

EARNINGS
REVIEW

한화시스템 (272210/KS)

실적과 주주 모두 장밋빛

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

Signal: 3Q26, 필리 제외 및 ICT 이익 개선세 지속되며 실적 서프라이즈
Key: 4Q26 내 UAE 항 방공무기 패키지 계약을 통한 주주 모멘텀 기대
Step: 적자 필리 제외로 '26~'28년 컨센서스 상향 조정 전망, '매수' 기회

매수(유지)

목표주가: 100,000 원(유지)
 현재주가: 63,100 원
 상승여력: 58.5%

STOCK DATA

주가(26/10/27)	63,100 원
KOSPI	5,638.34 pt
52 주 최고가	162,700 원
60 일 평균 거래대금	49 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	18,892 만주
시가총액	11,921 십억원
주요주주	
한화어로ospace(외 2)	59.53%
국민연금공단	6.17%
외국인 지분율	9.29%

주가 및 상대수익률



3Q26 Review: 시장예상치 큰 폭 상회, 적자 필리까지 빠졌다

3Q26 연결 매출액 8,316 억원(+30.1% YoY, -6.3% QoQ), 영업이익 992 억원(+60.5% YoY, -19.1% QoQ)으로, 시장예상치(619 억원)를 약 60% 상회하는 어닝 서프라이즈 시현했다. 주요 요인으로는 ①기타 부문 중 적자 기조를 벗어나지 못하던 필리조 선소가 이번 분기부터 중단 영업으로 실적에서 제외됐으며, ②이번 분기 환율 하락 영향에 따른 약 300 억원의 비용까지 고려하면 필리 제거 효과를 감안하더라도 경상적으로는 컨센서스 상회하는 호실적이다. 또한 ③ICT 부문에서 상대적으로 마진율이 높은 계열사 향 매출이 점진적으로 확대되는 중이며, 그 중에서도 수익성 좋은 시스템 구축(ERP, 공장 자동화 등) 사업이 이익 개선세를 견인했다. 방산 부문은 중동향 MSAM MFR 수출 및 국내 양산(KF21, TICN 4 차, K2 전차 등) 매출 인식되는 중이나, 폴란드 K2 사격통제시스템 매출 감소하며 QoQ 로는 탑라인 및 이익 모두 감소했다. 오는 4 분기에는 약 300~400 억원 수준의 자체투자개발비 반영됨과 동시에 방산 부문의 국내 매출 비중 확대로 OPM 감소 예상되나, 절대 규모 기준으로는 무난한 성장 이어갈 전망이다.

투자의견 '매수' 및 목표주가 10만원 유지

한화시스템에 대한 투자의견 '매수' 및 목표주가 10만원을 유지한다. 동사는 지난9월 UAE 국영 방산기업 EDGE 그룹과 UAE 통합대공망 구축 사업 구축을 위한 주요조건합의서를 체결했다. 오는 11 월 중 UAE 대통령 방한 예정임에 따라 천궁 2, LSAM, 천광 등 대드론(C-UAS) 및 단/중/장거리 방공무기체계 패키지 계약과 더불어 향후 C2 및 AI 관련 서비스를 포함한 통합체계 구축까지 기대한다. 최근 주주 소식에 목말라 있는 방산주 중 가장 빠른 중동 주주 모멘텀 이어질 것으로 전망되며, 적자 지속됐던 필리조선소의 실적이 중단 영업으로 제외되면서 '26~'28년 실적 추정치 상향 조정에 따른 주가 상승세 기대되기에 매수 시점라는 판단이다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	26년 3분기					26년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	832	1,082	-23.1	1,071	-22.3	4,170	4,540	-8.1	4,505	-7.4
영업이익(십억원)	99	40	147.5	62	59.7	325	183	77.6	257	26.5
지배주주순이익(십억원)	78	31	151.6	56	39.3	161	74	117.6	135	19.3
영업이익률(%)	11.9	3.7	-	5.8	-	7.8	4.0	-	5.7	-
지배주주순이익률(%)	9.4	2.9	-	5.2	-	3.9	1.6	-	3.0	-

