

한화시스템 (272210)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

62,000

상향

현재주가

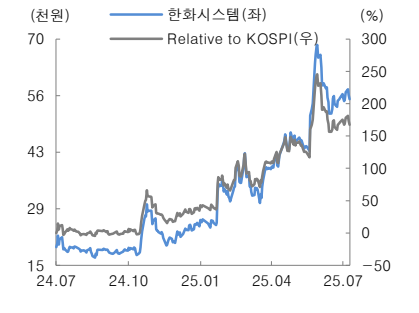
55,400

(25.07.30)

기업업종

KOSPI	3254.47
시가총액	10,466십억원
시가총액비중	0.47%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	68,600원 / 16,890원
120일 평균거래대금	1,908억원
외국인지분율	7.44%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2 인 59.53% 국민연금공단 8.21%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.5	42.1	111.5	170.2
상대수익률	-9.8	11.6	64.8	127.4



Wag the Dog

- 2Q 연결 영업이익 335억원(-58.0% yoy) 기록. 시장 컨센서스 하회
- 방산과 ICT 무난했지만, 필리조선소 비용 증가로 기타 영업손실 확대
- 단기 실적 변동성 높아졌고 밸류에이션 부담 있음. 다만, 큰 그림은 우수

투자의견 매수, 목표주가 62,000원 상향(+31.9%)

목표주가는 12MF EPS 1,560원에 타깃 PER 35.0배를 적용한 사업가치와 한화오션 지분가치(11.57%)를 합산하여 산정. 타깃 PER은 유럽 방산 전자업체 Peer 그룹의 평균. 해외 조선소 선제 투자 바탕으로 미국 조선업 시장 진출의 교두보 역할 가능

Wag the Dog

2Q25 연결 기준 매출액 7,682억원(+11.8% yoy), 영업이익 335억원(-58.0% yoy), 영업이익률 4.4%(-7.3%p) 기록. 잠정치는 시장 컨센서스 대비 하회

[방산] 매출액 4,702억원, 영업이익 525억원 기록. TICN, TMMR 2차 양산과 중동항 수출이 반영되며 전분기 대비 매출은 +9.3% 증가, 영업이익은 +4.4% 증가

[ICT] 매출액 1,470억원, 영업이익 108억원 기록. 1분기와 유사한 실적

[기타] 매출액 1,510억원, 영업손실 -298억원 기록. 연결자회사 필리조선소 영업손실 292억원이 반영된 영향으로, SRIV(해상풍력설치선) 관련 비용과 초기 정상화를 위한 한화오션 인력 파견비용 등이 주요했던 것으로 파악. 철강 관세(품목별 관세 50%) 비용은 2분기 실적에는 반영되지 않았던 것으로 나타나면서, 하반기 실적을 기존 대비 보수적으로 추정. 연간 기타 영업손실 전망치를 550억원으로 조정

큰 그림을 봐야 할 때

필리조선소 안정화에 소요되는 비용이 다소 불확실함에 따라 단기 실적 변동성은 확대된 흐름. 다만, 장기적 관점에서 필수적인 투자임은 분명하며 조기 정상화를 이루는 것은 동사에 있어서 중요한 과제. 필리조선소 외에도 호주 조선소 오스탈의 지분 인수도 추진 중이며, 현재 호주 FIRB의 승인을 대기 중인 상황. 밸류에이션 부담이 있는 구간임은 사실이나, 사업 정상화 이후의 성장성을 간과해서는 안될 것

(단위: 십억원, %)

구분	2024	1Q25	2Q25		3Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정
매출액	687	690	887	768	11.8	11.3	909	861
영업이익	80	58	73	34	-58.0	-42.4	77	52
순이익	28	38	65	41	44.6	8.1	61	69

자료: 한화시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,526	4,175	4,473
영업이익	123	219	193	323	380
세전순이익	444	581	287	460	519
총당기순이익	343	445	216	350	397
지배지분순이익	349	454	210	336	380
EPS	1,849	2,405	1,113	1,777	2,012
PER	9.4	9.4	51.9	32.5	28.7
BPS	11,327	13,181	14,217	15,782	17,515
PBR	1.5	1.7	3.9	3.5	3.2
ROE	16.9	19.6	8.1	11.8	12.1

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	3,623	4,167	3,526	4,175	-2.7	0.2
판매비와 관리비	299	318	291	318	-2.6	0.2
영업이익	248	314	193	323	-21.9	2.7
영업이익률	6.8	7.5	5.5	7.7	-1.4	0.2
영업외손익	32	73	94	137	189.9	87.7
세전순이익	280	387	287	460	2.6	18.8
지배지분순이익	242	330	210	336	-13.0	1.6
순이익률	6.2	7.4	6.1	8.4	-0.1	1.0
EPS(지배지분순이익)	1,280	1,749	1,113	1,777	-13.0	1.6

