한화시스템 (272210)

Earnings Preview | Company Analysis | 방위산업 | 2025. 10. 21

3Q25 Preview: 미래를 위한 투자가 지속되는 구간

3Q25 매출 및 영업이익 컨센서스 대비 하회 전망

3Q25 연결기준 매출 7,864억원(+22.3% YoY), 영업이익 335억원(-51.2% YoY, OPM 3.5%로 컨센서스 대비 매출 (9,010억) 및 영업이익(580억원, OPM 6.4%) 하회 전망. 중동향 천궁2 MFR 매출 인식 및 필리조선소 적자폭은 2Q25와 유사한 수준, 국내 사업에서도 개발 매출이 주로 인식되며 2Q25 대비 아쉬운 영업이익률을 보일 것으로 추정. 다만 4Q25부터 중동향 천궁2 MFR 매출 인식이 증가하며 26년부터는 본격 양산에 돌입, 수출 비중 증가에 따른 매출믹스 개선으로 영업이익률 또한 25년 5.2%에서 26년 8.0%로 크게 개선 될 것으로 전망

확대되는 제품 포트폴리오

동사는 M-SAM, L-SAM 및 KF-21에 탑재되는 레이더 및 광학장비 이외 각종 무기체계에 적용 가능한 부체계들을 개발해 매출 확대에 집중. 25년 9월 폴란드 MSPO 방산전시회에서 26년 개발 완료할 APS를 공개했으며 LAMD의 한 축을 담당할 대드론, 대탄도탄 무기체계인 천광을 개발, 양산하는 중. 특히 천광의 경우 동사가 체계기업인 무기체계로 현재 Block1을 배치 중에 있으며 Block3까지 개량이 계획돼 있음. Block1에서는 고정형 소형 대드론, Block2에서는 이동형으로 개량, Block3에서는 중대형 대드론 및 대탄도탄 대응 능력을 갖출 계획. 최근 극초음속 미사일 위협 증가에 따라 레이저를 통한 대응체계가 주목받고 있는 상황에서 천광에 대한 수요는 지속 증가할 것이라 전망

목표주가 64,000원, 투자의견 Buy 유지

동사 가치 산출 시 영업가치인 방산, ICT 뿐 아니라 신사업으로 추진하고 있는 미국 조선업(필리조선소, 오스탈) 및 우주사업 가치를 함께 반영해야 한다고 판단. 영업가치의 경우 26년 동사 EBITDA에 글로벌 피어 EV/EBITDA 멀티플을 10% 할증 적용, 비영업가치의 경우 한화오션, 오스탈조선소 지분가치 할인 및 제주한화우주센터로부터 향후 기대되는 EBTIDA를 WACC로 할인해 산출

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,453	2,765	3,387	4,585	4,593
영업이익	93	204	175	368	498
순이익	356	431	132	272	387
EPS (원)	1,885	2,280	701	1,438	2,047
증감률 (%)	흑전	24	-72	96	42
PER (x)	9.3	14.8	78.9	38.5	27.0
PBR (x)	1.5	2.6	4.2	3.7	3.0
영업이익률 (%)	3.8	7.4	5.2	8.0	10.9
EBITDA 마진 (%)	7.6	10.3	9.4	12.0	15.2
ROE (%)	16.5	17.8	5.3	9.6	11.2

주: IFRS 연결 기준
자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

Analyst 최정환 CFA
jhchoi@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	64,000 원
현재주가	55,400 원
상승여력	22.4%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (10/20)	3,814.69 pt
시가총액	99,561 억원
발행주식수	188,919 천주
52 주 최고가/최저가	68,600 / 17,470 원
90 일 일평균거래대금	780.81 억원
외국인 지분율	8.0%
배당수익률(25.12E)	0.2%
BPS(25.12E)	13,198 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -22.3%
	6 개월 -17.3%
	12 개월 135.2%
주주구성	한화에어로스페이스 59.5%
	국민연금공단 7.2%

