



BUY(Maintain)

목표주가: 16,000원
주가(8/30): 13,400원

시가총액: 25,315억원



항공우주/스물캡 Analyst 이한결
gksruf9212@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/30)		2,561.22pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	17,450 원	10,250원
등락률	-23.2%	30.7%
수익률	절대	상대
1M	-6.1%	-4.4%
6M	8.3%	2.1%
1Y	-13.8%	-16.8%

Company Data

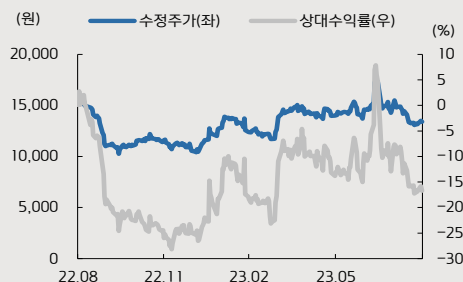
발행주식수	188,919	전주
일평균 거래량(3M)	1,467	전주
외국인 지분율	4.9%	
배당수익률(23E)	1.9%	
BPS(23E)	11,807원	
주요 주주	한화에어로스페이스 외 5 인	59.5%

투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,089.5	2,188.0	2,408.0	2,590.9
영업이익	112.0	24.0	74.0	110.0
EBITDA	208.0	129.0	196.6	225.7
세전이익	128.1	-57.0	349.0	82.7
순이익	97.9	-80.8	271.0	60.7
지배주주지분순이익	98.3	-76.6	277.2	67.0
EPS(원)	630	-405	1,467	355
증감률(% YoY)	-16.9	적전	흑전	-75.8
PER(배)	25.4	N/A	9.1	37.8
PBR(배)	1.36	1.00	1.14	1.13
EV/EBITDA(배)	7.4	7.5	9.7	8.8
영업이익률(%)	5.4	1.1	3.1	4.2
ROE(%)	6.0	-3.6	13.1	3.0
순차입금비율(%)	-67.2	-51.6	-28.2	-24.8

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



한화시스템 (272210)

하반기 실적 개선과 신사업 모멘텀 기대



2분기 영업이익은 259억원을 시현하며 시장 기대치를 상회하는 호실적을 달성하였다. 방산 부문에서 양산 사업 진행에 따른 매출 성장과 ICT 부문의 매출 정상화에 힘입어 이익 개선 흐름은 하반기에도 지속될 것으로 기대한다. 또한, 하반기에 주요 신사업 관련한 모멘텀도 발생할 것으로 전망한다. 오버에어 시제기 시범 비행, 상용 저궤도 위성 통신 체계 사업 진행 등 UAM과 위성 부문에서 신사업 성과가 가시화될 것으로 기대한다.

>>> 2분기 영업이익 259억원 달성하며 시장 기대치 상회

2분기 매출액 6,107억원(yoy +19.6%), 영업이익 259억원(yoy +57.9%, OPM 4.2%)를 기록하며 시장 기대치를 상회하였다.

방산 부문은 매출액 4,481억원(yoy +17.1%), 영업이익 282억원(yoy -8.7%, OPM 6.3%)를 기록하였다. 군 위성통신체계-II, TICN 4차 양산 매출이 반영되며 성장세를 이어갔으나 위성 사업 관련 투자 비용이 증가하며 이익은 감소하였다.

ICT 부문은 매출액 1,624억원(yoy +27.3%), 영업이익 110억원(yoy +1,000%, OPM 6.8%)으로 전년 대비 크게 개선된 실적을 달성하였다. 방산 계열사 통합으로 인한 캡티브 수주 증가에 따른 매출 정상화에 힘입어 이익 개선 흐름이 지속되고 있다.

신사업 부문에서는 H-foundation과 자회사에서 약 102억원, 한화 인텔리전스에서 약 30억원의 영업손실이 발생하였다. 영업외에서 오버에어 등 투자회사의 지분법손실 및 한화오션 파생상품 평가이익(1,175억원)이 반영되면서 당기순이익 747억원을 시현하며 흑자 전환하였다.

