

한화시스템 (272210)

우주의 기운이 솟아난다

레이다·위성 산업의 선두주자

24년 KF-21 양산과 주요 위성사업 본격화로 인한 수혜가 예상된다. 23년 12월 국내 최초로 순수 자체기술로 개발한 소형 SAR 위성의 자체 발사에 성공했다. 소형 SAR 위성의 경우 본체와 탑재체, 태양전지판이 일체화된 형태로 위성 설계 및 제조 능력을 검증한 것으로 판단한다. 21년 유텔셋 원웹에 3억달러를 투자하고 국내 서비스 공급 계약 체결한 것을 바탕으로 23년 11월 398억원 규모의 상용 저궤도위성 기반의 군용 통신체계 사업을 수주했다. 민·관·군 협의체가 25~30년 4,797억원 규모를 투자해 국내 저궤도 위성통신 구축 전까지 저궤도 위성통신의 개발과 운영 노하우로 국내 위성통신 시장을 주도할 전망이다. 24년 KF-21 초도물량 20대 양산으로 항공전자 장비 매출이 본격화될 전망이다. 특히 AESA(능동형위상배열) 레이더는 미국, 영국, 프랑스, 스웨덴, 이스라엘 등 일부 국가만 원천기술을 보유한 최첨단 기술로 향후 신규 고객 확보 및 사업 확장도 기대된다.

24년 매출액 두자릿수 성장 지속

24년 연결 매출액은 2.7조원(+11.7% YoY), 영업이익은 1,244억원(+33.9% YoY)으로 전망한다. 당사는 24년 가이던스로 매출액 +10% YoY를 제시했다. KF-21 초도물량 양산과 위성 사업과 TICN 4차 양산 등 방산부문과 계열사 중심의 차세대 ERP 구축 등 ICT 부문의 고른 성장이 예상된다. 23년말 수주잔고는 방산을 중심으로 7.3조원까지 증가해 외형성장도 이익 성장이 장기화될 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 2만원으로 커버리지 개시

항공·우주, 감시·정찰, 지휘통제·통신, 해양시스템 등 방산 분야에 걸친 핵심 장비를 보유해 주요 방산업체의 해외 수주 증가에 따른 수혜가 예상된다. 28년부터 국내 위성 발사 수요가 급증한다는 점에서 24년부터 위성제작 발주가 본격화될 것으로 예상된다. 다수의 우주 사업이 진행 중이다. 그룹 내 한화에어로스페이스(발사체)와 세트렉아이(관측위성, 우주서비스)와의 협력을 통한 우주 사업에서의 중장기 성장이 지속 가능할 것이다.



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 20,000원 (I)

현재주가 (3/5) 17,120원

상승여력 17%

시가총액 32,343억원

총발행주식수 188,919,389주

60일 평균 거래대금 291억원

60일 평균 거래량 1,690,777주

52주 고/저 19,350원 / 11,710원

외인지분율 3.82%

배당수익률 2.37%

주요주주 한화에어로스페이스 외 2인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.3	6.4	37.1
상대	10.8	0.2	25.8
절대 (달러환산)	13.0	4.5	33.7

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	782	-0.8	26.0	781	0.1
영업이익	21	흑전	-43.1	22	-2.4
세전계속사업이익	106	흑전	105.7	27	291.8
지배순이익	141	흑전	229.0	15	865.1
영업이익률 (%)	2.7	흑전	-3.3 %pt	2.8	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	18.0	흑전	+11.1 %pt	1.9	+16.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

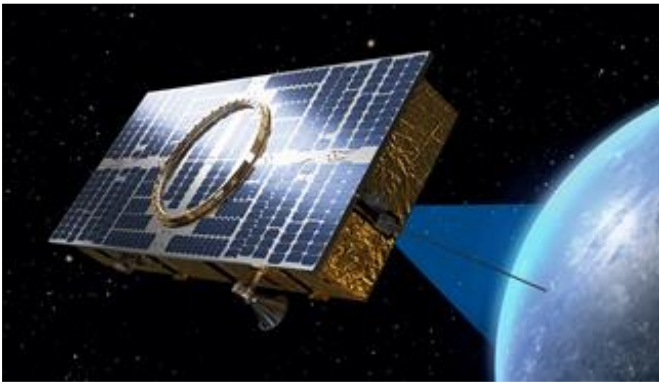
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	2,090	2,188	2,453	2,740
영업이익	112	24	93	124
지배순이익	98	-77	446	152
PER	27.3	-34.9	7.3	21.2
PBR	1.4	1.3	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.7	12.8	10.5	9.0
ROE	6.0	-3.6	20.3	6.2

