

한화시스템 272210

필리 적자 지속되나 기대되는 두 가지 모멘텀

3Q25 Review: 필리조선소 적자 확대로 영업이익 컨센서스 하회

한화시스템의 3Q25 실적은 매출액 8,077억원(+26.4% YoY), 영업이익 225억원(-60.3% YoY, OPM 2.8%)으로 영업이익 기준 당사 추정치와 컨센서스를 각각 34.6%, 52.1% 하회했다. 주된 요인은 필리조선소 적자 393억원으로 전분기 대비 114억원 확대된 데 기인한다. 정상화 과정에서 인력 파견비·충당금 재설정 등이 지속 반영되고 있으며 4Q에도 약 240억원 수준의 적자가 이어질 것으로 예상된다. 방산 부문은 매출액 4,814억원(+2.9% YoY), 영업이익 498억원(+7.6% YoY, OPM 10.3%)로 UAE M-SAM II MFR 양산 안정화에 힘입어 견조한 수익성을 유지했다. 수출 비중은 18%이며 방산 수주잔고는 8.2조원이다.

모멘텀 1: 핵잠수함 건조·MRO 기대감

트럼프 미 대통령은 한미 정상회담 이후 “필리조선소에서 핵잠수함이 건조될 것”이라며 한국에 핵잠수함 승인 의지를 드러냈다. 단기적으로 필리조선소는 1) 핵잠 건조 관련 인프라 부재, 2) FCL(시설보안인증) 등 군사 라이선스 미보유로 즉시 건조는 어렵다. 다만 MASGA 1,500억 달러 투자가 확정된 만큼 양국 정부 간 세부 협의가 진전될 경우 라이선스 취득·설비 구축의 타임라인 단축을 기대할 수 있다. 현재 미 해군 핵추진공격잠수함(SSN)의 약 40%가 정비 지연으로 임무 수행 불가인 상황을 감안하면 관련 MRO 기회 역시 존재한다고 판단한다.

모멘텀 2: 유럽향 MFR 수출 가능성

동사는 10월 21일 독일 Diehl Defence와 IRIS-T SLM MFR(다기능레이더) 공급을 위한 MOU를 체결하였다. IRIS-T SLM은 중거리 지대공 체계로 M-SAM II와 유사한 방어 사거리·요격고도를 갖는다. 동유럽 영공의 드론/전투기 위협 지속으로 유럽 내 방공 수요가 높아지고 있다. 실제로 IRIS-T는 2030년까지 약 40개 포대 납품이 예정되어 있다. 이번 MOU는 동사 레이더의 유럽 체계 편입 가능성을 열었다는 점에서 수출 채널 확장 신호로 판단한다. 단기 필리조선소 적자 부담은 지속되나 핵잠수함과 유럽향 MFR 수출 두 모멘텀의 현실화 여부에 주목할 필요가 있다. 순이익 적용 시점을 2027년으로 조정하며 목표주가를 71,000원으로 상향, 투자 의견 ‘매수’를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,438	3,972	4,686
영업이익	123	219	145	308	392
영업이익률(%)	5.0	7.8	4.2	7.7	8.4
세전이익	444	581	282	460	495
지배주주지분순이익	349	454	288	377	404
EPS(원)	1,849	2,405	1,539	2,019	2,160
증감률(%)	흑전	30.1	-36.0	31.1	7.0
ROE(%)	16.9	19.6	11.3	13.6	13.0
PER(배)	9.4	9.4	38.9	29.7	27.7
PBR(배)	1.5	1.7	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA(배)	12.7	13.3	39.4	23.3	18.9

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

강태호 연구원
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

2025.11.03

매수(유지)

목표주가(상향)	71,000원
현재주가(10/31)	59,900원
상승여력	18.5%

Stock Data

KOSPI	4,107.5pt
시가총액(보통주)	11,316십억원
발행주식수	188,919천주
액면가	5,000원
자본금	945십억원
60일 평균거래량	1,421천주
60일 평균거래대금	80,756백만원
외국인 지분율	8.2%
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	0.7	-19.3
3M	0.8	-25.7
6M	53.6	-7.1

