

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 한화어로시스템 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 향상을 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)

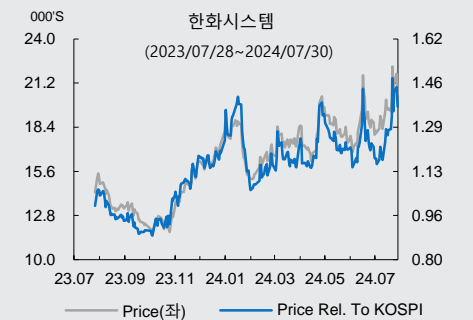
| | |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M) | 26,000원(상향) |
| 증가(2024.07.30) | 20,500원 |
| 상승여력 | 26.8 % |

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



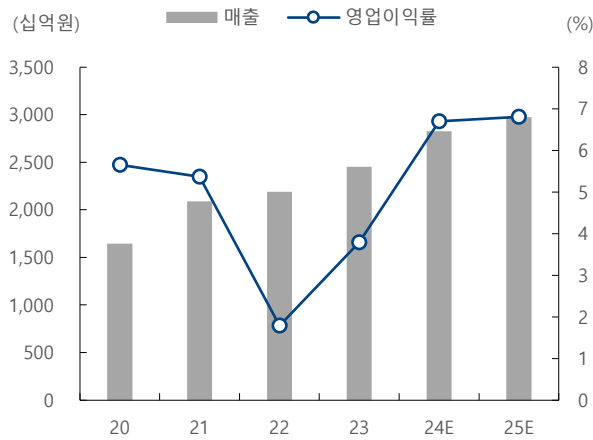
| FY | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 2,453 | 2,827 | 2,973 | 3,204 |
| 영업이익(십억원) | 93 | 189 | 202 | 226 |
| 순이익(십억원) | 349 | 135 | 153 | 189 |
| EPS(원) | 1,849 | 714 | 808 | 1,000 |
| BPS(원) | 11,327 | 11,821 | 12,384 | 13,139 |
| PER(배) | 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]

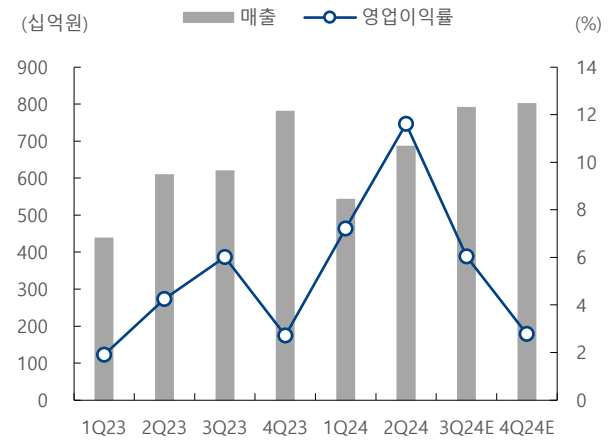
변용진 2122-9181 yongjin.byun@hi-ib.com

그림1. 한화시스템 연간 매출 & 영업이익률 추이 및 전망



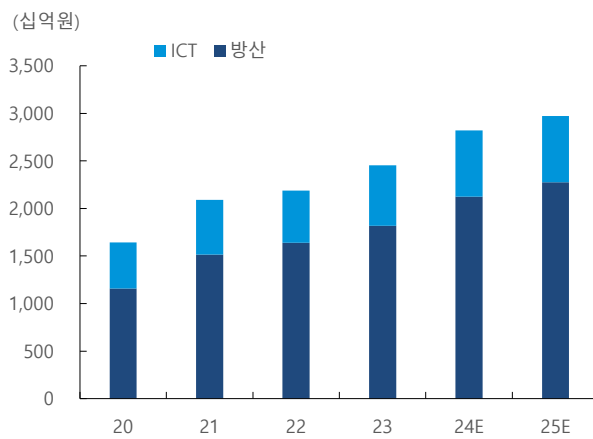
자료: 한화시스템, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 한화시스템 분기 매출 & 영업이익률 추이 및 전망



