

# 한화시스템

## 272210

Jul 10, 2024

Buy

유지

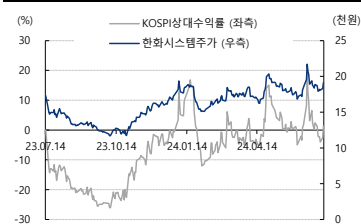
TP 25,000 원

상향

## Company Data

현재가(07/09)	19,120 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	21,700 원
52 주 최저가(보통주)	11,720 원
KOSPI (07/09)	2,867.38p
KOSDAQ (07/09)	860.42p
자본금	9,446 억원
시가총액	36,121 억원
발행주식수(보통주)	18,892 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	3730 만주
평균거래대금(60 일)	743 억원
외국인지분(보통주)	639%
주요주주	
한화에어로스페이스 외 2 인	59.53%
국민연금공단	7.17%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	11.0	8.2	27.6
상대주가	5.4	-3.3	12.5



조선/기계 안유동

3771-9130, 20220081@iprovest.com



KYOBO 교보증권

## 체계통합업체가 수주하면 나도 한다

### 2Q24 Preview: 시장예상치 상회 전망

한화시스템의 2분기 매출액은 6,993억원(YoY +14.5%), 영업이익 473억원(OPM +6.8%)으로 시장예상치(매출액 6,577억원, 영업이익 419억원)을 상회할 것으로 추정됨. UAE M-SAM2(천궁2) 레이더 개발 매출의 경우 1분기에 크게 반영되어 올해 잔여기간 내 발생할 매출의 규모는 상대적으로 작을 것으로 보이나 1분기 방산 부문 실적 호조 원인 중 하나였던 K2 전장구성품 매출인식의 경우 2, 3, 4분기에도 꾸준히 반영될 것으로 기대함. 이 외에도 TICN 4차 양산, LSAM 체계개발 매출인식 지속될 것으로 기대. 또한 1분기 실적 호조의 또 하나의 원인으로는 매출액 대비 연구개발비 투입이 전년대비 적게 계상되었다는 점(1Q24 17.51%, 1Q23 21.1%)인데 2분기도 매출액 YoY 성장 대비 연구개발비 투입(2Q23 17.0%)의 증가가 낮을 것으로 추정됨

### 사우디 천궁2 다기능레이더(MFR) 1.2조원 수주

7월 8일 한화시스템은 23년 2월 LIG넥스원이 수주했던 사우디아라비아 천궁2에 공급할 다기능레이더(MFR) 양산계약 체결을 공시함. 국내 체계업체(한화에어로스페이스, LIG넥스원, 한국항공우주, 현대로템 등)의 대부분 주요 무기에 한화시스템의 기술력(레이더 등)이 투입됨. K2 전차(5~6%), K9 자주포(2~3%)에는 사격통제시스템, 천궁2에는 다기능레이더(1/3), KF-21 AESA 레이더(AESA 기준 5%, 포괄적으로는 10% 중반), 함정 전투체계(적게는 10%, 고가장비 투입되는 경우 30%까지) 등으로 한화시스템을 매수한다는 의미는 육해공 방산 포트폴리오를 구매한다고 해도 과언이 아님

### 투자의견 Buy, 목표주가 25,000원으로 상향

투자의견 Buy, 목표주가 기존 24,700원에서 25,000원으로 소폭 상향. 목표주가는 12M Fwd BPS에 Target PBR 2.0배를 적용하여 산출함

### Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,188	2,453	2,857	3,186	3,514
YoY(%)	4.7	12.1	16.5	11.5	10.3
영업이익(십억원)	39	93	168	203	237
OP 마진(%)	1.8	3.8	5.9	6.4	6.7
순이익(십억원)	-81	343	164	195	229
EPS(원)	-405	1,849	882	1,051	1,231
YoY(%)	적전	흑전	-52.3	19.2	17.1
PER(배)	-26.0	9.4	21.7	18.2	15.5
PCR(배)	11.2	12.3	62.9	32.7	22.0
PBR(배)	1.0	1.5	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	6.6	14.4	11.1	9.4	8.0
ROE(%)	-3.6	16.9	7.6	8.5	9.3

