

2024. 2. 26



▲ 방위산업

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 23,000 원

현재주가 (2.23) 16,240 원

상승여력 41.6%

KOSPI	2,667.70pt
시가총액	30,681억원
발행주식수	18,892만주
유동주식비율	35.02%
외국인비중	3.56%
52주 최고/최저가	19,350원/11,710원
평균거래대금	257.0억원

주요주주(%)

한화에어로스페이스 외 2 인	59.53
국민연금공단	5.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.2	23.7	18.3
상대주가	-12.8	16.2	8.1

주가그래프



한화시스템 272210

실적은 아쉬우나 우호적인 사업환경 조성 중

- ✓ 4Q23P 매출액 7,821억원(QoQ +26.0%, YoY +0.1%), 컨센서스 부합
- ✓ 4Q23P 영업이익 110억원(QoQ -72.4%, YoY 흑자전환), 컨센서스 -49.6% 하회
- ✓ 수출입은행의 자본금 상향안 처리 진행 중 → 방산수출에 우호적인 환경 조성
- ✓ 우주항공청 개청을 앞두고 강력한 우주 정책 등장 기대 → 위성 사업 기대감 증폭
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 23,000원 유지

4Q23 Review: 영업이익 컨센서스 대폭 하회

4Q23P 실적은 매출액 7,821억원, 영업이익 110억원을 기록했다. 매출액은 방산부문 양산사업(TICN 4차, UAE항 천궁II MFR레이더, 폴란드항 K2/K9)의 비중 확대가 크게 기여하며 컨센서스에 부합했으나, 국내 방산사업 정산이 전분기 선제적으로 이뤄짐에 따라 영업이익은 컨센서스 대비 -49.6%를 기록하며 큰 폭으로 하회했다. 당사는 연간 10% 수준의 매출액 증가 가이드를 제시했는데, 이는 폴란드항 K2, K9의 본격적인 인도 시작에 따른 부품 매출액 증가, 그리고 KF-21의 초도 양산에 따른 AESA레이더 매출 반영이 핵심이다. 지난 2월 7일, LIG넥스원이 공시한 사우디항 천궁II 수주(4.3조원)에는 동사의 MFR 레이더 1.2조원(전체 계약 규모의 30%)이 포함되어있으나, 최초 매출액 반영 시기는 적어도 2H25가 될 가능성이 높다. 당사는 사측의 가이드를 소폭 상회하는 2024년 연간 매출액 2.8조원(YoY +15.0%)과 영업이익 1,202억원(YoY +29.5%)을 전망한다.

방산 체력을 바탕으로 위성 사업 가속화

동사에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 23,000원을 유지한다. 체계기업들의 꾸준한 수출 수주가 이어지는 가운데 수출입은행의 자본금 상향 개정안까지 통과 시, 더욱 우호적인 사업 환경이 조성되어 동사의 방산부문 실적 또한 동반 성장할 전망이다. 이처럼 튼튼한 방산부문의 이익체력은 아직 개화하기 전인 위성시장에서의 선제적 지위를 유지하기 위한 R&D 비용 부담을 줄여 줄 수 있다. 당사는 연중 2차례의 SAR위성 추가 발사(4월/11월)를 앞두고 있으며 425사업 및 초소형 SAR 위성체계 후속수주 가능성이 있다. 5월 우주항공청 개청을 앞두고 강력한 정책 등장에 대한 기대감이 높아짐에 따라 긍정적인 주가 흐름이 기대된다.

투자의견 Buy, 적정주가 23,000원 유지

(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	2,453.1	92.9	349.2	1,849	흑전	12,106	9.4	1.4	17.4	16.3	92.7
2024E	2,820.8	120.2	142.1	752	-60.1	12,581	21.6	1.3	13.8	6.1	90.6
2025E	3,005.3	168.9	175.3	928	23.2	13,232	17.5	1.2	11.0	7.2	89.9

표1 한화시스템 4Q23P 실적 Review

(십억원)	4Q23P	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	782.1	788.6	-0.8	620.8	26.0	781.5	0.1	781.2	0.1
영업이익	11.0	-1.1	흑전	39.7	-72.4	21.8	-49.6	23.3	-52.9
세전이익	18.5	-38.1	흑전	53.9	-65.8	27.1	-31.8	31.2	-40.9
순이익	43.7	-46.2	흑전	42.8	2.0	14.6	199.3	24.9	75.5
영업이익률(%)	1.4	-0.1		6.4		2.8		3.0	
순이익률(%)	5.6	-5.9		6.9		1.9		3.2	

