ISSUE & PITCH

16 Jan. 2023

최광식

방위산업 I gs.choie@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

방위산업 (Overweight)

4Q22는 2030년까지의 나침반

Companies on our radar

종목명	투자의견	적정주가	Top picks
현대로템	BUY	3.4만원	
한국항공우주	STRONG BUY	8.4만원	●
한화에어로스페이스	BUY	10만원	
한화시스템	BUY	1.4만원	
LIG넥스원	STRONG BUY	14만원	

Issue

방위산업 4분기 Preview. 현대로템 커버리지 개시

Pitch

4Q 실적은 개발 충당금으로 부진한 곳과 폴란드 납품 개시로 좋을 곳으로 나뉨. 2023년도 폴란드 납품 등으로 대다수 증익. 다수의 수주설들에 너무 기대하지 말고 증익 사이클에 따른 Valuation 매력만 바라보자고 제언

Rationale

- **4Q22 실적**은 폴란드 납품의 현대로템, 한화에어로스페이스에 주목
- **한국항공우주**: 3Q22의 일회성제거 영업이익률 5.9%에 준하는 6.0% 영업이익률에 영업이익 495억원을 예상. 완제기 수출의 공백이 계속되지만, 고마진의 기체부품의 시황 회복도 계속되고 있기 때문
- **현대로템**: 폴란드로 K2 10대가 납품된 것은 공식(수출입DATA, 정부 확인). 동사 첫 수출의 수익성이 초미의 관심. 판매 ASP가 200억원(국내 85억원 양산)에 달하지만, 후속유지보수 계약, 운반비, 램프업을 위한 설비투자와 인력 채용 등으로 너무 높은 수익성을 기대하는 것은 위험할 수 있음. 당사는 여타 디펜스 수출처럼 OPM 20% 예상치를 제시하며, 기대 이상일 경우 적정주가를 상향할 계획. 뒤의 기업분석 보고서 참고
- **한화에어로스페이스**: 에어로스페이스부문은 3Q의 AM 기저로 감익, 후술할 한화시스템도 개발비 충당금 증가가 추정되어 부진하지만 4Q는 디펜스 타임. 24문의 K9 폴란드 납품과 3Q의 매출 이연으로 디펜스만 4Q22에 영업이익 1,019억원(OPM 12.3%)로 하드캐리 전망

- 내수방산의 사업들은 주로 12월에 수주가 몰리는데, 레이더/통신 등에서 경합하는 한화시스템과 LIG넥스원의 체계개발 수주는 곧 충당금을 의미. 한화시스템과 LIG넥스원은 4Q22에 각각 0.5조원, 1.5조원의 내수방산 수주를 공시했는데, 이중 개발과제가 각각 2,680억원, 3,260억원
- 한화시스템: 방산은 3분기 매출이 이연 되면서 탑라인은 QoQ +67%, YoY +9.0% 성장하지만 개발비 충당금의 불확실성이 있어 영업이익률 3.3%(QoQ -1.5%p)에서 영업이익 186억원으로 추정. ICT 부문의 부진이 계속되는 가운데 4Q에 상여금으로 적자를 예상하며, 신사업에서는 비용 지출에 따른 적자가 지속되는 형국. 한화페이저를 한화에어로스페이스에 3자배정 유상증자로 지분 50%를 넘겨 지분법으로 인식하면서 연결 영업이익은 흑자(3Q22에 한화페이저 영업적자 -70억원)

(뒷면에 계속)

- LIG넥스원: 개발비 충당금은 연중으로 고루 쌓지만 4Q22에 개발 과제 수주가 많아 충당금 설정이 YoY 늘 것으로 예상. 특히 4Q에 수주한 1) LAMD(소위 한국형 아이언돔) 레이다와 2) 장공지(장거리 공대지, 소위 한국형 타우러스)는 위대하면서도, 도전적인 사업. 개발 성공 시 동사의 미래 수익과 수출 아이템이 될 것이지만, 단기 R&D 부담은 높을 것으로 판단

Fig. 1: 방위산업 4Q22 Preview

(단위: 원, 십억원, %, %p)

		변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
		2022.12(E)	2022.12(E)	vs Chg	2022.12(E)	vs Con	2021.12(A)	YoY	2022.09(A)	QoQ
한국항공우주(047810)	매출액	820.5	837.6	(2.0)	792.1	3.6	796.9	3.0	608.9	34.7
STRONG BUY	영업이익	49.5	53.7	(7.7)	38.3	29.4	(13.0)	흑전	30.5	62.5
84,000	지배주주순이익	15.8	37.1	(57.5)	37.1	(57.5)	(11.3)	흑전	52.6	(70.0)
선호주	OPM	6.0%	6.4%	-0.4%p	4.8%	1.2%p	-1.6%	7.7%p	5.0%	1.0%p
	NIM	1.9%	4.4%	-2.5%p	4.7%	-2.8%p	-1.4%	3.3%p	8.6%	-6.7%p
현대로템(064350)	매출액	1,010.8	-	-	908.0	11.3	798.0	26.7	782.5	29.2
BUY(신규)	영업이익	64.6	-	-	47.0	37.4	30.7	110.2	31.8	102.9
34,000(신규)	지배주주순이익	48.7	-	-	27.0	80.5	35.8	36.3	32.9	47.9
	OPM	6.4%	-	-	5.2%	1.2%p	3.9%	2.5%p	4.1%	2.3%p
	NIM	4.8%	-	-	3.0%	1.8%p	4.5%	0.3%p	4.2%	0.6%p
한화에어로스페이스(012450)	매출액	2,311.6	2,081.2	11.1	2,217.4	4.2	2,171.9	6.4	1,397.7	65.4
BUY(하향)	영업이익	142.2	106.0	34.1	157.0	(9.5)	100.5	41.4	64.4	120.7
100,000	지배주주순이익	87.9	60.7	44.9	60.7	44.9	30.2	191.6	88.7	(0.9)
	OPM	6.1%	5.1%	1.1%p	7.1%	-0.9%p	4.6%	1.5%p	4.6%	1.5%p
	NIM	3.8%	2.9%	0.9%p	2.7%	1.1%p	1.4%	2.4%p	6.3%	-2.5%p
한화시스템(272210)	매출액	708.8	691.1	2.6	723.5	(2.0)	679.5	4.3	459.4	54.3
BUY	영업이익	1.6	6.2	(74.0)	8.9	(82.0)	7.3	(78.2)	0.5	196.0
14,000	지배주주순이익	(9.8)	5.1	적전	4.0	적전	21.3	적전	3.6	적전
	OPM	0.2%	0.9%	-0.7%p	1.2%	-1.0%p	1.1%	-0.9%p	0.1%	0.1%p
	NIM	-1.4%	0.7%	-2.1%p	0.6%	-1.9%p	3.1%	-4.5%p	0.8%	-2.2%p
LIG넥스원(079550)	매출액	628.0	624.7	0.5	605.6	3.7	573.0	9.6	695.5	(9.7)
STRONG BUY	영업이익	34.8	47.8	(27.1)	41.6	(16.2)	20.1	73.2	58.3	(40.3)
140,000(하향)	지배주주순이익	3.6	37.5	(90.4)	34.5	(89.6)	22.0	(83.7)	75.5	(95.2)
	OPM	5.5%	7.7%	-2.1%p	6.9%	-1.3%p	3.5%	2.0%p	8.4%	-2.8%p
	NIM	0.6%	6.0%	-5.4%p	5.7%	-5.1%p	3.8%	-3.3%p	10.9%	-10.3%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 10월 말에 K2, K9 폴란드 출하식

Source: 다올투자증권

Fig. 3: 12월 초에 폴란드 현지 K2, K9 도착 대통령 마중

Source: 폴란드 국방부 트위터, 다올투자증권

Fig. 4: 2022년의 디펜스 부문 수주: 개발사업의 충당금은 유의해야 (십억원)

기업	개발|양산	1Q	2Q	3Q	4Q	2022년
한국항공우주	개발				784	784
	양산				302	302
	수출			4,208		4,208
				4,208	1,086	5,294
현대로템	수출			4,499		4,499
				4,499		4,499
한화에어로스페이스	개발			0	304	304
	개발|양산				286	286
	양산	844		498	2,040	3,382
	유지보수		209			209
	수출	2,385		3,204	5,048	10,636
		3,229	209	3,701	7,677	14,816
한화시스템	개발				268	268
	양산	85			160	245
	성능개량	185			113	298
	유지보수	47	90			137
	수출	1,302				1,302
		1,619	90		541	2,251
LIG넥스원	개발		345	155	326	826
	양산	2,597			757	3,354
	수출				399	399
		2,597	345	155	1,481	4,579
총합계		7,445	645	12,564	14,791	35,444

Source: 전자공시, 다올투자증권

Fig. 5: 2022년 4분기의 방산업체들의 디펜스 수주 공시: 개발사업은 미래의 성장 동력이자, 단기 충당금 우려 (십억원)

기업	부문	공시일자	계약명	개발|양산	계약금액 (십억원)
한화에어로스페이스	에어로	22.10.07	한국형발사체 고도화 사업 발사체 총괄 주관 제작 우선협상대상자	개발	304
한국항공우주	국내사업	22.10.27	상륙공격헬기 체계개발	개발	438
한화시스템	디펜스	22.11.02	조준장치,PAS-18K	양산	160
한화에어로스페이스	디펜스	22.11.04	폴란드 천무 다연장로켓 수출 1차 실행계약 체결	수출	5,048
LIG넥스원	디펜스	22.11.04	현궁 체계 3-2차 양산	양산	86
현대로템	플랜트	22.11.04	현대제철 당진 3코크스 탈황탈질 설비 신설		72
LIG넥스원	디펜스	22.11.16	장사정포요격체계 탐색개발 체계종합	개발	11
한화에어로스페이스	에어로	22.12.02	한국형발사체 고도화 사업 발사체 총괄 주관 제작 사업	개발|양산	286
한화시스템	디펜스	22.12.19	Link-22 함정/육상 16종 체계개발 사업	개발	209
한국항공우주	기체부품	22.12.20	차세대 중형 민항기 주익 개발 및 공급 계약	기체부품	4,005
LIG넥스원	디펜스	22.12.20	함정용전자전장비-Ⅱ 체계개발사업	개발	267
한화시스템	디펜스	22.12.21	대형수송함 1번함 성능개량 체계개발 사업(대공레이더)	성능개량	55
한화시스템	디펜스	22.12.21	대형수송함 1번함 성능개량 체계개발 사업(전투체계)	성능개량	58
한국항공우주	국내사업	22.12.22	소해헬기 체계개발	개발	345
한국항공우주	국내사업	22.12.22	소형무장헬기(LAH) 최초양산	양산	302
LIG넥스원	수출통신	22.12.22	인도네시아 경찰 보안용 통신망 구축사업	수출	206
LIG넥스원	수출통신	22.12.22	인도네시아 경찰 다대역 통신망 구축사업	수출	193
한화시스템	디펜스	22.12.23	검독수리-B Batch-Ⅱ 전투체계(CFCS, EOTS)	개발	59
LIG넥스원	디펜스	22.12.28	대함유도탄방어유도탄 2차 양산	양산	351
LIG넥스원	디펜스	22.12.28	중어뢰-Ⅱ 2차 양산	양산	320
LIG넥스원	디펜스	22.12.29	장공지 체계통합부 시제	개발	48
한화에어로스페이스	디펜스	22.12.26	30mm 차륜형대공포 2차 양산	양산	844
한화에어로스페이스	디펜스	22.12.26	120밀리 자주박격포 후속양산	양산	508

Source: 전자공시, 다올투자증권

I. 2023년 실적 아웃룩

2023년의 증익은 폴란드에서 비롯. 한국항공우주, 현대로템, 한화에어로스페이스 수혜

영업이익 3배나 성장하는 2023년의 카이

- 한국항공우주: 연간으로 기체부품의 턴어라운드가 계속되면서 YoY 증익이 이어지고, 특히 하반기에 폴란드 1차 실행계약 12대 납품이 몰리면서 1천억원대 영업이익을 예상. 2023년에 전년대비 영업이익이 3배, 순이익이 2배 늘어 PER이 14배로 뚝 떨어짐. 2023년에 후속 완제기 수출이 없을 경우 2024년에 완제기 수출 1년 공백으로 실적이 부진할 수 있지만 2023년에 경전투기 수주를 기대해봄. 또한 2025년말부터 다시 폴란드 FA-50 블록 20이 납품됨

폴란드 K2는 2022년 10대 2023년 20대+알파 2024~2025년에 70~80대로 계속 증익하는 로템

- 현대로템: 4Q22에 확인할 K2 전차 수출의 수익성에 따라 적정주가 수준이 결정됨. 적정 PER 15배 하에서 OPM 20~30%에서 동사의 적정주가는 현재 34,000~45,000원까지 형성됨. 1차 실행계약 180대 중 4Q22에 10대 납품, 2023년 20대 안팎으로 추정되고, 2024~2025년에 70~80대로 크게 늘어 2024년의 실적 성장폭이 더 매력적. 즉, FWD 1~2년 후까지 증익이 대기. 2020년대 중반 이후는 2차 실행계약과 여타 국가의 추가 수주에 달려 있음. 후속 수주국가로는 노르웨이, 루마니아, 모로코, 이집트 등을 기대하고 있지만, 무기체계 수출에는 시점과 본 계약까지의 불확실성이 큼

K9에 천무가 추가되면서 실적 성장과 저평가가 더 도드라지는 한화에어로스페이스. 대우조선해양 인수로 적정 멀티플 10배로 낮추지만 적정주가는 제자리

- 한화에어로스페이스: 2023년에 포함될 한화방산을 보수적으로 두고도, 한화디펜스(구)의 힘만으로 영업이익이 5,891억원으로 YoY 63% 성장. 폴란드 천무(K239) 실행계약 5조원을 반영해 실적을 크게 상향해 2023년 PER이 9배대로 피어그룹에서 가장 저평가. 그러나 대우조선해양 인수에 따른 지주사 성격에 따라 동사의 타겟 PER을 10배로 낮추지만 적정주가 10만원은 유지
- K9만의 단일 베스트셀러를 보유한 방산회사였지만, 우크라이나-러시아 전쟁에서 맹활약하며 각광받는 MLRS에서 역시 가성비를 인정받는 천무가 제2의 스테디셀러가 될 가능성 부각 중. 글로벌 방위비 증액과 무기체계 구매에서 K9, 천무, 레드백 등의 후속 수주에 따라 적정 PER 10배에서도 동사의 적정가치를 상향할 가능성이 높을 것으로 기대
- 또한 2023년부터 연결로 잡히는 한화방산도 기대됨. K9과 천무의 해외 판매에 따라 탄약의 리커링 판매로 매출 성장을 기대. 그동안 ㈜한화 아래에서의 한화방산에 대한 시장의 이해도가 낮은데, 향후 한화방산의 제 가치를 찾아가는 학습의 시간이 펼쳐질 것으로 기대

최악의 2022년을 지나서, 좋아질 것으로 예상하는 한화시스템

- 한화시스템: 2022년에 방산, ICT의 동반 부진, 그리고 신사업의 비용 증가로 부진했지만, 2023년은 방산 성장, ICT 정상화를 가정하고, 신사업에서 한화페이저의 지분법인식 변경 때문에 증익, 적정 PBR 1.2배로 적정주가 14,000원을 유지. 모멘텀은 신사업 수확기까지 기다려야 함

2024년 UAE 천궁 매출 본격화 이전에 수출잔고 4조원이 2023년에 얼마나 나갈지는 미지수/ 불확실한 LIG넥스원

- LIG넥스원: 3Q22에 천무 1차 포대를 내보내고, 나머지 납품이 본격화되는 2024년까지 1년의 실적 공백기가 놓임. 2023년에 이미 확보한 수출잔고 4조원에서 수출 증가를 안내하고 있지만 실적 확인이 필요. 동사의 2022년의 수출 비중은 17%이지만 인니 무전기 0.14조원을 제외할 경우 10.8%였고, 2023년에도 12월에 수주한 인도네시아 통신망 구축사업이 0.4조원 중 0.12조원을 포함해 19%, PGM만은 0.34조원에 14%로 소폭 성장. 즉, 블랙박스 수출 납품에 2023년의 주가 달려있지만, 1) 2024년의 UAE 천궁 납품 본격화에 따른 1년 후 증익, 예단할 수는 없지만 2) 사우디 천궁-2, 북미 비궁 등의 후속 수주 가능성은 언제든 열려 있음

Fig. 6: 방산5사의 중장기 실적 전망

(십억원)