>>> 하반기 다양한 신사업 모멘텀 발생 전망

2023년 매출액은 2조 4,080억원(yoy +10.1%), 영업이익 740억원(yoy +207.9%, OPM 3.1%)을 달성할 것으로 전망한다. 하반기에도 신사업 관련 진행 상황에 따라 투자 비용에 대한 변동성이 존재 하는 상황이다. 다만, 방산 부문에서 양산 사업 진행과 폴란드향 주요 무기 체계의 부품 수출 증가에 따른 매출 성장과 계열사 관련 수주가 증가하고 있는 ICT 부문의 정상화가 실적 개선 흐름을 이끌 것으로 기대한다.

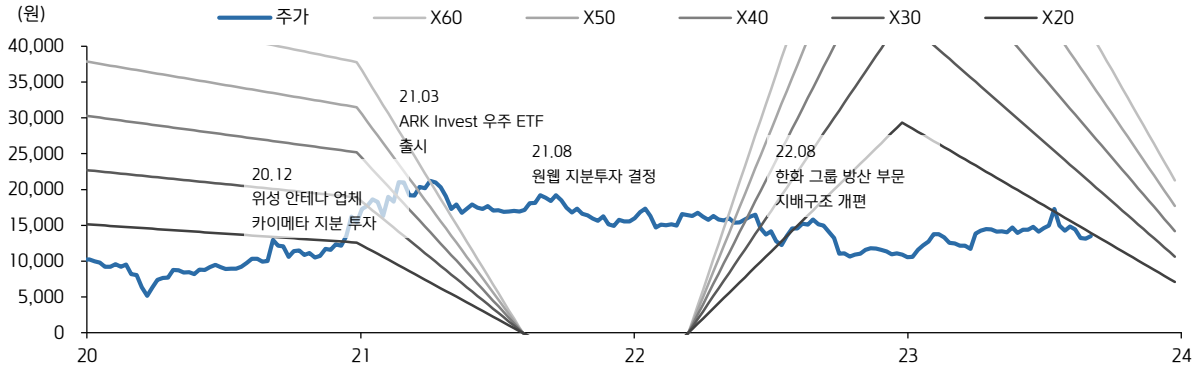
또한, 연말로 갈수록 다양한 신사업 관련 모멘텀이 발생할 예정이다. 중점적으로 추진하고 있는 UAM 신사업의 경우 오버에어에서 시제기를 조립하고 있는 단계이다. 올해 말 정도에는 시제기 조립을 마치고 시범 비행을 진행할 것으로 기대한다. 저궤도 위성 사업 부문에서는 올해 7월에 기간 통신 사업자 등록을 마치고 하반기에 나올 상용 저궤도 위성 기반 통신 체계 사업을 본격적으로 추진할 것이다. 저궤도 위성 통신 체계는 선제적으로 군사 용도로 활용될 것으로 전망한다. 투자이견 BUY와 목표주가 16,000원은 유지한다.

한화시스템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q22F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	429.6	510.5	459.4	788.5	439.5	610.7	530.4	827.4	2,188.0	2,408.0	2,590.9
(YoY)	17.1%	5.1%	-17.6%	16.0%	2.3%	19.6%	15.5%	4.9%	4.7%	10.1%	7.6%
방산	315.6	382.7	334.8	607.7	292.4	448.1	383.7	636.1	1,640.8	1,760.3	1,920.9
ICT	113.9	127.6	124.3	180.8	147.0	162.4	146.5	191.0	546.6	646.9	668.6
신사업	0.1	0.2	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.9	1.4
영업이익	15.2	16.4	0.5	-8.1	8.4	25.9	18.3	21.4	24.0	74.0	110.0
(YoY)	-50.6%	-47.7%	-98.7%	적전	-44.8%	57.9%	3281.7%	흑전	-78.6%	207.9%	48.8%
OPM	3.5%	3.2%	0.1%	-1.0%	1.9%	4.2%	3.5%	2.6%	1.1%	3.1%	4.2%
순이익	10.6	-46.4	2.6	-47.5	184.9	74.7	4.2	7.2	-80.8	271.0	60.7
(YoY)	-55.5%	적전	-91.7%	적전	1645.1%	흑전	61.7%	흑전	적전	흑전	-77.6%
NPM	2.5%	-9.1%	0.6%	-6.0%	42.1%	12.2%	0.8%	0.9%	-3.7%	11.3%	2.3%

