방산/우주

VOD



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

대항우주시대(大航宇宙時代)

스며들기 시작한 우주시장

우주개발 산업이 New Space 시대로 접어들면서 국내에서도 민간 주도의 우주사업이 본격화될 것이다. 누리호(한국형발사체-II, KSLV-II) 제작이 본격화된 20년 이후 우주산업의 규모가 큰 폭으로 성장했다. 차세대발사체(KSLV-III), 다수의 위성 사업이 진행되고 민간기업의 자체 발사체, 위성 제작도 증가하고 있어 국내 우주개발 시장 성장은 지속될 것이다. 중기적으로 위성시장 성장이 가파르게 나타날 것으로 전망한다. 민간 발사체의 높은 수송 능력과 저비용을 바탕으로 발사 비용이 가파르게 하락하면서 위성 발사 수요가 증가할 것이기 때문이다. 발사 비용 절감의 핵심은 재사용과 재사용 발사체의 대형화이다. 발사비용 하락으로 대량의 위성 발사가 가능해지면서 소형화, 군집화를 통한 위성 시장이 빠르게 성장할 것이다. 30년까지 발사될 위성 중 군집위성의 비중은 80%를 상회할 것으로 예상되며 상업용이 차지하는 비중은 과거 35%(11-20년)에서 46%(21-30년)로 상승할 전망이다. 저궤도 위성통신 서비스 시장이 민간 우주서비스 시장의 가능성을 증명하고 있다. 전세계 위성통신 시장이 저궤도 위성통신을 중심으로 성장하는 이유는 수요가 발생한다는 점이다. 인구 밀도가 낮아 경제성이 낮거나 지형 특성상 유무선 통신망 구축과 유지보수가 어려운 지역에 대한 CAPEX와 OPEX를 절감하는 보완재 역할을 할 것이다.

개화 중인 국내 우주시장

단기적으로는 위성 분야가 국내 민간 우주시장을 주도하고 28년에는 민간 발사서비스 시장이 개화될 것이다. 정부는 단기적으로 누리호를 비롯한 소형 발사체와 소형 저궤도 위성을 기업에 이전하고 중장기적으로 우주서비스 등 산업 전반을 민간 중심으로 이전해 기업이 제공하는 우주 서비스를 구매, 사용하는 형태로 우주 사업을 전환할 계획이다. 위성제작 분야는 이미 민간이 주도하고 있는 것으로 판단된다. 30년까지 예정된 정부의 위성 사업을 고려한다면 위성체 제작분야에서의 성장은 중장기적으로 지속될 것이다. 발사체는 민간으로의 기술 이전이 시작된 단계로 위성보다 장기적으로 접근해야 한다. 민간에서 자체 개발한 발사체와 위성 발사도 빈번해질 전망이다. 28년 민간 주도의 발사서비스 시장 개화로 위성 발사 수요가 급증할 전망이다. 국내 발사체 발사서비스는 27년까지 연간 1~3건에 불과하나 28년부터는 KPS 6기, 초소형 군집위성 20기 등 소형 위성을 중심으로 매년 40기 이상 수요가 발생할 것이다.

기업분석

Top Pick: 한화에어로스페이스(012450)

관심종목: 한화시스템(272210), 한국항공우주(047810), LIG넥스원(079550)

종목	투자의견	목표주가 (원)
한화에어로스페이스	매수 (I)	235,000 (I)
한화시스템	매수 (I)	20,000 (I)
LIG 넥스원	매수 (I)	184,000 (I)
한국항공우주	매수 (I)	63,000 (I)

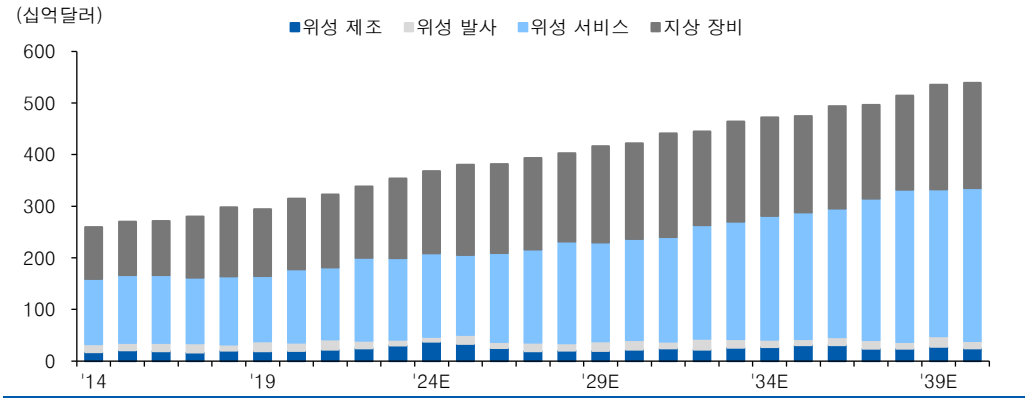
I. 스며들기 시작한 우주시장

커지는 발사체, 많아지는 탑재체

우주개발 산업이 New Space 시대로 접어들면서 국내에서도 민간 주도의 우주사업이 본격화될 것이다. 미국에서 본격화된 민간 주도의 우주개발은 전세계적으로 확산되면서 국가의 안보, 군사 및 과학기술 진보를 넘어 시장이 빠르게 상업화되고 있다. 글로벌 우주산업 규모는 22년 약 3,400억달러에서 30년 4,200억달러, 40년 5,400억달러로 성장할 것으로 전망된다.

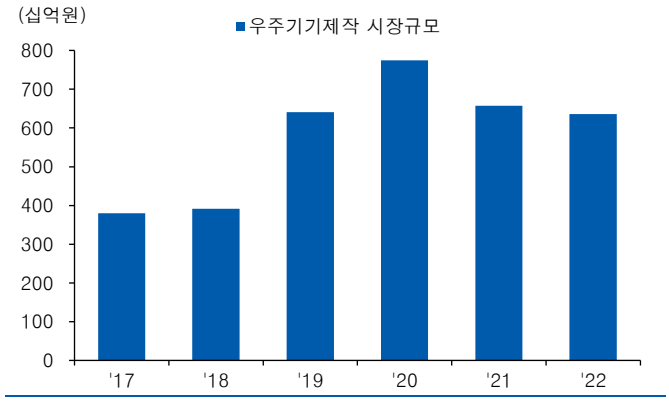
국내는 누리호(한국형발사체-II, KSLV-II) 제작이 본격화된 20년 이후 우주산업의 규모가 큰 폭으로 성장했다. 우주기기제작 시장규모는 17년 3,799억원에서 20년 7,748억원까지 성장했으며 누리호 개발 사업 종료에도 6,000억원대를 유지하고 있다. 우주활용(방송통신, 위성항법 제외) 시장규모는 17년 711억원에서 22년 847억원으로 성장했다. 차세대발사체(KSLV-III), 다수의 위성 사업이 진행되고 민간기업의 자체 발사체, 위성 제작도 증가하고 있어 국내 우주개발 시장 성장은 지속될 것이다.

[그림 1] 글로벌 우주산업 규모 추이 및 전망



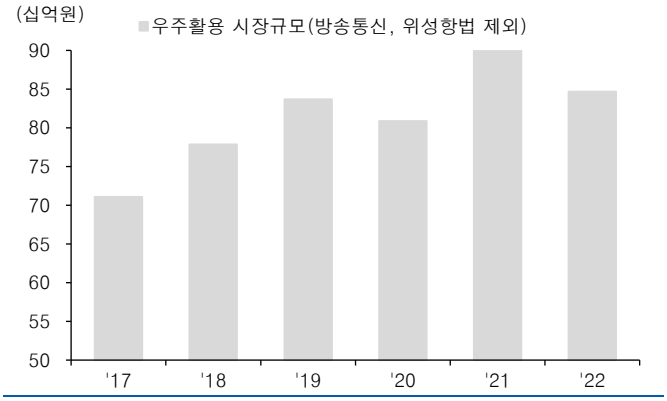
자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 국내 우주기기제작 시장규모 추이



자료: 2023 우주산업 실태조사, 유안타증권 리서치센터

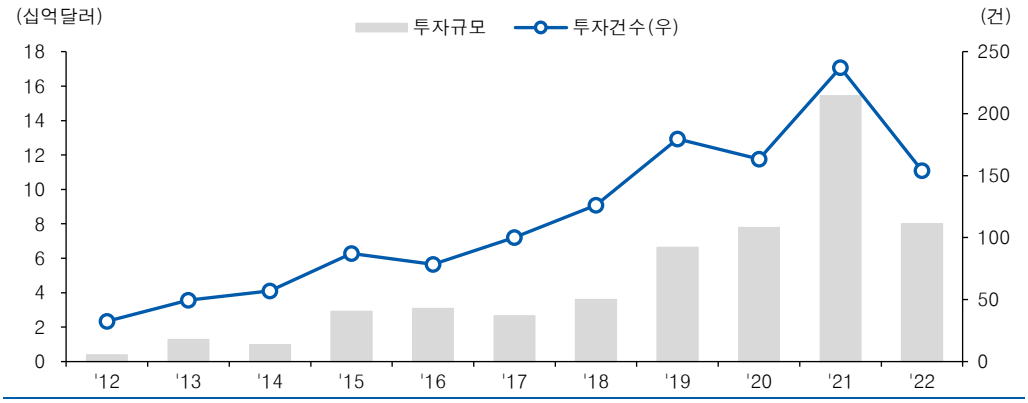
[그림 3] 국내 우주활용 시장규모 추이



자료: 2023 우주산업 실태조사, 유안타증권 리서치센터

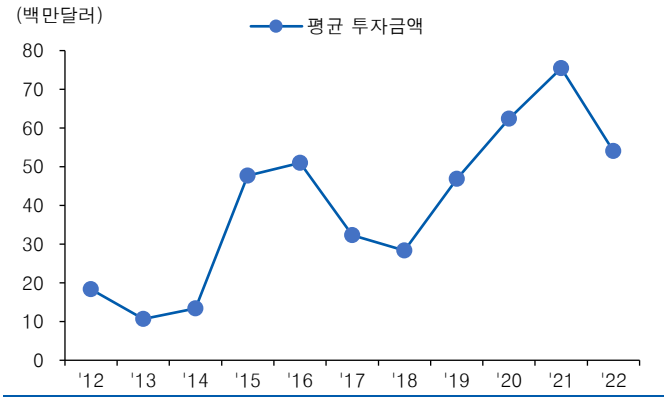
우주개발 시장이 민간 주도로 넘어오고 있다는 시그널은 글로벌 스타트업 투자를 통해서도 확인할 수 있다. 글로벌 경기 부진으로 21년대비 감소했으나 22년 글로벌 우주 스타트업 투자규모는 80억달러, 투자건수는 154건으로 12년대비 각각 20배, 5배 증가했다. 또한 글로벌 우주기업 투자 중 Top 4(Eutelsat OneWeb, SpaceX, Virgin Galactic, Blue Origin)를 제외한 Early-stage 단계의 기업비중이 60%대로 우주 사업을 영위하는 기업수는 지속적으로 확대되고, 건당 투자규모도 지속적으로 증가하고 있다. VC가 성장 산업에 선행적으로 투자한다는 점과 1억달러 이상 투자건수가 매년 증가해왔다는 점에서 민간 우주산업의 본격적인 성장이 시작된 것으로 판단한다.

[그림 4] 글로벌 우주 스타트업 투자 추이



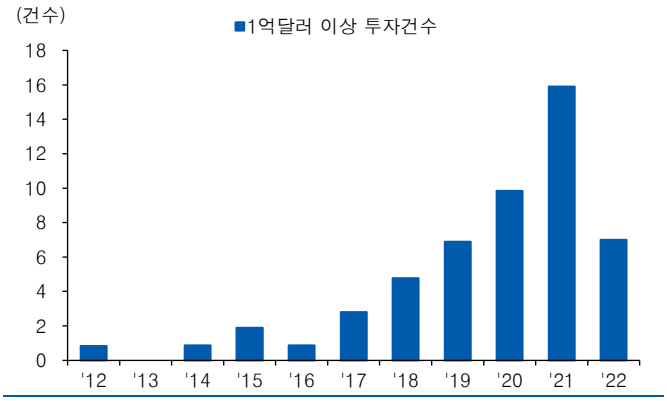
자료: Bryce Tech, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 글로벌 VC의 우주 스타트업 평균 투자금액



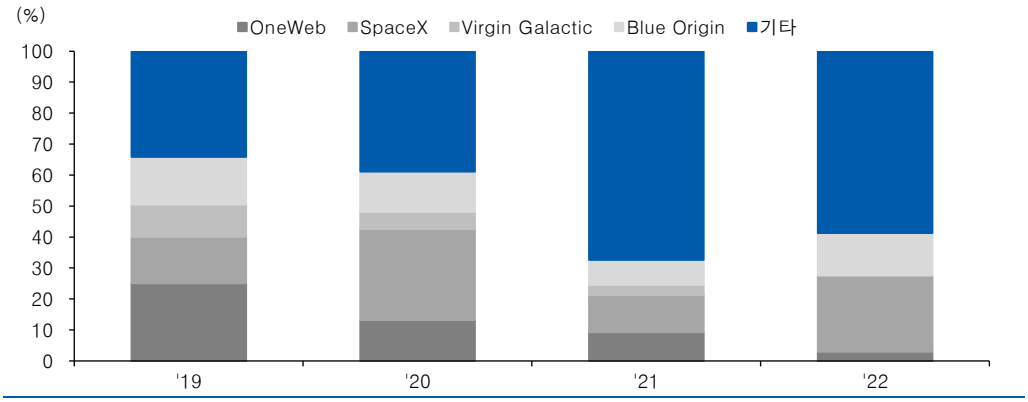
자료: Bryce Tech, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 글로벌 VC의 1억달러 이상 우주 스타트업 투자건수



자료: Bryce Tech, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 글로벌 우주기업 투자 내 기업별 비중



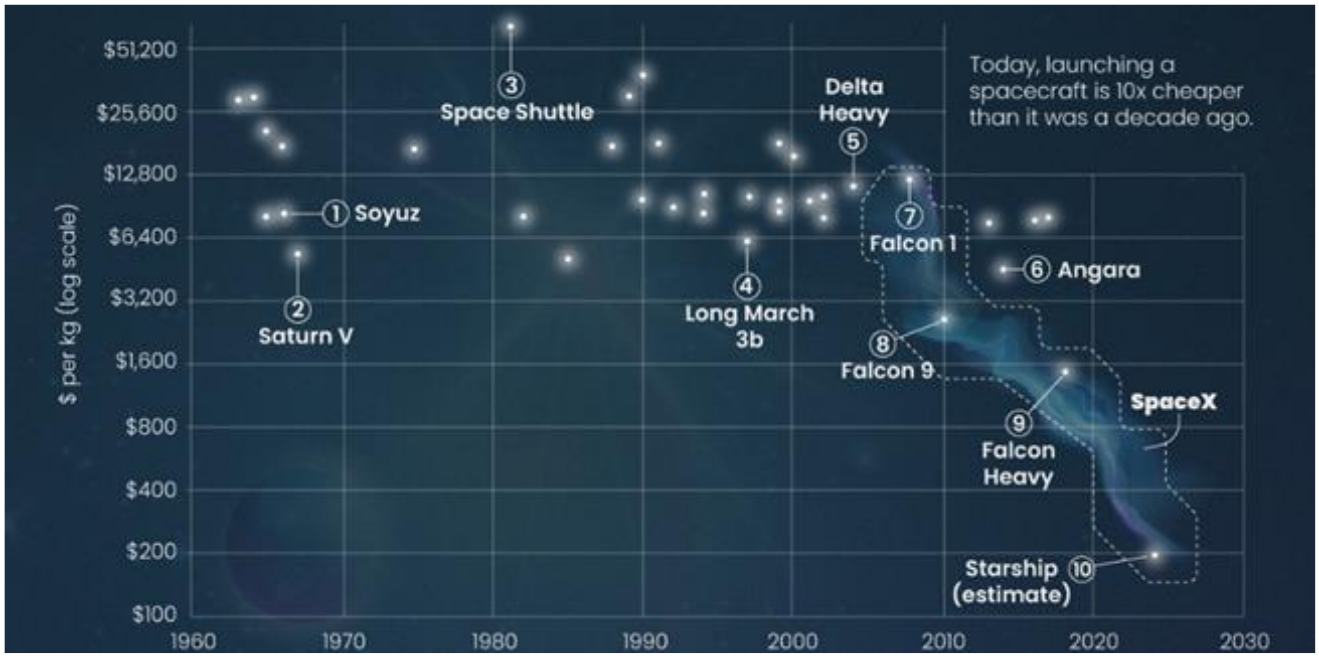
자료: Bryce Tech, 유안타증권 리서치센터

중기적으로 위성시장 성장이 가파르게 나타날 것으로 전망한다. 민간 발사체의 높은 수송 능력과 저비용을 바탕으로 발사 비용이 가파르게 하락하면서 위성 발사 수요가 증가할 것이기 때문이다. 발사 비용 절감의 핵심은 재사용과 재사용 발사체의 대형화이다.

2010년대 들어 발사체 재사용으로 위성 운용을 위한 가장 큰 부담으로 작용했던 발사비용이 획기적으로 절감됐다. 16년 SpaceX가 Falcon 9의 1단 추진체 재사용에 성공하면서 발사비용은 10,000달러/kg 수준에서 2,600달러/kg로 하락했고, 19년 저궤도 발사에 성공한 Falcon Heavy는 1,500달러/kg으로 한 단계 더 하락했다. 현재 개발 중인 Starship의 경우 2단 추진체 재사용으로 200달러/kg 수준까지 하락할 것이다. 장기적으로 페어링 부분의 재사용까지 이루어진다면 40년 발사비용은 100달러/kg로 현재의 1/15 수준으로 하락할 것으로 예상된다.

더불어 민간발사체의 대형화에 따른 수송능력 제고도 발사비용 부담을 경감시키고 있다. 하나의 발사체에 다수 위성을 탑재해 지구궤도에 진입할 수 있게 되면서 발사체의 대형화 역시 발사 비용 절감의 중요한 요인 중에 하나로 떠올랐다. 현재 시험비행 중인 SpaceX의 Starship은 수송능력 150t 이상으로 Falcon Heavy(63.8t)의 2배 이상이다.

