



BUY(Maintain)

목표주가: 26,500원(상향)

주가(7/30): 20,500원

시가총액: 38,728억원



기계/방산/항공우주

Analyst 이한걸

gksruf9212@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/30)	2,738.19pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	22,250 원	11,720원
등락률	-7.9%	74.9%
수익률	절대	상대
1M	8.7%	11.1%
6M	33.0%	21.4%
1Y	34.9%	29.7%

Company Data

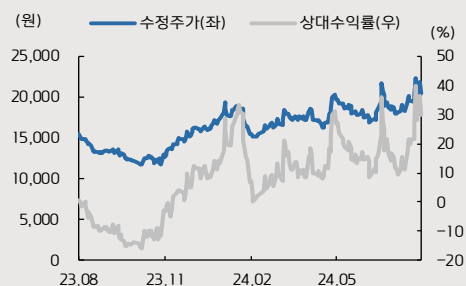
발행주식수	188,919 천주
일평균 거래량(3M)	2,968천주
외국인 지분율	7.7%
배당수익률(24E)	1.4%
BPS(24E)	11,983원
주요 주주	한화에어로스페이스 외 2 인
	59.5%

투자지표

(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,188.0	2,453.1	2,870.2	3,199.0
영업이익	39.1	92.9	224.9	279.4
EBITDA	144.0	214.8	345.6	411.1
세전이익	-42.0	413.4	179.5	311.6
순이익	-80.8	343.1	167.1	255.5
지배주주지분순이익	-76.6	349.2	170.2	260.3
EPS(원)	-405	1,849	901	1,378
증감률(% YoY)	적전	흑전	-51.3	52.9
PER(배)	N/A	9.4	22.8	14.9
PBR(배)	1.00	1.53	1.71	1.56
EV/EBITDA(배)	6.7	14.5	10.6	8.4
영업이익률(%)	1.8	3.8	7.8	8.7
ROE(%)	-3.6	16.9	7.7	11.0
순차입금비율(%)	-51.6	-8.3	-9.7	-17.3

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



한화시스템 (272210)

전 사업 부문의 실적 개선 지속



2분기 영업이익은 798억원을 시현하며 어닝 서프라이즈를 달성하였다. 방산 부문에서 폴란드 K2 수출 사업 등 수출 비중 상승에 따른 실적 개선 및 ICT 부문의 캡티브 매출 성장세가 주효했다. 방산 및 ICT 부문의 수익성 개선세는 하반기에도 지속될 것으로 전망하지만 개선 폭은 상반기 대비 감소할 것으로 판단한다. 25년부터 사우디 수출 사업이 시작됨에 따라 방산 수출 비중 상승에 힘입어 실적 성장세가 지속될 것으로 전망한다.

>>> 2분기 영업이익 798억원, 어닝 서프라이즈

2분기 매출액 6,873억원(yoy +12.5%), 영업이익 798억원(yoy +167.0%, OPM 11.6%)을 시현하며 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 전 사업 부문에서 매출 확대와 수익성 개선이 나타나면서 호실적을 이끈 것으로 판단한다.

방산 부문은 지난 분기에 이어 폴란드와 UAE항 수출 사업 및 TICN 4차 양산 사업이 차질 없이 진행되면서 매출 성장과 이익 개선세가 나타난 것으로 판단한다. 특히, 수익성이 좋은 수출 사업의 비중이 큰 폭으로 상승하면서 실적 개선에 기여한 것으로 추정한다. 또한, 자체적인 원가 절감 노력과 방산 원가 제도 개선으로 전반적인 국내 방산 사업의 수익성이 제고된 부분이 긍정적인 영향을 미친 것으로 판단한다.

ICT 부문은 계열사형 캡티브 매출 볼륨의 증가에 힘입어 수익성 개선이 지속되고 있다. 신사업 부문은 H-foundation과 자회사에서 약 24억원, 한화인텔리전스에서 약 25억원 영업손실이 발생하였다. 영업외에서 한화페이저, 오버에어 등 투자회사의 지분법손실이 각각 55억원, 40억원 반영되었다. 또한, 영업외 일회성 손실로 오버에어 전환사채 미전환에 따른 대손상각비 466억원이 반영되며 순이익은 271억원을 기록하였다.

