

Company Update

Analyst 이상현

02) 6915-5662

coolcat.auto@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 23,000원

현재가 (8/12) 18,100원

KOSPI (8/12)	3,208.38pt
시가총액	3,419십억원
발행주식수	188,919천주
액면가	5,000원
52주 최고가	19,760원
최저가	8,610원
60일 일평균거래대금	18십억원
외국인 지분율	2.4%
배당수익률 (2021F)	1.5%

주주구성	
한화에어로스페이스 외	59.56%
국민연금공단	5.97%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	7%	7%	44%
절대기준	6%	11%	90%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	23,000	23,000	-
EPS(21)	479	479	-
EPS(22)	444	444	-

한화시스템 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

한화시스템 (272210)

원웹과 오버에어 투자로 미래 신사업 확대

원웹에 3억달러 지분투자

한화시스템은 영국의 원웹(OneWeb)에 3억달러(3,465억원, 지분율 8.8%)를 투자하기로 결정. 원웹은 전 세계에 위성서비스를 제공하는 최초의 저궤도위성(LEO) 운영업체. 한화시스템은 원웹 투자를 통해 새로운 위성통신 생태계에 빠르게 진입. 특히 한화시스템이 투자하고 있는 전자식 위성통신 안테나 업체인 카이메타와 한화페이저를 통해 기술파트너로서의 위치를 확보한 것으로 평가. 영국, 미국 등 관련국 승인 절차 완료시 투자가 완료되므로 지분율 8.8%에 대한 지분법 손익 반영은 이르면 올해 12월 한달 정도일 것으로 보이고, 실질적으로는 내년부터 반영될 전망

오버에어에 전환사채 3천만달러 투자

한화시스템은 또한 미국의 도심항공(UAM) 기체 개발 및 제작업체인 오버에어(Overair)의 연내 시리즈B 투자에 앞서 신규투자유치 지원 및 신규투자유치까지 운영효율성 강화를 지원하기 위해 브리지론 형태의 전환사채에 3천만달러(346.5억원)를 투자. 참고로 한화시스템은 2020년 1월 오버에어의 시리즈A 투자 1,130억원을 통해 보통주 지분율 45.18%를 보유 중. 오버에어가 발행한 오픈형(Convertible Note) 전환사채는 전환가액이 아직 미정이므로 2년 만기 후 우선주 전환시 지분법 손익 반영 전망

투자의견 매수와 목표주가 23,000원 유지

한화시스템에 대한 매수 의견과 목표주가 23,000원을 유지. 6월 1.2조원의 성공적인 유상증자를 바탕으로 한 이번 원웹 지분투자과 오버에어 전환사채 투자 결정은 미래 신사업(저궤도 위성통신, 도심항공 모빌리티, 디지털 플랫폼) 성장 기대감을 뒷받침 해주는 긍정적인 이벤트로 판단함

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,546	1,643	1,990	2,145	2,280
영업이익	86	93	106	120	134
세전이익	82	79	97	108	120
지배주주순이익	73	94	75	84	94
EPS(원)	630	758	479	444	497
증가율(%)	26.9	20.3	-36.8	-7.3	11.8
영업이익률(%)	5.6	5.7	5.3	5.6	5.9
순이익률(%)	4.7	5.7	3.8	3.9	4.1
ROE(%)	8.1	9.4	6.0	5.7	6.3
PER	14.7	20.4	37.8	40.7	36.4
PBR	1.2	1.8	2.4	2.3	2.3
EV/EBITDA	3.9	7.9	13.8	12.7	11.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

전일 이사회 결의를 거쳐 두가지 신사업 투자 건이 발표되었음. 유상증자 대금을 통한 미래 신사업 투자가 본격화 되고 있음.

1) 원웹(OneWeb)에 3억달러(3,465억원) 지분투자

한화시스템은 영국의 원웹에 3억달러(3,465억원, 지분율 8.8%)를 투자하기로 결정. 원웹은 전 세계에 위성서비스를 제공하는 최초의 저궤도위성(LEO) 운영업체임. 2021년 7월말 기준 254개의 활성화된 군집 위성을 쏘아 올렸고, 2022년말까지 588개의 활성화된 군집 위성을 운영한다는 계획.

