

한화시스템 (272210)

이태환 tashwan.lee@daisin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월

목표주가

26,000

신규

현재주가

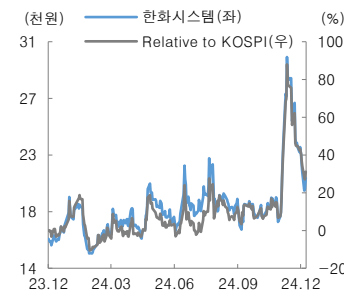
(24.12.12)

21,250

기업업종

KOSPI	2,482.12
시가총액	4,015십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	29,850원 / 15,110원
120일 평균거래대금	714억원
외국인지분율	8.42%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2 인 59.53%
	국민연금공단 7.17%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.6	13.6	17.3	29.1
상대수익률	-21.6	17.8	28.9	31.9



Initiation

우리는 핵심만 담당해

- 폴란드 K2, T1CN 4차 매출 확대 구간. '25년 M-SAM, KF-21 추가 예정
- 한화그룹 캡티브 물량 바탕으로 ICT도 안정적인 매출 및 이익 성장 중
- 방산 수익성 개선과 별개로 연결예정 필리핀조선소 실적 상황은 유의 필요

투자의견 매수, 목표주가 26,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가는 265,000원은 12MF BPS 12,558원에 타깃 PBR 2.1배 적용. 중동향 M-SAM MFR, 폴란드 K9, K2 사격통제시스템 관련 매출 본격화 예정. ICT 사업 비중(26%)과 신사업(UAM, 위성 등) 지분 투자를 고려하여, '25E, '26E 평균 ROE를 기준으로 ROE-PBR로 산출한 이론 PBR을 적용

우리는 핵심만 담당해

감시정찰지휘통제-전자장비-해양시스템 등 첨단무기 전반에 들어가는 핵심 전자장비 및 시스템을 체계종합업체에 공급하는 방위산업과 시스템통합(SI)·운영서비스(ITO)·IT솔루션 등을 제공하는 ICT사업을 함께 영위하고 있음

방산부문의 주요 매출은 폴란드 K2 1차, T1CN 4차 사업 등으로, 국내양산 및 해외수출 비중의 증가로 수익성이 함께 개선되고 있는 형태. '25년은 UAE M-SAM MFR, KF-21 AESA, 폴란드 K2 2-1 등이 더해지며 추가 성장 가능

ICT부문도 한화그룹 캡티브 사업을 중심으로 '23년부터 YoY 매출 성장세가 이어지고 있고, OPM도 전년대비 크게 개선된 모습이 확인됨

단기 성장통 감안 필요

원웹(위성망), 페이지(위성통신), 한화오션(상선/특수선) 등 지분 인수에 이어, 미국 필리핀조선소 인수(동사지분 60%) 발표를 통해 미국 함정 MRO시장에 진출 했으며, 향후 건조까지 역할 확대 예상. 함정 노후화 문제는 미 해군의 주요 당면과제. 다만, 단기적으로 필리핀조선소의 부정적 실적 기여 상황은 유의할 필요 있음. 이를 감안하여, '26년 OP는 YoY +3.8% 수준의 소폭 상승을 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188	2,453	2,798	3,239	3,468
영업이익	39	93	214	222	284
세전순이익	-42	413	105	237	337
총당기순이익	-81	343	104	190	269
지배지분순이익	-77	349	106	194	274
EPS	-405	1,849	561	1,025	1,450
PER	NA	9.4	38.7	21.2	15.0
BPS	10,588	11,327	11,725	12,558	13,793
PBR	1.0	1.5	1.8	1.7	1.5
ROE	-3.6	16.9	4.9	8.4	11.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

