



한화시스템 (272210)

[3Q24 Review] 확연히 늘어난 방산 수출 비중

▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(유지): 23,000원

현재 주가(10/30)	19,140원
상승여력	▲20.2%
시가총액	36,159억원
발행주식수	188,919천주
52 주 최고가 / 최저가	22,250 / 11,740원
90 일 일평균 거래대금	375.5억원
외국인 지분율	5.1%

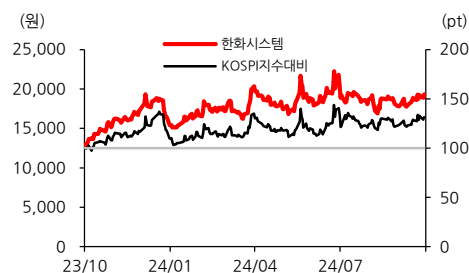
주주 구성	
한화에어로스페이스 (외 2 인)	59.5%
국민연금공단	7.2%
한화시스템우리사주	4.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.0	-6.6	-2.7	47.6
상대수익률(KOSPI)	7.0	-1.4	0.9	35.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,188	2,453	2,762	3,080
영업이익	39	93	225	232
EBITDA	144	215	412	519
지배주주순이익	-77	349	129	181
EPS	-405	1,849	690	969
순차입금	-1,037	-178	-11	56
PER	-26.0	9.4	27.7	19.7
PBR	1.0	1.5	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.6	14.4	8.8	7.1
배당수익률	2.4	1.6	1.6	1.8
ROE	-3.6	16.9	5.9	7.8

주가 추이



3Q24 Review: 영업이익 시장 기대치 상회

한화시스템은 3분기 매출액 6,392억원(YoY +3.0%), 영업이익 570억원(YoY +43.7%, OPM 8.9%)을 시현했다. 영업이익 기준 컨센서스를 15.6% 상회했다. 시장 기대치 상회 요인은 방산 수출 증가로 인한 이익률 개선 및 원가 정산 효과 등이다. 방산 등의 자체 투자비용이 3분기 140억원 가량 발생(상반기 110억원 추정)했음에도 양호한 이익을 기록한 것으로 판단한다. 3분기 순이익은 81억원으로 YoY -80.2% 크게 감소했는데, 일회성 환차손 및 지분법손실(한화오션 126억원, 한화페이저 48억원 등)의 영향으로 추정한다.

방산: 확연히 늘어난 수출 비중

3분기 방산 부문은 매출액 4,678억원(YoY +1.8%), 영업이익 463억원(YoY +37.0%, OPM 9.9%)을 기록했다. 매출에는 TICN 4차 양산, 폴란드 K2, UAE/사우디 M-SAM MFR 등이 반영됐다. 3분기 방산 수출 비중은 20%(2분기 18%)로, 작년 연간 8% 수준에서 확연히 늘어난 것으로 추정한다. 이에 방산 OPM도 YoY +2.5%p 크게 개선됐다. 진행률로 매출을 인식하는 M-SAM 사업은 UAE가 내년 양산이 시작될 계획이며, 사우디 또한 내년 매출 기여도 상승을 전망한다. 이에 내년은 20% 이상의 방산 수출 비중 달성이 가능할 것으로 예상된다.

ICT: 대외 차세대 사업 종료로 QoQ 매출 감소

3분기 ICT 부문은 매출액 1,696억원(YoY +5.1%), 영업이익 147억원(YoY +20.5%, OPM 8.7%)을 기록했다. 신한 EZ 차세대 사업 종료로 QoQ로는 매출이 -10.8% 감소했다. 매출에는 한화에어로 ERP, 한화솔루션 큐셀 부문 미국 사업장 MES 구축 등이 반영됐다. 계열사항 사업 매출이 증가하면서 이익률도 전년 동기 대비 개선되는 모습이다.

투자의견 Buy, 목표주가 23,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 23,000원을 유지한다. 3분기 누적 신규 수주는 방산 1.4조원, ICT 1,300억원 수준으로 파악된다. 4분기 기대되는 신규 수주는 K2 4차 양산, 천마 PBL 3차, KDX-II 전투체계, K-21 2차 양산, 미래에셋 차세대 시스템 등이다. 국내 무기체계의 추가 수출에 따라 동사 제품의 방산 수주도 크게 증가할 것으로 기대한다.

