한화시스템(272210)

매수(유지)

목표주가: 68,000원 (유지)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
64	67	67	59

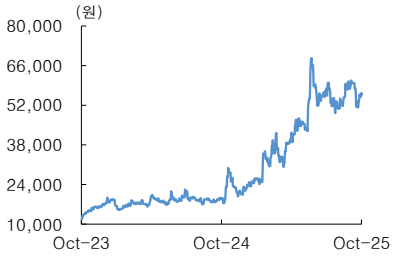
Stock Data

KOSPI(10/28)		4,010
주가(10/28)		55,800
시가총액(십억원)		10,542
발행주식수(백만)		189
52주 최고/최저가(원)		68,600/17,470
일평균거래대금(6개월, 백만원)		107,661
유동주식비율/외국인지분율(%)		38.7/8.1
주요주주(%)	한화에어로스페이스 외 2인	59.5
	국민연금공단	7.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.6)	31.9	195.2
KOSPI 대비(%p)	(22.1)	(25.4)	141.7

주가추이



자료: FnGuide

ADEX에서 포착된 미래 수출 기회

Diehl Defense와 MOU 체결

지난 ADEX 기간에 독일 방산 기업 Diehl Defense와 아이리스-T SLM에 탑재될 다기능 레이더 공급을 위한 MOU를 체결했다. 아이리스-T SLM은 중거리 지대공 미사일로, 한국의 천궁-II와 유사한 사거리 및 요격 고도를 지닌 것으로 추정된다. 한화시스템은 이미 천궁-II에 다기능 레이더를 탑재해 중동 3개국과 수출 계약을 체결한 이력이 있으며, 이번 협력을 통해 유럽 지역 수출을 위한 토대를 마련한 것으로 파악된다.

아이리스-T SLM 유럽 공급 확대되는 중

유럽에서 아이리스-T SLM 수요는 지속적으로 커지고 있다. 러시아-우크라이나 전쟁 발발 이후 유럽 국가들은 ESSI(European Sky Shield Initiative)를 창설했다. 유럽 24개 국가가 참여하고 있으며, 아이리스-T SLM은 ESSI 중거리 방공 시스템의 핵심 체계로 부상하고 있다. 현재 ESSI에 참여한 10개 국가와 우크라이나가 공급 계약을 체결하거나 구매 의사를 표현한 것으로 파악된다. 2025년에도 스웨덴, 스위스, 덴마크 등의 국가가 구매 계약을 체결하면서 인도를 기다리고 있다. 이에 더해 나머지 14개 국가 역시 ESSI 프레임워크 계약을 활용한 공동 구매 형태의 추가 도입 가능성이 높은 것으로 전망한다.

아이리스- T SLM 공급망 다변화 필요성 증대

아이리스-T SLM에는 독일 Hensoldt의 TRML-4D 레이더가 탑재된다. 2025년 7월 Hensoldt는 독일 방공망 구축에만 50대 이상의 레이더가 필요하다는 추정 아래 TRML-4D의 연간 생산량을 30대 이상으로 늘린다고 발표했다. 이에 더해 2025년 10월 유럽 내 수요 증가로 기존 공장의 생산 능력 한계에 도달했고, 추가 생산 시설 건설이 필요하다고 언급했다. 아이리스-T SLM 수요 증가로 인한 공급망 병목이 심화되고 있는 것이다. 실제로 2025년 계약을 체결한 스웨덴과 스위스 첫 인도 시점은 2028년 이후로 추정된다. ESSI 프레임워크 내 잠재 수요까지 고려할 경우 공급망 다변화가 필요한 시점이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	2,452	123	349	1,864	NM	244	9.3	12.6	1.5	16.9	1.6
2024A	2,804	219	454	2,422	29.9	333	9.3	12.9	1.7	19.6	1.5
2025F	3,684	180	154	823	(66.0)	344	67.8	27.4	2.7	4.8	0.6
2026F	4,638	312	244	1,302	58.2	504	42.9	18.6	2.6	6.1	0.6
2027F	5,346	341	282	1,508	15.8	535	37.0	17.3	2.4	6.8	0.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

