26 Sep. 2022

방위산업 (Overweight)

K-방산, 유럽을 지켜라

DAOL 다올투자증권

최광식

조선·기계·방산 | gs.choie@daolsecurities.com

CONTENTS

03 I. Summary & Focus Chart

08 II. 폴란드의 어닝 효과와 적정주가 상향
II-1. 폴란드의 대규모 K-방산 구매 내용
II-2. 폴란드 진출의 배경과 의의
II-3. 폴란드 수주(1차 실행계약)를 반영한 실적 상향
II-4. 폴란드 2차와 후속 미래 수주를 반영하는 적정가치

16 III. 전쟁이 끝나도, 쇼핑은 계속된다
III-1. 우크라이나를 지원한 빈 자리 채우기
III-2. EU 국가들의 군비 증강으로의 회귀
III-3. 러시아의 M/S 20%를 누가 먹느냐의 전쟁

22 IV. 포스트-폴란드: MRO가 뒤를 받치고, 신상은 계속 나온다
IV-1. 전진기지 및 동업자 확보
IV-2. 잔뜩 팔아두면 MRO가 뒤를 받친다
IV-3. 대한민국의 첨단 무기체계 국산화는 계속된다

29 V. VALUATION과 최선호주
V-1. 방위산업에 대해 중장기 비중확대 의견 유지
V-2. 모두가 선호주, 기호의 문제

35 VI. 종목별 투자의견
36 한화에어로스페이스 (012450) _ Top Pick
50 한국항공우주 (047810) _ Top Pick
63 LIG넥스원 (079550) _ Top Pick

I. Summary & Focus Chart

연간 수출 30~40억달러에 불과했던 K-방산이 그 상품성, 신뢰성을 인정받아 2021년말부터 2022년 상반기까지 8.4조원, 그리고 3분기에 폴란드에서 40조원 중 12조원을 1차 계약했다. 납품은 2023~2028년에 집중되어 있고, 수익성은 늘 그랬듯 아주 좋다. 가파른 이익 증가 사이클이 2028년까지 진행된다.

많이 묻는 질문이 포스트-폴란드이다. 향후 10조원 이상의 대량 구매는 호주 레드백, 미국 ATT와 OMFV, 천궁-2, 슬로바키아 정도가 꼽힌다. 그러나 조 단위 수주는 더 자주 자주 보게 될 터이다. 이는 지구촌 이곳 저곳에 실전 배치되는 K-방산 무기체계는 1) 운용경험이 확대되고, 2) 규모의 경제로 더 싸지고, 3) 더 개량되기 때문이다. 특히 4) 생산기지는 인근지역 마케팅을 함께 하고, 5) 원활한 후속지원을 가능케 한다. 그렇게 K-방산은 수주 모멘텀은 계속되고 성장 사이클은 2030년대까지도 계속된다.

유럽은 우크라이나에 공여한 전력을 메워야 하고, 전쟁 때문에 유럽뿐 아닌 아시아, 중동의 군비 정책도 증강으로 선회하고 있다. 글로벌 디펜스 수요가 경기침체와 반대로 성장한다. 미국/유럽/러시아 디펜스사들이 독점했던 이 시장에서 K-방산이 그 존재감과 M/S를 확대하고 있다. 특히 수출 시장의 20%를 차지했던 러시아가 제재와 무기 품질의 신뢰 상실로 M/S를 잃을 터이다. 딱 한국의 무기체계가 적합한 인도, 중동, 동남아 국가들이다.

미래 실적 예상치를 올리고, Valuation 타임라인을 FWD 3년의 2023~2025년으로 옮기지만, 이전의 기대감에 높았던 멀티플 대신 피어그룹 디펜스 산업의 평균 PER 15배로 낮추었기 때문이다. 그래도 LIG넥스원의 투자의견은 STRONG BUY이고, 중장기 성장 동력이 가장 큰 한국항공우주는 타겟 PER 25배에서 STRONG BUY로 의견을 상향한다. 또한 방위산업에 대한 중장기 비중확대 의견을 견지한다.

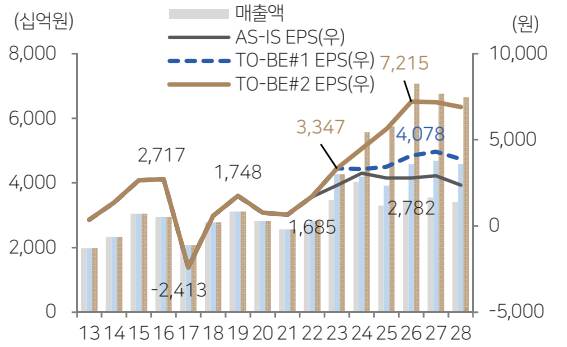
당사 커버 방산 3사 모두 선호주이다. LIG넥스원은 싸고, 한화에어로스페이스는 한국의 화약으로 거듭나면서 레드백을 바라보고 있고, 한국항공우주는 록히드마틴과 깐부로 글로벌 1천대(50조원)의 T-50 계열 운용의 꿈을 꾸고 있다.

Focus Chart 1 폴란드 40조원 구매 내용

회사 | 무기체계		풍문	기본계약	실행계약(1차)		실행계약(2차)	
현대로템	시점	2022년 06월 08일	7월 28일	8월 29일		연내 기대	
K-2	규모	1,000문	1차(한국) 180대 2차(현지) 800대	180대 (언론 보도)		820대 (언론 보도)	
	계약금액 (십억원)			4,499	~27년 12월	20,496e 이상	현지 양산
한화에어로스페이스	시점	2022년 06월 08일	7월 28일	8월 29일		연내 기대	
K-9	규모	672문	1차(한국) 212문 2차(현지) 460문	212문 (언론 보도)		460문 (언론 보도)	
	계약금액 (십억원)			3,204	~26년 9월	6,952e 이상	현지 양산
한국항공우주	시점	2022년 06월 08일	7월 28일	9월 19일 일괄 계약			
FA-50	규모		1차(한국) 12대 2차(한국 또는 현지) 36대	12대		36대(블록20)	
	계약금액 (십억원)			960e	~23년	3,248e	2025년말 ~2028년
	계약금액 (십억원)	3사 19~25조원 → (언론 보도)	3사 40조원 규모 (언론 보도)	11,911		27,448	

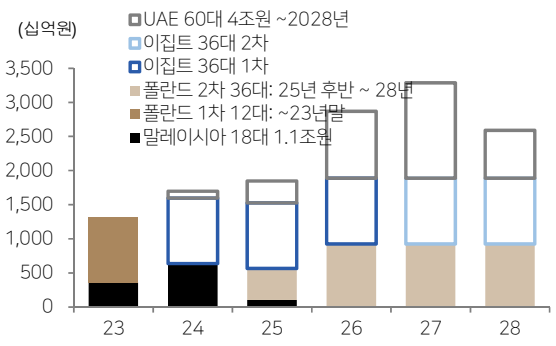
Source: 다올투자증권

Focus Chart 2 카이의 EPS 상향과 TO-BE#2 시뮬레이션



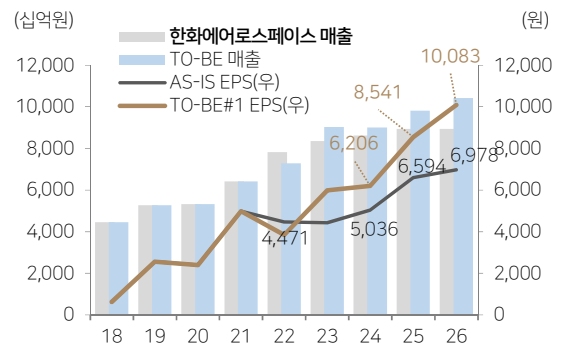
Source: 다올투자증권
TO-BE#1: 폴란드 반영, TO-BE#2: 이집트, 슬로바키아, UAE 반영

Focus Chart 3 카이의 완제기 수출 확보 + 미래



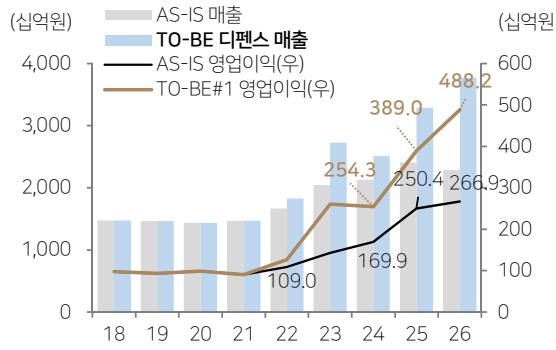
Source: 다올투자증권

Focus Chart 4 한화에어로스페이스의 가파른 성장



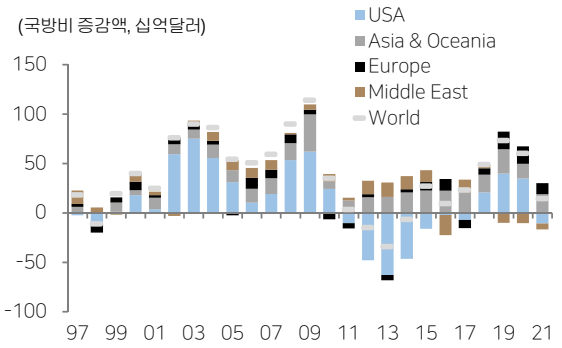
Source: 다올투자증권

Focus Chart 5 한화디펜스가 성장을 견인



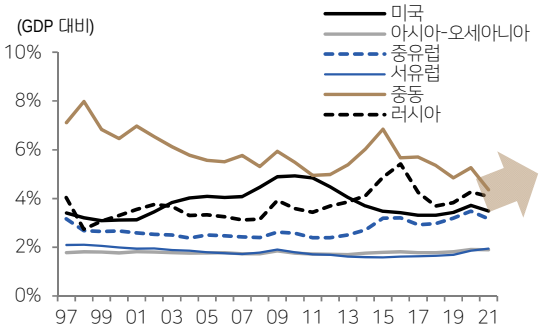
Source: 다올투자증권

Focus Chart 6 지역별 국방비 증감액



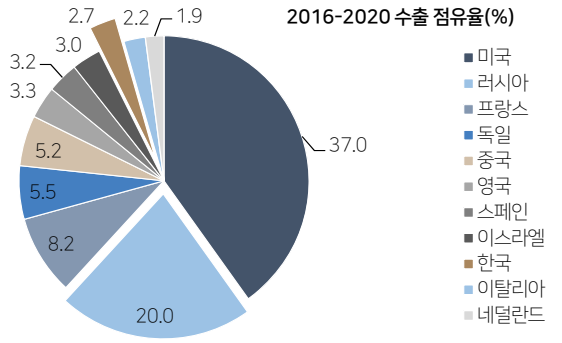
Source: 다올투자증권

Focus Chart 7 군비 증강으로 정책 선회



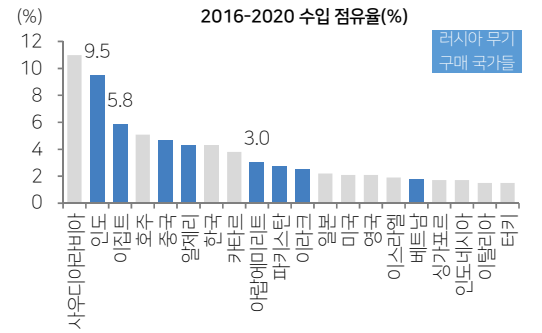
Source: 다올투자증권

Focus Chart 8 디펜스 수출 시장의 20%를 점해온 러시아



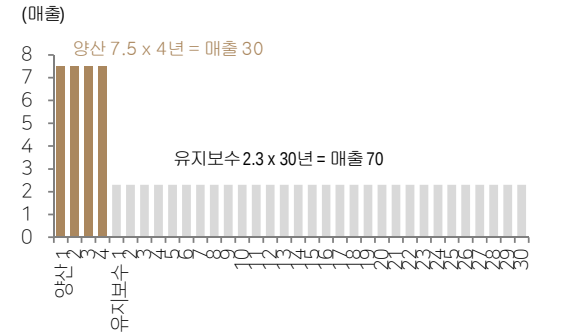
Source: 다올투자증권

Focus Chart 9 러시아 무기체계를 구매해온 국가들



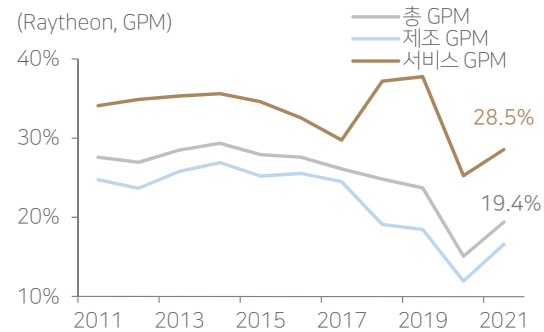
Source: 다올투자증권

Focus Chart 10 수출 연매출의 1/3가 향후 30년의 매출



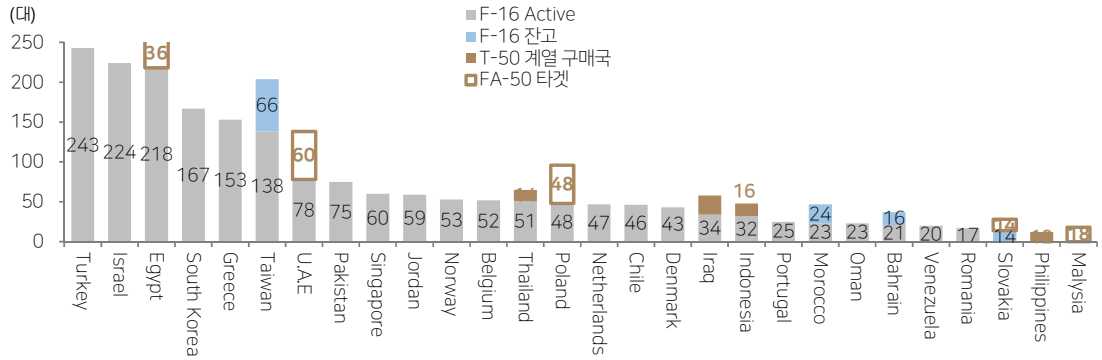
Source: 다올투자증권

Focus Chart 11 높은 수익성의 MRO



Source: 다올투자증권

Focus Chart 12 F-16보유국들에게 FA-50 마케팅을 펼치는 깐부

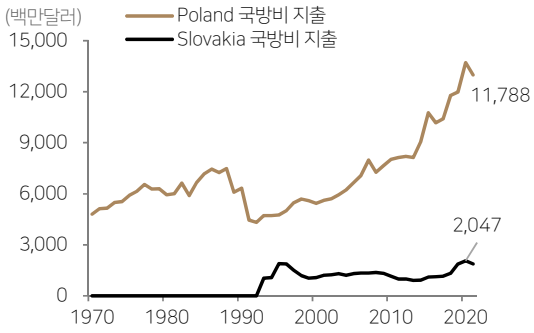


Source: 다올투자증권

Focus Chart 13 이집트 상공에서 펼쳐진 블랙이글스 에어쇼

Source: 다올투자증권

Focus Chart 14 슬로바키아도 12대 정도는 기대



Source: 다올투자증권

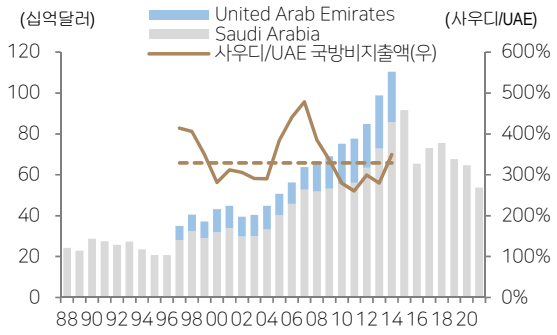
Focus Chart 15 레드백 곧 호주를 지켜라

Source: 다올투자증권

Focus Chart 16 우크라이나 게임체인져 하이마스 vs. 천무

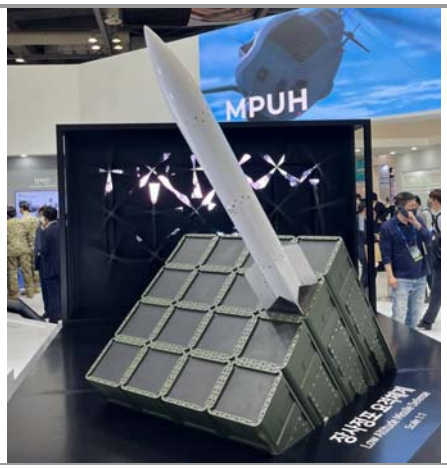
Source: 다올투자증권

Focus Chart 17 사우디아라비아는 UAE의 3배 규모 천궁-2



Source: 다올투자증권

Focus Chart 18 천궁-2 다음, L-SAM, LAMD도 준비 중



Source: 다올투자증권

Focus Chart 19 가파른 실적 성장과 저평가의 K-방산

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	매수	2019	1,452.7	18.1	*1.2%*	3.2	145	28,817	237.6	1.19	0.5%
(079550)	목표주가(원)	160,000	2020	1,600.3	63.7	*4.0%*	57.9	2,631	30,569	11.1	0.96	8.9%
	종가 (9/23, 원)	94,300	2021	1,822.2	97.2	*5.3%*	105.1	4,775	34,696	8.2	1.13	14.6%
	상승여력	*70%*	2022E	2,057.7	190.5	*9.3%*	174.7	7,942	43,906	11.9	1.80	20.2%
	타겟시총(십억원)	3,520	2023E	2,645.0	254.3	*9.6%*	180.8	8,220	50,640	11.5	1.86	17.4%
	시가총액(십억원)	2,075	2024E	3,016.2	301.5	*10.0%*	227.9	10,360	59,019	9.1	1.60	20.1%
	주식수(천주)	22,000	2025E	3,469.1	384.4	*11.1%*	313.0	14,226	70,769	6.6	1.33	23.4%
한국항공우주	투자의견	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%
	종가(원)	49,500	2021	2,562.3	58.3	*2.3%*	63.9	656	13,023	50.1	2.52	4.3%
	상승여력	*70%*	2022E	2,823.4	183.4	*6.5%*	185.5	1,903	14,728	26.0	2.94	13.6%
	타겟시총(십억원)	8,188	2023E	4,271.7	454.3	*10.6%*	327.8	3,363	17,741	14.7	2.79	20.6%
	시가총액(십억원)	4,825	2024E	4,192.1	423.8	*10.1%*	323.2	3,316	20,706	14.9	2.39	18.6%
	주식수(천주)	97,475	2025E	3,918.2	462.3	*11.8%*	334.9	3,435	23,792	14.4	2.08	16.4%
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)	74,100	2021	6,415.1	383.0	*6.0%*	252.6	4,989	57,066	9.2	0.81	11.0%
	상승여력	*35%*	2022E	7,288.5	419.1	*5.7%*	194.7	3,845	59,981	19.3	0.96	6.8%
	타겟시총(십억원)	5,063	2023E	9,031.5	506.7	*5.6%*	303.1	5,987	65,169	12.4	1.14	10.6%
	시가총액(십억원)	3,752	2024E	9,001.0	525.2	*5.8%*	314.2	6,206	70,376	11.9	1.05	10.5%
	주식수(천주)	50,630	2025E	9,815.6	681.2	*6.9%*	432.4	8,541	77,418	8.7	0.96	13.2%
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)	25,000	2020	1,642.9	92.9	*5.7%*	93.6	849	9,368	11.1	1.01	9.4%
	종가(원)	13,250	2021	2,089.5	112.0	*5.4%*	98.3	520	11,764	70.9	1.51	6.0%
	상승여력	*89%*	2022E	2,382.7	96.0	*4.0%*	13.1	69	11,708	191.0	1.40	0.5%
	타겟시총(십억원)	4,723	2023E	2,410.4	120.8	*5.0%*	80.1	424	12,033	31.3	1.18	3.1%
	시가총액(십억원)	2,503	2024E	2,552.8	158.0	*6.2%*	110.3	584	12,518	22.7	1.13	4.3%
	주식수(천주)	188,919	2025E	2,548.7	155.7	*6.1%*	125.8	666	13,085	34.6	1.09	4.7%

