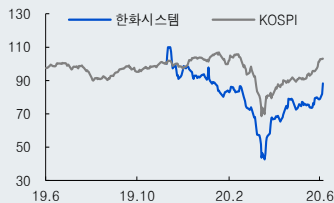


투자요건(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 13,000원
현재주가(20/06/09)	9,800원
상승여력	33%

영업이익(20F,십억원)	90
Consensus 영업이익(20F,십억원)	91
EPS 성장률(20F,%)	-9.5
MKT EPS 성장률(20F,%)	25.8
P/E(20F,x)	15.4
MKT P/E(20F,x)	14.9
KOSPI	2,188.92

시가총액(십억원)	1,080
발행주식수(백만주)	110
유동주식비율(%)	31.5
외국인 보유비중(%)	1.2
베타(12M) 일간수익률	1.20
52주 최저가(원)	4,730
52주 최고가(원)	12,200

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.4	-9.3	0.0
상대주가	3.5	-13.4	0.0



[첨단금속소재/기계]

이재광
02-3774-6022
jkrhee@miraeasset.com

한화시스템 (272210)

그룹의 성장이 곧 한화시스템의 성장

그룹계열사 미국 수소 산업 진출 기대

한화그룹은 6월 8일 보도자료를 통해 그룹 계열사들이 니콜라 상장을 계기로 미국 수소 생태계 시장에 진출하는 방안을 검토 중이라고 밝혔다. 한화에너지와 한화종합화학은 2018년 니콜라에 1억달러를 투자하여, 현재 니콜라 지분 6.13%를 보유하고 있다. 이를 통해 한화에너지(H솔루션 지분 100% 보유)는 니콜라 수소 충전소에 태양광 발전으로 생산한 전력을 우선적으로 공급할 권한을 갖고 있고, 한화종합화학(한화에너지 39.2%, 한화솔루션 36.05% 각각 보유)은 수소 충전소 운영권을 확보한 상태다. 뿐만 아니라 한화큐셀은 수소 충전소에 태양광 모듈을 공급할 수 있고, 한화솔루션은 수소 충전소용 탱크나 트럭용 수소 탱크를 공급할 기회를 갖게 될 전망이다.

그룹 계열사들의 성장 곧 한화시스템의 성장

그룹 계열사들의 성장은 한화시스템의 성장으로 이어질 것으로 판단한다. 그룹 계열사들의 신사업 진출에 따른 외형 성장은 동사 ICT 사업 규모 확대로 이어지기 때문이다. 동사의 ICT 사업은 92년 한화 정보팀에서 시작되었으며, 그룹 계열사향 매출 증대로 성장해왔고, 현재는 매출의 약 80%가 그룹 계열사에서 발생한다. 뿐만 아니라 ICT 사업의 전신은 한화S&C인데 18년 한화시스템과의 합병을 통해 공정거래법 상 일감몰아주기 규제와도 무관한 상황이다.

