

LOCATION
58.35.22

DESTINATION
78.24.13

128867
234584
355867
469135

683924 869123
531645 12.58.4

468424
783924
421685
689123

468424
783924

421685
689123

INDUSTRY

2022년 9월 2일

방위산업 (Positive)

방산 오형제, 지구를 지킨다

연초 이후 국내 방산업체들의 주가가 큰 폭으로 올랐습니다. 폴란드 등 해외 수주 확대, 한화그룹의 사업구조 개편 등과 같은 굵직한 이벤트들이 있었기 때문입니다. 이들 이벤트를 포함해 우주, 기체부품, 내년도 국방예산 등 주요 이슈에 대해 점검해 봤습니다. 결론적으로 국내 방위 산업은 올해는 해외수주 모멘텀, 내년 이후에는 해외수주를 통한 실적 개선이 본격화될 전망이어서 긍정적 시각을 유지합니다. Top Pick으로는 한화에어로스페이스 유지하며, 차선호주는 LIG넥스원을 제시합니다.

| Contents |

I. 핵심 요약	03
II. 주요 지표	04
III. 주요 이슈 점검	06
1. 해외 수출 확대로 파이가 커지는 중	06
2. 한화그룹의 사업구조 재편	12
3. 우주 분야도 물밑 진행 중인 일들이 수면위로 올라올 것	16
4. 활발했던 판버러 에어쇼, 기체부품 반등 시작	18
5. 2023년 국방예산 정부안 발표, 방위력개선비 2% 증가	21
IV. 밸류에이션과 투자전략	22
1. 2022년 2분기 실적은?	22
2. 밸류에이션, 여전히 싸다	25
3. 투자전략: 순환매, 방산업종은 꼭 가지고 있어야 한다	27
V. 기업분석	29
1. 한국항공우주 (047810)	30
2. 한화에어로스페이스 (012450)	33
3. 한화시스템 (272210)	37
4. 한화 (000880)	43
5. 현대로템 (064350)	46
6. LIG넥스원 (079550)	49
VI. 붙임. 주요 무기체계별 국내외 동종 업체 비교	52

I. 핵심 요약

방산업종 주요 이슈 점검	연초 이후 국내 방산업체들의 주가가 큰 폭으로 올랐다. 폴란드 등 해외수주 확대, 한화그룹의 방산 사업구조 개편 등과 같은 굵직한 이벤트들이 있었기 때문이다. 이들 이벤트를 포함해 우주, 기체부품, 내년도 국방예산 등 주요 이슈에 대해 점검해봤다.
폴란드 수주는 이익 개선 신시장 개척 등으로 이어질 것	지난 7/27일 현대로템, 한화에어로스페이스, 한국항공우주는 폴란드 군비청과 각각 K2 전차, FA-50 경전투기, K9 자주포 등을 공급하는 기본계약을 체결했다. 그리고 8월 현대로템과 한화디펜스는 각각 4.5조원, 3.2조원의 공급계약을 공시했다. 2022년부터 2025년까지 인도가 마무리되어야 하기 때문에 수출 계약이지만 이례적으로 바로 매출 인식이 이뤄질 예정이며, 계약단가가 높아 연평균 1,000억원 이상의 영업이익 증익이 기대된다. 또한 성능개량까지 포함된 만큼 신시장 개척에도 유리할 수 있다.
9월 호주 등 해외수주모멘텀 지속	9월에는 호주 레드백이 기다리고 있다. 호주 Land 400 Phase 3의 우선협상대상자 선정이 9월 중 예정되어 있다. 이 밖에 러시아-우크라이나 전쟁으로 NATO 회원국들이 방위비 증액을 선언한 만큼 수출 시장은 더욱 커질 것이다.
한화 사업구조 개편은 한화와 한화에어로 모두에게 긍정적	7/29일 한화그룹은 한화는 건설을, 에어로는 방산부문을 통합하는 사업구조 개편을 발표했다. (주)한화는 한화건설 흡수합병으로 별도 상장 우려를 해소하는 한편 배당여력도 커졌다는 점에서 긍정적이다. 한화에어로스페이스 역시 한화디펜스 별도 상장 우려를 해소했고, 민수부문 비중을 축소해 민수 부문 실적 둔화 우려를 줄여주었다. 한화에어로스페이스는 한화에서 인수한 방산 부문에서의 시너지 효과도 기대할 수 있게 됐다.
누리호 고도화 사업자 선정도 임박	6/21일 누리호는 두번째 발사만에 성공했지만, 주가는 약세를 보였다. 추가적인 이벤트에 대한 불확실성 때문이라 생각되는데, 9월 중 누리호 발사체 고도화 사업자 선정이 예정되어 있다. 선정기업은 차세대 발사체 사업을 주도할 가능성이 높아 선정될 경우 한국판 스페이스X로까지 성장할 가능성이 있다.
기체부품 꾸준하게 회복 중	기체부품 시장도 코로나가 재확산되고 있음에도 꾸준한 회복세를 보여주고 있다. 7월까지 누계 수주량 970대로 지난 해 같은 기간 대비 237% 늘었다. 8/30일에는 내년도 국방예산 정부안이 발표됐는데, 방위력개선비는 올해보다 2% 밖에 늘어나지 않았으며, 유도무기를 제외한 모든 무기체계의 예산이 올해보다 줄어들었다.
업종의견 Positive Top pick 한화에어로 차선후주 LIG넥스원	<p>종합해볼 때 실망스러운 부분도 있지만, 전반적인 업황은 호조세를 보이고 있다. 특히 해외수주가 호조를 보이고 있는데, 국내 방위산업은 올해는 해외수주 모멘텀, 내년 이후에는 해외수주를 통한 실적 개선이 본격화할 전망이어서 긍정적 시각을 유지한다.</p> <p>Top Pick으로는 한화에어로스페이스 유지하며, 차선후주는 LIG넥스원을 제시한다. 한화에어로스페이스는 하반기 수주 모멘텀, LIG넥스원은 수출확대에 따른 실적 개선이 기대된다. 해외수주가 늘어날 경우 특정업체만 좋아지는 것이 아니라 부품을 공급하는 업체까지 모두 좋아지기 때문에 상대적으로 덜 오른 종목 중심의 순환매 전략도 유효하다고 생각한다.</p>

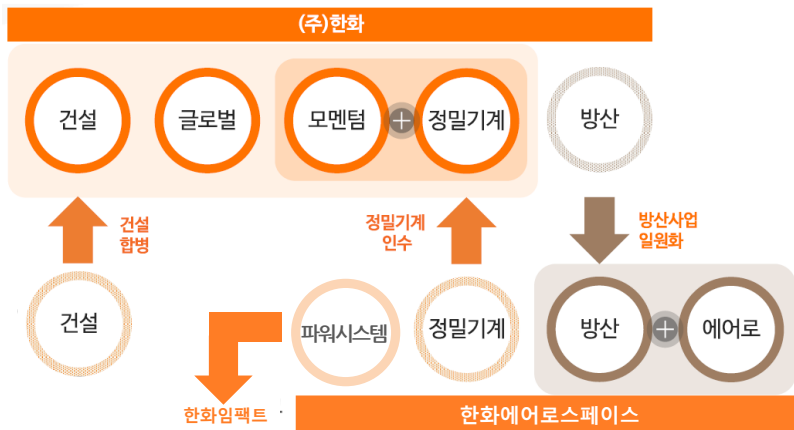
II. 주요 도표

[표1] 폴란드의 무기 구매 내역

사업	이미지	개요		
		구분	대수	내용
K2 전차 (현대로템)		K2	180	2022~2025 한국에서 생산되어 폴란드로 인도 2026년 이후 K2PL로 개량
		K2PL	820	2026년부터 인도예정. 강화장갑, 전방위 관측시스템, KAPS 능동방어시스템 등 추가. 폴란드와 한국에서 생산
		K3PL	-	K2PL을 기반으로 새로 개발예정인 폴란드-한국 미래 전차
		기타		M1Abrams 탱크 250대와 116대의 중고 M1A1 Abrams 탱크는 2023~2024년 완료 예정
K-9 자주포 (한화디펜스)		K9A1	212	2022년 18대 포함 2025년까지 212대 한국에서 생산 인도
		K9PL	460	2026년부터는 폴란드에서도 생산 예정
		K9PLA3	-	차세대 자주포, 2025~26년 연구개발 개시 예정
		기타		2016.12월 체결된 96문의 자주포 공급은 '25년까지 계속
FA-50 (KAI)		FA50	12	2023년부터 인도 예정
		FA50PL	36	2025년부터 2~3년 내 인도
		기타		48대 인도 후 FA50도 FA50PL버전으로 개량

자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화와 한화에어로스페이스의 사업구조 개편



자료: (주)한화, 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

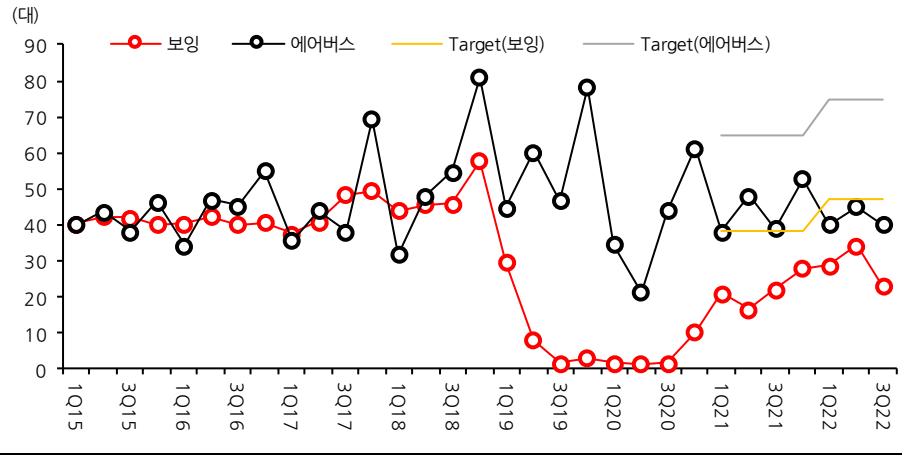
[그림2] 한국형 발사체와 차세대 발사체 성능 비교

한국형발사체(KSLV-II)	발사 임무	차세대발사체(KSLV-III)
3.3톤	지구저궤도(LEO) 투입성능 고도 200 km (경사각 80도)	우주관광, 대형 화물수송 10.0톤
2.2톤	태양동기궤도(SSO) 투입성능 고도 500 km (경사각 98도)	다목적실용위성 등 7.0톤
0.1톤	달전이궤도(LTO) 투입성능 $C3 = -2 \text{ km}^2/\text{s}^2$	달탐사선/달착륙선, 우주자원탐사 1.8톤
0.0톤	화성전이궤도(MTO) 투입성능 $C3 = 10 \text{ km}^2/\text{s}^2$	행성/심우주 탐사, 소행성궤환 등 1.0톤

* C3 : 임의의 궤체가 중력권을 벗어나는데 필요한 에너지로 지구에서 임의질량 물체 발사 시 요구되는 에너지가 높음

자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터

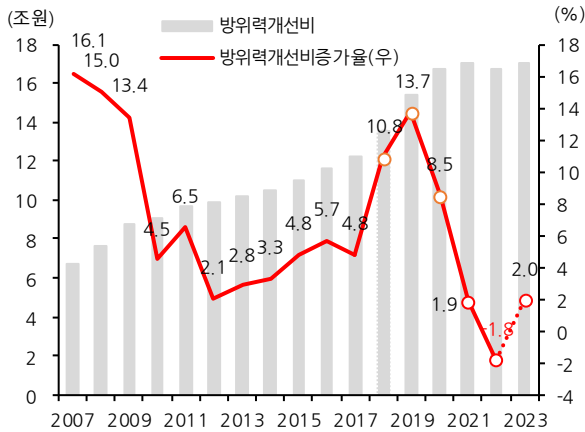
[그림3] 보잉과 에어버스의 소형항공기 인도대수 및 향후 월별 생산계획



주: 3Q22는 2022년 7월 기준

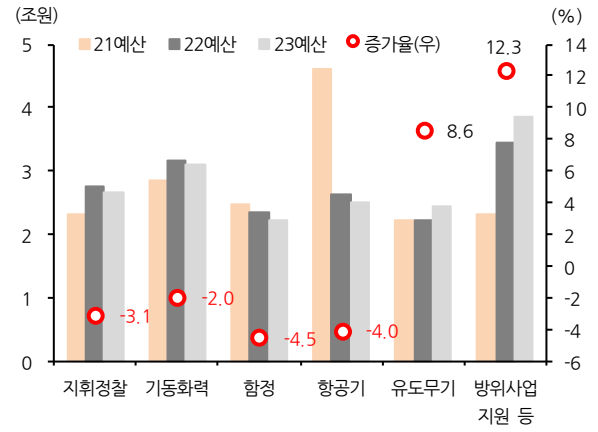
자료: Bloomberg, 보잉, 에어버스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 방위력개선비 예산 추이



자료: 국방부, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 무기체계별 방위력개선비 예산 추이



자료: 국방부, 방위사업청, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 주요 이슈 점검

1. 해외 수출 확대로 파이가 커지는 중

>> 폴란드 군비청과 대규모 공급계약 체결, 2~3년 내 수익성 제고 효과

<p>폴란드와 대규모 무기수출 기본계약 체결</p>	<p>7/27일 현대로템, 한화에어로스페이스, 한국항공우주 3사는 폴란드 군비청과 각각 K2 전차, FA-50 경전투기, K9 자주포 등을 공급하는 기본계약(Framework Contract)을 체결했다고 공시했다. 이후 8/29일 현대로템과 한화디펜스는 각각 4.5조원, 3.2조원의 폴란드 군비청과의 공급계약을 공시했다.</p>
<p>2022년부터 순차적으로 인도되며, 한국과 폴란드에서 생산 예정</p>	<p>언론보도 등을 종합해보면 전체 계약 규모는 K2전차 1,000대, K9 670문, FA-50 48대로 추정된다. 이 중 8/29일 공시된 계약규모는 K2전차 180대, K9 자주포 212문으로 추정되며, 9월 중 한국항공우주와 FA-50 12대의 계약도 마무리될 예정이다. 확정 계약된 물량은 한국에서 생산해 인도될 예정이며, 이후 폴란드와 이들 무기체계를 업그레이드한 성능개량제품을 개발해 한국과 폴란드에서 나누어 생산하게 된다.</p>
<p>연간 1,000억원 이상의 영업이익 증익 효과 기대</p>	<p>8/29일 공시 내용으로 단순 계산하면 K2전차의 수출가격은 대당 250억원, K9자주포는 대당 150억원이다. 포탄 및 각종 군수지원 등이 포함된 계약액이기 때문에 이 금액을 액면 그대로 보기는 어려우나, 기존 수출가격과 비교해 볼 때 상당히 높은 가격에 수출 계약이 성사된 것으로 보인다. 단순하게 영업이익률 10%를 가정할 경우 제품의 인도가 마무리되는 2025년까지 본 계약으로 인식될 수 있는 영업이익 규모는 현대로템 4,500억원, 한화디펜스 3,200억원이다. 연간 1,000억원 이상의 영업이익 증익이 기대된다.</p>
<p>추가 물량 이외에도 다른 국산 무기 추가 구매 가능성도 존재</p>	<p>현재 확정 공시된 물량 이외의 추가 계약 물량은 계약 시점 등이 변동 가능성이 있는만큼 신중하게 접근하는 것이 맞다고 생각한다. 언론 등에서 이야기되는 내용을 종합해보면 폴란드는 K2, K9, FA-50 이외에도 지원전차, 탄약운반차, 탄약 등을 구매할 예정이며, 장갑차(레드백)나 장애물 개척전차, 다련장 천무, 천궁 등도 구매 검토 중이다.</p>
<p>폴란드의 무기 구매 여력은 방위비 증대시 가능할 것</p>	<p>폴란드의 최근 5년간 연평균 방위비 지출규모는 122억달러(원화 약 15조원)이다. 2020년과 2021년에는 연간 137억달러를 지출해 최근 지출은 늘어나고 있는 추세다. GDP 대비 비중으로는 최근 5년간 약 2%를 방위비로 지출했는데, 이를 3%까지 높인다면 IMF의 GDP 전망치로 계산했을 때 2023~2027년 연평균 263억달러까지 방위비는 늘어날 수 있다. 구매 여력에 큰 문제가 있어 보이지는 않는다.</p>
<p>직접계약 업체 이외에도 국내 방산업체들 수혜 예상</p>	<p>한화시스템, LIG넥스원 등 직접 계약 당사 기업은 아니지만 K2, K9 등에 부품을 공급하는 업체들의 수혜도 예상된다. 한화시스템, LIG넥스원은 계약가의 5~20% 정도에 해당하는 부품을 공급하고 있다.</p> <p>또한 앞으로 개발될 K2PL, K9PL, FA50PL 등 성능개량 제품에 탑재될 부품을 생산하는 기업들의 수혜도 기대해볼 만하다. 새로 개발될 성능개량 제품에는 첨단레이저무기, 국내 기업들의 엔진, 변속기가 장착될 수 있다. 한화, STX엔진, S&T중공업 등의 수혜가 기대된다.</p>

성능개량 제품을 통해
또다른 신시장 개척 가능

추가 개발해야될 제품들은 우리 군이 이미 성능 개량을 준비하고 있었기 때문에 큰 부담은 없어보인다. 폴란드에서 요구하는 추가 사항들이 있지만 폴란드도 개발비용 일부를 부담할 것으로 보여 우리 입장에서는 개발비용을 줄일수 있게 됐다는 점도 긍정적이다. 성능 업그레이드 제품은 선진국 등의 신시장 개척에 효과 노릇을 할 것으로 보인다. 선진국 방위산업체는 전차, 자주포 등을 재래식 무기로 간주해 제품개발을 신경쓰지 않아 자국 내 생산능력이 크게 떨어지기 때문이다. 영국의 차기 자주포 사업, 미국의 장갑차 교체 사업 등에서 한국 업체들의 경쟁력이 제고될 수 있다.

[표2] 폴란드의 무기 구매 내역

사업	이미지	개요		
		구분	대수	내용
K2 전차 (현대로템)		K2	180	2022~2025 한국에서 생산되어 폴란드로 인도 2026년 이후 K2PL로 개량
		K2PL	820	2026년부터 인도예정. 강화장갑, 전방위 관측시스템, KAPS 능동방어시스템 등 추가. 폴란드와 한국에서 생산
		K3PL	-	K2PL을 기반으로 새로 개발예정인 폴란드-한국 미래 전차
		기타		M1Abrams 탱크 250대와 116대의 중군 M1A1 Abrams 탱크는 2023~2024년 완료 예정
K-9 자주포 (한화디펜스)		K9A1	212	2022년 18대 포함 2025년까지 212대 한국에서 생산 인도
		K9PL	460	2026년부터는 폴란드에서도 생산 예정
		K9PLA3	-	차세대 자주포, 2025~26년 연구개발 개시 예정
		기타		2016.12월 체결된 96문의 자주포 공급은 '25년까지 계속
FA-50 (KAI)		FA50	12	2023년부터 인도 예정
		FA50PL	36	2025년부터 2~3년 내 인도
		기타		48대 인도 후 FA50도 FA50PL버전으로 개량

자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 현대로템 폴란드 K2 계약 관련 효과 추정

공시개요	내용	비고
계약대수(대)	180	언론보도
계약금액(십억원)	4,489	
대당금액(십억원)	25	
계약종료일	2027.12.31	

손익 효과	2022	2023	2024	2025
연도별 인도대수(가정)	5	45	70	60
매출액(십억원)	125	1,125	1,750	1,500
영업이익(십억원)				
영업이익률(가정)				
15%	18.7	168.7	262.5	225.0
10%	12.5	112.5	175.0	150.0
5%	6.2	56.2	87.5	75

주1: 대당금액은 총계약액/계약대수로 실제 대당금액과 다를 수 있음

주2: 연도별 인도대수 등은 단순가정임

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표4] 한화디펜스 폴란드 K9 자주포 계약 관련 효과 추정

공시개요	내용	비고
계약대수(대)	212	언론보도
계약금액(십억원)	3,204	
대당금액(십억원)	15	
계약종료일	2026.09.30	

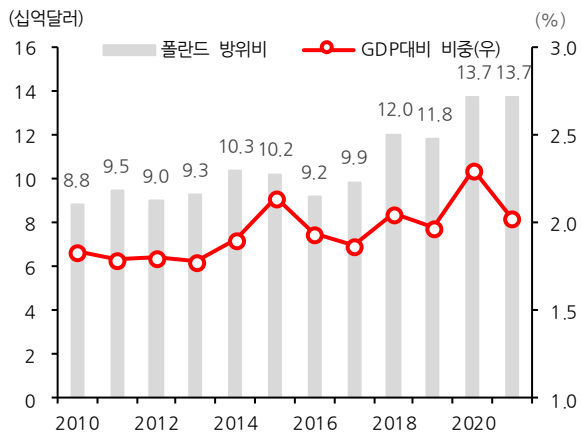
손익 효과	2022	2023	2024	2025
연도별 인도대수(가정)	18	60	72	62
매출액(십억원)	272	906	1,088	937
영업이익(십억원)				
영업이익률(가정)				
15%	40.8	136.0	163.2	140.5
10%	27.2	90.7	108.8	93.7
5%	13.6	45.3	54.4	46.8

주1: 대당금액은 총계약액/계약대수로 실제 대당금액과 다를 수 있음

주2: 연도별 인도대수 등은 단순가정임

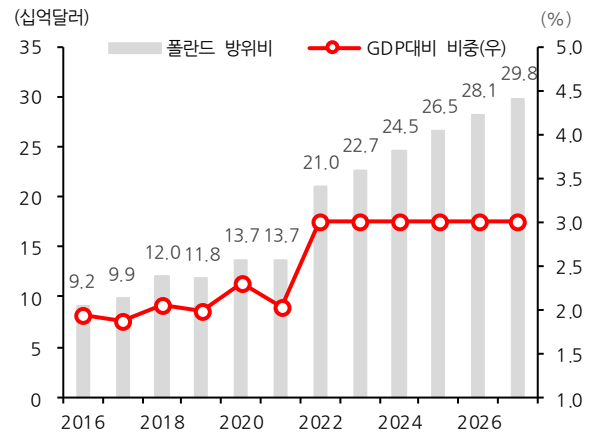
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림6] 폴란드 방위비 추이



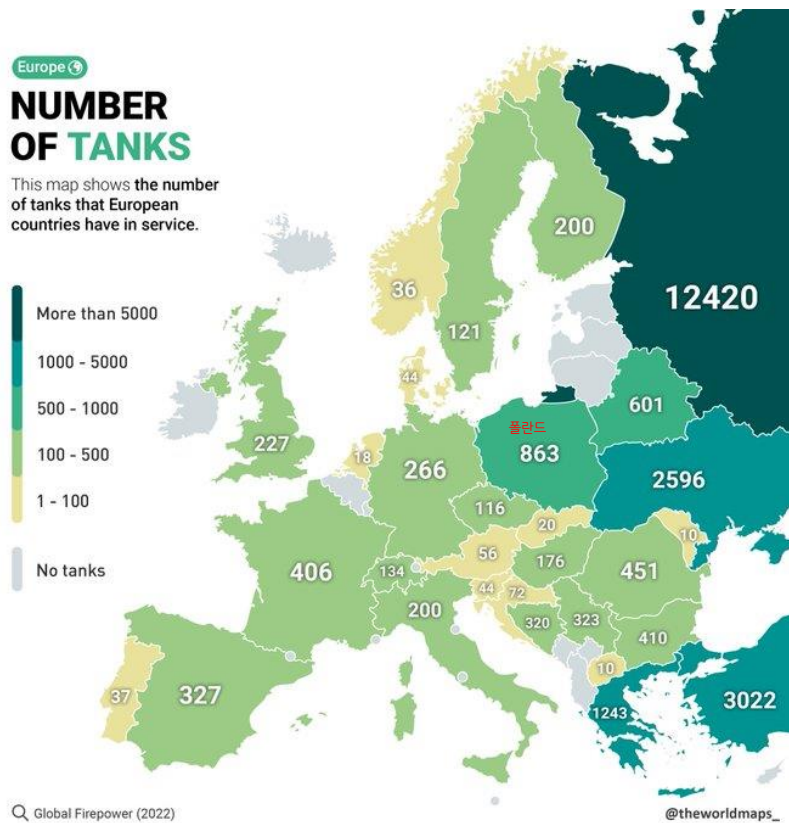
자료: SIPRI, IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 폴란드 방위비 전망(GDP 대비 3% 가정시)



주: IMF의 폴란드 GDP 전망치에 GDP대비 방위비 3% 적용
 자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 유럽 주요국의 전차 운용대수



자료: theworldmaps, 한화투자증권 리서치센터

>> 8 월이 풀란드라면 9 월엔 호주

9월 호주 장갑차 교체사업
최종후보 선정 예정

한화디펜스가 참여하고 있는 호주 Land 400 Phase 3 의 우선협상대상자 선정도 임박했다. 총 450대의 보병전투차량을 교체하는 사업인 Land400 Phase 3는 약 180억달러 규모의 사업으로 2019년 9월 한국의 한화디펜스와 독일의 라인메탈사를 최종 후보로 선정한 바 있다.