Stock Price

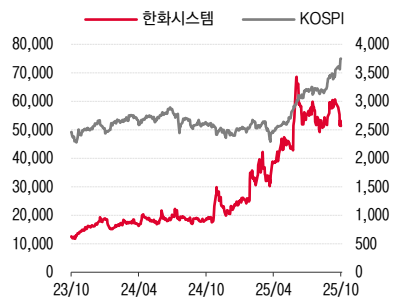


표1 Valuation Table

(십억원)	세부사항	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	비고
방산 EBITDA	502	103	114	131	154	
ICT EBITDA	106	24	46	24	11	
방산 Target EV/EBITDA	17.6x					레이더/항전장비 및 유도 피어 24M Fwd 멀티플 10% 할증 적용
ICT Target EV/EBITDA	6.1x					국내 SI 상장사 피어 24M Fwd 멀티플 적용
영업가치	9,303					
EV	9,486					
순차입금	184					
비영업가치(a+b+c)	2,911					
한화오션(a)	1,484					11.57% 지분율 적용, 시가총액 YTD Avg 50% 할인적용
오스탈조선소(b)	209					20% 지분 인수 가정, 시가총액 YTD Avg 50% 할인적용
우주(c)	1,285					제주한화우주센터 CAPA 고려, DCF 통해 산출
영업+비영업가치	12,213					
상장주식수(천주)	188,919					
Target Price(원)	64,000					
현재주가(원)	52,300					
상승여력	22.4%					

자료: LS증권 리서치센터

그림1 한화시스템 24M Fwd PER 밴드 차트

자료: DataGuide, 한화시스템, LS증권 리서치센터

그림2 한화시스템 24M Fwd EV/EBITDA 밴드 차트

자료: DataGuide, 한화시스템, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

실적 전망치 테이블

표2 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	3Q25E Cons
연결 매출액	691	768	786	1,142	901
YoY	*27.4%*	*12.4 %*	*23.3 %*	*26.6 %*	
방산	430	470	502	865	
수출비중	*35.5%*	*16.9 %*	*16.4 %*	*18.2 %*	
ICT	142	147	163	155	
기타(필리조선소 포함)	116	148	118	118	
연결 영업이익	58	33	28	55	58
OPM	*8.4%*	*4.4 %*	*3.5 %*	*4.9 %*	*6.4%*
방산	50	52	45	84	
OPM	*11.7%*	*11.1%*	*9.0%*	*9.7%*	
ICT	11	11	13	1	
OPM	*7.6%*	*7.3%*	*7.9%*	*1.0%*	
지배주주순이익	38	41	14	32	48

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

표3 연도별 실적 전망

(십억원)	24	25E	26E	27E	25E Cons
연결 매출액	2,765	3,386	4,583	4,591	3,535
YoY	*12.7%*	*22.5 %*	*35.3 %*	*0.2 %*	
방산	2,098	2,267	2,709	2,876	
수출비중	*13.8%*	*15.4 %*	*26.3 %*	*30.9 %*	
ICT	677	607	832	834	
기타(필리조선소 포함)	11	513	529	544	
연결 영업이익	204	175	368	498	204
OPM	*7.4%*	*5.2 %*	*8.0 %*	*10.9 %*	*5.8%*
방산	169	231	365	420	
OPM	*8.1%*	*10.2%*	*13.5%*	*14.6%*	
ICT	56	36	63	63	
OPM	*8.3%*	*5.9%*	*7.6%*	*7.6%*	
지배주주순이익	450	125	244	299	184

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

LS증권 리

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	6.2	6.0	5.5	12.6	13.2	12.5	8.0	12.9	13.7	23.8	16.1	300.7
탈레스	6.6	7.3	7.9	12.4	12.8	11.8	24.2	24.0	24.2	22.4	12.6	83.9
L3 해리스 테크놀로지스	2.1	5.9	5.4	14.9	15.3	14.5	7.8	10.0	12.1	22.7	14.8	75.5
레오나르도	6.9	8.9	7.5	10.3	8.0	8.0	11.9	11.9	12.7	21.6	10.8	46.2
아셀산	44.9	46.5	58.1	25.8	25.3	16.0	17.7	21.0	23.7	18.2	13.5	30.1
헨솔트	21.3	14.1	15.1	11.0	12.6	10.7	17.2	20.9	24.5	43.8	20.0	17.7
글로벌 평균	14.7	14.8	16.6	14.5	14.5	12.3	14.5	16.8	18.5	25.4	14.6	
한화시스템	22.5	35.4	0.2	5.2	8.0	10.8	5.3	9.6	11.2			

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	3.5	5.7	5.4	6.9	7.1	7.5	8.2	8.4	8.7	14.8	4.2	13.0
현대오토에버	10.9	10.3	10.8	6.1	6.4	6.6	10.5	11.2	11.7	19.5	7.6	4.3
LG CNS	6.0	6.9	9.5	9.1	9.3	9.2	16.9	15.6	15.5	13.0	6.4	6.0
국내 평균	6.8	7.6	8.6	7.4	7.6	7.8	11.9	11.7	12.0	15.8	6.1	

