IPO

2019.10.24

유진투자증권

한화시스템(272210,KS,IPO 예정)

상장 예정일: 2019.11.14 | 기관 수요예측: 2019.10.21~30



스몰캡 박종선

Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

동사 방산부문 주요 프로젝트



Key Data	
공모희망가(원)	12,250 ~ 14,000
시가총액(십억원)	1,350.3 ~ 1,543.2
액면가(원)	5000
자본금(십억원)	
-공모전	164.3
-공모후	551.2
공모후 주식수	110,230,389
유통가능주식수	26,289,139
보호예수기간	
한화에어로스페이스	상장 후 1년 6개월
에이치솔루션	상장 후 1년 6개월
헬리오스에스앤씨	상장 후 3개월
우리사주조합	예탁 후 1년
주관증권사	NH투자증권, 한국투자증권, 씨티그룹글로벌마켓증권
공모후 주요주주(%)	
한화에어로스페이스	49.0
에이치솔루션	13.4
헬리오스에스앤씨	7.8
우리사주조합	6.0
공모주주	23.8

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F
매출액(십억원)	858.6	1,128.9	1,591.6
영업이익(십억원)	30.9	44.8	83.3
세전이익(십억원)	25.2	42.2	78.6
당기순이익(십억원)	14.1	41.2	75.3
EPS(원)	-	475	683
증감률(%)	-	-	-
PER(배)	-	-	17.9 ~ 20.5
EV/EBITDA(배)	-	-	8.5 ~ 9.7
PBR(배)	-	-	-

자료: 유진투자증권

국내 유일 방산전자 및 IT서비스 융합 기업

- **한화시스템, 한화에스엔씨의 합병을 통해 방산전자사업과 ICT사업 융합**

1977년 삼성정밀 설립, 1991년 삼성전자로 방산사업 이관, 2001년 삼성탈레스로 사명변경, **2015년 한화그룹 편입**, 한화탈레스로 사명 변경, 2016년 KFX AESA(Active Electronically Scanned Array, 능동위상배열) 레이더 사업 참여, **2018년 한화에스엔씨 흡수합병,** 군사정보통합처리체계 사업 수주, 2019년 지휘통제체계 사업 수주, **2019년 11월14일 코스피 상장 예정**

동사는 주요 고객인 방위사업청, 국방과학연구소, 각군 등과 계약을 통해 제품의 연구개발, 생산, 성능개량, 후속지원 등을 주요 사업으로 하는 **방산 부문과 기업의 전산 시스템을 구축(SI, System Integration)하고 유지보수(ITO: IT Outsourcing)하는 ICT 사업을 영위**하는 기업. 2018년 기준(부문별 단순 합산) 매출 비중은 방산부문 71.3%, ICT부문 28.7%로 구성

공모 후 주주구성: 한화에어로스페이스 49.0%, 에이치솔루션 13.4%, 헬리오스에스앤씨 7.8%, 우리사주조합 6.0%, 공모주주 23.8%

- **투자포인트**

1) 방산부문, 독보적 시장 지위로 안정적인 성장: 동사는 **국내 방위력 개선비 기준 시장 점유율 약 7%**를 차지하고 있으며, 약 40여년간 다양한 사업 경험을 토대로 높은 기술력을 보유, 방산전자 관련 다양한 주요 개발과제에 참여하고 있음. 동사는 **2019년 입찰에 참여한 프로젝트 기준으로 약 83%의 수주를 달성**하는 등 국내 방산전자 시장 내 독보적인 지위를 보유해 지속적인 성장세를 보일 것으로 판단됨. 그 이유는 ① 사이버테러 및 무기 체계의 변화로 인해 광역 감시 및 경계와 정보수집분석 역량이 중요해지고 있음. 이와 같은 방위산업 변화는 **감시정찰 (ISR: Intelligence, Surveillance and Reconnaissance) 사업을 주력**으로 하고 있으며, 지상과 해상, 항공뿐만 아니라 **우주, 사이버 방위 수요에 대응이 가능한 포트폴리오를 보유한 동사에게 긍정적**임. ② 또한 정부가 국방비 내 높은 전력운영비 비중으로 인한 **스마트 국방화를 추진하는 추세에서, ICT 사업부문과의 융합으로 인한 시너지 효과를** 누릴 수 있을 것으로 예상됨. 국내뿐만 아니라 한화그룹 방산 플랫폼 및 방산사업 전담조직인 HDI(Hanhwa Defense International)를 기반으로 해외 수출도 꾸준히 성장할 것으로 예상됨

