



# 한화시스템 (272210)

손에 잡히는 신사업 성장 스토리

▶ Analyst 이봉진 bongjin.lee@hanwha.com 3772-7615 / RA 박수영 suyoung.park.0202@hanwha.com 3772-7634

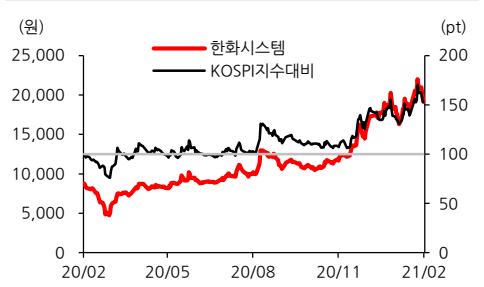
**Buy (유지)**

목표주가(상향): 27,000원

현재 주가(2/25)	20,850원
상승여력	▲29.5%
시가총액	22,983억원
발행주식수	110,230천주
52 주 최고가 / 최저가	22,000 / 4,730원
90 일 일평균 거래대금	428.16억원
외국인 지분율	3.4%
주주 구성	
한화에어로스페이스 (외 8인)	62.4%
국민연금공단 (외 1인)	5.1%
한화시스템우리사주 (외 1인)	4.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	12.7	79.0	104.4	136.9
상대수익률(KOSPI)	16.1	59.8	73.4	89.6
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,546	1,643	1,996	2,036
영업이익	86	93	97	106
EBITDA	174	190	192	196
지배주주순이익	73	94	80	88
EPS	661	849	728	794
순차입금	-437	-349	-209	-363
PER	15.7	13.7	28.6	26.3
PBR	1.2	1.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	4.0	4.9	10.9	9.9
배당수익률	3.0	2.7	1.5	1.5
ROE	8.1	9.4	7.6	7.9

## 주가 추이



2/22~24 일동안 기관투자자를 대상으로 NDR을 진행했습니다. 지난해 4분기 실적은 기대에 부합하는 수준이지만, 신사업들이 구체화되고 있는 점이 긍정적이라 판단합니다. 목표주가를 상향합니다.

## 20년 4분기 실적은 대체로 예상치 부합

동사의 4분기 실적은 매출 6,579억원(YoY +41.5%), 영업이익 190억 원(YoY -20.8%, OPM 2.9%), 순이익 397억원(YoY +160.8%)을 시현했다. 영업이익은 당사 추정치보다 높았는데, 자회사 Phasor의 영업손실(-42억원)이 예상보다 적었다. 순이익은 지난 해 4분기 개발사업의 수주가 늘면서 R&D 세액공제가 반영됐기 때문에 크게 늘었다.

## 2021년 매출은 큰 폭 성장하나, 영업이익은 지난 해 수준

2021년 실적은 매출 1조 9,958억원(YoY +21.5%), 영업이익 966억원(YoY +4.0%, OPM 4.8%), 순이익 802억원(YoY -14.3%)을 전망한다. 방산부문과 ICT 부문 모두 매출 성장이 기대되지만, PPA 상각비와 자회사 연결손실 등으로 영업이익의 개선이 매출액 증가만큼 이뤄지지 못할 것으로 예상한다. 2020년말 수주잔고는 4조 3,863억원으로 YoY +7% 증가했는데, 올해도 군위성통신사업, TICN 4차 양산사업 등으로 수주잔고 증가세는 지속될 전망이다.

## 신사업 구체화되면서 성장 스토리도 가시화될 전망

지난 해 12월 보급형 전자식 위성안테나 회사 카이메타 지분인수(9.1%)를 통해 저궤도 위성뿐만 아니라, 범용 지상 모빌리티 안테나 사업을 강화했다. 2025년 사업화를 목표로하는 UAM도 금년 중 기체 상세설계 등을 추진하고, 내년에는 비행시험용 기체를 제작하겠다고 목표를 구체화했다. 관련된 M&A 등의 투자도 연내 이뤄질 예정이다.

