한화시스템(272210)

2026년을 기다리자

#영업이익 컨센서스 하회 #필리조선소 초기 투자 비용 반영

매수	목표주가	68,000원

장남현
nh.jang@koreainvestment.com

영업이익 컨센서스 52% 하회

- 연결 매출액 8,077억원(+26.4% YoY), 영업이익 225억원(-60.5% YoY, OPM 2.8%)을 기록. 컨센서스와 비교해 매출액과 영업이익이 각각 9.5%와 52.1% 하회
- 연결 자회사 필리조선소 영업손실 388억원 기록. 이는 필리조선소 정상화를 위한 초기 투자 진행에 따른 일회성 비용 반영에 의한 것. 이에 따라 영업이익이 시장 기대치를 큰 폭으로 하회
- 방산 부문 매출액 4,814억원(+2.9% YoY), 영업이익 498억원(+7.6% YoY, OPM 10.3%) 기록. 수익성 높은 해외 매출 비중 18%로 파악. 3분기 방산 수출 사업 영업이익률 25% 이상으로 추정
- 지배주주순이익 1,517억원으로 컨센서스 153.2% 상회. 이는 금융 상품 평가이익과 R&D 세액 공제로 인한 것

2026년부터 시작되는 이익 개선

- 투자의견 매수와 목표주가 68,000원 유지
- 필리조선소 초기 정상화를 위한 투자 비용 인식은 2025년 4분기에도 이어질 것으로 추정. 이에 따라 2025년 영업이익은 전년대비 27.1% 감소한 1,598억원을 기록할 것으로 전망
- 필리조선소 영업 손실 규모가 줄어드는 2026년을 기점으로 영업이익 개선 시작될 것. 2026년 영업이익은 2,963억원(+85.4% YoY, OPM 6.4%) 기록할 것
- 필리조선소 영업 손실 규모에 대해서 보수적인 접근 필요. 다만, 수출 사업을 중심으로 한 방산 부문의 높은 수익성은 지속되고 있음. 2026년 주요 수출 사업의 양산 매출 인식 속도가 빨라지면서, 방산 부문 해외 매출 비중은 전년대비 3.7%p 늘어난 22.9%를 기록할 것으로 전망. 수익성 높은 해외 매출 비중 증가에 따라 방산 부문 영업이익 2,742억원(+31.0% YoY, OPM 9.1%)을 기록할 것

실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

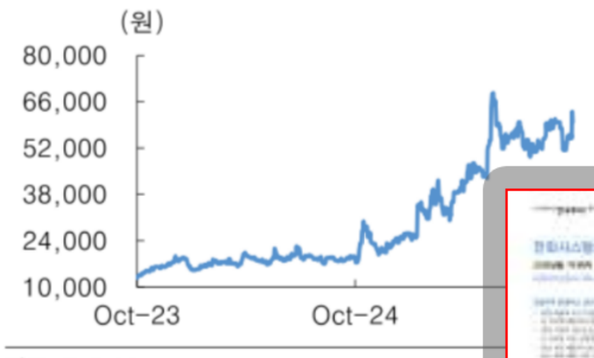
	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	639.2	932.8	690.1	768.2	807.7	5.1	26.4	892.2
영업이익	57.0	43.2	58.2	33.5	22.5	(32.8)	(60.5)	47.0
영업이익률(%)	8.9	4.6	8.4	4.4	2.8			5.3
세전이익	14.5	497.5	39.3	78.4	97.1	23.9	569.7	87.0
순이익	9.4	364.8	37.8	40.9	151.7	270.9	1,513.8	48.9

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,452	2,804	3,664	4,627	5,351
영업이익 (십억원)	123	219	160	296	339
순이익 (십억원)	349	454	266	191	241
증가율(%)	NM	30.1	(41.5)	(28.1)	26.2
EBITDA (십억원)	244	333	296	432	476
PER(x)	9.3	9.3	42.2	58.7	46.5
EV/EBITDA(x)	12.6	12.9	40.3	27.4	24.7
PBR(x)	1.5	1.7	2.8	2.7	2.6
DY(%)	1.6	1.5	0.6	0.6	0.6

Stock Data

KOSPI(10/31)		4,108
주가(10/31)		59,900
시가총액(십억원)		11,316
52주 최고/최저가(원)		68,600/17,470
유동주식비율/외국인지분율(%)		38.7/8.2
주요주주(%)	한화에어로스페이스 외 2 인	59.5
	국민연금공단	7.2

주가추이



자료: FnGuide

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고
결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,452**	**2,804**	**3,664**	**4,627**	**5,351**
매출원가	2,148	2,388	3,181	4,017	4,646
매출총이익	304	416	483	610	705
판매관리비	182	196	323	314	366
영업이익	**123**	**219**	**160**	**296**	**339**
영업이익률(%)	*5.0*	*7.8*	*4.4*	*6.4*	*6.3*
EBITDA	244	333	296	432	476
EBITDA Margin(%)	*10.0*	*11.9*	*8.1*	*9.3*	*8.9*
영업외수익	321	362	101	(46)	(23)
금융수익	32	48	51	27	30
금융비용	17	39	66	68	48
기타영업외손익	337	366	127	(5)	(6)
관계기업관련손익	(30)	(13)	(10)	0	0
세전계속사업이익	**444**	**581**	**261**	**250**	**316**
법인세비용	57	104	(11)	45	56
연결당기순이익	343	445	280	205	259
지배주주지분순이익	**349**	**454**	**266**	**191**	**241**
지배주주순이익률(%)	*14.2*	*16.2*	*7.2*	*4.1*	*4.5*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	12.1	14.3	30.7	26.3	15.7
영업이익 증가율	213.6	78.9	(27.1)	85.4	14.4
지배주주순이익 증가율	NM	30.1	(41.5)	(28.1)	26.2
EPS 증가율	NM	29.9	(41.4)	(28.1)	26.2
EBITDA 증가율	69.7	36.4	(11.3)	46.2	10.0

