

# 한화시스템 (272210/KS)

## 이제는 우리가 주도주

## SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 22,000 원(유지)

현재주가: 17,990 원

상승여력: 22.3%

### 1Q24, 앞으로의 행보를 기대하기에 충분했음

한화시스템은 1Q24 매출액 5,444 억원(YoY +23.9%), 영업이익 393 억원(YoY +219.5%)을 기록하며 상장 이후 최고 수준의 1 분기 실적을 달성했다. 지난해에도 방산 매출의 인식, 일회성 손익의 발생, 투자 증감 등으로 인해 분기별 실적 편차가 다소 있었기에 속단하기는 어렵지만, 올해 1 분기 동사가 보여준 실적은 앞으로의 행보를 기대하기에 충분한 내용을 포함하고 있었다는 판단이다.

### 사업부별 기대 포인트

방산 부문의 매출액은 전분기 대비 다소 감소하는 모습을 보였지만, TICN 4 차 양산이 지속되었고 수출 비중은 증가하는 모습을 보였다. 특히 지휘통제 및 전투체계시스템, 레이더 시스템을 비롯한 전자 시스템 등 K-방산 수출 품목에 적용되는 항목들이 증가하고 본격적인 수출 확대 국면으로 진입하는 과정이라는 점에 주목해야 한다. 그룹사 내 방위산업 역량이 집결되고, 수출 품목이 점점 다양화되고 증가한다는 점도 매우 고무적이다.

ICT 는 계열사 관련 사업 비중이 증가하면서 매출액/이익 모두 증가했는데, 계열사 내 사업 구조 재편 및 신규 사업장 확대 등이 올해도 지속되면서 관련 수혜도 계속될 전망이다. 하반기에는 계열사 외에도 시스템 구축 사업에 대한 신규 수주 가능성도 높다.

신사업 부문도 빠르게 재편되고 있다. UAM, 위성통신, 디지털플랫폼 축으로 정돈되는 중이며, 그동안 부린 씨앗을 수확할 수 있는 구간으로 점점 다가서는 모습이다. 특히 올해 4 월에는 지난해 발사한 소형 SAR 위성의 촬영 영상을 공개하는 등 위성 사업에서의 약진이 도드라진다. OneWeb 과 저궤도 위성통신 유통/공급 계약을 체결하였고, 저궤도 위성통신을 군 통신망과 연계하는 사업도 진행 중이다.

### 대표적인 성장 산업 영위, 프리미엄도 부여 가능

투자 의견 매수와 목표주가 22,000 원을 유지한다. 목표주가 22,000 원은 24~25 년 평균 예상 EPS 기준 Multiple 22 배 수준으로, 방산 및 ICT 등 성장 산업을 영위하는 동사의 특성상 추가적인 프리미엄 부여도 가능하다는 판단이다. 특히 기존 투자사업의 성과가 이익으로 연결되기 시작할 경우 이익 증가율은 빠르게 가팔라질 수 있다는 점에서 지속적인 관심이 필요하다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	억원	20,895	21,880	24,531	26,087	29,223	32,242
영업이익	억원	1,120	391	929	1,413	1,784	2,041
순이익(지배주주)	억원	983	-766	3,492	1,855	1,691	1,885
EPS	원	520	-326	1,917	1,019	924	1,019
PER	배	30.7	-32.4	9.1	17.5	19.3	17.5
PBR	배	1.3	1.0	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	7.4	6.8	14.5	13.2	11.9	11.1
ROE	%	6.0	-3.6	16.9	8.4	7.2	7.6



