

한화시스템

272210

Apr 29, 2024

Buy

유지

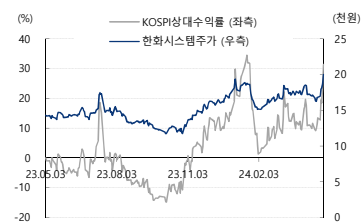
TP 24,700 원

상향

Company Data

| | |
|-----------------|-----------|
| 현재가(04/26) | 19,940 원 |
| 액면가(원) | 5,000 원 |
| 52 주 최고가(보통주) | 19,940 원 |
| 52 주 최저가(보통주) | 11,720 원 |
| KOSPI (04/26) | 2,656.33p |
| KOSDAQ (04/26) | 856.82p |
| 자본금 | 9,446 억원 |
| 시가총액 | 37,671 억원 |
| 발행주식수(보통주) | 18,892 만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0 만주 |
| 평균거래량(60 일) | 237.7 만주 |
| 평균거래대금(60 일) | 435 억원 |
| 외국인지분(보통주) | 622% |
| 주요주주 | |
| 한화에어로스페이스 외 2 인 | 59.53% |
| 국민연금공단 | 7.17% |

Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1 개월 | 6 개월 | 12 개월 |
|----------|------|------|-------|
| 절대주가 | 12.8 | 68.4 | 38.0 |
| 상대주가 | 17.1 | 45.8 | 29.1 |



조선/기계 안유동

3771-9130, 20220081@iprovest.com



1분기 영업이익 시장예상치 상회

한화시스템 1분기 영업이익 시장예상치 상회

한화시스템의 1분기 매출액은 5,444억원(YoY +23.9%, QoQ -30.4%), 영업이익 393억원 (OPM +7.2%) 기록. 매출액은 시장 예상치를 10.5% 상회했으며 영업이익은 시장예상치인 227억원을 41.9% 크게 상회하는 실적 기록. 사업부문 중 특히 방산 부문에서 TICN 4차 양산, 폴란드 K2 전장 구성품 양산, UAE 천궁2 매출 반영 등으로 전년 동기 대비 30.5%의 매출 증가를 보였으며 이에 따른 고정비 부담 축소 등으로 영업이익 역시 크게 증가(방산부문 영업이익 YoY +155.6%)

방산 부문의 실적 견인은 지속될 것

앞서 언급한 방산 부문의 실적 호조가 전사 매출 및 영업이익을 견인. 방산 부문 매출액은 TICN 4차 양산, 폴란드 K2 전장품 양산, 천궁 2 등의 매출인식이 있었으며 2023년 수출사업의 비중은 8%에서 1분기 18%까지 증대됨. 올해 기대되는 수주 건은 KF-21 양산사업(AESA 레이더), 사우디 M-SAM(MFR), K2 4차 양산(전장품), 철매3 체계개발, KDDX 전투체계 성능 개량, MFR 체계 개발, 폴란드 K2 PL 등이 있어 방산 부문 수주 및 매출 증가 모멘텀 지속될 것. ICT 경우도 한화에어로스페이스 통합 ERP, 큐셀 미국 사업자 MES 시스템 구축 등 캡티브 물량의 사업비중 증가에 따라 매출은 YoY +9.2% 증가했으며 영업이익은 매출 증대에 따른 고정비 부담 완화 및 합병으로 인한 감가상각비 감소 등으로 전년동기대비 57.9% 증가. 올해 기대되는 수주 건은 한화손보 영업지원 시스템 고도화 사업, 미래에셋 차세대 시스템 구축 사업, 전북은행 등 퇴직연금 시스템 구축 사업으로 안정적인 캡티브 물량 증대 등에 따라 전사 실적에 기여할 것으로 판단함. 신사업 부문 역시 한화솔루션, 큐셀 사업장 통신 시스템 구축 및 공사 관련 매출로 전년 동기 대비 21억원 증가. 다만 H파운데이션과 관련 자회사에서 50억원, 한화인텔리전스 등에서 연결손실 27억원 발생

투자의견 Buy 유지, 목표주가 24,000원으로 상향

투자의견 Buy, 목표주가 기존 21,500원에서 24,000원으로 상향. 목표주가는 12M Fwd BPS 에 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 | 2,808 | 3,089 | 3,318 |
| YoY(%) | 4.7 | 12.1 | 14.4 | 10.0 | 7.4 |
| 영업이익(십억원) | 39 | 93 | 170 | 190 | 215 |
| OP 마진(%) | 1.8 | 3.8 | 6.1 | 6.2 | 6.5 |
| 순이익(십억원) | -81 | 343 | 167 | 182 | 202 |
| EPS(원) | -405 | 1,849 | 900 | 983 | 1,090 |
| YoY(%) | 적전 | 흑전 | -51.3 | 9.2 | 11.0 |
| PER(배) | -26.0 | 9.4 | 22.2 | 20.3 | 18.3 |
| PCR(배) | 11.2 | 12.3 | 63.6 | 36.1 | 23.3 |
| PBR(배) | 1.0 | 1.5 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| EV/EBITDA(배) | 6.6 | 14.4 | 11.4 | 10.1 | 8.8 |
| ROE(%) | -3.6 | 16.9 | 7.7 | 8.0 | 8.3 |