2) ICT부문, 그룹 성장 수혜와 Non-Captive 확대: 지난해 동사가 흡수합병한 ICT부문은 그룹의 계열사 프로젝트 진행을 통한 다양한 경험을 보유함. ① 한화그룹은 방산부문뿐만 아니라 태양광/에너지부문, 금융부문, 화학부문 등 다양한 부문에서 시장을 선도하고 있음. 동사는 **한화그룹의 성장과 함께 SI뿐만 아니라 ITO에 대한 수요도 증가하며 지속적인 실적 성장**을 보일 수 있을 것으로 예상됨. ② 특히 **금융 및 제조, 유화 영역에서 Digital Transformation의 수요에 대비해 기술 개발을 진행 중이며, ERP시스템 교체 수요가 증가함에 따라 그룹 내 차세대 ERP 구축사업을 진행할 계획**임. ③ 또한 한화생명 및 한화손해보험 등 그룹내 계열 보험사와의 협업과 함께, AIG, 미래에셋생명 등 **Non-Captive 수주를 확보하였으며 향후 다양한 업종으로 확장할 수 있을 것으로 예상됨**

- **2019년 기준 EV/EBITDA 8.5~9.7배 (공모가 밴드:12,250 ~ 14,000원)**

공모희망가는 **2019년 예상실적 기준 EV/EBITDA 8.5~9.7배 수준.** 국내 방산업체(LIG넥스원, 한국항공우주)의 평균 EV/EBITDA는 12.3배, 국내 ICT업체(삼성SDS, 포스코ICT)의 평균 EV/EBITDA는 8.4배임

상장 후 유통가능 물량은 전체 주식수의 23.8%인 약 2,628만주로 부담스럽지 않은 수준임

공모개요 및 보호예수 현황

도표 1 공모 개요 및 일정

희망공모가	12,250 ~ 14,000원	수요예측일	2019.10.21~10.30
공모금액	4,026 ~ 4,601 억원	공모청약일	2019.11.04~11.05
공모주식수	32,861,424 주	납입일	2019.11.07
상장후 주식수	110,230,389 주	상장예정일	2019.11.14

자료: 유진투자증권

도표 2 공모 후 주주 구성

주주명	주식수(주)	비중 (%)
한화에어로스페이스	54,000,000	49.0
에이치솔루션	14,785,550	13.4
헬리오스에스앤씨	8,583,415	7.8
우리사주조합	6,572,285	6.0
합계	110,230,389	100.0

자료: 투자설명서, 유진투자증권

도표 3 보호예수 및 예탁 현황

주주명	주식수(주)	비중 (%)	보호예수기간
한화에어로스페이스	54,000,000	49.0	상장 후 1년 6개월
에이치솔루션	14,785,550	13.4	상장 후 1년 6개월
헬리오스에스앤씨	8,583,415	7.8	상장 후 3개월
우리사주조합	6,572,285	6.0	예탁 후 1년
합계	83,941,250	76.2	

