

2022.11.30

방위 산업분석 리포트



2023 방위산업, 협력업체도 함께 성장한다

신성장산업분석팀 그린솔루션/항공우주/스물캡. 나승두, 3773-8891

SK INDUSTRY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sksec.co.kr
02-3773-8891

그린솔루션/항공우주/스몰캡

2023 방위산업, 협력업체도 함께 성장한다

- 2022년 사상 최고 수출 수주액 기록한 대한민국 방위산업
- 2023년 관통하는 키워드, 여전히 '갈등'과 '대립'이 될 것
- 첨단 무기 도입, 군 현대화, 소진된 무기 restocking 수요로 추가 수출 가능성
- 완제품 대규모 수출하게 된 만큼 관련 부품 및 기자재 수요 증가에도 주목
- 영토/영해/영공 범위 넘어서는 우주 공간에서의 G2 갈등 본격화

Summary

2022년 11월까지 우리나라는 170억 달러 이상의 방위산업 수출 수주액을 달성했습니다. 지난해 약 73억 달러 수준의 수출 수주를 기록하면서 사상 최고치를 경신한 바 있는데, 불과 1년만에 1배 이상의 수출 수주 금액 성장을 기록했습니다. 단연 폴란드와의 방산 수출 계약이 돋보였습니다. 2차 이행계약에 대한 기대감도 높지만, 유럽 및 동남아시아, 오세아니아 등 여타 국가로부터 추가적인 수주 성사 기대감도 여전히 높습니다.

2023년의 관전포인트 네 가지를 골라보았습니다.

첫째, 2023년을 관통하는 키워드는 여전히 '갈등'과 '대립'이 될 것이라는 점입니다. 전쟁은 끝나도 갈등과 대립은 지속됩니다. 세계 각국의 국방예산 증액은 계속될 전망이다.

둘째, 위와 같은 배경에서라면 K-방산은 추가 수출 가능성이 매우 높습니다. 첨단 무기 도입, 군 현대화, 소진된 무기 재고 축적 수요 등이 계속될 것이기 때문입니다.

셋째, 무기 완제품을 대규모로 수출하게 되었기에 이제는 관련 부품 및 기자재의 수요 증가에도 관심을 가져야 한다는 판단입니다.

넷째, 그리고 영토/영해/영공의 범위를 넘어서는 우주 공간에서의 경쟁도 더욱 치열해질 전망입니다.

국내 방산 기업들은 이번 수출을 계기로 중장기적 탄탄한 성장 토대를 마련했습니다. 수출 비중의 증가는 기업 수익성 개선으로 이어질 가능성도 높기 때문에 2023년 연간 실적은 올해보다 더욱 좋은 흐름을 보일 가능성이 높습니다. 포트폴리오에 빠져서는 안 되는, 꼭 필요한 섹터로 자리매김 중이라는 판단입니다.

기업분석

- 한화에어로스페이스(매수/130,000원)	탄탄한 수주 기반 확실한 중장기 성장성
- LG넥스원(매수/120,000원)	점점 부각되는 유도무기의 중요성
- 현대로템(매수/34,000원)	유럽 누빌 K2 전차, 수소 생태계 확장까지
- 한국항공우주(매수/80,000원)	완제기 수출 증가와 기체 부품의 터어라운드
- 한화시스템(매수/16,000원)	더 높게 바라보고, 더 멀리 내다보다
- SNT중공업(매수/12,000원)	전방산업과 함께 성장 기대되는 핵심 부속품
- 이엠코리아(Not Rated)	방산 부문 반등하고, 친환경 사업 부각될 2023년

2022 년의 성과

2022 년 11 월 누적기준 연간 수출
수주액 170 억 달러 상회, 지난해
73 억 달러 대비 1 년 만에 2 배
이상 수출 수주 성장

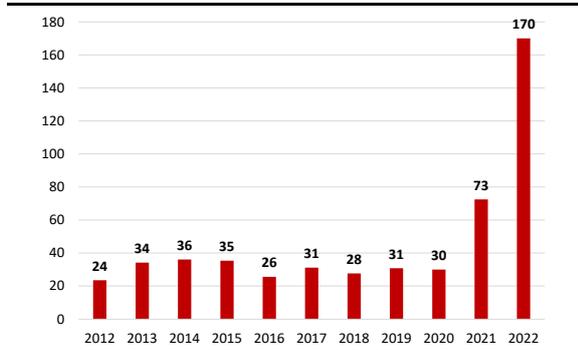
우리나라의 2022 년 방위산업 수출 수주액은 11 월 현재(11/25 기준) 170 억 달러를 넘어섰다. 지난해 약 73 억 달러의 수출 수주를 기록한 이후 불과 1 년 만에 2 배 이상의 수출 수주 금액 성장을 기록한 것이다. 2017 년부터 2021 년까지 5 개년간 우리나라가 차지하는 글로벌 무기 수출 비중은 세계 9 위 수준이었는데, 올해 170 억 달러 이상의 신규 수출 수주를 달성함에 따라 우리나라의 글로벌 무기 수출 비중 순위는 더욱 높아질 것으로 예상된다.

우리나라 방산 수출 수주 증가에 가장 큰 기여를 한 국가는 단연 폴란드이다. 여전히 전쟁을 치르고 있는 우크라이나와 국경을 맞대고 있는 폴란드는, 전쟁 물자 지원으로 인해 발생한 국방력 공백을 빠르게 메우고자 우리나라 방산 물자를 공격적으로 도입했다. 8 월에는 약 34 억 달러 규모의 K2 전차 도입 1 차 이행계약과 약 24 억 달러 규모의 K9 자주포 도입 1 차 이행계약을, 9 월에는 약 30 억 달러 규모의 FA-50 경공격기 도입 이행계약을 체결한 바 있다. 11 월에는 약 36 억 달러 규모의 천무 다연장로켓 도입 1 차 이행계약까지 체결하며, 폴란드와의 무기 수출 수주액만 124 억 달러를 달성했다. 이 과정에서 우리나라 국방부와 방위사업청 등은 Team K2 / Team K9 / Team FA-50 등을 결성하여 방산 수출 성과 달성을 위한 지원을 아끼지 않았고, 그 결과 빠른 방산물자 인도와 현지 생산 및 기술 이전 등을 원했던 폴란드의 과감한 선택을 받을 수 있었다.

연내 폴란드 2 차 이행계약 가능
예상, 2023 년 유럽 비롯한
동남아시아, 오세아니아 등 추가
수출 기대감 여전히 높은 상황

이르면 연내 폴란드와의 2 차 이행계약 체결이 가능할 것으로 예상되는데, 구체적인 계약 규모는 최종 계약 성사 이전까지 속단하기 어렵지만 1 차 이행계약 수준은 넘어설 가능성이 높다는 판단이다. 방위산업은 국가와 국가 간의 대표적인 밀착 산업으로, 방산물자의 인도 이후에도 최소 5~10 년간 유지보수/정비/개량 등이 지속될 가능성이 높다는 점에서 국내 방산 기업들은 중장기적 탄탄한 성장 토대를 마련했다는 판단이다. 2023 년에는 유럽을 비롯하여 동남아시아, 오세아니아 등 여타 국가로부터 추가적인 수주 성사 기대감이 여전히 높다는 점에서 또 한 번의 수출 수주 금액 기록 경신도 가능할 전망이다.

우리나라 방위산업 수출(수주 기준) 추이 (단위: 억달러)



자료: 방위사업청, SK 증권

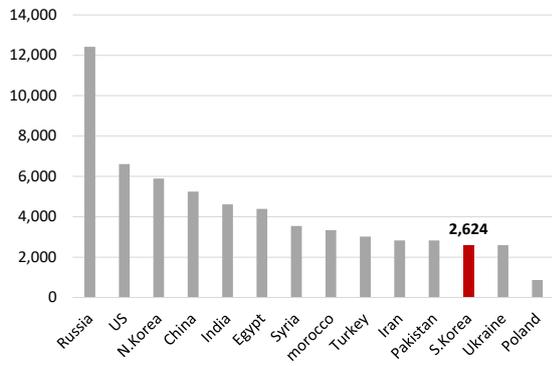
2022 년 주요 수출 수주성과

날짜	품목	거래상대방	금액
2021.12.	K9 자주포 및 K10 탄약운반장갑차	호주	약 1 조 원
2022.01.	천궁 2 지대공 미사일	UAE	약 2 조 원
2022.02.	K9 자주포	이집트	약 2 조 원
2022.03.	방산물자	사우디	약 1 조 원
2022.08.	폴란드 K2 1 차 이행계약	폴란드	약 34 억 달러
2022.08.	폴란드 K9 1 차 이행계약	폴란드	약 24 억 달러
2022.09.	폴란드 FA50 1 차 이행계약	폴란드	약 30 억 달러
2022.11.	폴란드 천무 1 차 이행계약	폴란드	약 36 억 달러

자료: 방위사업청, 언론종합, SK 증권

국가별 전차(Tank) 보유대수

(단위: 대)



자료: Global Fire Power, SK 증권

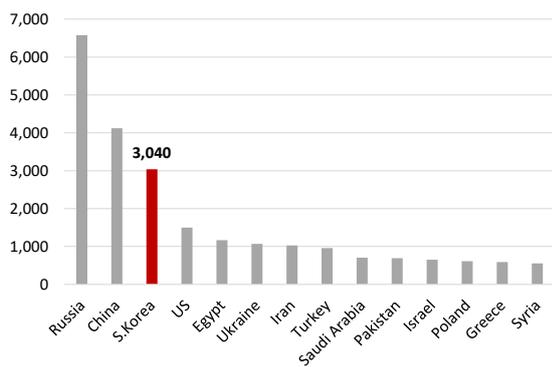
글로벌 Top 10 전차(Tank) 비교

전차명	국가	내용
Leopard 2A7+	Germany	최고속도 72km/h, 순항거리 450km
Abrams M1A2	US	최고속도 67.5km/h, 순항거리 426km
K2 Black Panther	S.Korea	최고속도 70km/h, 순항거리 450km
Challenger 2	UK	최고속도 59km/h, 120mm 기본화력
T-14 Armata	Russia	최고속도 90km/h, 순항거리 500km
Merkava Mk4	Israel	최고속도 64km/h, 대전차 미사일 보호
Type 10(TK-X)	Japan	최고속도 70km/h, 세라믹 복합 장갑
Leclerc	France	최고속도 72km/h, 50km/h 타격 가능
T-90MS	Russia	최고속도 60km/h, 125mm 기본화력
MBT-3000	China	최고속도 70km/h, 순항거리 500km

자료: 군사 전문 매체 종합 정리 / 주: 순위 구분 없음

국가별 자주포(Self-Propelled Artillery) 보유대수

(단위: 문)



자료: Global Fire Power, SK 증권

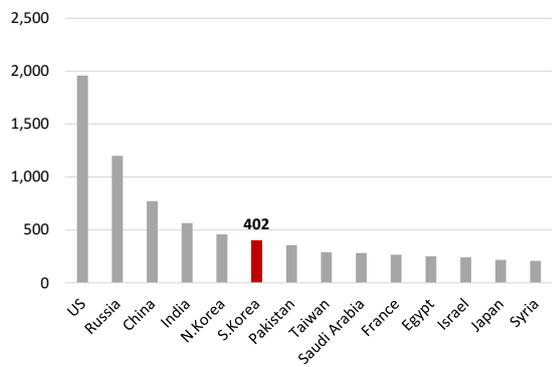
글로벌 Top 10 자주포(Self-Propelled Howitzers) 비교

자주포명	국가	내용
K-9 Thunder	S.Korea	155mm 분당 6 발, 67km/h
PzH 2000	Germany	155mm 분당 10 발, 67km/h
2S35 Koalitsiya	Russia	1524mm 분당 16 발, 최대 80km/h
PLZ-52	China	155 or 152mm, 분당 8 발, 40km/h
Type 99	Japan	155mm 분당 6 발, 최대 30km 발사
PLZ-05	China	155mm 분당 8~10 발, 56 km/h
Zuzuna-2	Slovakia	155mm 분당 6 발, 3 분 16 발
M109A7 Paladin	US	60 개 포탄 운반, 분당 4 발, 56 km/h
AHS Krab	Poland	155mm 분당 6 발, 한국+영국 기술
2S33 Msta-SM	Russia	152mm 분당 10 발, 60 km/h

자료: 군사 전문 매체 종합 정리 / 주: 순위 구분 없음

국가별 전투기(Fighter/Interceptor) 보유 대수

(단위: 대)



자료: Global Fire Power, SK 증권

글로벌 경공격기(FA) 경쟁모델



자료: 각 사

주: 위부터 Boeing T-7A Red Hawk, Leonardo M-346 FA, KAI FA-50

2023 년 관전포인트 ① : 전쟁은 끝나도 갈등과 대립은 지속

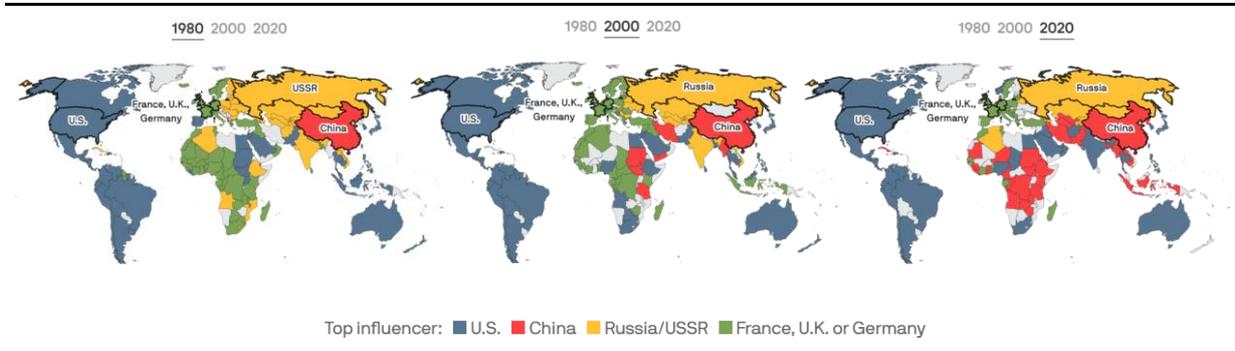
옛말이 되어버린 지구촌(村),
2023 년을 관통하는 키워드는
'갈등'과 '대립' 될 것

2022 년 2 월, 러시아의 일방적인 침공으로 발발한 우크라이나 전쟁은 약 10 개월 이 지난 현재까지도 여전히 현재진행형이다. 전쟁 발발 초기에는 화력 우위를 앞세운 러시아의 공세가 강력했고, 우크라이나 남동부 점령 지역을 점점 확대해가는 모습을 보였다. 하지만 우크라이나 인접국가들의 적극적인 방산물자 지원, 유럽 내 NATO 가입 국가들과 미국의 화력 지원을 등에 업은 우크라이나의 지구력이 빛을 발하면서 전쟁의 향방은 더욱 알 수 없게 되어가는 중이다.

서구 세력과 사회주의 세력 간의 대리전 양상을 띄어가는 우크라이나 전쟁의 결과가 더욱 오리무중이 되어가는 가운데, 미국 및 유럽 진영과 러시아 및 중국 진영의 갈등은 더욱 심화되는 모습이다. 특히 중국의 영향력 확대가 눈에 띈다. 실제로 중국은 우크라이나 전쟁의 결과를 좌지우지할 수도 있다는 평가가 있을 만큼 러시아의 확실한 우방국으로 자리매김하는 모습이다. 뿐만 아니라 동남아시아 및 아프리카, 중동 지역으로 해를 거듭할 수록 영향력을 확대하면서 초강대국 미국을 견제하는 강력한 G2 국가로써 위용을 갖추가고 있다는 평가를 받고 있다.

이런 중국의 등장을 견제하기 위해 미국은 자국 우선주의를 기치로 중국과의 대립 및 갈등을 피하지 않고 있다. 세계에서 가장 많은 국방 예산을 소비하는 미국은 2015 년 이후 꾸준히 국방예산을 증액 중이고, 미국의 전통 우방국인 Five Eyes 회원국들도 함께 국방예산을 증액하는 모습이다. 이 과정에서 G2 의 갈등을 바라보는 주변국들의 움직임은 미묘하게 달라지고 있음이 느껴진다. 사우디아라비아의 무함마드 빈 살만 왕세자는 미국 바이든 대통령의 원유 감산 일정 조정 협조 요청을 보란 듯 외면했고, 중국은 우리나라를 향하는 폴란드 부총리 전용기의 영공 통과를 금지했다. 미국의 자국 우선주의가 우리편 우선주의로 확대되면서 우크라이나 전쟁이 끝나더라도 진영 간의 갈등과 대립은 쉽게 잠잠해지지 않을 것이라는 의견이 지배적이다. 온 지구가 하나의 마을처럼 함께 한다는 뜻의 '지구촌(村)'이라는 단어가 옛 말이 되어가는 것이다. '갈등'과 '대립', 2023 년을 관통하는 키워드가 될 가능성이 높다.

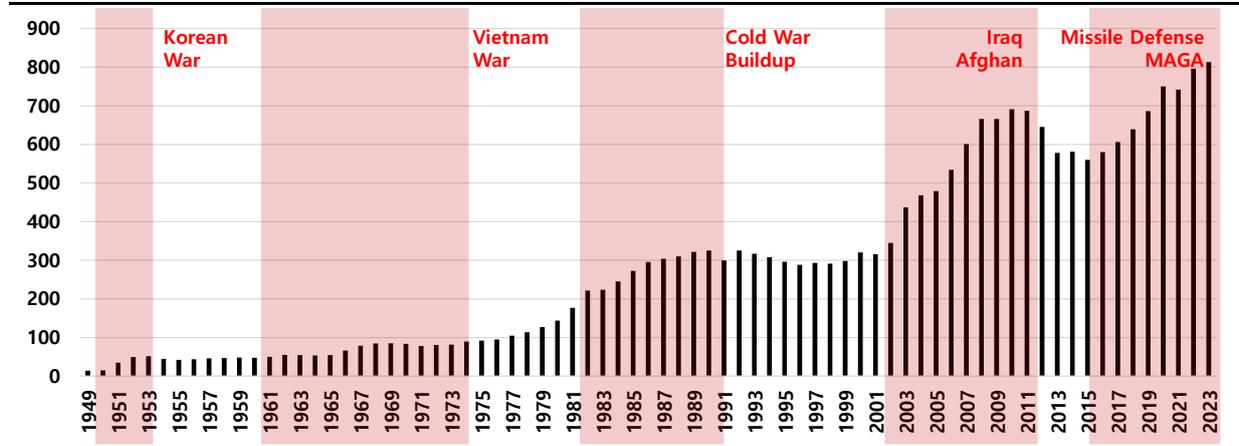
국가별 주변 영향력 변화



자료: Atlantic Council, SK 증권

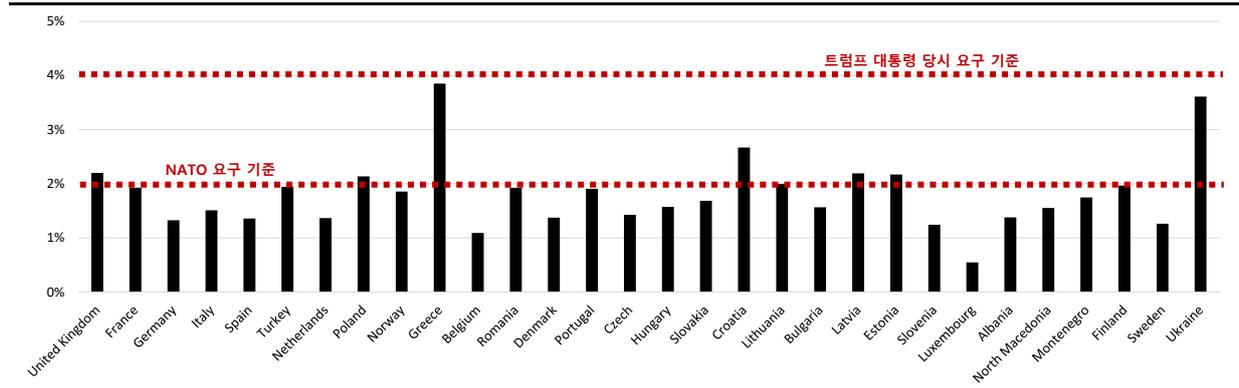
미국 국방예산 추이

(단위: 십억달러)



