

한화시스템 272210

수출 비중 증가로 한번 더 레벨 업

1Q25 Review: 수출 비중 증가로 영업이익 서프라이즈

한화시스템은 1Q25 매출액 6,901억원(YoY +26.8%), 영업이익 582억원(YoY +27.9%, OPM 8.4%)을 기록하였다. 영업이익이 컨센서스 대비 32.9% 상회했으며 이는 방산 사업부의 실적 호조에 기인한다. UAE, 사우디 천궁-Ⅱ, K2 폴란드 1차 계약이 동시 반영되며 수출 비중이 1Q 기준 35%까지 증가해 역대 최고치를 기록했다. 수출 비중 증가에 따라 방산 사업부 OPM은 11.7%까지 상승했다. 천궁-Ⅱ 수출은 올해부터 본격적 매출 인식이 진행되어 수익성 개선 효과는 26년까지 이어질 전망이다. 연내 신규로 진행할 국내 양산 사업 등을 고려하면 연간 수출 비중은 24년 18%에 이어 25년 23%까지 상승할 것으로 예상된다. ICT 사업부는 신한E손해보험 사업 종료로 매출과 영업이익이 소폭 감소하였다.

필리조선소: 흑자가 보인다

필리조선소는 영업손실 20억원을 기록하며 작년 대비 적자 폭을 축소하였다. 이는 적자 선대에 대한 선제적 충당금 인식에 기인한다. 필리조선소는 현재 1~1.5척 동시 건조가 가능한 상황으로 향후 미 함정 시장 진입 시점에 따라 증설이 이뤄질 수 있다. 미 공화당 군사위원회가 전일 군사 예산 1,500억 달러 중 조선업에 337억 달러를 배정하는 등 해군력 향상에 대한 수요가 이어지고 있어 미 정부 차원의 보조금 등이 기대되기 때문에 투자 부담도 제한적일 것이다.

올바른 방향성과 기대되는 미래

한화시스템에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 48,000원을 유지한다. 25년 L-SAM MFR 양산, 수상함 전투체계 PBL, LAMD MFR 체계 개발, 철매 3 MFR 체계 개발 등 수주가 기대되며 협상 결과에 따라 폴란드 K2 2차, 이라크 천궁-Ⅱ 관련 연내 추가 수출도 가능하다. 오스탈 인수는 FIRB(외국인 투자심의 위원회) 심사 단계에 있으며 승인 가능성은 높다고 판단한다. 오스탈 인수 시 미 합정 신조 및 MRO 시장 내 영향력이 본격적으로 확대될 전망이다. 연내 두 번째 SAR 위성 발사를 준비 중으로 우주-위성 사업도 순항하고 있다. 수출 비중 확대, 26년 필리조선소 인수효과 극대화라는 투자 포인트가 여전히 유효하다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,188	2,452	2,804	3,654	4,237
영업이익	39	123	219	256	332
영업이익률(%)	1.8	5.0	7.8	7.0	7.8
세전이익	-42	444	581	265	401
지배주주지분순이익	-77	349	454	223	329
EPS(원)	-405	1,849	2,405	1,195	1,760
증감률(%)	적전	흑전	30.1	-50.3	47.3
ROE(%)	-3.6	16.9	19.6	8.8	12.0
PER(배)	-26.0	9.4	9.4	32.9	22.3
PBR(배)	1.0	1.5	1.7	2.8	2.6
EV/EBITDA(배)	6.6	12.7	13.3	18.3	14.5

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

2025.04.30

매수(유지)

목표주가(유지)	48,000원
현재주가(04/29)	39,300원
상승여력	22.1%

Stock Data

KOSPI	2,565.4pt
시가총액(보통주)	7,425십억원
발행주식수	188,919천주
액면가	5,000원
자본금	945십억원
60일 평균거래량	6,778천주
60일 평균거래대금	236,729백만원
외국인 지분율	6.8%
52주 최고가	43,550원
52주 최저가	16,530원
주요주주	
한화에어로스페이스(외 3인)	59.5%
국민연금공단(외 1인)	8.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	23.0	22.7
3M	50.0	48.9
6M	103.4	105.4