>>> 수출 비중 확대에 힘입어 실적 개선 지속 전망

2024년 매출액은 2조 8,702억원(yoy +17.0%), 영업이익 2,249억원(yoy +142.0%, OPM 7.8%)을 달성할 것으로 전망한다. 하반기에도 방산과 ICT 부문의 수익성 개선 흐름은 지속될 것으로 판단한다. 다만, 방산 부문의 자체 투자 비용이 하반기는 더욱 늘어날 것으로 추정되기 때문에 실적 개선 폭은 상반기 대비 감소할 것으로 예상된다. 25년부터 사우디 수출 사업도 본격적으로 시작할 예정으로 방산 수출 비중 상승에 따른 실적 성장세가 지속될 것으로 판단한다. ICT 부문도 계열사 캡티브 물량 증가와 차세대 보험 사업의 수주 성과에 힘입어 견조한 성장세가 예상된다. 동사와 한화오션이 함께 추진하고 있는 미국 필리 조선소의 인수가 연내 마무리된다면 내년부터 연결 실적으로 반영될 예정이다. 미 해군 사업 등에 참여할 수 있는 가능성이 생긴 부분은 긍정적이거나 필리 조선소의 실적이 안정되기까지 다소 시간이 필요할 것으로 판단한다.

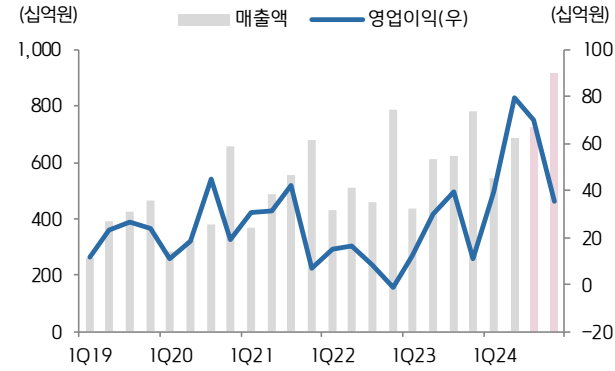
>>> 투자의견 BUY, 목표주가 26,500원으로 상향

한화시스템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q22	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	687.3	723.6	914.9	2,453.1	2,870.2	3,199.0
(YoY)	2.3%	19.6%	35.1%	-0.8%	23.9%	12.5%	16.5%	17.0%	12.1%	17.0%	11.5%
방산	292.4	448.1	459.4	617.1	381.7	493.2	528.7	705.0	1,817.0	2,108.6	2,412.0
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	160.5	190.1	190.7	205.0	635.6	746.3	768.7
신사업	0.1	0.2	0.1	0.1	2.2	4.0	4.1	4.9	0.5	15.3	18.3
영업이익	12.3	29.9	39.7	11.0	39.3	79.8	70.2	35.5	92.9	224.9	279.4
(YoY)	-18.9%	82.0%	356.3%	흑전	219.5%	167.0%	76.8%	223.1%	137.7%	142.0%	24.3%
OPM	2.8%	4.9%	6.4%	1.4%	7.2%	11.6%	9.7%	3.9%	3.8%	7.8%	8.7%
순이익	184.9	74.8	41.2	42.2	51.7	27.1	57.9	30.3	343.1	167.1	255.5
(YoY)	1644.4%	흑전	1462.5%	흑전	-72.0%	-63.8%	40.5%	-28.2%	흑전	-51.3%	52.9%
NPM	42.1%	12.3%	6.6%	5.4%	9.5%	3.9%	8.0%	3.3%	14.0%	5.8%	8.0%

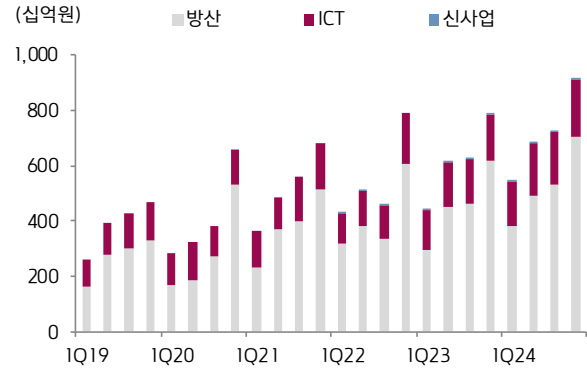
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



