



기업 업데이트

BUY(Maintain)

목표주가: 16,000원
주가(3/2): 12,350원

시가총액: 23,332억원



항공우주/스물캡 Analyst 이한결
gksruf9212@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/2)		2,427.85pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	16,800 원	10,250원
등락률	-26.5%	20.5%
수익률	절대	상대
1M	-11.2%	-9.6%
6M	-18.5%	-19.1%
1Y	-22.6%	-12.4%

Company Data

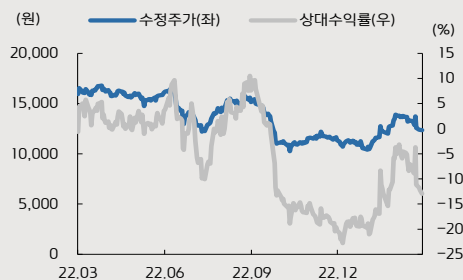
발행주식수	188,919	전주
일평균 거래량(3M)	858	전주
외국인 지분율	3.3%	
배당수익률(22E)	2.4%	
BPS(22E)	11,109원	
주요 주주	한화에어로스페이스 외 5 인	59.5%

투자지표

(십억원, IFRS)	2020	2021	2022P	2023F
매출액	1,642.9	2,089.5	2,188.0	2,412.7
영업이익	92.9	112.0	24.0	64.2
EBITDA	192.6	208.0	122.7	171.2
세전이익	79.1	128.1	-57.0	23.2
순이익	93.6	97.9	-80.8	17.0
지배주주지분순이익	93.6	98.3	-77.0	20.9
EPS(원)	758	630	-407	111
증감률(% YoY)	20.3	-16.9	적전	흑전
PER(배)	20.4	25.4	N/A	111.8
PBR(배)	1.85	1.36	0.95	1.13
EV/EBITDA(배)	8.0	7.4	11.5	14.2
영업이익률(%)	5.7	5.4	1.1	2.7
ROE(%)	9.4	6.0	-3.6	1.0
순차입금비율(%)	-35.6	-67.2	-28.1	4.2

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



한화시스템 (272210)

2023년 실적 턴어라운드 전망



2023년에도 신사업 관련한 비용은 지속적으로 발생하지만 방산 부문의 매출 성장과 ICT 부문에서 차세대 생명보험 코어 사업 개발이 마무리되면서 실적 개선세가 나타날 것으로 전망한다. UAM, 위성 등 신사업 관련 일정은 차질없이 진행될 예정으로 본격적인 사업화는 2025년 이후가 될 것으로 예상한다. 올해 예정된 신규 수주는 다부처 초소형 SAR 위성, 차기호위함 배치 Ⅲ·Ⅳ 사업 등이 있다. 사우디항 M-SAM 신규 수출 수주도 기대되는 상황이다.

>>> 2022년은 신사업 투자 비용 증가로 역성장

2022년 매출액 2조 1,880억원(yoy +4.7%), 영업이익 240억원(yoy -78.6%, OPM 1.1%)을 기록하며 역성장하였다. 방산 부문에서 TICN 3, 4차 양산과 군 위성통신체계-Ⅱ, IFF MODE 5 사업 등이 반영되며 매출은 성장하였으나 위성 및 UAM 관련한 자체 투자 비용이 증가하며 이익은 소폭 감소하였다. ICT 사업 부문은 차세대 생명보험 코어 사업의 개발 지연으로 비용이 증가하며 급격하게 실적이 감소하였다. 한화페이저, H-Foundation 등 자회사에서 추진중인 사업들이 진행됨에 따라 신사업과 관련된 비용 집행도 증가하면서 전사 이익 규모 축소에 영향을 미쳤다. 영업외에서 오버에어 등 투자회사의 지분법손실 및 디지털 자산에 대한 손상 차손이 반영되면서 당기손손실 808억원을 기록하며 적자 전환하였다.

>>> 방산 매출 성장과 ICT 사업 정상화로 실적 개선 기대

2023년 매출액은 2조 4,127억원(yoy +10.3%), 영업이익 642억원(yoy +167.4%, OPM 2.7%)을 달성할 것으로 전망한다. 올해도 신사업 관련한 비용 집행은 지속되지만 방산 부문의 매출 성장과 ICT 부문에서 지연되었던 차세대 생명보험 코어 사업 개발이 완료되면서 실적 개선세가 나타날 것으로 기대한다.

