



BUY(Maintain)

목표주가: 31,000원(상향)

주가(2/7): 25,300원

시가총액: 47,797억원



조선/기계/방산/항공우주

Analyst 이한결

gksruf9212@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/7)	2,521.92pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	29,850 원	15,420원
등락률	-15.2%	64.1%
수익률	절대	상대
1M	7.9%	7.6%
6M	30.8%	35.8%
1Y	59.6%	67.7%

Company Data

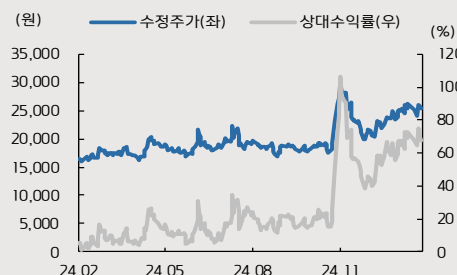
발행주식수	188,919 천주
일평균 거래량(3M)	4,663천주
외국인 지분율	5.9%
배당수익률(24E)	1.2%
BPS(24E)	13,484원
주요 주주	한화에어로스페이스 외 2 인
	59.5%

투자지표

(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,188.0	2,453.1	2,803.7	3,736.7
영업이익	39.1	92.9	219.3	258.1
EBITDA	144.0	214.8	340.0	389.8
세전이익	-42.0	413.4	581.4	306.7
순이익	-80.8	343.1	445.2	251.5
지배주주지분순이익	-76.6	349.2	454.2	276.7
EPS(원)	-405	1,849	2,404	1,465
증감률(% YoY)	적전	흑전	30.1	-39.1
PER(배)	-26.0	9.4	9.4	17.3
PBR(배)	1.00	1.53	1.68	1.72
EV/EBITDA(배)	6.7	14.5	11.1	10.7
영업이익률(%)	1.8	3.8	7.8	6.9
ROE(%)	-3.6	16.9	19.4	10.4
순차입금비율(%)	-51.6	-8.3	-20.0	-21.6

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



4Q24 Review

한화시스템 (272210)

본업 성장세 지속, 필리조선소의 회복이 관건



4분기 영업이익은 219억원으로 컨센서스를 큰 폭으로 하회하였다. 방산 부문에서 수출 비중 감소 및 개발비 증가 등의 요인으로 수익성 둔화 및 ICT 부문에서 성과급 지급으로 이익 개선 폭이 둔화된 영향이다. 올해도 방산/ICT 전 사업 부문에서 견조한 성장세가 기대된다. 방산 부문의 수출 비중 증가 및 ICT 부문의 캡티브 사업 확대에 힘입어 외형 성장 및 수익성 개선이 나타날 것이다.

>>> 4분기 영업이익 219억원, 어닝 쇼크

4분기 매출액 9,335억원(yoy +19.4%), 영업이익 291억원(yoy +164.1%, OPM 3.1%)를 시현하며 시장 기대치를 큰 폭으로 하회하였다. 이번 분기 실적 부진의 주 요인은 방산 부문에서 수출 비중 감소 및 자체 투자 개발비 등 판관비의 증가에 따른 수익성 둔화와 ICT 부문에서 4분기 성과급 지급 등으로 이익 개선 폭이 둔화되었기 때문이다. 방산 부문의 수출 비중은 지난 분기 대비 6%p 감소한 14% 수준으로 추정되며 수익성이 좋은 수출 사업의 비중 축소에 따라 수익성 개선 속도가 둔화된 것으로 추정한다. ICT 부문은 주요 계열사향 캡티브 매출이 견조한 성장세를 보이고 있다. 영업외에서 한화오션의 지분법 인식에 대한 회계 처리 변경으로 일회성 이익 3,873억원이 반영되었다.

>>> 올해도 견조한 실적 성장세 및 수주 확대 전망

방산 부문은 올해도 UAE/사우디항 수출 사업의 매출 확대와 폴란드향 K2 매출 인식으로 두 자릿수의 매출 성장세와 이익 개선세가 기대된다. 또한, 25년 기대 수주로 L-SAM MFR 레이다 양산, 수상함 전투체계 PBL, 장사정포 요격체계(LAMD) 레이다 체계 개발 등 다양한 국내 사업 수주가 기대된다. 국내 사업 외에도 폴란드 K2 2차 계약, 중동향 천궁II 추가 수주, 해외 함정 사업 등 수출 관련 사업들이 활발하게 진행될 것으로 판단한다. ICT 부문도 계열사 캡티브 물량 증가 및 보험 솔루션 구축 사업 등 대외 사업의 증가로 실적 개선 및 수주 확대가 전망된다. 올해 신규 수주는 방산과 ICT 부문 합쳐서 약 5조원 수준으로 추정한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원으로 상향

