Results Comment

한화시스템 (272210)

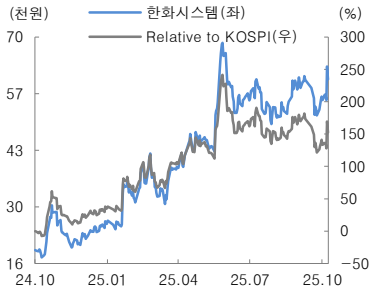
이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견	BUY
	매수, 유지
6개월 목표주가	71,000
	상향
현재주가 (25.10.31)	59,900
	기계업종

KOSPI	4107.5
시가총액	11,316십억원
시가총액비중	0.34%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	68,600원 / 17,470원
120일 평균거래대금	1,111억원
외국인지분율	8.21%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2 인 59.53% 국민연금공단 7.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	0.8	53.6	228.0
상대수익률	-16.1	-20.3	-4.4	104.1



MASGA의 핵심

- 3Q25 연결 영업이익 498억원(+8% yoy) 기록. 컨센서스 하회
- 방산 실적 견조했으나, 필리조선소 정상화 비용이 추가 확대됐음
- 핵추진잠수함 건조 조선소로 지정된 필리조선소 지분 60%를 보유

투자의견 매수, 목표주가 71,000원 상향(+6.0%)

목표주가는 12MF EPS 1,807원에 타깃 PER 32.0배를 적용한 사업가치와 한화오션 지분가치(11.57%)를 합산하여 산정. 타깃 PER은 유럽 방산 전자업체 Peer 그룹의 평균. 한화오션 보유 지분 가치 상승을 반영하여 목표주가 변경

필리조선소 비용 여전히 확대

3Q25 연결 기준 매출액 8,077억원(+26.4% yoy), 영업이익 225억원(-60.5% yoy), 영업이익률 2.8%(-6.1%p) 기록. 잠정치는 시장 컨센서스 대비 하회

[방산] 매출액 4,814억원(+3% yoy), 영업이익 498억원(+8% yoy) 기록. 수출사업 비중이 18% 수준을 차지했으며, OPM은 10.4%를 기록. 위성 양산, TICN 2차 TMMR, UAE M-SAM MFR 등이 반영되면서 견조한 매출 증가 및 수익성 증명

[ICT] 매출액 1,557억원(-8% yoy), 영업이익 120억원(-18% yoy) 기록. 한화에어로 ERP 사업 종료에 따른 외형 축소. 스마트플랜트 사업 바탕으로 회복 예상

[기타] 매출액 1,706억원(-23% yoy), 영업손실 -393억원(적자확대 yoy). 필리조선소 초기 투자 관련 비용 확대. 과거 누락된 원가 항목 반영 및 정상화를 위한 조정 등. 일회성 비용으로 언급되나, 당분간 지속 발생 불가피하며 흑자전환 시점도 불명확한 상태. 핵추진잠수함 건조는 필리조선소의 방산 라이센스 획득과 설비 투자계획 등 선결되어야 할 조건들이 많아 즉시 추진은 어려운 상태로 파악

영업 외로 금융상품평가이익이 크게 반영되면서 세전이익은 +571% yoy 증가

MASGA의 핵심

미국 소재 필리조선소를 연결자회사로 보유하고 있다는 측면에서 MASGA 투자를 원할 시 핵심적인 투자 종목이 될 것. 당장의 비용은 아쉽지만 잠재력은 충만

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25					4Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	639	768	861	808	26.4	5.1	892	1,232	32.1	52.5
영업이익	57	33	52	23	-60.5	-32.7	47	26	-40.5	14.3
순이익	9	41	69	152	1,513.2	270.8	49	52	-85.8	-65.9

