

2023.03.02(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-03-02 오전 3:11

수정한 날짜: 2023-03-02 오전 10:49

2023.03.02(목) 증권사리포트

네오위즈

견고한 투자 비중을 유지할 필요

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

P의 거짓에 대한 출시 전 흐름 예상

IGN Fan Fest에서 공개한 P의 거짓 영상은 시네마틱 기반 스토리와 보스전을 가늠할 수 있는 영상으로 디렉터스 시연 기반 영상으로 인게임 요소가 충분히 공개된 상황에서 유저 대세감을 확보하려는 개발진의 균형잡힌 전략으로 평가된다. 향후에도 월 베이스의 미디어, 인플루언서 기반 행사 및 프리오더 기반 추가적 인게임 영상 공개 여지를 기대해 볼 수 있겠다. 동 게임은 작년 8월 게임스컴에서 3관왕을 차지하면서 각종 미디어와 플랫폼 기반 마케팅 협업을 통한 시너지 효과 창출도 상당히 클 것으로 기대한다. 또한 당사는 사전 유저 기대감이 큰 게임에 주목할 필요가 있다고 판단하며, 최근 출시된 주요 게임의 성과를 미루어 볼 때 콘솔 기반 트리플 A급 시장의 유저 커버리지가 확대되고 있는 모습이 관측되기에 P의 거짓도 판매고에 대한 한계치를 정해놓는 것은 다소 유연하지 못한 판단일 수 있음을 짚고자 하며, 이에 긍정적 유저 게임성 기반의 탄력적인 판매 성과를 기대해 볼 여지는 충분하다. 또한 현재 인게임 영상 공개 수준 등을 감안하면 개발은 거의 일단락된 것으로 파악되고, 최적화 등에 집중하는 플로우로 관측되며, 최근 스팀 등을 중심으로 한 신작별 최적화 이슈 부각을 감안시 다양한 변수를 제어할 최적화 작업이 출시 전까지 충분한 시간을 가지고 면밀하게 진행될 것으로 판단한다. 결론적으로 국내 출시 게임중에 트리플 A급 게임으로서 의미있는 마일스톤을 쌓을 수 있는 최초 게임이 될 것으로 기대하며 이를 통해 동사가 글로벌 게임사와 대등한 경쟁을 할 수 있는 초석이 마련될 것으로 판단한다.

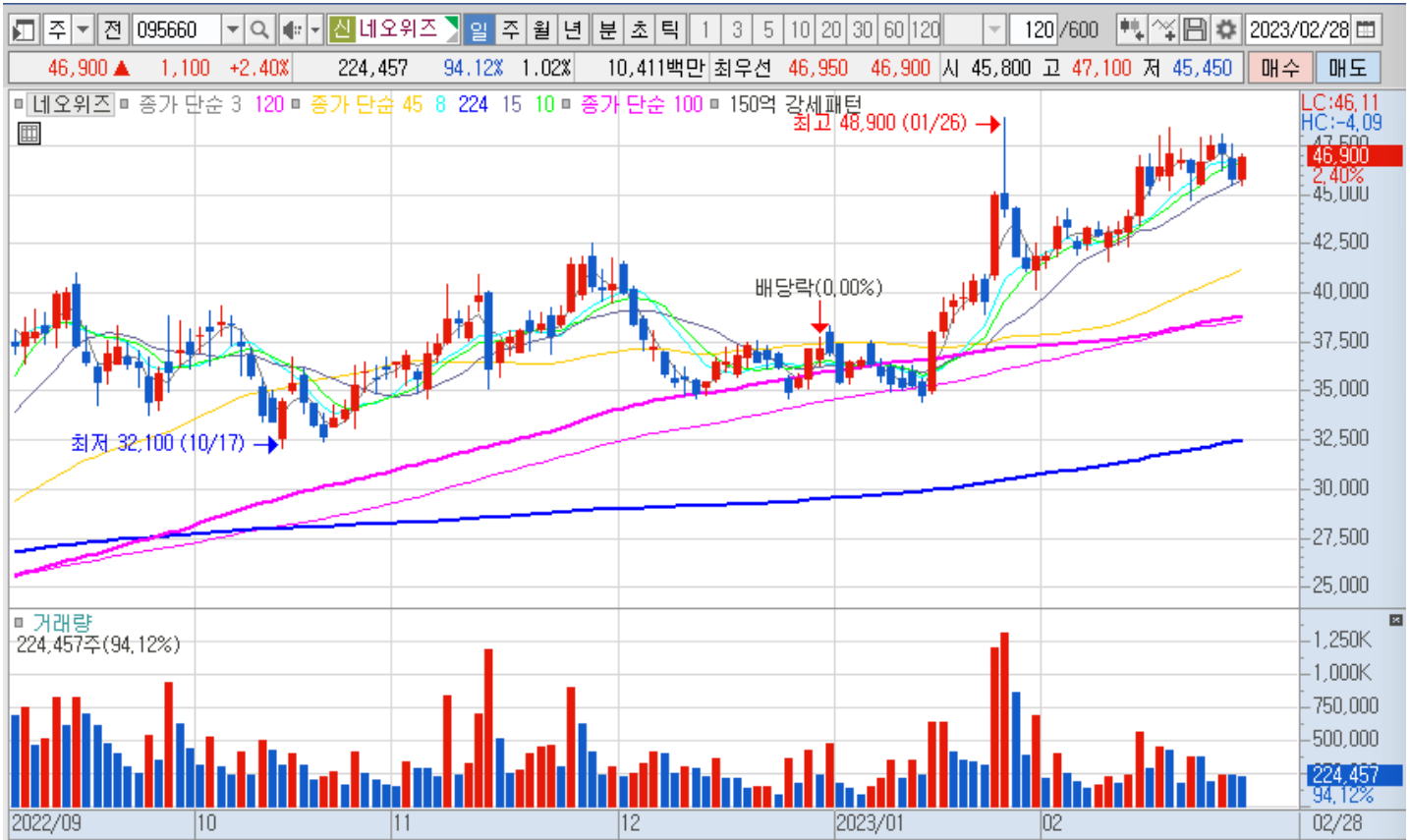
브라운더스트2, 재무적 기여도 변수 판단

브라운더스트2는 최근 테스트 직후 개발사 대표가 직접 유저 피드백을 충분히 반영하여 게임성을 보정하겠다고 밝혔으며, 스킬 컷신 등을 동적이면서 캐릭터 일러스트레이션을 살릴 구현이 가능할 경우 탄력적 성과 창출이 가능할 것으로 판단하며, 당사는 동 게임의 출시를 2분기말 기준으로 설정하여 초기 분기인 3Q23E 글로벌 일평균 매출 추정치를 2억원으로 반영해 둔 상태이다. 글로벌 지역 커버리지 등을 감안시 당사 추정치는 중립 이하 수준으로 판단하며, 이를 상회시 동사에 재무적 트리거를 제공할 여지가 있을 것으로 판단한다. 또한 동게임은 동사 주력 게임인 P의 거짓보다 앞단에 있기에 신작의 복합적 기대를 가져볼 수 있는 점과 현재 브라운더스트2의 시장 기대치가 제한적이라는 점을 감안시 견조한 성과 창출시 추가에 우호적 변수로 작용할 것으로 판단한다