Source: 다올투자증권

VI. 종목별 투자의견

한화에어로스페이스 (012450)

한국항공우주 (047810)

LIG넥스원 (079550)

한화에어로스페이스
(012450)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	STRONG BUY	하향
목표주가	100,000	100,000	유지
Earnings			유지

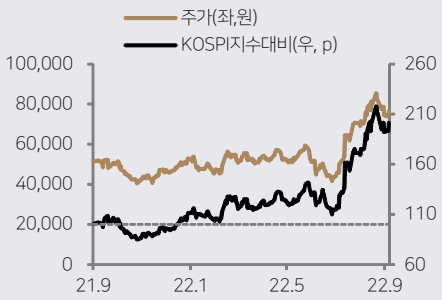
Stock Information

현재가 (9/23)	74,100원
예상 주가상승률	35.0%
시가총액	37,517억원
비중(KOSPI내)	0.20%
발행주식수	50,630천주
52주 최저가 / 최고가	40,450 - 85,400원
3개월 일평균거래대금	1,020억원
외국인 지분율	20.5%
주요주주지분율(%)	
한화 (외 4인)	34.0
국민연금공단 (외 1인)	12.5
자사주 (외 1인)	0.1

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	9.6	19.3	12.4
PBR(배)	0.8	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	4.2	5.3	4.7
배당수익률(%)	1.5	1.1	1.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	2.3	38.2	42.8	54.4
KOSPI대비 상대수익률(%)	8.3	54.5	69.6	77.5

Price Trend



DAOL 다올투자증권

방위산업 최광식 I gs.choie@daolsecurities.com

한국화약의 미래: 천무, 레드백, OMFV

Issue

폴란드 1차 실행계약(3.2조원) 을 실적 반영. 레드백 수주 시 목표주가 상향 예고. 천무와 OMFV의 미래 수주 기대감 전달

Pitch

폴란드 1차 3.2조원을 포함해 실적 예상을 상향했는데 2025년에 PER이 10배를 하회. 곧 수주할 폴란드 2차와 최종 발표를 앞둔 레드백을 반영할 경우 EPS는 2025~2026년에 1만원을 넘기고 PER도 6~7배

Rationale

- 폴란드와 8월 29일에 체결한 1차(한국 양산) 실행계약 212문, 3.2조원을 2023~2026년 실적에 반영해 한화디펜스의 2023~2025년 영업이익을 50~83%로 올림. 동사의 EPS도 동기간 23~35% 상향
- 폴란드 2차(현지 생산) 실행계약 460문에 계약도 연말까지 기대. 현지 생산 및 후속지원을 포함하면 단순 1차 ASP 적용한 7조원보다 많음
- 그리고 9월에 호주 LAND400 전투장갑차 사업을 동사의 레드백이 따낼 경우 또 양산만 5조원 ~ 후속지원 11조원을 반영 가능
- 폴란드 2차와 레드백을 실적 예상에 포함하면, 2026~2028년에 한화디펜스 영업이익을 또 30~37% 올리고, 동기간 EPS는 19~22% 상향 조정함. 2026년부터는 Valuation 타임라인 FWD 3년 밖이지만 중장기 주가 상승 동력 확보
- 9월에 우크라이나가 반격에 성공하고 영토를 수복할 수 있게 해준 게임체인저 하이마스(MLRS)가 부각 중인데, 한국에는 동사의 K-237 다련장 "천무"가 있음. 후속 수주도 가능
- 레드백을 따낼 경우 미국의 54조원 사업 OMFV을 심각하게 바라볼 수 있게 됨. 2023년에 5개에서 3개로 압축하고 2027년에 최종 선정

Earnings Forecasts

(단위: 십억원,%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	5,321	6,415	7,289	9,032	9,001	9,816	10,423
영업이익	244	383	419	507	525	681	793
EBITDA	490	620	680	784	805	970	1,083
지배주주순이익	121	253	195	303	314	432	510
순차입금	1,090	155	(149)	(69)	(236)	(469)	(745)
매출증가율	1.1	20.6	13.6	23.9	(0.3)	9.1	6.2
영업이익률	4.6	6.0	5.7	5.6	5.8	6.9	7.6
지배주주순이익률	2.3	3.9	2.7	3.4	3.5	4.4	4.9
EPS증가율	(6.5)	108.0	(22.9)	55.7	3.7	37.6	18.1
ROE	6.5	11.0	6.8	10.6	10.1	12.8	13.7

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. Valuation

I-1. 목표주가 100,000원 유지: 어닝 올리고 타겟 PER 낮추고

EPS 30% 안팎 올리지만 타겟 PER 15배로 낮춤

한화에어로스페이스의 목표주가를 10만원으로 유지한다. 폴란드 1차 이행 계약을 바탕으로 2023~2025년 EPS를 23~35% 올렸지만, 타겟 PER을 기존 20배에서 15배로 낮추었기 때문이다. 기존 민간 사업을 근거로, 지배구조개편에 따른 프리미엄을 부여해 타겟을 20배로 올렸지만 이제부터 순수 디펜스 글로벌 피어그룹의 PER로 맞춘다.

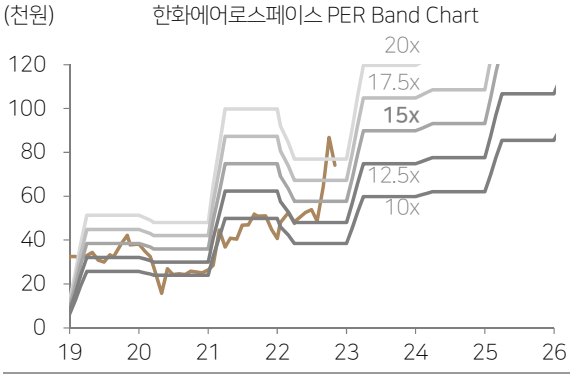
그러나 향후 폴란드 2차 물량이 2026~2030년대에 잡히고, 레드백까지 수주할 경우 2026~2028년에 실적 성장이 계속된다. 동기간의 한화디펜스 영업이익을 30% 안팎, EPS를 20% 안팎 올릴 수 있다. 또한 대규모 판매 계약 이후 꾸준한 MRO 수익도 받쳐줄 전망이다.

Fig. 37: 한화에어로스페이스의 목표주가 10만원 유지: FWD 3년 EPS x 타겟 PER 15배 (원, 배수)

PER VALUATION	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년
EPS	2,564	2,398	4,989	3,845	5,987	6,206	8,541	10,083
YoY	*307%*	*-6%*	*108%*	*-23%*	*56%*	*4%*	*38%*	*18%*
PER(고)	16.7	15.2	11.3	13.3				
PER(저)	11.2	6.2	5.7	7.4				
타겟PER					타겟 15	15	15	15
적정주가				57,681	89,804	93,090	128,112	151,240
Weighting					*33%*	*33%*	*33%*	
					'23년 ~'25년 평균			
적정주가1					103,669			
목표주가				100,000				
종가(9월 23일)				74,100				
상승여력				35.0%				

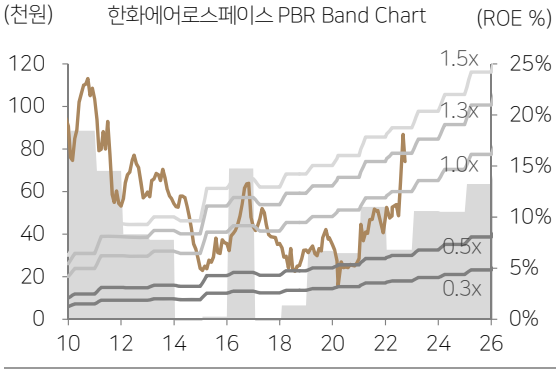
Source: 다올투자증권

Fig. 38: 한화에어로스페이스 PER 밴드



Source: 다올투자증권

Fig. 39: 한화에어로스페이스 PBR 밴드



Source: 다올투자증권

II. 실적 전망

II-1. 3분기보다는 4분기 강세

3분기 영업이익은 Flat
순이익은 기저 누림

동사의 3분기 실적은 매출이 늘지만 2분기 수준의 영업이익을 기록할 것으로 예상했다. 다만 지배주주순이익은 2분기 한화시스템USA 금융평가손실 기저로 개선을 제시한다.

3분기보다
4분기가 좋을 것

부문별로는 에어로스페이스가 2분기에 고마진 AM 매출 증가에 따른 기저로 적자폭이 확대되지만, 상반기 인도가 많지 않았던 디펜스의 매출과 이익 증가를 예상하지만 연말이 더 강다. 한화시스템은 방산 부문이 계절성으로 좋지만, 시스템에서 알 수 없는 일회성을 유의해야 한다.

관심과 집중할 투자포인트는 내년부터 2030년까지이다.

Fig. 40: 한화에어로스페이스의 실적: 방산은 4분기가 좋을 것, 한화방산은 2023년부터 연결 (십억원)

한화에어로스페이스	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,378.1	1,671.1	1,902.0	2,337.2	1,661.7	2,143.7	2,264.9	2,961.2	6,415.1	7,288.5	9,031.5	9,001.0	9,815.6
영업이익	66.4	112.9	119.3	120.5	81.8	121.4	140.8	162.7	383.0	419.1	506.7	525.2	681.2
금융/기타영업외	-9.4	-66.9	-25.1	-12.9	-11.1	-10.9	-10.8	-10.7	22.3	-114.3	-43.4	-49.2	-33.2
세전사업이익	57.0	46.0	94.1	107.6	70.7	110.5	130.0	152.0	405.3	304.8	463.3	476.0	648.0
지배주주순이익	38.3	27.8	60.0	68.6	47.7	71.0	83.3	101.1	252.6	194.7	303.1	314.2	432.4
영업이익률	*4.8%*	*6.8%*	*6.3%*	*5.2%*	*4.9%*	*5.7%*	*6.2%*	*5.5%*	*6.0%*	*5.7%*	*5.6%*	*5.8%*	*6.9%*
지배주주순이익률	*2.8%*	*1.7%*	*3.2%*	*2.9%*	*2.9%*	*3.3%*	*3.7%*	*3.4%*	*3.9%*	*2.7%*	*3.4%*	*3.5%*	*4.4%*
①에어로스페이스 매출	297.8	366.8	378.7	435.7	351.4	397.3	366.7	412.6	1,449.7	1,479.0	1,528.0	1,557.6	1,581.2
YoY	*-0.7%*	*-11.1%*	*18.4%*	*4.4%*	*18.0%*	*8.3%*	*-3.2%*	*13.8%*	*12.9%*	*2.0%*	*3.3%*	*21.2%*	*9.1%*
영업이익	-5.5	23.1	-1.8	-11.9	-10.1	-8.5	-9.6	-16.2	0.8	3.9	-44.3	-55.9	-51.7
영업이익률	*-1.9%*	*6.3%*	*-0.5%*	*-2.7%*	*-2.9%*	*-2.1%*	*-2.6%*	*-3.9%*	*0.1%*	*0.3%*	*-2.9%*	*-3.6%*	*-3.3%*
일회성+RSP	-16.5	-7.2	-21.0	-21.0	-22.5	-22.5	-22.5	-22.5	-58.8	-65.7	-90.0	-100.0	-100.0
일회성+RSP 제거 OP	11.0	30.3	19.2	9.1	12.4	14.0	12.9	6.3	59.6	69.6	45.7	44.1	48.3
일회성제거 OPM	*3.7%*	*8.3%*	*5.1%*	*2.1%*	*3.5%*	*3.5%*	*3.5%*	*1.5%*	*4.1%*	*4.7%*	*3.0%*	*2.8%*	*3.1%*
②한화디펜스 잔고				0.0					4,847.4				
매출	242.4	332.7	540.5	710.1	407.6	625.5	743.6	950.0	1,468.3	1,825.6	2,726.7	2,509.5	3,289.8
수출 비중	*7%*	*4%*	*8%*	*8%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*14%*	*26%*	*37%*	*44%*	*43%*
YoY	*-1.6%*	*-7.0%*	*67.9%*	*30.9%*	*68.1%*	*88.0%*	*37.6%*	*130.4%*	*2.2%*	*24.3%*	*49.4%*	*74.6%*	*124.0%*
영업이익	3.4	15.1	37.1	71.0	31.9	56.6	71.8	100.5	90.7	126.6	260.8	254.3	389.0
영업이익률	*1.4%*	*4.5%*	*6.9%*	*10.0%*	*7.8%*	*9.0%*	*9.7%*	*10.6%*	*6.2%*	*6.9%*	*9.6%*	*10.1%*	*11.8%*
③ 한화방산 매출	242.4	256.1	259.7	439.0	206.4	297.0	262.3	443.4	1,419.0	1,197.2	1,209.1	1,221.2	1,233.4
YoY	*28.6%*	*-38.1%*	*-16.1%*	*-13.4%*	*-14.8%*	*16.0%*	*1.0%*	*-17.0%*	*-0.1%*	*-15.6%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
영업이익	6.3	7.1	9.9	9.9	6.9	10.2	9.2	15.9	89.6	33.2	42.2	45.5	54.3
영업이익률	*2.6%*	*2.8%*	*3.8%*	*2.3%*	*3.3%*	*3.4%*	*3.5%*	*3.6%*	*6.3%*	*2.8%*	*3.5%*	*3.7%*	*4.4%*
방산3사(①~③) 매출	782.6	955.5	1,178.9	1,584.8	965.4	1,319.8	1,372.6	1,805.9	4,337.0	4,501.8	5,463.8	5,288.3	6,104.5
영업이익	4.1	45.4	45.2	69.0	28.7	58.3	71.4	100.2	181.1	163.7	258.7	243.8	391.7
영업이익률	*0.5%*	*4.7%*	*3.8%*	*4.4%*	*3.0%*	*4.4%*	*5.2%*	*5.5%*	*4.2%*	*3.6%*	*4.7%*	*4.6%*	*6.4%*

Source: 다올투자증권

Fig. 41: 한화에어로스페이스의 실적: 종속사와 비방산 회사들, 파워시스템 3Q22, 정밀기계 1Q23 빠짐 (십억원)

한화에어로스페이스	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
ⓐ 한화시스템의 방산 매출	315.6	382.7	462.2	655.8	282.3	367.3	452.5	695.2	1,513.5	1,816.3	1,797.4	1,930.0	1,926.0
YoY	*36.6%*	*4.2%*	*15.1%*	*27.7%*	*-10.5%*	*-4.0%*	*-2.1%*	*30.6%*	*30.8%*	*20.0%*	*-1.0%*	*66.9%*	*27.3%*
영업이익	25.1	30.9	38.2	43.1	18.4	23.9	34.1	52.5	92.6	137.3	128.8	136.7	140.0
영업이익률	*8.0%*	*8.1%*	*8.3%*	*6.6%*	*6.5%*	*6.5%*	*7.5%*	*7.6%*	*6.1%*	*7.6%*	*7.2%*	*7.1%*	*7.3%*
ⓐ 한화시스템의 ICT 매출	113.9	127.6	137.5	154.7	140.8	159.2	146.9	165.3	576.0	533.7	612.2	621.6	621.6
영업이익	2.8	1.0	11.6	1.4	12.6	12.1	13.4	3.8	43.1	16.8	41.9	50.7	39.6
영업이익률	*2.5%*	*0.8%*	*8.5%*	*0.9%*	*9.0%*	*7.6%*	*9.1%*	*2.3%*	*7.5%*	*3.2%*	*6.8%*	*8.2%*	*6.4%*
ⓑ 한화시스템의 신사업 매출	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.5	0.8	1.2	1.2
영업이익	-12.7	-15.5	-16.0	-16.0	-14.0	-13.0	-12.0	-11.0	-23.7	-60.2	-50.0	-29.5	-24.0
ⓒ 쎄트렉아이 매출	18.0	21.0	24.5	26.0	21.1	24.7	28.7	30.5	73.4	89.5	105.0	106.1	107.1
영업이익	1.8	-2.4	2.0	1.9	1.5	1.8	2.1	2.3		3.4	7.6	8.2	8.6
영업이익률	*10.1%*	*-11.3%*	*8.3%*	*7.3%*	*7.0%*	*7.2%*	*7.3%*	*7.5%*		*3.7%*	*7.3%*	*7.8%*	*8.1%*
ⓓ 테크윈 매출	217.4	256.0	218.0	218.4	251.8	272.6	263.9	264.0	679.5	909.7	1,052.4	1,053.9	1,055.3
영업이익	33.2	35.6	28.4	21.6	34.6	38.3	31.8	14.9	77.9	118.8	119.6	115.3	125.2
영업이익률	*15.3%*	*13.9%*	*13.0%*	*9.9%*	*13.8%*	*14.1%*	*12.1%*	*5.6%*	*11.5%*	*13.1%*	*11.4%*	*10.9%*	*11.9%*
정밀기계 매출	167.1	163.4	140.5	136.5	1Q24부터 한화로 분리				591.7	607.6			
영업이익	21.1	20.4	19.7	9.4					87.9	70.5			
영업이익률	*12.6%*	*12.5%*	*14.0%*	*6.9%*					*14.9%*	*11.6%*			
파워시스템 매출	44.4	51.5	3Q22부터 한화임팩트로 분리						282.5	95.9			
영업이익	-1.8	5.2							18.0	3.4			
영업이익률	*-4.0%*	*10.2%*							*6.4%*	*3.6%*			

Source: 다올투자증권

II-2. 중장기 실적 전망: 이익 증가 사이클

폴란드 1차만으로 한화디펜스 영업이익 1년만에 2배 3년후에 3배 성장

한화디펜스의 호주, 이집트 K-9과 UAE 천궁-2의 발사차량이 2024년부터 2028년까지 증익을 이끌 예정이었다. 여기에 폴란드 1차 양산이 2023~2026에 덧붙었다. 이번 자료에서는 폴란드 효과를 또 반영해 한화디펜스의 영업이익을 2023~2025년에 2,540~3,890억원으로 50~83% 올렸다. 2022년에 디펜스 영업이익 1,270억원으로 1년만에 2배, 3년 후에 3배나 성장한다.

수출 OPM 20%일까?

한화디펜스가 수주한 폴란드 K-9 1차 실행계약의 한국 생산분 가격은 문당 150억원에 달한다. 탄약 등의 가격이 포함되었다고 하더라도, 기존 해외 수출 70~80억원에 비해 높다. 기존 수출 물량의 OPM 추정이 20%였다면, 이보다 더 높을 가능성도 배제할 수 없다. 실적 예상에는 수출 물량의 영업이익률을 여전히 20%로 보수적으로 가정했다.

