

2024.07.31.(수) 증권사리포트

한국항공우주

안개는 걷혔고, 활주로만 달리면 된다

[출처] 하나증권 위경재 애널리스트

2Q24 Re : 유의미한 Surprise

한국항공우주의 2Q24 실적은 매출 8,918억원(YoY +21.6%, QoQ +20.5%), 영업이익 743억원(YoY +785.7%, QoQ +54.7%)으로 컨센서스(매출 8,683억원, 영업이익 523억원) 상회했다. 외형 성장보다는 수익성 개선에 주목한다. GPM(14.9%)은 YoY +7.0%p, QoQ +1.7%p 개선됐고, OPM(8.3%)은 YoY +7.1%p, QoQ +1.8%p 개선됐다. 기저 재건 프로젝트, 적자 사업 수주 등 과거 총당금 규모가 컸던 점 감안할 때 수익성 개선은 예정된 결과로 치부할 수도 있겠으나, 해당 기저 효과를 감안하더라도 GPM 14.9%는 만족할 만한 마진 수준이다. 국내 사업 비중이 절반이 넘는 현 시점에서 수출 사업의 GPM이 20% 전후의 수익성 기록했을 것으로 추정한다. 즉, 유의미한 Surprise다. 부문별로 보면, 1) 국내사업(매출 비중 55.9%)은 매출 4,982억원(YoY +2.4%, QoQ +13.6%)으로 성장세 지속됐다. KF-21, 상륙공격헬기를 비롯한 다수의 체계 개발 프로젝트와 TA-50, KUH 4차 양산 등이 매출로 인식됐다. 다만 KF-21 체계 개발이 거의 마무리되어가는 점, KUH 마지막 납품 과정에서 매출 증가 폭은 전사 대비 소폭 하회했다. 2) 완제기 수출(매출 비중 16.9%)은 매출 1,506억원(YoY +182.0%, QoQ +66.2%)으로 큰 폭 증가했다. FA-50 PL이 꾸준히 매출 반영됨과 동시에 말레이시아向 FA-50이 2Q24부터 진행될 인식으로 회계 기준 변경되며 매출 반영됐고, 이라크 CLS 및 기저 재건 프로젝트도 매출 반영 지속됐다. 3) 기체부품(매출 비중 25.9%) 매출은 2,309억원(YoY +22.4%, QoQ +12.6%)을 기록했다. Boeing의 업황 부진에도 불구하고 Airbus 및 Embraer 등에 대한 공급 꾸준히 지속되며 매출 증가세 이어졌다. 특히, 규모의 경제 효과와 고환율 영향 더해지며 기체부품 부문의 수익성 양호했을 것으로 추정한다.

Key Factor : 수익성 유지, 연내 수주

2024년 하반기, 그리고 2025년 한국항공우주를 관통하는 Key Factor는 1) 현재의 수익성을 유지할 수 있느냐와 2) 수출 계약 연내 체결 여부이다. 1) 최근 10% 초반에 머물던 GPM이 15% 수준까지 상승했다. 그동안 한국항공우주를 따라다녔던 총당금은 많은 부분 해소된 것으로 판단된다. 즉, 경영 안정화 과정에서 향후 고수익성을 유지하는 것이 매우 중요하다고 판단하며, 이라크 기저 재건이 거의 마무리 됐다는 점과 기체부품 사업도 Covid-19 영향에서 거의 벗어났다는 점에서 향후 수익성 안정적일 것으로 전망한다. 2) 가이드언스에 없던 EVE eVTOL 수주에 성공하며 연간 수주액은 약 7조원을 상회할 전망이다. 숫자는 좋다. 다만, 중동向 고정익/회전익 수출 계약을 연내에 체결한다면 향후 실적 가시성 높아질 것으로 판단한다. 상기 2개 Factor를 고려한 2024년, 2025년 연간 실적은 각각 3조7,785억원(YoY -1.1%, OPM 8.3%), 4조1,491억원(YoY +9.8%, OPM 8.7%)을 전망한다.

Multiple 하단을 기준치로 설정. 그럼에도 목표주가는 상향

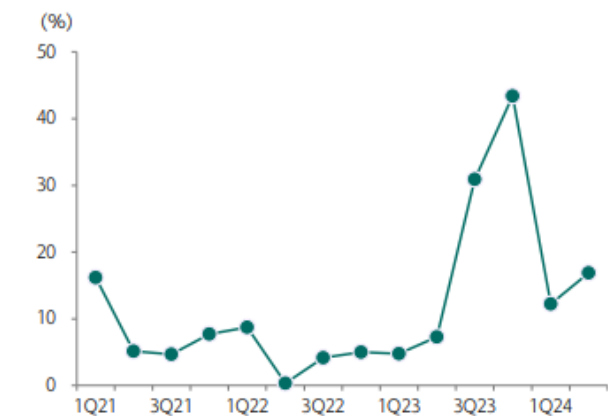
한국항공우주에 대한 투자 의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 70,000원으로 상향한다. Valuation 기준 시점은 2025년으로 설정했으며, Target P/E는 해외 7개사의 평균치 20.5배와 한국항공우주의 과거 5개년(2019~2023년) 하단 P/E 평균 24.4배의 중간값으로 설정했다. 과거 5년 하단 P/E보다 낮은 Target P/E에도 불구하고 여전히 Upside 존재한다. 현재 주가는 2024년 실적 추정치 기준 P/E 21.2배, P/B 3.0배, ROE 14.8%다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

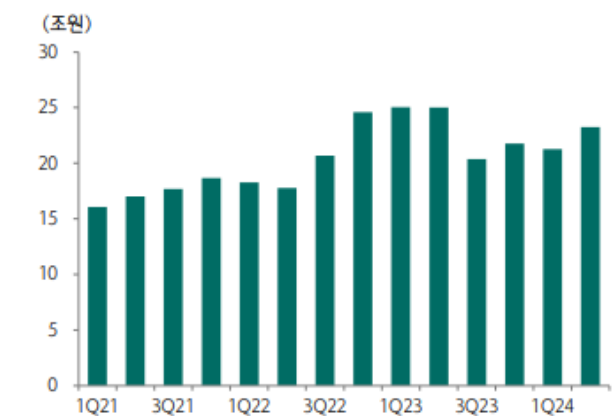
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,786.9	3,819.3	3,778.5	4,149.1
영업이익	141.6	247.5	314.2	360.8
세전이익	122.1	268.7	298.7	355.0
순이익	118.5	224.0	251.1	303.7
EPS	1,215	2,298	2,576	3,116
증감율	85.21	89.14	12.10	20.96
PER	41.89	21.76	21.20	17.52
PBR	3.47	3.05	2.96	2.59
EV/EBITDA	14.25	12.93	10.81	8.93
ROE	8.78	14.81	14.78	15.76
BPS	14,648	16,388	18,465	21,081
DPS	250	500	500	500

