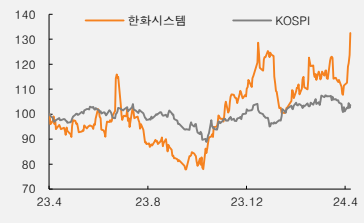


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 26,000원
현재주가(24/4/26)	19,940원
상승여력	30.4%

영업이익(24F,십억원)	165		
Consensus 영업이익(24F,십억원)	133		
EPS 성장률(24F,%)	-46.0		
MKT EPS 성장률(24F,%)	70.8		
P/E(24F,x)	20.0		
MKT P/E(24F,x)	11.1		
KOSPI	2,656.33		
시가총액(십억원)	3,767		
발행주식수(백만주)	189		
유동주식비율(%)	35.0		
외국인 보유비중(%)	6.2		
베타(12M) 일간수익률	1.34		
52주 최저가(원)	11,720		
52주 최고가(원)	19,940		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	12.8	68.4	38.0
상대주가	17.1	45.8	29.1



[방산/항공우주]

정동호
dongho.jeong@miraeasset.com

한화시스템

수출비중 확대는 Re-rating의 함수

1Q24 Review: 영업이익 컨센서스 72.9% 상회

1Q24 매출액 5,444억 원 (+23.9% YoY, 컨센 대비 9.2% 상회), 영업이익 393억 원 (+219.5% YoY, 컨센 대비 72.9% 상회)으로 어닝 서프라이즈를 기록했다. 1Q는 비수기임에도 방산 수출비중이 2배 확대 (8.5%→18%)되면서 이익개선을 이끌었다.

방산 부문은 매출액 3,817억 원 (+30.5% YoY), 영업이익 340억 원 (+155.6% YoY, OPM 8.9%)으로 호실적을 달성했다. 주요 요인은 국내 TICN 2차양산과 해외 UAE 천궁-II MFR, 폴란드 K2 매출인식 본격화로 인한 이익개선이다.

ICT 부문도 매출액 1,605억 원 (+9.2% YoY), 영업이익은 120억 원 (+57.9% YoY, OPM 7.5%)으로 견조한 실적을 기록했다. 한화에어로스페이스 통합 ERP 구축, 한화솔루션 큐셀 미국 사업장 ERP 구축 등 캡티브 매출이 증가했으며, 영업이익은 외형성장과 PPA 상각비 감소 영향으로 개선되었다.

방산 수출 마진 서프라이즈 → '24F~'25F 영업이익 26% 상향 조정

방산 수출 영업이익률은 약 20~25% 수준일 것으로 추정된다. 사측이 제공한 방산 수출비중과 과거 내수 영업이익률을 토대로 동사의 방산 수출사업 마진을 대략적으로 확인할 수 있었다. 주요 사업인 폴란드 K2는 '25년, UAE 천궁-II MFR 사업은 '30년 너머까지 매출이 이어지는 점을 감안하여 '24/'25년 연간 영업이익을 평균 26% 상향 조정하였다. 실적에 대한 의구심이 재차 해소되는 국면이다.

대형 수주와 이벤트도 대기 중이다. '24년 신규수주는 4조 원 (vs. '23년 3.7조 원)이 상을 기록할 전망이다. 상반기에만 사우디 천궁-II MFR (1.2조 원), KF-21 AESA 레이더 (2천억 원) 양산 계약이 기다리고 있다. 우주항공청 개청도 한 달 남았다. 우주 분야에서 민간기업의 사업비중이 확대되는 만큼 직간접적 수혜가 기대된다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 26,000원으로 18% 상향

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 22,000원에서 26,000원으로 18% 상향한다. '24~'25F BPS 평균 12,159원에 Target P/B 2.1배 (글로벌 피어 '24F~'25F P/B 평균에 10% 할인)를 적용하여 산출했다. 기존에 글로벌 피어 대비 할인율을 20% 부여했으나 동사의 성장성과 OPM 개선을 고려하여 할인율 폭을 축소하였다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,188	2,453	2,787	3,240	3,455
영업이익 (십억원)	39	93	165	200	168
영업이익률 (%)	1.8	3.8	5.9	6.2	4.9
순이익 (십억원)	-77	349	189	212	189
EPS (원)	-405	1,849	999	1,121	998
ROE (%)	-3.6	16.9	8.7	9.4	7.8
P/E (배)	-	9.4	20.0	17.8	20.0
P/B (배)	1.0	1.5	1.7	1.6	1.5
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. 한화시스템 1Q24 실적 테이블