장남현
nh.jang@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

공급망 편입에 따른 수출 기회 확대

매수의견과 목표주가 68,000원(SOTP 적용)을 유지한다. Diehl Defense와의 MOU 체결은 공급망 다변화의 일환으로 파악된다. 한화시스템의 경우 TRML-4D와 같은 AESA 기반의 다기능 레이더 생산이 가능하다. 또한 UAE, 사우디아라비아, 이라크 천궁-II에 탑재될 다기능 레이더 공급 계약을 체결하면서 수출 이력을 확보했다. 생산 역량과 레퍼런스를 고려했을 때 아이리스-T SLM 공급망 편입을 통한 수출 확대가 가능할 것으로 전망한다. 이에 따라 각 계약이 연간 1,000억원 이상의 매출을 발생시킬 것으로 추정되는 중동 수출에 더해, 유럽 수출 파이프라인이 확장되면서 이익 개선 속도가 더욱 빨라질 것이다.

<표 1> ESSI 참여 국가의 IRIS-T SLM 도입 여부

구분	ESSI 참여 국가	IRIS-T SLM 도입 여부
1	독일	O
2	에스토니아	O
3	라트비아	O
4	리투아니아	O
5	슬로베니아	O
6	오스트리아	O
7	스웨덴	O
8	불가리아	O
9	스위스	O
10	덴마크	O
11	핀란드	X
12	노르웨이	X
13	네덜란드	X
14	영국	X
15	폴란드	X
16	튀르키예	X
17	그리스	X
18	벨기에	X
19	체코	X
20	헝가리	X
21	루마니아	X
22	슬로바키아	X
23	포르투갈	X
24	알바니아	X

자료: 한국투자증권

<표 2> 아이리스-T SLM과 천궁-II 비교

구분	아이리스-T SLM	천궁-II
제조사	Diehl Defense	LIG 넥스원, 한화시스템 등
유형	중거리 지대공 미사일	중거리 지대공 미사일
최대 사거리	약 40 km	약 40~50 km (추정)
최대 요격 고도	약 20 km	약 20 km (추정)
레이더	Hensoldt TRML-4D (AESA 기반) 또는 타사 AESA 레이더	한화시스템 다기능 레이더(MFR) (AESA 기반)

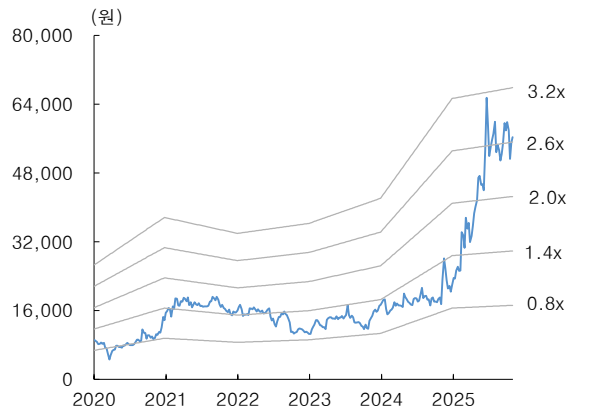
자료: 한국투자증권

<표 3> 한화시스템 다기능 레이더 수출 이력

공급 국가	계약 시점	계약금액(십억원)
UAE	2022 년	1,302.0
사우디아라비아	2024 년	1,195.3
이라크	2025 년	859.3

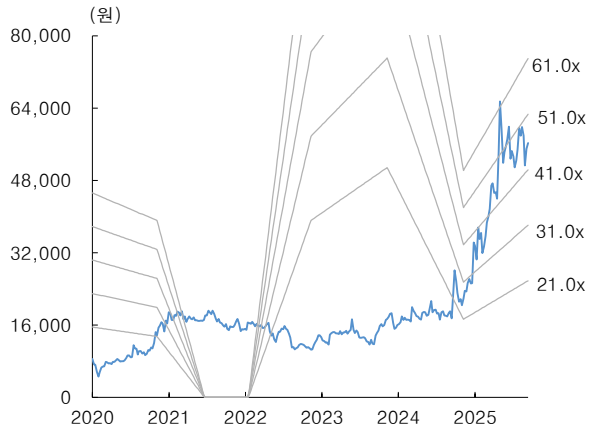
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 1] 12개월 선행 PBR



