



BUY(Maintain)

목표주가: 16,000원
주가(10/27): 11,150원

시가총액: 21,065억원

항공우주/스물덱 Analyst 이한결
gksruf9212@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/27)		2,288.78pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	17,350 원	10,250원
등락률	-35.7%	8.8%
수익률	절대	상대
1M	-7.9%	-10.5%
6M	-29.4%	-18.6%
1Y	-34.8%	-14.3%

Company Data

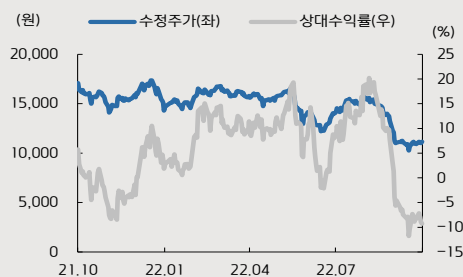
발행주식수	188,919 천주
일평균 거래량(3M)	856천주
외국인 지분율	3.5%
배당수익률(22E)	1.4%
BPS(22E)	11,451원
주요 주주	한화에어로스페이스 외 7 인 59.6%

투자지표

(십억원, IFRS)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,642.9	2,089.5	2,142.3	2,413.0
영업이익	92.9	112.0	43.6	90.8
EBITDA	192.6	208.0	142.3	197.7
세전이익	79.1	128.1	-3.2	60.7
순이익	93.6	97.9	-29.0	46.0
지배주주지분순이익	93.6	98.3	-29.2	46.2
EPS(원)	758	630	-154	245
증감률(% YoY)	20.3	-16.9	적전	흑전
PER(배)	20.4	25.4	N/A	45.6
PBR(배)	1.85	1.36	0.97	0.97
EV/EBITDA(배)	8.0	7.4	11.4	11.0
영업이익률(%)	5.7	5.4	2.0	3.8
ROE(%)	9.4	6.0	-1.3	2.1
순차입금비율(%)	-35.6	-67.2	-23.2	2.0

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



한화시스템 (272210)

보다 멀리 봐야할 때



주요 방산 프로젝트의 비중 변화와 ICT 사업부의 신규 사업 개발 지연으로 매출이 감소하였고 신사업의 투자가 지속되면서 이익이 크게 감소하였다. 4분기는 방산 부문에서 폴란드형 K2, K9의 부품 수주와 ICT 부문에서 신사업 및 캡티브 수주의 증가가 기대된다. 향후 동사의 성장 모멘텀은 UAM, 저궤도 위성 등 신사업에서의 성과가 관건이기 때문에 2023년 예정된 이벤트를 주목할 필요가 있다.

>>> 3분기 영업이익 5억원, 컨센서스 하회

3분기 매출액 4,594억(yoy -17.6%), 영업이익 5억원(yoy -98.9%, OPM 0.1%)을 기록하며 시장 기대치를 크게 하회했다. 방산 부문에서 IFF MODE 5, TICN 3차 양산의 인도분 변경 등이 반영되며 전년 동기 대비 매출이 감소하였다. ICT 사업 부문은 차세대 생명보험 코어 사업의 기간이 연장된 여파가 매출과 이익의 감소에 영향을 미쳤다. 또한, UAM, 위성 등 신사업과 관련된 비용 집행이 지속되고 있고 ICT 사업부의 인력 보충으로 인한 인건비의 증가가 전사 이익률 축소로 이어졌다.

>>> 폴란드형 방산 수주와 ICT 수주 정상화 기대

4분기는 신규 수주로 폴란드형 K2, K9 수출과 관련된 부품 수주가 기대되는 상황이다. 이 외에도 LINK22, SAR 위성체 등 우주와 방산 분야에서 추가적인 프로젝트의 수주가 예정되어 있다. ICT 부문에서도 신규 생명보험 코어 사업 수주와 한화 그룹의 사업 구조 개편으로 인한 캡티브 수주 물량의 증가가 기대가 된다.

4분기 매출액은 7,428억원(yoy +9.3%), 영업이익 115억원(yoy +57%)을 전망한다. 방산 부문에서 TICN 4차 양산, 군 위성 통신의 조기 전력화, K2 3차 양산으로 매출 성장에 기여할 것이다. 방산 부문의 성장세는 견조하게 유지되고 있고 ICT 부문의 신규 사업 개발이 완료되고 수주가 정상화되면서 매출 성장과 이익 개선을 기대한다.

