



BUY (유지)

목표주가(12M) 28,000원
현재주가(10.30) 19,140원

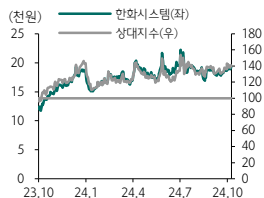
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,593.79
52주 최고/최저(원)	22,250/12,700
시가총액(십억원)	3,615.9
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	188,919.4
60일 평균 거래량(천주)	1,969.5
60일 평균 거래대금(십억원)	37.6
외국인지분율(%)	5.14
주요주주 지분율(%)	
한화에어로스페이스 외 2인	59.53
국민연금공단	7.17

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	2,830.9	3,120.2
영업이익(십억원)	202.7	232.1
순이익(십억원)	150.6	199.8
EPS(원)	818	1,087
BPS(원)	11,993	12,785

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,188.0	2,453.1	2,823.1	3,365.1
영업이익	39.1	92.9	220.0	278.9
세전이익	(42.0)	413.4	112.9	286.0
순이익	(76.6)	349.2	114.9	250.3
EPS	(405)	1,849	608	1,325
증감율	적전	흑전	(67.12)	117.93
PER	(26.05)	9.39	31.48	14.45
PBR	0.98	1.51	1.61	1.48
EV/EBITDA	6.77	14.51	10.40	8.94
ROE	(3.63)	16.87	5.27	10.80
BPS	10,769	11,507	11,923	12,971
DPS	250	280	280	280



Analyst 위경재 kyungjae.wee@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 10월 31일 | 기업분석_Earnings Review

한화시스템 (272210)

Radar Race

3Q24 Re : 이익 안정화 단계

한화시스템의 3Q24 실적은 매출 6,392억원(YoY +3.0%, QoQ -7.0%), 영업이익 570억원(YoY +43.7%, QoQ -28.6%, OPM 8.9%)으로 영업이익 컨센서스 493억원을 상회했다. 1) 방산 부문(매출 비중 73.2%)은 매출 4,678억원(YoY +1.8%, QoQ -5.2%), 영업이익 463억원(YoY +37.0%, QoQ -24.0%, OPM 9.9%)을 기록하며 전사 실적 견인했다. 주요 프로젝트 진행률 매출 인식 지속되며 YoY 성장세 이어간 가운데, 폴란드 K2 및 UAE/사우디 M-SAM MFROI 매출 반영되며 수익성 역시 견조했다. 3분기 수출 비중은 약 20% 수준으로 상반기(1Q24 17%, 2Q24 18%) 대비 상승했다. 2) ICT 부문(매출 비중 26.5%)은 매출 1,696억원 기록하며 YoY 성장세 지속됐다. ICT 부문의 경우 분기마다 인센티브가 반영되는데, 과거 대비 높은 비율로 반영했음에도 부문 OPM 8.7%로 안정적 수익 흐름 이어갔다. 3) 한편 지배순이익은 94억원으로 영업이익 고려할 때 높지 않았다. 이는 3분기 말 환율이 2분기 대비 하락하며 환차손 발생한 것이 주 원인이라고 판단한다. 수주의 경우, 3분기에 신규로 약 1.6조원(방산 1.5조원) 규모의 계약 체결했고, 이에 따라 전사 수주 잔고는 7조9,236억원(방산 7조6,343억원)으로 증가했다.

수익성 개선 흐름 지속될 전망

한화시스템의 4분기 실적으로 매출 9,522억원(YoY +21.7%, QoQ +49.0%), 영업이익 440억원(YoY +299.7%, QoQ -22.9%, OPM 4.6%)을 전망한다. 통상 4분기에 매출 인식 크게 되는 점 고려할 때 매출의 증가는 놀랍지 않다. 다만 수익성은 주목할 만한 요소다. 폴란드/UAE/사우디 등 수출 물량 증가 과정에서 수출 비중 높은 수준 유지될 전망이다. 이에 따라 방산 부문 OPM은 4.9%로 과거(4Q22 2.9%, 4Q23 3.8%) 대비 높을 것으로 예상된다. ICT 부문 역시 인센티브를 1~3분기에 높은 비중으로 반영한 점 감안할 때, 4분기 수익성 훼손 제한적일 전망이다. 부문 수익성 4.7%를 전망한다(4Q22 -0.4%, 4Q23 -2.3%). 한편, 한화시스템의 향후 수주 역시 기대 요소다. K2 전차 4차 양산, 천마 PBL 3차 등이 단기적으로 기대되며, 이외에도 중동을 포함한 레이더 수출 증가할 것으로 예상된다. 2024년 연간 신규 수주는 4조원을 상회할 가능성이 높다고 판단한다.

