DS INVESTMENT & SECURITIES

Company Analysis

한화시스템 272210

예고된 개발비보다 수출 성장에 주목

3Q 리뷰: 영업이익 컨센서스 상회

한화시스템의 3Q 매출액은 8,316억원(+30% 이하 YoY), 영업이익 991억원(+60%, OPM 11.9%)으로 영업이익 컨센서스 618억원을 상회했다. 필리조선소 실적 제외를 고려하면 매출도 컨센서스(1조원)를 상회했다. 상회 주요 원인은 1) 이라크, UAE, 사우디 M-SAM MFR 수출 매출 인식 가속화, 2) ICT 사업부의 한화생명 차세대 시스템, 한화필리조선소 ERP·생산운영지원 시스템 구축 등 캡티브향 매출 증가, 3) 필리조선소 실적의 중단영업 분류, 4) 하반기 집행 예정 개발비 대부분이 4Q 집중됨에 기인한다. 방산 수출비중은 23%로 수출 OPM은 30%로 추정된다. 환율 하락 환경에서도 M-SAM MFR 양산이 가속화되며 높은 수익성을 유지한 것으로 예상된다.

4Q 개발비 부담보다 수출 파이프라인 현실화에 주목

4Q26 방산 사업부 매출 1조원(-3.4%), 영업이익 204억원(-73.3%, OPM 2%)으로 추정한다. 4Q 자체투자개발비는 600억원 수준의 집행이 예상된다. 개발 항목은 수출 관련 레이다 및 위성 관련으로 신규 수주를 위한 불가피한 투자 집행으로 판단한다. 다만 개발비 증가는 회사가 연초부터 제시해 온 내용인 만큼 4Q 실적 우려보다 잔여 수출 파이프라인에 주목할 필요가 있다. 동사는 EDGE와 UAE 통합대공망 구축 관련 주요조건합의서를 체결하며 단·중·장거리 요격체계와 천무를 아우르는 체계종합업체로 도약할 기회를 확보했다. 연내 관련 수주 구체화가 기대되며 EDGE와의 JV 협의도 이어질 전망이다. 중동향 M-SAM MFR 추가 수출 기회도 여전히 유효하다.

투자의견 매수, 목표주가 94,000원 유지

투자의견 매수, 목표주가 94,000원을 유지한다. 이번 실적에서도 높은 방산 수출 수익성을 확인했다. 이라크향 M-SAM MFR 매출이 본격 반영되며 3개국향 MFR 동시 생산 체제에 진입한 것으로 파악된다. 수출 레이다 생산 본격화 단계에 들어선 만큼 방산 부문 OPM은 26년 9.6%에서 27년 11.4%로 개선될 전망이다. 일시적인 개발비 부담보다 본격화되는 수출 잔고 및 실적 성장에 주목할 시점이다.

Financial Data

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,804	3,664	4,030	4,387	5,246
영업이익	219	120	275	495	687
영업이익률(%)	7.8	3.3	6.8	11.3	13.1
세전이익	581	115	137	567	662
지배주주지분순이익	454	242	102	450	526
EPS(원)	2,405	1,282	547	2,406	2,810
증감률(%)	30.1	-46.7	-57.3	339.5	16.8
ROE(%)	19.6	6.6	2.1	9.0	9.7
PER(배)	9.4	42.4	116.4	26.5	22.7
PBR(배)	1.7	2.1	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA(배)	13.3	38.0	26.4	16.6	12.6

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

강태호 연구원
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

2026.10.28

매수

목표주가(유지)	94,000원
현재주가(10/26)	63,700원
상승여력	47.6%

Stock Data

KOSPI	5,469.5pt
시가총액(보통주)	12,034십억원
발행주식수	188,919천주
액면가	5,000원
자본금	945십억원
60일 평균거래량	669천주
60일 평균거래대금	48,960백만원
외국인 지분율	9.3%
52주 최고가	184,000원
52주 최저가	44,750원
주요주주	
한화에어로스페이스(외 3인)	59.5%
국민연금공단(외 1인)	6.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-13.8	9.0
3M	-6.6	11.7
6M	-51.2	-35.6

