

기업분석팀장 R.A
최종경 마건우
02)739-5936 02)739-5939
choijk@heungkuksec.co.kr kwma0330@heungkuksec.co.kr

(272210)

한화시스템

BUY(유지)

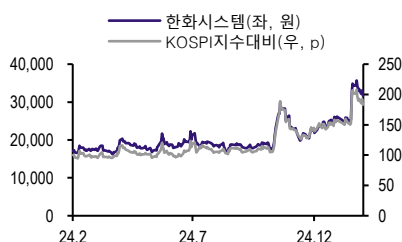
주력 사업의 성장과 필리조선소 합류

목표주가	37,000원(상향)			
현재주가(02/27)	31,450원			
상승여력	17.6%			
시가총액	5,942십억원			
발행주식수	188,919천주			
52주 최고가 / 최저가	35,700 / 16,220원			
3개월 일평균거래대금	144십억원			
외국인 지분율	6.2%			
주요주주				
한화에어로스페이스 등	59.5%			
국민연금공단	8.2%			
한화시스템우리사주	1.7%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	20.0	34.4	70.0	83.3
상대수익률(KOSPI)	16.7	29.7	72.5	83.4

(단위: 십억원, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,188	2,453	2,804	3,265
영업이익	39	93	219	255
EBITDA	144	215	334	392
지배주주순이익	-77	349	454	229
EPS	-405	1,849	2,429	1,224
순차입금	-1,037	-178	-364	-495
PER	-	9.4	12.9	25.7
PBR	1.0	1.5	2.5	2.3
EV/EBITDA	6.6	14.4	16.7	13.9
배당수익률	2.4	1.6	1.1	1.1
ROE	-3.6	16.9	20.0	9.2
컨센서스 영업이익	-	-	-	234
컨센서스 EPS	-	-	-	1,212

주가추이



한층 향상된 수익성을 보여준 2024 년

한화시스템은 '24년 매출액 2조 8,037억원(+14.3% YoY), 영업이익 2,193억원(+78.9% YoY, opm 7.8%)을 기록함.

'24년 방산 부문 매출액은 2조 988억원(+15.5% YoY), 영업이익 1,690억원(+71.6% YoY)으로 양산 및 체계개발 사업들이 차질없이 진행되며 외형 및 수익성에서 견조한 성장 이어감. 폴란드향 K2 전장구성품 물량이 선제적으로 반영되면서 4분기 수출비중 감소에 따른 일시적인 수익성 악화가 나타난 것으로 예상하나, 연간으로는 확연하게 수익성이 강화된 모습을 보이는 중임. ICT 부문 매출액은 6,948억원(+9.3% YoY), 영업이익 561억원(+108.6 YoY)으로 계열사 물량과 함께 금융사 차세대 사업 등 대형 프로젝트들이 반영되며 높은 수익성을 기록함. 한편 당기순이익은 4,453억원(+29.8% YoY)으로 시장 기대치를 크게 상회하였는데, 이는 4분기 한화오션에 대한 회계처리 변경과정(관계기업 투자주식→단순 투자주식)에서 관계기업투자 주식처분이익 3,873억원이 반영된 결과임.

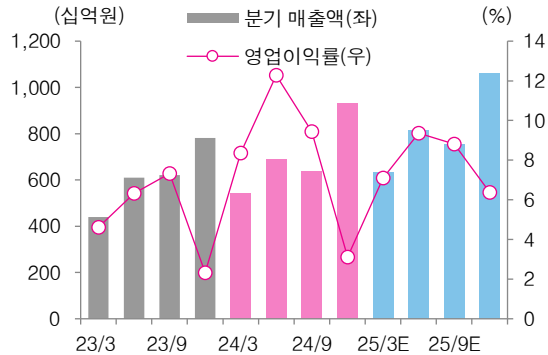
2025 년부터 연결 자회사로 반영되는 필리조선소

'25년 실적부터 필리조선소가 연결됨에 따라 동사의 매출액은 증가할 전망. 그러나 국가안보 다목적 훈련 선박(NSMV)과 해저 암반 설치 선박(SRIV) 건조 일정 지연에 따른 단기적인 수익성 악화는 불가피한 상황임. 올해부터는 수익성이 양호한 컨테이너선 매출 비중이 확대되며 적자 규모의 지속적 축소를 예상함. 특히 올해 2월 11일 미 의회에서 '미 해군 및 해안경비대 준비태세 보장법'이 발의되며 미 해군 함정 신조 및 MRO 사업 확대 가능성이 높아짐. 해당 법안 통과 이후 미 해군 협력의 전초기지로서 필리조선소 사업가치는 지속해서 성장할 것으로 판단함.

