

2024년
전망 시리즈 19

방위산업

이상과 현실 사이

이상과 현실 사이

방위산업 Overweight

Top Pick	투자판단	적정주가
한화에어로스페이스 (012450)	Buy	146,000원

관심종목	투자판단	적정주가
한국항공우주 (047810)	Buy	65,000원
한화시스템 (272210)	Buy	17,000원
LIG넥스원 (079550)	Buy	120,000원



방위산업

Analyst **이지호**

02. 6454-4885

jiholee@meritz.co.kr

Contents

산업분석	이상과 현실 사이	7
기업분석	한화에어로스페이스 (012450)	36
	한화시스템 (272210)	39
	LIG넥스원 (064350)	42
	한국항공우주 (047810)	45

Summary

방위산업 이상과 현실 사이

Overweight

이상과 현실 사이

- 2024년은 기대가 현실이 되는 해, 방산업종에 대한 Overweight 의견 유지
 - 1) 수출 물량의 매출액 인식 본격화로 큰 폭의 실적 성장
 - 2) 추가 수출국 구체/가시화되며 성장주의 면모 확인
- 해소되지 못하는 무기의 수요공급 불균형 속에서 여전히 국내 방산 업종에게 기회 다수 존재
- 무기 수요에도 시차가 존재, 주요 지역 중심으로 국내 방산기업들의 점진적인 점유율 확대 가능성
- 유럽) 우크라이나 공여 무기에 대한 보충 수요 여전. 동유럽을 중심으로 자체적인 국방력 확보 의지 지속되는 중
- 중동) 포탄 및 유도탄 수요 증가. 동시에 이를 방어하기 위한 방공망 확보의 필요성 대두
- 남중국해) 중국-대만의 갈등으로 인해 동남아시아 국가의 군 현대화 수요 및 미국, 호주의 신규 무기 수요 확인
- 혐오의 시대 속, 방어전의 역량을 갖추기 위한 국방비 지출은 필수 → 글로벌 국방비 지출액 추이 우상향 전망

Top-Pick & 관심종목

- Top-Pick
한화에어로스페이스(012450): 본격 성장은 4분기부터
- 관심종목
한국항공우주(047810): On Track
한화시스템(272210): 올해보다 기대되는 내년
LIG넥스원(079550): 점차 해소되는 디스카운트

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
한화에어로스페이스 (012450)	Buy	146,000원
한국항공우주 (047810)	Buy	65,000원
한화시스템 (272210)	Buy	17,000원
LIG넥스원 (079550)	Buy	120,000원

한화에어로스페이스 (012450) 본격 성장은 4분기부터

Analyst 이지호 02.6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	146,000원		
현재주가 (11.9)	124,300원		
상승여력	17.5%		
KOSPI	2,427.08pt		
시가총액	62,933억원		
발행주식수	5,063만주		
유동주식비율	65.90%		
외국인비중	34.27%		
52주 최고/최저가	142,500원/66,300원		
평균거래대금	493.2억원		
주요주주(%)			
한화 외 3인	33.98		
국민연금공단	8.10		
Orbis Investment Management Ltd 외	5.12		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	25.8	21.9	70.0
상대주가	24.9	26.0	69.9
주가그래프			



4분기부터 본격적으로 확인되는 수출의 진면목

- 4Q23 폴란드항 K9의 인도 재개와 천무의 최초 인식 → 각각 18문 인식으로 지상방산부문이 주도하는 호실적 기대
- 2024년 연중 폴란드로 매분기 K9 17문 / 천무 11문 인도, 연중 인도 공백기 없어 담보된 실적 성장
- 내년부터 이집트항 K9, 2026년부터 호주항 레드백이 더해질 예정. 내년을 기점으로 본격적인 수출의 효과 확인 가능

실적 성장에 수주 모멘텀까지

- 연중 호주항 레드백(4~6조원) 계약 완료와 1Q24 중 루마니아항 K9(총 2.5조원) 우선협상대상자 발표를 기대
- 달성 시, 폴란드 이후 수주 공백으로 인해 의심받던 수출 여력에 대한 의구심 해소하는 계기가 될 것

