

# 한화시스템 (272210)

## 수출 무기체계에는 다 들어가는 한화시스템

### 2분기 매출 6,873억원/영업이익 798억원

한화시스템의 2분기 매출은 6,873억원/영업이익 798억원(OPM 11.6%)로 컨센서스 및 당사 추정치 대비 매출은 부합하였으며, 영업이익은 컨센서스 및 당사 추정치를 각각 +15.6%, +31.6%를 상회하는 호실적을 기록하였다. 방산 및 ICT부문이 고른 성장을 보였다. 방산 매출 4,932억원/영업이익 609억원(OPM 12.3%)를 기록했으며, 폴란드 K2사통장비 매출 증가 및 TICN4차 양산으로 인한 매출 증가와 수출사업 비중 증가 및 내부 원가절감 노력에 힘입어 영업이익의 상승을 보였다. ICT부문에서도 대규모 사업인 한화에어로시스템 ERP사업 등의 매출이 늘어나면서 매출 성장 및 영업이익 증가를 기록하였다. 다만 하반기에는 상반기 순연되었던 인력 채용 및 국내사업 개발비용 집행(상반기 110억/하반기 240억 예상)및 통상 4분기 지급되는 성과급 관련 비용 등을 반영, 영업이익률은 상반기보다 다소 감소할 것으로 전망한다. 그러나 2025년에는 올해 6월 계약된 KF-21용 AESA레이더 최초양산, K-2 인도 대수 증가(24년 56대->25년 96대), 사우디 M-SAM 양산 시작 등 매출 및 영업이익 상승 포인트가 줄줄이 대기하고 있어 다시금 안정적인 상승 흐름을 보일 전망이다.

### 필리조선소 인수는 리스크이자 기회

동사는 6월 한화오션과 함께 인수대금 총 1억 달러, 투자비율 6:4 (한화시스템:한화오션)로 미국 필리 조선소 인수를 발표했다. 美정부기관 승인 (CFIUS)을 거쳐 연말께 인수가 완료될 예정이며 한화시스템에서는 동사를 연결회사로, 한화오션에서는 지분법으로 회계 적용할 예정이다. 조선소가 아닌 동사가 지분을 더 인수한 이유는 통상 CMS(Combat Management System, 전투체계)업체가 주도권을 갖는 미국 함정 시장의 특성상 향후 신조 함정 수주까지도 염두에 둔 포석으로 풀이된다. 현재 미국의 함정 건조/수리 능력은 사실상 회복이 불가능한 수준으로 손상되어 있어 우방국의 협력이 절실하지만, 법 개정(Jones Act)을 하지 않는 한 미국 외의 국가에서 함정 건조는 불가능하기에 어떻게든 미국 조선소를 활용해야 하는 입장이다. 이러한 관점에서, 현재 함정을 건조하고 있지는 않지만 향후 수주 시 건조가 가능한 상태인 필리 조선소의 인수는 MRO뿐 아니라 중장기적으로 신조 함정 수주를 기대하게 한다. 다만 현재 수주잔고를 바탕으로 한 실적이 지속적으로 손실을 내고 있는 점은 다소 리스크다. 필리 조선소는 21년 1분기 이후 24년 2분기 현재까지 14개 분기 연속 손실을 내고 있으며 23년 영업손실 -7,200만 달러(OPM -16.2%)를 기록한 사실상 자본잠식 상태의 회사다. 현재의 건조 프로세스를 어떻게 개선할지, 향후 미국 함정사업으로의 본격 진출을 위해 회사를 어떻게 변모시킬지는 인수가 완료되는 연말 전후로 회사의 구체적인 청사진을 확인해볼 필요가 있다.

### 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 26,000원으로 상향

동사의 투자 의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 26,000원으로 상향한다. 당 분기의 이익 상황을 감안하며 24년 이익 추정치를 +37.6% 상향한 1,893억원으로 조정한다. Target P/B는 해외 Peer인 L3Harris의 2023년 평균인 2.1배를 적용했다. 당사는 사업영역이 방산관련 정보기술, 사이버보안, 레이더, 통신, 항공전자장비 등으로 유사하며 L3Harris의 23년 미국 내 매출 비중 90.3%, 수출 비중 9.7%이다. 매출규모 면에서 차이가 있지만 한화시스템은 이익률이 높은 수출 매출 비중이 증가하고 있으며 2024년에는 방산 수출 비중이 15~18%, 2025년에는 20%를 상회할 것으로 전망하는 바 할인을 감안하지 않고 그대로 적용한다.