## 목표주가 27,000원으로 상향, 투자의견 Buy 유지

신사업의 속도가 빨라짐에 따라 동사 목표주가 산정에 적용했던 Target P/B를 기존 2.2배에서 2.7배로 상향조정한다. 2.7배는 글로벌 로켓 및 레이다 업체의 2021년 P/B대비 20% 할인한 수준이다. 신사업이 구체화될수록 할인요인도 해소될 것으로 기대하며 목표주가를 21,000원에서 27,000원으로 상향한다.

## 1. 2020년 4분기 실적 및 2021년 연간 전망

4Q 영업실적은 대체로 예상치에 부합

동사의 4분기 실적은 매출 6,579억원(YoY +41.5%), 영업이익 190억원(YoY -20.8%, OPM 2.9%), 순이익 397억원(YoY +160.8%)을 시현했다. 영업이익은 컨센서스를 하회했으나, 당사 추정치보다는 높았다. 자회사 Phasor의 영업손실(-42억원)이 당사 예상치 보다 적었다. 순이익은 셔프라이즈를 기록했는데, 지난 해 4분기 개발사업의 수주가 늘면서 R&D 세액공제가 반영됐기 때문이다.

2021년 매출은 큰 폭 성장하나, 이익은 2020년 수준 예상

2021년 실적은 매출 1조 9,958억원(YoY +21.5%), 영업이익 966억원(YoY +4.0%, OPM 4.8%), 순이익 802억원(YoY -14.3%)을 전망한다. 방산부문과 ICT 부문 모두 매출 성장이 기대되지만, PPA 상각비와 자회사 연결손실 등으로 영업이익의 개선이 매출액 증가만큼 이뤄지지 못할 것으로 예상한다. 순이익의 감소는 2020년 세액공제효과가 있었으나, 이를 반영하지 않았기 때문이다.

방산부문이 매출 성장 견인할 것

방산부문의 매출은 TICN 3차 양산, 피아식별(IFM Mode 5), 정비사업 등이 견인할 것으로 예상하며, ICT 부문은 국방 SI, 보험코어 2단계, 차세대 ERP/HR 구축 등의 매출증가로 성장이 기대된다.

수주잔고 증가세 지속

2020년말 수주잔고는 4조 3,863억원으로 전년말 대비 7% 증가했다. 4분기에만 KDDX 전투체계사업 5,400억원, 방공지휘통제경보체계 1,800억원, JTDL 체계 개발사업 1,200억원 등의 대형 수주가 집중됐다. 연간 약 1조 6천억원 가량을 수주했다. 올해도 군위성통신 양산 사업, TICN 4차 양산 사업 등의 수주를 계획하고 있어 수주잔고의 증가세는 지속될 것이다.

[표1] 한화시스템 2020년 4분기 잠정 실적

회사감정 (십억원)	4Q20P	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(YoY)		전분기 대비(QoQ)		시장 컨센서스 대비	
		4Q20E	차이(%)	4Q19	차이(%)	3Q20	차이(%)	4Q20E	차이(%)
매출액	657.9	667.9	-1.5	465.1	41.5	379.6	73.3	662.8	-0.7
영업이익	19.0	15.1	26.0	24.0	-20.8	44.7	-57.4	23.4	-18.7
순이익	39.7	11.6	241.8	15.2	160.8	31.3	26.5	19.8	100.2
이익률(%)									
영업이익	2.9	2.3		5.2		11.8		3.5	
순이익	6.0	1.7		3.3		8.3		3.0	
이익률차이(%p)									
영업이익		0.6		-2.3		-8.9		-0.6	
순이익		4.3		2.8		-2.2		3.0	