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	289.6	261.2	294.6	431.4
영업이익	60.3	21.2	22.6	90.2
EBITDA	69.3	33.3	36.0	104.6
세전이익	68.7	64.3	23.3	106.5
순이익	62.2	56.7	16.2	85.2
지배주주지분순이익	60.2	56.8	16.0	84.2
EPS(원)	2,747	2,577	727	3,820
증감률(% YoY)	148.9	-6.2	-71.8	425.8
PER(배)	8.2	14.0	50.9	12.0
PBR(배)	1.28	1.73	1.72	1.82
EV/EBITDA(배)	4.2	17.8	17.1	7.2
영업이익률(%)	20.8	8.1	7.7	20.9
ROE(%)	17.0	13.4	3.4	16.4
순차입금비율(%)	-53.8	-45.1	-43.4	-46.6





제주항공

중장기 운임 하향 안정화 예상

[\[출처\] NH투자증권 정연승애널리스트](#)

현 수준의 국제선 여객 운임은 지속가능 하지 않다.

투자의견 Hold, 목표주가 18,000원 유지. 가파른 수요 회복 및 운임 상승을 감안하여, 23년 연간 영업이익 1,523억원으로 기존 추정치 대비 53% 상향하였으나, 현 수준의 높은 국제선 여객 운임이 지속가능하지 않다고 판단, 이에 목표주가 산정시 23년, 24년 평균 EPS를 적용하여 산출. 목표 PER로는 글로벌 저비용항공사 23년 평균 PER 13배 적용

국제선 여객 운임은 22년 3분기를 기점으로 급격한 상승세를 이어가고 있음. 가파른 수요 회복과 더딘 공급력 증가가 운임 상승으로 연결. 23년 1분기 국제선 운임은 93.5원으로 예상되며, 2019년 평균 대비 75% 상승. 하지만, 현재 높은 운임은 지속가능성이 낮다고 판단하며, 점진적으로 진행될 저비용 항공사의 여객 기재 확충, 인플레이션에 따른 소비 여력 축소, 중장기 인구 감소와 여객 프리미엄화에 따른 저비용항공사 사용자 감소, 코로나 국면을 통과하는 과정에서 변화 없는 경쟁구도(국내 저비용항공사 9개 존재)로 인해 운임은 점차 하향 안정화될 전망. 23년 1분기 여객 운임을 고점으로 국제선 운임은

하향 사이클에 진입할 전망. 23년 1월, 이미 공급력이 90%까지 회복된 것으로 보여, 추가적인 이익 개선 모멘텀도 약화될 전망

23년 1분기 급격한 수익성 개선 기대, 오버행은 부담 요인

4분기 매출액 2,994억원(+241% y-y, 53% q-q), 영업흑자 187억원(적지y-y, OPM 6.3%) 기록하면서 흑자전환 성공. 세부 지표는 발표되지 않았으나, 국제선 운임 상승과 환율 하락에 따른 증당부채 환입이 영업이익 흑자전환에 기여한 것으로 추정. 운임 강세로 1분기는 강한 수익성 개선 전망수급 측면에서 고려 필요. 영구전환사채(551만주, 평균 전환단가 13,878원), AK홀딩스가 발행한 교환사채(제주항공 보통주로의 교환 가능, 전환가능주식수 864만주, 전환가액 15,050원)이 발행된 바 있음

	2021	2022P	2023E	2024F
매출액	273	703	1,543	1,537
증감률	-27.6	157.3	119.7	-0.4
영업이익	-317	-178	152	116
증감률	적지	적지	흑전	-23.6
영업이익률	-116.1	-25.3	9.9	7.6
(지배지분)순이익	-272	-173	124	92
EPS	-5,419	-2,800	1,605	1,116
증감률	적지	적지	흑전	-30.5
PER	N/A	N/A	10.1	14.5
PBR	5.2	3.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	N/A	N/A	2.8	2.7
ROE	-135.8	-70.2	30.4	17.4
부채비율	588.1	440.5	254.5	196.4
순차입금	197	-51	-207	-268

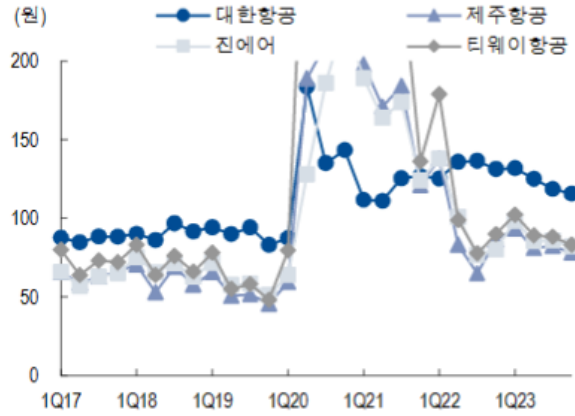
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 국내 상장 저비용항공사 시가총액 추이



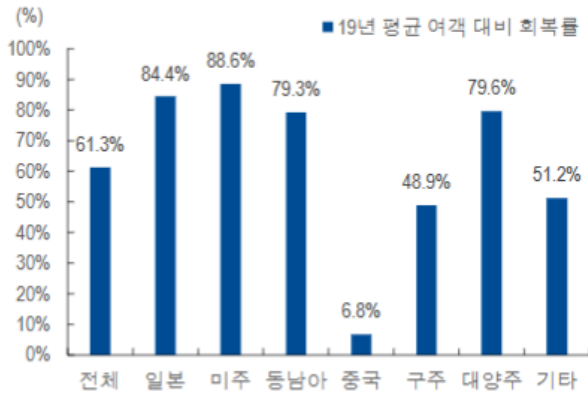
자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

그림2. 분기별 국제선 여객 운임 전망



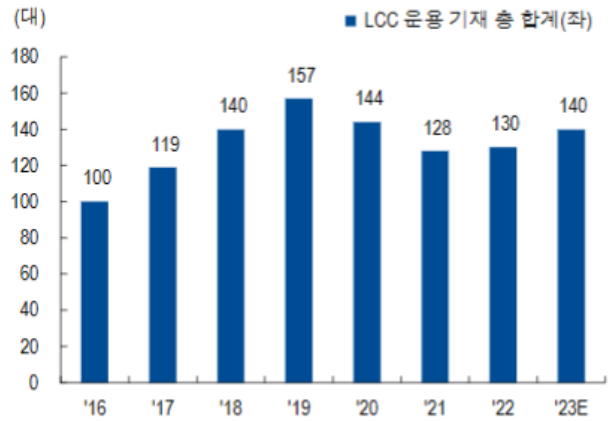
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 2023년 1월 기준, 노선별 수요 회복률 (vs 19년 평균)



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, NH투자증권 리서치본부

그림4. 국내 저비용항공사 운영 기재 추이 및 전망



주: 23년 연말기준, 당사 추정치

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 전망



KT
 아직 들어갈 때 아닙니다
[\[출처\] 하나증권 김홍식 애널리스트](#)

장기 매수/목표가 4.5만원 유지, 단 매수는 한 템포 뒤로

KT 12개월 목표가 45,000원/매수 의견을 유지한다. 하지만 여전히 올해 상반기엔 비중 축소 의견을 지속한다. 필자 예상대로 경영진이 교체됨에 따라 향후 수익성 위주 경영 정책/배당 및 주주이익환원 정책에 대한 불확실성이 커지고 있으며 신임 CEO 성향 및 경영 비전이 투자자들에게 인지되기 전까진 혼란한 상황이 지속될 것이기 때문이다. 최소한 4~5월까지 불안한 투자 환경이 계속될 가능성이 높아 단기 주가 하락 폭 심화에도 매수를 한 템포 늦출 것을 권한다.