자료: 한화시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,498	4,266	4,562
영업이익	123	219	140	263	312
세전순이익	444	581	284	463	516
총당기순이익	343	445	288	370	413
지배지분순이익	349	454	282	353	394
EPS	1,849	2,405	1,493	1,870	2,084
PER	9.4	9.4	42.2	33.7	30.2
BPS	11,327	13,181	14,597	16,255	18,059
PBR	1.5	1.7	4.1	3.7	3.3
ROE	16.9	19.6	10.8	12.1	12.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	3,526	4,175	3,498	4,266	-0.8	2.2
판매비와 관리비	289	318	259	283	-10.3	-11.0
영업이익	193	323	140	263	-27.7	-18.4
영업이익률	5.5	7.7	4.0	6.2	-1.5	-1.6
영업외손익	94	137	144	200	53.5	45.5
세전순이익	287	460	284	463	-1.1	0.6
지배지분순이익	210	336	282	353	34.1	5.2
순이익률	6.1	8.4	8.2	8.7	2.1	0.3
EPS(지배지분순이익)	1,113	1,777	1,493	1,870	34.1	5.2

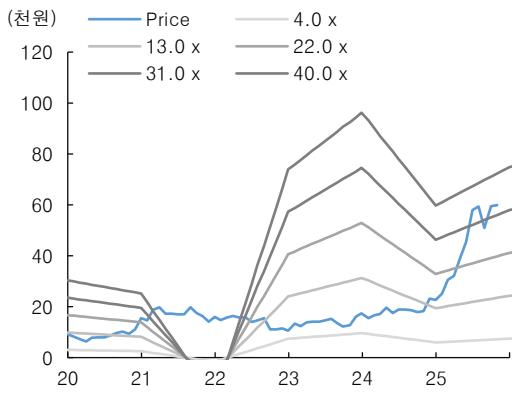
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

표1. 한화시스템 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

		비고
EPS	1,807	한화시스템 12MF EPS
Target PER	32.0	유럽 방산전자 Peer 그룹 평균 레벨
(1) 주당 사업가치	57,834	EPS * Target PER
(2) 한화오션 지분가치	12,910	한화오션 지분가치(한화오션 종가*보유주식수*할인율 50%) / 한화시스템 주식수(188.9백만주)
적정주가	70,745	(1) +(2)
목표주가	71,000	70,745≒71,000
현재주가	59,900	2025.10.31 기준
상승여력(%)	18.5	

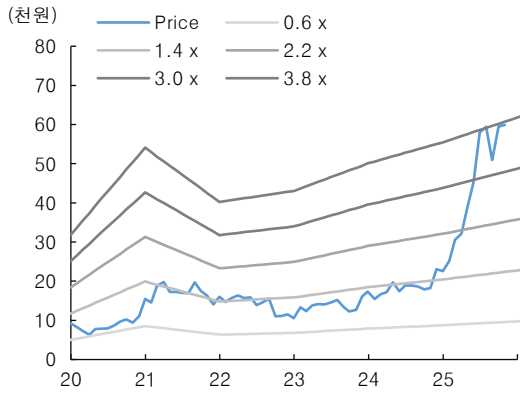
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 한화시스템 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 한화시스템 12MF PBR 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

