



| 우주항공과 국방 |

한화에어로스페이스(012450.KS)

한화, 하나가 된 지금부터 시작.

모두의 원픽 한화, pick me!

러시아 우크라이나 전쟁으로 인한 높아진 군사적 긴장감으로 무기 수요가 빠르게 증가하고 있다. 하지만 미국, 독일, 러시아, 이스라엘 등 무기 생산 국가들은 높아진 수요를 감당하지 못하고 있다. 이에 국내 방산 업체들의 체감 수요는 빠르게 증가하고 있다. 2025년 이후는 호주의 H-ACE 생산 시설과 폴란드 현지 생산이 이루어지며, 이에 2025년 이전의 생산 가능 물량이 중요하다. 유동적인 가동을 변동에 따라 현재 납품받은 물량에 대한 물량 소화는 어렵지 않을 것으로 보인다. 다만 추가적인 예정되어 있지 않은 추가적인 대규모 계약은 어려울 것으로 보인다. 그럼에도 이미 높은 수준의 수주 물량을 확보했으며, 추후에도 수주 확보는 어렵지 않을 것으로 전망한다. 해외 물량의 높은 마진을 수준에 따라 동사의 매출액과 영업이익은 큰 폭으로 상승할 것으로 전망한다.

Re: 엔진으로부터 시작하는 실적상승의 향기

한화에어로스페이스(개별)은 비행기 엔진부품 생산 및 수리를 영위하는데, 주로 엔진부품 생산 및 납품을 통해 기업가치를 창출하고 있다. 동사는 2015년 이후, 글로벌 비행기 엔진시장의 OEM업체와 RSP 및 LTA계약 확대, 우수협력사 인증 등을 통해 시장점유율을 확대하고 있다. 특히, 포스트코로나로 민항기 수요가 증가하고 있고, 반도체 부족으로 항공기 완제품 생산이 지연되면서, 퇴역항공기의 수명을 연장하기 위한 부품 수요 역시 증가하는 추세이다.

해양에서 우주까지, 한국형 록히드 마틴

한화그룹은 육·해·공 전반을 아우르는 글로벌 토털 디펜스를 구축하기 위해 방산부문을 한화에어로스페이스로 일원화하고 있다. 특히, 대우조선해양을 2조원에 인수하여, 대우조선의 함 건조 기술과 동사의 해군납품 기술력이 시너지를 낼 전망이다. 또한 민간주도의 뉴 스페이스 시대로 변화하는 우주산업 성장 속에서, 씨트랙이하는 동사의 항공우주 사업부문을 담당하며 또 다른 성장 모멘텀이 되었다. 특히, 동사는 국가주도사업에서 인정받은 중소형 관측위성과 저궤도 위성산업의 경쟁력을 바탕으로 다가올 누리호 발사체 기술까지 확보하였다. 이에 따라, 한화에어로스페이스는 한국형 록히드 마틴에 한 발짝 더 가까워졌다.

Valuation

동사의 가치평가 방법으로 SOTP를 사용하였으며, 핵심사업부문인 항공엔진, 방산, 싸큐리티 및 ICT, 항공우주 4가지 부문으로 나누어 각 부문가치를 추정 후 합산하였다. 이에 따라 2023년 **목표주가 108,000원, 상승여력 51%** 제시한다.

Investment Fundamentals					(억원, 원, 배)
FYE Dec	2019A	2020A	2021A	2022E	2022E
매출액	52,641	53,214	64,151	85,306	89,581
영업이익	1,652	2,439	3,830	5,093	5,348
순이익	1,624	1,647	3,018	4,013	4,214
EPS	2,555	2,388	4,989	6,633	6,966
PER	13.72	11.93	9.62	16.34	15.57
PBR	0.73	0.56	0.84	1.15	1.15
OPM	3.14	4.58	5.97	6.72	6.72
ROE	5.45	4.78	9.21	8.12	8.53

투자 의견

BUY

목표주가

108,000원

현재주가(11.27)

71,500원

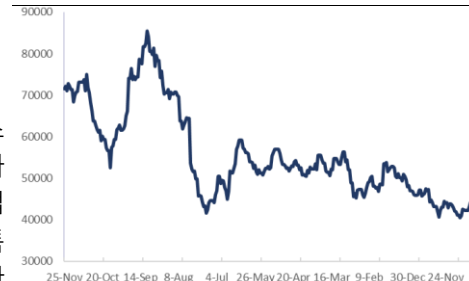
상승여력

51%

Stock Data

KOSPI(11/27)	2437
KOSDAQ	733
시가총액	3조 6,200억원
발행주식수(주)	50,630,000
52주 최고/최저가(원)	86,800 / 40,200
외국인지분율(%)	22.55%
주요주주(%)	(주)한화 33.95%
	신현우 0.03%
주가상승률(%)	1개월 14% 6개월 36% 12개월 66%

Stock Price



Research Team 6

팀장	33기 김성훈	bluestarbee@gmail.com
팀원	31기 이진주	jinjoo5619@gmail.com
	34기 박태하	yjmkt@gmail.com
	34기 유승주	Ysju2000@gmail.com
	35기 권태연	xodus2670@naver.com
	35기 이종훈	jongtanng@gmail.com

I. 기업 분석

기업 개요

1. Business Model

1.1 항공엔진 부문

항공엔진부문은 3Q22 기준, 동사의 매출 21.66%를 차지하고 있는 부문으로(수출 54.3%, 내수 45.7%), 항공기 엔진을 개발, 생산, 정비하는 사업이다. 대표적인 제품으로 군용 원제 엔진에 해당하는 FA-50 경공격기, KUH용 엔진이 있다. 민항기 엔진 부품은 제트 엔진의 회전팬 및 부속(Fan blade), 공기압축기(compressor), 연소기(combustor), 엔진 덮개(case) 등을 생산하고 있다.

항공엔진부문은 3Q22 기준 매출액은 9,933억원(YoY -3.78%), 영업이익률은 3.29%(YoY +3.64%p)을 보였다. 동사는 항공엔진부문에서의 수주잔고가 25조원이 넘으며 세계 3대 엔진 제작사(OEM)인 GE, Rolls Royce, P&W와 현재 계약되어 있는 수주총액이 22조원이 넘는 수준이다. 그 중에서도 가장 큰 규모의 수주총액에 해당하는 계약이 2015년 P&W와 체결한 GTF(Geared Turbo Fan)엔진 RSP(Risk and Revenue Sharing Program)이다. 단 하나의 불량도 용납되지 않는 고도의 기술력이 요구되는 항공엔진분야에서 3대 엔진 제작사들의 장기적 사업 파트너로 선정되었다는 것은 동사의 기술경쟁력을 인정받고 있다는 점을 시사한다.

1.2 방산 부문

방산부문은 3Q22 기준, 동사 매출 41.2%를 차지하고 있는 주요 수익원으로(내수 94.75%) (주)한화디펜스와 (주)한화시스템의 방산부문이 영위하고 있다. K9 자주포, 보병전투장갑차 레드백, K239 다연장로켓 '천무'가 대표적인 제품이다. 방산부문은 3Q22 기준 매출액은 1조 8894억원(YoY +1.44%), 영업이익률은 3.96%(YoY -0.68%p)을 보였다. 동사의 K9자주포와 천무는 각각 올해 폴란드향 3.2조원, 5조원의 대규모 수출계약 체결을 통해 4Q22부터 실적 향상 및 가격경쟁력 상승에 기여할 것으로 예상된다. 그리고 호주 LAND400(차세대 보병 전투장갑차 선정사업)에서 동사의 레드백과 독일의 링스가 최종 경쟁하고 있다. 동사가 LAND400에서 수주를 따낼 경우 양산 수주금액만 2025년~2029년까지 5조원에 해당하는 금액을 반영할 수 있다. 이처럼 동사의 방산부문은 상대적으로 마진이 더 높은 수출판매계약과 함께 이후 꾸준한 MRO 수익까지 받쳐줄 전망이다.

1.3 항공우주 부문

항공우주 부문은 씨트렉아이가 영위하고 있는 부문으로 위성시스템의 개발 및 생산이 핵심사업이다. 동사는 10월 7일, 차세대 발사체 개발에 참여할 기업으로 선정되어 2027년까지 총 6878억원을 들여 한국항공우주연구원과 누리호를 4번 발사하게 된다. 이 과정에서 설계, 제작, 발사에 대한 기술을 이전받게 되고, 우주발사체를 처음부터 끝까지 진행할 수 있는 종합체계업체로 발돋움할 수 있는 동력이 될 전망이다.

1.4 시큐리티 부문 및 IT서비스 부문

시큐리티 부문은 CCTV, 저장장치, 모니터, 카메라모듈 등의 감시장비를 제조하고 판매하는 사업으로 (주)한화테크윈이 영위하고 있다. 수출이 3Q22기준 87.47%의 비중을 차지하고 있으며 그중에서도 미주 지역이 수출의 69%를 차지하고 있다. 미주지역으로의 수출은 YoY 100.9%, QoQ 12.6%의 성장률을 보이며 작년 부터 꾸준하게 성장하고 있다. 이는 대중 제재로 인한 시장확대와 물류 공급망 차질에도 동사가 선제적으로 대응하여 점유율을 확대한 것이 원인이다. 해당 부문은 영상처리기술과 지능형 영상분석기능을 탑재한 SoC(System on Chip)를 자체 개발함으로써 가격경쟁력 확보를 통해 캐시카우의 역할을 톡톡히 하고 있다.

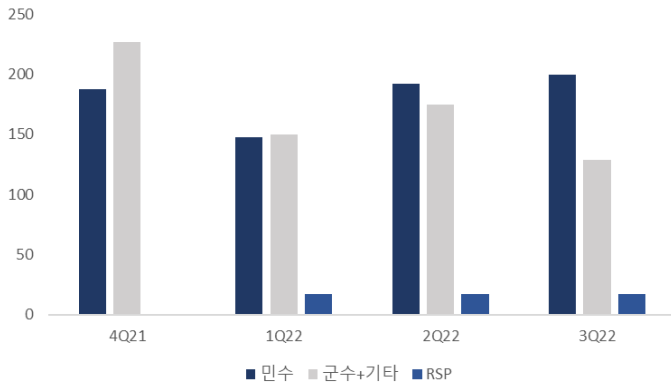
IT서비스 부문은 기업의 전산시스템을 구축하는 사업인 SI사업과 고객의 전산시스템을 운영 및 관리하는 IT아웃소싱을 주요 사업으로 영위하고 있다. 주요 매출처는 한화솔루션으로 ERP 구축 사업 등을 수행하고 있다.

