



한화시스템 (272210)

지상방산과 해양방산 모멘텀을 모두 흡수

▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(유지): 74,000원

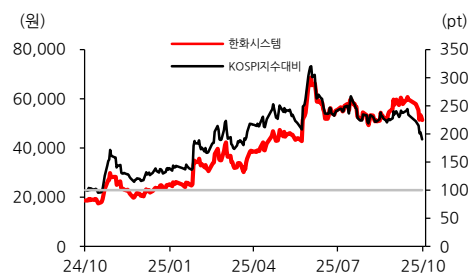
현재 주가(10/20)	52,700원
상승여력	▲40.4%
시가총액	99,561억원
발행주식수	188,919천주
52 주 최고가 / 최저가	68,600 / 17,470원
90 일 일평균 거래대금	780.81억원
외국인 지분율	8.0%
주주 구성	
한화에어로스페이스 (외 2 인)	59.5%
국민연금공단	7.2%
한화시스템우리사주	1.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.6	-5.4	36.4	182.3
상대수익률(KOSPI)	-22.3	-25.0	-17.3	135.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,804	3,615	4,220	5,105
영업이익	219	179	315	467
EBITDA	333	381	602	760
지배주주순이익	454	140	291	421
EPS	2,405	750	1,558	2,249
순차입금	152	392	243	44
PER	9.4	70.3	33.8	23.4
PBR	1.7	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	13.3	27.2	16.9	13.2
배당수익률	1.5	0.7	0.8	0.8
ROE	19.6	4.4	7.4	10.0

주가 추이



3Q25 Preview: 영업이익 시장 기대치 하회 추정

한화시스템의 3분기 실적은 매출액 8,648억원(YoY +35.3%, 이하 YoY), 영업이익 404억원(-33.1%, OPM 4.7%)으로 영업이익 기준 컨센서스를 약 30% 하회할 것으로 추정한다. 시장 기대치 하회 요인으로는 지난 2분기처럼 필리조전소 정상화를 위한 투자비용 및 인수 이전 누락된 원가 반영이 주요하게 작용했을 것으로 판단한다.

방산 체계 업체들의 수출 확대 직수혜

3분기 방산 부문은 매출액 5,230억원(+11.8%), 영업이익 528억원(+14.1%, OPM 10.1%)을 기록할 것으로 추정한다. 수출 비중은 올해 연간 20% 내외를 기록하고 내년에는 20% 중반대를 기록할 것으로 전망한다. 내년부터 중동 M-SAM 매출 증가 및 폴란드 K2전차 2차 관련 신규 매출 발생 등을 기대하기 때문이다. 2분기 말 방산 수주잔고는 8조 4,589억원이며, 지난 10월 동사는 방사청과 3,573억원 규모의 L-SAM 다기능레이더 양산 계약을 체결했다. 근시일 내 폴란드 K2 2차 및 이라크 M-SAM 관련 계약을 기대하며 국내 체계 업체들의 중동(사우디/이라크)향 대형 수출 관련 모멘텀도 더해질 것으로 예상된다.

필리는 빠르게 정상화 과정을 밟는 중

3분기 필리조전소는 약 280억원의 영업손실을 기록한 것으로 추정한다. 생산 조기 안정화 및 누락 원가 반영에 따른 비용이 2분기와 유사한 규모로 발생한 것으로 판단한다. 4분기부터 적자폭이 줄고, 정상화 과정을 거쳐 2H26에는 BEP를 달성할 수 있을 것으로 기대한다. 필리의 연 건조 능력은 현재 1.5척에서 2~3년 내 4척까지 늘어날 것으로 전망하며 내년부터 3,600 TEU급 컨테이너선 3척의 매출인식 본격화('27년 인도 예상; 적당 선가 \$333M)를 통한 실적 개선을 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 74,000원 유지

투자의견과 목표주가를 유지한다. 최근 필리 등 5개 한화 그룹 미국 계열사에 대한 중국의 거래·협력 금지 제재 조치가 있었으나 이들은 중국과의 직접적인 거래관계가 없다. 따라서 실효성보다는 견제 조치로서의 상징적 의미가 더 크다고 해석하며, 향후 미중 해양 패권 경쟁 심화 국면에서 필리의 활용 가치는 계속해서 부각받을 것으로 전망한다.

