

(Analyst) 정동호 dongho.jeong@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

272210 · 방산/항공우주

한화시스템

NDR 후기: 의심을 지웠던 호실적

(유지)

매수

목표주가

19,000원

상승여력

39.3%

현재주가(23/11/3)

13,640원

KOSPI	2,368.34	시가총액(십억원)	2,577	발행주식수(백만주)	189	외국인 보유비중(%)	4.7
-------	----------	-----------	-------	------------	-----	-------------	-----

Report summary

3Q23 Review

동사는 '23년 3분기 매출액 6,208억 원 (+35.2% YoY, vs. 컨센 18.9% 상회), 영업이익 374억 원 (+6,938.4 YoY, 컨센 77.8% 상회)으로 실적 서프라이즈를 기록했다. 방산의 성장과 ICT 부문의 회복, 신산업의 손실 축소가 동시에 나타난 결과이다. 금번 실적은 기저에 깔려 있던 의심을 지우기 충분했다.

2024년 실적도 견고하다

동사의 '24F 매출액 2조 7,162억 원 (+7.9% YoY), 영업이익 1,161억 원 (+21.7% YoY, OPM 4.3%)으로 전망한다. 사우디 천궁-II MFR과 폴란드 K9/K2 수출계약 성사 시 방산 성장세가 더욱 탄력 받을 것으로 기대한다. ICT는 대규모 캡티브 사업이 예정되어 있으며, 신사업 모멘텀도 부각될 전망이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	11.2	-4.6	17.6
상대주가	15.7	0.7	15.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,090	2,188	2,518	2,716	3,113
영업이익 (십억원)	112	24	95	116	148
영업이익률 (%)	5.4	1.1	3.8	4.3	4.8
순이익 (십억원)	98	-77	337	141	171
EPS (원)	630	-405	1,783	746	903
ROE (%)	6.0	-3.6	16.4	6.5	7.5
P/E (배)	25.4	-	7.6	18.3	15.1
P/B (배)	1.3	1.0	1.2	1.1	1.1
배당수익률 (%)	1.0	2.4	1.8	1.8	1.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

3Q23 Review

동사는 '23년 3분기 매출액 6,208억 원 (+35.2% YoY, vs. 컨센 18.9% 상회), 영업이익 374억 원 (+6,938.4 YoY, 컨센 77.8% 상회)으로 실적 서프라이즈를 기록했다. 방산의 성장과 ICT 부문의 회복, 신산업의 손실 축소가 동시에 나타난 결과이다. 금번 실적은 기저에 깔려 있던 의심을 지우기 충분했다.

방산 부문은 매출액 4,594억 원 (+37.2% YoY), 영업이익 338억 원 (+33.8% YoY, OPM 7.4%)을 기록했다. TICN 4차 양산사업과 UAE 천궁-II MFR 수출의 매출인식이 본격화되면서 전사 매출을 견인했다. TICN 4차 양산은 '24년까지 연간 2,500억 원, UAE 사업은 '30년 이후까지 연간 1,300억 원대로 매출에 기여할 것으로 추정한다.

ICT 부문은 매출액 1,613억 원 (+29.8% YoY), 영업이익 122억 원 (+1,213% YoY, OPM 7.6%)으로 전년 대비 뚜렷한 회복세를 보였다. 향후에도 한화큐셀 미국 법인 ERP 시스템 구축 및 한화에어로 통합 ERP 리뉴얼 사업이 단기간에 인식됨에 따라 매출 성장이 기대된다. '23년 ICT 부문 영업이익은 '21년 수준까지 회복할 전망이다.

'23년 4분기 매출 8,462억 원 (+7.3% YoY), 영업이익 237억 원 (흑자전환, OPM 2.8%)으로 전망한다. TICN 4차 양산 및 UAE 천궁-II MFR 매출인식 본격화에 따라 추정치를 소폭 상향했다. 다만, 4분기는 1) 국내 방산 정비사업 정산이 3분기에 일부 선집행된 부분과 2) ICT 부문 연말 성과급 지급을 고려했을 때 마진은 낮아질 수 있다.

