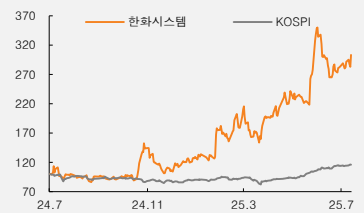


투자 의견(하향)	중립
목표주가(상향)	▲ 54,000원
현재주가(25/7/31)	59,400원
상승여력	-9.1%

영업이익(25F, 십억원)	222
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	214
EPS 성장률(25F, %)	-57.1
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.2
P/E(25F, x)	57.6
MKT P/E(25F, x)	11.9
KOSPI	3,245.44
시가총액(십억원)	11,222
발행주식수(백만주)	189
유동주식비율(%)	37.7
외국인 보유비중(%)	7.8
베타(12M) 일간수익률	1.05
52주 최저가(원)	16,890
52주 최고가(원)	68,600
(%)	1M 6M 12M
절대주가	2.4 135.7 214.3
상대주가	-3.1 82.8 168.3



[조선/방산/항공우주]

정동호
dongho.jeong@miraeasset.com

272210 · 방산/항공우주

한화시스템

필리아, 아프지마

2Q25 Review: 영업이익 컨센서스 56% 하회

2Q25 매출액 7,682억원 (+12% YoY, 컨센 대비 16% 하회), 영업이익 335억원 (-60% YoY, OPM 4.3%, 컨센 대비 56% 하회)으로 시장 기대치에 못 미쳤다. 실적 컨센서스 하회 요인은 필리조선소의 적자폭 확대 (2Q 영업이익 -292억원 vs. 1Q -19억원)이며, 초기 정상화 투자비용 및 인수이전에 누락된 원가가 반영된 영향이다.

방산 매출액은 4,702억원 (+9.3% QoQ, -5% YoY), 영업이익은 525억원 (+4.4% QoQ, -14% YoY, OPM 11%)을 기록했다. 국내 TICN 4차양산 종료에도 TMMR 2차양산 매출이 발생하여 QoQ 소폭 증가했다. 수출비중은 폴란드 K2GF 사격통제장치 매출감소로 전분기 (35%) 대비 낮은 18%에 그쳤으나, 중동 M-SAM-II 매출증가로 영업이익도 소폭 개선되었다. ICT 부문은 매출액 1,470억원 (+3.9% QoQ, -23% YoY), 영업이익 108억원 (0% QoQ, -53% YoY, OPM 7.3%)을 달성했으며, 한화에어로스페이스 ERP 구축사업 종료 영향으로 매출과 영업이익 모두 감소했다.

방산은 이상無, 필리의 안정화 속도가 관건

8/1일 폴란드 K2 2차계약 시 하반기부터 사격통제장치 매출회복을 기대한다. 또한, 중동향 M-SAM-II MFR 사업도 UAE (양산), 사우디 (개발) 매출이 겹치며 수출비중 증가와 이익개선을 이끌 것으로 추정한다. 주요 수출사업들이 본격화되는 27년 기준 방산 수출비중 43%, 수출마진 22%로 전망한다. 필리조선소의 경우 1) 생산안정화, 2) 후판 등 관세영향 등이 관건이며, 2분기 적자폭은 다음 분기에도 지속될 수 있다. 그럼에도 SRIV 조기진수 및 컨테이너선 건조착수에 따라 3Q26 흑자전환으로 추정하나, 대내외 변수에 따라 적자상태가 길어질 가능성도 열어둘 필요가 있다.

