한화시스템(272210)

매수(유지)

목표주가: 22,000원(유지)

1Q24 Preview: 잘 키운 방산, 잘 키울 신사업

매출액과 영업이익 모두 컨센서스 부합

연결 매출액은 5,049억원(+14.9% YoY), 영업이익은 227억원(+170.3% YoY, OPM 4.5%)을 기록하며 컨센서스에 부합할 것이다. 방산 부문 중심의 실적 개선이 지속되고 있다. TICN(Tactical Information Communication Network) 4차 양산 등의 국내 사업과 UAE 천궁-II 레이더 등의 해외 사업 모두 순조롭게 진행 중인 것으로 파악된다. 이에 따라 방산 부문 매출액은 3,513억원(+22.2% YoY)을 기록할 것이다. 또한 ICT 부문은 계열사 IT 수요에 힘입어 방산 부문이 이끄는 실적 개선을 뒷받침할 것이다. 한화솔루션 큐셀 미국 사업장 매출 등이 인식되며 ICT 부문 매출액은 1,534억원(+4.4% YoY)을 기록할 것이다.

방산이 제공해주는 안정적인 성장 토대

방산 부문에서 다수의 신규 수주가 발생할 것이다. 먼저 국내 사업의 경우, 연내 KF-21 AESA 레이더 양산 계약을 체결할 것이다. 또한 LAH 2차 양산, UH60 성능 개량 사업 참여가 예상된다. 해외 사업의 경우 LIG넥스원과 사우디아라비아 천궁-II 레이더 양산 계약 체결이 예정되어 있으며, 규모는 1.3조원으로 추정된다. 또한 체계종합 업체의 폴란드 추가 계약에 따른 부품 공급 계약 체결이 예상된다. 이에 더해 루마니아, 중동 등 다양한 지역으로 국내 방산 기업 수출이 증대됨에 따라 핵심 부체계 업체인 한화시스템의 수주잔고 역시 지속적으로 증가할 것이다.

방산 믿고 펼치는 신사업의 꿈

매수의견과 목표주가 22,000원을 유지한다. 우주 사업의 성장 모멘텀에 주목한다. 우주항공청 개청으로 다수의 개발 및 양산 사업 진행이 가속화될 것이다. 다부처 초소형 SAR 위성 사업자 선정을 기다리고 있으며, 이미 자체 발사에 성공한 한화시스템이 우위를 점하고 있다고 판단한다. 또한 호주군 위성통신 사업 LAND 4140 수주 경쟁에도 참여하며 국내와 해외 모두에서 사업이 확대될 것이다. 사업 확대의 유일한 문제는 투자 비용이다. 그러나 걱정은 없다. 방산 부문의 안정적인 실적이 든든한 토대를 제공해주기 때문이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	2,188	39	(77)	(409)	NM	144	NM	6.5	1.0	(3.6)	2.4
2023A	2,453	93	349	1,864	NM	215	9.3	14.4	1.5	16.9	1.6
2024F	2,767	130	105	560	(70.0)	251	30.3	11.8	1.4	4.8	1.7
2025F	3,006	144	141	754	34.7	301	22.5	9.9	1.4	6.3	1.7
2026F	3,467	171	217	1,159	53.6	364	14.6	7.9	1.3	9.2	1.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
65	70	75	52

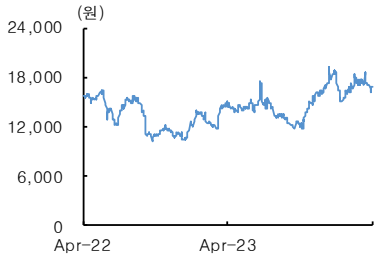
Stock Data

KOSPI(4/22)		2,629
주가(4/22)		16,940
시가총액(십억원)		3,200
발행주식수(백만)		189
52주 최고/최저가(원)		19,350/11,720
일평균거래대금(6개월, 백만원)		26,302
유동주식비율/외국인지분율(%)		35.0/3.9
주요주주(%)	한화에어로스페이스 외 2인	59.5
	국민연금공단	7.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.9)	41.9	17.2
KOSPI 대비(%p)	0.5	31.2	13.9

