

한화시스템 272210

MASGA 선봉장 지위는 변함없다

3Q25 Preview: 영업이익 컨센서스 하회 전망

동사의 3Q25 연결 매출액은 8,246억원(+29% YoY), 영업이익 344억원(-43% YoY)로 추정된다. 컨센서스 대비 매출은 8%, 영업이익은 40.7% 하회할 전망이다. 영업이익 부진의 주된 원인은 필리조선소의 적자를 2Q와 유사한 280억원 수준으로 추정했기 때문이다. 다만 작업 공정 정상화에 따라 적자 규모는 점차 감소 추세에 돌입할 것으로 판단한다. 방산 부문 영업이익은 476억원으로 전년 동기과 유사할 전망이다. 사우디, UAE 향 M-SAM II MFR 등 수익성 높은 수출 매출 인식이 이어질 예정이며 영업이익률은 9.7% 수준으로 예상된다.

L-SAM과 APS가 이끌 수출 수주잔고 장기 우상향

동사는 L-SAM 국내 양산을 본격 착수했다. L-SAM은 UAE가 M-SAM II 계약 당시부터 관심을 보여온 만큼 이르면 26년 말 수출 실행 가능성이 있다. L-SAM에서 동사 매출 비중은 약 30%(약 1.6조원)로 추정하며 수주잔고 내 수출 비중 우상향에 크게 기여할 전망이다. 아울러 개발중인 K2 전차용 APS(능동방호시스템)레이더의 성장성에 주목한다. APS는 대전차 미사일·드론 위협을 무력화하는 핵심 방어 체계로 현대전에서 중요성이 확대되고 있다. 동사는 26년까지 시험 개발을 마치고 27년부터 양산을 개시할 계획이다. 추후 동사가 개발한 APS 레이더 장착 K2 전차의 양산이 본격화될 경우 K2 전차에서 동사의 매출 비중은 두 자릿수 후반까지 상승할 것으로 예상된다.

MASGA 선봉장 지위는 변함없다

투자의견 매수, 목표주가 67,000원을 유지한다. 25년에는 필리조선소 정상화 과정에서 인력 파견비, 충당금 채설정 등이 반영되며 연간 705억원의 적자가 예상된다. 다만 26년부터 CV선 3척과 한화수평에서 발주한 MR탱커 10척 건조가 차례로 시작되며 분기별 흑자 전환 속도가 가팔라질 전망이다. 최근 거론되는 중국발 필리조선소 제재 이슈의 직접적 악영향은 제한적이다. 필리조선소는 중국과 사업 연관성이 전혀 없고 철강 거래 규모도 미미하다. 오히려 이번 이슈는 필리조선소의 미국 내 전략적 중요성을 재확인하는 계기가 되었으며 MASGA 협상 진전에 따른 보조금 등 정책적 수혜 가능성에 주목할 시점이다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,464	4,020	4,739
영업이익	123	219	181	313	396
영업이익률(%)	5.0	7.8	5.2	7.8	8.4
세전이익	444	581	271	461	499
지배주주지분순이익	349	454	204	378	407
EPS(원)	1,849	2,405	1,093	2,023	2,179
증감률(%)	흑전	30.1	-54.6	85.1	7.7
ROE(%)	16.9	19.6	8.1	14.0	13.5
PER(배)	9.4	9.4	48.2	26.0	24.2
PBR(배)	1.5	1.7	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA(배)	12.7	13.3	31.4	20.5	16.7

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

강태호 연구원

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2025.10.21

매수(유지)

목표주가(유지)	67,000원
현재주가(10/20)	52,700원
상승여력	27.1%

Stock Data

KOSPI	3,814.7pt
시가총액(보통주)	9,956십억원
발행주식수	188,919천주
액면가	5,000원
자본금	945십억원
60일 평균거래량	1,399천주
60일 평균거래대금	78,732백만원
외국인 지분율	8.0%
52주 최고가	70,200원
52주 최저가	17,460원
주요주주	
한화에어로스페이스(외 3인)	59.5%
국민연금공단(외 1인)	7.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-11.6	-22.3
3M	-5.4	-25.0
6M	36.4	-17.3

