

한화에어로스페이스 (012450)

성장에 탄과 대조를 더하다

Investment Point

- 4Q22에 매출액 2조 5,179억원(YoY +28%, QoQ +80%), 영업이익 1,766억원(+117%, +174%), 지배순이익 897억원(+197%, +1%)으로 서프라이즈. 한화시스템이 영업이익 -81억원(적전, 적전)으로 부진했고, 에어로스페이스도 영업이익 -200억원(적전, 적전)으로 적자전환 했지만, 폴란드 K-9 수출이 하드 캐리. 디펜스는 매출액 1조 1,215억원(+107% +219%), 영업이익 1,827억원(+222%, +1896%)이었는데, 대공포 300억원 환입을 제거해도 영업이익 1,530억원(OPM 13.6%)로 가장 확실한 수출 효과 시현
- 4Q22에 K-9 24대 수출이 잡혔는데, 1Q23에도 비슷한 수준의 납품이 추정(1월에 12대 납품 등)되어 1Q23에도 한화디펜스가 매출 4,384억원에도 불구하고 영업이익 740억원(OPM 16.9%, 수출비중 58%)로 서프라이즈 기대
- 호주, 이집트, 폴란드(1차 실행계약만) 등의 잔고로 한화디펜스의 영업이익이 2022년에 2,103억원(OPM 10.3%)에서 2023년에 4,056억원(OPM 13.4%)을 지나 2025년에 5,576억원(OPM 14.7%)까지 가파르게 성장하는 예상치 견지
- 동사에 대한 밸류에이션은 FWD 3년에, 중간지주사 성격 때문에 파어그룹의 15배보다 낮은 적정 PER 10배를 제시했는데 적정주가에 거의 도달. 이에 아직 공식적으로 실체가 확인되지 않은 한화방산(1Q23에 연결 예정)의 실적을 최근의 수출 잔고 증가를 반영해 상향하고, 동사의 적정주가가 12만원으로 올림
- 폴란드 등으로 수출된 K-9과 천무에서 한화방산이 탄약 부품과 로켓을 납품하는 바, 기존에 로우~미들싱글로 알려진 동사의 영업이익률도 하이 싱글 ~ 두 자릿수에 달할 것으로 예상치 상향. 사측은 가이던스 불가
- 한화에어로스페이스를 중심으로 한화그룹은 대우조선해양 기업결합 절차를 진행 중. 8개국(싱가포르, EU, 일본, 중국, 튀르키예, 베트남, 영국, 한국)의 경쟁당국 승인이 필요한 가운데 가장 중요한 EU의 심사기한이 4월 18일로 공표됨. 2Q23에 8개국의 기업결합 승인을 완료하고 3Q23에 연결로 인식할 경우 동사의 적정주가는 13만원까지 상향 가능. 조선업은 2023년에 턴어라운드를 시작해서 대우조선해양은 2024년과 2025년에 각각 2,045억원, 5,013억원 지배주주순이익 예상. 동사와 종속사 한화시스템의 37% 지배율만큼 지분법손익으로 포함할 경우 2024~2025년 EPS는 각각 11~19% 증가

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
적정주가	115,000원	100,000원	상향
Earnings			상향

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	9.6	19.8	10.2
PBR(배)	0.8	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	4.2	7.4	5.0
배당수익률(%)	1.5	0.8	1.0

Fig. 15: 한화에어로스페이스 1Q23 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.03(E)	2023.03(E)	vs Chg	2023.03(E)	vs Con	2022.03(A)	YoY	2022.12(P)	QoQ
매출액	1,723.1	1,746.5	(1.3)	1,522.3	13.2	1,378.1	25.0	2,517.9	(31.6)
영업이익	105.6	80.2	31.7	71.1	48.6	66.4	59.0	176.6	(40.2)
지배주주순이익	66.7	49.6	34.6	30.8	116.7	38.3	74.3	89.7	(25.6)
OPM	6.1%	4.6%	1.5%p	4.7%	1.5%p	4.8%	1.3%p	7.0%	-0.9%p
NIM	3.9%	2.8%	1.0%p	2.0%	1.9%p	2.8%	1.1%p	3.6%	0.3%p

