

한화시스템

(272210)

이태환 tashwan.lee@daiashin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

42,000

상향

현재주가

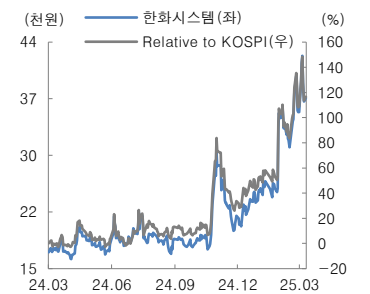
(25,03.24)

36,850

기계업종

KOSPI	2,632.07
시가총액	6,962십억원
시가총액비중	0.32%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	42,250원 / 16,220원
120일 평균거래대금	1,603억원
외국인지분율	7.39%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2 인 59.53%
	국민연금공단 8.21%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.6	64.1	96.2	109.1
상대수익률	15.2	52.2	96.2	118.4



기업분석

한화 방산의 소금 같은 존재

- 폴란드 K2, TICN 4차 매출 확대 구간. '25년 M-SAM, KF-21 추가 예정
- 한화그룹 캡티브 물량 바탕으로 ICT도 안정적인 매출 및 이익 성장 중
- 방산 수익성 개선과 별개로 연결예정 필리핀조선소 실적 상황은 유의 필요

투자의견 매수, 목표주가 42,000원 상향(+31.3%)

목표주가는 12MF EPS 1,526원에 타깃 PER 27.5배(기존 21.0배) 적용. 타깃 PER은 유럽 방산전자(감시정찰/지휘통제) Peer그룹 평균 레벨을 고려하여 산정

Philly 갑안해도 이익 성장 예상

'25년 실적은 매출액 3,2조원(+14.6% yoy), 영업이익 2,418억원(+10.3% yoy)을 예상. UAE M-SAM MFR, 폴란드 K2 1차 사격통제시스템 등 해외수출 비중이 YoY 추가 상승할 예정이며, KF-21 AESA 납품도 계획되어 있어 기존 사업 범위 내 매출·이익 동반 상승에는 어려움이 없음. 다만, '25년 실적부터 연결되는 자회사 Philly Shipyard는 '24년 3분기까지 누적 적자 -6,260만달러 상태였으며, '25년까지는 적자 지속 예상되어 연결 이익은 매출 대비 성장 저하

한화 방산의 소금 같은 존재

한화 방산 계열사 내 투자 역할 존재감 확대 중. 특히, 해외자회사 출자를 통해 현지 조선업체 지분을 매입하는 사례가 늘어나고 있음. '24년 12월 HS USA(미국) 법인을 통해 Philly Shipyard 지분 60% 인수를 완료했고, 올해 3월에는 HAA No.1(호주) 법인을 통해 Austal 지분 9.91%를 매입. Austal은 FIRB 승인 획득 시 19.9%까지 지분을 늘릴 수 있는 TRS 계약을 체결한 상태. 자세한 내용은 '3/19, 한화그룹, 호주 Austal 지분 인수 관련 Comment'를 참고

폴란드 K-2 2-1차 계약, L-SAM 국내 양산 등 수주 파이프라인을 바탕으로 타 라인 지속 성장에 대한 기대감은 연내 더 확대될 것으로 판단. 한화그룹의 방위 산업 영역이 육·해·공 골고루 확대될 때, 동사는 모두 수혜 받을 수 있는 위치

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,214	3,480	3,553
영업이익	123	219	242	309	325
세전순이익	444	581	341	439	457
총당기순이익	343	445	273	351	365
지배지분순이익	349	454	270	345	359
EPS	1,849	2,405	1,427	1,825	1,903
PER	9.4	9.4	29.6	23.2	22.2
BPS	11,327	13,181	14,530	16,143	17,767
PBR	1.5	1.7	2.5	2.3	2.1
ROE	16.9	19.6	10.3	11.9	11.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

