

한화시스템

272210

Oct 31, 2024

Buy

유지

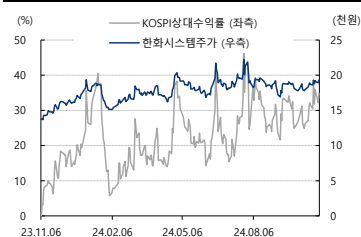
TP 26,000 원

상향

Company Data

현재가(10/29)	19,140 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	22,250 원
52 주 최저가(보통주)	12,700 원
KOSPI (10/29)	2,593.79p
KOSDAQ (10/29)	738.19p
자본금	9,446 억원
시가총액	36,159 억원
발행주식수(보통주)	18,892 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	1935 만주
평균거래대금(60 일)	364 억원
외국인지분(보통주)	489%
주요주주	
한화에어로스페이스 외 2 인	59.53%
국민연금공단	7.17%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.0	-2.7	47.6
상대주가	7.0	0.9	31.5



조선/기계 안유동

3771-9130, 20220081@iprovest.com



KYOBO 교보증권

방산 실적 개선이 필리조선소 우려를 상쇄할 것

3Q24 Review: 영업이익 시장예상치 상회

한화시스템의 3분기 매출액은 6,392억원(YoY -18.3%), 영업이익 570억원(OPM +8.9%)으로 영업이익 매출액은 시장예상치(7,038억원)를 하회했으나 영업이익은(493억원)을 큰 폭 상회함. 부문별로 살펴보면 방산 부문의 경우 매출액 4,678억원(YoY +1.8%). 영업이익 463억원(YoY +37.0%, OPM +9.9%) 기록. 3분기에도 폴란드 K2 사격통제시스템 납품 매출이 전분기 만큼 발생했으며 UAE 천궁2 MFR 개발매출 등의 수출사업 매출 비중 (1Q 17%, 2Q 18%, 3Q 20%) 및 원가 절감효과 등으로 높은 이익률 기록. ICT 사업 부문은 매출액 1,696억원(YoY +5.1%), 영업이익(YoY +20.5%, OPM +8.7%) 기록. 매출은 신한 EZ 차세대 사업 종료 에도 불구하고 한화에어로스페이스 ERP 사업, 한화솔루션 미국사업장 MES 구축 등 계열사 물량 증대로 인해 전년 대비 성장. 영업이익은 매출 증가에 따라 개선. 신사업의 경우 매출액 18억원, 영업적자 40억원 기록.

내년 필리조선소 연결손익 반영, 방산 실적 개선이 이를 상쇄할 것으로 기대함

내년 방산 부문 주요 사업 매출이 오버랩되는 시점. 폴란드 K2 1차 사업 관련 전장구성품 매출 인식이 4분기에도 일정부분 반영될 전망이다(연간 전체 K2 전장구성품 매출 중 4분기가 차지 하는 비중 약 14%로 추정), 내년부터 국내 K2 4차 양산 등 K2형 매출 지속 발생할 것으로 기대함. 또한 내년에는 UAE 천궁2 MFR(다기능레이더) 사업이 양산차수로 전환되는 시점이며 사우디 천궁2 MFR의 경우도(UAE에서 개발된 것을 토대로 입찰에 성공해 양산차수로 전환되는 시점이 빠를 것으로 기대함) 내년 하반기에는 양산차수로 전환될 것으로 기대함. 연내 딜클 로징 이후 내년 필리조선소가 연결 실적에(23년 매출: 4.4억달러, 영업손실: 7,161만달러) 잡히는 시점이나 연내 빅베스 등을 통한 선제적 비용 반영을 기대함. 또 조선소 내 진행 중인 프로젝트로 NSMV 4척(24~26년 인도) SRIV(Subsea Rock Installation Vessel) 1척(25년 인도, 진행률) 3,600TEU 컨테이너선(3척) 등이 있는데, 해당 프로젝트들은 수익성이 다소 확보된 것으로 추정되어 점차 적자폭이 축소될 것으로 기대함.

투자의견 Buy, 목표주가 25,000원 유지

한화시스템에 대한 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 기존 25,000원에서 26,000원으로 상향 조정. 목표주가 산출은 Target PBR 2.0배에 12M Fwd BPS를 적용하여 산출함.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,188	2,453	2,761	3,123	3,527
YoY(%)	4.7	12.1	12.5	13.1	12.9
영업이익(십억원)	39	93	246	290	390
OP 마진(%)	1.8	3.8	8.9	9.3	11.1
순이익(십억원)	-81	343	239	278	369
EPS(원)	-405	1,849	1,290	1,500	1,990
YoY(%)	적전	흑전	-30.2	16.3	32.7
PER(배)	-26.0	9.4	14.8	12.8	9.6
PCR(배)	11.2	12.3	23.9	17.0	10.8
PBR(배)	1.0	1.5	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	6.6	14.4	8.6	7.1	5.3
ROE(%)	-3.6	16.9	10.9	11.6	13.8

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

[도표 1] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024F	2025F
매출액	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	687.3	639.2	889.9	2,453.2	2,760.8	3,122.5
YoY(%)	2.3	19.6	35.1	(0.8)	23.9	12.5	3.0	13.8	12.1	12.5	13.1
방산	292.4	448.1	459.4	617.2	381.7	493.2	467.8	713.0	1,817.0	2,055.7	2,403.2
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	160.5	190.1	169.6	174.4	635.6	694.5	709.3
신사업	0.0	0.0	0.0	0.1	2.2	4.0	1.8	2.5	0.1	10.5	10.0
영업이익	12.3	29.8	39.7	11.1	39.3	79.8	57.0	70.2	92.9	246.3	290.2
영업이익률(%)	2.8	4.9	6.4	1.4	7.2	11.6	8.9	7.9	3.8	8.9	9.3