Note: K-IFRS 연결
Source: 다올투자증권

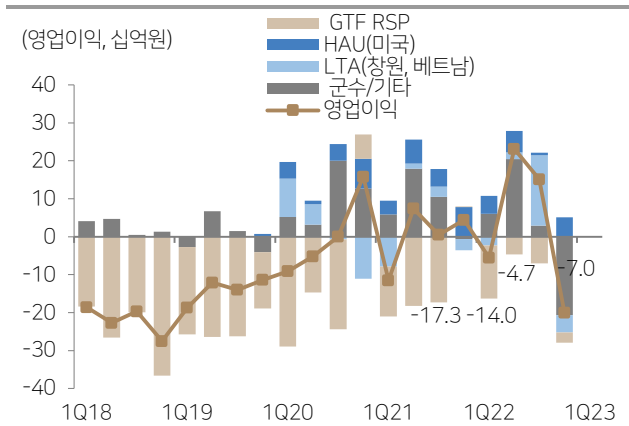
Fig. 16: 한화에어로스페이스 4Q22: 디펜스 하드 캐리

(십억원, 원)

한화에어로스페이스	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	YoY	QoQ	컨센서스 1월 9일	당사	당사추정 대비
매출액	1,974	1,167	1,457	1,398	2,518	28%	80%	2,217	2,312	9%
영업이익	81	47	87	64	177	117%	174%	157	142	24%
영업외/기타	-39	10	-41	-50	-166	적지	적지	-31	-4	
세전이익	42	57	46	14	11	-74%	-22%	126	138	-92%
순이익	41	62	31	18	19	-53%	5%	117	103	-82%
지배순이익	30	38	28	89	90	197%	1%	70	88	2%
영업이익률	4.1%	4.0%	6.0%	4.6%	7.0%	2.9%p	2.4%p	7.1%	6.1%	0.9%p
순이익률	2.1%	5.3%	2.1%	1.3%	0.8%	-1.3%p	-0.5%p	5.3%	4.5%	-3.7%p
부문별						Y-Y	Q-Q			차이(①/②)
에어로스페이스 매출 ①	417	298	367	329	376	-10%	14%		490	-23%
영업이익	4	-6	23	15	-20	적전	적전		11	-290%
영업이익률	1.1%	-1.9%	6.3%	4.6%	-5.3%	-6.4%p	-9.9%p		2.2%	-7.5%p
RSP 관련 적자	-0.2	-14.0	-4.7	-7.0	-2.8	적지	적지		-10	-72%
RSP 제거 영업이익	5	8	28	22	-17	적전	적전		21	-184%
RSP 제거 영업이익률	1.1%	2.8%	7.6%	6.7%	-4.6%	-5.7%p	-11.3%p		4.2%	-8.8%p
디펜스 매출 ②	542	242	333	352	1,121	107%	219%		829	35%
영업이익	57	3	15	9	183	222%	1896%		102	79%
영업이익률	10.5%	1.4%	4.5%	2.6%	16.3%	5.8%p	13.7%p		12.3%	4.0%p
일회성	-3	0	0	-15	30					
일회성 제거 영업이익	60	3	15	24	153				10187.2%	
일회성 제거 영업이익률	11.1%	1.4%	4.5%	6.9%	13.6%				12.3%	
시스템방산 매출 ③	513	316	383	335	608	18%	82%		560	9%
영업이익	24	25	31	16	18	-25%	9%		19	-5%
영업이익률	4.6%	8.0%	8.1%	4.8%	2.9%	-1.7%p	-1.9%p		3.3%	-0.4%p
시스템ICT 매출	166	114	128	124	181	9%	45%		149	21%
영업이익	-6	3	1	0.9	-0.8	적지	적전		-7	-88%
영업이익률	-3.8%	2.5%	0.8%	0.7%	-0.4%	3.4%p	-1.2%p		-4.4%	3.9%p
시스템신사업 매출	0	0	0	0	0	적지	적지		0.3	-100%
영업이익	-10	-13	-16	-16.6	-24.9	적지	적지		-10.5	138%
테크윈 매출	171	217	256	279	250	46%	-10%		258	-3%
영업이익	4	33	36	40	35	724%	-11%		29	23%
영업이익률	2.5%	15.3%	13.9%	14.2%	14.2%	11.7%p	0.0%p		11.2%	3.0%p