배당/수익성 위주 정책에 대한 공포감 커질 시점

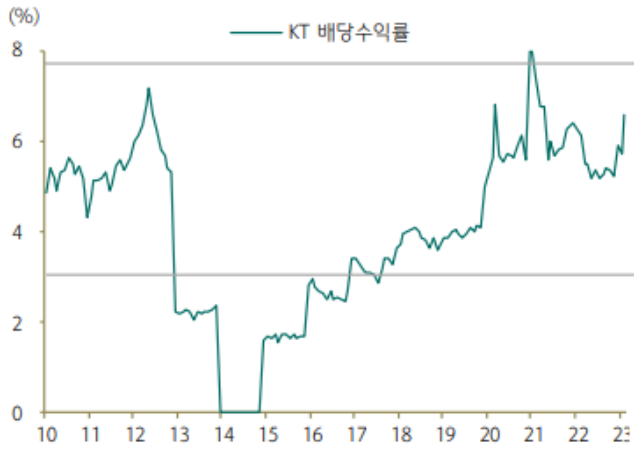
KT는 경영진 성향에 따라 많은 변화가 나타났다. 무리한 신사업 육성 정책이 수익성 저하를 가져온 경우도 있었고 기존 사업의 매출 증대 정책이 수익성 향상을 가져온 사례도 있었다. 빚내서 배당을 준 경우가 있는 반면 업계 평균을 하회할 정도로 배당 지급에 소극적인 영우도 있었다. 인력 운용과 자회사 매각 및 M&A 정책 역시 경영진에 따라 크게 다른 모습이 나타났다. 이에 따라 주가도 큰 변동을 나타냈다. 무리한 사업 확장으로 인한 실적 악화, 배당 정책 변동으로 인한 주가 등락이 대표적이다. 공포감이 커질 수 있는 국면이므로 당분간 보수적인 스탠스를 유지할 필요가 있겠다.

락바텀은 25,000원 수준, 급한 매수세 가담 자제 필요

최근 KT 주가 급락으로 매수 시점에 대한 문의가 많다. 결론적으로 아직은 매수에 가담할 때가 아니라는 판단이다. 이익 및 배당 지표로 볼 때 그렇다. 기저를 감안할 때 1분기 영업이익이 3사 중 유일하게 감소할 수 있으며 빅베스 가능성을 열어두면 2023년 영업이익 증가 폭이 3사 중 가장 낮을 수 있다. 배당이 특히 큰 문제인데 현재의 주주이익환원 정책이 향후 유지된다고 해도 2023년 추정 실적 기준 기대 배당수익률이 6.7%로 3사 중 가장 낮다. 경영 불확실성이 가장 큰 회사인데 배당 수익률은 가장 낮다. SKT 7.4%, LGU+가 7.0%라는 것을 감안 시 KT 주가 락바텀은 기대배당수익률 8% 선인 25,000원 수준으로 예상된다. 7% 선인 28,000원에서 지지하면 좋겠지만 과거 사례를 보면 SKT 기대 배당수익률보다 높아져야 안심구간이다

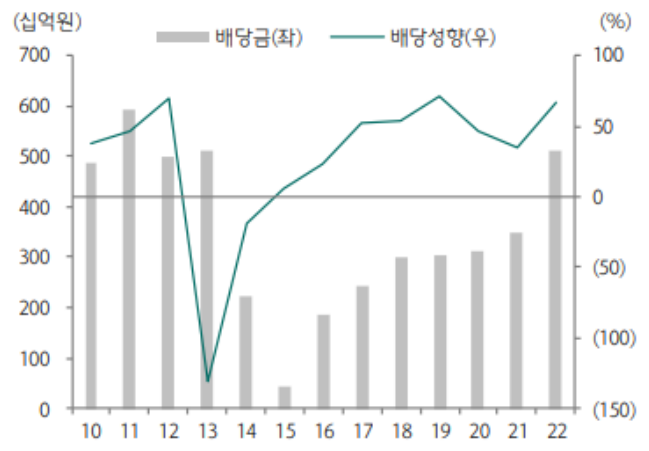
Financial Data		2020	2021	2022	2023F	2024F
투자지표	단위					
매출액	십억원	23,916.7	24,898.0	25,650.0	26,338.9	26,698.4
영업이익	십억원	1,184.1	1,671.8	1,690.1	1,832.6	1,856.2
세전이익	십억원	975.1	1,978.4	1,894.1	1,874.2	1,924.2
순이익	십억원	658.0	1,356.9	1,262.6	1,359.4	1,373.1
EPS	원	2,520	5,197	4,835	5,206	5,259
증감율	%	6.87	106.23	(6.97)	7.67	1.02
PER	배	9.52	5.89	6.99	5.85	5.79
PBR	배	0.42	0.50	0.53	0.46	0.43
EV/EBITDA	배	2.62	2.91	2.97	2.98	2.81
ROE	%	4.76	9.36	8.06	8.10	7.78
BPS	원	57,039	61,224	63,442	66,726	70,024
DPS	원	1,350	1,910	1,960	2,000	2,100

