

한화시스템 (272210)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

47,000

상향

현재주가

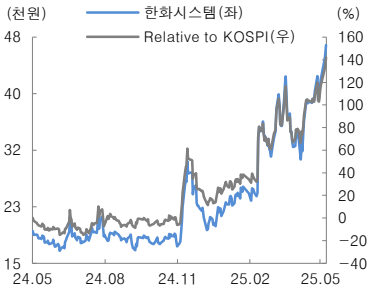
43,200

(25.05.13)

가계업종

KOSPI	2,608.42
시가총액	8,161십억원
시가총액비중	0.38%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	46,850원 / 16,820원
120일 평균거래대금	1,750억원
외국인지분율	7.24%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2 인 59.53% 국민연금공단 8.21%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.3	30.9	58.5	130.0
상대수익률	12.3	28.0	50.9	140.7



더 나은 투자 대안이 될 것

- 연결 영업이익 582억원(+48.2% yoy) 기록. 시장 컨센서스 상회
- 방산부문의 수출 비중 상승 효과 확인. 필리조선소도 빠른 정상화 시현
- 필리 인수, 오스탈 지분확보 통해 미국 조선업 재건에 긴밀하게 대응 중

투자의견 매수, 목표주가 47,000원 상향(+11.9%)

목표주가는 2026E EPS 1,560원에 타깃 PER 30.0배 적용. 타깃 PER은 유럽 방산업체 Peer 그룹의 평균치를 적용. 8.4조원의 방위산업 수주잔고를 바탕으로 중기 성장이 분명하고, 미국 조선시장 진출을 통해 업종 내 투자 차별성을 획득

예견된 방산 성장에 필리 정상화가 더해지다

1Q25 연결 기준 매출액 6,901억원(+26.8% yoy), 영업이익 582억원(+48.2% yoy), 영업이익률 8.4%(+1.2%p) 기록. 잠정치는 시장 컨센서스 대비 상회

방산부문 영업이익은 503억원(OPM 11.7%) 기록. UAE 천궁-2 MFR, 폴란드 K2를 바탕으로 수출 비중이 35%까지 늘어나면서 우수한 수익성을 시현. ICT부문 영업이익은 108억원(OPM 7.6%)으로 대외사업 종료에 따른 매출액 감소를 반영

기타부문 실적으로 한화필리조선소('24.12월 인수완료)를 연결 반영. 필리조선소는 분기 영업손실 -20억원을 기록했으나, 이는 지난해 영업손실 -6,100만달러 대비 확연하게 개선된 것으로 필리조선소 실적에 대한 시장 우려를 상당부분 상쇄

더 나은 투자 대안이 될 것

필리조선소 인수완료, 호주 오스탈 지분취득(9.9% 취득완료, FIRB 승인시 19.9%까지 확대 가능)을 통해 미국 조선업 재건에 가장 긴밀하게 대응하고 있는 업체로, 오히려 조선업체 대비 시장 성장 수혜를 우선적으로 받을 수 있는 종목으로 기대
중동향 천궁-2 MFR 양산 매출이 우수한 수익성에 기반하여 본격적으로 증가하고 있는 시점이며, 국내 L-SAM 양산, 폴란드 K2 2-1 등 수주가 연내 가시화되고 있어 안정적인 성장세가 지속될 것으로 예상. MSCI 지수 편입 기대감도 높은 종목

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25			2Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정
매출액	544	933	633	690	26.8	-26.0	684	931
영업이익	39	43	41	58	48.2	34.6	44	80
순이익	52	365	42	38	-27.0	-89.6	37	64

자료: 한화시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,661	4,172	4,502
영업이익	123	219	260	324	373
세전순이익	444	581	292	397	449
총당기순이익	343	445	243	318	359
지배지분순이익	349	454	226	295	333
EPS	1,849	2,405	1,195	1,560	1,763
PER	9.4	9.4	39.2	30.0	26.6
BPS	11,327	13,181	14,298	15,647	17,130
PBR	1.5	1.7	3.3	3.0	2.7
ROE	16.9	19.6	8.7	10.4	10.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	3,214	3,480	3,661	4,172	13.9	19.9
판매비와 관리비	268	265	305	318	13.9	19.9
영업이익	242	309	260	324	7.5	4.9
영업이익률	7.5	8.9	7.1	7.8	-0.4	-1.1
영업외손익	100	130	32	73	-67.5	-43.6
세전순이익	341	439	292	397	-14.4	-9.4
지배지분순이익	270	345	226	295	-16.3	-14.5
순이익률	8.5	10.1	6.6	7.6	-1.8	-2.5
EPS(지배지분순이익)	1,427	1,825	1,195	1,560	-16.3	-14.5