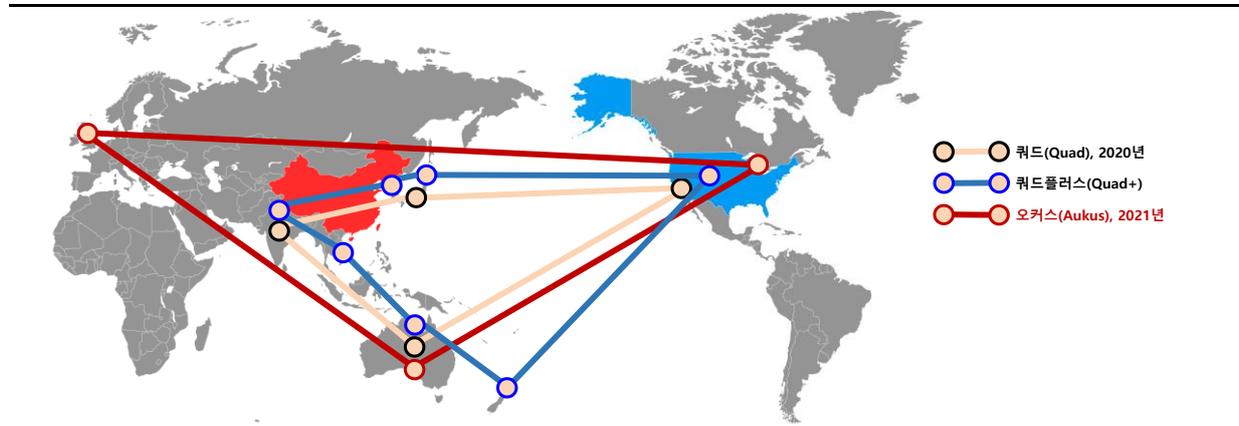
자료: 미 국방부, SK 증권

2021년 유럽 NATO 가입국 GDP 대비 국방예산 비율



자료: IMF, SIPRI, SK 증권

중국을 둘러싼 쿼드(Quad) & 쿼드+, 오커스(Aukus) 협의체



자료: SK 증권

2023년 관전포인트 ② : 추가 수출 가능성 높은 K-방산

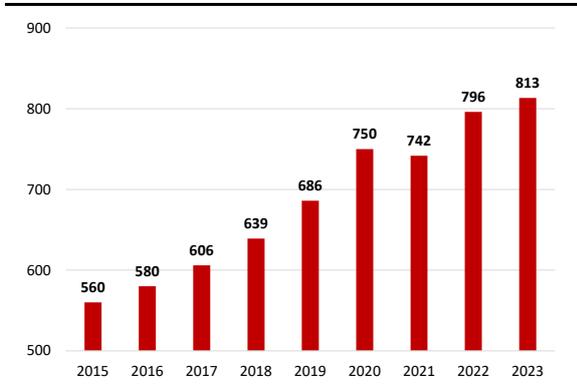
첨단 무기 도입, 군 현대화, 소진된 무기 재고축적 무기 수요는 계속될 것, K-방산 추가 수출 가능성도 높음

'갈등'과 '대립'이 더욱 심화된다면, 결국 중요한 것은 국가별 자주 국방력을 갖추는 것이다. 2015년 5,600억 달러 수준의 국방 예산을 사용하던 미국은 2023년 8,130억 달러 수준의 국방 예산을 승인한 바 있다. 첨단 무기의 도입, 군 현대화, 소진된 무기 재고 축적, 우주군 창설 등의 이유로 국방 예산이 매년 점진적으로 증가했다. 2차 세계대전 이후 미국의 전통 우방국으로 자리매김한 캐나다, 영국, 호주, 뉴질랜드 등도 함께 국방 예산을 증액하면서 군 현대화 작업에 적극적으로 나서고 있다.

또, 매마침 발발한 우크라이나 전쟁은 유럽 국가들의 국방예산 증액 명분으로 작용하고 있다. 연간 GDP 대비 약 1.3% 수준(약 600억 달러)을 국방 예산으로 사용하던 독일은 지난 6월 1,000억 유로의 특별방위기금 조성안을 승인하면서 세계 3위 국방예산 집행국으로 올라섰다. NATO 중심 국가인 미국은 유럽 내 NATO 가입국에 GDP 대비 2% 수준까지 국방 예산 증액에 나설 것을 지속적으로 요구 중이고, 폴란드는 GDP 대비 5% 수준까지 국방 예산을 꾸준히 증액한다는 계획을 밝힌 바 있다. 심지어 미국과 중국의 갈등이 표면적으로 드러나는 남중국해, 필리핀해 주위의 동남아시아 국가들도 매년 10% 이상 국방 예산을 증액 중이며, 양안 갈등을 빚고 있는 대만은 2023년 국방 예산을 13% 증액한다는 계획을 밝혔다.

이렇게 세계 각국이 국방력 강화에 나선 가운데, 전통 군사 강국인 미국과 독일 등이 자국 국방력 강화에 가장 우선 순위를 두면서 우리나라 방산물자 도입을 검토 중인 국가로는 노르웨이(전차/자주포), 영국(자주포), 루마니아(전차/자주포), 발트 3국(경공격기), 호주(장갑차/잠수함), 말레이시아(경공격기), 콜롬비아(경공격기), 이집트(경공격기), 중동(무기체계) 등이 후보군으로 꼽히는 중이다. 폴란드 2차 이행계약 시점과 규모에 따라 달라질 수 있지만, 2023년 수출 수주 잔액 200억 달러 상회 가능성에 대한 기대감을 갖기에 충분하다.

미국 국방예산(National Defense Budget) 추이 (단위: 십억달러)



자료: USDOD, SK 증권

지난 9월 개최된 한-루마니아 국방부 장관 회담



자료: 국방부, SK 증권

2023년 관전포인트 ③ : 부품업체까지 파생되는 경제효과

완제품의 대규모 납품이 이뤄진다면, 관련 부품 및 기자재 수요 증가에 대해서도 관심 가져야 할 시점

지난 10월 폴란드와 1차 이행계약을 맺은 K2 전차의 납품 초도물량 10대, K9 자주포의 납품 초도물량 24문의 출하가 시작되었다. K2 전차는 2025년까지 총 180대가, K9 자주포는 2026년까지 212문이 순차적으로 공급될 예정이기에, 이번 초도물량 출하를 시작으로 매년 각각 50여대/50여문 내외의 물량이 폴란드로 공급될 예정이다. 1차 이행계약보다 앞서 맺은 포괄 기본계약 내용에 의하면 K2 전차는 총 980대, K9 자주포는 총 672문을 납품하기로 한 만큼 1차 이행계약 이후 추가적으로 납품하게 될 물량도 상당한 수준이다.

따라서 완제품의 대규모 납품을 기반으로 하는 관련 부품 및 기자재 수요 증가 및 관련 기업 수혜 강도에도 관심을 가져야 하는 시점이 도래했다는 판단이다. 혹독한 환경 속에서 상대적으로 오랜 시간 기동이 필요한 전차와 비교했을 때 자주포 및 탄약운반장갑차 등은 국산화율이 더욱 높다. 이는 수출 물량 증가로 인해 수혜를 볼 것으로 예상되는 국내 기업의 숫자가 더 많음을 의미한다. K2 전차는 우리나라 실전 배치를 위한 3차 양산이 진행 중이고, 내년에 4차 양산 물량이 확정될 것으로 보인다. 특히 전차의 엔진 파워팩을 구성하는 요소 중 변속기의 국산 부품 도입이 가능할 것인지가 가장 큰 화두다. 3차 양산까지는 외국산 변속기가 사용되었는데, 해외 수출 물량이 증가하고 있는 상황에서 국산화율을 높이는 것이 향후 관리적 측면에서도 더욱 긍정적일 것으로 예상되는 만큼 4차 양산 과정에서 국산 변속기 도입 가능성은 점점 고조되고 있다는 판단이다.

주목할 만한 부품/기자재 관련 기업

구분	내용
K2 전차	현대위아(전차포), 현대두산인프라코어(파워팩 엔진), 한화시스템(사격통제 시스템), SNT중공업(파워팩 변속기)
K9 자주포	STX엔진(파워팩 엔진), SNT중공업(파워팩 변속기), 이엠코리아(격발기/실린더), 현대위아(자동장전 장치)
FA-50 경공격기	한화시스템(AESA 레이더), 제노코(혼선방지기), 이엠코리아(랜딩기어 부품)

자료: SK 증권 정리

K2 전차 적용 기대되는 1,500 마력급 변속기



자료: SNT 중공업, SK 증권

K9 자주포 디젤엔진 국산 개발업체 선정된 STX 엔진(2021.05.)



자료: STX 엔진, SK 증권

2023년 관전포인트 ④ : 영공(領空)의 확대, 우주전쟁의 서막

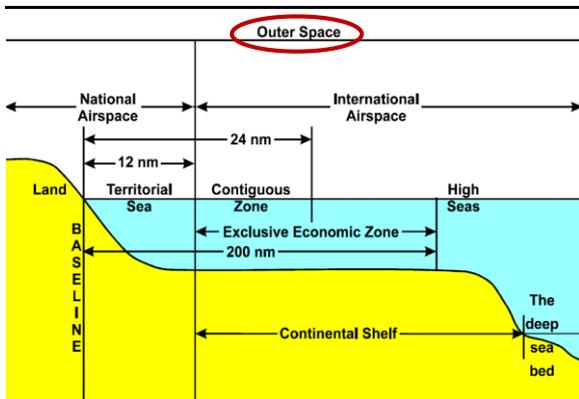
영토/영해/영공 범위 넘어서는 우주 공간 선점을 위한 패권 경쟁 시작, 우리나라도 미래 우주경제 로드맵 발표

2023년은 미국과 중국 G2의 갈등은 새로운 공간/영역으로 확대될 것으로 예상된다. 바로 '우주'이다. 세계대전을 치르며 미국과 러시아의 미사일 개발 경쟁으로 촉발된 우주 경쟁은, 미국 NASA가 주도하던 올드스페이스(Old Space) 시대를 지나 민간 기업이 적극적으로 참여하는 뉴스페이스(New Space) 시대를 맞이했다. 발사체를 재활용하고, 고성능 초소형 위성들이 개발되면서 우주 시장 진출의 가장 큰 걸림돌이었던 값비싼 비용 문제를 해결함에 따라 우주 영역 선점을 위한 국가/기업들의 경쟁이 치열해지고 있다. 한편, 과거 우주 패권을 놓고 미국과 대립했던 국가가 러시아(舊 소련)였다면, 오늘날 미국과 우주 패권 경쟁을 다투는 국가로 중국이다.

어느새 중국은 세계에서 최초로 달 뒷면 탐사에 성공한 국가가 되었고, 독자적인 우주정거장 건설을 추진하는 등 새로운 우주 강국으로 급부상 중이다. 중국이 우주 시장 진출에 적극적으로 나서는 이유는 자명하다. 미국과 함께 G2로 불릴 정도로 빠르게 덩치를 키웠지만, 반대로 집중 견제를 받는 상황에 처했기 때문이다. 중국은 일대일로 프로젝트의 추진을 비롯한 육상으로의 세력 확장이 녹록치 않은 상황에서 남중국해/필리핀해 등을 중심으로 한 해양 세력 확장도 집중 견제를 받고 있다. 이런 상황에서 중국이 선택할 수 있는 최고의 선택은 기존의 영토/영해/영공의 범위를 넘어서 지구를 발 아래 두고 내려다볼 수 있는 우주 공간의 선점이었을 것이다. 미지의 공간을 먼저 선점한다는 것은 경제적으로나, 군사적으로나 큰 의미를 갖기 때문이다.

우리나라도 우주경제의 중요성을 인지하고 있다. 지난 11/28 미래 우주경제 로드맵을 발표하면서 5년 내 달까지 도달할 수 있는 자체 발사체 엔진 개발, 2032년 달 자원 채굴 시작, 2045년 화성 착륙 로드맵을 제시했다. 구체적인 Action Plan이 제시되지 못했다는 점에서 조금 아쉽지만, 중요성을 인지하고 비전을 제시했다는 점에서는 긍정적인데다, 우주라는 무궁무진한 가능성이 있는 시장을 선점하기 위한 글로벌 경쟁은 확실히 시작됐다.

영해/영공/영토의 개념을 넘어서는 영역 다름의 시작



자료 MRAG, SK 증권

2021년 창설된 미국 우주 방위군(US Space Force)



자료 NYT, SK 증권

2030년 국방 우주강국으로의 도약을 위한 우주 방위사업 발전 마스터플랜(2021.12.28)

비전	2030년 국방우주강국, 대한민국					
목표	자력으로 우주무기체계 개발/발사할 수 있는 능력 확보			대한민국의 우주개발 역량을 발전/지탱하는 튼튼한 우주방위산업환경 마련		
추진 전략	자주국방을 위한 우주전력 확보	자력우주진출을 위한 기술역량 강화	우주방위사업 인프라 확충	우주 방산기업의 빠른 성장 지원	민/군 기술 융합 Spin-Up	우주방위사업 추진체계 효율화
주요 내용	정찰위성 개발	감시/정찰 위성 등 우주기술 투자 확대	발사장 등 우주기반시설 확충	국방우주 전문기업 육성	정부 기업 간 소통 창구 마련	국방우주사업 관리법 제정
	통신위성 운영	통신 항법위성 등 우주기술 투자 확대	우주부품 시험장비 확충 및 공유체계 마련	업체 시설설치와 자금지원 확대	민군우주기술협력단 신설	국방우주사업 추진절차 정비
	항법위성 확보	우주발사체 기술 고도화	헤리티지 축적 위한 데이터관리시스템 구축	국방 우주전문 인력 양성	민군협력 우주기술 개발사업 신설	국방우주인증센터 설립
	우주 감시능력 확보	우주 특화연구센터 운영	-	-	국방우주기술 교환과 국산화 촉진	-
	우주 통제능력 구비	국가간 국방우주기술 협력	-	-	국방분야의 민간 지원	-

자료: 방위사업청, SK 증권

‘국방우주전문기업 육성 추진계획’ 목표 및 정책방향(2022.11.21)

목표	안정적 우주사업추진 동력 확보 및 우주산업 생태계 조성	추진중점	주요내용
정책 방향	- 「선택과 집중」의 우주산업 육성 정책 마련 - 군 우주분야 「정부주관 인증시스템」 도입 - 핵심부품의 수출통제 대응 - 우주환경운영경험 확보 추진 - 기업의 우주개발 여건 조성을 위한 금융지원 추진	1. 정부주관 우주인증시스템 도입 (3개 과제)	① 우주체계 표준제정 ② 인증시스템 도입 (국방우주전문기업 지정기준) ③ 한-해외인증기관 상호협약 추진
		2. 국방우주전문기업 육성 (2개 과제)	① 국방우주전문기업 지정제도 도입 ② 우주환경운영경험 확보 실증사업 추진
		3. 우주산업 생태계 조성 (4개 과제)	① 우주 소재/부품 국산화 지원 ② 금융지원 관련 제도개선 추진 ③ 중소기업자 우선선정 품목 지정 ④ 위성사업 안정적 추진을 위한 기반마련

자료: 방위사업청, SK 증권

Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자 의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 30일 기준)

매수	92.42%	중립	7.58%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
02-3773-8891

Company Data

자본금	2,657 억원
발행주식수	5,063 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	35,947 억원
주요주주	
한화(외3)	33.97%
국민연금공단	9.93%
외국인지분률	22.40%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(22/11/29)	73,400 원
KOSPI	2433.39 pt
52주 Beta	1.04
52주 최고가	85,400 원
52주 최저가	40,650 원
60일 평균 거래대금	1,108 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	20.3%	10.1%
6개월	36.3%	49.2%
12개월	60.6%	99.1%

한화에어로스페이스 (012450/KS | 매수(유지) | T.P 130,000 원(유지))

탄탄한 수주기반 확실한 증장기 성장성

- 길어지는 우크라이나 전쟁 속 존재감 부각되는 자주포
- 연내 폴란드 2 차 이행계약 가능성 높아, 폴란드 인접국가 추가 수출 가능성도 기대
- 4Q22 부터 폴란드 납품 K9 자주포 실적 반영 예상, 안정적 증장기 성장성 확보
- 2023 년 누리호 3 차 발사부터 한국형발사체 체계종합기업 역할 수행
- 3 차 발사 위안 엔진 납품은 모두 마무리, 4 차(2025 년)부터 실질적 제작 총괄 예상

자주포(Howitzers)의 중요성

우크라이나 전쟁이 예상보다 길어지면서 우크라이나에 방산 물자 지원을 아끼지 않았던 인접 국가들의 안보 공백 우려가 더욱 커지고 있다. 대표적인 인접 국가인 폴란드는 ① 국방예산 증액과 군사력 강화, ② 노후화된 군 현대화, ③ 우크라이나 지원으로 인한 재고 보충 등의 목적으로 우리나라 방산 물자 도입에 가장 적극적으로 나선 바 있다. 이르면 올해 안 2 차 이행계약 가능성이 높아짐에 따라 한화에어로스페이스의 K9 자주포 추가 수출 확정 물량 소식을 기대해 볼 만한 시점이다. 특히 이번 전쟁은 전투기를 중심으로 하는 현대 공중전의 위력보다 미사일, 포(砲)를 중심으로 하는 원거리 타격전이 중요하게 대두되면서 자주포에 대한 수요와 관심을 크게 끌어올렸다고 평가된다. 현재 전쟁을 진행 중이고, 영상 30 도 이상 무더위와 영하 10 도 내외 혹한의 날씨, 평지와 산악 등 다양한 지형을 모두 가지고 있는 우리나라의 자주포는 그만큼 충분히 검증된 자산이라는 신뢰를 얻고 있는 점도 매우 긍정적이다.

대한민국 우주 산업 대표 기업

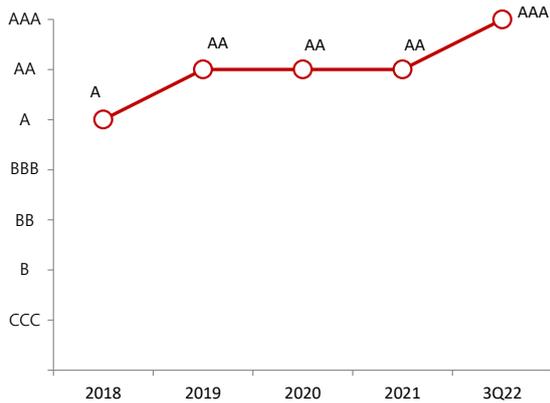
2023 년은 한국형발사체 체계종합기업으로써의 역할도 부각될 전망이다. 내년 상반기 중 발사될 것으로 예상되는 누리호 3 차 발사부터 한화에어로스페이스는 새로운 체계 총조립 기업으로 참여한다. 우주 발사체에서 가장 중요한 부분인 액체 연료 발사 엔진을 담당하던 동사는 누리호 3 차 발사를 위한 엔진 납품을 모두 마친 상태다. 25 년으로 예정된 4 차 발사부터는 발사체의 제작 및 조립 등 실질적인 제작을 모두 담당할 것으로 예상되는 만큼 2023 년은 대한민국 우주 산업의 대표 기업으로써 발돋움하는 중요한 첫 걸음을 내딛는 해가 될 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	52,641	53,214	64,151	69,423	84,988	92,764
yoy	%	18.2	1.1	20.6	8.2	22.4	9.2
영업이익	억원	1,652	2,439	3,830	3,878	5,184	5,844
yoy	%	210.7	47.6	57.0	1.2	33.7	12.7
EBITDA	억원	3,840	4,896	6,205	6,435	8,184	8,729
세전이익	억원	1,563	1,718	4,053	3,186	4,437	5,039
순이익(지배주주)	억원	1,322	1,214	2,526	2,387	3,482	3,938
영업이익률%	%	3.1	4.6	6.0	5.6	6.1	6.3
EBITDA%	%	7.3	9.2	9.7	9.3	9.6	9.4
순이익률	%	3.1	3.1	4.7	3.4	4.0	4.2
EPS(계속사업)	원	2,555	2,388	4,989	4,601	6,764	7,664
PER	배	13.7	11.9	9.6	15.4	10.5	9.3
PBR	배	0.7	0.6	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	10.3	7.4	6.9	8.7	6.6	5.7
ROE	%	5.5	4.8	9.2	7.9	10.3	10.2
순차입금	억원	10,525	10,900	1,546	1,988	-523	-5,023
부채비율	%	205.0	216.6	181.0	200.7	192.8	183.1

ESG 하이라이트

한화에어로스페이스 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 한화에어로스페이스 ESG 평가

한화에어로스페이스는 탄소 등 유해물질을 배출하지 않는 차세대 고효율 전기식 작동기(EMA)의 개발 등 친환경 지속가능 제품 개발에 앞장서고 있음. 이사회를 다양성을 위해 여성임원을 선임하고, 독립성을 보장한 전원 사외이사로 구성된 ESG 위원회를 설립하는 등 ESG 경영을 강화하고 있음.

