Global Research

2025.07.04

HENSOLDT

(HAG-GY)

독일의 한화시스템

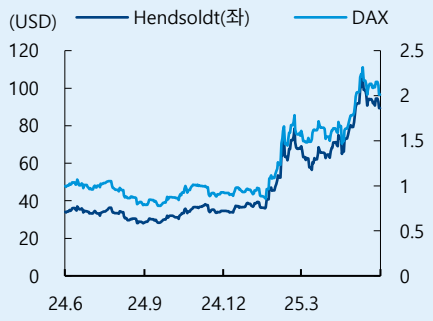
Global Company Brief

블룸버그 최고 목표가	EUR 117.00
블룸버그 최저 목표가	EUR 45.00
종가(2025-07-03)	EUR 94.55

Stock Indicator	
거래소	Xetra
발행주식수	115.5 백만주
시가총액	10.7 십억EUR
결산월	12월
52주 최고가(EUR)	EUR 108.90
52주 최저가(EUR)	EUR 27.28

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.8	51.2	179.1	168.8
상대수익률	-6.1	37.2	132.1	106.3

Price Trend



결산(12월)	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24
매출액(십억EUR)	1.5	1.7	1.8	2.2
영업이익(십억EUR)	0.1	0.2	0.2	0.2
순이익(십억EUR)	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS(EUR)	0.6	0.5	0.5	0.9
BPS(EUR)	3.8	5.7	7.1	7.5
PER(x)	20.9	42.5	46.0	37.1
PBR(x)	3.3	3.8	3.4	4.6
ROE(%)	17.1	15.6	8.0	12.8
배당수익률(%)	1.0	1.1	1.2	1.2
EV/EBITDA(x)	6.9	9.9	10.2	12.3

주:IFRS 기준

독일의 한화시스템

HENSOLDT는 독일에 본사를 둔 방산전자 및 센서전문 업체로 군사 및 보안분야에 고성능 센서 솔루션을 공급하고 있다. 주력 제품군은 레이더 시스템, 광전자, 항공전자, 전자전 장비이며 2023년 독일 종합 시스템 통합 및 방위솔루션 업체 ESG를 인수한 후 소프트웨어 역량도 지속 확대하고 있다. 2025년 4월에는 드론 전문업체 Quantum Systems과 MOU를 체결하며 소프트웨어 기반 방산체계(SDD, Software Defined Defence) 관련 차세대 기술 개발도 추진 중에 있다. 주요 매출처는 독일로 1Q25 기준 전체 매출의 67.8%를 차지하고 있으며 그 외는 기타 유럽국가 (22.0%), 북미(4.8%), 아프리카(2.0%), APAC(1.8%), 중동(1.5%) 순이다. 동사는 2022~23년 PEGASUS 등 독일군의 주요 대형프로젝트에서 pass-through 형태의 외주조달형 사업비중이 커지며 일부 수익성 저하를 겪었으나, 2024년부터 유럽 및 글로벌 방위산업 확대에 따른 수주호조 지속과 고마진 제품인 레이더, 소프트웨어 시스템 비중 확대에 더해 ESG 인수 후 통합작업이 마무리 단계에 들어서며 고정비 절감을 통한 영업 레버리지 효과 및 영업이익 개선을 시현하였다.

