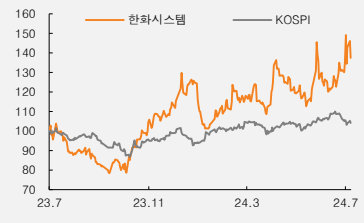


|               |         |
|---------------|---------|
| 투자 의견(유지)     | 매수      |
| 목표주가(유지)      | 26,000원 |
| 현재주가(24/7/31) | 20,500원 |
| 상승여력          | 26.8%   |

|                         |          |      |      |
|-------------------------|----------|------|------|
| 영업이익(24F,십억원)           | 197      |      |      |
| Consensus 영업이익(24F,십억원) | 164      |      |      |
| EPS 성장률(24F,%)          | -52.1    |      |      |
| MKT EPS 성장률(24F,%)      | 86.2     |      |      |
| P/E(24F,x)              | 23.1     |      |      |
| MKT P/E(24F,x)          | 10.7     |      |      |
| KOSPI                   | 2,738.19 |      |      |
| 시가총액(십억원)               | 3,873    |      |      |
| 발행주식수(백만주)              | 189      |      |      |
| 유동주식비율(%)               | 35.0     |      |      |
| 외국인 보유비중(%)             | 6.8      |      |      |
| 베타(12M) 일간수익률           | 0.74     |      |      |
| 52주 최저가(원)              | 11,720   |      |      |
| 52주 최고가(원)              | 22,250   |      |      |
| (%)                     | 1M       | 6M   | 12M  |
| 절대주가                    | 8.7      | 33.0 | 43.7 |
| 상대주가                    | 11.1     | 21.4 | 36.8 |



[방산/항공우주]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

## 한화시스템

## 방산 주도의 성장세는 순항 중

## 2Q24 Review: 영업이익 컨센서스 79.1% 상회

2Q24 매출액 6,873억 원 (+12.6% YoY, 컨센 대비 2% 상회), 영업이익 798억 원 (+167.1% YoY, 컨센 대비 79.1% 상회)으로 어닝 서프라이즈를 기록했다. 전사 영업이익률은 무려 11.6%에 달했다. 주된 컨센서스 상회 요인은 폴란드 K2 납품 대량 인식과 방산원가 보상금 정산이다. 반면, 세전이익과 당기순이익은 각각 86억 원, 271억 원에 불과했다. 지분법 손실 95억 원 (오버에어 40억, 한화페이저 55억) 및 오버에어 전환사채 미전환에 따른 대손상각비 446억원 발생 영향이다.

방산 부문은 매출액 4,932억 원 (+10.1% YoY), 영업이익 609억 원 (+116% YoY, OPM 12.3%)으로 호실적을 달성했다. 하반기에 인도될 폴란드 K2 38대에 대한 항 전장비 물량납품이 대량인식된 것으로 파악된다. ICT 부문도 매출액 1,901억 원 (+17.1% YoY), 영업이익은 232억 원 (+110.9% YoY, OPM 12.2%)으로 견조했다. 캡티브 물량 외에도 신한EZ손해보험 차세대 시스템 등 고마진 사업의 비중이 증가한 영향이다. 더불어, PPA 상각비 미반영 효과도 수익성을 높이는데 일조했다.

## 방산 수출비중 증가 및 고수익성 지속 확인

2Q 방산원가 보상금 정산, 경상개발비 및 PPA 상각비 미반영 등 일회성 손익을 대략 300억 원으로 가정해도 영업이익은 498억 원 (+66.6% YoY, OPM 7.2%)으로 준수하다. 방산 수출비중 증가 (1Q:17%→2Q:18%)에 따른 수익성 향상 효과이다. 하반기도 UAE/사우디 천궁-II MFR 매출인식은 지속되나, 폴란드 K2 납품이 비워질 예정이므로, 3/4분기 영업이익률은 전년 대비 유사한 수준일 것으로 전망한다.