투자의견 BUY, 목표주가 37,000 원 상향

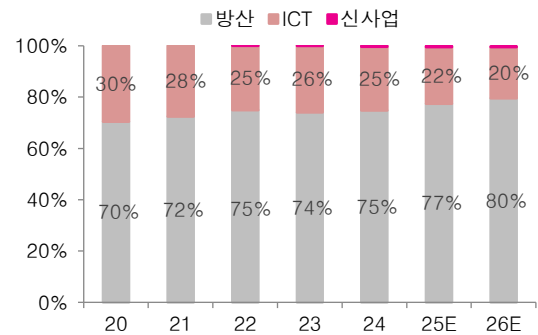
동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 필리조선소 연결에 따른 기업가치 상승분을 반영하기 위해 목표주가를 37,000원으로 상향조정함. 필리조선소의 사업가치와 한화오션의 지분가치를 반영하기 위해 목표주가 산정방식을 NAV 밸류에이션으로 변경함. 기존 사업부의 경우, 12M Fwd EBITDA에 글로벌 방산업체 Peer Group 평균 '26E EV/EBITDA 11.8배를 적용함.

그림 1 한화시스템 분기 매출액과 영업이익률



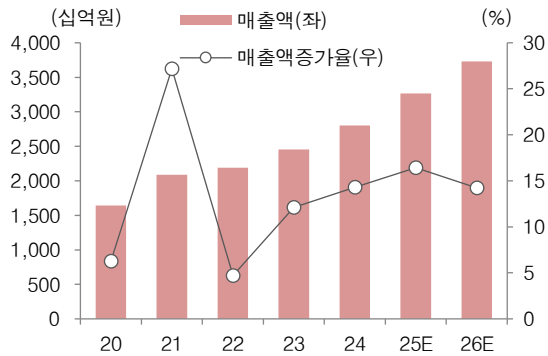
주: 필리조션소 연결 전 기준
자료: 한화시스템, 흥국증권 리서치센터 / K-IFRS 연결 기준

그림 2 한화시스템 부문별 매출 비중 추이 및 전망



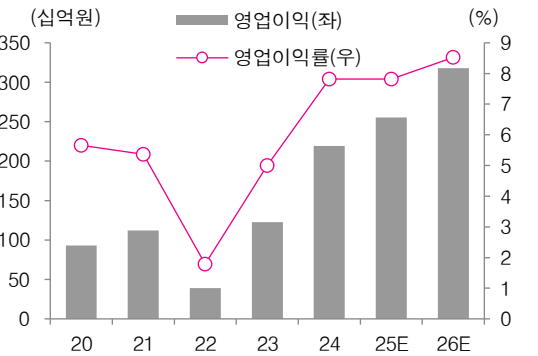
주: 필리조션소 연결 전 기준
자료: 한화시스템, 흥국증권 리서치센터

그림 3 한화시스템 매출액과 매출액증가율



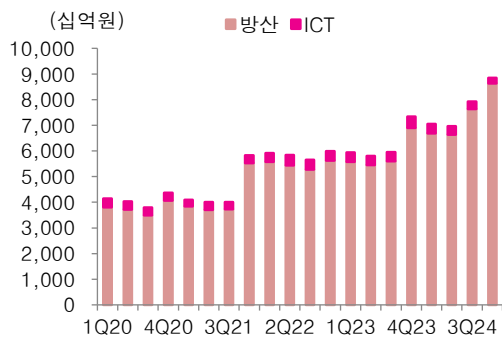
주: 필리조션소 연결 전 기준
자료: 한화시스템, 흥국증권 리서치센터 / K-IFRS 연결 기준

그림 4 한화시스템 영업이익과 영업이익률



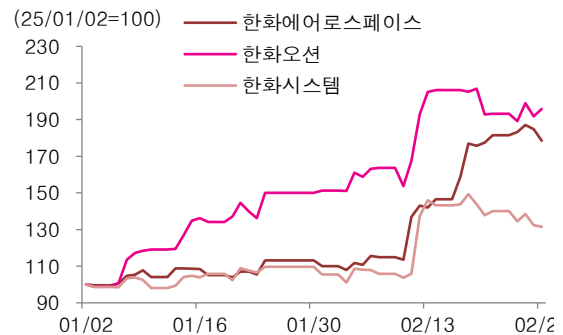
주: 필리조션소 연결 전 기준
자료: 한화시스템, 흥국증권 리서치센터 / K-IFRS 연결 기준

