



한화시스템

| Bloomberg Code (272210 KS) | Reuters Code (272210.KS)

2024년 2월 26일

[방위산업]

이동현 연구위원
☎ 02-3772-2675
✉ ldh@sinhan.com

방산도, 우주도 성장 중



매수
(유지)



현재주가 (2월 23일)
16,240 원



목표주가
21,000 원 (유지)



상승여력
29.3%

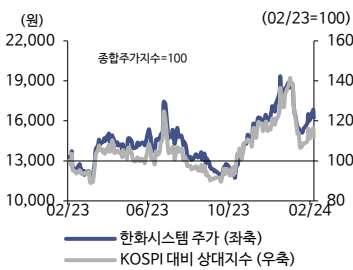
- ◆ 4Q23 Review 국내 방산 선반영으로 실적 정체
- ◆ 방산 수주잔고 급증, 우주도 계약 증가
- ◆ 목표주가 유지. 방산, 우주, 신성장사업



신한 리서치 투자정보
www.sinhansec.com

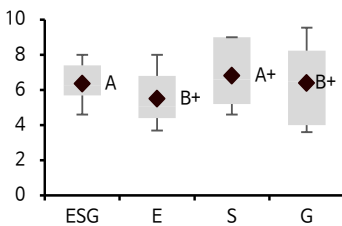
| | |
|-----------------------|-------------------|
| 시가총액 | 3,068.1 십억원 |
| 발행주식수 | 188.9 백만주 |
| 유동주식수 | 66.2 백만주 (35.0%) |
| 52 주 최고가/최저가 | 19,350 원/11,710 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | 1,502,605 주 |
| 일평균 거래액 (60 일) | 25,699 백만원 |
| 외국인 지분율 | 3.56% |
| 주요주주 | |
| 한화에어로스페이스 외 2 인 | 59.53% |
| 국민연금공단 | 5.96% |
| 절대수익률 | |
| 3 개월 | 4.1% |
| 6 개월 | 23.7% |
| 12 개월 | 18.3% |
| KOSPI 대비 상대수익률 | |
| 3 개월 | -1.9% |
| 6 개월 | 16.2% |
| 12 개월 | 8.1% |

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



4Q23 Review 방산 이익의 일시적 감소

4Q23 실적은 매출액 7,821억원(-1%, 이하 YoY), 영업이익 110억원(흑전, 4Q22 -11억원), 영업이익률 1.4%(+1.5%p)를 기록했다. 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익은 -50% 하회한 쇼크(컨센 218억원)이다. 3Q23 국내 방산 정산의 조기 반영으로 이익이 감소했다.

[방산] 매출액 6,171억원(+2%), 영업이익 232억원(+32%), 영업이익률 3.8%(+0.9%p, -3.6%p qoq)를 기록했다. TICN 4차 양산, 수출사업 매출 반영이 늘었지만 3Q23 국내 정산이익이 조기 반영되며 성장률이 줄었다. [ICT] 매출액 1,649억원(-9%), 영업이익 -37억원(4Q22 -8억원)를 기록했다. 국내 SI사업 종료 등으로 매출이 줄었고 성과급 지급으로 이익도 감소했다. 자회사 영업이익 -84억원(4Q22 -180억원)이고 영업외 오버에어 약 -166억원, 한화페이저 -30억원, 한화오션 약 160억원이 반영되었다. 세액조정으로 순이익은 늘었다.

사우디 천궁-II 레이더와 초소형 SAR위성 확대

[방산] 12월에만 1.3조원(7건)의 방산 수주가 쏟아지며(비공개사업 4,818억원 포함) '23년 신규수주는 3조원을 넘겼고 잔고는 6.8조원(+72%)로 급증했다. '24년은 KF-21 초도양산 사업, LAH 2차 양산, FFX 배치4, 사우디 M-SAM, 폴란드 K2전차, K9자주포 사업계약이 이어진다. UAE, 사우디 M-SAM도 타사 대비 매출인식이 빠르다.

[우주] '23년말 상용 저궤도 위성기반 통신체계사업을 계약했다. 유틸셋-원웹의 저궤도 위성통신망을 활용해 한국군에 솔루션을 제공한다. 초소형 SAR위성의 경우도 국내 최초 민간 주도 상용 지구관측 소형 SAR위성이 자체발사 되었다. 방산과 위성의 양날개가 펼쳐진다.

