

한화시스템 (272210.KS)

한국 New Space 시대 주역

향후 고성장 예상되는 통신 및 관측 위성사업에 대한 기대감이 높아지고 있고, 무기체계 수주 증가도 예상. 중장기적으로 한국 New Space 시대의 주역이 될 것으로 판단

Analyst 이재광
02)2229-6783, jaekwang.rhee@nhqv.com

RA 이승영
02)2229-6908, sy.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

위성사업 및 무기체계 수출 기대감 상승으로 목표주가 상향

투자 의견 Buy 유지하고, 목표주가 24,000원으로 상향(기존 19,000원). 기준시점 변경과 방위사업 적용 EV/EBITDA 상향 영향. 위성사업에 대한 기대가 커지고 있고, 무기체계 수주 시기가 가까워지고 있다고 판단되어 방위사업 부문에 적용한 EV/EBITDA를 기존 10배에서 글로벌 peer 평균 수준(13배)으로 상향 조정

올해 위성사업 내용 더욱 구체화되고 무기체계 수주 증가할 것

위성사업에 대한 기대가 커지고 있음. 1)'23년 12월 '군용 우주인터넷' 개발 체결, '26년까지 관계회사인 유텔넷 원웹의 저궤도 위성통신망을 활용 군에 적합한 통신망 구축하고 보안성을 높인 차량/함정용 이동형 ESA위성 단말기 개발 예정. 2)높아지고 있는 안보위협으로 정찰위성사업(425사업 및 초소형위성체계) 구축 시기 빨라질 것으로 기대. 425위성 탑재체(관측장비) 담당. '23년 12월 소형 SAR위성 발사 성공으로 초소형위성체계 수주 가능성 높아진 것으로 판단

방산 수출 기대감도 증대 중. 언론보도에 따르면 사우디아라비아향 천궁-II 다기능레이더 수주 가능성이 높은 것으로 판단. '22년 UAE향 수주(1.3조원)와 유사한 규모로 추정. 뿐만 아니라 폴란드향 K2 전차(사격통제시스템 공급) 2차 계약 수주 시 1차 계약과 유사한 수준(2,600억원)의 추가 계약도 기대

한화그룹 위성사업 개요 (OneWeb, Phasor, Kymeta는 한화시스템 관계회사)



자료: 한화시스템, NH투자증권 리서치본부

Buy (유지)

목표주가	24,000원 (상향)		
현재가 (24/01/16)	18,770원		
업종	전기전자		
KOSPI / KOSDAQ	2497.59 / 854.83		
시가총액(보통주)	3,546.0십억원		
발행주식수(보통주)	188.9백만주		
52주 최고가('24/01/03)	19,350원		
최저가('23/01/16)	11,650원		
평균거래대금(60일)	22,387백만원		
배당수익률(2023E)	1.44%		
외국인지분율	4.9%		
주요주주			
한화에어로스페이스 외 2 인	59.5%		
국민연금공단	6.0%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	48.0	8.5	61.1
상대수익률 (%p)	44.4	14.2	54.8

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	2,188	2,379	2,560	2,774
증감률	4.7	8.7	7.6	8.3
영업이익	24	92	131	155
증감률	-78.6	281.4	42.7	18.3
영업이익률	1.1	3.9	5.1	5.6
(지배지분)순이익	-77	317	83	110
EPS	-405	1,676	437	584
증감률	적전	흑전	-73.9	33.5
PER	N/A	10.4	42.9	32.1
PBR	1.0	1.4	1.5	1.5
EV/EBITDA	6.8	9.8	9.8	9.0
ROE	-3.6	14.8	3.6	4.7
부채비율	95.4	84.0	83.1	81.3
순차입금	-1,141	-1,397	-1,392	-1,398

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

2001년 삼성전자 방위부문과 탈레스의 JV인 삼성탈레스로 설립. 2015년 한화그룹 편입 및 2016년 탈레스의 지분매각에 따라 한화시스템으로 사명 변경. 2018년 한화그룹 SI업체인 한화S&C를 합병하고 ICT사업을 추가. 사업구조는 크게 방위사업, ICT사업, 신사업으로 나눌 수 있음. 매출 비중은 과거 3년 평균 방위사업 71%, ICT사업 29%. 신사업은 아직 매출 기여를 하지 못하고 있음. 최대주주는 한화에어로스페이스로 지분 46.7%를 보유하고 있으며, 한화에너지가 지분 12.8%로 2대 주주. 2019년 상장

