

# 한화시스템 272210

## 멈추지 않는 방산 사업부 성장

### 멈추지 않는 방산 사업부 성장

한화시스템의 2Q25F 매출액 및 영업이익은 각각 9,088억원(YoY +32.3%), 724억원(YoY -14.2%, OPM 8%)으로 컨센서스 매출액 9,126억원, 영업이익 740억원을 소폭 하회할 전망이다. UAE, 사우디 천궁-II MFR, 폴란드 K2 수출 사업과 국내 양산 사업이 순조롭게 진행됨에 따라 방산 사업부의 매출액 및 영업이익은 각각 5,918억원(YoY +20%), 621억원(YoY +2%, OPM 10.5%)으로 호실적을 예상하나 필리핀 조전소는 -60억원으로 적자 확대를 예상한다. 그러나 이는 1) 미국의 철강 관세 부과에 따른 원가 상승 반영, 2) 한화오션 인력 파견 비용 발생 등 불확실성 및 일회성 비용에 따른 적자이며 하반기로 갈수록 적자 폭이 축소될 것으로 판단한다.

### 수출 파이프라인 확장으로 수익성 개선 기대

폴란드 K2 2차, 이라크 천궁-II MFR이 하반기 수주잔고에 반영될 전망이다. 계약 금액은 각각 약 4천억원, 1조 1,000억원으로 예상된다. 폴란드 K2 2차 계약 총 180대 중 K2PL(현지생산)이 63대로 동사는 기존 전투체계에 더해 K2PL의 능동방호시스템 레이다 등 업그레이드용 장비 다수를 수주할 것이다. 이외에도 영국 BAE시스템즈와 SAR 위성, 미국 노스롭그루먼과 대공 방어 시스템, 남아공 밀코르와 UAV AESA 레이다 공급 등과 관련한 MOU를 체결하며 해외 현지 업체의 Supply Chain에 직접 진입하고 있다. 이는 1) 수출 파이프라인 확대와 2) 유럽과 같이 자국 생산 기조 강화 시에도 원활한 수출이 가능하다는 점에서 향후 수출 증가의 핵심 요인이 될 전망이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 67,000원으로 상향

한화시스템에 대해 투자의견 매수, 목표주가 67,000원으로 상향 조정한다. 이는 26년 영업이익 전망치 상향 조정(+6.1%)과 Peer 그룹 P/E 상승(36배)에 기인한다. 투자 포인트는 1) Peer 그룹 대비 여전히 높은 26년 영업이익 성장률(+36.5%), 2) 필리핀 조전소의 그룹 해운사 '한화쉬핑'으로부터 탱커선 등의 캡티브 수주 기대 및 CV선 매출 인식 비중 증가에 따른 흑자 전환, 3) 수출 파이프라인 다변화를 통한 수출 기회 확대 및 수익성 개선 속도 증가이다. 다수의 해외 방산 기업과의 협력이 실적으로 실현되기 전인 현재 시점에 매수를 추천한다.

#### Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,188	2,452	2,804	3,636	4,260
영업이익	39	123	219	258	352
영업이익률(%)	1.8	5.0	7.8	7.1	8.3
세전이익	-42	444	581	267	421
지배주주지분순이익	-77	349	454	225	346
EPS(원)	-405	1,849	2,405	1,202	1,851
증감률(%)	적전	흑전	30.1	-50.0	54.0
ROE(%)	-3.6	16.9	19.6	8.8	12.6
PER(배)	-26.0	9.4	9.4	43.2	28.0
PBR(배)	1.0	1.5	1.7	3.7	3.4
EV/EBITDA(배)	6.6	12.7	13.3	24.2	18.2

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

강태호 연구원

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

김수현 지주회사·미드스몰캡

02-709-2666

seankim@ds-sec.co.kr

2025.07.09

### 매수(유지)

목표주가(상향)	67,000원
현재주가(07/08)	53,000원
상승여력	26.4%

#### Stock Data

KOSPI	3,059.5pt
시가총액(보통주)	9,805십억원
발행주식수	188,919천주
액면가	5,000원
자본금	945십억원
60일 평균거래량	3,111천주
60일 평균거래대금	148,662백만원
외국인 지분율	8.3%
52주 최고가	70,200원
52주 최저가	16,530원
주요주주	
한화에어로스페이스(외 3인)	59.5%
국민연금공단(외 1인)	8.2%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	18.0	9.2
3M	72.1	40.7
6M	110.1	87.4