자료: 투자설명서, 유진투자증권

도표 4 유통가능 주식수

주주명	주식수(주)	비중 (%)
공모주주	26,289,139	23.8
주식수	26,289,139	23.8

자료: 투자설명서, 유진투자증권

실적 전망 및 Valuation

도표 5 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F
매출액	**642.1**	**562.0**	**510.8**	**617.6**	**678.4**	**717.8**	**860.5**	**858.6**	**1,128.9**	**1,591.6**
YoY(%)	*3.0*	*-12.5*	*-9.1*	*20.9*	*9.8*	*5.8*	*19.9*	*-0.2*	*31.5*	*41.0*
부문별 매출액										
방산부문	-	-	-	-	-	-	860.5	858.6	947.4	1,167.3
ICT부문	-	-	-	-	-	-	364.2	363.3	381.3	424.3
합병 및 연결 조정	-	-	-	-	-	-	-	-	-199.8	-
부문별 비중(%)										
ICT부문	-	-	-	-	-	-	100.0	100.0	71.3	73.3
방산부문	-	-	-	-	-	-	-	-	28.7	26.7
합병 및 연결 조정	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
수익										
매출원가	562.6	511.6	469.3	552.1	601.9	641.5	783.2	768.4	985.2	1,370.1
매출총이익	79.6	50.4	41.5	65.5	76.5	76.3	77.3	90.3	143.8	221.5
판관비	48.5	46.0	46.9	44.9	50.5	47.0	52.4	59.4	99.0	138.2
영업이익	**31.1**	**4.4**	**-5.4**	**20.6**	**26.0**	**29.3**	**24.9**	**30.9**	**44.8**	**83.3**
세전이익	**33.2**	**3.5**	**-2.3**	**22.7**	**26.1**	**30.0**	**24.8**	**25.2**	**42.2**	**78.6**
당기순이익	**61.9**	**0.8**	**-4.8**	**19.4**	**21.6**	**25.3**	**24.5**	**14.1**	**41.2**	**75.3**
지배주주순이익	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**41.2**	**75.3**
이익률(%)										
매출원가율	87.6	91.0	91.9	89.4	88.7	89.4	91.0	89.5	87.3	86.1
매출총이익률	12.4	9.0	8.1	10.6	11.3	10.6	9.0	10.5	12.7	13.9
판관비율	7.5	8.2	9.2	7.3	7.4	6.6	6.1	6.9	8.8	8.7
영업이익률	4.8	0.8	-1.1	3.3	3.8	4.1	2.9	3.6	4.0	5.2
세전이익률	5.2	0.6	-0.4	3.7	3.8	4.2	2.9	2.9	3.7	4.9
당기순이익률	9.6	0.1	-0.9	3.1	3.2	3.5	2.8	1.6	3.7	4.7
지배주주순이익률	-	-	-	-	-	-	-	-	3.7	4.7

자료: 유진투자증권
주: 2017년까지 ICT부문 매출액은 전체 매출액에 포함하지 않고 기재, 2018년 매출비중은 단순 합산 기준
ICT부문 2017년 실적은 분할전(1~9월,에이치솔루션주식회사) 기간 및 분할 후(10~12월, 한화에스앤씨) 기간의 실적을 합산한 연간 기준 금액,
2018년 실적은 합병전 기간(1~7월, 한화에스앤씨주식회사)의 실적이 포함된 연간기준 금액

도표 6 국내 유사기업 Valuation 비교 (방산업체)

		평균	LIG넥스원	한국항공우주
2019-10-23			35,500	37,250
통화			KRW	KRW
시가총액(십억원)			781.0	3,630.9
PER(배)				
	FY17A	-	-	-
	FY18A	118.2	182.0	54.3
	FY19F	**25.3**	**33.5**	**17.2**
	FY20F	**17.8**	**16.0**	**19.5**
PBR(배)				
	FY17A	3.1	2.2	4.1
	FY18A	2.2	1.3	3.1
	FY19F	**2.1**	**1.2**	**3.0**
	FY20F	**1.9**	**1.1**	**2.7**
매출액(십억원)				
	FY17A		1,761.3	2,072.2
	FY18A		1,477.5	2,786.0
	FY19F		1,606.0	3,018.0
	FY20F		1,827.0	3,270.4
영업이익(십억원)				
	FY17A		4.3	-208.9
	FY18A		24.1	146.4
	FY19F		38.6	271.3
	FY20F		70.0	261.4
영업이익률(%)				
	FY17A		0.2	-10.1
	FY18A		1.6	5.3
	FY19F		2.4	9.0
	FY20F		3.8	8.0
순이익(십억원)				
	FY17A		-8.6	-235.2
	FY18A		4.5	57.2
	FY19F		23.3	210.5
	FY20F		48.7	185.7
EV/EBITDA(배)				
	FY17A	31.7	31.7	-
	FY18A	17.0	18.9	15.2
	FY19F	**12.3**	**14.1**	**10.6**
	FY20F	**10.5**	**10.4**	**10.7**
ROE(%)				
	FY17A		-1.4	-18.2
	FY18A		0.7	5.3
	FY19F		3.6	18.9
	FY20F		7.2	14.4

참고: 2019.10.23 종가 기준
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 7 국내 유사기업 Valuation 비교 (ICT 업체)