할인했지만, 목표주가 28,000원 유지

한화시스템에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 28,000원을 유지한다. 2023년부터 시작된 본격 수주 증가 흐름과 그들의 실적 반영 시기 고려할 때, 2026년 실적에 기초함이 합리적이라고 판단한다. 2026년 NOPLAT 추정치 3,185억원과 Target P/E 17.7배(PEG 0.5배 적용, 2년 CAGR +35.3%) 고려 시 적정 목표주가는 약 30,000원이 도출되나, 이를 2025년 가치로 할인한(WACC 6%) 목표주가 28,000원을 제시한다.

도표 1. 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

손익계산서

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
매출	439.5	610.7	620.9	782.1	544.4	687.3	639.2	952.2	2,453.1	2,823.1	3,365.1	3,936.9
YoY(%)	2.3	19.6	35.1	(0.8)	23.9	12.6	3.0	21.7	12.1	15.1	19.2	17.0
QoQ(%)	(44.3)	38.9	1.7	26.0	(30.4)	26.3	(7.0)	49.0				
방산	292.4	448.1	459.5	617.1	381.7	493.2	467.8	789.4	1,817.0	2,132.1	2,576.3	3,042.4
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	160.5	190.1	169.6	162.8	635.6	683.0	788.8	894.5
신사업	0.1	0.2	0.1	0.1	2.2	4.0	1.8	0.0	0.5	8.0	0.0	0.0
영업이익	12.3	29.9	39.7	11.0	39.3	79.8	57.0	44.0	92.9	220.1	278.9	403.1
YoY(%)	(19.1)	82.3	356.3	흑전	219.5	166.9	43.6	299.7	137.6	136.9	26.7	44.5
QoQ(%)	흑전	143.1	32.8	(72.3)	257.3	103.1	(28.6)	(22.9)				
방산	13.3	28.2	33.8	23.2	34.0	60.9	46.3	38.3	98.5	179.5	230.8	338.4
ICT	7.6	11.0	12.2	(3.8)	12.0	23.2	14.7	7.7	27.0	57.6	49.0	64.7
신사업	(8.6)	(9.3)	(6.3)	(8.4)	(6.7)	(4.3)	(4.0)	(2.0)	(32.6)	(17.0)	(1.0)	0.0
영업이익률(%)	2.8	4.9	6.4	1.4	7.2	11.6	8.9	4.6	3.8	7.8	8.3	10.2
방산	4.5	6.3	7.4	3.8	8.9	12.3	9.9	4.9	5.4	8.4	9.0	11.1
ICT	5.2	6.8	7.6	(2.3)	7.5	12.2	8.7	4.7	4.2	8.4	6.2	7.2
지배순이익	186.4	76.3	42.8	43.7	51.8	28.3	9.4	25.4	349.2	114.9	250.3	333.6

신규수주

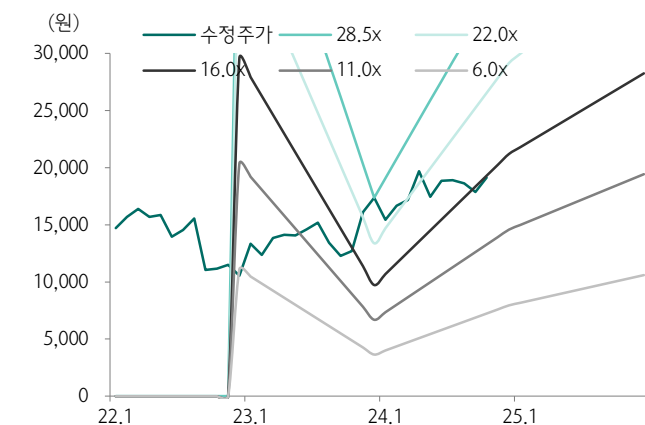
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
전사	406.7	470.8	775.4	2,084.4	356.4	603.0	1,600		3,737.3			
방산	257.5	323.9	614.4	1,853.5	202.3	432.1	1,500		3,049.3			

