

# 한화시스템 (272210)

## 3Q25: 필리 조선소와 단독수출의 밝은 미래

### 3분기 매출 8,077억원/영업이익 225억원

한화시스템의 3분기 매출은 8,077억원/영업이익 335억원(OPM 2.8%)로 매출 및 영업이익 모두 컨센서스(8,922억원/470억원) 및 당사 추정치(10,118억원/689억원)를 각각 -9.5%/-52.1%, -20.2%/-66.4% 하회하였다.

방산부문은 매출 4,814억원/영업이익 498억원(OPM 10.3%, YoY +3%/8%, QoQ +2%/-5%)으로 위성사업, TICN/TMMR 2차양산, UAE M-SAM MFR등의 매출이 반영되어 YoY 3%증가하였고, 수출 비중이 18%로 지난 분기에 이어 다소 낮았던 점이 영업이익의 QoQ 하락 요인(-5%)으로 작용하였다. ICT부문은 매출 1,557억원/영업이익 120억원(OPM 7.7%, YoY -8%/-18%, QoQ +6%/+11%)으로, 한화에어로스페이스 ERP사업 종료로 인해 매출 및 영업이익이 YoY 감소하였다.

필리 조선소는 매출 1,684억원, 영업손실 390억원을 기록하였다. 지난 분기에 이어 과거 누락되었던 원가항목 반영 및 정상화를 위한 초기 투자비용 집행 등으로 손실을 인식하였다. 필리 조선소는 26년 이익 턴어라운드를 예상하고 있으며, 계열사인 한화씨핑으로부터 발주된 MR탱커 및 LNG운반선(한화조선과 협력 건조 예정)이 수주잔고에 반영되어 2조 6,316억원의 수주잔고를 확보하였다. 한화그룹은 지난 8월 필리 조선소향 50억 달러 투자를 발표하였다. 신규 도크와 블록 생산기지 증설 등을 감안하더라도 필리의 규모에 비해 다소 과한 금액이라고 생각되었지만, 트럼프 미대통령이 언급한 필리 조선소에서의 한국 핵잠수함 건조가 배경 중 하나라면 일견 납득이 갈 수 있다. 다만 핵잠수함 건조 여부와 필리 투자금액의 구체적 사항은 아직 공개된 바 없으므로 아직은 기대의 영역으로 남겨 둔다.

### 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 76,000원 상향

동사의 투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가를 76,000원으로 상향한다. 2027F EPS 1,890원에 Target P/E 40배를 적용하였다. Peer기업인 독일 Hensoldt의 Forward P/E 50배에 20%의 할인을 적용하였다. 독일 방산업체는 국내 방산업체의 벤치마크로서 꾸준히 밸류를 높여 가고 있다. 특히 최근에는 Rheinmetall과 같은 체계종합 기업 이외에도 Hensoldt, Renk와 같은 반체계/부품 기업의 밸류가 더 주목받고 있는데, 이는 붕괴된 유럽의 방위산업 공급망 속에서 개별 공급망 기업의 가치가 더욱 중요해지고 있기 때문이다. 한화시스템이 이번 ADEX에서 독일의 미사일 기업 Diehl Defense와 IRIS-T SLM 지대공 미사일의 다기능레이더 공급을 위한 협력 MOU를 맺은 것은 그만큼 상징적이다. Diehl은 통상 자국 회사인 Hensoldt에서 다기능레이더를 공급받아온 것으로 알려졌으나, 한국 기업으로 공급망의 다변화를 꾀하고 있는 것이다. 이는 최근 우리나라 방위산업 반체계/부품 업체들을 향해 늘어나는 해외 방산기업의 수요와도 같은 맥락이다. 엠앤씨솔루션, 삼양컴텍 등의 방산기업은 물론 DSN솔루션즈와 같은 부품/장비 기업에도 해외 방산기업의 문의가 증가하고 있으며, 생산능력 확장에 한계를 보이는 유럽의 제한적 방산 공급망에 따른 한국 방산 공급망의 반사 수혜가 시작되고 있다는 판단이다. 회사는 이외에도 미국의 무인기 기업 General Atomics와도 무인기용 레이더/전자장비의 공급 관련 협의를 진행하고 있으며, 이탈리아 최대의 방산기업 중 하나인 Leonardo와의 AESA레이더 공동개발도 막바지 단계에 이르고 있는 등 해외 방산 체계종합기업과의 협력이 가시적으로 성과를 보이고 있다. 한화시스템은 KOSPI상장된 방산 대기업 비교군 중에서 단독 수출이 어려운 반체계 기업이라는 점이 약점으로 평가받았으나, 이제 이는 약점이 아니라 오히려 상승 가능성이 높다는 기저효과로 작용할 전망이다.

