

(Analyst) 정동호 dongho.jeong@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

272210 · 방산/항공우주

한화시스템

무난한 실적 성장과 신사업 성과 가시화 기대

(유지)

매수

목표주가

22,000원 ▲

상승여력

35.5%

현재주가(24/2/23)

16,240원

KOSPI	2,667.70	시가총액(십억원)	3,068	발행주식수(백만주)	189	외국인 보유비중(%)	3.6
-------	----------	-----------	-------	------------	-----	-------------	-----

Report summary

4Q23 Review: 일회성/계절성으로 OP 컨센서스 49% 하회

4Q23 매출액 7,256억 원 (-0.6% YoY, 컨센 부합), 영업이익 110억 원 (흑자전환, vs. 컨센 49% 하회), 컨센서스 하회 요인은 1) 3Q23 방산 정비사업 정산 선집행, 2) ICT 부문 연말 성과급 지급이다.

1Q24 Preview: 실적은 양호, 수주와 이벤트도 다수

1Q24F 매출액 4,972억 원 (+13.3% YoY), 영업이익 219억 원 (+78.4% YoY, OPM 4.4%)으로 전망한다. 24년 상반기에는 방산 주요 수주계약과 UAM, 위성 등 신사업 이벤트에 주목할 필요가 있다.

투자의견 '매수', 목표주가 22,000원으로 16% 상향

투자의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 19,000원에서 22,000원으로 16% 상향한다. 글로벌 C4ISR 피어 그룹의 24F P/B 평균치 상승과 동사 실적 추정치 변경에 따라 24F BPS가 소폭 증가한 영향이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.2	23.7	18.3
상대주가	-12.8	16.2	8.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,090	2,188	2,454	2,791	3,243
영업이익 (십억원)	112	24	83	128	162
영업이익률 (%)	5.4	1.1	3.4	4.6	5.0
순이익 (십억원)	98	-77	344	146	177
EPS (원)	630	-405	1,819	770	935
ROE (%)	6.0	-3.6	16.1	6.3	7.2
P/E (배)	25.4	-	9.5	21.1	17.4
P/B (배)	1.3	1.0	1.4	1.3	1.2
배당수익률 (%)	1.0	2.4	1.4	1.5	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Review: 일회성/계절성으로 OP 컨센서스 49% 하회

한화시스템은 4Q23 매출액 7,256억 원 (-0.6% YoY, 컨센 부합), 영업이익 110억 원 (흑자전환, vs. 컨센 49% 하회), 영업이익률 1.4%을 기록했다. 컨센서스 하회 요인은 1) 국내 방산 정비사업 정산이 3분기에 일부 선집행된 부분과 2) ICT 부문 연말 성과급 지급이다. 대부분 일회성과 계절성 요인이다.

방산 부문은 매출액 6,171억 원 (+1.5% YoY), 영업이익 232억 원 (+31.8% YoY, OPM 3.8%)을 기록했다. 매출은 전년 대비 유사한 수준이었으나, TICN 4차, 군위성통 신체계-II, UAE 천궁-II MFR, 폴란드 K2 등의 매출인식 지속으로 전분기 정비사업 정산 선반영에도 불구하고 이익은 개선되었다.

ICT 부문은 매출액 1,649억 원 (-8.8% YoY), 영업이익 -37억 원 (적자지속, OPM -2.3%)이다. 다출처 영상융합처리 시스템 사업종료와 연말 성과급 지급으로 인해 매출 및 영업이익이 감소했다. 신사업 부문은 영업손실 -84억 원 (H파운데이션 자회사 -91억, 한화인텔리전스 -27억 등)이 발생했다.

‘23년 연간 수주잔고는 7.3조 원 (방산 6.8조, ICT 0.4조), 신규수주는 3.8조 원(방산 3.1조, ICT 0.9조) 을 달성했다. ‘24년 신규수주는 4조 원 이상으로 전망한다. 기대 수주로는 KF-21 AESA 레이다 양산, LAH 2차 양산, 사우디 천궁-II MFR, K2 4차양산, 철매3 MFR 체계개발, L-SAM 체계개발 등이 있다.

