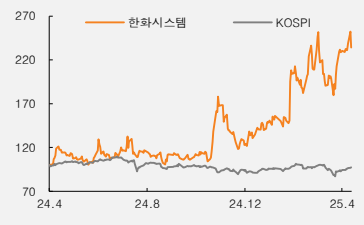


투자의견(하향)	Trading Buy
목표주가(상향)	▲ 44,000원
현재주가(25/4/29)	39,300원
상승여력	12.0%

영업이익(25F,십억원)	250
Consensus 영업이익(25F,십억원)	233
EPS 성장률(25F,%)	-42.7
MKT EPS 성장률(25F,%)	26.3
P/E(25F,x)	28.5
MKT P/E(25F,x)	9.3
KOSPI	2,565.42
시가총액(십억원)	7,425
발행주식수(백만주)	189
유동주식비율(%)	37.7
외국인 보유비중(%)	6.6
베타(12M) 일간수익률	0.71
52주 최저가(원)	16,820
52주 최고가(원)	42,300
(%)	1M 6M 12M
절대주가	23.0 103.4 93.1
상대주가	22.6 107.6 102.3



[조선/방산/항공우주]

정동호
dongho.jeong@miraeasset.com

한화시스템

본업은 견조하나 부담스러운 밸류에이션

1Q25 Review: 영업이익 컨센서스 28.3% 상회

1Q25 매출액 6,901억원 (+26.8% YoY, 컨센 대비 4.4% 상회), 영업이익 582억원 (+27.8% YoY, OPM 8.4%, 컨센 대비 28.3% 상회)으로 시장 기대치를 웃돌았다. 컨센서스 상회 요인은 1) 폴란드 K2 1차 및 UAE/사우디 M-SAM-II MFR 등 수출 비중 증가와 2) 필리조선소 적자폭 축소다. 일회성 요인은 없었다.

방산 매출액은 4,303억원 (+12.7% YoY), 영업이익은 503억원 (+47.9% YoY, OPM 11.7%)으로 견조했다. 수출비중이 35%로 크게 증가했기 때문이다. 이는 1) 해외매출이 전분기 대비 42% 성장, 2) TICN 4차양산 사업종료로 국내매출 볼륨이 57% 감소(전년 대비로도 12% 감소)한 영향이다. 추후 국내사업 재개 시 연간 수출 비중은 20% 내외로 전망한다. 필리조선소 매출액은 1,165억원으로 예상보다 낮았으나, 이전 충당금 설정 영향으로 영업이익은 적자폭이 줄어든 -19억원을 기록했다.

방산은 계속 좋아지고, 필리는 불확실성 잔존

당사는 25F/26F/27F 영업이익을 각각 +11.8%/17.3%/15.6% 상향했다. 폴란드 K2 2차 계약 시 납품량 지속 및 ASP 상승이 예상되며, 중동 M-SAM-II 매출도 개발에서 양산단계 진입 시 매출볼륨 및 마진 확대 여지가 잔존하기 때문이다. 한편, 필리조선소의 경우 한화오션과 협력 하에 1) 생산공정 안정화와 2) 컨테이너선 (CV 1~3호선) 진척률 증가 따라 25년 적자폭 축소 (OP -248억원), 26년 흑자전환 (OP 41억원)을 전망한다. 다만, 트럼프 정부의 관세 영향으로 인해 원가부담이 가중될 수 있어 1~2개 분기는 더 지켜볼 필요가 있다. 기대요인으로는 1) 미국 SHIPS Acts 법안 수혜, 2) 미해군 MRO/신조 참여 가능성 등이 있다.

