



# 한화시스템 (272210)

저궤도위성 등 우주사업으로 빛날 한 해

► Analyst 이봉진 bongjinlee@hanwha.com 3772-7615

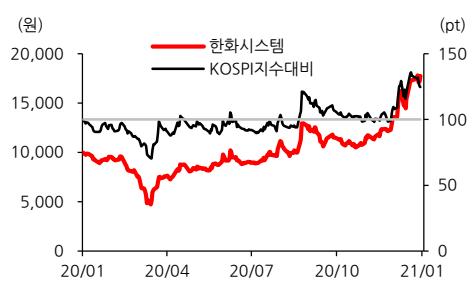
**Buy (유지)**

목표주가(상향): 21,000원

현재 주가(1/8)	17,750원
상승여력	▲18.3%
시가총액	19,566억원
발행주식수	110,230천주
52 주 최고가 / 최저가	17,800 / 4,730원
90 일 일평균 거래대금	156.46억원
외국인 지분율	2.6%
주주 구성	
한화에어로스페이스 (외 8인)	62.4%
헬리오스애스엔씨유한화사 (외 1인)	7.8%
국민연금공단 (외 1인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	38.7	54.3	97.9	63.6
상대수익률(KOSPI)	22.0	22.6	51.9	17.1
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,129	1,546	1,653	1,992
영업이익	45	86	89	92
EBITDA	94	174	186	187
지배주주순이익	41	73	66	75
EPS	N/A	661	595	684
순차입금	-94	-437	-97	51
PER	N/A	15.7	19.5	26.0
PBR	0.0	1.2	1.3	1.9
EV/EBITDA	-1.0	4.0	6.4	10.7
배당수익률	N/A	3.0	2.7	1.7
ROE	7.2	8.1	6.7	7.4

## 주가 추이



동사의 목표주가를 21,000 원으로 상향합니다. 동사의 주가는 KOSPI200 편입과 우주테마 등으로 단기 급등했습니다. 실적개선 속도는 예상보다 느리지만, 매출 성장 속도가 빠르고, 장기 성장성을 확보해 가고 있다는 점에서 밸류에이션 리레이팅이 가능하다고 판단합니다.

## 방산 수주 호조 및 예산 증액 등으로 매출 YoY +20.5% 전망

지난 해 말 한국형 차기 구축함(KDDX) 전투체계 관련 5,400억원의 수주를 하는 등 연간으로 1.3조원을 수주했다. 3분기말 현재 3.8조원의 수주잔고를 확보하고 있어 올해 매출은 지난 해 보다 20.5% 증가할 것으로 전망된다. 올해 동사와 관련한 국방예산도 전술정보통신체계(TICN)사업 예산 증가 등 지난 해 보다 2,000억 이상 증가할 것으로 보여 방산부문을 중심으로 매출 증가세는 지속될 것이다.

## 위성사업과 UAM 사업 등 중장기 성장성 확보도 구체화

지난 해 6월 저궤도위성 안테나 사업자 Phasor를 인수했다. 중저궤도 위성 시장은 2040년까지 연평균 10% 이상 고성장이 기대되는 분야다. 특히 지난 해 한미미사일 협정 개정으로 고체연료를 이용한 위성 발사가 가능해졌고, 정부에서도 2023년까지 체계개발을 완료하는 것을 목표로 사업을 추진하고 있다. 동사는 軍 레이다 개발 능력 등을 보유하고 있었던만큼 위성사업 분야에서도 국내 기업을 선도할 것으로 보인다. 또한 현대차와 함께 참여하고 있는 UAM 팀코리아 사업도 2026년부터 시범사업 서비스를 진행할 예정이다.

## 목표주가 21,000원으로 상향. 투자의견 Buy 유지

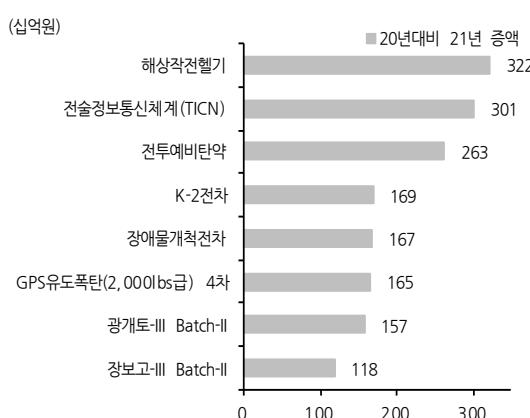
저궤도 위성사업 등은 초기 적자가 불가피하며, 이로 인해 매출 성장속도에 비해 이익 개선 속도는 느릴 것으로 예상한다. 그러나 매출 성장 속도가 타 방산업체 대비 높고, ICT 사업을 영위하는 동종업체의 밸류에이션 re-rating(21년 예상 P/B: 20년초 2.3배→21년초 2.6배, EV/EBITDA 8.3배→11.1배)이 이미 나타났고, 위성사업을 영위하는 해외기업들이 상대적 고 멀티플(美 Aerojet Rocketdyne 21년 ROE 23%, P/B 5.9배)을 받고 있는 점을 반영해 target P/B를 2.2배로 상향한다. 2021년 BPS에 target P/B를 적용해 목표주가를 21,000원으로 상향하며, 투자의견은 기존 Buy 의견을 유지한다.