도표 5. 완제기 수출 매출 비중



자료: 한국항공우주, 마나증권

도표 6. 한국항공우주 수주잔고



자료: 한국항공우주, 마나증권



원익IPS

업종 내 실적 개선주로 부각될 전망

[출처] 키움증권 박유악 애널리스트

2Q24 영업적자 178억원 예상

원익IPS의 2Q24 실적이 매출액 1,432억원(+26%QoQ)과 영업적자 178억원 (적자지속 QoQ)을 기록하며, 당사 예상치(매출액 1,309억원, 영업적자 196억원)보다 양호할 것으로 예상된다. 삼성전자 9세대 V-NAND와 SK하이닉스 DRAM의 공정 전환이 진행되며, 원익IPS의 반도체 부문 실적이 예상보다 호조를 보일 것으로 판단하기 때문이다. 특히 삼성전자의 9세대 V-NAND에 원익IPS의 ALD 장비가 공급되기 시작할 것으로 보여, V-NAND 공정 전환에 따른 실적 증가 효과가 과거 대비 더욱 높아질 것임에 주목할 필요가 있다. 주요 사업 부문별 매출액은 반도체 1,306억원(+18%QoQ), 디스플레이 126억원(+371%QoQ)를 각각 기록할 것으로 예상된다.

3Q24 영업이익 144억원, 영업 흑자 전환 전망

3Q24에는 매출액 2,074억원(+45%QoQ)과 영업이익 144억원(흑자전환QoQ)을 기록하며, 7분기 만에 영업흑자 전환에 성공할 전망이다. 반도체와 디스플레이 전 부문의 실적 개선이 예상되기 때문이다. 반도체 부문의 경우 삼성전자 및 SK하이닉스향 메모리 장비 매출 회복과 중화권 신규 고객으로의 장비 공급 증가 등의 긍정적 효과가, 디스플레이 부문은 IT OLED향 장비 공급 증가에 따른 실적 회복이 각각 예상된다. 또한 주요 고객사인 삼성전자가 평택4공장에 대한 전공정 장비 투자를 시작하고 있는 만큼, 원익IPS의 4Q24실적도 추가적인 회복세를 보일 것으로 판단한다. 3Q24 주요 사업 부문별 매출액은 반도체 1,454억원(+11%QoQ), 디스플레이 620억원(+392%QoQ)를 각각 기록할 것으로 전망된다.

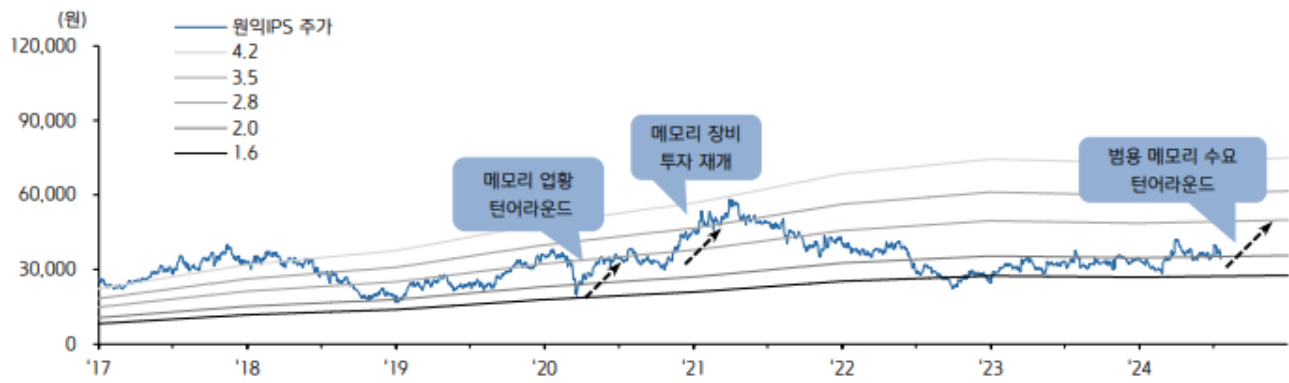
투자의견 'BUY', 목표주가 43,000원 유지

부진한 실적이 예상됐던 상반기가 지나가고, 영업흑자 전환이 예상되는 하반기가 시작됐다. 특히 올 하반기는 원익IPS의 신규 장비 공급(DRAM향 ALD장비, NAND향 ALD 장비, HBM 장비 등)이 가시화되며, 중장기적인 체질 개선이 본격화되는 시기라는 점을 염두에 두어야만 한다. 3Q24 분기 영업흑자 전환이 시작될 것으로 예상되는 만큼, 반도체 소·부·장 업종 내 실적 개선주로 부각되기 시작할 것으로 판단한다. 원익IPS에 대한 투자의견 'BUY'와 목표주가 43,000원을 유지한다

투자지표				
(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,011.5	690.3	757.8	1,136.7
영업이익	97.6	-18.1	-3.7	147.9
EBITDA	138.2	27.0	39.6	192.4
세전이익	117.3	-20.9	18.6	153.3
순이익	89.4	-13.5	8.7	117.6
지배주주지분순이익	89.4	-13.5	8.7	117.6
EPS(원)	1,822	-275	177	2,396
증감률(%YoY)	-38.4	적전	흑전	1,252.6
PER(배)	13.6	-123.4	197.6	14.6
PBR(배)	1.40	1.92	1.96	1.75
EV/EBITDA(배)	7.8	58.5	40.2	7.9
영업이익률(%)	9.6	-2.6	-0.5	13.0
ROE(%)	10.7	-1.6	1.0	12.7
순부채비율(%)	-15.3	-9.6	-8.3	-15.2