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

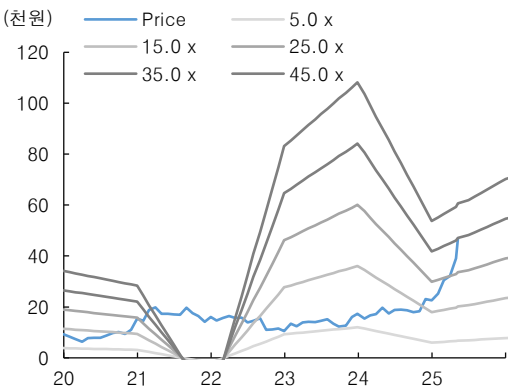
표1. 한화시스템 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
EPS	1,560	한화시스템 2026E EPS
Target PER	30.0	유럽 Peer 그룹 평균 레벨
적정주가	46,806	EPS * Target PER
목표주가	47,000	46,806≒47,000
현재주가	43,100	2025.05.12 기준
상승여력(%)	9.0	

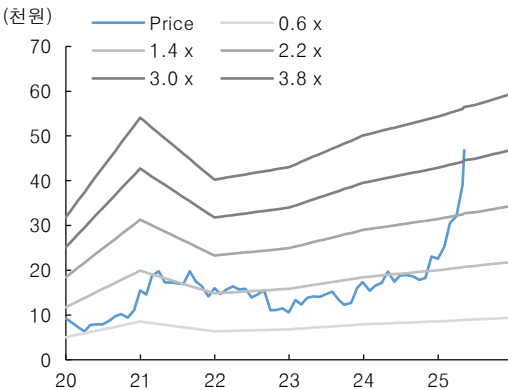
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 한화시스템 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 한화시스템 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표2. 한화시스템 분기/연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
연결 매출액	(십억원)	544	687	639	934	690	931	836	1,203	2,804	3,661
YoY	(%)	23.9	12.5	3.0	19.4	26.8	35.5	30.8	28.9	14.3	30.5
QoQ	(%)	-30.3	26.3	-7.0	45.9	-26.0	35.0	-10.3	44.0		
방산	(십억원)	382	493	468	756	430	620	532	848	2,099	2,430
ICT	(십억원)	161	190	170	175	142	187	177	225	695	731
신사업	(십억원)	2	4	2	3	118	124	127	131	11	500
연결 영업이익	(십억원)	39	80	57	43	58	80	65	57	219	260
YoY	(%)	218.1	167.1	43.7	6.3	48.2	0.8	13.3	31.3	78.9	18.5
QoQ	(%)	-3.5	103.3	-28.6	-24.1	34.6	38.3	-19.8	-12.1		
OPM	(%)	7.2	11.6	8.9	4.6	8.4	8.6	7.7	4.7	7.8	7.1
방산	(십억원)	34	61	46	28	50	65	51	50	169	216
ICT	(십억원)	12	23	15	6	11	17	15	8	56	51
신사업	(십억원)	-1	0	-1	-5	-3	-1	-1	-2	-6	-7
기타	(십억원)	-6	-5	-3	14	0	0	0	0	0	0
연결 지배순이익	(십억원)	52	28	9	365	38	64	66	58	454	226
YoY	(%)	-72.2	-62.9	-78.0	734.8	-27.0	125.7	602.6	-84.1	30.1	-50.3
QoQ	(%)	18.5	-45.4	-66.8	3,779.9	-89.6	68.8	3.4	-12.2		
NIM	(%)	9.5	3.9	1.3	41.8	5.9	7.4	8.5	5.2	17.0	6.6
수주잔고	(십억원)	7,050	6,968	7,924	8,848	10,520	10,284	10,473	11,575	8,848	11,575
YoY	(%)	18.7	20.0	32.6	21.4	49.2	47.6	32.2	30.8	21.4	30.8
QoQ	(%)	-3.3	-1.2	13.7	11.7	18.9	-2.2	1.8	10.5		
방산	(십억원)	6,694	6,633	7,634	8,630	8,428	8,200	8,431	9,515	8,630	9,515
ICT	(십억원)	356	335	289	218	213	228	213	261	218	261