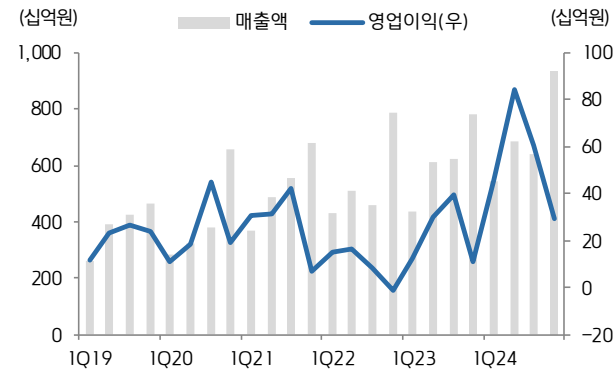
2025년 매출액은 3조 7,367억원(yoy +33.3%), 영업이익 2,581억원(yoy +17.7%, OPM 6.9%)을 달성할 것으로 전망한다. 지난해 인수 완료한 미국의 필리조선소(PSI)가 올해부터 연결 실적으로 반영될 예정이다. 필리조선소의 3Q24까지 누적 영업적자는 약 63백만 달러로 상당한 수준이다. 다만, 올해부터는 NSMV, SRIV 등 프로젝트 호선의 매출 비중이 감소하고 상선 부문의 매출 비중이 증가하여 적자 폭은 크게 축소될 것으로 전망한다. 투자의견 BUY를 유지하고 25F EPS 1,465원에 Target PER 21배를 적용하여 목표주가를 31,000원으로 상향한다.

한화시스템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q22	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P	2025F
매출액	439.5	610.7	620.8	782.1	544.2	687.0	639.0	933.5	2,453.1	2,803.7	3,736.7
(YoY)	2.3%	19.6%	35.1%	-0.8%	23.8%	12.5%	2.9%	19.4%	12.1%	14.3%	33.3%
방산	292.4	448.1	459.4	617.1	381.7	493.2	467.8	756.1	1,817.0	2,098.8	2,393.0
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	160.5	190.1	169.6	174.6	635.6	694.8	771.6
신사업	0.1	0.2	0.1	0.1	2.0	3.7	1.6	2.8	0.5	10.1	572.1
영업이익	12.3	29.9	39.7	11.0	45.5	84.4	60.3	29.1	92.9	219.3	258.1
(YoY)	-18.9%	82.0%	356.3%	흑전	269.9%	182.3%	52.0%	164.1%	137.7%	136.1%	17.7%
OPM	2.8%	4.9%	6.4%	1.4%	8.4%	12.3%	9.4%	3.1%	3.8%	7.8%	6.9%

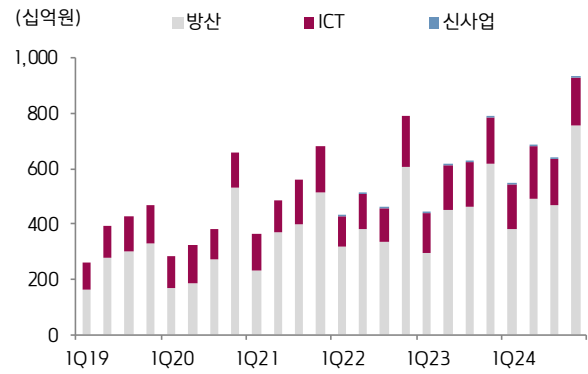
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



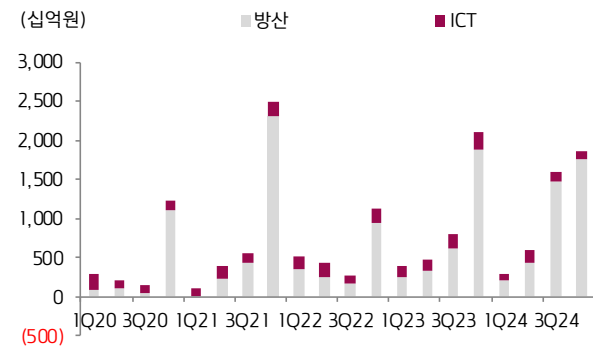
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