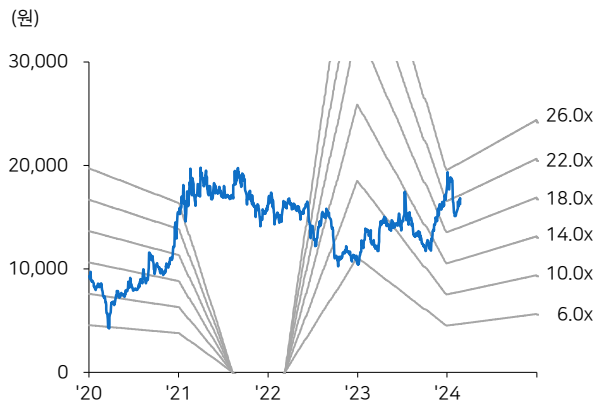
자료: 한화시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화시스템 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
매출액	439.5	610.7	620.8	782.1	599.0	669.3	698.8	853.6	2,453.1	2,820.7	3,005.3
방산부문	292.4	448.1	459.4	617.1	450.4	504.0	536.2	654.1	1,817.0	2,144.7	2,287.8
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	148.6	165.3	162.6	199.5	635.6	676.0	716.6
영업이익	12.3	29.9	39.7	11.0	25.8	35.0	43.1	16.4	92.9	120.2	168.9
% OP	2.8%	4.9%	6.4%	1.4%	4.3%	5.2%	6.2%	1.9%	3.8%	4.3%	5.6%
세전이익	224.6	108.9	53.9	18.6	38.9	51.8	58.0	24.6	406.1	173.2	213.5
순이익(지배)	186.4	76.3	42.8	43.7	31.8	42.4	47.7	20.2	349.2	142.1	175.3
% YoY											
매출액	2.3	19.6	35.1	-0.8	36.3	9.6	12.6	9.1	12.1	15.0	6.5
영업이익	-18.9	82.0	7,233.5	흑전	109.6	17.0	8.6	49.3	286.6	29.5	40.5
세전이익	1,203.6	흑전	485.5	흑전	-82.7	-52.5	7.6	31.9	흑전	-57.3	23.2
순이익(지배)	1,504.7	흑전	1,099.7	흑전	-82.9	-44.4	11.3	-53.8	흑전	-59.3	23.4
% QoQ											
매출액	-44.3	38.9	1.7	26.0	-23.4	11.7	4.4	22.2			
영업이익	흑전	143.1	32.8	-72.4	135.1	35.7	23.3	-62.0			
세전이익	흑전	-51.5	-50.5	-65.5	108.8	33.2	12.1	-57.7			
순이익(지배)	흑전	-59.0	-43.9	2.0	-27.3	33.4	12.4	-57.6			