한화에어로스페이스 사업부 구분

사업부문		품목	구체적 용도	주요상품 등	매출액 (단위: 백 만)
항공엔진	한화에어로스페이스(주)	가스터빈엔진 및 엔진부품·정비, 항공기계 등	군수 및 민간용 항공기 엔진, 엔진부품, 항공 및 발사체의 연료, 유압, 구동 및 전기시스템 분야	T50/FA50, F100, LM2500, KUH, KF-X, KT-1, LPT 모듈, Blade, Case, Vane 등	993,364
방산	한화디펜스(주)	자주포, 발사대, 장갑차, 지상무기체계, 해양무기체계	군수장비	K9, K10, 천무, KM-SAMMRP, TAS-815K, KSANPBL, L-SAM MFR 등	1,889,464
	한화시스템(주) 방산부문	항공우주체계, 종합군수지원 등			
시큐리티	한화테크윈(주)	CCTV, 저장장치, 모니터, 카메라 모듈 등	보안 경계 및 감시, 재산보호목적	Wisnet Series(P/X/Q/T/HD+/ACS), Smart Home Camera All-in-One Solution, Baby Monitor 등	751,484
IT서비스 등	한화시스템(주) ICT부문	전산시스템 설계/구축/위탁운영, IT 융합 엔지니어링 서비스, 물류 BPO 등	IT서비스, 디지털플랫폼 등	-	325,391
항공우주	(주)세트렉아이	위성시스템, 전자광학카메라, 위성지상국, 위성영상 판매, 위성영상 데이터분석 등	지구관측용 인공위성, 위성영상 수신 처리 및 위성관제, 데이터 분석	LabelEarth, Ovision 등	62,045

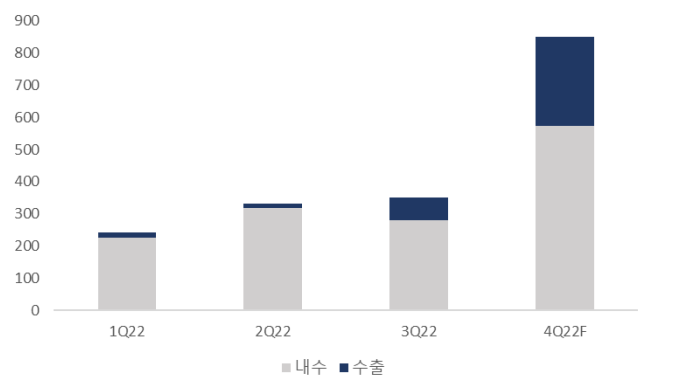
출처 : RFS Team 6, 사업보고서

항공엔진 부문 매출액 구분 (단위: 십억원)



출처: RFS Team 6

한화디펜스 내수, 수출 추이 (단위: 십억원)



출처: RFS Team 6

지배구조 개편을 통해
종합 방산기업으로 거
듭

2. 지배구조 개편

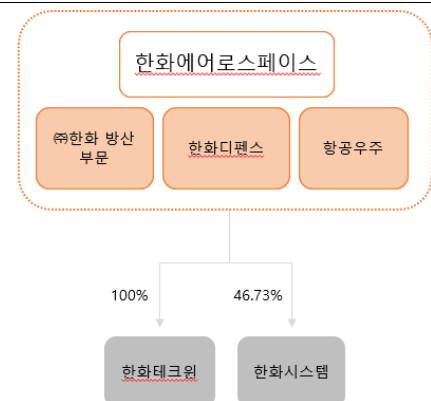
동사는 2Q22 기준, 한화디펜스, 한화정밀기계, 한화파워시스템, 한화테크윈, 한화시스템, 씨트렉아이를 주
요 종속회사로 보유하고 있었다. 하지만 한화그룹 주요 계열사들은 2022년 7월 29일, 경영효율성 제고 및
사업경쟁력 강화 목적의 사업구조 개편 방안을 결정하였고, 동사는 한화디펜스를 합병하고(합병일자: 2022
년 11월 1일), 한화의 방위사업 부문을 7,860억원에 인수(인수예정일: 2022년 11월 30일)하였다. 또한 동
사는 내년 비방산 사업부를 한화에 추가적으로 매각할 계획인데, 한화정밀기계와 한화상업설비를 2023년
1월 3일에, 한화파워시스템은 2022년 8월 31일에 매각할 예정이다. 이러한 지배구조 개편은 한화그룹에
서 방위사업부문을 한화에어로스페이스로 일원화하여 방산기업이라는 정체성을 확고히 하고, 사업효율화
를 위한 것으로 보인다. 그리고 한화그룹의 대우조선해양 인수도 내년 3월에 마무리될 것으로 보고 있다.

한화에어로스페이스 지배구조도 (사업개편 전)



출처: RFS Team 6, 한화에어로스페이스

한화에어로스페이스 지배구조도 (사업개편 후)



출처: RFS Team 6, 한화에어로스페이스

재무 분석

(1) Top-line분석: 매출액, 영업이익, OPM

4분기 실적, 기대해볼 만하다

동사의 3Q22 매출액은 1조 3976억원, 영업이익은 644억원으로 전년동기 대비 +3.97%, 영업이익은 -23.39%의 다소 부진한 실적을 기록했다. 주요인은 한화디펜스(매출액 YoY +9.2%, 영업이익 YoY -42.5%)와 한화시스템(매출액 YoY -17.6%, 영업이익 YoY -98.8%)의 실적 부진과 파워시스템과 한화정밀기계를 중단사업으로 처리한 영향 때문이다. 하지만 한화디펜스의 폴란드와의 K9 자주포 초도물량 24문의 실적이 이번 4분기에 반영될 예정이고, 4분기에 예산집행을 많이 하는 내수 방산산업의 계절성으로 동사의 4분기 실적은 개선될 것으로 전망한다. OPM의 경우 동사는 4.6%를 기록했고, 전년동기 대비 1.6%p 감소하고, 전분기 대비 1.4%p 감소했다. 다만 한화디펜스의 3Q22의 낮은 영업이익률(2.6%, YoY -2.3%p, QoQ -1.9%p)은 개발비, 추가 재료비, 판관비 증가 등의 일회성비용 150억원 때문으로, 이를 제거한 영업이익률은 6.9%로 양호한 수준이라고 볼 수 있다.

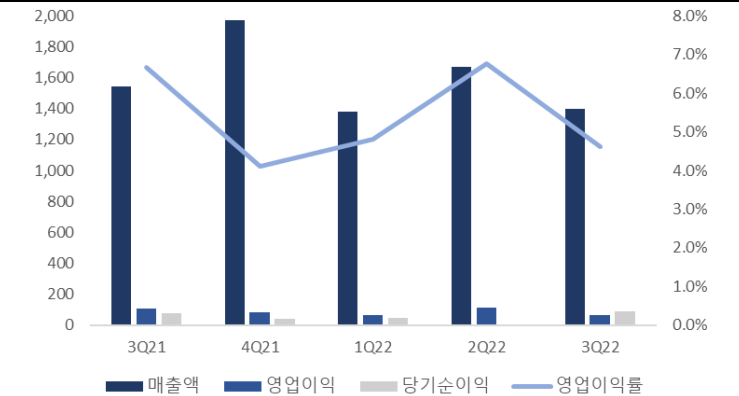
(2) 당기순이익, 영업활동현금흐름(운전자본변동), FCF, CAPEX 분석

당기순이익은 2021년 기준, 3017억원(YoY +83.17%)으로, 2017년부터 계속 증가세를 보이고 있다. 3Q22 기준으로 당기순이익은 전년동기 대비 16.95% 증가했다. 영업이익은 전분기 대비 하락하였음에도 당기순이익은 상승했던 원인은 외환차익(YoY +378.06%)과 외화환산이익(YoY +285.03%), 유형자산처분이익(YoY +1273.52%)의 증가에 기인한다.

2021년 영업활동현금흐름은 9900억원으로, 전년대비 127.72% 증가했다. 영업활동현금흐름이 증가함에 따라 잉여현금흐름도 전년대비 72.25% 증가했다. 다만 2022년 1~3분기까지의 영업활동현금흐름은 전년 동기 대비 -287.12% 급감하였다. 주요인으로 재고자산과 기타유동부채의 증가를 꼽을 수 있다. 하지만 재고자산의 경우에는 원재품이 아닌 반제품, 재공품 금액이 많은 것이고, 기타유동부채의 경우 선수금(계약부채)가 많기 때문에 일시적 현상이며 오히려 나중에 수익으로 넘어갈 금액이기 때문에 향후 실적에 있어 호재라고 해석될 수 있다.

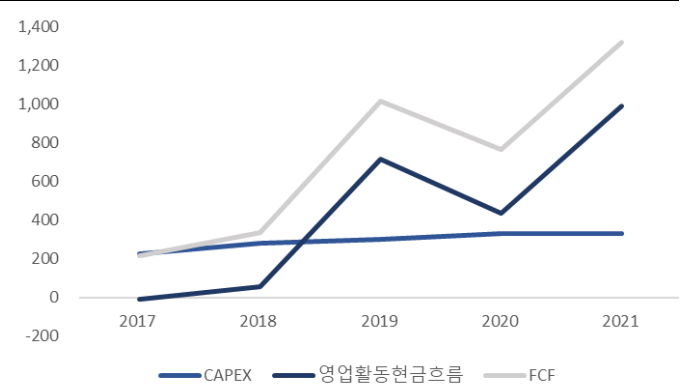
동사의 CAPA는 완만한 상승세를 보이고 있다. 이는 동사 매출의 41.2%를 차지하고 있는 방산부문 CAPA 증설 시 국가의 허가를 받아야 하고, 매출의 95%(3Q22기준)가 방위사업청에서 발생하는 등, CAPA와 매출이 급증하기 어려운 구조이기 때문이다.

한화에어로스페이스 분기별 주요재무항목 (단위: 십억원)



출처: RFS Team 6

한화에어로스페이스 현금흐름 관련 지표 (단위: 십억원)



출처: RFS Team 6

II. 매크로 분석

지정학적 정세불안으로 국가안보 수요 증가

러-우전쟁의 종전을 고려해도, 국가안보 자체에 대한 수요는 지속될 것

러-우 전쟁 및 미-중 패권경쟁 심화 등 지정학적 정세 불안이 국가 안보 수요의 증가로 연결될 것으로 전망된다. 특히, 현재 가장 큰 매크로 이슈인 러-우전쟁이 장기화되면서 방위산업에 대한 전망이 좋을 것으로 보인다. 러-우 전쟁의 종전여부에 대해 확정된 바가 없는 현 시점에서, 종전 시점에는 해당 방위산업이 감소추세로 접어들 수 있다는 우려가 있을 수도 있다. 하지만 이러한 전쟁을 일회성 이벤트가 아닌 지속적인 국제정세 악화의 일부분으로 보면, 앞으로 방위산업에 대한 성장세를 충분히 고려해볼만 하다. 현재 지역분쟁과 같은 지정학적 정세불안에 따라 국가안보가 절실해진 상황은 사실이다. 이에 따라, 2022년 폴란드를 필두로 한 한국의 무기체계의 수주 급증 또한 단순한 일회성 이벤트가 아닌 것이다. 더불어, 해외수주의 확대가 러-우 전쟁으로 인한 일시적 요인도 있겠지만, 한국 기업들의 무기 개발 능력, 제품 경쟁력이 인정받고 있는 만큼 이러한 수주 확대가 단기간에 그칠 가능성은 낮아 보인다. 내수중심으로 성장해 온 한국의 방위산업이 빠른 시일내에 수출위주의 성장으로 도약하는 전환점이 될 것이다.