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

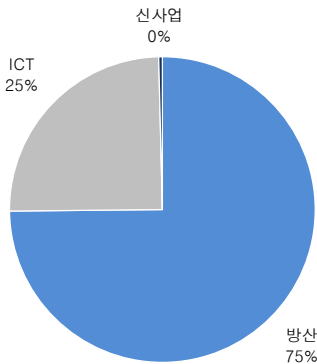
- 감시정찰, 지휘통제, 항공전자, 해양시스템, 위성사업 등을 중심으로 하는 방산 사업과 비즈니스 정보화 시스템 구축, 고객 전산시스템의 운영관리 등을 수행하는 ICT 사업을 영위
- 신사업으로 UAM, 위성통신 해외기업에 지분 투자 후 공동협력 관계 구축
- 자산 5조 7,240억원, 부채 3조 3,076억원, 자본 2조 4,164억원
- 발행주식 수: 188,919,389주 / 자기주식수: 1,926,128주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선티 예산 규모 및 세부내역
- 해외 방위산업 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 갈등 상황 발생 여부

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 12월 기준
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

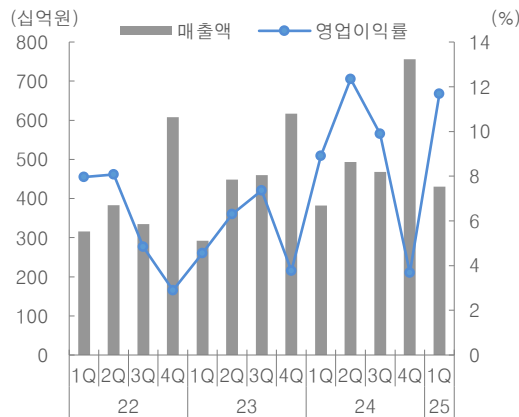
매출 비중 추이



주: 2024년 매출액 기준
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

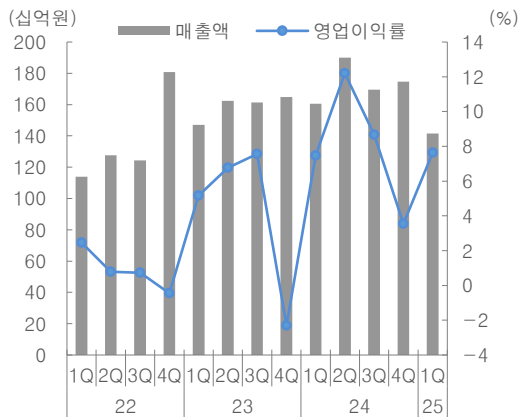
Earnings Driver

방산 부문 매출액 및 영업이익률 추이



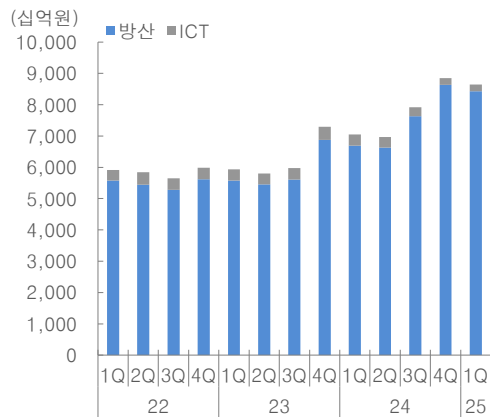
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

ICT 부문 매출액 및 영업이익률 추이



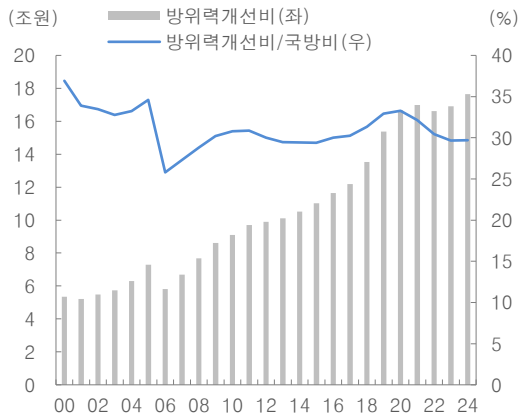
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

수주잔고 추이



자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

연도별 방위력개선티 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,661	4,172	4,502
매출원가	2,148	2,388	3,096	3,529	3,821
매출총이익	304	416	565	642	681
판매비와관리비	182	196	305	318	308
영업이익	123	219	260	324	373
영업이익률	5.0	7.8	7.1	7.8	8.3
EBITDA	244	333	394	482	549
영업외손익	321	362	32	73	76
관계기업손익	-30	-13	49	78	80
금융수익	32	48	56	58	59
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-17	-39	-42	-42	-42
외환관련손실	3	17	17	17	17
기타	337	366	-30	-21	-20
법인세비용차감전순손익	444	581	292	397	449
법인세비용	-57	-104	-49	-79	-90
계속사업순손익	386	477	243	318	359
중단사업순손익	-43	-32	0	0	0
당기순이익	343	445	243	318	359
당기순이익률	14.0	15.9	6.6	7.6	8.0
비지배지분순이익	-6	-9	18	23	26
지배지분순이익	349	454	226	295	333
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-18	-3	-1	0	0
포괄순이익	167	411	237	316	359
비지배지분포괄이익	-6	-9	17	23	26
지배지분포괄이익	173	420	219	294	333

