

한화시스템 272210

필리 적자 확대, 그럼에도 26년 성장에 주목

2Q25 Review: 예상보다 컸던 필리 조선소 적자

한화시스템은 2Q25 매출액 7,682억원(YoY+11.8%), 영업이익 335억원(YoY-60.3%, OPM 4.4%)으로 컨센서스 및 당사 추정치를 하회하는 실적을 기록했다. 특히 영업이익의 경우 필리조선소에서 292억원의 적자가 반영되며 하회 폭이 더 컸다. 필리조선소는 인수 이전 누락되었던 일부 원가 항목들이 2분기에 반영이 되었으며 한화오션 인력 파견 비용 등 생산 안정화 달성을 위한 비용이 추가 발생하였다. 2분기 실적에 관세 관련 비용은 반영되지 않았으며 향후 관세 정책 확정안에 따라 하반기 추가 비용 발생 가능성도 존재한다. 방산사업부의 경우 4분기에 구미사업장 이전 및 제주 우주 센터 개관 관련 비용이 추가적으로 반영될 전망이다. 영업외손익에는 보유하던 오스탈 지분에 대한 주가 상승에 따른 지분 평가 이익이 대규모 반영되었다.

방산 사업부는 우수한 수익성 유지

방산 사업부는 2Q25 매출액 4,702억원(YoY -4.7%), 영업이익 525억원(YoY -14%, OPM 11.2%)을 기록했다. TICN 4차 양산 종료 영향으로 매출액 및 영업이익이 전년 동기 대비 감소하였으나 사우디, UAE 향 천궁-Ⅱ MFR 레이다 양산 사업의 높은 수익성으로 인해 창사 이래 첫 2개 분기 연속 두 자릿수 영업이익률을 기록했다. 수출 비중은 1Q 국내 매출 비중 증가에 따라 35%까지 상승했으나 2Q는 18%를 기록했다. 수출 비중 하락에도 이익률 차이가 크지 않아 (-0.5%p) 국내 사업의 수익성도 과거 대비 개선되고 있는 것으로 추정한다.

26년 성장 시나리오는 여전히 유효

필리조선소의 당기 대규모 손실 발생에도 불구하고 26년 흑자 전환이 가능할 것으로 보인다. 현재 발생하는 적자는 생산 안정화 및 효율성 증대를 위한 일회성 비용으로 판단한다. SRIV선을 계획보다 5개월 조기 진수하는 등 성과가 나타나고 있으며 26년 매출 비중이 높아지는 CV선 건조 시기 흑자 전환 속도가 가속화될 것으로 전망한다. 이라크 천궁-Ⅱ MFR, 폴란드 K2 계약 체결은 3Q 내로 진행될 것이며 수출 비중 증가도 지속될 전망이다. 투자 의견 매수, 목표주가 67,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,188	2,452	2,804	3,496	4,088
영업이익	39	123	219	190	336
영업이익률(%)	1.8	5.0	7.8	5.4	8.2
세전이익	-42	444	581	215	421
지배주주지분순이익	-77	349	454	182	345
EPS(원)	-405	1,849	2,405	976	1,847
증감률(%)	적전	흑전	30.1	-59.4	89.4
ROE(%)	-3.6	16.9	19.6	7.2	12.7
PER(배)	-26.0	9.4	9.4	57.9	30.6
PBR(배)	1.0	1.5	1.7	4.1	3.7
EV/EBITDA(배)	6.6	12.7	13.3	31.4	20.4

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

2025.07.30

매수(유지)

목표주가(유지)	67,000원
현재주가(07/29)	56,500원
상승여력	18.6%

Stock Data

KOSPI	3,230.6pt
시가총액(보통주)	10,674십억원
발행주식수	188,919천주
액면가	5,000원
자본금	945십억원
60일 평균거래량	2,685천주
60일 평균거래대금	138,698백만원
외국인 지분율	7.7%
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	-4.7	-10.4
3M	43.8	17.8
6M	115.6	88.3

