

한화시스템 272210

수출 증가와 필리조선소의 콜라보

투자포인트1: 수출 비중 확대로 이익 레버리지 효과 발생

한화시스템은 방공 무기체계, 항공기, 함정에 탑재되는 AESA(능동위상배열, 2pg 참고) 기반의 첨단 레이더를 개발·생산하고 있다. AESA 레이더 기술은 미국, 이스라엘, 유럽 등 일부 선진국만 보유하고 있는 최첨단 기술이다. 동사는 UAE, 사우디아에 수출한 천궁-Ⅱ MFR(다기능) AESA 레이더를 공급하였다.

25년부터 UAE 천궁-Ⅱ 계약 3년차에 접어들며 본격적 양산 단계에 돌입한다. 24년 수출한 사우디 천궁-Ⅱ 매출 인식도 시작된다. 이에 따라 방산사업부 수출 비중은 23년 6%, 24년 18%에서 25년 23%까지 상승할 것으로 예상된다. 수출 마진이 국내보다 우수하기 때문에 수출 비중이 높아지며 영업이익 성장도 가파를 것으로 추정한다. 천궁-Ⅱ 추가 수출, L-SAM 중동 수출도 유효하다.

투자포인트 2: 2026년 필리조선소 인수효과 극대화

동사는 24년 미 필리조선소 지분 60%를 인수하며 최대주주가 되었다. 필리조선소 실적은 1분기부터 동사의 연결 재무제표에 포함된다. 필리조선소는 2024년 영업적자 1.2억 달러(약 1,786억원)를 기록했다. 하지만 1) 저가 수주 선박 인도가 늦어도 26년 상반기 마무리되며, 2) 마진을 확보한 컨테이너선 건조 비중이 증가하여 P-Mix 개선 효과로 26년 흑자 전환이 예상된다. 미 해군 함정 MRO와 신조 모멘텀도 부각되면서 동사 주가 상승 동력으로 작용할 전망이다.

투자의견 ‘매수’, 목표주가 48,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 ‘매수’, 목표주가 48,000원으로 커버리지를 개시한다. Target PER은 27배로 글로벌 Peer의 26F PER 평균을 적용하였다. 1) 26년 동사의 예상 영업이익 성장률은 38.3%로 글로벌 Peer 중 가장 높으며, 2) 필리조선소는 26년 정상화되면서 손실 반영이 더 이상 없을 것으로 추정하기 때문이다. 천궁-Ⅱ 레이더, 폴란드 K2 사격통제시스템 등 수출 매출 인식 증가로 외형 성장 및 수익성 개선을 예상한다. 이를 고려하여 25년 예상 매출액을 3.7조원(+32.0% YoY), 영업이익 2,406억원(+9.7% YoY)으로 추정한다. 신규 수출 확대, 미 해군 관련 수주 등이 가시화되면 Target Multiple을 상향 조정하겠다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,188	2,452	2,804	3,700	4,277
영업이익	39	123	219	241	333
영업이익률(%)	1.8	5.0	7.8	6.5	7.8
세전이익	-42	444	581	275	401
지배주주지분순이익	-77	349	454	226	330
EPS(원)	-405	1,849	2,405	1,209	1,762
증감률(%)	적전	흑전	30.1	-49.7	45.7
ROE(%)	-3.6	16.9	19.6	8.9	12.0
PER(배)	-26.0	9.4	9.4	32.1	22.0
PBR(배)	1.0	1.5	1.7	2.8	2.5
EV/EBITDA(배)	6.6	12.7	13.3	18.7	14.2

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

강태호 연구원
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

양형모 중공업·미국
02-709-2660
yhm@ds-sec.co.kr

2025.04.24

매수(신규)

목표주가(신규)	48,000원
현재주가(04/23)	38,800원
상승여력	23.7%

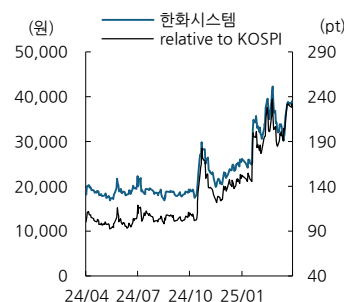
Stock Data

KOSPI	2,525.6pt
시가총액(보통주)	7,330십억원
발행주식수	188,919천주
액면가	5,000원
자본금	945십억원
60일 평균거래량	6,900천주
60일 평균거래대금	239,078백만원
외국인 지분율	6.6%
52주 최고가	43,400원
52주 최저가	16,530원
주요주주	
한화에어로스페이스(외 3인)	59.5%
국민연금공단(외 1인)	8.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	6.6	11.0
3M	52.5	52.1
6M	106.8	109.7

주가차트



주요 용어 정리

용어	본말	한글명	설명
RADAR	RAdio Detection And Ranging	레이다	조사한 전자파가 대상에 부딪힌 뒤 되돌아오는 반사파를 측정하여 대상을 탐지하고 그 방향, 거리, 속도 등을 파악하는 정보 시스템
AESA 레이더	Active Electronically Scanned Array 레이더	능동위상배열 레이더	- 각각의 모듈이 따로따로 전파를 생성 및 송수신하여 임의의 방향으로 임의의 주파수를 가진 전파를 발사하는 레이더 - 전투기, 방공 무기체계 등에 사용
MFR	Multi-Function Radar	다기능 레이더	여러 대의 레이더 기능을 하나로 통합해 1) 탐차추적피아식별 2) 재밍(jamming-전파방해) 대응, 3)유도탄 포착추적교신 등 교전기능 복합 임무를 동시에 수행
M-SAM	Medium-range Surface to Air Missile	천궁 - II	- 국방과학연구소와 한화, LG 넥스원이 공동 개발한 대한민국의 중거리 지대공 미사일 - 천궁을 성능 개량하여 대탄도탄 하층방어 능력을 확보한 무기체계
L-SAM	Long-range Surface to Air Missile	장거리 지대공 유도무기	- 적의 탄도 미사일을 종말 상층 단계에서 요격하거나 항공기를 장거리에서 격추 - 한국형 사드(THAAD)로 불림
LAMD	Low altitude missile defense	한국형 장사정포 요격체계	- 한국형 미사일 방어 계획의 저고도를 담당하는 방어 체계 - 한국형 아이언돔으로 불림
KAMD	Korea Air and Missile Defense	한국형 미사일 방어체계	- 한국이 운용하는 천궁-II, 패트리엇, L-SAM 등을 활용하는 고도별 미사일 방어 개념
KDDX	Korea Destroyer next Generation	한국형 차기 구축함	- 대한민국 해군과 방위사업청이 추진하는 경하 배수량 7,100톤급 구축함 - 선체, 전투체계, 레이더, 각종 무장까지 모두 국내 기술로 건조되는 첫 국산 구축함으로 AESA 레이더와 스텔스 설계 적용 예정
KF-21		KF-21 보라매	- 한국이 개발한 4.5세대 전투기로 미디엄급 초음속 전투기 - 향후 순차적으로 국산화를 진행하여 80% 이상으로 늘릴 예정(1호기 기준 65%)
FCL	Facility Clearance Level	시설 보안 인증	- 미국 정부가 군사, 방산 등 특정 분야 사업에 참여하는 시설에 부여하는 보안 인증 - 미 해군 합정 건조 사업을 추진하기 위해 필요한 자격
MRO	Maintenance, Repair, and Operations	유지·보수·운영	항공기나 함정 등 무기의 정비, 수리, 재생정비 등을 수행하는 활동
TICN	Tactical Information Communication Network	전술정보통신체계	군 통신망을 디지털로 통합해 고속 및 유무선 데이터 전송을 지원하는 시스템
SAR	Synthetic Aperture Radar	합성 개구 레이더	- 지상 및 해양에 대해 공중에서 레이더파를 순차적으로 쏘 이후 레이더파가 굴곡면에 반사되어 돌아오는 미세한 시간차를 처리하여 지표를 관측하는 레이더 - 레이더를 사용하여 주간 및 야간, 악천후에도 사용할 수 있음
425 사업	SAR-EO 사업	425 사업	- 한반도와 주변을 감시하는 경찰 위성 5기(SAR 위성 4기, 광학위성 1기)를 획득하는 사업 - 북한의 위협을 실시간 탐지하고 선제 타격하는 군 대응 시스템(킬 체인의 '눈'

자료: DS투자증권 리서치센터

Executive summary

I. Valuation

26F 영업이익 성장률 37.9%로 글로벌 Peer 중 가장 높아

한화시스템에 대해 투자 의견 ‘매수’, 목표주가 48,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26년 예상 지배주주 순이익을 기반으로 산출하였다. Target PER은 27배로 글로벌 Peer의 26F PER 평균을 적용하였다. 26년 동사의 영업이익 성장률은 38.3%로 글로벌 Peer 중 가장 높기 때문에 우리가 적용한 멀티플은 적정하다고 판단한다. 신규 수출 확대, 필리핀조선소 흑자 전환 및 미 해군 관련 수주 등이 가시화되면 Target Multiple을 상향 조정하겠다.

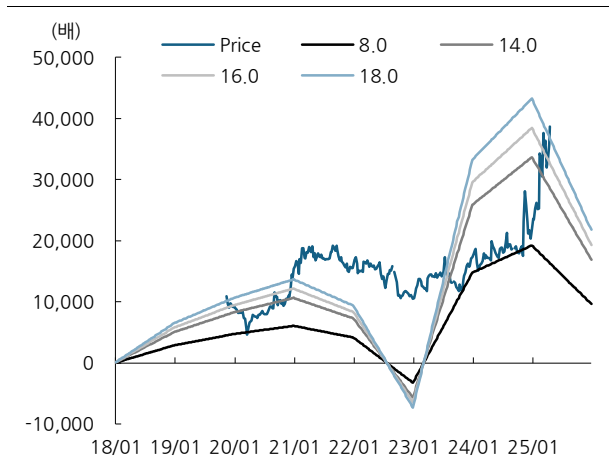
Peer group 선정 기준은 1) 레이더, 군 시스템 및 C4I 매출 비중이 높으며, 2) 중동 및 유럽 수출 시 잠재적 경쟁 대상 여부이다.

표1 한화시스템 목표주가 산정방식

구분	배수/금액	비고
26F 순이익 (십억원)	329.5	
유통주식수 (천주)	186,993	자사주 1,926천주 제외
26F EPS (원)	1,762	
Target PER (배)	27	
목표 주가 (원)	48,000	백단위 반올림
현재 주가 (원)	38,800	
상승 여력 (%)	23.7	

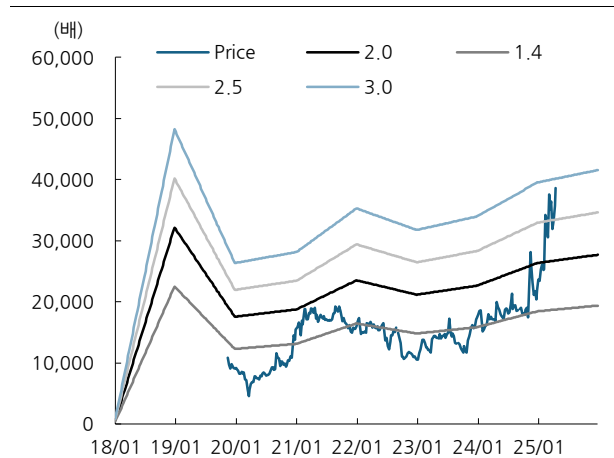
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 한화시스템 PER 밴드차트



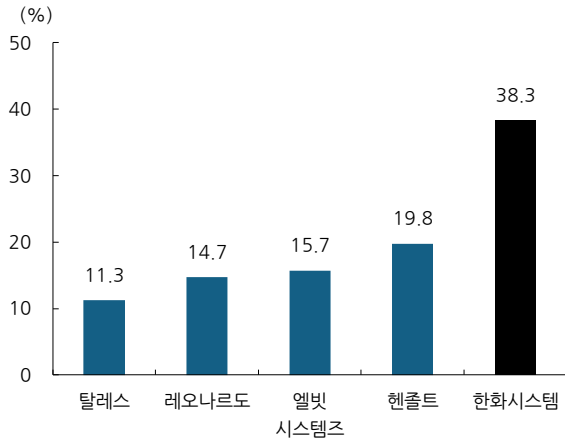
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림2 한화시스템 PBR 밴드차트