[도표 1] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024F	2025F
매출액	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	699.3	711.6	902.2	2,453.2	2,857.5	3,185.5
YoY(%)	2.3	19.6	35.1	(0.8)	23.9	14.5	14.6	15.4	12.1	16.5	11.5
방산	292.4	448.1	459.4	617.2	381.7	531.3	544.7	731.7	1,817.0	2,189.3	2,503.4
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	160.5	165.8	164.7	168.4	635.6	659.4	673.3
신사업	0.0	0.0	0.0	0.1	2.2	2.2	2.2	2.2	0.1	8.8	8.8
영업이익	12.3	29.8	39.7	11.1	39.3	47.3	51.2	30.6	92.9	168.4	202.6
영업이익률(%)	2.8	4.9	6.4	1.4	7.2	6.8	7.2	3.4	3.8	5.9	6.4

자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

## 주요내용 정리

### 1. 우주산업 파이프라인

중장기적 파이프라인은 관측위성 5조원, 통신위성 3~4조원. 이걸 우리의 파이프라인. 전체 위성체계에 대한 금액이 아님

### 2. 미함정 사업 커버리지(한화시스템의 필리핀수 투자이유)

미국의 경우 국내의 계약구조랑 다름. 국내 조선소가 프라임이지만 미국의 경우 시스템 업체(L3해리스가 프라임 계약을 하고 조선 Hull side를 외주 주기도 함). 국내 수상함 경우 전투체계 10% 차지. 잠수함도 마찬가지. 대신 수상함 레이더 고가의 장비, 광학장비, 무장 등이 포함되면 중형급 함정은 30%까지도 차지함. 미국 시장은 더욱이 함정 하나당 5:5까지 비중이 나뉘지기도 함. 따라서 CIS, CMS, Hull side 역량 다 갖고 있는 조선소 선호할 것으로 예상됨. 다만 미함정 관련해서 당장 전투체계 등 시스템 관련한 부분들이 접근 가능한 시장이냐고 하면 아직은 아님. 다만 라이선스를 받아서 탑재할 수도 있는 등 여러 부분 고려 중

### 3. 레이더 사업

PAC3 대체 무기체계인 MSAM, 사드의 대체 LSAM(올해 양산돌입). LSAM2가 진정한 의미로 사드를 대체하는 제품이 될 것인데 이에 대해 분명한 수요가 있을 것. LAMD 아이언돔이 갖고 있는 성능 대비 우월하여 동유럽 진출도 기대함

## 한화시스템 [272210]

체계통합업체가 수주하면 나도 한다

### [한화시스템 272210]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188	2,453	2,857	3,186	3,514
매출원가	1,933	2,149	2,474	2,744	3,015
매출총이익	255	304	384	441	499
매출총이익률 (%)	11.7	12.4	13.4	13.9	14.2
판매비와관리비	216	211	215	239	262
영업이익	39	93	168	203	237
영업이익률 (%)	1.8	3.8	5.9	6.4	6.7
EBITDA	144	215	302	355	408
EBITDA Margin (%)	6.6	8.8	10.6	11.1	11.6
영업외손익	-81	321	37	39	43
관계기업손익	-27	-30	30	30	30
금융수익	35	32	35	38	43
금융비용	-12	-18	-18	-19	-20
기타	-78	336	-10	-10	-10
법인세비용차감전순이익	-42	413	205	242	280
법인세비용	24	57	28	34	39
계속사업순이익	-66	356	177	208	241
중단사업순이익	-15	-13	-13	-13	-13
당기순이익	-81	343	164	195	229
당기순이익률 (%)	-3.7	14.0	5.7	6.1	6.5
비지배지분순이익	-4	-6	-3	-3	-4
지배지분순이익	-77	349	167	199	233
지배순이익률 (%)	-3.5	14.2	5.8	6.2	6.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-116	-176	-33	-33	-33
포괄순이익	-197	167	130	162	195
비지배지분포괄이익	-4	-6	-5	-6	-7
지배지분포괄이익	-193	173	135	168	203

