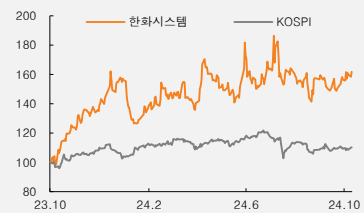


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	26,000원
현재주가(24/10/29)	19,320원
상승여력	34.6%

영업이익(24F, 십억원)	231
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	203
EPS 성장률(24F, %)	-60.9
MKT EPS 성장률(24F, %)	75.3
P/E(24F, x)	26.7
MKT P/E(24F, x)	10.6
KOSPI	2,617.80
시가총액(십억원)	3,650
발행주식수(백만주)	189
유동주식비율(%)	35.0
외국인 보유비중(%)	5.1
베타(12M) 일간수익률	0.29
52주 최저가(원)	11,740
52주 최고가(원)	22,250

(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.6	-5.1	64.6
상대주가	7.9	-2.5	44.8



[방산/항공우주]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

한화시스템

방산 수출 믹스개선 지속

3Q24 Review: 영업이익 컨센서스 15.6% 상회

3Q24 매출액 6,392억원 (+3.0% YoY, 컨센 대비 9.2% 하회), 영업이익 570억원 (+43.6% YoY, OPM 8.9%, 컨센 대비 15.6% 상회)으로 다시 한번 시장 기대치를 초과했다. 주된 컨센서스 상회 요인은 방산 수출비중 확대지속 및 원가절감 효과다. 이외에도 지분법손실 -174억원 (한화오션 -126억원, 한화페이저 -48억원)과 환차손 -254억원이 발생함에 따라 세전이익 145억원 (-71.9% YoY), 당기순이익 81억원 (-80.3% YoY)을 기록했다.

방산 부문은 매출액 4,678억원 (+1.8% YoY), 영업이익 463억원 (+37% YoY, OPM 9.9%)으로 호실적을 달성했다. TICN 4차양산 및 폴란드 K2GF 납품증가, UAE/사우디 M-SAM MFR 매출인식 지속 등에 기인한다. ICT 부문은 매출액 1,696억원 (+5.1% YoY), 영업이익은 147억원 (+20.5% YoY, OPM 8.7%)을 기록했다. 신한EZ 차세대 사업종료로 매출/영익 모두 감소하여 전분기 대비 하락했으나, 캡티브 매출불륨 증가로 이익률은 여전히 견조했다.

방산 수출비중 20%, 이익개선세 지속

3Q 실적은 원가보상금 정산 (+25억), 경상개발비 (-140억) 등 일회성 요인을 제외하면 영업이익 685억원, OPM 10.7%로 준수하다. 수출매출 증가로 인한 이익개선 효과가 강해지고 있다. 주요 수출 프로젝트인 폴란드 K2GF 부품납품과 UAE/사우디 천궁-II MFR의 매출인식은 2025년에 한층 본격화될 예정이다. 현재 방산 수출비중은 TICN 4차양산 종료에 따른 국내사업 매출불륨 감소로 2Q:18%→3Q:20%까지 확대되었으며, 2025~2026년 21~24%까지 상승할 것으로 추정한다.

투자 의견 '매수', 목표주가 26,000원 유지

투자 의견 '매수', 목표주가 26,000원을 유지한다. 2024년 연간 가이던스는 전사 매출액 성장률 10% 상회, 영업이익률 High-single이다. 주주 가이던스는 4조원, 1~3분기 누계로 1.6조원 (방산 1.4조원, ICT 1,300억원)을 수주했다. 즉, 4분기에만 2.4조원이 더 들어와야 한다. 기대수주로는 [방산] K2 4차양산, 천마 PBL 3차, KDX 전투체계 성능개량, K21 성능개량 및 양산 [ICT] 미래에셋생명 차세대 시스템 구축사업 등이 있다. 4분기 실적도 당분기와 비슷한 수준으로 예상한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,188	2,453	2,822	3,203	3,690
영업이익 (십억원)	39	93	231	260	310
영업이익률 (%)	1.8	3.8	8.2	8.1	8.4
순이익 (십억원)	-77	349	137	215	279
EPS (원)	-405	1,849	723	1,138	1,477
ROE (%)	-3.6	16.9	6.4	9.7	11.6
P/E (배)	-	9.4	26.7	17.0	13.1
P/B (배)	1.0	1.5	1.7	1.6	1.4
배당수익률 (%)	2.4	1.6	1.4	1.4	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 3Q24 실적 테이블