24년 신규주주 목표는 4조 원+ (vs. 23년: 3.7조 원)이다. 상반기에 1.2조 원을 주주했으니, 하반기는 아직 3조 원이 남아있다. 기대수주로는 [방산] M-SAM Block 3 MFR, K2 4차양산, KDX 전투체계 성능개량, [ICT] 미래에셋생명 차세대 시스템 구축 사업, 한화에어로스페이스 스마트 플랜트 구축 등이 있다.

## 투자 의견 '매수', 목표주가 26,000원 유지

투자 의견 '매수', 목표주가 26,000원을 유지한다. 방산 주도의 성장 로드맵은 순항 중이다. 아울러, 24년말~25년 필리핀조소소 딜 클로징 이후 미국 함정사업 시너지가 기대되나, 연결반영에 따른 중장기 실적 불확실성은 주의할 필요가 있다.

| 결산기 (12월)  | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)  | 2,188 | 2,453 | 2,858 | 3,239 | 3,647 |
| 영업이익 (십억원) | 39    | 93    | 197   | 201   | 232   |
| 영업이익률 (%)  | 1.8   | 3.8   | 6.9   | 6.2   | 6.4   |
| 순이익 (십억원)  | -77   | 349   | 167   | 213   | 229   |
| EPS (원)    | -405  | 1,849 | 886   | 1,125 | 1,211 |
| ROE (%)    | -3.6  | 16.9  | 7.8   | 9.5   | 9.5   |
| P/E (배)    | -     | 9.4   | 23.1  | 18.2  | 16.9  |
| P/B (배)    | 1.0   | 1.5   | 1.8   | 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. 2Q24 실적 테이블 (십억 원)

|           | 2Q23 | 1Q24 | 2Q24P |         |         | 미래에셋 |        | 컨센서스 |        |
|-----------|------|------|-------|---------|---------|------|--------|------|--------|
|           |      |      | 발표치   | QoQ (%) | YoY (%) | 추정치  | 차이 (%) | 추정치  | 차이 (%) |
| 매출액       | 611  | 544  | 687   | 26.3    | 12.5    | 642  | 7.1    | 674  | 2.0    |
| 영업이익      | 30   | 39   | 80    | 103.1   | 166.9   | 47   | 71.1   | 45   | 79.1   |
| 당기순이익     | 76   | 52   | 27    | -47.6   | -64.4   | 51   | -46.3  | 28   | -2.4   |
| 영업이익률 (%) | 4.9  | 7.2  | 11.6  | 4.4     | 6.7     | 7.3  | 4.3    | 6.6  | 5.0    |
| 순이익률 (%)  | 12.5 | 9.5  | 3.9   | -5.6    | -8.5    | 7.9  | -3.9   | 4.1  | -0.2   |
| 사업부문별 매출액 |      |      |       |         |         | 비고   |        |      |        |
| 방산        | 448  | 382  | 493   | 29.2    | 10.1    |      |        |      |        |
| ICT       | 162  | 161  | 190   | 18.4    | 17.1    |      |        |      |        |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정치 변경표 (십억 원)

|         | 변경전   |       | 변경후   |       | 변경률 (%) |     | 변경 이유       |
|---------|-------|-------|-------|-------|---------|-----|-------------|
|         | 24F   | 25F   | 24F   | 25F   | 24F     | 25F |             |
| 매출액     | 2,787 | 3,240 | 2,858 | 3,239 | 2.6     | 0.0 | 1) 2Q 실적 반영 |
| 영업이익    | 165   | 200   | 197   | 201   | 19.4    | 0.6 |             |
| 세전이익    | 220   | 247   | 169   | 247   | -23.4   | 0.1 |             |
| 순이익     | 189   | 212   | 167   | 213   | -11.4   | 0.3 |             |
| EPS (원) | 999   | 1,121 | 886   | 1,125 | -11.3   | 0.4 |             |

