

2023. 10. 31



▲ 방위산업
Analyst 이지호
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **17,000 원**

현재주가 (10.30) **12,970 원**

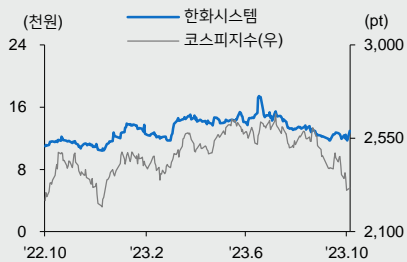
상승여력 **31.1%**

KOSPI	2,310.55pt
시가총액	24,503억원
발행주식수	18,892만주
유동주식비율	35.02%
외국인비중	4.82%
52주 최고/최저가	17,450원/10,400원
평균거래대금	107.2억원

주요주주(%)		
한화에어로스페이스 외 2 인	59.53	
국민연금공단	5.96	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.7	-8.3	17.4
상대주가	12.8	-0.7	15.2

주가그래프



한화시스템 272210

본업의 호실적, 남은 건 신사업 성과의 확인

- ✓ 3Q23P 매출액 6,208억원 (QoQ +1.7% / YoY +35.1%), 컨센서스 16.6% 상회
- ✓ 3Q23P 영업이익 373억원 (QoQ +44.0% / YoY +6,813%), 컨센서스 52.4% 상회
- ✓ 하반기 집중된 TICN 4차 양산과 UAE항 천궁II MFR 레이더 매출이 호실적을 견인
- ✓ 긍정적인 수주 환경을 기대: 사우디항 천궁II, K2/9 PL항 부품, KF-21항 AESA 등
- ✓ 신사업인 위성과 UAM 또한 중요한 이벤트를 앞두고 있어 기대감 높아지는 중

방산부문이 주도한 실적 서프라이즈

방산부문은 매출액 4,594억원(YoY +37.2%) / 영업이익 338억원(YoY +108.6%, OPM 7.4%)을 기록하며 호실적을 견인했다. 하반기에 집중된 TICN 4차 양산과 예상보다 빠른 UAE항 천궁II MFR레이더 매출 인식에 따른 결과이다. ICT부문은 캡티브항 매출을 기반으로 꾸준한 성과를 보이고 있으며, 신사업의 손실규모가 큰 폭으로 감소하는 모습을 보였다(2Q23 -133억원 / 3Q23 -86억원). 이는 한화페이저의 연결계 외효과를 감안하더라도 의미 있는 수치이다.

올해보다 기대되는 내년의 방산부문

향후 긍정적인 수주의 흐름과 실적의 성장이 전망된다. 주력 사업인 TICN 4차 양산, 군통신위성체계2의 사업이 종료되지 않은 가운데, 폴란드항 K2/K9 PL항 부품, KF-21항 AESA레이더 및 전자장비 등이 실적에 더해진다. 추가적으로 K2 4차 양산항 부품, FFX 배치4항 함정 미들웨어 등의 수주가 기대되며, 사우디항 천궁II는 연내 계약 체결에 대한 기대감이 높다. 탄탄한 기존 매출에 신규 수주들이 더해져 견조한 실적의 성장을 예상한다.

투자의견 Buy, 적정주가 17,000원 유지

방산과 ICT 부문이 안정적인 성장을 보이는 가운데 신사업 또한 가시권에 들어오고 있다. 동사는 글로벌 위성인터넷 기업인 원웹의 지분을 5.4% 보유, 꾸준한 사업 협력이 예상되며 파트너십을 바탕으로 국군항 상용 저궤도위성기반 통신체계 사업(11월 중 사업자 선정)에 함께 참여하고 있다. UAM 또한 연말 시제기 완성, 내년 초 시험 비행을 앞두고 있다. 본업의 견조한 성장세에 더해 가까운 시일 내로 신사업의 성과가 확인된다면 긍정적인 주가 흐름으로 이어질 가능성이 높다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	2,089.5	112.1	98.3	630	-17.3	11,764	25.4	1.4	7.4	6.0	73.9
2022	2,188.0	24.0	-76.6	-405	적전	10,588	-26.0	1.0	7.6	-3.6	95.4
2023E	2,490.2	115.0	344.0	1,821	흑전	12,076	7.1	1.1	8.6	16.1	111.4
2024E	2,598.7	122.0	139.1	736	-59.8	12,564	17.6	1.0	8.7	6.0	86.6
2025E	2,734.8	159.7	141.7	750	2.2	13,067	17.3	1.0	7.0	5.9	87.3

