



# 한화시스템 (272210)

[2Q25 Review] 예견된 성장통, 더 강해질 필리

▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

**Buy** (유지)

목표주가(상향): 74,000원

현재 주가(7/29)	56,500원
상승여력	▲31.0%
시가총액	106,739억원
발행주식수	188,919천주
52 주 최고가 / 최저가	68,600 / 16,890원
90 일 일평균 거래대금	1,390.83억원
외국인 지분율	7.7%

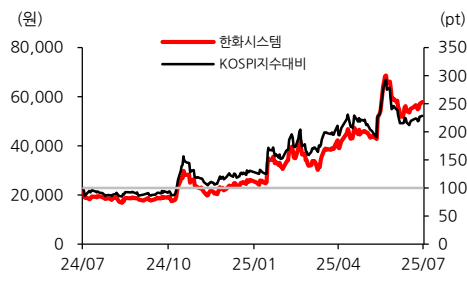
주주 구성	
한화에어로스페이스 (외 2 인)	59.5%
국민연금공단	8.2%
한화시스템우리사주	1.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.7	43.8	115.6	159.2
상대수익률(KOSPI)	-10.4	17.8	88.3	142.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,804	3,610	4,153	4,950
영업이익	219	196	330	472
EBITDA	333	429	616	764
지배주주순이익	454	183	287	422
EPS	2,405	978	1,535	2,255
순차입금	152	216	122	-80
PER	9.4	57.8	36.8	25.1
PBR	1.7	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	13.3	25.4	17.5	13.9
배당수익률	1.5	0.6	0.7	0.7
ROE	19.6	6.1	7.9	10.7

주가 추이



2Q25 Review: 영업이익 시장 기대치 크게 하회

한화시스템은 2분기 매출액 7,682억원(YoY +11.8%, 이하 YoY), 영업이익 335억원(-60.4%, OPM 4.4%)을 시현했다. 영업이익 기준 컨센서스를 56% 크게 하회했다. 시장 기대치 하회 요인으로는 필리조션소 초기 정상화를 위한 투자비용 및 인수 이전 누락된 원가 반영으로 인한 영업손실 발생(292억원)이 주요하게 작용했다. 세전이익의 경우, 오스탈의 주가 상승으로 인한 보유 주식 평가이익 등이 발생하며 영업이익 대비 큰 784억원(+489.8%)을 기록했다.

무난한 방산 본업 흐름 확인

2분기 방산 부문은 매출액 4,702억원(-4.7%), 영업이익 525억원(-13.8%, OPM 11.2%)을 기록했다. 매출에는 TMMR 2차 양산, UAE/사우디 M-SAM MFR 등이 반영됐다. 수출 비중은 신규 내수 사업 진행으로 다시 18% 내외(1분기 35%)를 기록한 것으로 추정한다. 그럼에도 투자릿수 OPM(수출 마진 20% 이상 추정)을 유지한 점은 고무적이다. 2분기 말 수주잔고는 총 10조 3,653억원으로, 이 중 8조 4,589억원이 방산이다. 2분기 LAMD 체계개발 레이다 시제(1,315억원), KF-21 최초양산(잔여분) AESA 레이다 계약(1,248억원)등을 체결했으며, 하반기 L-SAM MFR 양산, 폴란드 K2 2차 등의 수주를 기대한다.

예견된 성장통, 더 강해질 필리

2분기 필리조션소 실적은 매출액 1,487억원, 영업이익 -292억원이 반영됐다. 필리의 생산 안정화를 조기 달성하기 위한 한화오션의 인력 파견 등으로 인해 추가 원가가 발생 중이다. 이는 당장은 실적 변동성을 높이는 요인이겠으나 생산성 향상 및 수익성 개선의 기반이 되는 요인이라는 점에 주목한다. 실제로 최근 SRIV가 예정보다 5개월 앞당겨 조기 진수되기도 했다. 2분기 말 필리 수주잔고는 1조 5,689억원이며, 필리는 향후 Capa 확장 및 생산성 개선의 속도에 따라 미래 실적 추정치의 업사이드 요인으로도 충분히 작용 가능하다고 판단한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 74,000원으로 상향

투자의견 Buy를 유지, 목표주가는 74,000원으로 상향한다. 오스탈 인수 관련 호주 FIRB의 승인 여부에도 계속해서 관심을 가져볼 때다.