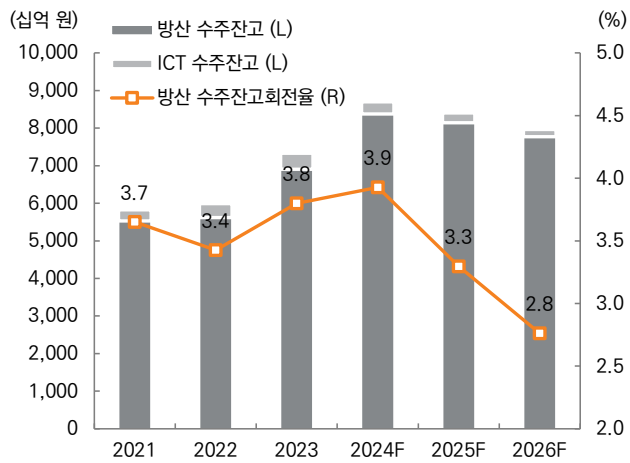
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 영업실적 전망치 (십억 원)

| 항목         | 분류  | 1Q23    | 2Q23  | 3Q23    | 4Q23    | 1Q24  | 2Q24P | 3Q24F | 4Q24F | 2023  | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|-----|---------|-------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 수주잔고       | 전체  | 5,954   | 5,807 | 5,946   | 7,257   | 7,050 | 6,968 | 7,460 | 8,698 | 7,257 | 8,698 | 8,406 | 7,962 |
|            | 방산  | 5,587   | 5,457 | 5,606   | 6,904   | 6,694 | 6,633 | 7,121 | 8,375 | 6,904 | 8,375 | 8,140 | 7,769 |
|            | ICT | 367     | 350   | 340     | 429     | 356   | 335   | 339   | 323   | 429   | 323   | 266   | 193   |
| 매출액        | 전체  | 440     | 611   | 621     | 782     | 544.4 | 687   | 683   | 943   | 2,453 | 2,837 | 3,239 | 3,647 |
|            | 방산  | 292     | 448   | 459     | 617     | 382   | 493   | 511   | 746   | 1,817 | 2,132 | 2,470 | 2,812 |
|            | ICT | 147     | 162   | 161     | 165     | 161   | 190   | 170   | 196   | 636   | 696   | 762   | 827   |
| 성장률 (%)    | 전체  | 2.3     | 19.6  | 35.1    | -0.8    | 23.9  | 12.5  | 10.1  | 20.6  | 12.1  | 15.6  | 14.2  | 12.6  |
|            | 방산  | -7.4    | 17.1  | 3.0     | 1.5     | 30.5  | 10.1  | 11.3  | 20.9  | 10.7  | 17.4  | 15.8  | 13.9  |
|            | ICT | 29.1    | 27.3  | 29.8    | -8.8    | 9.2   | 17.1  | 5.3   | 18.7  | 16.3  | 9.6   | 9.4   | 8.5   |
| 영업이익       |     | 12      | 30    | 40      | 11      | 39.3  | 80    | 45    | 33    | 93    | 197   | 201   | 232   |
| YoY (%)    |     | -19.1   | 82.7  | 144.2   | 1,004.8 | 219.5 | 166.9 | 13.3  | 199.3 | 99.3  | 112.1 | 2.1   | 15.5  |
| OPM (%)    |     | 2.8     | 4.9   | 6.4     | 1.4     | 7.2   | 11.6  | 6.6   | 3.5   | 3.8   | 6.9   | 6.2   | 6.4   |
| 당기순이익 (지배) |     | 186     | 76    | 43      | 44      | 52    | 28    | 45    | 43    | 349   | 167   | 213   | 229   |
| YoY (%)    |     | 1,504.7 | 흑자전환  | 1,099.7 | 흑자전환    | -72.2 | -63.2 | 4.2   | -1.8  | 흑자전환  | -52.1 | 26.9  | 7.6   |
| NPM (%)    |     | 42.4    | 12.5  | 6.9     | 5.6     | 9.5   | 4.1   | 6.5   | 4.5   | 14.2  | 5.9   | 6.6   | 6.3   |