주가차트

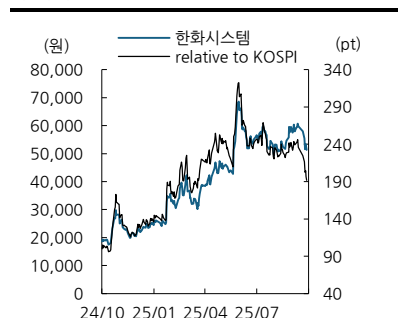


표1 한화시스템 실적 추정치 변경

(십억원, %)	변경 전		변경 후		변화	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	3,495.8	4,088.0	3,463.7	4,020.1	-0.9	-1.7
영업이익	189.9	355.6	181.3	313.1	-4.5	-11.9

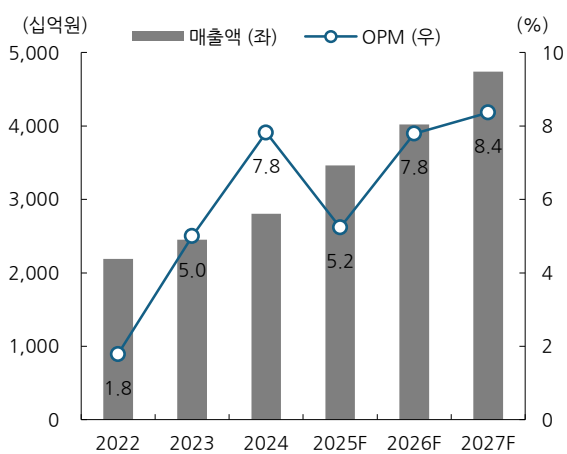
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한화시스템 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	690.1	768.2	824.6	1,180.8	825.0	876.2	932.8	1,386.1	2,803.7	3,463.7	4,020.1	4,739.3
YoY (%)	26.8	11.8	29.0	26.5	19.5	14.1	13.1	17.4	14.3	23.5	16.1	17.9
방산	430.3	470.2	491.2	867.2	516.4	564.2	584.5	1,032.0	2,098.8	2,258.9	2,697.1	3,209.6
YoY (%)	12.7	-4.7	5.0	14.7	20.0	20.0	19.0	19.0	15.5	7.6	19.4	19.0
ICT	141.5	147.0	180.6	185.8	155.7	158.8	195.1	200.6	694.8	654.9	710.1	766.9
YoY (%)	-11.8	-22.7	6.5	6.4	10.0	8.0	8.0	8.0	9.3	-5.7	8.4	8.0
필리조선평소+신사업	118.3	151.0	152.8	127.8	153.0	153.2	153.2	153.4	10.1	549.9	612.8	762.8
영업이익	58.2	33.5	34.4	55.3	65.6	70.7	67.3	109.5	219.3	181.3	313.1	396.5
YoY (%)	27.9	-60.3	-43.0	89.9	12.7	111.1	95.9	98.1	78.9	-17.3	72.7	26.6
OPM	8.4	4.4	4.2	4.7	8.0	8.1	7.2	7.9	7.8	5.2	7.8	8.4
방산 OPM	50.3	52.5	47.6	50.3	62.0	62.6	51.4	90.8	169.0	200.7	266.8	325.0
방산 OPM	11.7	11.2	9.7	5.8	12.0	11.1	8.8	8.8	8.1	8.9	9.9	10.1
ICT OPM	10.8	10.8	14.6	14.9	13.2	12.7	16.0	17.3	56.1	51.1	59.2	62.9
ICT OPM	7.6	8.2	8.1	8.0	8.5	8.0	8.2	8.6	8.1	7.8	8.3	8.2
필리조선평소+신사업	-2.9	-29.8	-27.9	-9.9	-9.6	-4.6	-0.1	1.4	-5.8	-70.5	-12.9	8.6
필리 OPM	-1.7	-19.7	-18.7	-8.0	-6.7	-3.3	-0.3	0.7	-	-12.8	-2.4	0.9
지배주주순이익	50.2	75.5	84.2	85.4	85.5	123.3	88.9	90.8	454.3	204.4	378.4	407.3
YoY (%)	-27.0	44.6	695.6	-72.6	122.5	108.8	14.3	23.2	30.1	-44.2	49.2	7.7
NPM	5.5	5.3	9.1	8.5	10.2	9.7	9.2	8.9	16.2	7.3	9.4	8.6

