

## BUY(신규)

|                    |                  |       |       |
|--------------------|------------------|-------|-------|
| 목표주가               | 100,000 원        |       |       |
| 현재주가               | 72,400 원         |       |       |
| Upside             | 38.1 %           |       |       |
| Key Data           | 2026 년 09 월 28 일 |       |       |
| 산업분류               | 코스피 전기전자         |       |       |
| KOSPI(pt)          | 6,889.74         |       |       |
| 시가총액 (억원)          | 136,777          |       |       |
| 발행주식수 (천주)         | 188,919          |       |       |
| 외국인 지분율 (%)        | 10.10            |       |       |
| 52 주 고가 (원)        | 162,700          |       |       |
| 저가 (원)             | 45,350           |       |       |
| 60 일 일평균거래대금 (십억원) | 32.4             |       |       |
| 주요주주               | (%)              |       |       |
| (주)한화에어로스페이스 외 3 인 | 59.53            |       |       |
| 주가상승률 (%)          | 1M               | 6M    | 12M   |
| 절대주가               | -4.5             | -41.7 | 25.0  |
| 상대주가               | -5.9             | -53.9 | -38.5 |

## Relative Performance



## LEADING RESEARCH

미드스몰캡

Analyst 유성만

smyoo@leading.co.kr

+822-2009-7044

## 한화시스템(272210)

## 방산전자 레벨업, 매각으로 더 선명해진 성장축

## 투자포인트

**1. UAE 통합대공망과 K-방산 플랫폼 확산, 방산전자 이익체력 레벨업:** 2Q26 연결 매출액은 1 조 1,176 억원(YoY +45%), 영업이익은 1,037 억원(YoY +219%, OPM 9.3%)으로 시장 기대치를 크게 웃돌았다. 방산 부문은 폴란드 K2, UAE-사우디 천궁-II(M-SAM) 등 수출사업과 KF-21 AESA 레이다, 울산급 Batch-III 등 국내 양산이 동시에 확대되며 매출 7,006 억원, 영업이익 1,037 억원, OPM 14.8%를 기록했다. 9 월에는 UAE 국영 방산기업 EDGE 와 통합대공망 구축 관련 주요조건합의서를 체결해 L-SAM, 천궁-II 추가 도입, 천무 등으로 협력 범위가 넓어졌다. 국내 L-SAM 사업에서 한화시스템의 비중이 약 29% 수준인 만큼 본계약 전환 시 레이다-센서-지휘통제 등 핵심 방산전자 매출의 추가 레벨업이 가능하다. 다만 현재 합의는 비구속적 단계라는 점을 감안해 실적 추정에는 보수적으로 반영했다. NATO 시장에서도 IRIS-T SLM 다기능레이다 협력, 천광-C-UAS 등 독자 제품의 수출 채널이 확대되고 있다.

**2. 필리조선소 지분 매각, 손실 부담을 낮추고 우주-레이저에 자본 재배치:** 한화시스템의 종속회사 HS USA Holdings 는 9 월 18 일 Hanwha Philly Shipyard 지분 100%를 Hanwha Defense USA Shipbuilding 에 약 3,251 억원에 처분하기로 결정했다. 처분 예정일은 10 월 31 일이며, 회사가 밝힌 목적은 신사업 전략 추진을 위한 유동성 확보다. 필리조선소는 2025 년 매출 5,706 억원을 기록했지만 당기순손실 1,269 억원으로 적자가 지속돼 왔다는 점에서, 이번 거래는 연결 외형 일부가 줄어드는 대신 손실 변동성을 낮추고 자본 효율성을 높이는 방향의 포트폴리오 재편으로 판단한다. 이에 따라 내년도 연결 매출은 필리조선소 연결 제외 영향으로 전년 대비 소폭 감소하는 것으로 추정했지만, 방산·ICT 본업 성장과 적자 사업 제거로 영업이익률은 두 자릿수로 개선될 것으로 예상된다. 확보된 유동성은 다부처 초소형 SAR 위성, 제주한화우주센터, 레이저 대공무기 '천광' Block-2/3, C-UAS 등 독자 성장축에 활용될 여지가 크다. 미국 조선사업의 그룹 차원 확장과는 별개로, 한화시스템 자체 기업가치는 방산전자·우주-레이저 중심으로 더 선명해지는 구간이다.