그림 1. 2010년 이후 KT 배당수익률밴드 추이



자료: Fnguide

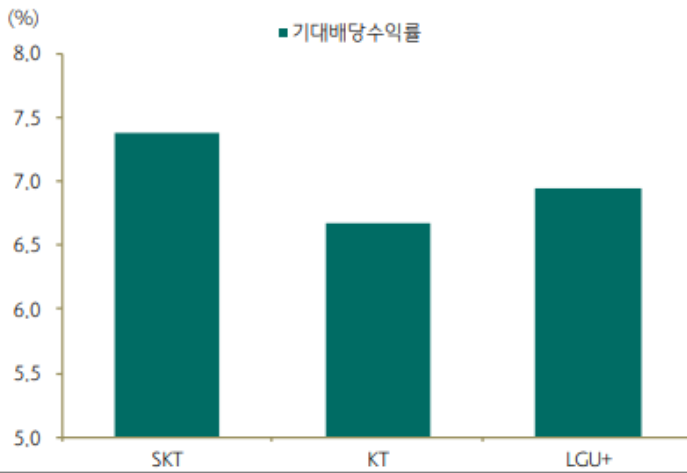
그림 2. KT 총배당금 및 배당성장 추이



주: 총 배당금/본사 순이익

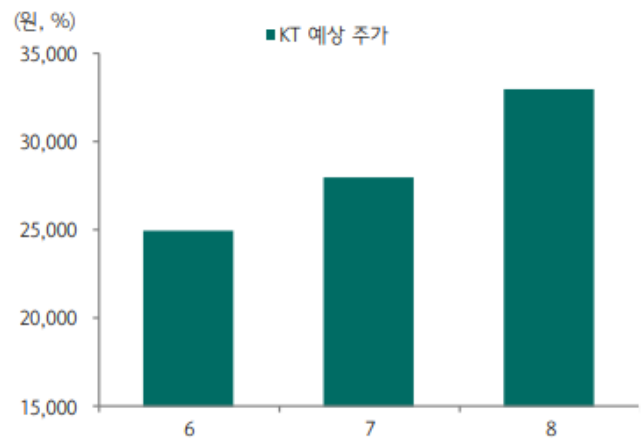
자료: Fnguide

그림 3. 통신 3사 기대배당수익률 비교

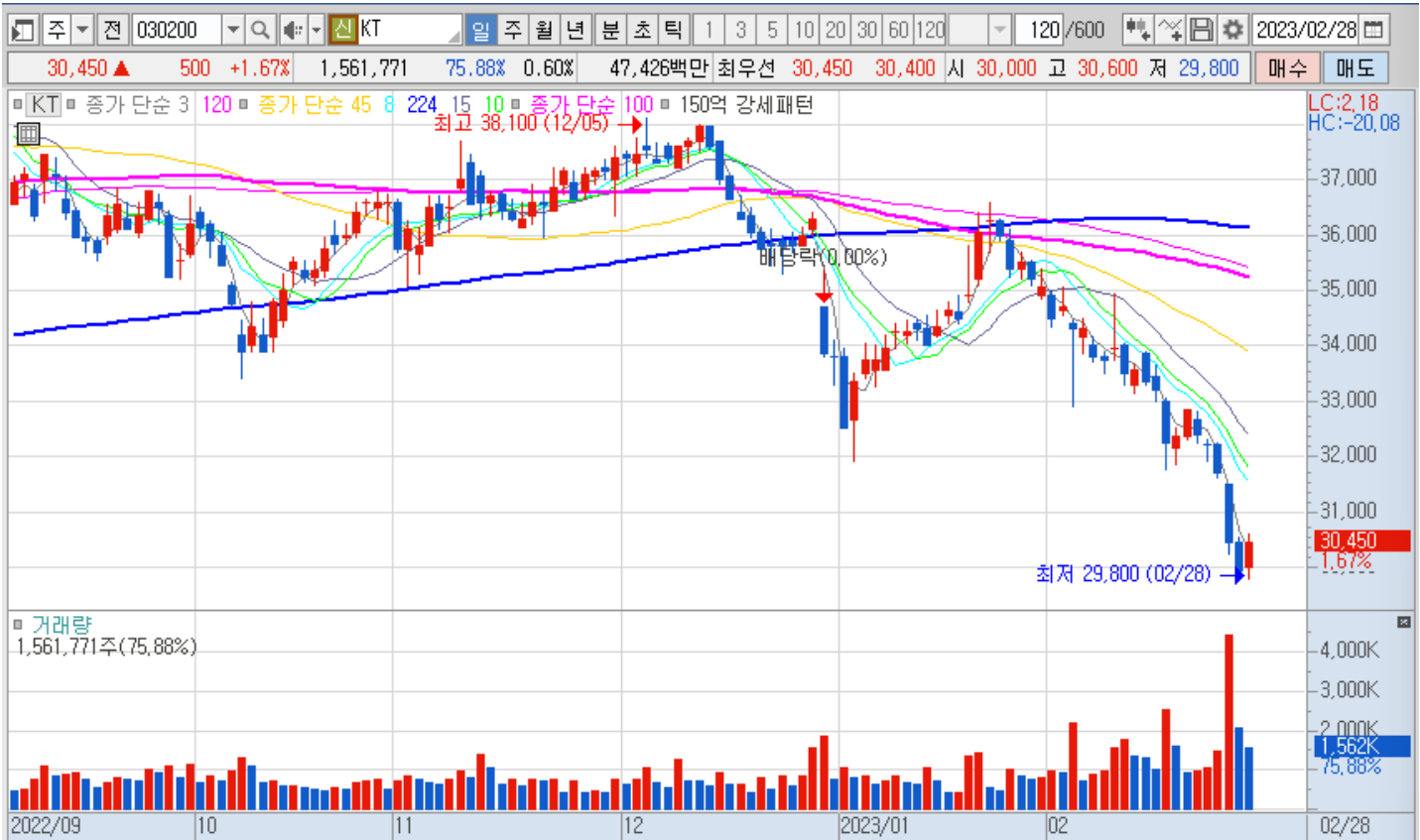


자료: 각사, 하나증권

그림 4. 기대배당수익률 변화에 따른 KT 예상 주가



자료: 하나증권



현대이지웰

1위 플랫폼을 PER 10배 아래에서 살 기회

[\[출처\] NH투자증권 백준기 애널리스트](#)

영업레버리지 효과 Come back

동사가 영위하는 복지포인트 플랫폼 사업은 경기 둔화 영향이 적고 고객유지율이 높은 안정적인 사업. 특히 비용 측면에서 고정비성 인건비 비중이 높기 때문에 매출 성장에 따른 영업레버리지 효과가 발생

매년 고객사 증가와 함께 복지포인트 온라인 사용률이 상승하면서 질적으로 양호한 매출 성장 시현 중. 현대백화점그룹 편입 후 구조적 변화에 따라 상품 믹스 개선되며 2022년 4분기 이익률 확대. 올해도 가전 비중이 줄고 고마진율의 소비재(화장품, 패션 등) 매출이 늘어날 것으로 추정됨

2023년 매출액 1,288원(+14.5% y-y), 영업이익 220억원(+18.9% y-y)으로 매출액 성장률 대비 영업이익 성장률이 높은 구간에 다시 진입할 전망.동사의 플랫폼 사업 모델과 수익성을 감안할 때 2023년 PER 9.7배의 밸류에이션은 매력적이라 판단

신사업과 대형 고객사 수주 기대

동사가 작년 11월 인수한 벤디스는 인수 다음 달인 12월 월 거래액 103억원을 기록. 올해 연말까지 BEP(손익분기점)인 월 거래액 140억원 돌파해 흑자전환할 것으로 기대. 벤디스가 운영 중인 식권대장 앱은 이지웰 앱 대비 트래픽이 높아 올해 4월부터는 이지웰 복지물을 연동할 계획이며 상조,EAP, 여행, 이사 등 다양한 B2B 사내 복지 그룹웨어 서비스도 준비 중 경쟁사의 현대차 2교대 복지물 사업 올해 6월 종료. 동사의 수주 가능성 높은 상황. 수주금액은 700억원으로 동사가 운용 중인 전체 복지포인트의 5%에 달함. 하반기로 갈수록 동사 실적 성장세 가팔라질 것으로 예상