한화시스템 [272210]

1 분기 영업이익 시장예상치 상회

[도표 1] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24P | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2023 | 2024F | 2025F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 439.5 | 610.7 | 620.8 | 782.1 | 544.4 | 684.6 | 696.5 | 882.0 | 2,453.2 | 2,807.5 | 3,088.6 |
| YoY(%) | 2.3 | 19.6 | 35.1 | (0.8) | 23.9 | 12.1 | 12.2 | 12.8 | 12.1 | 14.4 | 10.0 |
| 방산 | 292.4 | 448.1 | 459.4 | 617.2 | 381.7 | 516.6 | 529.6 | 711.5 | 1,817.0 | 2,139.4 | 2,406.5 |
| 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 | 39.8 | 46.3 | 44.7 | 92.9 | 170.1 | 190.5 |
| 영업이익률(%) | 2.8 | 4.9 | 6.4 | 1.4 | 7.2 | 5.8 | 6.7 | 5.1 | 3.8 | 6.1 | 6.2 |

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 한화시스템 Valuation table

| 항목 | 수치 | 비고 |
|---------------|--------|------------------|
| Target PBR(x) | 2.0 | 17~21년 평균 10% 할증 |
| BPS(원) | 12,361 | 12M fwd |
| 적정주가(원) | 24,721 | |
| 현재주가 | 19,940 | |
| Upside | 23.9 | |

자료: 교보증권 리서치센터

주요 QnA

1. 방산 매출 중 수출 비중

23 년도 방산 8% 매출에 수출사업이 기여. 1 분기에는 18% 정도의 비중을 차지

2. 신사업 부문

: 1 분기 투자 축소에 대한 이유는 작년 말 바닐라스튜디오 사업 정리에서 기인. 나머지 성숙하지 못한 사업 축소. 관련 비용이 낮아지는 추세. 올해도 그 영향으로 신사업 규모 손실은 축소될 수 있을 것. 한화시스템 USA 투자했던 디지털 플랫폼에서 이익규모가 증가한 부분이 매출상승에 영향(21 억 증가한 매출은 한화시스템 USA IT 구축사업 수요가 일부 있었음). 향 후에도 관련사업, 신사업 비용축소나 예상이 되고 있음. Phasor 등 사업에선 올해 성과를 내야 하는 부분이 있어 관련 비용은 증가할 것

3. 2~3 분기에도 해당 부분에서 매출 증가세 있을 지?

: 큐셀 미국 진출 등 계열사들이 미국 사업준비하며 관련 매출은 발생할 것.

4. 방산 부문 일회성 요인

: 작년말 초소형 SAR 위성 관련 투자비 발생, 1 분기에는 이런 영향이 적었고 2 분기부터는 수출과 관련된 자체 투자비 늘어날 것으로 판단함

5. 우주사업 방향성은?

: 초소형 군집 위성 자체는 광학(EO) 위성으로 세트렉이아가 참여. 총 11 대 규모. 우리가 SAR 자체발사도 했지만 정부에서 추진하고 있는 다부처 초소형 SAR, 425, 군 정찰위성 등 다 군사용도의 실시간 감시정찰을 위해 진행. 언급한 위성들은 저궤도이기에 지구궤도 따라 공전. 위성이 방문하는 주기에 인터벌 있을 수밖에 없어 축소하는 것이 위성사업들의 주요 목적. 425위성은 EO(광학위성) 1 기를 포함한 5개, 다부처 사업은 양산될 경우 40 기 규모, 기타 군 관련 관측위성. 초소형 군집위성 11 기 위성 등 위성을 통한 감시정찰 자산의 확보가 진행될 것

6. 바닐라스튜디오 사업 중단이익, 기타 사업정리 중단사업 손실, 이익 발생가능?

: 바닐라스튜디오 작년 -38 억. 작년 동기 숫자 자체는 바닐라스튜디오 중단사업이기에 이미 반영. 현재 신사업 관련 진행이 3 년 정도 된 건들은 재검토 중. 가능성 있지만 결정된 부분은 아직까지 없음.

7. 작년 12 월 위성발사 성공, 앞으로 민간 SAR 위성 데이터 활용은?

