

한화시스템 (272210)

2Q25: 단기 실적보다 멀리 볼 필요

2분기 매출 7,682억원/영업이익 335억원

한화시스템의 2분기 매출은 7,682억원/영업이익 335억원(OPM 4.4%)로 매출 및 영업이익 모두 컨센서스(9,089억원/766억원) 및 당사 추정치(9,309억원/756억원)을 각각 -15.5%/-56.2%, -17.5%/-55.7% 하회하였다. 방산부문에서 TICN 4차 양산사업이 종료되어 매출 및 영업이익이 감소하였으며, ICT부문에서도 한화에어로스페이스 ERP사업 종료로 매출 및 영업이익 감소하였다. 필리 조선소는 매출 1,510억원으로 전분기 대비 매출이 29.7% 상승하였지만 인수 이후 누락되었던 원가항목들이 반영되면서 298억원의 손실을 기록하였다.

한미 조선업 협력의 핵심 필리조선소, 당장은 손실이지만...

필리 조선소의 손실이 전분기 20억원보다 크게 늘었으나 우려했던 관세 영향이 아니라 생산성 정상화 과정에서의 필연적인 원가 반영이다. 다행히 2분기에 관세 영향은 반영되지 않았으며 7월말 현재 주요 국가들과의 관세 협상이 속속 타결되고 있는바 관세 영향은 빠르면 3분기에 일부 반영될 전망이다, 현재로서는 대부분 예상보다 낮은 15~25%수준에서 합의되고 있어 필리 조선소의 실적에 미칠 영향은 제한적일 것으로 보인다.

그보다 주목할 것은 필리 조선소의 향후 전망이다. 한미 조선업 협력의 핵심인 필리 조선소는 향후 미국이 늘릴 자국 선박 발주에서 최우선적으로 고려될 현지 조선소이다. 미국은 전략상선단 뿐 아니라 LNG운반선까지 건조를 목표로 하고 있으며 필리 조선소는 이미 한화수평으로부터 LNG운반선 수주를 받아 한화오션과 함께 건조 경험을 축적할 예정이다. 중장기적으로 미국이 한국으로 선박을 발주할 가능성이 크지만 그에 앞서 가용한 미국 조선소를 우선적으로 고려할 수밖에 없으며, 필리 조선소의 슬롯은 지금은 SRIV, NSMV등 과거 수주한 선박의 건조에 매여 있지만 한국 조선소보다 빠른, 27년부터 가용한 인도 슬롯으로 미국발 발주의 수혜를 가장 먼저 쓸어담을 가능성이 크다. 이에 인수 직후의 초기 고통은 단기적으로 지나가고, 필리조선소는 동사에 은혜값은 까치가 될 것으로 전망한다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 68,000원 상향

동사의 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 68,000원으로 상향한다. 2027F EPS 1,923원에 Target P/E 35.2배를 적용하였다. Peer기업인 독일 Hensoldt의 현재 P/E 44배에 20%의 할인을 적용하였다. 단기적 실적 하락은 크게 중요하지 않다. 현재 한국 지상방산업체의 밸류에이션은 세계 최고 수준의 밸류를 받고 있는 Rheinmetall과 같은 독일 업체에 가까워지고 있으며, 자주포 및 장갑차/전차 등 지상무기에 사통시스템과 능동방호장치를, 천공-II에 다기능레이더 등을 공급하는 동사의 가치 또한 독일의 전투체계 업체인 Hensoldt에 가까워지고 있다. 그러나 현재 유럽 군수산업의 중추인 독일은 향후 자국의 무장 강화에 집중할 계획이며 독일 업체들은 이에 따라 자연스럽게 수출보다는 내수에 우선순위를 둘 전망이다. 이에 한화에어로스페이스와 현대로템 등 국내 지상방산업체들의 유럽 진출이 더욱 가속화될 전망이며, 동사 또한 자연스럽게 수출 비중을 높일 것으로 예상된다. 필리 조선소의 실적 보탬 가능성은 덤이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	68,000원(상향)
증가(2025.07.29)	56,500원
상승여력	20.4 %

Stock Indicator

자본금	945십억원
발행주식수	18,892만주
시가총액	10,674십억원
외국인지분율	7.7%
52주 주가	16,890~68,600원
60일평균거래량	2,685,396주
60일평균거래대금	138.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.7	43.8	115.6	159.2
상대수익률	-10.4	17.8	88.3	142.4