#### 주가차트

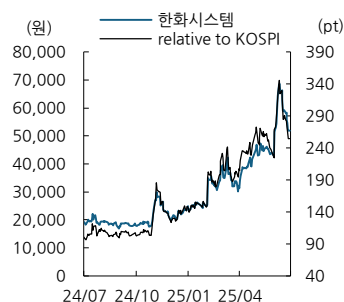


표1 한화시스템 실적 추정치 변경

(십억원)	변경 전		변경 후		YoY (%)	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	3,653.7	4,237.2	3,636.5	4,259.6	-0.5	0.5
영업이익	256.0	331.7	257.6	351.7	0.6	6.0
지배주주순이익	223.5	329.1	224.8	346.1	0.6	5.2

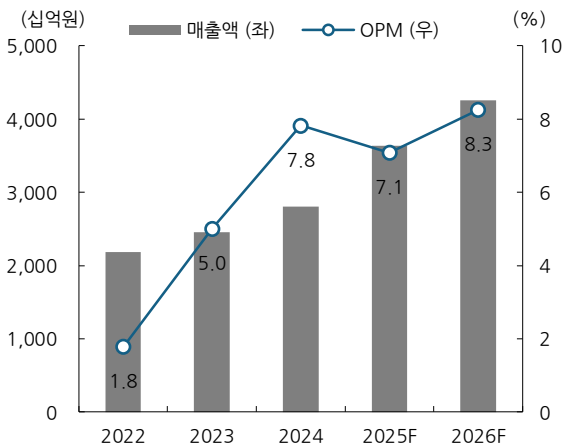
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한화시스템 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	544.2	687.0	639.0	933.5	690.1	908.8	856.7	1,180.8	2,803.7	3,636.5	4,259.6
YoY (%)	23.9	12.5	2.9	19.4	26.8	32.3	34.1	26.5	14.3	29.7	17.1
방산	381.7	493.2	467.8	756.1	430.3	591.8	548.3	867.2	2,098.8	2,437.6	2,882.7
YoY (%)	30.5	10.1	1.8	22.5	12.7	20.0	17.2	14.7	15.5	16.1	18.3
ICT	160.5	190.1	169.6	174.6	141.5	199.6	180.6	185.8	694.8	707.5	764.1
YoY (%)	9.3	17.1	5.1	5.9	-11.8	5.0	6.5	6.4	9.3	1.8	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
필리조션소	0.0	0.0	0.0	0.0	116.4	115.0	125.0	125.0	0.0	481.4	600.0
영업이익	45.5	84.4	60.3	29.1	58.2	72.4	62.4	64.6	219.3	257.6	351.7
YoY (%)	124.1	118.7	32.5	59.9	27.9	-14.2	3.5	122.0	78.9	17.5	36.5
OPM	8.4	12.3	9.4	3.1	8.4	8.0	7.3	5.5	7.8	7.1	8.3
방산 OPM	8.9	12.3	9.9	3.7	11.7	10.5	9.7	6.3	8.1	9.0	9.8
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
필리조션소	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.0	-6.0	-5.5	-5.0	0.0	-18.5	3.0
필리 OPM	-	-	-	-	-1.7	-5.2	-4.4	-4.0	-	-3.8	0.5
지배주주순이익	51.8	28.3	9.4	364.8	37.8	63.6	56.7	66.7	454.3	224.8	346.1
YoY (%)	-72.2	-62.9	-78.1	734.8	-27.0	124.7	502.8	-81.7	30.1	-50.5	54.0
NPM	9.5	4.1	1.5	39.1	5.5	7.0	6.6	5.6	16.2	6.2	8.1