방산 부문은 TICN 4차 양산, 군 위성통신 조기 전력화, UAE항 M-SAM 수출 규모 증가에 따른 매출 성장이 기대된다. 하지만 UAM 및 위성 부문의 자체 투자도 증가하며 이익률 개선은 제한될 것으로 전망한다. ICT 사업 부문은 차세대 ERP 신규 사업 진행과 그룹사 조직 개편에 따른 캡티브 물량 증가로 매출 성장과 이익 개선이 예상된다. 2023년에 예상하는 주요 신규 수주는 방산 부문에서 다부처 초소형 SAR 위성 개발 사업, 차기호위함 배치-Ⅲ, Ⅳ 및 플란트항 K2, K9 부품 수주 등이 있다. 또한, 사우디와 M-SAM 수출에 대한 논의가 진행 중으로 추가적인 수출 수주가 기대된다.

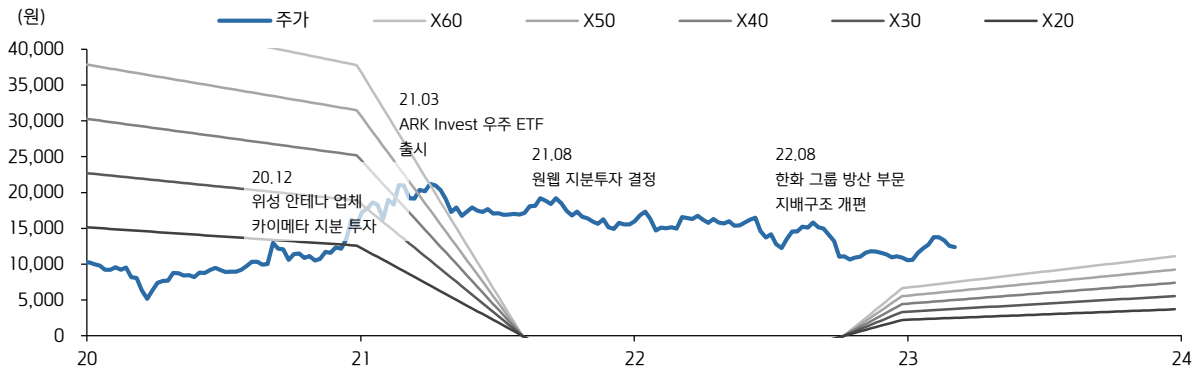
UAM 기체 개발, 위성 통신 안테나 개발 등 신사업과 관련된 일정을 진행하는 과정에서 비용은 지속적으로 발생할 것으로 전망한다. UAM, 위성, 디지털 플랫폼 등 신사업이 본격적으로 본사의 성장에 기여하는 시점은 평균적으로 2025년 이후가 될 것으로 예상한다. 다만, UAM 및 위성과 관련하여 방산 부문에서는 보다 빠른 사업 진행도 가능할 것으로 기대한다. 투자의견 BUY와 목표주가 16,000원은 유지한다.

한화시스템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023F
매출액	366.7	485.9	557.4	679.5	429.6	510.5	459.4	788.5	2,089.5	2,188.0	2,412.7
(YoY)	29.9%	50.4%	46.8%	3.3%	17.1%	5.1%	-17.6%	16.0%	27.2%	4.7%	10.3%
방산	231.1	367.4	401.6	513.4	315.6	382.7	334.8	607.7	1,513.5	1,640.8	1,826.6
ICT	135.6	118.5	155.8	166.1	113.9	127.6	124.3	180.8	576.0	546.6	585.4
신사업	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.0	0.0	0.6	2.1
영업이익	30.7	31.4	42.6	7.3	15.2	16.4	0.5	-8.1	112.0	24.0	64.2
(YoY)	180.8%	72.4%	-4.7%	-61.4%	-50.6%	-47.7%	-98.7%	적전	20.7%	-78.6%	167.4%
OPM	8.4%	6.5%	7.6%	1.1%	3.5%	3.2%	0.1%	-1.0%	5.4%	1.1%	2.7%
순이익	23.8	22.0	31.2	20.9	10.6	-46.4	2.6	-47.6	97.9	-80.8	17.0
(YoY)	148.0%	69.3%	-0.5%	-47.4%	-55.5%	적전	-91.7%	적전	4.6%	적전	흑전
NPM	6.5%	4.5%	5.6%	3.1%	2.5%	-9.1%	0.6%	-6.0%	4.7%	-3.7%	0.7%