장갑차 교체 사업은
300대로 축소

지난 6/21일 Land 400 Phase 3의 사업규모가 당초 450대에서 300대로 축소됐다는 보도가 있었다. 한화디펜스와 라인메탈은 줄어든 300대에 대한 입찰 서류를 다시 제출했으며, 우선협상 대상 사업자 선정은 2022년 9월 예정이다.

선정 가능성 예단하기는
어려우나 가능성 높다고
판단

한화디펜스의 선정 가능성을 예단하기는 어렵다. 여러가지 변수가 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 다만 레드백은 호주 정부의 요구사항에 맞춰 새롭게 제작된 제품이며, 호주의 EOS, 이스라엘의 엘빗 등 다양한 국가의 방산업체가 개발에 참여해 전방위 로비가 가하다. 또한 호주 질롱 지역의 경제 활성화 필요성 등 지역균형발전이라는 명분에서도 가능성이 높아 보인다.

[그림] 레드백 주요 기업 참여 현황



자료: 한화디펜스, 호주 국방부, 한화투자증권 리서치센터

» 주요국의 방위비 증액으로 수출 시장은 더욱 커질 것

나토는 러-우크라 전쟁 전까지 방위지 지출 의무를 다하지 않음

나토(NATO)는 1949년 북대서양 조약이 체결되면서 결성됐다. 회원국의 집단 안보 보장을 목적으로 결성됐으며, 한 회원국에 대한 공격은 모든 회원국에 대한 공격으로 간주한다. 회원국이 공격당할 경우 공격 당사자를 지원하기 위해 2006년 GDP의 최소 2% 이상을 국방비로 지출하기로 했다. 하지만 이를 준수한 국가는 2020년 10개국 밖에 없었다.

러-우크라 전쟁 이후 방위비 증액 발표 국가 증가

하지만 러시아-우크라이나 전쟁이 발생하면서 상황이 급변했다. 2022년 3월 브뤼셀에서 열린 임시 정상회담에서 약속이행을 가속화하는데 동의했다. 독일, 이탈리아 등 방위비 지출이 많은 국가들이 GDP의 2%까지 늘리겠다고 발표했으며, 20개국이 방위비를 늘리겠다고 발표했다.

약속대로 증액시 연간 88조원 가량 나토 방위비 증액 예상

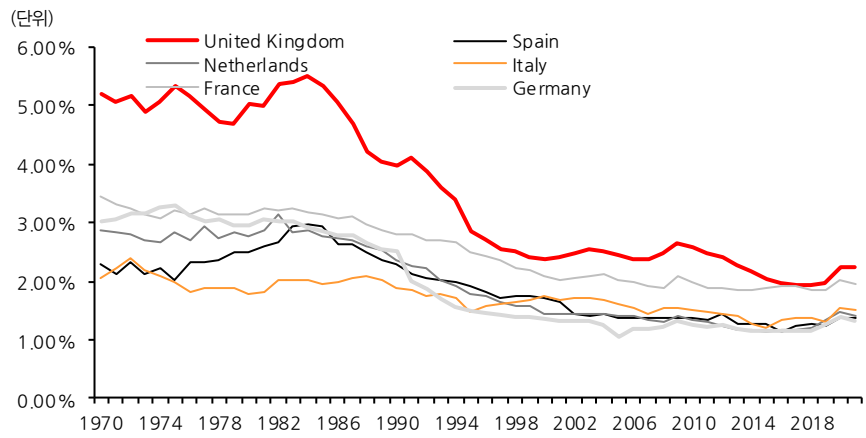
약속 이행 시점이 저마다 다르지만 2021년의 GDP를 기준으로 이들이 약속한 대로 방위비 비중을 늘릴 경우 2021년의 방위비보다 738억달러(약 88조원) 정도 늘어나게 된다. 기존 방위비로 유지비용이 충분히 커버된다고 보면 늘어난 방위비는 대부분 무기구매에 사용될 것이다. 다만 유럽은 공동 무기 개발을 많이 해왔기 때문에 유럽 내에서의 무기구매에 소요될지, 한국에 수출 기회가 될지는 지켜봐야 할 것이다.

[표5] NATO 국가별 2021년 방위비 규모 및 서약 현황

국가	방위비 규모(십억달러) (2021)	GDP대비 비중(%) (2021)	국방비 서약	이행예상연도
벨기에	6.3	1.08	GDP의 1.5%	2030
체코	3.9	1.43	GDP의 2.0%	2025
덴마크	5.4	1.37	GDP의 2.0%	2033
에스토니아	0.8	2.16	GDP의 2.5%↑	2022
핀란드	5.9	2.03	4년에 걸쳐 22 억유로 증가	2026
독일	56.0	1.34	GDP의 2.0%	-
프랑스	56.6	1.95	-	-
헝가리	2.7	1.64	GDP의 2.0%	2024
이탈리아	32.0	1.52	GDP의 2.0%	2028
라트비아	0.8	2.28	GDP의 2.5%	2025
리투아니아	1.2	2.02	GDP의 2.52%	2022
룩셈부르크	0.5	0.63	GDP의 1.0%	2028
네덜란드	13.8	1.42	GDP의 2.0%	2025
북마케도니아	0.2	1.54	GDP의 2.0%	2024
노르웨이	8.3	1.84	올해 지출 30억 크로네 증가	2022
폴란드	13.7	2.12	GDP의 3.0%	2023
루마니아	5.6	1.95	GDP의 2.5%	2023
슬로바키아	1.9	1.71	GDP의 2.0%	2022
슬로베니아	0.7	1.22	GDP의 2.0%	2030
스페인	19.5	1.37	GDP의 2.0%	-
스웨덴	7.9	1.28	GDP의 2.0%	-
합계	243.9			

자료: Jane's Defense weekly, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 유럽 방위비 지출 상위 6 개국의 GDP 대비 방위비 비중 추이

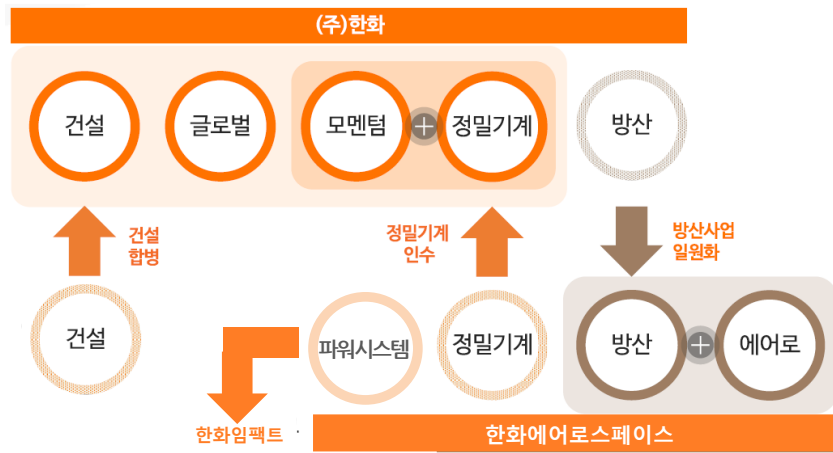


자료: SIPRI, 한화투자증권 리서치센터

2. 한화그룹의 사업구조 재편

<p>한화는 건설을, 에어로는 방산부문을 통합하는 사업구조 개편 발표</p>	<p>한화그룹은 지난 7/29일 (주)한화와 한화에어로스페이스의 사업구조 개편을 발표했다. (주)한화는 100% 자회사인 한화건설을 흡수합병하고, 한화에어로스페이스가 보유한 한화정밀기계를 가져오는 한편, 방산 사업부를 한화에어로스페이스에 양도하기로 했다. 한화에어로스페이스도 정밀기계는 (주)한화에, 파워시스템은 한화임팩트에 내주고, 한화디펜스를 한화에어로스페이스에 합병한다.</p>
<p>사업구조 개편 마무리는 내년 1월 예정</p>	<p>한화에어로스페이스가 갖고 있었던 한화파워시스템 지분은 8/31일자로 매각하며, 한화건설-한화, 한화디펜스-한화에어로스페이스의 합병은 11/1일자로 이뤄질 예정이다. (주)한화 방산 부문의 물적분할은 11/2일 이뤄지며 한화에어로스페이스로의 지분 양도는 11/30일 예정이다. 마지막으로 한화에어로스페이스가 보유한 한화정밀기계 지분 양도는 2023년 1월 예정하고 있다.</p>
<p>(주)한화는 한화건설 흡수합병으로 별도상장 우려 해소 및 배당여력 확대라는 점에서 긍정적</p>	<p>사업구조 개편은 (주)한화와 한화에어로스페이스 모두 긍정적이라 판단한다. (주)한화의 경우 한화건설을 흡수합병함에 따라 한화건설 별도 상장 우려를 해소함과 동시에 배당여력이 확대됐다. 한화건설은 지난 해 매출 2조 9,513억원, 영업이익 1,804억원(영업이익률 6.1%)의 실적을 기록한 데 이어 올해 상반기까지도 매출 1조 7,996억원(YoY +22.8%), 영업이익 1,432억원(영업이익률 8.0%)의 호실적을 이어가고 있다. 무엇보다 상반기말 현재 22.9조원의 수주잔고를 보유하고 있어 실적 개선세가 지속될 전망이다.</p>
<p>한화에어로스페이스 주가 상승 제약 요인 해소라는 점에서 긍정적</p>	<p>한화에어로스페이스 입장에서도 사업구조 개편은 긍정적이다. 지난해 말부터 방산주 주가흐름은 좋았으나 한화에어로스페이스 주가는 상대적으로 소외됐는데, 이유는 크게 두 가지였다. 하나는 한화디펜스 상장에 대한 우려였고, 다른 하나는 타 방산업체 대비 민수 사업(테크윈, 파워시스템, 정밀기계)의 비중이 높은데다, 정밀기계 등 민수 부문의 실적이 지난해보다 부진할 것이라는 우려가 있었기 때문이다.</p>
<p>한화 방산부문과의 시너지도 기대</p>	<p>사업구조 개편으로 앞선 한화디펜스 상장 우려를 해소함은 물론 산업전망이 밝은 방산 부문의 비중을 높이며 발표 당일 주가는 20% 올랐다. 앞으로도 한화 방산부문과의 시너지효과가 기대되어 주가의 추가상승여력은 높다고 판단한다.</p>

[그림11] 한화와 한화에어로스페이스의 사업구조 개편



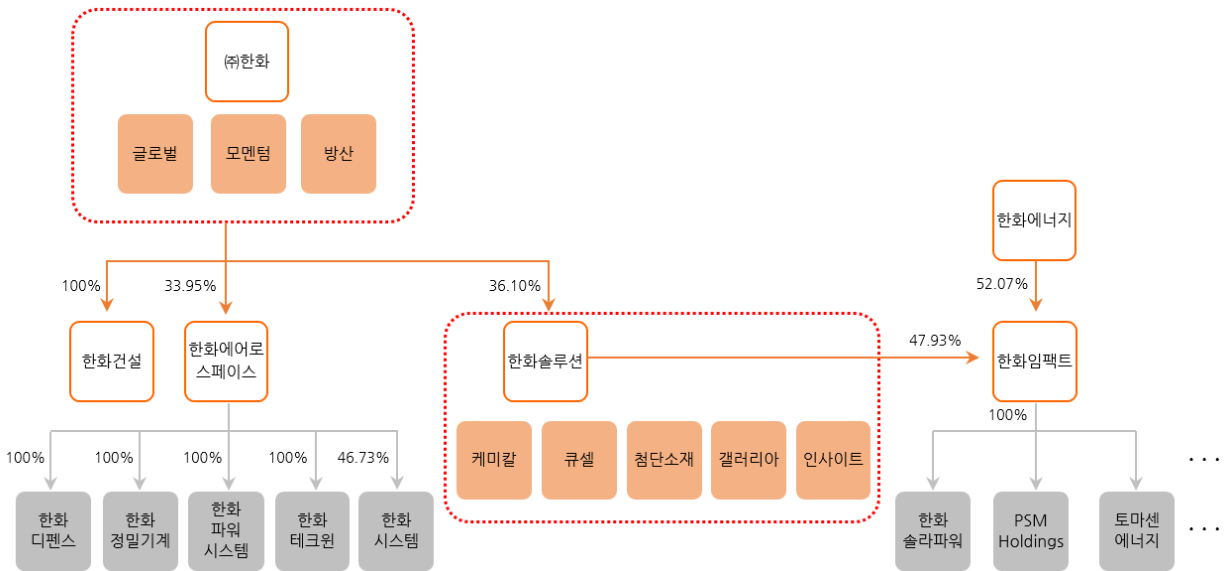
자료: (주)한화, 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 한화그룹 사업구조 재편 타임라인

합병/매각 회사	피합병/매수 회사	시기	금액(억원)	비고
한화에어로스페이스 (매각)	한화임팩트 (매수)	매각일자: 2022-08-31	2,100	한화에어로스페이스가 한화파워시스템 지분 100%를 한화임팩트의 100% 자회사 Hanwha Impact Partners, Inc. 의 100% 자회사 Hanwha Power Systems Holdings Corp 에 매각
(주)한화 (합병)	한화건설 (피합병)	합병기일: 2022-11-01	-	(주)한화가 100% 자회사인 한화건설 흡수합병 (무증자 합병)
한화에어로스페이스 (합병)	한화디펜스 (피합병)	합병기일: 2022-11-01	-	한화에어로스페이스가 100% 자회사인 한화디펜스 흡수합병 (무증자 합병)
(주)한화 (매각)	한화에어로스페이스 (매수)	분할기일: 2022-11-02 매각일자: 2022-11-30	7,861	(주)한화의 방산부문 물적분할 이후 지분 100%를 한화에어로스페이스에 매각
한화에어로스페이스 (매각)	(주)한화 (매수)	매각일자: 2023-01-03	5,250	한화에어로스페이스가 한화정밀기계 지분 100%를 (주)한화에 매각
한화에어로스페이스 (매각)	(주)한화 (매수)	매각일자: 2023-01-03	350	한화에어로스페이스가 한화상업설비(상해)유한공사 지분 100%를 (주)한화에 매각

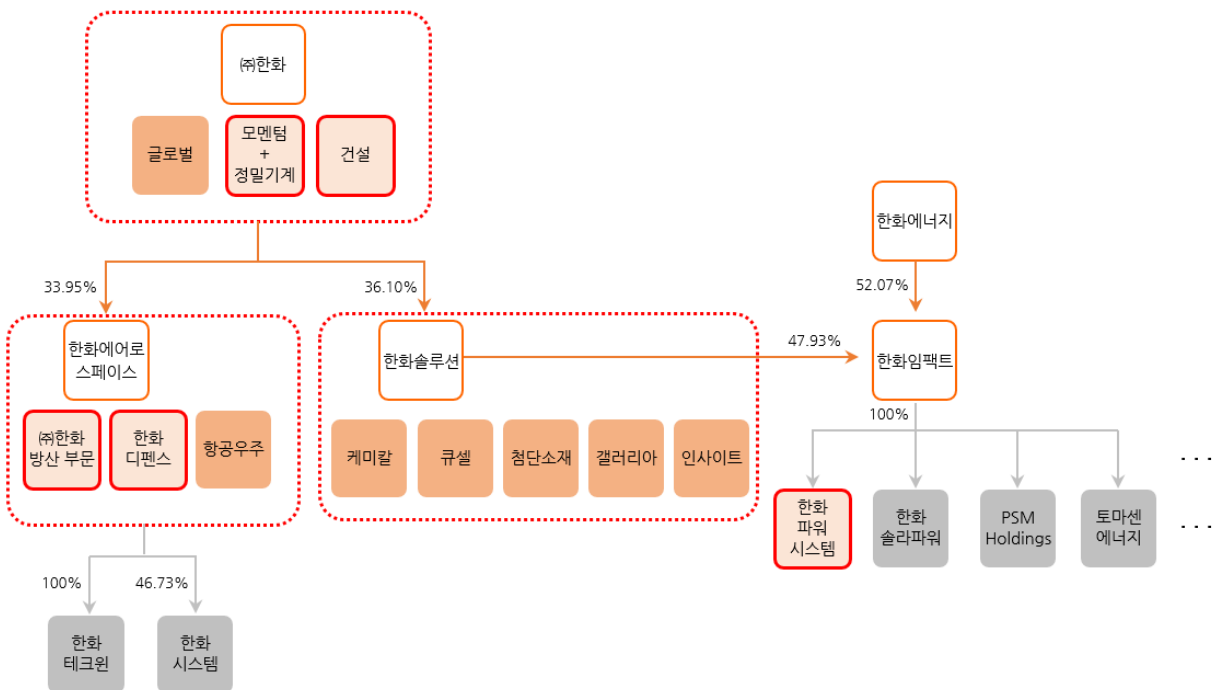
자료: (주)한화, 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 한화 그룹 요약 지배구조도 (사업 재편 전)



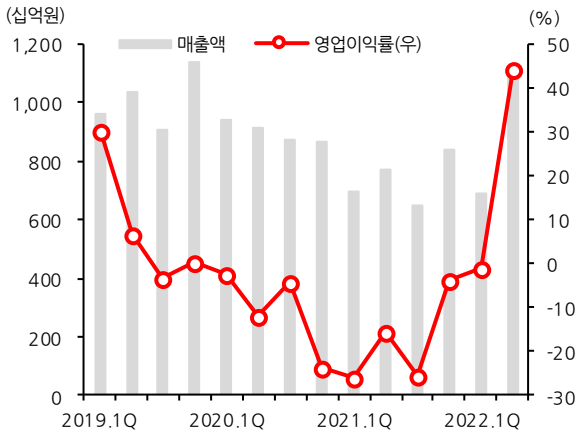
자료: 한국기업평가, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 한화 그룹 요약 지배구조도 (사업 재편 후)



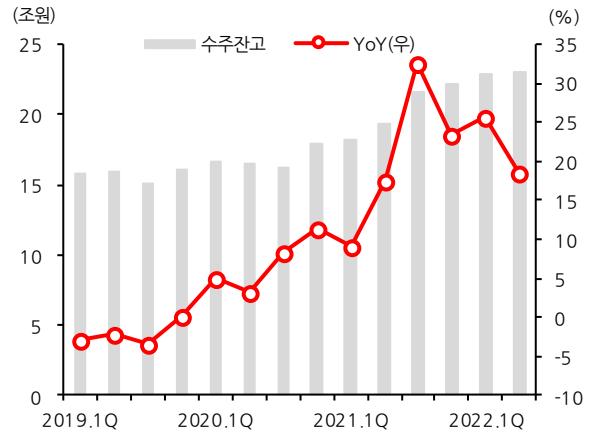
자료: 한국기업평가, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 한화건설의 분기별 실적추이



자료: 한화건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 한화건설의 수주잔고 추이



자료: 한화건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 한화 방산부문의 주요 제품



자료: (주)한화 2019 IR 자료, 한화투자증권 리서치센터

3. 우주 분야도 물밑 진행 중인 일들이 수면위로 올라올 것

6/21일 누리호는 두번째 발사만에 성공	지난 6/21일 한국형 발사체 누리호(KSLV-II)가 두번째 시험발사만에 인공위성을 궤도에 올리는데 성공했다. 이번 성공으로 한국은 자체 기술로 위성을 쏘 10번째 국가가 됐으며, 실용급 위성을 발사할 수 있는 세계 7번째 국가가 됐다. 하지만 발사 성공에도 불구하고 주가는 약세를 보였다. 발표 다음날 누리호를 체계총조립한 한국항공우주는 3.9%, 엔진 총조립을 담당한 한화에어로스페이스는 9.4% 하락했다.
하지만 발사성공 직후 주가는 약세	발사가 성공했음에도 주가가 빠진 이유는 기대감의 소멸, 추가적인 이벤트에 대한 불확실성 등으로 생각된다. 우주산업에 투자하기 어려운 이유는 아직 국내 기업의 경우 매출 규모가 크지 않다보니 실적보다는 몇몇 이벤트에 의한 테마성 투자 형태를 보이기 때문이다.
9월중 누리호 발사체 고도화 사업자 선정 예정	하지만 국내 우주산업과 관련한 이벤트가 다양해지고 있으며, 이벤트 이후 다음 이벤트까지의 기간도 계속 짧아질 것이다. 첫번째 이벤트는 누리호 관련기술 이전 업체 선정이다. ‘한국형 발사체 고도화 사업 발사체 총괄 주관 제작’사업으로 이름 붙여진 이 사업은 항공우주연구원(‘항우연’)이 한국형발사체 개발 관련해 갖고 있는 설계, 제작, 시험, 발사 운영 등의 기술을 민간업체에게 이전하는 것이다.
	선정된 업체는 항우연과 함께 2027년까지 누리호를 네차례 반복 발사하게 된다. 한국항공우주와 한화에어로스페이스가 경쟁하고 있다. 한국항공우주는 지난 두 차례 누리호 발사에서 체계 총조립을 맡았으며, 한화에어로스페이스는 시험설비 구축 및 발사체의 핵심인 터보펌프 개발, 엔진 총조립을 맡았다. 누리호 고도화 사업의 총 예산은 3,036억 원으로 선정된 업체는 예산만큼을 매출로 인식하게 된다.
선정 기업은 차세대발사체 사업 등을 주도할 가능성 높음	누리호 발사체 고도화사업의 사업자 선정이 갖는 또 다른 중요한 의미는 이어지는 ‘차세대발사체(KSLV-III) 사업’의 체계종합기업이 될 가능성이 높다는 점이다. ‘차세대 발사체 사업’은 2023년부터 2031년까지 9년간 1조 9,330억원이 투입될 예정이며, 현재 예비타당성 조사 진행 중이다.
	한국형발사체 누리호는 저궤도용으로는 약 3.3톤의 화물을 실어나를 수 있는 중형 발사체인 반면 차세대 발사체는 저궤도 용으로 10톤의 화물을 실어나를 수 있는 대형발사체다. 또한 재사용발사체로까지 확장할 계획을 갖고 있어 한국판 스페이스X 기업의 출현까지 기대해볼 수 있다.
한국형 위성항법시스템 개발사업도 본격 추진	7/18일 ‘한국형 위성항법시스템(KPS) 개발 사업’도 사업본부 출범식을 갖고 개발에 착수했다. 총 8기의 위성을 궤도에 배치하고, 항법위성은 2027년부터 순차적으로 발사해 2034년에는 시범서비스 예정이다. 사업기간은 2035년까지이며 사업비는 3.7조원이다.
	이 밖에 과기부에서 추진하는 초소형 위성 개발사업이나 군사용으로 추진되는 초소형 위성 사업 및 군위성체계사업II 등도 진행되고 있어, 우주사업의 수주, 매출 확대 등을 우주 산업이 커가는 것을 확인하는 것은 시간문제다.

[그림17] 누리호 2차 발사 성공



자료: 연합뉴스, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 누리호 개발관련 기업 현황

분야	기업명	
체계총조립	한국항공우주산업	
엔진	엔진총조립	한화에어로스페이스
	터보펌프	한화에어로스페이스, 에스엔에이치 등
	연소기/가스발생기	비츠로테크
	추진기관 공급계	하이록코리아, 네오스펙 등
	파이로점화기(시동기)	한화, 네오스펙, 삼양화학공업 등
임무	임무제어시스템	한화디펜스 등
체계종합	지상제어시스템 등	한화, 유콘시스템, 우레이텍
유도제어	구동장치시스템 등	한화, 스페이스솔루션, 넵코어스 등
전자	전자탑재	단암시스템즈, 기기알에프, 시스코어 등
구조	탱크, 동체 등	에스앤케이항공, 이노컴, 두원중공업 등
열/공력	열제어/화재안전 등	한양이엔지 등
지상장비	발사대	현대중공업 등
시험설비	설비구축, 토목/건축	한화, 한화에어로, 현대로템 등

자료: 한국항공우주연구원, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 한국형 발사체와 차세대 발사체 구성 비교



자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 한국형 발사체와 차세대 발사체 성능 비교



* C3 : 임의의 물체가 중력권을 벗어나는데 필요한 에너지로 지구에서 떨어질수록 지구탈출 시 요구되는 에너지가 높음

자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터

4. 활발했던 판버러 에어쇼, 기체부품 반등 시작

7월 영국 판버러 에어쇼 개최, 국내 기업도 참여	7/18일부터 22일까지 영국 런던 인근에 위치한 판버러 공항에서 판버러 에어쇼가 있었다. 판버러에어쇼는 매 2년마다 개최되는 행사로 파리에어쇼와 함께 세계 최대 규모의 에어쇼로 인정받고 있다. 올해는 Space, Defence, Sustainability, Innovation, Future Flight, Workforce의 여섯개 테마를 중심으로 에어쇼가 진행됐다. 국내에서도 한국항공우주산업, 한화시스템 등이 주요 제품을 전시하며 참여했다.
한국항공우주는 KF-21 모형 등을 전시	한국항공우주는 에어쇼 기간 초도비행에 성공한 KF-21을 비롯해 FA-50, 소형무장헬기(LAH), 한국형 기동헬기 수리온(KUH) 등의 모형을 전시했으며, 블랙이글스가 공중비행을 하며 T-50의 위용을 보여주었다. 또한 이집트 등 국방부 인사와 면담을 진행하는 한편, 에어버스, 록히드마틴 등과 스마트팩토리 운영 관련 협의 미팅을 갖기도 했다.
한화시스템은 UAM 로터 등 전시	한화시스템은 오버에어와 공동개발중인 UAM 기체 ‘버터플라이’의 실물크기 로터를 비롯해 KF-21 탑재용 AESA 레이더, 천궁-II 다기능레이더(MFR), 초소형 SAR 위성 등을 전시했다. 미국 허니웰, 프랑스 사프란 등과 UAM 사업 관련 전략적 MOU를 체결하는 성과도 거뒀다.
UAM에 대한 관심 확인	이번 판버러 에어쇼의 특징은 UAM을 개발 전시한 업체가 많았다는 점과 항공기 수요의 빠른 회복 가능성을 보여주었다는 점이다. UAM 관련 기업은 한화시스템 이외에도 버티칼, 슈퍼널(현대차 자회사), 릴리움 등이 완제품 혹은 목업을 전시했다. 버티칼은 올해 시험 비행 예정이며, 슈퍼널은 2028년까지 기체를 제작할 예정이다.
항공기 주문도 활발	항공기 수요의 빠른 회복 가능성은 7월 항공기 수주 성과가 잘 보여준다. 보잉과 에어버스의 7월 항공기 수주는 총 522대로 코로나 팬데믹과 B737 운항중단 전이었던 2018년 12월 이후 최대 규모다. 항공기 인도도 꾸준히 늘어나고 있다. 2022년 7월 소형항공기 인도량은 63대로 지난 해 동기대비로는 줄었으나 2019년 대비 12.5%나 늘었다. 2022년 7월까지 누계 항공기 수주는 970대로 지난 해 같은 기간 대비 237% 늘었으며, 2021년 연간 수주량 986대에 이미 근접했다. 7월까지 누계 인도도 585대로 전년 같은 기간 대비 10.8% 늘었다.
서플라이체인 이슈로 생산량 확대가 빠르게 이뤄지고 있지는 않지만	다만 최근 들어 서플라이체인 이슈로 부품 조달에 어려움이 생기면서 항공기 업체들의 생산능력 확대 일정이 지연되고 있다. 보잉은 내년 상반기 월 38대, 2023년말 월 47대 생산목표를 세웠으나, 현재는 월 31대 생산 안정화에 주력하고 있다. 에어버스는 2023년 여름까지 월 65대, 2025년까지 월 75대 생산목표를 수립했으나, 월 65대 생산 목표 시점을 2024년 초로 변경했다.
기체부품 수출은 YoY 42% 증가	올해 인도 계획도 양사 모두 하향 조정했다. 보잉은 B737Max 기준 500대에서 400대 초반으로, 에어버스는 720대에서 700대로 하향조정했다. 그러나 이들 목표인도대수는 1,100대를 상회하는데, 지난해 인도량 950대 대비 16% 많아 기체부품 성장에는 무리가 없어보인다. 7월까지 국내 기체부품 수출은 전년 같은 기간 대비 41.5%나 늘었다.