		평균	삼성 SDS	포스코 ICT	아시아나IDT
2019-10-23			189,500	4,975	16,200
통화			KRW	KRW	KRW
시가총액(십억원)			14,663.1	756.4	179.8
PER(배)					
	FY17A	29.7	29.2	30.3	-
	FY18A	25.1	25.1	-	12.3
	FY19F	**18.8**	**21.0**	**16.5**	**-**
	FY20F	**16.0**	**18.4**	**13.5**	**-**
PBR(배)					
	FY17A	3.0	2.8	3.2	-
	FY18A	2.5	2.6	2.3	0.8
	FY19F	**2.1**	**2.2**	**2.0**	**-**
	FY20F	**1.9**	**2.0**	**1.8**	**-**
매출액(십억원)					
	FY17A		9,299.2	950.6	264.9
	FY18A		10,034.2	927.1	245.4
	FY19F		11,006.0	978.0	-
	FY20F		12,005.0	1,042.7	-
영업이익(십억원)					
	FY17A		731.6	59.2	21.9
	FY18A		877.6	42.1	15.8
	FY19F		975.3	56.8	-
	FY20F		1,104.6	71.0	-
영업이익률(%)					
	FY17A		7.9	6.2	8.3
	FY18A		8.7	4.5	6.4
	FY19F		8.9	5.8	-
	FY20F		9.2	6.8	-
순이익(십억원)					
	FY17A		530.3	41.9	19.4
	FY18A		629.4	-34.2	9.6
	FY19F		697.7	45.8	-
	FY20F		798.1	55.9	-
EV/EBITDA(배)					
	FY17A	12.9	11.9	13.8	-
	FY18A	10.5	10.4	10.6	4.3
	FY19F	**8.4**	**8.6**	**8.2**	**-**
	FY20F	**7.4**	**7.8**	**7.0**	**-**
ROE(%)					
	FY17A		9.9	10.8	15.2
	FY18A		10.9	-9.3	6.6
	FY19F		11.1	12.8	-
	FY20F		11.6	13.9	-

참고: 2019.10.23 종가 기준.
자료: Bloomberg, 유진투자증권

국내 유일 방산전자 및 IT서비스 융합 기업

도표 8 한화시스템의 사업영역



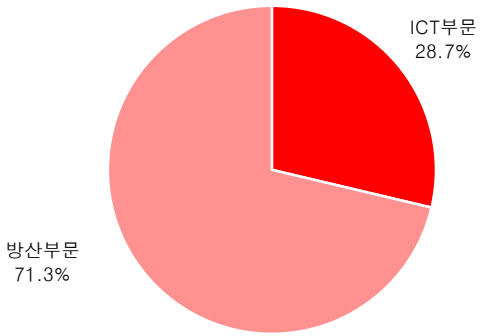
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 9 주요 연혁

연도	내용
1977	삼성정밀 설립
1991	삼성전자로 방산사업 이관
2001	삼성탈레스로 사명변경
2015	한화그룹 편입, 한화탈레스로 사명변경
2016	KFX AESA 사업 참여
2016	한화시스템으로 사명변경
2018	한화에스엔씨 흡수합병
2018	군사정보통합처리체계 사업수주
2019	지휘통제체계 사업 수주
2019	코스피 상장예정(11/14)

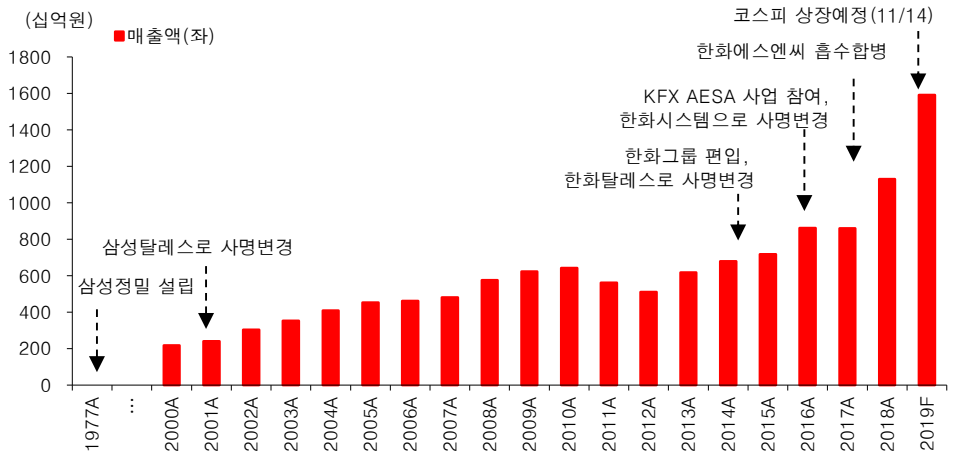
자료: 유진투자증권

도표 10 부문별 매출 비중(2018년 기준)