자료: 유안타증권

레이다·위성 산업의 선두주자

24년 KF-21 양산과 주요 위성사업 본격화로 인한 수혜가 예상된다. 동사는 다목적실용위성(아리랑) 3호의 IR센서를 시작으로 7호, 7A호의 EO·IR 탑재체, 차세대 중형위성 1,2호의 EO탑재체를 개발 제작했으며, 23년 12월에는 국내 최초로 순수 자체기술로 개발한 소형 SAR 위성의 자체 발사에 성공했다. 소형 SAR 위성의 경우 본체와 탑재체, 태양전지판이 일체화된 형태로 위성 설계 및 제조 능력을 검증한 것으로 판단한다. 21년 유텔셋 원웹에 3억달러를 투자하고 국내 서비스 공급 계약 체결한 것을 바탕으로 23년 11월 398억원 규모의 상용 저궤도위성 기반의 군용 통신체계 사업을 수주했다. 민·관·군 협의체가 25~30년 4,797억원 규모를 투자해 국내 저궤도 위성통신 구축 전까지 저궤도 위성통신의 개발과 운영 노하우로 국내 위성통신 시장을 주도할 전망이다. 24년 KF-21 초도물량 20대 양산으로 항공전자 장비 매출이 본격화될 전망이다. 특히 AESA(능동형위상배열) 레이다는 미국, 영국, 프랑스, 스웨덴, 이스라엘 등 일부 국가만 원천기술을 보유한 최첨단 기술로 향후 신규 고객 확보 및 사업 확장도 기대된다.

[그림 1] 한화시스템의 소형 SAR 위성



자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 23년 12월 소형 SAR 위성 발사



자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] KF-21의 핵심 장비인 AESA 레이더



자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

24년 매출액 두자릿수 성장 지속

24년 연결 매출액은 2.7조원(+11.7% YoY), 영업이익은 1,244억원(+33.9% YoY)으로 전망한다. 당사는 24년 가이던스로 매출액 +10% YoY를 제시했다. KF-21 초도물량 양산과 위성 사업과 TICN 4차 양산 등 방산부문과 계열사 중심의 차세대 ERP 구축 등 ICT 부문의 고른 성장이 예상된다. 23년말 수주잔고는 방산을 중심으로 7.3조원까지 증가해 외형성장과 이익 성장이 장기 화될 전망이다.

[표 1] 22년 이후 한화시스템 주요 수주

(단위: 십억원)

분류	계약명	계약규모	'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29
방산	차세대보병전투차량 다중위협체 대응 지능형능동방호 기술과제	36.0							
방산	초소형위성체계 SAR 검증위성(H 모델)	67.9							
방산	C-130H 성능개량(2차) 사업	73.7							
방산	울산급 Batch-III 후속함(2~6번) 전투체계	399.2							
방산	23년 천마체계 외주정비(방산) '탐지추적장치' 물품구매계약	98.6							
ICT	에어로스페이스 차세대 One ERP 구축단계(3/3) 프로젝트	72.6							
방산	K1계열전자 사통장치 성과기반계약(PBL) 외 3항목	146.7							
방산	폴란드 K2전차 수출사업 조준경 등 17종 계약	257.4							
방산	철매-II 성능개량 다기능레이더(2차 양산)	56.8							
방산	공지통신무전기 성능개량사업(LYNX 등 5종)	95.9							
방산	TICN Block-I-2(TMMR) 2차 양산	233.0							
방산	전기/기계장치	340.0							
방산	설계종합	81.8							
방산	함탑재정찰용/서북도서용 무인항공기 체계개발사업	143.3							
방산	JTDLS(완성형) 함정7종 체계개발사업	83.8							

자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

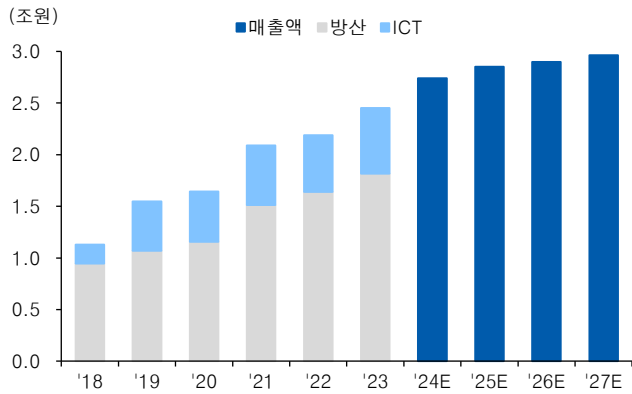
[표 2] 한화시스템 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	'23	'24E
연결 매출액	440	611	621	782	475	617	671	978	2,453	2,740
YoY %	2.3	19.6	35.1	-0.8	8.0	1.0	8.2	25.0	12.1	11.7
방산	292	448	459	617	491	484	542	546	1,820	2,062
ICT	147	162	161	165	161	159	178	179	605	678
연결 영업이익	12	30	40	11	29	36	36	23	93	124
YoY %	-19.1	82.3	7,840.0	흑전	135.2	19.3	-8.6	113.4	287.1	33.9
OPM %	2.8	4.9	6.4	1.4	6.1	5.8	5.4	2.4	3.8	4.5