[표1] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	544	687	639	933	690	768	864	1,288	2,804	3,610	4,153	4,950
방산	382	493	468	756	430	470	523	887	2,099	2,310	2,679	3,139
ICT	161	190	170	175	142	147	213	253	695	755	836	900
기타(필리 등)	2	4	2	3	118	151	128	148	10	545	637	911
영업이익	46	84	60	29	58	34	45	59	219	196	330	472
영업이익률	8.4	12.3	9.4	3.1	8.4	4.4	5.2	4.6	7.8	5.4	7.9	9.5
방산	34	61	46	28	50	53	49	61	169	212	266	349
영업이익률	8.9	12.3	9.9	3.7	11.7	11.2	9.3	6.9	8.1	9.2	9.9	11.1
ICT	12	23	15	6	11	11	21	16	56	59	70	78
영업이익률	7.5	12.2	8.7	3.6	7.6	7.3	9.8	6.5	8.1	7.8	8.3	8.7
기타(필리 등)	-1	0	-1	-5	-3	-30	-25	-18	-6	-75	-7	44
YoY 성장률												
매출액	23.9	12.5	2.9	19.4	26.8	11.8	35.2	38.0	14.3	28.8	15.0	19.2
방산	30.5	10.1	1.8	22.5	12.7	-4.7	11.7	17.3	15.5	10.1	16.0	17.2
ICT	9.3	17.1	5.1	5.9	-11.8	-22.7	25.7	45.1	9.3	8.7	10.8	7.6
영업이익	124.1	118.7	32.5	59.9	27.9	-60.4	-25.8	104.3	78.9	-10.7	68.3	43.0

주: '23~'24년 중단 사업(엔터프라이즈블록체인, 바닐라스튜디오, 한화인텔리전스) 영업이익이 반영된 수치  
 자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화시스템 2025년 2분기 실적

(단위: 십억 원, %)

회사잠정 (십억원)	2Q25P	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(YoY)		전분기 대비(QoQ)		시장 컨센서스 대비	
		2Q25E	차이(%)	2Q24	차이(%)	1Q25	차이(%)	2Q25E	차이(%)
매출액	768.2	931.6	-17.5	687.3	11.8	690.1	11.3	908.9	-15.5
영업이익	33.5	81.8	-59.1	84.4	-60.4	58.2	-42.5	76.6	-56.3
순이익(지배)	40.9	61.2	-33.1	28.3	44.6	37.8	8.1	60.7	-32.6
이익률(%)									
영업이익	4.4	8.8	-4.4%p	12.3	-7.9%p	8.4	-4.1%p	8.4	-4.1%p
순이익(지배)	5.3	6.6	-1.2%p	4.1	1.2%p	5.5	-0.2%p	6.7	-1.4%p

자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한화시스템 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	2,255	'27E 기준(필리조션소 연간 흑자 전환 예상 시점)
Target P/E(배)	32.9	글로벌 방산전자 Peer의 '27E P/E 평균을 적용
목표 주가(원)	74,000	
현재 주가(원)	56,500	25.07.29 종가 기준
상승여력(%)	▲31.0	

주: 글로벌 Peer는 Elbit Systems, Hensoldt 기준  
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 필리조선소의 선박 인도 현황 및 오더 백로그

Customer	Vessel	Delivery	2023	2024	2025	2026	2027
MARAD/TOTE Services	NSMV 1	8 Sept. 2023	■				
	NSMV 2	1st half 2024		■			
	NSMV 3	2nd half 2024		■			
	NSMV 4	1st half 2025			■		
	NSMV 5	1st half 2026				■	
Great Lakes Dredge & Dock Company	SRIV	2nd half 2025			■		
Matson Navigation Company	CV 1	2nd half 2026				■	
	CV 2	1st half 2027					■
	CV 3	2nd half 2027					■

주: '23년 사업보고서 기준 / 자료: Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 필리조선소 매출액 및 선종별 진행률 추이