Share price drivers/Earnings Momentum

- 동사 제품이 쓰이는 무기체계 수출 증가
- 원웹/유텔넷 합병 이후 우주인터넷 상업화 성공
- 오버에어 시제기 제작 및 초도비행 성공

Downside Risk

- 무기체계 개발 지연 혹은 실패
- 원웹의 우주인터넷 상업화 지연
- 오버에어의 시제기 개발 지연 혹은 초도비행 실패

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
RTX	17.3	16.3	1.9	1.8	11.2	11.0
Lockheed Martin	17.0	17.3	15.5	16.4	91.2	94.8
Northrop Grumman	21.1	19.8	4.5	4.2	21.2	21.1
L3Harris	16.8	15.9	2.1	2.0	12.4	12.6
Thales	17.5	16.4	3.9	3.6	22.2	22.0

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

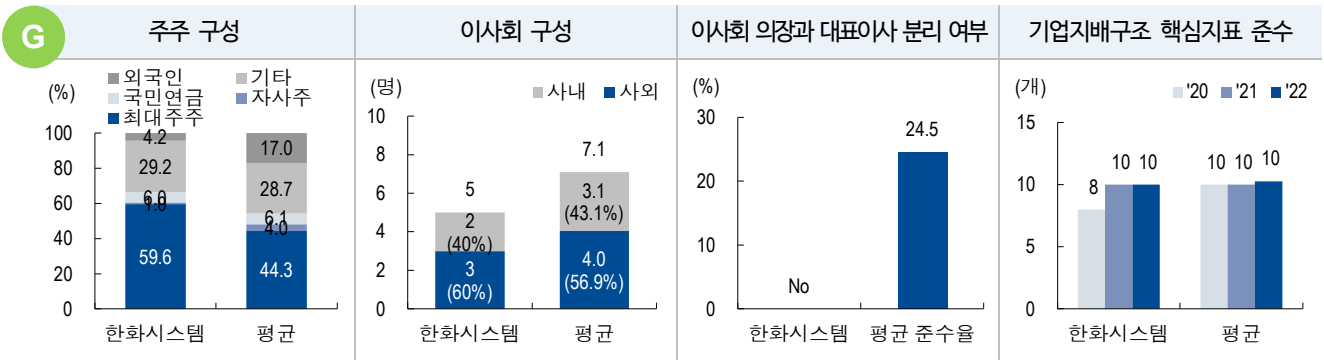
Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	25.4	N/A	10.4	42.9	32.1
PBR	1.4	1.0	1.4	1.5	1.5
PSR	1.2	0.9	1.4	1.4	1.3
ROE	6.0	-3.6	14.8	3.6	4.7
ROIC	14.2	5.2	23.6	16.4	17.9

자료: NH투자증권 리서치본부

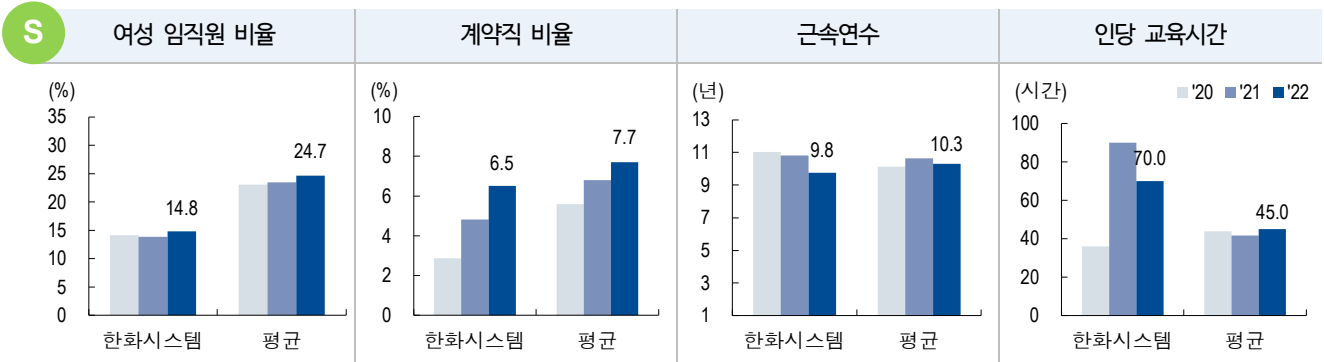
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	-	-	-	859	1,129	1,546	1,643	2,090	2,188
영업이익	-	-	-	31	45	86	93	112	24
영업이익률(%)	-	-	-	3.6	4.0	5.5	5.7	5.4	1.1
세전이익	-	-	-	25	42	82	79	128	-57
순이익	-	-	-	14	41	73	94	98	-81
지배지분순이익	-	-	-	14	41	73	94	98	-77
EBITDA	-	-	-	60	94	174	193	208	129
CAPEX	-	-	-	39	36	42	46	80	48
Free Cash Flow	-	-	-	64	77	366	129	236	220
EPS(원)	-	-	-	233	497	630	758	630	-405
BPS(원)	-	-	-	5,240	7,184	7,847	8,368	11,764	10,588
DPS(원)	-	-	-	1,608	138	277	205	160	250
순차입금	-	-	-	-20	-95	-476	-452	-1,604	-1,141
ROE(%)	-	-	-	4.4	7.2	8.1	9.4	6.0	-3.6
ROIC(%)	-	-	-	N/A	5.1	10.5	11.8	14.2	5.2
배당성향(%)	-	-	-	690.7	38.4	46.9	27.1	30.4	-61.1
배당수익률(%)	-	-	-	N/A	N/A	3.0	1.3	1.0	2.4
순차입금 비율(%)	-	-	-	-6.3	-11.6	-49.1	-43.8	-71.6	-56.5