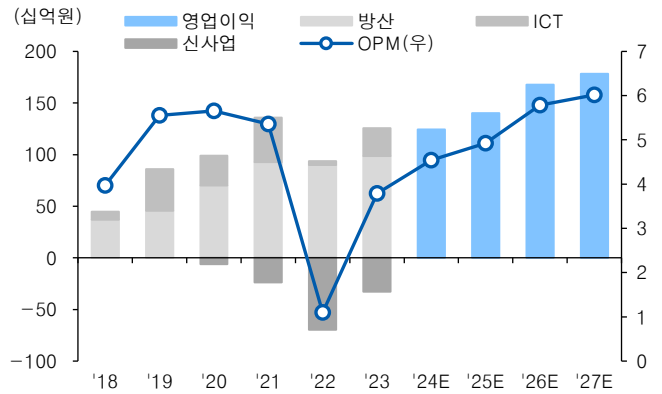
자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 한화시스템 매출액 추이 및 전망



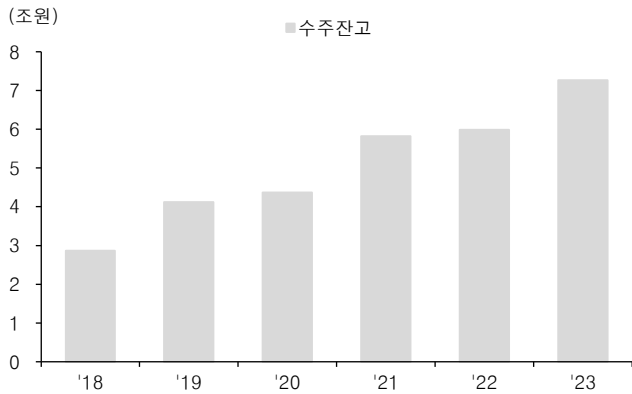
자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 한화시스템 영업이익 추이 및 전망



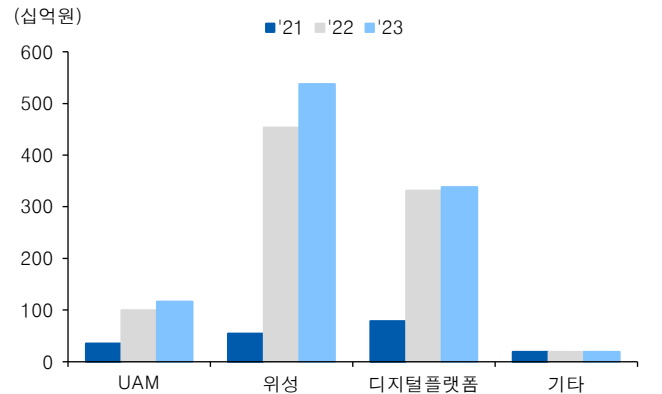
자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 한화시스템 수주잔고 추이



자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 21년 이후 분야별 신사업 누적 투자액 추이



자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 2만원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 20,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd EPS 854원에 Target PER(글로벌 Peer 평균에 30% 할인) 23.0x를 적용해 산출했다. 현주가 기준 12M fwd PER은 20.0x이다. 항공·우주, 감시·정찰, 지휘통제·통신, 해양시스템 등 방산 전 분야에 걸친 핵심 장비를 보유해 주요 방산업체의 해외 수주 증가에 따른 수혜가 예상된다. 28년부터 국내 위성 발사 수요가 급증한다는 점에서 24년부터 위성제작 발주가 본격화될 것으로 예상된다. 아리랑7호, 아리랑7A호, 425사업, 초소형 위성체계, 군위성 통신망 등 다수의 우주 사업이 진행 중이다. 그룹 내 한화에어로스페이스(발사체)와 세트렉아이(관측위성, 우주서비스)와의 협력을 통한 우주 사업에서의 중장기 성장이 지속 가능할 것이다.