[그림 8] 주요 발사체의 kg 당 저궤도 발사 비용



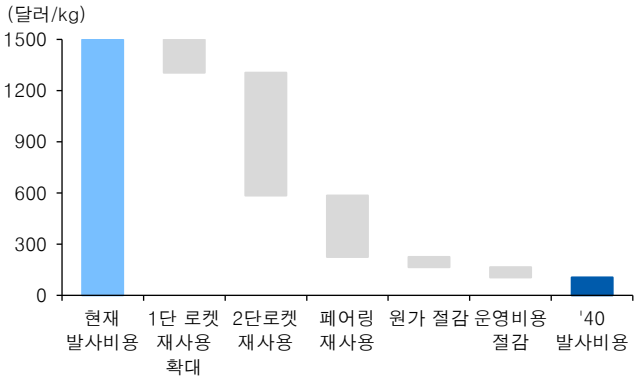
자료: Visual Capitalist, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] SpaceX 의 Falcon 9 1단 로켓 착륙 장면



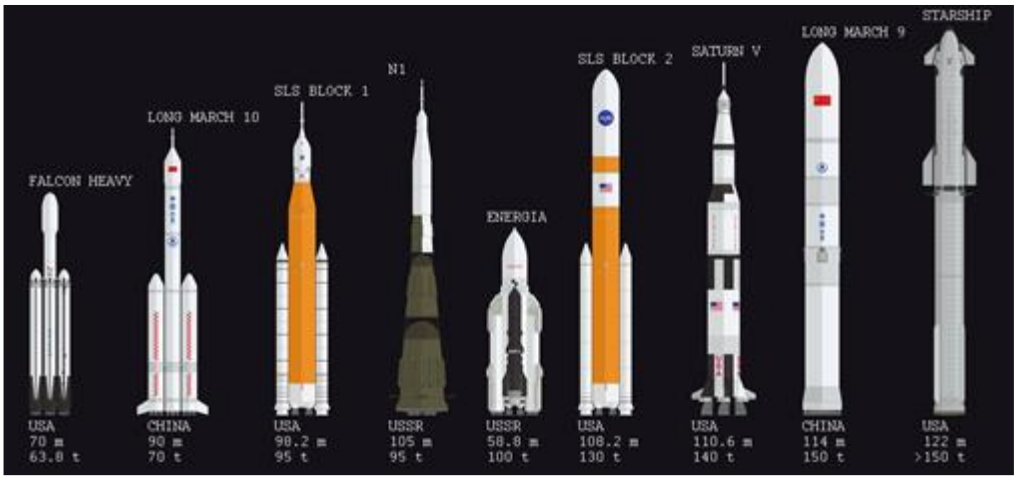
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 발사체 재사용 고도화에 따른 저궤도 발사비용 감소



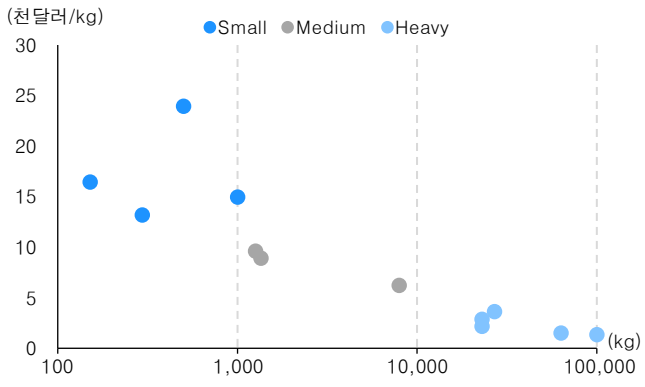
자료: Kotra, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 발사체별 크기 및 수송능력



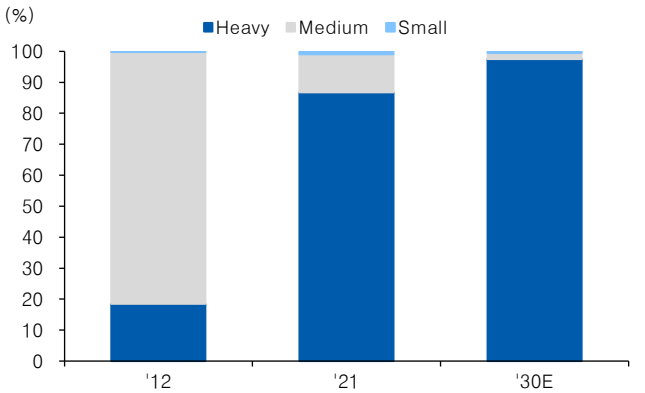
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 발사체 수송능력별 저궤도 발사비용 비교



자료: SpaceWorks, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 발사체 수송능력별 발사 비중 변화



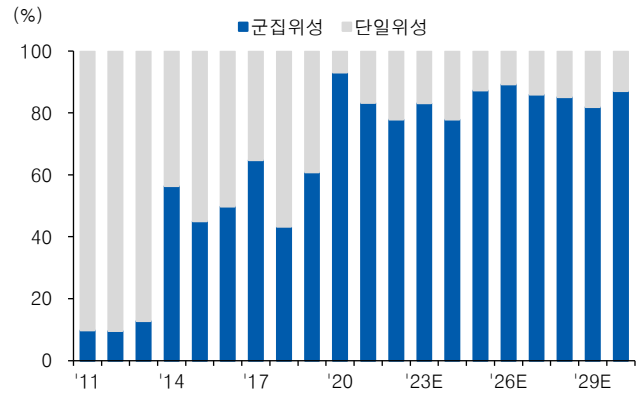
자료: SpaceWorks, 유안타증권 리서치센터

빠르게 성장 중인 위성시장

발사비용 하락으로 대량의 위성 발사가 가능해지면서 소형화, 군집화를 통한 위성 시장이 빠르게 성장할 것이다. 30년까지 발사될 위성 중 군집위성의 비중은 80%를 상회할 것으로 예상되며, 전세계 소형위성 발사수는 연평균 1,392기씩 증가(11-20년 연평균 296기 증가)할 것이다. 이중 상업용이 차지하는 비중은 과거 35%(11-20년)에서 46%(21-30년)로 상승할 전망이다.

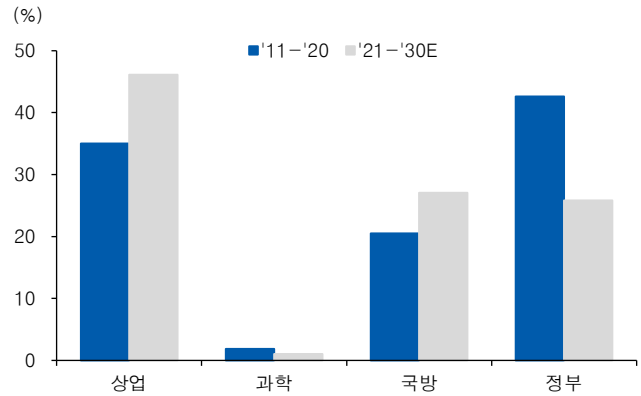
Starlink의 위성 발사가 본격화된 이후 1,000여개 수준이었던 지구 궤도상의 인공위성수는 22년 6,905개로 급증했다. 향후 위성 발사 수요는 가파르게 증가할 전망이다. 25년 저궤도 위성발사 수요는 1.5만t으로 22년대비 10배 이상으로 확대될 전망이다. 24년 SpaceX는 140회 이상 발사를 계획 중인 것으로 파악된다. 23년 총 1,238t을 수송한 점을 감안한다면 24년 총 2,000t 이상을 수송할 것으로 예상된다.

[그림 14] 군집위성 발사 비중 추이



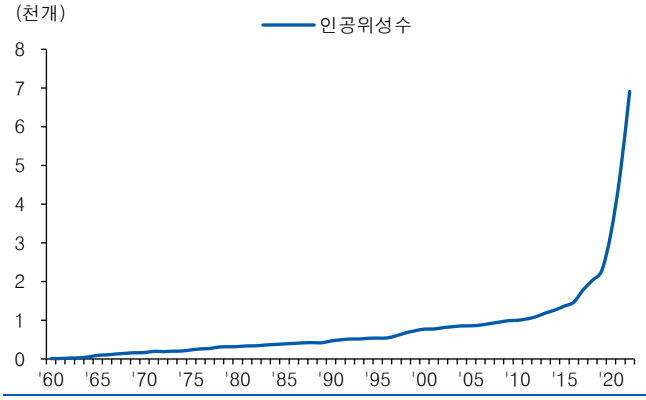
자료: Euroconsult, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 용도별 위성 발사 비중 변화



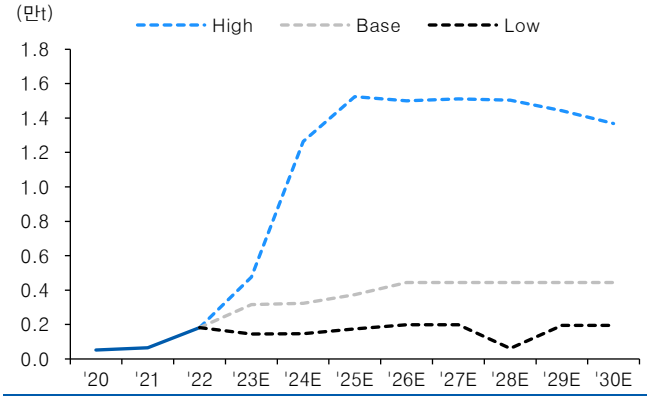
자료: Euroconsult, 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 지구궤도상 인공위성수 추이



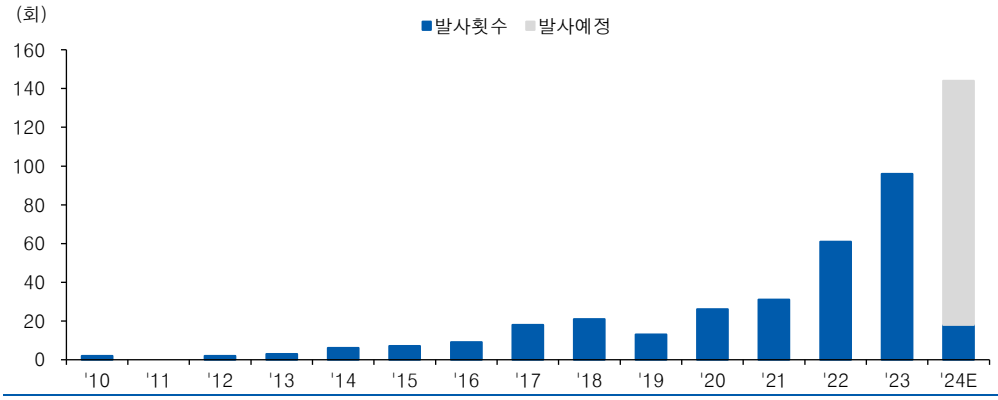
자료: JSR, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 전세계 저궤도 위성발사 수요 전망



자료: Kotra, 유안타증권 리서치센터

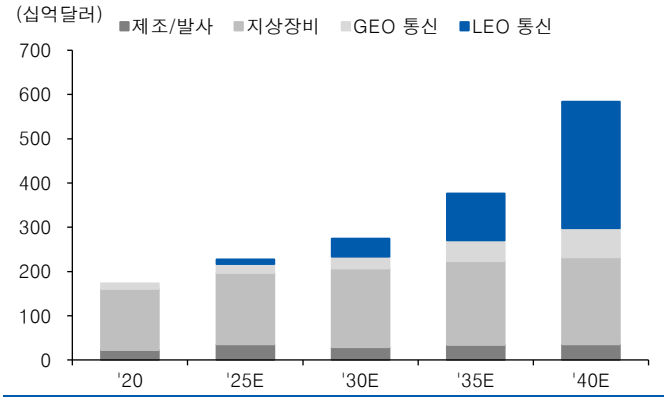
[그림 18] SpaceX 의 연간 발사횟수 추이



자료: SpaceX, 유안타증권 리서치센터

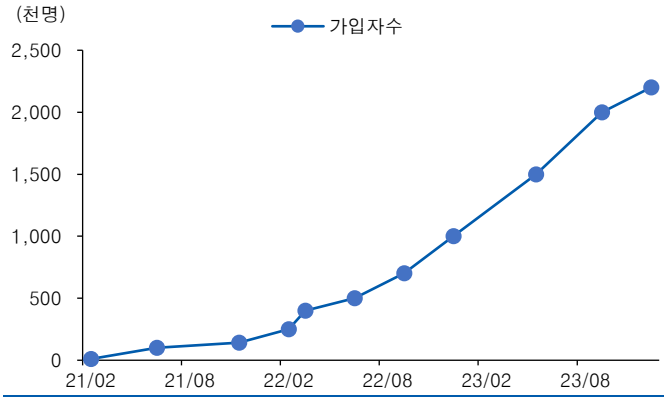
Starlink, Eutelsat OneWeb 등으로 촉발된 저궤도 위성통신 서비스 시장이 민간 우주서비스 시장의 가능성을 증명하고 있다. Starlink는 20년부터 저궤도 통신위성 발사를 본격화하고 3단계에 걸쳐 고도 300~600km 사이에 총 42,000기의 위성을 운용할 계획이다. Eutelsat OneWeb은 고도 1,200km에 총 7,000기의 위성을 운용할 계획이다. Starlink는 21년 서비스 개시 후 빠르게 서비스 지역을 전세계 다수 국가로 확장하면서 23년말 가입자수 220만명을 상회한 것으로 파악된다. 전세계 위성통신 시장은 20년 1,700억달러에서 30년 2,700억달러, 40년 5,800억달러로 성장할 것이다.

[그림 19] 전세계 위성통신 시장규모 전망



자료: SIA, 유안타증권 리서치센터

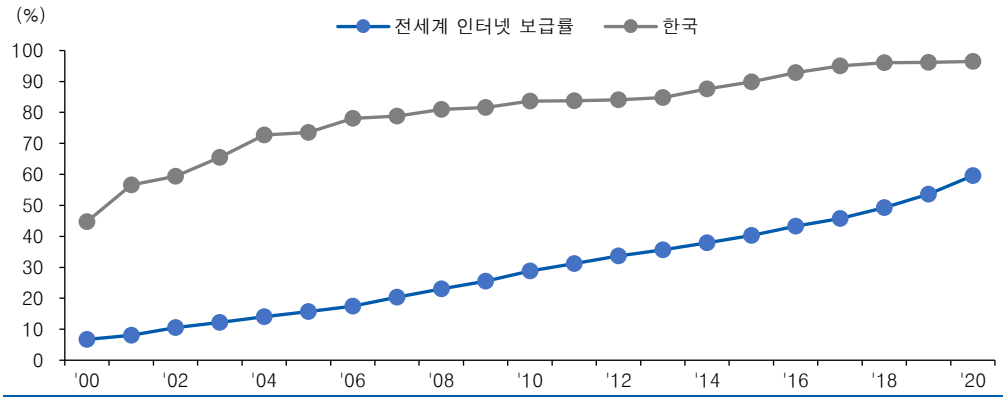
[그림 20] Starlink 가입자수 추이



자료: Starlink, 유안타증권 리서치센터

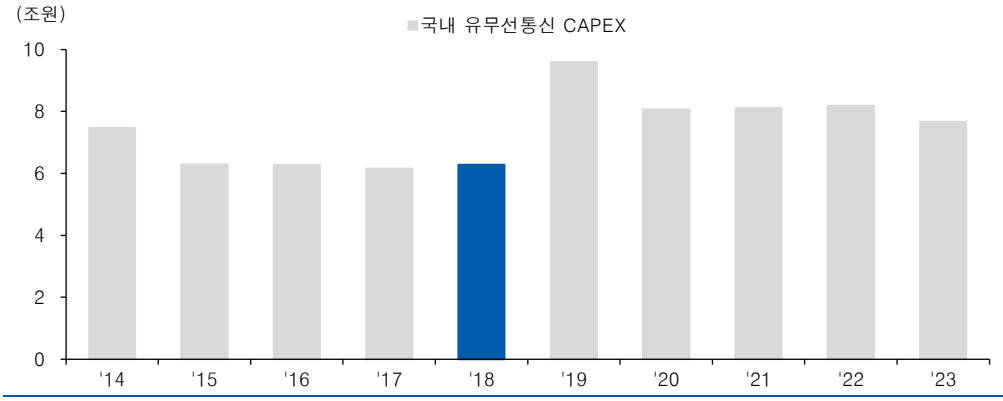
전세계 위성통신 시장이 저궤도 위성통신을 중심으로 성장하는 이유는 수요가 발생한다는 점이다. 모바일 데이터 서비스가 가능해진 3G 서비스가 상용화된지 20년이 지났고, 5G는 성숙기에 진입했지만 글로벌 유무선 인터넷 보급률은 59.6%(국내 96.5%)에 불과하다. 인터넷 보급률 확대에 한계는 유선망 구축과 유지보수에 막대한 비용이 수반되기 때문이다. 5G 상용화 직전 유무선 통신망 유지보수를 위해 최소한의 CAPEX를 집행한 18년 통신3사의 CAPEX는 6.3조원에 달한다. 광케이블 보급률이 84%인 한국의 국토면적은 전세계 109위에 불과하다. 따라서 전세계 유선망 구축과 유지보수에는 천문학적인 비용이 수반될 것이다.

[그림 21] 전세계 인터넷 보급률 추이



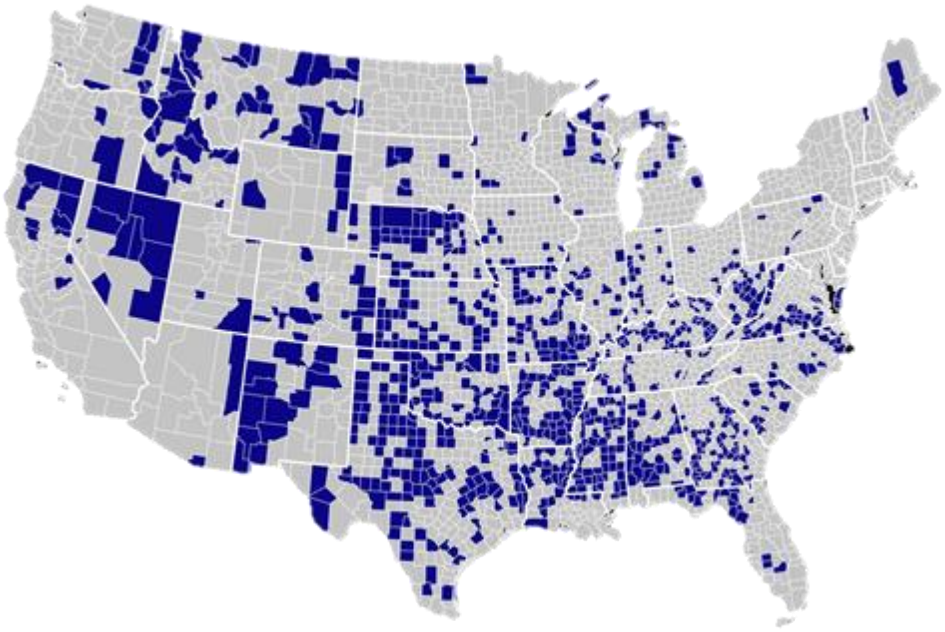
자료: Our World in Data, 유안타증권 리서치센터

[그림 22] 국내 통신3사 유무선 통신 CAPEX 추이



자료: SK 텔레콤, KT, LG 유플러스 유안타증권 리서치센터

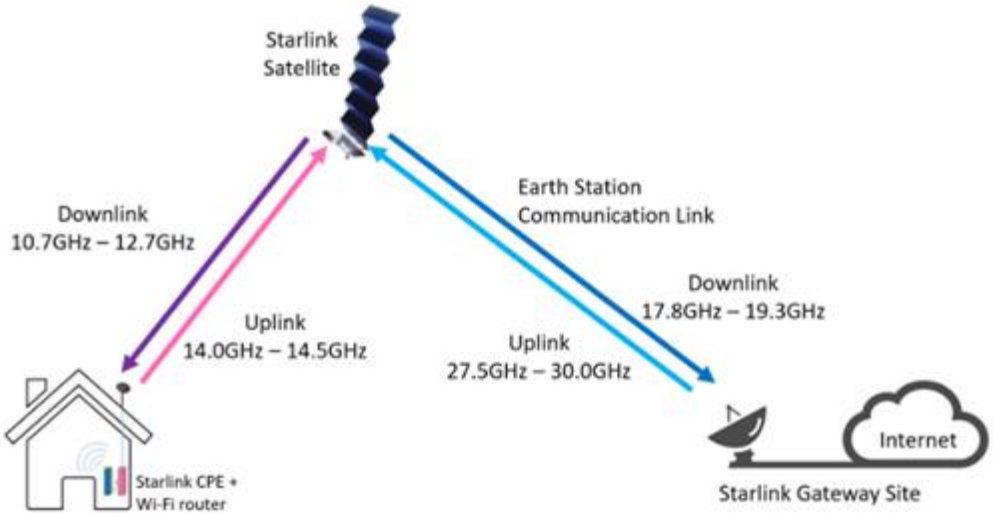
[그림 23] 미국 유선인터넷 속도별 커버리지맵(파란 음영 지역은 25Mbps 이하 가입자 비중 15% 이상)



