



# BUY(Maintain)

목표주가: 17,500원(상향)

주가(10/31): 12,700원

시가총액: 23,993억원



항공우주/스물캡 Analyst 이한결

gksruf9212@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/31)		2,277.99pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	17,450 원	10,400원
등락률	-27.2%	22.1%
수익률	절대	상대
1M	3.5%	12.0%
6M	-10.2%	-1.4%
1Y	10.0%	12.7%

## Company Data

발행주식수	188,919 천주
일평균 거래량(3M)	825천주
외국인 지분율	4.5%
배당수익률(23E)	2.0%
BPS(23E)	12,035원
주요 주주	한화에어로스페이스 외 5 인 59.5%

## 투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,089.5	2,188.0	2,431.7	2,593.7
영업이익	112.0	24.0	84.5	118.2
EBITDA	208.0	129.0	207.1	233.9
세전이익	128.1	-57.0	402.8	97.5
순이익	97.9	-80.8	314.2	73.9
지배주주지분순이익	98.3	-76.6	320.3	80.2
EPS(원)	630	-405	1,696	425
증감률(% YoY)	-16.9	적전	흑전	-74.9
PER(배)	25.4	-26.0	7.5	29.9
PBR(배)	1.36	1.00	1.06	1.04
EV/EBITDA(배)	7.4	7.5	8.4	7.6
영업이익률(%)	5.4	1.1	3.5	4.6
ROE(%)	6.0	-3.6	15.0	3.5
순차입금비율(%)	-67.2	-51.6	-29.4	-26.7

자료: 키움증권 리서치센터

## Price Trend



# 한화시스템 (272210)

## 호실적에 더해지는 신사업 기대감



3분기 영업이익은 374억원을 시현하며 직전 분기에 이어 시장 기대치를 상회하는 호실적을 달성하였다. 방산 부문과 ICT 부문 모두 실적 개선 흐름이 나타나고 있다. 방산 부문의 주요 양산 사업 진행과 수출 매출 증가에 따른 실적 개선 및 ICT 부문의 정상화 기조는 지속될 것으로 판단한다. 4분기 군 저궤도 위성 통신체계 사업 진행 및 오버에어 UAM 시제기 제작 완료 등 주요 신사업 관련 타임라인이 가시화될 것으로 기대한다.

### >>> 3분기 영업이익 374억원 달성하며 시장 기대치 상회

3분기 매출액 6,208억원(yoy +35.1%), 영업이익 374억원(yoy +6803%, OPM 6.0%)를 기록하며 시장 기대치를 상회하였다.

방산 부문은 매출액 4,594억원(yoy +37.2%), 영업이익 338억원(yoy +108.6%, OPM 7.4%)를 기록하였다. TICN 4차, 30mm 차륜형 대공포 양산 사업과 UAE항 천궁II 수출 사업이 반영되며 매출과 이익이 개선되었다.

ICT 부문은 매출액 1,613억원(yoy +29.8%), 영업이익 122억원(yoy +1,256%, OPM 7.6%)으로 2분기에 이어 크게 개선된 실적을 달성하였다. 한화솔루션, 한화에어로스페이스 등 계열사 캡티브 사업 증가와 차세대 보험사업 등이 매출 성장과 수익성 회복 흐름을 이끌고 있다.

신사업 부문에서는 H-foundation과 자회사에서 약 53억원, 한화 인텔리전스에서 약 26억원의 영업손실이 발생하였다. 영업외에서 한화페이저, 오버에어 등 투자회사의 지분법손실이 각각 38억원, 83억원 반영되었다.

### >>> 주요 신사업 타임라인 가시화 기대

2023년 매출액은 2조 4,317억원(yoy +11.1%), 영업이익 845억원(yoy +251.9%, OPM 3.5%)을 달성할 것으로 전망한다. 방산 부문에서 위성 및 UAM 신사업 추진을 위한 자체 투자로 개발비가 증가되는 구간 임에도 주요 양산 사업 진행과 수출 매출 증가에 따른 이익 개선 흐름은 지속될 것으로 기대한다. 또한, 계열사 관련 수주가 증가하고 있는 ICT 부문의 정상화 기조도 이어질 것으로 전망한다. 일부 신사업의 경우 보수적인 비용 집행으로 신사업 투자 비용이 향후 급격하게 증가할 가능성은 낮을 것으로 판단한다. 사우디항 천궁II 수출 및 폴란드항 K2, K9 2차 계약에 따라 추가적인 수출 수주 확보에 힘입어 탄탄한 중장기 성장 흐름이 기대되는 상황이다.