1Q25 Review: 물류센터 가동지연으로 인한 고정비 증가

HENSOLDT의 1Q25 매출액과 영업이익은 각각 3억 95백만달러(+20.1% YoY), -16백만달러(적자전환)로, 부문별로는 센서 3억 39백만달러(+18.5% YoY), 광전자 59백만달러(+32.7%)를 기록하였다. 영업이익 적자요인으로는 2024년 ESG그룹 인수 후 구매가격배분(PPA) 회계처리로 인한 무형자산상각(38백만달러) 인식분이 1Q25부터 온기로 반영된 영향과 센서부문 신규 물류센터 가동지연으로 인한 일시적 생산성 저하가 일부 비우호적인 제품믹스를 일으킨 부분이 주효했다. 다만 동사는 일반적으로 연말 납기 일정에 맞춰 매출 및 마진인식이 집중되는 경향이 있고 Eurofighter 레이더와 같은 고마진 품목 납품이 추세적으로 3~4Q에 몰린다는 점을 고려한다면 하반기 완만한 마진회복 기대가 가능하다는 판단이다. 1Q25 신규수주는 7억 1백만 달러(+5.4% YoY)로 부문별로는 센서부문(+6.8% YoY)에서 Eurofighter Halcon 신규주문, Mk1 레이더 계약연장이 주효하였으나, 광전자부문(-30.6% YoY) 전년도 단거리 대공방어시스템 프로젝트 수주로 인한 역기저효과가 크게 작용하였다.

방산업체 Re-rating 흐름, 플랫폼 제조사에서 전자/센서 업체로 확대될 것

2H25 물류센터 정상화를 통한 센서부문의 견조한 매출증가세가 예상된다. 동사는 1Q25 실적발표를 통해 물류센터가 정상화될 경우, 물류 처리능력이 기존대비 최소 85% 이상 개선될 것이라 밝혔다. 이는 레이서/센서 생산량 급증에 긍정적으로 기여할 뿐 아니라 독일군·NATO의 수요급증 대응 역량으로 이어질 것이라 전망한다.

유럽연합의 'ReArm Europe' 전략추진과 이로 말미암은 각국의 방위비 증액 움직임은 라인메탈과 한화에어로스페이스와 같은 유럽 및 국내 방산업체의 주가 re-rating 흐름의 토대가 되었다. 전자/센서업체 역시 방산업종 전반 호조에 따른 실적가시화 및 신규수주 모멘텀 작용 기대 구간에 진입했다 판단한다. 동사의 12개월 Fwd P/E는 41.1배로 이미 유럽 굴지 방산업체 수준의 rating을 받고 있다. 국내 전자/센서 방산업체의 주가 상방을 열어주는 주요 요인으로 작용할 것으로 기대하는 이유이다.

[조선/방산]
변용진 2122-9181 yongjin.byun@imfnsec.com

표1. HENSOLDT 연간 영업실적 추이 및 전망

(백만유로)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025C	2026C
매출	1114.2	1206.9	1474.3	1707.0	1847.0	2240.0	2593.9	2938.3
YoY %	0.4%	8.3%	22.2%	15.8%	8.2%	21.3%	15.8%	13.3%
OP	63.3	169.7	225.9	224.0	257.0	302.0	311.7	389.9
YoY %	-57.4%	168.1%	33.1%	-0.8%	14.7%	17.5%	3.2%	25.1%
OPM %	5.7%	14.1%	15.3%	13.1%	13.9%	13.5%	12.0%	13.3%

