

한화시스템 272210

멀리 가려면 신발 끈부터 묶어야 한다

방위산업/로봇

Analyst 이지호

02. 6454-4885

jiholee@meritz.co.kr

2Q25 Review: 높아진 눈높이를 빗겨간 실적

동사는 2Q25P 매출액 7,682억원, 영업이익 335억원(OPM 4.4%)을 기록하며 컨센서스를 -56.3% 하회. 주요 원인은 1)필리조선소가 기록한 큰 폭의 영업손실(-292억원), 2)방산부문 TICN 4차 양산 사업 종료로 인한 매출액 감소, 3)ICT 부문 신규사업 전환 과정에서 발생한 매출 공백으로 전 사업 부문에 걸친 부진을 기록. 특이사항으로는 세전이익이 784억원을 기록하며 영업이익을 큰 폭으로 상회한 점. 이는 원웹 지분 매각으로 인한 영업외손실 규모는 이미 상각 처리된 부분 다수 존재하여 예상치 대비 적게 반영된 반면, 직/간접적으로 보유중인 오스탈의 지분(약 11.9%)의 평가이익이 반영된 점에 기인.

2H25 Preview: 소폭 낮아진 영업이익 가이드نس

당분기 예상치를 하회한 방산/ICT 부문의 매출액에도 불구하고, 두 사업 부문의 연간 매출액 성장률 가이드نس(10%대 성장)를 유지. 이는 방산부문 TICN 4차 양산 종료의 빈자리가 국내 TMMR 2차 양산 및 수출사업(중동향 MFR 양산 돌입, K2 2차 부품)으로 대체되며, ICT 부문 또한 하반기부터 캡티브형 매출(한화에어로스페이스 공장 자동화) 본격화가 예상되기 때문. 다만 영업이익 가이드نس는 다소 보수적으로 전환되었는데, 이는 1)필리조선소의 영업손실 추가 발생, 2)Capa 증설 및 제주 우주센터 완공 등으로 인해 불가피한 1회성 비용, 3)상반기 대비 높아지는 자체 연구개발비(2H25 약 200억원 Vs. 1H25 약 100억원)에 기인. 특히 필리조선소는 최근 미국의 철강 관세 정책에 따른 원가 변동성 높아 정책 확정 시 하반기 중 원가 인상분 일시에 충당금 인식 가능성 높음.

중/장기 미국 진출 스토리가 빛나기 위해 필수적인 실적 개선세 확인

동사의 가장 큰 투자 포인트는 국내 체계 업체들의 수출에 동행하는 사업 구조에 더해 필리조선소에서 오스탈로 이어지는 인수 전략이 장기적으로 미국의 상선 및 해양 방산 수요에 대응이 가능하다는 점.

현재 높은 밸류에이션(2026E PER 34배 Vs. 국내 평균 25배) 부담에 더해 필리조선소의 실적 부진의 폭이 커졌기에 양방향 투자 전략이 우위에 서기 위해서는 우선 철강 관세 정책 확정 이후 필리조선소의 수익성 개선세 확인이 필수적. 이후 필리조선소의 부족한 방산 역량을 채워줄 수 있는 오스탈의 인수 최종 승인 또한 중요. 미국은 이미 오스탈 인수를 승인한 상황이지만, 2024년 한화오선의 오스탈 직접 인수가 무산되었던 이력이 있기에 FIRB(호주 외국인투자심사위원회)의 최종 승인 여부가 중요하다고 판단.

표1 한화시스템 2Q25P 실적 Review

(십억원)	2Q25P	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	768.2	687.3	11.8	690.1	11.3	935.5	-17.9	908.9	-15.5
영업이익	33.5	79.8	-58.1	58.2	-42.5	63.4	-47.3	76.6	-56.3
세전이익	78.4	8.6	814.7	39.3	99.6	-124.5	흑전	71.5	9.7
순이익	40.9	28.3	44.5	37.8	8.1	-104.3	흑전	60.7	-32.6
영업이익률(%)	4.4	11.6		8.4		6.8		8.4	
세전이익률(%)	10.2	1.2		5.7		-13.3		7.9	
순이익률(%)	5.3	4.1		5.5		-11.1		6.7	

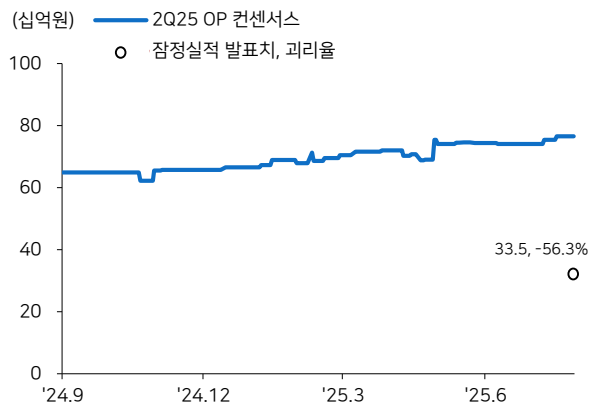
자료: 한화시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화시스템 2025E 연간 실적 Table