Analyst  
남승두

nsdoo@sk.com.kr  
3773-8891

#### Company Data

발행주식수 18,892 만주

시가총액 33,665 억원

#### 주요주주

한화에어로스페이스(외2) 59.53%

국민연금공단 7.17%

#### Stock Data

주가(24/05/27) 17,990 원

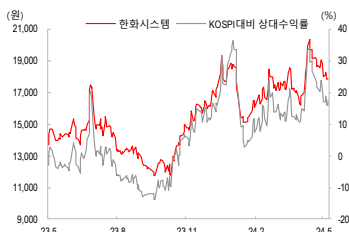
KOSPI 2,722.99 pt

52주 최고가 20,350 원

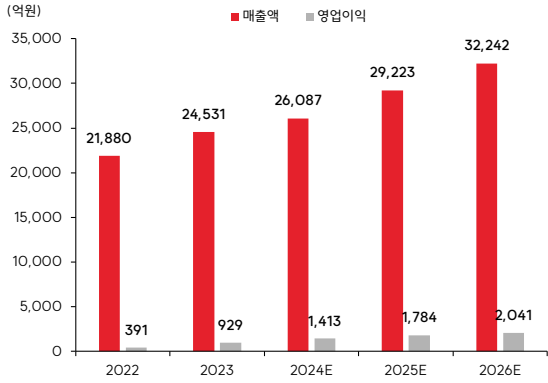
52주 최저가 11,720 원

60일 평균 거래대금 376 억원

#### 주가 및 상대수익률

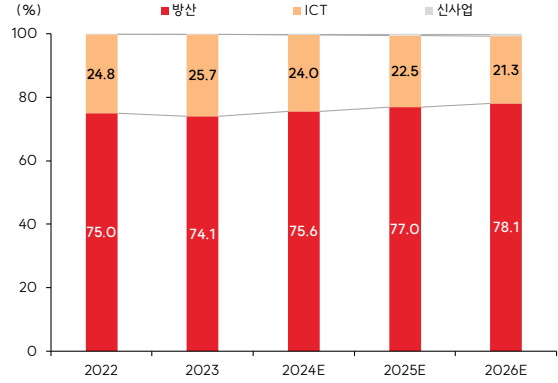


한화시스템 실적 추이 및 전망



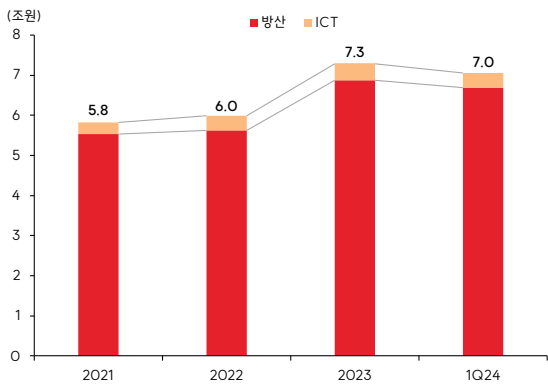
자료: 한화시스템, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 추이 및 전망



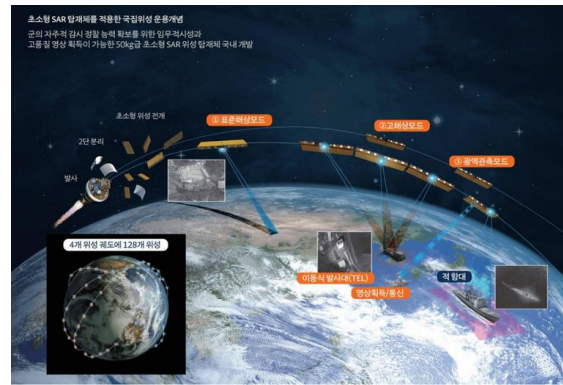
자료: 한화시스템, SK 증권 추정

한화시스템 수주 잔고 추이



자료: 한화시스템, SK 증권

초소형 위성 체계 개발 사업 개념도



자료: 방위사업청, SK 증권

한화시스템 실적 추정 및 목표주가 산출

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	목표주가 산출
매출액	21,880	24,531	26,087	29,223	32,242	- 24~25년 예상 EPS 평균: 972 원 - Target PER: 22.6 배 (국내 주요 방산기업 Target PER 평균) - 목표주가: 22,000 원 - 현재주가: 17,990 원 - Upside: 22.3 %
방산	16,408	18,170	19,733	22,494	25,166	
ICT	5,433	6,301	6,263	6,575	6,865	
신사업	39	59	91	154	211	
영업이익	391	929	1,413	1,784	2,041	
(OPM)	(1.8)	(3.8)	(5.4)	(6.1)	(6.3)	