자료: SK 증권

한화시스템 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

구분	변경 전				변경 후				컨센서스			
	4Q26E	1Q27E	2026E	2027E	4Q26E	1Q27E	2026E	2027E	4Q26E	1Q27E	2026E	2027E
매출액	1,533	1,110	4,540	5,520	1414	827	3,777	4,463	1,513	920	4,867	5,578
영업이익	5	86	183	360	88	100	391	486	59	92	458	576
영업이익률	0.3%	7.8%	4.0%	6.5%	6.2%	12.1%	10.3%	10.9%	3.9%	10.0%	9.4%	10.3%

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

주: 변경 후는 한화필리조션소 실적 제외한 추정치

한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E	2028E
매출액	644.9	887.2	831.6	1413.7	827.2	1004.8	988.5	1642.4	3777.4	4462.8	5304.2
YoY	12.4%	43.2%	30.1%	11.6%	28.3%	13.3%	18.9%	16.2%	21.9%	18.1%	18.9%
QoQ	-49.1%	37.6%	-6.3%	70.0%	-41.5%	21.5%	-1.6%	66.2%	-	-	-
방산	471.2	700.6	617.4	1190.5	629.3	781.7	761.1	1395.3	2979.7	3567.5	4301.7
YoY	9.5%	49.0%	28.3%	12.6%	33.6%	11.6%	23.3%	17.2%	22.2%	19.7%	20.6%
QoQ	-55.4%	48.7%	-11.9%	92.8%	-47.1%	24.2%	-2.6%	83.3%	-	-	-
ICT	172.3	187.3	212.6	221.6	196.0	221.1	225.5	245.0	793.8	887.7	994.1
YoY	21.8%	27.4%	36.5%	6.3%	13.8%	18.1%	6.1%	10.6%	21.6%	11.8%	12.0%
QoQ	-17.3%	8.7%	13.5%	4.2%	-11.5%	12.8%	2.0%	8.7%	-	-	-
기타	1.4	-0.7	1.6	1.7	1.8	1.9	1.8	2.0	4.0	7.6	8.4
YoY	-26.3%	-131.8%	-27.3%	68.8%	26.7%	-378.5%	14.9%	20.0%	-45.4%	90.2%	10.3%
QoQ	40.0%	-150.0%	-328.6%	5.5%	5.1%	9.9%	-5.7%	10.2%	-	-	-
영업이익	80.7	122.6	99.2	88.3	100.1	126.8	134.8	124.1	390.8	485.7	644.1
YoY	34.5%	98.1%	60.4%	-3.8%	24.0%	3.4%	35.9%	40.4%	41.8%	24.3%	32.6%
QoQ	-12.1%	51.9%	-19.1%	-10.9%	13.3%	26.7%	6.3%	-7.9%	-	-	-
영업이익률	12.5%	13.8%	11.9%	6.2%	12.1%	12.6%	13.6%	7.6%	10.3%	10.9%	12.1%

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

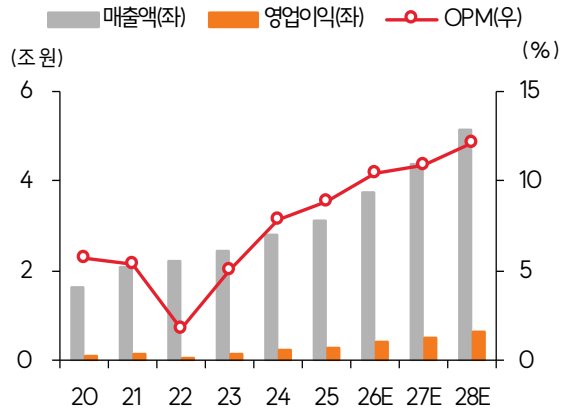
주: 기타 부문 중 한화필리조션소 실적은 중단 영업으로 제외

한화시스템 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'28년 추정 EPS	(A)	원	2,785	
Target P/E	(B)	배	35.0	
주당주가가치	(C)	원	97,475	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	100,000	
현재주가	(E)	원	63,100	2026년 10월 27일 종가
상승여력	(F)	%	58.5	(F) = (D-E)/(E)