자료: 한화시스템, Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액	282	323	380	658	338	380	456	822	1,546	1,644	1,996
시스템	167	185	272	532	203	255	346	657	1,071	1,157	1,461
ICT/신사업	115	139	107	126	135	125	111	165	476	487	535
영업이익	10.9	18.2	45	19	11	14	21	50	86	93	97
시스템	4.0	6.2	32	28	5	9	16	46	46	70	75
ICT/신사업	6.9	12	13	-9	5	6	6	5	40	23	21
영업이익률(%)	3.9	5.6	11.8	2.9	3.1	3.8	4.7	6.1	5.5	5.7	4.8
시스템	2.4	3.4	11.6	5.3	2.6	3.4	4.6	6.9	4.2	6.1	5.2
ICT/신사업	6.0	8.6	12.2	-7.2	3.9	4.5	5.1	2.9	8.5	4.7	4.0
순이익	10	13	31	40	9	13	17	42	73	94	80
순이익률(%)	3.4	4.0	8.2	6.0	2.7	3.3	3.7	5.1	4.7	5.7	4.0
YoY 성장률											
매출액	8.3	-18.0	-10.9	41.5	19.8	17.3	20.1	24.9	36.9	6.3	21.4
시스템	4.5	-34.2	-9.1	61.1	21.5	38.0	26.9	23.4	13.0	8.0	26.3
ICT	14.2	21.9	-15.0	-6.5	17.4	-10.2	3.0	30.9	165.8	2.4	9.9
영업이익	-6.3	-22.3	76.0	-20.2	-3.2	-21.3	-52.0	163.4	91.5	8.6	4.0
순이익	5.1	-52.5	47.8	160.8	-3.7	-3.2	-46.2	4.8	76.8	28.4	-14.3

자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터 추정

## 2. 신사업 성장 스토리 및 밸류에이션

카이메타 인수로  
저궤도 위성 안테나  
포트폴리오 확장

UAM 시험 기체제작도  
내년으로 성큼

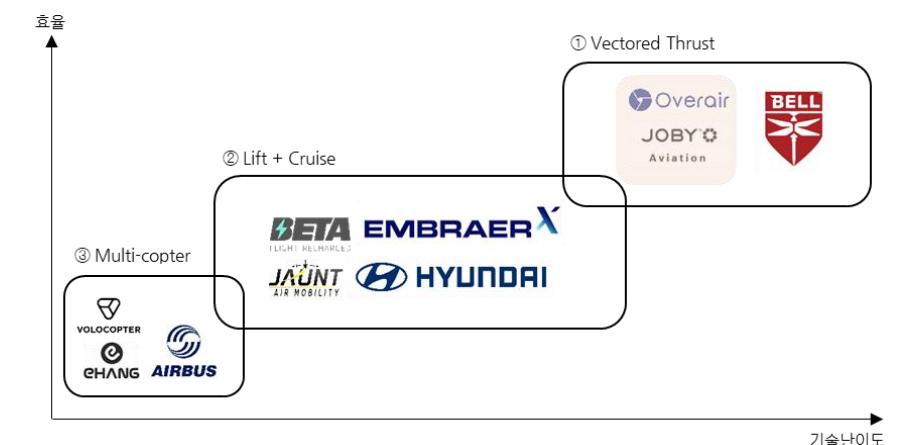
Target P/B 조정해  
목표주가 상향

지난 해 12월 카이메타 지분 9.1%를 332억원에 인수했다. 메타구조를 사용해 보급형 전자식 위성안테나 대량생산이 가능한 카이메타 지분을 인수함으로써 고성능 고가 항공기 타겟의 페이저 제품과 범용 저가 자상 모빌리티(UAM 등) 타켓으로 한 저궤도 위성 안테나 시장에서 다양한 포트폴리오를 구축할 수 있게 됐다.

UAM(Urban Air Mobility)도 기체·인프라·서비스 모든 분야에 걸쳐 속도를 내고 있다. 기체 분야는 금년 중 상세설계, 美 항공안전청(FAA) 인증 신청 등을 추진할 예정이며, 인프라 분야는 교통관제시스템을 개발하고, 서비스 분야에서는 미국 내 서비스 법인의 설립을 계획 중이다. 내년이면 비행시험 기체 제작도 이루어질 전망이다.