주가추이

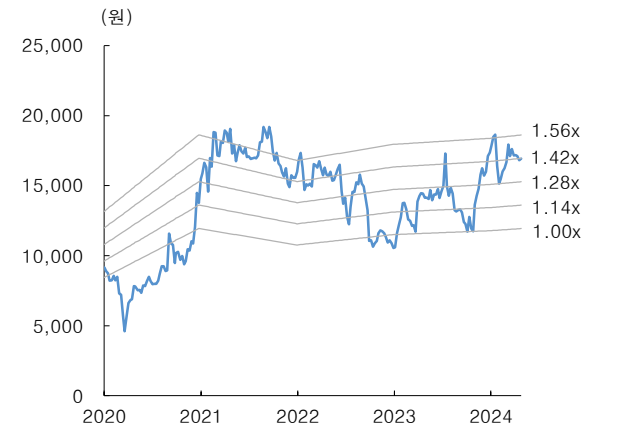


자료: FnGuide

장남현
nh.jang@koreainvestment.com

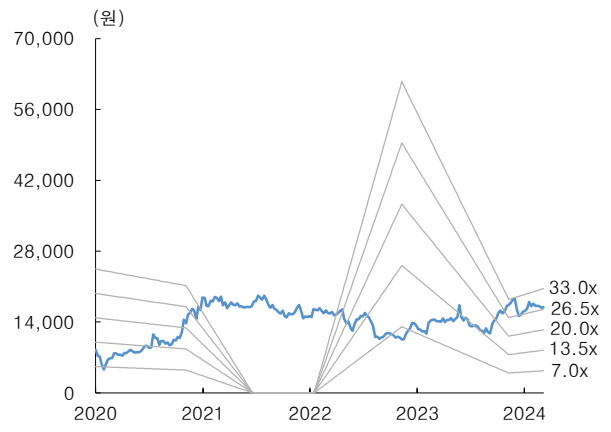
한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] 12개월 선행 PBR



자료: 한국투자증권

[그림 2] 12개월 선행 PER



자료: 한국투자증권

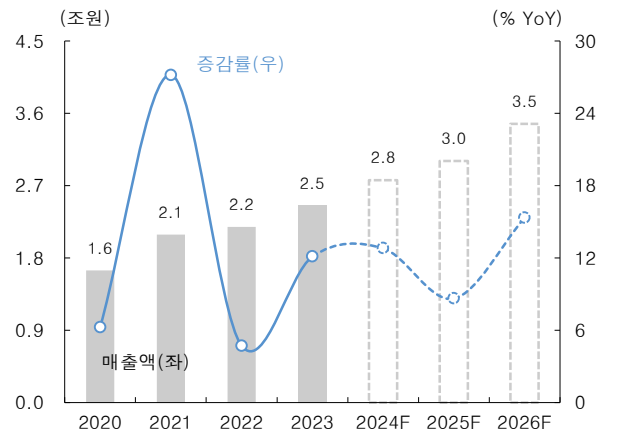
<표 1> 분기 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

구분	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	504.9	504.9	0.0	498.1	1.4
영업이익	22.7	22.9	(1.0)	22.7	(0.3)
영업이익률	4.5	4.5	(0.0)	4.6	(0.1)
순이익	17.5	15.9	10.5	17.5	0.1