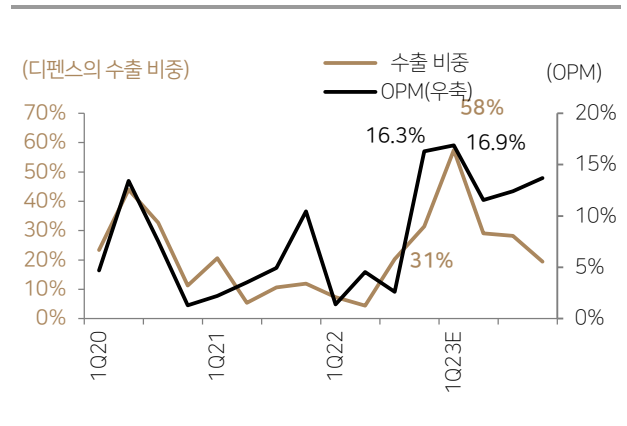
Source: 다올투자증권

Fig. 17: 한화에어로스페이스: RSP 적자 또 미미했지만 군수 부진



Source: 다올투자증권

Fig. 18: 한화디펜스의 수출비중과 수익성



Source: 다올투자증권

Fig. 19: 한화에어로스페이스 실적 예상: 2023년에 한화디펜스가 더 가파르게 성장하고, 한화방산이 참 공금

(십억원)

