한화시스템 (272210)

Earnings Review | Company Analysis | 방위산업 | 2025. 11. 3

3Q25 Review: 견고한 본업, 필리조선소 적자 지속

Analyst 최정환 CFA
jhchoi@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	69,000 원
현재주가	59,900 원
상승여력	15.2%

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

3Q25 매출 및 영업이익 컨센서스 대비 하회

3Q25 연결기준 매출액 8,077억원(+26.4% YoY), 영업이익 225억원(-62.7% YoY, OPM 2.8%)으로 컨센서스 대비 매출(9,010억원) 및 영업이익(580억원) 하회, 당사 추정치 대비 매출(7,864억원) +2.7% 상회, 영업이익(280억원) -20.0% 하회. 영업이익 하회 주요 요인은 2Q25 대비 필리조선소 적자 규모가 90억원 증가한 것으로부터 기인. 순이익단에서는 방산수출 세액공제 규정에 따라 R&D 및 설비투자에 대한 세액공제효과로 세전이익 971억, 당기순이익 1,518억 시현. 방산부문에서는 UAE향 천궁 2 MFR 진행률 소폭 증가하며 수출비중 또한 2Q25 대비 증가(17.0%→18.0%). 영업이익률의 경우 방산내수에서 개발매출이 주로 인식되며 수출 비중 증가에도 불구하고 2Q25 대비 소폭 감소한 영업이익률을 시현한 것으로 추정(11.1%→10.2%)

26년부터 증가하는 수출비중, 확대되는 제품 포트폴리오

26년부터 중동향 천궁2 MFR 양산매출 인식 본격화 및 폴란드향 K2전차 수출에 따른 각종 부체계 매출 증가로 수출비중 증가(15.4%→25.5%) 및 영업이익률 상승을 전망. 8,590억원 규모 이라크 천궁2 MFR 또한 계약체결을 마무리하며 향후 동사 수출 실적에 더해질 것. 필리조선소 적자는 26년말까지 지속 될 것으로 추정되나 미국 조선업 진출의 핵심이라는 것에는 변함 없으며 투자포인트 여전히 유효

동사는 ADEX2025를 통해 능동방호체계(APS), 천광(대공무기체계), Leonardo와 공동개발한 GRIFO-EK AESA레이더, GE-STOL 무인기 레이더, VLEO SAR위성을 전시. VLEO SAR위성의 경우 27년말까지 0.15m급 SAR 위성을 목표로 개발 진행 중. 확대되는 제품군을 살펴보면 대탄도탄/대드론 체계, AESA레이더, 무인기 부체계, 군사용 저궤도 위성으로 변화하는 전장에 반드시 필요한 무기체계를 개발 및 생산 중

목표주가 69,000원으로 7.8% 상향, 투자의견 Buy 유지

실적 추정치 상향 통해 목표주가 상향조정. 동사 영업가치(방산, ICT) 및 비영업가치(한화오션 및 오스탈조선소 지분, 우주사업) SOTP 통해 목표주가 산출

Financial Data

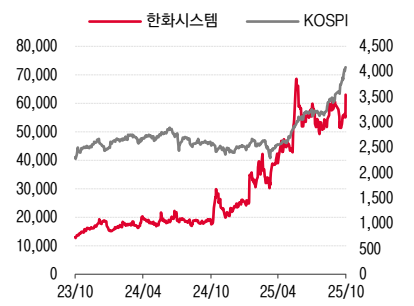
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,453	2,765	3,400	4,526	4,144
영업이익	93	204	168	387	414
순이익	356	431	194	287	319
EPS (원)	1,885	2,280	1,026	1,519	1,690
증감률 (%)	흑전	24	-38	-8	11
PER (x)	9.3	14.8	53.9	36.4	32.7
PBR (x)	1.5	2.6	4.1	3.6	3.0
영업이익률 (%)	3.8	7.4	4.9	8.5	10.0
EBITDA 마진 (%)	7.6	10.3	9.2	12.5	14.7
ROE (%)	16.5	17.8	7.6	9.8	9.2

