

2024. 4. 29



▲ 방위산업

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **23,000 원**

현재주가 (4.26) **19,940 원**

상승여력 **15.3%**

KOSPI	2,656.33pt
시가총액	37,671억원
발행주식수	18,892만주
유동주식비율	35.02%
외국인비중	6.22%
52주 최고/최저가	19,940원/11,720원
평균거래대금	343.3억원

주요주주(%)

한화에어로스페이스 외 2 인	59.53
국민연금공단	7.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.8	68.4	38.0
상대주가	17.1	45.8	29.1

주가그래프



한화시스템 272210

1Q24 Review: 궤도에 오른 방산, 다음은 우주

- ✓ 1Q24P 매출액 5,444억원(YoY +23.9%), 컨센서스 8.9% 상회
- ✓ 1Q24P 영업이익 393억원(YoY +218.1%/ OPM 7.2%), 컨센서스 70% 상회
- ✓ 수출비중 확대(폴란드향 K2/K9, UAE향 천궁Ⅱ MFR레이더)가 서프라이즈의 주 요인
- ✓ 점진적 수출비중 확대되며 견조한 방산 성장기, 중장기 위성사업의 성장 또한 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 23,000원 유지

일회성 요인 없이도 긍정적인 실적

1Q24P 실적은 매출액 5,444억원, 영업이익 393억원(OPM 7.2%)을 기록, 컨센서스를 크게 상회했다. 일회성 요인 없이 달성한 서프라이즈라는 점이 유의미하며 호실적의 주된 원인은 수출 비중의 확대(4Q23 8%→1Q24 18%)로, 폴란드향 K2/K9 물량의 본격화 및 UAE향 천궁Ⅱ에 포함된 MFR레이더 매출액이 크게 증가했기 때문이다. 또한 연내 KF-21향 AESA레이더(6월, 2천억원) 및 LIG넥스원향 천궁-Ⅲ MFR레이더(사우디, 약 1.2조원)의 수주가 확정적이며, 체계 업체들의 폴란드 2차 및 루마니아 신규 수출 가능성이 높아졌기에 부품기업인 동사 또한 방산부문의 중장기 성장성이 추가적으로 확보될 예정이다.

높아진 방산 체력을 바탕으로 위성사업 가속화

5월 27일 우주항공청 개청을 앞두고 우주산업에 대한 관심도 높아지고 있다. 우주항공청의 설립 배경이 민간 주도의 우주산업 생태계 구성이라는 점을 감안했을 때, 본업의 이익 체력을 바탕으로 위성 R&D에 자체적으로 투자할 수 있는 동사가 중장기적으로 부각될 가능성이 높다고 판단한다. 실제로 지난해 12월 자체 개발/제작한 소형SAR위성을 발사, 성공적으로 운용 중이기에 경쟁사 대비 우위를 점하고 있다고 판단된다.

또한, 동사는 우주산업 내에서 Upstream 뿐만 아니라 향후 Downstream으로의 확장성 또한 보유하고 있다. 자체 위성을 보유하고 있어 향후 위성영상 및 데이터를 바탕으로 한 부가가치 창출은 물론 원웹과의 파트너십을 바탕으로 통신 사업까지 영위할 것으로 기대된다. 이미 상용 저궤도 위성을 활용한 군통신위성체계 사업자로 선정, 시범운용 기간을 거치고 있으며 지난해 7월에는 기간통신사업자 등록까지 완료했기에 B2G에 이어 향후 B2C 우주인터넷 서비스 제공까지 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 23,000원 유지

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
(십억원)											
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	2,833.6	142.7	167.3	886	-52.7	11,935	22.5	1.7	11.8	7.6	109.3
2025E	3,038.2	196.6	196.7	1,041	17.5	12,699	19.2	1.6	10.6	8.5	106.2
2026E	3,260.2	201.3	199.8	1,058	1.6	13,480	18.9	1.5	10.3	8.1	106.3

표1 한화시스템 1Q24 실적 Review

(십억원)	1Q24P	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	544.4	439.5	23.9	782.1	-30.4	499.8	8.9	527.4	3.2
영업이익	39.3	12.3	218.1	11.0	258.1	23.1	70.0	24.4	60.9
세전이익	60.8	228.4	-73.4	18.5	229.7	20.9	190.7	36.9	64.9
순이익	51.8	186.4	-72.2	43.7	18.5	17.5	195.9	30.2	71.5
영업이익률(%)	7.2	2.8		1.4		4.6		4.6	
순이익률(%)	9.5	42.4		5.6		3.5		5.7	