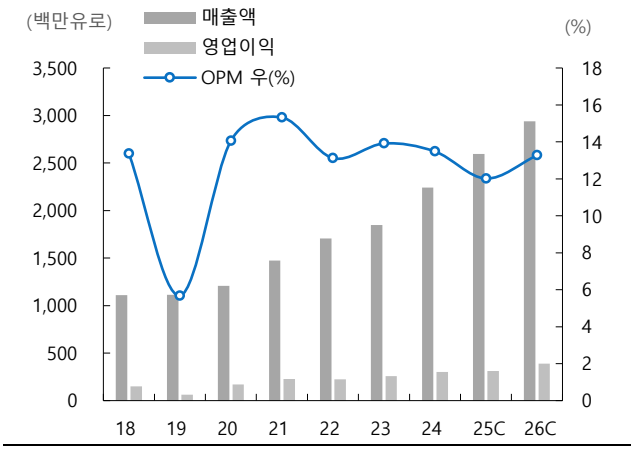
자료: HENSOLDT, iM증권 리서치본부

표2. HENSOLDT 분기별 영업실적 추이 및 전망

(백만유로)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25C	3Q25C
매출	338.0	388.0	410.0	711.0	329.0	520.0	528.0	863.0	395.0	580.0	600.0
YoY %	18.2%	-2.0%	-1.9%	17.1%	-2.7%	34.0%	28.8%	21.4%	20.1%	11.5%	13.6%
OP	2.0	18.0	75.0	154.0	-8.0	12.0	105.0	193.0	-16.0	80.5	91.8
YoY %	흑전	5.9%	13.6%	69.2%	적전	-33.3%	40.0%	25.3%	적지	570.4%	-12.6%
OPM %	0.6%	4.6%	18.3%	21.7%	-2.4%	2.3%	19.9%	22.4%	-4.1%	13.9%	15.3%
(부문별)											
센서 매출	287.0	316.0	348.0	593.0	286.0	458.0	460.0	702.0	339.0	-	-
센서 OP	35.0	51.0	69.0	151.0	40.0	77.0	77.0	187.0	29.0	-	-
센서 OPM	12.2%	16.1%	19.8%	25.5%	14.0%	16.8%	16.7%	26.6%	8.6%	-	-
광전자 매출	51.0	73.0	62.0	118.0	44.0	63.0	67.0	161.0	59.0	-	-
광전자 OP	-5.0	1.0	0.0	28.0	-6.0	-8.0	7.0	31.0	1.0	-	-
광전자 OPM	-9.8%	1.4%	0.0%	23.7%	-13.6%	-12.7%	10.4%	19.3%	1.7%	-	-

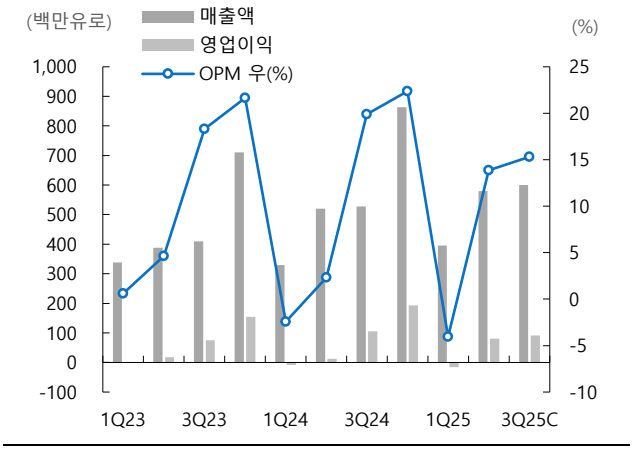
자료: HENSOLDT, iM증권 리서치본부

그림1. HENSOLDT 연간 실적 추이



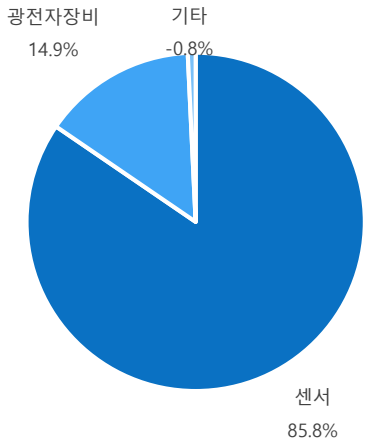
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. HENSOLDT 분기별 실적 추이



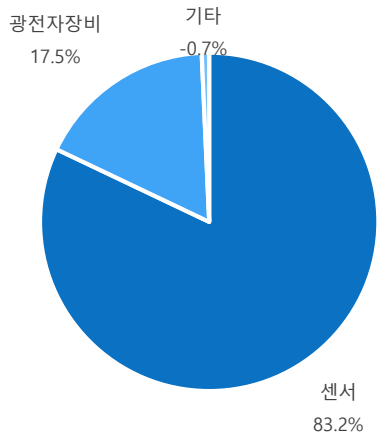
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 1Q25 HENSOLDT 사업부문별 매출액 구성



