

한화시스템 (272210)

조용히 좋아지는 중

3분기 매출 6,392억원/영업이익 570억원

한화시스템의 3분기 매출은 6,392억원/영업이익 570억원(OPM 8.9%)로 매출은 컨센서스(7,023억원) 및 당사 추정치(7,926억원) 대비 하회하였으나, 영업이익은 컨센서스(490억원) 및 당사 추정치(479억원)를 각각 +16.2%, +19.1%를 상회하는 호실적을 기록하였다. 특히 전년동기에 비해서 영업이익은 +52.7%증가하였다. 방산매출 중 수출비중이 상반기 17~18%에서 상승한 20%가량을 기록하였으며 수출 비중은 2025년에도 20%이상을 유지할 전망이다. 바 영업이익 상승 효과가 지속될 예정이다. 기존 수주한 UAE항 천궁-II 다기능레이더의 양산이 2025년 시작되며, 현지 요구사항에 맞춘 개발이 진행 중인 사우디아라비아항 천궁-II 다기능레이더 매출은 그보다 앞서 올해 4분기보다 발생할 수 있다. 다만 4분기의 이익률은 통상 발생하는 연말 성과급 지급 등으로 3분기보다 감소할 것으로 전망한다.

체계업체들의 수주 증가 수혜 지속될 것

4분기는 전통적으로 매출과 수주 모든 면에서 방산업체들의 성수기이다. 대표적으로 10월 28일 방위사업추진위에서 의결된 K2전차 4차 양산계약이 연내 예정되어 있으며 동사도 사통장비 등 공급품 계약이 이어질 예정이다. 이외에도 KDX-2구축함 전투체계 성능개량, K-21장갑차 2차 성능개선 등 방산 내수사업의 계약들이 연말까지 쏟아질 예정이며 ICT부문에서도 미래에셋생명 차세대 시스템구축사업 등 대규모 계약이 예정되어 있다. 체계업체가 중동관련 천궁-II 체계를 수주했으며, 다기능레이더를 공급하는 동사와의 후속 계약이 이어질 것으로 예상된다. 아직 계약시점은 다소 멀지만 폴란드 잠수함 및 캐나다 잠수함 사업을 국내 체계업체가 수주하게 될 경우, 함정 전투체계를 공급하는 동사는 전체 계약에서 10%이상의 수혜를 가져갈 수 있을 전망이다.

투자 의견 BUY 및 목표주가 26,000원 유지

동사의 투자 의견 BUY 및 목표주가 26,000원을 유지한다. 예상보다 다소 낮았던 3분기 매출을 감안하여 2024년 연간 매출 추정치를 1,004억원 하향하지만 2분기부터 이어지고 있는 이익 상승을 고려하여 연간 이익 전망치는 0.7%P 상향한다. Philly Shipyard 인수 관련, 9월에 CFUS(美외국인 투자 심의위원회)승인이 완료되었으며 이후 DDTC(美국방교역통제국)의 승인을 거쳐 연내에는 인수가 완료될 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 실적은 내년부터 연결설적으로 반영될 것으로 예상되나 아직 추정치에 반영하지는 않았으며, 거래종결 이후 반영할 예정이다. Philly Shipyard의 실적은 2023년 매출 4억 4,180만 달러/영업손실 -6,320만 달러(OPM -14.3%)로 대규모 손실을 기록하였으나 2024년 상반기 누적으로는 매출 2억 190만 달러/영업손실 -1,490만 달러(OPM -7.4%)로 손실규모를 축소하고 있다. 다만 인수 완료 후 특수선 전문 야드로 거듭나기 위해 추가적인 CAPEX 투자가 필요할 여지가 있으며, 흑자 전환이 늦어질 가능성을 배제할 수 없으므로 여전히 인수 관련 불확실성은 상존한다. 인수 이후 사측에서 공유할 사업계획을 바탕으로 추후 판단이 필요하다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	26,000원(유지)
증가(2024.10.30)	19,140원
상승여력	35.8%

Stock Indicator

자본금	945십억원
발행주식수	18,892만주
시가총액	3,616십억원
외국인지분율	5.0%
52주 주가	11,740~22,250원
60일평균거래량	1,979,391주
60일평균거래대금	37.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.1	-5.8	-1.8	49.0
상대수익률	7.1	-1.4	0.9	35.7