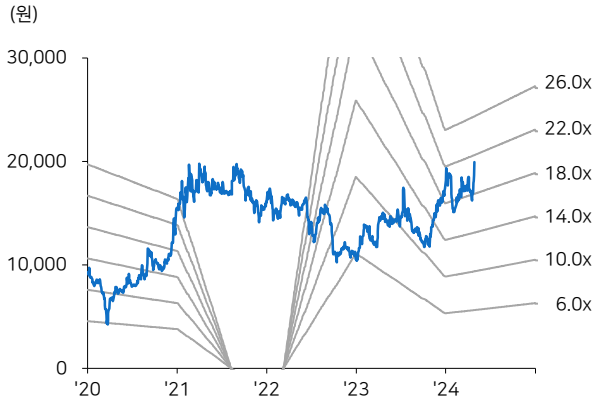
자료: 회사명, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화시스템 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	683.0	687.9	918.3	2,453.1	2,833.6	3,038.2
방산부문	292.4	448.1	459.4	617.1	381.7	515.7	523.2	728.7	1,817.0	2,149.4	2,313.7
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	160.5	165.3	162.6	187.6	635.6	676.0	716.6
영업이익	12.3	29.9	39.7	11.0	39.3	36.5	45.0	21.9	92.9	142.7	196.5
% OP	2.8%	4.9%	6.4%	1.4%	7.2%	5.3%	6.5%	2.4%	3.8%	5.0%	6.5%
세전이익	228.4	112.7	53.9	18.5	60.8	52.6	59.3	29.9	413.5	202.6	241.5
순이익(지배)	186.4	76.3	42.8	43.7	51.8	42.8	48.3	24.4	349.2	167.3	196.7
% YoY											
매출액	2.3	19.6	35.1	-0.8	23.9	11.8	10.8	17.4	12.1	15.5	7.2
영업이익	-18.9	82.0	7,233.5	흑전	219.5	22.1	13.3	99.6	286.6	53.7	37.7
세전이익	1,225.5	흑전	485.0	흑전	-73.4	-53.4	10.1	61.7	흑전	-51.0	19.2
순이익(지배)	1,504.7	흑전	1,099.7	흑전	-72.2	-43.9	12.8	-44.2	흑전	-52.1	17.5
% QoQ											
매출액	-44.3	38.9	1.7	26.0	-30.4	25.5	0.7	33.5			
영업이익	흑전	143.1	32.8	-72.4	258.4	-7.1	23.2	-51.4			
세전이익	흑전	-50.7	-52.2	-65.7	228.5	-13.5	12.9	-49.6			
순이익(지배)	흑전	-59.0	-43.9	2.0	18.5	-17.3	12.8	-49.6			

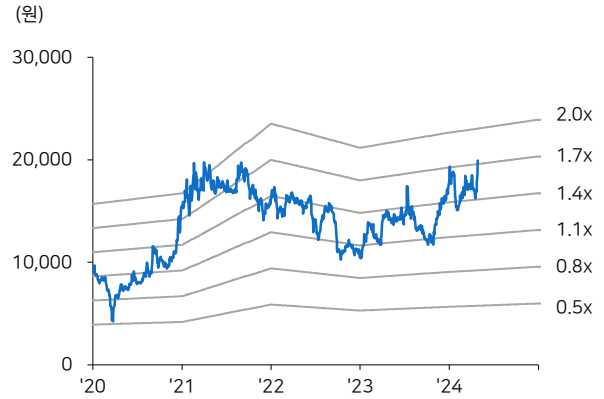
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화시스템 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화시스템 12M Trailing PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 '23.12월 자체 개발/제작 소형 SAR 위성 발사 성공



자료: 한화시스템

그림4 상용 저궤도위성을 활용한 군통신위성체계 사업

다국적 민간위성 활용해 군 통신체계 개발한다

- '상용 저궤도 위성 기반 통신체계' 신속시범사업 협약 체결 -

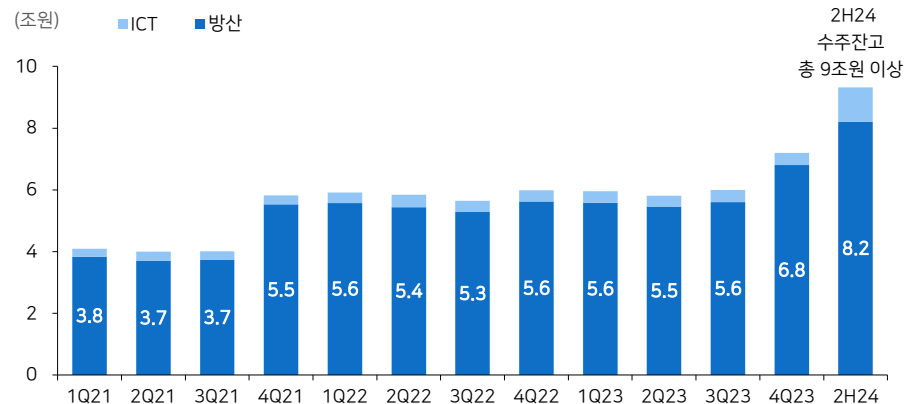
□ 방위사업청(청장 엄동환)은 상용 저궤도 위성을 이용한 군용 통신 사업을 본격적으로 추진한다고 밝혔다.

○ '상용 저궤도 위성 기반 통신체계' 사업은 지난 2월 신속시범사업 추진위원회(위원장 고위공무원 한경호)에서 신속시범사업 대상과제로 선정된 후 과제 세부검토 및 업체선정 절차 등을 거쳐,

○ 11.28.(화) 사업관리기관인 국방신속획득기술연구원(원장 변용관, 이하 신속원)과 사업수행기관으로 선정된 **한화시스템이 398억원 규모**의 협약을 체결하였다.