[표1] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	440	611	621	782	544	687	639	891	2,453	2,762	3,080
방산	292	448	459	617	382	493	468	706	1,817	2,049	2,391
ICT	147	162	161	165	161	190	170	183	636	703	680
신사업	0	0	0	0	2	4	2	3	1	11	10
영업이익	12	30	40	11	39	80	57	48	93	225	232
영업이익률	2.8	4.9	6.4	1.4	7.2	11.6	8.9	5.4	3.8	8.1	7.5
방산	13	28	34	23	34	61	46	48	99	189	211
영업이익률	4.5	6.3	7.4	3.8	8.9	12.3	9.9	6.8	5.4	9.2	8.8
ICT	8	11	12	-4	12	23	15	6	27	56	42
영업이익률	5.2	6.8	7.6	-2.3	7.5	12.2	8.7	3.5	4.2	8.0	6.1
신사업	-9	-9	-6	-8	-7	-4	-4	-6	-33	-21	-20
YoY 성장률											
매출액	2.3	19.6	35.1	-0.8	23.9	12.5	3.0	14.0	12.1	12.6	11.5
방산	-7.4	17.1	37.2	1.5	30.5	10.1	1.8	14.4	10.7	12.7	16.7
ICT	29.1	27.3	29.8	-8.8	9.2	17.1	5.1	10.7	16.3	10.6	-3.3
영업이익	-19.1	82.0	7,225.4	흑전	219.5	167.0	43.7	340.8	137.5	141.8	3.3

자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 한화시스템 2024년 3분기 실적

(단위: 십억 원, %)

회사잠정 (십억원)	3Q24P	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(YoY)		전분기 대비(QoQ)		시장 컨센서스 대비	
		3Q24E	차이(%)	3Q23	차이(%)	2Q24	차이(%)	3Q24E	차이(%)
매출액	639.2	683.5	-6.5	620.8	3.0	687.3	-7.0	703.8	-9.2
영업이익	57.0	42.2	35.0	39.7	43.7	79.8	-28.6	49.3	15.6
순이익	8.1	25.6	-68.2	41.2	-80.2	27.0	-69.9	57.9	-85.9
이익률(%)									
영업이익	8.9	6.2	2.7%p	6.4	2.5%p	11.6	-2.7%p	7.0	1.9%p
순이익	1.3	3.7	-2.5%p	6.6	-5.4%p	3.9	-2.7%p	8.2	-7.0%p

자료: 한화시스템, Wifefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,090	2,188	2,453	2,762	3,080
매출총이익	284	255	304	436	485
영업이익	112	39	93	225	232
EBITDA	208	144	215	412	519
순이자손익	4	19	12	-14	-23
외화관련손익	2	4	2	5	-6
지분법손익	-10	-27	-46	-42	0
세전계속사업손익	128	-42	413	130	208
당기순이익	98	-81	343	123	173
지배주주순이익	98	-77	349	129	181
증가율(%)					
매출액	n/a	4.7	12.1	12.6	11.5
영업이익	n/a	-65.1	137.6	141.8	3.3
EBITDA	n/a	-30.7	49.1	91.8	26.0
순이익	n/a	적전	흑전	-64.1	40.5
이익률(%)					
매출총이익률	13.6	11.7	12.4	15.8	15.7
영업이익률	5.4	1.8	3.8	8.1	7.5
EBITDA 이익률	10.0	6.6	8.8	14.9	16.8
세전이익률	6.1	-1.9	16.9	4.7	6.8
순이익률	4.7	-3.7	14.0	4.5	5.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	317	269	83	213	427
당기순이익	98	-81	343	123	173
자산상각비	96	105	122	187	287
운전자본증감	98	104	-168	-152	-41
매출채권 감소(증가)	-21	-29	6	-79	-35
재고자산 감소(증가)	-42	34	-128	-85	-30
매입채무 증가(감소)	11	40	42	22	24
투자현금흐름	-268	-679	-864	-457	-436
유형자산처분(취득)	-79	-48	-132	-232	-291
무형자산 감소(증가)	-38	-32	-27	-80	-134
투자자산 감소(증가)	-127	-586	-32	-132	0
재무현금흐름	1,048	-3	27	264	-58
차입금의 증가(감소)	-64	22	72	280	0
자본의 증가(감소)	1,095	-30	-47	-18	-58
배당금의 지급	-25	-30	-47	-52	-58
총현금흐름	237	174	260	383	468
(-)운전자본증감(감소)	-130	-136	56	149	41
(-)설비투자	80	48	132	232	291
(+)자산매각	-37	-32	-27	-79	-134
Free Cash Flow	249	230	45	-77	1
(-)기타투자	56	44	785	17	10
잉여현금	194	185	-740	-93	-9
NOPLAT	86	28	80	215	193
(+) Dep	96	105	122	187	287
(-)운전자본투자	-130	-136	56	149	41
(-)Capex	80	48	132	232	291
OpFCF	232	221	14	22	147