자료: SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
한화에어로스페이스 종합 등급	AAA	B-	46.64
환경(Environment)	76.70	A	23.56
사회(Social)	63.02	C+	20.62
지배구조(Governance)	65.74	C	95.54
<비교업체 종합 등급>			
한국항공우주	AA	D+	44.00
LIG 넥스원	AA	N/A	40.78
현대로템	AA	N/A	65.40

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv(2019년 기준), SK 증권

한화에어로스페이스 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
2021/04/28	녹색채권	260,000	1.615

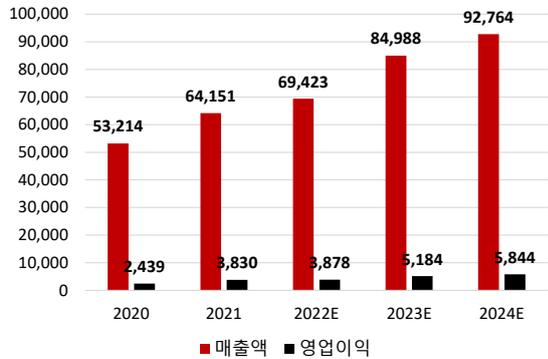
자료: KRX, SK 증권

한화에어로스페이스 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.02.18.	Social(사회)	법원, 노동위 한화에어로 구제신청 기각 제동
2021.11.30.	ESG(종합)	한국경영인증원으로부터 '준법경영시스템' 및 '부패방지경영시스템' 국제인증서 획득
2022.04.06.	ESG(종합)	생산성경영시스템(PMS) 인증심사에서 국내 최고 수준인 '레벨 8' 획득

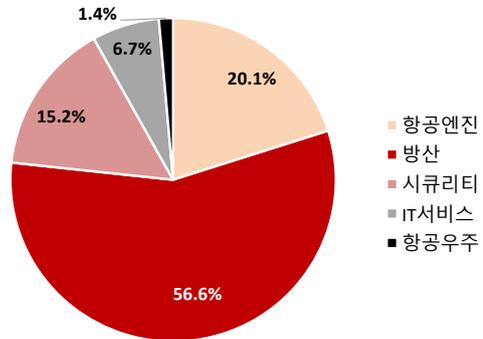
자료: 주요 언론사, SK 증권

한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)



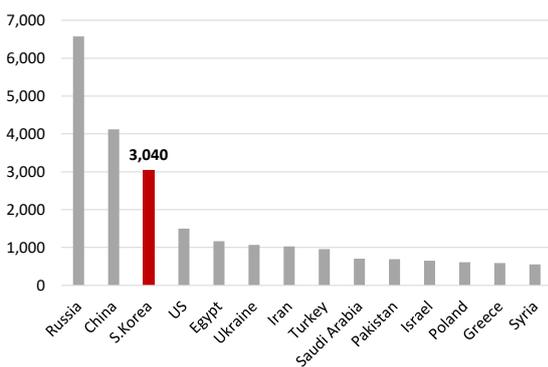
자료: 한화에어로스페이스, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 전망



자료: 한화에어로스페이스, SK 증권 추정

국가별 자주포(Self-Propelled Artillery) 보유대수 (단위: 문)



자료: Global Fire Power, SK 증권

글로벌 Top 10 자주포(Self-Propelled Howitzers) 비교

자주포명	국가	내용
K-9 Thunder	S.Korea	155mm 분당 6 발, 67km/h
PzH 2000	Germany	155mm 분당 10 발, 67km/h
2S35 Koalitsiya	Russia	1524mm 분당 16 발, 최대 80km/h
PLZ-52	China	155 or 152mm, 분당 8 발, 40km/h
Type 99	Japan	155mm 분당 6 발, 최대 30km 발사
PLZ-05	China	155mm 분당 8~10 발, 56 km/h
Zuzuna-2	Slovakia	155mm 분당 6 발, 3분 16 발
M109A7 Paladin	US	60개 포탄 운반, 분당 4 발, 56 km/h
AHS Krab	Poland	155mm 분당 6 발, 한국+영국 기술
2S33 Msta-SM	Russia	152mm 분당 10 발, 60 km/h

자료: 군사 전문 매체 종합 정리 / 주. 순위 구분 없음

한국형발사체와 차세대 발사체 구성 비교

한국형발사체(KSLV-II)		차세대발사체(KSLV-III)	
3단 엔진	추력 7 톤급	단수/개발구성품 감소	추력 10 톤급
	가스발생기 사이클방식		다단연소사이클방식
2단 엔진	액체엔진 1기	체계조립/시험 일정 단축	2단 엔진
	추력 75 톤급		액체엔진 2기
1단 엔진	터보펌프방식	제작단가 절감	추력조절(40~100%)
	액체엔진 1기		다회점화
1단 엔진	추력 75 톤급	발사성능 확장성	추력 100 톤급
	터보펌프방식		다단연소사이클방식
1단 엔진	액체엔진 4기	재사용 발사체 기술 연계성	액체엔진 5기
			추력조절(40~100%)
			재점화

자료: 과기정통부, SK 증권

우주개발진흥실무위원회 안건 자료 요약(2022.10.07.)

<한국형 발사체 반복발사 계획(안) 변경>

기존: 3차 - 23년 / 4차 - 24년 / 5차 - 26년 / 6차 - 27년
 변경: 3차 - 23년 / **4차 - 25년** / 5차 - 26년 / 6차 - 27년
 ※ 4차 발사부터 체계종합기업 주도로 제작/조립, 실제작기간 반영

<주탑재위성 발사계획>

3차 - 차세대소형위성 2호 / 4차 - 차세대중형위성 3호
 5차 - 초소형위성 2~6호 / 6차 - 초소형위성 7~11호

<누리호 3차 발사 부탑재위성 및 예상 임무>

루미르 - 한반도 연근해 적초 및 수질 상시 정보 수집 등
 저스텍 - 지구관측 영상 활용 위한 광학탑재체 우주 검증 영상 획득

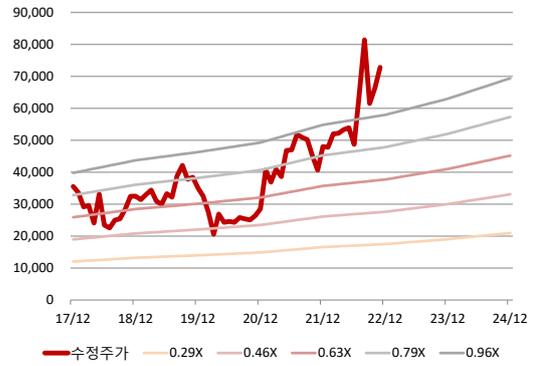
자료: 과기정통부, SK 증권

한화에어로스페이스 P/E Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

한화에어로스페이스 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.30	매수	130,000원	6개월		
2022.09.27	매수	130,000원	6개월	-48.33%	-39.46%
2022.09.13	매수	130,000원	6개월	-42.46%	-39.46%
2022.08.01	매수	75,000원	6개월	-20.84%	13.87%
2022.05.31	매수	75,000원	6개월	-33.23%	-14.13%



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 30일 기준)

매수	92.42%	중립	7.58%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	51,227	62,835	74,925	81,942	90,094
현금및현금성자산	13,307	25,281	26,543	28,306	31,935
매출채권및기타채권	10,406	10,322	12,377	13,540	14,129
재고자산	15,906	16,048	18,665	19,122	19,944
비유동자산	43,421	47,623	54,876	58,056	59,740
장기금융자산	975	3,181	9,245	9,245	9,245
유형자산	18,977	18,981	19,020	18,280	17,565
무형자산	18,955	19,772	21,220	21,987	22,841
자산총계	94,648	110,458	129,801	139,997	149,834
유동부채	39,004	43,301	59,485	63,870	67,212
단기금융부채	7,295	8,159	11,323	12,393	12,669
매입채무 및 기타채무	4,914	5,929	8,185	10,020	10,936
단기충당부채	860	689	791	968	1,057
비유동부채	25,747	27,842	27,148	28,311	29,701
장기금융부채	17,572	19,651	19,084	19,560	20,804
장기매입채무 및 기타채무	2,171	2,259	3,019	3,019	3,019
장기충당부채	483	553	635	1,118	1,220
부채총계	64,751	71,143	86,633	92,181	96,913
지배주주지분	25,977	28,892	31,706	36,216	41,181
자본금	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
자본잉여금	4,128	4,288	3,712	3,712	3,712
기타자본구성요소	-5	-22	-22	-22	-22
자기주식	-5	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	15,812	18,120	20,167	23,321	26,930
비지배주주지분	3,920	10,423	11,461	11,600	11,739
자본총계	29,897	39,316	43,168	47,816	52,920
부채외자본총계	94,648	110,458	129,801	139,997	149,834

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	4,829	10,390	7,586	6,259	8,234
당기순이익(손실)	1,718	4,053	3,052	3,421	3,877
비현금성항목등	4,760	3,866	4,693	4,820	4,910
유형자산감가상각비	1,709	1,622	1,791	2,170	1,995
무형자산상각비	748	752	766	830	890
기타	1,776	540	1,147	384	434
운전자본감소(증가)	-1,220	3,110	1,880	-909	666
매출채권및기타채권의 감소(증가)	229	325	-2,930	-1,163	-589
재고자산감소(증가)	-2,951	69	-4,344	-457	-822
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-311	914	2,586	1,835	917
기타	1,812	1,802	6,568	-1,123	1,161
법인세납부	-429	-640	-2,039	-1,074	-1,219
투자활동현금흐름	-2,852	-5,927	-7,657	-4,984	-5,029
금융자산감소(증가)	408	-2,070	-7,602	-2,294	-2,391
유형자산감소(증가)	-1,873	-1,605	-1,456	-1,430	-1,279
무형자산감소(증가)	-1,390	-1,588	-1,690	-1,596	-1,744
기타	3	-664	3,091	337	385
재무활동현금흐름	1,372	7,499	1,376	487	425
단기금융부채증가(감소)	-1,594	-344	1,918	1,070	276
장기금융부채증가(감소)	4,022	2,606	568	476	1,244
자본의증가(감소)	-257	-17	0	0	0
배당금의 지급	-174	-433	-354	-329	-329
기타	-625	5,687	-756	-730	-767
현금의 증가(감소)	3,306	11,974	1,262	1,763	3,629
기초현금	10,001	13,307	25,281	26,543	28,306
기말현금	13,307	25,281	26,543	28,306	31,935
FCF	1,418	6,640	6,570	2,994	4,958

자료 : 한화에어로스페이스, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	53,214	64,151	69,423	84,988	92,764
매출원가	42,511	51,198	54,928	68,713	74,861
매출총이익	10,704	12,953	14,494	16,275	17,903
매출총이익률 (%)	20.1	20.2	20.9	19.2	19.3
판매비와관리비	8,264	9,123	10,616	11,091	12,059
영업이익	2,439	3,830	3,878	5,184	5,844
영업이익률 (%)	4.6	6.0	5.6	6.1	6.3
비영업손익	-721	223	-692	-747	-806
순금융비용	520	501	411	393	382
외환관련손익	-56	23	177	140	120
관계기업투자등 관련손익	-25	-286	-111	-110	-110
세전계속사업이익	1,718	4,053	3,186	4,437	5,039
세전계속사업이익률 (%)	3.2	6.3	4.6	5.2	5.4
계속사업법인세	71	1,036	917	1,074	1,219
계속사업이익	1,647	3,018	2,269	3,364	3,819
중단사업이익	0	0	58	58	58
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,647	3,018	2,326	3,421	3,877
순이익률 (%)	3.1	4.7	3.4	4.0	4.2
지배주주	1,214	2,526	2,387	3,482	3,938
지배주주귀속 순이익률(%)	2.28	3.94	3.44	4.1	4.25
비지배주주	433	492	-61	-61	-61
총포괄이익	1,760	3,567	3,882	4,977	5,433
지배주주	1,362	3,076	3,743	4,838	5,294
비지배주주	398	491	139	139	139
EBITDA	4,896	6,205	6,435	8,184	8,729

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	1.1	20.6	8.2	22.4	9.2
영업이익	47.6	57.0	1.2	33.7	12.7
세전계속사업이익	9.9	135.9	-21.4	39.3	13.6
EBITDA	27.5	26.7	3.7	27.2	6.7
EPS(계속사업)	-6.5	108.9	-7.8	47.0	13.3
수익성 (%)					
ROE	4.8	9.2	7.9	10.3	10.2
ROA	1.8	2.9	1.9	2.5	2.7
EBITDA마진	9.2	9.7	9.3	9.6	9.4
안정성 (%)					
유동비율	131.3	145.1	126.0	128.3	134.0
부채비율	216.6	181.0	200.7	192.8	183.1
순차입금/자기자본	36.5	3.9	4.6	-1.1	-9.5
EBITDA/이자비용(배)	7.4	9.7	8.9	11.2	11.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,388	4,989	4,601	6,764	7,664
BPS	51,308	57,066	62,624	71,530	81,337
CFPS	7,220	9,678	9,766	12,803	13,475
주당 현금배당금	600	700	0	650	650
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.9	11.0	18.6	12.6	11.1
PER(최저)	6.3	6.0	9.1	6.2	5.4
PBR(최고)	0.7	1.0	1.4	1.2	1.1
PBR(최저)	0.3	0.5	0.7	0.6	0.5
PCR	4.0	5.0	7.3	5.6	5.3
EV/EBITDA(최고)	8.2	7.5	9.9	7.5	6.5
EV/EBITDA(최저)	6.0	5.5	6.4	4.8	4.0

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
02-3773-8891

Company Data

자본금	1,100 억원
발행주식수	2,200 만주
자사주	21 만주
액면가	5,000 원
시가총액	20,394 억원
주요주주	
엘이이지(와12)	42.55%
국민연금공단	13.47%
외국인지분률	14.20%
배당수익률	1.30%

Stock Data

주가(22/11/29)	92,000 원
KOSPI	2433.39 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	109,000 원
52주 최저가	53,700 원
60일 평균 거래대금	286 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.0%	-6.6%
6개월	23.8%	32.1%
12개월	60.1%	96.4%

LIG 넥스원 (079550/KS | 매수(유지) | T.P 120,000 원(유지))

점점 부각되는 유도무기의 중요성

- 포격전 양상 띄는 우크라이나 전쟁, 유도무기 중요성 더욱 부각시키는 중
- 공격용 유도무기 뿐만 아니라 이를 방어하기 위한 요격용 정밀유도무기 기술도 부각
- 북한 미사일 도발 거세지는 우리나라, 미사일 방어체계 실전 배치 속도 낼 것
- UAM M-SAM 수주 등 반영되며 연말 수주 잔고 약 11 조원 달할 것으로 추정
- 수출 비중 증가하면서 수익성 개선, 주가 매력 높이는 요소로 작용할 전망

게임체인저로 급부상한 정밀유도무기

러시아의 화력에 고전하면서 불리했던 우크라이나 전세를 한 번에 뒤집은 게임체인저로 미국의 HIMARS가 손꼽힌다. 다연장로켓시스템을 장착 트럭에 탑재하여 기동성을 극대화한 고속기동포병로켓시스템인데, 일반 다연장로켓과 다른 점은 유도무기를 사용한다는 점이다. 포격전 양상을 띄고 있는 우크라이나 전쟁에서 무차별한 폭격보다는 중요 거점을 설정하여 정밀하게 공격하는 것이 더 큰 타격을 입힐 수 있다는 점이 검증되고 있는 것이다. 반대로 이러한 유도무기의 공격을 방어하기 위한 수단으로 미사일 방어체계 구축 중요성이 대두되고 있는데, 미사일 방어체계 또한 요격용 정밀유도무기 기술을 기반으로 한다. LIG 넥스원이 주력으로 하는 정밀타격 유도무기(PGM) 분야에서 큰 장(場)이 열리고 있는 것이다. 실제로 우리나라 중거리/중고도 지대공 요격체계인 천궁 2는 올해 1월 처음으로 수출(UAE)에 성공하였으며, 북한 미사일 위협에 대응하기 위한 국내 미사일 방어체계 실전 배치도 더욱 속도를 높일 것으로 예상된다.

증가하는 수출 비중과 수익성 개선

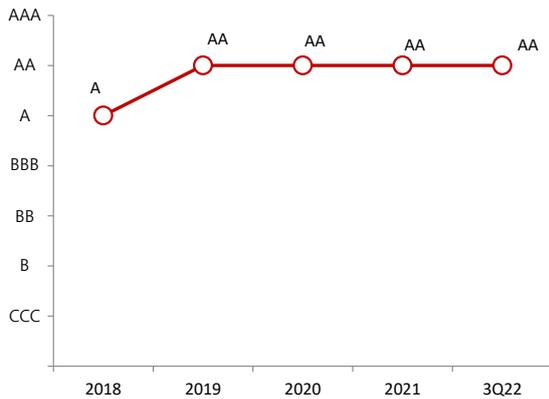
3Q22 기준 수주잔고는 7조 9,556 억원을 기록했다. 연내 남아있는 UAE 수주잔액 등이 반영되면 올해 말 기준 수주 잔고는 약 11 조원에 달할 것으로 추정한다. 수주잔고도 늘어나지만, 매출 내 수출 비중이 증가하고 있다는 점에 주목해야 한다. 인도네시아 무전기 사업 매출과 UAE M-SAM 매출이 반영되기 시작한 3분기 누적 매출 기준 수출 비중은 19.4%까지 확대되었다. 지난해 연말 기준 수출 비중이 4.5%에 불과했다는 점을 감안하면 매우 큰 도약이다. 올해 연말 기준 수출 비중은 약 15% 수준이 될 것으로 예상된다. 수출 비중이 증가하면서 이익률 개선세가 이어지고 있다는 점은 상대적으로 주가 매력을 더욱 높이는 요소로 작용할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	14,527	16,003	18,222	21,807	23,717	26,429
yoy	%	-1.7	10.2	13.9	19.7	8.8	11.4
영업이익	억원	181	637	972	1,814	1,928	2,147
yoy	%	-24.8	252.0	52.5	86.7	6.3	11.3
EBITDA	억원	724	1,153	1,543	2,418	2,590	2,789
세전이익	억원	138	389	1,291	1,680	1,805	2,253
순이익(지배주주)	억원	32	579	1,051	1,294	1,390	1,735
영업이익률%	%	1.3	4.0	5.3	8.3	8.1	8.1
EBITDA%	%	5.0	7.2	8.5	11.1	10.9	10.6
순이익률	%	0.2	3.6	5.8	5.9	5.9	6.6
EPS(계속사업)	원	145	2,631	4,775	5,880	6,317	7,885
PER	배	218.3	11.6	14.4	15.8	14.7	11.8
PBR	배	1.1	1.0	2.0	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	배	17.1	10.3	12.7	9.6	8.5	7.3
ROE	%	0.5	8.9	14.6	15.4	13.8	14.6
순차입금	억원	5,213	4,799	4,565	3,303	2,123	472
부채비율	%	265.6	286.0	237.6	186.3	175.4	160.7

ESG 하이라이트

LIG 넥스원 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
LIG 넥스원 종합 등급	AA	N/A	40.78
환경(Environment)	61.74	N/A	16.34
사회(Social)	47.39	N/A	22.82
지배구조(Governance)	66.24	N/A	83.02
<비교업체 종합 등급>			
한화에어로스페이스	AAA	B-	46.64
한국항공우주	AA	D+	44.00
현대로템	AA	N/A	65.40

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv(2019년 기준), SK 증권

SK 증권 리서치센터의 LIG 넥스원 ESG 평가

최근 수소에너지와 배터리를 동력으로 하는 친환경적인 비행체의 개발을 진행 중에 있으며, 이를 통해 군사적 용도 외에 고립 지역에 대한 효율적인 구호활동 등으로의 확대도 기대됨. 또한 자체적인 사회공헌 전담조직을 운영하며 지역상생과 지역 사회 봉사를 통한 사회공헌 활동을 이어가고 있음.