## Company Brief

**Buy** (Maintain)

목표주가(12M)	26,000원(상향)
증가(2024.07.30)	20,500원
상승여력	26.8%

### Stock Indicator

자본금	945십억원
발행주식수	18,892만주
시가총액	3,873십억원
외국인지분율	7.7%
52주 주가	11,720~22,250원
60일평균거래량	2,966,515주
60일평균거래대금	59.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.7	4.2	33.0	43.7
상대수익률	10.8	2.5	23.5	38.7

### Price Trend



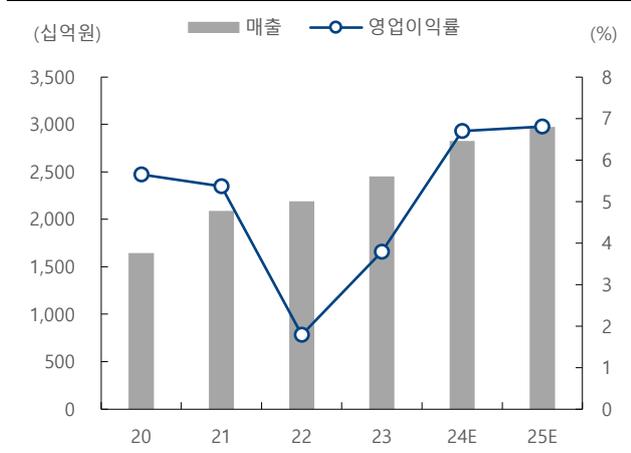
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	2,453	2,827	2,973	3,204
영업이익(십억원)	93	189	202	226
순이익(십억원)	349	135	153	189
EPS(원)	1,849	714	808	1,000
BPS(원)	11,327	11,821	12,384	13,139
PER(배)	9.4	28.7	25.4	20.5
PBR(배)	1.5	1.7	1.7	1.6
ROE(%)	16.9	6.2	6.7	7.8
배당수익률(%)	1.6	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	13.9	10.8	12.3	11.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]

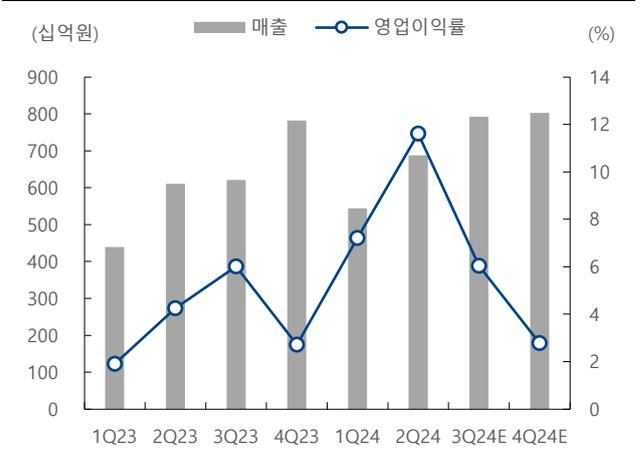
변용진 2122-9181 yongjin.byun@hi-ib.com

그림1. 한화시스템 연간 매출 & 영업이익률 추이 및 전망



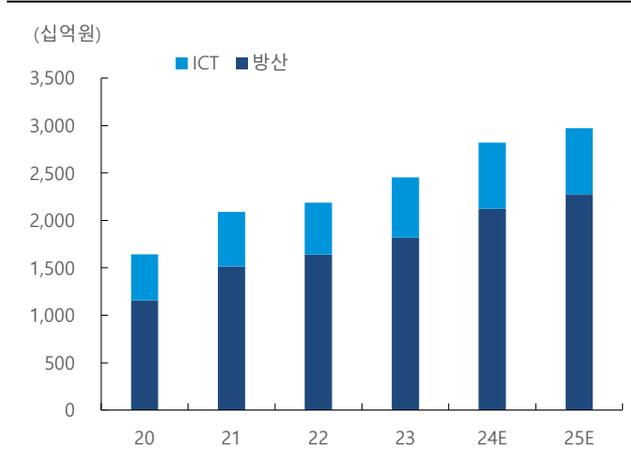
자료: 한화시스템, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 한화시스템 분기 매출 & 영업이익률 추이 및 전망



