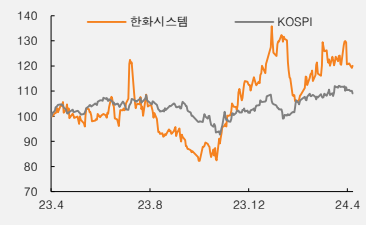


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	22,000원
현재주가(24/4/12)	17,110원
상승여력	28.6%

영업이익(24F,십억원)	128
Consensus 영업이익(24F,십억원)	130
EPS 성장률(24F,%)	-58.2
MKT EPS 성장률(24F,%)	67.2
P/E(24F,x)	22.1
MKT P/E(24F,x)	11.4
KOSPI	2,681.82
시가총액(십억원)	3,232
발행주식수(백만주)	189
유동주식비율(%)	35.0
외국인 보유비중(%)	4.0
베타(12M) 일간수익률	1.20
52주 최저가(원)	11,720
52주 최고가(원)	19,350

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



[방산/항공우주]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

272210 · 방산/항공우주

한화시스템

방산+우주 원픽

1Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 18.8% 하회

1Q24F 매출액 4,959억 원 (+12.8% YoY, 컨센 대비 1% 하회), 영업이익 187억 원 (+52.4% YoY, 컨센 대비 18.8% 하회)으로 전망한다. 계절성에 따라 1Q 실적은 슬로우해질 것으로 예상된다. 그러나, 올해도 UAE 천궁-II MFR, TICN 4차 양산, 30mm 차륜형 대공포 양산 등이 인식되면서 방산 주도의 실적 성장은 지속될 것으로 판단한다.

상반기는 실적보다 수주와 이벤트

'24년 신규수주액은 4조 원 (vs. '23년 3.7조 원)이상을 기록할 전망이다. 상반기에만 절반이 들어온다. 방산 부문에서 사우디 천궁-II MFR (1.7조 원), KF-21 AESA 레이더 (4~5천억 원) 양산 계약이 대기하고 있다. 이외에도 올해 전방업체들의 루마니아 및 폴란드 2차계약 체결이 기대된다. '24~'25년은 수주와 실적 측면 모두 수출 비중이 확대되어 향후 5년간의 고성장 기반을 마련하는 시기가 될 것이다.

기대되는 신사업 이벤트도 많다. 5월은 우주항공청이 개청함으로써 국내 우주산업의 변곡점이 될 전망이다. 올해 방위사업청은 1,500억원을 투자하여 차기 정찰위성과 군통신위성 등 우주 핵심기술 개발에 박차를 가할 예정이다. 또한, 동사는 호주 차세대 전술통신체계 사업 (LAND 4140)에 참여하여 선진국 우주 협력체계 및 수출기반을 마련할 계획이다. 이외에도 한화시스템-오버에어의 UAM 기체 '버터플라이' 시제기 조립을 완성하고 최초비행을 준비하고 있다.

투자의견 '매수', 목표주가 22,000원 유지

투자의견 '매수', 목표주가 22,000원 유지한다. 동사는 방산, 우주, UAM 등 미래 유망사업을 영위하고 있다. 단기로 보면 개발/투자비가 일부 발생하겠으나, 중장기 관점에서 이보다 미래 헤리티지를 잘 쌓고 있는 회사는 드물다. 초소형SAR위성, UAM 등 신사업 부문의 성과가 가시화될 시 방산 실적 성장에 더해 추가 모멘텀을 붙일 수 있을 것이라 판단한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,188	2,453	2,784	3,237	3,814
영업이익 (십억원)	39	93	128	162	196
영업이익률 (%)	1.8	3.8	4.6	5.0	5.1
순이익 (십억원)	-77	349	146	175	207
EPS (원)	-405	1,849	774	929	1,096
ROE (%)	-3.6	16.9	6.8	8.0	8.8
P/E (배)	-	9.4	22.1	18.4	15.6
P/B (배)	1.0	1.5	1.5	1.4	1.3
배당수익률 (%)	2.4	1.6	1.6	1.6	1.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한화시스템 영업실적 전망치