저궤도위성을 통한 전자통신망 사용 주파수대역이 있는데 세계적으로 조율된 국제전기통신동맹(ITU)의 주파수를 선점(2019년 8월). 원웹은 Ku-대역에서 최우선 순위 사용권을 가지고 있는 것으로 알려지고 있음. 주파수 우선권을 가지면 나중에 신청하는 업체는 간섭 위험을 최소화하기 위해 먼저 신청한 업체의 동의가 필요. 따라서 아무리 네트워크가 훌륭해도 적절한 주파수를 확보하지 못하면 성공하기 어렵다는 의미.

원웹은 코로나19로 2020년 3월 파산 이후 2020년 10월 영국 정부와 인도 Bharti 그룹(인도의 다국적 통신사업자 및 세계 3대 이동통신 사업자)이 각각 5억달러씩 투자해서 인수. 그 이후 2021년 1월 일본의 Softbank가 4억달러 투자 및 미국 Hughes(미국 기반 정지궤도 위성 및 네트워크 사업자)의 투자 등이 있었고, 2021년 4월에는 프랑스 Eutelsat(전세계 탑클래스 GEO 위성사업자)이 5.5억달러를 투자한 바 있음. 이어서 이번에 한화시스템이 3억달러를 투자한 것. 원웹이 파산이후 2021년 7월까지 조달한 총자금규모는 24억달러로 알려지고 있음.

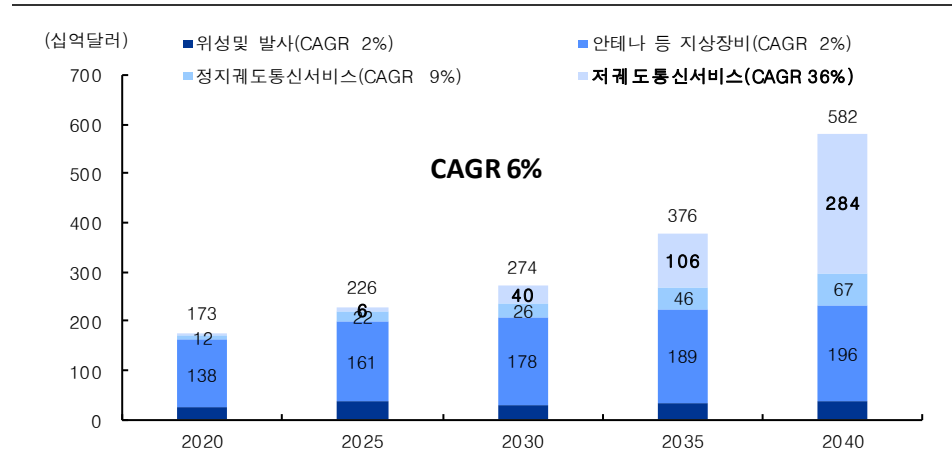
최근까지 파악되는 원웹의 주요 주주는 인도 Bharti 38.6%(추가 5억달러 콜옵션 행사, 2021년 하반기 완료 예정), 영국 정부 19.3%, 프랑스 Eutelsat 19.3%, 한화시스템 8.8% 등으로 파악되며 한화시스템은 의결권도 확보한 것으로 알려짐.

한화시스템의 원웹 투자는 2021년 4분기 완결될 예정. 영국, 미국 등 관련국 승인 절차가 완료시 투자가 완료되므로 지분율 8.8%에 대한 지분법 손익 반영은 이르면 올해 12월 한달 정도일 것으로 보이고, 실질적으로는 내년부터 반영될 전망.

한화시스템은 원웹 투자를 통해 새로운 위성통신 생태계에 빠르게 진입. 특히 한화시스템이 투자하고 있는 전자식 위성통신 안테나 업체인 카이메타와 한화페이저를 통해 기술파트너로서의 위치를 확보한 것으로 평가.

참고로 2020년 6월 영국의 위성 안테나 기술 벤처기업 페어저 솔루션(Phaser Solution)의 사업 및 자산을 인수(지분율 100%, 150억원)해 한화페이저를 설립했고, 2020년 12월에는 미국의 전자식 빔 조향 위성안테나(ESA) 기술 선도기업인 카이메타(Kymeta)에 3000만달러(약 330억원, 지분율 9%)를 투자함으로써 위성통신안테나 사업을 강화한 바 있음.