한화에어로스페이스	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,166.6	1,457.4	1,397.7	2,517.9	1,723.1	2,239.7	2,263.7	3,315.4	6,415.1	6,539.6	9,541.8	10,094.6	10,361.1
영업이익	47.2	87.2	64.4	176.6	105.6	142.4	158.4	241.8	383.0	375.4	648.3	729.6	973.7
금융/기타영업외	9.8	-41.2	-50.3	-165.6	-6.8	-7.6	-7.2	-6.8	22.3	-247.2	-28.4	-32.0	-16.3
자본법관련손익	-3.8	-6.0	-5.5	-0.7	-1.4	-1.4	-1.3	-1.3	1.5	-16.0	-5.3	-2.1	-2.1
세전사업이익	57.0	46.0	14.1	11.0	98.9	134.8	151.2	235.0	405.3	128.1	619.9	697.6	957.4
지배주주손익	38.3	27.8	88.7	89.7	66.7	129.4	114.8	187.5	252.6	244.5	498.5	545.4	708.9
영업이익률	4.0%	6.0%	4.6%	7.0%	6.1%	6.4%	7.0%	7.3%	6.0%	5.7%	6.8%	7.2%	9.4%
지배주주손익률	3.3%	1.9%	6.3%	3.6%	3.9%	5.8%	5.1%	5.7%	3.9%	3.7%	5.2%	5.4%	6.8%
①에어로스페이스 매출	297.8	366.8	328.8	375.6	364.0	411.5	379.9	427.4	1,449.7	1,368.9	1,582.8	1,508.0	1,457.1
YoY	-0.7%	-11.1%	2.8%	-10.0%	22.2%	12.2%	15.5%	17.9%	12.9%	-5.6%	15.6%	17.4%	0.5%
영업이익	-5.5	23.1	15.1	-20.0	-12.7	-9.0	-10.1	-17.2	0.8	12.7	-49.0	-56.4	-52.3
영업이익률	-1.9%	6.3%	4.6%	-5.3%	-3.5%	-2.2%	-2.7%	-4.0%	0.1%	0.9%	-3.1%	-3.7%	-3.6%
일회성+RSP	-16.5	-7.2	-16.5	-5.3	-22.5	-22.5	-22.5	-22.5	-76.1	-45.5	-90.0	-100.0	-100.0
일회성+RSP 제거 OP	11.0	30.3	31.6	-14.8	9.8	13.5	12.4	5.3	76.9	58.1	41.0	43.6	47.7
일회성제거 OPM	3.7%	8.3%	9.6%	-3.9%	2.7%	3.3%	3.3%	1.2%	5.3%	4.2%	2.6%	2.9%	3.3%
②한화디펜스 매출	242.4	332.7	351.5	1,121.5	438.4	675.1	700.7	1,215.9	1,468.3	2,048.1	3,030.1	3,574.8	3,780.5
수출 비중	7%	4%	20%	31%	58%	29%	28%	19%	14%	22%	69%	62%	65%
YoY	-1.6%	-7.0%	9.2%	106.8%	80.8%	102.9%	99.3%	194.8%	2.2%	39.5%	47.9%	148.7%	157.5%
영업이익	3.4	15.1	9.2	182.7	74.0	78.1	87.0	166.5	90.7	210.3	405.6	414.9	557.6
영업이익률	1.4%	4.5%	2.6%	16.3%	16.9%	11.6%	12.4%	13.7%	6.2%	10.3%	13.4%	11.6%	14.7%
③ 한화탄약 매출	242.4	256.1	339.5	520.4	236.6	344.9	331.5	541.2	1,419.0	1,358.3	1,454.3	1,527.0	1,603.4
YoY	28.6%	-38.1%	9.6%	2.7%	-2.4%	34.7%	-2.4%	1.3%	-0.1%	-4.3%	7.1%	5.0%	5.0%
영업이익	6.3	7.1	13.6	5.2	8.0	16.8	17.5	32.1	89.6	32.2	74.4	105.5	147.7
영업이익률	2.6%	2.8%	4.0%	1.0%	3.4%	4.9%	5.3%	5.9%	6.3%	2.4%	5.1%	6.9%	9.2%
④ 한화시스템의 방산 매출	315.6	382.7	334.8	607.7	278.2	361.0	400.3	664.3	1,513.5	1,640.8	1,703.9	1,701.9	1,734.1
YoY	36.6%	4.2%	-16.6%	18.4%	-11.8%	-5.7%	19.6%	24.8%	30.8%	8.4%	3.8%	47.1%	14.6%
영업이익	25.1	30.9	16.2	17.6	15.8	25.3	32.3	47.5	92.6	89.8	120.9	135.0	161.4
영업이익률	8.0%	8.1%	4.8%	2.9%	5.7%	7.0%	8.1%	7.2%	6.1%	5.5%	7.1%	7.9%	9.3%
한화에어로스페이스	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
비방산(㉔+㉕+㉖) 매출	349.4	404.8	426.8	460.1	405.8	447.1	451.3	466.6	1,328.9	1,641.0	1,770.8	1,783.0	1,786.0
YoY	22.2%	37.4%	26.4%	36.3%	16.1%	10.4%	5.7%	77.1%	91.0%	55.5%	67.7%	75.7%	34.4%
영업이익	25.1	18.7	23.6	0.6	20.5	31.3	31.8	12.9	97.3	68.0	96.4	130.7	159.4
영업이익률	7.2%	4.6%	5.5%	0.1%	5.0%	7.0%	7.0%	2.8%	7.3%	4.1%	5.4%	7.3%	8.9%
㉔ 한화시스템의 ICT 매출	113.9	127.6	124.3	180.8	140.8	159.2	146.9	165.3	576.0	546.6	612.2	621.6	621.6
영업이익	2.8	1.0	0.9	-0.8	3.5	7.4	8.3	0.5	43.1	3.9	19.8	23.5	25.6
영업이익률	2.5%	0.8%	0.7%	-0.4%	2.5%	4.7%	5.6%	0.3%	7.5%	0.7%	3.2%	3.8%	4.1%
㉕ 한화시스템의 신사업 매출	0.1	0.2	0.3	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.0	0.6	1.2	1.5	2.0
영업이익	-12.7	-15.5	-16.6	-24.9	-12.0	-11.0	-10.0	-9.0	-23.7	-69.7	-42.0	-20.0	-12.0
㉖ 세트렉아이 매출	18.0	21.0	23.2	29.3	20.6	24.1	26.6	33.7	73.4	91.6	105.0	106.1	107.1
영업이익	1.8	-2.4	-0.3	-9.1	-2.8	-1.9	-0.7	-0.9		-10.0	-6.4	6.5	8.6
영업이익률	10.1%	-11.3%	-1.4%	-31.0%	-13.8%	-7.9%	-2.8%	-2.6%		-10.9%	-6.1%	6.1%	8.1%
㉔ 테크윈 매출	217.4	256.0	279.0	249.9	244.1	263.5	277.5	267.3	679.5	1,002.3	1,052.4	1,053.9	1,055.3
영업이익	33.2	35.6	39.6	35.4	31.8	36.8	34.2	22.2	77.9	143.8	125.0	120.7	137.2
영업이익률	15.3%	13.9%	14.2%	14.2%	13.0%	13.9%	12.3%	8.3%	11.5%	14.4%	11.9%	11.5%	13.0%