>>> 2023년 신사업 타임라인이 관건

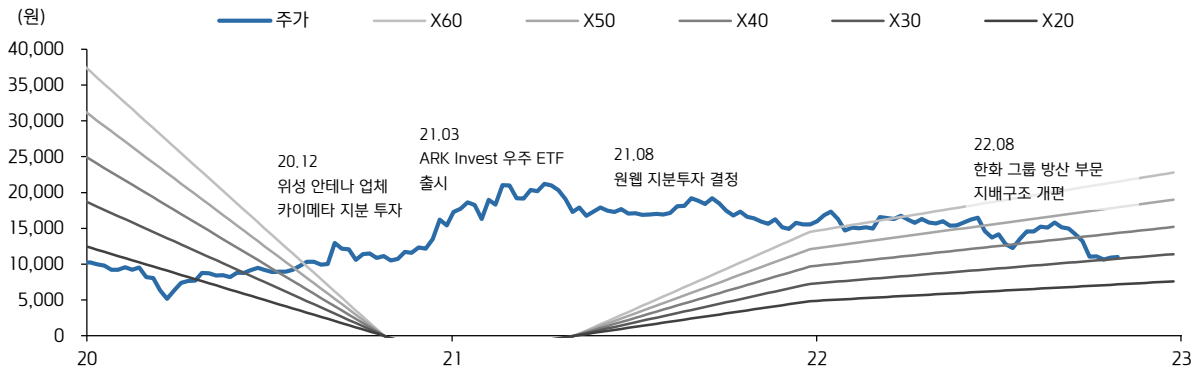
향후 동사의 주가 방향성은 신사업에서의 성과가 중요하게 작용할 것이다. 2023년은 진행중인 신사업과 관련된 다양한 이벤트가 진행되며 모멘텀을 형성할 것으로 기대한다. UAM 사업과 관련하여 오버에어와 개발 중인 기체의 최초 비행을 위한 초기 시험 모델의 완성이 상반기 중으로 완료될 것이다. 또한, 원웹의 저궤도 위성 서비스가 본격화됨에 따라 한국 서비스를 시작하기 위한 협력이 진행될 것이다. 이 외에도 디지털 플랫폼, 위성 통신 안테나, 차량용 나이트 비전 등 신사업에 대한 투자가 지속될 것으로 전망한다. 이에 투자 의견 BUY와 목표주가 16,000원은 유지한다.

한화시스템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	366.7	485.9	557.4	679.5	429.6	510.5	459.4	742.8	2,089.5	2,142.3	2,413.0
(YoY)	29.9%	50.4%	46.8%	3.3%	17.1%	5.1%	-17.6%	9.3%	27.2%	2.5%	12.6%
방산	231.1	367.4	401.6	513.4	315.6	382.7	334.8	572.3	1,513.5	1,605.4	1,826.6
ICT	135.6	118.5	155.8	166.1	113.9	127.6	124.3	170.2	576.0	536.0	585.4
신사업	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.0	0.9	2.1
영업이익	30.7	31.4	42.6	7.3	15.2	16.4	0.5	11.5	112.0	43.7	90.8
(YoY)	180.8%	72.4%	-4.7%	-61.4%	-50.5%	-47.7%	-98.9%	57.0%	20.7%	-61.0%	108.0%
OPM	8.4%	6.5%	7.6%	1.1%	3.5%	3.2%	0.1%	1.6%	5.4%	2.0%	3.8%
순이익	23.8	22.0	31.2	20.9	10.6	-46.4	2.6	4.5	97.9	-28.7	46.0
(YoY)	148.0%	69.3%	-0.5%	-47.4%	-55.4%	적전	-91.8%	-78.2%	4.6%	적전	흑전
NPM	6.5%	4.5%	5.6%	3.1%	2.5%	-9.1%	0.6%	0.6%	4.7%	-1.3%	1.9%

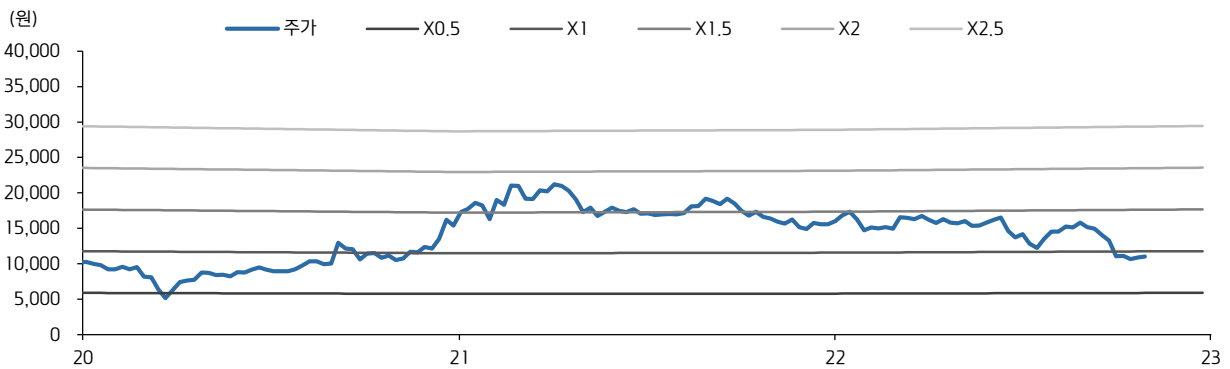
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/E 밴드 차트



