

한화시스템 (272210)

이슈 코멘트

BNK 투자증권

최근 의미 있는 두가지 변화

1) 필리조선소 지분 매각: 투자 부담 완화 및 실적 변동성 제거

한화시스템은 9월 18일 공시를 통해 보유 중이던 필리조선소 지분 60% 전량(처분예정금액 3,251억 원, 처분예정일 10월 31일)을 한화디펜스 USA ship building(HDUSA Shipbuilding)에 매각하기로 결정했다. 이로써 당초 인수 및 증가 대금(누적 1.2억 달러)대비 약 2,333억 원의 대규모 매각 차익을 확보하며 미래 신사업을 위한 현금 유동성을 선제적으로 확보하게 되었다.

대규모 시설투자(Capex)와 실적 변동성이 수반되는 조선 야드 운영 부담을 지배구조상 규모가 더 큰 한화에어로스페이스 축으로 이관해 본업의 마진을 방어하는 한편, 오스탈(Austal) 미국 법인 투자, 자체 우주센터 건립, KAI 지분 확보 등 핵심 투자 재원을 마련했다는 점에서 합리적인 자산 재배치로 판단된다. 특히 한화 퓨처프루프(HFP)를 경영한 간접 지분 고리(5.63%)를 유지하고 있어 MASGA의 연결고리에서 이탈한 것이 아니며, 미 해군 유·무인 복합체계인 MUSV(중형 무인수상정) 및 특수선 사업 진입 시 CMS(전투체계)와 레이더를 탑재하는 캡티브 시너지와 미국 내 조선소 파트너십은 확고하게 유지될 전망이다.

3분기 중 회계법인 협의 후 한화필리조선소의 중단사업손익 분류 여부가 결정될 것으로 보이는데 중단사업손익으로 분류될 경우 과거 및 당해 연도 연결 매출·영업이익에서 조선 부문 변동성이 제거된다. 한화필리조선소의 향후 성장 그림을 긍정적으로 보아왔던 투자자에게는 다소 아쉬운 측면이 있을수 있지만 기대감과 투자부담 우려감이 상존해왔던 만큼 순수 방산전자·ICT 본업의 구조적 마진율을 복원한다는 점에서는 긍정적으로 판단된다.

Fig. 1: 한화시스템 연결재무제표 요약

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	2,804	3,664	4,567	5,091	5,620
영업이익	219	120	240	453	541
세전이익	581	115	25	417	527
순이익[지배]	454	242	86	337	400
EPS(원)	2,405	1,282	456	1,783	2,120
증감률(%)	30.1	-46.7	-64.4	291.0	18.9
PER(배)	9.4	42.4	162.2	41.5	34.9
PBR	1.7	2.1	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	13.2	38.5	35.9	22.8	19.2
ROE(%)	19.6	6.6	1.8	7.2	8.1
배당수익률	1.5	0.9	0.6	0.8	0.9

자료: 한화시스템, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	90,000원
[유지]	21.8%
현재주가	73,900원
2026/9/23	

주식지표	
시가총액	13,961십억원
52주최고가	162,700원
52주최저가	45,350원
상장주식수	18,892만주/0.0만주
자본금/액면가	945십억원/5,000원
60일평균거래량	58만주
60일평균거래대금	41십억원
외국인지분율	10.1%
자기주식수	193만주/1.0%
주요주주및지분율	
한화에어로스페이스	59.5%
이스 외	
국민연금공단	7.2%

주가동향



이상현

자동차/기계

prolog@bnkfn.co.kr

(02)2071-7672

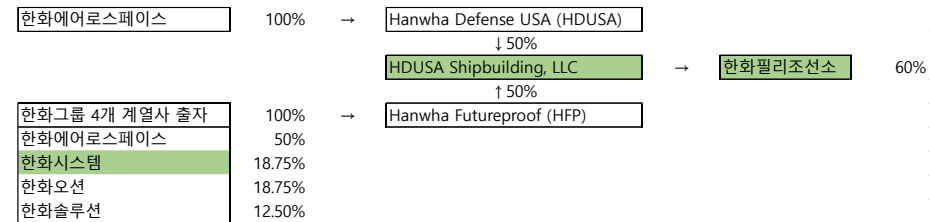
BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 국제금융로2길 24