표 1. 한화시스템 3Q23 실적 테이블

(십억 원)

	3Q22	2Q23	3Q23P			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ	YoY	추정치	차이	추정치	차이
매출액	459	611	621	1.7	35.2	495	25.5	522	18.9
영업이익	1	26	37	44.2	6,938.4	20	87.0	21	77.8
당기순이익	4	76	41	-46.2	1051.3	23	78.7	20	102.1
영업이익률 (%)	0.1	1.9	6.0	4.1	5.9	4.0	2.0	4.0	2.0
순이익률 (%)	0.8	42.4	6.6	-35.8	5.8	4.6	2.0	3.9	2.7
사업부문별 매출액						비고			
방산	335	448	459	2.5	37.2				
ICT	124	162	161	-0.7	29.8				

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화시스템 실적 추정치 변경표

(십억 원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	2,353	2,508	2,518	2,716	7.0	8.3	1) 방산 성장세 지속
영업이익	86	126	95	116	11.0	-7.9	2) ICT 부문 회복 및 성장
세전이익	410	177	420	171	2.4	-3.5	3) 신사업 비용투입 확대
순이익	318	134	337	141	5.9	5.2	
EPS (원)	1,708	724	1,783	746	4.4	3.1	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NDR 후기 및 '24년 전망

당사는 11월 1~3일 동안 한화시스템의 NDR을 진행했다. 기관투자자들은 이번 분기의 방산 호실적과 ICT 부문 회복에 대해 예상 외라는 반응이었으며, 성장세가 '24년에도 이어진다는 점을 긍정적으로 평가했다. 키워드별 핵심 내용은 아래와 같다.

- 1) 방산: '24년 TICN 4차양산, UAE 천궁-II MFR 매출에 더해 폴란드 K9/K2 사업도 출발하며 방산 실적 견인 예상. TICN 등 정비사업에 따른 이익개선 전망
- 2) ICT: 한화큐셀 미국법인 및 한화에어로 ERP 수요로 실적 견조
- 3) UAM: '24년 1분기 시험비행. 후속 모델 개발/테스팅으로 비용투입 확대 여지 상존
- 4) 위성: '23년 11월 위성발사 및 군위성통신 사업자 선정 예정. 내년 매출기여 기대

신규수주는 3분기 누계로 1.2조 원 (방산 1.1조 원, ICT 900억 원), 수주잔고는 5.9조 원 (방산 5.6조 원, ICT 3,000억 원)이다. 확보해놓은 공간은 충분하다.

동사의 '24F 매출액 2조 7,162억 원 (+7.9% YoY), 영업이익 1,161억 원 (+21.7% YoY, OPM 4.3%)으로 전망한다. 사우디 천궁-II MFR 과 폴란드 K9/K2 수출계약 성사 시 방산 성장세가 더욱 탄력 받을 것으로 기대한다. ICT 는 대규모 캡티브 사업이 예정되어 있으며, '23년 연말부터는 신사업 모멘텀도 부각될 전망이다.

표 3. 한화시스템 영업실적 전망치

(십억 원)

항목	분류	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
수주잔고	전체	5,917	5,839	5,650	5,987	5,954	5,807	5,946	6,794	5,987	6,794	7,120	7,229
	방산	5,572	5,440	5,281	5,622	5,587	5,457	5,606	6,459	5,622	6,459	6,803	6,917
	ICT	345	399	369	365	367	350	340	335	365	335	316	312
매출액	전체	430	510	459	789	440	611	621	846	2,188	2,518	2,716	3,113
	방산	316	383	335	608	292	448	459	674	1,641	1,874	2,011	2,341
	ICT	114	128	124	181	147	162	161	171	547	642	703	769
성장률 (%)	전체	17.1	5.1	-16.0	16.0	2.3	19.6	35.2	7.3	5.2	15.1	7.9	14.6
	방산	36.6	4.2	-23.0	18.4	-7.3	17.1	37.2	11.0	6.1	14.2	7.3	16.4
	ICT	-16.0	7.7	11.3	8.8	29.0	27.3	29.8	-5.2	2.8	17.5	9.5	9.4
영업이익 YoY (%)		15	16	1	-8	8	26	37	24	24	95	116	148
		-50.7	-47.8	-98.8	204.7	-45.0	58.0	6,938.4	392.4	-78.7	297.8	21.7	27.1
	OPM (%)	3.5	3.2	0.1	-1.0	1.9	4.2	6.0	2.8	1.1	3.8	4.3	4.7
당기순이익 YoY (%)		12	-46	4	(46)	186	76	42.2	32	-77	337	141	171
		-56.9	-63.1	52.2	52.8	967.7	847.7	-88.9	193.9	-20.5	306.9	-47.2	18.3
	NPM (%)	2.7	-8.9	0.8	-5.9	42.4	12.5	6.8	3.8	-3.5	13.4	5.2	5.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