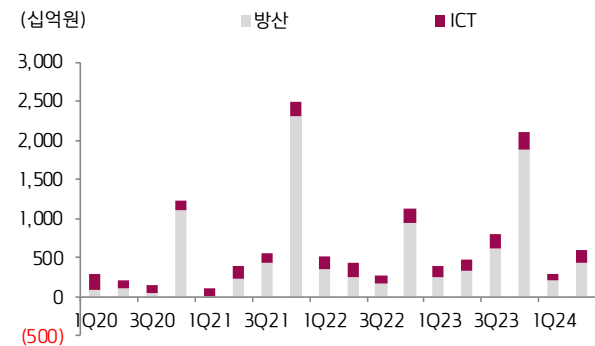
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



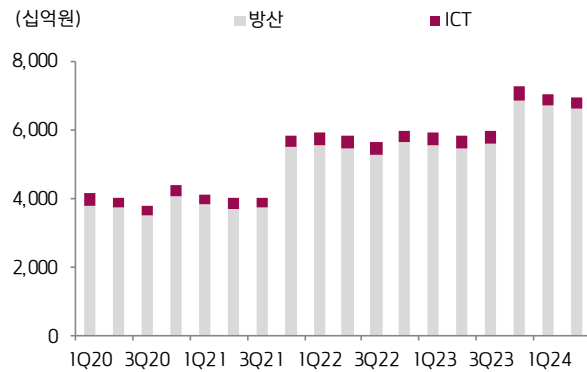
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 신규 수주 추이



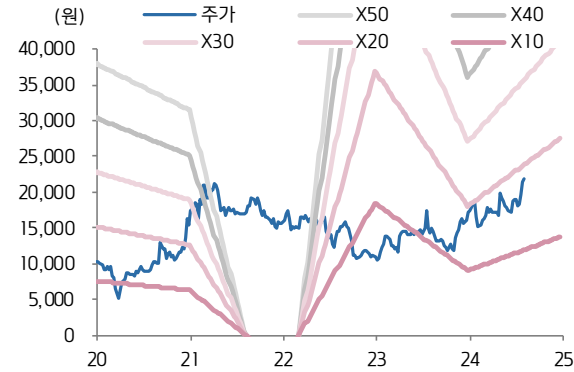
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 수주 잔고 추이