: 연속되는 사업으로 보면 가장 근접한 사업은 다부처 초소형 SAR 사업. 연구개발단에서 K 사와 경쟁. 양산되면 다부처라 반드시 군사용은 아님. 군사용으로도 사용되는 것. 관측위성 사업 관련해서 실시간으로 관측하려면 다수 위성이 필요함. 결국은 수요자, 고객입장에서 봤을 때 실시간 위성이 더 필요한 상황. 구조상 민간에서 발사한 위성은 지금의 주요 수요자는 대부분 군이지만 나머지 궤도에서의 촬영 활용은 민간용으로 사업이 전개될 수 있음

현재도 SAR 위성 발사한 스타트업 등과 연계해 데이터 얼라이언스 사업 필요. 다운스트림 사업 관점서 위성 센서의 역할로 볼 때 광학, 적외선, SAR 등 센서들이 갖고 있는 각각의 특성이 있기에 이런 특성을 결합한 다센서 융합체계에 대한 정보로 갖고 고객이 만족하는 정보 제공. 하이 벨류 정보서비스 제공도 사업으로 진행하려는 목적 있음

8. 초소형 위성체계 관련 사업자 선정 시 40기 규모인데 경쟁사와 반반 나눠 갖는 것도 가능한 옵션?

: 현재 미정. 고객이 결정하는 사항. 다만 개발하고 있는 개발 계약 시기는 25년까지이지에 늦어도 26년에는 업체선정이 진행될 것. 비율(누가 얼마나 가져갈 지)도 고객이 결정.

9. 수주프로젝트 규모

: 한화손보 영업지원 고도화 시스템 2Q ~3Q 에서 130 억원 규모. 미래에셋 차세대 시스템 구축사업 하반기(3Q) 450 억원 규모. 전북은행 퇴직연금 구축사업도 3Q 정도, 140 억원. 사우디 MSAM 사업도 계약 목전에 두고 있음 규모는 UAE MSAM 1.2 조원 MFR 레이더와 비슷한 규모일 것. KF 21 양산은 2Q 정도, 2,000 억원 이상 (AESA+부체통합). K2 4 차 양산, 철매 체계개발 올해 돌입. KDDX 전투체계 성능개량 사업 등도 존재. 천무(MFR 1/3 규모), 폴란드 K2(5~6%), K9(2~3%)도 PL 사업이 올해 진행되면 우리 포션만큼 기대

한화시스템 [272210]

1 분기 영업이익 시장예상치 상회

[한화시스템 272210]

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12 결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,188 | 2,453 | 2,808 | 3,089 | 3,318 |
| 매출원가 | 1,933 | 2,149 | 2,426 | 2,666 | 2,854 |
| 매출총이익 | 255 | 304 | 381 | 422 | 463 |
| 매출총이익률 (%) | 11.7 | 12.4 | 13.6 | 13.7 | 14.0 |
| 판매비와관리비 | 216 | 211 | 211 | 232 | 248 |
| 영업이익 | 39 | 93 | 170 | 190 | 215 |
| 영업이익률 (%) | 1.8 | 3.8 | 6.1 | 6.2 | 6.5 |
| EBITDA | 144 | 215 | 304 | 349 | 405 |
| EBITDA Margin (%) | 6.6 | 8.8 | 10.8 | 11.3 | 12.2 |
| 영업외손익 | -81 | 321 | 39 | 36 | 35 |
| 관계기업손익 | -27 | -30 | 30 | 30 | 30 |
| 금융수익 | 35 | 32 | 37 | 35 | 35 |
| 금융비용 | -12 | -18 | -18 | -19 | -20 |
| 기타 | -78 | 336 | -10 | -10 | -10 |
| 법인세비용차감전순이익 | -42 | 413 | 209 | 227 | 250 |
| 법인세비용 | 24 | 57 | 29 | 31 | 35 |
| 계속사업순이익 | -66 | 356 | 180 | 195 | 215 |
| 중단사업순이익 | -15 | -13 | -13 | -13 | -13 |
| 당기순이익 | -81 | 343 | 167 | 182 | 202 |
| 당기순이익률 (%) | -3.7 | 14.0 | 5.9 | 5.9 | 6.1 |
| 비지배지분순이익 | -4 | -6 | -3 | -3 | -4 |
| 지배지분순이익 | -77 | 349 | 170 | 186 | 206 |
| 지배순이익률 (%) | -3.5 | 14.2 | 6.1 | 6.0 | 6.2 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -116 | -176 | -33 | -33 | -33 |
| 포괄순이익 | -197 | 167 | 134 | 149 | 169 |
| 비지배지분포괄이익 | -4 | -6 | -5 | -6 | -6 |
| 지배지분포괄이익 | -193 | 173 | 139 | 155 | 176 |