투자의견 'Trading Buy'로 하향, 목표주가는 44,000원으로 33% 상향

투자의견 'Trading Buy'로 하향, 목표주가는 기존 33,000원에서 44,000원으로 33.3% 상향한다. 영업이익 추정치 상향 (직전 대비 +15%) 및 글로벌 피어 멀티플 상승 (직전 대비 +32% 상승) 영향이다. 그러나, 당사 25~26F Implied P/E 기준 31.9배인데, 현재 동사의 12개월 선행 P/E는 이미 30.9배로 주가가 많이 올라와 있는 상황이다. 당장의 상승여력은 제한적이나, 본업 자체는 매우 견조하다. 추후 실적 추정치 상향 또는 섹터 리레이팅 여부에 따라 투자의견을 조정하도록 하겠다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,452	2,804	3,805	4,367	5,147
영업이익 (십억원)	123	219	250	367	492
영업이익률 (%)	5.0	7.8	6.6	8.4	9.6
순이익 (십억원)	349	454	260	350	479
EPS (원)	1,849	2,405	1,378	1,851	2,538
ROE (%)	16.9	19.6	10.4	13.2	16.0
P/E (배)	9.4	9.4	28.5	21.2	15.5
P/B (배)	1.5	1.7	2.9	2.6	2.3
배당수익률 (%)	1.6	1.5	0.9	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 1Q25 실적 테이블

(십억원)

	1Q24	4Q24	1Q25			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	추정치	차이 (%)
매출액	544	933	690.1	-26.1	26.8	748	-7.8	661	4.4
영업이익	46	29	58.2	99.6	27.8	34	71.2	45	28.3
당기순이익	58	365	37.8	-89.6	-35.0	45	-15.2	34	9.8
영업이익률 (%)	8.4	8.4	8.4	0.1	0.1	4.5	3.9	6.9	1.6
순이익률 (%)	10.7	10.7	5.5	-5.2	-5.2	6.0	-0.5	5.2	0.3
사업부문별 매출액						비고			
방산	382	756	430	-43.1	12.7				
ICT	161	175	142	-19.0	-11.8				

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정치 변동표

(십억원)

	New			Old			% Chg.		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
수주잔고	10,516	10,454	9,900	10,992	11,670	11,052	-4.3%	-10.4%	-10.4%
수주잔고/매출액 (년)	2.8	2.4	1.9	2.9	2.8	2.2	-4.5%	-14.1%	-14.1%
신규수주	3,807	4,307	4,585	3,800	4,128	4,395	0.2%	4.3%	4.3%
신규수주/매출액 (년)	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	0.9	0.0%	0.0%	0.0%
매출액	3,804	4,366	5,146	3,797	4,185	4,933	0.2%	4.3%	4.3%
영업이익	250	367	492	224	313	425	11.8%	17.3%	15.6%
OPM (%)	6.6	8.4	9.6	5.9	7.5	8.6	0.7%p	0.9%p	0.9%p
지배순이익	260	350	479	249	321	424	4.5%	8.9%	13.0%
NPM (%)	6.8	8.0	9.3	6.6	7.7	8.6	0.3%p	0.3%p	0.7%p
EPS (원)	1,378	1,851	2,538	1,318	1,699	2,245	4.5%	8.9%	13.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 영업실적 전망치

(십억원)

항목	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고	전체	7,050	6,968	7,924	10,558	10,520	10,064	10,269	10,807	10,558	10,516	10,454	9,900
	방산	6,694	6,633	7,634	8,342	8,428	8,211	8,329	8,653	8,342	8,350	8,054	7,528
	ICT	356	335	289	216	213	196	181	168	216	168	195	202
	PHS					1,880	1,658	1,759	1,987		1,998	2,204	2,171
매출액	전체	544	687	639	933	690	928	929	1,257	2,804	3,804	4,366	5,146
	방산	382	493	468	756	430	537	538	835	2,099	2,339	2,876	3,624
	ICT	161	190	170	174.6	142	190	205	223	695	760	832	913
	PHS					117	198	183	198		696	649	602
성장률 (%)	전체	23.9	12.5	2.9	19.4	26.8	35.1	45.4	34.7	14.3	35.7	14.8	17.9
	방산	30.5	10.1	1.8	22.5	12.7	8.8	14.9	10.5	15.5	11.5	23.0	26.0
	ICT	9.2	17.1	5.1	5.9	-11.8	0.0	21.0	27.9	9.3	9.4	9.5	9.7
	PHS					-26.0	72.8	17.0	294.1		44.4	-6.7	-7.3
영업이익	전체	46	84	60	29	58	67	72	53	219.3	250	367	492
	YoY (%)	124.1	118.7	32.5	59.3	27.8	-20.9	19.7	82.7	78.8	14.2	46.6	33.9
	OPM (%)	8.4	12.3	9.4	3.1	8.4	7.2	7.8	4.2	7.8	6.6	8.4	9.6
	지배순이익	58	22	9	365	38	77	83	63	454	260	350	479
YoY (%)		-68.8	-71.2	-98.5	1,624.2	-35.0	250.5	782.8	-82.8	30.1	-42.7	34.3	37.1
	NPM (%)	10.7	3.2	1.5	39.1	5.5	8.3	8.9	5.0	16.2	6.8	8.0	9.3