목표주가 2.1만원 유지, 짧게 봐도 길게 봐도 성장주

목표주가 2.1만원을 유지한다. 밸류업 관점에서는 밸류에이션이 높을 수 있지만 장단기 성장성을 모두 확보했다. 단기적으로는 국내 방산주의 수출 확대와 궤를 같이한다. 특히 '24년 사우디 M-SAM 레이더 계약으로 잔고 증가와 매출인식이 '25년부터 본격화된다. 우주도 '24년 계약이 많아진다. 경쟁력이 높은 SAR위성을 확보하고 있다. 위성 안테나(한화페이저), UAM(오버에어)도 장기 성장을 주도할 것이다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 자배순이익 (십억원) | EPS (원) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|----------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2021 | 2,089.5 | 112.0 | 98.3 | 630 | 11,764 | 25.4 | 7.4 | 1.4 | 6.0 | (67.1) |
| 2022 | 2,188.0 | 24.0 | (76.6) | (405) | 10,588 | (26.0) | 7.6 | 1.0 | (3.6) | (51.3) |
| 2023F | 2,453.1 | 92.9 | 349.2 | 1,849 | 13,157 | 9.4 | 17.1 | 1.3 | 15.6 | (8.3) |
| 2024F | 2,744.2 | 127.9 | 82.1 | 435 | 13,835 | 37.4 | 13.2 | 1.2 | 3.2 | 1.0 |
| 2025F | 3,169.6 | 148.6 | 122.2 | 647 | 14,843 | 25.1 | 11.8 | 1.1 | 4.5 | (1.4) |

자료: 회사 자료, 신한투자증권

| | 4Q23P | 3Q23 | QoQ(%) | 4Q22 | YoY(%) | 신한(기준) | 컨센서스 |
|-----------|-------|------|--------|-------|--------|--------|------|
| 매출액 (십억원) | 782 | 621 | 26.0 | 789 | (0.8) | 826 | 781 |
| 영업이익 | 11 | 40 | (72.3) | (1) | 흑전 | 22 | 22 |
| 세전이익 | 19 | 52 | (63.8) | (45) | 흑전 | 21 | 27 |
| 순이익 | 44 | 43 | 2.0 | (46) | 흑전 | 17 | 15 |
| 영업이익률 (%) | 1.4 | 6.4 | - | (0.1) | - | 2.7 | 2.8 |
| 세전이익률 | 2.4 | 8.3 | - | (5.8) | - | 2.5 | 3.5 |
| 순이익률 | 5.6 | 6.9 | - | (5.9) | - | 2.1 | 1.9 |

자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

| (십억원, %) | | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23P | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024F |
|----------|------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 수주잔고 | 방산 | 5,917 | 5,839 | 5,650 | 5,987 | 5,940 | 5,794 | 5,978 | 7,200 | 3,875 | 4,070 | 5,532 | 5,628 | 6,788 | 8,004 |
| | 신규수주 | 524 | 432 | 271 | 1,125 | 407 | 450 | 281 | 2,528 | 2,145 | 1,352 | 2,976 | 1,737 | 2,977 | 3,275 |
| 매출액 | 전체 | 430 | 510 | 459 | 789 | 440 | 611 | 621 | 782 | 1,546 | 1,643 | 2,090 | 2,188 | 2,453 | 2,744 |
| | 방산 | 316 | 383 | 335 | 608 | 292 | 448 | 459 | 617 | 1,071 | 1,157 | 1,514 | 1,641 | 1,817 | 2,059 |
| | ICT | 114 | 128 | 124 | 181 | 147 | 162 | 161 | 165 | 475 | 486 | 576 | 547 | 636 | 685 |
| 영업이익 | 전체 | 15 | 16 | 1 | (1) | 12 | 30 | 40 | 11 | 86 | 93 | 112 | 24 | 93 | 128 |
| | 방산 | 25 | 31 | 16 | 18 | 13 | 28 | 34 | 23 | 45 | 70 | 93 | 90 | 99 | 140 |
| | ICT | 3 | 1 | 1 | (1) | 8 | 11 | 12 | (4) | 40 | 29 | 43 | 4 | 27 | 27 |
| | 신사업 | (13) | (16) | (17) | (18) | (9) | (9) | (6) | (8) | 0 | (6) | (24) | (55) | (33) | (39) |
| 세전이익 | 전체 | 17 | (38) | 9 | (45) | 225 | 109 | 52 | 19 | 82 | 79 | 128 | (57) | 404 | 100 |
| 순이익 | 전체 | 12 | (46) | 4 | (46) | 186 | 76 | 43 | 44 | 73 | 94 | 98 | (77) | 349 | 82 |
| 매출액 증가율 | YoY | 17.1 | 5.1 | (17.6) | 16.0 | 2.3 | 19.6 | 35.1 | (0.8) | 36.9 | 6.3 | 27.2 | 4.7 | 12.1 | 11.9 |
| | QoQ | (36.8) | 18.8 | (10.0) | 71.6 | (44.3) | 38.9 | 1.7 | 26.0 | - | - | - | - | - | - |
| 영업이익 증가율 | YoY | (50.5) | (47.8) | (98.7) | 적전 | (19.1) | 82.3 | 356.3 | 흑전 | 81.9 | 8.3 | 20.6 | (78.6) | 287.1 | 37.6 |
| | QoQ | 108.3 | 7.9 | (96.7) | 적전 | 흑전 | 143.1 | 32.8 | (72.3) | - | - | - | - | - | - |
| 영업이익률 | 전체 | 3.5 | 3.2 | 0.1 | (0.1) | 2.8 | 4.9 | 6.4 | 1.4 | 5.5 | 5.7 | 5.4 | 1.1 | 3.8 | 4.7 |
| | 방산 | 8.0 | 8.1 | 4.8 | 2.9 | 4.5 | 6.3 | 7.4 | 3.8 | 4.2 | 6.1 | 6.1 | 5.5 | 5.4 | 6.8 |
| | ICT | 2.5 | 0.8 | 0.7 | (0.4) | 5.2 | 6.8 | 7.6 | (2.2) | 8.5 | 6.0 | 7.5 | 0.7 | 4.3 | 3.9 |
| 세전이익률 | 전체 | 4.0 | (7.5) | 2.0 | (5.8) | 51.1 | 17.8 | 8.3 | 2.4 | 5.3 | 4.8 | 6.1 | (2.6) | 16.5 | 3.7 |
| 순이익률 | 전체 | 2.7 | (8.9) | 0.8 | (5.9) | 42.4 | 12.5 | 6.9 | 5.6 | 4.7 | 5.7 | 4.7 | (3.5) | 14.2 | 3.0 |