표2. 한화시스템 분기/연간 실적 추이 (단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E
연결 매출액	**(십억원)**	**544**	**687**	**639**	**934**	**690**	**768**	**808**	**1,232**	**2,804**	**3,498**
YoY	(%)	23.9	12.5	3.0	19.4	26.8	11.8	26.4	32.0	14.3	24.7
QoQ	(%)	-30.3	26.3	-7.0	45.9	-26.0	11.3	5.1	52.5		
방산	(십억원)	382	493	468	756	430	470	481	864	2,099	2,246
ICT	(십억원)	161	190	170	175	142	147	156	192	695	636
신사업	(십억원)	2	4	2	3	118	151	171	176	11	616
연결 영업이익	(십억원)	**39**	**80**	**57**	**43**	**58**	**33**	**23**	**26**	**219**	**140**
YoY	(%)	218.1	167.1	43.7	6.3	48.1	-58.1	-60.5	-40.5	78.9	-36.2
QoQ	(%)	-3.5	103.3	-28.6	-24.1	34.5	-42.5	-32.8	14.3		
OPM	(%)	7.2	11.6	8.9	4.6	8.4	4.4	2.8	2.1	7.8	4.0
방산	(십억원)	34	61	46	28	50	53	50	58	169	211
ICT	(십억원)	12	23	15	6	11	11	12	7	56	40
신사업	(십억원)	-1	0	-1	-5	-3	-30	-39	-39	-6	-111
기타	(십억원)	-6	-5	-3	14	0	0	0	0	0	0
연결 지배순이익	(십억원)	**52**	**28**	**9**	**365**	**38**	**41**	**152**	**52**	**454**	**282**
YoY	(%)	-72.2	-62.9	-78.0	734.8	-27.0	44.6	1,513.2	-85.8	30.1	-37.9
QoQ	(%)	18.5	-45.4	-66.8	3,779.9	-89.6	8.1	270.8	-65.9		
NIM	(%)	9.5	3.9	1.3	41.8	4.8	6.2	18.8	4.5	17.0	8.2
수주잔고	(십억원)	**7,050**	**6,968**	**7,924**	**8,848**	**10,520**	**10,447**	**10,665**	**11,737**	**8,848**	**11,737**
YoY	(%)	18.7	20.0	32.6	21.4	49.2	49.9	34.6	32.7	21.4	32.7
QoQ	(%)	-3.3	-1.2	13.7	11.7	18.9	-0.7	2.1	10.1		
방산	(십억원)	6,694	6,633	7,634	8,630	8,428	8,350	8,631	9,699	8,630	9,699
ICT	(십억원)	356	335	289	218	213	269	275	356	218	356

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

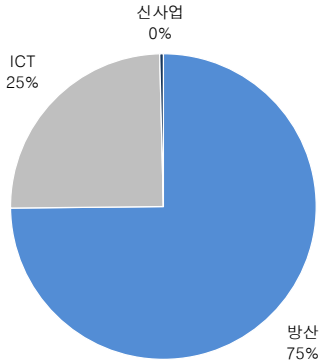
- 감시정찰, 지휘통제, 항공전자, 해양시스템, 위성사업 등을 중심으로 하는 방산 사업과 비즈니스 정보화 시스템 구축, 고객 전산시스템의 운영·관리 등을 수행하는 ICT 사업을 영위
- 신사업으로 UAM, 위성통신 해외기업에 지분 투자 후 공동협력 관계 구축
- 자산 7조 2,126억원, 부채 3조 7,995억원, 자본 3조 4,131억원
- 발행주식 수: 188,919,389주 / 자기주식수: 1,926,128주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선비 예산 규모 및 세부내역
- 해외 방위산업 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 갈등 상황 발생 여부

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2025년 6월 기준
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