표 1. 한화시스템 4Q23 실적 테이블 (십억 원)

	4Q22	3Q23	4Q23P			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	추정치	차이 (%)
매출액	789	621	782	26.0	-0.8	849	-7.9	781	0.1
영업이익	(8)	37	11	-70.3	흑전	24	-53.4	22	-49.0
당기순이익	(46)	43	25.6	-40.2	흑전	32	-20.2	15	75.4
영업이익률 (%)	-1.0	1.9	1.4	-0.5	2.4	2.8	-1.4	2.8	-1.4
순이익률 (%)	-5.9	42.4	3.3	-39.1	9.1	3.8	-0.5	1.9	1.4
사업부문별 매출액						비고			
방산	608	459	617	34.3	1.5				
ICT	181	161	165	2.2	-8.8				

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화시스템 실적 추정치 변경표 (십억 원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	2,716	3,113	2,791	3,243	2.8	4.2	1) 방산 수출비중 증가로 이익개선 2) ICT 부문 회복 및 성장 3) 신사업 비용투입 확대
영업이익	116	148	128	162	10.5	9.3	
세전이익	171	206	174	210	1.6	2.0	
순이익	141	171	146	177	3.2	3.3	
EPS (원)	746	903	770	935	3.2	3.6	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

1Q24 Preview: 실적은 양호, 수주와 이벤트도 다수

1Q24F 매출액 4,972억 원 (+13.3% YoY), 영업이익 219억 원 (+78.4% YoY, OPM 4.4%)으로 전망한다. 24년 상반기에는 수주와 이벤트에 주목할 필요가 있다. 방산 국내외 주요 수주계약이 대기 중이며, 신사업 부문에서도 오버에어 UAM 기체 호버링 테스트를 진행 예정이다. 또한, 5월에 우주항공청 개청 후 관련 사업들에 속도가 붙으며 모멘텀이 지속될 전망이다.

사측 가이드언스에 따르면, '24년 연간 매출액은 10%대의 성장이 전망된다. 실적 드라이버는 방산이다. 방산 부문의 대규모 국책사업과 수출사업 매출인식, ICT 캡티브 매출 볼륨 증가로 양호한 성장세를 이어갈 것으로 예상한다.

표 3. 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	7,290	7,170	7,168	8,784	5,987	7,257	8,784	9,449
	방산	5,587	5,457	5,606	6,904	6,834	6,691	6,654	8,250	5,622	6,904	8,250	8,796
	ICT	367	350	340	429	456	478	514	534	365	429	534	653
매출액	전체	439	610	621	783	497	652	682	960	2,186	2,453	2,786	3,238
	방산	292	448	459	617	339	480	510	760	1,641	1,817	2,089	2,476
	ICT	147	162	161	165	157	170	170	199	547	636	696	762
성장률 (%)	전체	2.1	19.8	35.4	-0.6	13.3	6.9	9.8	22.6	4.7	12.2	13.6	16.2
	방산	-7.4	17.1	37.2	1.5	15.8	7.2	11.1	23.2	8.4	10.7	15.0	18.5
	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	22	34	53	20	47	93	128.2	162
YoY (%)		-19.1	82.7	144.2	1,004.8	78.4	13.6	33.0	77.5	-58.4	99.3	38.0	26.1
OPM (%)		2.8	4.9	6.4	1.4	4.4	5.2	7.7	2.0	2.1	3.8	4.6	5.0
당기순이익		186	76	43	38	29	38	53	26	-77	331	167	187
YoY (%)		1504.7	흑자전환	1,099.7	흑자전환	-84.4	-50.1	23.0	-32.5	적자전환	흑자전환	-57.7	21.4
NPM (%)		42.5	12.5	6.9	4.9	5.8	5.8	7.7	2.7	-3.5	13.5	6.0	5.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

투자 의견 '매수', 목표주가 22,000원으로 16% 상향

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 19,000원에서 22,000원으로 16% 상향한다. 글로벌 C4ISR 피어그룹의 24F P/B 평균치 상승 (1.6배→1.7배)과 동사 실적 추정치 변경에 따라 24F BPS가 소폭 증가 (기존 11,887원→12,758원)한 영향이다.