한화에어로스페이스 EPS 23~35% 상향

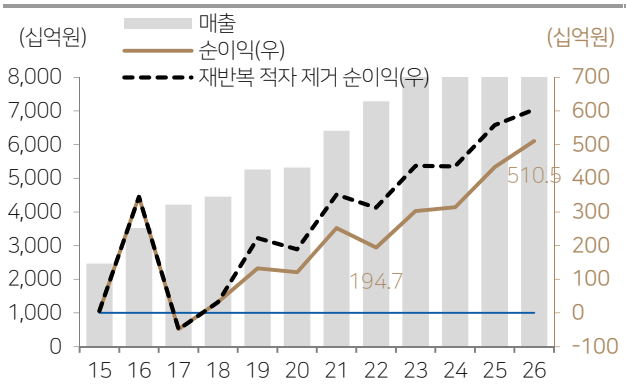
이에 따라 한화에어로스페이스 전사 지배주주순이익을 2022년에 1,950억원에서 2023년에 3,030억원 ~ 2025년에 4,320억원으로 기존 예상보다 23~35% 상향 조정했다. 한화에어로스페이스의 2025년 EPS는 8,541원으로 PER은 8.7배이다.

Fig. 42: 폴란드 1차(212문, 3.2조원)을 반영한 한화디펜스와 전사 실적 변화 (십억원)

한화에어로스페이스	변경 후				변경 전				차이(변경 후/변경 전)			
	2022E	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	7,289	9,032	9,001	9,816	7,829	8,350	8,619	8,934	-7%	8%	4%	10%
영업이익	419	507	525	681	439.92	387.74	439.58	541.86	-5%	31%	19%	26%
지배주주순이익	195	303	314	432	226.37	223.94	255	333.87	-14%	35%	23%	30%
EPS(원)	3,845	5,987	6,206	8,541	4,471	4,423	5,036	6,594	-14%	35%	23%	30%
영업이익률	*5.7%*	*5.6%*	*5.8%*	*6.9%*	*5.62%*	*4.64%*	*5.10%*	*6.07%*	*0.1%p*	*1.0%p*	*0.7%p*	*0.9%p*
순이익률	*2.7%*	*3.4%*	*3.5%*	*4.4%*	*2.89%*	*2.68%*	*2.96%*	*3.74%*	*-0.2%p*	*0.7%p*	*0.5%p*	*0.7%p*
디펜스 매출	1,826	2,727	2,510	3,290	1,668	2,045	2,128	2,408	9%	33%	18%	37%
영업이익	127	261	254	389	109	143	170	250	16%	83%	50%	55%
영업이익률	*6.9%*	*9.6%*	*10.1%*	*11.8%*	*6.5%*	*7.0%*	*8.0%*	*10.4%*	*0.4%p*	*2.6%p*	*2.1%p*	*1.4%p*

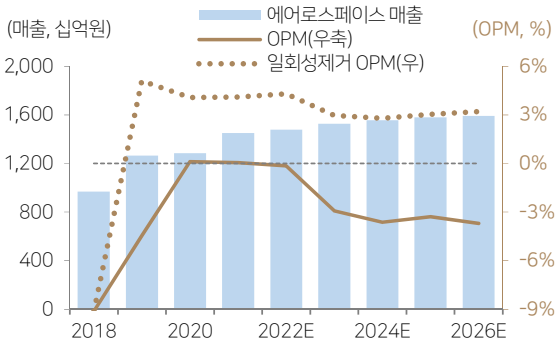
Source: 다올투자증권

Fig. 43: 한화에어로스페이스의 증익 사이클



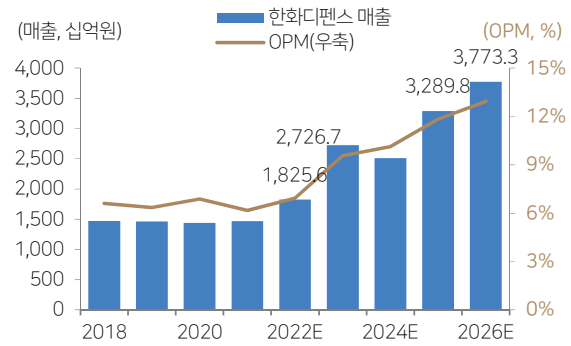
Source: 다올투자증권

Fig. 44: 에어로스는 2026년부터 RSP 적자폭 줄이기 시작



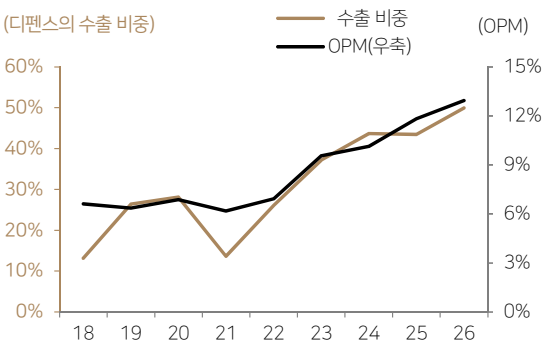
Source: 다올투자증권

Fig. 45: 가장 중요한 디펜스 실적 턴어라운드



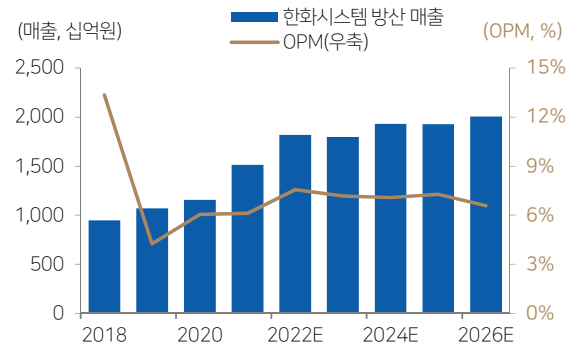
Source: 다올투자증권

Fig. 46: 한화디펜스는 수출 비중 늘면서 수익성 개선



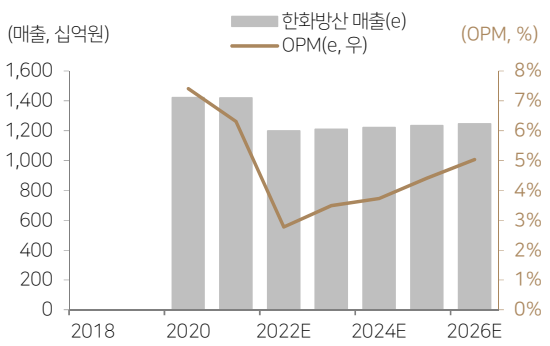
Source: 다올투자증권

Fig. 47: 한화시스템의 방산은 성장하지만 신사업 투자 중



Source: 다올투자증권

Fig. 48: 아직 정확히 알려지지 않은 한화방산 실적 추정



Source: 다올투자증권

III. 투자포인트

III-1 우크라이나의 게임체인져 HIMARS vs. K-방산에는 천무가 있다

초기 방어의 게임체인져 재블린

우크라이나-러시아 전쟁 초기 러시아의 T-72의 진격을 막은 것은 재블린(록히드마틴)과 NLAW(사브)였다. 이에 LIG넥스원의 유럽 현궁 수출도 기대했고, 아직도 기다리고 있다.

현재 영토 수복의 게임체인져인 HIMARS(MLRS)

최근 우크라이나-러시아 전쟁 양상을 변화시킨 것은 미국이 수송기에 실어온 HIMARS 단 16대이다. 사거리 70km에, GPS 유도탄을 통해 러시아의 탄약고 등 주요 거점을 정밀 타격 중인 게임 체인져 MLRS(Multiple Launch Rocket System, 다연장로켓시스템)이다. 이 전장을 유심히 지켜보는 폴란드 국방부는 천무도 바라본다.

HIMARS와 같은 K-방산 MLRS인 천무에 관심

대한민국에는 K-239 다련장 천무가 있다. 2009~2013년에 1,300억원을 들여 개발했고, 이동식 발사대와 탄약 운반차로 구성해 20개 대대로 운용될 예정이다. 폴란드 등은 HIMARS 수입도 고민하고 있지만 미국의 생산능력과 요구사항이 까다로워 역시 K-방산의 천무 쪽으로 무게가 쏠린 것으로 전한다. 구체적인 구매 규모와 금액이 알려져 있지 않다. 그러나 K-9 자주포와 레드백 외에 새로운 수출 스테디셀러가 탄생하려 한다.

Fig. 49: 성스러운 재블린

Source: 다올투자증권

Fig. 50: 수송기로 단 16대를 내려준 HIMARS가 맹활약

Source: 다올투자증권

Fig. 51: DX코리아 2022: K9과 K10

Source: 다올투자증권

Fig. 52: DX코리아 2022: 실물 K-239 천무(MLRS)

Source: 다올투자증권

Fig. 53: M142 HIMARS vs. K-239 천무

	M142 HIMARS	K-239 천무
제품 사진		
개발 업체	미국 록히드마틴, 아머 홀딩스(차량)	㈜한화(로켓), 두산인프라코어(차량), 국방과학연구소(발사대)
생산업체	미국 록히드마틴, BAE 시스템즈	㈜ 한화
개발 연도	2002년	2013년
유효 사거리	M26: 32 km M26A1/A2: 45 km M30/31 GMLRS: 84 km M32 GMLRS+: 120 km MGM-140 ATACMS: 128 km+ PrSM: 499 km+	36 km (K33) 45 km (KM26A2) 80 km (GPS-aided INS)
작전반경	483km	450km
로켓 장전량	6발 (227mm 다연장 로켓 기준)	12발 (227mm 다연장 로켓 기준)
재장전 소요시간	160초	160초
단차 가격	$3.8백만달러 이상으로 추정(약 50억 이상)	30억 원 내외

Source: 다올투자증권

III-2. 레드백(100억달러)이 호주를 달린다면

LAND 400 이길 수 있다고 예상보다 기대

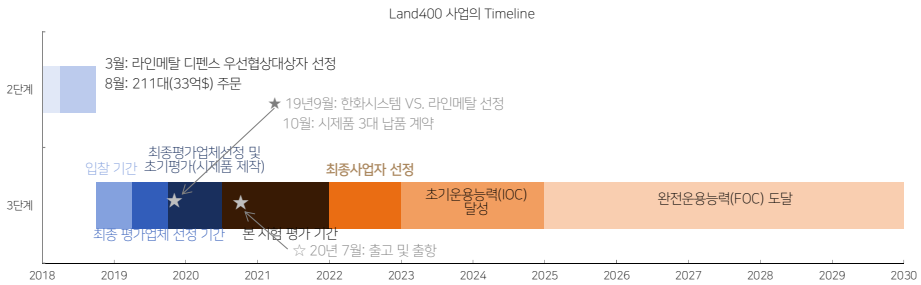
다수가 가능성에 대해 51대 49를 얘기한다.

본 연구원도 1) 가성비, 2) 호주 EOS를 포함한 컨소시엄 및 현지 Elphinstone 등과의 사전 협약을 체결로 로컬리제이션 의지를 보이고 있다는 점, 3) 최근의 K-9 자주포 호주 공급과 한국-호주 방위산업 MOU, 4) 최근 폴란드 수출 등에 따른 한화디펜스의 시장 입지 강화, 5) 유럽에서 레드백 판매 가능성이 대두되고 있다는 점을 들어, 레드백의 수주 가능성이 있다고 판단한다.

2030년까지 한화디펜스 강력한 증익 사이클

Land 400의 완전운용능력 도달은 2030년까지이다. 즉, 2023년에 본계약 및 현지 공장 증설을 마치고 400~450대, 4.5~5조원 규모의 매출인식이 2025~2029년 5년동안, 매년 1조원 가까이 잡힌다는 의미이다. 앞서 폴란드 1차 실행계약으로 올라간 한화디펜스의 실적은 폴란드 2차에 레드백까지 더해져서 증익 사이클이 2030년까지 계속된다.

Fig. 54: Land400 사업 계획: 우선협상자 선정 임박



Source: 다올투자증권

폴란드 2차와 레드백을 넣은 어닝 예상

아직 폴란드 2차(460문, 7조원 추정)의 납품시점이 확실하지 않아 실적 예상에 반영하지 않았다. 1차(212문, 3.2조원) 양산이 마무리되는 2026년 9월 안팎까지 폴란드 현지 공장이 준공되고 2026~2030년대 초반까지 양산을 예상한다.

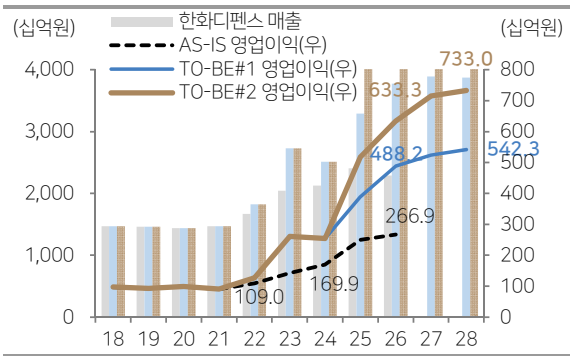
레드백도 올해 사업자 선정, 2024년에 본계약 체결 및 공장 착공, 그리고 2025~2026년부터 양산이 시작될 것으로 짐작한다. 레드백까지 수주했다고 가정하고 실적 예상치를 조정해 보면 또 2026~2028년에 한화디펜스의 영업이익은 30~35% 추가 상향되고, EPS도 20% 안팎 올라간다.

Fig. 55: 폴란드 2차(460문, 7조원)와 레드백(양산만 5조원)을 반영한 한화디펜스와 전사 실적 변화 (십억원)

한화에어로스페이스	폴란드 2차 + 레드백 반영 시				현재 예상(폴란드 1차 반영)							
	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	10,589	11,268	10,818	10,888	9,816	10,423	9,973	10,043	8%	8%	8%	8%
영업이익	810	938	1,054	1,102	681	793	862	911	19%	18%	22%	21%
지배주주순이익	518	608	690	725	432	510	561	596	20%	19%	23%	22%
EPS(원)	10,235	12,004	13,638	14,314	8,541	10,083	11,085	11,771	20%	19%	23%	22%
영업이익률	*7.6%*	*8.3%*	*9.7%*	*10.1%*	*6.9%*	*7.6%*	*8.6%*	*9.1%*	*0.7%p*	*0.7%p*	*1.1%p*	*1.0%p*
순이익률	*4.9%*	*5.4%*	*6.4%*	*6.7%*	*4.4%*	*4.9%*	*5.6%*	*5.9%*	*0.5%p*	*0.5%p*	*0.8%p*	*0.7%p*
디펜스 매출	4,063	4,619	4,737	4,717	3,290	3,773	3,892	3,872	24%	22%	22%	22%
영업이익	518	633	715	733	389	488	524	542	33%	30%	37%	35%
영업이익률	*12.7%*	*13.7%*	*15.1%*	*15.5%*	*11.8%*	*12.9%*	*13.5%*	*14.0%*	*0.9%p*	*0.8%p*	*1.7%p*	*1.5%p*

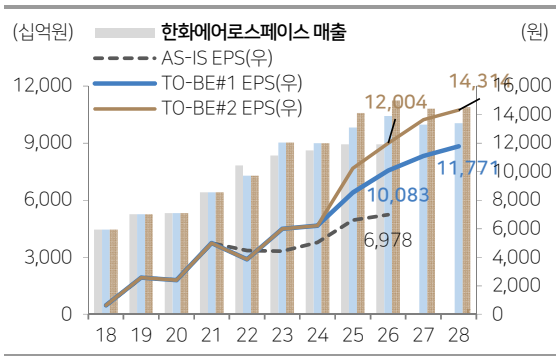
Source: 다올투자증권

Fig. 56: 폴란드 2차와 레드백을 반영한 한화디펜스의 TO-BE#2 실적



Source: 다올투자증권
Note: TO-BE#1는 폴란드 1차 양산만 2023~2026년에 반영
TO-BE#2는 폴란드 2차와 레드백을 2025~2030년에 반영

Fig. 57: 폴란드 2차와 레드백을 반영할 경우 한화에어로스페이스의 EPS 변화



Source: 다올투자증권

G7의 호주가 선택한 장갑차는 다른 곳으로도

레드백이 호주에서 양산될 경우, 이후 타 역으로의 판매도 기대해볼 수 있을 것이다. 전에 없던 스펙의 전투장갑차이다. 유럽 국가별로도 레드백에 대한 관심 보도가 나오고 있다. 차세대 보병전투장갑차 사업을 또 진행하는 미국도 레드백을 부르고 있다. OMFV 사업을 살펴보자.

III-3. 미국 OMFV(450억달러)가 보인다

450억달러의 OMFV

OMFV(Optionally Manned Fighting Vehicle, 차세대 보병전투장갑차)는 미 육군이 1981년에 실전배치를 시작해 6,700여대를 생산해 운용 중인 기존 M2 브래들리 장갑차(BAE Systems) 3,500여대를 교체하기 위한 450억달러 규모의 사업이다. 달러 강세로 과거보도에서는 54조원 사업이었는데, 현재는 63조원으로 추산된다.

2023년에 3개 후보 압축
2027년에 최종 선정

한화디펜스는 2021년 4월에 미국 군용차량 개발사인 오시코시(OshkoSh) 디펜스와 함께 OMFV 개발사업 2단계에 참여해 7월에 5개 컨소시엄 중 하나로 선정되었다.
General Dynamic, BAE Systems, Rheinmetall Defense, Raytheon Tehcnologies와 Oshkosh+한화의 5개 컨소시엄은 15개월 동안 미 육군이 제시한 ROC에 맞추어 개념연구와 설계작업을 진행한다. 미 육군은 2023년에 3개 후보를 추려, 시제품을 제작해 테스트하고, 2027년에 최종 사업자를 발표할 예정이다.

Fig. 58: 브래들리 장갑차 교체 사업: OMVF 사업

	M-2 브래들리 장갑차
제조사	BAE Systems
투입연도	1981년
생산량	현재까지 약 6,700여 대 생산
기능	보병을 전장에 수송 및 강력한 화력을 바탕으로 적의 장갑차나 전차까지 파괴
수송 가능 인원	10명(승무원 3명, 보병 7명 수송)
한계	1. 보병 1개 분대는 9명으로 구성되는데 7명 수송으로 제한됨에 따라 지휘통제가 어려움 2. 지뢰, 임의제조폭발물(IED), 대전차 미사일에 손상 이력 존재 3. 장비 가동을 위해 특정 전자 장비의 전원 공급을 차단해야하는 등 첨단 전자 장비 사용에 적합하지 않음 4. 대전차 미사일을 파괴하는 APS(Active Protection System) 적용이 어려움

Source: 다올투자증권

Fig. 59: OMFV 프로그램 타임라인

1단계	2단계	3단계	4단계	5단계
기존 OMFV 진행 단계				
중요 솔루션 분석	기술 개발 및 리스크 통제	설계 및 제작 개발 1Q20	3Q23 생산 및 배치	운영 및 지원 2026
OMFV 수정안 진행 단계				
기존 OMFV 수정/검토	개념설계 4Q21	상세설계 2Q23E	시제품 제작 최종 사업자 선정: 2Q27E	생산 및 배치 첫 배치: 4Q28E 풀 캐파생산:3Q29E

Source: 미국 의회조사국, 다올투자증권

Fig. 60: OMFV 이전의 FCS와 CGV 전투장갑차 교체사업

	FCS(Future Combat System)	GCV(Ground Combat Vehicle)
제시연도	1999년	2009년
폐기연도	2009년	2014년
폐기 이유	1. 기업 주도 관리 방식 2. 기존 예상 대비 핵심 기술들의 성능 미충족 3. 빈번한 요구사항 변경으로 인한 비용 25% 상승	1. 기술적 한계 2. 미 육군의 무리한 요구사항으로 인한 비용 상승
결과	사전제작 단계에서 폐기. 21.4 십억 달러 사용	1.5 십억 달러 사용

Source: 미국 의회조사국, 다올투자증권

2023년에 3개 후보 추리고 2027년에 최종 선정

사실 미군은 1999년과 2009년에 두 번이나 M2 브래들링 장갑차를 대체하기 위한 FCS(Future Combat System)과 GCV(Ground Combat Vehicle)의 차세대 보병전투장갑차 사업을 진행했다. FCS는 핵심 기술들의 미 충족 등으로 폐기되었고, GCV도 기술적 한계와 라인메탈의 마지막 시제차량 미인도로 사업이 실패했다.