(십억 원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F	2025F
수주잔고	전체	5,954	5,807	5,946	7,257	7,165	8,411	8,411	9,081	5,987	7,257	9,081	9,049
	방산	5,587	5,457	5,606	6,904	6,709	7,932	7,897	8,547	5,622	6,904	8,547	8,396
	ICT	367	350	340	429	456	478	514	534	365	429	534	653
매출액	전체	440	611	621	782	496	647	678	963	2,188	2,453	2,784	3,237
	방산	292	448	459	617	338	477	508	764	1,641	1,817	2,087	2,474
	ICT	147	162	161	165	157	170	170	199	547	636	696	762
성장률 (%)	전체	2.3	19.6	35.1	-0.8	12.8	6.0	9.2	23.1	4.7	12.1	13.5	16.3
	방산	-7.4	17.1	37.2	1.5	15.7	6.4	10.6	23.8	8.4	10.7	14.9	18.6
	ICT	29.1	27.3	29.8	-8.8	7.0	4.9	5.3	20.7	-5.1	16.3	9.6	9.4
영업이익		12	30	40	11	19	34	49	27	47	93	128	162
YoY (%)		-19.1	82.7	144.2	1,004.8	52.4	12.6	24.1	141.1	-58.4	99.3	38.0	26.5
OPM (%)		2.8	4.9	6.4	1.4	3.8	5.2	7.3	2.8	2.1	3.8	4.6	5.0
당기순이익		186	76	43	44	26	39	50	31	-77	349	146	175
	YoY (%)	1,504.7	흑자전환	1,099.7	흑자전환	-86.0	-49.1	17.0	-28.7	적자전환	흑자전환	-58.2	20.1
	NPM (%)	42.4	12.5	6.9	5.6	5.2	6.0	7.4	3.2	-3.5	14.2	5.2	5.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

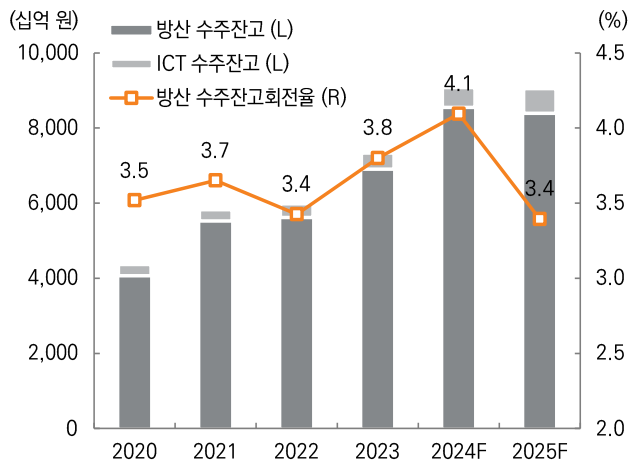
표 2. 한화시스템 실적 추정치 변경표

(십억 원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	2,786	3,238	2,784	3,237	-0.1	0.0	
영업이익	128	162	128	162	0.2	0.2	
세전이익	174	210	172	207	-1.0	-1.5	
순이익	146	177	146	175	0.1	-0.9	
EPS (원)	772	937	774	929	0.2	-0.9	

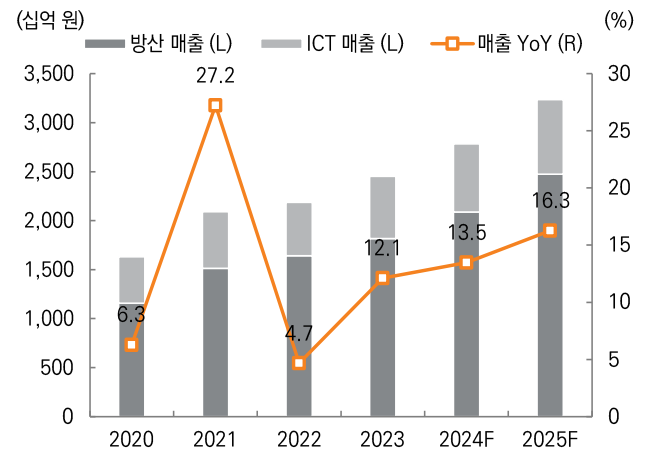
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 사업부문별 수주잔고 및 방산 수주잔고회전율