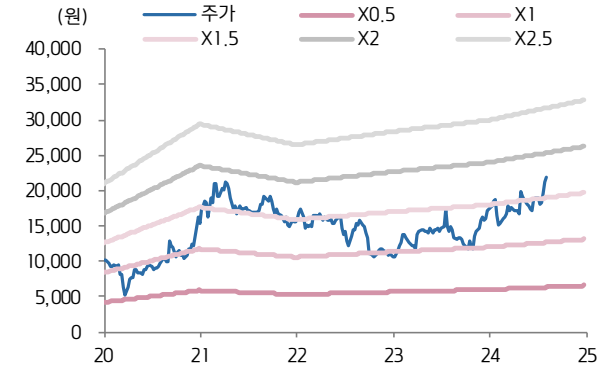
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188.0	2,453.1	2,870.2	3,199.0	3,487.7
매출원가	1,932.6	2,148.8	2,446.4	2,695.8	2,908.8
매출총이익	255.4	304.3	423.8	503.2	578.8
판매비	216.3	211.4	198.9	223.8	261.8
영업이익	39.1	92.9	224.9	279.4	317.0
EBITDA	144.0	214.8	345.6	411.1	447.4
영업외손익	-81.1	320.6	-45.4	32.2	73.4
이자수익	24.9	26.8	29.0	40.0	55.8
이자비용	5.7	14.3	14.3	14.3	14.3
외환관련이익	10.2	4.9	3.9	3.9	3.9
외환관련손실	6.3	3.4	2.9	2.9	2.9
종속 및 관계기업손익	-26.7	-29.8	-21.4	9.1	34.5
기타	-77.5	336.4	-39.7	-3.6	-3.6
법인세차감전이익	-42.0	413.4	179.5	311.6	390.3
법인세비용	23.7	57.4	12.4	56.1	70.3
계속사업순이익	-65.8	356.1	167.1	255.5	320.1
당기순이익	-80.8	343.1	167.1	255.5	320.1
지배주주순이익	-76.6	349.2	170.2	260.3	326.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.7	12.1	17.0	11.5	9.0
영업이익 증감율	-65.1	137.6	142.1	24.2	13.5
EBITDA 증감율	-30.8	49.2	60.9	19.0	8.8
지배주주순이익 증감율	-177.9	-555.9	-51.3	52.9	25.2
EPS 증감율	적전	흑전	-51.3	52.9	25.3
매출총이익율(%)	11.7	12.4	14.8	15.7	16.6
영업이익률(%)	1.8	3.8	7.8	8.7	9.1
EBITDA Margin(%)	6.6	8.8	12.0	12.9	12.8
지배주주순이익률(%)	-3.5	14.2	5.9	8.1	9.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	268.6	83.4	-105.8	41.4	134.9
당기순이익	-80.8	343.1	167.1	255.5	320.1
비현금항목의 가감	254.8	-83.2	-189.4	-150.0	-152.8
유형자산감가상각비	77.2	98.7	97.4	107.2	105.1
무형자산감가상각비	27.8	23.2	23.3	24.5	25.4
지분법평가손익	-27.1	-45.9	-41.7	-37.5	-37.5
기타	176.9	-159.2	-268.4	-244.2	-245.8
영업활동자산부채증감	104.4	-167.8	-85.7	-33.8	-3.5
매출채권및기타채권의감소	-29.1	5.8	-34.7	-27.4	-24.0
재고자산의감소	34.5	-128.4	-21.4	-59.9	-52.5
매입채무및기타채무의증가	39.6	42.4	77.1	89.0	110.4
기타	59.4	-87.6	-106.7	-35.5	-37.4
기타현금흐름	-9.8	-8.7	2.2	-30.3	-28.9
투자활동 현금흐름	-679.4	-863.7	54.7	68.8	57.8
유형자산의 취득	-48.3	-132.3	-120.0	-102.3	-106.1
유형자산의 처분	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-32.5	-27.0	-35.6	-33.3	-32.1
투자자산의감소(증가)	-405.6	-919.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	4.1	-9.7	-13.8	-19.7	-28.1
기타	-197.3	224.2	224.1	224.1	224.1
재무활동 현금흐름	-2.7	26.7	-81.2	-81.2	-81.2
차입금의 증가(감소)	48.9	102.2	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	-29.9	-46.7	-52.4	-52.4	-52.4
기타	-21.7	-28.8	-28.8	-28.8	-28.8
기타현금흐름	4.9	1.5	160.4	160.4	160.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-408.6	-752.1	28.1	189.4	272.0
기초현금 및 현금성자산	1,636.8	1,228.2	476.1	504.2	693.6
기말현금 및 현금성자산	1,228.2	476.1	504.2	693.6	965.6