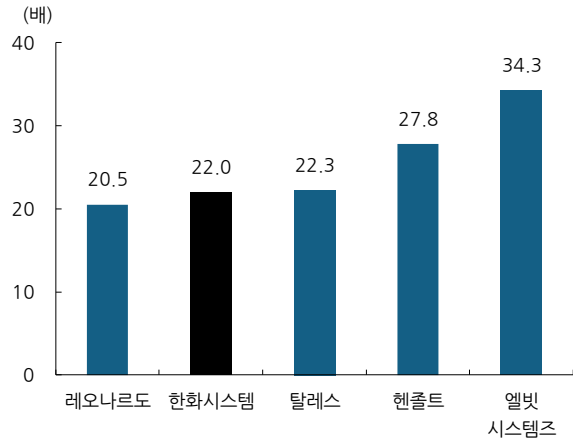
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림1 Peer group 26F 영업이익 성장률



자료: Factset, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 Peer group 26F PER 비교



자료: Factset, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 Peer group 주요 재무 지표 및 Valuation

(십억원, %)	구분	한화시스템	헨졸트	엘빗 시스템즈	레오나르도	탈레스
매출액	23	2,188	2,609	7,807	21,601	26,034
	24	2,804	3,304	9,311	26,202	30,352
	25F	3,700	4,226	10,814	30,645	35,888
	26F	4,277	4,743	11,732	32,810	38,388
영업이익	23	123	215	300	1,166	1,959
	24	219	271	483	1,238	2,336
	25F	241	547	894	2,641	4,548
	26F	333	655	1,035	3,029	5,062
순이익	23	349	106	356	1,259	1,509
	24	454	79	281	930	1,341
	25F	226	272	634	1,615	2,826
	26F	330	374	779	1,940	3,327
PER (배)	23	9.4	46.2	43.2	13.1	27.3
	24	9.4	37.1	35.8	13.9	27.5
	25F	32.1	33.4	40.7	24.5	25.6
	26F	22.0	27.8	34.3	20.5	22.3
매출액 성장률	23	12.1	12.6	9.6	8.1	9.1
	24	14.3	26.6	19.3	21.3	16.6
	25F	32.0	15.7	12.5	5.8	7.0
	26F	15.6	12.2	8.5	7.1	7.0
영업이익 성장률	23	213.6	35.5	-25.3	4.2	17.2
	24	78.9	26.4	60.8	6.1	19.2
	25F	9.7	29.0	15.5	24.9	12.1
	26F	38.3	19.8	15.7	14.7	11.3
ROE	23	16.9	7.9	7.8	8.8	13.6
	24	19.6	12.8	10.5	12.8	14.0
	25F	8.9	21.6	-	10.5	23.6
	26F	12.0	22.5	-	11.6	24.4
시가총액		7,293	12,289	23,897	41,959	84,668
추가 수익률	1M	6.6	-8.9	-8.7	-5.8	2.5
	YTD	62.3	82.1	44.7	66.0	78.7

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터 추정 (주1: 비교를 위해 해외기업 원단위로 통일/ 주2: 한화시스템 데이터는 당사 추정치, 해외 기업은 Factset Consensus)

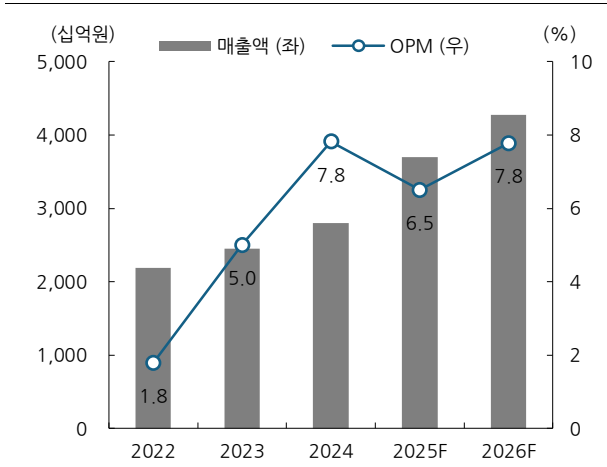
II. 투자포인트 요약

25F 방산사업부 OPM 8.4%, 해외수출 비중 25% 전망

수출 매출 본격적 인식과 폴란드 K2 2차 등 신규 수출을 고려한 25년 예상 매출액은 3.7조원(+32.0% YoY), 영업이익 2,406억원(+9.7% YoY)이다. 방산 사업부의 이익률 개선(25F OPM 8.4%)을 예상하며 해외수출 비중은 24년(18%)에 이어 25년에도 높은 비중(23%)을 전망한다. 26년은 필리핀소 흑자전환과 우주·위성 사업 구체화의 원년이다. 본격적인 성장 단계에 돌입했다고 판단한다.

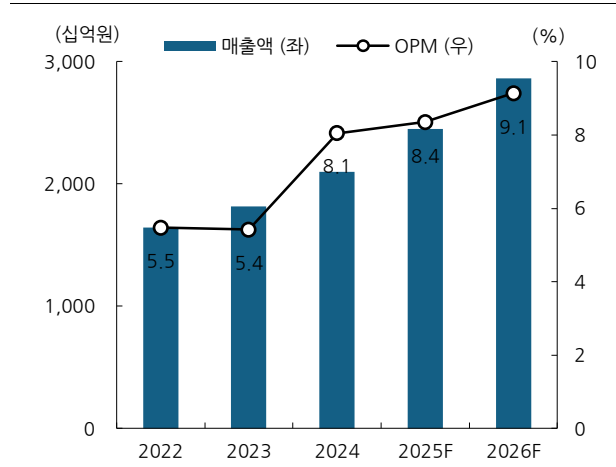
투자포인트는 1) 글로벌 탐타어 레이더 기술력 보유, 2) 해외 수출 본격화로 수익성 개선, 3) 신규 수출 증가로 수주잔고 우상향, 4) 필리핀소 정상화 및 미 해군 모넨텀, 5) 26년 군 위성통신 사업 구체화이다.

그림3 한화시스템 연간 실적 추이 및 전망



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 한화시스템 방산사업부 실적 추이 및 전망



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 해외 매출 인식 금액 및 수출 비중 추정

계약명	계약 규모 (십억원)	계약 기간 (년)	연도별 매출 인식 금액 추정 (십억원)			
			25F	26F	27F	28F
천궁 II 다기능레이더 수출 (UAE)	1,302	10	234	326	260	234
폴란드 K2 전차 수출사업 조준경 등 17종 계약	257	2	98			
SA-MSAM 사업 다기능레이더 분야 양산 (사우디)	1,195	10	96	203	299	239
이집트 K9/K11 자동사격통제장치, C2 장치 물품구매계약	82	4	25	29	21	8
K2 폴란드 2차 (계약 체결 가정)	700	5	105	175	210	105
중동(사우디 or UAE) L-SAM (계약 체결 가정)	1,600	10			64	288
연도별 총 수출 매출 추정 (십억원)			557.6	732.5	844.0	983.5
방산사업부 전체 매출 (십억원)			2,447	2,863	3,150	3,465
수출 비중 (%)			23	26	27	28
수출 영업이익 (이익률 12% 일괄 가정) (십억원)			67	88	101	118
영업이익 기여도 (%)			33	34	36	38

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정/ 회색은 가능성 높은 계약에 대한 당사 추정치

표4 한화시스템 주요 해외 수주 내역 정리

사업부	계약명	계약금액 (십억원)	매출액 대비 (%)	계약 상대	시작일	종료일
방산	천궁 II 다기능레이다 수출	1,302.0	79.3	UAE	-	-
	폴란드 K2 전차 수출사업 조준경 등 17 종 계약	257.3	11.8	현대로템	2023-12-04	2025-12-31
	SA-MSAM 사업 다기능레이더 분야 양산	1,195.3	48.7	LIG 넥스원(사우디)	2024-07-08	2034-03-26
	이집트 K9/K11 자동사격통제장치, C2 장치 물품구매계약	82.2	3.4	한화에어로	2024-12-26	2028-12-29

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

표5 한화시스템 주요 수출 모멘텀

무기체계	국가	체결 예상 시기	비고
천궁 II 다기능레이다	루마니아	2025	
	모로코	2027	
L-SAM 다기능레이다	UAE, 사우디아라비아	2026	
K2 사격통제시스템 등	폴란드	2025	K2 2 차 계약 임박
	루마니아	2025	
	슬로바키아, 페루	2026	
	모로코	2027	
전투기 AESA 레이더	이탈리아	2027	레오나르도 기반으로 유럽 수출 확대
C4I	호주	2026	호주 Land 4140 사업 참여

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

표6 수주 내역 중 매출액 기여도 높은 계약 타임라인

계약명	계약금액 (십억원)	매출액 대비 (%)	시작일	종료일	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
구축함(KDDX) 전투체계 체계종합 및 전투관리체계	236.4	15.3	20-12-22	29-10-31										
구축함(KDDX) 전투체계 다기능위상배열레이더 시제	302.3	19.6	20-12-23	29-10-31										
TICN 4 차양산	650.5	39.6	21-12-24	26-11-30										
중앙방공통제소(MCRC) 성능개량사업	184.5	11.2	22-03-23	26-12-22										
Link-22 함정/육상 16 종 체계개발 사업	209.4	10.0	22-12-19	29-06-30										
방공지휘통제경보(C2A)체계 2 차 양산	194.1	12.6	20-12-23	25-12-31										
30mm 차륜형 대공포 후속양산	191.2	11.6	22-02-23	26-12-30										
군위성통신체계 2 외 36 항목	360.1	21.9	21-09-15	25-12-31										
울산급 Batch-III 후속함(2~6 번) 전투체계	399.2	18.2	23-07-11	28-06-30										
TICN Block+2(TMMR) 2 차 양산	232.9	10.7	23-12-08	25-11-21										
전기/기계장치	339.9	15.5	23-12-07	28-05-31										
천궁 II 다기능레이다 수출	1,302.0	79.3	-	-	추정									
폴란드 K2 전차 수출사업 조준경 등 17 종 계약	257.3	11.8	23-12-04	25-12-31										
SA-MSAM 사업 다기능레이더 분야 양산	1,195.3	48.7	24-07-08	34-03-26										

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

투자 포인트

1) 글로벌 탭티어 레이더 기술력 보유

미사일 요격 체계 기술은 소수의 선진국만이 보유하고 있다. 그 중에서도 MFR (Multi-Function Radar, 다기능 레이더)과 AESA(Active Electronically Scanned Array, 능동 위상 배열 레이더) 기술을 내제화하여 실전 배치하며 수출도 추진하는 국가는 실질적으로 미국, 이스라엘, 유럽(프랑스, 독일 등), 한국이 전부이다.

한국 방공 무기체계 레이더 개발 담당

한국은 방위사업청 주도로 KM-SAM(Medium-range Surface to Air Missile, 중고도 방공체계 (천궁-I)), M-SAM(천궁-II), L-SAM(Long-range SMA, 장거리 지대공 유도무기) 개발을 완료하였으며 세 체계 모두 동사가 MFR 레이더 개발을 담당하였다.

동사는 30여년간의 레이더 개발 경험을 바탕으로 MFR AESA 레이더 개발 및 생산 역량을 보유하고 있다. 현재는 LAMD (Low altitude missile defense, 장사정포 요격 체계) 체계 개발을 진행하고 있으며 2028년까지 양산 계획 중에 있다.