글로벌 국방비 확장 추세 지속될 것

지정학적 불안 요소의 증가에 따라, 자국 국방력 강화가 그 어느때보다 중요한 요소가 되었다. 지정학적 정세 불안이 1) 유럽 각국의 국방력 증대, 2) NATO 회원국 국방비 지출 GDP의 2% 이상 증액 및 기존 국방비지출 상위 국가의 안보 수요 증가로 연결될 것이다. 2020년 기준 GDP 대비 국방비 지출 2% 이상 국가로는 대표적으로 사우디아라비아(7.13%), 이스라엘(5.1%), 미국(3.55%), 러시아(3.05%), 한국(2.55%)이 있다. 중국은 국방비 자체의 규모는 1933억(2020년 기준)으로 2위이지만, GDP 대비 국방비 지출 비중(1.27%)이 비교 국가들에 비해 상대적으로 낮은 비율을 보인다.

글로벌 국방비는 러-우 전쟁 이전에도 증가하고 있었으며, 확장 추세 지속될 것

글로벌 국방비는 러시아의 우크라이나 침공 이전에도 증가하고 있었다. 미국과 중국의 경쟁 심화와 여러

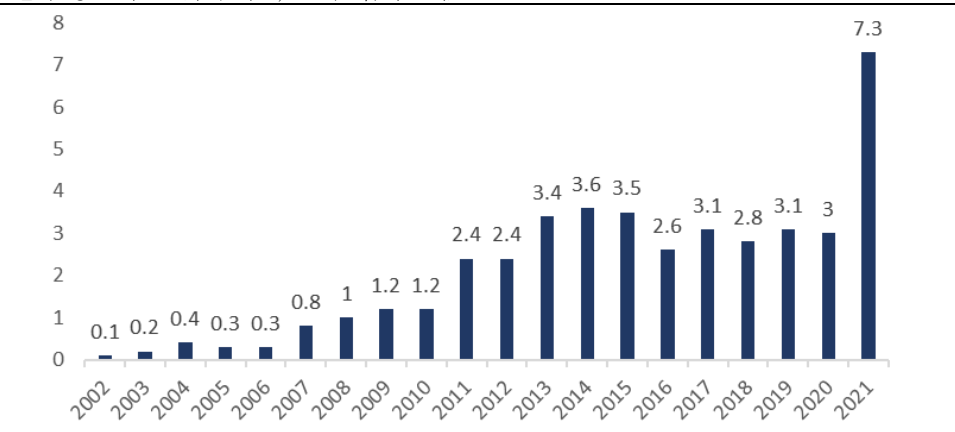
지역에서 발생한 국지적 분쟁 때문이다. 글로벌 국방비 지출은 2008년 세계 경제 위기 이후 2010~2014년간 감소세를 나타냈으나, 2015년부터 다시 증가하기 시작하였다. 최근 코로나19 팬데믹에도 불구하고 증가세는 멈추지 않았으며 결국 2021년 국방비는 사상 최초로 2조 달러를 돌파하였다. 러-우 전쟁이 장기전으로 이어지면서, 러시아는 내년(2023년) 국방비를 5조 루블(약 119조원)으로 당초보다 43% 넘게 늘리는 계획을 추진 중이다. 동원력을 내린 데 이어 국방비 증액까지, 전쟁 장기화에 대한 포석으로 풀이된다. 이로써, 러시아의 우크라이나 침공으로 글로벌 국방비 확장 추세는 지속될 것이다.

한국 방위산업의 기회로 작용할 것

2위 수출국인 러시아
시장점유율 하락 전
망

최근 우리나라 방산수출 급증의 원인을 종합해 보면, 지난 10여 년간 정부의 적극적인 방위산업 경쟁력 강화 정책에 따라 규모의 경제 확보를 위한 기업들의 적극적인 방산시장 개척 활동, 일부 품목의 높은 가성비와 안정적인 후속군수지원 역량, 관·산·학·연·군을 아우르는 적극적인 수출 지원 노력 등이 최근 러-우 전쟁 등에 따른 글로벌 안보 불안정성 심화 추세와 어우러진 결과로 풀이된다.

한국 방산 수출 (수주기준, 단위: 십억달러)

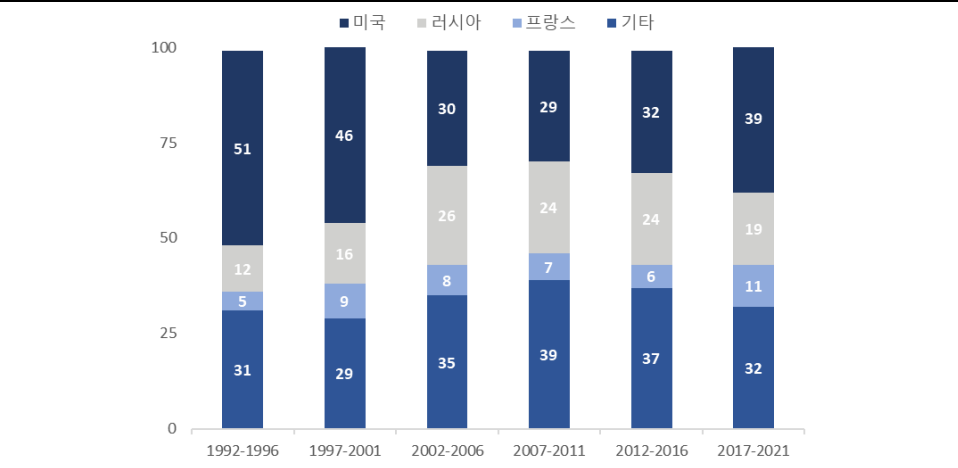


출처 : RFS Team 6, 방위사업청

한국 방산 수출 급등

전세계적인 군비확장 기조 속에, 1) 세계 2위 러시아의 시장점유율이 하락할 것으로 예상되는 상황과 2) 유럽 국가들의 군사력 강화를 위한 지출 확대, 3) 국내 방산기업들을 중심으로 최근 무기구매 주요국들의 신속한 납기 충족 요구에 적극 부응한다는 점 등이 한국의 방위산업에 기회로 작용할 전망이다. 이러한 배경에 더불어 한국 방산이 글로벌 방위산업의 수요를 충족시켜주고 있기에, 한국 방위산업의 파이는 지속적으로 커질 것임을 전망한다.

글로벌 무기체계 수출시장 점유율



출처: RFS Team 6, NH투자증권

2위 수출국인 러시아 시장점유율 하락 전 망

세계 2위 러시아의 시장점유율이 하락할 것으로 전망되는 상황이다. 러시아는 미국에 이어 세계 2위의 무기 수출국이다. 스톡홀름 국제평화연구소(SIPRI)에 따르면 지난 5년(2017~2021년) 러시아는 45개국에 무기체계를 수출했다. 인도/중국/이집트/알제리/베트남/카자흐스탄이 러시아의 주요 무기체계 수출국이며 전체의 81%를 차지했다. 러시아의 무기체계 중에서는 항공기가 최대 수출품으로 48%를 차지했고, 엔진(16%), 미사일(12%), 기갑차량(11%)이 그 뒤를 이었다. 하지만 향후 세계 무기 시장에서 러시아의 비중은 낮아질 것으로 전망된다. 이유는 러시아의 우크라이나 침공으로 인해 미국의 러시아 무기 수출에 대한 제재를 강화하고 있고, 또 전쟁으로 인해 러시아 무기체계에 대한 무기 수입국들의 신뢰도가 하락했기 때문이다. 러시아 무기체계 시장점유율 하락은 우리나라 방위산업체들에 있어서는 기회가 될 수 있다. 한국은 과거 5년 기준(2017~2021년) 시장점유율 2.8%의 세계 8위 무기수출국이다.

유럽지역국가 등 국 방비 지출 큰 폭 증가 전망

우크라이나 사태로 인하여 자국의 가치와 사회를 보호하기 위한 군사력의 필요성을 깨닫게 되었다. 이에 따라 유럽 국가들은 스스로의 안보를 책임지기 위하여 독일, 벨기에, 루마니아, 이탈리아, 폴란드, 노르웨이, 스웨덴, 덴마크 등이 국방비 지출을 늘리겠다고 선언하였다. 다른 한편으로는 러시아의 우크라이나 침공을 계기로 러시아는 물론 공산주의 체제를 고수하며 대만을 병합하려는 중국을 향한 서구 민주주의 국가들의 시선이 냉랭해졌다. 이에 따라 미국과 중국의 패권 전쟁에 따른 신냉전 기류로 세계 각국의 군비증강이 촉발될 수 있을 것이다. 이와 같이 탈세계화로 인한 국가안보가 전환되는 환경하에서 스스로의 안보를 책임지기 위하여 **향후 유럽지역 국가 등 국방비 지출이 큰 폭으로 증가할 것으로 전망된다.**

높은 무기수출 증가세와 글로벌 위상이 높아지는 현 상황에서 전 세계 주요 중·후발국들의 한국에 대한 무기구매 수요는 당분간 계속될 전망으로 보인다. 이러한 추세는 수년간 계속될 경우, 그동안 꿈으로만 생각했던 '글로벌 방산수출 Big 4' 진입도 전혀 불가능한 전망은 아닐 것으로 보인다. 결론적으로, 국내 방위산업은 올해는 해외수주 모멘텀, 내년 이후에는 해외수주를 통한 실적 개선이 본격화될 예정이기에 한국의 방위산업, 그리고 방산을 이끌어가는 동사에 대해 긍정적으로 전망한다.

III. Investment Points

Point 1. 모두의 원픽 한화, pick me!

확실한 수요의 상승

타 무기 제작 국가들의 낮은 해외 수요 커버, 국내 체감 수요 빠르게 증가.

최근 폴란드를 중심으로 해외 국가들의 국내 방산 제품에 대한 문의가 증가하고 있다. 국내 시장은 국가 예산 증액의 폭과 마진율이 제한되어 있어 높은 수준의 성장을 기대할 수 없다. 하지만 최근 러-우 전쟁으로 인해 긴장감이 격화되면서, 해외 시장의 수요가 빠르게 증가하고 있다. 하지만 공급 수준은 빠르게 증가하지 못하고 있다. 미국, 서유럽, 이스라엘, 러시아 등의 무기 제작 국가들이 이러한 해외 수요를 온전히 커버하지 못하기 때문이다. 현재 미국은 노동력 부족 문제 등을 겪고 있으며, 이에 따라 빠른 생산이 불가능하다. 독일 역시 빠른 생산에 어려움을 겪고 있으며, 이스라엘과 러시아의 경우는 자국의 수요를 모두 충족하기 바쁘고, 정치적인 이슈로 공급 증가 여력이 제한되어 있다. 이에 동사를 포함한 국내 방산 업체들에 공급 문의가 이어지고 있으며, 국내 업체들이 체감하는 수요는 빠르게 증가하고 있다.

