

한화시스템 (272210)

분기 실적보다 중요한 것

투자의견

BUY(유지)

목표주가

31,000 원(상향)

현재주가

25,300 원(2/7)

시가총액

4,780(십억원)

기계/로보틱스/운송 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 한화시스템의 4분기 실적은 매출액 9,335억원(+19%yoy), 영업이익 291억원(+59%yoy, OPM 3.1%)을 기록하며, 시장 컨센서스 420억원을 하회. 연간 영업이익으로 보면 전년비 79% 성장. 이에 성과급 지급이 늘어났고, 상반기 예상보다 적게 투입된 자체 투자 비용이 하반기 집중되었던 영향. 당기순이익 증가는 외부감사인 의견으로 한화오션 회계처리를 단순투자주식으로 변경하면서 종속관계기업투자 주식처분 3,873억원 반영된 영향
- 2025년 실적 가이드는 방산 및 ICT 모두 10% 매출액 성장 전망. 수주도, 이익도 10% 수준의 동반 성장이 예상된다. 해당 가이드에는 올해 연결로 잡히는 필리핀소 실적이 포함되어있지 않음. 필리핀소는 약 4~5억 달러 규모의 매출 규모에 25년까지는 적자, 26년 이후 턴어라운드 예상되는 점 고려 필요
- 필리핀소는 2020년 이후 수주한 NSMV 5척, SRV 중심 실적 인식 중. 해당 물량들 25~26년 내 소화하고, 이후 수익성 관측은 LNG 추진 컨테이너선 실적 인식 예정(3Q24 스틸커팅). 현 체제로는 연 1~1.5척 동시 건조 CAPA. 정상화되면 연 4척까지도 소화 가능할 전망. 현재 수주 받은 물량들 27년까지 모두 인도되는 스케줄로 추가 수주가 필요한 상황. 상선, 지원함, 함정, MRO 등 다양한 선택지 있음. 한화그룹 협력 통한 운영 효율화 및 외형 성장 기대
- 올해 UAE 천궁 MFR, 국내 L-SAM 양산 돌입. L-SAM은 기존 천궁 수요국들 관심 확인. 미래 파이프라인인 L-SAM 2 및 LAMD 개발도 본격화. 천궁 기준 동사(레이더) 비중은 25~30%. L-SAM 2에서는 체계 업체로 입찰 참여. 기타 대드론체계, 레이저 무기, DIRCM, AESA 레이더, 각종 전투체계 등 동사 보유 첨단 방산 기술 매력 증가할 것
- 25년에는 필리핀소와 방공, 26년에는 우주/위성으로 이어지는 내러티브 확보. 투자의견 Buy 유지하고 목표주가 31,000원으로 상향. 목표주가는 모든 사업 궤도 오르는 2026년 순이익에 글로벌 피어 평균 P/E 10% 할인 적용해 산출. 피어 대비 할인을 낮춘 이유는 기존 방산 사업에 더해지는 조선, 우주 사업에 대한 프리미엄이 상승했기 때문

주가(원, 2/7) 25,300
시가총액(십억원) 4,780

발행주식수 188,919천주
52주 최고가 30,200원
52주 최저가 15,460원
52주 일간 Beta 0.26
60일 일평균거래대금 1,118억원
외국인 지분율 5.9%
배당수익률(2024F) 1.1%

주주구성
한화에어로스페이스(외 3인) 59.5%
국민연금공단(외 1인) 8.2%

	1M	6M	12M
주가상승	2.4%	32.6%	64.1%
상대기준	1.2%	34.4%	67.4%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	31,000	24,000	▲
영업이익(24)	219	192	▲
영업이익(25)	209	216	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	2,453	2,804	3,964	4,333
영업이익	93	219	209	330
세전손익	413	581	209	336
당기순이익	343	445	186	287
EPS(원)	1,849	2,400	1,017	1,568
증감률(%)	흑전	29.9	-57.6	54.1
PER(배)	9.4	10.5	24.9	16.1
ROE(%)	16.9	19.0	7.1	10.3
PBR(배)	1.5	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	14.4	12.8	10.9	8.1

자료: 유진투자증권

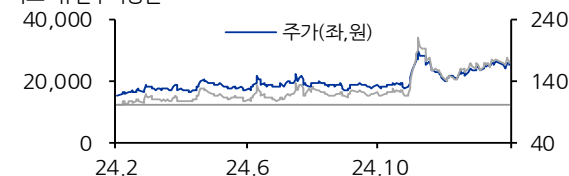


도표 1. 한화시스템 주요 실적 테이블

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P	2025E
매출액(십억원)	440	611	621	782	544	687	639	934	2,458	2,804	3,964
yoy%	2.3	19.6	35.1	-0.8	23.9	12.5	3.0	19.4	12.3	14.1	41.4
방산	292	448	459	617	382	493	468	756	1,817	2,099	2,400
ICT	147	162	161	165	161	190	170	175	636	695	713
신사업	1.0	2.0	1.0	1.0	2.2	4.0	1.8	2.8	5.0	10.8	11.7
영업이익	20	39	46	18	46	84	60	29	123	219	209
opm%	4.6	6.3	7.3	2.3	8.4	12.3	9.4	3.1	5.0	7.8	5.3

