

기계주 2018

- 글로벌 경기 호조에 올라타기

▶ 기계주 2017 Review - 세부 산업별 혼조세

- 방위산업, 험난했던 2017년: 정권 교체 이후 검증 과정을 거치며 주요 방산업체 주가는 전년대 평균 -17.5% 하락. 글로벌 주요 방산업체가 평균 +14.1% 상승한 것과는 대조적.
- 건설장비, 이보다 더 좋을 순 없다: 중국 굴삭기 판매량이 역대 최대인 전년대 100% 성장. 국내 주요 건설장비 업체의 주가는 평균 +53.0% 상승. 신흥국도 회복세를 보이며 글로벌 메이저 업체 대부분이 큰 폭의 성장을 보임.
- 플랜트/피팅, 유가가 전년대 +25.3% 상승했지만 국내 건설업체의 해외수주는 233.9억달러(+0.0% yoy)로 성장이 없었음. 수주 감소는 중동지역 발주 감소 영향이 컸음. 유가 회복이 플랜트 수주로 이어지지 못해 아쉬운 한해

▶ 기계주 2018 Preview - 글로벌 경기 호조에 올라타기

방위산업, 맞을 만큼 맞았다: 방산주 프리미엄의 기본이 되는 이익에 대한 신뢰성이 무너진 상황. 다만 이익 회복 가능성이 높아 주가 움직임도 가벼울 수 있음. 업체별로 미뤄진 프로젝트, 어긋난 이익 추정 요인에 주목하며 안정을 찾는 모습으로 전환될 것으로 전망.

건설장비, 2017년만 같아라: 작년 같은 성장은 어렵겠지만 중국과 신흥국의 혼풍은 여전한 것. 큰 성장이 없어도 광산경기 회복에 따라 중대형 판매증가로 믹스가 개선되며 매출은 증가할 것. 신흥국 유통망이 잘 갖춰져 있고 중국과 인도법인 인수로 성장이 기대되는 현대건설기계 추천.

플랜트/피팅, 조금 더 기다려 보자: 유가가 단기적으로 급상승하기는 어렵겠지만 바닥을 찍은 것은 이견이 없어 보임. 몇 년간 감익된 발주로 한계업체 탈락, 회복 시 우량 업체들의 수혜 기대. 다만 본격적인 회복은 하반기부터로 예상.

공작기계, 글로벌 시장은 호조: 글로벌 경기 회복세의 영향으로 공작기계 업황도 개선. 다만 국내 공작기계 업체들의 수출 비중이 높지 않아 수혜가 제한적

▶ Top Picks - 한국항공우주, 현대건설기계

Top Picks: 한국항공우주(047810), 현대건설기계(267270)

중소형 기계주 추천: 휴니드(005870), 디와이파워(210540), 와이지-원(019210)

기업분석

한국항공우주(047810)

Rating	매수(분석재개)
Target Price	70,000원
Previous	-
현재가	49,050원

현대건설기계(267270)

Rating	매수(유지)
Target Price	226,000원
Previous	206,000원
현재가	183,500원

휴니드(005870)

Rating	매수(유지)
Target Price	17,000원
Previous	15,000원
현재가	12,600원

디와이파워(210540)

Rating	매수(유지)
Target Price	30,000원
Previous	15,000원
현재가	20,800원

와이지-원(019210)

Rating	Not Rated
Target Price	-
Previous	-
현재가	15,300원

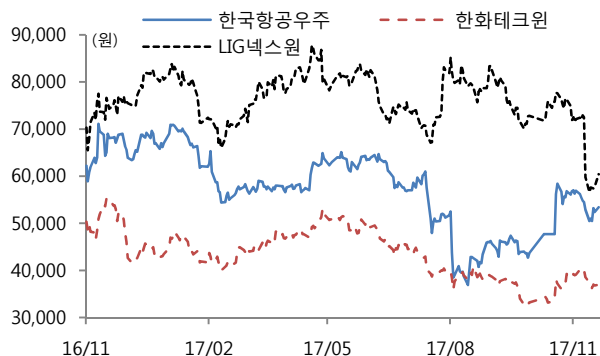
■ 방위산업 2018 – 맞을 만큼 맞았다

2017 Review, 험난했던 2017년

국내 주요 방산업체인 한국항공우주, 한화테크윈, LIG넥스원 방산 3사의 최근 주가 평균 (11월 1일부터 20일)은 전년 동기 대비 -17.5% 하락했다. 중소형 방산주인 휴니드와 아이쓰리시스템을 포함하면 -13.0% 하락이다. 동기 코스피 지수가 +28.1% 상승한 것과 비교하면 극명한 차이이다.

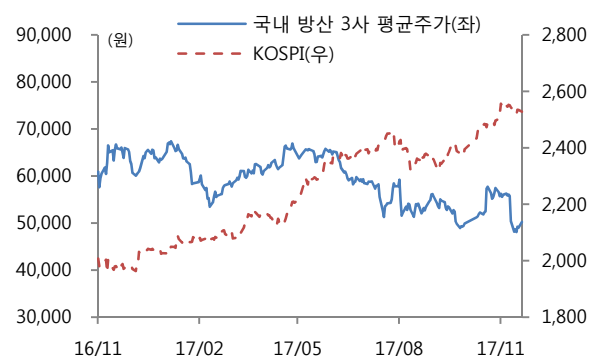
반면 주요 해외 방산업체인 록히드마틴, 노스롭그루만, 레이시온(이상 미국), BAE(영국), 탈레스(프랑스), 레오나르도(이탈리)의 방산 6사는 동 기간 평균 주가가 전년비 +14.1% 상승했다. 그중에서도 미국의 방산 3사는 동기 주가평균이 +26.1% 상승했고 유럽 3사는 +2.1% 상승에 그쳤다.

〈도표1〉 국내 방산 3사의 최근 1년 주가 추이



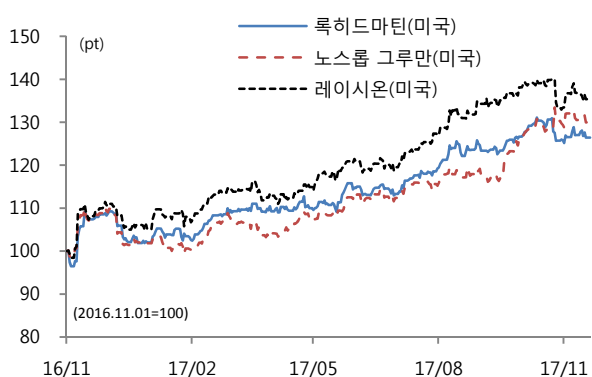
자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표2〉 코스피와 국내 방산 3사 평균주가 추이



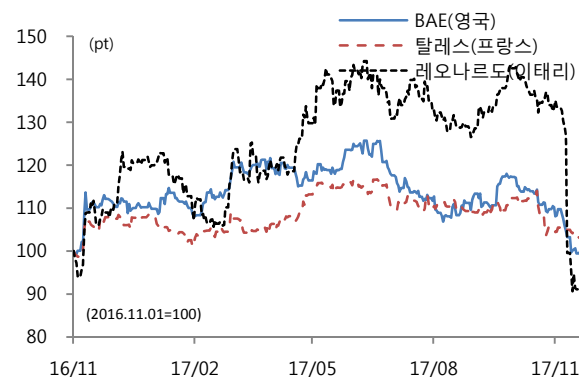
자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 미국 방산 3사의 최근 1년 주가 추이



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 유럽 방산 3사의 최근 1년 주가 추이



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

특별한 변수가 없다면 방위산업의 연간 기대성장률은 GDP성장률이나 국방비 증액비율 만큼일 것이다. 그러나 방위산업은 기본적으로 정부 주도의 비즈니스이고 주가 등락의 주요 원인도 정치에 있었다. 작년 이맘때 국내에서는 최순실 게이트로 국정이 마비되며 정권 교체 움직임이 구체화되었다. 올해 5월 조기 대선으로 정권이 교체된 이후에는 이전 정권에서 추진되었던 방산 프로젝트들에 대한 검증이 진행되었다.

한국항공우주는 분식회계 의혹으로 과거 재무제표를 전면 수정했고 아직도 검찰기소와 금감원 감리가 진행 중에 있다. 한화테크윈과 LIG넥스원은 외부적 요인보다 자체적인 문제가 더 비중이 크지만 정치적 변화가 없었다면 주요 방산 프로젝트들이 좀 더 빨리 진행되었을 것이라는 점은 분명하다.

반면 미국에서는 작년 11월 트럼프가 미국 우선주의(America First)를 외치며 모두의 예상을 깨고 대통령에 당선되었다. 동맹국에 대한 안보 무임승차론을 주장하며 미국 방산업체의 실적 기대치를 높였다.

바뀐 변수와 가정, EPS 급락과 PER 급증

최근 1년 국내 방산 3사의 12개월 선행 PER(12M Fwd, PER) 평균은 18.6배였다. 동기 코스피 PER인 9.5배의 두 배에 가까운 수치이다. 방산주가 고PER를 받는다는 여러 이유가 있겠지만 가장 주된 이유는 독점성과 긴 사이클로 인한 안정적인 현금흐름 때문일 것이다.

방위사업청은 방산물자의 효율적 조달을 위해 경쟁체제를 구축해 나가고 있지만 아직 국내 방산시장은 동일 품목에 대해 대부분 독점성이 부여되고 있다. 한정된 국방비에서 되도록 많은 국방자산을 보유하기 위한 필연적 선택이었다.

또한 방산 물자는 한번 상용화되면 기본적으로 30년을 운용하게 된다. 그 사이에 초기 납품 가격의 몇 배에 해당되는 유지보수 물량에 대해서도 독점성을 갖게 된다. 아울러 초기 개발 비용과 양산 비용도 대부분 국방예산에서 부담해 망할 위험이 매우 적다.

이렇게 장기적 현금흐름이 보장되는 비즈니스이기 때문에 시장은 고PER를 부여해 왔다.

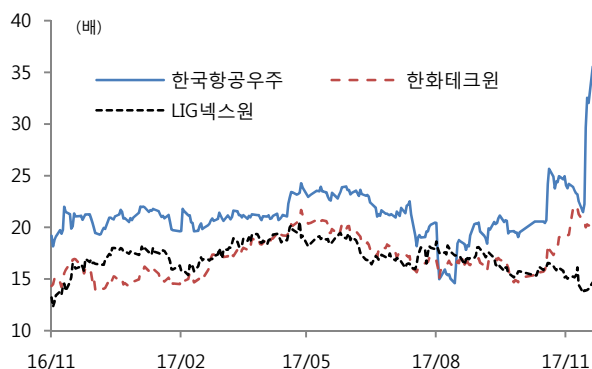
그러나 이익에 대한 추정치가 급변했다. 최근 국내 방산 3사의 12개월 선행 EPS 평균(11월 1일부터 20일)은 2,811원으로 작년 동기 3,884원 대비 -27.6% 하락했다.

한국항공우주는 동기 추정 EPS가 2,140원으로 전년비 -33.9% 하락했다. 수리온 체계 결빙 테스트 불합격 이슈와 납품 중단, 분식회계 조사에 따른 재무제표 수정이 반영되었다.

한화테크윈은 동기 추정 EPS가 1,868원으로 전년비 -43.4% 하락했으며 하락폭이 3사 중 가장 컸다. 한화테크윈도 수리온 납품 지연, K-9 자주포 수출과 TICN 프로젝트 지연 등의 이슈가 있었지만 이보다 엔진부품 RSP 투자, CCTV 사업부의 실적 악화 등 비방산 부문의 감익 영향이 더 컸다.

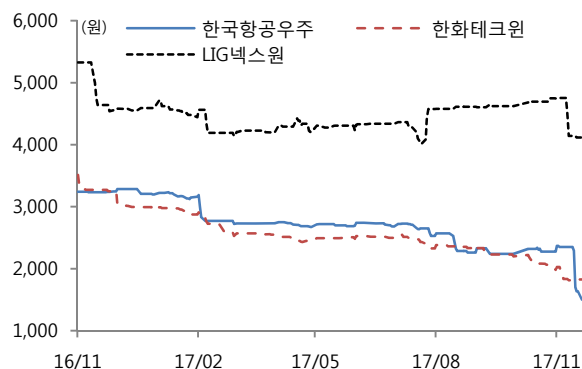
LIG넥스원은 동기 추정 EPS가 4,424원으로 전년비 -13.5% 하락했다. 유도무기 수출이 지연되었고 TICN은 시험평가를 충족하지 못해 개발이 지연되었다. 연중 내내 총당금 이슈가 지속되었고 4Q17도 추가로 반영될 것으로 추정된다.

〈도표5〉 국내 방산 3사의 12개월 선행 PER 추이



자료: Quantwise, 한양증권 리서치센터

〈도표6〉 국내 방산 3사의 12개월 선행 EPS 추이



자료: Quantwise, 한양증권 리서치센터

방산 3사의 최근 평균 주가가 전년 동기 대비 -17.5% 하락했지만 EPS 추정치가 더 크게 하락하며 최근 12개월 선행 PER 평균은 20.6배로 전년 동기보다 15.5배보다 +32.9% 높아졌다. 같은 기간 한국항공우주가 25.9배로 전년 동기 20.1배 대비 +28.7%, 한화테크윈이 20.6배로 전년 동기 15.5배 대비 +32.9%, LIG넥스원이 14.7배로 전년 동기 14.3배 대비 +2.7% 증가했다.

이처럼 방산주 프리미엄의 가장 기본이 되는 이익에 대한 신뢰성이 무너졌다. 프로젝트의 룬사이클을 보며 덮어 놓고 투자하기에는 이익 변동성이 너무 커졌다. 반면 일시적인 요인에 의해 이익이 하락했다면 이익의 회복 시 주가 상승도 쉬울 수 있다. 정부가 방산 비즈니스를 포기할 수 없다는 점에서 방산주를 모두 버리기에는 너무 아깝다. 개별 업체들의 이슈들과 이익의 관계를 감안해 선별적인 접근을 한다면 2018년에는 시장을 아웃퍼폼하는 종목이 나올 가능성이 크다.

미뤄진 프로젝트, 어긋난 이익 추정 요인에 주목

주가를 무너뜨린 업체들의 개별 사안을 들여다 보자.

한국항공우주

먼저 한국항공우주는 분식회계 조사와 재무제표 변경, 수리온 결빙테스트 불합격 및 납품 중단, 미국 차세대 고등훈련기 수출 사업(APT, Advanced Pilot Training)의 지연, 기체 부품 수주 감소 등의 이슈가 있었다.

분식회계 조사는 단정할 수 없지만 이미 거래정지를 통해 상장폐지 실질심사를 거쳤고 과징금을 부과하는 수준에서 일단락 될 것으로 예상된다. 수리온 납품중단 건은 최근 방위사업추진위원회를 통해 납품 재개하기로 결론이 났다. 체계 결빙 테스트는 지속적으로 병행하기로 했다.

APT사업은 연초 올해 중순이나 연말 사업자가 선정될 것으로 예상했으나 지금은 내년 초로 밀리는 분위기이다. APT사업 자체가 워낙 오랫동안 미뤄진 프로젝트라 더 이상의 순연은 없을 것으로 본다. 많이 알려진 것처럼 입찰 양상은 록히드마틴-한국항공우주, 보잉-사브의 2파전 형태로 진행되고 있다.

한국항공우주의 APT사업 기종인 T-50A는 상용화를 통해 이미 성능 검증이 끝난 모델이다. 원가경쟁력이 가장 중요한 요인인데 남은 기간 동안 추가적인 원가절감 노력을 기울일 것으로 보인다. 아울러 분식회계 조사로 어수선해진 회사 분위기를 다잡을 것이다. 그러나 보잉-샤브의 BTX-1 모델은 시제기를 통해 첫 비행을 한 정도여서 기종 선정이 지연되면 품질 개선의 시간을 가질 수 있다. 기종 선정 지연이 누구에게 유리하다고 하기 힘들다.

APT 사업은 350대, 18조원 규모로 진행되고 있지만 선정되면 전 세계 훈련기의 표준이 될 가능성이 높다. 우방국들의 잠재 구매까지 합치면 물량이 1,000대까지 증가할 것으로 보인다. 운용 사이클을 감안하면 경제효과는 100조원에 이를 것으로 추정된다.

기체부품의 수주 감소는 세트업체들의 재고 조정에 따른 영향으로 시간이 지남에 따라 해소될 것으로 예상된다. 세트업체들은 사상 최대치의 수주잔고 물량을 보유하고 있다. 경쟁이 격화되더라도 교환무역(Offset-Trade)을 감안하면 한국항공우주를 피해갈 수 없다.

각종 악재가 겹쳐 있고 불신이 겹겹이 쌓인 만큼 최근 주가는 작년 평균주가의 -24.6% 수준이다. 그러나 우려 요인들이 해소된다면 주가 상승이 가벼울 수 있다.

〈도표7〉 수리온 파생모델 경찰청헬기



자료: 한국항공우주, 한양증권 리서치센터

〈도표8〉 APT 사업 기종인 T50A



자료: 한국항공우주, 한양증권 리서치센터

〈도표9〉 T-X사업 경쟁기종 제원

구분	T-50A	샤브	BAE	아메르마키(T-100)
국가	대한민국	스웨덴	영국	이탈리아
미국 파트너	록히드마틴	보잉	노스롭	레이시온
엔진형태	단발	단발	단발	단발
최대추력(lb)	17,700	22,000	11,000	12,560
공허중량(lb)	14,200	12,500	11,077	10,165
특징	첨단전투기와 연계성 양호	공격적 가격절감	우수한 한공전자장비	쌍발엔진 안정성 우수

자료: 한국항공우주, 한양증권 리서치센터

한화테크윈

한화테크윈은 엔진부문 국제공동개발사업(RSP, Risk Share Partner) 비용부담, K-9 자주포의 수출 이연, 인수한 방산업체의 상각비용, CCTV를 포함한 비방산 부문의 저조한 실적 등의 부담을 안고 있다.