(십억 원)

	1Q23	4Q23	1Q24P			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	추정치	차이 (%)
매출액	440	782	544	-30.4	23.9	496	9.8	499	9.2
영업이익	12	11	39	257.3	219.5	19	109.7	23	72.9
당기순이익	186	44	52	19.3	-72.0	26	100.4	18	197.7
영업이익률 (%)	2.8	7.2	7.2	0.0	4.4	3.8	3.4	4.6	2.7
순이익률 (%)	42.4	9.6	9.6	0.0	-32.8	5.2	4.3	3.5	6.1
사업부문별 매출액						비고			
방산	292	617	382	-38.1	30.5				
ICT	147	165	161	-2.7	9.2				

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화시스템 실적 추정치 변경표

(십억 원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	2,784	3,237	2,787	3,240	0.1	0.1	1) 수출비중 확대 반영하여 이익 상황
영업이익	128	162	165	200	29.2	23.4	
세전이익	172	207	220	247	27.8	19.2	
순이익	146	175	189	212	29.2	21.0	
EPS (원)	774	929	999	1,121	29.0	20.7	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한화시스템 영업실적 전망치

(십억 원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
수주잔고	전체	5,954	5,807	5,946	7,257	7,050	8,278	8,254	8,920	5,987	7,257	8,920	8,720
	방산	5,587	5,457	5,606	6,904	6,694	7,925	7,897	8,580	5,622	6,904	8,580	8,440
	ICT	367	350	340	429	356	353	357	340	365	429	340	280
매출액	전체	440	611	621	782	544	642	673	928	2,188	2,453	2,787	3,240
	방산	292	448	459	617	382	469	501	730	1,641	1,817	2,082	2,470
	ICT	147	162	161	165	161	170	170	196	547	636	696	762
성장률 (%)	전체	2.3	19.6	35.1	-0.8	23.9	5.1	8.4	18.6	4.7	12.1	13.6	16.3
	방산	-7.4	17.1	3.0	1.5	30.5	4.7	9.1	18.4	8.4	10.7	14.6	18.6
	ICT	29.1	27.3	29.8	-8.8	9.2	4.9	5.3	18.7	-5.1	16.3	9.6	9.4
영업이익		12	30	40	11	39	47	54	25	47	93	165	200
YoY (%)		-19.1	82.7	144.2	1,004.8	219.5	56.0	36.8	127.9	-58.4	99.3	78.0	20.9
OPM (%)		2.8	4.9	6.4	1.4	7.2	7.3	8.1	2.7	2.1	3.8	5.9	6.2
당기순이익		186	76	43	44	52	51	55	31	-77	349	189	212
	YoY (%)	1,504.7	흑자전환	1,099.7	흑자전환	-72.0	-33.7	29.3	-29.9	적자전환	흑자전환	-46.0	12.2
	NPM (%)	42.4	12.5	6.9	5.6	9.6	7.9	8.2	3.3	-3.5	14.2	6.8	6.5

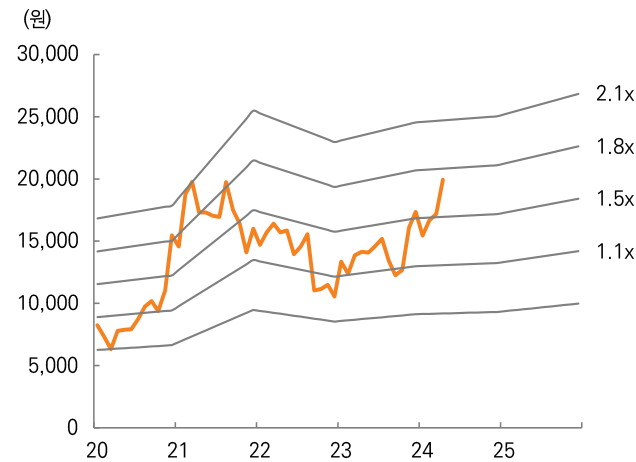
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. 한화시스템 목표주가 산출 테이블