자료: 한화시스템, NH투자증권 리서치본부

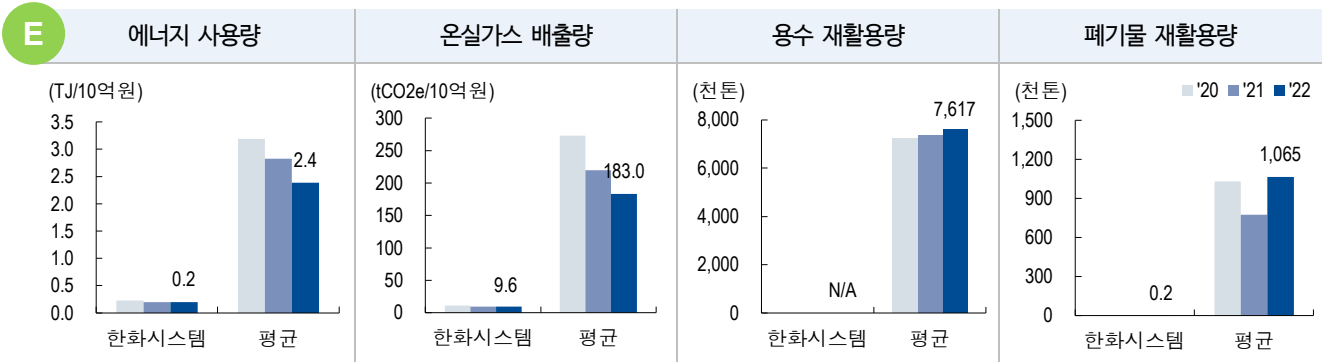
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 한화시스템, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 한화시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 한화시스템, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.8	- 구미사업장 친환경 건축물 인증 추진
S	2020.9	- 스마트워크 환경 조성을 위한 '거점 오피스' 운영
G	2022.3	- 사외이사 셀프추천 금지 도입

자료: 한화시스템, NH투자증권 리서치본부

**목표주가
24,000원으로 상향**

한화시스템에 대한 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 19,000원에서 24,000원으로 상향한다.

동사의 주주가치는 방위사업/ICT사업의 가치와 투자자산의 가치를 합산한 4.6조원으로 산정하였다. 방위사업의 가치는 2.6조원, ICT사업의 가치는 0.3조원을 반영하였으며, 투자자산의 경우, 중복상장된 한화오션은 시장가치를 50% 할인하여 반영하였고, 신사업은 누적투자액만큼 반영하였다.

방위사업의 가치는 위성사업에 대한 기대가 커지고 있고 무기체계 수주 시기가 가까워지고 있다고 판단되어 기존에 적용하고 있던 EV/EBITDA를 10배에서 글로벌 peer 평균 수준(13배)으로 상향 조정하였다.

