

한화시스템 (272210/KS)

방산 주도 성장과 우주 헤리티지 확보

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 22,000 원(상향)

현재주가: 15,150 원

상승여력: 45.2%

방산 수출 확대에 따른 영향 본격화

탄탄한 Captive 시장을 바탕으로 하는 ICT 토대 위에 방산의 성장성이 더해지고 있다. 방산 사업부문의 약진과 함께 분기별 호실적을 기록한 올해의 흐름은 내년에도 지속적으로 확인할 수 있을 전망이다. 우리나라 방산 물자 수출 확대에 따른 영향이 본격적으로 반영되기 시작했기 때문이다. 가장 대표적인 부문이 바로 천공-II 다기능레이다(MFR), 자주포 사격통제장치 등이다. 폴란드 2 차 계약을 비롯하여 우리나라 방산 물자 수출이 확대될수록 한화시스템이 기여하는 부분도 함께 커질 수밖에 없다. 국내 실전 배치를 위한 K-2 전차 4 차 양산 계획이 수립되면서 국산화 비중을 높이고자 하는 움직임이 나타나는 것도 긍정적이다. 국산 개발 능동방호장치(APS) 탑재 가능성도 배제할 수 없다.

연내 초소형 SAR 위성 발사, 우주 헤리티지 확보

북한이 발사한 위성 하나에 전세계가 집중하는 것처럼, 우주 영역의 개척은 매우 중요한 당면과제다. 한화시스템은 자체 제작한 초소형 SAR 위성을 연내 발사할 예정이며, 이 과정에서 우리나라는 SAR 위성 활용도 제고 및 고체 발사체 가능성 등 다양한 연구 결과를 얻게 될 것으로 보인다. 동사가 일찍이 투자한 유텔셋 원웹과의 협력도 더욱 강화될 전망이다. 저궤도 위성 통신망의 확보는 음영 지역에서의 통신 가능성 만으로도 가치가 있지만, 전자전(電子戰) 성능을 대폭 향상시킬 수 있는 요인이기도 하다. 사업 간 시너지, 그룹 계열사 간의 시너지가 기대된다.



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
3773-8891

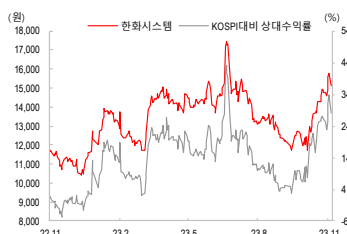
Company Data

발행주식수	18,892 만주
시가총액	28,621 억원
주요주주	
한화에어로스페이스(외2)	59.53%
국민연금공단	5.96%

Stock Data

주가(23/11/27)	15,150 원
KOSPI	2,495.66 pt
52주 최고가	17,450 원
52주 최저가	10,400 원
60일 평균 거래대금	125 억원

주가 및 상대수익률



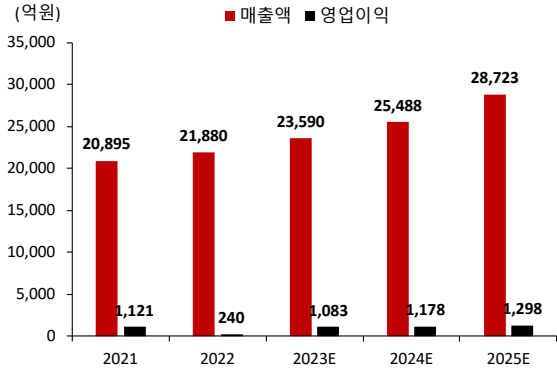
투자 의견 매수 유지, 목표주가는 상향 조정

투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 20,000 원에서 22,000 원으로 상향 조정(+10%)한다. 목표주가의 상향은 방산 부문이 예상보다 더 좋은 수익성 흐름을 보임에 따라 올해 연간 실적 추정치를 상향 조정한 점을 반영했다. 2024 년에도 신사업 부문에서의 영업적자는 지속되겠지만, 방산 부문의 수출 및 ICT 계열사 프로젝트 확대 등으로 충분히 보완하며 성장 추세를 이어갈 것으로 기대된다. 오히려 미래 방산 선두 주자로서의 가치 재평가가 필요하다는 판단이다.