항목	내용	비고
목표주가 (원)	26,000	기존 22,000원에서 26,000원으로 18% 상향
현재주가 (원)	19,940	
상승여력 (%)	30.4	
Target P/B (x)	2.1	글로벌 피어 '24F~'25F P/B 평균에 할인율 20%→ 10%로 축소
BPS (원)	12,159	기존 '24F BPS 11,737원→ '24F~'25F 12,151원으로 3.6% 상향
ROE (%)	9.0	'24F~'25F 평균 ROE

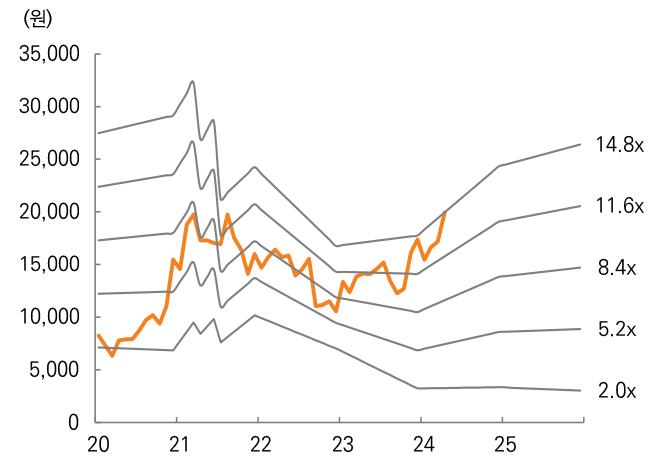
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 12개월 선행 P/B 밴드차트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



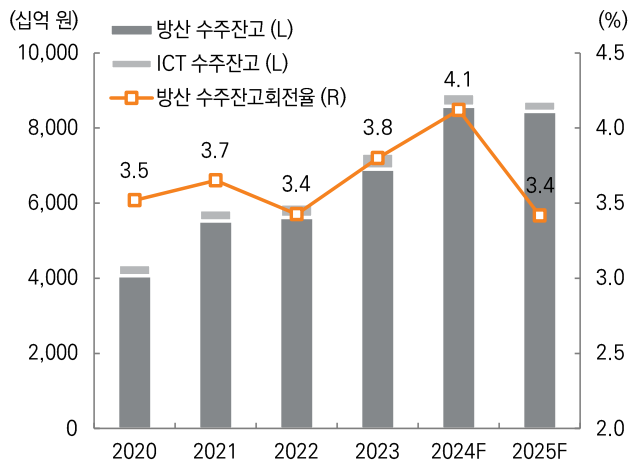
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 한화시스템 글로벌 피어 밸류에이션

분류	회사명	시가총액 (조 원)	주가 수익률 (%)		매출액 성장률 (%)		영업이익률 (%)		P/E (x)		P/B (x)		EV/EBITDA (x)	
			1M	YTD	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
	한화시스템	3.8	12.7	14.9	11.4	10.4	5.2	5.8	26.1	24.0	1.6	1.5	12.7	11.5
C4ISR	RTX	185.7	4.1	20.5	6.4	6.1	12.2	12.7	18.8	16.6	2.2	2.1	13.8	12.5
	BAE 시스템즈	69.7	-1.0	20.7	10.0	7.0	10.8	11.1	19.8	17.7	3.7	3.4	11.7	10.7
	L3해리스	56.0	1.0	1.9	9.0	4.3	15.4	15.4	16.8	15.2	2.1	2.1	13.9	12.7
	탈레스	49.1	0.1	18.5	8.8	7.0	11.9	12.4	18.7	16.8	4.3	3.8	11.9	10.9
	엘빗 시스템즈	12.3	-4.9	-5.9	6.2	5.3	7.1	7.9	27.4	23.1			15.7	13.9
	평균		-0.2	11.1	8.1	5.9	11.5	11.9	20.3	17.9	3.1	2.8	13.4	12.1
ICT	삼성SDS	12.1	-0.8	-6.7	5.7	7.9	6.5	6.8	15.8	14.1	1.3	1.2	5.2	5.0
	현대오트티브	0.5	1.7	-27.3	12.2	12.9	6.1	6.7	25.3	20.8	2.4	2.2	10.9	9.6
	평균		0.5	-17.0	9.0	10.4	6.3	6.7	20.6	17.4	1.9	1.7	8.1	7.3