자료: SK 증권

LIG 넥스원 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원 %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

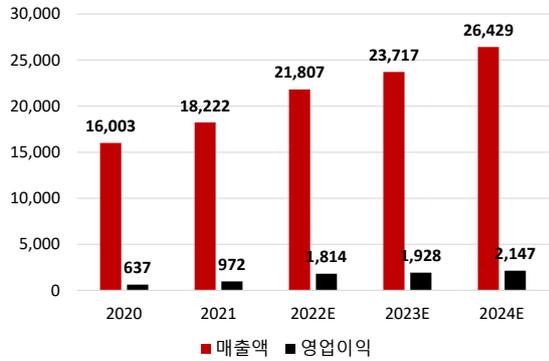
LIG 넥스원 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.05.18.	Environment(환경)	수소연료전지 기반 탑재중량 200kg 급 수송드론 개발 수행기관 선정
2021.07.22.	ESG(종합)	방위산업에 특화된 ESG 경영활동을 위해 ESG 위원회 신설
2021.09.01.	Social(사회)	협력업체에 대한 금융지원을 확대하기 위해 신한은행과 100억원 규모의 상생펀드 조성

자료: 주요 언론사, SK 증권

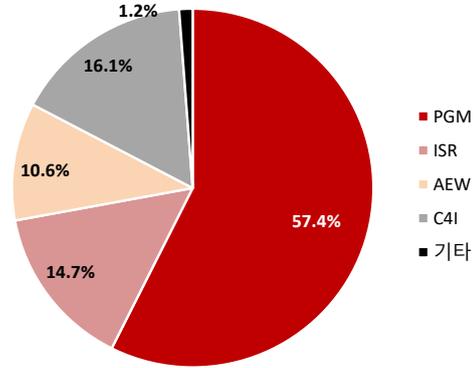
LIG 넥스원 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)



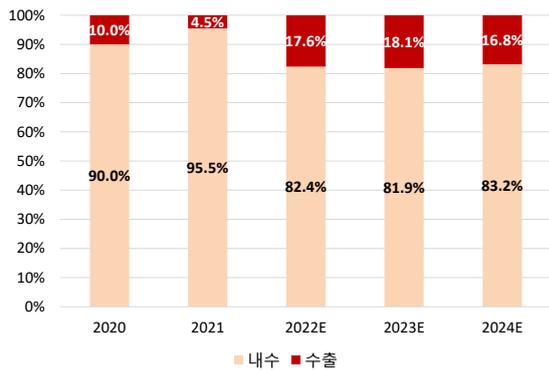
자료: LIG 넥스원 SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 전망



자료: LIG 넥스원 SK 증권 추정

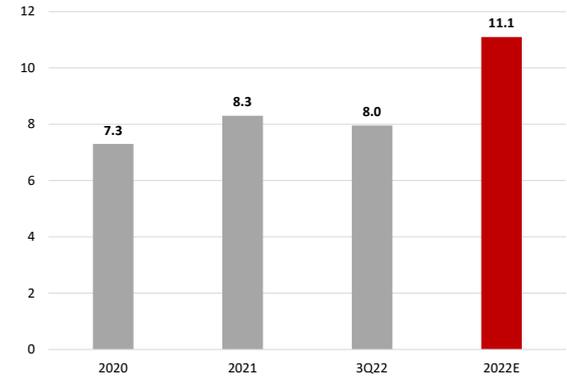
내수 및 수출 비중 추이



자료: LIG 넥스원 SK 증권 추정

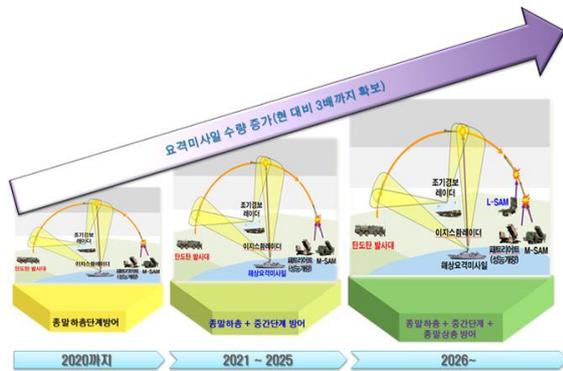
수주잔고 추이 및 전망

(단위: 조원)



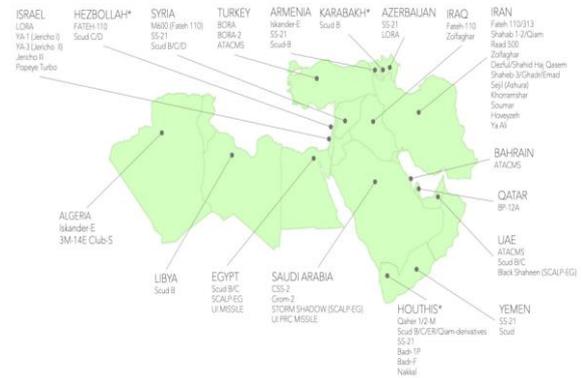
자료: LIG 넥스원 SK 증권 추정

'21~'25 국방중기계획 - 미사일 탐지/지휘통제/요격 부문



자료: 국방부, SK 증권

중동 지역에 새롭게 대두되는 탄도 미사일 위협



자료: ELN, SK 증권

LIG 넥스원 P/E Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

LIG 넥스원 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.30	매수	120,000원	6개월		
2022.09.13	매수	120,000원	6개월	-21.96%	-11.25%
2022.05.31	매수	110,000원	6개월	-23.88%	-0.91%



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 30일 기준)

매수	92.42%	중립	7.58%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	15,457	14,859	15,105	18,748	22,413
현금및현금성자산	510	745	149	2,112	3,665
매출채권및기타채권	1,786	1,595	1,580	1,719	1,915
재고자산	2,272	2,186	2,166	2,356	2,625
비유동자산	10,499	10,909	11,292	11,280	11,299
장기금융자산	279	671	495	495	495
유형자산	7,432	7,432	8,167	8,008	7,680
무형자산	1,268	1,476	1,664	1,802	1,926
자산총계	25,956	25,768	26,398	30,028	33,711
유동부채	13,804	14,811	16,090	18,517	20,710
단기금융부채	1,629	2,258	3,652	4,990	5,636
매입채무 및 기타채무	1,820	1,735	1,719	1,869	2,083
단기충당부채	286	350	347	377	420
비유동부채	5,427	3,324	1,087	606	68
장기금융부채	4,960	3,232	950	867	517
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	85	85	84	95	106
부채총계	19,231	18,135	17,177	19,124	20,778
지배주주지분	6,725	7,633	9,221	10,904	12,933
자본금	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
자본잉여금	1,407	1,421	1,421	1,421	1,421
기타자본구성요소	-85	-53	-53	-53	-53
자기주식	-85	-53	-53	-53	-53
이익잉여금	3,580	4,439	5,453	6,581	8,055
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,725	7,633	9,221	10,904	12,933
부채외자본총계	25,956	25,768	26,398	30,028	33,711

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	2,067	1,485	2,508	2,059	2,104
당기순이익(손실)	579	1,051	1,294	1,390	1,735
비현금성항목등	733	925	1,268	1,201	1,054
유형자산감가상각비	407	408	439	471	436
무형자산감가상각비	109	163	164	191	206
기타	-193	316	294	155	155
운전자본감소(증가)	856	-501	-184	-117	-167
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-678	684	-550	-138	-197
재고자산감소(증가)	-963	-5	499	-190	-269
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	231	-141	-221	151	214
기타	2,266	-1,039	87	61	85
법인세납부	-101	11	131	-415	-518
투자활동현금흐름	-1,633	273	-1,479	-974	-441
금융자산감소(증가)	-551	1,026	-873	-470	-395
유형자산감소(증가)	-317	-322	-296	-311	-109
무형자산감소(증가)	-428	-418	-329	-329	-329
기타	-336	-12	20	137	392
재무활동현금흐름	-210	-1,524	-1,631	879	-110
단기금융부채증가(감소)	-596	-284	559	1,338	646
장기금융부채증가(감소)	776	-887	-1,772	-84	-350
자본의증가(감소)	-85	0	0	0	0
배당금의 지급	-132	-195	-262	-262	-262
기타	-173	-158	-156	-114	-145
현금의 증가(감소)	224	235	-597	1,964	1,553
기초현금	287	510	745	149	2,112
기말현금	510	745	149	2,112	3,665
FCF	1,667	743	1,424	1,390	1,690

자료 : LIG넥스원 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	16,003	18,222	21,807	23,717	26,429
매출원가	14,107	15,906	18,536	20,231	22,570
매출총이익	1,897	2,316	3,270	3,486	3,859
매출총이익률 (%)	11.9	12.7	15.0	14.7	14.6
판매비와관리비	1,259	1,344	1,456	1,558	1,712
영업이익	637	972	1,814	1,928	2,147
영업이익률 (%)	4.0	5.3	8.3	8.1	8.1
비영업손익	-249	319	-134	-123	106
순금융비용	141	116	39	-23	-247
외환관련손익	-282	314	38	9	14
관계기업투자등 관련손익	4	31	21	0	0
세전계속사업이익	389	1,291	1,680	1,805	2,253
세전계속사업이익률 (%)	2.4	7.1	7.7	7.6	8.5
계속사업법인세	-190	241	386	415	518
계속사업이익	579	1,051	1,294	1,390	1,735
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	579	1,051	1,294	1,390	1,735
순이익률 (%)	3.6	5.8	5.9	5.9	6.6
지배주주	579	1,051	1,294	1,390	1,735
지배주주귀속 순이익률(%)	3.62	5.77	5.93	5.86	6.56
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	603	1,057	1,849	1,945	2,290
지배주주	603	1,057	1,849	1,945	2,290
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,153	1,543	2,418	2,590	2,789

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	10.2	13.9	19.7	8.8	11.4
영업이익	252.0	52.5	86.7	6.3	11.3
세전계속사업이익	182.7	232.1	30.1	7.4	24.8
EBITDA	59.3	33.8	56.6	7.1	7.7
EPS(계속사업)	1,717.1	81.5	23.1	7.4	24.8
수익성 (%)					
ROE	8.9	14.6	15.4	13.8	14.6
ROA	2.4	4.1	5.0	4.9	5.4
EBITDA마진	7.2	8.5	11.1	10.9	10.6
안정성 (%)					
유동비율	112.0	100.3	93.9	101.3	108.2
부채비율	286.0	237.6	186.3	175.4	160.7
순차입금/자기자본	71.4	59.8	35.8	19.5	3.7
EBITDA/이자비용(배)	6.9	11.0	17.8	22.7	19.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,631	4,775	5,880	6,317	7,885
BPS	30,569	34,696	41,912	49,566	58,787
CFPS	4,977	7,373	8,623	9,326	10,804
주당 현금배당금	900	1,200	0	1,200	1,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.9	14.4	18.5	17.3	13.8
PER(최저)	6.1	6.3	9.6	8.9	7.1
PBR(최고)	1.2	2.0	2.6	2.2	1.9
PBR(최저)	0.5	0.9	1.3	1.1	1.0
PCR	6.1	9.3	10.8	9.9	8.6
EV/EBITDA(최고)	11.5	12.7	11.1	9.9	8.6
EV/EBITDA(최저)	7.6	7.3	6.3	5.4	4.4

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com.kr
02-3773-8891

Company Data

자본금	5,457 억원
발행주식수	10,914 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	32,415 억원
주요주주	
현대자동차(외3)	33.77%
국민연금공단	7.19%
외국인지분률	6.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/11/29)	31,000 원
KOSPI	2433.39 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	32,850 원
52주 최저가	17,650 원
60일 평균 거래대금	1,113 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	24.5%	17.3%
6개월	60.1%	75.4%
12개월	46.3%	78.4%

현대로템 (064350/KS | 매수(유지) | T.P 36,000 원(상향))

유럽 누빌 K2 전차, 수소 생태계 확장까지

- 국내 K2 4차 양산과 수출물량 증가, 수주잔고 및 실적 성장 발판 될 것
- 폴란드 2차 이행계약 체결 및 노르웨이 등 여타 국가 추가 수출 기대감 고조 시점
- 에코플랜트 사업 부문에서 담당하는 수소 생산/공급 인프라 구축 사업에도 주목
- 수소 상용 모빌리티 전문성 보유한 그룹사, 수소 공급 인프라 확대는 필연적
- CCUS 결합된 On-Site 형태의 수소 생산/공급 인프라 구축에 주요한 역할 할 것

국내 양산 지속 + 수출 물량 증가

투자이전 매수를 유지하고 목표주가는 기존 34,000 원에서 36,000 원으로 5.8% 상향 조정한다. 목표주가 36,000 원은 기존 디펜스솔루션 부문에 적용한 업계 평균 12m fwd EV/EBITDA 를 10% 할증 적용하여 산출했다. 우리나라에서 2014 년부터 실전배치 되기 시작한 K2 전차는 1차 양산 100 대, 2차 양산 106 대를 거쳐 현재는 3차 양산 물량 54 대를 생산/배치 중이다. 4차 양산 물량과 생산 시점에 대해서는 논의가 지속되고 있지만, 언론 등을 통해 알려진 바에 따르면 183 대 수준이 될 것으로 보인다. 더불어 폴란드와의 1차 이행계약 이후 이르면 연내 2차 이행계약 체결 가능성이 대두되고 있는 만큼 수주잔고는 지속적으로 우상향 가능성이 크고, 안정적 실적 성장의 발판이 될 것으로 판단한다. 노르웨이 등 여타 유럽 국가에서 K2 전차에 대한 높은 관심이 이어지고 있는 점도 긍정적이다. 현지 언론을 통해 자국 방산 업체가 K2 전차용 120mm 탄약 개발에 나섰다라는 소식이 전해지기도 했는데, 이는 K2 전차가 우수한 평가를 받고 있음을 대변하는 부분이다.

수소 생태계 구축의 핵심 기업

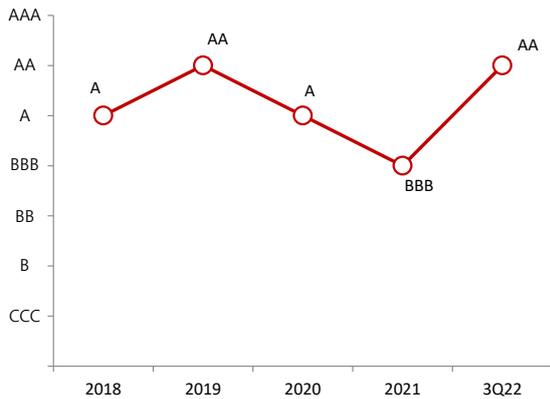
에코플랜트 부문의 수소추출기 및 충전기 관련 사업은 단순히 H/W 를 제작하고 판매한다는 개념을 넘어 그룹사가 추구하는 수소 생태계 구축 과정에서 매우 중요한 역할을 할 가능성이 높다는 점에 주목할 필요가 있다. 수소 버스/트럭/트램/열차/트레일러 드론과 같은 상용 모빌리티의 경우 각각의 차고지에서 수소의 충전 및 정비를 하고, 정해져 있는 구간을 왕복 운행하는 형태로 운영될 가능성이 크다. 이 때 각 차고지에서 수소의 원활한 충전을 위한 On-Site 형태의 수소 생산 및 공급 인프라 구축은 동사의 에코플랜트 사업 부문이 담당하게 될 것으로 예상된다. 수소 추출 기술과의 시너지를 위해 그룹 계열사에서 CCUS 사업에 진출하기 시작한 점 등을 감안하면 그룹사의 수소 생태계 확장 정책에 조금 더 관심을 기울여야 한다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	24,593	27,853	28,725	32,012	38,754	46,452
yoy	%	2.0	13.3	3.1	11.4	21.1	19.9
영업이익	억원	-2,799	821	802	1,374	2,060	2,440
yoy	%	적지	흑전	-2.3	71.3	49.9	18.4
EBITDA	억원	-1,961	1,263	1,153	1,746	2,437	2,806
세전이익	억원	-3,494	150	353	791	1,506	1,852
순이익(지배주주)	억원	-3,543	310	665	727	1,385	1,697
영업이익률%	%	-11.4	3.0	2.8	4.3	5.3	5.3
EBITDA%	%	-8.0	4.5	4.0	5.5	6.3	6.0
순이익률	%	-14.5	0.8	1.8	2.2	3.5	3.6
EPS(계속사업)	원	-4,168	284	609	667	1,269	1,555
PER	배	N/A	60.5	34.1	44.6	23.4	19.1
PBR	배	1.6	1.4	1.8	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	배	-12.7	20.0	27.5	23.9	17.4	14.5
ROE	%	-37.9	2.8	5.0	5.5	9.6	10.6
순차입금	억원	10,788	6,226	9,036	9,363	10,116	8,569
부채비율	%	362.6	211.8	223.9	237.4	249.5	240.5

ESG 하이라이트

현대로템 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
현대로템 종합 등급	AA	N/A	65.40
환경(Environment)	56.62	N/A	63.55
사회(Social)	51.44	N/A	45.31
지배구조(Governance)	64.72	N/A	87.24
<비교업체 종합 등급>			
한화에어로스페이스	AAA	B-	46.64
한국항공우주	AA	D+	44.00
LIG 넥스원	AA	N/A	40.78

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv(2019년 기준), SK 증권

SK 증권 리서치센터의 현대로템 ESG 평가

현대로템은 제품 생산에 있어서 친환경 저탄소화를 위해 수소 밸류체인을 구축하고, 수소전기트램, 자기부상열차 등 미래 지속가능한 수송수단 개발 중. 레일솔루션, 디펜스솔루션 그리고 에코플랜트 등 모든 부문에서 친환경 통합솔루션을 제공하고 적극적인 수소 생산 인프라에 대한 투자를 통해 미래 친환경 경영의 확대가 기대됨.

자료: SK 증권

현대로템 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원 %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

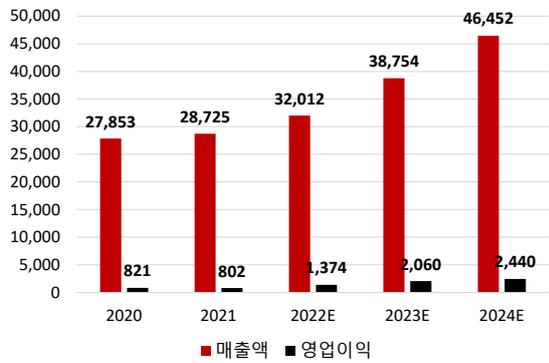
현대로템 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.07.18.	ESG(종합)	공정위, 현대로템 등 담합 과징금 564억 원 부과
2021.10.28.	ESG(종합)	한국기업지배구조원에서 첫 ESG 통합 A 등급 획득
2021.04.19.	Environment(환경)	'달리는 공기청정기' 수소트램 국내 첫 개발 성공

자료: 주요 언론사, SK 증권

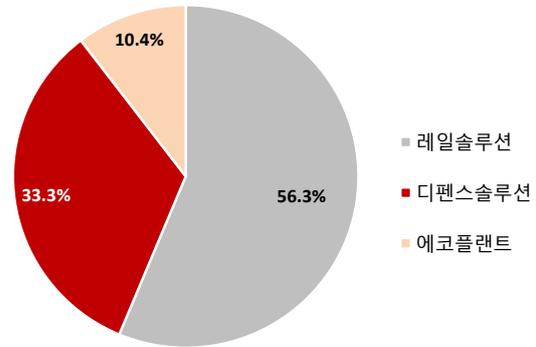
현대로템 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)



자료: 현대로템 SK 증권 추정

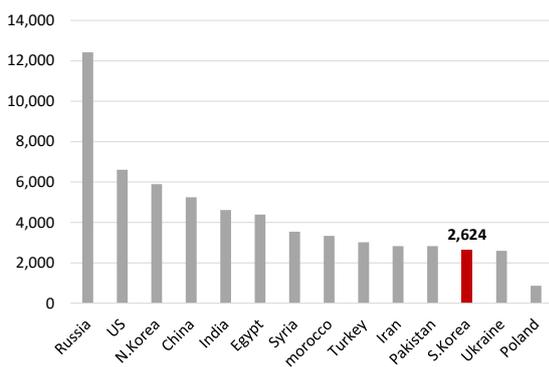
주요 사업 부문별 매출 비중 전망



자료: 현대로템 SK 증권 추정

국가별 전차(Tank) 보유대수

(단위: 대)



자료: Global Fire Power, SK 증권

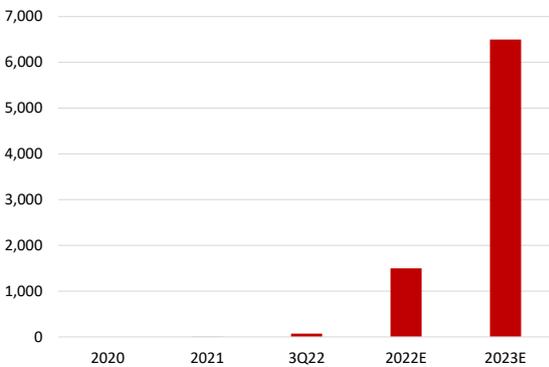
글로벌 Top 10 전차(Tank) 비교

전차명	국가	내용
Leopard 2A7+	Germany	최고속도 72km/h, 순항거리 450km
Abrams M1A2	US	최고속도 67.5km/h, 순항거리 426km
K2 Black Panther	S.Korea	최고속도 70km/h, 순항거리 450km
Challenger 2	UK	최고속도 59km/h, 120mm 기본화력
T-14 Amata	Russia	최고속도 90km/h, 순항거리 500km
Merkava Mk.4	Israel	최고속도 64km/h, 대전차 미사일 보호
Type 10(TK-X)	Japan	최고속도 70km/h, 세라믹 복합 장갑
Leclerc	France	최고속도 72km/h, 50km/h 타격 가능
T-90MS	Russia	최고속도 60km/h, 125mm 기본화력
MBT-3000	China	최고속도 70km/h, 순항거리 500km