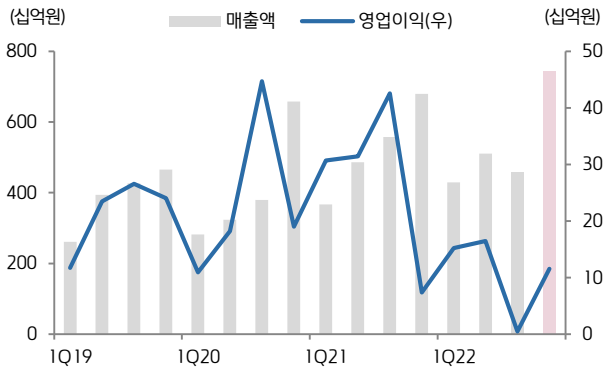
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/B 밴드 차트



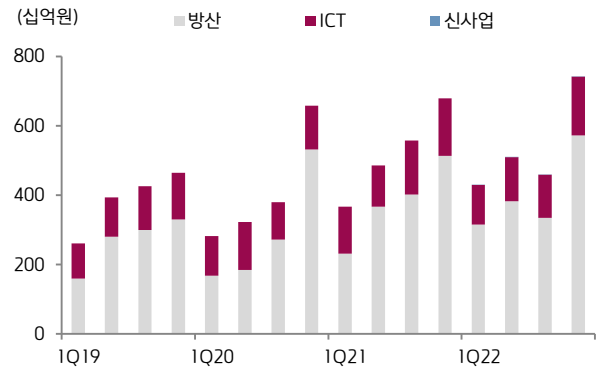
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



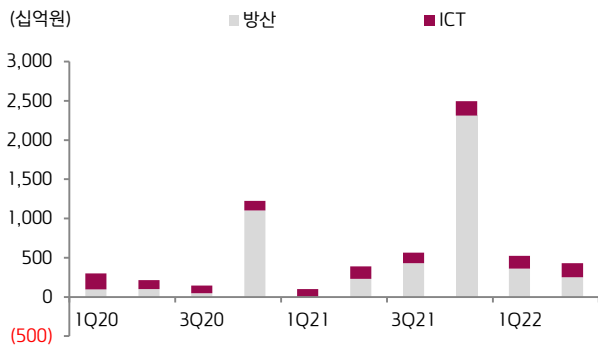
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



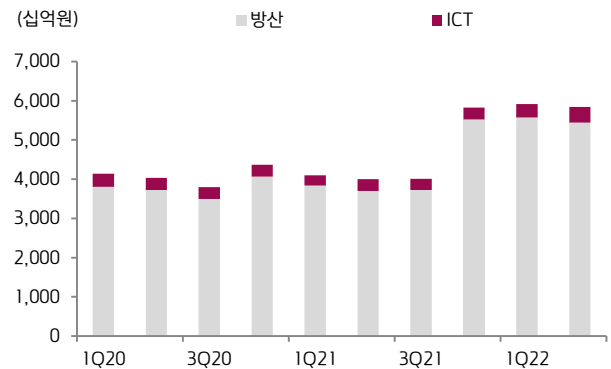
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 신규 수주 추이



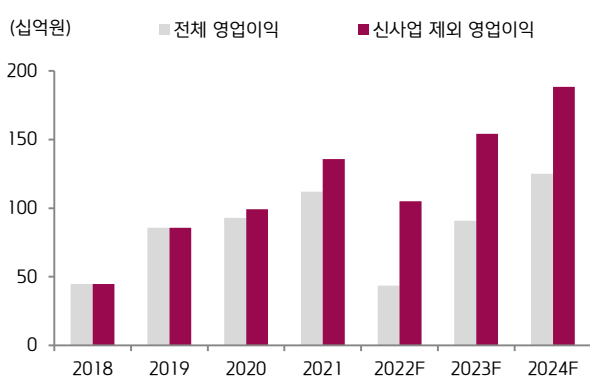
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 수주 잔고 추이