주: IFRS 연결 기준
자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

Stock Data

KOSPI (10/31)	4,107.5 pt
시가총액	113,163 억원
발행주식수	188,919 천주
52 주 최고가/최저가	68,600 / 17,470 원
90 일 일평균거래대금	861.3 억원
외국인 지분율	8.5%
배당수익률(25.12E)	0.2%
BPS(25.12E)	13,198 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -19.3%
	6 개월 -7.1%
	12 개월 167.3%
주주구성	한화에어로스페이스 59.5%
	국민연금공단 7.2%

Stock Price



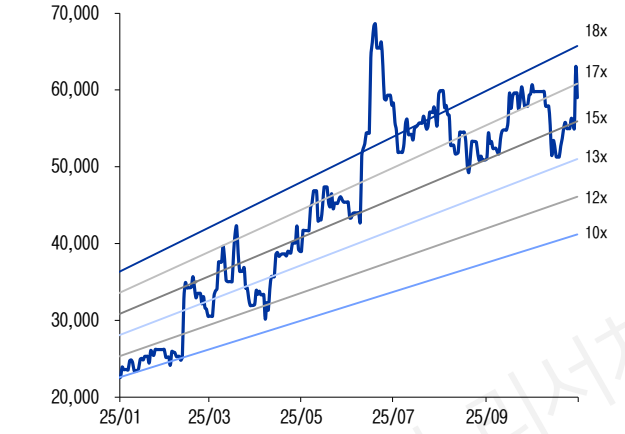
Valuation 테이블

표1 한화시스템 Valuation 테이블

(십억원)	세부사항	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	비고
방산 EBITDA	518	110	111	138	159	
ICT EBITDA	109	25	48	24	11	
방산 Target EV/EBITDA	18.3x					글로벌 피어 12M, 24M Fwd Avg 멀티플 10% 할증 적용
ICT Target EV/EBITDA	7.5x					국내 SI 상장사 피어 24M Fwd 멀티플 적용
영업가치	10,153					
EV	10,273					
순차입금	120					
비영업가치(a+b+c)	2,971					
한화오션(a)	1,521					11.57% 지분율 적용, 시가총액 YTD Avg 50% 할인적용
오스탈조선소(b)	212					20% 지분 인수 가정, 시가총액 YTD Avg 50% 할인적용
우주(c)	1,238					제주한화우주센터 CAPA 고려, DCF 통해 산출
영업+비영업가치	13,124					
상장주식수(천주)	188,919					
Target Price(원)	69,000					
현재주가(원)	59,900					
상승여력	15.2%					

