

한화시스템 (272210)

1Q25: 필리 날개 장착

1분기 매출 6,901억원/영업이익 582억원

한화시스템의 1분기 매출은 6,901억원/영업이익 582억원(OPM 8.4%)로 매출은 컨센서스(6,815억원)에 부합하였으며, 영업이익은 컨센서스(441억원)를 32% 상회하는 좋은 실적을 기록하였다. 방산부문에서 중동향 MSAM MFR 및 폴란드 K2 1차 수출량이 증가하면서 매출 4,303억원/영업이익 503억원(11.7%)로 호실적을 이끌었다. ICT부문은 대외사업 종료로 매출과 영업이익이 모두 YoY 감소하였으나 각각 1,415억원/108억(7.6%)로 매출 감소에도 불구하고 높은 한자릿수 영업이익률을 유지하였다. 이번 분기부터 연결실적에 반영된 필리조선소의 매출은 1,164억원이었으며 영업손실은 -20억으로 기타부문 실적으로 포함되었다.

필리조선소 연결, 기대 이상의 효과가 될 수도

필리 조선소의 실적이 생각보다 나쁘지 않은 점이 고무적이다. 지난해까지 필리 조선소는 2년 연속으로 두 자릿수의 영업손실률을 기록하였으나, 한화그룹으로의 편입 이전인 해당 기간동안에 쌓은 공사손실충당금의 영향으로 올해부터는 손실규모가 대폭 감소하였다. 이러한 실적흐름을 지속한다면 회사가 공언한 대로 26년에는 흑자 전환이 가능할 것으로 보인다. 아직 인수 초기인 바 한국 조선소의 공정 노하우와 기술을 접목하기에는 시간이 필요하지만, 예상보다 실적 개선이 빨라질 가능성이 크다.

필리조선소는 또한 미국이 추진하고 있는 자국산 선박 확보 정책에 따른 수혜를 가장 먼저 받을 수 있는 조선소 중 하나로 꼽힌다. 다만 현재 관공선 등으로 27년 인도분까지의 수주잔고를 채우고 있으나 인수작업이 시작된 이후로 신규 수주는 없었다. 아직까지 해군 준비태세 보장법 등 법적 근거 마련을 위한 준비가 한창 진행 중이고, 트럼프가 4월 9일 서명한 '미국 해양 지배력 회복' 행정명령의 후속 작업인 해양 행동계획(MAP)이 수립되기까지 7개월 가량의 시간이 필요한 바, 회사는 필리 조선소를 상선 또는 함정 용으로 향후 어떻게 활용할지에 대해서 최적의 방안을 마지막까지 면밀히 검토하여 수주 전략을 수립 중인 것으로 보인다. 어떤 물량이 되었건 최선의 준비를 위하여 필리 조선소의 생산능력을 확장할 계획이며, 현재 연 1~1.5척 수준의 건조능력을 도크 효율화 등을 통해 2배로 늘리고, 일부 설비투자를 단행할 예정이다.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 48,000원 상향

동사의 투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가를 48,000원으로 상향한다. 목표주가 산정 방식을 P/B에서 P/E기준으로 변경하며 2027F EPS 1,781원에 Target P/E 27배를 적용하였다. Peer기업인 Thales(23배), Hensoldt(37배)의 평균치 30배에 10%의 할인을 적용하였다. 현재 동사가 자리한 위치는 오히려 Thales보다는 독일 업체 Hensoldt에 가까워지고 있다는 판단이다. 유럽국가 중에서도 독일이 우크라이나 지원과 자국 방위력 증강에 가장 앞장서면서 해외 방산업체 중에서도 Rheinmetall을 위시한 독일의 체계업체들이 선두를 지키고 있으며, 자연스럽게 Hensoldt와 같은 독일 시스템 업체가 그에 편승하고 있다. 우리나라에서도 한화에어로스페이스 및 현대로템 같은 체계업체가 독일 업체를 뒤쫓고 거기에 전투체계와 시스템을 공급하는 한화시스템이 올라타는 모양새이다. 지상무기를 중심으로 한 유럽발 방산 수요 증가에 더해, 미국발 조선업 수혜 순풍까지 받을 수 있는 필리 조선소 날개를 장착했다.