그림 5 한화시스템 부문별 수주잔고 추이



자료: 한화시스템, 흥국증권 리서치센터

그림 6 한화그룹 계열사별 주가 추이



주: 세로축은 월/일을 기준으로 함
자료: DataGudie, 흥국증권 리서치센터

표 1 한화시스템 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	544	687	639	934	634	813	755	1,063	2,804	3,265	3,730
<i>YoY</i>	<i>23.9</i>	<i>12.6</i>	<i>3.0</i>	<i>19.4</i>	<i>16.5</i>	<i>18.3</i>	<i>18.1</i>	<i>13.9</i>	<i>14.3</i>	<i>16.4</i>	<i>14.2</i>
[부문별 매출액]											
방산	382	493	468	756	458	633	573	863	2,099	2,527	2,968
ICT	161	190	170	175	172	176	178	196	695	721	743
신사업	2	4	2	3	3	3	3	3	11	12	13
영업이익	46	84	60	29	45	76	67	68	219	255	318
<i>영업이익률</i>	<i>8.4</i>	<i>12.3</i>	<i>9.4</i>	<i>3.1</i>	<i>7.1</i>	<i>9.4</i>	<i>8.8</i>	<i>6.4</i>	<i>7.8</i>	<i>7.8</i>	<i>8.5</i>
세전이익	69	13	19	480	42	74	69	89	581	275	357
<i>세전이익률</i>	<i>12.7</i>	<i>1.9</i>	<i>3.0</i>	<i>51.4</i>	<i>6.7</i>	<i>9.1</i>	<i>9.2</i>	<i>8.4</i>	<i>20.7</i>	<i>8.4</i>	<i>9.6</i>
지배기업순이익	52	28	9	365	35	61	58	75	454	229	298
<i>순이익률</i>	<i>9.5</i>	<i>4.1</i>	<i>1.5</i>	<i>39.1</i>	<i>5.5</i>	<i>7.5</i>	<i>7.7</i>	<i>7.0</i>	<i>16.2</i>	<i>7.0</i>	<i>8.0</i>

주: 필리조션소 연결 전 기준

자료: 한화시스템, 흥국증권 리서치센터

표 2 필리조션소 연도별 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2019	2020	2021	2022	2023	~3Q24
Operating revenues	28.2	54.1	214.1	392.7	441.8	317.1
Operating loss before depreciation (EBITDA)	-17.3	-21.6	-7.0	-18.1	-63.9	-56.2
Operating loss (EBIT)	-21.3	-27.7	-12.5	-24.3	-71.6	-62.6
Loss before tax	-21.2	-27.6	-12.3	-22.3	-64.9	-59.2
Loss after tax	-20.2	1.6	-7.4	-11.7	-67.9	-63.7

자료: Philly Shipyard, 흥국증권 리서치센터

표 3 한화시스템 목표주가 산정 NAV Valuation

	2025E	2026E	12M Forward	비고
A. 영업가치 (십억원)	4,669	5,508	4,809	
i) 기존사업부	4,627	5,466	4,767	
EBITDA	392	463	404	
목표 EV/EBITDA (배)	11.8	11.8	11.8	글로벌 방산업체 Peer Group '26E 평균
ii) 필리조션소	42	42	42	인수가액을 50% 할인 적용
B. 투자자산가치 (십억원)	1,593	1,593	1,593	
i) 한화오션	1,315	1,315	1,315	지분율(11.6%) 시가총액 50% 할인 적용
ii) 기타투자자산 등	278	278	278	장부가액 적용 (3Q24 기준)
C. 순차입금 (십억원)	-495	-626	-517	
D. NAV(A+B-C)	6,757	7,727	6,919	
발행주식수 (만주)	18,699	18,699	18,699	보통주기말발행주식수(자기주식 제외)
목표주가 (원)	36,136	41,321	37,000	
현재주가 (2/27)	31,450	31,450	31,450	
상승여력 (%)	+14.9	+31.4	+17.6	

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,188	2,453	2,804	3,265	3,730
증가율 (Y-Y, %)	4.7	12.1	14.3	16.4	14.2
영업이익	39	93	219	255	318
증가율 (Y-Y, %)	(65.1)	137.6	136.2	16.5	24.5
EBITDA	144	215	334	392	463
영업외손익	(81)	321	362	19	39
순이자수익	19	12	19	17	16
외화관련손익	4	2	29	12	14
지분법손익	(27)	(46)	(65)	(8)	(6)
세전계속사업손익	(42)	413	581	275	357
당기순이익	(81)	343	445	214	278
지배기업당기순이익	(77)	349	454	229	298
증가율 (Y-Y, %)	적전	흑전	30.1	(49.6)	30.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.3	14.3	10.3	14.3	15.0
영업이익증가율(3Yr)	(23.0)	0.0	25.1	87.0	50.7
EBITDA증가율(3Yr)	(6.1)	3.7	17.1	39.7	29.2
순이익증가율(3Yr)	-	54.2	65.7	-	(6.7)
영업이익률(%)	1.8	3.8	7.8	7.8	8.5
EBITDA마진(%)	6.6	8.8	11.9	12.0	12.4
순이익률 (%)	(3.7)	14.0	15.9	6.6	7.5
NOPLAT	28	80	169	199	248
(+) Dep	105	122	114	137	146
(-) 운전자본투자	(136)	56	(693)	(137)	(76)
(-) Capex	48	132	178	187	200
OpFCF	221	14	799	286	269