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	19.9	14.0	300.7
에어버스	-0.3	30.0	10.9	10.9	9.9	10.7	24.2	25.6	25.8	21.3	14.6	263.5
노스롭 그루만	2.8	5.0	4.9	10.5	11.0	11.2	23.6	25.4	25.7	19.0	14.1	121.0
탈레스	-1.4	24.6	7.9	14.4	12.8	13.1	24.2	24.0	24.2	20.0	11.0	83.9
L3 해리스	2.1	5.9	5.4	14.9	15.3	15.6	10.0	12.1	13.4	18.4	9.3	75.5
레오나르도	-1.2	26.8	7.5	10.2	9.5	10.2	11.3	11.9	12.7	33.3	16.3	46.2
헨솔트	5.4	34.4	17.4	12.9	12.6	13.8	17.2	20.9	24.5	45.3	15.9	17.4
아비오	-0.8	30.6	11.3	3.9	5.2	6.5	2.4	4.3	5.3	21.1	10.6	2.0
글로벌 평균	1.6	20.4	8.9	11.3	11.2	11.9	15.7	17.3	18.3	24.8	13.2	

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림3 폴란드 MSPO 2025 에서 최초 공개된 APS 모습

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

그림4 한화에어로스페이스 차세대 수출형 보병전투장갑차 모습

자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

그림5 Rafael Laser Dome 운용 모습

자료: Rafael, LS증권 리서치센터

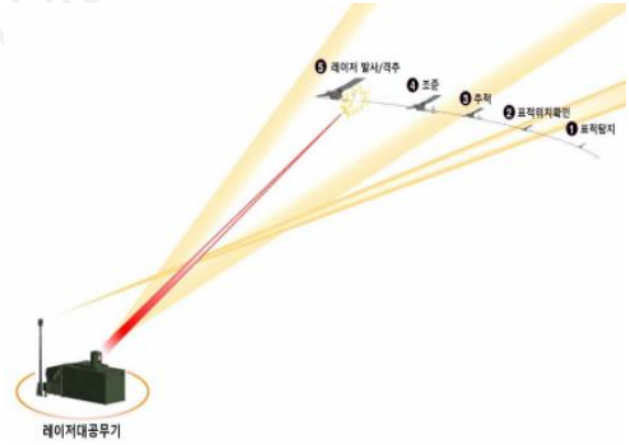
그림6 세계경제포럼 2025 에서 발표 중인 이스라엘 Rafael

자료: Rafael, LS증권 리서치센터

그림7 천광 Block1 실제 형상

자료: 방위사업청, LS증권 리서치센터

그림8 천광 운용 개념도



자료: 방위사업청, LS증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,890	2,286	2,463	2,382	2,340
현금 및 현금성자산	476	200	171	519	550
매출채권 및 기타채권	204	313	308	306	230
재고자산	501	610	677	306	383
기타유동자산	674	1,039	1,026	985	911
비유동자산	2,593	3,438	3,506	3,738	3,975
관계기업투자등	993	25	25	25	25
유형자산	348	570	603	661	701
무형자산	559	762	787	824	860
자산총계	**4,483**	**5,724**	**5,968**	**6,120**	**6,316**
유동부채	1,951	2,677	3,035	2,951	2,731
매입채무 및 기타재무	213	250	325	256	370
단기금융부채	332	130	132	164	9
기타유동부채	1,406	2,297	2,207	2,148	1,974
비유동부채	378	631	638	538	338
장기금융부채	100	598	638	538	338
기타비유동부채	328	332	348	366	384
부채총계	**2,329**	**3,308**	**3,673**	**3,489**	**3,069**
지배주주지분	2,140	2,490	2,559	2,877	3,450
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,092	1,092	1,092
이익잉여금	212	589	714	958	1,306
비지배주주지분(연결)	14	-74	-66	-39	0
자본총계	**2,154**	**2,416**	**2,493**	**2,838**	**3,450**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**2,453**	**2,765**	**3,386**	**4,583**	**4,591**
매출원가	2,149	2,344	2,926	3,836	3,704
매출총이익	**304**	**421**	**460**	**747**	**887**
판매비 및 관리비	211	225	285	379	389
영업이익	**93**	**204**	**175**	**368**	**498**
(EBITDA)	187	286	320	548	697
금융손익	41	37	35	29	22
이자비용	14	22	24	19	12
관계기업등 투자손익	1	-72	-10	-14	-14
기타영업외손익	306	455	27	-14	-14
세전계속사업이익	**413**	**561**	**181**	**339**	**477**
계속사업법인세비용	57	123	49	68	90
계속사업이익	356	437	132	272	387
중단사업이익	0	-7	0	0	0
당기순이익	**356**	**431**	**132**	**272**	**387**
지배주주	362	450	125	244	348
총포괄이익	**321**	**254**	**77**	**345**	**612**
매출총이익률 (%)	12.4	15.2	13.6	16.3	19.3
영업이익률 (%)	3.8	7.4	5.2	8.0	10.9
EBITDA 마진률 (%)	7.6	10.3	9.4	12.0	15.2
당기순이익률 (%)	14.5	15.6	3.9	5.9	8.4
ROA (%)	7.9	7.5	2.2	4.4	6.1
ROE (%)	16.5	17.8	5.3	9.6	11.2
ROIC (%)	17.2	14.4	4.3	9.6	14.2