[그림20] 판버러 에어쇼 한국항공우주 부스



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 판버러 에어쇼 한화시스템 부스



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 버티칼의 eVOTL VX4



자료: Google images, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 릴리움의 eVOTL



자료: Google images, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 슈퍼널 eVOTL의 캐빈 모형



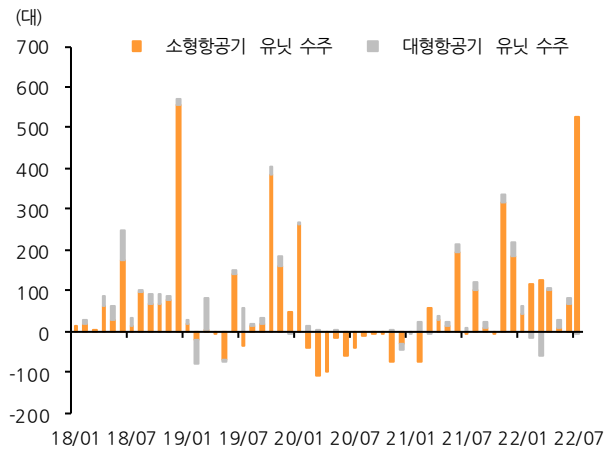
자료: Google images, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] P&W의 GTF 엔진



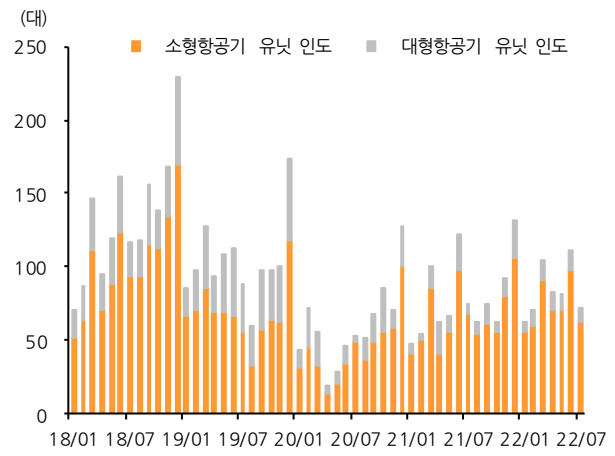
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 보잉과 에어버스의 항공기 크기별 수주 추이



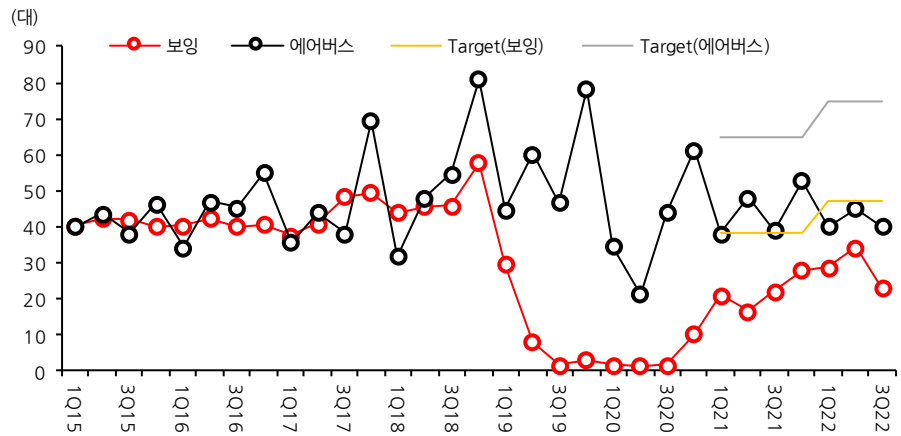
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 보잉과 에어버스의 항공기 크기별 인도 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

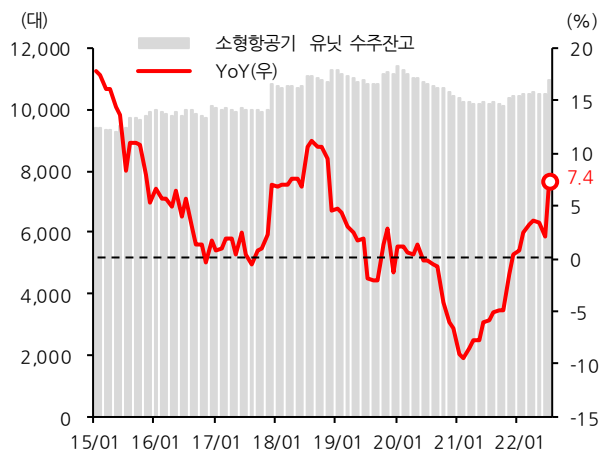
[그림28] 보잉과 에어버스의 소형항공기 인도대수 및 향후 월별 생산계획



주: 3Q22는 2022년 7월 기준

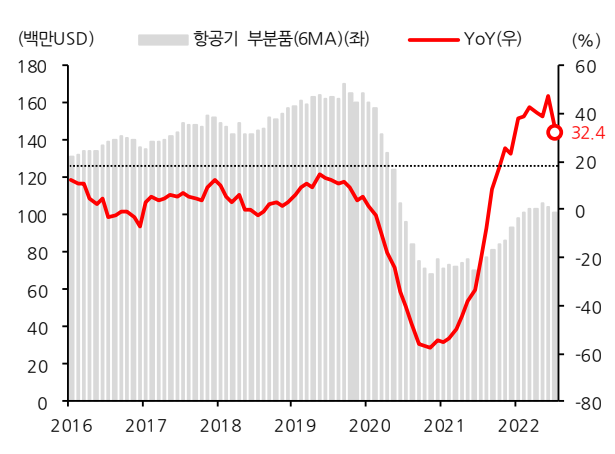
자료: Bloomberg, 보잉, 에어버스, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 소형항공기 수주잔고 추이



주: 7월 말 기준 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 국내 항공기 부품품 수출 추이



주: 7월 말 기준 / 자료: 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

5. 2023년 국방예산 정부안 발표, 방위력개선비 2% 증가

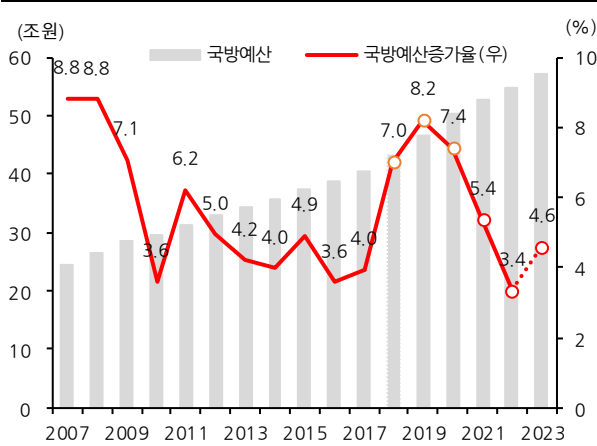
2023년 방위력개선비 예산 증가율은 국방예산 증가율을 하회

8/30일 2023년 국방예산 정부안이 발표됐다. 2022년 예산보다 4.6% 증가한 57조 1,268억원으로 편성됐으며, 방위력개선비는 2022년 보다 2% 증가한 17조 179억원이 편성됐다. 장병 급여와 같은 인건비가 크게 오른 반면 국방예산에서 방위력 개선비가 차지하는 비중은 지난해 30.6%에서 29.8%로 줄어들었다.

유도무기를 제외한 모든 무기체계 예산 감소

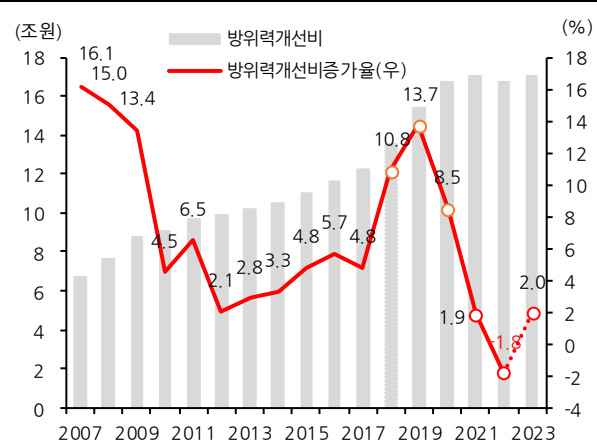
무기체계별로는 유도무기를 제외한 전 무기체계의 예산이 2022년보다 줄어든다. 함정과 항공기 예산이 각각 4.5%, 4% 감소해 감소폭이 컸으며, 지휘정찰과 기동화력 분야도 각각 3.1%, 2.0% 줄었다. 다만 유도무기 예산은 2조 4,253억원으로 2022년 예산대비 8.6% 늘어난다. 올해 사업자 선정 예정인 장사정포요격체계 등의 예산이 늘어날 것으로 보인다.

[그림31] 국방예산 추이



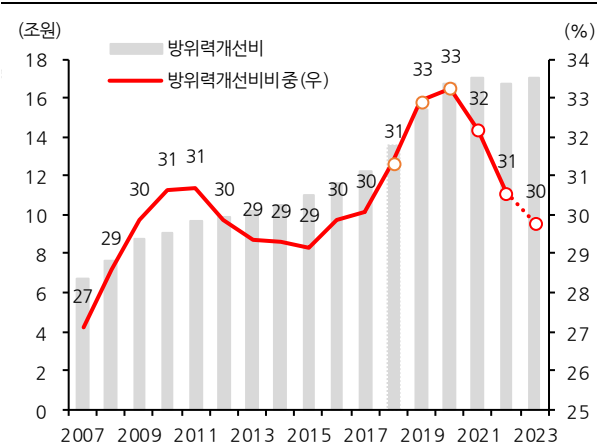
자료: 국방부, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 방위력개선비 예산 추이



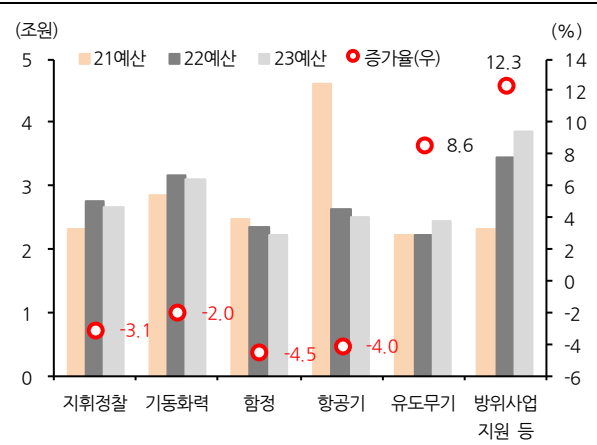
자료: 국방부, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 국방예산대비 방위력 개선비 비중 추이



자료: 국방부, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 무기체계별 방위력개선비 예산 추이



자료: 국방부, 방위사업청, 한화투자증권 리서치센터

IV. 밸류에이션과 투자전략

1. 2022년 2분기 실적은?

>> 국내 방산 기업들의 실적은 양분

2분기 실적은 업체별로
차별화

지난 2분기 실적은 업체별로 차별화된 양상을 보였다. 한화에어로스페이스, LIG넥스원, 현대로템 등은 당사 및 시장 예상치를 상회하는 실적을 기록한 반면 한국항공우주, 한화시스템, 한화는 시장 예상치를 밑돌았다.

좋은 기업들은 좋은 이유가
있기 마련

한화에어로스페이스는 에어로 별도 기준으로 흑자전환했으며, CCTV를 생산하는 테크윈이 북미 실적 호조로 좋은 실적을 기록했다. LIG넥스원은 수출비중은 1분기보다 줄었지만 일부 사업의 계약금액 증액 및 예정원가 감소 등으로 서프라이즈를 이어갔다. 현대로템은 레일솔루션의 매출이 늘었고, 디펜스솔루션 부문의 영업이익률도 8.6%로 높아지면서 호실적을 보여주었다.

[표8] 국내 주요 방산 업체 2022년 2분기 실적 컨센서스 및 당사 추정치 대비 비교

회사명	구분 (십억원)	2Q22	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(YoY)		전분기 대비(QoQ)		시장 컨센서스 대비	
			2Q22E	차이(%)	2Q21	차이(%)	1Q22	차이(%)	2Q22E	차이(%)
한국항공우주	매출액	668.5	717.4	-6.8	708.5	-5.7	640.7	4.3	764.5	-12.6
	영업이익	34.4	33.9	1.6	60.0	-42.6	39.2	-12.2	47.9	-28.1
	순이익	50.2	25.3	98.3	53.8	-6.8	36.8	36.5	38.3	32.6
한화에어로 스페이스	매출액	1,671.1	1,804.8	-7.4	1,686.5	-0.9	1,378.1	21.3	1,790.6	-6.7
	영업이익	112.9	97.7	15.5	132.6	-14.9	66.4	69.9	101.8	10.8
	순이익	5.9	70.7	-91.7	86.0	-93.2	44.6	-86.9	66.0	-91.1
한화시스템	매출액	510.5	543.3	-6.0	485.9	5.1	429.6	18.8	539.1	-5.3
	영업이익	16.4	30.9	-46.9	31.4	-47.8	15.2	8.2	20.6	-20.4
	순이익	-46.4	27.1	추정치하회	22.0	적자전환	10.6	적자전환	13.1	컨센하회
(주)한화(별도)	매출액	799.4	920.1	-13.1	1,186.6	-32.6	758.8	5.4	1,094.0	-26.9
	영업이익	17.9	33.3	-46.2	88.6	-79.8	28.4	-36.9	76.0	-76.4
	순이익	27.1	-	-	55.6	-51.3	38.9	-30.5	-	-
LIG 넥스원	매출액	490.3	474.1	3.4	439.9	11.5	427.2	14.8	513.1	-4.5
	영업이익	47.2	29.5	60.0	28.8	63.8	50.5	-6.6	42.7	10.6
	순이익	44.2	28.1	57.0	22.4	96.7	41.7	5.8	39.0	13.2
현대로템	매출액	785.8	740.5	6.1	710.7	10.6	677.4	16.0	739.0	6.3
	영업이익	31.4	24.7	27.4	15.8	99.4	23.6	33.4	23.0	36.7
	순이익	25.6	23.1	10.7	14.3	78.7	13.1	95.8	14.0	89.8

자료: 각 사, Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

>> 해외 방산 기업들은 공급망 차질로 매출 역성장 지속

1분기에 이어 2분기까지 공급망 차질 이슈는 지속

주요 해외 방산기업 가운데 레이시온을 제외한 4개사의 매출은 역성장했다. 노스롭그루만은 4개분기 연속 매출액 역성장했으며, 나머지 기업들도 매출 감소세가 지속되고 있다. 주된 이유로 각 기업들이 제시한 것은 공급망 차질이다.

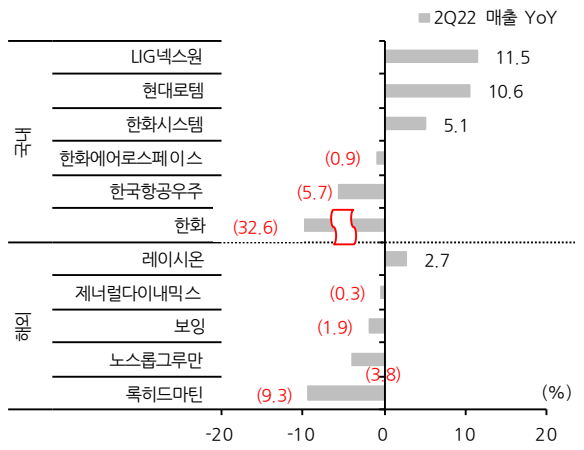
유일하게 매출 성장세를 보여준 레이시온도 항공 시장 회복으로 항공전자장비(YoY +10%), Pratt & Whitney(YoY +16%) 부문의 매출이 늘었기 때문이며, 기타 사업부는 공급망 차질 이슈로 매출이 역성장했다. Pratt&Whitney의 매출은 전분기 YoY +12% 성장에 이어 이번에도 +16% 성장했는데, 한화에어로스페이스가 RSP로 참여한 P&W의 매출 호조는 우리 기업에도 긍정적이다.

매출 감소에도 높은 수익성 유지

지난 1분기 영업적자가 지속됐던 보잉도 이번 분기에는 흑자전환하면서 해외 방산기업들의 실적은 모두 흑자를 기록했다. 보잉의 상용항공기(CA) 부문은 B787 인도 지연에 따른 비정상 비용 영향으로 여전히 적자를 기록했지만, 글로벌서비스(GS) 부문에서 16.9% 영업이익률을 기록하면서 흑자전환했다.

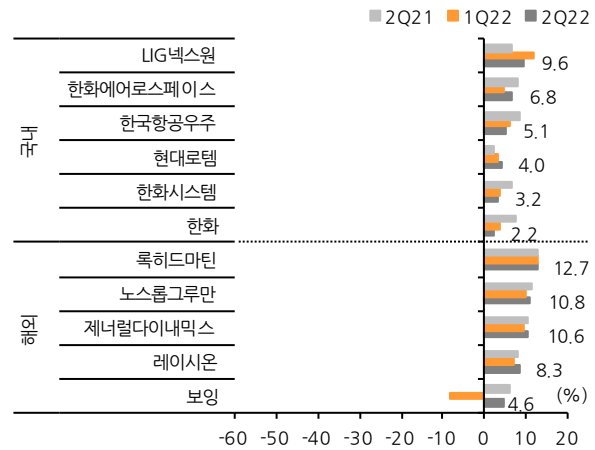
전반적으로 해외방산기업의 경우 매출은 줄고있지만 영업이익률은 국내 기업보다 높은 수준을 유지하고 있다. 높은 시장 지배력 등이 수익성을 뒷받침하고 있기 때문으로 보인다. 레이시온은 Collins Aerospace 부문과 Pratt&Whitney 부문의 영업이익이 전년동기대비 각각 19%, 216% 증가했다. 상용 애프터마켓 부문의 호실적 영향이 컸다.

[그림35] 국내외 주요 방산기업의 2Q22 매출 증가율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 국내외 주요 방산기업의 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

» 국내 방산기업들의 실적은 중장기로 큰 폭 개선

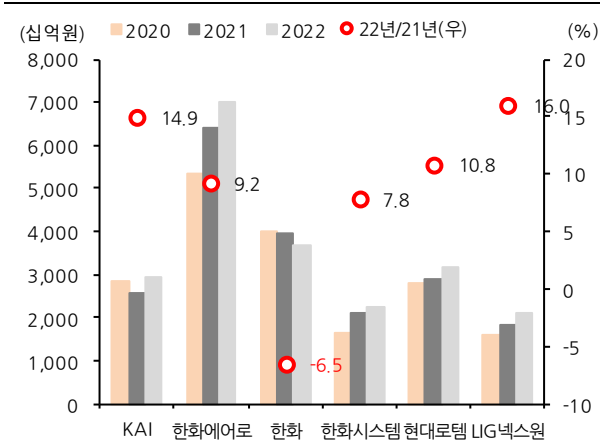
올해 매출은 YoY 7.5%,
영업이익은 YoY 16.4%
증가 예상

상반기까지의 실적을 반영해 국내 방산 6개사의 실적 전망치를 조정한다. 6개사 합산기준 2022년 매출액은 2021년보다 7.5% 증가한 21조 1,799억원, 영업이익은 16.4% 늘어난 1조 1,439억을 예상한다. 올해 실적 개선 폭은 LIG넥스원과 한국항공우주가 클 것으로 전망한다. LIG넥스원은 해외 수출 비중 확대에 따른 마진 개선이 크고, 한국항공우주는 지난해 기체부품 부진에 따른 기저효과가 크기 때문이다.

내년 매출은 YoY +16.2%,
영업이익은 YoY +32.3%
증가 전망

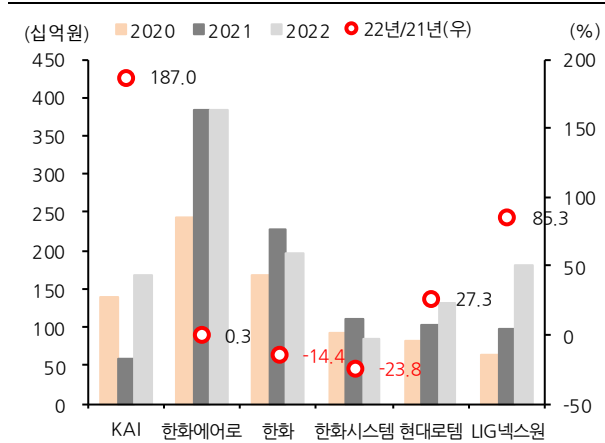
실적 개선 폭은 내년으로 갈수록 더욱 커질 전망이다. 아직 내년도 사업계획이 구체화되지 않은 상황에서 각사가 보유한 수주잔고, 폴란드 공급계약 등을 반영해 추정된 결과 6개사 합산기준 2023년 매출액은 올해보다 16.2% 증가한 24조 6,190억원, 영업이익은 32.3% 증가한 1조 5,130억원을 전망한다. 업체별로는 내년부터 폴란드 전차 인도가 본격화되는 현대로템의 실적개선이 클 것으로 보이며, 한화에어로스페이스의 경우 호주이집트 자주포 수출이 반영되는 2023년 하반기부터 실적 개선이 나타날 전망이다.

[그림37] 국내 주요 방산기업의 매출 추이 및 전망



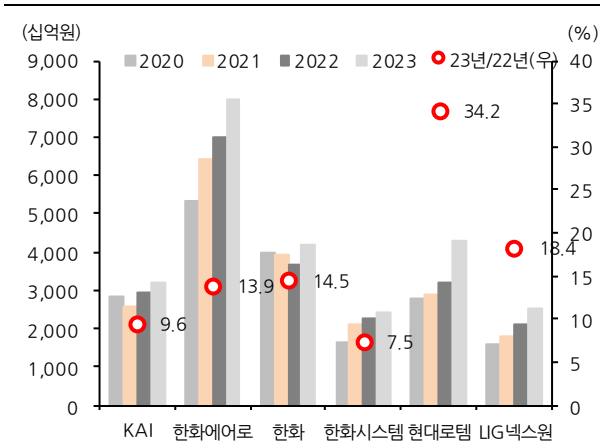
주: 한화 사업구조 개편은 미반영/자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림38] 국내 주요 방산기업의 영업이익 추이 및 전망



주: 한화 사업구조 개편은 미반영/자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림39] 국내 주요 방산기업의 매출 추이 및 전망



주: 한화 사업구조 개편은 미반영/자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림40] 국내 주요 방산기업의 영업이익 추이 및 전망



주: 한화 사업구조 개편은 미반영/자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터 추정

2. 밸류에이션, 여전히 싸다

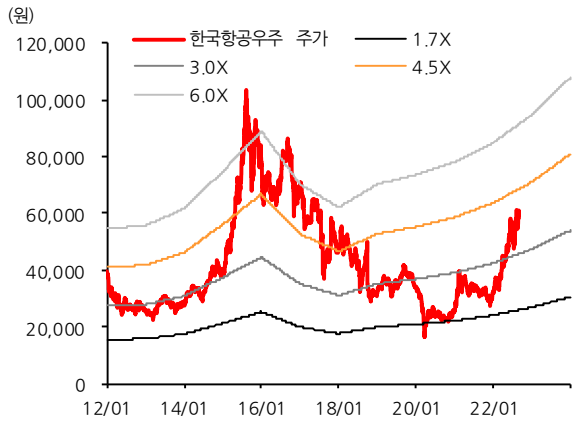
과거 고점과 비교하면
아직도 싼 편

올해들어 방산주 주가는 많이 올랐다. 연초 이후 상대수익률은 8/31일 기준 한국항공우주주 105%, LIG넥스원 71.5%, 한화에어로스페이스 86.6%, 현대로템 62.7%, 한화시스템 14.2%, 한화 18.4%다. 많이 오른 만큼 밸류에이션에 대한 질문도 많이 받는 편인데, 결론적으로 코로나 이전 방산업체가 받던 밸류에이션 고점과 비교하면 아직도 싸다.

