

한화시스템

272210

Oct 10, 2024

Buy

유지

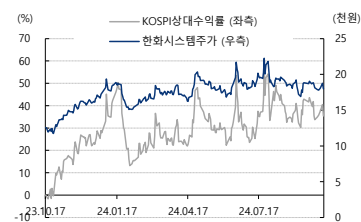
TP 25,000 원

유지

Company Data

| | |
|-----------------|-----------|
| 현재가(10/08) | 17,960 원 |
| 액면가(원) | 5,000 원 |
| 52 주 최고가(보통주) | 22,250 원 |
| 52 주 최저가(보통주) | 11,720 원 |
| KOSPI (10/08) | 2,594.36p |
| KOSDAQ (10/08) | 778.24p |
| 자본금 | 9,446 억원 |
| 시가총액 | 33,930 억원 |
| 발행주식수(보통주) | 18,892 만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0 만주 |
| 평균거래량(60 일) | 129.8 만주 |
| 평균거래대금(60 일) | 237 억원 |
| 외국인지분(보통주) | 52.4% |
| 주요주주 | |
| 한화에어로스페이스 외 2 인 | 59.53% |
| 국민연금공단 | 7.17% |

Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|-----|-----|------|
| 절대주가 | 4.4 | 4.1 | 53.2 |
| 상대주가 | 2.3 | 9.1 | 42.3 |



조선/기계 안유동

3771-9130, 20220081@iprovest.com



KYOBO 교보증권

영업이익 시장 예상치 소폭 상회 전망

3Q24 Preview: 시장예상치 상회 전망

한화시스템의 3분기 매출액은 7,415억원(YoY +19.4%), 영업이익 506억원(OPM +6.8%)으로 시장예상치(매출액 7,052억원, 영업이익 488억원)를 상회할 것으로 추정됨. 먼저 방산부문의 경우 TICN 4차 양산 등의 국내사업과 UAE M-SAM2(천궁2) 레이더 개발 매출 등의 수출 사업 등이 3분기에도 1, 2분기와 비슷하게 발생할 것으로 기대됨. 다만 상반기 호실적의 원인 이었던 폴란드 K2 전장구성품 매출의 경우에는 1, 2분기까지 납품이 선행되어 이뤄지며 하반기에 잡힐 매출은 급감될 것으로 전망됨. 다만 개발비의 경우 3분기에도 전년 대비 크지 않을 것으로 기대함. 작년의 경우 개발비에서 SAR위성 발사 관련 비용의 비중이 컸는데 올해 하반기에는 발사가 따로 예정되어있지 않기 때문.

내년부터 큰 폭의 실적 성장을 보여줄 방산 부문

올해 UAE M-SAM MFR은 22년 300억, 23년 800억원, 24년 약 850~1000억원의 개발매출이 인식되고 25년부터 본격 양산 매출이 반영될 것. 사우디향 MFR의 경우 UAE와 스펙이 비슷하기에 개발 기간이 짧기에, 25년부터 본격 매출 기여가 기대됨. 따라서, 동사의 25년 매출액 내 수출 비중은 20% 이상까지 상승할 것. 폴란드 K2 전차 전장구성품 매출인식 역시 내년 인도될 96대와 2-1차 계약에 따른 추가물량(K2 180대 등, 10~11월 계약 가능성 높음) 등을 감안하면 내년~내후년 다시 실적에 크게 기여할 전망.

투자 의견 Buy, 목표주가 25,000원 유지

투자 의견 Buy, 목표주가 25,000 유지. 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 | 2,872 | 3,122 | 3,545 |
| YoY(%) | 4.7 | 12.1 | 17.1 | 8.7 | 13.5 |
| 영업이익(십억원) | 39 | 93 | 190 | 229 | 299 |
| OP 마진(%) | 1.8 | 3.8 | 6.6 | 7.3 | 8.4 |
| 순이익(십억원) | -81 | 343 | 174 | 207 | 267 |
| EPS(원) | -405 | 1,849 | 938 | 1,114 | 1,439 |
| YoY(%) | 적전 | 흑전 | -49.3 | 18.7 | 29.3 |
| PER(배) | -26.0 | 9.4 | 19.1 | 16.1 | 12.5 |
| PCR(배) | 11.2 | 12.3 | 48.9 | 27.7 | 16.4 |
| PBR(배) | 1.0 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA(배) | 6.6 | 14.4 | 9.7 | 8.1 | 6.3 |
| ROE(%) | -3.6 | 16.9 | 8.0 | 9.0 | 10.7 |