투자 의견 '중립' 하향, 목표주가 54,000원으로 23% 상향

투자 의견 '중립'으로 하향, 목표주가는 기존 44,000원에서 54,000원으로 22.7% 상향한다. 목표주가 상향은 추정치 및 멀티플 적용연도를 방산 수출비중 증가 및 필리조선소 흑자전환 시기인 26~27F로 변경한 영향이다. 그럼에도 상승여력이 제한적이므로, 투자 의견을 중립으로 하향한다. 향후 상승여력 확보 및 투자 의견 변경을 위해선 1) 노스롭그루먼, 레오나르도 등 협력 하에 글로벌 직수출 가시화, 2) 필리조선소 생산안정화 및 미국 상선/군함 사업 구체화에 따른 실적 추정치 상향이 필요하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,452	2,804	3,884	4,326	5,008
영업이익 (십억원)	123	219	222	358	468
영업이익률 (%)	5.0	7.8	5.7	8.3	9.3
순이익 (십억원)	349	454	195	314	407
EPS (원)	1,849	2,405	1,031	1,660	2,156
ROE (%)	16.9	19.6	5.8	7.2	8.8
P/E (배)	9.4	9.4	57.6	35.8	27.6
P/B (배)	1.5	1.7	2.6	2.5	2.3
배당수익률 (%)	1.6	1.5	0.6	0.6	0.6

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

표 1. 2Q25 실적 테이블

(십억원)

	2Q24	1Q25	2Q25			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	추정치	차이 (%)
매출액	687	690	768	11.3	11.8	928	-17.2	909	-15.5
영업이익	84	58	33	-42.5	-60.4	67	-49.9	77	-56.3
당기순이익	22	38	41	8.1	86.3	77	-46.9	61	-32.6
영업이익률 (%)	12.3	8.4	4.4	-4.0	-7.9	7.2	-2.8	8.4	-4.1
순이익률 (%)	3.2	10.7	5.3	-5.4	2.1	8.3	-3.0	6.7	-1.4
사업부문별 매출액						비고			
방산	493	430	470	9.3	-4.7				
ICT	190	142	147	3.9	-22.7				

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정치 변동표

(십억원)

	New			Old			% Chg.		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
수주잔고	11,347	11,567	11,434	10,516	10,454	9,900	7.9%	10.6%	15.5%
수주잔고/매출액 (년)	2.9	2.7	2.3	2.8	2.4	1.9	4.4%	11.4%	20.2%
신규수주	4,688	4,535	4,866	3,807	4,307	4,585	23.1%	5.3%	6.1%
신규수주/매출액 (년)	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	20.7%	4.9%	8.0%
매출액	3,883	4,325	5,006	3,804	4,366	5,146	2.1%	-0.9%	-2.7%
영업이익	222	358	468	250	367	492	-11.0%	-2.6%	-4.9%
OPM (%)	5.7	8.3	9.3	6.6	8.4	9.6	-0.9%p	-0.1%p	-0.3%p
지배순이익	195	314	407	260	350	479	-25.1%	-10.4%	-15.0%
NPM (%)	5.0	7.3	8.1	6.8	8.0	9.3	-1.8%p	-0.7%p	-1.2%p
EPS (원)	1,031	1,660	2,156	1,378	1,851	2,538	-25.2%	-10.3%	-15.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 영업실적 전망치

(십억원)

항목	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고	전체	7,050	6,968	7,924	10,558	10,520	10,085	11,258	11,651	10,558	11,347	11,567	11,434
	방산	6,694	6,633	7,634	8,342	8,428	8,277	9,298	9,522	8,342	9,219	9,197	9,090
	ICT	356	335	289	216	213	239	224	168	216	168	195	202
	PHS					1,880	1,569	1,736	1,961		1,961	2,175	2,142
매출액	전체	544	687	639	933	690	768	1,024	1,399	2,804	3,883	4,325	5,006
	방산	382	493	468	756	430	470	634	936	2,099	2,470	2,843	3,491
	ICT	161	190	170	174.6	142	147	205	266	695	760	832	913
	PHS					117	149	181	195		643	640	594
성장률 (%)	전체	23.9	12.5	2.9	19.4	26.8	11.8	60.2	49.9	14.3	38.5	11.4	15.8
	방산	30.5	10.1	1.8	22.5	12.7	-4.7	35.6	23.7	15.5	17.7	15.1	22.8
	ICT	9.2	17.1	5.1	5.9	-11.8	-22.7	21.0	52.6	9.3	9.4	9.5	9.7
	PHS					-26.0	29.7	15.4	288.9		33.6	-0.5	-7.3
영업이익		46	84	60	29	58	33	70	61	219	222	358	468
	YoY (%)	124.1	118.7	32.5	59.3	27.8	-60.4	15.8	109.5	78.8	1.4	60.7	30.8
	OPM (%)	8.4	12.3	9.4	3.1	8.4	4.4	6.8	4.4	7.8	5.7	8.3	9.3
지배순이익		58	22	9	365	38	41	62	54	454	195	314	407
	YoY (%)	-68.8	-71.2	-98.5	1,624.2	-35.0	86.3	559.5	-85.1	30.1	-57.1	61.0	29.9
	NPM (%)	10.7	3.2	1.5	39.1	5.5	5.3	6.0	3.9	16.2	5.0	7.3	8.1

