

# 방위산업

Overweight  
(Initiate)

2018. 4. 2

## 신뢰를 회복하는 한 해로

방산기업에게 2017년은 힘든 한 해였다. 방산비리 사태와 분식회계 이슈로 인해 외형 및 수익성 둘 다 하락했다. 무엇보다도 기업에 대한 신뢰를 잃었다. 하지만 중장기적 관점에서 올바른 방향으로 제도 개선이 이루어 지고 있다고 판단한다. 이에 따라 앞으로는 기업 본래의 가치가 중요하게 될 것이며 안정적으로 실적 정상화가 이루어질 것으로 기대한다. 2018년은 신뢰를 회복하는 한 해가 될 것이다.



방산/기계

Analyst 이창희

02) 3787-4751

Jaydenlee@kiwoom.com

키움증권

## Contents



### Investment Summary 3

#### I. 우호적인 방위산업 전망 4

- > 아시아, 북미 중심으로 국방비 증가 추세 4
- > 전 세계 국방비 지출 확대 5
- > 글로벌 방산 기업 매출액 확대 전망 6
- > 방위산업의 중심은 항공 무기체계 8
- > 미래 방위산업의 중심도 항공 무기체계 9
- > 방산업체에게 중요한 민항기 사업 10

#### II. 우리나라 정부의 국방정책 11

- > 국방예산 10년래 최고 증가율 11
- > 3축 체계의 조기 구축 13
- > 해외 수출시장 회복 15
- > 가능성이 풍부한 수출시장 16
- > 방산 국산화율증가 17

#### III. 국내 방산업체 회복 전망 19

- > 방위산업의 특징 19
- > 국내 주요 방산기업 20
- > 힘들었던 2017년 27

#### IV. 방위산업 해외 사례 29

- > 미국의 방위산업 29
- > 유럽의 방위산업 32
- > 일본의 방위산업 36

#### V. 기업분석 39

- > 한국항공우주(047810) 40
- > LIG넥스원(079550) 48
- > 현대로템(064350) 54
- > 휴니드(005870) 60
- > 한화테크윈(012450) 68

#### Compliance Notice

- 당사는 3월 30일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

## 신뢰를 회복하는 한 해로

### >>> 우호적인 방위산업 전망

아시아 지역은 전 세계 국방비 지출 상위 10개국 중 4개국(중국, 인도, 일본, 한국)이 속해 있는 지역으로 지속적으로 국방비 지출 증가 추세에 있다. IHS Jane의 방위연감에서는 트럼프 정부의 미국 및 북대서양 조약기구(NATO)의 국방비 증액으로 인해 2018년 올해 전 세계 국방비 지출은 10년만에 가장 큰 폭(전년대비 3.3%)으로 증가 할 것으로 추정하고 있다.

### >>> 우리나라 정부의 국방정책

2018년도 총 국방비 예산은 전년 대비 7.0% 증가한 43조 1,581억원으로 이는 역대 최대 규모의 예산액이며, 10년래 최고 증가율이다. 이 중 방위력 개선비는 12조 1,970억원에서 13조 5,203억원으로 전년대비 10.8% 큰 폭으로 증가했다. 최근 북한 핵 미사일 문제로 인한 대응책의 일환으로 한국형 3축 체계(킬체인 체계(Kill Chain), 미사일방어체계(KAMD), 대량응징보복체계(KMPR))의 조기 구축을 위함이며 관련 업체들의 수혜가 전망된다.

### >>> 국내 방산업체 회복 전망

방산기업에게 2017년은 힘든 한 해였다. 방산비리 사태로 인해 기존의 납품하던 제품들의 납기지연이 있었으며 일부 기업의 경우 분식회계 이슈로 인해 외형 및 수익성 둘 다 하락했다. 단기적으로 해당 이슈에 대한 문제는 일어날 수 있지만 장기적 관점에서 올바른 방향으로 제도 개선이 이루어 지고 있다고 판단한다. 이에 따라 앞으로는 기업 본래의 가치가 중요하게 될 것이며 안정적으로 실적 정상화가 이루어질 것으로 기대한다. 관심종목으로 한국항공우주, LIG넥스원, 현대로템, 휴니드를 제시한다.

# Investment Summary

## >>> 우호적인 방위산업 전방

스웨덴의 군사연구소인 스톡홀름 국제 평화 연구소(SIPRI)에 따르면 2016년도 전 세계 국방비 지출 규모는 1조 6,860억 달러 수준이다. 지역별로 살펴보면 아시아, 북미, 유럽 지역은 타 지역 대비 지속적으로 국방비 지출 규모가 늘어나고 있다. 특히, 아시아 지역은 전 세계 국방비 지출 상위 10개국 중 4개국(중국, 인도, 일본, 한국)이 속해 있는 지역으로 지속적으로 증가 추세에 있다. IHS Jane의 방위연감에서는 트럼프 정부의 미국 및 북대서양조약기구(NATO)의 국방비 증액으로 인해 2018년 올해 전 세계 국방비 지출은 10년만에 가장 큰 폭(전년대비 3.3%)으로 증가 할 것으로 추정하고 있다.

## >>> 우리나라 정부의 국방정책

지난해 12월 문재인 정부의 첫 국방비 예산이 국회 의결을 통해 결정됐다. 2018년도 총 국방비 예산은 전년대비 7.0% 증가한 43조 1,581억원으로 이는 역대 최대 규모의 예산액이며, 10년래 최고 증가율이다. 이 중 방위력 개선비는 12조 1,970억원에서 13조 5,203억원으로 전년대비 10.8% 큰 폭으로 증가했다. 방위력 개선비는 화력, 함정, 항공기 등 신규 전력 확보를 위한 무기 구입 및 연구개발 비용이다. 최근 북한 핵 미사일 문제로 인한 대응책의 일환으로 한국형 3축 체계(킬 체인 체계(Kill Chain), 미사일방어체계(KAMD), 대량응징보복체계(KMPR))의 조기 구축을 위함이며 관련 업체들의 수혜가 전망된다.

## >>> 국내 방산업체 회복 전망

방산기업에게 2017년은 힘든 한 해였다. 방산비리 사태로 인해 기존의 납품하던 제품들의 납기 지연이 있었으며 일부 기업의 경우 분식회계 이슈로 인해 외형 및 수익성 둘 다 하락했다. 방위사업청을 포함한 정부는 현재에도 계속해서 방산비리에 대한 조사가 진행 중이고 이에 따른 처벌과 대책마련을 위해 제도 보완을 할 전망이다. 단기적으로 해당 이슈에 대한 문제는 일어날 수 있지만 장기적 관점에서 올바른 방향으로 제도 개선이 이루어 지고 있다고 판단한다. 이에 따라 앞으로는 기업 본래의 가치가 중요하게 될 것이며 안정적으로 실적 정상화가 이루어질 것으로 기대한다.



# I. 우호적인 방위산업 전방

## >>> 아시아, 북미 지역 중심으로 국방비 증가 추세

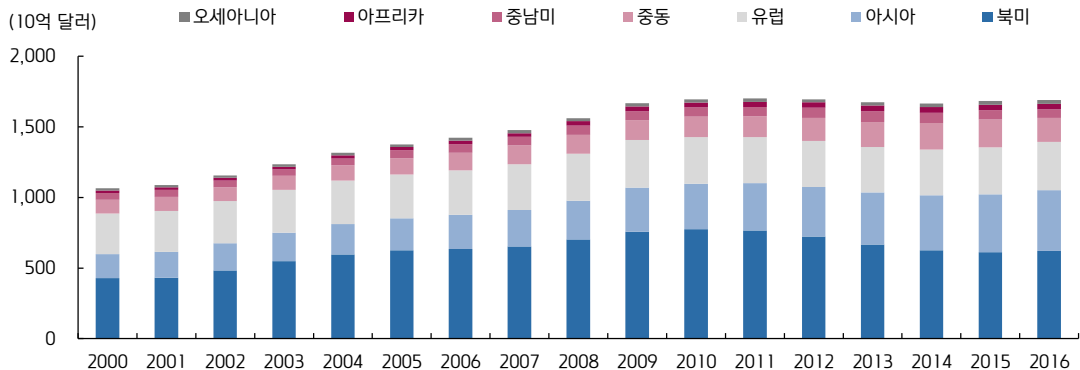
### 2018년 전 세계 국방비 지출 최대폭 증가 전망

스웨덴의 군사연구소인 스톡홀름 국제 평화 연구소(SIPRI)에 따르면 2016년도 전 세계 국방비 지출 규모는 1조 6,860억 달러 수준이다. 이는 전 세계 GDP대비 약 2.2% 규모이다. 지역별로 살펴보면 아시아, 북미, 유럽 지역은 타 지역 대비 지속적으로 국방비 지출 규모가 늘어나고 있다. 특히, 아시아 지역은 전 세계 국방비 지출 상위 10개국 중 4개국(중국, 인도, 일본, 한국)이 속해 있는 지역으로 지속적으로 증가 추세에 있다.

한편, 국방비 지출은 그 국가의 경제 성장률과 상관관계가 높으며 국제유가, 안보의식에 따라 좌우된다. 아시아 대부분의 국가들이 GDP 성장률과 거의 동일하게 국방비 지출을 하고 있으며, 아시아에는 남북한 분단, 중국과 일본의 영토 분쟁 등 안보에 대한 의식이 높다. 반면에, 석유 수출 의존도가 높은 중동의 국가들은 유가하락으로 인해 국방비 지출이 일시적으로 감소했다.

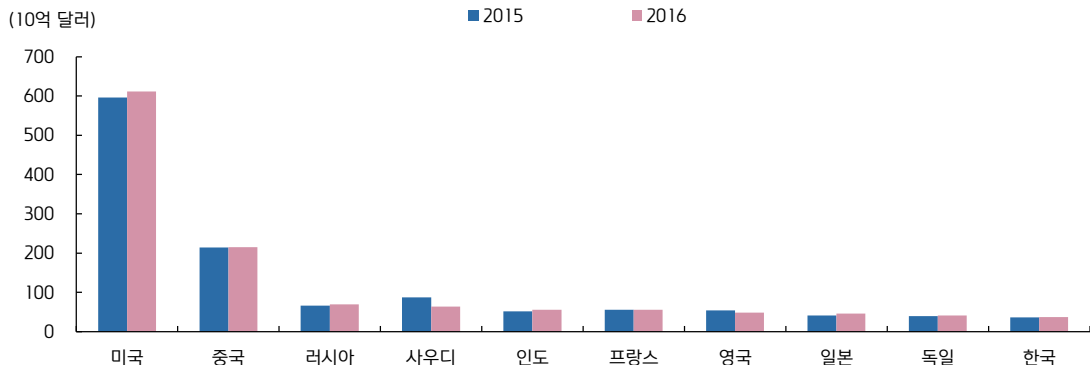
IHS Jane의 방위연감에서는 트럼프 정책의 미국 및 북대서양조약기구(NATO)의 국방비 증액으로 인해 2018년 올해 전 세계 국방비 지출은 10년만에 가장 큰 폭(전년대비 3.3%)으로 증가 할 것으로 추정하고 있다.

### 전 세계 국방비 지출 추이



자료: SIPRI, 키움증권 리서치

### 국방비 지출 상위 10개국



자료: SIPRI, 키움증권 리서치

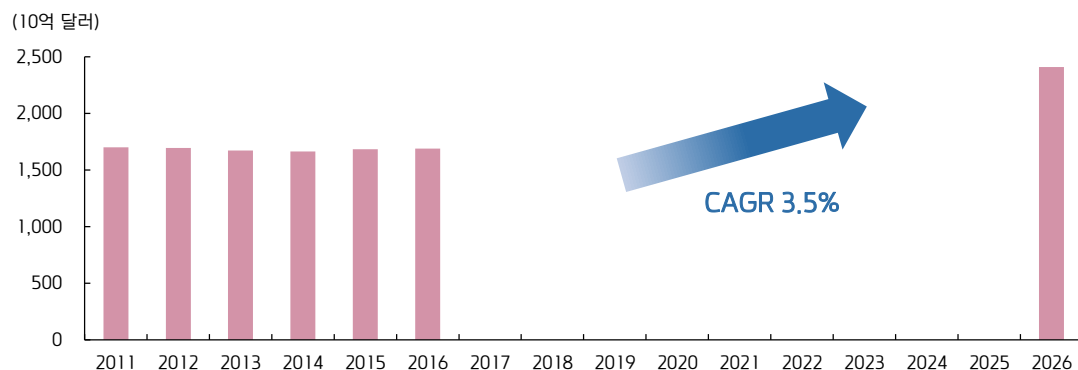
## >>> 전 세계 국방비 지출 확대

### 2016-2026 CAGR 3.5%

글로벌 컨설팅 기관인 Strategy Analytics의 전망에 따르면 전 세계 국방비 지출은 2016년 약 1조 6,860 억 달러 수준에서 2026년 약 2조 4,100 억 달러 수준으로 CAGR 3.5% 성장이 예상된다. 지역별로 나누어 보면 아시아 태평양의 증가율이 CAGR 5.3%로 가장 높다. 아시아 태평양 지역의 증가율이 가장 높은 이유는 중국의 국방비 예산 증가에 따른 영향이 크다고 판단된다. 실제로 중국의 2018년도 국방비 예산 계획은 전년 대비 8.1% 상승한 1조 1,000억위안(한화 약 190조원 규모)으로 편성됐다.

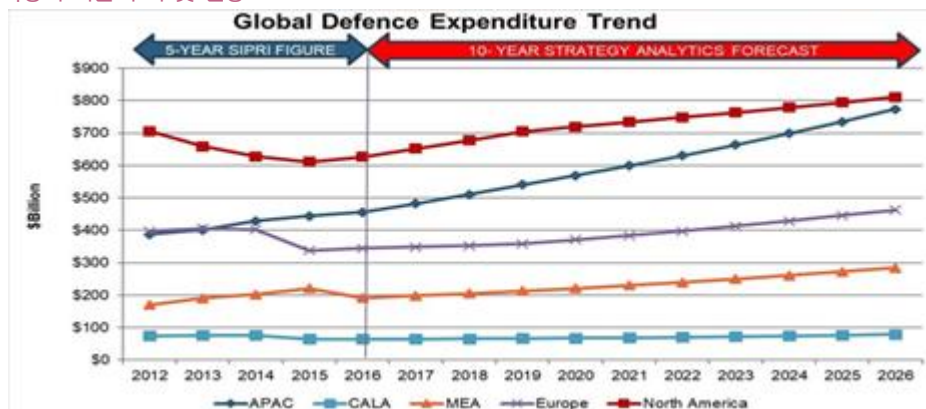
아시아 태평양 지역 다음으로 중동 및 아프리카 지역의 증가율이 CAGR 4.0%로 높을 것으로 전망된다. 특히 중동 지역의 사우디아라비아는 막대한 오일머니를 투입해 미국, 프랑스 등의 국가로부터 무기 수입을 하고 있는 세계 최대 무기 수입국이다. 주변의 국가인 시리아, 이라크 등에서 내전이 빈번하게 일어나고 있으며 중동지역 내에서 이란의 영향력을 최소화하기 위한 움직임으로 판단된다.

### 전 세계 국방비 지출 추이 및 전망



자료: The Strategy Analytics Global Defense Spending Outlook 2016-2026, 키움증권 리서치

### 지역별 국방비 지출 추이 및 전망



자료: Advanced Defense Systems(ADS), 키움증권 리서치

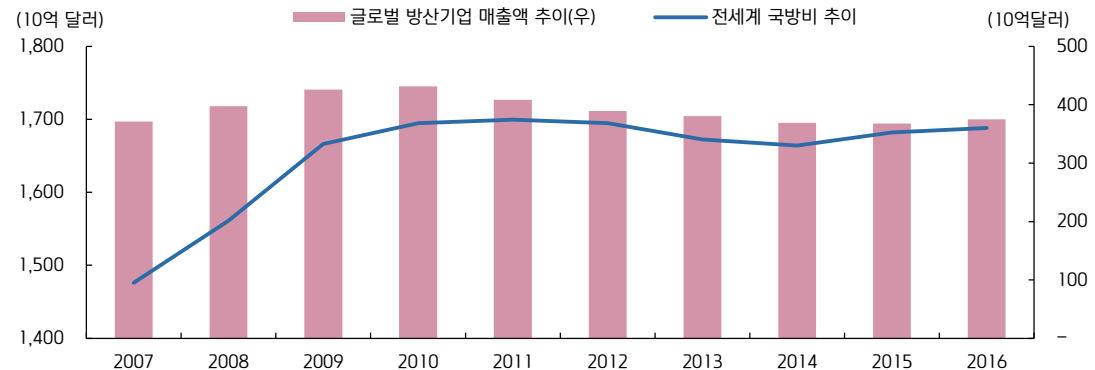
## >>> 글로벌 방산 기업 매출액 확대 전망

### 국방비 지출과 방산기업 매출액 상관관계수 0.9

아래 그래프와 같이 지난 10년간 전 세계 국방비 추이와 글로벌 방산기업들의 매출액 추이는 연 계성이 상당히 높은 것을 알 수 있다. 특히 전 세계 국방비 증가율과 글로벌 방산기업들의 매출액 증가율을 비교해보면 상관관계수가 무려 0.9로 방산 기업들의 매출액은 국가의 국방예산에 따라 좌 우 된다고 해도 과언이 아니다.

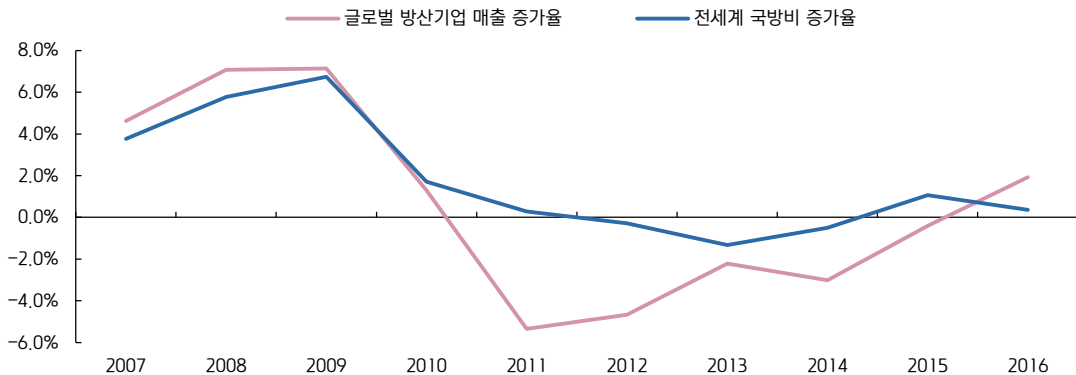
또한 특징적인 것은 국방비와 방산기업 매출액 추이간의 상관관계수는 상당히 높으면서도 변동폭에 있어서는 방산기업의 매출액 증가율 변동폭이 국방비 증가율 변동폭보다 더 큰 사실이다. 즉, 국 방예산이 증가했을 경우 방산기업들의 매출 증가폭이 더 컸으며, 국방예산이 감소 했을 경우 방산 기업들의 매출 감소폭이 더 컸다. 이러한 결과의 원인에는 다양한 이유가 있겠지만 방산기업들은 기본적으로 한 기업에서 일괄 생산을 하는 시스템 보다는 대부분 아웃소싱 시스템을 채택하고 있 기 때문으로 판단된다. 추가적으로 국방예산에 근거하여 경영계획을 세우기 때문에 국방예산 증가 폭보다 공격적이거나 보수적인 경영을 하는 경향이 클 가능성도 생각할 수 있다.

### 전 세계 국방비 및 글로벌 방산기업 매출액 추이



자료: SIPRI, 각사, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 전 세계 국방비 및 글로벌 방산기업 매출액 증가율 (상관계수 0.9)



자료: SIPRI, 각사, Bloomberg, 키움증권 리서치



글로벌 방산 기업 매출액 (단위: 백만 USD)

순위	회사명	국가명	2016 년 매출액	2015 년 매출액	증가율
1	Lockheed Martin Corp.	United States	40,830	36,900	10.7%
2	Boeing	United States	29,510	28,313	4.2%
3	Raytheon	United States	22,910	22,055	3.9%
4	BAE Systems	United Kingdom	22,790	22,689	0.4%
5	Northrop Grumman Corp.	United States	21,400	20,313	5.4%
6	General Dynamics Corp.	United States	19,230	19,483	-1.3%
7	Airbus Group	Trans-European	12,520	12,869	-2.7%
8	L-3 Communications	United States	8,890	8,881	0.1%
9	Leonardo	Italy	8,500	9,264	-8.2%
10	Thales	France	8,170	8,094	0.9%
11	United Technologies Corp.	United States	6,870	6,620	-28.6%
12	Huntington Ingalls Industries	United States	6,720	6,825	-1.5%
13	United Aircraft Corp.	Russia	5,160	4,465	15.6%
14	Bechtel Corp.	United States	4,920	4,658	5.6%
15	Textron	United States	4,760	3,696	28.8%
16	Rolls-Royce	United Kingdom	4,450	4,260	4.5%
17	Leidos	United States	4,300	3,332	29.1%
18	Harris Corp.	United States	4,200	4,982	-15.7%
19	United Shipbuilding Corp.	Russia	4,030	4,553	-11.5%
20	Booz Allen Hamilton	United States	4,000	3,949	1.3%
21	Mitsubishi Heavy Industries	Japan	3,670	3,856	-4.8%
22	Honeywell International	United States	3,480	3,423	1.7%
23	DCNS	France	3,480	3,327	4.6%
24	Almaz-Antey	Russia	3,430	3,191	7.5%
25	MBDA	Trans-European	3,260	3,162	3.1%
26	Rheinmetall	Germany	3,260	2,876	13.3%
27	Elbit Systems	Israel	3,100	2,969	4.4%
28	Babcock International Group	United Kingdom	2,950	3,024	-2.4%
29	Russian Helicopters	Russia	2,910	3,210	-9.4%
30	Saab	Sweden	2,770	2,626	5.5%
48	Korea Aerospace Industries	South Korea	1,760	1,624	8.4%
55	LIG Nex1	South Korea	1,600	1,654	-3.2%
70	Hanwha Corp.	South Korea	1,190	1,063	12.0%
71	Hanwha Techwin	South Korea	1,190	965	23.4%
73	DSME	South Korea	1,190	984	20.9%
100	Poongsan Corp.	South Korea	700	650	7.7%
합계			284,100	277,805	2.3%

자료: SIPRI, 각사, Bloomberg, 키움증권 리서치

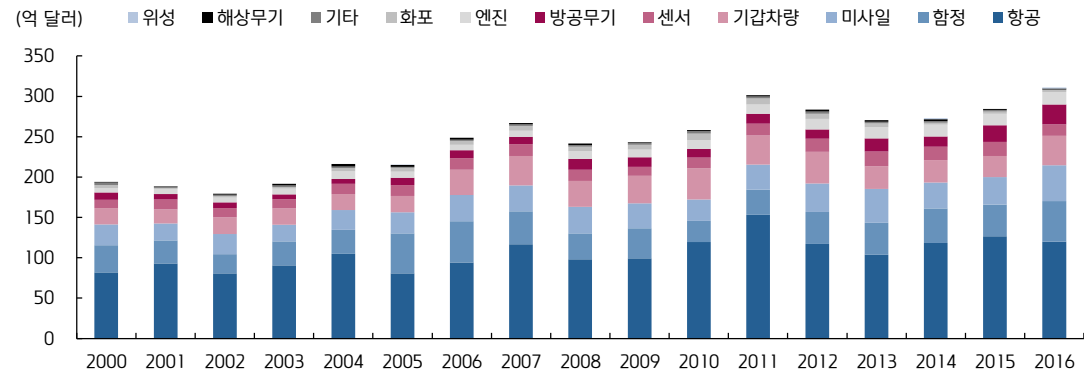
## >>> 방위 산업의 중심은 항공 무기체계

### 2016년 무기거래액 비중 항공 38.5%, 함정 16.3%, 미사일 14.2%

2016년 기준 글로벌 무기 거래액에서 가장 큰 부분을 차지하고 있는 것은 항공 분야이다. 전체 약 310억달러 거래액 중 약 119억 달러 규모이며 약 38.5%를 차지하고 있다. 항공 무기체계는 미래 전장 운영시 가장 중추가 되는 핵심 무기체계이며 고정익 항공기인 전투기, 수송기, 훈련기가 중심이다. 그 중에서도 전투기는 첨단기술이 총 집합된 무기로서 전쟁시 공중장악이라는 가장 중요한 부분을 차지하는 무기체계이다. 수송기는 최대한 적은 연료로 많은 인원을 효율적으로 수송하는 역할을 하는 무기로서 연료 소모율을 낮추기 위한 엔진 개발 및 기체 경량화가 주요 이슈이다. 훈련기는 실제 전투기에 탑승하기 위한 조종사를 양성하는 용도로서 조종사의 임무능력 향상을 위해 전투기 못지 않게 중요하다고 볼 수 있다.

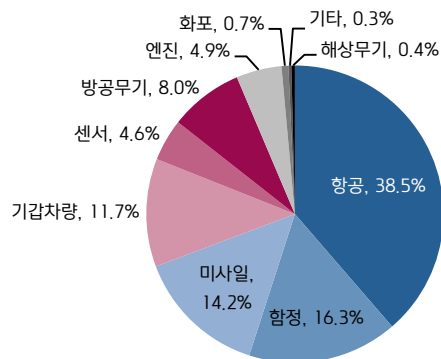
한편, 항공 다음으로 규모가 큰 분야는 함정 16.3%, 미사일 14.2%, 기갑차량 11.7% 이다. 또한, 전년대비 증가율이 높은 분야는 기갑차량, 미사일, 함정 분야이다. 2016년 기준으로 기갑차량은 전년대비 39.1% 증가한 36.4억달러, 미사일은 전년대비 29.5% 증가한 44.2억달러, 함정은 전년대비 29.1% 증가한 50.5억달러를 기록하며 큰 폭으로 성장했다.

### 글로벌 무기 거래액 비중



자료: SIPRI, 키움증권 리서치

### 2016년 글로벌 무기 거래액 비중



자료: SIPRI, 키움증권 리서치



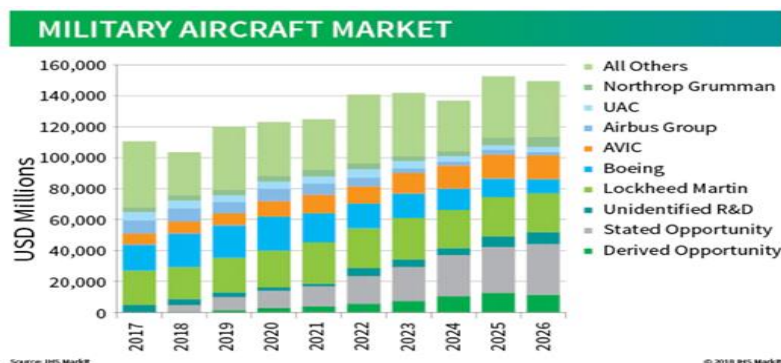
## >>> 미래 방위산업의 중심도 항공 무기체계

### 2017-2026 항공 무기체계 시장규모 약 1조 3천억 달러

앞에서 언급했듯이 방위산업에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 군용기이다. 향후에도 방위산업의 중심은 항공 무기체계라고 판단한다. 과거 화약 중심의 전쟁과 같은 지상전의 의미가 많이 사라졌고 기술 중심의 전쟁으로 시대가 바뀌었기 때문이다. 기술 중심의 전쟁에서는 지상전 보다는 공중전이나 우주전으로 전쟁 형태가 변형되는 모습이 나타났다. 군용기, 헬리콥터, 무인항공기 등을 이용하여 적을 선제적으로 전멸시키기 위함이다. 이 같은 이유로 항공 무기체계가 향후 무기체계의 중심으로 판단된다. 특히 GPS 및 각종 첨단 시스템을 결합한 항공 무기체계가 중심이 될 것으로 전망한다.

