



한화시스템 (272210)

방산과 조선, 투 트랙

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 46,000원

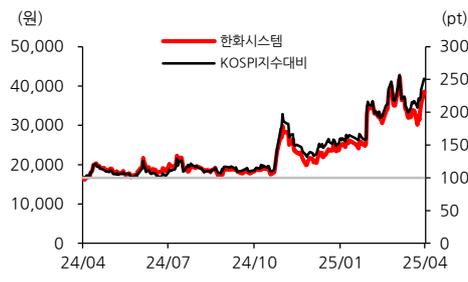
현재 주가(4/15)	38,850원
상승여력	▲18.4%
시가총액	73,395억원
발행주식수	188,919천주
52 주 최고가 / 최저가	42,250 / 16,220원
90 일 일평균 거래대금	2,362.93억원
외국인 지분율	6.5%
주주 구성	
한화에어로스페이스 (외 2 인)	59.5%
국민연금공단	8.2%
한화시스템우리사주	1.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.8	55.1	112.3	132.6
상대수익률(KOSPI)	14.3	55.9	118.2	139.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,804	3,698	4,222	4,598
영업이익	219	196	327	412
EBITDA	333	459	614	705
지배주주순이익	454	157	307	387
EPS	2,405	837	1,639	2,069
순차입금	152	82	13	-166
PER	9.4	46.4	23.7	18.8
PBR	1.7	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	13.3	16.2	12.0	10.2
배당수익률	1.5	0.9	0.9	0.9
ROE	19.6	6.1	11.2	12.8

주가 추이



1Q25 Preview: 영업이익 시장 기대치 하회 추정

한화시스템의 1분기 실적은 매출액 7,264억원(YoY +33.5%, 이하 YoY), 영업이익 368억원(-19.2%, OPM 5.1%)으로 영업이익 기준 컨센서스를 하회할 것으로 추정한다. 영업이익 시장 기대치 하회 추정 근거는 필리조선소 실적 반영(110억원 이상 분기 손실 추정), ICT 매출의 보수적 추정(-8.5%) 등이다. 인건비(한화오션 파견 인력 등)를 포함한 필리 관련 비용은 단기 실적 불확실성으로 작용할 전망이다.

방산 수출 비중 증가 추세 지속

1분기 방산 실적은 매출액 4,375억원(+14.6%), 영업이익 394억원(+15.8%, OPM 9.0%)으로 추정한다. 올해 방산 매출 내 수출 비중은 20% 이상을 달성할 것으로 기대('24년 17% 추정)하며, '26년부터는 M-SAM 수출이 본격적인 양산 단계로 돌입함에 따라 수출 비중 및 OPM 개선세가 가파를 것으로 예상된다. 4Q24 방산 수주잔고는 8.34조원으로, 올해는 +17% 이상 증가를 전망한다. 신규 수주의 경우, 폴란드 K2 2-1차, L-SAM 양산, M-SAM Block-III 등을 통한 YoY 증가를 예상한다. 중장기적으로는 AESA 레이더(레오나르도 협력), 호주 군통신사업 LAND-4140 등의 해외 수주도 기대해 볼 수 있다.

미국 조선 시장 관련 잠재력에 주목

필리를 통한 미국 조선 시장(합정은 '27년 진출 기대) 관련 잠재력에 주목한다. '23~'24년 필리 실적에는 NSMV, SRIV 관련 공사손실충당금이 대거 반영되었으며 올해부터는 CV 건조를 통한 적자폭 축소를 기대한다. '24년까지 NSMV 5척 합산은 약 80%, SRIV 1척은 약 60%의 진행률을 기록한 것으로 추정한다. 향후 FIRB 승인 여부 등 호주 오스탈(현재 자회사 HAA 통해 지분 9.78% 확보) 지분 인수 진행 경과도 주목할 필요가 있다. 오스탈은 미 함정 시장 플레이어(매출 75% 이상 미국)로서 전략적 활용 가치가 높을 것으로 판단되기 때문이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 46,000원으로 상향

투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 46,000원으로 상향한다. 목표주가는 필리가 흑자전환할 것으로 예상되는 '26~'27년 평균 예상 EPS에 Target P/E 25배(글로벌 Peer의 '26~'27E 평균)를 적용하여 산출했다.