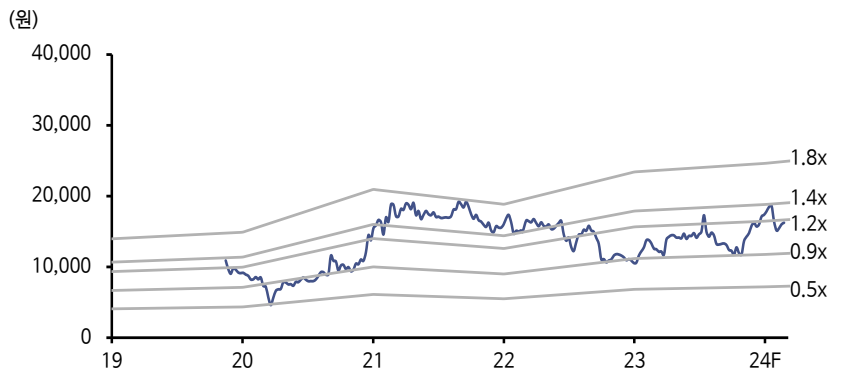
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한화시스템 PBR Valuation - 목표주가 21,000원 유지

| | Valuation | 비고 |
|----------------|-----------|--|
| 목표주가 (원) | 21,000 | 유지 |
| Target PBR (배) | 1.61 | - 2019~21년 평균 PBR 1.79배 10% 할인 적용(기준 25%): 금리 피크아웃 기대, 우주사업 확대 등을 반영 |
| 현재주가 (원) | 16,240 | |
| 상승여력 (%) | 29.3 | |
| BPS (원) | 13,835 | - '24E 추정 BPS 적용, 기준 12FW 13,287원, 변동폭 미미 |

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한화시스템 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



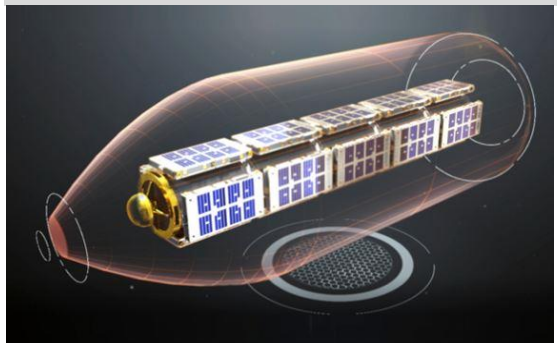
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