올해 당사의 한화테크윈 영업이익 추정치는 859억원(컨센서스 1,007억원)으로 2016년 1,507억원 대비 -43.0% 감익되었다.

엔진사업부는 2016년 영업이익 480억원(영업이익률 4.6%)을 기록하며 전체 영업이익의 31.8%를 책임졌다. 그러나 올해부터 연간 600억원 가량의 RSP 비용이 발생해 연간 영업이익이 손익분기점 수준으로 떨어진다. RSP는 메이저 엔진부품업체로 도약하기 위해 반드시 거쳐야 하는 투자이지만 단기적인 충격은 불가피했다.

실적하락의 또다른 축은 CCTV를 비롯한 기존사업부였다. 2016년 CCTV부문은 6,378억원 매출에 5% 이상의 고마진을 기록했다. 그룹사 변경의 영향없이 순조롭게 시장점유율을 올리는 것으로 판단했으나 올해 중국사업이 부진하며 실적이 좋지 않았다.

한화디펜스와 한화시스템의 경우 인수과정에서 지불한 프리미엄에 대한 상각으로 연간 100억원 정도의 비용이 발생한다.

K-9 자주포 수출의 경우 훈련장 사고까지 겹치며 부담이 가중되었다. 그러나 4Q17부터 수출이 재개되며 내년 이후 물량도 대기 상태에 있다. 성능이나 가격 면에서 현존하는 가장 경쟁력 있는 자주포 임에 틀림없다. 아울러 이연되었던 한화시스템의 전술정보통신체계(TICN) 프로젝트도 4Q17에 반영될 것으로 보인다.

대부분의 비용 요인들이 내년에도 지속될 수 있는 부담이 있지만 주가에 기반영된 것으로 판단된다. 눈높이를 낮추면 K-9 자주포 수출, 기존 사업부문의 회복 등이 이익 성장 요인이 될 수 있다. 물론 가장 중요한 것은 이익의 회복 속도이다.

〈도표10〉 K-9 자주포



자료: 한화테크윈, 한양증권 리서치센터

〈도표11〉 한화테크윈의 CCTV



자료: 한화테크윈, 한양증권 리서치센터

LIG넥스원

LIG넥스원은 유도무기 해외수출 지연, 각종 투자에 의한 개발비와 총당금 증가, 정부의 천궁(M-SAM) 성능개량사업 재검토 등이 영향을 미쳤다.

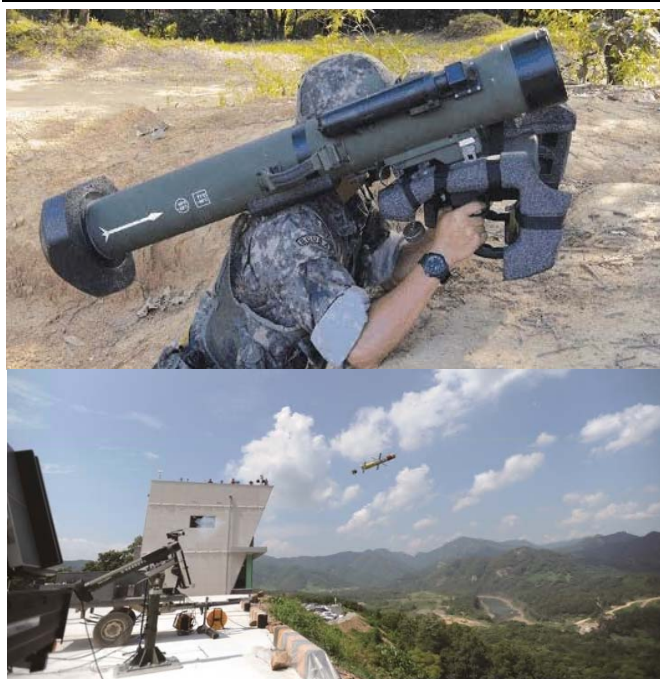
유도무기 해외수출의 경우 애초에 많은 변수가 있지만 시장의 기대치와 맞지 않았다. K-9 자주포나 K-2 전차 등의 사례를 보더라도 무기 수출은 수출국의 정치상황이나 예산 문제 등으로 오랜 시간이 소요되며 중간에 많은 변수를 포함한다. LIG넥스원도 2015년 상장 때부터 언급되었던 프로젝트가 지금까지 지연되고 있지만 무기 수출에서는 일반적인 상황이며 눈높이를 낮출 필요가 있었다.

각종 투자는 국내 유도무기와 레이더 사업에서 동사가 중추적인 역할을 하고 있어 필연적이다. 그러나 유일하게 방산 매출액이 100%인 동사의 이익변동성은 타사에 비해 낮을 것으로 시장은 기대한다. 최근에 동사는 올해 영업이익이 1,170억원에서 468억원으로 감소할 것이라는 정정공시를 냈다. 매년 4분기마다 총당금 이슈가 발생했는데 올해도 같은 모양이다.

정부의 천궁 성능개량사업 재검토는 최근 방위사업추진위원회를 통해 양산재개 판정을 받았다. 정부가 구상하는 자주국방과 국내 전략무기 체계가 다른 점들은 협의를 통해 맞춰 나갈 수 있다는 점을 보여줬다.

각종 우려를 반영해 최근 주가는 작년 평균 대비 -31.8% 하락했다. 대부분의 우려들이 주가에 기반형되었다. 올해 실적 베이스가 낮아진 만큼 내년에는 기저효과가 있을 수 있으며 정부의 추가 투자계획 발표나 유도무기 수출 등이 나온다면 분위기가 전환될 수 있다.

〈도표12〉 올해 양산이 시작된 보병용 중거리 유도무기 현궁



자료: LIG넥스원, 한양증권 리서치센터

〈도표13〉 KAMD의 핵심 지대공 미사일 천궁



자료: LIG넥스원, 한양증권 리서치센터

중소형 방산주

휴니드

TICN(Tactical Information Communication Network, 차세대 군 전술정보통신체계) 프로젝트는 노후화된 육군의 통신체계를 현대전에 맞게 업그레이드하는 사업이다. 총 예산 5.4조원으로 육군 역대 최대 단일 사업이다.

휴니드는 LIG넥스원, 한화시스템과 더불어 3대 주요사업자이다. HCTRS(High Capacity Trunk Radio System, 다용량 무선전송체계)를 생산하며 향후 7~8년 동안 1.1 ~ 1.4조원의 사업규모를 담당하게 된다.

4Q16에 HCTRS의 초도 납품을 통해 TICN 관련 매출만 1,242억원이 반영되었다. TICN을 제외한 2016년 매출액이 547억원임을 감안하면 TICN을 통해 회사가 레벨업되었다고 볼 수 있다.

그러나 올해 TICN 관련 계약은 계속적으로 순연되어 아직 협의가 진행 중이다. LIG넥스원이나 한화시스템에 비해 규모가 작은 동사는 작년 초도양산을 통해 늘어난 고정비로 연간 적자를 지속하고 있다. 상대적으로 작은 규모 상 영향이 클 수 밖에 없다.

하지만 오랜 기다림의 끝이 보인다. 국방 예산은 소진될 수 밖에 없고 양산이 시작된 TICN은 중단될 수 없다. 단일 무기가 아니라 통신체계이기 때문에 더욱더 중단 가능성이 낮다. 일부만 양산되고 멈춘다면 납품된 통신체계는 쓸모가 없어지기 때문이다.

이의 동사는 미국의 보잉이 2대 주주로 지분을 보유하고 있다. 지속적인 협력 관계로 보잉의 군수부문에 전자부품을 납품하고 있다. 작년 168억원 규모의 치누크 헬기(H-47) 부품 공급계약을 맺었으며 올해는 119억원 규모로 오스프리(V-22) 수직이착륙기 부품 공급계약을 맺었다. 두 모델 납품 부품에 대해서는 독점성을 갖고 있다. 부품의 범위와 종류는 추가로 늘어날 수 있다. 아울러 협력관계가 지속되면 향후 보잉의 민수 부문으로도 진출이 가능해 보인다. 국내 민항기 부품업체들은 외관 위주의 기체부품이 대부분이며 전자부품 납품이 가능한 업체는 동사가 거의 유일하다. 추가적 성장동력이 될 것이다.

아이쓰리시스템

아이쓰리시스템은 적외선 영상센서 전문업체이다. 적외선 영상센서는 기술 난이도가 높아 상용 양산하는 나라가 전세계 7개국 정도 밖에 없다. 동사는 LIG넥스원의 유도무기에 적외선 영상센서를 납품한다. 현군이 양산되며 매출이 본격적으로 상승하고 있다.

최근 납품이 재개된 수리온의 3차 양산에 적외선 센서가 들어갈 예정이다. 금액은 크지 않겠지만 항공무기에 처음으로 탑재된다는데 큰 의미가 있다. 아울러 LIG넥스원의 유도무기 수출이 확장된다면 추가적 성장을 기대할 수 있다.

아울러 민수용 적외선 영상센서는 의료, 우주항공, 보안, 소방, 자동차, 건설, IT 등 사용 범위가 다양하고 파생 기술 영역이 넓다. 회사의 성장 속도에 따라 다양한 시장에 진출할 수 있다.

〈도표14〉 TICN HCTRS(우)와 탑재 운용차량



탑재 운용차량

무전기

자료: 휴니드, 한양증권 리서치센터

〈도표15〉 HCTRS 운용개념도



자료: 휴니드, 한양증권 리서치센터

〈도표16〉 수송헬기의 대명사 치누크(CH-47)



- CH-47 '치누크' 제원
- 제작사 보잉
 - 중량 10.1t
 - 최대 이륙중량 약 22.6t
 - 무장 M-60D 7.62mm 기관총 3정
 - 수송능력 화물 10t, 완전무장 병력 33명(들것 24개)

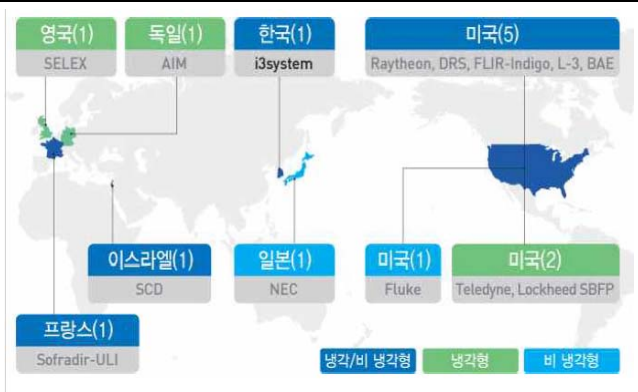
자료: 세계일보, 한양증권 리서치센터

〈도표17〉 수직이착륙기 오스프리(V-22)



자료: 구글, 한양증권 리서치센터

〈도표18〉 세계 적외선 센서 양산 현황



자료: 아이쓰리시스템, 한양증권 리서치센터

〈도표19〉 적외선 영상센서 적용 분야



자료: 아이쓰리시스템, 한양증권 리서치센터

국방예산은 소진될 수 밖에 없다

정권이 교체되면 기존 진행사업들의 현황을 파악하고 후속 계획 수립을 위해 장단점을 점검하는 것이 당연하다. 그러나 올해는 탄핵 정국으로 이례적인 5월 대선이 치뤄졌다. 정권 인수인계 시간이 거의 없었다. 정책 수립을 위해 각종 방산 프로젝트들이 지연되었다. 방위사업청 발주가 대부분 연기되고 사업타당성 재검토가 진행된 프로젝트들도 여러 건 있었다.

그러나 국방예산은 소진될 수 밖에 없다. 세금은 걷히고 예산은 세워진다. 최근 국회 국방위원회를 통해 2018년 국방예산안이 심의를 통과했다. 올해 예산이 소진되지 않으면 내년 예산을 집행하기 힘들다. 올해 남은 기간 동안 미뤄져왔던 예산 설정 프로젝트들이 승인될 것이다.

2018년 국방예산안은 43조 1,177억원으로 전년비 +6.9% 증액되었다. 전력운영비는 29조 6,352억원으로 +5.3% 증가한데 반해 방위력개선비는 13조 4,825억원으로 +10.5% 증가했다. 방위력개선비 요구안 주요 내용에서는 북핵과 대량살상무기(WMD) 위협 대비 예산이 4조 3,359억원으로 전년비 +13.7% 증가했고 국지도발 위협 대비 예산이 1조 6,189억원으로 전년비 +22.4% 증가했다.

방위력개선비 세부내역 중에서 큰 프로젝트를 살펴보면 TICN 예산이 5,483억원(+48.0% yoy), 사단정찰용무인항공기 1,359억원(+56.6% yoy), K-2전차 2,333억원(-32.3% yoy), 차륜형장갑차 1,458억원(+510.9% yoy), K-9 자주포 5,415억원(-10.2 yoy), 230mm급 다련장 5,628억원(+14.5% yoy) 등이다.

항공기사업 관련 예산 중에서는 소형무장헬기 R&D 1,002억원(+8.7 yoy), 보라매사업 R&D 4,108억원(+35.6% yoy), 한국형기동헬기 후속양산 5,094억원(-10.4% yoy), 상륙기동헬기 1,164억원(+37.1% yoy), 공중급유기 4,092억원(+118.9% yoy) 등이 있다.

유도무기 관련 예산 중에는 장거리대공유도무기(L-SAM) R&D 937억원(-17.8% yoy), 현무 2차 성능개량 R&D 1,429억원(+25.0% yoy), 중거리지대공유도무기(천궁, M-SAM) 2,214억원(-20.3% yoy), 현무 2차 성능개량 3,049억원(+9.3% yoy), 보병용중거리유도무기 1,936억원(+781.4%), 철매-II 성능개량 1,708억원(+3,316.5% yoy) 등이 있다.

〈도표20〉 2018년 국방예산안

(단위: 억원, %)

정부 일반회계	'17	'18	증감	yoy
국방예산	403,347	431,177	27,830	6.9%
전력운영비	281,757	296,352	14,975	5.3%
방위력개선비	121,590	134,825	12,855	10.6%

자료: 국회 예산결산처, 한양증권 리서치센터

〈도표21〉 2018년 무기체계별 국방예산안

(단위: 억원, %)

구분	'17 예산	구성비	'18 예산안	구성비	증감 증감액	yoy
계	121,970	100%	134,825	100%	12,855	10.5%
지휘정찰사업	11,424	9.4%	13,413	9.9%	1,989	17.4%
기동화력사업	22,817	18.7%	23,800	17.7%	983	4.3%
함정사업	19,061	15.6%	21,755	16.1%	2,693	14.1%
항공기사업	29,077	23.8%	33,973	25.2%	4,896	16.8%
유도무기사업	23,968	19.7%	25,386	18.8%	1,418	5.9%
방위사업정책지원	14,444	11.8%	15,338	11.4%	894	6.2%
방위사업행정지원	1,099	0.9%	1,083	0.8%	-16	-1.5%
내부거래지출	80	0.1%	78	0.1%	-2	-2.3%

자료: 국회 예산결산처, 한양증권 리서치센터

〈도표22〉 2018년 주요 사업별 국방예산안

(단위: 억원, %)

단위사업	세부사업	'17 예산	'18 예산안	증감액	yoy
지휘정찰연구개발	425 사업(R&D)	445	1,068	623	140.0%
지휘정찰 양산/구매	전술정보통신체계(TICN)	3,705	5,483	1,778	48.0%
	사단정찰용무인항공기	868	1,360	492	56.6%
기동화력 양산/구매	K-2 전차	3,445	2,333	-1,112	-32.3%
	차륜형장갑차	239	1,459	1,220	510.9%
	K-9 자주포	6,031	5,416	-615	-10.2%
	230mm 급다련장	4,915	5,628	713	14.5%
함정 양산/구매	울산급 Batch-II	2,805	4,130	1,325	47.3%
	장보고-III Batch-I	3,595	4,253	658	18.3%
항공기 연구개발	소형무장헬기(R&D)	922	1,002	80	8.7%
	보라매(R&D)	3,030	4,108	1,078	35.6%
항공기 양산/구매	공중급유기	1,870	4,092	2,222	118.9%
	한국형기동헬기 후속양산	5,686	5,094	-591	-10.4%
항공기 대정부국외획득	F-35A	9,871	13,025	3,154	32.0%
	대형공격헬기(AH-64E)	2,274	1,855	-419	-18.4%
	KF-16 성능개량	1,093	1,546	453	41.4%
유도무기 연구개발	장거리지대공유도무기(R&D)	1,141	938	-203	-17.8%
	현무 2 차 성능개량(R&D)	1,144	1,430	286	25.0%
유도무기 양산/구매	전투예비탄약	3,588	3,373	-215	-6.0%
	중거리지대공유도무기(천궁 MSAM)	2,780	2,215	-565	-20.3%
	보병용중거리유도무기	220	1,936	1,717	781.4%
	철매-II 성능개량	50	1,708	1,658	3316.5%
	현무 2 차성능개량	2,789	3,049	260	9.3%
유도무기 대정부국외획득	파트리어트 요격미사일(GEMT)	493	-	-493	종료
	중거리공대공유도탄	407	494	87	21.3%
	파트리어트 성능개량	2,837	3,755	918	32.4%

자료: 국회 예산결산처, 한양증권 리서치센터

방위산업 2018, 맞을 만큼 맞았다

문재인 대통령은 GDP 대비 2.4% 수준인 국방비를 임기 내에 2.9%로 올리겠다고 밝혔다. 야권은 증액된 전체 예산안을 펴주기로 정리하며 비난하지만 유일하게 동조하는 부분이 국방비 증액이다.