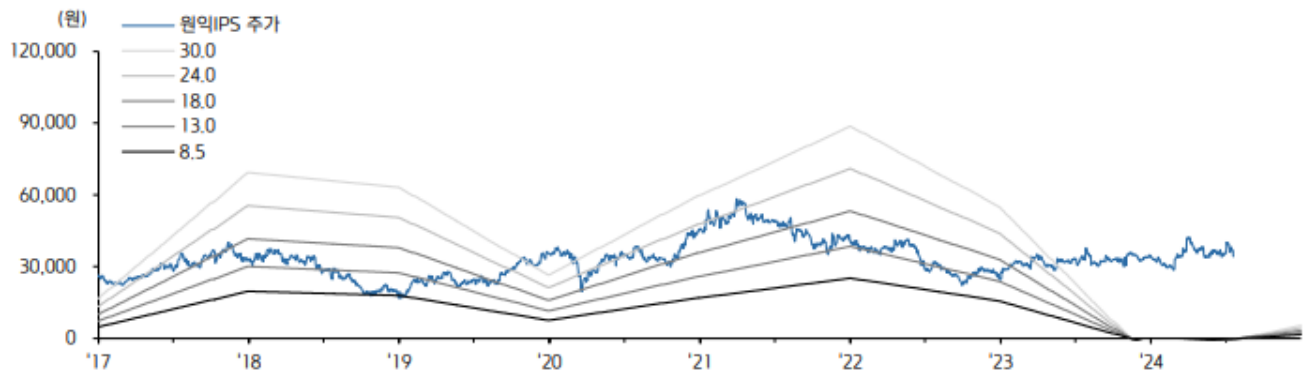
자료: 키움증권 리서치센터

원익IPS 12개월 Trailing P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터

원익IPS 12개월 Trailing P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터



기업은행
 무난한 실적과 주주친화정책상의 한계
 [출처] 키움증권 김은갑 애널리스트

2 분기 연결순이익, 은행 중심으로 선방

2024 년 2 분기 연결순이익은 6,097 억원으로 YoY 8.6% 감소했다. 분기 최고 실적이었던 1 분기 대비로는 22.3% 감소했다. 2 분기 누적 연결순이익은 1.39 조원으로 YoY 0.3% 증가하여 상반기 기준 최고 실적을 기록했다. 상반기까지 은행 순이익은 YoY 4.9% 증가했지만 비은행 자회사 실적부진이 이익증가율을 낮췄다. 2 분기는 성과급 지급이 있는 계절적 특성으로 1 분기대비 순이익이 감소하는 시기이나 이외에도 유가증권 관련손익 감소, 총당금 추가적립 등의 영향이 있었다. 유가증권 관련손익 감소분의 상당부분은 1 분기 KT&G 배당금수익 380 억원이 사라진 효과이다.

2024 년 연결순이익 전망치는 4.6% 하향조정된 결과, 2023 년 대비 이익증가율 전망치는 1.2%로 사상 최고 실적은 이어갈 전망이다. 비은행 자회사 중 캐피탈은 실적개선을 이어가고 있으며, 1 분기 대비 순이익이 크게 감소한 증권과 적자가 확대된 저축은행의 실적개선이 향후 비은행 실적의 중요한 변수가 될 것이다. 비은행 자회사의 이익비중은 13% 정도이다.

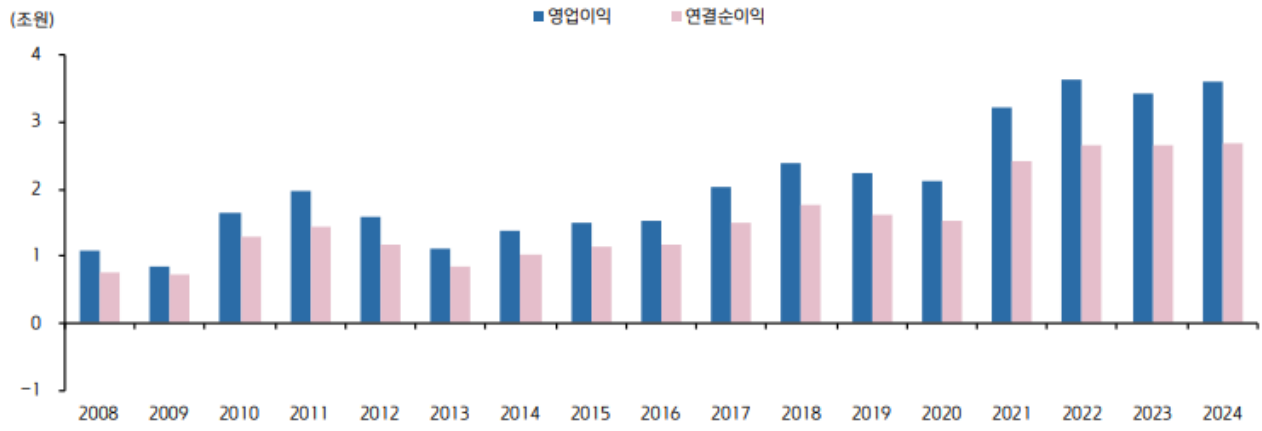
투자의견 매수, 목표주가 18,000 원으로 하향

기업은행에 대한 투자의견 매수를 유지하나 이익전망 하향을 감안하여 목표주가는 기존 19,000 원에서 18,000 원으로 하향조정한다. ROE 전망치가 소폭 하향되었지만 2024 년 ROE 전망치 8.2% 감안 시 현재 PBR 0.34 배는 펀더멘털 대비 낮은 수준이다. 목표 PBR 은 2024 년말 BPS 기준 0.42 배이다.

분기, 중간배당이 없고, 순이익이 2023 년 이상으로 전망되기 때문에 기말 배당수익률은 높은 수준으로 예상된다. 하지만 기말배당까지 시간이 남았고, 자기주식 매입소각이 당장에 기대하기 어려운 만큼 밸류업 이슈에서 타 은행주 대비 주목을 덜 받을 가능성이 있다

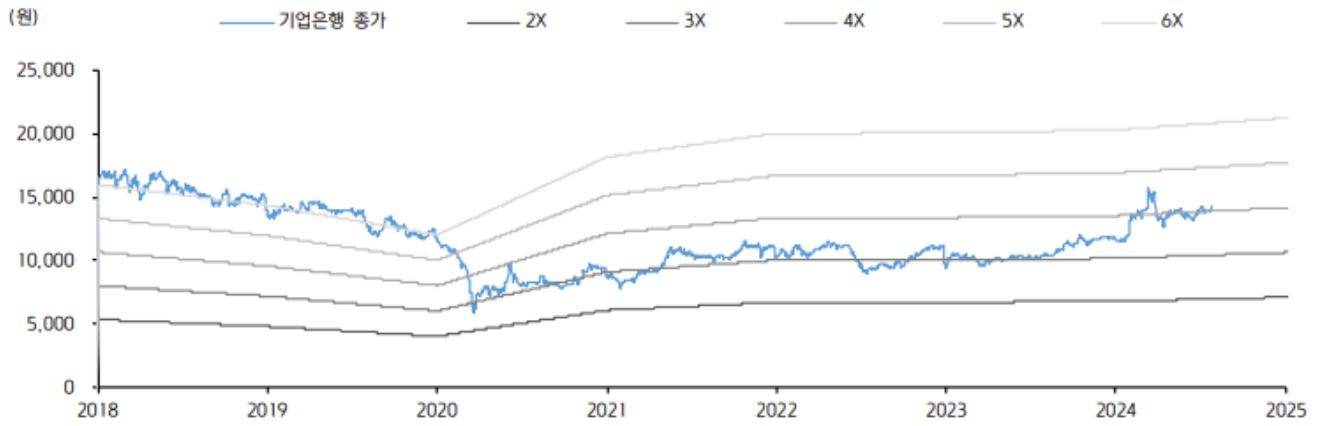
(십억원, 배)	2022	2023	2024E	2025E
순영업수익	7,746	8,194	8,187	8,613
이자이익	7,444	7,927	7,918	8,301
비이자이익	302	267	269	312
영업이익	3,647	3,432	3,619	3,792
연결순이익	2,668	2,670	2,702	2,828
ROE (%)	9.4	8.8	8.2	8.0
ROA (%)	0.6	0.61	0.59	0.58
EPS	3,346	3,348	3,389	3,547
BPS	36,496	39,699	42,639	45,780
PER	2.9	3.5	4.2	4.1
PBR	0.27	0.30	0.34	0.31
배당수익률 (%)	9.8	7.3	7.3	7.6