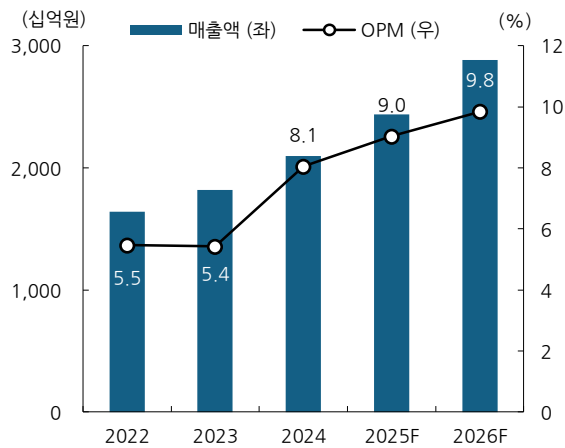
자료: 한화시스템 실적 추이 및 전망

그림1 한화시스템 연간 실적 추이 및 전망



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 한화시스템 방산사업부 연간 실적 추이 및 전망



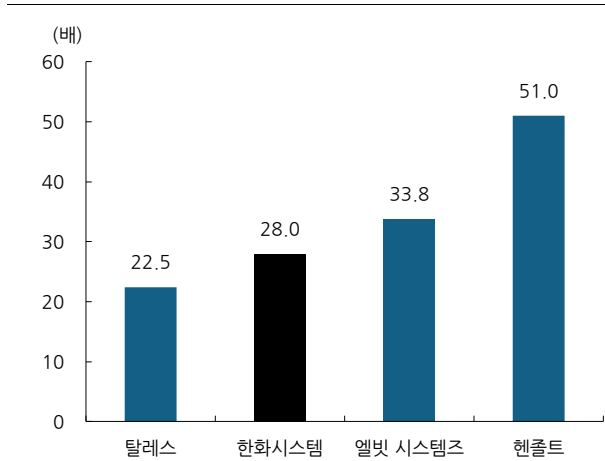
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

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	286	260
폴란드 K2 전차 수출사업 조준경 등 17종 계약	257	2	98			
SA-MSAM 사업 다기능레이더 분야 양산 (사우디)	1,195	10	96	203	263	287
이집트 K9/K11 자동사격통제장치, C2 장치 물품구매계약	82	4	25	29	21	8
K2 폴란드 2 차 (계약 확정, 규모 미정)	400	5	80	100	120	80
이라크 천궁 II 다기능레이더 수출 (계약 체결 가정)	1,100	10	16	40	72	88
중동(사우디 or UAE) L-SAM (계약 체결 가정)	1,600	10			64	288
연도별 총 수출 매출 추정 (십억원)			548.6	697.5	826.0	1,011.5
방산사업부 전체 매출 (십억원)			2,438	2,883	3,171	3,488
<b>수출 비중 (%)</b>			<b>23</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>29</b>
수출 영업이익 (이익률 12% 일괄 가정) (십억원)			66	84	99	121
<b>영업이익 기여도 (%)</b>			<b>30</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>39</b>

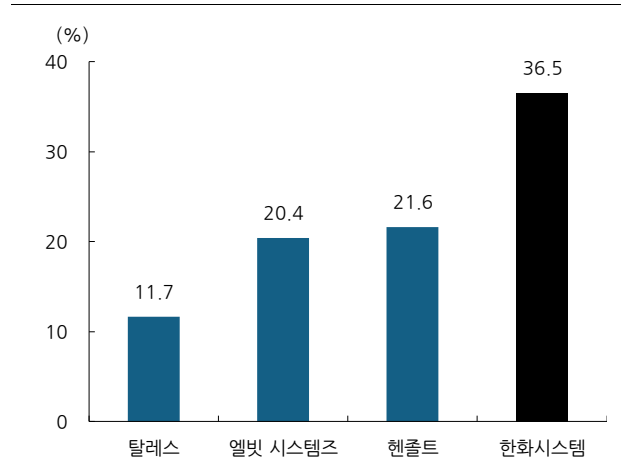
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정/ 회색은 가능성 높은 계약에 대한 당사 추정치

그림3 Peer group 26F PER 비교



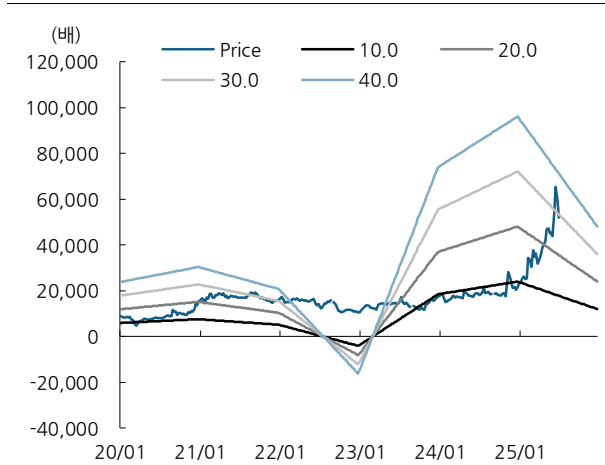
자료: Factset, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 Peer group 26F 영업이익 성장률 비교



