

2024. 7. 31



▲ 방위산업

Analyst 이지호

02. 6454-4885

jiholee@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)적정주가 (12개월) **26,000 원**현재주가 (7.30) **20,500 원**상승여력 **26.8%**

KOSPI 2,738.19pt

시가총액 38,728억원

발행주식수 18,892만주

유동주식비율 35.02%

외국인비중 6.76%

52주 최고/최저가 22,250원/11,720원

평균거래대금 592.0억원

주요주주(%)

한화에어로스페이스 외 2 인 59.53

국민연금공단 7.17

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 8.7 33.0 43.7

상대주가 11.1 21.4 36.8

주가그래프



한화시스템 272210

증명의 연속

- ✓ 2Q24P 매출액 6,873억원(YoY +12.6%), 컨센서스 부합
- ✓ 2Q24P 영업이익 798억원(YoY +167.1%), 컨센서스 +79.2% 상회
- ✓ 연간 실적 방향성 변함없는 가운데 상반기에 주요 사업 집중 → 상고하저의 흐름
- ✓ 체계업체의 성장에 동행하며 방산 수출비중 상승 추세 지속되는 중
- ✓ 필리핀조선소 인수에 대한 기대와 불안: 미 함정 MRO 진출 Vs. 단기 수익성 악화
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 26,000원 상향

2Q24 Review: 상저하고에서 상고하저로 바뀌었을 뿐

동사의 당분기 매출액은 6,873억원(QoQ +26.3%, YoY +12.6%), 영업이익은 798억원(QoQ +103.3%, YoY +167.1%, OPM 11.6%)을 기록, 2개 분기 연속 컨센서스를 대폭 상회했다. 방산부문의 UAE/사우디항 MFR 매출 확대 및 폴란드항 K2 부품 인도 집중되며 수출비중이 18%까지 확대(Vs. 4Q23 8% / 1Q24 17%)된 점과 ICT부문의 고 수익성 사업 본격화가 호실적의 주요 원인으로 판단된다. 추가적으로 방산부문의 국내양산사업의 정산이익 1회성 효과와 자체투자개발비가 하반기로 다수 이월된 부분도 확인되었다. 연간 실적 방향성 변함 없는 가운데 다수의 긍정적인 효과가 상반기에 집중되었기에 하반기 실적 눈높이는 자연스레 하향 조정될 전망이다.

체계업체와 동반 성장, 낙수효과는 점차 강화

체계업체들의 수출 호조에 동행하는 사업구조를 바탕으로 점진적인 수출비중 확대, 그리고 이로 인한 방산부문 실적의 성장 흐름에는 변함이 없다. 현재 K2/ K9항 부품(대당 단가의 4~6%)과 천궁-4항 MFR(전체 규모의 약 30%)이 대표적이며, 중 장기적으로 전투기/잠수함 부품(대당 단가의 15% 수준)까지 확대될 여지가 있다. 확대되는 국산무기의 수출 포트폴리오에 따른 수혜가 예상되며, 해외 체계업체항 직납까지 예정되어 있어 추가적인 성장동력 확보에 대한 기대 또한 존재한다.

투자의견 Buy, 적정주가 26,000원으로 상향

국내사업 마진율 개선과 해외사업 비중 추정치 확대를 바탕으로 내년 실적 추정치를 상향했으며, 산정 시점 변경으로 인해 적정주가를 26,000원으로 소폭 상향한다. 다만 내년부터 연결실적에 반영될 가능성이 높은 필리핀조선소의 실적 불확실성이 높은 상황, 미국 함정 MRO 사업 진출에 대한 기대감과 단기 수익성 악화에 대한 우려 혼재하는 상황은 사측의 사업계획 및 가이던스 제시 이후 해소될 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	2,188.0	39.1	-76.6	-405	적전	10,588	-26.0	1.0	6.8	-3.6	95.4
2023	2,453.1	92.9	349.2	1,849	흑전	11,327	9.4	1.5	14.5	16.9	108.1
2024E	2,859.5	167.2	125.5	664	-64.7	11,504	30.9	1.8	15.3	5.8	138.2
2025E	3,154.9	213.0	202.8	1,074	61.2	12,300	19.1	1.7	12.7	9.0	138.7
2026E	3,354.5	232.1	277.8	1,470	36.9	13,493	13.9	1.5	11.3	11.4	132.9

표1 한화시스템 2Q24 실적 Review

(십억원)	2Q24P	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	687.3	610.7	12.5	544.4	26.3	673.7	2.0	683.7	0.5
영업이익	79.8	25.9	207.9	39.3	103.4	44.6	79.2	42.3	88.7
세전이익	8.6	109.0	-92.1	60.8	-85.9	40.2	-78.7	45.0	-81.0
순이익	28.3	76.3	-62.9	51.8	-45.4	27.8	1.8	36.7	-22.9
영업이익률(%)	11.6	4.2		7.2		6.6		6.2	
순이익률(%)	4.1	12.5		9.5		4.1		5.4	