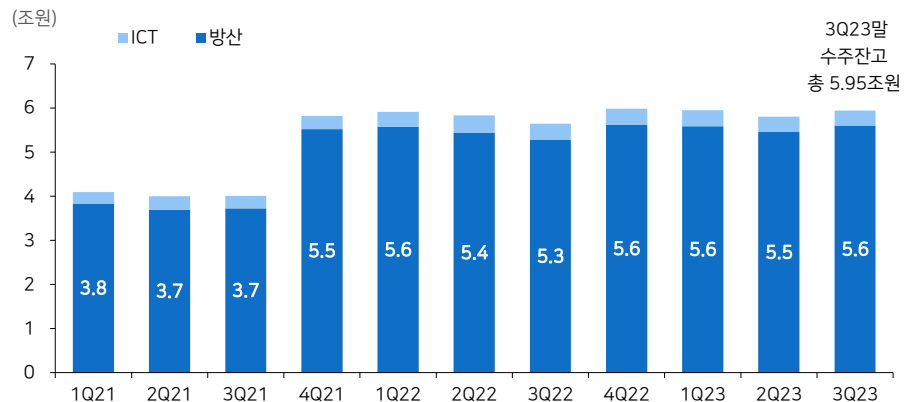
(십억원)	3Q23P	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	620.8	459.4	35.1	610.7	1.7	522.5	18.8	532.6	16.6
영업이익	37.3	0.5	6,813.5	25.9	44.0	21.0	77.5	24.5	52.4
세전이익	51.6	9.2	459.8	109.0	-52.7	25.1	105.8	26.2	96.8
순이익 (지배주주)	42.8	3.6	1,099.7	76.3	-43.9	20.3	110.6	22.7	88.7
영업이익률(%)	6.0	0.1		4.2		4.0		4.6	
순이익률(%)	6.9	0.8		12.5		3.9		4.3	

자료: 한화시스템, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	429.6	510.5	459.4	788.5	439.5	610.7	620.8	819.2	2,188.0	2,490.2	2,598.7
방산	315.6	382.7	334.8	607.7	292.4	448.1	459.4	650.7	1,640.8	1,850.6	1,922.7
ICT	113.9	127.6	124.3	180.8	147.0	162.4	161.3	168.5	546.6	639.2	676.0
영업이익	15.2	16.4	0.5	-8.1	8.4	25.9	37.3	43.3	24.0	115.0	122.0
% OP	3.5%	3.2%	0.1%	-1.0%	1.9%	4.2%	6.0%	5.3%	1.1%	4.6%	4.7%
세전이익	17.2	-38.0	9.2	-45.4	224.6	108.9	51.6	48.3	-57.0	433.4	172.3
순이익(지배)	11.6	-45.5	3.6	-46.2	186.4	76.3	42.8	38.5	-76.6	344.1	139.1
% YoY											
매출액	17.1	5.1	-17.6	16.0	2.3	19.6	35.1	3.9	4.7	13.8	4.4
영업이익	-50.6	-47.7	-98.7	적전	-44.7	57.9	6,796.3	흑전	-78.6	378.5	6.2
세전이익	-45.6	적전	-78.2	적전	1,203.6	흑전	459.6	흑전	적전	흑전	-60.2
순이익(지배)	-51.3	적전	-88.6	적전	1,504.7	흑전	1,099.7	흑전	적전	흑전	-59.6
% QoQ											
매출액	-36.8	18.8	-10.0	71.6	-44.3	38.9	1.7	32.0			
영업이익	106.3	8.3	-96.7	적전	흑전	209.2	44.0	16.0			
세전이익	-32.5	적전	흑전	적전	흑전	-51.5	-52.7	-6.3			
순이익(지배)	-45.5	적전	흑전	적전	흑전	-59.0	-43.9	-10.0			

자료: 한화시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화시스템의 분기별 수주잔고 추이



자료: 한화시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림2 천궁II의 구성: 통제소 1대 / MFR레이더 1대 / 발사대 4대