기존 위성 and 초소형 SAR 위성 비교



자료: 한화시스템, 신한투자증권

초소형 SAR 위성 발사체 탑재 구조



자료: 한화시스템, 신한투자증권

| 방산업체 Global Peer Valuation 요약 비교 | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------------------------|-----------------------|--------------|----------|-------|--------|------|--------|------|--------------|------|--------|------|-----------|--------|
| 국가 | 회사 이름 | 시가총액 (조원) | 주가상승률(%) | | PER(배) | | PBR(배) | | EV/EBITDA(배) | | ROE(%) | | EPS성장률(%) | |
| | | | 1M | YTD | 23F | 24F | 23F | 24F | 23F | 24F | 23F | 24F | 23F | 24F |
| 한국 | 한화에어로스페이스 | 7.8 | 6.7 | 26.9 | 8.8 | 15.5 | 2.2 | 1.9 | 11.6 | 9.7 | 27.9 | 13.4 | 309.5 | (41.6) |
| | 한국항공우주 | 5.2 | (2.7) | 8.0 | 24.2 | 25.5 | 3.3 | 3.0 | 14.3 | 13.8 | 14.5 | 12.2 | 36.0 | (3.4) |
| | 현대로템 | 3.5 | 25.7 | 29.7 | 26.0 | 17.9 | 2.3 | 2.0 | 16.8 | 11.6 | 9.1 | 11.7 | 47.1 | 45.0 |
| | 한화시스템 | 3.1 | (9.3) | (3.0) | 9.8 | 30.9 | 1.4 | 1.4 | 15.5 | 14.0 | 15.3 | 4.5 | 흑전 | (68.3) |
| | LIG넥스원 | 2.9 | 11.4 | 5.7 | 19.1 | 14.9 | 2.9 | 2.5 | 13.5 | 11.0 | 15.9 | 17.8 | 4.5 | 26.6 |
| | 평균 | | | | 17.6 | 20.9 | 2.4 | 2.1 | 14.4 | 12.0 | 16.5 | 11.9 | 99.3 | (8.3) |
| 미국 | RAYTHEON | 158.8 | 6.1 | 7.2 | 18.0 | 16.9 | 2.0 | 1.9 | 13.9 | 12.4 | 10.8 | 11.0 | 3.6 | (1.9) |
| | LOCKHEED MARTIN | 137.0 | (6.8) | (5.7) | 15.7 | 16.4 | 14.2 | 16.8 | 12.0 | 12.2 | 81.7 | 96.1 | 17.7 | (8.8) |
| | NORTHROP GRUMMAN | 91.5 | (1.4) | (1.7) | 20.2 | 18.7 | 4.3 | 4.5 | 14.8 | 13.8 | 22.2 | 24.1 | (9.3) | 5.3 |
| | GENERAL DYNAMICS | 98.8 | 8.9 | 4.7 | 22.4 | 18.6 | 3.7 | 3.3 | 15.9 | 13.7 | 17.3 | 18.5 | (1.3) | 20.0 |
| | 평균 | | | | 19.1 | 17.6 | 6.1 | 6.6 | 14.1 | 13.0 | 33.0 | 37.4 | 2.6 | 3.6 |
| 유럽 | SAFRAN | 116.3 | 10.0 | 18.7 | 35.0 | 27.6 | 7.4 | 6.3 | 18.4 | 15.3 | 21.7 | 22.4 | 46.4 | 25.4 |
| | BAE SYSTEMS | 63.2 | 6.3 | 11.8 | 20.0 | 18.6 | 3.3 | 3.2 | 12.3 | 11.0 | 16.2 | 17.5 | 13.5 | 6.7 |
| | THALES | 40.8 | 0.2 | 0.7 | 17.5 | 16.0 | 3.7 | 3.4 | 10.3 | 9.2 | 21.7 | 21.5 | 3.1 | 10.4 |
| | RHEINMETALL | 25.1 | 19.8 | 39.4 | 30.1 | 20.5 | 5.5 | 4.6 | 16.3 | 11.7 | 19.1 | 24.5 | 22.3 | 49.2 |
| | LEONARDO-FINMECCANICA | 15.8 | 15.3 | 27.4 | 15.4 | 13.4 | 1.4 | 1.3 | 8.2 | 7.8 | 9.8 | 10.5 | (3.1) | 17.7 |
| | 평균 | | | | 23.6 | 19.2 | 4.3 | 3.8 | 13.1 | 11.0 | 17.7 | 19.3 | 16.4 | 21.9 |
| 아시아 | BHARAT | 22.3 | (1.3) | 3.6 | 39.0 | 33.8 | 9.0 | 7.7 | 27.8 | 23.8 | 24.0 | 24.7 | 25.5 | 15.6 |
| | ELBIT | 12.2 | (1.1) | (3.3) | 32.1 | 29.5 | - | - | 17.7 | 16.2 | - | - | 20.8 | 15.0 |
| | ASELSAN | 11.7 | 27.4 | 33.5 | 12.6 | 9.5 | 4.5 | 3.1 | 18.9 | 12.1 | 36.7 | 34.7 | 84.9 | 36.2 |
| | 평균 | | | | 27.9 | 24.2 | 6.7 | 5.4 | 21.5 | 17.3 | 30.3 | 29.7 | 43.7 | 22.3 |
| | 전체 평균 | | | | 21.5 | 20.2 | 4.4 | 4.2 | 15.2 | 12.9 | 22.7 | 22.8 | 38.8 | 8.8 |