주가차트

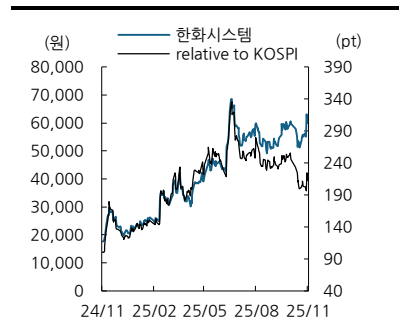


표1 한화시스템 3Q25 실적 Review

(십억원, %)	3Q25P	YoY	QoQ	DS 추정치	차이 (% , %p)	컨센서스	차이 (% , %p)
매출액	807.7	26.4	5.1	824.6	-2.1	892.2	-9.5
방산	481.4	2.9	2.4	491.2	-2.0		
ICT	155.7	-8.2	5.9	180.6	-13.8		
필리조선소+신사업	170.6	-	13.0	152.8	11.6		
영업이익	22.5	-62.7	-32.8	34.4	-34.6	47.0	-52.1
방산	49.8	7.6	-5.1	47.6	4.6		
ICT	12.0	-18.4	11.1	14.6	-17.8		
필리조선소+신사업	-39.3	-	적지	-27.9	적지		
OPM(%)	2.8	-6.7	-1.6	8.0	-5.2	5.3	-2.5
지배주주순이익	153.8	1,535.9	275.9	63.6	141.9	59.9	156.7
NPM(%)	19.0	17.6	13.7	7.0	12.0	6.7	12.3

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한화시스템 실적 추정치 변경

십억원, %	변경 전		변경 후		변화	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	3,463.7	4,020.1	3,438.3	3,972.3	-0.7	-1.2
영업이익	181.3	313.1	144.9	307.6	-20.1	-1.8
지배주주순이익	204.4	378.4	287.8	377.5	40.8	-0.3

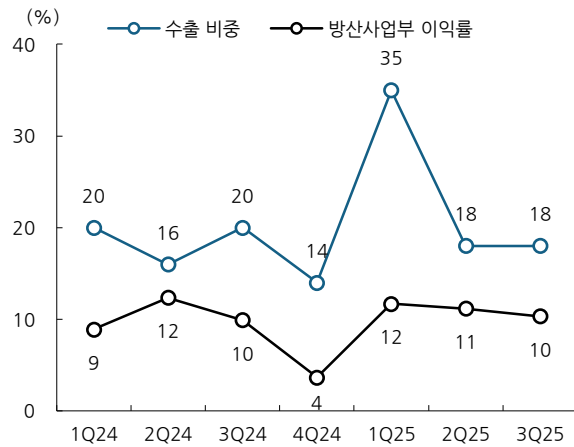
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 한화시스템 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	690.1	768.2	807.7	1,172.3	825.0	876.2	894.2	1,376.8	2,803.7	3,438.3	3,972.3	4,686.4
YoY (%)	26.8	11.8	26.4	25.6	19.5	14.1	10.7	17.4	14.3	22.6	15.5	18.0
방산	430.3	470.2	481.4	867.2	516.4	564.2	572.9	1,032.0	2,098.8	2,249.1	2,685.5	3,195.7
YoY (%)	12.7	-4.7	2.9	14.7	20.0	20.0	19.0	19.0	15.5	7.2	19.4	19.0
ICT	141.5	147.0	155.7	177.2	155.7	158.8	168.2	191.4	694.8	621.4	674.0	727.9
YoY (%)	-11.8	-22.7	-8.2	1.5	10.0	8.0	8.0	8.0	9.3	-10.6	8.5	8.0
필리조선소+신사업	118.3	151.0	170.6	127.8	153.0	153.2	153.2	153.4	10.1	567.7	612.8	762.8
영업이익	58.2	33.5	22.5	30.7	65.6	70.7	64.1	107.2	219.3	144.9	307.6	392.0
YoY (%)	27.9	-60.3	-62.7	5.6	12.7	111.1	184.9	248.9	78.9	-33.9	112.3	27.4
OPM	8.4	4.4	2.8	2.6	8.0	8.1	7.2	7.8	7.8	4.2	7.7	8.4
방산	50.3	52.5	49.8	50.3	62.0	62.6	50.4	90.8	169.0	202.9	265.8	323.7
방산 OPM	11.7	11.2	10.3	5.8	12.0	11.1	8.8	8.8	8.1	9.0	9.9	10.1
ICT	10.8	10.8	12.0	5.3	13.2	12.7	13.8	16.5	56.1	38.9	56.2	59.7
ICT OPM	7.6	7.3	7.7	3.0	8.5	8.0	8.2	8.6	8.1	6.3	8.3	8.2
필리조선소+신사업	-2.9	-29.8	-39.3	-24.9	-9.6	-4.6	-0.1	-0.1	-5.8	-96.9	-14.4	8.6
필리 OPM	-1.7	-19.7	-23.2	-20.0	-6.7	-3.3	-0.3	-0.3	-	-17.0	-2.7	0.9
지배주주순이익	37.8	40.9	153.8	55.3	84.5	85.9	83.1	123.9	454.3	287.8	377.5	404.0
YoY (%)	-27.0	44.6	1,535.9	-84.8	123.3	110.0	-45.9	124.1	30.1	-36.6	31.1	7.0
NPM	5.5	5.3	19.0	4.7	10.2	9.8	9.3	9.0	16.2	8.4	9.5	8.6