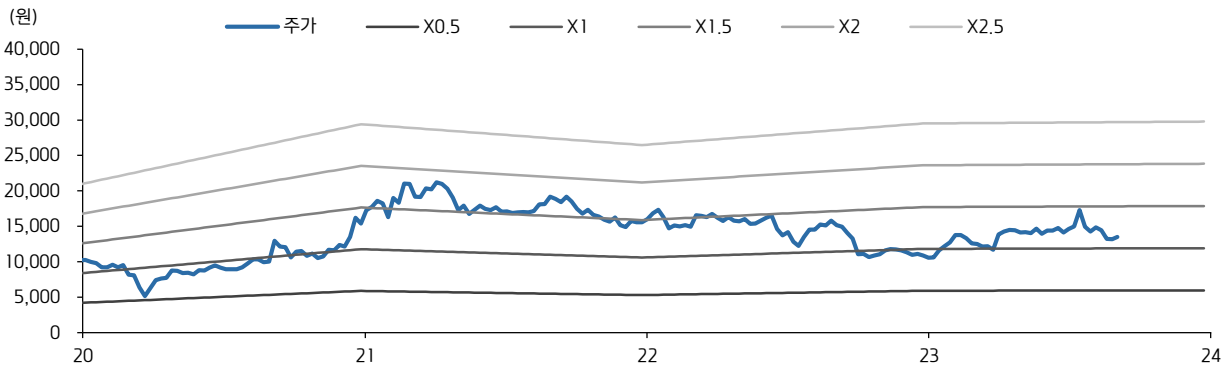
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/E 밴드 차트



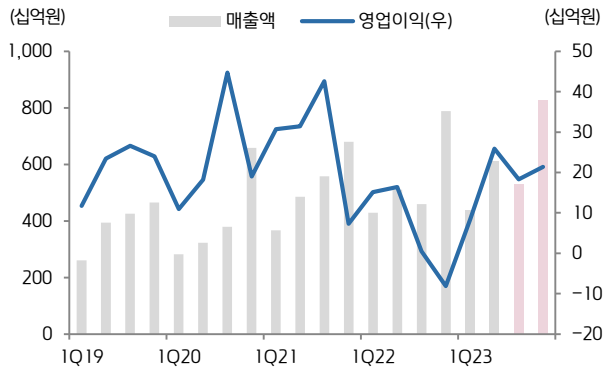
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/B 밴드 차트



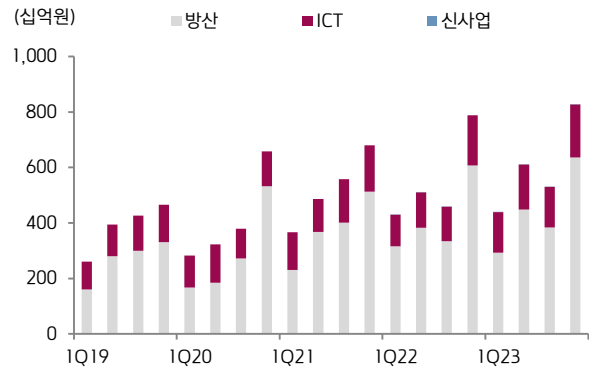
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