과거에도 그랬듯 불확실한 사업

OMFV도 2019년 초기 계획을 보강해 2020년에 새로 시작되었고 실전배치 시점도 2029년으로 연기되었다. OMFV의 연기로 레드백을 선보인 한화디펜스가 초대된 셈이지만, 역시 과거 사례에서 보듯 사업의 진행여부는 불확실성이 크다.

그러나 큰 꿈이 다가오고 있다

그러나 레드백이 호주 LAND 400에서 승리한다면, OMFV에서도 그 위상이 올라가게 되고, 사업을 따낼 가능성을 배제할 수 없다. 흥미롭게 지켜보되, 레드백의 호주 진출이 먼저이다.

Fig. 61: OMFV 수정안

	기존 OMFV	OMFV 수정안
제시연도	2019년-2020년 1월	2020년 2월
사업규모	-	M2 브래들리 3,500여대 교체, 총 사업비 54조원
요구사항	- C-17 수송기에 2대의 OMFV 수송 가능한 제원 - 장갑을 추가할 수 있도록 설계 - 최소 30mm포와 2세대 전방감시적외선장치 (FLIR) 탑재 - 50mm포와 3세대 FLIR 요구 - 2019년 10월 1일까지 시제품 제출	- 요구사항 최소화 - C-17 수송기에 2대의 OMFV 수송 가능한 제원 요구사항 폐기 - 최초 비용 미 육군이 대부분 부담 - 실전 배치 연도 기존 '26년에서 '29년으로 연기
참여기업	1. BAE Systems 2. General Dynamics 3. Raytheon Technologies, Rheinmetall	1. BAE Systems 2. General Dynamics Land Systmes, 3. American Rheinmetall 4. Raytheon Tehcnologies **5. Oshkosh, Hanwha Defense** - 7월 1일 미 육군은 상세설계(3단계)와 시제품 제작단계(4단계)에서 **상기 5개 기업 외에 추가로 입찰 받을 가능성이 있음을 명시함**
계약금액	-	개념설계(2단계) 약 300백만 달러(4,200억원)

Source: 미국 의회조사국, 다올투자증권

Fig. 62: 기존 OMFV 입찰 참여 장갑차

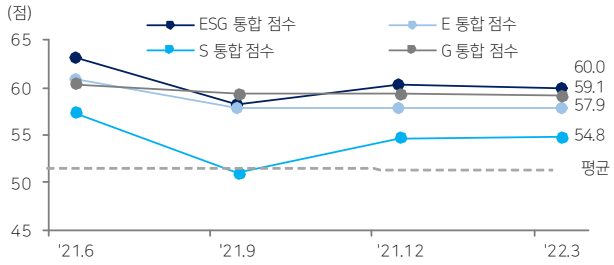
기존 OMFV(2020년 1월 16일 프로그램 취소) 입찰 참여 장갑차			
	CV-90 5세대	그리핀 III	링스 KF41
외형			
제조사	BAE Systems	General Dynamics	Raytheon/Rheinmetall
탈락 이유	요구사항 및 일정에 부합하기 어렵다 판단하여 입찰 중 자체 포기	2020년 1월, 미 육군의 OMFV 사업 재시작을 위한 프로그램 취소	**시제품을 기간 내 인도하지 못함**

Source: 미국 의회조사국, 다올투자증권

ESG 페이지

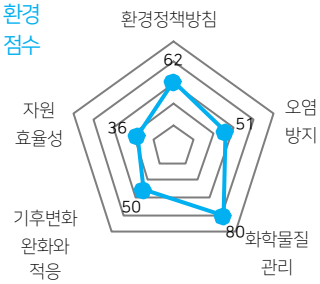
한화에어로스페이스 (012450) - 산업재

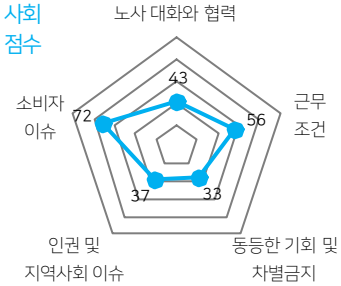
ESG 통합 점수 추이

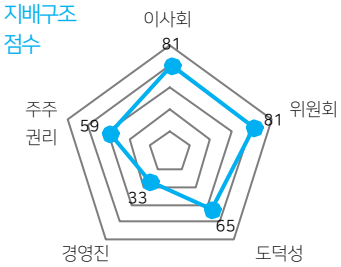


ESG 성과 분석

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
3Q21	0	1	1	2
4Q21	0	0	0	0
1Q22	0	3	0	3
2Q22	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
한화에어로스페이스	**60.0**	**57.9**	**54.8**	**59.1**	**3 / 101**	**10 / 101**	**18 / 101**	**3 / 101**
한국항공우주	56.6	58.0	47.1	58.3	15 / 101	8 / 101	74 / 101	4 / 101
LIG 넥스원	59.5	55.8	55.4	58.3	5 / 101	22 / 101	16 / 101	5 / 101

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	5,122.7	6,283.5	6,800.8	7,597.9	7,790.3
현금성자산	1,396.7	2,626.4	3,110.1	2,984.0	3,105.5
매출채권	1,044.4	1,036.9	1,850.5	2,341.1	2,394.0
재고자산	1,590.6	1,604.8	819.6	1,247.1	1,259.9
비유동자산	4,342.1	4,762.3	5,409.4	5,556.5	5,703.9
투자자산	549.0	887.0	1,340.7	1,395.1	1,451.8
유형자산	1,897.7	1,898.1	1,971.0	2,010.1	2,049.3
무형자산	1,895.5	1,977.2	2,097.7	2,151.3	2,202.8
자산총계	9,464.8	11,045.8	12,210.2	13,154.4	13,494.1
유동부채	3,900.4	4,330.1	5,386.6	6,043.3	6,093.6
매입채무	756.5	887.0	1,551.5	2,228.3	2,296.5
유동성이자부채	729.5	815.9	1,181.6	1,135.0	1,090.3
비유동부채	2,574.7	2,784.2	2,678.4	2,703.2	2,729.1
비유동이자부채	1,757.2	1,965.1	1,779.5	1,779.5	1,779.5
부채총계	6,475.1	7,114.3	8,065.0	8,746.6	8,822.7
자본금	265.7	265.7	265.7	265.7	265.7
자본잉여금	412.8	428.8	370.5	370.5	370.5
이익잉여금	1,581.2	1,812.0	1,971.6	2,234.3	2,497.9
자본조정	338.1	382.8	429.0	429.0	429.0
자기주식	(0.5)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
자본총계	2,989.7	3,931.6	4,145.2	4,407.8	4,671.5
투하자본	3,937.1	3,629.2	3,090.3	3,395.8	3,454.9
순차입금	1,090.0	154.6	(149.0)	(69.5)	(235.8)
ROA	1.8	2.9	1.7	2.6	2.6
ROE	6.5	11.0	6.8	10.6	10.1
ROIC	6.1	7.5	8.3	11.3	11.2

손익계산서

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,321.4	6,415.1	7,288.5	9,031.5	9,001.0
증가율 (Y-Y,%)	1.1	20.6	13.6	23.9	(0.3)
영업이익	243.9	383.0	419.1	506.7	525.2
증가율 (Y-Y,%)	47.6	57.0	9.4	20.9	3.6
EBITDA	489.6	620.5	680.0	784.3	804.8
영업외손익	(68.0)	22.3	(114.3)	(43.4)	(49.2)
순이자수익	(51.7)	(50.1)	(35.7)	(28.0)	(26.3)
외화관련손익	(5.6)	2.3	(3.8)	0.0	(2.1)
지분법손익	(0.4)	0.0	(0.1)	0.0	0.0
세전계속사업손익	171.8	405.3	304.8	463.3	476.0
당기순이익	164.7	301.8	201.8	335.7	347.2
지배기업당기순이익	121.4	252.6	194.7	303.1	314.2
증가율 (Y-Y,%)	1.4	83.2	(33.1)	66.3	3.4
NOPLAT	233.9	285.2	277.5	367.1	383.1
(+) Dep	245.6	237.4	260.9	277.6	279.6
(-) 운전자본투자	(89.6)	(412.2)	(657.3)	219.9	(24.2)
(-) Capex	189.4	166.1	175.1	234.9	234.9
OpFCF	379.7	768.7	1,020.6	189.9	452.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.1	12.9	11.5	19.3	12.0
영업이익증가율(3Yr)	43.3	93.1	36.4	27.6	11.1
EBITDA증가율(3Yr)	32.9	44.0	21.0	17.0	9.1
순이익증가율(3Yr)	n/a	83.0	7.5	26.8	4.8
영업이익률(%)	4.6	6.0	5.7	5.6	5.8
EBITDA마진(%)	9.2	9.7	9.3	8.7	8.9
순이익률 (%)	3.1	4.7	2.8	3.7	3.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	434.7	990.0	1,172.6	173.8	643.8
당기순이익	0.0	0.0	151.3	335.7	347.2
자산상각비	245.6	237.4	260.9	277.6	279.6
운전자본증감	(122.0)	311.0	820.5	(219.9)	24.2
매출채권감소(증가)	22.9	32.5	(774.9)	(490.6)	(52.8)
재고자산감소(증가)	(295.1)	6.9	814.7	(427.5)	(12.8)
매입채무증가(감소)	(31.1)	91.4	692.0	676.7	68.2
투자현금	(298.7)	(607.1)	(891.4)	(428.1)	(430.4)
단기투자자산감소	51.1	(201.1)	(661.9)	(3.3)	(3.5)
장기투자증권감소	(28.5)	(72.2)	(14.9)	(36.8)	(38.3)
설비투자	(189.4)	(166.1)	(175.1)	(234.9)	(234.9)
유무형자산감소	(136.9)	(153.2)	(149.2)	(135.4)	(135.4)
재무현금	199.0	813.1	198.6	124.8	(95.3)
차입금증가	242.8	226.1	250.8	165.3	(44.7)
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	500.0	(129.5)	118.1
총현금흐름(Gross CF)	476.0	386.6	368.4	393.7	619.6
(-) 운전자본증가(감소)	(89.6)	(412.2)	(657.3)	219.9	(24.2)
(-) 설비투자	189.4	166.1	175.1	234.9	234.9
(+) 자산매각	(136.9)	(153.2)	(149.2)	(135.4)	(135.4)
Free Cash Flow	55.2	90.5	297.4	(254.3)	213.4
(-) 기타투자	28.5	72.2	14.9	36.8	38.3
잉여현금	26.8	18.4	282.6	(291.0)	175.1

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	2,398	4,989	3,845	5,987	6,206
BPS	51,308	57,066	59,981	65,169	70,376
DPS	600	700	800	1,000	1,500
Multiples(x,%)					
PER	11.9	9.6	19.3	12.4	11.9
PBR	0.6	0.8	1.2	1.1	1.1
EV/ EBITDA	5.2	4.2	5.3	4.7	4.4
배당수익율	2.1	1.5	1.1	1.3	2.0
PCR	3.0	6.3	10.2	9.5	6.1
PSR	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	216.6	181.0	194.6	198.4	188.9
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	126.3	125.7	127.8
이자보상배율	4.7	7.7	11.7	18.1	19.9
이자비용/매출액	1.2	1.0	0.9	0.7	0.7
자산구조					
투하자본(%)	66.9	50.8	41.0	43.7	43.1
현금+투자자산(%)	33.1	49.2	59.0	56.3	56.9
자본구조					
차입금(%)	45.4	41.4	41.7	39.8	38.1
자기자본(%)	54.6	58.6	58.3	60.2	61.9

주) EPS는 완전희석 EPS

한국항공우주
(047810)

—

STRONG BUY

	현재	직전	변동
투자의견	STRONG BUY	BUY	상향
목표주가	84,000	82,000	상향
Earnings			상향

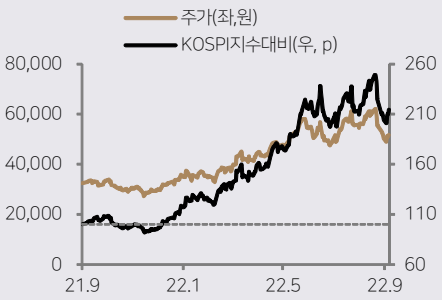
Stock Information

현재가 (9/23)	49,500원
예상 주가상승률	69.7%
시가총액	48,250억원
비중(KOSPI내)	0.26%
발행주식수	97,475천주
52주 최저가 / 최고가	27,300 - 62,000원
3개월 일평균거래대금	984억원
외국인 지분율	22.3%
주요주주지분율(%)	
한국수출입은행 (외 1인)	26.4
국민연금공단 (외 1인)	10.1
한국항공우주우리사주 (외 1인)	1.6

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	49.5	26.0	14.7
PBR(배)	2.5	3.4	2.8
EV/EBITDA(배)	16.3	14.0	7.3
배당수익률(%)	0.6	0.7	0.7

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(13.2)	15.1	50.7	52.5
KOSPI대비 상대수익률(%)	(7.2)	31.4	77.5	75.6

Price Trend



DAOL 다올투자증권

방위산업 최광식 I gs.choie@daolsecurities.com

T-50 계열 1,000대의 꿈

Issue

폴란드 48대 수주를 반영해 2023년, 2026~2028년 실적 상향 조정. 목표주가는 84,000원으로 올리고, 투자의견도 Strong Buy로 상향

Pitch

폴란드 48대 중 12대만이 FWD 3년 Valuation에 반영되지만, 블록 20의 36대의 의미가 큼. 블록 20으로 상품성이 제고된 FA-50은 말레이시아 18대, 이집트 36대를 마무리짓고, UAE, 슬로바이크 등으로 FA-50 확산 기대. 글로벌 1,000대(50조원) T-50 계열 운용의 중장기 기대감 가장 큼

Rationale

- 폴란드 수주를 반영해 2023년 EPS만 36% 높히고, 타겟 PER을 30배에서 25배로 낮추어 목표주가를 84,000원으로 상향하고 투자의견도 Strong Buy로 올림. 상승여력 70%
- 폴란드 2차(36대) 납품까지 2024~2025년 완제기 수출 슬롯이 비지만, 후속 이집트 36대, UAE 훈련기 사업 외에도, 슬로바키아, 핀란드 등의 수주에 따라 2024~2025년 슬롯도 부족할 수 있음
- 폴란드 2차에서 윤곽을 드러낸 소위 FA-50 N블록 20은 레이시온 또는 노스럽의 AESA 레이더를 장착해 AIM-120 암람 중거리 공대공을 장착할 수 있어 상품성이 더 높아짐
- 우리 깐부(카이와 록히드마틴)는 올해 6월에 원팀 공동마케팅 협약을 맺고 T-50 계열의 1,000대 이상 판매 목표를 제시한 바 있음. T-50 계열은 한국군이 152대, 폴란드, 이라크, 인도네시아, 태국, 필리핀에 114대가 판매되었고, UAE, 이집트, 말레이시아, 슬로바키아 등에서 128의 협상건이 있어 벌써 394대가 코 앞
- 여기에 미국 훈련기 사업 500대가 2023년부터 우선협상대상자를 선정

Earnings Forecasts

(단위: 십억원,%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,825	2,562	2,823	4,272	4,192	3,918	4,581
영업이익	140	58	183	454	424	462	545
EBITDA	274	207	277	518	489	538	622
지배주주순이익	75	64	186	328	323	335	397
순차입금	323	218	(962)	(1,058)	(1,291)	(1,608)	(1,922)
매출증가율	(9.2)	(9.3)	10.2	51.3	(1.9)	(6.5)	16.9
영업이익률	4.9	2.3	6.5	10.6	10.1	11.8	11.9
지배주주순이익률	2.6	2.5	6.6	7.7	7.7	8.5	8.7
EPS증가율	(56.2)	(14.4)	190.3	76.7	(1.4)	3.6	18.7
ROE	6.2	4.3	13.6	20.6	17.1	15.3	15.8

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. Valuation

I-1. 목표주가 84,000원 상향: 이집트 등 수주 시 TP 상향 예정

폴란드 어닝 영향은 2023, 2026~2028년에 집중되어 EPS 상향폭 크지 않음

2023년의 EPS를 36% 올리지만, 2024년의 EPS는 4% 상향에 그쳤다. 이는 폴란드 수주에 따른 어닝 영향이 폴란드의 1차 12대와 2차 36대의 매출이 1차는 2022년말~2023년에 집중적으로 잡히지만, 2차는 2025년말~2028년이어서 당사의 Valuation 타임라인인 FWD 3년(2023~2025년)에 포함되지 않기 때문이다.

그러나 이집트 등이 남음

그러나 협상 소식이 널리 알려진 이집트, 슬로바키아, 그리고 핀란드나 UAE를 따낼 경우 2024~2025년의 실적을 올릴 수 밖에 없고 그만큼의 목표주가 추가 상승여력을 만들어 낼 것이다.

타겟 PER 디펜스~항공의 평균 25배로 낮춤

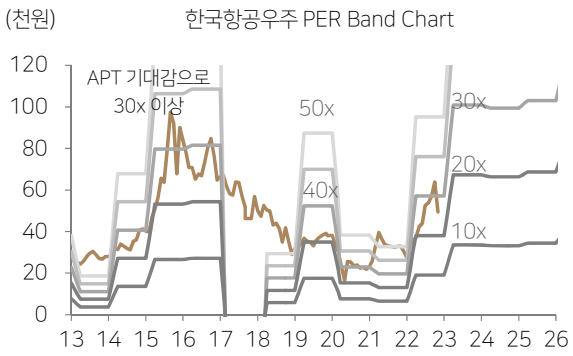
다만 타겟 PER을 기존 30배에서 25배로 글로벌 피어그룹의 디펜스~기체부품의 20~30배의 중앙값으로 낮추어 목표주가는 84,000원으로 2,000원 상승에 그친다. 한국 방위산업의 당사 타겟 PER 15배보다 여전히 높지만, 디펜스 시장에서 전투기가 50% 안팎으로 가장 큰 시장이라는 점에 양해를 구한다.