주가차트

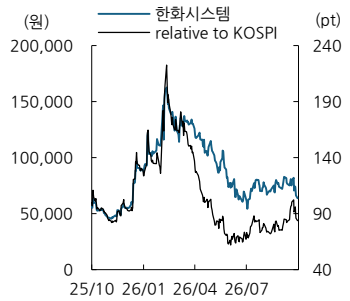


표1 한화시스템 3Q26 실적 Review

(십억원, %)	3Q26P	3Q25	2Q26	YoY	QoQ	DS 추정치	차이 (%, %p)	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	831.6	807.7	1,117.6	3.0	-25.6	974.1	-14.6	1,069.7	-22.3
방산	617.4	481.4	700.6	28.3	-11.9	544.0	13.5		
ICT	212.6	155.7	187.3	36.5	13.5	188.4	12.8		
기타 (구 필리)	1.6	170.6	229.7	-99.1	-99.3	241.7	-99.3		
영업이익	99.1	20.6	103.7	381.2	-4.4	27.7	257.9	61.8	60.4
방산	76.0	49.8	103.7	52.6	-26.7	24.5	210.2		
OPM(%)	*12.3*	*10.3*	*14.8*	*2.0*	*-2.5*	*4.5*	*7.8*		
ICT	24.0	12.0	20.8	100.2	15.5	13.2	82.0		
기타 (구 필리)	-0.9	-41.2	-20.8	-97.8	-95.7	-10.0	적지		
OPM(%)	*11.9*	*2.6*	*9.3*	*9.4*	*2.6*	*2.8*	*9.1*	*5.8*	*6.1*
지배주주순이익	38.6	155.0	67.1	-75.1	-42.5	42.3	-8.8	44.6	-13.5
NPM(%)	*4.6*	*19.2*	*6.0*	*-14.6*	*-1.4*	*4.3*	*0.3*	*4.2*	*0.5*

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 3Q26 이전 실적은 필리조선소 중단 반영 전 실적으로 3Q 사업보고서 확정 후 제외 예정

표2 한화시스템 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)	변경 전		변경 후		변화	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	4,483.1	5,212.0	4,030.1	4,387.2	-10.1	-15.8
영업이익	232.2	477.9	275.2	495.0	18.5	3.6
지배주주순이익	128.7	430.4	102.4	449.9	-20.5	4.5

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 한화시스템 방산 사업부 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)	변경 전		변경 후		변화	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	2,794.2	3,236.0	2,810.4	3,408.3	0.6	5.3
영업이익	251.1	367.2	269.1	388.2	7.2	5.7