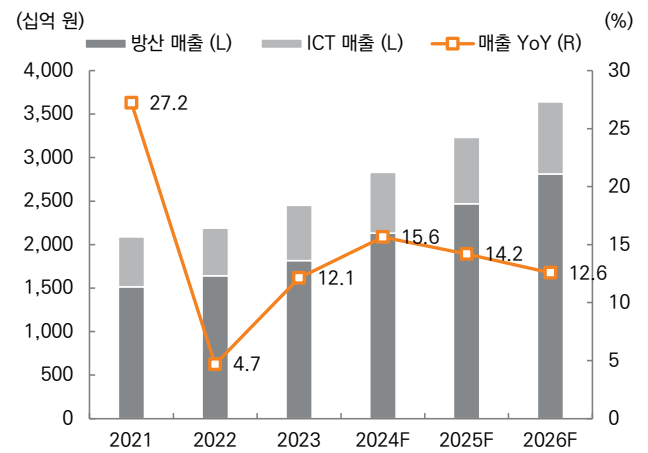
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 사업부문별 수주잔고 및 방산 수주잔고회전율



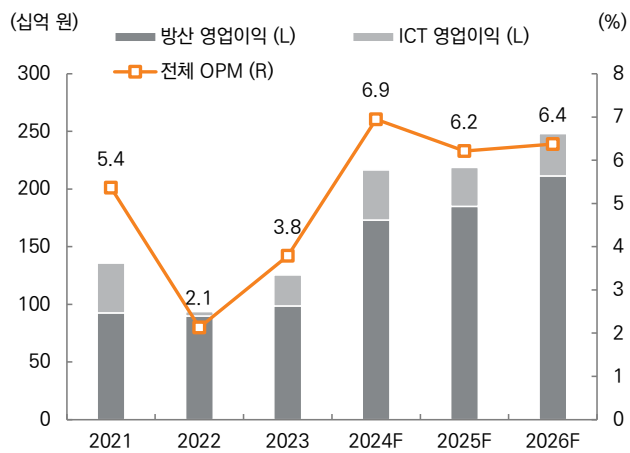
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 사업부문별 매출액 및 매출 성장률



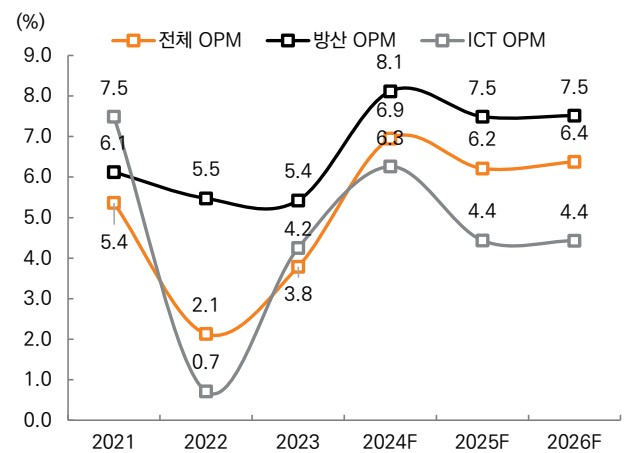
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