Fig. 63: 한국항공우주의 2023~2025년 평균 EPS 12% 올리지만 타겟 PER 30배에서 25배로 낮춤 (원, 배수)

PER VALUATION	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년
EPS	1,748	766	656	1,903	3,363	3,316	3,435	4,077
YoY	198%	(56%)	(14%)	190%	77%	(1%)	4%	19%
PER(고)	23.9	45.3	62.5	32.3				
PER(저)	17.5	21.1	39.5	16.0				
타겟PER	20	20	20		타겟 25	25	25	25
적정주가	34,963	15,310	13,111	47,583	84,078	82,895	85,886	101,923
Weight					*33%*	*33%*	*33%*	
					'23년 ~ '25년의 FWD 3Y			
적정주가						84,287		
목표주가				84,000				
종가(9월 23일)				49,500				
상승여력				69.7%				

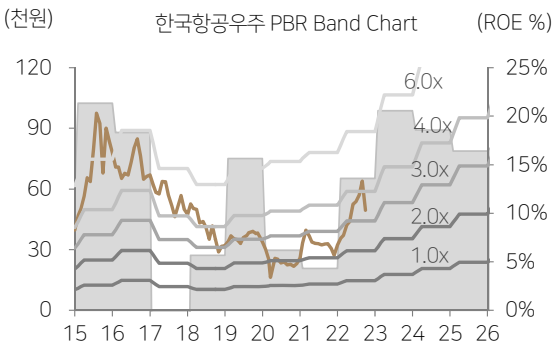
Source: 다올투자증권

Fig. 64: 한국항공우주 PER 밴드



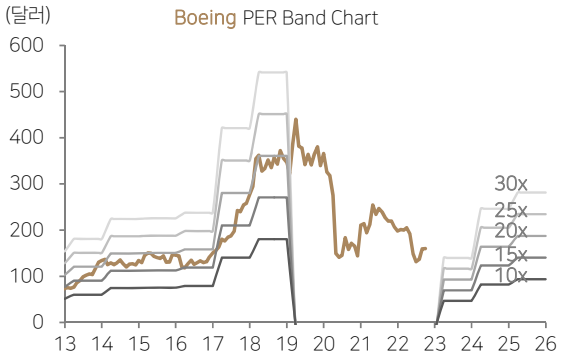
Source: 다올투자증권

Fig. 65: 한국항공우주 PBR 밴드



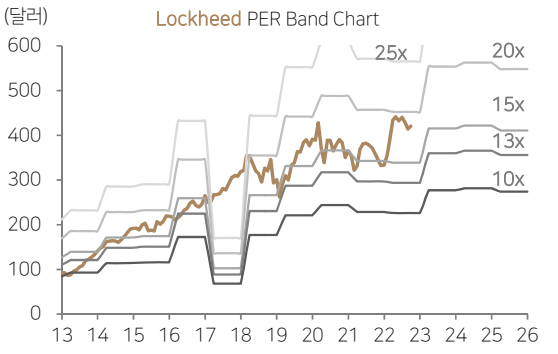
Source: 다올투자증권

Fig. 66: Boeing의 PER 2023년 35배, 2024년 20배



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 67: Lockheed PER 2022년 20배, 2023년 15배



Source: Bloomberg, 다올투자증권

II. 실적 전망

II-1. 하반기는 4Q 주목

3분기 보수적인 QoQ 소폭 증익, 그러나 YoY 기저

3분기 실적은 보수적인 예상치를 제시한다. 1) 2분기에 잡힌 일회성 -70억원(이라크 기지재건 공정 지연 충당금 -220억원과 수리온 소송 승소 +150억원)에 따른 기저, 2) 환율 상승로 기대하지만, 3) 조업일수 감소의 영향도 있다. 또한 4) 기체부품의 회복이 경기침체에 따라 불확실해졌다.

그러나 작년 3분기가 부진해 기저효과는 누린다.

4분기 폴란드 납품 물량 효과 궁금

폴란드 1차 납품 12대가 4Q22부터 잡힐 수 있어 4분기는 기대해본다.

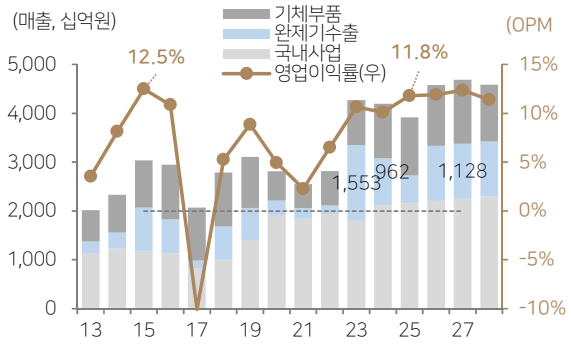
어차피 목표주가는 2023~2025년 EPS를 적용이지만 4Q22의 호실적과 수익성 레벨은 2023년과 그 이후를 가늠할 수 있게 해줄 것이다.

Fig. 68: 한화에어로스페이스의 실적 테이블: (십억원)

한국항공우주	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
가이던스									***2,826.1***	***2,947.6***			
매출액	611.7	708.5	445.1	796.9	640.7	668.5	659.6	854.7	2,562.3	2,823.4	4,271.7	4,192.1	3,918.2
YoY	*-26%*	*-2%*	*-13%*	*5%*	*5%*	*-6%*	*48%*	*7%*	*-9%*	*10%*	*51%*	*-2%*	*-7%*
영업이익	8.4	60.0	2.8	-13.0	39.2	34.4	40.3	69.4	58.3	183.4	454.3	423.8	462.3
금융/기타영업외	9.6	-1.9	10.2	-21.8	6.0	27.2	13.7	-4.3	-3.9	42.6	-19.1	8.5	-6.7
세전사업이익	18.0	58.1	13.0	-34.7	45.3	61.6	54.0	65.1	54.4	226.0	435.3	432.3	455.6
지배주주순이익	13.0	54.3	7.9	-11.3	37.5	50.7	41.9	55.4	63.9	185.5	327.8	323.2	334.9
영업이익률	*1.4%*	*8.5%*	*0.6%*	*(1.6%)*	*6.1%*	*5.2%*	*6.1%*	*8.1%*	*2.3%*	*6.5%*	*10.6%*	*10.1%*	*11.8%*
지배주주순이익률	*2.1%*	*7.7%*	*1.8%*	*(1.4%)*	*5.9%*	*7.6%*	*6.3%*	*6.5%*	*2.5%*	*6.6%*	*7.7%*	*7.7%*	*8.5%*
일회성	0.0	55.1	0.0	-36.4	0.0	-7.0			18.7	-7.0			
(일회성제거)영업이익	8.4	4.9	2.8	23.4	39.2	41.4	40.3	69.4	39.6	190.4			
(일회성제거)영업이익률	*1.4%*	*0.7%*	*0.6%*	*2.9%*	*6.1%*	*6.2%*	*6.1%*	*8.1%*	*1.5%*	*6.7%*			
가이던스									***1,955***	**1,991**			
매출 국내사업	412	553	283	594	405	492	453	587	1,843	1,937	1,799	2,119	2,162
YoY	*-3%*	*7%*	*-21%*	*-1%*	*-2%*	*-11%*	*60%*	*-1%*	*-3%*	*5%*	*-7%*	*18%*	*2%*
가이던스									***401***	**332**			
매출 완제기수출	99	36	21	61	56	2	26	88	218	172	1,553	962	568
YoY	*-40%*	*-35%*	*46%*	*-19%*	*-44%*	*-93%*	*26%*	*43%*	*-30%*	*-21%*	*800%*	*-38%*	*-41%*
가이던스									***470***	**624**			
매출 기체부품	96	115	138	138	177	171	180	180	488	708	920	1,111	1,189
YoY	*-59%*	*-21%*	*0%*	*73%*	*83%*	*49%*	*30%*	*30%*	*-19%*	*45%*	*30%*	*21%*	*7%*

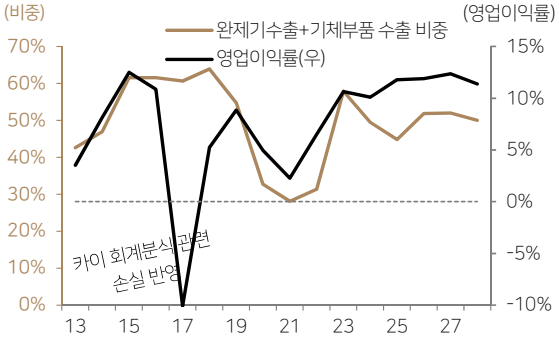
Source: 다올투자증권

Fig. 69: 한국항공우주의 매출 성장은 완제기 수출이 견인



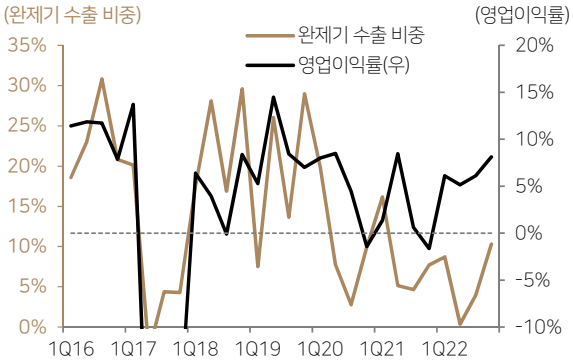
Source: 다올투자증권

Fig. 70: 수출비중 증가로 두 자릿수 OPM 가능



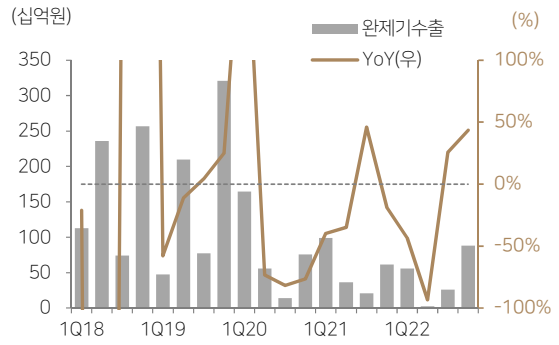
Source: 다올투자증권

Fig. 71: 4분기에 폴란드 완제기 납품 개시에 관심



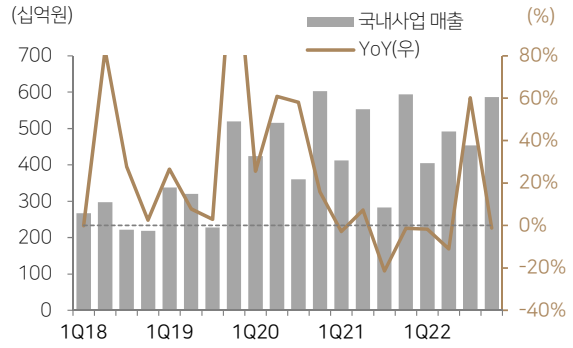
Source: 다올투자증권

Fig. 72: 4분기에 완제기 납품 증가 기대



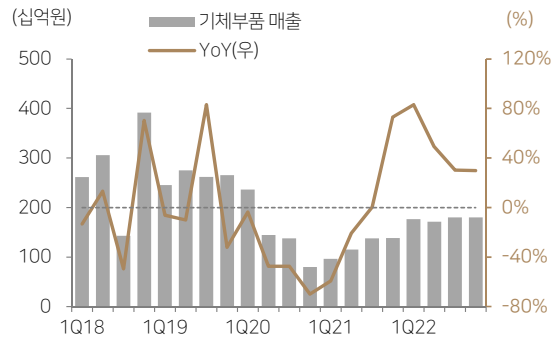
Source: 다올투자증권

Fig. 73: 국내방산은 4Q를 줄임: 국내용을 폴란드로 전환



Source: 다올투자증권

Fig. 74: 기체부품 PO 추세 유지 기대



Source: 다올투자증권

II-2. 중장기 실적 전망

폴란드는
2023년 12대
2026~2028년 36대

2023년은 폴란드 1차 물량의 12대 납품으로 견조하다. 그러나 폴란드 2차 납품이 2025년 말부터여서 공백이 있다. 이에 완제기 수출이 2023년에 1.5조원으로 신기록을 경신하고 이후 2024년에 0.96조원, 2025년에는 0.6조원으로 매출이 감소하는 예상치를 제시한다.

2024~2025년
완제기 수출 감소
반영했지만

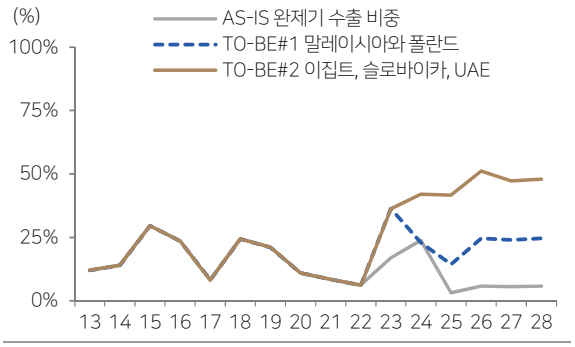
그러나 수주를 기대 중인 이집트 36대, 슬로바이카 12대(추정), UAE 등을 계약하면 2024~205년도 채워질 것으로 기대한다.

후속 수주에 따라
1.5~2조원으로 상향 가능

즉, 향후 후속 수주 내용에 따라 당사 Valuation 타임라인에 들어오는 2023~2025년의 실적 예상치를 상향하고 목표주가를 올릴 여지와 이벤트가 많이 남아있다. 그리고 이 미래 수주를 아주 낙관한다.

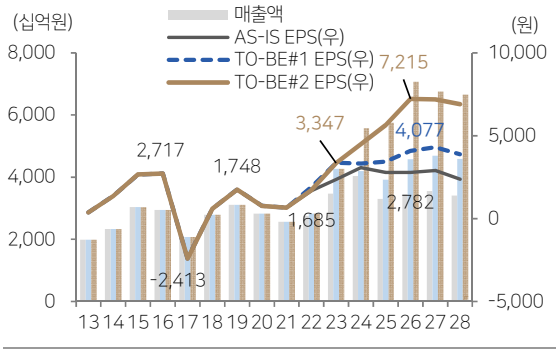
다음 투자포인트에서 경전투기 시장과 FA-50의 경쟁력을 살펴보자.

Fig. 75: 한국항공우주의 매출 성장은 완제기 수출이 견인



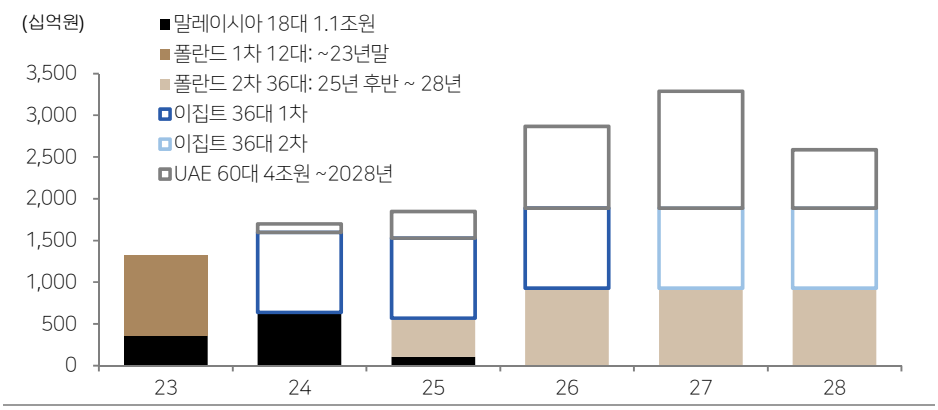
Source: 다올투자증권

Fig. 76: 수출비중 증가로 10% 중반 이상 OPM 가능



Source: 다올투자증권
Note: To-Be#1은 폴란드 48대를 반영,
To-Be#2는 이집트, 슬로바키아, UAE 수주를 가정

Fig. 77: 말레이시아, 폴란드 반영 + 이집트, UAE 등 미반영



Source: 다올투자증권

III. 투자포인트

III-1. 다음이 가장 많은 K-방산: 말레이시아, 이집트, UAE, 슬로바이카 등

AESA 장착한 블록20 탄생

폴란드 FA-50 48대를 막 수주했다. 2023년까지 납품되는 12대는 FA-50 블록 10, 그리고 2025년말부터 2028년까지 납품되는 36대는 AESA 레이더를 장착해 중거리 공대공을 강화한 블록 20으로 전해진다.

레이더가 문제였던 말레이시아도 곧 수주할 듯

2021년에 마무리될 것으로 기대했던 말레이시아 경전투기 도입사업은 레이더 문제로 지연되는 것으로 알려졌다. FA-50 블록20처럼 AESA 레이더를 장착함으로써 폴란드처럼 계약이 가능할 것으로 기대한다.

이집트 36대도 에어쇼, F-16 기운용으로 낙관

이집트 피라미드 위의 상공을 T-50B가 곡예 비행했다. 이집트와도 36대 FA-50 도입을 협상 중이다. 하반기 중에 기대한다. 이집트는 F-16 168대를 운용 중이다. 록히드마틴의 F-16과 FA-50를 하이-로우로 운용하는 전략은 당분간 대세가 될 전망이다

폴란드의 1/5의 국방비지출의 슬로바키아 12대는 기대해봄

폴란드 다음으로 유럽에서 가장 적극적으로 군비확장을 도모하며 K-방산에 관심을 표명하는 나라는 슬로바키아이다. 이미 전쟁이 발발하기 전인 2021년부터 슬로바이카아 국방부는 '군 현대화 계획'을 제시하고 2035년까지 공군 훈련기, 전차/장갑차 등 기계화 전력 대량 구매계획을 밝힌바 있다.

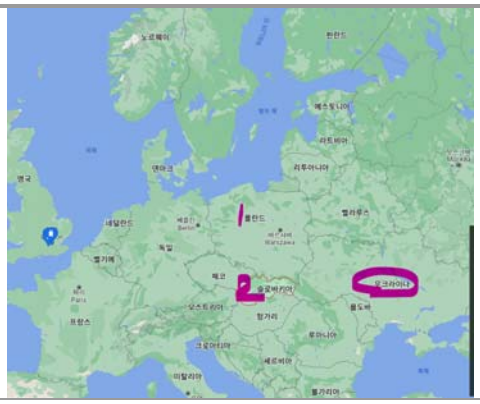
한국항공우주는 2021년 11월에 슬로바키아 국영 방산업체 LOTN과 FA-50 수출 업무 협약을 체결했고, 올해 5월에는 슬로바키아 국제 방산 전시회 IDEB 2022에도 참가했다. 그리고 9월에 슬로바키아 사절단은 DX코리아를 방문하면서, 경남 사천과 창원의 방산업체를 방문한다.

슬로바이카는 F-16V를 주문한 상태여서, F-16과 함께 운영이 적합한 FA-50의 구매 배경이 된다.

UAE T-50 60대

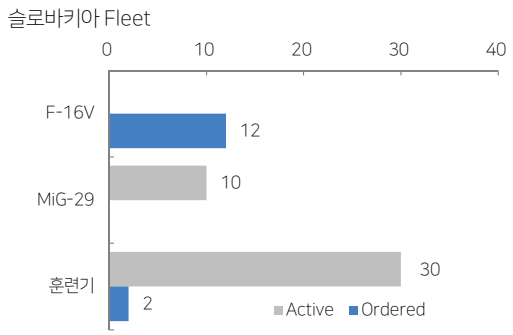
2021년에 문재인 대통령이 UAE를 방문하면서 시작된 UAE의 T-50 훈련기 및 훈련시스템 도입사업은 T-50 60대 및 교육시스템으로 5.4조원 규모로 알려졌다. UAE는 2009년에 T-50 대신 이태리 M346 도입을 결정했지만, 도입이 무산된 바 있고, 올해 2월에는 중국 L-15 12대 도입을 결정한 바 있다. 그럼에도 불구하고 2022년 3월에 UAE 국방특임장관이 방한하면서 다시 관심이 간다. UAE도 F-16을 78대 운영 중이다.