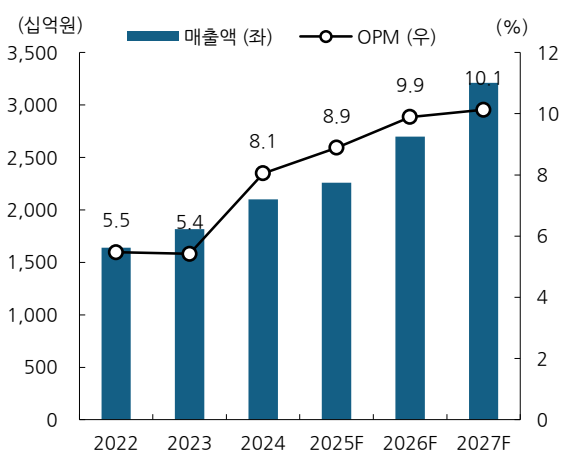
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 한화시스템 연간 실적 추이 및 전망



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림2 한화시스템 방산사업부 연간 실적 추이 및 전망



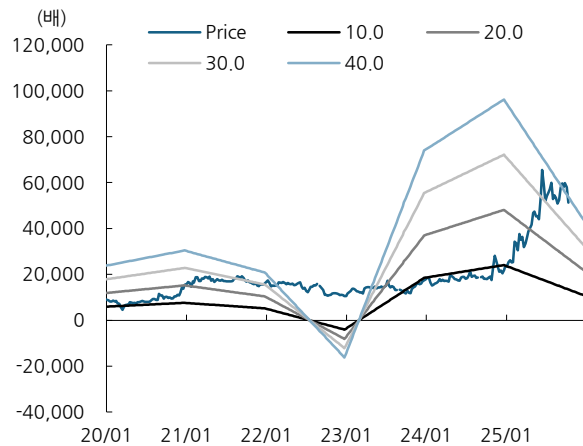
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

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 2차 (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)			2,259	2,697	3,210	3,531
수출 비중 (%)			24	26	26	29

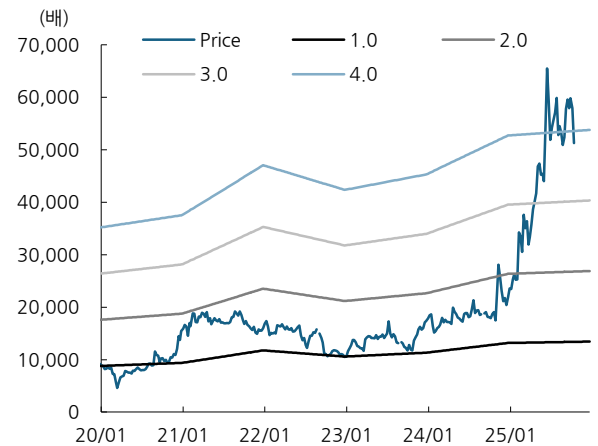
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정/ 회색은 가능성 높은 계약에 대한 당사 추정치

그림3 한화시스템 PER 밴드 차트



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림4 한화시스템 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

표4 한화시스템 목표주가 산정방식

구분	배수/ 금액	비고
26F 순이익 (십억원)	378.4	
유통주식수 (주)	186,993,261	자사주 1,926,128주 제외
26F EPS (원)	2,024	
Target PER (배)	33.0	글로벌 26F Peer P/E
목표 주가 (원)	67,000	백단위 반올림
현재 주가 (원)	52,700	
상승 여력 (%)	27.1	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 L-SAM 다기능레이더 국내 양산 계약

구분	내용
체결계약명	L-SAM 양산(다기능레이더) 외 32 항목
계약금액 (십억원)	357.2
매출액 대비 (%)	12.74
계약상대	방위사업청
시작일	2025-10-02
종료일	2030-12-31

