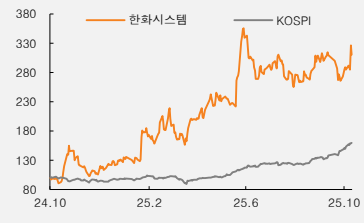


투자 의견(유지)	중립
목표주가(상향)	▲ 59,000원
현재주가(25/10/31)	59,900원
상승여력	-1.5%

영업이익(25F,십억원)	149
Consensus 영업이익(25F,십억원)	191
EPS 성장률(25F,%)	-40.2
MKT EPS 성장률(25F,%)	30.8
P/E(25F,x)	41.7
MKT P/E(25F,x)	14.6
KOSPI	4,107.50
시가총액(십억원)	11,316
발행주식수(백만주)	189
유동주식비율(%)	38.7
외국인 보유비중(%)	8.2
베타(12M) 일간수익률	0.69
52주 최저가(원)	17,470
52주 최고가(원)	68,600
(%)	1M 6M 12M
절대주가	0.7 53.6 228.0
상대주가	-16.1 -4.4 104.1



[조선/방산/항공우주]

정동호
dongho.jeong@miraeasset.com

한화시스템

필리의 안정화가 관건

3Q25 Review: 영업이익 컨센서스 53% 하회

3Q25 매출액 8,077억원 (+26% YoY, 컨센 9% 하회), 영업이익 225억원 (-63% YoY, OPM 2.8%, 컨센 53% 하회)으로 시장 기대치를 크게 밑돌았다. 컨센서스 하회 요인은 전분기와 마찬가지로 필리조선소의 적자폭 확대 (3Q 영업이익 -388억원 vs. 2Q -292억원)다. 자체 개발비는 60억원이 투입됐으며, 일회성 비용은 없었다.

방산은 매출액 4,814억원 (+3% YoY), 영업이익 498억원 (+8% YoY, OPM 10.3%)을 기록했다. 주요 사업은 위성사업과 TICN TMMR 2차양산, UAE 천궁-II MFR이다. 중동향 매출은 증가했으나 폴란드 K2GF 사격통제장치 매출인식이 잠시 중단됨에 따라, 수출비중이 전분기와 동일한 18%를 기록하며 수익성도 소폭 하락했다. ICT 부문은 매출액 1,557억원 (-8% YoY), 영업이익 120억원 (-18% YoY, OPM 7.7%)을 달성했으며, 한화에어로스페이스 ERP 구축사업 종료로 매출과 영업이익이 감소했다.

방산은 이익개선 지속 전망, 필리는 2H26 흑자전환 바램

당분기 방산 부문의 이익개선폭은 아쉬웠으나, 추후 폴란드 K2 2차사업 부품 계약 시 K2 사격통제장치 매출회복에 따라 수출비중이 상승할 것으로 기대한다. 더불어, 중동향 천궁-II MFR 사업도 UAE (양산), 사우디 (개발) 매출이 겹치며 이익이 개선될 것이다. 방산 수출비중은 25F 22.7% / 26F 26.8% / 27F 31.2%로 추정한다.

필리조선소의 경우 생산 안정화가 최우선이다. 4Q25에도 비슷한 수준의 적자는 지속 되겠지만, 양호한 수익성이 기대되는 컨테이너선 3척의 첫 호선이 25년 8월에 킬레이에 들어갔고, 나머지 호선들도 26년부터 스틸커팅과 킬레이에 들어가며 매출인식이 가속화될 것이다. 이에 따라, 1H26→2H26로 갈수록 적자폭이 개선될 전망이다.