투자의견 Buy, 적정주가 146,000원으로 업종 내 Top-Pick 의견 유지

- 그간 주가를 억눌러오던 GTF엔진 리콜 비용을 당분기 일시에 인식하며 향후 실적 훼손에 대한 우려 불식
- 업종 내 4분기 실적이 가장 기대되는 기업. 연말~연초 긍정적인 수주 흐름까지 더해져 주가 Outperform 기대 → 업종 내 최선호주 의견 유지

	매출액	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(지배주주)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2021	5,541.4	277.1	252.6	4,989	83.9	57,066	9.6	0.8	7.0	9.2	181.0
2022	7,060.5	404.4	200.8	3,967	-49.6	56,544	18.6	1.3	8.2	7.0	286.3
2023E	8,852.3	901.0	816.6	16,128	535.3	71,534	7.7	1.7	7.4	25.2	317.8
2024E	9,951.5	855.3	562.9	11,118	-32.2	81,653	11.2	1.5	7.8	14.5	266.0
2025E	10,702.1	995.9	628.1	12,405	11.6	93,059	10.0	1.3	4.8	14.2	287.5

실적 추정 Table

2024년 전망 시리즈 19
방위산업

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,333.8	1,619.7	1,511.6	2,595.4	2,037.9	1,907.9	1,981.5	2,925.0	7,060.5	8,852.3	9,951.5
지상방산	242.4	332.7	351.5	1,121.5	841.5	600.1	762.7	1,406.0	2,048.1	3,610.3	4,352.2
항공우주	297.8	366.8	328.8	375.6	389.9	401.9	390.2	409.6	1,368.9	1,591.6	1,756.6
한화비전	217.4	256.0	279.0	249.9	273.6	284.1	246.0	264.6	1,002.3	1,068.3	1,108.2
한화시스템	429.6	510.5	459.4	788.5	439.5	610.7	620.8	819.2	2,188.0	2,490.2	2,598.7
영업이익	68.2	107.6	63.4	165.2	224.4	81.2	104.3	264.3	404.4	674.2	855.3
%OP	5.1%	6.6%	4.2%	6.4%	11.0%	4.3%	5.3%	9.0%	5.7%	7.6%	8.6%
세전이익	57.0	46.0	107.4	1.7	652.6	338.3	13.7	244.5	212.1	1,249.2	833.8
순이익(지배)	38.3	27.8	88.7	46.1	408.8	263.1	-20.6	166.1	200.8	817.5	566.5
% YoY											
매출액	28.9	15.9	12.4	47.1	52.8	17.8	31.1	12.7	27.4	25.4	12.4
영업이익	3.6	-18.8	-38.7	흑전	229.0	-24.5	64.5	60.0	45.9	66.7	26.9
세전이익	-60.0	-60.0	1.6	-90.3	1,044.6	635.8	-87.3	13,915.7	-44.4	488.9	-33.2
순이익(지배)	-56.9	-63.1	52.2	52.8	967.7	847.7	적전	260.6	-20.5	307.0	-30.7
% QoQ											
매출액	-24.4	21.4	-6.7	71.7	-21.5	-6.4	3.9	47.6			
영업이익	흑전	57.8	-41.1	160.6	35.8	-63.8	28.4	153.4			
세전이익	217.2	-19.4	133.5	-98.4	37,305.4	-48.2	-96.0	1,687.1			
순이익(지배)	27.0	-27.5	219.4	-48.1	787.2	-35.6	적전	흑전			

자료: 메리츠증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450)