폴란드는 22년 7월 동사와 기본계약을 체결했는데, 총 규모는 K-9 자주포 648문이다. 22년 8월 3.2조원 규모의 1차 이행 계약을 체결하였으며, 26년까지 212문을 공급하기로 했다. 10월에도 천무 다연장로켓 발사대 288대를 공급하기로 하는 기본계약을 체결하였으며, 11월 5조원 규모의 1차 이행 계약을 체결하였다. 이외에도 폴란드는 동사의 레드백 또한 높은 관심을 가지고 있는 것으로 보이며, 이에 최근 성능 실험 또한 진행하였다.

국산 방위 제품에 대한 관심은 폴란드뿐만이 아니다. 호주와는 1조원 규모의 자주포 계약을 작년에 체결하였고, 레드백 계약을 앞두고 있다. 이집트와는 올해 1월 2조원 규모의 K9 자주포 관련 계약을 체결하였다. 에스토니아도 K9 18문을 기주문하였으며, UAE와는 4조원 규모의 천궁-II(LIG넥스원과 공동개발) 계약을 체결하였으며, 사우디 또한 천궁-II에 높은 관심을 가지고 있다.

또한 최근 우크라이나와 인접한 루마니아에서도 한국 방산 제품에 대한 관심을 보이고 있다. 루마니아는 폴란드와 함께 나토 최전선 국가이며, 우크라이나를 사이에 두고 러시아와 마주하고 있다. 이에 루마니아는 올해 국방 예산을 70억 달러로 늘리고, 40% 수준을 무기 구매 비용으로 사용하기로 하였으며, 국방예산을 추가로 90억 달러 수준까지 증가시키고, 연평균 무기 구매 비용도 증가시키려고 계획하고 있다. 이러한 상황 속, 독일에서 장비를 공급받기로 하였으나, 독일이 약속을 지키지 못하면서 한국 제품에 대한 관심을 증가시키고 있다.

러 우 전쟁과 타 국가 무기 공급 업체들의 빠른 생산 난향으로 인해 한국 무기에 대한 관심이 증가하고 있으며, 우리나라 정부도 무기 수출을 위해 적극적으로 나서는 만큼 한국 방위 산업 업체들이 실질적으로 체감하는 수요는 빠르게 증가하고 있고, 실제 계약까지 이뤄지고 있다. 하지만 세계 각국의 방산 업체들이 공급에 어려움을 겪고 있는 상황 속에서, 동사가 이렇게 높아진 수요를 다 커버할 수 있을까?

K9



출처: RFS Team 6, 한화

천무



출처: RFS Team 6, 한화

레드백



출처: RFS Team 6, 한화시스템

최근 수주 물량

연도	국가명	수출품목
2021.12	호주	K-9 자주포(1 조 규모)
	UAE	천궁-II(4.3 조 규모)
2022.02	이집트	K-9 자주포(2 조 규모)
2022.07	폴란드	K-9 자주포(1 차 3.2 조 규모)
2022.10	폴란드	천무(5 조)

출처: RFS Team 6

공급 가능!

가성비와 빠른 인도가 강점, 25년 이전 납품 가능 여부가 중요.

미국, 독일 등의 타 국가에 비해 동사를 포함한 국내 기업이 가지는 경쟁력은 빠른 생산이다. 원래 폴란드는 미국과 하이마스(HIMARS) 다연장로켓을 계약하고 싶어 했으나, 빠른 인도가 불가능하여 동사의 다연장로켓인 천무-II로 돌아섰다. 폴란드뿐만 아니라 국내 방산을 고려하고 있는 국가들은 상대적으로 낮은 가격, 가격 대비 높은 성능, 그리고 빠른 인도를 국내 방산의 강점으로 꼽는다. 이에 호주의 생산 시설 H-ACE의 건립, 폴란드의 현지 생산 전인 **25년 이전에 납품받은 물품을 모두 기한 내에 인도할 수 있는지 여부**가 동사의 성장 수준을 가를 것으로 전망한다.

동사는 19년 82.9%, 20년 85.4%, 21년 88.7%의 높은 가동률을 보이고 있다. 추가적인 설비 증설이 빠른 시간 내에 이뤄지기는 어렵다는 점을 고려하면, 새롭게 수주받은 폴란드 K9, 천무의 생산 가능 여부에 대한 의문이 든다. 하지만 동사의 생산능력은 일일 8시간, 한 달 20일을 기준으로 측정된 것으로, 2010년대 초반 동사의 창원 1공장을 3교대로 돌린 전적도 있는 만큼 **생산능력은 수주 물량에 따라 유동적으로 조절 가능하다**.

18년 6월부터 23년 12월까지 에스토니아에 납품하기로 한 K9은 기간 배분했을 때 78% 수준의 물량이 납품되었어야 하지만 현재 25.8% 수준의 물량만이 납품되었다. 21년 12월부터 17년 12월까지 호주에 납품

동사의 생산능력은 유동적으로 조절 가능. 수주 받은 물량은 문제 없을 것.

하기로 한 k9 역시 기간 배분 고려했을 때 13.7%의 물량을 납품했어야 하나 3.7%만의 물량만 납품했으며, 22년 2월부터 27년 7월까지 이집트에 납품해야 하는 물량은 현재 하나도 납품하지 못했다. 하지만 그럼에도 동사의 가동률 수준은 90%를 웃돌지 않으며, 이는 전체 생산능력 대비 최대 가동률 수준은 90% 정도를 보인다는 것을 알 수 있다.

폴란드와 새롭게 계약한 2.9조 물량의 k9과, 전체 5조 규모의 천무-II 물량을 고려하면, 폴란드와 호주 현지 생산이 본격적으로 가동되기 전인 25년까지는 동사의 가동률 수준은 현재 생산능력 대비 220% 정도를 보일 것으로 예측한다. 다만 생산능력을 끌어올리기 위해서는 대규모의 인력 총원이 필요한데, 인력 총원에 시간이 소요된다는 점에서 동사의 22년 4Q는 높은 수준의 생산능력을 보이기 어려울 것으로 전망한다. 이에 동사는 내년부터 생산능력이 상승할 것으로 전망하며, 현재의 생산능력 대비 250% 수준에 육박할 것으로 전망한다.

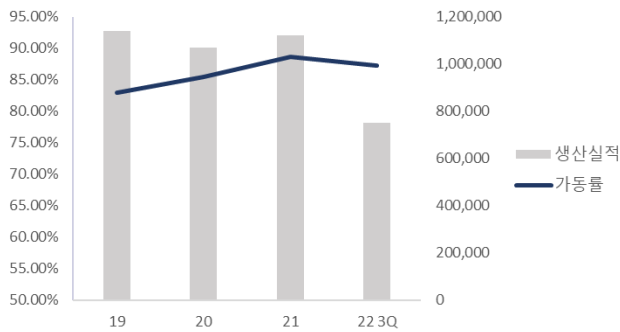
따라서 동사는 현재 수주받은 물량에 대해서는 생산에 어려움을 겪지는 않을 것으로 전망한다. 하지만 생산 물량을 맞추기 위해서는 창원 공장을 3교대로 돌려야 하는데, 한번 총원한 인력을 정리하기는 어렵다는 점에서 호주 현지 공장의 가동이 시작되는 25년 이후 동사의 비용구조는 악화될 것으로 전망한다.

당장 추가적인 대규모 계약은 어려울 수 있으나, 남은 수주 물량과 추후 경쟁력 강화로 높은 수주 물량 이어 나갈 것.

최근 루마니아에서도 군비를 증강하여 한국에 무기 수출을 의뢰하고 있는 등, 해외 수요는 지금도 꾸준히 상승하고 있다. 다만 위에서 살펴본 것과 같이 동사의 예상 가동률 수준은 현재 생산능력 대비 이미 250%에 육박한다는 점을 고려할 때 추가적인 대규모 계약은 어려울 것으로 전망한다. 동사의 최대 생산능력 증가 가능 수준은 생산 일수를 한 달에 5일 증가시키고, 1교대를 3교대로 증가시켰을 경우인데, 이는 현재 생산능력 대비 330% 수준이다. 하지만 숙련된 생산 인력을 단기간에 빠르게 증가시키기는 어려운 점, 25년 호주, 폴란드 현지 생산 이후 증가한 인력에 대한 문제를 쉽게 해결하기 어려운 점을 고려했을 때, **생산 능력을 최대한으로 끌어올리기는 어려울 것으로 전망하며, 이에 대규모 계약을 체결하기는 어려울 것으로 전망한다.**

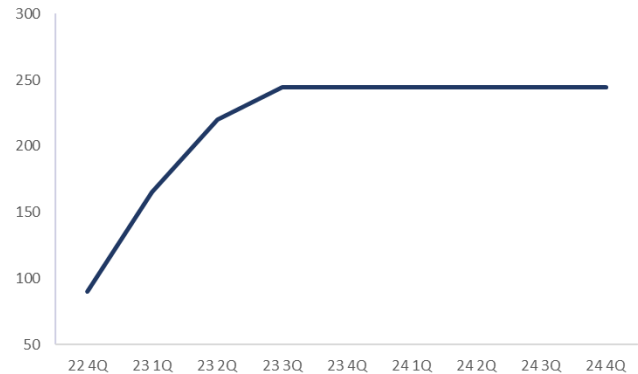
하지만 그럼에도 불구하고 폴란드와 체결한 k9, 천무의 기본 계약분이 많이 남아있다. K9의 경우 1차 계약 규모를 아득히 뛰어넘는 k9 436문의 계약이 남아있고, 천무의 경우 3조가량의 추가분이 남아있다. 추가로 폴란드와 레드백 계약을 준비하고 있으며, 호주와의 레드백 수주 가능성도 남아있다. 또한 현재 수주 물량이 증가함으로써 지속적인 성능 개선과 개발이 이루어질 것이므로 자연스럽게 경쟁력 증가로 이어진다. 이에 **25년 이후에도 많은 수주 물량이 예상되며, 높은 수준의 매출을 이어나갈 수 있을 것으로 전망한다.** 또한 해외 수주의 경우 국내 수주 건보다 마진율이 높으므로 해외에서의 안정적인 계약으로 인해 높은 수준의 영업이익의 상승도 기대된다.

과거 생산실적, 가동률



출처: RFS Team 6, 사업보고서

가동률 예상 추이



출처: RFS Team 6,

Point 2. 항공기 엔진부품, 와쿠와쿠!

다양한 사업부와 제품군을 가진 에어로스페이스

한화에어로스페이스(개별)의 사업부문은 항공엔진 조립 및 정비, 항공엔진 부품의 정비, 항공기 구성품 제작, MRO(유지보수)로 구성되어 있다. 그리고 동사의 생산품목 역시 매우 다양한데, 이는 엔진부품 산업이 다품종 소량생산의 특징을 가지고 있기 때문이다.

어떻게 에어로스페이스를 봐야할까?