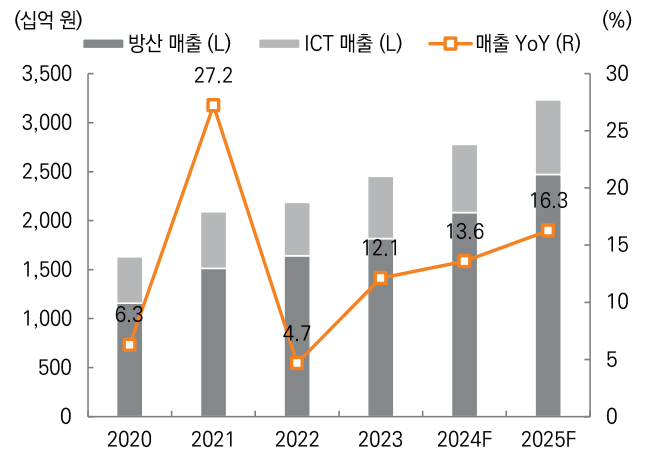
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 사업부문별 수주잔고 및 방산 수주잔고회전율



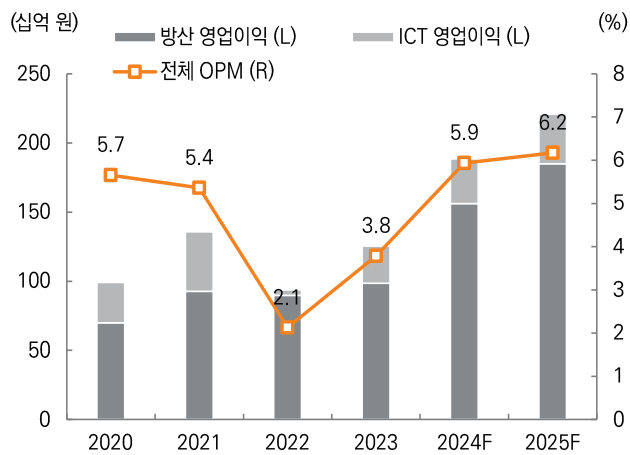
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 사업부문별 매출액 및 매출 성장률



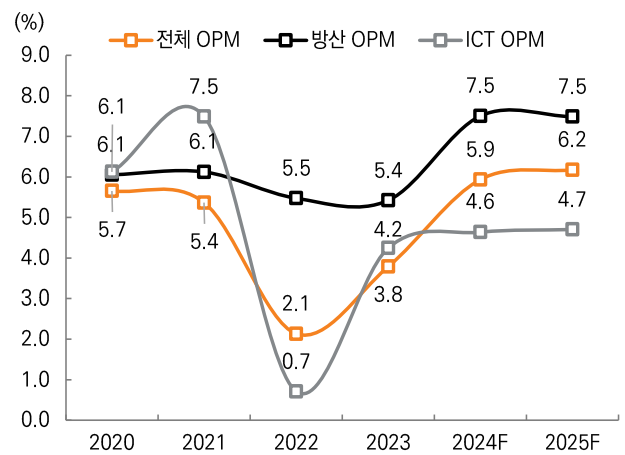
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 사업부문별 영업이익 및 영업이익률



자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 사업부문별 영업이익률 추이



자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,453	2,787	3,240	3,455
매출원가	2,149	2,437	2,844	3,026
매출총이익	304	350	396	429
판매비와관리비	211	184	196	261
조정영업이익	93	165	200	168
영업이익	93	165	200	168
비영업손익	320	55	47	52
금융손익	12	-6	-8	-8
관계기업등 투자손익	-30	70	60	60
세전계속사업손익	413	220	247	220
계속사업법인세비용	57	37	42	37
계속사업이익	356	182	205	182
중단사업이익	-13	0	0	0
당기순이익	343	182	205	182
지배주주	349	189	212	189
비지배주주	-6	-6	-7	-6
총포괄이익	167	182	205	182
지배주주	173	180	202	180
비지배주주	-6	3	3	3
EBITDA	215	310	346	314
FCF	-49	-56	-110	76
EBITDA 마진율 (%)	8.8	11.1	10.7	9.1
영업이익률 (%)	3.8	5.9	6.2	4.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.2	6.8	6.5	5.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,890	1,998	2,292	2,570
현금 및 현금성자산	476	335	233	390
매출채권 및 기타채권	202	213	251	251
재고자산	501	619	812	791
기타유동자산	711	831	996	1,138
비유동자산	2,593	2,700	2,805	2,840
관계기업투자등	993	1,002	1,014	1,026
유형자산	348	388	417	435
무형자산	559	558	559	562
자산총계	4,483	4,698	5,097	5,411
유동부채	1,951	2,085	2,291	2,457
매입채무 및 기타채무	213	181	211	226
단기금융부채	191	227	262	264
기타유동부채	1,547	1,677	1,818	1,967
비유동부채	378	422	462	480
장기금융부채	139	139	139	139
기타비유동부채	239	283	323	341
부채총계	2,329	2,507	2,753	2,937
지배주주지분	2,140	2,183	2,343	2,479
자본금	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	212	349	508	644
비지배주주지분	14	8	1	-5
자본총계	2,154	2,191	2,344	2,474