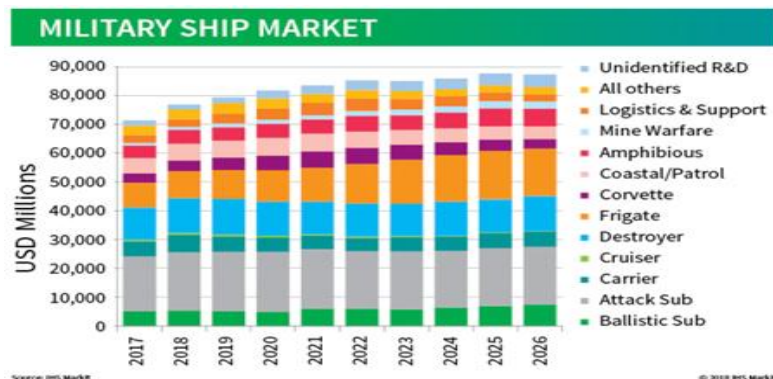
실제로 IHS Markit 2018 에서는 군용기 시장의 향후 5 개년의 CAGR을 약 3.5 % 수준으로 전망하고 있다. 또한 향후 10 년간의 방위산업에서 군용기 부문의 연구개발 예산을 약 8천억 달러 규모로 예상하고 있어 타 방위산업 무기체계에 비해 월등히 높음을 알 수 있다. 참고로 군용기 다음으로 시장 규모가 큰 무기체계인 함정 분야 또한 향후 5개년의 CAGR을 약 3.5%로 높게 전망하고 있다.

#### 군용기 시장 전망 2017- 2026



자료: IHS Markit 2018, 키움증권 리서치

#### 함정 시장 전망 2017- 2026



자료: IHS Markit 2018, 키움증권 리서치

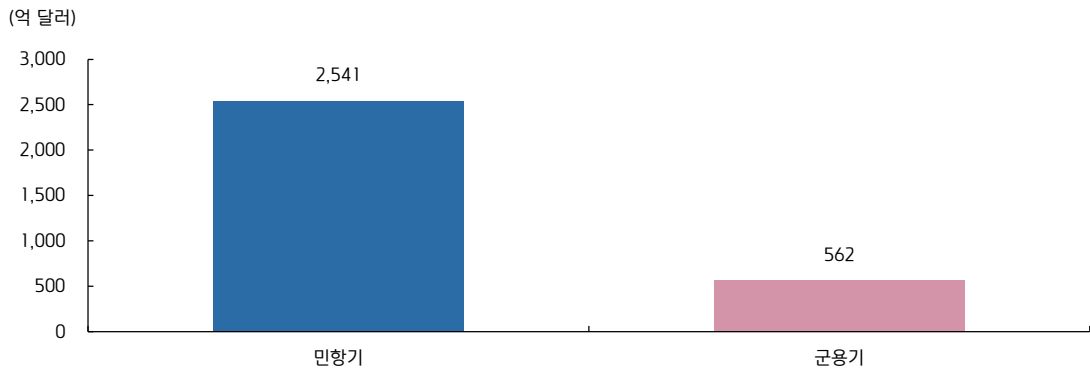
## >>> 방산 업체에게 중요한 민항기 사업

### 민항기 시장규모는 군용기의 5배

방위산업에서 군용기를 생산하고 있는 기업의 대부분은 민항기에 관한 부품이나 완제기를 생산하고 있는 기업인 경우가 많다. 대표적인 메이저 항공제작 업체인 Boeing사, Airbus사를 예로 들 수 있다. 현재 시장 규모로 비교할 때 민항기 시장 규모는 약 2,541 억 달러(2015년 기준) 수준으로 군용기 시장 규모인 약 562억 달러(2015년 기준) 대비 5배 정도 크다. 향후 전망에 있어서도 국제여객 수요 성장에 따라 민항기 시장은 큰 폭으로 성장할 전망이다. 이에 따라 민항기 부문의 매출 성장이 더욱 큰 폭으로 이루어 질 것으로 전망된다.

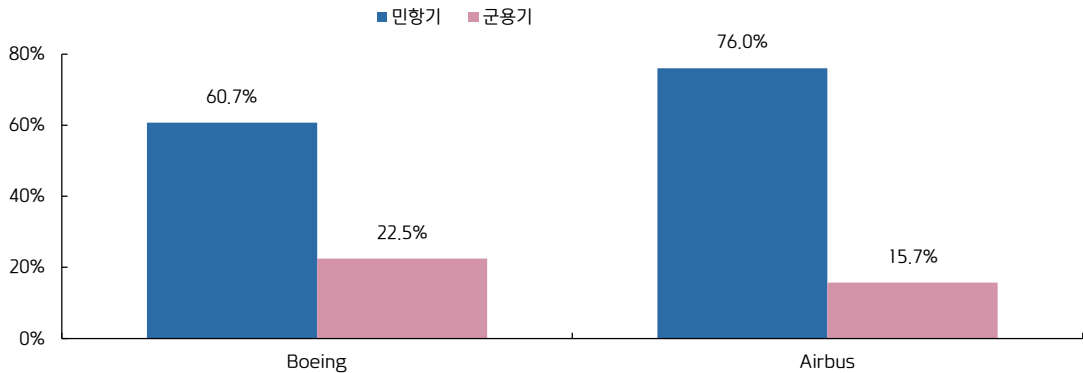
한편, 민항기 부문에 대한 매출액이 방산기업의 매출액에서 차지하는 비중이 높은 만큼 군용기를 제작하고 있는 기업들은 향후 민항기 부문에서의 매출 성장 및 이익 규모가 중요하다. 기업의 전체적인 재무 상황에 상당한 영향을 주며, 향후 방산관련 부품 및 완제기 제작에 투입할 수 있는 추가적인 투자 비용이 결정되기 때문이다. 이러한 이유로 방산업체 특히 군용기를 제작하는 업체의 경우에는 민항기 사업에 대한 전망 및 수익성 분석이 중요할 것으로 판단한다.

### 민항기 및 군용기 시장 규모



자료: Forecast International 2016, 키움증권 리서치, \*2015년 기준

### 민항기 및 군용기 매출 비중



자료: Boeing사, Airbus사, 키움증권 리서치, \*2017년 기준

## II. 우리나라 정부의 국방 정책

### >>> 대한민국 국방비 예산 10년래 최고 증가율

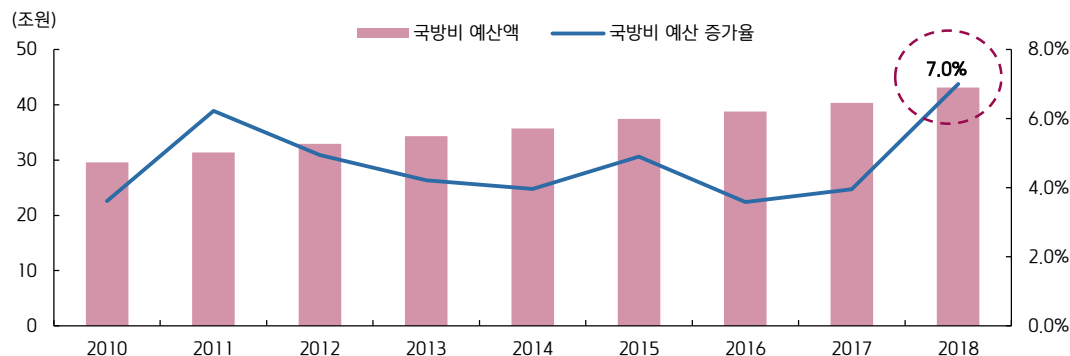
#### 전력 운영비 전년대비 5.3%, 방위력 개선비 전년대비 10.8% 증가

지난해 12월 문재인 정부의 첫 국방비 예산이 국회 의결을 통해 결정됐다. 2018년도 총 국방비 예산은 전년 대비 7.0% 증가한 43조 1,581억원으로 이는 역대 최대 규모의 예산액이며, 10년래 최고 증가율이다.

한편, 국방비 예산은 크게 전력 운영비와 방위력 개선비로 나눌 수 있다. 전력 운영비는 62만명의 병력을 운영하기 위한 인건비, 급식, 피복비로 사용되는 병력 운영비와 현존 전력을 유지 및 운영하기 위한 정보화, 군수 지원, 교육 훈련 등의 전력 유지비로 구성되어 있다. 방위력 개선비는 화력, 함정, 항공기 등 신규전력 확보를 위한 무기구입 및 연구개발 비용이다. 전력 운영비는 전년 대비 5.3%, 방위력 개선비는 전년대비 10.8% 큰 폭으로 증가했다.

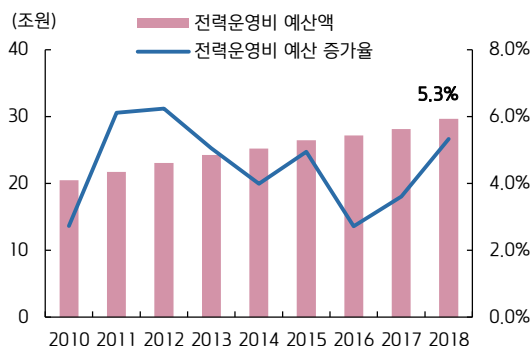
특히, 최근 북한 핵 미사일 문제로 인한 대응책의 일환으로 한국형 3축 체계(킬 체인 체계(Kill Chain), 한국형 미사일방어체계(KAMD), 대량응징보복체계(KMPR))의 조기 구축을 위해 방위력 개선비는 10.8% 큰 폭으로 증가한 13조 5,203억원이 편성됐다.

#### 대한민국 국방비 예산액 및 증가율 추이



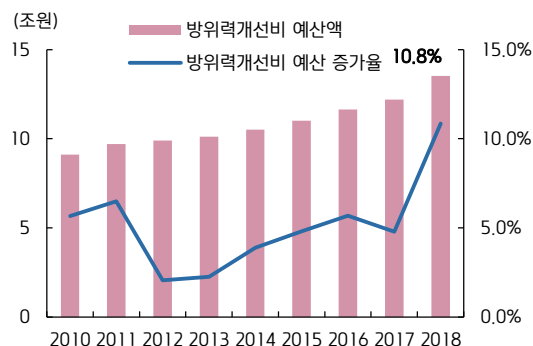
자료: 국방부, 키움증권 리서치. \*국방비(=전력운영비 + 방위력개선비)

#### 전력 운영비 예산액 및 증가율 추이



자료: 국방부, 키움증권 리서치

#### 방위력 개선비 예산액 및 증가율 추이



자료: 국방부, 키움증권 리서치



방위력 개선비 예산 상세 내역

방위 개선비 주요 내용	구 분	17년도 예산	18년도 예산	증감	증감율
복핵, WMD 위협대비	Kill Chain 425사업 고고도무인정찰기(HUAV) 장거리공대지유도탄 자항기뢰 전술지대지유도무기(R&D)	2조 1,359 억원	2조 2,735 억원	1,376 억원	6.4%
	KAMD 탄도탄조기경보레이더-Ⅱ 철매-Ⅱ 성능개량 장거리지대공유도무기(R&D) 패트리엇 성능개량				
	KMPR 특수작전용 유탄 발사기 CH/HH-47D 성능개량				
	관련 플랫폼 전력 F-35A 장보고-Ⅱ / Ⅲ 광개토-Ⅲ Batch-Ⅱ 해상작전헬기 해상초계기-Ⅱ	1조 6,760 억원	2조 894 억원	4,134 억원	24.7%
국지도발 위협 대비	230mm급 다련장, 대포병탐지레이더-Ⅱ 중요시설 경계시스템	1조 3,229 억원	1조 6,102 억원	2,873 억원	21.7%
전면전 대비 및 자주방위능력 강화	k-9 자주포 보병용 중거리 유도 무기 울산급 Batch-Ⅱ 공중급유기 상륙기동헬기 차륜형장갑차	5조 9,081 억원	6조 3,964 억원	4,883 억원	8.3%
국방 R&D 확대 및 방위산업 활성화	보라매, 소형 무장헬기 등 체계 개발 핵심기술개발, 기초연구, 민군협력 등 기술 개발 국과연/기품원 운영 및 시험 시설 보강 등	2조 7,838 억원	2조 9,017 억원	1,179 억원	4.2%

자료: 국방부 보도자료, 키움증권 리서치

## >>> 3축 체계의 조기 구축

### Kill Chain, KAMD, KMPR

2018년 1월 국방부는 북한 핵 미사일 능력이 고도화됨에 따라 북한의 도발 억제 및 대응 능력 확보에 대해 업무 보고를 시행했다. 핵심 내용으로는 우리나라 영토에 대한 핵 미사일 공격을 포함한 전면적 도발시 “최단시간 내 최소희생”으로 전승을 달성하겠다는 개념이다. 구체적으로는 한국형 3축 체계를 조기에 구축하여 자주국방 역량을 강화시켜 독자적 대응 능력을 확립하는 방안을 내세웠다.

3축 체계란 1. 북한 전 지역에 대한 징후 탐지, 식별 및 타격능력 향상을 위한 고고도 정찰용 무인 항공기, 타우러스 등의 Kill Chain, 2. 탄도탄 탐지 및 요격 능력 향상과 핵심 시설 방어 능력을 확대시키는 KAMD, 3. 핵심지역 파괴를 위한 타격 전력 확보, 전담부대 침투수단 및 작전 수행능력을 보장하는 KMPR을 의미한다.

국방부는 19~23년 국방중기계획에서 3축 체계를 조기에 구축하기 위해 예산을 최우선적으로 반영하기로 했다. 국방부의 보도자료에 따르면 Kill Chain체계의 425사업, 고고도무인정찰기(HUAV), KAMD 체계의 철매-II 성능개량, 플랫폼 전략의 F-35A, 국지도발 위협 대비를 위한 230mm급 다련장, 자주능력강화를 위한 상륙기동헬기, 차륜형장갑차의 예산이 다른 예산에 비해 크게 증가했을 것으로 추정된다. 즉, 해당 사업의 생산을 맡고 있는 한국항공우주, LIG넥스원, 현대로템의 수혜가 예상된다

### 한국과 북한 군사력 비교

병력			한국	북한
육군			49.0 만여 명	110 만여 명
해군			7.0 만여 명	6 만여 명
공군			6.5 만여 명	12 만여 명
합 계			62.5 만여 명	120 만여 명
주요전력			한국	북한
육군	장비	전차	2,400 여 대	4,300 여 대
		장갑차	2,700 여 대	2,500 여 대
		야포	5,700 여 문	8,600 여 문
		다련장/방사포	200 여 문	5,500 여 문
		지대지유도무기	200 여 기	100 여 기
해군	수상함	전투함정	110 여 척	430 여 척
		상륙함정	10 여 척	250 여 척
		기뢰전함정	10 여 척	20 여 척
		지원함정	20 여 척	40 여 척
	잠수함정	10 여 척	70 여 척	
공군	전투임무기	410 여 대	810 여 대	
	감시통제기	60 여 대	30 여 대	
	공중기동기	50 여 대	330 여 대	
	훈련기	180 여 대	170 여 대	
헬기(육해공군)			690 여 대	290 여 대
예비병력			310 만여 명	762 만여 명

자료: 국방백서, 키움증권 리서치.

### 3축 체계 주요 내용



자료: 국방부, 키움증권 리서치

### 주요 방산업체 생산 품목

기업명	구분
한국항공우주	<ul style="list-style-type: none"> <li>FA-50 경공격기, KT-1 기본훈련기, T-50 고등훈련기, KT-100 비행실습 훈련기, KUH 기동헬기, KUH 파생형, C-130 수송기 성능개량, KA-1 성능개량, 군단 UAV 성능개량, KC-100 소형항공기, Airbus/Boeing 기체구조물, F-15주익/동체, AH-64동체, KF-X 전투기(개발), 차기군단 UAV(개발), LAH 소형무장헬기(개발), LCH 소형민수헬기(개발) 등</li> </ul>
LIG넥스원	<ul style="list-style-type: none"> <li>단거리 지대공 유도무기(천마), 중거리 지대공 유도무기(천궁), 30mm 복합 대공화기, 휴대용 지대공 유도무기(신궁), 보병용 대전차 유도무기(현궁), 전술함대지, 130mm 유도로켓, 해성, 해공, RAM, 중거리 GPS 유도키트 KGGB, 경어뢰 청상어, 중어뢰 백상어, 장거리대잠어뢰 홍상어 등</li> </ul>
(주)한화	<ul style="list-style-type: none"> <li>화약원료(암모니아, 질산, 초안), 화약(폭약, 화공품), 화약응용(클래딩, 발파해체, D&amp;B, 불꽃프로모션)</li> <li>유도무기체계(230MM급 다련장 '천무', 장거리 지대공 유도무기(L-SAM) 대 탄도탄용 유도탄 등), 탄약체계(포병탄약, 박격포탄약, 로켓탄약, 공병탄약 등), 무인체계, 수중감시체계 등</li> </ul>
한화테크윈	<ul style="list-style-type: none"> <li>화력체계(K-9 자주포, K9A1 자주포) 다목적무인차량, 차륜형 전투로봇, 한국형 상륙돌격장갑차, 탄약운반차, 사격지휘차, 발사대, 장갑차, 대공유도무기, 지휘통신체계, 감시정찰체계, 지상무기체계 등</li> </ul>
현대로템	<ul style="list-style-type: none"> <li>6x6 차륜형장갑차(K806, 기본형), 8x8 차륜형장갑차(K808, 보병전투용), K2전차, K1A1전차/K1A2전차(성능개량) 등</li> </ul>
풍산	<ul style="list-style-type: none"> <li>155mm 곡사포용 고폭탄, 120mm 전차포용 날개안정철갑예광탄, 60mm 박격포용 고폭탄, 30mm 함포용 골키퍼 미사일 관통탄, 20mm 발칸포용 VULCAN 고폭소이예광자폭탄, 5.56mm 소총탄, 보통탄, 9mm 보통탄, 권총용 스포츠탄 등</li> </ul>

자료: 한국방위산업진흥회, 키움증권 리서치



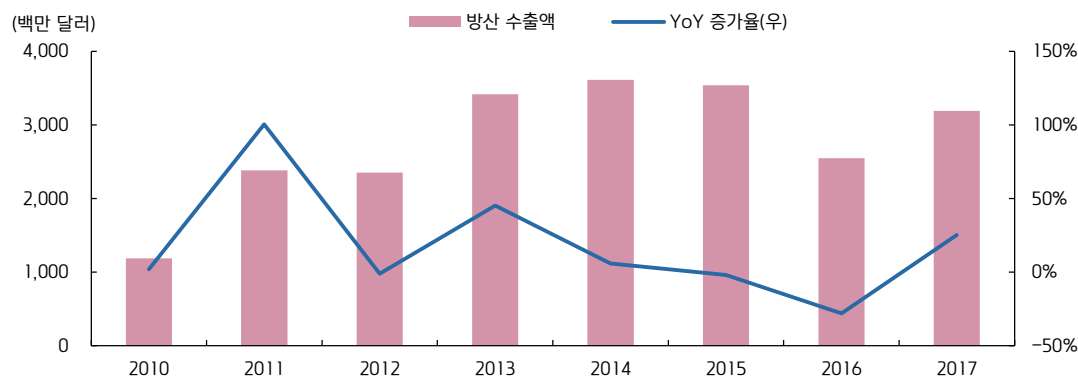
## >>> 해외 수출시장 회복

### 2017년 방산 수출액 전년대비 25.2% 증가

2017년 국내 방산 수출액은 전년 대비 25.2% 증가한 31억 9,000만달러(약 3조 4,000억원 규모)를 기록하며 회복세를 보였다. 2015년도 이후 국제유가가 급락하면서 중동 지역의 국방 예산 지출이 감소했다. 이러한 영향으로 중동지역 향 수출액이 급감하여 2016년 방산 수출액은 큰 폭으로 줄었다. 하지만 2017년 글로벌 경기회복 및 국제유가 상승에 힘입어 다시 30억 달러를 돌파했다. 특히 과거 일부 부품만 수출했던 K-9 자주포의 완전체가 유럽 국가에 처음으로 수출됐고 탄약운반장갑차가 최초로 해외 수출에 성공하는 등 기동 장비 부문에서 큰 폭으로 증가했다.

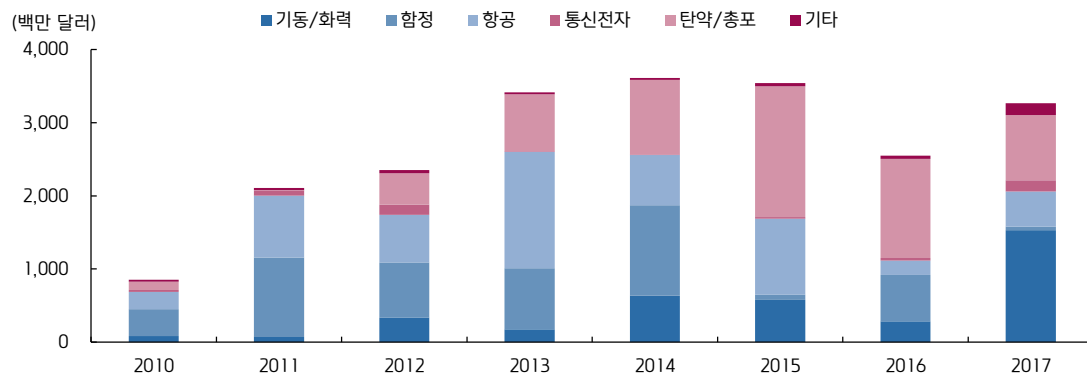
주요 수출 지역이었던 동남아 및 중동 지역뿐만 아니라 노르웨이, 핀란드와 같은 유럽 지역의 국가들로 수출을 했다는 점과 이미 세계 시장에서 인정 받아 수출 실적이 큰 탄약/총포 분야가 아닌 기동/화력 분야의 수출 실적으로 큰 의의가 있다고 판단한다. 특히, 유럽지역의 핀란드 수출 제품은 품질 면에서 유럽의 입찰 경쟁에서 인정을 받았으며, 핀란드의 예산 상황을 고려해 국내 육군에서 사용했던 중고 K-9를 재정비하여 수출을 한 것으로 대상국의 상황 파악이 유효했다.

### 방산 수출액 및 증가율 추이



자료: 방위사업청, 키움증권 리서치

### 전력 분야별 방산 수출액 추이



자료: 2017년 방위사업 통계연보, 방위사업청, 키움증권 리서치

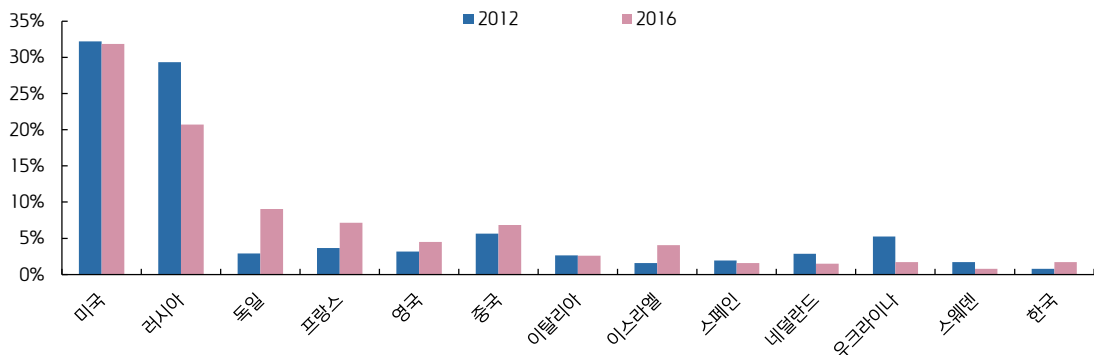
## >>> 가능성이 풍부한 수출시장

### 한국 수출시장 점유율 1.7%에 불과

매년 스톡홀름 국제 평화 연구소(SIPRI)가 발표하는 방산 수출시장 점유율 통계에 따르면 지난 5년간 큰 차이 없이 미국이 약 30% 이상을 차지하고 있다. 특이사항은 과거 약 30% 점유율에 육박했던 러시아의 수출시장 점유율이 약 20%로 감소한 점이다. 러시아의 점유율이 감소한 반면, 독일, 프랑스, 중국, 이스라엘, 한국 등은 시장 점유율이 상승했다. 특히 중국의 경우 과거에는 품질이 좋지 못하고 가격이 저렴한 재래식 무기 생산이 대부분이었으나, 최근에는 국가의 전폭적인 지원에 힘입어 글로벌 무대에서도 인정 받는 첨단 기술을 바탕으로 시장 점유율을 높이고 있다.

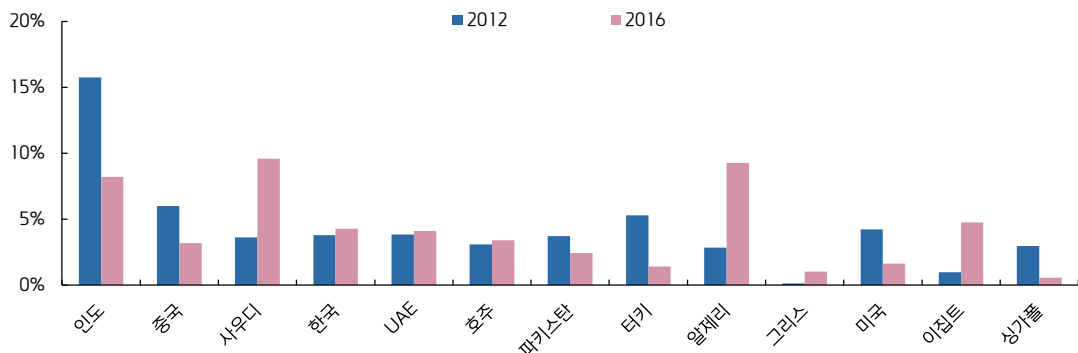
한편, 수입시장의 점유율은 과거 인도, 중국 등의 비중이 높았으나 최근 자국의 방산업체에 대한 공격적인 투자로 방산무기의 국산화율을 높이고 있다. 반면에 사우디아라비아, UAE 등 중동 국가들은 과거 재래식 무기 위주의 수입에서 벗어나 최근에는 첨단무기까지 수입량을 늘리고 있다. 주로 과거 내전이나 현재 지리적, 정치적 요인에 의해 타국가와 잠재적으로 대립하고 있는 국가들의 무기 수입비중이 높아지고 있다. 아프리카의 알제리가 대표적이다. 과거 5년전에 비해 두 배정도 증가한 약 10%의 무기 수입시장 비중을 차지하고 있다.