구분	2022 1Q	2Q	3Q	4QE	2023 1QE	2QE	3QE	4QE	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
LIG넥스원															
매출액	427	490	696	628	527	590	611	715	1,453	1,600	1,822	2,241	2,443	3,009	3,456
영업이익	50	47	58	35	47	52	53	63	18	64	97	191	214	290	348
지배지분순이익	42	44	76	4	28	32	33	40	3	58	105	165	134	204	263
영업이익률	*11.8%*	*9.6%*	*8.4%*	*5.5%*	*9.0%*	*8.7%*	*8.6%*	*8.8%*	*1.2%*	*4.0%*	*5.3%*	*8.5%*	*8.8%*	*9.6%*	*10.1%*
지배 순이익률	*9.8%*	*9.0%*	*10.9%*	*0.6%*	*5.4%*	*5.5%*	*5.4%*	*5.6%*	*0.2%*	*3.6%*	*5.8%*	*7.4%*	*5.5%*	*6.8%*	*7.6%*
한화시스템															
매출액	430	510	459	709	423	524	551	819	1,546	1,643	2,090	2,108	2,317	2,325	2,358
영업이익	15	16	1	2	12	24	32	35	86	93	112	34	104	134	171
지배지분순이익	12	(46)	4	(10)	7	12	19	21	73	94	98	(40)	59	89	137
영업이익률	*3.5%*	*3.2%*	*0.1%*	*0.2%*	*2.9%*	*4.6%*	*5.9%*	*4.3%*	*5.5%*	*5.7%*	*5.4%*	*1.6%*	*4.5%*	*5.8%*	*7.3%*
지배 순이익률	*2.7%*	*-8.9%*	*0.8%*	*-1.4%*	*1.6%*	*2.3%*	*3.4%*	*2.6%*	*4.7%*	*5.7%*	*4.7%*	*-1.9%*	*2.5%*	*3.8%*	*5.8%*
방산 매출액	316	383	335	560	282	365	404	654	1,071	1,157	1,514	1,593	1,704	1,702	1,734
영업이익	25	31	16	19	16	26	33	47	46	70	93	91	121	135	161
영업이익률	*8.0%*	*8.1%*	*4.8%*	*3.3%*	*5.7%*	*7.0%*	*8.1%*	*7.2%*	*4.3%*	*6.1%*	*6.1%*	*5.7%*	*7.1%*	*7.9%*	*9.3%*
ICT 매출액	114	128	124	149	141	159	147	165	476	486	576	515	612	622	622
영업이익	3	1	1	(7)	6	7	8	(4)	40	29	43	(2)	17	19	22
영업이익률	*0*	*0*	*0*	*(0)*	*0*	*0*	*0*	*(0)*	*0*	*0*	*0*	*(0)*	*0*	*0*	*0*
한화에어로스페이스															
매출액	1,167	1,457	1,398	2,312	1,746	2,271	2,296	3,228	5,264	5,321	6,415	6,333	9,542	10,095	10,361
영업이익	47	87	64	142	80	145	159	213	165	244	383	341	598	670	887
지배지분순이익	38	28	89	88	50	98	106	150	132	121	253	243	404	457	629
영업이익률	*4.0%*	*6.0%*	*4.6%*	*6.1%*	*4.6%*	*6.4%*	*6.9%*	*6.6%*	*3.1%*	*4.6%*	*6.0%*	*5.4%*	*6.3%*	*6.6%*	*8.6%*
지배 순이익률	*3.3%*	*1.9%*	*6.3%*	*3.8%*	*2.8%*	*4.3%*	*4.6%*	*4.7%*	*2.5%*	*2.3%*	*3.9%*	*3.8%*	*4.2%*	*4.5%*	*6.1%*
에어로스 매출	298	367	329	490	364	412	380	427	1,266	1,285	1,450	1,483	1,583	1,508	1,457
영업이익	(6)	23	15	11	(13)	(9)	(10)	(17)	(56)	2	1	43	(49)	(57)	(53)
영업이익률	*-1.9%*	*6.3%*	*4.6%*	*2.2%*	*-3.5%*	*-2.2%*	*-2.7%*	*-4.0%*	*-4.4%*	*0.1%*	*0.1%*	*2.9%*	*-3.1%*	*-3.8%*	*-3.6%*
한화탄약 매출					237	345	332	541					1,454	1,527	1,603
영업이익					6	12	11	19					48	55	70
영업이익률					*2.6%*	*3.4%*	*3.4%*	*3.5%*					*3.3%*	*3.6%*	*4.4%*
디펜스 매출	242	333	352	829	458	702	730	1,140	1,463	1,437	1,468	1,755	3,030	3,575	3,781
영업이익	3	15	9	102	42	81	91	156	93	99	91	130	370	413	558
영업이익률	*1.4%*	*4.5%*	*2.6%*	*12.3%*	*9.2%*	*11.6%*	*12.4%*	*13.7%*	*6.4%*	*6.9%*	*6.2%*	*7.4%*	*12.2%*	*11.5%*	*14.7%*
시스템(방산) 매출	316	383	335	560	282	365	404	654	1,071	1,157	1,514	1,593	1,704	1,702	1,734
영업이익	25	31	16	19	16	26	33	47	46	70	93	91	121	135	161
영업이익률	*8.0%*	*8.1%*	*4.8%*	*3.3%*	*5.7%*	*7.0%*	*8.1%*	*7.2%*	*4.3%*	*6.1%*	*6.1%*	*5.7%*	*7.1%*	*7.9%*	*9.3%*
비방산 매출	114	128	125	149	141	159	147	166	476	486	576	516	613	622	622
영업이익	-10	-15	-16	-17	-4	-2	0	-11	40	23	19	-57	-17	19	22
영업이익률	*-8.7%*	*-11.3%*	*-12.6%*	*-11.4%*	*-2.6%*	*-1.0%*	*-0.1%*	*-6.9%*	*8.5%*	*4.7%*	*3.4%*	*-11.1%*	*-2.7%*	*3.1%*	*3.5%*
현대로템															
매출액	677	786	783	1,011	738	804	830	1,027	2,459	2,785	2,873	3,257	3,399	3,984	4,011
영업이익	24	31	32	65	39	41	45	57	(280)	82	80	151	182	378	361
지배지분순이익	14	27	33	49	29	31	35	44	(354)	31	67	123	140	305	297
영업이익률	*3.5%*	*4.0%*	*4.1%*	*6.4%*	*5.3%*	*5.1%*	*5.5%*	*5.5%*	*-11.4%*	*2.9%*	*2.8%*	*4.6%*	*5.4%*	*9.5%*	*9.0%*
지배지분순이익률	*2.1%*	*3.4%*	*4.2%*	*4.8%*	*4.0%*	*3.9%*	*4.2%*	*4.3%*	*-14.4%*	*1.1%*	*2.3%*	*3.8%*	*4.1%*	*7.7%*	*7.4%*
매출 부문별															
레일	433	489	463	432	380	408	410	416	1,324	1,452	1,675	1,817	1,614	1,453	1,308
디펜스	183	228	206	432	251	280	301	453	543	823	897	1,169	1,285	2,031	2,204
플랜트	62	69	114	147	107	116	119	158	445	454	301	392	500	500	500
한국항공우주															
매출액	641	668	609	820	762	994	1,008	1,545	3,110	2,825	2,562	2,739	4,308	3,824	4,087
영업이익	39	34	30	50	55	84	114	170	276	140	58	154	424	369	445
지배지분순이익	38	51	53	16	38	65	88	128	170	75	64	157	319	297	338
영업이익률	*6.1%*	*5.2%*	*5.0%*	*6.0%*	*7.2%*	*8.5%*	*11.3%*	*11.0%*	*8.9%*	*4.9%*	*2.3%*	*5.6%*	*9.8%*	*9.7%*	*10.9%*
지배지분순이익률	*5.9%*	*7.6%*	*8.6%*	*1.9%*	*5.0%*	*6.5%*	*8.7%*	*8.3%*	*5.5%*	*2.6%*	*2.5%*	*5.7%*	*7.4%*	*7.8%*	*8.3%*
매출 부문별															
국내사업	405	492	412	621	461	580	391	674	1,406	1,903	1,843	1,930	2,105	2,425	2,474
완제기수출	56	2	25	20	90	193	385	616	655	311	218	103	1,283	325	464
기체부품	177	171	171	180	212	222	232	255	1,048	599	488	698	920	1,074	1,149

Source: 다올투자증권

Fig. 7: 방산5사의 실적 및 Valuation Table

(십억원, 원, %, 배)

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	*OPM*	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
LIG넥스원	투자의견	강력 매수	2019	1,452.7	18.1	*1.2%*	3.2	145	28,817	237.6	1.19	0.5%
(079550)	목표주가(원)	140,000	2020	1,600.3	63.7	*4.0%*	57.9	2,631	30,569	11.1	0.96	8.9%
선호주	종가 (1/13, 원)	82,500	2021	1,822.2	97.2	*5.3%*	105.1	4,775	34,696	8.2	1.13	14.6%
	상승여력	*70%*	2022	2,240.9	190.8	*8.5%*	165.0	7,499	43,457	11.0	1.78	19.2%
	타겟시총(십억원)	3,080	2023E	2,442.8	214.2	*8.8%*	133.8	6,082	48,053	13.6	1.72	13.3%
	시가총액(십억원)	1,815	2024E	3,009.2	290.0	*9.6%*	203.7	9,261	55,332	8.9	1.49	18.7%
	주식수(천주)	22,000	2025E	3,456.3	347.5	*10.1%*	263.0	11,952	64,808	6.9	1.27	21.2%
한국항공우주	투자의견	강력 매수	2019	3,110.2	275.6	*8.9%*	170.4	1,748	11,714	20.6	3.08	15.6%
(047810)	목표주가(원)	84,000	2020	2,825.1	139.5	*4.9%*	74.6	766	12,264	32.5	2.03	6.2%
선호주	종가(원)	49,700	2021	2,562.3	58.3	*2.3%*	63.9	656	13,023	50.1	2.52	4.3%
	상승여력	*69%*	2022	2,738.6	153.6	*5.6%*	156.6	1,607	14,432	30.9	3.09	11.5%
	타겟시총(십억원)	8,188	2023E	4,308.4	423.6	*9.8%*	318.7	3,270	17,352	15.2	2.73	20.0%
	시가총액(십억원)	4,845	2024E	3,824.3	369.3	*9.7%*	297.0	3,047	20,049	16.3	2.36	17.2%
	주식수(천주)	97,475	2025E	4,086.6	444.6	*10.9%*	337.8	3,465	23,165	13.7	2.04	16.6%
한화에어로스페이스	투자의견	매수	2019	5,264.1	165.2	*3.1%*	132.2	2,564	48,217	13.6	0.72	6.7%
(012450)	목표주가(원)	100,000	2020	5,321.4	243.9	*4.6%*	121.4	2,398	51,308	11.1	0.52	6.5%
	종가(원)	80,200	2021	6,415.1	383.0	*6.0%*	252.6	4,989	57,066	9.2	0.81	11.0%
	상승여력	*25%*	2022	6,333.3	340.9	*5.4%*	242.7	4,793	62,334	16.7	0.86	7.1%
	타겟시총(십억원)	5,063	2023E	9,541.8	598.1	*6.3%*	403.9	7,977	69,512	10.1	1.15	12.5%
	시가총액(십억원)	4,061	2024E	10,094.6	669.6	*6.6%*	457.1	9,029	77,541	8.9	1.03	13.2%
	주식수(천주)	50,630	2025E	10,361.1	886.5	*8.6%*	628.9	12,422	88,465	6.5	0.91	16.1%
한화시스템	투자의견	매수	2019	1,546.0	85.8	*5.5%*	72.9	661	8,786	16.3	1.22	8.1%
(272210)	목표주가(원)	14,000	2020	1,642.9	92.9	*5.7%*	93.6	849	9,368	11.1	1.01	9.4%
	종가(원)	11,600	2021	2,089.5	112.0	*5.4%*	98.3	520	11,764	73.0	1.51	6.0%
	상승여력	*21%*	2022	2,108.3	33.7	*1.6%*	-40.1	-212	11,594	-54.7	1.25	-1.9%
	타겟시총(십억원)	2,645	2023E	2,317.2	104.1	*4.5%*	58.9	312	11,806	37.2	0.94	2.4%
	시가총액(십억원)	2,191	2024E	2,324.9	134.2	*5.8%*	88.6	469	12,177	24.7	0.92	3.6%
	주식수(천주)	188,919	2025E	2,357.6	171.3	*7.3%*	136.6	723	12,801	26.7	0.87	5.4%
현대로템	투자의견	매수	2019	2,459.3	-279.9	*-11.4%*	-354.3	-4,168	8,342	-3.7	2.45	-40.0%
(064350)	목표주가(원)	34,000	2020	2,785.3	82.1	*2.9%*	31.0	284	11,387	60.5	1.17	3.2%
	종가(원)	28,400	2021	2,872.5	80.2	*2.8%*	66.5	609	12,072	34.1	1.82	5.2%
	상승여력	*20%*	2022	3,256.6	151.4	*4.6%*	122.6	1,123	13,042	25.3	1.71	8.9%
	타겟시총(십억원)	3,711	2023E	3,398.9	182.2	*5.4%*	139.8	1,281	14,323	22.2	1.98	9.4%
	시가총액(십억원)	3,100	2024E	3,983.7	377.5	*9.5%*	305.5	2,799	17,122	10.1	1.66	17.8%
	주식수(천주)	109,142	2025E	4,011.3	360.9	*9.0%*	297.1	2,722	19,844	10.4	1.43	14.7%

Source: 다올투자증권

II. 국방중기계획 23-27

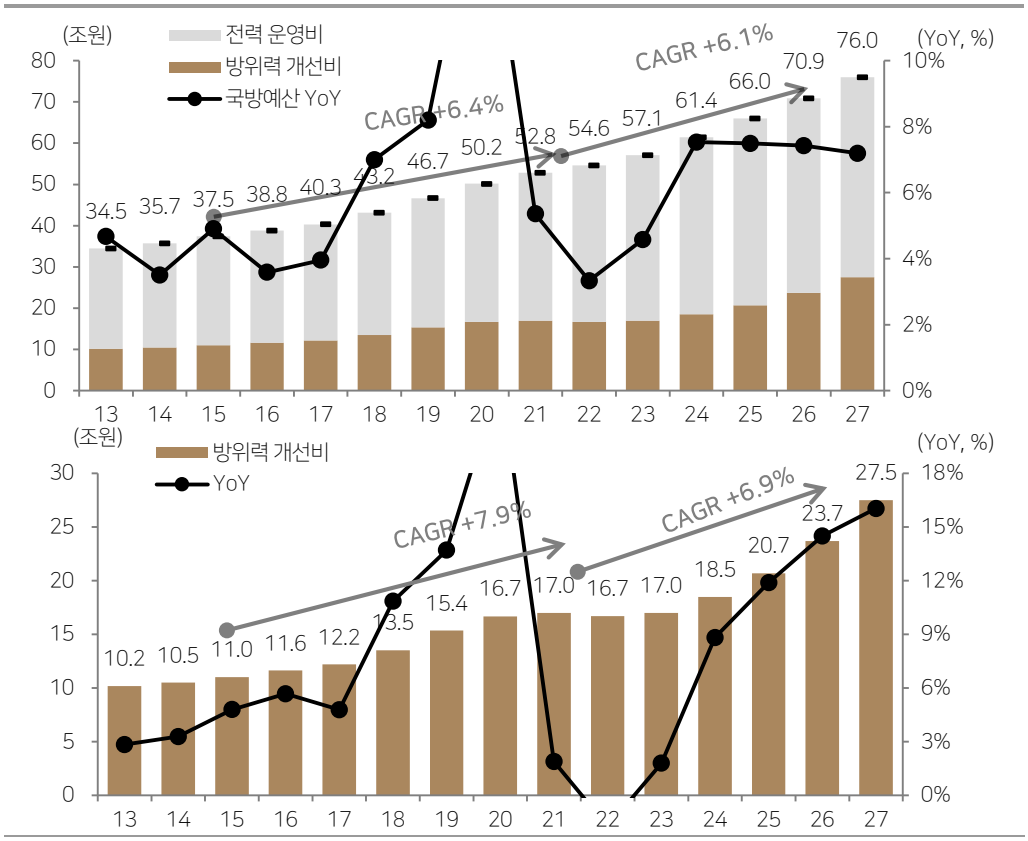
1~2년 전보다 방위력개선비 낮춤

- 2023-2027 국방중기계획 발표. 방위력개선비는 2022년에 2001년 이후 처음으로 -2% 역성장한 16.7조원이지만, 2023년에는 17조원으로 2021년 수준을 회복하고 2026년 23.7조원, 2027년에 27.5조원으로 늠

그러나 CAPEX 안에서 한국의 M/S가 늘 것으로 기대

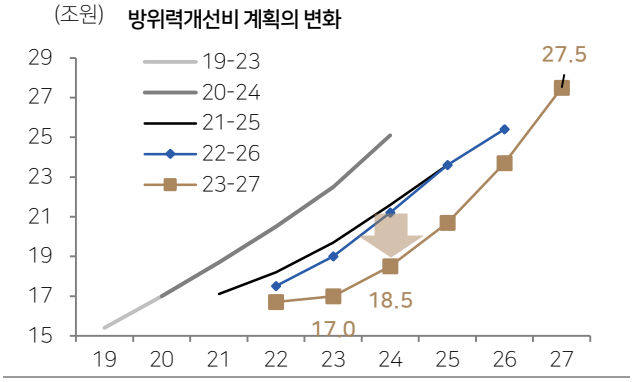
- 2022년 계획 대비 2023~2026년의 방위력개선비는 -7% ~ -11% 감소함
- 그러나 2027년의 계획은 27.5조원에 달하고 2025년부터 두자릿수 성장하는데, 이는 KF-X를 위시한 최첨단무기체계 국산화의 양산이 진행되기 때문
- 비록 방위력개선비 성장폭은 둔화되지만, 1) 방위력개선비 안에서 국내 개발 및 양산 비중이 늘어나고 있어 한국 방위산업의 탑라인은 우려할 필요 없고, 2) 현재 한국 방위산업의 성장 동력은 수출에 있음

