



BUY(Upgrade)

목표주가: 21,000원

주가(4/9): 17,140원

시가총액: 32,381억원



기계/방산/항공우주

Analyst 이한걸

gksruf9212@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/9)	2,705.16pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	19,350 원	11,720원
등락률	-11.4%	46.2%
수익률	절대	상대
1M	-4.5%	-5.3%
6M	46.2%	30.2%
1Y	18.7%	10.2%

Company Data

발행주식수	188,919 천주
일평균 거래량(3M)	1,739천주
외국인 지분율	4.0%
배당수익률(24E)	1.6%
BPS(24E)	11,689원
주요 주주	한화에어로스페이스 외 5 인 59.5%

투자지표

(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,188.0	2,453.1	2,730.8	3,067.3
영업이익	39.1	92.9	136.0	181.6
EBITDA	144.0	214.8	256.7	313.3
세전이익	-42.0	413.4	134.9	210.4
순이익	-80.8	343.1	110.6	172.5
지배주주지분순이익	-76.6	349.2	114.7	178.9
EPS(원)	-405	1,849	607	947
증감률(% YoY)	적전	흑전	-67.2	56.0
PER(배)	N/A	9.4	28.2	18.1
PBR(배)	1.00	1.53	1.47	1.38
EV/EBITDA(배)	6.7	14.5	12.0	9.4
영업이익률(%)	1.8	3.8	5.0	5.9
ROE(%)	-3.6	16.9	5.3	7.9
순차입금비율(%)	-51.6	-8.3	-7.7	-12.2

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



한화시스템 (272210)

선택과 집중의 시기



1분기 영업이익은 231억원을 달성하며 시장 기대치에 부합할 것으로 전망한다. 방산 부문과 ICT 사업 부문 모두 호실적이 예상된다. 또한, 위성과 UAM을 제외한 비주력 신사업을 일부 정리하며 비용 감소 효과가 나타날 것으로 판단한다. 올해 방산 부문에서 사우디 천궁 II 레이더, 폴란드 K2 2차 계약, 캐나다 등 잠수함 체계 사업, SAR 위성 수출, 호주 군용 저궤도 통신망 구축 사업 등 다양한 해외 수주가 기대된다. 향후 우주 관련 사업 확대에 따라 관측위성과 통신위성을 중심으로 동사의 주주 증가세도 기대할 수 있는 부분이다.

>>> 1분기 영업이익 231억원, 시장 기대치 부합 전망

1분기 매출액 5,013억원(yoy +14.1%), 영업이익 231억원(yoy +88.0%, OPM 4.6%)을 기록하며 시장 기대치에 부합할 것으로 전망한다. 방산 부문에서 TICN 4차 양산, 30mm 차륜형 대공포 양산 등 국내 주요 양산 사업이 원활하게 진행되고 있고 UAE향 천궁 II 레이더 등 수출 사업의 매출이 인식되면서 실적 성장세가 기대된다. ICT 부문에서도 한화에어로스페이스, 한화솔루션 차세대 ERP 구축 등 계열사 캡티브 사업의 증가에 따른 매출 확대로 수익성 개선이 나타날 것으로 판단한다. 신사업 부문은 디지털 플랫폼 사업을 진행하던 베트남 바닐라 스튜디오의 사업 종료에 따라 적자폭이 축소될 것으로 전망한다.

>>> 방산과 우주 부문에서 주주 확대 기대

올해 방산 부문에서 기대되는 신규 해외 수주는 사우디 천궁 II 레이더, 폴란드 K2 2차 계약, 한화오션과 연계한 폴란드/필리핀/캐나다 잠수함 사업, 호주 군용 저궤도 위성망 구축 사업, 중동 및 동유럽으로 SAR 위성 수출 등이 있다. 또한, 국내에서도 육해공 전반에 걸쳐 다양한 신규 수주가 전망된다. 육지에서는 K2 4차 양산, 천궁 성능 개량 사업, L-SAM 체계 개발 사업 등이 대기하고 있다. 해양에서는 KDX II 전투체계 성능개량, FFX Batch-IV 수주가 기대된다. 항공 부문에서는 KF-21 AESA 레이더, LAH 2차 양산, UAH-60 성능 개량 사업 등의 참여가 예상된다. 우주 분야에서도 통신위성과 관측위성을 중심으로 다부처 초소형 SAR 위성 사업, 425 사업, 군 위성 통신체계 사업 등 다양한 관련 사업에서 수주의 증가세가 나타날 것으로 기대한다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 21,000원으로 상향