### 2012년 vs 2016년 방산 수출시장 점유율 변화



자료: 2017년 방위사업 통계연보, 방위사업청, 키움증권 리서치. \* TIV 지수 기준(단순 거래금액이 아닌 항목, 거래에 가중치를 부여해 산출하는 지표)

### 2012년 vs 2016년 방산 수입시장 점유율 변화



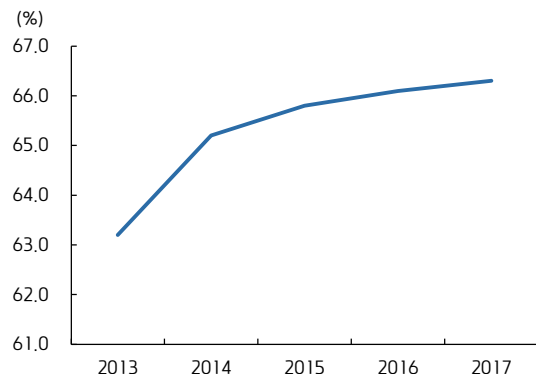
자료: SIPRI, 키움증권 리서치. \* TIV 지수 기준(단순 거래금액이 아닌 항목, 거래에 가중치를 부여해 산출하는 지표)

## >>> 방산 무기 국산화율 증가

### 방산 무기 국산화율 66%

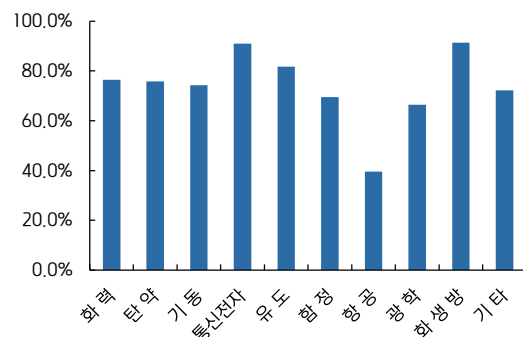
국방기술품질원의 조사에 따르면 우리나라 국방과학 기술 수준은 미국, 러시아, 프랑스, 독일 등에 비해 아직 80% 정도 수준이다. 기동, 함정, 화력 분야에서는 경쟁력이 있으나 소프트웨어, 작전 모의훈련 시스템 등 기타 분야에서는 아직 발전이 필요한 것으로 판단된다. 하지만 과거대비 국산화율이 점진적으로 높아지고 있고 최근 정부가 방위산업 경쟁력 강화를 위해 임기 내에 국방 R&D 투자규모를 현 수준의 2배 이상 확대하겠다는 방침이다. 실제로 방위산업 최선진국인 미국의 경우에는 국방 R&D 중 핵심부품 국산화를 포함한 국방기술 R&D에 국방 R&D 예산의 40% 이상을 투자하고 있다.

### 방산 무기 국산화율 변화



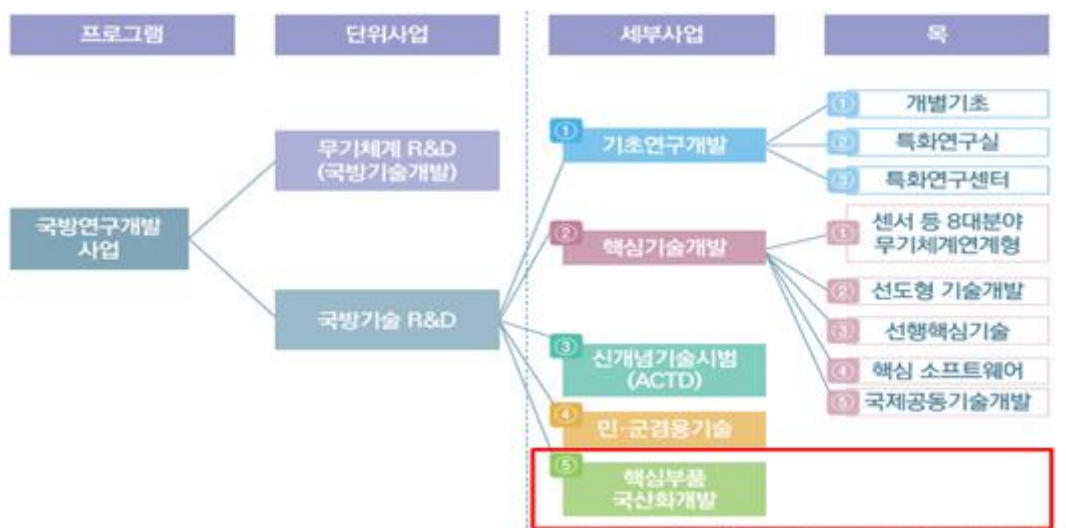
자료: 한국방위산업진흥회, 키움증권 리서치

### 무기체계별 국산화율



자료: 한국방위산업진흥회, 키움증권 리서치

### 국방기술 연구개발



자료: 방위사업청, 국방기술품질원, 국방과학연구소, 키움증권 리서치



## 국방연구개발 추진 현황



자료: 국방과학연구소, 키움증권 리서치

# III. 국내 방산업체 회복 전망

## >>> 방위산업의 특징

### 정부 정책, 대규모 자본, 고부가가치

현재 방위사업법 제35조(방산업체의 지정 등)에 의하여 지정된 국내 방산업체는 각 화력, 항공유도, 함정 등 총 8개 분야의 주요 방산업체 67개사, 일반 방산업체 34개사로 총 101개사이다. 이 중 한국항공우주(KAI), LIG넥스원, (주)한화(방산/화약 부문), 한화테크윈, 현대로템, 풍산 등 5개 기업(한화계열은 1개로 판단)이 차지하는 매출 비중은 약 90% 이상이다.

방위산업은 타 산업대비 몇 가지 큰 특징을 가지고 있다. 먼저 방위산업은 정부차원에서 이루어지는 사업이다. 방위산업은 자국의 국력 및 국가 방위에도 연관이 깊은 관계로 정부로부터 인증 받은 업체만이 방위산업을 영위할 수 있는 규제 산업이다. 또한 해외 기술 및 제품에 대한 종속이 심화되는 것을 막기 위해 정부 지원에 따른 국산화 제품 개발, 육성이 중요한 산업이다.

두번째로 생산을 위해서는 초기의 대규모 자본 투자 및 연구개발 비용이 필요한 산업이다. 즉, 초기의 대규모 설비 투자를 통한 생산 시설을 확보해야만 하기 때문에 높은 고정비를 부담해야 하며 수익성을 위해서는 규모의 경제 효과가 중요하다. 또한 제품의 양산단계 이전의 연구개발 단계에 투입되는 비용이 크다. 이러한 이유로 대기업이 아닌 기업이 신규로 사업을 시작하기 힘든 환경이다.

마지막으로 고부가 및 파급효과가 큰 산업이다. 방위산업에서 생산되는 제품은 대부분 고가의 제품으로 예를 들면 T-50 훈련기 1대 가격은 아반떼 차량의 약 400배이다. 동시에 방위산업 제품들은 자동화 시스템 도입이 불가능한 부분이 많아 수작업이 많은 산업으로 일자리 창출 효과도 있는 고부가가치 산업이다. 한편, 방위산업에서 생산되는 제품은 전쟁 시에 발생 가능한 어떠한 상황 속에서도 본래의 기능을 발휘 해야 하기 때문에 성능의 고도화가 중요하다. 이 때문에 기술 향상을 위한 개발이 항상 이루어지며 신기술의 경우 타 산업에 영향을 미치는 기술 파급 효과도 있는 산업이다.

### 국내 주요 방산업체

분야	주요 방산업체
화력	한화디펜스, 두원중공업, 한화지상방산, 미래아이엔지, 현대위아, S&T 모티브, S&T 중공업, 다산기공 (8)
탄약	삼양화학, 삼양정밀화학, 알코닉코리아, 풍산, 풍산 FNS, 한일단조공업, 한화 (7)
기동	기아자동차, 두산, 두산인프라코어, 두산중공업, 아이알디, 삼주기업, 평화산업, 현대다이모스, 현대로템, LS 엠트론, STX 엔진 (11)
항공유도	국동통신, 금호타이어, 다원프릭션, 대한항공, 씨트랙아이, 퍼스텍, 캐스, 한국항공우주산업, 한국화이바, 한화테크윈, LIG 넥스원(11)
함정	강남, 대우조선해양, 두산엔진, 삼강엔티, 성동조선해양, 한국특수전지, 한진중공업, 현대중공업, 효성, STX 조선해양 (10)
통신전자	디에스티, 지티앤비, 비스로밀텍, 한화시스템, 연합정밀, 이오시스템, 프롬투정보통신, 휴니드테크놀로지스, 현대제이콤, 빅텍, 우리별 (11)
화생방	산청, 에스지생활안전, 에이치케이씨 (3)
기타	대양전기, 동인광학, 삼양컴텍, 우경광학, 유텍, 아이팩 (6)
합계	67개

자료: 한국방위산업진흥회, 키움증권 리서치

## >>> 국내 주요 방산기업

한국항공우주, LIG넥스원, 한화계열, 현대로템, 풍산

전술했듯이 국내 5개 기업이 우리나라를 대표하는 방산기업이라고 할 수 있다. 이 중 항공부문의 대표기업인 한국항공우주(KAI)는 1999년 설립되어 KT-1 기본훈련기, T-50 고등훈련기, FA-50 경공격기, KUH 기동헬기 등 국내에서 개발된 주요 무기체계를 국산화하여 수출까지 담당하고 있는 업체이다. 동사는 작년 7월 검찰 수사로 인해 수출이 중단되는 등 경영위기 상황을 겪고 17년 10월 26일 김조원 사장이 새롭게 취임했다. 김조원 사장은 취임식에서 경영정상화를 선언하며 2030년까지 매출액 20조원의 목표를 내걸었다.

한국항공우주의 주요 사업은 크게 군수 사업/민수 사업으로 나뉜다. 군수는 동사 매출액의 약 47%를 차지하고 있다. 국내 공군의 고등훈련기인 T-50 및 기본훈련기 KT-1의 양산 및 해외 수출사업을 진행 중이다. 한편, 국내 최초로 개발된 수리온(KUH)의 기체 결함 및 결빙 성능에 대한 문제가 있었으나 기체 결함에 대해서는 개선을 완료했고 결빙 성능에 관해서는 올해 하반기 미국에서 입증시험을 진행하기로 했다. 현재 제106회 방위사업추진위원회회의에서 수리온 헬기 후속 양산사업 추진에 관한 심의 의결 후 육군에 납품 중이다. 민수는 동사 매출액의 약 53%를 차지하고 있다. Boeing, Airbus, Vought 등 대표적인 민항기사의 기체 구조물 제작, 납품 사업 등을 하고 있다.

### 기본 훈련기 KT-1



자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치

### 고등 훈련기 T-50



자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치

### KUH 국산 헬기 수리온



자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치

### 민항기 기체구조물 제작사업



자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치



동시에 미래 전략사업으로서 진행 중인 주요 개발사업을 살펴보면,

(1) 국내 노후 전투기(F-4, F-5) 대체를 위한 KF-X 한국형 전투기 사업 일명 보라매 사업을 인도네시아와 함께 국제공동개발(RSP) 중이다. 2019년까지 PDR(기본설계) 및 CDR(상세설계)를 마치고 2021년 시제기 출고를 목표로 하고 있다.

(2) 육군의 노후 공격헬기(500MD, AH-1S)를 교체하기 위한 소형무장헬기(LAH)와 미래 민수 헬기 시장 진출을 위한 소형민수헬기(LCH) 사업이다. LAH의 경우 내년 초도 비행이 계획되어 있다.

(3) 작년 12월 국토교통부가 항공정비(MRO) 산업육성을 위해 동사를 사업자로서 선정했다. 해외 의존도가 높은 항공 정비의 국산화 및 일자리 창출을 위한 산업으로 한국공항공사, 민간기업과 함께 MRO 전문기업을 설립하고 향후 10년간 3,500억원을 투자할 계획이다.

(4) 미국 최대의 방위산업체인 Lockheed Martin사와 파트너십을 맺고 미국 고등훈련기 교체사업(APT)에 참여했다. 노후화된 미공군 훈련기 350대를 교체하는 사업으로 후속 물량도 650대로 예정되어 있어 총 사업비는 약 38조원에 이른다. 올해 상반기 우선협상대상자 선정이 이루어질 전망이다. 품질이 타사대비 우수하며 가격 경쟁력도 있어 수주 가능성이 높을 것으로 기대된다.

#### 한국형 차세대 전투기 KF-X



- 노후 전투기(F-4/F-5) 대체전력 국내 개발
  - KF-16to 급 첨단 전투기 체계개발(15~)
  - 국제공동개발 추진(한국/인도네시아)

자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치

#### LAH/LCH 사업



- 소형 무장(LAH)/민수(LCH) 헬기 통합개발
  - 소형민수헬기(LCH) 국제공동개발(15~)
  - LCH 기반 무장헬기(LAH) 개조개발(15~)

자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치

#### MRO 전문기업 설립



- 대형민항기 MRO 서비스 사업화
  - 민항기 창정비(기체/보기/엔진 등) 수행
  - MRO전문업체 중심으로 사업화 본격 추진

자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치

#### 미국 고등훈련기 APT사업 (T-50A)



자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치

LIG넥스원은 1976년 금성정밀공업 주식회사로 설립됐다. 정밀유도무기, 감시정찰, 지휘통제통신, 항공전자 등 방위산업 전문분야에 걸친 최첨단 무기체계를 연구개발, 생산하는 기업이다. 매출액의 약 70% 이상이 정밀타격체계(PGM)이며, 항공전자/전자전(AEW), 감시정찰(ISR)이 각각 약 15%, 10% 이다.

즉 유도무기부문이 주된 사업이며 지상발사 유도무기로서 단거리 지대공 유도무기(천마), 중거리 지대공 유도무기(천궁, M-SAM), 30mm 복합 대공화기, 휴대용 지대공 유도무기(신궁)가 있고 함정/공중발사 유도무기, 수중 유도무기 등이 있다. 특히 이 중 적이 공중에서 중고도로 침투할 시 효과적으로 방어할 수 있는 중거리 지대공 유도무기(천궁, M-SAM) 사업은 공군의 기존 무기체계인 호크(HAWK) 노후화에 따른 대체무기로서 연구개발을 마치고 양산 단계에 있다.

항공전자/전자전 부문은 항공전자의 경우 임무계통, 시현계통, CNI계통, 비행제어 4분야로 구분되며 주요 제품은 임무컴퓨터, 무장관리 컴퓨터, 다기능시현기, 전방시현기, 비행조종컴퓨터, CCS 등이 있다. 전자전은 항공기용, 지상용으로 나뉘며 주요 제품은 항공기용 전자전장비, 해상작전 헬기용 전자전장비, 고정형/이동형 전파감시시스템, 지상전술 전자전 장비 등이 있다.

감시정찰 부문은 항공용, 지상용, 해양용 레이더로 나뉘며 주력 제품으로는 항공기용 능동위상배열 레이더, 차기국지방공 레이더, 대포병레이더-II가 있다.

중거리 지대공 유도무기 '천궁'(M-SAM)



자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치

임무계통 컴퓨터(항공전자 부문)



자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치

단거리 지대공 유도무기 '천마'(K-SAM)



자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치

대포병탐지레이더-II



자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치



최근에는 북한 핵 미사일 문제로 인한 대응책의 일환으로 정부가 한국형 3축체계를 조기에 도입 (2020년까지) 하기로 하면서 킬체인(Kill Chain)과 한국형 미사일방어체계(KAMD)로 동사의 최첨단 기술이 도입될 전망이다. 동사의 천궁(M-SAM)은 한국형 미사일방어체계의 중심적 역할을 할 것으로 보인다. 기존 적의 항공기 요격용으로 개발된 천궁 블록-I 을 탄도미사일 요격용으로 성능을 개량하여 양산하기로 의결이 진행됐다. 천궁 블록-II 사업이며 일명 철매-II 성능 개량 양산 사업으로 불린다.

또한 킬체인의 주요 전력으로서 아군을 향해 날아오는 포탄을 탐색, 분석하여 실시간 전송이 가능한 무기체계인 대포병탐지레이더-II와 북한의 무인기 위협의 대응책으로 연구개발 된 국지방공레이더는 올해부터 국내에 전력화될 예정이다. 한편, 동사는 킬체인의 눈인 대북 정찰위성 국내 개발사업 우선협상대상 업체로 선정됐다. 현재 정찰위성은 전적으로 미국에 의존하고 있는 상황이다. 정부의 우선정책인 전시작전통제권 조기 전환을 위해서는 국내에서의 정찰위성 개발이 매우 중요하다. 정찰위성 개발사업 SAR 위성 4기, 전자광학(EO) 및 적외선(IR) 위성 1기 총 5기를 국내에서 독자적으로 보유하기 위한 사업이다. SAR와 EO를 숫자로 표현한 425로 사업명이 정해졌다. 현재 계획은 2021년부터 2023년까지 5기의 정찰위성을 띄우는 것이다.

#### 전장환경 트렌드 NCW (Network Centric Warfare)



자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치

(주)한화(방산/화약 부문)는 1952년 설립된 한국화약이 전신으로 국내 최초로 다이내마이트 국산화에 성공한 만큼 전통적으로 탄약에 강점을 보이는 회사이다. 또한 정밀유도무기의 체계설계부터 종합시험 평가까지 전 과정을 핵심 역량으로 보유하고 있다. 오래된 기술력으로 국내 정밀탄약 시장 점유율 80% 이상을 차지하고 있다.



한화테크윈은 분할 예정인데 한화테크윈의 시큐리티 부문이 물적 분할한 후의 존속회사로서 한화 에어로스페이스가 항공엔진 사업을 주된 사업으로 할 예정이다. 한화지상방산(한화디펜스 100% 소유), 한화시스템을 포함해 총 5개의 자회사를 보유한다. 항공엔진 사업은 40년 이상 한국 정부를 대상으로 독점 면허를 획득하여 국산화 부품을 자체 생산 중이며 MRO 사업까지 담당하고 있다. 동사는 F-16, F-15K 전투기, T-50 훈련기, 수리온 헬기 엔진을 생산하고 있다. 한국형 차세대 전투기사업(KF-X)의 엔진과 소형무장헬기(LAH), 소형민수헬기(LCH), 한국형 발사체 엔진체계에 개발 중이다.

자회사 중 한화지상방산은 K-9 자주포, K-10 탄약운반장갑차, K-77 지휘차등 자주포 계열 지상장비를 주로 생산한다. 한화디펜스는 기동 무기체계(K-21보병전투장갑차,바라쿠다), 대공 무기체계(K-30 자주 대공포, K-30 + 휴대용 지대공 유도무기(신궁)), 유도무기 발사체계(천무,천궁)를 생산한다. 한화시스템은 감시정찰, 지휘통제·통신·사격통제, 해양시스템, 항공우주시스템 등 육해공 전자장비체계에 주력하고 있다.

#### 230MM급 다련장 '천무'



자료: ㈜한화, 키움증권 리서치

#### 군수용 항공엔진 및 민수용 항공엔진 부품



자료: 한화테크윈, 키움증권 리서치

#### 기동 무기체계, 대공 무기체계, 유도무기 발사체계



자료: 한화디펜스, 키움증권 리서치

#### 자주포 계열 지상장비



자료: 한화지상방산, 키움증권 리서치

현대로템은 1977년 철도차량 사업을 영위하던 현대정공, 한진중공업, 대우중공업 등 3사가 합병하면서 설립됐다. 이후 2001년 현대자동차그룹에 편입됐고, 1985년 최초의 한국형 전차 K-1 전차를 개발 완료한 국내유일의 전차 생산기업이기도 하다. 철도부문의 매출액이 약 47%로 가장 높다. 그 다음으로 플랜트 사업 매출비중이 약 30%, 방산부문이 약 20% 이다. 방산부문의 주력 제품은 2014년 처음으로 납품하기 시작한 일명 ‘흑표’ 라고 불리는 K-2 전차이다. 순수 국내기술로 개발했으며 장갑능력이 탁월하고 최첨단 디지털 전투통제장치를 갖춘 세계 최고 수준의 전차이다. 현재 한국군의 주력전차는 K-1을 성능개량하여 개발한 K1A1전차이며 이를 대신하여 향후 주력 전차가 될 전망이다.

동사의 미래 성장동력으로는 차륜형 장갑차를 들 수 있다. 차륜형 장갑차는 일반 차량처럼 타이어가 달린 바퀴로 운행하는 장갑차이다. 도심 지역 및 확대된 전후방 작전지역에서 요구되는 기동성, 수송성, 운용성이 우수한 차세대 장비로 기존의 병력 수송을 담당하는 장갑차와는 다른 개념이다. 지난 2012년 차륜형 장갑차 개발업체로 선정되어 현대차그룹과 현대로템의 순수 국내기술로 개발했으며, 17년 2월 방위사업청과 3,907억원 규모의 2차 양산 물량 계약을 체결했다. 기존에는 국산 파워팩(엔진+변속기)을 도입할 예정이었으나 국산 엔진과 외국산 변속기를 구성해 2019년부터 전력화하는 것으로 계획이 수정됐다. 한편, 동사는 차륜형지휘소용차량 체계개발 사업 수행자로 선정되어 2019년까지 체계개발을 완료할 전망이다.

#### K-2 전차



자료: 현대로템, 키움증권 리서치

#### K1A1 전차



자료: 현대로템, 키움증권 리서치

#### 차륜형장갑차



자료: 현대로템, 키움증권 리서치

#### 차륜형지휘소용차량 조감도



자료: 현대로템, 키움증권 리서치



풍산은 1968년 설립하였으며 비철금속 소재 산업 및 방위산업을 주력사업으로 하고 있다. 매출액의 약 35%가 방산부문으로 국내 유일의 종합 탄약기업이다. 군용탄약 사업은 동 및 동합금 제품 생산 기술을 바탕으로 5.56미리 소구경 탄약부터 8인치 곡사포탄까지 한국군에서 사용되고 있는 대부분의 탄약을 생산 및 공급한다. 동사는 화약 소재, 부품의 조달부터 화약의 충전 및 조립까지 일괄 생산체제를 갖추고 있어 품질과 가격 측면에서 높은 경쟁력을 보유하고 있다.

한편, 스포츠탄 사업의 경우 PMC로 불리는 독자의 브랜드로 동사는 미국에서 점유율이 10%를 넘는 것으로 추정될 만큼 수출 시장에서 경쟁력이 있다고 판단된다. 최근 레저 문화가 발달하면서 수요가 확대되고 있으며 동사는 100여종이 넘는 스포츠탄을 개발하여 공급 중이다. 추진 화약 및 탄약 부분품 사업은 나이트로 셀룰로스와 나이트로 글리세린 등의 추진 화약 원료를 생산해 자체적으로 탄약 생산에 사용하며 수출도 하고 있다.

동사는 최근 한국형 독자모델과 최첨단 지능을 가지고 있는 탄약 개발을 추진 중이다. 현재 155mm 사거리연장탄, 120mm 박격포 등 신규 사업 개발도 하고 있다.

#### 군용 탄약



자료: 풍산, 키움증권 리서치

#### 스포츠용 탄약



자료: 풍산, 키움증권 리서치

#### 추진화약 및 탄약부분품



자료: 풍산, 키움증권 리서치

#### 풍산 기술 연구원



자료: 풍산, 키움증권 리서치

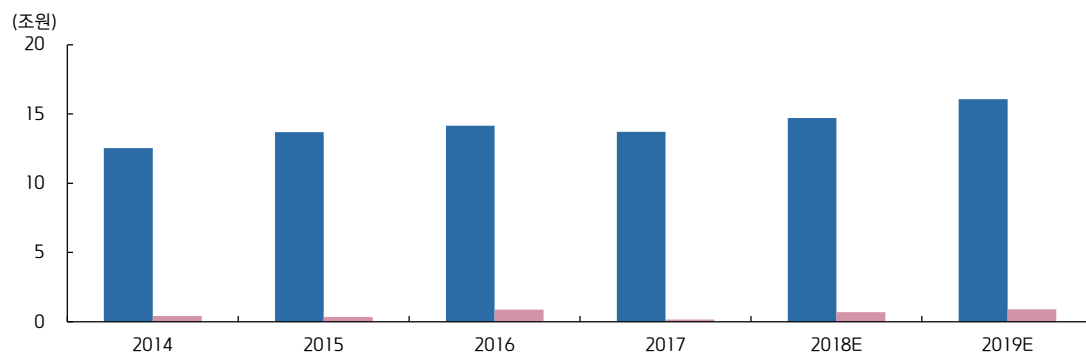


## >>> 힘들었던 2017년

### 방산비리 이슈 및 납기 지연

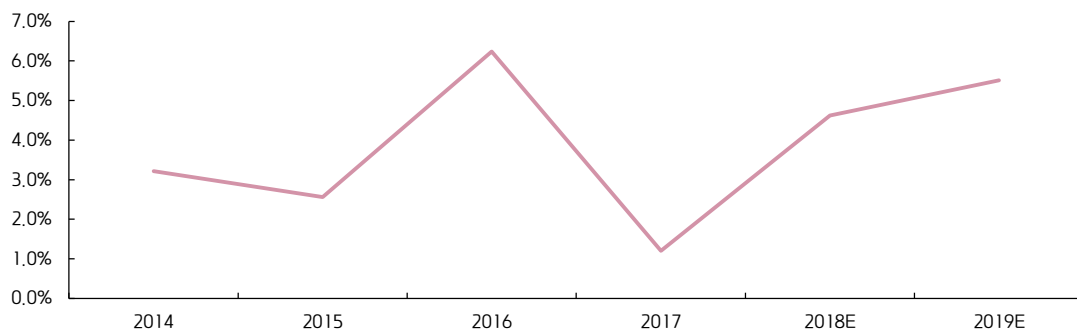
국내 방산기업들은 외형 측면에서는 지속적으로 성장했지만 이익률은 과거 최고 7% 수준에서 지속적으로 하락하여 현재는 5%에도 못 미치는 수준이다. 방산비리 사태로 인해 기존에 납품하던 제품들의 납기지연이 있었으며 일부 기업의 경우 분식회계 이슈로 인해 외형 및 수익성 둘 다 하락했다. 방위사업청을 포함한 정부는 현재도 계속해서 방산비리에 대한 조사가 진행 중이고 이에 따른 처벌과 대책마련을 위해 제도 보완을 할 전망이다. 단기적으로 해당 이슈에 대한 문제는 일어날 수 있지만 장기적 관점에서 올바른 방향으로 제도 개선이 이루어지고 있다고 판단한다. 이에 따라 앞으로는 기업 본래의 가치가 중요하게 될 것이며 안정적으로 실적 정상화가 이루어질 것으로 기대한다. 방위산업의 환경이 우호적으로 바뀌고 있고 3축 체계 조기 구축으로 인해 해당 기업을 포함해 방산 기업들의 회복세가 전망된다.