한화시스템 [272210]

영업이익 시장 예상치 소폭 상회 전망

[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 | 687.3 | 741.5 | 898.5 | 2,453.2 | 2,871.7 | 3,122.2 |
| YoY(%) | 2.3 | 19.6 | 35.1 | (0.8) | 23.9 | 12.5 | 19.4 | 14.9 | 12.1 | 17.1 | 8.7 |
| 방산 | 292.4 | 448.1 | 459.4 | 617.2 | 381.7 | 493.2 | 540.5 | 726.1 | 1,817.0 | 2,141.5 | 2,375.1 |
| ICT | 147.0 | 162.4 | 161.3 | 164.9 | 160.5 | 190.1 | 197.0 | 168.4 | 635.6 | 715.9 | 731.1 |
| 신사업 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 2.2 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 0.1 | 14.2 | 16.0 |
| 영업이익 | 12.3 | 29.8 | 39.7 | 11.1 | 39.3 | 79.8 | 50.6 | 20.5 | 92.9 | 190.2 | 229.1 |
| 영업이익률(%) | 2.8 | 4.9 | 6.4 | 1.4 | 7.2 | 11.6 | 6.8 | 2.3 | 3.8 | 6.6 | 7.3 |

자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

한화시스템 [272210]

영업이익 시장 예상치 소폭 상회 전망

[한화시스템 272210]

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12 결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,188 | 2,453 | 2,872 | 3,122 | 3,545 |
| 매출원가 | 1,933 | 2,149 | 2,467 | 2,662 | 2,986 |
| 매출총이익 | 255 | 304 | 405 | 461 | 559 |
| 매출총이익률 (%) | 11.7 | 12.4 | 14.1 | 14.8 | 15.8 |
| 판매비와관리비 | 216 | 211 | 215 | 231 | 260 |
| 영업이익 | 39 | 93 | 190 | 229 | 299 |
| 영업이익률 (%) | 1.8 | 3.8 | 6.6 | 7.3 | 8.4 |
| EBITDA | 144 | 215 | 324 | 381 | 470 |
| EBITDA Margin (%) | 6.6 | 8.8 | 11.3 | 12.2 | 13.2 |
| 영업외손익 | -81 | 321 | 27 | 26 | 26 |
| 관계기업손익 | -27 | -30 | 30 | 30 | 30 |
| 금융수익 | 35 | 32 | 35 | 40 | 46 |
| 금융비용 | -12 | -18 | -18 | -19 | -20 |
| 기타 | -78 | 336 | -20 | -25 | -30 |
| 법인세비용감전순손익 | -42 | 413 | 217 | 255 | 325 |
| 법인세비용 | 24 | 57 | 30 | 35 | 45 |
| 계속사업순손익 | -66 | 356 | 187 | 220 | 280 |
| 중단사업순손익 | -15 | -13 | -13 | -13 | -13 |
| 당기순이익 | -81 | 343 | 174 | 207 | 267 |
| 당기순이익률 (%) | -3.7 | 14.0 | 6.1 | 6.6 | 7.5 |
| 비지배지분순이익 | -4 | -6 | -3 | -4 | -5 |
| 지배지분순이익 | -77 | 349 | 177 | 210 | 272 |
| 지배순이익률 (%) | -3.5 | 14.2 | 6.2 | 6.7 | 7.7 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -116 | -176 | -33 | -33 | -33 |
| 포괄순이익 | -197 | 167 | 141 | 173 | 234 |
| 비지배지분포괄이익 | -4 | -6 | -5 | -6 | -9 |
| 지배지분포괄이익 | -193 | 173 | 146 | 180 | 243 |

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 | -115 | -38 | 4 |
| 당기순이익 | -81 | 343 | 174 | 207 | 267 |
| 비현금항목의 가감 | 255 | -83 | -108 | -88 | -65 |
| 감가상각비 | 77 | 99 | 114 | 134 | 154 |
| 외환손익 | 1 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 자본법평가손익 | 27 | 30 | -30 | -30 | -30 |
| 기타 | 150 | -211 | -191 | -192 | -189 |
| 자산부채의 증감 | 104 | -168 | -167 | -142 | -179 |
| 기타현금흐름 | -10 | -9 | -14 | -15 | -20 |
| 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 | 88 | 92 | 122 |
| 기초 현금 | 1,637 | 1,228 | 476 | 564 | 656 |
| 기말 현금 | 1,228 | 476 | 564 | 656 | 778 |
| NOPLAT | 61 | 80 | 164 | 197 | 257 |
| FCF | 222 | -98 | -120 | -22 | 0 |