수주잔고

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
전사	5,939.6	5,806.7	5,945.7	7,265.5	7,049.8	6,967.9	7,923.6		7,265.5			
방산	5,572.7	5,456.6	5,611.7	6,848.0	6,694.1	6,632.8	7,634.3		6,848.0			

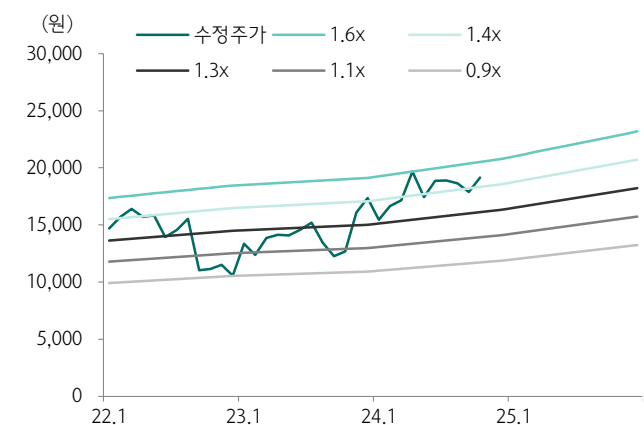
자료: 한화시스템, Dart, 하나증권

도표 2. 한화시스템 12M Fwd P/E



자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. 한화시스템 12M Fwd P/B



자료: Quantwise, 하나증권

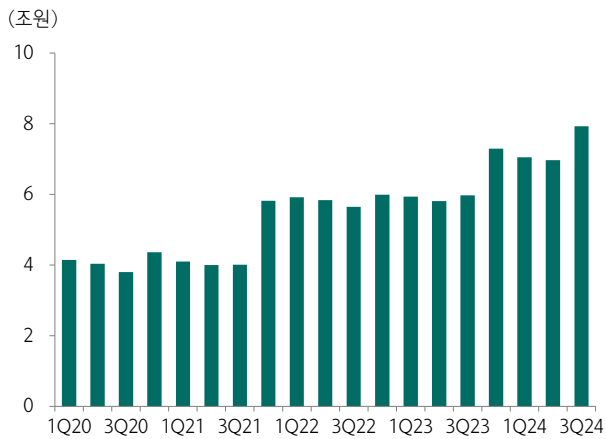
도표 4. 한화시스템 Valuation

(단위 : 십억원)

	2023	2024F	2025F	2026F	비고
매출	2,453.1	2,823.1	3,365.1	3,936.9	
영업이익	92.9	220.1	278.9	403.1	
NOPLAT	349.2	173.9	220.3	318.5	유효법인세율 21% 가정
NOPLAT CAGR (%)				35.3	2024~2026년 2년 CAGR +35.3%
Target P/E (배)				17.7	PEG=0.5 가정한 Target P/E
Target Value				5,627.2	
			5,289.6		업종 WACC 6% 적용
주식 수 (주)			188,919,389	188,919,389	
목표 주가 (원)			27,999	29,786	Target Price : 28,000원

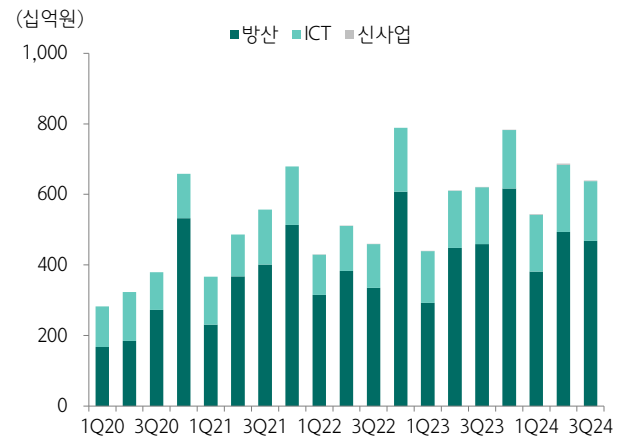
자료: 한화시스템, Dart, 하나증권

도표 5. 한화시스템 전사 수주잔고 추이



자료: 한화시스템, 하나증권

도표 6. 한화시스템 부문별 매출 추이



자료: 한화시스템, 하나증권

도표 7. 한화시스템 주요 수주 공시 (2024년 10월 30일 기준)