### 주요 방산업체 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



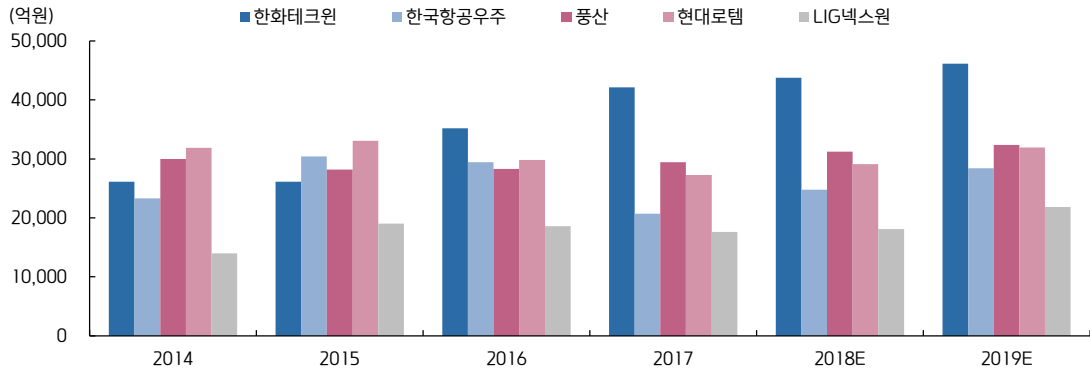
자료: Fnguide, 키움증권 리서치. \*한국항공우주, LIG넥스원, 한화테크윈, 현대로템, 풍산 총 5개 기업 합계, \*전망치는 추정치, 커버리지외는 컨센서스

### 주요 방산업체 영업이익률 추이 및 전망



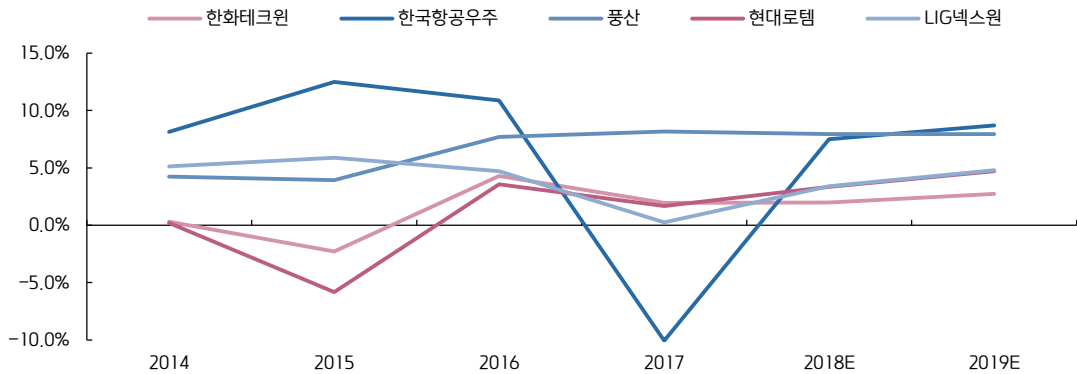
자료: Fnguide, 키움증권 리서치. \*한국항공우주, LIG넥스원, 한화테크윈, 현대로템, 풍산 총 5개 기업 합계, \*전망치는 추정치, 커버리지외는 컨센서스

### 주요 방산업체별 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



자료: Fnguide, 키움증권 리서치. \*한국항공우주, LIG넥스원, 한화테크윈, 현대로템, 풍산 총 5개 기업 합계, \*전망치는 추정치, 커버리지외는 컨센서스

### 주요 방산업체별 영업이익률 추이 및 전망



자료: Fnguide, 키움증권 리서치. \*한국항공우주, LIG넥스원, 한화테크윈, 현대로템, 풍산 총 5개 기업 합계, \*전망치는 추정치, 커버리지외는 컨센서스

## IV. 방위산업 해외 사례

### >>> 미국의 방위산업

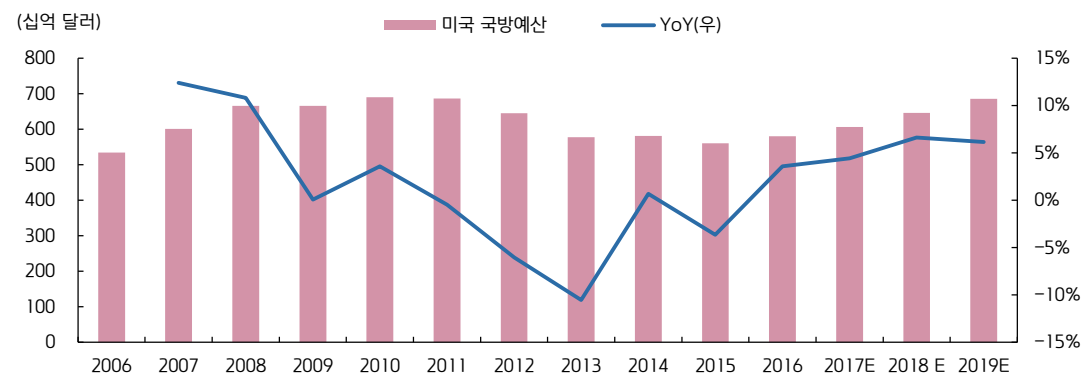
#### 세계 최대의 국방예산 지출 국가

미국은 2019 회계년도(18년 10월부터 19년 9월) 국방 예산안으로 전년 대비 약 6% 증가한 6,860억 달러를 의회에 요구했다. 기존에도 미국의 국방예산은 전 세계 약 40%에 육박할 만큼 큰 규모였으나 추가적으로 큰 폭으로 국방예산이 증가할 것으로 전망된다. 또한 미국은 세계에서 가장 뛰어난 기술을 확보하고 있어 최첨단 기술을 적용한 무기체계 개발을 주도하고 있다. 막대한 자금력을 이용하여 연구개발도 지속적으로 행하고 있어 현재 세계 방위산업에 있어서 최선단에 위치하고 있는 국가이다.

한편, 미국 방위산업의 역사를 돌이켜 보면 1930년대 NASA의 전신인 NACA를 중심으로 독자적인 기술을 개발했고 항공기 산업을 주도하기 시작했다. 특히 1939년 제2차 세계대전에서 North American P-51, Boeing B-17과 같은 기종을 28만기 이상 연합 군에 공급하여 전쟁 승리에 큰 역할을 하였다. 전쟁 후에는 전략 미사일 및 우주 개발을 본격적으로 시작했으며 이때 본격적으로 전략미사일 등의 사업에 집중한 회사가 Martin, Convair 과 같은 회사이다.

이후 냉전시기를 지나 우리나라의 6.25 전쟁, 베트남 전쟁 등을 통해 미국의 방산기업은 지속적으로 기술의 발전이 진행됐다. 1970년대에는 미국과 소련의 군용기 기술 경쟁이 격화되면서 Grumman, Northrop과 같은 회사가 생기며 베트남 전쟁, 제3차 중동 전쟁을 통해 Grumman F-14, McDonnell Douglas F-15, General Dynamics F-16, McDonnell Douglas F/A-18과 같은 전투기가 개발됐다. 1980년대에 전쟁이 종결되면서 미국의 국방예산도 1987년 330억달러에서 1998년 140억달러로 급감했다. 국방예산이 감축되면서 기존에 존재하던 회사들의 재편이 일어나기 시작했다.

#### 미국 국방예산 과거추이 및 전망



자료: SIPRI, 언론보도, 키움증권 리서치.



## 거대 M&A 및 업계 재편

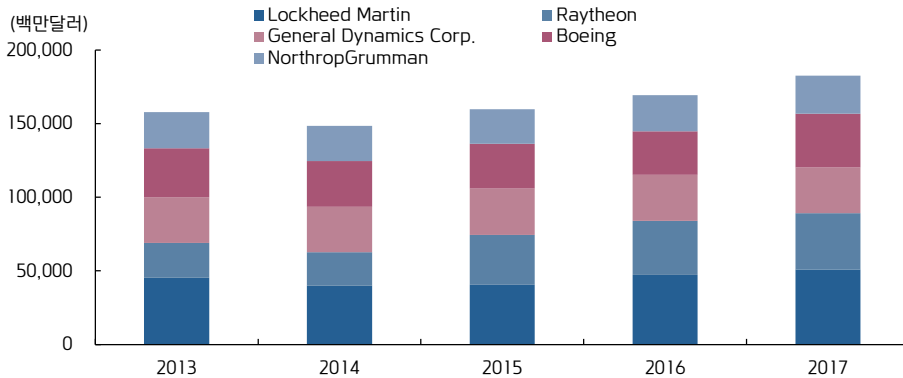
Grumman, Northrop은 합병되어 Northrop Grumman이 된 후 2010년 3월에 Triumph Group에게 매각됐다. General Dynamic(Convair)의 Cessna부문은 Textron사에게, F-16의 생산부문이 현재 세계 최고의 방산기업인 Lockheed Martin의 전신인 Lockheed에게 다시 매각됐다. Lockheed Martin사는 1995년 미사일 제조업체인 Martin Marietta, 전자기기 및 미사일 제조업체인 Loral을 흡수합병하며 탄생하게 되었다.

Boeing은 1996년 Rockwell International의 방위&우주 사업부문과 초음속전투기 생산업체인 North American을 인수했고, 1997년 McDonnell Douglas와 합병했다. 2000년에는 Hughes Electronics에서 위성, 통신, 정보 부문을 인수했다.

미사일 제조업체로 급성장한 Raytheon은 Bae의 비즈니스 제트기 사업부문, Beechcraft를 인수하며 Raytheon Aircraft로 재탄생 했지만 이후 항공기 부문을 매각하여 Hawker Beechcraft로 바뀐 후 업황 부진으로 Textron의 산하가 되었다.

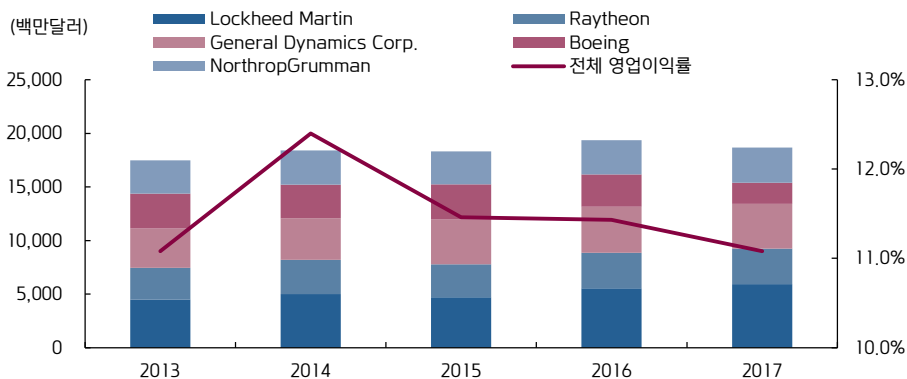
결과적으로 미국의 우주항공을 포함한 방위산업의 거대 M&A 및 재편은 Boeing, Lockheed Martin, Northrop Grumman 3개의 회사로 압축됐다. 이들을 포함해 현재 매출액 기준으로 세계 10대 방산기업 중 6개가 미국의 기업으로 방위산업에서 미국의 위상은 매우 높은 상황이다.

### 미국 주요 방산기업 매출액 추이



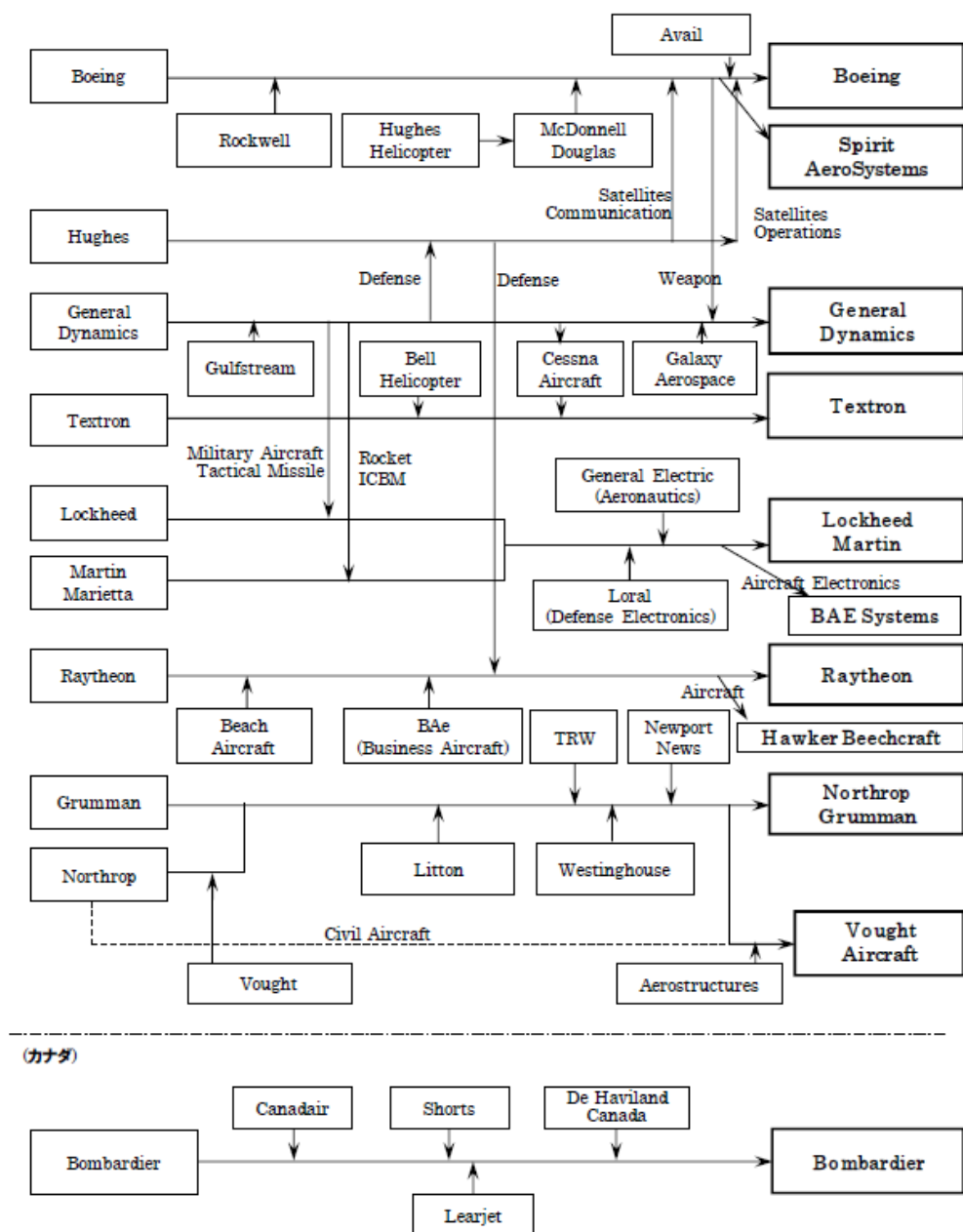
자료: 각사, 키움증권 리서치. \*Boeing은 방산부문 매출액

### 미국 주요 방산기업 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 각사, 키움증권 리서치. \*Boeing은 방산부문 영업이익

미국 주요 항공우주기업(방산포함) M&A와 재편체제



자료: 일본항공우주공업회, 키움증권 리서치 \*점선 이하는 캐나다

## >>> 유럽의 방위산업

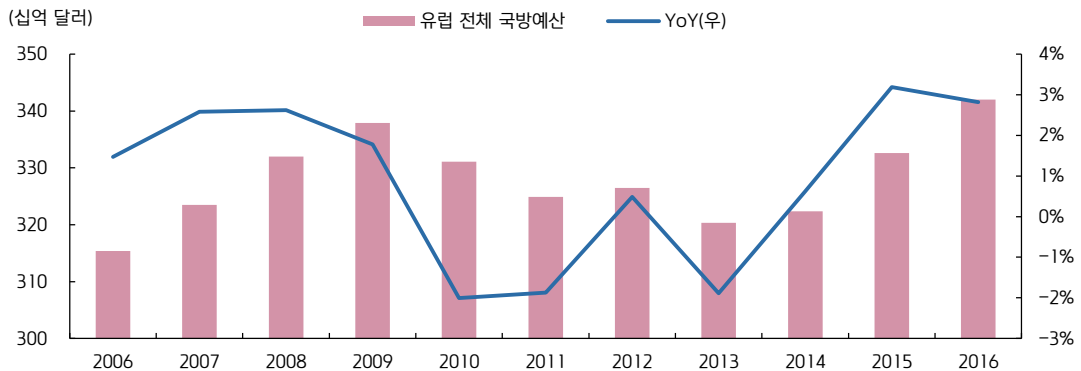
### 연합기업 Airbus를 중심으로

1970년 미국의 메이저 항공기 제조업체에 대항하기 위해 유럽의 프랑스와 독일은 연합 기업으로 Airbus Industrie를 설립했다. 이후 스페인과 영국이 합류해 주식회사 EADS를 설립했다. 2014년 조직을 재편성하면서 Airbus Group으로 사명을 변경했다. 현재 70곳 이상의 생산시설을 확보하고 있고 10만명 이상의 종업원을 확보하고 있는 동사는 조직을 개편해 현재에는 민항기 부문은 Airbus, 군항기 부문은 Airbus Defense and Space, 헬리콥터 부문은 Airbus Helicopters로 재편됐다.

영국에는 BAE Systems가 있다. 1977년 British Aircraft, Hawker Siddeley Aviation, Hawker Siddeley Dynamics, Scottish Aviation 4개의 회사가 합병되어 국유화된 세계유수의 방위항공우주기업이다. 국유화될 당시 사명은 British Aerospace 이었지만 이후 영국 GEC의 방위부문인 Marconi Electronic Systems를 인수하면서 현재 사명인 BAE Systems로 사명을 변경했다. 현재에는 항공우주사업부문 이외에도 육상, 해양, 정보기기, 전자장비 등으로 사업 다각화를 이루고 있다.

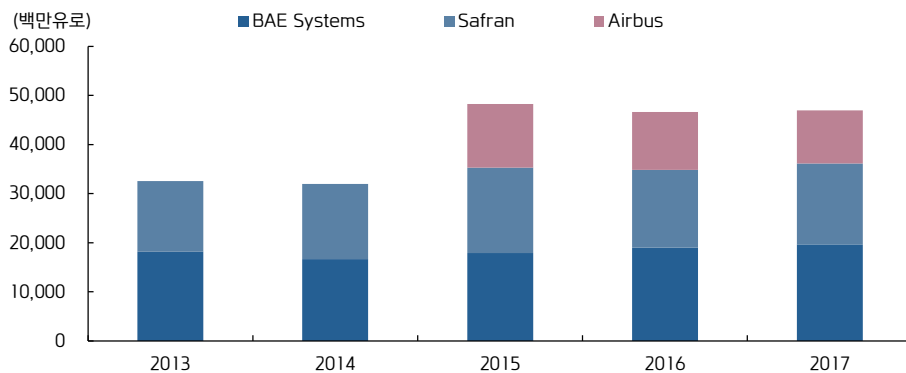
프랑스에는 Safran Group이 있다. 동사는 2005년 5월 Snecma와 프랑스의 통신전자기기 제조업체인 Sagem가 합병하면서 탄생했다. 주요사업으로는 항공우주사업, 항공기기, 방위, 세큐리티 4개의 부문을 가지고 있다.

### 유럽 국방예산 과거추이 및 전망



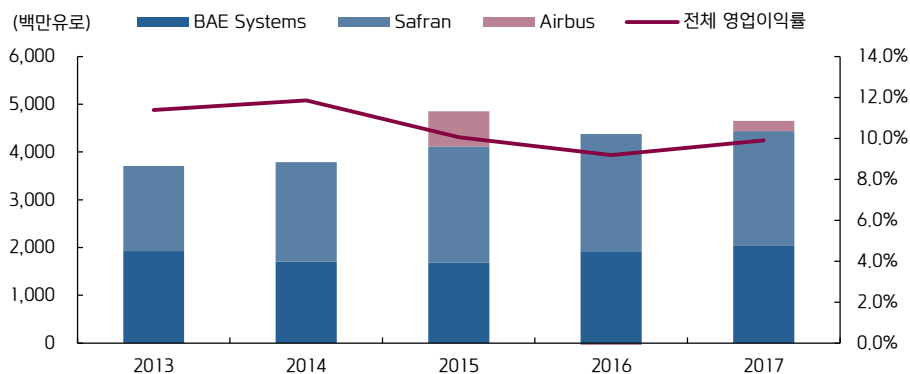


### 유럽 주요 방산기업 매출액 추이



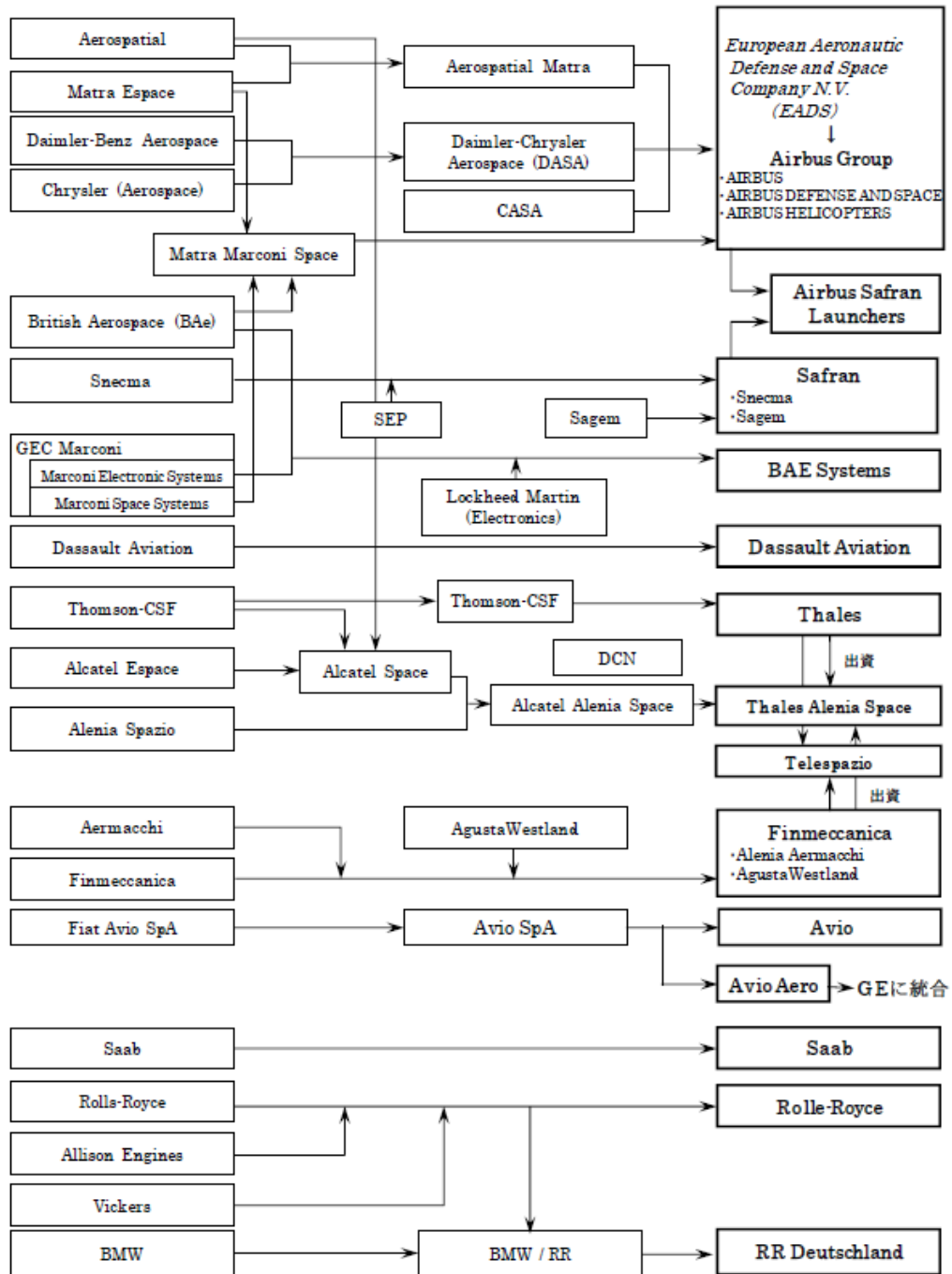
자료: 각사, 키움증권 리서치. \*Airbus는 방산부문인 Defence and Space 매출액

### 미국 주요 방산기업 영업이익 및 영업이익률 추이



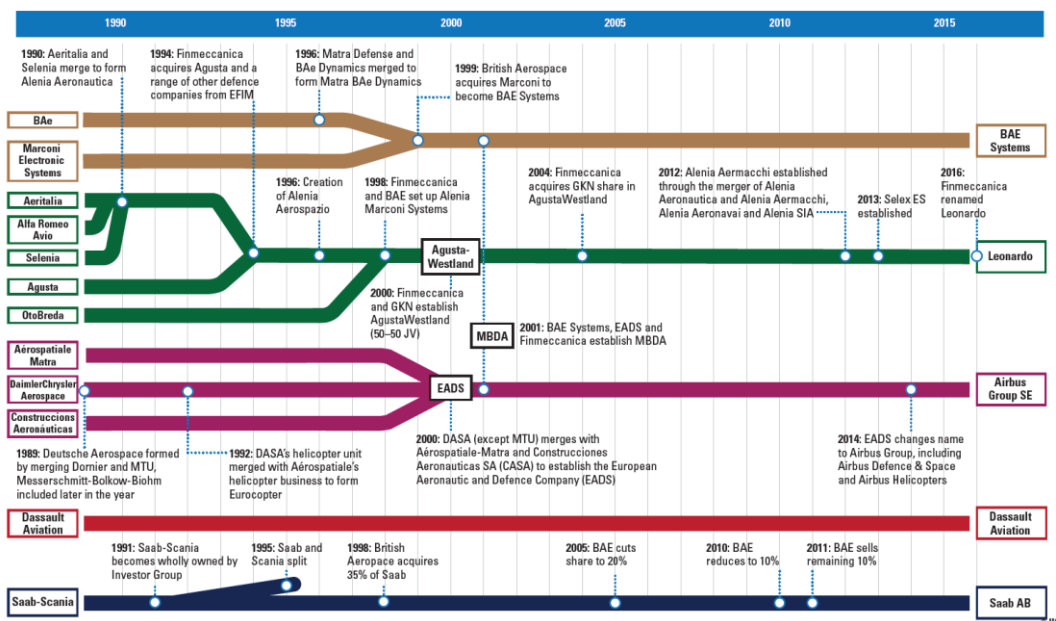
자료: 각사, 키움증권 리서치. \*Airbus는 방산부문인 Defence and Space 영업이익

유럽 주요 항공우주기업(방산포함) M&A와 재편체제



자료: 일본항공우주공업회, 키움증권 리서치

# 유럽 주요 항공우주기업(방산포함) M&A와 재편체제(연도별)



자료: Military Balance 2017, 키움증권 리서치



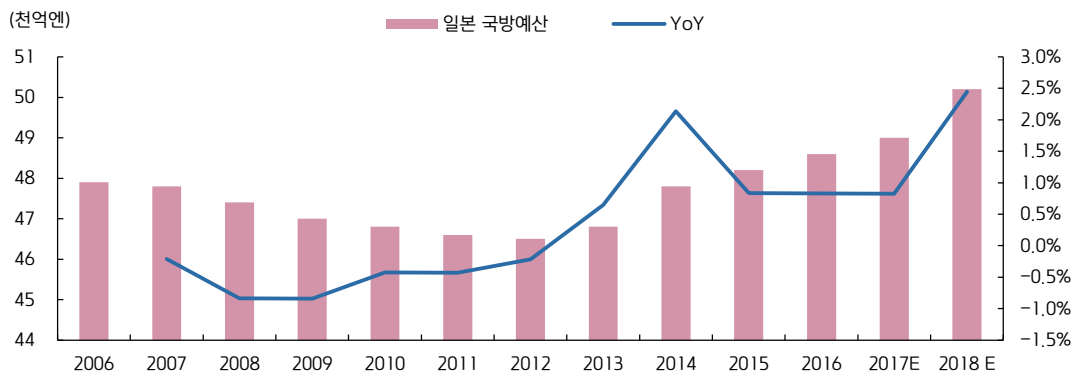
## >>> 일본의 방위산업

### 내수 중심에서 수출 확대

일본은 1967년 〈무기 수출 3원칙〉을 발표했다. ① 공산국가, ② 유엔 결의로 무기수출이 금지돼 있는 국가, ③ 국제분쟁 당사국 및 그 우려가 있는 국가에 대해 무기수출을 금지한다는 내용의 3원칙이다. 이후 1976년에는 '모든 지역 및 국가에 무기수출을 삼간다'는 담화를 발표, 사실상 전면 무기수출 금지 선언을 했다. 이에 일본은 사실상 무기 수출이 불가능했다. 이 선언은 2014년 폐기되며 〈방위장비이전 3원칙〉을 발표했다. 하지만 무기수출이 불가능했으므로 이전의 방위산업은 주로 내수 위주였으며 수출은 제한적이었다. 구조적 원인으로 인해 시장 규모는 국방예산의 한정된 금액 내에서 정해졌었다. 그만큼 국방 예산의 감축 및 증대에 의해 일본의 방위산업은 변동성이 확대 되는 경향이 컸던 것이 과거 일본 방위산업의 특징이었다. 그러나 최근에 들어서는 F-15, F-16 전투기에 사용되는 엔진의 주요 부품을 미국 수출에 성공하는 등 수출을 통해 산업의 성장을 도모하고 있다고 판단된다.

또 한가지 특징으로 미국의 Lockheed Martin, Boeing 이나 영국의 BAE Systems처럼 방위산을 주된 사업으로 하는 기업이 없다는 것이다. 일본 방위장비청 통계에 따르면 방위산업에 관련된 주요 기업은 미츠비시 중공업, 카와사키 중공업, 일본전기, 후지츠, 미츠비시 전기 등이 있다. 하지만 이들 기업 모두 전체 매출 비중에서 방위산업에 관련된 비중은 그리 크지 않으며 주로 하나의 사업 부문으로 구성되어 있다. 원인을 살펴보면 기본적으로 방위산업관련 수익성은 높은 편이 아니기 때문에 주된 사업보다는 한가지의 사업부문으로서 사업을 행하고 있는 것으로 판단된다.