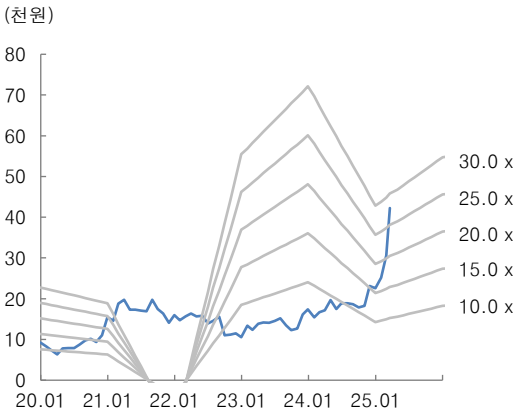
표13. 한화시스템 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
EPS	1,526	한화시스템 12MF EPS
Target PER	27.5	유럽 방산전자 Peer 그룹 평균 레벨
적정주가	41,977	EPS * Target PER
목표주가	42,000	41,977≒42,000
현재주가	36,850	2025.03.24 기준
상승여력(%)	14.0	

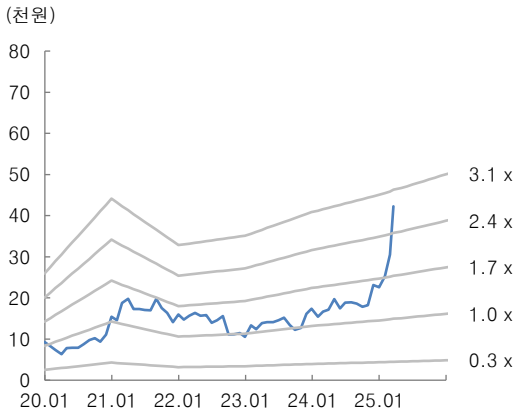
자료: 대신증권 Research Center

그림 10. 한화시스템 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 11. 한화시스템 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표14. 한화시스템 분기/연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
연결 매출액	(십억원)	544	687	639	934	633	809	708	1,064	2,804	3,214
YoY	(%)	23.9	12.5	3.0	19.4	16.2	17.7	10.8	14.0	14.3	14.6
QoQ	(%)	-30.3	26.3	-7.0	45.9	-32.2	27.8	-12.4	50.2		
방산	(십억원)	382	493	468	756	468	620	530	838	2,099	2,454
ICT	(십억원)	161	190	170	175	164	187	177	225	695	752
신사업	(십억원)	2	4	2	3	1	2	2	2	11	8
연결 영업이익	(십억원)	39	80	57	43	41	72	66	62	219	242
YoY	(%)	218.1	167.1	43.7	6.3	4.7	-9.5	16.5	43.5	78.9	10.3
QoQ	(%)	-3.5	103.3	-28.6	-24.1	-4.9	75.8	-8.1	-6.6		
OPM	(%)	7.2	11.6	8.9	4.6	6.5	8.9	9.4	5.8	7.8	7.5
방산	(십억원)	34	61	46	28	31	54	47	48	169	181
ICT	(십억원)	12	23	15	6	9	16	15	8	56	47
신사업	(십억원)	-1	0	-1	-5	1	1	1	1	-6	4
기타	(십억원)	-6	-5	-3	14	0	2	3	5	0	9
연결 지배순이익	(십억원)	52	28	9	365	42	69	81	77	454	270
YoY	(%)	-72.2	-62.9	-78.0	734.8	-18.6	144.2	766.6	-78.9	30.1	-40.7
QoQ	(%)	18.5	-45.4	-66.8	3,779.9	-88.4	63.9	17.9	-5.7		
NIM	(%)	9.5	3.9	1.3	41.8	7.2	8.5	11.5	7.3	17.0	8.5
수주잔고	(십억원)	7,050	6,968	7,924	8,848	8,655	8,425	8,608	9,658	8,848	9,658
YoY	(%)	18.7	20.0	32.6	21.4	22.8	20.9	8.6	9.2	21.4	9.2
QoQ	(%)	-3.3	-1.2	13.7	11.7	-2.2	-2.7	2.2	12.2		
방산	(십억원)	6,694	6,633	7,634	8,630	8,444	8,198	8,395	9,397	8,630	9,397
ICT	(십억원)	356	335	289	218	211	227	213	261	218	261