해외수주 지속 가능성 높아
밸류에이션 리레이팅 가능

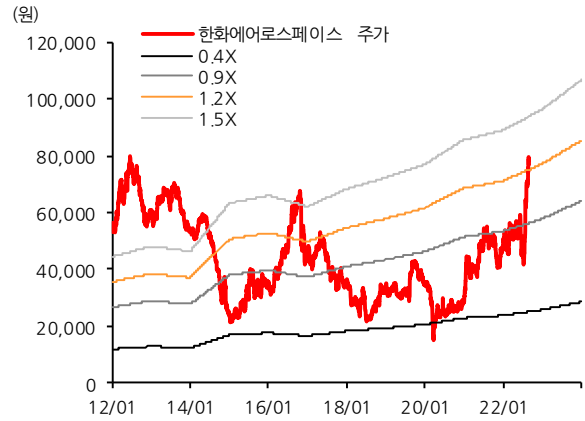
고점과 비교할 수 있느냐 하는 이슈가 있겠으나, 과거 어느 때에도 현재와 같이 해외수주가 폭발했던 시기는 없었다. 해외수주의 확대가 러시아-우크라이나 전쟁으로 인한 일시적 요인도 있겠지만, 한국 기업들의 무기 개발 능력, 제품 경쟁력이 인정받고 있는 만큼 이러한 수주 확대가 단기간에 그칠 가능성은 낮아 보인다.

[그림41] 한국항공우주의 P/B 밴드차트



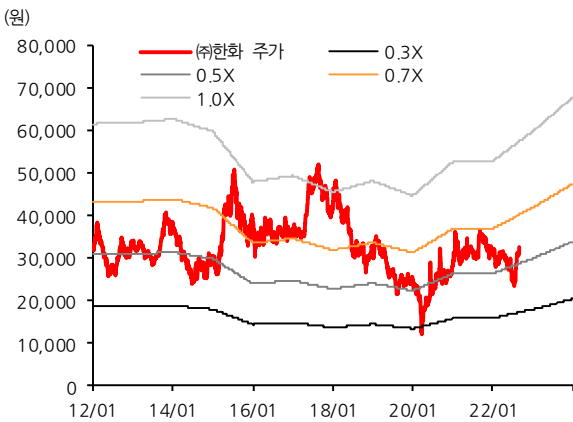
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 한화에어로스페이스의 P/B 밴드차트



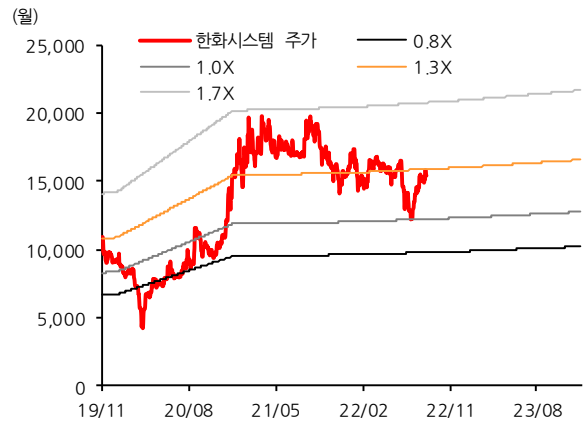
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 한화의 P/B 밴드차트



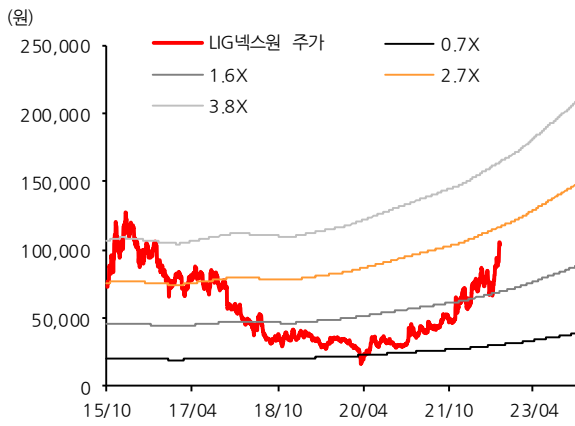
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 한화시스템의 P/B 밴드차트



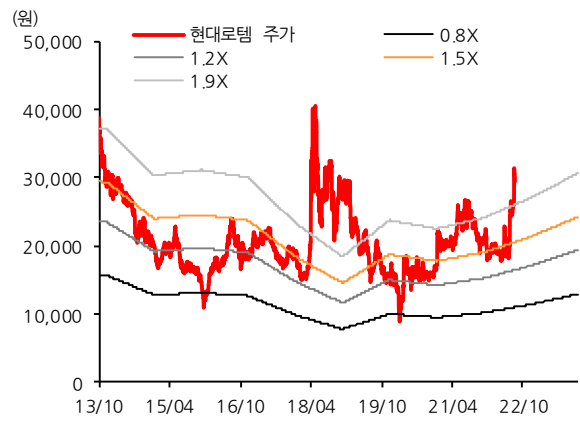
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] LIG넥스원의 P/B 밴드차트



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 현대로템의 P/B 밴드차트



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

3. 투자전략: 순환매, 방산업종은 꼭 가지고 있어야 한다

방산업체 해외 수주 확대로
사업안정성 제고, 수익성
개선

지난 해 발간했던 연간전망 보고서 ‘파이가 커지는 방산에 주목’에서도 이야기한 바 있지만, 방산 해외 수주가 늘어나면서 국내 방산업체의 사업안정성이 높아졌고, 중장기 수익성도 큰 폭의 개선을 보일 전망이다. 여기에 러시아-우크라이나 전쟁이 촉발한 신냉전체제로의 돌입은 각국 정부가 국방비 지출을 늘릴 수 밖에 없는 구조로 만들었다.

국내 방산업체가 생산하는 주력 제품은 대부분 재래식 무기 취급을 받았지만, 선진국의 투자가 적어진 탓에 선진국으로의 수출 가능성까지 높이며 블루오션으로 자리매김하고 있다.

업종 투자의견 Positive 유지

국내 방위산업은 ‘해외수주 확대→수익성 개선→성능 개량→선진국시장 진출’의 선순환 구조에 진입했다. 올해는 수주 모멘텀, 내년부터는 실적 개선이 기대되는 만큼 업종 투자의견 Positive을 유지한다.

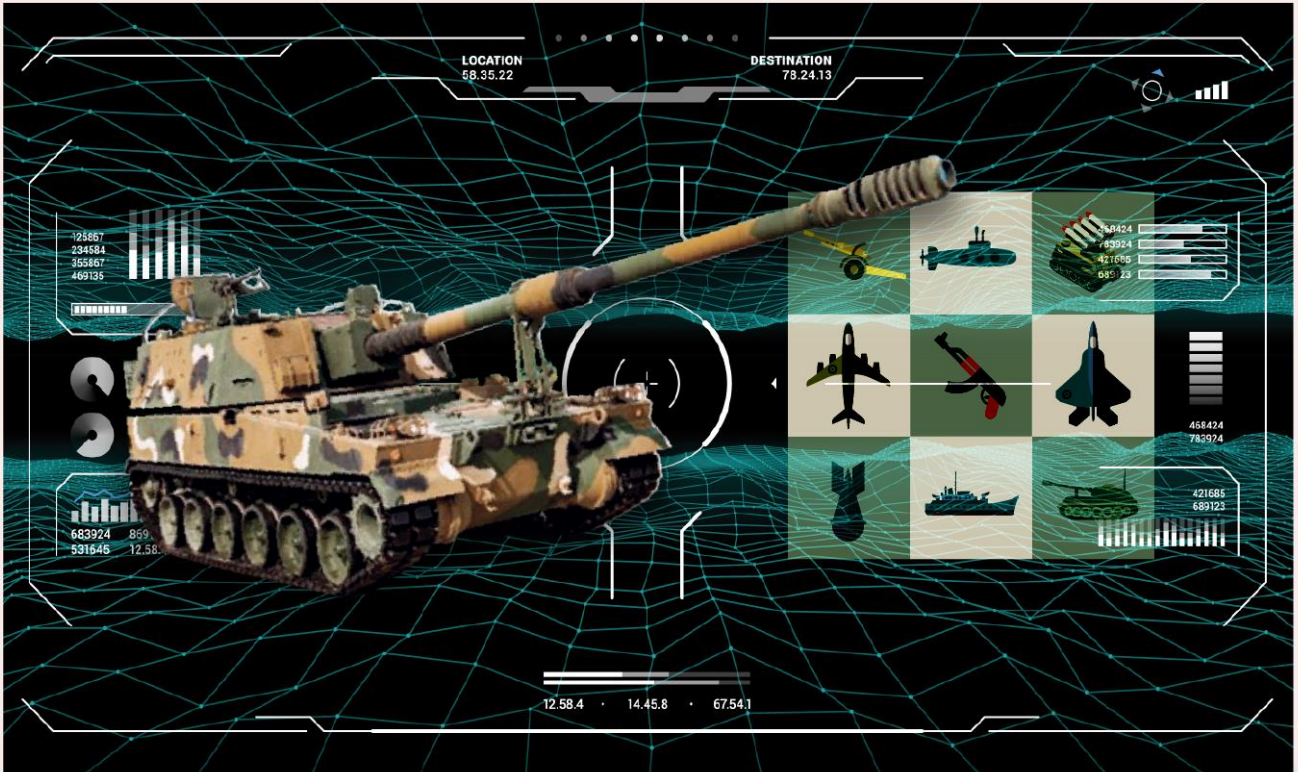
Top Pick은 한화에어로
차선훈주 LIG넥스원

2분기 실적, 폴란드 수주 등을 반영해 업체들의 실적 전망치를 조정하는 한편 사업안정성 제고 및 중장기 실적 개선 전망 등을 반영해 목표 주가 산정에 반영하는 Target P/B를 상향조정했다. Top Pick은 한화에어로스페이스, 차선훈주로는 LIG넥스원을 제시한다. 한화에어로스페이스는 하반기 수주 모멘텀, LIG넥스원은 수출확대에 따른 실적 개선이 기대된다. 다만, 방산업체 모두 앞서 이야기한 선순환구조에 진입한 만큼 상대적으로 덜 오른 종목 중심의 순환매 전략이 유효하다고 생각한다.

[표9] 분석대상 6개사 목표주가, 밸류에이션 조정 내역

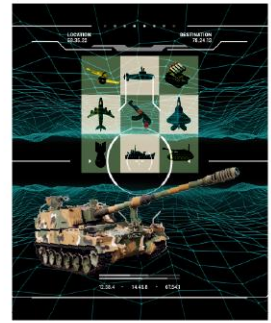
항목	분석 대상 종목						
	한국항공우주	한화에어로	한화시스템	한화	현대로템	LIG넥스원	
투자의견	Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	
목표주가 조정 내역	기존(원)	60,000	82,000	30,000	47,000	26,000	105,000
	변경(원)	75,000	120,000	24,000	47,000	38,000	140,000
	차이(%)	+25.0	+46.3	-20.0	-	+46.2	+33.3
Target P/B	5.0	2.0	2.0	-	2.5	3.0	
현재주가(8/21)	원	61,000	81,400	15,550	31,850	30,300	106,000
상승여력	%	23.0	47.4	54.3	47.6	25.4	32.1
시가총액	십억 원	5,946	4,121	2,938	2,387	3,307	2,332
Valuation 2022E	P/B 배	4.3	1.4	1.3	0.5	2.2	2.6
	ROE %	9.8	5.8	0.3	20.3	6.7	18.5
Valuation 2023E	P/B 배	4.0	1.3	1.3	0.4	1.9	2.2
	ROE %	10.1	9.5	2.9	15.9	13.0	19.3

자료: 한화투자증권 리서치센터



V. 기업분석

1. 한국항공우주 (047810)
2. 한화에어로스페이스 (012450)
3. 한화시스템 (272210)
4. 한화 (000880)
5. 현대로템 (064350)
6. LIG넥스원 (079550)



한국항공우주 (047810)

수주는 늘어나고, 기체부품은 살아나고

▶ Analyst 이봉진 bongjinlee@hanwha.com 3772-7615 / RA 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(상향): 75,000원

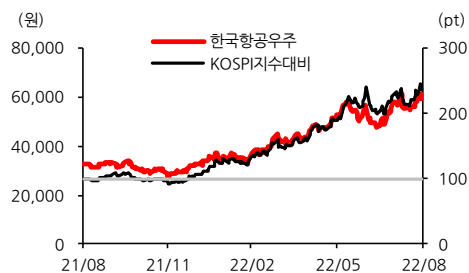
현재 주가(8/31)	61,000원
상승여력	▲23.0%
시가총액	59,460억원
발행주식수	97,475천주
52 주 최고가 / 최저가	61,200 / 27,300원
90 일 일평균 거래대금	877.91억원
외국인 지분율	21.6%
주주 구성	
한국수출입은행 (외 1 인)	26.4%
국민연금공단 (외 1 인)	10.3%
한국항공우주우리사주 (외 1 인)	1.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.0	16.2	64.4	85.7
상대수익률(KOSPI)	6.2	24.2	72.8	108.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,825	2,562	2,945	3,228
영업이익	140	58	167	225
EBITDA	274	207	310	389
지배주주순이익	75	64	130	144
EPS	766	656	1,337	1,482
순차입금	323	218	-167	-189
PER	33.7	49.5	45.6	41.2
PBR	2.1	2.5	4.3	4.0
EV/EBITDA	10.4	16.3	18.7	14.8
배당수익률	0.8	0.6	0.7	0.7
ROE	6.4	5.2	9.8	10.1

주가 추이



2 분기 완제기 매출 부진으로 실적이 예상에 못미쳤지만, 해외 수주가 늘어나고 있고 기체부품도 살아나고 있습니다. 실적개선이 단기에 그치지 않을 전망이어서 동사의 목표주가를 75,000 원으로 상향합니다.

2분기 이라크 기지재건 공사 지연으로 매출 예상을 하회

2분기 실적은 매출 6,685억원(YoY -5.7%), 영업이익 344억원(YoY -42.6%, OPM 5.2%), 순이익 502억원(YoY -6.8%)을 시현했다. 매출은 당사 및 시장전망치를 소폭 하회했으나, 영업이익은 당사 예상치에 부합했다. 완제기 수출 매출이 이라크 기지재건 공사 지연으로 매출액이 24억원에 그치면서 매출 예상을 하회했다.

연간 매출 가이드스 2.9조원 달성은 무난할 전망

완제기 수출 부문 매출은 당초 계획에 못 미칠 것으로 보이나, 기체부품 호조가 지속되고 있어 연간 매출 가이드스 2.9조원 달성은 무난할 전망이다. 2분기말 현재 완제기 수출잔고 1.1조원 포함 총 수주잔고는 17.7조원으로 전년동기대비 4.5% 증가했다. 기체부품 매출은 지난 해 3분기부터 (+) 증가세로 전환해 두자릿수 매출 성장세가 지속되고 있기 때문에 올해 뿐 아니라 내년까지도 실적 개선은 지속될 전망이다.

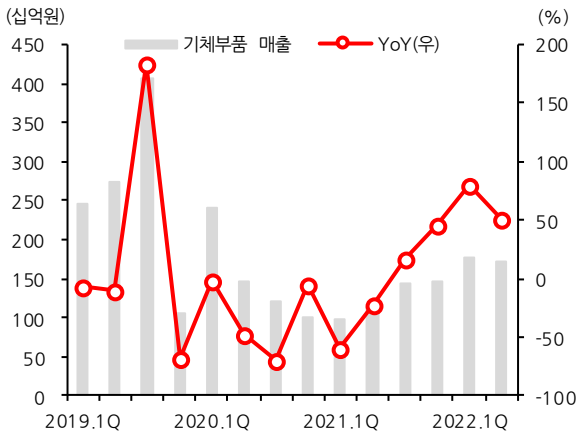
폴란드를 비롯 여러 국가와 완제기 수출 협상 진행 중

지난 7/27일 폴란드 군비청과 총 48대의 FA-50 기본 계약을 체결했다. 언론보도에 의하면 2023년부터 12대를 국내 생산해 인도할 예정이며, 성능개량한 36대는 2025년부터 인도 예정이다. 이외에도 말레이시아와 FA-50 18대 계약도 협상 마무리 단계에 접어들었으며, 이집트 등과도 FA-50 수출 협의를 진행중에 있어 수주 모멘텀도 강하다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 75,000원으로 상향

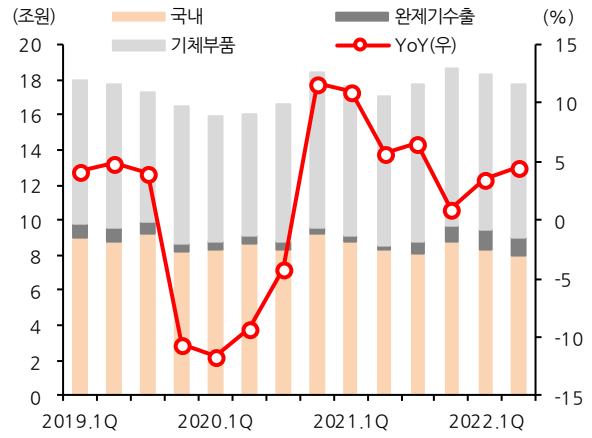
과거 KF-X사업 발주, 해외 완제기 수출 호조로 호실적을 기록하던 시기 동사의 주가는 P/B 6배 이상에서 거래됐다. 해외수주 모멘텀이 강하고, 기체부품과 완제기 두 축의 실적 개선이 예상되는만큼 동사의 Target P/B를 5배로 상향하고 Fwd12 BPS에 이를 적용해 목표주가를 75,000원으로 상향한다.

[그림47] 기체부품 매출 추이



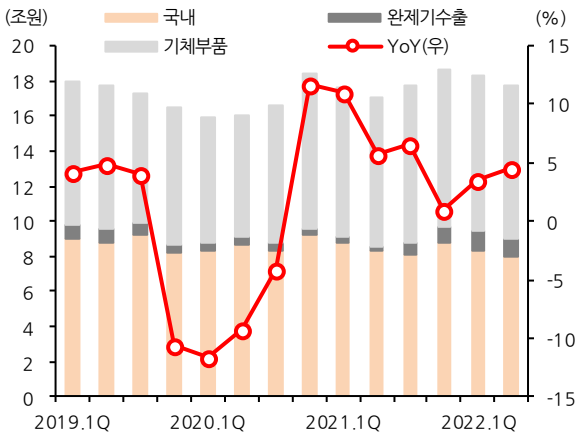
자료: 한국항공우주, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 한국항공우주 수주잔고 추이



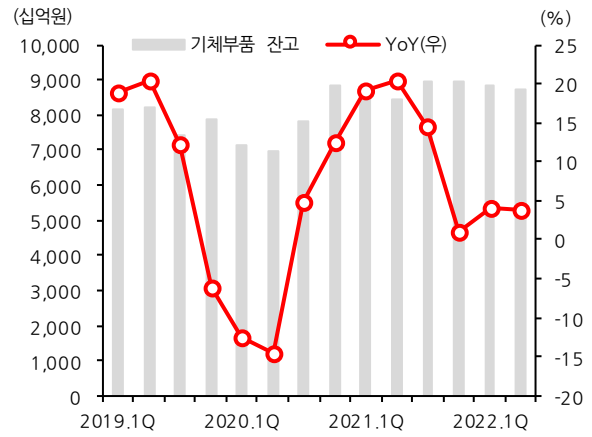
자료: 한국항공우주, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 완제기 수출 잔고추이



자료: 한국항공우주, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 기체부품 수주잔고 추이



자료: 한국항공우주, 한화투자증권 리서치센터

[표10] 한국항공우주 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	612	709	445	797	641	669	769	867	2,562	2,945	3,228
국내사업	412	553	279	587	405	492	497	583	1,832	1,978	1,921
완제기수출	99	36	21	61	56	2	89	92	218	240	471
기체부품	101	119	146	148	180	174	183	192	513	728	836
영업이익	8	60	3	-13	39	34	40	53	58	167	225
영업이익률	1.4	8.5	0.6	-1.6	6.1	5.2	5.2	6.2	2.3	5.7	7.0
순이익	12	54	7	-19	37	50	29	17	53	132	144
순이익률	2.0	7.6	1.6	-2.4	5.7	7.5	3.7	1.9	2.1	4.5	4.5
YoY 성장률											
매출액	-26.1	-1.7	-13.5	-11.6	4.7	-5.7	72.8	8.8	-9.3	14.9	9.6
영업이익	-87.3	-2.0	-87.7	적지	367.1	-42.6	1326.1	흑전	-58.2	187.2	34.3
순이익	-85.0	28.9	-43.6	-68.2	207.6	-6.8	312.0	흑전	-26.3	82.9	18.6

자료: 한국항공우주, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,110	2,825	2,562	2,945	3,228
매출총이익	480	332	307	382	447
영업이익	276	140	58	167	225
EBITDA	392	274	207	310	389
순이자손익	-14	-17	-20	-14	-21
외화관련손익	9	-21	28	28	-19
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	129	82	54	160	171
당기순이익	168	72	53	132	144
지배주주순이익	170	75	64	130	144
증가율(%)					
매출액	11.6	-9.2	-9.3	14.9	9.6
영업이익	88.2	-49.4	-58.2	187.2	34.3
EBITDA	64.1	-30.1	-24.4	49.5	25.5
순이익	203.0	-57.0	-26.3	148.1	9.3
이익률(%)					
매출총이익률	15.4	11.7	12.0	13.0	13.9
영업이익률	8.9	4.9	2.3	5.7	7.0
EBITDA 이익률	12.6	9.7	8.1	10.5	12.0
세전이익률	4.2	2.9	2.1	5.4	5.3
순이익률	5.4	2.6	2.1	4.5	4.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	355	732	440	479	319
당기순이익	168	72	53	132	144
자산상각비	116	134	149	142	164
운전자본증감	-53	274	179	222	10
매출채권 감소(증가)	-152	68	-9	-42	7
재고자산 감소(증가)	16	-33	-177	-20	117
매입채무 증가(감소)	-70	-6	-20	3	-25
투자현금흐름	-387	-353	-416	-41	-258
유형자산처분(취득)	-186	-253	-84	-114	-120
무형자산 감소(증가)	-196	-208	-185	-165	-138
투자자산 감소(증가)	-34	88	-167	74	0
재무현금흐름	-44	216	201	-180	11
차입금의 증가(감소)	-25	255	220	-160	50
자본의 증가(감소)	-19	-39	-19	-19	-39
배당금의 지급	-19	-39	-19	-19	-39
총현금흐름	486	445	316	272	308
(-)운전자본증가(감소)	-218	-475	-209	-232	-10
(-)설비투자	187	253	84	114	120
(+)자산매각	-194	-208	-185	-165	-138
Free Cash Flow	322	458	256	225	61
(-)기타투자	243	181	11	-154	0
잉여현금	80	277	246	379	61
NOPLAT	200	122	57	138	190
(+) Dep	116	134	149	142	164
(-)운전자본투자	-218	-475	-209	-232	-10
(-)Capex	187	253	84	114	120
OpFCF	347	478	331	398	244

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

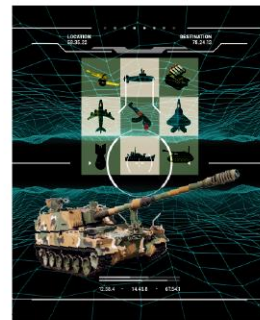
(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,655	3,152	3,681	4,832	4,670
현금성자산	194	686	1,013	1,243	1,314
매출채권	345	270	249	352	345
재고자산	1,200	1,197	1,325	1,342	1,225
비유동자산	1,712	2,007	2,174	2,170	2,264
투자자산	553	576	683	560	560
유형자산	746	917	865	879	923
무형자산	413	514	626	731	782
자산총계	4,367	5,159	5,855	7,002	6,934
유동부채	2,203	2,623	2,800	4,360	4,386
매입채무	524	433	425	431	406
유동성이자부채	396	337	103	510	760
비유동부채	981	1,301	1,758	1,226	1,026
비유동이자부채	326	671	1,128	566	366
부채총계	3,184	3,925	4,558	5,585	5,412
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	548	601	675	786	891
자본조정	-22	-21	-21	-21	-21
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,183	1,234	1,297	1,417	1,522

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,748	766	656	1,337	1,482
BPS	11,714	12,264	13,023	14,160	15,241
DPS	400	200	200	400	400
CFPS	4,987	4,562	3,244	2,786	3,162
ROA(%)	4.2	1.6	1.2	2.0	2.1
ROE(%)	15.8	6.4	5.2	9.8	10.1
ROIC(%)	12.6	7.7	3.9	10.3	14.9
Multiples(x, %)					
PER	19.5	33.7	49.5	45.6	41.2
PBR	2.9	2.1	2.5	4.3	4.0
PSR	1.1	0.9	1.2	2.0	1.8
PCR	6.8	5.7	10.0	21.9	19.3
EV/EBITDA	9.8	10.4	16.3	18.7	14.8
배당수익률	1.2	0.8	0.6	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	269.1	318.0	351.3	394.3	355.6
Net debt/Equity	44.7	26.1	16.8	-11.8	-12.4
Net debt/EBITDA	135.0	117.8	105.2	-54.0	-48.6
유동비율	120.5	120.2	131.5	110.8	106.5
이자보상배율(배)	16.2	6.5	2.5	5.6	6.6
자산구조(%)					
투하자본	69.1	54.2	45.9	40.6	41.3
현금+투자자산	30.9	45.8	54.1	59.4	58.7
자본구조(%)					
차입금	37.9	45.0	48.7	43.2	42.5
자기자본	62.1	55.0	51.3	56.8	57.5



한화에어로스페이스 (012450)

똑똑하고 부지런한 둘째, 해외 일감 개척에 가장 적극적

▶ Analyst 이봉진 bongjinlee@hanwha.com 3772-7615 / RA 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(상향): 120,000원

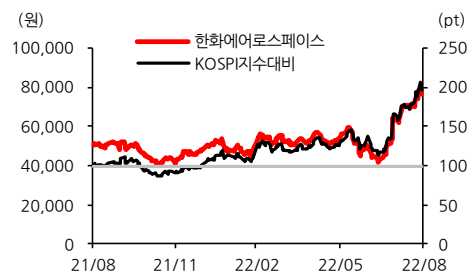
현재 주가(8/31)	81,400원
상승여력	▲47.4%
시가총액	41,213억원
발행주식수	50,630천주
52 주 최고가 / 최저가	81,400 / 40,450원
90 일 일평균 거래대금	775.92억원
외국인 지분율	18.9%
주주 구성	
한화 (외 4인)	34.0%
국민연금공단 (외 1인)	13.5%
자사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	26.4	51.0	56.5	59.9
상대수익률(KOSPI)	25.6	59.0	65.0	82.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,321	6,415	7,004	7,980
영업이익	244	383	384	439
EBITDA	490	620	607	644
지배주주순이익	121	253	170	293
EPS	2,398	4,989	3,355	5,787
순차입금	1,090	155	1,334	1,561
PER	11.9	9.6	24.3	14.1
PBR	0.6	0.8	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.2	4.2	9.0	8.8
배당수익률	2.1	1.5	0.9	0.9
ROE	4.8	9.2	5.8	9.5

주가 추이



수출 경쟁력 높은 방산 제품을 다수 보유하고 있어 해외수주 모멘텀이 지속되고 있습니다. 이는 중장기 실적 개선으로 이어질 전망이어서 동사의 목표주가를 상향하고 업종 내 Top Pick 을 유지합니다.