[표1] '20년 4분기 국내 주요 항공·방산 기업 수주 공시

회사	공시일	체결계약명	계약상대	계약규모(백만원)	계약기간	비고
한화에어로-	20/12	한국형기동헬기(4차양산) 엔진 외 7 항목	방위사업청	182,145	2020-12-24 ~ 2024-12-31	
스페이스	20/12	K105A1 자주포 2 차양산 외 24 항목	방위사업청	149,914	2020-12-30 ~ 2023-12-30	한화디펜스
	20/10	KUH(수리온) 소방헬기 공급계약 체결	조달청	45,330	2020-10-21 ~ 2022-10-21	
	20/12	G280 동체구조물 공급 계약	IAI	142,913	2020-12-14 ~ 2030-12-31	계약금액 \$131,197,500
	20/12	A350-900/-1000 Wing Rib 추가공급 계약	Airbus	717,656	2020-12-16 ~ 2029-12-31	계약금액 \$657,917,780
한국항공우주	20/12	E190/195 E2 Wing Upper Stringer 공급 계약	Embraer	89,335	2020-12-23 ~ 2035-12-31	계약금액 \$81,125,850
	20/12	수리온(KUH-1) 수리부속 1 차 PBL	방위사업청	112,139	2021-01-01 ~ 2025-12-22	
	20/12	수리온(KUH-1) 4 차 양산	방위사업청	1,057,020	2020-12-24 ~ 2024-12-31	
	20/12	Link-K(완성형) 항공기 체계통합	ADD	140,930	2020-12-31 ~ 2024-11-29	
	20/12	KDDX 전투체계 체계종합 및 전투관리체계	ADD	236,446	2020-12-22 ~ 2029-10-31	
한화시스템	20/12	KDDX 전투체계 다기능위상배열레이더 시제	ADD	302,279	2020-12-23 ~ 2029-10-31	
	20/12	방공지휘통제경보(C2A)체계 2 차 양산	방위사업청	184,559	2020-12-23 ~ 2024-12-20	
	20/11	항공관제레이더(par) 후속 양산	방위사업청	35,679	2020-11-03 ~ 2023-11-30	
	20/12	TICN Block I-② TMRR 최초양산	방위사업청	10,601	2020-12-17 ~ 2021-12-31	
	20/12	20년 (기동) FM 무전기세트	방위사업청	46,594	2020-12-18 ~ 2023-06-30	
LIG넥스원	20/12	장보고-I 성능개량 후속양산 사업	대우조선해양	78,925	2020-12-21 ~ 2024-12-10	
	20/12	20년 2.75 인치 유도로켓 3 차양산	방위사업청	44,529	2020-12-22 ~ 2024-12-20	
	20/12	KDDX 소나체계 체계통합/함상장비 시제	ADD	48,636	2020-12-22 ~ 2029-11-30	
	20/12	KDDX 소나체계 예인소나 송수신장비 시제	ADD	48,150	2020-12-22 ~ 2029-11-30	
현대로템	20/12	K2 전차 3 차양산	방위사업청	532,985	2020-12-21 ~ 2023-12-29	
	20/12	도시철도 9 호선 전동차 48 칸 조달구매	서울시	75,248	2020-12-24 ~ 2023-12-24	

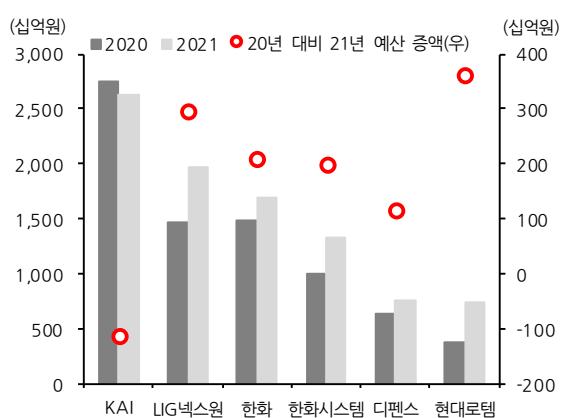
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 20년 대비 21년 예산 증액 상위 8개 사업