Fig. 78: 폴란드 남쪽에서 우크라이나 접경의 슬로바키아



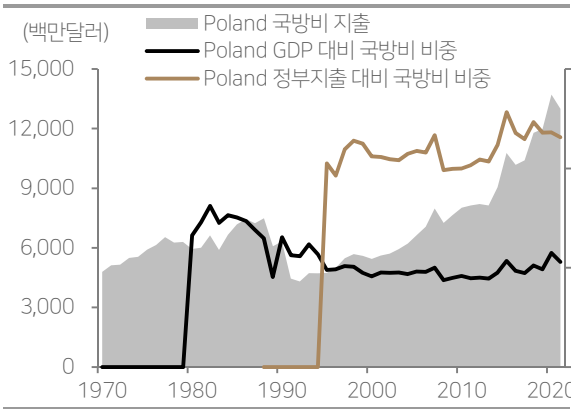
Source: google, 다올투자증권

Fig. 79: 슬로바키아의 전투기 Fleet: F-16V 주문 중



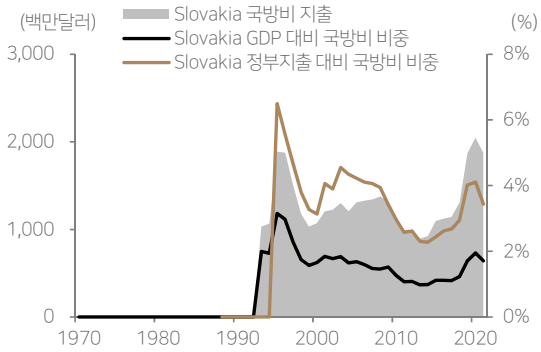
Source: GA, 다올투자증권

Fig. 80: 폴란드의 국방비 지출



Source: SIPRI, 다올투자증권

Fig. 81: 슬로바키아의 국방비 지출



Source: SIPRI, 다올투자증권

Fig. 82: 이집트 상공 에어쇼를 펼친 블랙이글스(T-50B)

Source: 한국항공우주, 다올투자증권

Fig. 83: UAE 국방특임장관과 제9차 한-UAE 회담

Source: 언론보도, 다올투자증권

III-2. 깐부의 F-16V 출시와 FA-50 원팀 마케팅, 그리고 천조국

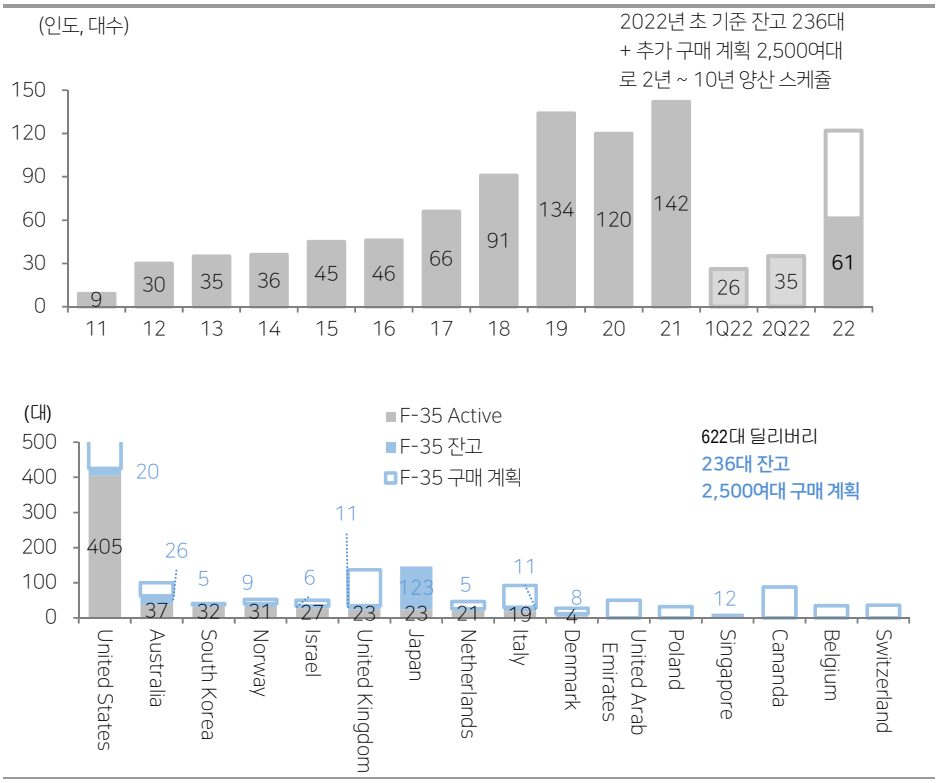
록히드마틴의 F-35는 대흥행 중

록히드마틴의 F-35 판매가 좋다. 록히드마틴은 F-35 양산에 바빠 기타 전투기를 수주할 여력이 없다. 연간 140여대의 F-35를 생산 중인데, 현재 잔고만 240여대로 2년치에 달하고, 각 국가의 F-35 추가구매 계획이 미국만 2천여대이고 우방국들이 500대에 달한다. 록히드마틴은 F-35만 10년 찍어내야 하는 상황이다.

그럼에도 불구하고 F-16V를 선보인 이유는 업그레이드 마케팅

그럼에도 불구하고 록히드마틴은 AESA 레이더를 달고 항전장비를 업그레이드한 F-16V를 출시했다. 슬로바키아 등 일부 신규 생산분 주문에 성공한 국가들도 있지만, 사실상 록히드마틴은 F-16V를 판매하고 있지 않는 것으로 전한다. 4.5세대 전투기인 F-16V에 5세대 스텔스기인 F-35만큼의 가격을 요구하고 있고, 인도 시점도 너무 멀다.
대신 기존에 구매한 F-16 C/D 등을 Viper로 업그레이드하라는 마케팅을 펼치고 있다. 시스템 업그레이드에서 알찬 수익을 낼 수 있기 때문이다.

Fig. 84: F-35 양산으로 바쁜 록히드마틴, 잔고 2년치 외에도 후속 구매계획이 10년치



Source: 다올투자증권

F-16 보유국가들이 FA-50을 신규 구매할 가능성 높음

그러나 업그레이드와 함께 기체(Fleet) 자체를 더 원하는 국가 및 수요에는 록히드마틴은 F-16V와 세트로 FA-50을 마케팅하고 있다. 동사가 록히드마틴이 6월에 체결한 "원팀 공동마케팅 협약"에서 천명했듯 미국 훈련기 사업 500대 외의 글로벌 경전투기 수요 500대를 바라보고 있기 때문이다.

즉, F-16을 보유한 국가들이 1) 업그레이드 및 2) FA-50과의 하이-로우 운용의 타겟 시장이다. 여태 T-50 계열을 구매해온 태국, 인도네시아도 F-16 보유국가이다.

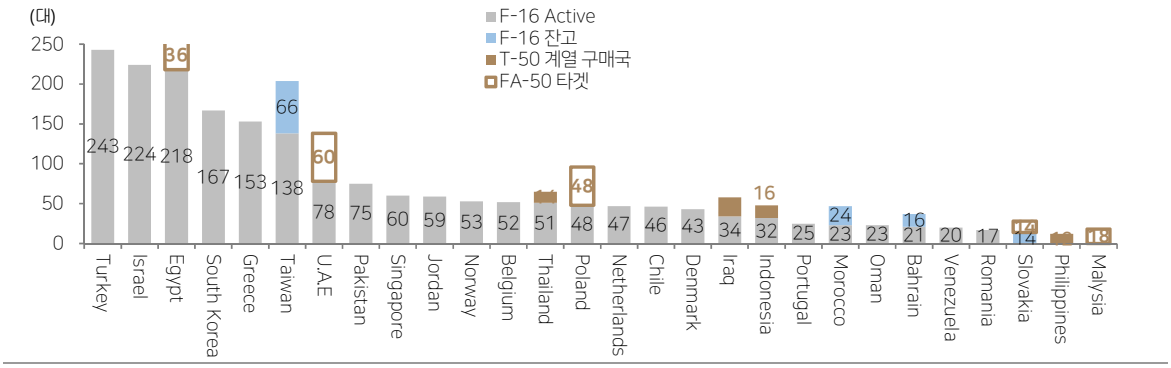
FA-50을 구매해간 국가 다수가 F-16을 운용

우리는 F-16을 이미 운영하고 있는 태국, 인도네시아, 이라크에 FA-50을 판매했다. 이들은 F-16을 하이로, FA-50을 로우급으로 운용한다. 막 판매한 폴란드, 곧 판매를 노리는 이집트, 슬로바키아 모두 F-16 운용 국가들이다.

F-16 운용국들에 집중

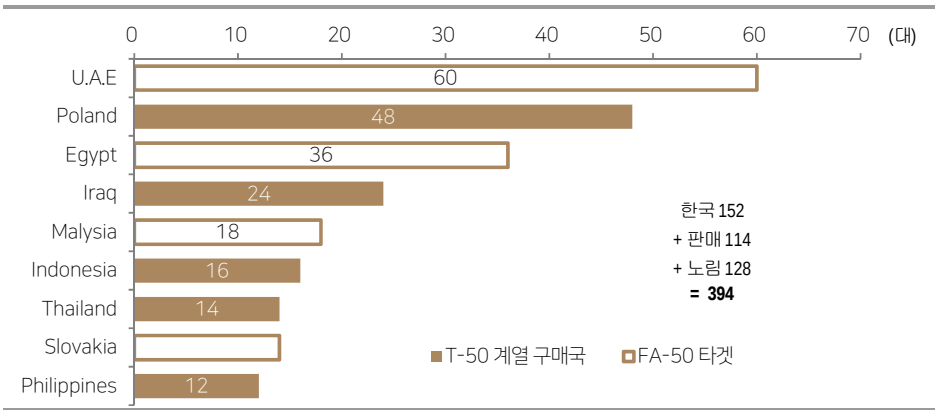
앞으로 노릴만한 시장은 유럽에서 그리스, 노르웨이, 벨기에, 네덜란드, 덴마크, 포르투칼이고, 중동에서 이집트와 함께 요르단, 이라크 후속, 오만, 바레인 등이며, 추가로 파키스탄, 칠레, 베네수엘라, 모르코, 파키스탄 등을 기억해두자. 건투를 빈다.

Fig. 85: F-16 운용국가여, FA-50을 함께 운용해 보거라



Source: 다올투자증권

Fig. 86: T-50 ~ FA-50 계열 운용국가들: 수주POOL 모두 달성 시 400여대 운영



Source: 다올투자증권

III-3. FA-50 블록20 탄생과 상품성 제고

FA-50 블록 20 탄생

레이더 문제로 1년 넘게 지연되던 말레이시아 경전투기 사업을 AESA 레이더로 풀기 시작했다. 폴란드의 요구 스펙에 따라 AESA 레이더 등을 보강하면서, 그렇게 FA-50 블록20이 탄생했다.

AESA 레이더로 중거리 공대지 전력 장착 가능

AESA 레이더를 장착하면 FA-50도 현재 탑재된 사거리 5~35km의 단거리 공대지 AIM-9 사이드와인더 대신, 사거리 80~100km의 중거리 공대지 AIM-120C를 통합할 수 있다. FA-50의 공대공 전투력이 비약적으로 개선되는 것이다.

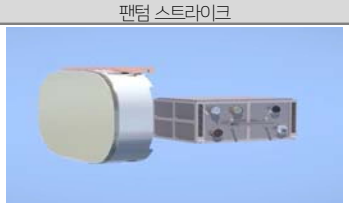
상품성이 비약적으로 향상된 블록 20의 폴란드 구매 때문에, 슬로바키아, 핀란드 등 다수 국가의 문의가 접수되고 있는 것으로 보인다. 이제 FA-50 양산이 늘면서 양산 단가가 떨어지는 선순환의 길에 들어서고 있다.

Fig. 87: 2016년에 APT를 위한 록히드마틴과 한국항공우주의 파트너십 협약, 그리고 2022년에 다시 ATT 등 500대와 글로벌 경전투기 500대를 위한 원팀 공동마케팅

수동 위상배열 vs. 능동 위상배열	
수동(Passive)	전력 증폭 소자 없음 진공관과 유사한 고출력의 단일 전력증폭부가 안테나와 별도로 존재
능동(Active)	능동배열=Active Electronically Scanned Array(AESA) 안테나 내부에 전력 증폭 소자 보유 고출력 단일 송신관 → 초고주파용 반도체 소자로 대체 70년대말 개발 시작 → 90년대에 다수 국가들 개발 완료
AESA의 장점	1) 증폭기~안테나 전기적 손실 거의 없고, 송수신 모듈 개수 증가 가능 2) 빠른속도로 안테나 빔의 방향 변경 → 다기능/다중모드 운용 가능 3) 모듈마다 5%~10% 손실이 발생해도, 전체 시스템 성능 저하 없음 → 기존보다 5배 이상의 신뢰도

Source: 다올투자증권

Fig. 88: FA-50의 AESA 레이더 후보로 언급되는 레이시온과 노스롭, 그리고 한화시스템

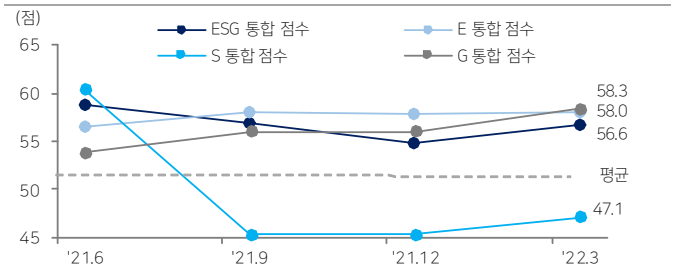
	팬텀 스트라이크	AN/APG-83 SABR 콤팩트형
제품 사진		
개발 업체	미국 레이시온 테크놀로지스	미국 노스롭 그루먼
개량 대상 모델	AN/APG-79 소형 개량화	AN/APG-83 SABR 소형 개량화
비고	- 개량 전 모델인 AN/APG-79는 F/A-18에 탑재 - 반도체 전력증폭 소자로 갈륨비소(GaAS)를 사용한 AP-79(탐지거리 150km) 대비하여 질화갈륨(GaN)을 사용 - 갈륨비소에 비해 출력 전력밀도, 열전도율 성능이 개선되어 동일한 체적에서 더 강력한 레이더파를 출력 - 기존 모델 대비 45kg 중량 감소	- 개량 전 모델인 AN/APG-83 SABR은 F-16, F-18, KF-16, B-18(예정)에 탑재 - AN/APG-83 SABR(탐지거리 370km) 개량

Source: 다올투자증권

ESG 페이지

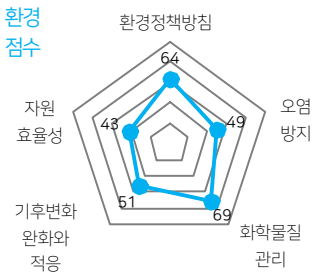
한국항공우주 (047810) - 산업재

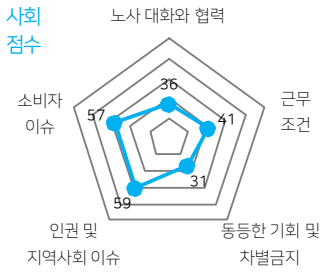
ESG 통합 점수 추이

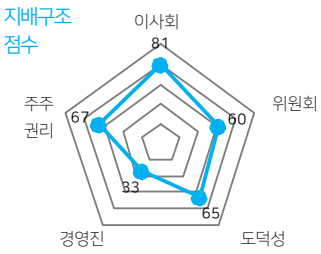


ESG 성과 분석

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

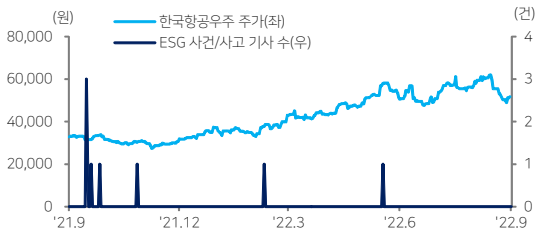






주가 & ESG 사건/사고 분석

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
3Q21	0	7	19	26
4Q21	0	5	2	7
1Q22	0	0	1	1
2Q22	0	1	0	1

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
한국항공우주	**56.6**	**58.0**	**47.1**	**58.3**	**15 / 101**	**8 / 101**	**74 / 101**	**4 / 101**
한화에어로스페이스	60.0	57.9	54.8	59.1	3 / 101	10 / 101	18 / 101	3 / 101
LIG 넥스원	59.5	55.8	55.4	58.3	5 / 101	22 / 101	16 / 101	5 / 101

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	3,152.3	3,681.0	4,037.3	4,763.2	4,944.2
현금성자산	686.2	1,012.7	2,187.6	2,271.0	2,492.2
매출채권	269.7	248.8	449.8	706.9	681.6
재고자산	1,197.1	1,324.7	299.7	679.5	659.2
비유동자산	2,006.8	2,174.2	2,336.7	2,455.4	2,574.0
투자자산	576.1	683.3	743.7	773.9	805.3
유형자산	917.1	865.3	887.5	956.1	1,024.6
무형자산	513.5	625.6	705.5	725.5	744.0
자산총계	5,159.1	5,855.2	6,374.0	7,218.6	7,518.2
유동부채	2,623.4	2,800.1	3,311.4	3,839.7	3,826.6
매입채무	432.7	424.8	706.5	1,224.1	1,199.5
유동성이자부채	337.4	102.8	309.7	297.5	285.8
비유동부채	1,301.4	1,757.7	1,600.3	1,622.9	1,646.5
비유동이자부채	671.3	1,127.7	915.8	915.8	915.8
부채총계	3,924.8	4,557.8	4,911.7	5,462.6	5,473.1
자본금	487.4	487.4	487.4	487.4	487.4
자본잉여금	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3
이익잉여금	600.9	674.8	840.9	1,134.6	1,423.7
자본조정	(21.2)	(21.1)	(21.0)	(21.0)	(21.0)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,234.3	1,297.4	1,462.3	1,756.0	2,045.1
투하자본	1,496.7	1,436.3	417.4	612.2	664.8
순차입금	322.5	217.7	(962.1)	(1,057.7)	(1,290.6)
ROA	1.5	1.0	3.0	4.8	4.4
ROE	6.2	4.3	13.6	20.6	17.1
ROIC	7.7	3.9	16.1	66.0	49.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,825.1	2,562.3	2,823.4	4,271.7	4,192.1
증가율 (Y-Y,%)	(9.2)	(9.3)	10.2	51.3	(1.9)
영업이익	139.5	58.3	183.4	454.3	423.8
증가율 (Y-Y,%)	(49.4)	(58.2)	214.8	147.7	(6.7)
EBITDA	273.9	207.0	276.9	517.7	488.6
영업외손익	(57.0)	(3.8)	42.6	(19.1)	8.5
순이자수익	(17.3)	(20.0)	(10.7)	(2.6)	(2.0)
외화관련손익	(21.4)	27.9	28.2	0.0	8.6
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	82.5	54.4	226.0	435.3	432.3
당기순이익	72.3	53.3	183.9	325.4	320.8
지배기업당기순이익	74.6	63.9	185.5	327.8	323.2
증가율 (Y-Y,%)	(57.0)	(26.3)	245.2	77.0	(1.4)
NOPLAT	122.3	57.0	149.2	339.7	314.6
(+) Dep	134.3	148.8	93.5	63.3	64.8
(-) 운전자본투자	(474.6)	(209.2)	(1,123.0)	102.0	(38.8)
(-) Capex	253.0	83.9	87.5	76.7	76.7
OpFCF	478.3	331.1	1,278.2	224.3	341.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.9	(2.8)	(3.2)	14.8	17.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(26.4)	(12.7)	48.2	93.8
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	(4.7)	(10.9)	23.6	33.1
순이익증가율(3Yr)	n/a	(1.4)	3.0	65.1	81.9
영업이익률(%)	4.9	2.3	6.5	10.6	10.1
EBITDA마진(%)	9.7	8.1	9.8	12.1	11.7
순이익률 (%)	2.6	2.1	6.5	7.6	7.7