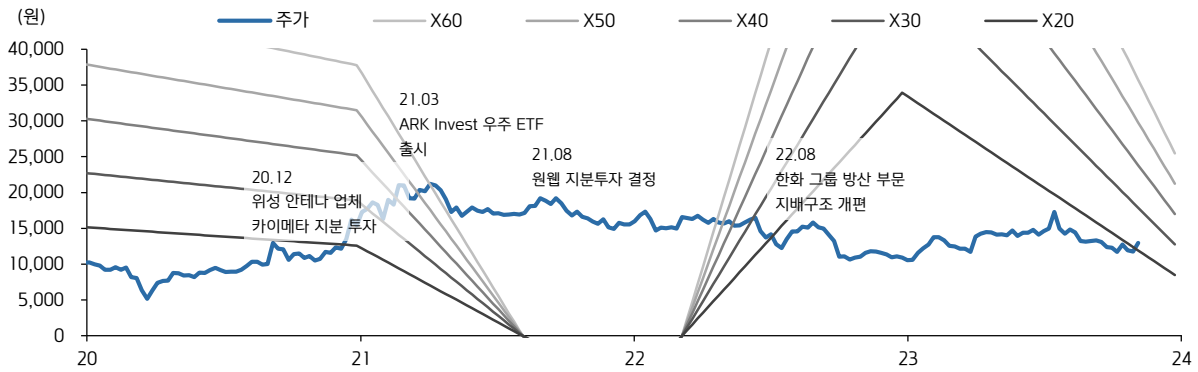
4분기에는 중점적으로 추진하고 있는 신사업 관련 타임라인이 가시화될 것이다. 당사는 올 11월 중으로 군용 저궤도 위성 사업 입찰에 원웹과 파트너로 참여할 계획이다. 저궤도 위성 사업이 본격화 된다면 한화페이저 등 안테나 단말기 수요도 증가할 것으로 전망한다. 또한, 연말까지 오버에어에서 UAM 시제기 제작을 마치고 내년 초에 시범 비행을 진행할 것으로 기대한다. 투자 의견 BUY를 유지하고 실적 추정치 상향을 반영하여 목표주가는 17,500원으로 상향한다.

한화시스템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q22P	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	429.6	510.5	459.4	788.5	439.5	610.7	620.8	760.7	2,188.0	2,431.7	2,593.7
(YoY)	17.1%	5.1%	-17.6%	16.0%	2.3%	19.6%	35.1%	-3.5%	4.7%	11.1%	6.7%
방산	315.6	382.7	334.8	607.7	292.4	448.1	459.4	606.7	1,640.8	1,806.6	1,957.3
ICT	113.9	127.6	124.3	180.8	147.0	162.4	161.3	153.5	546.6	624.2	635.0
신사업	0.1	0.2	0.3	0.0	0.1	0.2	0.1	0.5	0.6	0.9	1.4
영업이익	15.2	16.4	0.5	-8.1	8.4	25.9	37.4	12.9	24.0	84.5	118.2
(YoY)	-50.6%	-47.7%	-98.7%	적전	-44.8%	57.9%	6803.0%	흑전	-78.6%	251.9%	39.9%
OPM	3.5%	3.2%	0.1%	-1.0%	1.9%	4.2%	6.0%	1.7%	1.1%	3.5%	4.6%
순이익	10.6	-46.4	2.6	-47.5	184.9	74.7	41.1	13.4	-80.8	314.2	73.9
(YoY)	-55.5%	적전	-91.7%	적전	1645.1%	흑전	1492.4%	흑전	적전	흑전	-76.5%
NPM	2.5%	-9.1%	0.6%	-6.0%	42.1%	12.2%	6.6%	1.8%	-3.7%	12.9%	2.9%