(단위: 백만달러, %)

구분	선종	2021	2022	2023	2024P
누적매출	NSMVs 1-2	212.7	484.9	601.1	644.6
	NSMVs 3-4	5.7	110.1	376.3	482.4
	NSMVs 5		6.4	29.1	119.5
	SRIV	0.0	7.5	37.7	118.9
	CVs 1-3		1.1	7.4	38.1
잔여매출	NSMVs 1-2	423.0	157.3	42.3	0.0
	NSMVs 3-4	583.2	499.5	233.7	124.4
	NSMVs 5		295.4	280.3	187.7
	SRIV	197.1	193.9	168.3	77.0
	CVs 1-3		997.6	994.6	963.5
진행률 = 누적매출 / (누적+잔여매출)	NSMVs 1-2	33.5%	75.5%	93.4%	100.0%
	NSMVs 3-4	1.0%	18.1%	61.7%	79.5%
	NSMVs 5		2.1%	9.4%	38.9%
	SRIV	0.0%	3.7%	18.3%	60.7%
	CVs 1-3		0.1%	0.7%	3.8%
연간매출 = 연간 누적매출 - 작년 누적매출	NSMVs 1-2		272.2	116.3	43.5
	NSMVs 3-4		104.4	266.2	106.1
	NSMVs 5		6.4	22.7	90.4
	SRIV		7.5	30.2	81.2
	CVs 1-3		1.1	6.3	30.7
<b>Shipbuilding Revenue</b>		<b>189.3</b>	<b>391.6</b>	<b>441.6</b>	<b>351.8</b>
Government Design Studies		5.0	1.1	0.2	1.2
Ship Repair and Maintenance		19.8			
<b>Total Operating Revenue</b>		<b>214.1</b>	<b>392.7</b>	<b>441.8</b>	<b>353.0</b>

주: 2024P는 2024-12-19 기준 Annual Report 수치 반영

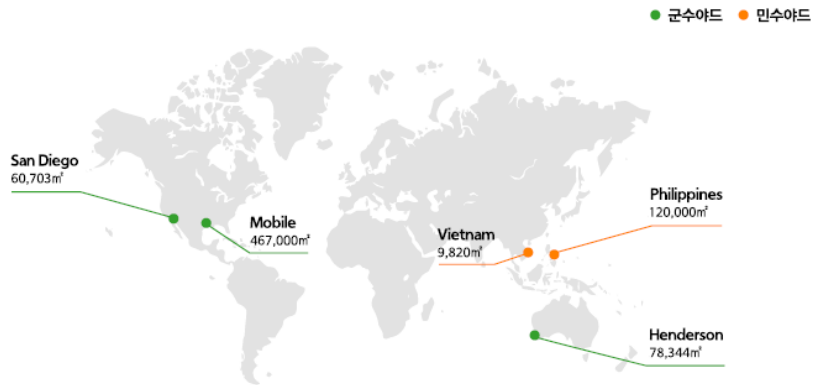
자료: Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[표5] Austal 주요 주주 구성 현황

주주명	보유주식수	지분율
Tattarang Ventures Pty Ltd.	71,073,651	16.87
HAA No. 1 Pty Ltd	41,200,000	9.78
Chester Asset Management Pty Ltd.	21,940,000	5.21
Rothwell (John)	18,601,692	4.42
State Street Global Advisors (US)	11,190,264	2.66
OC Funds Management Pty Ltd.	9,605,000	2.28
The Vanguard Group, Inc.	9,220,000	2.19
총 발행주식수	421,180,044	

주: Austal이 4/8 SPP(Share Purchase Plan)을 통해 발행한 신주로 인해 총 주식수가 415,916,886주에서 421,180,044주로 변경됨 이에 따라 HAA No. 1 Pty Ltd.(지분율 한화시스템 60%, 한화에어로스페이스 40%)의 지분율도 일부 희석됨(9.91%→9.78%)  
HAA No. 1은 3/18(발행주식수 415,916,886주 기준) 9.91% 지분율 장외 매수 방식으로 취득  
HAA의 자산총액은 337,779,460,920원, Austal 지분 9.91% 취득금액은 168,742,469,200원  
추가로 Austal 지분 약 9.9%를 기초자산으로 하는 TRS(Total Return Swap) 계약을 호주 현지 증권사와 체결한 상황  
현재 FRB(호주 외국인투자심사위원회)에 추가 지분 취득을 위한 검토 요청한 상태, 승인 시 HAA가 최대주주 등극할 전망  
자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] Austal Ltd. 주요사업장 현황