[표1] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	544	687	639	933	690	768	865	1,292	2,804	3,615	4,220	5,105
방산	382	493	468	756	430	470	523	887	2,099	2,310	2,679	3,144
ICT	161	190	170	175	142	147	194	243	695	725	791	880
기타(필리 등)	2	4	2	3	118	151	148	163	10	580	750	1,081
영업이익	46	84	60	29	58	34	40	48	219	179	315	467
영업이익률	8.4	12.3	9.4	3.1	8.4	4.4	4.7	3.7	7.8	5.0	7.5	9.2
방산	34	61	46	28	50	53	53	52	169	207	261	350
영업이익률	8.9	12.3	9.9	3.7	11.7	11.2	10.1	5.8	8.1	9.0	9.8	11.1
ICT	12	23	15	6	11	11	16	7	56	44	59	65
영업이익률	7.5	12.2	8.7	3.6	7.6	7.3	8.1	3.0	8.1	6.1	7.4	7.4
기타(필리 등)	-1	0	-1	-5	-3	-30	-28	-11	-6	-72	-5	53
YoY 성장률												
매출액	23.9	12.5	2.9	19.4	26.8	11.8	35.3	38.4	14.3	29.0	16.7	21.0
방산	30.5	10.1	1.8	22.5	12.7	-4.7	11.8	17.3	15.5	10.1	16.0	17.4
ICT	9.3	17.1	5.1	5.9	-11.8	-22.7	14.3	39.1	9.3	4.4	9.0	11.2
영업이익	124.1	118.7	32.5	59.9	27.9	-60.3	-33.1	63.3	78.9	-18.1	75.4	48.4

주: '23~'24년 중단 사업(엔터프라이즈블록체인, 바닐라스튜디오, 한화인텔리전스) 영업이익이 반영된 수치

자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화 필리조선소 수주잔고 내역

선종	크기	인도	수주	발주처	선가
Chem & Oil	50,000 DWT	2029-02	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2029	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2029	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2029	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2029	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2030	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2030	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2030	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2030	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2030	2025-08-27	한화해운	
LNG	174,000 cu.m.	2028-02	2025-08-26	한화해운	\$250.0m
LNG	174,000 cu.m.	2028-01	2025-07-21	한화해운	\$250.0m
Container	3,600 TEU	2026-11	2022-11-03	Matson Inc	\$333.3m
Container	3,600 TEU	2027-03	2022-11-03	Matson Inc	\$333.3m
Container	3,600 TEU	2027-11	2022-11-03	Matson Inc	\$333.3m
Stone Dump/Fallpipe	15,037 GT	2026-09	2021-11-15	GLDD	\$197.0m

주: Clarksons에 표기된 기준으로, NSMV는 미포함되어 있으며 인도 일정은 변동 가능

자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,452	2,804	3,615	4,220	5,105
매출총이익	304	416	413	599	795
영업이익	123	219	179	315	467
EBITDA	244	333	381	602	760
순이자손익	13	-8	-22	-46	-46
외화관련손익	1	16	-7	9	12
지분법손익	-46	329	30	-6	-6
세전계속사업손익	444	581	193	358	513
당기순이익	343	445	150	294	425
지배주주순이익	349	454	140	291	421
증가율(%)					
매출액	12.1	14.3	29.0	16.7	21.0
영업이익	213.6	78.9	-18.2	75.5	48.4
EBITDA	69.7	36.4	14.2	58.1	26.3
순이익	흑전	29.8	-66.3	96.1	44.3
이익률(%)					
매출총이익률	12.4	14.8	11.4	14.2	15.6
영업이익률	5.0	7.8	5.0	7.5	9.2
EBITDA 이익률	10.0	11.9	10.5	14.3	14.9
세전이익률	18.1	20.7	5.3	8.5	10.0
순이익률	14.0	15.9	4.2	7.0	8.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	83	133	238	656	700
당기순이익	343	445	150	294	425
자산상각비	122	114	201	287	292
운전자본증감	-168	-218	-91	72	-19
매출채권 감소(증가)	6	-92	47	-12	-22
재고자산 감소(증가)	-128	-106	-216	-28	-73
매입채무 증가(감소)	42	2	51	109	73
투자현금흐름	-864	-442	-486	-441	-426
유형자산처분(취득)	-132	-240	-279	-291	-281
무형자산 감소(증가)	-27	-25	-74	-134	-130
투자자산 감소(증가)	-32	-129	-136	0	0
재무현금흐름	27	35	588	-129	-117
차입금의 증가(감소)	72	84	484	-64	-42
자본의 증가(감소)	-47	-52	-31	-65	-75
배당금의 지급	-47	-52	-65	-65	-75
총현금흐름	260	386	371	584	719
(-)운전자본증감(감소)	55	-224	125	-72	19
(-)설비투자	132	240	279	291	281
(+)자산매각	-27	-25	-73	-134	-130
Free Cash Flow	45	345	-106	230	289
(-)기타투자	785	490	-36	15	15
잉여현금	-740	-146	-70	215	273
NOPLAT	107	180	133	259	387
(+) Dep	122	114	201	287	292
(-)운전자본투자	55	-224	125	-72	19
(-)Capex	132	240	279	291	281
OpFCF	41	279	-69	326	379