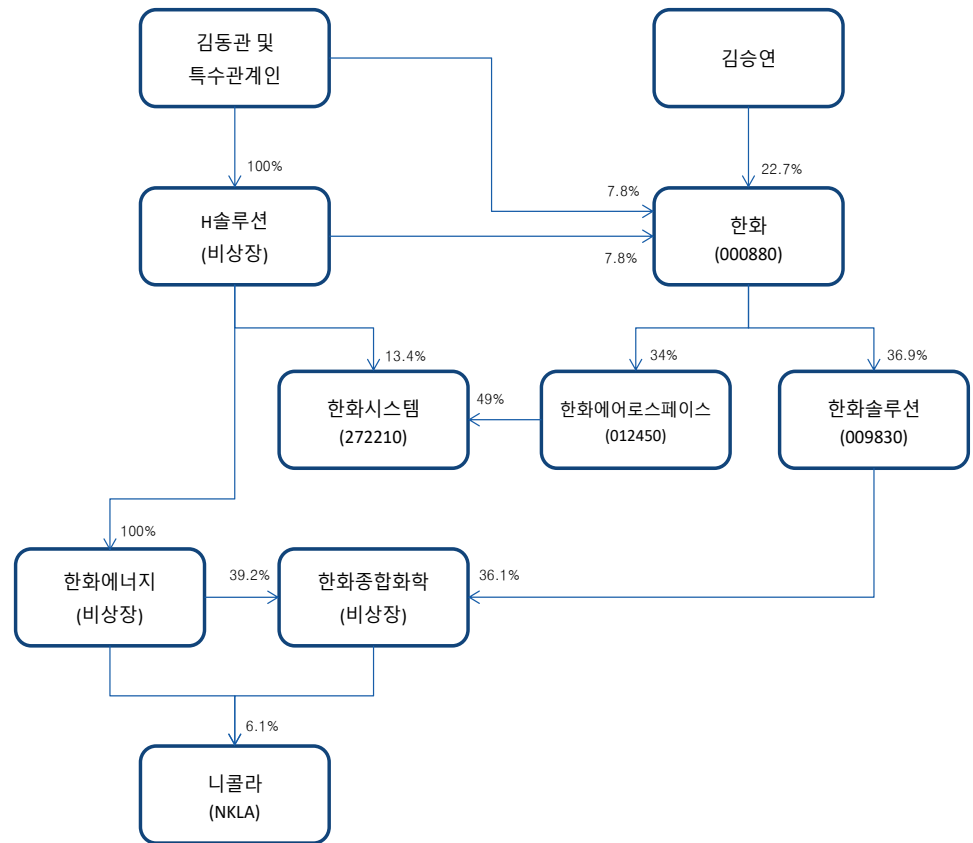
할인을 축소를 통한 목표주가 상향

목표주가를 기존 11,000원에서 13,000원으로 18.2% 상향한다. 목표주가는 SOTP를 통해 방산부문과 ICT부문의 가치를 합산하여 산출하였는데, 상승한 그룹 계열사들의 미국 수소 사업 진출에 따른 성장이 동사 ICT 사업의 중장기 성장 기대감을 반영하여 기존에 적용하던 목표 EV/EBIT 배수를 상향했기 때문이다. 당사는 동사의 오버행 리스크를 감안하여 종전에는 업종 평균 EV/EBIT 배수를 20% 할인하여 적용하였는데, 새로운 목표주가는 10% 할인하여 적용하였다.

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억원)	859	1,129	1,546	1,662	1,784	1,918
영업이익 (십억원)	31	45	86	90	98	104
영업이익률 (%)	4.0	4.0	5.6	5.4	5.5	5.4
순이익 (십억원)	14	41	73	70	75	80
EPS (원)	261	556	706	638	683	726
ROE (%)	4.4	5.0	8.1	7.1	7.4	7.5
P/E (배)	-	-	14.7	15.4	14.3	13.5
P/B (배)	-	-	1.2	1.1	1.0	1.0
배당수익률 (%)	-	-	3.0	3.2	3.2	3.2

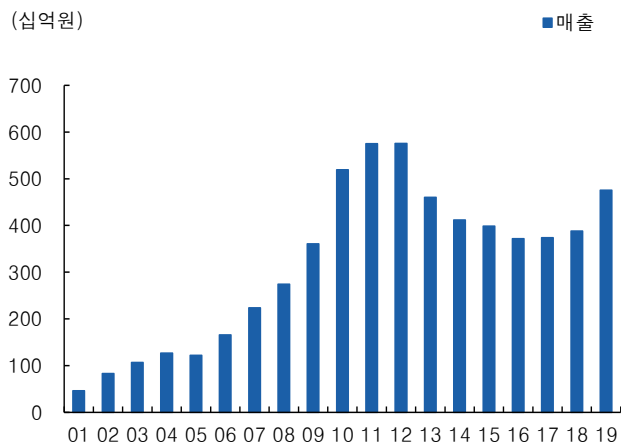
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 한화그룹 지배구조



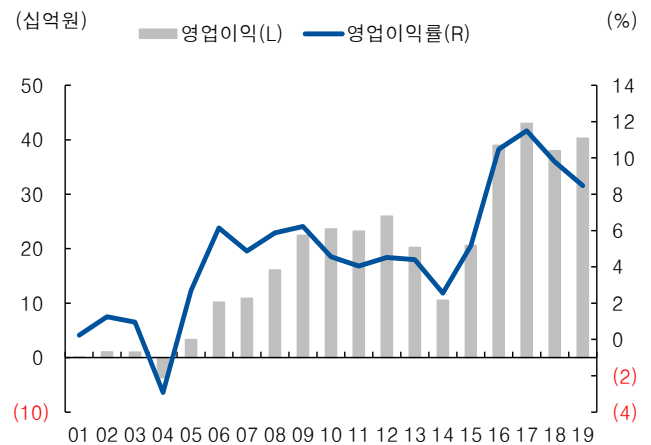
자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. ICT 매출액



자료: 한화시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. ICT 영업이익



자료: 한화시스템, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. Peer Valuation Table

(x, %)