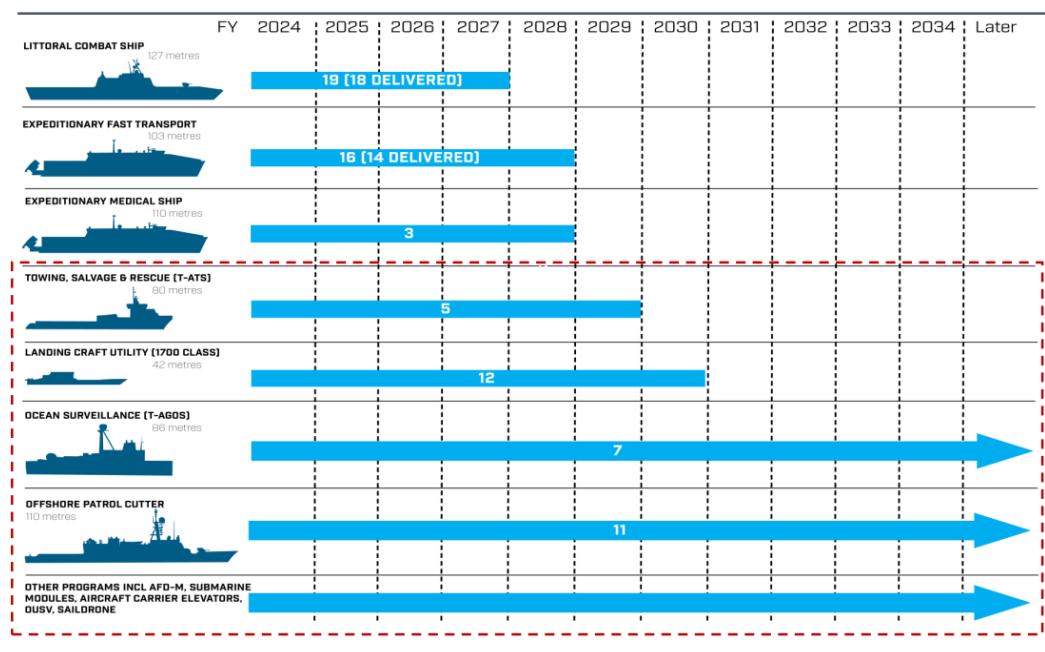
자료: 한화에어로스페이스, Austal, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 미국 함정 타입별 시장 규모 및 조선사 점유율

함정 분류	조선소	건조척수(척)	점유율	척당단가(억달러)
소형 수상전투함	오스탈	14	40%	5
	이스트조선	4	11%	5
	핀칸티에리	8	23%	8
	헌팅턴 잉걸스	8	23%	12
	록히드마틴	1	3%	5
	잠재수주(Potential Order)	10		7
군수지원함	오스탈	21	55%	4
	다코타 크릭	1	3%	1
	제너럴 다이내믹스	7	18%	13
	걸프 아일랜드 패브리케이션	5	13%	1
	ST 엔지니어링	4	11%	5
	잠재수주(Potential Order)	52		6

주: 점유율은 잠재수주 제외한 척수 기준으로 계산  
자료: 한화에어로스페이스, Janes, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] Austal Ltd. 미국 프로젝트 진행 현황 및 전망