Fig. 8: 2021-2026 방위력개선비 CAGR(5년) 6.9% 성장, 2022-2027 10.5% (조원)



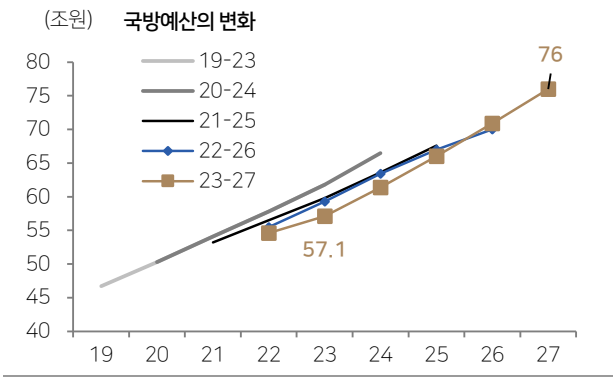
Source: 국방부, 다올투자증권

Fig. 9: 방위력개선비 작년 계획 대비 23~26년에 10% 안팎 줌



Source: 국방부, 다올투자증권

Fig. 10: 국방예산도 22-26 계획대비 작아짐



Source: 국방부, 다올투자증권

Fig. 11: 23-27 국방중기계획의 주요 사업들

방위력 개선 | 항목	상세 도입 내용	주요사업명	업체
한국형 3축체계 능력 확보	**북 핵·WMD 위협에 대응해 압도적 한국형 3축체계 능력을 확보해 나가겠습니다.**		
킬체인(Kill Chain)능력 확충	첨단 스텔스기 추가 확보	F-35	해외
	전술지대지유도무기(KTSSM) 전력화	KTSSM	한화에어로스페이스
	정전탄 전력화	장전탄	LIG넥스원
	전자기기, 전자기펄스탄 연구개발		
한국형 복합다층 미사일 방어체계(KAMD) 구축	탄도탄조기경보레이더-Ⅰ·Ⅱ 운용	그린파인 레이더	해외
	이지스 구축함(8,000톤급)의 레이더 운용	KDX3 배치2, L-SAM	HHI, DSME, LIG넥스원
	SLBM을 포함한전방위 탄도탄 탐지능력을 강화	장보고3 배치2	HHI, DSME
	천궁-Ⅱ·패트리어트 미사일의 전력화 완료	천궁-2 양산	LIG넥스원, 한화시스템, 한화에어로스, 해외
	L-SAM 일부 전력화	L-SAM1 양산	LIG넥스원, 한화시스템, 한화에어로스
	천궁-Ⅱ, L-SAM의 성능개량을 추진	천궁-2, L-SAM1	LIG넥스원, 한화시스템, 한화에어로스
	장사정포 요격체계는 연구 개발을 가속화하여 `26년 말까지 중요 핵심기술을 확보	LAMD(한국형아이언돔)	LIG넥스원
압도적 대량응징보복(KMPR)능력을 강화	고위력·초정밀·장사정 미사일 개발: 탄두중량 및 수량을 증대시켜 억제력을 제고	현무	한화에어로스, LIG넥스원
	특수작전용 경전술차량, 대물타격무인항공기 등 특임여단에 대한 추가 전력보강	무인기	
	C-130H 수송기와 UH-60 성능개량 추진		
	감시정찰 및 지휘통제 체계 발전		
	정찰위성을 전력화: 한반도 상공 재방문주기 단축	425사업	카이, 한화
	백두체계 2차 능력보강 완료: SIGINT 고도화	백두체계 2차	LIG넥스원
	연합지휘, 합동화력 등 다양한 지휘통제 체계를 성능개량, 다출처영상융합체계 전력화	다출처영상융합체계	
고효율·최적화 전력체계를 구축	**변화하는 전장환경을 모두 포괄할 수 있는 고효율·최적화 전력체계를 구축해 나가겠습니다**		
지상전력	K2전차, 차륜형장갑차, 중형전술차량 등을 지속적으로 확보	K2, 장갑차	현대로템, 한화에어로스
	230mm급다련장을 추가로 전력화	천무	한화에어로스
	대포병탐지레이더-Ⅱ 전력화를 완료	대포병탐지레이더-Ⅱ	LIG넥스원
	사단급대포병탐지레이더를 추가로 개발		
해상/상륙 작전	2,800톤급 신형호위함의 전력화 완료	호위함	HHI, DSME
	3,200톤급 최신 호위함 전력화	호위함	HHI, DSME
	유도로켓을 장착한 신형 고속정 전력화	고속정, 비궁	LIG넥스원
	상륙기동헬기와 고속상륙정의 전력화 완료	마린온	카이
	대형수송함 성능개량		HHI, DSME
공중전력	현존 전투기 성능개량		해외
	장기운용 전투기는 국산 전투기로 대체	FA-50 블록20 개량	카이
	F-15K 및 KF-16 전투기 성능개량		해외
	4.5세대 다목적전투기 KF-21 지속 개발 및 전력화	KF-21	카이
AI 기반 유·무인 복합전투체계	**인명피해를 최소화하고 전투효율성을 증대시키기 위해AI 기반 유·무인 복합전투체계를 발전시켜 나가겠습니다.**		
감시정찰 무인기(UAV)를 확보	제대·고도별로 다양한 감시정찰 무인기(UAV)를 확보 전력화가 완료된 고고도 무인기(HUAV)를 포함해 중고도 UAV(MUAV), 군단급 UAV 등 무인항공기 다수 확보		
	개인전장가시화체계를 전력화		
	통신중계드론 연구개발		
무인체계의 보강을 본격화	정찰용무인수상정, 폭발물탐지 및 제거로봇 전력화		
	무인수색차량 연구개발 완료		
	정보융합·전역상황 인지 기술, 군집 드론봇 운용통제 기술 등의 관련 핵심기술도 미리 준비		
국방 R&D 투자 확대	**과학기술 강군 육성을 위한 국방 R&D를 확대하고 방위산업 육성, 수출 활성화를 추진하겠습니다.**		
	기초연구·핵심기술개발 등 약 7조 5,000억원 투자		
	부품국산화개발지원 약 1조원 투자		
	민군기술협력 강화 약 1조 3,000억원 투자		
전력운영	**군 복무가 자랑스러운 나라를 실현하기 위해 병역의무이행에 대한 보상을 강화하겠습니다.**		

Source: 다올투자증권

III. 수주POOL

수주POOL들은 정보비대칭성, 불확실성으로 지켜만 보자는 입장

- 한국의 대표적인 K-방산 기체계인 K9 자주포, K2 전차, T-50 계열 및 FA-50 경공격기, 천궁-2(M-SAM) 등은 모두 국방중기계획에 따라 대한민국에서 개발되고 전력화되었고, 이후 수출품이 됨. 국방중기계획에서 진행되고 있는 사업들에서 미래 K-방산의 후속 수출품들이 나오는 바 주목하여야 할 것

실적을 중심으로 투자 선택 권고

- 그리고 현재 시장이 기대하고 있는 K-방산 수주 POOL들은 아래 표와 같음. UAE 천궁, 폴란드 K2, K9, FA-50과 같이 전격전으로 구매가 결정되는 경우도 있지만, 대부분 디펜스 수출은 추진의사가 밝혀진 후에도 정보 공유가 없고, 미루어지는 등 불확실함
- 향후 방위산업에 대한 투자는 수주 기대감보다는 실적 턴어라운드에 따른 증익, Valuation, 상승여력에 따른 꾸준하고 완만한 주가 상승을 기대하되, 예상할 수 없는 K-방산 수주는 투자자에게 선물이 될 것

Fig. 12: K-방산의 업체별 수주 POOL과 풍문(1/2)

(조원)

국가	사업명(가칭)	K-방산 무기체계	업체	사업규모 (조원) 최소	사업규모 (조원) 최대	계약 기대	납품 예상 비고
수주 기대 ①+②+③+④				22e	103e		
① 한화에어로스				5e	27e	타임테이블	
폴란드	K9 2차 현지 양산(460문)	K9	한화에어로스	4.6	6.9	2023년 초	
호주	Land 400: 460대 양산 + 후속지원	레드백	한화에어로스		11.0 MRO, 훈련	2023년 3~4월	2030년 FOC 달성 양산 5조원 ~ 후속지원까지 최대 11조원
루마니아	MLRS와 함께 운영할 자주포 도입사업	K9	한화에어로스		0.8	미정	한·루마니아 국방협력증진 의향서(Loi) 하이마스 54문 주문(18문 인도) + 함께 운영
인도	자주포 추가 획득 100 ~ 200문	K9	한화에어로스		1.0	2023년	2028년 전력화
영국	자주포 획득사업(52문)	K9A2	한화디펜스		1.0	2022년 RFP 발송 2025년 사업자 선정	2029년 전력화
영국	자주포 획득사업(52문)	K9A2	한화디펜스		1.0	2022년 RFP 발송 2025년 사업자 선정	2029년 전력화
폴란드	천무 2차 생산	K239	한화에어로스		5.0		방사청 2차 언급
② 현대로템				16e	32e		
폴란드	K2 전차 2차 현지 양산(800대)	K2	현대로템	16.0	20.0	2022년 말	
노르웨이	K2 전차 (88~90대)	K2	현대로템		1.8	2022년 말	스웨덴과 핀란드가 나토에 가입하게 되면서, 당장 방어전력이 아닌 기동성 높은 화력 중심
모르코	라이선스와 현지 조립 계약	K2	현대로템		1.0	2022년 8월 협상시작	
이집트	공동 생산 3천대 노후 탱커 교체사업	K2	현대로템		2.0	2022년 1월 보도	3천대의 노후탱커 교체 필요 100대 가정
사우디아라비아	K2 300대 주문설	K2	현대로템		6.0	2019년부터	300대 가정
루마니아	K2, K9, 레드백	K2	현대로템		1.0	2022년 12월 보도	무기구입 예산은 국방예산의 40%인 28억달러 향후 군사력 증강을 위해 국방비를 GDP 대비

Source: 언론보도 취합, 다올투자증권

Fig. 13: K-방산의 업체별 수주 POOL과 풍문(2/2)

(조원)

국가	사업명(가칭)	K-방산 무기체계	업체	사업규모 (조원) 최소	사업규모 (조원) 최대	계약 기대	납품 예상 비고
③ LIG넥스원의 수주설				**0e**	**15e**		
사우디	M-SAM2	천궁-2	LIG넥스원, 한화시스템 한화에어로스		8.1e 3.9e 1.2e	모름	~ 2030년 UAE의 3배 규모
미국	비궁	비궁	LIG넥스원		1.0e	2022년 10월에 미국 FCT 참여	

국가	사업명(가칭)	K-방산 무기체계	업체	사업규모 (조원) 최소	사업규모 (조원) 최대	계약 기대	납품 예상
④ 한국항공우주 수주설		K-방산 무기체계	업체	**1e**	**30e**		
말레이시아	LCA(경전투기) 도입 사업, 18대	FA-50	한국항공우주	1.1e	2.0e	4Q22	~ 36개월
필리핀	다목적전투기 12대	FA-50	한국항공우주		1.0	2022~2023	
UAE	T-50, 60대 + MRO, 조종사 훈련	T-50	한국항공우주		5.4 MRO, 훈련	2022년 2월 협상 시작 2023년 POOL	3.5조원에 MRO/훈련까지 최대 5.4조원
이집트	FA-50 36대	FA-50	한국항공우주		2.2	2023년	
슬로바키아	FA-50 12대	FA-50	한국항공우주		1.0	2023년	
콜롬비아	경전투기 교체 사업	FA-50	한국항공우주		1.0		
크로아티아	경량형 전투기 겸 훈련기 도입	FA-50	한국항공우주		1.0		
불가리아	퇴역 전투기 대체 사업 : 공격기 겸 고등훈련기	FA-50	한국항공우주		1.0		
스위드	전투공중초계 근접항공지원 전술훈련 입문	FA-50	한국항공우주		1.0		
핀란드		FA-50	한국항공우주		1.0		
그리스	F-16 교체 사업	FA-50	한국항공우주		1.0		
미국	UJTS(해군고등훈련기) 1차 64대, 총 234대까지	T-50	한국항공우주		8.2e 234대	RFI 발송 2023년 기대	1차 2024년~2028년 2035년 FOC 달성 , 2차 2042년까지 64~234기
미국	ATT(고등전술훈련기) 100~400대	T-50	한국항공우주		4.0e 400대	RFI 발송 2024년 기대	100기 개시, 최대 400기

Source: 언론보도 취합, 다올투자증권

현대로템
(064350)

—

BUY

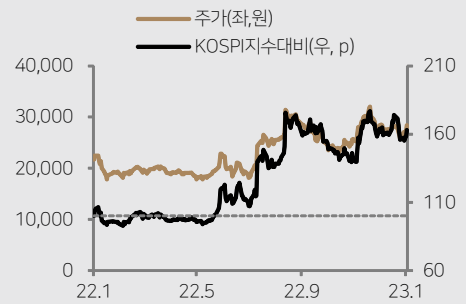
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
적정주가	34,000원		신규
Earnings			산규

Stock Information	
현재가 (1/13)	28,400원
예상 주가상승률	19.7%
시가총액	30,996억원
비중(KOSPI내)	0.16%
발행주식수	109,142천주
52주 최저가 / 최고가	17,800 - 32,000원
3개월 일평균거래대금	885억원
외국인 지분율	6.6%
주요주주지분율(%)	
현대자동차 (외 4인)	33.8
국민연금공단 (외 1인)	7.2
현대로템우리사주 (외 1인)	0.3

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	34.1	25.3	22.2
PBR(배)	1.8	2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	27.5	15.4	12.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	1.4	56.0	26.5	0.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	0.9	53.6	45.9	(6.7)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

최광식 방위산업 | gs.choie@daolfn.com

보수적으로 20% 두고, 그 이상을 바래보아

Issue
커버리지 개시, 관심의 4Q22 실적에 대한 대응 전략 제시

Pitch
4Q22 실적은 폴란드 K2의 수익성이 확인되면서 미래 3년의 적정가치가 결정되는 중요한 이벤트. 당사는 보수적으로 수출 OPM 20%를 바탕으로 적정주가 34,000원으로 커버리지를 제시하지만, 폴란드 수익성에 따른 시뮬레이션을 제시. 후속 수출계약에 따라 적정주가 상향 가능성 열려있음

Rationale
- 작년 여름 수주한 폴란드 K2 4.5조원(180대 추정) 중 10대가 4Q22에 납품되었고 수출 데이터에서 ASP 200억원(내수 85억원)으로 찍혀서, 그 수익성에 초관심. 통상 K-방산의 OPM은 20% 안팎이었는데, 시장은 그 이상을 기대하기도 함
- 그러나, 1) 캐파 확대 투자, 2) 인력 채용 등으로 보수적인 접근 필요. 이에 당사는 현대로템의 폴란드향 K2 OPM을 20%로 추정하고 미래 실적을 예상. 이에 4Q22에 레일과 플랜트의 OPM을 2% 안팎으로 가정한 가운데 현대로템 영업이익은 디펜스가 수출 2,000억원(수출 비중 46%)에서 OPM 11.9%로 514억원 기여해, 연결 영업이익 646억원(OPM 6.4%)을 추정
- 폴란드 K2 납품은 2022년부터 2025년까지 10, 23, 77, 70대로 가정해 2024~2025년까지 실적 성장 예상치를 제시하며, 한국과 폴란드 현지 생산의 2차 실행계약 800대, 20조원(단순 추정)의 실적 예상치는 아직 반영치 않음. 어차피 Valuation은 FWD 3년 실적 바탕으로 제시
- 적정주가는 FWD 3년 EPS에 디펜스 업종의 적정 PER 15배를 적용해 34,000원으로 제시하며 커버리지를 제시. 그러나 ASP 200억원의 위용에서 폴란드 K2의 OPM이 25%, 30%가 나올 경우, 주당 적정가치는 각각 4.0만원, 4.5만원에 달함

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,785	2,873	3,257	3,399	3,984	4,011	2,850
영업이익	82	80	151	182	378	361	163
EBITDA	126	115	190	224	426	415	223
순이익	31	67	123	140	305	297	134
자산총계	4,197	4,107	5,440	5,612	6,249	6,658	6,073
자본총계	1,346	1,268	1,394	1,534	1,840	2,137	2,270
순차입금	623	904	(180)	(282)	(815)	(1,184)	(890)
매출증가율	13.3	3.1	13.4	4.4	17.2	0.7	(29.0)
영업이익률	2.9	2.8	4.6	5.4	9.5	9.0	5.7
순이익률	1.1	2.3	3.8	4.1	7.7	7.4	4.7
EPS증가율	흑전	114.4	84.4	14.0	118.5	(2.7)	(55.0)
ROE	2.0	3.9	8.7	9.0	17.2	14.2	5.8

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

현대로템은,

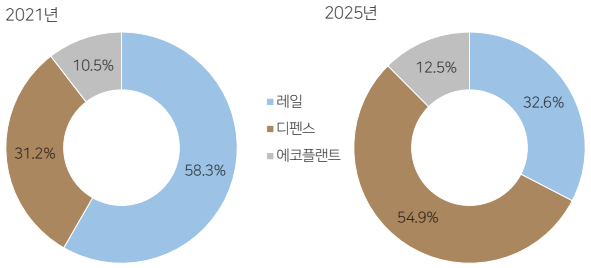
1977년 설립해 국내최초 디젤기관차를 생산/납품했고 1979년에는 그룹사 중심의 플랜트 사업을 시작했으며, 1984년에는 한국형 K1 전차를 개발하며 3개 사업부가 확립되었다.
1990년대에 레일과 디펜스에서 동남아 수출을 시작했고, 1998년에는 경부고속전철(KTX) 국산화를 담당해 기술력을 키웠다.