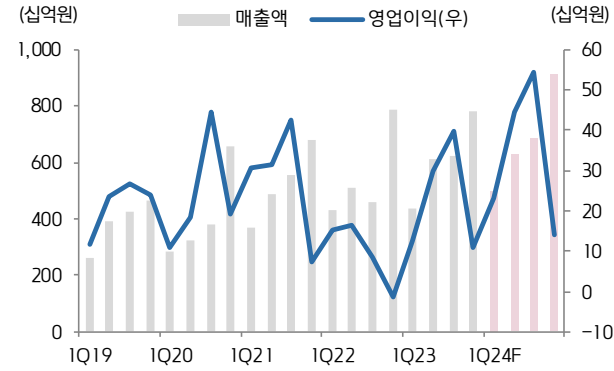
2024년 매출액은 2조 7,308억원(yoy +11.3%), 영업이익 1,360억원(yoy +46.4%, OPM 5.0%)을 달성할 것으로 전망한다. 방산 부문에서 수출 물량 확대와 ICT 부문의 매출 성장으로 수익성 개선을 기대한다. 또한, 위성과 UAM을 제외한 비주력 신사업의 재편 과정에서 투자 비용이 감소할 것으로 판단한다. 추가로 올해 우주청 개청, 오버에어의 UAM 테스트 비행 등 긍정적인 신사업 관련 모멘텀도 대기 중인 상황이다. 이에 실적 추정치 상승을 반영하여 투자 의견을 BUY, 목표주가를 21,000원으로 상향한다.

한화시스템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q22	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	439.5	610.7	620.8	782.1	501.3	630.9	684.6	914.0	2,453.1	2,730.8	3,067.3
(YoY)	2.3%	19.6%	35.1%	-0.8%	14.1%	3.3%	10.3%	16.9%	12.1%	11.3%	12.3%
방산	292.4	448.1	459.4	617.1	348.7	477.3	518.4	723.1	1,817.0	2,067.5	2,383.9
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	152.4	153.4	166.0	190.7	635.6	662.5	682.4
신사업	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.8	1.0
영업이익	12.3	29.9	39.7	11.0	23.1	44.5	54.4	14.0	92.9	136.0	181.6
(YoY)	-18.9%	82.0%	356.3%	흑전	88.0%	49.0%	37.0%	27.0%	137.7%	46.4%	33.5%
OPM	2.8%	4.9%	6.4%	1.4%	4.6%	7.1%	7.9%	1.5%	3.8%	5.0%	5.9%
순이익	184.9	74.8	41.2	42.2	18.7	36.3	44.4	11.2	343.1	110.6	172.5
(YoY)	1644.4%	흑전	1462.5%	흑전	-89.9%	-51.5%	7.6%	-73.4%	흑전	-67.8%	56.0%
NPM	42.1%	12.3%	6.6%	5.4%	3.7%	5.8%	6.5%	1.2%	14.0%	4.1%	5.6%

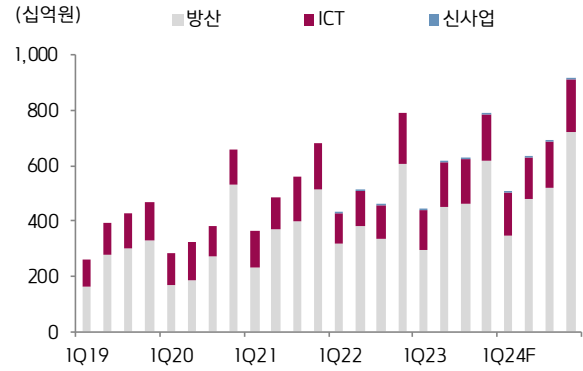
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



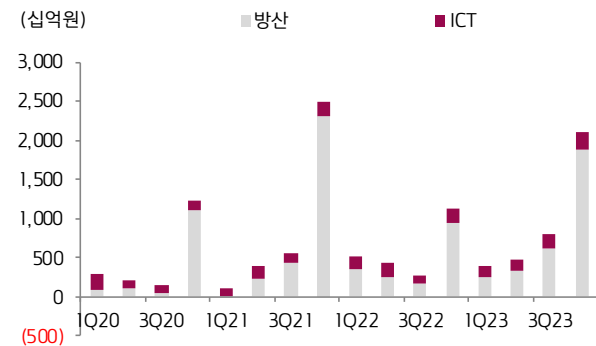
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