기업은행 영업이익 및 연결순이익 추이



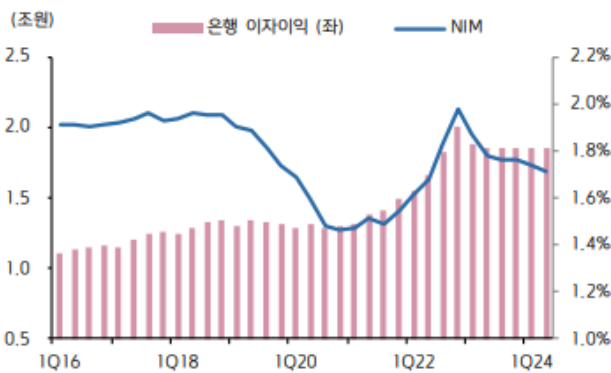
자료: 기업은행, 키움증권 리서치센터

기업은행 PER Band



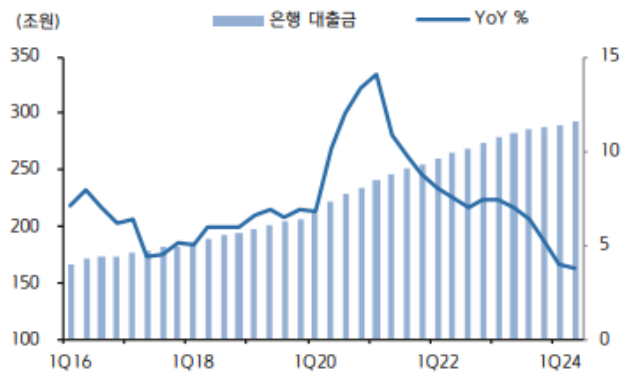
자료: 기업은행, 키움증권 리서치센터

기업은행 이자이익과 NIM



자료: 기업은행, 키움증권 리서치센터

은행 대출금 추이



자료: 기업은행, 키움증권 리서치센터





두산

AI 사업 모멘텀과 지배구조 개편 성공 시 수혜

[출처] DS투자증권 김수현 애널리스트

전자 BG 제품 북미 N사 B시리즈 모델 단독 쉐어 통과 추정

북미 N사로 납품되는 두산 전자 BG의 AI 가속기형 제품이 단독으로 쉐어 통과된 것으로 추정된다. 해당 제품이 탑재되는 모델은 최근 N사가 스펙을 공개하고 연내 양산 준비 중인 B시리즈 2개 모델로 예상된다. 무엇보다 대만의 경쟁사 (EMC)가 관련 제품 쉐어 통과에 실패하면서 IR과정에서 관련 사실을 공식적으로 확인해준 만큼 향후 두산 단독 납품 여부가 확실시 된다. B시리즈 2개 모델에 대해서 3분기부터 양산 도입하며 관련 매출 비중은 점진적으로 증가할 전망이다. 이를 제외해도 올해 연간 8,800억원의 매출 (+8.8% YoY), 영업이익 886억원 (OPM 11.5%, +196 YoY)의 회복이 예상된다. 일반적으로 동사의 하이엔드 제품의 경상 OPM이 15% 내외이지만 원가 구조 및 제품 가격 감안 시 AI관련 제품 OPM은 20% 넘어설 것으로 추정된다. 따라서 N사항 매출 비중이 증가하면서 25년부터는 전자 BG의 경상 OPM도 15%를 상회할 전망이다.

주 두산 지배구조 개편 성공 시 최대 수혜

이번 개편 성공 시 단기적으로 주 두산의 수혜는 1) 밥캣의 지배력 증가 (기존13.8% → 42%), 2) 밥캣의 이익 현금 배당 유입을 꼽을 수 있다. 궁극적으로는 두산 로보틱스와의 합병이 예상되는 만큼 두산 밥캣은 주 두산의 자회사로 승격하게 된다. 사실상 이번 지배구조 개편의 최대 수혜는 주 두산이다. 지배구조 개편 관련 reputation risk와 규제 risk를 우려한 차익 매물이 출회했으나 최근 주가 하락은 다소 과도한 것으로 판단된다.

이제는 보유 중인 자사주 18% 활용할 때

전자 BG 사업을 최소 가치인 1.5조 (14년 이익 * 15배 적용) 적용했으나 향후 N사항 매출 비중 증가를 확인한 후 후행적으로 전자 BG가치를 상향 조정할 계획이다. 현재 자사주 18%를 보유 중이다. 최근 정

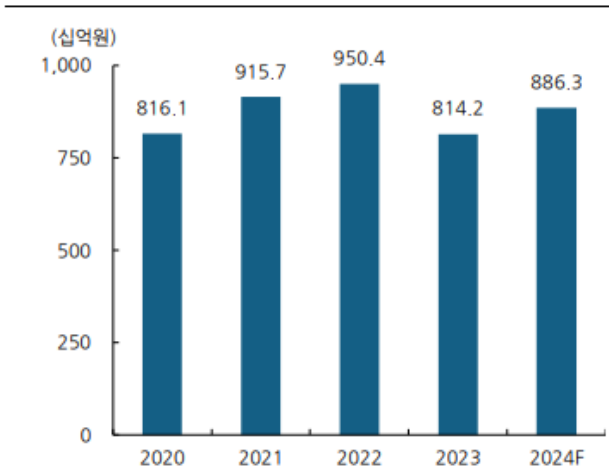
부의 밸류업 정책에 부응하고 시장의 논란을 해소하기 위해서라도 보유 중인 자사주 18%는 주주 친화적으로 활용할 때라고 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	11,429	12,851	16,996	19,130	19,959
영업이익	-20	921	1,126	1,436	1,451
영업이익률(%)	-0.2	7.2	6.6	7.5	7.3
세전이익	-821	593	-286	451	901
지배주주지분순이익	-553	204	-696	-388	189
EPS(원)	-33,925	11,812	-42,673	-24,026	13,159
증감률(%)	적전	흑전	적전	적지	흑전
ROE(%)	-35.2	10.9	-36.0	-22.7	11.1
PER(배)	-1.5	10.0	-1.9	-3.9	12.6
PBR(배)	0.7	1.2	1.0	1.2	2.0
EV/EBITDA(배)	16.2	5.6	4.0	2.7	3.0