2024년 전망 시리즈 19

방위산업

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	5,541.4	7,060.5	8,852.3	9,951.5	10,702.1
매출액증가율(%)	4.1	27.4	25.4	15.3	7.5
매출원가	4,523.0	5,190.3	6,608.3	7,599.2	8,101.2
매출총이익	1,018.4	1,349.3	2,023.1	2,352.3	2,601.0
판매비와관리비	741.3	972.1	1,343.0	1,497.0	1,605.0
영업이익	277.1	404.4	674.2	855.3	995.9
영업이익률(%)	5.0	5.7	7.6	8.6	9.3
금융손익	45.8	-147.9	755.9	-75.8	-62.1
중속/관계기업관련손익	1.5	-21.0	-41.2	54.3	-4.0
기타영업외손익	-35.0	-33.7	-137.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	289.4	242.1	1249.2	833.8	929.8
법인세비용	79.6	60.1	293.5	175.1	195.3
당기순이익	301.8	152.0	966.9	658.7	734.5
지배주주지분 순이익	252.6	200.8	817.5	566.5	631.7
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,283.5	8,589.1	11,297.8	10,713.7	14,592.4
현금및현금성자산	2,528.1	3,043.2	2,207.1	1,771.5	4,629.7
매출채권	1,009.3	1,359.9	1,823.5	1,777.6	1,969.8
재고자산	1,604.8	2,014.2	3,500.6	3,412.5	3,781.6
비유동자산	4,762.3	6,568.3	9,200.1	9,486.0	9,514.2
유형자산	1,898.1	2,986.9	3,196.8	3,474.1	3,469.6
무형자산	1,977.2	2,120.6	2,150.6	2,143.9	2,100.9
투자자산	500.6	844.6	3,315.7	3,331.2	3,406.8
자산총계	11,045.8	15,157.3	20,497.9	20,199.8	24,106.6
유동부채	4,330.1	8,270.1	13,200.8	12,626.7	15,775.0
매입채무	429.6	546.5	942.3	855.9	1,114.5
단기차입금	407.3	856.1	1,184.8	1,132.8	1,132.8
유동성장기부채	375.4	733.2	1,114.9	1,074.9	1,074.9
비유동부채	2,784.2	2,963.4	2,481.7	2,149.5	2,224.1
사채	982.0	696.2	553.3	493.3	433.3
장기차입금	866.7	1,016.2	445.4	205.4	205.4
부채총계	7,114.3	11,233.5	15,682.5	14,776.3	17,999.1
자본금	265.7	265.7	265.7	265.7	265.7
자본잉여금	428.8	217.1	211.0	211.0	211.0
기타포괄이익누계액	385.0	362.2	369.2	369.2	369.2
이익잉여금	1,812.0	2,020.1	2,779.0	3,295.0	3,876.1
비지배주주지분	1,042.3	1,061.0	1,192.7	1,284.9	1,387.8
자본총계	3,931.6	3,923.8	4,815.4	5,423.5	6,107.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	990.0	1,524.3	1,586.7	604.0	3,347.7
당기순이익(손실)	301.8	152.0	966.9	658.7	734.5
유형자산감가상각비	162.2	175.7	232.9	242.7	244.5
무형자산상각비	75.2	81.5	63.2	44.1	43.0
운전자본의 증감	311.0	793.6	802.3	-287.2	2,321.8
투자활동 현금흐름	-607.1	-1,224.9	-2,354.7	-593.9	-402.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-166.1	-196.7	-439.4	-520.0	-240.0
투자자산의 감소(증가)	-316.7	-365.1	-2,512.2	38.9	-79.6
재무활동 현금흐름	813.2	216.1	-56.5	-445.8	-87.0
차입금증감	294.3	787.7	17.4	-395.2	-36.4
자본의증가	16.0	-211.7	-6.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,197.4	515.1	-836.0	-435.7	2,858.3
기초현금	1,330.7	2,528.1	3,043.2	2,207.1	1,771.5
기말현금	2,528.1	3,043.2	2,207.1	1,771.5	4,629.7
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	109,449	129,165	170,480	196,553	211,379
EPS(지배주주)	4,989	3,967	16,146	11,189	12,477
CFPS	13,596	16,292	15,670	22,559	25,348
EBITDAPS	10,162	12,532	19,282	22,559	25,348
BPS	57,066	56,544	71,552	81,742	93,220
DPS	700	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.5	1.4	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	9.6	18.6	6.3	9.0	8.1
PCR	3.5	4.5	6.4	4.5	4.0
PSR	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	0.8	1.3	1.4	1.2	1.1
EBITDA	514.5	634.5	976.2	1,142.1	1,283.4
EV/EBITDA	7.0	8.2	7.7	6.6	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.2	7.0	25.2	14.6	14.3
EBITDA이익률	9.3	9.7	11.3	11.5	12.0
부채비율	181.0	286.3	325.7	272.4	294.7
금융비용부담률	1.1	1.2	1.6	1.3	1.2
이자보상배율(x)	4.4	4.7	4.8	6.4	8.0
매출채권회전율(x)	5.5	5.5	5.4	5.5	5.7
재고자산회전율(x)	3.5	3.6	3.1	2.9	3.0