**3. 투자 의견 '매수' 및 목표주가 10 만원으로 커버리지 개시:** 2026F 매출액 4 조 6,700 억원(YoY +27.5%), 영업이익 2,850 억원(YoY +137.5%)을 추정한다. 2027F 는 필리조선소 연결 제외로 매출액은 4 조 5,500 억원으로 외형상 소폭 감소하지만 방산 수출 확대와 ICT 성장, 적자 제거 효과로 영업이익은 4,700 억원(OPM 10.3%)까지 개선될 것으로 전망한다. 목표주가는 2027F EPS 2,303 원에 Target P/E 43.43 배를 적용해 100,000 원(상승여력 38.1%)을 산출했다.

| 구분         | 2024   | 2025   | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (억원)   | 28,040 | 36,640 | 46,700 | 45,500 | 52,000 |
| 영업이익 (억원)  | 2,190  | 1,200  | 2,850  | 4,700  | 5,900  |
| 영업이익률 (%)  | 7.8    | 3.3    | 6.1    | 10.3   | 11.3   |
| 지배순이익 (억원) | 4,540  | 2,420  | 1,400  | 4,350  | 5,300  |
| PER (배)    | 9.4    | 42.4   | 97.7   | 31.4   | 25.8   |
| PBR (배)    | 1.7    | 2.1    | 2.8    | 2.4    | 2.1    |
| ROE (%)    | 19.6   | 6.6    | 2.9    | 8.7    | 9.8    |
| EPS (원)    | 2,405  | 1,282  | 741    | 2,303  | 2,805  |

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

표 1. 한화시스템의 실적 추정

| (단위:억 원) | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25   | 1Q26  | 2Q26   | 3Q26F  | 4Q26F  | 2025   | 2026F  | 2027F  |
|----------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액      | 6,900 | 7,680 | 8,080 | 13,980 | 8,071 | 11,176 | 11,500 | 15,953 | 36,640 | 46,700 | 45,500 |
| 방산       | 4,300 | 4,700 | 4,810 | 10,570 | 4,712 | 7,006  | 7,400  | 11,582 | 24,380 | 30,700 | 36,500 |
| ICT      | 1,420 | 1,470 | 1,560 | 2,080  | 1,723 | 1,873  | 2,050  | 2,254  | 6,530  | 7,900  | 8,800  |
| 신사업      | 20    | 20    | 20    | 30     | 28    | 29     | 30     | 33     | 90     | 120    | 200    |
| HPSI     | 1,160 | 1,490 | 1,690 | 1,300  | 1,608 | 2,268  | 2,020  | 2,084  | 5,640  | 7,980  | -      |
| 영업이익     | 340   | 320   | 210   | 330    | 343   | 1,037  | 700    | 770    | 1,200  | 2,850  | 4,700  |
| OPM      | 4.9%  | 4.2%  | 2.6%  | 2.4%   | 4.3%  | 9.3%   | 6.1%   | 4.8%   | 3.3%   | 6.1%   | 10.3%  |
| 지배순이익    | 280   | 510   | 1,520 | 110    | -550  | 671    | 500    | 779    | 2,420  | 1,400  | 4,350  |
| NPM      | 4.1%  | 6.6%  | 18.8% | 0.8%   | -6.8% | 6.0%   | 4.3%   | 4.9%   | 6.6%   | 3.0%   | 9.6%   |

자료: 한화시스템, 리딩투자증권 리서치센터

표 2. 한화시스템의 Valuation

| 항목                  | 추정치     | 비고        |
|---------------------|---------|-----------|
| 2027년 연결 지배순이익(억 원) | 4,350   | 2027F EPS |
| 주당순이익(원)            | 2,303   |           |
| Target P/E(배)       | 43.43   |           |
| 적정주가(원)             | 100,001 |           |
| 목표주가(원)             | 100,000 |           |
| 현재주가(원)             | 72,400  |           |
| 상승여력(%)             | 38.1%   |           |