### 일본 국방예산 과거추이 및 전망



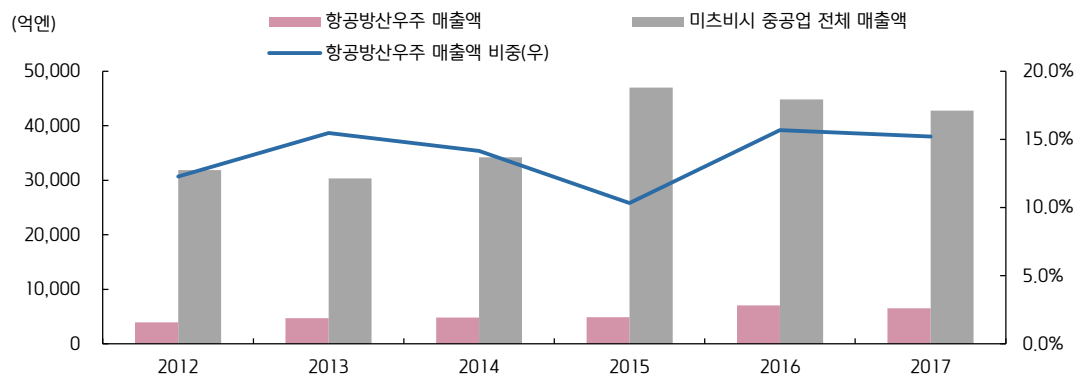
자료: SIPRI, 언론보도, 키움증권 리서치.

## 일본 주요 방산기업 생산품목

기업명	방위장비청 공급액(억엔)	방위장비청 공급 비중	주요 생산 품목
미츠비시중공업	4,532	24.6%	지대공유도탄 패트리엇, SH-60K초계헬리콥터, UH60J구난헬리콥터, 회전익초계기(능력향상형), 16식기동탄두차
카와사키중공업	994	5.4%	잠수함, 차기운송기, 중거리다목적유도탄, CH-47용 트랜스미션, T-4기체정기수리, CH-47기체정기수리 및 기체정비
일본전기	905	4.9%	가변심도소나시스템, 광대역 다목적 무선기, 작전용 통신회선통제 시스템
후지츠	783	4.3%	방위정보통신기반 통신전자기기, 전자계산기 사무 공통시스템용기재, 전자전평가기술
미츠비시전기	767	4.2%	중거리지대공유도탄, 레이더세트 구성품, 고정식경계관제 레이더 장치

자료: 일본 방위장비청, 키움증권 리서치

## 미츠비시 중공업 방산 매출 비중



자료: 미츠비시중공업, 키움증권 리서치



이 페이지는 편집상 공백입니다





# 기업분석

한국항공우주  
(047810)

Buy(Initiate)/ 목표주가 63,000원  
APT사업으로 재도약

LIG넥스원  
(079550)

Buy(Initiate)/ 목표주가 61,000원  
실적 정상화 기대

현대로템  
(064350)

Buy(Initiate)/ 목표주가 20,000원  
수주잔고 회복에 따른 개선

휴니드  
(005870)

Buy(Initiate)/ 목표주가 15,000원  
STEP BY STEP

한화테크윈  
(012450)

Outperform(Maintain)/ 목표주가 34,000원  
RSP 비용에 빛바랜 자주포 수출



## 한국항공우주 (047810)



### BUY(Initiate)

주가(03/30): 49,950원

목표주가: 63,000원

지난해는 회계정정 및 각종 사업 충당금 설정으로 인해 매출, 수익성 모두 감소했다. 단기간에 영업이익률 10%를 넘던 2015년, 2016년 수준으로의 회복은 쉽지 않을 전망이다. 하지만, APT 사업 계약체결 시 중장기적 성장은 유효하다고 판단된다.

#### Stock Data

KOSPI (3/30)		2,445.85pt
시가총액		48,689억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	65,100원	36,900원
최고/최저가대비 등락율	-23.27%	35.37%
주가수익률	절대	상대
	1M	2.1% 0.3%
	6M	14.3% 11.9%
	1Y	-11.7% -21.9%

#### Company Data

발행주식수	97,475천주	
일평균 거래량(3M)	628천주	
외국인 지분율	17.37%	
배당수익률(18E)	0.00%	
BPS(18E)	12,711원	
주요 주주	한국수출입은행	26.41%
	국민연금공단	7.02%

#### Price Trend



## APT사업으로 재도약

### >>> 회계정정 및 충당금으로 실적 부진

한국항공우주는 지난해 회계기준 변경 및 군수/완제기 수출 사업부문에서 각종 충당금 발생하며 수익성이 크게 하락했다. 군수사업에서는 매출액을 선급금 납부 기준에서 진행률 기준 인식으로 변경함에 따라 현재 초기 개발단계인 KF-X사업의 매출이 크게 감소했다. 또한 이라크 기지건설 460억원, 수리온 320억원 지체상금 발생해 수익성도 악화됐다.

### >>> APT 사업으로 장기적인 성장 유효

작년 연말 발표 예정이었던 APT사업 우선협상대상자 선정이 드디어 올해에는 가시화 될 것으로 보인다. 계약자 발표는 4-5월 중으로 예상되고 본 계약은 7월로 예정되어 있다. 계약자 선정 시 개발 단계 수주로 약 3,000억원 전망된다. 양산단계 미공군 물량 350대, 후속 물량 650대 포함하면 총 프로젝트 규모는 약 38조원으로 계약체결 시 장기적인 성장 유효하다.

### >>> 기체부품 안정적으로 성장

동사는 2015년부터 Boeing과 Airbus 물량 매출 인식이 본격적으로 진행되면서 2013년 매출 약 6,600억원에서 2017년 추정 매출 약 1조 1,000억원으로 약 2배 가까이 성장했다. 국제 여행객 수요 증가 및 해외 메이저 완제기 제조업체들의 아웃소싱 비율 상승으로 추가적인 수주 가능성도 높다고 판단한다. 기체부품은 동사 매출의 약 40%를 차지하고 있으며 향후에도 안정적으로 동사의 수익 원으로서 성장할 것으로 기대된다.

투자지표	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	29,463	20,722	24,785	28,422	33,145
보고영업이익(억원)	3,201	-2,089	1,859	2,473	3,248
핵심영업이익(억원)	3,201	-2,089	1,859	2,473	3,248
EBITDA(억원)	4,244	-1,252	2,624	3,528	4,378
세전이익(억원)	3,171	-3,203	1,269	1,683	2,382
순이익(억원)	2,648	-2,352	986	1,308	1,806
지배주주지분순이익(억원)	2,648	-2,352	986	1,308	1,806
EPS(원)	2,717	-2,413	1,012	1,342	1,852
증감율(%YoY)	2.2	N/A	N/A	32.6	38.1
PER(배)	24.7	-19.7	49.4	37.2	27.0
PBR(배)	4.5	4.1	3.9	3.6	3.1
EV/EBITDA(배)	16.5	-42.3	21.7	17.0	13.9
보고영업이익률(%)	10.9	-10.1	7.5	8.7	9.8
핵심영업이익률(%)	10.9	-10.1	7.5	8.7	9.8
ROE(%)	19.9	-18.2	8.3	10.0	12.4
순부채비율(%)	32.9	58.5	86.6	101.4	95.2

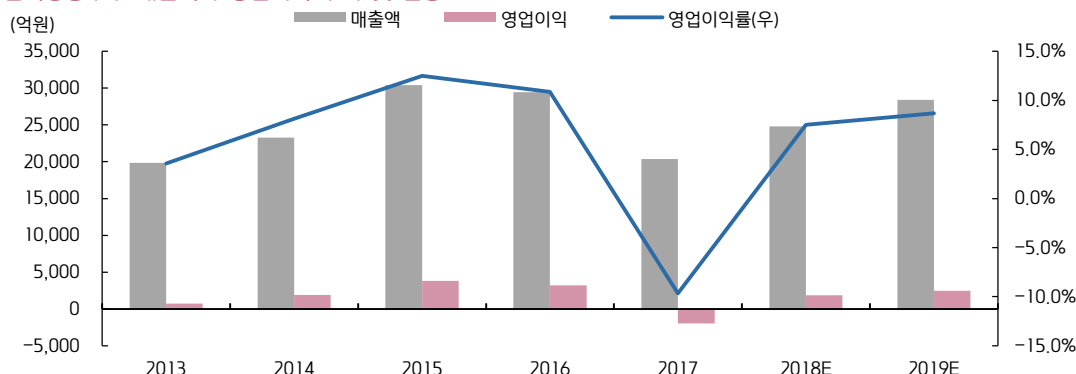
## >>> 회계정정 및 충당금으로 실적 부진

### 큰 이슈는 지난 것으로 판단

한국항공우주는 지난해 방산비리 이슈로 인해 거래정지까지 겪으며 기업가치가 상당히 훼손됐다. 하지만 이후 김조원 사장으로 최고경영자를 교체하면서 경영혁신위원회를 설치하는 등 기업가치 회복에 힘쓰고 있다. 그 결과 회계기준을 변경했고 군수/완제기 수출 사업부문에서 각종 충당금이 발생하며 매출과 수익성이 크게 하락했다.

특히 군수사업에서 매출액을 선급금 납부 기준에서 진행률 기준 인식으로 변경함에 따라 현재 초기 개발단계인 KF-X 사업의 매출이 크게 감소했다. 또한 수익성 측면에서도 이라크 기지건설 460억원, 수리온 320억원 지체상금 발생해 전년대비 악화됐다. 대규모 충당금 반영 및 회계기준 변경으로 인해 추가적인 실적 훼손에 대한 염려는 제한적일 것으로 판단된다. 다만 과거 3조원대의 매출 및 3,000억원대의 영업이익으로 회복하는 것에는 다소 시간이 필요할 것으로 보인다. 현재 보유하고 있는 군수관련 수주의 대부분은 수리온 양산 사업이다. 수리온 양산 사업을 제외한 수주내역은 대부분 체계개발 단계의 매출로서 추정된다. 이에 따라 매출이 진행률로 인식되는 것을 고려할 때 매출 회복에는 시간이 필요하다.

### 한국항공우주 매출액과 영업이익 추이 및 전망



자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치

### 한국항공우주 군수 및 완제기 사업 주요 수주계약 건

고객사	계약 내역	계약시작	계약만료	수주총액(억원)
KF-X 체계개발	한국형전투기(KF-X) 체계개발사업 계약	2015-12-28	2026-06-30	79,210
KUH	KUH-1 수리온(2 차양산) 항공기 조달	2013-12-19	변경& 미정	17,217
	KUH(수리온) 산림청헬기 공급계약 체결	2015-12-04	2018-04-30	205
	KUH(수리온) 제주소방 다목적헬기 공급계약	2015-12-30	변경& 미정	252
	KUH-1(수리온) 후속양산(3 차)	2016-12-27	2022-12-31	15,594
	KUH(수리온) 해양경찰헬기 공급계약	2016-12-05	2019-11-20	487
	상륙기동헬기(MUH) 초도양산	2016-12-27	2023-11-30	6,328
	상륙기동헬기 성과기반 군수지원(PBL)	2016-12-27	2023-12-31	289
	KUH(수리온) 경찰헬기 공급	2017-12-26	2020-02-24	705
LAH	소형무장헬기(LAH) 체계개발 사업	2015-06-25	2022-11-30	5,808
T-50	T-50 고등훈련기 이라크 수출	2013-12-12	변경& 미정	11,857
	T-50TH 전술입문훈련기 태국 수출	2015-09-17	2018-03-17	1,088
	T-50 계열 수리부속 PBL 2 차 사업	2016-12-01	2021-11-30	2,247
	T-50TH 전술입문훈련기 태국 수출(2 차)	2017-07-29	2022-05-29	2,912
합계				144,753

자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치, 18년 3월 기준



## >>> APT 사업으로 장기적인 성장 유효

### 총 프로젝트 규모 38조원

APT(Advanced Pilot Training) 사업이란 미 공군이 운용하고 있는 노후화 된 고등훈련기를 대체하는 사업이다. 현재 미 공군에서는 T-38C를 사용 중이며 평균 기체 연령은 45년이다. APT사업은 미국 내에서 파트너를 맺어 사업에 참여해야 하기 때문에 미국 최대의 방산기업인 록히드마틴과 파트너를 맺어 APT사업자로서 참여했다.

동사는 2006년 록히드마틴과 공동 개발한 자체 제품인 T-50에서 공중급유장치 등을 추가적으로 개량하여 제작한 T-X 고등훈련기를 납품할 예정이며 현재 우선협상대상자 발표를 앞두고 있다. 우선협상대상자 발표는 금년 4~5월 중으로 예상되고 본 계약은 7월로 예정되어 있다. 계약자로 선정될 것을 가정해보면 개발 단계 수주로 약 3,000억원이 전망된다. 양산단계 미공군 물량 350대, 후속 물량 650대 포함하면 총 프로젝트 규모는 약 38조원으로 계약체결 시 장기적인 성장은 유효하다고 판단된다.

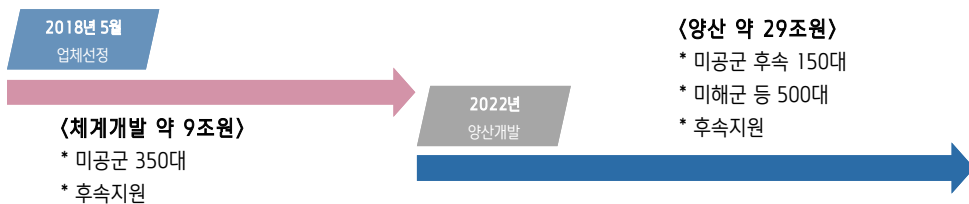
동 사업은 우리나라 항공사업의 한 단계 도약을 의미하며 고용창출 효과도 있는 만큼 수주에 대한 기대감이 높은 상황이다.

### APT 사업 경쟁 기종

구분	경쟁기종	
	한국항공우주(T-50A)	스웨덴Saab(T-X)
미국내 파트너	Lockheed Martin	Boeing
엔진형태	단발	단발
최대추력(lb)	17,700	22,000
공허중량(lb)	14,200	12,500
특징	미국 첨단전투기 F-22, F-35와 호환 유리. 경쟁기종 중 가장 성능이 우수	가격 경쟁력, 미공군 요구 최적화

자료: 한국항공우주, 언론보도, 키움증권 리서치

### APT사업 향후 일정 및 프로젝트 규모



자료: 언론, 키움증권 리서치

한국항공우주 T-50A



자료: 한국항공우주, 언론보도, 기밀중권 리서치

Saab T-X



자료: 한국항공우주, 기밀중권 리서치

## >>> 기체부품 사업 안정적인 성장

### Boeing, Airbus 물량 확보

동사는 2015년부터 Boeing과 Airbus 물량 매출 인식이 본격적으로 진행되면서 2013년 기체부품 매출 약 6,600억원에서 2017년 추정 매출 약 1조 1,000억원으로 약 2배 가까이 성장했다. 안정적인 Track Record와 높은 기술력으로 향후 추가적인 수주 확보가 기대된다.

그 이유로는 첫 번째 국제 여행객 수요 증가에 따라 민항기 수요가 늘어나고 있다. 실제 Boeing 사는 국제여행객 수요(RPK, Revenue Passenger Kilometer)가 평균 4.7%씩 성장하여 2036년에는 전 세계 항공기수가 46,950대까지 늘어날 것으로 전망하고 있다. 두번째로 해외 메이저 완제기 제조업체들의 아웃소싱 비율이 높아지고 있다. 최근들어 글로벌 완제기 메이저 업체들은 자체적으로 부품을 생산하는 비율을 줄이고 외주 비중을 높이고 있다. 이는 인건비 및 제조원가를 절감하여 생산효율화를 도모하는 것으로 판단된다. 마지막으로 동사는 아직 타 중소기업에서는 기술력 부족으로 인해 하지 못하고 있는 부품들의 수주가 가능하다. 민항기의 날개 부분은 항공기의 부품 중 가장 난이도가 높은 파트로서 현재 생산이 가능한 업체는 동사가 유일하다.

기체부품은 동사 매출의 약 40%를 차지하고 있으며 위에서 언급한 이유 등으로 향후에도 안정적으로 동사의 수익 원으로서 성장할 것으로 기대된다.

한국항공우주 기체사업부문 주요 수주 계약건

고객사	제품	계약시작	계약만료	수주총액(억원)
Airbus	A321 16A Barrel Panels 공급 물량 증산 계약	2009-11-23	2025-12-31	4,348
	A320 WTP 설계 변경에 따른 판가 인상	2011-11-29	2025-12-31	1,381
	A350 XWB NLG Bay 판가 인상	2012-12-26	2019-12-31	734
	A320 WBP(Wing Bottom Panel) 판가 인상 계약	2014-01-20	2025-12-31	1,127
	A320 WBP(Wing Bottom Panel) 공급물량 증산 및 판매가 인상 계약	2014-10-28	2025-12-31	1,332
	A321 16A Barrel Panels 공급물량 증산 계약	2014-11-18	2025-12-31	1,023
	A321 16A Barrel Panels 공급물량 추가 계약	2015-04-09	2025-12-31	1,217
	A320 WBP(Wing Bottom Panel) 공급물량 증산	2015-11-24	2025-12-31	1,184
	A320 WTP(Wing Top Panel) 공급 수정계약	2026-01-01	2030-12-31	3,812
	A320 Sec.15 Upper Shell 추가 공급계약	2017-01-01	2021-12-31	397
	A350 NLGB(전방동체 착륙장치구조물) 추가공급	2017-11-07	2024-12-31	819
	A321 16A Barrel Panels 공급 물량 증산 계약	2009-11-23	2025-12-31	4,348
Boeing	A320 WTP 설계 변경에 따른 판가 인상	2011-11-29	2025-12-31	1,381
	AH64E 동체 (Block3) 설계 변경으로 인한 공급 물량 증가 및 기간 연장 계약 체결	2013-07-01	2016-12-31	1,335
	B787 Sec.11 공급물량 증산 계약	2014-08-29	2021-12-31	2,943
	B777 FLE(Fixed Leading Edge) 납품	2014-10-01	2019-09-30	2,642
	AEW&C(공중조기경보기) 카타르 사업의 기체 개조 및 임무장비 장착	2014-12-02	2019-03-31	374
	B737 Horizontal Stabilizer & Vertical Fin 공급 물량 연장 계약	2015-01-01	2021-12-31	5,051
	B767 Sec.48 & FTE (Fixed Trailing Edge) 공급기간 연장 계약	2015-01-01	2018-12-31	423
	B747 Frame & Stringer 공급기간 연장 계약	2015-01-01	2017-12-31	441
	B737 Horizontal Stabilizer & Vertical Fin 공급 물량 증산 계약	2015-11-03	2021-12-31	829
	B767 미익 및 Section 48 구성품 공급계약	2015-12-12	2026-12-31	407
	F-15 주익/전방동체 추가 공급 및 정비비공급 공급계약	2016-01-01	2019-12-31	545
	AH64E 동체 추가공급 계약	2016-01-01	2019-12-31	1,258
Embraer	B777 Nacelle Fitting 공급기간 연장 계약	2017-01-01	2030-12-31	1,702
	AH64E 동체 제작 및 공급계약 체결	2017-01-01	2017-12-31	869
	B777X Wing Rib 공급	2017-07-10	2030-12-31	6,412
	B787 Pivot Bulkhead 공급 계약	2022-01-01	2028-12-31	790
	KC-390 날개구성품 신규공급 계약	2017-04-11	2033-12-31	1,275
	E-2 Lower 날개구성품 신규공급 계약	2017-04-11	2033-12-31	1,514
합계				46,183

자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치, 18년 3월 기준, \* 일부 2차 벤더 사업도 있으나 편의상 최종 수요처로 분류

Boeing사 생산 스케줄 추이 및 전망

(대수)	2016				2017				2016	2017	2018E	2019E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	Annual	Annual	Annual	Annual	
기종	B737	121	127	120	122	113	123	145	148	490	529	624	684
	B737 MAX						6	24	44	N/A	74	280	547
	B747	1	2	5	1	1	3	4	6	9	14	6	6
	B767	1	4	5	3	2	3	2	3	13	10	30	30
합계	123	133	130	126	116	129	151	157	512	547	660	720	

자료: Boeing사, 키움증권 리서치

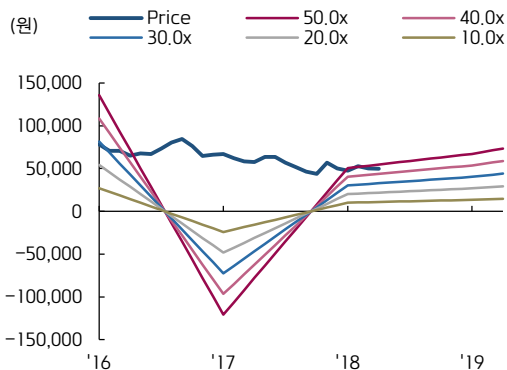


## Valuation

동사의 목표주가 63,000원 제시한다. 2018년도 예상 BPS 12,711원에 과거 PBR 3년 평균치 5배 적용했다. 현 주가에서 상승 여력 26% 전망한다. 동사에 대해 투자 의견 Buy(매수)를 제시하는 이유는 회계정정 및 각종 사업 충당금 설정으로 인해 매출, 수익성 모두 감소했지만 2018년 완제기 수출 계약이 전망되며 APT 사업 계약체결 시 중장기적 성장은 유효하다고 판단되기 때문이다.

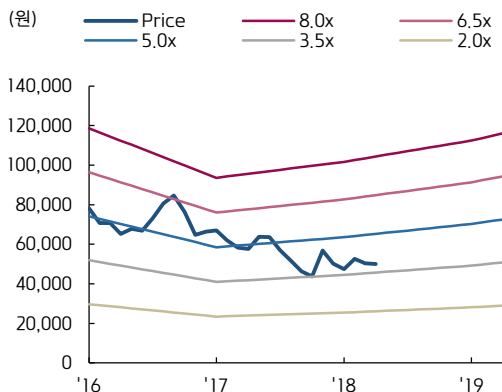
(억원, %)		2018E				2016	2017E	2018E
		1QE	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual
매출액	군수기	1,850	2,360	2,780	3,200	11,020	8,084	10,190
	완제기	715	748	845	943	6,976	1,405	3,250
	기체부품	2,496	2,609	2,950	3,290	11,467	11,233	11,345
	합계	5,061	5,717	6,575	7,433	29,463	20,722	24,785
매출원가		4,454	4,888	5,654	6,369	24,897	20,972	21,365
매출원가율		88.0%	85.5%	86.0%	85.7%	84.5%	101.2%	86.2%
판관비		329	412	394	426	1,365	1,839	1,561
판관비율		6.5%	7.2%	6.0%	5.7%	4.6%	8.9%	6.3%
영업이익		278	417	526	637	3,201	-2,089	1,859
영업이익율		5.5%	7.3%	8.0%	8.6%	10.9%	-10.1%	7.5%

한국항공우주 PER 밴드



자료: Fnguide

한국항공우주 PBR 밴드



자료: Fnguide

## 손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	29,463	20,722	24,785	28,422	33,145
매출원가	24,897	20,972	21,365	24,301	28,173
매출총이익	4,566	-249	3,420	4,121	4,972
판매비및일반관리비	1,365	1,839	1,561	1,648	1,724
영업이익(보고)	3,201	-2,089	1,859	2,473	3,248
영업이익(핵심)	3,201	-2,089	1,859	2,473	3,248
영업외손익	-30	-1,114	-590	-790	-866
이자수익	23	64	77	88	103
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	799	304	468	434	464
이자비용	135	241	322	402	442
외환손실	602	1,018	692	771	827
관계기업지분법손익	3	2	2	2	2
투자및기타자산처분손익	7	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-124	-226	-124	-142	-166
법인세차감전이익	3,171	-3,203	1,269	1,683	2,382
법인세비용	523	-851	283	375	576
유효법인세율 (%)	16.5%	26.6%	22.3%	22.3%	24.2%
당기순이익	2,648	-2,352	986	1,308	1,806
지배주주지분순이익(억원)	2,648	-2,352	986	1,308	1,806
EBITDA	4,244	-1,252	2,624	3,528	4,378
현금순이익(Cash Earnings)	3,691	-1,515	1,751	2,363	2,936
수정당기순이익	2,642	-2,352	986	1,308	1,806
증감률(% YoY)					
매출액	-3.1	-29.7	19.6	14.7	16.6
영업이익(보고)	-15.7	N/A	N/A	33.0	31.4
영업이익(핵심)	-15.7	N/A	N/A	33.0	31.4
EBITDA	-9.6	N/A	N/A	34.4	24.1
지배주주지분 당기순이익	2.2	N/A	N/A	32.6	38.1
EPS	2.2	N/A	N/A	32.6	38.1
수정순이익	2.0	N/A	N/A	32.6	38.1

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,875	-76	281	-480	1,820
당기순이익	2,648	-2,352	986	1,308	1,806
감가상각비	623	547	497	770	836
무형자산상각비	420	289	268	285	294
외환손익	-217	352	224	336	363
자산처분손익	26	4	0	0	0
지분법손익	-3	-2	-2	-2	-2
영업활동자산부채 증감	-2,585	-895	-1,468	-2,841	-1,114
기타	963	1,981	-224	-336	-363
투자활동현금흐름	-1,730	-1,933	-4,778	-3,137	-3,202
투자자산의 처분	-139	294	-73	-65	-85
유형자산의 취득	9	1	0	0	0
유형자산의 취득	-819	-789	-3,500	-1,500	-1,500
무형자산의 취득	-1,001	-1,954	-500	-400	0
기타	220	516	-705	-1,172	-1,617
재무활동현금흐름	282	3,765	3,423	3,452	2,004
단기차입금의 증가	-1,709	4,432	3,000	3,000	1,500
정기차입금의 증가	2,382	-4	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-390	-663	0	0	0
기타	0	0	423	452	504
현금및현금성자산의순증가	428	1,735	-1,073	-165	622
기초현금및현금성자산	107	536	2,271	1,198	1,033
기말현금및현금성자산	536	2,271	1,198	1,033	1,656
Gross Cash Flow	4,460	819	1,749	2,361	2,934
Op Free Cash Flow	-689	-4,335	-3,258	-1,763	979

## 대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	20,239	19,745	19,195	23,225	27,044
현금및현금성자산	536	2,271	1,198	1,033	1,656
유동금융자산	161	63	75	86	100
매출채권및유동채권	14,480	12,771	13,026	15,790	18,414
재고자산	5,063	4,641	4,896	6,316	6,874
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	9,569	11,917	15,937	18,026	20,106
장기매출채권및기타비유동채권	76	90	107	123	143
투자자산	330	375	438	494	567
유형자산	5,221	5,473	8,476	9,206	9,869
무형자산	2,460	3,600	3,832	3,947	3,653
기타비유동자산	1,482	2,380	3,084	4,256	5,873
자산총계	29,808	31,662	35,132	41,251	47,149
유동부채	9,399	12,078	14,082	18,390	21,914
매입채무및기타유동채무	5,745	7,221	6,196	7,480	9,470
단기차입금	0	4,540	7,540	10,540	12,040
유동성장기차입금	3,005	174	174	174	174
기타유동부채	649	144	172	197	230
비유동부채	5,954	8,180	8,660	9,163	9,732
장기매입채무및비유동채무	237	288	344	395	461
사채및장기차입금	2,452	4,294	4,294	4,294	4,294
기타비유동부채	3,265	3,598	4,022	4,474	4,977
부채총계	15,353	20,258	22,742	27,553	31,646
자본금	4,874	4,874	4,874	4,874	4,874
주식발행초과금	1,241	1,241	1,241	1,241	1,241
이익잉여금	8,233	5,172	6,158	7,466	9,272
기타자본	109	117	117	117	117
지배주주지분자본총계	14,456	11,404	12,390	13,698	15,504
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	14,456	11,404	12,390	13,698	15,504
순차입금	4,760	6,674	10,735	13,889	14,752
총차입금	5,457	9,008	12,008	15,008	16,508

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,717	-2,413	1,012	1,342	1,852
BPS	14,830	11,699	12,711	14,053	15,905
주당EBITDA	4,354	-1,285	2,692	3,619	4,492
CFPS	3,787	-1,555	1,797	2,424	3,012
DPS	680	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	24.7	-19.7	49.4	37.2	27.0
PBR	4.5	4.1	3.9	3.6	3.1
EV/EBITDA	16.5	-42.3	21.7	17.0	13.9
PCFR	17.7	-30.5	27.8	20.6	16.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.9	-10.1	7.5	8.7	9.8
영업이익률(핵심)	10.9	-10.1	7.5	8.7	9.8
EBITDA margin	14.4	-6.0	10.6	12.4	13.2
순이익률	9.0	-11.3	4.0	4.6	5.4
자기자본이익률(ROE)	19.9	-18.2	8.3	10.0	12.4
투자자본이익률(ROIC)	13.8	-7.7	6.8	7.5	8.8
안정성(%)					
부채비율	106.2	177.6	183.5	201.1	204.1
순차입금비율	32.9	58.5	86.6	101.4	95.2
이자보상배율(배)	23.8	N/A	5.8	6.2	7.3
활동성(배)					
매출채권회전율	2.1	1.5	1.9	2.0	1.9
재고자산회전율	6.1	4.3	5.2	5.1	5.0
매입채무회전율	4.5	3.2	3.7	4.2	3.9



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



LIG넥스원 (079550)



## Buy(Initiate)

주가(03/30): 48,150원

목표주가: 61,000원

연구개발부터 생산까지 국내 최고 기술을 보유하고 있는 동사는 타사대비 R&D 프로젝트를 많이 보유하고 있다. 이에 따른 손실충당금 반영으로 인해 영업실적이 훼손되었으나 올해에는 천궁 블록-II 양산 및 수출 증가에 따른 실적 정상화가 이루어질 것이다.