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	2,453	2,827	2,973	3,204
영업이익(십억원)	93	189	202	226
순이익(십억원)	349	135	153	189
EPS(원)	1,849	714	808	1,000
BPS(원)	11,327	11,821	12,384	13,139
PER(배)	9.4	27.1	23.9	19.3
PBR(배)	1.5	1.6	1.6	1.5
ROE(%)	16.9	6.2	6.7	7.8
배당수익률(%)	1.6	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	13.9	10.1	11.5	11.1

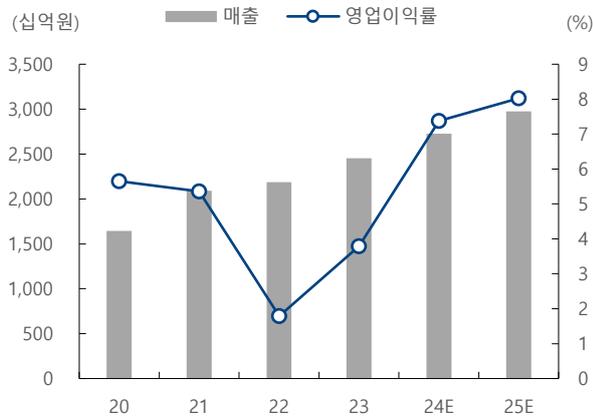
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]

변용진 2122-9181

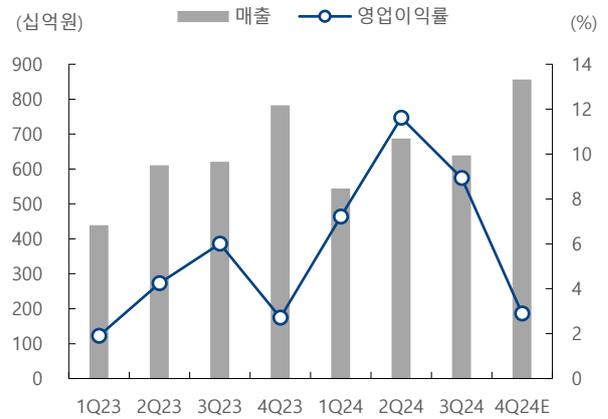
yongjin.byun@imfnssec.com

그림1. 한화시스템 연간 매출 & 영업이익률 추이 및 전망



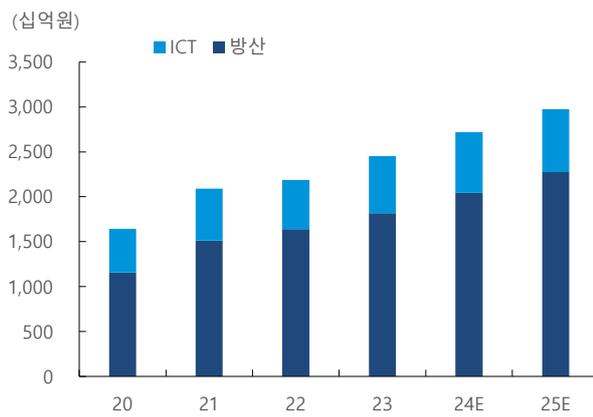
자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

그림2. 한화시스템 분기 매출 & 영업이익률 추이 및 전망



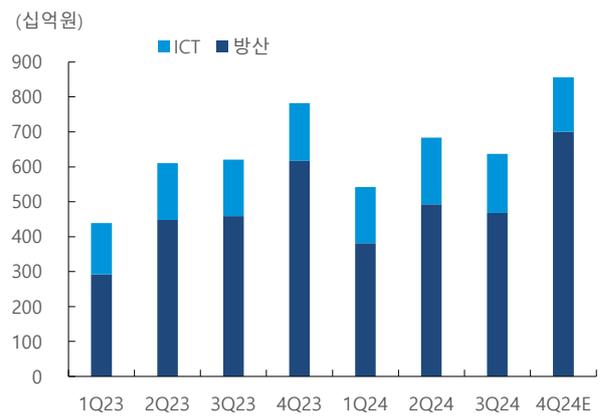
자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