사업구조 개편으로 불안요인 해소, (주)한화 방산과 시너지 기대

7/29일 한화정밀기계와 한화파워시스템을 매각하고, (주)한화 방산부문을 가져오는 사업구조 개편을 발표했다. 동 개편으로 한화디펜스 별도 상장 우려를 해소함과 동시에 민수사업 비중을 줄여 민수부문 실적 둔화 우려도 줄였다. 또한 (주)한화 방산부문 인수로 우주 발사체 등에서의 시너지 효과도 기대된다.

폴란드에 이어 호주까지 해외수주 모멘텀 지속

8/29일 폴란드 군비청과 3.2조원 규모의 K9자주포 공급계약을 체결했다. 2025년까지 약 200대의 자주포를 공급하게 되며, 해당 공급 가격이 높아 중장기 수익성 개선에 크게 기여할 전망이다. 또한 9월 중 호주 레드백 우선협상대상자 선정이 있을 예정이며, 중기로도 폴란드 K9PL, 영국 차기 자주포 사업 등 해외수주 관련 뉴스는 계속될 것이다.

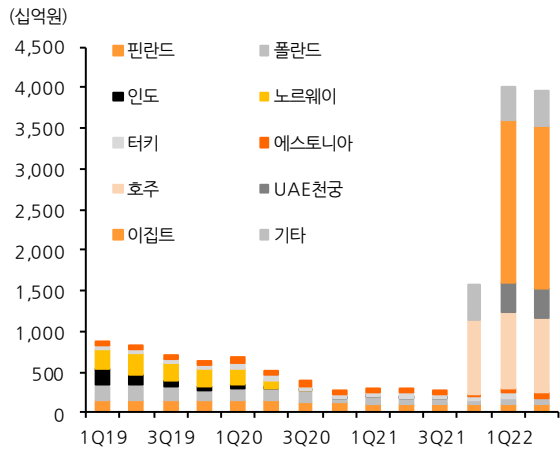
해외 방산 수주잔고 증가로 중장기 실적 개선 전망

2022년 2분기말 현재 동사의 해외수주잔고는 3.9조원으로 추정된다. 지난해 말 호주(9,231억원)와 올해 초 이집트(2조원) 자주포 및 UAE 천궁 발사대(3,607억원) 수주 등으로 잔고가 크게 늘었다. 이들의 매출은 2023년 하반기부터 본격화될 전망인데, 폴란드까지 더해 2024년에는 영업이익이 6천억원을 상회할 것으로 예상된다. 또한 민수 자회사 테크윈도 상반기까지 688억원(YoY +42%)의 영업이익을 시현했는데, 북미 시장 호조로 양호한 실적흐름은 당분간 이어질 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 12만원으로 상향

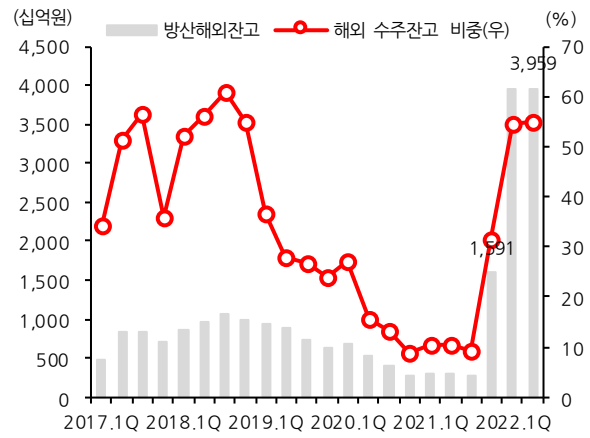
방산 중심의 사업구조 개편으로 밸류에이션 디스카운트 요인이 해소됐고, 해외 수주 호조로 중장기 실적개선이 기대되는 점을 반영, Target P/B를 2배로 상향해 목표주가 12만원을 제시한다. 투자의견은 Buy를 유지한다.

[그림51] 한화디펜스 수출잔고 추이



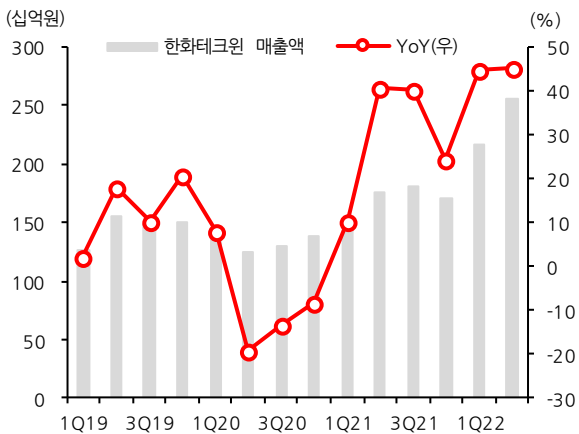
자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 한화디펜스 수출 잔고 중 해외 비중 추이



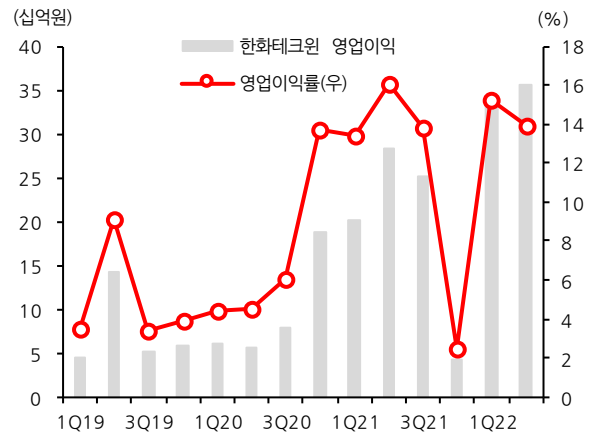
자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 한화테크윈 매출 추이



자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 한화테크윈 영업이익 추이



자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[표11] 한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,212	1,686	1,542	1,974	1,378	1,671	1,745	2,210	6,418	7,004	7,980
한화에어로스페이스	300	413	320	417	298	367	415	484	1,450	1,563	1,684
한화디펜스	246	358	322	542	242	333	362	593	1,468	1,530	2,168
한화시스템	367	486	557	680	430	511	587	725	2,090	2,253	2,421
한화테크윈	150	176	182	171	217	256	196	226	680	896	972
한화파워시스템	30	100	56	98	44	52	76	74	283	247	263
한화정밀기계	149	189	143	111	167	164	124	126	592	580	529
영업이익	66	133	103	81	67	113	76	129	383	384	439
한화에어로스페이스	-12	7	1	4	-6	23	-6	11	1	23	-4
한화디펜스	6	13	16	57	3	15	23	57	91	99	160
한화시스템	31	31	43	7	15	16	28	26	112	85	99
한화테크윈	20	28	25	4	33	36	16	21	78	106	103
한화파워시스템	-2	11	2	7	-2	5	5	4	18	12	14
한화정밀기계	25	43	17	3	21	20	12	13	88	67	67
영업이익률	5.4	7.9	6.7	4.1	4.9	6.8	4.4	5.8	6.0	5.5	5.5
한화에어로스페이스	-3.8	1.8	0.2	1.1	-1.8	6.3	-1.4	2.2	0.1	1.5	-0.2
한화디펜스	2.2	3.5	4.9	10.5	1.4	4.5	6.4	9.6	6.2	6.4	7.4
한화시스템	8.4	6.5	7.6	1.1	3.5	3.2	4.8	3.6	5.4	3.8	4.1
한화테크윈	13.4	16.1	13.8	2.5	15.3	13.9	8.3	9.1	11.5	11.8	10.6
한화파워시스템	-7.8	11.1	4.1	7.1	-4.1	10.1	6.2	5.2	6.4	4.9	5.4
한화정밀기계	17.1	22.8	11.8	2.2	12.6	12.5	9.6	10.4	14.9	11.5	12.6
순이익	100	86	75	41	45	6	54	84	302	188	359
순이익률	8.3	5.1	4.8	2.1	3.2	0.4	3.1	3.8	4.7	2.7	4.5
YoY 성장률											
매출액	18.0	41.4	12.0	14.5	13.7	-0.9	12.9	12.0	20.6	9.1	13.9
한화에어로스페이스	-13.6	56.1	3.0	15.1	-0.6	-11.1	29.7	15.9	12.9	7.8	7.7
한화디펜스	16.0	-5.1	-26.0	31.5	-1.6	-7.0	12.6	9.3	2.2	4.2	41.7
한화시스템	29.9	50.4	46.8	3.3	17.2	5.1	5.3	6.8	27.2	7.8	7.5
한화테크윈	10.2	40.8	40.1	24.5	44.6	45.4	8.1	31.7	28.5	31.8	8.5
한화파워시스템	61.5	63.4	-5.8	26.0	50.5	-48.3	37.8	-24.1	30.9	-12.7	6.6
한화정밀기계	142.4	149.7	50.6	-8.5	12.5	-13.4	-13.3	13.0	67.4	-1.9	-8.8
영업이익	1,943.8	89.0	9.6	6.6	2.3	-14.5	-26.2	56.6	57.4	0.4	13.8
순이익	흑전	103.1	33.3	-45.7	-55.4	-93.2	-27.6	104.3	83.2	-37.6	90.9

자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,264	5,321	6,415	7,004	7,980
매출총이익	1,022	1,070	1,295	1,285	1,183
영업이익	165	244	383	384	439
EBITDA	384	490	620	607	644
순이자손익	-43	-52	-50	-46	-56
외화관련손익	2	-6	2	-5	-3
지분법손익	8	-2	-29	-10	0
세전계속사업손익	156	172	405	282	467
당기순이익	162	165	302	188	359
지배주주순이익	132	121	253	170	293
증가율(%)					
매출액	18.2	1.1	20.6	9.2	13.9
영업이익	210.7	47.6	57.0	0.3	14.3
EBITDA	84.6	27.5	26.7	-2.2	6.1
순이익	229.8	1.4	83.2	-37.6	90.9
이익률(%)					
매출총이익률	19.4	20.1	20.2	18.4	14.8
영업이익률	3.1	4.6	6.0	5.5	5.5
EBITDA 이익률	7.3	9.2	9.7	8.7	8.1
세전이익률	3.0	3.2	6.3	4.0	5.9
순이익률	3.1	3.1	4.7	2.7	4.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	715	435	990	-497	245
당기순이익	162	165	302	188	359
자산상각비	219	246	237	223	205
운전자본증감	227	-122	311	-815	-253
매출채권 감소(증가)	-83	23	33	-493	-79
재고자산 감소(증가)	47	-295	7	-285	-222
매입채무 증가(감소)	90	-31	91	-190	45
투자현금흐름	-644	-299	-607	-558	-436
유형자산처분(취득)	-151	-187	-161	-166	-215
무형자산 감소(증가)	-145	-139	-159	-192	-222
투자자산 감소(증가)	-86	51	-201	-712	0
재무현금흐름	289	199	813	1	-35
차입금의 증가(감소)	215	243	226	51	0
자본의 증가(감소)	-23	-43	-45	-33	-35
배당금의 지급	-8	-17	-43	-35	-35
총현금흐름	555	641	688	385	498
(-)운전자본증가(감소)	-246	-90	-412	978	253
(-)설비투자	154	189	166	167	215
(+)자산매각	-141	-137	-153	-191	-222
Free Cash Flow	506	404	781	-952	-192
(-)기타투자	281	235	188	-676	0
잉여현금	224	169	593	-276	-192
NOPLAT	120	234	285	256	338
(+) Dep	219	246	237	223	205
(-)운전자본투자	-246	-90	-412	978	253
(-)Capex	154	189	166	167	215
OpFCF	430	380	769	-667	75

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

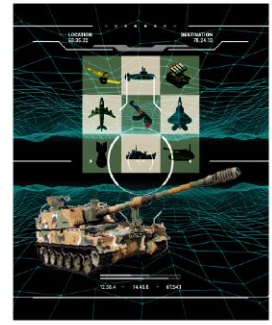
(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	4,564	5,123	6,284	6,329	6,404
현금성자산	1,125	1,397	2,626	1,627	1,400
매출채권	1,293	1,044	1,037	1,569	1,647
재고자산	1,330	1,591	1,605	1,919	2,141
비유동자산	4,145	4,342	4,762	5,064	5,295
투자자산	441	549	887	923	923
유형자산	1,822	1,898	1,898	2,011	2,124
무형자산	1,881	1,895	1,977	2,131	2,248
자산총계	8,708	9,465	11,046	11,392	11,699
유동부채	3,329	3,900	4,330	4,762	4,811
매입채무	763	756	887	669	714
유동성이자부채	535	729	816	1,182	1,182
비유동부채	2,524	2,575	2,784	2,658	2,658
비유동이자부채	1,642	1,757	1,965	1,779	1,779
부채총계	5,853	6,475	7,114	7,419	7,468
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	412	413	429	371	371
이익잉여금	1,476	1,581	1,812	1,947	2,204
자본조정	332	338	383	375	375
자기주식	0	0	-2	-2	-2
자본총계	2,855	2,990	3,932	3,973	4,230

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	2,564	2,398	4,989	3,355	5,787
BPS	48,217	51,308	57,066	58,423	63,509
DPS	0	600	700	700	700
CFPS	10,763	12,655	13,596	7,611	9,836
ROA(%)	1.6	1.3	2.5	1.5	2.5
ROE(%)	5.4	4.8	9.2	5.8	9.5
ROIC(%)	3.2	6.1	7.5	5.8	6.2
Multiples(x, %)					
PER	13.7	11.9	9.6	24.3	14.1
PBR	0.7	0.6	0.8	1.4	1.3
PSR	0.3	0.3	0.4	0.6	0.5
PCR	3.3	2.3	3.5	10.7	8.3
EV/EBITDA	7.4	5.2	4.2	9.0	8.8
배당수익률	-	2.1	1.5	0.9	0.9
안정성(%)					
부채비율	205.0	216.6	181.0	186.8	176.5
Net debt/Equity	36.9	36.5	3.9	33.6	36.9
Net debt/EBITDA	274.1	222.6	24.9	219.9	242.5
유동비율	137.1	131.3	145.1	132.9	133.1
이자보상배율(배)	2.8	3.7	6.0	5.5	5.4
자산구조(%)					
투하자본	70.7	66.9	50.8	66.9	70.9
현금+투자자산	29.3	33.1	49.2	33.1	29.1
자본구조(%)					
차입금	43.3	45.4	41.4	42.7	41.2
자기자본	56.7	54.6	58.6	57.3	58.8



한화시스템 (272210)

미래 먹거리를 찾아 노력하고 준비하는 넷째

▶ Analyst 이봉진 bongjinlee@hanwha.com 3772-7615 / RA 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(하향): 24,000원

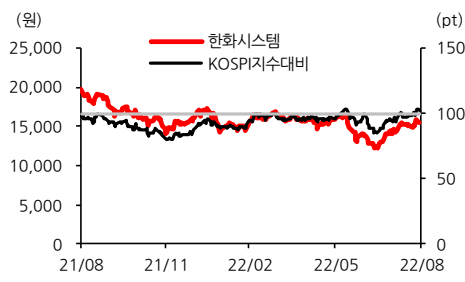
현재 주가(8/31)	15,550원
상승여력	▲54.3%
시가총액	29,377억원
발행주식수	188,919천주
52 주 최고가 / 최저가	19,750 / 12,200원
90 일 일평균 거래대금	107.59억원
외국인 지분율	3.2%
주주 구성	
한화에어로스페이스 (외 8 인)	59.6%
한화시스템우리스주 (외 1 인)	7.5%
국민연금공단 (외 1 인)	7.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.9	-1.9	-1.0	-21.3
상대수익률(KOSPI)	6.0	6.1	7.5	1.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,643	2,090	2,252	2,421
영업이익	93	112	85	99
EBITDA	193	208	188	212
지배주주순이익	94	98	7	66
EPS	758	520	39	349
순차입금	-368	-1,504	-740	-640
PER	20.4	30.7	394.9	44.6
PBR	1.7	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	8.0	7.3	11.7	10.9
배당수익률	1.3	1.0	1.0	1.0
ROE	9.4	6.0	0.3	2.9

주가 추이



신사업에 대한 투자 집중으로 일시적 실적 부진이 나타나고 있습니다. 하지만 방산부문 해외의 수주 호조로 중장기 실적 개선이 예상되고 있는 만큼 신사업에 대한 투자 성과가 가시화될 경우 밸류에이션 리레이팅은 가능할 것으로 판단합니다.

2분기 실적은 시장 예상을 하회

2분기 실적은 매출 5,105억원(YoY +5.1%), 영업이익 164억원(YoY -47.8%), 순손실 -464억원(적자전환)을 기록했다. 방산부문은 양산 정비사업 호조로 전년동기대비 매출 및 이익 모두 증가했으나, ICT부문의 개발 비용 선투입 등 비용 증가가 있었고, 신사업 부문의 손실 확대로 인해 당사 및 시장 예상치를 하회했다. 특히 자회사의 금융자산평가손실 확대 등으로 순이익은 적자전환했다.

방산부문, 폴란드향 부품 수요로 호실적 지속

방산부문은 TICN 3차 양산 등 양산-정비 사업 매출이 늘면서 8% 대의 영업이익률을 2개분기 연속 시현하고 있다. 향후에도 폴란드향 K2 전차, K9 자주포 등의 부품 수요 발생으로 이익 개선이 기대되며, 지난해 4분기 수주한 UAE 천궁 다기능레이더 매출도 2024년부터는 본격 인식될 전망이다. 방산 수출 매출의 확대도 2024년부터 동사의 영업이익은 큰 폭 개선될 것이다.

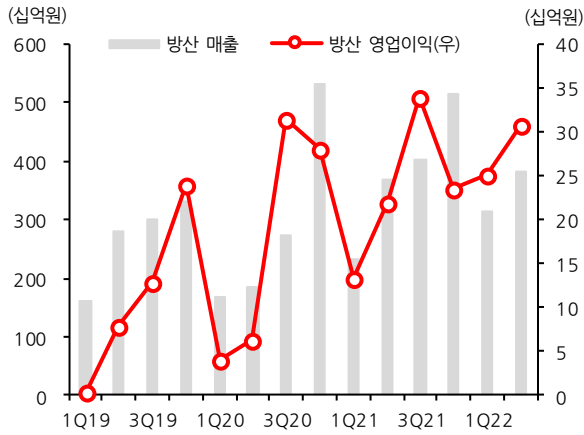
우주와 UAM, 착실하게 다져지는 성장의 토대

올해 개최된 영국 판버러 에어쇼의 주요 화두는 UAM과 우주였다. 동사 UAM 사업의 경우 내년 무인기체 최초 비행이 예정되어 있고, 내년 하반기 유인 기체의 미 연방항공청(FAA) 인증 절차에 들어갈 예정이다. 한화페이지의 ESA 시제품 출시, 원웹과의 위성통신서비스 사업 등도 내년에 구체화될 전망이다.

목표주가 하향조정하나, 투자성과 가시화 시 리레이팅 가능

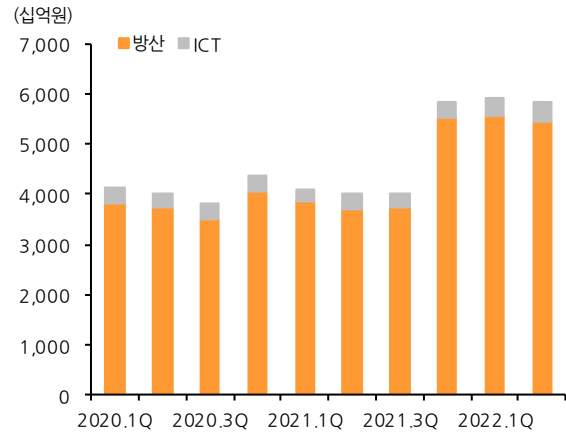
예상을 하회한 실적 등을 반영해 목표주가를 24,000원으로 하향한다. 신사업에 대한 투자가 집중된 데 따른 일시적 실적 부진이기 때문에, 투자에 대한 가시적인 성과가 나타나는 시점에 리레이팅될 수 있다고 판단한다. 특히 방산부문의 수익성 개선으로 투자재원확보도 원활히 이뤄지고 있는 점도 긍정적이다. 투자 의견 Buy를 유지한다.