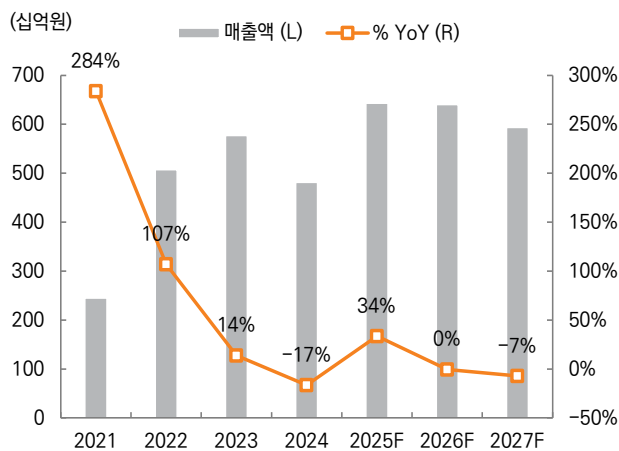
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 필리조선소 영업실적 추정

KRW/USD	1,145	1,292	1,307	1,365	1,414	1,401	1,401
(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고	1,378	2,770	2,246	1,880	1,979	2,175	2,142
% YoY	94%	101%	-19%	-16%	5%	10%	-2%
Backlog/sales	5.6	5.5	3.9	3.9	3.1	3.4	3.6
신규수주	905	1,723	22	15	721	855	561
% YoY	22%	90%	-99%	-32%	4684%	19%	-34%
매출액	245.2	507.5	577.3	481.7	643.4	640.2	593.7
% YoY	284%	107%	14%	-17%	34%	0%	-7%
영업비용	259.4	538.9	670.9	646.6	715.6	641.9	572.8
% of sales	106%	106%	116%	134%	111%	100%	96%
매출원가	222.4	521.0	650.4	627.3	692.1	620.8	554.0
% of sales	91%	103%	113%	130%	108%	97%	93%
매출총이익	22.8	-13.4	-73.0	-145.6	9.6	29.6	48.5
GPM	9%	-3%	-13%	-30%	1%	5%	8%
판매비	37.1	18.0	20.5	19.3	23.6	21.2	18.9
% of sales	15%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
영업이익	-14.3	-31.4	-93.6	-164.9	-72.2	-1.7	20.8
OPM	-5.8%	-6.2%	-16.2%	-34.2%	-11.2%	-0.3%	3.5%

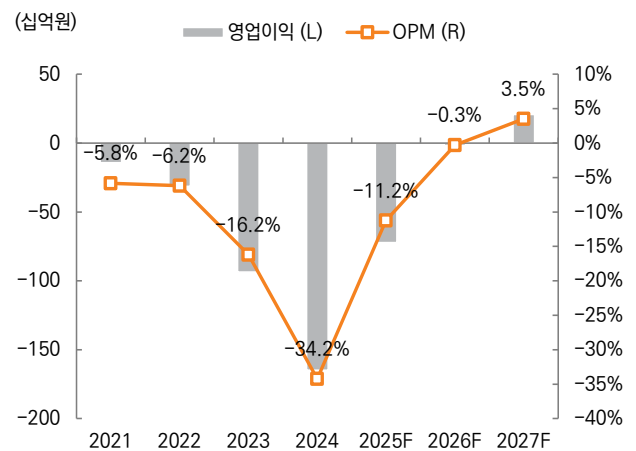
자료: PHS, 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 필리조선소 매출액 및 YoY 성장률