에어로스페이스의 매출구조는 크게 민수와 군수로 나뉘어 있다. 그러나 동사는 2015년부터 세계 3대 엔진 제작사(OEM)과 긴밀한 협력을 유지하고 있고, 이를 강화하기 위해 2019년 10월 미국 항공엔진 부품 전문 제조사 이닥(EDAC)을 인수하여 HAU(Hanwha Aerospace USA)를 출범한만큼, 민수를 'HAU'와 'HAU외'로 나눠서 봐야한다. 특히, HAU는 세계적인 엔진 제작사인 P&W(Pratt & Whitney)와 GE(General Electric)의 핵심 협력사 중 하나이므로, HAU의 매출추이를 통해 엔진시장 선도업체와 당사의 관계를 가늠해볼 수 있다.

RSP와 LTA, 선순환의 구조

첨단엔진 산업은 전통적으로 OEM업체와 부품 제작사 간 카르텔이 형성되어 있다. OEM업체가 모든 부품을 생산하기에는 투입비용 대비 효율이 떨어지고, 다수의 하청업체와 밸류체인을 형성하기엔 기술유출의 우려가 있기 때문이다. 특히, 첨단엔진 산업은 3대 OEM업체(P&W, GE, Rolls Royce)가 엔진관련 선진기술을 대부분 가지고 있기 때문에, OEM업체로부터 RSP계약을 체결해 기술이전을 얼마나 받느냐가 핵심이다.

한화에어로스페이스는
HAU와 RSP가 중요

한화에어로스페이스 계약 수주 현황

세계 3대 OEM 업체

(단위: 백만 원)	수주총액	평균 납기일	최대 납기일
군수	4,770,873	2024.01.	2029.12.
민수(Hau)	9,914,185	2026.07.	2031.12.
민수(hau외)	5,315,244	2024.08.	2027.12.
RSP	12,821,914	2045.12.	2060.12.



출처: RFS Team 6, 한화에어로스페이스 3Q22 분기보고서

출처: RFS Team 6

RSP 계약이 항공엔진 부품업계에서 가지는 위상

실제로 세계 항공엔진 부품계약의 70%가 RSP계약으로 이뤄져 있다. RSP계약은 원청이 기술이전을 해주기 때문에, 하청업체는 RSP계약 초기에 CAPEX, 연구개발 투자비용이 많이 발생한다. 또한 원청에게 공급하는 최초제품단가 역시 낮게 형성되어 있다. 그러나 이후 AM마켓에서 부품교체 및 정비관련 계약을 독식할 수 있기 때문에, 이후 BEP를 초과하면 안정적인 수익창출을 할 수 있다. 반면, LTA는 항공부품을 단순히 장기 공급하겠다는 계약으로, 기술이전 및 CAPEX투자 등의 요건은 없다.

한화에어로스페이스에 대한 3대 OEM의 신뢰

동사는 2015년 P&W와 RSP계약을 체결한 것을 시작으로, 2021년 GE와도 RSP계약을 체결했다. 특히, P&W의 RSP계약은 기간이 2060년까지이고 규모가 약 117조인 점은 동사의 영업현금흐름 안정성을 높여준다. 또한 동사는 3대 OEM업체들과 약 100조 수준의 LTA계약을 체결해, LTA 시장에서도 선두를 달리고 있다. 그리고 동사는 2021년 세계최초로 Rolls Royce의 '양산 적합성 승인'을 받았고, P&W에게는 골드(Gold)인증을 받으면서, 글로벌 OEM들과의 협력관계를 공고히 하고 있다. 즉, 에어로스페이스는 엔진 선두업체들과 RSP를 확대해 기술력을 제고하고, 이를 바탕으로 LTA시장에서 매출을 점점 확대하는 선순환 구조를 확립했다.

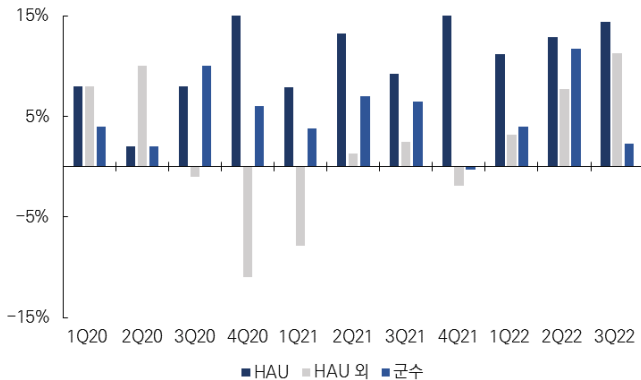
OPM을 보니, 뭐가 진짜인지 보여~

매출액에 속지 말고, OPM을 봐야함. RSP와 HAU가 핵심. 군수는 의외로 OPM이 높지 않음.

에어로스페이스는 많은 고객사와 밸류체인을 형성하고 있다. 또한 대부분의 고객사와 긴밀한 협력관계를 유지하고 있고, RSP라는 특수한 계약도 형성하고 있다. 때문에 동사를 분석하기 위해서는 RSP와 군수, 민수(HAU, HAU외)로 분류해서 봐야한다. 1Q20~3Q22까지 매출액과 영업이익을 분석하면, 민수보다 군수의 매출과 영업이익이 각각 9.3%, 59%로 높았다. 얼핏 보면 군수가 동사의 당기순이익 향상에 중요해 보이지만, 실제로는 그렇지 않다.

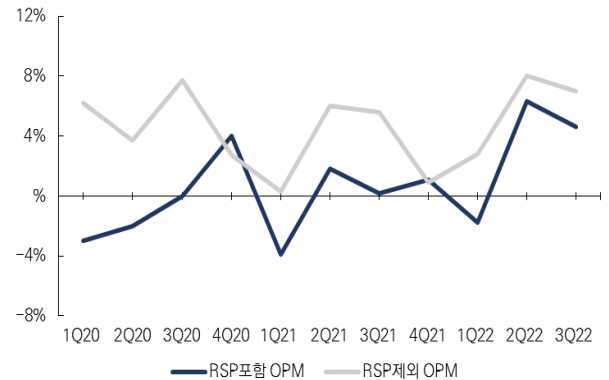
HAU의 매출은 1Q20부터 분기별 500억 내외로 안정적인 흐름을 보인다. 특히, 2021년부터 전년도에 인수했던 이닥(EDAC)이 안정화되면서 영업비용이 감소해, 분기별 11% 내외의 준수한 OPM을 보이고 있다. 즉, 타사업부문에 비해 2~3배 정도의 영업이익률을 기록하고 있다. 군수부문의 경우, 1년에 한 번씩 주기적으로 큰 납품 계약이 발생할 때마다 매출이 일시적으로 증가한다. 또한 국방예산을 내년으로 이월시키지 않기 위해, 4분기에 매출액이 증가하는 흐름을 보인다. 그러나 4Q21에 매출액이 증가했지만, OPM이 -0.3%인 점을 고려하면, 주기적 군납계약이 반드시 긍정적이라고 볼 수 없다.

부문별 영업이익률 비교



출처 : RFS Team 6, 한화에어로스페이스 IR팀

RSP가 전체 OPM에 미치는 영향



출처 : RFS Team 6, 한화에어로스페이스 IR팀

RSP 계약에서 이익정산과 손실환입이 이뤄지는 구조

RSP 계약의 경우, 1Q에 투자비용이 가장 많이 발생하고, 4Q에 협력사로부터 비용정산을 받는 것으로 보인다. 또한 영업손실이 2020년 620억, 2021년 480억, 2022년 260억으로 매년 감소하는 흐름을 보인다. 물론, 2022년의 영업손실은 4Q가 반영되지 않았으나, 통상적으로 4Q에 비용정산이 이뤄져 영업손실을 감소시킨다는 점을 고려하면, 영업손실이 전년대비 크게 감소할 것으로 전망한다. 또한 시간이 지날수록 엔진부품 AM(after market)에 대한 수요증가로, 2026년부터 영업이익이 흑자전환 할 것으로 전망한다.

엔진부품 전방수요 턱상 가능성 On...

항공기 엔진 section에 따른 수명 주기

항공기 엔진은 크게 Cold section과 Hot section으로 나뉜다. 특히, Hot section으로 갈수록, 엔진부품들이 고온고압의 환경에 노출되기에 Cold section에 비해 교체주기가 더 짧다. 항공엔진부품의 수명은 승객 수, 비행환경, 비행시간 등 다양한 요소에 의해 결정되기에 엔진부품마다 수명이 천차만별이다. 굳이 통계를 내보면 일반적으로 10년동안 3~4회의 부품교체가 이뤄지며, 과부하를 받는 부품의 경우 더 자주 교체를 한다. 한편, 동사가 생산하는 부품은 대표적으로 HPT(고압터빈 디스크), IBR(일체식 로터블레이드), Fan Blade(팬블레이드), MTF(미들터빈 프레임)이 있다. 이 중 HPT, IBR, MTF가 고온고압의 환경에 노출되는 부품으로, 항공기가 운행이 많아질수록 교체주기가 짧아진다.

민항기의 전방수요 상승여력은 충분함

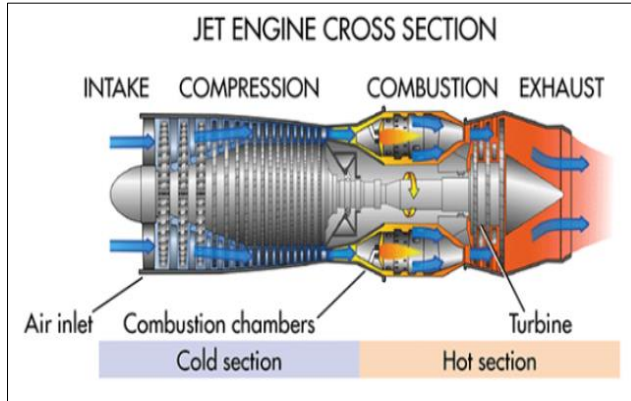
그렇다면 코로나로 얼어붙었던 민항기 수요는 점차 증가하고 있을까? 이를 알아보기 위해, 세계시장 민항기 운행수요에 대한 자료를 찾아보았으나, 2022년 현황에 대한 자료는 모두 유료였다. 때문에 '국토부 국내 항공기 운행자료'와 'GE의 분기별 10K 사업보고서 내 민항기 수요예측자료'를 간접적으로 활용했다.

하단에 국토부의 항공통계를 시각화한 그래프를 참고하면, 1Q21부터 4Q22F(10월 항공기 운행 수를 바탕으로 추측)까지 우상향하는 양상을 보인다. 2021년에는 344,138대의 비행기가 한국에서 운항되었지만, 2022년에는 410,750대(YoY +19.35%)의 비행기가 운항될 것으로 전망한다.