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

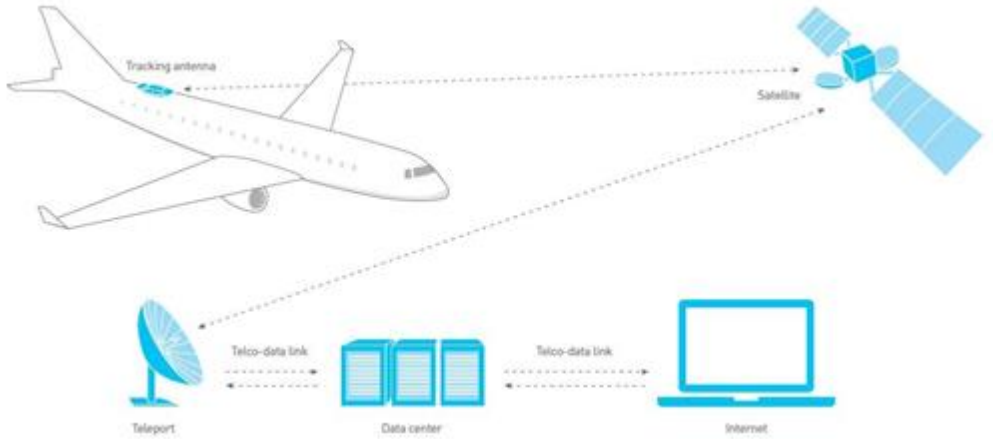
저궤도 위성통신은 속도와 품질 측면에서 기존 정지궤도 위성통신 대비 월등히 우수하다. 따라서 인구 밀도가 낮아 경제성이 낮거나 지형 특성상 유무선 통신망 구축과 유지보수가 어려운 지역에 대한 CAPEX와 OPEX를 절감하는 보완재 역할을 할 것이다. 국내와 같이 유무선 인터넷 인프라가 충분한 지역에서도 저궤도 위성통신 수요가 발생할 것이다. 해상과 상공에서는 여전히 인터넷 사용이 자유롭지 않다. 최근 저궤도 위성통신을 활용해 기내 와이파이 서비스를 제공하는 항공사가 확대되고 있다. 대한항공, 아시아나항공, 델타항공, 에어캐나다, 싱가포르항공, 에미레이트 항공, 루프트한자, KLM항공, 카타르항공, 에어뉴질랜드 등이 기내 와이파이 서비스를 제공하고 있으며, 이중 델타항공, 에어캐나다, 에미레이트항공 등은 무료로 제공하고 있다.

[그림 24] 스타링크의 저궤도 위성통신 원리



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

[그림 25] 저궤도 위성통신을 활용한 기내 Wifi 서비스 원리



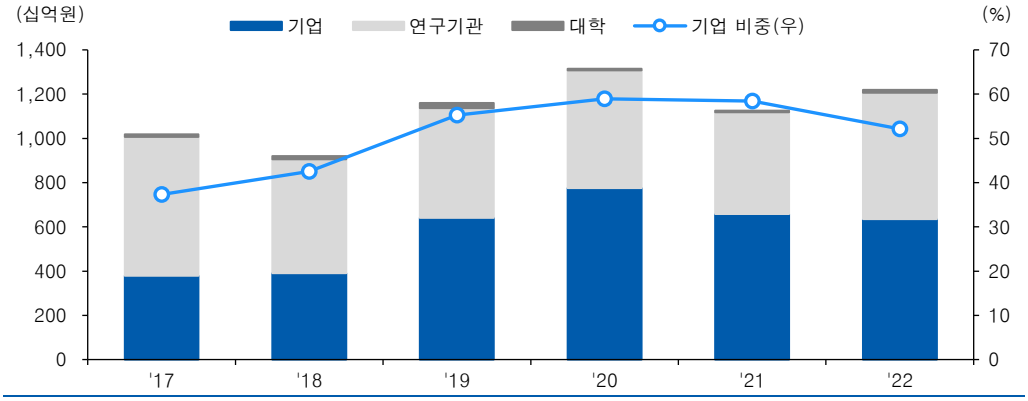
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

II. 개화 중인 국내 우주시장

국내도 민간 중심으로 전환 중

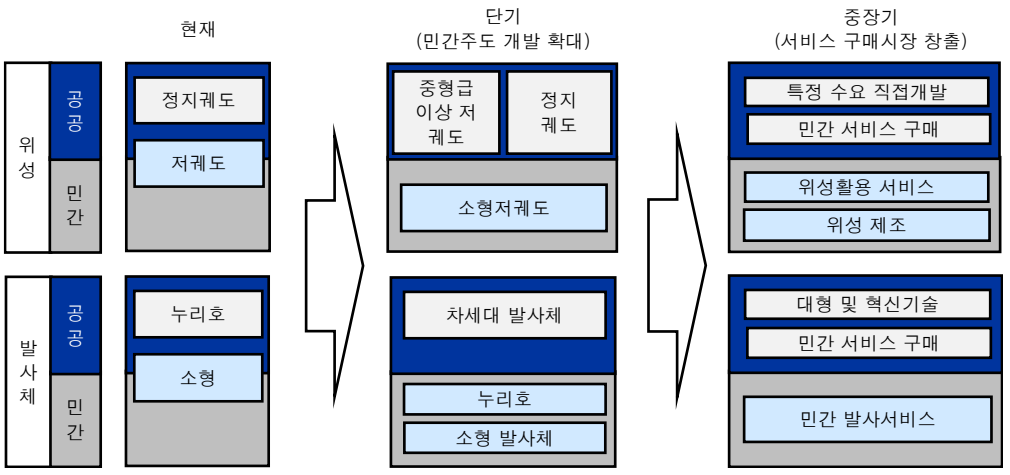
국내 우주산업도 민간 중심의 시장으로 전환을 시작했다. 22년 국내 우주기기제작 산업규모는 1.2조원이며 이중 민간기업 비중은 50% 이상으로 국내 시장을 주도하고 있다. 제4차 우주개발진흥 계획이 과거와 달라진 부분은 위성과 발사체 기술을 단계적으로 민간에 이전한다는 점이다. 정부는 06~22년 7.2조원을 투자해 위성과 발사체 개발 역량 확보에 집중해왔다. 19년 누리호(KSLV-II) 제작이 본격화된 시점부터 민간 참여가 확대되며 우주기기 제작에서 기업이 차지하는 비중이 확대되고 있다. 정부 주도로 개발된 첨단기술이 민간으로 이전되면서 시장이 폭발적으로 성장한다는 점에서 국내 우주산업의 고성장이 예상된다.

[그림 26] 국내 우주기기제작 산업규모 및 기업체 비중 추이



자료: 제4차 우주개발진흥 계획, 유안타증권 리서치센터

[그림 27] 국내 우주산업 주도권을 단계적으로 정부→민간 이전 추진



자료: 제4차 우주개발진흥 계획, 유안타증권 리서치센터

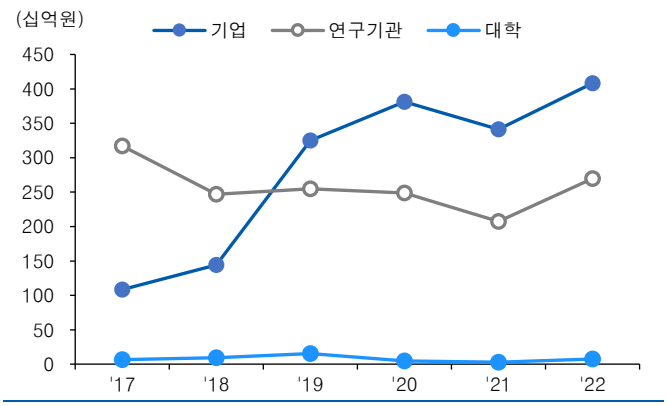
단기적으로는 위성 분야가 국내 민간 우주시장을 주도하고 28년에는 민간 발사서비스 시장이 개화될 것이다. 정부는 단기적으로 누리호를 비롯한 소형 발사체와 소형 저궤도 위성을 기업에 이전하고 중장기적으로 우주서비스 등 산업 전반을 민간 중심으로 이전해 기업이 제공하는 우주서비스를 구매, 사용하는 형태로 우주 사업을 전환할 계획이다.

위성제작 분야는 이미 민간이 주도하고 있는 것으로 판단된다. 위성제작 분야에서의 민간기업의 매출액은 17년 1,084억원에서 22년 4,080억원까지 성장했다. 30년까지 예정된 정부의 위성 사업을 고려한다면 위성체 제작분야에서의 성장은 중장기적으로 지속될 것이다.

발사체는 민간으로의 기술 이전이 시작된 단계로 위성보다 장기적으로 접근해야 한다. 22년 누리호 체계종합기업으로 한화에어로스페이스가 선정됐다. 누리호 제작 과정에서 한화그룹은 추력기 시스템, 배관, 기체공급계, 엔진 총조립 등을 담당했고 한국항공우주는 체계 총조립과 1단계 추진제 탱크를 담당하는 등 300개 이상 민간기업이 참여했다. 3월에는 차세대 발사체(KSLV-III) 체계종합기업이 선정될 예정으로 발사체 사업에서의 민간기업 참여는 더욱 확대될 것이다. 27년 누리호의 6차 발사와 마무리되면 28년부터는 누리호를 비롯한 고체/액체 소형발사체의 민간 발사서비스가 본격화될 예정이다.

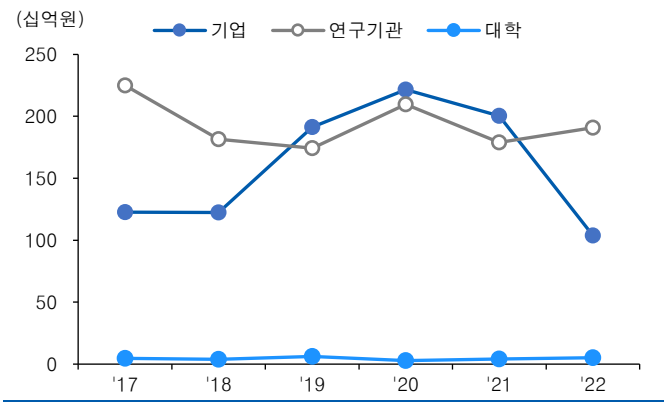
민간에서 자체 개발한 발사체와 위성 발사도 빈번해질 전망이다. 23년 3월 한빛-TLV 시험발사에 성공한 이노스페이스는 24년 59kg(SSO) 탑재능력을 보유한 한빛-나노를 발사할 예정이다. 소형위성 발사 시장을 목표로 BW-1을 개발 중인 페리지에어로스페이스도 24년 시험발사를 앞두고 있다. 24년 민간 위성 발사가 본격화된다. 24년 3월에는 컨텍의 해상도 1.5m급 관측위성이, 25년에는 쎄트렉아이의 0.3m급 EO위성 SpaceEye-T가 발사될 예정이다.

[그림 28] 국내 위성체 제작 주체별 산업규모 추이



자료: 2023 우주산업 실태조사, 유안타증권 리서치센터

[그림 29] 국내 발사체 제작 주체별 산업규모 추이



자료: 2023 우주산업 실태조사, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 정부 개발 발사체 운용/서비스 전략

구분	발사 서비스 시작 시기	임무 대상	발사 위성
한국형 발사체	'28~ 민간 주도 발사서비스 시작	SSO ≤ 2t	차세대 소형, 초소형 군집 등
고체/액체 소형발사체	'28~ (고체)민간 주도 발사서비스 시작 (액체) 민간개발 일정에 따라 서비스	SSO ≤ 0.5t	소형군집, 안보위성 등
고체 확장형 발사체	'29~ 민간 주도 발사서비스 시작	SSO ≤ 1t	소형군집, 안보위성 등
차세대 발사체	'32 이후~ 민간 주도 발사서비스 시작	SSO ≤ 7t GTO ≤ 3.7t 달/행성 탐사	다목적, 정지궤도, 달/행성 탐사선 등
차세대 발사체 확장형	'38~ 민간 서비스 시작	SSO 10t 이상 달착륙귀환 화성착륙, 유인탐사	달착륙/귀환선, 화성창륙선, 유인우주선 등

자료: 제4차 우주개발진흥 기본계획 유안타증권 리서치센터

[그림 30] 이노스페이스의 한빛-TLV



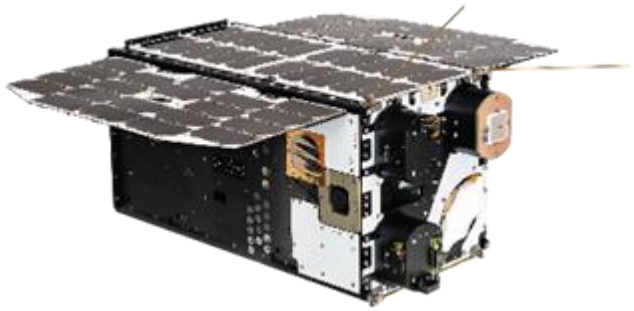
자료: 이노스페이스, 유안타증권 리서치센터

[그림 31] 페리지에어로스페이스에서 수직 익착륙 시험 중인 BW-0.3



자료: 페리지에어로스페이스, 유안타증권 리서치센터

[그림 32] 컨텍의 1.5m 급 EO 위성 Oreum



자료: 컨텍, 유안타증권 리서치센터

[그림 33] 쎄트렉아이의 0.3m 급 EO 위성 SpaceEye-T



자료: 쎄트렉아이, 유안타증권 리서치센터

24년부터 정부 예산이 본격적으로 집행되며 발사체와 위성 사업 규모가 확대될 전망이다. 국내 우주산업은 아직 민간의 역량 강화가 필요해 정부 차원의 투자를 통해 우주사업의 드라이브를 걸고 있다. 24년에는 차세대 발사체 개발사업 1,101억원(총 2조원 규모), 한국형위성항법시스템(KPS) 개발사업 2,179억원(총 3.7조원 규모) 등 총 8,362억원(23년 7,508억원)의 우주분야의 R&D 예산이 집행될 예정이다. 5월에는 한국판 NASA인 우주항공청이 출범할 예정이다. 과기정통부, 산업부 등으로 분산되어 있던 우주항공 분야의 정책, R&D, 사업을 총괄하게 되면서 국내 우주사업에 속도가 붙을 것으로 예상된다. 민간기업의 역량 강화를 위해 정부는 연간 우주개발 투자규모를 23년 7,508억원에서 30년대 2.1조원까지 확대할 계획이며, 우주개발 R&D 비용은 기존의 발사체와 위성개발에서 우주탐사, 위성활용 등 민간주도의 포트폴리오 중심으로 변화시킬 것이다.

[그림 34] 누리호(KSLV-II) 및 차세대발사체(KSLV-III) 비교



자료: 제4차 우주개발진흥 계획, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 우주항공청 설립 후 기관별 사업 이관

구분	그동안			앞으로
정책	과기정통부	범부처 우주정책 연구 및 수립, 산업육성, 국제협력 등	⇨	우주항공청 ※우주항공 범부처 정책, 산업육성, 국제협력 등 총괄
	산업부	범부처 항공정책 수립, 산업육성, 국제협력 등		
사업	과기정통부/산업부	우주항공 분야 사업 기획, 예산확보, 사업관리 등 지원	⇨	우주항공청 ※사업기획 · 집행 · 관리 직접 수행
	연구재단/ 산업기술평가관리원	우주항공 분야 사업 기획관리평가 등 지원(연구재단+산업기술평가관리원)		
국가인프라	국 · 공립 연구원	국가위성운영, 우주환경감시, 국가위성항법 등 공공 · 안보성격이 큰 국가인프라	⇨	우주항공청 소속기관化 검토
사업수행	산 · 학 · 연	기관별 강점 분야에 대한 고유사업 및 수탁사업 수행	⇨	우주항공청(국가적 역량결집 필요과제), 임무센터(출연연, 대학 등), 기타 산 · 학 · 연(기관별 강점분야)

자료: 과학기술정보통신부, 유안타증권 리서치센터

위성에 주목할 시점

국내 위성 사업은 소형, 군집 위성을 중심의 발사수요가 확대될 것으로 예상된다. 정부는 위성 서비스 시장 확대를 위해 1)지구관측, 2)통신, 3)항법 중심으로 사업을 진행하고 있다. 30년까지 정부 발주로 발사가 예정된 위성수는 80기 이상으로 파악된다. 초소형 위성군집 시스템 개발사업 11기, 초소형 위성체계 개발사업의 SAR위성, 전자광학위성 등 44기, 아리랑 3기, 천리안 1기, 국토위성 1기, KPS 등이다. 현재 고도화 사업이 진행 중인 누리호는 초소형 군집위성 10기를 26년부터 두 차례에 나눠 발사할 예정이다. 더불어 저궤도 소형 위성을 중심으로 증가하는 민간 발사수요에 대응하기 위해 경제성을 보유한 소형 발사체도 개발 중이다.

