

하반기 수주 모멘텀과 미래사업 성장 기대

매수
(유지)목표가: 13,000원
상승여력: 30.0%

이재광 jkrhee@miraeasset.com

2Q20 Review 및 투자 의견

수주 모멘텀/미래사업 성장 가능성 감안 매수 관점 유효

- 2분기 실적 전년비 감소했으나 방산 부문 기저효과 영향
- TICN 3차 양산 4분기부터 시작됨을 감안하면 연간으로는 매출 성장 가능할 것
- 현재 주가는 하반기 수주 모멘텀 및 중장기 성장 가능성이 미 반영된 것으로 판단하기 때문에 투자 의견 매수, 목표주가 13,000원 유지. 목표주가는 SOTP 통해 산출

수주 모멘텀

한국형 차기 구축함(KDDX) 전투체계 수주 기대

- 9월 초 KDDX 전투체계 개발 수주 우선협상자 선정 예정
- 선정 시 개발 5,200억원, 양산 8,000억원 수준의 수주 증가 예상
- 동사는 소형 고속정부터 한국형 구축함까지 80척이 넘는 함정 전투체계 공급해 옴

미래사업 성장 기대

저궤도 위성 안테나 및 도심 항공 모빌리티(UAM) 사업 기대

- 자회사 통해 전자식 빔 조향 안테나(ESA) 및 전기 수직이착륙기(eVTOL) 개발 중
- ESA는 이르면 22년 양산 예상. 향후 우주 인터넷 시대의 핵심 장치가 될 것으로 기대
- eVTOL은 23년 시제기 제작, 25년 상업화 목표
- 두 사업 모두 아직 지배적인 사업자 없는 상황
- 위성 안테나 시장은 26년 50조원(사측 추정), UAM 시장은 40년 731조원(국토교통부 추정) 예상되는 고성장 사업

Key data



현재주가(20/8/19, 원)	10,000	시가총액(십억원)	1,102
영업이익(20F, 십억원)	86	발행주식수(백만주)	110
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	89	유동주식비율(%)	31.5
EPS 성장률(20F, %)	-14.1	외국인 보유비중(%)	1.9
P/E(20F, x)	16.5	베타(12M) 일간수익률	1.18
MKT P/E(20F, x)	16.5	52주 최저가(원)	4,730
KOSPI	2,360.54	52주 최고가(원)	12,200

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.9	4.1	0.0
상대주가	4.3	-2.6	0.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	859	1,129	1,546	1,625	1,741	1,867
영업이익 (십억원)	31	45	86	86	103	109
영업이익률 (%)	4.0	4.0	5.6	5.3	5.9	5.8
순이익 (십억원)	14	41	73	67	80	85
EPS (원)	261	556	706	606	724	769
ROE (%)	4.4	5.0	8.1	6.8	7.8	7.9
P/E (배)	-	-	14.7	16.5	13.8	13.0
P/B (배)	-	-	1.2	1.1	1.1	1.0
배당수익률 (%)	-	-	3.0	3.1	3.1	3.1

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

표 1. 실적 추정

(십억원,%)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	261	394	426	465	282	323	430	590	1,546	1,625	1,741
방산	160	280	300	330	168	185	300	450	1,071	1,102	1,212
ICT	101	114	126	135	115	139	130	140	476	523	529
영업이익	12	23	27	24	11	18	24	33	86	86	103
방산	1	8	13	24	4	6	12	29	46	51	61
ICT	11	16	14	(0)	7	12	12	4	40	35	42
영업이익률	4.5	6.0	6.2	5.2	3.9	5.6	5.5	5.7	5.6	5.3	5.9
방산	0.3	2.9	4.3	7.3	2.4	3.4	4.0	6.5	4.3	4.7	5.0
ICT	11.1	13.6	10.8	(0.1)	6.0	8.7	9.0	3.0	8.5	6.7	8.0

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 목표주가 산출

(십억원)

구분	가치	비고
EV	1,000	
방산 EBIT	51	20년 예상
Multiple(x)	12.0	업종 평균
방산 EV	617	
ICT EBIT	35	20년 예상
Multiple(x)	11.0	업종 평균
ICT EV	383	
순차입금	(400)	
적정 시가총액	1,400	
주식수(백만)	110	
목표주가(원)	13,000	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 전자식 빔 조향 안테나(ESA)



자료: Phasor Solutions, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 전기 수직이착륙기(eVTol)