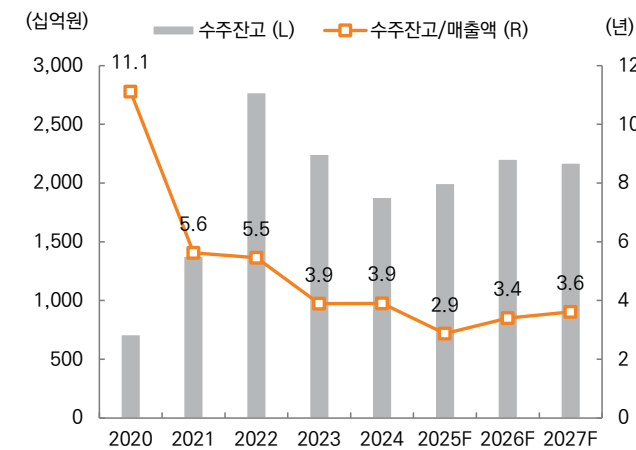
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 필리조션소 영업실적 추정

KRW/USD	1,145	1,292	1,307	1,365	1,428	1,420	1,420
(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고	1,378	2,770	2,246	1,880	1,998	2,772	3,307
% YoY	100%	78%	-20%	-20%	2%	11%	-2%
Backlog/sales	5.6	5.5	3.9	3.9	2.9	3.4	3.6
신규수주	791	1,333	17	11	510	610	400
% YoY	25%	69%	-99%	-35%	4517%	20%	-34%
매출액	245.2	507.5	577.3	481.7	695.6	648.7	601.5
% YoY	284%	107%	14%	-17%	44%	-7%	-7%
영업비용	259.4	538.9	670.9	646.6	720.3	644.7	576.5
% of sales	106%	106%	116%	134%	104%	99%	96%
매출원가	222.4	521.0	650.4	627.3	690.7	618.7	552.5
% of sales	91%	103%	113%	130%	99%	95%	92%
매출총이익	22.8	-13.4	-73.0	-145.6	4.9	30.0	49.1
GPM	9%	-3%	-13%	-30%	1%	5%	8%
판매비	37.1	18.0	20.5	19.3	29.6	25.9	24.1
% of sales	15%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
영업이익	-14.3	-31.4	-93.6	-164.9	-24.7	4.0	25.0
OPM	-6%	-6%	-16%	-34%	-4%	1%	4%
영업외손익	0.2	2.6	9.7	5.7	1.1	1.1	1.1
세전이익	-14.1	-28.8	-83.9	-159.1	-23.6	5.2	26.2
% of sales	-6%	-6%	-15%	-33%	-3%	1%	4%
법인세	-5.6	-13.7	-171.8	-283.2	-0.6	-0.6	-0.6
당기순이익	-8.5	-15.1	87.9	124.1	-23.0	5.7	26.7
NPM	-3%	-3%	15%	26%	-3%	1%	4%
지배순이익	-8.5	-15.1	-88.8	124.1	-23.0	5.7	26.7
NPM	-3%	-3%	-15%	26%	-3%	1%	4%