[표1] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	544	687	639	933	726	905	864	1,203	2,804	3,698	4,222
방산	382	493	468	756	437	580	557	863	2,099	2,437	2,865
ICT	161	190	170	175	147	169	168	171	695	655	721
기타(필리 등)	2	4	2	3	142	156	138	170	10	606	636
영업이익	46	84	60	29	37	57	57	45	219	196	327
영업이익률	8.4	12.3	9.4	3.1	5.1	6.3	6.6	3.8	7.8	5.3	7.7
방산	34	61	46	28	39	61	56	53	169	211	283
영업이익률	8.9	12.3	9.9	3.7	9.0	10.6	10.1	6.2	8.1	8.6	9.9
ICT	12	23	15	6	9	13	13	9	56	44	48
영업이익률	7.5	12.2	8.7	3.6	6.0	7.8	7.7	5.1	8.1	6.7	6.6
기타(필리 등)	-1	0	-1	-5	-11	-18	-12	-17	-6	-59	-4
YoY 성장률											
매출액	23.9	12.5	2.9	19.4	33.5	31.7	35.2	28.9	14.3	31.9	14.2
방산	30.5	10.1	1.8	22.5	14.6	17.6	19.1	14.1	15.5	16.1	17.6
ICT	9.3	17.1	5.1	5.9	-8.5	-11.2	-0.7	-2.2	9.3	-5.7	10.1
영업이익	124.1	118.7	32.5	59.9	-19.2	-32.8	-5.7	55.4	78.9	-10.9	67.1

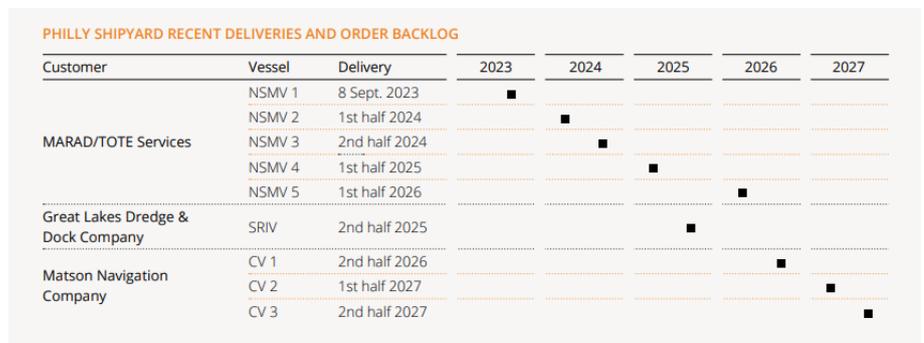
주: '23~'24년 중단 사업(엔터프라이즈블록체인, 바닐라스튜디오, 한화인텔리전스) 영업이익이 반영된 수치
 자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화시스템 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	1,854	'26~'27년 평균 기준
Target P/E(배)	25.0	글로벌 Peer의 '26~'27E P/E 평균을 적용
목표 주가(원)	46,000	
현재 주가(원)	38,850	25.04.15 종가 기준
상승여력(%)	▲18.4	

주: 글로벌 Peer는 Thales, Leonardo, Elbit Systems 기준
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 필리조선소의 선박 인도 현황 및 오더 백로그



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

[그림2] NSMV(국가 안보 다목적 선박)



자료: Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] SRIV(해저 암반 설치 선박)



자료: Professional Mariner, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 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
Shipbuilding Revenue		189.3	391.6	441.6	351.8
Government Design Studies		5.0	1.1	0.2	1.2
Ship Repair and Maintenance		19.8			
Total Operating Revenue		214.1	392.7	441.8	353.0

