

Company Analysis

한화시스템 272210

Apr 15, 2024

육해공 방산 부문의 일감 지속+신사업

Buy

신규

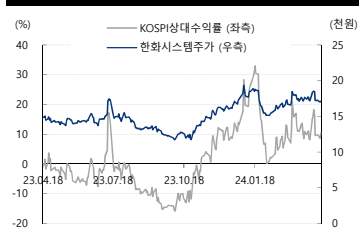
TP 21,500 원

신규

Company Data

현재가(04/12)	17,110 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	19,350 원
52 주 최저가(보통주)	11,720 원
KOSPI (04/12)	2,681.82p
KOSDAQ (04/12)	860.47p
자본금	9,446 억원
시가총액	32,324 억원
발행주식수(보통주)	18,892 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	139.3 만주
평균거래대금(60 일)	247 억원
외국인지분(보통주)	3.99%
주요주주	
한화에어로스페이스 외 2 인	59.53%
국민연금공단	7.17%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.9	36.1	17.8
상대주가	-1.9	25.9	12.0



조선/기계 안유동

3771-9130, 20220081@iprovest.com

투자의견 Buy, 목표주가 21,500원으로 커버리지 개시

한화시스템에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 21,500원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd 지배자본 기준 BPS에 19~21년 평균 PBR 1.8배를 적용하여 산출. 동사의 투자 포인트는 육해공 방산 부문의 기대되는 수주 건이 아직 많다는 점임. 육상 기준으로는 K2전차 및 K9 자주포의 폴란드 2차 잔여물량(820대, 308문)과 루마니아 등을 비롯해 해외에서 국내 지상무기에 대한 수요가 지속됨에 따라 해당 제품에 사격통제시스템을 공급하는 동사의 수주가 지속될 전망이다. 또한 UAE와 사우디 천궁2 수주로 인한 MFR(다기능레이더, 전체에서 30% 비중) 납품, L-SAM 체계 개발 등 지상방산의 온기가 유도무기로 이어지는 수혜 역시 동사의 투자포인트. 공중 부문에서는 KF-21 양산(1차 20대 올해 6월, 2차 20대 25년 말, 나머지 80대 26년 말 추정)에 따른 AESA레이더 탑재(전체 규모에서 10% 차지), 해상에서는 KDDX 차기 구축함 사업에 들어갈 전투체계와 레이더 사업 등이 있고 이로 인해 방산 부문 수주잔고는 계속 늘어날 전망이다.

위성과 UAM도 중장기적 모멘텀

신사업 부문의 핵심 사업은 1)위성 사업과 2)UAM 사업. 동사는 23년 5월 초소형 위성체계 SAR 검증 위성 계약을 수주한 것을 비롯해 23년 7월에는 기간통신사업자 등록을 완료. 상용 저궤도 통신 기반 통신 체계를 기점으로 앞으로도 군위성과 관련된 사업들이 지속될 것으로 보임. 실제로 작년 12월말 첫 발을 댄 정찰위성 확보 사업(425사업) 관련해 정찰위성 1호기가 사업 추진 9년 6개월만에 발사되었고 올해 4월 2호기 발사에 성공. 25년까지 5기 운영이 목표. 군 위성 사업 규모는 위성체, 지상국, 서비스 운용 등을 포함하면 1조원 이상으로 전망됨.

UAM 부문은 오버에어와 공동 개발 중인 전기 수직 이착륙 항공기(eVTOL) 버터플라이 'XP-1' 시제기 조립이 작년 말 완료되었으며 올해 첫 테스트 비행이 있을 것으로 기대함.

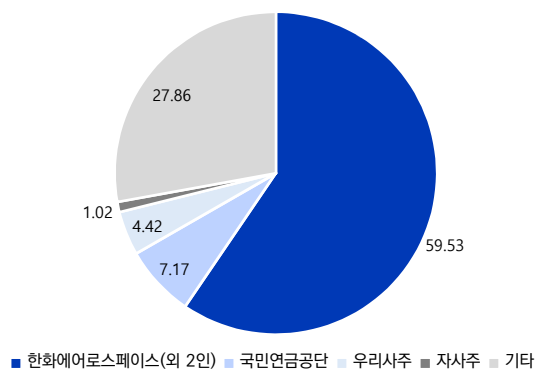
Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,188	2,453	2,744	3,019	3,244
YoY(%)	4.7	12.1	11.9	10.0	7.4
영업이익(십억원)	39	93	135	165	188
OP 마진(%)	1.8	3.8	4.9	5.5	5.8
순이익(십억원)	-81	343	121	143	159
EPS(원)	-405	1,849	650	769	856
YoY(%)	적전	흑전	-64.8	18.2	11.4
PER(배)	-26.0	9.4	26.3	22.3	20.0
PCR(배)	11.2	12.3	556.6	56.9	30.0
PBR(배)	1.0	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	6.6	14.4	11.1	9.5	8.4
ROE(%)	-3.6	16.9	5.6	6.4	6.9