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,326.8	1,890.1	2,022.1	2,353.9	2,767.9
현금 및 현금성자산	1,228.2	476.1	504.3	693.7	965.7
단기금융자산	22.6	32.3	46.1	65.8	93.9
매출채권 및 기타채권	211.6	204.2	239.0	266.3	290.4
재고자산	373.0	501.1	522.4	582.3	634.8
기타유동자산	491.4	676.4	710.3	745.8	783.1
비유동자산	1,618.8	2,593.1	2,586.2	2,552.6	2,522.8
투자자산	591.3	1,480.5	1,438.7	1,401.2	1,363.7
유형자산	274.4	347.6	370.2	365.3	366.4
무형자산	557.8	558.9	571.2	580.0	586.7
기타비유동자산	195.3	206.1	206.1	206.1	206.0
자산총계	3,945.6	4,483.2	4,608.3	4,906.6	5,290.7
유동부채	1,618.5	1,951.4	1,955.6	2,044.6	2,154.9
매입채무 및 기타채무	219.4	301.0	378.1	467.1	577.4
단기금융부채	103.5	191.1	191.1	191.1	191.1
기타유동부채	1,295.6	1,459.3	1,386.4	1,386.4	1,386.4
비유동부채	308.1	377.7	377.7	377.7	377.7
장기금융부채	105.2	139.0	139.0	139.0	139.0
기타비유동부채	202.9	238.7	238.7	238.7	238.7
부채총계	1,926.7	2,329.1	2,333.3	2,422.2	2,532.6
자본지분	2,000.3	2,139.8	2,263.7	2,477.8	2,757.5
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,085.5	1,100.1	1,100.1	1,100.1	1,100.1
기타자본	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1
기타포괄손익누계액	-112.6	-83.2	-77.1	-71.1	-65.0
이익잉여금	116.9	212.5	330.3	538.2	811.9
비지배지분	18.6	14.3	11.2	6.4	0.5
자본총계	2,019.0	2,154.1	2,274.9	2,484.2	2,758.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-405	1,849	901	1,378	1,726
BPS	10,588	11,327	11,983	13,115	14,596
CFPS	921	1,376	-118	559	885
DPS	250	280	280	280	280
주가배수(배)					
PER	N/A	9.4	22.8	14.9	11.9
PER(최고)	N/A	9.6	26.0		
PER(최저)	N/A	5.5	16.6		
PBR	1.00	1.53	1.71	1.56	1.40
PBR(최고)	1.74	1.56	1.95		
PBR(최저)	0.96	0.90	1.25		
PSR	0.91	1.34	1.35	1.21	1.11
PCFR	11.4	12.6	-173.4	36.7	23.2
EV/EBITDA	6.7	14.5	10.6	8.4	7.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-57.9	15.3	31.3	20.5	16.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.4	1.6	1.4	1.4	1.4
ROA	-2.1	8.1	3.7	5.4	6.3
ROE	-3.6	16.9	7.7	11.0	12.5
ROIC	5.9	15.5	29.2	28.8	31.7
매출채권회전율	11.1	11.8	13.0	12.7	12.5
재고자산회전율	5.6	5.6	5.6	5.8	5.7
부채비율	95.4	108.1	102.6	97.5	91.8
순차입금비율	-51.6	-8.3	-9.7	-17.3	-26.5
이자보상배율	6.8	6.5	15.7	19.5	22.1
총차입금	208.6	330.1	330.1	330.1	330.1
순차입금	-1,042.2	-178.3	-220.3	-429.4	-729.5
NOPLAT	144.0	214.8	345.6	411.1	447.4
FCF	162.2	-115.6	88.7	191.4	248.7

Compliance Notice

- 당사는 7월 30일 현재 '한화시스템(272210)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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

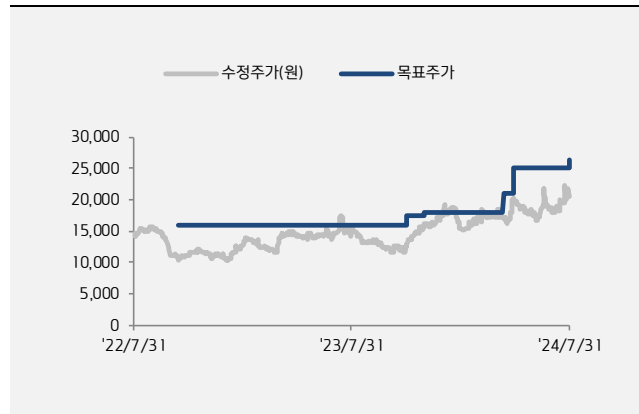
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화시스템 (272210)	2022-10-12	BUY(Initiate)	16,000원	6개월	-31.93	-30.31
	2022-10-28	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-26.32	-13.13
	2023-03-03	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-24.91	-8.75
	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(Dow ngrade)	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		

*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 (2023/07/01~2024/06/30)

매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%