분류	공시명	공시 일자	계약 기간 (분기)	계약 금액 (십억원)
방산	TOD-III형 수리부속 PBL 사업 외 6항목 / 24.08-29.06	24.08.09	20	76.3
	SA-MSAM 사업 다기능레이더 분야 양산 / 24.07-34.03	24.07.09	39	1,195.3
	KF-21 최초양산 AESA레이더 / 24.06-27.09	24.06.25	13	114.8
	24년 전술정보통신(TICN) 체계 PBL사업 / 24.06-29.04	24.06.18	19	129.1
	LAH 2차양산 / 24.03-27.06	24.03.27	13	163.9
	JTDLS(완성형) 함정7종 체계개발사업 / 23.12-29.12	23.12.26	24	76.2
	함탑재정찰용/서복도서용 무인항공기 체계개발사업 / 23.12-28.12	23.12.22	20	130.3
	설계종합(정출연) / 23.12-28.05	23.12.08	18	74.4
	전기/기계장치(정출연) / 23.12-28.05	23.12.08	18	309.1
	TICN Block-I-2(TMMR) 2차 양산 / 23.12-25.11	23.12.08	8	211.8
	공지통신무전기 성능개량사업(LVNX등5종) / 23.12-27.12	23.12.06	16	87.1
	철매-II 성능개량 다기능레이더(2차양산) / 23.12-27.07	23.12.06	15	56.8
	폴란드 K2전차 수출사업 조준경 등 17종 계약 / 23.12-25.12	23.12.04	8	234.0
	K1계열전차 사통장치 성과기반계약(PBL) 외 3항목 / 23.11-28.09	23.11.02	20	146.7
	23년 천마체계 외주정비(방산) '탐지추적장치' 물품구매계약 / 23.09-26.11	23.09.26	13	89.6
	울산급 Batch-III 후속함(2~6번) 전투체계 / 23.07-28.06	23.07.11	20	399.2
	C-130H 성능개량(2차) 사업 / 23.06-27.11	23.06.19	18	67.0
	초소형위성체계 SAR검증위성(H모델) / 23.05-27.06	23.05.17	17	61.7
	군위성통신체계2외 36항목 / 21.09-25.12 [정정]	23.04.12	17	360.2
	30mm 차륜형 대공포 후속양산 / 22.02-26.12 [정정]	23.03.07	20	173.9
	방공지휘통제경보(C2A)체계 2차 양산 / 20.12-25.12 [정정]	22.12.28	20	194.1
	검독수리-B Batch-II 전투체계(CFCS, EOTS) / 22.12-27.11	22.12.23	20	58.6
	대형수송함 1번함 성능개량 체계개발 사업(전투체계) / 22.12-27.11	22.12.21	20	58.1
	대형수송함 1번함 성능개량 체계개발 사업(대공레이더) / 22.12-27.11	22.12.21	20	55.4
	Link-22 함정/육상 16종 체계개발 사업 / 22.12-29.06	22.12.19	26	209.5
	장사정포요격체계 탐색개발 레이더 시제 / 22.11-24.07	22.11.15	8	46.5
	조준장치, PAS-18K / 22.11-25.11	22.11.02	13	159.9
	포병관측장비(TAS-1) PBL 1차 / 22.08-26.12	22.08.03	18	52.0
	국내 수상함 전투체계 외주정비 / 22.06-25.05	22.06.02	13	90.4
	중앙방공통제소(MCRC) 성능개량사업 / 22.03-26.12	22.03.23	19	167.8
	잠투함 전투체계 / 19.12-27.09 [정정]	22.01.26	31	65.0
	천궁II 다기능레이더 수출(UAE) / 비공개	22.01.17	20	1,302.0
	천궁 다기능레이더 PBL 1차 / 21.12-26.12	22.01.03	20	42.7
	TICN 4차 양산 / 21.12-25.03	21.12.27	13	606.0
	연합군사정보처리체계(MIMS-C) 성능개량 체계개발 사업 / 21.11-24.12	21.11.23	13	54.0
	전술정보통신체계(TICN) 3차 양산 / 19.12-22.12 [정정]	21.11.01	12	509.6
	지뢰탐지기-II 양산 / 21.10-25.11	21.10.15	17	58.1
	항법용 FLIR, 레이저경보수신기, 통제시현장치 / 21.06-23.08	21.06.24	9	38.1
	K2전차 3차양산 포수조준경 외 11항목 / 21.06-23.12	21.06.22	10	73.4
	JTDLS(완성형) 체계종합 시제 / 20.12-26.11	21.01.04	24	121.1
	구축함(KDDX) 전투체계 다기능위상배열레이더 시제 / 20.12-29.10	20.12.24	36	274.8
	구축함(KDDX) 전투체계 체계종합 및 전투관리체계 / 20.12-29.10	20.12.22	36	215.0
	30mm 차륜형대공포 최초양산 / 20.09-22.12	20.09.17	9	51.0
	천마외주정비 / 19.10-23.11 [정정]	20.06.30	17	138.2
ICT	에어로스페이스 차세대 One ERP 구축단계(3/3) 프로젝트 / 23.11-25.03	23.10.27	6	66.0
	홍국생명보험 차세대시스템구축 프로젝트 / 21.11-23.12 [해지]	23.04.18	9	39.6
	한화생명보험 보험코어구축 프로젝트 2단계 / 20.03-22.09 [정정]	22.05.31	10	91.5