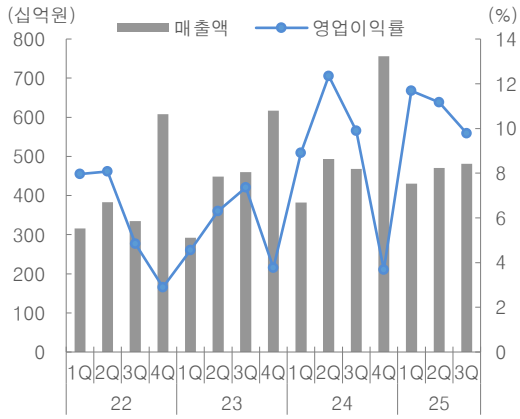
매출 비중 추이



주: 2024년 매출액 기준
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

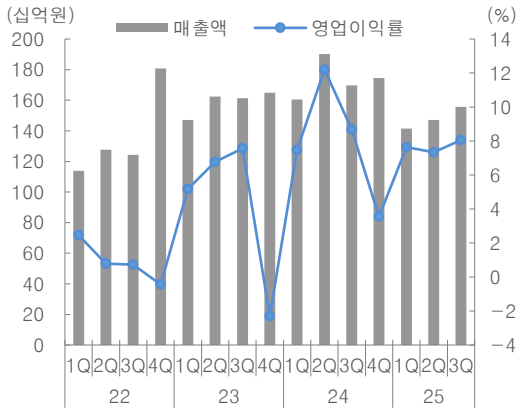
Earnings Driver

방산 부문 매출액 및 영업이익률 추이



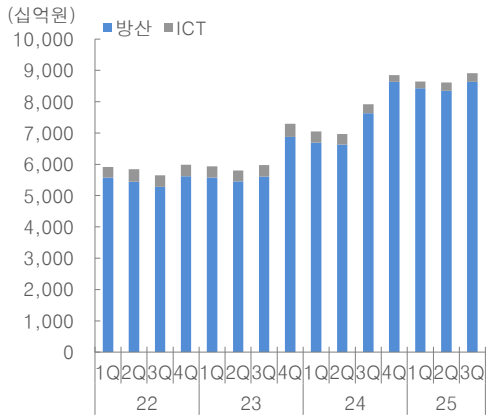
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

ICT 부문 매출액 및 영업이익률 추이



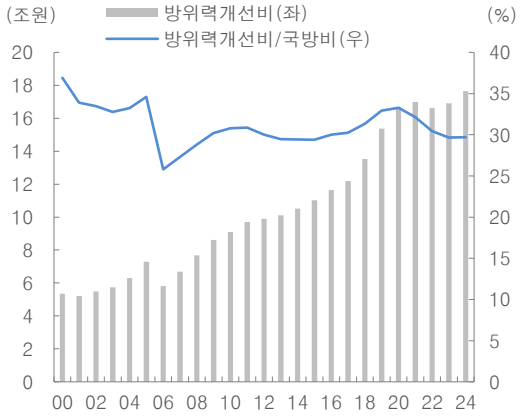
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

수주잔고 추이



자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

연도별 방위력개선비 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,498	4,266	4,562
매출원가	2,148	2,388	3,099	3,720	3,983
매출총이익	304	416	399	546	578
판매비와관리비	182	196	259	283	266
영업이익	123	219	140	263	312
영업이익률	5.0	7.8	4.0	6.2	6.8
EBITDA	244	333	274	421	488
영업외손익	321	362	144	200	204
관계기업손익	-30	-13	28	58	60
금융수익	32	48	61	62	63
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-17	-39	-81	-82	-82
외환관련손실	3	17	17	17	17
기타	337	366	135	162	163
법인세비용차감전순손익	444	581	284	463	516
법인세비용	-57	-104	4	-93	-103
계속사업순손익	386	477	288	370	413
중단사업순손익	-43	-32	0	0	0
당기순이익	343	445	288	370	413
당기순이익률	14.0	15.9	8.2	8.7	9.0
비지배지분순이익	-6	-9	6	17	19
지배지분순이익	349	454	282	353	394
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-18	-3	-1	0	0
포괄순이익	167	411	281	369	413
비지배지분포괄이익	-6	-9	6	17	19
지배지분포괄이익	173	420	275	352	393

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,890	2,286	2,556	2,917	3,366
현금및현금성자산	476	200	469	565	901
매출채권 및 기타채권	204	313	389	474	507
재고자산	501	610	761	928	993
기타유동자산	709	1,163	937	950	965
비유동자산	2,593	3,438	3,684	3,939	4,179
유형자산	348	570	695	794	874
관계기업투자금	993	25	142	289	437
기타비유동자산	1,253	2,843	2,848	2,856	2,869
자산총계	4,483	5,724	6,240	6,856	7,545
유동부채	1,951	2,677	2,977	3,331	3,732
매입채무 및 기타채무	301	436	475	517	533
차입금	132	30	45	68	101
유동성채무	30	50	83	139	231
기타유동부채	1,488	2,161	2,374	2,609	2,867
비유동부채	378	631	587	545	503
차입금	50	249	219	189	159
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	328	381	368	355	343
부채총계	2,329	3,308	3,564	3,876	4,234
지배지분	2,140	2,490	2,758	3,071	3,412
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,092	1,092	1,092
이익잉여금	212	589	806	1,094	1,422
기타자본변동	-117	-136	-85	-60	-47
비지배지분	14	-74	-82	-91	-101
자본총계	2,154	2,416	2,676	2,980	3,311
순차입금	-178	152	-110	-172	-427