자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

신사업 제외 영업이익 추이 및 전망



자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

신사업 투자 히스토리

	UAM	위성	디지털 플랫폼	기타
3Q22	-	119억원	171억원	-
2Q22	646억원	8억원	69억원	-
1Q22	-	3,786억원	2,178억원	-
2021	351억원	542억원	786억원	187억원

자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,642.9	2,089.5	2,142.3	2,413.0	2,566.1
매출원가	1,395.3	1,805.9	1,880.4	2,092.0	2,198.5
매출총이익	247.5	283.6	261.9	321.1	367.6
판매비	154.7	171.6	218.3	230.3	242.5
영업이익	92.9	112.0	43.6	90.8	125.1
EBITDA	192.6	208.0	142.3	197.7	233.5
영업외손익	-13.8	16.0	-46.8	-30.1	-30.1
이자수익	6.4	8.5	8.0	1.4	1.3
이자비용	6.2	4.2	4.2	4.2	4.2
외환관련이익	0.4	2.0	0.6	0.6	0.6
외환관련손실	2.5	0.2	0.2	0.2	0.2
종속 및 관계기업손익	-4.3	-10.2	-23.6	-23.6	-23.6
기타	-7.6	20.1	-27.4	-4.1	-4.0
법인세차감전이익	79.1	128.1	-3.2	60.7	94.9
법인세비용	-14.5	30.2	25.8	14.7	23.0
계속사업손익	93.6	97.9	-29.0	46.0	72.0
당기순이익	93.6	97.9	-29.0	46.0	72.0
지배주주순이익	93.6	98.3	-29.2	46.2	72.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.3	27.2	2.5	12.6	6.3
영업이익 증감율	8.3	20.6	-61.1	108.3	37.8
EBITDA 증감율	10.7	8.0	-31.6	38.9	18.1
지배주주순이익 증감율	28.4	5.0	-129.7	-258.2	56.5
EPS 증감율	20.3	-16.9	적전	흑전	56.4
매출총이익율(%)	15.1	13.6	12.2	13.3	14.3
영업이익율(%)	5.7	5.4	2.0	3.8	4.9
EBITDA Margin(%)	11.7	10.0	6.6	8.2	9.1
지배주주순이익율(%)	5.7	4.7	-1.4	1.9	2.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	174.8	316.5	30.0	87.2	136.1
당기순이익	93.6	97.9	-29.0	46.0	72.0
비현금항목의 가감	137.6	138.9	135.2	138.9	148.7
유형자산감가상각비	68.6	66.0	67.2	74.4	74.6
무형자산감가상각비	31.1	29.9	31.5	32.5	33.8
지분법평가손익	-4.7	-10.5	-23.6	-23.6	-23.6
기타	42.6	53.5	60.1	55.6	63.9
영업활동자산부채증감	-37.1	98.2	-54.2	-80.3	-58.8
매출채권및기타채권의감소	17.2	-21.3	-4.6	-23.6	-13.3
재고자산의감소	-83.8	-41.7	-10.3	-52.6	-29.8
매입채무및기타채무의증가	-53.4	11.3	35.6	55.9	66.4
기타	82.9	149.9	-74.9	-60.0	-82.1
기타현금흐름	-19.3	-18.5	-22.0	-17.4	-25.8
투자활동 현금흐름	-99.6	-268.0	-989.8	-603.1	-107.1
유형자산의 취득	-45.6	-80.1	-87.1	-75.0	-76.9
유형자산의 처분	0.4	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-44.7	-38.3	-39.2	-42.2	-41.1
투자자산의감소(증가)	-39.0	-160.4	-880.0	-500.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	39.5	-14.6	-8.0	-10.4	-13.5
기타	-10.2	24.4	24.5	24.5	24.4
재무활동 현금흐름	-97.6	1,048.3	-36.4	-36.4	-36.4
차입금의 증가(감소)	-40.0	-40.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	1,153.5	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-0.7	-33.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-34.2	-25.3	-29.9	-29.9	-29.9
기타	-22.7	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5
기타현금흐름	-1.7	0.1	-9.1	-9.1	-9.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-24.1	1,097.0	-1,005.3	-561.3	-16.4
기초현금 및 현금성자산	564.0	539.9	1,636.8	631.5	70.2
기말현금 및 현금성자산	539.9	1,636.8	631.5	70.2	53.8