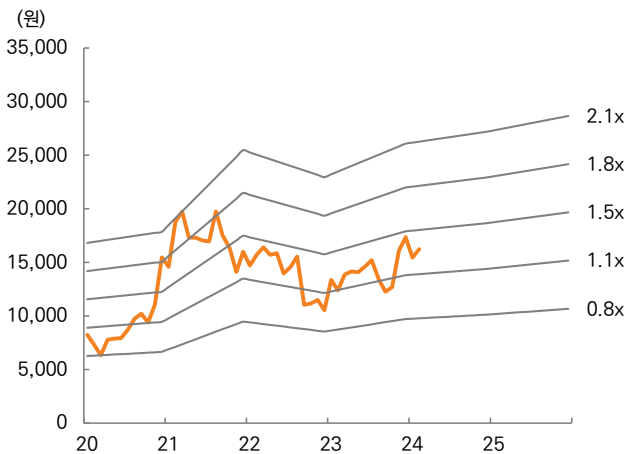
동사는 방산, 우주, UAM 등 미래 유망사업을 영위하고 있다. 단기로 보면 개발/투자비가 일부 발생하겠으나, 중장기 관점에서 이보다 미래 헤리티지를 잘 쌓고 있는 회사는 드물다. 초소형SAR위성, UAM 등 신사업 부문의 성과가 가시화될 시 방산 실적 성장에 더해 추가 모멘텀을 붙을 수 있을 것이라 판단한다.

표 4. 한화시스템 목표주가 산출 테이블

항목	내용	비고
목표주가 (원)	22,000	기존 19,000원에서 22,000원으로 16% 상향
현재주가 (원)	16,240	
상승여력 (%)	35.5	
Target P/B (x)	1.7	글로벌 C4ISR Peer 평균에 20% 할인 (기존 1.6배→1.7배)
24F BPS (원)	12,758	기존 24F BPS 11,887원→12,758원으로 7.3% 상향
24F ROE (%)	6.3	

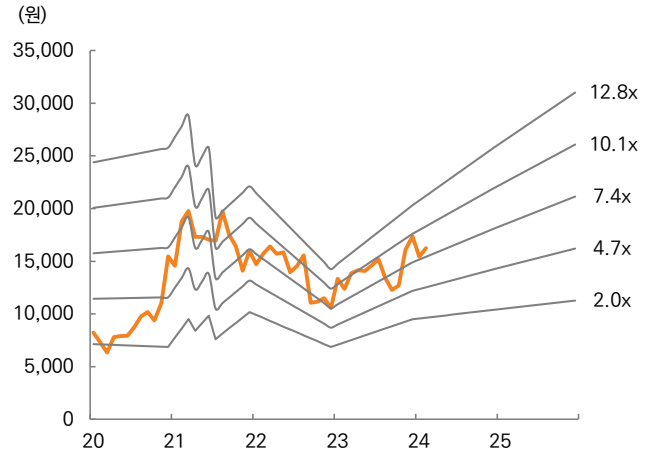
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 12개월 선행 P/B 밴드차트



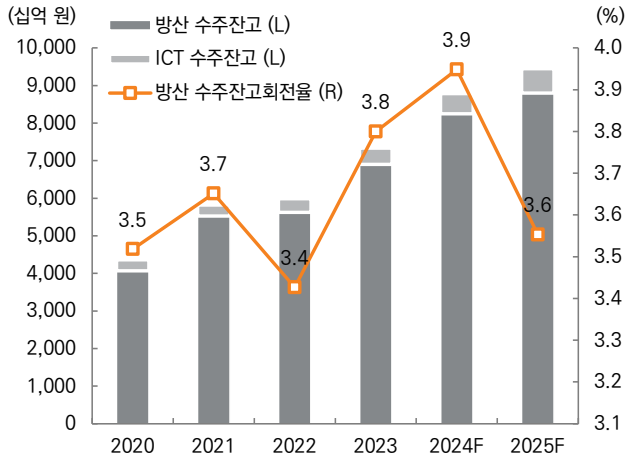
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