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 한화시스템 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	807.1	1,117.6	831.6	1,273.8	745.6	1,015.2	1,007.8	1,618.5	3,664.1	4,030.1	4,387.2	5,246.1
YoY (%)	*17.0*	*45.5*	*3.0*	*-8.9*	*-7.6*	*-9.2*	*21.2*	*27.1*	*30.7*	*10.0*	*8.9*	*19.6*
방산	471.2	700.6	617.4	1,021.2	547.0	793.7	752.2	1,315.4	2,438.8	2,810.4	3,408.3	4,093.4
YoY (%)	*9.5*	*49.0*	*28.3*	*-3.4*	*16.1*	*13.3*	*21.8*	*28.8*	*16.2*	*15.2*	*21.3*	*20.1*
ICT	172.3	187.3	212.6	252.2	198.1	221.0	255.1	302.6	652.6	824.4	976.9	1152.7
YoY (%)	*21.8*	*27.4*	*36.5*	*21.0*	*15.0*	*18.0*	*20.0*	*20.0*	*-6.1*	*26.3*	*18.5*	*18.0*
기타 (구 필리)	163.6	229.7	1.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	572.7	395.4	2.0	2.0
영업이익	34.3	103.7	99.1	38.1	108.1	129.4	123.1	134.4	119.9	275.2	495.0	686.6
YoY (%)	*2.1*	*219.1*	*381.2*	*14.7*	*215.2*	*24.8*	*24.2*	*252.9*	*-45.3*	*129.5*	*79.9*	*38.7*
OPM	*4.2*	*9.3*	*11.9*	*3.0*	*14.5*	*12.7*	*12.2*	*8.3*	*3.3*	*6.8*	*11.3*	*13.1*
방산	69.0	103.7	76.0	20.4	85.3	104.0	96.3	102.6	229.1	269.1	388.2	574.5
방산 OPM	*14.6*	*14.8*	*12.3*	*2.0*	*15.6*	*13.1*	*12.8*	*7.8*	*9.4*	*9.6*	*11.4*	*14.0*
ICT	13.4	20.8	24.0	17.7	22.8	25.4	26.8	31.8	50.8	75.9	106.8	112.1
ICT OPM	*10.1*	*10.1*	*11.3*	*7.0*	*11.5*	*11.5*	*10.5*	*10.5*	*7.8*	*9.2*	*10.9*	*9.7*
기타 (구 필리)	-48.1	-20.8	-0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-160.0	-69.8	0.0	0.0
지배주주순이익	-55.0	67.1	38.6	51.7	95.9	109.5	113.0	131.5	215.5	102.4	449.9	525.5
YoY (%)	*적전*	*40.4*	*-75.1*	*흑전*	*-274.4*	*63.2*	*192.9*	*154.4*	*-52.6*	*-52.5*	*339.4*	*16.8*
NPM	*-6.8*	*6.0*	*4.6*	*4.1*	*12.9*	*10.8*	*11.2*	*8.1*	*5.9*	*2.5*	*10.3*	*10.0*

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

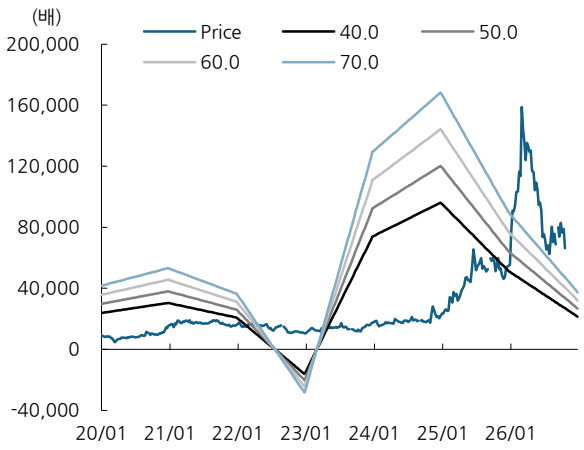
주: 3Q26 이전 실적은 필리조선소 중단 반영 전 실적으로 3Q 사업보고서 확정 후 제외 예정

표1 한화시스템 목표주가 산정방식

구분	배수/ 금액	비고
27F 순이익 (십억원)	449.9	
유통주식수 (주)	186,993,261	자사주 1,926,128주 제외
27F EPS (원)	**2,406**	
Taeget PER (배)	39.0	글로벌 27F Peer P/E
목표 주가 (원)	**94,000**	**백단위 반올림**
현재 주가 (원)	63,700	
상승 여력 (%)	**47.6**	

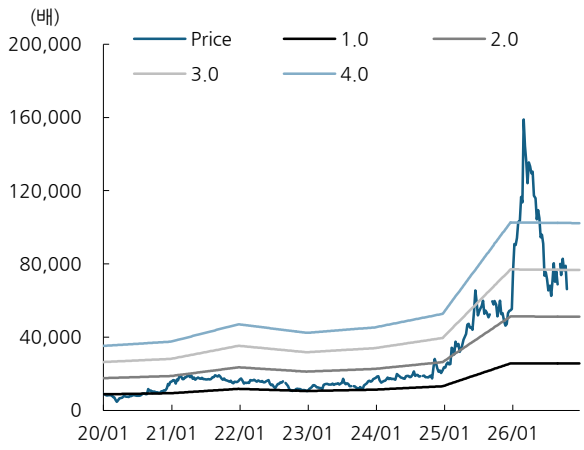
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 한화시스템 PER 밴드 차트



