

한화시스템(272210)

매수 목표주가 32,000원

장남현
nh.jang@koreainvestment.com

일시적 부진, 걱정할 것은 없다

#영업이익 컨센서스 하회 #방산 수출 증가

영업이익 컨센서스 31% 하회

- 연결 매출액 9,333억원(+19.4% YoY), 영업이익 291억원(+37.3% YoY) 기록
- 컨센서스와 비교해 매출액은 3.8% 상회했으나, 영업이익은 30.7% 하회. 영업이익이 시장 기대치를 크게 하회한 이유는 두 가지
- 1) 필리 조선소 인수 금액과 방산 부문 자체 투자 비용 반영. 이에 따라 240억원 규모의 일회성 비용이 발생한 것으로 추정
- 2) ICT 부문 성과급 반영으로 인한 이익률 감소. ICT 부문 영업이익률은 전분기대비 5.1%p 감소한 3.6% 기록
- 한화오션에 대한 회계처리를 단순 투자주식으로 변경으로 관계기업 투자주식 처분이익 3,873억원 발생. 이에 따라 지배주주순이익이 시장 기대치를 큰 폭으로 상회

방산 수출 증가라는 확실한 성장 동력

- 투자 의견 매수, 목표주가 32,000원 유지
- 2025년에도 해외 방산 매출이 이끄는 실적 개선 지속. 2025년 방산 매출 내 수출 비중 19.8%로 추정. 이에 따라 방산 부문 영업이익은 2,010억원(+19.0% YoY, OPM 8.0%)을 기록할 것
- 신규 수주 역시 증가할 것. K2 전차 폴란드 2차 계약 체결 시 부품 공급 계약 수주할 것. 또한 2024년 개발 완료된 L-SAM을 중심으로 중동 수출 모멘텀 가시화될 전망
- 2025년 연결로 인식하는 필리 조선소는 단기적으로 실적에 부정적. 그러나 2023년 이후 적자 규모 줄여가고 있는 상황이며, 회사는 2026년 흑자 전환할 것으로 전망. 또한 필리 조선소는 미국 군함 사업 진출을 위해 필수적인 투자였으며, 향후 새로운 성장 동력으로 작용할 것

실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

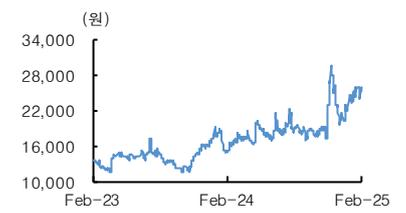
	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	782.1	544.2	687.0	639.0	933.5	46.1	19.4	899.4
영업이익	21.2	45.5	84.4	60.3	29.1	(51.7)	37.3	42.0
영업이익률(%)	2.7	8.4	12.3	9.4	3.1			4.7
세전이익	28.3	69.3	13.3	19.1	479.7	2,411.5	1,595.1	45.3
순이익	43.7	51.8	28.3	9.4	364.7	3,779.8	734.6	38.8

Stock Data

KOSPI(2/7)	2,522
주가(2/7)	25,300
시가총액(십억원)	4,780
52주 최고/최저(원)	29,850/15,420
유동주식비율/외국인지분율(%)	37.7/5.9
주요주주(%) 한화에어로스페이스 외 2인	59.5
국민연금공단	8.2

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,188	2,453	2,804	3,140	3,617
영업이익 (십억원)	39	93	219	252	308
순이익 (십억원)	(77)	349	454	210	257
증가율(%)	NM	NM	30.1	(53.7)	22.3
EBITDA (십억원)	144	215	341	409	501
PER(x)	NM	9.3	9.4	22.5	18.4
EV/EBITDA(x)	6.5	14.4	12.4	11.9	9.4
PBR(x)	1.0	1.5	1.7	1.8	1.7
DY(%)	2.4	1.6	1.2	1.1	1.1

