

한화시스템

272210

Feb 10, 2025

Buy

유지

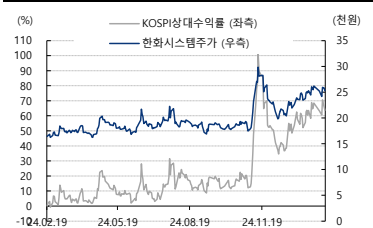
TP 30,000 원

하향

Company Data

현재가(02/07)	25,300 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	29,850 원
52 주 최저가(보통주)	15,420 원
KOSPI (02/07)	2,521.92p
KOSDAQ (02/07)	742.90p
자본금	9,446 억원
시가총액	47,797 억원
발행주식수(보통주)	18,892 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	3942 만주
평균거래대금(60 일)	1,004 억원
외국인지분(보통주)	59.4%
주요주주	
한화에어로스페이스 외 2 인	59.53%
국민연금공단	8.21%

Price & 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

26년(12M Fwd 기준)실적 비중이 높아지는 6월 전이 매수기회

4Q24 Review: 영업이익 시장예상치 하회

한화시스템의 4분기 매출액은 9,335억원(YoY +19.4%), 영업이익 291억원(OPM +3.1%)을 기록하여 영업이익 기준 시장예상치(매출액 8,841억원 영업이익 412억원) 29.4% 하회. 방산부문의 경우 여러 프로젝트에서 발생하는 체계개발 매출과 양산 매출 등에 힘입어 견조한 성장세를 이어갔지만 수익성 좋은 폴란드 K2 전장구성품 매출 반영이 지난 분기들까지 선행되어 이뤄지며 이번 4분기에는 다소 감소한 것으로 보임. 또한 비용 측면에서 자체 투자개발비(연간 400억원, 4분기에만 150억원 집행된 것으로 추정), 필리조선소 인수를 위해 집행한 제반비용 등이 발생되어 시장예상치 하회

25년 UAE, 사우디 천궁 MFR 대량 양산시기, 필리 26년 이후 흑자전환 기대

25년 방산 부문 주요 사업 매출이 오버랩되는 시점. UAE 천궁2 MFR(다기능레이더) 사업이 양산차수로 전환되는 시점이며 사우디 천궁 MFR의 경우도(UAE에서 개발된 것을 토대로 입찰에 성공해 양산차수로 전환되는 시점이 빠를 것으로 기대함) 올해 하반기에는 양산차수로 전환될 것으로 기대함. 아직 불확실성이 큰 상황이나 K2 전차 2-1차 계약이 된다면 180대 중 현지 생산분(PL형상, 1/3 수준 추정) 제외 직수출로 나가는 물량에 대한 가격통제시스템 매출인식을 25년에 반영 가능하지 않을까 기대함. 25년 필리조선소가 연결 실적에(영업손실 20년 -27.7백만달러, 21년 -21.4백만달러, 22년-24.3백만달러, 23년 -71.6백만달러 24년 3Q 누계 -62.7백만달러) 잡히는 시점이나 25년 큰 폭의 적자폭 축소, 26년 흑자전환을 기대해봄. 현재 필리조선소 수주잔고는 NSMV(국가안보 다중임무 선박) 3척(총 5척 중 1~2사리즈 인도완료), SRIV(심해 암석설치선) 1척, 컨테이너선 3척 수준. 26년까지 NSMV, SRIV 모두 인도될 전망이며 해당시점부터는 컨테이너선(26~27년 인도예정)의 매출 비중이 커질 것으로 예상

투자의견 Buy 유지 및 목표주가 기존 33,000원에서 30,000원으로 하향

투자의견 Buy 유지 및 목표주가는 기존 2.6만원에서 3.3만원으로 상향 조정. 목표주가 산출은 25~26년 평균 BPS에 Implied PBR 1.99배를 적용하여 산출. PER로 환산 시 19.74배 수준. 다만 26년에는 필리조선소 연결실적으로 인한 디레이팅이 없을 것(흑자전환)으로 기대되어 26년 실적 비중이 크게 커지는 시점에 다시 목표주가를 상향할 예정

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,188	2,453	2,804	3,527	3,976
YoY(%)	4.7	12.1	14.3	25.8	12.7
영업이익(십억원)	39	93	219	216	339
OP 마진(%)	1.8	3.8	7.8	6.1	8.5
순이익(십억원)	-81	343	456	225	339
EPS(원)	-405	1,849	2,459	1,214	1,826
YoY(%)	적전	흑전	33.0	-50.6	50.4
PER(배)	-26.0	9.4	9.2	20.8	13.9
PCR(배)	11.2	12.3	11.0	36.0	17.3
PBR(배)	1.0	1.5	1.7	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	6.6	14.4	10.5	11.5	8.0
ROE(%)	-3.6	16.9	19.8	8.7	12.0

