



## Outperform(Maintain)

목표주가: 46,000원(상향)

주가(4/29): 39,300원

시가총액: 74,245억원



조선/기계/방산/항공우주

Analyst 이한결

gksruf9212@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (4/29)	2,565.42pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	42,300 원	16,820원
등락률	-7.1%	133.7%
수익률	절대	상대
1M	23.0%	22.6%
6M	103.4%	107.6%
1Y	99.7%	109.6%

## Company Data

발행주식수	188,919 천주
일평균 거래량(3M)	6,925천주
외국인 지분율	6.8%
배당수익률(25E)	0.9%
BPS(25E)	13,636원
주요 주주	한화에어로스페이스 외 2인
	59.5%

## 투자지표

(십억원, IFRS)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,452.5	2,803.7	3,700.2	4,262.1
영업이익	122.6	219.3	248.6	350.3
EBITDA	244.5	333.5	407.6	482.0
세전이익	443.9	581.4	211.7	391.3
순이익	343.1	445.4	182.4	320.9
지배주주지분순이익	349.2	454.3	186.0	327.3
EPS(원)	1,849	2,405	985	1,733
증감률(% YoY)	흑전 30.1	-59.1	76.0	
PER(배)	9.4	9.4	39.9	22.7
PBR(배)	1.53	1.71	2.88	2.65
EV/EBITDA(배)	12.7	13.0	18.5	14.8
영업이익률(%)	5.0	7.8	6.7	8.2
ROE(%)	16.9	19.6	7.3	12.2
순차입금비율(%)	-8.3	6.3	8.1	-6.7

자료: 키움증권 리서치센터

## Price Trend

 1Q25 Review

## 한화시스템 (272210)

## 양호한 본업과 탄력 받는 신사업



1분기 영업이익은 582억원으로 컨센서스를 큰 폭으로 상회하였다. 방산 부문에서 수출 비중이 확대되며 매출 성장 및 이익 개선세가 나타났다. 올해도 방산 /ICT 전 사업 부문에서 견조한 성장세가 기대된다. 다만, 필리조선소의 경우 상호 관세의 영향으로 하반기 실적 변동성 확대 가능성성이 존재한다. 필리조선소와 호주의 오스탈 인수를 통해 미 군함 건조 사업 확대가 기대된다.

## &gt;&gt; 1분기 영업이익 582억원, 어닝 서프라이즈

1분기 매출액 6,901억원(yoy +26.8%), 영업이익 582억원(yoy +27.9%, OPM 8.4%)를 시현하며 시장 기대치를 큰 폭으로 상회하였다. 방산 부문에서 UAE 와 폴란드향 수출 사업이 원활하게 진행되며 매출 성장에 따른 이익 개선세가 호실적을 이끈 것으로 추정한다. 이번 분기 방산 부문 수출 비중은 약 35%로 24년 연간 수출 비중 17% 대비 18%p 상승하며 큰 폭의 비중 확대가 나타났다. 1분기 국내 대형 양산 사업의 종료에 따른 일시적인 믹스의 변화로 올해 연간 수출 비중은 20%를 소폭 상회하는 수준으로 전망한다. ICT 부문도 계열사향 매출은 견조했으나 비계열사 사업 종료의 영향으로 매출과 이익이 소폭 감소하였다. 이 외에 필리조선소의 매출 1,164억원과 영업손실 20억원이 연결 실적으로 반영되었다.

## &gt;&gt; 신성장 동력이 될 특수선 중심의 조선 사업 확대

24년말 미국 필리조선소의 인수 이후 현지 조선소를 활용한 미 군함 건조 사업이 차질없이 진행되고 있는 것으로 파악된다. 동사와 한화오션은 연간 1~1.5 척을 건조할 수 있는 필리조선소의 생산 능력을 2배로 확대하기 위해 도크 등 시설 투자를 진행할 예정이고 신규 인력에 대한 충원도 추진하고 있다. 또한, 중장기 관점에서 미 군함 수주를 위해 필요한 시설인증보안(FCL)을 진행 중이다. 이 외에도 한화에어로스페이스와 함께 호주의 오스탈 인수를 추진 중이다. 오스탈은 미국에 2개의 조선소를 보유하고 있고 미국 내 소형 수상함 및 군수 지원함에서 40% 이상의 수주 점유율을 확보하고 있다. 오스탈의 지분 인수 완료 이후 미 함정 건조 사업의 본격적인 확대가 기대된다.