자료: Overair, 미래에셋대우 리서치센터

한화시스템 (272210)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,546	1,625	1,741	1,867
매출원가	1,311	1,331	1,415	1,518
매출총이익	235	294	326	349
판매비와관리비	150	208	223	240
조정영업이익	86	86	103	109
영업이익	86	86	103	109
비영업손익	-4	1	2	2
금융손익	1	2	2	2
관계기업등 투자손익	0	-3	0	0
세전계속사업손익	82	87	105	111
계속사업법인세비용	9	20	25	27
계속사업이익	73	67	80	85
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	73	67	80	85
지배주주	73	67	80	85
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	65	68	80	85
지배주주	65	68	80	85
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	174	189	195	194
FCF	366	170	95	113
EBITDA 마진율 (%)	11.3	11.6	11.2	10.4
영업이익률 (%)	5.6	5.3	5.9	5.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.7	4.1	4.6	4.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,525	2,067	2,059	2,137
현금 및 현금성자산	564	870	889	926
매출채권 및 기타채권	174	190	195	209
재고자산	281	393	361	388
기타유동자산	506	614	614	614
비유동자산	885	917	902	894
관계기업투자등	0	29	29	29
유형자산	217	183	158	140
무형자산	532	543	554	563
자산총계	2,409	2,984	2,961	3,031
유동부채	1,170	1,690	1,621	1,641
매입채무 및 기타채무	164	336	268	287
단기금융부채	91	316	316	316
기타유동부채	915	1,038	1,037	1,038
비유동부채	271	294	294	294
장기금융부채	87	103	103	103
기타비유동부채	184	191	191	191
부채총계	1,441	1,983	1,915	1,935
지배주주지분	968	1,000	1,046	1,096
자본금	551	551	551	551
자본잉여금	327	327	327	327
이익잉여금	92	125	170	221
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	968	1,000	1,046	1,096

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	409	206	130	149
당기순이익	73	67	80	85
비현금수익비용가감	127	132	115	110
유형자산감가상각비	61	74	61	53
무형자산상각비	28	29	31	32
기타	38	29	23	25
영업활동으로인한자산및부채의변동	205	29	-42	-21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	33	-11	-7	-14
재고자산 감소(증가)	95	-112	32	-26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	28	93	-41	14
법인세납부	-6	-24	-25	-27
투자활동으로 인한 현금흐름	-133	-109	-77	-77
유형자산처분(취득)	-42	-36	-36	-36
무형자산감소(증가)	-47	-42	-42	-42
장단기금융자산의 감소(증가)	-41	-2	0	0
기타투자활동	-3	-29	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	85	209	-34	-34
장단기금융부채의 증가(감소)	56	241	0	0
자본의 증가(감소)	99	0	0	0
배당금의 지급	-16	0	-34	-34
기타재무활동	-54	-32	0	0
현금의 증가	360	306	19	37
기초현금	204	564	870	889
기말현금	564	870	889	926

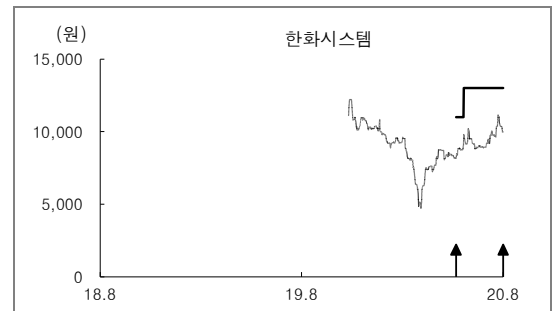
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	14.7	16.5	13.8	13.0
P/CF (x)	5.4	5.5	5.7	5.7
P/B (x)	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	4.0	3.2	3.0	2.8
EPS (원)	706	606	724	769
CFPS (원)	1,930	1,807	1,768	1,763
BPS (원)	8,786	9,077	9,491	9,950
DPS (원)	310	310	310	310
배당성향 (%)	46.9	51.1	42.8	40.3
배당수익률 (%)	3.0	3.1	3.1	3.1
매출액증가율 (%)	36.9	5.1	7.1	7.2
EBITDA증가율 (%)	85.1	8.6	3.2	-0.5
조정영업이익증가율 (%)	91.1	0.0	19.8	5.8
EPS증가율 (%)	27.0	-14.2	19.5	6.2
매출채권 회전을 (회)	8.3	9.2	9.4	9.6
재고자산 회전을 (회)	4.7	4.8	4.6	5.0
매입채무 회전을 (회)	11.9	7.6	6.8	7.8
ROA (%)	3.4	2.5	2.7	2.8
ROE (%)	8.1	6.8	7.8	7.9
ROIC (%)	10.7	11.2	13.3	13.6
부채비율 (%)	148.8	198.3	183.2	176.5
유동비율 (%)	130.3	122.3	127.0	130.2
순차입금/자기자본 (%)	-45.2	-50.2	-49.8	-50.9
조정영업이익/금융비용 (x)	17.3	13.1	15.7	16.7

자료: 한화시스템, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

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

투자의견 분류 및 적용기준

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
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
76.22%	11.59%	11.59%	0.60%

* 2020년 6월 30일 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.