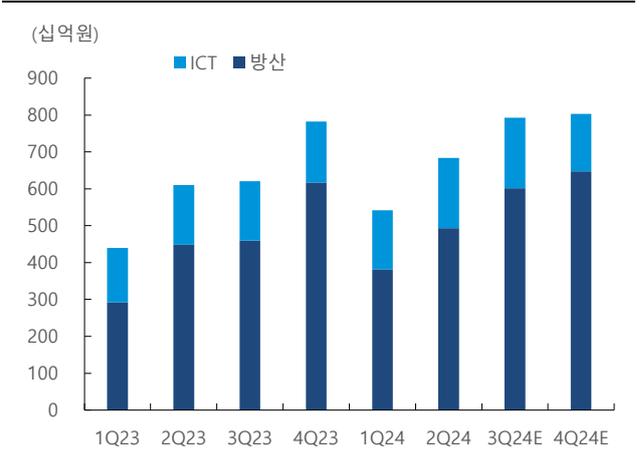
자료: 한화시스템, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 한화시스템 연간 신규 수주액 추이



자료: 한화시스템, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 한화시스템 분기별 수주잔고 추이



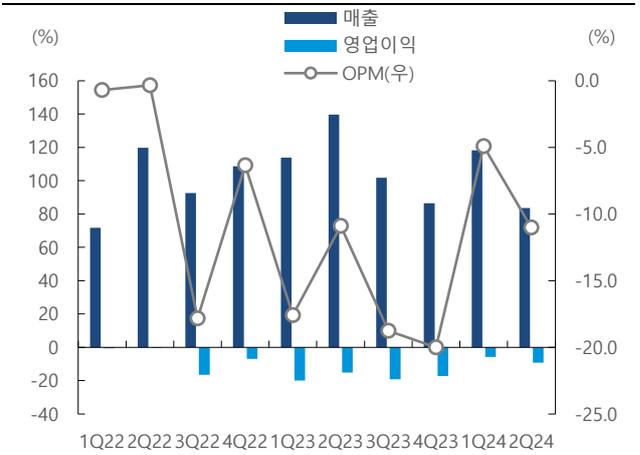
자료: 한화시스템, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 필리조선소 수주잔고 현황

PHILLY SHIPYARD RECENT DELIVERIES AND ORDER BACKLOG						
Customer	Vessel	Delivery	2023	2024	2025	2026
MARAD/TOTE Services	N5M1	8 Sept. 2023	■			
	N5M2	1st half 2024		■		
MARAD/TOTE Services	N5M3	2nd half 2024		■		
	N5M4	1st half 2025			■	
	N5M5	1st half 2026				■
Great Lakes Dredge & Dock Company	SRV	2nd half 2025			■	
Matson Navigation Company	CV1	2nd half 2026				■
	CV2	1st half 2027				■
	CV3	2nd half 2027				■

자료: Philly Shipyard, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 필리조선소 실적 추이



자료: Philly Shipyard, 하이투자증권 리서치본부

표1. 한화시스템 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출	2,188.0	2,453.1	2,827.1	2,973.4	3,204.2
방산	1,640.8	1,817.0	2,123.7	2,275.7	2,501.7
ICT	546.6	635.6	697.1	697.7	702.5
영업이익	39.1	92.9	189.3	202.2	226.3
영업이익률	1.8%	3.8%	6.7%	6.8%	7.1%

자료: 한화시스템, 하이투자증권 리서치본부

표2. 한화시스템 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	687.3	792.6	802.8
방산	292.4	448.1	459.4	617.1	381.7	493.2	601.6	647.2
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	160.5	190.1	190.9	155.6
영업이익	8.4	25.9	37.3	21.2	39.3	79.8	47.9	22.3
영업이익률	1.9%	4.2%	6.0%	2.7%	7.2%	11.6%	6.0%	2.8%

자료: 한화시스템, 하이투자증권 리서치본부

표3. 한화시스템 2Q24 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2Q24	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2Q23	YoY %	2Q24E	차이 %	2Q24E	차이 %
매출	687.3	610.7	12.6%	662.2	3.8%	687.7	-0.1%
영업이익	79.8	25.9	207.9%	44.3	80.2%	40.9	95.2%

자료: 한화시스템, 하이투자증권 리서치본부

표4. 한화시스템 2024 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2024E	전년대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2023	YoY %	2024E	차이 %	2024E	차이 %
매출	2,827.1	2,453.1	15.2%	2,807.2	0.7%	2,827.4	0.0%
영업이익	189.3	92.9	103.8%	163.8	15.6%	143.9	31.6%