표7 주요 방공 무기체계 운용국 별 레이더 기술 비교

국가	미국	이스라엘	한국	중국	유럽
대표 제품	사드(THAAD), 패트리엇(PAC3)	애로우, 다비즈 슬링	천궁-II, L-SAM	HQ-9B	SAMP/T, IRIS-T
주요 기업	록히드마틴, RTX	ELTA, IAI	한화시스템	CPMEIC	Diehl Defence, 헨졸트, 탈레스, 레오나르도
기술 현황	세계 최상위 수준	완전 독자화 완료	국산화를 85% 이상 추정	성능 신뢰성 불분명	완전 독자화 완료
기타	세계 최고 기술력 및 실전경험 보유	실전 검증 완료	내재화 완료하여 실전 배치 성공	-	여러 국가가 공동 개발

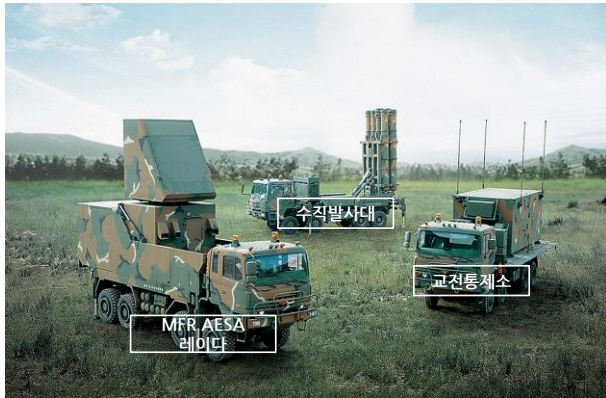
자료: 각 사, 언론보도 종합, DS투자증권 리서치센터 추정

표8 한국 방공 무기체계별 특징 및 성능 비교

항목	천궁-I	천궁-II	L-SAM	LAMD
요격 고도	15~20km	20~25km	40~60km	저고도 ~ 중고도
요격 사거리	40Km	50Km	180Km (추정)	30Km (추정)
요격 방식	근접신관 폭발 방식	폭발탄 유도탄	직접 총돌(Hit-to-Kill)	Hit-to-Kill 또는 근접 (추정)
사용 레이더	PESA MFR	AESA MFR	AESA MFR	AESA MFR
표적 종류	항공기, 순항미사일	항공기, 탄도탄	중장거리 탄도탄	장사정포

자료: DS투자증권 리서치센터

그림5 천궁-II 포대: 한화시스템이 레이다 담당



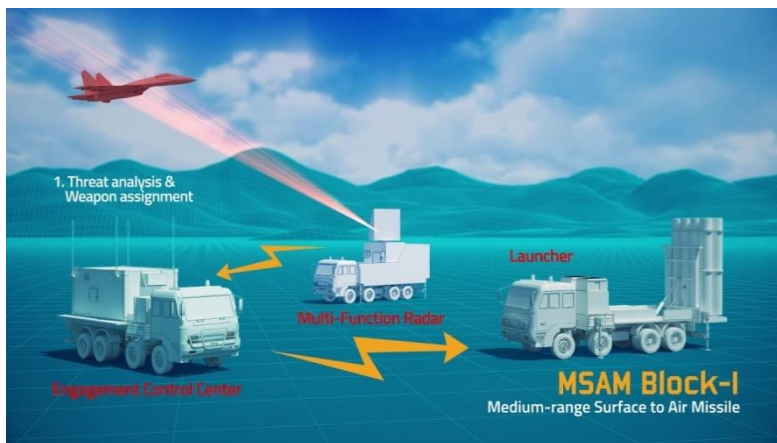
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림6 L-SAM MFR 레이다



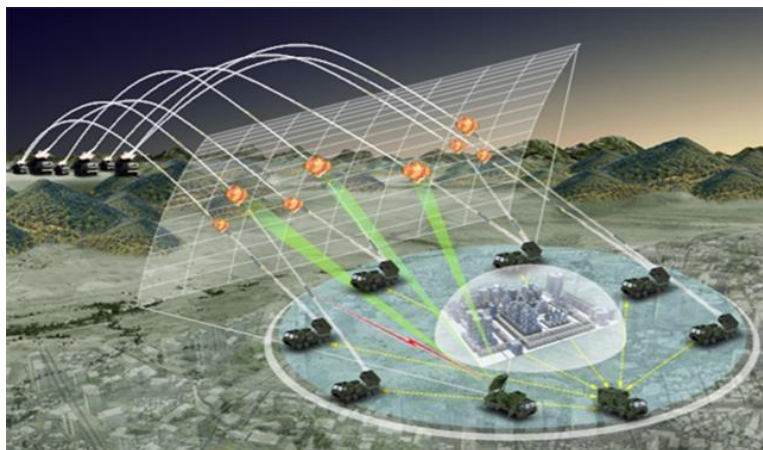
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림7 천궁 작동 개념도



자료: UG넥스원, DS투자증권 리서치센터

그림8 장사정포 요격체계 (LAMD) 개념도



자료: 방위사업청, DS투자증권 리서치센터

**방공 레이더 부문 진입장벽
구축 → 천궁-II 기준 매
출 비중 30% 수준**

동사는 방공 무기체계 레이더 부문에서 진입장벽을 구축하였다. 레이더는 방공 무기 체계에서 핵심 요소인 만큼 매출 비중이 크다. 천궁-II 기준 레이더 매출 비중은 전체의 약 30%이며 금액 기준 약 1조 2천억원이다. MRO 사업에서도 레이더가 70%를 차지한다. 천궁-III, L-SAM이 2030년대에 개발이 예정되어 있는 만큼 관련 매출은 장기간 안정적으로 창출될 수 있다.

방공 무기체계 이외에도 군 전 분야에서 레이더는 활용된다. 동사는 2020년 전투기용 AESA 레이더 개발에 성공하여 20+20대 규모의 KF-21 최초양산 계약을 체결하였다. 한국군은 총 140대 도입을 목표로 하고 있다. KF 21 한대 당 레이더 비중은 5%(50억원 내외)로 140대 기준 약 7,000억원의 매출이 예상된다.

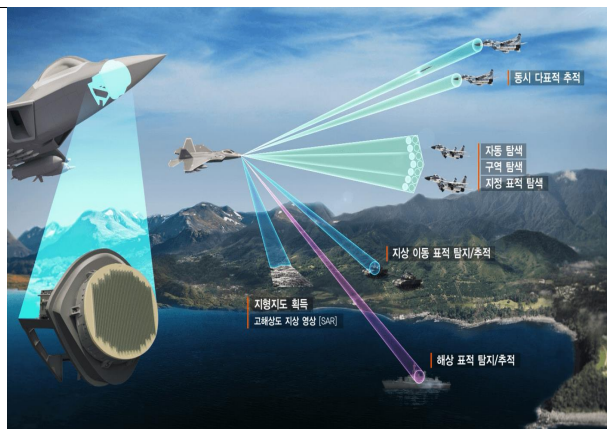
해군 함정에도 MFR 레이더가 장착된다. KDDX(한국형 차기 구축함)에 장착될 레이더는 전체 예산의 10%(1척당 1,300억원)를 차지한다. KDDX는 2030년까지 총 6척 건조를 계획하고 있어 약 7,800억원의 관련 매출이 발생할 전망이다.

그림9 한화시스템의 다기능레이더 라인업



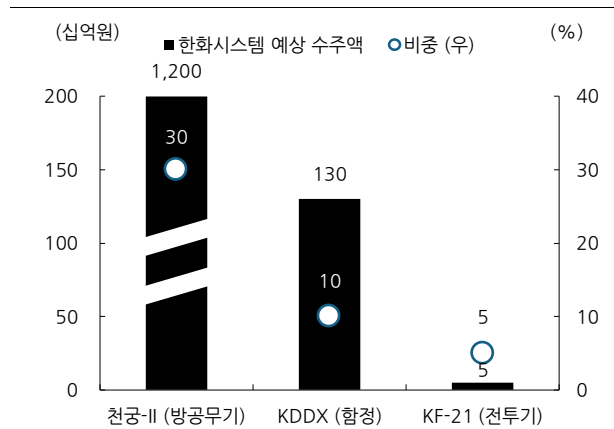
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림10 KF-21 AESA레이더 개념도



자료: 국방과학연구소, DS투자증권 리서치센터

그림11 주요 레이더 탑재 무기 별 비중 및 금액 추정



자료: 언론 종합, DS투자증권 리서치센터 추정/ 예상 수주액은 대당 가격 기준

2) 수출 비중 증가로 수익성 극대화

내수 사업 마진은 한 자릿수 수준이지만 수출은 마진 제한이 없어

방산 사업부의 수출 비중 증가는 곧 이익률 개선으로 이어진다. 내수 사업은 방산 원가 산정 기준에 따라 마진이 한 자릿수 수준으로 제한된다. 하지만 수출은 대상국과 협상을 통해 가격을 결정하기 때문에 이론상 마진을 제한이 없다. 수출 비중이 늘어날수록 수익성이 극대화되는 구조이다.

방산 매출 중 수출 비중
23년 6% → 24년 18%

올해부터 해외 매출이 본격적으로 인식될 전망이다. 24년 천궁-Ⅱ (사우디), K9/K11 자동사격통제장치 (이집트) 등 신규 해외 수출을 진행하였고 방산 매출 중 수출 비중이 23년 6%에서 18%까지 상승하였다. 기 수주한 UAE 천궁-Ⅱ, 폴란드 K2 사격통제시스템 등의 매출인식도 진행된다.

UAE 천궁-Ⅱ가 계약 3년차에 접어들며 본격적인 양산 단계에 돌입한다. 이에 따라 올해 수출 사업의 매출 인식률이 24년을 상회할 전망이다. 폴란드 K2 사격통제시스템 매출도 올해 1,000억원 내외의 매출 인식을 예상한다. 폴란드 K2 계약 기간은 올해 12월까지이며 인도 일정에 따라 연내 관련 매출이 전부 반영될 예정이다.

K2 폴란드 2차 계약 구조에 따라 일부 공급하게 될 K2PL(K2 Poland, 현지생산 물량)의 경우 매출 규모와 이익률이 기존 K2 수주분을 상회할 전망이다. K2 2차 총 계약 규모는 약 9조원 대로 추정되며 예정대로 진행될 시 약 7,000억원에 가까운 K2 관련 추가 수출이 기대된다.

수출 비중 25F 23% → 27%까지 상승 예상 → 지속적인 수익성 개선 기대

기 수주 계약과 K2 폴란드 2차 신규 계약 체결을 가정하여 연도별 수출 해외 매출 인식 금액과 수출 비중을 추정하였다. 천궁-Ⅱ 관련 매출액은 25년 3,300억원, 26년 5,290억원으로 추정한다. 방산사업부 매출 중 수출 비중은 25년 23%, 26년 26%까지 상승할 것으로 예상된다. 수출 마진은 전 계약 12%로 일괄 가정했으며 이에 따른 방산 사업부 내 영업이익 기여도는 25년 33%, 26년 34%로 추정한다.

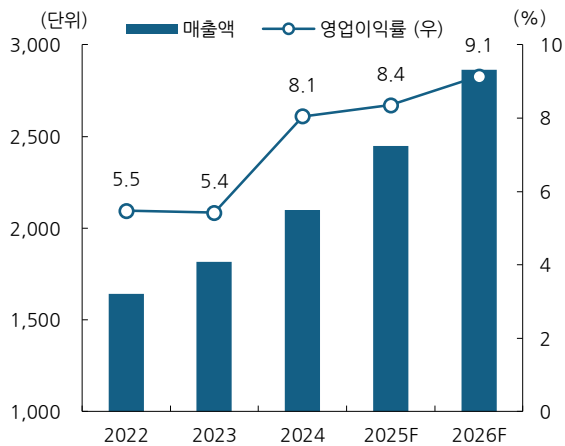
수익성 높은 수출 사업의 매출 비중 증가에 따라 동사의 25, 26년 방산 사업부 OPM을 각각 8.4%, 9.2%로 추정하며 24년 8.1% 대비 개선된 수익성이 기대된다. 향후 수출 계약 추가 발생 시 이익 개선 흐름이 장기간 이어질 수 있다고 판단한다.

