



BUY(Maintain)

목표주가: 26,500원
주가(10/30): 19,140원

시가총액: 36,159억원



조선/기계/방산/항공우주
Analyst 이한결
gksruf9212@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/30)	2,593.79pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	22,250 원
등락률	-14.0%
수익률	절대
1M	7.0%
6M	-2.7%
1Y	50.7%
	상대
	7.0%
	0.9%
	32.4%

Company Data

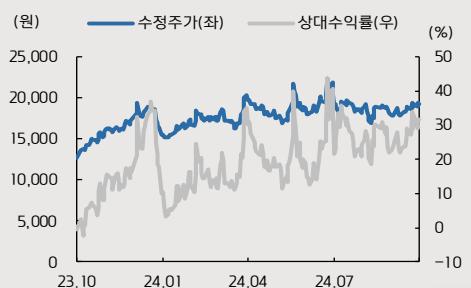
발행주식수	188,919 천주
일평균 거래량(3M)	1,969천주
외국인 지분율	5.1%
배당수익률(24E)	1.4%
BPS(24E)	11,798원
주요 주주	한화에어로스페이스 외 2 인
	59.5%

투자지표

(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,188.0	2,453.1	2,805.5	3,176.3
영업이익	39.1	92.9	227.6	275.2
EBITDA	144.0	214.8	348.4	406.9
세전이익	-42.0	413.4	139.8	306.9
순이익	-80.8	343.1	131.6	251.7
지배주주지분순이익	-76.6	349.2	135.3	258.7
EPS(원)	-405	1,849	716	1,369
증감률(% YoY)	적전	흑전	-61.3	91.2
PER(배)	N/A	9.4	27.0	14.1
PBR(배)	1.00	1.53	1.64	1.50
EV/EBITDA(배)	6.7	14.5	9.9	8.0
영업이익률(%)	1.8	3.8	8.1	8.7
ROE(%)	-3.6	16.9	6.2	11.1
순차입금비율(%)	-51.6	-8.3	-8.8	-16.1

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



3Q24 Review

한화시스템 (272210)

2개 분기 연속 서프라이즈



3분기 영업이익은 570억원을 시현하며 어닝 서프라이즈를 달성하였다. 방산 부문에서 수출 사업의 비중 상승에 따른 수익성 개선 및 ICT 부문의 캡티브 매출 성장세가 호실적을 이끌었다. 방산 부문에서 수출 사업의 비중은 점차 확대됨에 따라 실적 개선세는 지속될 것으로 판단한다. 앞으로도 중동, 폴란드, 캐나다, 필리핀 등 다양한 지역 및 국가에서 추가 수주가 기대된다. 이에 방산 부문의 수주잔고 내 수출 비중은 점진적으로 상승할 것으로 판단한다.

>> 3분기 영업이익 570억원, 어닝 서프라이즈

3분기 매출액 6,392억원(yoy +3.0%), 영업이익 570억원(yoy +43.7%, OPM 8.9%)를 시현하며 시장 기대치를 큰 폭으로 상회하였다. 지난 분기에 이어 방산과 ICT 전 사업 부문에서 매출 확대와 수익성 개선 흐름이 이어지고 있다. 방산 부문은 폴란드와 UAE/사우디향 수출 비중 확대와 TICN 4차 양산 사업 등 국내 사업의 순조로운 진행으로 매출 성장과 이익 개선세가 나타난 것으로 판단한다. 3Q24 방산 부문의 수출 비중은 20% 정도로 전분기 대비 소폭 성장한 것으로 추정된다. 상반기 대비 방산 부문의 자체 투자 비용이 증가했음에도 수출 비중이 늘어나면서 수익성 개선 흐름이 지속된 점은 긍정적이다. ICT 부문은 일부 비계열사 사업이 종료되었지만 계열사향 캡티브 매출은 견조하게 유지되며 실적 개선이 지속되고 있다. 신사업 부문은 H-foundation과 자회사에서 약 15억원, 한화인텔리전스에서 약 26억원 영업손실이 발생하였다. 영업외에서 한화페이저, 한화오션 등 지분법손실이 각각 48억원, 126억원 반영되었다.