한국항공우주 (047810) On Track

Analyst 이지호 02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	65,000원		
현재주가 (11. 9)	46,550원		
상승여력	39.6%		
KOSPI	2,427.08pt		
시가총액	45,375억원		
발행주식수	9,748만주		
유동주식비율	72.02%		
외국인비중	25.63%		
52주 최고/최저가	59,500원/41,550원		
평균거래대금	243.1억원		
주요주주(%)			
한국수출입은행	26.41		
국민연금공단	10.30		
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH	6.17		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.8	-8.2	-3.1
상대주가	-3.6	-5.0	-3.2
주가그래프			



3분기 실적은 아쉬우나, 사업의 정상화와 긍정적인 수주 흐름을 기대

- 3분기 실적은 일회성 비용을 감안해도 컨센서스를 하회. 주 원인은 1) 폴란드향 FA-50GF 초기 물량의 낮은 습속률, 2) 기체부품부문의 부진 (평년 GPM 25% → 당분기 GPM 18%)
- 4분기 폴란드향 FA-50 8대 인식 예정. 당분기 대비 높아진 습속률을 바탕으로 호실적을 기대
- 연중 신규 수출 수주 가능성 있으며 2024년에는 이집트, 필리핀 등 다양한 이벤트 존재, 긍정적인 수주 흐름을 기대

KF-21, 잡음에도 불구하고 방향성에는 변화 없을 것

- 내년 중순 예정된 KF-21의 초도 양산이 기존 40대에서 20대로 축소될 가능성이 높다는 기사에 주가가 크게 반응
- 그러나 40년 이상 운용중인 노후 전투기의 대체를 위해 최종적으로 120대는 필수, 결국 시점의 문제일 가능성 높아
- 사업타당성 조사 결과는 연말에 등장 예정으로, 전투기의 국산화라는 큰 방향성에 훼손은 없을 것으로 예상

투자의견 Buy, 적정주가 65,000원 유지

- 기대치가 높았던 만큼 실망감도 컸으나 여전히 4분기의 호실적과 연말~2024년 수주 기대감은 유효
- 연말 KF-21 관련 노이즈 해소와 추가 수출 가시화 시 긍정적인 주가 흐름을 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	2,562.3	58.3	63.9	656	-26.3	13,023	49.5	2.5	16.1	5.2	351.3
2022	2,786.9	141.6	118.5	1,215	117.6	14,648	41.9	3.5	14.2	8.8	434.8
2023E	3,673.5	214.0	194.3	1,993	64.0	16,392	23.4	2.8	11.4	12.8	406.9
2024E	3,587.0	239.0	226.3	2,322	15.4	18,464	20.0	2.5	7.5	13.3	368.2
2025E	4,157.6	336.2	324.2	3,326	43.4	21,540	14.0	2.2	4.6	16.6	354.8

실적 추정 Table

2024년 전망 시리즈 19
방위산업

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	640.7	668.5	608.9	868.8	568.7	733.5	1,007.1	1,364.2	2,786.9	3,673.5	3,587.0
국내사업	410.2	497.1	416.1	573.1	363.5	486.5	496.6	532.6	1,896.5	1,879.2	1,842.4
완제기수출	55.9	2.4	25.3	43.4	27.2	53.4	311.4	625.4	127.1	1,017.4	837.6
기체부품	171.4	166.2	166.2	244.6	174.9	188.6	195.3	206.2	748.4	765.0	907.0
영업이익	39.2	34.4	30.5	37.5	19.4	8.4	65.4	120.8	141.6	214.0	239.0
%OP	6.1%	5.2%	5.0%	4.3%	3.4%	1.1%	6.5%	8.9%	5.1%	5.8%	6.7%
세전이익	45.3	61.6	64.0	-48.8	40.1	12.0	64.2	123.7	122.1	240.0	277.8
순이익(지배)	37.5	50.7	52.6	-22.4	30.6	10.7	53.2	99.8	118.5	194.3	226.3
% YoY											
매출액	4.7	-5.7	36.8	9.0	-11.2	9.7	65.4	57.0	8.8	31.8	-2.4
영업이익	367.1	-42.6	978.3	흑전	-50.6	-75.6	114.7	222.2	143.1	51.1	11.7
세전이익	151.8	5.9	391.4	적자확대	-11.3	-80.6	0.3	흑전	124.5	96.5	15.7
순이익(지배)	187.8	-6.5	567.5	적자확대	-18.3	-79.0	1.1	흑전	85.4	64.0	16.5
% QoQ											
매출액	-19.6	4.3	-8.9	42.7	-34.5	29.0	37.3	35.5			
영업이익	흑전	-12.2	-11.5	23.1	-48.3	-56.8	679.7	84.7			
세전이익	흑전	36.1	4.0	적전	흑전	-70.2	436.6	92.5			
순이익(지배)	흑전	35.3	3.7	적전	흑전	-65.2	398.7	87.6			