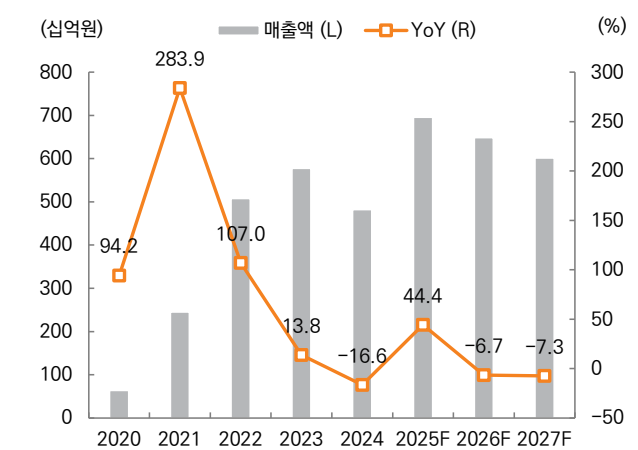
자료: PHS, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 필리조션소 수주잔고 및 수주잔고/매출액



자료: Philly shipyard, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 필리조션소 매출액 및 YoY 성장률



자료: Philly shipyard, 미래에셋증권 리서치센터 추정

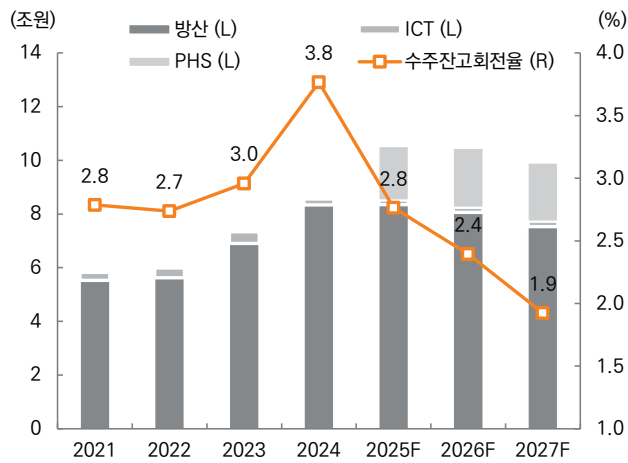
표 5. SOTP 밸류에이션

(십억원)

항목			비고
영업가치	전체	5,833	
	방산	5,173	
	영업이익	269	- 25~26F 영업이익
	NOPLAT	216	- 법인세율 20%
	Target P/E (X)	24.0	- 글로벌 방산 Peer 25~26F P/E (기준 18배)
	할인율		
	ICT	600	
	영업이익	55	- 25~26F 영업이익
	NOPLAT	44	- 법인세율 20%
	Target P/E (X)	13.6	- 국내 ICT Peer 25~26F P/E (기준 14배)
	할인율		
	필리조션소	60	
	영업이익	4.1	- 26F 영업이익
	NOPLAT	3	- 법인세율 20%
	Target P/E (X)	23.0	- 글로벌 미 군함 Peer 25~26F P/E (기준 16.5배)
	할인율	20%	- Peer 대비 1) 신조 레퍼런스 및 2) 이익률 저조
비영업가치	전체	2,309	
	한화오션	1,390	지분 11.57%, 50% 할인
	오스탈	60	지분 5.9%, 할인율 50% 적용
	위성	486	유상증자 자금 누적 투자액
	디지털	374	유상증자 자금 누적 투자액
순차입금		(146)	
비지배주주지분		(74)	
주주가치		8,360	
주식 수 (백만주)		189	
목표주가 (원)		44,000	기준 3.3만원 대비 34.2% 상향
현재주가 (원)		39,300	
상승여력		12.0%	
EPS	25F	1,378	
	26F	1,851	
	27F	2,538	
Implied P/E	25F	31.9	
	26F	23.8	
	27F	17.3	

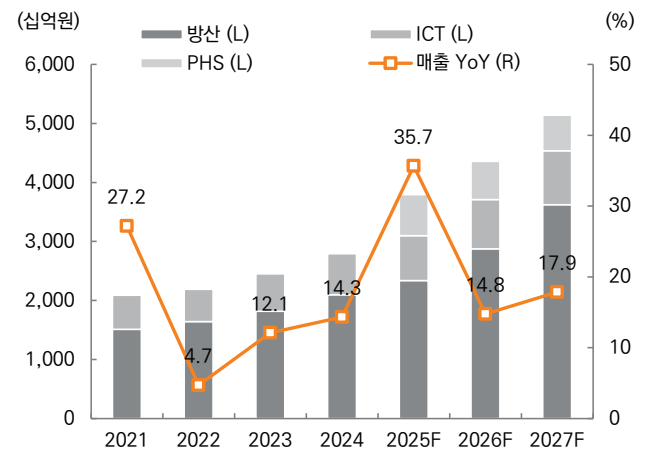
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 사업부문별 수주잔고 및 방산 수주잔고회전율