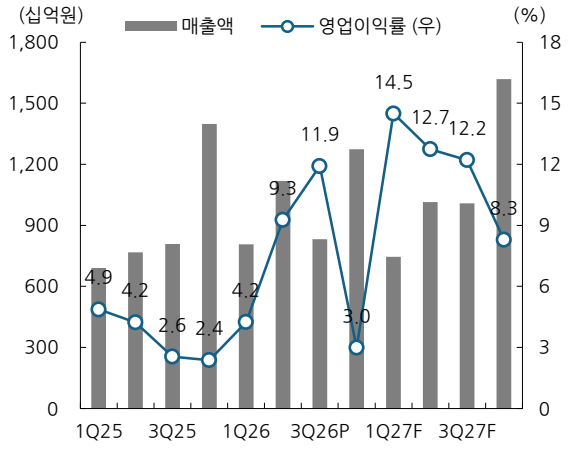
자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

그림2 한화시스템 PBR 밴드 차트



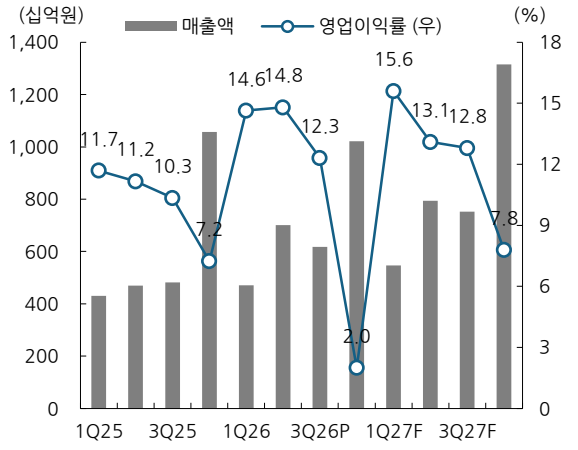
자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

그림3 한화시스템 분기별 실적 추이 및 전망



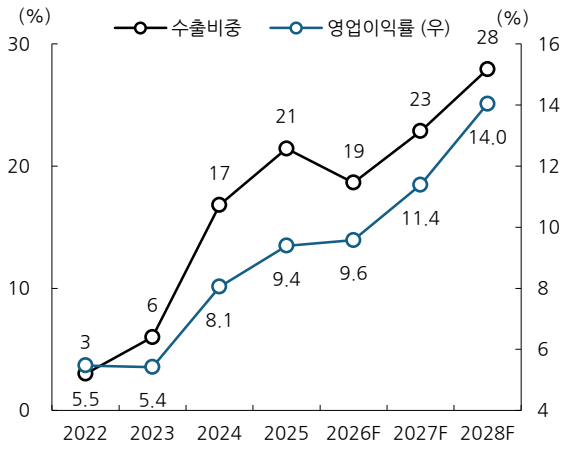
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 한화시스템 방산사업부 분기별 실적 추이 및 전망



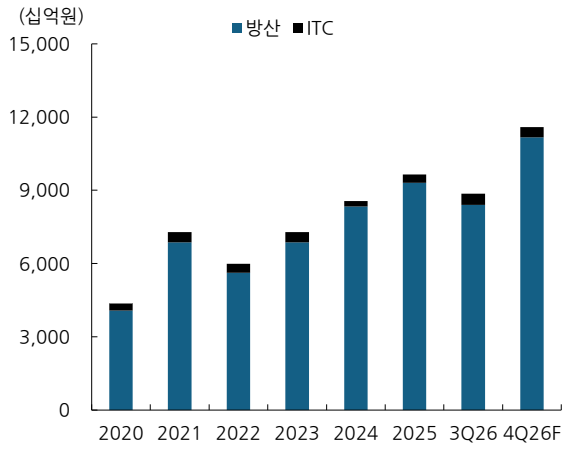
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 수출 비중 및 영업이익률 추이 및 전망