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        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>      | <b>2,453</b> | <b>2,858</b> | <b>3,239</b> | <b>3,647</b> |
| 매출원가            | 2,149        | 2,499        | 2,844        | 3,194        |
| 매출총이익           | 304          | 359          | 395          | 453          |
| 판매비와관리비         | 211          | 162          | 195          | 220          |
| 조정영업이익          | 93           | 197          | 201          | 232          |
| 영업이익            | 93           | 197          | 201          | 232          |
| <b>비영업손익</b>    | <b>320</b>   | <b>-27</b>   | <b>46</b>    | <b>34</b>    |
| 금융손익            | 12           | -9           | -12          | -6           |
| 관계기업등 투자손익      | -30          | -107         | 0            | 0            |
| 세전계속사업손익        | 413          | 170          | 247          | 266          |
| 계속사업법인세비용       | 57           | 6            | 41           | 44           |
| 계속사업이익          | 356          | 164          | 206          | 222          |
| 중단사업이익          | -13          | -1           | 0            | 0            |
| <b>당기순이익</b>    | <b>343</b>   | <b>163</b>   | <b>206</b>   | <b>222</b>   |
| 지배주주            | 349          | 167          | 213          | 229          |
| 비지배주주           | -6           | -5           | -6           | -7           |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>167</b>   | <b>176</b>   | <b>206</b>   | <b>222</b>   |
| 지배주주            | 173          | 180          | 211          | 227          |
| 비지배주주           | -6           | -4           | -5           | -5           |
| EBITDA          | 215          | 315          | 328          | 365          |
| FCF             | -49          | -143         | -124         | 125          |
| EBITDA 마진율 (%)  | 8.8          | 11.0         | 10.1         | 10.0         |
| 영업이익률 (%)       | 3.8          | 6.9          | 6.2          | 6.4          |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 14.2         | 5.8          | 6.6          | 6.3          |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)          | 2023         | 2024F        | 2025F        | 2026F        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>유동자산</b>    | <b>1,890</b> | <b>2,026</b> | <b>2,516</b> | <b>2,871</b> |
| 현금 및 현금성자산     | 476          | 264          | 356          | 515          |
| 매출채권 및 기타채권    | 202          | 217          | 251          | 265          |
| 재고자산           | 501          | 630          | 813          | 834          |
| 기타유동자산         | 711          | 915          | 1,096        | 1,257        |
| <b>비유동자산</b>   | <b>2,593</b> | <b>2,842</b> | <b>2,744</b> | <b>2,779</b> |
| 관계기업투자등        | 993          | 999          | 800          | 812          |
| 유형자산           | 348          | 506          | 557          | 591          |
| 무형자산           | 559          | 540          | 524          | 509          |
| <b>자산총계</b>    | <b>4,483</b> | <b>4,867</b> | <b>5,260</b> | <b>5,650</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>1,951</b> | <b>2,261</b> | <b>2,464</b> | <b>2,648</b> |
| 매입채무 및 기타채무    | 213          | 184          | 211          | 238          |
| 단기금융부채         | 191          | 385          | 420          | 424          |
| 기타유동부채         | 1,547        | 1,692        | 1,833        | 1,986        |
| <b>비유동부채</b>   | <b>378</b>   | <b>429</b>   | <b>465</b>   | <b>501</b>   |
| 장기금융부채         | 139          | 141          | 141          | 141          |
| 기타비유동부채        | 239          | 288          | 324          | 360          |
| <b>부채총계</b>    | <b>2,329</b> | <b>2,690</b> | <b>2,929</b> | <b>3,149</b> |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>2,140</b> | <b>2,164</b> | <b>2,325</b> | <b>2,501</b> |
| 자본금            | 945          | 945          | 945          | 945          |
| 자본잉여금          | 1,100        | 845          | 845          | 845          |
| 이익잉여금          | 212          | 582          | 742          | 919          |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>14</b>    | <b>13</b>    | <b>6</b>     | <b>0</b>     |
| <b>자본총계</b>    | <b>2,154</b> | <b>2,177</b> | <b>2,331</b> | <b>2,501</b> |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)                 | 2023        | 2024F       | 2025F       | 2026F       |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>영업활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>83</b>   | <b>128</b>  | <b>131</b>  | <b>380</b>  |
| 당기순이익                 | 343         | 163         | 206         | 222         |
| 비현금수익비용가감             | -83         | 207         | 166         | 182         |
| 유형자산감가상각비             | 99          | 101         | 111         | 117         |
| 무형자산상각비               | 23          | 17          | 16          | 15          |
| 기타                    | -205        | 89          | 39          | 50          |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동      | -168        | -236        | -189        | 25          |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가)   | 6           | -12         | -34         | -14         |
| 재고자산 감소(증가)           | -128        | -131        | -183        | -21         |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소)   | 42          | -30         | 20          | 20          |
| 법인세납부                 | -28         | 3           | -41         | -44         |
| <b>투자활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-864</b> | <b>-307</b> | <b>-175</b> | <b>-160</b> |
| 유형자산처분(취득)            | -132        | -262        | -162        | -152        |
| 무형자산감소(증가)            | -27         | -7          | 0           | 0           |
| 장단기금융자산의 감소(증가)       | -11         | -10         | -8          | -8          |
| 기타투자활동                | -694        | -28         | -5          | 0           |
| <b>재무활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>27</b>   | <b>189</b>  | <b>-18</b>  | <b>-48</b>  |
| 장단기금융부채의 증가(감소)       | 116         | 196         | 34          | 4           |
| 자본의 증가(감소)            | 15          | -255        | 0           | 0           |
| 배당금의 지급               | -47         | 0           | -52         | -52         |
| 기타재무활동                | -57         | 248         | 0           | 0           |
| <b>현금의 증가</b>         | <b>-752</b> | <b>-212</b> | <b>92</b>   | <b>160</b>  |
| 기초현금                  | 1,228       | 476         | 264         | 356         |
| 기말현금                  | 476         | 264         | 356         | 515         |