표9 해외 매출 인식 금액 및 수출 비중 추정

계약명	계약 규모 (십억원)	계약 기간 (년)	연도별 매출 인식 금액 추정 (십억원)			
			25F	26F	27F	28F
천공 II 다기능레이더 수출 (UAE)	1,302	10	234	326	260	234
폴란드 K2 전차 수출사업 조준경 등 17종 계약	257	2	98			
SA-MSAM 사업 다기능레이더 분야 양산 (사우디)	1,195	10	96	203	299	239
이집트 K9/K11 자동사격통제장치, C2 장치 물품구매계약	82	4	25	29	21	8
K2 폴란드 2 차 (계약 체결 가경)	700	5	105	175	210	105
중동(사우디 or UAE) L-SAM (계약 체결 가경)	1,600	10			64	288
연도별 총 수출 매출 추정 (십억원)			557.6	732.5	844.0	983.5
방산사업부 전체 매출 (십억원)			2,447	2,863	3,150	3,465
수출 비중 (%)			23	26	27	28
수출 영업이익 (이익률 12% 일괄 가경) (십억원)			67	88	101	118
영업이익 기여도 (%)			33	34	36	38

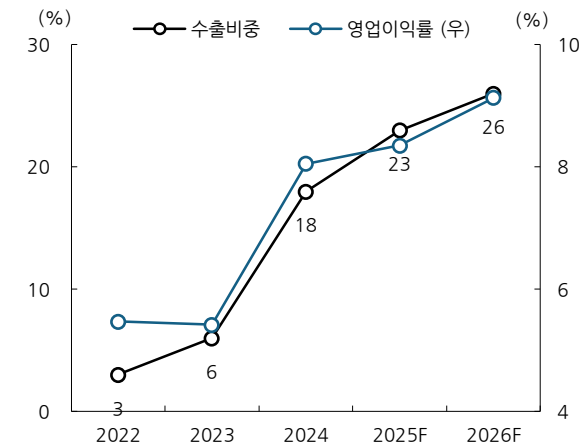
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정/ 회색은 가능성 높은 계약에 대한 당사 추정치

그림12 방산사업부 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



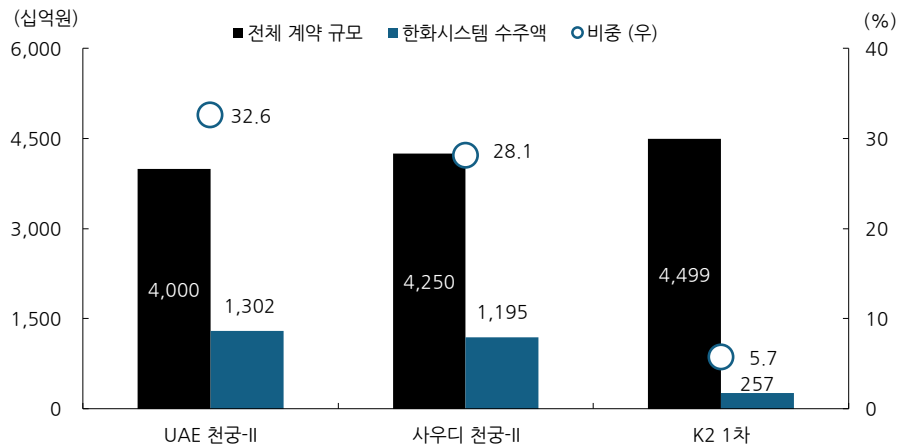
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림13 한화시스템 수출 비중과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림1 주요 수출 사업 계약 규모 및 한화시스템 비중



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터/ 주: 공시 기준

3) 신규 수출 증가로 수주잔고 우상향 예상

천궁-II 핵심 수출 비결:
가성비

사우디, UAE로의 천궁-II 수출은 미국의 패트리엇(PAC3), 프랑스-이탈리아의 SAMP/T, 이스라엘-인도의 Barak 8과의 수주 경쟁에서 승리한 결과이다. 수주 성공 비결로는 1) 경쟁 제품 대비 높은 가성비, 2) 향후 L-SAM, LAMD와의 연계 고려, 3) 기 보유 사드-패트리엇과의 공존 가능 등이다.

천궁-II의 포대 당 평균가는 SAMP/T의 절반, 패트리엇의 약 3분의 1 수준으로 가성비가 우수하면서도 유사한 성능을 입증했다.

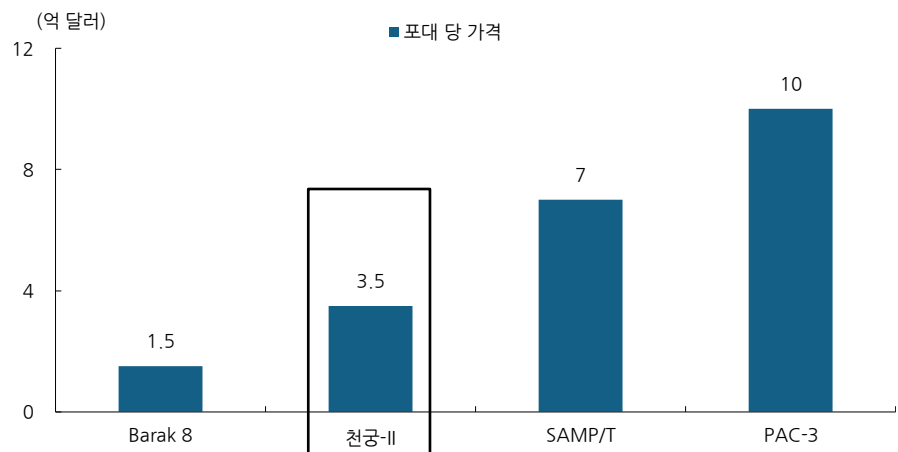
26년 L-SAM UAE, 사우
디 수출 가능성 ↑

26년에는 UAE와 사우디아항 L-SAM 수출 가능성이 높다고 판단한다. 두 국가는 후티 반군 및 이란에 대한 위협도 증가로 더 강력한 방공망 구축 니즈가 높다. 이미 패트리엇-사드로 이어지는 미국산 방공망을 갖추고 있음에도 천궁-II를 도입하며 상호 보완 체계를 구축한 이유이다.

L-SAM은 개발 완료 전에도 중동의 한 국가가 구매 의사를 공식 표명하였다. UAE, 사우디는 L-SAM, LAMD를 도입하여 한국형 미사일 방어체계(KAMD, Korea Air and Missile Defense)를 그대로 이식하려 하는 것으로 추정된다. KAMD는 패트리엇-사드가 포함된 운용체계로 UAE, 사우디의 무기 운용 상황과도 적합하여 향후 L-SAM, LAMD 수출 가능성이 매우 높다고 판단한다.

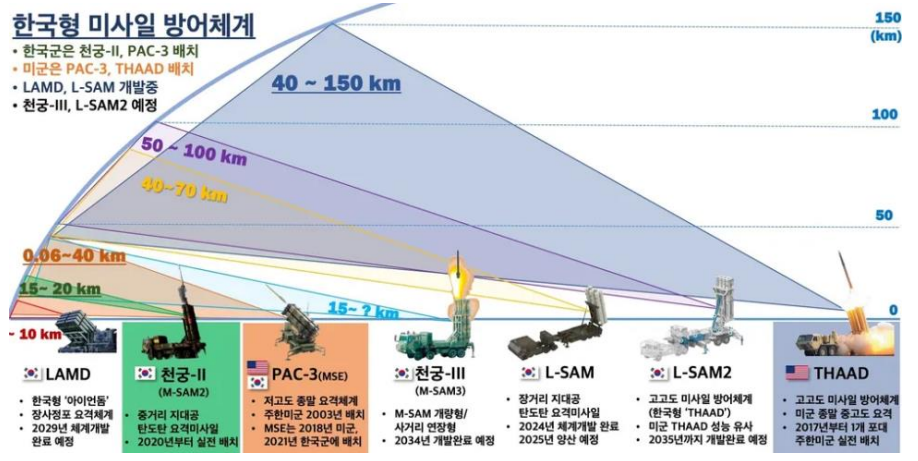
방공 무기체계 추가 수출 시에도 생산 Capa 문제는 없는 것으로 파악된다. 현 Capa 기준으로도 증산에 문제가 없으며 제조시설 증설이 올해 말 완료된다. 구미 신사업장 증설로 생산 Capa는 기존 대비 약 2배 증가할 것으로 추정한다.

그림2 방공 무기체계 포대 당 평균 가격 비교



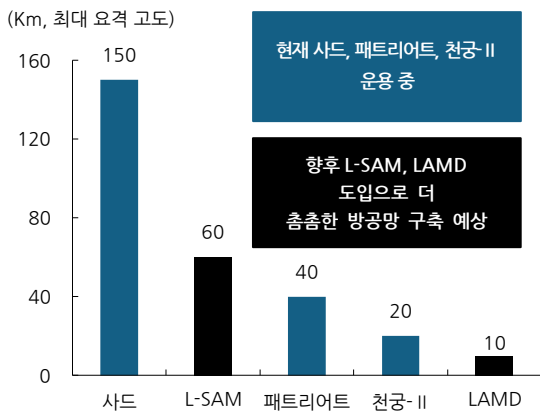
자료: CRS Report, 언론보도 종합, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 한국형 미사일 방어체계 현황 및 발전 로드맵



자료: 아산정책연구원, DS투자증권 리서치센터

그림4 UAE, 사우디 지상 방공망 현황 및 구상



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 한화시스템 구미 신사업장 증설

구분	설명
규모	2만 7천평 (8만 9천여㎡)
투자 금액	2,213 억원
완공 시점	25년 10월 예정
기타	현 CAPA의 2배 수준 추정 완공 후 현 임차 사업장에서 신설 부지로 완전 이전 목표

자료: 언론보도, 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

방공 무기체계 수출 모멘텀 최소 6~7년 지속될 것

L-SAM은 2026년, LAMD는 2030~31년 수출이 예상되는 등 동사의 방공 무기체계 관련 수출 모멘텀은 최소 6~7년 이상 지속될 것으로 판단한다. 제3 중동 국가 천궁-II 추가 수출도 가능하며 기존 러시아/중국 방공망을 사용하던 지역(남미, 아프리카 등), 동유럽 국가 등 신규 고객사의 관심도 증가하는 추세로 파악된다.

폴란드 K2 2차 계약 체결 시 K2 관련 추가 수출도 유효하다. K2 2차 계약에는 현지 생산 방식으로 유럽에 수출하는 방안이 논의되고 있기 때문이다. 폴란드와 슬로바키아는 2월 폴란드에서 생산될 K2 전차 구매 LOI를 체결한 바 있다.

항공기용 AESA 레이더 이탈리아 레오나르도사와 협력 확대 가능

항공기용 AESA 레이더에서도 기회가 있다. 동사는 24년 5월 이탈리아 방산기업 레오나르도와 경공격기 AESA 레이더 안테나 공급 계약을 체결하였다. 안테나는 AESA 레이더 제품 가격의 50% 이상을 차지하는 핵심 장치이다. 레오나르도가 자사의 신호처리장치, 냉각장치 등과 동사의 레이더를 통합해 26년부터 완제품을 생산할 계획이다. 1) KF-21 수출을 통한 통합 수출, 2) 레오나르도를 통한 단독 수출, 3) 레오나르도의 M-346FA 경공격기 탑재 수출 등이 가능한 시나리오다.

가능성이 높은 K2 2차 계약을 반영한 25년 예상 방산 수주잔고는 9.8조원(+17% YoY)으로 추정한다.