자료: 한화시스템, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	23,268	18,901	22,227	25,266	28,287
현금및현금성자산	12,282	4,761	5,874	6,946	8,075
매출채권 및 기타채권	2,116	2,042	2,356	2,639	2,912
재고자산	3,730	5,011	5,780	6,474	7,143
<b>비유동자산</b>	16,188	25,931	27,303	28,566	29,940
장기금융자산	5,748	4,879	5,279	5,595	5,957
유형자산	2,744	3,476	3,094	2,800	2,579
무형자산	5,578	5,589	5,422	5,286	5,196
<b>자산총계</b>	39,456	44,832	49,530	53,832	58,227
<b>유동부채</b>	16,185	19,514	22,479	25,159	27,740
단기금융부채	1,087	1,915	2,208	2,474	2,729
매입채무 및 기타채무	1,609	2,131	2,458	2,753	3,038
단기충당부채	230	318	366	410	453
<b>비유동부채</b>	3,081	3,777	4,141	4,547	4,968
장기금융부채	1,054	1,390	1,505	1,594	1,710
장기매입채무 및 기타채무	25	100	150	175	250
장기충당부채	22	23	25	28	31
<b>부채총계</b>	19,267	23,291	26,621	29,707	32,708
<b>지배주주지분</b>	20,003	21,398	22,767	23,982	25,376
자본금	9,446	9,446	9,446	9,446	9,446
자본잉여금	10,855	11,001	11,038	11,086	11,118
기타자본구성요소	-341	-341	-341	-341	-341
자기주식	-341	-341	-341	-341	-341
이익잉여금	1,169	2,125	3,456	4,624	5,985
비지배주주지분	186	143	143	143	143
<b>자본총계</b>	20,190	21,541	22,910	24,125	25,519
<b>부채외자본총계</b>	39,456	44,832	49,530	53,832	58,227

현금흐름표

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
당기순이익(손실)	-808	3,431	1,855	1,691	1,885
비현금성항목등	2,548	-832	814	932	884
유형자산감가상각비	772	987	782	619	491
무형자산감가상각비	278	232	212	195	181
기타	1,499	-2,050	-181	118	212
운전자본감소(증가)	1,044	-1,678	901	816	785
매출채권및기타채권의감소(증가)	-291	58	-313	-283	-273
재고자산의감소(증가)	345	-1,284	-769	-695	-669
매입채무및기타채무의증가(감소)	396	424	327	295	284
기타	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
법인세납부	-241	-278	-236	-298	-414
<b>투자활동현금흐름</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
금융자산의감소(증가)	-5,905	-341	-414	-330	-374
유형자산의감소(증가)	-481	-1,322	-400	-325	-270
무형자산의감소(증가)	-325	-270	-45	-60	-90
기타	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>재무활동현금흐름</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
단기금융부채의증가(감소)	789	523	294	265	256
장기금융부채의증가(감소)	-573	199	115	89	116
자본의증가(감소)	6	146	37	48	32
배당금지급	-299	-467	-524	-524	-524
기타	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>현금의 증가(감소)</b>	-4,086	-7,521	1,113	1,073	1,128
기초현금	16,368	12,282	4,761	5,874	6,946
기말현금	12,282	4,761	5,874	6,946	8,075
FCF	2,062	-679	2,955	2,832	2,896

자료 : 한화시스템, SK증권 추정

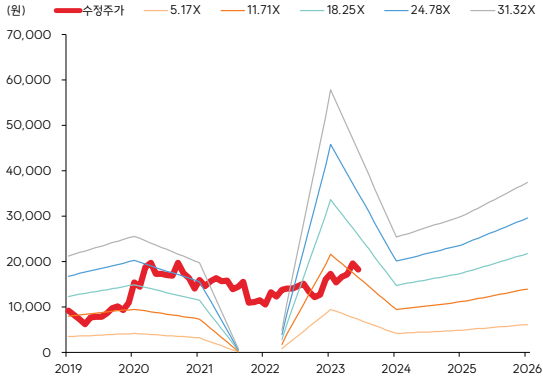
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	21,880	24,531	26,087	29,223	32,242
<b>매출원가</b>	19,326	21,488	22,498	25,065	27,626
<b>매출총이익</b>	2,554	3,043	3,589	4,158	4,616
매출총이익률(%)	11.7	12.4	13.8	14.2	14.3
<b>판매비와 관리비</b>	2,163	2,114	2,176	2,374	2,575
<b>영업이익</b>	391	929	1,413	1,784	2,041
영업이익률(%)	1.8	3.8	5.4	6.1	6.3
<b>비영업손익</b>	-811	3,206	757	271	307
순금융손익	192	124	22	16	26
외환관련손익	39	15	27	20	20
관계기업등 투자손익	-267	-298	150	70	65
<b>세전계속사업이익</b>	-420	4,134	2,170	2,055	2,348
세전계속사업이익률(%)	-1.9	16.9	8.3	7.0	7.3
<b>계속사업법인세</b>	237	574	245	308	423
<b>계속사업이익</b>	-658	3,561	1,925	1,746	1,925
<b>중단사업이익</b>	-150	-130	-70	-55	-40
*법인세효과	0	0	-9	-10	-9
<b>당기순이익</b>	-808	3,431	1,855	1,691	1,885
순이익률(%)	-3.7	14.0	7.1	5.8	5.8
<b>지배주주</b>	-766	3,492	1,855	1,691	1,885
지배주주귀속 순이익률(%)	-3.5	14.2	7.1	5.8	5.8
<b>비지배주주</b>	-42	-61	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	-1,971	1,667	1,855	1,691	1,885
<b>지배주주</b>	-1,928	1,729	1,924	1,755	1,956
<b>비지배주주</b>	-43	-62	-69	-63	-70
<b>EBITDA</b>	1,440	2,148	2,408	2,598	2,713