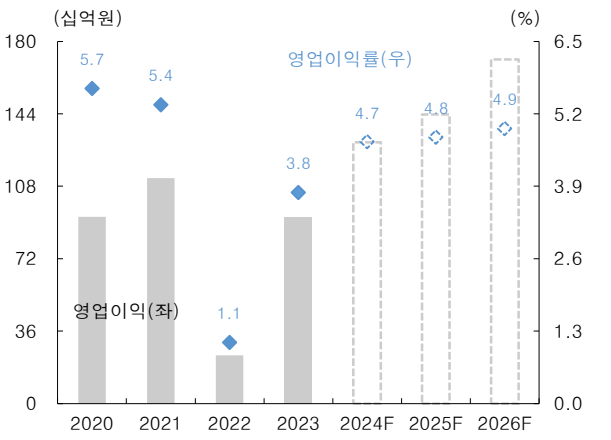
자료: 한국투자증권

[그림 3] 한화시스템 매출액 추이



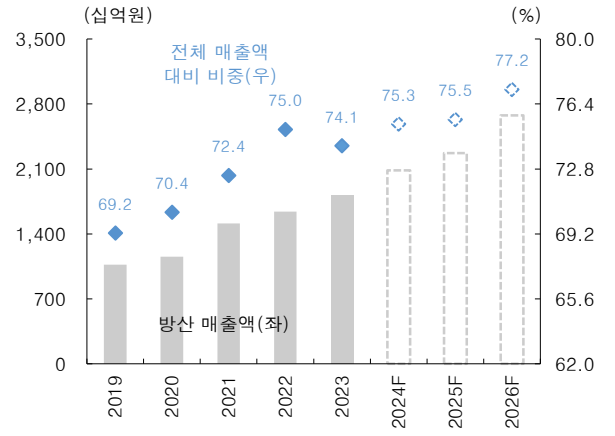
자료: 한화시스템, 한국투자증권

[그림 4] 한화시스템 영업이익 추이



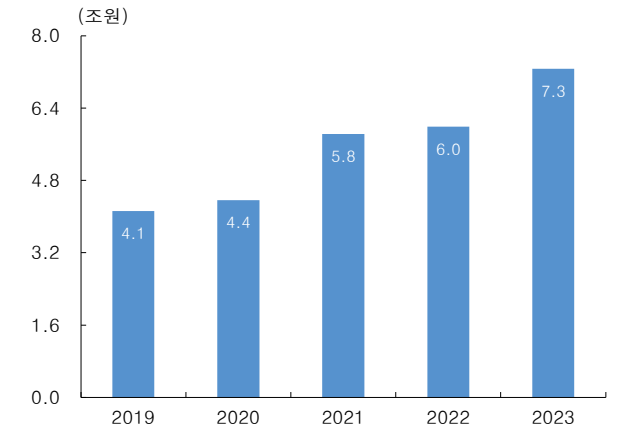
자료: 한화시스템, 한국투자증권

[그림 5] 방산 매출 지속적으로 증가



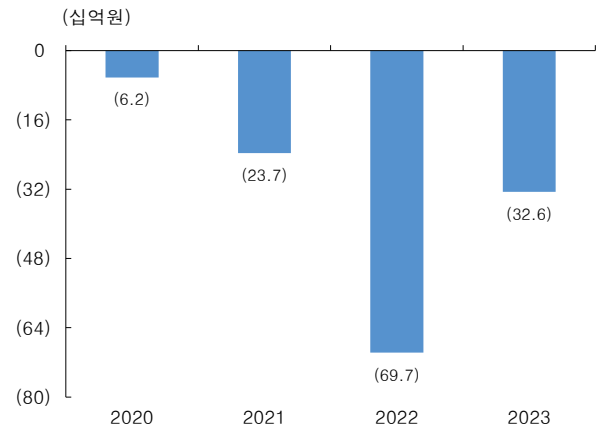
자료: 한화시스템, 한국투자증권

[그림 6] 수주잔고 꾸준히 증가



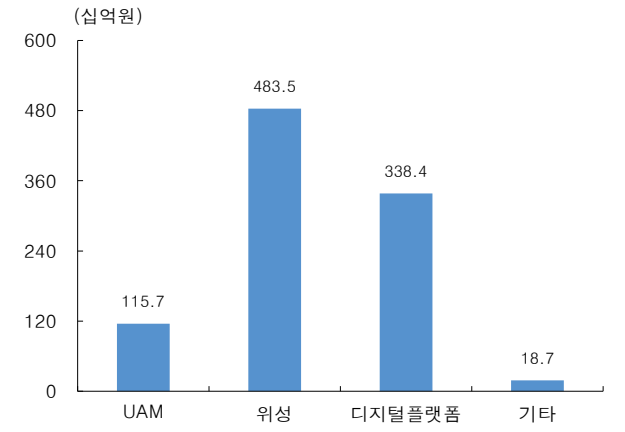
자료: 한화시스템, 한국투자증권

[그림 7] 신사업 부문 영업이익 적자 지속



자료: 한화시스템, 한국투자증권

[그림 8] 신사업 관련 투자 진행 상황



주: 2023년까지의 투자 금액
자료: 한화시스템, 한국투자증권

<표 2> 한화시스템 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액(연결)	439.5	610.7	620.8	782.1	504.9	668.6	670.8	922.8	2,188.0	2,453.1	2,767.1	3,005.9
방산	292.4	448.1	459.4	617.1	351.3	501.8	501.5	728.5	1,640.8	1,817.0	2,083.1	2,270.6
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	153.4	166.6	169.2	194.1	546.6	635.6	683.4	734.9
신사업	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.6	0.5	0.5	0.5
매출액 증감률(연결)	*2.3*	*19.6*	*35.1*	*(0.8)*	*14.9*	*9.5*	*8.1*	*18.0*	*4.7*	*12.1*	*12.8*	*8.6*
방산	*(7.4)*	*17.1*	*37.2*	*1.5*	*20.2*	*12.0*	*9.2*	*18.1*	*8.4*	*10.7*	*14.6*	*9.0*
ICT	*29.1*	*27.3*	*29.8*	*(8.8)*	*4.4*	*2.6*	*4.9*	*17.7*	*(5.1)*	*16.3*	*7.5*	*7.5*
영업이익(연결)	8.4	25.9	37.3	21.2	22.7	27.0	32.6	47.7	24.0	92.9	129.9	143.7
전년대비 증감률	*(44.7)*	*57.9*	*6,796.2*	*NM*	*170.3*	*4.1*	*(12.7)*	*124.6*	*(78.6)*	*286.6*	*39.9*	*10.6*
영업이익률	*1.9*	*4.2*	*6.0*	*2.7*	*4.5*	*4.0*	*4.9*	*5.2*	*1.1*	*3.8*	*4.7*	*4.8*