[표 3] 한화시스템 목표주가 산출

(단위: 십억원, 원, x, 백만주)

	내용	비고
Target PER	23.0	글로벌 Peer 평균에서 30% 할인
12M fwd EPS	854	
적정 주가	19,681	
발행 주식수	188.9	
적정 시가총액	3,717	
목표주가	20,000	
상승 여력	16.8%	

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 한화그룹의 우주사업 내 한화시스템 역할

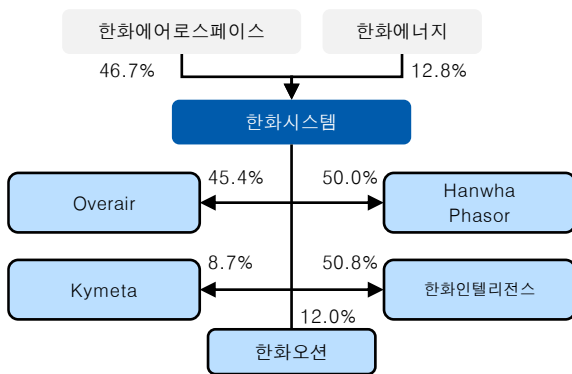


자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

방산·우주의 미래 핵심 기술 보유

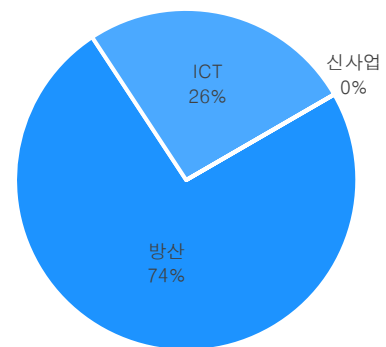
동사는 00년 삼성전자와 프랑스 탈레스 그룹의 합작으로 설립됐으며 18년 한화 S&C와 합병 후 현재 한화시스템으로 사명을 변경했다. 3Q23말 기준 주요 주주로는 한화에어로스페이스 46.7%, 한화에너지 12.8%, 국민연금공단 6.0% 등이 있다. 주요 사업으로는 C4I, 레이더 등 방산전자와 기업 ERP 등 ICT 사업을 영위하고 있다. 최근에는 UAM, 위성, 디지털플랫폼 등에 투자하고 미래 성장을 도모하고 있다. Kymeta, Utelsat OneWeb에 투자해 국내 위성통신 안테나 및 서비스 사업을 전개하고 있으며, Overair 지분투자와 함께 UAM 팀 코리아 참여로 UAM 사업을 진행 중이다.

[그림 9] 한화시스템 지배구조



자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 23년 한화시스템 매출 비중



자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

한화시스템 (272210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,090	2,188	2,453	2,740	2,851
매출원가	1,806	1,935	2,131	2,360	2,433
매출총이익	284	253	323	381	418
판관비	172	229	230	256	278
영업이익	112	24	93	124	140
EBITDA	208	129	175	190	192
영업외손익	16	-81	327	22	24
외환관련손익	2	4	0	0	0
이자손익	4	19	19	23	26
관계기업관련손익	-10	-27	27	27	27
기타	20	-78	282	-28	-28
법인세비용차감전순이익	128	-57	420	146	164
법인세비용	30	24	-51	-15	-35
계속사업순이익	98	-81	471	161	199
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	98	-81	471	161	199
지배지분순이익	98	-77	446	152	189
포괄순이익	98	-197	469	159	198
지배지분포괄이익	98	-193	459	156	193

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	317	269	653	321	382
당기순이익	98	-81	471	161	199
감가상각비	66	77	58	43	32
외환손익	-1	-3	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	10	27	-27	-27	-27
자산부채의 증감	98	104	4	0	36
기타현금흐름	46	144	146	144	141
투자활동 현금흐름	-268	-679	-14	-14	-10
투자자산	-129	-597	-5	-5	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-80	-48	0	0	0
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-60	-35	-9	-9	-8
재무활동 현금흐름	1,048	-3	-68	-71	-73
단기차입금	-28	86	3	4	1
사채 및 장기차입금	3	-32	0	0	0
자본	1,150	1	3	0	0
현금배당	-25	-30	-47	-47	-47
기타현금흐름	-52	-28	-28	-28	-28
연결범위변동 등 기타	0	5	-120	-143	-110
현금의 증감	1,097	-409	451	93	190
기초 현금	540	1,637	1,228	1,679	1,772
기말 현금	1,637	1,228	1,679	1,772	1,962
NOPLAT	112	34	104	137	170
FCF	236	220	653	321	382