그림 1. 위성통신 산업시장 전망



자료: 한화시스템(모건스탠리, Euroconsult), IBK투자증권

그림 2. 글로벌 위성산업 혁신기업들



자료: 한화시스템, IBK투자증권

표 1. 위성통신 안테나 구동방식에 따른 구분

구분	기계식 안테나	반전자식 안테나	전자식 안테나
제조사	Cobham, 인텔리안테크 등	GETSAT, Gilat, ThinkKom 등	한화페이저, Kymeta, Isotropic, Satisfy 등
구조	반사판 안테나를 기계적인 구동으로 회전	평판 안테나를 기계적인 구동으로 회전	기계적 회전 없이 전자식으로 빔 조향
중량	< 300kg	< 200kg	< 100kg
빔조향 속도	12~15°/s	30~50°/s	50~150°/s
특징	· 높은 유지비용 (구동부 등) · 느린 빔조향 속도로 저궤도 위성 고속 추적 불가 (여러 위성간 끊임없는 연결을 유지하기 위해서는 2개 이상의 안테나 필요)	· 구동부로 인한 무게 증가 · 높은 유지비용 (구동부 등) · 고중량 및 공기저항으로 인해 모빌리티 플랫폼 탑재 불리	· 높은 소모전력 및 발열 · 고가 · 모빌리티 플랫폼 탑재 및 저궤도 위성통신에 적합

자료: 한화시스템, IBK투자증권

2) 오버에어(Overair)에 전환사채 3천만달러(346.5억원) 투자

오버에어는 한화시스템이 이미 2020년 1월 시리즈A 투자를 통해 보통주 지분율 45.18%(1,130억원 투자, 스톡옵션 행사시 30%로 낮아질 수 있음)를 보유하고 있는 미국의 UAM(도심항공) 기체 개발 및 제작회사.

오버에어의 연내 시리즈 B투자에 앞서 신규투자유치 지원 및 신규투자유치까지 운영 효율성 강화를 지원하기 위해 브리지론 형태의 전환사채(만기일은 대금지급일 8/13로부터 24개월, 표면금리 3%, 전환비율 100%, 전환가액 미정, 전환에 따라 발행할 주식은 우선주)에 3천만달러(346.5억원)를 투자한 것.

오버에어가 발행한 오픈형(Convertible Note) 전환사채는 우선 기업에 투자한 뒤 후속 투자를 통해 기업가치가 정해지면 전환가액과 발행주식수가 결정되는 투자 방식. 따라서 전환가액이 아직 미정이므로 2년 만기 후 우선주 전환시 지분법 손익 반영 전망.

그림 3. Overair의 Butterfly 기체 형상



자료: 한화시스템, IBK투자증권

한화시스템 (272210)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,546	1,643	1,990	2,145	2,280
증가율(%)	36.9	6.3	21.1	7.8	6.3
매출원가	1,311	1,395	1,714	1,822	1,931
매출총이익	235	248	276	322	349
매출총이익률 (%)	15.2	15.1	13.9	15.0	15.3
판매비	150	155	169	202	215
판매비율(%)	9.7	9.4	8.5	9.4	9.4
영업이익	86	93	106	120	134
증가율(%)	91.5	8.3	14.4	12.9	11.7
영업이익률(%)	5.6	5.7	5.3	5.6	5.9
순금융손익	3	-2	1	1	1
이자손익	1	0	1	1	1
기타	2	-2	0	0	0
기타영업외손익	-6	-8	1	0	0
중속/관계기업손익	0	-4	-11	-14	-15
세전이익	82	79	97	108	120
법인세	9	-15	23	24	26
법인세율	11.0	-19.0	23.7	22.2	21.7
계속사업이익	73	94	75	84	94
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	73	94	75	84	94
증가율(%)	76.8	28.4	-20.1	12.2	11.8
당기순이익률 (%)	4.7	5.7	3.8	3.9	4.1
지배주주당기순이익	73	94	75	84	94
기타포괄이익	-8	5	1	0	0
총포괄이익	65	98	76	84	94
EBITDA	174	193	212	236	265
증가율(%)	84.9	10.6	10.1	11.3	12.4
EBITDA마진율(%)	11.3	11.7	10.7	11.0	11.6