Source: 다올투자증권

Note: 대우조선해양을 아직 포함하지 않은 예상치

Fig. 20: 한화방산(한화탄약)의 실적을 상향 조정

(십억원)

한화에어로스페이스	변경 후				변경 전				차이(변경 후/변경 전)			
	2022P	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	6,540	9,542	10,095	10,361	6,333	9,542	10,095	10,361	3%	0%	0%	0%
영업이익	375	648	730	974	341	598	670	886.5	10%	8%	9%	10%
지배주주순이익	244	498	545	709	243	404	457	628.9	1%	23%	19%	13%
EPS(원)	4,828	9,846	10,772	14,001	4,793	7,977	9,029	12,422	1%	23%	19%	13%
영업이익률	5.7%	6.8%	7.2%	9.4%	5.38%	6.27%	6.63%	8.56%	0.4%p	0.5%p	0.6%p	0.8%p
순이익률	3.7%	5.2%	5.4%	6.8%	3.83%	4.23%	4.53%	6.07%	-0.1%p	1.0%p	0.9%p	0.8%p
에어로스페이스 매출	1,369	1,583	1,508	1,457	1,483	1,583	1,508	1,457	-8%	0%	0%	0%
영업이익	13	-49	-56	-52	43	-49	-57	-53	-71%	0%	0%	-1%
영업이익률	0.9%	-3.1%	-3.7%	-3.6%	2.9%	-3.1%	-3.8%	-3.6%	-2.0%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p
디펜스 매출	2,048	3,030	3,575	3,781	1,755	3,030	3,575	3,781	17%	0%	0%	0%
영업이익	210	406	415	558	130	370	413	558	62%	10%	1%	0%
영업이익률	10.3%	13.4%	11.6%	14.7%	7.4%	12.2%	11.5%	14.7%	2.9%p	1.2%p	0.1%p	0.0%p
한화탄약 매출		1,454	1,527	1,603		1,454	1,527	1,603		0%	0%	0%
영업이익		74	106	148		48	55	70		55%	93%	110%
영업이익률		5.1%	6.9%	9.2%		3.31%	3.59%	4.39%		1.8%p	3.3%p	4.8%p
시스템.방산 매출	1,641	1,704	1,702	1,734	1,593	1,704	1,702	1,734	3%	0%	0%	0%
영업이익	90	121	135	161	91	121	135	161	-1%	0%	0%	0%
영업이익률	5.5%	7.1%	7.9%	9.3%	5.7%	7.1%	7.9%	9.3%	-0.2%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p
테크윈 매출	1,002	1,052	1,054	1,055	1,010	1,052	1,054	1,055	-1%	0%	0%	0%
영업이익	144	125	121	137	137	121	117	131.1	5%	3%	4%	5%
영업이익률	14.4%	11.9%	11.5%	13.0%	13.6%	11.5%	11.1%	12.4%	0.8%p	0.4%p	0.4%p	0.6%p