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

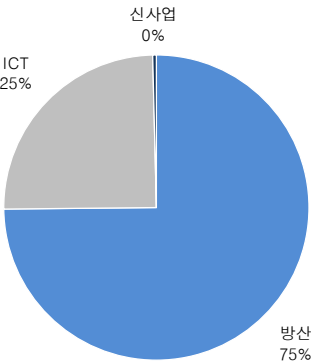
- 감시정찰, 지휘통제, 항공전자, 해양시스템, 위성사업 등을 중심으로 하는 방산 사업과 비즈니스 정보화 시스템 구축, 고객 전산시스템의 운영관리 등을 수행하는 ICT 사업을 영위
- 신사업으로 UAM, 위성통신 해외기업에 지분 투자 후 공동협력 관계 구축
- 자산 5조 7,240억원, 부채 3조 3,076억원, 자본 2조 4,164억원
- 발행주식 수: 188,919,389주 / 자기주식수: 1,926,128주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선헌비 예산 규모 및 세부내역
- 해외 방위산업 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 갈등 상황 발생 여부

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 12월 기준
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

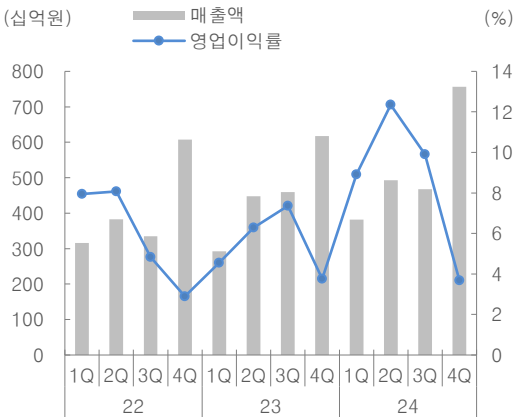
매출 비중 추이



주: 2024년 매출액 기준
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

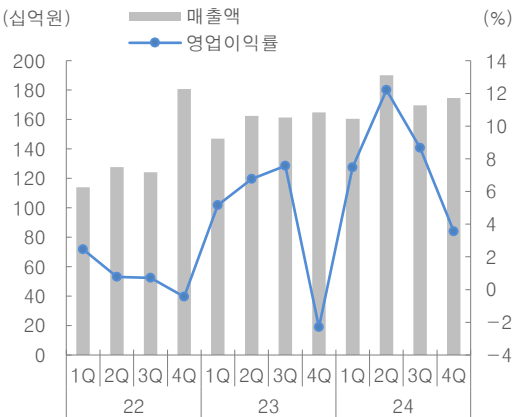
Earnings Driver

방산 부문 매출액 및 영업이익률 추이



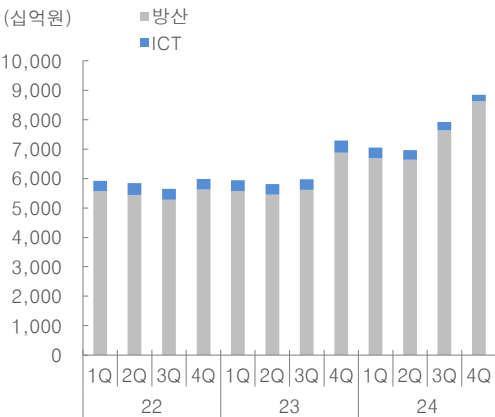
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

ICT 부문 매출액 및 영업이익률 추이



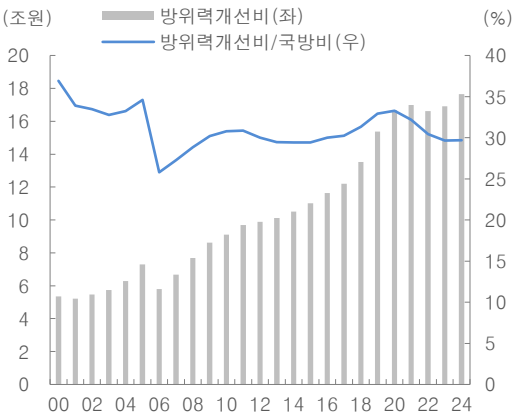
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

수주잔고 추이



자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

연도별 방위력개선헌비 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,214	3,480	3,553
매출원가	2,148	2,388	2,704	2,906	2,984
매출총이익	304	416	510	574	569
판매비와관리비	182	196	268	265	243
영업이익	123	219	242	309	325
영업이익률	5.0	7.8	7.5	8.9	9.2
EBITDA	244	333	376	467	502
영업외손익	321	362	100	130	131
관계기업손익	-30	-13	49	78	80
금융수익	32	48	56	58	59
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-17	-39	-42	-42	-42
외환관련손실	3	17	17	17	17
기타	337	366	37	35	35
법인세비용차감전순이익	444	581	341	439	457
법인세비용	-57	-104	-68	-88	-91
계속사업순이익	386	477	273	351	365
중단사업순이익	-43	-32	0	0	0
당기순이익	343	445	273	351	365
당기순이익률	14.0	15.9	8.5	10.1	10.3
비배지분순이익	-6	-9	4	6	6
지배지분순이익	349	454	270	345	359
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-18	-3	-1	0	0
포괄순이익	167	411	266	350	365
비배지분포괄이익	-6	-9	3	6	6
지배지분포괄이익	173	420	263	343	359