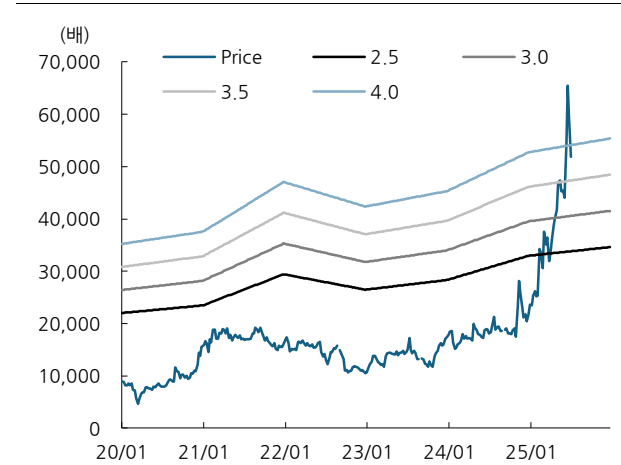
자료: Factset, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 한화시스템 PER 밴드차트



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림6 한화시스템 PBR 밴드차트



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

표4 한화시스템 목표주가 산정방식

구분	배수/ 금액	비고
<b>26F 순이익 (십억원)</b>	<b>346.1</b>	
유통주식수 (천주)	186,993	자사주 1,926천주 제외
26F EPS (원)	1,851	
Taaget PER (배)	36	글로벌 26F Peer P/E
<b>목표 주가 (원)</b>	<b>67,000</b>	<b>백단위 반올림</b>
현재 주가 (원)	53,000	
<b>상승 여력 (%)</b>	<b>26.4</b>	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표5 한화시스템 주요 수출 모멘텀

무기체계	국가	체결 예상 시기	비고
천궁 II 다기능레이다	루마니아, 모로코	2026 ~ 2027	
L-SAM 다기능레이다	UAE, 사우디아라비아	2026	
K2 사격통제시스템 등	루마니아, 슬로바키아, 사우디, UAE	2026 ~ 2027	
	페루, 모로코	2026 ~ 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
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-I-2(TMMR) 2 차 양산	232.9	10.7	23-12-08	25-11-21										
전기기계장치	339.9	15.5	23-12-07	28-05-31										
<b>천궁 II 다기능레이다 수출 (UAE)</b>	<b>1,302.0</b>	<b>79.3</b>	-	-										<b>추정</b>
<b>폴란드 K2 전차 수출사업 조준경 등 17 종 계약</b>	<b>257.3</b>	<b>11.8</b>	<b>23-12-04</b>	<b>25-12-31</b>										
<b>SA-MSAM 사업 다기능레이더 분야 양산 (사우디)</b>	<b>1,195.3</b>	<b>48.7</b>	<b>24-07-08</b>	<b>34-03-26</b>										