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국항공우주 (047810)

2024년 전망 시리즈 19

방위산업

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,562.3	2,786.9	3,673.5	3,587.0	4,157.6
매출액증가율(%)	-9.3	8.8	31.8	-2.4	15.9
매출원가	2,255.3	2,413.1	3,165.2	3,047.7	3,473.3
매출총이익	307.0	373.8	508.3	539.3	684.3
판매비와관리비	248.7	232.2	294.3	300.3	348.1
영업이익	58.3	141.6	214.0	239.0	336.2
영업이익률(%)	2.3	5.1	5.8	6.7	8.1
금융손익	7.2	-22.6	27.2	38.8	62.2
충속/관계기업관련손익	0.4	-0.7	1.6	0.0	0.0
기타영업외손익	-11.5	3.8	-2.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	54.4	122.1	240.0	277.8	398.4
법인세비용	1.1	6.2	49.9	58.3	83.7
당기순이익	53.3	115.9	190.2	219.5	314.7
지배주주지분 순이익	63.9	118.5	194.3	226.3	324.2
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	3,681.0	5,389.2	5,760.7	6,107.1	7,164.9
현금및현금성자산	886.6	2,023.7	1,273.0	2,279.6	2,853.4
매출채권	245.3	216.5	546.5	368.0	416.4
재고자산	1,324.7	1,593.1	2,117.9	1,426.0	1,613.7
비유동자산	2,174.2	2,383.2	2,446.6	2,386.3	2,406.0
유형자산	865.3	827.1	805.3	799.2	853.3
무형자산	625.7	745.8	760.8	721.0	682.7
투자자산	85.1	90.2	111.7	97.2	101.1
자산총계	5,855.2	7,772.4	8,207.3	8,493.3	9,570.9
유동부채	2,800.1	5,055.4	5,374.1	5,625.1	6,305.9
매입채무	192.2	243.1	474.5	319.5	361.6
단기차입금	6.5	18.9	16.4	16.4	16.4
유동성장기부채	92.7	527.0	595.4	435.4	435.4
비유동부채	1,757.7	1,263.8	1,214.2	1,054.1	1,160.5
사채	998.5	499.5	149.8	149.8	149.8
장기차입금	105.6	78.4	68.7	68.7	68.7
부채총계	4,557.8	6,319.2	6,588.3	6,679.1	7,466.4
자본금	487.4	487.4	487.4	487.4	487.4
자본잉여금	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3
기타포괄이익누계액	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
이익잉여금	674.8	833.1	1,003.1	1,205.0	1,504.9
비지배주주지분	28.0	25.4	21.3	14.4	4.9
자본총계	1,297.4	1,453.2	1,619.1	1,814.2	2,104.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	440.0	1,492.6	-227.9	1,238.9	757.3
당기순이익(손실)	53.3	115.9	190.2	219.5	314.7
유형자산감가상각비	101.6	90.8	89.9	90.1	92.9
무형자산상각비	47.2	44.4	37.8	39.7	38.3
운전자본의 증감	178.8	1,227.6	-605.5	889.6	311.4
투자활동 현금흐름	-416.0	-204.1	-198.8	-45.4	-159.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-83.9	-69.0	-66.4	-84.0	-147.0
투자자산의 감소(증가)	-9.1	-5.8	-19.9	14.5	-3.9
재무활동 현금흐름	200.7	-102.8	-317.4	-186.9	-23.7
차입금증감	221.8	-76.1	-289.3	-162.5	0.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	224.7	1,137.1	-750.8	1,006.6	573.8
기초현금	661.9	886.6	2,023.7	1,273.0	2,279.6
기말현금	886.6	2,023.7	1,273.0	2,279.6	2,853.4
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	26,287	28,591	37,686	36,800	42,653
EPS(지배주주)	656	1,215	1,993	2,322	3,326
CFPS	3,244	2,991	3,981	3,784	4,795
EBITDAPS	2,124	2,840	3,506	3,784	4,795
BPS	13,023	14,648	16,392	18,464	21,540
DPS	200	250	250	250	250
배당수익률(%)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	49.5	41.9	23.4	20.0	14.0
PCR	10.0	17.0	11.7	12.3	9.7
PSR	1.2	1.8	1.2	1.3	1.1
PBR	2.5	3.5	2.8	2.5	2.2
EBITDA	207.0	276.8	341.7	368.9	467.4
EV/EBITDA	16.1	14.2	11.4	7.5	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.2	8.8	12.8	13.3	16.6
EBITDA이익률	8.1	9.9	9.3	10.3	11.2
부채비율	351.3	434.8	406.9	368.2	354.8
금융비용부담률	0.9	0.8	0.9	0.8	0.6
이자보상배율(x)	2.5	6.5	6.7	8.8	13.8
매출채권회전율(x)	10.5	12.1	9.6	7.8	10.6
재고자산회전율(x)	2.0	1.9	2.0	2.0	2.7