주가차트

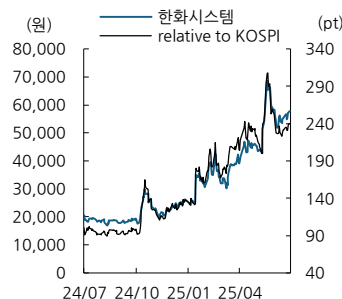


표1 한화시스템 2Q25 실적 Review

(십억원, %)	2Q25P	YoY	QoQ	DS 추정치	차이 (% , %p)	컨센서스	차이 (% , %p)
매출액	768.2	11.8	11.3	908.8	-15.5	908.9	-15.5
방산	470.2	-4.7	9.3	591.8	-20.5		
ICT	147.0	-22.7	3.9	199.6	-26.4		
필리조션소+신사업	151.0	-	-	117.4	28.6		
영업이익	33.5	-60.3	-42.4	72.4	-53.7	76.6	-56.3
방산	52.5	-13.8	4.4	62.1	-15.5		
ICT	10.8	-53.4	0.0	16.4	-34.0		
필리조션소+신사업	-29.8	-	-	-6.1	-		
<i>OPM(%)</i>	<i>4.4</i>	<i>-7.9</i>	<i>-4.1</i>	<i>8.0</i>	<i>-3.6</i>	<i>8.4</i>	<i>-4.1</i>
지배주주순이익	44.9	58.7	18.7	63.6	-29.4	60.7	-26.0
<i>NPM(%)</i>	<i>5.8</i>	<i>1.7</i>	<i>0.4</i>	<i>7.0</i>	<i>-1.1</i>	<i>6.7</i>	<i>-0.8</i>

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한화시스템 실적 추정치 변경

십억원, %	변경 전		변경 후		변화	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	3,636.5	4,259.6	3,495.8	4,088.0	-3.9	-4.0
영업이익	257.6	351.7	189.9	335.6	-26.3	-4.6
지배주주순이익	224.8	346.1	182.4	345.5	-18.8	-0.2

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 한화시스템 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	544.2	687.0	639.0	933.5	690.1	768.2	856.7	1,180.8	2,803.7	3,495.8	4,088.0
<i>YoY(%)</i>	<i>23.9</i>	<i>12.5</i>	<i>2.9</i>	<i>19.4</i>	<i>26.8</i>	<i>11.8</i>	<i>34.1</i>	<i>26.5</i>	<i>14.3</i>	<i>24.7</i>	<i>16.9</i>
방산	381.7	493.2	467.8	756.1	430.3	470.2	548.3	867.2	2,098.8	2,316.0	2,765.1
<i>YoY(%)</i>	<i>30.5</i>	<i>10.1</i>	<i>1.8</i>	<i>22.5</i>	<i>12.7</i>	<i>-4.7</i>	<i>17.2</i>	<i>14.7</i>	<i>15.5</i>	<i>10.3</i>	<i>19.4</i>
ICT	160.5	190.1	169.6	174.6	141.5	147.0	180.6	185.8	694.8	654.9	710.1
<i>YoY(%)</i>	<i>9.3</i>	<i>17.1</i>	<i>5.1</i>	<i>5.9</i>	<i>-11.8</i>	<i>-22.7</i>	<i>6.5</i>	<i>6.4</i>	<i>9.3</i>	<i>-5.7</i>	<i>8.4</i>
필리조션소+신사업	2.0	3.7	1.6	2.8	118.3	151.0	127.8	127.8	10.1	524.9	612.8
영업이익	45.5	84.4	60.3	29.1	58.2	33.5	42.9	55.3	219.3	189.9	335.6
<i>YoY(%)</i>	<i>124.1</i>	<i>118.7</i>	<i>32.5</i>	<i>59.9</i>	<i>27.9</i>	<i>-60.3</i>	<i>-28.8</i>	<i>89.9</i>	<i>78.9</i>	<i>-13.4</i>	<i>76.8</i>
<i>OPM</i>	<i>8.4</i>	<i>12.3</i>	<i>9.4</i>	<i>3.1</i>	<i>8.4</i>	<i>4.4</i>	<i>5.0</i>	<i>4.7</i>	<i>7.8</i>	<i>5.4</i>	<i>8.2</i>
방산	34.0	60.9	46.3	27.8	50.3	52.5	53.2	50.3	169.0	206.3	272.8
<i>방산 OPM</i>	<i>8.9</i>	<i>12.3</i>	<i>9.9</i>	<i>3.7</i>	<i>11.7</i>	<i>11.2</i>	<i>9.7</i>	<i>5.8</i>	<i>8.1</i>	<i>8.9</i>	<i>9.9</i>
ICT	12.0	23.2	14.7	6.2	10.8	10.8	14.6	14.9	56.1	51.1	59.2
<i>ICT OPM</i>	<i>7.5</i>	<i>12.2</i>	<i>8.7</i>	<i>3.6</i>	<i>7.6</i>	<i>8.2</i>	<i>8.1</i>	<i>8.0</i>	<i>8.1</i>	<i>7.8</i>	<i>8.3</i>
필리조션소+신사업	-0.5	0.3	-0.7	-4.9	-2.9	-29.8	-24.9	-9.9	-5.8	-67.5	3.6
<i>필리 OPM</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-1.7</i>	<i>-19.7</i>	<i>-20.0</i>	<i>-8.0</i>	<i>-</i>	<i>-12.9</i>	<i>0.3</i>
지배주주순이익	51.8	28.3	9.4	364.8	37.8	44.9	40.7	59.0	454.3	182.4	345.5
<i>YoY(%)</i>	<i>-72.2</i>	<i>-62.9</i>	<i>-78.1</i>	<i>734.8</i>	<i>-27.0</i>	<i>58.7</i>	<i>332.5</i>	<i>-83.8</i>	<i>30.1</i>	<i>-59.8</i>	<i>89.4</i>
<i>NPM</i>	<i>9.5</i>	<i>4.1</i>	<i>1.5</i>	<i>39.1</i>	<i>5.5</i>	<i>5.8</i>	<i>4.7</i>	<i>5.0</i>	<i>16.2</i>	<i>5.2</i>	<i>8.5</i>

