2025. 11. 3

한화시스템 272210

기다림의 시간이 필요

▲ 방위산업/로봇
Analyst **이지호**
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

- ✓ 3Q25 매출액 8,077억원(YoY +26.4%), 컨센서스 -9.5% 하회
- ✓ 3Q25 영업이익 225억원(YoY -60.5%/OPM 2.8%), 컨센서스 -52.0% 하회
- ✓ 방산/ICT 부문의 견조한 실적 이어지고 있으나 필리조선소 영업손실 확대 여파
- ✓ 미국 진출에 대한 기대감 크지만 선결과제 다수 존재 및 규모/시점 구체화 필요
- ✓ 적정주가 60,000원 제시, 투자의견 Hold로 하향

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**60,000 원**
현재주가 (10.31)	**59,900 원**
상승여력	**0.2%**
KOSPI	4,107.50pt
시가총액	113,163억원
발행주식수	18,892만주
유동주식비율	38.75%
외국인비중	8.21%
52주 최고/최저가	68,600원/17,470원
평균거래대금	807.6억원
주요주주(%)	
한화에어로스페이스 외 2 인	59.53
국민연금공단	7.19

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.7	53.6	228.0
상대주가	-16.1	-4.4	104.1

주가그래프

3Q25P Review: 필리조선소 비용 영향으로 영업이익 컨센서스 하회

동사는 3Q25 매출액 8,077억원, 영업이익 225억원(OPM 2.8%)을 기록하며 영업이익 컨센서스를 -52% 하회했다. 필리조선소의 누락원가 및 정상화 비용 반영으로 인한 영업손실(-388억원)이 컨센서스 하회의 주요 원인이다. 방산부문은 국내사업 내 양산사업 비중 축소로 인해 QoQ 소폭 감익이었으나, 전분기와 유사한 수준의 수출 비중(18%) 바탕의 OPM 10% 이상의 양호한 수익성이 이어진 점 긍정적이다.

더 많은 수출 기회 포착

꾸준한 폴란드향 K9/K2 및 중동향 천궁II 사업 본격화에 따라 고수익성 방산 수출 사업 인식 가속화가 진행중이다. 최근 중동향 지상무기 수출 가능성 또한 점차 확대되고 있어 추가적인 성장동력으로 작용할 것으로 예상된다. 동사는 이에 그치지 않고 최근 해외 체계업체향 직수출을 적극적으로 추진하고 있다. 글로벌 무기 Value-Chain 전반의 쇼티지가 이어지고 있어 충분히 고려할 만한 상황으로 판단되며, 실제로 최근 독일의 Diehl사와 방공망(IRIS-T) 레이더 공급을 위한 MOU를 체결한 바 있다. 동사는 그간 국내 체계업체들의 수출에 동행하며 꾸준한 성장을 보여주고 있으나 실적 성장의 폭과 속도가 체계 업체 대비 더딜 수 밖에 없었는데 해외 직수출 경로 확보 시 그 격차를 좁힐 수 있을 것으로 예상한다.

적정주가 60,000원 제시, 투자의견 Hold로 하향

필리조선소를 중심으로 중장기 미 해군 사업 진출은 여전히 긍정적이나 영업손실의 폭 확대 및 장기화로 인해 방산부문의 성장세가 가려지는 점이 아쉽다. 또한 최근 국내 조선소에서 핵추진잠수함을 건조할 수 있다는 내용 등장하며 관심도가 높아졌으나, 인프라의 부재 및 FCL(시설보안인증) 필요성 등 현실적인 제약이 다수 존재하는 상황이다. 수혜 규모 및 시점 구체화 전까지는 보수적인 시각을 유지할 필요가 있다고 판단한다. 적정주가 산정 시점을 2027년으로 변경함에 따라 적정주가를 6만원으로 상향하지만 상승여력 부족으로 인해 Hold의 투자의견을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	2,452.5	122.6	349.2	1,849	-556.2	11,327	9.4	1.5	12.7	16.9	108.1
2024	2,803.7	219.4	454.3	2,405	30.1	13,181	9.4	1.7	13.0	19.6	136.9
2025E	3,656.3	159.5	280.5	1,485	-38.2	20,767	40.3	2.9	38.6	8.7	121.9
2026E	4,272.2	309.1	296.0	1,567	5.5	21,987	38.2	2.7	25.5	7.3	115.4
2027E	4,814.9	387.0	457.8	2,423	54.6	24,064	24.7	2.5	20.3	10.5	109.4

