

한화시스템

(272210)

가시화되는 투자 성과

투자의견

BUY(유지)

목표주가

21,000 원(유지)

현재주가

16,240 원(02/23)

시가총액

3,068(십억원)

기계/로보틱스/운송 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 4분기 실적 매출액 7,821억원(-1%yoy), 영업이익 110억원(흑자전환yoy, OPM 1.4%)을 기록. TICN 4차 양산, UAE 천궁 MFR, 폴란드 수출 K-2 부품 실적 반영되며 방산 부문 전년비 소폭 성장했으나, ICT 부문의 국방 SI 사업 종료 등 영향으로 전사 매출액은 전년비 Flat. 수익성 측면에서는 방산 부문 정산이 3분기에 선반영되고, 4분기 ICT 부문 성과급 반영되며 전분기 대비 OPM 하락. 하지만, 수출 실적 증가로 전년비 영업이익 흑자전환 달성한 점 긍정적. 연간 실적 기준 대체로 무난한 실적이었다는 판단. 4분기 바닐라 스튜디오 사업 종료로 일부 실적 조정 발생
- 동사는 올해 가이드ansom으로 전년비 매출액 10% 성장을 제시. 폴란드 K-2 수출, UAE 천궁 MFR 등 해외 수출 비중 높아지며 영업이익 지속 성장을 전망함. 신사업 투자로 인한 실적 부담도 있으나, 위성 사업에서 상용 저궤도 위성통신 기반 통신체계 수주(군용)하고, 초소형 SAR 위성 자체 발사에 성공하는 등 일부 성과도 나타나기 시작했음
- 동사의 중기적 실적 성장 드라이버는 방산 부문. 올해 KF-21 AESA 레이더 등 항공기 부품/시스템(전체 계약 규모의 10~20% 수준), 철매-3 레이더, 사우디 천궁 MFR(UAE와 유사 규모), 국내 기업 폴란드 향 수출과 연계된 다수의 추가 수주 예상되며, 올해는 23년 방산 신규 수주 3조원 이상의 수주를 기대함. 이 뿐만 아니라, 지속적인 연구 개발 투자로 경공격기 AESA 레이더(레오나르도 등), DirCM(UH-60 성능개량 등), 대드론방어체계 등 신규 아이템 확보 가능성에도 관심 필요. 동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 21,000원 모두 유지

주가(원, 02/23)	16,240
시가총액(십억원)	3,068

발행주식수	188,919천주
52주 최고가	19,910원
최저가	11,530원
52주 일간 Beta	1.36
60일 일평균거래대금	256억원
외국인 지분율	3.6%
배당수익률(2023F)	1.8%

주주구성	
한화(외 4인)	34.0%
국민연금공단(외 1인)	9.1%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-13.8%	17.2%	8.9%
절대기준	-6.2%	23.7%	18.3%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	21,000	21,000	-
영업이익(23)	93	93	-
영업이익(24)	139	136	-

12월 결산(십억원)	2022A	2023P	2024E	2025E
매출액	2,188	2,453	2,692	2,914
영업이익	24	93	139	172
세전손익	-57	403	96	166
당기순이익	-81	343	77	134
EPS(원)	-405	1,841	417	723
증감률(%)	적전	흑전	-77.3	73.3
PER(배)	na	8.8	38.9	22.5
ROE(%)	-3.6	16.3	3.5	5.9
PBR(배)	1.0	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	7.4	13.0	9.9	8.4