	2021	2022P	2023E	2024F
매출액	96.5	112.5	128.8	146.2
증감률			14.5	13.5
영업이익	15.9	18.5	22.0	26.8
증감률	19.7	16.2	18.9	21.9
영업이익률	16.5	16.5	17.1	18.4
(지배지분)순이익	15.4	14.6	17.5	21.4
EPS	648	614	735	900
증감률	90.4	-5.3	19.7	22.5
PER	16.5	11.1	9.7	8.0
PBR	3.1	1.7	1.6	1.3
EV/EBITDA	14.0	6.9	5.8	4.5
ROE	21.6	16.7	17.2	17.9
부채비율	88.9	92.9	87.3	81.2
순차입금	-4.4	-13.7	-22.4	-34.2

단위: 십억원, %, 원, 배



한국콜마

코로나에 가려진 국내 호실적

[출처] 하나증권 박은정 애널리스트

4Q22 Re: 연결 영업이익 86억원(YoY-67%) 기록

한국콜마의 4분기 실적은 연결 매출 4,791억원(YoY+19%), 영업이익 86억원(YoY-67%)으로 컨센서스(271억원)를 68% 하회했다. 국내 ODM(별도)는 매출과 이익 모두 시장 눈높이를 상회했으나, HK이노엔/연우 및 해외 ODM의 부진이 연결 이익 체력을 높였다. 지배주주순손실 477억원 기록했는데 해외법인(무석/북경/북미)관련 손상차손 424억원(169억원/173억원/82억원) 반영된 영향이다.

코로나에 가려진 국내 호실적

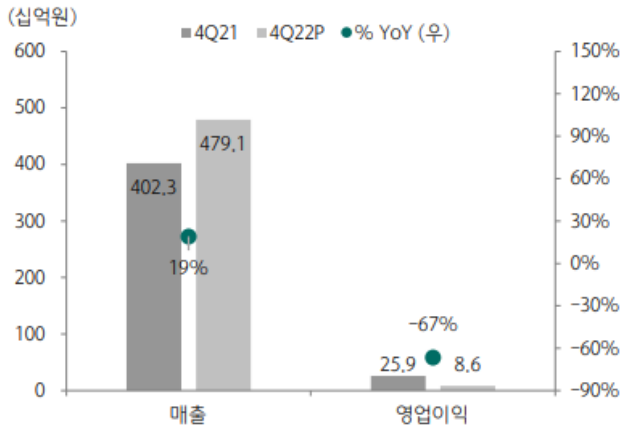
4분기 국내 ODM, 해외 ODM, HK이노엔 매출은 각각 전년동기비 10%, 4%, 3% 성장했다. 용기는 519억원 반영(QoQ□4%) 기록했다. ▶국내 ODM(별도)은 매출 1.6천억원(YoY +11%), 영업이익 214억원(YoY +9%) 호실적 기록했다. 상위 Top 2 고객사의 안정적 매출과 H&B스토어/홈쇼핑 브랜드향 수주 증가가 지속되었다. 또한 선제품 중심으로 경쟁 우위 지속됨에 따라 영업이익률이 13% 달성했다. ▶해외 ODM이 다소 아쉬웠는데, 지난해 4분기 리오프닝에 따른 확진자 급증으로 코로나 영향 이어졌다. 북경/무석 매출은 전년동기비 각각 35%, 3% 감소 기록했다. 북미의 경우 전년동기비 34% 성장했으나, 영업손실은 이어졌다. 중국과 북미 모두 고객사의 저변이 확대되고 있는 것은 긍정적이다. ▶HK이노엔은 매출 2.2천억원(YoY +3%), 영업이익 84억원(YoY -51%) 기록했다. 케이캡 처방 확대/MSD 백신 매출 정상화/컨디션 매출 강세 나타났으나, 케이캡 관련 일회성 비용(118억원: 판매수수료 부채 인식 77억원/ 사용량 약가 연동 환급금 인식 회계기준 변경 41억원) 영향으로 손익이 아쉬웠다. ▶연우의 경우 주요 고객사 및 미주 고객사의 재고조정 이어지며 매출 519억원(YoY-27%), 영업손실 6억원(적전) 기록했다.

2023년 상저하고 전망

2023년 실적은 연결 매출 2.1천억원(YoY +14%), 영업이익 1.4천억원(YoY +92%) 전망한다. 국내는 호실적 이어지는 가운데, 중국이 1분기까지는 코로나 영향권으로 2023년 상저하고 실적 흐름 기대된다. 더 이상 나빠지기 어려워 보인다. 투자 의견 매수, 목표주가 5.5만원 유지한다.

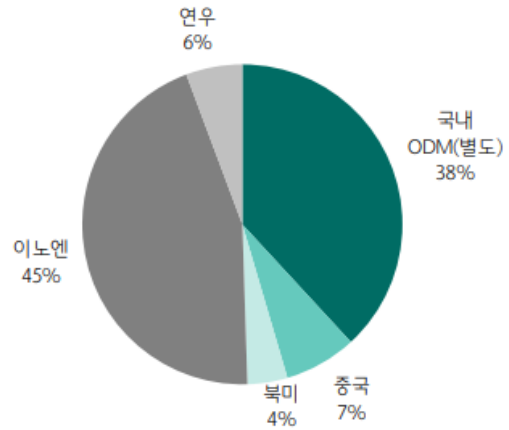
Financial Data		2020	2021	2022F	2023F	2024F
투자지표	단위					
매출액	십억원	1,322.1	1,586.3	1,865.7	2,121.0	2,288.1
영업이익	십억원	121.7	84.3	73.3	140.8	200.3
세전이익	십억원	221.6	66.5	16.7	131.4	190.3
순이익	십억원	160.3	35.8	(22.0)	70.8	97.0
EPS	원	7,004	1,565	(962)	3,094	4,238
증감율	%	445.48	(77.66)	적전	흑전	36.97
PER	배	7.27	25.72	(44.28)	13.51	9.86
PBR	배	1.87	1.35	1.46	1.26	1.08
EV/EBITDA	배	12.47	14.60	16.44	10.42	7.42
ROE	%	29.27	5.48	(3.25)	9.92	11.78
BPS	원	27,258	29,876	29,276	33,115	38,864
DPS	원	345	415	415	415	415

그림 1. 한국콜마의 4분기 연결 잠정 실적



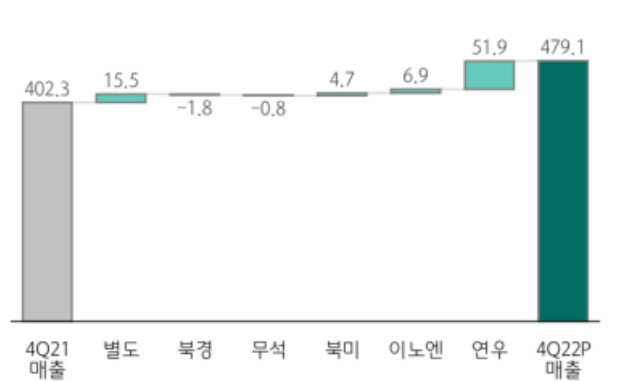
자료: 하나증권

그림 2. 한국콜마의 2022년 기준 부문별 매출 비중 (%)