자료: 군사 전문 매체 종합 정리 / 주. 순위 구분 없음

디펜스솔루션 사업부문 수출 추이 및 전망

(단위: 억원)



자료: 현대로템 SK 증권 추정

현대로템의 수소추출기



자료: 현대로템 SK 증권

현대로템 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

구분	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	28,725	32,012	38,754	46,452
레이솔루션	16,755	18,965	20,120	22,507
<u>디펜스솔루션</u>	8,965	9,446	14,462	17,090
에코플랜트	3,005	3,601	4,171	6,855
영업이익	802	1,374	2,060	2,440
(OPM)	(2.8%)	(4.3%)	(5.3%)	(5.3%)

자료: 현대로템 SK 증권 추정

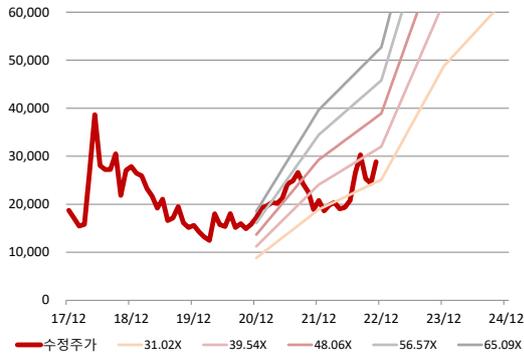
변경 - 현대로템 실적 추정 및 목표주가 산출

(단위: 억원)

구분	EBITDA			EV/ EBITDA	EV	비고
	2022E	2023E	평균			
레이솔루션	652	730	691	13.04	9,011	철도차량 글로벌 Peer 평균 12m fwd EV/EBITDA 적용
디펜스솔루션	603	889	746	36.49	27,219	국내 방산 동종업계 평균 12m fwd EV/EBITDA 10% 할증
에코플랜트	326	444	385	28.68	11,048	국내 수소 동종업계 평균 12m fwd EV/EBITDA 적용
기업가치(a)					47,278	
순차입금(b)					7,582	
기업가치(a-b)					39,696	
발행주식 수(만주)					10,914	
주당 가치(원)					36,372	
목표주가(원)					36,000	
현재주가(원 11/29 기준)					31,000	
상승여력(%)					16.1%	

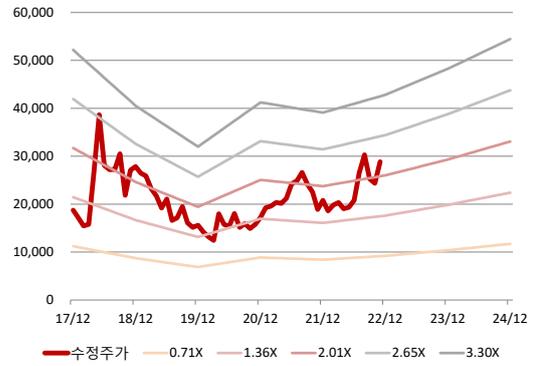
자료: SK 증권 추정

현대로템 P/E Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

현대로템 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.30	매수	36,000원	6개월		
2022.09.13	매수	34,000원	6개월	-23.09%	-11.18%
2022.07.26	매수	29,000원	6개월	-6.11%	8.28%
2022.05.31	매수	25,000원	6개월	-21.76%	0.20%
2022.02.16	매수	25,000원	6개월	-23.25%	-18.60%
2021.09.08	Not Rated				
2021.02.04	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 11 월 30 일 기준)

매수	92.42%	중립	7.58%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	27,783	26,798	30,311	36,584	40,899
현금및현금성자산	3,387	3,197	3,924	4,452	5,737
매출채권및기타채권	3,790	2,788	3,108	3,762	4,509
재고자산	2,510	2,621	2,921	3,537	4,239
비유동자산	14,191	14,274	15,044	15,352	15,596
장기금융자산	326	336	720	720	720
유형자산	11,615	11,861	11,938	11,973	11,897
무형자산	829	787	737	705	678
자산총계	41,974	41,072	45,355	51,936	56,495
유동부채	22,303	20,907	22,117	26,437	28,873
단기금융부채	8,089	6,995	6,613	7,736	7,711
매입채무 및 기타채무	4,165	3,517	3,919	4,744	5,687
단기충당부채	535	464	517	625	750
비유동부채	6,209	7,483	9,794	10,636	11,029
장기금융부채	3,604	5,412	6,952	7,357	7,273
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1,006	828	1,102	1,334	1,599
부채총계	28,512	28,389	31,911	37,073	39,902
지배주주지분	13,635	12,931	13,736	15,198	16,973
자본금	5,457	5,457	5,457	5,457	5,457
자본잉여금	5,198	5,198	5,198	5,198	5,198
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-1,199	-483	245	1,630	3,327
비지배주주지분	-173	-248	-292	-336	-380
자본총계	13,462	12,682	13,444	14,862	16,593
부채외자본총계	41,974	41,072	45,355	51,936	56,495

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	877	-366	680	-49	2,168
당기순이익(손실)	224	514	702	1,359	1,672
비현금성항목등	528	1,174	1,908	1,077	1,134
유형자산감가상각비	297	221	246	264	258
무형자산상각비	145	129	126	113	108
기타	-757	521	605	-144	-144
운전자본감소(증가)	120	-2,046	-1,899	-2,339	-458
매출채권및기타채권의 감소(증가)	5	757	-689	-654	-747
재고자산감소(증가)	73	-348	-294	-615	-703
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	469	-338	319	825	942
기타	-426	-2,116	-1,235	-1,895	49
법인세납부	4	-7	-31	-146	-180
투자활동현금흐름	-727	1,500	-400	-591	-374
금융자산감소(증가)	-1,968	1,903	-136	-247	-154
유형자산감소(증가)	-299	-439	-235	-299	-181
무형자산감소(증가)	-145	-81	-81	-81	-81
기타	1,684	118	52	36	43
재무활동현금흐름	-552	-1,296	392	1,167	-509
단기금융부채증가(감소)	-3,881	-4,513	-3,874	1,123	-24
장기금융부채증가(감소)	3,778	5,093	4,576	405	-83
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-105	-68	0	0	0
기타	-344	-1,807	-310	-360	-401
현금의 증가(감소)	-438	-190	727	527	1,285
기초현금	3,825	3,387	3,197	3,924	4,452
기말현금	3,387	3,197	3,924	4,452	5,737
FCF	1,085	-470	142	-483	1,848

자료 : 현대로템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	27,853	28,725	32,012	38,754	46,452
매출원가	25,408	26,197	29,006	34,675	41,588
매출총이익	2,445	2,528	3,006	4,079	4,864
매출총이익률 (%)	8.8	8.8	9.4	10.5	10.5
판매비와관리비	1,624	1,726	1,632	2,019	2,425
영업이익	821	802	1,374	2,060	2,440
영업이익률 (%)	3.0	2.8	4.3	5.3	5.3
비영업손익	-670	-449	-583	-554	-588
순금융비용	328	282	300	324	358
외환관련손익	-643	-132	-429	-373	-373
관계기업투자등 관련손익	106	-1	-1	-1	-1
세전계속사업이익	150	353	791	1,506	1,852
세전계속사업이익률 (%)	0.5	1.2	2.5	3.9	4.0
계속사업법인세	-74	-161	89	146	180
계속사업이익	224	514	702	1,359	1,672
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	224	514	702	1,359	1,672
순이익률 (%)	0.8	1.8	2.2	3.5	3.6
지배주주	310	665	727	1,385	1,697
지배주주귀속 순이익률(%)	1.1	2.3	2.2	3.5	3.6
비지배주주	-86	-151	-25	-25	-25
총포괄이익	3,096	799	761	1,419	1,731
지배주주	3,144	874	805	1,462	1,775
비지배주주	-48	-75	-44	-44	-44
EBITDA	1,263	1,153	1,746	2,437	2,806

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	13.3	3.1	11.4	21.1	19.9
영업이익	흑전	-2.3	71.3	49.9	18.4
세전계속사업이익	흑전	134.9	124.3	90.3	23.0
EBITDA	흑전	-8.7	51.5	39.6	15.2
EPS(계속사업)	흑전	114.4	9.4	90.4	22.6
수익성 (%)					
ROE	2.8	5.0	5.5	9.6	10.6
ROA	0.5	1.2	1.6	2.8	3.1
EBITDA마진	4.5	4.0	5.5	6.3	6.0
안정성 (%)					
유동비율	124.6	128.2	137.1	138.4	141.7
부채비율	211.8	223.9	237.4	249.5	240.5
순차입금/자기자본	46.3	71.3	69.7	68.1	51.6
EBITDA/이자비용(배)	3.5	3.6	5.3	6.8	7.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	284	609	667	1,269	1,555
BPS	12,493	11,847	12,585	13,925	15,551
CFPS	689	931	1,007	1,614	1,890
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	65.1	43.9	47.1	24.8	20.2
PER(최저)	31.1	31.0	26.7	14.0	11.5
PBR(최고)	1.5	2.3	2.5	2.3	2.0
PBR(최저)	0.7	1.6	1.4	1.3	1.1
PCR	25.0	22.4	29.5	18.4	15.7
EV/EBITDA(최고)	20.3	33.1	24.9	18.2	15.2
EV/EBITDA(최저)	11.1	25.7	16.4	12.1	9.9

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
02-3773-8891

Company Data

자본금	4,874 억원
발행주식수	9,748 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	45,033 억원
주요주주	
한국수출입은행	26.41%
국민연금공단	9.10%
외국인지분률	26.00%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(22/11/29)	47,700 원
KOSPI	2433.39 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	62,000 원
52주 최저가	27,300 원
60일 평균 거래대금	842 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.7%	0.4%
6개월	-5.4%	3.5%
12개월	52.0%	88.4%

한국항공우주 (047810/KS | 매수(유지) | T.P 80,000 원(유지))

완제기 수출 증가와 기체 부품의 턴어라운드

- 폴란드 외 말레이시아, 이집트, 콜롬비아 등 추가 수출 타진 가능성 고조
- 15~16년 두 자릿수 이상 영업이익률 기록했던 이유, 항공기 부품+완제기 수출
- 24~25년 바라보는 현재, 당사와 비슷한 흐름, 영업이익 레벨업 기대하기 충분
- 항공기 부품, 분기 실적 견인하는 가운데 완제기 수출 잔고 누적되는 중
- 10월 ACC가 발표한 ATT 추가 도입 계획, 미국 시장 진입 위한 좋은 기회 될 것

FA-50 추가 수출 기대감 고조

한국항공우주가 생산하는 FA-50 경공격기는 폴란드와의 대규모 무기 수출 계약 과정에서 유일하게 기본계약과 이행계약 물량이 동일한 품목이다. 그만큼 고객이 확실하게 도입을 원했고, 추후 납품 수량 변동 등 일말의 위험 요인도 확실하게 제거했다는 판단이다. 총 48대 수출 계약을 맺은 폴란드 외에도 현재 추가 수출 가능성이 거론되고 있는 국가로는 말레이시아, 이집트, 콜롬비아 등이 있다. 지난달(10월)에는 말레이시아 정부 대표단이 사천공장 현장실사를 진행했는데, 현지 언론에서도 1차/2차로 나뉘어 진행될 말레이시아 왕립공군 경공격기 도입 사업 우선협상자로 한국항공우주가 가장 유력하다는 해석을 내놓고 있다. 2018년 한 차례 고배를 마셨던 미 공군 훈련기 입찰 사업에도 재도전 한다. 당시 Boeing-SAAB 컨소시엄에 가격 경쟁에서 밀려 탈락했던 KAI-Lockheed Martin 컨소시엄이 한 번 더 미국 시장의 문을 두드릴 가능성이 높아지고 있다. 10월 미국 공군전투사령부(ACC)로부터 고등전술훈련기(ATT) 추가 도입 계획이 공개됐고, 최대 400여대의 훈련기를 도입할 것으로 알려졌다. 최근 FA-50이 전 세계적으로 뜨거운 관심을 받고 있는 만큼, 최종 선택을 받을 가능성도 배제할 수는 없다는 판단이다.

이익 Level UP 구간 진입

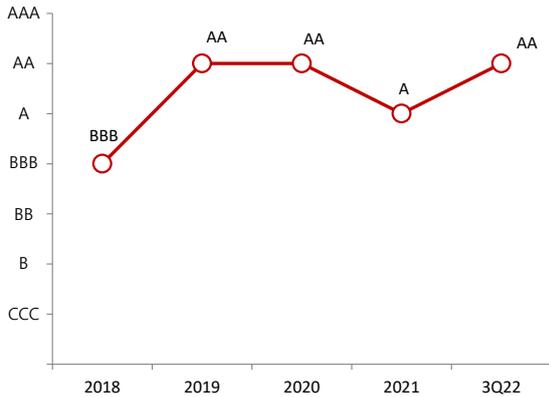
2013년 이라크에 24대의 FA-50을 수출했던 한국항공우주는 2015~2016년 두 자릿수 이상의 영업이익률을 기록한 바 있다. 수익성 좋은 항공기 부품 수주 증가 영향도 있었지만, 완제기 수출 증가로 인한 수익성 턴어라운드도 큰 영향을 미쳤던 것이 사실이다. 2024~2025년을 바라보는 지금도 그 때와 비슷한 양상으로 흘러가는 듯 보인다. 매년 영업이익의 단계별 Level UP을 기대하는 가장 큰 이유다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	31,102	28,251	25,623	29,018	34,843	40,951
yoy	%	11.6	-9.2	-9.3	13.3	20.1	17.5
영업이익	억원	2,756	1,395	583	1,647	2,544	4,054
yoy	%	88.3	-49.4	-58.2	182.7	54.5	59.3
EBITDA	억원	3,921	2,739	2,070	3,074	4,428	5,958
세전이익	억원	1,295	825	544	1,589	2,532	4,388
순이익(지배주주)	억원	1,704	746	639	1,393	2,161	3,680
영업이익률%	%	8.9	4.9	2.3	5.7	7.3	9.9
EBITDA%	%	12.6	9.7	8.1	10.6	12.7	14.6
순이익률	%	5.4	2.6	2.1	4.5	5.9	8.7
EPS(계속사업)	원	1,748	766	656	1,429	2,217	3,775
PER	배	19.5	33.7	49.5	32.3	20.8	12.2
PBR	배	2.9	2.1	2.5	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA	배	11.1	12.3	18.5	16.1	9.3	5.9
ROE	%	15.8	6.4	5.2	10.4	14.1	20.1
순차입금	억원	5,307	3,233	1,504	-984	-9,033	-15,014
부채비율	%	269.1	318.0	351.3	371.6	372.8	349.9

ESG 하이라이트

한국항공우주 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
한국항공우주 종합 등급	AA	D+	44.00
환경(Environment)	64.15	D+	31.20
사회(Social)	47.78	C-	22.82
지배구조(Governance)	56.49	D	77.84
<비교업체 종합 등급>			
한화에어로스페이스	AAA	B-	46.64
LIG 넥스원	AA	N/A	40.78
현대로템	AA	N/A	65.40

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv(2019년 기준), SK 증권

SK 증권 리서치센터의 한국항공우주 ESG 평가

한국항공우주는 탄소중립 실현을 위한 대기, 수질, 폐기물 등의 지속 관리 방침을 보유 중. 또한 부패방지경영시스템을 기반으로 경영진단팀을 구성/운영 중이며, 2021년 기준 4년 연속 ESG 평가 A 등급을 획득함에 따라 우수한 ESG 평가를 받고 있음.

자료: SK 증권

한국항공우주 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원 %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

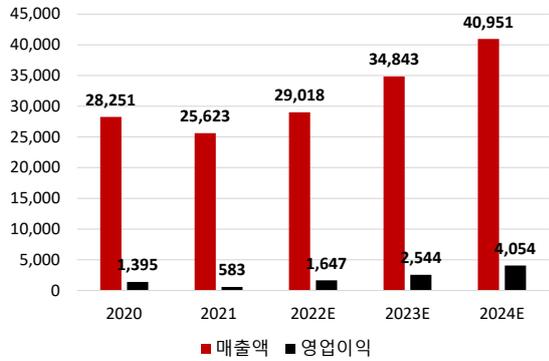
한국항공우주 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.04.11	ESG(종합)	이사회를 거쳐 ESG 위원회 공식 출범
2020.10.21	ESG(종합)	방산업체 최초 3년 연속 ESG 평가 A 등급 획득

자료: 주요 언론사, SK 증권

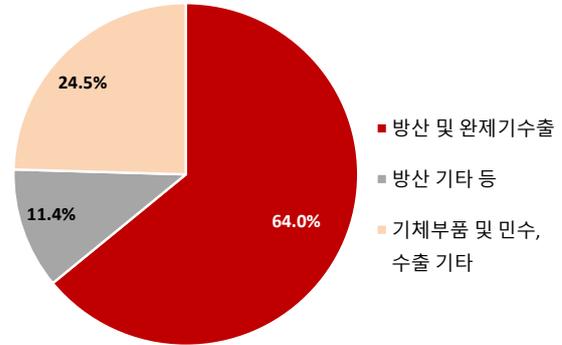
한국항공우주 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)



자료: 한국항공우주, SK 증권 추정

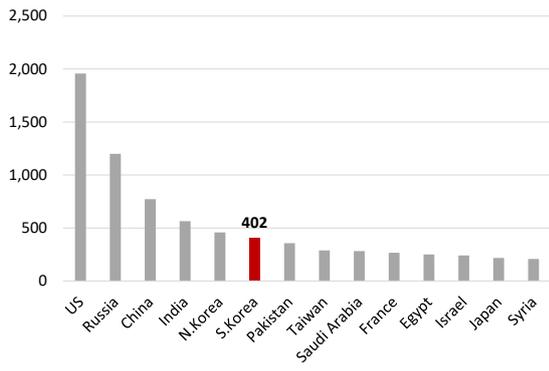
주요 사업 부문별 매출 비중 전망



자료: 한국항공우주, SK 증권 추정

국가별 전투기(Fighter/Interceptor) 보유 대수

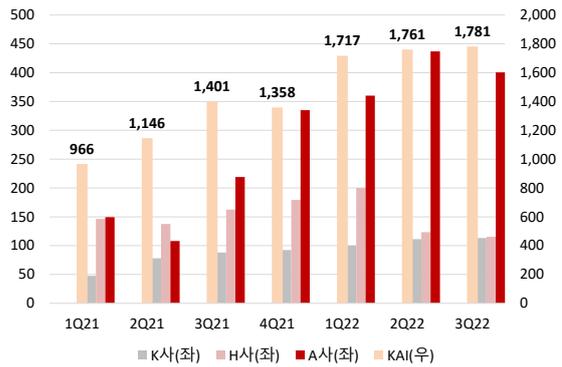
(단위: 대)



자료: Global Fire Power, SK 증권

국내 항공기 관련 사업 영위 기업 분기별 관련 매출 추이

(단위: 억원)



자료: 각 사, SK 증권

미 공군 훈련기 구매 프로그램에 T-50 과 참여하기로 한 록히드마틴

New Air Force Trainer Jet Program Supports 'Reforge' Concept

Oct. 13, 2021 | By John A. Tippak

The Air Force's [just-announced program](#) to buy a new jet trainer is meant to support the "Reforge" overhaul of the fighter training enterprise put forward by Air Combat Command last year, but the program is in its earliest stage, and no timing for acquiring the airplane has been set, according to ACC.

"The platform desired is one that will meet the Initial Tactical Training platform requirements within the Reforge (concept of operations)," an ACC spokesperson said. Additionally, USAF is considering the option for it to be "an Adversary Air platform and [have] potential for growth/adaptation as a tactical surrogate."

Air Force officials said a "tactical surrogate" could teach technology and procedures to F-35 or F-35 pilots, for example, in a new aircraft in which the displays, possible the controls, and the performance could be modified to simulate those fighters. The ACC spokesperson said the timing of setting a program to acquire the new aircraft will depend in part on the responses received to the request for information published Oct. 11, and no potential in-service date is yet available.

Service officials have suggested the Boeing/Boeing [T-7A Red Bull](#) could, like the F-35, fulfill both the advanced undergraduate pilot training as well as train in fighter training and aggressor sparring partner roles, but the Air Force is exploring competition before settling on a particular type.