## &gt;&gt; 투자의견 Outperform, 목표주가 46,000원으로 상향

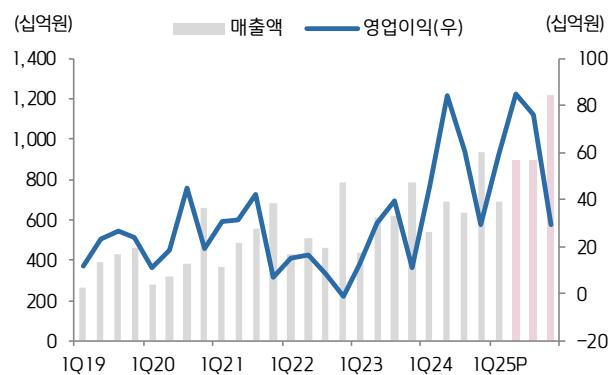
2025년 매출액은 3조 7,002억원(yoy +32.0%), 영업이익 2,486억원(yoy +13.4%, OPM 6.7%)을 달성할 것으로 전망한다. 방산 부문에서 수출 비중 확대에 따른 수익성 개선세가 지속될 것으로 전망한다. ICT 부문도 계열사와 비계열사 매출이 동반 확대되며 실적 성장세가 이어질 것으로 판단한다. 다만, 올해부터 연결 실적으로 반영되는 필리조선소의 경우 상호 관세의 불확실성 영향으로 하반기 적자 폭 확대의 우려가 존재한다. 투자의견 Outperform을 유지하고 26~27년 평균 EPS 1,843원에 Target PER 25배를 적용하여 목표주가를 46,000원으로 상향한다.

## 한화시스템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	544.2	687.0	639.0	933.5	690.1	893.6	895.1	1,221.4	2,803.7	3,700.2	4,262.1
(YoY)	23.8%	12.5%	2.9%	19.4%	26.8%	30.1%	40.1%	30.8%	14.3%	32.0%	15.2%
방산	381.7	493.2	467.8	756.1	430.3	570.7	583.6	851.3	2,098.8	2,435.8	2,918.7
ICT	160.5	190.1	169.6	174.6	141.5	193.9	187.6	225.2	694.8	748.3	781.0
신사업	2.0	3.7	1.6	2.8	118.3	129.0	123.9	144.9	10.1	516.1	562.5
영업이익	45.5	84.4	60.3	29.1	58.2	84.8	76.3	29.3	219.3	248.6	350.3
(YoY)	269.9%	182.3%	52.0%	164.7%	27.9%	0.5%	26.4%	0.7%	136.1%	13.4%	40.9%
OPM	8.4%	12.3%	9.4%	3.1%	8.4%	9.5%	8.5%	2.4%	7.8%	6.7%	8.2%
순이익	50.3	27.0	8.1	359.9	41.0	64.6	57.6	19.1	445.4	182.4	320.9
(YoY)	-72.8%	-63.9%	-80.2%	752.9%	-18.6%	139.1%	607.5%	-94.7%	29.8%	-59.1%	76.0%
NPM	9.2%	3.9%	1.3%	38.6%	5.9%	7.2%	6.4%	1.6%	15.9%	4.9%	7.5%

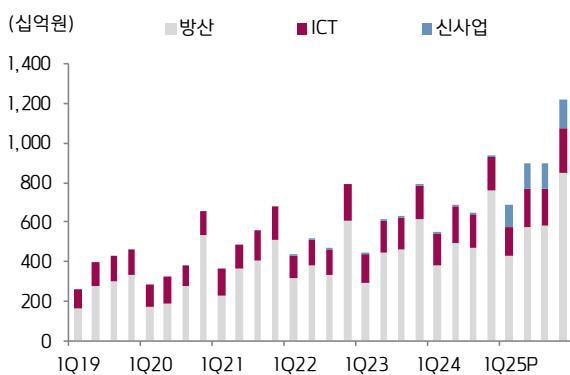
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