현금흐름표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	732.4	440.0	1,191.3	108.7	450.4
당기순이익	72.3	53.3	183.9	325.4	320.8
자산상각비	134.3	148.8	93.5	63.3	64.8
운전자본증감	273.8	178.8	1,113.3	(102.0)	38.8
매출채권감소(증가)	67.5	(8.9)	(139.6)	(257.1)	25.3
재고자산감소(증가)	(32.8)	(177.3)	1,022.8	(379.8)	20.4
매입채무증가(감소)	(6.2)	(20.1)	278.8	517.5	(24.5)
투자현금	(353.3)	(416.0)	(78.3)	(182.7)	(183.9)
단기투자자산감소	88.0	(166.5)	154.1	(0.5)	(0.6)
장기투자증권감소	(0.3)	(12.3)	(4.4)	(3.4)	(3.5)
설비투자	(253.0)	(83.9)	(87.5)	(76.7)	(76.7)
유무형자산감소	(208.5)	(185.2)	(125.2)	(75.2)	(75.2)
재무현금	216.5	200.7	170.3	156.8	(45.8)
차입금증가	255.5	220.2	189.8	190.9	(11.7)
자본증가	(39.0)	(19.5)	(19.5)	(34.1)	(34.1)
배당금지급	(39.0)	(19.5)	19.5	34.1	34.1
현금 증감	592.5	224.7	1,287.5	82.8	220.7
총현금흐름(Gross CF)	444.7	316.2	92.9	210.7	411.6
(-) 운전자본증가(감소)	(474.6)	(209.2)	(1,123.0)	102.0	(38.8)
(-) 설비투자	253.0	83.9	87.5	76.7	76.7
(+) 자산매각	(208.5)	(185.2)	(125.2)	(75.2)	(75.2)
Free Cash Flow	365.2	79.1	1,127.8	(73.9)	266.5
(-) 기타투자	0.3	12.3	4.4	3.4	3.5
잉여현금	364.8	66.7	1,123.4	(77.3)	263.0

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	766	656	1,903	3,363	3,316
BPS	12,264	13,023	14,728	17,741	20,706
DPS	200	200	350	350	350
Multiples(x,%)					
PER	33.7	49.5	26.0	14.7	14.9
PBR	2.1	2.5	3.4	2.8	2.4
EV/ EBITDA	10.4	16.3	14.0	7.3	7.2
배당수익율	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
PCR	5.7	10.0	52.0	22.9	11.7
PSR	0.9	1.2	1.7	1.1	1.2
재무건전성 (%)					
부채비율	318.0	351.3	335.9	311.1	267.6
Net debt/Equity	26.1	16.8	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	117.8	105.2	n/a	n/a	n/a
유동비율	120.2	131.5	121.9	124.0	129.2
이자보상배율	8.1	2.9	17.2	172.4	207.6
이자비용/매출액	0.8	0.9	0.9	0.6	0.6
자산구조					
투하자본(%)	54.2	45.9	12.5	16.7	16.8
현금+투자자산(%)	45.8	54.1	87.5	83.3	83.2
자본구조					
차입금(%)	45.0	48.7	45.6	40.9	37.0
자기자본(%)	55.0	51.3	54.4	59.1	63.0

주) EPS는 완전희석 EPS

LIG넥스원
(079550)

—

STRONG BUY

	현재	직전	변동
투자의견	STRONG BUY	STRONG BUY	유지
목표주가	160,000	145,000	상향
Earnings			상향

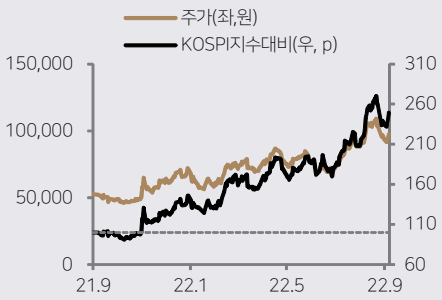
Stock Information

현재가(2/4)	94,300원
예상 주가상승률	69.7%
시가총액	20,746억원
비중(KOSPI내)	0.11%
발행주식수	22,000천주
52주 최저가/최고가	46,300 - 109,000원
3개월 일평균거래대금	236억원
외국인 지분율	12.1%
주요주주지분율(%)	
엘아이지 (외 13인)	44.7
국민연금공단 (외 1인)	13.6
LIG넥스원우리사주 (외 1인)	1.9

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	14.4	11.9	11.5
PBR(배)	2.0	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	12.7	9.5	6.8
배당수익률(%)	1.7	1.6	2.1

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	0.1	25.2	80.7	37.5
KOSPI대비 상대수익률(%)	6.1	41.5	107.4	60.6

Price Trend



DAOL 다올투자증권

방위산업 최광식 I gs.choie@daolsecurities.com

Buy & Forget 2

Issue

Valuation 구간을 2023~2025년의 3년으로 반년 이동하고, 타겟 PER 15배를 유지해 목표주가를 16만원으로 상향

Pitch

폴란드 등 최근 해외 수주에서 가장 조용하고 소외 받았지만 저평가 매력은 여전히 충만. 천궁-2 본격 납품이 시작되는 2024년에 PER 9배. 수주 모멘텀 알려지지 않지만 비닉 사업의 특징

Rationale

- 3분기에 인도네시아 무전기 납품 증가로 수출 비중 18%로 QoQ 8%p 증가. PGM만큼의 수익성은 아니지만 3분기 영업이익은 컨센서스를 상회하는 500억원 예상. 또한 천궁-2의 1차 포대만을 계약했는데 4Q22에 그 영향을 실적으로 관찰 가능
- 2023년부터 드디어 기존 수출 잔고 4조원에서 PGM 매출이 늘어 턴어라운드가 시작된다는 가이던스. 2024년부터 천궁-2가 의미 있게 납품되기 시작해 2030년까지 실적 턴어라운드가 길어짐. 2024년에 EPS는 1만원을 넘김
- 후속 수주는 전혀 알 수 없지만, 사우디아라비아의 군비가 3.3배라는 점을 기억해야할 것. 또한 사우디아라비아는 러시아 S-400과 천궁-2를 고민 중인데 최근 우크라이나-러시아 전쟁 때문에 러시아 무기체계 구매에 거부감이 있을 것. 또한 S-300과 S-400이 미국의 하이마스(MLRS, 다련장)를 막지 못하는 이슈도 발생
- 천궁-2(M-SAM 2)는 한국군에 실전배치되고 불과 2년만에 수출. 탐색개발 및 체계개발 중인 L-SAM과 LAMD도 각각 전력화하는 2027년과 2030년부터 또 다른 수출 효자상품이 될 수 있음. LAMD의 탐색개발 업체를 곧 선정할 예정인데 동사가 유도탄을 담당할 듯

Earnings Forecasts

(단위: 십억원,%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,600	1,822	2,058	2,645	3,016	3,469	3,628
영업이익	64	97	190	254	301	384	411
EBITDA	115	154	248	319	367	452	479
지배주주순이익	58	105	175	181	228	313	346
순차입금	480	456	279	96	(85)	(377)	(680)
매출증가율	10.2	13.9	12.9	28.5	14.0	15.0	4.6
영업이익률	4.0	5.3	9.3	9.6	10.0	11.1	11.3
지배주주순이익률	3.6	5.8	8.5	6.8	7.6	9.0	9.5
EPS증가율	1,717.1	81.5	66.3	3.5	26.0	37.3	10.7
ROE	8.9	14.6	20.2	17.4	18.9	21.9	20.4

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. Valuation

I-1. 목표주가 160,000원으로 상향

FWD 3년을 2023~2025년으로 0.5년 옮김

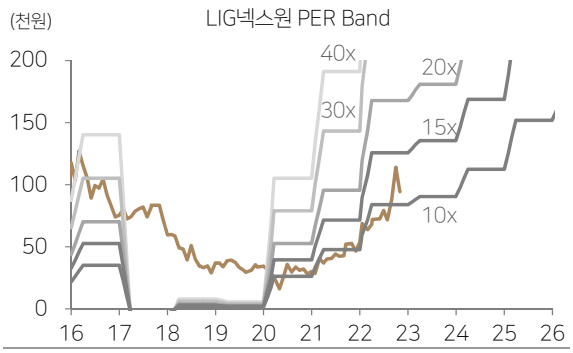
실적의 큰 조정 없이, 타겟 PER 15배를 유지하면서, 동사의 목표주가를 기존 14.5만원에서 16만원으로 상향했는데 이는 Valuation의 타임라인 FWD 3년을 2023~2025년으로 0.5년 이동했기 때문이다. 이익 증가는 2028~2030년까지 계속되기 때문에, 꾸준히 이렇게 목표주가를 상향할 예정이다. Strong Buy 투자의견도 유지한다.

Fig. 89: LIG넥스원 목표주가 145,000원으로 16% 상향: 타겟 PER 15배 유지, FWD 3년의 타임라인 이동 (원, 배수)

PER VALUATION	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년
EPS	145	2,631	4,775	7,942	8,220	10,360	14,226	15,748
YoY	-28.5%	1717.1%	81.5%	66.3%	3.5%	26.0%	37.3%	10.7%
PER(고)	285.6	13.9	11.0	12.0			6.6	6.0
PER(저)	187.2	6.1	5.8	7.1				
타겟PER					타겟 15	15	15	15
적정주가2				119,127	123,294	155,406	213,393	236,215
Weight					*33%*	*33%*	*33%*	
					'23년 ~ '25년의 FWD 3Y			
적정주가1						164,031		
목표주가				160,000				
종가(9월 23일)				94,300				
상승여력				69.7%				

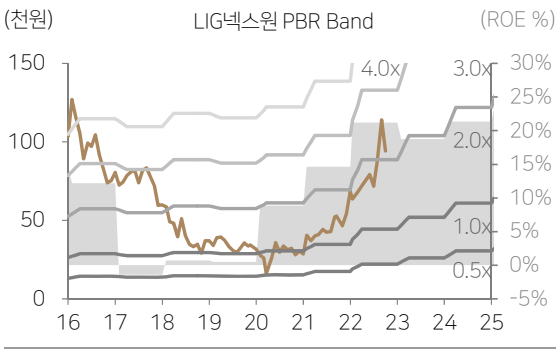
Source: 다올투자증권

Fig. 90: LIG넥스원 PER 밴드



Source: 다올투자증권

Fig. 91: LIG넥스원 PBR 밴드



Source: 다올투자증권

II. 실적 전망

II-1. 하반기: 3분기는 무전기, 4분기는 천궁-2 일부

하반기 수출 비중 증가

2022년 상반기에 수출 비중은 10% 안팎이었고 영업이익률도 11.8%, 9.6%로 견조했다. 하반기에 수출비중이 는다. 3분기는 인도네시아 무전기, 4분기에는 천궁-2의 매출이 미미하게 잡히시 시작해 하반기 수출 비중을 18%로, 연간 14%로 예상했다. 연초 가이던스에 준하는 수준이다.

그러나 수익성은 보수적으로 예상

그러나 인도네시아 무전기 납품은 PGM(Precision Guided Munition, 정밀유도무기)와 달리 수익성은 그리 높지 않다. 4분기에는 천궁-2 효과를 반영하지만 4분기에 늘 정리하는 개발 실패 사업의 충당금을 가정해 QoQ 감익을 예상했다.

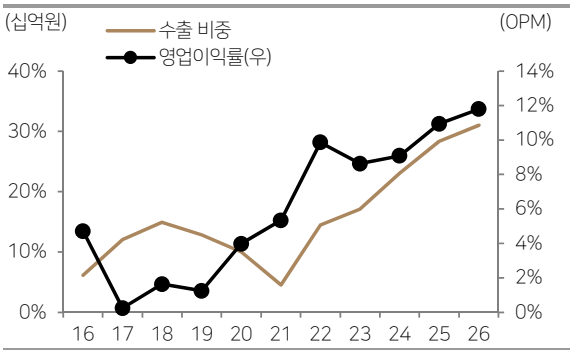
2023년부터는 수출잔고 4조원에서 PGM 수출 증가에 따른 이익 성장을, 그리고 2024년부터 천궁-2 본격 양산에 따라 또 이익 증가 예상치를 제시한다.

Fig. 92: LIG넥스원 실적: 하반기도 컨센서스보다 좋고, 특히 2023년부터 2030년대까지 가파른 증익 (십억원)

LIG넥스원	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	350.5	439.9	458.9	573.0	427.2	490.3	515.6	624.7	1,822.2	2,057.7	2,645.0	3,016.2	3,469.1
YoY	*(0%)*	*26%*	*11%*	*18%*	*22%*	*11%*	*12%*	*9%*	*14%*	*13%*	*29%*	*14%*	*31%*
수출	29.3	16.3	18.6	18.4	46.9	46.0	92.8	112.4	82.6	298.1	486.1	747.8	983.1
YoY	*(51%)*	*(65%)*	*(38%)*	*(27%)*	*60%*	*183%*	*400%*	*510%*	*(49%)*	*261%*	*63%*	*54%*	*102%*
수출 비중	***8%***	***4%***	***4%***	***3%***	***11.0%***	***9.4%***	***18%****	***18%****	***4.5%***	***14%****	***18%****	***25%****	***28%****
PGM 비중	*57%*	*53%*	*61%*	*51%*	*65%*	*61%*			*57%*				
영업이익	12.8	28.8	35.5	20.1	50.5	47.2	50.0	42.8	97.2	190.5	254.3	301.5	384.4
금융/기타영업외	15.1	(2.8)	17.3	2.4	1.9	8.9	21.7	0.9	31.9	33.4	(19.4)	(5.5)	22.0
세전사업이익	27.9	26.0	52.7	22.5	52.4	56.1	71.7	43.7	129.1	223.8	234.8	296.0	406.5
지배주주순이익	19.9	22.4	40.7	22.0	41.7	44.2	55.2	33.6	105.1	174.7	180.8	227.9	313.0
영업이익률	*3.7%*	*6.5%*	*7.7%*	*3.5%*	*11.8%*	*9.6%*	*9.7%*	*6.9%*	*5.3%*	*9.3%*	*9.6%*	*10.0%*	*11.1%*
지배주주순이익률	*5.7%*	*5.1%*	*8.9%*	*3.8%*	*9.8%*	*9.0%*	*10.7%*	*5.4%*	*5.8%*	*8.5%*	*6.8%*	*7.6%*	*9.0%*

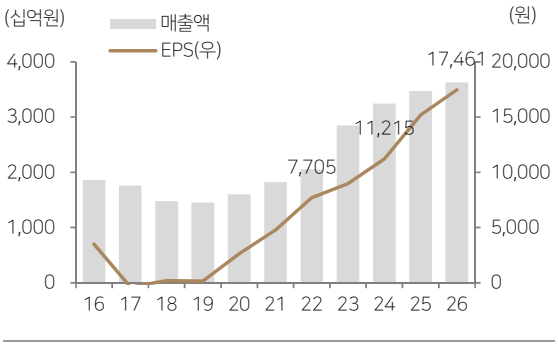
Source: 다올투자증권

Fig. 93: LIG넥스원의 수출 비중과 영업이익률



Source: 다올투자증권

Fig. 94: LIG넥스원의 실적 턴어라운드와 꾸준한 증익



Source: 다올투자증권

III. 투자포인트

III-1. 수출잔고에서 PO가 빨라진다

저평가

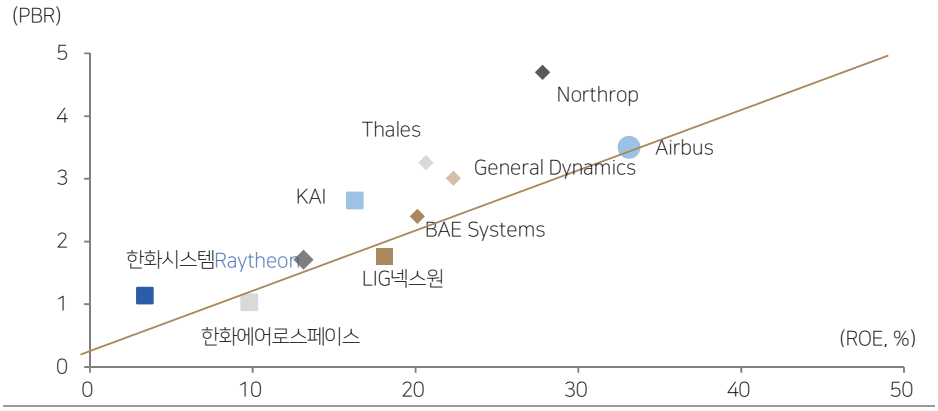
동사는 글로벌 피어그룹 중에서도 ROE-PBR에서 가장 저평가 상태이다. 한국의 방산 4총사 중에서도 PER로 가장 싸다. 그 원인으로 1) 비닉사업에 따른 수주의 불확실성/불투명성, 2) 수주잔고 8조원에서 절반 이상인 수출잔고의 미래 매출 스케쥴의 지연 및 불확실성으로 판단한다. 그러나, 마음 편하다.

전쟁으로 잔고의 PO 빨라질 것으로 기대

UAE 천궁-2 수주인식은 아직 820억원에 불과하다. 4조원 수출 수주잔고의 매출 인식이 현지화, 커스터마이징 설계를 마치고 2023년부터 본격적으로 납품된다는 가이던스이다.

여태 지연이 있었지만 우크라이나-러시아 전쟁으로 글로벌 국방비 증액의 기조가 잡힌다. 기존 수주 물량의 PO가 빨라질 개연성이 높다. Covid-19 팬데믹을 지나며 예산 집행도 어려웠을 터이다. 특히 수주잔고의 상당 부분인 중동 국가들은 저유가에 따른 재정 부족도 지연의 한 사유였을 것이다. 그러나 Covid-19를 지나 유가도 급등하며 재정수지도 건전해진 고객처들의 잔고에서 PO가 기대된다.

Fig. 95: 2024년 ROE-BPR에서도 가장 저평가



Source: Bloomberg, 다올투자증권

III-2. KAMD의 후속 L-SAM과 LAMD는 미래 수출 아이템

천궁-2의 한국 실전배치 2년만의 수출 쾌거

2021년 11월부터 UAE 트위터를 통해 알려진 천궁-2(M-SAM 2)의 4.5조원 규모 수출이 2022년 1월에 결정되었다. M-SAM 2는 불과 2020년부터 한국군에 실전 배치된 '신상'이다. 뛰어난 테스트 단계의 성능과 가격의 결과로 만들어진 결과이다.

KAMD에서 M-SAM과 패트리어트 운용 중

대한민국의 KAMD(Korea Air & Missile Defense, 한국형 미사일방어체계) 사업은 각 고도에 따른 탄도미사일 요격을 목표로 시작되었고, 북한의 다양해지는 미사일에 따라 다층방어체계로 진화 중이다.

2020년 11월에 미제 패트리어트 PAC3가 2015년 43월에 성능개량을 시작해 2020년 11월에 실전배치되어 패트리어트 PAC2를 대체했다. 그리고 우리 기술 천궁-2가 2020년 11월에 역시 군에 인도되기 시작해 실전배치 되었다.

중고도: 장거리 지대공

L-SAM 사업은 고도 40~70km의 탄도미사일을 목표로 2024년에 체계개발을 완료하고, 2027년 이후 전력화를 목표로 하고 있다. 동사는 대항공기 유도탄과 유도조종장치 및 구동장치를 담당하고 있다.