>> 실적과 수주 모두 성장 전망

2024년 매출액은 2조 8,055억원(yoy +14.4%), 영업이익 2,276억원(yoy +145.0%, OPM 8.1%)을 달성할 것으로 전망한다. 연말까지 방산과 ICT 부문의 실적 개선 흐름은 지속될 것으로 판단한다. 특히, 방산 부문은 내년부터 UAE/사우디 수출 사업의 제품 양산이 예정되어 있기 때문에 수출 비중이 점진적으로 상승하며 수익성 개선을 이끌 것으로 전망한다. ICT 부문도 계열사 캡티브 물량 증가에 따른 실적 개선이 기대된다. 연내 방산 부문에서는 K2 4차 양산, 천마 PBL 3차, KDX2 전투 체계 성능 개량 등 다양한 국내 사업 수주가 예상된다. 국내 사업 외에도 중동 지역에서 다기능레이더 장비에 대한 추가 수주가 기대된다. 또한, 계열사인 한화오션과 함께 폴란드, 캐나다, 필리핀 등 글로벌 잠수함 수출 사업도 추진하고 있어 방산 부문의 수주잔고 내 수출 사업 비중은 점차 증가할 것으로 판단한다. ICT 부문도 미래에셋생명 차세대 시스템 구축 사업 등 비계열사 사업의 수주를 통해 외형 확대가 지속될 것이다.

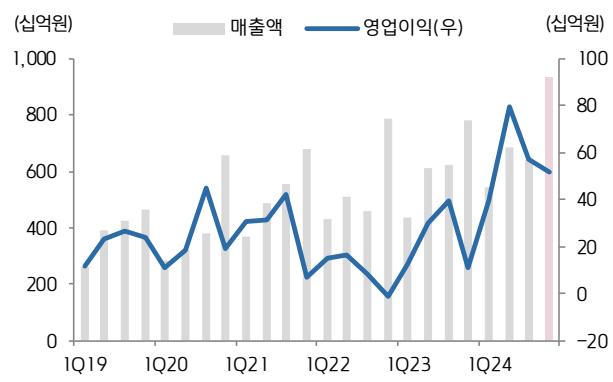
>> 투자의견 BUY, 목표주가 26,500원 유지

한화시스템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q22	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	687.3	639.2	934.6	2,453.1	2,805.5	3,176.3
(YoY)	2.3%	19.6%	35.1%	-0.8%	23.9%	12.5%	3.0%	19.5%	12.1%	14.4%	13.2%
방산	292.4	448.1	459.4	617.1	381.7	493.2	467.8	733.7	1,817.0	2,076.4	2,422.6
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	160.5	190.1	169.6	193.7	635.6	713.9	735.3
신사업	0.1	0.2	0.1	0.1	2.2	4.0	1.8	7.3	0.5	15.3	18.3
영업이익	12.3	29.9	39.7	11.0	39.3	79.8	57.0	51.5	92.9	227.6	275.2
(YoY)	-18.9%	82.0%	356.3%	흑전	219.5%	167.0%	43.7%	368.2%	137.7%	145.0%	20.9%
OPM	2.8%	4.9%	6.4%	1.4%	7.2%	11.6%	8.9%	5.5%	3.8%	8.1%	8.7%
순이익	184.9	74.8	41.2	42.2	51.7	27.0	8.1	44.8	343.1	131.6	251.7
(YoY)	1644.4%	흑전	1462.5%	흑전	-72.0%	-63.9%	-80.3%	6.1%	흑전	-61.6%	91.2%
NPM	42.1%	12.3%	6.6%	5.4%	9.5%	3.9%	1.3%	4.8%	14.0%	4.7%	7.9%

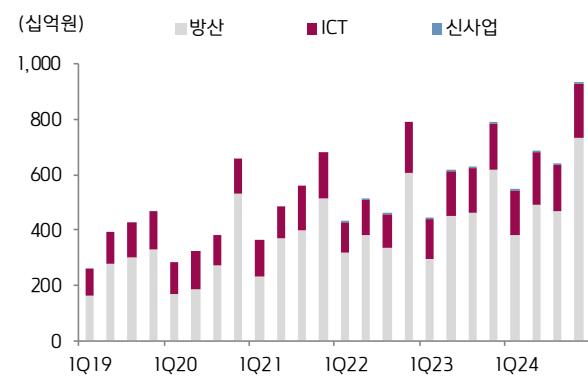
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