그림6 천궁-II, K2 차기 수출 모멘텀 정리

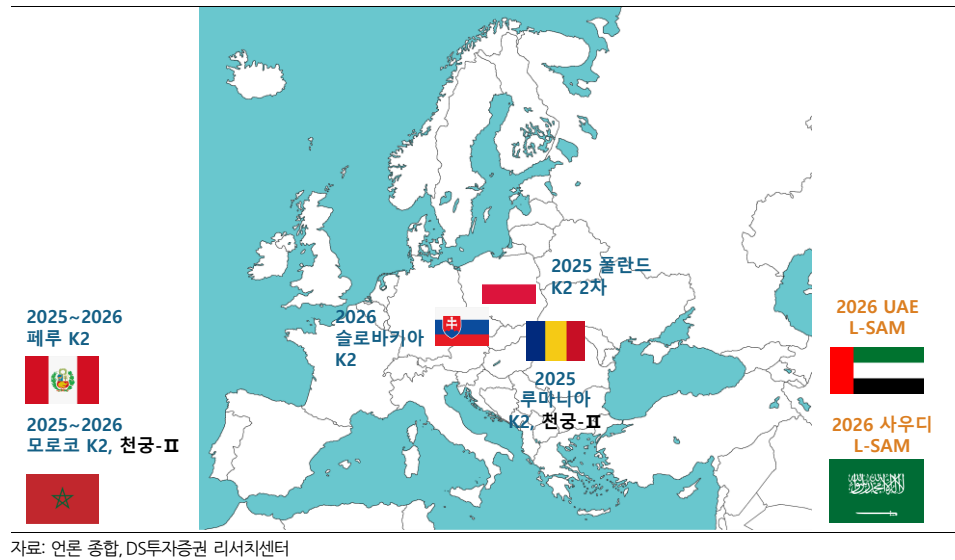
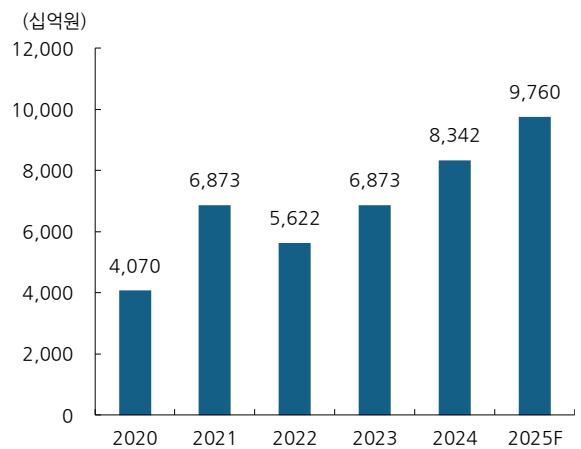


그림7 한화시스템-레오나르도 공생식 AESA 레이더 개발 협약



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림8 한화시스템 방산 수주잔고 추이 및 전망



자료: 한, DS투자증권 리서치센터 추정

4) 필리조선소의 정상화와 미 군함 모멘텀 기대

한화시스템은 미국 필리조선소의 최대주주(60%)로 1분기부터 연결 실적에 포함된다. 필리조선소는 2024년에 영업적자 1.2억 달러(약 1,786억원)를 기록했다. 2025년에도 약 240억원의 영업손실이 이어질 전망이다.

필리조선소 적자 요인: 1) 손실충당금, 2) 프로젝트 투자비용, 3) 생산성 하락

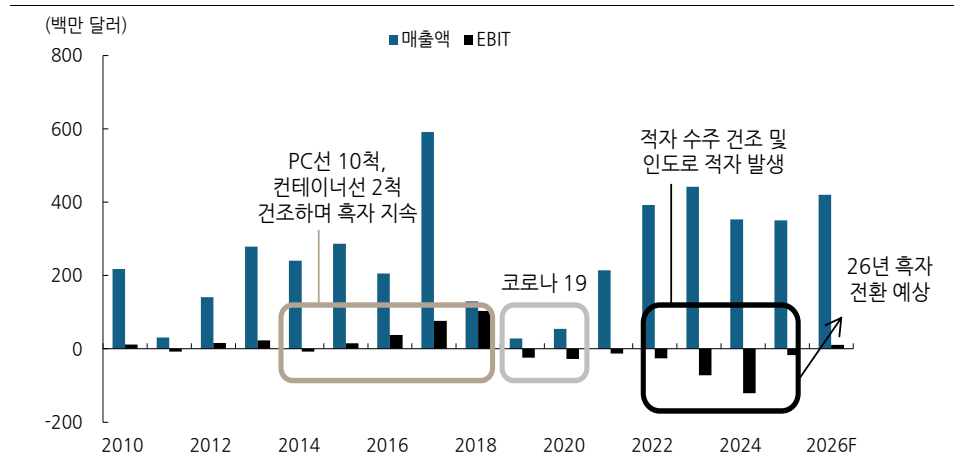
하지만 필리조선소는 25년 적자폭 개선, 26년부터 흑자전환이 가능하다는 판단이다. 필리조선소 현 적자의 주된 요인은 1) NSMV (National Security Multi-Mission Vessel, 다목적훈련함), SRIV(Subsea Rock Installation Vessel, 해저 암반 설치선) 관련 공사손실충당금, 2) CV(Container Vessels, 컨테이너선) 프로젝트 투자 비용, 3) 코로나 19 이후 생산성 하락이다.

NSMVs와 SRIV 생산 및 인도 지연에 따른 적자의 주요 원인은 ‘경험 부족’이다. 필리조선소는 탱커와 컨테이너선을 주로 제작해온 조선소이다. NSMV, SRIV 등과 같은 특수선 성격의 선박 건조 이력이 없다. 해당 선박들을 디자인하고 건조하는 과정에서 수주 금액 이상의 인도 지연과 충당금이 발생하였다.

26년부터 턴어라운드 예상

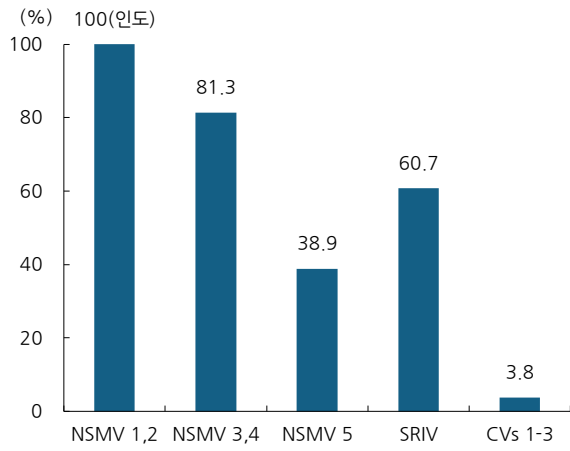
관련 적자는 25년 상당 부분 해결될 것으로 보인다. 24년 연간 보고서 기준 NSMV3, 4와 NSMV 5의 진행률은 각각 81.3%, 28.9%이며 NSMV 1, 2는 모두 인도되었다. SRIV 진행률도 60.7%로 적자 수주 선박들은 26년 안에 모두 인도될 것으로 추정한다. 한편 흑자 수주로 추정되는 컨테이너선의 매출 인식이 25년부터 본격적으로 이뤄진다. 동사는 과거 2016~2018년 PC선과 컨테이너선을 수주하며 꾸준한 흑자를 기록한 이력이 있다. 컨테이너선 매출 인식이 본격화되는 26년 매출액 6천억원, 영업이익 50억원 수준의 연간 턴어라운드가 가능하다는 판단이다.

그림9 필리조선소 실적 추이 및 주요 이벤트



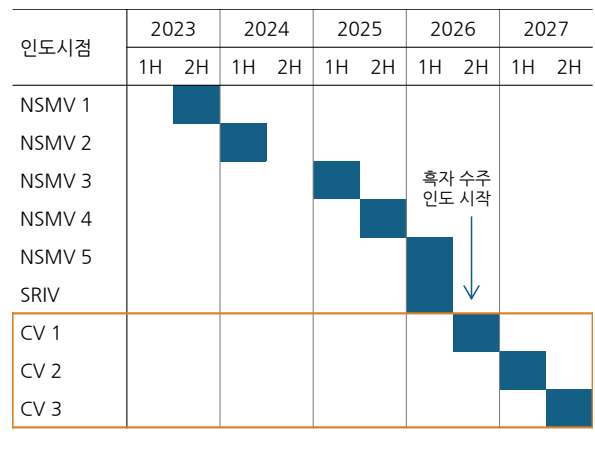
자료: Factset, 필리조선소, DS투자증권 리서치센터

그림10 필리조선소 선대별 작업 진행률



자료: 필리조선소, DS투자증권 리서치센터

그림11 선대별 인도 현황 및 인도 예정 시점 추이



자료: 필리조선소, DS투자증권 리서치센터 추정

그림12 필리조선소 연간 보고서 본문 중 'Operational risks' 요인 발췌 번역

경영진은 PSI의 프로젝트를 완료하기 위해 비용을 정확하게 추정하는 데 최선을 다하지만, 이러한 프로젝트를 완료하는 데 발생하는 PSI의 실제 비용은 예상치를 초과할 수 있습니다.

NSMV 및 SRIV와 같은 프로토타입 선박은 필리가 이전에 건조한 제품 탱커 및 컨테이너 선박과 같이 검증된 설계를 기반으로 한 선박을 건조하는 것에 비해 기술 설계 위험이 높고 프로젝트 실행 위험이 높습니다. 이러한 위험은 현재의 건설 비용 추정 불확실성을 증가시킵니다.

자료: 필리조선소, DS투자증권 리서치센터

한화오션과의 시너지 효과 기대

생산성 하락 및 공급망 문제는 여전히 해결이 어렵지만 개선이 불가능한 부분은 아니라고 판단된다. 한화시스템은 코로나 19 이후 이탈한 노동력을 보완하기 위해 숙련공을 채용하고 견습 교육 프로그램을 운영하여 인력을 양성하고자 한다.

그룹사 한화오션(필리 지분 40% 보유)과 필리조선소의 시너지도 가능하다. 한화오션은 한국 전문 인력을 일부 파견하는 방안도 추진 중이다. SRIV와 같은 선박의 건조 지연 개선에도 한화오션과의 시너지가 유효하다. 한화오션은 해상풍력설치선 건조 역량을 보유하고 있기 때문에 이와 유사한 SRIV의 건조에도 한화오션의 노하우가 적용 가능하다.

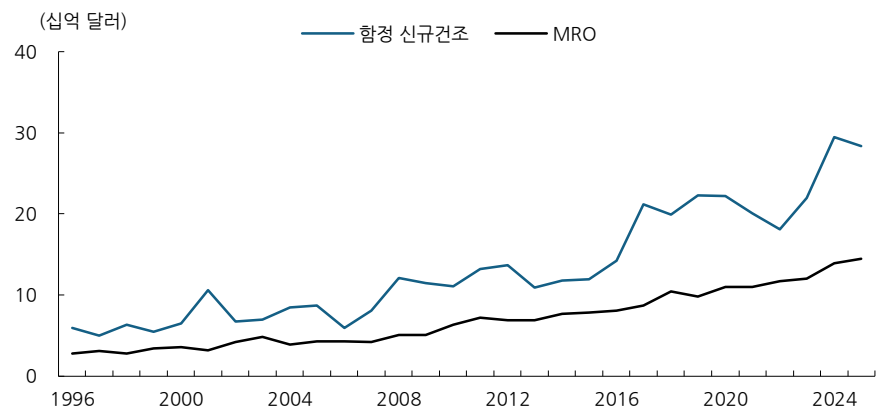
미 해군 MRO 및 함정 신조 시장 진출 기대감도 유효

인도 일정에 따라 미 해군 MRO 수주 추진 예상

필리조선소의 정상화와 함께 업사이드로 고려할 수 있는 부분은 미 해군 관련 수주이다. 현재 FCL(Facility Clearance Level, 시설보안인증) 획득 절차 진행 중이며 25년 하반기, 늦어도 26년 상반기에 승인될 전망이다. MRO 사업은 바로 진행할 수 있다. 필리조선소는 이미 미 해군 Ro-Ro선 USNS 찰튼 등 3건의 군사목적 MRO를 진행한 바 있다.