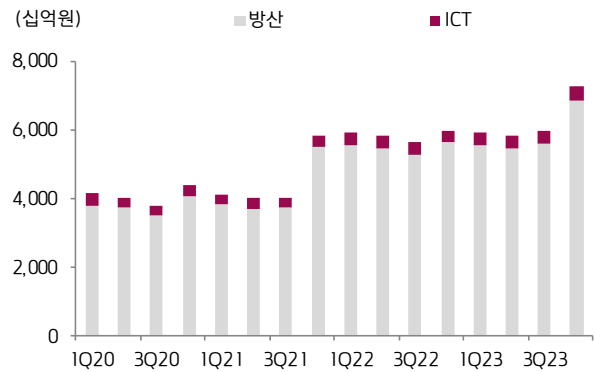
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 신규 수주 추이



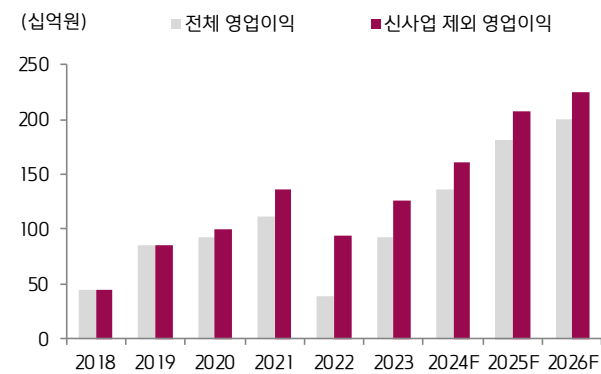
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 수주 잔고 추이



자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

신사업 제외 영업이익 추이 및 전망



자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

신사업 투자 히스토리

	UAM	위성	디지털 플랫폼	기타
2023	167억원	300억원	74억원	-
2022	646억원	3,993억원	2,524억원	-
2021	351억원	542억원	786억원	187억원

자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188.0	2,453.1	2,730.8	3,067.3	3,290.8
매출원가	1,932.6	2,148.8	2,361.5	2,636.9	2,813.2
매출총이익	255.4	304.3	369.4	430.4	477.6
판매비	216.3	211.4	233.3	248.8	277.8
영업이익	39.1	92.9	136.0	181.6	199.8
EBITDA	144.0	214.8	256.7	313.3	325.6
영업외손익	-81.1	320.6	-1.1	28.8	52.4
이자수익	24.9	26.8	26.4	32.5	42.5
이자비용	5.7	14.3	14.3	14.3	14.3
외환관련이익	10.2	4.9	3.9	3.9	3.9
외환관련손실	6.3	3.4	2.9	2.9	2.9
종속 및 관계기업손익	-26.7	-29.8	0.7	31.3	45.1
기타	-77.5	336.4	-14.9	-21.7	-21.9
법인세차감전이익	-42.0	413.4	134.9	210.4	252.2
법인세비용	23.7	57.4	24.3	37.9	45.4
계속사업순이익	-65.8	356.1	110.6	172.5	206.8
당기순이익	-80.8	343.1	110.6	172.5	206.8
지배주주순이익	-76.6	349.2	114.7	178.9	214.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.7	12.1	11.3	12.3	7.3
영업이익 증감율	-65.1	137.6	46.4	33.5	10.0
EBITDA 증감율	-30.8	49.2	19.5	22.0	3.9
지배주주순이익 증감율	-177.9	-555.9	-67.2	56.0	19.8
EPS 증감율	적전	흑전	-67.2	56.0	19.9
매출총이익율(%)	11.7	12.4	13.5	14.0	14.5
영업이익률(%)	1.8	3.8	5.0	5.9	6.1
EBITDA Margin(%)	6.6	8.8	9.4	10.2	9.9
지배주주순이익률(%)	-3.5	14.2	4.2	5.8	6.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	268.6	83.4	-155.4	-61.9	11.2
당기순이익	-80.8	343.1	110.6	172.5	206.8
비현금항목의 가감	254.8	-83.2	-195.8	-179.5	-187.7
유형자산감가상각비	77.2	98.7	97.4	107.2	100.4
무형자산감가상각비	27.8	23.2	23.3	24.5	25.4
지분법평가손익	-27.1	-45.9	-20.9	-18.8	-18.8
기타	176.9	-159.2	-295.6	-292.4	-294.7
영업활동자산부채증감	104.4	-167.8	-58.0	-35.3	9.5
매출채권및기타채권의감소	-29.1	5.8	-23.1	-28.0	-18.6
재고자산의감소	34.5	-128.4	4.0	-61.2	-40.7
매입채무및기타채무의증가	39.6	42.4	67.9	89.5	106.0
기타	59.4	-87.6	-106.8	-35.6	-37.2
기타현금흐름	-9.8	-8.7	-12.2	-19.6	-17.4
투자활동 현금흐름	-679.4	-863.7	54.7	79.5	70.1
유형자산의 취득	-48.3	-132.3	-120.0	-91.6	-93.8
유형자산의 처분	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-32.5	-27.0	-35.6	-33.3	-32.1
투자자산의감소(증가)	-405.6	-919.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	4.1	-9.7	-13.8	-19.7	-28.1
기타	-197.3	224.2	224.1	224.1	224.1
재무활동 현금흐름	-2.7	26.7	-81.2	-81.2	-81.2
차입금의 증가(감소)	48.9	102.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-29.9	-46.7	-52.4	-52.4	-52.4
기타	-21.7	-28.8	-28.8	-28.8	-28.8
기타현금흐름	4.9	1.5	160.4	160.4	160.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-408.6	-752.1	-21.5	96.8	160.6
기초현금 및 현금성자산	1,636.8	1,228.2	476.1	454.6	551.4
기말현금 및 현금성자산	1,228.2	476.1	454.6	551.4	712.0