그림3. 한화시스템 부문별 연간 매출 추이 및 전망



자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

그림4. 한화시스템 부문별 분기 매출 추이



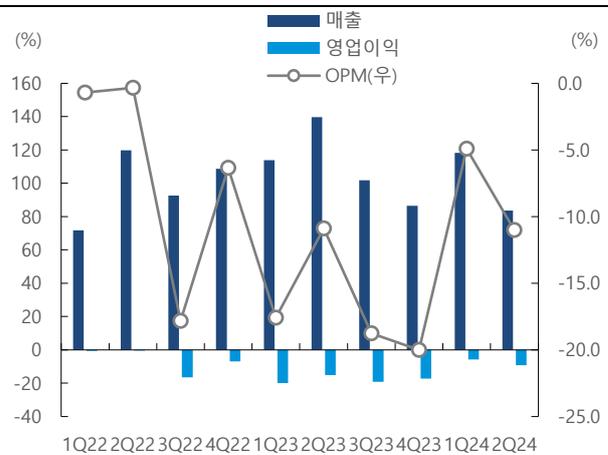
자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

그림5. 필리조선소 수주잔고 현황

Customer	Vessel	Delivery	2023	2024	2025	2026	2027
MARAD/TOTE Services	NSMV 1	8 Sept. 2023	■				
	NSMV 2	1st half 2024		■			
MARAD/TOTE Services	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					■

자료: Philly Shipyard, iM증권 리서치본부

그림6. 필리조선소 실적 추이



자료: Philly Shipyard, iM증권 리서치본부

표1. 한화시스템 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출	2,188.0	2,453.1	2,726.7	2,973.3	3,204.1
방산	1,640.8	1,817.0	2,042.9	2,275.6	2,501.7
ICT	546.6	635.6	675.8	697.7	702.5
영업이익	39.1	92.9	201.0	238.7	277.8
영업이익률	1.8%	3.8%	7.4%	8.0%	8.7%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표2. 한화시스템 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E
매출	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	687.3	639.2	855.8
방산	292.4	448.1	459.4	617.1	381.7	493.2	467.8	700.2
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	160.5	190.1	169.6	155.6
영업이익	8.4	25.9	37.3	21.2	39.3	79.8	57.1	24.8
영업이익률	1.9%	4.2%	6.0%	2.7%	7.2%	11.6%	8.9%	2.9%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표3. 한화시스템 3Q24 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	3Q24	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		3Q23	YoY %	3Q24E	차이 %	3Q24E	차이 %
매출	639.2	620.8	3.0%	702.3	-9.0%	792.6	-19.4%
영업이익	57.1	37.3	52.9%	49.0	16.4%	47.9	19.3%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표4. 한화시스템 2024 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2024E	전년대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2023	YoY %	2024E	차이 %	2024E	차이 %
매출	2,726.7	2,453.1	11.2%	2,837.1	-3.9%	2,827.0	-3.6%
영업이익	201.0	92.9	116.4%	194.8	3.2%	189.3	6.2%

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표5. 한화시스템 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출	2,726.7	2,973.3	2,827.0	2,973.4	(100.4)	(0.1)
영업이익	201.0	238.7	189.3	202.2	11.7	36.5
영업이익률	7.4%	8.0%	6.7%	6.8%	0.7%P	1.2%P

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

표6. 한화시스템 목표주가 산출

	2021	2022	2023	2024F	비고
EPS(원)	630.0	-405.0	1,849.0	760.7	
BPS(원)	11,885.0	10,697.0	11,443.0	11,944.1	
고점 P/E(배)	35.1		9.4	29.2	
평균 P/E(배)	28.2		7.5	23.9	
저점 P/E(배)	22.4		5.6	19.9	
고점 P/B(배)	1.9	1.6	1.5	1.9	
평균 P/B(배)	1.5	1.3	1.2	1.5	
저점 P/B(배)	1.2	1.0	0.9	1.3	
ROE(%)	4.4	-3.8	16.3	6.5	지배주주순이익 기준
적용 BPS(원)				12,550	12MF BPS
Target P/B(배)				2.1	L3Harris 2023 년 2.1 배 적용
적정주가(원)				26,355	
목표주가(원)				26,000	
전일 증가(원)				19,140	
상승여력				35.8%	