자료: 한화시스템, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**2,188**	**2,453**	**2,767**	**3,006**	**3,467**
매출원가	1,933	2,149	2,410	2,618	3,019
매출총이익	255	304	357	388	447
판매관리비	216	211	227	244	276
영업이익	**39**	**93**	**130**	**144**	**171**
영업이익률(%)	*1.8*	*3.8*	*4.7*	*4.8*	*4.9*
EBITDA	144	215	251	301	364
EBITDA Margin(%)	*6.6*	*8.8*	*9.1*	*10.0*	*10.5*
영업외수익	(81)	320	(11)	17	76
금융수익	35	32	19	19	20
금융비용	12	18	16	14	15
기타영업외손익	(78)	336	(11)	(12)	(14)
관계기업관련손익	(27)	(30)	(3)	25	85
세전계속사업이익	**(42)**	**413**	**119**	**161**	**247**
법인세비용	24	57	17	22	34
연결당기순이익	(81)	343	103	139	213
지배주주지분순이익	**(77)**	**349**	**105**	**141**	**217**
지배주주순이익률(%)	*(3.5)*	*14.2*	*3.8*	*4.7*	*6.3*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	4.7	12.1	12.8	8.6	15.3
영업이익 증가율	(65.1)	137.6	39.9	10.6	19.0
지배주주순이익 증가율	NM	NM	(70.0)	34.7	53.6
EPS 증가율	NM	NM	(70.0)	34.7	53.6
EBITDA 증가율	(30.7)	49.1	17.0	19.7	21.0

재무상태표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**3,946**	**4,483**	**4,553**	**4,708**	**4,964**
유동자산	2,327	1,890	1,925	2,015	2,243
현금성자산	1,228	476	450	465	554
매출채권및기타채권	212	204	230	250	289
재고자산	373	501	525	570	658
비유동자산	1,619	2,593	2,628	2,693	2,722
투자자산	591	1,480	1,433	1,436	1,441
유형자산	274	348	414	459	459
무형자산	558	559	559	559	559
부채총계	**1,927**	**2,329**	**2,348**	**2,417**	**2,513**
유동부채	1,619	1,951	1,932	1,980	2,032
매입채무및기타채무	219	301	339	369	425
단기차입금및단기사채	80	132	44	62	57
유동성장기부채	0	30	60	60	60
비유동부채	308	378	416	437	481
사채	30	50	58	55	55
장기차입금및금융부채	75	89	89	89	89
자본총계	**2,019**	**2,154**	**2,205**	**2,291**	**2,451**
지배주주지분	2,000	2,140	2,192	2,281	2,445
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,100	1,100	1,100	1,100
기타자본	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)
이익잉여금	117	212	265	354	518
비지배주주지분	**19**	**14**	**12**	**10**	**6**
순차입금	(1,037)	(178)	(206)	(208)	(308)

현금흐름표

(단위: 십억원)