MRO의 중요성은 신규 함정 건조만큼 커지고 있다. GAO(Government Accountability Office)에 따르면 2011년부터 2021년까지 대부분 선종에서 정비 지연이 늘어났으며 2025년 퇴역 예정 함정 중 10척은 MRO 지연에 따른 비용 증가로 적정 수명 이전에 조기 퇴역하였다. 미국 MRO 시장은 초과수요 상황이며 관련 예산도 계속해서 증가 추세이다. 도크 여건에 따라 NSMV 3-4 시리즈 인도 이후 미 해군 MRO 수주를 추진할 것으로 예상된다.

그림13 미 함정 신규건조 및 MRO 예산 증가 추이



자료: US Department of Defense, DS투자증권 리서치센터

그림14 필리조선소 MRO 수행 이력

함명	FSS Antares	FSS Pollux	USNS Charlton
사진			
인도 시점	4Q19	3Q20	3Q21

자료: 필리조선소, DS투자증권 리서치센터

5) 26년 군 위성통신 사업 구체화로 조 단위 계약 가능

TICN 레퍼런스 + 원웹과
의 시너지로 군 차세대 위
성통신망 선두주자

동사는 1) TICN (Tactical Information Communication Network, 전술정보통신체
계) 1~4차 및 다수의 군 통신망 수주 이력, 2) 유틸넷 원웹과의 시너지로 위성통신
분야의 선두주자에 있다.

TICN은 군 통신망을 디지털로 통합해 고속 및 유무선 데이터 전송을 지원하는 시
스템이다. 총 사업규모가 5조원에 달하는 대형 사업이다. 동사는 TICN 1~4차 사업
에서 5개 중 4개 핵심 품목(전술이동통신, 망관리, 교환접속, 소용량 무선전송) 공급
을 담당하였다.

동사는 유틸넷 원웹의 지분을 보유하고 있으며 한국 유통 공급 계약을 체결하였다.
저궤도위성 통신 사업 진행 시 원웹을 통한 원활한 위성 공급이 가능하다.

23년 11월 ‘상용 저궤도위
성 기반 통신체계’ 신속시
범사업 사업수행기관으로
선정

TICN 레퍼런스와 원웹과의 시너지로 동사는 23년 11월 ‘상용 저궤도위성 기반 통
신체계’ 신속시범사업 사업수행기관으로 선정되었다. 25년 11월까지 군 전용 게이트
웨이, 소형기지국, 위성단말 등에 대한 연구개발이 진행되며 이후 6개월 간 군에서
시범운용 예정에 있다. 저궤도위성은 정지궤도위성 대비 운용고도가 낮고 통신거리
가 짧아 저지연 고속통신이 가능하여 차세대 군 통신 체계로 주목 받고 있다.

저궤도 위성통신망 구축 가속화에 따른 수혜가 기대된다. 원웹을 활용한 저궤도 통
신망 구축은 2027~2031년으로 계획되어 있어 26년부터 양산 준비가 시작될 것이
다. 시범 운용이 끝나고 양산 체제에 돌입하게 되면 TICN 예산안을 고려할 때 조
단위의 계약이 가능하다는 판단이다.

그림15 상용 저궤도위성 기반 통신체계 협약 체결

다국적 민간위성 활용해 군 통신체계 개발한다

- ‘상용 저궤도위성 기반 통신체계’ 신속시범사업 협약 체결 -

- 방위사업청(청장 엄동환)은 상용 저궤도위성을 이용한 군용 통신 사업을 본격적으로 추진한다고 밝혔다.
- ‘상용 저궤도위성 기반 통신체계’ 사업은 지난 2월 신속시범사업추진 위원회(위원장 고위공무원 한경호)에서 신속시범사업 대상과제로 선정된 후 과제 세부검토 및 업체선정 절차 등을 거쳐,
- 11.28.(화) 사업관리기관인 국방신속획득기술연구원(원장 변용관, 이하 신속원)과 사업수행기관으로 선정된 한화시스템이 398억원 규모의 협약을 체결하였다.
- 신속시범사업 : 신기술이 적용된 무기체계를 신속히(2년 이내) 개발하여 군에서 시범운용을 실시하고, 활용성을 확인하는 사업

자료: 방위사업청, DS투자증권 리서치센터

그림16 2020년 이후 군 통신망 관련 주요 수주 정리

계약명	계약금액 (십억원)	계약 상대
TICN 4 차양산	650.5	방위사업청
군위성통신체계 2 외 36 항목	360.1	방위사업청
공지통신무전기 성능개량사업(LYNX 등 5종)	95.8	방위사업청
TICN Block-I-2(TMMR) 2 차 양산	232.9	LIG 넥스원
24년 전술정보통신(TICN) 체계 PBL 사업	142	방위사업청

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

27년 이후 SAR 위성 시대 개막 예상

27년까지 원웹 저궤도 위성망을 구축한 이후에는 SAR(Synthetic Aperture Radar, 합성개구레이더)위성 시대가 열린다. SAR위성은 공중에서 지상 및 해양을 관찰하는 레이더이다. SAR 위성은 주야간 및 악천후와 관계없이 지상을 정밀하게 촬영할 수 있어 구름과 산악 지형이 많은 한반도 지형에서 북한 감시에 효과적이다.

SAR위성은 EO·IR(전자광학·적외선)위성과 함께 활용된다. EO·IR 위성 1기, SAR 위성 4기를 구축하는 ‘425사업’이 현재 추진 중이며 4월 기준 SAR 위성 1기 제외 전 부 발사 완료되었다.

그림17 기존 위성과 소형 SAR 위성 비교



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림18 425 사업 내 SAR 위성 및 EO·IR 위성 역할 및 특징 분류

구분	SAR 위성	EO·IR 위성
사업 구성	2~5 호기	군 정찰위성 1 호기
발사 시기	24년 4월 ~ 25년 내 완료 (4 호기까지 발사 완료)	23년 12월
궤도	최적화 설계 경사궤도로 이동	고도 400~600Km
촬영 주기	하루 4~6 회 레이더 전파 송수신	하루 두 차례 일정한 시간
특징	날씨와 무관하게 주야간 위성 영상확보 가능	기상 조건에 영향을 받아 구름이 많이 낀 날 임무 수행 제한

자료: DS투자증권 리서치센터

동사는 2018년부터 SAR위성의 핵심 기술인 SAR센서와 데이터링크 시스템 개발에 참여하여 SAR위성 탑재체를 공급하였다. 국내 유일하게 EO·IR·SAR 탑재체 기술을 모두 보유하고 있다.

다부처초소형 SAR 양산사업 사업자 선정 시 4,000억원 이상 수주 기대

SAR 위성과 관련하여 중요한 모멘텀은 내년 정해질 ‘다부처초소형 SAR 양산사업’이다. 양산 사업자로 선정될 경우 40기 규모의 초소형 SAR 위성을 발사하게 된다. 1기당 양산 가격은 100억원 내외로 추정하며 양산 시 약 4,000억원 이상의 사업 규모가 예상된다. 초소형SAR위성은 수명이 3년밖에 되지 않아 지속적으로 생산 후 발사가 필요하여 사업자 선정 시 관련 매출이 꾸준히 발생할 예정이다.

동사 경쟁력: 1)소형 SAR 위성 1기 운용 중, 2) 데이터 분석 노하우 적립

27년까지 검증모델 경쟁평가를 통해 양산사업자를 결정하게 되지만 동사의 수주 가능성이 높게 평가한다. 이유는 1) 자체 제작·개발한 소형 SAR 위성 1기를 이미 발사 후 운용 중으로, 2) 운용 중인 위성을 통해 데이터 분석 노하우를 이미 축적하고 있기 때문이다.

그림19 한화시스템 개발 초소형 SAR 위성 개요



자료: 방위사업청, DS투자증권 리서치센터

그림20 초소형 SAR 위성 관련 기업별 계약 정리

기업명	계약명	계약 금액 (십억원)
한화시스템	초소형위성체계 SAR 검증위성(H 모델)	67.8
한국항공우주	초소형위성체계 SAR 검증위성(K 모델)	67.2
LIG 넥스원	초소형위성체계 군지상체	99.1

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

동사는 제주도에 제주한화우주센터를 건립하여 위성개발·조립 및 기능·성능을 시험하는 시설을 건립하고 있다. 위성을 월 4기에서 최대 8기까지 생산할 수 있는 시설이다. 향후 사업자 선정에 선제적으로 대응하면서도 추후 수출 가능성을 바라보는 투자이다.

24년 우주항공청이 출범한 만큼 향후 우주-위성 사업 추진이 가속화될 시 동사의 기술 경쟁력에 더욱 주목할 필요가 있다.

그림21 제주한화우주센터 부지 및 완공 예상 시점



검정색 박스 부분이 건립 예정 부지
2025년 10월 완공 예정

자료: 언론 종합, 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

실적 전망

25F 매출 3.7조원(+32.0% YoY), 영업이익 2,406억원(+9.7% YoY)

수출 매출 본격적 인식과 폴란드 K2 2차 등 신규 수출을 고려한 25년 예상 매출액은 3.7조원(+32.0% YoY), 영업이익 2,406억원(+9.7% YoY)이다. 높은 매출액 성장률은 필리조선소 연결 실적 반영에 기인한다.

천공-Ⅱ, K2 폴란드 2차 등 수출 비중 증가에 따라 방산 사업부의 이익률 개선(25F OPM 8.4%)을 예상하며 해외수출 비중은 24년(18%)에 이어 25, 26년에도(각각 23%, 26%) 상향될 전망이다.

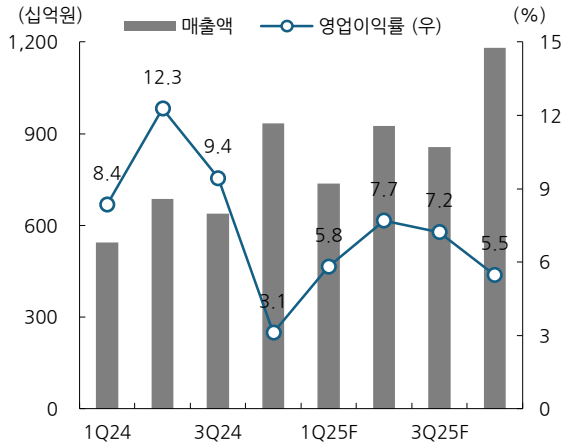
26년은 필리조선소 흑자전환과 수출 호조로 37.9%의 영업이익 성장률을 예상하며 이는 Peer 대비 가장 높은 수치이다. 미 해군 MRO 수주에 따라 필리조선소 관련 추가 업사이드도 존재한다. 26년부터 우주 위성 사업도 양산 계약 등이 체결되며 구체화될 전망이다. 동사가 본격적인 성장 단계에 돌입했다고 판단한다.