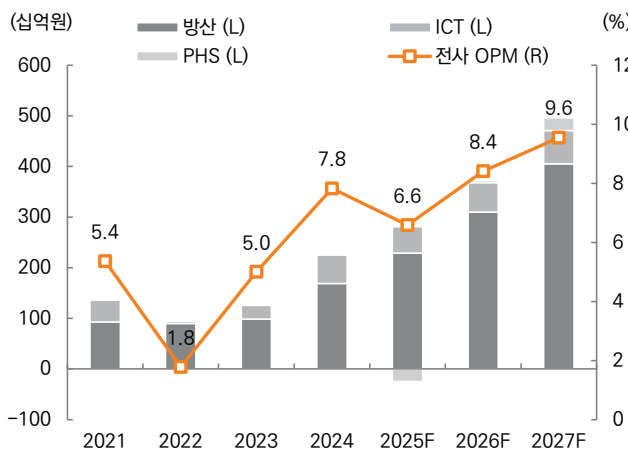
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 사업부문별 매출액 및 매출 성장률



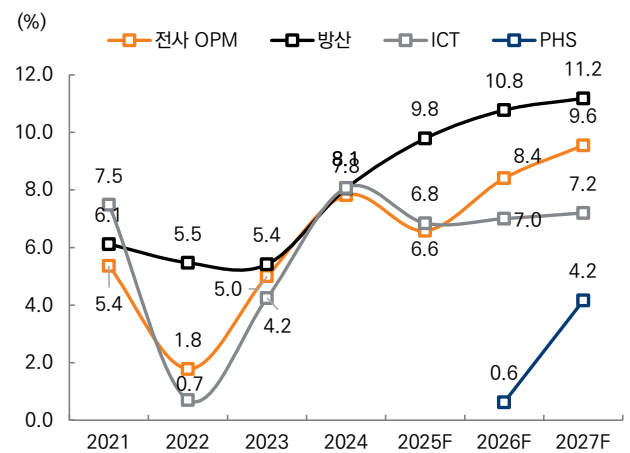
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 사업부문별 영업이익 및 영업이익률



자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 사업부문별 영업이익률 추이



자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,804	3,805	4,367	5,147
매출원가	2,388	3,288	3,696	4,278
매출총이익	416	517	671	869
판매비와관리비	196	267	304	377
조정영업이익	219	250	367	492
영업이익	219	250	367	492
비영업손익	362	12	-20	-20
금융손익	-8	-12	2	17
관계기업등 투자손익	-13	-46	-54	-37
세전계속사업손익	581	262	347	472
계속사업법인세비용	104	-11	-15	-20
계속사업이익	477	273	362	492
중단사업이익	-32	0	0	0
당기순이익	445	273	362	492
지배주주	454	260	350	479
비지배주주	-9	13	13	13
총포괄이익	411	273	362	492
지배주주	420	277	368	500
비지배주주	-9	-4	-6	-8
EBITDA	333	380	502	629
FCF	-107	364	140	231
EBITDA 마진율 (%)	11.9	10.0	11.5	12.2
영업이익률 (%)	7.8	6.6	8.4	9.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.2	6.8	8.0	9.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,286	3,184	3,933	4,823
현금 및 현금성자산	200	290	433	594
매출채권 및 기타채권	310	504	581	703
재고자산	610	970	1,288	1,557
기타유동자산	1,166	1,420	1,631	1,969
비유동자산	3,438	3,659	3,691	3,710
관계기업투자등	25	25	25	25
유형자산	570	631	674	692
무형자산	762	733	708	685
자산총계	5,724	6,843	7,623	8,533
유동부채	2,677	3,683	4,112	4,509
매입채무 및 기타채무	250	304	357	431
단기금융부채	109	149	155	165
기타유동부채	2,318	3,230	3,600	3,913
비유동부채	631	723	778	865
장기금융부채	364	364	364	364
기타비유동부채	267	359	414	501
부채총계	3,308	4,406	4,890	5,373
지배주주지분	2,490	2,497	2,782	3,196
자본금	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,092	1,092	1,092
이익잉여금	589	784	1,068	1,482
비지배주주지분	-74	-61	-49	-36
자본총계	2,416	2,436	2,733	3,160