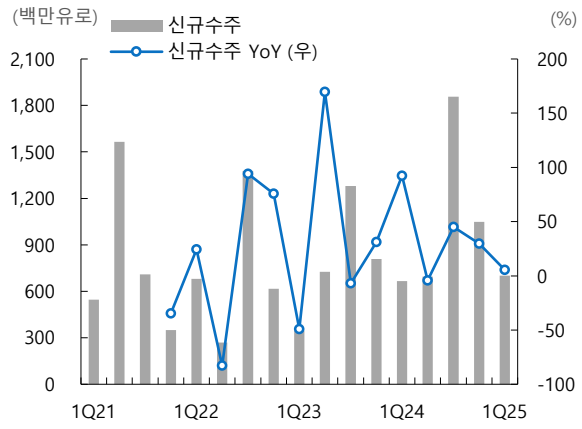
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 1Q25 HENSOLDT 사업부문별 수주잔고 비율



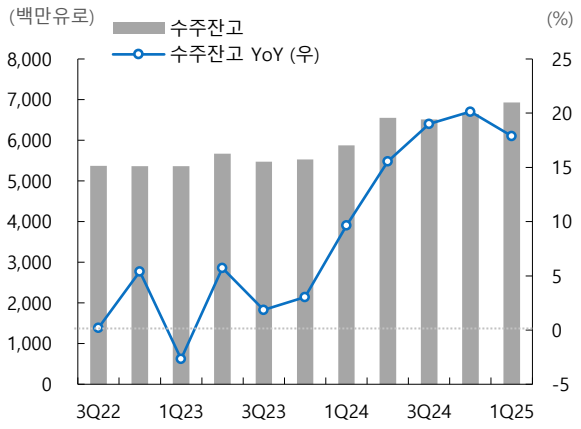
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 1Q25 HENSOLDT 신규수주 추이



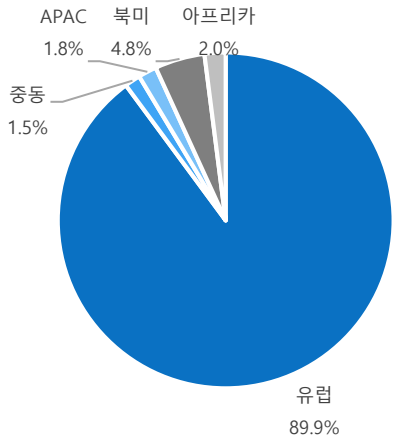
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 1Q25 HENSOLDT 수주잔고 추이



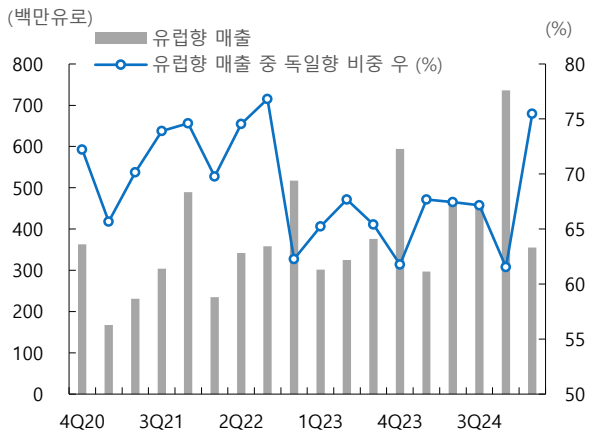
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 1Q25 HENSOLDT 지역별 매출액 비중



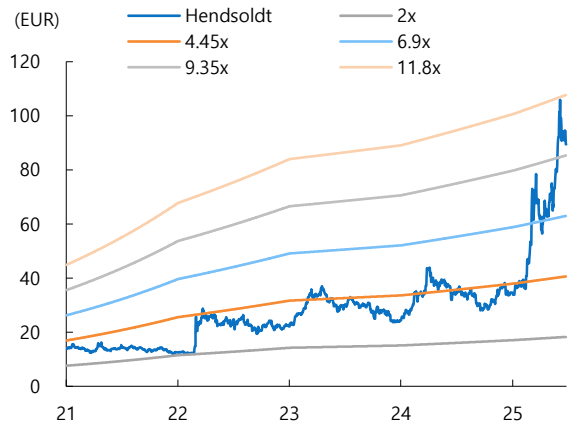
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. HENSOLDT 독일향 매출 비중 추이



