

(272210)

한화시스템

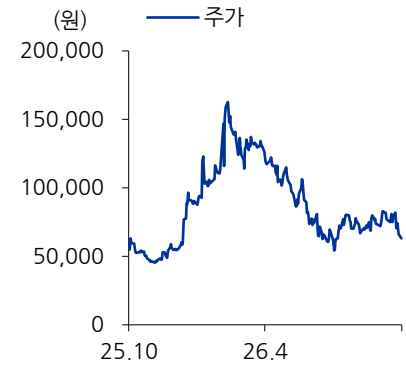
시로보틱스/방산/조선/운송 양승운
6139 / syang0901@eugenefn.com

필리를 걷어내고 나니 보이는 진짜 실력

- “ 3Q26 매출액은 8,316억원(+30%yoy), 영업이익은 991억원(+60%yoy, OPM 11.9%)을 기록. 영업이익 컨센서스 619억원을 상회.
- “ 금번 분기부터 필리조선소가 중단영업으로 분류되어 컨센서스와의 단순 비교는 무의미. 필리조선소 관련 손실은 중단영업손익으로 반영되며 당기순이익은 38억원에 그쳤으나, **영업 실적 기준으로는 그동안 가려져 있던 방산·ICT 본업의 수익성이 온전히 확인된 점 긍정적.**
- “ 동사의 방산 부문 매출액은 6,174억원(+28%yoy), 영업이익은 760억원(+53%yoy, OPM 12.3%)을 기록. 이라크 M-SAM MFR 매출이 본격적으로 인식되기 시작했으며, 3Q26 수출 매출 기여도는 이라크, UAE, 사우디 순. **UAE·사우디·이라크 3개국 사업이 모두 매출화가 시작된 가운데, 수출 확대에 따른 수익성 개선이 이어질 전망.** 국내도 KF-21 항전장비, TICN 4차 등 이 성장을 뒷받침. ICT 부문도 ERP·공장 자동화 등 계열사향 고수익 사업 확대로 영업이익 240억원(+100%yoy, OPM 11.3%)을 기록.
- “ **다만 4Q26은 수익성 압박이 불가피.** 3Q 누적 자체투자개발비가 약 380억원으로, 연간 가이던스(전년의 3~4배)를 감안하면 4Q에 집행이 집중될 전망. 그러나 이는 미래 먹거리를 위한 투자. 레이저 대공 체계는 현재 20~30kW급에서 자체투자를 통해 100kW, 300kW급까지 출력을 높여 C-RAM 영역까지 확장할 계획이며, EO/IR·재머를 통합한 이동형 시제도 내년 공개 예정. 천광은 9월 드론 기술전과 10/14 육군 훈련에서 투입된 드론을 모두 요격했고, 수출 협의도 진행 중인 것으로 파악. 연이은 요격 성과와 기동형 라인업 추가는 수출 마케팅에 분명한 효과를 낼 것으로 기대.
- “ UAE EDGE와의 통합대공망 Term Sheet(9/15)를 통해 동사가 주체계 사업자 포지션을 확보할 것으로 기대. 단거리~장거리 다층 방공체계에 천무 등 지상 무기체계까지 C2·AI 기반으로 연동하는 사업으로, **부체계 공급사에서 체계종합 역량 확보**를 의미함. 11월 예상되는 UAE 대통령 방한 전후 구속력 있는 계약으로 이어질지 주목.
- “ 한화오션 지분 유동화를 통해 확보한 자금은 **우주와 국방 AI에 우선 투자**할 계획. 우주는 3Q27 초저궤도 10cm급 SAR 위성 발사를 시작으로 지구 전역 30분 간격 관측이 가능한 군집을 구축하고, 위성 제조를 넘어 권역 임대·구독형 데이터 서비스로 사업 모델 전환을 추진. 내년 실적발표에서 구체화될 투자 집행 규모와 수익화 방향성을 지켜볼 필요.
- “ **동사에 대한 투자이견 BUY, 목표주가 100,000원을 유지.** 중동 향 MFR 매출 본격화와 레이저·통합대공망·우주로 이어지는 성장 동력에 주목.