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

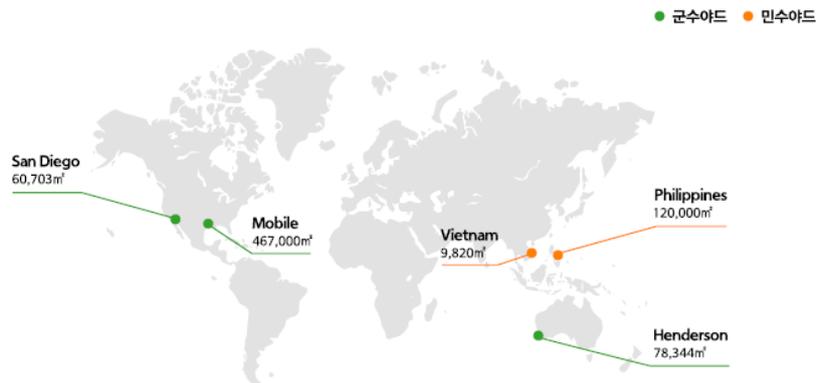
자료: Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 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

[그림4] Austal Ltd. 주요사업장 현황



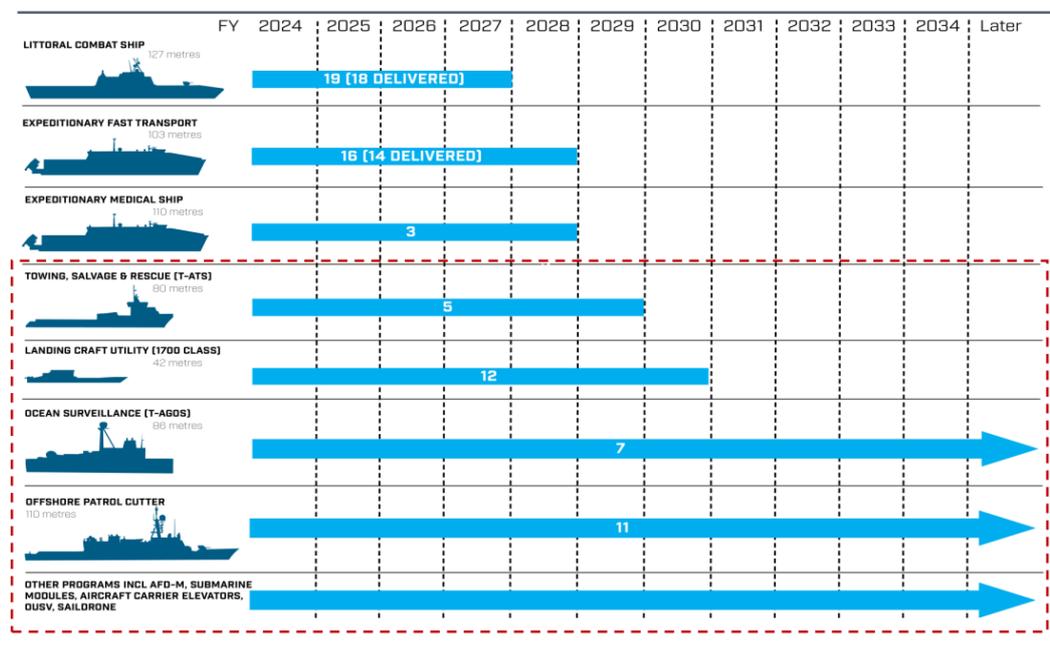
자료: 한화에어로스페이스, Austal, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 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