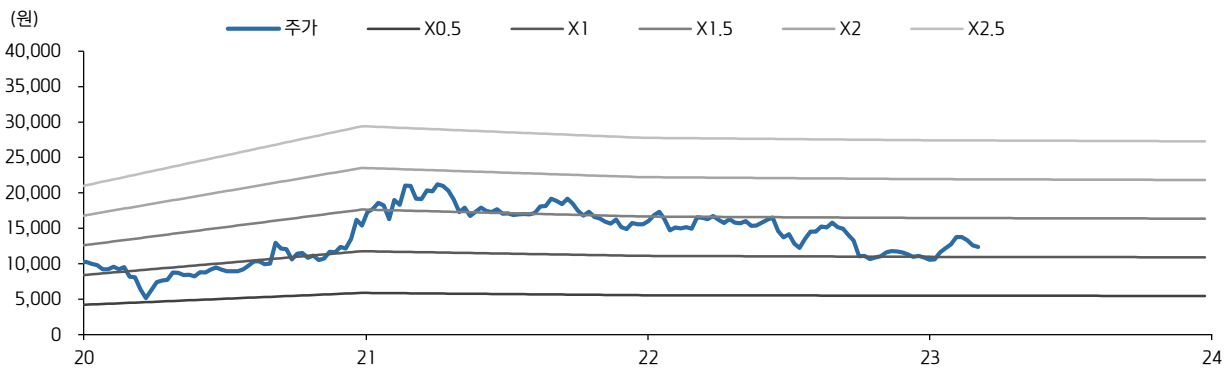
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/E 밴드 차트



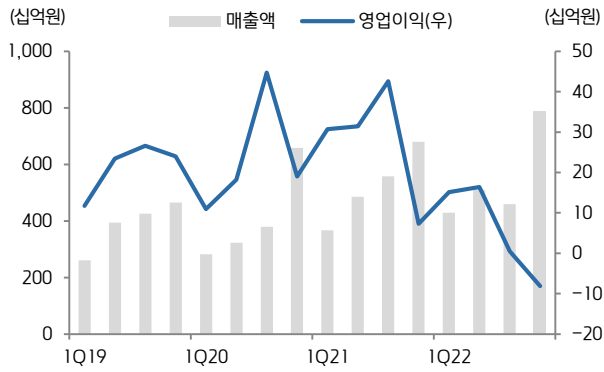
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/B 밴드 차트



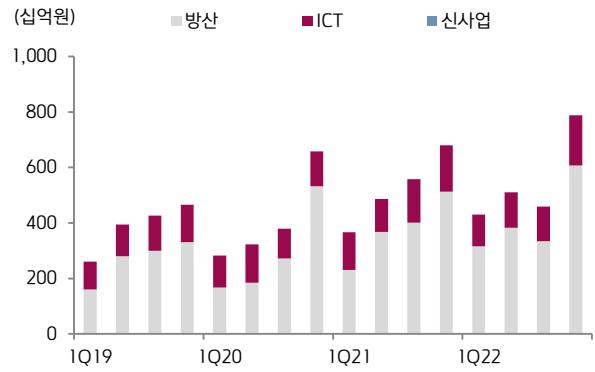
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



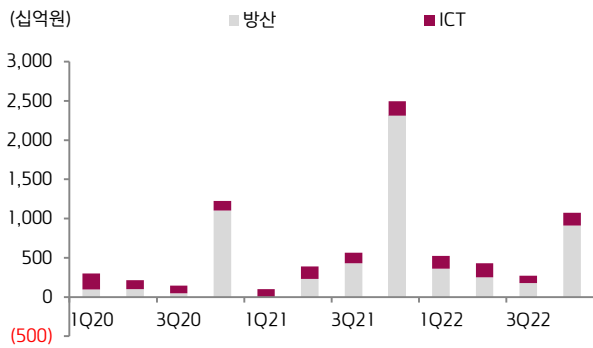
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