자료: 유진투자증권

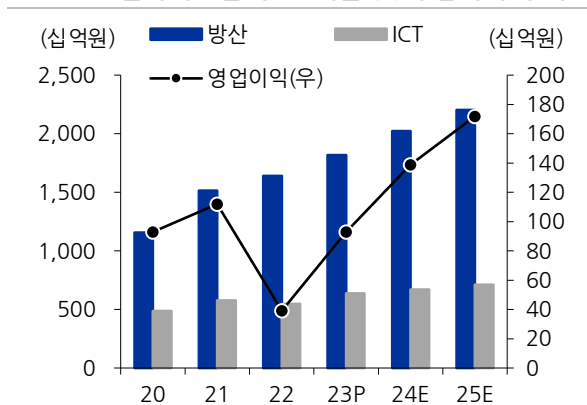


도표 1. 한화시스템 주요 실적 테이블

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	440	611	621	782	2,188	2,453	2,692	2,914
yoy%	2.3	19.6	35.1	-0.8	4.7	12.1	9.8	8.2
방산	292	448	459	617	1,641	1,817	2,021	2,201
ICT	147	162	161	165	547	636	671	711
신사업	1	2	1	1	1	5	4	5
영업이익	12	30	40	11	39	93	139	172
opm%	2.8	4.9	6.4	1.4	1.8	3.8	5.2	5.9
당기순이익	185	75	41	42	-81	343	77	134
npm%	42.1	12.2	6.6	5.3	-3.7	14.0	2.9	4.6

자료: 유진투자증권

도표 2. 한화시스템 주요 매출 및 영업이익 추이



자료: 유진투자증권

도표 3. 한화시스템 신사업 투자 집행 현황

연도	UAM	위성	디지털 플랫폼	기타
2023	167	300	74	-
2022	646	3,393	2,524	-
2021	351	542	786	187

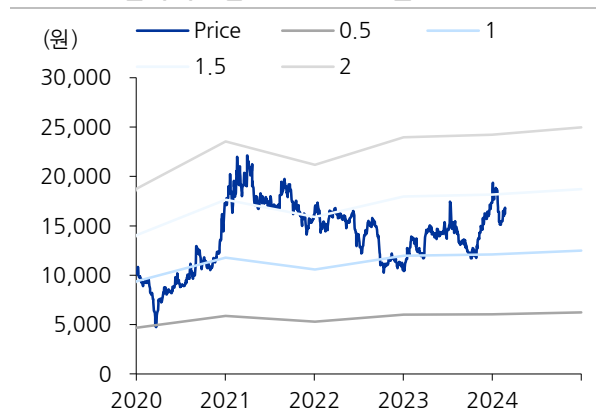
자료: 한화시스템, 유진투자증권

도표 4. 초소형 SAR 자체발사 현장(23.12)



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 5. 한화시스템 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 유진투자증권

한화시스템(272210.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	3,894	3,946	4,440	4,514	4,626
유동자산	2,676	2,327	1,986	1,861	1,911
현금성자산	1,664	1,251	841	600	611
매출채권	182	212	190	230	235
재고자산	406	373	459	530	559
비유동자산	1,218	1,619	2,454	2,654	2,715
투자자산	399	787	1,568	1,631	1,698
유형자산	257	274	333	474	473
기타	562	558	554	549	544
부채총계	1,655	1,927	2,160	2,210	2,251
유동부채	1,363	1,619	1,804	1,845	1,877
매입채무	183	219	183	211	230
유동성이자부채	53	109	318	318	318
기타	1,127	1,290	1,303	1,316	1,330
비유동부채	291	308	356	365	374
비유동이자부채	107	105	132	132	132
기타	184	203	224	233	242
자본총계	2,240	2,019	2,280	2,304	2,375
지배지분	2,222	2,000	2,264	2,288	2,358
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,085	1,086	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	225	117	253	277	348
기타	(32)	(147)	(34)	(34)	(34)
비지배지분	17	19	17	17	17
자본총계	2,240	2,019	2,280	2,304	2,375
총차입금	160	214	450	450	450
순차입금	(1,504)	(1,037)	(391)	(150)	(161)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	317	269	134	220	330
당기순이익	98	(81)	343	77	134
자산상각비	96	105	112	156	173
기타비현금성손익	43	150	(206)	163	67
운전자본증감	98	104	(123)	(74)	(7)
매출채권감소(증가)	(21)	(29)	25	(40)	(5)
재고자산감소(증가)	(42)	34	(86)	(71)	(29)
매입채무증가(감소)	11	40	(26)	28	19
기타	150	59	(35)	8	8
투자현금	(268)	(679)	(702)	(408)	(254)
단기투자자산감소	(127)	(586)	(35)	(1)	(1)
장기투자증권감소	(13)	(6)	(505)	(107)	(77)
설비투자	80	48	124	269	146
유형자산처분	1	0	0	0	0
무형자산처분	(38)	(32)	(26)	(22)	(22)
재무현금	1,048	(3)	162	(55)	(66)
차입금증가	(64)	22	208	0	0
자본증가	1,095	(30)	(47)	(55)	(66)
배당금지급	25	30	47	55	66
현금 증감	1,097	(409)	(423)	(242)	10
기초현금	540	1,637	1,228	806	563
기말현금	1,637	1,228	806	563	573
Gross Cash flow	237	174	263	294	337
Gross Investment	43	(11)	790	481	260
Free Cash Flow	194	185	(528)	(186)	77