Source: 다올투자증권

Fig. 21: K-2, K-9, 천무의 탄과 로켓들

탄 명칭/제식 명칭	탄종	비거리	제조업체
K2 전차(주포: 55구경장 120mm CN08 활강포)			
K276	APFSDS(날개안정철갑탄)		풍산
K279	APFSDS(날개안정철갑탄)		풍산
K277	HEAT(대전차고폭탄)		풍산
K282	HEAT(대전차고폭탄)		풍산
K287	HEAT(대전차고폭탄)		풍산
KSTAM-1 상부공격지능탄	종말유도형	2.5~5 km	풍산
KSTAM-2 상부공격지능탄	자탄탑재형	2~8 km	풍산
K9 자주포(주포: 155mm 52구경장 곡사포)			
M107	HE	18 km	제너럴 다이내믹스
M549A1	HE-RAP	30 km	제너럴 다이내믹스
K310	BB/DP-ICM	36 km	풍산
K307	BB/HE	40 km	풍산
K315	HE-RAP	50 km	풍산
천무			
130mm 구룡 1로켓(K30)	무유도로켓	22km	한화에어로스페이스
130mm 구룡 2로켓(K33)	무유도로켓	36 km	한화에어로스페이스
230mm 무유도로켓(KM-26A2)	무유도로켓	45 km	한화에어로스페이스
239mm 유도로켓	유도로켓	80 km	한화에어로스페이스
600mm 전술 탄도미사일(KTSSM-II)	전술지대지유도무기/개발 중	290 km	한화에어로스페이스
400mm 전술 탄도미사일(KTSSM-I, 천무II)	전술지대지유도무기/개발 중	180 km	한화에어로스페이스

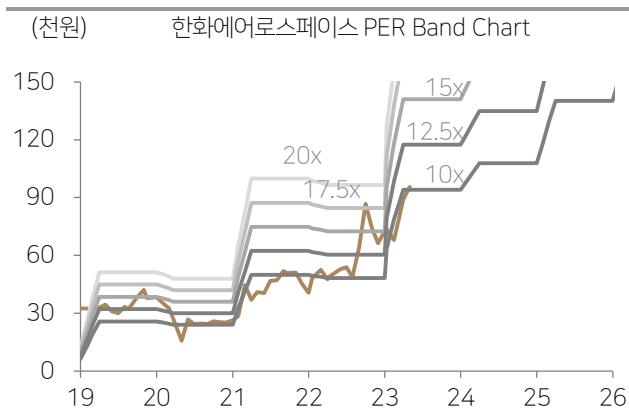
Source: 다올투자증권

Fig. 22: 한화에어로스페이스 Valuation: 한화방산 실적 상향해 적정주가도 115,000원으로 4.5% 올림 (원, 배수)

PER VALUATION	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
EPS	2,564	2,398	4,989	4,828	9,846	10,772	14,001
YoY	307%	-6%	108%	-3%	104%	9%	30%
PER(고)	16.7	15.2	11.3	18.0			
PER(평)	13.6	11.1	9.2	12.2	9.6	8.8	6.8
PER(저)	11.2	6.2	5.7	8.5			
적정PER				15	적정 10	10	10
주당 적정가치				72,424	98,456	107,724	140,006
Weighting					33%	33%	33%
					'23년 ~ '25년 평균		
주당 적정가치1					115,395		
적정주가					115,000		
종가(03월 14일)					95,000		
상승여력					21.1%		