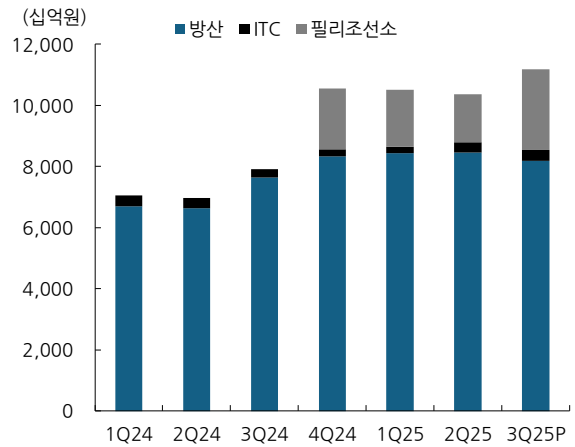
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 방산사업부 수출 비중 및 이익률



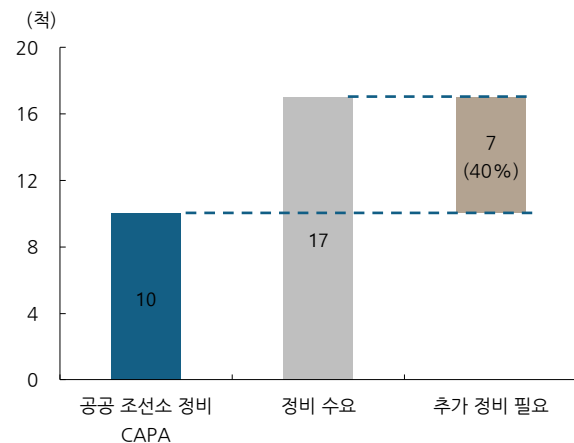
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림2 분기별 수주잔고 추이



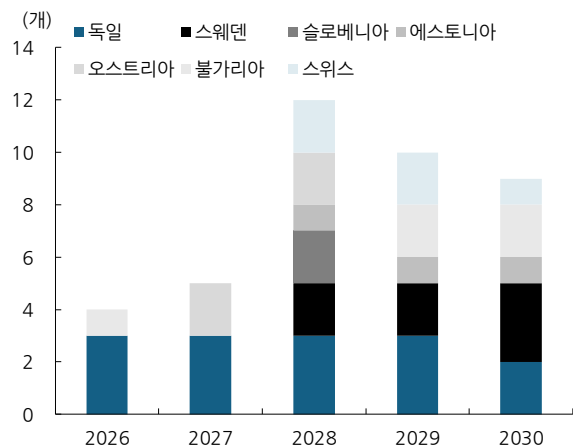
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 미국 SSN(공격해킹수합) 정비 지연



자료: navy.mil, DS투자증권 리서치센터

그림4 IRIS-T 국가별 인도 예상 시점



자료: 언론 보도 종합, 각 국 국방부, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 구체적 수치가 공개된 건만 합산/ 인도 시점은 계약 기간을 감안해 가정

표4 한화시스템 목표주가 산정방식

구분	배수/ 금액	비고
27F 순이익 (십억원)	404.0	
유통주식수 (주)	186,993,261	자사주 1,926,128주 제외
27F EPS (원)	2,160	
Target PER (배)	33.0	글로벌 27F Peer P/E
목표 주가 (원)	71,000	백단위 반올림
현재 주가 (원)	59,900	
상승 여력 (%)	18.5	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

[한화시스템 272210]