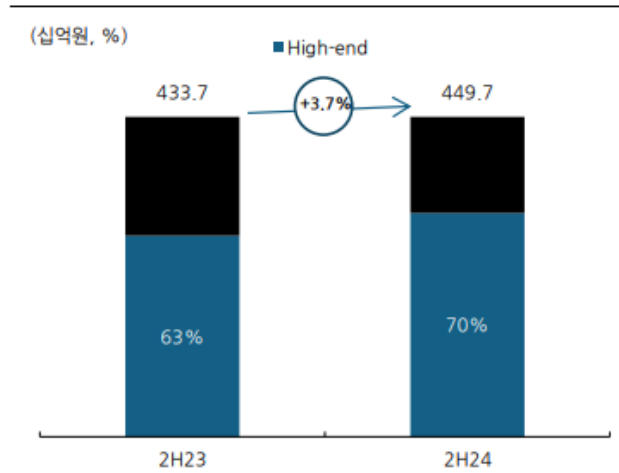
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 전자 BG 사업부 매출 추이 전망



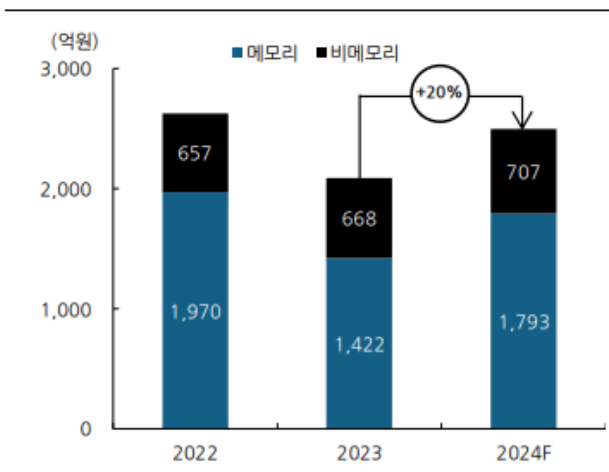
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 전자 BG 전체 매출액 대비 High-end 비중



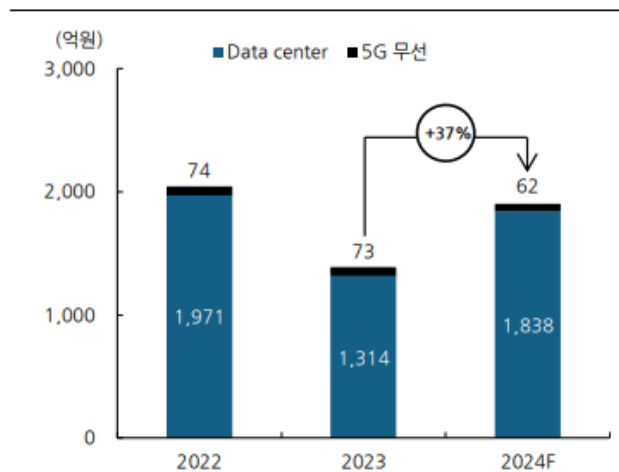
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

그림3 전자 BG 주요 제품별 매출 성과 및 전망(반도체용 소재)



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

그림4 전자 BG 주요 제품별 매출 성과 및 전망(통신장비 소재)



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

주: Data center매출 - Switch, Router, Server, AI 가속기

주: 5G무선 매출 - Small Cell/ Macro Cell/ 5G모듈



DGB금융

최악은 지났지만 여진은 남아 있는 상황

[출처] 하나증권 최정욱 애널리스트

증권 PF 손실로 예상대로 어닝쇼크 시현. 자사주 매입은 현실적으로 어려운 상황

DGB금융에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 9,500원을 유지. 절대주가 기준 상승 여력이 있다는 점에서 매수 의견을 유지하지만 투자 매력은 타행들보다는 상대적으로 낮은 상황으로 판단. 2분기 순익은 전년 동기대비 73.0% 급감한 380억원에 그쳐 예상대로 어닝쇼크 시현. 이미 하이증권 PF에 대해 대규모 추가 총당금을 적립할 것으로 예견되어 왔다는 점에서 놀랍지는 않은 수치. 1) 은행 원화대출금이 2.4% 증가했지만 NIM은 5bp 하락해 은행 순이자이익 증가 폭이 0.9%에 그쳤고(그룹 이자이익은 비은행 이자수익 확대 QoQ 3.1% 증가), 2) 그룹 수수료이익도 소폭 감소했으며, 3) 하이증권 부동산 PF 관련 대규모 총당금 추가 적립으로 그룹 대손비용은 3,100억원을 상회했음. 4) 판관비는 증권 이연성과급 환입이 계속되며 YoY 9.8% 감소. 올해 연간 추정 순익은 전년대비 22% 감소한 3,030억원으로 3,000억원을 겨우 상회할 전망. ROE는 5.1%로 하락하고, ROA도 0.32%로 낮아질 듯. 따라서 올해 자사주 매입 실시는 어려울 것으로 예상되며, 큰폭의 감익에도 불구하고 DPS를 전년수준인 550원으로 유지하고 배당성향을 30%로 맞추는 선에서 주주환원이 마무리될 전망