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,890	2,286	2,904	3,033	3,289
현금성자산	509	321	571	657	813
매출채권	204	313	261	273	295
재고자산	501	610	838	866	939
비유동자산	2,593	3,438	5,418	5,567	5,695
투자자산	1,687	2,106	3,918	3,928	3,937
유형자산	348	570	708	774	826
무형자산	559	762	792	865	931
자산총계	4,483	5,724	8,323	8,600	8,984
유동부채	1,951	2,677	3,014	3,047	3,118
매입채무	301	436	439	548	620
유동성이자부채	191	109	203	121	112
비유동부채	378	631	1,407	1,425	1,392
비유동이자부채	139	364	760	779	745
부채총계	2,329	3,308	4,421	4,472	4,511
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,114	1,114	1,114
이익잉여금	212	589	587	813	1,159
자본조정	-117	-136	1,171	1,171	1,171
자기주식	-34	-34	-34	-34	-34
자본총계	2,154	2,416	3,901	4,127	4,473

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	1,849	2,405	750	1,558	2,249
BPS	11,327	13,181	20,205	21,401	23,231
DPS	280	350	350	400	400
CFPS	1,376	2,041	1,964	3,090	3,804
ROA(%)	8.3	8.9	2.0	3.4	4.8
ROE(%)	16.9	19.6	4.4	7.4	10.0
ROIC(%)	22.9	28.6	19.8	40.2	51.2
Multiples(x, %)					
PER	9.4	9.4	70.3	33.8	23.4
PBR	1.5	1.7	2.6	2.5	2.3
PSR	1.3	1.5	2.8	2.4	2.0
PCR	12.6	11.1	26.8	17.1	13.9
EV/EBITDA	12.7	13.3	27.2	16.9	13.2
배당수익률	1.6	1.5	0.7	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	108.1	136.9	113.3	108.4	100.8
Net debt/Equity	-8.3	6.3	10.1	5.9	1.0
Net debt/EBITDA	-72.9	45.6	103.0	40.3	5.8
유동비율	96.9	85.4	96.3	99.5	105.5
이자보상배율(배)	8.8	9.8	4.3	5.8	8.7
자산구조(%)					
투하자본	19.1	23.4	11.9	13.0	14.9
현금+투자자산	80.9	76.6	88.1	87.0	85.1
자본구조(%)					
차입금	13.3	16.4	19.8	17.9	16.1
자기자본	86.7	83.6	80.2	82.1	83.9

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 10월 21일)

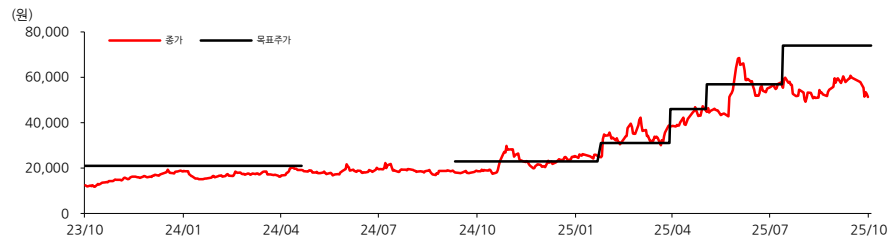
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

한화시스템은 당사와 '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.12.13	2023.05.17	2023.08.24	2023.11.10	2023.11.28	2024.09.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격	24,000	21,000	21,000	21,000	21,000	배성조
일 시	2024.09.27	2024.10.31	2025.02.10	2025.04.16	2025.04.30	2025.05.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	23,000	23,000	31,000	46,000	46,000	57,000
일 시	2025.07.30	2025.10.21				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	74,000	74,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.17	Buy	21,000	-26.28	-3.10
2024.09.27	Buy	23,000	-2.78	29.78
2025.02.10	Buy	31,000	10.72	36.29
2025.04.16	Buy	46,000	-9.27	2.93
2025.05.20	Buy	57,000	-5.13	20.35
2025.07.30	Buy	74,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%