투자 의견 '중립' 유지, 목표주가 59,000원 9% 상향

투자 의견 '중립' 유지, 목표주가는 기존 54,000원에서 59,000원으로 9% 상향한다. 목표주가 상향 요인은 이라크 천궁-II MFR 매출 반영에 따른 방산 영업이익 상향이다. 필리조선소는 앞으로 한미 조선업 협력 확대에 따라 상선과 군함 분야에서 잠재 기회가 많을 것으로 기대되나, 지금은 최소 1년간의 정상화 과정이 필요하다. 향후 동사의 주요 마일스톤은 1) 글로벌 방산업체와 협력에 따른 직수출 사업 가시화, 2) 필리조선소의 미 상선 수주, 군함 라이선스 취득, 흑자전환 등이 될 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,452	2,804	3,592	4,420	5,411
영업이익 (십억원)	123	219	149	328	487
영업이익률 (%)	5.0	7.8	4.1	7.4	9.0
순이익 (십억원)	349	454	272	299	414
EPS (원)	1,849	2,405	1,438	1,584	2,193
ROE (%)	16.9	19.6	7.2	5.8	7.6
P/E (배)	9.4	9.4	41.7	37.8	27.3
P/B (배)	1.5	1.7	2.2	2.1	2.0
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. 3Q25 실적 테이블

(십억원)

	3Q24	2Q25	3Q25			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	추정치	차이 (%)
매출액	639	768	807	5.1	26.3	1,024	-21.2	892	-9.5
영업이익	60	33	22	-34.5	-63.7	70	-68.7	47	-53.4
당기순이익	9	41	146	256.2	1456.6	62	135.0	49	197.9
영업이익률 (%)	9.4	8.4	2.7	-5.6	-6.7	6.8	-4.1	5.3	-2.6
순이익률 (%)	1.5	10.7	18.0	7.4	16.6	6.1	12.0	5.5	12.6
사업부문별 매출액						비고			
방산	468	470	481	2.4	2.9				
ICT	170	147	156	5.9	-8.2				

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정치 변동표

(십억원)

	New			Old			% Chg.		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
수주잔고	11,273	11,498	11,096	11,347	11,567	11,434	-0.6%	-0.6%	-3.0%
수주잔고/매출액 (년)	3.1	2.6	2.1	2.9	2.7	2.3	8.2%	-3.6%	-10.8%
신규수주	4,322	4,636	5,000	4,688	4,535	4,866	-7.8%	2.2%	2.8%
신규수주/매출액 (년)	1.2	1.0	0.9	1.2	1.0	1.0	0.3%	4.9%	-7.6%
매출액	3,592	4,420	5,410	3,883	4,325	5,006	-7.5%	2.2%	8.1%
영업이익	148	328	487	222	358	468	-33.4%	-8.3%	4.0%
OPM (%)	4.1	7.4	9.0	5.7	8.3	9.3	-1.6%p	-0.9%p	-0.3%p
지배순이익	272	299	414	195	314	407	39.3%	-4.7%	1.8%
NPM (%)	7.6	6.8	7.7	5.0	7.3	8.1	2.6%p	-0.5%p	-0.4%p
EPS (원)	1,438	1,584	2,193	1,031	1,660	2,156	39.5%	-4.6%	1.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 영업실적 전망치

(십억원)

항목	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고	전체	7,050	6,968	7,924	10,558	10,520	10,365	11,174	11,273	10,558	11,273	11,498	11,096
	방산	6,694	6,633	7,634	8,342	8,428	8,459	8,185	8,966	8,342	8,966	8,908	8,543
	ICT	356	335	289	216	213	338	357	368	216	368	439	435
	PHS					1,880	1,569	2,632	1,939		1,939	2,152	2,119
매출액	전체	544	687	639	933	690	768	807	1,326	2,804	3,592	4,420	5,410
	방산	382	493	468	756	430	470	481	937	2,099	2,318	3,059	3,966
	ICT	161	190	170	174.6	142	147	156	181	695	625	719	849
	PHS					117	149	168	205		639	633	587
성장률 (%)	전체	23.9	12.5	2.9	19.4	26.8	11.8	26.3	42.1	14.3	28.1	23.0	22.4
	방산	30.5	10.1	1.8	22.5	12.7	-4.7	2.9	23.9	15.5	10.5	31.9	29.7
	ICT	9.2	17.1	5.1	5.9	-11.8	-22.7	-8.2	3.7	9.3	-10.0	15.0	18.0
	PHS					-26.0	29.7	7.1	309.3		32.7	-1.0	-7.3
영업이익	전체	46	84	60	29	58	33	22	36	219	148	328	487
	YoY (%)	124.1	118.7	32.5	59.3	27.8	-60.4	-63.7	22.2	78.8	-32.6	121.8	48.4
	OPM (%)	8.4	12.3	9.4	3.1	8.4	4.4	2.7	2.7	7.8	4.1	7.4	9.0
	지배순이익	58	22	9	365	38	41	146	47	454	272	299	414
YoY (%)		-68.8	-71.2	-98.5	1,624.2	-35.0	86.3	1,456.6	-87.1	30.1	-40.2	10.1	38.4
	NPM (%)	10.7	3.2	1.5	39.1	5.5	5.3	18.0	3.6	16.2	7.6	6.8	7.7