BNK금융타워 3층

www.bnkfn.co.kr

Fig. 2: 한화필리조선소 지배구조 개요



자료: 한화시스템, BNK투자증권

표 1. 한화필리조선소 최종 지분을 요약

구분	주주사	지분율	비고
최종 피인수 기업	한화필리조선소 (Hanwha Philly Shipyard)	-	인수 대상
주요 주주	한화시스템 → HDUSA Shipbuilding	60.00%	합작 법인
주요 주주	한화오션	40.00%	직접 투자
간접 지분	한화시스템	5.63%	실질 유효 지분율 (18.75% * 50% * 60%)

자료: 한화시스템, BNK투자증권

표 2. 한화필리조선소 지배구조 계통 상세

계층	법인명	주요 주주 및 지분율	역할
계층 1 (최상위 출자사)	한화에어로스페이스 등 4개사	한화에어로스페이스, 한화시스템, 한화오션, 한화솔루션	그룹 차원의 공동 투자
계층 2 (중간 지주 법인)	Hanwha Defense USA (HDUSA)	한화에어로스페이스 (100%)	미국 내 방산/조선 사업 총괄
계층 2 (중간 투자 법인)	Hanwha Futureproof (HFP)	에어로(50%), 시스템(18.75%), 오션(18.75%), 솔루션(12.5%)	미국 내 투자 목적 법인
계층 3 (인수 합작 법인)	HDUSA Shipbuilding, LLC	HDUSA (50%), HFP (50%)	필리조선소 인수를 위한 특수목적법인
계층 4 (최종 피인수 기업)	한화필리조선소	HDUSA Shipbuilding (60%), 한화오션 (40%)	미국 내 합정 건조 및 MRO 거점

자료: 한화시스템, BNK투자증권

표 3. 계열사별 한화필리조선소 관련 전략적 역할 및 기대효과

참여자	전략적 역할 및 기대효과
한화시스템	무인 수상정·잠수함 등 해양 합정 시스템 및 전투체계(CMS) 공급, MRO 사업 시너지
한화에어로스페이스	미국 내 방산 사업 총괄 및 합정용 추진체계/엔진 등 핵심 기자재 공급
한화오션	필리조선소 공동 경영을 통한 미국 합정 시장 진출 및 상선/특수선 건조 노하우 이식

자료: 한화시스템, BNK투자증권

2) UAE EDGE와 통합 대공 방어망 Term Sheet 체결: 메인 파트너 위상 도약

아울러 지난 9월 15일에는 UAE 국영 방산기업 EDGE와의 통합 대공 방어망 구축사업 (MSAM, LSAM, LAMD, 천무, 대드론체계 등까지 아우르는)에 대한 주요조건합의서(Term Sheet)를 체결했다.

이번에 UAE EDGE와의 텀시트는 단순히 한국 정부가 무기를 파는 형태가 아니라, UAE 현지 국영 방산기업과 한화시스템(한화그룹)이 손잡고 그물망처럼 얹힌 방공 네트워크 시스템을 공동 구축, 현지 생산하겠다는 거대 패키지 협력이다. 이로써 해외 방산 시장에서 한화시스템의 위상이 단순 부품 공급자에서 메인 파트너로 격상되는 중대한 분기점으로 판단된다.

MSAM(중거리 지대공 유도무기, 중고도 요격체계), LSAM(장거리 지대공 유도무기, 고고도 요격체계), LAMD(장사정포 요격체계, 저고도 요격체계) 등의 국내 연구개발 및 납품 공식 타이틀로서의 체계종합은 여전히 LIG D&A가 주도하지만, 중동(UAE) 같은 해외 시장에서 국가 단위 통합 방공망 체계를 설계하고 현지 합작법인을 통해 사업을 총괄하는 주체로서 한화시스템이 전면에서 나서고 있는 것으로 이해된다.

실제로 고고도 요격 체계인 LSAM에서 한화시스템과 한화에어로스페이스의 수주금액 비중이 MSAM과 비교해 크게 확대되는 것으로 파악된다. 국내에서 지금까지 나온 LSAM 관련 1.3조원대 수주에서 한화시스템과 한화에어로스페이스가 차지하는 비중이 합산 79%(각각 27%, 52%), LIG D&A의 비중은 21%를 차지하고 있다. 과거 중동향 MSAM에서는 한화시스템과 한화에어로스페이스의 비중이 30~40%대 수준이었다. LSAM에서 한화 계열사 비중이 높아지는 이유는 무기 특성상 초고성능 대형 레이더(한화시스템)와 고난도 추진기관, 요격 유도탄체(한화에어로스페이스)의 물리적 단가와 양산 비용이 전체 사업비의 다수를 차지하기 때문으로 파악된다. LAMD의 경우에도 무기체계 특성상 다표적 동시 탐지 레이더(한화시스템), 대규모 발사대 및 발사체계(한화에어로스페이스)로 인해 비중이 높을 수 밖에 없을 것으로 파악된다.