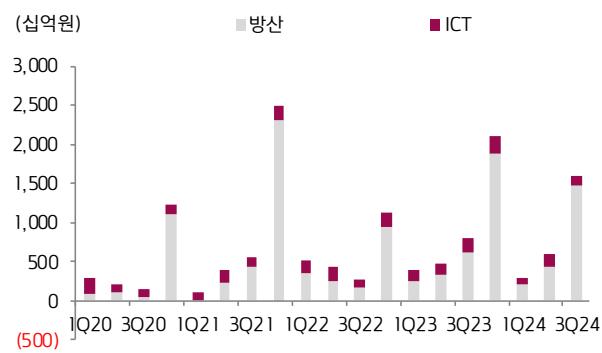
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



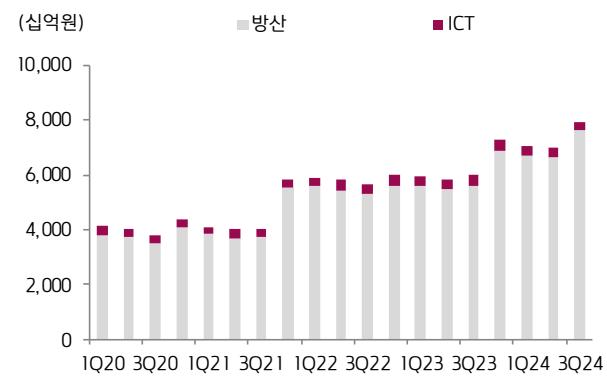
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 신규 수주 추이



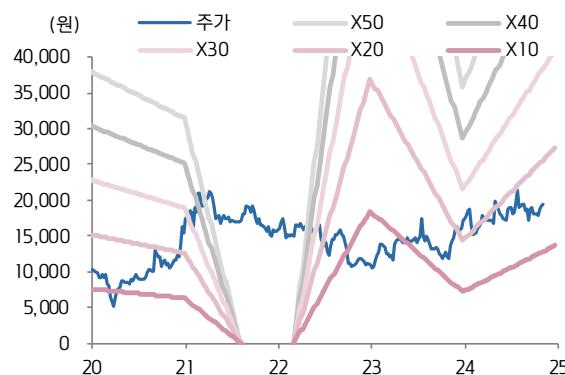
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 수주 잔고 추이