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**4,483**	**5,724**	**8,084**	**8,370**	**8,646**
유동자산	1,890	2,286	2,665	3,018	3,281
현금성자산	476	200	203	174	148
매출채권및기타채권	204	313	409	516	597
재고자산	501	610	843	1,064	1,231
비유동자산	2,593	3,438	5,419	5,353	5,365
투자자산	1,480	1,903	3,790	3,799	3,805
유형자산	348	570	622	542	542
무형자산	559	762	770	778	785
부채총계	**2,329**	**3,308**	**4,053**	**4,200**	**4,282**
유동부채	1,951	2,677	3,071	3,121	3,134
매입채무및기타채무	301	436	570	720	833
단기차입금및단기사채	132	30	190	140	90
유동성장기부채	30	50	150	100	50
비유동부채	378	631	982	1,079	1,148
사채	50	249	449	449	449
장기차입금및금융부채	89	115	185	190	190
자본총계	**2,154**	**2,416**	**4,031**	**4,170**	**4,364**
지배주주지분	2,140	2,490	4,020	4,146	4,321
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,092	1,092	1,092
기타자본	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)
이익잉여금	212	589	789	915	1,090
비지배주주지분	**14**	**(74)**	**10**	**25**	**43**
순차입금	(178)	152	642	534	429

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**83**	**133**	**353**	**260**	**339**
당기순이익	343	445	280	205	259
유형자산감가상각비	99	92	111	111	111
무형자산상각비	23	22	25	26	26
자산부채변동	(168)	(218)	(230)	(177)	(136)
기타	(214)	(208)	167	95	79
투자활동현금흐름	**(864)**	**(442)**	**(800)**	**(114)**	**(182)**
유형자산투자	(132)	(240)	(163)	(31)	(111)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(701)	(222)	(567)	(8)	(6)
무형자산순증	(27)	(25)	(33)	(33)	(34)
기타	(4)	45	(37)	(42)	(31)
재무활동현금흐름	**27**	**35**	**451**	**(175)**	**(183)**
자본의증가	1	3	0	0	0
차입금의순증	72	84	530	(95)	(100)
배당금지급	(47)	(52)	(65)	(65)	(65)
기타	1	0	(14)	(15)	(18)
기타현금흐름	2	(2)	0	0	0
현금의증가	**(752)**	**(276)**	**3**	**(28)**	**(26)**
FCF	65	106	(61)	245	222

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,864	2,422	1,420	1,021	1,289
BPS	11,507	13,361	21,460	22,125	23,054
DPS	280	350	350	350	350
수익성(%)					
ROA	8.1	8.7	4.0	2.5	3.0
ROE	16.9	19.6	8.2	4.7	5.7
배당수익률	1.6	1.5	0.6	0.6	0.6
배당성향	15.0	14.4	24.6	34.3	27.2
안정성					
부채비율(x)	108.1	136.9	100.6	100.7	98.1
차입금/자본총계비율(%)	15.3	19.6	24.9	21.8	18.5
이자보상배율(x)	8.8	9.8	5.6	9.8	12.4
순차입금/EBITDA(x)	(0.7)	0.5	2.2	1.2	0.9
Valuation(x)					
PER	9.3	9.3	42.2	58.7	46.5
최고	9.5	12.5	49.4	68.7	54.5
최저	5.5	6.2	15.9	22.1	17.5
PBR	1.5	1.7	2.8	2.7	2.6
최고	1.5	2.3	3.3	3.2	3.0
최저	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0
PSR	1.3	1.5	3.1	2.4	2.1
EV/EBITDA	12.6	12.9	40.3	27.4	24.7

■ Compliance notice

- 당사는 2025년 11월 2일 현재 한화시스템 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한화시스템 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

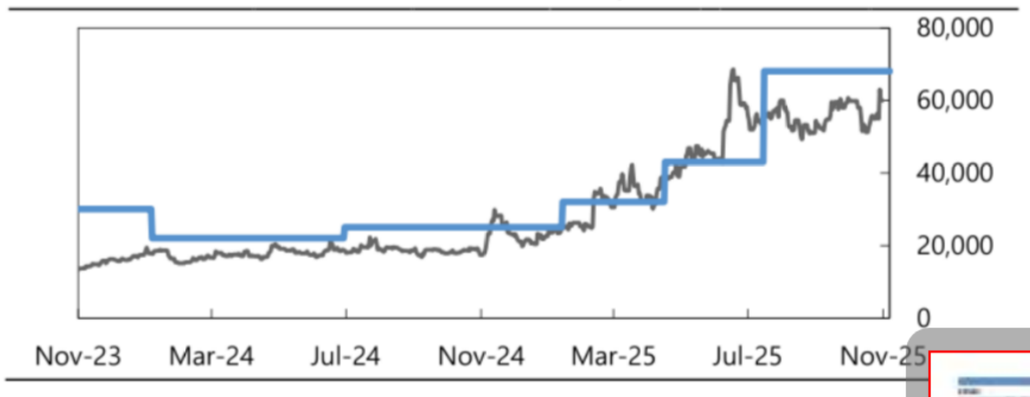
■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한화시스템 (272210)	2024.01.08	매수	22,000원	-19.6	-1.4
	2024.07.01	매수	25,000원	-18.0	19.4
	2025.01.15	매수	32,000원	1.7	32.0
	2025.04.18	매수	43,000원	16.6	59.5
	2025.07.17	매수	68,000원	-	-