현금흐름표

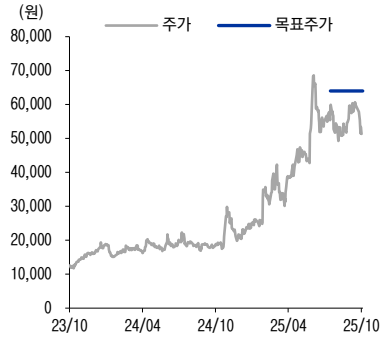
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**83**	**133**	**351**	**748**	**513**
당기순이익(손실)	343	445	132	272	387
비현금수익비용가감	-83	-60	145	180	199
유형자산감가상각비	71	60	136	171	190
무형자산상각비	23	22	9	9	9
기타현금수익비용	-177	-142	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-168	-218	143	305	18
매출채권 감소(증가)	7	-108	5	2	76
재고자산 감소(증가)	-128	-109	-67	372	-77
매입채무 증가(감소)	52	37	75	-69	115
기타자산, 부채변동	-120	482	-69	-9	-91
투자활동 현금흐름	**-864**	**-442**	**-392**	**-274**	**-263**
유형자산처분(취득)	-73	-222	-34	-58	-40
무형자산 감소(증가)	-1	-203	-25	-37	-37
투자자산 감소(증가)	-889	-569	21	-111	-76
기타투자활동	100	553	-354	-68	-110
재무활동 현금흐름	**27**	**35**	**12**	**-126**	**-218**
차입금의 증가(감소)	102	118	32	-86	-141
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-47	-52	-20	-41	-77
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**-754**	**-274**	**-29**	**347**	**32**
기초현금	1228	476	200	171	519
기말현금	476	200	171	518	551

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	9.3	14.8	78.9	38.5	27.0
P/B	1.5	2.6	4.2	3.7	3.0
EV/EBITDA	14.4	16.5	27.6	15.3	11.5
P/CF	12.6	7.5	29.8	14.0	20.4
배당수익률 (%)	1.6	1.0	0.2	0.4	0.7
성장성 (%)					
매출액	12.1	12.7	22.5	35.3	0.2
영업이익	286.6	120.0	-14.4	110.2	35.5
세전이익	흑전	35.6	-67.7	87.6	40.6
당기순이익	흑전	21.0	-69.3	105.2	42.3
EPS	흑전	24.3	-72.3	96.2	42.3
안정성 (%)					
부채비율	108.1	136.9	147.3	122.9	88.9
유동비율	42.2	39.9	41.3	38.9	37.1
순차입금/자기자본(x)	0.0	0.2	0.2	0.1	-0.1
영업이익/금융비용(x)	6.5	9.1	7.2	19.0	41.1
총차입금 (십억원)	432	728	770	702	347
순차입금 (십억원)	-44	528	599	184	-203
주당지표 (원)					
EPS	1,885	2,280	701	1,438	2,047
BPS	11,402	12,791	13,198	15,023	18,262
CFPS	441	702	1,859	3,957	2,716
DPS	240	270	100	210	400

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

한화시스템 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	최저대비	평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	최저대비	평균대비
2025. 07. 31	신규	최정환									
2025. 07. 31	Buy	64,000									

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)