[그림5] Austal Ltd. 미국 프로젝트 진행 현황 및 전망

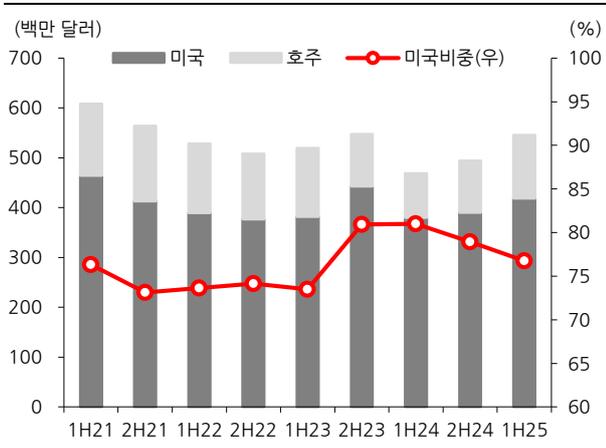


주1: 빨간색 점선 안 프로젝트는 Steel Programs(해군 및 해안경비대 강철 선박 공급)

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

자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

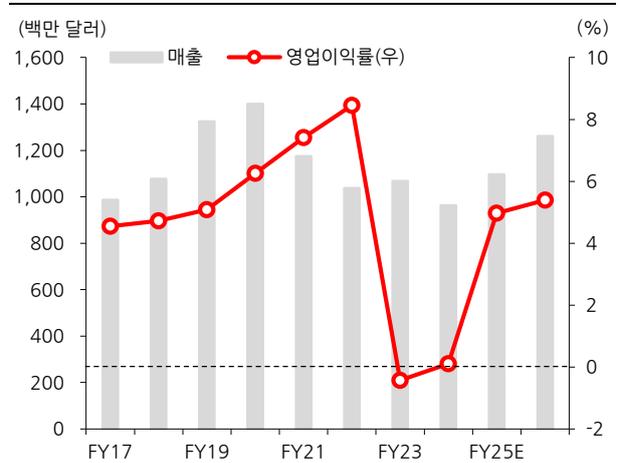
[그림6] Austal 국가별 매출 비중



주: 회계 결산일 6/30 기준

자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 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	2,453	2,804	3,698	4,222	4,598
매출총이익	304	416	464	625	734
영업이익	123	219	196	327	412
EBITDA	244	333	459	614	705
순이자손익	13	-8	-22	-22	-19
외화관련손익	1	16	3	0	-5
지분법손익	-46	329	0	0	0
세전계속사업손익	444	581	198	373	471
당기순이익	343	445	154	300	379
지배주주순이익	349	454	157	307	387
증가율(%)					
매출액	n/a	14.3	31.9	14.2	8.9
영업이익	n/a	78.9	-10.9	67.1	26.1
EBITDA	n/a	36.4	37.7	33.6	14.8
순이익	n/a	29.8	-65.5	95.7	26.2
이익률(%)					
매출총이익률	12.4	14.8	12.5	14.8	16.0
영업이익률	5.0	7.8	5.3	7.7	9.0
EBITDA 이익률	10.0	11.9	12.4	14.5	15.3
세전이익률	18.1	20.7	5.4	8.8	10.2
순이익률	14.0	15.9	4.2	7.1	8.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	83	133	492	572	667
당기순이익	343	445	154	300	379
자산상각비	122	114	264	287	292
운전자본증감	-168	-218	72	-21	-12
매출채권 감소(증가)	6	-92	-38	-49	-25
재고자산 감소(증가)	-128	-106	43	16	31
매입채무 증가(감소)	42	2	63	9	-20
투자현금흐름	-864	-442	-391	-437	-423
유형자산처분(취득)	-132	-240	-271	-291	-281
무형자산 감소(증가)	-27	-25	-109	-134	-130
투자자산 감소(증가)	-32	-129	0	0	0
재무현금흐름	27	35	-31	-65	-65
차입금의 증가(감소)	72	84	0	0	0
자본의 증가(감소)	-47	-52	-31	-65	-65
배당금의 지급	-47	-52	-65	-65	-65
총현금흐름	260	386	420	593	679
(-)운전자본증가(감소)	55	-224	-72	21	12
(-)설비투자	132	240	271	291	281
(+)자산매각	-27	-25	-109	-134	-130
Free Cash Flow	45	345	112	147	256
(-)기타투자	785	490	11	12	12
잉여현금	-740	-146	101	135	244
NOPLAT	107	180	151	263	332
(+) Dep	122	114	264	287	292
(-)운전자본투자	55	-224	-72	21	12
(-)Capex	132	240	271	291	281
OpFCF	41	279	216	238	331