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	83	198	145	330
당기순이익	343	182	205	182
비현금수익비용가감	-83	159	168	131
유형자산감가상각비	99	132	133	133
무형자산상각비	23	13	13	13
기타	-205	14	22	-15
영업활동으로인한자산및부채의변동	-168	-100	-178	62
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	6	-11	-37	-1
재고자산 감소(증가)	-128	-118	-193	21
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	42	-42	22	11
법인세납부	-28	-37	-42	-37
투자활동으로 인한 현금흐름	-864	-242	-235	-172
유형자산처분(취득)	-132	-172	-162	-152
무형자산감소(증가)	-27	-13	-14	-16
장단기금융자산의 감소(증가)	-11	-9	-9	-4
기타투자활동	-694	-48	-50	0
재무활동으로 인한 현금흐름	27	-17	-17	-50
장단기금융부채의 증가(감소)	116	35	35	2
자본의 증가(감소)	15	0	0	0
배당금의 지급	-47	-52	-52	-52
기타재무활동	-57	0	0	0
현금의 증가	-752	-141	-102	156
기초현금	1,228	476	335	233
기말현금	476	335	233	390

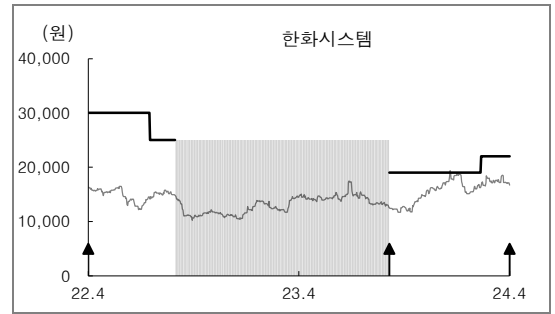
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	9.4	20.0	17.8	20.0
P/CF (x)	12.6	11.0	10.1	12.0
P/B (x)	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	14.5	12.1	11.3	11.9
EPS (원)	1,849	999	1,121	998
CFPS (원)	1,376	1,809	1,975	1,661
BPS (원)	11,507	11,737	12,581	13,302
DPS (원)	280	280	280	280
배당성향 (%)	15.3	28.7	25.6	28.7
배당수익률 (%)	1.6	1.4	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	12.1	13.6	16.3	6.6
EBITDA증가율 (%)	49.1	44.4	11.4	-9.2
조정영업이익증가율 (%)	137.6	78.0	20.9	-16.2
EPS증가율 (%)	-	-46.0	12.2	-10.9
매출채권 회전율 (회)	12.3	13.5	14.1	13.9
재고자산 회전율 (회)	5.6	5.0	4.5	4.3
매입채무 회전율 (회)	15.3	17.1	21.5	20.3
ROA (%)	8.1	4.0	4.2	3.5
ROE (%)	16.9	8.7	9.4	7.8
ROIC (%)	13.1	16.6	15.6	12.1
부채비율 (%)	108.1	114.4	117.5	118.7
유동비율 (%)	96.9	95.8	100.0	104.6
순차입금/자기자본 (%)	-8.3	-0.3	5.3	-1.3
조정영업이익/금융비용 (x)	6.5	9.1	10.0	7.8

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	-	-
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	30,000	-51.79	-45.00
2021.05.07	매수	30,000	-44.51	-34.17



* 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 주가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 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.