자료: 회사명, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화시스템 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	687.3	707.9	920.0	2,453.1	2,859.5	3,154.9
방산부문	292.4	448.1	459.4	617.1	381.7	493.2	540.6	746.8	1,817.0	2,162.4	2,418.7
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	160.5	190.1	165.3	171.1	635.6	687.0	728.2
영업이익	12.3	29.9	39.7	11.0	39.3	79.8	26.6	21.5	92.9	167.2	213.0
% OP	2.8%	4.9%	6.4%	1.4%	7.2%	11.6%	3.8%	2.3%	3.8%	5.8%	6.8%
세전이익	228.4	112.7	53.9	18.5	59.5	8.6	29.3	25.8	413.5	123.2	240.7
순이익(지배)	186.4	76.3	42.8	43.7	51.8	28.3	24.1	21.3	349.2	125.5	202.8
% YoY											
매출액	2.3	19.6	35.1	-0.8	23.9	12.6	14.0	17.6	12.1	16.6	10.3
영업이익	-18.9	82.0	7,233.5	흑전	219.2	167.0	-33.0	95.7	286.6	80.0	27.4
세전이익	1,225.5	흑전	485.0	흑전	-74.0	-92.4	-45.6	39.7	흑전	-70.2	95.3
순이익(지배)	1,504.7	흑전	1,099.7	흑전	-72.2	-62.9	-43.8	-51.3	흑전	-64.1	61.7
% QoQ											
매출액	-44.3	38.9	1.7	26.0	-30.4	26.3	3.0	30.0			
영업이익	흑전	143.1	32.8	-72.4	258.1	103.3	-66.7	-19.3			
세전이익	흑전	-50.7	-52.2	-65.7	221.4	-85.6	242.4	-11.9			
순이익(지배)	흑전	-59.0	-43.9	2.0	18.5	-45.4	-15.0	-11.5			

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한화시스템 실적 전망치 변경: 국내사업 수익성 개선 & 방산 수출 비중 확대 반영

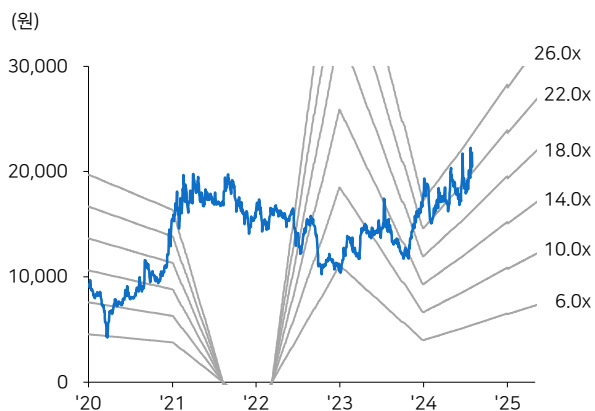
(십억원)	변경전		변경후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	2836.5	3043.2	2859.5	3154.9	0.8%	3.7%
영업이익	146.8	195.1	167.2	213.0	13.9%	9.2%
세전이익	169.1	222.2	123.2	240.7	-27.1%	8.3%
순이익 (지배주주)	141.1	181.0	125.5	202.8	-11.1%	12.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

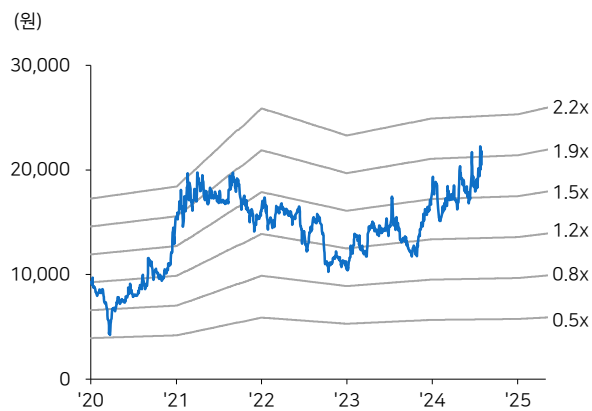
표4 한화시스템 적정주가 2.6만원으로 상향: 산정 시점 변경으로 인한 적용 EPS 상승

항목	Fair Value	주요 가정
Peer Group PER (배)	24.6	글로벌 C4의 2025E PER & 글로벌 위성개발/제조 2025E PER의 평균치 사용
Target PER (배)	24.6	
2025E Fwd EPS (원)	1,074	
주당 주주가치 (원)	26,412	
주당 적정가치 (원)	26,000	
현재가 (원)	20,500	
상승여력 (%)	26.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화시스템 12M Fwd PER 밴드 차트

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화시스템 12M Trailing PBR 밴드 차트

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 한화시스템-한화오션의 필리조선소 인수 (지분율: 시스템 60% / 오션 40%)**South Korea's Hanwha To Acquire Philly Shipyard**