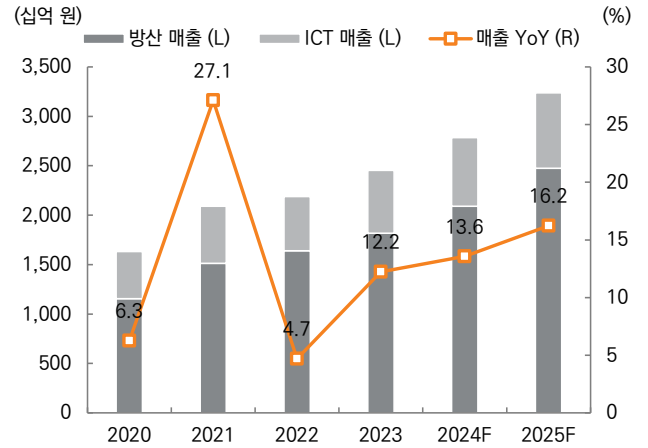
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 사업부문별 수주잔고 및 방산 수주잔고회전율



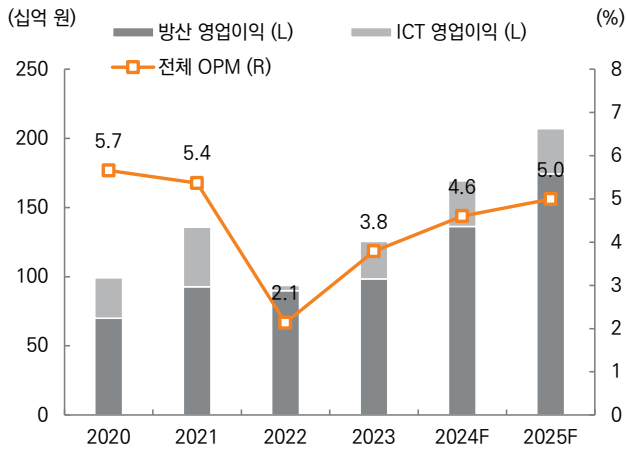
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 사업부문별 매출액 및 매출 성장률



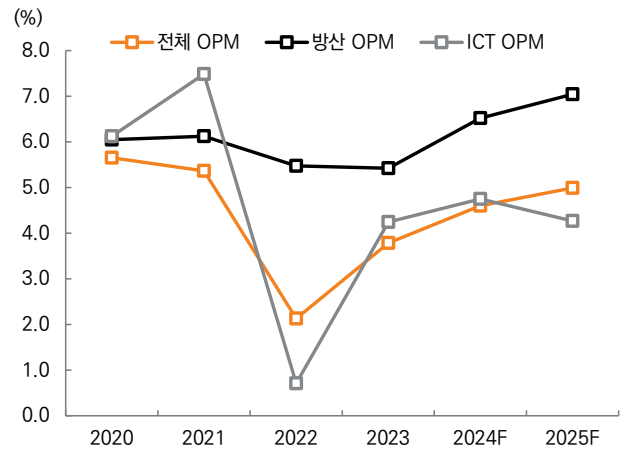
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 사업부문별 영업이익 및 영업이익률



자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 사업부문별 영업이익률 추이



자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	2,188	2,454	2,791	3,243
매출원가	1,935	2,146	2,442	2,846
매출총이익	253	308	349	397
판매비와관리비	229	226	221	235
조정영업이익	24	83	128	162
영업이익	24	83	128	162
비영업손익	-81	314	46	48
금융손익	19	14	-3	-1
관계기업등 투자손익	-27	-37	24	24
세전계속사업손익	-57	397	174	210
계속사업법인세비용	24	86	34	40
계속사업이익	-81	337	140	170
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-81	337	140	170
지배주주	-77	344	146	177
비지배주주	-4	-6	-6	-7
총포괄이익	-197	308	140	170
지배주주	-193	315	148	179
비지배주주	-4	-7	-8	-10
EBITDA	129	189	268	344
FCF	220	200	39	194
EBITDA 마진율 (%)	5.9	7.7	9.6	10.6
영업이익률 (%)	1.1	3.4	4.6	5.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.5	14.0	5.2	5.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	2,327	1,563	1,727	1,956
현금 및 현금성자산	1,228	471	389	450
매출채권 및 기타채권	209	207	254	286
재고자산	373	371	454	511
기타유동자산	517	514	630	709
비유동자산	1,619	2,903	3,174	3,413
관계기업투자등	16	850	861	873
유형자산	274	345	493	600
무형자산	558	563	579	595
자산총계	3,946	4,465	4,900	5,369
유동부채	1,619	1,840	2,136	2,450
매입채무 및 기타채무	161	160	196	221
단기금융부채	109	199	235	269
기타유동부채	1,349	1,481	1,705	1,960
비유동부채	308	333	379	410
장기금융부채	105	132	132	132
기타비유동부채	203	201	247	278
부채총계	1,927	2,173	2,515	2,860
지배주주지분	2,000	2,277	2,377	2,506
자본금	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	117	249	348	478
비지배주주지분	19	15	9	3
자본총계	2,019	2,292	2,386	2,509