2002년에 로템으로 사명을 변경했고, 2008년에는 K2 흑표전차 개발에 성공해 2010년에 양산을 시작했으며, 드디어 2022년에 폴란드에 1차 실행계약만 4.5조원 첫 수출을 따내며 글로벌 방산 업종으로 위상이 변모하는 중이다. 레일은 2000년대에 다수의 해외 판매를 지속했지만 적자에 큰 기여를 한 바 있다.

시가총액은 3.1조원이고 KOSPI 운수장비 업종에 속해있다.

사업부문 Breakdown

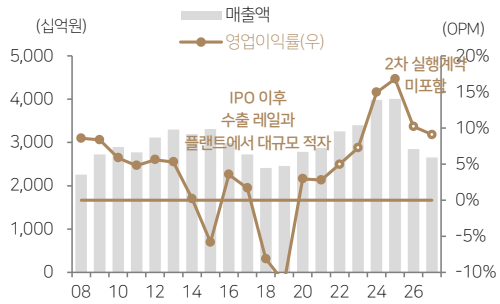
- 현대로템의 2021년 매출액은 2조 8,730억원인데
- 레일이 1조 6,750억원으로 과거 수출이 많았던 시기인 2011년의 1조 8,810억원을 향해 회복 중이며
- 디펜스가 8,970억원으로 꾸준히 성장해왔고, 에코플랜트는 3,010억원으로 정체
- 레일은 국내의 최저가입찰제에 따라 국내 GTX 등의 기술력 중심의 철도차량만을 담당하고 수출 중심으로 성장할 예정이며
- 디펜스는 폴란드 대규모 수주를 바탕으로 인력과 생산설비를 확충해 성장을 준비 중
- 2021년에 레일이 매출의 절반 이상이었지만 2025년에는 디펜스가 매출의 절반을 차지할 예정



Source: 현대로템, 다올투자증권

Financials

- 2013년에 상장하면서 레일 수출, K2 양산, 그룹사 중심의 플랜트의 꾸준한 실적으로 주목 받았지만
- 2015년에 내수의 철도차량 업체들과의 경쟁이 격해지고, 해외 레일에서 저가수주, 사업 소요 변경에 따라 대규모 적자를 시현
- 디펜스도 K2 흑표 전차 파워팩 이슈로 2차 양산이 늦어지는 등 사업계획에 차질이 발생했으며
- 플랜트 부문도 그룹 내에 현대건설, 현대엔지니어링과의 사업 영역이 일부 겹치는 가운데, 과거 그룹사 중심의 업력을 바탕으로 수출 사업을 확대했지만 건설사들의 EPC와 비슷한 저가수주 및 대규모 빅배쓰를 시현해옴
- 2014~2019년의 적자구간을 끝내고 2020년부터 레일과 플랜트의 선별 수주를 바탕으로 흑자전환했고, 2022년에 폴란드에 K2 전차 180대, 4.5조원 수주를 바탕으로 성장기를 앞두고 있음



Source: 다올투자증권

주가

- 2020년부터 저가 수주잔고를 털어내고 흑자전환하면서 주가는 완만히 올랐는데
- 2022년에 K2 전차 수출 계약(1차 4.5조원, 2차 20조원 규모 잇다를 예정)에 따라 주가 재평가 중

Source: 다올투자증권

I. VALUATION과 실적

I. 적정주가 34,000원으로 커버리지 개시

적정 PER 15배
x FWD 3년 EPS

현대로템의 적정주가를 FWD 3년 EPS에 디펜스 업종의 적정 PER 15배를 적용해 34,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 4Q22에 폴란드 납품이 시작되어서 1차 실행계약만으로 2025년까지 실적이 성장한다. 그리고 2차 실행계약이 2020년대 후반까지 뒤엎을 예정이지만, Valuation에는 아직 포함치 않는다.

적정주가 34,000원은
수출 OPM 20%에서 도출

관건은 첫 해외 수출에서 비롯되는 수출 마진이다. 계약보도에서 대당 250억원, 수출입데이터에서 대당 200억원으로 잡혀, 기존 대한민국 육군 납품의 85~100억원보다 크게 높아 시장은 흥분하고 있다. 그러나 여럿 불확실성을 감안해 당사는 수출 마진 20%를 바탕으로 실적 예상치를 제시하고 Valuation을 했다.

수출 OPM 30%에서
적정주가 4.5만원도 가능

다만, 폴란드 K2의 마진에 따른 주당 적정가치 시뮬레이션을 투자포인트 II-1에서 제시했으니, 참고바란다.

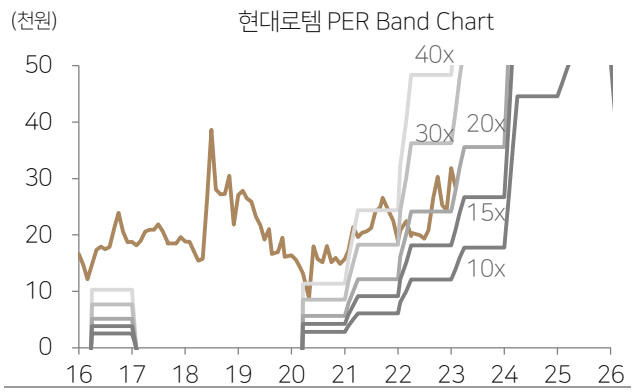
Fig. 14: 현대로템 Valuation: 적정주가 34,000원으로 커버리지 개시 (십억원, 원, 배수)

PER VALUATION	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
매출	2,412	2,459	2,785	2,873	3,257	3,399	3,984	4,011	2,850	2,653
영업이익	-196	-280	82	80	151	182	378	361	163	156
지배주주순이익	-301	-354	31	67	123	140	305	297	134	126
영업이익률	*-8.1%*	*-11.4%*	*2.9%*	*2.8%*	*4.6%*	*5.4%*	*9.5%*	*9.0%*	*5.7%*	*5.9%*
EPS	-3,539	-4,168	284	609	1,123	1,281	2,799	2,722	1,225	1,155
YoY	*적지*	*적지*	*흑전*	*114%*	*84%*	*14%*	*119%*	*-3%*	*-55%*	*-6%*
PER(고)	-4.2	-3.0	50.4	38.8	20.5					
PER(저)	-4.8	-5.1	22.8	17.9	8.2					
적정 PER						적정 15	15	15		
주당 적정가치						19,213	41,985	40,833		
Weight						*33%*	*33%*	*33%*		
						'23년 ~'25년의 FWD 3Y				
						34,010				
적정주가						34,000				
종가(01월 13일)						28,400				
상승여력						19.7%				

PBR VALUATION	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	85	85	109	109	109	109	109	109	109	109
BPS	12,499	8,342	11,387	12,072	13,042	14,323	17,122	19,844	21,069	22,224
PBR(고)	2.6	2.4	1.4	2.1	2.6					
PBR(저)	0.96	1.42	0.70	1.52	1.41					
ROE	-25%	-40%	3%	5%	8.9%	9.4%	17.8%	14.7%	6.0%	5.3%
COE(고)	-12.2%	-7.7%	3.0%	3.4%	3.5%					
COE(저)	-33.7%	-12.9%	6.0%	4.7%	6.5%					
적용ROE = FWD 3Y					9.2%	14.0%				
적용COE = TRL 참조					6.5%	5.9%				
					현재 ~	적정				
적정 PBR					2.0	2.4				
적정주가2					26,000	34,000				

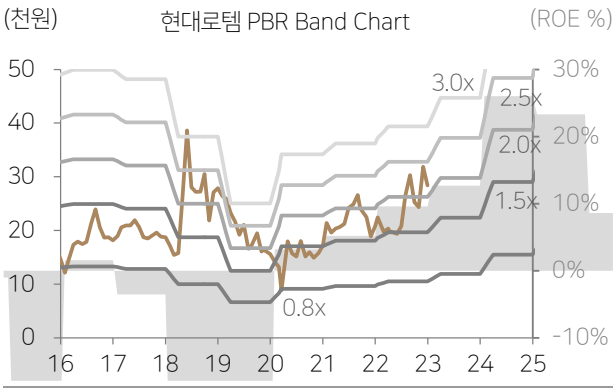
Source: 다올투자증권

Fig. 15: 현대로템 PER



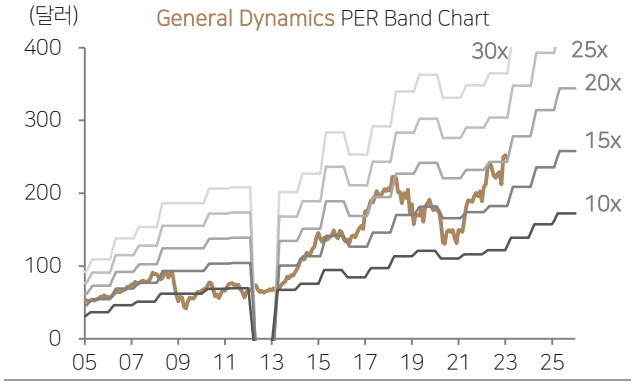
Source: 다올투자증권

Fig. 16: 현대로템 PBR



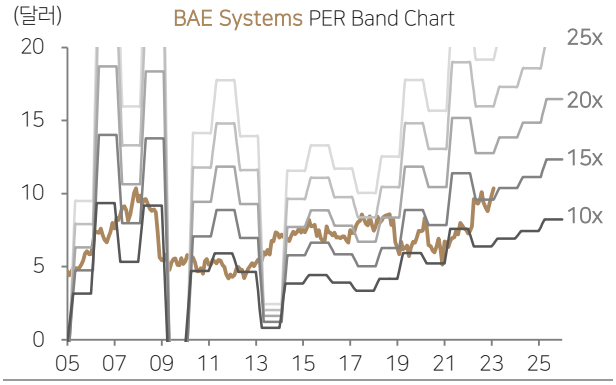
Source: 다올투자증권

Fig. 17: General Dynamics PER 20배 안팎



Source: 다올투자증권

Fig. 18: BAE Systems PER 15배



Source: 다올투자증권

I-2. 실적 예상: 1차 실행계약 ~2025년, 2차 실행계약 등이 뒤를 덮어

레일과 에코플랜트는 로우싱글 OPM 유지 가정

동사에 대한 분석에 디펜스 부문에 집중했다. 레일은 과거 수출에서 큰 폭의 적자를 시현했지만 최근 흑자 기조임을 안내한다. 대신 국내에서의 최저가입찰제에 따라 철도차량 매출이 감소하고 수익성도 부진하다. 연간 2.5%의 영업이익률로 둔다. 플랜트도 2014년부터 2019년까지 저가수주물량의 적자를 털어내고 2020년부터 로우싱글 영업이익률을 기록 중이다.

디펜스는 4Q22에 폴란드 K2PL 10대 납품

2022년 여름에 체결한 180대(추정), 4.5조원의 첫 10대가 4Q22에 폴란드에 도착해 대통령의 환영을 받았다. 대당 250억원은 후속지원도 포함된 금액인데, 수출입데이타는 대당 200억원이라고 적혀있다. 이에 4Q22의 폴란드 K2 10대에서 매출 2,000억원이 잡히기 시작한다.

폴란드 K2의 OPM 20%로 가정하고, 4Q22를 조마조마 기다려봄

문제는 수익성이다. 한국군에 과거 대당 85억원 납품으로 기록하고 기억하는 바 있는데, 수출 판가는 2배가 넘는다. 이에 시장은 폴란드 K2에서 엄청난 GPM, OPM을 기대하고 있다. 그러나 연간 60대 K2 캐파를 늘리기 위해 설비투자와 인력 채용이 진행되고 있다. 제반 비용이 늘 것으로 판단한다. 이에 보수적으로 통상 한국 방위산업의 무기체계 수출에서 확인된 OPM 20%로 예상치를 제시한다. 그리고 4Q22에서 이를 확인하고자 한다. 더 높은 수익성이 확인되면 실적 예상치를 맞추어 올리고 적정주가도 상향 조정할 예정이다.

단, 실적발표에서 부문별로 발라볼 수 없는 불편함

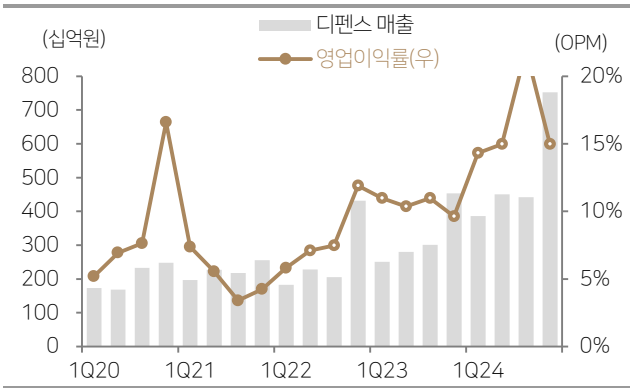
단, 동사는 민감한 디펜스 부문의 수익성을 노출할 수 없어, 2Q22부터 레일, 디펜스, 에코플랜트의 영업이익 공표를 중단했다. 따라서, 4Q22의 연결 영업이익을 받아보고도 정확히 디펜스의 수익성을 추정해낼 수 없다는 점이 불편하다.

Fig. 19: 현대로템 실적 예상: 폴란드 수출 OPM 20%에 기반 (십억원)

현대로템	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	677	786	783	1,011	738	804	830	1,027	2,873	3,257	3,399	3,984	4,011
영업이익	24	31	32	64.6	39	41	45	57	80	151	182	378	361
금융/기타영업외	-9	-2	5	-7	-3	-4	-3	-3	-45	-13	-14	-9	-3
지배주주순이익	14	27	33	49	29	31	35	44	67	123	140	305	297
영업이익률	*3.5%*	*4.0%*	*4.1%*	*6.4%*	*5.3%*	*5.1%*	*5.5%*	*5.5%*	*2.8%*	*4.6%*	*5.4%*	*9.5%*	*9.0%*
지배주주순이익률	*2.1%*	*3.4%*	*4.2%*	*4.8%*	*4.0%*	*3.9%*	*4.2%*	*4.3%*	*2.3%*	*3.8%*	*4.1%*	*7.7%*	*7.4%*
레일 매출액	433	489	463	432	380	408	410	416	1,675	1,817	1,614	1,453	1,308
영업이익	13	14	15	11	10	10	11	11	28	52e	41e	37e	33e
영업이익률	*2.9%*	*2.9%*	*3.1%*	*2.5%*	*2.6%*	*2.6%*	*2.6%*	*2.6%*	*1.6%*	*2.9%e*	*2.6%e*	*2.6%e*	*2.5%e*
디펜스 매출액	183	228	206	432	251	280	301	453	897	1,169	1,285	2,031	2,204
ㄴ내수				232	151	180	181	313		969	825	491	804
ㄴ수출				200	100	100	120	140		200	460	1,540	1,400
수출비중				46%	40%	36%	40%	31%		17%	36%	76%	64%
영업이익	11	16	15	51.4	28	29	33	44	45	94e	133e	333e	320e
영업이익률	*5.8%*	*7.1%*	*7.5%*	*11.9%*	*11.0%*	*10.4%*	*11.0%*	*9.6%*	*5.1%*	*8.0%e*	*10.4%e*	*16.4%e*	*14.5%e*
에코플랜트 매출액	62	69	114	147	107	116	119	158	301	392	500	500	500
영업이익	0	1	2	2	2	2	2	2	7	5e	8e	8e	8e
영업이익률	*0.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*2.5%*	*1.3%e*	*1.5%e*	*1.5%e*	*1.5%e*

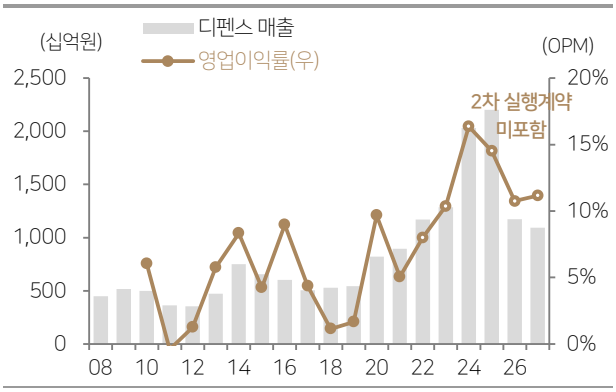
Source: 다올투자증권

Fig. 20: 디펜스 분기 실적



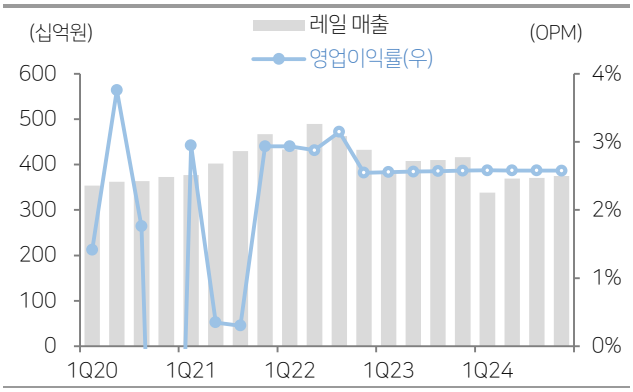
Source: 다올투자증권
주석: 2Q22부터의 OPM은 당사 **추정 및 예상**