공약이 이행된다면 현재 40조원 규모인 국방예산은 2022년 60조가 된다. 병사월급도 두 배가 되고 무기 수입도 급증으로 미국도 이득을 보겠지만 당연히 가장 큰 수혜는 국내 방산업체이다. 전력운영비보다 방위력 개선비 증가율이 더 클 것이고 국내 방산 기술이 고도화 됨에 따라 수입 물자는 꾸준히 국산화 될 것이기 때문이다.

맞을 만큼 맞았다. 정부가 강한 군대, 자주 국방의 입장을 피력하고 있다. 방산업체와 프로젝트들에 대한 검증이 끝나가고 있어 내년부터는 환경이 변화될 것이다. 새로운 도약이 예상된다.

■ 건설장비 2018 – 2017년만 갈아라

2017 Review, 이보다 더 좋을 순 없다

2017년 건설장비 업계는 최고의 한 해를 보냈다. 건설장비 시장의 잣대가 되는 중국 굴삭기 판매량이 역대 최대인 전년대비 100% 성장했다. 굴삭기는 건설장비 시장의 절반을 차지하고 중국시장은 단일국가로는 최대시장이며 선진시장과 신흥시장의 중간 색깔을 가지고 있어 중국 굴삭기는 건설장비 시장 동향의 지표가 된다.

중국 굴삭기 판매량은 2011년 17만 3천대(블룸버그 데이터 기준*)로 역대 최대치였지만 연간 판매량 증가율은 올해가 최대였다. 2010년 판매량은 16만 3천대였고 전년대비 성장률은 +75.6% yoy로 기존 최고치였다. 2017년은 10월까지 누적 판매량이 10만 5천대로 전년대비 +106.4%의 역대 최대 성장률을 기록했다. 월별로도 고르게 성장해 매월 전년대비 +100% 내외의 성장을 보였다.

〈도표23〉 최근 10년 중국 굴삭기 판매량

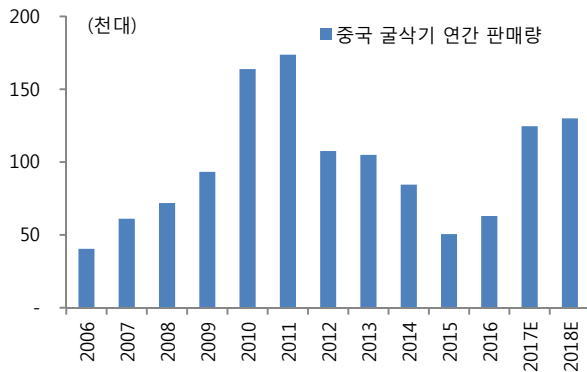
(단위: 대, %)

순월	연도	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	합계
1/29	'06	1,695	3,593	7,227	5,354	4,045	2,721	1,960	2,259	2,669	2,804	3,196	2,917	40,440
2/18	'07	2,560	2,692	10,773	9,766	5,910	3,993	3,016	3,347	4,035	4,862	5,342	4,810	61,106
2/07	'08	3,556	5,748	16,179	11,364	6,940	5,150	3,918	3,745	4,696	3,948	3,348	3,336	71,928
1/26	'09	2,155	8,318	13,172	10,624	7,236	6,479	5,651	6,172	7,789	8,635	8,595	8,500	93,326
2/14	'10	7,910	8,531	29,903	21,569	15,986	11,555	8,702	8,594	11,393	12,128	14,150	13,420	163,841
2/03	'11	10,886	20,358	43,685	26,698	13,956	9,967	7,397	7,483	8,373	8,567	8,426	7,971	173,767
1/23	'12	4,876	15,147	22,371	14,516	10,166	7,614	5,310	4,817	5,096	5,479	5,883	6,307	107,582
2/10	'13	4,324	5,521	20,792	15,470	10,835	7,722	5,726	5,714	6,385	6,944	7,576	7,916	104,925
1/31	'14	4,112	9,034	19,297	12,478	7,408	5,764	4,231	4,010	4,145	4,500	4,676	4,918	84,573
2/19	'15	3,165	2,272	11,084	8,048	4,886	3,564	2,612	2,532	2,704	3,009	3,282	3,460	50,618
2/08	'16	2,486	3,219	13,109	6,466	4,786	3,658	3,094	3,863	4,856	5,345	5,939	6,172	62,993
1/28	'17	3,948	13,918	20,587	13,673	10,491	8,226	6,997	7,957	9,530	9,670			104,997
2/16	'18E													130,000
평균(07~16)		4,603	8,084	20,037	13,700	8,811	6,547	4,966	5,028	5,947	6,342	6,722	6,681	97,466
전 년 비 (%)	'07	51.0	-25.1	49.1	82.4	46.1	46.7	53.9	48.2	51.2	73.4	67.1	64.9	51.1
	'08	38.9	113.5	50.2	16.4	17.4	29.0	29.9	11.9	16.4	-18.8	-37.3	-30.6	17.7
	'09	-39.4	44.7	-18.6	-6.5	4.3	25.8	44.2	64.8	65.9	118.7	156.7	154.8	29.7
	'10	267.1	2.6	127.0	103.0	120.9	78.3	54.0	39.2	46.3	40.5	64.6	57.9	75.6
	'11	37.6	138.6	46.1	23.8	-12.7	-13.7	-15.0	-12.9	-26.5	-29.4	-40.5	-40.6	6.1
	'12	-55.2	-25.6	-48.8	-45.6	-27.2	-23.6	-28.2	-35.6	-39.1	-36.0	-30.2	-20.9	-38.1
	'13	-11.3	-63.6	-7.1	6.6	6.6	1.4	7.8	18.6	25.3	26.7	28.8	25.5	-2.5
	'14	-4.9	63.6	-7.2	-19.3	-31.6	-25.4	-26.1	-29.8	-35.1	-35.2	-38.3	-37.9	-19.4
	'15	-23.0	-74.9	-42.6	-35.5	-34.0	-38.2	-38.3	-36.9	-34.8	-33.1	-29.8	-29.6	-40.1
	'16	-21.5	41.7	18.3	-19.7	-2.0	2.6	18.5	52.6	79.6	77.6	81.0	78.4	24.4
	'17	58.8	332.4	57.0	111.5	119.2	124.9	126.1	106.0	96.3	80.9			106.4
	'18E													4.0

자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터 * 이태릭체는 %

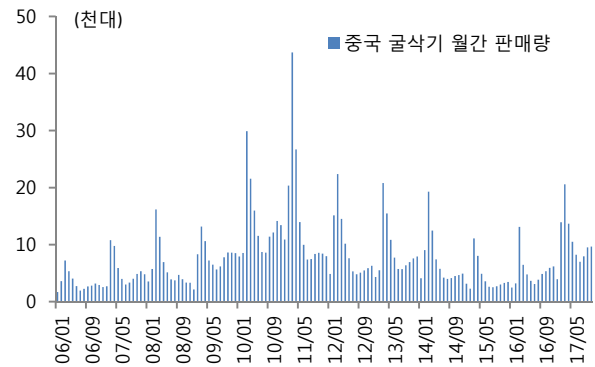
* 블룸버그 중국 굴삭기 전체 판매에서 수출 판매를 차감한 수치로 중국공정기계협회 집계와 소폭의 차이가 있을 수 있지만 그 차이는 크지 않음

〈도표24〉 중국 굴삭기 연간 판매량



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표25〉 중국 굴삭기 월간 판매량



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

국내 주요 건설장비 업체인 두산인프라코어, 현대건설기계, 두산밥캣 3사의 최근 주가 평균은(11월 1일부터 20일) 전년 동기 대비(두산인프라코어는 전년 동기, 현대건설기계와 두산밥캣은 공모가 대비) +53.0% 상승했다.

두산인프라코어는 동기 상승률이 +16.3%로 상대적 약세였지만 2016년 코스피 최대 상승 종목(+100.5%)였던 점과 5천억원 규모의 신주인수권부사채를 발행한 것을 감안하면 충분한 상승이었다.

현대건설기계는 올해 5월 10일 현대중공업 분할로 신규상장했으며 수정시초가는 78,063원(시초가 15만5천원)이었다. 최근 주가는 시초가 대비 +125.4% 상승하며 대박을 냈다. 공모가가 워낙 낮기도 했지만 시장 호조와 함께 현대중공업 시절에 가려져 있던 성장성이 드러나며 호평을 받았다.

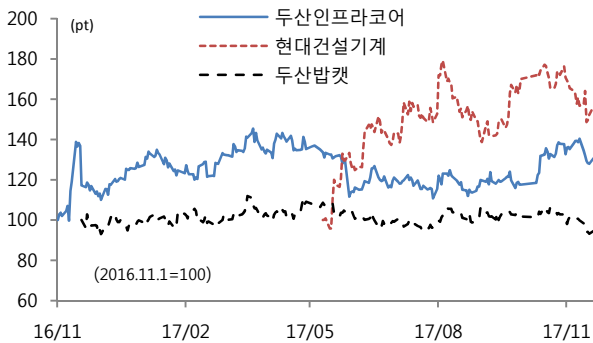
두산밥캣은 우여곡절 끝에 2016년 11월 18일 상장했다. 최근주가는 공모가 3만원 대비 +17.2% 올랐지만 건설장비 업황에 비하면 아쉬운 수준이다. 주력사업인 컴팩트 건설장비는 신흥국 수요가 아직 형성되지 않았고 선진시장의 추가 성장도 더뎠다.

중소형 건설장비주인 디와이파워, 진성티이씨, 대창단조 3사를 포함하면 동기 평균 주가는 +83.3% 상승했다. 디와이파워가 가장 큰 실적 턴어라운드를 보여주며 +238.0% 성장했고 진성티이씨 +63.3%, 대창단조 +39.6% 상승했다.

주요 해외 건설장비 업체도 호조를 거듭했다. 동기 캐터필러 +53.8%, 테렉스 +72.5%, 존디어 +48.9%, 볼보 +71.5%, 히타치건설기계 +72.6%, 고마츠 +55.9%, 구보타 +23.7%, 싸니 +30.9%, 수저우건설기계 +11.2%로 대부분의 회사가 급증세를 보였다.

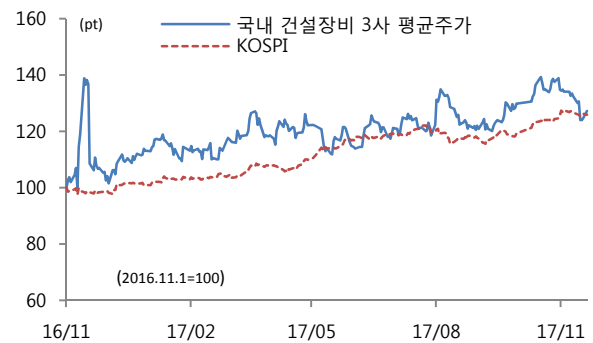
특징적인 것은 중국시장의 회복세가 컸지만 글로벌 메이저 업체와 대형 위주의 건설장비 업체 수혜가 더 컸다는 점이다. 시장이 회복된 시기라 선두그룹(top-tier)의 업체 위주로 수요가 몰렸을 것이고 2선그룹(2th-tier) 업체들은 업황 침체가 과도한 구조조정으로 시장 대응이 늦었을 것이다.

〈도표26〉 국내 건설장비 3사의 최근 1년 주가 추이



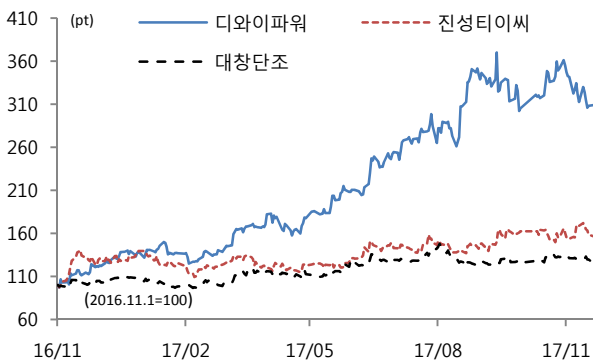
자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표27〉 코스피와 국내 건설장비 3사 평균주가 추이



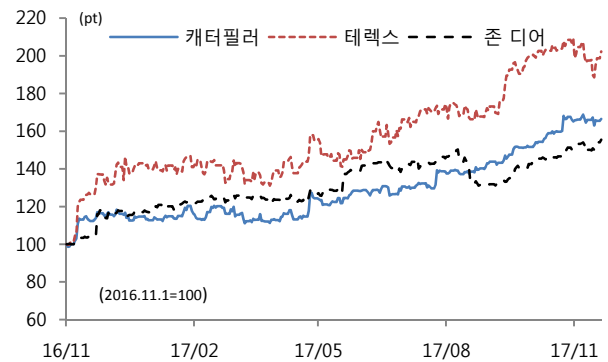
자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표28〉 국내 건설장비 부품 3사의 최근 1년 주가 추이



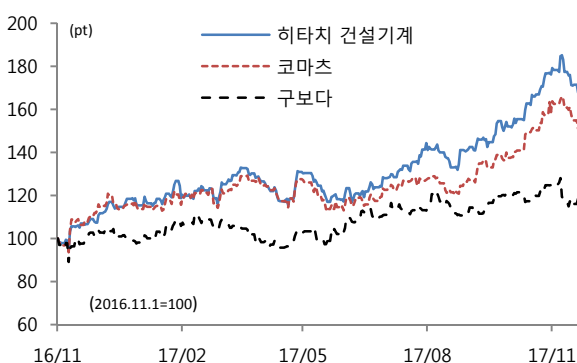
자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표29〉 미국 건설장비 3사의 최근 1년 주가 추이



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표30〉 일본 건설장비 3사의 최근 1년 주가 추이



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표31〉 중국 건설장비 2사의 최근 1년 주가 추이



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

낮아질 성장률

당연한 이야기지만 2018년 성장률은 올해보다 줄어든다. 올해 중국 굴삭기 판매량은 12만 5천대 수준에서 마감될 것으로 전망된다. 이는 역대 연간 판매량에서 세번째에 해당하는 기록이다. 2018년 성장률은 많아 봐야 20%를 넘을 수 없을 것으로 본다.

올해 수준 정도로 예측하는 것이 무난해 보인다.

12만 5천대는 적은 숫자가 아니다. 올해는 춘절이 1월 28일로 빨랐지만 내년은 2월 16일이다. 통상 춘절이 빠를수록 성수기 진입이 빠르고 2월부터 판매량이 늘어난다. 성수기인 3~5월 판매량의 성패가 춘절 기간 이후부터 시작된다. 2017년은 이른 춘절로 성수기가 빨랐고 기저효과 폭도 컸지만 내년은 효과를 기대하긴 힘들다.

여전할 훈풍, 중국과 신흥국 호조 지속 예상

그러나 훈풍은 여전할 것이다. 역기저효과의 우려가 있음에도 시장을 최소 작년 수준으로 예상한다. 2014년부터 2016년까지 침체되었던 수요의 이연물량과 2010년부터 2013년까지 호황기에 판매된 물량의 교체수요까지 감안하면 과거와 같은 수요 급감은 없을 것이다. 여기에 일대일로와 숭안 신도시 건설 투자도 수요를 증가시킬 것이다.

일대일로(一帶一路)는 중앙아시아와 유럽을 잇는 육상 실크로드(일대)와 동남아시아와 유럽, 아프리카를 연결하는 해상 실크로드(일로)를 뜻하는 말로 시진핑이 2013년 9월 중앙아시아 및 동남아시아 순방에서 처음 제시한 전략이다.

중국이 패권을 쥐기 위한 전략일 수 있지만 육상과 해상 실크로드 주변의 60여 개국을 포함한 거대 경제권이 구성되면 중앙아시아, 유럽, 아프리카의 국가들이 상생할 수 있어 참여가 활발한 편이다. 2049년 완성을 목표로 인프라 건설 규모는 1조 400억위안(약 185조 원)으로 추정된다.

자금 마련을 위해 AIIB(아시아인프라투자은행)이 설립되었다. 메이저 건설장비 업체들이 실적발표를 통해 중국과 신흥국 시장에 일대일로 효과가 반영되고 있다고 밝혔다.

