한화투자증권

2025년 2월 10일
기업분석

한화시스템 (272210)

[4Q24 Review] 필리조선소 잠재 가치 반영은 합리적

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 31,000원

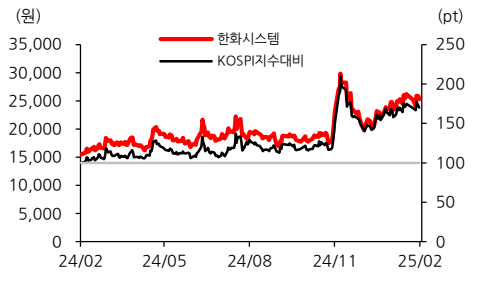
현재 주가(2/7)	25,300원
상승여력	▲22.5%
시가총액	47,797억원
발행주식수	188,919천주
52 주 최고가 / 최저가	29,850 / 15,420원
90 일 일평균 거래대금	1,149.33억원
외국인 지분율	5.9%
주주 구성	
한화에어로스페이스 (외 2 인)	59.5%
국민연금공단	8.2%
한화시스템우리사주	1.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.4	19.3	32.6	64.1
상대수익률(KOSPI)	1.2	21.0	34.4	67.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	2,453	2,804	3,734	4,171
영업이익	93	205	212	321
EBITDA	215	352	499	613
지배주주순이익	349	454	198	316
EPS	1,849	2,429	1,059	1,691
순차입금	-178	-304	-19	30
PER	9.4	7.1	23.9	15.0
PBR	1.5	1.3	1.8	1.6
EV/EBITDA	14.4	8.3	9.5	7.8
배당수익률	1.6	1.8	1.4	1.4
ROE	16.9	19.2	7.5	11.1

주가 추이



4Q24 Review: 영업이익 시장 기대치 하회

한화시스템은 4분기 매출액 9,335억원(YoY +19%, 이하 YoY), 영업이익 291억원(YoY +60%, OPM 3.1%)을 시현했다. 영업이익 기준 컨센서스를 -31% 하회했다. 시장 기대치 하회 요인은 자체투자개발비 증가 및 성과급 지급, 필리조선소 인수에 따른 법무/컨설팅 비용 지급 등이다. 4분기 순이익은 3,597억원으로 +1,729% 크게 증가했는데, 이는 한화오션의 회계처리를 단순투자주식으로 변경함에 따라 종속관계기업투자주식손익이 반영된 영향으로 추정한다.

올해도 기대해 볼만한 방산 수주

4분기 방산 부문은 매출액 7,561억원(+23%), 영업이익 278억원(+20%, OPM 3.7%)을 기록했다. 매출에는 TICN 4차 양산, TMMR 2차 양산, 폴란드 K2 전차 부품, UAE/사우디 M-SAM MFR 등이 반영(수출 비중 14% 추정)됐다. 4분기 말 수주잔고는 총 8.848조원으로, 이 중 8.63조원이 방산이다. 올해도 방산 수주를 기대해 볼 만하다. L-SAM MFR 양산, 군초소형SAR위성, 수상함 전투체계 PBL, 장사정포 요격체계 다기능레이다 체계개발, K2 4차 양산, 접적지역 대드론통합체계 사업 등 다양한 분야 수주를 통한 신규 수주 YoY 증가를 전망한다.

필리조선소 잠재 가치 반영은 합리적

필리조선소가 올해부터 연결 인식됨에 따라 관련 잠재력을 기업가치에 반영하는 것이 합리적이라고 판단한다. 동사는 필리의 '25년 실적 전망을 매출 과거 2개년과 유사, 적자 규모 대폭 감축으로 제시했다. 필리 적자의 주된 원인인 NSMV, SRIV 신조에 따른 시행착오(공사손실충당금 등)가 '24년까지 대거 해소되었기 때문이다. 올해부터는 상대적으로 마진이 양호한 컨테이너선 매출이 반영될 예정이다. 동사는 국내 함정 탑사이드 분야에서 독보적인 경쟁력을 보유한 업체로서 필리를 통한 미 함정 시장 진출이 강력한 투자 포인트로 지속 작용할 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 31,000원으로 상향

투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 31,000원으로 상향한다. 목표주가는 필리가 BEP/흑자전환에 근접할 것으로 예상되는 '26년 예상 EPS에 Target P/E 18.3배(글로벌 Peer의 '26E 평균)를 적용하여 산출했다.