자료: SBS

그림3 상용 저궤도위성기반 통신체계 사업 11월 등장 예정

민간 저궤도위성을 활용한 군 통신체계 신속연구개발로 추진

- '23년 1차 신속연구개발 2개사업 선정 및 제도개선 -

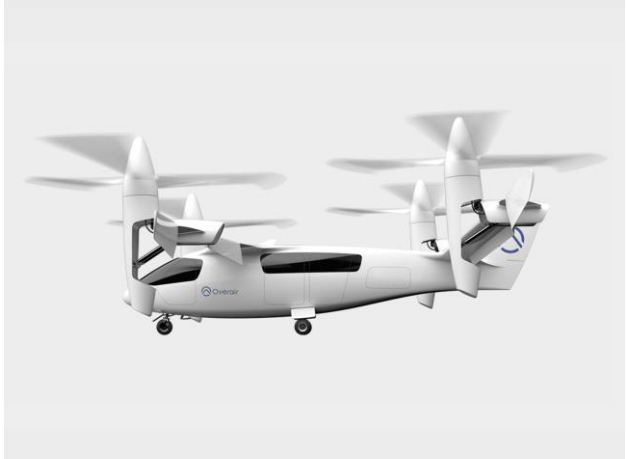
- 방위사업청(청장 엄동환)은 신속시범사업추진위원회 심의를 거쳐 '23년 1차 신속연구개발 대상사업 2개를 선정하였다고 밝혔다.
- * 신속연구개발사업 : 신기술 등을 적용하여 시제품을 2년 이내 신속히 연구개발, 군에서 시범운용을 통해 군사적 활용성을 확인하는 사업