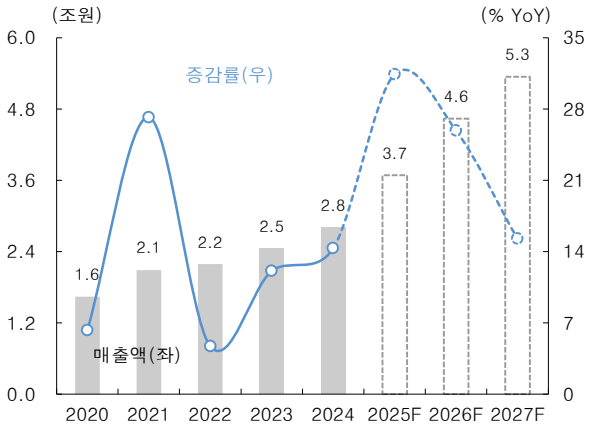
자료: 한국투자증권

[그림 2] 12개월 선행 PER



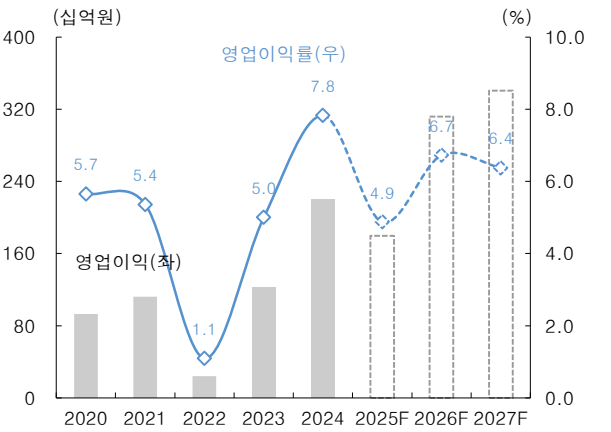
자료: 한국투자증권

[그림 3] 매출액 추이



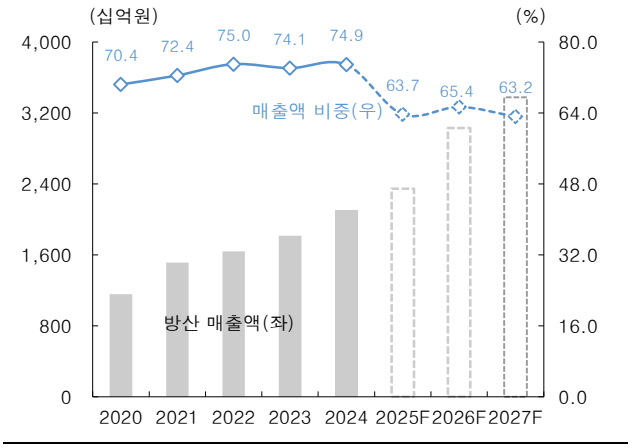
자료: 한화시스템, 한국투자증권

[그림 4] 영업이익 추이



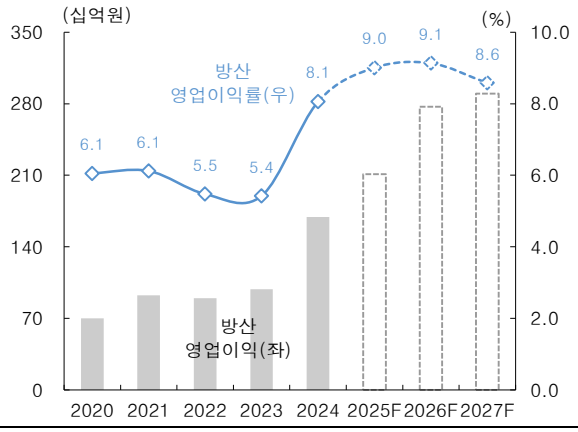
자료: 한화시스템, 한국투자증권

[그림 5] 방산 매출액 추이



자료: 한화시스템, 한국투자증권

[그림 6] 방산 영업이익 추이



자료: 한화시스템, 한국투자증권

<표 4> 분기 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(연결)	690.1	768.2	889.9	1,336.2	865.4	946.9	1,106.9	1,718.9	2,803.7	3,684.4	4,638.2	5,346.3
방산	430.3	470.2	539.6	906.0	556.1	607.7	697.4	1,170.9	2,098.8	2,346.1	3,032.1	3,378.6
ICT	141.5	147.0	198.7	277.0	148.6	154.4	208.6	290.9	694.8	764.3	802.5	842.6
신사업	118.3	150.9	151.6	153.2	160.7	184.8	200.9	257.2	10.5	574.0	803.7	1,125.1
매출액 증감률(연결)	*26.8*	*11.8*	*39.2*	*43.2*	*25.4*	*23.3*	*24.4*	*28.6*	*14.3*	*31.4*	*25.9*	*15.3*
방산	*12.7*	*(4.7)*	*15.4*	*19.8*	*29.2*	*29.2*	*29.2*	*29.2*	*15.5*	*11.8*	*29.2*	*11.4*
ICT	*(11.8)*	*(22.7)*	*17.2*	*58.7*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*9.3*	*10.0*	*5.0*	*5.0*
영업이익(연결)	58.2	33.5	44.2	43.8	69.7	73.4	82.5	86.1	219.3	179.6	311.7	340.7
전년대비 증감률	*48.1*	*(58.1)*	*(22.5)*	*1.3*	*19.9*	*119.4*	*86.7*	*96.6*	*78.9*	*(18.1)*	*73.6*	*9.3*