주가차트

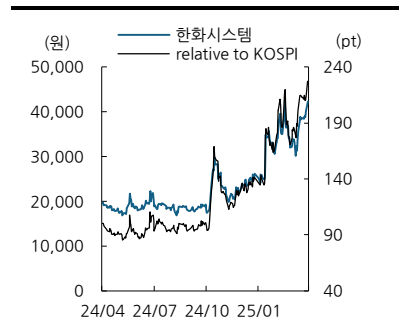


표1 한화시스템 1Q25 실적 Review

(십억원, %)	1Q25P	YoY	QoQ	DS추정치	차이 (%, %p)	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	690.1	26.8	-26.1	736.0	-6.2	684.3	0.8
방산	430.3	12.7	-43.1	435.1	-1.1		
ICT	141.5	-11.8	-19.0	173.5	-18.4		
필리조선소+신사업	118.3	-	-	127.4	-7.1		
영업이익	58.2	27.9	100.0	42.8	36.0	43.8	32.9
방산	50.3	47.9	80.9	35.7	40.9		
ICT	10.8	-10.0	74.2	14.2	-23.9		
필리조선소+신사업	-2.9	-	-	-7.1	-		
OPM (%)	8.4	0.1	5.3	5.8	2.6	6.4	2.0
지배주주순이익	37.8	-27.0	-89.6	40.5	-6.6	36.6	3.4
NPM (%)	5.5	-4.0	-33.6	5.5	0.0	5.3	0.1

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한화시스템 실적 추정치 변경

(십억원)	변경 전		변경 후		YoY (%)	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	3,669.6	4,277.4	3,653.7	4,237.2	-0.4	-0.9
영업이익	240.6	332.8	256.0	331.7	6.4	-0.3
지배주주순이익	226.2	329.5	223.5	329.1	-1.2	-0.1

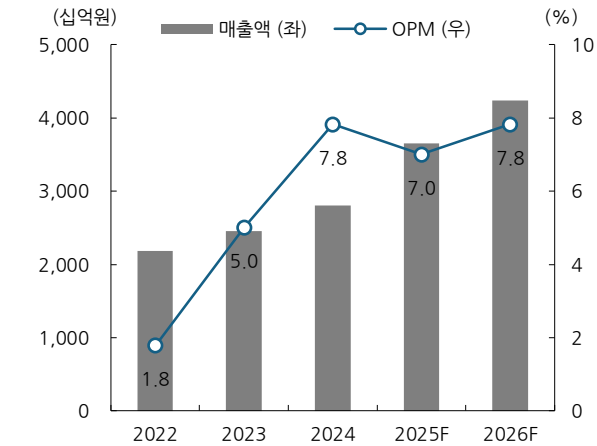
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 한화시스템 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	690.1	926.1	856.7	1,180.8	2,803.7	3,653.7	4,237.2
YoY (%)	23.9	12.5	2.9	19.4	26.8	34.8	34.1	26.5	14.3	30.3	16.0
방산	381.7	493.2	467.8	756.1	430.3	596.8	548.3	867.2	2,098.8	2,442.6	2,857.8
YoY (%)	30.5	10.1	1.8	22.5	12.7	21.0	17.2	14.7	15.5	16.4	17.0
ICT	160.5	190.1	169.6	174.6	141.5	201.9	180.6	185.8	694.8	709.8	766.6
YoY (%)	9.3	17.1	5.1	5.9	-11.8	6.2	6.5	6.4	9.3	2.2	8.0
신사업	2.0	3.7	1.6	2.8	1.9	2.4	2.8	2.8	10.1	9.9	12.8
필리조선소	0.0	0.0	0.0	0.0	116.4	125.0	125.0	125.0	0.0	491.4	600.0
영업이익	45.5	84.4	60.3	29.1	58.2	71.3	61.9	64.6	219.3	256.0	331.7
YoY (%)	124.1	118.7	32.5	59.9	27.9	-15.5	2.7	122.0	78.9	16.8	29.6
OPM	8.4	12.3	9.4	3.1	8.4	7.7	7.2	5.5	7.8	7.0	7.8
방산	34.0	60.9	46.3	27.8	50.3	60.9	53.2	54.6	169.0	219.0	263.4
방산 OPM	8.9	12.3	9.9	3.7	11.7	10.2	9.7	6.3	8.1	9.0	9.2
ICT	12.0	23.2	14.7	6.2	10.8	16.6	14.6	14.9	56.1	56.8	63.7
ICT OPM	7.5	12.2	8.7	3.6	7.6	8.2	8.1	8.0	8.1	8.0	8.3
신사업	-0.5	0.3	-0.7	-4.9	-0.9	-0.1	0.1	0.1	-5.8	-0.8	1.6
필리조선소	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.0	-6.0	-6.0	-5.0	0.0	-19.0	3.0
필리 OPM	-	-	-	-	-1.7	-4.8	-4.8	-4.0	-	-3.9	0.5
지배주주순이익	51.8	28.3	9.4	364.8	37.8	62.7	56.3	66.7	454.3	223.5	329.1
YoY (%)	-72.2	-62.9	-78.1	734.8	-27.0	121.6	498.9	-81.7	30.1	-50.8	47.2
NPM	9.5	4.1	1.5	39.1	5.5	6.8	6.6	5.6	16.2	6.1	7.8