자료: 한화시스템, 하이투자증권 리서치본부

표5. 한화시스템 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출	2,827.1	2,973.4	2,827.4	2,973.4	(0.4)	0.0
영업이익	189.3	202.2	143.9	146.9	45.4	55.3
영업이익률	6.7%	6.8%	5.1%	4.9%	1.6%P	1.9%P

자료: 한화시스템, 하이투자증권 리서치본부

표6. 한화시스템 목표주가 산출

	2021	2022	2023	2024F	비고
EPS(원)	630.0	-405.0	1,849.0	701.1	
BPS(원)	11,885.0	10,697.0	11,443.0	11,884.5	
고점 P/E(배)	35.1		9.4	31.7	
평균 P/E(배)	28.2		7.5	25.6	
저점 P/E(배)	22.4		5.6	21.6	
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	6.0	지배주주순이익 기준
적용 BPS(원)				12,204	12MF BPS
Target P/B(배)				2.1	L3Harris 2023 년 2.1 배 적용
적정주가(원)				25,629	
목표주가(원)				26,000	
전일 증가(원)				20,500	
상승여력				26.8%	

자료: 한화시스템, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,890	2,101	2,102	2,311	매출액	2,453	2,827	2,973	3,204
현금 및 현금성자산	476	716	644	778	증가율(%)	12.1	15.2	5.2	7.8
단기금융자산	32	36	41	47	매출원가	2,149	2,395	2,496	2,692
매출채권	210	241	253	273	매출총이익	304	432	478	513
재고자산	501	424	446	481	판매비와관리비	211	243	276	286
비유동자산	2,593	2,532	2,527	2,499	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	348	250	195	163	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	559	536	515	496	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,483	4,633	4,630	4,810	영업이익	93	189	202	226
유동부채	1,951	2,000	1,879	1,899	증가율(%)	137.6	103.8	6.8	11.9
매입채무	163	188	198	213	영업이익률(%)	3.8	6.7	6.8	7.1
단기차입금	132	142	137	134	이자수익	27	25	23	27
유동성장기부채	30	30	25	25	이자비용	14	12	12	13
비유동부채	378	388	402	423	지분법이익(손실)	-30	-52	-40	-28
사채	50	60	74	95	기타영업외손익	336	-2	-3	-3
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	413	149	168	209
부채총계	2,329	2,388	2,281	2,322	법인세비용	57	16	19	23
지배주주지분	2,140	2,233	2,340	2,482	세전계속이익률(%)	16.9	5.3	5.7	6.5
자본금	945	945	945	945	당기순이익	343	132	150	186
자본잉여금	1,100	1,100	1,100	1,100	순이익률(%)	14.0	4.7	5.0	5.8
이익잉여금	212	295	395	532	지배주주귀속 순이익	349	135	153	189
기타자본항목	-117	-106	-100	-94	기타포괄이익	-176	11	6	6
비지배주주지분	14	12	9	6	총포괄이익	167	143	156	192
자본총계	2,154	2,245	2,349	2,488	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	83	27	-263	-131	주당지표(원)				
당기순이익	343	132	150	186	EPS	1,849	714	808	1,000
유형자산감가상각비	99	97	55	31	BPS	11,327	11,821	12,384	13,139
무형자산상각비	23	23	21	19	CFPS	2,494	1,353	1,212	1,266
지분법관련손실(이익)	-30	-52	-40	-28	DPS	280	280	280	280
투자활동 현금흐름	-864	109	108	168	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-132	-	-	-	PER	9.4	28.7	25.4	20.5
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.5	1.7	1.7	1.6
금융상품의 증감	-919	-112	-111	-50	PCR	7.0	15.2	16.9	16.2
재무활동 현금흐름	27	-61	-77	-63	EV/EBITDA	13.9	10.8	12.3	11.9
단기금융부채의증감	52	10	-10	-3	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	50	10	14	21	ROE	16.9	6.2	6.7	7.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	8.8	11.0	9.4	8.6
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	108.1	106.3	97.1	93.3
현금및현금성자산의증감	-752	240	-72	134	순부채비율	-13.7	-23.1	-19.1	-22.9
기초현금및현금성자산	1,228	476	716	644	매출채권회전율(x)	11.6	12.5	12.0	12.2
기말현금및현금성자산	476	716	644	778	재고자산회전율(x)	5.6	6.1	6.8	6.9

자료 : 한화시스템, 하이투자증권 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		



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. 무단전재 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 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%