표1 한화시스템, 3Q25P 분기 실적, 영업이익 컨센서스 -52% 하회 기록

(십억원)	3Q25P	3Q24	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	**807.7**	639.2	26.4	768.2	5.1	**892.2**	-9.5	**862.9**	-6.4
영업이익	**22.5**	60.3	-62.7	33.5	-32.7	**47.0**	-52.0	**40.1**	-43.8
세전이익	**97.1**	18.9	413.9	78.4	23.9	**87.0**	11.6	**48.2**	101.5
순이익 (지배주주)	**151.7**	9.4	1,513.2	40.9	270.8	**48.9**	210.2	**38.7**	291.9
영업이익률(%)	**2.8**	9.4		4.4		**5.3**		**4.6**	
세전이익률(%)	**12.0**	3.0		10.2		**9.8**		**5.6**	
순이익률(%)	**18.8**	1.5		5.3		**5.5**		**4.5**	

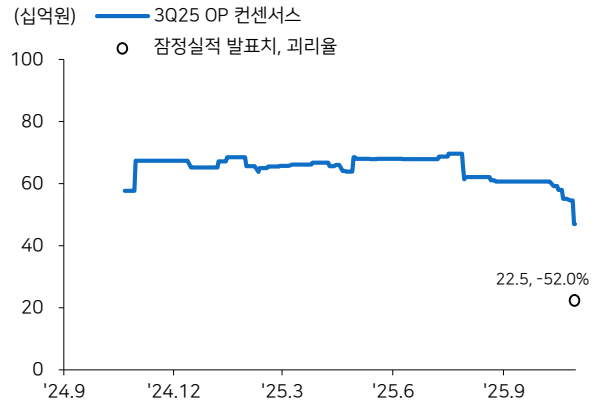
자료: Quantiwise, 한화시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화시스템, 2025년 · 2026년 연간 영업이익, 컨센서스 -17%, -7% 하회 전망

	2025E			2026E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**3,656.3**	3,721.3	-1.7%	**4,272.2**	4,189.7	2.0%
영업이익	**159.5**	198.3	-19.5%	**309.1**	327.8	-5.7%
세전이익	**280.0**	250.7	11.7%	**378.8**	361.6	4.8%
순이익 (지배주주)	**280.5**	177.2	58.3%	**296.0**	281.4	5.2%
영업이익률(%)	**4.4%**			**7.2%**		
세전이익률(%)	**7.7%**			**8.9%**		
순이익률(%)	**7.7%**			**6.9%**		

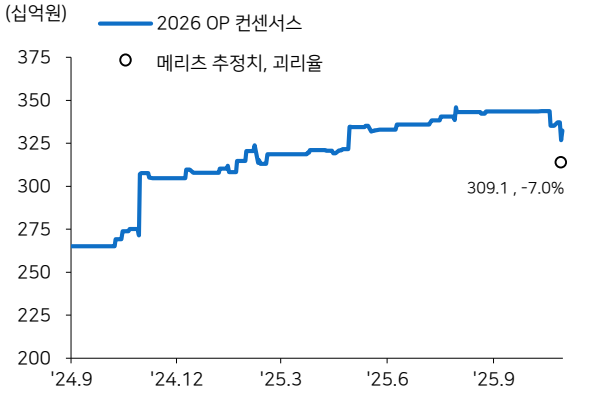
자료: Quantiwise, 한화시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25P 분기 영업이익, 컨센서스 -52% 하회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026년 연간 영업이익, 컨센서스 -7% 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한화시스템 적정주가 6만원으로 상향