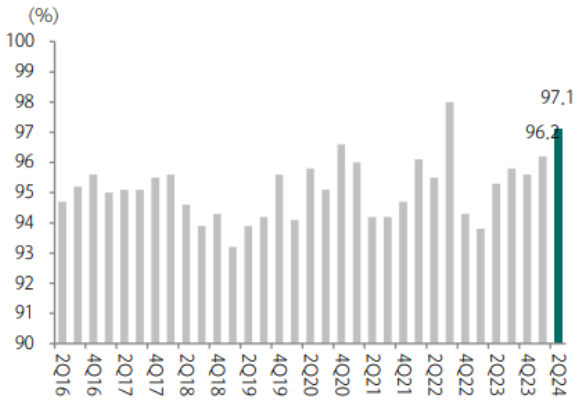
증권 PF 총당금 적립률 높지만 추가 손실 가능성 여전히 있음. 여진은 지속될 듯
하이증권 PF에 대해 1분기 중 365억원의 총당금을 추가 적립한데 이어 2분기에는 사업성 평가 관련 약 1,509억원을 추가 적립. 현재 하이증권 부동산 PF 익스포저는 7,268억원(매입확약 실행분 포함한 총 익스포저는 9,270억원)으로 총당금 잔액이 3,140억원에 달해 총당금 적립률은 33.9%에 육박하고 있음. 회사측은 현재의 부동산 업황 기준에서 총당금을 충분히 적립했다는 입장이지만 보통으로 분류되어 있는 사업장의 유의 또는 부실우려로의 건전성 하향 가능성과 PF 익스포저 축소 과정에서의 추가 손실 인식 가능성은 여전히 있다고 판단. 향후 약 700~800억원 내외의 추가 총당금 적립 여지는 남아 있는 것으로 분석. 동사는 2분기 중 하이증권 부동산 PF 익스포저를 1,230억원 가량 줄였는데 앞으로도 약 1,000~1,500억원 정도 익스포저를 추가 축소할 계획인 것으로 보임. 따라서 3분기 중 약 500억원 내외의 추가 손실 인식 가능성이 있어 3분기에도 그룹 순익은 1,000억원을 하회할 것으로 전망

CET 1 비율 상승했지만 추가 상승 제한적. 자본 우려 해소해야 multiple 상향 가능
순익 부진에도 불구하고 하이증권 PF 축소 등 비은행 RWA 감축을 통해 2분기 그룹 CET 1 비율은 11.21%로 약 9bp 개선. 향후 증권 PF 익스포저 추가 축소가 이루어질 경우 추가 상향이 가능할 전망. 다만 향후 은행 대출성장률도 타행보다는 높게 가져갈 것으로 보여 CET 1 비율 상승 폭은 제한적일 전망. 현 PBR은 0.23배로 업계 최저 valuation에 거래되고 있어 가격 매력은 있지만 자본에 대한 우려가 완전히 해소되지 않는 한 의미있는 multiple 상향도 어려워 보임. 최악은 지났지만 여진은 남아 있으며 현 주가가 예견된 어닝쇼크를 기반영했다고 하더라도 우려가 완전히 해소되기에는 다소간의 시간이 필요할 것으로 판단

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

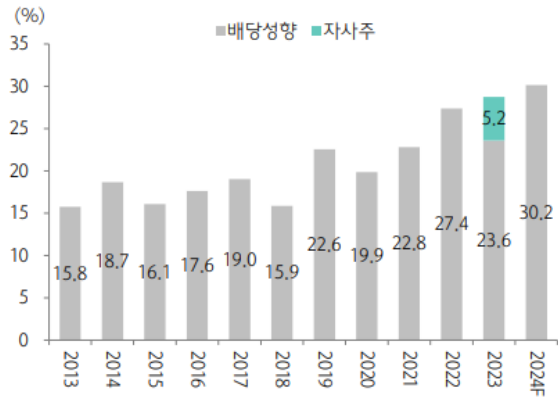
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
총영업이익	2,061	2,177	2,282	2,291
세전이이익	598	532	389	590
지배순이익	402	388	303	424
EPS	2,374	2,293	1,794	2,505
(증감율)	-20.2	-3.4	-21.8	39.7
수정BPS	31,839	35,169	35,805	38,310
DPS	650	550	550	710
PER	2.9	3.7	4.6	3.3
PBR	0.22	0.24	0.23	0.22
ROE	7.4	6.8	5.1	6.8
ROA	0.5	0.4	0.3	0.4
배당수익률	9.3	6.5	6.7	8.6