자료: 국회 국방위원회, 한화투자증권 리서치센터

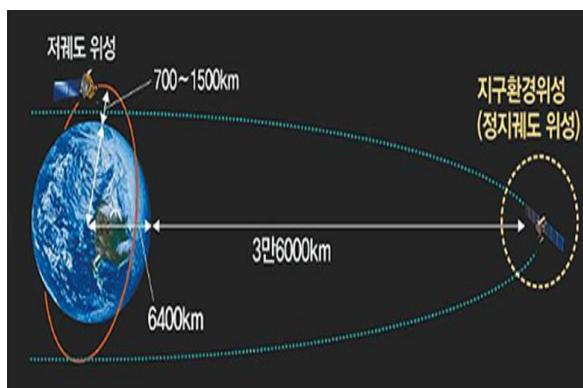
[그림2] 주요 상장방산기업관련 방위력개선비 예산



주: 200억 이상 프로젝트 기준

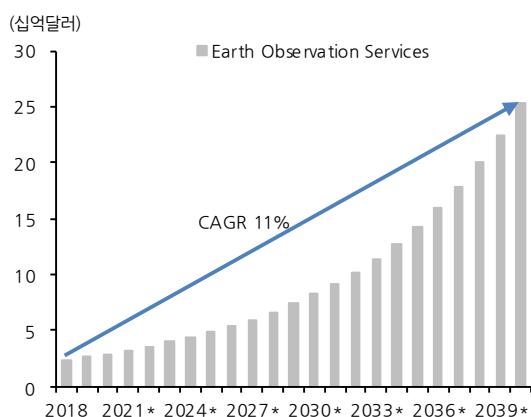
자료: 국회 국방위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 저궤도 위성사업



자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 주요 위성 시장 전망



자료: Haver, Statista, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	261	394	426	465	282	323	380	668	1,546	1,653	1,992
시스템	160	281	300	330	167	185	272	513	1,071	1,137	1,466
ICT/신사업	101	114	126	135	115	139	107	155	476	516	527
영업이익	11.7	23.5	26.6	24	10.9	18.2	45	15	86	89	92
시스템	0.5	8.0	13	24	4.0	6.2	32	19	46	61	75
ICT/신사업	11.2	15.5	14	(0)	6.9	12	13	-4	40	28	17
영업이익률(%)	4.5	6.0	6.2	5.2	3.9	5.6	11.8	2.3	5.5	5.4	4.6
시스템	0.3	2.9	4.3	7.3	2.4	3.4	11.6	3.7	4.2	5.4	5.1
ICT/신사업	11.1	13.6	10.8	-0.1	6.0	8.6	12.2	-2.6	8.5	5.8	3.2
순이익	9	27	21	15	10	13	31	12	73	66	75
순이익률(%)	3.5	6.9	5.0	3.3	3.4	4.0	8.2	1.7	4.7	4.0	3.8
YoY 성장률											
매출액	113.3	65.7	52.1	-4.3	8.3	-18.0	-10.9	43.6	36.9	3.9	20.5
시스템	31.1	17.9	35.0	-9.5	4.5	-34.2	-9.1	55.2	13.0	6.2	28.9
ICT	N/A	N/A	117.2	11.6	14.2	21.9	-15.0	15.3	165.8	8.6	2.0
영업이익	흑전	233.8	105.7	-29.1	-6.3	-22.3	76.0	-36.7	91.5	3.7	3.5
순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	5.1	-52.5	47.8	-23.5	76.8	-10.0	14.9