항목	Fair Value	주요 가정
Peer Group PER (배)	24.8	글로벌 전자전 장비 기업의 2027E PER 평균치 사용
Target PER (배)	**24.8**	
적용 EPS (원)	2,423	필리조선소 BEP 턴어라운드 시점인 2027년 EPS 사용
주당 주주가치 (원)	60,091	
주당 적정가치 (원)	**60,000**	
현재가 (원)	59,900	
상승여력 (%)	**0.2**	1개월 평균 종가 대비 상승여력 +6.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한화시스템 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	**690.1**	**768.2**	**807.7**	**1,390.3**	**865.6**	**926.8**	**1,076.2**	**1,403.6**	**3,656.3**	**4,272.2**	**4,814.9**
방산부문	430.3	470.2	481.4	962.4	494.3	540.2	673.3	985.4	2,344.3	2,693.3	2,990.0
ICT	141.5	147.0	155.7	257.6	168.3	183.6	198.9	214.2	701.8	764.9	810.8
영업이익	**58.2**	**33.5**	**22.5**	**45.4**	**60.3**	**65.8**	**78.2**	**104.7**	**159.5**	**309.1**	**387.0**
% OP	*8.4%*	*4.4%*	*2.8%*	*3.3%*	*7.0%*	*7.1%*	*7.3%*	*7.5%*	*4.4%*	*7.2%*	*8.0%*
세전이익	**39.3**	**78.4**	**97.3**	**65.0**	**74.1**	**80.3**	**94.1**	**130.3**	**280.0**	**378.8**	**585.3**
순이익(지배)	**37.8**	**40.9**	**151.7**	**50.1**	**57.5**	**63.1**	**73.9**	**101.5**	**280.5**	**296.0**	**457.8**
% YoY											
매출액	26.8	11.8	26.4	49.0	25.4	20.6	33.2	1.0	30.4	16.8	12.7
영업이익	48.1	-58.1	-60.5	5.0	3.7	96.6	247.4	130.7	-27.3	93.8	25.2
세전이익	-33.9	814.5	596.1	-86.1	88.6	2.4	-3.3	100.4	-49.1	35.3	54.5
순이익(지배)	-27.0	44.6	1,513.2	-86.3	52.0	54.2	-51.3	102.6	-38.2	5.5	54.6
% QoQ											
매출액	-26.0	11.3	5.1	72.1	-37.7	7.1	16.1	30.4			
영업이익	34.5	-42.5	-32.7	101.6	32.9	9.0	19.0	33.9			
세전이익	-91.6	99.6	24.2	-33.2	13.9	8.4	17.2	38.4			
순이익(지배)	-89.6	8.1	270.8	-67.0	14.7	9.7	17.2	37.3			

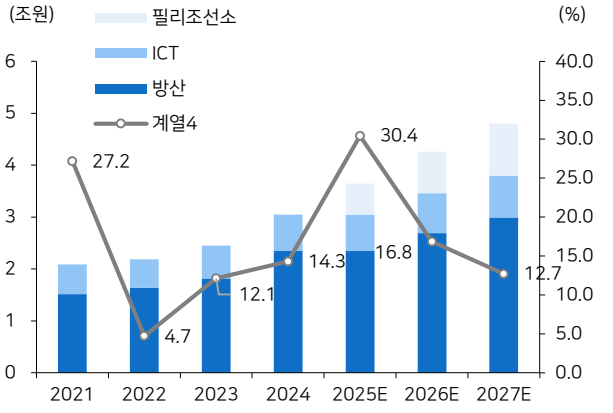
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 국내/글로벌 방산기업 Peer Multiple