Fig. 21: 디펜스 연간 실적 예상



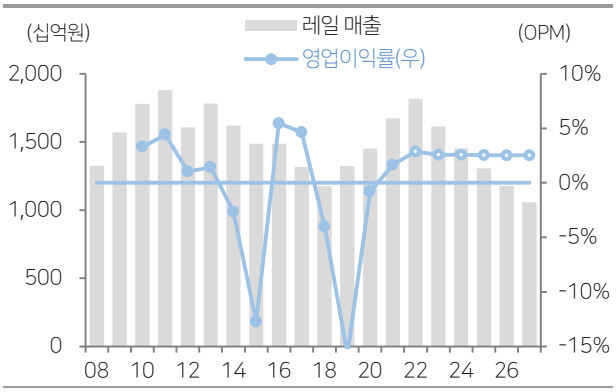
Source: 다올투자증권

Fig. 22: 레일 분기 실적



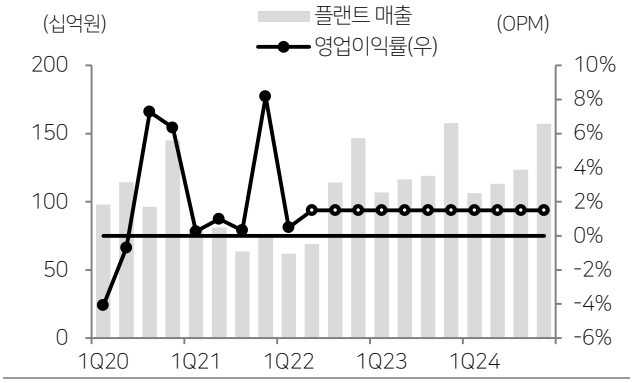
Source: 다올투자증권

Fig. 23: 레일 연간 실적 예상: 보수적으로 2.5% OPM



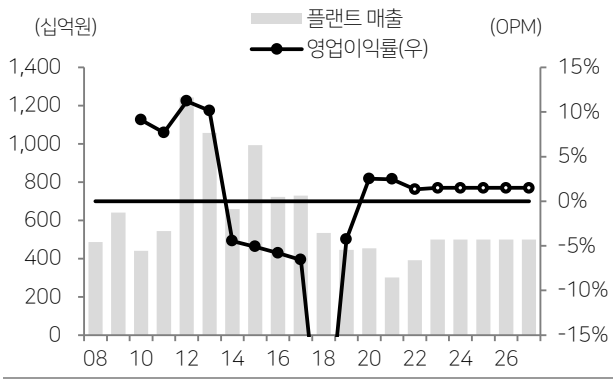
Source: 다올투자증권

Fig. 24: 에코플랜트 분기 실적



Source: 다올투자증권

Fig. 25: 에코플랜트 연간 실적 예상: 보수적으로 1.5% OPM



Source: 다올투자증권

Fig. 26: 플랜트 지난 5년의 수주: 그룹사 물량이 많아 안전할 것이고
레일은 2020년에 (수익성 담보되는) GTX를 제외하고는 대부분이 해외 수주

(억원)

플랜트

시점	국가	내역	금액(억원)	그룹사 비중
~2022년 3분기			1,415	19%
1Q22	해외	미국 루시드 SKD공장 의장 운반설비	419	
1Q22	해외	멕시코 GM SLP A라인 자동화 개조공사	61	
1Q22	그룹사	현대제철 벨트컨베어 방호울 개선 공사	275	
2014년		기타합계	660	47%
2021년			3,288	20%
3Q21	그룹사	현대제철 CDQ 신설공사	806	
2Q21	국내	대전도시공사 수소추출시설, 수소충전소 등	705	
2Q21	그룹사	현대제철 안전 설비 (벨트컨베어, 냉연공장 등)	101	
2Q21	그룹사	싱가포르 현대차 스마트팩토리 물류자동화	241	
1Q21	국내	인천그린에너지 수소추출설비	50	
1Q21	그룹사	아산 현대모비스 샤시모듈라인	83	
1Q21	그룹사	싱가포르 현대차 스마트팩토리 물류자동화	241	
2021년		기타합계	1,061	32%
2020년			2,701	21%
4Q20	해외	아르헨티나 포드 의장 개조공사	221	
4Q20	국내	한국 GM 프레스 2라인	250	
3Q20	그룹사	현대제철 당진 3소결 배가스 청정설비	135	
2Q20	그룹사	현대제철 인천 대형압연 신예화 내자설비	190	
2Q20	국내	광주글로벌모터스 의장공장 운반설비	241	
1Q20	해외	미국 SMS-Nucor CCM 프로젝트	130	
1Q20	국내	한국 GM 창원공장 프레스 2라인	250	
2020년		기타합계	1,284	48%
2019년			3,890	30%
4Q19	해외	남아공 포드 의장 운반설비	390	
4Q19	그룹사	현대제철 산소공장 8호기	910	
2Q19	해외	르노 모로코 프레스 설비	230	
1Q19	국내	GM 자동차 생산설비	40	
1Q19	그룹사	KMI 의장 운반설비	270	
2019년		기타합계	2,050	53%
2018년			3,340	8%
4Q18	국내	현대제철 당진3소결 배가스 청정설비	1,380	
2Q18	해외	르노 고속 프레스라인	230	
1Q18	그룹사	현대제철 당진 소결공장 집진설비 개선공사	70	
1Q18	그룹사	KMI 의장 운반설비	190	
2018년		기타합계	1,470	

철도

시점	국가	내역	금액(억원)	수출 비중
~2022년 3분기			8,510	100%
4Q22	해외	대만 타이베이 전동차 공급 사업	1,560	
3Q22	해외	이집트 카이로 메트로 2, 3호선 전동차 및 현지화	7,557	
1Q22	국내	GTX-A노선 차상신호장치 설치	388	
1Q22	국내	공항철도 전동차	1,811	
2022년		기타 합계	-1,246	
2021년			21,153	80%
4Q21	해외	캐나다 에드먼턴 트램 등 기타수주	8,941	
4Q21	국내	코레일 EMU 고속전철	3,513	
3Q21	해외	이집트 ENR 신호 현대화 사업	2,679	
3Q21	해외	호주 NIF 2층 전동차 옵션 물량 추가분	1,474	
3Q21	해외	탄자니아 TRC SGR 전동차 등	3,252	
2Q21	국내	코레일 대구권 광역철도 전동차	635	
2Q21	해외	이집트 이집트 나그하마디-룩소르 신호 현대화	958	
1Q21	해외	말레이시아 쿠알라룸푸르 메트로 2호선 계약감액	-397	
1Q21	해외	카자흐스탄 알마티 메트로 2-2단계 신호사업	98	
2021년		기타 합계	-562	-3%
2020년			11,818	29%
2Q20	국내	GTX-A노선 전동차 40량	4,222	
1Q20	국내	GTX-A노선 전동차 120량	3,130	
1Q20	해외	싱가포르 LTA J151 전동차 186량	3,470	
2020년		기타 합계	500	4%
2019년			16,880	92%
4Q19	해외	미국 MBTA NOA	3,060	
4Q19	해외	코레일 전동차 448량	5,780	
3Q19	해외	이집트 카이로 2호선 전동차	1,300	
2Q19	해외	폴란드 바르샤바 트램	3,220	
1Q19	해외	호주 NIF 2층 전동차 계약증액	840	
1Q19	해외	방글라데시 디젤 전기기관차	910	
2019년		기타 합계	1,309	8%
2018년			23,070	64%
3Q18	해외	대만 도원 녹선 경전철 E&M	5,110	
2Q18	해외	대만 TRA 통근형 전동차	8,740	
2Q18	해외	브라질 CPTM 전동차 유지보수	890	
1Q18	국내	소사원시 복선전철 E&M	10	
2018년		기타 합계	8,320	
2017년			25,770	66%

Source: 현대로템, 다올투자증권

II. 투자포인트

II-1. 폴란드 향 수출 마진에 따른 주당 적정가치 상승여력

4Q22에 확인할 폴란드 K2PL 수익성에 따라 정해질 적정가치

다시 한번 강조하지만, 내수방산 85~100억원짜리가 폴란드에는 200억원으로 나간다. 이론적으로 20% 이상의 영업이익률을 기대할 수는 있으되, 당사는 보수적으로 두었다. 대신 FWD 3년 순이익에, 적정 PER 15배 하에서, 4Q22에서 확인될 K2 최초수출의 마진에 따라서 동사의 적정가치는 정해진다.

아래 표와 같이 디펜스 수출의 수익성에 따라 동사의 적정가치는 결정된다. 폴란드 K2 OPM이 30%로 확인될 경우 동사의 주당 적정가치는 45,000원까지 가능하다.

Fig. 27: 폴란드 수출 OPM에 따른 주당 적정가치 조정 가능 폭 (십억원),

수출 OPM 가정에 따라	항목	2023년	2024년	2025년
15%	영업이익(연결)	166	323	282
	영업이익률	4.9%	8.1%	7.0%
	EPS	1,157	2,385	2,126
	적정 PER 15배에서 주당 적정가치	17,350	35,768	31,891
	FWD 3년의 주당 적정가치		28,000	
20%	영업이익	182	378	361
	영업이익률	5.4%	9.5%	9.0%
	EPS	1,281	2,799	2,722
	적정 PER 15배에서 주당 적정가치	19,213	41,985	40,833
	FWD 3년의 주당 적정가치		34,000	
25%	영업이익	198	432	439
	영업이익률	5.8%	10.8%	11.0%
	EPS	1,405	3,214	3,318
	적정 PER 15배에서 주당 적정가치	21,077	48,203	49,777
	FWD 3년의 주당 적정가치		40,000	
30%	영업이익	215	487	518
	영업이익률	6.3%	12.2%	12.9%
	EPS	1,529	3,628	3,915
	적정 PER 15배에서 주당 적정가치	22,941	54,422	58,722
	FWD 3년의 주당 적정가치		45,000	
40%	영업이익	247	595	674
	영업이익률	7.3%	14.9%	16.8%
	EPS	1,778	4,457	5,108
	적정 PER 15배에서 주당 적정가치	26,670	66,861	76,615
	FWD 3년의 주당 적정가치		57,000	

Source: 전자공시, 다올투자증권

Fig. 28: 폴란드로 수출된 전차 10대, 대당 145천달러가 관세청에 잡힘 (대수, 천달러),

날짜	수출국가	수출 금액	대수	ASP (천달러)
2Q18	독일	50		
3Q18	독일	62		
3Q18	독일	62		
4Q22	폴란드	144,929	10	14,493

Source: 관세청, TRASS, 다올투자증권

II-2. 후속 수출 기대감 솔솔

노르웨이, 루마니아, 이집트, 모르코

K2 전차의 폴란드 다음 해외 수출설로 구체적으로 협상이 진행되는 노르웨이가 있고, 루마니아, 이집트, 모르코 등에서도 설이 전해진 바 있다.

노르웨이 전차 도입 계획 3조원

노르웨이의 80대, 3조원 규모 전차 도입 사업에서 K2 흑표와 레오파드2A7이 경쟁중이다. 2022년 12월에 우선협상자 선정이 미루어졌고, 이후 전차구입 계획 취소 가능성과 단순 연기 가능성으로 나뉘어 여러 보도가 나온다.

2022년 루마니아와 추진의향서 체결 K2 등 3조원

2022년 9월에 루마니아 국방부 장관은 DX코리아 2022에 참여해서, 이종섭 국방부 장관과 K2 전차 도입 등의 추진의향서를 체결했다. K2 등 한국산 무기체계 도입을 통한 군 현대화사업이며, 사업규모는 3조원 정도로 전해졌다. 이후 업데이트는 없지만, 살아있다.

이집트, K9처럼 공동생산 할 것인가?

2021년에 한국방위사업청과 이집트국방부는 K2 블랙팬서 공동생산 논의를 진행했다. 이집트는 K2 공동생산을 통해 중동, 아프리카 방산시장을 공략하고자 한다. 그리고 2022년에 이집트는 한화에어로스페이스와 K9 현지생산 계약 2조원 계약을 체결해 K2보다 더 빨리 사업을 펼쳤다. 후속으로 K2도 이집트 현지생산을 가져갈 것인지 지켜볼 필요가 있다.

모로코 2022년 이후 잠잠

2022년에 모로코의 K2 전차 면허 생산 가능성이 보도된 바 있다. 후속 업데이트는 없다.

앞서 강조했듯, 무기체계 수출 계약은 대단히 정보비대칭성이 높고, 불투명하고, 불확실하다. 따라서 수주 시 그 영향도 크다. 당사의 입장은 방산주는 수주가 아닌 실적과 Valuation으로 접근하되, 뜻밖의 해외 계약 시 빨리 기대 수익을 실현하는 선물을 받는 정도로 이해하고자 한다.

Fig. 29: K2 폴란드 후속 수출을 노리는 지역들 (억원)

1. 노르웨이

구분	내용
사업내용	- **82대의 전차 도입, 약 2.6조 원 규모, 2025년 도입 목표** - 40년 이상 연식의 레오파드1과 2A4 대체
경쟁자	- 현대로템의 K2 흑표전차 vs KMW의 레오파드 2A7
정부와 군,정치권의 대립	**[신규 전차 구매 반대 입장]** - 2022년 11월 28일 이리크 크리스토페르센(Eirik Kristoffersen) **노르웨이 육군 대장**은 전차 구매 중단을 권고한 것은 사실이라 밝힘 - **노르웨이 진보연합(FRP)**의 국방 정책을 총괄하는 크리스티안 튀브링예데(Christian Tybring-Gjedde)도 군의 입장 지지 **[신규 전차 구매 찬성 입장]** - 반면 비예른 아릴 그램(Bjørn Arild Gram) **노르웨이 국방장관**은 전차 구매 프로그램을 중단하지 않을 것이며 정부의 전차 구매 과정은 미래 계획에 따라 계속된다고 밝힘

2. 루마니아

구분	내용
추진의향서(LOI) 체결	- 2022년 9월 국방 협력에 관한 기본 협정을 체결하는 의향서에 서명 - **3조원 규모의 루마니아 군(軍) 현대화 사업에** 한국산 방산 물자를 도입
현대로템과 한화에어로스페이스가 군 현대화 사업 참여 의사 밝힘	- 루마니아 국방 목적을 위한 투자를 늘리기 위한 한-루마니아 국방 협력 기본 협정 추진 결정 - 12월 20일에는 안젤 틀버르 루마니아 국방장관이 경남 창원시의 현대로템과 한화에어로스페이스 사업장을 방문해 K2전차와 K9자주포 등 국산 무기체계를 살핌

3. 이집트

날짜	내용
2021년 12월	**K2 전차 공동생산 논의(현대로템)** **- 판매 계약이 성공하면 미국산 M-60 패튼, 소련산 T-80, T-62 및 T-55 수백 대를 포함한 3,000 개 이상의 노후된 탱크를 대체 가능**
2022년 02월	K9 자주포 수출계약(약 2조 규모, 한화디펜스)
2022년 08월	카이로 메트로 2,3호선 전동차량 공급계약(8,600억원 규모, 현대로템)
2022년 08월	엘디바 원전 건설 수주(약 3조원 규모, 한수원)
2022년 11월	FA-50 훈련기 제작 협약 체결(한국항공우주)

4. 모로코

날짜	내용
2022년 9월	러시아 T시리즈 운용하는 알제리와 적대적인 관계 K2 전차 면허 생산 희망. 800대 이상 설

Source: 언론보도, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,778.3	2,679.8	3,935.8	4,007.8	4,551.9
현금성자산	546.7	337.0	1,458.3	1,495.0	1,843.6
매출채권	379.0	279.1	332.6	363.4	471.2
재고자산	251.0	262.1	334.4	329.8	408.5
비유동자산	1,419.1	1,427.4	1,503.9	1,603.7	1,697.4
투자자산	174.7	162.6	234.9	244.4	254.4
유형자산	1,161.5	1,186.1	1,194.3	1,285.6	1,370.2
무형자산	82.9	78.7	74.7	73.7	72.8
자산총계	4,197.4	4,107.2	5,439.7	5,611.5	6,249.3
유동부채	2,230.3	2,090.7	3,122.6	3,208.5	3,587.8
매입채무	504.6	440.7	1,530.7	1,607.0	2,103.0
유동성이자부채	808.9	699.5	631.9	631.9	505.5
비유동부채	620.9	748.3	922.9	869.0	822.0
비유동이자부채	360.4	541.2	646.2	581.6	523.4
부채총계	2,851.2	2,838.9	4,045.5	4,077.5	4,409.8
자본금	545.7	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8
이익잉여금	(119.9)	(48.3)	74.4	214.2	519.6
자본조정	417.8	275.8	283.5	283.5	283.5
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,346.2	1,268.2	1,394.2	1,534.0	1,839.5
투하자본	1,927.4	2,131.2	1,173.7	1,210.4	981.2
순차입금	622.6	903.6	(180.2)	(281.6)	(814.7)
ROA	0.5	1.2	2.5	2.4	5.0
ROE	3.2	5.2	8.9	9.4	17.8
ROIC	3.1	2.9	7.8	12.2	27.6