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,326.8	1,890.1	1,935.4	2,176.7	2,462.0
현금 및 현금성자산	1,228.2	476.1	454.6	551.4	712.0
단기금융자산	22.6	32.3	46.1	65.8	93.9
매출채권 및 기타채권	211.6	204.2	227.4	255.4	274.0
재고자산	373.0	501.1	497.1	558.3	599.0
기타유동자산	491.4	676.4	710.2	745.8	783.1
비유동자산	1,618.8	2,593.1	2,607.1	2,581.5	2,562.8
투자자산	591.3	1,480.5	1,459.6	1,440.8	1,422.1
유형자산	274.4	347.6	370.2	354.6	348.0
무형자산	557.8	558.9	571.2	580.0	586.7
기타비유동자산	195.3	206.1	206.1	206.1	206.0
자산총계	3,945.6	4,483.2	4,542.5	4,758.2	5,024.8
유동부채	1,618.5	1,951.4	1,946.3	2,035.8	2,141.8
매입채무 및 기타채무	219.4	301.0	368.9	458.3	564.4
단기금융부채	103.5	191.1	191.1	191.1	191.1
기타유동부채	1,295.6	1,459.3	1,386.3	1,386.4	1,386.3
비유동부채	308.1	377.7	377.7	377.7	377.7
장기금융부채	105.2	139.0	139.0	139.0	139.0
기타비유동부채	202.9	238.7	238.7	238.7	238.7
부채총계	1,926.7	2,329.1	2,324.0	2,413.5	2,519.5
자본지분	2,000.3	2,139.8	2,208.2	2,340.9	2,509.0
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,085.5	1,100.1	1,100.1	1,100.1	1,100.1
기타자본	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1
기타포괄손익누계액	-112.6	-83.2	-77.1	-71.1	-65.0
이익잉여금	116.9	212.5	274.8	401.3	563.4
비지배지분	18.6	14.3	10.2	3.9	-3.7
자본총계	2,019.0	2,154.1	2,218.5	2,344.7	2,505.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-405	1,849	607	947	1,135
BPS	10,588	11,327	11,689	12,391	13,281
CFPS	921	1,376	-451	-37	101
DPS	250	280	280	280	280
주가배수(배)					
PER	N/A	9.4	28.2	18.1	15.1
PER(최고)	N/A	9.6	32.8		
PER(최저)	N/A	5.5	24.6		
PBR	1.00	1.53	1.47	1.38	1.29
PBR(최고)	1.74	1.56	1.70		
PBR(최저)	0.96	0.90	1.28		
PSR	0.91	1.34	1.19	1.06	0.98
PCFR	11.4	12.6	-38.0	-467.6	169.7
EV/EBITDA	6.7	14.5	12.0	9.4	8.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-57.9	15.3	47.3	30.3	25.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.4	1.6	1.6	1.6	1.6
ROA	-2.1	8.1	2.5	3.7	4.2
ROE	-3.6	16.9	5.3	7.9	8.8
ROIC	5.9	15.5	15.9	19.5	21.2
매출채권회전율	11.1	11.8	12.7	12.7	12.4
재고자산회전율	5.6	5.6	5.5	5.8	5.7
부채비율	95.4	108.1	104.8	102.9	100.6
순차입금비율	-51.6	-8.3	-7.7	-12.2	-19.0
이자보상배율	6.8	6.5	9.5	12.7	13.9
총차입금	208.6	330.1	330.1	330.1	330.1
순차입금	-1,042.2	-178.3	-170.6	-287.1	-475.9
NOPLAT	144.0	214.8	256.7	313.3	325.6
FCF	162.2	-115.6	18.7	120.4	173.2

