7.2% | 9.6% | 11.1% |

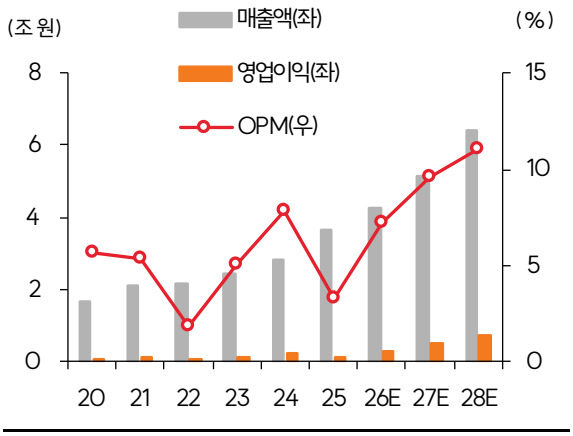
자료: Quantiwise, SK 증권 추정

한화시스템 목표주가 산출

| 항목 | 구분 | 단위 | 적정가치 | 비고 |
|---|---|---|---|---|
| '28 년 추정 EPS | (A) | 원 | 3,130 | |
| Target P/E | (B) | 배 | 50 | |
| 주당주주가치 | (C) | 원 | 156,500 | (C) = (A) * (B) |
| 목표주가 | (D) | 원 | 160,000 | |
| 현재주가 | (E) | 원 | 127,600 | 2026 년 4 월 6 일 종가 |
| 상승여력 | (F) | % | 25.4 | (F) = (D-E)/(E) |

