

방산 한화시스템 272210

2Q25 Review: 시장예상치 하회

Jul 30 2025

BUY 유지
TP 65,000 원 상향

2Q25 Review: 시장예상치 하회

한화시스템의 1분기 매출액은 7,682억원(YoY +11.8%), 영업이익 335억원(OPM +4.4%)을 기록하여 시장예상치(매출액 9,098억원, 영업이익 766억원)를 하회. 실적 예상치 하회의 주 요인으로는 작년 기저가 높았던 이유로 방산, ICT 부문의 YoY 매출 감소(방산 YoY -4.6%(TICN 4차 양산 종료 분기당 약 600억원 수준의 매출기여. 다만 TMMR 2차 양산에 따른 매출 발생으로 일부 만회+중동향 사업 매출인식 증가), ICT YoY -22.7%(한화에어로스페이스 ERP 사업 종료로 인한 매출 감소)와 매출 감소에 따른 영업이익 감소. 여기에 필리조션소 QoQ 적자폭 확대

Company Data

현재가(07/29)	56,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	68,600 원
52 주 최저가(보통주)	16,890 원
KOSPI (07/24)	3,230.57p
KOSDAQ (07/24)	804.45p
자본금	9,446 억원
시가총액	106,739 억원
발행주식수(보통주)	18,892 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	130.7 만주
평균거래대금(60 일)	728 억원
외국인지분(보통주)	7.73%
주요주주	
한화에어로스페이스 외 2인	59.53%
국민연금공단	8.21%

필리조션소 실적 불확실성 있으나 K2 사격통제시스템, 중동향 MFR 매출인식 확대 기대

방산 부문 주요 사업 매출이 오버랩되는 시점. UAE 천궁2 MFR(다기능레이더) 사업이 양산차수로 전환되는 시점이며 사우디 천궁2 MFR의 경우도(UAE에서 개발된 것을 토대로 입찰에 성공해 양산차수로 전환되는 시점이 빠를 것으로 기대함) 올해 하반기에는 양산차수로 전환될 것으로 기대함. 또한 K2 전차 2-1차 계약이 현지언론 보도대로 8/1에 체결된다면 180대 중 직수출로 나가는 116~117대 물량에 대한 사격통제시스템 매출인식이 25년에 하반기부터 반영 가능할 것으로 기대. 필리조션소의 경우는 하반기 원가에 철강 관세 반영 여부 등 실적 불확실성이 커진 상황이나 26년~27년 영업이익은 기존 예상대로 BEP~흑자 수준 기록할 것으로 기대. 해외 체계업체 향 제품 공급도 회사의 투자포인트. 24년 5월 체결한 레오나르도 향 경공격기 AESA 레이더 안테나 공급 계약 관련해서 현재 레이더 업그레이드 공동 개발 중인 상황. 올해 시제품 납품, 내년부터 기본 물량 공급할 것으로 예상. 이 후 경공격기용에서 중형급 전투기로의 확장성도 기대. 25년 6월 노스롭 그루먼과의 대공방어 시스템 MOU 관련해서도 장기적 관점에서 글로벌 시장 공급망에 진입하기 위한 노력 지속 중

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.7	115.6	159.2
상대주가	-9.9	69.3	121.9

투자의견 BUY 유지 및 목표주가 65,000원으로 상향

한화시스템에 대한 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 기존 44,000원에서 65,000원으로 상향 조정함. 목표주가 상향은 이익 추정치 상향 및 기간 조정에 기인함. 목표주가 산출은 27년 BPS(기존 26~27년 평균치 사용)에 Implied PBR 3.67배를 적용하여 산출. 27년 PER로 환산 시 23.2배 수준

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	2,452	2,804	3,585	4,663	5,355
YoY(%)	12.1	14.3	27.9	30.1	14.8
영업이익(십억원)	123	219	216	402	598
OP 마진(%)	5.0	7.8	6.0	8.6	11.2
순이익(십억원)	343	445	189	347	520
EPS(원)	1,849	2,405	1,018	1,872	2,807
YoY(%)	흑전	30.1	-57.7	83.9	50.0
PER(배)	9.4	9.4	55.5	30.2	20.1
PCR(배)	12.3	10.8	123.4	35.1	19.9
PBR(배)	1.5	1.7	4.1	3.7	3.2
EV/EBITDA(배)	12.6	13.0	31.7	19.9	13.9
ROE(%)	16.9	19.6	7.5	12.8	17.0