자료: 방위사업청, 대한민국 정책브리핑

그림5 한화시스템 수주잔고 전망



자료: 한화시스템, 메리츠증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,188.0	2,453.1	2,833.6	3,038.2	3,260.2
매출액증가율(%)	4.7	12.1	15.5	7.2	7.3
매출원가	1,932.6	2,148.8	2,445.6	2,578.7	2,776.7
매출총이익	255.4	304.3	388.0	459.5	483.5
판매관리비	216.3	211.4	245.3	263.0	282.2
영업이익	39.1	92.9	142.7	196.6	201.3
영업이익률(%)	1.8	3.8	5.0	6.5	6.2
금융손익	23.1	13.9	46.3	9.7	8.8
종속/관계기업손익	-26.7	-29.8	11.1	35.2	35.2
기타영업외손익	-77.5	336.4	2.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	-42.0	413.5	202.6	241.5	245.3
법인세비용	23.7	57.4	40.2	50.7	51.5
당기순이익	-80.8	343.1	162.4	190.8	193.8
지배주주지분 순이익	-76.6	349.2	167.3	196.7	199.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	268.6	83.4	233.6	298.5	304.0
당기순이익(손실)	-80.8	343.1	162.4	190.8	193.8
유형자산상각비	77.2	98.7	149.7	112.5	95.1
무형자산상각비	27.8	23.2	5.5	5.4	5.2
운전자본의 증감	104.4	-167.8	-30.0	25.1	45.1
투자활동 현금흐름	-679.4	-863.7	-95.2	-79.0	-49.4
유형자산의증가(CAPEX)	-48.3	-132.3	-140.0	-110.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	-405.6	-919.0	7.6	33.8	33.6
재무활동 현금흐름	-2.7	26.7	-117.3	-119.9	-71.7
차입금의 증감	54.4	116.3	-64.9	-67.5	-19.3
자본의 증가	0.6	14.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-408.6	-752.1	21.2	99.6	183.0
기초현금	1,636.8	1,228.2	476.1	497.3	596.9
기말현금	1,228.2	476.1	497.3	596.9	779.9

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,326.8	1,890.1	2,157.7	2,378.4	2,692.6
현금및현금성자산	1,228.2	476.1	497.3	596.9	779.9
매출채권	198.0	200.4	235.3	252.5	271.1
재고자산	373.0	501.1	588.4	631.3	677.8
비유동자산	1,618.8	2,593.1	2,581.4	2,575.0	2,556.3
유형자산	274.4	347.7	338.0	335.5	320.4
무형자산	557.8	558.9	553.4	548.1	542.9
투자자산	591.3	1,480.5	1,483.9	1,485.4	1,487.0
자산총계	3,945.6	4,483.2	4,739.1	4,953.4	5,248.9
유동부채	1,618.5	1,951.4	2,055.7	2,111.2	2,243.1
매입채무	117.8	163.1	191.5	205.5	220.6
단기차입금	80.0	132.3	72.3	12.3	0.3
유동성장기부채	0.0	30.0	20.0	10.0	-0.0
비유동부채	308.1	377.7	419.3	439.7	461.9
사채	30.0	49.9	49.9	49.9	49.9
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,926.7	2,329.1	2,475.0	2,550.9	2,705.0
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,085.5	1,100.1	1,100.1	1,100.1	1,100.1
기타포괄이익누계액	-112.6	-83.2	-83.2	-83.2	-83.2
이익잉여금	116.9	212.5	327.5	471.8	619.2
비지배주주지분	18.6	14.3	9.3	3.4	-2.6
자본총계	2,019.0	2,154.1	2,264.1	2,402.5	2,544.0

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	11,582	12,985	14,999	16,082	17,257
EPS(지배주주)	-405	1,849	886	1,041	1,058
CFPS	921	1,376	1,590	1,664	1,597
EBITDAPS	762	1,137	1,577	1,664	1,597
BPS	10,588	11,327	11,935	12,699	13,480
DPS	250	280	280	280	280
배당수익률(%)	2.4	1.6	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	-26.0	9.4	22.5	19.2	18.9
PCR	11.4	12.6	12.5	12.0	12.5
PSR	0.9	1.3	1.3	1.2	1.2
PBR	1.0	1.5	1.7	1.6	1.5
EBITDA(십억원)	144.0	214.8	297.8	314.4	301.7
EV/EBITDA	6.8	14.5	11.8	10.6	10.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.6	16.9	7.6	8.5	8.1
EBITDA 이익률	6.6	8.8	10.5	10.3	9.3
부채비율	95.4	108.1	109.3	106.2	106.3
금융비용부담률	0.3	0.6	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	6.8	6.5	9.6	17.7	21.4
매출채권회전율(x)	11.7	12.3	13.0	12.5	12.5
재고자산회전율(x)	5.6	5.6	5.2	5.0	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	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화시스템 (272210) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