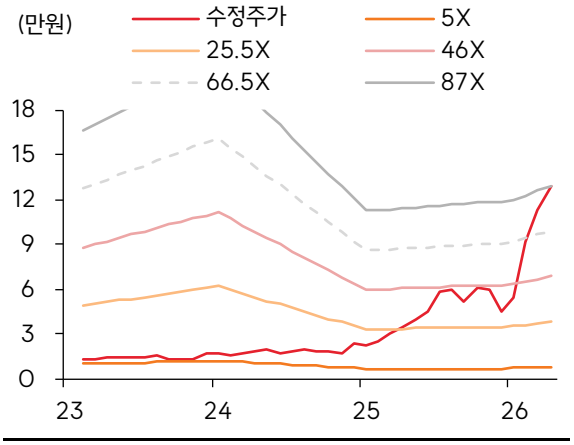
자료: SK 증권 추정

### 한화시스템 실적 추이 및 전망



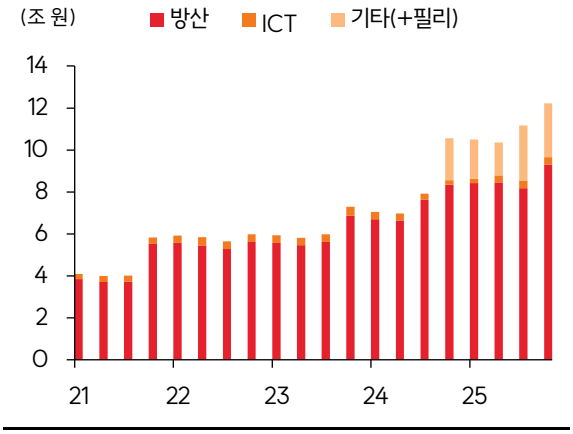

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

### 한화시스템 PER Band Chart



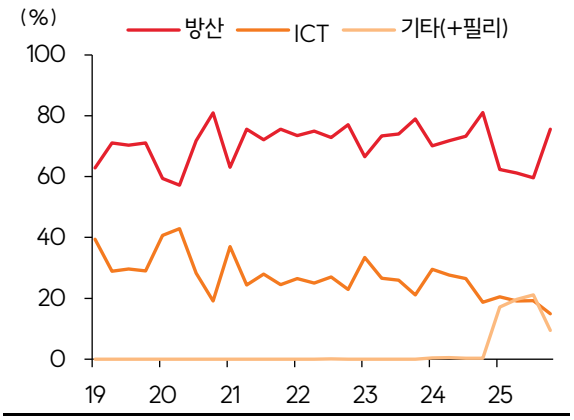

자료: Bloomberg, SK 증권

### 수주잔고 규모 추이



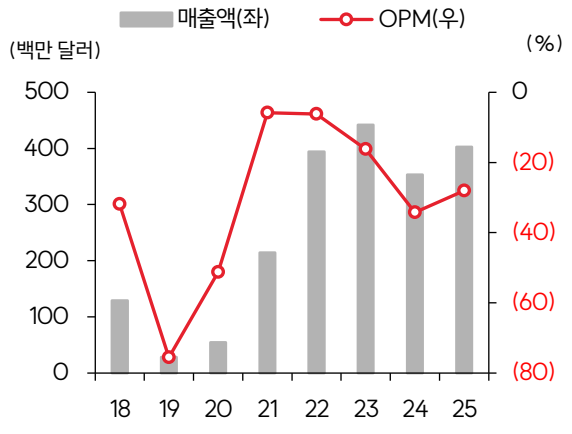

자료: 한화시스템, SK 증권

### 한화시스템 사업부문별 매출 비중 추이



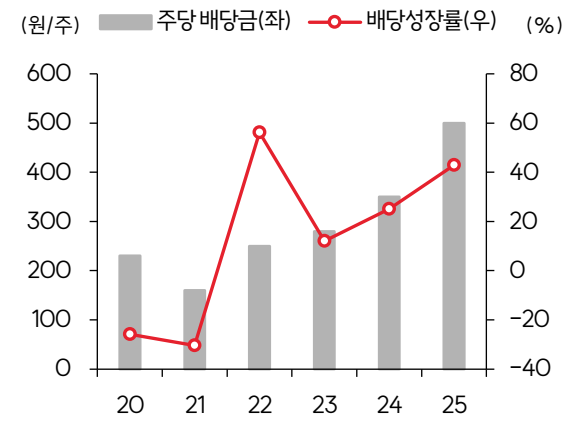

자료: Quantiwise, SK 증권

### 한화필리조선소 실적 추이




자료: 한화시스템, SK 증권

### 한화시스템 DPS 및 배당성장률 추이




자료: Quantiwise, SK 증권

**재무상태표**

| 12월 결산(십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 2,286 | 2,929 | 2,952 | 3,240 | 3,955 |
| 현금및현금성자산 | 200 | 325 | 596 | 675 | 1,162 |
| 매출채권 및 기타채권 | 313 | 452 | 495 | 539 | 587 |
| 재고자산 | 610 | 811 | 887 | 966 | 1,051 |
| **비유동자산** | 3,524 | 7,399 | 7,652 | 7,824 | 7,892 |
| 장기금융자산 | 1,878 | 5,090 | 5,098 | 5,105 | 5,130 |
| 유형자산 | 636 | 823 | 1,035 | 1,144 | 1,148 |
| 무형자산 | 734 | 710 | 727 | 764 | 787 |
| **자산총계** | 5,810 | 10,327 | 10,605 | 11,064 | 11,848 |
| **유동부채** | 2,677 | 3,335 | 3,645 | 3,966 | 4,315 |
| 단기금융부채 | 109 | 426 | 466 | 507 | 552 |
| 매입채무 및 기타채무 | 250 | 481 | 790 | 860 | 936 |
| 단기충당부채 | 84 | 64 | 70 | 76 | 83 |
| **비유동부채** | 678 | 1,991 | 1,799 | 1,620 | 1,640 |
| 장기금융부채 | 364 | 1,190 | 980 | 782 | 782 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 18 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 장기충당부채 | 4 | 4 | 4 | 5 | 5 |
| **부채총계** | 3,355 | 5,326 | 5,445 | 5,586 | 5,954 |
| **지배주주지분** | 2,490 | 4,849 | 5,013 | 5,338 | 5,761 |
| 자본금 | 945 | 945 | 945 | 945 | 945 |
| 자본잉여금 | 1,092 | 1,123 | 1,123 | 1,123 | 1,123 |
| 기타자본구성요소 | -34 | -34 | -34 | -34 | -34 |
| 자기주식 | -34 | -34 | -34 | -34 | -34 |
| 이익잉여금 | 589 | 709 | 873 | 1,197 | 1,620 |
| 비지배주주지분 | -34 | 152 | 146 | 141 | 133 |
| **자본총계** | 2,456 | 5,001 | 5,160 | 5,478 | 5,893 |
| **부채와자본총계** | 5,810 | 10,327 | 10,605 | 11,064 | 11,848 |