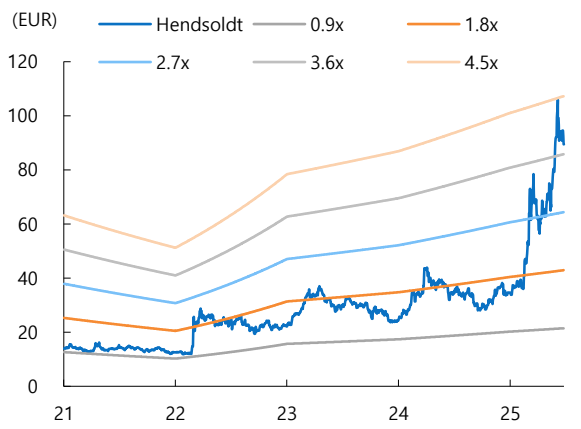
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. HENSOLDT P/B 밴드



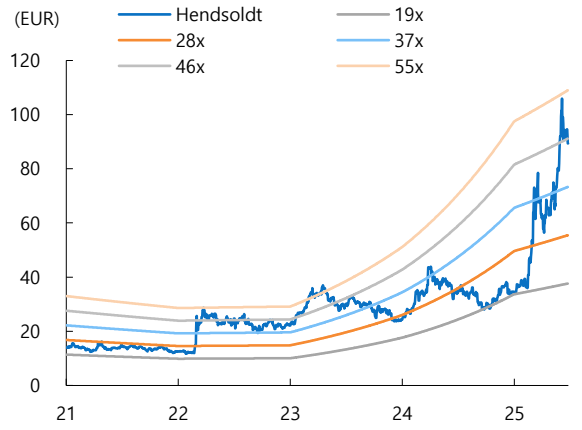
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. HENSOLDT P/S 밴드



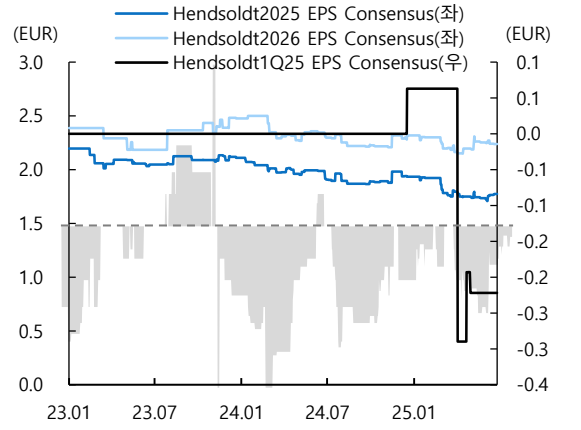
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. HENSOLDT P/E 밴드



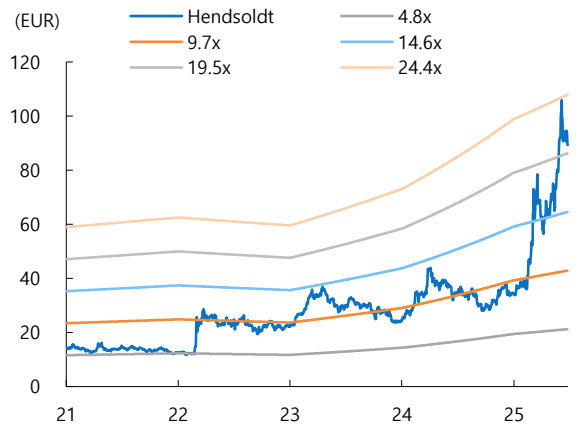
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. HENSOLDT 컨센서스 및 ER 추이