## 한화시스템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



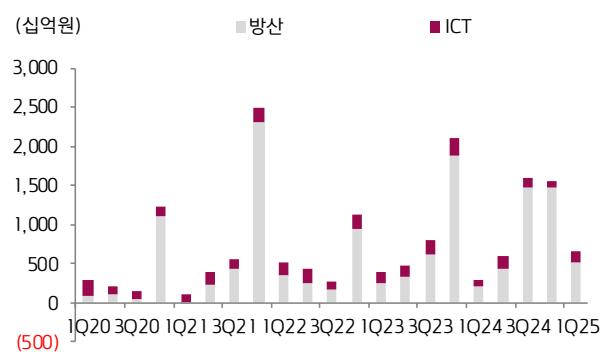
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

## 한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



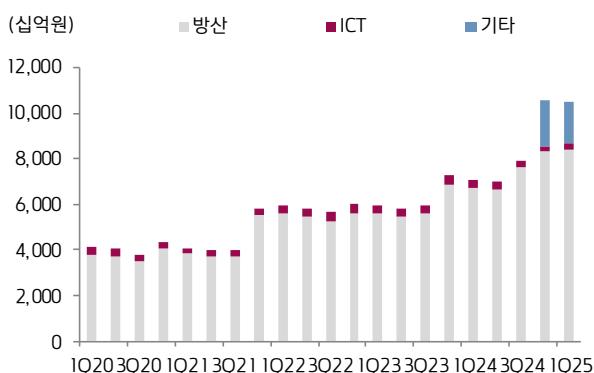
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

## 한화시스템 부문별 신규 수주 추이



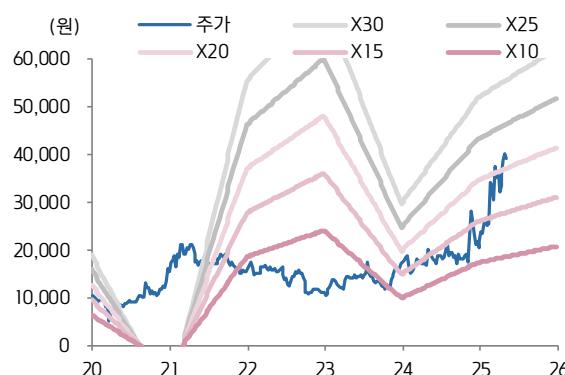
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

## 한화시스템 부문별 수주 잔고 추이



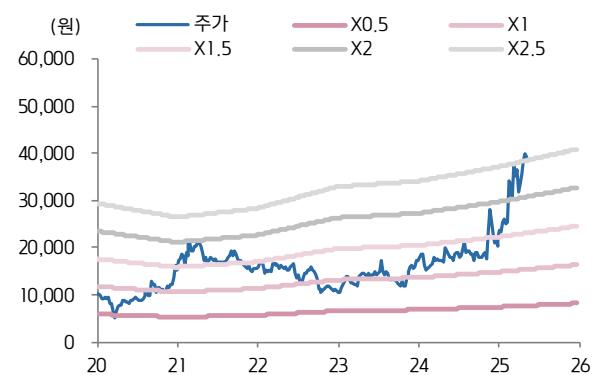
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