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	269	331	304	459
당기순이익	-81	337	140	170
비현금수익비용가감	255	-87	138	184
유형자산감가상각비	77	80	117	158
무형자산상각비	28	26	23	24
기타	150	-193	-2	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	104	88	64	146
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-29	9	-44	-30
재고자산 감소(증가)	34	2	-84	-57
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	40	-20	26	18
법인세납부	-24	-2	-34	-40
투자활동으로 인한 현금흐름	-679	-1,113	-344	-347
유형자산처분(취득)	-48	-132	-265	-265
무형자산감소(증가)	-32	-33	-39	-41
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	-3	-9	-7
기타투자활동	-598	-945	-31	-34
재무활동으로 인한 현금흐름	-3	43	-10	-12
장단기금융부채의 증가(감소)	54	116	36	34
자본의 증가(감소)	1	15	0	0
배당금의 지급	-30	-47	-47	-47
기타재무활동	-28	-41	1	1
현금의 증가	-409	-757	-83	61
기초현금	1,637	1,228	471	389
기말현금	1,228	471	389	450

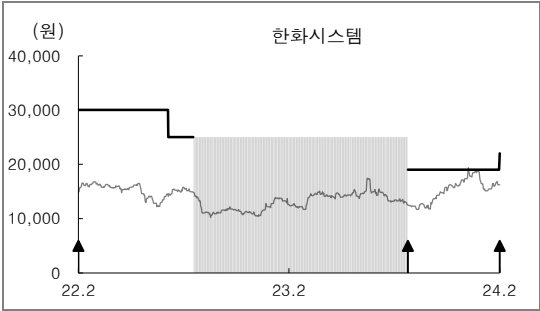
자료: 한화시스템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023P	2024F	2025F
P/E (x)	-	9.5	21.1	17.4
P/CF (x)	11.4	13.1	11.1	8.7
P/B (x)	1.0	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	7.6	10.0	6.2	4.8
EPS (원)	-405	1,819	770	935
CFPS (원)	921	1,324	1,469	1,875
BPS (원)	10,769	12,235	12,758	13,446
DPS (원)	250	250	250	250
배당성향 (%)	-57.9	13.9	33.4	27.5
배당수익률 (%)	2.4	1.4	1.5	1.5
매출액증가율 (%)	4.7	12.2	13.7	16.2
EBITDA증가율 (%)	-38.0	46.2	42.1	28.5
조정영업이익증가율 (%)	-78.6	244.1	55.1	26.1
EPS증가율 (%)	-	-	-57.7	21.4
매출채권 회전율 (회)	11.7	12.4	12.7	12.7
재고자산 회전율 (회)	5.6	6.6	6.8	6.7
매입채무 회전율 (회)	19.1	18.3	18.7	18.7
ROA (%)	-2.1	8.0	3.0	3.3
ROE (%)	-3.6	16.1	6.3	7.2
ROIC (%)	5.8	17.1	10.2	11.5
부채비율 (%)	95.4	94.8	105.4	114.0
유동비율 (%)	143.8	84.9	80.8	79.8
순차입금/자기자본 (%)	-51.3	-62.1	-59.4	-56.2
조정영업이익/금융비용 (x)	4.1	5.9	7.7	8.8

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(◆), 주가(—), 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

<ul style="list-style-type: none">- 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.
<p>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.</p>