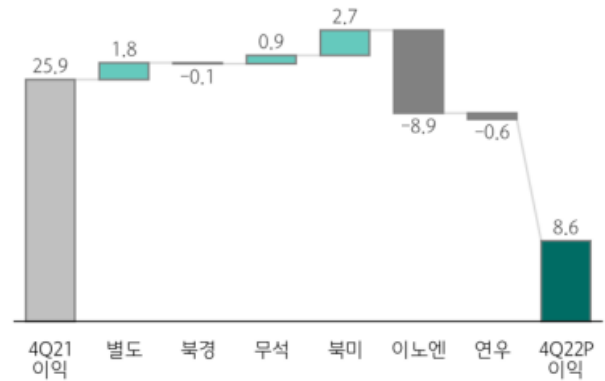
자료: 하나증권

그림 3. 한국콜마의 4Q22P 연결 매출 변동 (YoY)
: 화장품 ODM +176억원, HK이노엔 +69억원, 용기(연우) +519억원



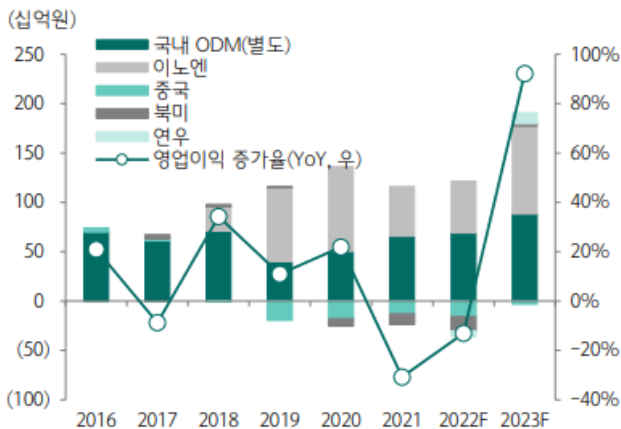
주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

그림 4. 한국콜마의 4Q22P 연결 이익 변동 (YoY)
: 화장품 ODM 53억원, HK이노엔 -89억원, 용기(연우) -6억원



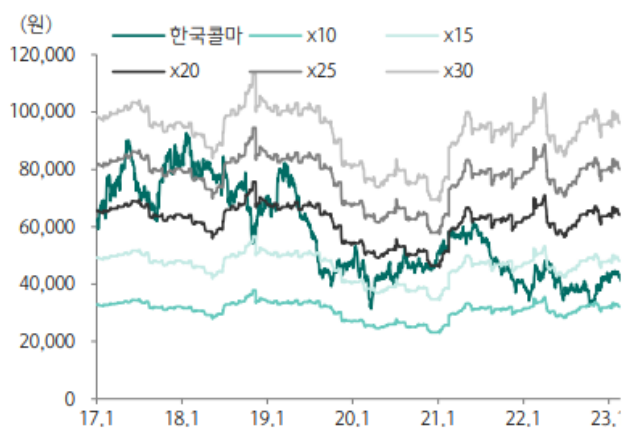
주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권 [참고] 연결조정 변동: -137억원

그림 5. 한국콜마의 부문/법인별 영업이익 추이 및 전망

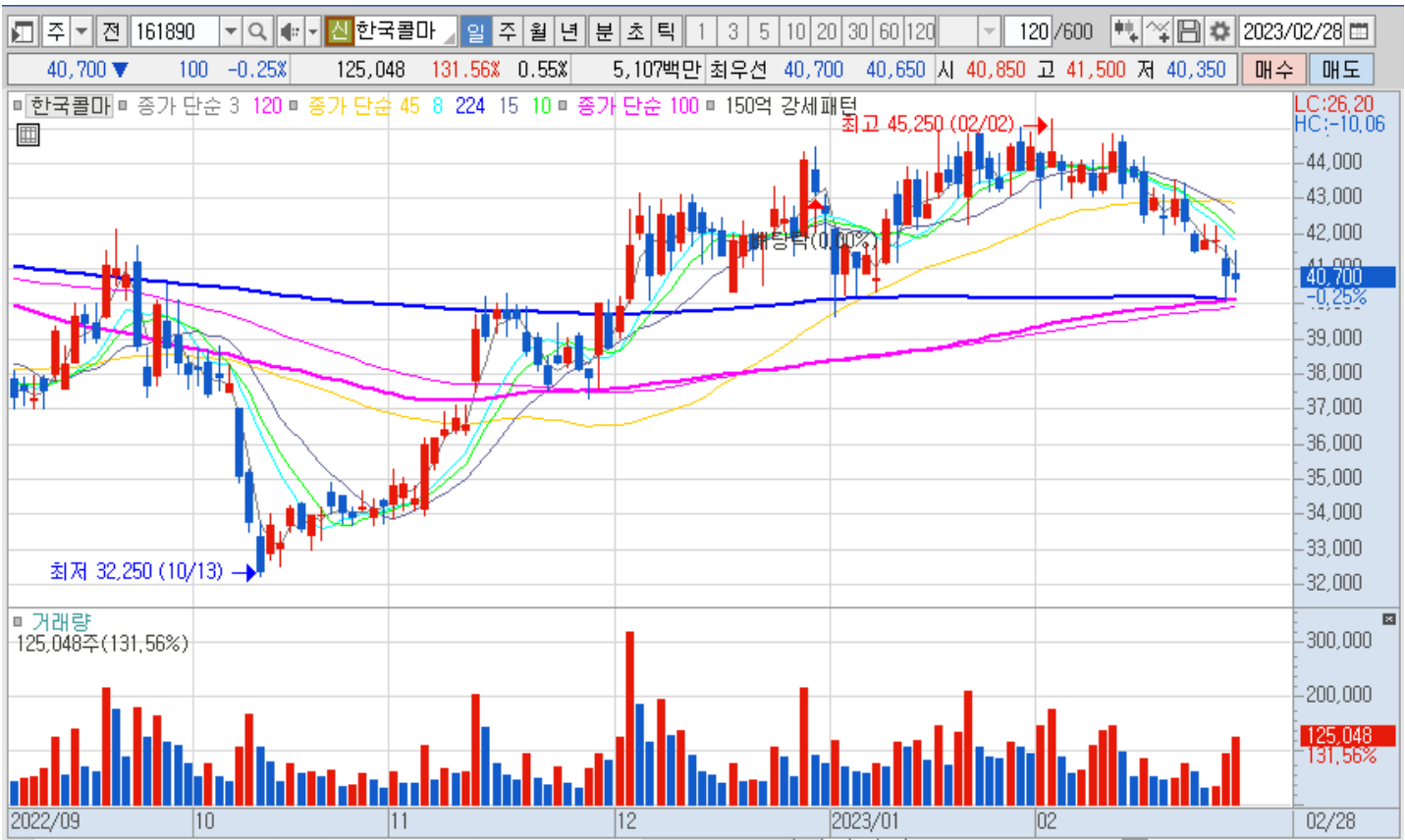


자료: 하나증권

그림 6. 한국콜마의 12MF P/E Band Chart



자료: 하나증권



메드팩토

2023년 4분기 글로벌 임상 3상 시작 예정

[\[출처\] 유진투자증권 권해순 애널리스트](#)