### Company Brief

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	76,000원(상향)
증가(2025.10.31)	59,900원
상승여력	26.9%

### Stock Indicator

자본금	945십억원
발행주식수	18,892만주
시가총액	11,316십억원
외국인지분율	8.5%
52주 주가	17,470~68,600원
60일평균거래량	1,421,012주
60일평균거래대금	80.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	0.8	53.6	228.0
상대수익률	-19.3	-25.7	-7.1	167.3

### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	2,804	3,317	3,971	4,302
영업이익(십억원)	219	140	333	433
순이익(십억원)	454	89	265	364
EPS(원)	2,405	474	1,403	1,928
BPS(원)	13,181	13,736	15,221	17,232
PER(배)	9.4	126.5	42.7	31.1
PBR(배)	1.7	4.4	3.9	3.5
ROE(%)	19.6	3.5	9.7	11.9
배당수익률(%)	1.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	12.8	35.2	23.7	19.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]

변용진 2122-9181

yongjin.byun@imfnssec.com

표1. 한화시스템 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	2,453.1	2,803.7	3,317.1	3,970.8	4,302.3
방산	1,817.0	2,098.8	2,101.8	2,691.1	2,946.0
ICT	635.6	694.8	606.6	663.7	690.1
기타	7.3	10.1	608.7	616.0	666.2
영업이익	92.9	219.3	139.5	332.6	433.0
영업이익률	3.8%	7.8%	4.2%	8.4%	10.1%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표2. 한화시스템 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E
매출	544.4	687.3	639.2	932.8	690.1	768.2	807.7	1,051.1
방산	381.7	493.2	467.8	756.1	430.3	470.2	481.4	719.9
ICT	160.5	190.1	169.6	174.6	141.5	147.0	155.7	162.4
기타	2.0	3.7	1.6	2.8	118.3	151.0	170.6	168.8
영업이익	39.3	79.8	57.0	43.2	58.2	33.5	22.5	25.4
영업이익률	7.2%	11.6%	8.9%	4.6%	8.4%	4.4%	2.8%	2.4%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표3. 한화시스템 3Q25 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	3Q25	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		3Q24	YoY %	3Q25E	차이 %	3Q25E	차이 %
매출	807.7	639.2	26.4%	892.2	-9.5%	1,011.8	-20.2%
영업이익	22.5	57.0	-60.5%	47.0	-52.1%	68.9	-67.4%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표4. 한화시스템 2025 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2025E	전년대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2024	YoY %	2025E	차이 %	2025E	차이 %
매출	3,317.1	2,803.7	18.3%	3,605.4	-8.0%	3,521.3	-5.8%
영업이익	139.5	219.3	-36.4%	190.0	-26.5%	186.0	-25.0%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표5. 한화시스템 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출	3,317.1	3,970.8	3,521.3	3,952.4	(204.1)	18.4
영업이익	139.5	332.6	186.0	337.7	(46.4)	(5.2)
영업이익률	4.2%	8.4%	5.3%	8.5%	-1.1%P	-0.2%P

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표6. 한화시스템 목표주가 산출

	2022	2023	2024	2025F	비고
EPS(원)	1,849.0	2,405.0	2,357.5	464.2	
BPS(원)	11,443.0	13,316.0	12,790.7	13,337.2	
고점 P/E(배)	9.4	7.3	12.7	147.8	
평균 P/E(배)	7.7	5.8	8.0	97.5	
저점 P/E(배)	5.5	4.3	6.4	50.5	
고점 P/B(배)	1.5	1.3	2.3	5.1	
평균 P/B(배)	1.2	1.0	1.5	3.4	
저점 P/B(배)	0.9	0.8	1.2	1.8	
ROE(%)	16.3	18.2	18.8	3.6	지배주주순이익 기준
적용 EPS(원)				1,890	2027F EPS
Target P/E(배)				40.0	Hensoldt 50 배 X 20%할인
적정주가(원)				75,618	
목표주가(원)				76,000	
전일 증가(원)				59,900	
상승여력				26.9%	