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 | -108 | -63 | 0 |
| 당기순이익 | -81 | 343 | 167 | 182 | 202 |
| 비현금항목의 가감 | 255 | -83 | -111 | -81 | -45 |
| 감가상각비 | 77 | 99 | 114 | 140 | 174 |
| 외환손익 | 1 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 지분법평가손익 | 27 | 30 | -30 | -30 | -30 |
| 기타 | 150 | -211 | -194 | -191 | -188 |
| 자산부채의 증감 | 104 | -168 | -154 | -148 | -137 |
| 기타현금흐름 | -10 | -9 | -11 | -16 | -21 |
| 투자활동 현금흐름 | -679 | -864 | -332 | -382 | -432 |
| 투자자산 | -597 | -692 | -30 | -30 | -30 |
| 유형자산 | -48 | -132 | -250 | -300 | -350 |
| 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 | 125 | -34 | -13 |
| 기초 현금 | 1,637 | 1,228 | 476 | 601 | 567 |
| 기말 현금 | 1,228 | 476 | 601 | 567 | 554 |
| NOPLAT | 61 | 80 | 146 | 164 | 185 |
| FCF | 222 | -98 | -123 | -126 | -111 |

자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 2,327 | 1,890 | 1,994 | 2,097 | 2,211 |
| 현금및현금성자산 | 1,228 | 476 | 601 | 567 | 554 |
| 매출채권 및 기타채권 | 212 | 204 | 234 | 257 | 276 |
| 재고자산 | 373 | 501 | 562 | 618 | 664 |
| 기타유동자산 | 514 | 709 | 597 | 655 | 718 |
| 비유동자산 | 1,619 | 2,593 | 2,774 | 2,976 | 3,195 |
| 유형자산 | 274 | 348 | 483 | 643 | 819 |
| 관계기업투자금 | 16 | 993 | 1,052 | 1,112 | 1,172 |
| 기타금융자산 | 575 | 488 | 490 | 490 | 490 |
| 기타비유동자산 | 753 | 765 | 748 | 730 | 714 |
| 자산총계 | 3,946 | 4,483 | 4,768 | 5,072 | 5,407 |
| 유동부채 | 1,619 | 1,951 | 2,069 | 2,188 | 2,309 |
| 매입채무 및 기타채무 | 219 | 301 | 325 | 344 | 359 |
| 차입금 | 80 | 132 | 146 | 160 | 176 |
| 유동상채무 | 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 | 2,495 | 2,666 | 2,845 |
| 지배지분 | 2,000 | 2,140 | 2,257 | 2,391 | 2,544 |
| 자본금 | 945 | 945 | 945 | 945 | 945 |
| 자본잉여금 | 1,086 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 |
| 이익잉여금 | 117 | 212 | 330 | 463 | 617 |
| 기타자본변동 | -34 | -34 | -34 | -34 | -34 |
| 비지배지분 | 19 | 14 | 15 | 16 | 17 |
| 자본총계 | 2,019 | 2,154 | 2,273 | 2,407 | 2,561 |
| 총차입금 | 185 | 301 | 326 | 353 | 383 |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12 결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS | -405 | 1,849 | 900 | 983 | 1,090 |
| PER | -26.0 | 9.4 | 22.2 | 20.3 | 18.3 |
| BPS | 10,588 | 11,327 | 11,949 | 12,655 | 13,468 |
| PBR | 1.0 | 1.5 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| EBITDAPS | 762 | 1,137 | 1,609 | 1,846 | 2,146 |
| EV/EBITDA | 6.6 | 14.4 | 11.4 | 10.1 | 8.8 |
| SPS | 11,582 | 12,985 | 14,861 | 16,349 | 17,561 |
| PSR | 0.9 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| CFPS | 1,176 | -520 | -653 | -666 | -589 |
| 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 | 14.4 | 10.0 | 7.4 |
| 영업이익 증가율 | -65.1 | 137.6 | 83.2 | 12.0 | 13.0 |
| 순이익 증가율 | 적전 | 흑전 | -51.3 | 9.2 | 11.0 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 15.7 | 23.4 | 33.2 | 27.1 | 23.7 |
| ROA | -2.0 | 8.3 | 3.7 | 3.8 | 3.9 |
| ROE | -3.6 | 16.9 | 7.7 | 8.0 | 8.3 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 95.4 | 108.1 | 109.8 | 110.8 | 111.1 |
| 순차입금비율 | 4.7 | 6.7 | 6.8 | 7.0 | 7.1 |
| 이자보상배율 | 6.8 | 6.5 | 11.3 | 11.9 | 12.8 |

한화시스템 [272210]

1 분기 영업이익의 시장예상치 상회

한화시스템 최근 2 년간 목표주가 변동추이



최근 2 년간 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 | | | | | | | |

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

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

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 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_2024.03.29

| 구분 | Buy(매수) | Trading Buy(매수) | Hold(보유) | Sell(매도) |
|----|---------|-----------------|----------|----------|
| 비율 | 95.6 | 2.9 | 1.5 | 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