지역 구분	회사명	시가총액	주가 변화율(%)			P/E (배)			P/B (배)			ROE (%)		
		(십억달러)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
국내	**한화시스템**	**7.9**	**0.2**	**0.0**	**165.0**	**40.3**	**38.2**	**24.7**	**2.9**	**2.7**	**2.5**	**8.7**	**7.3**	**10.5**
	한화에어로스페이스	35.7	-9.8	5.3	207.6	32.0	20.9	17.2	5.8	4.4	3.5	23.3	25.7	23.8
	현대로템	17.7	2.7	19.6	366.8	30.7	22.7	18.0	8.5	6.3	4.7	32.9	31.2	28.8
	한국항공우주	7.1	-2.2	14.1	88.9	41.3	26.5	19.7	5.3	4.6	3.8	13.6	18.6	20.9
	LIG넥스원	8.0	2.8	-12.3	135.4	35.9	27.3	20.5	7.8	6.3	5.0	23.6	25.1	26.4
	평균					**36.0**	**27.1**	**20.0**	**6.1**	**4.8**	**3.9**	**20.4**	**21.6**	**22.1**
북미	Raytheon	239.3	7.1	13.8	54.3	28.8	26.3	23.6	3.7	3.6	3.4	12.9	13.8	14.7
	Lockheed Martin	113.8	-1.5	16.8	1.2	22.1	16.8	15.8	19.5	16.9	13.9	85.4	108.8	106.5
	Northrop Grumman	83.3	-3.6	-0.5	24.3	22.4	20.4	18.8	5.3	5.0	4.7	24.0	25.2	25.5
	General Dynamics	93.2	1.1	11.0	30.9	22.5	20.0	18.3	3.8	3.6	3.4	18.1	18.9	19.7
	L3Harris	54.1	-2.4	3.9	37.5	27.4	23.0	20.5	2.8	2.7	2.6	10.2	11.8	13.5
	Oshkosh	7.8	-4.9	-5.6	29.7	11.3	9.8	8.4	1.7	1.6	1.4	16.0	16.6	17.3
	Textron	14.2	-6.4	4.6	5.6	13.2	11.7	10.6	1.9	1.8	1.7	14.3	15.0	15.6
	평균					**21.1**	**18.3**	**16.6**	**5.5**	**5.0**	**4.4**	**25.8**	**30.0**	**30.4**
유럽	Airbus	194.8	5.6	26.2	38.9	32.6	26.7	22.3	7.5	6.3	5.3	24.3	25.7	26.0
	Safran	150.3	1.4	9.8	45.2	37.4	29.0	25.4	10.1	8.6	7.4	31.9	33.1	32.2
	SAAB	30.0	-7.5	-0.4	124.2	48.8	39.8	32.0	6.9	6.1	5.2	15.2	16.1	17.7
	BAE Systems	73.8	-9.2	3.0	62.9	24.8	22.3	20.1	4.6	4.1	3.8	18.1	18.9	19.7
	Thales	58.6	-9.6	4.8	78.1	26.0	22.4	20.0	6.2	5.6	5.0	23.4	24.1	24.3
	Dassault	38.1	-16.1	-11.8	-26.5	18.6	17.8	16.4	3.5	3.1	2.8	17.2	16.6	16.5
	Rheinmetall	90.2	-14.3	-0.4	176.8	59.8	39.4	26.7	14.7	11.6	8.7	27.0	31.5	35.5
	Hensoldt	12.3	-18.4	0.6	167.2	57.9	43.2	33.4	10.9	9.4	7.9	17.9	21.6	24.7
	Leonardo	33.9	-8.6	10.4	96.2	26.8	22.8	19.5	3.0	2.8	2.5	11.3	11.9	12.7
	Kongsberg Gruppen	22.5	-20.8	-14.4	1.9	32.5	28.7	25.0	10.7	9.4	8.1	34.2	34.7	34.7
	평균					**36.5**	**29.2**	**24.1**	**7.8**	**6.7**	**5.7**	**22.1**	**23.4**	**24.4**

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터
주: 한화시스템은 당사 추정치 사용

그림1 한화시스템 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화시스템 부문별 영업이익 추이 및 전망