**포괄손익계산서**

| 12월 결산(십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 2,804 | 3,664 | 4,286 | 5,162 | 6,412 |
| **매출원가** | 2,388 | 3,272 | 3,657 | 4,283 | 5,227 |
| **매출총이익** | 416 | 392 | 628 | 880 | 1,185 |
| 매출총이익률(%) | 14.8 | 10.7 | 14.7 | 17.0 | 18.5 |
| **판매비와 관리비** | 196 | 272 | 319 | 383 | 476 |
| **영업이익** | 219 | 120 | 309 | 496 | 709 |
| 영업이익률(%) | 7.8 | 3.3 | 7.2 | 9.6 | 11.1 |
| **비영업손익** | 362 | -5 | 10 | 37 | 29 |
| 순금융손익 | -8 | -25 | -18 | -11 | 3 |
| 외환관련손익 | 16 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | -13 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| **세전계속사업이익** | 581 | 115 | 319 | 533 | 738 |
| 세전계속사업이익률(%) | 20.7 | 3.1 | 7.5 | 10.3 | 11.5 |
| **계속사업법인세** | 104 | -86 | 67 | 112 | 155 |
| **계속사업이익** | 477 | 201 | 252 | 421 | 583 |
| **중단사업이익** | -32 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| ***법인세효과** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 445 | 209 | 252 | 421 | 583 |
| 순이익률(%) | 15.9 | 5.7 | 5.9 | 8.2 | 9.1 |
| 지배주주 | 454 | 242 | 258 | 427 | 591 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 16.2 | 6.6 | 6.0 | 8.3 | 9.2 |
| 비지배주주 | -9 | -33 | -5 | -6 | -8 |
| 총포괄이익 | 411 | 2,397 | 252 | 421 | 583 |
| 지배주주 | 420 | 2,398 | 257 | 429 | 592 |
| 비지배주주 | -9 | -1 | -5 | -8 | -9 |
| **EBITDA** | 333 | 300 | 632 | 843 | 1,044 |