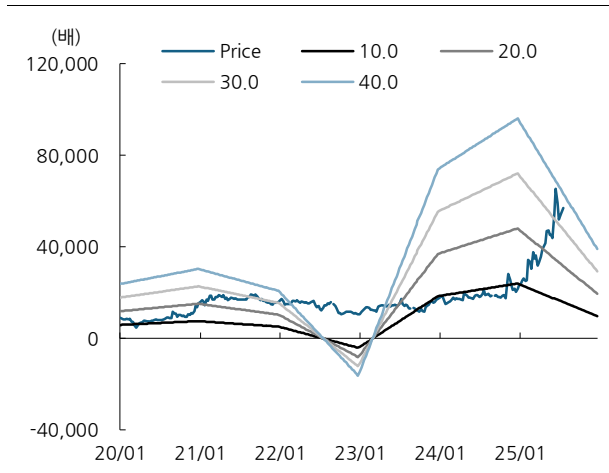
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

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 다기능레이더 수출 (UAE)	1,302	10	234	326	286	260
폴란드 K2 전차 수출사업 조준경 등 17 종 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)			2,316	2,765	3,042	3,346
수출 비중 (%)			24	25	27	30
수출 영업이익 (이익률 12% 일괄 가정) (십억원)			66	84	99	121
영업이익 기여도 (%)			32	31	36	40

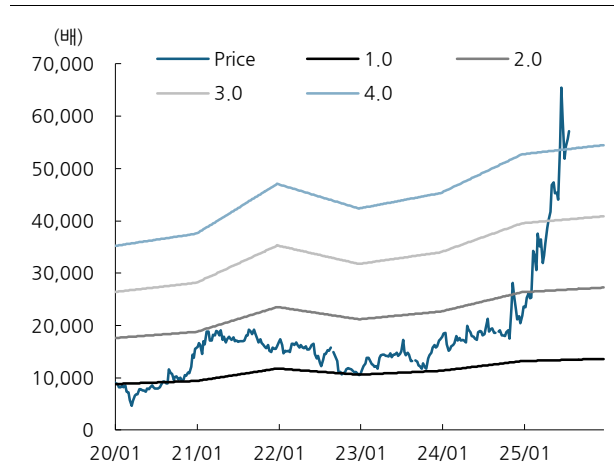
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정/ 회색은 가능성 높은 계약에 대한 당사 추정치