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	630	758	479	444	497
BPS	7,847	8,368	7,641	7,838	8,035
DPS	277	205	250	300	350
밸류에이션(배)					
PER	14.7	20.4	37.8	40.7	36.4
PBR	1.2	1.8	2.4	2.3	2.3
EV/EBITDA	3.9	7.9	13.8	12.7	11.2
성장성지표(%)					
매출증가율	36.9	6.3	21.1	7.8	6.3
EPS증가율	26.9	20.3	-36.8	-7.3	11.8
수익성지표(%)					
배당수익률	3.0	1.3	1.5	1.8	2.1
ROE	8.1	9.4	6.0	5.7	6.3
ROA	3.4	3.7	2.6	2.8	3.0
ROIC	11.1	16.5	11.7	11.3	11.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	148.8	161.0	106.0	106.5	108.0
순차입금 비율(%)	-47.3	-37.4	-34.1	-28.4	-29.1
이자보상배율(배)	17.3	14.9	26.8	31.9	35.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.3	10.1	11.2	10.3	10.0
재고자산회전율	4.7	5.1	5.7	6.2	6.4
총자산회전율	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,525	1,684	1,773	1,801	1,825
현금및현금성자산	564	540	613	542	564
유가증권	51	10	26	28	31
매출채권	170	156	199	216	237
재고자산	281	364	332	361	356
비유동자산	885	1,011	1,201	1,258	1,332
유형자산	217	218	216	229	253
무형자산	532	550	561	576	590
투자자산	27	62	113	116	119
자산총계	2,409	2,695	2,973	3,058	3,157
유동부채	1,170	1,360	1,235	1,267	1,311
매입채무및기타채무	122	78	78	85	93
단기차입금	70	30	26	28	31
유동성장기부채	0	10	0	0	0
비유동부채	271	303	295	310	328
사채	70	60	60	60	60
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	1,441	1,662	1,530	1,577	1,639
지배주주지분	968	1,033	1,444	1,481	1,518
자본금	551	551	945	945	945
자본잉여금	327	328	328	328	328
자본조정등	0	-1	-34	-34	-34
기타포괄이익누계액	-2	-3	-2	-2	-2
이익잉여금	92	157	207	244	281
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	968	1,033	1,444	1,481	1,518
비이자부채	1284	1498	1383	1428	1487
총차입금	157	164	147	149	152
순차입금	-458	-386	-492	-421	-442

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	409	175	71	189	249
당기순이익	73	94	75	84	94
비현금성 비용 및 수익	127	138	130	128	145
유형자산감가상각비	61	69	72	77	86
무형자산상각비	28	31	34	39	45
운전자본변동	205	-37	-129	-24	10
매출채권등의 감소	0	0	-78	-17	-21
재고자산의 감소	95	-84	31	-28	5
매입채무등의 증가	0	0	15	7	8
기타 영업현금흐름	4	-20	-5	1	0
투자활동 현금흐름	-133	-100	-263	-226	-193
유형자산의 증가(CAPEX)	-42	-46	-65	-90	-110
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-47	-45	-44	-54	-60
투자자산의 감소(증가)	-2	-37	-45	-2	-3
기타	-42	28	-109	-80	-20
재무활동 현금흐름	85	-98	265	-34	-36
차입금의 증가(감소)	-7	30	0	0	0
자본의 증가	99	0	393	0	0
기타	-7	-128	-128	-34	-36
기타 및 조정	-1	-1	0	0	1
현금의 증가	360	-24	73	-71	21
기초현금	204	564	540	613	542
기말현금	564	540	613	542	564

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.07.01~2021.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	131	94.9
중립	7	5.1
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

한화시스템	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2020.05.18	매수	10,729	-23.47	-7.08					
	2020.08.11	매수	11,624	-13.92	-0.39					
	2020.11.12	매수	13,412	-0.34	35.00					
	2021.01.25	매수	22,353	-21.63	-11.60					
	2021.08.02	매수	23,000	-26.21	-25.43					
	2021.08.12	매수	23,000							