자료: NAVAL News

한화시스템 (272210)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,188.0	2,453.1	2,859.5	3,154.9	3,354.5
매출액증가율(%)	4.7	12.1	16.6	10.3	6.3
매출원가	1,932.6	2,148.8	2,467.6	2,669.1	2,832.4
매출총이익	255.4	304.3	391.9	485.8	522.2
판매관리비	216.3	211.4	224.8	272.8	290.1
영업이익	39.1	92.9	167.2	213.0	232.1
영업이익률(%)	1.8	3.8	5.8	6.8	6.9
금융손익	23.1	13.9	-5.5	-6.8	0.6
종속/관계기업손익	-26.7	-29.8	-79.2	34.5	96.9
기타영업외손익	-77.5	336.4	42.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	-42.0	413.5	124.6	240.7	329.5
법인세비용	23.7	57.4	2.3	45.7	62.6
당기순이익	-80.8	343.1	121.0	194.9	266.9
지배주주지분 손이익	-76.6	349.2	125.5	202.8	277.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	268.6	83.4	-153.6	283.3	280.5
당기순이익(손실)	-80.8	343.1	121.0	194.9	266.9
유형자산상각비	77.2	98.7	92.8	90.6	87.1
무형자산상각비	27.8	23.2	9.8	7.0	6.8
운전자본의 증감	104.4	-167.8	-442.4	25.2	16.5
투자활동 현금흐름	-679.4	-863.7	-207.6	-53.2	12.0
유형자산의증가(CAPEX)	-48.3	-132.3	-109.9	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	-405.6	-919.0	-137.0	30.8	94.6
재무활동 현금흐름	-2.7	26.7	89.0	-117.3	-81.0
차입금의 증감	54.4	116.3	147.8	-64.9	-28.7
자본의 증가	0.6	14.6	-255.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-408.6	-752.1	-271.2	112.8	211.4
기초현금	1,636.8	1,228.2	476.1	204.9	317.7
기말현금	1,228.2	476.1	204.9	317.7	529.1

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,326.8	1,890.1	2,551.5	2,916.3	3,292.9
현금및현금성자산	1,228.2	476.1	204.9	317.7	529.1
매출채권	198.0	200.4	413.9	458.4	487.5
재고자산	373.0	501.1	589.4	652.7	694.2
비유동자산	1,618.8	2,593.1	2,656.7	2,642.8	2,631.2
유형자산	274.4	347.7	361.4	350.8	343.7
무형자산	557.8	558.9	547.7	540.7	533.9
투자자산	591.3	1,480.5	1,538.3	1,542.0	1,544.3
자산총계	3,945.6	4,483.2	5,208.2	5,559.1	5,924.1
유동부채	1,618.5	1,951.4	2,455.2	2,617.7	2,738.1
매입채무	117.8	163.1	228.0	252.5	268.5
단기차입금	80.0	132.3	260.0	200.0	188.0
유동성장기부채	0.0	30.0	30.0	20.0	0.0
비유동부채	308.1	377.7	566.9	612.7	642.7
사채	30.0	49.9	49.9	49.9	49.9
장기차입금	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
부채총계	1,926.7	2,329.1	3,022.1	3,230.4	3,380.8
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,085.5	1,100.1	844.8	844.8	844.8
기타포괄이익누계액	-112.6	-83.2	-69.9	-69.9	-69.9
이익잉여금	116.9	212.5	487.8	638.3	863.7
비지배주주지분	18.6	14.3	12.9	5.0	-5.9
자본총계	2,019.0	2,154.1	2,186.1	2,328.7	2,543.3

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	11,582	12,985	15,136	16,700	17,757
EPS(지배주주)	-405	1,849	664	1,074	1,470
CFPS	921	1,376	1,540	1,644	1,726
EBITDAPS	762	1,137	1,428	1,644	1,726
BPS	10,588	11,327	11,504	12,300	13,493
DPS	250	280	280	280	280
배당수익률(%)	2.4	1.6	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	-26.0	9.4	30.9	19.1	13.9
PCR	11.4	12.6	13.3	12.5	11.9
PSR	0.9	1.3	1.4	1.2	1.2
PBR	1.0	1.5	1.8	1.7	1.5
EBITDA(십억원)	144.0	214.8	269.8	310.6	326.0
EV/EBITDA	6.8	14.5	15.3	12.7	11.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.6	16.9	5.8	9.0	11.4
EBITDA 이익률	6.6	8.8	9.4	9.8	9.7
부채비율	95.4	108.1	138.2	138.7	132.9
금융비용부담률	0.3	0.6	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	6.8	6.5	8.4	11.7	14.1
매출채권회전율(x)	11.7	12.3	9.3	7.2	7.1
재고자산회전율(x)	5.6	5.6	5.2	5.1	5.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화시스템 (272210) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.10.11	산업분석	Buy	17,000	이지호	-9.5	13.8	한화시스템 적정주가
2024.01.22	기업브리프	Buy	23,000	이지호	-22.1	-3.3	
2024.07.31	기업브리프	Buy	26,000	이지호	-	-	