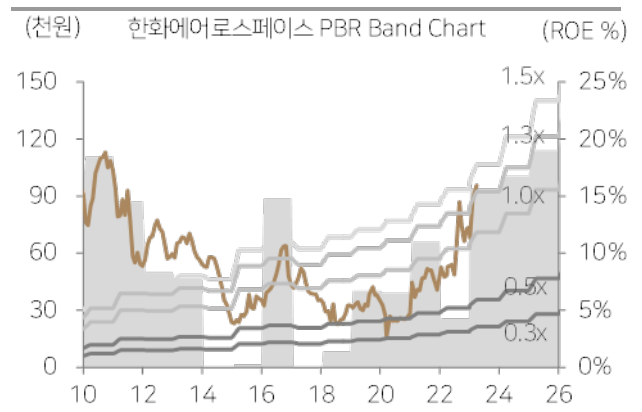
Source: 다올투자증권

Fig. 23: 한화에어로스페이스 PER Band



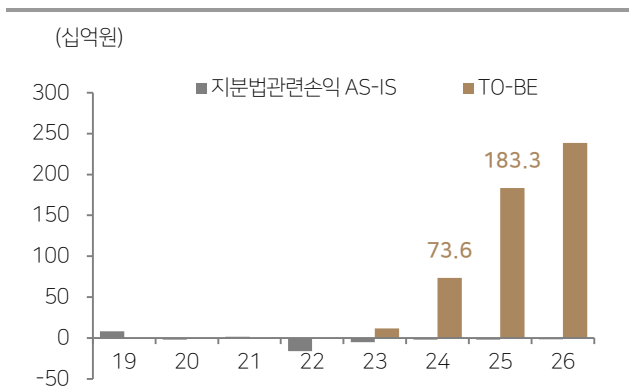
Source: 다올투자증권

Fig. 24: 한화에어로스페이스 PBR Band



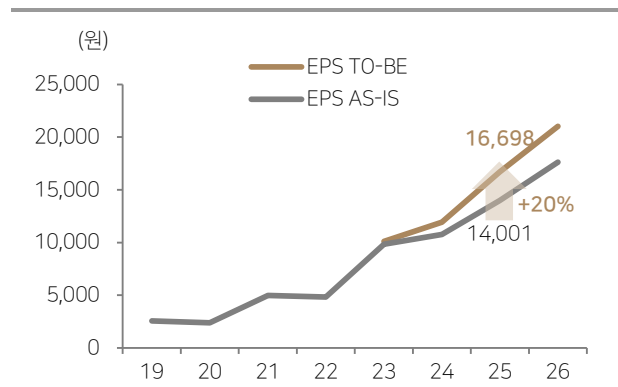
Source: 다올투자증권

Fig. 25: DSME 지분법손익 인식 전과 후



Source: 다올투자증권

Fig. 26: DSME 연결 인식 전과 후의 EPS 변화



Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	5,122.7	6,283.5	7,292.9	8,890.1	9,268.8
현금성자산	1,396.7	2,626.4	3,120.7	3,349.2	3,784.7
매출채권	1,044.4	1,036.9	2,268.6	3,118.9	3,085.7
재고자산	1,590.6	1,604.8	883.0	1,396.3	1,367.5
비유동자산	4,342.1	4,762.3	5,384.9	5,513.1	5,642.4
투자자산	549.0	887.0	1,390.5	1,447.0	1,505.7
유형자산	1,897.7	1,898.1	1,902.7	1,939.7	1,976.8
무형자산	1,895.5	1,977.2	2,091.7	2,126.4	2,159.9
자산총계	9,464.8	11,045.8	12,677.7	14,403.2	14,911.2
유동부채	3,900.4	4,330.1	5,700.7	6,945.8	6,935.8
매입채무	756.5	887.0	1,940.3	3,202.6	3,207.7
유동성이자부채	729.5	815.9	1,106.8	1,063.2	1,021.3
비유동부채	2,574.7	2,784.2	2,682.9	2,705.2	2,728.3
비유동이자부채	1,757.2	1,965.1	1,817.2	1,817.2	1,817.2
부채총계	6,475.1	7,114.3	8,383.6	9,651.0	9,664.2
자본금	265.7	265.7	265.7	265.7	265.7
자본잉여금	412.8	428.8	371.2	371.2	371.2
이익잉여금	1,581.2	1,812.0	2,022.4	2,480.5	2,975.3
자본조정	338.1	382.8	498.5	498.5	498.5
자기주식	(0.5)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
자본총계	2,989.7	3,931.6	4,294.1	4,752.2	5,247.0
투하자본	3,937.1	3,629.2	3,125.0	3,271.4	3,247.8
순차입금	1,090.0	154.6	(196.7)	(468.8)	(946.3)
ROA	1.8	2.9	1.1	4.1	4.1
ROE	6.5	11.0	4.3	16.4	15.7
ROIC	6.1	7.5	7.9	18.1	19.4