[표 3] 누리호 발사 일정 및 탑재 위성



연도/차수	주탑재위성		부탑재위성
'23 3차발사	위성	차세대소형위성 2호	민간 · 기관 공모 및 선정을통해 큐브위성 7기 탑재
	관련사업	소형위성개발	
	사업기간	'98~'21	
'25 4차발사	위성	차세대중형위성 3호	국내 산업체 부품 우주검증을 위한 플랫폼큐브위성, 큐브위성경진대회 선정 위성 등
	관련사업	차세대중형위성개발	
	사업기간	'19~'26	
'26 5차발사	**위성**	**초소형위성 2~6호**	국내 산업체 부품 우주검증을 위한 플랫폼큐브위성, 큐브위성경진대회 선정 위성 등
	관련사업	초소형위성군집시스템개발	
	사업기간	'20~''27	
'27 6차발사	**위성**	**초소형위성 7~11호**	국내 산업체 부품 우주검증을 위한 플랫폼큐브위성, 큐브위성경진대회 선정 위성 등
	관련사업	초소형위성군집시스템개발	
	사업기간	'20~''27	

자료: 제4차 우주개발진흥 계획, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 소형 발사체 발사 일정 (단위: 억원)

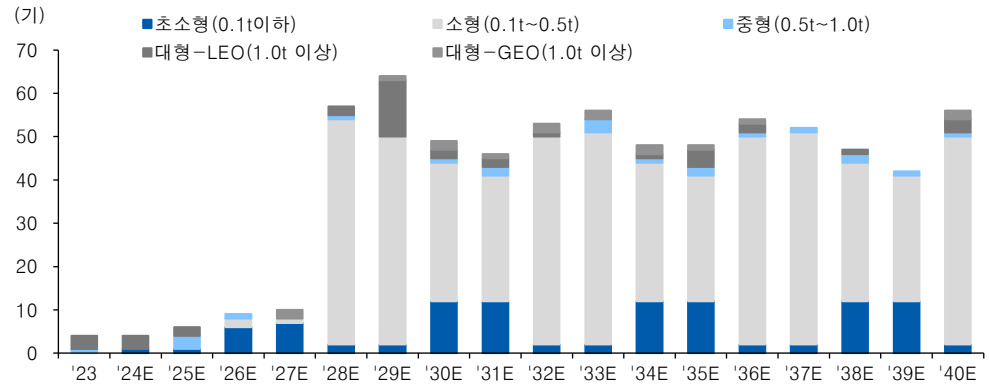
구분	4차 계획(~'27)	5차 계획('28~)	비고
기본형	2회 시험 발사	민간 주도 발사서비스	안보임무 중심 운용
확장형	2회 시험 발사	민간 주도 발사서비스	



자료: 제4차 우주개발진흥 계획, 유안타증권 리서치센터

28년 민간 주도의 발사서비스 시장 개화로 위성 발사 수요가 급증할 전망이다. 국내 발사체 발사서비스는 27년까지 연간 1~3건에 불과하나 28년부터는 KPS 6기, 초소형 군집위성 20기 등 소형 위성을 중심으로 매년 40기 이상 수요가 발생할 것이다. 국내 발사체 개발 로드맵을 고려하면 28년부터 저궤도(LEO), 태양동기궤도(SSO)에 소형, 중형, 대형 등 대부분의 위성 탑재체 발사가 가능할 전망이다. 위성의 연구개발 제작, 발사까지 약 4년이 소요된다는 점을 감안한다면 24년부터 국내 위성제작 발주가 본격화될 전망이다. 더불어 민간기업의 자체 위성체와 발사체 개발, 제작, 운영도 늘어나고 있다는 점에서 발사 서비스와 위성 수요는 더욱 증가할 전망이다.

[그림 35] 국내 위성발사 수요 전망



자료: 제 4 차 우주개발진흥 계획, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 국내 주요 위성사업 발사 일정 (단위: 십억원)

사업명	'23	'24E	'25E	'26E	'27E	'28E	'29E	'30E	'31E~	총예산
다목적실용위성	7호 발사	7A 호 발사	7B 호 사업착수, 8호 사업착수						9호 사업착수	1,200
차세대 중형위성			2~4호 발사		5호 발사					307
초소형 군집위성		1호 발사(ITAR-Free)		2~6호 발사	7~11호 발사	12~31호 미정				213
한국형 위성항법 시스템					1호 발사	35년까지 2~8호기 발사				3,700
저궤도 위성통신				1기 발사			'29 이후 3기 발사			480
천리안위성					3호 발사		5호 발사	'28 이후 6호, 중계위성 발사		1,010
기술검증 플랫폼위성						1호 발사	2호 발사	3호 발사		
부품검증 큐브위성			1호 발사	2호 발사	3호 발사					
달궤도투입 성능검증위성								발사		
포집위성					1호 발사	2호 미정				
425사업	1호(EO/IR)	SAR(2~3호)	SAR(4~5호)							1,200
425 후속사업				'		'28 이후 12기(SAR 10기, EO 2기)				
초소형 위성체계				검증위성 발사		'28~'29 44기발사(SAR 40기, EO 4기)				1,400

자료: 제4차 우주개발진흥 계획, 방위사업청, 국방부, 과학기술정보통신부, 유안타증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450)



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

우주의 기운이 모인다

BUY (I)

목표주가	235,000원 (I)
현재주가 (3/5)	185,300원
상승여력	27%

시가총액	93,817억원
총발행주식수	50,630,000주
60일 평균 거래대금	1,011억원
60일 평균 거래량	666,655주
52주 고/저	194,500원 / 90,900원
외인지분율	34.64%
배당수익률	1.36%
주요주주	한화 외 3 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	42.0	37.2	97.8
상대	38.9	29.1	81.5
절대 (달러환산)	41.6	34.8	92.9

민간 우주시대의 선도주자

국내 우주 밸류체인을 완성한 유일한 기업으로 국내 민간 우주 시장 성장에 따른 수혜가 장기간에 걸쳐 지속될 것으로 예상된다. 누리호의 체계종합 기업으로 3월 중 차세대발사체(KSLV-III) 개발사업 주관기업으로 선정될 것으로 예상한다. 국내 민간 발사 서비스 시장을 주도할 것이다. 자회사를 통해 위성 및 지상체 제조, 우주서비스까지 우주산업 전 영역에서 사업을 영위하고 있다. 한화시스템은 국내 최초로 순수 자체기술로 개발한 소형 SAR 위성의 자체 발사에 성공했고, 유텔셋 원웹에 3억달러를 투자하고 국내 서비스 공급 계약 체결한 것을 바탕으로 상용 저궤도위성 기반의 군용 통신체계 사업을 수주했다. 쎄트렉아이는 초소형 군집위성, 초소형 위성체계 등 정부 사업을 진행 중이며, 25년 3월에는 0.3m급 해상도인 자체 위성 SpaceEye-T를 발사할 계획이다. 우선적으로 영상분석(자회사 SIA), 위성 영상판매(자회사 SIIS) 등 자회사의 우주서비스 사업과 시너지가 예상되며, 해외 경쟁사 대비 우수한 성능과 가격 경쟁력을 바탕으로 수출 사업이 본격화될 것으로 기대된다.

멈출줄 모르는 해외수주, 24년 실적도 이상무

24년 연결 매출액은 10.6조원(+12.9% YoY), 영업이익은 8,765억원(+24.4% YoY)으로 두 자릿수 성장을 이어갈 것이다. 27년까지 지상방산에서의 대규모 수주 바탕으로 이익 증가세는 지속될 전망이다. 지상방산에서의 추가적인 해외수주 기대감은 24년에도 유효하다. 폴란드향 천무 2차 및 K9 잔여물량에 대한 계약이 예상되며, 사우디아라비아의 천궁-II 발사대 및 탄약운반차량, 1조원 규모로 추정되는 루마니아의 K9 등이 예상된다. 이외에도 K9, 비호-II, 레드백 등 유럽, 중동, 아시아 등 지역에서 자주포와 유도무기에 대한 관심이 높아지고 있어 추가적인 해외수주도 기대된다. 수출입은행법이 국회 본회의를 통과하며 방산 추가 수출이 가능해진 점도 긍정적이다.

투자의견 BUY, 목표주가 23.5만원으로 커버리지 개시

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,442	36.7	56.3	2,738	25.7
영업이익	290	62.2	178.7	239	21.1
세전계속사업이익	228	296.5	1,915.8	218	4.4
지배순이익	172	273.9	흑전	128	34.3
영업이익률 (%)	8.4	+1.3 %pt	+3.7 %pt	8.7	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	5.0	+3.2 %pt	흑전	4.7	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	5,541	6,540	9,370	10,574
영업이익	277	377	705	876
지배순이익	253	201	829	502
PER	9.0	14.9	7.6	18.7
PBR	0.8	1.0	1.7	2.4
EV/EBITDA	6.7	7.0	8.5	8.7
ROE	9.2	7.0	25.7	13.3

자료: 유안타증권

민간 우주시대의 선도주자

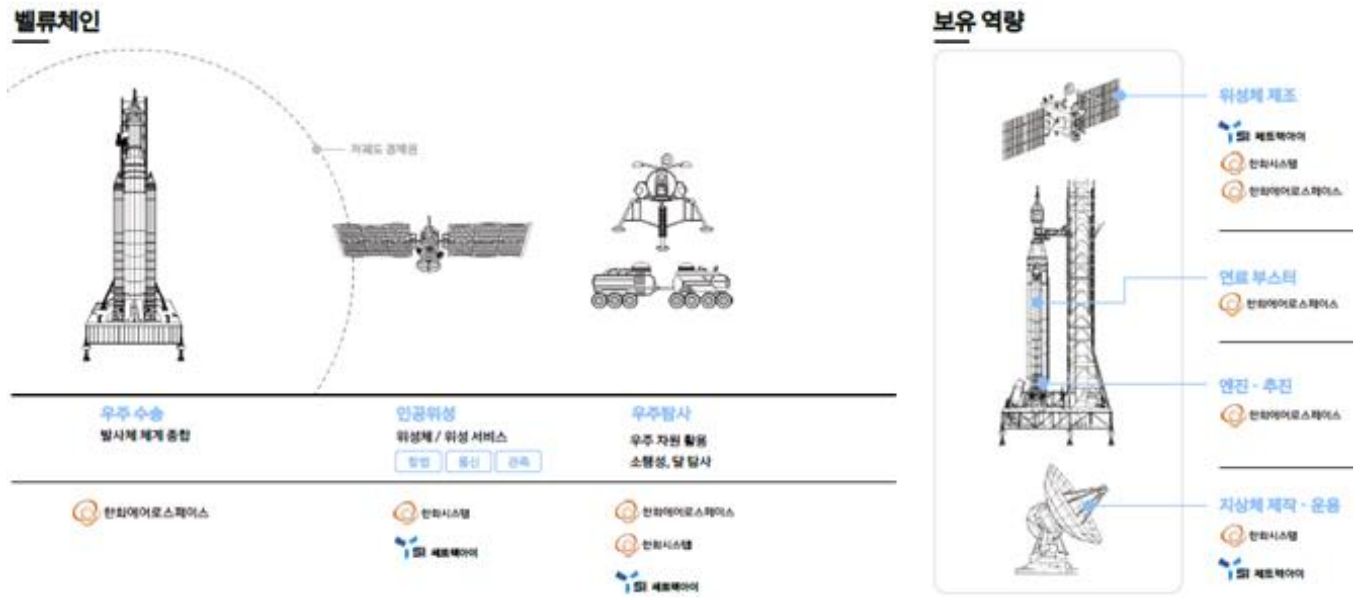
국내 우주 밸류체인을 완성한 유일한 기업으로 국내 민간 우주 시장 성장에 따른 수혜가 장기간에 걸쳐 지속될 것으로 예상된다. 23년 누리호의 체계종합 기업으로 선정되면서 25년 4차발사부터 27년 6차 발사까지 제작과 총괄관리를 수행하면서 항우연으로부터 기술 이전 받을 예정이다. 더불어 3월 중 차세대발사체(KSLV-III) 개발사업 주관기업으로 선정될 것으로 예상돼 국내 민간 발사 서비스 시장을 주도할 것이다.

동사는 자회사를 통해 위성 및 지상체 제조, 우주서비스까지 우주산업 전 영역에서 사업을 영위하고 있다.

한화시스템은 다목적실용위성(아리랑) 3호의 IR센서를 시작으로 7호, 7A호의 EO·IR 탑재체, 차세대 중형위성 1,2호의 EO탑재체를 개발 제작했으며, 23년 12월에는 국내 최초로 순수 자체기술로 개발한 소형 SAR 위성의 자체 발사에 성공했다. 소형 SAR 위성의 경우 본체와 탑재체, 태양전지판이 일체화된 형태로 위성 설계 및 제조 능력을 검증한 것으로 판단한다. 21년 유텔셋 원웹에 3억달러를 투자하고 국내 서비스 공급 계약 체결한 것을 바탕으로 23년 11월 398억원 규모의 상용 저궤도위성 기반의 군용 통신체계 사업을 수주했다. 민·관·군 협의체가 25~30년 4,797억원 규모를 투자해 국내 저궤도 위성통신 구축 전까지 저궤도 위성통신의 개발과 운영 노하우로 국내 위성통신 시장을 주도할 전망이다.

21년 동사에 인수된 쎄트렉아이는 탑재체, 본체, 지상국 사업을 모두 영위하는 국내 유일의 위성시스템 제작 기업이다. 현재 초소형 군집위성, 초소형 위성체계 등 정부 사업을 진행 중이며, 25년 3월에는 0.3m급 해상도인 자체 위성 SpaceEye-T를 발사할 계획이다. 우선적으로 영상분석(자회사 SIA), 위성 영상판매(자회사 SIIS) 등 자회사의 우주서비스 사업과 시너지가 예상되며, 해외 경쟁사대비 우수한 성능과 가격 경쟁력을 바탕으로 수출 사업이 본격화될 것으로 기대된다.

[그림 36] 한화에어로스페이스 우주사업 밸류체인 및 보유 역량



자료: 한화에어로스페이스, 유안타증권 리서치센터

[그림 37] 한화에어로스페이스 우주사업 비전



자료: 한화에어로스페이스, 유안타증권 리서치센터

[그림 38] 한화에어로스페이스의 위성사업 End to End 글로벌 통합 솔루션 구축



자료: 한화에어로스페이스, 유안타증권 리서치센터

멈출줄 모르는 해외수주, 24년 실적도 이상무

27년까지 지상방산에서의 대규모 수주 바탕으로 이익 증가세는 지속될 전망이다. 23년말 동사의 수주잔고는 항공우주 28.3조원, 지상방산 28.3조원, 한화시스템 7.3조원, 쎄트렉아이 3,539억원이다. 지상방산의 해외 수주잔고는 20.2조원으로 전년대비 7.1조원이 증가했다. 폴란드 K-9 2차 실행계약 3.4조원, 호주 레드백 공급계약 3.2조원 등 해외에서 대규모 수주를 이어갔다.

지상방산에서의 추가적인 해외수주 기대감은 24년에도 유효하다. 폴란드향 천무 2차 및 K9 잔여물량에 대한 계약이 예상되며, 사우디아라비아의 천궁-II 발사대 및 탄약운반차량, 1조원 규모로 추정되는 루마니아의 K9 등이 예상된다. 이외에도 K9, 비호-II, 레드백 등 유럽, 중동, 아시아 등 지역에서 자주포와 유도무기에 대한 관심이 높아지고 있어 추가적인 해외수주도 기대된다. 수출입은행법이 국회 본회의를 통과하며 방산 추가 수출이 가능해진 점도 긍정적이다.

[표 6] 22년 이후 한화에어로스페이스 지상방산 주요 수주 (단위: 십억원)

대상	품목	계약내용	계약규모	계약기간	'22	'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29	'30~
이집트	K9	K9자주포 및 탄약운반차 등 수출계약	1,995	미확인									
폴란드	K9	K9 자주포 등 수출 실행계약	3,204	'22.08~'26.09									
폴란드	K9	K9 자주포 등 2차 실행계약	3,447	'23.12~'31.11									
호주	레드백	Land 400 Ph.3 보병전투차량 공급계약	3,165	'23.12~'33.07									
폴란드	천무	수출 1차 실행계약	5,048	'22.11~'27.11									
UAE	천궁-II	발사대 및 탄약운반차량 수출계약	389	'24.07~'28.12									
영국	기타	모듈식 장약체계 공급계약	176	'23.09~'26.12									
방위사업청	천호	30mm 차륜형대공포 2차 양산계약	844	'23.12~'26.12									
방위사업청	K-21	K-21장갑차 수리부속 성과기반계약(PBL)	209	'22.04~'26.09									
방위사업청	비격	120밀리 자주박격포 후속양산계약	508	'23.10~'25.12									
방위사업청	K9	K9 자주포 정비용 수리부속 성과기반계약	165	'23.09~'28.09									
방위사업청	풍익	K105A1 자주포 3차양산계약	166	'23.12~'26.08									
LIG 넥스원	철매-II	철매-II 성능개량 장입유도탄(2차양산) 외 1항목	166	'24.02~'27.05									

자료: 한화에어로스페이스, 유안타증권 리서치센터

[표 7] 한화에어로스페이스의 해외수주 예상 사업

국가	품목	내용
폴란드	K9	2차 잔여물량 300여문(22년 3.2조원, 23년 3.4조원)
루마니아	K9	M142 하이마스와 함께 운용할 자주포 도입
인도	K9	K9바지라 199문 추가 구매 추진 중
캐나다	K9	'23.02 K9유저클럽 행사에 캐나다가 옵저버 자격으로 참가
폴란드	천무	2차 실행계약 예정(22년 1차 5.0조원)
사우디아라비아	비호-II	이란 미사일 위협에 중동 공동 대응 위한 방공 무기 관심
UAE	천궁-II	22년 수출 계약에 이어 추가 발주 가능성
사우디아라비아	천궁-II	24년 2월 LIG 넥스원 4.3조원 수주, 한화에어로스페이스는 발사대 및 탄약운반차량 담당

자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

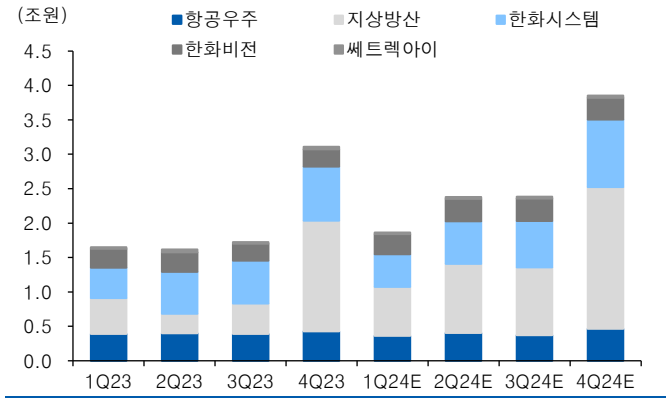
24년 연결 매출액은 10.6조원(+12.9% YoY), 영업이익은 8,765억원(+24.4% YoY)으로 두 자릿수 성장을 이어갈 것이다. 지상방산의 수출 비중 확대가 성장을 견인할 것이다. 24년 폴란드향 K9 60문, 천무 30문 납품이 이루어질 예정이며 이집트향 K9 개발 매출 등을 고려한다면 지상방산의 해외 매출 비중은 40%를 넘어설 전망이다.