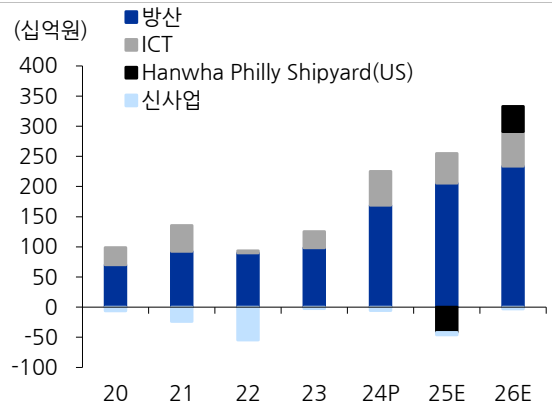
자료: 유진투자증권

도표 2. 한화시스템 밸류에이션

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉠ 당기순이익	287	2026 년
㉢ Target PER(배)	21	글로벌 Peer 평균
㉡기업가치	5,946	㉡=㉠×㉢
㉣ 주식수(천주)	188,919	
㉤ 주당가치(원)	31,475	㉤=㉡/㉣
㉦ 목표주가(원)	31,000	
상승여력(%)	23%	
현재주가(원)	25,300	

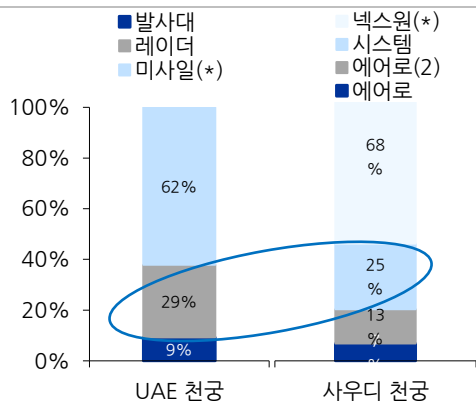
자료: 유진투자증권

도표 3. 한화시스템 부문별 이익 실적/추정치 추이



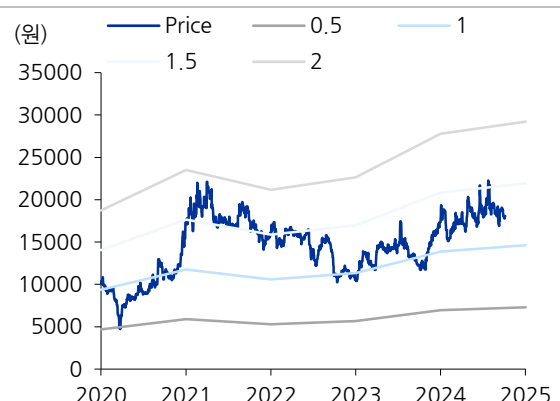
자료: 유진투자증권

도표 4. 방공의 상당 부분을 차지하는 한화시스템



자료: 유진투자증권

도표 5. 한화시스템 12MF PBR 밴드



자료: Quantivise, 유진투자증권

한화시스템(272210.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	3,946	4,483	5,109	5,355	5,659
유동자산	2,327	1,890	2,310	2,365	2,592
현금성자산	1,251	508	849	646	724
매출채권	212	204	237	298	339
재고자산	373	501	541	730	832
비유동자산	1,619	2,593	2,799	2,991	3,067
투자자산	787	1,687	1,740	1,811	1,884
유형자산	274	348	494	618	624
기타	558	559	565	562	559
부채총계	1,927	2,329	2,472	2,581	2,654
유동부채	1,619	1,951	1,876	1,977	2,041
매입채무	219	301	245	331	380
유동성이자부채	109	191	158	158	158
기타	1,290	1,459	1,474	1,488	1,503
비유동부채	308	378	595	604	613
비유동이자부채	105	139	367	367	367
기타	203	239	228	237	246
자본총계	2,019	2,154	2,637	2,775	3,005
지배지분	2,000	2,140	2,624	2,761	2,991
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,100	846	846	846
이익잉여금	117	212	867	1,004	1,235
기타	(147)	(117)	(34)	(34)	(34)
비지배지분	19	14	13	13	13
자본총계	2,019	2,154	2,637	2,775	3,005
총차입금	214	330	525	525	525
순차입금	(1,037)	(178)	(324)	(122)	(199)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	269	83	516	261	454
당기순이익	(81)	343	445	186	287
자산상각비	105	122	128	217	235
기타비현금성손익	150	(205)	139	14	18
운전자본증감	104	(168)	(162)	(157)	(86)
매출채권감소(증가)	(29)	6	(32)	(62)	(41)
재고자산감소(증가)	34	(128)	(41)	(189)	(102)
매입채무증가(감소)	40	42	(21)	86	49
기타	59	(88)	(69)	8	8
투자현금	(679)	(864)	(428)	(413)	(316)
단기투자자산감소	(586)	(32)	(120)	(5)	(5)
장기투자증권감소	(6)	(664)	(25)	(59)	(62)
설비투자	48	132	248	317	217
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(32)	(27)	(25)	(21)	(21)
재무현금	(3)	27	92	(55)	(66)
차입금증가	22	72	141	0	0
자본증가	(30)	(47)	(52)	(55)	(66)
배당금지급	30	47	52	55	66
현금 증감	(409)	(752)	258	(207)	73
기초현금	1,637	1,228	476	734	527
기말현금	1,228	476	734	527	599
Gross Cash flow	174	260	706	418	540
Gross Investment	(11)	1,000	470	565	396
Free Cash Flow	185	(740)	235	(147)	144