자료: Bloomberg, 신한투자증권

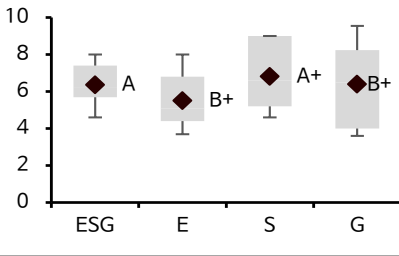
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 환경: 친환경, ICT 첨단 기술을 통해 세상의 이로운 변화에 이바지
- ◆ 사회: 인권, 상생협력 및 사회공헌을 통해 지역사회 발전에 공헌
- ◆ 지배구조: 견고하고 투명한 지배구조체계 확립

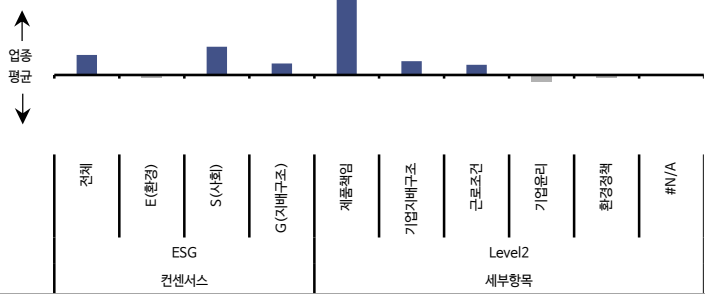
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: 신한투자증권

Key Chart

취약계층 사랑의 김장나눔



자료: 회사 자료, 신한투자증권

제주도 학생들을 위한 우주 체험 콘서트 개최



자료: 회사 자료, 신한투자증권

공정위 2023 공정거래 자율준수 등급평가 'AA' 획득



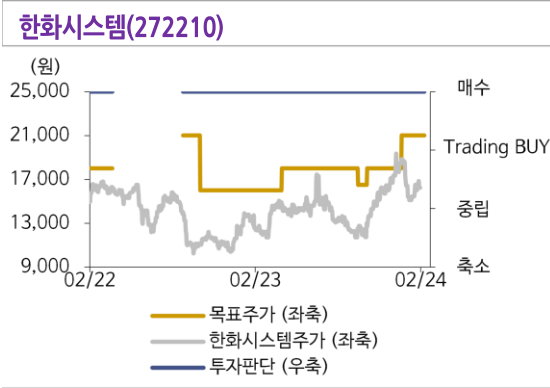
자료: 회사 자료, 신한투자증권

제대군인 고용 우수기업 인증



자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|---------------|--------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022년 02월 23일 | 매수 | 18,000 | (10.5) | (6.7) |
| 2022년 04월 18일 | 커버리지제외 | | - | - |
| 2022년 09월 20일 | 매수 | 21,000 | (45.7) | (34.0) |
| 2022년 10월 28일 | 매수 | 16,000 | (22.7) | (5.9) |
| 2023년 04월 26일 | 매수 | 18,000 | (21.6) | (3.1) |
| 2023년 10월 11일 | 매수 | 16,500 | (25.1) | (21.4) |
| 2023년 10월 31일 | 매수 | 18,000 | (11.4) | 7.5 |
| 2024년 01월 15일 | 매수 | 21,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이동현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

| | | | |
|----|---|----|---|
| 종목 | ◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 | 섹터 | ◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 |
| | ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% | | ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 |
| | ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% | | ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우 |
| | ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 | | |

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 23일 기준)

| | | | | | | | |
|---------|--------|------------------|-------|---------|-------|---------|-------|
| 매수 (매수) | 92.68% | Trading BUY (중립) | 5.69% | 중립 (중립) | 1.63% | 축소 (매도) | 0.00% |
|---------|--------|------------------|-------|---------|-------|---------|-------|