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

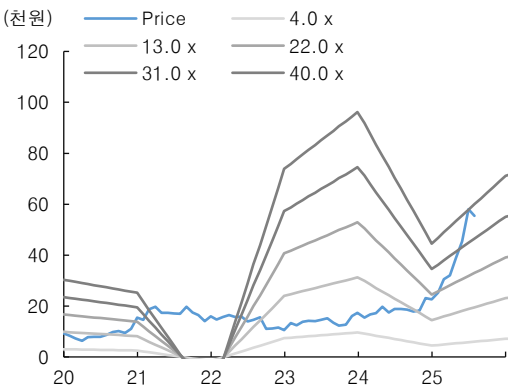
표1. 한화시스템 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
EPS	1,501	한화시스템 12MF EPS
Target PER	35.0	유럽 방산전자 Peer 그룹 평균 레벨
(1) 주당 사업가치	52,520	EPS * Target PER
(2) 한화오션 지분가치	9,082	한화오션 지분가치(한화오션 종가*보유주식수*할인율 50%) / 한화시스템 주식수(188,9백만주)
적정주가	61,603	(1) +(2)
목표주가	62,000	61,603≒62,000
현재주가	55,400	2025.07.30 기준
상승여력(%)	11.9	

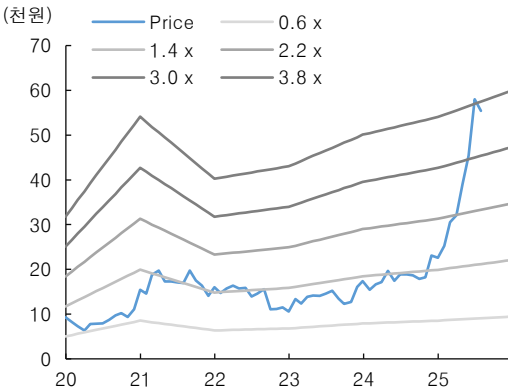
자료: 대신증권 Research Center

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	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
연결 매출액	(십억원)	544	687	639	934	690	768	861	1,206	2,804	3,526
YoY	(%)	23.9	12.5	3.0	19.4	26.8	11.8	34.8	29.2	14.3	25.7
QoQ	(%)	-30.3	26.3	-7.0	45.9	-26.0	11.3	12.1	40.1		
방산	(십억원)	382	493	468	756	430	470	541	859	2,099	2,301
ICT	(십억원)	161	190	170	175	142	147	167	188	695	643
신사업	(십억원)	2	4	2	3	118	151	154	159	11	582
연결 영업이익	(십억원)	39	80	57	43	58	34	52	50	219	193
YoY	(%)	218.1	167.1	43.7	6.3	48.1	-58.0	-9.3	15.7	78.9	-11.8
QoQ	(%)	-3.5	103.3	-28.6	-24.1	34.5	-42.4	54.3	-3.2		
OPM	(%)	7.2	11.6	8.9	4.6	8.4	4.4	6.0	4.1	7.8	5.5
방산	(십억원)	34	61	46	28	50	53	53	52	169	208
ICT	(십억원)	12	23	15	6	11	11	13	6	56	41
신사업	(십억원)	-1	0	-1	-5	-3	-30	-15	-8	-6	-55
기타	(십억원)	-6	-5	-3	14	0	0	0	0	0	0
연결 지배순이익	(십억원)	52	28	9	365	38	41	69	63	454	210
YoY	(%)	-72.2	-62.9	-78.0	734.8	-27.0	44.6	633.4	-82.8	30.1	-53.7
QoQ	(%)	18.5	-45.4	-66.8	3,779.9	-89.6	8.1	68.6	-9.1		
NIM	(%)	9.5	3.9	1.3	41.8	4.8	6.1	8.0	5.6	17.0	6.1
수주잔고	(십억원)	7,050	6,968	7,924	8,848	10,520	10,447	10,611	11,709	8,848	11,709
YoY	(%)	18.7	20.0	32.6	21.4	49.2	49.9	33.9	32.3	21.4	32.3
QoQ	(%)	-3.3	-1.2	13.7	11.7	18.9	-0.7	1.6	10.4		
방산	(십억원)	6,694	6,633	7,634	8,630	8,428	8,350	8,572	9,644	8,630	9,644
ICT	(십억원)	356	335	289	218	213	269	264	349	218	349