자료: 한화시스템, 리딩투자증권 리서치센터

## 재무제표

## 재무상태표

| (단위: 억원)  | 2024A  | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계      | 58,100 | 103,270 | 112,500 | 105,000 | 115,000 |
| 유동자산      | 22,860 | 29,290  | 32,800  | 37,000  | 45,000  |
| 현금및현금성자산  | 2,000  | 3,250   | 6,800   | 12,000  | 16,000  |
| 단기금융자산    | -      | -       | 4,500   | 5,000   | 7,000   |
| 매출채권및기타채권 | 3,130  | 4,520   | 4,700   | 5,000   | 6,000   |
| 재고자산      | 6,100  | 8,110   | 8,700   | 7,500   | 8,500   |
| 기타유동자산    | 11,630 | 13,410  | 8,100   | 7,500   | 7,500   |
| 비유동자산     | 35,240 | 73,980  | 79,700  | 68,000  | 70,000  |
| 장기금융자산    | 1,000  | 1,000   | 1,000   | 1,000   | 1,000   |
| 관계기업등투자자산 | 18,290 | 55,600  | 59,000  | 52,000  | 53,000  |
| 유형자산      | 6,360  | 8,230   | 9,500   | 8,500   | 9,000   |
| 무형자산      | 7,340  | 7,100   | 6,800   | 5,000   | 5,000   |
| 투자부동산     | -      | -       | -       | -       | -       |
| 기타비유동자산   | 2,250  | 2,050   | 3,400   | 1,500   | 2,000   |
| 부채총계      | 33,550 | 53,260  | 62,000  | 47,000  | 50,000  |
| 유동부채      | 26,770 | 33,350  | 36,300  | 30,000  | 31,000  |
| 단기차입부채    | 1,090  | 4,260   | 6,500   | 5,000   | 4,500   |
| 기타단기금융부채  | 21,320 | 21,870  | 22,500  | 18,000  | 19,000  |
| 매입채무및기타채무 | 4,360  | 7,220   | 7,300   | 7,000   | 7,500   |
| 비유동부채     | 6,780  | 19,910  | 25,700  | 17,000  | 19,000  |
| 장기차입부채    | 3,640  | 11,900  | 16,500  | 10,000  | 10,000  |
| 기타장기금융부채  | 3,140  | 8,010   | 9,200   | 7,000   | 9,000   |
| 자본총계      | 24,560 | 50,010  | 50,500  | 58,000  | 65,000  |
| 지배주주지분    | 24,900 | 48,490  | 49,500  | 57,000  | 64,000  |
| 비지배주주지분   | -340   | 1,520   | 1,000   | 1,000   | 1,000   |

## 현금흐름표

| (단위: 억원)     | 2024A  | 2025A   | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 1,330  | 790     | 3,000  | 8,500  | 9,000  |
| 당기순이익        | 4,450  | 2,090   | 1,400  | 4,350  | 5,300  |
| 현금유출이없는비용    | -600   | 1,440   | 1,800  | 2,500  | 2,800  |
| 유형자산 감가상각비   | 920    | 1,410   | 1,850  | 2,000  | 2,200  |
| 무형자산 상각비     | 220    | 390     | 450    | 400    | 400    |
| 기타           | -1,740 | -360    | -500   | 100    | 200    |
| 영업자산부채 변동    | -2,180 | -2,110  | 500    | 2,200  | 1,600  |
| 매출채권및기타채권증감  | -920   | -1,430  | -180   | -300   | -500   |
| 재고자산증감       | -1,060 | -1,880  | -590   | 1,200  | -1,000 |
| 매입채무및기타채무증감  | 20     | 2,340   | 80     | -300   | 500    |
| 기타자산부채 변동    | -220   | -1,140  | 1,190  | 1,600  | 2,600  |
| 기타 영업현금흐름    | -340   | -630    | -700   | -550   | -700   |
| 투자활동현금흐름     | -4,420 | -11,700 | -5,000 | 1,000  | -3,500 |
| 유형자산         | -2,400 | -2,970  | -3,000 | -2,500 | -3,000 |
| 무형자산         | -250   | -190    | -200   | -200   | -200   |
| 관계기업등투자증권    | -1,710 | -7,580  | -1,800 | -1,000 | -500   |
| 금융자산         | -60    | -960    | 500    | 500    | 300    |
| 투자자산         | -      | -       | -500   | 4,200  | -100   |
| 재무활동현금흐름     | 350    | 12,370  | 5,500  | -4,000 | -1,200 |
| 재무활동으로인한현금   | 350    | 12,370  | 5,500  | -4,000 | -1,200 |
| 단기차입부채       | 840    | 11,090  | 2,500  | -2,000 | -500   |
| 장기차입부채       | -      | -       | 3,500  | -1,500 | -200   |
| 기타현금흐름       | 30     | 1,930   | -      | -      | -      |
| 배당금지급        | -520   | -650    | -500   | -500   | -500   |
| 환율변동효과 및 기타  | -20    | -200    | 50     | -300   | -300   |
| 현금변동         | -2,760 | 1,260   | 3,550  | 5,200  | 4,000  |