영업이익률	*8.4*	*4.4*	*5.0*	*3.3*	*8.1*	*7.8*	*7.5*	*5.0*	*7.8*	*4.9*	*6.7*	*6.4*
순이익(연결)	37.8	40.9	31.2	44.0	56.7	59.2	66.0	61.7	454.3	153.9	243.5	281.9
전년대비 증감률	*(27.0)*	*44.6*	*232.1*	*(87.9)*	*49.7*	*44.8*	*111.3*	*40.2*	*30.1*	*(66.1)*	*58.2*	*15.8*
순이익률	*5.5*	*5.3*	*3.5*	*3.3*	*6.5*	*6.3*	*6.0*	*3.6*	*16.2*	*4.2*	*5.2*	*5.3*

자료: 한화시스템, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,452**	**2,804**	**3,684**	**4,638**	**5,346**
매출원가	2,148	2,388	3,194	4,021	4,635
매출총이익	304	416	490	617	711
판매관리비	182	196	311	305	371
영업이익	**123**	**219**	**180**	**312**	**341**
영업이익률(%)	*5.0*	*7.8*	*4.9*	*6.7*	*6.4*
EBITDA	244	333	344	504	535
EBITDA Margin(%)	*10.0*	*11.9*	*9.3*	*10.9*	*10.0*
영업외수익	321	362	22	7	28
금융수익	32	48	51	72	79
금융비용	17	39	66	60	45
기타영업외손익	337	366	48	(5)	(6)
관계기업관련손익	(30)	(13)	(10)	0	0
세전계속사업이익	**444**	**581**	**202**	**319**	**369**
법인세비용	57	104	36	57	66
연결당기순이익	343	445	166	262	303
지배주주지분순이익	**349**	**454**	**154**	**244**	**282**
지배주주순이익률(%)	*14.2*	*16.2*	*4.2*	*5.2*	*5.3*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	12.1	14.3	31.4	25.9	15.3
영업이익 증가율	213.6	78.9	(18.1)	73.6	9.3
지배주주순이익 증가율	NM	30.1	(66.1)	58.2	15.8
EPS 증가율	NM	29.9	(66.0)	58.2	15.8
EBITDA 증가율	69.7	36.4	3.1	46.7	6.0