자료: PHS, 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 필리조선소 영업이익 및 영업이익률



자료: PHS, 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터 추정

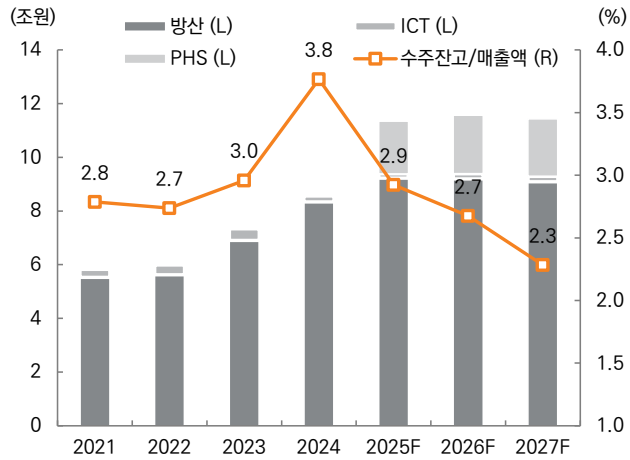
표 5. SOTP 밸류에이션

(십억원)

항목			비고
영업가치	전체	7,317	
	방산	6,402	
	영업이익	343	- 26~27F 영업이익 (기존 25~26F 영업이익)
	NOPLAT	274	- 법인세율 20%
	Target P/E (X)	23.3	- 글로벌 방산 Peer 26~27F P/E (기존 25~26F P/E 24.0배)
	할인율		
	ICT	782	
	영업이익	60	- 26~27F 영업이익 (기존 25~26F 영업이익)
	NOPLAT	48	- 법인세율 20%
	Target P/E (X)	16.2	- 국내 ICT Peer 26~27F P/E (기존 25~26F P/E 13.6배)
	할인율		
	필리조션소	133	
	영업이익	9.5	- 26~27F 영업이익 (기존 26F 영업이익)
	NOPLAT	8	- 법인세율 20%
	Target P/E (X)	21.8	- 글로벌 미 군함 Peer 25~26F P/E (기존 25~26F P/E 23.0배)
	할인율	20%	- Peer 대비 1) 신조 레퍼런스 및 2) 이익률 저조
비영업가치	전체	2,923	
	한화오션	1,991	- 7/31 기준 시가총액 * 지분율 11.57% * 할인율 50%
	오스탈	73	- 7/31 기준 시가총액 * 지분율 5.9% * 할인율 50%
	위성	486	- 유상증자 자금 누적 투자액
	디지털	374	- 유상증자 자금 누적 투자액
순차입금		-48	
비지배주주지분		55	
주주가치		10,234	
주식 수 (백만주)		189	
목표주가 (원)		54,000	- 기존 4.4만원 대비 22.7% 상향
현재주가 (원)		59,400	
상승여력		-9.1%	
EPS	25F	1,031	
	26F	1,660	
	27F	2,156	
Implied P/E	25F	52.4	
	26F	32.5	
	27F	25.1	

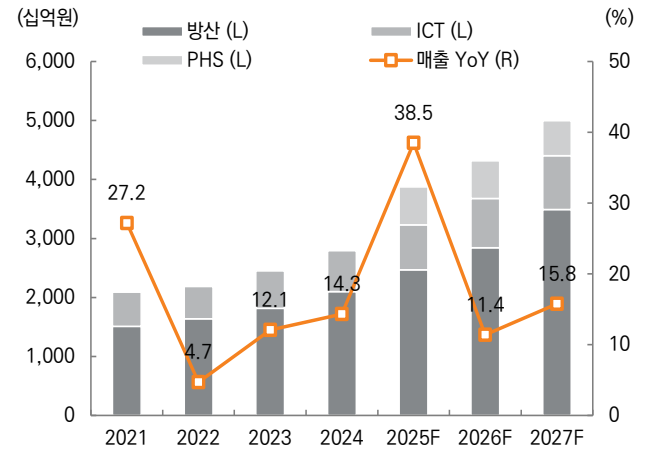
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 사업부문별 수주잔고 및 수주잔고/매출액