해외 수출의 상승여력
도 충분, 항공기 생산
지연 이슈가 오히려
호재

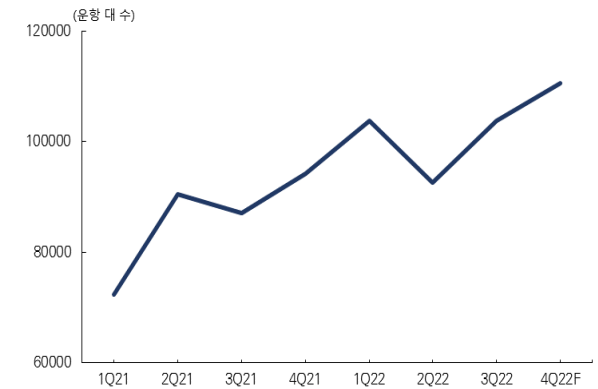
또한 GE의 3Q22 10K 사업보고서를 참고하면, 세계 항공기 수요를 추측할 수 있다. 해당 사업보고서에는 '3Q22의 상용 및 군용 엔진 판매 단위는 QoQ 32%, YoY 21% 증가하였고, 이는 코로나 완화로 인한 항공기 수요 증가에 기인한다.' 라고 기재되어 있다. 물론, GE사의 예측보다 수요세 증가가 완만한데, 이는 아직 코로나로부터 완전히 벗어나지 못했기 때문이다. 따라서 코로나가 종식되고 난 이후에는 수요가 더 급증할 것으로 전망한다.

비행기 엔진 구조



출처 : RFS Team 6

국토부 국내 항공기 운행 대수 현황(2021년~2022년)



출처 : RFS Team 6, 국토교통부 항공통계

엔진부품에 대한 호재는 더 남아있다. 현재 미국 내 비행기 반도체에 대한 공급차질과 인력부족 문제로, 비행기 완제품 공급이 지연되고 있다. 특히, 신냉전체제 확대로 전자기 생산이 급증하여, 반도체 공급차질은 당분간 지속될 것으로 보인다. 이 때문에 글로벌 민항기 운항사들은 노후화된 기체의 부품을 교체하여 비행기 수명을 연장시키고 있다. 즉, 퇴역해야 할 기체들의 부품을 대거 교체하면서, 항공엔진 부품수요도 당분간 증가할 것으로 전망한다. 특히, 이는 RSP계약의 AM마켓 수요를 증가시키므로, 당분간 RSP계약의 비용투자에 대한 부담을 덜어줄 것으로 보인다.

수요가 좋은 건 알겠어~ 근데 CAPA 오뎅데~~ 꽤안나~~~

CAPA 증설 역시 적극
적으로 이뤄지고 있음.
특히 해외관련 CAPA
가 많음

상기의 내용을 되짚어보면 한화 에어로 스페이스의 미래는 너무 밝아 선글라스를 써야할 정도이다. 그러나 과연 동사는 급증하는 엔진 수요를 감당할 수 있을까? 이에 대한 불안감에 콧방귀를 뀌듯이, 동사는 3Q22 사업보고서에 '설비 투자 현황 및 계획'을 소개하고 있다. 보안 때문에 구체적인 CAPA를 공개하진 않지만, 공장증설에 투입된 금액을 봤을 때 상당한 규모임은 분명하다. 한국, 미국, 베트남에 2022년 완공예정인 공장의 설비투자 규모만 1,882억 정도이고, 2024년에는 추가로 253억원 규모의 CAPA증설이 완료된다.

설비투자 금액에 따른 CAPA 증설의 크기를 직접적으로 추론할 수 없어, 애널리스트의 한화에어로스페이스에 대한 매출액 예측치를 참고했다. 애널리스트들은 2023년부터 평균적으로 매출액이 100%이상 확대된다고 추정했고, 최소 추정치도 90%이상으로 전망했다. 따라서 보수적으로 추정해도 최소한 60~70%이상 매출이 증가할 것으로 판단한다.

또한 CAPA증설은 고객사들(한국군, P&W, GE, Rolls Royce)의 요청에 따른 것이므로 전방수요 역시 든든하다. 특히, 증설의 95%를 3대 OEM들이 점유하고 있어, 앞으로 3대 OEM들과 협력관계가 한 발 더 나아갈 것으로 전망한다. 즉, CAPA증설은 동사의 도약에 날개를 달아주는 셈이다.

항공기 컴퓨터 반도체 부족 기사



출처 : RFS Team 6, Flight Global

설비투자 현황 및 계획

투자명	기간	총 소요자금	향후 기대효과
GE 엔진부품 제조설비 투자	2019년 10월 ~ 2022년 12월	10,250	생산능력 향상
KFX 관련 제조설비 투자	~ 2022년 12월	5,452	생산능력 향상
아산 치공구 및 IT인프라	2018년 11월 ~ 2022년 12월	1,703	생산능력 향상
베트남 제조설비 투자 (Rolls Royce)	2017년 7월 ~ 2022년 12월	159,381	생산능력 향상
미국 법인 제조설비 투자	2022년 1월 ~ 2022년 12월	11,478	생산능력 향상
PW 엔진부품 제조설비 투자	2019년 6월 ~ 2024년 12월	25,360	생산능력 향상

출처 : RFS Team 6, 한화에어로스페이스 3Q22 분기보고서

아직 2발 남았다... 성장 모멘텀은 더 있어~

한화에어로스페이스는 가시화된 단기적 호재뿐만 아니라 중·장기적인 성장동력 역시 아직 많이 남아있다. 대표적으로 2가지가 있는데, 'UAM사업'과 LM6000의 내음시티 및 이집트 수해기능성이다. 한화에어로스페이스는 UAM사업에서도 두각을 보이고 있는데, UAM란 차세대 도심항공교통 사업으로, 수직이착륙기를 도심의 교통수단으로 상용화하자는 것이다. 실제로 유럽 및 한국에서도 UAM도입 가능성을 검토하고 있는데, 한국 국토부는 세종에서 이미 UAM 이착륙시키며 상용화 가능성을 실험하고 있다. 현재 동사는 UAM 사업의 해외진출을 위해 Vertical Aerospace社(유럽) 및 OVERAIR社(미국)와 협력하고 있다.

특히, 한화는 6월 미국 OVERAIR社 전환사채 지분을 취득하였고, 현재는 미국 내 특허 허가를 기다리고 있다. 또한 8월 한화는 Vertical Aerospace社 와 VX4기체용 EMA 개발 및 공급계약을 체결했다고 공시했는데, 이는 전기 VA社가 개발 중인 수직이착륙 기체인 VX4의 EMA(전기식 작동기) 3종 개발 및 공급에 대한 계약으로 약 2200억원의 규모이다. 또한 최근 Airbus社의 CEO인 David Calhoun이 한화의 최고 경영진과 'UAM 및 엔진부품에 대한 협력강화'를 위한 회담을 가졌는데, 이를 통해 한화의 UAM기술은 이미 세계시장에서 인정받고 있다고 볼 수 있다.

한화는 LM6000 엔진의 부품 중 하나인 LPT모듈을 납품하고 있다. 그런데 최근 중동에서 LM6000 엔진의 전방수요가 급증할 움직임이 보인다. 항공기 엔진인 LM6000의 수요와 중동 사이의 연관성이라니, 이게 무슨 소리일까? 11월 22일 이집트의 Sharm El Sheikh 발전소는 세계최초로 GE LM6000 엔진을 이용한 친환경 에너지 발전에 성공했다. 본 실험은 사막기후에서 수소-천연 가스 혼합 연료를 원료로 한 저탄소 엔진을 이용했다는 점에서 큰 의미를 가진다. 더불어 이집트 재생에너지 장관이, 이집트 내 LM6000 발전소를 확대를 공표한 만큼 LM6000의 전방수요가 증가할 것으로 보인다.

한화의 UAM사업은 세계 협력사로부터 인정을 받고 있음.

LM6000의 전방수요가 중동에서 증가할 조짐을 보이고 있음.

또한 최근 사우디 '네옴시티 프로젝트'에서 저탄소 발전소 건립을 추진하고 있는데, 이 또한 GE사의 LM6000 수요를 크게 증가시킬 수 있다. 현재 '네옴시티'의 제조부문 총괄은 GE임원 출신인 Vishal Wanchoo가 주도하는데, 이렇게 되면 발전소나 공장 내 동력원이 LM 6000으로 채워질 가능성이 있기 때문이다. 물론 아직까지는 가능성에 불과하지만, 눈 여겨봐야 할 지점임은 분명하다.

한화에어로스페이스의 UAM 사진



출처 : RFS Team 6, 한화에어로스페이스

이집트&GE LM 6000 발전소 성공 기사



출처 : RFS Team 6, Powerengineeringint

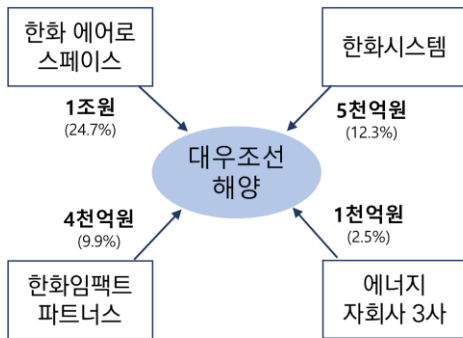
Point 3. '육·해·공 방산 패키지 완성' 한국판 록히드 마틴

대우조선해양 인수로 지상·공중 이어 해상까지 섭렵

육·해·공 전반을 아우르는
글로벌 토털 디펜스
구축

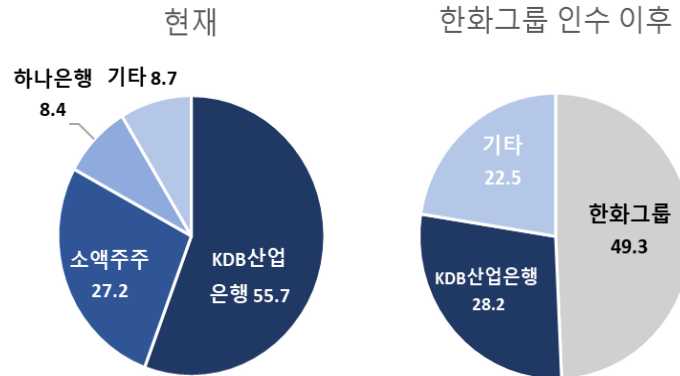
한화그룹은 지난 9월 대우조선해양 인수를 발표했다. 이를 통해 기존 방산부문에 부족했던 해양체계를 확보하면서, 육·해·공 전반을 아우르는 종합 방산기업으로의 도약을 전망한다. 이번 인수는 '스토킹 호스' 방식으로 이루어졌으며, 경쟁입찰자가 나타나지 않아 인수 예정자였던 동사를 포함한 한화그룹이 최종 인수자의 지위를 굳히게 되었다. 내년 상반기 중으로 인수 및 연결절차를 모두 완료할 예정이다. 한화그룹은 대우조선해양의 2조원 규모 유상증자에 참여해 지분 49.3%를 확보하게 되는데, 투자금은 동사를 비롯한 계열사가 나눠서 부담한다. 동사가 1조원을, 한화시스템 5,000억원, 한화임팩트파트너스 4,000억원, 한화에너지의 자회사 3곳이 1,000억원을 투자한다.