〈도표32〉 중국 육상, 해상 실크로드인 일대일로



자료: 연합뉴스, 한양증권 리서치센터

〈도표33〉 AIIB 개요

AIIB 개요 ※출처: 기획재정부

설립목적	미·일 주도의 국제개발은행에 대응해 중국 주도로 아시아 인프라 개발 위해 설립
자본금	1000억달러(초기 청약자본금 500억달러)
지배구조	총회, 이사회, 사무국으로 구성
본부	중국 베이징
운영방식	융자·지급보충·지분투자 등 통해 아시아 인프라 개발자금 지원
참여국	방글라데시, 브루나이, 캄보디아, 인도, 인도네시아, 요르단, 카자흐스탄, 쿠웨이트, 라오스, 말레이시아, 몰디브, 몽골, 미얀마, 네덜란드, 뉴질랜드, 오만, 파키스탄, 필리핀, 카타르, 사우디아라비아, 싱가포르, 스리랑카, 타지키스탄, 태국, 우즈베키스탄, 베트남, 스위스, 룩셈부르크, 프랑스, 독일, 이탈리아, 영국, 한국 (26일 현재 34개국)
참여검토국	호주

AIIB 추진 경과 및 향후 일정 ※출처: 기획재정부

2013년 10월	시진핑 중국 국가주석, AIB 설립 의사 표명
2014년 10월	인도·몽골 등 21개국 MOU 서명
2015년 3월12일	영국, G7 국가 중 처음으로 참가 표명
2015년 3월27일	한국, 가입 선언
2015년 3월 말	창립회원국 모집 마감
2015년 6월	협정문 서명
2015년 하반기	창립회원국 국가별 비준 절차 진행
2015년 말~2016년 초	AIB 공식 출범

자료: 이투데이, 한양증권 리서치센터

성장이 없어도 성장, 중대형으로 믹스 변화

중국의 올해 1월에서 10월까지 지역별 굴삭기 판매량을 살펴보자. 올해 전체 성장률은 작년 동기대비 +106.4%였다. 전년비 판매량이 가장 많이 증가한 곳은 내몽골자치구 +231.7%, 하북성 +214.0%, 길림성 +178.9%, 요녕성 +171.7%, 안휘성 +157.3%, 귀주성 +135.4%, 호남성 +133.2% 순이다.

판매량 증가 상위 네 지역 모두 북부지방으로 광산 경기 호조의 영향을 받은 것으로 보인다. 하북성은 베이징의 위성도시인 숭안 신도시 건설의 영향이 추가되었을 것이다.

원재자 가격이 바닥을 찍고 회복세를 보였다. 최근 아연 가격 평균(11월 1일부터 20일)은 전년 동기 대비 +28.0%, 구리 가격은 +28.6% 상승했다. 작년 평균 가격 대비로는 각각 +52.4%, +40.6%였다.

아울러 중대형 굴삭기 판매량이 증가할 것이다. 2008년부터 2012년까지 5년간 중국 굴삭기 판매에서 중대형 굴삭기가 차지하는 비중은 평균 57.3%였다. 그러나 2013년부터 시장이 꺾이며 2013년부터 2016년까지 중대형 시장은 평균 37.6%로 약 20%가 하락했다.

올해 10월까지 누적 판매량에서 중대형 굴삭기 비중은 37.9%로 2015년 32.0%, 2016년 33.1% 대비 확연한 성장을 보였다. 특히 대형 굴삭기 비중은 20.0%로 2012년 이후 처음으로 20%를 회복했다.

원자재 가격이 회복세를 보이며 광산 경기가 돌아서면 중대형 건설장비의 교체수요가 가속화될 것이다. 내년 굴삭기 판매량이 올해 수준에 그치더라도 중대형 건설장비로의 믹스 변화로 ASP와 각 사별 매출액이 증가할 수 있다.

〈도표34〉 중국 지도



자료: google, 한양증권 리서치센터

〈도표35〉 중국 지역별 굴삭기 판매량과 전년비

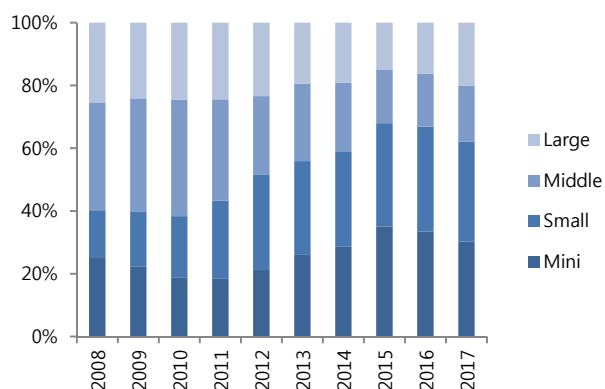
	2017	yoy	2016	yoy
내몽골	2,647	231.7%	798	32.6%
하북성	3,828	214.0%	1,219	21.9%
길림성	1,244	178.9%	446	-22.0%
요녕성	1,266	171.7%	466	-21.2%
안휘성	7,033	157.3%	2,733	23.3%
귀주성	5,412	135.4%	2,299	20.7%
호남성	6,139	133.2%	2,633	9.3%
평균		106.4%		24.4%

자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

(단위: 대, %)

* 1~10월 누적 판매량 기준

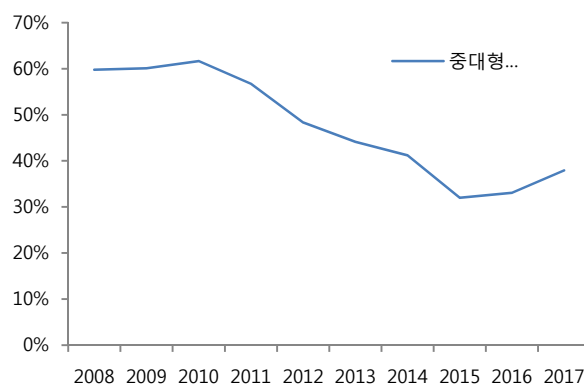
〈도표36〉 연도별 중국 굴삭기 판매량 추이



자료: Bloomberg, 각 사, 한양증권 리서치센터

* 2017년은 10월까지 누적치

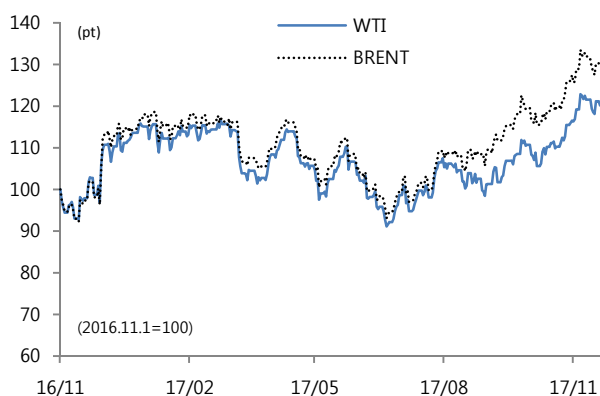
〈도표37〉 중국 굴삭기 중대형 비중 추이



자료: Bloomberg, 각 사, 한양증권 리서치센터

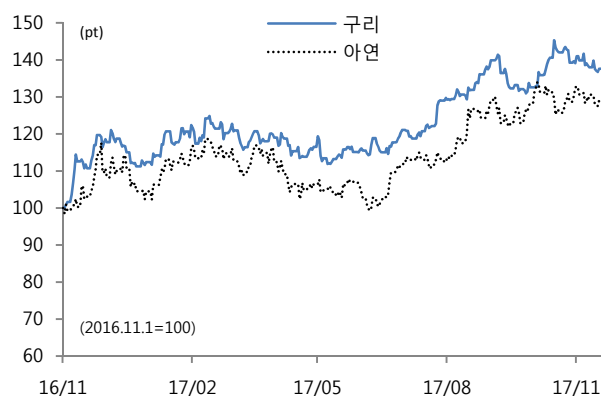
* 2017년은 10월까지 누적치

〈도표38〉 최근 1년 유가 추이



자료: Bloomberg, 각 사, 한양증권 리서치센터

〈도표39〉 최근 1년 구리, 아연 가격 추이



자료: Bloomberg, 각 사, 한양증권 리서치센터

의외의 성장이 나올 가능성도 있다

분명한 것은 시장 변수는 많고 예측은 어렵다는 것이다. 금융위기 이후 유가가 100달러를 상회하고 원자재 시장이 호조를 보이며 메이저 건설장비 업체들과 중국 로컬업체들은 경쟁적으로 캐파를 증설했다. 시장은 17만대까지 증가했지만 건설장비 업체들의 캐파는 30만대까지 증가했다. 이후 시장이 급랭했고 최근 몇 년은 모든 건설장비 업체들이 혹독한 구조조정을 단행했다.

올해 다시 회복기가 왔지만 대응이 늦은 중소기업보다 메이저업체들의 성과가 좋았다. 과거의 경험으로 아직 투기적 캐파 증설은 나오고 있지 않는 듯하다. 몇 년 고생한 건설장비 업체들이 시장을 과소평가하고 수급 균형이 이뤄지면 올해와 같은 호시장이 내년에도 펼쳐질 가능성이 있다.

겨울철 중국 철광석 일시적 감소와 늦은 춘절의 영향으로 겨울 동안 보수적 관점을 유지하다 3월부터의 회복 속도를 보고 투자 판단을 하는 것도 괜찮은 전략으로 보인다.

현대건설기계는 신흥국 유통망이 잘 갖춰져 있고 증자를 통해 중국과 인도법인 인수로 내년 매출액이 급증할 수 있다. 두산인프라코어도 중국 점유율을 유지하며 신흥국 판매 증가의 수혜를 누릴 것이다.

■ 플랜트/피팅 2018 – 조금 더 기다려 보자

2017 Review, 아쉬운 한 해

최근 WTI 유가 평균(11월 1일부터 20일)은 전년 동기 대비 +25.3%, 작년 평균 대비 +29.4% 상승했다. 그러나 국내 건설업체들의 해외건설 수주는 현재까지 233.9억달러(+0.0% yoy)로 전년동기 대비 성장이 없었다.

수주감소는 중동지역 발주 감소의 영향이 컸다. 중동에서의 수주는 2010년 472.5억 달러(+32.2% yoy)로 최고치를 찍었고 2010 ~2014년 연평균 342.3억 달러를 수주했다. 올해는 현재까지 105.2억 달러(+14.7% yoy)로 증가하긴 했지만 절대량이 부족하다.

유가 회복이 플랜트 수주로 이어지지 못했다. 여러가지 이유가 있겠지만 일단 유가의 절대 가격이 아직 산유국의 재정을 풍족하게 할 수준은 아닌 것으로 보인다. 글로벌 프로젝트가 줄어든 상황에서 업체 간의 경쟁은 심화되었다. 아울러 과거 몇 년 동안 저가수주 경쟁으로 대규모 손실 경험이 있는 국내업체들이 무작정 잔고를 채우기 보다는 수익성 위주의 보수적 영업을 하고 있는 것으로 판단된다.

2018, 조금 더 기다려 보자

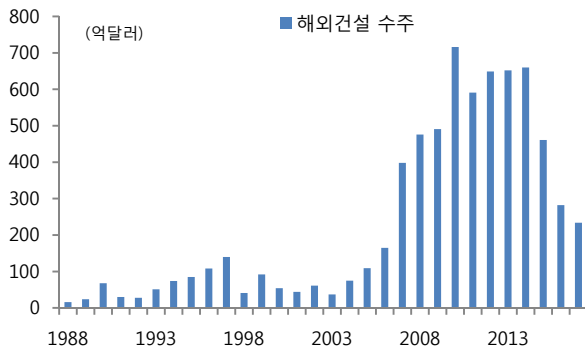
유가가 단기적으로 급상승하기는 어렵겠지만 바닥을 찍은 것은 이견이 없어 보인다. 전방시장에서도 지연된 프로젝트들이 쌓여가고 있다. 통상 3~4년 동안 발주가 줄어들면 전방산업의 생산성에 문제가 생긴다. 2015년부터 감익된 발주 감소로 한계업체들이 탈락되고 있다. 남아 있는 우량 업체들은 여러 차례 사이클을 경험하며 충분한 현금을 쌓아 두고 시장회복을 기다리고 있다.

다만 회복의 신호를 조금 더 기다려도 괜찮다고 본다. 상반기까지는 신규수주가 더디고 하반기부터 완만한 회복세를 예상한다. 기자재 업체들의 경우 건설업체가 리스크를 줄이기 위해 해외업체와의 컨소시엄 구성이 빈번해지며 구매 권한을 해외업체들에게 주는 경우가 많아 같은 수주금액에서도 발주 금액이 줄어드는 위험이 있다.

니치마켓에서 기회 찾기

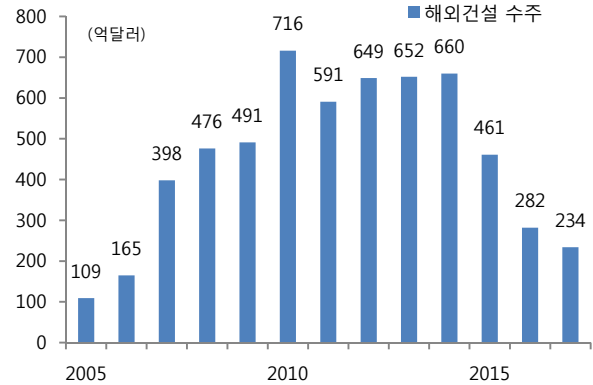
국내외 발전 시장에서 신재생에너지 비중은 지속 증가할 것이다. 그러나 국내에서 신재생에너지는 아직 메인 발전원이 아니다. 시장이 크게 열리지 않아 여러 군소업체가 난립해 있고 절대 강자가 없는 상황이다. 연말 8차 전력수급계획이 확정되면 내년부터 본격적인 투자가 진행될 것이다. 신재생 설비, 환경설비, 소규모 발전 플랜트, 특수공장 플랜트, 지열발전 등 다양한 분야의 니치마켓 업체들에서 투자 기회를 찾아볼 수 있을 것이다.

〈도표40〉 국내업체 해외건설 수주 추이 -1988년 이후



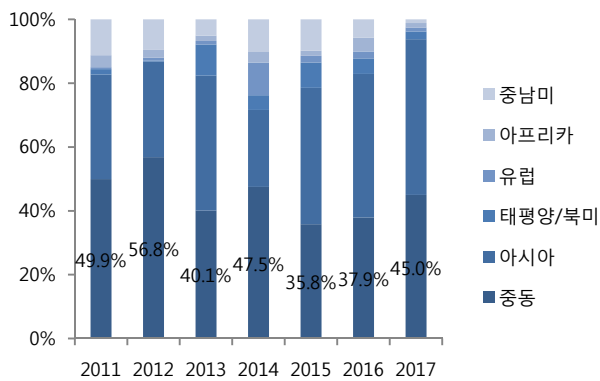
자료: 해외건설협회, 한양증권 리서치센터

〈도표41〉 국내업체 해외건설 수주 추이 -2005년 이후



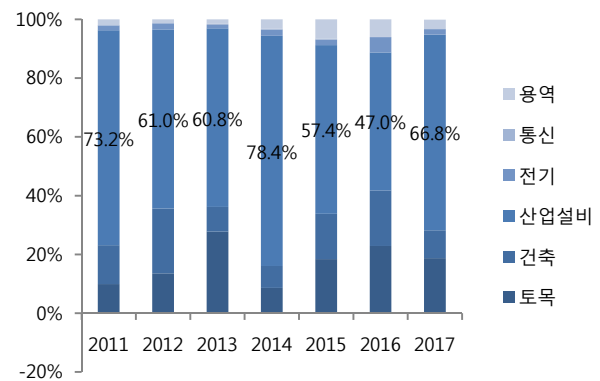
자료: 해외건설협회, 한양증권 리서치센터

〈도표42〉 국내업체 해외건설 수주 지역 비율 추이



자료: 해외건설협회, 한양증권 리서치센터

〈도표43〉 국내업체 해외건설 수주 분야 추이



자료: 해외건설협회, 한양증권 리서치센터

■ 공작기계 2018 – 글로벌 시장은 호조

2018, 글로벌 시장은 호조

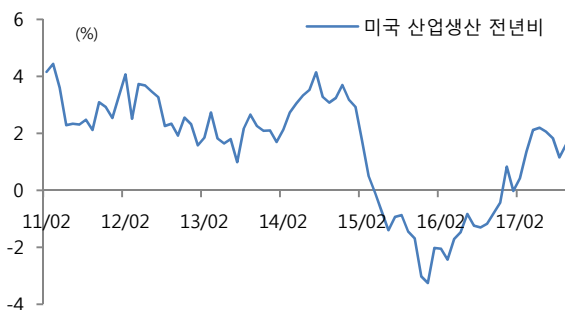
글로벌 경기 회복세의 영향으로 공작기계 업황도 살아나고 있다. 3Q17 주요국의 전년비 평균 산업 생산은 미국 +1.5%(+2.7%p yoy), 유로존 +3.7%(+2.8%p yoy), 독일 +4.5%(+4.0%p yoy)로 호조를 보였다.

동기 일본의 공작기계 수주는 +36.4%(+47.9%p yoy)로 급증했다. 공작기계 재고 지수도 155.6(+4.6% yoy)으로 증가했다. 일본은 공작기계 최대 수출국으로 글로벌 산업생산 경기 움직임의 가늠자 역할을 한다.

3Q17 중국의 공작기기 수입도 전년비 +22.6%(+41.8%p yoy)으로 급증했다. 반도체, 철강, 건설장비, 화학 등을 필두로한 글로벌 경기회복 흐름과 궤를 같이 하는 것으로 판단된다.

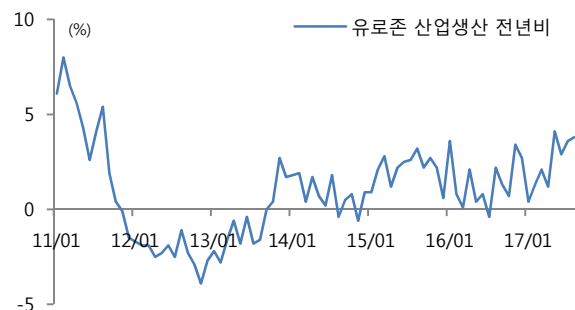
다만 국내 공작기계 업체들의 수출 비중이 높지 않고 일본, 독일 대비 하이엔드 제품에서 차이가 있어 수혜가 크지 않다. 수출비중이 70% 이상인 공작기계 절삭공구 제조업체인 와이지-원은 경기 호조의 수혜를 받을 것으로 기대한다.