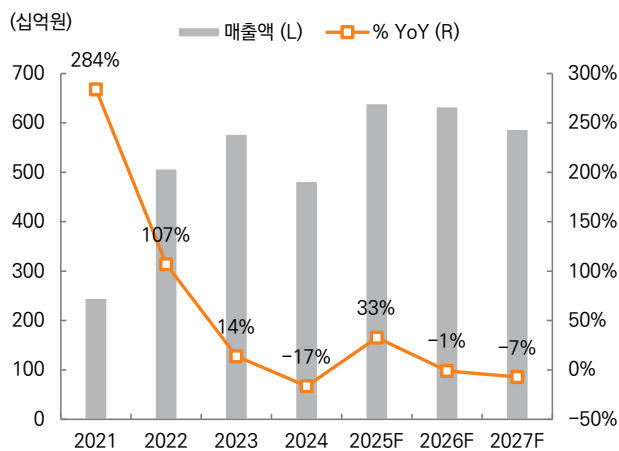
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 필리조선소 영업실적 추정

KRW/USD	1,145	1,292	1,307	1,365	1,407	1,401	1,401
(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고	1,378	2,770	2,246	1,880	1,939	2,152	2,119
% YoY	94%	101%	-19%	-16%	3%	11%	-2%
Backlog/sales	5.6	5.5	3.9	3.9	3.0	3.4	3.6
신규수주	905	1,723	22	15	602	846	554
% YoY	22%	90%	-99%	-32%	3890%	41%	-34%
매출액	245.2	507.5	577.3	481.7	639.3	633.2	587.2
% YoY	284%	107%	14%	-17%	33%	-1%	-7%
영업비용	259.4	538.9	670.9	646.6	730.2	667.3	572.8
% of sales	106%	106%	116%	134%	114%	105%	98%
매출원가	222.4	521.0	650.4	627.3	704.5	641.0	572.0
% of sales	91%	103%	113%	130%	110%	101%	97%
매출총이익	22.8	-13.4	-73.0	-145.6	9.6	29.3	47.9
GPM	9%	-3%	-13%	-30%	2%	5%	8%
판매비	37.1	18.0	20.5	19.3	25.6	26.3	0.8
% of sales	15%	4%	4%	4%	4%	4%	0%
영업이익	-14.3	-31.4	-93.6	-164.9	-100.0	-34.1	14.4
OPM	-5.8%	-6.2%	-16.2%	-34.2%	-15.6%	-5.4%	2.5%

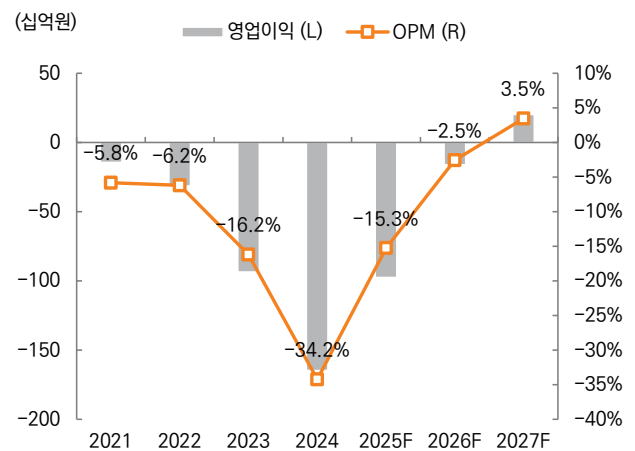
자료: PHS, 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터 추정