[표1] 한화시스템 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	**544**	**687**	**639**	**933**	**718**	**886**	**890**	**1,239**	**2,804**	**3,734**	**4,171**
방산	382	493	468	756	452	584	564	882	2,099	2,482	2,854
ICT	161	190	170	175	166	172	176	187	695	702	744
기타	2	4	2	3	100	130	150	170	10	550	573
영업이익	**46**	**84**	**60**	**29**	**38**	**57**	**57**	**61**	**219**	**212**	**321**
영업이익률	8.4	12.3	9.4	3.1	5.3	6.4	6.4	4.9	7.8	5.7	7.7
방산	34	61	46	28	41	61	61	66	169	229	277
영업이익률	8.9	12.3	9.9	3.7	9.0	10.5	10.8	7.5	8.1	9.2	9.7
ICT	12	23	15	6	10	10	13	11	56	44	49
영업이익률	7.5	12.2	8.7	3.6	5.9	6.0	7.3	6.1	8.1	6.3	6.6
기타	-1	0	-1	-5	-13	-15	-17	-17	-6	-61	-5
YoY 성장률											
매출액	**23.9**	**12.6**	**3.0**	**19.4**	**31.8**	**29.0**	**39.3**	**32.8**	**14.3**	**33.1**	**11.7**
방산	30.5	10.1	1.8	22.5	18.4	18.4	20.6	16.6	15.5	18.3	15.0
ICT	9.2	17.1	5.1	5.9	3.1	-9.4	3.9	7.3	9.3	1.0	6.1
영업이익	**124.1**	**118.7**	**32.5**	**60.4**	**-16.6**	**-32.8**	**-5.0**	**107.9**	**136.2**	**-3.1**	**51.1**

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

자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화시스템 2024 년 4 분기 실적 (단위: 십억 원, %)

회사잠정		당사 추정치 대비		전년 동기 대비(YoY)		전분기 대비(QoQ)		시장 컨센서스 대비	
(십억원)	4Q24P	4Q24E	차이(%)	4Q23	차이(%)	3Q24	차이(%)	4Q24E	차이(%)
매출액	933.5	919.2	1.6	782.0	19.4	639.0	46.1	899.4	3.8
영업이익	29.1	42.6	-31.6	18.2	60.4	60.3	-51.7	42.0	-30.7
순이익(지배)	364.7	47.7	664.1	21.1	1,626.8	9.4	3,778.5	38.8	838.8
이익률(%)									
영업이익	3.1	4.6	-1.5%p	2.3	0.8%p	9.4	-6.3%p	4.7	-1.6%p
순이익(지배)	39.1	5.2	33.9%p	2.7	36.4%p	1.5	37.6%p	4.3	34.7%p

자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한화시스템 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	1,691	'26E 기준
Target P/E(배)	18.3	글로벌 Peer의 '26E P/E 평균을 적용
목표 주가(원)	31,000	
현재 주가(원)	25,300	25.02.07 종가 기준
상승여력(%)	▲22.5	

주: 글로벌 Peer는 Raytheon, Thales, Iridium, L3Harris 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 필리조선소의 선박 인도 현황 및 오더 백로그

PHILLY SHIPYARD RECENT DELIVERIES AND ORDER BACKLOG

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

주: '23년 사업보고서 기준

자료: Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] NSMV(National Seucurity Multi-Mission Vessel; 국가 안보 다목적 선박)

자료: Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] SRIV(Subsea Rock Installation Vessel; 해저 암반 설치 선박)

자료: Professional Mariner, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	2,188	2,453	2,804	3,734	4,171
매출총이익	255	304	409	509	642
영업이익	39	93	205	212	321
EBITDA	144	215	352	499	613
순이자손익	19	12	-9	-12	-18
외화관련손익	4	2	1	-4	-1
지분법손익	-27	-46	-63	0	0
세전계속사업손익	-42	413	564	226	397
당기순이익	-81	343	445	195	312
지배주주순이익	-77	349	454	198	316
증가율(%)					
매출액	n/a	12.1	14.3	33.1	11.7
영업이익	n/a	137.6	121.0	3.5	51.1
EBITDA	n/a	49.1	64.0	41.7	22.9
순이익	n/a	흑전	29.8	-56.1	59.6
이익률(%)					
매출총이익률	11.7	12.4	14.6	13.6	15.4
영업이익률	1.8	3.8	7.3	5.7	7.7
EBITDA 이익률	6.6	8.8	12.6	13.4	14.7
세전이익률	-1.9	16.9	20.1	6.1	9.5
순이익률	-3.7	14.0	15.9	5.2	7.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	2,327	1,890	2,779	2,921	3,067
현금성자산	1,251	508	828	544	495
매출채권	212	204	298	456	491
재고자산	373	501	612	877	1,038
비유동자산	1,619	2,593	2,761	2,911	3,042
투자자산	787	1,687	1,726	1,737	1,749
유형자산	274	348	452	518	570
무형자산	558	559	583	656	723
자산총계	3,946	4,483	5,540	5,833	6,109
유동부채	1,619	1,951	2,352	2,505	2,530
매입채무	219	301	305	450	477
유동성이자부채	109	191	158	158	158
비유동부채	308	378	593	593	593
비유동이자부채	105	139	367	367	367
부채총계	1,927	2,329	2,946	3,098	3,124
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,100	846	846	846
이익잉여금	117	212	868	1,008	1,259
자본조정	-147	-117	-77	-77	-77
자기주식	-34	-34	-34	-34	-34
자본총계	2,019	2,154	2,595	2,735	2,985