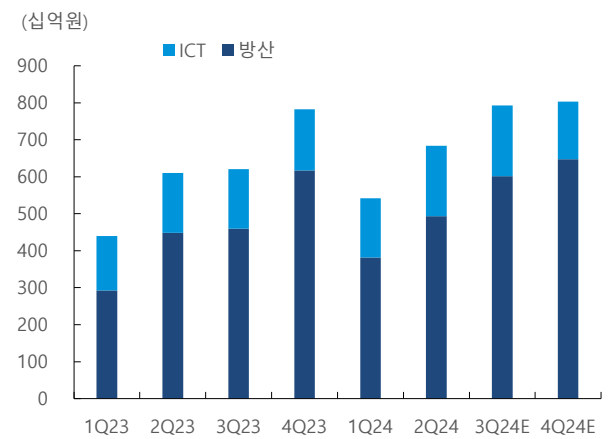
자료: 한화시스템, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 한화시스템 연간 신규 수주액 추이



자료: 한화시스템, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 한화시스템 분기별 수주잔고 추이



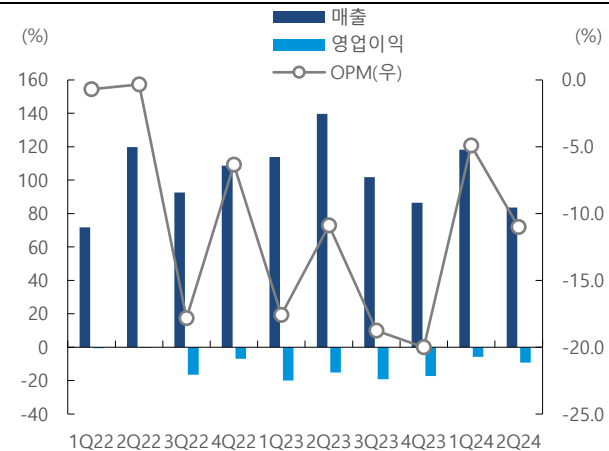
자료: 한화시스템, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 필리조선소 수주잔고 현황

| PHILLY SHIPYARD RECENT DELIVERIES AND ORDER BACKLOG | | | | | | |
|---|--------|---------------|------|------|------|------|
| Customer | Vessel | Delivery | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
| MARAD/TOTE Services | 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 | SRV | 2nd half 2025 | | | ■ | |
| Matson Navigation Company | CV 1 | 2nd half 2026 | | | | ■ |
| | CV 2 | 1st half 2027 | | | | ■ |
| | CV 3 | 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

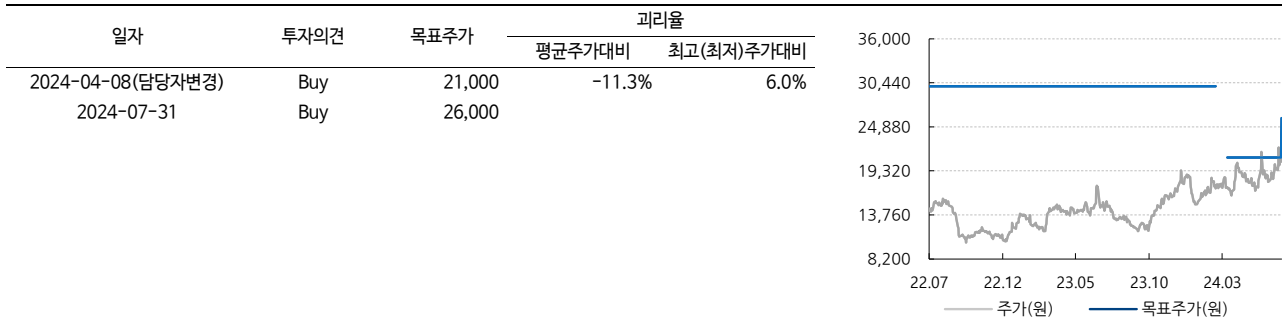
K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 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 투자이전 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목추천투자이전은 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% |