

한화시스템 (272210)

방산 수출 확대로 수익성 개선

2Q24 Review: 영업이익 시장 컨센서스 상회

3Q24 연결 매출액은 6,392억원(+3.0% YoY), 영업이익은 570억원(+43.6% YoY, OPM 8.9%)으로 시장 컨센서스를 15.6% 상회하는 영업이익을 시현했다. 방산부문과 ICT 부문에서 매출과 영업이익 성장이 고르게 나타났다. 방산부문은 매출액 4,678억원(+1.8% YoY), 영업이익 463억원(+37.0% YoY)을 기록했다. TICN 4차 양산, 폴란드형 K2 등 납품으로 매출이 증가했으며 수출 비중 확대(20% 수준)와 원가절감 등으로 영업이익은 큰 폭으로 성장했다. ICT부문은 매출액 1,696억원(+5.1% YoY), 영업이익 147억원(+20.5% YoY)으로 한화에어로스페이스, 한화솔루션 큐셀부문의 미국사업장 등 계열사향 사업을 기반으로 성장했다.

25년에도 방산 수출 확대로 수익성 개선

25년에도 수익성 개선이 지속될 것이다. 25년 연결 매출액은 3.1조원(+11.9% YoY), 영업이익은 2,541억원(+16.6% YoY)으로 전망한다. 현재 방산부문의 수주잔고 내 수출 비중은 30%대로 파악된다. 25년에는 UAE 및 사우디향 M-SAM MFR 매출 인식이 증가하는 등 방산 부문 내 수출비중이 20% 수준으로 확대되며 수익성 개선에 기여할 것이다. 중동향 M-SAM MFR의 추가 수주도 예상돼 중장기적으로 수출 비중은 확대 추세를 이어갈 것으로 예상된다.

투자의견 BUY, 목표주가 28,000원으로 커버재개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 28,000원으로 커버재개시. 목표주가는 Target PER(Peer 평균) 21.8배에 25년 예상 EPS 1,294원을 적용해 산출했다.



이승웅 통신/지주/방산/우주항공
seungwoong.lee@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 28,000원 (I)

현재주가 (11/8) 23,200원

상승여력 21%

시가총액 43,829억원

총발행주식수 188,919,389주

60일 평균 거래대금 388억원

60일 평균 거래량 2,013,488주

52주 고/저 23,200원 / 13,670원

외인지분율 6.92%

배당수익률 1.61%

주요주주 한화에어로스페이스 외 2인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 29.2 19.0 69.7

상대 30.9 18.8 60.5

절대 (달러환산) 25.8 18.2 60.4

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	639	3.0	-7.0	704	-9.2
영업이익	57	52.7	-28.6	49	15.6
세전계속사업이익	15	-70.8	76.0	53	-71.3
지배순이익	9	-78.6	-67.5	41	-77.6
영업이익률 (%)	8.9	+2.9 %pt	-2.7 %pt	7.0	+1.9 %pt
지배순이익률 (%)	1.4	-5.5 %pt	-2.7 %pt	5.8	-4.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	2,188	2,453	2,763	3,093
영업이익	39	93	218	254
지배순이익	-77	349	159	244
PER	-34.9	7.5	27.6	17.9
PBR	1.3	1.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.5	11.4	13.4	12.3
ROE	-3.6	16.9	7.3	10.7

자료: 유안타증권

한화시스템 연결 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
연결 매출액	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	687.3	639.2
방산	292.4	448.1	459.4	617.1	381.7	493.2	467.8
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	160.5	190.1	169.6
신사업	0.1	0.2	0.1	0.1	2.2	4.0	1.8
연결 영업이익	12.3	29.9	39.7	11.0	39.3	79.8	57.0
방산	13.3	28.2	33.8	23.2	34.0	60.9	46.3
ICT	7.6	11.0	12.2	-3.8	12.0	23.2	14.7
신사업	-8.6	-9.3	-6.3	-8.4	-6.7	-4.3	-4.0
OPM	2.8	4.9	6.4	1.4	7.2	11.6	8.9
방산	4.5	6.3	7.4	3.8	8.9	12.3	9.9
ICT	5.2	6.8	7.6	-2.3	7.5	12.2	8.7

자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

한화시스템 목표주가 산출

(단위: 십억원, 원, x, 백만주)

	내용	비고
Target PER	21.8	Peer 평균
25년 예상 EPS	1,294	
적정 주가	28,170	
발행 주식수	188.9	
적정 시가총액	5,322	
목표주가	28,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

한화시스템 (272210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188	2,453	2,763	3,093	3,386
매출원가	1,933	2,149	2,327	2,568	2,806
매출총이익	255	304	435	525	580
판매비	216	211	218	271	283
영업이익	39	93	218	254	297
EBITDA	144	215	308	321	348
영업외손익	-81	321	-64	-35	-24
외환관련손익	4	2	0	0	0
이자손익	19	12	-1	3	11
관계기업관련손익	-27	-30	-60	-35	-40
기타	-78	336	-3	-3	6
법인세비용차감전순이익	-42	413	154	219	274
법인세비용	24	57	-2	-21	3
계속사업순이익	-66	356	156	240	270
중단사업순이익	-15	-13	0	0	0
당기순이익	-81	343	156	240	270
지배지분순이익	-77	349	159	244	275
포괄순이익	-197	167	123	207	237
지배지분포괄이익	-193	173	127	215	246