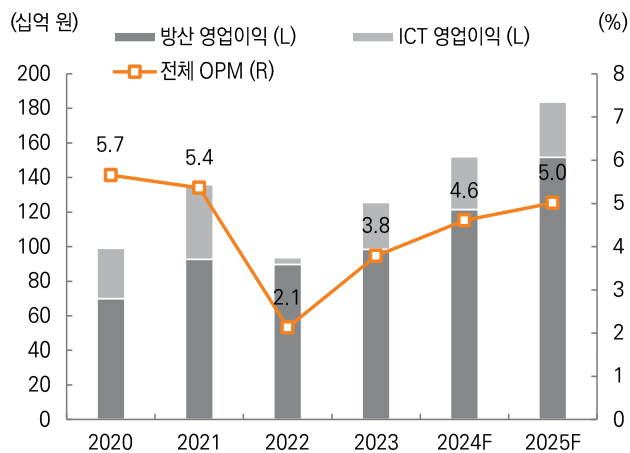
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 사업부문별 매출액 및 매출 성장률



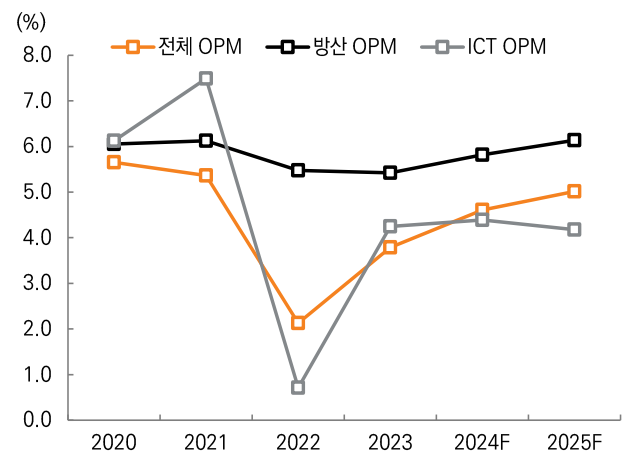
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 사업부문별 영업이익 및 영업이익률



자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 사업부문별 영업이익률 추이



자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,453	2,784	3,237	3,814
매출원가	2,149	2,437	2,843	3,343
매출총이익	304	347	394	471
판매비와관리비	211	218	232	275
조정영업이익	93	128	162	196
영업이익	93	128	162	196
비영업손익	320	44	45	48
금융손익	12	-7	-10	-12
관계기업등 투자손익	-30	60	60	60
세전계속사업손익	413	172	207	244
계속사업법인세비용	57	31	37	44
계속사업이익	356	141	170	200
중단사업이익	-13	0	0	0
당기순이익	343	141	170	200
지배주주	349	146	175	207
비지배주주	-6	-5	-6	-7
총포괄이익	167	141	170	200
지배주주	173	139	167	197
비지배주주	-6	2	2	3
EBITDA	215	273	308	342
FCF	-49	-110	-142	46
EBITDA 마진율 (%)	8.8	9.8	9.5	9.0
영업이익률 (%)	3.8	4.6	5.0	5.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.2	5.2	5.4	5.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,890	1,977	2,228	2,597
현금 및 현금성자산	476	281	147	269
매출채권 및 기타채권	202	221	256	285
재고자산	501	643	829	898
기타유동자산	711	832	996	1,145
비유동자산	2,593	2,700	2,805	2,844
관계기업투자등	993	1,002	1,014	1,026
유형자산	348	388	417	435
무형자산	559	558	559	562
자산총계	4,483	4,678	5,034	5,441
유동부채	1,951	2,095	2,297	2,499
매입채무 및 기타채무	213	187	215	257
단기금융부채	191	228	263	270
기타유동부채	1,547	1,680	1,819	1,972
비유동부채	378	433	469	526
장기금융부채	139	139	139	139
기타비유동부채	239	294	330	387
부채총계	2,329	2,528	2,766	3,026
지배주주지분	2,140	2,141	2,263	2,418
자본금	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	212	306	429	584
비지배주주지분	14	9	4	-3
자본총계	2,154	2,150	2,267	2,415