자료: 한화시스템, 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표3] 글로벌 방산전자 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	21	22	21	22	21	22	21	22
한화시스템	SK	1.8	15.9	-7.4	15.0	19.5	48.1	31.6	23.9	21.6	1.9	1.8	7.7	6.3	8.1	8.6
엘아이지넥스원	SK	0.6	29.2	-2.9	-3.7	-31.5	-34.7	-39.7	10.8	7.5	1.0	0.9	8.7	6.0	8.5	10.4
Northrop Grumman	US	48.1	288.3	-7.2	-8.5	-18.5	-21.3	-40.1	11.9	10.8	3.6	3.1	10.7	10.2	35.0	34.1
BAE Systems	UK	21.8	6.8	-4.0	-5.4	-13.8	-7.3	-6.1	10.3	9.5	2.4	2.2	7.2	6.8	23.6	23.1
General Dynamics	US	43.3	150.8	-0.5	-4.8	-5.0	-13.9	-33.1	13.2	11.8	2.6	2.4	10.7	9.9	20.6	21.0
L3 Harris	US	38.0	180.7	-6.2	-8.9	-7.0	-8.9	-31.2	13.9	12.4	1.7	1.6	10.7	10.0	11.1	12.1
Thales	FR	19.5	91.6	-2.3	-6.1	-3.3	-9.2	-16.0	13.0	10.9	2.6	2.2	8.2	7.2	20.9	21.7
Aerojet Rocketdyne	US	4.1	52.8	-1.9	16.5	19.3	26.6	-16.1	27.6	25.3	5.9	5.9	12.4	11.7	23.4	25.4
Raytheon	US	106.1	69.9	-4.1	-8.6	6.6	-2.9	-39.1	20.1	14.8	1.4	1.3	12.4	10.5	6.9	8.9
Avg									15.7	13.6	2.9	2.7	10.3	9.5	20.2	20.9

주: 2021.01.08일 기준 / 평균값은 한화시스템, UG넥스원 제외한 수치

자료: Bloomberg, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 글로벌 IT 서비스 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	21	22	21	22	21	22	21	22
한화시스템	SK	1.8	15.9	-7.4	15.0	19.5	48.1	31.6	23.9	21.6	1.9	1.8	7.7	6.3	8.1	8.6
더존비즈온	SK	3.0	98.4	-5.6	-7.3	-37.5	-47.1	-13.6	51.3	44.4	7.4	6.6	27.6	23.7	15.6	16.6
삼성에스디에스	SK	14.9	192.2	6.0	4.3	-13.1	-29.3	-35.7	23.5	21.2	2.3	2.1	8.9	8.1	10.1	10.4
롯데정보통신	SK	0.6	38.1	-6.7	1.6	-18.5	-24.9	-37.8	14.2	11.5	1.4	1.3	4.3	3.3	10.4	11.7
포스코 ICT	SK	1.1	7.4	-12.2	0.1	-20.0	44.9	13.7	24.2	21.1	2.9	2.6	15.4	13.2	12.7	13.1
SAP	GR	160.1	130.3	-2.6	0.4	-27.1	-32.2	-17.4	21.8	21.4	3.8	3.6	15.7	15.3	16.2	15.7
Avg									20.9	18.8	2.6	2.4	11.1	10.0	12.3	12.7