재무상태표						손익계산서					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,890	2,286	2,343	2,658	2,979	매출액	2,452	2,804	3,438	3,972	4,686
현금 및 현금성자산	476	200	235	465	696	매출원가	2,148	2,388	2,958	3,343	3,937
매출채권 및 기타채권	204	313	255	265	276	매출총이익	304	416	481	630	750
재고자산	501	610	700	728	758	판매비 및 관리비	182	196	336	322	358
기타	709	1,163	1,153	1,199	1,248	영업이익	123	219	145	308	392
비유동자산	2,593	3,438	5,529	5,786	6,076	(EBITDA)	244	333	302	506	614
관계기업투자등	1,458	1,829	3,761	3,914	4,073	금융손익	14	9	-18	10	-8
유형자산	348	570	784	885	1,012	이자비용	14	22	28	27	22
무형자산	559	762	753	747	741	관계기업등 투자손익	-46	329	37	22	-9
자산총계	4,483	5,724	7,872	8,445	9,055	기타영업외손익	353	24	118	120	120
유동부채	1,951	2,677	3,907	4,142	4,386	세전계속사업이익	444	581	282	460	495
매입채무 및 기타채무	301	436	605	630	655	계속사업법인세비용	57	104	-5	87	96
단기금융부채	191	109	272	359	450	계속사업이익	386	477	287	372	399
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	294	372	399
장기금융부채	139	364	598	598	598	지배주주	349	454	288	377	404
기타비유동부채	239	267	659	685	712	총포괄이익	372	427	294	372	399
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	2,624	2,936	3,274	영업이익률 (%)	5.0	7.8	4.2	7.7	8.4
자본금	945	945	945	945	945	EBITDA마진률 (%)	10.0	11.9	8.8	12.7	13.1
자본잉여금	1,100	1,092	1,114	1,114	1,114	당기순이익률 (%)	14.0	15.9	8.6	9.4	8.5
이익잉여금	212	589	735	1,047	1,385	ROA (%)	8.3	8.9	4.2	4.6	4.6
비지배주주지분(연결)	14	-74	84	84	84	ROE (%)	16.9	19.6	11.3	13.6	13.0
자본총계	2,154	2,416	2,708	3,020	3,359	ROIC (%)	22.9	28.6	n/a	n/a	n/a

현금흐름표						주요투자지표					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	83	133	131	643	729	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	343	445	294	372	399	P/E	9.4	9.4	38.9	29.7	27.7
비현금수익비용가감	-83	-60	-1,121	207	264	P/B	1.5	1.7	4.3	3.9	3.5
유형자산감가상각비	99	92	132	177	201	P/S	1.3	1.5	3.3	2.8	2.4
무형자산상각비	23	22	25	22	21	EV/EBITDA	12.7	13.3	39.4	23.3	18.9
기타현금수익비용	-205	-174	-1,370	-86	60	P/CF	12.6	11.1	n/a	19.5	17.1
영업활동 자산부채변동	-168	-218	1,000	64	66	배당수익률 (%)	1.6	1.5	0.6	0.6	0.6
매출채권 감소(증가)	6	-92	53	-10	-11	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-128	-106	-78	-28	-30	매출액	12.1	14.3	22.6	15.5	18.0
매입채무 증가(감소)	42	2	217	25	26	영업이익	213.6	78.9	-34.0	112.4	27.4
기타자산 부채변동	-88	-21	808	78	81	세전이익	흑전	31.0	-51.5	62.9	7.6
투자활동 현금	-864	-442	-547	-435	-523	당기순이익	흑전	29.8	-33.9	26.5	7.0
유형자산처분(취득)	-132	-240	-328	-278	-328	EPS	흑전	30.1	-36.0	31.1	7.0
무형자산 감소(증가)	-27	-25	-17	-15	-15	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-696	-215	-202	-132	-170	부채비율	108.1	136.9	190.7	179.6	169.6
기타투자활동	-8	38	1	-9	-10	유동비율	96.9	85.4	60.0	64.2	67.9
재무활동 현금	27	35	460	22	26	순차입금/자기자본(x)	-8.3	6.3	21.9	14.8	9.1
차입금의 증가(감소)	72	84	391	87	91	영업이익/금융비용(x)	8.8	9.8	5.1	11.4	17.8
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	593	448	307
기타재무활동	1	3	135	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-752	-276	35	230	231	EPS	1,849	2,405	1,539	2,019	2,160
기초현금	1,228	476	200	235	465	BPS	11,327	13,181	13,888	15,540	17,331
기말현금	476	200	235	465	696	SPS	12,982	14,841	18,200	21,026	24,806
NOPLAT	107	180	105	249	316	CFPS	1,376	2,041	-4,376	3,066	3,506
FCF	-772	-274	-373	208	206	DPS	280	350	350	350	350

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

한화시스템 (272210) 투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(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	-17.5	-6.0	
2025-07-30	매수	67,000	-17.6	-6.0	
2025-10-21	매수	67,000	-15.5	-6.0	
2025-11-03	매수	71,000			

투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자 의견 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.