자료: Dart, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188.0	2,453.1	2,823.1	3,365.1	3,936.9
매출원가	1,932.6	2,148.8	2,407.3	2,874.8	3,323.7
매출총이익	255.4	304.3	415.8	490.3	613.2
판매비	216.3	211.4	195.8	211.4	210.1
영업이익	39.1	92.9	220.0	278.9	403.1
금융손익	23.1	13.9	0.4	(8.1)	(4.2)
종속/관계기업손익	(26.7)	(29.8)	(71.6)	(5.0)	0.0
기타영업외손익	(77.5)	336.4	(36.0)	20.2	(17.9)
세전이익	(42.0)	413.4	112.9	286.0	381.1
법인세	23.7	57.4	1.4	42.9	57.2
계속사업이익	(65.8)	356.1	111.5	243.1	323.9
중단사업이익	(15.0)	(13.0)	(1.4)	0.0	0.0
당기순이익	(80.8)	343.1	110.1	243.1	323.9
비배주주지분 순이익	(4.2)	(6.1)	(4.8)	(7.3)	(9.7)
지배주주순이익	(76.6)	349.2	114.9	250.3	333.6
지배주주지분포괄이익	(192.8)	172.9	130.7	253.1	337.3
NOPAT	61.2	80.0	217.3	237.0	342.6
EBITDA	144.0	214.8	321.2	356.1	461.0
성장성(%)					
매출액증가율	4.71	12.12	15.08	19.20	16.99
NOPAT증가율	(28.50)	30.72	171.63	9.07	44.56
EBITDA증가율	(30.77)	49.17	49.53	10.87	29.46
영업이익증가율	(65.09)	137.60	136.81	26.77	44.53
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	(67.10)	117.84	33.28
EPS증가율	적전	흑전	(67.12)	117.93	33.28
수익성(%)					
매출총이익률	11.67	12.40	14.73	14.57	15.58
EBITDA이익률	6.58	8.76	11.38	10.58	11.71
영업이익률	1.79	3.79	7.79	8.29	10.24
계속사업이익률	(3.01)	14.52	3.95	7.22	8.23

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,326.8	1,890.1	2,429.7	2,979.3	3,538.8
금융자산	1,250.8	508.4	747.3	905.3	1,145.0
현금성자산	1,228.2	476.1	708.0	856.9	1,089.1
매출채권	198.0	200.4	244.0	300.8	347.2
재고자산	373.0	501.1	610.1	752.1	868.1
기타유동자산	505.0	680.2	828.3	1,021.1	1,178.5
비유동자산	1,618.8	2,593.1	2,862.3	3,072.7	3,249.8
투자자산	591.3	1,480.5	1,711.0	1,998.6	2,233.6
금융자산	574.8	487.9	502.5	509.0	514.2
유형자산	274.4	347.6	371.3	311.5	269.7
무형자산	557.8	558.9	553.0	535.6	519.5
기타비유동자산	195.3	206.1	227.0	227.0	227.0
자산총계	3,945.6	4,483.2	5,292.0	6,052.0	6,788.6
유동부채	1,618.5	1,951.4	2,386.1	2,887.8	3,297.7
금융부채	108.7	191.5	245.5	253.7	260.5
매입채무	117.8	163.1	198.6	244.8	282.5
기타유동부채	1,392.0	1,596.8	1,942.0	2,389.3	2,754.7
비유동부채	308.1	377.7	674.9	742.6	797.8
금융부채	105.4	139.0	384.3	384.3	384.3
기타비유동부채	202.7	238.7	290.6	358.3	413.5
부채총계	1,926.7	2,329.1	3,061.0	3,630.3	4,095.5
지배주주지분	2,000.4	2,139.8	2,218.4	2,416.4	2,697.6
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,085.5	1,100.1	845.6	845.6	845.6
자본조정	(34.1)	(34.1)	(34.1)	(34.1)	(34.1)
기타포괄이익누계액	(112.6)	(83.2)	(66.7)	(66.7)	(66.7)
이익잉여금	116.9	212.5	529.1	727.1	1,008.3
비지배주주지분	18.6	14.3	12.5	5.2	(4.5)
자본총계	2,019.0	2,154.1	2,230.9	2,421.6	2,693.1
순금융부채	(1,036.7)	(177.9)	(117.6)	(267.4)	(500.3)