자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

한화시스템 [272210]

방산 실적 개선이 필리조전소 우려를 상쇄할 것

[한화시스템 272210]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188	2,453	2,761	3,123	3,527
매출원가	1,933	2,149	2,313	2,606	2,886
매출총이익	255	304	447	517	641
매출총이익률 (%)	11.7	12.4	16.2	16.5	18.2
판매비와관리비	216	211	201	227	251
영업이익	39	93	246	290	390
영업이익률 (%)	1.8	3.8	8.9	9.3	11.1
EBITDA	144	215	380	442	560
EBITDA Margin (%)	6.6	8.8	13.8	14.2	15.9
영업외손익	-81	321	47	48	54
관계기업손익	-27	-30	30	30	30
금융수익	35	32	40	47	59
금융비용	-12	-18	-18	-19	-20
기타	-78	336	-5	-10	-15
법인세비용차감전순이익	-42	413	293	338	444
법인세비용	24	57	41	47	62
계속사업순이익	-66	356	252	291	382
중단사업순이익	-15	-13	-13	-13	-13
당기순이익	-81	343	239	278	369
당기순이익률 (%)	-3.7	14.0	8.7	8.9	10.5
비지배지분순이익	-4	-6	-4	-5	-7
지배지분순이익	-77	349	244	283	376
지배순이익률 (%)	-3.5	14.2	8.8	9.1	10.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-116	-176	-33	-33	-33
포괄순이익	-197	167	206	245	336
비지배지분포괄이익	-4	-6	-8	-9	-13
지배지분포괄이익	-193	173	214	254	349

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	-26	10	110
당기순이익	-81	343	239	278	369
비현금항목의 가감	255	-83	-102	-84	-62
감가상각비	77	99	114	134	154
외환손익	1	0	-1	-1	-1
자본법평가손익	27	30	-30	-30	-30
기타	150	-211	-185	-187	-185
자산부채의 증감	104	-168	-144	-166	-175
기타현금흐름	-10	-9	-20	-20	-23
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	179	141	231
기초 현금	1,637	1,228	476	655	796
기말 현금	1,228	476	655	796	1,027
NOPLAT	61	80	212	250	336
FCF	222	-98	-48	7	82

자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,327	1,890	2,035	2,335	2,743
현금및현금성자산	1,228	476	655	796	1,027
매출채권 및 기타채권	212	204	230	260	293
재고자산	373	501	552	625	705
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	4,839	5,247	5,764
유동부채	1,619	1,951	2,066	2,190	2,323
매입채무 및 기타채무	219	301	322	346	373
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	2,492	2,668	2,859
지배지분	2,000	2,140	2,331	2,562	2,886
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,100	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	117	212	404	635	958
기타자본변동	-34	-34	-34	-34	-34
비지배지분	19	14	16	17	19
자본총계	2,019	2,154	2,347	2,579	2,905
총차입금	185	301	326	353	383

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-405	1,849	1,290	1,500	1,990
PER	-26.0	9.4	14.8	12.8	9.6
BPS	10,588	11,327	12,339	13,562	15,275
PBR	1.0	1.5	1.6	1.4	1.3
EBITDAPS	762	1,137	2,012	2,342	2,967
EV/EBITDA	6.6	14.4	8.6	7.1	5.3
SPS	11,582	12,985	14,614	16,528	18,668
PSR	0.9	1.3	1.3	1.2	1.0
CFPS	1,176	-520	-252	35	432
DPS	250	280	280	280	280

재무비율

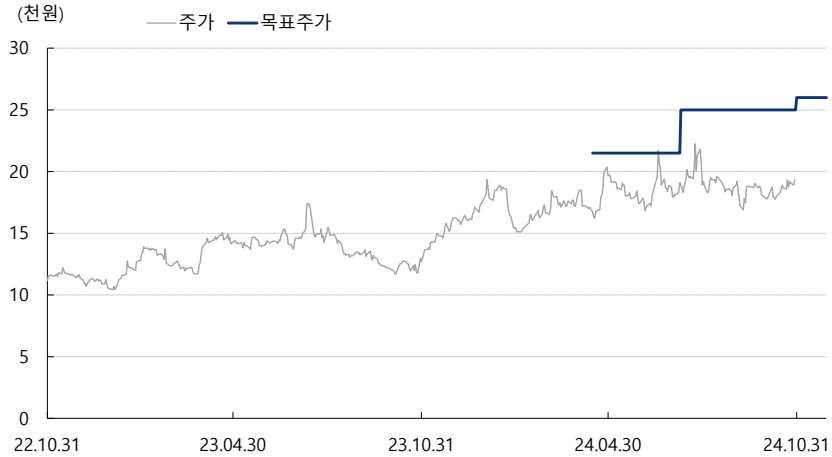
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	4.7	12.1	12.5	13.1	12.9
영업이익 증가율	-65.1	137.6	165.2	17.8	34.3
순이익 증가율	적전	흑전	-30.2	16.3	32.7
수익성					
ROIC	15.7	23.4	48.6	43.7	47.6
ROA	-2.0	8.3	5.2	5.6	6.8
ROE	-3.6	16.9	10.9	11.6	13.8
안정성					
부채비율	95.4	108.1	106.2	103.4	98.4
순차입금비율	4.7	6.7	6.7	6.7	6.6
이자보상배율	6.8	6.5	16.3	18.2	23.1

한화시스템 [272210]

방산 실적 개선이 필리조전소 우려를 상쇄할 것

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	(19.73)	(11.00)					
2024-07-31	매수	25,000	(24.45)	(11.00)					
2024-10-31	매수	26,000							

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 기관투자자 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_2024.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.0	3.3	0.7	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 악화와 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