Compliance Notice

- 당사는 4월 9일 현재 '한화시스템(272210)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

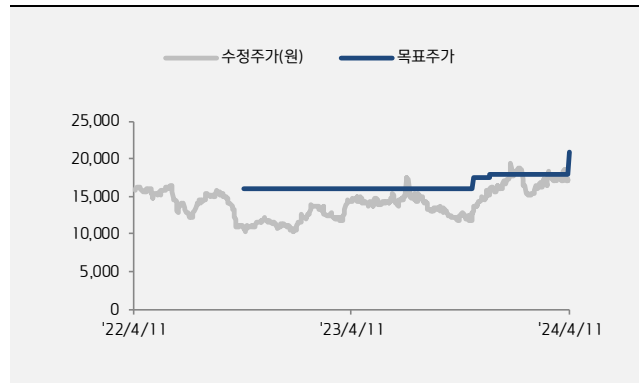
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화시스템 (272210)	2022-10-12	BUY(Initiate)	16,000원	6개월	-31.93	-30.31
	2022-10-28	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-26.32	-13.13
	2023-03-03	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-24.91	-8.75
	2023-08-31	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-21.53	-14.75
	2023-11-01	BUY(Maintain)	17,500원	6개월	-16.84	-9.71
	2023-11-30	Outperform(Downgrade)	18,000원	6개월	-5.74	7.50
	2024-04-11	BUY(Upgrade)	21,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

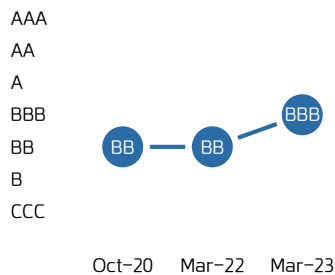
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/04/01~2024/03/31)

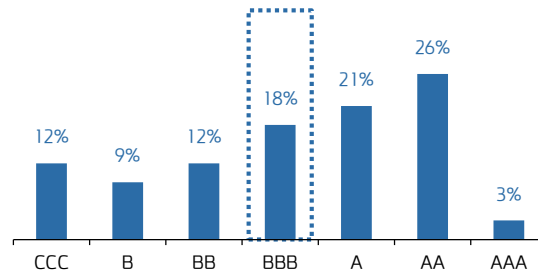
매수	중립	매도
95.03%	4.97%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 항공우주 및 방산 기업 34개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	4.9	4.7		
환경	3.6	3.1	13.0%	▲0.6
친환경 기술 관련 기회	3.6	3.1	13.0%	▲0.6
사회	7.3	4.7	40.0%	▲2.9
노무관리	4.5	4.1	20.0%	▲2.2
제품 안전과 품질	10.0	5.3	20.0%	▲3.6
지배구조	3.3	5.1	47.0%	▼0.1
기업 지배구조	4.5	6.1		▼0.3
기업 활동	3.8	5.3		▲0.3

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (항공우주 및 방산)	친환경 기술 관련 기회	노무관리	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세				
LIG Nex1 Co., Ltd.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ●	A	▲				
HANWHA AEROSPACE CO., LTD.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ●	A	▲				
HANWHA SYSTEMS Co., Ltd.	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	●	● ●	BBB	▲				
KOREA AEROSPACE INDUSTRIES, LTD.	● ●	●	●	● ● ●	●	BB	◀▶				
China Aerospace Times Electronics CO., LTD.	● ●	●	● ● ●	●	●	B	◀▶				
Jiangxi Hongdu Aviation Industry Co., Ltd.	●	● ●	●	●	●	CCC	◀▶				

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치