자료: 메리츠증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**2,452.5**	**2,803.7**	**3,656.3**	**4,272.2**	**4,814.9**
매출액증가율(%)	12.1	14.3	30.4	16.8	12.7
매출원가	2,148.4	2,387.9	3,242.8	3,661.8	4,087.6
매출총이익	304.1	415.8	413.6	610.4	727.3
판매관리비	181.6	196.5	254.0	301.3	340.3
영업이익	**122.6**	**219.4**	**159.5**	**309.1**	**387.0**
영업이익률(%)	5.0	7.8	4.4	7.2	8.0
금융손익	14.1	8.7	-26.9	-14.6	-5.8
종속/관계기업손익	-30.3	-12.6	46.4	84.3	204.1
기타영업외손익	337.4	366.0	101.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	443.9	581.4	280.0	378.8	585.3
법인세비용	57.4	104.3	-5.3	72.0	111.2
당기순이익	**343.1**	**445.4**	**292.4**	**306.8**	**474.1**
지배주주지분 순이익	349.2	454.3	280.5	296.0	457.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**83.4**	**132.6**	**884.3**	**343.6**	**498.4**
당기순이익(손실)	343.1	445.4	292.4	306.8	474.1
유형자산상각비	98.7	92.3	107.4	103.6	111.4
무형자산상각비	23.2	21.8	18.8	8.3	8.0
운전자본의 증감	-167.8	-217.6	540.7	10.3	110.3
투자활동 현금흐름	**-863.7**	**-442.0**	**-421.4**	**3.8**	**27.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-132.3	-239.8	-178.3	-80.0	-160.0
투자자산의감소(증가)	-919.4	-435.1	-1,866.5	83.1	191.0
재무활동 현금흐름	**26.7**	**35.1**	**438.1**	**-65.0**	**-60.8**
차입금의 증감	116.3	142.8	374.4	0.4	4.7
자본의 증가	14.6	-8.1	22.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-752.1	-276.3	891.7	282.3	465.1
기초현금	1,228.2	476.1	199.8	1,091.6	1,373.9
기말현금	476.1	199.8	1,091.6	1,373.9	1,839.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,890.1	2,286.2	3,518.9	3,809.0	4,355.9
현금및현금성자산	476.1	199.8	1,091.6	1,373.9	1,839.0
매출채권	200.4	308.7	359.1	360.3	372.4
재고자산	501.1	610.1	709.8	712.1	736.0
비유동자산	2,593.1	3,437.9	5,381.3	5,350.6	5,404.3
유형자산	347.7	570.0	658.1	634.5	683.1
무형자산	558.9	762.2	751.9	743.6	735.7
투자자산	1,480.5	1,902.9	3,815.8	3,817.1	3,830.1
자산총계	**4,483.2**	**5,724.0**	**8,900.2**	**9,159.6**	**9,760.3**
유동부채	1,951.4	2,677.1	3,121.6	3,128.5	3,201.4
매입채무	163.1	154.0	316.6	319.6	351.8
단기차입금	132.3	30.0	54.1	54.1	54.1
유동성장기부채	30.0	50.0	149.8	149.8	149.8
비유동부채	377.7	630.5	1,768.3	1,779.5	1,898.7
사채	49.9	249.3	448.6	448.6	448.6
장기차입금	0.0	0.0	41.3	41.3	41.3
부채총계	**2,329.1**	**3,307.6**	**4,889.9**	**4,908.0**	**5,100.0**
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,100.1	1,092.0	1,114.2	1,114.2	1,114.2
기타포괄이익누계액	-83.2	-101.7	1,171.0	1,171.0	1,171.0
이익잉여금	212.5	589.3	727.5	958.1	1,350.4
비지배주주지분	14.3	-73.6	87.0	97.8	114.1
자본총계	**2,154.1**	**2,416.4**	**4,010.2**	**4,251.6**	**4,660.2**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	12,982	14,841	19,354	22,614	25,486
EPS(지배주주)	1,849	2,405	1,485	1,567	2,423
CFPS	1,376	2,041	1,874	2,228	2,681
EBITDAPS	1,294	1,765	1,512	2,228	2,681
BPS	11,327	13,181	20,767	21,987	24,064
DPS	280	350	350	350	350
배당수익률(%)	1.6	1.5	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	9.4	9.4	40.3	38.2	24.7
PCR	12.6	11.1	32.0	26.9	22.3
PSR	1.3	1.5	3.1	2.6	2.4
PBR	1.5	1.7	2.9	2.7	2.5
EBITDA(십억원)	244.5	333.5	285.6	421.0	506.4
EV/EBITDA	12.7	13.0	38.6	25.5	20.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.9	19.6	8.7	7.3	10.5
EBITDA 이익률	10.0	11.9	7.8	9.9	10.5
부채비율	108.1	136.9	121.9	115.4	109.4
금융비용부담률	0.6	0.8	0.9	0.9	0.8
이자보상배율(x)	8.8	9.8	4.7	8.1	10.1
매출채권회전율(x)	12.3	11.0	11.0	11.9	13.1
재고자산회전율(x)	5.6	5.0	5.5	6.0	6.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

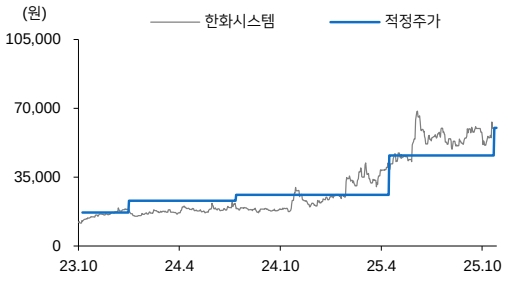
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화시스템 (272210) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.10.31	기업브리프	Buy	17,000	이지호	-5.1	13.8
2024.01.22	기업브리프	Buy	23,000	이지호	-22.1	-3.3
2024.07.31	기업브리프	Buy	26,000	이지호	-1.7	62.7
2025.04.30	기업브리프	Buy	46,000	이지호	16.9	49.1
2025.11.03	기업브리프	Hold	60,000	이지호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이