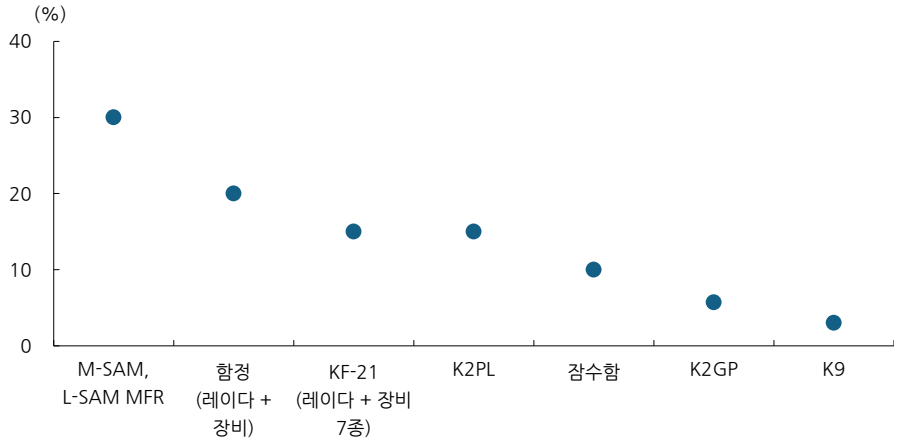
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 수주잔고 추이 및 전망



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림7 주요 한국 무기 체계 별 한화시스템 매출 비중



자료: DS투자증권 리서치센터

[한화시스템 272210]

재무상태표 (십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286	2,929	5,382	5,773	6,189
현금 및 현금성자산	200	325	2,766	3,229	3,487
매출채권 및 기타채권	313	452	469	488	528
재고자산	610	811	850	867	938
기타	1,163	1,340	1,298	1,189	1,237
비유동자산	3,524	7,399	7,335	7,646	7,998
관계기업투자등	1,829	5,560	5,343	5,560	5,786
유형자산	636	823	976	1,076	1,207
무형자산	734	710	695	676	657
자산총계	5,810	10,327	12,717	13,419	14,187
유동부채	2,677	3,335	5,573	5,767	5,921
매입채무 및 기타채무	436	722	721	750	781
단기금융부채	109	426	2,243	2,302	2,315
기타유동부채	2,131	2,187	2,609	2,715	2,825
비유동부채	678	1,991	2,235	2,385	2,568
장기금융부채	364	1,190	1,502	1,502	1,502
기타비유동부채	313	801	733	883	1,066
부채총계	3,355	5,326	7,808	8,153	8,489
지배주주지분	2,490	4,849	4,831	5,187	5,619
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,127	1,127	1,127
이익잉여금	589	709	720	1,077	1,509
비지배주주지분(연결)	-34	152	79	79	79
자본총계	2,456	5,001	4,910	5,266	5,698

손익계산서 (십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,804	3,664	4,030	4,387	5,246
매출원가	2,388	3,272	3,329	3,466	4,302
매출총이익	416	392	701	921	944
판매비 및 관리비	196	272	426	426	258
영업이익	219	120	275	495	687
(EBITDA)	333	300	483	740	960
금융손익	9	7	-25	-54	-60
이자비용	22	38	98	80	80
관계기업등 투자손익	329	24	-1	-14	-15
기타영업외손익	24	-36	-112	140	50
세전계속사업이익	581	115	137	567	662
계속사업법인세비용	104	-86	14	108	126
계속사업이익	477	201	124	459	536
중단사업이익	-32	8	-110	0	0
당기순이익	445	209	14	459	536
지배주주	454	242	102	450	526
총포괄이익	427	2,418	14	459	536
매출총이익률 (%)	14.8	10.7	17.4	21.0	18.0
영업이익률 (%)	7.8	3.3	6.8	11.3	13.1
EBITDA마진률 (%)	11.9	8.2	12.0	16.9	18.3
당기순이익률 (%)	15.9	5.7	0.3	10.5	10.2
ROA (%)	8.8	3.0	0.9	3.4	3.8
ROE (%)	19.6	6.6	2.1	9.0	9.7
ROIC (%)	27.8	12.9	59.0	n/a	n/a