[그림55] 한화시스템 방산부문 매출 영업이익 추이



자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 한화시스템 수주잔고 추이



자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표12] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	367	486	558	680	430	511	587	725	2,091	2,253	2,421
방산	231	367	402	513	316	383	417	547	1,513	1,662	1,816
ICT/신사업	136	119	156	166	114	128	170	178	577	590	605
영업이익	31	31	43	7	15	16	28	26	112	85	99
방산	13	22	34	24	25	31	33	38	93	127	137
ICT/신사업	17	9	9	-16	-10	-15	-5	-13	19	-41	-38
영업이익률	8.4	6.5	7.6	1.1	3.5	3.2	4.8	3.6	5.4	3.8	4.1
방산	5.7	6.0	8.4	4.6	8.0	8.1	7.8	7.0	6.1	7.6	7.5
ICT/신사업	12.8	7.9	5.6	-9.7	-8.7	-11.3	-2.7	-7.0	3.4	-7.0	-6.2
순이익	24	22	31	21	11	-46	21	20	98	5	65
순이익률	6.5	4.5	5.6	3.1	2.5	-9.1	3.5	2.8	4.7	0.2	2.7
YoY 성장률											
매출액	30.0	50.3	46.8	3.3	17.1	5.0	5.2	6.7	27.2	7.8	7.5
방산	38.0	99.0	47.4	-3.5	36.6	4.2	3.7	6.6	30.8	9.8	9.3
ICT/신사업	18.4	-14.5	45.3	32.1	-16.0	7.7	9.1	7.0	18.5	2.3	2.4
영업이익	181.7	72.5	-4.7	-61.8	-50.5	-47.8	-34.1	252.8	20.6	-23.7	16.2
순이익	148.0	69.3	-0.5	-47.4	-55.5	적전	-33.7	-2.9	4.6	-94.8	1,175.9

자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터 추정

NDR 주요 Q&A

- 한화그룹 방산 계열사 통합 대상이 아닌 이유**
 한화시스템이 한화그룹 방산 계열사 통합에서 제외된 이유는 크게 두 가지. 첫째, 상장사인 당사 매출의 70% 이상을 차지하는 방산 부문을 분할할 경우 기업 가치에 부정적으로 작용할 것이기 때문. 나아가 거래소 승인도 어려울 것으로 판단. 둘째, (주)한화 방산 부문이나 한화디펜스와는 다르게 동사의 경우 방산 부문이 민수 사업과도 밀접한 관계를 갖고 있어 순수 방산 부문만 떼어내기 힘들기 때문. 특히, 위성 사업이나 UAM 사업은 민방산을 따로 구분하기 힘들고, ICT 부문 안에서도 국방SI 사업처럼 방산과 연관을 가진 사업이 존재.
- 무기 체계업체들의 폴란드 수출 시 예상되는 수혜**
 K2 전차나 K9 자주포에 당사의 전자광학장비류, 사격통제장치 등이 탑재되기 때문에 폴란드에 무기체계 수출 시 당사에게도 내수 수출의 기회가 있음. 현재 폴란드와의 기본계약은 이루어진 상태고, 향후 구체적인 사업 계약이 완료되면 진행 상황을 업데이트 할 수 있을 것. K2 전차나 K9 자주포의 대당 가격에서 당사 제품이 차지하는 비중은 케이스별로 다르기 때문에 현 시점에서는 밝히기 어려움.
- 향후 기대되는 내수 수출**
 내수 수출과 관련하여서 기대되는 사업은 3가지. 첫째, 9월에 호주 LAND 400 사업의 우선협상자 선정 결과가 있을 예정. 당사도 레드백 개발 당시 참여해서 장비 업그레이드를 했기 때문에 레드백 수출 시 당사 매출에도 기여할 것. 둘째, 올해 초 한화디펜스가 호주로부터 수주한 1조원 규모의 K9 자주포에도 당사의 전자장비류가 탑재되기 때문에 관련 계약을 앞두고 있음. 셋째, 폴란드로의 무기체계 수출 시 무기체계에 탑재되는 제품을 생산하는 당사의 내수 수출이 기대됨.
- 향후 기대되는 해외 수출**
 현재 호주 군위성인터넷사업 LAND-4140 참여를 위해 원웹, 한화디펜스 호주법인과 제3자 MOU를 체결한 상태. 원웹은 저궤도 위성망 서비스 제공, 한화디펜스는 기동 무기체계 공급 및 마케팅, 당사는 위성통신단말 솔루션 공급 및 체계 통합을 담당할 예정. 아직 RFP가 나오지 않아 구체적인 규모나 시기는 향후 업데이트 계획. 또한, 향후 필리핀, 방글라데시 등의 해양 함정 전투체계 수주도 기대. 사우디 M-SAM은 현재 협상 중이며 내년에 수주 결과가 나올 것으로 예상.
- 하반기에 주목해 볼만한 국내 사업 수주**
 당사가 하반기 수주에 집중할 프로젝트로는 장사정포요격체계(LAMD) 사업, KPS(한국형 위성항법시스템) 개발사업, 원웹 위성망을 사용하는 군전술인터넷 사업, 425 사업, 해군 LINK-22 사업(데이터링크 업그레이드), 공지통신무전기(SATURN) 사업 등이 있음. 원웹의 위성망을 활용하는 육해공 24시간 전술인터넷 사업도 개발 사업이 먼저 진행되기 때문에 수주 시 금액은 크지 않아도 방산 분야에서도 위성통신 서비스를 개시한다는 점에서 그 의미가 클 것으로 예상.
- 원웹과 유텔셋 합병의 기대 효과 및 지분을 변동**
 원웹과 유텔셋의 합병 관련해서는 기업 실사 및 밸류에이션, 주주총회, 정부의 승인 등의 절차를 거쳐 내년 상반기쯤에 딜 클로징될 것으로 판단. 합병 비율은 현재로써는 정확하게 알 수 없지만 5:5 정도로 예상하고 있고, 당사 지분율은 8.8%에서 5.5% 수준으로 하락 예상. 그러나 현재 원웹의 두 배 가치를 갖는 회사의 지분을 보유하는 것이고, 원웹과 진행하는 사업 및 이사회 의석 모두 유지되는 것으로 합의한 상태.

최근 러-우 전쟁으로 지상통신망 파괴 시 위성통신망의 필요성이 부각되고 있으며, 합병 시 유텔셋의 GEO(정지궤도위성)와 원웹의 LEO(저궤도위성)를 결합한 하이브리드 서비스가 가능해져 경쟁력을 확보할 전망.

원웹의 2023년 한국 서비스 최근 원웹이 2023년에 한국에서 B2B 중심의 위성통신서비스를 출시할 계획이라고 언론에 보도된 바 있음. 이는 예전부터 당사와 논의하고 있었던 내용. 한국 서비스를 위해 당사는 내년까지 과기정통부에 기간통신사업자로 등록하고 원웹의 LEO 위성을 활용한 서비스를 운용할 계획. 향후에는 민수뿐 아니라 방산 분야에서도 원웹의 위성망을 활용한 통신 서비스에 대한 수요가 확대될 것으로 전망.

ICT 부문 이익률 훼손 원인 ICT 부문 매출은 국방SI 사업과 단기프로젝트(계열사 해외 사업장 그룹웨어, ERP 등) 사업을 통해 전년 동기 대비 증가. 국방SI 사업으로는 MIMS-C(연합군사정보처리체계), 다출처영상융합체계개발사업 등이 있음. 반면, 보험코어생명사업 개발비와 인건비 상승의 영향으로 이익률은 전년 동기 대비 하락. 올해 3월까지 계약되어 있었던 한화생명보험코어사업이 IT 인력 확보 문제로 인해 6개월 연장되면서 매출은 발생하지 않지만 개발비용이 계속 투입됨.

3분기에는 별도 계약이 진행될 것으로 전망되며, 2분기에 발생한 손실을 일부 만회할 것으로 예상. 아울러, 현재 흥국생명의 보험코어플랫폼을 수주한 상태고, 중소형 보험사를 대상으로 한 사업이 올해 추가로 나올 것으로 예상됨. 다만, 임금 상승으로 인해 전년보다 월등히 이익이 상승하는 구조는 힘들 것으로 판단.

TICN 사업의 매출 기여도 TICN 사업은 현재 3차와 4차 양산을 동시에 진행 중. TICN 1~4차의 전체 사업 규모는 총 5조원 정도이고, 그 중 2.5~3조원 수준을 당사가 수주. 이번 2분기에는 1,200억 원 정도 매출 기여. 각 차수별로 4,000~5,000억원 정도 규모이며, 2년 정도 소요됨. 따라서 연 2,000억원 이상씩 매출 기여하는 구조. 4차 양산은 2025년 초까지 마무리될 예정. 추후에는 위성과 연계하는 사업도 기대해 볼 수 있을 것.

신사업 부문 2분기 손실 및 하반기 예상 비용 2분기 한화페이저 연결손실 64억원, 한화인텔리전스 연결손실 18억원 발생. H-파운데이션에서 3억 손실 발생했으며, 자회사 엔터프라이즈블록체인과 바닐라스튜디오에서 각각 31억, 33억 손실 발생.

엔터프라이즈는 5월부터 진행된 NFT CV 업데이트에 따른 개발비 등으로 인한 손실 발생. 바닐라는 광고선전비가 많이 발생한 것이 주요인. 바닐라의 Vani(바니) E-wallet 앱은 4월 출시 이후 베트남 iOS 라이프스타일 앱에서 1위 기록 중이며, 7월 말에 회원수 100만명 달성.

오버에어 지분법 손실 70억원 발생했는데, 이는 이번 시리즈 B 투자(컨버터블 노트 5,000만 달러) 때문에 발생한 것은 아니고 전기추진시스템 개발 등으로 인한 것. 한화시스템 USA에서 가상화폐 시장 약세 영향으로 금융자산평가손실 518억원 발생.

'23년에 UAM이나 위성통신 등의 사업 진행 퍼포먼스가 나오기 시작할 것이기 때문에 한동안은 신사업 손실이 불가피. UAM에서는 내년에 무인기체 최초 비행이 예정되어 있으며 내년 하반기에는 유인 기체의 FAA 인증에 돌입할 것. '25년까지 인증 완료 후

‘26년 상용화 목표, 오버에어 투자금들이 소진되기 시작하면서 지분법 손실 예상됨.

한화페이저도 내년에 ESA안테나 시제품이 나올 예정이기 때문에 인건비나 연구개발비 투입 예정. 디지털 플랫폼 분야에서도 엔터프라이즈, 바닐라의 본격적인 사업 진행을 위한 비용이 발생 중. 현재 발생하는 분기별 손실 규모와 비슷한 수준이 하반기에도 이어질 것으로 예상.

한화시스템 USA의 사업내용

한화시스템 USA는 digital asset 시장에 간접 투자하는 법인. 관련 자산을 운용하고 있는 VC나 자산운용에 간접 투자. 가상자산 시장 진입을 위해 현재 시장을 주도하고 있는 업체들에 대한 market intelligence 획득이 필요하다는 판단. 투자에서 손실이 난 부분은 가상자산 시장의 하락 추세와 궤를 같이 함. 향후에는 블록체인 기술을 활용한 시큐리티 사업 등에 대한 접근도 고려하고 있는 상황. 최종적으로는 가상자산 시장의 직접적인 플레이어가 될 계획이나 현재로써는 당장 특정 브랜드를 만들어서 사업을 진행하고 자 하는 계획은 없음. NFT, 가상화폐, 거래소 등 다양한 사업 기회를 모색할 것.

가이던스

매출은 기존 가이던스를 유지. 방산 부문은 TICN 3차, 4차 양산을 중심으로 YoY 기준 하이싱글이나 10%대 초반 성장을 예상. ICT 부문도 단독 프로젝트의 영향으로 매출이 성장하겠지만, 생명보험코어가 일부 상쇄하면서 한자리수 성장 예상. 따라서 전사 하이싱글 성장은 가능할 것으로 전망. 비용 측면에서는 방산에서 국방 UAM, 위성 관련 투자가 발생할 예정이고, ICT에서 AI 투자나 EBS와 함께 하는 메타캠퍼스 플랫폼 자체 투자 등의 영향으로 경상개발비 발생 예정. 추가로 신사업 관련 비용이 지속적으로 발생할 것이므로 영업이익의 예측은 어려운 상황.

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,546	1,643	2,090	2,252	2,421
매출총이익	235	248	284	347	411
영업이익	86	93	112	85	99
EBITDA	174	193	208	188	212
순이자손익	1	0	4	9	3
외화관련손익	1	-2	2	8	0
지분법손익	0	-5	-10	-18	-22
세전계속사업손익	82	79	128	30	85
당기순이익	73	94	98	5	65
지배주주순이익	73	94	98	7	66
증가율(%)					
매출액	36.9	6.3	27.2	7.8	7.5
영업이익	91.5	8.3	20.7	-23.8	16.2
EBITDA	84.9	10.6	8.0	-9.5	12.4
순이익	76.8	28.4	4.6	-94.8	1,175.9
이익률(%)					
매출총이익률	15.2	15.1	13.6	15.4	17.0
영업이익률	5.5	5.7	5.4	3.8	4.1
EBITDA 이익률	11.3	11.7	10.0	8.4	8.7
세전이익률	5.3	4.8	6.1	1.3	3.5
순이익률	4.7	5.7	4.7	0.2	2.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	409	175	317	16	175
당기순이익	73	94	98	5	65
자산상각비	88	100	96	103	112
운전자본증감	205	-37	98	-152	-25
매출채권 감소(증가)	33	17	-21	10	-10
재고자산 감소(증가)	95	-84	-42	7	-23
매입채무 증가(감소)	28	-53	11	-35	7
투자현금흐름	-133	-100	-268	-804	-245
유형자산처분(취득)	-42	-45	-79	-69	-92
무형자산 감소(증가)	-47	-45	-38	-73	-103
투자자산 감소(증가)	-41	36	-127	-568	0
재무현금흐름	85	-98	1,048	-39	-30
차입금의 증가(감소)	2	-63	-64	-43	0
자본의 증가(감소)	83	-35	1,095	4	-30
배당금의 지급	-16	-34	-25	-30	-30
총현금흐름	199	231	237	178	200
(-)운전자본증가(감소)	-224	3	-130	135	25
(-)설비투자	42	46	80	69	92
(+)자산매각	-47	-44	-37	-73	-103
Free Cash Flow	334	139	249	-99	-20
(-)기타투자	22	80	56	111	50
잉여현금	312	59	194	-210	-70
NOPLAT	76	67	86	14	77
(+) Dep	88	100	96	103	112
(-)운전자본투자	-224	3	-130	135	25
(-)Capex	42	46	80	69	92
OpFCF	346	119	232	-87	72

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

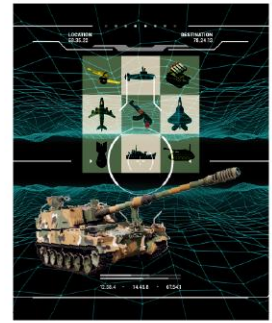
(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,525	1,684	2,676	2,029	1,963
현금성자산	616	552	1,664	863	763
매출채권	175	158	182	174	184
재고자산	281	364	406	401	425
비유동자산	885	1,011	1,218	1,852	1,962
투자자산	136	243	399	962	991
유형자산	217	218	257	300	339
무형자산	532	550	562	589	633
자산총계	2,409	2,695	3,894	3,881	3,926
유동부채	1,170	1,360	1,363	1,353	1,362
매입채무	197	151	183	122	129
유동성이자부채	91	60	53	24	24
비유동부채	271	303	291	296	296
비유동이자부채	87	124	107	99	99
부채총계	1,441	1,662	1,655	1,649	1,659
자본금	551	551	945	945	945
자본잉여금	327	328	1,085	1,086	1,086
이익잉여금	92	157	225	202	238
자본조정	-2	-4	-32	-1	-1
자기주식	0	-1	-34	-34	-34
자본총계	968	1,033	2,240	2,232	2,267

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	661	758	520	39	349
BPS	8,786	9,368	11,764	11,812	12,001
DPS	277	205	160	160	160
CFPS	1,809	1,873	1,253	941	1,058
ROA(%)	3.4	3.7	3.0	0.2	1.7
ROE(%)	8.1	9.4	6.0	0.3	2.9
ROIC(%)	12.5	11.9	14.8	2.2	9.0
Multiples(x, %)					
PER	14.0	20.4	30.7	394.9	44.6
PBR	1.1	1.7	1.4	1.3	1.3
PSR	0.7	1.2	1.4	1.3	1.2
PCR	5.1	8.3	12.8	16.5	14.7
EV/EBITDA	4.0	8.0	7.3	11.7	10.9
배당수익률	3.0	1.3	1.0	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	148.8	161.0	73.9	73.9	73.2
Net debt/Equity	-45.2	-35.6	-67.1	-33.2	-28.2
Net debt/EBITDA	-251.6	-191.0	-723.0	-393.2	-302.5
유동비율	130.3	123.8	196.3	150.0	144.1
이자보상배율(배)	17.3	14.9	26.7	21.0	25.6
자산구조(%)					
투하자본	40.7	43.7	20.8	30.3	34.0
현금+투자자산	59.3	56.3	79.2	69.7	66.0
자본구조(%)					
차입금	15.5	15.2	6.7	5.2	5.1
자기자본	84.5	84.8	93.3	94.8	94.9



한화 (000880)

새로운 길을 찾아나서다

▶ Analyst 이봉진 bongjinlee@hanwha.com 3772-7615 / RA 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(유지): 47,000원

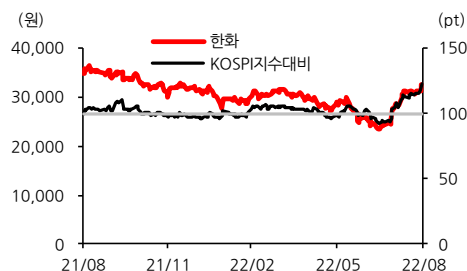
현재 주가(8/31)	31,850원
상승여력	▲47.6%
시가총액	23,874억원
발행주식수	74,959천주
52 주 최고가 / 최저가	36,600 / 23,400원
90 일 일평균 거래대금	91.96억원
외국인 지분율	16.2%
주주 구성	
김승연 (외 12 인)	43.6%
자사주 (외 1 인)	8.8%
국민연금공단 (외 1 인)	6.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	15.6	10.2	4.9	-8.5
상대수익률(KOSPI)	14.8	18.2	13.4	14.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	50,926	52,836	58,832	61,321
영업이익	1,549	2,928	2,671	3,207
EBITDA	2,815	4,208	3,991	4,526
지배주주순이익	197	901	1,099	1,035
EPS	2,394	11,776	14,662	13,806
순차입금	10,609	10,141	9,836	7,256
PER	11.8	2.7	2.2	2.3
PBR	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.9	3.2	3.4	2.4
배당수익률	2.5	2.4	1.7	1.7
ROE	4.6	20.2	20.3	15.9

주가 추이



방위사업 부문을 한화에어로스페이스에 양도할 예정입니다. 하지만 흡수합병할 건설은 풍부한 수주잔고를 바탕으로 실적 개선이 이미 나타나고 있으며, 이차전지 장비 등을 만드는 모멘텀 부문은 동사의 매출 성장을 견인할 것으로 전망합니다.

사업구조 개편은 긍정적

지난 7/29일 동사는 100% 자회사인 한화건설을 흡수합병하고, 한화에어로스페이스가 보유한 한화정밀기계를 가져오는 한편, 방산 사업부를 한화에어로스페이스에 양도하기로 했다. 이는 동사 주가에 긍정적이라 판단한다. 한화건설을 흡수합병함에 따라 한화건설 별도 상장 우려를 해소함과 동시에 배당 여력이 확대됐기 때문이다.

한화건설은 향후 동사의 별도 실적을 견인할 것

한화건설은 지난 해 매출 2조 9,513억원, 영업이익 1,804억원(영업이익률 6.1%)의 실적을 기록한 데 이어 올해 상반기까지도 매출 1조 7,996억원(YoY +22.8%), 영업이익 1,432억원(영업이익률 8.0%)의 호 실적을 이어가고 있다. 무엇보다 상반기 말 현재 22.9조원의 수주잔고를 보유하고 있어 실적 개선세가 지속될 전망이다.

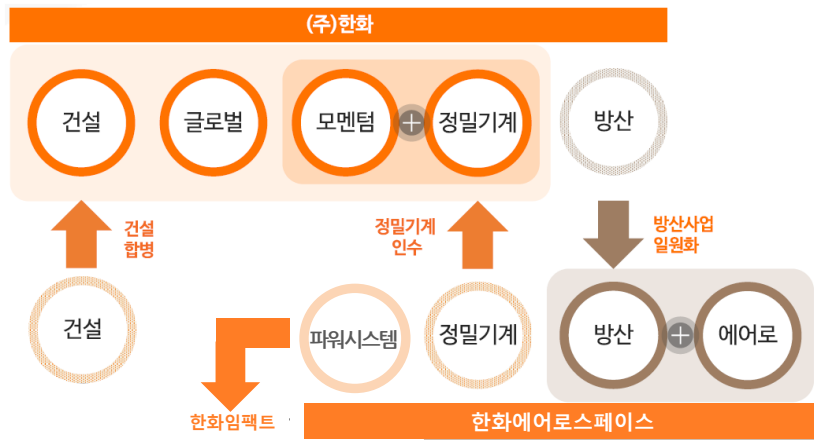
고부가 IT소재 및 친환경 에너지원 중심 사업 부각

동사의 모멘텀 부문은 방산부문과 합산되어 실적이 발표되다보니 관련 매출이나 손익이 정확히 시장에 전달되지 못했다. 이번 사업구조 개편으로 모멘텀 부문의 사업내용이나 성장성이 부각될 수 있다. 모멘텀 부문은 태양광 이차전지 등의 친환경 에너지 공정장비 및 반도체 공정장비를 생산한다. 모멘텀 부문은 2025년까지 연평균 20% 이상 고성장이 기대되는 분야로 건설과 함께 실적 개선에 기여할 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 47,000원 유지

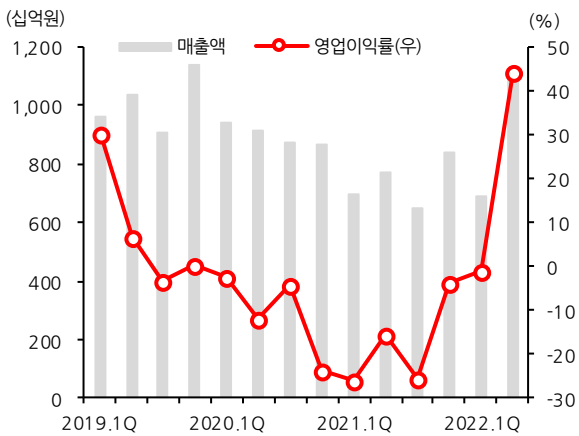
사업구조 재편은 앞서 언급한 바와 같이 동사 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다. 투자의견 Buy, 목표주가 47,000원을 그대로 유지한다.

[그림57] 한화와 한화에어로스페이스의 사업구조 개편



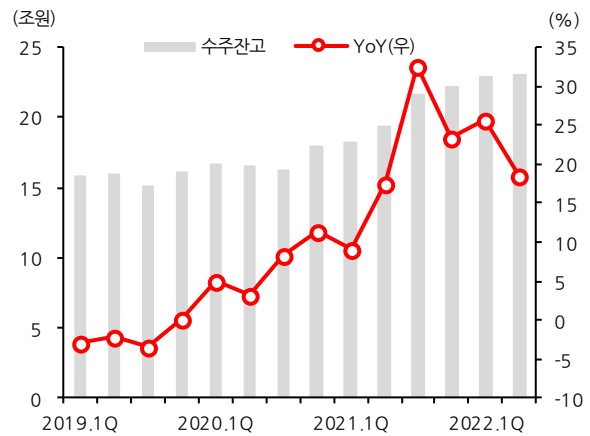
자료: ㈜한화, 한화에어로스페이스, 한화한화투자증권 리서치센터

[그림58] 한화건설의 분기별 실적추이



자료: 한화건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 한화건설의 수주잔고 추이



자료: 한화건설, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	50,412	50,926	52,836	58,832	61,321
매출총이익	3,753	4,101	5,704	5,661	5,434
영업이익	1,126	1,549	2,928	2,671	3,207
EBITDA	2,299	2,815	4,208	3,991	4,526
순이자손익	-503	-400	-341	-435	-484
외화관련손익	0	0	0	-13	-20
지분법손익	216	156	266	-12	0
세전계속사업손익	253	1,071	3,071	2,568	3,460
당기순이익	231	708	2,162	2,081	2,400
지배주주순이익	90	197	901	1,099	1,035
증가율(%)					
매출액	3.4	1.0	3.7	11.3	4.2
영업이익	-37.7	37.6	89.0	-8.8	20.1
EBITDA	-16.9	22.5	49.5	-5.2	13.4
순이익	-71.1	206.2	205.6	-3.8	15.3
이익률(%)					
매출총이익률	7.4	8.1	10.8	9.6	8.9
영업이익률	2.2	3.0	5.5	4.5	5.2
EBITDA 이익률	4.6	5.5	8.0	6.8	7.4
세전이익률	0.5	2.1	5.8	4.4	5.6
순이익률	0.5	1.4	4.1	3.5	3.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	2,518	3,443	7,228	3,226	4,284
당기순이익	231	708	2,162	2,081	2,400
자산상각비	1,173	1,266	1,280	1,320	1,318
운전자본증감	-5,168	-5,486	-1,560	-4,077	497
매출채권 감소(증가)	40	176	16	-745	-169
재고자산 감소(증가)	-6	-151	-961	-1,684	-239
매입채무 증가(감소)	142	-218	674	433	802
투자현금흐름	-3,988	-1,887	-8,348	-3,746	-1,678
유형자산처분(취득)	-1,644	-1,106	-1,103	-1,075	-1,133
무형자산 감소(증가)	-212	-230	-277	-273	-283
투자자산 감소(증가)	-1,340	-490	-5,817	-1,392	-27
재무현금흐름	992	-549	2,484	2,148	-52
차입금의 증가(감소)	1,078	-2	1,366	2,486	0
자본의 증가(감소)	-62	-69	-72	-48	-52
배당금의 지급	-62	-66	-65	-70	-52
총현금흐름	4,911	5,234	4,979	5,790	3,787
(-)운전자본증가(감소)	1	-560	-180	2,193	-497
(-)설비투자	1,707	1,248	1,216	1,235	1,133
(+)자산매각	-149	-87	-163	-114	-283
Free Cash Flow	3,054	4,459	3,780	2,249	2,868
(-)기타투자	5,958	6,107	2,892	2,889	235
잉여현금	-2,905	-1,648	888	-640	2,633
NOPLAT	1,027	1,024	2,062	2,164	2,225
(+) Dep	1,173	1,266	1,280	1,320	1,318
(-)운전자본투자	1	-560	-180	2,193	-497
(-)Capex	1,707	1,248	1,216	1,235	1,133
OpFCF	492	1,601	2,305	57	2,908