Lockheed Martin Says It Will Compete for Advanced Fighter Trainer

Oct. 13, 2021 | By John A. Tippak

Lockheed Martin will offer a solution to the Air Force's new Advanced Tactical Trainer aircraft, a new jet the Air Force is planning to bridge undergraduate flight instruction and full-up fighter certification. However, the company declined to say what it might offer for the nearest competition.

The Air Force issued a request for information seeking industry interest in an [Advanced Tactical Trainer](#) on Oct. 12, saying it has a need for at least 800 and perhaps as many as 800 of the new airplanes.

Lockheed Martin "is an air power solutions leader, delivering capabilities across the entire spectrum of training and combat aircraft," a company spokesperson said. It has made "significant advances in digital engineering and open architectures that are accelerating development, production, upgrades and responsiveness." The company looks forward to "thoroughly reviewing the requirements" for the ATT system "and developing the best solution to meet the Air Force's future needs."

When asked specifically if Lockheed Martin will offer the T-50A—with which it and partner Korea Aerospace Industries finished second in the Air Force's T-7A Advanced Trainer competition—or offer a different airplane, or a clean-sheet design, the spokesperson declined comment.

자료: Air and Spaceforces, SK 증권

랜딩기어 접고 비행에 성공한 KF-21(2022.09.28.)



자료: 대한민국 공군, SK 증권

한국항공우주 P/E Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

한국항공우주 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.30	매수	80,000원	6개월		
2022.09.13	매수	80,000원	6개월	-41.18%	-33.63%
2022.05.31	매수	70,000원	6개월	-21.58%	-11.43%



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 30일 기준)

매수	92.42%	중립	7.58%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	31,523	36,810	44,798	52,588	63,092
현금및현금성자산	6,619	8,866	12,728	21,070	27,966
매출채권및기타채권	2,694	2,486	3,069	3,686	4,332
재고자산	11,971	13,247	15,661	15,366	16,421
비유동자산	20,068	21,742	22,966	25,569	27,842
장기금융자산	700	665	669	669	669
유형자산	9,171	8,653	8,130	7,696	7,258
무형자산	5,135	6,256	7,519	8,802	10,074
자산총계	51,591	58,552	67,764	78,157	90,934
유동부채	26,234	28,001	36,601	43,338	50,604
단기금융부채	3,374	1,028	3,304	3,357	3,614
매입채무 및 기타채무	2,722	2,742	3,384	4,064	4,776
단기충당부채	1,427	820	1,012	1,215	1,428
비유동부채	13,014	17,577	16,795	18,290	20,119
장기금융부채	6,713	11,277	9,473	10,238	11,563
장기매입채무 및 기타채무	564	757	1,227	1,227	1,227
장기충당부채	1,118	1,163	1,435	2,337	2,746
부채총계	39,248	45,578	53,396	61,627	70,724
지배주주지분	11,954	12,694	14,190	16,453	20,235
자본금	4,874	4,874	4,874	4,874	4,874
자본잉여금	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283
기타자본구성요소	-221	-221	-221	-221	-221
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	6,009	6,748	7,946	9,912	13,397
비지배주주지분	388	280	179	77	-25
자본총계	12,343	12,974	14,368	16,530	20,211
부채외자본총계	51,591	58,552	67,764	78,157	90,934

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	8,647	4,454	3,160	11,097	8,938
당기순이익(손실)	723	533	1,293	2,061	3,580
비현금성항목등	3,724	2,630	2,022	2,367	2,378
유형자산감가상각비	951	1,015	969	1,293	1,220
무형자산상각비	392	472	458	590	685
기타	1,843	1,103	1	-48	-186
운전자본감소(증가)	3,904	1,683	8	7,140	3,788
매출채권및기타채권의 감소(증가)	676	-89	-59	-616	-646
재고자산감소(증가)	-328	-1,773	-2,356	295	-1,056
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-62	-201	53	679	712
기타	3,618	3,746	2,370	6,782	4,777
법인세납부	296	-392	-162	-471	-807
투자활동현금흐름	-3,775	-3,955	-1,446	-3,114	-3,172
금융자산감소(증가)	524	-1,483	769	-524	-668
유형자산감소(증가)	-2,529	-838	-617	-860	-782
무형자산감소(증가)	-2,085	-1,853	-1,679	-1,873	-1,957
기타	314	219	81	143	235
재무활동현금흐름	1,084	1,748	2,050	359	1,130
단기금융부채증가(감소)	-1,697	-2,767	2,045	53	258
장기금융부채증가(감소)	3,369	4,897	331	764	1,325
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-390	-195	-195	-195	-195
기타	-198	-187	-131	-263	-258
현금의 증가(감소)	5,925	2,247	3,862	8,342	6,896
기초현금	694	6,619	8,866	12,728	21,070
기말현금	6,619	8,866	12,728	21,070	27,966
FCF	2,404	1,327	1,599	8,362	6,261

자료 : 한국항공우주, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	28,251	25,623	29,018	34,843	40,951
매출원가	24,933	22,553	25,013	29,582	33,866
매출총이익	3,319	3,070	4,005	5,261	7,085
매출총이익률 (%)	11.8	12.0	13.8	15.1	17.3
판매비와관리비	1,924	2,487	2,358	2,717	3,031
영업이익	1,395	583	1,647	2,544	4,054
영업이익률 (%)	4.9	2.3	5.7	7.3	9.9
비영업손익	-570	-39	-58	-12	334
순금융비용	173	200	141	120	23
외환관련손익	-214	279	10	64	175
관계기업투자등 관련손익	0	4	-4	-4	-4
세전계속사업이익	825	544	1,589	2,532	4,388
세전계속사업이익률 (%)	2.9	2.1	5.5	7.3	10.7
계속사업법인세	102	11	296	471	807
계속사업이익	723	533	1,293	2,061	3,580
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	723	533	1,293	2,061	3,580
순이익률 (%)	2.6	2.1	4.5	5.9	8.7
지배주주	746	639	1,393	2,161	3,680
지배주주귀속 순이익률(%)	2.64	2.49	4.8	6.2	8.99
비지배주주	-23	-106	-100	-100	-100
총포괄이익	891	827	1,589	2,357	3,876
지배주주	916	935	1,690	2,458	3,977
비지배주주	-25	-108	-102	-102	-102
EBITDA	2,739	2,070	3,074	4,428	5,958

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-9.2	-9.3	13.3	20.1	17.5
영업이익	-49.4	-58.2	182.7	54.5	59.3
세전계속사업이익	-36.3	-34.0	192.0	59.4	73.3
EBITDA	-30.1	-24.4	48.5	44.0	34.6
EPS(계속사업)	-56.2	-14.4	118.0	55.1	70.3
수익성 (%)					
ROE	6.4	5.2	10.4	14.1	20.1
ROA	1.5	1.0	2.1	2.8	4.2
EBITDA마진	9.7	8.1	10.6	12.7	14.6
안정성 (%)					
유동비율	120.2	131.5	122.4	121.4	124.7
부채비율	318.0	351.3	371.6	372.8	349.9
순차입금/자기자본	26.2	11.6	-6.9	-54.7	-74.3
EBITDA/이자비용(배)	12.7	8.9	12.1	16.8	23.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	766	656	1,429	2,217	3,775
BPS	12,264	13,023	14,557	16,879	20,760
CFPS	2,144	2,182	2,893	4,149	5,729
주당 현금배당금	200	200	0	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	44.4	60.5	43.4	28.0	16.4
PER(최저)	21.4	41.0	22.4	14.4	8.5
PBR(최고)	2.8	3.0	4.3	3.7	3.0
PBR(최저)	1.3	2.1	2.2	1.9	1.5
PCR	12.0	14.9	16.0	11.1	8.1
EV/EBITDA(최고)	15.2	21.9	21.1	12.8	8.5
EV/EBITDA(최저)	8.9	15.9	11.5	6.2	3.6

SK COMPANY Analysis



Analyst
남승두

nsdoo@sk.co.kr
02-3773-8891

Company Data

자본금	9,446 억원
발행주식수	18,892 만주
자사주	193 만주
액면가	5,000 원
시가총액	21,915 억원
주요주주	
한화에어로스페이스(외7)	59.56%
국민연금공단	6.99%
외국인지분률	3.80%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(22/11/29)	11,550 원
KOSPI	2433.39 pt
52주 Beta	1.12
52주 최고가	17,350 원
52주 최저가	10,250 원
60일 평균 거래대금	90 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.0%	-3.7%
6개월	-25.9%	-20.4%
12개월	-25.6%	-9.1%

한화시스템 (272210/KS | 매수(신규편입) | T.P 16,000 원(신규편입))

더 높게 바라보고, 더 멀리 내다보다

- 감시/정찰, 지휘통제 등에 필요한 전장시스템/전투체계 등 첨단 시스템 전문 기업
- 수출 증가 중인 전자/장갑차/전투기/무기체계 등에 반드시 탑재되는 핵심 요소들
- 우크라이나 전쟁 기점으로 감시/정찰, 정밀타격 유도무기체계 수요 증가 예상
- Overair, Kymeta, OneWeb 등 투자 기업들에 대한 재평가도 가능한 시점
- 투자의견 매수, 목표주가 16,000 원 제시하며 커버리지 개시

첨단 방산전자 시스템 전문 기업

각종 무기체계의 두뇌 역할이라 할 수 있는 통합전장시스템을 담당하는 한화시스템의 저력은 우리나라 방산 수출 증가와 함께 더욱 두각을 나타낼 것으로 판단한다. 2011년 말레이시아 훈련함, 2013년 이라크 FA-50, 2017년 인도 K9 자주포, 2022년 UAE 천궁 2, 2022년 필리핀 초계함 전투체계 등 굵직굵직한 우리나라 방산 수출에는 한화시스템의 전술통신체계 및 항전 장비, 전투체계 및 다기능레이다 등이 포함되어 있었다. 폴란드 대규모 수출로 인해 올해 크게 각광받은 전자 및 장갑차 등에는 사격통제시스템을 비롯한 통합전장시스템을 공급 중이며, 차세대 전투기 및 경공격기에는 AESA 레이다를, 유도무기 체계 등에는 다기능레이다 등을 납품할 것으로 예상된다. 특히 우크라이나 전쟁을 기점으로 유도무기와 접목된 레이다 관련 기술 및 Know-how가 더욱 각광을 받을 것으로 예상됨에 따라 한화시스템에 대한 재평가도 가능할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 16,000 원 제시

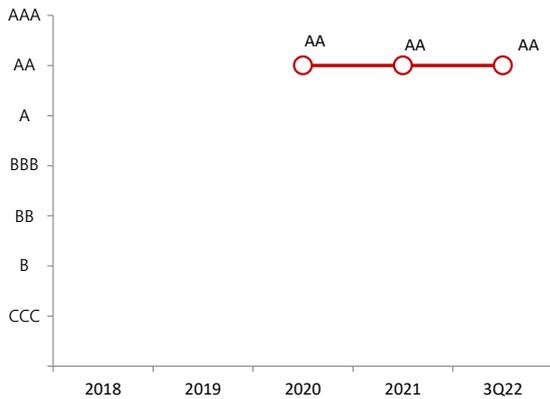
투자의견 매수, 목표주가 16,000 원을 제시하며 커버리지 개시한다. 16,000 원은 방산 및 ICT 사업 부문의 가치와 신사업 부문의 투자가치(취득가액 기준)를 합하여 계산했다. 추후 목표주가는 상향 조정할 개연성이 더 크다고 판단하는데, 방산 수출 증가에 따른 전장시스템 및 다기능레이다 수요 증가를 비롯하여 신사업 부문에서 투자한 기업들과의 시너지 및 잠재력 폭발 시점이 점점 다가오고 있기 때문이다. 올해는 일회성 금융평가손실 반영과 지분법 손실 등 영업 외 부문에서의 부진한 실적이 예상되지만, 내년에는 일회성 요인이 제거되고 투자 기업들에 대한 평가 손실도 충분히 재평가 받을 수 있을 것으로 예상됨에 따라 비중 확대가 필요한 시점이라는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	15,460	16,429	20,895	20,383	22,871	25,542
yoy	%	36.9	6.3	27.2	-2.5	12.2	11.7
영업이익	억원	858	929	1,121	499	794	1,190
yoy	%	91.5	8.3	20.7	-55.5	59.1	49.9
EBITDA	억원	1,741	1,926	2,080	1,615	2,043	2,281
세전이익	억원	822	791	1,281	-91	690	1,170
순이익(지배주주)	억원	729	936	983	-284	538	902
영업이익률%	%	5.6	5.7	5.4	2.5	3.5	4.7
EBITDA%	%	11.3	11.7	10.0	7.9	8.9	8.9
순이익률	%	4.7	5.7	4.7	-1.5	2.4	3.5
EPS(계속사업)	원	680	818	631	-151	285	477
PER	배	13.6	18.9	25.4	N/A	34.3	22.1
PBR	배	1.1	1.7	1.4	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	-1.6	8.8	8.2	8.8	6.4	5.3
ROE	%	8.2	9.4	6.0	-1.3	2.4	3.9
순차입금	억원	-4,370	-3,659	-15,017	-9,562	-10,576	-11,621
부채비율	%	148.8	161.0	73.9	73.5	78.1	82.2

ESG 하이라이트

한화시스템 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 한화시스템 ESG 평가

한화시스템은 ESG 현장을 제정하여 환경경영, 정도경영, 인권경영, 책임경영이라는 4 가지 ESG 방침을 수립하고 추진방향과 과제를 선정, 실천함. 지속적으로 외부 기관을 통해 ESG 등급을 평가받고 있으며, 21년 시행이후 줄곧 A 등급 유지 중임. 지난해부터 꾸준히 지속가능경영보고서를 작성하는 등 이해관계자들과의 소통에 적극적임.

자료: SK 증권

한화시스템 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
N/A	N/A	N/A

자료: 주요 언론사, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
한화시스템 종합 등급	AA	B-	N/A
환경(Environment)	60.13	C+	N/A
사회(Social)	54.08	C-	N/A
지배구조(Governance)	63.26	A	N/A
<비교업체 종합 등급>			
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv(2020년 기준), SK 증권

한화시스템 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원 %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

투자의견 매수, 목표주가 16,000 원 제시

투자의견 매수, 목표주가는 16,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 16,000 원은 방산 및 ICT 사업 부문의 가치와 신사업 부문의 투자가치(취득가액 기준)를 합하여 계산했다. 추후 목표주가는 상황 조정할 개연성이 더 크다는 판단이다. ① 해외 수출 물량이 증가 중인 전차/장갑차/전투기/무기체계 등에 탑재되는 핵심 전장시스템 및 다기능레이다 등을 납품 중이고, ② 우크라이나 전쟁으로 검증되었듯 현대전의 흐름이 보다 먼 거리에서 감지/탐지하여 정밀 타격하는 형태의 전략 자산 운용 중요성이 부각되는 형태로 변화함에 따라 전장 및 감시/정찰의 수요 증가가 예상되며, ③ Overair, Kymeta, OneWeb 등 신사업 부문에서 투자한 기업들과의 시너지 및 잠재력이 드러날 것으로 예상되는 시점이 점점 다가오고 있기 때문이다. 올해 2 분기에 반영되었던 종속회사의 일회성 금융평가손실과 신사업 부문의 투자기업 지분법 손실 등을 감안한다면 사실상 한화시스템의 수익성은 꾸준함을 유지하고 있다. 일회성 요인이 제거되고, 투자 기업들의 평가 손실도 재평가 받는 시점에서는 주가 상승폭이 크게 나타날 수도 있기에 사전 준비는 반드시 필요하다는 판단이다.

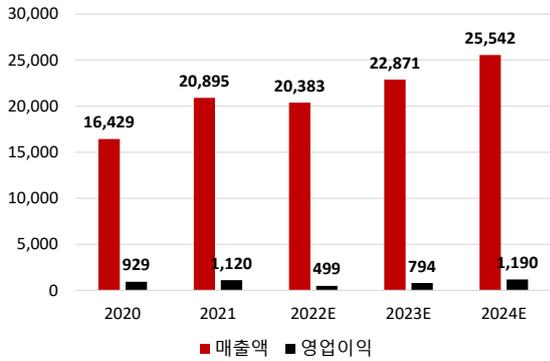
한화시스템 목표주가 산출

(단위: 억원)

구분	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	16,429	20,895	20,383	22,871	25,542
방산	11,567	15,135	15,117	17,102	19,234
ICT	4,751	5,760	5,257	5,712	6,197
신사업	110	0	9	57	111
영업이익	929	1,120	499	794	1,190
(OPM)	(5.7%)	(5.4%)	(2.4%)	(3.5%)	(4.7%)
사업부문별 가치(a)	21,155	- 방산 / ICT / 신사업 부문 총합			
방산	13,569	- 23~24년 사업부문 순이익 평균 x Global Peer Group Avg. P/E			
ICT	2,518	- 23~24년 사업부문 순이익 평균 x 국내 ICT Peer Group Avg. P/E			
신사업	5,068	- 투자 취득가액 기준			
순차입금(b)	-9,324	- 2022년말 기준 순차입금			
기업가치(a-b)	30,497				
발행주식 수(만주)	18,892				
주당 가치(원)	16,133				
목표주가(원)	16,000				
현재주가(원)	11,550	- 11/29 종가 기준			
상승여력(%)	38.5				

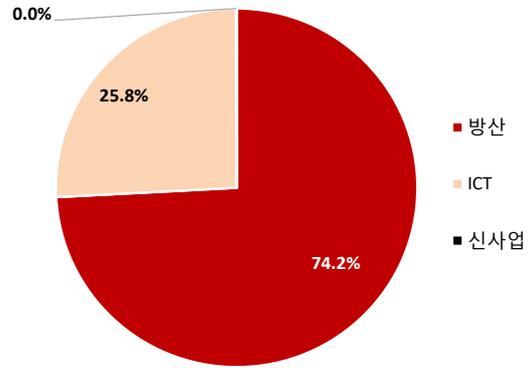
자료: 한화시스템 SK 증권 추정

한화시스템 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)



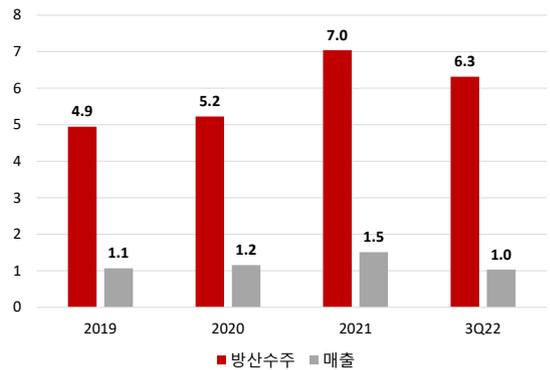
자료: 한화시스템 SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 전망



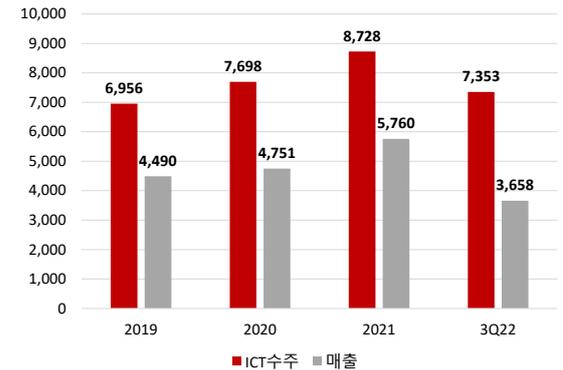
자료: 한화시스템 SK 증권 추정

방산부문 수주총액 및 매출 추이 (단위: 조원)



자료: 한화시스템 SK 증권

ICT 부문 수주총액 및 매출 추이 (단위: 억원)



자료: 한화시스템 SK 증권

한화시스템 주요 출자 내역(3Q22 기준) (단위: 억원)

기업명	취득일	지분율(%)	장부가액
OVERAIR	2020.01.13.	46	290
Hanwha Phasor	2020.06.11.	100	549
Hanwha Systems UK	2021.10.06.	100	3,628
— OneWeb	2022.02.28.	9	3,584
H Foundation	2020.11.30	100	645
— 바닐라스튜디오	2021.10.01.	100	-
Kymeta	2021.05.27	11	515