현금흐름표 (십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	133	79	1,185	1,079	990
당기순이익(손실)	445	209	14	459	536
비현금수익비용가감	-60	144	668	400	460
유형자산감가상각비	92	141	163	207	236
무형자산상각비	22	39	45	38	37
기타현금수익비용	-174	-36	410	192	240
영업활동 자산부채변동	-218	-211	575	220	-7
매출채권 감소(증가)	-92	-143	-6	-19	-40
재고자산 감소(증가)	-106	-188	-39	-17	-71
매입채무 증가(감소)	2	234	22	29	30
기타자산, 부채변동	-21	-113	597	226	74
투자활동 현금	-442	-1,170	-774	-581	-652
유형자산처분(취득)	-240	-297	-301	-307	-367
무형자산 감소(증가)	-25	-19	-18	-19	-19
투자자산 감소(증가)	-171	-758	-359	-242	-252
기타투자활동	-6	-96	-95	-13	-14
재무활동 현금	35	1,237	2,010	-34	-81
차입금의 증가(감소)	84	1,109	2,100	59	13
자본의 증가(감소)	-52	-65	-93	-93	-93
배당금의 지급	52	65	93	93	93
기타재무활동	3	194	4	0	0
현금의 증가	-276	126	2,440	464	257
기초현금	476	200	325	2,766	3,229
기말현금	200	325	2,766	3,229	3,487
NOPLAT	180	87	248	401	556
FCF	-274	-1,028	482	498	338

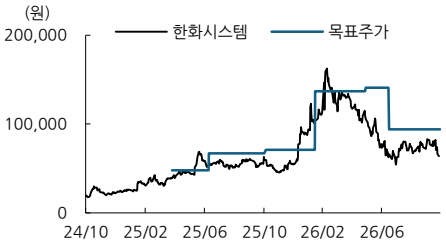
주요투자지표 (원, 배)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
투자지표 (x)					
P/E	9.4	42.4	116.4	26.5	22.7
P/B	1.7	2.1	2.5	2.3	2.1
P/S	1.5	2.8	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	13.3	38.0	26.4	16.6	12.6
P/CF	11.1	29.1	17.7	14.0	12.1
배당수익률 (%)	1.5	0.9	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
매출액	14.3	30.7	10.0	8.9	19.6
영업이익	78.9	-45.3	129.5	79.9	38.7
세전이익	31.0	-80.2	19.6	312.3	16.8
당기순이익	29.8	-53.0	-93.5	3,294.7	16.8
EPS	30.1	-46.7	-57.3	339.5	16.8
안정성 (%)					
부채비율	136.6	106.5	159.0	154.8	149.0
유동비율	85.4	87.8	96.6	100.1	104.5
순차입금/자기자본(x)	6.2	22.6	14.3	5.5	0.6
영업이익/금융비용(x)	9.8	3.2	2.8	6.2	8.6
총차입금 (십억원)	473	1,616	3,745	3,804	3,817
순차입금 (십억원)	152	1,128	704	289	33
주당지표(원)					
EPS	2,405	1,282	547	2,406	2,810
BPS	13,181	25,668	25,570	27,456	29,743
SPS	14,841	19,395	21,332	23,223	27,769
CFPS	2,041	1,871	3,606	4,549	5,275
DPS	350	500	500	500	500

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한화시스템 (272210) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-04-24	담당자변경			
2025-04-24	매수	48,000	4.7	42.9
2025-04-30	매수	48,000	6.6	42.9
2025-07-09	매수	67,000	-17.5	-6.0
2025-07-30	매수	67,000	-17.6	-6.0
2025-10-21	매수	67,000	-15.5	-6.0
2025-11-03	매수	71,000	-5.3	73.2
2026-02-13	매수	137,000	-8.2	18.8
2026-05-28	매수	141,000	-39.5	-24.5
2026-07-15	매수	94,000	-23.5	-11.8
2026-07-29	매수	94,000	-22.2	-11.8
2026-09-08	매수	94,000	-20.3	-11.8
2026-10-28	매수	94,000		



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2026.09.30

매수	중립	매도
98.7%	0.0%	1.3%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.