[표 8] 한화에어로스페이스 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	'23	'24E
연결 매출액	**1,927**	**1,798**	**2,202**	**3,442**	**1,902**	**2,380**	**2,463**	**3,829**	**9,370**	**10,574**
YoY %	*44.5*	*11.0*	*45.7*	*32.6*	*-1.3*	*32.4*	*11.9*	*11.2*	*32.7*	*12.9*
항공우주	390	402	390	428	364	403	374	463	1,610	1,604
지상방산	522	280	443	1,610	707	1,007	984	2,062	4,134	4,761
한화시스템	440	611	621	782	475	617	671	978	2,453	2,740
한화비전	274	284	246	250	294	324	326	316	1,054	1,259
쎄트렉아이	24	39	25	38	23	31	27	34	125	116
연결 영업이익	**229**	**83**	**104**	**290**	**170**	**156**	**154**	**395**	**705**	**876**
YoY %	*235.1*	*-22.9*	*63.9*	*75.3*	*-25.4*	*88.7*	*48.4*	*36.6*	*74.3*	*24.4*
항공우주	16	6	4	-25	4	9	0	-10	0	4
지상방산	154	4	36	307	91	77	84	353	573	604
한화시스템	12	30	40	11	29	36	36	23	93	124
한화비전	37	46	32	23	48	35	34	32	137	149
쎄트렉아이	0	-1	-3	-1	2	2	2	3	-4	9
OPM %	***11.9***	***4.6***	***4.7***	***8.4***	***9.0***	***6.6***	***6.3***	***10.3***	***7.5***	***8.3***
항공우주	*4.1*	*1.4*	*1.1*	*-5.9*	*1.1*	*2.3*	*0.1*	*-2.1*	*0.0*	*0.2*
지상방산	*29.6*	*1.3*	*8.1*	*19.1*	*12.8*	*7.6*	*8.5*	*17.1*	*13.9*	*12.7*
한화시스템	*2.8*	*4.9*	*6.4*	*1.4*	*6.1*	*5.8*	*5.4*	*2.4*	*3.8*	*4.5*
한화비전	*13.6*	*16.1*	*12.9*	*9.1*	*16.2*	*10.8*	*10.4*	*10.2*	*13.0*	*11.8*
쎄트렉아이	*-1.3*	*-1.3*	*-10.4*	*-2.1*	*7.5*	*7.5*	*7.7*	*7.9*	*-3.3*	*7.7*

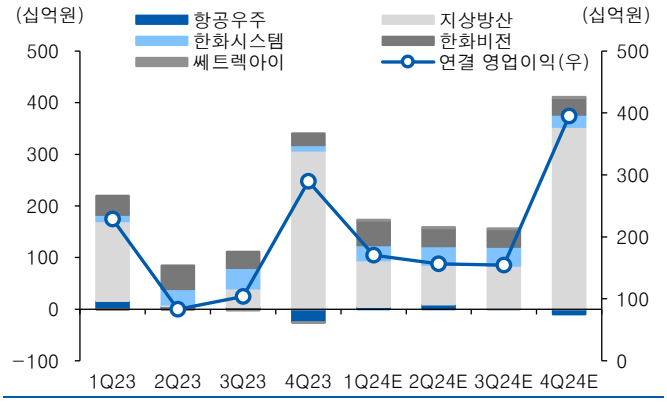
자료: 한화에어로스페이스, 유안타증권 리서치센터

[그림 39] 한화에어로스페이스 연결 매출액 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, 유안타증권 리서치센터

[그림 40] 한화에어로스페이스 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, 유안타증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 23.5만원으로 커버리지 개시, 업종 내 Top Pick

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 235,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd 예상 EPS 10,195원에 Target PER(글로벌 Peer 평균에 30% 할인) 23.0x를 적용해 산출했다. 현주가 기준 12M fwd PER은 18.4x, PBR은 2.3x이다. 22~23년에 지상방산 부문의 수주를 바탕으로 24년부터 해외수출 본격화와 항공 수요 회복, 차세대 발사체와 위성 등 우주 사업의 성장이 가속화되고 있다는 점을 감안할 때 중장기적으로 실적 성장과 성장동력을 동시에 확보한 것으로 판단하며 방산/우주 업종 내 최선호주로 제시한다.

[표 9] 한화에어로스페이스 목표주가 산출 (단위: 십억원, 원, x, 백만주)

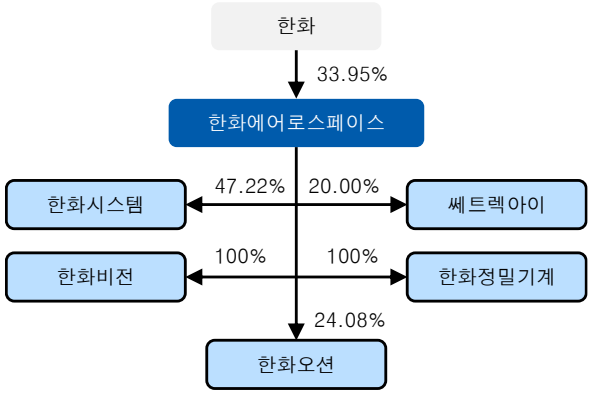
	내용	비고
Target PER	23.0	글로벌 Peer 평균에서 30% 할인
12M fwd EPS	10,195	
적정 주가	**234,961**	
발행 주식수	50.6	
적정 시가총액	11,896	
목표주가	**235,000**	
상승 여력	26.8%	

자료: 유안타증권 리서치센터

국내 유일무이의 종합 방산/우주 기업

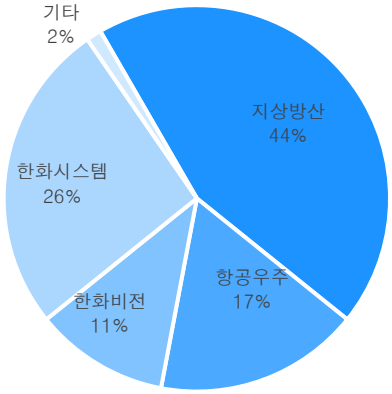
동사는 77년 삼성정밀공업으로 설립, 15년 6월 한화그룹으로 편입돼 현재 한화에어로스페이스로 사명을 변경했다. 주요 주주(24년 1월 4일 기준)로는 한화 33.95%, 국민연금공단 9.17% 등이다. 지상방산, 항공우주, CCTV, 우주(발사체, 위성), IT서비스 등 사업을 영위하고 있다. 23년 연결 매출액 비중은 지상방산 44%, 항공우주 17%, 한화비전 11%, 한화시스템 26%, 기타 2%이다. 주요 제품으로는 K-9(자주포), 천무(K-239, 다연장로켓), 레드백(장갑차) 등이 있다. 최근 한화오션(구 대우조선해양) 인수, 한화디펜스와 한화로부터 양수받은 한화방산을 합병하며 국내 유일무이 종합 방산 기업 체제를 구축했다. 더불어 누리호 체계종합 기업으로 선정돼 27년 누리호 6차 발사까지 제작 및 총괄관리를 수행하면서 발사체와 위성, 위성시스템 전반을 아우르는 국내 대표 우주기업으로 거듭나고 있다.

[그림 41] 한화에어로스페이스 지배구조



자료: 한화에어로스페이스, 유안타증권 리서치센터

[그림 42] 23년 한화에어로스페이스 매출 비중



자료: 한화에어로스페이스, 유안타증권 리서치센터

[그림 43] 한화에어로스페이스의 새로운 비전



자료: 한화에어로스페이스, 유안타증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	**5,541**	**6,540**	**9,370**	**10,574**	**10,758**
매출원가	4,523	5,190	7,233	8,527	8,593
매출총이익	1,018	1,349	2,137	2,047	2,165
판관비	741	972	1,432	1,170	1,211
영업이익	**277**	**377**	**705**	**876**	**954**
EBITDA	515	634	970	1,144	1,228
영업외손익	12	-203	533	-103	-89
외환관련손익	-9	-50	0	0	0
이자손익	-49	-33	-41	-32	-19
관계기업관련손익	1	-21	21	21	21
기타	69	-98	553	-91	-91
법인세비용차감전순손익	289	175	1,238	774	865
법인세비용	80	60	245	217	242
계속사업순손익	210	115	993	557	622
중단사업순손익	92	37	0	0	0
당기순이익	302	152	993	557	622
지배지분순이익	**253**	**201**	**829**	**502**	**560**
포괄순이익	357	109	950	514	579
지배지분포괄이익	308	218	1,899	1,028	1,158

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	**990**	**1,524**	**1,308**	**2,215**	**2,196**
당기순이익	302	152	993	557	622
감가상각비	162	176	189	197	208
외환손익	16	64	0	0	0
종속,관계기업관련손익	-1	21	-21	-21	-21
자산부채의 증감	311	794	-223	1,117	1,026
기타현금흐름	200	318	370	365	360
투자활동 현금흐름	**-607**	**-1,225**	**-3,353**	**-638**	**-650**
투자자산	-251	-699	-2,732	-94	-88
유형자산 증가 (CAPEX)	-166	-197	-450	-407	-446
유형자산 감소	6	5	0	0	0
기타현금흐름	-195	-334	-171	-137	-116
재무활동 현금흐름	**813**	**216**	**-286**	**-343**	**-353**
단기차입금	95	480	28	12	2
사채 및 장기차입금	199	247	0	0	0
자본	16	-212	0	0	0
현금배당	-30	-35	-51	-91	-91
기타현금흐름	533	-264	-264	-264	-264
연결범위변동 등 기타	1	0	1,990	151	-952
현금의 증감	**1,197**	**515**	**-341**	**1,385**	**241**
기초 현금	1,331	2,528	3,043	2,702	4,087
기말 현금	2,528	3,043	2,702	4,087	4,329
NOPLAT	**277**	**377**	**705**	**876**	**954**
FCF	**824**	**1,328**	**858**	**1,808**	**1,750**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	**6,284**	**8,589**	**9,916**	**11,529**	**11,976**
현금및현금성자산	2,528	3,043	2,702	4,087	4,329
매출채권 및 기타채권	1,037	1,438	2,176	2,291	2,403
재고자산	1,605	2,014	2,886	2,915	2,944
비유동자산	4,762	6,568	9,485	9,718	9,978
유형자산	1,898	2,987	3,248	3,458	3,696
관계기업등 지분관련자산	182	88	2,797	2,881	2,967
기타투자자산	318	756	780	790	791
자산총계	**11,046**	**15,157**	**19,401**	**21,247**	**21,954**
유동부채	4,330	8,270	11,161	12,391	12,580
매입채무 및 기타채무	887	1,263	1,809	2,042	2,077
단기차입금	407	856	856	856	856
유동성장기부채	375	733	733	733	733
비유동부채	2,784	2,963	3,417	3,610	3,639
장기차입금	867	1,016	1,016	1,016	1,016
사채	982	696	696	696	696
부채총계	**7,114**	**11,234**	**14,578**	**16,001**	**16,219**
지배지분	2,889	2,863	3,598	3,965	4,392
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	429	217	217	217	217
이익잉여금	1,812	2,020	2,799	3,209	3,678
비지배지분	1,042	1,061	1,225	1,281	1,343
자본총계	**3,932**	**3,924**	**4,823**	**5,246**	**5,734**
순차입금	**154**	**390**	**700**	**-699**	**-942**
총차입금	2,781	3,569	3,596	3,608	3,610

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	4,989	3,967	16,375	9,905	11,065
BPS	57,134	56,612	71,153	78,417	86,841
EBITDAPS	10,162	12,532	19,159	22,596	24,255
SPS	109,449	129,165	185,062	208,843	212,485
DPS	700	1,000	1,800	1,800	1,800
PER	**9.0**	**14.9**	**7.6**	**18.7**	**16.7**
PBR	**0.8**	**1.0**	**1.7**	**2.4**	**2.1**
EV/EBITDA	**6.7**	**7.0**	**8.5**	**8.7**	**8.0**
PSR	**0.4**	**0.5**	**0.7**	**0.9**	**0.9**

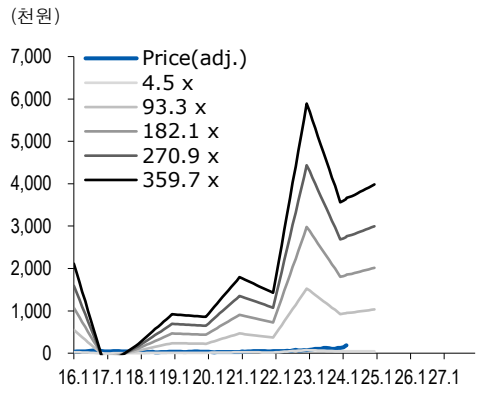
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	**4.1**	**18.0**	**43.3**	**12.9**	**1.7**
영업이익 증가율 (%)	**13.6**	**36.1**	**86.9**	**24.3**	**8.8**
지배순이익 증가율 (%)	**108.0**	**-20.5**	**312.8**	**-39.5**	**11.7**
매출총이익률 (%)	18.4	20.6	22.8	19.4	20.1
영업이익률 (%)	**5.0**	**5.8**	**7.5**	**8.3**	**8.9**
지배순이익률 (%)	4.6	3.1	8.8	4.7	5.2
EBITDA 마진 (%)	9.3	9.7	10.4	10.8	11.4
ROIC	4.8	6.2	17.8	27.0	33.6
ROA	2.5	1.5	4.8	2.5	2.6
ROE	**9.2**	**7.0**	**25.7**	**13.3**	**13.4**
부채비율 (%)	181.0	286.3	302.3	305.0	282.8
순차입금/자기자본 (%)	5.3	13.6	19.4	-17.6	-21.5
영업이익/금융비용 (배)	4.4	4.7	7.8	9.6	10.4

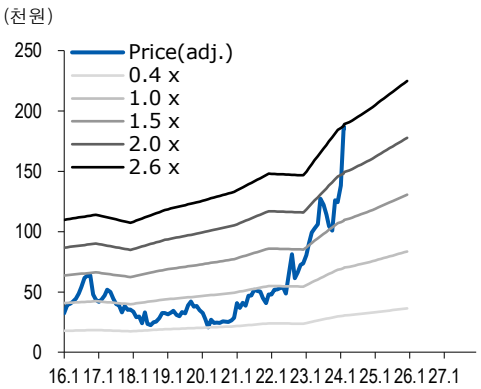
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

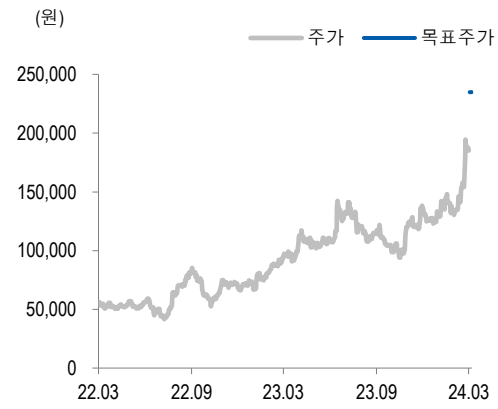
P/E band chart



P/B band chart



한화에어로스페이스 (012450) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-03-06	BUY	235,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	85.9
Hold(중립)	14.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-03-06

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이승웅**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

한화시스템 (272210)



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

우주의 기운이 솟아난다

레이다·위성 산업의 선두주자

24년 KF-21 양산과 주요 위성사업 본격화로 인한 수혜가 예상된다. 23년 12월 국내 최초로 순수 자체기술로 개발한 소형 SAR 위성의 자체 발사에 성공했다. 소형 SAR 위성의 경우 본체와 탑재체, 태양전지판이 일체화된 형태로 위성 설계 및 제조 능력을 검증한 것으로 판단한다. 21년 유텔셋 원웹에 3억달러를 투자하고 국내 서비스 공급 계약 체결한 것을 바탕으로 23년 11월 398억원 규모의 상용 저궤도위성 기반의 군용 통신체계 사업을 수주했다. 민·관·군 협의체가 25~30년 4,797억원 규모를 투자해 국내 저궤도 위성통신 구축 전까지 저궤도 위성통신의 개발과 운영 노하우로 국내 위성통신 시장을 주도할 전망이다. 24년 KF-21 초도물량 20대 양산으로 항공전자 장비 매출이 본격화될 전망이다. 특히 AESA(능동형위상배열) 레이다는 미국, 영국, 프랑스, 스웨덴, 이스라엘 등 일부 국가만 원천기술을 보유한 최첨단 기술로 향후 신규 고객 확보 및 사업 확장도 기대된다.

24년 매출액 두자릿수 성장 지속

24년 연결 매출액은 2.7조원(+11.7% YoY), 영업이익은 1,244억원(+33.9% YoY)으로 전망한다. 동사는 24년 가이던스로 매출액 +10% YoY를 제시했다. KF-21 초도물량 양산과 위성 사업과 TICN 4차 양산 등 방산부문과 계열사 중심의 차세대 ERP 구축 등 ICT 부문의 고른 성장이 예상된다. 23년말 수주잔고는 방산을 중심으로 7.3조원까지 증가해 외형성장과 이익 성장이 장기화될 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 2만원으로 커버리지 개시

항공·우주, 감시·정찰, 지휘통제·통신, 해양시스템 등 방산 전분야에 걸친 핵심 장비를 보유해 주요 방산업체의 해외 수주 증가에 따른 수혜가 예상된다. 28년부터 국내 위성 발사 수요가 급증한다는 점에서 24년부터 위성제작 발주가 본격화될 것으로 예상된다. 다수의 우주사업이 진행 중이다. 그룹 내 한화에어로스페이스(발사체)와 쎄트렉아이(관측위성, 우주서비스)와의 협력을 통한 우주 사업에서의 중장기 성장이 지속 가능할 것이다.

BUY (I)

목표주가	20,000원 (I)
현재주가 (3/5)	17,120원
상승여력	17%

시가총액	32,343억원
총발행주식수	188,919,389주
60일 평균 거래대금	291억원
60일 평균 거래량	1,690,777주
52주 고/저	19,350원 / 11,710원
외인지분율	3.82%
배당수익률	2.37%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.3	6.4	37.1
상대	10.8	0.2	25.8
절대 (달러환산)	13.0	4.5	33.7

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	782	-0.8	26.0	781	0.1
영업이익	21	흑전	-43.1	22	-2.4
세전계속사업이익	106	흑전	105.7	27	291.8
지배순이익	141	흑전	229.0	15	865.1
영업이익률 (%)	2.7	흑전	-3.3 %pt	2.8	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	18.0	흑전	+11.1 %pt	1.9	+16.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

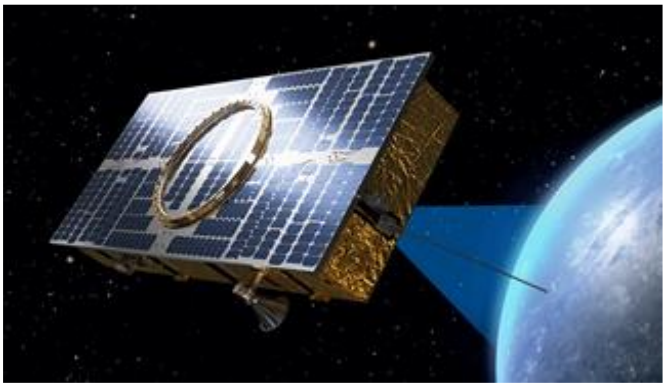
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	2,090	2,188	2,453	2,740
영업이익	112	24	93	124
지배순이익	98	-77	446	152
PER	27.3	-34.9	7.3	21.2
PBR	1.4	1.3	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.7	12.8	10.5	9.0
ROE	6.0	-3.6	20.3	6.2

자료: 유안타증권

레이다·위성 산업의 선두주자

24년 KF-21 양산과 주요 위성사업 본격화로 인한 수혜가 예상된다. 동사는 다목적실용위성(아리랑) 3호의 IR센서를 시작으로 7호, 7A호의 EO·IR 탑재체, 차세대 중형위성 1,2호의 EO탑재체를 개발 제작했으며, 23년 12월에는 국내 최초로 순수 자체기술로 개발한 소형 SAR 위성의 자체 발사에 성공했다. 소형 SAR 위성의 경우 본체와 탑재체, 태양전지판이 일체화된 형태로 위성 설계 및 제조 능력을 검증한 것으로 판단한다. 21년 유텔셋 원웹에 3억달러를 투자하고 국내 서비스 공급 계약 체결한 것을 바탕으로 23년 11월 398억원 규모의 상용 저궤도위성 기반의 군용 통신체계 사업을 수주했다. 민·관·군 협의체가 25~30년 4,797억원 규모를 투자해 국내 저궤도 위성통신 구축 전까지 저궤도 위성통신의 개발과 운영 노하우로 국내 위성통신 시장을 주도할 전망이다. 24년 KF-21 초도물량 20대 양산으로 항공전자 장비 매출이 본격화될 전망이다. 특히 AESA(능동형위상배열) 레이다는 미국, 영국, 프랑스, 스웨덴, 이스라엘 등 일부 국가만 원천기술을 보유한 최첨단 기술로 향후 신규 고객 확보 및 사업 확장도 기대된다.