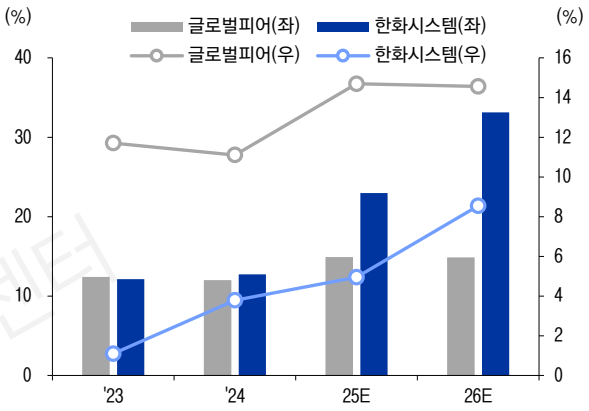
자료: LS증권 리서치센터

그림1 한화시스템 24M Fwd EV/EBITDA 밴드 차트



자료: LS증권 리서치센터

그림2 한화시스템 매출성장률(좌) 및 영업이익률(우) 비교



자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

실적 전망치 테이블

표2 한화시스템 분기 실적 전망치 테이블

(십억원)	변경 전				변경 후				3Q25P
	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	
연결 매출액	691	768	786	1,142	691	768	808	1,132	808
YoY	*27.4%*	*12.4 %*	*23.3 %*	*26.6 %*	*27.4%*	*12.4 %*	*26.8 %*	*25.6 %*	
방산	430	470	502	865	430	470	482	891	
수출비중	*35.5%*	*16.9 %*	*16.4 %*	*18.2 %*	*35.5%*	*16.9 %*	*18.1 %*	*17.6 %*	
ICT	142	147	163	155	142	147	156	171	
기타(필리조선소 포함)	116	148	118	118	116	148	168	67	
연결 영업이익	58	33	28	55	58	33	22	54	22
OPM	*8.4%*	*4.4 %*	*3.5 %*	*4.9 %*	*8.4%*	*4.4 %*	*2.7 %*	*4.8 %*	*6.4%*
방산	50	52	45	84	50	52	49	92	
OPM	*11.7%*	*11.1%*	*9.0%*	*9.7%*	*11.7%*	*11.1%*	*10.2%*	*10.3%*	
ICT	11	11	13	1	11	11	12	2	
OPM	*7.6%*	*7.3%*	*7.9%*	*1.0%*	*7.6%*	*7.3%*	*7.7%*	*1.0%*	
지배주주순이익	38	41	14	32	38	41	152	49	152

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

표3 한화시스템 연간 실적 전망치 테이블

(십억원)	변경 전				변경 후				25E Cons
	24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E	
연결 매출액	2,765	3,386	4,583	4,591	2,765	3,400	4,526	4,144	3,614
YoY	*12.7%*	*22.5 %*	*35.3 %*	*0.2 %*	*12.7%*	*23.0%*	*33.1 %*	*-8.4 %*	
방산	2,098	2,267	2,709	2,876	2,098	2,274	2,629	2,685	
수출비중	*13.8%*	*15.4 %*	*26.3 %*	*30.9 %*	*13.8%*	*15.4%*	*25.5 %*	*28.4 %*	
ICT	677	607	832	834	677	615	852	850	
기타(필리조선소 포함)	11	513	529	544	11	511	530	545	
연결 영업이익	204	175	368	498	204	168	387	414	191
OPM	*7.4%*	*5.2 %*	*8.0 %*	*10.9 %*	*7.4%*	*4.9%*	*8.5 %*	*10.0 %*	*5.3%*
방산	169	231	365	420	169	243	383	413	
OPM	*8.1%*	*10.2%*	*13.5%*	*14.6%*	*8.1%*	*10.7*	*14.6*	*15.4*	
ICT	56	36	63	63	56	35	64	64	
OPM	*8.3%*	*5.9%*	*7.6%*	*7.6%*	*8.3%*	*5.7%*	*7.5%*	*7.5%*	
지배주주순이익	450	125	244	299	450	280	258	294	180

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

LS증권

피어 테이블

표1 레이더/항전장비 및 유도무기 피어 테이블

기업명	매출 YoY(%)			OPM(%)			ROE(%)			24M Fwd PER	24M Fwd EV/EBITDA	시가총액(조원)
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E			
RTX	7.7	6.1	6.1	12.9	13.3	12.5	8.0	12.9	13.8	26.1	17.6	338.9
탈레스	6.7	7.6	8.0	12.3	12.8	11.8	23.4	24.1	24.3	22.3	12.5	83.4
L3 해리스 테크놀로지스	6.9	8.9	7.5	10.3	8.2	8.2	11.9	11.9	12.7	22.7	11.3	48.1
레오나르도	2.1	6.2	5.5	15.7	15.1	14.3	7.8	10.0	12.1	23.5	15.3	78.9
아셀산	44.9	46.5	58.1	25.8	25.3	16.0	17.7	21.0	23.7	19.2	14.2	31.8
헨솔트	21.3	13.9	15.4	11.2	12.7	10.8	17.5	21.1	24.4	43.2	19.8	17.3
글로벌 평균	14.9	14.9	16.8	14.7	14.6	12.3	14.4	16.8	18.5	26.2	17.6	
한화시스템	23.0	33.1	-8.4	4.9	8.5	10.0	7.6	9.8	9.2	36.4	20.2	11.3