한화그룹 대우조선해양 투자금과 투자 후 지분율



출처 : RFSTeam 6, 한화에어로스페이스

한화그룹의 대우조선해양 인수 이후 지분변화



출처 : RFSTeam 6, 대우조선해양, KDB산업은행

동사의 이번 대우조선 인수는 '육·해·공 방산패키지 완성'이라는 점에서 사업적 명분을 갖출 수 있다. 동사가 대우조선을 인수함으로써 기존 K9자주포, K21보병전투장갑차 및 전투기엔진 등 육상과 항공 분야에 한정되었던 방산사업이 해양부문으로 확대된다. 대우조선은 이미 특수선 사업부를 통해 해양 방산에서 강점 드러내 왔다. 3천톤급 잠수함인 '도산 안창호함'을 건조하고, 세계 7번째로 SLBM 수중발사를 성공하며, 장보고-3 후속함, 차세대 호위함 및 잠수함 구조함 등을 수출하며 강세를 보이고 있다. 올해도 대우조선은 2분기까지 특수선 분야에서만 약 7조원을 수주하기도 했다. 2차 세계대전 이후 잠수함 건조기술을 다른 나라에서 전수받아 수출까지 하는 기업은 세계에서 대우조선이 최초이다.

대우조선의 함 건조와 동사의 해군납품 기술력 시너지

이러한 대우조선의 특수선 사업부는 동사가 가지고 있던 해양방산 기술력과 만날 예정이다. 이미 한화 에어로스페이스는 해군 함정엔진(GE-LM500, LM-2500), 한화시스템은 함정의 두뇌역할을 하는 전투체계 CMS와, 소나체계(수중음파탐지), 발사대(청상어, 해성) 등과 같은 한국형 수직발사체계를 해군에 공급하고 있다. 대우조선의 '함 건조'와 동사의 '함정의 두뇌 및 엔진, 무기체계'가 만난다면 해양방산기업으로 시너지는 충분하다. 대우조선은 최근 우리 해군에 납품할 장보고-3 잠수함 3척에 대하여 추가 기본 설계를 착수하였는데, 해당 잠수함에 한화 디펜스가 개발한 리튬 및 이온배터리가 탑재될 예정이어서 인수 이후 첫 번째 시너지가 기대된다.

육·해·공 고객 네트워크 공유를 통해 모든 전장환경에 대응

미국 및 유럽 등 선진 방산업계에서는 중복투자 방지, 첨단 무기체계 개발 위험과 개발비용 절감, 글로벌 경쟁력 확보를 위해 1990년대부터 각 방산 기업의 대규모 인수합병을 진행해 왔다. 한화그룹 또한 방산, 우주 분야를 신성장 사업으로 보아 역량강화에 나서며 각 그룹 내 흩어진 방산사업을 하나로 통합하는 집중화 전략을 펼치고 있는데, 이번 대우조선 인수 역시 그 일환으로 육·해·공 시너지를 일으키는 글로벌 방산기업으로의 다변화를 위한 마지막 도약이 될 것이라 전망이다. 즉, 동사는 대우조선해양을 인수함으로써, 기존의 육·공군에 한정되었던 고객사를 해군까지 확대하였고, 해상전까지 대응하는 무기체계 라인업을 구축했다. 따라서 대우조선해양 인수를 투자포인트로 제시한다.

도산안창호급 잠수함(3,000톤급, 대우조선해양)



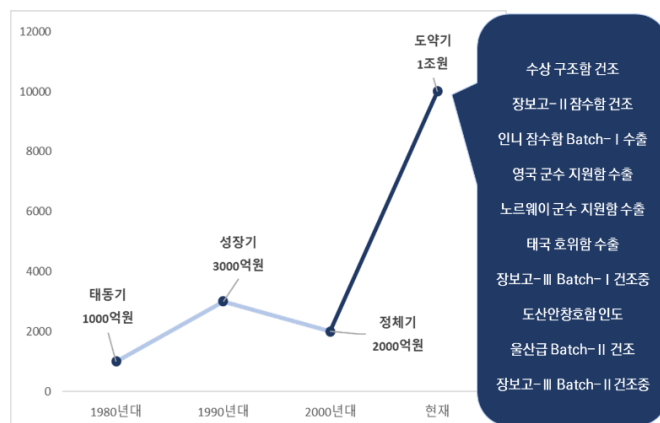
출처 : RFS Team 6, 대우조선해양

대구급 호위함(2,800톤급, 대우조선해양)



출처 : RFS Team 6, 대우조선해양

대우조선해양 특수선 부문 매출성장 추이



출처 : RFS Team 6, 대우조선해양

대우조선해양 방산부문 연도별 해외 수주 실적

국가	사업명(선종)	배수량	척수	계약 연도	수주 금액
	방글라데시 호위함 사업	2,300 T	1	'98.03	USD 1.00
	말레이시아 훈련함 사업	1,200 T	2	'10.12	USD 0.62
	영국 항공모함 군수지원함 사업	37,000 T	4	'12.03	GBP 4.52
	노르웨이 군수지원함 사업	26,000 T	1	'13.06	USD 2.34
	태국 호위함 사업	3,600 T	1	'13.08	USD 4.70
	인니 잠수함 신조 사업	1,400 Ton	3 + (3)	'11.12 '19.04	USD 10.80 USD 12.00
	인니 잠수함 창정비 사업	1,300 Ton	1	'17.04	USD 0.30
	인니 잠수함 성능개량 사업	1,300 Ton	2	'03.12 '09.04	USD 0.60 USD 0.75

출처 : RFS Team 6, 대우조선해양

토탈 방산, 그린에너지로 메이저 기업 도약

대우조선해양의 인수는 에너지 및 민간 상선부문에서도 시너지를 기대할 수 있다. 특히 에너지 전환의 '브릿지 기술'로 평가받으면서 최근 가격이 급등한 액화천연가스(LNG) 분야가 바로 그 주인공이다. **한화그룹은 이미 LNG를 미국에서 수입해 '통영 에코파워'가 발전하는 사업 구조를 갖고 있다.** 또한 대우조선의 LNG해상 생산(FLNG) 및 운반(LNG운반선)기술과 연안에서 사용하는 재기화설비(FSRU)까지 더해지면, **향후 수요가 급증하는 LNG시장에서 생산·운송·발전**을 포괄하는 **밸류체인을 구축**할 것으로 전망한다. LNG선 수주물량 또한 지속적으로 늘고 있으며, 41조원 규모의 수주가 쌓여 있고, 민간상선 전반의 시장 상황 역시 조선업계 빅 사이클을 예고하며 향후 실적 개선을 기대된다.

대우조선 인수를 위해 2조원 규모의 유상증자에 참여하는데 동사 및 자회사인 한화시스템은 각각 1조와 5

에너지의 생산 운송 발전 밸류체인 구축 LNG는 전 사업으로 영역 확대

천억원 규모의 현금을 조달해야 하므로, 인수자금에 대한 유동성 리스크가 존재한다. 대우조선은 지난해 순손실만 1조 7,000억을 기록한 기업이고, 상반기 누적 순손실액도 6,678억원에 달하며 부채비율도 676%를 넘어서는 소위 부실기업이다. 따라서 동사는 2조원에 대우조선을 인수한 후에도 기업 정상화에 거금을 투입해야 하는 실정이다. 지난 2008년 노조의 실사반대로 인수가 무산되었던 점 등을 고려하면, 금속노조와의 원만한 노사협상도 풀어야 할 과제이다.

또한 경기민감성을 띄는 조선업의 특성 상, 경기둔화와 고금리 영향 등으로 선주들이 관망세를 유지하면서, 내년 일시적인 발주량 침체는 피할 수 없어 보인다. 그러나 업황 위축에 대비해 대우조선 역시 수주 물량을 확보한 상태이며, 이번 달 중순 노조와의 합의를 이끌어내며 현장실사에 첫발을 내딛었다. 또한 동사는 지난 2008년 약 6조의 금액으로 대우조선 인수를 시도한 전례가 있다. 그에 비해 2조라는 인수금액은 지속된 불황으로 인한 재무구조 악화 및 몸값 하락을 감안해도, 투입된 공적자금과 향후 확보된 수주물량 미루어 봤을 때, 2조원은 상대적으로 저렴하다고 판단된다. 또한 M&A에 강한 한화그룹의 특성 역시 동사에 긍정적인 영향을 가져올 것이다.

Point 4. 육해공을 넘어 우주까지, 한화 스페이스 허브

마지막 퍼즐: 우주 산업

한화에어로스페이스의 또다른 정체성, 우주산업

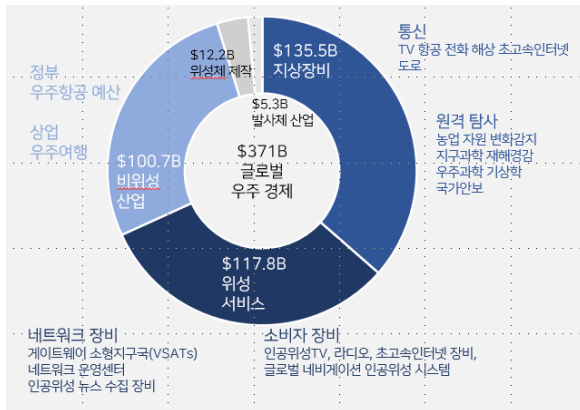
한국형 록히드 마틴이 되기 위한 마지막 퍼즐 – 우주 산업이다. 동사는 현재까지 모그룹인 한화그룹의 우주사업 종합 상황실 '스페이스 허브'에 한화시스템, 한화, 한화디펜스, 종속기업 씨트렉아이와 함께 참여하고 있었으나, 이번 지배구조 개편으로 스페이스 허브의 핵심사업이 동사의 항공우주사업으로 편입될 것으로 보인다.

글로벌 우주 산업 시장은 2020년 3,710억 달러(한화 423조원)에서 2027년 7천 500억 달러, 2040년에는 1조 달러까지 성장할 것으로 예상된다. 우주 산업은 크게 위성산업과 비위성 산업으로 구분된다. 위성산업에는 1) 위성체·발사체 사업 2) 지상장비 사업 3) 위성/항공영상 데이터 분석사업으로 나뉘며, 비위성산업은 1) 각국 정부의 우주관련 예산 2) 상업 우주여행 분야로 나뉜다.

최근 우주 산업은 발사체 재사용 기술과 위성체 표준화 등 발사비용이 낮아지며 경제성이 확보됨에 따라 이전의 국가주도로 국가적 목표(군사·안보·국가위상 등)를 달성하기 위하여 연구 개발한 올드 스페이스(Old Space)에서 민간 주도의 뉴 스페이스(New Space) 시대로 변화해가고 있다.

동사는 기존의 씨트렉아이 및 한화시스템의 인공위성 기술과 한화에어로스페이스의 누리호 발사체 기술 이전을 통해 올드 및 뉴 스페이스 시장 모두에서 경쟁우위를 확보한다는 전망이다.