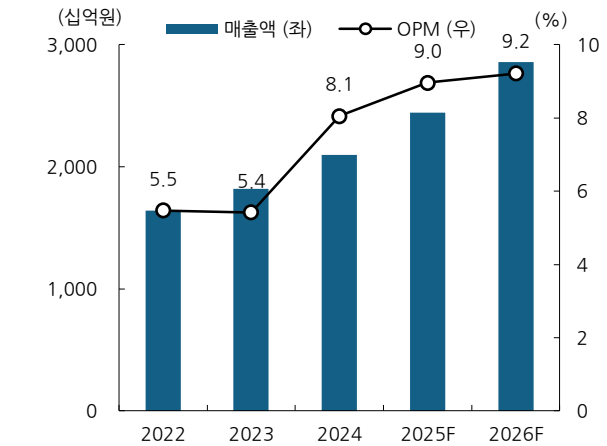
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림1 한화시스템 연간 실적 추이 및 전망



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 한화시스템 방산사업부 연간 실적 추이 및 전망



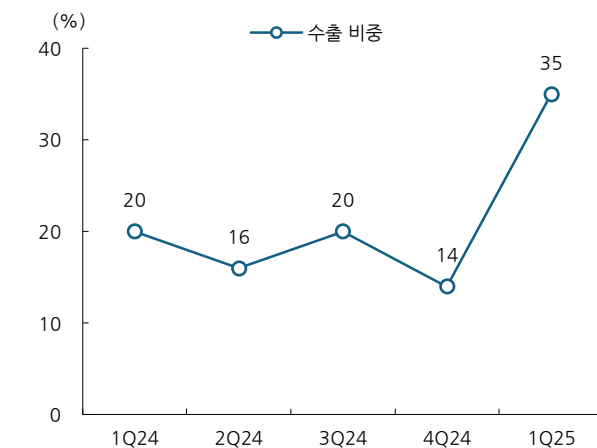
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 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 다기능레이다 수출 (UAE)	1,302	10	234	326	260	234
폴란드 K2 전차 수출사업 조준경 등 17 종 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 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

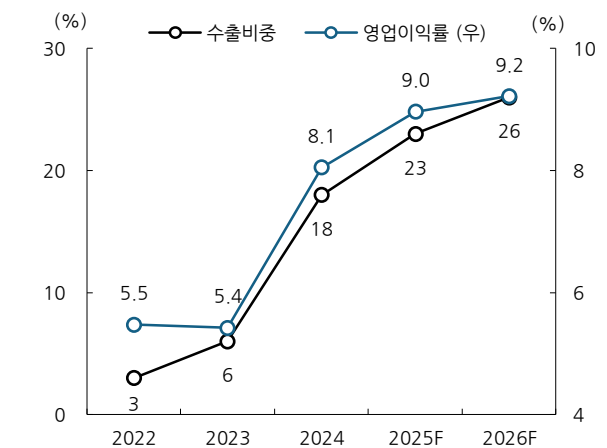
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정/ 회색은 가능성 높은 계약에 대한 당사 추정치

그림3 한화시스템 분기별 수출 비중 및 방산 영업이익률 추이



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 한화시스템 수출 비중과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

표5 한화시스템 목표주가 산정방식

구분	배수/ 금액	비고
26F 순이익 (십억원)	329.1	
유통주식수 (천주)	186,993	자사주 1,926천주 제외
26F EPS (원)	1,760	
Target PER (배)	27.0	글로벌 26F Peer P/E
목표 주가 (원)	48,000	백단위 반올림
현재 주가 (원)	39,300	
상승 여력 (%)	22.1	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표6 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

표7 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
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 중 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-I+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	-	-										
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