영업 실적 및 투자 지표

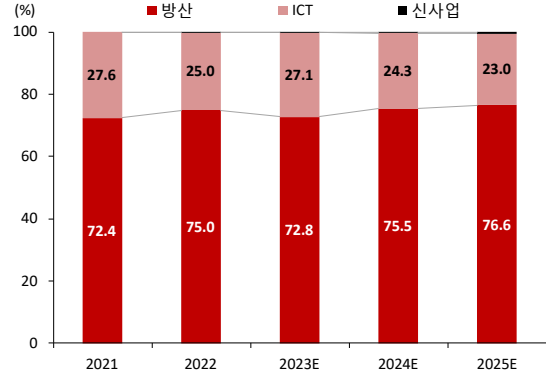
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	억원	16,429	20,895	21,880	23,590	25,488	28,723
영업이익	억원	929	1,120	240	1,083	1,178	1,298
순이익(지배주주)	억원	936	983	-766	3,560	1,016	1,185
EPS	원	758	520	-405	1,885	538	627
PER	배	20.4	30.7	-26.0	8.0	28.2	24.2
PBR	배	1.8	1.3	1.0	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	배	8.0	7.4	7.6	8.0	7.4	6.4
ROE	%	9.4	6.0	-3.6	16.5	4.3	4.9

한화시스템 실적 추이 및 전망



자료: 한화시스템, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 실적 비중 추이



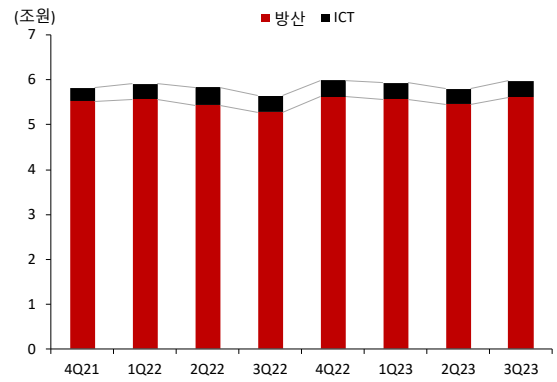
자료: 한화시스템, SK 증권

한화시스템 실적 추정

구분 (억 원)	2021	2022	2023E	2023E				2024E	2025E
				1Q	2Q	3Q	4QE		
매출액	20,895	21,880	23,590	4,395	6,107	6,208	6,880	25,488	28,723
방산	15,135	16,408	17,177	2,924	4,481	4,594	5,178	19,234	21,994
ICT	5,760	5,466	6,404	1,470	1,624	1,613	1,697	6,197	6,618
신사업	0	6	9	1	2	1	5	57	111
영업이익	1,121	240	1,083	84	259	373	367	1,178	1,298

자료: 한화시스템, SK 증권 추정

분기별 수주잔고 추이



자료: 한화시스템, SK 증권

한화시스템의 초소형 SAR 위성



자료: 한화시스템, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	26,761	23,268	28,134	30,554	33,957
현금및현금성자산	16,368	12,282	15,131	16,522	18,171
매출채권 및 기타채권	1,818	2,116	2,281	2,465	2,778
재고자산	4,060	3,730	5,050	5,456	6,149
비유동자산	12,182	16,188	16,132	15,979	16,180
장기금융자산	1,839	5,748	6,174	6,302	6,550
유형자산	2,569	2,744	2,392	2,211	2,201
무형자산	5,622	5,578	5,435	5,322	5,259
자산총계	38,943	39,456	44,266	46,533	50,136
유동부채	13,632	16,185	17,433	18,818	21,178
단기금융부채	528	1,087	1,172	1,266	1,427
매입채무 및 기타채무	1,252	1,609	1,734	1,874	2,112
단기충당부채	105	230	247	267	301
비유동부채	2,914	3,081	3,355	3,633	4,094
장기금융부채	1,070	1,054	1,197	1,301	1,466
장기매입채무 및 기타채무	35	25	25	25	25
장기충당부채	18	22	23	25	29
부채총계	16,545	19,267	20,788	22,450	25,272
지배주주지분	22,225	20,003	23,096	23,645	24,362
자본금	9,446	9,446	9,446	9,446	9,446
자본잉여금	10,849	10,855	10,855	10,855	10,855
기타자본구성요소	-341	-341	-341	-341	-341
자기주식	-341	-341	-341	-341	-341
이익잉여금	2,247	1,169	4,262	4,811	5,528
비지배주주지분	173	186	382	437	503
자본총계	22,398	20,190	23,478	24,083	24,865
부채외자본총계	38,943	39,456	44,266	46,533	50,136