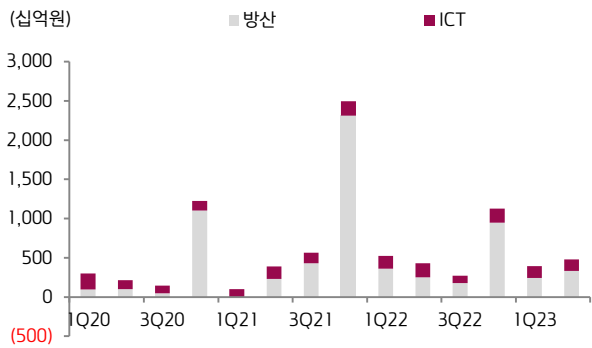
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



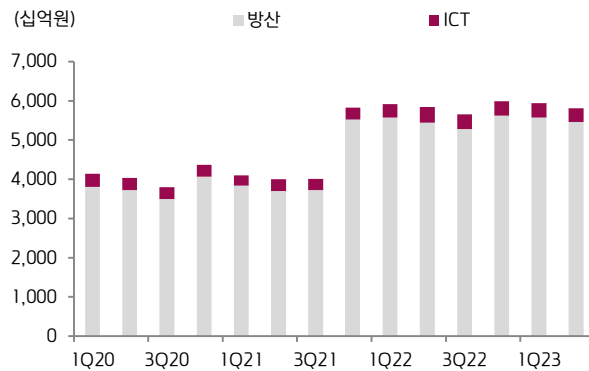
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 신규 수주 추이



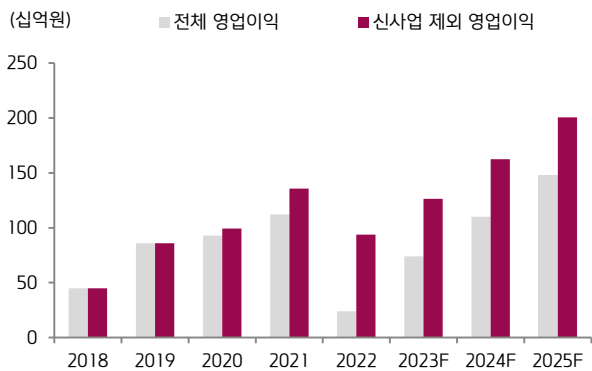
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

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
2Q23	-	60억원	-	-
1Q23	-	-	74억원	-
2022	646억원	3,993억원	2,524억원	-
2021	351억원	542억원	786억원	187억원