Company Brief

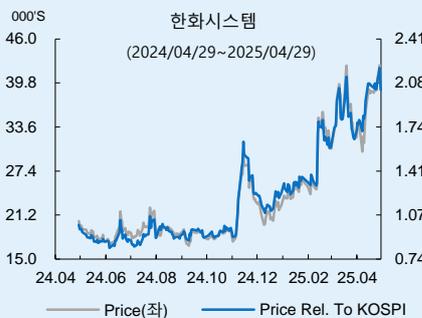
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	48,000원(상향)
증가(2025.04.29)	39,300원
상승여력	22.1%

Stock Indicator	
자본금	945십억원
발행주식수	18,892만주
시가총액	7,425십억원
외국인지분율	6.8%
52주 주가	16,820~42,300원
60일평균거래량	6,924,559주
60일평균거래대금	242.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	23.0	50.0	103.4	93.1
상대수익률	22.7	48.9	105.4	97.7

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	2,804	3,684	4,003	4,339
영업이익(십억원)	219	256	303	371
순이익(십억원)	454	188	252	343
EPS(원)	2,405	993	1,336	1,817
BPS(원)	13,181	14,256	15,674	17,573
PER(배)	9.4	39.6	29.4	21.6
PBR(배)	1.7	2.8	2.5	2.2
ROE(%)	19.6	7.2	8.9	10.9
배당수익률(%)	1.5	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	12.8	15.9	15.7	13.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/방산]
 변용진 2122-9181
 yongjin.byun@imfns.com

표1. 한화시스템 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출	2,453.1	2,804.4	3,684.0	4,003.4	4,339.2
방산	1,817.0	2,098.8	2,386.6	2,691.1	2,946.0
ICT	635.6	694.8	667.3	663.8	690.2
기타	7.3	10.1	630.1	648.4	703.1
영업이익	92.9	205.2	256.0	310.5	380.2
영업이익률	3.8%	7.3%	7.0%	7.8%	8.8%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표2. 한화시스템 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출	544.4	687.3	639.2	933.5	690.1	930.9	1,011.8	1,051.1
방산	381.7	493.2	467.8	756.1	430.3	566.2	670.2	719.9
ICT	160.5	190.1	169.6	174.6	141.5	169.7	193.6	162.4
기타	2.0	3.7	1.6	2.8	118.3	194.9	148.0	168.8
영업이익	39.3	79.8	57.0	29.1	58.2	75.6	87.9	34.4
영업이익률	7.2%	11.6%	8.9%	3.1%	8.4%	8.1%	8.7%	3.3%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표3. 한화시스템 1Q25 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	1Q25	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		1Q24	YoY %	1Q25E	차이 %	1Q25E	차이 %
매출	690.1	544.4	26.8%	681.5	1.3%	491.2	40.5%
영업이익	58.2	39.3	48.2%	44.1	32.0%	36.8	58.2%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

*당사 기존 추정치에는 필리핀소 실적 미포함

표4. 한화시스템 2025 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2025E	전년대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2024	YoY %	2025E	차이 %	2025E	차이 %
매출	3,684.0	2,804.4	31.4%	3,549.4	3.8%	2,973.3	23.9%
영업이익	256.0	205.2	24.8%	233.1	9.8%	238.7	7.3%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

*당사 기존 추정치에는 필리핀소 실적 미포함

표5. 한화시스템 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출	3,684.0	4,003.4	2,973.3	3,204.1	710.6	799.2
영업이익	256.0	310.5	238.7	277.8	17.4	32.7
영업이익률	7.0%	7.8%	8.0%	8.7%	-1.1%P	-0.9%P

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

*당사 기존 추정치에는 필리핀소 실적 미포함

표6. 한화시스템 목표주가 산출

	2022	2023	2024	2025F	비고
EPS(원)	1,849.0	2,405.0	2,357.5	973.4	
BPS(원)	11,443.0	13,316.0	12,790.7	13,846.4	
고점 P/E(배)	9.4	7.3	12.7	43.5	
평균 P/E(배)	7.7	5.8	8.0	33.1	
저점 P/E(배)	5.5	4.3	6.4	24.1	
고점 P/B(배)	1.5	1.3	2.3	3.1	
평균 P/B(배)	1.2	1.0	1.5	2.3	
저점 P/B(배)	0.9	0.8	1.2	1.7	
ROE(%)	16.3	18.2	18.8	7.2	지배주주순이익 기준
적용 BPS(원)				1,781	2027F EPS
Target P/B(배)				27.0	Thales/Hensoldt 평균-10%
적정주가(원)				48,096	
목표주가(원)				48,000	
전일 증가(원)				39,300	
상승여력				22.1%	