그림1 한화시스템 PER 밴드차트



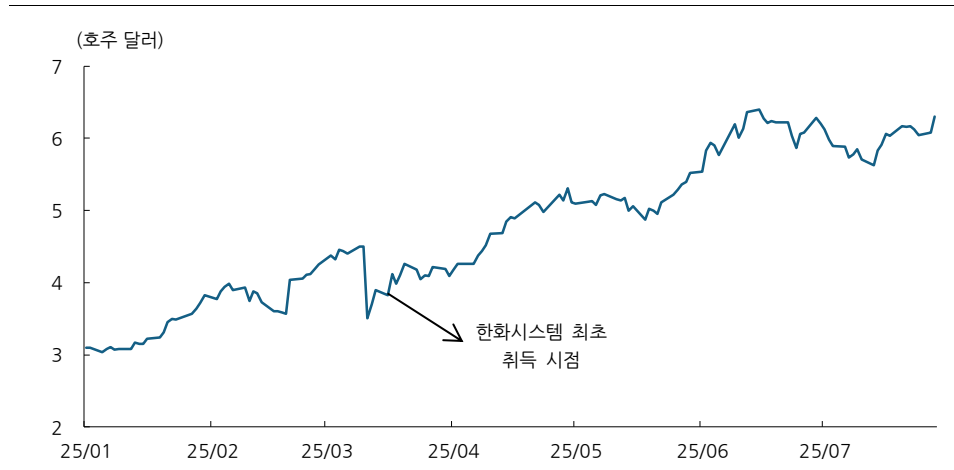
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림2 한화시스템 PBR 밴드차트



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림3 오스탈 주가 추이



자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

표5 한화시스템 목표주가 산정방식

구분	배수/ 금액	비고
26F 순이익 (십억원)	345.5	
유통주식수 (주)	186,993,261	자사주 1,926,128주 제외
26F EPS (원)	1,847	
Taaget PER (배)	36.0	글로벌 26F Peer P/E
목표 주가 (원)	67,000	백단위 반올림
현재 주가 (원)	56,500	
상승 여력 (%)	18.6	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표6 한화시스템 주요 수출 모멘텀

무기체계	국가	체결 예상 시기	비고
천궁 II 다기능레이더	루마니아, 모로코	2026 ~ 2027	
L-SAM 다기능레이더	UAE, 사우디아라비아	2026	
K2 사격통제시스템 등	루마니아, 슬로바키아, 사우디, UAE 페루, 모로코	2026 ~ 2027 2026 ~ 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 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 다기능레이더 수출 (UAE)	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 (사우디)	1,195.3	48.7	24-07-08	34-03-26										