[그림 44] 한화시스템의 소형 SAR 위성



자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 45] 23년 12월 소형 SAR 위성 발사



자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 46] KF-21의 핵심 장비인 AESA 레이다



자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

24년 매출액 두자릿수 성장 지속

24년 연결 매출액은 2.7조원(+11.7% YoY), 영업이익은 1,244억원(+33.9% YoY)으로 전망한다. 동사는 24년 가이던스로 매출액 +10% YoY를 제시했다. KF-21 초도물량 양산과 위성 사업과 TICN 4차 양산 등 방산부문과 계열사 중심의 차세대 ERP 구축 등 ICT 부문의 고른 성장이 예상된다. 23년말 수주잔고는 방산을 중심으로 7.3조원까지 증가해 외형성장과 이익 성장이 장기화될 전망이다.

[표 10] 22년 이후 한화시스템 주요 수주 (단위: 십억원)

분류	계약명	계약규모	'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29
방산	차세대보병전투차량 다중위협체 대응 지능형능동방호 기술과제	36.0							
방산	초소형위성체계 SAR 검증위성(H 모델)	67.9							
방산	C-130H 성능개량(2차) 사업	73.7							
방산	울산급 Batch-III 후속함(2~6번) 전투체계	399.2							
방산	23년 천마체계 외주정비(방산) '탐지추적장치' 물품구매계약	98.6							
ICT	에어로스페이스 차세대 One ERP 구축단계(3/3) 프로젝트	72.6							
방산	K1계열전차 사통장치 성과기반계약(PBL) 외 3항목	146.7							
방산	폴란드 K2전차 수출사업 조준경 등 17종 계약	257.4							
방산	철매-II 성능개량 다기능레이더(2차 양산)	56.8							
방산	공지통신무전기 성능개량사업(LYNX 등 5종)	95.9							
방산	TICN Block-I-2(TMMR) 2차 양산	233.0							
방산	전기/기계장치	340.0							
방산	설계종합	81.8							
방산	함탑재정찰용/서북도서용 무인항공기 체계개발사업	143.3							
방산	JTDLS(완성형) 함정7종 체계개발사업	83.8							

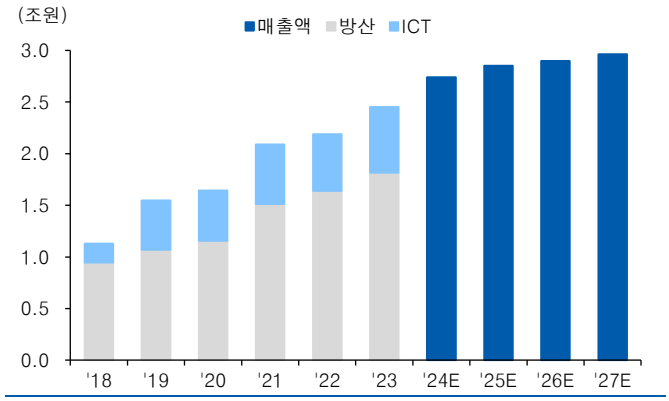
자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[표 11] 한화시스템 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	'23	'24E
연결 매출액	**440**	**611**	**621**	**782**	**475**	**617**	**671**	**978**	**2,453**	**2,740**
YoY %	*2.3*	*19.6*	*35.1*	*-0.8*	*8.0*	*1.0*	*8.2*	*25.0*	*12.1*	*11.7*
방산	292	448	459	617	491	484	542	546	1,820	2,062
ICT	147	162	161	165	161	159	178	179	605	678
연결 영업이익	**12**	**30**	**40**	**11**	**29**	**36**	**36**	**23**	**93**	**124**
YoY %	*-19.1*	*82.3*	*7,840.0*	*흑전*	*135.2*	*19.3*	*-8.6*	*113.4*	*287.1*	*33.9*
OPM %	2.8	4.9	6.4	1.4	6.1	5.8	5.4	2.4	3.8	4.5

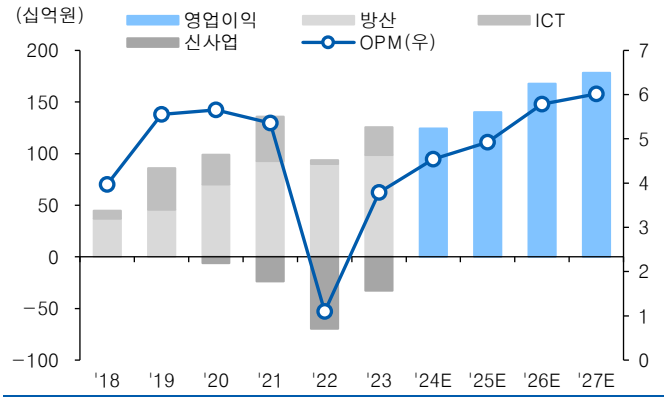
자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 47] 한화시스템 매출액 추이 및 전망



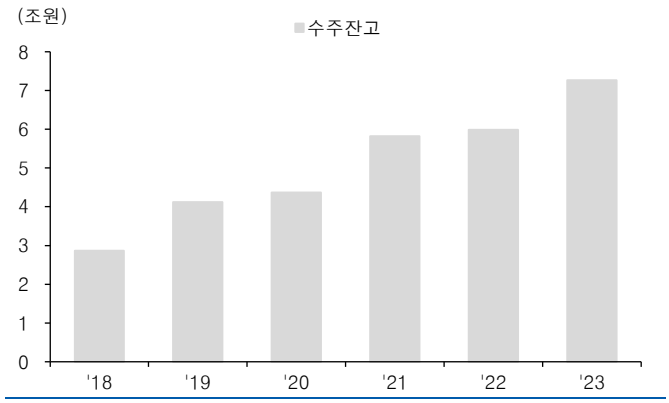
자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 48] 한화시스템 영업이익 추이 및 전망



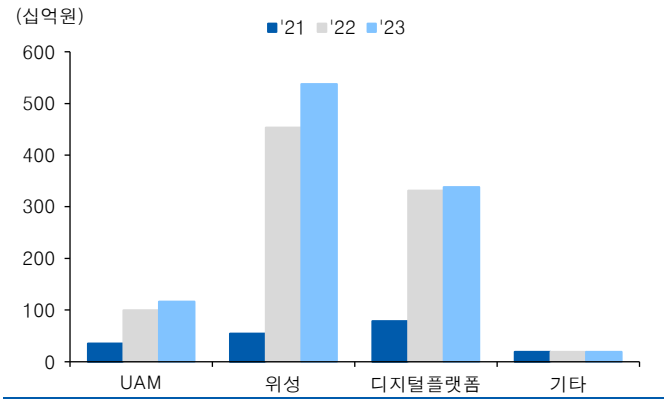
자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 49] 한화시스템 수주잔고 추이



자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 50] 21년 이후 분야별 신사업 누적 투자액 추이



자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 2만원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 20,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd EPS 854원에 Target PER(글로벌 Peer 평균에 30% 할인) 23.0x를 적용해 산출했다. 현주가 기준 12M fwd PER은 20.0x이다. 항공·우주, 감시·정찰, 지휘통제·통신, 해양시스템 등 방산 전 분야에 걸친 핵심 장비를 보유해 주요 방산업체의 해외 수주 증가에 따른 수혜가 예상된다. 28년부터 국내 위성 발사 수요가 급증한다는 점에서 24년부터 위성제작 발주가 본격화될 것으로 예상된다. 아리랑7호, 아리랑7A호, 425사업, 초소형 위성체계, 군위성 통신망 등 다수의 우주 사업이 진행 중이다. 그룹 내 한화에어로스페이스(발사체)와 쎄트렉아이(관측위성, 우주서비스)와의 협력을 통한 우주 사업에서의 중장기 성장이 지속 가능할 것이다.

[표 12] 한화시스템 목표주가 산출 (단위: 십억원, 원, x, 백만주)

	내용	비고
Target PER	23.0	글로벌 Peer 평균에서 30% 할인
12M fwd EPS	854	
적정 주가	**19,681**	
발행 주식수	188.9	
적정 시가총액	3,717	
목표주가	**20,000**	
상승 여력	16.8%	

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 51] 한화그룹의 우주사업 내 한화시스템 역할

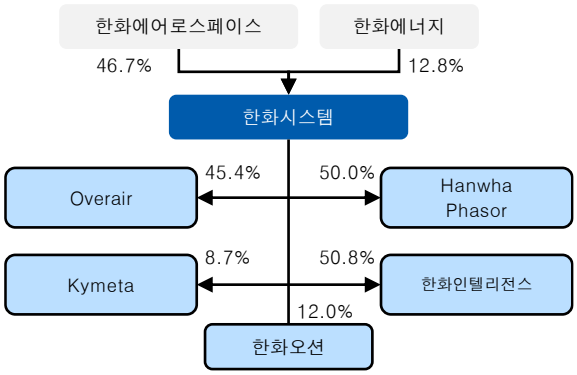


자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

방산·우주의 미래 핵심 기술 보유

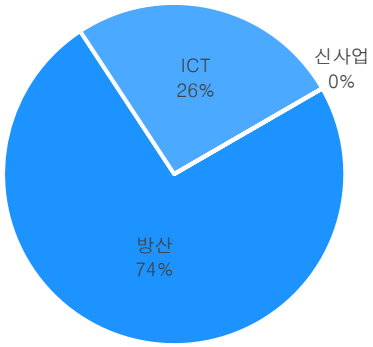
동사는 00년 삼성전자와 프랑스 탈레스 그룹의 합작으로 설립됐으며 18년 한화 S&C와 합병 후 현재 한화시스템으로 사명을 변경했다. 3Q23말 기준 주요 주주로는 한화에어로스페이스 46.7%, 한화에너지 12.8%, 국민연금공단 6.0% 등이 있다. 주요 사업으로는 C4I, 레이다 등 방산전자와 기업 ERP 등 ICT 사업을 영위하고 있다. 최근에는 UAM, 위성, 디지털플랫폼 등에 투자하고 미래 성장을 도모하고 있다. Kymeta, Utelsat OneWeb에 투자해 국내 위성통신 안테나 및 서비스 사업을 전개하고 있으며, Overair 지분투자와 함께 UAM 팀 코리아 참여로 UAM 사업을 진행 중이다.

[그림 52] 한화시스템 지배구조



자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 53] 23년 한화시스템 매출 비중



자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

한화시스템 (272210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	**2,090**	**2,188**	**2,453**	**2,740**	**2,851**
매출원가	1,806	1,935	2,131	2,360	2,433
매출총이익	284	253	323	381	418
판관비	172	229	230	256	278
영업이익	**112**	**24**	**93**	**124**	**140**
EBITDA	208	129	175	190	192
영업외손익	16	-81	327	22	24
외환관련손익	2	4	0	0	0
이자손익	4	19	19	23	26
관계기업관련손익	-10	-27	27	27	27
기타	20	-78	282	-28	-28
법인세비용차감전순손익	128	-57	420	146	164
법인세비용	30	24	-51	-15	-35
계속사업순손익	98	-81	471	161	199
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	98	-81	471	161	199
지배지분순이익	**98**	**-77**	**446**	**152**	**189**
포괄순이익	98	-197	469	159	198
지배지분포괄이익	98	-193	459	156	193

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	**317**	**269**	**653**	**321**	**382**
당기순이익	98	-81	471	161	199
감가상각비	66	77	58	43	32
외환손익	-1	-3	0	0	0
종속,관계기업관련손익	10	27	-27	-27	-27
자산부채의 증감	98	104	4	0	36
기타현금흐름	46	144	146	144	141
투자활동 현금흐름	**-268**	**-679**	**-14**	**-14**	**-10**
투자자산	-129	-597	-5	-5	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-80	-48	0	0	0
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-60	-35	-9	-9	-8
재무활동 현금흐름	**1,048**	**-3**	**-68**	**-71**	**-73**
단기차입금	-28	86	3	4	1
사채 및 장기차입금	3	-32	0	0	0
자본	1,150	1	3	0	0
현금배당	-25	-30	-47	-47	-47
기타현금흐름	-52	-28	-28	-28	-28
연결범위변동 등 기타	0	5	-120	-143	-110
현금의 증감	**1,097**	**-409**	**451**	**93**	**190**
기초 현금	540	1,637	1,228	1,679	1,772
기말 현금	1,637	1,228	1,679	1,772	1,962
NOPLAT	**112**	**34**	**104**	**137**	**170**
FCF	**236**	**220**	**653**	**321**	**382**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	**2,676**	**2,327**	**2,906**	**3,143**	**3,388**
현금및현금성자산	1,637	1,228	1,679	1,772	1,962
매출채권 및 기타채권	182	212	233	260	270
재고자산	406	373	418	467	486
비유동자산	1,218	1,619	1,541	1,480	1,430
유형자산	257	274	217	174	141
관계기업등 지분관련자산	29	16	18	21	21
기타투자자산	184	575	577	580	581
자산총계	**3,894**	**3,946**	**4,447**	**4,623**	**4,818**
유동부채	1,363	1,619	1,687	1,746	1,786
매입채무 및 기타채무	183	219	246	275	286
단기차입금	0	80	80	80	80
유동성장기부채	30	0	0	0	0
비유동부채	291	308	315	319	324
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	30	30	30	30	30
부채총계	**1,655**	**1,927**	**2,002**	**2,066**	**2,110**
지배지분	2,222	2,000	2,402	2,506	2,646
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,085	1,086	1,089	1,089	1,089
이익잉여금	225	117	517	622	764
비지배지분	17	19	43	51	62
자본총계	**2,240**	**2,019**	**2,445**	**2,557**	**2,708**
순차입금	**-1,504**	**-1,037**	**-1,487**	**-1,579**	**-1,768**
총차입금	160	214	218	221	223

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	630	-405	2,363	806	999
BPS	11,900	10,697	12,844	13,400	14,151
EBITDAPS	1,332	683	928	1,004	1,018
SPS	13,384	11,582	12,985	14,506	15,091
DPS	160	250	250	250	250
PER	**27.3**	**-34.9**	**7.3**	**21.2**	**17.1**
PBR	**1.4**	**1.3**	**1.4**	**1.3**	**1.2**
EV/EBITDA	**5.7**	**12.8**	**10.5**	**9.0**	**7.9**
PSR	**1.3**	**1.2**	**1.3**	**1.2**	**1.1**

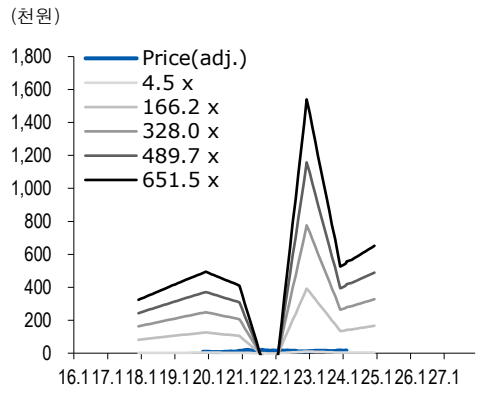
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	**27.2**	**4.7**	**12.1**	**11.7**	**4.0**
영업이익 증가율 (%)	**20.7**	**-78.6**	**286.6**	**33.9**	**12.8**
지배순이익 증가율 (%)	**5.1**	**적전**	**흑전**	**-65.9**	**24.0**
매출총이익률 (%)	13.6	11.6	13.2	13.9	14.7
영업이익률 (%)	**5.4**	**1.1**	**3.8**	**4.5**	**4.9**
지배순이익률 (%)	4.7	-3.5	18.2	5.6	6.6
EBITDA 마진 (%)	10.0	5.9	7.1	6.9	6.7
ROIC	15.3	7.4	26.9	35.4	45.0
ROA	3.0	-2.0	10.6	3.4	4.0
ROE	**6.0**	**-3.6**	**20.3**	**6.2**	**7.3**
부채비율 (%)	73.9	95.4	81.9	80.8	77.9
순차입금/자기자본 (%)	-67.7	-51.8	-61.9	-63.0	-66.8
영업이익/금융비용 (배)	26.7	4.1	13.8	18.1	20.2

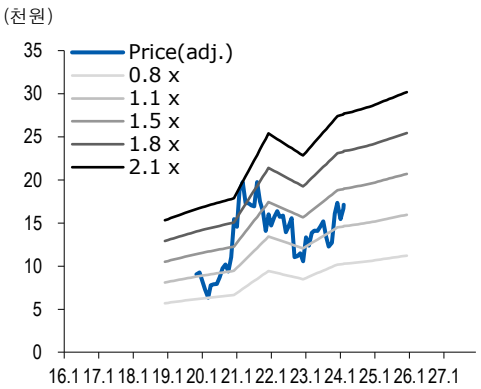
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

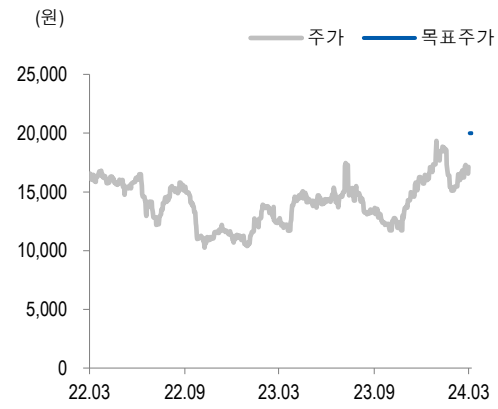
P/E band chart



P/B band chart



한화시스템 (272210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-03-06	BUY	20,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	85.9
Hold(중립)	14.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-03-06

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이승웅**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

LIG넥스원 (079550)



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

확고해진 중장기 성장

순수 방산 기업, 유도무기의 강자

동사는 유도무기(PGM), 감시정찰(ISR), 항공전자/전자전(AEW), 지휘통제(C4I) 등 사업을 영위하고 있으며, 23년 연결 매출액 비중은 유도무기 49.5%, 감시정찰 15.5%, 항공전자/전자전 11.2%, 기타 2.3%이다. 무기체계 개발을 중심으로 성장하면서 전체 실적에서 국내 비중이 80% 이상을 차지한다. 최근 천궁-II 등 동사의 유도무기에 대한 해외에서의 관심이 대규모 수주로 이어지며 수출 비중 확대가 기대된다.

다시 한번 수주잔고 최대치 경신

24년 연결 매출액은 2.9조원(+24.4% YoY), 영업이익 2,517억원(+35.1% YoY)으로 전망한다. 23년말 수주잔고는 19.6조원으로 22년 12.3조원대비 59.7% 증가하며 역대 최대치를 경신했다. 사우디아라비아향 천궁-II 10개포대 수주 4.3조원이 4Q23에 인식된 것으로 파악된다. 22년 UAE 천궁-II 수주에 이은 두번째 중동향 수출 수주이다. 더불어 사우디의 경우 발사대와 레이더 등이 모두 포함된 수주라는 점을 감안한다면 사우디아라비아의 천궁-II 추가 수주 가능성도 열어둔다. 수주잔고 증가에 따른 매출액의 두 자릿수 증가가 본격화될 전망이다. 특히 중동향 천궁-II의 납품이 26년부터 본격화될 것으로 예상돼 실적 성장은 4~5년간 이어질 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 18.4만원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 184,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd 예상 EPS 9,979원에 Target PER(글로벌 Peer 평균에 30% 할인) 23.0x를 적용해 산출했다. 현주가 기준 12M fwd PER은 15.3x이다. 역대 최대치의 수주잔고와 해외수주 비중 확대로 향후 4~5년간의 매출액 고성장이 이어질 전망이다. 그동안 개발 매출 비중이 높았다는 점도 향후 양산, 수출로 이어지며 수익성 개선도 중장기적으로 지속될 것이다. 동사의 유도무기에 대한 해외 관심이 높아진다는 점에서 수출 품목 확대도 기대된다.