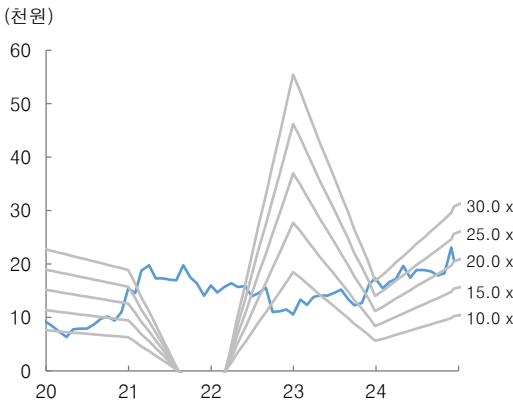
표92. 한화시스템 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	12,558	한화시스템 12MF BPS
Target PBR	2.1	적정 PBR = (ROE-g) / (COE-g) 1) 한화시스템 2025E, 2026E 평균 ROE: 9.7% 2) 영구성장률(g): 1.33% 3) 자기자본비용: 5.3% (Rf: 3.5%, Rm: 6%, 52주베타: 0.74)
적정주가	26,279	BPS * Target PBR
목표주가	26,000	26,279≒26,000
현재주가	20,800	2024.12.11 기준
현재 PBR	1.8	2024.12.11 기준
상승여력(%)	25.0	

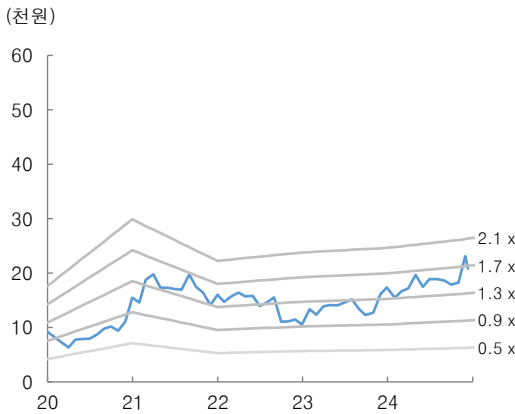
자료: 대신증권 Research Center

그림 44. 한화시스템 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 45. 한화시스템 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표93. 한화시스템 분기/연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
연결 매출액	(십억원)	544	687	639	927	627	808	743	1,061	2,798	3,239
YoY	(%)	23.9	12.5	3.0	18.5	15.2	17.6	16.3	14.4	14.0	15.8
QoQ	(%)	-30.4	26.3	-7.0	45.0	-32.3	28.8	-8.0	42.7		
방산	(십억원)	382	493	468	709	454	604	560	832	2,052	2,450
ICT	(십억원)	161	190	170	217	172	202	182	228	737	784
신사업	(십억원)	2	4	2	1	1	2	1	1	9	5
연결 영업이익	(십억원)	39	80	57	38	36	68	61	57	214	222
YoY	(%)	368.2	207.9	52.7	77.8	-8.9	-14.6	7.4	50.6	130.3	3.8
QoQ	(%)	85.0	103.3	-28.6	-33.8	-5.2	90.7	-10.2	-7.2		
OPM	(%)	7.2	11.6	8.9	4.1	5.7	8.4	8.2	5.4	7.6	6.9
방산	(십억원)	34	61	46	35	29	52	47	50	176	178
ICT	(십억원)	12	23	15	3	8	16	14	6	53	44
신사업	(십억원)	-7	-4	-4	-3	-2	-1	-1	0	-18	-4
기타	(십억원)	0	0	0	3	1	1	1	1	3	4
연결 지배순이익	(십억원)	52	28	9	16	30	54	59	50	106	194
YoY	(%)	-72.2	-62.9	-78.0	-62.4	-41.2	92.2	527.9	202.7	-69.7	82.7
QoQ	(%)	18.5	-45.4	-66.8	74.7	85.4	78.6	8.6	-15.8		
NIM	(%)	9.5	3.9	1.3	1.8	4.9	6.6	7.7	4.6	3.7	5.9
수주잔고	(십억원)	7,050	6,968	6,918	8,821	8,660	8,460	8,395	9,946	8,821	9,946
YoY	(%)	18.7	20.0	15.7	21.0	22.8	21.4	21.3	12.8	21.0	12.8
QoQ	(%)	-3.3	-1.2	-0.7	27.5	-1.8	-2.3	-0.8	18.5		
방산	(십억원)	6,694	6,633	6,590	8,350	8,199	7,994	7,934	9,428	8,350	9,428
ICT	(십억원)	356	335	329	472	461	467	462	519	472	519