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
100,000 원(유지)
63,100 원(10/27)



시가총액(십억원)	11,921
발행주식수(천주)	188,919
52 주 최고	184,000 원
최저	44,750 원
52 주 일간 Beta	0.21
60 일 평균 거래대금	493 억원
외국인 지분율	9.3%
배당수익률(26E)	0.5%
주주구성	
한화에어로스페이스 (외 3 인)	59.5%
국민연금공단 (외 1 인)	6.2%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-14.6	-50.0	12.1
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	100,000	100,000	-
영업이익(26E)	350	263	▲
영업이익(27E)	544	568	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	3,664	3,730	4,049
영업이익	120	350	544
세전손익	115	153	415
당기순이익	209	38	328
EPS(원)	1,282	145	1,735
증감률(%)	-46.7	-88.7	1,092.6
PER(배)	42.4	43.38	36.4
ROE(%)	6.6	0.6	7.1
PBR(배)	2.1	2.6	2.5
EV/EBITDA(배)	38.0	23.6	16.7

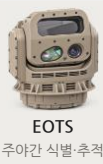
실적 테이블

구분	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	645	887	832	1,366	3,098	3,730	4,049	4,234
yoy%	12.4	43.2	30.2	7.9	10.5	20.4	8.5	4.6
방산	471	701	617	1,126	2,439	2,915	3,177	3,341
ICT	172	187	213	239	652	812	869	889
영업이익	81	123	99	48	276	350	544	642
yoy%	34.5	98.1	60.4	-47.7	25.6	27.2	55.3	18.1
opm%	12.5	13.8	11.9	3.5	8.9	9.4	13.4	15.2

자료: 유진투자증권

한화의 C-UAS 라인업

① 탐지 Sensor



② 판단



③ 대응 Hard / Soft-kill

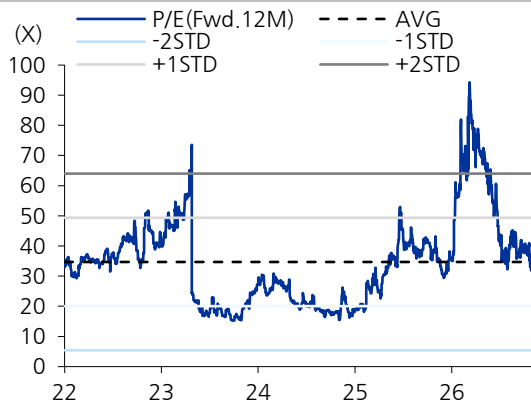


H-SHIELD 탐지·지휘통제·대응을 결합한 기동형 통합 플랫폼



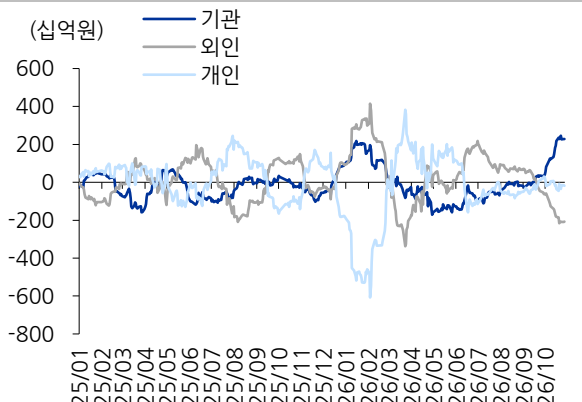
자료: 한화, 유진투자증권

12MF P/E 추이



자료: 유진투자증권

수급 동향



자료: 유진투자증권

한화시스템(272210.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	5,810	10,327	11,478	11,836	12,307
유동자산	2,286	2,929	4,139	4,245	4,489
현금성자산	321	488	2,170	2,198	2,381
매출채권	313	452	376	417	434
재고자산	610	811	403	429	460
비유동자산	3,524	7,399	7,339	7,591	7,818
투자자산	2,154	5,866	5,664	5,894	6,133
유형자산	636	823	980	1,021	1,027
기타	734	710	695	676	657
부채총계	3,355	5,326	6,891	6,976	7,093
유동부채	2,677	3,335	4,956	5,012	5,101
매입채무	436	722	550	585	651
유동성이자부채	109	426	2,196	2,196	2,196
기타	2,131	2,187	2,209	2,231	2,253
비유동부채	678	1,991	1,935	1,963	1,993
비유동이자부채	364	1,190	1,202	1,202	1,202
기타	313	801	733	761	791
자본총계	2,456	5,001	4,587	4,860	5,213
자배자본	2,490	4,849	4,508	4,781	5,134
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,127	1,127	1,127
이익잉여금	589	709	645	918	1,272
기타	(136)	2,073	1,791	1,791	1,791
비지배지분	(34)	152	79	79	79
자본총계	2,456	5,001	4,587	4,860	5,213
충차입금	473	1,616	3,399	3,399	3,399
순차입금	152	1,128	1,228	1,200	1,017