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

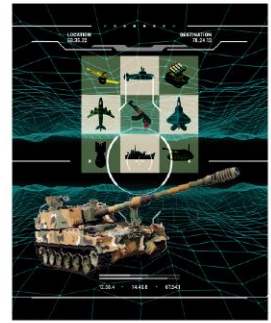
(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	15,243	14,954	17,635	23,156	26,281
현금성자산	4,280	4,769	6,079	7,800	10,380
매출채권	4,171	3,453	3,755	4,970	5,139
재고자산	3,916	4,114	5,167	7,023	7,262
비유동자산	18,698	18,893	21,987	24,184	24,517
투자자산	4,670	5,111	6,956	8,417	8,651
유형자산	11,506	11,305	11,325	11,578	11,574
무형자산	2,522	2,477	3,706	4,190	4,291
자산총계	182,286	191,178	202,366	213,346	223,543
유동부채	16,003	15,652	16,469	19,042	20,083
매입채무	3,616	3,718	4,978	5,395	6,197
유동성이자부채	7,657	7,525	6,791	7,756	7,756
비유동부채	12,404	12,476	14,303	14,716	14,896
비유동이자부채	7,747	7,853	9,430	9,880	9,880
부채총계	164,022	173,461	181,319	189,390	196,930
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	486	523	468	473	473
이익잉여금	3,601	3,342	4,651	5,698	6,680
자본조정	-151	-255	-795	-625	-625
자기주식	-21	-24	-31	-40	-40
자본총계	18,264	17,718	21,047	23,956	26,613

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	971	2,394	11,776	14,662	13,806
BPS	45,198	41,866	49,163	61,640	71,674
DPS	700	700	750	540	540
CFPS	50,153	53,458	50,852	59,137	38,675
ROA(%)	0.1	0.1	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	2.1	4.6	20.2	20.3	15.9
ROIC(%)	7.5	7.3	14.2	13.0	12.3
Multiples(x, %)					
PER	25.8	11.8	2.7	2.2	2.3
PBR	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4
PSR	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	0.5	0.5	0.6	0.5	0.8
EV/EBITDA	5.9	4.9	3.2	3.4	2.4
배당수익률	2.8	2.5	2.4	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	898.1	979.0	861.5	790.6	740.0
Net debt/Equity	60.9	59.9	48.2	41.1	27.3
Net debt/EBITDA	484.0	376.8	241.0	246.5	160.3
유동비율	95.3	95.5	107.1	121.6	130.9
이자보상배율(배)	2.3	3.4	7.4	5.5	6.1
자산구조(%)					
투하자본	61.4	58.4	53.6	53.0	48.4
현금+투자자산	38.6	41.6	46.4	47.0	51.6
자본구조(%)					
차입금	45.8	46.5	43.5	42.4	39.9
자기자본	54.2	53.5	56.5	57.6	60.1



현대로템 (064350)

폴란드의 부름을 받아 지구를 지키러 돌아온 셋째

▶ Analyst 이봉진 bongjinlee@hanwha.com 3772-7615 / RA 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(상향): 38,000원

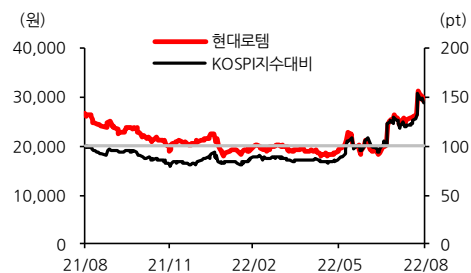
현재 주가(8/31)	30,300원
상승여력	▲25.4%
시가총액	33,070억원
발행주식수	109,142천주
52 주 최고가 / 최저가	31,400 / 17,800원
90 일 일평균 거래대금	1,390.5억원
외국인 지분율	4.1%
주주 구성	
현대자동차 (외 4 인)	33.8%
국민연금공단 (외 1 인)	6.1%
현대로템우리사주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	14.1	56.6	53.0	13.9
상대수익률(KOSPI)	13.3	64.6	61.4	36.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,785	2,873	3,184	4,273
영업이익	82	80	131	242
EBITDA	126	115	167	278
지배주주순이익	31	67	95	214
EPS	284	609	872	1,958
순차입금	623	904	1,047	1,048
PER	60.5	34.1	34.8	15.5
PBR	1.4	1.8	2.2	1.9
EV/EBITDA	19.8	27.5	26.0	15.7
배당수익률	-	-	-	-
ROE	2.8	5.0	6.7	13.0

주가 추이



폴란드로부터 4.5 조원 규모의 K2 전차를 수주했습니다. 2025년까지 초도물량 인도가 마무리되어야 하기 때문에 방산 부문의 매출이 빠르게 증가하며 실적을 견인할 것으로 예상됩니다. 목표주가를 상향합니다.

레일솔루션 매출은 안정적으로 증가하는 중

레일솔루션의 수주잔고는 2017년말 5.6조에서 2021년말 8.1조원까지 늘어났다. 이는 레일솔루션 부문의 매출증가로 이어져 레일솔루션 부문은 2021년 2분기부터 다섯개분기 연속으로 전년동기대비 두자릿수 매출 성장을 이어오고 있다. 지난 해 2.1조원을 수주한데 이어 올해도 8/25일 이집트 전동차 7,557억원을 수주하며 약 1조원의 수주실적을 기록하고 있다.

폴란드 K2전차 수주로 내년부터 방산 부문 비중 확대 전망

지난 8/29일 4.5조원 가량의 폴란드 K2전차 수출 계약을 공시했다. 계약기간은 2027년말까지나 폴란드가 처한 특수한 상황상 2025년까지 180대의 K2전차 납품이 마무리될 것으로 보인다. 연간 약 70대의 K2 전차 생산이 필요한 상황으로 인력 충원을 진행 중에 있으며, 대당 수주가격도 국내 납품 가격을 상회해 비용 증가분을 제외하고도 동사 수익성 개선에 크게 기여할 것으로 전망한다.

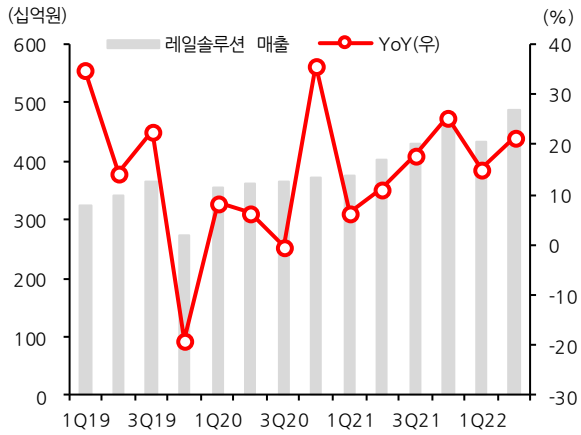
노르웨이 등 해외 수주모멘텀은 지속

폴란드 이외에 연초 예상했던 노르웨이 우선협상대상자 선정도 4분기에는 이뤄질 예정이다. 노르웨이의 노후 전차 50여대를 교체하는 사업으로 사업규모는 2조원 미만이 될 것으로 보인다. 해외수주가 계속 이어질 수 있다는 점은 주가에 긍정적이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 38,000원으로 상향

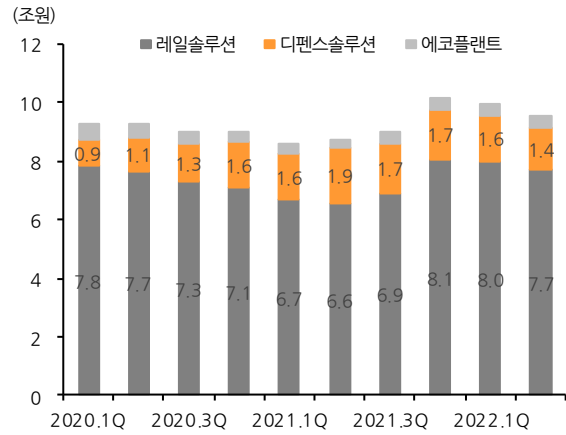
폴란드 K2전차 수주물량이 2025년까지 인도되어야 하기 때문에 방산 부문의 매출비중은 2022년 32%에서 2023년 45%이상까지 높아질 전망이다. 방산기업의 밸류에이션을 적용해 Target P/B를 2.5배로 조정하며 목표주가를 38,000원으로 상향한다. 투자의견 Buy 유지한다.

[그림60] 레일솔루션 매출 추이



자료: 현대로템, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 현대로템의 수주잔고 추이



자료: 현대로템, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 현대로템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	653	711	710	798	677	786	749	972	2,873	3,184	4,273
레일솔루션	377	402	430	467	433	489	497	508	1,675	1,928	2,040
디펜스솔루션	197	227	218	255	183	228	194	398	896	1,003	1,967
에코플랜트	80	81	63	76	62	69	57	65	301	253	266
영업이익	26	16	8	31	24	31	24	52	80	131	242
레일솔루션	11	1	1	14	13	12	15	17	27	56	67
디펜스솔루션	15	14	6	11	11	20	10	33	45	74	171
에코플랜트	0	1	0	6	0	0	-1	2	7	1	3
영업이익률	3.9	2.2	1.1	3.8	3.5	4.0	3.3	5.3	2.8	4.1	5.7
레일솔루션	2.9	0.4	0.3	2.9	2.9	2.4	3.0	3.4	1.6	2.9	3.3
디펜스솔루션	7.4	6.0	2.9	4.2	5.8	8.6	5.4	8.3	5.1	7.3	8.7
에코플랜트	0.3	1.0	0.3	8.2	0.4	0.3	-1.2	2.5	2.5	0.5	1.3
순이익	5	14	6	26	13	26	9	32	51	79	165
순이익률	0.8	2.0	0.9	3.2	1.9	3.3	1.2	3.3	1.8	2.5	3.9
YoY 증가율											
매출액	-2.5	8.2	2.5	4.3	3.7	10.6	5.4	21.8	3.1	10.8	34.2
레일솔루션	6.5	11.0	18.1	25.5	15.0	21.6	15.8	8.8	15.4	15.1	5.8
디펜스솔루션	13.5	34.9	-6.6	3.0	-7.2	0.2	-10.8	56.2	9.0	11.9	96.1
에코플랜트	-44.1	-35.4	-34.4	-47.7	-23.0	-15.0	-9.7	-14.2	-41.2	-15.8	5.1
영업이익	121.1	-38.3	-74.6	124.8	-8.7	99.0	209.2	68.4	-2.2	63.5	84.4
순이익	흑전	-41.4	36.3	3,203.5	151.7	78.7	45.7	23.5	129.4	54.5	107.9

자료: 현대로템, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,459	2,785	2,873	3,184	4,273
매출총이익	-94	245	253	307	456
영업이익	-280	82	80	131	242
EBITDA	-196	126	115	167	278
순이자손익	-41	-33	-27	-34	-37
외화관련손익	0	0	0	-8	-20
지분법손익	1	11	0	0	0
세전계속사업손익	-349	15	35	89	183
당기순이익	-356	22	51	79	165
지배주주순이익	-354	31	67	95	214
증가율(%)					
매출액	2.0	13.3	3.1	10.8	34.2
영업이익	적지	흑전	-2.2	63.5	84.4
EBITDA	적지	흑전	-8.7	45.0	66.2
순이익	적지	흑전	129.4	54.5	107.9
이익률(%)					
매출총이익률	-3.8	8.8	8.8	9.6	10.7
영업이익률	-11.4	2.9	2.8	4.1	5.7
EBITDA 이익률	-8.0	4.5	4.0	5.3	6.5
세전이익률	-14.2	0.5	1.2	2.8	4.3
순이익률	-14.5	0.8	1.8	2.5	3.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	-201	56	-63	-100	92
당기순이익	-356	22	51	79	165
자산상각비	84	44	35	36	36
운전자본증감	-129	12	-205	-427	-157
매출채권 감소(증가)	-10	1	76	-386	-221
재고자산 감소(증가)	-56	7	-35	-135	-102
매입채무 증가(감소)	-16	47	-34	-25	157
투자현금흐름	-14	-75	146	-32	-93
유형자산처분(취득)	-18	-30	-44	-24	-63
무형자산 감소(증가)	-8	-14	-8	-12	-30
투자자산 감소(증가)	3	-196	191	-1	0
재무현금흐름	231	-22	-100	106	0
차입금의 증가(감소)	84	-10	58	106	0
자본의 증가(감소)	-4	-11	-7	0	0
배당금의 지급	-4	-11	-7	0	0
총현금흐름	-32	75	169	343	250
(-)운전자본증가(감소)	-74	-13	141	428	157
(-)설비투자	19	31	44	25	63
(+)자산매각	-7	-14	-8	-11	-30
Free Cash Flow	16	44	-25	-120	-1
(-)기타투자	193	-164	56	-6	0
잉여현금	-177	208	-81	-114	-1
NOPLAT	-203	59	58	117	218
(+) Dep	84	44	35	36	36
(-)운전자본투자	-74	-13	141	428	157
(-)Capex	19	31	44	25	63
OpFCF	-64	86	-92	-300	34

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

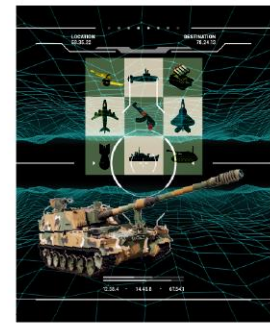
(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,709	2,778	2,680	3,288	3,592
현금성자산	425	547	337	315	314
매출채권	435	379	279	620	840
재고자산	264	251	262	397	498
비유동자산	1,375	1,419	1,427	1,442	1,499
투자자산	207	175	163	171	171
유형자산	1,075	1,161	1,186	1,194	1,232
무형자산	93	83	79	78	96
자산총계	4,084	4,197	4,107	4,730	5,091
유동부채	2,292	2,230	2,091	2,427	2,574
매입채무	504	505	441	442	599
유동성이자부채	831	809	699	833	833
비유동부채	909	621	748	792	792
비유동이자부채	673	360	541	529	529
부채총계	3,201	2,851	2,839	3,219	3,366
자본금	425	546	546	546	546
자본잉여금	409	520	520	520	520
이익잉여금	-157	-120	-48	47	261
자본조정	147	418	276	269	269
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	883	1,346	1,268	1,511	1,725

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	-4,168	284	609	872	1,958
BPS	9,695	12,493	11,847	14,034	15,992
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-376	689	1,546	3,146	2,288
ROA(%)	-8.8	0.7	1.6	2.2	4.4
ROE(%)	-37.9	2.8	5.0	6.7	13.0
ROIC(%)	-10.2	3.1	2.9	5.0	8.2
Multiples(x, %)					
PER	-	60.5	34.1	34.8	15.5
PBR	1.6	1.4	1.8	2.2	1.9
PSR	0.5	0.7	0.8	1.0	0.8
PCR	-	24.9	13.5	9.6	13.2
EV/EBITDA	-	19.8	27.5	26.0	15.7
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	362.6	211.8	223.8	213.0	195.1
Net debt/Equity	122.2	46.3	71.2	69.3	60.7
Net debt/EBITDA	-550.2	493.1	783.8	626.0	377.0
유동비율	118.2	124.6	128.2	135.5	139.5
이자보상배율(배)	n/a	2.3	2.5	3.3	6.0
자산구조(%)					
투하자본	75.3	72.8	81.0	84.0	85.1
현금+투자자산	24.7	27.2	19.0	16.0	14.9
자본구조(%)					
차입금	63.0	46.5	49.4	47.4	44.1
자기자본	37.0	53.5	50.6	52.6	55.9



LIG넥스원 (079550)

굳은 일 좋은 일 가리지않고 다 잘하는 막내

▶ Analyst 이봉진 bongjinlee@hanwha.com 3772-7615 / RA 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(상향): 140,000원

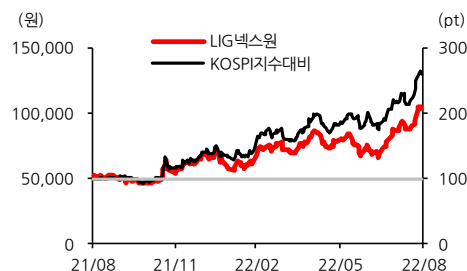
현재 주가(8/31)	106,000원
상승여력	▲32.1%
시가총액	23,320억원
발행주식수	22,000천주
52 주 최고가 / 최저가	106,000 / 46,300원
90 일 일평균 거래대금	209.83억원
외국인 지분율	12.0%
주주 구성	
엘아이지 (외 14 인)	44.7%
국민연금공단 (외 1 인)	13.6%
LIG 넥스원우리사주 (외 1 인)	1.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	20.5	33.8	55.7	103.5
상대수익률(KOSPI)	19.6	41.8	64.1	126.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,600	1,822	2,114	2,502
영업이익	64	97	180	226
EBITDA	115	154	236	289
지배주주순이익	58	105	153	189
EPS	2,631	4,775	6,966	8,577
순차입금	480	456	402	187
PER	11.6	14.4	15.2	12.4
PBR	1.0	2.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	10.0	12.7	11.6	8.7
배당수익률	3.0	1.7	1.1	1.1
ROE	8.9	14.6	18.5	19.3

주가 추이



수출비중이 늘면서 방산업체 중 빠른 이익 개선속도를 보여주고 있습니다. 수주잔고도 늘고 있고, 해외 직접 수주 뿐 아니라 타 방산 업체의 해외수주에 따른 수혜도 기대되는 만큼 목표주가를 상향 조정합니다.

해외 수주 증가로 인한 실적 개선의 본보기

동사의 2분기 실적은 매출 4,903억원(YoY +11.5%), 영업이익 472억원(YoY +63.8%, OPM 9.5%)의 실적을 달성했다. 수출비중이 9.4%로 전분기 11%보다 감소했으나, 당사 및 시장의 전망치를 상회하는 실적 서프라이즈를 기록했다. 해외수주가 양산으로 이어지면 방산업체의 실적개선이 어느 정도로 이뤄지는지를 보여주는 본보기가 되고 있다.

주요 무기체계 부품 공급, 타 방산업체의 해외 수주 시 수혜

K2전차나 K9자주포, FA-50 등에 동사가 생산하는 부품이 사용된다. 특히 FA-50 중 동사 전자부품이 차지하는 비중이 가장 높으며, K2전차>K9 자주포 순으로 부품 매출이 큰 편이다. 눈에 보이지는 않지만 부품 공급이라는 굳은일을 하고 있는 셈이다. 따라서 이번 폴란드와의 대규모 계약 체결에 따른 수혜도 동사에게 일정 부분 나타날 전망이다.

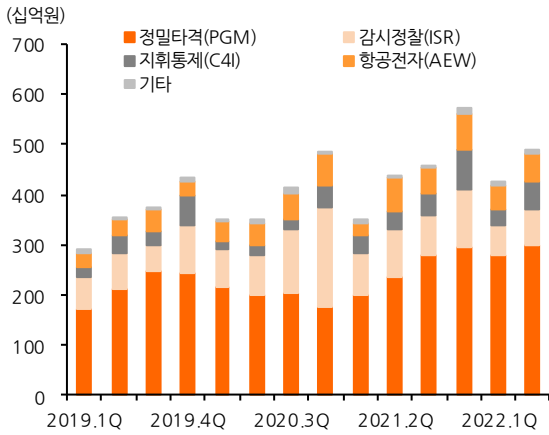
수주잔고의 계단식 성장, UAE 천궁 반영될 경우 큰 폭 성장

2022년 2분기말 현재 동사의 수주잔고는 8조 1,119억원으로 지난 해 같은 기간 대비 17.4% 증가했다. 여기엔 올해 초 뉴스 보도된 UAE 천궁 수출 계약은 반영되지 않은 수치다. UAE 천궁과 하반기 국내 수주물량까지 반영될 경우 동사의 연말 수주잔고는 11조원을 넘어설 전망이다. UAE 천궁은 2024년 이후부터 매출 인식이 될 전망으로 중장기 실적 개선을 견인할 예정이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 14만원으로 상향

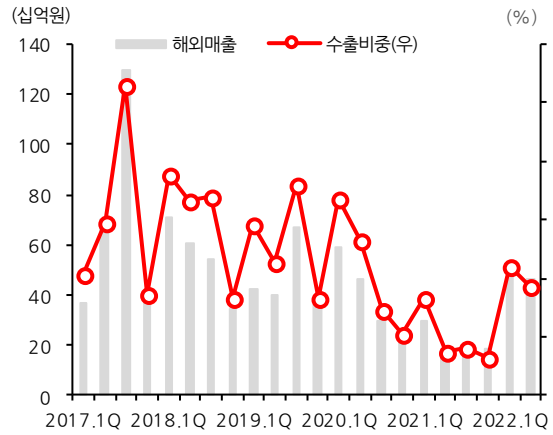
실적 개선 등으로 주가가 많이 상승했으나, 과거 고점 P/B 4배에는 아직 미치지 못하고 있다. 코로나 이전 방산전자 업체의 평균 P/B 멀티플은 3배 였으며 이를 Target P/B로 적용해 목표주가를 14만원으로 상향한다. 투자의견 Buy는 유지한다.

[그림62] 부문별 매출 추이



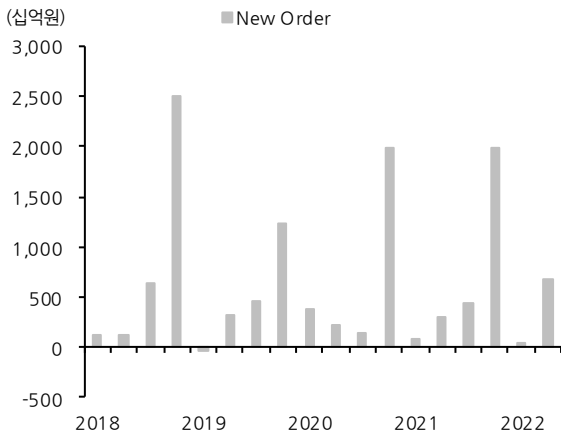
자료: LIG넥스원, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 해외 매출 및 수출비중 추이



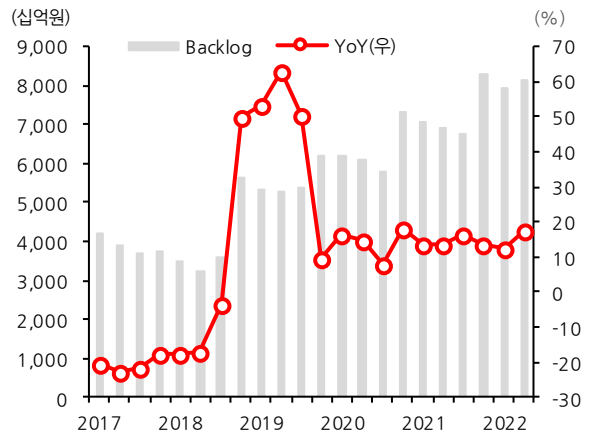
자료: LIG넥스원, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 분기별 신규수주 추이



자료: LIG넥스원, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 수주잔고 추이



자료: LIG넥스원, 한화투자증권 리서치센터

[표14] LIG 넥스원 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	350	440	459	573	427	490	548	649	1,822	2,114	2,502
정밀타격(PGM)	201	234	280	295	278	301			1,009		
감시정찰(ISR)	82	96	78	117	62	69			373		
지휘통제(C4I)	36	37	46	79	32	56			197		
항공전자(AEW)	25	65	49	72	48	58			212		
영업이익	13	29	35	20	51	47	45	38	97	180	226
영업이익률	3.7	6.5	7.7	3.5	11.8	9.5	8.2	5.8	5.3	8.5	9.0
순이익	20	22	41	22	42	44	41	26	105	153	189
순이익률	5.7	5.1	8.9	3.8	9.8	9.0	7.5	4.1	5.8	7.3	7.5
YoY 증가율											
매출액	-0.5	26.1	11.3	17.7	21.9	11.4	19.3	13.2	13.9	16.0	18.4
영업이익	-52.3	268.1	335.2	-5.4	295.0	61.9	26.6	89.2	52.0	85.3	25.9
순이익	-12.2	110.2	208.4	93.9	109.8	96.7	0.8	19.6	81.5	45.9	23.1