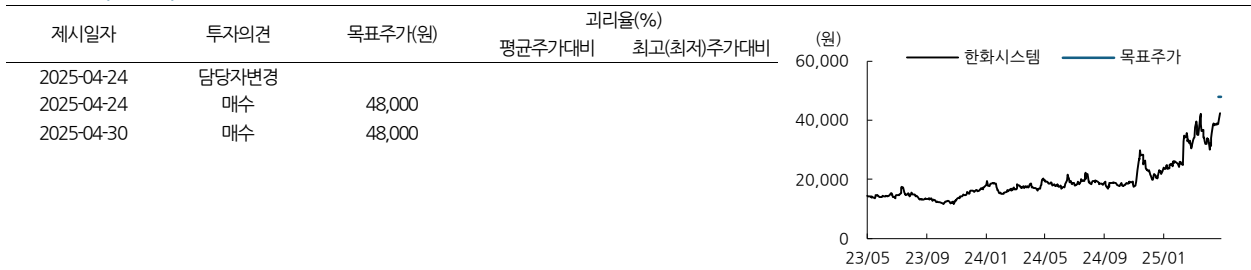
[한화시스템 272210]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,327	1,890	2,286	2,348	2,661	매출액	2,188	2,452	2,804	3,654	4,237
현금 및 현금성자산	1,228	476	200	69	225	매출원가	1,933	2,148	2,388	3,091	3,566
매출채권 및 기타채권	212	204	313	368	426	매출총이익	255	304	416	563	671
재고자산	373	501	610	700	750	판매비 및 관리비	216	182	196	307	340
기타	514	709	1,163	1,211	1,260	영업이익	39	123	219	256	332
비유동자산	1,619	2,593	3,438	3,741	3,947	(EBITDA)	144	244	333	426	534
관계기업투자등	570	1,458	1,829	1,903	1,981	금융손익	23	14	9	-13	7
유형자산	274	348	570	788	905	이자비용	6	14	22	23	25
무형자산	558	559	762	762	762	관계기업등 투자손익	-27	-46	329	-14	20
자산총계	3,946	4,483	5,724	6,089	6,608	기타영업외손익	-77	353	24	37	42
유동부채	1,619	1,951	2,677	2,835	3,080	세전계속사업이익	-42	444	581	265	401
매입채무 및 기타채무	219	301	436	423	491	계속사업법인세비용	24	57	104	41	76
단기금융부채	109	191	109	193	281	계속사업이익	-66	386	477	224	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	224	325
장기금융부채	105	139	364	364	364	지배주주	-77	349	454	223	329
기타비유동부채	203	239	267	277	287	총포괄이익	-196	372	427	224	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	2,614	2,878	영업이익률 (%)	1.8	5.0	7.8	7.0	7.8
자본금	945	945	945	945	945	EBITDA마진률 (%)	6.6	10.0	11.9	11.7	12.6
자본잉여금	1,086	1,100	1,092	1,092	1,092	당기순이익률 (%)	-3.7	14.0	15.9	6.1	7.7
이익잉여금	117	212	589	747	1,011	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	8.8	12.0
자본총계	2,019	2,154	2,416	2,614	2,878	ROIC (%)	6.0	22.9	28.6	23.9	23.8

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	269	83	133	344	527	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-81	343	445	224	325	P/E	-26.0	9.4	9.4	32.9	22.3
비현금수익비용가감	255	-83	-60	233	197	P/B	1.0	1.5	1.7	2.8	2.6
유형자산감가상각비	77	99	92	148	180	P/S	0.9	1.3	1.5	2.0	1.8
무형자산상각비	28	23	22	22	22	EV/EBITDA	6.6	12.7	13.3	18.3	14.5
기타현금수익비용	150	-205	-174	83	-79	P/CF	11.4	12.6	11.1	16.2	14.2
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	30.3	16.0
매입채무 증가(감소)	40	42	2	-13	67	영업이익	-65.1	213.6	78.9	16.7	29.6
기타자산 부채변동	59	-88	-21	44	46	세전이익	적전	흑전	31.0	-54.3	51.0
투자활동 현금	-679	-864	-442	-493	-393	당기순이익	적전	흑전	29.8	-49.7	44.9
유형자산처분(취득)	-48	-132	-240	-366	-297	EPS	적전	흑전	30.1	-50.3	47.3
무형자산 감소(증가)	-32	-27	-25	-22	-22	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-592	-696	-215	-94	-63	부채비율	95.4	108.1	136.9	133.0	129.6
기타투자활동	-7	-8	38	-11	-12	유동비율	143.8	96.9	85.4	82.8	86.4
재무활동 현금	-3	27	35	19	22	순차입금/자기자본(x)	-51.3	-8.3	6.3	13.8	10.0
차입금의 증가(감소)	22	72	84	84	87	영업이익/금융비용(x)	6.8	8.8	9.8	10.9	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	362	288
기타재무활동	6	1	3	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-409	-752	-276	-130	156	EPS	-405	1,849	2,405	1,195	1,760
기초현금	1,637	1,228	476	200	69	BPS	10,588	11,327	13,181	13,836	15,232
기말현금	1,228	476	200	69	225	SPS	11,582	12,982	14,841	19,340	22,429
NOPLAT	28	107	180	216	269	CFPS	921	1,376	2,041	2,421	2,762
FCF	-401	-772	-274	-149	134	DPS	250	280	350	350	350

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

한화시스템 (272210) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자의견 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 당사에게 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.