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	1,855	2,175	매출액	2,188	2,452	2,804	3,496	4,088
현금 및 현금성자산	1,228	476	200	249	504	매출원가	1,933	2,148	2,388	2,961	3,440
매출채권 및 기타채권	212	204	313	224	234	매출총이익	255	304	416	535	648
재고자산	373	501	610	408	425	판매비 및 관리비	216	182	196	345	312
기타	514	709	1,163	974	1,014	영업이익	39	123	219	190	336
비유동자산	1,619	2,593	3,438	5,061	5,314	(EBITDA)	144	244	333	352	533
관계기업투자등	570	1,458	1,829	2,874	2,991	금융손익	23	14	9	8	11
유형자산	274	348	570	771	882	이자비용	6	14	22	24	22
무형자산	558	559	762	758	757	관계기업등 투자손익	-27	-46	329	23	21
자산총계	3,946	4,483	5,724	6,917	7,490	기타영업외손익	-77	353	24	-5	53
유동부채	1,619	1,951	2,677	3,371	3,645	세전계속사업이익	-42	444	581	215	421
매입채무 및 기타채무	219	301	436	800	895	계속사업법인세비용	24	57	104	39	80
단기금융부채	109	191	109	336	423	계속사업이익	-66	386	477	176	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	184	341
장기금융부채	105	139	364	402	402	지배주주	-77	349	454	182	345
기타비유동부채	203	239	267	515	535	총포괄이익	-196	372	427	184	341
부채총계	1,927	2,329	3,308	4,288	4,581	매출총이익률 (%)	11.7	12.4	14.8	15.3	15.8
지배주주지분	2,000	2,140	2,490	2,573	2,853	영업이익률 (%)	1.8	5.0	7.8	5.4	8.2
자본금	945	945	945	945	945	EBITDA마진률 (%)	6.6	10.0	11.9	10.1	13.0
자본잉여금	1,086	1,100	1,092	1,092	1,092	당기순이익률 (%)	-3.7	14.0	15.9	5.3	8.3
이익잉여금	117	212	589	706	986	ROA (%)	-2.0	8.3	8.9	2.9	4.8
비지배주주지분(연결)	19	14	-74	55	55	ROE (%)	-3.6	16.9	19.6	7.2	12.7
자본총계	2,019	2,154	2,416	2,628	2,908	ROIC (%)	6.0	22.9	28.6	35.5	206.6

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	269	83	133	327	666	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-81	343	445	184	341	P/E	-26.0	9.4	9.4	57.9	30.6
비현금수익비용가감	255	-83	-60	-733	201	P/B	1.0	1.5	1.7	4.1	3.7
유형자산감가상각비	77	99	92	139	175	P/S	0.9	1.3	1.5	3.1	2.6
무형자산상각비	28	23	22	24	22	EV/EBITDA	6.6	12.7	13.3	31.4	20.4
기타현금수익비용	150	-205	-174	-964	-80	P/CF	11.4	12.6	11.1	n/a	19.7
영업활동 자산부채변동	104	-168	-218	881	125	배당수익률 (%)	2.4	1.6	1.5	0.6	0.6
매출채권 감소(증가)	-29	6	-92	89	-9	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	34	-128	-106	202	-17	매출액	4.7	12.1	14.3	24.7	16.9
매입채무 증가(감소)	40	42	2	377	95	영업이익	-65.1	213.6	78.9	-13.5	76.8
기타자산 부채변동	59	-88	-21	213	56	세전이익	적전	흑전	31.0	-63.0	95.3
투자활동 현금	-679	-864	-442	-670	-433	당기순이익	적전	흑전	29.8	-58.8	85.6
유형자산처분(취득)	-48	-132	-240	-344	-286	EPS	적전	흑전	30.1	-59.4	89.4
무형자산 감소(증가)	-32	-27	-25	-20	-20	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-592	-696	-215	-302	-100	부채비율	95.4	108.1	136.9	163.2	157.5
기타투자활동	-7	-8	38	-4	-27	유동비율	143.8	96.9	85.4	55.0	59.7
재무활동 현금	-3	27	35	394	22	순차입금/자기자본(x)	-51.3	-8.3	6.3	14.5	7.2
차입금의 증가(감소)	22	72	84	260	87	영업이익/금융비용(x)	6.8	8.8	9.8	8.0	15.1
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	382	210
기타재무활동	6	1	3	200	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-409	-752	-276	49	255	EPS	-405	1,849	2,405	976	1,847
기초현금	1,637	1,228	476	200	249	BPS	10,588	11,327	13,181	13,620	15,102
기말현금	1,228	476	200	249	504	SPS	11,582	12,982	14,841	18,504	21,639
NOPLAT	28	107	180	155	272	CFPS	921	1,376	2,041	-2,910	2,866
FCF	-401	-772	-274	-339	233	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	담당자변경				
2025-04-24	매수	48,000	4.7	42.9	
2025-04-30	매수	48,000	6.6	42.9	
2025-07-09	매수	67,000	-17.0	-13.7	
2025-07-30	매수	67,000			

투자의견 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 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
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.