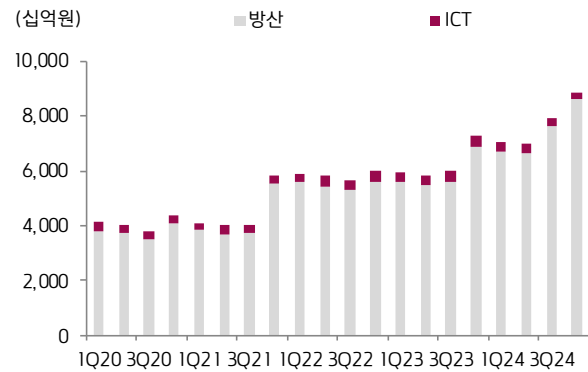
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 신규 수주 추이



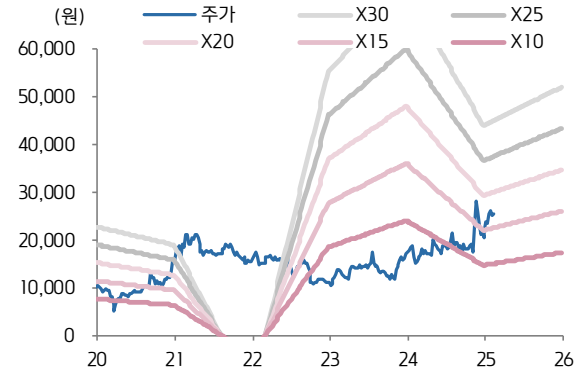
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 수주 잔고 추이



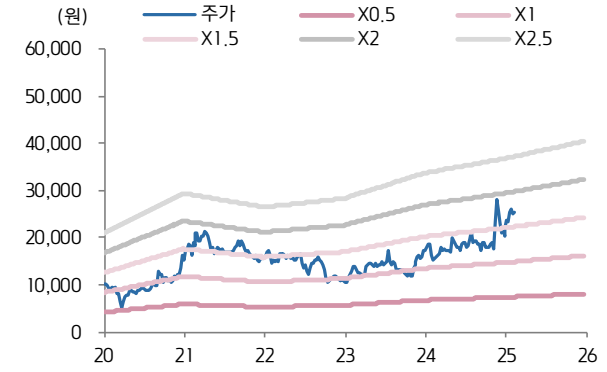
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

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	2,803.7	3,736.7	4,080.6
매출원가	1,932.6	2,148.8	2,364.0	3,064.7	3,279.8
매출총이익	255.4	304.3	439.7	672.0	800.8
판매비	216.3	211.4	220.4	413.9	473.6
영업이익	39.1	92.9	219.3	258.1	327.2
EBITDA	144.0	214.8	340.0	389.8	457.6
영업외손익	-81.1	320.6	362.1	48.6	63.9
이자수익	24.9	26.8	44.3	48.8	64.1
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	-41.7	-37.5	-37.5
기타	-77.5	336.4	372.8	50.6	50.6
법인세차감전이익	-42.0	413.4	581.4	306.7	391.0
법인세비용	23.7	57.4	136.2	55.2	70.4
계속사업순이익	-65.8	356.1	445.2	251.5	320.7
당기순이익	-80.8	343.1	445.2	251.5	320.7
지배주주순이익	-76.6	349.2	454.2	276.7	327.1
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	4.7	12.1	14.3	33.3	9.2
영업이익 증감률	-65.1	137.6	136.1	17.7	26.8
EBITDA 증감률	-30.8	49.2	58.3	14.6	17.4
지배주주순이익 증감률	-177.9	-555.9	30.1	-39.1	18.2
EPS 증감률	적전	흑전	30.1	-39.1	18.2
매출총이익율(%)	11.7	12.4	15.7	18.0	19.6
영업이익률(%)	1.8	3.8	7.8	6.9	8.0
EBITDA Margin(%)	6.6	8.8	12.1	10.4	11.2
지배주주순이익률(%)	-3.5	14.2	16.2	7.4	8.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	268.6	83.4	185.5	-82.8	124.6
당기순이익	-80.8	343.1	445.2	251.5	320.7
비현금항목의 가감	254.8	-83.2	-81.0	-159.6	-161.0
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	-160.0	-253.8	-254.0
영업활동자산부채증감	104.4	-167.8	-72.5	-153.9	-14.5
매출채권및기타채권의감소	-29.1	5.8	-29.2	-77.7	-28.6
재고자산의감소	34.5	-128.4	-9.2	-169.8	-62.6
매입채무및기타채무의증가	39.6	42.4	72.7	129.1	114.0
기타	59.4	-87.6	-106.8	-35.5	-37.3
기타현금흐름	-9.8	-8.7	-106.2	-20.8	-20.6
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	319.4	65.3	261.6
기초현금 및 현금성자산	1,636.8	1,228.2	476.1	795.5	860.8
기말현금 및 현금성자산	1,228.2	476.1	795.5	860.8	1,122.4