그리고 준비 중인 저고도: 단거리 지대공

마지막 퍼즐 LAMD(Low Altitude Missile Defense, 한국형 아이언 돔)는 고도 10km를 지붕 형태의 방공망으로 둘러싸 북의 장사정 포탄을 요격하는 개념이다. 원래 2024년에 탐색개발을 마치고, 2029년에 체계개발을 완료할 예정이었지만, 올해 2월에 시험발사에 성공해 2026년에 조기 전력화 가능성이 대두되고 있다. 탐색개발 업체 선정이 임박했다. M-SAM 2처럼 유도탄은 동사가, 레이더는 한화시스템이 맡는 것이 컨센서스이다.

M-SAM 2 이후 수출 가능 상품이 늘고 있음

동사는 M-SAM 2, L-SAM에서 유도탄을 담당하고 있는 유도 장인이다. M-SAM 2이 뛰어난 성능과 가성비로 한국군 실전배치 후 2년도 안되어 UAE가 믿고 구매했듯 동사의 미래 수출 효자 아이템이 늘고 있다. 건투를 빈다.

Fig. 96: KAMD에서 패트리어트 PAC3와 사드를 제외한 국산 무기체계

KAMD(한국형 미사일방어체계)	년도	단계	담당
M-SAM-2(천궁-2)	2017년	체계개발 완료	LIG넥스원(유도탄),
고도 15~20km 설	2020년	실전배치	한화시스템(레이다)
사거리 40~60km 설	2022년	UAE 수출 계약	한화디펜스 등(발사대)
L-SAM	2024년 11월	체계개발 완료 목표	LIG넥스원, 한화(유도탄)
고도 40~70km 설	2027년	전력화	한화시스템(AESA레이다)
사거리 150~300km 설		수출 상품화 기대	한화디펜스 등(발사대)
LAMD(한국형아이언돔)	2024년	탐색개발 완료	경합 중
북한군 장사정포(240㎜, 300㎜)	2029년	체계개발 완료	
	2030년~	실전배치 예상	

Source: 다올투자증권

Fig. 97: DX코리아 2022에서 현궁에 관심 보이는 고객

Source: 다올투자증권

Fig. 98: DX코리아 LAMD 유도탄

Source: 연합뉴스, 다올투자증권

Fig. 99: DX코리아 2022: 천궁 발사대

Source: 다올투자증권

Fig. 100: DX코리아 2022: 미국의 패트리어트

Source: 연합뉴스, 다올투자증권

III-3. UAE 다음은 어디?

M-SAM 후속 수주는?

M-SAM 2 외에 후속 제품들이 나오고 있지만, UAE에 수출된 M-SAM 2의 두번째, 세번째 수주를 기대하게끔 한다. UAE의 M-SAM 2 구매를 미리 알지 못했듯, 다수의 수주 협상이 있더라도 우리는 알 수 없다.

시리아, 중국, 터키, 인도가 러시아의 S-400 구매

천궁-2는 우크라이나-러시아 전쟁에서 수혜가 기대된다. 중거리 지대공 요격체계는 미국의 패트리어트(Patriot) PAC3, 러시아의 S-400, 이스라엘의 바락(Barak), 한국의 천궁-2가 경합 중이다. 전쟁에 따른 러시아 제재로 여타 무기체계의 수혜가 기대되는 상황이다.

러시아 지대공 구매 국가는 시리아, 중국, 터키, 인도, 알제리

러시아 S-400은 미국의 패트리어트와 같은 지대공 요격체계로 1) 2015년말부터 시리아 공군에 배치되었고, 2) 중국은 2014년에 도입을 결정해 2017년부터 2019년까지 3개 포대(30억달러)를 도입했다. 3) 터키는 F-35를 포기하며 2017년에 S-400 구매 계약을 체결해 2020년까지 도입했다. 4) 인도는 도날드 트럼프의 압박에도 2018년에 도입 계약을 체결했고, 2021년말부터 중국 접경 지역에 배치를 시작했다. 5) 알제리도 2021년에 S-400을 인도받았다. 중국, 인도, 알제리는 전통적인 러시아 무기체계 사용국가들이다.

사우디아라비아는 이제 S-400 못 삼, 안 삼

특히 UAE 이전에 먼저 M-SAM 2에 관심을 보였던 사우디아라비아가 궁금하다. 사우디아라비아는 러시아 S-400 수입 협상을 진행한 바 있다. 2017년에 사우디 빈 살만은 S-400, S-300을 포함한 무기체계 협상 소식이 알려졌지만 확인되지 않았다. 2021년에 바이든 미국 행정부는 사우디아라비아에 배치한 방공 및 미사일 방어 체계 철수를 시작했고, 이에 사우디아라비아는 또 다시 S-400과 천궁-2 등의 도입을 검토하고 있는 것으로 전한다.

UAE의 3배 국방비 지출하는 사우디

사우디아라비아가 천궁-2를 도입하게 된다면, UAE의 3배 규모일 것으로 전한다. 과거 사우디아라비아의 국방비 지출액은 UAE의 3.3배이다. 괜한 얘기는 아니다.

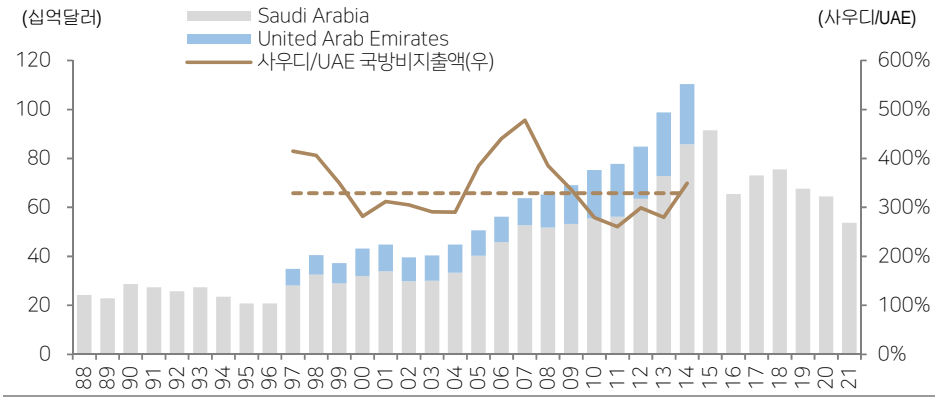
Fig. 101: 대한민국의 천궁-2 지대공 탄도탄 요격체계

Source: 다올투자증권

Fig. 102: 러시아의 S-400 지대공

Source: 연합뉴스, 다올투자증권

Fig. 103: UAE의 3.3배 수준 국방비를 지출 중인 사우디아라비아가 다음 천궁-2 구매처가 되길



Source: 다올투자증권

Fig. 104: 재블린 vs. 현궁

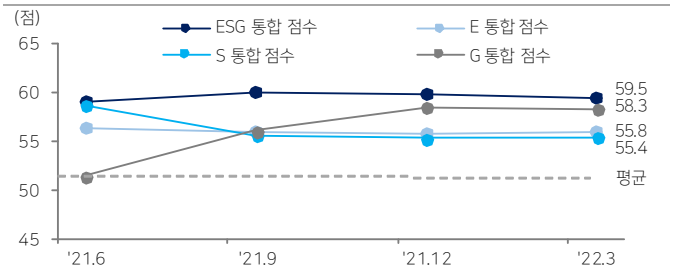
	FGM-148 재블린	AT-1K 현궁
제품 사진		
개발 업체	미국 록히드마틴, 레이시온 테크놀로지스	LIG넥스원, 한화
개발 연도	1989년	2015년
유효 사거리	2km	2.5km
중량	28.7kg	13kg
화력	900mm 장갑 격파 가능	900mm 장갑 격파 가능
탄두	이중성향작약(탠덤) 탄두	이중성향작약(탠덤) 탄두
조준 방식	냉각식 적외선 CCD, 발사까지 30초 소요	비냉각식 적외선 CCD, 즉각 발사 가능

Source: 다올투자증권

ESG 페이지

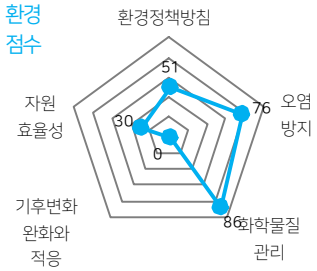
LIG넥스원 (079550) - 산업재

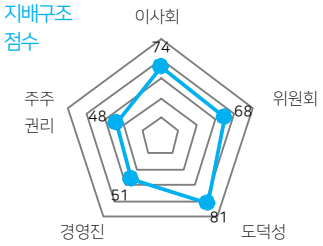
ESG 통합 점수 추이



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
3Q21	0	0	0	0
4Q21	0	0	0	0
1Q22	0	0	0	0
2Q22	0	0	1	1

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	**59.5**	**55.8**	**55.4**	**58.3**	**5 / 101**	**22 / 101**	**16 / 101**	**5 / 101**
한국항공우주	56.6	58.0	47.1	58.3	15 / 101	8 / 101	74 / 101	4 / 101
한화에어로스페이스	60.0	57.9	54.8	59.1	3 / 101	10 / 101	18 / 101	3 / 101

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,545.7	1,485.9	1,948.7	2,226.5	2,471.6
현금성자산	179.0	92.6	450.8	609.7	766.7
매출채권	178.6	159.6	258.6	316.9	363.2
재고자산	227.2	218.6	219.1	274.5	311.3
비유동자산	1,049.9	1,090.9	1,150.4	1,172.4	1,193.6
투자자산	179.9	200.1	163.6	170.3	177.2
유형자산	743.2	743.2	822.3	826.8	831.4
무형자산	126.8	147.6	164.5	175.3	185.0
자산총계	2,595.6	2,576.8	3,099.2	3,398.9	3,665.2
유동부채	1,380.4	1,481.1	2,006.9	2,158.1	2,239.7
매입채무	243.0	332.2	462.2	628.3	723.6
유동성이자부채	162.9	225.8	612.3	588.2	565.0
비유동부채	542.7	332.4	126.4	126.7	127.1
비유동이자부채	496.0	323.2	117.1	117.1	117.1
부채총계	1,923.1	1,813.5	2,133.2	2,284.8	2,366.8
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	591.2	739.4	923.7
자본조정	63.8	67.3	122.6	122.6	122.6
자기주식	(8.5)	(5.3)	(5.3)	(5.3)	(5.3)
자본총계	672.5	763.3	965.9	1,114.1	1,298.4
투하자본	1,050.9	1,100.9	1,122.7	1,082.9	1,081.9
순차입금	479.9	456.4	278.6	95.5	(84.6)
ROA	2.4	4.1	6.2	5.6	6.5
ROE	8.9	14.6	20.2	17.4	18.9
ROIC	4.3	7.4	13.4	17.8	21.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,600.3	1,822.2	2,057.7	2,645.0	3,016.2
증가율 (Y-Y,%)	10.2	13.9	12.9	28.5	14.0
영업이익	63.7	97.2	190.5	254.3	301.5
증가율 (Y-Y,%)	252.0	52.5	96.0	33.5	18.6
EBITDA	115.3	154.3	248.2	319.0	367.4
영업외손익	(24.9)	31.9	33.4	(19.4)	(5.5)
순이자수익	(14.1)	(11.6)	4.7	25.9	32.6
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	223.8	234.8	296.0
당기순이익	57.9	105.1	174.7	180.8	227.9
지배기업당기순이익	57.9	105.1	174.7	180.8	227.9
증가율 (Y-Y,%)	1,717.1	81.5	66.3	3.5	26.0
NOPLAT	46.2	79.1	148.7	195.8	232.1
(+) Dep	51.6	57.1	57.7	64.7	66.0
(-) 운전자본투자	(97.0)	(11.1)	(34.6)	(56.6)	(16.6)
(-) Capex	31.9	32.2	44.6	49.8	49.9
OpFCF	162.9	115.1	196.4	267.3	264.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(3.1)	n/a	12.3	18.2	18.3
영업이익증가율(3Yr)	145.9	n/a	119.1	58.6	45.8
EBITDA증가율(3Yr)	28.8	n/a	50.8	40.4	33.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	280.0	46.2	29.5
영업이익률(%)	4.0	5.3	9.3	9.6	10.0
EBITDA마진(%)	7.2	8.5	12.1	12.1	12.2
순이익률 (%)	3.6	5.8	8.5	6.8	7.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	192.1	135.2	101.9	96.4	310.8
당기순이익	57.9	105.1	174.7	180.8	227.9
자산상각비	51.6	57.1	57.7	64.7	66.0
운전자본증감	85.6	(50.1)	53.9	56.6	16.6
매출채권감소(증가)	(67.8)	68.4	(158.9)	(58.2)	(46.4)
재고자산감소(증가)	(96.3)	(0.5)	47.9	(55.5)	(36.7)
매입채무증가(감소)	23.1	(14.1)	122.7	166.1	95.4
투자현금	(166.0)	24.7	(160.5)	(90.7)	(91.2)
단기투자자산감소	(49.9)	110.1	(79.2)	(4.0)	(4.1)
장기투자증권감소	(38.3)	(7.5)	(3.2)	(4.9)	(5.1)
설비투자	(31.9)	(32.2)	(44.6)	(49.8)	(49.9)
유무형자산감소	(42.6)	(41.8)	(28.8)	(30.3)	(30.3)
재무현금	(3.7)	(136.6)	336.9	149.3	(66.8)
차입금증가	18.0	(117.1)	363.1	182.0	(23.2)
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	279.0	155.0	152.8
총현금흐름(Gross CF)	131.2	197.5	50.5	39.8	294.3
(-) 운전자본증가(감소)	(97.0)	(11.1)	(34.6)	(56.6)	(16.6)
(-) 설비투자	31.9	32.2	44.6	49.8	49.9
(+) 자산매각	(42.6)	(41.8)	(28.8)	(30.3)	(30.3)
Free Cash Flow	50.7	172.2	(56.1)	5.7	219.6
(-) 기타투자	38.3	7.5	3.2	4.9	5.1
잉여현금	12.4	164.7	(59.3)	0.7	214.4

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	2,631	4,775	7,942	8,220	10,360
BPS	30,569	34,696	43,906	50,640	59,019
DPS	900	1,200	1,500	2,000	2,500
Multiples(x,%)					
PER	11.6	14.4	11.9	11.5	9.1
PBR	1.0	2.0	2.1	1.9	1.6
EV/ EBITDA	10.0	12.7	9.5	6.8	5.4
배당수익율	3.0	1.7	1.6	2.1	2.7
PCR	5.1	7.6	41.1	52.2	7.1
PSR	0.4	0.8	1.0	0.8	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	286.0	237.6	220.8	205.1	182.3
Net debt/Equity	71.4	59.8	28.8	8.6	n/a
Net debt/EBITDA	416.0	295.7	112.3	30.0	n/a
유동비율	112.0	100.3	97.1	103.2	110.4
이자보상배율	4.5	8.4	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
자산구조					
투하자본(%)	74.5	79.0	64.6	58.1	53.4
현금+투자자산(%)	25.5	21.0	35.4	41.9	46.6
자본구조					
차입금(%)	49.5	41.8	43.0	38.8	34.4
자기자본(%)	50.5	58.2	57.0	61.2	65.6

주) EPS는 완전희석 EPS

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. 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 최광식 애널리스트는 대한민국 방위산업전(DX Korea 2022)에 한화에어로스페이스의 비용 제공(참가비, 교통비, 식대비)으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다. 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 : 92.4%	HOLD : 7.1%	SELL : 0.6%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표 수익률을 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. 목표가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

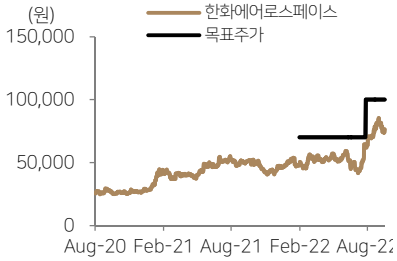
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- 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 목표주가 변경내용

한화에어로스페이스 (012450)



일자	2022.2.7	2022.8.8	2022.9.26
투자의견	BUY	STRONG BUY	BUY
목표주가	70,000원	100,000원	100,000원

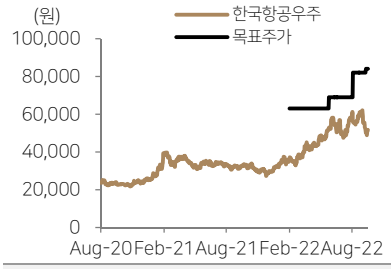
목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.02.07	70,000원	51,778원	64,500원	-26.03	-7.86
2022.08.08	100,000원	75,613원	85,400원	-24.39	-14.6

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2022년 9월 23일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

한국항공우주 (047810)



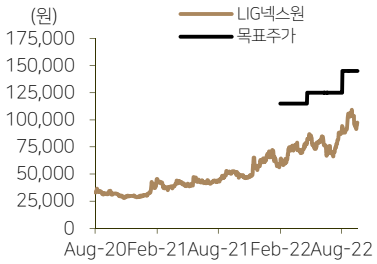
일자	2022.2.7	2022.6.7	2022.8.9	2022.9.26
투자의견	STRONG BUY	BUY	BUY	STRONG BUY
목표주가	63,000원	69,000원	82,000원	84,000원

목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	목표주가	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	56,220원	62,000원	-31.44	-24.39
2022.09.26	84,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2022년 9월 23일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

LIG넥스원 (079550)



일자	2022.2.7	2022.4.28	2022.8.9
투자의견	STRONG BUY	STRONG BUY	STRONG BUY
목표주가	115,000원	125,000원	145,000원

목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	목표주가	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	97,370원	109,000원	-32.85	-24.83

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2022년 9월 23일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무
김현
hyunkim@daolsecurities.com

투자전략

투자전략
조병현
bhcho@daolsecurities.com

계량분석
김경훈
aimhigh2027@daolsecurities.com

채권분석
허정인
jeongin@daolsecurities.com

시황분석
송주연
songjy02@daolsecurities.com

기업분석

조선・기계・방산
최광식
gs.choie@daolsecurities.com

건설・대체투자
박영도
ypark@daolsecurities.com

Tech
김양재
yj.kim@daolsecurities.com

자동차
유지웅
jwyoo@daolsecurities.com

은행・지주
김한이
haneykim@daolsecurities.com

제약・바이오
이지수
jislee@daolsecurities.com

화장품・의류・유통
배송이
songi0703@daolsecurities.com

인터넷・통신
김진우
jinwoo.kim@daolsecurities.com

그린인프라・2차전지
전혜영
yhhy95@daolsecurities.com

의료기기
박종현
alex.park@daolsecurities.com

게임・엔터
김하정
hajkim@daolsecurities.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2022.06.09	이지수	제약/바이오 : EULAR2022 후기: 드디어 확인된 램시마 SC의 가능성
2022.07.05	김양재	Tech : 3분기에 어떤 일들이 벌어질까?
2022.07.13	박종현	의료기기: 성장의 갈림길에서
2022.07.20	이지수	제약/바이오 : 차세대 표적치료제가 온다
2022.08.17	김진우	인터넷 : 글로벌 시장 파헤치기 시리즈 #1 일본 이커머스, 바뀔 것인가 버틸 것인가
2022.08.24	김하정	엔터테인먼트 : 앨범이 버티는 성장, 앨범을 부수는 성장
2022.08.29	유지웅	자동차: 新 자동차 전쟁의 시작
2022.08.30	최광식	피팅: 3번째 사이클
2022..09.05	배송이	컨슈머: 바겐세일
2022..09.13	전혜영	그린인프라: 수소, 이제는 글로벌 트렌드

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.