한화시스템 (272210) 올해보다 기대되는 내년

Analyst 이지호 02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	17,000원
현재주가 (11.9)	14,290원
상승여력	19.0%
KOSPI	2,427.08pt
시가총액	26,997억원
발행주식수	18,892만주
유동주식비율	35.02%
외국인비중	4.76%
52주 최고/최저가	17,450원/10,400원
평균거래대금	114.9억원
주요주주(%)	
한화에어로스페이스 외 2 인	59.53
국민연금공단	5.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.9	1.7	22.1
상대주가	21.0	5.2	22.0

주가그래프



세계 기업들의 성장에 동행하는 2024년

- 내년부터 K2와 K9 모두 폴란드향 본격 납품 시작됨에 따라 3~6개월 시차를 두고 부품 수주 Cycle 도래
- 최초 양산을 앞두고 있는 KF-21에도 동사의 AESA레이더 및 다수의 전자장비 탑재, 1Q24부터 본격 매출 발생 예상
- K2 국내 4차 양산향 부품, FFX Batch-4항 함정 미들웨어 등 다양한 체계 기업들의 수주에 동행하며 성장을 전망

다수의 긍정적인 모멘텀: 1) 해외 수출, 2) 신사업의 성과 확인

- 연중 사우디향 천궁II 계약 완료에 대한 기대치 높은 상황. 동사는 MFR레이더 생산 중으로 약 2.5조원대의 수주 예상
- 또한, 이탈리아의 항공우주 기업 레오나르도사와 AESA레이더 해외 수출 협력 MOU를 체결, 근시일 내 성과 기대
- UAM 시제기 제작 완료 후 내년 초 비행 테스트 예정. 성공 시 군용 UAM 사업을 통해 민수사업까지의 공백기 메울 것

투자의견 Buy, 적정주가 17,000원 유지

- 방산부문은 TICN4차 양산 등 주요 사업의 순항, UAE향 천궁II 레이더의 빠른 매출액 인식 및 각종 부품 수주 Cycle을 바탕으로 안정적인 성장세를 예상. ICT부문 또한 계열사 캡티브 매출만으로도 꾸준한 성과 기대
- 2024년은 본업의 성장 구간 돌입에 더해 신사업의 성과를 확인하는 한 해가 될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	2,089.5	112.1	98.3	630	-17.3	11,764	25.4	1.4	7.4	6.0	73.9
2022	2,188.0	24.0	-76.6	-405	적전	10,588	-26.0	1.0	7.6	-3.6	95.4
2023E	2,490.2	115.0	344.0	1,821	흑전	12,076	7.8	1.2	9.8	16.1	111.4
2024E	2,598.7	122.0	139.1	736	-59.8	12,564	19.4	1.1	9.9	6.0	86.6
2025E	2,734.8	159.7	141.7	750	2.2	13,067	19.0	1.1	8.0	5.9	87.3