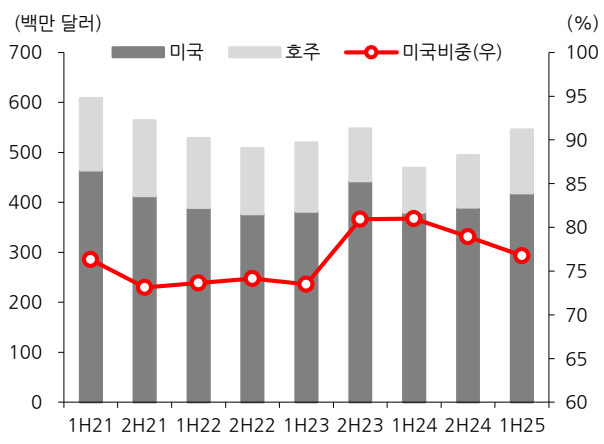


주1: 빨간색 점선 안 프로젝트는 Steel Programs(해군 및 해안경비대 강철 선박 공급)

주2: 선박 종류는 위에서부터 연안전투함, 원정고속수송함, 원정의료선, 예인/구조 및 구난선, 상륙용 다목적함정, 해양감시선, 근해초계함

자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

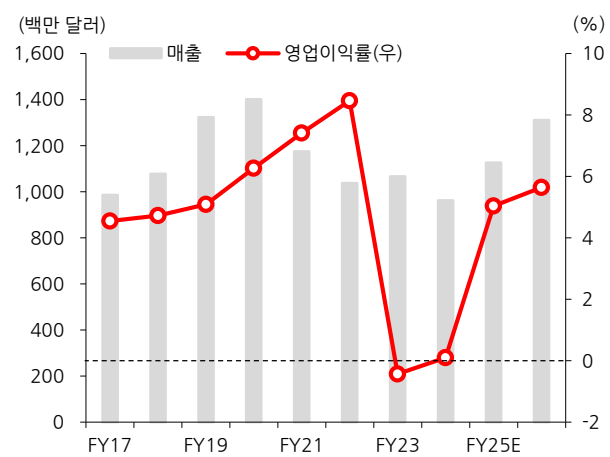
[그림4] Austal 국가별 매출 비중



주: 회계 결산일 6/30 기준

자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] Austal 연간 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



주: 전망치(FY25E, FY26E)는 Bloomberg 컨센서스 기준

자료: Austal, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,452	2,804	3,610	4,153	4,950
매출총이익	304	416	434	610	793
영업이익	123	219	196	330	472
EBITDA	244	333	429	616	764
순이자손익	13	-8	-24	-40	-37
외화관련손익	1	16	-3	1	-1
지분법손익	-46	329	22	0	0
세전계속사업손익	444	581	280	438	653
당기순이익	343	445	201	311	457
지배주주순이익	349	454	183	287	422
<b>증가율(%)</b>					
매출액	n/a	14.3	28.8	15.0	19.2
영업이익	n/a	78.9	-10.7	68.4	43.0
EBITDA	n/a	36.4	28.6	43.8	23.9
순이익	n/a	29.8	-54.9	54.9	46.9
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	12.4	14.8	12.0	14.7	16.0
영업이익률	5.0	7.8	5.4	7.9	9.5
EBITDA 이익률	10.0	11.9	11.9	14.8	15.4
세전이익률	18.1	20.7	7.8	10.5	13.2
순이익률	14.0	15.9	5.6	7.5	9.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	83	133	394	612	715
당기순이익	343	445	201	311	457
자산상각비	122	114	233	287	292
운전자본증감	-168	-218	-39	38	1
매출채권 감소(증가)	6	-92	-62	-16	9
재고자산 감소(증가)	-128	-106	3	115	-89
매입채무 증가(감소)	42	2	111	-64	77
투자현금흐름	-864	-442	-602	-452	-439
유형자산처분(취득)	-132	-240	-290	-291	-281
무형자산 감소(증가)	-27	-25	-92	-134	-130
투자자산 감소(증가)	-32	-129	-215	0	0
재무현금흐름	27	35	365	-65	-75
차입금의 증가(감소)	72	84	196	0	0
자본의 증가(감소)	-47	-52	-31	-65	-75
배당금의 지급	-47	-52	-65	-65	-75
총현금흐름	260	386	437	574	714
(-)운전자본증가(감소)	55	-224	-13	-38	-1
(-)설비투자	132	240	290	291	281
(+)자산매각	-27	-25	-92	-134	-130
Free Cash Flow	45	345	68	186	304
(-)기타투자	785	490	56	27	28
잉여현금	-740	-146	12	159	276
NOPLAT	107	180	135	234	330
(+) Dep	122	114	233	287	292
(-)운전자본투자	55	-224	-13	-38	-1
(-)Capex	132	240	290	291	281
OpFCF	41	279	91	267	342