신사업의 속도가 빨라짐에 따라 동사 목표주가 산정에 적용했던 Target P/B를 기준 2.2 배에서 2.7배로 상향조정한다. 2.7배는 글로벌 로켓 및 레이다 업체의 2021년 P/B대비 20% 할인한 수준이다. 신사업이 구체화될수록 할인요인도 해소될 것으로 기대하며 목표주가를 21,000원에서 27,000원으로 상향한다.

[그림1] UAM의 효율 및 기술 난이도



자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화시스템의 UAM 관련 Timeline



자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[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	2.1	18.6	-5.6	18.8	54.3	76.6	92.3	30.7	24.9	2.1	2.0	9.9	7.9	7.2	8.5
엘아이지넥스원	SK	0.8	35.1	-6.7	-1.7	13.2	-11.4	-5.0	12.9	8.8	1.2	1.1	9.4	6.8	9.7	13.0
Northrop Grumman	US	50.3	301.9	3.5	1.5	-8.8	-23.2	-33.6	12.8	12.0	4.5	3.8	12.4	11.4	40.4	32.8
BAE Systems	UK	22.6	7.0	5.7	6.3	-7.0	-16.8	-16.4	10.4	9.6	2.4	2.2	7.4	6.9	24.3	23.1
General Dynamics	US	47.6	166.2	4.0	9.2	3.8	-1.5	-26.9	14.9	13.6	2.8	2.6	11.6	10.9	19.6	19.8
L3 Harris	US	39.3	187.0	1.0	1.6	-9.6	-7.9	-33.3	14.6	13.1	1.8	1.9	11.2	10.4	12.1	13.0
Thales	FR	20.6	96.5	3.0	2.6	-6.0	-0.3	-14.9	13.8	11.7	2.7	2.4	8.6	7.7	20.7	21.6
Aerojet Rocketdyne	US	4.0	51.6	1.4	-1.1	28.0	10.7	-21.6	27.0	24.9	5.7	5.8	11.7	10.9	28.6	24.9
Raytheon	US	111.4	73.3	2.8	11.3	-6.2	9.1	-32.9	19.8	14.6	1.5	1.5	13.7	11.1	7.1	9.3
Avg									16.2	14.2	3.1	2.9	10.9	9.9	21.8	20.6

주: 2021.02.25일 기준 / 평균값은 한화시스템, UG넥스원 제외한 수치

자료: Bloomberg, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 글로벌 로켓 및 레이다 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	2.1	18.6	-5.6	18.8	54.3	76.6	92.3	30.7	24.9	2.1	2.0	9.9	7.9	7.2	8.5
엘아이지넥스원	SK	0.8	35.1	-6.7	-1.7	13.2	-11.4	-5.0	12.9	8.8	1.2	1.1	9.4	6.8	9.7	13.0
Aerojet Rocketdyne	US	4.0	51.6	1.4	-1.1	28.0	10.7	-21.6	27.0	24.9	5.7	5.8	11.7	10.9	28.6	24.9
L3 Harris	US	39.3	187.0	1.0	1.6	-9.6	-7.9	-33.3	14.6	13.1	1.8	1.9	11.2	10.4	12.1	13.0
Huntington Ingalls	US	7.4	183.2	4.9	10.7	5.2	4.1	-40.2	14.9	12.3	3.7	3.5	10.9	9.9	25.0	27.6
Aselsan Elektronik	TK	5.3	2.3	2.3	-2.6	-18.3	-35.3	-12.8	6.1	5.1	1.6	1.2	7.9	6.3	25.4	23.3
Bharat Electronics	IN	4.7	1.9	0.7	2.8	14.8	-3.9	48.5	19.7	16.9	3.1	2.8	12.9	10.9	16.4	17.6
Mercury Systems	US	3.7	65.6	-6.0	-16.3	-14.2	-24.6	-41.3	27.5	23.6	2.6	2.4	18.7	15.8	7.9	9.0
Kraos Defense&Security	US	3.5	28.5	-2.6	-4.2	26.7	35.1	67.7	76.4	49.6	4.4	4.2	41.8	33.0	5.2	7.0
Shaanxi Zhongtian Rocket	CH	1.3	8.6	3.5	-6.7	-22.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
AMMO	US	0.5	7.4	-1.8	26.9	180.9	183.2	466.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Avg									26.6	20.8	3.3	3.1	16.5	13.9	17.2	17.5