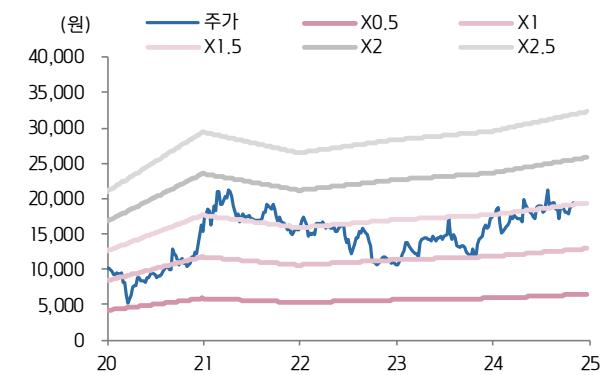
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188.0	2,453.1	2,805.5	3,176.3	3,450.8
매출원가	1,932.6	2,148.8	2,359.6	2,664.1	2,860.5
매출총이익	255.4	304.3	445.9	512.2	590.3
판관비	216.3	211.4	218.3	237.0	276.5
영업이익	39.1	92.9	227.6	275.2	313.8
EBITDA	144.0	214.8	348.4	406.9	444.3
영업외손익	-81.1	320.6	-87.9	31.7	80.5
이자수익	24.9	26.8	27.8	38.2	54.3
이자비용	5.7	14.3	14.3	14.3	14.3
외환관련이익	10.2	4.9	3.9	3.9	3.9
외환관련손실	6.3	3.4	2.9	2.9	2.9
종속 및 관계기업손익	-26.7	-29.8	-32.7	10.5	43.2
기타	-77.5	336.4	-69.7	-3.7	-3.7
법인세차감전이익	-42.0	413.4	139.8	306.9	394.3
법인세비용	23.7	57.4	8.1	55.2	71.0
계속사업순손익	-65.8	356.1	131.6	251.7	323.3
당기순이익	-80.8	343.1	131.6	251.7	323.3
지배주주순이익	-76.6	349.2	135.3	258.7	332.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.7	12.1	14.4	13.2	8.6
영업이익 증감율	-65.1	137.6	145.0	20.9	14.0
EBITDA 증감율	-30.8	49.2	62.2	16.8	9.2
지배주주순이익 증감율	-177.9	-555.9	-61.3	91.2	28.4
EPS 증감율	적전	흑전	-61.3	91.2	28.5
매출총이익률(%)	11.7	12.4	15.9	16.1	17.1
영업이익률(%)	1.8	3.8	8.1	8.7	9.1
EBITDA Margin(%)	6.6	8.8	12.4	12.8	12.9
지배주주순이익률(%)	-3.5	14.2	4.8	8.1	9.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	268.6	83.4	-128.4	29.2	141.0
당기순이익	-80.8	343.1	131.6	251.7	323.3
비현금항목의 가감	254.8	-83.2	-192.5	-149.0	-150.6
유형자산감가상각비	77.2	98.7	97.4	107.2	105.1
무형자산감가상각비	27.8	23.2	23.3	24.5	25.4
지분법평가손익	-27.1	-45.9	-41.7	-37.5	-37.5
기타	176.9	-159.2	-271.5	-243.2	-243.6
영업활동자산부채증감	104.4	-167.8	-72.9	-42.1	-0.7
매출채권및기타채권의감소	-29.1	5.8	-29.3	-30.9	-22.9
재고자산의감소	34.5	-128.4	-9.6	-67.5	-50.0
매입채무및기타채무의증가	39.6	42.4	72.8	91.8	109.4
기타	59.4	-87.6	-106.8	-35.5	-37.2
기타현금흐름	-9.8	-8.7	5.4	-31.4	-31.0
투자활동 현금흐름	-679.4	-863.7	54.7	68.8	57.8
유형자산의 취득	-48.3	-132.3	-120.0	-102.3	-106.1
유형자산의 처분	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-32.5	-27.0	-35.6	-33.3	-32.1
투자자산의감소(증가)	-405.6	-919.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	4.1	-9.7	-13.8	-19.7	-28.1
기타	-197.3	224.2	224.1	224.1	224.1
재무활동 현금흐름	-2.7	26.7	-81.2	-81.2	-81.2
차입금의 증가(감소)	48.9	102.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-29.9	-46.7	-52.4	-52.4	-52.4
기타	-21.7	-28.8	-28.8	-28.8	-28.8
기타현금흐름	4.9	1.5	160.4	160.4	160.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-408.6	-752.1	5.5	177.2	278.0
기초현금 및 현금성자산	1,636.8	1,228.2	476.1	481.6	658.8
기말현금 및 현금성자산	1,228.2	476.1	481.6	658.8	936.9