도표 5. 대구은행 예대율 추이



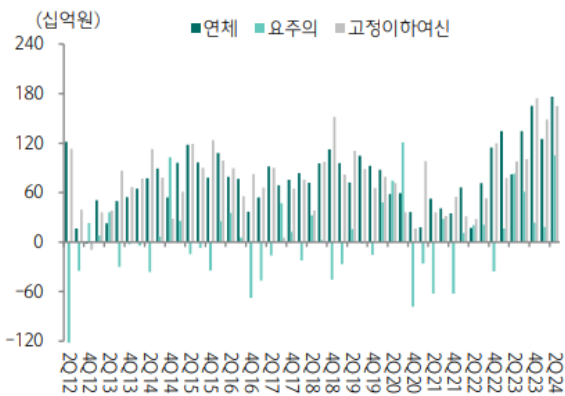
자료: 하나증권

도표 6. DGB금융 총주주환원율 추이 및 전망



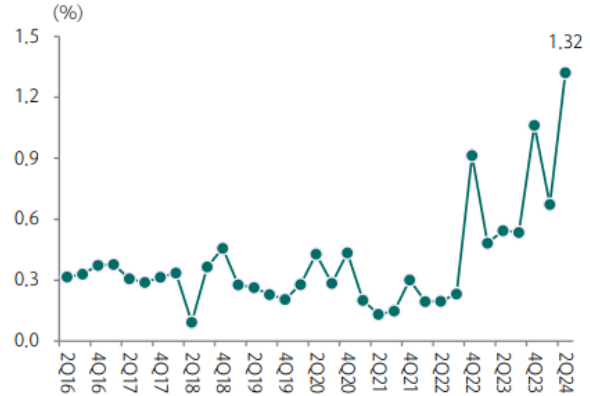
자료: 하나증권

도표 7. 은행 실질 연체 및 고정이하여신 순증액 추이



주: 매상각전 실질 순증액 기준
자료: 하나증권

도표 8. 그룹 총자산대비 대손비용률 추이



주: 총자산은 평균 기준, 분기 연율화 기준
자료: 하나증권



현대로템

지금은 K2에 집중해야 할 때

[출처] 하나증권 위경제 애널리스트

2Q24 Re : 방산 색깔이 짙어지는 중

현대로템의 2Q24 실적은 매출 1조945억원(YoY +10.9%, QoQ +46.4%), 영업이익 1,127억원(YoY +67.4%, QoQ +152.0%, OPM 10.3%)으로 컨센서스(매출 9,906억원, 영업이익 827억원) 상회했다. 디펜스솔루션 부문의 매출 비중이 50%를 넘어가며 전사 매출 및 이익 개선 견인했다. 1) 디펜스솔루션 부문(매출 비중 51.6%)은 매출 5,645억원(YoY +16.5%, QoQ +77.5%) 기록하며 크게 성장했다. 폴란드向 K2 전차가 진행률로 매출 인식되는 점 고려할 때, 지난 1분기 기대치를 하회했던 매출이 2분기에 순연 반영된 것으로 판단한다. 특히, 디펜스솔루션 부문 내 수출 비중 역시 상반기 기준 62%까지 상승하는 과정에서 전사 수익성 개선 이끈 것으로 추정한다. 2분기 말 기준 부문 수주잔고는 5조133억원이다. 2) 레일솔루션 부문(매출 비중 35.8%) 실적은 매출 3,914억원(YoY -0.3%, QoQ +41.6%)으로 전년과 유사한 수준이었다. 수주 레벨은 크게 증가했으나(부문 수주잔고, 2Q23 9조9,877억원, 2Q24 13조3,196억원) 2분기 일시적 공급 물량 감소함에 따라 실적 성장으로 연계되지는 못한 것으로 판단한다. 부문 수익성 역시 아직은 BEP 수준이었을 것으로 추정한다. 3) 에코플랜트 부문은 매출 1,386억원(YoY +26.0%, QoQ -9.6%)으로 YoY 성장세 이어갔다. 분기 신규 수주액 1,400억원 기록하며 안정적 수주 흐름 이어갔으며, 전기차 공장 프레스/운반 설비 등으로 사업 다양성 확보 중이다. 다만, 전기차 시장 역시 현재 성장 둔화되고 있는 바 가파른 부문 실적 성장을 기대하기는 다소 어려울 것으로 판단한다.

하반기 = 매출 인식 + 추가 수주

2024년 하반기, 현대로템은 실적과 수주 모든 측면에서 성장할 전망이다. 1) 2024년 연간 실적은 매출 4조4,675억원(YoY +24.5%), 영업이익 3,946억원(YoY +87.9%, OPM 8.8%)을 전망한다. 폴란드向 K2 전차가 연간 56대 매출 인식될 것으로 예상되며, 그중 절반 이상의 물량이 하반기에 인식될 것으로 추정한다. 특히 진행률 인식의 특성 고려할 때, 하반기에는 다수 물량의 매출 인식 중첩되는 과정에서 외형 성장 폭 클 것으로 판단한다. 2) 한편, 하반기에는 폴란드 2차 계약의 가시성이 매우 높은 바 수주 모멘텀 역시 더해질 전망이다. 규모는 1차 계약과 유사한 180대 전후를 예상한다. 이에 더해, 루마니아와의 계약 역시 빠르면 연내 체결 가능성이 존재하는 바, 방산 수주잔고 레벨이 상향될 여지가 충분하다. 루마니아의 경우, 폴란드 대비 규모는 작겠으나 인도 일정이 빠르게 설정될 가능성이 높은 바, 2025~2026년 실적에 더해질 가능성이 높다고 판단한다.

방산 부문만을 고려해도 여전히 Upside 존재

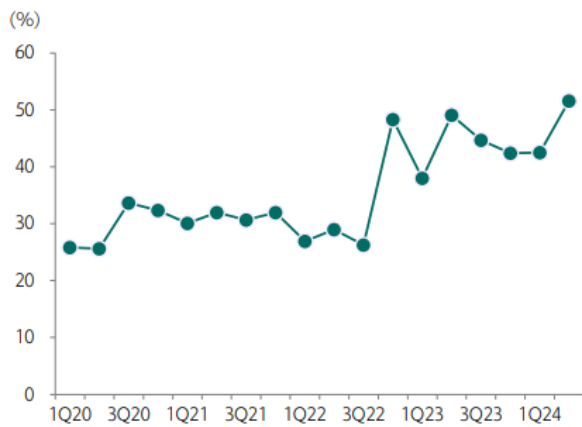
현대로템에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 62,000원으로 약 +38% 상향한다. 목표주가는 2025년 실적 추정치를 기반으로 SOTP Valuation 활용해 도출하였으며, 방산 부문의 Target Multiple P/E 17.2배는 유사 사업 영위하는 General Dynamics, Rheinmetall의 평균치를 적용했다. 현대로템의 주가는 2024년 실적 추정치 기준 P/E 14.6배, P/B 2.6배, ROE 19.3%다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

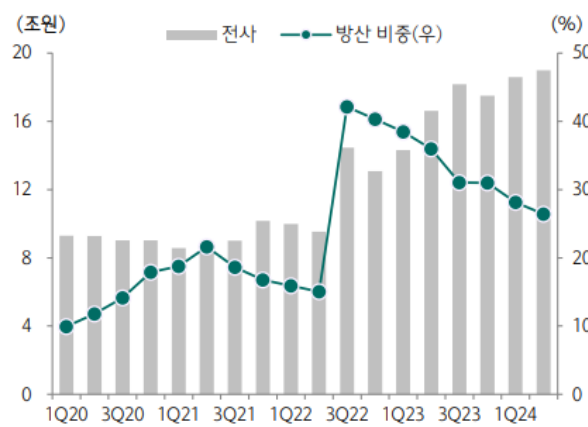
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	3,163.3	3,587.4	4,467.5	5,839.2
영업이익	147.5	210.0	394.6	520.2
세전이익	103.9	180.8	433.3	555.8
순이익	197.8	161.0	357.2	450.4
EPS	1,812	1,475	3,273	4,126
증감율	197.54	(18.60)	121.90	26.06
PER	15.67	18.03	14.59	11.57
PBR	2.04	1.73	2.57	2.11
EV/EBITDA	17.85	9.83	8.70	6.00
ROE	14.06	10.06	19.28	20.05
BPS	13,930	15,391	18,571	22,598
DPS	0	100	100	100

도표 5. 현대로템 매출 내 방산 부문 비중



자료: 현대로템, 하나증권

도표 6. 현대로템 수주잔고 및 방산 부문 수주잔고 비중



자료: 현대로템, 하나증권



LIG넥스원
 미국 사업의 성과 기대
 [출처] 키움증권 이한결 애널리스트

2분기 영업이익 491억원 달성, 컨센서스 하회

2분기 매출액 6,047억원(yoy +10.8%), 영업이익 491억원(yoy +22.2%, OPM 8.1%)을 시현하며 시장 기대치를 하회하였다. 이번 분기 실적 부진은 상대적으로 수출 사업의 비중이 감소하고 연구 개발 매출의 비중이 증가한 영향으로 판단한다. 하반기에는 일부 수출 사업의 진행에 따라 수출 비중이 다시 증가하며 연구 개발 매출 비중이 정상화될 것으로 전망한다. 정밀타격 부문은 현공의 양산 차수 전환과 자항기뢰 등 사업 종료 영향으로 매출이 감소하였다. 이외에 감시정찰, 항공전자, 지휘통제 부문은 주요 양산 사업 및 체계 개발 사업 등이 원만하게 진행되면서 성장세가 지속되고 있다.