## 포괄손익계산서

| (단위: 억원)  | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 28,040 | 36,640 | 46,700 | 45,500 | 52,000 |
| 매출원가      | 23,880 | 32,720 | 40,400 | 37,700 | 42,300 |
| 매출총이익     | 4,160  | 3,920  | 6,300  | 7,800  | 9,700  |
| 판매비와관리비   | 1,960  | 2,720  | 3,450  | 3,100  | 3,800  |
| 영업이익      | 2,190  | 1,200  | 2,850  | 4,700  | 5,900  |
| EBITDA    | 3,330  | 3,000  | 5,000  | 6,500  | 8,000  |
| 비영업손익     | 3,620  | -50    | -1,150 | 900    | 1,000  |
| 이자수익      | 90     | 70     | 120    | 250    | 300    |
| 이자비용      | 220    | 380    | 750    | 600    | 500    |
| 배당수익      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 외환손익      | -      | -      | 50     | 50     | 50     |
| 관계기업투자손익  | 3,290  | 240    | -200   | 600    | 700    |
| 기타비영업손익   | 460    | 20     | -370   | 600    | 450    |
| 세전계속사업이익  | 5,810  | 1,150  | 1,700  | 5,600  | 6,900  |
| 법인세비용     | 1,040  | -860   | 300    | 1,250  | 1,600  |
| 연결계속사업순이익 | 4,770  | 2,010  | 1,400  | 4,350  | 5,300  |
| 중단사업이익    | -320   | 80     | -      | -      | -      |
| 당기순이익     | 4,450  | 2,090  | 1,400  | 4,350  | 5,300  |
| 지배주주순이익   | 4,540  | 2,420  | 1,400  | 4,350  | 5,300  |
| 비지배주주순이익  | -90    | -330   | -      | -      | -      |
| 기타포괄손익    | -180   | 22,090 | 300    | -      | -      |
| 총포괄손익     | 4,270  | 24,180 | 1,700  | 4,350  | 5,300  |