	P/E			P/B			EV/EBIT			OPM			ROE		
	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
한화시스템	14.7	13.6	11.7	1.2	1.0	1.0	8.2	5.7	4.7	5.5	5.5	5.8	8.0	7.3	8.1
국내 방산															
LIG넥스원	217.9	17.4	12.5	1.1	1.1	1.1	50.7	20.3	14.7	1.7	3.6	4.4	0.5	6.5	8.5
KAI	19.5	14.4	15.5	2.9	2.0	1.9	26.3	13.0	12.6	4.7	7.6	7.4	14.9	14.2	12.0
한화에어로스페이스	13.7	12.4	9.7	0.7	0.5	0.5	51.8	10.6	8.1	1.1	3.6	4.1	5.3	4.0	4.9
풍산	37.8	16.9	10.8	0.5	0.4	0.4	13.1	20.3	14.3	4.4	2.8	3.7	1.3	2.7	4.0
평균	72.2	15.3	12.1	1.3	1.0	1.0	35.5	16.1	12.4	3.0	4.4	4.9	5.5	6.9	7.4
글로벌 방산															
Lockheed Martin	17.7	17.2	15.7	34.9	18.6	12.8	16.5	14.6	13.3	12.3	13.6	13.9	196.5	108.4	81.4
Raytheon	10.7	23.6	18.6	1.8	2.3	1.6	19.1	20.6	16.0	11.2	10.4	12.2	17.1	9.8	8.5
Northrop Grumman	16.2	15.7	13.8	6.5	5.3	4.4	18.4	16.8	15.0	11.2	11.4	11.8	40.4	33.3	32.1
BAE Systems	12.4	11.7	10.4	3.3	2.8	2.5	11.0	9.5	8.4	9.2	10.3	10.6	27.0	23.6	24.1
General Dynamics	14.7	14.9	13.7	3.8	3.2	3.0	14.0	13.3	12.1	11.3	11.3	11.6	25.6	21.6	21.7
Thales	14.0	16.3	12.2	3.6	2.8	2.5	13.7	13.7	10.0	9.2	8.4	10.3	25.8	17.3	20.7
평균	14.4	16.6	14.4	10.1	6.4	4.8	15.4	14.7	12.5	11.0	11.4	12.0	61.3	39.3	33.6
국내 ICT															
삼성SDS	20.4	26.1	18.9	2.3	2.1	1.9	13.3	12.3	10.0	8.2	8.2	8.8	11.3	7.9	10.0
포스코ICT	20.5	14.9	12.6	2.2	1.9	1.6	16.6	9.3	7.0	4.3	6.0	6.6	10.7	12.4	13.1
더존비즈온	48.1	55.0	42.6	6.5	7.9	6.9	48.7	38.7	30.0	20.6	26.9	28.9	13.6	14.4	16.1
롯데정보통신	11.1	14.8	11.9	1.6	1.4	1.3	9.7	6.7	4.4	4.6	5.0	5.5	14.4	9.7	10.9
현대오토에버	18.9	16.2	13.2	2.1	1.7	1.6	11.2	8.4	6.5	4.5	4.9	5.3	11.0	10.7	11.9
평균	24.6	25.2	20.1	3.1	3.2	2.9	21.6	15.8	12.0	8.5	10.7	11.6	12.4	11.8	13.0

자료: Refinitiv, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 목표주가 산출

(십억원, x, 백만주, 원)

구분	가치	비고
영업가치	1,125	
방산 EBIT	52	20년 예상
Target EV/EBIT	12.5	업종평균 10% 할인
방산부문 영업가치	650	
ICT EBIT	38	20년 예상
Target EV/EBIT	12.5	업종평균 10% 할인
ICT부문 영업가치	475	
순차입금	(300)	20년 예상
적정 시가총액	1,425	
주식수	109	
목표주가	13,000	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