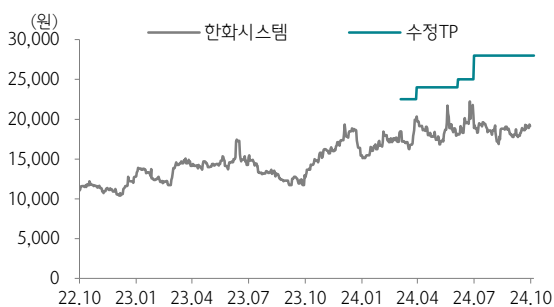
투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(405)	1,849	608	1,325	1,766
BPS	10,769	11,507	11,923	12,971	14,460
CFPS	921	1,376	1,725	1,992	2,346
EBITDAPS	762	1,137	1,700	1,885	2,440
SPS	11,582	12,985	14,943	17,812	20,839
DPS	250	280	280	280	280
주기지표(배)					
PER	(26.05)	9.39	31.48	14.45	10.84
PBR	0.98	1.51	1.61	1.48	1.32
PCFR	11.45	12.62	11.10	9.61	8.16
EV/EBITDA	6.77	14.51	10.40	8.94	6.38
PSR	0.91	1.34	1.28	1.07	0.92
재무비율(%)					
ROE	(3.63)	16.87	5.27	10.80	13.05
ROA	(1.95)	8.29	2.35	4.41	5.20
ROIC	12.11	14.29	34.38	47.04	100.07
부채비율	95.43	108.12	137.21	149.91	152.07
순부채비율	(51.35)	(8.26)	(5.27)	(11.04)	(18.58)
이자보상배율(배)	6.80	6.47	9.93	11.30	16.18

자료: 하나증권

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	268.6	83.4	310.7	505.4	528.9
당기순이익	(80.8)	343.1	110.1	243.1	323.9
조정	245.0	(91.9)	181.4	82.2	57.8
감가상각비	105.0	121.9	101.1	77.2	57.9
외환거래손익	0.6	(0.4)	(6.5)	0.0	0.0
지분법손익	27.1	45.6	71.5	5.0	0.0
기타	112.3	(259.0)	15.3	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	104.4	(167.8)	19.2	180.1	147.2
투자활동 현금흐름	(679.4)	(863.7)	(405.2)	(301.8)	(242.5)
투자자산감소(증가)	(352.1)	(859.4)	(217.9)	(292.6)	(235.0)
자본증가(감소)	(48.1)	(132.2)	(91.1)	0.0	0.0
기타	(279.2)	127.9	(96.2)	(9.2)	(7.5)
재무활동 현금흐름	(2.7)	26.7	237.3	(44.1)	(45.6)
금융부채증가(감소)	54.4	116.3	299.3	8.3	6.7
자본증가(감소)	0.6	14.6	(254.5)	0.0	0.0
기타재무활동	(27.8)	(57.5)	244.9	(0.0)	0.1
배당지급	(29.9)	(46.7)	(52.4)	(52.4)	(52.4)
현금의 증감	(408.6)	(752.1)	236.7	148.9	232.2
Unlevered CFO	174.1	259.9	325.9	376.3	443.1
Free Cash Flow	220.3	(49.0)	219.5	505.4	528.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화시스템



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.31	BUY	28,000		
24.7.5	BUY	25,000	-20.65%	-11.00%
24.4.29	BUY	24,000	-22.87%	-9.58%
24.4.3	BUY	22,500	-22.66%	-11.38%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(위경제)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 10월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(위경제)는 2024년 10월 31일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.18%	4.39%	0.44%	100%

* 기준일: 2024년 10월 28일