표10 한화시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	544.2	687.0	639.0	933.5	736.0	926.1	856.7	1,180.8	2,803.7	3,699.6	4,277.4
YoY (%)	23.9	12.5	2.9	19.4	35.3	34.8	34.1	26.5	14.3	32.0	15.6
방산	381.7	493.2	467.8	756.1	435.1	596.8	548.3	867.2	2,098.8	2,447.4	2,863.5
YoY (%)	30.5	10.1	1.8	22.5	14.0	21.0	17.2	14.7	15.5	16.6	17.0
ICT	160.5	190.1	169.6	174.6	173.5	201.9	180.6	185.8	694.8	741.8	801.1
YoY (%)	9.3	17.1	5.1	5.9	8.1	6.2	6.5	6.4	9.3	6.8	8.0
신사업	2.0	3.7	1.6	2.8	2.4	2.4	2.8	2.8	10.1	10.4	12.8
필리조선소	0.0	0.0	0.0	0.0	125.0	125.0	125.0	125.0	0.0	500.0	600.0
영업이익	45.5	84.4	60.3	29.1	42.8	71.3	61.9	64.6	219.3	240.6	332.8
YoY (%)	124.1	118.7	32.5	59.9	-5.9	-15.5	2.7	122.0	78.9	9.7	38.3
OPM	8.4	12.3	9.4	3.1	5.8	7.7	7.2	5.5	7.8	6.5	7.8
방산	34.0	60.9	46.3	27.8	35.7	60.9	53.2	54.6	169.0	204.4	261.6
방산 OPM	8.9	12.3	9.9	3.7	8.2	10.2	9.7	6.3	8.1	8.4	9.1
ICT	12.0	23.2	14.7	6.2	14.2	16.6	14.6	14.9	56.1	60.3	66.6
ICT OPM	7.5	12.2	8.7	3.6	8.2	8.2	8.1	8.0	8.1	8.1	8.3
신사업	-0.5	0.3	-0.7	-4.9	-0.1	-0.1	0.1	0.1	-5.8	0.0	1.6
필리조선소	0.0	0.0	0.0	0.0	-7.0	-6.0	-6.0	-5.0	0.0	-24.0	3.0
필리 OPM	-	-	-	-	-5.6	-4.8	-4.8	-4.0	-	-4.8	0.5
지배주주순이익	51.8	28.3	9.4	364.8	40.5	62.7	56.3	66.7	454.3	226.2	329.5
YoY (%)	-72.2	-62.9	-78.1	734.8	-21.8	121.6	498.9	-81.7	30.1	-50.2	45.7
NPM	9.5	4.1	1.5	39.1	5.5	6.8	6.6	5.6	16.2	6.1	7.7

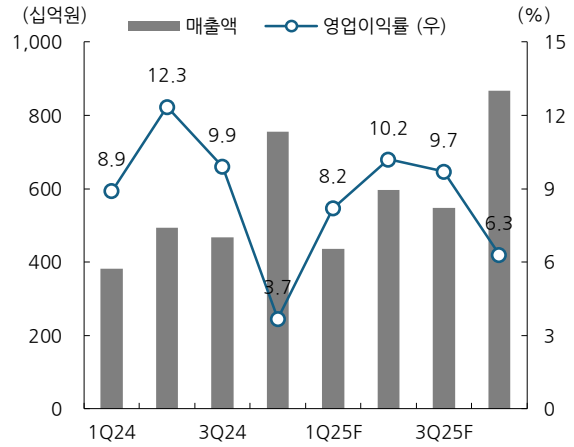
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림22 한화시스템 분기별 실적 추이 및 전망



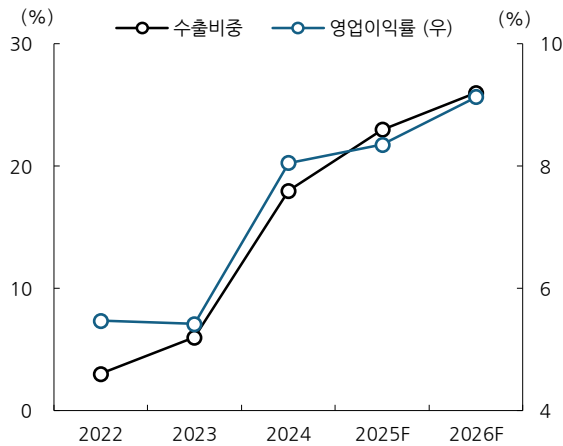
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림23 방위사업부 분기별 실적 추이 및 전망



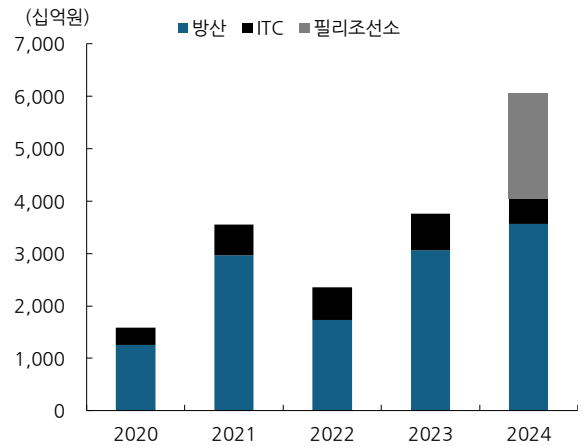
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림24 방위사업부 연간 영업이익률 및 수출 비중 추이 및 추정



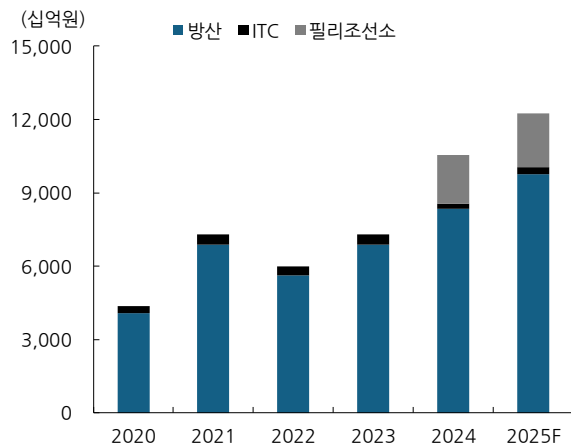
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림25 한화시스템 연간 사업부별 신규수주 추이



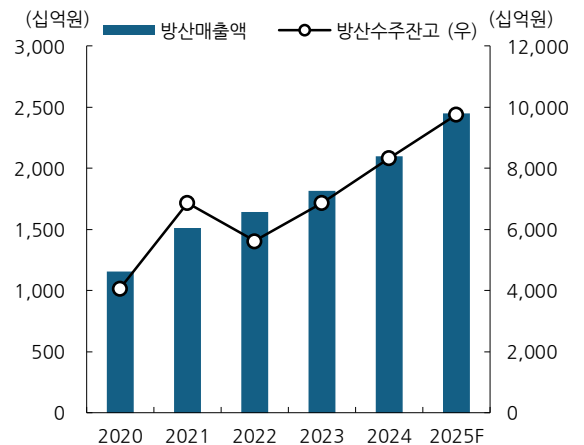
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림26 연말 기준 수주 잔고 추이 및 추정



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림27 방산사업부 매출액과 수주잔고 추이 및 전망



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

Appendix1: 기업 개요

K 방산의 눈과 뇌를 담당하는 한화시스템

2024년 매출액, 영업이익 모두 연간 최대치 달성

방산 체계 및 시스템 공급
하여 K-방산 해외 진출 기
여

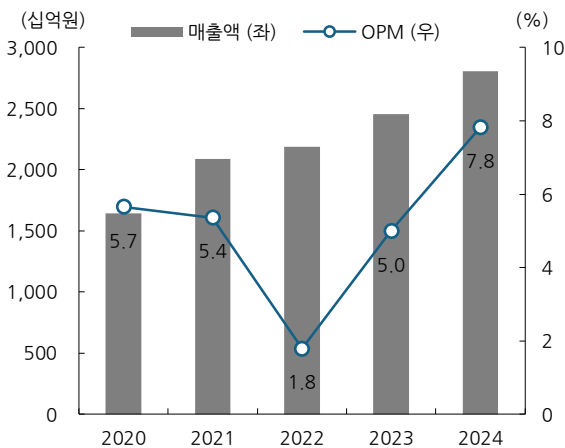
한화시스템은 2000년 삼성전자 방위사업부와 프랑스 방산기업 탈레스(당시 톰슨 CSF)간 JV 계약으로 출범한 ‘삼성탈레스’에서 시작한 기업이다. 2015년 계열 변경되어 한화탈레스로 사명을 변경하였고 2016년 10월 한화시스템으로 사명을 변경하였다. 2019년 11월 13일 유가증권 시장에 상장한 이후 22년 UAE M-SAM 수출 시레이다, 23년 폴란드 K2전차 조준경 등 17종, 24년 사우디 M-SAM 수출 시레이다, 이집트 K9/K11 자동사격통제장치 등 K 방산 수출 시 다수의 감시정찰시스템과 전투체계를 공급하며 한국 방산의 해외 진출에 기여하였다.

2024년 기준 매출액 2.8조원(+14.3% YoY), 영업이익 2,193억원(+78.9 YoY, OPM 7.8%)를 기록하며 매출액, 영업이익 모두 연간 최대치를 기록하였다. 특히 방산 사업부의 경우 국내외 수주 증가를 통해 매출액 2조원(+15.5% YoY), 영업이익 1,690억원 (+71.6% YoY, OPM 8.1%)의 호실적을 기록했다.

매출 비중: 24년 기준 방산
74%, ITC 25%
25년부터 필리조선소 연결

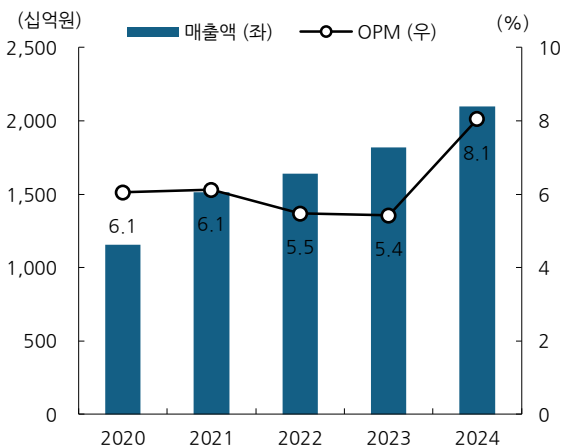
24년 기준 방산 사업부가 전체 매출의 74%를 차지하고 있으며 그룹 내 ERP, 금융 시스템 등을 구축하는 ICT 사업부가 25%를 차지한다. 2025년부터는 24년 인수한 미국 필리조선소 실적이 연결될 예정이다.

그림28 한화시스템 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림29 방산사업부 매출액 및 영업이익률 추이

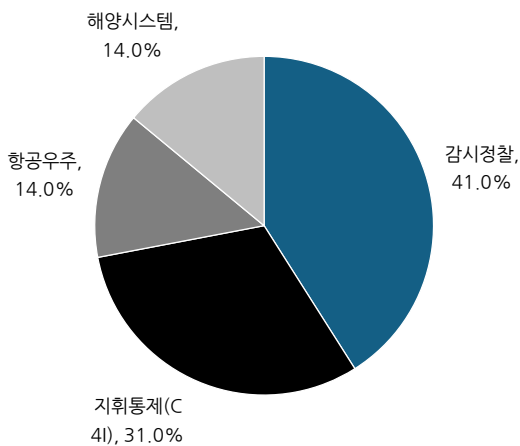


자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

방산사업부: 육·해·공·우주를 아우르는 방산 사업영역 영위

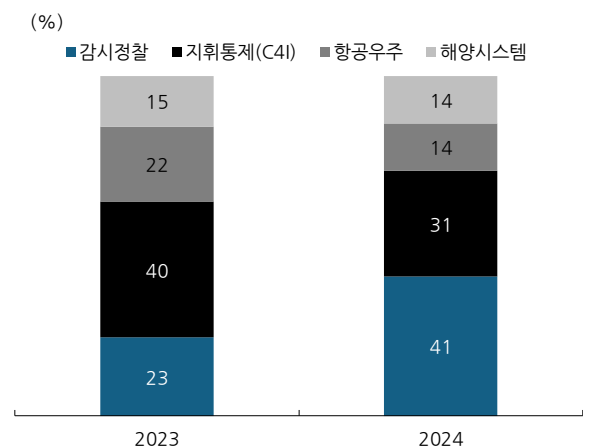
방산사업부는 크게 1) 감시정찰시스템, 2) 지휘통제통신(C4I)시스템, 3) 항공우주시스템, 4) 해양시스템으로 구분 가능하다. 레이더 사업부는 2024년 기준 전체 매출액의 41%를 차지하고 있는 가장 핵심적인 사업부이다. TICN은 수주 계약 규모가 크고 향후에도 군 통신 관련 프로젝트가 이어지며 매출 발생이 지속될 것이다. 항공우주 사업부에서는 KF-21 수출 및 위성 사업 활성화가 기대된다. 해양시스템 사업부는 매년 로우 싱글 수준의 매출 성장세가 유지되는 스테디한 사업부로 CMS(함정전투체계)에서 독보적인 기술력을 보유하고 있다.