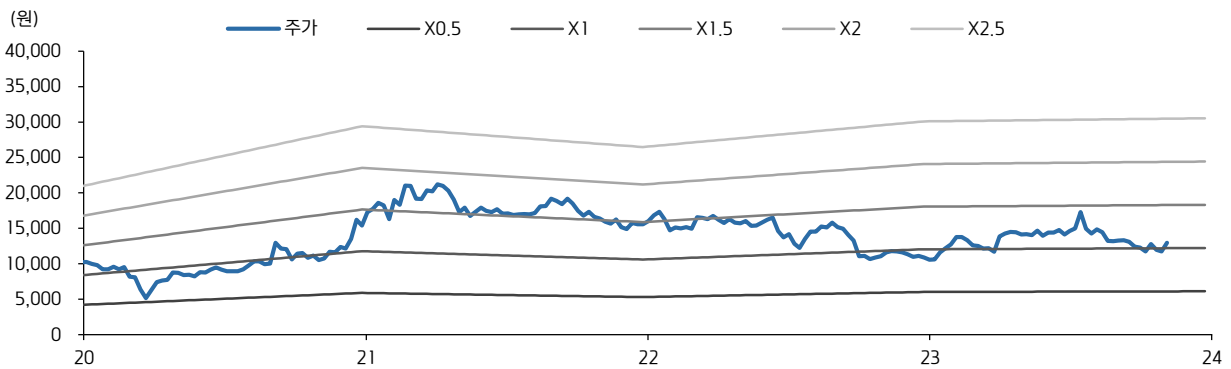
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/E 밴드 차트



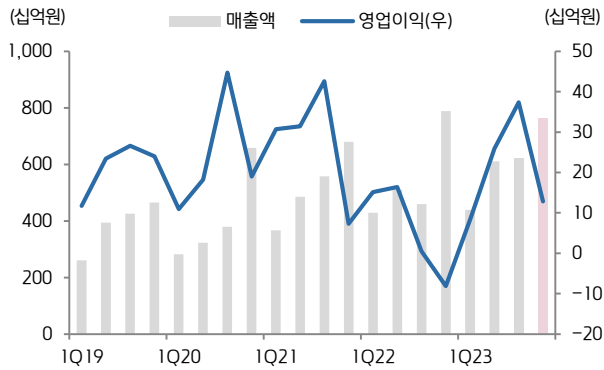
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/B 밴드 차트



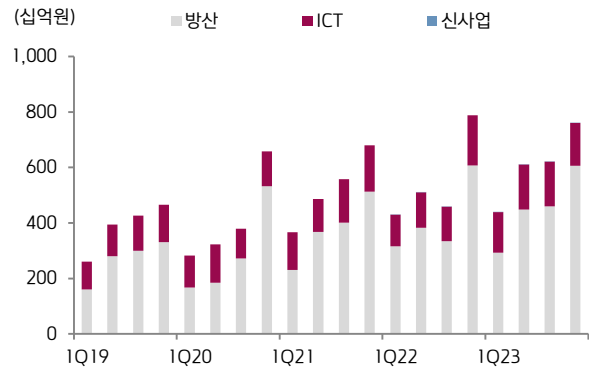
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



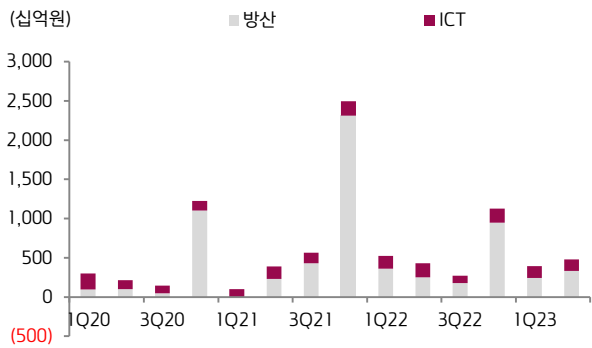
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