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,849	2,405	1,195	1,560	1,763
PER	9.4	9.4	39.2	30.0	26.6
BPS	11,327	13,181	14,298	15,647	17,130
PBR	1.5	1.7	3.3	3.0	2.7
EBITDAPS	1,294	1,765	2,088	2,550	2,906
EV/EBITDA	12.7	13.0	22.3	18.1	15.6
SPS	12,982	14,841	19,377	22,081	23,829
PSR	1.3	1.5	2.4	2.1	2.0
CFPS	1,376	2,041	605	1,136	1,513
DPS	280	350	350	350	350

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	12.1	14.3	30.6	14.0	7.9
영업이익 증가율	213.6	78.9	18.5	24.7	15.0
순이익 증가율	흑전	29.8	-45.3	30.5	13.0
수익성					
ROIC	23.6	28.4	26.0	29.2	35.9
ROA	2.9	4.3	4.4	5.0	5.3
ROE	16.9	19.6	8.7	10.4	10.8
안정성					
부채비율	108.1	136.9	136.3	134.9	134.7
순차입금비율	-8.3	6.3	0.4	-1.6	-6.8
이자보상배율	8.8	9.8	12.4	15.6	16.8

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,890	2,286	2,490	2,760	3,132
현금및현금성자산	476	200	349	438	687
매출채권 및 기타채권	204	313	407	464	500
재고자산	501	610	797	908	980
기타유동자산	709	1,163	937	950	965
비유동자산	2,593	3,438	3,705	3,980	4,240
유형자산	348	570	695	794	874
관계기업투자금	993	25	162	329	497
기타비유동자산	1,253	2,843	2,848	2,856	2,869
자산총계	4,483	5,724	6,194	6,739	7,371
유동부채	1,951	2,677	2,986	3,326	3,728
매입채무 및 기타채무	301	436	483	512	530
차입금	132	30	45	68	101
유동상채무	30	50	83	139	231
기타유동부채	1,488	2,161	2,374	2,609	2,867
비유동부채	378	631	587	545	503
차입금	50	249	219	189	159
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	328	381	368	355	343
부채총계	2,329	3,308	3,573	3,871	4,231
자배지분	2,140	2,490	2,701	2,956	3,236
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,092	1,092	1,092
이익잉여금	212	589	750	979	1,246
기타지분변동	-117	-136	-85	-60	-47
비자배지분	14	-74	-80	-87	-96
자본총계	2,154	2,416	2,621	2,869	3,141
순차입금	-178	152	9	-45	-212

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	83	133	-197	-34	74
당기순이익	343	445	243	318	359
비현금항목의 가감	-83	-60	-129	-103	-73
감가상각비	122	114	134	158	176
외환손익	0	-22	5	5	5
지분법평가손익	30	13	-49	-78	-80
기타	-235	-164	-220	-188	-175
자산부채의 증감	-168	-218	-255	-160	-111
기타현금흐름	-9	-35	-57	-88	-101
투자활동 현금흐름	-864	-442	-352	-383	-386
투자자산	-694	-149	-145	-175	-177
유형자산	-132	-240	-240	-240	-240
기타	-37	-53	33	32	31
재무활동 현금흐름	27	35	-78	-49	-1
단기차입금	52	-101	15	23	34
사채	50	219	-30	-30	-30
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-47	-52	-65	-65	-65
기타	-29	-31	2	24	61
현금의 증감	-752	-276	149	89	249
기초 현금	1,228	476	200	349	438
기말 현금	476	200	349	438	687
NOPLAT	107	180	216	259	298
FCF	69	29	111	177	234

[Compliance Notice]

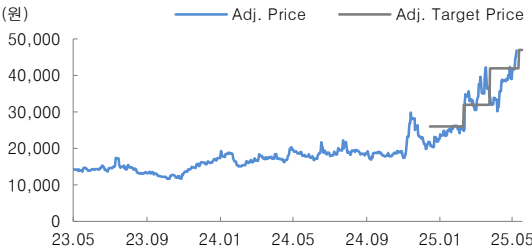
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화시스템(272210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.05.14	25.03.26	25.02.10	24.12.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	47,000	42,000	32,000	26,000
과리율(평균%)		(11.17)	9.04	(7.58)
과리율(최대/최소%)		11.55	32.03	0.77
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과리율(평균%)				
과리율(최대/최소%)				
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과리율(평균%)				
과리율(최대/최소%)				

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250510)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상