(십억원)

	3Q23	2Q24	3Q24P			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	추정치	차이 (%)
매출액	621	687	639	-7.0	3.0	683	-6.5	704	-9.2
영업이익	40	80	57	-28.6	43.6	45	26.7	49	15.6
당기순이익	43	28	9	-70.0	-80.2	45	-81.0	41	-79.3
영업이익률 (%)	6.4	7.2	8.9	1.7	2.5	6.6	2.3	7.0	1.9
순이익률 (%)	6.9	9.5	1.3	-8.2	-5.6	6.5	-5.2	5.8	-4.5
사업부문별 매출액						비고			
방산	459	493	468	-5.2	1.8				
ICT	161	190	170	-10.8	5.1				

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정치 변경표

(십억원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	2,858	3,239	2,822	3,203	-1.3	-1.1	1) 3Q24 실적 반영 2) 2025년에도 지분법손실 지속 가정
영업이익	197	201	231	260	17.4	29.4	
세전이익	169	247	140	246	-17.2	-0.4	
순이익	167	213	137	215	-18.2	0.9	
EPS (원)	886	1,125	723	1,138	-18.3	1.1	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

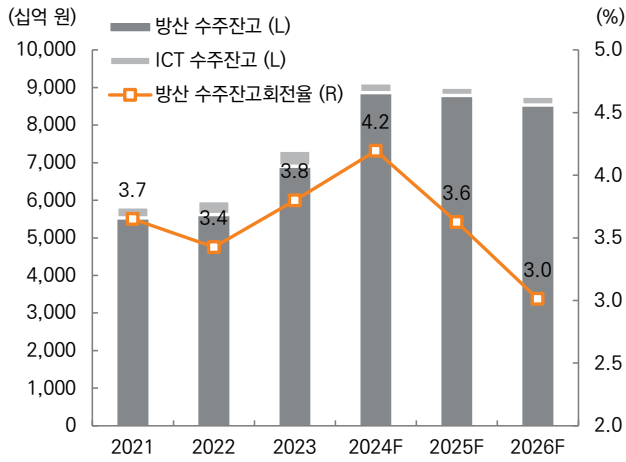
표 3. 영업실적 전망치

(십억원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
수주잔고	전체	5,954	5,807	5,946	7,257	7,050	6,968	7,924	9,124	7,257	9,124	9,009	8,769
	방산	5,587	5,457	5,606	6,904	6,694	6,633	7,634	8,864	6,904	8,864	8,788	8,536
	ICT	367	350	340	429	356	335	289	260	429	260	222	233
매출액	전체	440	611	621	782	544	687	639	951	2,453	2,822	3,203	3,690
	방산	292	448	459	617	382	493	468	770	1,817	2,113	2,423	2,833
	ICT	147	162	161	165	161	190	170	179	636	699	770	848
성장률 (%)	전체	2.3	19.6	35.1	-0.8	23.9	12.5	3.0	21.6	12.1	15.0	13.5	15.2
	방산	-7.4	17.1	3.0	1.5	30.5	10.1	1.8	24.8	10.7	16.3	14.7	16.9
	ICT	29.1	27.3	29.8	-8.8	9.2	17.1	5.1	8.5	16.3	10.0	10.1	10.2
영업이익		12	30	40	11	39	80	57	55	93	231	260	310
YoY (%)		-19.1	82.7	144.2	1,004.8	219.5	166.9	43.6	400.9	99.3	148.9	12.5	19.1
OPM (%)		2.8	4.9	6.4	1.4	7.2	11.6	8.9	5.8	3.8	8.2	8.1	8.4
당기순이익 (지배)		186	76	43	44	52	28	9	48	349	137	215	279
YoY (%)		1,504.7	흑자전환	1,099.7	흑자전환	-72.2	-62.9	-80.2	10.0	흑자전환	-60.9	57.3	29.8
NPM (%)		42.4	12.5	6.9	5.6	9.5	4.1	1.3	5.1	14.2	4.8	6.7	7.6