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표2 국내 ICT 피어 테이블

기업명	매출 YoY(%)			OPM(%)			ROE(%)			24M Fwd PER	24M Fwd EV/EBITDA	시가총액(조원)
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E			
삼성 SDS	2.6	5.7	5.7	6.9	7.1	7.4	8.2	8.5	8.8	16.3	5.1	14.2
현대오토에버	11.0	10.3	10.8	6.1	6.3	6.5	10.5	11.3	11.7	25.5	10.5	5.6
LG CNS	5.9	6.9	9.6	9.1	9.3	9.2	16.8	15.6	15.5	13.8	6.9	6.4
국내 평균	6.5	7.6	8.7	7.3	7.6	7.7	11.8	11.8	12.0	18.5	7.5	

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표3 우주 피어 테이블

기업명	매출 YoY(%)			OPM(%)			ROE(%)			24M Fwd PER	24M Fwd EV/EBITDA	시가총액(조원)
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E			
RTX	6.2	6.0	5.5	12.6	13.2	13.9	12.9	13.7	14.7	20.6	14.4	300.7
에어버스	-0.3	30.0	10.9	10.9	9.9	10.7	24.2	25.6	25.8	23.8	16.2	263.5
노스롭 그루만	2.8	5.0	4.9	10.5	11.0	11.2	23.6	25.4	25.7	19.5	14.3	121.0
탈레스	-1.4	24.6	7.9	14.4	12.8	13.1	24.2	24.0	24.2	21.2	11.5	83.9
L3 해리스	2.1	5.9	5.4	14.9	15.3	15.6	10.0	12.1	13.4	19.7	9.9	75.5
레오나르도	-1.2	26.8	7.5	10.2	9.5	10.2	11.3	11.9	12.7	35.4	17.5	46.2
헨솔트	5.4	34.4	17.4	12.9	12.6	13.8	17.2	20.9	24.5	59.6	18.3	17.4
아비오	-0.8	30.6	11.3	3.9	5.2	6.5	2.4	4.3	5.3	21.8	11.0	2.0
글로벌 평균	1.6	20.4	8.9	11.3	11.2	11.9	15.7	17.3	18.3	27.7	14.2	

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림3 한화시스템 천광 대드론/대탄도탄 방공체계 모습

자료: LS증권 리서치센터

그림4 한화시스템 개발 APS(능동방호체계) 모습

자료: LS증권 리서치센터

그림5 한화시스템 APS(능동방호시스템) 구성도

자료: LS증권 리서치센터

그림6 한회시스템 레이더류 제품 포트폴리오

자료: LS증권 리서치센터

그림7 제주한화우주센터 생산시설 조감도

자료: LS증권 리서치센터

그림8 한화시스템 VLEO SAR 위성 모습

자료: LS증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,890	2,286	2,631	2,801	2,693
현금 및 현금성자산	476	200	379	582	903
매출채권 및 기타채권	204	313	309	453	276
재고자산	501	610	680	453	276
기타유동자산	674	1,039	1,156	1,224	1,155
비유동자산	2,593	3,438	3,507	3,736	3,951
관계기업투자등	993	25	25	25	25
유형자산	348	570	604	660	682
무형자산	559	762	787	823	856
자산총계	**4,483**	**5,724**	**6,138**	**6,536**	**6,645**
유동부채	1,951	2,677	2,945	3,084	2,848
매입채무 및 기타재무	213	250	327	251	338
단기금융부채	332	130	132	164	8
기타유동부채	1,406	2,297	2,486	2,669	2,502
비유동부채	378	631	638	538	338
장기금융부채	100	598	638	538	338
기타비유동부채	328	332	348	366	384
부채총계	**2,329**	**3,308**	**3,583**	**3,621**	**3,186**
지배주주지분	2,140	2,490	2,715	3,046	3,558
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,092	1,092	1,092
이익잉여금	212	589	869	1,127	1,415
비지배주주지분(연결)	14	-74	-160	-131	-99
자본총계	**2,154**	**2,416**	**2,555**	**2,915**	**3,459**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**2,453**	**2,765**	**3,400**	**4,526**	**4,144**
매출원가	2,149	2,344	2,946	3,763	3,378
매출총이익	**304**	**421**	**454**	**763**	**766**
판매비 및 관리비	211	225	286	376	352
영업이익	**93**	**204**	**168**	**387**	**414**
(EBITDA)	187	286	313	567	608
금융손익	41	37	35	29	21
이자비용	14	22	24	19	12
관계기업등 투자손익	1	-72	-10	-14	-12
기타영업외손익	306	455	111	-14	-12
세전계속사업이익	**413**	**561**	**258**	**359**	**394**
계속사업법인세비용	57	123	64	72	75
계속사업이익	356	437	194	287	319
중단사업이익	0	-7	0	0	0
당기순이익	**356**	**431**	**194**	**287**	**319**
지배주주	362	450	280	258	287
총포괄이익	**321**	**254**	**138**	**360**	**544**
매출총이익률 (%)	12.4	15.2	13.4	16.9	18.5
영업이익률 (%)	3.8	7.4	4.9	8.5	10.0
EBITDA 마진률 (%)	7.6	10.3	9.2	12.5	14.7
당기순이익률 (%)	14.5	15.6	5.7	6.3	7.7
ROA (%)	7.9	7.5	3.2	4.4	4.8
ROE (%)	16.5	17.8	7.6	9.8	9.2
ROIC (%)	17.2	14.4	6.0	8.5	11.0