주: 2021.02.25일 기준 / 평균값은 한화시스템, UG넥스원 제외한 수치

자료: Bloomberg, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 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	2.1	18.6	-5.6	18.8	54.3	76.6	92.3	30.7	24.9	2.1	2.0	9.9	7.9	7.2	8.5
더존비즈온	SK	2.9	96.9	2.9	5.1	-11.1	-23.4	-35.2	48.4	41.1	7.4	6.5	28.1	24.2	16.6	17.1
삼성에스디에스	SK	13.8	178.7	-0.2	0.1	-4.1	-5.4	-37.8	21.9	19.2	2.1	2.0	8.2	7.5	10.0	10.6
롯데정보통신	SK	0.6	36.3	-1.8	-1.1	-5.4	-9.3	-23.9	13.2	10.4	1.4	1.3	3.7	2.6	10.8	12.7
포스코 ICT	SK	1.1	6.9	-2.3	-10.7	-4.3	46.5	12.6	23.3	20.6	2.8	2.6	14.5	12.6	12.4	12.9
SAP	GR	152.4	124.1	-4.2	-5.8	-1.5	-33.5	-21.7	21.8	20.6	3.7	3.5	15.3	14.4	16.2	16.1
Avg									20.0	17.7	2.5	2.3	10.4	9.3	12.4	13.1

주: 2021.02.25일 기준 / 평균값은 한화시스템, 더존비즈온 제외한 수치

자료: Bloomberg, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

### 3. NDR 주요 Q&A

기존 사업 부문별 '21년 성장 동력	방산 부문은 TICN 3차 양산(1,700억원), 피아식별장비 IFF MODE5 전환(2,000억원), 그 외 기타 정비사업(2,000억원) 등이 매출로 발생할 것이다. ICT 부문은 전년 수주한 국방 SI 사업에서 약 620억원이 매출로 발생하고, 한화생명 보험코어 2단계 사업 및 그룹 내 유화계열사를 시작으로 차세대 ERP 및 HR 시스템 구축 매출이 예정되어 있다.
TICN 양산 일정	현재 '19년에 수주한 약 4,685억원 규모의 TICN 3차 양산이 진행 중이다. 작년 인식된 규모는 매출 기준 1,150억원이며, 올해는 약 1,700억원의 매출 인식이 기대된다. 올해 매출이 가장 크게 발생할 것으로 보이며, '22년까지 진행된다. TICN 4차 양산은 올 연말 계약이 예정돼있다. 규모는 5,500억원으로 예상한다.
425 사업 수주 및 매출	425 사업의 경우 개발 및 양산을 포함해 약 6,000억원 가량 수주했으며, 연간 900억원 내외에서 매출이 발생하고 있다. 관련해, 지상 관측용 SAR 위성 5기를 발사할 것으로 계획 중에 있다.
오버에어 관련 우리 기술의 기여 정도	우리 연구원이 현지에 파견되어 공동 개발 중이다. 기존 항공사업 등에서 했던 업무가 항전장비 관련해 연관이 있으며, UAM 관련 데이터링크 등엔 우리 역량이 확실히 필요하다. 또한 한화솔루션, 한화에어로, (주)한화 기계 부문 등도 추후 오버에어가 상용화되는 과정에서 역할을 할 수 있을 것으로 예상한다.
방산부문 양산/개발 비중 및 수익성	통상적으로 양산 매출 70%, 개발 매출 30%라고 보는게 맞다. 다만 올해 매출이 발생할 것으로 보이는 피아식별장비 IFF MODE5 전환 사업은 양산 및 개발이 동시 진행되는 사업이다. 각 방산 프로젝트별 이익률 공유는 어려우나, 일반적으로 양산 사업 영업 이익률은 개발 사업 대비 높다.
정부 뉴딜 정책 上 ICT 부문의 사업 기회	최근 관심이 많은 위성 사업의 수익성은 개별 사업별로 상이하다.  교통 분야에 있어 스마트톨링 구축 사업에서 기회가 있을 것으로 본다. 또, 작년 한화솔루션의 태양광 및 발전소 사업 관련 ESS 구축 사업을 진행한 경험을 바탕으로 태양광 솔루션 사업에서 기회 요인을 찾을 수 있다. 마지막으로, 사회안전망 사업과 관련해서는 관제시스템 구축에도 참여할 수 있을 것으로 기대한다.
추가적 M&A나 투자 계획	올해 오버에어의 시리즈B가 계획되어 있어, 여기에 참여할 것으로 보인다. 이 외 위성 통신 서비스 사업 진출을 위해 미국에 투자를 계획 중이다. 또한 최근 싱가폴에 기술 지주 역할을 할 수 있는 테크핀 관련 솔루션 법인을 신설했는데, 관련된 투자도 진행할 계획이다. 전체 투자 규모에 캡을 두고 있진 않다. 규모 보다는 대상에 중점을 두고 있다.
주주환원정책	'19년 상장 시점에 시장 평균 수준의 배당 정책을 이야기했다. 해당 기조에는 변함이 없으며, 최근까지 진행했던 자기주식매입 등 시장 환경 및 주주 요구에 부합하는 주주환원정책을 다방면으로 고려하고 있다.