2020년 세계 우주산업의 가치사슬



위성산업의 가치사슬과 세부 산업

위성 및 발사체 제조	위성체 제작
	발사체 제작
	부품 및 서브시스템
지상장비 발사 및 운영	지상국 및 시험시설
	발사대 및 시험시설
위성활용 서비스 및 장비	원격탐사
	위성방송통신
	위성항법

출처: RFS Team6, 한국 무역협회 국제무역통상연구원

출처: RFS Team 6, 한국 수출입은행 해외경제연구소

모든 걸 꿰뚫어 보는 눈, 씨트렉아이

위성산업에서 민간 우주 발사체까지

동사는 2021년 1월 국내 우주위성 전문업체인 '씨트렉아이'의 지분의 30%를 인수하면서, 본격적인 우주 분야로의 사업 확장을 공표했다. 씨트렉아이는 지구관측 위성시스템의 개발 및 생산을 핵심사업으로 영위하고 있다.

씨트렉아이의 경쟁우위는 **1) 국가주도 사업에서 이미 인정받은 중소형 관측위성 2) 중소형 저궤도 위성산업의 성장성** 두 가지이다. 뉴스페이스로의 시대가 개척되고 있다고 하지만, 국내와 같은 우주산업 2nd Tier 국가는 아직 정부와 군 중심의 투자가 핵심이다. 대기업과 정부기관 중심으로 수요처가 형성되어 있기 때문에 기술 및 방산 정책의 영향을 많이 받을 수밖에 없다. 국내 위성시장은 2020년 이후 1)과학기술정보통신부의 차세대 중형위성 사업, 초소형 군집위성 사업과 2)국방부의 북한 전역 감시를 위한 정찰위성 사업 등 다수의 중소형 위성을 발사하는 프로젝트 위주로 수요가 집중되고 있다. 씨트렉아이는 1.0m급 소형위성에서부터 0.3m급의 위성까지 제조가능한 기술을 보유 중이며, 이미 2020년 8월 초소형 군집위성 835억원, 2020년 10월 차세대 중형위성 4호(EOS개발) 135억원 수주에 성공하며 기술력을 인정받았다.

저궤도 위성산업의 성장도 호재

중소형 저궤도 위성산업의 성장성도 호재이다. 중소형 저궤도 위성은 지구관측용과 통신용으로 크게 나눌 수 있는데, 지구 관측용은 최근 인공지능을 활용한 데이터 판매 및 가공·분석 서비스를 제공하면서 민간부분에서의 성장성이 두드러지고 있다. 또한 저궤도 위성은 차세대 이동통신기술은 6G를 구현할 수 있는 핵심시설이다. 위성통신임에도 불구하고 지연시간이 짧고(최소 10ms) 위성 발사 및 제조 비용이 저렴하여 군집위성을 운용하여 전국 망 구축이 가능하다. 따라서 차세대 이동통신기술 주도권 유지에 핵심으로 여겨진다. 씨트렉아이는 현재 '스페이스 허브'에서 카이스트와 공동으로 우주연구센터에 100억을 투자하며 저궤도 위성통신 기술 'ISL'개발에 참여하며 전방산업 발전으로 인한 낙수효과를 기대한다.

주요국 위성산업 관련 정책 요약

국가	주요 정책
한국	대한민국 우주산업전략('19.01)
	초소형위성 및 6G 위성통신기술 개발방안('21.06)
미국	상업우주발사경쟁법('15)
	신우주전략('18.3)
	우주정책지침('17.21)
중국	14차 5개년계획('20.11)
	신인프라 정책('21.04)
	일대일로 전략('17)
일본	우주정책 기본계획('09~'20)
	Beyond 5G 추진전략('20.07)
유럽	ARTES('93)
	유럽 우주전략('20.10)
	EU 우주프로그램('21.04)

기업별 지구관측위성 발사 전망

기업명		2007~2016	2017~2026
단 독 위 성 발 사 수 위 성 군 위 성 (50 Kg이 상)	DigitalGlobe	4	2
	Airbus	1	2
	MDA	1	0
	Imagesat	0	1
	기타	-	7
	Planet(이전 Terra Bella)	7	20
	Axlespace	-	13
	BlackSky	-	120
	DigitalGlobe	-	86
	Planet(BlackBridge)	5	-
	UrtheCast	-	24
	기타	6	75
상업용 위성군(50kg 미만 위성)		211	1000+

출처 : RFS Team 6, 한국수출입은행 해외경제연구소

출처 : RFS Team 6, 김은정, '세계 지구관측 위성 시장 현황 및 전망', 25p

누리호 발사체 기술 확보, 민간 시장까지 개척

누리호 발사체 기술 확보로 차세대 SPACE X를 꿈꾼다

동사는 지난 10월 7일 '한국형발사체(누리호) 고도화 사업 발사체 총괄 주관 제작'사업 우선협상 대상으로 선정되었다. 동사는 이미 지난 1,2차 발사한 누리호의 75t급 엔진 및 핵심부품 제작과 조립을 담당하였다. 이번 선정으로 동사는 2023년부터 2027년까지 4차례 반복 발사되는 누리호의 사전 준비와 발사 운영에 참여하며 누리호의 발사체 기술을 모두 이전 받게 된다. 이는 미국 NASA가 스페이스X에게 기술이전을 하며 스페이스X를 세계 선도 기업으로 성장시킨 사례를 선례로 삼는 것으로, 앞으로 동사는 향후 우주발사 서비스까지 제공할 수 있는 국내 유일의 민간 우주 기업으로 거듭날 예정이다.

IV. Valuation

1. 목표주가

목표주가 108,000원, 상승 여력 51%로 투자 의견 BUY를 제시한다. 동사의 가치평가 방법으로 SOTP를 사용했다. 한화그룹의 방위산업 부문 일원화에 따라 동사를 포함한 종속회사들의 지배구조 개편이 활발히 이루어지고 있어, 전사 수준의 매출액 및 주가를 추정하기 위한 KEY 트리거를 찾는데 어려움이 있을 것으로 예상하였다. 따라서 핵심 사업부문인 항공엔진, 방산, 씨큐리티 및 ICT, 항공우주 4가지 부문으로 나누어 각 부문가치를 추정하였고 합산하여 목표주가를 도출했다.

2. 사업부별 추정

(1) 항공엔진

동사의 자회사 중 한화에어로스페이스가 담당하는 사업부문인 항공엔진(및 항공기계)의 매출액은 현재까지의 각 수주잔고를 바탕으로 계약기간을 월별로 나누어 안분했다. 또한 RSP계약의 영업이익률 개선이 계절성을 띄며 이루어지는 점과 장기 AM(애프터마켓) 부품수요 증가에 따른 흑자전환을 고려하여 순이익을 계산했다. 동 사업부는 각 수주계약 별 금액이 크고 인식기간이 비교적 장기인 점, 고정자산이 큰 장치산업인 점을 고려해 PBR 방식이 적합하다고 판단했다. 동 사업부문의 별도재무제표의 '17~'21 5개년 PBR평균값에 RSP계약에 따른 AM 부품 수요증가로 인한 영업이익률 개선을 바탕으로 50% 프리미엄을 반영해 Target PBR 1.37 산정했다.

(2) 방산

동사로 합병된 (구)한화디펜스와 동사의 자회사인 한화시스템이 담당하는 사업부문인 방산 부문의 매출액 역시 현재까지의 수주잔고를 바탕으로 계약기간을 월별로 나누어 안분했다. 내수는 국방비 예산이 일정함을 근거로 수요의 변화가 크게 없을 것으로 간주해 현 매출액을 그대로 유지할 것으로 판단하였고, 수출은 기존 계약 수주잔고에 폴란드 K9 및 천무 등 3분기 이후 반영된 수출 건을 따로 포함해 계약기간에 따라 월할계산 후 안분했다. 영업이익률은 수출이 내수에 비해 높게 형성되는 점을 반영해 3.7%와 10.4%로 각각 추정하였다. 동 사업부문 역시 수주산업인 점, 자산이 큰 장치산업인 점을 고려해 PBR방식으로 평가하였다. 국내, 아시아, 유럽 지역의 글로벌 방산업체 Peer 그룹 PBR 평균 1.87을 Target PBR로 선정했고, 미국의 경우 ROE, PBR 및 시가총액이 동종업종 평균치를 크게 상회해 Peer그룹에서 제외했다.

(3) 씨큐리티, ICT

동사의 자회사인 한화테크윈이 담당하는 씨큐리티와 한화시스템이 담당하는 ICT부문은 2020년을 기점으로 매출액 상승세가 두드러짐을 확인할 수 있다. 그러나 방산 일원화 기업으로의 집중을 위해 이미 한화파워시스템, 한화정밀기계 등 방산 외 사업부를 매각하고 있는 점, 이 보고서가 담은 동사의 핵심 투자포인트에서 본 사업부는 제외된 점을 고려해 동 사업부문의 매출액은 이동평균하여 추정했다. 다만 성장성을 반영하기 위해 연도별 매출액 성장률을 계산한 뒤 성장률을 자체를 이동평균 하여 예상 매출액을 도출했다. 동 사업부문은 PER방식으로 평가하였고 보안 및 IT서비스 부문의 Peer group PER 평균 16.45를 Target

PER로 산정해 부문가치를 도출했다.

(4) 항공우주

동사의 자회사인 씨트렉아이가 담당하는 항공우주 사업부문은 **신생기술력을 바탕으로 매출이 성장하는 미래산업인 점, 동사 전체에서 차지하는 매출액 비중이 1.35% 정도로 아직은 미미한 점** 등을 고려해 매출액에 Multiple을 곱해주는 PSR방식이 적합하다고 판단했다. 매출액은 씨트렉아이의 수주잔고를 바탕으로 월 할계산했고, **별도 재무제표의 '17-'21 5개년 PSR 평균값에 누리호 우선협상 대상자 선정으로 인한 20% 프리미엄을 반영해 Target PSR 3.71을 산정했다.**

3. Valuation

SOTP 방식을 사용해 목표주가를 추정했다. 4개 사업부 각각 PBR, PER, PSR 방법을 사용해 사업부문 가치를 추정한 뒤 합산해 총 기업가치 8.15조를 도출했다. 순차입금 등을 차감한 주주가치는 5.47조이며, 동사의 **목표주가 108,000원 상승여력 51%**를 제시한다.

구분	2023E	비고
(A)항공엔진	782,777,415,895	
순자산	571,370,376,566	23년 예상
Target PBR	1.37	Multiple 산정 참고
(B)방산	4,781,663,324,618	
순자산	2,557,039,211,026	23년 예상
Target PBR	1.87	Multiple 산정 참고
(C)씨큐리티,ICT	2,216,458,537,189	
순이익	134,739,120,802	23년 예상
Target PER	16.45	Multiple 산정 참고
(D)항공우주	365,413,973,309	
Sales	98,494,332,428	23년 예상
Target PSR	3.71	Multiple 산정 참고
기업가치(A+B+C+D)	8,146,313,251,012	
순차입금 및 비지배주주	2,677,522,389,761	
주주가치	5,468,790,861,251	
주식수	50,630,000	
적정주가	108,015	
목표주가	108,000	
현재주가	71,500	
상승여력	51%	

편집상 공백입니다.