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,713.0	2,803.7	32.4	3,770.6	-1.5	3,700.0	0.4
영업이익	227.6	219.4	3.8	251.2	-9.4	256.5	-11.3
세전이익	293.3	581.4	-49.6	79.4	269.5	249.6	17.5
지배주주 순이익	216.2	454.3	-52.3	62.8	244.9	205.2	5.5
영업이익률(%)	6.1	7.8		6.7		6.9	
세전이익률(%)	7.9	20.7		2.1		6.7	
순이익률(%)	5.8	16.2		1.7		5.5	

자료: 한화시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25 영업이익, 컨센서스 -56% 하회



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 -11% 하회 전망



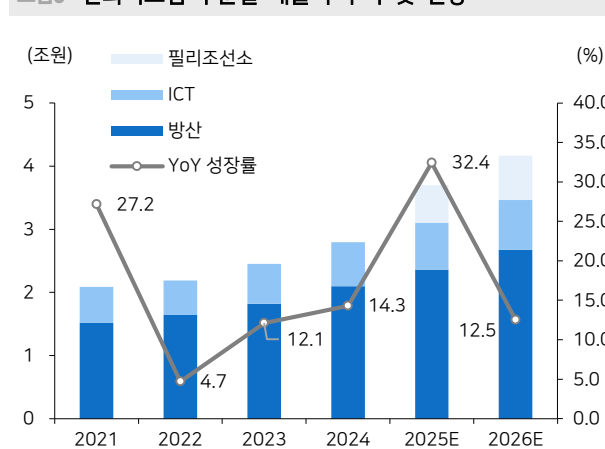
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한화시스템 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	690.1	768.2	860.3	1,394.4	839.5	899.5	1,053.0	1,386.6	2,803.7	3,713.0	4,178.7
방산부문	430.3	469.2	525.8	933.9	488.2	532.4	669.2	986.9	2,098.8	2,359.3	2,676.6
ICT	141.5	147.9	181.5	272.5	173.4	189.1	204.9	220.7	694.8	743.4	788.0
영업이익	58.2	33.5	53.8	82.2	61.3	71.3	87.8	106.4	219.3	227.6	326.9
% OP	8.4%	4.4%	6.2%	5.9%	7.3%	7.9%	8.3%	7.7%	7.8%	6.1%	7.8%
세전이익	39.3	78.4	72.1	103.5	76.9	87.8	106.4	128.7	549.6	293.3	399.7
순이익(지배)	37.8	40.9	57.9	79.6	59.4	68.6	83.1	99.9	454.3	216.2	311.1
% YoY											
매출액	26.8	11.8	34.6	49.5	21.7	17.1	22.4	-0.6	14.3	32.4	12.5
영업이익	48.1	-58.1	-5.7	90.1	5.4	113.2	63.4	29.4	78.3	3.8	43.6
세전이익	-33.9	814.4	415.9	-77.9	95.7	12.0	47.5	24.4	37.2	-46.6	36.3
순이익(지배)	-27.0	44.6	515.6	-78.2	57.1	67.6	43.7	25.6	30.1	-52.4	43.9
% QoQ											
매출액	-26.0	11.3	12.0	62.1	-39.8	7.1	17.1	31.7			
영업이익	34.5	-42.5	60.7	52.9	-25.4	16.4	23.1	21.1			
세전이익	-91.6	99.6	-8.0	43.4	-25.7	14.2	21.2	21.0			
순이익(지배)	-89.6	8.1	41.5	37.5	-25.3	15.4	21.2	20.2			

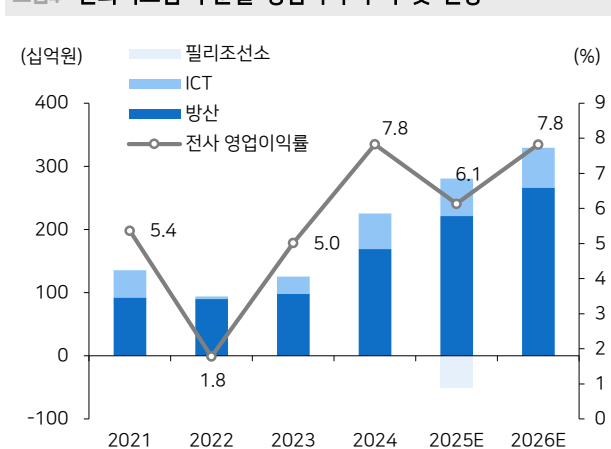
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 한화시스템 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 한화시스템 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.