〈도표44〉 미국 산업생산



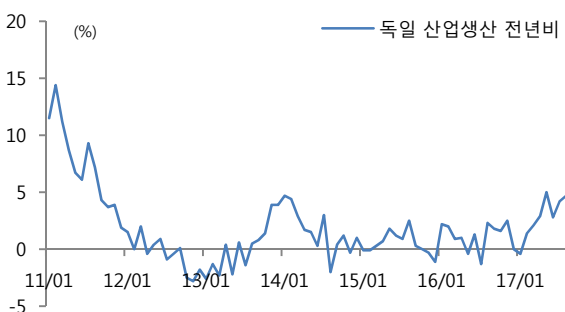
자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표45〉 유로존 산업생산



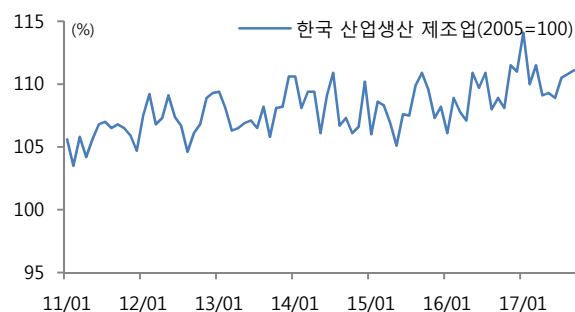
자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표46〉 독일 산업생산



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표47〉 한국 산업생산 제조업 지수



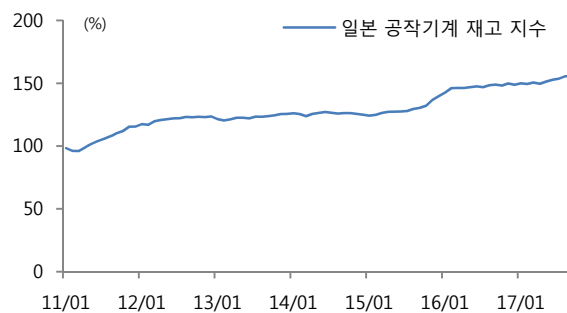
자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표48〉 일본 공작기계 수주



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표49〉 일본 공작기계 재고 지수



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

한국항공우주(047810)

- 회복만 남았다

▶ 매출인식 기준 변경으로 회계 조정

- 지난 2분기 실적발표와 함께 매출인식 기준을 변경하며 과거 재무제표를 전면 수정하였다. 3Q17 연결 실적은 매출액 4,772억원(-40.8% yoy) 영업이익 -913억원(적전 yoy)으로 쇼크를 기록했다. 완제기 매출은 대부분의 프로젝트 종료와 이라크 프로젝트 매출 차감으로 209억원(-92.1% yoy)에 그쳤다. 군수 부문도 수리온 납품 중단과 KF-X 매출인식 기준 변경으로 1,667억원(-34.5% yoy)으로 줄었다. 기체부품은 2,896억원(+0.7% yoy)으로 정상 납품되었다. 영업이익은 매출감소, 수리온 지체산금과 사업지연, 체계결빙 충당금 등이 737억원 발생했고 이라크 관련 충당금도 495억원 설정됐다.

▶ 회복만 남았다

- 나올 수 있는 악재는 대부분 나왔다. 검찰 조사 결과가 남았지만 과징금 납부 수준에서 마무리 될 것으로 예상된다. 최근 수리온 납품 재개가 확정되었고 매출인식 기준 변경은 시간이 지나며 영향이 감소한다. 4분기부터 점진적인 실적 정상화를 기대할 수 있다. 올해 목표 신규수주 6.5조원은 불가능해 보인다. 3분기 누적으로 1.6조원 수주했고 3~4조원에서 마무리될 것으로 보인다. 연말부터 내년까지 군수사업 2,550억원(관용헬기 및 후속지원) 완제기 수출은 약 4조원(APT, 이라크 CLS, T-50 보츠와나, 태국, 페루 KT-1 터키, 파라과이, 르완다, KUH 인도네시아 외), 기체부품 2조 3,500억원 수주가 예상된다. APT*는 내년 초로 미뤄지는 분위기이지만 여전히 유력한 후보이다.

▶ 매수 투자이견, 목표주가 7만원으로 분석재개

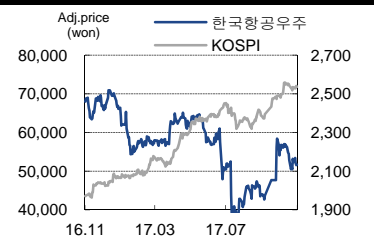
- 추정의 가시성이 낮아져 커버리지 제외한 바 있다. 대부분의 불확실성이 해소되어 매수 투자이견과 목표주가 7만원으로 분석을 재개한다. 목표주가는 내년 추정 EPS 1,778원에 타깃 PER 40배를 적용해 산정했다. 동사를 빼고는 국내 방산 및 항공산업의 틀을 구성할 수 없다. 2018년 기계주 top pick 으로 추천한다.

Rating	분석재개(매수)
Target Price	70,000원
Previous	-

■ 주가지표

KOSPI(12/01)	2,475P
KOSDAQ(12/01)	787P
현재주가(12/01)	49,050원
시가총액	47,811억원
총발행주식수	9,748만주
120일 평균거래대금	6,328억원
52주 최고주가	70,900원
최저주가	36,900원
유동주식비율	72.0%
외국인지분율(%)	18.5%
주요주주	한국수출입은행 (26.4%) 국민연금 (7.0%)

■ 상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	23,286	1,893	1,324	1,324	1,358	29.3	3.9	15.4	8.1%	13.9%	10.9%
2015A	30,397	3,797	2,592	2,592	2,659	29.4	6.3	17.1	12.5%	23.4%	17.2%
2016A	29,463	3,201	2,648	2,648	2,717	24.7	4.5	16.5	10.9%	19.9%	12.2%
2017F	22,846	-863	-998	-998	-1,024	-50.5	3.9	285.2	-3.8%	-7.3%	-2.9%
2018F	26,155	2,282	1,733	1,733	1,778	29.1	3.6	16.6	8.7%	12.9%	9.5%

자료: 한국항공우주, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 연결 기준.

* **APT 사업:** APT(Advanced Pilot Training)사업은 미 공군이 진행 중인 차세대 훈련기 도입 사업으로 동사는 록히드 마틴과 T-50의 업그레이드 버전인 T-50A로 입찰에 참여한다. 올해 연말 업체선정이 확정될 전망이며 선정 시 올해 예상 신규수주는 0.5조 원, 1차분 350대(10조원 내외) 수준이며 향후 1,000대까지 소요가 증가할 전망이다.

〈도표50〉 정정공시 수정 손익내역

수정 손익계산서 ('13년~'16년)

단위 : 억원

구 분	당 초				수 정				증 감			
	매출액	영업 이익	당기 순이익	순자산	매출액	영업 이익	당기 순이익	순자산	매출액	영업 이익	당기 순이익	순자산
2013년	20,163	1,246	904	9,616	19,833	707	365	9,042	-331	-538	-538	-573
2014년	23,149	1,613	1,111	10,367	23,286	1,893	1,324	10,007	137	281	213	-360
2015년	29,010	2,857	1,806	11,719	30,397	3,797	2,592	12,144	1,387	940	786	426
2016년	31,007	3,150	2,681	14,063	29,463	3,201	2,648	14,456	-1,543	51	-33	393
계	103,329	8,864	6,502		102,979	9,599	6,929		-350	734	427	

'17년 상반기 실적

단위 : 억원

구 분	'17년 10			'17년 20	'17년 상반기
	기존	변경	증감		
매출액	7,118	5,873	-1,245	5,451	11,324
영업이익(손실)	977	110	-867	-383	-273
당기순이익(손실)	371	-280	-651	-152	-432

자료: 한국항공우주, 한양증권 리서치센터 *K-IFRS 연결 기준

〈도표51〉 사업부별 수주현황 및 수주잔고

(단위: 억원, %)

구 분	2017년 목표	2017년 3Q	2017년 3Q 누적
군 수 사 업 (T-50/KUH계열, 군수기타)	2,548	236	534
완제기수출 (T-50/KT-1 수출, 완제기기타)	39,767	2,872	2,990
기 체 부 품 등 (보잉, 에어버스, 민수기타)	23,539	7,278	12,618
계	65,854	10,386	16,142

*'17.3Q 수주잔고 : 180,089억

자료: 한국항공우주, 한양증권 리서치센터

〈도표52〉 실적추정

(단위: 억원, %)

	'14	'15	'16	'17E	'18E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	23,286	30,397	29,463	22,846	26,155	5,873	5,451	4,772	6,750	6,377	6,337	6,417	7,024
yoy	17.4%	30.5%	-3.1%	-22.5%	14.5%	-14.7%	-24.5%	-40.8%	-7.5%	8.6%	16.2%	34.5%	4.1%
군수								1,667	2,700				
완제기								209	850				
기체부품								2,896	3,200				
방산&완제기	15,383	20,672	18,273					1,954					
T-50 계열	8,181	14,036	10,384					49					
KUH 계열	4,541	4,843	5,749					1,685					
KT-1 계열	1,205	434	285					16					
정부방산기타	1,456	1,359	1,855					203					
기체부품 등	7,903	9,725	11,191					2,951					
방산&완제기	66.1%	68.0%	62.0%					40.9%					
T-50 계열	35.1%	46.2%	35.2%					1.0%					
KUH 계열	19.5%	15.9%	19.5%					35.3%					
KT-1 계열	5.2%	1.4%	1.0%					0.3%					
정부방산기타	6.3%	4.5%	6.3%					4.3%					
기체부품 등	33.9%	32.0%	38.0%					61.8%					
신규수주						4,782	974	10,386					
군수사업						43	255	236					
완제기수출						27	91	2,872					
기체부품						4,712	628	7,278					
수주잔고							174,475	180,089					
매출원가	20,124	25,314	24,897	21,729	22,483	5,300	5,258	5,129	6,041	5,580	5,481	5,486	5,935
원가율	86.4%	83.3%	84.5%	95.1%	86.0%	90.3%	96.5%	107.5%	89.5%	87.5%	86.5%	85.5%	84.5%
매출총이익	3,162	5,084	4,566	1,117	3,672	572	193	(357)	709	797	855	930	1,089
판관비	1,269	1,287	1,365	1,979	1,390	463	575	556	385	365	355	335	335
판관비율	5.4%	4.2%	4.6%	8.7%	5.3%	7.9%	10.6%	11.7%	5.7%	5.7%	5.6%	5.2%	4.8%
영업이익	1,893	3,797	3,201	(863)	2,282	109	(383)	(913)	324	432	500	595	754
yoy	52.0%	100.5%	-15.7%	적전	흑전	-84.8%	적전	적전	-41.4%	295.1%	흑전	흑전	132.8%
opm	8.1%	12.5%	10.9%	-3.8%	8.7%	1.9%	-7.0%	-19.1%	4.8%	6.8%	7.9%	9.3%	10.7%
기타수익	20	67	131	47	55	4	20	6	17	14	13	15	14
기타비용	148	661	248	237	116	15	31	142	49	44	48	17	7
금융수익	415	831	822	263	246	87	40	77	59	59	65	61	61
금융비용	494	604	737	703	218	557	9	88	49	49	62	53	55
지분법이익	2	2	3	4	5	0	2	1	1	1	1	1	1
지분법손실	0	1	0	3	2	1	2	(1)	1	1	0	1	1
세전이익	1,688	3,431	3,171	(1,491)	2,251	(371)	(363)	(1,059)	302	413	468	601	769
법인세비용	364	839	523	(493)	518	(91)	(212)	(245)	55	95	108	138	177
법인세율	21.6%	24.4%	16.5%	33.1%	23.0%	24.4%	58.5%	23.2%	18.1%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
지배순이익	1,324	2,592	2,648	(998)	1,733	(280)	(152)	(813)	247	318	361	463	592
yoy	46.5%	95.8%	2.2%	적전	흑전	적전	적전	적전	-68.6%	흑전	흑전	흑전	139.2%
nim	5.7%	8.5%	9.0%	-4.4%	6.6%	-4.8%	-2.8%	-17.0%	3.7%	5.0%	5.7%	7.2%	8.4%

자료: 한국항공우주, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 연결 기준

요약 재무재표

(억원, %, 원, 배)

Income statement	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
가	403	605	1,789	1,791	1,940
	339	505	1,500	1,489	1,607
	64	100	289	302	333
(%)	15.9%	16.5%	16.2%	16.9%	17.2%
	60	79	101	121	127
	0	0	0	0	0
	4	21	188	181	206
(%)	1.0%	3.4%	10.5%	10.1%	10.6%
	4	21	188	181	206
EBITDA	29	42	220	216	239
EBITDA (%)	7.1%	6.9%	12.3%	12.0%	12.3%
EBITDA	29	42	220	216	239
	12	- 18	- 4	- 1	- 9
	- 21	- 15	- 4	- 1	1
	0	0	0	0	0
	2	0	- 4	- 5	- 2
	0	0	0	0	0
	18	3	180	175	195
	16	12	179	174	183
(%)	4.1%	1.9%	10.0%	9.7%	9.4%
	16	12	179	174	183
	0	0	0	0	0
	11	3	177	172	181

: = -

Cash flow statement	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
	12	117	241	226	220
	16	12	179	174	183
가	50	38	55	53	61
	16	16	24	27	25
	8	5	8	8	7
	26	17	23	19	28
	- 39	80	12	0	- 13
	- 2	28	46	0	- 6
	- 12	- 65	14	0	- 22
가	- 9	44	20	1	15
	- 17	73	- 68	- 1	- 1
, ,	- 16	- 12	- 6	- 2	- 11
	- 29	- 26	- 226	- 24	- 25
(가)	36	8	- 2	0	0
	0	0	0	0	0
가(CAPEX)	- 1	- 6	- 60	- 16	- 16
(가)	- 23	- 31	- 12	0	0
(가)	- 4	6	- 153	- 10	- 10
	- 38	- 2	2	2	2
, ,	0	0	0	0	0
	6	32	38	9	0
가()	5	10	- 5	0	0
가()	- 14	- 97	0	0	0
가()	23	141	23	9	0
	- 8	- 22	20	0	0
, ,	0	0	0	0	0
	0	0	0	- 22	- 22
가	- 11	123	53	190	174
	110	99	222	275	465
	99	222	275	465	639

Balance sheet	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
	508	794	819	1,020	1,233
	206	274	259	259	281
	49	43	196	206	216
	123	114	72	72	78
	99	222	275	465	639
	839	848	873	855	838
	707	697	733	723	713
	102	126	113	106	98
	31	24	27	27	27
	1,346	1,641	1,692	1,875	2,071
	503	695	523	524	539
	197	225	210	210	210
	112	156	191	192	207
	201	159	183	183	183
	0	0	0	0	0
	139	104	130	130	130
	703	854	706	707	722
	643	787	987	1,168	1,348
	532	673	696	706	706
	146	149	326	500	683
	- 35	- 35	- 35	- 35	- 35
	0	0	0	0	0
	643	787	987	1,168	1,348

Valuation Indicator	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
Per Share ()					
EPS()	158	101	1,319	1,238	1,298
EPS()	158	101	1,319	1,238	1,298
BPS()	6,048	5,845	7,084	8,272	9,551
BPS()	6,048	5,845	7,084	8,272	9,551
DPS()	0	0	0	0	0
Multiples ()					
PER()	29.0	149.3	10.3	9.3	8.9
PER()	29.0	149.3	10.3	9.3	8.9
PBR()	0.8	2.6	1.9	1.4	1.2
PBR()	0.8	2.6	1.9	1.4	1.2
EV/EBITDA ()	28.6	51.5	8.2	6.2	4.8

Financial Ratio	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
(%)					
가	- 29.1%	50.2%	195.7%	0.1%	8.3%
가	73.1%	429.8%	809.2%	- 3.5%	13.8%
EPS() 가	277.4%	- 36.0%	1204.1%	- 6.1%	4.8%
EPS() 가	277.4%	- 36.0%	1204.1%	- 6.1%	4.8%
EBITDA() 가	- 4.1%	45.9%	428.3%	- 1.9%	10.8%
(%)					
ROE()	2.6%	1.6%	20.2%	16.2%	14.6%
ROE()	2.6%	1.6%	20.2%	16.2%	14.6%
ROIC	0.4%	1.3%	20.0%	19.6%	21.3%
ROA	1.2%	0.8%	10.8%	9.8%	9.3%
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
(%)					
	109.3%	108.5%	71.5%	60.6%	53.6%
()	50.9%	13.8%	- 8.3%	- 24.1%	- 34.6%
	0.2%	1.2%	18.2%	17.6%	20.0%

현대건설기계(267270)

- 투자를 통한 성장 본격화

▶ 내년까지 호실적 지속 예상

- 3분기 누적 연결 실적은 매출액 1조 9,408억원(+28.5% yoy) 영업이익 1,226억원(+33.4% yoy) 영업이익률 6.3%(+0.2%p yoy)으로 급증했다. 글로벌 건설장비 시장 호조를 그대로 받고 있고 통상 회복기는 일년으로 끝나지 않는다. 내년에는 연결 자회사들의 실적이 반영되어 매출액 2조 9,324억원(+7.5% yoy) 영업이익 1,997억원(+27.3% yoy) 영업이익률 6.8%(+0.5%p yoy)으로 호실적을 이어갈 전망이다.