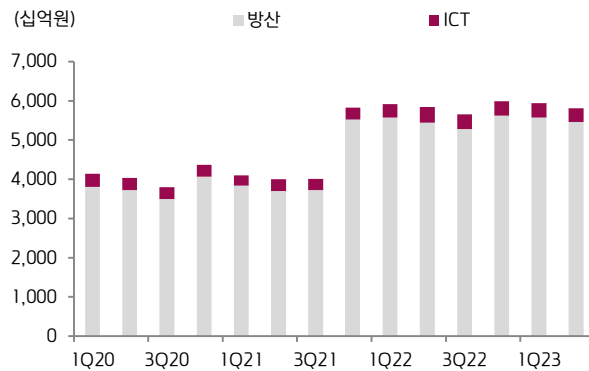
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 신규 수주 추이



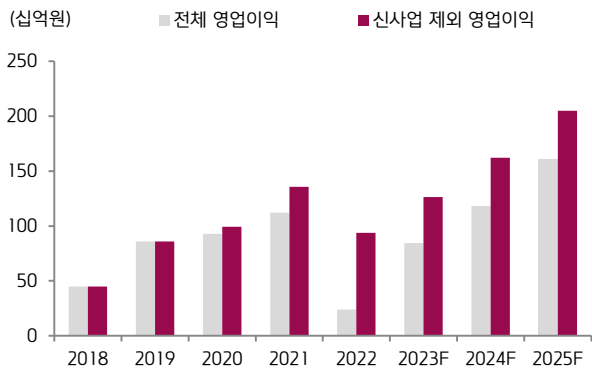
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

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
3Q23	160억원	122억원	-	-
2Q23	-	60억원	-	-
1Q23	-	-	74억원	-
2022	646억원	3,993억원	2,524억원	-
2021	351억원	542억원	786억원	187억원

자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	2,089.5	2,188.0	2,431.7	2,593.7	2,876.5
매출원가	1,805.9	1,934.7	2,099.7	2,206.6	2,403.0
매출총이익	283.6	253.3	331.9	387.2	473.5
판매비	171.6	229.3	247.4	268.9	312.6
<b>영업이익</b>	112.0	24.0	84.5	118.2	160.8
<b>EBITDA</b>	208.0	129.0	207.1	233.9	273.5
영업외손익	16.0	-81.0	318.2	-20.7	10.2
이자수익	8.5	25.0	17.6	16.5	18.7
이자비용	4.2	5.8	5.8	5.8	5.8
외환관련이익	2.0	10.9	7.9	7.9	7.9
외환관련손실	0.2	6.8	4.3	4.3	4.3
종속 및 관계기업손익	-10.2	-26.7	-50.2	-34.3	-5.6
기타	20.1	-77.6	353.0	-0.7	-0.7
<b>법인세차감전이익</b>	128.1	-57.0	402.8	97.5	171.0
법인세비용	30.2	23.7	88.6	23.6	41.4
계속사업순이익	97.9	-80.8	314.2	73.9	129.6
<b>당기순이익</b>	97.9	-80.8	314.2	73.9	129.6
<b>지배주주순이익</b>	98.3	-76.6	320.3	80.2	140.7
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	27.2	4.7	11.1	6.7	10.9
영업이익 증감율	20.6	-78.6	252.1	39.9	36.0
EBITDA 증감율	8.0	-38.0	60.5	12.9	16.9
지배주주순이익 증감율	5.0	-177.9	-518.1	-75.0	75.4
EPS 증감율	-16.9	적전	흑전	-74.9	75.3
매출총이익율(%)	13.6	11.6	13.6	14.9	16.5
영업이익률(%)	5.4	1.1	3.5	4.6	5.6
EBITDA Margin(%)	10.0	5.9	8.5	9.0	9.5
지배주주순이익률(%)	4.7	-3.5	13.2	3.1	4.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	316.5	268.6	488.9	176.9	293.6
당기순이익	97.9	-80.8	314.2	73.9	129.6
비현금항목의 가감	138.9	254.8	337.8	267.0	279.6
유형자산감가상각비	66.0	77.2	95.3	86.8	82.7
무형자산감가상각비	29.9	27.8	27.3	28.8	30.0
지분법평가손익	-10.5	-27.1	-70.8	-70.8	-70.8
기타	53.5	176.9	286.0	222.2	237.7
영업활동자산부채증감	98.2	104.4	-86.2	-151.1	-87.1
매출채권및기타채권의감소	-21.3	-29.1	-23.6	-15.7	-27.3
재고자산의감소	-41.7	34.5	-41.5	-57.6	-51.5
매입채무및기타채무의증가	11.3	39.6	16.4	12.2	18.8
기타	149.9	59.4	-37.5	-90.0	-27.1
기타현금흐름	-18.5	-9.8	-76.9	-12.9	-28.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-268.0	-679.4	-948.5	-320.3	-274.4
유형자산의 취득	-80.1	-48.3	-75.0	-76.9	-68.2
유형자산의 처분	1.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-38.3	-32.5	-40.5	-39.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-160.4	-405.6	-630.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-14.6	4.1	-5.7	-7.1	-8.8
기타	24.4	-197.3	-197.3	-197.3	-197.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	1,048.3	-2.7	-68.4	-68.4	-68.4
차입금의 증가(감소)	-40.0	48.9	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	1,153.5	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-33.4	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-25.3	-29.9	-46.7	-46.7	-46.7
기타	-6.5	-21.7	-21.7	-21.7	-21.7
기타현금흐름	0.1	4.9	151.2	151.2	151.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	1,097.0	-408.6	-376.7	-60.6	102.0
기초현금 및 현금성자산	539.9	1,636.8	1,228.2	851.5	790.9
기말현금 및 현금성자산	1,636.8	1,228.2	851.5	790.9	892.9