자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,089.5	2,188.0	2,408.0	2,590.9	2,814.7
매출원가	1,805.9	1,934.7	2,083.9	2,204.7	2,362.9
매출총이익	283.6	253.3	324.1	386.2	451.8
판매비	171.6	229.3	250.1	276.1	303.5
영업이익	112.0	24.0	74.0	110.0	148.3
EBITDA	208.0	129.0	196.6	225.7	261.0
영업외손익	16.0	-81.0	275.1	-27.3	4.6
이자수익	8.5	25.0	16.8	15.3	17.4
이자비용	4.2	5.8	5.8	5.8	5.8
외환관련이익	2.0	10.9	7.9	7.9	7.9
외환관련손실	0.2	6.8	4.3	4.3	4.3
종속 및 관계기업손익	-10.2	-26.7	-76.4	-35.7	-5.9
기타	20.1	-77.6	336.9	-4.7	-4.7
법인세차감전이익	128.1	-57.0	349.0	82.7	152.9
법인세비용	30.2	23.7	78.0	22.0	40.7
계속사업순이익	97.9	-80.8	271.0	60.7	112.2
당기순이익	97.9	-80.8	271.0	60.7	112.2
지배주주순이익	98.3	-76.6	277.2	67.0	123.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	27.2	4.7	10.1	7.6	8.6
영업이익 증감율	20.6	-78.6	208.3	48.6	34.8
EBITDA 증감율	8.0	-38.0	52.4	14.8	15.6
지배주주순이익 증감율	5.0	-177.9	-461.9	-75.8	84.9
EPS 증감율	-16.9	적전	흑전	-75.8	84.9
매출총이익율(%)	13.6	11.6	13.5	14.9	16.1
영업이익율(%)	5.4	1.1	3.1	4.2	5.3
EBITDA Margin(%)	10.0	5.9	8.2	8.7	9.3
지배주주순이익율(%)	4.7	-3.5	11.5	2.6	4.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	316.5	268.6	449.5	157.9	288.1
당기순이익	97.9	-80.8	271.0	60.7	112.2
비현금항목의 가감	138.9	254.8	326.7	265.2	278.9
유형자산감가상각비	66.0	77.2	95.3	86.8	82.7
무형자산감가상각비	29.9	27.8	27.3	28.8	30.0
지분법평가손익	-10.5	-27.1	-69.4	-69.4	-69.4
기타	53.5	176.9	273.5	219.0	235.6
영업활동자산부채증감	98.2	104.4	-81.1	-155.5	-73.9
매출채권및기타채권의감소	-21.3	-29.1	-21.3	-17.7	-21.6
재고자산의감소	-41.7	34.5	-37.5	-61.1	-40.7
매입채무및기타채무의증가	11.3	39.6	15.2	13.3	15.6
기타	149.9	59.4	-37.5	-90.0	-27.2
기타현금흐름	-18.5	-9.8	-67.1	-12.5	-29.1
투자활동 현금흐름	-268.0	-679.4	-948.5	-320.3	-274.4
유형자산의 취득	-80.1	-48.3	-75.0	-76.9	-68.2
유형자산의 처분	1.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-38.3	-32.5	-40.5	-39.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-160.4	-405.6	-630.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-14.6	4.1	-5.7	-7.1	-8.8
기타	24.4	-197.3	-197.3	-197.3	-197.4
재무활동 현금흐름	1,048.3	-2.7	-68.4	-68.4	-68.4
차입금의 증가(감소)	-40.0	48.9	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	1,153.5	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-33.4	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-25.3	-29.9	-46.7	-46.7	-46.7
기타	-6.5	-21.7	-21.7	-21.7	-21.7
기타현금흐름	0.1	4.9	151.2	151.2	151.2
현금 및 현금성자산의 순증가	1,097.0	-408.6	-416.1	-79.6	96.5
기초현금 및 현금성자산	539.9	1,636.8	1,228.2	812.1	732.5
기말현금 및 현금성자산	1,636.8	1,228.2	812.1	732.5	828.9