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

#### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	269	83	-123	-66	-15
당기순이익	-81	343	164	195	229
비현금항목의 가감	255	-83	-109	-88	-69
감가상각비	77	99	114	134	154
외환손익	1	0	-1	-1	-1
자본법평가손익	27	30	-30	-30	-30
기타	150	-211	-193	-192	-192
자산부채의 증감	104	-168	-164	-158	-158
기타현금흐름	-10	-9	-13	-15	-16
투자활동 현금흐름	-679	-864	-362	-282	-302
투자자산	-597	-692	-60	0	0
유형자산	-48	-132	-250	-230	-250
기타	-34	-39	-52	-52	-52
재무활동 현금흐름	-3	27	-65	-64	-62
단기차입금	79	52	13	15	16
사채	-30	50	3	3	3
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-30	-47	-52	-52	-52
기타	-22	-29	-29	-29	-29
현금의 증감	-409	-752	81	63	103
기초 현금	1,637	1,228	476	557	620
기말 현금	1,228	476	557	620	722
NOPLAT	61	80	145	174	204
FCF	222	-98	-136	-62	-34

자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,327	1,890	1,964	2,177	2,435
현금및현금성자산	1,228	476	557	620	723
매출채권 및 기타채권	212	204	238	265	292
재고자산	373	501	571	637	703
기타유동자산	514	709	597	655	718
비유동자산	1,619	2,593	2,804	2,912	3,021
유형자산	274	348	483	579	675
관계기업투자금	16	993	1,082	1,112	1,142
기타금융자산	575	488	490	490	490
기타비유동자산	753	765	748	730	714
자산총계	3,946	4,483	4,768	5,088	5,456
유동부채	1,619	1,951	2,073	2,194	2,322
매입채무 및 기타채무	219	301	328	350	372
차입금	80	132	146	160	176
유동성채무	0	30	30	30	30
기타유동부채	1,319	1,488	1,569	1,654	1,744
비유동부채	308	378	426	478	536
차입금	0	0	0	0	0
사채	30	50	53	56	59
기타비유동부채	278	328	373	422	478
부채총계	1,927	2,329	2,499	2,672	2,858
지배지분	2,000	2,140	2,254	2,400	2,580
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,100	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	117	212	327	473	653
기타자본변동	-34	-34	-34	-34	-34
비지배지분	19	14	15	16	17
자본총계	2,019	2,154	2,269	2,416	2,598
총차입금	185	301	326	353	383

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-405	1,849	882	1,051	1,231
PER	-26.0	9.4	21.7	18.2	15.5
BPS	10,588	11,327	11,931	12,705	13,659
PBR	1.0	1.5	1.6	1.5	1.4
EBITDAPS	762	1,137	1,600	1,878	2,158
EV/EBITDA	6.6	14.4	11.1	9.4	8.0
SPS	11,582	12,985	15,125	16,862	18,601
PSR	0.9	1.3	1.3	1.1	1.0
CFPS	1,176	-520	-717	-326	-178
DPS	250	280	280	280	280

#### 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	4.7	12.1	16.5	11.5	10.3
영업이익 증가율	-65.1	137.6	81.3	20.3	17.0
순이익 증가율	적전	흑전	-52.3	19.2	17.1
수익성					
ROIC	15.7	23.4	32.5	29.6	28.7
ROA	-2.0	8.3	3.6	4.0	4.4
ROE	-3.6	16.9	7.6	8.5	9.3
안정성					
부채비율	95.4	108.1	110.1	110.6	110.0
순차입금비율	4.7	6.7	6.8	6.9	7.0
이자보상배율	6.8	6.5	11.1	12.7	14.1

## 한화시스템 [272210]

체계통합업체가 수주하면 나도 한다

한화시스템 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.04.15	매수	21,500	(18.55)	(7.26)					
2024.04.29	매수	24,700	(25.06)	(12.15)					
2024.07.10	매수	25,000							

자료: 교보증권 리서치센터

### ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

### ■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2024.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.2	3.2	0.6	0.0

#### [ 업종 투자의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

#### [ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하