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**83**	**133**	**511**	**722**	**775**
당기순이익(손실)	343	445	194	287	319
비현금수익비용가감	-83	-60	145	180	194
유형자산감가상각비	71	60	136	171	185
무형자산상각비	23	22	9	9	9
기타현금수익비용	-177	-142	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-168	-218	92	131	351
매출채권 감소(증가)	7	-108	4	-144	176
재고자산 감소(증가)	-128	-109	-70	227	176
매입채무 증가(감소)	52	37	77	-76	87
기타자산, 부채변동	-120	482	81	124	-89
투자활동 현금흐름	**-864**	**-442**	**-335**	**-390**	**-248**
유형자산처분(취득)	-73	-222	-34	-56	-23
무형자산 감소(증가)	-1	-203	-25	-36	-32
투자자산 감소(증가)	-889	-569	19	-256	32
기타투자활동	100	553	-295	-43	-225
재무활동 현금흐름	**27**	**35**	**3**	**-129**	**-206**
차입금의 증가(감소)	102	118	32	-86	-142
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-47	-52	-29	-43	-64
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**-754**	**-274**	**179**	**203**	**321**
기초현금	1228	476	200	379	582
기말현금	476	200	379	582	903

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	9.3	14.8	53.9	36.4	32.7
P/B	1.5	2.6	4.1	3.6	3.0
EV/EBITDA	14.4	16.5	37.4	20.2	17.7
P/CF	12.6	7.5	20.4	14.5	13.5
배당수익률 (%)	1.6	1.0	0.3	0.4	0.6
성장성 (%)					
매출액	12.1	12.7	23.0	33.1	-8.4
영업이익	286.6	120.0	-17.7	129.9	7.1
세전이익	흑전	35.6	-54.0	38.9	9.9
당기순이익	흑전	21.0	-55.0	48.1	11.3
EPS	흑전	24.3	-37.8	-7.7	11.3
안정성 (%)					
부채비율	108.1	136.9	140.3	124.2	92.1
유동비율	42.2	39.9	42.9	42.9	40.5
순차입금/자기자본(x)	0.0	0.2	0.2	0.0	-0.2
영업이익/금융비용(x)	6.5	9.1	6.9	20.0	34.3
총차입금 (십억원)	432	728	770	702	346
순차입금 (십억원)	-44	528	391	120	-557
주당지표 (원)					
EPS	1,885	2,280	1,026	1,519	1,690
BPS	11,402	12,791	13,523	15,430	18,311
CFPS	441	702	2,704	3,821	4,103
DPS	240	270	150	220	330

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

한화시스템 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2025. 07. 31	신규	최정환			
2025. 07. 31	Buy	64,000	-1.6		-13.8
2025. 11. 03	Buy	69,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 최정환).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	89.4% 10.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024. 10. 1 ~ 2025. 09. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)