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,849	2,405	1,427	1,825	1,903
PER	9.4	9.4	29.6	23.2	22.2
BPS	11,327	13,181	14,530	16,143	17,767
PBR	1.5	1.7	2.9	2.6	2.4
EBITDAPS	1,294	1,765	1,991	2,470	2,655
EV/EBITDA	12.7	13.0	20.6	16.2	14.5
SPS	12,982	14,841	17,014	18,422	18,806
PSR	1.3	1.5	2.5	2.3	2.2
CFPS	1,376	2,041	865	1,355	1,555
DPS	280	350	350	350	350

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	12.1	14.3	14.6	8.3	2.1
영업이익 증가율	213.6	78.9	10.3	27.7	5.4
순이익 증가율	흑전	29.8	-38.7	28.4	4.1
수익성					
ROIC	23.6	28.4	25.1	33.7	42.9
ROA	2.9	4.3	4.1	4.8	4.6
ROE	16.9	19.6	10.3	11.9	11.2
안정성					
부채비율	108.1	136.9	133.2	129.5	128.3
순차입금비율	-8.3	6.3	-5.8	-11.0	-18.1
이자보상배율	8.8	9.8	11.6	14.9	14.6

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,890	2,286	2,508	2,813	3,196
현금및현금성자산	476	200	513	718	1,063
매출채권 및 기타채권	204	313	358	388	396
재고자산	501	610	699	757	773
기타유동자산	709	1,163	937	950	965
비유동자산	2,593	3,438	3,705	3,980	4,240
유형자산	348	570	695	794	874
관계기업투자금	993	25	162	329	497
기타비유동자산	1,253	2,843	2,848	2,856	2,869
자산총계	4,483	5,724	6,212	6,792	7,436
유동부채	1,951	2,677	2,961	3,288	3,676
매입채무 및 기타채무	301	436	459	474	478
차입금	132	30	45	68	101
유동성채무	30	50	83	139	231
기타유동부채	1,488	2,161	2,374	2,609	2,867
비유동부채	378	631	587	545	503
차입금	50	249	219	189	159
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	328	381	368	355	343
부채총계	2,329	3,308	3,548	3,833	4,179
자배지분	2,140	2,490	2,745	3,050	3,357
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,092	1,092	1,092
이익잉여금	212	589	793	1,073	1,367
기타지분변동	-117	-136	-85	-60	-47
비배지분	14	-74	-81	-90	-99
자본총계	2,154	2,416	2,664	2,960	3,257
순차입금	-178	152	-155	-325	-588

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	83	133	-46	66	150
당기순이익	343	445	273	351	365
비현금항목의 가감	-83	-60	-110	-95	-72
감가상각비	122	114	134	158	176
외환손익	0	-22	5	5	5
지분법평가손익	30	13	-49	-78	-80
기타	-235	-164	-200	-180	-174
자산부채의 증감	-168	-218	-133	-93	-41
기타현금흐름	-9	-35	-76	-97	-103
투자활동 현금흐름	-864	-442	-352	-383	-386
투자자산	-694	-149	-145	-175	-177
유형자산	-132	-240	-240	-240	-240
기타	-37	-53	33	32	31
재무활동 현금흐름	27	35	-78	-49	-1
단기차입금	52	-101	15	23	34
사채	50	219	-30	-30	-30
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-47	-52	-65	-65	-65
기타	-29	-31	2	24	61
현금의 증감	-752	-276	313	205	345
기초 현금	1,228	476	200	513	718
기말 현금	476	200	513	718	1,063
NOPLAT	107	180	193	247	260
FCF	69	29	88	165	197