한화시스템 (272210)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액	1,546	1,662	1,784	1,918
매출원가	1,311	1,359	1,458	1,568
매출총이익	235	303	326	350
판매비와관리비	150	213	229	246
조정영업이익	86	90	98	104
영업이익	86	90	98	104
비영업손익	-4	2	1	1
금융손익	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	82	92	99	105
계속사업법인세비용	9	21	24	25
계속사업이익	73	70	75	80
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	73	70	75	80
지배주주	73	70	75	80
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	65	70	75	80
지배주주	65	70	75	80
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	174	170	178	184
FCF	366	56	117	93
EBITDA 마진율 (%)	11.3	10.2	10.0	9.6
영업이익률 (%)	5.6	5.4	5.5	5.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.7	4.2	4.2	4.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
유동자산	1,525	1,559	1,612	1,671
현금 및 현금성자산	564	545	590	610
매출채권 및 기타채권	174	174	187	201
재고자산	281	335	331	355
기타유동자산	506	505	504	505
비유동자산	885	885	885	885
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	217	217	217	217
무형자산	532	532	532	532
자산총계	2,409	2,444	2,497	2,556
유동부채	1,170	1,170	1,182	1,195
매입채무 및 기타채무	164	164	176	189
단기금융부채	91	91	91	91
기타유동부채	915	915	915	915
비유동부채	271	271	271	271
장기금융부채	87	87	87	87
기타비유동부채	184	184	184	184
부채총계	1,441	1,441	1,453	1,466
지배주주지분	968	1,003	1,044	1,090
자본금	551	551	551	551
자본잉여금	327	327	327	327
이익잉여금	92	128	169	215
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	968	1,003	1,044	1,090

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
영업활동으로 인한 현금흐름	409	96	157	133
당기순이익	73	70	75	80
비현금수익비용가감	127	100	102	104
유형자산감가상각비	61	40	40	40
무형자산상각비	28	40	40	40
기타	38	20	22	24
영업활동으로인한자산및부채의변동	205	-53	3	-26
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	33	0	-12	-14
재고자산 감소(증가)	95	-53	4	-25
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	28	0	9	10
법인세납부	-6	-21	-24	-25
투자활동으로 인한 현금흐름	-133	-74	-74	-74
유형자산처분(취득)	-42	-40	-40	-40
무형자산감소(증가)	-47	-40	-40	-40
장단기금융자산의 감소(증가)	-41	0	0	0
기타투자활동	-3	6	6	6
재무활동으로 인한 현금흐름	85	-39	-39	-39
장단기금융부채의 증가(감소)	56	0	0	0
자본의 증가(감소)	99	0	0	0
배당금의 지급	-16	-34	-34	-34
기타재무활동	-54	-5	-5	-5
현금의 증가	360	545	45	20
기초현금	204	0	545	590
기말현금	564	545	590	610

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
P/E (x)	14.7	15.4	14.3	13.5
P/CF (x)	5.4	6.3	6.1	5.9
P/B (x)	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	4.0	3.9	3.5	3.2
EPS (원)	706	638	683	726
CFPS (원)	1,930	1,545	1,612	1,669
BPS (원)	8,786	9,100	9,473	9,889
DPS (원)	310	310	310	310
배당성향 (%)	46.9	48.5	45.3	42.7
배당수익률 (%)	3.0	3.2	3.2	3.2
매출액증가율 (%)	36.9	7.5	7.3	7.5
EBITDA증가율 (%)	85.1	-2.3	4.7	3.4
조정영업이익증가율 (%)	91.1	4.7	8.9	6.1
EPS증가율 (%)	27.0	-9.6	7.1	6.3
매출채권 회전율 (회)	8.3	9.8	10.1	10.1
재고자산 회전율 (회)	4.7	5.4	5.4	5.6
매입채무 회전율 (회)	11.9	11.2	11.5	11.6
ROA (%)	3.4	2.9	3.0	3.2
ROE (%)	8.1	7.1	7.4	7.5
ROIC (%)	10.7	10.5	10.9	11.4
부채비율 (%)	148.8	143.6	139.1	134.5
유동비율 (%)	130.3	133.2	136.4	139.8
순차입금/자기자본 (%)	-45.2	-41.8	-44.4	-44.4
조정영업이익/금융비용 (x)	17.3	18.1	19.7	21.0

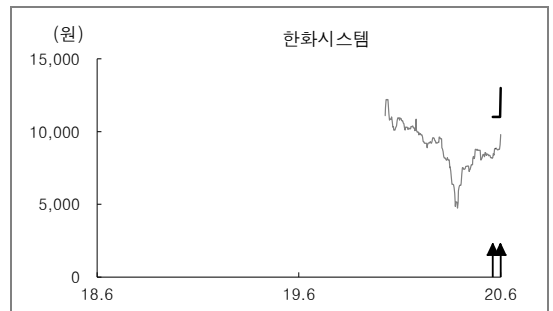
자료: 한화시스템, 미래에셋대우 리서치센터

한화시스템

그룹의 성장이 곧 한화시스템의 성장

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화시스템(272210)				
2020.06.09	매수	13,000	-	-
2020.05.26	매수	11,000	-20.48	-17.36



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(▢)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
82.04%	12.57%	5.39%	0.00%

* 2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.