자료: 한화시스템, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,890	2,101	2,102	2,311
현금 및 현금성자산	476	716	644	778
단기금융자산	32	36	41	47
매출채권	210	241	253	273
재고자산	501	424	446	481
비유동자산	2,593	2,532	2,527	2,499
유형자산	348	250	195	163
무형자산	559	536	515	496
자산총계	4,483	4,633	4,630	4,810
유동부채	1,951	2,000	1,879	1,899
매입채무	163	188	198	213
단기차입금	132	142	137	134
유동성장기부채	30	30	25	25
비유동부채	378	388	402	423
사채	50	60	74	95
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	2,329	2,388	2,281	2,322
자배주주지분	2,140	2,233	2,340	2,482
자본금	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	212	295	395	532
기타자본항목	-117	-106	-100	-94
비자배주주지분	14	12	9	6
자본총계	2,154	2,245	2,349	2,488

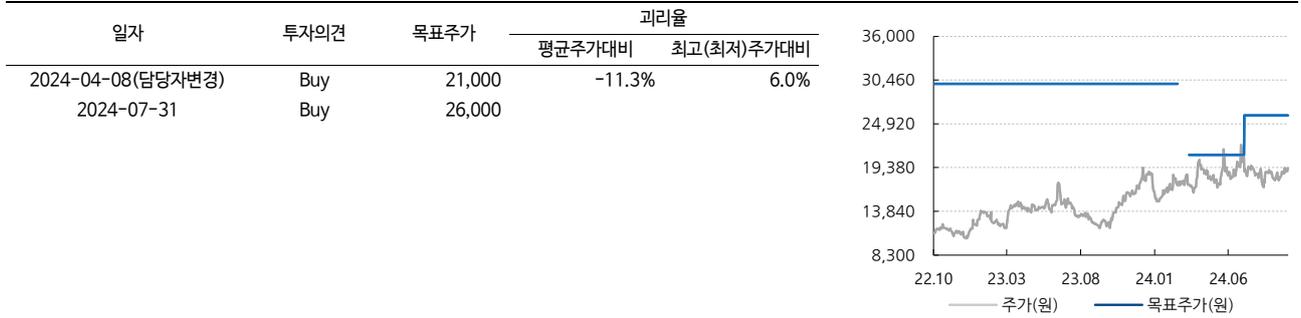
현금흐름표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	83	27	-263	-131
당기순이익	343	132	150	186
유형자산감가상각비	99	97	55	31
무형자산상각비	23	23	21	19
지분법관련손실(이익)	-30	-52	-40	-28
투자활동 현금흐름	-864	109	108	168
유형자산의 처분(취득)	-132	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-919	-112	-111	-50
재무활동 현금흐름	27	-61	-77	-63
단기금융부채의증감	52	10	-10	-3
장기금융부채의증감	50	10	14	21
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-752	240	-72	134
기초현금및현금성자산	1,228	476	716	644
기말현금및현금성자산	476	716	644	778

포괄손익계산서				
(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,453	2,827	2,973	3,204
증가율(%)	12.1	15.2	5.2	7.8
매출원가	2,149	2,395	2,496	2,692
매출총이익	304	432	478	513
판매비와관리비	211	243	276	286
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	93	189	202	226
증가율(%)	137.6	103.8	6.8	11.9
영업이익률(%)	3.8	6.7	6.8	7.1
이자수익	27	25	23	27
이자비용	14	12	12	13
지분법이익(손실)	-30	-52	-40	-28
기타영업외손익	336	-2	-3	-3
세전계속사업이익	413	149	168	209
법인세비용	57	16	19	23
세전계속이익률(%)	16.9	5.3	5.7	6.5
당기순이익	343	132	150	186
순이익률(%)	14.0	4.7	5.0	5.8
지배주주귀속 순이익	349	135	153	189
기타포괄이익	-176	11	6	6
총포괄이익	167	143	156	192
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표				
	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	1,849	714	808	1,000
BPS	11,327	11,821	12,384	13,139
CFPS	2,494	1,353	1,212	1,266
DPS	280	280	280	280
Valuation(배)				
PER	9.4	27.1	23.9	19.3
PBR	1.5	1.6	1.6	1.5
PCR	7.0	14.3	15.9	15.3
EV/EBITDA	13.9	10.1	11.5	11.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	16.9	6.2	6.7	7.8
EBITDA이익률	8.8	11.0	9.4	8.6
부채비율	108.1	106.3	97.1	93.3
순부채비율	-13.7	-23.1	-19.1	-22.9
매출채권회전율(x)	11.6	12.5	12.0	12.2
재고자산회전율(x)	5.6	6.1	6.8	6.9

자료 : 한화시스템, iM증권 리서치본부

한화시스템 투자이견 및 목표주가 변동추이



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	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%