표1. 한화시스템 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	금액	비고
영업가치 (A)	2,983	
- 방위	2,648	24E EBITDA에 EV/EBITDA 13배 적용
- ICT	335	24E EBITDA에 EV/EBITDA 5배 적용
비영업가치 (B)	1,385	
- 한화오션(상장)	376	지분 11.6%, 시장가 50% 할인
- UAM	146	누적투자액
- 위성	525	누적투자액
- 디지털플랫폼	338	누적투자액
기업가치 (C=A+B)	4,368	
순차입금 (D)	(200)	
주주가치 (E=C-D)	4,568	
주식수 (F, 백만주)	189	
적정주가 (G=E/F, 원)	24,180	

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

표2. 한화시스템 Peer Valuation Table (단위: 백만달러, 배, %)

	시가총액	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		P/B		EBITDA마진		ROE	
		'24E	'25E	'24E	'25E	'24E	'25E	'24E	'25E	'24E	'25E	'24E	'25E
방위													
RTX	124,134	16.2	14.3	12.4	11.3	16.3	13.8	1.8	1.7	16.2	16.7	11.0	12.3
Lockheed Martin	114,914	15.6	15.2	13.3	13.3	17.3	16.6	16.4	15.0	14.4	13.9	94.8	90.5
Northrop Grumman	72,543	19.6	17.7	15.0	13.8	19.8	17.5	4.2	3.9	14.1	14.6	21.1	22.2
L3Harris	39,386	16.8	15.7	13.3	12.5	15.9	14.6	2.0	1.9	18.8	19.3	12.6	13.3
Thales	31,939	12.5	11.2	9.5	8.7	16.4	14.6	3.6	3.2	16.0	16.3	22.0	21.9
Elbit Systems	9,191	21.2	20.4	16.9	16.1	33.4	31.0	-	-	9.9	10.2	8.3	9.6
ICT													
삼성 SDS	10,052	10.2	9.1	6.3	5.9	17.3	15.2	1.4	1.3	10.1	10.1	8.2	8.7

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

표3. 한화시스템 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E					1Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존추정	컨센서스	
매출액	789	440	611	621	708	-10.2	14.0	708	800	470
영업이익	-8	8	26	37	20	흑전	-46.7	20	32	24
영업이익률	-1.0	1.9	4.2	6.0	2.8			2.8	4.0	5.0
세전이익	-45	225	109	52	15	흑전	-71.3	15	22	18
(지배)순이익	-46	186	76	43	11	흑전	-74.1	11	23	14

자료: 한화시스템, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

표4 한화시스템 사업부문별 분기 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024F
매출	430	510	459	789	440	611	621	708	2,188	2,379	2,560
방산	316	383	335	608	292	448	459	599	1,641	1,799	1,960
ICT	114	128	124	181	147	162	161	109	547	580	600
영업이익	15	16	1	(8)	8	26	37	20	24	92	131
방산	25	31	16	18	13	28	34	33	90	108	136
ICT	3	1	1	(1)	8	11	12	(5)	4	26	27
신사업	(13)	(16)	(17)	(25)	(13)	(13)	(9)	(8)	(70)	(42)	(32)
영업이익률(%)	3.5	3.2	0.1	(1.0)	1.9	4.2	6.0	2.8	1.1	3.9	5.1
방산	8.0	8.1	4.8	2.9	4.5	6.3	7.4	5.4	5.5	6.0	6.9
ICT	2.5	0.8	0.7	(0.4)	5.2	6.8	7.6	(4.3)	0.7	4.5	4.5

자료: 한화시스템, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	2,188	2,379	2,560	2,774
증감률 (%)	4.7	8.7	7.6	8.3
매출원가	1,935	2,073	2,199	2,369
매출총이익	253	306	361	404
Gross 마진 (%)	11.6	12.9	14.1	14.6
판매비와 일반관리비	229	214	230	250
영업이익	24	92	131	155
증감률 (%)	-78.6	281.4	42.7	18.3
OP 마진 (%)	1.1	3.9	5.1	5.6
EBITDA	129	193	222	240
영업외손익	-81	308	-21	-8
금융수익(비용)	23	29	27	27
기타영업외손익	-78	322	0	0
종속, 관계기업관련손익	-27	-44	-48	-35
세전계속사업이익	-57	400	110	147
법인세비용	24	88	28	37
계속사업이익	-81	312	83	110
당기순이익	-81	312	83	110
증감률 (%)	적전	후전	-73.5	33.5
Net 마진 (%)	-3.7	13.1	3.2	4.0
지배주주지분 순이익	-77	317	83	110
비지배주주지분 순이익	-4	-5	0	0
기타포괄이익	-116	0	0	0
총포괄이익	-197	312	83	110