BUY (I)

목표주가	184,000원 (I)
현재주가 (3/5)	152,300원
상승여력	21%

시가총액	33,506억원
총발행주식수	22,000,000주
60일 평균 거래대금	800억원
60일 평균 거래량	623,445주
52주 고/저	152,300원 / 67,700원
외인지분율	16.58%
배당수익률	1.63%
주요주주	엘아이지 외 11 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	39.9	55.4	103.3
상대	36.8	46.3	86.7
절대 (달러환산)	39.5	52.7	98.3

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	680	11.9	26.9	803	-15.3
영업이익	37	59.7	-10.1	42	-12.5
세전계속사업이익	27	흑전	-36.2	40	-32.0
지배순이익	50	흑전	48.1	34	48.5
영업이익률 (%)	5.4	+1.6 %pt	-2.3 %pt	5.3	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	7.4	흑전	+1.1 %pt	4.2	+3.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,822	2,221	2,309	2,873
영업이익	97	179	186	252
지배순이익	105	123	175	220
PER	9.5	14.6	16.4	15.2
PBR	1.3	1.9	2.6	2.6
EV/EBITDA	9.4	8.1	12.7	10.9
ROE	14.6	14.5	17.4	18.9

자료: 유안타증권

다시 한번 수주잔고 최대치 경신

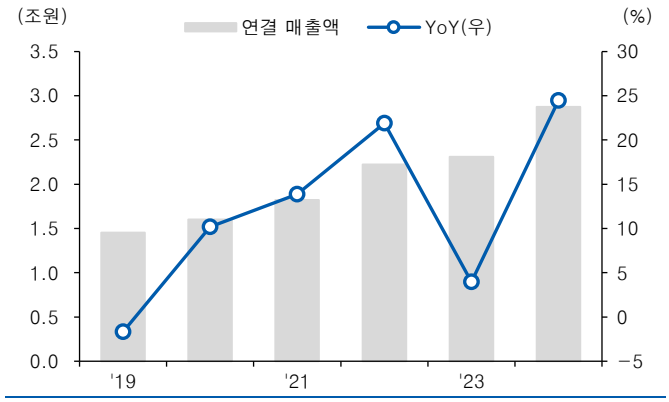
24년 연결 매출액은 2.9조원(+24.4% YoY), 영업이익 2,517억원(+35.1% YoY)으로 전망한다. 23년말 수주잔고는 19.6조원으로 22년 12.3조원대비 59.7% 증가하며 역대 최대치를 경신했다. 사우디아라비아향 천궁-II 10개포대 수주 4.3조원이 4Q23에 인식된 것으로 파악된다. 22년 UAE 천궁-II 수주에 이은 두번째 중동향 수출 수주이다. 더불어 사우디의 경우 발사대와 레이더 등이 모두 포함된 수주라는 점을 감안한다면 사우디아라비아의 천궁-II 추가 수주 가능성도 열어둔다. 수주잔고 증가에 따른 매출액의 두 자릿수 증가가 본격화될 전망이다. 특히 중동향 천궁-II의 납품이 26년부터 본격화될 것으로 예상돼 실적 성장은 4~5년간 이어질 것이다.

[표 13] 한화에어로스페이스 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	'23	'24E
연결 매출액	**547**	**546**	**536**	**680**	**635**	**663**	**756**	**819**	**2,309**	**2,873**
YoY %	*28.0*	*11.3*	*-22.9*	*11.9*	*16.1*	*21.4*	*41.0*	*20.5*	*4.0*	*24.4*
내수	440	460	443	607	457	530	557	690	1,950	2,233
수출	107	86	93	73	178	133	199	130	358	639
연결 영업이익	**68**	**40**	**41**	**37**	**57**	**64**	**68**	**63**	**186**	**252**
YoY %	*35.1*	*-14.8*	*-29.6*	*59.7*	*-17.0*	*58.0*	*66.1*	*71.7*	*4.1*	*35.1*
OPM %	12.5	7.4	7.7	5.4	8.9	9.6	9.0	7.7	8.1	8.8
방위력개선비									16,917	17,799
내수매출/방위력개선비 %									**11.5**	**12.5**
수주잔고									**19,593**	

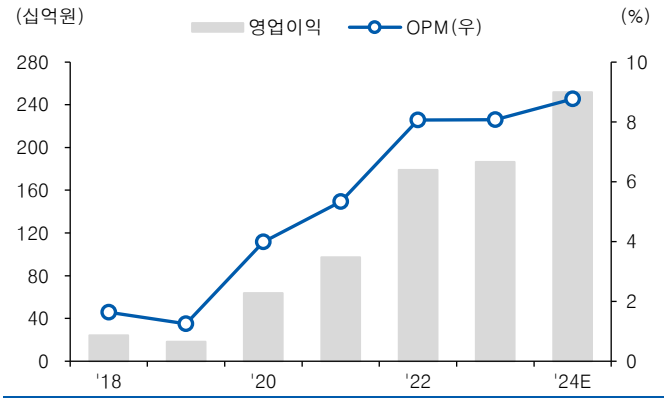
자료: LIG 넥스원, 유안타증권 리서치센터

[그림 54] LIG 넥스원 매출액 추이 및 전망



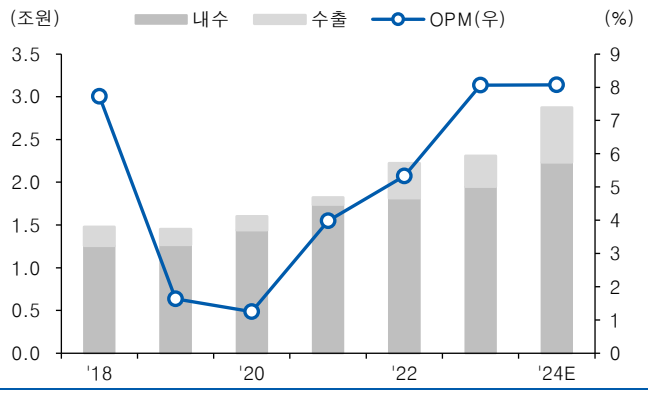
자료: LIG 넥스원, 유안타증권 리서치센터

[그림 55] LIG 넥스원 영업이익 및 OPM 추이



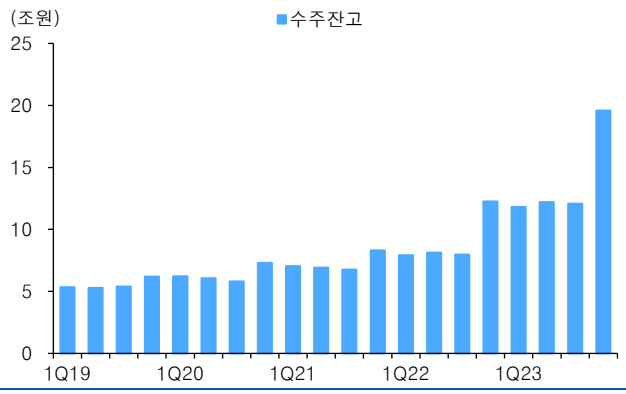
자료: LIG 넥스원, 유안타증권 리서치센터

[그림 56] LIG 넥스원 내수 및 수출 매출액 추이



자료: LIG 넥스원, 유안타증권 리서치센터

[그림 57] LIG 넥스원 수주잔고 추이



자료: LIG 넥스원, 유안타증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 18.4만원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 184,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd 예상 EPS 9,979원에 Target PER(글로벌 Peer 평균에 30% 할인) 23.0x를 적용해 산출했다. 현주가 기준 12M fwd PER은 15.3x이다. 역대 최대치의 수주잔고와 해외수주 비중 확대로 향후 4~5년간의 매출액 고성장이 이어질 전망이다. 그동안 개발 매출 비중이 높았다는 점도 향후 양산, 수출로 이어지며 수익성 개선도 중장기적으로 지속될 것이다. 동사의 유도무기에 대한 해외 관심이 높아진다는 점에서 수출 품목 확대도 기대된다.

[표 14] 한화에어로스페이스 목표주가 산출 (단위: 십억원, 원, x, 백만주)

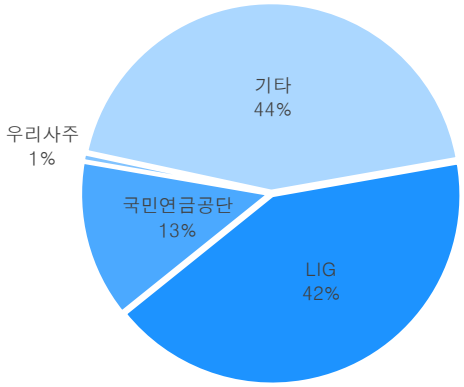
	내용	비고
Target PER	23.0	글로벌 Peer 평균에서 30% 할인
12M fwd EPS	9,979	
적정 주가	**183,615**	
발행 주식수	22.0	
적정 시가총액	4,040	
목표주가	**184,000**	
상승 여력	20.8	

자료: 유안타증권 리서치센터

순수 방산기업, 유도무기의 강자

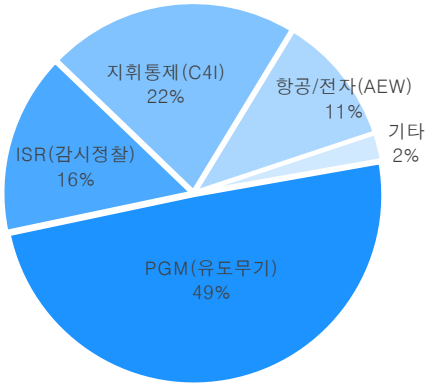
동사는 76년 금성정밀공업으로 설립, 04년 LG이노텍의 방산사업 부문이 분사해 현재의 LIG넥스원이 됐다. 주요 주주(23년 12월 29일 기준)로는 LIG 42.0%, 국민연금공단 13.5% 등이 있다. 유도무기(PGM), 감시정찰(ISR), 항공전자/전자전(AEW), 지휘통제(C4I) 등 사업을 영위하고 있으며, 23년 연결 매출액 비중은 유도무기 49.5%, 감시정찰 15.5%, 항공전자/전자전 11.2%, 기타 2.3%이다. 무기체계 개발을 중심으로 성장하면서 전체 실적에서 국내 비중이 80% 이상을 차지한다. 최근 천궁-II 등 동사의 유도무기에 대한 해외에서의 관심이 대규모 수주로 이어지며 수출 비중 확대가 기대된다.

[그림 58] LIG 넥스원 주주 구성



자료: LIG 넥스원, 유안타증권 리서치센터

[그림 59] 23년 LIG 넥스원 부문별 매출액 비중



자료: LIG 넥스원, 유안타증권 리서치센터

[표 15] LIG 넥스원 사업부문별 주요 제품

사업부문	분야	제품
유도무기(PGM)	지상발사	천궁, 천마, 신궁, 비호, 현궁, 비궁
	함정/공중발사	KGGB, 해궁, 해성, 비룡, 해룡
	수중발사	청상어, 홍상어, 범상어, 자항식기만기, 자항기뢰
감시정찰(ISR)	레이다	AESA, 국지방송, 해상감시 PAR, 울산-I 급 탐색, 검독수리급 탐색
	전자광학/레이다	SAR 위성, 초소형위성체계, EOSS, EOTS
	소나/센서	HMS, 광개도-III Batch-II, 통합소나체계, KDDX, 장보고-III
항공/전자(AEW)	유인기	KFX-SMC, ETU, T/FA-50-HUD, RADAR, LAH-SMC, IDMC
	무인기	SAR, EO/IR, GCS
	전술전자전	TLQ-200K, SLQ-200, ALQ-200, 드론 방어시스템
	신호수집	MTB-EWT
	전파관리	전파측정시스템
지휘통제(C4I)	지휘통제체계	BTCS, 무인기 및 차량지휘통제체계, 잠수함 통합전투체계, 소해함 TDS
	전술통신/항법	군 위성통신체계-II, TMMR

자료: LIG 넥스원, 유안타증권 리서치센터

LIG 넥스원 (079550) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	**1,822**	**2,221**	**2,309**	**2,873**	**3,324**
매출원가	1,591	1,894	1,960	2,423	2,787
매출총이익	232	327	348	450	537
판관비	134	147	162	198	228
영업이익	**97**	**179**	**186**	**252**	**309**
EBITDA	154	233	245	312	369
영업외손익	32	-21	-1	8	20
외환관련손익	31	11	25	20	18
이자손익	-12	-3	0	0	12
관계기업관련손익	3	2	0	0	0
기타	9	-31	-26	-12	-10
법인세비용차감전순손익	129	158	185	260	329
법인세비용	24	35	10	40	47
계속사업순손익	105	123	175	220	282
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	105	123	175	220	282
지배지분순이익	**105**	**123**	**175**	**220**	**282**
포괄순이익	106	198	175	220	282
지배지분포괄이익	106	198	175	220	282

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	**135**	**457**	**645**	**699**	**755**
당기순이익	105	123	175	220	282
감가상각비	41	46	50	52	51
외환손익	-29	-16	-25	-20	-18
종속,관계기업관련손익	-3	-2	0	0	0
자산부채의 증감	-50	210	380	382	373
기타현금흐름	71	96	66	66	66
투자활동 현금흐름	**25**	**-33**	**-132**	**-99**	**-79**
투자자산	-8	54	0	-3	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-32	-46	-90	-70	-50
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	64	-42	-42	-26	-27
재무활동 현금흐름	**-137**	**-245**	**-98**	**-86**	**-91**
단기차입금	7	-7	0	3	2
사채 및 장기차입금	-117	-176	-30	-10	-15
자본	1	0	0	0	0
현금배당	-20	-26	-33	-42	-42
기타현금흐름	-9	-36	-36	-36	-36
연결범위변동 등 기타	0	0	-596	-343	-355
현금의 증감	**24**	**178**	**-181**	**172**	**230**
기초 현금	51	75	253	72	243
기말 현금	75	253	72	243	473
NOPLAT	**97**	**179**	**186**	**252**	**309**
FCF	**103**	**411**	**555**	**629**	**705**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	**1,486**	**1,823**	**1,859**	**2,080**	**2,338**
현금및현금성자산	75	253	72	243	473
매출채권 및 기타채권	160	234	240	243	247
재고자산	219	231	224	226	233
비유동자산	1,091	1,190	1,289	1,311	1,315
유형자산	743	856	896	915	913
관계기업등 지분관련자산	77	1	1	1	1
기타투자자산	44	53	53	55	57
자산총계	**2,577**	**3,013**	**3,148**	**3,391**	**3,653**
유동부채	1,481	1,899	1,890	1,941	1,952
매입채무 및 기타채무	332	232	223	238	247
단기차입금	13	1	1	1	1
유동성장기부채	208	234	204	194	179
비유동부채	332	178	180	195	206
장기차입금	68	45	45	45	45
사채	250	50	50	50	50
부채총계	**1,814**	**2,078**	**2,070**	**2,136**	**2,159**
지배지분	763	935	1,078	1,255	1,494
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	142	142	142	142	142
이익잉여금	444	561	703	881	1,120
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**763**	**935**	**1,078**	**1,255**	**1,494**
순차입금	**456**	**93**	**244**	**60**	**-186**
총차입금	549	366	337	329	317

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	4,775	5,588	7,969	9,996	12,816
BPS	35,023	42,909	49,447	57,580	68,560
EBITDAPS	7,016	10,581	11,125	14,175	16,784
SPS	82,827	100,943	104,934	130,580	151,083
DPS	1,200	1,500	1,950	1,950	1,950
PER	**9.5**	**14.6**	**16.4**	**15.2**	**11.9**
PBR	**1.3**	**1.9**	**2.6**	**2.6**	**2.2**
EV/EBITDA	**9.4**	**8.1**	**12.7**	**10.9**	**8.6**
PSR	**0.5**	**0.8**	**1.2**	**1.2**	**1.0**

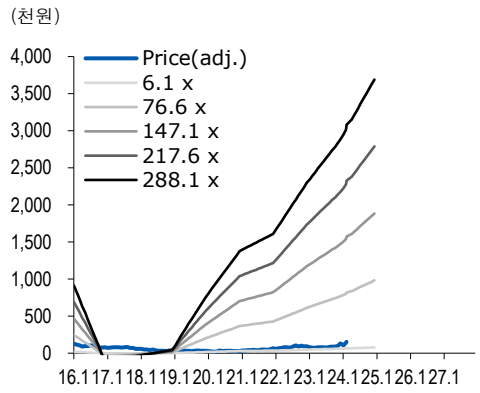
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	**13.9**	**21.9**	**4.0**	**24.4**	**15.7**
영업이익 증가율 (%)	**52.5**	**84.3**	**4.1**	**35.1**	**22.8**
지배순이익 증가율 (%)	**81.5**	**17.0**	**42.6**	**25.4**	**28.2**
매출총이익률 (%)	12.7	14.7	15.1	15.7	16.2
영업이익률 (%)	**5.3**	**8.1**	**8.1**	**8.8**	**9.3**
지배순이익률 (%)	5.8	5.5	7.6	7.7	8.5
EBITDA 마진 (%)	8.5	10.5	10.6	10.9	11.1
ROIC	7.7	14.3	16.7	18.0	22.3
ROA	4.1	4.4	5.7	6.7	8.0
ROE	**14.6**	**14.5**	**17.4**	**18.9**	**20.5**
부채비율 (%)	237.6	222.2	192.1	170.2	144.5
순차입금/자기자본 (%)	59.8	10.0	22.7	4.8	-12.5
영업이익/금융비용 (배)	7.0	13.5	18.4	26.2	33.1

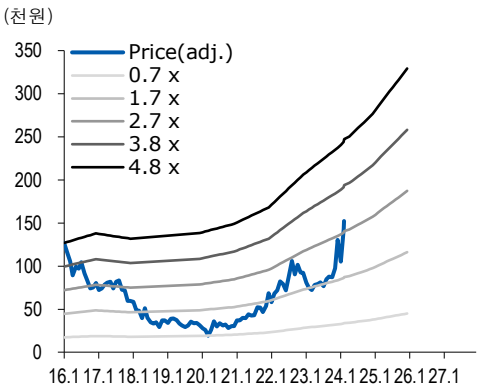
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

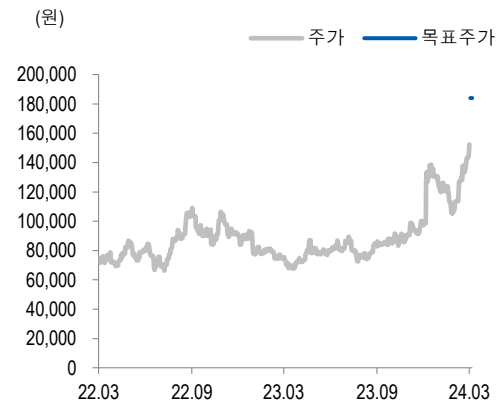
P/E band chart



P/B band chart



LIG 넥스원 (079550) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-03-06	BUY	184,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	85.9
Hold(중립)	14.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-03-06

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이승웅**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

한국항공우주 (047810)



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

미래성장 확보에 집중하는 구간

25년을 위한 숨 고르기

24년은 중장기 성장을 위한 신규 수주에 주목한다. 동사는 24년 신규수주 가이던스로 5.9조원, 수주잔고 23.9조원을 제시했다. 이익률이 가장 높은 것으로 분석되는 완제기수출에서의 신규수주 3조원이 기대된다. 국내는 KF-21 초도물량(PBL 포함) 1.6조원이 있으며, 해외는 중동 2개국 1.7조원, 중앙아시아 FA-50 1.1조원 등이 있으며, 미 공군/해군 훈련기, 이집트 완제기수출 등도 잠재 수주 대상이다.