자료: 유안타증권

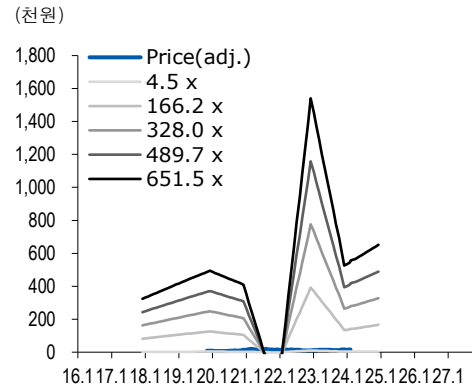
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,676	2,327	2,906	3,143	3,388
현금및현금성자산	1,637	1,228	1,679	1,772	1,962
매출채권 및 기타채권	182	212	233	260	270
재고자산	406	373	418	467	486
비유동자산	1,218	1,619	1,541	1,480	1,430
유형자산	257	274	217	174	141
관계기업 등 지분관련자산	29	16	18	21	21
기타투자자산	184	575	577	580	581
자산총계	3,894	3,946	4,447	4,623	4,818
유동부채	1,363	1,619	1,687	1,746	1,786
매입채무 및 기타채무	183	219	246	275	286
단기차입금	0	80	80	80	80
유동성장기부채	30	0	0	0	0
비유동부채	291	308	315	319	324
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	30	30	30	30	30
부채총계	1,655	1,927	2,002	2,066	2,110
지배지분	2,222	2,000	2,402	2,506	2,646
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,085	1,086	1,089	1,089	1,089
이익잉여금	225	117	517	622	764
비지배지분	17	19	43	51	62
자본총계	2,240	2,019	2,445	2,557	2,708
순차입금	-1,504	-1,037	-1,487	-1,579	-1,768
총차입금	160	214	218	221	223

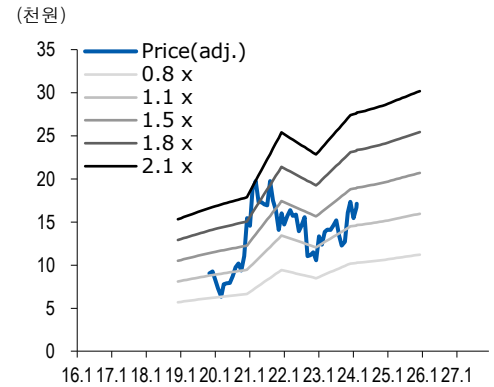
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	630	-405	2,363	806	999
BPS	11,900	10,697	12,844	13,400	14,151
EBITDAPS	1,332	683	928	1,004	1,018
SPS	13,384	11,582	12,985	14,506	15,091
DPS	160	250	250	250	250
PER	27.3	-34.9	7.3	21.2	17.1
PBR	1.4	1.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.7	12.8	10.5	9.0	7.9
PSR	1.3	1.2	1.3	1.2	1.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	27.2	4.7	12.1	11.7	4.0
영업이익 증가율 (%)	20.7	-78.6	286.6	33.9	12.8
지배순이익 증가율 (%)	5.1	적전	흑전	-65.9	24.0
매출총이익률 (%)	13.6	11.6	13.2	13.9	14.7
영업이익률 (%)	5.4	1.1	3.8	4.5	4.9
지배순이익률 (%)	4.7	-3.5	18.2	5.6	6.6
EBITDA 마진 (%)	10.0	5.9	7.1	6.9	6.7
ROIC	15.3	7.4	26.9	35.4	45.0
ROA	3.0	-2.0	10.6	3.4	4.0
ROE	6.0	-3.6	20.3	6.2	7.3
부채비율 (%)	73.9	95.4	81.9	80.8	77.9
순차입금/자기자본 (%)	-67.7	-51.8	-61.9	-63.0	-66.8
영업이익/금융비용 (배)	26.7	4.1	13.8	18.1	20.2

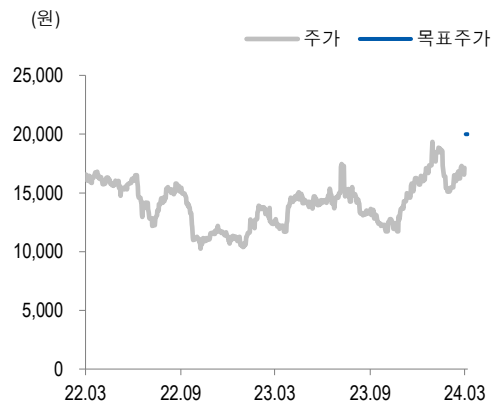
P/E band chart



P/B band chart



한화시스템 (272210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-03-06	BUY	20,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	85.9
Hold(중립)	14.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-03-05

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.