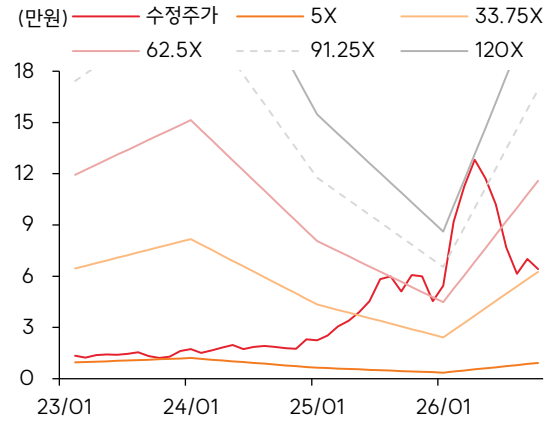
자료: SK 증권 추정

한화시스템 실적 추이 및 전망



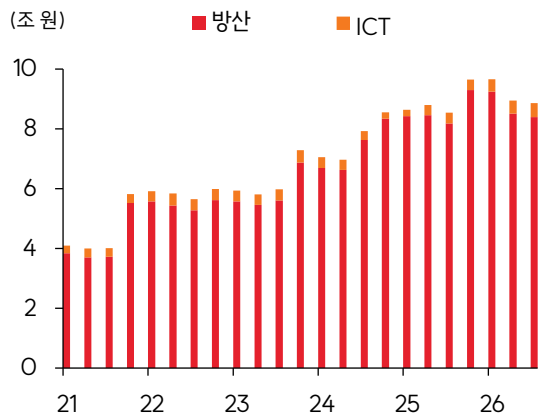
자료: Quantiwise, SK 증권 추정

한화시스템 PER Band Chart



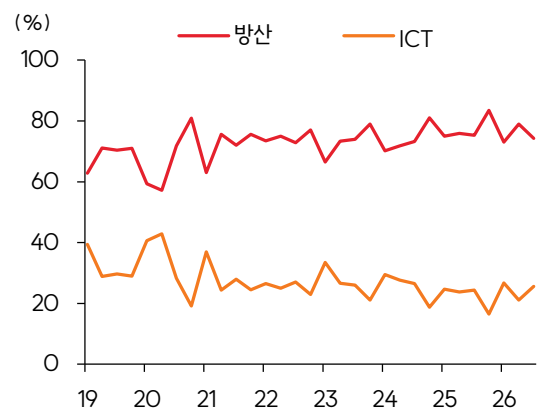
자료: Bloomberg, SK 증권

수주잔고 규모 추이



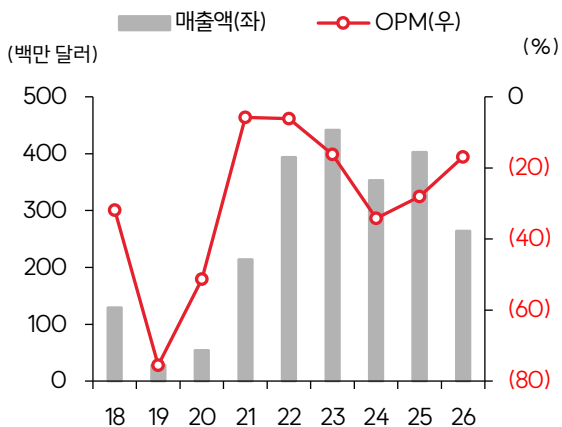
자료: 한화시스템, SK 증권

한화시스템 사업부문별 매출 비중 추이



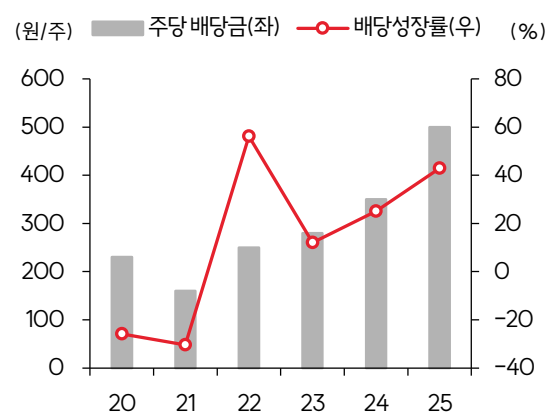
자료: 한화시스템, SK 증권

한화필리조션소 실적 추이



자료: 한화시스템, SK 증권

한화시스템 DPS 및 배당성장률 추이



자료: 한화시스템, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,286	2,929	4,934	5,427	6,079
현금및현금성자산	200	325	2,175	2,427	2,816
매출채권 및 기타채권	313	452	479	522	568
재고자산	610	811	1,003	1,092	1,189
비유동자산	3,438	7,399	7,234	7,401	7,600
장기금융자산	1,878	5,090	4,668	4,676	4,685
유형자산	570	823	1,012	1,115	1,263
무형자산	762	710	751	790	814
자산총계	5,724	10,327	12,167	12,828	13,679
유동부채	2,677	3,335	5,629	6,179	6,660
단기금융부채	109	426	2,310	2,515	2,738
매입채무 및 기타채무	250	481	631	688	749
단기충당부채	84	64	42	46	50
비유동부채	631	1,991	1,818	1,639	1,658
장기금융부채	364	1,190	980	782	782
장기매입채무 및 기타채무	18	24	35	35	35
장기충당부채	4	4	4	4	4
부채총계	3,308	5,326	7,447	7,818	8,318
지배주주지분	2,490	4,849	4,642	4,937	5,295