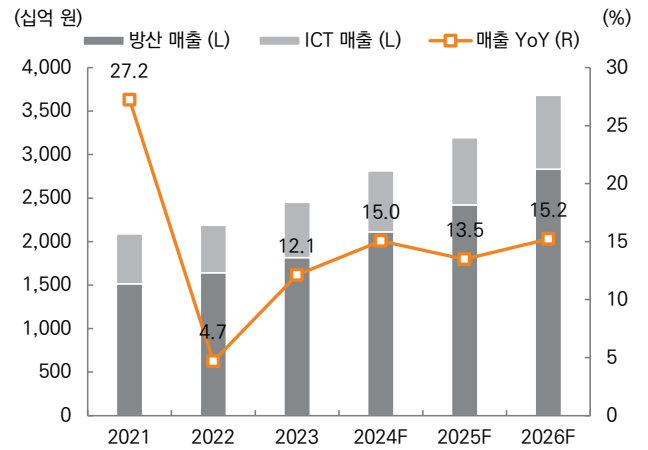
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 사업부문별 수주잔고 및 방산 수주잔고회전율



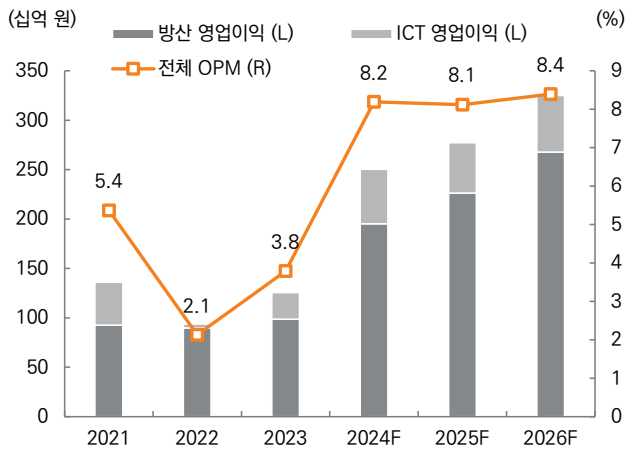
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 사업부문별 매출액 및 매출 성장률



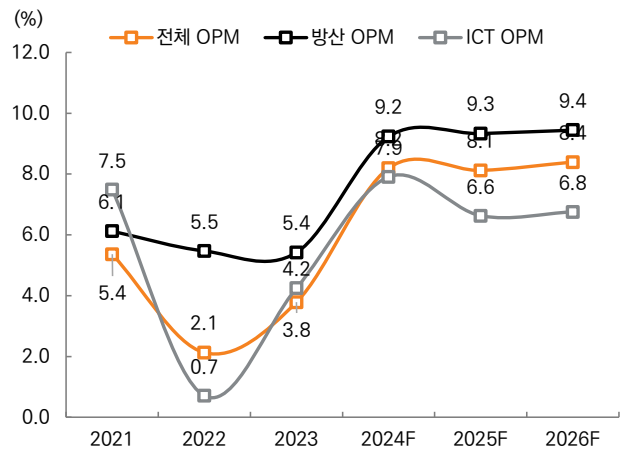
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 사업부문별 영업이익 및 영업이익률



자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 사업부문별 영업이익률 추이



자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,453	2,822	3,203	3,690
매출원가	2,149	2,397	2,787	3,195
매출총이익	304	425	416	495
판매비와관리비	211	194	156	185
조정영업이익	93	231	260	310
영업이익	93	231	260	310
비영업손익	320	-90	-14	9
금융손익	12	-1	6	-10
관계기업등 투자손익	-30	-74	-20	-12
세전계속사업손익	413	141	246	319
계속사업법인세비용	57	9	41	53
계속사업이익	356	133	205	267
중단사업이익	-13	-1	0	0
당기순이익	343	131	205	267
지배주주	349	137	215	279
비지배주주	-6	-5	-10	-12
총포괄이익	167	148	205	267
지배주주	173	153	214	278
비지배주주	-6	-5	-9	-11
EBITDA	215	341	379	437
FCF	-49	-98	-142	140
EBITDA 마진율 (%)	8.8	12.1	11.8	11.8
영업이익률 (%)	3.8	8.2	8.1	8.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.2	4.9	6.7	7.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,890	3,269	2,794	3,250
현금 및 현금성자산	476	1,418	485	644
매출채권 및 기타채권	202	219	262	297
재고자산	501	635	850	934
기타유동자산	711	997	1,197	1,375
비유동자산	2,593	1,803	2,702	2,744
관계기업투자등	993	6	800	812
유형자산	348	488	548	588
무형자산	559	553	536	519
자산총계	4,483	5,071	5,496	5,994
유동부채	1,951	2,259	2,482	2,702
매입채무 및 기타채무	213	185	221	267
단기금융부채	191	275	311	319
기타유동부채	1,547	1,799	1,950	2,116
비유동부채	378	675	723	788
장기금융부채	139	384	384	384
기타비유동부채	239	291	339	404
부채총계	2,329	2,934	3,205	3,489
지배주주지분	2,140	2,125	2,287	2,515
자본금	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	846	846	846
이익잉여금	212	551	713	940
비지배주주지분	14	12	3	-10
자본총계	2,154	2,137	2,290	2,505