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	83	145	112	300
당기순이익	343	141	170	200
비현금수익비용가감	-83	154	166	142
유형자산감가상각비	99	132	133	133
무형자산상각비	23	13	13	13
기타	-205	9	20	-4
영업활동으로인한자산및부채의변동	-168	-113	-176	14
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	6	-19	-34	-29
재고자산 감소(증가)	-128	-142	-186	-69
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	42	-37	20	29
법인세납부	-28	-31	-37	-44
투자활동으로 인한 현금흐름	-864	-243	-235	-180
유형자산처분(취득)	-132	-172	-162	-152
무형자산감소(증가)	-27	-13	-14	-16
장단기금융자산의 감소(증가)	-11	-11	-8	-13
기타투자활동	-694	-47	-51	1
재무활동으로 인한 현금흐름	27	-16	-18	-45
장단기금융부채의 증가(감소)	116	37	34	7
자본의 증가(감소)	15	0	0	0
배당금의 지급	-47	-52	-52	-52
기타재무활동	-57	-1	0	0
현금의 증가	-752	-195	-134	122
기초현금	1,228	476	281	147
기말현금	476	281	147	269

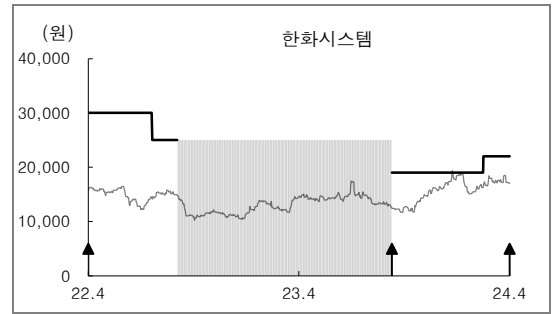
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	9.4	22.1	18.4	15.6
P/CF (x)	12.6	11.0	9.6	9.5
P/B (x)	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	14.5	12.0	11.2	9.7
EPS (원)	1,849	774	929	1,096
CFPS (원)	1,376	1,562	1,775	1,810
BPS (원)	11,507	11,512	12,164	12,982
DPS (원)	280	280	280	280
배당성향 (%)	15.3	37.1	30.9	26.2
배당수익률 (%)	1.6	1.6	1.6	1.6
매출액증가율 (%)	12.1	13.5	16.3	17.8
EBITDA증가율 (%)	49.1	27.1	12.8	11.0
조정영업이익증가율 (%)	137.6	38.1	26.5	20.6
EPS증가율 (%)	-	-58.2	20.1	18.0
매출채권 회전율 (회)	12.3	13.3	13.7	14.2
재고자산 회전율 (회)	5.6	4.9	4.4	4.4
매입채무 회전율 (회)	15.3	16.9	20.9	20.8
ROA (%)	8.1	3.1	3.5	3.8
ROE (%)	16.9	6.8	8.0	8.8
ROIC (%)	13.1	12.3	12.1	13.3
부채비율 (%)	108.1	117.6	122.0	125.3
유동비율 (%)	96.9	94.4	97.0	103.9
순차입금/자기자본 (%)	-8.3	2.1	9.3	3.6
조정영업이익/금융비용 (x)	6.5	7.1	8.1	9.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화시스템 (272210)				
2024.02.26	매수	22,000	-	-
2023.09.20	매수	19,000	-19.66	1.84
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(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 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.