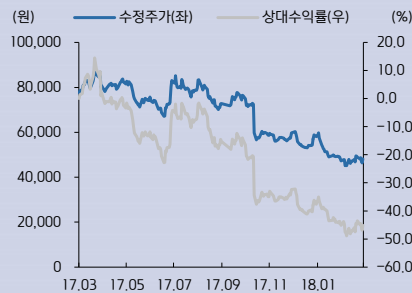
### Stock Data

KOSPI (3/30)		2,445.85pt	
시가총액		10,593억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		87,800원	45,100원
최고/최저가대비 등락율		-45.16%	6.76%
주가수익률		절대	상대
	1M	1.9%	0.1%
	6M	-33.9%	-35.2%
	1Y	-38.0%	-45.1%

### Company Data

발행주식수	22,000천주
일평균 거래량(3M)	122천주
외국인 지분율	11.06%
배당수익률(18.E)	0.84%
BPS(18.E)	29,088원
<hr/>	
주요 주주	엘아이지 외 5인
	46.52%
	Government of
	Singapor
	8.35%

### Price Trend



## 실적 정상화 기대

### >>> 장거리레이더 중단, 천궁 재개

LIG넥스원은 2011년 7월 방위사업청과 총 373억원의 고정형 장거리레이더 무기체계개발 계약을 체결했다. 2016년 1차 운용시험 결과 일부 항목에서 수준 미달 판정을 받았다. 이후 재차 시도한 운용시험에서도 요구 수준을 충족시키지 못해 사업 중단에 이르렀다. 한편, 재검토 지시를 받은 중거리지대공미사일(M-SAM) 천궁 블록-II는 기존 그대로 양산 재개할 예정이다.

### >>> R&D 사업, 손실충당금은 필연적

동사는 연구개발부터 생산까지 최고의 역량과 전문화된 시설을 보유한 국내 유일의 전문 방산기업이다. 최고의 기술력을 보유한 만큼 무기체계 연구개발 프로젝트가 타사대비 많은 편이다. 더군다나 최첨단 무기체계 개발은 고 난이도 기술이 필요한 개발로서 실패 확률도 상당하다. 이러한 이유로 해마다 개발이 지연되거나 중단되어 손실충당금이 증가했고 실적 감소의 원인으로 작용했다.

### >>> 방위력 개선비 증가에 따른 수혜

정부의 한국형 3축체계(Kill Chain, KAMD, KMPR) 조기 구축 정책 및 방위력 개선비 증가에 따른 수혜는 지속될 전망이다. 동사는 Kill Chain에 해당되는 425 사업, 현무-3과 KAMD에 해당되는 천궁, 천궁 PIP, L-SAM 사업에 참여하고 있어 정책적 수혜가 예상된다.

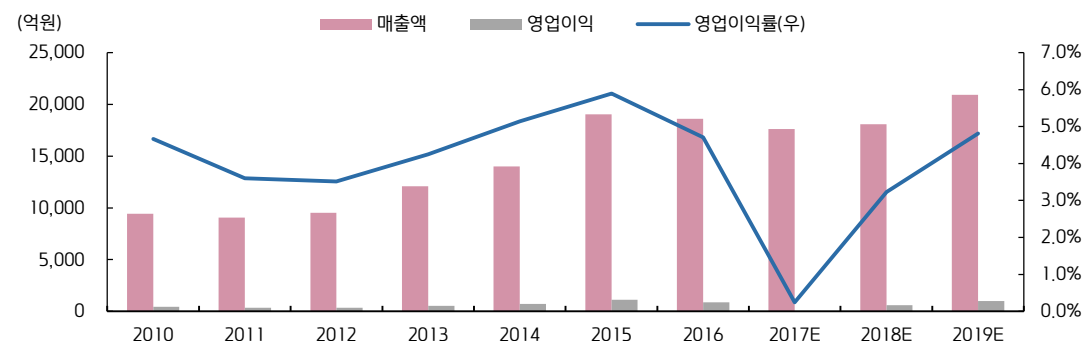
투자지표	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	18,608	17,613	18,089	21,820	25,980
보고영업이익(억원)	876	43	654	1,042	1,559
핵심영업이익(억원)	876	43	654	1,042	1,559
EBITDA(억원)	1,352	540	1,107	1,544	2,108
세전이익(억원)	834	-251	559	950	1,351
순이익(억원)	771	-86	470	798	1,081
지배주주지분순이익(억원)	771	-86	470	798	1,081
EPS(원)	3,502	-392	2,135	3,629	4,913
증감율(%YoY)	-13.4	N/A	N/A	70.0	35.4
PER(배)	23.0	-152.5	28.0	16.5	9.2
PBR(배)	2.8	2.2	2.1	1.9	1.2
EV/EBITDA(배)	14.9	32.2	16.2	12.0	8.9
보고영업이익률(%)	4.7	0.2	3.6	4.8	6.0
핵심영업이익률(%)	4.7	0.2	3.6	4.8	6.0
ROE(%)	12.7	-1.4	7.6	11.8	14.3
순부채비율(%)	39.3	69.6	75.0	75.1	69.5

## 장거리레이더 중단, 천궁-Ⅱ 블록 재개

고정형 장거리 레이더는 북한 상공의 항공기 등을 탐지하는 무기체계이며 국내 노후 레이더 교체 사업이다. LIG넥스원은 2011년 7월 방위사업청과 총 373억원의 고정형 장거리레이더 무기체계개발 계약을 체결했다. 하지만 2014년 운용시험 결과 ROC(작전운용성능)에 일부 항목에서 수준 미달 판정을 받았다. 이후 재차 시도한 운용시험에서도 요구 수준을 충족시키지 못해 사업 중단에 이르렀다. 이에 따라 장거리레이더 중단 사업을 포함해 2017년 연간 약 800억원의 손실충당금을 반영하며 실적이 훼손됐다.

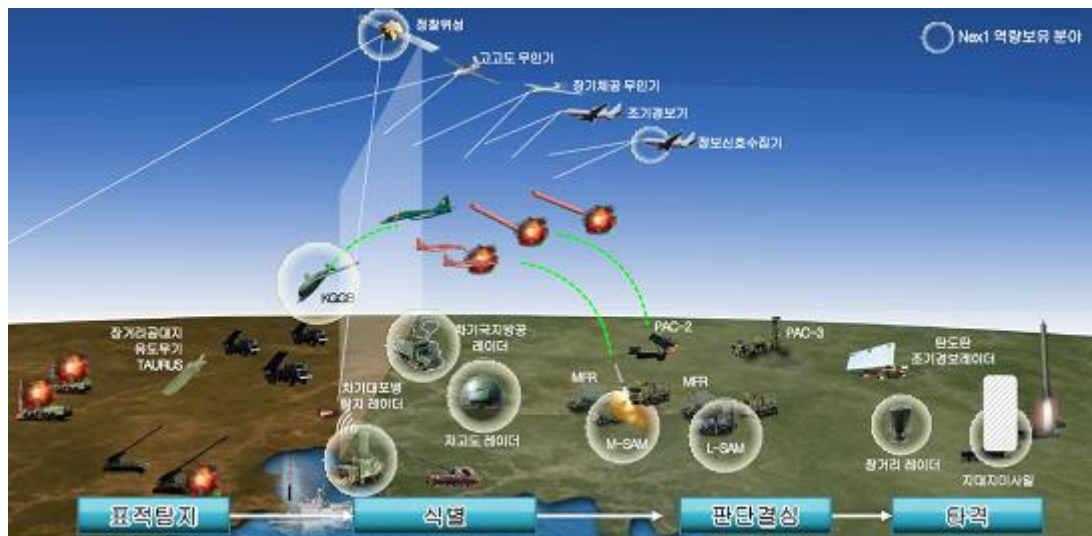
한편, 재검토 지시를 받은 중거리지대공미사일(M-SAM) 천궁 블록-Ⅱ(사업명 철매-Ⅱ 성능개량)은 기존의 방향대로 재개발 예정이다. 적의 항공기 요격용으로 개발된 천궁 블록-Ⅰ을 탄도미사일 요격용으로 개량한 것으로 고도 20km 이하에서 적의 탄도미사일을 요격하는 용도이다. 양산 규모는 2022년까지 7개 포대 분 약 200발 규모이며 천궁 블록-Ⅱ 전체 예산은 약 9,000억원으로 예상되며 동사 제품에 약 4,000억원의 예산 집행이 전망된다.

## 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치

## LIG넥스원 사업 포트폴리오



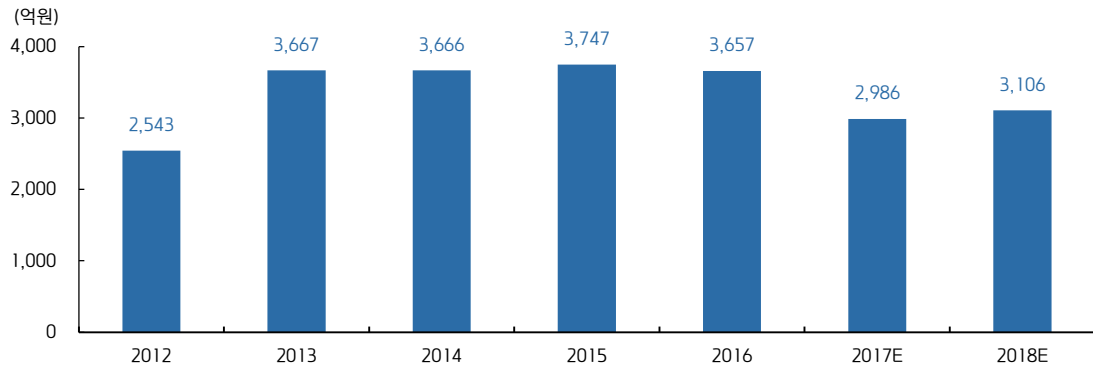
자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치

## R&D 사업, 손실충당금은 필연적

동사는 연구개발부터 생산까지 최고의 역량과 전문화된 시설을 보유한 국내 유일의 방산사업부문만을 영위하는 기업이다. 최고의 기술력을 보유한 만큼 무기체계 연구개발 프로젝트가 타사 대비 많은 편이다. 더군다나 최첨단 무기체계 개발은 고 난이도 기술이 필요한 개발로서 실패 확률도 상당하다. 이러한 이유로 해마다 개발이 지연되거나 중단되어 손실충당금이 증가했고 실적 감소의 원인으로 작용했다.

2017년, 2018년 연구개발 매출은 장거리레이더 개발 중단 및 일부 프로젝트의 매출 지연, 수주 부진의 이유로 과거대비 감소할 것으로 전망한다.

### 연구개발 매출 과거추이 및 전망

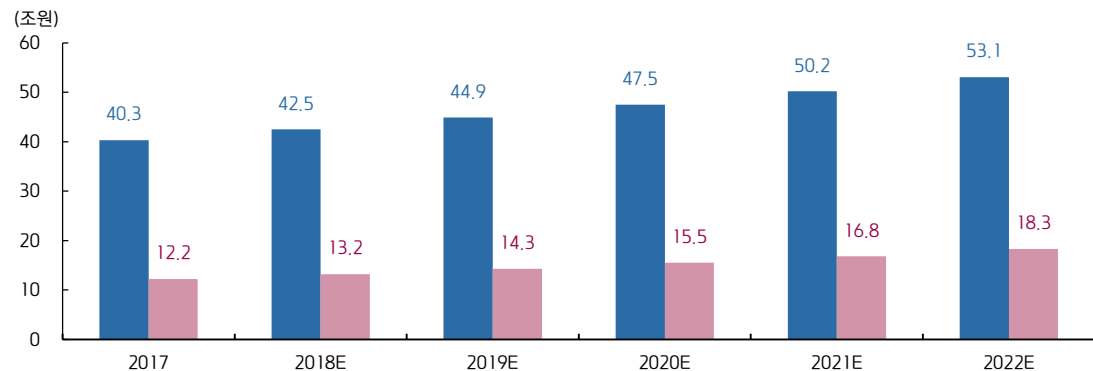


자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치

### 방위력 개선비 증가에 따른 수혜는 지속

정부의 한국형 3축체계(Kill Chain, KAMD, KMPR) 조기구축 정책 및 방위력 개선비 증가에 따른 수혜는 지속될 전망이다. 동사는 Kill Chain에 해당되는 425사업, 현무-3과 KAMD에 해당되는 천궁, 천궁 PIP, L-SAM 사업에 참여하고 있어 정책적 수혜는 지속될 것으로 예상된다.

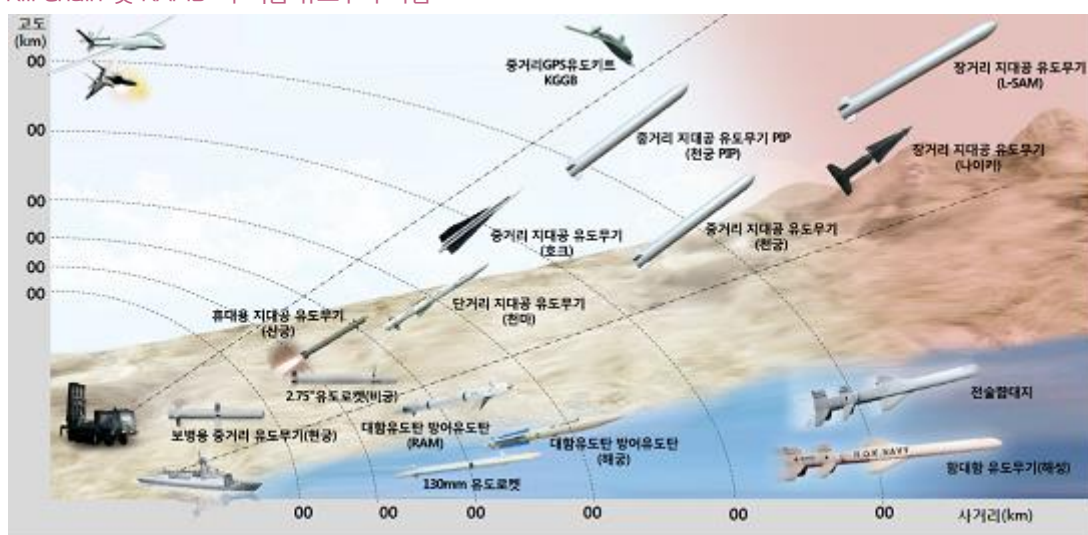
### 대한민국 국방비 및 방위력 개선비 전망



자료: LIG넥스원, 2018~2022 국방중기계획, 키움증권 리서치



자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치



## Valuation

동사의 목표주가 61,000원 제시한다. 2018년도 예상 BPS 29,088원 과거 PBR 평균치에 30% 디스카운트한 2.1배 적용했다. 현 주가에서 상승 여력 27% 전망한다. 동사에 대해 투자 의견 Buy(매수)를 제시하는 이유는 손실충당금 반영으로 인해 영업실적이 훼손되었으나 올해에는 천공 블록-II 양산 및 수출 증가에 따른 실적 정상화가 이루어질 것이기 때문이다.

### LIG넥스원 실적 전망

(억원, %)		2017				2018 E				2016	2017E	2018E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual
매출액	국내	3,216	4,040	3,595	4,030	3,230	3,523	3,817	4,110	17,467	14,880	14,680
	수출	369	699	1,299	365	750	818	886	955	1,141	2,733	3,409
	합계	3,585	4,739	4,894	4,395	3,980	4,341	4,703	5,065	18,608	17,613	18,089
매출원가		3,217	4,074	4,227	4,653	3,596	3,856	4,211	4,587	16,648	16,171	16,250
매출원가율		89.7%	86.0%	86.4%	105.9%	90.4%	88.8%	89.5%	90.6%	89.5%	91.8%	89.8%
판관비		307	349	356	387	279	308	312	287	1,084	1,400	1,186
판관비율		8.6%	7.4%	7.3%	8.8%	7.0%	7.1%	6.6%	5.7%	5.8%	7.9%	6.6%
영업이익		60	316	311	-645	105	178	180	191	876	43	654
영업이익율		1.7%	6.7%	6.4%	-14.7%	2.6%	4.1%	3.8%	3.8%	4.7%	0.2%	3.6%

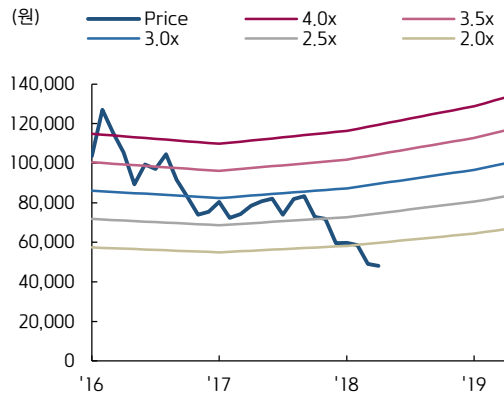
자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치

### LIG넥스원 PER밴드



자료: Fnguide

### LIG넥스원 PBR 밴드



자료: Fnguide

## 손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,608	17,613	18,089	21,820	25,980
매출원가	16,648	16,171	16,250	19,469	22,863
매출총이익	1,960	1,442	1,840	2,351	3,118
판매비및일반관리비	1,084	1,400	1,186	1,309	1,559
영업이익(보고)	876	43	654	1,042	1,559
영업이익(핵심)	876	43	654	1,042	1,559
영업외손익	-42	-294	-95	-92	-208
이자수익	3	9	9	11	13
배당금수익	5	0	0	0	0
외환이익	72	40	54	59	51
이자비용	41	78	90	94	96
외환손실	57	53	61	57	57
관계기업지분법손익	6	11	11	11	11
투자및기타자산처분손익	-1	-2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-28	-222	-18	-22	-130
법인세차감이익	834	-251	559	950	1,351
법인세비용	64	-165	89	151	270
유효법인세율 (%)	7.7%	65.7%	15.9%	15.9%	20.0%
당기순이익	771	-86	470	798	1,081
지배주주지분순이익(억원)	771	-86	470	798	1,081
EBITDA	1,352	540	1,107	1,544	2,108
현금순이익(Cash Earnings)	1,246	411	923	1,300	1,630
수정당기순이익	771	-86	470	798	1,081
증감율(% YoY)					
매출액	-2.3	-5.3	2.7	20.6	19.1
영업이익(보고)	-21.9	-95.1	1,425.0	59.3	49.6
영업이익(핵심)	-21.9	-95.1	1,425.0	59.3	49.6
EBITDA	-15.2	-60.1	105.1	39.4	36.6
지배주주지분 당기순이익	-7.2	N/A	N/A	70.0	35.4
EPS	-13.4	N/A	N/A	70.0	35.4
수정순이익	-7.1	N/A	N/A	70.0	35.4

## 대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	10,269	11,672	11,924	12,092	13,713
현금및현금성자산	123	893	801	574	396
유동금융자산	0	0	0	0	0
매출채권및유동채권	8,865	9,811	9,988	10,188	11,809
재고자산	1,281	956	1,121	1,315	1,489
기타유동비금융자산	0	12	13	15	18
비유동자산	7,645	8,395	9,141	10,103	11,253
장기매출채권및기타비유동채권	73	57	59	71	84
투자자산	344	355	373	441	515
유형자산	5,961	6,581	6,954	7,408	7,841
무형자산	817	735	908	1,051	1,270
기타비유동자산	450	668	847	1,132	1,542
자산총계	17,915	20,068	21,064	22,195	24,965
유동부채	11,298	11,389	12,020	12,437	14,204
매입채무및기타유동채무	8,593	8,483	8,614	8,728	10,392
단기차입금	2,558	2,600	3,100	3,400	3,500
유동성장기차입금	16	115	115	115	115
기타유동부채	131	191	192	194	197
비유동부채	300	2,638	2,644	2,670	2,703
장기매입채무및비유동채무	6	6	7	8	9
사채및장기차입금	32	2,384	2,384	2,384	2,384
기타비유동부채	262	248	254	278	309
부채총계	11,598	14,028	14,665	15,107	16,907
자본금	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
주식발행초과금	1,407	1,407	1,407	1,407	1,407
이익잉여금	3,809	3,532	3,892	4,580	5,551
기타자본	1	1	1	1	1
지배주주지분자본총계	6,316	6,040	6,399	7,088	8,058
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	6,316	6,040	6,399	7,088	8,058
순차입금	2,483	4,206	4,797	5,325	5,603
총차입금	2,606	5,099	5,599	5,899	5,999

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-1,077	-364	700	999	1,476
당기순이익	771	-86	470	798	1,081
감가상각비	301	344	327	345	368
무형자산상각비	175	153	127	157	181
외환손익	-1	13	7	-3	6
자산처분손익	1	4	0	0	0
지분법손익	-6	-11	-11	-11	-11
영업활동자산부채 증감	-2,465	-1,082	-213	-290	-144
기타	148	301	-7	3	-6
투자활동현금흐름	-996	-1,150	-1,186	-1,442	-1,674
투자자산의 처분	-1	-1	-7	-57	-64
유형자산의 처분	0	3	0	0	0
유형자산의 취득	-822	-1,029	-700	-800	-800
무형자산의 처분	-161	-130	-300	-300	-400
기타	-12	7	-179	-285	-411
재무활동현금흐름	1,844	2,285	396	215	21
단기차입금의 증가	2,059	42	500	300	100
장기차입금의 증가	-8	2,450	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-207	-207	-110	-110	-110
기타	0	0	6	25	31
현금및현금성자산의순증가	-226	770	-91	-228	-178
기초현금및현금성자산	349	123	893	801	574
기말현금및현금성자산	123	893	801	574	396
Gross Cash Flow	1,388	718	912	1,289	1,619
Op Free Cash Flow	-2,163	-1,729	-209	-13	453

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	3,502	-392	2,135	3,629	4,913
BPS	28,711	27,454	29,088	32,217	36,630
주당EBITDA	6,146	2,454	5,034	7,016	9,582
CFPS	5,666	1,867	4,196	5,910	7,409
DPS	940	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	23.0	-152.5	28.0	16.5	9.2
PBR	2.8	2.2	2.1	1.9	1.2
EV/EBITDA	14.9	32.2	16.2	12.0	8.9
PCFR	14.2	32.0	14.3	10.1	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.7	0.2	3.6	4.8	6.0
영업이익률(핵심)	4.7	0.2	3.6	4.8	6.0
EBITDA margin	7.3	3.1	6.1	7.1	8.1
순이익률	4.1	-0.5	2.6	3.7	4.2
자기자본이익률(ROE)	12.7	-1.4	7.6	11.8	14.3
투자자본이익률(ROIC)	11.7	0.2	5.6	8.2	10.8
안정성(%)					
부채비율	183.6	232.3	229.2	213.2	209.8
순차입금비율	39.3	69.6	75.0	75.1	69.5
이자보상배율(배)	21.1	0.6	7.3	11.0	16.2
활동성(배)					
매출채권회전율	2.1	1.9	1.8	2.2	2.4
재고자산회전율	16.6	15.7	17.4	17.9	18.5
매입채무회전율	1.9	2.1	2.1	2.5	2.7



현대로템 (064350)



## BUY(Initiate)

주가(3/30): 15,800원

목표주가: 20,000원

지난해 플랜트 부문의 해외 EPC 총 당금 설정에 따른 손실 약 600억원이 반영되며 시장의 기대치를 하회했다. 하지만 추가적인 손실은 제한적일 것으로 보이며 전 부문에서 수주잔고 확대에 따른 개선효과 기대된다.

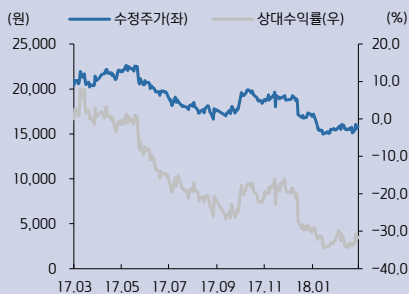
### Stock Data

KOSPI (3/30)		2,445.85pt	
시가총액		13,430억원	
-----			
52주 주가동향	최고가	최저가	
	22,650원	15,000원	
최고/최저가대비 등락율	-30.24%	5.33%	
-----			
주가수익률	절대	상대	
	1M	2.3%	0.4%
	6M	-10.7%	-12.6%
	1Y	-22.7%	-31.6%

### Company Data

발행주식수	85,000천주
일평균 거래량(3M)	299천주
외국인 지분율	25.29%
배당수익률(18.E)	0.00%
BPS(18.E)	16,388원
주요 주주	현대자동차 외 3인
	MSPE
	43.37%
	21.46%

### Price Trend



## 수주잔고 회복에 따른 개선

### >>> 철도부문 본격적인 매출 인식

현대로템은 지난 2015년 철도부문에서 약 5,700억원의 부진한 신규수주를 기록했었다. 하지만 동사는 2016년, 2017년 각각 약 2.8조, 약 2.6조 규모의 신규수주를 기록하며 2017년말 기준 수주잔고 약 7.3조원을 확보하고 있다. 2016년 수주했던 호주 시드니 2층 전동차(약 8,894억원), 필리핀 MRT 7 전동차(약 5,313억원)등이 본격적으로 반영됨에 따라 매출 회복이 기대된다.

### >>> K2 전차 2차 양산 재개

대한민국 육군의 차세대 주력전차인 K2 전차의 파워팩(엔진과 변속기) 성능 결함으로 인해 지연되었었던 K2 전차의 2차 양산이 재개될 예정이다. 기존에는 국산 엔진과 국산 변속기를 도입해 양산될 계획이었지만, 국산 변속기가 현행 국방규격 기준에 맞지 않아 수입산 변속기로 구성하여 2019년부터 2020년까지 전력화 될 전망이다.