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	2,676.1	2,326.8	2,045.4	2,091.0	2,307.7
현금 및 현금성자산	1,636.8	1,228.2	851.5	790.9	892.9
단기금융자산	26.7	22.6	28.3	35.3	44.2
매출채권 및 기타채권	181.8	211.6	235.2	250.8	278.2
재고자산	406.0	373.0	414.5	472.1	523.6
기타유동자산	424.8	491.4	515.9	541.9	568.8
<b>비유동자산</b>	1,218.2	1,618.8	2,170.9	2,100.4	1,985.1
투자자산	212.4	591.3	1,150.5	1,079.7	1,008.9
유형자산	256.9	274.4	254.0	244.1	229.6
무형자산	562.2	557.8	571.1	581.3	551.3
기타비유동자산	186.7	195.3	195.3	195.3	195.3
<b>자산총계</b>	3,894.3	3,945.6	4,216.3	4,191.4	4,292.8
<b>유동부채</b>	1,363.2	1,618.5	1,622.0	1,570.0	1,588.8
매입채무 및 기타채무	183.4	219.4	235.8	247.9	266.7
단기금융부채	52.6	103.5	103.5	103.5	103.5
기타유동부채	1,127.2	1,295.6	1,282.7	1,218.6	1,218.6
<b>비유동부채</b>	291.4	308.1	308.1	308.1	308.1
장기금융부채	106.8	105.2	105.2	105.2	105.2
기타비유동부채	184.6	202.9	202.9	202.9	202.9
<b>부채총계</b>	1,654.5	1,926.7	1,930.2	1,878.2	1,896.9
<b>자본지분</b>	2,222.5	2,000.3	2,273.7	2,307.0	2,400.8
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,084.9	1,085.5	1,085.5	1,085.5	1,085.5
기타자본	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1
기타포괄손익누계액	2.4	-112.6	-112.8	-113.0	-113.2
이익잉여금	224.7	116.9	390.5	424.0	518.0
비지배지분	17.3	18.6	12.5	6.1	-4.9
<b>자본총계</b>	2,239.8	2,019.0	2,286.2	2,313.2	2,395.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	630	-405	1,696	425	745
BPS	11,764	10,588	12,035	12,212	12,708
CFPS	1,517	921	3,451	1,805	2,166
DPS	160	250	250	250	250
<b>주가배수(배)</b>					
PER	25.4	N/A	7.5	29.9	17.1
PER(최고)	33.2	N/A	10.5		
PER(최저)	22.0	N/A	6.0		
PBR	1.36	1.00	1.06	1.04	1.00
PBR(최고)	1.78	1.74	1.47		
PBR(최저)	1.18	0.96	0.85		
PSR	1.20	0.91	0.99	0.93	0.83
PCFR	10.5	11.4	3.7	7.0	5.9
EV/EBITDA	7.4	7.5	8.4	7.6	6.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	30.6	-57.9	14.9	63.2	36.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.0	2.4	2.0	2.0	2.0
ROA	3.0	-2.1	7.7	1.8	3.1
ROE	6.0	-3.6	15.0	3.5	6.0
ROIC	13.8	3.3	12.2	13.7	16.2
매출채권회전율	12.3	11.1	10.9	10.7	10.9
재고자산회전율	5.4	5.6	6.2	5.9	5.8
부채비율	73.9	95.4	84.4	81.2	79.2
순차입금비율	-67.2	-51.6	-29.4	-26.7	-30.4
이자보상배율	26.7	4.1	14.5	20.2	27.5
<b>총차입금</b>	159.4	208.6	208.6	208.6	208.6
순차입금	-1,504.1	-1,042.2	-671.1	-617.6	-728.4
NOPLAT	208.0	129.0	207.1	233.9	273.5
FCF	167.8	147.1	-13.1	-61.7	79.2