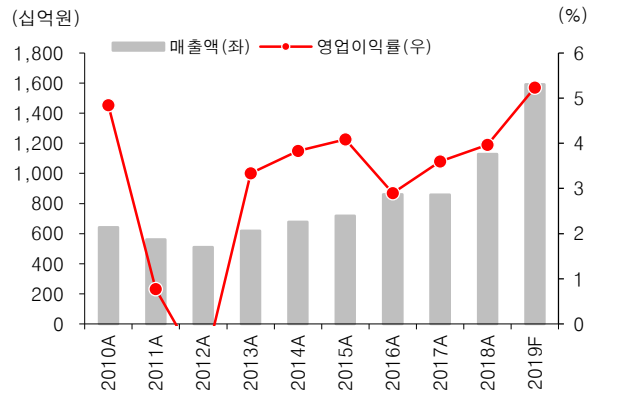
자료: 유진투자증권
주: 부문별 단순합산 금액으로 산출

도표 11 매출추이 및 회사연혁



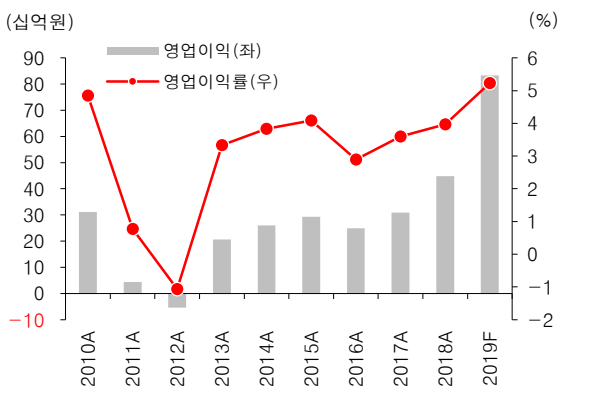
자료: 유진투자증권

도표 12 매출액 및 수익성 추이



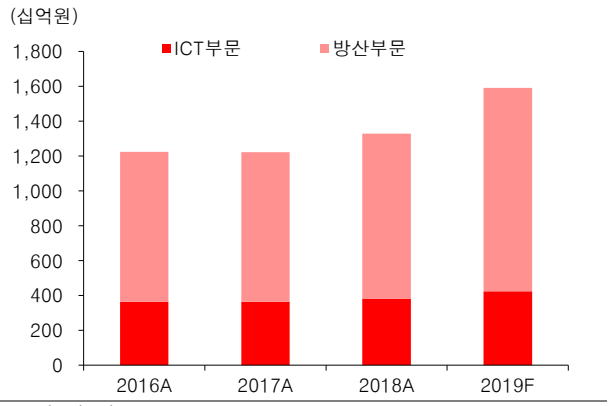
자료: 유진투자증권

도표 13 영업이익 및 영업이익률 추이



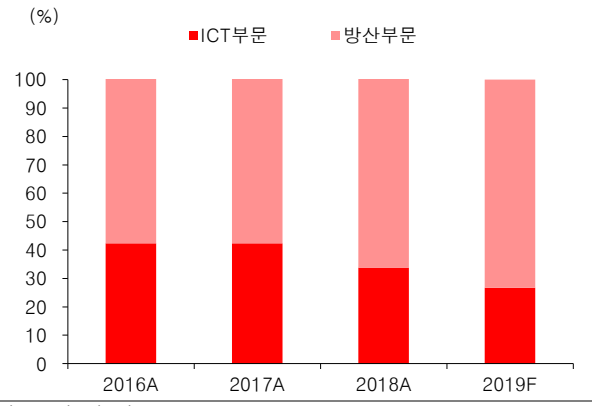
자료: 유진투자증권

도표 14 부문별 매출액 추이



자료: 유진투자증권
주: 2018년까지는 부문별 단순합산 기준

도표 15 부문별 매출 비중



자료: 유진투자증권
주: 2018년까지는 부문별 단순합산 기준

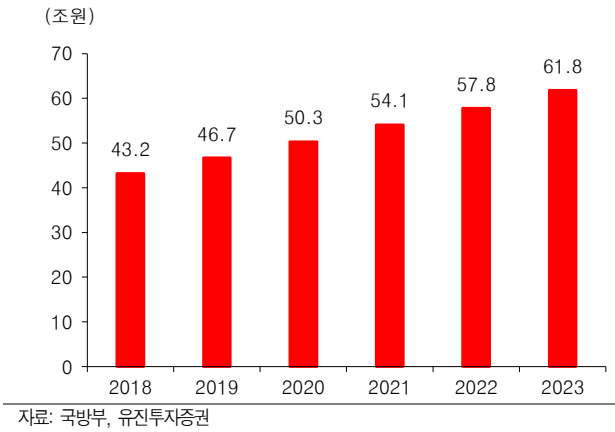