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

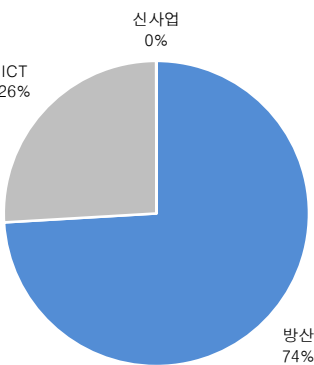
- 감시정찰, 지휘통제, 항공전자, 해양시스템, 위성사업 등을 중심으로 하는 방산 사업과 비즈니스 정보화 시스템 구축, 고객 전산시스템의 운영·관리 등을 수행하는 ICT 사업을 영위
- 신사업으로 UAM, 위성통신 해외기업에 지분 투자 후 공동협력 관계 구축
- 자산 5조 604억원, 부채 2조 8,646억원, 자본 2조 1,958억원
- 발행주식 수: 188,919,389주 / 자기주식수: 1,926,128주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선편 예산 규모 및 세부내역
- 해외 방위산업 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 갈등 상황 발생 여부

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 9월 기준
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

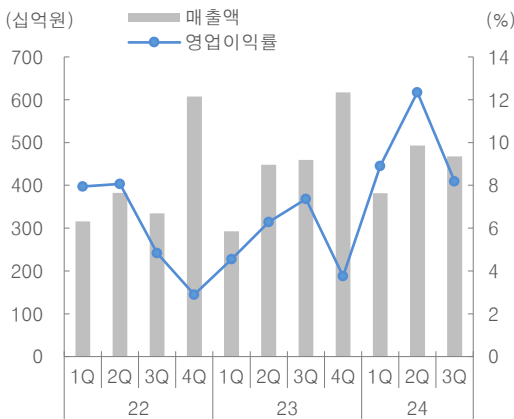
매출 비중 추이



주: 2023년 매출액 기준
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

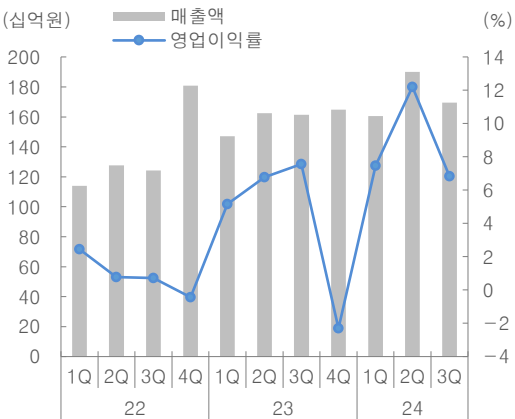
Earnings Driver

방산 부문 매출액 및 영업이익률 추이



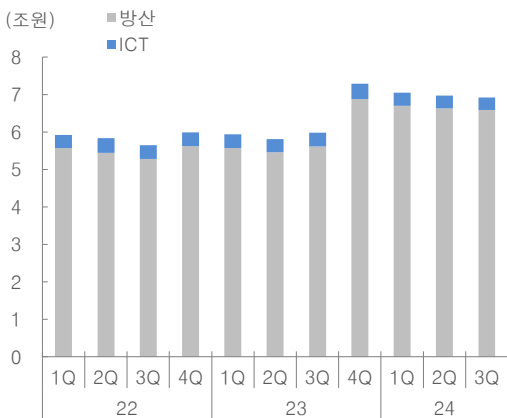
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

ICT 부문 매출액 및 영업이익률 추이



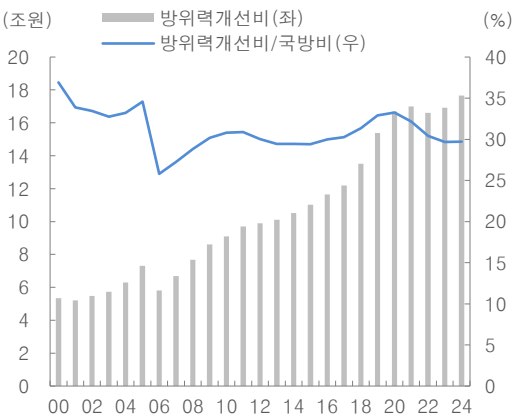
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