## [ 재무제표 ]

손익계산서						재무상태표					
12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E	12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,129	1,546	1,643	1,996	2,036	유동자산	1,070	1,525	1,937	2,020	2,096
매출총이익	144	235	266	290	303	현금성자산	216	615	568	428	582
영업이익	45	86	93	97	106	매출채권	205	174	183	229	228
EBITDA	94	174	190	192	196	재고자산	378	281	501	674	593
순이자순익	-2	1	0	1	1	비유동자산	831	885	1,007	1,003	963
외화관련손익	2	1	0	1	0	투자자산	109	136	236	266	266
지분법손익	0	0	-3	0	0	유형자산	219	217	223	199	171
세전계속사업손익	42	82	79	98	107	무형자산	516	532	547	538	526
당기순이익	41	73	94	80	88	자산총계	1,902	2,409	2,943	3,022	3,059
지배주주순이익	41	73	94	80	88	유동부채	873	1,170	1,566	1,599	1,581
증가율(%)						매입채무	138	164	200	225	201
매출액	31.5	36.9	6.3	21.5	2.0	유동성이자부채	72	91	64	64	64
영업이익	44.9	91.5	8.4	4.0	9.8	비유동부채	208	271	349	349	349
EBITDA	57.5	84.9	9.1	1.0	2.2	비유동이자부채	49	87	155	155	155
순이익	193.1	76.8	28.4	-14.3	9.1	부채총계	1,081	1,441	1,915	1,948	1,931
이익률(%)						자본금	510	551	551	551	551
매출총이익률	12.7	15.2	16.2	14.5	14.9	자본잉여금	269	327	328	328	328
영업이익률	4.0	5.5	5.7	4.8	5.2	이익잉여금	42	92	151	197	251
EBITDA 이익률	8.3	11.3	11.6	9.6	9.6	자본조정	0	-2	-2	-2	-2
세전이익률	3.7	5.3	4.8	4.9	5.3	자기주식	0	0	-1	-1	-1
순이익률	3.7	4.7	5.7	4.0	4.3	자본총계	821	968	1,029	1,075	1,128
현금흐름표						주요지표					
12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E	12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	113	409	172	-14	239	주당지표					
당기순이익	41	73	94	80	88	EPS	N/A	661	849	728	794
자산상각비	49	88	97	95	90	BPS	16,087	8,786	9,331	9,749	10,233
운전자본증감	26	205	1,135	-190	61	DPS	0	310	310	310	310
매출채권 감소(증가)	-32	33	-9	-46	CFPS	N/A	1,809	1,753	1,591	1,610	
재고자산 감소(증가)	82	95	-220	-173	81	ROA(%)	2.9	3.4	3.5	2.7	2.9
매입채무 증가(감소)	-18	28	35	25	ROE(%)	7.2	8.1	9.4	7.6	7.9	
투자현금흐름	-22	-133	-156	-92	-50	ROIC(%)	8.6	12.1	11.4	10.8	11.5