24년 연결 매출액은 3.7조원(-3.7% YoY), 영업이익은 2,158억원(-12.8% YoY)으로 전망한다. 국내 KF-21 체계 개발 사업 종료, 폴란드향 FA-50 PL의 매출 인식 변경 등으로 매출액 감소는 불가피하나 회전익(상륙공격헬기, 소해헬기) 사업의 매출 본격화 및 전방 산업의 수요 회복에 따른 기체부품 회복이 일부 상쇄할 전망이다. 1Q23 이라크 기지 재건 사업 종료에 따른 일회성 비용 축소 등을 감안한다면 영업이익률은 5.9%로 견조한 수준을 유지할 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 6.3만원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 63,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd 예상 BPS 18,424원에 Target PBR 3.4x(역사적 평균)을 적용해 산출했다. 현주가 수준에서 12M fwd PBR은 2.8x로 저평가 상태이다. 국내 KF-21 개발 사업이 종료되고 올해 초도물량 양산이 본격화될 예정이다. FA-50의 폴란드, 말레이시아 수출로 동사의 해외사업이 확대되고 있고 회전익에서의 해외 성과도 기대된다. 따라서 중장기적으로 해외시장 신뢰도 제고로 KF-21 수출 가능성도 기대할 수 있다. 15년 T-50/FA-50의 완제기 수출, 보잉과 에어버스의 기체부품 사업이 동시에 성장했던 시절이 재현될 가능성이 높다.

BUY (I)

목표주가	63,000원 (I)
현재주가 (3/5)	51,000원
상승여력	24%

시가총액	49,712억원
총발행주식수	97,475,107주
60일 평균 거래대금	284억원
60일 평균 거래량	547,380주
52주 고/저	59,500원 / 41,550원
외인지분율	29.47%
배당수익률	0.49%
주요주주	한국수출입은행

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.7	8.6	13.1
상대	1.4	2.3	3.8
절대 (달러환산)	3.4	6.7	10.3

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,510	73.8	49.9	1,395	8.2
영업이익	155	312.1	136.3	122	26.8
세전계속사업이익	134	흑전	108.5	116	16.0
지배순이익	121	흑전	127.4	101	19.7
영업이익률 (%)	10.2	+5.9 %pt	+3.7 %pt	8.7	+1.5 %pt
지배순이익률 (%)	8.0	흑전	+2.7 %pt	7.2	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023P	2024F
매출액	2,562	2,787	3,819	3,678
영업이익	58	142	248	216
지배순이익	64	118	216	201
PER	50.1	38.4	22.6	24.7
PBR	2.5	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	16.3	12.7	12.1	13.4
ROE	5.2	8.8	14.1	11.8

자료: 유안타증권

25년을 위한 숨고르기

24년은 중장기 성장을 위한 신규 수주에 주목한다. 동사는 24년 신규수주 가이던스로 5.9조원, 수주잔고 23.9조원을 제시했다. 이익률이 가장 높은 것으로 분석되는 완제기수출에서의 신규수주 3조원이 기대된다. 국내는 KF-21 초도물량(PBL 포함) 1.6조원이 있으며, 해외는 중동 2개국 1.7조원, 중앙아시아 FA-50 1.1조원 등이 있으며, 미 공군/해군 훈련기, 이집트 완제기수출 등도 잠재 수주 대상이다.

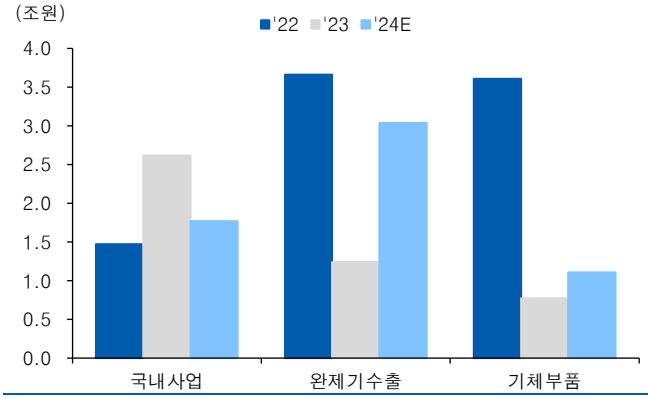
24년 연결 매출액은 3.7조원(-3.7% YoY), 영업이익은 2,158억원(-12.8% YoY)으로 전망한다. 국내 KF-21 체계 개발 사업 종료, 폴란드향 FA-50 PL의 매출 인식 변경 등으로 매출액 감소는 불가피하나 회전익(상륙공격헬기, 소해헬기) 사업의 매출 본격화 및 전방 산업의 수요 회복에 따른 기체부품 회복이 일부 상쇄할 전망이다. 1Q23 이라크 기지 재건 사업 종료에 따른 일회성 비용 축소 등을 감안한다면 영업이익률은 5.9%로 견조한 수준을 유지할 전망이다.

[표 16] 한국항공우주 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	'23	'24E
연결 매출액	**569**	**733**	**1,007**	**1,510**	**867**	**861**	**779**	**1,171**	**3,819**	**3,678**
YoY %	*-11.2*	*9.7*	*65.4*	*73.8*	*52.4*	*17.4*	*-22.7*	*-22.4*	*37.0*	*-3.7*
국내사업	368	492	502	599	405	497	370	591	1,961	1,864
완제기수출	27	53	311	655	243	146	162	361	1,047	912
기체부품	170	183	190	247	215	214	244	213	791	886
연결 영업이익	**19**	**8**	**65**	**154**	**42**	**52**	**51**	**71**	**247**	**216**
YoY %	*-50.5*	*-75.6*	*114.6*	*311.6*	*118.6*	*516.2*	*-22.7*	*-53.9*	*74.7*	*-12.8*
OPM%	3.4	1.1	6.5	10.2	4.9	6.0	6.5	6.1	6.5	5.9
신규수주	**1,378**	**248**	**211**	**2,796**					**4,632**	**5,915**
국내사업	38	114	87	2,379					2,617	1,770
완제기수출	1,201	4	21	15					1,240	3,037
기체부품	138	130	103	403					775	1,108
수주잔고	**25,054**	**25,020**	**20,373**	**21,776**					**21,776**	**23,929**
국내사업	8,001	7,709	7,298	9,067					9,067	8,997
완제기수출	6,177	6,128	5,837	5,329					5,329	7,283
기체부품	10,876	11,184	7,238	7,379					7,379	7,649

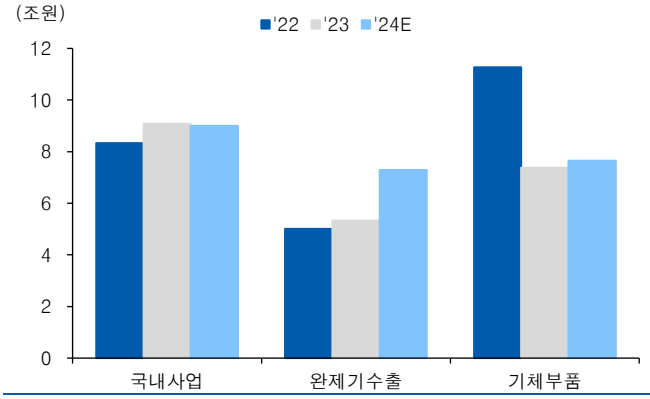
자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

[그림 60] 한국항공우주 신규수주 추이 및 전망



자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

[그림 61] 한국항공우주 수주잔고 추이 및 전망



자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 6.3만원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 63,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd 예상 BPS 18,424원에 Target PBR 3.4x(역사적 평균)을 적용해 산출했다. 현주가 수준에서 12M fwd PBR은 2.8x로 저평가 상태이다. 국내 KF-21 개발 사업이 종료되고 올해 초도물량 양산이 본격화될 예정이다. FA-50의 폴란드, 말레이시아 수출로 동사의 해외 사업이 확대되고 있고 회전익에서의 해외 성과도 기대된다. 따라서 중장기적으로 해외시장 신뢰도 제고로 KF-21 수출 가능성도 기대할 수 있다. 15년 T-50/FA-50의 완제기 수출, 보잉과 에어버스의 기체부품 사업이 동시에 성장했던 시절이 재현될 가능성이 높다.

[표 17] 한국항공우주 목표주가 산출 (단위: 십억원, 원, x, 백만주)

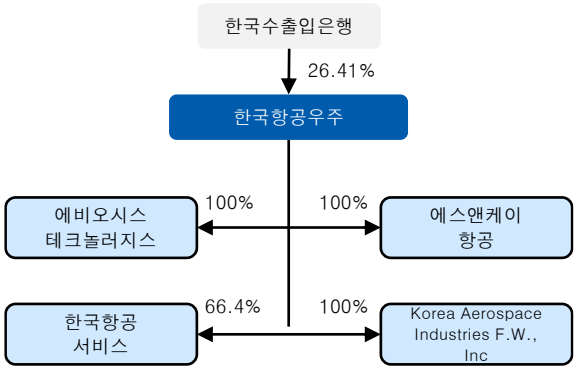
	내용	비고
Target PBR	3.4	역사적 평균 PBR 적용
12M fwd BPS	18,424	
적정 주가	**62,642**	
발행 주식수	97.5	
적정 시가총액	6,106	
목표주가	**63,000**	
상승 여력	23.5	

자료: 유안타증권 리서치센터

국내 유일무이의 완제기 제조 기업

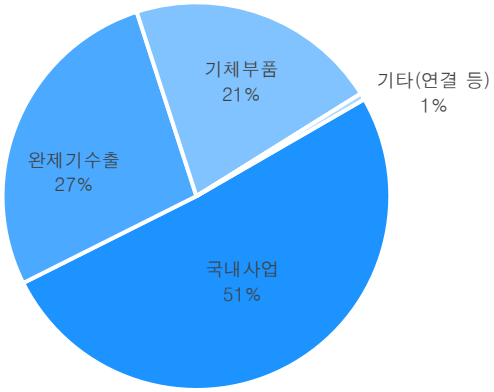
동사는 99년 설립 현대우주항공, 삼성항공우주산업, 대우중공업의 항공기 사업부문의 통합으로 설립돼 후 고정익, 회전익 등 완제기와 기체부품, 우주 등 사업을 영위하고 있다. 주요 주주(24년 1월 23일 기준)로 한국수출입은행 26.41%, 국민연금공단 9.97%, Fidelity 7.38% 등이다. 주요 계열사로는 한국항공서비스, 에스앤케이항공, 에비오시스테크놀러지스가 있다. 23년 연결 매출액 비중은 국내사업 51%, 완제기수출 27%, 기체부품 21%, 기타 1%이다. 주요 제품은 고정익 KF-21, FA-50, T-50이 있고, 회전익 KUH/LAH 등이 있으며 미국 Boeing, 유럽 Airbus 등에 항공기 핵심 부품을 공급하고 있다. 더불어 항공 분야 외에 다목적실용위성, 정지궤도복합위성, 차세대중형위성, 군절창위성 등 개발과 발사체 총조립을 통해 우주 사업도 확대하고 있다.

[그림 62] 한국항공우주 지배구조



자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

[그림 63] 23년 한국항공우주 매출 비중



자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

[그림 64] 한국항공우주 지역별 주요 고객



자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

한국항공우주 (047810) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	**2,562**	**2,787**	**3,819**	**3,678**	**4,043**
매출원가	2,255	2,413	3,355	3,166	3,453
매출총이익	307	374	464	512	590
판관비	249	232	216	296	301
영업이익	**58**	**142**	**248**	**216**	**289**
EBITDA	207	277	391	360	434
영업외손익	-4	-19	3	-1	1
외환관련손익	28	-22	0	0	0
이자손익	-20	-3	0	-4	-3
관계기업관련손익	0	-1	3	3	3
기타	-12	7	0	0	0
법인세비용차감전순손익	54	122	250	215	290
법인세비용	1	6	38	16	27
계속사업순손익	53	116	213	199	263
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	53	116	213	199	263
지배지분순이익	**64**	**118**	**216**	**201**	**267**
포괄순이익	83	175	213	199	263
지배지분포괄이익	93	178	216	202	267

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	**440**	**1,493**	**1,756**	**1,639**	**1,746**
당기순이익	53	116	213	199	263
감가상각비	102	91	96	96	97
외환손익	-17	47	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	1	-3	-3	-3
자산부채의 증감	179	1,228	1,419	1,315	1,358
기타현금흐름	124	10	31	32	32
투자활동 현금흐름	**-416**	**-204**	**-278**	**-199**	**-143**
투자자산	-87	43	-8	1	-3
유형자산 증가 (CAPEX)	-84	-69	-180	-150	-100
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-245	-178	-90	-50	-40
재무활동 현금흐름	**201**	**-103**	**-300**	**-2**	**-21**
단기차입금	-249	12	1	0	0
사채 및 장기차입금	471	-88	-270	30	10
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-19	-19	-24	-24	-24
기타현금흐름	-2	-7	-7	-7	-7
연결범위변동 등 기타	0	-49	-2,336	-1,403	-1,243
현금의 증감	**225**	**1,137**	**-1,159**	**35**	**339**
기초 현금	662	887	2,024	865	900
기말 현금	887	2,024	865	900	1,239
NOPLAT	**58**	**142**	**248**	**216**	**289**
FCF	**356**	**1,424**	**1,576**	**1,489**	**1,646**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	**3,681**	**5,389**	**4,424**	**4,565**	**5,014**
현금및현금성자산	887	2,024	865	900	1,239
매출채권 및 기타채권	249	229	234	241	249
재고자산	1,325	1,593	1,641	1,690	1,741
비유동자산	2,174	2,383	2,819	2,883	2,891
유형자산	865	827	911	965	968
관계기업등 지분관련자산	13	15	21	20	22
기타투자자산	72	75	78	77	78
자산총계	**5,855**	**7,772**	**7,243**	**7,448**	**7,905**
유동부채	2,800	5,055	4,564	4,562	4,743
매입채무 및 기타채무	425	650	890	857	942
단기차입금	7	19	19	19	19
유동성장기부채	93	527	527	527	527
비유동부채	1,758	1,264	1,037	1,070	1,107
장기차입금	106	78	78	78	78
사채	998	499	229	259	269
부채총계	**4,558**	**6,319**	**5,601**	**5,632**	**5,850**
지배지분	1,269	1,428	1,619	1,796	2,038
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	675	833	1,024	1,201	1,443
비지배지분	28	25	23	20	17
자본총계	**1,297**	**1,453**	**1,642**	**1,816**	**2,055**
순차입금	**146**	**-1,044**	**-158**	**-168**	**-502**
총차입금	1,230	1,154	886	915	926

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	656	1,215	2,211	2,063	2,735
BPS	13,023	14,648	16,610	18,424	20,910
EBITDAPS	2,124	2,840	4,010	3,696	4,457
SPS	26,287	28,591	39,183	37,729	41,480
DPS	200	250	250	250	250
PER	**50.1**	**38.4**	**22.6**	**24.7**	**18.6**
PBR	**2.5**	**3.2**	**3.0**	**2.8**	**2.4**
EV/EBITDA	**16.3**	**12.7**	**12.1**	**13.4**	**10.3**
PSR	**1.2**	**1.6**	**1.3**	**1.4**	**1.2**

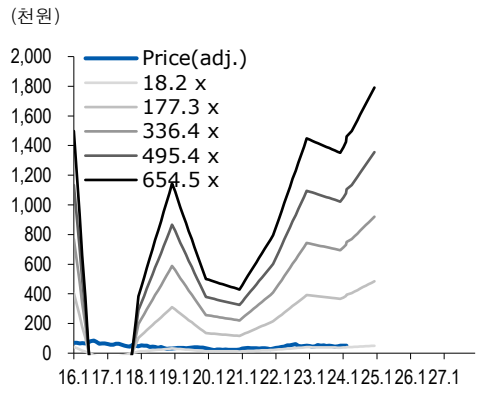
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	**-9.3**	**8.8**	**37.0**	**-3.7**	**9.9**
영업이익 증가율 (%)	**-58.2**	**143.1**	**74.9**	**-12.9**	**34.1**
지배순이익 증가율 (%)	**-14.4**	**85.4**	**82.0**	**-6.7**	**32.6**
매출총이익률 (%)	12.0	13.4	12.1	13.9	14.6
영업이익률 (%)	**2.3**	**5.1**	**6.5**	**5.9**	**7.2**
지배순이익률 (%)	2.5	4.3	5.6	5.5	6.6
EBITDA 마진 (%)	8.1	9.9	10.2	9.8	10.7
ROIC	3.8	16.3	31.7	17.2	21.8
ROA	1.2	1.7	2.9	2.7	3.5
ROE	**5.2**	**8.8**	**14.1**	**11.8**	**13.9**
부채비율 (%)	351.3	434.8	341.2	310.1	284.6
순차입금/자기자본 (%)	11.5	-73.1	-9.8	-9.4	-24.6
영업이익/금융비용 (배)	2.5	6.5	13.3	13.2	17.3

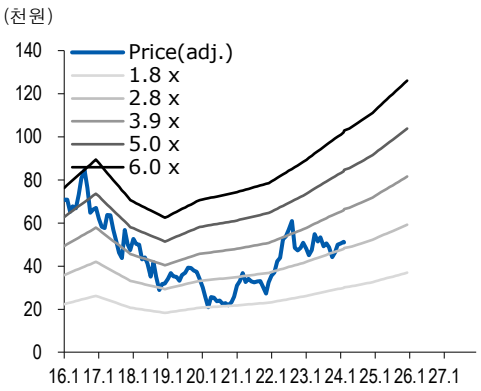
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

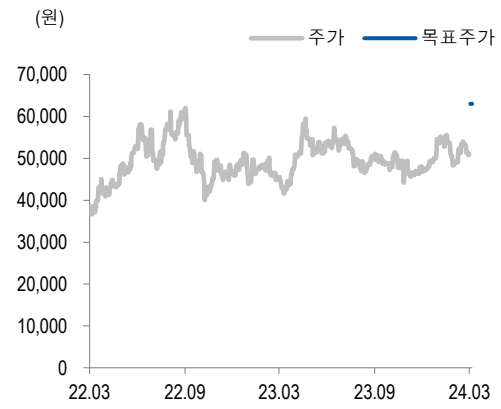
P/E band chart



P/B band chart



한국항공우주 (047810) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-03-06	BUY	63,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	85.9
Hold(중립)	14.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-03-06

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이승웅**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.