한화시스템 [272210]

26년(12M Fwd 기준)실적 비중이 높아지는 6 월 전이 매수기회

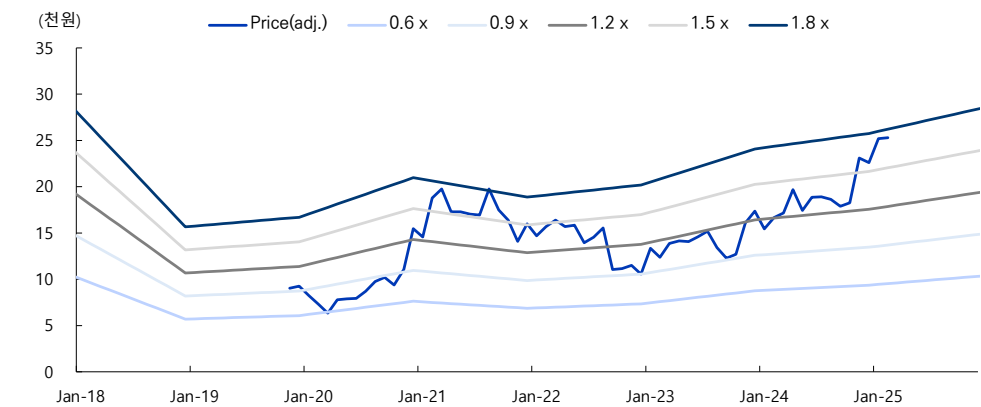
[도표 1] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P	2025F
매출액	439.3	610.5	620.7	782.1	544.1	687.0	639.0	933.5	2,452.5	2,803.6	3,527.4
YoY(%)	2.3	19.6	35.1	-0.8	23.9	12.5	2.9	19.4	12.1	14.3	25.8
방산	292.4	448.1	459.4	617.2	381.7	493.2	467.8	756.1	1,817.0	2,098.8	2,366.7
ICT	146.9	162.4	161.3	164.9	160.5	190.1	169.6	174.6	635.5	694.8	709.5
신사업	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	3.7	1.6	2.8	0.0	10.1	11.2
영업이익	20.3	38.6	45.5	18.2	45.5	84.4	60.3	29.1	122.6	219.3	216.3
영업이익률(%)	4.6	6.3	7.3	2.3	8.4	12.3	9.4	3.1	5.0	7.8	6.1

주: *2023년과 2024년 중반 사업(엔터프라이즈블록체인, 바닐라스튜디오, 한화인텔리전스) 영업이익 반영, 필리핀소 연결실적 반영
자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 12M Fwd PBR 밴드 추이



자료: 교보증권 리서치센터

한화시스템 [272210]

26년(12M Fwd 기준)실적 비중이 높아지는 6월 전이 매수기회

[한화시스템 272210]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188	2,453	2,804	3,527	3,976
매출원가	1,933	2,149	2,378	3,046	3,346
매출총이익	255	304	426	481	630
매출총이익률 (%)	11.7	12.4	15.2	13.6	15.9
판매비와관리비	216	211	207	265	291
영업이익	39	93	219	216	339
영업이익률 (%)	1.8	3.8	7.8	6.1	8.5
EBITDA	144	215	353	369	510
EBITDA Margin (%)	6.6	8.8	12.6	10.4	12.8
영업외손익	-81	321	326	60	69
관계기업손익	-27	-30	30	30	30
금융수익	35	32	51	51	61
금융비용	-12	-18	-18	-19	-20
기타	-78	336	263	-2	-2
법인세비용차감전순이익	-42	413	545	277	409
법인세비용	24	57	76	38	57
계속사업순이익	-66	356	469	238	352
중단사업순이익	-15	-13	-13	-13	-13
당기순이익	-81	343	456	225	339
당기순이익률 (%)	-3.7	14.0	16.3	6.4	8.5
비지배지분순이익	-4	-6	-8	-4	-6
지배지분순이익	-77	349	465	229	345
지배순이익률 (%)	-3.5	14.2	16.6	6.5	8.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-116	-176	-33	-33	-33
포괄순이익	-197	167	423	192	306
비지배지분포괄이익	-4	-6	-16	-7	-11
지배지분포괄이익	-193	173	439	199	317