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,326.8	1,890.1	1,982.2	2,313.0	2,729.2
현금 및 현금성자산	1,228.2	476.1	481.6	658.8	936.8
단기금융자산	22.6	32.3	46.1	65.8	93.9
매출채권 및 기타채권	211.6	204.2	233.6	264.5	287.3
재고자산	373.0	501.1	510.7	578.1	628.1
기타유동자산	491.4	676.4	710.2	745.8	783.1
비유동자산	1,618.8	2,593.1	2,586.2	2,552.6	2,522.8
투자자산	591.3	1,480.5	1,438.7	1,401.2	1,363.7
유형자산	274.4	347.6	370.2	365.3	366.4
무형자산	557.8	558.9	571.2	580.0	586.7
기타비유동자산	195.3	206.1	206.1	206.1	206.0
자산총계	3,945.6	4,483.2	4,568.4	4,865.6	5,252.1
유동부채	1,618.5	1,951.4	1,951.3	2,043.1	2,152.5
매입채무 및 기타채무	219.4	301.0	373.8	465.6	575.0
단기금융부채	103.5	191.1	191.1	191.1	191.1
기타유동부채	1,295.6	1,459.3	1,386.4	1,386.4	1,386.4
비유동부채	308.1	377.7	377.7	377.7	377.7
장기금융부채	105.2	139.0	139.0	139.0	139.0
기타비유동부채	202.9	238.7	238.7	238.7	238.7
부채총계	1,926.7	2,329.1	2,329.0	2,420.7	2,530.1
자본지분	2,000.3	2,139.8	2,228.8	2,441.2	2,727.2
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,085.5	1,100.1	1,100.1	1,100.1	1,100.1
기타자본	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1
기타포괄손익누계액	-112.6	-83.2	-77.1	-71.1	-65.0
이익잉여금	116.9	212.5	295.4	501.7	781.6
비자본지분	18.6	14.3	10.7	3.7	-5.3
자본총계	2,019.0	2,154.1	2,239.5	2,444.9	2,722.0
투자자표					
					(단위: 원, %, 배)
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-405	1,849	716	1,369	1,759
BPS	10,588	11,327	11,798	12,922	14,436
CFPS	921	1,376	-322	544	914
DPS	250	280	280	280	280
주가배수(배)					
PER	N/A	9.4	27.0	14.1	11.0
PER(최고)	N/A	9.6	32.7		
PER(최저)	N/A	5.5	20.9		
PBR	1.00	1.53	1.64	1.50	1.34
PBR(최고)	1.74	1.56	1.98		
PBR(최저)	0.96	0.90	1.27		
PSR	0.91	1.34	1.30	1.15	1.06
PCFR	11.4	12.6	-59.9	35.5	21.1
EV/EBITDA	6.7	14.5	9.9	8.0	6.6
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	-57.9	15.3	39.8	20.8	16.2
배당수익률(%), 보통주, 현금	2.4	1.6	1.4	1.4	1.4
ROA	-2.1	8.1	2.9	5.3	6.4
ROE	-3.6	16.9	6.2	11.1	12.9
ROIC	5.9	15.5	30.2	28.7	31.6
매출채권회전율	11.1	11.8	12.8	12.8	12.5
재고자산회전율	5.6	5.6	5.5	5.8	5.7
부채비율	95.4	108.1	104.0	99.0	93.0
순차입금비율	-51.6	-8.3	-8.8	-16.1	-25.7
이자보상배율	6.8	6.5	15.9	19.2	21.9
총차입금	208.6	330.1	330.1	330.1	330.1
순차입금	-1,042.2	-178.3	-197.6	-394.5	-700.7
NOPLAT	144.0	214.8	348.4	406.9	444.3
FCF	162.2	-115.6	106.7	179.6	248.9

Compliance Notice

- 당사는 10월 30일 현재 '한화시스템(272210)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

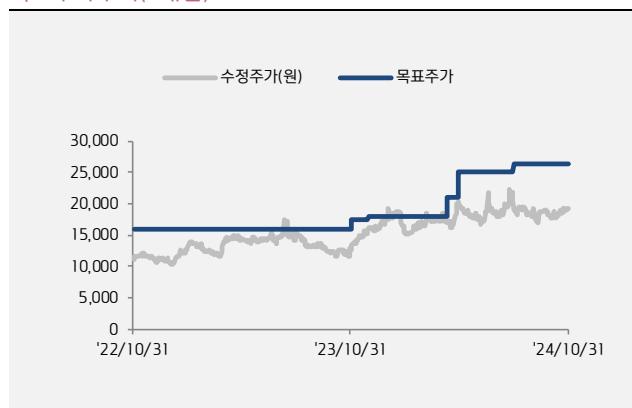
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		과리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
한화시스템 (272210)	2023-03-03	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-24.91	-8.75	
	2023-08-31	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-21.53	-14.75	
	2023-11-01	BUY(Maintain)	17,500원	6개월	-16.84	-9.71	
	2023-11-30	Outperform(Downgrade)	18,000원	6개월	-5.74	7.50	
	2024-04-11	BUY(Upgrade)	21,000원	6개월	-16.37	-5.05	
	2024-04-29	BUY(Maintain)	25,000원	6개월	-24.78	-11.00	
	2024-07-31	BUY(Maintain)	26,500원	6개월	-29.81	-26.00	
	2024-10-31	BUY(Maintain)	26,500원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	증립	매도
94.87%	5.13%	0.00%