자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 2,327 | 1,890 | 1,975 | 2,195 | 2,500 |
| 현금및현금성자산 | 1,228 | 476 | 564 | 656 | 778 |
| 매출채권 및 기타채권 | 212 | 204 | 239 | 260 | 295 |
| 재고자산 | 373 | 501 | 574 | 624 | 709 |
| 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 | 4,779 | 5,107 | 5,520 |
| 유동부채 | 1,619 | 1,951 | 2,074 | 2,190 | 2,324 |
| 매입채무 및 기타채무 | 219 | 301 | 329 | 346 | 374 |
| 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 | 2,500 | 2,668 | 2,860 |
| 지배지분 | 2,000 | 2,140 | 2,265 | 2,423 | 2,642 |
| 자본금 | 945 | 945 | 945 | 945 | 945 |
| 자본잉여금 | 1,086 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 |
| 이익잉여금 | 117 | 212 | 337 | 495 | 715 |
| 기타자본변동 | -34 | -34 | -34 | -34 | -34 |
| 비지배지분 | 19 | 14 | 15 | 16 | 18 |
| 자본총계 | 2,019 | 2,154 | 2,280 | 2,439 | 2,660 |
| 총차입금 | 185 | 301 | 326 | 353 | 383 |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

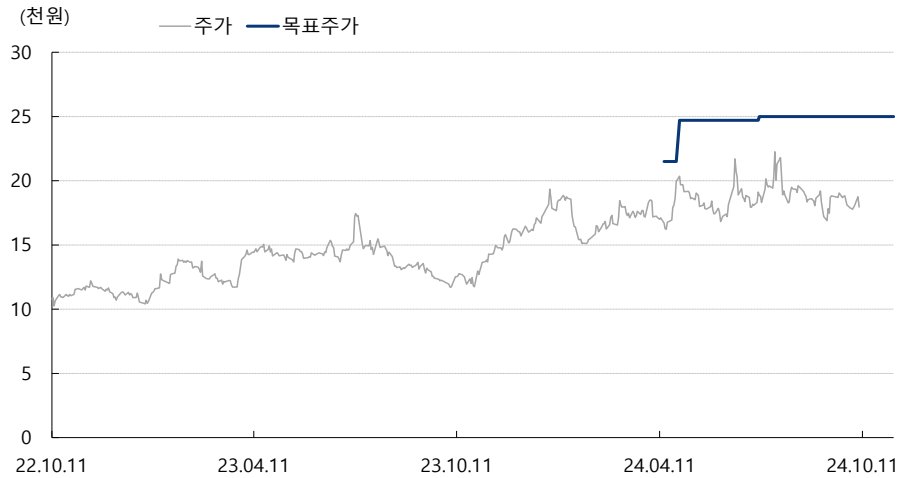
| 12 결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS | -405 | 1,849 | 938 | 1,114 | 1,439 |
| PER | -26.0 | 9.4 | 19.1 | 16.1 | 12.5 |
| BPS | 10,588 | 11,327 | 11,988 | 12,824 | 13,986 |
| PBR | 1.0 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| EBITDAPS | 762 | 1,137 | 1,715 | 2,019 | 2,486 |
| EV/EBITDA | 6.6 | 14.4 | 9.7 | 8.1 | 6.3 |
| SPS | 11,582 | 12,985 | 15,200 | 16,526 | 18,764 |
| PSR | 0.9 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| CFPS | 1,176 | -520 | -634 | -117 | -3 |
| 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 | 17.1 | 8.7 | 13.5 |
| 영업이익 증가율 | -65.1 | 137.6 | 104.8 | 20.5 | 30.5 |
| 순이익 증가율 | 적전 | 흑전 | -49.3 | 18.7 | 29.3 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 15.7 | 23.4 | 36.5 | 33.8 | 36.4 |
| ROA | -2.0 | 8.3 | 3.8 | 4.3 | 5.1 |
| ROE | -3.6 | 16.9 | 8.0 | 9.0 | 10.7 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 95.4 | 108.1 | 109.6 | 109.4 | 107.5 |
| 순차입금비율 | 4.7 | 6.7 | 6.8 | 6.9 | 6.9 |
| 이자보상배율 | 6.8 | 6.5 | 12.6 | 14.4 | 17.7 |

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 | (24.26) | (11.00) | | | | | |
| 2024.10.10 | 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_2024.09.30

| 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