### >>> 플랜트 부문 총당금 이슈 해소

2014년 수주했던 카타르의 하수처리설비의 EPC 프로젝트 설계 변경으로 인한 추가 원가 총당금 약 600억원 반영되며 플랜트 부문에서 지난 4분기에만 약 525억의 영업손실을 기록했다. 하지만 진행률이 50% 수준으로 올라왔고 기존 2018년도 건설 완료 목표를 2019년 하반기로 변경하는 합의를 통해 추가적인 비용 발생은 제한적일 전망이다.

투자지표	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	29,848	27,257	29,095	31,936	35,291
보고영업이익(억원)	1,062	454	976	1,501	1,800
핵심영업이익(억원)	1,062	454	976	1,501	1,800
EBITDA(억원)	1,829	1,266	1,734	2,238	2,522
세전이익(억원)	231	-479	588	1,287	1,243
순이익(억원)	231	-463	479	1,048	1,150
지배주주지분순이익(억원)	218	-474	491	1,074	1,177
EPS(원)	257	-557	577	1,263	1,385
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	118.8	9.7
PER(배)	70.7	-33.6	27.4	12.5	11.4
PBR(배)	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	15.4	19.5	13.8	9.9	8.5
보고영업이익률(%)	3.6	1.7	3.4	4.7	5.1
핵심영업이익률(%)	3.6	1.7	3.4	4.7	5.1
ROE(%)	1.6	-3.2	3.3	6.9	7.1
순부채비율(%)	80.2	64.6	57.3	42.6	34.4

## 종합 중공업 회사 현대로템

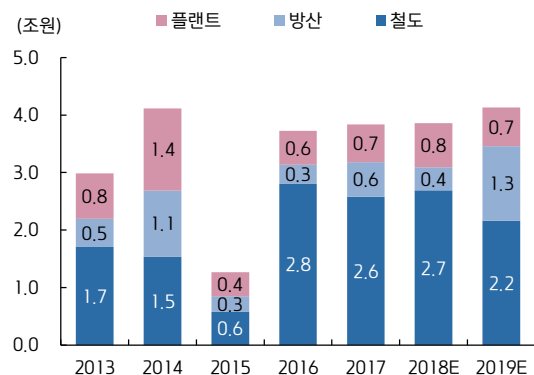
1977년 창립한 현대로템은 1999년 철도사업 강화를 위해 현대정공, 한진중공업, 대우중공업 등 3사가 합병했으며 이후 2001년 현대자동차그룹에 편입됐다. 동사는 철도뿐만 아니라 국내에서는 유일한 전차 제조업체로서 K1, K1A1 전차, K2 전차 등을 생산하는 방산업체이기도 하다. 또한 철강, 자동차, 발전소 등의 플랜트 제작까지 담당하는 종합 중공업 회사이다.

## 철도부문 본격적인 매출 인식

동사의 철도사업 부문은 국내뿐만 아니라 해외 36개국으로 철도를 생산, 공급하고 있다. 차종은 전동차, 고속전철, 경전철, 자기부상열차, 트램, 디젤동차, 기관차, 객차 등에 이르기까지 다양한 종류이다. 또한, 철도의 전장품을 독자 기술로 국산화하여 열차종합제어관리장치, 견인전동기, 추진제어장치, 보조전원장치 등을 생산하고 있다. 이 밖에도 신호, 통신, 전력, PSD 등 철도시스템 분야 및 차량 유지보수 등 철도 Aftermarket 서비스 분야로 사업영역을 확대하고 있다. 최근에는 패키지 형태의 수주가 많고 고객의 환경에 맞게 제작을 원하는 방식이 많은데 동사는 Customizing 제작 방식에 강점을 갖고 있어 향후 사업 확장이 기대된다.

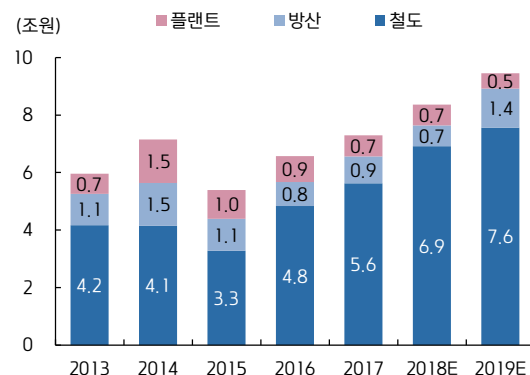
한편, 현대로템은 지난 2015년 철도부문에서 약 5,700억원의 부진한 신규수주를 기록했었다. 신규수주 후 약 2년 후 매출 반영이 시작되는 구조로서 불가피하게 철도부문 매출이 전년대비 감소했다. 하지만 동사는 2016년, 2017년 각각 약 2.8조, 약 2.6조 규모의 신규수주를 기록하며 2017년말 기준 수주잔고 약 7.3조원을 확보하고 있다. 2016년 수주했던 호주 시드니 2층 전동차(약 8,894억원), 필리핀 MRT 7 전동차(약 5,313억원)등이 본격적으로 반영됨에 따라 매출 회복이 기대된다.

## 부문별 신규수주 추이 및 전망



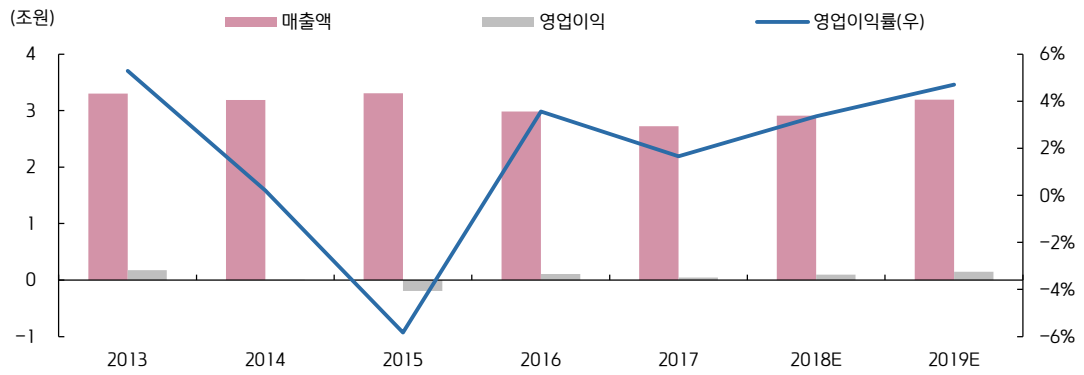
자료: 현대로템, 기움증권 리서치

## 부문별 수주잔고 추이 및 전망



자료: 현대로템, 기움증권 리서치

### 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 현대로템, 키움증권 리서치

### 호주 시드니 2층 전동차 조감도



자료: 현대로템, 키움증권 리서치

### 필리핀 MRT 7 전동차 조감도



자료: 현대로템, 키움증권 리서치



## K2 전차 2차 양산 재개

K2 전차는 순수 국내기술로 개발했으며 타 전차대비 장갑능력이 우수하며 발포 시 정박이 필요한 제품으로서 세계 최고 수준의 기동력을 자랑하는 전차이다. 장포신과 신형탄을 적용하면서 화력이 획기적으로 증대되었고, 신소재 장갑재와 능동방호시스템 등으로 장갑능력을 강화했다. 2014년 처음으로 납품을 시작했으며 1차 양산을 완료하고 2차 양산에 돌입한 상황이다.

1차 양산 시에는 외국에서 생산된 수입산 엔진과 변속기로 구성되었던 K2 전차는 2차 양산에서는 국산 파워팩(엔진과 변속기)을 채택하는 것으로 계획됐다. 하지만 성능 결함으로 인해 양산이 지연되었다. 기존에는 국산 엔진(두산인프라코어 제작)과 국산 변속기를 도입해 양산될 계획이었지만, 국산 변속기가 현행 국방규격 기준에 맞지 않아 수입산 변속기(독일 Lenksa 제조)로 구성되어 2019년부터 2020년까지 지연됐던 K2전차의 2차 양산이 재개될 예정이다.

## 플랜트 부문 충당금 이슈 해소

동사는 2010년대 초반, 계열사의 수요 물량 확보로 인해 높은 마진율이 확보되던 플랜트 사업부문의 사업 확대를 진행했다. 해외 EPC 프로젝트에 참여하며 사업 확대를 추진했으나 이전까지 경험이 없었던 탓에 원가율이 상승했다. 또한 설계 변경 등에 따른 건설 지연 등으로 충당금도 증가해 손실은 지속됐다. 그러나 금액이 컸던 주요 프로젝트들의 진행률이 높은 상황으로 추가적인 손실은 제한적일 것으로 보인다.

특히 2014년 수주했던 카타르의 알다키라 하수처리설비(하수처리장, 하수중계펌프장, 하수유입관로)의 EPC 프로젝트 설계 변경으로 인한 추가 원가 충당금이 약 600억원 반영되며 플랜트부문에 서만 지난 4분기 약 525억의 영업손실을 기록했다. 하지만 진행률이 50% 수준으로 올라왔고 기존 2018년도 건설 완료 목표를 2019년 하반기로 변경 합의를 통해 추가적인 비용 발생은 제한적일 전망이다. 한편, 동사는 향후 해외 EPC 비중을 축소하는 사업 전략을 추진 중이어서 향후 리스크는 감소 할 것이다.

## K2 전차



자료: 현대로템, 키움증권 리서치

## K2 전차 개요

납품년도	2014년
승무원	3명
중량	55톤
기동력	엔진출력 : 1,500마력 잠수도하깊이 : 4.1미터 자세제어 : 상하좌우 전후 항법장치/지도전시 : 관성항법 장치 적용, 작전지역 지도전시
화력	주포구경 : 120mm활강포, 탄약장전방식 : 자동장전
사격통제	자동탐지추적 : 가능

자료: 현대로템, 키움증권 리서치

## Valuation

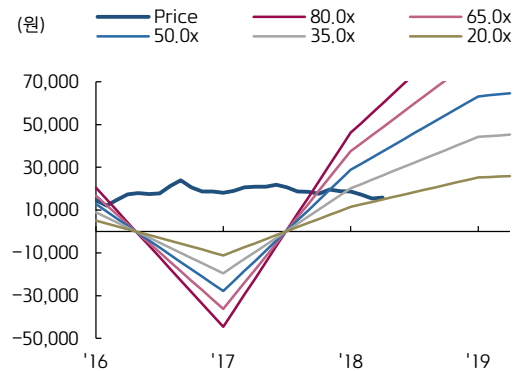
동사의 목표주가 20,000원 제시한다. 2018년도 예상 BPS 16,388원에 과거 PBR 밴드의 중간치인 1.25배 적용했다. 현 주가에서 상승 여력 26% 전망한다. 동사에 대해 투자 의견 Buy(매수)를 제시하는 이유는 2018년에는 2016년에 수주했던 철도물량 매출 인식이 본격적으로 이루어질 것으로 판단되며 K2 양산 재개 및 플랜트 총당금 이슈도 해소되는 구간이기 때문이다.

### 현대로템 실적 전망

(십억원)	2017				2018E				2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual
철도부문	3,452	3,155	2,739	3,814	3,352	3,491	3,491	3,631	14,870	13,160	13,966
방산부문	1,030	1,124	1,219	1,687	1,222	1,222	1,589	2,077	6,022	5,060	6,110
매출액 플랜트부문	1,601	1,988	2,113	1,598	1,746	1,818	1,818	1,891	7,226	7,300	7,274
기타 부문 및 내부거래 제거	431	423	456	431	349	349	454	594	1,730	1,740	1,746
합계	6,514	6,690	6,527	7,526	6,669	6,881	7,352	8,193	29,848	27,257	29,095
매출원가	5,854	6,333	5,898	7,349	6,112	6,312	6,674	7,622	26,971	25,434	26,720
매출원가율	89.9%	94.7%	90.4%	97.7%	91.7%	91.7%	90.8%	93.0%	90.4%	93.3%	91.8%
판매비	312	203	441	412	342	350	369	336	1,815	1,368	1,397
판매비율	4.8%	3.0%	6.8%	5.5%	5.1%	5.1%	5.0%	4.1%	6.1%	5.0%	4.8%
영업이익	348	153	188	-235	215	219	309	235	1,062	454	978
영업이익률	5.3%	2.3%	2.9%	-3.1%	3.2%	3.2%	4.2%	2.9%	3.6%	1.7%	3.4%

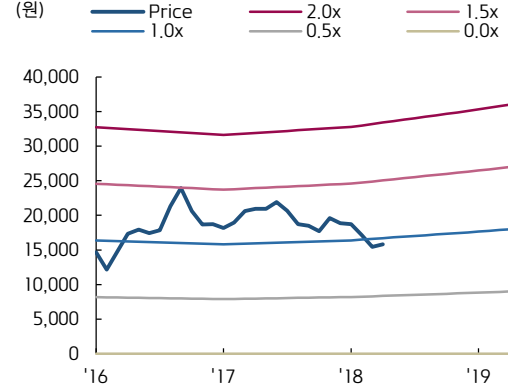
자료: 현대로템, 키움증권 리서치

### 현대로템 PER 밴드



자료: Fnguide

### 현대로템 PBR 밴드



자료: Fnguide

## 손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	29,848	27,257	29,095	31,936	35,291
매출원가	26,971	25,434	26,722	28,902	31,727
매출총이익	2,877	1,822	2,373	3,034	3,564
판매비및일반관리비	1,815	1,368	1,397	1,533	1,765
영업이익(보고)	1,062	454	976	1,501	1,800
영업이익(핵심)	1,062	454	976	1,501	1,800
영업외손익	-831	-933	-388	-214	-556
이자수익	69	81	86	95	105
배당금수익	0	6	7	7	8
외환이익	1,218	1,423	678	894	999
이자비용	638	501	465	487	485
외환손실	1,186	2,016	671	697	1,012
관계기업지분법손익	5	6	6	6	6
투자및기타자산처분손익	216	47	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-517	21	-29	-32	-176
법인세차감전이익	231	-479	588	1,287	1,243
법인세비용	-1	-16	109	239	94
유효법인세율 (%)	-0.3%	3.4%	18.5%	18.5%	7.5%
당기순이익	231	-463	479	1,048	1,150
지배주주지분손이익(억원)	218	-474	491	1,074	1,177
EBITDA	1,829	1,266	1,734	2,238	2,522
현금순이익(Cash Earnings)	998	349	1,236	1,785	1,872
수정당기순이익	14	-508	479	1,048	1,150
증감율(% YoY)					
매출액	-9.8	-8.7	6.7	9.8	10.5
영업이익(보고)	N/A	-57.2	114.9	53.8	19.9
영업이익(핵심)	N/A	-57.2	114.9	53.8	19.9
EBITDA	N/A	-30.8	37.0	29.1	12.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	118.8	9.7
EPS	N/A	N/A	N/A	118.8	9.7
수정순이익	N/A	N/A	N/A	118.8	9.7

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	6,111	2,192	1,121	2,101	1,429
당기순이익	231	-463	479	1,048	1,150
감가상각비	665	624	592	578	568
무형자산상각비	102	187	165	160	154
외환손익	-162	399	-7	-197	14
자산처분손익	131	6	0	0	0
지분법손익	-5	-6	-6	-6	-6
영업활동자산부채 증감	4,259	661	-104	328	-429
기타	889	783	1	191	-21
투자활동현금흐름	556	312	-473	-590	-795
투자자산의 처분	155	21	-53	-82	-97
유형자산의 처분	295	1	0	0	0
유형자산의 취득	-199	-280	-300	-400	-300
무형자산의 처분	-93	-153	-120	-110	-400
기타	398	724	0	2	2
재무활동현금흐름	-3,435	-3,918	77	147	184
단기차입금의 증가	-7,454	-5,666	0	0	0
장기차입금의 증가	4,069	1,769	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-50	-21	0	0	0
기타	0	0	77	147	184
현금및현금성자산의순증가	3,269	-1,444	726	1,658	819
기초현금및현금성자산	2,533	5,802	4,358	5,084	6,741
기말현금및현금성자산	5,802	4,358	5,084	6,741	7,560
Gross Cash Flow	1,851	1,532	1,224	1,773	1,859
Op Free Cash Flow	5,799	1,478	1,029	1,777	1,257

## 대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	29,097	26,199	27,539	29,879	32,319
현금및현금성자산	5,802	4,358	5,084	6,741	7,560
유동금융자산	558	548	585	642	710
매출채권및유동채권	20,520	19,228	19,516	19,809	21,388
재고자산	2,217	1,949	2,231	2,551	2,511
기타유동비금융자산	0	116	124	136	150
비유동자산	15,635	14,640	14,414	14,352	14,523
장기매출채권및기타비유동채권	1,372	1,242	1,326	1,455	1,608
투자자산	371	367	394	431	474
유형자산	12,415	11,604	11,312	11,134	10,866
무형자산	1,444	1,397	1,353	1,303	1,549
기타비유동자산	34	30	29	28	26
자산총계	44,732	40,839	41,953	44,230	46,842
유동부채	16,412	13,418	13,957	15,010	16,253
매입채무및기타유동채무	9,401	10,237	10,776	11,828	13,071
단기차입금	2,299	987	987	987	987
유동성장기차입금	4,700	2,189	2,189	2,189	2,189
기타유동부채	13	5	5	6	7
비유동부채	13,648	13,238	13,334	13,511	13,729
장기매입채무및비유동채무	280	280	299	328	362
사채및장기차입금	11,129	10,894	10,894	10,894	10,894
기타비유동부채	2,239	2,064	2,142	2,289	2,473
부채총계	30,060	26,656	27,291	28,520	29,982
자본금	4,250	4,250	4,250	4,250	4,250
주식발행초과금	4,084	4,084	4,084	4,084	4,084
이익잉여금	5,592	5,129	5,620	6,693	7,871
기타자본	-6	-24	-24	-24	-24
지배주주지분자본총계	13,920	13,440	13,930	15,004	16,181
비지배주주지분자본총계	752	743	732	706	679
자본총계	14,672	14,183	14,662	15,710	16,860
순차입금	11,768	9,164	8,401	6,686	5,800
총차입금	18,128	14,070	14,070	14,070	14,070

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	257	-557	577	1,263	1,385
BPS	16,376	15,811	16,388	17,651	19,037
주당EBITDA	2,152	1,489	2,040	2,633	2,967
CFPS	1,174	410	1,455	2,100	2,202
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	70.7	-33.6	27.4	12.5	11.4
PBR	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	15.4	19.5	13.8	9.9	8.5
PCFR	15.5	45.7	10.9	7.5	7.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.6	1.7	3.4	4.7	5.1
영업이익률(핵심)	3.6	1.7	3.4	4.7	5.1
EBITDA margin	6.1	4.6	6.0	7.0	7.1
순이익률	0.8	-1.7	1.6	3.3	3.3
자기자본이익률(ROE)	1.6	-3.2	3.3	6.9	7.1
투자자본이익률(ROIC)	3.4	1.6	3.2	5.0	6.8
안정성(%)					
부채비율	204.9	187.9	186.1	181.5	177.8
순차입금비율	80.2	64.6	57.3	42.6	34.4
이자보상배율(배)	1.7	0.9	2.1	3.1	3.7
활동성(배)					
매출채권회전율	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7
재고자산회전율	13.7	13.1	13.9	13.4	13.9
매입채무회전율	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8



휴니드(005870)



## BUY(Initiate)

주가(03/30): 11,150원

목표주가: 15,000원

동사는 2017년 12월 방위사업청과 TICN-HCTRS 2차 양산 물량 계약을 체결했다. 총 3,087억원 규모이며 계약기간은 2019년까지이다. 이번 계약으로 향후 방위 사업부문에서의 안정적인 매출 확보가 예상된다. 또한 내년부터는 항공전자 사업부문에서 의미 있는 매출 성장이 기대된다.

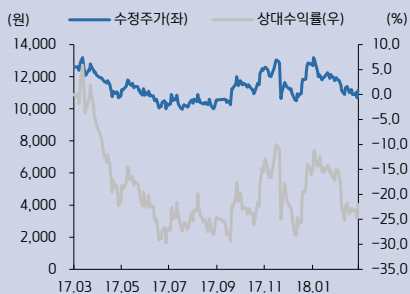
### Stock Data

KOSPI (03/30)		2,445.85pt
시가총액		1,574억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	13,200원	9,980원
최고/최저가대비 등락율	-15.53%	11.72%
주가수익률	절대	상대
	1M	-6.7% -8.4%
	6M	5.7% 3.5%
	1Y	-11.9% -22.0%

### Company Data

발행주식수	14,116천주
일평균 거래량(3M)	77천주
외국인 지분율	21.38%
배당수익률(18.E)	0.00%
BPS(18.E)	9,263원
주요 주주	김유진 외 3인
	Boeing

### Price Trend



## STEP BY STEP

### >>> 안정적인 TICN-HCTRS 방위 사업

2016년 기준 휴니드 매출액 1,789억원 중 약 1,200억원(매출 비중 약 70%)이 TICN-HCTRS 사업이다. 2016년 1차 양산 완료 후 2017년 12월 방위사업청과 2차 양산 물량 납품 계약을 체결했다. 계약기간은 2019년까지이며 규모는 약 3,087억원이다. 이번 계약으로 인해 2019년까지 연간 1,100-1,200억원의 매출액이 안정적으로 확보될 것이다.

### >>> 성장이 기대되는 항공전자 사업

국내 중소방산업체로서는 유일하게 글로벌 메이저 항공기 제조업체인 Boeing, Airbus 양사에 항공 전자 계통 장비를 공급하고 있다. 현재 전투기 F-15, FA-18기종과 대형수송헬기 H-47 치누크 E/P(Electrical Panel)를 전 세계에서 독점 공급하고 있다. H-47 치누크 계약규모는 2016년부터 2022년까지 총 1,330억원이며 올해부터 본격적으로 매출 인식이 될 것으로 전망한다.

### >>> 지속적인 신규 사업 개발

동사는 피아식별장비인 IFF(Identification Friend or Foe) Mode 5 응답기의 국산화에 성공했다. 우리군은 Mode 4에서 성능 개량이 필요해 정부차원에서 사업을 검토 중인 것으로 보인다. 또한 직접 개발한 고속 무선전송장비 및 사격통제장비의 경우 성능 및 가격 측면에서 타 제품대비 경쟁력이 있어 향후 수출 가능성이 높다고 판단된다.

투자지표	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	1,789	1,809	1,884	2,052	2,404
보고영업이익(억원)	188	181	201	230	240
핵심영업이익(억원)	188	181	201	230	240
EBITDA(억원)	220	216	234	264	276
세전이익(억원)	180	161	179	209	223
순이익(억원)	179	162	161	188	201
지배주주지분순이익(억원)	179	162	161	188	201
EPS(원)	1,319	1,149	1,140	1,331	1,421
증감율(%YoY)	1,204.1	-12.9	-0.8	16.8	6.8
PER(배)	10.3	9.7	9.8	8.4	7.8
PBR(배)	1.9	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	8.2	7.7	6.5	5.1	3.6
보고영업이익률(%)	10.5	10.0	10.7	11.2	10.0
핵심영업이익률(%)	10.5	10.0	10.7	11.2	10.0
ROE(%)	20.2	15.2	13.1	13.4	12.6
순부채비율(%)	-8.3	4.7	-7.0	-17.9	-36.4

## TICN 사업 개요

TICN 사업이란 전술정보통신체계(Tactical Information Communication Network)를 줄인 말로 기존 음성 위주 아날로그 방식의 통신기반체계(SPIDER)와 전투부대의 무전기를 대용량 정보유동이 가능토록 하는 디지털 방식의 통신체계로 대체하는 사업이다. 현대전인 네트워크 중심전(NCW, Network Centric Warfare)의 구현 및 C4I 전술체계 통신기반 제공을 위한 사업이다.

총 양산 규모는 약 5.4조원으로 양산기간은 2016년부터 2024년까지이다. 현재 블록으로 구분하여 진화적으로 사업을 추진 중이다. 휴니드는 블록 I-①의 5가지 무기체계 중 대용량무선전송체계(HCTRS)를 개발 및 생산하며 해당 제품의 총 양산 예산은 1.4조원이다. 2016년 12월 1차 양산을 완료했다. 야전운용시험(Field Test) 결과 기존 통신기반체계(SPIDER) 보다 데이터 통신성능이 10배 이상 획기적으로 개선됐다. 2017년 12월 방위사업청은 2019년까지 총 3,087억 규모의 2차 양산 계획을 승인했다.

한편, 블록 I-② 개발사업은 전투무선체계 개발 사업으로 개발 시험 평가 결과, 기존 무전기 기능과 신규 디지털 무전기 기능인 무선네트워크 구성, 고속데이터 전송, Ad-hoc(무전기 상호 중계 통해 통화범위 확대), 강화된 암호 등의 기준을 충족했다. 하지만, 신규 디지털 VHF-FM, HF-AM 기능과 관련해 일부 기술적 한계가 있는 상황이다.

### 전술정보통신체계(TICN) 블록 구분 및 참여 업체

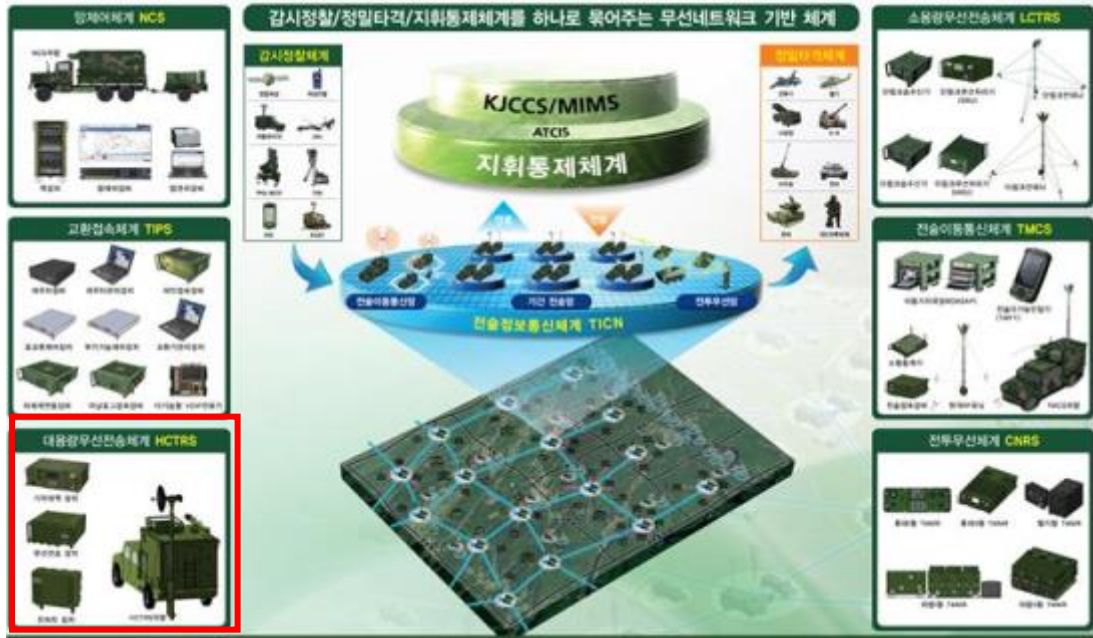
블록	사업 구분	참여업체	비고
블록 I-①	대용량무선전송체계(HCTRS)	휴니드	2015년 6월 체계개발 완료 2016년 12월 1차 양산 완료 2019년까지 2차 양산 계획 승인
	소용량무선전송체계(LCTRS)	한화시스템	
	망관리/교환접속체계(NCS/TIPS)	한화시스템	
	전술이동통신체계(TMCS)	한화시스템	
	보안관제체계	한화시스템	
블록 I-②	전투무선체계	LIG 넥스원	현재 기술적 한계로 인해 구현 제한되는 부분 제외하고 개발할 계획
총 양산 예산규모		약 5조 4,000억원	
양산기간		2016년~2024년	

자료: 방위사업청, 기밀중전 리서치

#### 용어설명

- **C4I 전술체계**: Command, Control, Communication, Computer의 첫 글자인 C와 Intelligence의 첫 글자 I를 조합한 것으로 전술 지휘자동화체계를 의미하며 분산된 아군의 모든 전력을 유기적으로 통합해주는 역할을 함.
- **전투무선체계**: 기존 전투부대 무전기를 대체하는 통신체계로서 7가지 무전기 기능을 소프트웨어로 구현하여 하나의 무전기에 설치하고, 필요에 따라 소프트웨어를 선택하여 실행시켜 7가지 무전기 기능을 모두 사용할 수 있는 디지털 무전기를 개발하는 사업.
- **7가지 무전기 소프트웨어**: 기존 아날로그 방식 무전기 4가지(VHF-AM, UHF-AM, VHF-FM, HF-AM)와 신규 디지털 방식 무전기 3가지(VHF-FM, HF-AM, K-WNW) 등으로 구성.