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

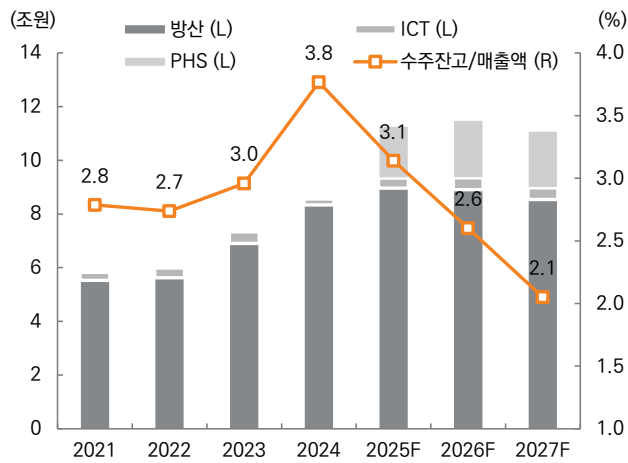
표 5. SOTP 밸류에이션

(십억원)

항목			비고
영업가치	전체	8,546	
	방산	7,376	
	영업이익	382	- 26~27F 영업이익 (직전 3,430억원, +11.5%)
	NOPLAT	306	- 법인세율 20% (직전 2,740억원, +11.5%)
	Target P/E (X)	24.1	- 글로벌 방산 Peer 26~27F P/E (직전 23.3배, +3.5%)
	할인율		
	ICT	926	
	영업이익	58	- 26~27F 영업이익 (직전 600억, -4%)
	NOPLAT	46	- 법인세율 20%(직전 480억, -4%)
	Target P/E (X)	20.1	- 국내 ICT Peer 26~27F P/E (직전 16.2배, +24.1%)
	할인율		
	필리조션소	244	
	영업이익	14.4	- 27F 영업이익 (직전 26F~27F 영업이익 95억, +51.6%)
	NOPLAT	12	- 법인세율 20% (직전 26F~27F NOPLAT 80억, +51.6%)
	Target P/E (X)	26.5	- 글로벌 미 군함 Peer 26~27F P/E (직전 21.8배, +21.6%)
	할인율	20%	- Peer 대비 1) 신조 레퍼런스 및 2) 이익률 저조
비영업가치	전체	2,923	
	한화오션	2,439	- 10/31 기준 시가총액 * 지분율 11.57% * 할인율 50%
	오스탈	79	- 10/31 기준 시가총액 * 지분율 5.9% * 할인율 50%
	위성	486	- 유상증자 자금 누적 투자액
	디지털	374	- 유상증자 자금 누적 투자액
순차입금		666	
비지배주주지분		84	
주주가치		11,173	
주식 수 (백만주)		189	
목표주가 (원)		59,000	- 기존 5.4만원 대비 9% 상향
현재주가 (원)		59,900	
상승여력		-1.5%	
EPS	25F	1,438	
	26F	1,584	
	27F	2,193	
Implied P/E	25F	41.0	
	26F	37.3	
	27F	26.9	

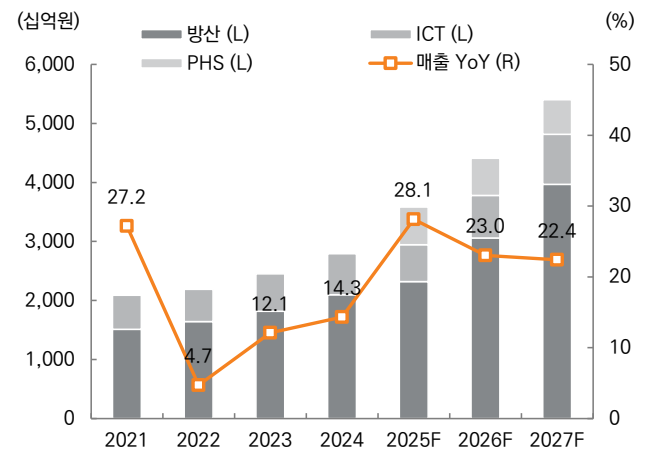
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 사업부문별 수주잔고 및 수주잔고/매출액