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	133	618	394	413
당기순이익	445	273	362	492
비현금수익비용가감	-60	53	117	100
유형자산감가상각비	92	101	109	116
무형자산상각비	22	29	25	22
기타	-174	-77	-17	-38
영업활동으로인한자산및부채의변동	-218	293	-103	-216
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-92	-194	-77	-121
재고자산 감소(증가)	-106	-360	-319	-269
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	21	33	43
법인세납부	-32	11	15	20
투자활동으로 인한 현금흐름	-442	-166	-192	-196
유형자산처분(취득)	-240	-162	-152	-133
무형자산감소(증가)	-25	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-140	-65	-40	-63
기타투자활동	-37	61	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	35	-25	-59	-56
장단기금융부채의 증가(감소)	143	40	6	9
자본의 증가(감소)	-8	0	0	0
배당금의 지급	-52	-65	-65	-65
기타재무활동	-48	0	0	0
현금의 증가	-276	90	143	161
기초현금	476	200	290	433
기말현금	200	290	433	594

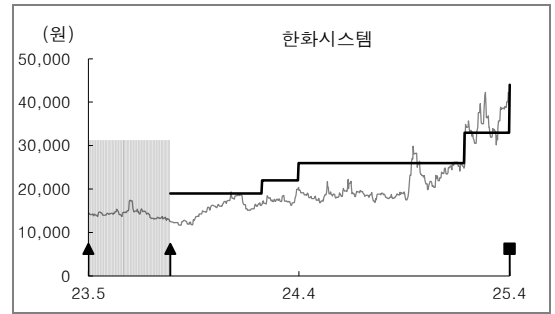
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	9.4	28.5	21.2	15.5
P/CF (x)	11.1	22.8	15.5	12.5
P/B (x)	1.7	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA (x)	13.0	19.5	14.5	11.3
EPS (원)	2,405	1,378	1,851	2,538
CFPS (원)	2,041	1,722	2,538	3,133
BPS (원)	13,361	13,401	14,905	17,096
DPS (원)	350	350	350	350
배당성향 (%)	14.7	24.0	18.1	13.3
배당수익률 (%)	1.5	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	14.3	35.7	14.8	17.9
EBITDA증가율 (%)	36.4	14.0	32.0	25.4
조정영업이익증가율 (%)	78.9	14.2	46.6	33.9
EPS증가율 (%)	30.1	-42.7	34.3	37.1
매출채권 회전율 (회)	11.0	9.4	8.1	8.0
재고자산 회전율 (회)	5.0	4.8	3.9	3.6
매입채무 회전율 (회)	15.1	20.0	19.3	18.7
ROA (%)	8.7	4.3	5.0	6.1
ROE (%)	19.6	10.4	13.2	16.0
ROIC (%)	21.7	28.7	40.8	42.9
부채비율 (%)	136.9	180.8	178.9	170.1
유동비율 (%)	85.4	86.5	95.6	107.0
순차입금/자기자본 (%)	6.3	2.5	-3.7	-9.3
조정영업이익/금융비용 (x)	9.8	11.4	15.7	20.7

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화시스템 (272210)				
2025.04.30	Trading Buy	44,000	-	-
2025.02.11	매수	33,000	7.79	28.18
2024.04.29	매수	26,000	-21.30	14.81
2024.02.26	매수	22,000	-20.50	-9.36
2023.09.20	매수	19,000	-19.66	1.84
2022.09.14	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화시스템의 지급보증·배서·담보제공·채무인수 등의 방법으로 채무이행을 직·간접적으로 보장하는 업무를 수행 중입니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.