## 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	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	2,452.5	2,803.7	3,700.2	4,262.1	4,648.6
매출원가	2,148.4	2,387.9	3,204.9	3,607.5	3,870.2
매출총이익	304.1	415.8	495.3	654.6	778.4
판관비	181.6	196.4	246.7	304.3	366.1
<b>영업이익</b>	122.6	219.3	248.6	350.3	412.3
<b>EBITDA</b>	244.5	333.5	407.6	482.0	550.4
<b>영업외손익</b>	321.3	362.1	-36.9	41.0	54.8
이자수익	26.6	14.6	12.4	29.9	43.7
이자비용	14.0	22.3	22.3	22.3	22.3
외환관련이익	4.9	33.4	11.2	11.2	11.2
외환관련손실	3.4	17.1	16.5	16.5	16.5
종속 및 관계기업손익	-30.2	-12.6	-11.3	-11.3	-11.3
기타	337.4	366.1	-10.4	50.0	50.0
<b>법인세차감전이익</b>	443.9	581.4	211.7	391.3	467.1
법인세비용	57.4	104.3	29.3	70.4	84.1
<b>계속사업순손익</b>	386.4	477.2	182.4	320.9	383.0
<b>당기순이익</b>	343.1	445.4	182.4	320.9	383.0
<b>지배주주순이익</b>	349.2	454.3	186.0	327.3	390.7
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	12.1	14.3	32.0	15.2	9.1
영업이익 증감율	213.7	78.9	13.4	40.9	17.7
EBITDA 증감율	69.7	36.4	22.2	18.3	14.2
지배주주순이익 증감율	흑전	30.1	-59.1	76.0	19.4
EPS 증감율	흑전	30.1	-59.1	76.0	19.4
매출총이익률(%)	12.4	14.8	13.4	15.4	16.7
영업이익률(%)	5.0	7.8	6.7	8.2	8.9
EBITDA Margin(%)	10.0	11.9	11.0	11.3	11.8
지배주주순이익률(%)	14.2	16.2	5.0	7.7	8.4

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	83.4	132.6	270.3	757.6	662.9
당기순이익	343.1	445.4	182.4	320.9	383.0
비현금항목의 가감	-83.2	-59.8	241.0	237.3	243.6
유형자산감가상각비	98.7	92.3	137.7	109.6	115.3
무형자산감가상각비	23.2	21.8	21.3	22.2	22.8
지분법평가손익	-45.9	-450.6	-11.3	-11.3	-11.3
기타	-159.2	276.7	93.3	116.8	116.8
영업활동자산부채증감	-167.8	-217.6	-113.8	262.3	99.0
매출채권및기타채권의감소	5.8	-92.2	-100.0	-62.7	-43.1
재고자산의감소	-128.4	-106.4	-195.1	-122.3	-84.1
매입채무및기타채무의증가	42.4	1.8	345.1	636.8	445.6
기타	-87.6	-20.8	-163.8	-189.5	-219.4
기타현금흐름	-8.7	-35.4	-39.3	-62.9	-62.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	-863.7	-442.0	177.2	121.5	131.2
유형자산의 취득	-132.3	-239.8	-68.9	-123.7	-112.4
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-27.0	-25.4	-30.8	-28.9	-28.0
투자자산의감소(증가)	-919.4	-435.1	-88.7	-88.7	-88.7
단기금융자산의감소(증가)	-9.7	-88.9	18.5	15.7	13.3
기타	224.6	347.1	347.1	347.1	347.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	26.7	35.1	-96.5	-96.5	-96.5
차입금의 증가(감소)	102.2	118.5	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	-46.7	-52.4	-65.4	-65.4	-65.4
기타	-28.8	-31.0	-31.1	-31.1	-31.1
기타현금흐름	1.5	-1.9	-382.0	-382.0	-382.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-752.1	-276.2	-30.9	400.6	315.6
기초현금 및 현금성자산	1,228.2	476.1	199.8	168.9	569.5
기말현금 및 현금성자산	476.1	199.8	168.9	569.5	885.1