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,785.3	2,872.5	3,256.6	3,398.9	3,983.7
증가율 (Y-Y,%)	13.3	3.1	13.4	4.4	17.2
영업이익	82.1	80.2	151.4	182.2	377.5
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(2.2)	88.7	20.3	107.2
EBITDA	126.3	115.3	189.8	224.1	426.0
영업외손익	(66.7)	(44.6)	(12.9)	(13.7)	(9.4)
순이자수익	(32.7)	(27.4)	(30.2)	(12.7)	(8.3)
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	10.8	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	15.0	35.3	138.5	168.5	368.2
당기순이익	22.4	51.4	117.8	134.8	294.5
지배기업당기순이익	31.0	66.5	122.6	139.8	305.5
증가율 (Y-Y,%)	흑전	129.4	129.2	14.4	118.5
NOPLAT	59.5	58.2	128.8	145.7	302.0
(+) Dep	44.2	35.1	38.4	41.9	48.5
(-) 운전자본투자	(13.0)	141.4	(964.7)	(50.7)	(310.1)
(-) Capex	30.5	44.2	25.5	120.0	120.0
OpFCF	86.2	(92.3)	1,106.5	118.3	540.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	0.7	6.0	9.8	6.9	11.5
영업이익증가율(3Yr)	21.8	n/a	n/a	30.4	67.6
EBITDA증가율(3Yr)	(0.1)	n/a	n/a	21.1	54.6
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	81.9	78.9
영업이익률(%)	2.9	2.8	4.6	5.4	9.5
EBITDA마진(%)	4.5	4.0	5.8	6.6	10.7
순이익률 (%)	0.8	1.8	3.6	4.0	7.4

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	56.4	(62.7)	960.9	43.1	675.2
당기순이익	22.4	51.4	117.8	134.8	294.5
자산상각비	44.2	35.1	38.4	41.9	48.5
운전자본증감	12.0	(204.6)	923.3	50.7	310.1
매출채권감소(증가)	0.5	75.7	(90.5)	(30.8)	(107.8)
재고자산감소(증가)	7.3	(34.8)	(71.7)	4.6	(78.7)
매입채무증가(감소)	46.9	(33.8)	1,065.9	76.3	496.0
투자현금	(75.1)	146.1	(41.5)	(142.6)	(143.1)
단기투자자산감소	(195.9)	191.3	(5.0)	(0.9)	(0.9)
장기투자증권감소	74.7	0.0	(0.4)	(1.6)	(1.7)
설비투자	(30.5)	(44.2)	(25.5)	(120.0)	(120.0)
유무형자산감소	(13.8)	(7.9)	(8.6)	(12.2)	(12.2)
재무현금	(21.6)	(99.6)	191.7	135.4	(184.5)
차입금증가	(10.3)	58.0	191.7	135.4	(184.5)
자본증가	(10.5)	(6.8)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	(10.5)	(6.8)	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(43.8)	(19.0)	1,116.6	35.9	347.6
총현금흐름(Gross CF)	75.2	168.8	63.0	(7.6)	365.1
(-) 운전자본증가(감소)	(13.0)	141.4	(964.7)	(50.7)	(310.1)
(-) 설비투자	30.5	44.2	25.5	120.0	120.0
(+) 자산매각	(13.8)	(7.9)	(8.6)	(12.2)	(12.2)
Free Cash Flow	12.2	110.3	944.7	(99.5)	532.1
(-) 기타투자	(74.7)	0.0	0.4	1.6	1.7
잉여현금	87.0	110.3	944.3	(101.2)	530.4

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	284	609	1,123	1,281	2,799
BPS	11,387	12,072	13,042	14,323	17,122
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	60.5	34.1	25.3	22.2	10.1
PBR	1.2	1.8	1.7	2.0	1.7
EV/ EBITDA	19.8	27.5	15.4	12.6	5.4
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	24.9	13.5	49.2	n/a	8.5
PSR	0.7	0.8	1.0	0.9	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	211.8	223.8	290.2	265.8	239.7
Net debt/Equity	46.3	71.2	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	493.1	783.8	n/a	n/a	n/a
유동비율	124.6	128.2	126.0	124.9	126.9
이자보상배율	2.5	2.9	5.0	14.3	45.5
이자비용/매출액	1.3	1.1	1.2	1.2	1.0
자산구조					
투하자본(%)	72.8	81.0	40.9	41.0	31.9
현금+투자자산(%)	27.2	19.0	59.1	59.0	68.1
자본구조					
차입금(%)	46.5	49.4	47.8	44.2	35.9
자기자본(%)	53.5	50.6	52.2	55.8	64.1

한화에어로스페이스

(012450)

—

BUY

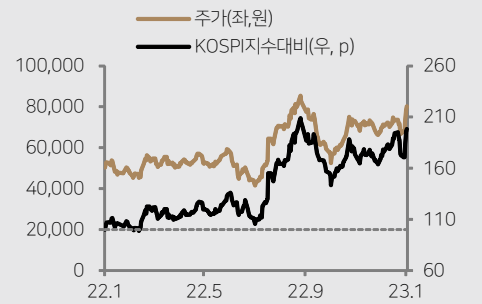
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		하향
적정주가	100,000원		유지
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (1/13)	80,200원
예상 주가상승률	24.7%
시가총액	40,605억원
비중(KOSPI내)	0.22%
발행주식수	50,630천주
52주 최저가 / 최고가	41,650 - 85,400원
3개월 일평균거래대금	656억원
외국인 지분율	24.4%
주요주주지분율(%)	
한화 (외 4인)	34.0
국민연금공단 (외 1인)	9.9
자사주 (외 1인)	0.1

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	9.6	16.7	10.1
PBR(배)	0.8	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	4.2	6.3	4.3
배당수익률(%)	1.5	1.0	1.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	15.2	92.6	52.8	9.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	14.7	90.1	72.2	2.3

Price Trend



DAOL 다올투자증권

멀티플 낮추지만, 이익 상향 그만큼

Issue

4Q22 Preview. 대우조선해양 인수로 적정 PER을 10배로 낮추지만, 천무 5조원을 실적에 반영해 적정주가 10만원 유지

Pitch

- 대우조선해양 인수 결정에 따라 동사의 적정 PER을 15배에서 10배로 낮추지만 천무 5조원을 실적에 반영해 적정주가는 유지
- 저평가 도드라지지만 지주사 성격에 따라 주가 탄력 약할 수 있음. 그러나 폴란드의 K9, 천무 2차 실행계약, 천무의 베스트셀러 등극, 호주와 폴란드 레드백 계약에 따라 실적 및 적정가치 상승가능성 있음

Rationale

- 4Q22는 한화시스템이 부진함에도, 디펜스가 하드캐리. 3Q22의 내수/수출 매출이 4Q로 이연되었고, 4Q에 K9 자주포 24문이 폴란드 현지에 도착했기 때문. 디펜스를 4Q22에 매출 8,288억원(YoY +53%, QoQ +136%), 영업이익률 12.3%(1.8%p, 9.7%p)에서 영업이익 1,020억원(+80%, +1,013%)으로 공격적으로 추정
- 2022년 하반기에는 정밀기계, 파워시스템이 빠지고 한화방산(탄약)은 2023년부터 매출 인식되어 불리한 시기. 4Q에 한화테크윈은 수익성이 다소 하락하지만 300억원의 양호한 이익기여를 추정했고, 에어로스페이스도 110억원 영업이익으로 양호
- 대우조선해양 인수에 따라 동사의 적정 PER을 기존 15배에서 10배로 낮추지만, 2023~2025년 EPS를 45% 안팎 올리면서 적정주가 10만원은 유지. 2023년에 폴란드 K9과 천무 납품 증가에 따라 디펜스를 매출 3조원, 영업이익 0.37조원의 공격적인 실적 예상치 제시. 2025년까지 계속 가파른 성장 예상치 제시
- 2023년의 한화방산을 매출 1.45조원, OPM 3.3%, 영업이익 481억원으로 과거 (추정) 실적 수준으로 제시 중. 그러나 향후 한화탄약에 대한 학습, 수출 증가에 이익 상향 조정 가능할 것

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	5,321	6,415	6,333	9,542	10,095	10,361	11,430
영업이익	244	383	341	598	670	887	1,140
EBITDA	490	620	596	865	937	1,162	1,417
순이익	121	253	243	404	457	629	818
자산총계	9,465	11,046	12,517	14,131	14,540	15,677	16,974
자본총계	2,990	3,932	4,292	4,656	5,062	5,615	6,332
순차입금	1,090	155	(294)	(354)	(749)	(1,340)	(1,900)
매출증가율	1.1	20.6	(1.3)	50.7	5.8	2.6	10.3
영업이익률	4.6	6.0	5.4	6.3	6.6	8.6	10.0
순이익률	2.3	3.9	3.8	4.2	4.5	6.1	7.2
EPS증가율	(6.5)	108.0	(3.9)	66.4	13.2	37.6	30.0
ROE	6.5	11.0	7.1	12.5	12.6	15.3	17.3

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. Valuation

II-1. 적정주가 10만원 유지: 적정PER 10배로 33% 낮추고, 이익은 45% 올림

대우조선해양 인수로 적정PER 낮추지만, K9과 천무로 이익 상향

대우조선해양 인수를 이유로 한화에어로스페이스의 적정 PER을 기존 15배에서 10배로 낮추지만, 동사의 적정주가는 10만원을 유지한다. 이는 2022년 11월에 수주한 천무의 매출을 반영해서 2023~2025년의 EPS를 45% 안팎 올렸기 때문이다.

2023년부터 잡히는 한화방산(탄약)의 실적을 OPM 3%로 보수적으로 두었다. 한화방산에 대한 분석을 고도화해서, 실적 추정치를 더 올릴 가능성도 있다.

Fig. 30: 한화에어로스페이스 Valuation (십억원, 원)

PER VALUATION	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년
EPS	2,564	2,398	4,989	4,793	7,977	9,029	12,422	16,151
YoY	*307%*	*-6%*	*108%*	*-4%*	*66%*	*13%*	*38%*	*30%*
PER(고)	16.7	15.2	11.3	13.6				
PER(평)	13.6	11.1	9.2	11.2	10.1	8.9	6.5	5.0
PER(저)	11.2	6.2	5.7	9.3				
타겟PER				15	타겟 10	10	10	10
적정주가				71,899	79,765	90,286	124,221	161,513
Weighting					*33%*	*33%*	*33%*	
					'23년 ~'25년 평균			
적정주가1					98,091			
목표주가					100,000			
종가(01월 13일)					80,200			
상승여력					24.7%			

Source: 다올투자증권

Fig. 31: 한화에어로스페이스 실적 조정 (십억원),

한화에어로스페이스	변경 후				변경 전				차이(변경 후/변경 전)			
	2022E	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	6,333	9,542	10,095	10,361	6,528	9,032	9,001	9,816	-3%	6%	12%	6%
영업이익	341	598	670	887	350	462	486	664.3	-3%	29%	38%	33%
지배주주순이익	243	404	457	629	215	287	302	438.5	13%	41%	51%	43%
EPS(원)	4,793	7,977	9,029	12,422	4,255	5,673	5,962	8,660	13%	41%	51%	43%
영업이익률	*5.4%*	*6.3%*	*6.6%*	*8.6%*	*5.36%*	*5.12%*	*5.40%*	*6.77%*	*0.0%p*	*1.1%p*	*1.2%p*	*1.8%p*
순이익률	*3.8%*	*4.2%*	*4.5%*	*6.1%*	*3.30%*	*3.18%*	*3.35%*	*4.47%*	*0.5%p*	*1.1%p*	*1.2%p*	*1.6%p*
에어로스페이스 매출	1,483	1,583	1,508	1,457	1,429	1,528	1,558	1,581	4%	4%	-3%	-8%
영업이익	43	-49	-57	-53	35	-46	-58	-52	23%	6%	-2%	1%
영업이익률	*2.9%*	*-3.1%*	*-3.8%*	*-3.6%*	*2.5%*	*-3.0%*	*-3.7%*	*-3.3%*	*0.5%p*	*-0.1%p*	*0.0%p*	*-0.3%p*
디펜스 매출	1,755	3,030	3,575	3,781	1,637	2,727	2,510	3,290	7%	11%	42%	15%
영업이익	130	370	413	558	106	258	252	388	23%	44%	64%	44%
영업이익률	*7.4%*	*12.2%*	*11.5%*	*14.7%*	*6.5%*	*9.4%*	*10.0%*	*11.8%*	*0.9%p*	*2.8%p*	*1.5%p*	*2.9%p*
한화탄약 매출	1,358	1,454	1,527	1,603	1197	1209	1221	1233				
영업이익	32	48	55	70	29	41	44	54				
영업이익률	*2.4%*	*3.3%*	*3.6%*	*4.4%*	*2.46%*	*3.37%*	*3.63%*	*4.39%*				
시스템.방산 매출	1,593	1,704	1,702	1,734	1,575	1,797	1,930	1,926	1%	-5%	-12%	-10%
영업이익	91	121	135	161	102	128	136	139	-11%	-6%	-1%	16%
영업이익률	*5.7%*	*7.1%*	*7.9%*	*9.3%*	*6.5%*	*7.1%*	*7.1%*	*7.2%*	*-0.8%p*	*-0.1%p*	*0.9%p*	*2.1%p*
테크윈 매출	1,010	1,052	1,054	1,055	971	1052	1054	1,055	4%	0%	0%	0%
영업이익	137	121	117	131	128	120	116	128	7%	0%	0%	2%
영업이익률	*13.6%*	*11.5%*	*11.1%*	*12.4%*	*13.2%*	*11.4%*	*11.0%*	*12.1%*	*0.4%p*	*0.0%p*	*0.0%p*	*0.3%p*

Source: 다올투자증권

II. 실적

4Q22 디펜스에 달림

4Q22에 한화시스템이 부진하지만, 디펜스가 이익을 이끈다. 폴란드 K9 2,400억원을 빼고도 매출이 5,890억원으로 전년동기의 4,124억원보다 많은데, 3Q22에 매출이 이연되었기 때문이다.

2023년에 디펜스 가파른 성장

2023년의 디펜스 매출이 무려 3조원으로 예상된다. K9 납품이 시작되었고, 11월 4일에 확정된 천무 5조원 양산도 일부 시작된다고 가정했기 때문이다. 디펜스의 증익 사이클은 엄청나다. 외부 분석에서의 오차에 따라 기대보다 매출 인식이 느릴 수도 있지만, 어차피 당사의 밸류에이션 대상은 FWD 3년이고, K9과 천무의 납품은 2026~2027년까지여서 결국 실적은 돌아선다.
오히려 보수적으로 잡아둔 한화방산(탄약)의 실적을 올릴 가능성이 열려있다.

Fig. 32: 한화에어로스페이스 실적예상: 디펜스의 눈부신 성장, 한화탄약의 보수적 예상 (십억원)