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,849	2,405	1,493	1,870	2,084
PER	9.4	9.4	42.2	33.7	30.2
BPS	11,327	13,181	14,597	16,255	18,059
PBR	1.5	1.7	4.1	3.7	3.3
EBITDAPS	1,294	1,765	1,451	2,227	2,586
EV/EBITDA	12.7	13.0	40.6	26.3	22.1
SPS	12,982	14,841	18,516	22,580	24,146
PSR	1.3	1.5	3.2	2.7	2.5
CFPS	1,376	2,041	671	1,589	1,974
DPS	280	350	350	350	350

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	12.1	14.3	24.8	22.0	6.9
영업이익 증가율	213.6	78.9	-36.2	88.1	18.7
순이익 증가율	흑전	29.8	-35.3	28.4	11.5
수익성					
ROIC	23.6	28.4	17.5	23.9	29.4
ROA	2.9	4.3	2.3	4.0	4.3
ROE	16.9	19.6	10.8	12.1	12.1
안정성					
부채비율	108.1	136.9	133.2	130.1	127.9
순차입금비율	-8.3	6.3	-4.1	-5.8	-12.9
이자보상배율	8.8	9.8	6.7	12.7	14.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	83	133	-87	-32	157
당기순이익	343	445	288	370	413
비현금항목의 가감	-83	-60	-161	-70	-40
감가상각비	122	114	134	158	176
외환손익	0	-22	5	5	5
지분법평가손익	30	13	-28	-58	-60
기타	-235	-164	-273	-175	-162
자산부채의 증감	-168	-218	-210	-230	-102
기타현금흐름	-9	-35	-4	-101	-115
투자활동 현금흐름	-864	-442	-331	-363	-366
투자자산	-694	-149	-125	-155	-157
유형자산	-132	-240	-240	-240	-240
기타	-37	-53	33	32	31
재무활동 현금흐름	27	35	-78	-49	-1
단기차입금	52	-101	15	23	34
사채	50	219	-30	-30	-30
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-47	-52	-65	-65	-65
기타	-29	-31	2	24	61
현금의 증감	-752	-276	269	96	337
기초 현금	1,228	476	200	469	565
기말 현금	476	200	469	565	901
NOPLAT	107	180	142	210	250
FCF	69	29	36	128	186

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

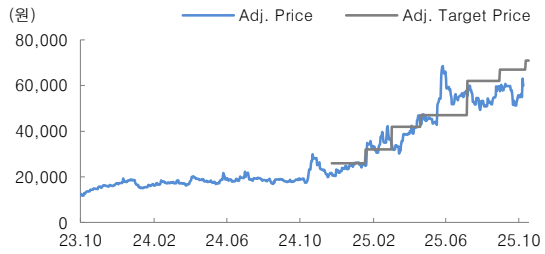
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화시스템(272210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.11.04	25.09.22	25.07.30	25.07.04	25.06.27	25.05.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	71,000	67,000	62,000	47,000	47,000	47,000
괴리율(평균,%)		(15.41)	(12.54)	13.80	11.89	10.81
괴리율(최대/최소,%)		(5.97)	(3.39)	(8.94)	(8.94)	45.96
제시일자	25.03.26	25.02.10	24.12.16			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	42,000	32,000	26,000			
괴리율(평균,%)	(10.72)	9.11	(7.67)			
괴리율(최대/최소,%)	11.55	32.03	0.77			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251101)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상