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188	2,453	2,804	3,964	4,333
증가율(%)	4.7	12.1	14.3	41.4	9.3
매출원가	1,933	2,149	2,387	3,526	3,758
매출총이익	255	304	417	438	574
판매 및 일반관리비	216	211	198	230	244
기타영업손익	26	(2)	(6)	16	6
영업이익	39	93	219	209	330
증가율(%)	(65.1)	137.6	136.2	(4.8)	58.2
EBITDA	144	215	348	426	565
증가율(%)	(30.7)	49.1	61.8	22.5	32.6
영업외손익	(81)	321	362	1	5
이자수익	25	27	17	24	27
이자비용	6	14	23	24	22
지분법손익	(27)	(46)	(71)	0	0
기타영업손익	(73)	354	439	0	0
세전순이익	(42)	413	581	209	336
증가율(%)	적전	흑전	40.6	(64.0)	60.3
법인세비용	24	57	134	23	48
당기순이익	(81)	343	445	186	287
증가율(%)	적전	흑전	29.8	(58.1)	54.1
지배주주지분	(77)	349	453	192	296
증가율(%)	적전	흑전	29.9	(57.6)	54.1
비지배지분	(4)	(6)	(8)	(6)	(9)
EPS(원)	(405)	1,849	2,400	1,017	1,568
증가율(%)	적전	흑전	29.9	(57.6)	54.1
수정EPS(원)	(405)	1,849	2,400	1,017	1,568
증가율(%)	적전	흑전	29.9	(57.6)	54.1

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(405)	1,849	2,400	1,017	1,568
BPS	10,588	11,327	13,889	14,616	15,833
DPS	250	280	290	350	350
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	9.4	10.5	24.9	16.1
PBR	1.0	1.5	1.8	1.7	1.6
EV/ EBITDA	6.6	14.4	12.8	10.9	8.1
배당수익율	2.4	1.6	1.1	1.4	1.4
PCR	11.4	12.6	6.8	11.4	8.9
수익성(%)					
영업이익율	1.8	3.8	7.8	5.3	7.6
EBITDA이익율	6.6	8.8	12.4	10.7	13.0
순이익율	(3.7)	14.0	15.9	4.7	6.6
ROE	(3.6)	16.9	19.0	7.1	10.3
ROIC	6.0	17.2	24.6	18.7	24.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(51.3)	(8.3)	(12.3)	(4.4)	(6.6)
유동비율	143.8	96.9	123.1	119.6	127.0
이자보상배율	6.8	6.5	9.6	8.8	15.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8
매출채권회전율	11.1	11.8	12.7	14.8	13.6
재고자산회전율	5.6	5.6	5.4	6.2	5.5
매입채무회전율	10.9	9.4	10.3	13.8	12.2

과거 2년간 투자이전 및 목표주가 변동내역				과리율(%)		한화시스템 (272210.KS) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 양승운
추천일자	투자이전	목표가(원)	목표가격 대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가 대비	
2023-12-05	Buy	21,000	1년	-18.5	-5.0	
2024-02-26	Buy	21,000	1년	-16.7	-5.0	
2024-04-09	Buy	21,000	1년	-17.3	-5.0	
2024-04-29	Buy	24,000	1년	-14.8	24.4	
2024-05-21	Buy	24,000	1년	-14.3	24.4	
2024-06-24	Buy	24,000	1년	-12.9	24.4	
2024-08-01	Buy	24,000	1년	-11.4	24.4	
2024-09-10	Buy	24,000	1년	-8.3	24.4	
2025-02-10	Buy	31,000	1년			