자료 : 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	1,890.1	2,286.1	2,695.6	3,455.1	4,103.9
현금 및 현금성자산	476.1	199.8	168.9	569.5	885.1
단기금융자산	32.3	121.2	102.7	87.1	73.8
매출채권 및 기타채권	204.2	312.7	412.7	475.4	518.5
재고자산	501.1	610.1	805.2	927.5	1,011.6
기타유동자산	676.4	1,042.3	1,206.1	1,395.6	1,614.9
<b>비유동자산</b>	2,593.1	3,437.9	3,455.8	3,554.0	3,633.7
투자자산	1,480.5	1,902.9	1,980.3	2,057.6	2,134.9
유형자산	347.6	570.0	501.1	515.2	512.3
무형자산	558.9	762.2	771.7	778.4	783.7
기타비유동자산	206.1	202.8	202.7	202.8	202.8
<b>자산총계</b>	4,483.2	5,724.0	6,151.5	7,009.1	7,737.6
<b>유동부채</b>	1,951.4	2,677.1	3,022.2	3,658.9	4,104.5
매입채무 및 기타채무	301.0	436.4	781.5	1,418.3	1,863.8
단기금융부채	191.1	109.2	109.2	109.2	109.2
기타유동부채	1,459.3	2,131.5	2,131.5	2,131.5	2,131.5
<b>비유동부채</b>	377.7	630.5	630.5	630.5	630.5
장기금융부채	139.0	364.0	364.0	364.0	364.0
기타비유동부채	238.7	266.5	266.5	266.5	266.5
<b>부채총계</b>	2,329.1	3,307.6	3,652.7	4,289.5	4,735.0
<b>자본지분</b>	2,139.8	2,490.1	2,576.0	2,803.3	3,094.0
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,100.1	1,092.0	1,092.0	1,092.0	1,092.0
기타자본	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1
기타포괄손익누계액	-83.2	-101.7	-136.3	-170.9	-205.4
이익잉여금	212.5	589.3	709.9	971.7	1,296.9
비자본지분	14.3	-73.6	-77.3	-83.7	-91.4
<b>자본총계</b>	2,154.1	2,416.4	2,498.8	2,719.6	3,002.6
<b>투자자표</b>					
					(단위: 원, %, 배)
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,849	2,405	985	1,733	2,068
BPS	11,327	13,181	13,636	14,839	16,377
CFPS	1,376	2,041	2,241	2,955	3,317
DPS	280	350	350	350	350
<b>주가배수(배)</b>					
PER	9.4	9.4	39.9	22.7	19.0
PER(최고)	9.6	12.6	44.2		
PER(최저)	5.5	6.2	22.9		
PBR	1.53	1.71	2.88	2.65	2.40
PBR(최고)	1.56	2.29	3.19		
PBR(최저)	0.90	1.13	1.65		
PSR	1.34	1.52	2.01	1.74	1.60
PCFR	12.6	11.1	17.5	13.3	11.8
EV/EBITDA	12.7	13.0	18.5	14.8	12.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	15.3	14.7	35.9	20.4	17.1
배당수익률(%), 보통주, 현금	1.6	1.5	0.9	0.9	0.9
ROA	8.1	8.7	3.1	4.9	5.2
ROE	16.9	19.6	7.3	12.2	13.2
ROIC	20.1	29.4	23.3	34.8	51.6
매출채권회전율	11.8	10.8	10.2	9.6	9.4
재고자산회전율	5.6	5.0	5.2	4.9	4.8
부채비율	108.1	136.9	146.2	157.7	157.7
순차입금비율	-8.3	6.3	8.1	-6.7	-16.2
이자보상배율	8.8	9.8	11.1	15.7	18.5
총차입금	330.1	473.2	473.2	473.2	473.2
순차입금	-178.3	152.2	201.6	-183.3	-485.7
NOPLAT	244.5	333.5	407.6	482.0	550.4
FCF	-88.8	-141.5	159.8	528.7	434.7

## Compliance Notice

- 당사는 4월 29일 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

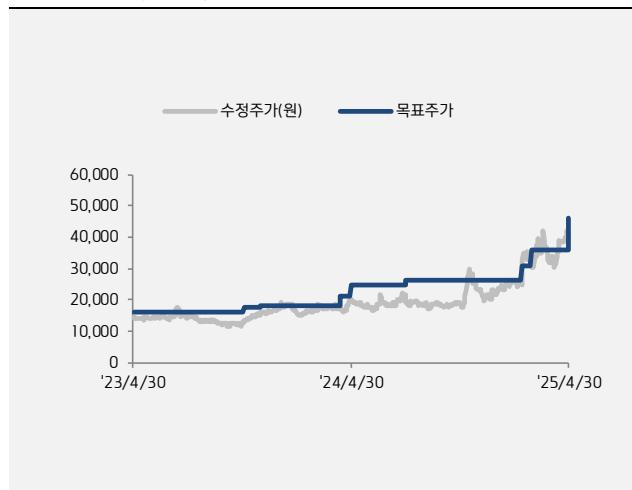
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2023-08-31	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	-20.68	12.64	
	2025-02-10	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	5.57	15.16	
	2025-02-26	Outperform (Downgrade)	36,000원	6개월	-0.70	17.50	
	2025-04-30	Outperform (Maintain)	46,000원	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 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	증립	매도
95.90%	4.10%	0.00%