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,321.4	6,415.1	6,539.6	9,541.8	10,094.6
증가율 (Y-Y,%)	1.1	20.6	1.9	45.9	5.8
영업이익	243.9	383.0	375.4	648.3	729.6
증가율 (Y-Y,%)	47.6	57.0	(2.0)	72.7	12.6
EBITDA	489.6	620.5	630.0	914.8	997.5
영업외손익	(68.0)	22.3	(247.2)	(28.4)	(32.0)
순이자수익	(51.7)	(50.1)	(30.8)	(13.2)	(10.3)
외화관련손익	(5.6)	2.3	(20.2)	0.0	18.6
지분법손익	(0.4)	0.0	0.1	0.5	0.5
세전계속사업손익	171.8	405.3	128.1	619.9	697.6
당기순이익	164.7	301.8	130.3	553.9	606.0
지배기업당기순이익	121.4	252.6	244.5	498.5	545.4
증가율 (Y-Y,%)	1.4	83.2	(56.8)	325.1	9.4
NOPLAT	233.9	285.2	267.9	579.2	633.8
(+) Dep	245.6	237.4	254.6	266.6	267.9
(-) 운전자본투자	(89.6)	(412.2)	(564.6)	79.9	(88.7)
(-) Capex	189.4	166.1	148.1	222.5	222.5
OpFCF	379.7	768.7	939.1	543.4	767.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.1	12.9	7.5	21.5	16.3
영업이익증가율(3Yr)	43.3	93.1	31.5	38.5	24.0
EBITDA증가율(3Yr)	32.9	44.0	17.9	23.2	17.1
순이익증가율(3Yr)	n/a	83.0	(7.1)	49.8	26.2
영업이익률(%)	4.6	6.0	5.7	6.8	7.2
EBITDA마진(%)	9.2	9.7	9.6	9.6	9.9
순이익률(%)	3.1	4.7	2.0	5.8	6.0

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	434.7	990.0	970.1	495.8	924.6
당기순이익	0.0	0.0	19.1	553.9	606.0
자산상각비	245.6	237.4	254.6	266.6	267.9
운전자본증감	(122.0)	311.0	601.9	(79.9)	88.7
매출채권감소(증가)	22.9	32.5	(1,311.7)	(850.3)	33.2
재고자산감소(증가)	(295.1)	6.9	549.1	(513.3)	28.8
매입채무증가(감소)	(31.1)	91.4	1,102.2	1,262.3	5.1
투자현금	(298.7)	(607.1)	(706.1)	(396.2)	(398.6)
단기투자자산감소	51.1	(201.1)	(682.5)	(1.9)	(2.0)
장기투자증권감소	(28.5)	(72.2)	172.0	(38.9)	(40.5)
설비투자	(189.4)	(166.1)	(148.1)	(222.5)	(222.5)
유무형자산감소	(136.9)	(153.2)	(135.8)	(115.9)	(115.9)
재무현금	199.0	813.1	285.3	127.0	(92.5)
차입금증가	242.8	226.1	331.9	167.5	(41.9)
자본증가	(43.1)	(45.0)	(35.4)	(40.5)	(50.6)
배당금지급	(17.4)	(43.3)	35.4	40.5	50.6
현금 증감	330.6	1,197.4	544.9	226.6	433.5
총현금흐름(Gross CF)	476.0	386.6	331.2	575.7	835.9
(-) 운전자본증가(감소)	(89.6)	(412.2)	(564.6)	79.9	(88.7)
(-) 설비투자	189.4	166.1	148.1	222.5	222.5
(+) 자산매각	(136.9)	(153.2)	(135.8)	(115.9)	(115.9)
Free Cash Flow	55.2	90.5	227.0	99.6	526.0
(-) 기타투자	28.5	72.2	(172.0)	38.9	40.5
잉여현금	26.8	18.4	399.1	60.6	485.4

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	2,398	4,989	4,828	9,846	10,772
BPS	51,308	57,066	62,369	71,416	81,189
DPS	600	700	800	1,000	1,500
Multiples(x,%)					
PER	11.9	9.6	19.8	9.7	8.9
PBR	0.6	0.8	1.5	1.3	1.2
EV/ EBITDA	5.2	4.2	7.4	4.8	3.9
배당수익률	2.1	1.5	0.8	1.0	1.6
PCR	3.0	6.3	14.6	8.4	5.8
PSR	0.3	0.4	0.7	0.5	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	216.6	181.0	195.2	203.1	184.2
Net debt/Equity	36.5	3.9	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	222.6	24.9	n/a	n/a	n/a
유동비율	131.3	145.1	127.9	128.0	133.6
이자보상배율	4.7	7.7	12.2	49.1	70.5
이자비용/매출액	1.2	1.0	1.0	0.7	0.7
자산구조					
투하자본(%)	66.9	50.8	40.9	40.6	38.0
현금+투자자산(%)	33.1	49.2	59.1	59.4	62.0
자본구조					
차입금(%)	45.4	41.4	40.5	37.7	35.1
자기자본(%)	54.6	58.6	59.5	62.3	64.9

주)EPS는 완전회석 EPS