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,683.9	2,676.1	1,757.4	1,331.4	1,398.5
현금 및 현금성자산	539.9	1,636.8	631.6	70.2	53.7
단기금융자산	12.1	26.7	34.7	45.1	58.6
매출채권 및 기타채권	158.1	181.8	186.4	210.0	223.3
재고자산	363.9	406.0	416.3	468.9	498.7
기타유동자산	609.9	424.8	488.4	537.2	564.2
비유동자산	1,011.2	1,218.2	2,102.2	2,588.9	2,574.9
투자자산	62.2	212.4	1,068.8	1,545.3	1,521.7
유형자산	217.5	256.9	276.8	277.3	279.6
무형자산	550.4	562.2	569.9	579.6	586.9
기타비유동자산	181.1	186.7	186.7	186.7	186.7
자산총계	2,695.1	3,894.3	3,859.6	3,920.3	3,973.4
유동부채	1,359.8	1,363.2	1,387.5	1,432.3	1,443.4
매입채무 및 기타채무	151.0	183.4	219.1	275.0	341.4
단기금융부채	60.5	52.6	52.6	52.6	52.6
기타유동부채	1,148.3	1,127.2	1,115.8	1,104.7	1,049.4
비유동부채	302.6	291.4	291.4	291.4	291.4
장기금융부채	124.1	106.8	106.8	106.8	106.8
기타비유동부채	178.5	184.6	184.6	184.6	184.6
부채총계	1,662.4	1,654.5	1,678.9	1,723.7	1,734.8
자본지분	1,032.7	2,222.5	2,163.3	2,179.5	2,221.7
자본금	551.2	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	328.0	1,084.9	1,084.9	1,084.9	1,084.9
기타자본	-0.7	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1
기타포괄손익누계액	-2.8	2.4	2.2	2.1	2.0
이익잉여금	157.0	224.7	165.7	182.0	224.3
비지배지분	0.0	17.3	17.4	17.2	16.9
자본총계	1,032.7	2,239.8	2,180.7	2,196.7	2,238.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	758	630	-154	245	383
BPS	8,368	11,764	11,451	11,537	11,760
CFPS	1,873	1,517	562	979	1,168
DPS	230	160	160	160	160
주당배수(배)					
PER	20.4	25.4	N/A	45.6	29.1
PER(최고)	21.2	33.2	N/A		
PER(최저)	5.5	22.0	N/A		
PBR	1.85	1.36	0.97	0.97	0.95
PBR(최고)	1.92	1.78	1.61		
PBR(최저)	0.50	1.18	0.89		
PSR	1.16	1.20	0.98	0.87	0.82
PCFR	8.3	10.5	19.8	11.4	9.5
EV/EBITDA	8.0	7.4	11.4	11.0	9.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	27.1	30.6	-103.1	65.0	41.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.3	1.0	1.4	1.4	1.4
ROA	3.7	3.0	-0.7	1.2	1.8
ROE	9.4	6.0	-1.3	2.1	3.3
ROIC	9.2	13.8	6.5	9.1	11.4
매출채권회전율	9.9	12.3	11.6	12.2	11.8
재고자산회전율	5.1	5.4	5.2	5.5	5.3
부채비율	161.0	73.9	77.0	78.5	77.5
순차입금비율	-35.6	-67.2	-23.2	2.0	2.1
이자보상배율	14.9	26.7	10.4	21.6	29.8
총차입금	184.5	159.4	159.4	159.4	159.4
순차입금	-367.4	-1,504.1	-506.8	44.2	47.1
NOPLAT	192.6	208.0	142.3	197.7	233.5
FCF	33.3	167.8	-38.2	-21.7	26.4

Compliance Notice

- 당사는 10월 27일 현재 '한화시스템(272210)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

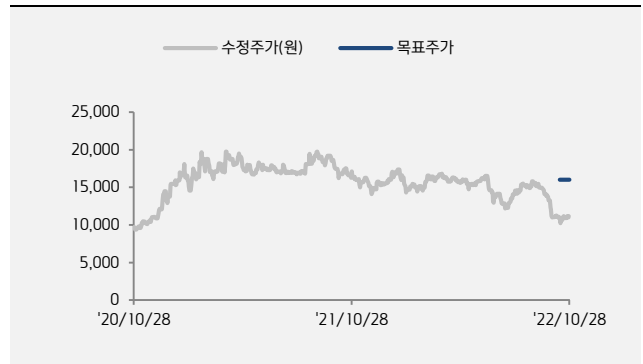
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화시스템 (272210)	2022-10-12	BUY(Initiate)	16,000원	6개월	-31.93	-30.31
	2022-10-28	BUY(Maintain)	16,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/10/01~2022/09/30)

매수	중립	매도
98.19%	1.81%	0.00%