▶ 투자를 통한 성장 본격화

- 최근 유상증자를 통해 3,788억원의 자금을 마련했다. 증자 자금 중 2,800억원 정도로 현대중공업이 가지고 있는 중국법인과 인도법인을 인수한다. 연말 인수가 완료되면 내년 1분기부터 연결실적으로 반영되며 연간 내부거래를 제외하고 매출액 5천억원, 영업이익 150억원 내외의 증가효과가 기대된다. 중국시장 회복세가 완연하고 인도시장은 고성장 중이라 추가 성장 가능성도 크다. 나머지 자금 중 일부는 신뢰성센터와 해외 유통망 정비에 쓰인다. 투자를 통한 성장이 본격화 될 것으로 보인다.

▶ 매수 투자 의견 유지, 목표주가 226,000원으로 상향

- 유무상증자를 통해 주식수가 496만주에서 988만주로 증가했다. 희석을 반영해 목표주가를 단순수정했다. 매수 투자 의견을 목표주가를 226,000원으로 한다. 목표주가는 내년 추정 EPS 15,127원에 타깃 PER 15배를 적용해 산정했다. 현대중공업에서 분사 이후 성장이 본격화되고 있으며 신흥국과 중대형에 강한 경쟁력이 시장과 잘 맞아 떨어지고 있다. 2018년 기계주 top pick으로 추천한다.

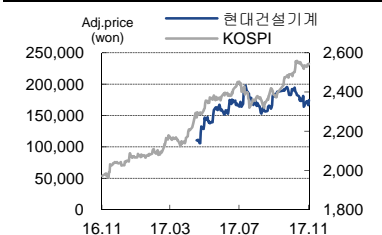
Rating	매수(유지)
Target Price	226,000원
Previous	206,000원

■ 주가지표

KOSPI(12/01)	2,475P
KOSDAQ(12/01)	787P
현재주가(12/01)	183,500원
시가총액	18,123억원
총발행주식수	988만주
120일 평균거래대금	1,267억원
52주 최고주가	197,658원
최저주가	105,724원
유동주식비율	61.5%
외국인지분율(%)	9.8%
주요주주	

현대로보틱스 외 6인 (35.5%)
국민연금 (8.7%)
케이씨씨 (5.0%)

■ 상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	22,150	430	-	-					2.0%	NA	NA
2015A	18,440	290	-	-					1.6%	NA	NA
2016A	19,068	972	-	-					5.1%	NA	NA
2017F	24,814	1,569	1,117	1,117	11,310	15.4	1.4	-	6.3%	9.3%	NA
2018F	29,324	1,997	1,494	1,494	15,127	11.5	1.3	-	6.8%	10.2%	NA

자료: 현대건설기계, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 연결 기준.

〈도표53〉 실적추정

(단위: 억원, %)

	'17E	'18E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	24,814	29,324	6,000	6,832	6,132	5,850	7,050	8,152	7,322	6,800
yoy	30.1%	7.5%	23.9%	27.5%	28.6%	42.7%	17.5%	19.3%	19.4%	16.2%
건설기계			4,496	5,052	4,588					
산업차량			1,072	1,260	1,017					
부품 외			432	520	528					
건설기계			74.9%	73.9%	74.8%					
산업차량			17.9%	18.4%	16.6%					
부품 외			7.2%	7.6%	8.6%					
매출원가	20,157	23,887	4,984	5,597	4,861	4,715	5,781	6,668	5,916	5,522
원가율	81.2%	81.5%	83.1%	81.9%	79.3%	80.6%	82.0%	81.8%	80.8%	81.2%
매출총이익	4,657	5,437	1,016	1,235	1,271	1,135	1,269	1,484	1,406	1,278
판관비	3,088	3,440	610	877	829	772	750	900	900	890
판관비율	12.4%	11.7%	10.2%	12.8%	13.5%	13.2%	10.6%	11.0%	12.3%	13.1%
영업이익	1,569	1,997	406	358	442	363	519	584	506	388
yoy		27.3%	15.7%	10.5%	123.2%	266.4%	27.8%	63.1%	14.4%	7.1%
opm	6.3%	6.8%	6.8%	5.2%	7.2%	6.2%	7.4%	7.2%	6.9%	5.7%
세전이익	1,437	1,925	324	338	427	348	501	566	488	370
법인세	318	431	70	70	101	78	112	127	109	83
법인세율	22.2%	22.4%	21.5%	20.6%	23.7%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%
지배순이익	1,117	1,494	253	268	326	270	389	439	379	287

자료: 현대건설기계, 한양증권 리서치센터 *K-IFRS 연결 기준

〈도표54〉 장기 성장 로드맵

2021년 글로벌 매출 5조, 영업이익률 10% 목표



자료: 현대건설기계, 한양증권 리서치센터

휴니드(005870)

- 오랜 기다림의 끝

▶ 프로젝트 이연으로 저조한 실적 기록

- 올해 3분기까지 누적 실적은 매출액 236억원(-28.4% yoy) 영업이익 -33억원(적전 yoy)으로 저조했다. 내수 부문은 104억원(-34.1% yoy)에 그쳤다. TICN*을 비롯한 대부분의 방산 프로젝트들이 이연되었기 때문이다. 수출 부문도 133억원(-23.2% yoy)으로 저조했다. 수출은 대부분 보잉에 납품되며 기존 납품 물량의 감소 시기와 신규 납품 물량의 준비 시기가 겹치며 일시적인 납품 감소 구간이 발생했다. 작년 부터 이뤄진 TICN 관련 투자로 고정비가 증가하며 이익도 급감했다.

▶ TICN 수주 임박, 4분기부터 실적 정상화

- TICN 수주 계약이 연중 계속 미뤄지며 투자심리를 악화시켰다. 그러나 올해 예산이 잡혀있어 방사청은 계약을 안하고 해를 넘길 수 없다. 3년 물량의 계약이 예상되며 계약 후 올해 물량은 작년처럼 4분기 일시 반영될 것으로 예상된다. 내년 계약 시 내년부터는 분기에 분산 납품되어 분기 실적 충격이 완화될 수 있다. 수리온 부품 계약, ATCIS 물량 증가, 피아식별기 입찰과 같은 호재도 남아 있다. 보잉 물량도 작년에 수주한 치누크(H-47) 부품 납품이 4분기부터 증가하고 올해 수주한 오스프리(V-22) 물량도 내년부터 증가해 매출이 성장 전환될 것으로 예상된다. 4분기를 기점으로 실적이 정상화 될 것이다.

▶ 매수 투자 의견 유지, 목표주가 17,000원으로 상향

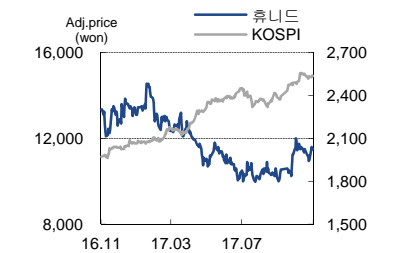
- TICN은 향후 7년의 매출을 책임지며 성능개량사업도 진행될 것이다. 보잉은 군수 부문의 발주 증가와 함께 향후 민수 부문 진입도 가능해 보인다. 각종 악재로 최근 주가는 작년 평균 주가 대비 -12.6% 하락했다. 올해와 내년 실적 대비 PER은 9.3배와 8.9배로 방산주와 항공부품주 중에서 유일하게 10배 미만이다. 목표주가는 내년 EPS 1,298원에 타깃 PER 13.0배를 적용했다. 매수 투자 의견을 유지하며 목표 주가를 기존 1.5만원에서 1.7만원으로 상향한다.

Rating	매수(유지)
Target Price	17,000원
Previous	15,000원

■ 주가지표

KOSPI(12/01)	2,475P
KOSDAQ(12/01)	787P
현재주가(12/01)	12,600원
시가총액	1,778억원
총발행주식수	1,412만주
120일 평균거래대금	77억원
52주 최고주가	14,550원
최저주가	9,980원
유동주식비율	76.4%
외국인지분율(%)	19.2%
주요주주	김유진 외 3인 (21.2%)
	The Boeing Company (11.7%)

■ 상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	403	4	16	16	158	29.0	0.8	28.6	1.0%	2.6%	0.4%
2015A	605	21	12	12	101	149.3	2.6	51.5	3.4%	1.6%	1.3%
2016A	1,789	188	179	179	1,319	10.3	1.9	8.2	10.5%	20.2%	20.0%
2017F	1,791	181	174	174	1,238	9.3	1.4	6.2	10.1%	16.2%	19.6%
2018F	1,940	206	183	183	1,298	8.9	1.2	4.8	10.6%	14.6%	21.3%

자료: 휴니드, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 별도 기준.

* **TICN HCTRS** : TICN(Tactical Information Communication Network, 차세대 군 전술정보통신체계)은 현대전에 맞게 노후화된 육군의 통신체계를 업그레이드하는 사업으로 총예산 5.4조원의 육군 역대 최대 단일 사업이다. 동사는 주요 사업자 중 하나로 HCTRS(High Capacity Trunk Radio System, 대용량 무선전송체계)를 생산하며 향후 7~8년 동안 1.1 ~ 1.4조원의 사업규모를 담당하게 된다.

〈도표55〉 TICN 개요

□ 차세대 군 전술정보통신 체계

TICN : Tactical Information Communication Network

HCTRS : High Capacity Trunk Radio (대용량 무선전송체계)

- ✓ 미래의 네트워크 중심 전장환경(Network Centric Warfare)을 위한 디지털 방식의 대용량 전술정보통신체계를 국내개발 및 생산하는 사업
- ✓ 총 예산 예산규모 : 약 5조 4,000억원
- ✓ 사업기간 : 약 20년
 - 개념연구('03~'05) - 탐색개발('07~'08) - 체계개발('10~'15) - 양산('16~'23)
- ✓ 참여업체
 - 휴니드 : HCTRS 개발 및 생산
 - 한화시스템 : LCTRS, TMCS, 보안관제, 망관리/교환접속 개발 및 생산
 - LIG넥스원 : TMMR 개발 및 생산



탐재 운용차량

무전기



자료: 휴니드, 한양증권 리서치센터

〈도표56〉 항공 사업분야 성장 전략



자료: 휴니드, 한양증권 리서치센터

〈도표57〉 실적추정

(단위: 억원 %)

	'15	'16	'17E	'18E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	605	1,789	1,791	1,940	91	70	76	1,555	295	395	415	835
yoy	50.2%	195.7%	0.1%	8.3%	-35.2%	-30.6%	-15.1%	6.6%	224.9%	466.7%	447.2%	-46.3%
방산	511	1,708	1,784	1,922	91	65	75	1,553	292	390	410	830
민수	95	81	7	18	0	5	1	2	3	5	5	5
수출	168	226	193	225	47	40	46	60	50	55	55	65
yoy	194.3%	34.5%	-14.5%	16.7%	-7.1%	-35.0%	-24.4%	13.7%	7.4%	36.6%	19.6%	8.3%
내수	437	1,564	1,599	1,715	44	29	30	1,495	245	340	360	770
yoy	26.5%	257.5%	2.2%	7.3%	-50.9%	-23.6%	4.8%	6.3%	453.5%	1054.5%	1106.4%	-48.5%
TICN		1,242	1,280	1,350				1,280	200	300	300	550
TICN 이외	437	322	319	365	44	29	30	215	45	40	60	220
매출원가	505	1,500	1,489	1,608	73	54	69	1,294	242	324	340	701
원가율	83.5%	83.8%	83.1%	82.9%	80.3%	77.3%	74.3%	83.2%	82.0%	82.0%	82.0%	84.0%
매출총이익	100	289	302	333	18	16	7	261	53	71	75	134
판관비	79	101	121	127	24	23	27	48	25	25	25	52
판관비율	13.1%	5.7%	6.8%	6.5%	25.9%	32.7%	35.6%	3.1%	8.5%	6.3%	6.0%	6.2%
영업이익	21	188	181	206	(6)	(7)	(20)	213	28	46	50	82
yoy	429.8%	809.2%	-3.9%	13.8%	적전	적전	적전	19.7%	흑전	흑전	흑전	-61.7%
opm	3.4%	10.5%	10.1%	10.6%	-6.2%	-10.1%	-26.3%	13.7%	9.5%	11.7%	12.0%	9.8%
영업외수익	10	16	16	14	7	4	1	4	4	3	3	4
영업외비용	28	24	23	25	5	2	7	8	6	6	7	7
세전이익	3	180	174	195	(4)	(5)	(26)	209	27	44	46	79
법인세비용	(8)	1	1	12	0	(3)	(1)	5	2	3	3	5
법인세율	-250.2%	0.3%	0.5%	6.0%	0.0%	70.3%	0.0%	5.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
당기순이익	12	179	174	183	(4)	(1)	(25)	204	25	41	43	74
yoy	-29.1%	1434.1%	-3.1%	5.6%	적전	적전	적전	17.8%	흑전	흑전	흑전	-63.8%
nim	1.9%	10.0%	9.7%	9.4%	-4.0%	-2.1%	-33.4%	13.1%	8.5%	10.4%	10.4%	8.9%

자료: 휴 , 한양증권 리서치센터 *K-IFRS 별도 기준

요약 재무재표

(억원, %, 원, 배)

Income statement	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
가	403	605	1,789	1,791	1,940
	339	505	1,500	1,489	1,607
	64	100	289	302	333
(%)	15.9%	16.5%	16.2%	16.9%	17.2%
	60	79	101	121	127
	0	0	0	0	0
	4	21	188	181	206
(%)	1.0%	3.4%	10.5%	10.1%	10.6%
	4	21	188	181	206
EBITDA	29	42	220	216	239
EBITDA (%)	7.1%	6.9%	12.3%	12.0%	12.3%
EBITDA	29	42	220	216	239
	12	- 18	- 4	- 1	- 9
	- 21	- 15	- 4	- 1	1
	0	0	0	0	0
	2	0	- 4	- 5	- 2
	0	0	0	0	0
	18	3	180	175	195
	16	12	179	174	183
(%)	4.1%	1.9%	10.0%	9.7%	9.4%
	16	12	179	174	183
	0	0	0	0	0
	11	3	177	172	181

: = -

Cash flow statement	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
	12	117	241	226	220
	16	12	179	174	183
가	50	38	55	53	61
	16	16	24	27	25
	8	5	8	8	7
	26	17	23	19	28
	- 39	80	12	0	- 13
	- 2	28	46	0	- 6
	- 12	- 65	14	0	- 22
가	- 9	44	20	1	15
	- 17	73	- 68	- 1	- 1
, ,	- 16	- 12	- 6	- 2	- 11
	- 29	- 26	- 226	- 24	- 25
(가)	36	8	- 2	0	0
	0	0	0	0	0
가(CAPEX)	- 1	- 6	- 60	- 16	- 16
(가)	- 23	- 31	- 12	0	0
(가)	- 4	6	- 153	- 10	- 10
	- 38	- 2	2	2	2
, ,	0	0	0	0	0
	6	32	38	9	0
가()	5	10	- 5	0	0
가()	- 14	- 97	0	0	0
가()	23	141	23	9	0
	- 8	- 22	20	0	0
, ,	0	0	0	0	0
	0	0	0	- 22	- 22
가	- 11	123	53	190	174
	110	99	222	275	465
	99	222	275	465	639

Balance sheet	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
	508	794	819	1,020	1,233
	206	274	259	259	281
	49	43	196	206	216
	123	114	72	72	78
	99	222	275	465	639
	839	848	873	855	838
	707	697	733	723	713
	102	126	113	106	98
	31	24	27	27	27
	1,346	1,641	1,692	1,875	2,071
	503	695	523	524	539
	197	225	210	210	210
	112	156	191	192	207
	201	159	183	183	183
	0	0	0	0	0
	139	104	130	130	130
	703	854	706	707	722
	643	787	987	1,168	1,348
	532	673	696	706	706
	146	149	326	500	683
	- 35	- 35	- 35	- 35	- 35
	0	0	0	0	0
	643	787	987	1,168	1,348

Valuation Indicator	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
Per Share ()					
EPS()	158	101	1,319	1,238	1,298
EPS()	158	101	1,319	1,238	1,298
BPS()	6,048	5,845	7,084	8,272	9,551
BPS()	6,048	5,845	7,084	8,272	9,551
DPS()	0	0	0	0	0
Multiples ()					
PER()	29.0	149.3	10.3	9.3	8.9
PER()	29.0	149.3	10.3	9.3	8.9
PBR()	0.8	2.6	1.9	1.4	1.2
PBR()	0.8	2.6	1.9	1.4	1.2
EV/EBITDA ()	28.6	51.5	8.2	6.2	4.8

Financial Ratio	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
(%)					
가	- 29.1%	50.2%	195.7%	0.1%	8.3%
가	73.1%	429.8%	809.2%	- 3.5%	13.8%
EPS() 가	277.4%	- 36.0%	1204.1%	- 6.1%	4.8%
EPS() 가	277.4%	- 36.0%	1204.1%	- 6.1%	4.8%
EBITDA() 가	- 4.1%	45.9%	428.3%	- 1.9%	10.8%
(%)					
ROE()	2.6%	1.6%	20.2%	16.2%	14.6%
ROE()	2.6%	1.6%	20.2%	16.2%	14.6%
ROIC	0.4%	1.3%	20.0%	19.6%	21.3%
ROA	1.2%	0.8%	10.8%	9.8%	9.3%
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
(%)					
	109.3%	108.5%	71.5%	60.6%	53.6%
()	50.9%	13.8%	- 8.3%	- 24.1%	- 34.6%
	0.2%	1.2%	18.2%	17.6%	20.0%

디와이파워(241560)

– 전세계 건설장비를 위하여

▶ 중국법인 호조로 완벽한 턴어라운드

– 3분기까지 누적 연결 실적은 매출액 2,427억원(+42.3% yoy) 영업이익 262억원(+142.7% yoy) 영업이익률 10.8%(+4.5%p yoy)로 턴어라운드를 보여줬다. 특히 중국법인은 작년 구조조정 이후 3분기 누적 매출액 613억원(전년동기 54억원, 내부상계 제외 전) 영업이익 92억원(흑전 yoy) 영업이익률 14.9%(흑전 yoy)으로 성장을 견인했다. 동기 인도법인은 매출액 54억원(전년동기 0원) 영업이익 -21억원(전년동기 -10억원)이었다. 투자기에 있어 적자폭이 커졌지만 회복 시 또 다른 성장동력이 될 수 있다. 4분기 실적은 매출액 872억원(+5.5% yoy) 영업이익 91억원(+184.9% yoy) 영업이익률 11.0%(+5.6%p yoy)을 예상한다.