주1: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,890	2,286	2,355	2,460	2,636
현금성자산	509	321	391	460	639
매출채권	204	313	350	400	425
재고자산	501	610	567	551	520
비유동자산	2,593	3,438	3,565	3,716	3,846
투자자산	1,687	2,106	2,117	2,129	2,141
유형자산	348	570	640	706	758
무형자산	559	762	808	881	948
자산총계	4,483	5,724	5,920	6,176	6,482
유동부채	1,951	2,677	2,748	2,762	2,747
매입채무	301	436	499	509	488
유동성이자부채	191	109	109	109	109
비유동부채	378	631	631	631	631
비유동이자부채	139	364	364	364	364
부채총계	2,329	3,308	3,378	3,393	3,378
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,092	1,092	1,092
이익잉여금	212	589	680	922	1,243
자본조정	-117	-136	-102	-102	-102
자기주식	-34	-34	-34	-34	-34
자본총계	2,154	2,416	2,542	2,783	3,104

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	1,849	2,405	837	1,639	2,069
BPS	11,327	13,181	13,844	15,120	16,821
DPS	280	350	350	350	350
CFPS	1,376	2,041	2,225	3,140	3,596
ROA(%)	8.3	8.9	2.7	5.1	6.1
ROE(%)	16.9	19.6	6.1	11.2	12.8
ROIC(%)	22.9	28.6	19.7	29.9	32.0
Multiples(x, %)					
PER	9.4	9.4	46.4	23.7	18.8
PBR	1.5	1.7	2.8	2.6	2.3
PSR	1.3	1.5	2.0	1.7	1.6
PCR	12.6	11.1	17.5	12.4	10.8
EV/EBITDA	12.7	13.3	16.2	12.0	10.2
배당수익률	1.6	1.5	0.9	0.9	0.9
안정성(%)					
부채비율	108.1	136.9	132.9	121.9	108.8
Net debt/Equity	-8.3	6.3	3.2	0.5	-5.3
Net debt/EBITDA	-72.9	45.6	17.9	2.1	-23.6
유동비율	96.9	85.4	85.7	89.1	95.9
이자보상배율(배)	8.8	9.8	7.0	11.5	14.5
자산구조(%)					
투하자본	19.1	23.4	24.1	27.2	28.5
현금+투자자산	80.9	76.6	75.9	72.8	71.5
자본구조(%)					
차입금	13.3	16.4	15.7	14.5	13.2
자기자본	86.7	83.6	84.3	85.5	86.8

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 4월 16일)

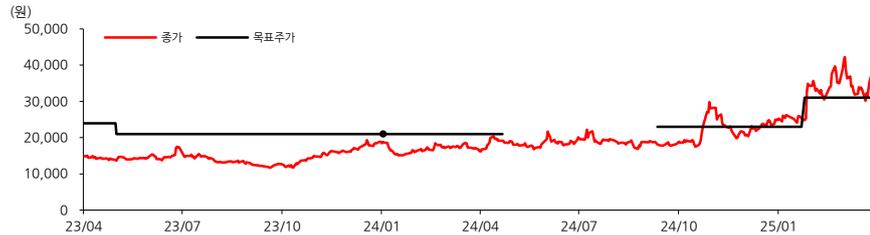
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)

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]



[투자이전 변동 내역]

일 시	2022.12.13	2023.05.17	2023.08.24	2023.11.10	2023.11.28	2024.09.27
투자이전	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		
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	23,000	23,000	31,000	46,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자이전	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	10.39	36.29
2025.04.16	Buy	46,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이전]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%