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,890	2,286	2,563	2,560	2,845
현금성자산	509	321	459	553	754
매출채권	204	313	375	391	382
재고자산	501	610	607	492	581
비유동자산	2,593	3,438	4,924	5,090	5,236
투자자산	1,687	2,106	3,447	3,474	3,502
유형자산	348	570	673	739	791
무형자산	559	762	804	876	943
자산총계	4,483	5,724	7,487	7,650	8,081
유동부채	1,951	2,677	2,992	2,934	3,018
매입채무	301	436	534	471	548
유동성이자부채	191	109	273	273	273
비유동부채	378	631	902	902	902
비유동이자부채	139	364	402	402	402
부채총계	2,329	3,308	3,895	3,836	3,921
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,092	1,092	1,092
이익잉여금	212	589	707	928	1,275
자본조정	-117	-136	793	793	793
자기주식	-34	-34	-34	-34	-34
자본총계	2,154	2,416	3,592	3,814	4,161

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	1,849	2,405	978	1,535	2,255
BPS	11,327	13,181	18,722	19,896	21,732
DPS	280	350	350	400	400
CFPS	1,376	2,041	2,314	3,037	3,780
ROA(%)	8.3	8.9	2.8	3.8	5.4
ROE(%)	16.9	19.6	6.1	7.9	10.7
ROIC(%)	22.9	28.6	15.4	21.6	27.1
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	9.4	9.4	57.8	36.8	25.1
PBR	1.5	1.7	3.0	2.8	2.6
PSR	1.3	1.5	3.0	2.6	2.2
PCR	12.6	11.1	24.4	18.6	14.9
EV/EBITDA	12.7	13.3	25.4	17.5	13.9
배당수익률	1.6	1.5	0.6	0.7	0.7
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	108.1	136.9	108.4	100.6	94.2
Net debt/Equity	-8.3	6.3	6.0	3.2	-1.9
Net debt/EBITDA	-72.9	45.6	50.3	19.7	-10.5
유동비율	96.9	85.4	85.6	87.3	94.3
이자보상배율(배)	8.8	9.8	4.8	7.1	10.2
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	19.1	23.4	20.7	22.1	23.3
현금+투자자산	80.9	76.6	79.3	77.9	76.7
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	13.3	16.4	15.8	15.0	13.9
자기자본	86.7	83.6	84.2	85.0	86.1

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2025년 7월 30일)

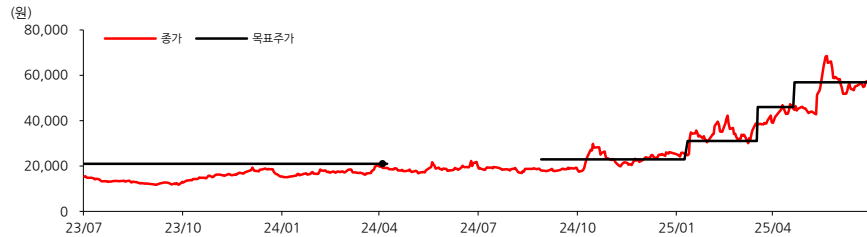
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

한화시스템은 당사와 '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 한화시스템 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2022.12.13	2023.05.17	2023.08.24	2023.11.10	2023.11.28	2024.09.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격	24,000	21,000	21,000	21,000	21,000	배성조
일 시	2024.09.27	2024.10.31	2025.02.10	2025.04.16	2025.04.30	2025.05.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	23,000	23,000	31,000	46,000	46,000	57,000
일 시	2025.07.30					
투자의견	Buy					
목표가격	74,000					

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.17	Buy	21,000	-26.28	-3.10
2024.09.27	Buy	23,000	-2.78	29.78
2025.02.10	Buy	31,000	10.72	36.29
2025.04.16	Buy	46,000	-9.27	2.93
2025.05.20	Buy	57,000	-5.13	20.35
2025.07.30	Buy	74,000		

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2025년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%