## 전술정보통신체계(TICN, Tactical Information Communication Network)



자료: 방위사업청, 키움증권 리서치

## 전술정보통신체계(TICN) 추진 경과

일시	추진경과	비고
2006년 12월	중기 소요결정(제 225 차 합동참모회의)	
2007년 11월	탐색개발(국방과학연구소)(~'08)	
2009년 7월	체계개발 기본계획 승인(제 37 회 방위사업추진위원회)	
2010년 12월	체계개발 착수(~'15.6)	
2013년 1월	Block 2 체계개발 착수(~'16.12)	
2014년 6월	개발시험평가(결과: 기준 충족)	
2015년 3월	운용시험평가(TMMR 제외한 전체계)	
2015년 5월	전투용 적합판정(국방부)/ 국방규격제정	
2015년 10월	양산계획 승인	
2015년 12월	양산 계약	휴니드 1차양산 1,234 억원
2016년 12월	1차 양산 완료	
2017년 12월	2차 양산 계약(~'19)	휴니드 2차양산 3,087 억원

자료: 방위사업청, 키움증권 리서치



## 안정적인 TICN-HCTRS 방위 사업

2016년 휴니드는 매출액 1,789억원을 기록했다. 이 중 약 1,200억원(매출 비중 약 70%)이 TICN-HCTRS(High Capacity Trunk Radio System, 대용량 무선전송장치) 사업이다.

대용량 무선전송장치는 기저대역장치, 무선전송장치, 전처리장치, 안테나, 안테나 자동 정렬/유지 장치 및 마스트로 구성되는 대용량무선전송단말장비(HCTR)와 전송시스템에 적합한 헬터 장비, 타 부체계 장비, 냉난방기 및 분리탑재발전기가 통합 실장 되어 전술통신차량에 탑재된 형태로 구성 되는 군 전술통신체계의 핵심체계이다. 기존 무선전송장치에 비해 대용량의 데이터와 영상 및 음성을 실시간으로 전송 할 수 있다.

2016년 12월 1차 계약 1,234억원 규모의 양산 물량을 공급 완료했으며 2017년 12월 방위사업청과 2차 양산 물량 납품 계약을 체결했다. 계약기간은 2019년까지이며 규모는 약 3,087억원이다. 이번 계약으로 인해 2019년까지 연간1,100~1,200억원의 매출액이 안정적으로 확보될 것이다. 1차 양산 계약에 비해 계약금액이 다소 감소했지만, 2024년까지 총 사업규모가 1.4조원으로 확정되어 있는 만큼 2020년부터는 연간 약 1,500억원 이상의 매출 인식이 기대된다.

### 대용량무선전송단말장비 HCTRS(High Capacity Trunk Radio System)



자료: 휴니드, 키움증권 리서치

## 성장이 기대되는 항공전자 사업

휴니드는 국내 중소방산업체로서는 유일하게 글로벌 메이저 항공기 제조업체인 Boeing, Airbus 양사에 항공전자계통 장비를 공급하고 있다. 특히, 동사의 지분 11.69%를 보유하고 있는 Boeing 사와는 2012년 총 1억 2,500만불 규모의 항공 전자장비 공급 협약(MOA)을 맺었다. 현재 전투기 F-15, FA-18 기종과 대형수송헬기 H-47 치누크의 E/P(Electrical Panel)를 전 세계에서 독점 공급하고 있다. H-47 치누크 수주규모는 2016년부터 2022년까지 총 1,330억원이며 올해부터 본격적으로 매출 인식이 될 것으로 전망한다. 또한 내년부터는 수직이착륙헬기인 V-22 오스프리의 E/P 공급도 예정되어 있어 내년 항공전자 사업 매출은 약 400억원 규모로 증가할 것으로 추정된다.

## 지속적인 신규 사업 개발

동사는 안정적인 방위 사업을 기반으로 신규사업 개발에도 힘을 쓰고 있다. 대표적으로 피아식별 장비인 IFF(Identification Friend or Foe) Mode 5 응답기의 국산화에 성공했다. 미국 등 우방국과의 연합작전을 위해서는 현재 우리군의 Mode 4에서 성능 개량이 필요해 정부차원에서 사업을 검토 중인 것으로 보인다. 또한 직접 개발한 100Mbps급 고속무선전송장비 및 사격통제장비(Weapon Control System)의 성능 및 가격 측면에서 타 제품대비 경쟁력이 있어 향후 수출 가능성이 높다고 판단된다.

Boeing사 F-15 전투기



자료: Boeing, 키움증권 리서치

Boeing사 H-47 대형수송헬기



자료: Boeing, 키움증권 리서치

E/P (Electrical Panel)



자료: 휴니드, 키움증권 리서치

피아식별장비 IFF Mode 5 국산화



자료: 휴니드, 키움증권 리서치

## Valuation

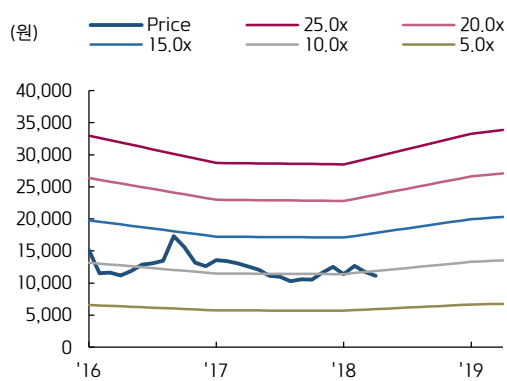
동사의 목표주가 15,000원 제시한다. 2019년도 예상 EPS 1,421원에 기계섹터 평균 11배 적용했다. 현 주가에서 상승 여력 34% 전망한다. 동사에 대해 투자 의견 Buy(매수)를 제시하는 이유는 2018년에도 TICN 매출액 안정적일 것으로 판단되며 신성장 동력인 항공전자 부문 외형 성장 및 방위사업 제품 수출 가능성도 존재하기 때문이다.

### 휴니드 실적 전망

(십억원)		2016				2017				2016	2017E	2018E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual	Annual	Annual
매출액	방산 / 해외	108	96	89	1,415	91	65	75	1,533	1,708	1,764	1,838
	TICN HCTRS 외											
	민수 네트워크 장비 외	33	4	0	45	0	5	1	40	81	45	47
합계		140	100	89	1,459	91	70	76	1,572	1,789	1,809	1,884
매출원가		118	78	66	1,238	73	54	69	1,297	1,500	1,493	1,555
매출원가율		84.3%	77.6%	74.3%	84.8%	80.3%	77.3%	90.7%	82.5%	83.8%	82.5%	82.5%
판매비		18	20	20	44	24	23	27	61	101	134	128
판매비율		13.0%	19.6%	22.2%	3.0%	25.9%	32.7%	35.6%	3.9%	5.7%	7.4%	6.8%
영업이익		4	3	3	178	-6	-7	-20	214	188	181	201
영업이익율		2.7%	2.8%	3.6%	12.2%	-6.2%	-10.1%	-26.3%	13.6%	10.5%	10.0%	10.7%

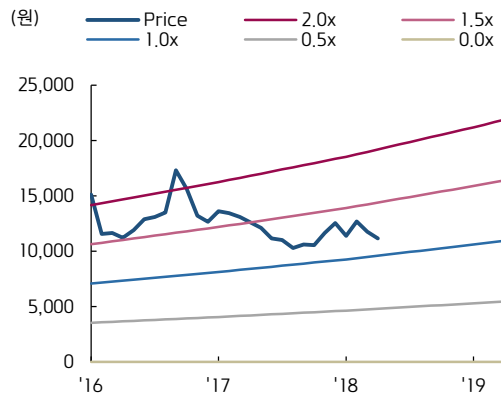
자료: 휴니드, 키움증권 리서치 \*IFRS 매출인식에 대한 회계기준 변경 확정전으로 18년도 분기 추정은 확정 이후에 작성 예정.

### 휴니드 PER 밴드



자료: Fnguide

### 휴니드 PBR 밴드



자료: Fnguide



### 손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,789	1,809	1,884	2,052	2,404
매출원가	1,500	1,493	1,555	1,693	1,996
매출총이익	289	316	329	359	409
판매비및일반관리비	101	134	128	129	168
영업이익(보고)	188	181	201	230	240
영업이익(핵심)	188	181	201	230	240
영업외손익	-8	-20	-22	-21	-18
이자수익	6	6	6	7	8
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	6	6	2	4	4
이자비용	10	14	14	14	14
외환손실	6	5	2	2	4
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-4	-14	-14	-15	-12
법인세차감전이익	180	161	179	209	223
법인세비용	1	-1	18	21	22
유효법인세율 (%)	0.3%	-0.4%	10.0%	10.0%	10.0%
당기순이익	179	162	161	188	201
지배주주지분순이익(억원)	179	162	161	188	201
EBITDA	220	216	234	264	276
현금순이익(Cash Earnings)	211	197	195	222	236
수정당기순이익	179	162	161	188	201
증감률(% YoY)					
매출액	195.7	1.1	4.2	8.9	17.1
영업이익(보고)	809.2	-3.6	10.8	14.5	4.6
영업이익(핵심)	809.2	-3.6	10.8	14.5	4.6
EBITDA	428.3	-1.6	8.4	12.8	4.3
지배주주지분 당기순이익	1,434.1	-9.8	-0.5	16.8	6.8
EPS	1,204.1	-12.9	-0.8	16.8	6.8
수정순이익	647.7	-9.7	-0.5	16.8	6.8

### 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	241	-67	176	202	369
당기순이익	179	162	161	188	201
감가상각비	24	34	32	33	34
무형자산상각비	8	2	1	1	1
외환손익	1	-4	0	-1	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	12	-286	-19	-21	134
기타	16	25	0	1	0
투자활동현금흐름	-226	113	-51	-53	-56
투자자산의 처분	-153	186	-1	-3	-6
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-60	-50	-50	-50	-50
무형자산의 처분	-12	-23	0	0	0
기타	0	-1	0	0	0
재무활동현금흐름	38	-210	20	27	36
단기차입금의 증가	20	-220	0	0	0
장기차입금의 증가	-5	0	0	0	0
자본의 증가	23	9	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	20	27	36
현금및현금성자산의순증가	53	-165	144	176	349
기초현금및현금성자산	222	275	111	255	431
기말현금및현금성자산	275	111	255	431	780
Gross Cash Flow	229	219	195	222	236
Op Free Cash Flow	159	-141	145	171	335

### 대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	819	687	859	1,074	1,329
현금및현금성자산	275	111	255	431	780
유동금융자산	196	6	6	6	8
매출채권및유동채권	89	307	316	335	240
재고자산	259	263	281	301	301
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	873	891	909	927	948
장기매출채권및기타비유동채권	4	5	5	5	6
투자자산	23	27	28	31	36
유형자산	733	749	767	784	800
무형자산	113	110	109	108	106
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,692	1,578	1,767	2,001	2,277
유동부채	523	301	309	327	366
매입채무및기타유동채무	253	187	195	213	249
단기차입금	210	40	40	40	40
유동성장기차입금	50	50	50	50	50
기타유동부채	10	24	24	25	28
비유동부채	183	131	151	178	214
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	130	80	80	80	80
기타비유동부채	54	51	71	98	134
부채총계	706	431	460	505	581
자본금	696	706	706	706	706
주식발행초과금	138	138	138	138	138
이익잉여금	182	333	493	681	882
기타자본	-29	-30	-30	-30	-30
지배주주지분자본총계	987	1,147	1,308	1,496	1,696
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	987	1,147	1,308	1,496	1,696
순차입금	-82	53	-91	-268	-618
총차입금	389	170	170	170	170

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,319	1,149	1,140	1,331	1,421
BPS	7,084	8,123	9,263	10,594	12,016
주당EBITDA	1,618	1,537	1,661	1,873	1,953
CFPS	1,555	1,399	1,380	1,576	1,671
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	10.3	9.7	9.8	8.4	7.8
PBR	1.9	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	8.2	7.7	6.5	5.1	3.6
PCFR	8.7	8.0	8.1	7.1	6.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.5	10.0	10.7	11.2	10.0
영업이익률(핵심)	10.5	10.0	10.7	11.2	10.0
EBITDA margin	12.3	12.0	12.4	12.9	11.5
순이익률	10.0	8.9	8.5	9.2	8.3
자기자본이익률(ROE)	20.2	15.2	13.1	13.4	12.6
투자자본이익률(ROIC)	20.1	16.9	14.6	16.2	17.5
안정성(%)					
부채비율	71.5	37.6	35.2	33.8	34.2
순차입금비율	-8.3	4.7	-7.0	-17.9	-36.4
이자보상배율(배)	18.2	13.2	14.7	16.8	17.6
활동성(배)					
매출채권회전율	10.4	9.1	6.0	6.3	8.4
재고자산회전율	6.7	6.9	6.9	7.0	8.0
매입채무회전율	5.3	8.2	9.8	10.1	10.4



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

한화테크윈(012450)



## Outperform(Maintain)

주가(3/30) 29,600 원

목표주가 34,000 원

Analyst 김지산

02) 3787-4862 jisan@kiwoom.com

K9 자주포가 강력한 해외 수주 모멘텀을 실현하고 있음에도 불구하고, 엔진 부문의 RSP 비용이 확대되고, 시큐리티 부문의 업황이 악화됨에 따라 당분간 저수익성 기조가 불가피할 것이다. RSP 사업은 엔진 사업 고도화 및 글로벌화를 위한 전략적 선택이지만, 엔진 판매가 호조를 보일수록 비용이 확대되는 딜레마에 처해 있다.

### Stock Data

KOSPI (3/30)		2,445.85pt
시가총액		15,570억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	53,100원	27,250원
최고/최저가 대비 등락	-44.26%	8.62%
주가수익률	절대	상대
	1M	6.1% 4.2%
	6M	-10.8% -12.7%
	1Y	-36.7% -44.0%

### Company Data

발행주식수	52,600천주
일평균 거래량(3M)	445천주
외국인 지분율	12.8%
배당수익률(18.E)	0.3%
BPS (18.E)	42,183원
주요 주주	우한화 32.69%
	국민연금공단 8.61%

### Price Trend



## RSP 비용에 빛바랜 자주포 수출 모멘텀

### >>> 자주포 수출 모멘텀 긍정적

K-9 자주포를 앞세운 지상방산은 강력한 수출 모멘텀 전개. 지난해 하반기부터 폴란드 2차, 핀란드, 인도향 수출 진행 중, 노르웨이 대상 수주 성사된 데 이어 에스토니아, 이집트에서도 추가 성과 기대. 이 같은 해외 프로젝트는 수익성 면에서도 긍정적. 다만, 사업 특성상 매출은 4분기에 집중될 것.

한화시스템은 TICN 2차 프로젝트 시작, 한화디펜스는 대공·유도무기체계(비호복합) 수출 시도하는 등 방산 분야는 긍정적인 모멘텀 이어갈 것.

### >>> 당분간 저수익성 기조 불가피

방산 분야 선전 불구하고 엔진 부문 RSP 비용 확대와 시큐리티 부문 업황 악화로 당분간 저수익성 기조 불가피. 올해 영업이익 751억원(YoY -9%)으로 감익 추세 이어질 것.

엔진 부문은 Pratt & Whitney사 GTF 엔진 판매가 호조를 보일수록 RSP 비용이 확대되는 딜레마에 처한 상황. RSP 비용은 올해 800~900억원 수준에서 정점 형성한 후 25년까지 지속될 예정.

시큐리티 부문은 회사분할 결정에 따라 사업 위험 희석될 여지 있지만, 매출 역신장 국면에서 강도 높은 효율화 노력 필요.

투자지표	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	35,189	42,155	44,219	47,226	50,650
보고영업이익(억원)	1,507	829	751	1,016	1,191
핵심영업이익(억원)	2,370	2,086	2,166	2,232	2,412
EBITDA(억원)	4,185	178	510	668	849
세전이익(억원)	3,459	-477	395	517	644
순이익(억원)	3,452	-482	394	517	643
지배주주지분순이익(억원)	6,498	-913	750	982	1,223
EPS(원)	5,917.1	N/A	N/A	31.1	24.4
증감율(%YoY)	6.7	-38.9	39.5	30.1	24.2
PER(배)	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
PBR(배)	12.2	13.0	12.1	12.1	11.6
EV/EBITDA(배)	4.3	2.0	1.7	2.2	2.4
보고영업이익률(%)	15.1	-2.1	1.8	2.3	2.8
핵심영업이익률(%)	24.8	39.9	34.2	36.9	40.4
ROE(%)	35,189	42,155	44,219	47,226	50,650
순부채비율(%)	1,507	829	751	1,016	1,191



## 손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	35,189	42,155	44,219	47,226	50,650
매출원가	28,025	34,470	36,148	38,559	41,303
매출총이익	7,164	7,684	8,071	8,668	9,347
판매비및일반관리비	5,657	6,855	7,209	7,652	8,156
영업이익(보고)	1,507	829	751	1,016	1,191
영업이익(핵심)	1,507	829	863	1,016	1,191
영업외손익	2,678	-652	-353	-347	-341
이자수익	83	46	38	40	43
배당금수익	44	53	33	35	38
외환이익	629	760	172	137	110
이자비용	213	350	447	447	447
외환손실	696	783	172	137	110
관계기업지분법손익	780	77	24	24	25
투자및기타자산처분손익	2,174	-5	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	3	25	0	0	0
기타	-127	-476	0	0	0
법인세차감전이익	4,185	178	510	668	849
법인세비용	726	655	115	151	206
유효법인세율 (%)	17.4%	369.0%	22.6%	22.6%	24.2%
당기순이익	3,459	-477	395	517	644
지배주주지분순이익(억원)	3,452	-482	394	517	643
EBITDA	2,370	2,086	2,166	2,232	2,412
현금순이익(Cash Earnings)	4,322	780	1,698	1,734	1,865
수정당기순이익	1,659	-423	395	517	644
증감률(% YoY)					
매출액	34.6	19.8	4.9	6.8	7.3
영업이익(보고)	N/A	-45.0	-9.4	35.2	17.2
영업이익(핵심)	N/A	-45.0	4.0	17.8	17.2
EBITDA	1,167.4	-12.0	3.8	3.1	8.0
지배주주지분 당기순이익	5,917.1	N/A	N/A	31.1	24.4
EPS	5,917.1	N/A	N/A	31.1	24.4
수정순이익	2,378.7	N/A	N/A	31.1	24.4

## 대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	27,802	28,351	27,699	28,366	29,070
현금및현금성자산	2,574	4,614	6,524	5,750	4,815
유동금융자산	3,485	142	130	139	149
매출채권및유동채권	13,681	15,067	13,300	14,205	15,235
재고자산	7,688	8,154	7,402	7,905	8,479
기타유동비금융자산	374	374	343	366	393
비유동자산	28,722	29,125	28,966	29,670	30,415
장기매출채권및기타비유동채권	637	596	547	584	627
투자자산	4,774	3,959	3,729	4,003	4,310
유형자산	13,601	14,266	14,892	15,639	16,346
무형자산	9,268	9,539	9,097	8,695	8,328
기타비유동자산	444	765	701	749	803
자산총계	56,524	57,476	56,665	58,036	59,484
유동부채	19,686	21,406	20,005	21,062	22,266
매입채무및기타유동채무	14,767	15,200	13,944	14,892	15,972
단기차입금	3,268	3,228	3,228	3,228	3,228
유동성장기차입금	329	1,232	1,232	1,232	1,232
기타유동부채	1,323	1,745	1,601	1,710	1,834
비유동부채	13,431	14,261	14,456	14,304	14,267
장기매입채무및비유동채무	996	1,023	939	1,002	1,075
사채및장기차입금	8,262	8,987	9,787	9,787	9,787
기타비유동부채	4,173	4,250	3,730	3,514	3,405
부채총계	33,117	35,666	34,461	35,366	36,533
자본금	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
주식발행초과금	1,872	1,872	1,872	1,872	1,872
이익잉여금	13,500	12,911	13,305	13,771	14,052
기타자본	5,362	4,354	4,354	4,354	4,354
지배주주지분자본총계	23,390	21,794	22,188	22,653	22,935
비지배주주지분자본총계	17	16	16	17	17
자본총계	23,408	21,810	22,204	22,670	22,951
순차입금	5,800	8,692	7,594	8,358	9,284
총차입금	11,858	13,447	14,247	14,247	14,247

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,961	-97	4,055	1,329	1,409
당기순이익	4,185	178	395	517	644
감가상각비	494	831	861	814	855
무형자산상각비	369	426	442	402	366
외환손익	1	-25	0	0	0
자산처분손익	25	15	0	0	0
지분법손익	-72	-77	-24	-24	-25
영업활동자산부채 증감	-159	-1,822	1,115	-347	-396
기타	-2,883	376	1,267	-33	-35
투자활동현금흐름	-7,183	726	-1,125	-1,835	-1,873
투자자산의 처분	-6,133	3,066	299	-226	-257
유형자산의 처분	12	16	0	0	0
유형자산의 취득	-891	-1,416	-1,487	-1,561	-1,561
무형자산의 처분	-679	-819	0	0	0
기타	508	-120	63	-48	-54
재무활동현금흐름	6,379	1,404	-1,020	-267	-472
단기차입금의 증가	1,028	-300	0	0	0
장기차입금의 증가	5,511	1,961	-500	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-159	0	0	-52	-362
기타	0	-256	-520	-216	-110
현금및현금성자산의순증가	1,147	2,040	1,910	-773	-936
기초현금및현금성자산	1,427	2,574	4,614	6,524	5,750
기말현금및현금성자산	2,574	4,614	6,524	5,750	4,815
Gross Cash Flow	2,120	1,724	2,941	1,676	1,805
Op Free Cash Flow	379	-5,030	1,599	94	167

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	6,498	-913	750	982	1,223
BPS	44,025	41,433	42,183	43,067	43,602
주당EBITDA	4,461	3,950	4,117	4,244	4,585
CFPS	8,134	1,476	3,228	3,296	3,545
DPS	500	0	100	200	700
주가배수(배)					
PER	6.7	-38.9	39.5	30.1	24.2
PBR	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	12.2	13.0	12.1	12.1	11.6
PCFR	5.3	24.1	11.0	10.8	10.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.3	2.0	1.7	2.2	2.4
영업이익률(핵심)	4.3	2.0	2.0	2.2	2.4
EBITDA margin	6.7	4.9	4.9	4.7	4.8
순이익률	9.8	-1.1	0.9	1.1	1.3
자기자본이익률(ROE)	15.1	-2.1	1.8	2.3	2.8
투자자본이익률(ROIC)	6.4	-9.1	2.7	3.2	3.5
안정성(%)					
부채비율	141.5	163.5	155.2	156.0	159.2
순차입금비율	24.8	39.9	34.2	36.9	40.4
이자보상배율(배)	7.1	2.4	1.9	2.3	2.7
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	2.9	3.1	3.4	3.4
재고자산회전율	5.3	5.3	5.7	6.2	6.2
매입채무회전율	3.0	2.8	3.0	3.3	3.3

투자의견변동내역(2개년)

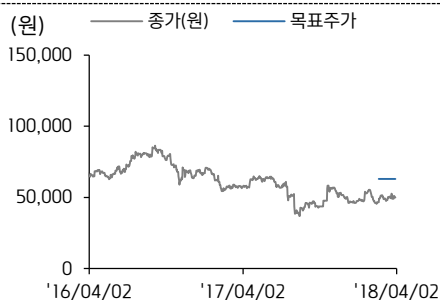
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
<b>한국항공우주</b> (047810)	2018-04-02	Buy(Initiate)	63,000원	6개월		
<b>현대로템</b> (064350)	2018-04-02	Buy(Initiate)	20,000원	6개월		
<b>한화테크윈</b> (012450)	2016-04-05	BUY(Upgrade)	50,000원	6개월	-20.8	-18.0
	2016-04-15	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-17.6	-13.0
	2016-05-03	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-18.8	-15.7
	2016-06-02	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-17.7	-13.0
	2016-06-21	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-12.5	6.1
	2016-08-05	Outperform(Downgrade)	68,000원	6개월	-8.4	-0.4
	2016-11-02	Outperform(Maintain)	56,000원	6개월	-13.0	-1.1
	2016-12-16	Outperform(Upgrade)	56,000원	6개월	-18.4	-1.1
	2017-02-21	Outperform(Maintain)	50,000원	6개월	-8.1	-2.4
	2017-04-12	Outperform(Maintain)	54,000원	6개월	-10.8	-8.4
	2017-04-24	Outperform(Maintain)	54,000원	6개월	-10.5	-1.7
	2017-07-07	Outperform(Maintain)	52,000원	6개월	-23.3	-15.4
	2017-08-18	BUY(Upgrade)	52,000원	6개월	-27.4	-15.4
	2017-11-06	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-28.7	-15.4
	2018-02-26	Outperform(Downgrade)	34,000원	6개월	-15.2	-10.9
	2018-04-02	Outperform(Maintain)	34,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

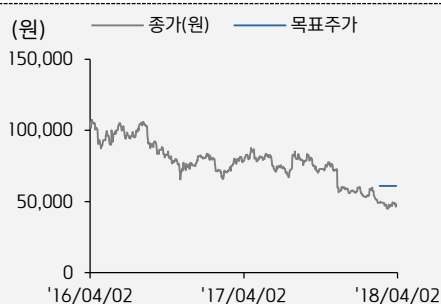
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
<b>LIG넥스원</b> (079550)	2018-04-02	Buy(Initiate)	61,000원	6개월		
<b>휴니드</b> (005870)	2018-04-02	Buy(Initiate)	15,000원	6개월		

## 목표주가추이(2개년)

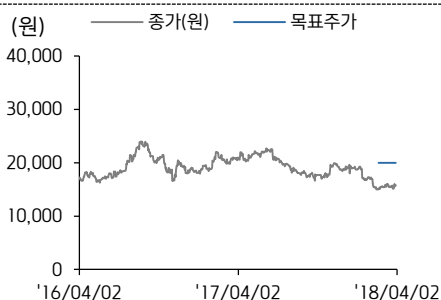
### 한국항공우주(047810)



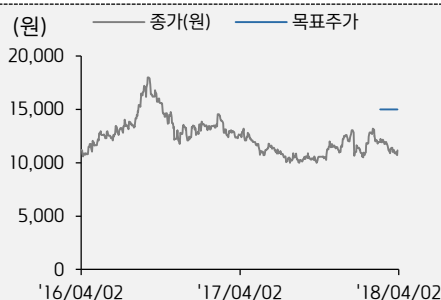
### LIG넥스원(079550)



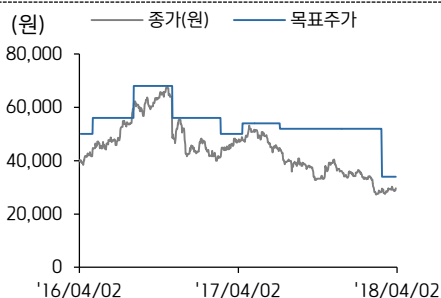
### 현대로템(064350)



### 휴니드(005870)



### 한화테크윈(012450)



## 투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%





ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다