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,127	1,127	1,127
기타자본구성요소	-34	-34	-34	-34	-34
자기주식	-34	-34	-34	-34	-34
이익잉여금	589	709	779	1,075	1,433
비지배주주지분	-74	152	78	73	66
자본총계	2,416	5,001	4,720	5,010	5,361
부채와자본총계	5,724	10,327	12,167	12,828	13,679

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	133	79	492	727	756
당기순이익(손실)	445	209	105	393	519
비현금성항목등	-60	144	427	346	373
유형자산감가상각비	92	141	131	136	142
무형자산상각비	22	39	52	54	56
기타	-174	-36	245	155	174
운전자본감소(증가)	-218	-211	100	148	43
매출채권및기타채권의감소(증가)	-92	-143	-16	-43	-46
재고자산의감소(증가)	-106	-188	-192	-89	-97
매입채무및기타채무의증가(감소)	2	234	-67	56	61
기타	-68	-112	-212	-264	-317
법인세납부	-32	-49	-71	-105	-138
투자활동현금흐름	-442	-1,170	-665	-379	-421
금융자산의감소(증가)	-134	-345	-306	-25	-27
유형자산의감소(증가)	-240	-297	-305	-240	-290
무형자산의감소(증가)	-25	-19	-93	-93	-80
기타	-43	-509	39	-21	-24
재무활동현금흐름	35	1,237	1,555	-96	55
단기금융부채의증가(감소)	-101	270	1,565	205	223
장기금융부채의증가(감소)	185	839	79	-198	0
자본의증가(감소)	-8	31	4	0	0
배당금지급	-52	-65	-93	-103	-168
기타	11	163	0	0	0
현금의 증가(감소)	-276	126	1,849	252	389
기초현금	476	200	325	2,175	2,427
기말현금	200	325	2,175	2,427	2,816
FCF	-107	-219	187	487	466