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

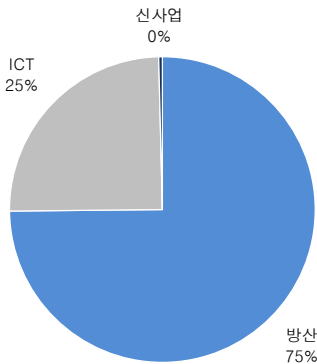
- 감시정찰, 지휘통제, 항공전자, 해양시스템, 위성사업 등을 중심으로 하는 방산 사업과 비즈니스 정보화 시스템 구축, 고객 전산시스템의 운영관리 등을 수행하는 ICT 사업을 영위
- 신사업으로 UAM, 위성통신 해외기업에 지분 투자 후 공동협력 관계 구축
- 자산 7조 2,126억원, 부채 3조 7,995억원, 자본 3조 4,131억원
- 발행주식 수: 188,919,389주 / 자기주식수: 1,926,128주

주가 변동요인

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

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2025년 3월 기준
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

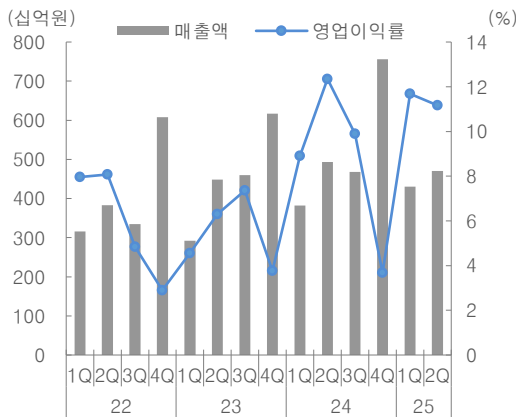
매출 비중 추이



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

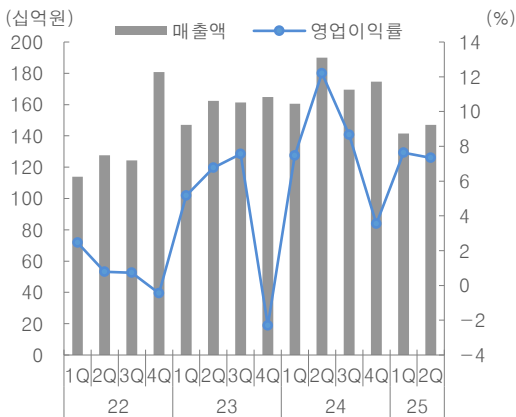
Earnings Driver

방산 부문 매출액 및 영업이익률 추이



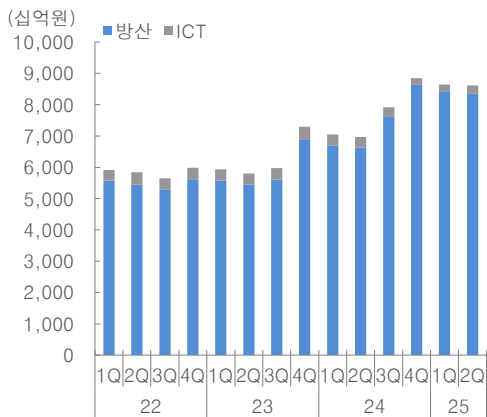
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

ICT 부문 매출액 및 영업이익률 추이



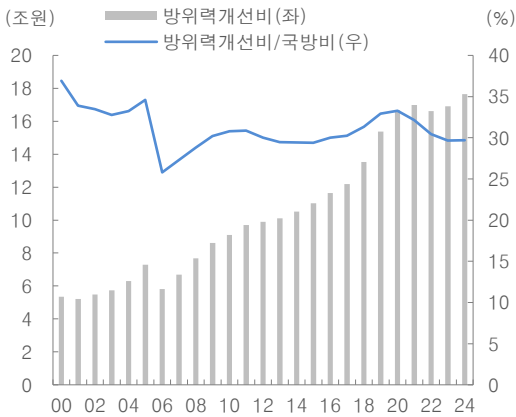
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

수주잔고 추이



자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

연도별 방위력개선헌비 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,526	4,175	4,473
매출원가	2,148	2,388	3,041	3,535	3,787
매출총이익	304	416	484	641	686
판매비와관리비	182	196	291	318	306
영업이익	123	219	193	323	380
영업이익률	5.0	7.8	5.5	7.7	8.5
EBITDA	244	333	328	480	556
영업외손익	321	362	94	137	139
관계기업손익	-30	-13	42	72	74
금융수익	32	48	64	65	66
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-17	-39	-43	-42	-42
외환관련손실	3	17	17	17	17
기타	337	366	30	42	42
법인세비용차감전순손익	444	581	287	460	519
법인세비용	-57	-104	-71	-110	-122
계속사업순손익	386	477	216	350	397
중단사업순손익	-43	-32	0	0	0
당기순이익	343	445	216	350	397
당기순이익률	14.0	15.9	6.1	8.4	8.9
비배지분순이익	-6	-9	6	15	17
지배지분순이익	349	454	210	336	380
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-18	-3	-1	0	0
포괄순이익	167	411	210	349	397
비배지분포괄이익	-6	-9	6	14	17
지배지분포괄이익	173	420	204	334	380