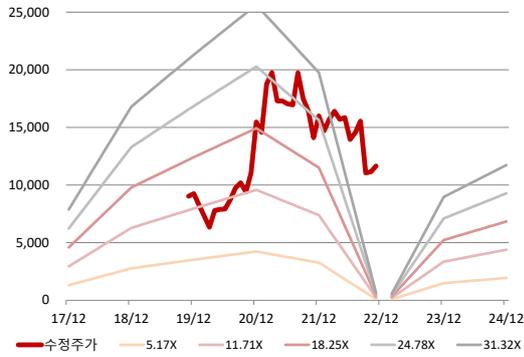
자료: 한화시스템 SK 증권

한화시스템 다기능/첨단레이다 방산 적용 분야



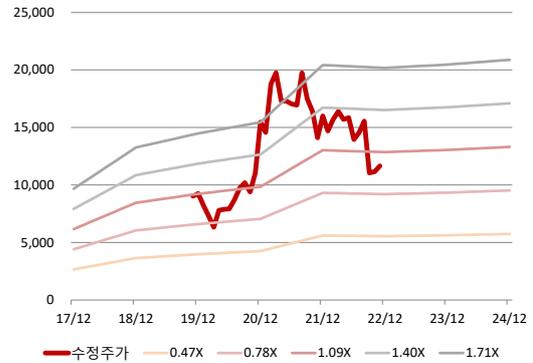
자료: 한화시스템 SK 증권

한화시스템 P/E Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

한화시스템 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.30	매수	16,000원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 11 월 30 일 기준)

매수	92.42%	중립	7.58%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	16,839	26,761	20,604	22,802	25,153
현금및현금성자산	5,399	16,368	10,886	11,680	12,526
매출채권및기타채권	1,577	1,811	1,348	1,513	1,690
재고자산	3,639	4,060	3,961	4,444	4,963
비유동자산	10,112	12,182	17,894	17,914	18,355
장기금융자산	320	1,768	7,339	7,339	7,339
유형자산	2,175	2,569	2,560	2,019	1,716
무형자산	5,504	5,622	5,731	5,849	5,975
자산총계	26,951	38,943	38,497	40,716	43,509
유동부채	13,598	13,632	13,342	14,988	16,706
단기금융부채	605	528	559	644	687
매입채무 및 기타채무	1,104	1,252	1,221	1,370	1,530
단기충당부채	130	105	102	115	128
비유동부채	3,026	2,914	2,966	2,872	2,928
장기금융부채	1,241	1,070	1,003	945	966
장기매입채무 및 기타채무	0	5	5	5	5
장기충당부채	174	204	247	276	306
부채총계	16,624	16,545	16,308	17,859	19,634
지배주주지분	10,327	22,225	21,996	22,679	23,712
자본금	5,512	9,446	9,446	9,446	9,446
자본잉여금	3,280	10,849	10,862	10,862	10,862
기타자본구성요소	-7	-341	-341	-341	-341
자기주식	-7	-341	-341	-341	-341
이익잉여금	1,570	2,247	1,664	2,004	2,695
비지배주주지분	0	173	193	178	163
자본총계	10,327	22,398	22,189	22,857	23,875
부채외자본총계	26,951	38,943	38,497	40,716	43,509

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	1,669	2,971	1,568	2,093	2,203
당기순이익(손실)	936	979	-313	625	975
비현금성항목등	1,376	1,389	2,267	1,419	1,305
유형자산감가상각비	686	660	824	914	739
무형자산감가상각비	311	299	292	335	351
기타	314	79	729	44	-21
운전자본감소(증가)	-443	842	-133	269	289
매출채권및기타채권의 감소(증가)	172	-213	478	-165	-177
재고자산감소(증가)	-838	-417	125	-483	-519
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-534	113	12	149	160
기타	756	1,359	-748	768	825
법인세납부	-200	-239	-252	-219	-366
투자활동현금흐름	-938	-2,605	-6,572	-990	-1,083
금융자산감소(증가)	282	-1,289	-5,769	-248	-263
유형자산감소(증가)	-453	-791	-398	-373	-436
무형자산감소(증가)	-447	-383	-442	-454	-477
기타	-321	-142	37	85	93
재무활동현금흐름	-955	10,602	-669	-310	-274
단기금융부채증가(감소)	-631	-161	109	85	43
장기금융부채증가(감소)	73	-342	-525	-58	21
자본의증가(감소)	-7	11,201	0	0	0
배당금의 지급	-342	-253	-299	-299	-299
기타	-48	157	46	-38	-39
현금의 증가(감소)	-241	10,970	-5,482	793	846
기초현금	5,640	5,399	16,368	10,886	11,680
기말현금	5,399	16,368	10,886	11,680	12,526
FCF	331	1,840	800	1,293	1,368

자료 : 한화시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	16,429	20,895	20,383	22,871	25,542
매출원가	13,953	18,059	17,713	19,852	22,043
매출총이익	2,475	2,836	2,670	3,019	3,499
매출총이익률 (%)	15.1	13.6	13.1	13.2	13.7
판매비와관리비	1,547	1,716	2,171	2,225	2,309
영업이익	929	1,121	499	794	1,190
영업이익률 (%)	5.7	5.4	2.5	3.5	4.7
비영업손익	-138	160	-590	-104	-20
순금융비용	-1	-43	-88	-47	-54
외환관련손익	-21	17	35	27	21
관계기업투자등 관련손익	-47	-105	-269	-134	-117
세전계속사업이익	791	1,281	-91	690	1,170
세전계속사업이익률 (%)	4.8	6.1	-0.5	3.0	4.6
계속사업법인세	-145	302	222	167	283
계속사업이익	936	979	-313	523	887
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	936	979	-313	523	887
순이익률 (%)	5.7	4.7	-1.5	2.3	3.5
지배주주	936	983	-284	538	902
지배주주귀속 순이익률(%)	5.7	4.71	-1.39	2.4	3.5
비지배주주	0	-4	-29	-15	-15
총포괄이익	981	978	29	865	1,229
지배주주	981	982	58	880	1,244
비지배주주	0	-4	-29	-15	-15
EBITDA	1,926	2,080	1,615	2,043	2,281

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	6.3	27.2	-2.5	12.2	11.7
영업이익	8.3	20.7	-55.5	59.1	49.9
세전계속사업이익	-3.8	61.9	적전	흑전	56.1
EBITDA	10.6	8.0	-22.3	26.5	11.6
EPS(계속사업)	20.3	-22.9	적전	흑전	54.8
수익성 (%)					
ROE	9.4	6.0	-1.3	2.9	4.3
ROA	3.7	3.0	-0.8	1.6	2.3
EBITDA마진	11.7	10.0	7.9	8.9	8.9
안정성 (%)					
유동비율	123.8	196.3	154.4	152.1	150.6
부채비율	161.0	73.9	73.5	78.1	82.2
순차입금/자기자본	-35.4	-67.1	-43.1	-46.3	-48.7
EBITDA/이자비용(배)	30.9	49.6	41.5	53.7	58.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	818	631	-151	285	477
BPS	9,030	11,764	11,643	11,951	12,451
CFPS	1,690	1,247	440	946	1,055
주당 현금배당금	221	160	160	160	160
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	18.9	31.3	N/A	51.2	33.1
PER(최저)	5.2	22.4	N/A	30.3	19.6
PBR(최고)	1.7	1.7	1.5	1.5	1.4
PBR(최저)	0.5	1.2	0.9	0.9	0.8
PCR	9.2	12.8	26.3	11.6	10.5
EV/EBITDA(최고)	8.8	11.6	15.5	11.8	10.1
EV/EBITDA(최저)	-1.1	2.3	7.2	5.2	4.2

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.co.kr
02-3773-8891

Company Data

자본금	856 억원
발행주식수	3,325 만주
자사주	1,086 만주
액면가	2,500 원
시가총액	3,069 억원
주요주주	
S&T홀딩스	42.27%
자사주	32.66%
외국인지분률	3.50%
배당수익률	2.70%

Stock Data

주가(22/11/25)	9,230 원
KOSPI	2437.86 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	12,150 원
52주 최저가	6,580 원
60일 평균 거래대금	18 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.5%	0.4%
6개월	10.5%	18.7%
12개월	1.9%	24.5%

SNT 중공업 (003570/KS | 매수(신규편입) | T.P 12,000 원(신규편입))

전방산업과 함께 성장 기대되는 핵심 부속품

- 1980년대 국내 최초 CNC 장치 국산화에 성공한 정밀기계공업 대표 기업
- 전차/장갑차/전투기 등에 적용되는 다양한 구경의 자동포/기관총 등 생산
- 전차/장갑차/자주포 등 엔진파워팩 구성 요소인 변속기 국산화하여 납품 증
- 자주포/장갑차 해외 수출 물량 증가하면서 변속기 수요도 함께 증가 예상
- 국내 4차 양산 앞둔 전차, 국산 변속기 채택 여부 모니터링 필요한 시점

정밀기계 분야 국가대표 기업

SNT 중공업은 1959년 산탄공기총제작소 설립을 시작으로 1970년대부터 전문 방위산업체로써의 역량을 키워왔으며, 국내 최초 CNC 장치 국산화에 성공하는 등 우리나라를 대표하는 정밀기계 전문 기업으로 성장해왔다. 현재는 자동차/방산제품 등에 적용되는 변속기/차축 등을 생산하며, 중대형 CNC 공작기계 등을 생산한다. 올해 7월에는 '케이에이치이'의 지분 100%를 인수하며 공랭식 열교환기 사업까지 함께 영위 중이다. 전차/장갑차/항공기 등에 적용되는 다양한 구경(口徑)의 자동포 및 기관총, 자주포 및 장갑차 등에 적용되는 엔진 변속기 등을 주력으로 생산한다. SNT 중공업이 생산하는 X1100-5A3 변속기는 K9 자주포와 K10 탄약운반장갑차 등에 현재 적용 중이다. 따라서 K9 자주포를 찾는 해외 국가들이 늘어나면 늘어날수록, 동사의 변속기 수요도 함께 증가할 것으로 판단한다.

모두가 합심할 때

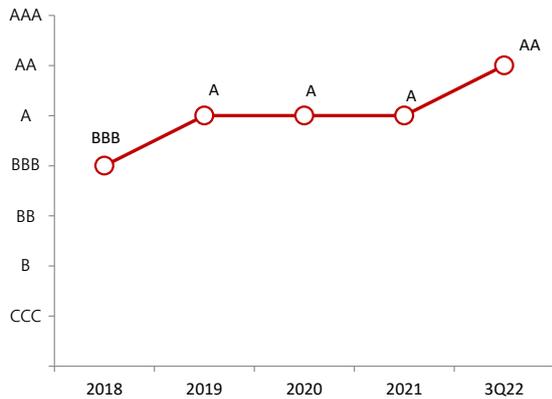
투자 의견 매수, 목표주가 12,000 원을 제시하고 커버리지를 개시한다. 목표주가 12,000 원은 방산 매출 비중이 증가할 것으로 예상되는 2022~2024년 예상 EPS의 평균값에, 과거 우리나라 방산 수출이 활발했던 2012~2014년의 Trailing P/E 평균값을 적용하여 산출했다. 폴란드와 대규모 수출 계약을 맺은 K2 전차는 현재 국내 3차 양산이 진행 중이다. 내년 4차 양산 물량이 확정될 것으로 예상되는데, 엔진파워팩 국산화 여부가 회자될 가능성이 크다. 3차 양산까지는 엔진파워팩 구성에 국산 엔진과 해외 변속기를 적용했는데, 확실한 것은 2017년 실시한 변속기 내구도 시험에서 국산 변속기도 매우 우수한 성능을 나타냈다는 점이다. 우크라이나 전쟁을 기점으로 K2 전차를 찾는 국가들이 늘어나면서 이미 폴란드와 대규모 수출 계약을 했고, 여타 국가들과의 추가 수출 계약도 기대된다. 증가하는 물량을 적절히 대응하기 위해서라도, 국방 기술의 성공적 자립을 위해서라도 국산화율의 점진적 제고가 필요한 시점이라는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	3,751	3,018	3,360	3,946	4,656	5,589
yoy	%	-5.3	-19.6	11.3	17.5	18.0	20.0
영업이익	억원	193	136	206	241	309	422
yoy	%	19.5	-29.2	51.1	17.3	27.8	36.8
EBITDA	억원	313	238	279	319	446	542
세전이익	억원	238	131	809	394	394	510
순이익(지배주주)	억원	166	83	590	338	337	436
영업이익률%	%	5.1	4.5	6.1	6.1	6.6	7.6
EBITDA%	%	8.3	7.9	8.3	8.1	9.6	9.7
순이익률	%	4.4	2.8	17.6	8.6	7.2	7.8
EPS(계속사업)	원	501	251	1,774	1,015	1,014	1,312
PER	배	13.2	23.5	5.1	9.1	9.1	7.0
PBR	배	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	0.1	-1.1	0.3	0.2	-0.7	-1.4
ROE	%	2.7	1.4	9.4	5.1	5.0	6.2
순차입금	억원	-2,430	-2,424	-3,021	-3,148	-3,568	-3,996
부채비율	%	36.3	39.5	34.7	41.6	47.1	49.6

ESG 하이라이트

SNT 중공업 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 SNT 중공업 ESG 평가

SNT 중공업은 자체적인 윤리행동지침을 통해 현장경영, 투명경영, 정도경영이라는 핵심 가치를 실천 중임. 각종 품질인증을 통해 무결점 최고 품질을 지향하며, 발생할 수 있는 인명 및 재산손실 최소화를 위한 환경안전방침을 수립하여 실천함. 장학사업, 친환경 활동, 더불어 살기 등 사회공헌활동에도 적극적임.

자료: SK 증권

SNT 중공업 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
N/A	N/A	N/A

자료: 주요 언론사, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
SNT 중공업 종합 등급	AA	N/A	N/A
환경(Environment)	75.04	N/A	N/A
사회(Social)	42.24	N/A	N/A
지배구조(Governance)	51.28	N/A	N/A
<비교업체 종합 등급>			
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SNT 중공업 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원 %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

투자의견 매수, 목표주가 12,000 원 제시

투자의견 매수, 목표주가 12,000 원을 제시하고 커버리지를 개시한다. 목표주가 12,000 원은 방산 매출 비중이 증가할 것으로 예상되는 2022~2024년 예상 EPS의 평균값에, 과거 우리나라 방산 수출이 활발했던 2012~2014년의 Trailing P/E 평균값을 적용하여 산출했다. 올해 4분기부터는 운수장비 사업 부문 내 방산이 차지하는 매출 비중이 점진적으로 커지면서, 내년부터 본격적으로 방산 매출 비중이 차량용 매출 비중을 웃돌 것으로 예상된다. 올해 7월 인수한 케이에이치이의 인수 효과는 3분기 실적부터 반영되기 시작했으며, 연간 350억 원 내외의 추가 매출 효과가 있을 것으로 추정된다. 전차/장갑차/전투기 등 국산 무기들의 해외 수출이 증가하면서 여기에 탑재되는 기본 화력 무기(자동포, 기관총 등) 수요가 점진적으로 증가할 것으로 예상된다. 또 K2 전차 4차 양산 결정을 앞두고 엔진파워팩 변속기 국산화에 대한 부분이 다시금 화두로 등장할 가능성이 큰 시점이다. 모두가 조심하는 민감한 부분이지만, 가장 중요한 전제조건인 성능 테스트에서 해외 경쟁업체의 제품과 비교했을 때 국산 변속기의 성능이 전혀 뒤떨어지지 않는다는 테스트 결과가 있기 때문에 적극적인 의사결정이 필요한 시점이라고 판단한다.

SNT 중공업 목표주가 산출

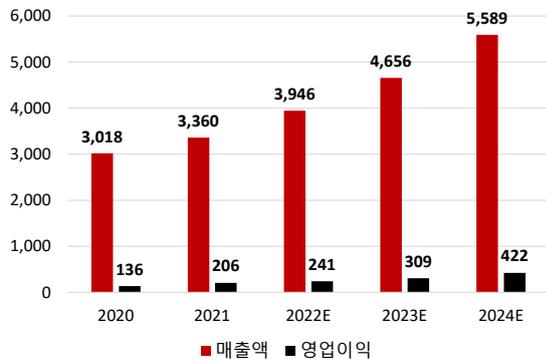
(단위: 억원)

구분	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	3,018	3,360	3,946	4,656	5,589
운수장비	2,959	3,312	3,677	4,244	5,078
기계	59	47	45	77	131
산업설비			223	335	380
영업이익	136	206	241	309	422
(OPM)	(4.5%)	(6.1%)	(6.1%)	(6.6%)	(7.6%)
EPS		1,114	- 2022~2024년 예상 EPS 평균값		
Target P/E		10.9	- 2012~2014년 Trailing P/E 평균값		
주당 가치(원)		12,139			
목표주가(원)		12,000			
현재주가(원)		9,650	- 11/29 종가 기준		
상승여력(%)		24.3			

자료: 한화시스템 SK 증권 추정

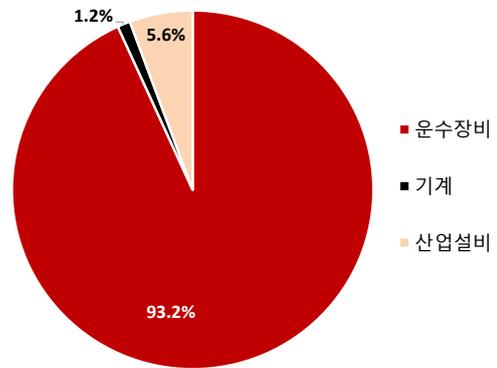
SNT 중공업 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)



자료: SNT 중공업 SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 전망



자료: SNT 중공업 SK 증권 추정

SNT 중공업 EST15K 변속기

- 엔진동력: 최대 1,650hp
- 차량중량: 최대 65ton
- 변속특성: 전진 6 단, 후진 3 단
- 조향특성: 무한가변 (정유압식/동유압식 복합조향)
- 복합제동장치 (유체감속기+기계식 디스크브레이크)
- 적용차량: 전차

자료: SNT 중공업

SNT 중공업 X1100-5A3 변속기

- 엔진동력: 최대 1,500hp
- 차량중량: 45~60ton
- 변속특성: 전진 4 단, 후진 2 단
- 조향특성: 무한가변 정유압식
- 제동특성: 내장형 습식 다판 브레이크 유압-기계식
- 적용차량: K9 자주포, K10 탄약운반장갑차

자료: SNT 중공업

K2 전차 변속기 내구도 시험 비교

구분	독일 R 사 변속기	국산 S 사 변속기
엔진	MT883(MTU) 1,500 마력 @2,700rpm	DV27K(두산) 1,500 마력 @2,700rpm
변속작동 (팬 미작동)	- 단순상하향 변속 반복 - 엔진스로틀: 100%, 60% - 변속횟수 10,000 회	- 다이내믹하게 변화하는 부하 조건에 의한 상하향 변속 (조향 및 제동 작동과도 동시 복합 작동)
변속작동 (팬 작동)	- 단순상하향 변속 반복 - 엔진스로틀: 100% - 변속횟수 10,000 회	- 엔진스로틀: 100,75,50,35,25% - 변속횟수 57,280 회
조향 작동 (팬 미작동)	- 단순 조향 반복 - 조향횟수 10,000 회	- 다양한 궤도 부하조건에서 조향 - 다양한 핸들 조건의 조향각 - 조향횟수 13,400 회
제동 작동	- 제시된 자료로 제동 작동여부 확인 불가	- 다양한 부하조건에서 제동 (동시 복합 작동) - 제동횟수 7,360 회

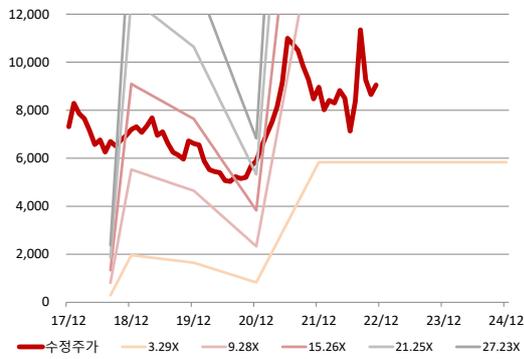
자료: 김동철 前의원실(2017.10.13), SK 증권

K2 전차 양산 일정

양산	일정	수량	파워팩 구성
1 차	2010 ~ 2015	100	MT883 KA501 - HSWL295
2 차	2014 ~ 2021	106	DK27K - HSWL295
3 차	2020 ~ 2023	54	DK27K - HSWL295
4 차	미정	183 (미정)	DK27K - EST15K (미정)
합계	-	443	-

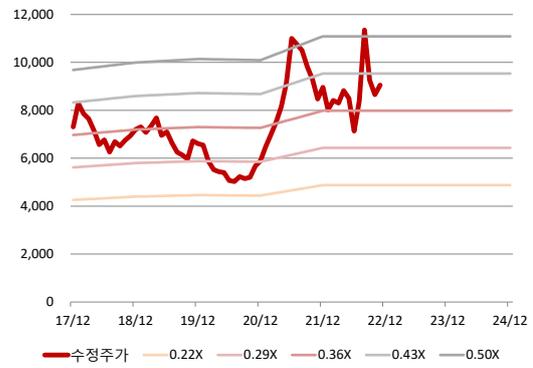
자료: 방위사업청, 현대로템, 연론종합 SK 증권

SNT 중공업 P/E Band Chart



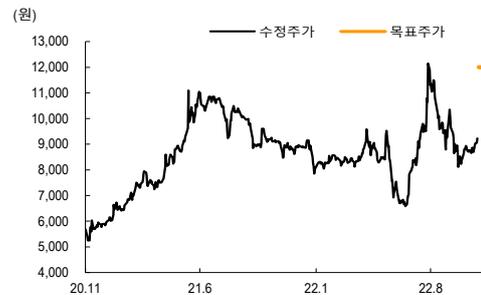
자료: Quantwise, SK 증권

SNT 중공업 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.30	매수	12,000원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 11 월 30 일 기준)