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**4,483**	**5,724**	**7,708**	**8,219**	**8,720**
유동자산	1,890	2,286	4,143	4,606	5,058
현금성자산	476	200	1,718	1,815	1,993
매출채권및기타채권	204	313	411	517	596
재고자산	501	610	802	1,009	1,163
비유동자산	2,593	3,438	3,565	3,613	3,662
투자자산	1,480	1,903	1,911	1,919	1,925
유형자산	348	570	617	620	622
무형자산	559	762	800	840	882
부채총계	**2,329**	**3,308**	**3,791**	**4,106**	**4,370**
유동부채	1,951	2,677	2,974	3,123	3,233
매입채무및기타채무	301	436	573	722	832
단기차입금및단기사채	132	30	190	190	190
유동성장기부채	30	50	50	50	50
비유동부채	378	631	817	983	1,136
사채	50	249	285	330	390
장기차입금및금융부채	89	115	181	212	238
자본총계	**2,154**	**2,416**	**3,917**	**4,113**	**4,351**
지배주주지분	2,140	2,490	3,881	4,059	4,275
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,092	1,092	1,092
기타자본	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)
이익잉여금	212	589	678	856	1,072
비지배주주지분	**14**	**(74)**	**36**	**54**	**75**
순차입금	(178)	152	(1,141)	(1,204)	(1,326)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**83**	**133**	**336**	**390**	**454**
당기순이익	343	445	166	262	303
유형자산감가상각비	99	92	138	165	165
무형자산상각비	23	22	26	28	29
자산부채변동	(168)	(218)	(188)	(164)	(125)
기타	(214)	(208)	194	99	82
투자활동현금흐름	**(864)**	**(442)**	**997**	**(285)**	**(275)**
유형자산투자	(132)	(240)	(185)	(167)	(167)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(701)	(222)	1,284	(8)	(6)
무형자산순증	(27)	(25)	(65)	(68)	(71)
기타	(4)	45	(37)	(42)	(31)
재무활동현금흐름	**27**	**35**	**186**	**(8)**	**(1)**
자본의증가	1	3	0	0	0
차입금의순증	72	84	263	76	86
배당금지급	(47)	(52)	(65)	(65)	(65)
기타	1	0	(12)	(19)	(22)
기타현금흐름	2	(2)	0	0	0
현금의증가	**(752)**	**(276)**	**1,518**	**97**	**178**
FCF	65	106	(25)	158	200

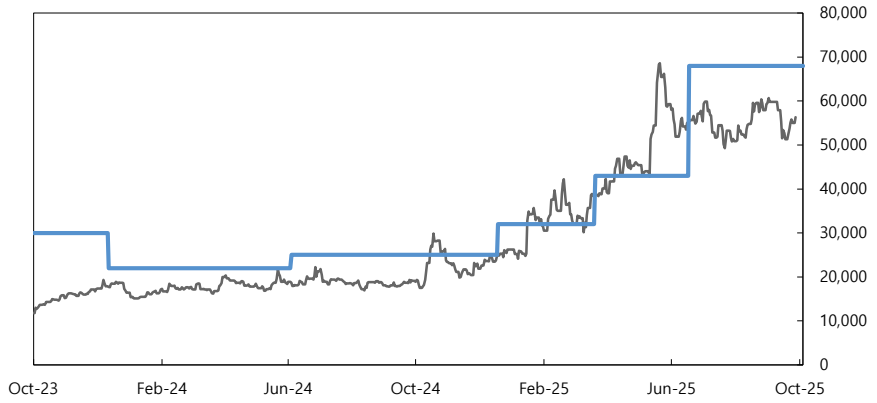
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,864	2,422	823	1,302	1,508
BPS	11,507	13,361	20,721	21,664	22,810
DPS	280	350	350	350	350
수익성(%)					
ROA	8.1	8.7	2.5	3.3	3.6
ROE	16.9	19.6	4.8	6.1	6.8
배당수익률	1.6	1.5	0.6	0.6	0.6
배당성향	15.0	14.4	42.5	26.9	23.2
안정성					
부채비율(x)	108.1	136.9	96.8	99.8	100.4
차입금/자본총계비율(%)	15.3	19.6	18.8	19.7	20.6
이자보상배율(x)	8.8	9.8	6.3	14.1	14.0
순차입금/EBITDA(x)	(0.7)	0.5	(3.3)	(2.4)	(2.5)
Valuation(x)					
PER	9.3	9.3	67.8	42.9	37.0
최고	9.5	12.5	85.3	53.9	46.6
최저	5.5	6.2	27.4	17.3	15.0
PBR	1.5	1.7	2.7	2.6	2.4
최고	1.5	2.3	3.4	3.2	3.1
최저	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0
PSR	1.3	1.5	2.9	2.3	2.0
EV/EBITDA	12.6	12.9	27.4	18.6	17.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한화시스템 (272210)	2024.01.08	매수	22,000원	-19.6	-1.4
	2024.07.01	매수	25,000원	-18.0	19.4
	2025.01.15	매수	32,000원	1.7	32.0
	2025.04.18	매수	43,000원	16.6	59.5
	2025.07.17	매수	68,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 10월 28일 현재 한화시스템 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한화시스템 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.