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	83	127	112	394
당기순이익	343	131	205	267
비현금수익비용가감	-83	210	158	202
유형자산감가상각비	99	92	101	111
무형자산상각비	23	18	17	16
기타	-205	100	40	75
영업활동으로인한자산및부채의변동	-168	-180	-216	-12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	6	-13	-43	-34
재고자산 감소(증가)	-128	-135	-215	-84
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	42	-30	26	33
법인세납부	-28	-37	-41	-53
투자활동으로 인한 현금흐름	-864	-284	-174	-166
유형자산처분(취득)	-132	-216	-162	-152
무형자산감소(증가)	-27	-15	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-11	-10	-9	-14
기타투자활동	-694	-43	-3	0
재무활동으로 인한 현금흐름	27	267	-16	-44
장단기금융부채의 증가(감소)	116	329	36	8
자본의 증가(감소)	15	-255	0	0
배당금의 지급	-47	-52	-52	-52
기타재무활동	-57	245	0	0
현금의 증가	-752	942	-933	160
기초현금	1,228	476	1,418	485
기말현금	476	1,418	485	644

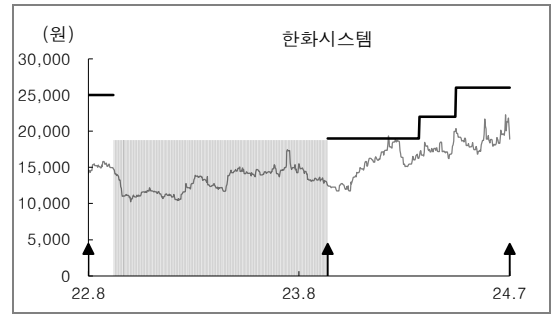
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	9.4	26.7	17.0	13.1
P/CF (x)	12.6	10.7	10.0	7.8
P/B (x)	1.5	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	14.5	11.4	10.1	8.3
EPS (원)	1,849	723	1,138	1,477
CFPS (원)	1,376	1,808	1,924	2,483
BPS (원)	11,507	11,431	12,291	13,492
DPS (원)	280	280	280	280
배당성향 (%)	15.3	39.8	25.5	19.6
배당수익률 (%)	1.6	1.4	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	12.1	15.0	13.5	15.2
EBITDA증가율 (%)	49.1	58.9	11.1	15.3
조정영업이익증가율 (%)	137.6	148.9	12.5	19.1
EPS증가율 (%)	흑전	-60.9	57.3	29.8
매출채권 회전율 (회)	12.3	13.5	13.4	13.3
재고자산 회전율 (회)	5.6	5.0	4.3	4.1
매입채무 회전율 (회)	15.3	16.7	20.3	19.2
ROA (%)	8.1	2.8	3.9	4.6
ROE (%)	16.9	6.4	9.7	11.6
ROIC (%)	13.1	20.8	17.5	18.4
부채비율 (%)	108.1	137.3	139.9	139.3
유동비율 (%)	96.9	144.7	112.5	120.3
순차입금/자기자본 (%)	-8.3	10.3	6.9	0.0
조정영업이익/금융비용 (x)	6.5	10.4	10.0	11.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화시스템 (272210)				
2024.04.29	매수	26,000	-	-
2024.02.26	매수	22,000	-20.50	-9.36
2023.09.20	매수	19,000	-19.66	1.84
2022.09.14	분석 대상 제외		-	-
2022.08.01	매수	25,000	-39.41	-36.80
2022.05.07	1년 경과 이후		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화시스템의 지급보증·배서·담보제공·채무인수 등의 방법으로 채무이행을 직·간접적으로 보장하는 업무를 수행 중입니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.