[조선/방산/기계] 안유동

3771-9130

20220081@iprovest.com

[도표 1] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	544.1	687.0	639.0	933.5	690.1	768.2	882.2	1,245.0	2,803.6	3,585.5	4,663.1
YoY(%)	23.9	12.5	2.9	19.4	26.8	11.8	38.1	33.4	14.3	27.9	30.1
방산	381.7	493.2	467.8	756.1	430.3	470.2	561.0	906.7	2,098.8	2,368.2	3,366.5
ICT	160.5	190.1	169.6	174.6	141.5	147.0	173.2	178.3	694.8	640.0	656.6
기타	2.0	3.7	1.6	2.8	116.4	151.0	148.0	160.0	10.1	575.4	640.0
영업이익	45.5	84.4	60.3	29.1	58.1	33.5	75.1	49.3	219.3	216.0	402.4
영업이익률(%)	8.4	12.3	9.4	3.1	8.4	4.4	8.5	4.0	7.8	6.0	8.6

자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

[한화시스템 272210]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,585	4,663	5,355
매출원가	2,148	2,388	3,100	3,920	4,376
매출총이익	304	416	486	743	978
매출총이익률 (%)	12.4	14.8	13.5	15.9	18.3
판매비와관리비	182	196	270	341	381
영업이익	123	219	216	402	598
영업이익률 (%)	5.0	7.8	6.0	8.6	11.2
EBITDA	244	333	340	545	766
EBITDA Margin (%)	10.0	11.9	9.5	11.7	14.3
영업외손익	321	362	52	59	74
관계기업손익	-30	-13	13	13	13
금융수익	32	48	25	24	33
금융비용	-17	-39	-41	-42	-44
기타	337	366	55	64	73
법인세비용차감전순이익	444	581	268	461	672
법인세비용	57	104	48	83	121
계속사업순이익	386	477	220	378	552
중단사업순이익	-43	-32	-32	-32	-32
당기순이익	343	445	189	347	520
당기순이익률 (%)	14.0	15.9	5.3	7.4	9.7
비지배지분순이익	-6	-9	-4	-7	-10
지배지분순이익	349	454	192	354	530
지배순이익률 (%)	14.2	16.2	5.4	7.6	9.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-176	-35	60	60	60
포괄순이익	167	411	248	407	580
비지배지분포괄이익	-6	-9	-5	-9	-13
지배지분포괄이익	173	420	254	415	592

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	83	133	-146	-94	203
당기순이익	343	445	189	347	520
비현금항목의 가감	-83	-60	-106	-50	7
감가상각비	99	92	105	125	152
외환손익	0	-22	5	5	5
지분법평가손익	30	16	-13	-13	-13
기타	-211	-146	-203	-168	-138
자산부채의 증감	-168	-218	-171	-296	-197
기타현금흐름	-9	-35	-58	-95	-126
투자활동 현금흐름	-864	-442	-218	-268	-318
투자자산	-692	-144	0	0	0
유형자산	-132	-240	-210	-260	-310
기타	-39	-58	-8	-8	-8
재무활동 현금흐름	27	35	-64	-70	-75
단기차입금	52	-101	3	3	4
사채	50	219	25	27	30
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-47	-52	-65	-75	-84
기타	-29	-31	-26	-26	-25
현금의 증감	-752	-276	-12	-22	223
기초 현금	1,228	476	200	188	166
기말 현금	476	200	188	166	388
NOPLAT	107	180	177	330	491
FCF	-71	-163	-80	-83	151