복합 요격 체계에서는 미사일 제조사보다 다기능레이더(MFR)와 지휘통제(C2/C4I) 소프트웨어를 장악한 체계종합업체가 핵심 해게모니를 쥐는 것이 글로벌 표준인 만큼, 연내 프레임워크 구체화와 함께 예상되는 UAE향 LSAM 본계약부터는 한화시스템이 주계약자 지위로 올라설 가능성도 제기되고 있다(포대급 교전통제에서는 LIG D&A, 상위 지휘통제체계에서는 한화시스템이 강자였으나 두회사간 기술적 영토가 일부 맞닿고 확장되는 양상).

LSAM 수주시 고성능 레이더 단가 상승과 방어 범위 확대로 전체 사업 규모는 MSAM(약 4조 원대)에 필적할 것으로 추정(포대수에서 MSAM보다 줄어들기 때문에 수주규모는 MSAM과 유사할 것)되며, 유럽권 도입 타진까지 맞물려 중장기 수출 파이프라인의 퀀텀 점프가 기대된다.

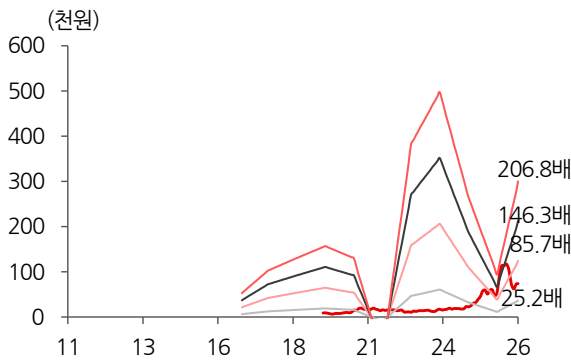
표 4. MSAM, LSAM의 각 회사별 수주 금액과 비중

(단위: 십억원, %)

		한화시스템	한화에어로스페이스	LIG D&A	비고
MSAM	UAE항 비중	860.0 21%	617.0 15%	2,597.4 64%	전체 수주 4,074.4 한화 계열사 비중 36%
	사우디항 비중	1,195.3 28%	946.8 22%	2,197.7 51%	전체 수주 4,339.8 한화 계열사 비중 49%
	이라크항 비중	859.3 23%	338.1 9%	2,516.1 68%	전체 수주 3,713.5 한화 계열사 비중 32%
LSAM	국내항 비중	357.3 27%	705.4 52%	284.1 21%	전체 수주 1,346.8 한화 계열사 비중 79%

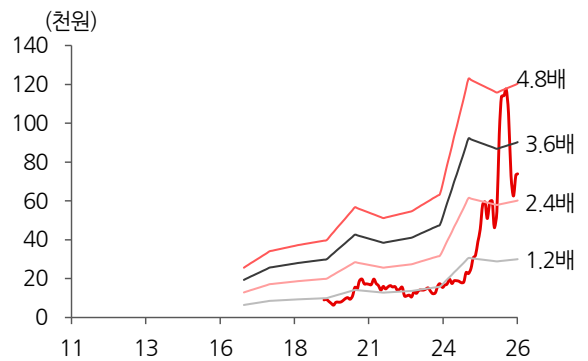
자료: 전자공시시스템, 언론, BNK투자증권

Fig. 3: 한화시스템 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 4: 한화시스템 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286	2,929	4,821	5,209	5,731
현금성자산	200	325	1,998	2,164	2,390
매출채권	309	450	481	519	570
재고자산	610	811	867	937	1,029
비유동자산	3,524	7,399	7,191	7,383	7,595
투자자산	1,903	5,639	5,258	5,312	5,383
유형자산	636	823	984	1,109	1,231
무형자산	734	710	712	725	743
자산총계	5,810	10,327	12,011	12,591	13,325
유동부채	2,677	3,335	5,303	5,553	5,887
매입채무	154	253	271	292	321
단기차입금	30	301	2,164	2,164	2,164
비유동부채	678	1,991	2,059	2,128	2,219
사채및장기차입금	249	1,073	1,097	1,097	1,097
부채총계	3,355	5,326	7,362	7,681	8,105
지배기업지분	2,490	4,849	4,567	4,809	5,098
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,127	1,127	1,127
이익잉여금	589	709	704	947	1,236
자본총계	2,456	5,001	4,650	4,910	5,220
총차입금	473	1,616	3,392	3,394	3,397
순차입금	152	1,128	1,220	1,042	801