방산부문, 독보적 시장 지위로 안정적인 성장

도표 16 한화시스템의 방산사업분야



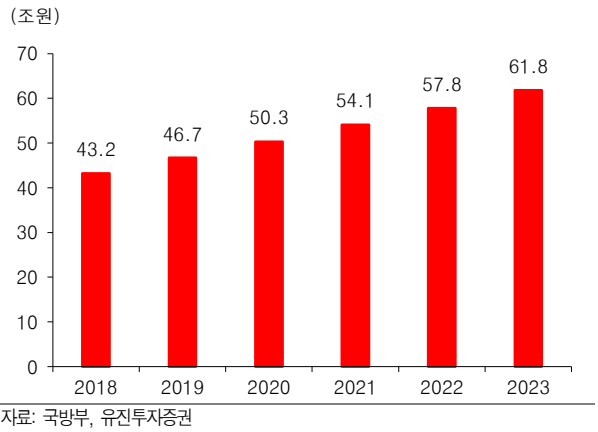
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 17 2019~2023년 국방비 전망



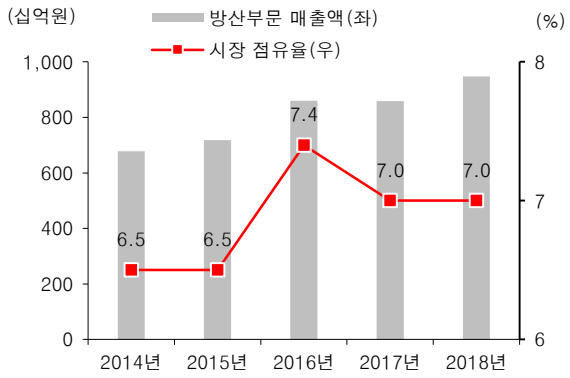
자료: 국방부, 유진투자증권

도표 18 2019~2023년 방위력 개선비 전망



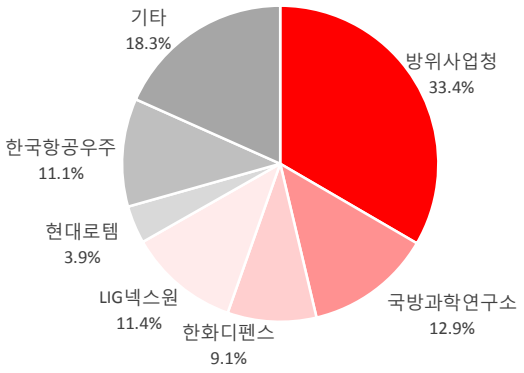
자료: 국방부, 유진투자증권

도표 19 동사 방산부문 매출액 및 시장 점유율



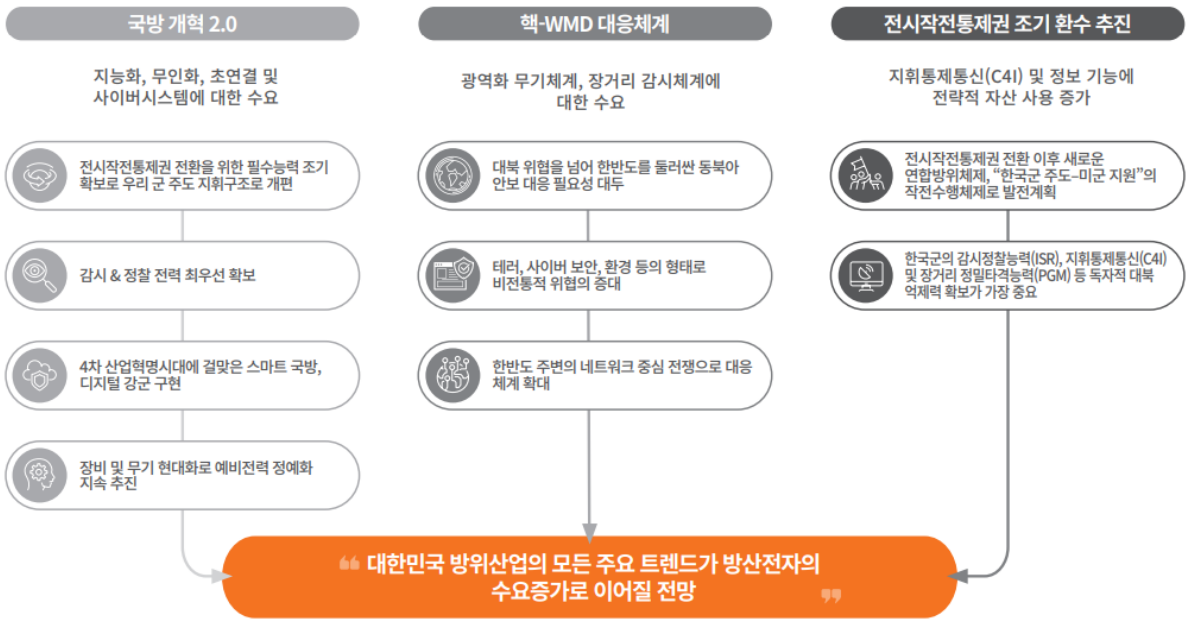
자료: 한화시스템, 국방부, 유진투자증권
주: 시장점유율은 방위력 개선비 기준, 2018년은 합병 후 부문간 매출액 포함