수주잔고 추이



자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

연도별 방위력개선편 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188	2,453	2,798	3,239	3,468
매출원가	1,933	2,149	2,373	2,778	2,929
매출총이익	255	304	424	461	539
판매비와관리비	216	211	210	239	255
영업이익	39	93	214	222	284
영업이익률	1.8	3.8	7.6	6.9	8.2
EBITDA	144	215	332	344	409
영업외손익	-81	321	-109	15	53
관계기업손익	-27	-30	-79	-47	-26
금융수익	35	32	23	20	20
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-12	-18	-47	-53	-54
외환관련손실	6	3	3	3	3
기타	-78	336	-6	95	113
법인세비용차감전순이익	-42	413	105	237	337
법인세비용	-24	-57	-1	-47	-67
계속사업순이익	-66	356	104	190	269
중단사업순이익	-15	-13	0	0	0
당기순이익	-81	343	104	190	269
당기순이익률	-3.7	14.0	3.7	5.9	7.8
비배지분순이익	-4	-6	-2	-4	-5
지배지분순이익	-77	349	106	194	274
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-12	-18	-27	-41	-62
포괄순이익	-197	167	-164	-216	-346
비배지분포괄이익	-4	-6	3	4	6
지배지분포괄이익	-193	173	-167	-220	-351

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-405	1,849	561	1,025	1,450
PER	NA	9.4	38.7	21.2	15.0
BPS	10,588	11,327	11,725	12,558	13,793
PBR	1.0	1.5	1.8	1.7	1.5
EBITDAPS	762	1,137	1,759	1,823	2,164
EV/EBITDA	6.8	14.5	10.6	9.5	7.2
SPS	11,582	12,985	14,809	17,144	18,355
PSR	0.9	1.3	1.4	1.2	1.2
CFPS	921	1,376	418	975	1,411
DPS	250	280	280	280	280

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	4.7	12.1	14.0	15.8	7.1
영업이익 증가율	-65.1	137.6	130.3	3.8	27.8
순이익 증가율	적전	흑전	-69.7	82.9	41.8
수익성					
ROIC	12.7	17.7	42.2	38.0	61.7
ROA	1.0	2.2	4.5	4.2	5.0
ROE	-3.6	16.9	4.9	8.4	11.0
안정성					
부채비율	95.4	108.1	127.1	128.2	125.5
순차입금비율	-51.3	-8.3	-23.0	-31.2	-41.8
이자보상배율	6.8	6.5	9.6	10.3	13.5

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,327	1,890	2,458	2,868	3,336
현금및현금성자산	1,228	476	1,098	1,363	1,737
매출채권 및 기타채권	212	204	230	265	283
재고자산	373	501	571	662	708
기타유동자산	514	709	559	579	607
비유동자산	1,619	2,593	2,607	2,582	2,580
유형자산	274	348	411	429	442
관계기업투자금	16	993	913	866	840
기타비유동자산	1,328	1,253	1,282	1,287	1,298
자산총계	3,946	4,483	5,065	5,451	5,916
유동부채	1,619	1,951	2,171	2,413	2,656
매입채무 및 기타채무	219	301	324	353	368
차입금	80	132	185	237	289
유동성채무	0	30	28	27	26
기타유동부채	1,319	1,488	1,634	1,795	1,972
비유동부채	308	378	663	650	637
차입금	30	50	300	300	300
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	278	328	364	350	337
부채총계	1,927	2,329	2,835	3,062	3,293
자배지분	2,000	2,140	2,215	2,372	2,606
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,100	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	117	212	266	407	629
기타자본변동	-147	-117	-96	-80	-68
비배지분	19	14	15	16	17
자본총계	2,019	2,154	2,230	2,388	2,623
순차입금	-1,037	-178	-512	-746	-1,097

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	269	83	-88	-51	57
당기순이익	-81	343	104	190	269
비현금항목의 가감	255	-83	-25	-6	-3
감가상각비	105	122	118	122	125
외환손익	1	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	27	30	79	47	26
기타	123	-234	-222	-174	-153
자산부채의 증감	104	-168	-163	-184	-138
기타현금흐름	-10	-9	-3	-51	-72
투자활동 현금흐름	-679	-864	-130	-98	-128
투자자산	-601	-694	77	45	24
유형자산	-48	-132	-160	-120	-120
기타	-30	-37	-48	-23	-32
재무활동 현금흐름	-3	27	220	-30	-30
단기차입금	79	52	52	52	52
사채	-30	50	250	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-30	-47	-52	-52	-52
기타	-22	-29	-30	-30	-30
현금의 증감	-409	-752	622	265	374
기초 현금	1,637	1,228	476	1,098	1,363
기말 현금	1,228	476	1,098	1,363	1,737
NOPLAT	61	80	211	178	227
FCF	85	43	139	180	232