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	2,804	3,521	3,952	4,294
영업이익(십억원)	219	186	338	439
순이익(십억원)	454	128	270	371
EPS(원)	2,405	679	1,431	1,961
BPS(원)	13,181	13,941	15,455	17,498
PER(배)	9.4	83.3	39.5	28.8
PBR(배)	1.7	4.1	3.7	3.2
ROE(%)	19.6	5.0	9.7	11.9
배당수익률(%)	1.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	12.8	28.6	21.9	18.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]

변용진 2122-9181

yongjin.byun@imfnssec.com

표1. 한화시스템 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	2,453.1	2,803.7	3,521.3	3,952.4	4,294.2
방산	1,817.0	2,098.8	2,290.6	2,691.1	2,946.0
ICT	635.6	694.8	644.5	663.8	690.1
기타	7.3	10.1	586.1	597.6	658.1
영업이익	92.9	219.3	186.0	337.7	439.4
영업이익률	3.8%	7.8%	5.3%	8.5%	10.2%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표2. 한화시스템 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E
매출	544.4	687.3	639.2	932.8	690.1	768.2	1,011.8	1,051.1
방산	381.7	493.2	467.8	756.1	430.3	470.2	670.2	719.9
ICT	160.5	190.1	169.6	174.6	141.5	147.0	193.6	162.4
기타	2.0	3.7	1.6	2.8	118.3	151.0	148.0	168.8
영업이익	39.3	79.8	57.0	43.2	58.2	33.5	68.9	25.4
영업이익률	7.2%	11.6%	8.9%	4.6%	8.4%	4.4%	6.8%	2.4%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표3. 한화시스템 2Q25 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2Q25	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2Q24	YoY %	2Q25E	차이 %	2Q25E	차이 %
매출	768.2	687.3	11.8%	908.9	-15.5%	930.9	-17.5%
영업이익	33.5	79.8	-58.0%	76.6	-56.2%	75.6	-55.7%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

*당사 기존 추정치에는 펠리조션소 실적 미포함

표4. 한화시스템 2025 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2025E	전년대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2024	YoY %	2025E	차이 %	2025E	차이 %
매출	3,521.3	2,803.7	25.6%	3,700.0	-4.8%	3,684.0	-4.4%
영업이익	186.0	219.3	-15.2%	256.5	-27.5%	256.0	-27.4%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표5. 한화시스템 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출	3,521.3	3,952.4	3,684.0	4,003.4	(162.7)	(50.9)
영업이익	186.0	337.7	256.0	310.5	(70.1)	27.2
영업이익률	5.3%	8.5%	7.0%	7.8%	-1.7%P	0.8%P

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표6. 한화시스템 목표주가 산출

	2022	2023	2024	2025F	비고
EPS(원)	1,849.0	2,405.0	2,357.5	665.2	
BPS(원)	11,443.0	13,316.0	12,790.7	13,538.2	
고점 P/E(배)	9.4	7.3	12.7	103.1	
평균 P/E(배)	7.7	5.8	8.0	61.4	
저점 P/E(배)	5.5	4.3	6.4	35.3	
고점 P/B(배)	1.5	1.3	2.3	5.1	
평균 P/B(배)	1.2	1.0	1.5	3.0	
저점 P/B(배)	0.9	0.8	1.2	1.7	
ROE(%)	16.3	18.2	18.8	5.0	지배주주순이익 기준
적용 BPS(원)				1,923	2027F EPS
Target P/B(배)				35.2	Hensoldt 44 배에서 20%할인
적정주가(원)				67,679	
목표주가(원)				68,000	
전일 증가(원)				56,500	
상승여력				20.4%	