최초의 '비공' 미국 수출 등 추가 해외 수주 기대

동사는 지난 7월 12일 환태평양훈련(RIMPAC) 기간 중 하와이에서 4차 비공사격 테스트를 진행하였다. 테스트 결과 6발을 모두 표적에 명중시키며 만족스러운 성능을 보여주었다. 4차 테스트까지 통과하면서 비공의 미국 수출 사업은 계약 체결에 더욱 가까워진 것으로 파악된다. 4차 테스트를 마지막으로 추가 테스트 진행은 없을 가능성이 높다. 이번 비공 수출이 성사된다면 국내에서 개발한 무기 체계 중 최초로 미국 시장에 진출한다는 점에서 의미 있는 레퍼런스가 될 것으로 판단한다. 이 외에도 동사의 다양한 무기 체계에 대한 각 지역의 관심과 문의가 이어지고 있는 것으로 파악된다. 이에 동사는 약 2천억원을 투자해 구미 사업장의 증설을 진행 중이다. 향후에도 이라크의 천공II 관심 등 해외 수주 확대는 지속될 가능성이 높을 것으로 전망한다.

투자의견 Outperform 하향, 목표주가 250,000원 상향

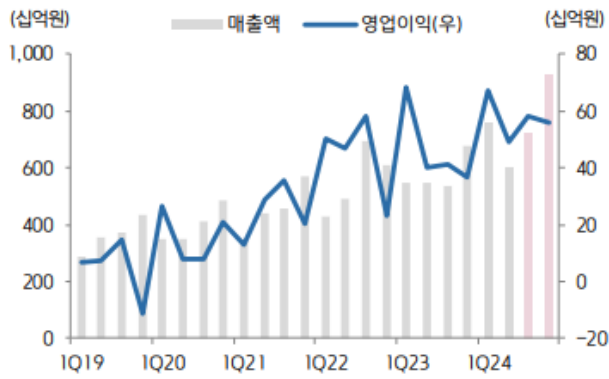
2024년 매출액 3조 217억원(yoy +30.9%), 영업이익 2,303억원(yoy +23.5%, OPM 7.6%)을 전망한다. 하반기 해외 매출 비중이 증가하며 성장세가 지속될 것으로 전망한다. 기 수주한 UAE와 사우디 천공II 사업이 25년부터 본격적으로 반영되기 시작하면서 해외 매출 비중은 점진적으로 증가할 것으로 판단한다. 해외 매출 비중 확대에 따라 중장기 매출 및 이익 성장세가 나타날 것으로 전망한다. 실적 추정치를 상향 조정하여 목표주가는 250,000원으로 상향하지만 올해 가파른 주가 상승을 반영해 투자의견은 Outperform으로 하향한다.

투자지표

(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,220.8	2,308.6	3,021.7	3,672.9
영업이익	179.1	186.4	230.3	321.4
EBITDA	232.8	255.2	304.5	397.7
세전이익	157.8	185.0	229.9	324.5
순이익	122.9	175.0	198.6	258.0
지배주주지분순이익	122.9	175.0	198.6	258.0
EPS(원)	5,588	7,953	9,028	11,725
증감률(% YoY)	17.0	42.3	13.5	29.9
PER(배)	16.5	16.4	23.3	18.0
PBR(배)	2.17	2.73	3.91	3.37
EV/EBITDA(배)	9.1	10.6	14.9	11.2
영업이익률(%)	8.1	8.1	7.6	8.8
ROE(%)	14.5	17.6	17.8	20.2
순차입금비율(%)	10.0	-16.2	-7.9	-14.0

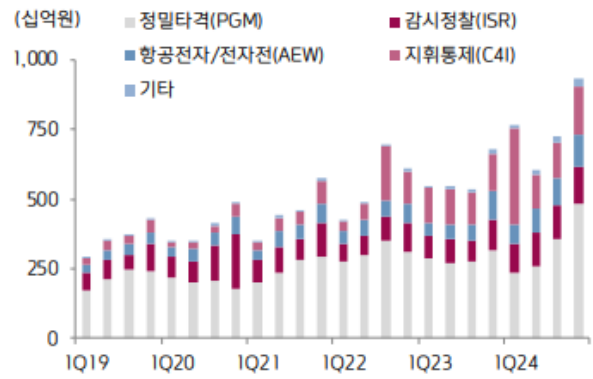
자료: 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



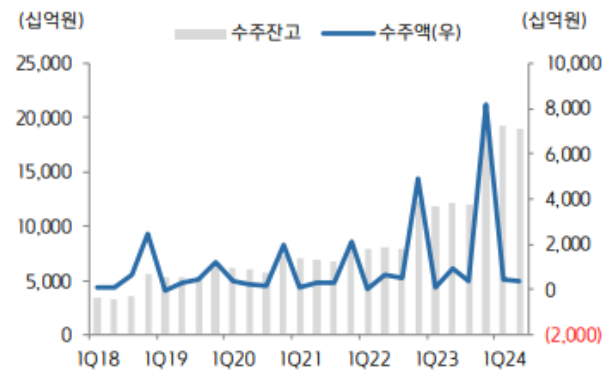
자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 부문별 매출 추이 및 전망



자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 신규 수주 및 수주 잔고 추이



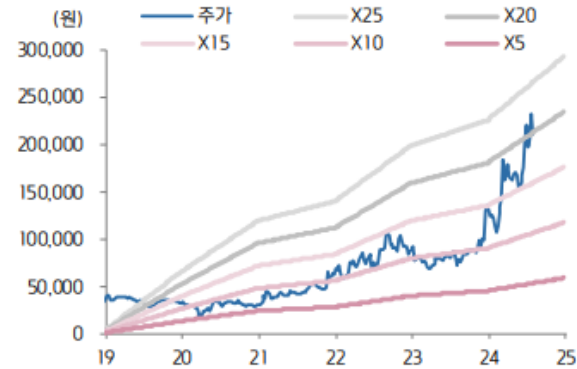
자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 해외 매출 및 비중 추이 전망



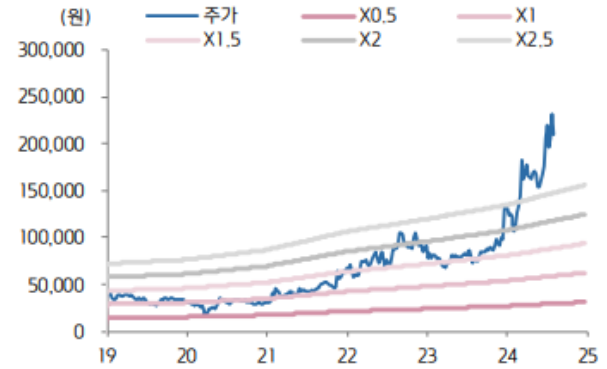
자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