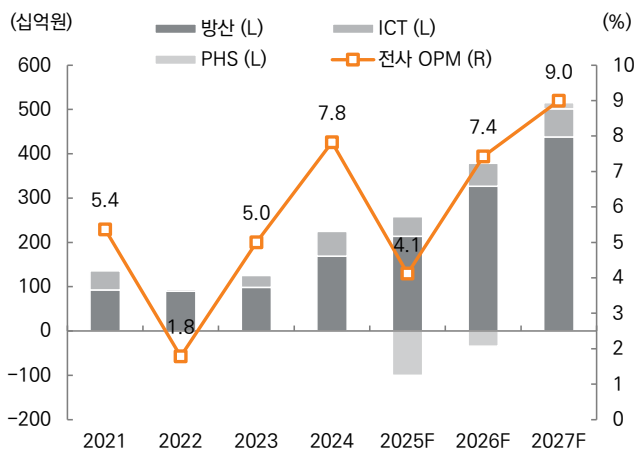
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 사업부문별 매출액 및 매출 성장률



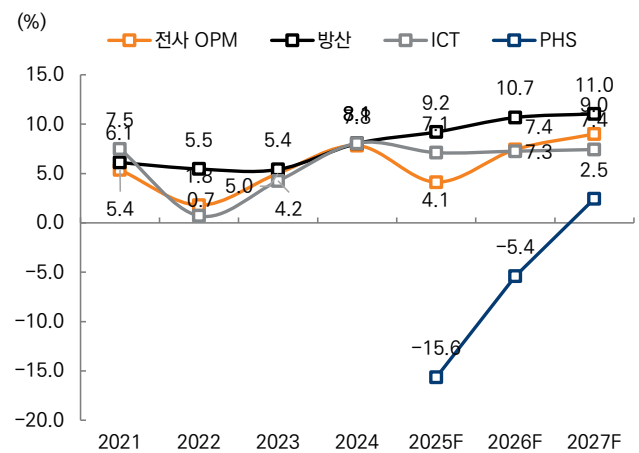
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

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	3,592	4,420	5,411
매출원가	2,388	3,158	3,754	4,500
매출총이익	416	434	666	911
판매비와관리비	196	284	338	424
조정영업이익	219	149	328	487
영업이익	219	149	328	487
비영업손익	362	135	53	29
금융손익	-8	-16	0	14
관계기업등 투자손익	-13	106	20	14
세전계속사업손익	581	284	381	516
계속사업법인세비용	104	-2	57	77
계속사업이익	477	286	324	439
중단사업이익	-32	7	0	0
당기순이익	445	293	324	439
지배주주	454	272	299	414
비지배주주	-9	21	24	24
총포괄이익	411	1,509	324	439
지배주주	420	1,464	298	404
비지배주주	-9	46	25	34
EBITDA	333	284	465	626
FCF	-107	-41	42	257
EBITDA 마진율 (%)	11.9	7.9	10.5	11.6
영업이익률 (%)	7.8	4.1	7.4	9.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.2	7.6	6.8	7.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,286	4,057	4,893	6,177
현금 및 현금성자산	200	1,085	1,139	1,382
매출채권 및 기타채권	310	444	609	779
재고자산	610	965	1,350	1,725
기타유동자산	1,166	1,563	1,795	2,291
비유동자산	3,438	5,728	5,780	5,855
관계기업투자등	25	18	18	18
유형자산	570	734	774	791
무형자산	762	742	717	695
자산총계	5,724	9,785	10,673	12,032
유동부채	2,677	3,667	4,208	5,030
매입채무 및 기타채무	250	321	374	478
단기금융부채	109	185	187	280
기타유동부채	2,318	3,161	3,647	4,272
비유동부채	631	999	1,089	1,253
장기금융부채	364	620	655	699
기타비유동부채	267	379	434	554
부채총계	3,308	4,667	5,297	6,283
지배주주지분	2,490	5,021	5,255	5,604
자본금	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,114	1,114	1,114
이익잉여금	589	719	952	1,301
비지배주주지분	-74	97	121	145
자본총계	2,416	5,118	5,376	5,749