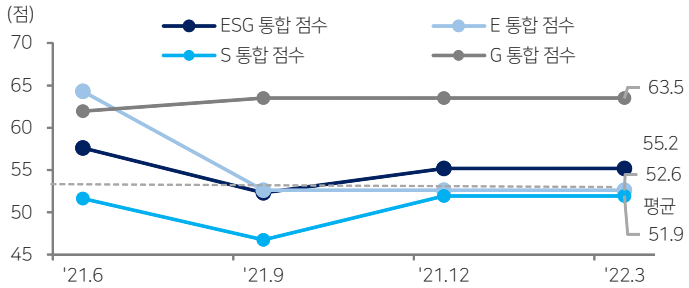
한화에어로스페이스	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,166.6	1,457.4	1,397.7	2,311.6	1,746.5	2,271.2	2,296.3	3,227.8	6,415.1	6,333.3	9,541.8	10,094.6	10,361.1
영업이익	47.2	87.2	64.4	142.2	80.2	145.3	159.5	213.1	383.0	340.9	598.1	669.6	886.5
금융/기타영업외	9.8	-41.2	-50.3	-4.2	-6.8	-7.6	-7.2	-6.8	22.3	-85.9	-28.4	-32.0	-16.3
세전사업이익	57.0	46.0	14.1	137.9	73.4	137.7	152.3	206.4	405.3	255.1	569.7	637.5	870.2
지배주주순이익	38.3	27.8	88.7	87.9	49.6	97.9	106.1	150.3	252.6	242.7	403.9	457.1	628.9
영업이익률	*4.0%*	*6.0%*	*4.6%*	*6.1%*	*4.6%*	*6.4%*	*6.9%*	*6.6%*	*6.0%*	*5.4%*	*6.3%*	*6.6%*	*8.6%*
지배주주순이익률	*3.3%*	*1.9%*	*6.3%*	*3.8%*	*2.8%*	*4.3%*	*4.6%*	*4.7%*	*3.9%*	*3.8%*	*4.2%*	*4.5%*	*6.1%*
①에어로스페이스 매출	297.8	366.8	328.8	489.9	364.0	411.5	379.9	427.4	1,449.7	1,483.3	1,582.8	1,508.0	1,457.1
YoY	*-0.7%*	*-11.1%*	*2.8%*	*17.4%*	*22.2%*	*12.2%*	*15.5%*	*17.9%*	*12.9%*	*2.3%*	*6.7%*	*17.4%*	*0.5%*
영업이익	-5.5	23.1	15.1	10.6	-12.7	-9.0	-10.1	-17.2	0.8	43.3	-49.0	-56.6	-52.6
영업이익률	*-1.9%*	*6.3%*	*4.6%*	*2.2%*	*-3.5%*	*-2.2%*	*-2.7%*	*-4.0%*	*0.1%*	*2.9%*	*-3.1%*	*-3.8%*	*-3.6%*
일회성+RSP	-16.5	-7.2	-16.5	-12.5	-22.5	-22.5	-22.5	-22.5	-76.1	-52.7	-90.0	-100.0	-100.0
일회성+RSP 제거 OP	11.0	30.3	31.6	23.1	9.8	13.5	12.4	5.3	76.9	96.0	41.0	43.4	47.4
일회성제거 OPM	*3.7%*	*8.3%*	*9.6%*	*4.7%*	*2.7%*	*3.3%*	*3.3%*	*1.2%*	*5.3%*	*6.5%*	*2.6%*	*2.9%*	*3.3%*
②한화디펜스 매출	242.4	332.7	351.5	828.8	458.3	702.5	729.6	1,139.7	1,468.3	1,755.4	3,030.1	3,574.8	3,780.5
수출 비중	*7%*	*4%*	*20%*	*39%*	*48%*	*29%*	*29%*	*19%*	*14%*	*26%*	*69%*	62%	65%
YoY	*-1.6%*	*-7.0%*	*9.2%*	*52.8%*	*89.1%*	*111.2%*	*107.5%*	*176.4%*	*2.2%*	*19.6%*	*72.6%*	*148.7%*	*157.5%*
영업이익	3.4	15.1	9.2	101.9	42.3	81.2	90.6	156.1	90.7	129.5	370.2	412.6	557.6
영업이익률	*1.4%*	*4.5%*	*2.6%*	*12.3%*	*9.2%*	*11.6%*	*12.4%*	*13.7%*	*6.2%*	*7.4%*	*12.2%*	*11.5%*	*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	6.2	11.6	11.3	18.9	89.6	32.2	48.1	54.8	70.5
영업이익률	*2.6%*	*2.8%*	*4.0%*	*1.0%*	*2.6%*	*3.4%*	*3.4%*	*3.5%*	*6.3%*	*2.4%*	*3.3%*	*3.6%*	*4.4%*
④ 한화시스템의 방산 매출	315.6	382.7	334.8	559.6	281.5	365.0	403.8	653.5	1,513.5	1,592.7	1,703.9	1,701.9	1,734.1
YoY	*36.6%*	*4.2%*	*-16.6%*	*9.0%*	*-10.8%*	*-4.6%*	*20.6%*	*22.8%*	*30.8%*	*5.2%*	*7.0%*	*47.1%*	*14.6%*
영업이익	25.1	30.9	16.2	18.6	16.0	25.5	32.5	46.7	92.6	90.8	120.9	134.9	161.2
영업이익률	*8.0%*	*8.1%*	*4.8%*	*3.3%*	*5.7%*	*7.0%*	*8.1%*	*7.2%*	*6.1%*	*5.7%*	*7.1%*	*7.9%*	*9.3%*
ⓐ 한화시스템의 ICT 매출	113.9	127.6	124.3	149.0	140.8	159.2	146.9	165.3	576.0	514.8	612.2	621.6	621.6
영업이익	2.8	1.0	0.9	-6.5	6.4	7.4	7.8	-4.4	43.1	-1.8	17.2	19.3	22.0
영업이익률	*2.5%*	*0.8%*	*0.7%*	*-4.4%*	*4.5%*	*4.7%*	*5.3%*	*-2.7%*	*7.5%*	*-0.4%*	*2.8%*	*3.1%*	*3.5%*
ⓑ 한화시스템의 신사업 매출	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.0	0.9	1.2	1.5	2.0
영업이익	-12.7	-15.5	-16.6	-10.5	-10.0	-9.0	-8.0	-7.0	-23.7	-55.3	-34.0	-20.0	-12.0

Source: 다올투자증권

ESG 페이지

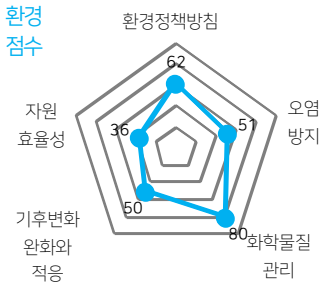
한화에어로스페이스 (012450) - 산업재

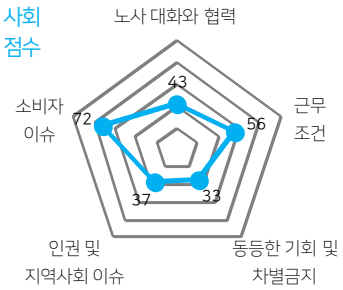
▶ ESG 통합 점수 추이

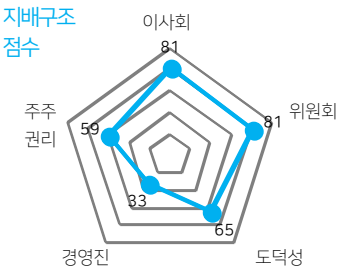


▶ ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.







▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.

기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
1Q22	0	3	0	3
2Q22	0	0	0	0
3Q22	0	0	0	0
4Q22	0	2	0	2

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
한화에어로스페이스	**55.2**	**52.6**	**51.9**	**63.5**	**3 / 115**	**12 / 115**	**20 / 115**	**4 / 115**
한국항공우주	50.5	52.9	41.7	62.4	17 / 115	10 / 115	85 / 115	5 / 115
LIG 넥스원	54.5	45.7	52.8	62.3	6 / 115	25 / 115	18 / 115	6 / 115

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	5,122.7	6,283.5	7,132.1	8,618.0	8,897.4
현금성자산	1,396.7	2,626.4	3,218.2	3,233.9	3,587.6
매출채권	1,044.4	1,036.9	2,082.7	2,999.0	2,949.9
재고자산	1,590.6	1,604.8	810.6	1,359.4	1,329.1
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	12,517.0	14,131.1	14,539.8
유동부채	3,900.4	4,330.1	5,541.7	6,770.2	6,749.1
매입채무	756.5	887.0	1,781.4	3,026.9	3,021.0
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	8,224.6	9,475.4	9,477.5
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	2,020.7	2,384.1	2,790.6
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	4,292.4	4,655.8	5,062.3
투하자본	3,937.1	3,629.2	3,025.8	3,290.4	3,260.2
순차입금	1,090.0	154.6	(294.2)	(353.5)	(749.1)
ROA	1.8	2.9	1.8	3.1	3.3
ROE	6.5	11.0	7.1	12.5	12.6
ROIC	6.1	7.5	7.1	13.9	15.0

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,321.4	6,415.1	6,333.3	9,541.8	10,094.6
증가율 (Y-Y,%)	1.1	20.6	(1.3)	50.7	5.8
영업이익	243.9	383.0	340.9	598.1	669.6
증가율 (Y-Y,%)	47.6	57.0	(11.0)	75.4	12.0
EBITDA	489.6	620.5	595.6	864.6	937.4
영업외손익	(68.0)	22.3	(85.9)	(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	255.1	569.7	637.5
당기순이익	164.7	301.8	214.6	417.1	468.8
지배기업당기순이익	121.4	252.6	242.7	403.9	457.1
증가율 (Y-Y,%)	1.4	83.2	(28.9)	94.3	12.4
NOPLAT	233.9	285.2	235.0	437.9	492.4
(+) Dep	245.6	237.4	254.6	266.6	267.9
(-) 운전자본투자	(89.6)	(412.2)	(663.9)	198.0	(95.2)
(-) Capex	189.4	166.1	148.1	222.5	222.5
OpFCF	379.7	768.7	1,005.4	283.9	632.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.1	12.9	6.4	21.5	16.3
영업이익증가율(3Yr)	43.3	93.1	27.3	34.8	20.5
EBITDA증가율(3Yr)	32.9	44.0	15.8	20.9	14.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	83.0	9.7	36.3	15.8
영업이익률(%)	4.6	6.0	5.4	6.3	6.6
EBITDA마진(%)	9.2	9.7	9.4	9.1	9.3
순이익률 (%)	3.1	4.7	3.4	4.4	4.6

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	434.7	990.0	1,067.6	283.0	842.8
당기순이익	0.0	0.0	103.4	417.1	468.8
자산상각비	245.6	237.4	254.6	266.6	267.9
운전자본증감	(122.0)	311.0	701.2	(198.0)	95.2
매출채권감소(증가)	22.9	32.5	(1,125.8)	(916.3)	49.2
재고자산감소(증가)	(295.1)	6.9	621.4	(548.8)	30.3
매입채무증가(감소)	(31.1)	91.4	943.2	1,245.6	(5.9)
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	642.4	13.8	351.7
총현금흐름(Gross CF)	476.0	386.6	329.5	481.0	747.6
(-) 운전자본증가(감소)	(89.6)	(412.2)	(663.9)	198.0	(95.2)
(-) 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	324.5	(113.2)	444.2
(-) 기타투자	28.5	72.2	(172.0)	38.9	40.5
잉여현금	26.8	18.4	496.5	(152.2)	403.6

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	2,398	4,989	4,793	7,977	9,029
BPS	51,308	57,066	62,334	69,512	77,541
DPS	600	700	800	1,000	1,500
Multiples(x,%)					
PER	11.9	9.6	16.7	10.1	8.9
PBR	0.6	0.8	1.3	1.2	1.0
EV/ EBITDA	5.2	4.2	6.3	4.3	3.5
배당수익율	2.1	1.5	1.0	1.2	1.9
PCR	3.0	6.3	12.3	8.4	5.4
PSR	0.3	0.4	0.6	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	216.6	181.0	191.6	203.5	187.2
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	128.7	127.3	131.8
이자보상배율	4.7	7.7	11.1	45.3	64.7
이자비용/매출액	1.2	1.0	1.1	0.7	0.7
자산구조					
투하자본(%)	66.9	50.8	39.6	41.3	39.0
현금+투자자산(%)	33.1	49.2	60.4	58.7	61.0
자본구조					
차입금(%)	45.4	41.4	40.5	38.2	35.9
자기자본(%)	54.6	58.6	59.5	61.8	64.1

LIG넥스원

(079550)

—

STRONG BUY

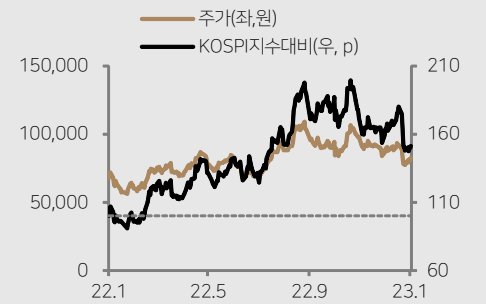
	현재	직전	변동
투자의견	STRONG BUY		유지
적정주가	140,000원	160,000원	하향
Earnings			하향

Stock Information	
현재가(1/13)	82,500원
예상 주가상승률	69.7%
시가총액	18,150억원
비중(KOSPI내)	0.10%
발행주식수	22,000천주
52주 최저가/최고가	56,300 - 109,000원
3개월 일평균거래대금	244억원
외국인 지분율	13.1%
주요주주지분율(%)	
엘아이지 (외 13인)	42.6
국민연금공단 (외 1인)	12.7
LIG넥스원우리사주 (외 1인)	1.9

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	14.4	11.0	13.6
PBR(배)	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	12.7	8.9	7.6
배당수익률(%)	1.7	1.8	2.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(7.0)	24.4	14.6	(10.5)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(7.6)	22.0	34.0	(17.2)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

최광식 방위산업 | gs.choie@daolfn.com

2023년 주춤, 2024년에 다시 성장

Issue

4Q22 Preview. TMMR 사업 지연 등으로 2023년 실적 하향 조정

Pitch

4Q22에 LAMD, 장공지의 대형 사업 체계개발 수주에 따라 충당금으로 부진할 것으로 추정 하향. 2025년까지 진행될 TMMR(1.5조원) 사업이 작게 시작해 2023년 실적 하향 조정하며 적정주가 14만원으로 내림

Rationale

- 2023년의 영업이익과 EPS를 각각 14%, 25% 하향 조정. 1) TMMR 사업 지연과 2) 수출 비중에 대한 보수적 가정. 이에 따라, 2023년에 영업이익은 9% 성장하지만, EPS는 원/달러 환율 하락에 따른 외환거래손실 증가로 -19% 감익
- 1) 방위사업추진위원회 129회(20년 9월)에 따르면 TICN TMMR은 2025년 마무리 예정이고. 2020년말부터 2021년말까지 106억원 최초양산을 마침. 총 양산 규모에 1.5조원에서 2022년에 상당규모의 후속 양산 계약, 그리고 2023부터의 매출 증가를 기대했지만, 2022년 12월에 800억원 수주에 그침. 설계 변경 등으로 사업 시작이 늦어지는 것으로 추정
- 2) 2022년에 동사의 수출비중을 전체 17%, 저마진 인니 무전기를 제외하면 11%(YoY +6%p)로 예상. 2023년에 수출 비중 19%를 기대했지만 여기에 4Q22에 수주한 저마진 인니 통신망 구축사업 0.4조원 중 일부가 2023년에 매출 인식되어 실제 PGM만의 수출 비중은 14%(+3%p)로 낮을 수 있음
- 2020년부터 지속된 실적 턴어라운드가 2023년에 잠시 쉬지만, 2024년부터 UAE 천궁 수출이 본격화되면서 다시 증익 사이클이 펼쳐질 예정
- 폴란드에서 소외된 동사에게 사우디, 미국 등 소식을 기대해봄

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,600	1,822	2,241	2,443	3,009	3,456	3,593
영업이익	64	97	191	214	290	348	396
EBITDA	115	154	245	279	356	414	463
순이익	58	105	165	134	204	263	308
자산총계	2,596	2,577	3,136	3,268	3,515	3,943	4,218
자본총계	673	763	956	1,057	1,217	1,426	1,669
순차입금	480	456	380	308	195	(5)	(251)
매출증가율	10.2	13.9	23.0	9.0	23.2	14.9	4.0
영업이익률	4.0	5.3	8.5	8.8	9.6	10.1	11.0
순이익률	3.6	5.8	7.4	5.5	6.8	7.6	8.6
EPS증가율	1,717.1	81.5	57.0	(18.9)	52.3	29.1	17.2
ROE	8.9	14.6	19.2	13.3	17.9	19.9	19.9

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. Valuation

II-1. 적정주가 14만원으로 하향

LIG넥스원 적정주가 14만원으로 하향

LIG넥스원의 Valuation 잣대인 FWD 3년, 적정 PER 15배를 유지하지만, 2023~2024년의 실적 예상치를 하향해서 적정주가를 기존 16만원에서 14만원으로 하향한다.

2023년에 TICN TMMR 매출을 0.2조원 정도 줄였고, PGM 수출비중을 기존 20%에서 13%로 낮추어 보아, 영업이익 예상치를 기존보다 14% 낮추었고, 원/달러 환율 하락과 외환거래손실 증가로 지배주주순이익은 기존보다 25% 낮추었다.

Fig. 33: LIG넥스원의 Valuation (십억원, 원)

PER VALUATION	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년
매출액	1,453	1,600	1,822	2,241	2,443	3,009	3,456	3,593
영업이익	18	64	97	191	214	290	348	396
지배주주순이익	3	58	105	165	134	204	263	308
영업이익률	1.2%	4.0%	5.3%	8.5%	8.8%	9.6%	10.1%	11.0%
EPS	145	2,631	4,775	7,499	6,082	9,261	11,952	14,011
YoY	-28.5%	1717.1%	81.5%	57.0%	-18.9%	52.3%	29.1%	17.2%
PER(고)	285.6	13.9	11.0	13.0			6.9	5.9
PER(평)	237.6	11.1	8.2	10.3	13.6	8.9	6.9	5.9
PER(저)	187.2	6.1	5.8	7.5				
적정 PER				15	적정 15	15	15	15
적정주가2				112,492	91,227	138,912	179,285	210,160
Weight					*33%*	*33%*	*33%*	
					'23년 ~'25년의 FWD 3Y			
주당 적정가치					136,475			
적정주가					140,000			
종가(01월 13일)					82,500			
상승여력					69.7%			

Source: 다올투자증권

Fig. 34: LIG넥스원 실적 조정 (십억원),

LIG넥스원	변경 후				변경 전				차이(변경 후/변경 전)			
	2022E	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	2,241	2,443	3,009	3,456	2,238	2,645	3,016	3,469	0%	-8%	0%	0%
영업이익	191	214	290	348	204	250	294	370	-6%	-14%	-1%	-6%
영업외	18	-44	-29	-9	49	-24	-10	17				
지배주주순이익	165	134	204	263	199	178	222	302	-17%	-25%	-8%	-13%
EPS(원)	7,499	6,082	9,261	11,952	9,040	8,070	10,102	13,709	-17%	-25%	-8%	-13%
영업이익률	*8.5%*	*8.8%*	*9.6%*	*10.1%*	*9.1%*	*9.5%*	*9.8%*	*10.7%*	*-0.6%p*	*-0.7%p*	*-0.1%p*	*-0.6%p*
순이익률	*7.4%*	*5.5%*	*6.8%*	*7.6%*	*8.9%*	*6.7%*	*7.4%*	*8.7%*	*-1.5%p*	*-1.2%p*	*-0.6%p*	*-1.1%p*

Source: 다올투자증권

II. 실적

4Q22 개발비 충당금 불확실성

4Q22에 1) LAMD 체계개발과 2) 장공지 체계개발 사업을 따냈다. 두 개 사업 모두 국방중기계획의 KAMD, Kill Chain에서 중요한 사업들이지만, 도전적인 과제이기도 하다. 개발성공 시 2020년대 후반 및 2030년대에 동사의 주력 사업이 될 터이지만, 4Q22에 충당금 설정이 늘 가능성이 보인다. 4Q22 실적은 늘 그렇듯 개발비 충당금이 늘어서 다소 부진할 전망이다.