주가추이



자료: FnGuide

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
 ■ 본 리포트는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
 ■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
 ■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188	2,453	2,804	3,140	3,617
매출원가	1,933	2,149	2,363	2,647	3,049
매출총이익	255	304	440	493	568
판매관리비	216	211	221	241	260
영업이익	39	93	219	252	308
영업이익률(%)	1.8	3.8	7.8	8.0	8.5
EBITDA	144	215	341	409	501
EBITDA Margin(%)	6.6	8.8	12.1	13.0	13.8
영업외수익	(81)	320	362	(12)	(14)
금융수익	35	32	25	12	11
금융비용	12	18	25	14	15
기타영업외손익	(78)	336	422	0	0
관계기업관련손익	(27)	(30)	(60)	(10)	(10)
세전계속사업이익	(42)	413	581	240	294
법인세비용	24	57	117	33	41
연결당기순이익	(81)	343	445	207	253
지배주주지분순이익	(77)	349	454	210	257
지배주주순이익률(%)	(3.5)	14.2	16.2	6.7	7.1
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	4.7	12.1	14.3	12.0	15.2
영업이익 증가율	(65.1)	137.6	136.1	14.9	22.2
지배주주순이익 증가율	NM	NM	30.1	(53.7)	22.3
EPS 증가율	NM	NM	29.0	(53.2)	22.3
EBITDA 증가율	(30.7)	49.1	58.6	20.1	22.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	269	83	815	335	414
당기순이익	(81)	343	445	207	253
유형자산감가상각비	77	99	98	134	170
무형자산상각비	28	23	23	23	23
자산부채변동	104	(168)	163	(67)	(82)
기타	141	(214)	86	38	50
투자활동현금흐름	(679)	(864)	(819)	(431)	(215)
유형자산투자	(48)	(132)	(164)	(179)	(170)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(596)	(701)	(13)	(14)	(16)
무형자산순증	(32)	(27)	(23)	(23)	(23)
기타	(3)	(4)	(619)	(215)	(6)
재무활동현금흐름	(3)	27	(225)	(32)	(54)
자본의증가	6	1	0	0	0
차입금의순증	22	72	(50)	16	(6)
배당금지급	(30)	(47)	(52)	(52)	(52)
기타	(1)	1	(123)	4	4
기타현금흐름	5	2	0	0	0
현금의증가	(409)	(752)	(229)	(129)	145
FCF	268	38	(286)	(51)	250

주: K-IFRS (연결) 기준

Compliance notice

- 당사는 2025년 2월 10일 현재 한화시스템 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한화시스템 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2024. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.6%	17.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥)

시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중 보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중 과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중 보다 낮게 가져갈 것을 권함

재무상태표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	3,946	4,483	5,724	5,758	6,058
유동자산	2,327	1,890	2,286	2,266	2,560
현금성자산	1,228	476	247	118	263
매출채권및기타채권	212	204	233	261	301
재고자산	373	501	532	596	686
비유동자산	1,619	2,593	3,438	3,492	3,498
투자자산	591	1,480	1,433	1,437	1,443
유형자산	274	348	414	459	459
무형자산	558	559	559	559	559
부채총계	1,927	2,329	3,308	3,187	3,287
유동부채	1,619	1,951	2,677	2,737	2,791
매입채무및기타채무	219	301	344	385	444
단기차입금및단기사채	80	132	44	62	57
유동성장기부채	0	30	60	60	60
비유동부채	308	378	631	450	496
사채	30	50	58	55	55
장기차입금및금융부채	75	89	89	89	89
자본총계	2,019	2,154	2,416	2,571	2,771
지배주주지분	2,000	2,140	2,410	2,568	2,773
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,100	1,100	1,100	1,100
기타자본	(34)	(34)	(165)	(165)	(165)
이익잉여금	117	212	613	771	977
비지배주주지분	19	14	6	3	(2)
순차입금	(1,037)	(178)	(3)	138	(19)

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(409)	1,864	2,404	1,126	1,377
BPS	10,769	11,507	12,937	13,774	14,860
DPS	250	280	280	280	280
수익성(%)					
ROA	(2.1)	8.1	8.7	3.6	4.3
ROE	(3.6)	16.9	20.0	8.5	9.6
배당수익률	2.4	1.6	1.2	1.1	1.1
배당성향	NM	15.0	11.5	24.9	20.3
안정성					
부채비율(x)	95.4	108.1	136.9	124.0	118.6
차입금/자본총계비율(%)	10.6	15.3	11.6	11.6	10.5
이자보상배율(x)	6.8	6.5	9.9	22.5	25.9
순차입금/EBITDA(x)	(7.2)	(0.8)	(0.0)	0.3	(0.0)
Valuation(x)					
PER	NM	9.3	9.4	22.5	18.4
최고	NM	9.5	12.6	25.5	20.8
최저	NM	5.5	6.2	20.0	16.4
PBR	1.0	1.5	1.7	1.8	1.7
최고	1.7	1.5	2.3	2.1	1.9
최저	0.9	0.9	1.2	1.6	1.5
PSR	0.9	1.3	1.5	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.5	14.4	12.4	11.9	9.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한화시스템 (272210)	2024.01.08	매수	22,000원	-19.6	-1.4
	2024.07.01	매수	25,000원	-18.0	19.4
	2025.01.15	매수	32,000원	-	-