주: 2021.01.08일 기준 / 평균값은 한화시스템, 더존비즈온 제외한 수치

자료: Bloomberg, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

손익계산서						재무상태표					
12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E	12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	859	1,129	1,546	1,653	1,992	유동자산	610	1,070	1,525	1,912	1,989
매출총이익	90	144	235	259	285	현금성자산	130	216	615	316	169
영업이익	31	45	86	89	92	매출채권	115	205	174	206	256
EBITDA	60	94	174	186	187	재고자산	62	378	281	704	875
순이자순익	-2	-2	1	0	0	비유동자산	291	831	885	1,007	1,003
외화관련손익	-2	2	1	0	1	투자자산	64	109	136	236	266
지분법손익	0	0	0	-3	0	유형자산	146	219	217	223	199
세전계속사업손익	25	42	82	84	92	무형자산	81	516	532	548	538
당기순이익	14	41	73	66	75	자산총계	901	1,902	2,409	2,919	2,992
지배주주순이익	14	41	73	66	75	유동부채	477	873	1,170	1,569	1,601
증가율(%)						매입채무	160	138	164	203	227
매출액	-0.2	31.5	36.9	6.9	20.6	유동성이자부채	80	72	91	64	64
영업이익	24.1	44.9	91.5	3.7	3.5	비유동부채	107	208	271	349	349
EBITDA	2.5	57.5	84.9	6.8	0.7	비유동이자부채	30	49	87	155	155
순이익	-42.5	193.1	76.8	-10.0	14.9	부채총계	584	1,081	1,441	1,918	1,951
이익률(%)						자본금	270	510	551	551	551
매출총이익률	10.5	12.7	15.2	15.7	14.3	자본잉여금	-2	269	327	328	328
영업이익률	3.6	4.0	5.5	5.4	4.6	이익잉여금	48	42	92	123	164
EBITDA 이익률	7.0	8.3	11.3	11.3	9.4	자본조정	0	0	-2	-2	-2
세전이익률	2.9	3.7	5.3	5.1	4.6	자기주식	0	0	0	-1	-1
순이익률	1.6	3.7	4.7	4.0	3.8	자본총계	317	821	968	1,001	1,042
현금흐름표						주요지표					
12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E	12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	103	113	409	-79	-22	주당지표					
당기순이익	14	41	73	66	75	EPS	N/A	N/A	661	595	684
자산상각비	29	49	88	97	95	BPS	11,733	16,087	8,786	9,077	9,450
운전자본증감	45	26	205	912	-192	DPS	0	0	310	310	310
매출채권 감소(증가)	-38	-32	33	-32	-50	CFPS	N/A	N/A	1,809	1,499	1,547
재고자산 감소(증가)	-7	82	95	-423	-170	ROA(%)	1.7	2.9	3.4	2.5	2.5
매입채무 증가(감소)	43	-18	28	38	24	ROE(%)	3.9	7.2	8.1	6.7	7.4
투자현금흐름	-70	-22	-133	-156	-91	ROIC(%)	5.8	8.6	12.1	9.9	7.9
유형자산처분(취득)	-39	-36	-42	-54	-44	Multiples(x, %)					
무형자산 감소(증가)	-28	-27	-47	-38	-18	PER	N/A	N/A	15.7	19.5	26.0
투자자산 감소(증가)	-1	-1	-42	10	0	PBR	0.0	0.0	1.2	1.3	1.9
재무현금흐름	-17	-11	85	-52	-34	PSR	N/A	N/A	0.7	0.8	1.0
차입금의 증가(감소)	82	-3	21	-11	0	PCR	N/A	N/A	5.7	7.7	11.5
자본의 증가(감소)	-97	0	83	-68	-34	EV/EBITDA	-0.3	-1.0	4.0	6.4	10.7
배당금의 지급	97	0	16	68	34	배당수익률	N/A	N/A	3.0	2.7	1.7
총현금흐름	67	105	199	-972	171	안정성(%)					
(-)운전자본증가(감소)	-48	-29	-223	260	192	부채비율	184.4	131.6	148.8	191.7	187.3
(-)설비투자	39	36	42	55	44	Net debt/Equity	-6.2	-11.5	-45.1	-9.7	4.9
(+)자산매각	-28	-27	-47	-38	-18	Net debt/EBITDA	-33.0	-100.2	-251.1	-52.0	27.0
Free Cash Flow	48	72	334	-1,324	-83	유동비율	127.9	122.6	130.3	121.9	124.2
(-)기타투자	5	-38	21	-1,098	30	이자보상배율(배)	14.9	12.0	17.3	14.4	18.6
잉여현금	43	110	313	-226	-113	자산구조(%)					
NOPLAT	17	44	76	70	75	투하자본	59.7	69.1	41.4	61.4	70.4
(+) Dep	29	49	88	97	95	현금+투자자산	40.3	30.9	58.6	38.6	29.6
(-)운전자본투자	-48	-29	-223	260	192	자본구조(%)					
(-)Capex	39	36	42	55	44	차입금	25.8	12.9	15.5	18.0	17.4
OpFCF	56	87	345	-148	-65	자기자본	74.2	87.1	84.5	82.0	82.6

주: IFRS 연결 기준

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 01월 11일)

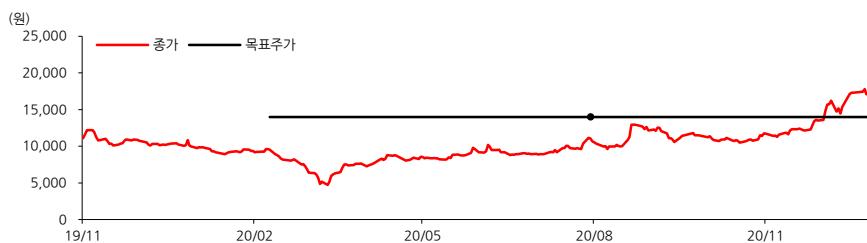
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이봉진)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 한화시스템은 당사와 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률”에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 한화시스템 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일 시 투자의견 목표가격	2020.02.21 당당자변경 이봉진	2020.02.21 Buy 14,000	2020.03.03 Buy 14,000	2020.03.27 Buy 14,000	2020.04.22 Buy 14,000	2020.09.08 Buy 14,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.10.28 Buy 14,000	2021.01.08 Buy 14,000	2021.01.11 Buy 21,000			

## [ 목표주가 변동 내역별 고리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.02.21	Buy	14,000	-27.37	27.14
2021.01.11	Buy	21,000		

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~-+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 별류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2020년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%