매수	92.42%	중립	7.58%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	3,841	4,483	4,868	5,595	6,299
현금및현금성자산	430	157	1,735	2,310	2,817
매출채권및기타채권	474	415	487	575	690
재고자산	878	862	1,012	1,195	1,297
비유동자산	4,492	4,313	4,585	4,509	4,477
장기금융자산	325	470	388	388	388
유형자산	2,809	2,763	3,063	2,975	2,927
무형자산	12	10	14	12	11
자산총계	8,334	8,796	9,453	10,104	10,776
유동부채	1,213	1,243	1,458	1,721	1,906
단기금융부채	1	4	2	3	6
매입채무 및 기타채무	400	394	462	546	612
단기충당부채	41	8	10	12	14
비유동부채	1,146	1,024	1,319	1,515	1,666
장기금융부채	1	12	18	19	28
장기매입채무 및 기타채무	11	10	8	7	6
장기충당부채	598	532	749	884	1,061
부채총계	2,359	2,267	2,778	3,236	3,572
지배주주지분	5,974	6,529	6,676	6,868	7,204
자본금	856	856	856	856	856
자본잉여금	216	224	224	224	224
기타자본구성요소	-771	-878	-878	-878	-878
자기주식	-737	-844	-844	-844	-844
이익잉여금	5,759	6,282	6,530	6,800	7,169
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,974	6,529	6,676	6,868	7,204
부채외자본총계	8,334	8,796	9,453	10,104	10,776

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	482	-33	770	506	534
당기순이익(손실)	83	590	338	337	436
비현금성항목등	214	-304	-3	109	106
유형자산감가상각비	99	70	74	134	117
무형자산상각비	3	3	4	3	3
기타	93	-548	-59	-47	-46
운전자본감소(증가)	210	-292	669	105	54
매출채권및기타채권의 감소(증가)	102	57	244	-88	-115
재고자산감소(증가)	-16	39	-109	-182	-102
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	-13	28	83	67
기타	117	-376	506	292	204
법인세납부	-26	-27	-234	-45	-62
투자활동현금흐름	-336	15	760	147	44
금융자산감소(증가)	-302	-874	1,475	154	68
유형자산감소(증가)	-41	12	-69	-46	-69
무형자산감소(증가)	-4	-1	-2	-2	-2
기타	12	879	-644	41	47
재무활동현금흐름	-285	-256	-105	-79	-70
단기금융부채증가(감소)	0	0	-3	1	3
장기금융부채증가(감소)	-1	-3	-5	1	9
자본의증가(감소)	-165	-185	0	0	0
배당금의 지급	-119	-69	-90	-67	-67
기타	0	0	-7	-13	-14
현금의 증가(감소)	-139	-272	1,577	575	507
기초현금	568	430	157	1,735	2,310
기말현금	430	157	1,735	2,310	2,817
FCF	484	230	383	437	495

자료 : SNT 중공업, SK 증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	3,018	3,360	3,946	4,656	5,589
매출원가	2,701	2,945	3,469	4,069	4,857
매출총이익	317	414	477	587	732
매출총이익률 (%)	10.5	12.3	12.1	12.6	13.1
판매비와관리비	181	208	236	278	310
영업이익	136	206	241	309	422
영업이익률 (%)	4.5	6.1	6.1	6.6	7.6
비영업손익	-5	603	153	85	88
순금융비용	-29	-31	-31	-29	-34
외환관련손익	1	4	4	4	3
관계기업투자등 관련손익	0	-1	12	5	5
세전계속사업이익	131	809	394	394	510
세전계속사업이익률 (%)	4.4	24.1	10.0	8.5	9.1
계속사업법인세	48	219	57	57	73
계속사업이익	83	590	338	337	436
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	83	590	338	337	436
순이익률 (%)	2.8	17.6	8.6	7.2	7.8
지배주주	83	590	338	337	436
지배주주귀속 순이익률(%)	2.76	17.56	8.56	7.24	7.81
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	87	722	236	260	402
지배주주	87	722	236	260	402
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	238	279	319	446	542

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-19.6	11.3	17.5	18.0	20.0
영업이익	-29.2	51.1	17.3	27.8	36.8
세전계속사업이익	-45.0	517.2	-51.3	-0.2	29.5
EBITDA	-23.7	17.0	14.5	39.7	21.6
EPS(계속사업)	-49.9	607.3	-42.8	-0.2	29.5
수익성 (%)					
ROE	1.4	9.4	5.1	5.0	6.2
ROA	1.0	6.9	3.7	3.5	4.2
EBITDA마진	7.9	8.3	8.1	9.6	9.7
안정성 (%)					
유동비율	316.7	360.7	333.8	325.1	330.5
부채비율	39.5	34.7	41.6	47.1	49.6
순차입금/자기자본	-40.6	-46.3	-47.2	-51.9	-55.5
EBITDA/이자비용(배)	32.6	58.1	36.2	36.6	41.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	251	1,774	1,015	1,014	1,312
BPS	17,967	19,636	20,075	20,655	21,664
CFPS	558	1,994	1,250	1,427	1,674
주당 현금배당금	300	400	300	300	300
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	27.2	6.3	12.0	12.0	9.3
PER(최저)	18.0	3.3	6.5	6.5	5.0
PBR(최고)	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR(최저)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	10.6	4.5	7.4	6.5	5.5
EV/EBITDA(최고)	0.3	2.9	3.3	1.5	0.4
EV/EBITDA(최저)	-3.0	-3.4	-2.5	-2.7	-3.1

SK COMPANY Analysis



Analyst
남승두

nsdoo@sk.com
02-3773-8891

Company Data

자본금	213 억원
발행주식수	4,258 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,209 억원
주요주주	
강삼수	12.40%

외국인지분률	1.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/11/29)	2,900 원
KOSDAQ	727.54 pt
52주 Beta	1.01
52주 최고가	4,535 원
52주 최저가	2,595 원
60일 평균 거래대금	13 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.3%	-3.1%
6개월	-16.5%	3.2%
12개월	-34.5%	-5.1%

이엠코리아 (095190/KQ | Not Rated)

방산 부문 반등하고, 친환경 사업 부각될 2023 년

- 3Q22 누적기준 방산/항공 사업부문 매출 350 억원 기록, YoY +27% 성장
- K9 자주포, K10 탄약운반차, 천무 발사대, FA50 랜딩기어 등의 부품 주력 생산
- 수출 중심의 생산량 증가 기대되는 방산 물자, 부품/기자재 업체 수혜 가능성 주목
- 종속회사 이엠솔루션, 친환경 음식물 처리 플랜트/수전해 설비/수소충전소 사업 영위
- 국내 유일 On-Site 형 수소충전소 구축 reference 보유, 성장 잠재력에 주목

수출 증가 예상되는 방산물자 핵심 부품 생산

이엠코리아의 사업 부문은 공작기계 OEM 생산을 전문으로 하는 공작기계 부문, K9 자주포 및 장갑차, T-50 계열 전투기 및 민항기 등에 부품을 납품하는 방산/항공 부문, ITER 밸브 및 차폐블록 등을 제작하는 발전설비/ITER 부문, 터널 굴착기 등을 생산하는 TBM 부문으로 구성되어 있으며, 종속회사 이엠솔루션을 통해 환경/수소에너지 사업 등을 영위한다. 3Q22 누적기준 사업 부문별 매출 비중은 방산/항공 49.3%, 공작기계 34.9%, 발전설비/ITER 7.1%, 환경/에너지 6.2%, 기타 2.5%로 구성되어 있다. 그 중에서도 방산/항공 부문의 실적 성장이 도드라진다. 3Q21 누적 276 억 원의 매출을 기록했는데, 3Q22 누적 350 억 원의 매출을 기록하면서 YoY +27% 성장세를 시현했다. 에어버스 A340/A380 랜딩기어 부품 수요 회복의 영향도 있지만, 방산 부문의 업황 회복에 조금 더 주목할 필요가 있다는 판단이다. 동사는 정밀기계 가공 기술 등을 바탕으로 K21 장갑차의 송탄 장치, K9 자주포의 실린더 및 격발기 조립체, K10 탄약운반차의 탄통 구조물, 천무차량 발사대의 조립체, FA50 경공격기의 유압 저장조 및 랜딩기어 구성부품 등을 생산/납품한다. 수출 중심의 생산량 증가가 기대되는 방산 물자의 핵심 부품들로 제품군(群)이 형성되어 있다는 점에서 매우 고무적이다.

환경/수소에너지 사업부의 잠재력

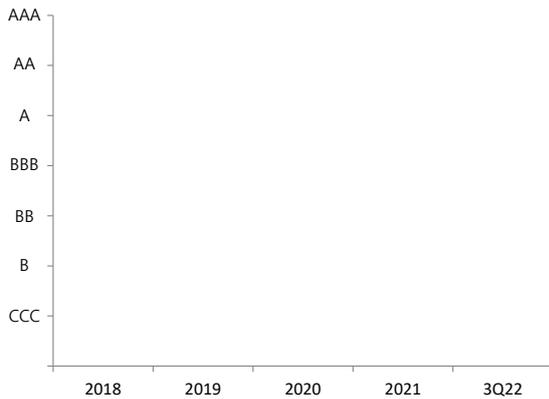
종속회사 이엠솔루션이 영위하는 친환경 음식물 처리 플랜트, 수전해 설비, 수소충전소 구축 사업 등은 당장의 실적에는 부담으로 작용할 수 있지만, 언제든지 황금알을 낳는 거위가 될 수 있는 잠재력 크다는 점에서 관심을 유지해야 한다. 평창 동계올림픽 수소 버스 충전소 및 해군기지 수소 생산 시설 등 On-Site 형 수소 생산/공급 인프라 구축 reference 를 보유한 기업이라는 점에 주목한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	억원	1,046	1,075	800	768	980
yoy	%	2.0	2.7	-25.6	-4.0	27.7
영업이익	억원	-3	-13	-115	-32	-10
yoy	%	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	억원	66	56	-48	34	64
세전이익	억원	-34	-34	-173	8	-26
순이익(지배주주)	억원	-19	-24	-160	-24	-30
영업이익률%	%	-0.3	-1.3	-14.4	-4.2	-1.0
EBITDA%	%	6.3	5.3	-6.0	4.4	6.5
순이익률	%	-2.3	-2.5	-19.9	-3.1	-3.1
EPS(계속사업)	원	-78	-65	-439	-60	-70
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	1.1	2.5	2.1	2.8	1.9
EV/EBITDA	배	23.4	50.4	N/A	84.3	33.2
ROE	%	-2.8	-2.9	-19.8	-3.1	-3.5
순차입금	억원	628	630	570	508	397
부채비율	%	152.2	109.0	145.4	123.5	104.9

ESG 하이라이트

기업명 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 기업명 ESG 평가

계열회사 이엠솔루션(지분율 100%)를 통해 친환경 음식물 처리 플랜트, 수소에너지 플랜트 사업 등을 영위함. 특히 음식물 하수 처리 기술을 바탕으로 오/폐수 방출을 줄이고, 냄새 등으로 발생할 수 있는 지역간 분쟁 가능성을 억제할 수 있다는 점에서 환경/사회적 부문에서의 기여 확대됨. 알칼리 수전해 기술과 수소 충전소 reference 를 바탕으로 수소 인프라 확산에 기여하는 중.

자료: SK 증권

기업명 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
N/A	N/A	N/A

자료: 주요 언론사, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
기업명 종합 등급	AA	N/A	46.64
환경(Environment)	52.60	N/A	23.56
사회(Social)	51.93	N/A	20.62
지배구조(Governance)	66.85	N/A	95.54
<비교업체 종합 등급>			
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

기업명 ESG 채권 발행 내역

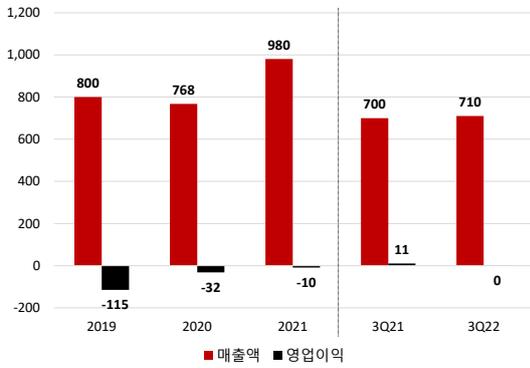
(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

이엠코리아 실적 추이(연결기준)

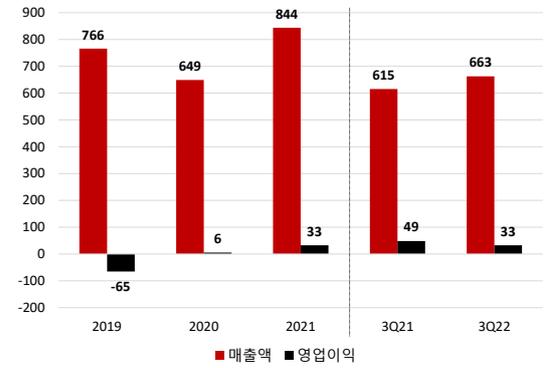
(단위: 억원)



자료: 이엠코리아, SK 증권

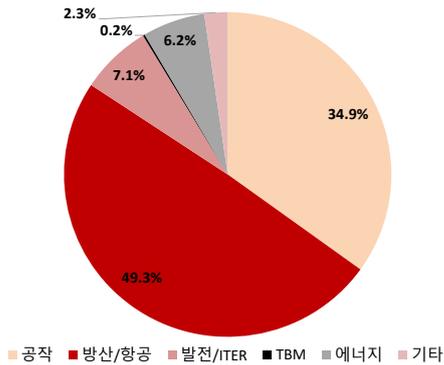
이엠코리아 실적 추이(별도기준)

(단위: 억원)



자료: 이엠코리아, SK 증권

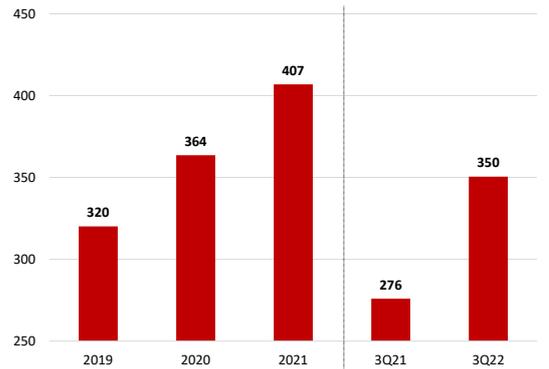
주요 사업 부문별 매출 비중



자료: 이엠코리아, SK 증권

방산/항공 사업 부문 매출 추이

(단위: 억원)



자료: 이엠코리아, SK 증권

방산 사업 부문 주요 품목 - K9 자주포 / 천무차량 발사대



자료: 이엠코리아, SK 증권

방산 사업 부문 주요 품목 - T50 / TA50 / FA50 구성품



자료: 이엠코리아, SK 증권

기업명 P/E Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

기업명 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격		괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022.11.30	Not Rated					
2022.07.06	Not Rated					
2021.09.08	Not Rated					



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 11 월 30 일 기준)

매수	92.42%	중립	7.58%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	761	486	648	587	551
현금및현금성자산	202	35	168	119	157
매출채권및기타채권	163	155	142	155	100
재고자산	292	238	170	175	217
비유동자산	1,209	1,334	1,203	1,270	1,270
장기금융자산	29	49	74	68	72
유형자산	1,052	1,148	1,029	1,131	1,100
무형자산	95	92	50	41	54
자산총계	1,970	1,819	1,851	1,858	1,820
유동부채	1,017	657	642	731	433
단기금융부채	756	430	394	558	221
매입채무 및 기타채무	145	110	89	77	96
단기충당부채	0	0	3	0	1
비유동부채	172	292	455	296	499
장기금융부채	144	257	424	150	398
장기매입채무 및 기타채무	10	14	12	16	18
장기충당부채	7	8	18	23	23
부채총계	1,189	949	1,097	1,026	932
지배주주지분	765	858	754	831	888
자본금	161	182	182	200	213
자본잉여금	436	531	547	628	707
기타자본구성요소	-30	-31			
자기주식	-30	-30			
이익잉여금	199	177	26	3	-32
비지배주주지분	16	13			
자본총계	781	871	754	831	888
부채외자본총계	1,970	1,819	1,851	1,858	1,820

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동현금흐름	97	68	-29	73	91
당기순이익(손실)	-24	-27	-160	-24	-30
비현금성항목등	110	130	140	83	138
유형자산감가상각비	51	55	55	54	63
무형자산감가상각비	18	15	12	12	10
기타	42	60	73	17	65
운전자본감소(증가)	44	-13	13	27	1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-12	-16	7	-13	55
재고자산감소(증가)	22	54	34	-6	-46
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	33	-31	-13	-3	20
기타	-23	-53	-1	22	83
법인세납부	-8	-1	-6	-2	-10
투자활동현금흐름	-100	-152	-87	-166	-62
금융자산감소(증가)	-19	36	-47	1	-13
유형자산감소(증가)	-92	-156	-41	-169	-48
무형자산감소(증가)	-10	-20	-1	0	-2
기타	40	12	2	216	0
재무활동현금흐름	162	-85	249	45	9
단기금융부채증가(감소)	-33	-66	-40	-38	-211
장기금융부채증가(감소)	-20	-33	240	75	210
자본의증가(감소)	215		51		
배당금의 지급					
기타	1	15	2	8	10
현금의 증가(감소)	159	-168	133	-49	37
기초현금	43	202	35	168	119
기말현금	202	35	168	119	157
FCF	45	-168	79	10	83

자료 : 이엠코리아, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	1,046	1,075	800	768	980
매출원가	959	969	808	712	891
매출총이익	87	106	-8	55	89
매출총이익률 (%)	8.4	9.9	-1.0	7.2	9.1
판매비와관리비	90	120	107	88	99
영업이익	-3	-13	-115	-32	-10
영업이익률 (%)	-0.3	-1.3	-14.4	-4.2	-1.0
비영업손익	-31	-20	-58	40	-17
순금융비용	35	23	21	36	12
외환관련손익	-6	0	0	-1	0
관계기업투자등 관련손익	0	-1	-9	0	0
세전계속사업이익	-34	-34	-173	8	-26
세전계속사업이익률 (%)	-3.3	-3.1	-21.6	1.0	-2.7
계속사업법인세	-10	-6	-13	32	4
계속사업이익	-24	-27	-160	-24	-30
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	-24	-27	-160	-24	-30
순이익률 (%)	-2.3	-2.5	-19.9	-3.1	-3.1
지배주주	-19	-24	-160	-24	-30
지배주주귀속 순이익률(%)	-1.8	-2.19	-19.94	-3.14	-3.05
비지배주주	-6	-4			
총포괄이익	-27	-26	-151	-23	-35
지배주주	-22	-23	-151	-23	-35
비지배주주	-6	-4			
EBITDA	66	56	-48	34	64

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
성장성 (%)					
매출액	2.0	2.7	-25.6	-4.0	27.7
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	적전
EBITDA	127.5	-14.3	적전	흑전	88.5
EPS(계속사업)	적지	적지	적지	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	-2.8	-2.9	-19.8	-3.1	-3.5
ROA	-1.3	-1.4	-8.7	-1.3	-1.6
EBITDA마진	6.3	5.3	-6.0	4.4	6.5
안정성 (%)					
유동비율	74.9	74.0	100.9	80.4	127.2
부채비율	152.2	109.0	145.4	123.5	104.9
순차입금/자기자본	80.3	72.3	75.6	61.1	44.7
EBITDA/이자비용(배)	1.9	2.3	-2.1	0.9	4.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-78	-65	-439	-60	-70
BPS	2,477	2,443	2,076	2,082	2,086
CFPS	206	128	-255	105	102
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	1.7	2.5	5.0	3.4	3.2
PBR(최저)	0.9	1.2	1.8	0.9	1.9
PCR	13.6	47.5	-17.0	56.1	39.6
EV/EBITDA(최고)	29.2	50.9	-90.6	92.3	48.4
EV/EBITDA(최저)	18.5	27.8	-40.7	36.5	33.5

memo