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,676	2,327	1,890	2,357	2,355
현금성자산	1,664	1,251	508	633	566
매출채권	182	212	204	284	319
재고자산	406	373	501	585	615
비유동자산	1,218	1,619	2,593	2,761	2,910
투자자산	399	787	1,687	1,718	1,728
유형자산	257	274	348	445	511
무형자산	562	558	559	598	671
자산총계	3,894	3,946	4,483	5,118	5,265
유동부채	1,363	1,619	1,951	2,191	2,216
매입채무	183	219	301	291	315
유동성이자부채	53	109	191	238	238
비유동부채	291	308	378	645	645
비유동이자부채	107	105	139	384	384
부채총계	1,655	1,927	2,329	2,837	2,861
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,085	1,086	1,100	846	846
이익잉여금	225	117	212	543	667
자본조정	-32	-147	-117	-67	-67
자기주식	-34	-34	-34	-34	-34
자본총계	2,240	2,019	2,154	2,281	2,405

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	520	-405	1,849	690	969
BPS	11,764	10,588	11,327	11,998	12,651
DPS	160	250	280	310	350
CFPS	1,253	921	1,376	2,028	2,477
ROA(%)	3.0	-2.0	8.3	2.7	3.5
ROE(%)	6.0	-3.6	16.9	5.9	7.8
ROIC(%)	14.8	6.0	17.2	32.6	21.5
Multiples(x, %)					
PER	30.7	-26.0	9.4	27.7	19.7
PBR	1.4	1.0	1.5	1.6	1.5
PSR	1.4	0.9	1.3	1.3	1.2
PCR	12.8	11.4	12.6	9.4	7.7
EV/EBITDA	7.3	6.6	14.4	8.8	7.1
배당수익률	1.0	2.4	1.6	1.6	1.8
안정성(%)					
부채비율	73.9	95.4	108.1	124.3	119.0
Net debt/Equity	-67.1	-51.3	-8.3	-0.5	2.3
Net debt/EBITDA	-723.0	-719.7	-82.9	-2.6	10.9
유동비율	196.3	143.8	96.9	107.5	106.3
이자보상배율(배)	26.7	6.8	6.5	7.6	6.2
자산구조(%)					
투하자본	20.8	16.8	19.1	25.5	30.2
현금+투자자산	79.2	83.2	80.9	74.5	69.8
자본구조(%)					
차입금	6.7	9.6	13.3	21.4	20.6
자기자본	93.3	90.4	86.7	78.6	79.4

[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 10월 31일)

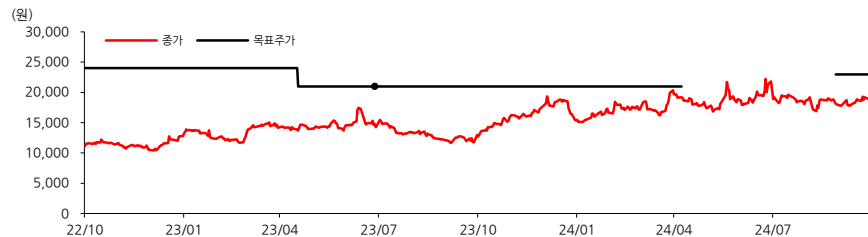
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

한화시스템은 당사와 '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.12.13	2023.05.17	2023.08.24	2023.11.10	2023.11.28	2024.09.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격	24,000	21,000	21,000	21,000	21,000	배성조
일 시	2024.09.27	2024.10.31				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	23,000	23,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수평주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.17	Buy	21,000	-26.28	-3.10
2024.09.27	Buy	23,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%