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

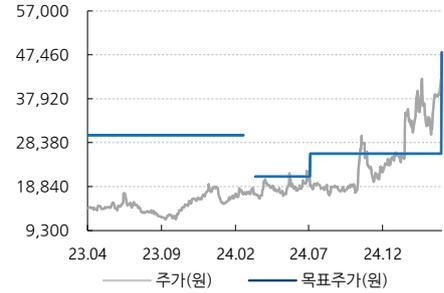
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,286	3,209	3,601	4,064	매출액	2,804	3,684	4,003	4,339
현금 및 현금성자산	200	1,012	1,278	1,606	증가율(%)	14.3	31.4	8.7	8.4
단기금융자산	121	139	160	184	매출원가	2,388	3,083	3,336	3,569
매출채권	313	411	447	484	매출총이익	416	600	668	770
재고자산	610	553	601	651	판매비와관리비	196	344	365	399
비유동자산	3,438	1,960	1,881	1,826	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	570	432	351	303	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	762	741	722	704	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	5,724	5,170	5,483	5,890	영업이익	219	256	303	371
유동부채	2,677	1,909	1,939	1,973	증가율(%)	78.9	16.7	18.2	22.7
매입채무	154	202	220	238	영업이익률(%)	7.8	7.0	7.6	8.6
단기차입금	30	25	22	22	이자수익	15	38	47	59
유동성장기부채	50	25	25	25	이자비용	22	16	17	17
비유동부채	631	645	666	687	지분법이익(손실)	-13	-40	-28	-
사채	249	263	284	305	기타영업외손익	366	-3	-3	-3
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	581	224	302	410
부채총계	3,308	2,554	2,604	2,659	법인세비용	104	40	54	74
지배주주지분	2,490	2,693	2,961	3,320	세전계속이익률(%)	20.7	6.1	7.5	9.5
자본금	945	945	945	945	당기순이익	445	184	247	337
자본잉여금	1,092	1,092	1,092	1,092	순이익률(%)	15.9	5.0	6.2	7.8
이익잉여금	589	711	898	1,176	지배주주귀속 순이익	454	188	252	343
기타자본항목	-136	-55	26	107	기타포괄이익	-35	81	81	81
비지배주주지분	-74	-77	-82	-89	총포괄이익	411	265	328	418
자본총계	2,416	2,616	2,879	3,231	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	133	-416	334	357	주당지표(원)				
당기순이익	445	184	247	337	EPS	2,405	993	1,336	1,817
유형자산감가상각비	92	138	81	48	BPS	13,181	14,256	15,674	17,573
무형자산상각비	22	21	19	18	CFPS	3,009	1,835	1,869	2,164
지분법관련손실(이익)	-13	-40	-28	-	DPS	350	350	350	350
투자활동 현금흐름	-442	1,608	276	313	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-240	-	-	-	PER	9.4	39.6	29.4	21.6
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.7	2.8	2.5	2.2
금융상품의 증감	-435	1,279	-50	-10	PCR	7.5	21.4	21.0	18.2
재무활동 현금흐름	35	-112	-78	-75	EV/EBITDA	12.8	15.9	15.7	13.7
단기금융부채의증감	-101	-30	-3	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	219	14	21	21	ROE	19.6	7.2	8.9	10.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	11.9	11.3	10.1	10.1
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	136.9	97.6	90.5	82.3
현금및현금성자산의증감	-276	812	266	328	순부채비율	0.3	-32.0	-38.4	-44.5
기초현금및현금성자산	476	200	1,012	1,278	매출채권회전율(x)	10.7	10.2	9.3	9.3
기말현금및현금성자산	200	1,012	1,278	1,606	재고자산회전율(x)	5.0	6.3	6.9	6.9

자료 : 한화시스템, iM증권 리서치본부

한화시스템 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-04-08(담당자변경)	Buy	21,000	-11.3%	6.0%
2024-07-31	Buy	26,000	-1.5%	62.7%
2025-04-30	Buy	48,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	매수	매수
92.5%	92.5%	92.5%