【 '23년 1차 신속연구개발사업 】

사업명	시범운용 軍
빅데이터를 이용한 AI 기반 자동기뢰탐지체계	해군
상용 저궤도위성기반 통신체계	육군, 해군, 공군

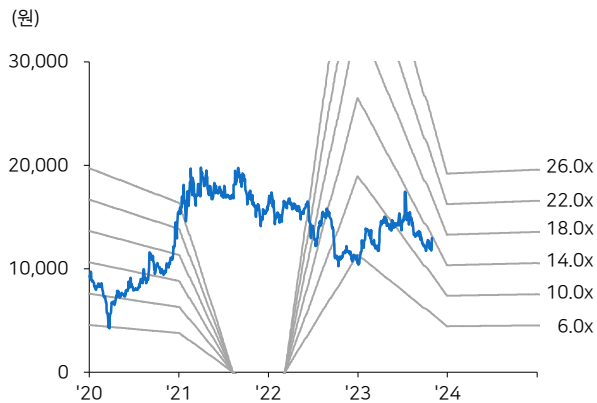
자료: 방위사업청

그림4 Overair의 기체 예상도: 연말 시제기 완성 가능성 ↑



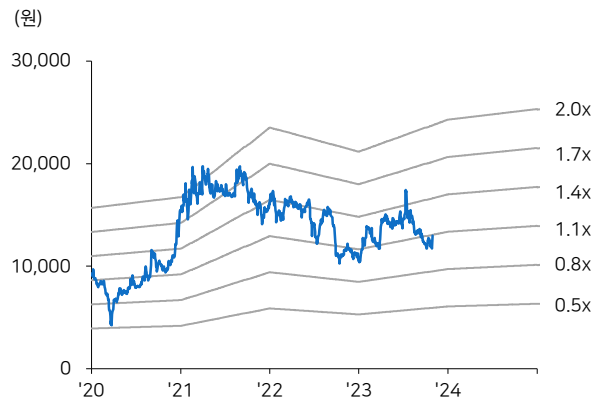
자료: Overair

그림5 한화시스템 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 한화시스템 12M Trailing PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,089.5	2,188.0	2,490.2	2,598.7	2,734.8
매출액증가율(%)	27.2	4.7	13.8	4.4	5.2
매출원가	1,805.9	1,934.7	2,107.0	2,192.4	2,276.0
매출총이익	283.6	253.3	383.2	406.2	458.8
판매관리비	171.6	229.3	268.2	284.2	299.1
영업이익	112.1	24.0	115.0	122.0	159.7
영업이익률(%)	5.4	1.1	4.6	4.7	5.8
금융손익	6.0	23.2	21.5	12.7	16.4
중속/관계기업손익	-10.3	-26.7	-15.9	37.6	0.0
기타영업외손익	20.3	-77.5	312.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	128.1	-57.0	433.4	172.3	176.0
법인세비용	30.2	23.7	94.4	36.2	37.0
당기순이익	97.9	-80.8	338.9	136.1	139.1
지배주주지분 손이익	98.3	-76.6	344.0	139.1	141.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,676.1	2,326.8	2,474.8	2,092.6	2,296.8
현금및현금성자산	1,636.8	1,228.2	768.5	739.4	872.7
매출채권	176.6	198.0	188.7	149.7	157.5
재고자산	406.1	373.0	634.7	503.4	529.7
비유동자산	1,218.2	1,618.8	2,379.0	2,357.3	2,344.4
유형자산	256.9	274.4	304.8	300.6	297.8
무형자산	562.2	557.8	549.3	537.9	527.1
투자자산	212.4	591.3	1,396.8	1,390.7	1,391.4
자산총계	3,894.3	3,945.6	4,853.8	4,449.9	4,641.2
유동부채	1,363.2	1,618.5	2,173.9	1,740.5	1,827.5
매입채무	85.1	117.8	108.1	85.7	90.2
단기차입금	0.0	80.0	80.0	80.0	80.0
유동성장기부채	30.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	291.4	308.1	384.3	324.3	336.3
사채	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,654.5	1,926.7	2,558.1	2,064.8	2,163.8
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,084.9	1,085.5	1,088.1	1,088.1	1,088.1
기타포괄이익누계액	2.4	-112.6	-131.4	-131.4	-131.4
이익잉여금	224.7	116.9	414.2	506.5	601.5
비지배주주지분	17.3	18.6	14.4	11.4	8.8
자본총계	2,239.8	2,019.0	2,295.7	2,385.1	2,477.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	316.5	268.6	201.3	55.5	260.5
당기순이익(손실)	97.9	-80.8	338.9	136.1	139.1
유형자산상각비	66.0	77.2	82.1	84.2	82.9
무형자산상각비	29.9	27.8	20.4	11.4	10.8
운전자본의 증감	98.2	104.4	-8.5	-138.6	27.8
투자활동 현금흐름	-268.0	-679.4	-610.2	-31.2	-81.7
유형자산의증가(CAPEX)	-80.1	-48.3	-97.7	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	-160.4	-405.6	-821.4	43.7	-0.7
재무활동 현금흐름	1,048.3	-2.7	-53.1	-53.4	-45.4
차입금의 증감	-24.8	54.4	-7.6	-6.7	1.3
자본의 증가	1,150.3	0.6	2.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,097.0	-408.6	-459.7	-29.2	133.4
기초현금	539.9	1,636.8	1,228.2	768.5	739.4
기말현금	1,636.8	1,228.2	768.5	739.4	872.7

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,384	11,582	13,181	13,756	14,476
EPS(지배주주)	630	-405	1,821	736	750
CFPS	1,517	921	1,200	1,152	1,341
EBITDAPS	1,332	683	1,151	1,152	1,341
BPS	11,764	10,588	12,076	12,564	13,067
DPS	160	250	250	250	250
배당수익률(%)	1.0	2.4	1.9	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	25.4	-26.0	7.1	17.6	17.3
PCR	10.5	11.4	10.8	11.3	9.7
PSR	1.2	0.9	1.0	0.9	0.9
PBR	1.4	1.0	1.1	1.0	1.0
EBITDA(십억원)	208.0	129.0	217.4	217.6	253.3
EV/EBITDA	7.4	7.6	8.6	8.7	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	-3.6	16.1	6.0	5.9
EBITDA 이익률	10.0	5.9	8.7	8.4	9.3
부채비율	73.9	95.4	111.4	86.6	87.3
금융비용부담률	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	26.7	4.1	11.3	11.9	15.6
매출채권회전율(x)	12.6	11.7	12.9	15.4	17.8
재고자산회전율(x)	5.4	5.6	4.9	4.6	5.3

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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한화시스템 (272210) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.10.11	산업분석	Buy	17,000	이지호	-	-	