도표 20 동사 방산부문 주요 고객 (2019년 상반기 기준)



자료: 한화시스템, 유진투자증권

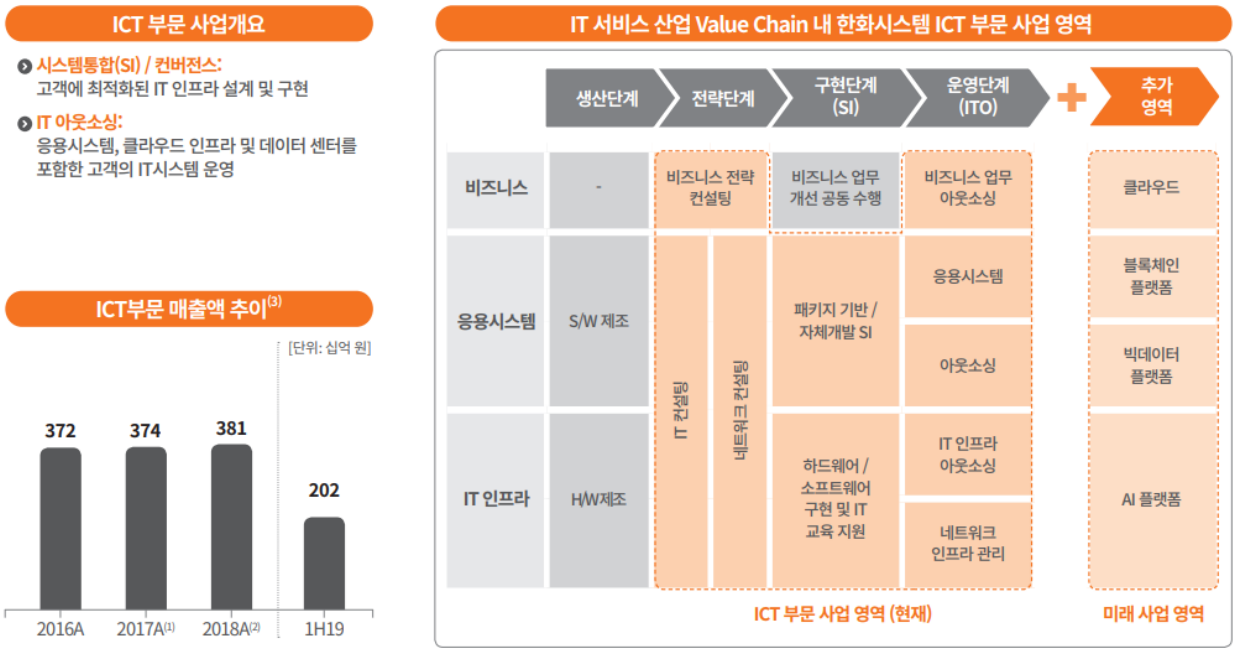
도표 21 방위산업의 트렌드 변화



자료: IR Book, 유진투자증권

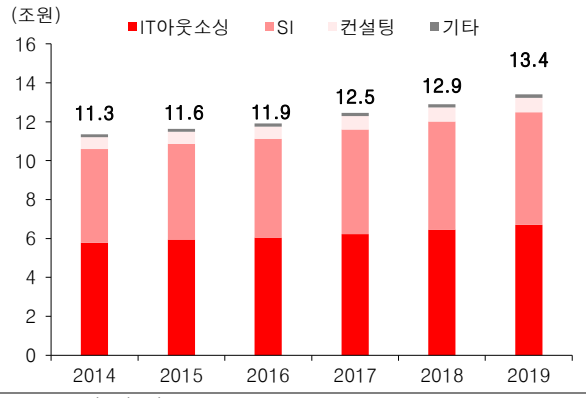
ICT부문, 그룹 성장 수혜와 Non-Captive 확대

도표 22 한화시스템의 ICT 사업분야



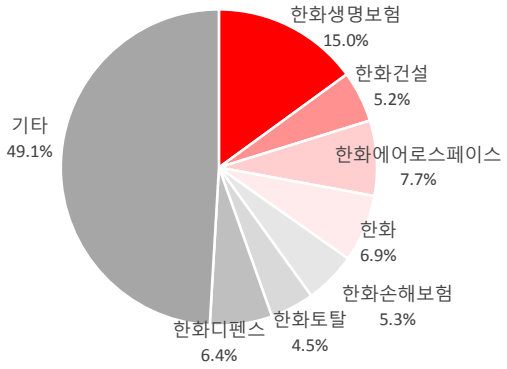