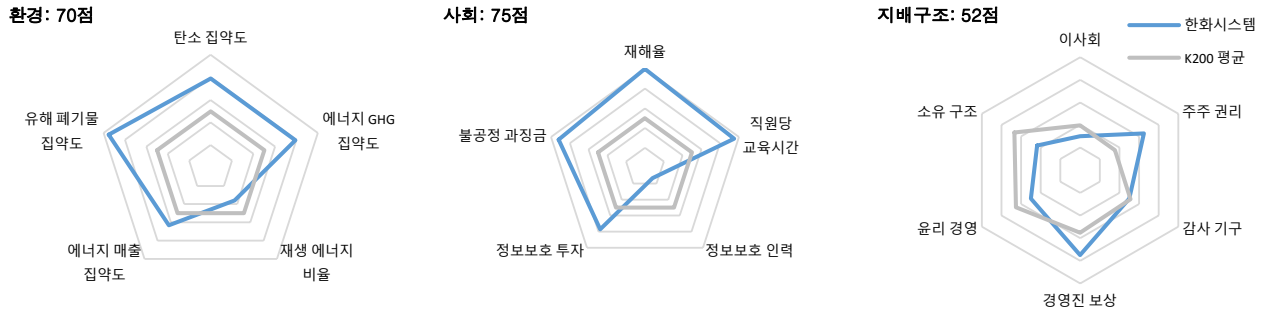
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	**269**	**83**	**237**	**244**	**286**
당기순이익	(81)	343	103	139	213
유형자산감가상각비	77	99	98	134	170
무형자산상각비	28	23	23	23	23
자산부채변동	104	(168)	(18)	(47)	(74)
기타	141	(214)	31	(5)	(46)
투자활동현금흐름	**(679)**	**(864)**	**(162)**	**(195)**	**(143)**
유형자산투자	(48)	(132)	(164)	(179)	(170)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(596)	(701)	45	22	79
무형자산순증	(32)	(27)	(23)	(23)	(23)
기타	(3)	(4)	(20)	(15)	(29)
재무활동현금흐름	**(3)**	**27**	**(100)**	**(33)**	**(54)**
자본의증가	6	1	0	0	0
차입금의순증	22	72	(50)	16	(6)
배당금지급	(30)	(47)	(52)	(52)	(52)
기타	(1)	1	2	3	4
기타현금흐름	5	2	0	0	0
현금의증가	**(409)**	**(752)**	**(26)**	**15**	**89**
FCF	268	38	65	65	116

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(409)	1,864	560	754	1,159
BPS	10,769	11,507	11,784	12,254	13,124
DPS	250	280	280	280	280
수익성(%)					
ROA	(2.1)	8.1	2.3	3.0	4.4
ROE	(3.6)	16.9	4.8	6.3	9.2
배당수익률	2.4	1.6	1.7	1.7	1.7
배당성향	NM	15.0	50.0	37.1	24.2
안정성					
부채비율(x)	95.4	108.1	106.5	105.5	102.5
차입금/자본총계비율(%)	10.6	15.3	12.7	13.0	11.9
이자보상배율(x)	6.8	6.5	9.8	12.8	14.4
순차입금/EBITDA(x)	-7.2	-0.8	-0.8	-0.7	-0.8
Valuation(x)					
PER	NM	9.3	30.3	22.5	14.6
최고	NM	9.5	35.6	26.4	17.2
최저	NM	5.5	26.7	19.8	12.9
PBR	1.0	1.5	1.4	1.4	1.3
최고	1.7	1.5	1.7	1.6	1.5
최저	0.9	0.9	1.3	1.2	1.1
PSR	0.9	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	6.5	14.4	11.8	9.9	7.9

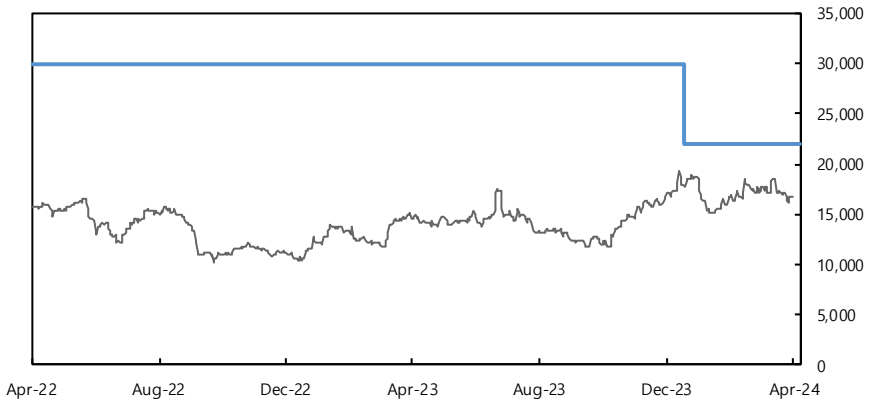
KIS ESG Indicator



자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한화시스템 (272210)	2021.10.01	매수	30,000원	-48.9	-41.5
	2022.10.01	1년경과		-56.5	-41.8
	2023.10.01	1년경과		-51.0	-35.5
	2024.01.08	매수	22,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 4월 23일 현재 한화시스템 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 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. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.7%	15.3%	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 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 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 리서치본부에서 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 리서치본부에서 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.