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

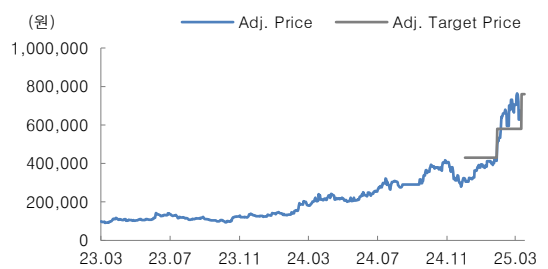
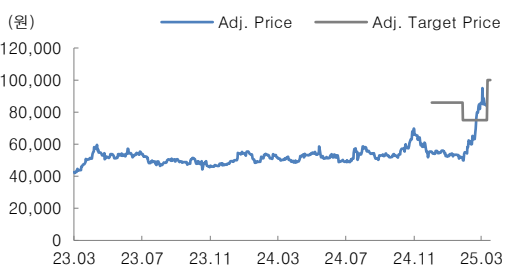
산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutra(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

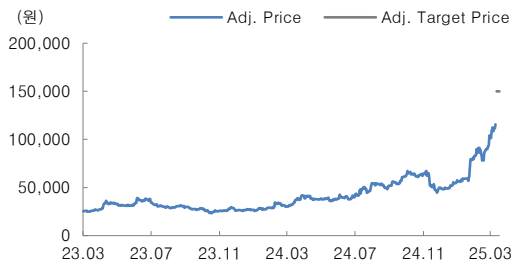
구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

(기준일자: 20250323)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

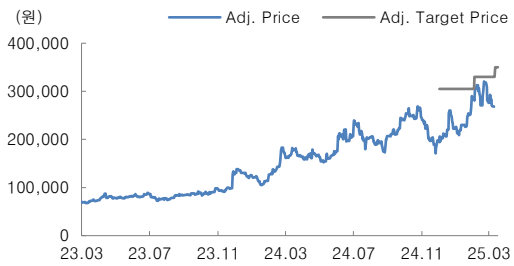
한화에어로스페이스(012450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용					한국항공우주(047810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용				
									
제시일자	25.03.27	25.02.11	24.12.16		제시일자	25.03.27	25.02.10	24.12.16	
투자의견	Buy	Buy	Buy		투자의견	Buy	Buy	Buy	
목표주가	760,000	580,000	430,000		목표주가	100,000	75,000	86,000	
과리율(평균%)		14.25	(12.90)		과리율(평균%)		(5.55)	(37.54)	
과리율(최대/최소%)		31.72	15.81		과리율(최대/최소%)		26.67	(34.88)	
제시일자					제시일자				
투자의견					투자의견				
목표주가					목표주가				
과리율(평균%)					과리율(평균%)				
과리율(최대/최소%)					과리율(최대/최소%)				
제시일자					제시일자				
투자의견					투자의견				
목표주가					목표주가				
과리율(평균%)					과리율(평균%)				
과리율(최대/최소%)					과리율(최대/최소%)				
제시일자					제시일자				
투자의견					투자의견				
목표주가					목표주가				
과리율(평균%)					과리율(평균%)				
과리율(최대/최소%)					과리율(최대/최소%)				

현대로템(064350) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



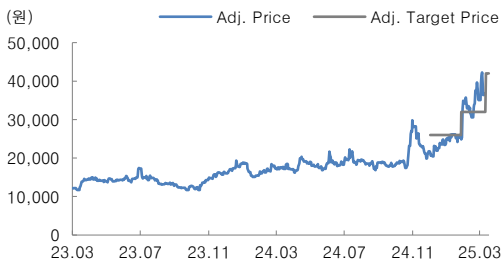
제시일자	25.03.27
투자의견	Buy
목표주가	150,000
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

LIG넥스원(079550) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.27	25.02.17	24.12.16
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	350,000	330,000	305,000
과리율(평균.%)		(9.36)	(23.25)
과리율(최대/최소.%)		(2.88)	(4.92)
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균.%)			
과리율(최대/최소.%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균.%)			
과리율(최대/최소.%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균.%)			
과리율(최대/최소.%)			

한화시스템(272210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.27	25.02.10	24.12.16
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	42,000	32,000	26,000
과리율(평균.%)		9.19	(7.58)
과리율(최대/최소.%)		32.03	0.77
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균.%)			
과리율(최대/최소.%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균.%)			
과리율(최대/최소.%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균.%)			
과리율(최대/최소.%)			