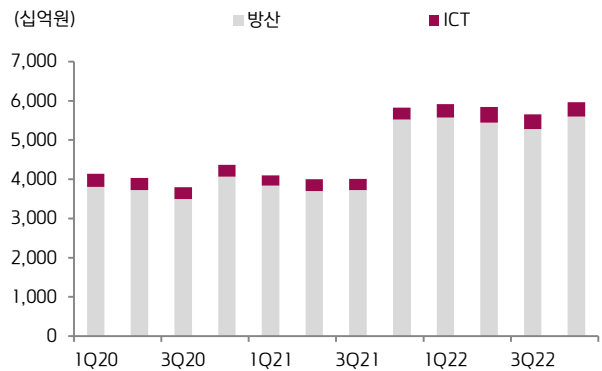
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 신규 수주 추이



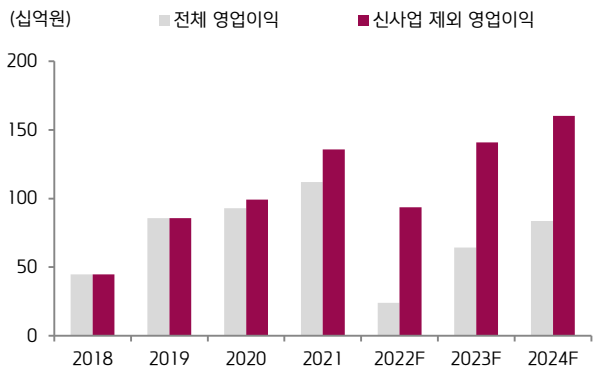
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

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
4Q22	-	80억원	106억원	-
3Q22	-	119억원	171억원	-
2Q22	646억원	8억원	69억원	-
1Q22	-	3,786억원	2,178억원	-
2021	351억원	542억원	786억원	187억원

자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
매출액	1,642.9	2,089.5	2,188.0	2,412.7	2,565.6
매출원가	1,395.3	1,805.9	1,940.2	2,105.7	2,218.3
매출총이익	247.5	283.6	247.8	307.0	347.3
판매비	154.7	171.6	223.8	242.7	263.7
영업이익	92.9	112.0	24.0	64.2	83.5
EBITDA	192.6	208.0	122.7	171.2	191.9
영업외손익	-13.8	16.0	-81.0	-41.0	-41.2
이자수익	6.4	8.5	9.0	0.9	0.7
이자비용	6.2	4.2	4.2	4.2	4.2
외환관련이익	0.4	2.0	0.6	0.6	0.6
외환관련손실	2.5	0.2	0.2	0.2	0.2
종속 및 관계기업손익	-4.3	-10.2	-26.1	-34.0	-34.0
기타	-7.6	20.1	-60.1	-4.1	-4.1
법인세차감전이익	79.1	128.1	-57.0	23.2	42.3
법인세비용	-14.5	30.2	23.8	6.2	11.3
계속사업순이익	93.6	97.9	-80.8	17.0	31.0
당기순이익	93.6	97.9	-80.8	17.0	31.0
지배주주순이익	93.6	98.3	-77.0	20.9	34.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.3	27.2	4.7	10.3	6.3
영업이익 증감율	8.3	20.6	-78.6	167.5	30.1
EBITDA 증감율	10.7	8.0	-41.0	39.5	12.1
지배주주순이익 증감율	28.4	5.0	-178.3	-127.1	67.0
EPS 증감율	20.3	-16.9	적전	흑전	67.0
매출총이익율(%)	15.1	13.6	11.3	12.7	13.5
영업이익률(%)	5.7	5.4	1.1	2.7	3.3
EBITDA Margin(%)	11.7	10.0	5.6	7.1	7.5
지배주주순이익률(%)	5.7	4.7	-3.5	0.9	1.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	174.8	316.5	-47.1	104.1	138.4
당기순이익	93.6	97.9	-80.8	17.0	31.0
비현금항목의 가감	137.6	138.9	134.7	141.4	148.1
유형자산감가상각비	68.6	66.0	67.2	74.4	74.6
무형자산감가상각비	31.1	29.9	31.5	32.5	33.8
지분법평가손익	-4.7	-10.5	-26.1	-34.0	-34.0
기타	42.6	53.5	62.1	68.5	73.7
영업활동자산부채증감	-37.1	98.2	-82.0	-44.8	-25.9
매출채권및기타채권의감소	17.2	-21.3	-8.6	-19.6	-13.3
재고자산의감소	-83.8	-41.7	-19.1	-43.7	1.9
매입채무및기타채무의증가	-53.4	11.3	37.5	54.0	66.4
기타	82.9	149.9	-91.8	-35.5	-80.9
기타현금흐름	-19.3	-18.5	-19.0	-9.5	-14.8
투자활동 현금흐름	-99.6	-268.0	-826.1	-731.4	-104.4
유형자산의 취득	-45.6	-80.1	-87.1	-75.0	-76.9
유형자산의 처분	0.4	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-44.7	-38.3	-39.2	-42.2	-41.1
투자자산의감소(증가)	-39.0	-160.4	-716.3	-630.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	39.5	-14.6	-8.0	-8.7	-10.8
기타	-10.2	24.4	24.5	24.5	24.4
재무활동 현금흐름	-97.6	1,048.3	-36.4	-53.2	-53.2
차입금의 증가(감소)	-40.0	-40.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	1,153.5	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-0.7	-33.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-34.2	-25.3	-29.9	-46.7	-46.7
기타	-22.7	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5
기타현금흐름	-1.7	0.1	-9.1	-9.1	-9.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-24.1	1,097.0	-918.7	-689.5	-28.2
기초현금 및 현금성자산	564.0	539.9	1,636.8	718.1	28.6
기말현금 및 현금성자산	539.9	1,636.8	718.1	28.6	0.4