저분자 표적항암제 백토서팁(Vactosertib) 개발, 글로벌 임상 중인 신약개발 기업

메드팩토를 탐방하여 임상 진행 현황 및 향후 일정을 검토함. 메드팩토는 TGF-β 저해역할을 하는 저분자화합물 백토서팁을 개발, 대장암, 골육종암, 췌장암 등을 적응증으로 글로벌 임상1~2 상을 진행 중인 신약개발 기업임. 2019~2020 년 백토서팁의 임상적 효능이 알려지고 글로벌 빅파마인 MSD, 아스트라제네카의 면역관문억제제들과 병용 요법을 진행하였음. 신약 개발에 대한 기대감이 반영되며 기업가치가 2 조원을 상회하기도 하였음. 2022 년 초까지 다양한 암종에서 백토서팁 유효성을 확인하는 초기 임상들을 진행하였으며 2023년부터 대장암(임상 3 상), 골육종암(임상 1/2상)에 집중하여 글로벌 임상을 진행할 예정

First-in-class TGF - β 억제제

TGF-β 저해제는 항암제에 반응하지 않는 Cold Tumor 의 종양미세환경을 변화시켜 면역항암제의 반응을 높아지도록 HOT Tumor 로 변화시키는 역할을 하는 것으로 알려진 사이토카인임. 따라서 키트루다 등 면역항암제에 대한 반응률을 높일 수 있기 때문에 면역항암제 병용요법으로 주목받고 있음. Merck(독일)/EMD SERONO 의 Bintrafusp alfa(M7824, 이중단백질), 일라이 릴리의 Galunisertib(LY320082, 저분자화합물)이 앞서 임상 진행 중이었으나 개발이 중단됨. 백토서팁은 경쟁 파이프라인 대비 반감기가 짧아 독성이 낮으며, 타겟 선택성이 높아 약효가 뛰어난 것으로 판단됨. 무엇보다도 단독 요법에서도 유효한 약효를 나타내며, 치료 효과를 높이기 위한 바이오마커도 개발되고 있다는 점에 차별화됨

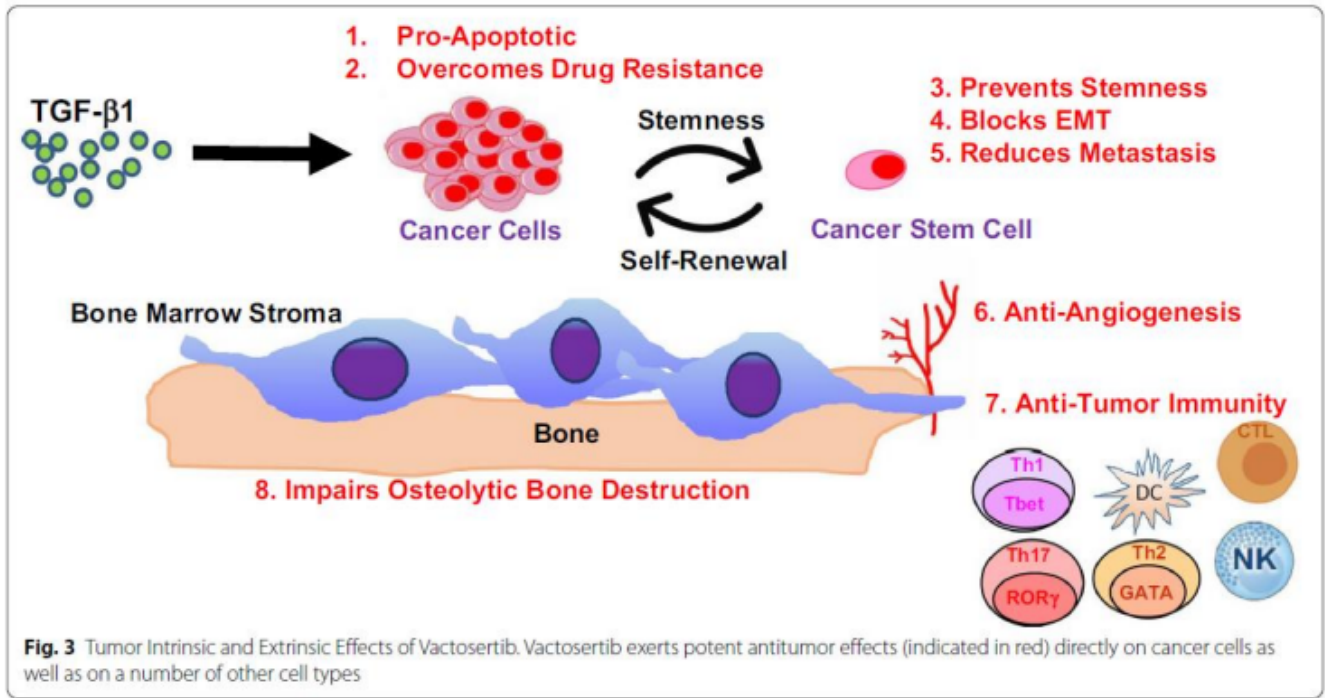
2023 년 하반기 임상 3 상 진입 계획, 2024 년 하반기에는 불확실성도 사라질 전망

백토서팁은 TGF- β 저해제 중 가장 앞선 임상 파이프라인임. 금년 하반기 대장암 대상 임상 3상 진입을 예정하고 있음. 이 전까지 다양한 고형암을 타겟하여 임상을 진행하였으나, 상업화를 앞당기기 위해서 적절한 항암제가 없어 미충족 수요가 높은 대장암 치료제 시장을 공략하여 임상 3 상을 먼저 진행하는 전략임. 메드팩토는 임상 3 상 성공 후 상업화 가능성이 높다고 판단하여 생산시설 확보 및 약가 등에 대한 전략을 수립하기 시작하였음. 6 월 ASCO 에서 대장암 2 상 임상 결과가 추가 공개될 예정. 신약 개발 성과가 기대되는 기업으로 판단됨

결산기(12월)	2019A	2020A	2021A	2022.3Q
매출액(십억원)	0	0	0	0
영업이익(십억원)	(13)	(28)	(29)	(232)
세전계속사업손익(십억원)	(14)	(25)	(17)	(210)
당기순이익(십억원)	(14)	(25)	(17)	(210)
EPS(원)	(815)	(1,249)	(820)	(1,005)
증감률(%)	적지	적지	적지	적지
PER(배)	-	-	-	-
ROE(%)	(33)	(38)	(34)	(62)
PBR(배)	6	43	28	11
EV/EBITDA(배)	-	-	-	-