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,676.1	2,326.8	1,999.7	2,031.8	2,226.6
현금 및 현금성자산	1,636.8	1,228.2	812.1	732.5	829.0
단기금융자산	26.7	22.6	28.3	35.3	44.2
매출채권 및 기타채권	181.8	211.6	232.9	250.6	272.2
재고자산	406.0	373.0	410.5	471.6	512.3
기타유동자산	424.8	491.4	515.9	541.8	568.9
비유동자산	1,218.2	1,618.8	2,172.2	2,103.0	1,989.1
투자자산	212.4	591.3	1,151.8	1,082.4	1,012.9
유형자산	256.9	274.4	254.0	244.1	229.6
무형자산	562.2	557.8	571.1	581.3	551.3
기타비유동자산	186.7	195.3	195.3	195.2	195.3
자산총계	3,894.3	3,945.6	4,171.9	4,134.8	4,215.7
유동부채	1,363.2	1,618.5	1,620.7	1,569.9	1,585.5
매입채무 및 기타채무	183.4	219.4	234.5	247.8	263.4
단기금융부채	52.6	103.5	103.5	103.5	103.5
기타유동부채	1,127.2	1,295.6	1,282.7	1,218.6	1,218.6
비유동부채	291.4	308.1	308.1	308.1	308.1
장기금융부채	106.8	105.2	105.2	105.2	105.2
기타비유동부채	184.6	202.9	202.9	202.9	202.9
부채총계	1,654.5	1,926.7	1,928.9	1,878.0	1,893.6
자본지분	2,222.5	2,000.3	2,230.6	2,250.6	2,327.6
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,084.9	1,085.5	1,085.5	1,085.5	1,085.5
기타자본	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1
기타포괄손익누계액	2.4	-112.6	-112.8	-113.0	-113.2
이익잉여금	224.7	116.9	347.4	367.6	444.7
비지배지분	17.3	18.6	12.5	6.1	-5.5
자본총계	2,239.8	2,019.0	2,243.0	2,256.8	2,322.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	630	-405	1,467	355	656
BPS	11,764	10,588	11,807	11,913	12,320
CFPS	1,517	921	3,164	1,725	2,070
DPS	160	250	250	250	250
주가배수(배)					
PER	25.4	N/A	9.1	37.8	20.5
PER(최고)	33.2	N/A	12.1		
PER(최저)	22.0	N/A	7.0		
PBR	1.36	1.00	1.14	1.13	1.09
PBR(최고)	1.78	1.74	1.50		
PBR(최저)	1.18	0.96	0.86		
PSR	1.20	0.91	1.05	0.98	0.90
PCFR	10.5	11.4	4.2	7.8	6.5
EV/EBITDA	7.4	7.5	9.7	8.8	7.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	30.6	-57.9	17.2	77.0	41.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.0	2.4	1.9	1.9	1.9
ROA	3.0	-2.1	6.7	1.5	2.7
ROE	6.0	-3.6	13.1	3.0	5.4
ROIC	13.8	3.3	10.7	12.4	14.6
매출채권회전율	12.3	11.1	10.8	10.7	10.8
재고자산회전율	5.4	5.6	6.1	5.9	5.7
부채비율	73.9	95.4	86.0	83.2	81.5
순차입금비율	-67.2	-51.6	-28.2	-24.8	-28.6
이자보상배율	26.7	4.1	12.6	18.8	25.4
총차입금	159.4	208.6	208.6	208.6	208.6
순차입금	-1,504.1	-1,042.2	-631.7	-559.2	-664.5
NOPLAT	208.0	129.0	196.6	225.7	261.0
FCF	167.8	147.1	-16.6	-75.0	79.4

Compliance Notice

- 당사는 8월 30일 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 제시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

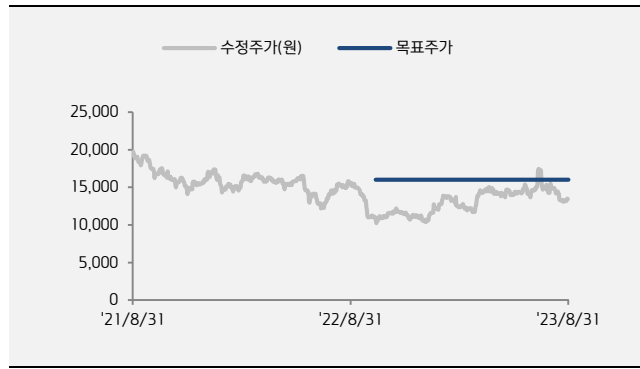
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-24.91	-8.75
	2023-08-31	BUY(Maintain)	16,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

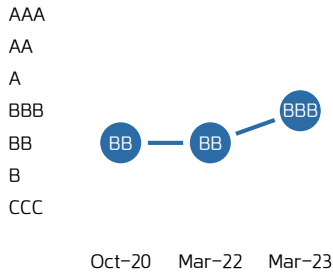
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/07/01~2023/06/30)

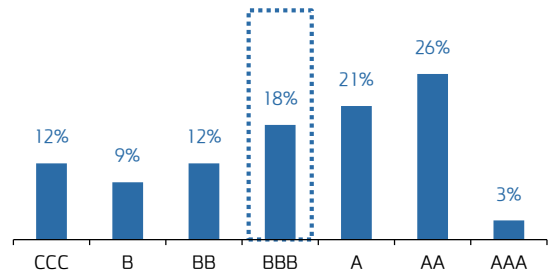
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

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

항목	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