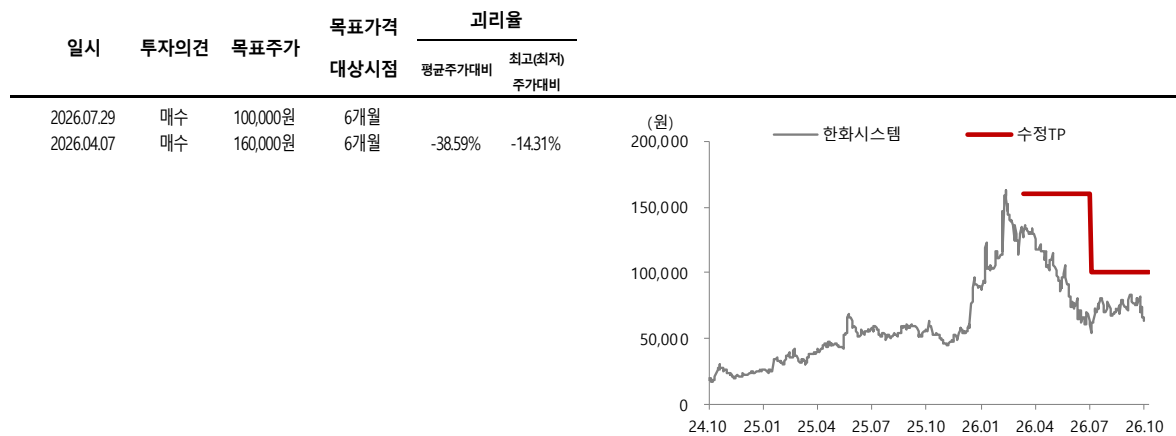
자료 : 한화시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,804	3,664	4,170	4,463	5,304
매출원가	2,388	3,272	3,532	3,664	4,288
매출총이익	416	392	638	799	1,016
매출총이익률(%)	14.8	10.7	15.3	17.9	19.2
판매비와 관리비	196	272	313	313	372
영업이익	219	120	325	486	644
영업이익률(%)	7.8	3.3	7.8	10.9	12.1
비영업손익	362	-5	-199	12	13
순금융손익	-8	-25	-67	-55	-41
외환관련손익	16	3	21	0	0
관계기업등 투자손익	-13	-5	-13	0	0
세전계속사업이익	581	115	126	498	657
세전계속사업이익률(%)	20.7	3.1	3.0	11.2	12.4
계속사업법인세	104	-86	15	105	138
계속사업이익	477	201	111	393	519
중단사업이익	-32	8	-6	0	0
*법인세효과	0	-4	6	0	0
당기순이익	445	209	105	393	519
순이익률(%)	15.9	5.7	2.5	8.8	9.8
지배주주	454	242	161	399	526
지배주주귀속 순이익률(%)	16.2	6.6	3.9	8.9	9.9
비지배주주	-9	-33	-56	-5	-7
총포괄이익	411	2,397	-192	393	519
지배주주	420	2,398	-118	401	527
비지배주주	-9	-1	-74	-8	-8
EBITDA	333	300	508	676	843

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	14.3	30.7	13.8	7.0	18.9
영업이익	136.2	-45.3	171.4	49.2	32.6
세전계속사업이익	40.6	-80.2	9.7	294.5	32.0
EBITDA	55.3	-9.9	69.1	33.1	24.6
EPS	34.2	-51.9	-28.6	138.9	32.0
수익성 (%)					
ROA	8.7	2.6	0.9	3.1	3.9
ROE	19.6	6.6	3.4	8.3	10.3
EBITDA마진	11.9	8.2	12.2	15.2	15.9
안정성 (%)					
유동비율	85.4	87.8	87.6	87.8	91.3
부채비율	136.9	106.5	157.8	156.0	155.2
순차입금/자기자본	6.3	22.6	16.8	10.5	6.2
EBITDA/이자비용(배)	14.9	7.9	3.2	3.4	4.2
배당성향	14.4	38.6	63.8	42.2	44.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,573	1,238	883	2,110	2,785
BPS	13,361	25,849	24,751	26,316	28,211
CFPS	3,009	2,238	1,820	3,118	3,836
주당 현금배당금	350	500	550	900	1,250
Valuation지표 (배)					
PER	8.8	44.0	71.5	29.9	22.7
PBR	1.7	2.1	2.5	2.4	2.2
PCR	7.5	24.3	34.7	20.2	16.5
EV/EBITDA	13.0	38.5	25.2	18.5	14.6
배당수익률	1.5	0.9	0.9	1.4	2.0



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 10월 28일 기준)

매수	96.48%	중립	3.52%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------