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

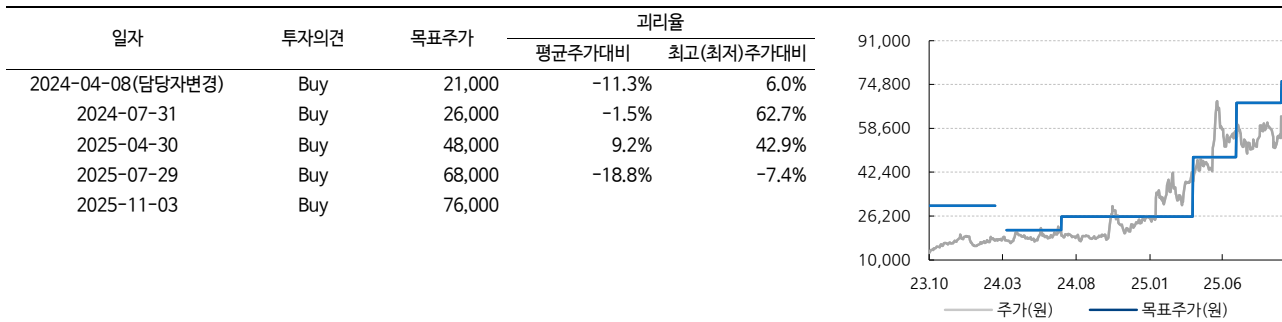
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,286	3,093	3,516	3,999	매출액	2,804	3,317	3,971	4,302
현금 및 현금성자산	200	992	1,201	1,551	증가율(%)	14.3	18.3	19.7	8.3
단기금융자산	121	139	160	184	매출원가	2,388	2,897	3,277	3,473
매출채권	313	370	443	480	매출총이익	416	420	694	830
재고자산	610	498	596	645	판매비와관리비	196	280	362	397
비유동자산	3,438	1,960	1,881	1,826	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	570	432	351	303	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	762	741	722	704	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	5,724	5,053	5,397	5,825	영업이익	219	140	333	433
유동부채	2,677	1,889	1,937	1,970	증가율(%)	78.9	-36.4	138.3	30.2
매입채무	154	182	218	236	영업이익률(%)	7.8	4.2	8.4	10.1
단기차입금	30	25	22	22	이자수익	15	37	45	57
유동성장기부채	50	25	25	25	이자비용	22	16	17	17
비유동부채	631	645	666	687	지분법이익(손실)	-13	-40	-28	-
사채	249	263	284	305	기타영업외손익	366	-3	-3	-3
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	581	107	329	470
부채총계	3,308	2,534	2,602	2,657	법인세비용	104	19	69	113
지배주주지분	2,490	2,595	2,876	3,255	세전계속이익률(%)	20.7	3.2	8.3	10.9
자본금	945	945	945	945	당기순이익	445	88	260	357
자본잉여금	1,092	1,092	1,092	1,092	순이익률(%)	15.9	2.6	6.5	8.3
이익잉여금	589	613	813	1,112	지배주주귀속 순이익	454	89	265	364
기타자본항목	-136	-55	26	107	기타포괄이익	-35	81	81	81
비지배주주지분	-74	-75	-81	-88	총포괄이익	411	169	341	438
자본총계	2,416	2,520	2,795	3,168	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	133	-437	278	379	주당지표(원)				
당기순이익	445	88	260	357	EPS	2,405	474	1,403	1,928
유형자산감가상각비	92	138	81	48	BPS	13,181	13,736	15,221	17,232
무형자산상각비	22	21	19	18	CFPS	3,009	1,315	1,936	2,276
지분법관련손실(이익)	-13	-40	-28	-	DPS	350	350	350	350
투자활동 현금흐름	-442	1,608	276	313	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-240	-	-	-	PER	9.4	126.5	42.7	31.1
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.7	4.4	3.9	3.5
금융상품의 증감	-435	1,279	-50	-10	PCR	7.5	45.5	30.9	26.3
재무활동 현금흐름	35	-112	-78	-75	EV/EBITDA	12.8	35.2	23.7	19.9
단기금융부채의증감	-101	-30	-3	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	219	14	21	21	ROE	19.6	3.5	9.7	11.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	11.9	9.0	10.9	11.6
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	136.9	100.6	93.1	83.9
현금및현금성자산의증감	-276	792	209	350	순부채비율	0.3	-32.5	-36.8	-43.7
기초현금및현금성자산	476	200	992	1,201	매출채권회전율(x)	10.7	9.7	9.8	9.3
기말현금및현금성자산	200	992	1,201	1,551	재고자산회전율(x)	5.0	6.0	7.3	6.9

자료 : 한화시스템, iM증권 리서치본부

## 한화시스템 투자이전 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 본 위원은 한화시스템(272210)으로부터 일부 비용을 지원받아 미국 필리 조선회 탐방 및 Hanwha Defense USA, Hanwha Defense Global 현지 간담회 (2025.05.12~2025.05.16)에 참석하였습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자이전]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	매수	매수
91%	91%	91%