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	133	231	296	439
당기순이익	445	293	324	439
비현금수익비용가감	-60	101	192	202
유형자산감가상각비	92	107	111	117
무형자산상각비	22	28	25	22
기타	-174	-34	56	63
영업활동으로인한자산및부채의변동	-218	-154	-163	-137
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-92	-136	-166	-169
재고자산 감소(증가)	-106	-343	-386	-375
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	27	33	60
법인세납부	-32	1	-57	-77
투자활동으로 인한 현금흐름	-442	-692	-213	-268
유형자산처분(취득)	-240	-253	-152	-133
무형자산감소(증가)	-25	-9	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-140	-232	-62	-136
기타투자활동	-37	-198	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	35	396	-30	71
장단기금융부채의 증가(감소)	143	333	36	137
자본의 증가(감소)	-8	22	0	0
배당금의 지급	-52	0	-65	-65
기타재무활동	-48	41	-1	-1
현금의 증가	-276	886	54	243
기초현금	476	200	1,085	1,139
기말현금	200	1,085	1,139	1,382

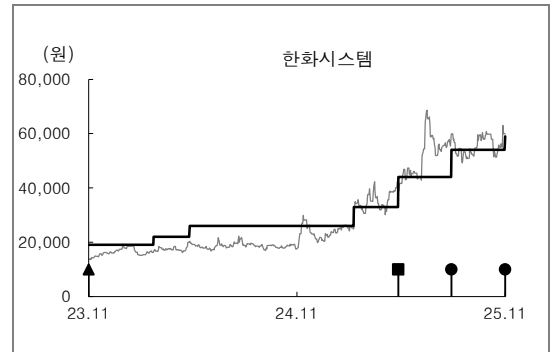
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	9.4	41.7	37.8	27.3
P/CF (x)	11.1	28.7	21.9	17.7
P/B (x)	1.7	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA (x)	13.0	38.6	23.6	17.3
EPS (원)	2,405	1,438	1,584	2,193
CFPS (원)	2,041	2,086	2,731	3,389
BPS (원)	13,361	26,761	27,998	29,845
DPS (원)	350	350	350	350
배당성향 (%)	14.7	22.3	20.2	14.9
배당수익률 (%)	1.5	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	14.3	28.1	23.1	22.4
EBITDA증가율 (%)	36.4	-14.8	63.4	34.8
조정영업이익증가율 (%)	78.9	-32.0	120.0	48.4
EPS증가율 (%)	30.1	-40.2	10.1	38.4
매출채권 회전율 (회)	11.0	9.6	8.4	7.8
재고자산 회전율 (회)	5.0	4.6	3.8	3.5
매입채무 회전율 (회)	15.1	18.7	18.7	18.2
ROA (%)	8.7	3.8	3.2	3.9
ROE (%)	19.6	7.2	5.8	7.6
ROIC (%)	21.7	18.4	23.6	28.7
부채비율 (%)	136.9	91.2	98.5	109.3
유동비율 (%)	85.4	110.6	116.3	122.8
순차입금/자기자본 (%)	6.3	-8.8	-9.2	-11.4
조정영업이익/금융비용 (x)	9.8	4.4	8.3	11.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화시스템 (272210)				
2025.11.03	중립	59,000	-	-
2025.08.01	중립	54,000	1.92	16.67
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



* 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
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 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.