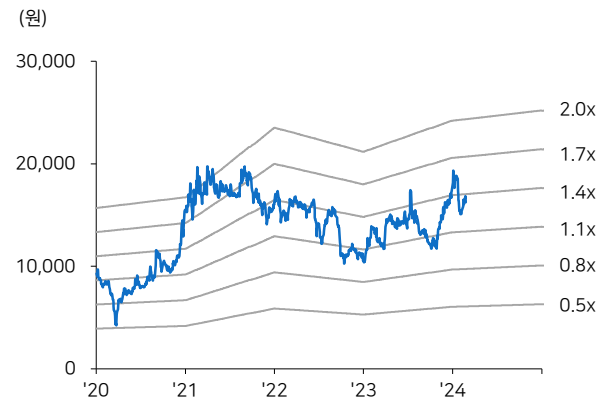
자료: 메리츠증권 리서치센터

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



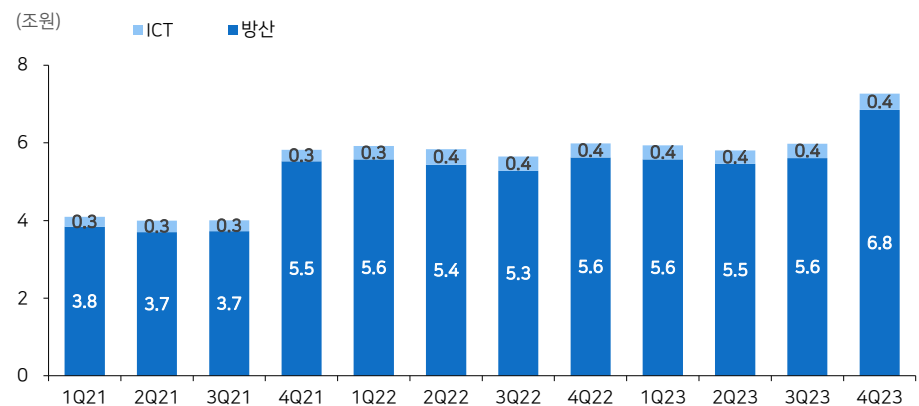
자료: 한화시스템

그림4 Overair사의 Butterfly 시제기: 1Q24중 비행테스트



자료: Overair

그림5 한화시스템 수주잔고 추이



자료: 한화시스템, 메리츠증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,089.5	2,188.0	2,453.1	2,820.8	3,005.3
매출액증가율(%)	27.2	4.7	12.1	15.0	6.5
매출원가	1,805.9	1,934.7	2,123.3	2,394.1	2,510.0
매출총이익	283.6	253.3	329.8	426.6	495.3
판매관리비	171.6	229.3	247.2	306.4	326.4
영업이익	112.1	24.0	92.9	120.2	168.9
영업이익률(%)	5.4	1.1	3.8	4.3	5.6
금융손익	6.0	23.2	22.7	5.6	9.4
종속/관계기업손익	-10.3	-26.7	-14.8	47.4	35.2
기타영업외손익	20.3	-77.5	313.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	128.1	-57.0	413.4	173.2	213.5
법인세비용	30.2	23.7	60.7	36.4	44.8
당기순이익	97.9	-80.8	343.1	136.9	168.7
지배주주지분 순이익	98.3	-76.6	349.2	142.1	175.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	316.5	268.6	-280.7	132.7	191.8
당기순이익(손실)	97.9	-80.8	343.1	136.9	168.7
유형자산상각비	66.0	77.2	82.1	88.2	85.6
무형자산상각비	29.9	27.8	22.2	8.9	8.5
운전자본의 증감	98.2	104.4	-509.5	-53.9	-35.8
투자활동 현금흐름	-268.0	-679.4	-671.9	-38.7	-49.5
유형자산의증가(CAPEX)	-80.1	-48.3	-120.9	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	-160.4	-405.6	-833.3	45.3	33.6
재무활동 현금흐름	1,048.3	-2.7	-40.6	-129.2	-49.9
차입금의 증감	-24.8	54.4	32.6	-76.8	2.5
자본의 증가	1,150.3	0.6	14.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,097.0	-408.6	-990.5	-35.2	92.4
기초현금	539.9	1,636.8	1,228.2	237.7	202.5
기말현금	1,636.8	1,228.2	237.7	202.5	294.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,676.1	2,326.8	1,993.5	2,118.8	2,336.9
현금및현금성자산	1,636.8	1,228.2	237.7	202.5	294.9
매출채권	176.6	198.0	204.0	222.7	237.3
재고자산	406.1	373.0	615.2	671.4	715.5
비유동자산	1,218.2	1,618.8	2,444.1	2,429.2	2,416.7
유형자산	256.9	274.4	332.5	324.3	318.7
무형자산	562.2	557.8	553.1	544.2	535.7
투자자산	212.4	591.3	1,409.8	1,412.0	1,413.6
자산총계	3,894.3	3,945.6	4,437.5	4,548.0	4,753.6
유동부채	1,363.2	1,618.5	1,724.1	1,724.5	1,793.8
매입채무	85.1	117.8	108.9	118.9	126.7
단기차입금	0.0	80.0	60.0	0.0	0.0
유동성장기부채	30.0	0.0	20.0	-0.0	-0.0
비유동부채	291.4	308.1	411.2	436.7	456.7
사채	30.0	30.0	49.9	49.9	49.9
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,654.5	1,926.7	2,135.3	2,161.2	2,250.5
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,084.9	1,085.5	1,100.1	1,100.1	1,100.1
기타포괄이익누계액	2.4	-112.6	21.8	21.8	21.8
이익잉여금	224.7	116.9	254.7	344.4	467.3
비지배주주지분	17.3	18.6	15.2	10.0	3.4
자본총계	2,239.8	2,019.0	2,302.3	2,386.8	2,503.1

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,384	11,582	12,985	14,931	15,908
EPS(지배주주)	630	-405	1,849	752	928
CFPS	1,517	921	1,116	1,150	1,392
EBITDAPS	1,332	683	989	1,150	1,392
BPS	11,764	10,588	12,106	12,581	13,232
DPS	160	250	280	280	280
배당수익률(%)	1.0	2.4	1.6	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	25.4	-26.0	9.4	21.6	17.5
PCR	10.5	11.4	15.6	14.1	11.7
PSR	1.2	0.9	1.3	1.1	1.0
PBR	1.4	1.0	1.4	1.3	1.2
EBITDA(십억원)	208.0	129.0	186.9	217.3	263.0
EV/EBITDA	7.4	7.6	17.4	13.8	11.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	-3.6	16.3	6.1	7.2
EBITDA 이익률	10.0	5.9	7.6	7.7	8.8
부채비율	73.9	95.4	92.7	90.6	89.9
금융비용부담률	0.2	0.3	0.5	0.3	0.3
이자보상배율(x)	26.7	4.1	6.2	13.2	20.6
매출채권회전율(x)	12.6	11.7	12.2	13.2	13.1
재고자산회전율(x)	5.4	5.6	5.0	4.4	4.3

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	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	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화시스템 (272210) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

