

# 한화시스템

## 272210

Jul 31, 2024

Buy

유지

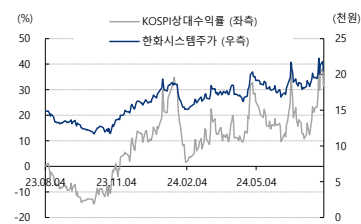
TP 25,000 원

유지

## Company Data

현재가(07/30)	1,175,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	1,503,000 원
52 주 최저가(보통주)	1,067,000 원
KOSPI (07/30)	1,916.36p
KOSDAQ (07/30)	650.14p
자본금	8,975 억원
시가총액	1,918,340 억원
발행주식수(보통주)	14,507 만주
발행주식수(우선주)	2,159 만주
평균거래량(60 일)	223 만주
평균거래대금(60 일)	2,578 억원
외국인지분(보통주)	49.57%
주요주주	
한화에어로스페이스 외 2 인	59.53%
국민연금공단	7.17%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	0.6	6.7	-14.7
상대주가	-1.3	4.5	-12.7



조선/기계 안유동

3771-9130, 20220081@iprovest.com

**KYOBO** 교보증권

## 2분기 시장예상치 큰 폭 상회(QnA 포함)

## 2Q24 Review: 영업이익 시장예상치 큰 폭 상회

한화시스템의 2분기 매출액은 6,873억원(YoY +12.5%), 영업이익 798억원(OPM +11.6%)으로 영업이익 시장예상치(매출액 6,656억원, 영업이익 440억원)를 큰 폭 상회함. 부문별로 살펴보면 방산 부문의 경우 매출액 4,932억원(YoY +10.1%), 영업이익 609억원(YoY +116.0%, OPM +12.3%) 기록. 1분기 대비 폴란드 K2 사격통제시스템, UAE 천궁2 MFR 개발매출 등의 수출사업 매출 증가 및 원가 절감효과 등으로 실적 개선세 지속. ICT 사업 부문은 매출액 1,901억원(YoY +17.1%), 영업이익(YoY +110.9%, OPM +12.2%) 기록. 매출은 한화에어로스페이스 ERP 사업, 한화솔루션 미국사업장 MES 구축, 신한 EZ 차세대 사업 등에 따라 전년 대비 성장. 영업이익은 매출 증가 및 PPA 상각비 미반영에 따라 전년비 크게 개선. 신사업의 경우 매출액 40억원, 영업적자 43억원 기록.

## 하반기: 자체투자비용 증가, ICT 사업부 이연된 인력채용, 다만 방산 부문 호실적이 이어지며 이를 일부 상쇄할 것

하반기에는 상반기 대비 자체투자비용 집행이 증가할 전망. 또한 ICT 부문에서 상반기 이연된 인력채용이 하반기에 집행될 것으로 예상됨에 따라 인건비, 경비도 증가할 전망이며 신한 EZ 관련 사업 종료에 따른 매출 감소도 우려됨. 방산 부문에서도 2분기 발생된 일회성 성격의 원가 정산이 하반기에는 미반영될 전망이다 상반기 대비 실적이 둔화될 것으로 전망. 다만 1, 2분기 호실적의 원인 중 하나였던 폴란드 K2 1차 사업 관련 사격통제시스템 매출인식이 하반기에도 일정부분 반영될 전망이다(연간 매출인식에서 상반기 66%, 하반기 34% 추정) TICN 4차 양산, UAM 천궁2 개발매출 역시 하반기에도 매출이 고르게 반영될 것으로 추정됨.