그림30 24년 기준 사업비중



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림31 2023-2024년 사업비중 변화



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

ICT사업부: 한화그룹 ICT 담당

ICT 사업부는 한화그룹 내 제조 및 건설 분야 시스템 통합, ERP 구축을 수행하고 금융사 등 외부 고객에게 인프라 솔루션을 제공한다.

24년 기준 ICT 사업부의 매출 비중은 25%로 매출 중 75%가 Captive이고 25%가 금융, 보험차세대 시스템 등의 Non-Captive 수주이다. Captive 비중이 높을수록 마진이 개선되는 구조이다.

25년 3월 한화에어로스페이스 MSC Plant 지능화 물류 시스템 구축 수주로 25년도 ICT 사업부의 성장은 이어질 것으로 판단한다.

Appendix2: 주요 국내 수주 내역 정리

표11 주요 국내 수주 내역 정리

사업부	계약명	계약금액 (십억원)	매출액 대비 (%)	계약 상대	시작일	종료일
방산	KF-X 탑재 AESA 레이다 TA/TF 모드 개발	51.9	4.6	국방과학연구소	2019-12-11	2026-05-29
	잠수함 전투체계	64.9	5.8	한화오션	2019-12-12	2027-09-07
	KF-X 체계개발 TFC(Terrain Following Computer)	62.9	5.6	KAI	2019-12-31	2026-06-30
	구축함(KDDX) 전투체계 체계종합 및 전투관리체계	236.4	15.3	국방과학연구소	2020-12-22	2029-10-31
	구축함(KDDX) 전투체계 다기능위상배열레이더 시제	302.3	19.6	국방과학연구소	2020-12-23	2029-10-31
	JTDLs(완성형) 체계종합 시제	133.2	8.6	국방과학연구소	2020-12-31	2026-11-30
	지뢰탐지기계 양산	58.1	3.5	방위사업청	2021-10-14	2025-11-28
	TICN 4 차양산	650.5	39.6	방위사업청	2021-12-24	2026-11-30
	중앙방공통제소(MCRC) 성능개량사업	184.5	11.2	방위사업청	2022-03-23	2026-12-22
	국내 수상함 전투체계 외주정비	125.0	6.0	해군사령부	2022-06-01	2026-03-31
	포병관측장비(TAS-1) PBL 1 차	51.9	1.0	방위사업청	2022-08-02	2026-12-31
	조준장치,PAS-18K	159.9	7.7	방위사업청	2022-11-02	2025-11-28
	Link-22 함정/육상 16 종 체계개발 사업	209.4	10.0	방위사업청	2022-12-19	2029-06-30
	대형수송함 1 번함 성능개량 체계개발 사업 (대공레이더)	55.3	2.7	HJ 중공업	2022-12-21	2027-11-30
	대형수송함 1 번함 성능개량 체계개발 사업 (전투체계)	58.0	2.8	HJ 중공업	2022-12-21	2027-11-30
	검독수리-B Batch-II 전투체계(CFCS, EOTS)	58.6	2.8	방위사업청	2022-12-22	2027-11-12
	방공지휘통제경보(C2A)체계 2 차 양산	194.1	12.6	방위사업청	2020-12-23	2025-12-31
	30mm 차륜형 대공포 후속양산	191.2	11.6	한화에어로	2022-02-23	2026-12-30
	군위성통신체계 2 외 36 항목	360.1	21.9	방위사업청	2021-09-15	2025-12-31
	초소형위성체계 SAR 검증위성(H 모델)	67.8	3.1	국방과학연구소	2023-05-17	2027-06-30
	C-130H 성능개량(2 차) 사업	73.6	3.4	방위사업청	2023-06-19	2027-11-30
	울산급 Batch-III 후속함(2~6 번) 전투체계	399.2	18.2	방위사업청	2023-07-11	2028-06-30
	23 년 천마체계 외주정비(방산) '탐지추적장치' 물품구매계약	98.5	4.5	한화에어로	2023-09-26	2026-11-30
	K1 계열전차 사통장치 성과기반계약(PBL) 외 3 항목	146.6	6.7	방위사업청	2023-11-02	2028-09-29
	철마II 성능개량 다기능레이더(2 차 양산)	56.8	2.6	방위사업청	2023-12-05	2027-07-30
	공지통신무전기 성능개량사업(LYNX 등 5 종)	95.8	4.4	방위사업청	2023-12-05	2027-12-31
	TICN Block-I+2(TMMR) 2 차 양산	232.9	10.7	LG 넥스원	2023-12-08	2025-11-21
	전기기계장치	339.9	15.5	경출연	2023-12-07	2028-05-31
	설계종합	81.7	3.7	경출연	2023-12-07	2028-05-31
	함탑재정찰용/서북도서용 무인항공기 체계개발사업	143.3	6.6	방위사업청	2023-12-21	2028-12-20
	JTDLs(완성형) 함정 7 종 체계개발사업	83.7	3.8	방위사업청	2023-12-22	2029-12-31
	LAH 2 차양산	163.9	7.5	KAI	2024-03-27	2027-06-30
	24 년 전술정보통신(TICN) 체계 PBL 사업	142.0	5.8	방위사업청	2024-06-18	2029-04-30
MC, MFD, ACCS, IRST	61.5	2.5	KAI	2024-11-26	2026-12-30	
천마 PBL	204.5	8.3	방위사업청	2024-12-03	2029-09-30	
KF-21 최초양산 AESA 레이다	114.7	4.7	방위사업청	2024-06-25	2027-09-30	
전기기계장치	85.3	3.5	경출연	2024-12-11	2028-05-31	
KDX-II 성능개량 전투체계 체계개발사업 외 1 항목	197.1	8.0	방위사업청	2024-12-13	2033-12-31	
K2 전차 사통장치 성과기반계약(PBL) 외 3 항목	112.3	4.6	방위사업청	2024-12-17	2029-09-30	
울산급 Batch-IV(1,2 번함) 전투체계 외 8 항목	186.6	7.6	방위사업청	2024-12-19	2030-12-27	
-	-	-	현대로템	2025-03-10	2028-09-30	
K21 보병전투차량 4 차양산 물품구매계약(CP24113)	157.9	6.4	한화에어로	2025-03-31	2028-09-15	
ERP	에어로스페이스 차세대 One ERP 구축단계(3/3) 프로젝트	72.6	3.3	한화에어로	2023-11-01	2025-03-31
	MCS Plant 지능화 물류 시스템 구축	96.7	3.9	한화에어로	2025-03-31	2027-03-31

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

[한화시스템 272210]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,327	1,890	2,286	2,346	2,659	매출액	2,188	2,452	2,804	3,700	4,277
현금 및 현금성자산	1,228	476	200	68	223	매출원가	1,933	2,148	2,388	3,130	3,600
매출채권 및 기타채권	212	204	313	368	426	매출총이익	255	304	416	570	678
재고자산	373	501	610	700	750	판매비 및 관리비	216	182	196	329	345
기타	514	709	1,163	1,211	1,260	영업이익	39	123	219	241	333
비유동자산	1,619	2,593	3,438	3,745	3,953	(EBITDA)	144	244	333	411	536
관계기업투자등	570	1,458	1,829	1,903	1,981	금융손익	23	14	9	1	6
유형자산	274	348	570	792	910	이자비용	6	14	22	23	25
무형자산	558	559	762	762	762	관계기업등 투자손익	-27	-46	329	-8	20
자산총계	3,946	4,483	5,724	6,092	6,611	기타영업외손익	-77	353	24	42	43
유동부채	1,619	1,951	2,677	2,835	3,080	세전계속사업이익	-42	444	581	275	401
매입채무 및 기타채무	219	301	436	423	491	계속사업법인세비용	24	57	104	52	76
단기금융부채	109	191	109	193	281	계속사업이익	-66	386	477	223	325
기타유동부채	1,290	1,459	2,131	2,218	2,308	중단사업이익	-15	-43	-32	0	0
비유동부채	308	378	631	641	651	당기순이익	-81	343	445	223	325
장기금융부채	105	139	364	364	364	지배주주	-77	349	454	226	330
기타비유동부채	203	239	267	277	287	총포괄이익	-196	372	427	223	325
부채총계	1,927	2,329	3,308	3,475	3,731	매출총이익률 (%)	11.7	12.4	14.8	15.4	15.8
지배주주지분	2,000	2,140	2,490	2,617	2,881	영업이익률 (%)	1.8	5.0	7.8	6.5	7.8
자본금	945	945	945	945	945	EBITDA마진률 (%)	6.6	10.0	11.9	11.1	12.5
자본잉여금	1,086	1,100	1,092	1,092	1,092	당기순이익률 (%)	-3.7	14.0	15.9	6.0	7.6
이익잉여금	117	212	589	750	1,014	ROA (%)	-2.0	8.3	8.9	3.8	5.2
비지배주주지분(연결)	19	14	-74	0	0	ROE (%)	-3.6	16.9	19.6	8.9	12.0
자본총계	2,019	2,154	2,416	2,617	2,881	ROIC (%)	6.0	22.9	28.6	21.5	23.8

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	269	83	133	341	528	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-81	343	445	223	325	P/E	-26.0	9.4	9.4	32.1	22.0
비현금수익비용가감	255	-83	-60	231	198	P/B	1.0	1.5	1.7	2.8	2.5
유형자산감가상각비	77	99	92	149	181	P/S	0.9	1.3	1.5	2.0	1.7
무형자산상각비	28	23	22	22	22	EV/EBITDA	6.6	12.7	13.3	18.7	14.2
기타현금수익비용	150	-205	-174	54	-77	P/CF	11.4	12.6	11.1	16.1	14.0
영업활동 자산부채변동	104	-168	-218	-113	5	배당수익률 (%)	2.4	1.6	1.5	0.9	0.9
매출채권 감소(증가)	-29	6	-92	-55	-58	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	34	-128	-106	-90	-50	매출액	4.7	12.1	14.3	32.0	15.6
매입채무 증가(감소)	40	42	2	-13	67	영업이익	-65.1	213.6	78.9	9.7	38.3
기타자산 부채변동	59	-88	-21	44	46	세전이익	적전	흑전	31.0	-52.6	45.7
투자활동 현금	-679	-864	-442	-491	-396	당기순이익	적전	흑전	29.8	-49.9	45.7
유형자산처분(취득)	-48	-132	-240	-371	-299	EPS	적전	흑전	30.1	-49.7	45.7
무형자산 감소(증가)	-32	-27	-25	-22	-22	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-592	-696	-215	-87	-63	부채비율	95.4	108.1	136.9	132.8	129.5
기타투자활동	-7	-8	38	-11	-12	유동비율	143.8	96.9	85.4	82.8	86.3
재무활동 현금	-3	27	35	19	22	순차입금/자기자본(x)	-51.3	-8.3	6.3	13.9	10.1
차입금의 증가(감소)	22	72	84	84	87	영업이익/금융비용(x)	6.8	8.8	9.8	10.3	13.5
자본의 증가(감소)	-30	-47	-52	-65	-65	총차입금 (십억원)	214	330	473	557	645
배당금의 지급	30	47	52	65	65	순차입금 (십억원)	-1,037	-178	152	363	291
기타재무활동	6	1	3	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-409	-752	-276	-132	154	EPS	-405	1,849	2,405	1,209	1,762
기초현금	1,637	1,228	476	200	68	BPS	10,588	11,327	13,181	13,851	15,248
기말현금	1,228	476	200	68	223	SPS	11,582	12,982	14,841	19,583	22,641
NOPLAT	28	107	180	195	270	CFPS	921	1,376	2,041	2,404	2,770
FCF	-401	-772	-274	-150	132	DPS	250	280	350	350	350

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한화시스템 (272210) 투자이견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-04-24	담당자변경				
2025-04-24	매수	48,000			

투자이견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립 업종별 투자이견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

투자이견 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
98.4%	1.9%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.