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
유동자산	1,683.9	2,676.1	1,856.8	1,263.6	1,283.3
현금 및 현금성자산	539.9	1,636.8	718.2	28.6	0.4
단기금융자산	12.1	26.7	34.7	43.3	54.2
매출채권 및 기타채권	158.1	181.8	190.4	210.0	223.3
재고자산	363.9	406.0	425.2	468.8	467.0
기타유동자산	609.9	424.8	488.3	512.9	538.4
비유동자산	1,011.2	1,218.2	1,936.0	2,542.2	2,517.9
투자자산	62.2	212.4	902.6	1,498.6	1,464.6
유형자산	217.5	256.9	276.8	277.3	279.6
무형자산	550.4	562.2	569.9	579.6	586.9
기타비유동자산	181.1	186.7	186.7	186.7	186.8
자산총계	2,695.1	3,894.3	3,792.8	3,805.8	3,801.2
유동부채	1,359.8	1,363.2	1,389.4	1,432.3	1,443.4
매입채무 및 기타채무	151.0	183.4	220.9	275.0	341.4
단기금융부채	60.5	52.6	52.6	52.6	52.6
기타유동부채	1,148.3	1,127.2	1,115.9	1,104.7	1,049.4
비유동부채	302.6	291.4	291.4	291.4	291.4
장기금융부채	124.1	106.8	106.8	106.8	106.8
기타비유동부채	178.5	184.6	184.6	184.6	184.6
부채총계	1,662.4	1,654.5	1,680.8	1,723.6	1,734.8
자본지분	1,032.7	2,222.5	2,098.6	2,072.7	2,060.7
자본금	551.2	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	328.0	1,084.9	1,084.9	1,084.9	1,084.9
기타자본	-0.7	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1
기타포괄손익누계액	-2.8	2.4	2.2	2.1	2.0
이익잉여금	157.0	224.7	101.0	75.2	63.3
비지배지분	0.0	17.3	13.4	9.5	5.7
자본총계	1,032.7	2,239.8	2,112.0	2,082.2	2,066.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	758	630	-407	111	185
BPS	8,368	11,764	11,109	10,971	10,908
CFPS	1,873	1,517	285	838	948
DPS	230	160	250	250	250
주가배수(배)					
PER	20.4	25.4	N/A	111.8	66.9
PER(최고)	21.2	33.2	N/A		
PER(최저)	5.5	22.0	N/A		
PBR	1.85	1.36	0.95	1.13	1.13
PBR(최고)	1.92	1.78	1.66		
PBR(최저)	0.50	1.18	0.91		
PSR	1.16	1.20	0.91	0.97	0.91
PCFR	8.3	10.5	37.0	14.8	13.0
EV/EBITDA	8.0	7.4	11.5	14.2	12.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	27.1	30.6	-57.8	274.4	150.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.3	1.0	2.4	2.0	2.0
ROA	3.7	3.0	-2.1	0.4	0.8
ROE	9.4	6.0	-3.6	1.0	1.7
ROIC	9.2	13.8	3.6	6.3	7.7
매출채권회전율	9.9	12.3	11.8	12.1	11.8
재고자산회전율	5.1	5.4	5.3	5.4	5.5
부채비율	161.0	73.9	79.6	82.8	84.0
순차입금비율	-35.6	-67.2	-28.1	4.2	5.1
이자보상배율	14.9	26.7	5.7	15.3	19.9
총차입금	184.5	159.4	159.4	159.4	159.4
순차입금	-367.4	-1,504.1	-593.4	87.5	104.9
NOPLAT	192.6	208.0	122.7	171.2	191.9
FCF	33.3	167.8	-85.6	-7.9	25.8