## 투자 의견 Buy, 목표주가 25,000원 유지

투자 의견 Buy, 목표주가 25,000원 유지. 목표주가는 12M Fwd BPS에 Target PBR 2.0배를 적용하여 산출함

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,188	2,453	2,849	3,174	3,498
YoY(%)	4.7	12.1	16.1	11.4	10.2
영업이익(십억원)	39	93	183	218	252
OP 마진(%)	1.8	3.8	6.4	6.9	7.2
순이익(십억원)	-81	343	168	196	224
EPS(원)	-405	1,849	905	1,057	1,208
YoY(%)	적전	흑전	-51.1	16.8	14.3
PER(배)	-26.0	9.4	22.7	19.4	17.0
PCR(배)	11.2	12.3	58.1	32.4	22.8
PBR(배)	1.0	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	6.6	14.4	11.4	9.7	8.3
ROE(%)	-3.6	16.9	7.8	8.6	9.1

## 1. 분기 실적 추이 및 전망

[도표 1] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024F	2025F
매출액	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	687.3	713.4	904.0	2,453.2	2,849.1	3,174.0
YoY(%)	2.3	19.6	35.1	(0.8)	23.9	12.5	14.9	15.6	12.1	16.1	11.4
방산	292.4	448.1	459.4	617.2	381.7	493.2	544.7	731.7	1,817.0	2,151.2	2,459.9
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	160.5	190.1	164.7	168.4	635.6	683.6	698.1
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	48.3	15.6	92.9	183.1	218.4
영업이익률(%)	2.8	4.9	6.4	1.4	7.2	11.6	6.8	1.7	3.8	6.4	6.9

자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

## 2. 주요 내용 정리

### 1. 2분기 호실적 원인

2분기 폴란드 K2 1차 사업 납품 집중. 방산 원가 관련 정산. 양산사업 종료되는 사업 원가 정산 시 추가 보상 등 진행. 수익성 제고 위한 원가 절감 효과가 1, 2분기 일부 반영됨. 자체투자비용의 경우 작년 대비 상반기 덜 집행됨(110억원).

ICT 부문의 경우 고마진 대형 사업 비중 상승. 이에 따른 마진을 상승. 또한 합병 이후 PPA 상각비 전년 대비 줄어들고 있음. 추가로 ICT부문에서 상반기 인력채용 지연됨. 이에 따른 인건비, 경비 하락으로 마진을 상승.

연결자회사 바닐라 스튜디오 사업중단, 엔터프라이즈블록체인 등에서 손실규모 축소.

다만 2분기 대비 하반기 마진을 줄어든다고 봐야됨. 자체투자비용 하반기로 이연. K2 폴란드 1차사업 3,4분기 납품 줄어드는 것 등이 영향을 미칠 것. 또한 ICT 인력채용 하반기 집중되면서 인건비, 경비 상승 요인도 있음.

### 2. 오버에어 손상차손 규모

사업전략 변경. 단기간 내 사업화 가능한 국방 AAM, 국토부 UAM 교통관리 시스템 역량 확보하는 전략으로 변경함. 오버에어 추가적인 투자 계획 없고, 향후 계획은 협상 중. 2분기 연결기준 평가손실 발생. 466억원.

### 3. 필리조선소 연결 실적 반영 시점

미 정부 승인 올해 중으로 예상. 올해 중 승인 완료되고 딜 클로징되면 내년부터 연결로 잡힐 것으로 예상

### 5. 2분기 수출비중

1분기 17%, 2분기 18%. 하반기 축소 가능. 내년에는 20%대 예상

## 6. 자체투자비

23년 300억원 집행. 방산/우주 5:5 비중. 올해는 350억원 전망. 하반기 집중될 것. 상반기 110억원 소요

## 7. MSAM 수익성

UAE 요구모델은 레거시 모델 대비 진화된 모델이라 성능개량이 필요함. 사우디 군 요구사항 있어 추가로 개량해야겠지만 기존에 개량한 모델에 추가 개량이라 개발비가 덜 들어갈 것. 외자 도입했던 장비, 자재를 국산화 시켜 마진을 개선 예상. 사우디 MSAM > UAE MSAM, 국내 MSAM 순서로 마진을 줄을 것  
계약 건마다 제품 마진 다름. 국내보다 해외 고마진은 확실