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	133	79	676	575	719
당기순이익	445	209	(28)	328	419
자산상각비	114	180	207	240	243
기타비현금성손익	(174)	(36)	190	28	29
운전자본증감	(218)	(211)	377	(21)	27
매출채권감소(증가)	(92)	(143)	87	(40)	(18)
재고자산감소(증가)	(106)	(188)	408	(25)	(32)
매입채무증가(감소)	2	234	(149)	35	66
기타	(21)	(113)	31	10	10
투자현금	(442)	(1,170)	(788)	(503)	(482)
단기투자자산감소	(129)	(227)	(202)	(11)	(12)
장기투자증권감소	(43)	(531)	(169)	(217)	(226)
설비투자	240	299	304	243	212
유형자산처분	0	2	0	0	0
무형자산처분	(25)	(19)	(18)	(19)	(19)
재무현금	35	1,237	1,664	(55)	(66)
차입금증가	84	1,109	1,753	0	0
자본증가	(52)	(65)	(93)	(55)	(66)
배당금지급	52	65	93	55	66
현금 증감	(276)	126	1,570	17	171
기초현금	476	200	325	1,895	1,912
기말현금	200	325	1,895	1,912	2,083
Gross Cash flow	386	353	369	596	692
Gross Investment	531	1,154	209	513	443
Free Cash Flow	(146)	(801)	160	83	249

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	2,804	3,664	3,730	4,049	4,234
증가율(%)	14.3	30.7	1.8	8.5	4.6
매출원가	2,388	3,272	3,054	3,172	3,234
매출총이익	416	392	676	877	1,000
판매 및 일반관리비	196	272	325	333	357
기타영업손익	8	38	20	2	7
영업이익	219	120	350	544	642
증가율(%)	78.9	(45.3)	192.3	55.3	18.1
EBITDA	333	300	557	784	885
증가율(%)	36.4	(9.9)	85.4	40.8	12.9
영업외손익	362	(5)	(198)	(129)	(112)
이자수익	15	42	62	63	66
이자비용	22	38	159	193	178
지분법손익	329	24	(13)	0	0
기타영업손익	41	(33)	(88)	0	(0)
세전순이익	581	115	153	415	531
증가율(%)	31.0	(80.2)	32.7	172.0	28.0
법인세비용	104	(86)	7	87	111
당기순이익	445	209	38	328	419
증가율(%)	29.8	(53.0)	(81.9)	767.4	28.0
지배주주지분	454	242	27	328	419
증가율(%)	30.1	(46.7)	(88.7)	1,092.6	28.0
비지배지분	(9)	(33)	(55)	0	0
EPS(원)	2,405	1,282	145	1,735	2,220
증가율(%)	30.1	(46.7)	(88.7)	1,092.6	28.0
수정EPS(원)	2,405	1,282	145	1,735	2,220
증가율(%)	30.1	(46.7)	(88.7)	1,092.6	28.0

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	2,405	1,282	145	1,735	2,220
BPS	13,181	25,668	23,862	25,307	27,177
DPS	350	500	290	350	350
밸류에이션(배, %)					
PER	9.4	42.4	433.8	36.4	28.4
PBR	1.7	2.1	2.6	2.5	2.3
EV/ EBITDA	13.3	38.0	23.6	16.7	14.6
배당수익율	1.5	0.9	0.5	0.6	0.6
PCR	11.1	29.1	32.3	20.0	17.2
수익성(%)					
영업이익율	7.8	3.3	9.4	13.4	15.2
EBITDA이익율	11.9	8.2	14.9	19.4	20.9
순이익율	15.9	5.7	1.0	8.1	9.9
ROE	19.6	6.6	0.6	7.1	8.5
ROIC	27.8	12.9	64.1	88.5	107.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	6.2	22.6	26.8	24.7	19.5
유동비율	85.4	87.8	83.5	84.7	88.0
이자보상배율	9.8	3.2	2.2	2.8	3.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.3	0.3	0.4
매출채권회전율	10.8	9.6	9.0	10.2	10.0
재고자산회전율	5.0	5.2	6.1	9.7	9.5
매입채무회전율	7.6	6.3	5.9	7.1	6.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.09.30 기준)