## 투자지표

| (단위: 원, 배, %) | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표 및 주가배수   |        |        |        |        |        |
| EPS*          | 2,405  | 1,282  | 741    | 2,303  | 2,805  |
| BPS           | 13,181 | 25,668 | 26,202 | 30,172 | 33,877 |
| CFPS          | 2,041  | 1,871  | 1,694  | 3,626  | 4,288  |
| SPS           | 14,841 | 19,395 | 24,720 | 24,084 | 27,525 |
| EBITDAPS      | 1,762  | 1,588  | 2,647  | 3,441  | 4,235  |
| DPS(보통, 현금)   | 350    | 500    | 500    | 500    | 500    |
| 배당수익률(보통, 현금) | 1.5    | 0.9    | 0.7    | 0.7    | 0.7    |
| 배당성향(보통, 현금)  | 14.6   | 39.0   | 67.5   | 21.7   | 17.8   |
| PER*          | 9.4    | 42.4   | 97.7   | 31.4   | 25.8   |
| PBR*          | 1.7    | 2.1    | 2.8    | 2.4    | 2.1    |
| PCR*          | 11.1   | 29.1   | 42.9   | 20.0   | 17.0   |
| PSR           | 1.5    | 2.8    | 2.9    | 3.0    | 2.6    |
| EV/EBITDA     | 13.3   | 38.0   | 32.0   | 22.0   | 17.0   |
| 재무비율          |        |        |        |        |        |
| 매출액증가율        | 14.3   | 30.7   | 27.5   | -2.6   | 14.3   |
| 영업이익증가율       | 78.9   | -45.3  | 137.5  | 64.9   | 25.5   |
| 지배주주순이익증가율*   | 30.1   | -46.7  | -42.1  | 210.7  | 21.8   |
| 매출총이익률        | 14.8   | 10.7   | 13.5   | 17.1   | 18.7   |
| 영업이익률         | 7.8    | 3.3    | 6.1    | 10.3   | 11.3   |
| EBITDA 마진율    | 11.9   | 8.2    | 10.7   | 14.3   | 15.4   |
| 지배주주순이익률*     | 16.2   | 6.6    | 3.0    | 9.6    | 10.2   |
| ROA           | 8.8    | 3.0    | 1.3    | 4.0    | 4.8    |
| ROE           | 19.6   | 6.6    | 2.9    | 8.7    | 9.8    |
| ROIC          | 27.8   | 12.9   | 20.0   | 35.0   | 45.0   |
| 부채비율          | 136.6  | 106.5  | 122.8  | 81.0   | 76.9   |
| 차입금비율         | 19.3   | 32.3   | 45.5   | 28.4   | 22.3   |
| 순차입금비율        | 6.2    | 22.6   | 28.1   | 5.2    | -6.9   |

## ▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

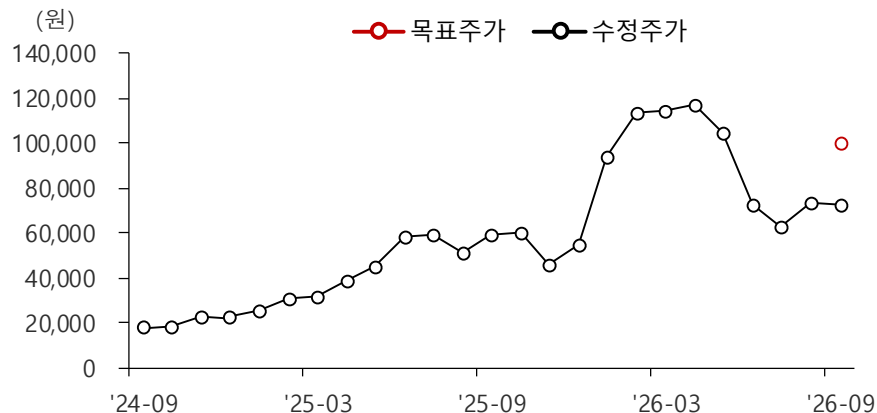
## ▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

### 한화시스템(272210)

|            |            |
|------------|------------|
| 일자         | 2026-09-29 |
| 투자의견       | BUY        |
| 목표주가       | 100,000 원  |
| 과리율(%)     |            |
| 평균주가대비     |            |
| 최고(최저)주가대비 |            |

\* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

## ▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



## ▶ 투자기간 및 투자등급

### 기업

|           |                                    |
|-----------|------------------------------------|
| BUY (매수)  | 향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상   |
| HOLD (중립) | 향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외 |
| SELL (매도) | 향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하  |

### 산업

|                    |                                         |
|--------------------|-----------------------------------------|
| OVERWEIGHT (비중확대)  | 향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상 |
| NEUTRAL (중립)       | 향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상     |
| UNDERWEIGHT (비중축소) | 향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |

## ▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일: 2026.06.30)

|              |        |
|--------------|--------|
| BUY (매수)     | 95.0%  |
| HOLD (보유/중립) | 5.0%   |
| SELL (매도)    | 0.0%   |
| 합계           | 100.0% |