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,090	2,188	2,453	2,692	2,914
증가율(%)	27.2	4.7	12.1	9.8	8.2
매출원가	1,806	1,935	2,133	2,291	2,464
매출총이익	284	253	320	402	450
판매 및 일반관리비	172	229	237	263	278
기타영업손익	11	34	4	11	6
영업이익	112	24	93	139	172
증가율(%)	20.7	(78.6)	286.5	49.6	23.7
EBITDA	208	129	205	295	345
증가율(%)	8.0	(38.0)	59.2	43.6	17.1
영업외손익	16	(81)	310	(43)	(6)
이자수익	8	25	29	26	28
이자비용	4	6	15	21	20
지분법손익	(10)	(27)	(35)	(51)	(18)
기타영업손익	22	(73)	331	3	4
세전순이익	128	(57)	403	96	166
증가율(%)	61.9	적전	흑전	(76.2)	73.0
법인세비용	30	24	61	19	32
당기순이익	98	(81)	343	77	134
증가율(%)	4.6	적전	흑전	(77.5)	73.4
지배주주지분	98	(77)	348	79	137
증가율(%)	5.1	적전	흑전	(77.3)	73.3
비지배지분	(0)	(4)	(5)	(2)	(3)
EPS(원)	520	(405)	1,841	417	723
증가율(%)	(31.4)	적전	흑전	(77.3)	73.3
수정EPS(원)	520	(405)	1,841	417	723
증가율(%)	(31.4)	적전	흑전	(77.3)	73.3

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	520	(405)	1,841	417	723
BPS	11,764	10,588	11,983	12,110	12,483
DPS	160	250	290	350	350
밸류에이션(배, %)					
PER	30.7	n/a	8.8	38.9	22.5
PBR	1.4	1.0	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	7.3	7.4	13.0	9.9	8.4
배당수익율	1.0	2.4	1.8	2.2	2.2
PCR	12.8	11.4	11.7	10.4	9.1
수익성(%)					
영업이익율	5.4	1.1	3.8	5.2	5.9
EBITDA이익율	10.0	5.9	8.4	10.9	11.8
순이익율	4.7	(3.7)	14.0	2.9	4.6
ROE	6.0	(3.6)	16.3	3.5	5.9
ROIC	14.8	3.7	17.4	18.6	19.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(67.1)	(51.3)	(17.1)	(6.5)	(6.8)
유동비율	196.3	143.8	110.1	100.8	101.8
이자보상배율	26.7	4.1	6.3	6.5	8.8
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	12.3	11.1	12.2	12.8	12.5
재고자산회전율	5.4	5.6	5.9	5.4	5.4
매입채무회전율	12.5	10.9	12.2	13.7	13.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