현금흐름표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	3,111	2,543	4,345	2,647	3,048
당기순이익(손실)	979	-808	3,756	1,072	1,250
비현금성항목등	1,389	2,548	1,806	1,196	1,095
유형자산감가상각비	660	772	653	592	589
무형자산감가상각비	299	278	261	247	240
기타	430	1,499	893	357	266
운전자본감소(증가)	982	1,044	-534	467	795
매출채권및기타채권의감소(증가)	-213	-291	-165	-184	-313
재고자산의감소(증가)	-417	345	-1,320	-406	-693
매입채무및기타채무의증가(감소)	113	396	126	140	238
기타	1,499	594	826	917	1,563
법인세납부	-239	-241	-921	-148	-162
투자활동현금흐름	-2,605	-6,593	-1,477	-1,083	-1,452
금융자산의감소(증가)	-1,290	-5,905	-410	-128	-248
유형자산의감소(증가)	-791	-481	-302	-411	-579
무형자산의감소(증가)	-383	-325	-117	-134	-177
기타	-142	118	-648	-411	-448
재무활동현금흐름	-738	-85	-240	-269	-142
단기금융부채의증가(감소)	-300	789	85	94	161
장기금융부채의증가(감소)	-342	-573	143	104	165
자본의증가(감소)	11,503	6	0	0	0
배당금지급	-253	-299	-467	-467	-467
기타	-11,346	-8	0	-0	0
현금의 증가(감소)	10,970	-4,086	2,849	1,390	1,649
기초현금	5,399	16,368	12,282	15,131	16,522
기말현금	16,368	12,282	15,131	16,522	18,171
FCF	2,319	2,062	4,043	2,236	2,469

자료 : 한화시스템, SK증권 추정

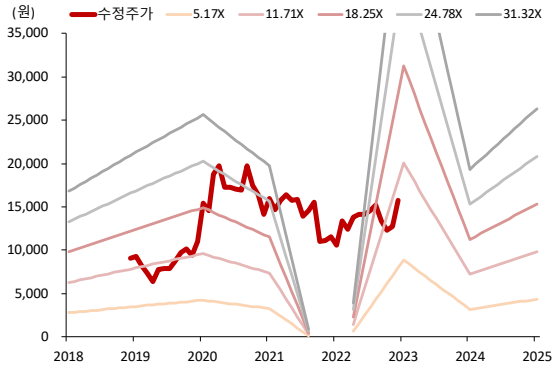
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	20,895	21,880	23,590	25,488	28,723
매출원가	18,059	19,347	20,091	21,740	24,563
매출총이익	2,836	2,533	3,499	3,748	4,160
매출총이익률(%)	13.6	11.6	14.8	14.7	14.5
판매비와 관리비	1,716	2,293	2,416	2,570	2,862
영업이익	1,120	240	1,083	1,178	1,298
영업이익률(%)	5.4	1.1	4.6	4.6	4.5
비영업손익	160	-810	3,594	42	114
순금융손익	43	191	238	60	70
외환관련손익	17	41	48	50	36
관계기업등 투자손익	-102	-267	-257	-319	-211
세전계속사업이익	1,281	-570	4,677	1,220	1,412
세전계속사업이익률(%)	6.1	-2.6	19.8	4.8	4.9
계속사업법인세	302	237	921	148	162
계속사업이익	979	-808	3,756	1,072	1,250
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	979	-808	3,756	1,072	1,250
순이익률(%)	4.7	-3.7	15.9	4.2	4.4
지배주주	983	-766	3,560	1,016	1,185
지배주주귀속 순이익률(%)	4.7	-3.5	15.1	4.0	4.1
비지배주주	-4	-42	196	56	65
총포괄이익	978	-1,971	3,756	1,072	1,250
지배주주	982	-1,928	3,675	1,049	1,223
비지배주주	-4	-43	81	23	27
EBITDA	2,080	1,290	1,997	2,017	2,127