자료: LIG넥스원, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

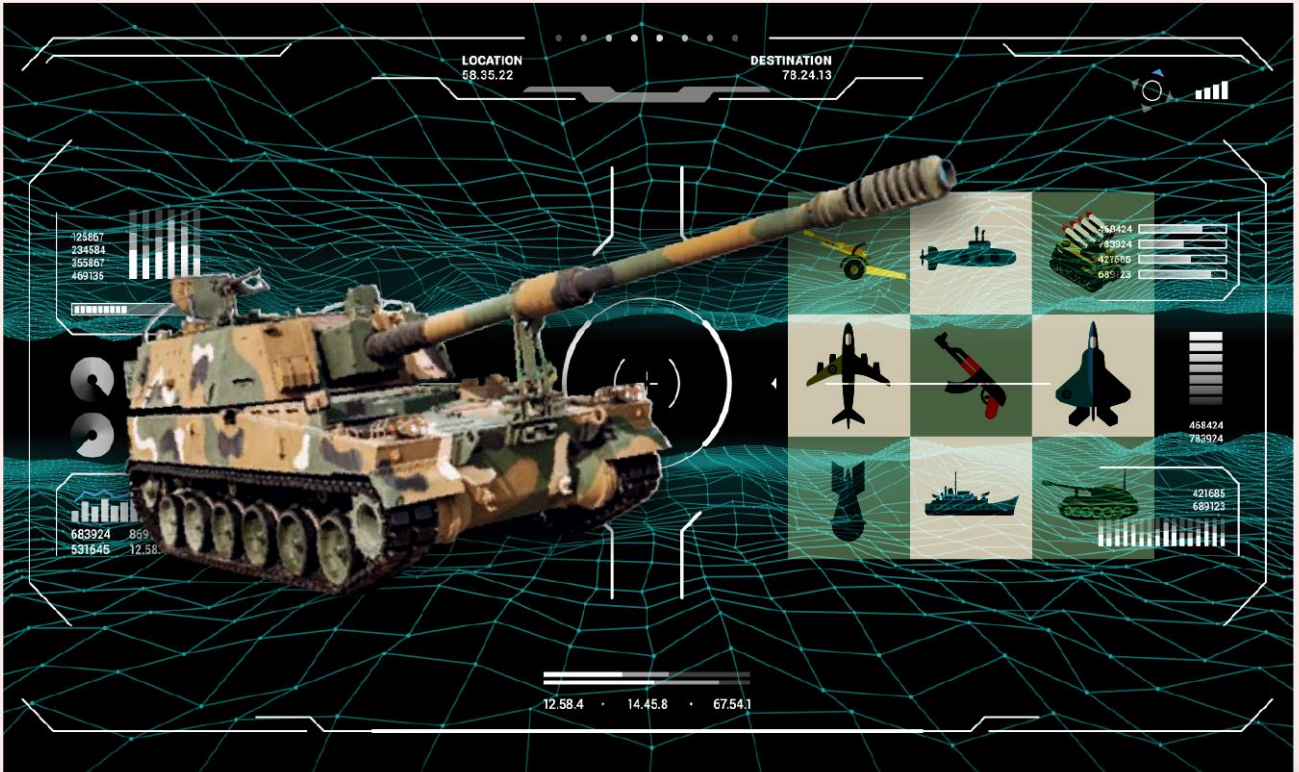
12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,453	1,600	1,822	2,114	2,502
매출총이익	138	190	232	344	435
영업이익	18	64	97	180	226
EBITDA	72	115	154	236	289
순이자손익	-14	-14	-12	-1	9
외화관련손익	1	-28	0	0	-1
지분법손익	2	0	3	0	0
세전계속사업손익	14	39	129	196	245
당기순이익	3	58	105	153	189
지배주주순이익	3	58	105	153	189
증가율(%)					
매출액	-1.7	10.2	13.9	16.0	18.4
영업이익	-24.8	252.0	52.5	85.3	25.6
EBITDA	-2.2	59.3	33.8	53.1	22.4
순이익	-28.5	1,717.1	81.5	45.9	23.1
이익률(%)					
매출총이익률	9.5	11.9	12.7	16.3	17.4
영업이익률	1.2	4.0	5.3	8.5	9.0
EBITDA 이익률	5.0	7.2	8.5	11.2	11.6
세전이익률	0.9	2.4	7.1	9.3	9.8
순이익률	0.2	3.6	5.8	7.3	7.5

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	151	192	135	271	347
당기순이익	3	58	105	153	189
자산상각비	54	52	57	56	63
운전자본증감	70	86	-50	46	96
매출채권 감소(증가)	165	-68	68	-163	-39
재고자산 감소(증가)	-24	-96	-1	-41	-46
매입채무 증가(감소)	-113	23	-14	70	179
투자현금흐름	-143	-166	25	-179	-106
유형자산처분(취득)	-31	-32	-32	-44	-50
무형자산 감소(증가)	-32	-43	-42	-41	-57
투자자산 감소(증가)	-78	-50	110	0	0
재무현금흐름	-33	-4	-137	42	-26
차입금의 증가(감소)	-22	18	-117	63	0
자본의 증가(감소)	-11	-22	-20	-21	-26
배당금의 지급	-11	-13	-20	-26	-26
총현금흐름	98	131	198	228	252
(-)운전자본증가(감소)	246	-97	-11	-27	-96
(-)설비투자	31	32	32	44	50
(+)자산매각	-31	-43	-42	-41	-57
Free Cash Flow	-210	154	135	170	241
(-)기타투자	-314	53	73	76	0
잉여현금	103	101	62	94	241
NOPLAT	4	46	79	141	174
(+) Dep	54	52	57	56	63
(-)운전자본투자	246	-97	-11	-27	-96
(-)Capex	31	32	32	44	50
OpFCF	-219	163	115	181	284

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,381	1,546	1,486	2,007	2,356
현금성자산	116	179	93	227	442
매출채권	132	179	160	263	302
재고자산	130	227	219	308	354
비유동자산	937	1,050	1,091	1,250	1,293
투자자산	94	180	200	251	251
유형자산	745	743	743	830	850
무형자산	98	127	148	170	192
자산총계	2,317	2,596	2,577	3,257	3,650
유동부채	1,237	1,380	1,481	2,181	2,411
매입채무	206	243	332	409	588
유동성이자부채	218	163	226	512	512
비유동부채	446	543	332	182	182
비유동이자부채	418	496	323	117	117
부채총계	1,684	1,923	1,814	2,363	2,593
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	141	141	142	142	142
이익잉여금	311	358	444	570	732
자본조정	73	64	67	72	72
자기주식	0	-9	-5	-5	-5
자본총계	634	673	763	894	1,057

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	145	2,631	4,775	6,966	8,577
BPS	28,817	30,569	34,696	40,647	48,024
DPS	600	900	1,200	1,200	1,200
CFPS	4,472	5,963	8,979	10,351	11,444
ROA(%)	0.1	2.4	4.1	5.3	5.5
ROE(%)	0.5	8.9	14.6	18.5	19.3
ROIC(%)	0.4	4.3	7.4	12.2	14.6
Multiples(x, %)					
PER	218.3	11.6	14.4	15.2	12.4
PBR	1.1	1.0	2.0	2.6	2.2
PSR	0.5	0.4	0.8	1.1	0.9
PCR	7.1	5.1	7.6	10.2	9.3
EV/EBITDA	16.8	10.0	12.7	11.6	8.7
배당수익률	1.9	3.0	1.7	1.1	1.1
안정성(%)					
부채비율	265.5	286.0	237.6	264.3	245.4
Net debt/Equity	82.2	71.4	59.8	45.0	17.7
Net debt/EBITDA	719.9	416.0	295.7	170.1	64.7
유동비율	111.6	112.0	100.3	92.0	97.7
이자보상배율(배)	1.0	3.8	7.0	19.4	53.9
자산구조(%)					
투하자본	84.3	74.5	79.0	71.8	62.7
현금+투자자산	15.7	25.5	21.0	28.2	37.3
자본구조(%)					
차입금	50.1	49.5	41.8	41.3	37.3
자기자본	49.9	50.5	58.2	58.7	62.7



VI. 붙임

주요 무기체계별 국내외 동종 업체 비교

붙임. 주요 무기체계별 국내외 동종 업체 비교

[표15] 글로벌 완제기 및 기체부품 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	22	23	22	23	22	23	22	23
한국항공우주산업	SK	4.4	44.9	6.7	5.5	25.3	73.7	111.1	40.2	30.0	4.3	3.9	17.7	12.8	10.6	13.2
Boeing	US	95.2	160.3	2.4	-1.2	26.2	-9.6	-14.0	N/A	33.4	2.3	2.4	34.8	16.7	0.5	8.0
Spirit Aerosystems Holdings	US	3.2	30.1	-1.6	-10.1	-2.5	-25.5	-10.7	N/A	27.0	27.9	23.0	27.5	10.2	-91.7	44.7
Lockheed Martin	US	111.4	420.1	1.4	4.2	-0.8	0.2	30.4	18.6	15.2	3.8	3.2	12.4	11.7	20.9	22.5
General Dynamics	US	62.8	228.9	2.1	5.2	4.8	6.3	27.2	18.8	16.2	3.5	3.3	14.0	12.6	19.2	21.1
Airbus	FP	77.3	98.0	-1.2	0.4	-5.0	-1.8	-7.7	19.7	14.9	6.1	4.7	8.9	7.3	35.1	35.2
Northrop Grumman	US	74.0	478.0	2.3	4.5	6.5	13.0	43.5	19.3	17.6	5.4	5.0	17.0	16.6	28.7	28.3
BAE Systems	UK	28.1	9.0	0.1	0.4	3.0	4.6	35.2	14.8	13.8	2.7	2.6	9.6	9.0	19.5	19.7
AVIC Aircraft	CH	11.1	4.0	-0.5	-9.9	1.6	-6.6	2.3	75.0	54.8	4.6	4.4	22.7	19.4	6.0	7.9
Huntington Ingalls Ind	US	9.2	230.3	0.7	9.8	13.0	20.9	26.0	16.0	13.6	3.0	2.7	12.5	11.2	20.9	21.8
Leonardo	IT	4.7	8.2	-1.3	-8.0	-8.5	12.1	33.4	6.6	5.6	0.7	0.6	5.8	5.2	10.9	11.6
AVIC Helicopter	CH	3.6	6.2	-2.3	0.6	6.9	-21.5	-19.1	23.6	19.8	2.5	2.2	44.4	18.3	3.1	10.4
MTU Aero Engines	GR	9.4	176.2	-2.8	-2.3	6.1	-4.8	8.4	22.5	18.5	3.2	2.9	11.5	9.9	14.4	16.3
Magellan Aerospace	CA	0.3	5.7	4.3	4.2	3.5	-17.9	-22.5	N/A	22.9	N/A	N/A	9.6	6.5	N/A	N/A
Industry Average									17.0	18.1	5.5	4.7	17.3	11.3	7.3	20.6

주: 2022.09.01 기준. 평균값에서 국내 기업 및 극단치는 제외

자료: Bloomberg, WiseFn 한화투자증권 리서치센터

[표16] 글로벌 항공엔진 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	22	23	22	23	22	23	22	23
한화에어로스페이스	SK	3.0	59.3	10.1	25.6	58.7	64.5	83.7	20.5	17.1	1.4	1.3	7.1	6.5	5.7	6.6
GE	US	80.5	73.4	0.2	0.9	-1.7	-12.3	-16.6	26.3	15.4	2.2	2.6	7.9	6.1	7.9	12.7
Raytheon Technologies	US	132.5	89.8	0.7	0.2	-1.8	-4.5	19.3	19.1	15.9	1.9	1.8	13.9	11.9	9.7	11.5
Rolls-Royce Holdings	UK	7.5	0.9	-1.2	-11.8	-9.9	-15.7	-34.9	110.0	21.4	N/A	N/A	8.7	7.0	3.2	-7.4
Industry Average									51.8	17.6	2.1	2.2	10.2	8.4	6.9	5.6

주: 2022.09.01 기준. 평균값에서 국내 기업 및 극단치는 제외

자료: Bloomberg, WiseFn 한화투자증권 리서치센터

[표17] 글로벌 유도무기 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	22	23	22	23	22	23	22	23
한화	SK	1.7	23.1	2.2	13.7	18.0	13.2	14.2	3.9	3.6	0.6	0.5	-6.5	-6.6	8.3	8.4
LIG 넥스원	SK	1.7	76.4	3.0	20.4	40.4	62.1	121.9	16.2	13.0	2.7	2.3	11.2	8.4	17.7	19.0
한화시스템	SK	2.2	11.6	6.0	12.0	8.7	10.1	5.9	79.7	35.4	1.3	1.3	10.0	9.8	1.6	3.5
Raytheon Technologies	US	132.5	89.8	0.7	0.2	-1.8	-4.5	19.3	19.1	15.9	1.9	1.8	13.9	11.9	9.7	11.5
Thales	FP	25.7	120.3	1.2	0.9	9.6	15.3	47.7	17.0	15.3	3.4	3.0	10.2	9.0	21.1	20.7
L3 Technologies	US	43.7	228.2	2.4	-1.3	-1.9	-2.4	10.6	17.0	15.9	2.3	2.2	13.8	12.9	12.6	13.3
Aerjet Rocketdyne	US	3.5	43.1	0.6	10.3	9.0	17.1	12.9	25.5	21.6	N/A	N/A	12.6	11.0	22.3	22.9
Industry Average									19.6	17.2	2.5	2.3	12.6	11.2	16.4	17.1

주: 2022.09.01 기준. 평균값에서 국내 기업 및 극단치는 제외

자료: Bloomberg, WiseFn 한화투자증권 리서치센터

[표18] 글로벌 화학 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	22	23	22	23	22	23	22	23
한화	SK	1.7	23.1	2.2	13.7	18.0	13.2	14.2	3.9	3.6	0.6	0.5	-6.5	-6.6	8.3	8.4
AECI	SA	0.5	4.8	-0.5	-5.5	-13.1	-12.8	-18.8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
IncitecPivot	AU	5.1	2.6	-0.1	8.5	13.6	28.6	52.7	7.1	8.3	1.3	1.2	4.7	5.3	18.5	15.0
Orica	AU	4.7	10.4	0.9	-8.2	-1.6	9.0	27.1	22.1	18.5	2.1	2.0	9.8	8.7	9.8	11.0
Industry Average									14.6	13.4	1.7	1.6	7.3	7.0	14.2	13.0

주: 2022.09.01 기준. 평균값에서 국내 기업 및 극단치는 제외 / 자료: Bloomberg, WiseFn 한화투자증권 리서치센터

[표19] 글로벌 기동·철도차량 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	22	23	22	23	22	23	22	23
현대로템	SK	2.4	22.1	-1.8	16.7	64.5	61.4	38.9	40.9	20.1	2.4	2.1	23.2	15.5	5.9	10.7
Siemens	GR	86.1	101.4	-0.6	-0.5	-7.4	-7.8	-8.4	15.2	11.7	1.7	1.6	11.1	10.2	10.8	14.3
CRRC	CH	19.2	0.7	1.9	-1.0	-2.4	-6.6	-17.1	14.5	12.5	0.9	0.9	8.3	7.4	6.4	7.2
Alstom	FP	7.7	20.6	0.2	-6.0	-14.8	0.6	-33.9	17.9	12.7	0.8	0.8	8.0	8.7	6.1	5.5
Oshkosh Corp	US	5.2	79.8	0.5	-1.6	-9.6	-17.2	-16.9	23.1	11.7	1.8	1.7	12.5	8.1	7.1	14.3
Bombardier	CA	2.4	24.8	5.5	54.5	13.8	-3.7	-26.4	N/A	29.7	N/A	N/A	8.9	7.0	7.8	2.1
Trinity Industries	US	2.0	24.4	-3.7	-1.9	3.1	-5.5	-2.2	22.9	11.3	N/A	N/A	12.6	10.1	8.4	18.5
Greenbrier Companies	US	0.9	28.5	-3.0	-5.3	-27.1	-26.0	-22.7	22.1	9.8	0.7	0.7	10.5	6.5	3.4	6.8
Industry Average									19.3	14.2	1.2	1.1	10.3	8.3	7.1	9.8

주: 2022.09.01 기준. 평균값에서 국내 기업 및 극단치는 제외 / 자료: Bloomberg, WiseFn 한화투자증권 리서치센터

[표20] 글로벌 우주항공 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	22	23	22	23	22	23	22	23
한화에어로스페이스	SK	3.0	59.3	10.1	25.6	58.7	64.5	83.7	20.5	17.1	1.4	1.3	7.1	6.5	5.7	6.6
한화시스템	SK	2.2	11.6	6.0	12.0	8.7	10.1	5.9	79.7	35.4	1.3	1.3	10.0	9.8	1.6	3.5
한국항공우주산업	SK	4.4	44.8	6.9	5.7	25.5	74.0	111.4	40.2	30.0	4.3	3.9	17.7	12.8	10.6	13.2
LIG 넥스원	SK	1.7	76.4	3.0	20.4	40.4	62.1	121.9	16.2	13.0	2.7	2.3	11.2	8.4	17.7	19.0
인텔리안테크	SK	0.5	52.7	2.1	6.4	-9.2	-2.4	29.8	30.4	21.1	3.6	3.1	22.3	15.0	13.3	16.1
썬트렉아이	SK	0.2	24.6	-3.6	-9.8	-22.4	-9.3	-13.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Thales	FP	25.7	120.3	1.2	0.9	9.6	15.3	47.7	17.0	15.3	3.4	3.0	10.2	9.0	21.1	20.7
Iridium Communications	US	5.6	44.4	2.3	3.1	23.2	22.0	9.2	739.8	146.5	4.9	5.8	17.0	15.7	2.1	5.7
L3Harris Technologies	US	43.7	228.2	2.4	-1.3	-1.9	-2.4	10.6	17.0	15.9	2.3	2.2	13.8	12.9	12.6	13.3
Virgin Galactic Holdings	US	1.5	5.9	0.6	-16.2	-9.1	-28.6	-65.4	N/A	N/A	3.5	15.4	N/A	N/A	-29.1	54.3
Honeywell International	US	127.6	189.4	0.2	2.6	2.2	11.3	-5.0	21.9	19.7	7.0	6.6	15.9	14.6	31.6	35.0
Eutelsat Communication	FP	2.1	9.0	6.4	24.8	-14.3	-0.7	1.2	7.8	7.0	0.8	0.7	5.7	5.9	9.0	12.7
SES SA	FP	3.2	7.0	-1.3	-1.5	-16.1	6.6	7.8	13.1	6.0	0.5	0.5	6.4	3.7	4.3	14.3
Maxar Technologies	US	1.8	23.8	-2.2	-9.3	-15.5	-21.2	-12.9	74.2	14.9	1.1	1.0	8.4	7.4	1.3	8.9
Aerojet Rocketdyne	US	3.5	43.1	0.6	10.3	9.0	17.1	12.9	25.5	21.6	N/A	N/A	12.6	11.0	22.3	22.9
Howmet Aerospace	US	14.7	35.4	0.2	-1.2	2.9	15.2	23.6	25.1	19.3	4.0	3.4	14.2	12.1	16.7	18.7
Industry Average									27.8	16.9	2.5	2.2	11.1	9.2	12.0	14.6

주: 2022.09.01 기준. 평균값에서 국내 기업 및 극단치는 제외 / 자료: Bloomberg, WiseFn 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 9월 1일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이봉진, 배성조)

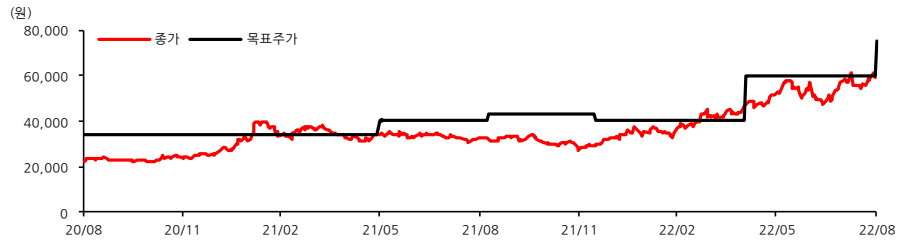
상기 '한화', '한화에어로스페이스', '한화시스템'은 당사와 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률"에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석담당자 이봉진은 2022년 7월 13일~2022년 7월 21일 기간 중 한국항공우주의 비용을 통해 해외 방위산업 관련 행사에 참석한 사실이 있습니다.

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한국항공우주 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

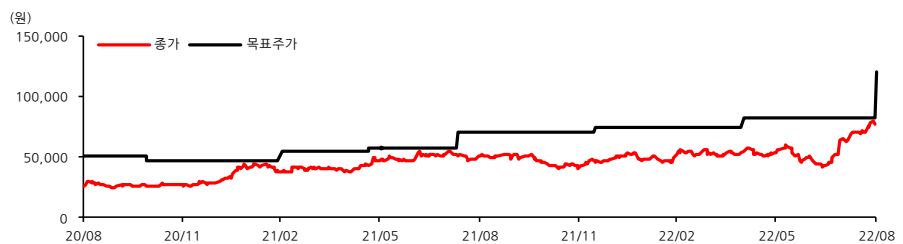
일 시	2016.08.12	2020.10.28	2021.05.31	2021.09.08	2021.12.15	2022.05.03
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		34,000	40,000	43,000	40,000	60,000
일 시	2022.09.01					
투자의견	Buy					
목표가격	75,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.31	Buy	40,000	-16.63	-11.63
2021.09.08	Buy	43,000	-28.09	-21.28
2021.12.15	Buy	40,000	-6.32	16.13
2022.05.03	Buy	60,000	-11.76	2.00
2022.09.01	Buy	75,000		

[한화에어로스페이스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

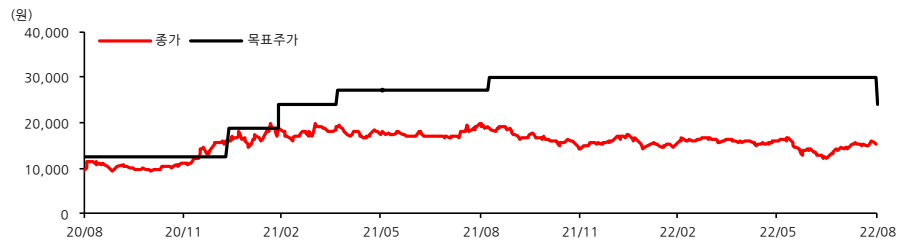
일 시	2016.08.12	2020.09.08	2020.10.28	2021.03.02	2021.04.20	2021.05.21
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		50,000	47,000	55,000	55,000	57,000
일 시	2021.08.11	2021.09.08	2021.12.03	2021.12.15	2022.01.19	2022.05.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	70,000	70,000	70,000	74,000	74,000	82,000
일 시	2022.09.01					
투자의견	Buy					
목표가격	120,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.10.28	Buy	47,000	-30.77	-5.11
2021.03.02	Buy	55,000	-27.31	-19.91
2021.05.21	Buy	57,000	-13.02	-3.33
2021.08.11	Buy	70,000	-32.52	-25.43
2021.12.15	Buy	74,000	-31.66	-23.92
2022.05.02	Buy	82,000	-31.73	-2.93
2022.09.01	Buy	120,000		

[한화시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

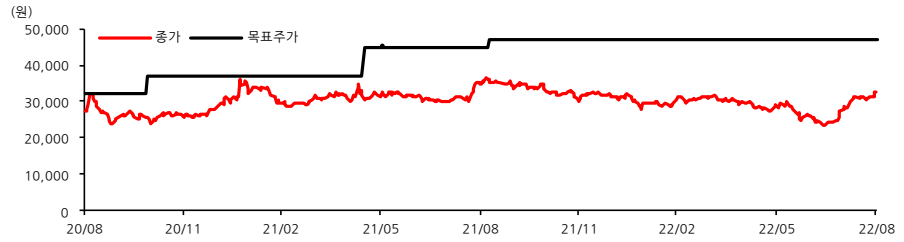
일 시	2020.09.08	2020.10.28	2021.01.08	2021.01.11	2021.02.26	2021.03.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	14,000	14,000	14,000	21,000	27,000	27,000
일 시	2021.04.20	2021.05.21	2021.08.05	2021.09.08	2021.12.15	2022.09.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	27,000	27,000	27,000	30,000	30,000	24,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.01.11	Buy	18,776	-9.75	4.77
2021.02.26	Buy	24,141	-26.54	-18.15
2021.09.08	Buy	30,000	-47.85	-36.00
2022.09.01	Buy	24,000		

[한화 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

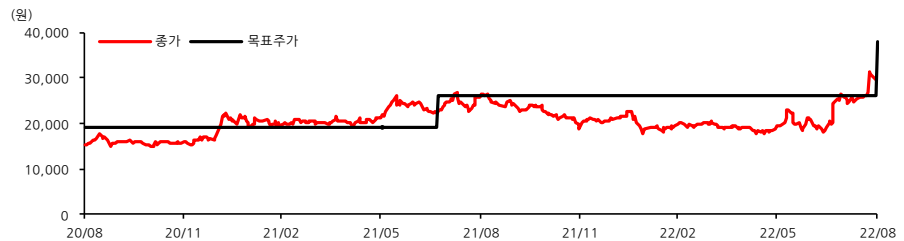
일 시	2016.08.12	2020.10.28	2021.04.20	2021.05.17	2021.09.08	2021.12.15
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		37,000	37,000	45,000	47,000	47,000
일 시	2022.09.01					
투자의견	Buy					
목표가격	47,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.10.28	Buy	37,000	-19.75	-2.30
2021.05.17	Buy	45,000	-29.52	-18.67
2021.09.08	Buy	47,000		

[현대로템 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

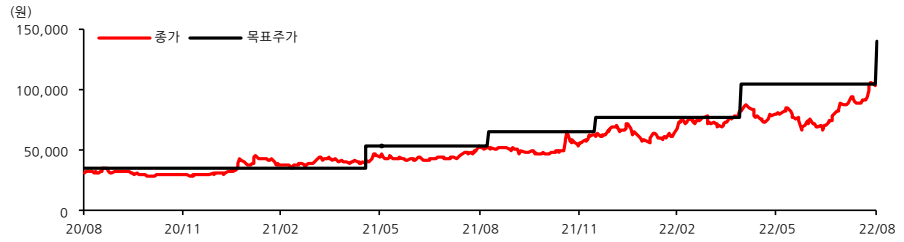
일 시	2016.08.12	2020.09.08	2020.10.28	2021.01.08	2021.07.22	2021.12.15
투자의견	투자등급변경	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		19,000	19,000	19,000	26,000	26,000
일 시	2022.09.01					
투자의견	Buy					
목표가격	38,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.01.08	Buy	19,000	12.06	1.32
2021.07.22	Buy	26,000	-18.82	2.88
2022.09.01	Buy	38,000		

[LG넥스원 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.10.28	2021.01.08	2021.05.18	2021.09.08	2021.12.15	2022.04.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	53,000	65,000	77,000	105,000
일 시	2022.09.01					
투자의견	Buy					
목표가격	140,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.18	Buy	53,000	-15.94	-0.57
2021.09.08	Buy	65,000	-20.23	0.00
2021.12.15	Buy	77,000	-11.46	7.01
2022.04.28	Buy	105,000	-23.06	0.48
2022.09.01	Buy	140,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%