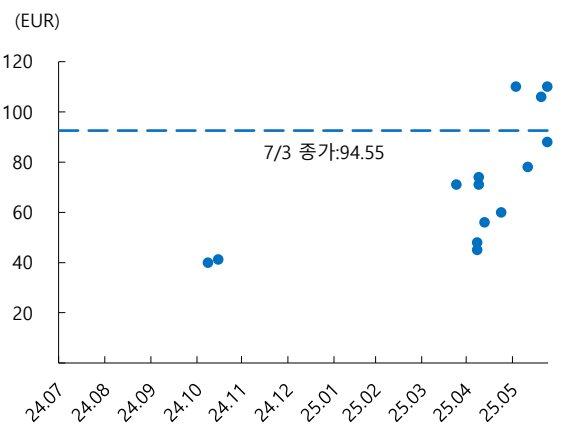
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. HENSOLDT l EV/EBITDA 밴드



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. HENSOLDT 목표주가 분포



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

재무제표

재무상태표

(백만EUR)	2021	2022	2023	2024
유동자산	1,630	1,644	2,153	2,407
현금 및 현금성자산	529	460	802	733
매출채권	309	323	382	426
비유동자산	1,320	1,335	1,426	2,289
유형자산	249	261	330	452
무형자산	1,036	1,042	1,057	1,781
자산총계	2,950	2,979	3,579	4,696
유동부채	1,255	1,203	1,470	1,889
비유동부채	1,285	1,160	1,271	1,921
부채총계	2,539	2,363	2,741	3,810
지배주주지분	399	603	822	872
자본금	105	105	116	116
이익잉여금	-218	-56	62	245
자본총계	410	616	838	886

포괄손익계산서

(백만EUR, %)	2021	2022	2023	2024
매출액	1,474	1,707	1,847	2,240
매출원가	1,145	1,314	1,427	1,732
매출총이익	330	393	420	508
판매비와관리비	182	199	229	290
EBITDA	254	269	282	346
영업이익	128	166	165	184
영업이익률	8.7	9.7	8.9	8.2
세전계속사업이익	85	130	94	117
법인세비용	22	50	35	11
당기순이익	63	78	57	108
성장률(YoY)				
매출액	22.2	15.8	8.2	21.3
영업이익	79.6	30.0	-0.6	11.5
순이익	흑전	24.4	-26.9	89.5

현금흐름표

(백만EUR)	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	299	244	266	313
당기순이익	63	78	57	108
유무형자산감가상각비	126	103	117	162
비현금항목	41	24	91	10
투자활동 현금흐름	-117	-101	-123	-744
유무형자산의 처분	3	0	1	2
유무형자산의 취득	-102	-95	-115	-199
기타투자활동	1	0	0	0
재무활동 현금흐름	-297	-214	197	368
부채의 증감	-196	-169	-19	421
자본의 증감	0	0	238	0
배당금 지급	-14	-26	-32	-46
기타 재무활동	-87	-19	10	-7
현금및현금성자산의증감	-116	-69	342	-69
기초현금및현금성자산	646	529	460	802
기말현금및현금성자산	529	460	802	733
잉여현금흐름	197	149	151	114

주요투자지표

	2021	2022	2023	2024
주당지표(EUR)				
EPS	0.6	0.5	0.5	0.9
BPS	3.8	5.7	7.1	7.5
CFPS	2.8	1.6	2.5	2.7
DPS	0.0	0.3	0.4	0.5
Valuation(배)				
PER	20.9	42.5	46.0	37.1
PBR	3.3	3.8	3.4	4.6
PCR	4.4	13.6	9.7	12.8
EV/EBITDA	6.9	9.9	10.2	12.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	17.1	15.6	8.0	12.8
EBITDA이익률	17.2	15.8	15.3	15.4
부채비율	618.7	383.6	327.1	430.0
순부채비율	100.8	51.5	5.7	30.9
매출채권회전율(x)	5.5	4.3	3.7	3.6
재고자산회전율(x)	2.7	2.7	2.5	2.6

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: IFRS 기준

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 기관투자가 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%