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,849	2,405	1,113	1,777	2,012
PER	9.4	9.4	51.9	32.5	28.7
BPS	11,327	13,181	14,217	15,782	17,515
PBR	1.5	1.7	3.9	3.5	3.2
EBITDAPS	1,294	1,765	1,735	2,542	2,944
EV/EBITDA	12.7	13.0	31.6	21.4	18.1
SPS	12,982	14,841	18,663	22,102	23,678
PSR	1.3	1.5	3.0	2.5	2.3
CFPS	1,376	2,041	618	1,500	1,919
DPS	280	350	350	350	350

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	12.1	14.3	25.8	18.4	7.1
영업이익 증가율	213.6	78.9	-11.8	66.8	17.8
순이익 증가율	흑전	29.8	-51.4	61.9	13.4
수익성					
ROIC	23.6	28.4	17.9	28.2	35.1
ROA	2.9	4.3	3.3	5.0	5.3
ROE	16.9	19.6	8.1	11.8	12.1
안정성					
부채비율	108.1	136.9	136.8	133.8	131.7
순차입금비율	-8.3	6.3	-0.8	-2.9	-9.7
이자보상배율	8.8	9.8	9.2	15.5	17.1

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,890	2,286	2,475	2,798	3,220
현금및현금성자산	476	200	378	475	785
매출채권 및 기타채권	204	313	392	464	497
재고자산	501	610	767	909	973
기타유동자산	709	1,163	937	950	965
비유동자산	2,593	3,438	3,697	3,966	4,220
유형자산	348	570	695	794	874
관계기업투자금	993	25	155	316	478
기타비유동자산	1,253	2,843	2,848	2,856	2,869
자산총계	4,483	5,724	6,172	6,764	7,440
유동부채	1,951	2,677	2,978	3,326	3,727
매입채무 및 기타채무	301	436	476	512	528
차입금	132	30	45	68	101
유동성채무	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	3,565	3,871	4,229
자배지분	2,140	2,490	2,686	2,982	3,309
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,092	1,092	1,092
이익잉여금	212	589	734	1,004	1,319
기타지분변동	-117	-136	-85	-60	-47
비배지분	14	-74	-79	-88	-98
자본총계	2,154	2,416	2,606	2,893	3,211
순차입금	-178	152	-20	-82	-310

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	83	133	-180	-33	127
당기순이익	343	445	216	350	397
비현금항목의 가감	-83	-60	-100	-67	-35
감가상각비	122	114	134	158	176
외환손익	0	-22	5	5	5
지분법평가손익	30	13	-42	-72	-74
기타	-235	-164	-198	-158	-143
자산부채의 증감	-168	-218	-218	-198	-102
기타현금흐름	-9	-35	-79	-118	-134
투자활동 현금흐름	-864	-442	-344	-376	-380
투자자산	-694	-149	-138	-169	-171
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	178	97	309
기초 현금	1,228	476	200	378	475
기말 현금	476	200	378	475	785
NOPLAT	107	180	146	246	290
FCF	69	29	40	163	227

[Compliance Notice]

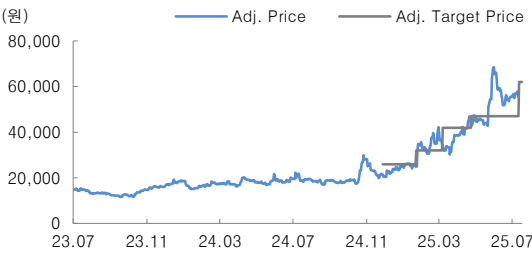
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.07.31	25.07.04	25.06.27	25.05.13	25.03.26	25.02.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	62,000	47,000	47,000	47,000	42,000	32,000
과리율(평균%)		13.80	11.89	10.81	(10.28)	9.04
과리율(최대/최소%)		(8.94)	(8.94)	45.96	11.55	32.03
제시일자	24.12.16					
투자의견	Buy					
목표주가	26,000					
과리율(평균%)	(7.67)					
과리율(최대/최소%)	0.77					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250727)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.7%	9.3%	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