Valuations/profitability/stability				
	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(X)	N/A	10.4	42.9	32.1
PBR(X)	1.0	1.4	1.5	1.5
PCR(X)	11.4	6.0	14.2	13.3
PSR(X)	0.9	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA(X)	6.8	9.8	9.8	9.0
EV/EBIT(X)	36.3	20.7	16.6	14.0
EPS(W)	-405	1,676	437	584
BPS(W)	10,588	12,017	12,207	12,543
SPS(W)	11,582	12,590	13,553	14,681
자기자본이익률(ROE, %)	-3.6	14.8	3.6	4.7
총자산이익률(ROA, %)	-2.1	7.7	2.0	2.6
투자자본이익률(ROIC, %)	5.2	23.6	16.4	17.9
배당수익률(%)	2.4	1.4	1.3	1.3
배당성장률(%)	-61.1	14.8	56.6	42.4
총현금배당금(십억원)	47	47	47	47
보통주 주당배당금(W)	250	250	250	250
순부채(현금)/자기자본(%)	-56.5	-61.2	-60.0	-58.6
총부채/자기자본(%)	95.4	84.0	83.1	81.3
이자발생부채	214	214	214	214
유동비율(%)	143.8	163.4	164.8	167.4
총발행주식수(mn)	189	189	189	189
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	10,550	17,360	18,770	18,770
시가총액(십억원)	1,993	3,280	3,546	3,546

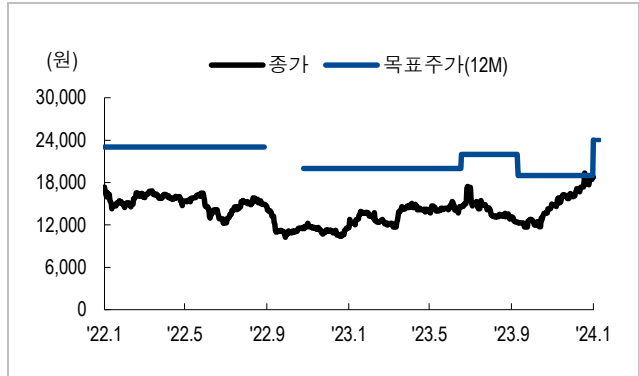
Statement of financial position				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	1,228	1,484	1,479	1,485
매출채권	198	204	219	237
유동자산	2,327	2,633	2,669	2,727
유형자산	274	237	211	193
투자자산	591	591	591	591
비유동자산	1,619	1,571	1,579	1,594
자산총계	3,946	4,203	4,248	4,321
단기성부채	109	109	109	109
매입채무	118	110	119	129
유동부채	1,619	1,611	1,619	1,629
장기성부채	105	105	105	105
장기충당부채	200	200	200	200
비유동부채	308	308	308	308
부채총계	1,927	1,919	1,928	1,937
자본금	945	945	945	945
자본잉여금	1,086	1,086	1,086	1,086
이익잉여금	117	387	423	486
비지배주주지분	19	14	14	14
자본총계	2,019	2,284	2,320	2,384

Cash flow statement				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	269	400	190	188
당기순이익	-81	312	83	110
+ 유/무형자산상각비	105	102	92	85
+ 종속, 관계기업관련손익	27	44	48	35
+ 외화환산손실(이익)	-3	0	0	0
Gross Cash Flow	174	545	250	267
- 운전자본의증가(감소)	104	-57	-33	-43
투자활동 현금흐름	-679	-97	-148	-135
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-48	-50	-50	-50
+ 투자자산의매각(취득)	-405	-44	-48	-35
Free Cash Flow	220	350	140	138
Net Cash Flow	-411	302	42	53
재무활동현금흐름	-3	-47	-47	-47
자기자본 증가	1	0	0	0
부채증감	-3	-47	-47	-47
현금의증가	-409	256	-5	6
기말현금 및 현금성자산	1,228	1,484	1,479	1,485
기말 순부채(순현금)	-1,141	-1,397	-1,392	-1,398

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.01.16	Buy	24,000원(12개월)	-	-
2023.09.25	Buy	19,000원(12개월)	-21.5%	1.8%
2023.07.03	Buy	22,000원(12개월)	-35.5%	-20.7%
2022.11.09	Buy	20,000원(12개월)	-35.3%	-23.2%
2022.09.12	담당 Analyst 변경		-	-
2022.06.08	1년경과		-37.4%	-28.3%
2021.06.09	Buy	23,000원(12개월)	-28.3%	-14.1%

한화시스템 (272210.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 12월 31일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
80.8%	19.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다..

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '한화시스템'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.