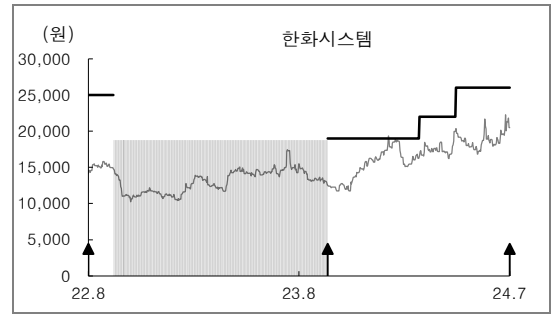
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2023   | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x)         | 9.4    | 23.1   | 18.2   | 16.9   |
| P/CF (x)        | 12.6   | 10.5   | 10.4   | 9.6    |
| P/B (x)         | 1.5    | 1.8    | 1.6    | 1.5    |
| EV/EBITDA (x)   | 14.5   | 13.2   | 12.5   | 10.8   |
| EPS (원)         | 1,849  | 886    | 1,125  | 1,211  |
| CFPS (원)        | 1,376  | 1,957  | 1,974  | 2,142  |
| BPS (원)         | 11,507 | 11,639 | 12,487 | 13,421 |
| DPS (원)         | 280    | 280    | 280    | 280    |
| 배당성향 (%)        | 15.3   | 32.2   | 25.4   | 23.6   |
| 배당수익률 (%)       | 1.6    | 1.4    | 1.4    | 1.4    |
| 매출액증가율 (%)      | 12.1   | 16.5   | 13.3   | 12.6   |
| EBITDA증가율 (%)   | 49.1   | 46.7   | 4.0    | 11.3   |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 137.6  | 112.1  | 2.2    | 15.5   |
| EPS증가율 (%)      | -      | -52.1  | 26.9   | 7.6    |
| 매출채권 회전율 (회)    | 12.3   | 13.8   | 14.0   | 14.3   |
| 재고자산 회전율 (회)    | 5.6    | 5.1    | 4.5    | 4.4    |
| 매입채무 회전율 (회)    | 15.3   | 17.4   | 21.3   | 20.8   |
| ROA (%)         | 8.1    | 3.5    | 4.1    | 4.1    |
| ROE (%)         | 16.9   | 7.8    | 9.5    | 9.5    |
| ROIC (%)        | 13.1   | 20.8   | 13.3   | 14.3   |
| 부채비율 (%)        | 108.1  | 123.5  | 125.6  | 125.9  |
| 유동비율 (%)        | 96.9   | 89.6   | 102.1  | 108.4  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -8.3   | 12.0   | 9.8    | 3.2    |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 6.5    | 9.5    | 8.7    | 9.6    |

## 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 |
|--------|-----------------|--------|----|
| 79.52% | 12.05%          | 8.43%  | 0% |

\* 2024년 06월 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.