1. 기업개요

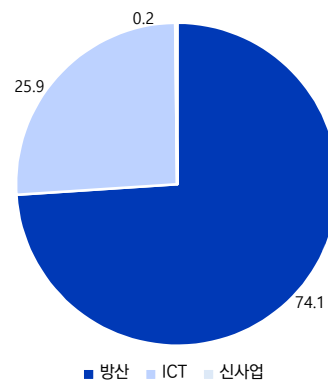
한화시스템은 1978년 삼성항공으로 출발, 1991년 삼성전자 특수 사업부로 2000년에 삼성전자와 프랑스 탈레스 그룹과 합작하여 삼성탈레스로 출범하였다. 주로 군 첨단 장비의 개발을 통해 국산화 및 수출을 하고 있는 회사이며 주로 통신전자, 레이더, 광전자 분야에 강점이 많은 회사이다. 2014년 11월 26일 삼성그룹은 한화 그룹에 삼성탈레스 등 4개사의 이전을 발표하였고 한화탈레스로 사명이 변경되었다가 탈레스그룹이 한화테크윈에 지분을 매각하여 2016년 10월 한화시스템으로 개칭했다. 2023년 기준 매출 비중은 방산 부문 74.1%, ICT 부문 25.9%, 신사업 0.24%이다.

[도표 93] 한화시스템 주주 현황



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 94] 한화시스템 23년 매출비중



자료: 교보증권 리서치센터

방위산업









법보다 주먹이 가까울 때가 있다

[도표 97] 한화시스템 다기능레이더(MFR)



자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 98] 한화시스템 다기능레이더 제품

<p>장거리 지대공 유도무기체계 다기능레이더 (L-SAM MFR)</p>  <p>Read more </p>	<p>중거리 지대공 유도무기체계 (천궁/철매-II) 다기능레이더 (M-SAM MFR)</p>  <p>Read more </p>
<p>한국형 전투기 AESA 레이더 (KF-21 AESA Radar)</p>  <p>Read more </p>	<p>차기호위함 다기능레이더 (FFX B-3 MFR)</p>  <p>Read more </p>

자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

3. 투자포인트 ② 위성과 UAM도 중장기적 모멘텀

신사업 부문의 핵심 사업은 1)위성 사업과 2)UAM 사업이다. 동사는 23년 5월 초소형 위성체계 SAR 검증 위성 계약을 수주한 것을 비롯해 23년 7월에는 기간통신사업자 등록을 완료했는데 상용 저궤도 통신 기반 통신 체계를 기점으로 앞으로도 군위성과 관련된 사업들이 지속될 것으로 보인다. 실제로 작년 12월말 첫 발을 댄 정찰위성 확보 사업(425사업) 관련해 정찰위성 1호가 사업 추진 9년 6개월만에 발사되었고 올해 4월 2호기 발사에 성공했다. 25년까지 5기 (SAR(고성능레이다)위성 4기, 전자광학(EO)·적외선(IR) 1기) 운영이 목표이며 군 위성 사업 규모는 위성체, 지상국, 서비스 운용 등을 포함하면 1조원 이상일 것으로 전망된다.

[도표 99] 23년 12월 SAR 위성 1호기 발사



자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 100] SAR 2 호기 발사(미 스페이스X 사 발사대)



자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 101] 공공분야 초소형위성 개발계획



자료: 언론보도, 교보증권 리서치센터

4. 투자 의견 Buy, 목표주가 21,500원 제시

[도표 102] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	439.5	610.7	620.8	782.1	487.2	682.5	694.4	879.9	2,453.2	2,744.1	3,019.4
YoY(%)	2.3	19.6	35.1	(0.8)	10.9	11.8	11.9	12.5	12.1	11.9	10.0
방산	292.4	448.1	459.4	617.2	337.1	516.6	529.6	711.5	1,817.0	2,094.7	2,356.3
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	150.1	165.8	164.7	168.4	635.6	648.9	662.7
신사업	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4
영업이익	12.3	29.8	39.7	11.1	21.5	34.1	49.0	30.4	92.9	135.0	165.2
영업이익률(%)	2.8	4.9	6.4	1.4	4.4	5.0	7.1	3.5	3.8	4.9	5.5