Compliance Notice

- 당사는 10월 31일 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

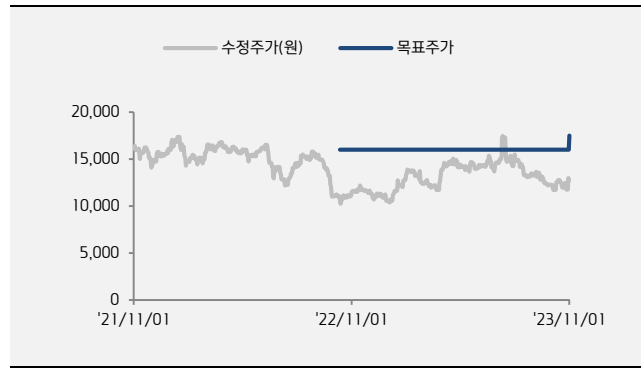
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-26.32	-13.13
	2023-03-03	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-24.91	-8.75
	2023-08-31	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-21.53	-14.75
	2023-11-01	BUY(Maintain)	17,500원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

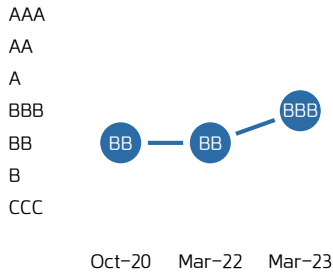
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/10/01~2023/09/30)

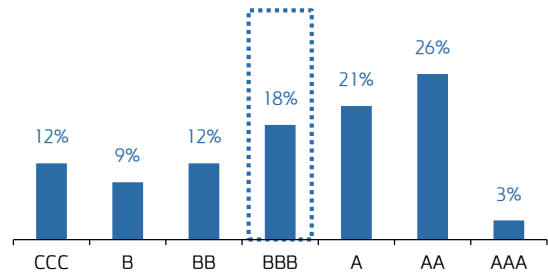
매수	중립	매도
96.99%	3.01%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 항공우주 및 방산 기업 34개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	4.9	4.7		
<b>환경</b>	3.6	3.1	13.0%	▲0.6
친환경 기술 관련 기회	3.6	3.1	13.0%	▲0.6
<b>사회</b>	7.3	4.7	40.0%	▲2.9
노무관리	4.5	4.1	20.0%	▲2.2
제품 안전과 품질	10.0	5.3	20.0%	▲3.6
<b>지배구조</b>	3.3	5.1	47.0%	▼0.1
기업 지배구조	4.5	6.1		▼0.3
기업 활동	3.8	5.3		▲0.3

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (항공우주 및 방산)	친환경 기술 관련 기회	노무관리	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
LIG Nex1 Co., Ltd.	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●	A	▲
HANWHA AEROSPACE CO., LTD.	●●●●	●●●●	●●●●	●	●●	A	▲
HANWHA SYSTEMS Co., Ltd.	●●●	●●●	●●●●	●	●●	BBB	▲
KOREA AEROSPACE INDUSTRIES, LTD.	●●	●	●	●●●	●	BB	◀▶
China Aerospace Times Electronics CO., LTD.	●●	●	●●●	●	●	B	◀▶
Jiangxi Hongdu Aviation Industry Co., Ltd.	●	●●	●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●  
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼  
 자료: MSCI, 키움증권 리서치