유형자산처분(취득)	-36	-42	-54	-44	-35	Multiples(x, %)					
무형자산 감소(증가)	-27	-47	-38	-18	-14	PER	N/A	15.7	13.7	28.6	26.3
투자자산 감소(증가)	-1	-42	10	0	PBR	0.0	1.2	1.2	2.1	2.0	
재무현금흐름	-11	85	-52	-34	-34	PSR	N/A	0.7	0.8	1.2	1.1
차입금의 증가(감소)	-3	21	-11	0	0	PCR	N/A	5.7	6.6	13.1	13.0
자본의 증가(감소)	0	83	-68	-34	-34	EV/EBITDA	-1.0	4.0	4.9	10.9	9.9
배당금의 지급	0	-16	-68	-34	-34	배당수익률	N/A	3.0	2.7	1.5	1.5
총현금흐름	105	199	-944	175	177	안정성(%)					
(-)운전자본증가(감소)	-29	-223	37	190	-61	부채비율	131.6	148.8	186.2	181.3	171.2
(-)설비투자	36	42	54	44	35	Net debt/Equity	-11.5	-45.1	-33.9	-19.4	-32.2
(+)자산매각	-27	-47	-37	-18	-14	Net debt/EBITDA	-100.2	-251.1	-183.5	-108.8	-185.4
Free Cash Flow	72	334	-1,073	-76	189	유동비율	122.6	130.3	123.7	126.3	132.5
(-)기타투자	-38	21	-1,098	30	0	이자보상배율(배)	12.0	17.3	15.1	19.5	21.4
잉여현금	110	313	25	-106	189	자산구조(%)					
NOPLAT	44	76	67	79	87	투하자본	69.1	41.4	44.8	53.8	45.5
(+) Dep	49	88	97	95	90	현금+투자자산	30.9	58.6	55.2	46.2	54.5
(-)운전자본투자	-29	-223	37	190	-61	자본구조(%)					
(-)Capex	36	42	54	44	35	차입금	12.9	15.5	17.6	16.9	16.3
OpFCF	87	345	73	-59	203	자기자본	87.1	84.5	82.4	83.1	83.7

주: IFRS 연결 기준

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 02월 26일)

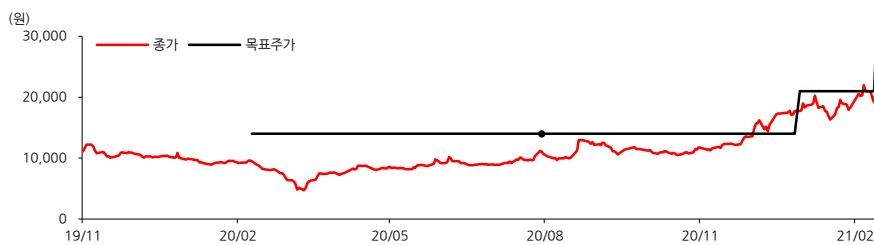
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이봉진)

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

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

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	2021.02.26 Buy 27,000		

## [ 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	-10.04	4.76
2021.02.26	Buy	27,000		

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 항후 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 항후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 항후 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	증집	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%