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,327	1,890	2,286	2,251	2,304
현금성자산	1,251	508	793	819	840
매출채권	212	204	248	282	313
재고자산	373	501	541	600	671
비유동자산	1,619	2,593	3,438	3,619	3,809
투자자산	787	1,687	2,428	2,527	2,630
유형자산	274	348	438	511	588
무형자산	558	559	572	581	592
자산총계	3,946	4,483	5,724	5,870	6,113
유동부채	1,619	1,951	2,677	2,747	2,851
매입채무	219	301	346	377	439
유동성이자부채	109	191	113	108	103
비유동부채	308	378	631	543	450
비유동이자부채	105	139	316	216	111
부채총계	1,927	2,329	3,308	3,290	3,301
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,100	846	846	846
이익잉여금	117	212	868	1,031	1,264
자본조정	(147)	(117)	(256)	(256)	(256)
자기주식	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)
자본총계	2,019	2,154	2,416	2,580	2,812
투하자본	412	518	205	163	186
순차입금	(1,037)	(178)	(364)	(495)	(626)
ROA	(2.0)	8.3	8.9	3.9	5.0
ROE	(3.6)	16.9	20.0	9.2	11.1
ROIC	6.0	17.2	46.6	108.5	142.3

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	(405)	1,849	2,429	1,224	1,594
BPS	10,588	11,327	12,719	13,585	14,816
DPS	250	280	350	350	400
Multiples(x, %)					
PER	-	9.4	12.9	25.7	19.7
PBR	1.0	1.5	2.5	2.3	2.1
EV/ EBITDA	6.6	14.4	16.7	13.9	11.5
배당수익률	2.4	1.6	1.1	1.1	1.3
PCR	11.4	12.6	8.0	15.4	12.9
PSR	0.9	1.3	2.1	1.8	1.6
재무건전성 (%)					
부채비율	95.4	108.1	136.9	127.5	117.4
Net debt/Equity	-	-	-	-	-
Net debt/EBITDA	-	-	-	-	-
유동비율	143.8	96.9	85.4	81.9	80.8
이자보상배율	-	-	-	-	-
이자비용/매출액	0.3	0.6	0.7	0.4	0.4
자산구조					
투하자본(%)	16.8	19.1	6.0	4.6	5.1
현금+투자자산(%)	83.2	80.9	94.0	95.4	94.9
자본구조					
차입금(%)	9.6	13.3	15.1	11.2	7.1
자기자본(%)	90.4	86.7	84.9	88.8	92.9

주1) 재무제표는 연결기준으로 작성

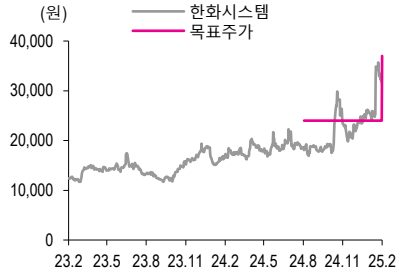
주2) 필리조전소 연결 및 중단사업으로 인해 재무제표는 추후 변경될 수 있음

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	269	83	1,363	523	538
당기순이익	(81)	343	445	214	278
자산상각비	105	122	114	137	146
운전자본증감	104	(168)	651	137	76
매출채권감소(증가)	(29)	6	(43)	(34)	(32)
재고자산감소(증가)	34	(128)	(41)	(59)	(71)
매입채무증감(감소)	40	42	80	31	62
투자현금	(679)	(864)	(1,047)	(331)	(346)
단기투자자산감소	(586)	(32)	(120)	(5)	(5)
장기투자증권감소	(6)	(664)	(407)	(83)	(84)
설비투자	(48)	(132)	(178)	(187)	(200)
유무형자산감소	(32)	(27)	(31)	(33)	(33)
재무현금	(3)	27	(109)	(170)	(176)
차입금증가	22	72	45	(105)	(110)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(30)	(47)	(52)	(65)	(65)
현금 증감	(409)	(752)	202	21	16
총현금흐름(Gross CF)					
(-) 운전자본증감(감소)	(136)	56	(693)	(137)	(76)
(-) 설비투자	48	132	178	187	200
(+) 자산매각	(32)	(27)	(31)	(33)	(33)
Free Cash Flow	230	45	1,224	303	305
(-) 기타투자	6	664	407	83	84
잉여현금	224	(619)	817	220	221

한화시스템 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-08-29	담당자 변경			
2024-08-29	Buy	24,000	(4.8)	48.8
2025-02-28	Buy	37,000		

투자 의견 (향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
----	---	----	---

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2024년 12월 31일 기준)

Buy (98.3%)	Hold (1.7%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 14층
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 6층
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02)739-6286