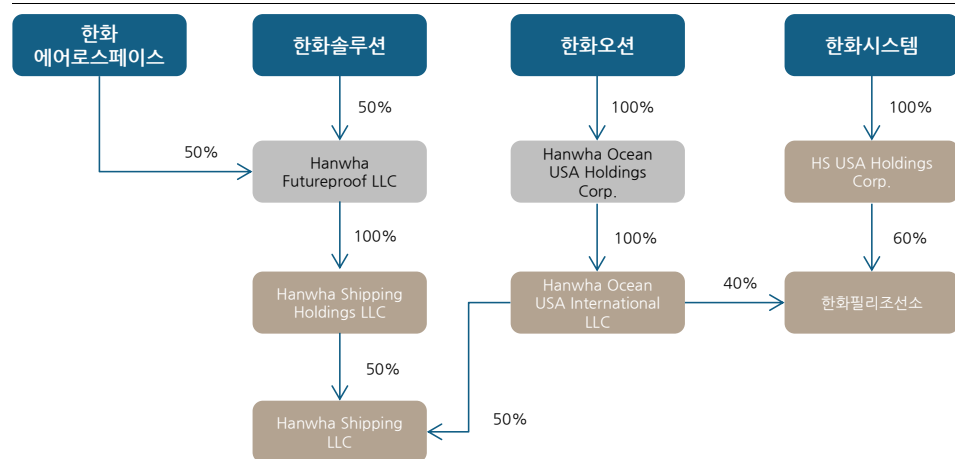
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림6 2025 폴란드 MSPO에서 최초 공개한 한화시스템의 APS



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

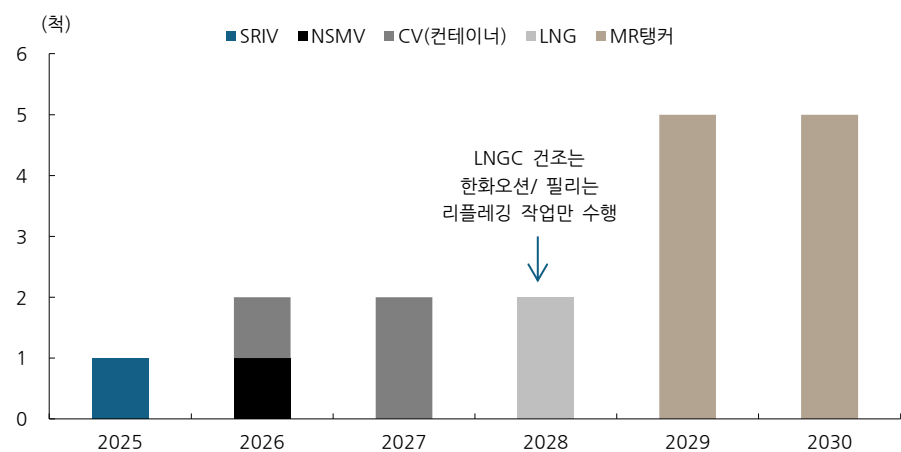
그림7 중국 상무부 제재 관련 한화 미국 자회사 지분 구조도



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

주: 황토색 기업 5개가 중국 상무부 제재 대상 기업

그림8 필리조션소 수주 현황 및 인도 일정



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

[한화시스템 272210]

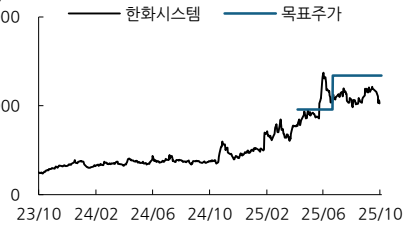
재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,890	2,286	2,257	2,571	2,892	매출액	2,452	2,804	3,464	4,020	4,739
현금 및 현금성자산	476	200	149	378	610	매출원가	2,148	2,388	2,979	3,383	3,981
매출채권 및 기타채권	204	313	255	265	276	매출총이익	304	416	485	637	758
재고자산	501	610	700	728	758	판매비 및 관리비	182	196	303	324	362
기타	709	1,163	1,153	1,199	1,248	영업이익	123	219	181	313	396
비유동자산	2,593	3,438	5,531	5,791	6,083	(EBITDA)	244	333	339	512	620
관계기업투자등	1,458	1,829	3,761	3,914	4,073	금융손익	14	9	-18	7	-8
유형자산	348	570	786	890	1,020	이자비용	14	22	28	27	22
무형자산	559	762	753	747	741	관계기업등 투자손익	-46	329	37	21	-9
자산총계	4,483	5,724	7,788	8,362	8,976	기타영업외손익	353	24	70	120	120
유동부채	1,951	2,677	3,907	4,142	4,386	세전계속사업이익	444	581	271	461	499
매입채무 및 기타채무	301	436	605	630	655	계속사업법인세비용	57	104	66	88	97
단기금융부채	191	109	272	359	450	계속사업이익	386	477	205	373	402
기타유동부채	1,459	2,131	3,030	3,153	3,281	중단사업이익	-43	-32	7	0	0
비유동부채	378	631	1,257	1,283	1,310	당기순이익	343	445	212	373	402
장기금융부채	139	364	598	598	598	지배주주	349	454	204	378	407
기타비유동부채	239	267	659	685	712	총포괄이익	372	427	212	373	402
부채총계	2,329	3,308	5,164	5,425	5,696	매출총이익률 (%)	12.4	14.8	14.0	15.9	16.0
지배주주지분	2,140	2,490	2,540	2,853	3,195	영업이익률 (%)	5.0	7.8	5.2	7.8	8.4
자본금	945	945	945	945	945	EBITDA마진률 (%)	10.0	11.9	9.8	12.7	13.1
자본잉여금	1,100	1,092	1,114	1,114	1,114	당기순이익률 (%)	14.0	15.9	6.1	9.3	8.5
이익잉여금	212	589	651	964	1,306	ROA (%)	8.3	8.9	3.0	4.7	4.7
비지배주주지분(연결)	14	-74	84	84	84	ROE (%)	16.9	19.6	8.1	14.0	13.5
자본총계	2,154	2,416	2,625	2,937	3,279	ROIC (%)	22.9	28.6	n/a	n/a	n/a