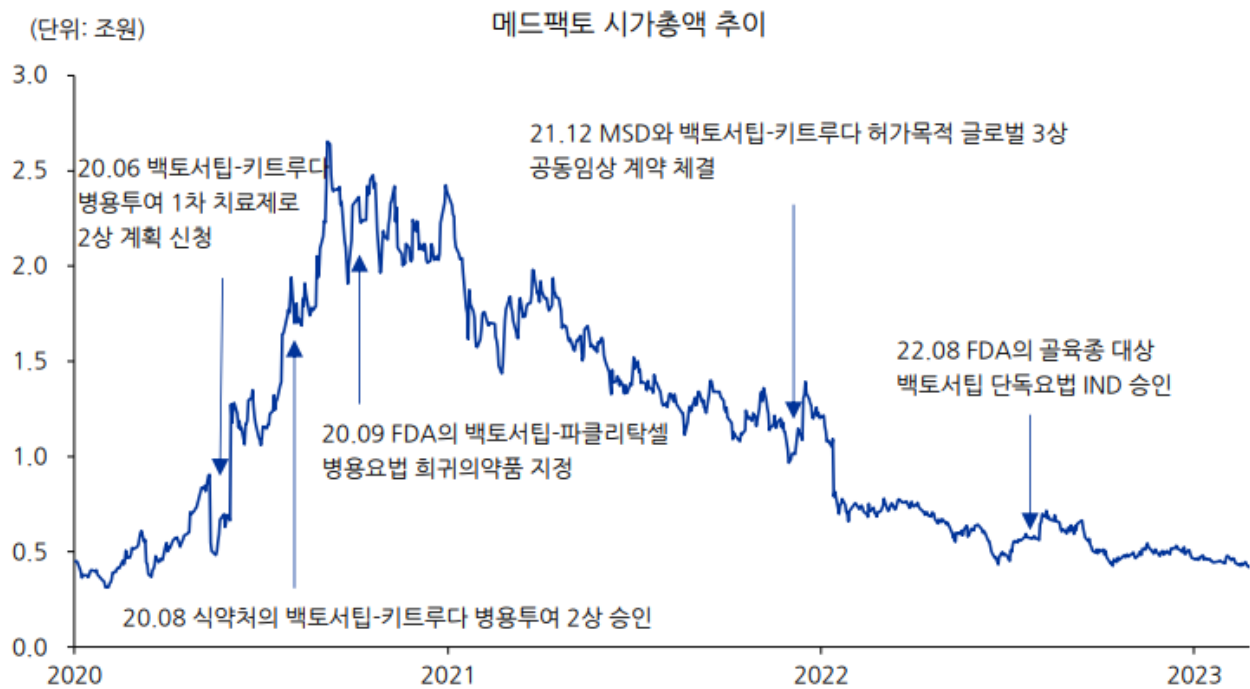
자료: 유진투자증권

도표 1. 백토서팁의 항암 효과 도식화



자료: Kim et al. J Hematol Oncol (2021) 14:55, 유진투자증권

도표 3. 메드팩토 시가총액 및 주요 이벤트 차트



자료: Quantwise, 유진투자증권



한화에어로스페이스

4Q22 Review : 놀라긴 이르다, 이제 시작일뿐

[\[출처\] 유진투자증권 양승윤 애널리스트](#)

4Q22 Review: 방산과 테크윈의 하드 캐리

한화에어로스페이스의 2022 년 4 분기 연결 기준 매출액은 2 조 5,179 억원(+43%yoy), 영업이익 1,766 억원(+146%yoy, OPM 7.0%)을 기록했다. 방산 사업과 한화테크윈의 견조한 실적으로 매출액과 영업이익 모두 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 상회했다.

주요 사업부별 4 분기 실적 리뷰 및 2023 년 전망

[항공우주 4Q22] 매출액 3,756 억원(-10%yoy), 영업이익 -200 억원(적자전환yoy)

항공기 제조 시장의 회복 지연과 일회성 비용 발생(신사업 투자, 군수 사업 충당금, 연말 성과급)으로 매출액과 영업이익 모두 전년대비 감소했다. 올해는 항공기 제조 정상화에 따라 실적회복이 예상되나, GTF 엔진 인도가 다시금 증가하게 될 경우 RSP 손실 폭은 전년대비 확대될 수 있다. 다만, 부품 수급 이슈로 코로나 이전 수준의 GTF 엔진 인도가 이루어지지 못할 가능성이 있고, AM 매출이 발생하기 시작한 상황으로 RSP 손실은 우려보다 크지 않을 수 있다.

[지상방산 4Q22] 매출액 1 조 1,215 억원(+107%yoy), 영업이익 1,827 억원(+222%yoy)

폴란드 K-9 24 대 수출 매출 인식과 국내 사업(차륜형 대공포 등)의 매출 증대로 실적이 큰 폭으로 증가했으며, OPM 16%라는 기록적인 수익을 기록했다. 2023 년에는 폴란드 향 K-9 및 천무 수출 등 해외 수출 증가와 올해부터 반영되는 (주)한화 방산의 실적이 더해지며 실적 레벨이 한단계 올라서게 될 전망이다. 수주 관련으로는 연내 폴란드 2 차 계약(K-9, 천무)과 호주 레드백 우선협상자 선정 여부에 주목이 필요하다.

[한화테크윈 4Q22] 매출액 2,499억원(+46%yoy), 영업이익 354억원(+723%yoy)

미주 시장 내 제품 공급 경쟁력 우위 지속과 M/S 확대에 따른 견조한 실적이 지속되고 있다. 올해도 기 확보한 시장 M/S 유지와 신규 고객 유치를 통해 꾸준한 실적 성장이 기대된다.

4Q22 Review: 방산과 테크윈의 하드캐리

4 분기 실적에서 방산 부문의 강력한 성장세를 확인했다. 2022 년보다도 2023 년이, 2023 년보다 2024 년 방산 부문의 해외 수출 실적이 큰 폭으로 늘어나는 성장 스토리가 시작되었다. 투자의견 BUY 를 유지하며, 기존 목표주가 91,000 원에서 114,000 원으로 상향 조정한다(Multiple 상향 및 적용 순이익을 2023~2024 년 평균값을 적용)

결산기(12월)	2020A	2021A	2022P	2023E	2024E
매출액(십억원)	5,321	6,415	6,540	9,140	10,131
영업이익(십억원)	244	383	375	496	696
세전계속사업손익(십억원)	172	405	171	468	668
당기순이익(십억원)	165	302	157	368	494
EPS(원)	2,398	4,989	3,359	5,956	8,002
증감률(%)	-65	108.0	-32.7	77.3	34.4
PER(배)	11.9	9.6	27.4	15.5	11.5
ROE(%)	4.8	9.2	6.2	11.1	13.5
PBR(배)	0.6	0.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	5.2	4.2	8.2	7.2	5.8

자료: 유진투자증권