주요투자지표

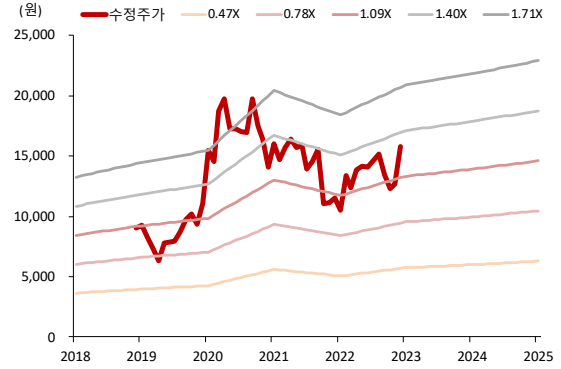
12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	27.2	4.7	7.8	8.0	12.7
영업이익	20.7	-78.6	351.0	8.7	10.2
세전계속사업이익	61.9	적전	흑전	-73.9	15.7
EBITDA	8.0	-38.0	54.9	1.0	5.4
EPS	-31.4	적전	흑전	-71.5	16.6
수익성 (%)					
ROA	3.0	-2.1	9.0	2.4	2.6
ROE	6.0	-3.6	16.5	4.3	4.9
EBITDA마진	10.0	5.9	8.5	7.9	7.4
안정성 (%)					
유동비율	196.3	143.8	161.4	162.4	160.3
부채비율	73.9	95.4	88.5	93.2	101.6
순차입금/자기자본	-67.1	-51.3	-55.4	-59.0	-62.6
EBITDA/이자비용(배)	49.6	22.1	36.3	33.5	32.0
배당성향	30.4	-61.1	13.1	46.0	39.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	520	-405	1,885	538	627
BPS	11,945	10,769	12,406	12,697	13,076
CFPS	1,028	150	2,368	982	1,066
주당 현금배당금	160	250	250	250	250
Valuation지표 (배)					
PER	30.7	-26.0	8.0	28.2	24.2
PBR	1.3	1.0	1.2	1.2	1.2
PCR	15.6	70.2	6.4	15.4	14.2
EV/EBITDA	7.4	7.6	8.0	7.4	6.4
배당수익률	1.0	2.4	1.7	1.7	1.7

한화시스템 PER 밴드 차트



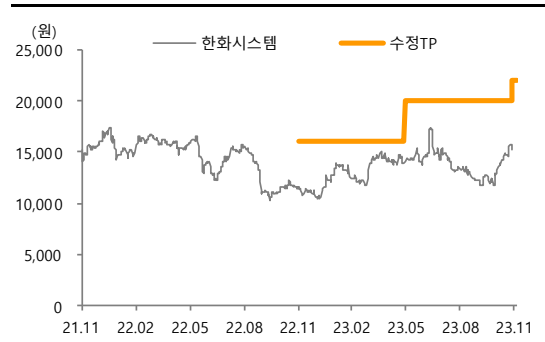
자료: Quantwise, SK 증권

한화시스템 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.11.28	매수	22,000원	6개월		
2023.05.30	매수	20,000원	6개월	-30.37%	-12.75%
2022.11.30	매수	16,000원	6개월	-19.79%	-5.94%



Compliance Notice

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 28일 기준)

매수	93.85%	중립	6.15%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------