자료: 교보증권 리서치센터

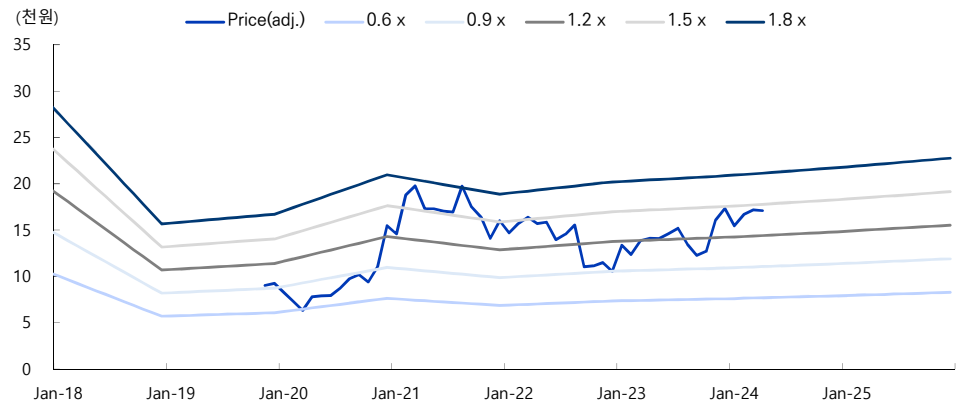
[도표 103] 한화시스템 Valuation table

항목	수치	비고
Target PBR(x)	1.8	17~21년 평균
BPS(원)	12,027	12M fwd
적정주가(원)	21,649	
발행주식수(백만주)	189	
적정시가총액(십억원)	4,092	
목표주가(원)	21,500	
현재주가	17,110	
Upside	25.7	

자료: 교보증권 리서치센터

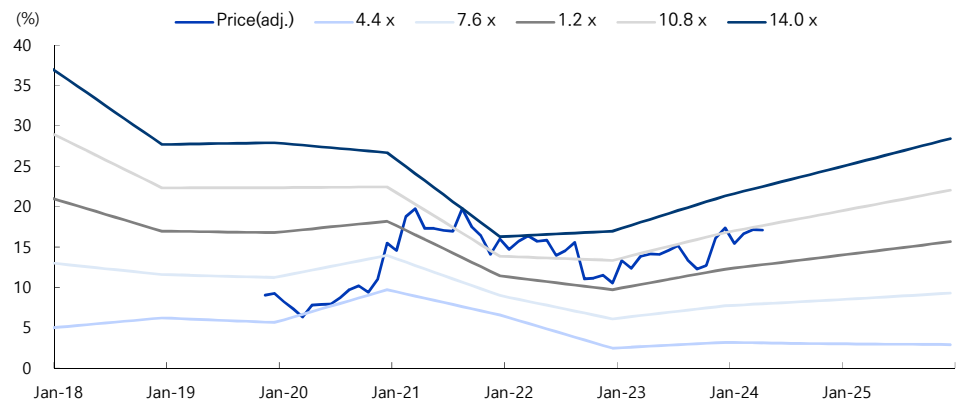
5. 12M fwd PBR, EV/EBITDA 밴드차트

[도표 104] 12M fwd PBR 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 105] 12M fwd EV/EBITDA 추이