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 23 국내 IT 서비스 시장 규모 추이



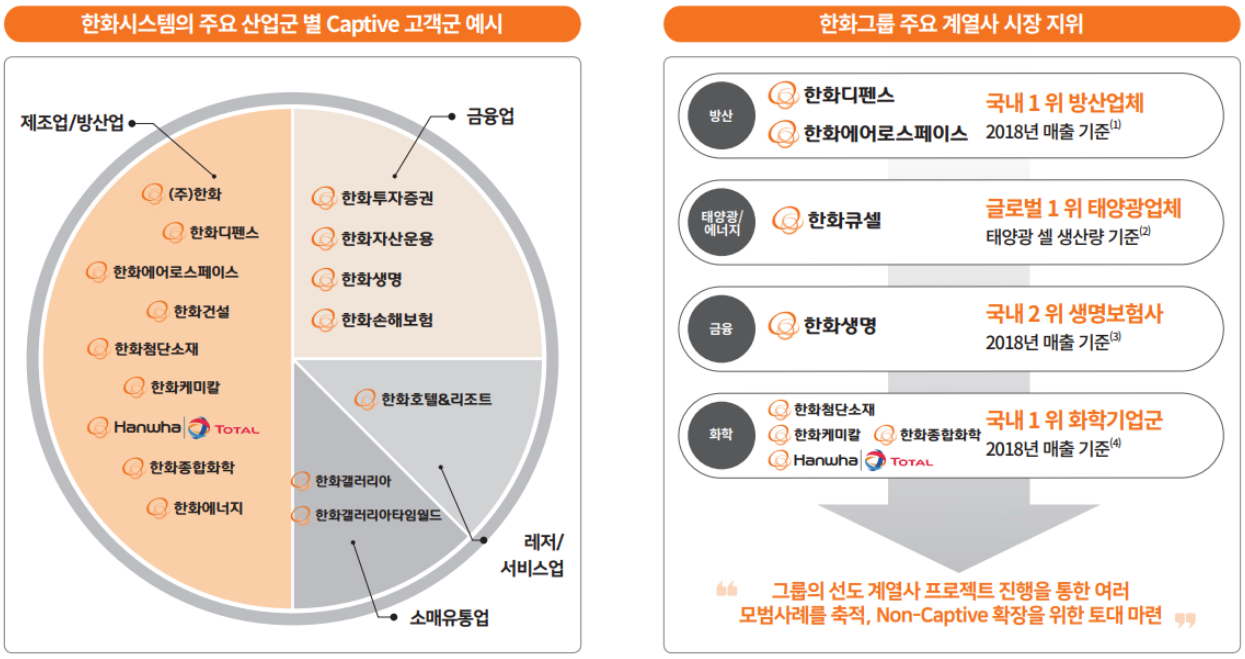
자료: KRG, 유진투자증권

도표 24 동사 ICT부문 주요 고객 (2019년 상반기 기준)



자료: 한화시스템, 유진투자증권

도표 25 다양한 산업군의 계열사 보유



자료: IR Book, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.09.30 기준)