자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,890	2,286	2,513	2,883	3,381
현금및현금성자산	476	200	188	166	388
매출채권 및 기타채권	204	313	399	518	594
재고자산	501	610	717	933	1,071
기타유동자산	709	1,163	1,209	1,267	1,328
비유동자산	2,593	3,438	3,546	3,685	3,850
유형자산	348	570	675	810	968
관계기업투자금	993	25	37	50	62
기타금융자산	488	1,878	1,879	1,881	1,882
기타비유동자산	765	965	954	945	938
자산총계	4,483	5,724	6,059	6,568	7,231
유동부채	1,951	2,677	2,837	3,021	3,189
매입채무 및 기타채무	301	436	479	539	577
차입금	132	30	33	36	40
유동성채무	30	50	55	60	66
기타유동부채	1,488	2,161	2,270	2,385	2,506
비유동부채	378	631	682	738	799
차입금	0	0	0	0	0
사채	50	249	274	302	332
기타비유동부채	328	381	408	436	467
부채총계	2,329	3,308	3,519	3,758	3,988
지배지분	2,140	2,490	2,617	2,896	3,342
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,092	1,092	1,092
이익잉여금	212	589	716	995	1,441
기타자본변동	-34	-34	-34	-34	-34
비지배지분	14	-74	-77	-86	-99
자본총계	2,154	2,416	2,540	2,810	3,243
총차입금	301	444	488	537	591

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

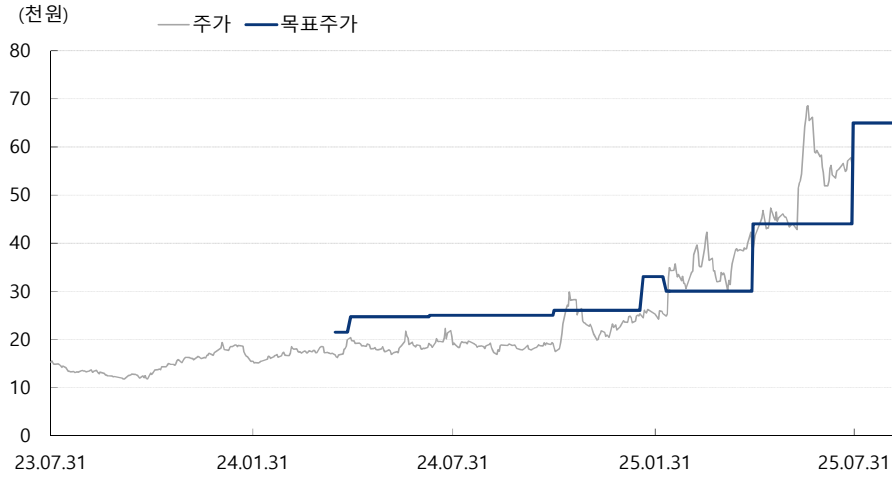
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,849	2,405	1,018	1,872	2,807
PER	9.4	9.4	55.5	30.2	20.1
BPS	11,327	13,181	13,852	15,328	17,689
PBR	1.5	1.7	4.1	3.7	3.2
EBITDAPS	1,294	1,765	1,799	2,885	4,054
EV/EBITDA	12.6	13.0	31.7	19.9	13.9
SPS	12,982	14,841	18,979	24,683	28,345
PSR	1.3	1.5	3.0	2.3	2.0
CFPS	-378	-864	-423	-439	801
DPS	280	350	400	450	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	12.1	14.3	27.9	30.1	14.8
영업이익 증가율	213.6	78.9	-1.5	86.3	48.6
순이익 증가율	흑전	29.8	-57.7	83.9	50.0
수익성					
ROIC	31.2	42.1	25.5	30.9	35.9
ROA	8.3	8.9	3.3	5.6	7.7
ROE	16.9	19.6	7.5	12.8	17.0
안정성					
부채비율	108.1	136.9	138.6	133.7	123.0
순차입금비율	6.7	7.8	8.1	8.2	8.2
이자보상배율	8.8	9.8	9.0	15.6	21.5

한화시스템 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.04.15	매수	21,500	(18.55)	(7.26)					
2024.04.29	매수	24,700	(25.06)	(12.15)					
2024.07.10	매수	25,000	(19.73)	(11.00)					
2024.07.31	매수	25,000	(24.45)	(11.00)					
2024.10.31	매수	26,000	(10.35)	14.81					
2025.01.20	매수	33,000	(22.53)	(20.61)					
2025.02.10	매수	30,000	17.95	41.00					
2025.04.30	매수	44,000	19.31	55.91					
2025.07.30	매수	65,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9	3.4	0.7	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하