3Q23 실적 및 NDR 주요 Q&A 정리

Q. 사업부별 향후 매출 트렌드

A. TICN 4차 양산 매출은 '25년까지 지속. '23/24년 2,500억 원대 매출 기여. '25년은 잔여분 소량 인식. ICT는 한화큐셀 미국 법인 IT 및 에어로 통합 ERP 사업이 '25년까지 단기간에 인식되며 매출 견인 예상. 신사업은 UAM 시험/개발로 손실 점진적 확대

Q. 추후 총당금/개발비 발생 여부

A. 당장 총당금이나 개발비를 크게 잡을 만한 건은 없음. '24년부터 UAM 기체 제작과 비행시험 비용 발생으로 인해 평년 대비 신사업 손실 규모가 확대될 수는 있음. 그러나, 우려만큼 커질 가능성은 높지 않음. 투자 사업이기 때문에 당연한 수준

Q. 재무구조 코멘트

A. 현재 부채비율은 계약부채 제외 35%로 재무건전성 유지. 차입여력도 충분. 현금은 5,300억 원, 유증자금 2,200억 원 잔존. 최소 현금 1,000억 원 유지 목표

[방산 Q&A]

Q. TICN 사업 수익성 및 지속 가능성

A. TICN은 양산사업으로 수익성 우수 (10%대). 사업은 '25년까지 지속. '24년에는 양산보다 수익성이 좋은 TICN 정비사업을 수주하면서 향후 이익개선 예상

Q. 방산 수출 매출 영향

A. '21년 UAE 천궁-II (M-SAM-II) 다기능레이다 (MFR) 수주. '23년부터 매출인식 시작. 매년 1,300억원 내외로 '30년 이후까지 발생 전망. 해당 사업은 1분기부터 시작되었으나, 본격적인 인식은 3분기부터 출발. 마진율도 높은 편

Q. 폴란드 K2/K9 수출 부품 계약 관련 내용 업데이트

A. 폴란드 K9 1차사업은 '22년 에어로와 계약 완료. 통상 K9 자주포에 탑재되는 동사의 전자전 장비는 전체 원가의 2-3% 비중 차지. K2전차는 아직 현대로템과 협상 중. 연내 계약 완료 예상. K2 전차 내 동사의 전자전 장비는 전체 원가의 5% 이상 차지. 2차사업은 논의 중. 내년 구체화 예상

Q. '25년 이후 방산 매출을 견인할 주요 사업

A. 국내는 FFX Batch-III, AESA 레이다. 수출은 사우디 천궁-III MFR, 폴란드 K9/K2, 캐나다, 필리핀, 폴란드 잠수함 사업 등 기대되는 사업들은 여전히 많음

Q. '24년 방산 수주 가이드스

- A. 국내 사업은 1분기에 KF-21 초도양산, 하반기 LAH 2차양산, FFX (울산급) Batch-IV, K2 4차양산, 천궁-II Block-III 관련 부품 사업 계약 예정. 수출 사업은 사우디 천궁-II와 폴란드 K2/K9 2차사업 관련 계약 예상