자료: 교보증권 리서치센터

방위산업

법보다 주먹이 가까울 때가 있다

[한화시스템 272210]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188	2,453	2,744	3,019	3,244
매출원가	1,933	2,149	2,400	2,626	2,811
매출총이익	255	304	344	393	432
매출총이익률 (%)	11.7	12.4	12.5	13.0	13.3
판매비와관리비	216	211	209	228	244
영업이익	39	93	135	165	188
영업이익률 (%)	1.8	3.8	4.9	5.5	5.8
EBITDA	144	215	269	323	378
EBITDA Margin (%)	6.6	8.8	9.8	10.7	11.7
영업외손익	-81	321	20	16	12
관계기업손익	-27	-30	30	30	30
금융수익	35	32	35	32	29
금융비용	-12	-18	-18	-19	-20
기타	-78	336	-27	-27	-27
법인세비용차감전순이익	-42	413	155	181	200
법인세비용	24	57	22	25	28
계속사업순이익	-66	356	134	156	172
중단사업순이익	-15	-13	-13	-13	-13
당기순이익	-81	343	121	143	159
당기순이익률 (%)	-3.7	14.0	4.4	4.7	4.9
비지배지분순이익	-4	-6	-2	-3	-3
지배지분순이익	-77	349	123	145	162
지배지분순이익률 (%)	-3.5	14.2	4.5	4.8	5.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-116	-176	-33	-33	-33
포괄순이익	-197	167	87	109	126
비지배지분포괄이익	-4	-6	-3	-4	-5
지배지분포괄이익	-193	173	91	114	130

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	269	83	-141	-102	-42
당기순이익	-81	343	121	143	159
비현금항목의 가감	255	-83	-117	-84	-46
감가상각비	77	99	114	140	174
외환손익	1	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	27	30	-30	-30	-30
기타	150	-211	-200	-194	-189
자산부채의 증감	104	-168	-140	-147	-136
기타현금흐름	-10	-9	-5	-13	-20
투자활동 현금흐름	-679	-864	-332	-382	-432
투자자산	-597	-692	-30	-30	-30
유형자산	-48	-132	-250	-300	-350
기타	-34	-39	-52	-52	-52
재무활동 현금흐름	-3	27	-65	-64	-62
단기차입금	79	52	13	15	16
사채	-30	50	3	3	3
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-30	-47	-52	-52	-52
기타	-22	-29	-29	-29	-29
현금의 증감	-409	-752	91	-73	-56
기초 현금	1,637	1,228	476	567	494
기말 현금	1,228	476	567	494	437
NOPLAT	61	80	116	142	162
FCF	222	-98	-140	-146	-134

자료: 한화시스템, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,327	1,890	1,942	2,004	2,074
현금및현금성자산	1,228	476	567	494	437
매출채권 및 기타채권	212	204	229	251	270
재고자산	373	501	549	604	649
기타유동자산	514	709	597	655	718
비유동자산	1,619	2,593	2,774	2,976	3,195
유형자산	274	348	483	643	819
관계기업투자금	16	993	1,052	1,112	1,172
기타금융자산	575	488	490	490	490
기타비유동자산	753	765	748	730	714
자산총계	3,946	4,483	4,716	4,979	5,269
유동부채	1,619	1,951	2,065	2,183	2,304
매입채무 및 기타채무	219	301	321	339	354
차입금	80	132	146	160	176
유동상채무	0	30	30	30	30
기타유동부채	1,319	1,488	1,569	1,654	1,744
비유동부채	308	378	426	478	536
차입금	0	0	0	0	0
사채	30	50	53	56	59
기타비유동부채	278	328	373	422	478
부채총계	1,927	2,329	2,491	2,661	2,840
지배지분	2,000	2,140	2,210	2,303	2,413
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,100	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	117	212	283	376	485
기타자본변동	-34	-34	-34	-34	-34
비지배지분	19	14	15	15	16
자본총계	2,019	2,154	2,225	2,319	2,429
총차입금	185	301	326	353	383

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-405	1,849	650	769	856
PER	-26.0	9.4	26.3	22.3	20.0
BPS	10,588	11,327	11,700	12,191	12,770
PBR	1.0	1.5	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	762	1,137	1,423	1,712	2,001
EV/EBITDA	6.6	14.4	11.1	9.5	8.4
SPS	11,582	12,985	14,525	15,982	17,169
PSR	0.9	1.3	1.2	1.1	1.0
CFPS	1,176	-520	-741	-775	-709
DPS	250	280	280	280	280

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	4.7	12.1	11.9	10.0	7.4
영업이익 증가율	-65.1	137.6	45.4	22.3	13.8
순이익 증가율	적전	흑전	-64.8	18.2	11.4
수익성					
ROIC	15.7	23.4	26.7	24.1	21.1
ROA	-2.0	8.3	2.7	3.0	3.2
ROE	-3.6	16.9	5.6	6.4	6.9
안정성					
부채비율	95.4	108.1	112.0	114.8	117.0
순차입금비율	4.7	6.7	6.9	7.1	7.3
이자보상배율	6.8	6.5	8.9	10.4	11.2