주요투자지표

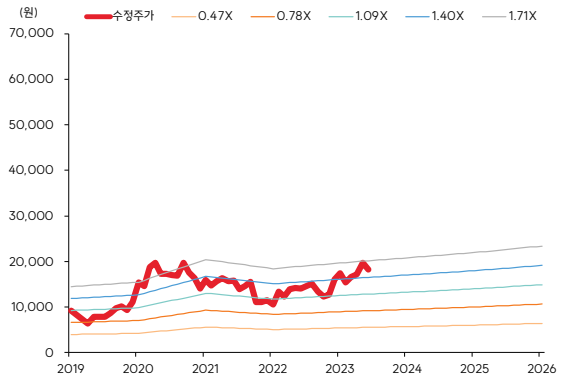
12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	4.7	12.1	6.3	12.0	10.3
영업이익	-65.1	137.6	52.1	26.3	14.4
세전계속사업이익	적전	흑전	-47.5	-5.3	14.3
EBITDA	-30.7	49.1	12.1	7.9	4.4
EPS	적전	흑전	-46.9	-9.3	10.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-2.1	8.1	3.9	3.3	3.4
ROE	-3.6	16.9	8.4	7.2	7.6
EBITDA마진	6.6	8.8	9.2	8.9	8.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	143.8	96.9	98.9	100.4	102.0
부채비율	95.4	108.1	116.2	123.1	128.2
순차입금/자기자본	-51.3	-8.3	-11.1	-13.7	-16.0
EBITDA/이자비용(배)	25.1	15.0	31.2	30.4	29.0
배당성향	-61.1	15.0	28.2	31.0	27.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-326	1,917	1,019	924	1,019
BPS	10,769	11,507	12,232	12,875	13,613
CFPS	150	2,494	1,508	1,326	1,354
주당 현금배당금	250	280	280	280	280
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	-32.4	9.1	17.5	19.3	17.5
PBR	1.0	1.5	1.5	1.4	1.3
PCR	70.2	7.0	11.8	13.4	13.2
EV/EBITDA	6.8	14.5	13.2	11.9	11.1
배당수익률	2.4	1.6	1.5	1.5	1.5

한화시스템 PER 밴드 차트



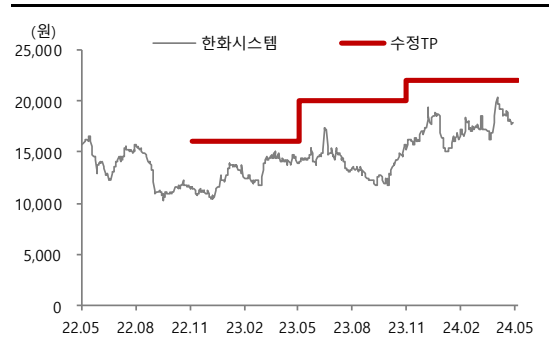
자료: Quantwise, SK 증권

한화시스템 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.11.28	매수	22,000원	6개월		
2023.05.30	매수	20,000원	6개월	-30.37%	-12.75%
2022.11.30	매수	16,000원	6개월	-19.79%	-5.94%



**Compliance Notice**

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 28일 기준)**

매수	96.27%	중립	3.73%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------