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	83	133	48	646	734	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	343	445	212	373	402	P/E	9.4	9.4	48.2	26.0	24.2
비현금수익비용가감	-83	-60	-1,122	209	265	P/B	1.5	1.7	3.9	3.5	3.1
유형자산감가상각비	99	92	132	177	202	P/S	1.3	1.5	2.9	2.5	2.1
무형자산상각비	23	22	25	22	21	EV/EBITDA	12.7	13.3	31.4	20.5	16.7
기타현금수익비용	-205	-174	-1,371	-76	61	P/CF	12.6	11.1	n/a	17.1	14.9
영업활동 자산부채변동	-168	-218	1,000	64	66	배당수익률 (%)	1.6	1.5	0.7	0.7	0.7
매출채권 감소(증가)	6	-92	53	-10	-11	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-128	-106	-78	-28	-30	매출액	12.1	14.3	23.5	16.1	17.9
매입채무 증가(감소)	42	2	217	25	26	영업이익	213.6	78.9	-17.4	72.8	26.6
기타자산, 부채변동	-88	-21	808	78	81	세전이익	흑전	31.0	-53.5	70.2	8.3
투자활동 현금	-864	-442	-549	-440	-527	당기순이익	흑전	29.8	-52.4	76.1	7.7
유형자산처분(취득)	-132	-240	-331	-281	-332	EPS	흑전	30.1	-54.6	85.1	7.7
무형자산 감소(증가)	-27	-25	-17	-15	-15	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-696	-215	-202	-133	-170	부채비율	108.1	136.9	196.7	184.7	173.7
기타투자활동	-8	38	1	-9	-10	유동비율	96.9	85.4	57.8	62.1	65.9
재무활동 현금	27	35	460	22	26	순차입금/자기자본(x)	-8.3	6.3	25.9	18.2	12.0
차입금의 증가(감소)	72	84	391	87	91	영업이익/금융비용(x)	8.8	9.8	6.4	11.6	18.0
자본의 증가(감소)	-47	-52	-65	-65	-65	총차입금 (십억원)	330	473	869	957	1,048
배당금의 지급	47	52	65	65	65	순차입금 (십억원)	-178	152	679	536	393
기타재무활동	1	3	135	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-752	-276	-51	228	232	EPS	1,849	2,405	1,093	2,023	2,179
기초현금	1,228	476	200	149	378	BPS	11,327	13,181	13,446	15,102	16,912
기말현금	476	200	149	378	610	SPS	12,982	14,841	18,334	21,279	25,086
NOPLAT	107	180	137	254	319	CFPS	1,376	2,041	-4,816	3,082	3,532
FCF	-772	-274	-459	206	207	DPS	280	350	350	350	350

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

한화시스템 (272210) 투자이전 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이전	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-04-24	담당자변경				100,000
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	-17.7	-9.4	
2025-07-30	매수	67,000	-17.9	-9.4	
2025-10-21	매수	67,000			



투자이전 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 투자이전은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자이전 비율

기준일 2025.09.30

매수	중립	매도
98.8%	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.