[ICT 부문 Q&A]**Q. ICT 부문 캡티브/논캡티브 비중 및 마진율 흐름**

- A. 수주잔고 내 캡티브/논캡티브 비중은 8:2. 매출은 7:3 정도 비중. 캡티브 비중을 무한정 확장할 수 없음. 논캡티브가 커져야 캡티브도 커질 수 있는 구조. 논캡티브는 향후 방산 정비사업 분야에 ICT를 접목시키는 목표를 갖고 있음

Q. 향후 ICT 사업 트렌드

- A. 1) 한화큐셀 미국법인 20여개 설립에 따른 신규 IT 수요 대응,
2) 한화그룹사 전반의 ERP 교체 사업 추진. 최근 수주한 한화에어로 ERP 리뉴얼 사업도 그 일환

[신사업 Q&A]**Q. 오버에어 UAM 사업 업데이트**

- A. 오버에어 UAM 기체는 현재 동체/날개 조립 완료. 모터/로터 조립 연말까지 진행. 기체 롤아웃은 '23년 연말, 최초 시험비행은 '24년 1분기 계획. 1차 타겟 시장은 군·관 소요. 현재는 호버링 (Hovering) 수준의 기체이나, 추후 리모트 컨트롤 기체, 유인기체 순으로 개발 및 감항인증 진행 예정

Q. 원웹-한화시스템 위성 사업 업데이트

- A. 원웹의 상용 저궤도위성을 이용한 군위성통신 사업 착수 예정. 오는 11월 우선협상 대상 발표 예상. 일본 게이트웨이를 사용하는 스타링크보다 국내 게이트웨이 개발 계획이 있는 원웹-한화시스템 컨소시엄의 선정 가능성이 더 높다는 판단. 계약 규모 자체는 크지 않으나, 해당 레퍼런스를 활용하여 추후 해외 수출 기회도 모색할 수 있다는 점이 긍정적. 내년부터 위성사업 매출 기여도 확대 전망. 위성사업은 개발/양산 구분이 없기 때문에, 개발 단계에서도 마진이 보장되는 편

Q. 한화페이저 안테나 사업 업데이트

- A. 페이저는 '24년 지상용 전자식 안테나 개발/출시 예정. 아날로그 반도체를 탑재한 하이엔드 제품. 군용 저궤도위성통신 사업이 시작되면, 페이저도 안테나 공급업체로서 참여 가능. 또한, 페이저는 영국법인이기 때문에 영국 등 글로벌 수요 모색 가능

Q. '24년 기대되는 이벤트/모멘텀

- A. 1) 우주: '23년 11월 EO위성 발사 이벤트. 스페이스X를 통해 미국에서 발사 계획.
2) UAM: '24년 1분기 시험비행 이벤트

한화시스템 (272210)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,188	2,518	2,716	3,113
매출원가	1,935	2,189	2,369	2,718
매출총이익	253	329	347	395
판매비와관리비	229	233	231	248
조정영업이익	24	95	116	148
영업이익	24	95	116	148
비영업손익	-81	325	55	58
금융손익	19	17	14	18
관계기업등 투자손익	-27	-37	19	16
세전계속사업손익	-57	420	171	206
계속사업법인세비용	24	87	33	39
계속사업이익	-81	332	138	167
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-81	332	138	167
지배주주	-77	337	141	171
비지배주주	-4	-5	-3	-4
총포괄이익	-197	314	138	167
지배주주	-193	318	141	171
비지배주주	-4	-5	-3	-4
EBITDA	129	201	223	267
FCF	220	181	226	267
EBITDA 마진율 (%)	5.9	8.0	8.2	8.6
영업이익률 (%)	1.1	3.8	4.3	4.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.5	13.4	5.2	5.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,327	2,025	2,266	2,507
현금 및 현금성자산	1,228	846	1,018	1,224
매출채권 및 기타채권	209	224	237	244
재고자산	373	400	424	436
기타유동자산	517	555	587	603
비유동자산	1,619	2,216	2,269	2,352
관계기업투자등	16	650	661	673
유형자산	274	297	315	362
무형자산	558	554	565	576
자산총계	3,946	4,241	4,535	4,859
유동부채	1,619	1,797	1,986	2,183
매입채무 및 기타채무	161	173	183	188
단기금융부채	109	141	173	204
기타유동부채	1,349	1,483	1,630	1,791
비유동부채	308	312	325	331
장기금융부채	105	94	94	94
기타비유동부채	203	218	231	237
부채총계	1,927	2,109	2,311	2,514
지배주주지분	2,000	2,118	2,212	2,336
자본금	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,088	1,088	1,088
이익잉여금	117	407	501	625
비지배주주지분	19	15	12	8
자본총계	2,019	2,133	2,224	2,344