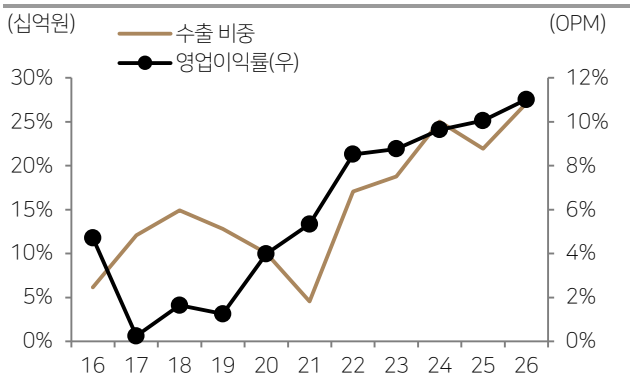
4Q20부터 시작된 어닝 서프라이즈와 증익 사이클이 2023년에 순이익 기준으로는 다소 주춤한다. 2023년에 영업이익은 12% 성장하지만, 지배주주순이익은 19% 감소하는 예상치를 제시한다. 2024년부터 UAE 천궁 수출이 본격화되면서 다시 증익 사이클로 접어들지만, 2023년의 실적 예상은 기존 PGM 수출 잔고 4조원에서 납품이 어떨는지 불확실성이 크다. 이를 실적에 보수적으로 반영했다.

Fig. 35: LIG넥스원 실적예상: 2024년에 UAE 천궁이 나가기 전에 기존 수출잔고가 얼마나 나갈 것인지가 관건 (십억원)

LIG넥스원	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	427.2	490.3	695.5	628.0	527.2	589.9	610.9	714.7	1,822.2	2,240.9	2,442.8	3,009.2	3,456.3
YoY	*22%*	*11%*	*52%*	*10%*	*23%*	*20%*	*(12%)*	*14%*	*14%*	*23%*	*9%*	*23%*	*41%*
수출	46.9	46.0	220.6	69.1	52.7	70.8	97.7	237.4	82.6	382.6	458.7	753.7	757.8
YoY	*60%*	*183%*	*1088%*	*274%*	*12%*	*54%*	*-56%*	*244%*	*-49%*	*363%*	*20%*	*64%*	*65%*
수출 비중	*11.0%*	*9.4%*	*31.7%*	*11%*	*10%*	*12%*	*16%*	*33%*	*4.5%*	*17%*	*19%*	*25%*	*22%*
PGM의 수출 비중									*5%*	*10.8%*	*13.8%*	*16%*	*22%*
영업이익	50.5	47.2	58.3	34.8	47.3	51.6	52.7	62.6	97.2	190.8	214.2	290.0	347.5
금융/기타영업외	1.9	8.9	39.8	(30.2)	(10.3)	(9.7)	(9.6)	(10.8)	31.9	20.4	(40.4)	(25.4)	(6.0)
세전사업이익	52.4	56.1	98.1	4.7	37.0	41.9	43.1	51.8	129.1	211.3	173.8	264.6	341.5
지배주주순이익	41.7	44.2	75.5	3.6	28.5	32.3	33.2	39.9	105.1	165.0	133.8	203.7	263.0
영업이익률	*11.8%*	*9.6%*	*8.4%*	*5.5%*	*9.0%*	*8.7%*	*8.6%*	*8.8%*	*5.3%*	*8.5%*	*8.8%*	*9.6%*	*10.1%*
지배주주순이익률	*9.8%*	*9.0%*	*10.9%*	*0.6%*	*5.4%*	*5.5%*	*5.4%*	*5.6%*	*5.8%*	*7.4%*	*5.5%*	*6.8%*	*7.6%*

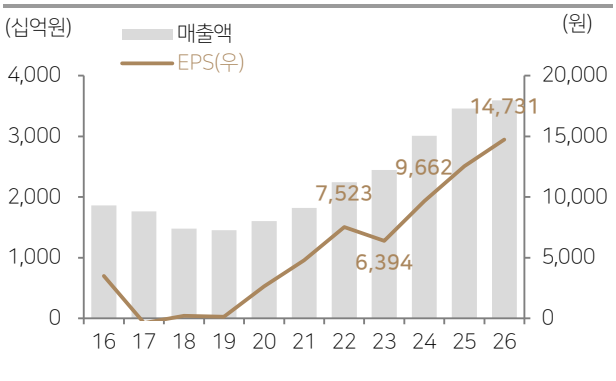
Source: 다올투자증권

Fig. 36: 수출비중과 영업이익률



Source: 다올투자증권

Fig. 37: 중장기 EPS 성장: 2023년 눌림

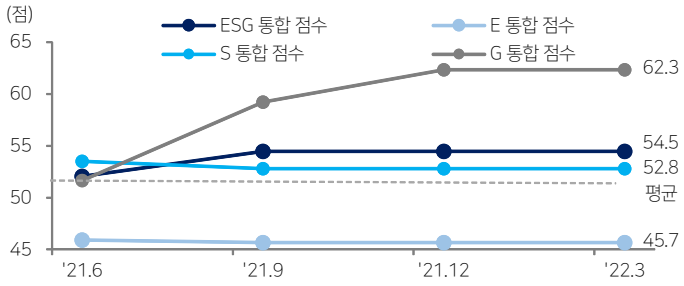


Source: 다올투자증권

ESG 페이지

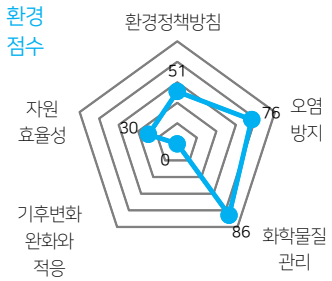
LIG넥스원 (079550) - 산업재

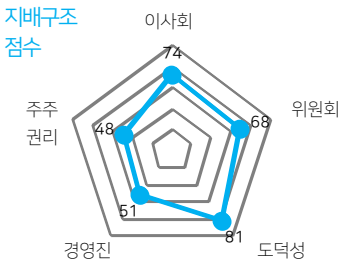
▶ ESG 통합 점수 추이



▶ ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.





▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.

기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
1Q22	0	0	0	0
2Q22	0	0	1	1
3Q22	0	1	0	1
4Q22	0	0	0	0

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
LIG 넥스원	**54.5**	**45.7**	**52.8**	**62.3**	**6 / 115**	**25 / 115**	**18 / 115**	**6 / 115**
한국항공우주	50.5	52.9	41.7	62.4	17 / 115	10 / 115	85 / 115	5 / 115
한화에어로스페이스	55.2	52.6	51.9	63.5	3 / 115	12 / 115	20 / 115	4 / 115

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,545.7	1,485.9	1,983.5	2,095.7	2,323.6
현금성자산	179.0	92.6	458.5	501.3	587.0
매출채권	178.6	159.6	284.5	315.4	395.5
재고자산	227.2	218.6	220.2	253.5	310.6
비유동자산	1,049.9	1,090.9	1,152.1	1,172.3	1,191.8
투자자산	179.9	200.1	158.6	165.1	171.8
유형자산	743.2	743.2	825.8	830.2	834.7
무형자산	126.8	147.6	167.7	177.0	185.3
자산총계	2,595.6	2,576.8	3,135.6	3,268.0	3,515.4
유동부채	1,380.4	1,481.1	2,061.5	2,092.5	2,179.5
매입채무	243.0	332.2	399.1	449.5	554.7
유동성이자부채	162.9	225.8	730.1	701.3	673.7
비유동부채	542.7	332.4	118.0	118.3	118.7
비유동이자부채	496.0	323.2	108.4	108.4	108.4
부채총계	1,923.1	1,813.5	2,179.5	2,210.8	2,298.1
자본금	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
자본잉여금	140.7	142.1	142.1	142.1	142.1
이익잉여금	358.0	443.9	581.0	682.1	842.2
자본조정	63.8	67.3	123.0	123.0	123.0
자기주식	(8.5)	(5.3)	(5.3)	(5.3)	(5.3)
자본총계	672.5	763.3	956.1	1,057.2	1,217.3
투하자본	1,050.9	1,100.9	1,214.0	1,238.6	1,280.3
순차입금	479.9	456.4	380.0	308.4	195.1
ROA	2.4	4.1	5.8	4.2	6.0
ROE	8.9	14.6	19.2	13.3	17.9
ROIC	4.3	7.4	12.9	13.4	17.7

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,600.3	1,822.2	2,240.9	2,442.8	3,009.2
증가율 (Y-Y,%)	10.2	13.9	23.0	9.0	23.2
영업이익	63.7	97.2	190.8	214.2	290.0
증가율 (Y-Y,%)	252.0	52.5	96.3	12.2	35.4
EBITDA	115.3	154.3	245.5	278.6	355.6
영업외손익	(24.9)	31.9	20.4	(40.4)	(25.4)
순이자수익	(14.1)	(11.6)	(1.3)	10.5	13.4
외화관련손익	(28.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	38.9	129.1	211.3	173.8	264.6
당기순이익	57.9	105.1	165.0	133.8	203.7
지배기업당기순이익	57.9	105.1	165.0	133.8	203.7
증가율 (Y-Y,%)	1,717.1	81.5	57.0	(18.9)	52.3
NOPLAT	46.2	79.1	149.0	164.9	223.3
(+) Dep	51.6	57.1	54.7	64.4	65.5
(-) 운전자본투자	(97.0)	(11.1)	55.5	9.6	27.6
(-) Capex	31.9	32.2	39.0	49.2	49.3
OpFCF	162.9	115.1	109.2	170.5	211.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(3.1)	n/a	15.5	15.1	18.2
영업이익증가율(3Yr)	145.9	n/a	119.3	49.8	44.0
EBITDA증가율(3Yr)	28.8	n/a	50.2	34.2	32.1
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	272.8	32.2	24.7
영업이익률(%)	4.0	5.3	8.5	8.8	9.6
EBITDA마진(%)	7.2	8.5	11.0	11.4	11.8
순이익률 (%)	3.6	5.8	7.4	5.5	6.8

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	192.1	135.2	207.2	(18.4)	242.0
당기순이익	57.9	105.1	165.0	133.8	203.7
자산상각비	51.6	57.1	54.7	64.4	65.5
운전자본증감	85.6	(50.1)	(16.0)	(9.6)	(27.6)
매출채권감소(증가)	(67.8)	68.4	(181.0)	(30.9)	(80.1)
재고자산감소(증가)	(96.3)	(0.5)	46.3	(33.3)	(57.0)
매입채무증가(감소)	23.1	(14.1)	56.1	50.4	105.2
투자현금	(166.0)	24.7	(157.5)	(89.1)	(89.7)
단기투자자산감소	(49.9)	110.1	(91.1)	(4.4)	(4.6)
장기투자증권감소	(38.3)	(7.5)	8.7	(5.0)	(5.2)
설비투자	(31.9)	(32.2)	(39.0)	(49.2)	(49.3)
유무형자산감소	(42.6)	(41.8)	(28.2)	(29.0)	(29.0)
재무현금	(3.7)	(136.6)	224.7	145.8	(71.2)
차입금증가	18.0	(117.1)	250.9	178.5	(27.6)
자본증가	(21.7)	(19.5)	(26.2)	(32.7)	(43.6)
배당금지급	(13.2)	(19.5)	26.2	32.7	43.6
현금 증감	22.4	23.5	274.9	38.4	81.1
총현금흐름(Gross CF)	131.2	197.5	228.7	(8.7)	269.6
(-) 운전자본증가(감소)	(97.0)	(11.1)	55.5	9.6	27.6
(-) 설비투자	31.9	32.2	39.0	49.2	49.3
(+) 자산매각	(42.6)	(41.8)	(28.2)	(29.0)	(29.0)
Free Cash Flow	50.7	172.2	55.2	(107.5)	152.3
(-) 기타투자	38.3	7.5	(8.7)	5.0	5.2
잉여현금	12.4	164.7	63.9	(112.4)	147.2

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	2,631	4,775	7,499	6,082	9,261
BPS	30,569	34,696	43,457	48,053	55,332
DPS	900	1,200	1,500	2,000	2,500
Multiples(x,%)					
PER	11.6	14.4	11.0	13.6	8.9
PBR	1.0	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/ EBITDA	10.0	12.7	8.9	7.6	5.7
배당수익율	3.0	1.7	1.8	2.4	3.0
PCR	5.1	7.6	7.9	n/a	6.7
PSR	0.4	0.8	0.8	0.7	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	286.0	237.6	228.0	209.1	188.8
Net debt/Equity	71.4	59.8	39.7	29.2	16.0
Net debt/EBITDA	416.0	295.7	154.8	110.7	54.9
유동비율	112.0	100.3	96.2	100.2	106.6
이자보상배율	4.5	8.4	144.5	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.0	0.8	0.6	0.7	0.6
자산구조					
투하자본(%)	74.5	79.0	66.3	65.0	62.8
현금+투자자산(%)	25.5	21.0	33.7	35.0	37.2
자본구조					
차입금(%)	49.5	41.8	46.7	43.4	39.1
자기자본(%)	50.5	58.2	53.3	56.6	60.9

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 95.1%	HOLD : 4.9%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

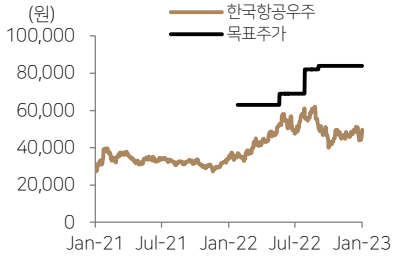
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
· STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50% 이상.
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상~+50% 미만.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

한국항공우주 (047810)



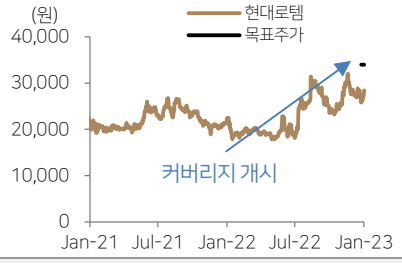
일자	2022.02.07	2022.06.07	2022.08.09	2022.09.26
투자의견	STRONG BUY	BUY	BUY	STRONG BUY
적정주가	63,000원	69,000원	82,000원	84,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.02.07	63,000원	42,345원	52,900원	-32.79	-16.03
2022.06.07	69,000원	53,521원	61,200원	-22.43	-11.3
2022.08.09	82,000원	56,003원	62,000원	-31.7	-24.39
2022.09.26	84,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 1월 13일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

현대로템 (064350)



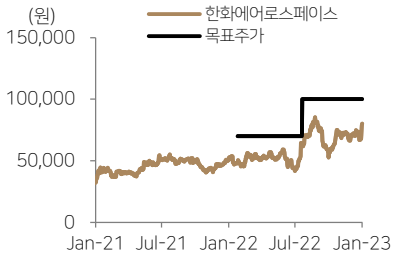
일자	2023.01.16
투자의견	BUY
적정주가	34,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.01.16	34,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 1월 13일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

한화에어로스페이스 (012450)



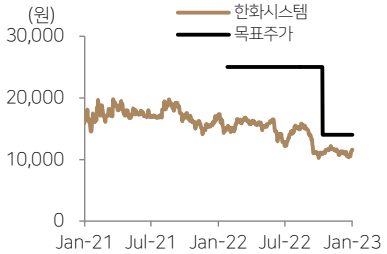
일자	2022.02.07	2022.08.08	2022.09.26	2022.09.27	2023.01.16
투자의견	BUY	STRONG BUY	BUY	STRONG BUY	BUY
적정주가	70,000원	100,000원	100,000원	100,000원	100,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.02.07	70,000원	51,778원	64,500원	-26.03	-7.86
2022.08.08	100,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 1월 13일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

한화시스템 (272210)



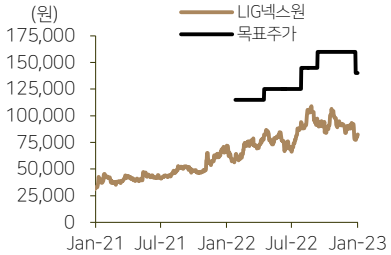
일자	2022.02.07	2022.10.28
투자의견	STRONG BUY	BUY
적정주가	25,000원	14,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.02.07	25,000원	14,611원	16,800원	-41.56	-32.8
2022.10.28	14,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 1월 13일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

LIG넥스원 (079550)



일자	2022.02.07	2022.04.28	2022.08.09	2022.09.26	2023.01.16
투자의견	STRONG BUY	STRONG BUY	STRONG BUY	STRONG BUY	STRONG BUY
적정주가	115,000원	125,000원	145,000원	160,000원	140,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.02.07	115,000원	70,614원	82,400원	-38.6	-28.35
2022.04.28	125,000원	77,761원	94,100원	-37.79	-24.72
2022.08.09	145,000원	97,271원	109,000원	-32.92	-24.83
2022.09.26	160,000원	90,686원	106,500원	-43.32	-33.44
2023.01.16	140,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 1월 13일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolsecurities.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.