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	269	83	518	210	439
당기순이익	-81	343	445	195	312
자산상각비	105	122	147	287	292
운전자본증감	104	-168	-176	-275	-169
매출채권 감소(증가)	-29	6	-93	-158	-35
재고자산 감소(증가)	34	-128	-112	-265	-161
매입채무 증가(감소)	40	42	39	145	27
투자현금흐름	-679	-864	-399	-437	-423
유형자산처분(취득)	-48	-132	-215	-291	-281
무형자산 감소(증가)	-32	-27	-52	-134	-130
투자자산 감소(증가)	-586	-32	-119	0	0
재무현금흐름	-3	27	126	-58	-65
차입금의 증가(감소)	22	72	141	0	0
자본의 증가(감소)	-30	-47	-18	-58	-65
배당금의 지급	-30	-47	-52	-58	-65
총현금흐름	174	260	721	485	609
(-)운전자본증가(감소)	-136	56	134	275	169
(-)설비투자	48	132	215	291	281
(+)자산매각	-32	-27	-52	-134	-130
Free Cash Flow	230	45	319	-215	28
(-)기타투자	44	785	55	11	12
잉여현금	185	-740	265	-227	17
NOPLAT	28	80	163	184	252
(+) Dep	105	122	147	287	292
(-)운전자본투자	-136	56	134	275	169
(-)Capex	48	132	215	291	281
OpFCF	221	14	-40	-96	94

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-405	1,849	2,429	1,059	1,691
BPS	10,588	11,327	13,663	14,405	15,732
DPS	250	280	310	350	350
CFPS	921	1,376	3,817	2,566	3,222
ROA(%)	-2.0	8.3	9.1	3.5	5.3
ROE(%)	-3.6	16.9	19.2	7.5	11.1
ROIC(%)	6.0	17.2	23.9	17.4	17.7
Multiples(x,%)					
PER	-	9.4	7.1	23.9	15.0
PBR	1.0	1.5	1.3	1.8	1.6
PSR	0.9	1.3	1.2	1.3	1.1
PCR	11.4	12.6	4.5	9.9	7.9
EV/EBITDA	6.6	14.4	8.3	9.5	7.8
배당수익률	2.4	1.6	1.8	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	95.4	108.1	113.5	113.3	104.6
Net debt/Equity	-51.3	-8.3	-11.7	-0.7	1.0
Net debt/EBITDA	-719.7	-82.9	-86.2	-3.8	4.9
유동비율	143.8	96.9	118.1	116.6	121.2
이자보상배율(배)	6.8	6.5	8.6	7.8	12.1
자산구조(%)					
투하자본	16.8	19.1	24.9	35.8	41.2
현금+투자자산	83.2	80.9	75.1	64.2	58.8
자본구조(%)					
차입금	9.6	13.3	16.8	16.1	15.0
자기자본	90.4	86.7	83.2	83.9	85.0

주1: IFRS 연결 기준

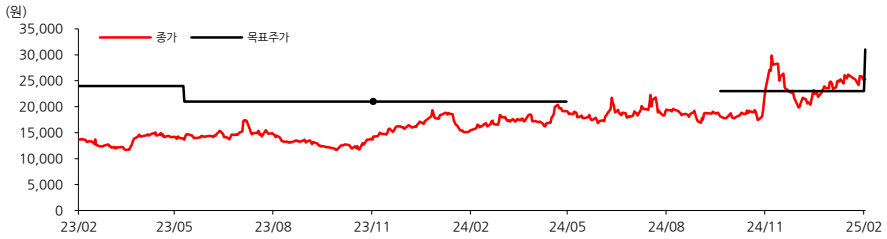
주2: 향후 '23~'24년 중단 사업 영업이익 소급 적용에 따라 Actual Data 변경 가능

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 2 월 10 일)

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

[한화시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

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

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	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		

[종목 투자등급]

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

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2024 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%