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	269	83	218	255	271
당기순이익	-81	343	156	240	270
감가상각비	77	99	69	48	33
외환손익	1	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	27	30	60	35	40
자산부채의 증감	104	-168	-88	-87	-90
기타현금흐름	140	-220	21	20	18
투자활동 현금흐름	-679	-864	-14	-14	-24
투자자산	-597	-692	-13	-13	-23
유형자산 증가 (CAPEX)	-48	-132	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-35	-40	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-3	27	-65	-54	-54
단기차입금	86	53	4	4	3
사채 및 장기차입금	-32	64	0	0	0
자본	1	15	-11	0	0
현금배당	-30	-47	-52	-52	-52
기타현금흐름	-28	-57	-5	-5	-5
연결범위변동 등 기타	5	2	-40	-13	121
현금의 증감	-409	-752	99	174	314
기초 현금	1,637	1,228	476	576	750
기말 현금	1,228	476	576	750	1,064
NOPLAT	61	93	221	278	297
FCF	220	-49	218	255	271

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

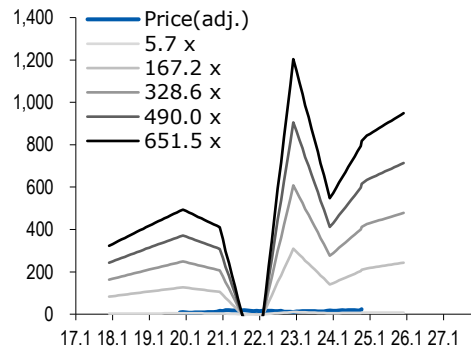
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,327	1,890	2,103	2,392	2,811
현금및현금성자산	1,228	476	576	750	1,064
매출채권 및 기타채권	212	204	216	224	231
재고자산	373	501	516	532	548
비유동자산	1,619	2,593	2,516	2,462	2,434
유형자산	274	348	279	231	198
관계기업 등 자본관련 자산	16	993	1,002	1,012	1,033
기타투자자산	575	488	491	494	497
자산총계	3,946	4,483	4,619	4,854	5,246
유동부채	1,619	1,951	2,022	2,096	2,280
매입채무 및 기타채무	219	301	339	379	415
단기차입금	80	132	132	132	132
유동성장기부채	0	30	30	30	30
비유동부채	308	378	384	390	414
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	30	50	50	50	50
부채총계	1,927	2,329	2,406	2,486	2,694
지배지분	2,000	2,140	2,202	2,360	2,550
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,100	1,089	1,089	1,089
이익잉여금	117	212	319	511	734
비지배지분	19	14	12	7	2
자본총계	2,019	2,154	2,213	2,368	2,552
순차입금	-1,037	-178	-275	-446	-758
총차입금	214	330	334	338	341

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-405	1,849	840	1,294	1,456
BPS	10,697	11,443	11,773	12,623	13,637
EBITDAPS	762	1,137	1,628	1,699	1,841
SPS	11,582	12,985	14,624	16,370	17,922
DPS	250	280	280	280	280
PER	-34.9	7.5	27.6	17.9	15.9
PBR	1.3	1.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	11.5	11.4	13.4	12.3	10.4
PSR	1.2	1.1	1.6	1.4	1.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	4.7	12.1	12.6	11.9	9.5
영업이익 증가율 (%)	-65.1	137.6	134.5	16.7	16.9
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	-54.6	54.0	12.6
매출총이익률 (%)	11.7	12.4	15.8	17.0	17.1
영업이익률 (%)	1.8	3.8	7.9	8.2	8.8
지배순이익률 (%)	-3.5	14.2	5.7	7.9	8.1
EBITDA 마진 (%)	6.6	8.8	11.1	10.4	10.3
ROIC	13.3	17.3	43.6	58.9	73.9
ROA	-2.0	8.3	3.5	5.2	5.4
ROE	-3.6	16.9	7.3	10.7	11.2
부채비율 (%)	95.4	108.1	108.7	105.0	105.5
순차입금/자기자본 (%)	-51.8	-8.3	-12.5	-18.9	-29.7
영업이익/금융비용 (배)	6.8	6.5	12.4	14.3	16.6

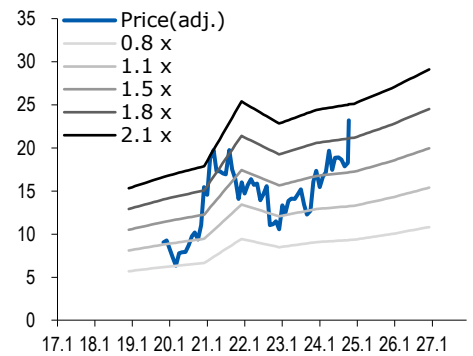
P/E band chart

(천원)



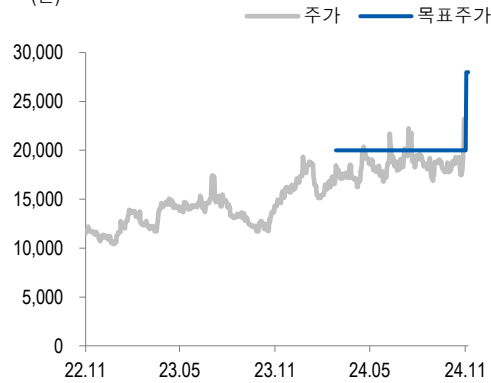
P/B band chart

(천원)



한화시스템 (272210) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-11-11	BUY	28,000	1년		
2024-03-06	BUY	20,000	1년	-7.43	16.00

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.