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

[ 한화시스템 272210 ]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,327	1,890	2,286	1,885	2,187	매출액	2,188	2,452	2,804	3,636	4,260
현금 및 현금성자산	1,228	476	200	223	458	매출원가	1,933	2,148	2,388	3,077	3,585
매출채권 및 기타채권	212	204	313	245	255	매출총이익	255	304	416	560	675
재고자산	373	501	610	443	461	판매비 및 관리비	216	182	196	302	323
기타	514	709	1,163	974	1,014	영업이익	39	123	219	258	352
비유동자산	1,619	2,593	3,438	5,074	5,335	(EBITDA)	144	244	333	422	553
관계기업투자등	570	1,458	1,829	2,874	2,991	금융손익	23	14	9	5	8
유형자산	274	348	570	784	903	이자비용	6	14	22	25	24
무형자산	558	559	762	758	757	관계기업등 투자손익	-27	-46	329	20	20
자산총계	3,946	4,483	5,724	6,959	7,521	기타영업외손익	-77	353	24	-15	42
유동부채	1,619	1,951	2,677	3,371	3,633	세전계속사업이익	-42	444	581	267	421
매입채무 및 기타채무	219	301	436	800	884	계속사업법인세비용	24	57	104	49	80
단기금융부채	109	191	109	336	423	계속사업이익	-66	386	477	218	341
기타유동부채	1,290	1,459	2,131	2,236	2,326	중단사업이익	-15	-43	-32	8	0
비유동부채	308	378	631	917	937	당기순이익	-81	343	445	225	341
장기금융부채	105	139	364	402	402	지배주주	-77	349	454	225	346
기타비유동부채	203	239	267	515	535	총포괄이익	-196	372	427	225	341
부채총계	1,927	2,329	3,308	4,288	4,570	매출총이익률 (%)	11.7	12.4	14.8	15.4	15.8
지배주주지분	2,000	2,140	2,490	2,615	2,896	영업이익률 (%)	1.8	5.0	7.8	7.1	8.3
자본금	945	945	945	945	945	EBITDA마진률 (%)	6.6	10.0	11.9	11.6	13.0
자본잉여금	1,086	1,100	1,092	1,092	1,092	당기순이익률 (%)	-3.7	14.0	15.9	6.2	8.0
이익잉여금	117	212	589	749	1,029	ROA (%)	-2.0	8.3	8.9	3.5	4.8
비지배주주지분(연결)	19	14	-74	55	55	ROE (%)	-3.6	16.9	19.6	8.8	12.6
자본총계	2,019	2,154	2,416	2,671	2,951	ROIC (%)	6.0	22.9	28.6	44.6	135.7

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	269	83	133	320	659	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-81	343	445	225	341	P/E	-26.0	9.4	9.4	43.2	28.0
비현금수익비용가감	255	-83	-60	-728	206	P/B	1.0	1.5	1.7	3.7	3.4
유형자산감가상각비	77	99	92	141	179	P/S	0.9	1.3	1.5	2.7	2.3
무형자산상각비	28	23	22	24	22	EV/EBITDA	6.6	12.7	13.3	24.2	18.2
기타현금수익비용	150	-205	-174	-952	-73	P/CF	11.4	12.6	11.1	n/a	17.9
영업활동 자산부채변동	104	-168	-218	826	111	배당수익률 (%)	2.4	1.6	1.5	0.7	0.7
매출채권 감소(증가)	-29	6	-92	68	-10	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	34	-128	-106	167	-18	매출액	4.7	12.1	14.3	29.7	17.1
매입채무 증가(감소)	40	42	2	377	84	영업이익	-65.1	213.6	78.9	17.4	36.6
기타자산 부채변동	59	-88	-21	213	56	세전이익	적전	흑전	31.0	-54.1	57.9
투자활동 현금	-679	-864	-442	-688	-447	당기순이익	적전	흑전	29.8	-49.4	51.5
유형자산처분(취득)	-48	-132	-240	-359	-298	EPS	적전	흑전	30.1	-50.0	54.0
무형자산 감소(증가)	-32	-27	-25	-20	-20	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-592	-696	-215	-304	-101	부채비율	95.4	108.1	136.9	160.6	154.9
기타투자활동	-7	-8	38	-4	-27	유동비율	143.8	96.9	85.4	55.9	60.2
재무활동 현금	-3	27	35	394	22	순차입금/자기자본(x)	-51.3	-8.3	6.3	15.3	8.7
차입금의 증가(감소)	22	72	84	260	87	영업이익/금융비용(x)	6.8	8.8	9.8	10.1	14.7
자본의 증가(감소)	-30	-47	-52	-65	-65	총차입금 (십억원)	214	330	473	738	825
배당금의 지급	30	47	52	65	65	순차입금 (십억원)	-1,037	-178	152	407	256
기타재무활동	6	1	3	200	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-409	-752	-276	24	234	EPS	-405	1,849	2,405	1,202	1,851
기초현금	1,637	1,228	476	200	223	BPS	10,588	11,327	13,181	13,844	15,330
기말현금	1,228	476	200	223	458	SPS	11,582	12,982	14,841	19,249	22,547
NOPLAT	28	107	180	210	285	CFPS	921	1,376	2,041	-2,659	2,897
FCF	-401	-772	-274	-365	212	DPS	250	280	350	350	350

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

**한화시스템 (272210) 투자의견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-04-24	매수	48,000	4.6	42.9	
2025-04-30	매수	48,000	6.5	42.9	
2025-07-09	매수	67,000			

**투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)**

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

**투자의견 비율**

기준일 2025.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.6%	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.