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

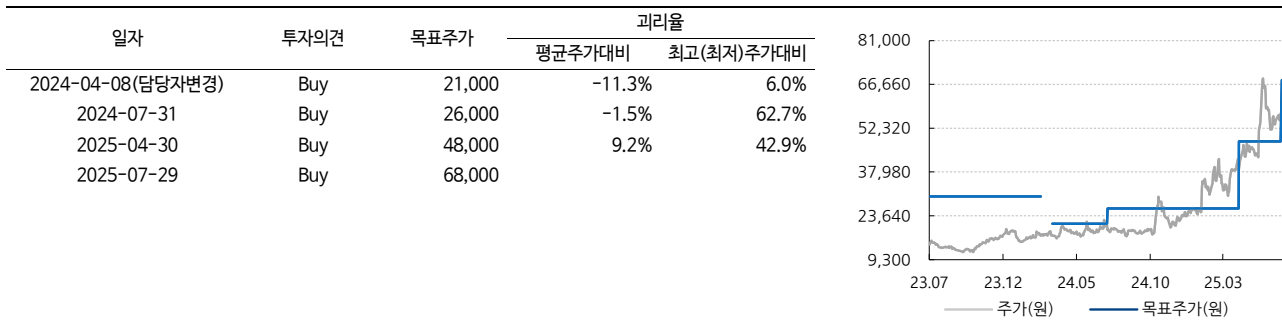
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,286	3,142	3,558	4,048	매출액	2,804	3,521	3,952	4,294
현금 및 현금성자산	200	988	1,248	1,602	증가율(%)	14.3	25.6	12.2	8.6
단기금융자산	121	139	160	184	매출원가	2,388	3,035	3,254	3,459
매출채권	313	393	441	479	매출총이익	416	486	698	836
재고자산	610	528	593	644	판매비와관리비	196	300	360	396
비유동자산	3,438	1,960	1,881	1,826	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	570	432	351	303	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	762	741	722	704	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	5,724	5,102	5,440	5,874	영업이익	219	186	338	439
유동부채	2,677	1,900	1,936	1,970	증가율(%)	78.9	-15.2	81.6	30.1
매입채무	154	193	217	236	영업이익률(%)	7.8	5.3	8.5	10.2
단기차입금	30	25	22	22	이자수익	15	37	46	59
유동성장기부채	50	25	25	25	이자비용	22	16	17	17
비유동부채	631	645	666	687	지분법이익(손실)	-13	-40	-28	-
사채	249	263	284	305	기타영업외손익	366	-3	-3	-3
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	581	153	336	478
부채총계	3,308	2,545	2,601	2,657	법인세비용	104	27	70	115
지배주주지분	2,490	2,634	2,920	3,306	세전계속이익률(%)	20.7	4.3	8.5	11.1
자본금	945	945	945	945	당기순이익	445	126	265	363
자본잉여금	1,092	1,092	1,092	1,092	순이익률(%)	15.9	3.6	6.7	8.5
이익잉여금	589	652	857	1,162	지배주주귀속 순이익	454	128	270	371
기타자본항목	-136	-55	26	107	기타포괄이익	-35	81	81	81
비지배주주지분	-74	-76	-81	-89	총포괄이익	411	207	346	444
자본총계	2,416	2,558	2,838	3,217	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	133	-441	329	383	주당지표(원)				
당기순이익	445	126	265	363	EPS	2,405	679	1,431	1,961
유형자산감가상각비	92	138	81	48	BPS	13,181	13,941	15,455	17,498
무형자산상각비	22	21	19	18	CFPS	3,009	1,520	1,964	2,308
지분법관련손실(이익)	-13	-40	-28	-	DPS	350	350	350	350
투자활동 현금흐름	-442	1,608	276	313	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-240	-	-	-	PER	9.4	83.3	39.5	28.8
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.7	4.1	3.7	3.2
금융상품의 증감	-435	1,279	-50	-10	PCR	7.5	37.2	28.8	24.5
재무활동 현금흐름	35	-112	-78	-75	EV/EBITDA	12.8	28.6	21.9	18.3
단기금융부채의증감	-101	-30	-3	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	219	14	21	21	ROE	19.6	5.0	9.7	11.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	11.9	9.8	11.1	11.8
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	136.9	99.5	91.6	82.6
현금및현금성자산의증감	-276	788	260	354	순부채비율	0.3	-31.8	-37.9	-44.6
기초현금및현금성자산	476	200	988	1,248	매출채권회전율(x)	10.7	10.0	9.5	9.3
기말현금및현금성자산	200	988	1,248	1,602	재고자산회전율(x)	5.0	6.2	7.1	6.9

자료 : 한화시스템, iM증권 리서치본부

한화시스템 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%