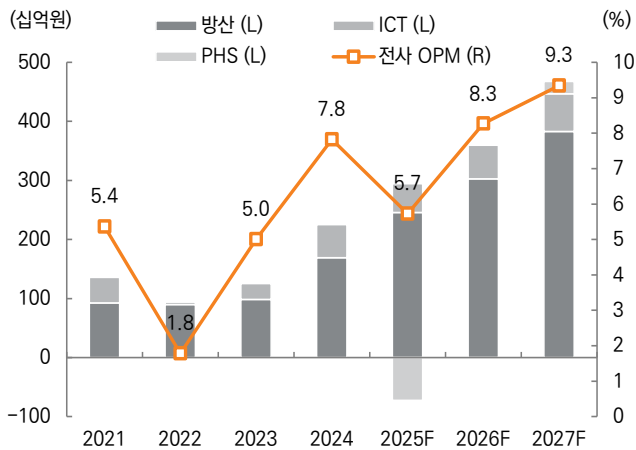
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 사업부문별 매출액 및 매출 성장률



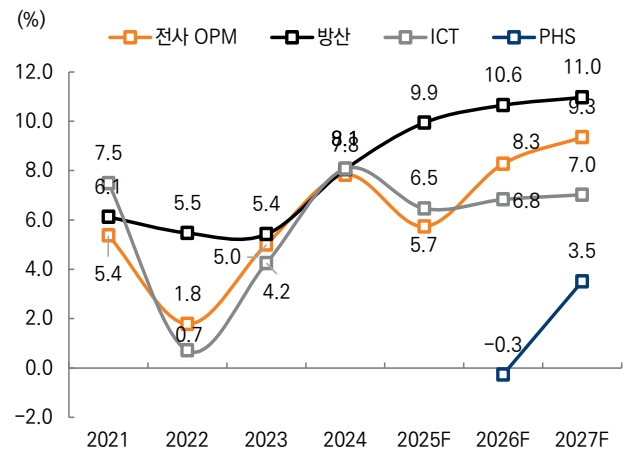
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

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	3,884	4,326	5,008
매출원가	2,388	3,414	3,679	4,189
매출총이익	416	470	647	819
판매비와관리비	196	248	289	351
조정영업이익	219	222	358	468
영업이익	219	222	358	468
비영업손익	362	47	40	40
금융손익	-8	-3	12	34
관계기업등 투자손익	-13	40	-43	-33
세전계속사업손익	581	269	398	508
계속사업법인세비용	104	60	60	76
계속사업이익	477	209	338	432
중단사업이익	-32	8	0	0
당기순이익	445	216	338	432
지배주주	454	195	314	407
비지배주주	-9	21	24	24
총포괄이익	411	1,109	338	432
지배주주	420	1,108	338	431
비지배주주	-9	1	0	0
EBITDA	333	365	502	613
FCF	-107	-37	66	320
EBITDA 마진율 (%)	11.9	9.4	11.6	12.2
영업이익률 (%)	7.8	5.7	8.3	9.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.2	5.0	7.3	8.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,286	3,941	4,763	6,025
현금 및 현금성자산	200	971	1,115	1,484
매출채권 및 기타채권	310	468	608	757
재고자산	610	1,017	1,348	1,677
기타유동자산	1,166	1,485	1,692	2,107
비유동자산	3,438	4,846	4,875	4,929
관계기업투자등	25	19	19	19
유형자산	570	720	752	762
무형자산	762	739	715	693
자산총계	5,724	8,787	9,638	10,954
유동부채	2,677	3,658	4,164	4,958
매입채무 및 기타채무	250	338	373	464
단기금융부채	109	199	197	289
기타유동부채	2,318	3,121	3,594	4,205
비유동부채	631	838	911	1,066
장기금융부채	364	438	478	527
기타비유동부채	267	400	433	539
부채총계	3,308	4,496	5,074	6,024
지배주주지분	2,490	4,217	4,465	4,808
자본금	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,092	1,092	1,092
이익잉여금	589	719	967	1,309
비지배주주지분	-74	74	98	122
자본총계	2,416	4,291	4,563	4,930