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	182	-122	70
당기순이익	-81	343	456	225	339
비현금항목의 가감	255	-83	-78	-96	-69
감가상각비	77	99	114	134	154
외환손익	1	0	-1	-1	-1
자본법평가손익	27	30	-30	-30	-30
기타	150	-211	-162	-200	-192
자산부채의 증감	104	-168	-153	-243	-184
기타현금흐름	-10	-9	-44	-7	-16
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	392	9	190
기초 현금	1,637	1,228	476	868	877
기말 현금	1,228	476	868	877	1,067
NOPLAT	61	80	189	186	292
FCF	222	-98	-80	-135	29

자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,327	1,890	2,260	2,530	2,910
현금및현금성자산	1,228	476	868	877	1,067
매출채권 및 기타채권	212	204	234	293	330
재고자산	373	501	561	705	795
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	5,064	5,442	5,931
유동부채	1,619	1,951	2,069	2,217	2,353
매입채무 및 기타채무	219	301	325	373	403
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	2,495	2,695	2,889
지배지분	2,000	2,140	2,552	2,729	3,022
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,100	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	117	212	625	802	1,094
기타자본변동	-34	-34	-34	-34	-34
비지배지분	19	14	17	18	20
자본총계	2,019	2,154	2,569	2,747	3,042
총차입금	185	301	326	353	383

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-405	1,849	2,459	1,214	1,826
PER	-26.0	9.4	9.2	20.8	13.9
BPS	10,588	11,327	13,509	14,445	15,994
PBR	1.0	1.5	1.7	1.8	1.6
EBITDAPS	762	1,137	1,869	1,951	2,700
EV/EBITDA	6.6	14.4	10.5	11.5	8.0
SPS	11,582	12,985	14,840	18,672	21,047
PSR	0.9	1.3	1.5	1.4	1.2
CFPS	1,176	-520	-424	-714	152
DPS	250	280	280	280	280

재무비율

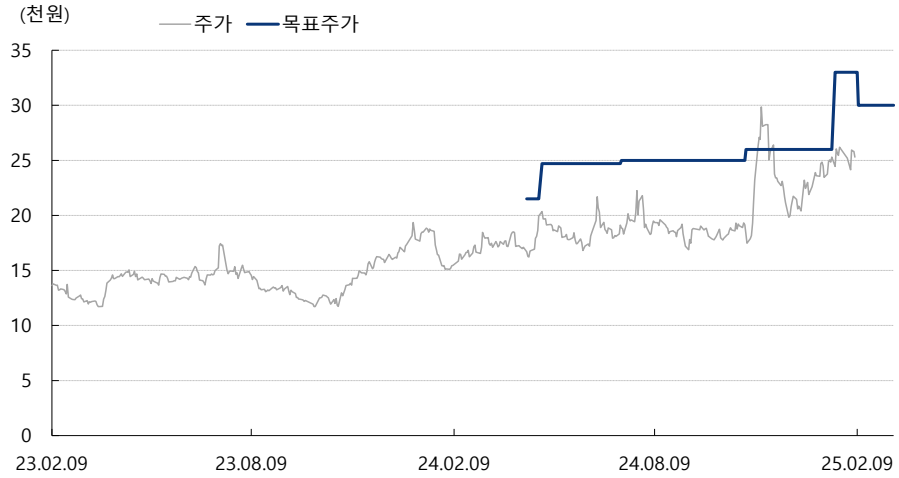
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	4.7	12.1	14.3	25.8	12.7
영업이익 증가율	-65.1	137.6	136.1	-1.4	56.8
순이익 증가율	적전	흑전	33.0	-50.6	50.4
수익성					
ROIC	15.7	23.4	42.8	30.0	36.7
ROA	-2.0	8.3	9.7	4.4	6.1
ROE	-3.6	16.9	19.8	8.7	12.0
안정성					
부채비율	95.4	108.1	97.1	98.1	95.0
순차입금비율	4.7	6.7	6.4	6.5	6.5
이자보상배율	6.8	6.5	14.5	13.6	20.1

한화시스템 [272210]

26년(12M Fwd 기준)실적 비중이 높아지는 6 월 전이 매수기회

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	(10.35)	14.81					
2025.01.20	매수	33,000	(22.53)	(20.61)					
2025.02.10	매수	30,000							

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.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 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_2024.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.9	2.5	0.6	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자가격 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 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하