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	269	266	323	404
당기순이익	-81	332	138	167
비현금수익비용가감	255	-98	101	120
유형자산감가상각비	77	77	78	90
무형자산상각비	28	29	29	30
기타	150	-204	-6	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	104	41	102	138
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-29	-9	-12	-6
재고자산 감소(증가)	34	-27	-24	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	40	5	7	4
법인세납부	-24	-31	-33	-39
투자활동으로 인한 현금흐름	-679	-638	-144	-186
유형자산처분(취득)	-48	-85	-97	-137
무형자산감소(증가)	-32	-27	-39	-41
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	-3	-3	-1
기타투자활동	-598	-523	-5	-7
재무활동으로 인한 현금흐름	-3	-25	-15	-16
장단기금융부채의 증가(감소)	54	21	32	31
자본의 증가(감소)	1	3	0	0
배당금의 지급	-30	-47	-47	-47
기타재무활동	-28	-2	0	0
현금의 증가	-409	-382	172	206
기초현금	1,637	1,228	846	1,018
기말현금	1,228	846	1,018	1,224

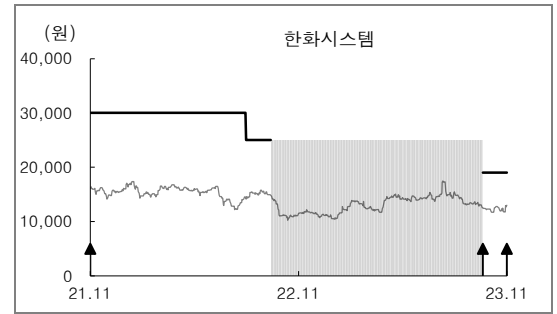
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	7.6	18.3	15.1
P/CF (x)	11.4	11.0	10.8	9.0
P/B (x)	1.0	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	7.6	9.6	8.2	6.2
EPS (원)	-405	1,783	746	903
CFPS (원)	921	1,240	1,267	1,517
BPS (원)	10,769	11,390	11,889	12,545
DPS (원)	250	250	250	250
배당성향 (%)	-57.9	14.1	33.9	28.0
배당수익률 (%)	2.4	1.8	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	4.7	15.1	7.9	14.6
EBITDA증가율 (%)	-38.0	56.1	10.7	19.9
조정영업이익증가율 (%)	-78.6	297.3	21.6	27.1
EPS증가율 (%)	-	-	-58.1	20.9
매출채권 회전율 (회)	11.7	12.3	12.4	13.6
재고자산 회전율 (회)	5.6	6.5	6.6	7.2
매입채무 회전율 (회)	19.1	17.9	18.2	20.0
ROA (%)	-2.1	8.1	3.1	3.6
ROE (%)	-3.6	16.4	6.5	7.5
ROIC (%)	5.8	26.0	20.3	29.7
부채비율 (%)	95.4	98.9	103.9	107.3
유동비율 (%)	143.8	112.7	114.1	114.8
순차입금/자기자본 (%)	-51.3	-27.0	-24.9	-27.4
조정영업이익/금융비용 (x)	4.1	9.1	9.5	10.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화시스템 (272210)				
2023.09.20	매수	19,000	-	-
2022.09.14	분석 대상 제외		-	-
2022.08.01	매수	25,000	-39.41	-36.80
2022.05.07	1년 경과 이후	30,000	-51.79	-45.00
2021.05.07	매수	30,000	-44.51	-34.17



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화시스템의 지급보증·배서·담보제공·채무인수 등의 방법으로 채무이행을 직·간접적으로 보장하는 업무를 수행 중입니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.