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	133	79	512	668	797
당기순이익	445	209	35	354	421
비현금비용	447	448	579	475	544
감가상각비	114	180	185	210	235
비현금수익	-507	-304	-173	-126	-139
자산및부채의증감	-218	-211	188	108	144
매출채권감소	-92	-143	-24	-38	-51
재고자산감소	-106	-188	-56	-69	-92
매입채무증가	2	234	-3	22	29
법인세환급(납부)	-32	-49	-41	-63	-105
투자활동현금흐름	-442	-1,170	-515	-411	-462
유형자산증가	-240	-299	-280	-280	-300
유형자산감소	0	2	0	0	0
무형자산순감	-25	-19	-41	-68	-76
재무활동현금흐름	35	1,237	1,657	-91	-109
차입금증가	143	1,143	1,776	2	3
자본의증감	-8	31	4	0	0
배당금지급	-52	-65	-93	-93	-112
현금의증가	-276	126	1,673	166	226
기말현금	200	325	1,998	2,164	2,390
잉여현금흐름(FCF)	-107	-220	232	388	497

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,804	3,664	4,567	5,091	5,620
매출원가	2,388	3,272	3,964	4,174	4,571
매출총이익	416	392	604	917	1,049
매출총이익률	14.8	10.7	13.2	18.0	18.7
판매비와관리비	196	272	363	464	508
판매비율	7.0	7.4	7.9	9.1	9.0
영업이익	219	120	240	453	541
영업이익률	7.8	3.3	5.3	8.9	9.6
EBITDA	333	300	425	663	776
영업외손익	362	-5	-215	-36	-14
금융이자손익	-8	-25	-74	-81	-68
외화관련손익	16	3	21	0	0
기타영업외손익	354	17	-162	45	54
세전이익	581	115	25	417	527
세전이익률	20.7	3.1	0.5	8.2	9.4
법인세비용	104	-86	-15	63	105
법인세율	17.9	-74.8	-60.0	15.1	19.9
계속사업이익	477	201	40	354	421
당기순이익	445	209	35	354	421
당기순이익률	15.9	5.7	0.8	7.0	7.5
지배기업순이익	454	242	86	337	400
총포괄손익	411	2,397	-262	354	421

주요투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	2,405	1,282	456	1,783	2,120
BPS	13,361	25,849	24,353	25,641	27,166
CFPS	2,041	1,871	2,333	3,722	4,374
DPS	350	500	500	600	700
PER (배)	9.4	42.4	162.2	41.5	34.9
PSR	1.5	2.8	3.1	2.7	2.5
PBR	1.7	2.1	3.0	2.9	2.7
PCR	11.1	29.1	31.7	19.9	16.9
EV/EBITDA	13.2	38.5	35.9	22.8	19.2
배당성향 (%)	14.7	44.7	268.4	31.7	31.1
배당수익률	1.5	0.9	0.6	0.8	0.9
매출액증가율	14.3	30.7	24.7	11.5	10.4
영업이익증가율	78.9	-45.3	100.5	88.6	19.3
순이익증가율	30.1	-46.7	-64.5	291.3	18.9
EPS증가율	30.1	-46.7	-64.5	291.3	18.9
부채비율 (%)	136.6	106.5	158.3	156.4	155.3
차입금비율	19.3	32.3	73.0	69.1	65.1
순차입금/자기자본	6.2	22.6	26.2	21.2	15.3
ROA (%)	8.7	2.6	0.3	2.9	3.3
ROE	19.6	6.6	1.8	7.2	8.1
ROIC	20.6	17.4	-44.5	-12.7	-14.8

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/9/23 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
한화시스템 (272210)	24/11/08	매수	27,000원	-10.6	10.6
	25/02/12	매수	30,000원	12.0	25.3
	25/03/10	매수	47,000원	-1.2	46.0
	25/07/31	보유	59,000원	-	-
	26/01/31	커버리지 제외	-	-	-
	26/08/05	매수	90,000원	-18.3	-10.8
	26/09/28	매수	90,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(Underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2026.06.30기준) / 매수(Buy) 80.6%, 보유(Hold) 19.4%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공 일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하 여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.