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	133	252	320	502
당기순이익	445	216	338	432
비현금수익비용가감	-60	177	153	148
유형자산감가상각비	92	115	120	123
무형자산상각비	22	28	24	21
기타	-174	34	9	4
영업활동으로인한자산및부채의변동	-218	-85	-123	-35
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-92	-157	-140	-148
재고자산 감소(증가)	-106	-407	-331	-330
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	35	23	53
법인세납부	-32	-54	-60	-76
투자활동으로 인한 현금흐름	-442	-305	-149	-209
유형자산처분(취득)	-240	-269	-152	-133
무형자산감소(증가)	-25	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-140	-236	-36	-114
기타투자활동	-37	205	39	38
재무활동으로 인한 현금흐름	35	294	-28	76
장단기금융부채의 증가(감소)	143	164	38	141
자본의 증가(감소)	-8	0	0	0
배당금의 지급	-52	0	-65	-65
기타재무활동	-48	130	-1	0
현금의 증가	-276	771	144	369
기초현금	476	200	971	1,115
기말현금	200	971	1,115	1,484

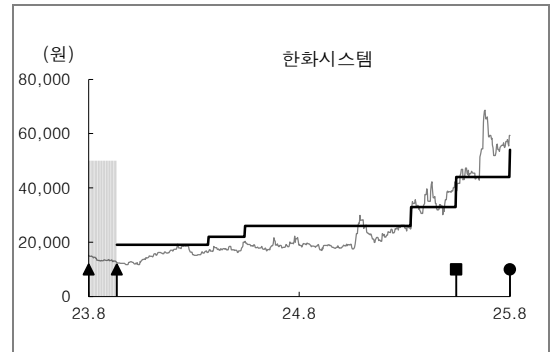
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	9.4	57.6	35.8	27.6
P/CF (x)	11.1	28.5	22.9	19.4
P/B (x)	1.7	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA (x)	13.0	29.5	21.3	17.0
EPS (원)	2,405	1,031	1,660	2,156
CFPS (원)	2,041	2,082	2,597	3,069
BPS (원)	13,361	22,504	23,817	25,627
DPS (원)	350	350	350	350
배당성향 (%)	14.7	30.3	19.4	15.2
배당수익률 (%)	1.5	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	14.3	38.5	11.4	15.8
EBITDA증가율 (%)	36.4	9.5	37.4	22.1
조정영업이익증가율 (%)	78.9	1.4	60.7	30.8
EPS증가율 (%)	30.1	-57.1	61.0	29.9
매출채권 회전율 (회)	11.0	10.0	8.1	7.4
재고자산 회전율 (회)	5.0	4.8	3.7	3.3
매입채무 회전율 (회)	15.1	19.6	17.9	17.2
ROA (%)	8.7	3.0	3.7	4.2
ROE (%)	19.6	5.8	7.2	8.8
ROIC (%)	21.7	20.0	26.2	30.2
부채비율 (%)	136.9	104.8	111.2	122.2
유동비율 (%)	85.4	107.7	114.4	121.5
순차입금/자기자본 (%)	6.3	-12.0	-14.0	-18.5
조정영업이익/금융비용 (x)	9.8	7.6	11.2	12.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화시스템 (272210)				
2025.08.01	중립	54,000	-	-
2025.04.30	Trading Buy	44,000	19.68	55.91
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

투자의견 분류 및 적용기준

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

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 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.