▶ 전세계 건설장비를 위하여

– 동사는 건설장비용 유압실린더만 전문으로 생산하며 거의 모든 top-tier 건설장비 업체에 납품하고 있다. 시장의 회복을 가장 순수(pure)하게 수혜 받는 업체이다. 올해 굴삭기 시장이 역대 최대의 성장폭을 보였지만 몇 년 간의 침체를 감안하면 회복세가 1년에 끝나지는 않을 것으로 보인다. 경쟁사인 가야바(일, kayaba)와 헝리(중, hengli) 대비 충분한 경쟁력을 보유하고 있다. 내작 위주의 세트업체들은 시장회복기에 아웃소싱을 늘릴 가능성이 높다. 아울러 중대형 굴삭기 판매 증가에 따른 ASP 상승과 고정비 레버리지 효과를 누리는 2018년이 될 것으로 전망한다.

▶ 매수 투자 의견, 목표주가 30,000원으로 상향

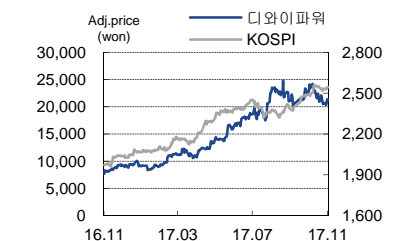
– 매수 투자 의견을 유지하며 목표주가를 기존 15,000원에서 30,000원으로 상향한다. 목표주가는 내년 추정 EPS 2,960원에 타깃 PER 10배를 적용해 산정했다. 동사는 과거 동양기전 시절 시장 호황기에 유압실린더 사업부 영업이익률이 15%에 달했다. 올해 턴어라운드에 따라 주가가 많이 올랐지만 실적 대비 여전히 저평가 국면으로 판단된다.

Rating	매수(유지)
Target Price	30,000원
Previous	15,000원

■ 주가지표

KOSPI(12/01)	2,475P
KOSDAQ(12/01)	787P
현재주가(12/01)	20,800원
시가총액	2,296억원
총발행주식수	1,104만주
120일 평균거래대금	361억원
52주 최고주가	24,800원
최저주가	7,700원
유동주식비율	62.2%
외국인지분율(%)	14.4%
주요주주	디와이 외 3인(37.7%) 국민연금(10.0%)

■ 상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	248	13	10	10	92				5.2%	1.1%	-0.6%
2015A	2,485	101	15	17	132	46.9	0.7	7.9	4.1%	1.6%	2.9%
2016A	2,291	140	96	96	870	10.7	1.0	6.9	6.1%	9.9%	6.6%
2017F	3,253	353	301	301	2,727	7.8	1.8	6.4	10.9%	26.3%	17.5%
2018F	3,415	398	327	327	2,960	7.2	1.5	5.3	11.7%	22.7%	17.5%

자료: 디와이파워, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 연결 기준

〈도표58〉 주요 생산 품목



자료: 디와이파워, 한양증권 리서치센터

〈도표59〉 글로벌 주요 고객 현황



자료: 디와이파워, 한양증권 리서치센터

〈도표60〉 실적추정

(단위: 억원 %)

	'15	'16	'17E	'18E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	2,485	2,291	3,253	3,415	757	872	798	827	789	911	843	872
yoy	903.8%	-7.8%	42.0%	55.0%	26.1%	47.0%	55.7%	41.1%	4.2%	4.5%	5.7%	5.5%
별도	2,419	1,997	2,167	2,388	630	653	597	622				
중국법인	225	429			165	238	210	220				
인도법인	0	2			10	25	19	20				
내부상계	(159)	(136)			(48)	(44)	(28)	(35)				
매출원가	2,161	1,886	2,664	2,757	611	720	659	674	638	733	679	706
원가율	87.0%	82.3%	81.9%	80.7%	80.7%	82.7%	82.6%	81.5%	80.9%	80.5%	80.5%	81.0%
매출총이익	324	406	589	658	146	151	139	153	151	178	164	166
판관비전체	223	266	236	260	67	48	59	62	65	65	65	65
판관비율	9.0%	11.6%	7.2%	7.6%	8.8%	5.5%	7.4%	7.5%	8.2%	7.1%	7.7%	7.5%
영업이익	101	140	353	398	79	103	80	91	86	113	99	101
yoy	679.6%	38.9%	152.3%	12.8%	95.3%	169.1%	173.4%	184.9%	8.5%	9.0%	24.3%	10.7%
opm	4.1%	6.1%	10.9%	11.7%	10.4%	11.9%	10.0%	11.0%	10.9%	12.4%	11.8%	11.5%
영업이익(별도)	132	112			62	72	56					
opm	5.4%	5.6%			9.9%	11.0%	9.4%					
영업이익(중국)	(27)	39			24	37	30					
opm	-11.8%	9.2%			14.6%	15.7%	14.3%					
기타이익	48	20	71	65	21	21	11	18	17	15	17	16
기타손실	25	58	67	46	36	7	7	17	10	11	13	11
금융수익	15	49	46	38	17	14	4	12	10	9	10	10
금융원가	104	33	35	45	(3)	20	10	9	13	10	11	11
세전이익	35	119	369	411	83	111	79	95	89	115	103	104
법인세비용	21	23	68	84	16	19	14	19	18	24	21	21
법인세율	58.8%	19.2%	18.4%	20.5%	18.7%	16.9%	17.8%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
당기순이익	15	96	301	327	68	93	65	75	71	91	82	83
지배순이익	17	96	301	327	68	93	65	75	71	91	82	83
yoy	65.8%	470.8%	213.2%	8.6%	131.4%	506.3%	101.4%	293.9%	5.1%	-1.3%	25.3%	9.5%
nim	0.7%	4.2%	9.2%	9.6%	8.9%	10.6%	8.2%	9.1%	9.0%	10.0%	9.7%	9.5%

자료: 디와이파워, 한양증권 리서치센터 추정

요약 재무재표

(억원, %, 원, 배)

Income statement	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
가	248	2,485	2,291	3,253	3,415
	217	2,161	1,886	2,664	2,757
	31	324	406	589	658
(%)	12.4%	13.0%	17.7%	18.1%	19.3%
	18	223	266	236	260
	0	0	0	0	0
	13	101	140	353	398
(%)	5.2%	4.1%	6.1%	10.9%	11.7%
	13	101	140	353	398
EBITDA	19	172	211	429	468
EBITDA (%)	7.6%	6.9%	9.2%	13.2%	13.7%
EBITDA	19	172	211	429	468
	3	- 89	- 38	- 36	- 34
	- 3	- 26	- 18	- 18	- 16
	0	- 18	- 2	0	0
	- 2	24	17	52	47
	0	0	0	0	0
	13	35	119	369	411
	10	15	96	301	327
(%)	3.9%	0.6%	4.2%	9.3%	9.6%
	10	17	96	301	327
	- 1	- 2	0	0	0
	7	37	90	295	321

: = -

Cash flow statement	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
	6	295	324	238	472
	10	15	96	301	327
	12	206	224	272	279
가	6	69	69	75	68
	0	2	1	1	1
	6	135	154	196	210
	- 13	129	17	- 255	- 40
	- 40	183	- 2	- 229	- 39
	- 12	61	- 9	- 113	- 19
가	43	- 99	98	88	19
	- 4	- 16	- 70	- 1	- 1
, ,	- 2	- 55	- 13	- 80	- 94
	- 6	- 119	- 119	- 65	- 75
(가)	- 13	12	0	0	0
	0	12	2	0	0
가(CAPEX)	- 6	- 123	- 115	- 83	- 93
(가)	0	- 1	- 5	0	0
(가)	- 32	20	- 20	- 2	- 2
	46	- 39	20	20	20
, ,	0	0	0	0	0
	- 30	123	- 225	- 13	- 13
가()	0	122	138	0	0
가()	0	0	0	0	0
가()	0	0	0	0	0
	- 30	0	- 352	0	0
, ,	0	0	- 11	- 13	- 13
	0	0	0	- 142	- 142
가	- 31	293	- 21	18	242
	138	107	400	379	397
	107	400	379	397	639

Balance sheet	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
	1,263	1,224	1,233	1,596	1,899
	324	263	269	382	401
	32	12	33	34	36
	796	543	546	775	813
	107	400	379	397	639
	968	999	1,048	1,055	1,079
	908	961	1,001	1,009	1,034
	19	17	17	16	14
	13	1	1	1	1
	2,231	2,224	2,282	2,652	2,978
	897	986	884	972	991
	346	673	442	442	442
	306	136	286	374	392
	428	312	392	392	392
	0	0	0	0	0
	326	236	285	285	285
	1,326	1,298	1,277	1,364	1,383
	900	926	1,005	1,287	1,595
	55	55	55	55	55
	846	867	946	1,234	1,548
	- 1	- 1	- 1	- 1	- 1
	4	0	0	0	0
	905	926	1,005	1,287	1,595

Valuation Indicator	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
Per Share ()					
EPS()	92	132	870	2,727	2,960
EPS()	98	152	870	2,727	2,960
BPS()	8,193	8,384	9,102	11,658	14,446
BPS()	8,152	8,384	9,102	11,658	14,446
DPS()	0	100	120	120	120
Multiples ()					
PER()		46.9	10.7	7.8	7.2
PER()		40.6	10.7	7.8	7.2
PBR()		0.7	1.0	1.8	1.5
PBR()		0.7	1.0	1.8	1.5
EV/EBITDA ()		7.9	6.9	6.4	5.3

Financial Ratio	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
(%)					
가	# DIV/O!	903.8%	- 7.8%	42.0%	5.0%
가	# DIV/O!	679.6%	39.0%	152.1%	12.8%
EPS() 가	NA	42.7%	559.5%	213.6%	8.5%
EPS() 가	NA	55.1%	470.8%	213.6%	8.5%
EBITDA() 가	NA	813.5%	22.6%	103.7%	9.0%
(%)					
ROE()	1.1%	1.6%	9.9%	26.3%	22.7%
ROE()	1.1%	1.8%	9.9%	26.3%	22.7%
ROIC	- 0.6%	2.9%	6.6%	17.5%	17.5%
ROA	0.4%	0.7%	4.3%	12.2%	11.6%
	NA	1.6%	1.3%	0.6%	0.6%
(%)					
	146.6%	140.2%	127.0%	106.0%	86.7%
()	84.9%	72.7%	42.3%	31.5%	10.1%
	4.5%	3.3%	6.6%	16.6%	18.7%

와이지-원(019210)

- 글로벌 경기 회복의 수혜

▶ 수출 증가로 역대 최대 실적 기록

- 3분기 누적 연결기준 실적은 매출액 2,811억원(+13.4% yoy) 영업이익 421억원(+40.3% yoy) 영업이익률 15.0%(+2.9%p yoy)로 역대 최대치를 기록했다. 내수는 660억원(+3.4% yoy)으로 큰 성장이 없었으나 수출은 2,150억원(+16.9% yoy)으로 급성장했다. 수출비중도 76.5%(+2.3%p yoy)로 높아졌다. 지역별로는 3분기 누적으로 중국 249억원(+62.8% yoy) 미국 511억원(+27.9% yoy)으로 좋아졌고 3분기에는 프랑스 112억원(+20.8% yoy)으로 고른 성장을 보였다.

▶ 글로벌 경기 회복의 수혜

- 동사는 공작기계 절삭공구 제조업체로 절삭공구는 공작기계 가동에 따른 소모품이다. 매출이 전세계에 흩어져 있고 공작기계는 거의 모든 산업에 적용된다. 특정 산업의 쏠림보다는 전반적인 글로벌 경기 회복의 수혜를 받고 있다. 절삭공구의 대표업체인 샌드빅, 케나메탈 등도 신고가를 기록 중이다. 아울러 절삭공구는 현장 엔지니어들의 충성도가 강해 점유율 변동성이 낮다. 시장이 과점 형태로 궤도에 오르면 고마진의 유지가 가능하다. 내년에도 경기호조와 호실적이 지속될 것으로 예상된다.

▶ 인서트를 통한 추가적 성장 잠재력

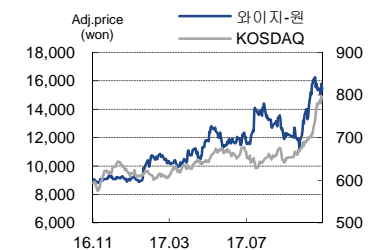
- 절삭공구는 크게 솔리드(Solid) 타입과 인서트(Indexable) 타입으로 구분된다. 동사는 솔리드 타입이 주력이며 인서트 진출을 위한 투자를 지속하고 있다. 동사 인서트 타입의 성장속도를 가늠하기는 어렵지만 공정 내재화를 통해 솔리드 타입 원재료 절감효과가 반영되고 있다. 솔리드 타입 판매가 궤도에 올라 인서트에 대해 중장기 관점의 전략을 수립할 수 있을 것으로 보인다. 부채가 많은 것(장단기 차입금 약 3,300억원)이 흠이지만 외형 성장기에 있고 ASP가 낮은 상품들의 판매로 큰 문제는 없어 보인다.

Rating	Not Rated
Target Price	-
Previous	-

■ 주가지표

KOSPI(12/01)	2,475P
KOSDAQ(12/01)	787P
현재주가(12/01)	15,300원
시가총액	4,360억원
총발행주식수	2,849만주
120일 평균거래대금	198억원
52주 최고주가	16,500원
최저주가	8,770원
유동주식비율	55.7%
외국인지분율(%)	11.5%
주요주주	
	송호근 외 6인 (38.2%)
	Iscar Ltd. (8.4%)

■ 상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	2,977	317	116	124	466	20.1	1.1	9.6	10.7%	5.7%	4.7%
2015A	3,219	394	141	141	512	23.0	1.3	8.5	12.2%	6.1%	5.5%
2016A	3,347	418	184	184	638	14.2	1.0	7.4	12.5%	7.0%	4.9%
2017F	3,719	536	353	351	1,188	13.0	1.5	8.6	14.4%	12.4%	7.0%
2018F	3,935	576	368	368	1,227	12.6	1.4	8.0	14.6%	11.7%	7.4%

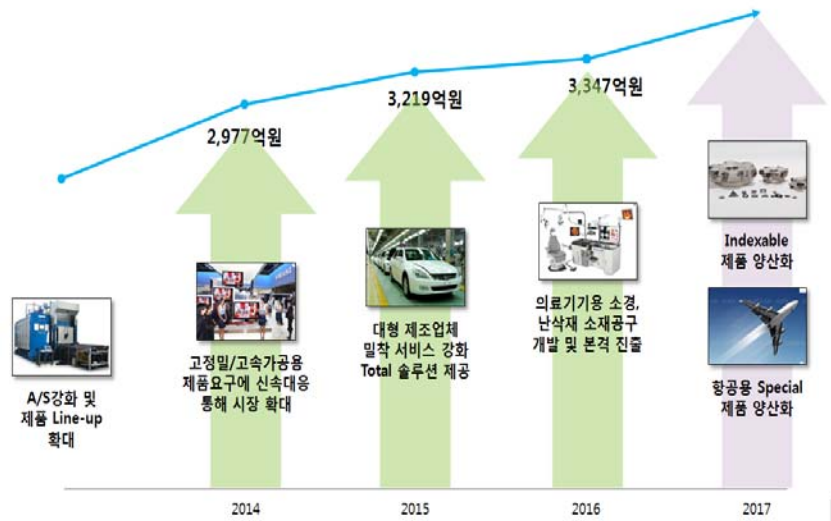
자료: 와이자-원, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 연결 기준.