Compliance Notice

- 당사는 3월 2일 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

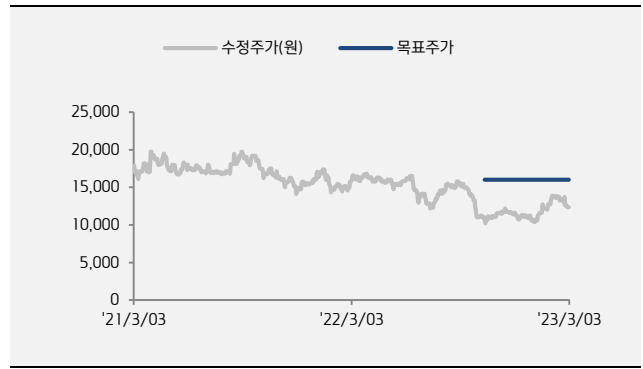
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화시스템	2022-10-12	BUY(Initiate)	16,000원	6개월	-31.93	-30.31
(272210)	2022-10-28	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-26.32	-13.13
	2023-03-03	BUY(Maintain)	16,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

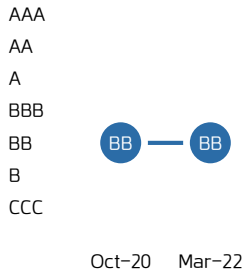
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/01/01~2022/12/31)

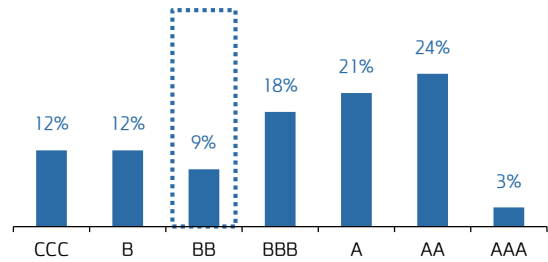
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

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 33개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	4.4	4.7		
환경	3.0	3.1	13.0%	
친환경 기술 관련 기회	3.0	3.1	13.0%	
사회	5.8	4.7	40.0%	▲1.4
노무관리	3.1	4.1	20.0%	▲0.8
제품 안전과 품질	8.5	5.2	20.0%	▲2.1
지배구조	3.5	5.1	47.0%	▲0.1
기업 지배구조	4.5	6.1		▼0.3
기업 활동	4.2	5.2		▲0.7

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
LOCKHEED MARTIN CORPORATION	●●●	●●	●●●●●	●●●●●	●●●●	AA	▲
Northrop Grumman Corporation	●●●	●●	●●●●●	●●	●●●●●	AA	◀▶
RAYTHEON TECHNOLOGIES CORPORATION	●●●●●	●	●●●	●●●	●●●●	A	▲
THE BOEING COMPANY	●●●●●	●●●●●	●	●●●	●●	BBB	▲
Airbus SE	●●	●●	●●	●●●●●	●●	BBB	▲
HANWHA SYSTEMS Co., Ltd.	●●	●	●●●●●	●	●●	BB	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●●
등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
자료: MSCI, 키움증권 리서치