## 한화시스템 [272210]

제목을 넣으시오

### [한화시스템 272210]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188	2,453	2,849	3,174	3,498
매출원가	1,933	2,149	2,453	2,719	2,986
매출총이익	255	304	396	455	511
매출총이익률 (%)	11.7	12.4	13.9	14.3	14.6
판매비와관리비	216	211	213	236	260
영업이익	39	93	183	218	252
영업이익률 (%)	1.8	3.8	6.4	6.9	7.2
EBITDA	144	215	317	371	422
EBITDA Margin (%)	6.6	8.8	11.1	11.7	12.1
영업외손익	-81	321	27	24	24
관계기업손익	-27	-30	30	30	30
금융수익	35	32	35	39	44
금융비용	-12	-18	-18	-19	-20
기타	-78	336	-20	-25	-30
법인세비용차감전순이익	-42	413	210	243	275
법인세비용	24	57	29	34	38
계속사업순이익	-66	356	181	209	237
중단사업순이익	-15	-13	-13	-13	-13
당기순이익	-81	343	168	196	224
당기순이익률 (%)	-3.7	14.0	5.9	6.2	6.4
비지배지분순이익	-4	-6	-3	-4	-4
지배지분순이익	-77	349	171	200	228
지배순이익률 (%)	-3.5	14.2	6.0	6.3	6.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-116	-176	-33	-33	-33
포괄순이익	-197	167	135	163	191
비지배지분포괄이익	-4	-6	-5	-6	-7
지배지분포괄이익	-193	173	140	169	198

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	-116	-65	-18
당기순이익	-81	343	168	196	224
비현금항목의 가감	255	-83	-109	-88	-70
감가상각비	77	99	114	134	154
외환손익	1	0	-1	-1	-1
자본법평가손익	27	30	-30	-30	-30
기타	150	-211	-192	-192	-193
자산부채의 증감	104	-168	-163	-158	-157
기타현금흐름	-10	-9	-13	-15	-15
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	87	65	99
기초 현금	1,637	1,228	476	563	627
기말 현금	1,228	476	563	627	727
NOPLAT	61	80	158	188	217
FCF	222	-98	-121	-47	-20

자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,327	1,890	1,968	2,181	2,435
현금및현금성자산	1,228	476	563	627	727
매출채권 및 기타채권	212	204	237	264	291
재고자산	373	501	570	635	700
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	4,772	5,093	5,456
유동부채	1,619	1,951	2,072	2,193	2,321
매입채무 및 기타채무	219	301	328	349	371
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	2,498	2,671	2,857
지배지분	2,000	2,140	2,258	2,406	2,581
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,100	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	117	212	331	478	654
기타자본변동	-34	-34	-34	-34	-34
비지배지분	19	14	15	16	17
자본총계	2,019	2,154	2,273	2,422	2,599
총차입금	185	301	326	353	383

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-405	1,849	905	1,057	1,208
PER	-26.0	9.4	22.7	19.4	17.0
BPS	10,588	11,327	11,954	12,734	13,664
PBR	1.0	1.5	1.7	1.6	1.5
EBITDAPS	762	1,137	1,677	1,962	2,236
EV/EBITDA	6.6	14.4	11.4	9.7	8.3
SPS	11,582	12,985	15,081	16,801	18,514
PSR	0.9	1.3	1.4	1.2	1.1
CFPS	1,176	-520	-641	-250	-105
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	16.1	11.4	10.2
영업이익 증가율	-65.1	137.6	97.1	19.3	15.2
순이익 증가율	적전	흑전	-51.1	16.8	14.3
수익성					
ROIC	15.7	23.4	35.3	32.0	30.6
ROA	-2.0	8.3	3.7	4.0	4.3
ROE	-3.6	16.9	7.8	8.6	9.1
안정성					
부채비율	95.4	108.1	109.9	110.3	110.0
순차입금비율	4.7	6.7	6.8	6.9	7.0
이자보상배율	6.8	6.5	12.1	13.7	14.9

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							

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\_2024.06.30

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 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