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,326.8	1,890.1	2,295.6	2,663.6	3,081.8
현금 및 현금성자산	1,228.2	476.1	795.5	860.8	1,122.4
단기금융자산	22.6	32.3	46.1	65.8	93.9
매출채권 및 기타채권	211.6	204.2	233.4	311.1	339.7
재고자산	373.0	501.1	510.3	680.2	742.7
기타유동자산	491.4	676.4	710.3	745.7	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	4,881.8	5,216.3	5,604.7
유동부채	1,618.5	1,951.4	1,951.2	2,080.3	2,194.3
매입채무 및 기타채무	219.4	301.0	373.7	502.8	616.9
단기금융부채	103.5	191.1	191.1	191.1	191.1
기타유동부채	1,295.6	1,459.3	1,386.4	1,386.4	1,386.3
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	2,328.8	2,458.0	2,572.0
자본지분	2,000.3	2,139.8	2,547.8	2,778.2	3,058.9
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	614.3	838.6	1,113.4
비지배지분	18.6	14.3	5.3	-19.9	-26.3
자본총계	2,019.0	2,154.1	2,553.0	2,758.3	3,032.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-405	1,849	2,404	1,465	1,731
BPS	10,588	11,327	13,486	14,705	16,192
CFPS	921	1,376	1,928	486	845
DPS	250	280	280	280	280
주가배수(배)					
PER	N/A	9.4	9.4	17.3	14.6
PER(최고)	N/A	9.6	12.6		
PER(최저)	N/A	5.5	6.2		
PBR	1.00	1.53	1.68	1.72	1.56
PBR(최고)	1.74	1.56	2.24		
PBR(최저)	0.96	0.90	1.11		
PSR	0.91	1.34	1.52	1.28	1.17
PCFR	11.4	12.6	11.7	52.0	29.9
EV/EBITDA	6.7	14.5	11.1	10.7	8.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-57.9	15.3	11.8	20.8	16.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.4	1.6	1.2	1.1	1.1
ROA	-2.1	8.1	9.5	5.0	5.9
ROE	-3.6	16.9	19.4	10.4	11.2
ROIC	5.9	15.5	23.7	25.1	28.8
매출채권회전율	11.1	11.8	12.8	13.7	12.5
재고자산회전율	5.6	5.6	5.5	6.3	5.7
부채비율	95.4	108.1	91.2	89.1	84.8
순차입금비율	-51.6	-8.3	-20.0	-21.6	-29.2
이자보상배율	6.8	6.5	15.3	18.0	22.8
총차입금	208.6	330.1	330.1	330.1	330.1
순차입금	-1,042.2	-178.3	-511.5	-596.5	-886.2
NOPLAT	144.0	214.8	340.0	389.8	457.6
FCF	162.2	-115.6	60.5	53.9	246.1

Compliance Notice

- 당사는 2월 7일 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

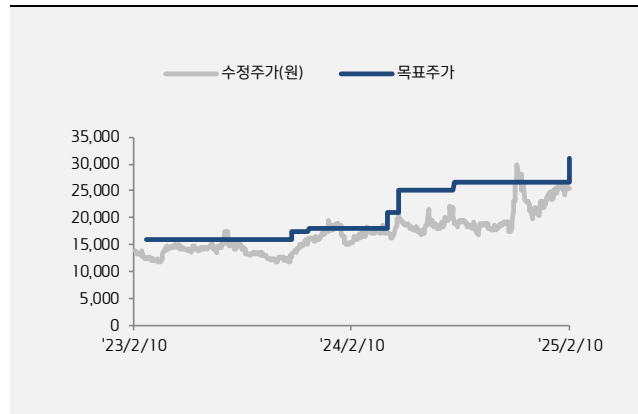
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	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	-29.81	-26.00
	2024-10-31	BUY(Maintain)	26,500원	6개월	-20.68	12.64
	2025-02-10	BUY(Maintain)	31,000원	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 (2024/01/01~2024/12/31)

매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%