〈도표61〉 와이자-원 절삭공구 제품



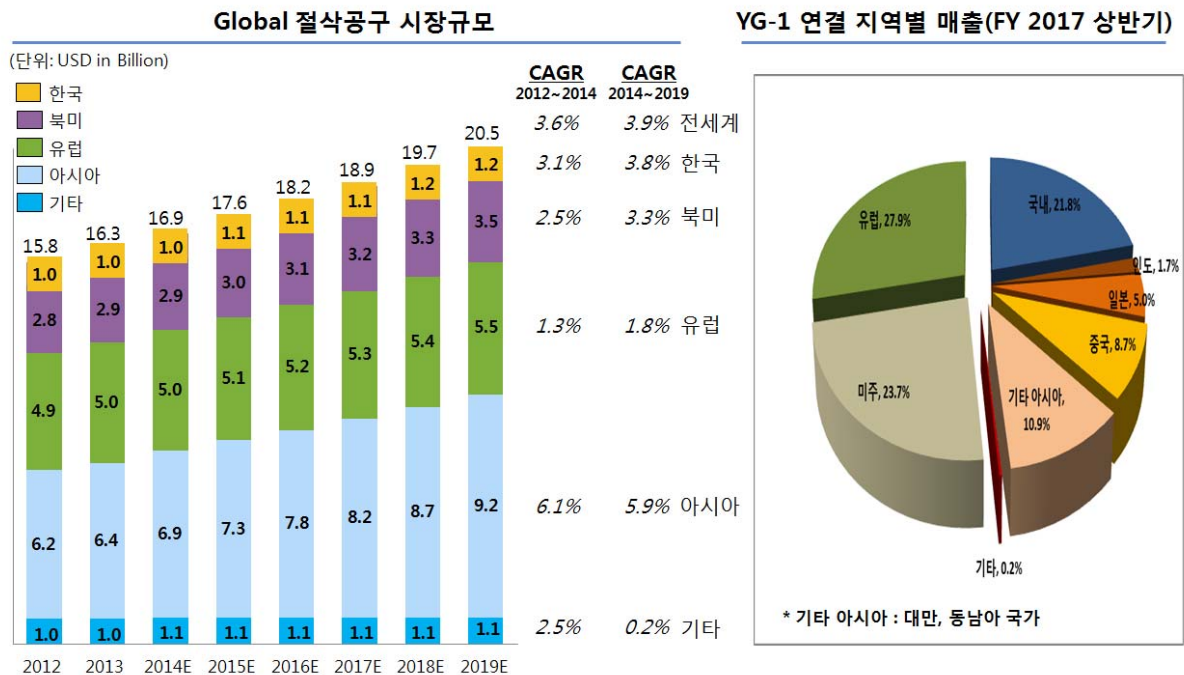
자료: 와이자-원, 한양증권 리서치센터

〈도표62〉 제품영역 확대 전략



자료: 와이자-원, 한양증권 리서치센터

〈도표63〉 절삭공구 시장 규모 및 지역별 매출비중



출처: DEDALUS Consulting Cutting Tools 2014, OECD, UN Stats, T-Plus Database, T-Plus 분석

자료: 와이자-원, 한양증권 리서치센터 *K-IFRS 연결 기준, 이태릭체는 %

〈도표64〉 실적 추정

(단위: 억원, %)

	'14	'15	'16	'17E	'18E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E
매출액	2,977	3,219	3,347	3,719	3,935	768	802	909	869	804	928	1,078	908
yoy	6.1%	8.1%	4.0%	11.1%	5.8%	8.9%	-3.4%	-2.4%	15.4%	4.8%	15.8%	18.6%	4.5%
내수	779	824	810			162	183	293	172	169	209	282	
수출	2,198	2,395	2,537			606	618	616	698	635	720	796	
내수비율	26.2%	25.6%	24.2%			21.1%	22.9%	32.2%	19.8%	21.1%	22.5%	26.1%	
수출비율	73.8%	74.4%	75.8%			78.9%	77.1%	67.8%	80.2%	78.9%	77.5%	73.9%	
중국	228	189	249			39	49	65	96	65	86	98	
프랑스	395	375	407			113	104	93	97	111	107	112	
인도	85	87	90			20	20	23	26	21	44	4	
미국	437	573	578			137	132	130	179	137	183	191	
기타	1,054	1,171	1,213			296	313	305	300	300	300	391	
매출원가	2,116	2,255	2,286	2,447	2,624	546	537	627	576	551	586	700	610
원가율	71.1%	70.1%	68.3%	65.8%	66.7%	71.1%	67.0%	69.0%	66.3%	68.5%	63.2%	65.0%	67.1%
매출총이익	861	964	1,061	1,272	1,310	222	265	281	293	254	342	378	299
판매비	289	291	340	368	380	82	82	86	91	82	98	96	92
관리비	255	279	303	368	354	72	72	74	85	85	90	101	88
판매관비율	18.3%	17.7%	19.2%	19.8%	18.7%	20.1%	19.1%	17.6%	20.3%	20.7%	20.3%	18.3%	19.8%
영업이익	317	394	418	536	576	68	111	121	117	87	153	181	115
yoy	41.8%	24.2%	6.0%	28.4%	7.4%	-16.3%	28.2%	-8.9%	26.3%	28.7%	37.6%	49.2%	-1.9%
opm	10.7%	12.2%	12.5%	14.4%	14.6%	8.8%	13.9%	13.3%	13.5%	10.8%	16.5%	16.8%	12.7%
기타수익	112	111	131	182	157	50	22	20	40	47	51	40	44
기타비용	127	123	105	180	142	42	13	57	(6)	89	35	20	35
금융수익	74	45	43	115	79	21	7	40	(21)	53	25	18	19
금융비용	225	244	208	202	205	43	55	40	75	36	62	48	55
지분법손익	0	8	(0)	8	4	3	0	(2)	(1)	7	0	0	1
세전이익	152	190	278	459	468	57	73	82	66	68	131	171	89
법인세비용	36	49	94	106	100	15	51	8	20	26	20	41	19
법인세율	23.7%	25.6%	34.0%	23.2%	21.4%	27.2%	70.0%	10.3%	29.7%	38.0%	15.4%	24.2%	21.2%
당기순이익	116	141	184	353	368	41	22	74	47	42	111	129	70
지배순이익	124	141	184	351	368	41	22	76	47	41	110	129	70
yoy	71.9%	14.2%	30.0%	91.0%	5.0%	68.5%	-49.0%	55.6%	84.0%	-0.6%	405.7%	70.6%	51.1%
nim	3.9%	4.4%	5.5%	9.5%	9.4%	5.4%	2.7%	8.1%	5.4%	5.2%	12.0%	12.0%	7.8%

자료: 와이즈-원, 한양증권 리서치센터 *K-IFRS 연결 기준

요약 재무재표

(억원, %, 원, 배)

Income statement	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
가	2,977	3,219	3,347	3,719	3,935
	2,116	2,255	2,286	2,447	2,624
	861	964	1,061	1,272	1,310
(%)	28.9%	29.9%	31.7%	34.2%	33.3%
	544	570	644	737	734
	0	0	0	0	0
	317	394	418	536	576
(%)	10.7%	12.2%	12.5%	14.4%	14.6%
	317	394	418	536	576
EBITDA	568	662	706	858	904
EBITDA (%)	19.1%	20.6%	21.1%	23.1%	23.0%
EBITDA	568	662	706	858	904
	- 151	- 199	- 165	- 84	- 119
	- 155	- 121	- 107	- 103	- 96
	- 4	- 63	- 57	- 27	- 27
	- 15	- 12	26	8	10
	0	8	0	0	0
	152	190	278	459	468
	116	141	184	353	368
(%)	3.9%	4.4%	5.5%	9.5%	9.3%
	124	141	184	351	368
	- 8	0	0	2	0
	118	130	165	334	349

: = -

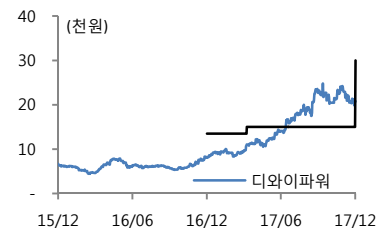
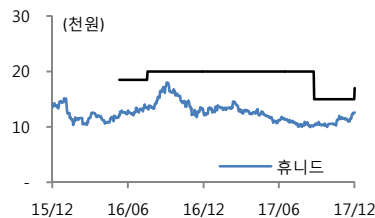
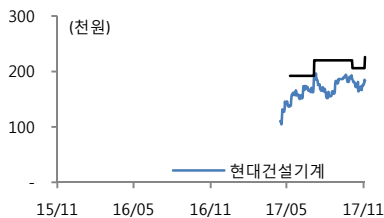
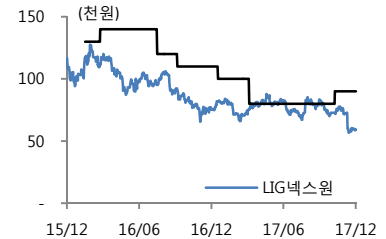
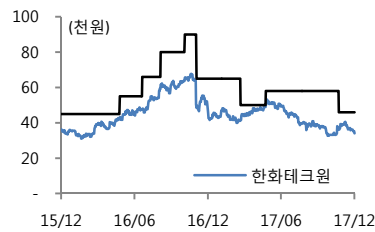
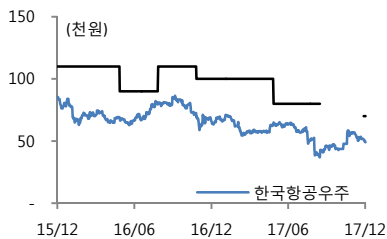
Cash flow statement	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
	459	745	582	699	725
	116	141	184	353	368
	488	509	550	557	549
가	243	264	282	316	322
	8	4	6	6	5
	238	241	261	235	221
	- 122	124	- 75	- 1	4
	26	- 59	- 117	- 14	- 60
	- 71	138	19	- 124	- 101
가	- 45	15	7	140	169
	- 32	31	16	- 4	- 3
, ,	- 23	- 30	- 77	- 209	- 196
	- 586	- 341	- 693	- 558	- 518
(가)	13	- 11	- 12	0	0
	35	2	15	0	0
가(CAPEX)	- 415	- 528	- 690	- 555	- 515
(가)	- 8	- 33	- 32	0	0
(가)	- 221	221	27	0	0
	- 4	- 5	- 12	- 12	- 12
, ,	14	13	9	9	9
	21	- 259	8	- 234	- 237
가()	197	102	475	0	0
가()	- 152	- 394	59	0	0
가()	0	389	117	3	0
	162	- 188	- 492	- 78	- 78
, ,	- 185	- 168	- 151	- 158	- 159
	0	0	0	149	147
가	- 109	137	- 103	56	118
	215	106	243	140	196
	106	243	140	196	314

Balance sheet	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
	3,113	2,923	2,851	3,047	3,330
	1,784	1,648	1,624	1,748	1,849
	248	27	0	0	0
	830	885	1,028	1,041	1,102
	106	243	140	196	314
	2,969	3,288	3,811	4,044	4,231
	2,847	3,109	3,571	3,810	4,003
	23	52	43	37	32
	52	68	80	80	80
	6,083	6,211	6,661	7,091	7,561
	2,743	2,661	2,568	2,708	2,877
	1,676	1,834	1,651	1,651	1,651
	353	414	560	700	869
	1,278	1,007	1,386	1,386	1,386
	249	299	489	489	489
	931	584	754	754	754
	4,021	3,667	3,954	4,094	4,264
	2,061	2,542	2,705	2,993	3,294
	124	143	150	153	153
	2,040	2,505	2,676	2,980	3,299
	- 27	- 27	- 27	- 27	- 27
	1	2	2	3	3
	2,062	2,544	2,707	2,997	3,297

Valuation Indicator	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
Per Share ()					
EPS()	466	512	638	1,188	1,227
EPS()	498	512	638	1,182	1,227
BPS()	8,304	8,891	9,190	9,999	11,002
BPS()	8,299	8,885	9,184	9,988	10,991
DPS()	150	150	170	170	170
Multiples ()					
PER()	20.1	23.0	14.2	13.0	12.6
PER()	18.8	23.1	14.2	13.0	12.6
PBR()	1.1	1.3	1.0	1.5	1.4
PBR()	1.1	1.3	1.0	1.5	1.4
EV/EBITDA ()	9.6	8.5	7.4	8.6	8.0

Financial Ratio	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
(%)					
가	6.1%	8.1%	4.0%	11.1%	5.8%
가	41.8%	24.2%	6.0%	28.2%	7.6%
EPS() 가	63.6%	9.9%	24.6%	86.1%	3.2%
EPS() 가	66.5%	2.8%	24.7%	85.3%	3.8%
EBITDA() 가	23.9%	16.7%	6.7%	21.4%	5.4%
(%)					
ROE()	5.7%	6.1%	7.0%	12.4%	11.7%
ROE()	6.1%	6.1%	7.0%	12.3%	11.7%
ROIC	4.7%	5.5%	4.9%	7.0%	7.4%
ROA	1.9%	2.3%	2.9%	5.1%	5.0%
	1.6%	1.3%	1.9%	1.1%	1.1%
(%)					
	195.0%	144.2%	146.1%	136.6%	129.3%
()	153.9%	109.9%	112.7%	99.9%	87.2%
	1.9%	3.0%	3.6%	4.6%	5.0%

TP Trend



Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
 - 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1% 이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
 - 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
 - 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:이동현)
 - 기업 투자의견
 - 매수 향후 12개월간 15% 이상 상승 예상
 - 중립 향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
 - 매도 향후 12개월간 15% 이상 하락 예상
 - 산업 투자의견
 - 비중확대 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - 중립 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - 비중축소 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- ※ 당사는 투자의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다.

- 투자의견 비율공시(기준: 2017.09.30)

구분	매수	중립	매도
비율	94%	6%	0%

- 투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가	괴리율(%)	
					평균	최고/최저
한국항공우주	047810	2015.12.29	매수(유지)	110,000원	-36.7	-27.5
		2016.01.29	매수(유지)	110,000원	-36.6	-32.3
		2016.04.27	매수(유지)	90,000원	-21.9	-8.8
		2016.07.27	매수(유지)	110,000원	-27.7	-21.5
		2016.10.26	매수(유지)	100,000원	-37.3	-28.9
		2016.11.21	매수(유지)	100,000원	-37.8	-29.1
		2017.02.03	매수(유지)	100,000원	-42.1	-37.1
		2017.04.27	매수(유지)	80,000원	-28.8	-18.6
		2017.08.16	커버리지 제외	-	-	-
		2017.10.29	Not Rated	-	-	-
		2017.12.04	매수(분석재개)	70,000원	-	-

한화테크윈	012450	2015.12.07	매수(신규)	45,000원	-19.5	-5.1
		2015.12.29	매수(유지)	45,000원	-18.9	-5.1
		2016.02.26	매수(유지)	45,000원	-12.7	-5.1
		2016.04.25	매수(유지)	55,000원	-17.4	-11.5
		2016.05.03	매수(유지)	55,000원	-16.3	-11.5
		2016.06.20	매수(유지)	66,000원	-20.8	-10.0
		2016.08.05	매수(유지)	80,000원	-23.6	-20.4
		2016.10.04	매수(유지)	90,000원	-28.1	-24.8
		2016.11.02	매수(유지)	65,000원	-29.3	-14.8
		2016.11.21	매수(유지)	65,000원	-31.1	-17.2
		2017.02.20	매수(유지)	50,000원	-7.5	-1.1
		2017.04.24	매수(유지)	58,000원	-27.3	-8.4
		2017.10.23	매수(유지)	46,000원	-	-
		2017.12.04	매수(유지)	46,000원	-	-
LIG넥스원	079550	2015.12.21	매수(신규)	130,000원	-17.0	-7.3
		2016.01.28	매수(유지)	140,000원	-24.5	-8.9
		2016.05.16	매수(유지)	140,000원	-29.8	-25.0
		2016.06.20	매수(유지)	120,000원	-17.0	-11.7
		2016.08.16	중립(하향)	110,000원	-25.5	-11.8
		2016.11.21	매수(상향)	100,000원	-22.1	-16.2
		2017.02.08	중립(하향)	80,000원	-3.4	9.8
		2017.09.13	매수(상향)	90,000원	-	-
		2017.12.04	매수(유지)	90,000원	-	-
휴니드	005870	2016.01.28	Not Rated	-	-	-
		2016.05.11	매수(신규)	18,500원	-30.6	-24.1
		2016.07.18	매수(유지)	20,000원	-28.9	-10.0
		2016.11.21	매수(유지)	20,000원	-35.1	-27.3
		2017.02.16	매수(유지)	20,000원	-41.5	-29.3
		2017.08.25	매수(유지)	15,000원	-26.5	-16.0
		2017.12.04	매수(유지)	17,000원	-	-
아이쓰리시스템	214430	2017.09.25	Not Rated	-	-	-
		2017.12.04	Not Rated	-	-	-
현대건설기계	267270	2017.06.05	매수(신규)	192,000원	-22.7	-9.9
		2017.08.02	매수(유지)	220,000원	-26.5	-18.2
		2017.11.01	매수(유지)	206,000원	-14.8	-10.0
		2017.12.04	매수(유지)	226,000원	-	-
*유무상증자 획석 반영						
디와이파워	210540	2016.12.19	매수(신규)	13,500원	-18.3	23.7
		2017.03.27	매수(유지)	15,000원	11.2	65.3
		2017.12.04	매수(유지)	30,000원	-	-
와이지-원	019210	2015.12.26	커버리지 제외	-	-	-
		2016.08.12	Not Rated	-	-	-
		2017.08.21	Not Rated	-	-	-
		2017.11.06	Not Rated	-	-	-
		2017.12.04	Not Rated	-	-	-

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

한양증권 점포현황

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 아차산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다.
본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.