**현금흐름표**

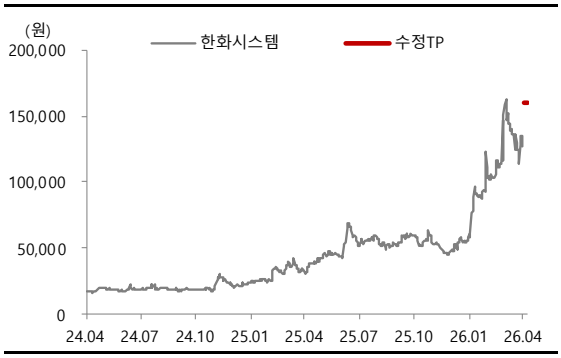
| 12월 결산(십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | 133 | 79 | 676 | 872 | 1,030 |
| 당기순이익(손실) | 445 | 209 | 252 | 421 | 583 |
| 비현금성항목등 | -60 | 144 | 407 | 468 | 486 |
| 유형자산감가상각비 | 92 | 141 | 268 | 290 | 277 |
| 무형자산상각비 | 22 | 39 | 55 | 56 | 58 |
| 기타 | -174 | -36 | 84 | 122 | 151 |
| 운전자본감소(증가) | -218 | -211 | 102 | 105 | 113 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -92 | -143 | -43 | -44 | -48 |
| 재고자산의감소(증가) | -106 | -188 | -76 | -79 | -86 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 2 | 234 | 68 | 70 | 76 |
| 기타 | -68 | -112 | -152 | -235 | -307 |
| 법인세납부 | -32 | -49 | -67 | -112 | -155 |
| **투자활동현금흐름** | -442 | -1,170 | -591 | -533 | -419 |
| 금융자산의감소(증가) | -134 | -345 | -15 | -16 | -17 |
| 유형자산의감소(증가) | -240 | -297 | -480 | -400 | -280 |
| 무형자산의감소(증가) | -25 | -19 | -72 | -93 | -80 |
| 기타 | -43 | -509 | -24 | -24 | -42 |
| **재무활동현금흐름** | 35 | 1,237 | -264 | -260 | -123 |
| 단기금융부채의증가(감소) | -101 | 270 | 40 | 41 | 45 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 185 | 839 | -210 | -198 | 0 |
| 자본의증가(감소) | -8 | 31 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -52 | -65 | -93 | -103 | -168 |
| 기타 | 11 | 163 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | -276 | 126 | 270 | 79 | 488 |
| 기초현금 | 476 | 200 | 325 | 596 | 675 |
| 기말현금 | 200 | 325 | 596 | 675 | 1,163 |
| FCF | -107 | -219 | 196 | 472 | 750 |

**주요투자지표**

| 12월 결산(십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 14.3 | 30.7 | 17.0 | 20.5 | 24.2 |
| 영업이익 | 78.9 | -45.3 | 158.0 | 60.5 | 42.9 |
| 세전계속사업이익 | 31.0 | -80.2 | 177.7 | 67.0 | 38.4 |
| EBITDA | 36.4 | -9.9 | 110.4 | 33.3 | 23.9 |
| EPS | 23.8 | -51.9 | 10.2 | 65.8 | 38.4 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROA | 8.7 | 2.6 | 2.4 | 3.9 | 5.1 |
| ROE | 19.6 | 6.6 | 5.2 | 8.3 | 10.7 |
| EBITDA마진 | 11.9 | 8.2 | 14.7 | 16.3 | 16.3 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 유동비율 | 85.4 | 87.8 | 81.0 | 81.7 | 91.7 |
| 부채비율 | 136.6 | 106.5 | 105.5 | 102.0 | 101.0 |
| 순차입금/자기자본 | 6.2 | 22.6 | 13.0 | 7.7 | -0.7 |
| EBITDA/이자비용(배) | 14.9 | 7.9 | 10.3 | 15.3 | 20.8 |
| 배당성향 | 14.4 | 38.6 | 39.9 | 39.4 | 39.5 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS(계속사업) | 2,573 | 1,238 | 1,364 | 2,261 | 3,130 |
| BPS | 13,361 | 25,849 | 26,718 | 28,434 | 30,674 |
| CFPS | 3,009 | 2,238 | 3,072 | 4,093 | 4,901 |
| 주당 현금배당금 | 350 | 500 | 550 | 900 | 1,250 |
| **Valuation지표 (배)** | | | | | |
| PER | 8.8 | 44.0 | 99.3 | 59.9 | 43.3 |
| PBR | 1.7 | 2.1 | 5.1 | 4.8 | 4.4 |
| PCR | 7.5 | 24.3 | 44.1 | 33.1 | 27.6 |
| EV/EBITDA | 13.2 | 38.5 | 35.4 | 26.3 | 20.7 |
| 배당수익률 | 1.5 | 0.9 | 0.5 | 0.8 | 1.1 |

자료 : 한화시스템, SK증권 추정

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2026.04.07 | 매수 | 160,000원 | 6개월 | | |




## COMPLIANCE NOTICE

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

| SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 04 월 07 일 기준) | 매수 | 93.63% | 중립 | 6.37% | 매도 | 0.00% |
|---|---|---|---|---|---|---|