실적 추정 Table

2024년 전망 시리즈 19
방위산업

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	429.6	510.5	459.4	788.5	439.5	610.7	620.8	819.2	2,188.0	2,490.2	2,598.7
지상방산	315.6	382.7	334.8	607.7	292.4	448.1	459.4	650.7	1,640.8	1,850.6	1,922.7
한화시스템	113.9	127.6	124.3	180.8	147.0	162.4	161.3	168.5	546.6	639.2	676.0
영업이익	15.2	16.4	0.5	-8.1	8.4	25.9	37.3	43.3	24.0	115.0	122.0
%OP	3.5%	3.2%	0.1%	-1.0%	1.9%	4.2%	6.0%	5.3%	1.1%	4.6%	4.7%
세전이익	17.2	-38.0	9.2	-45.4	224.6	108.9	51.6	48.3	-57.0	433.4	172.3
순이익(지배)	11.6	-45.5	3.6	-46.2	186.4	76.3	42.8	38.5	-76.6	344.1	139.1
% YoY											
매출액	17.1	5.1	-17.6	16.0	2.3	19.6	35.1	3.9	4.7	13.8	4.4
영업이익	-50.6	-47.7	-98.7	적전	-44.7	57.9	6,796.3	흑전	-78.6	378.5	6.2
세전이익	-45.6	적전	-78.2	적전	1,203.6	흑전	459.6	흑전	적전	흑전	-60.2
순이익(지배)	-51.3	적전	-88.6	적전	1,504.7	흑전	1,099.7	흑전	적전	흑전	-59.6
% QoQ											
매출액	-36.8	18.8	-10.0	71.6	-44.3	38.9	1.7	32.0			
영업이익	106.3	8.3	-96.7	적전	흑전	209.2	44.0	16.0			
세전이익	-32.5	적전	흑전	적전	흑전	-51.5	-52.7	-6.3			
순이익(지배)	-45.5	적전	흑전	적전	흑전	-59.0	-43.9	-10.0			

자료: 메리츠증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

2024년 전망 시리즈 19

방위산업

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,089.5	2,188.0	2,490.2	2,598.7	2,734.8
매출액증가율(%)	27.2	4.7	13.8	4.4	5.2
매출원가	1,805.9	1,934.7	2,107.0	2,192.4	2,276.0
매출총이익	283.6	253.3	383.2	406.2	458.8
판매비와관리비	171.6	229.3	268.2	284.2	299.1
영업이익	112.1	24.0	115.0	122.0	159.7
영업이익률(%)	5.4	1.1	4.6	4.7	5.8
금융손익	6.0	23.2	21.5	12.7	16.4
중속/관계기업관련손익	-10.3	-26.7	-15.9	37.6	0.0
기타영업외손익	20.3	-77.5	312.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	128.1	-57.0	433.4	172.3	176.0
법인세비용	30.2	23.7	94.4	36.2	37.0
당기순이익	97.9	-80.8	338.9	136.1	139.1
지배주주지분 손이익	98.3	-76.6	344.0	139.1	141.7
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,676.1	2,326.8	2,474.8	2,092.6	2,296.8
현금및현금성자산	1,636.8	1,228.2	768.5	739.4	872.7
매출채권	176.6	198.0	188.7	149.7	157.5
재고자산	406.1	373.0	634.7	503.4	529.7
비유동자산	1,218.2	1,618.8	2,379.0	2,357.3	2,344.4
유형자산	256.9	274.4	304.8	300.6	297.8
무형자산	562.2	557.8	549.3	537.9	527.1
투자자산	212.4	591.3	1,396.8	1,390.7	1,391.4
자산총계	3,894.3	3,945.6	4,853.8	4,449.9	4,641.2
유동부채	1,363.2	1,618.5	2,173.9	1,740.5	1,827.5
매입채무	85.1	117.8	108.1	85.7	90.2
단기차입금	0.0	80.0	80.0	80.0	80.0
유동성장기부채	30.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	291.4	308.1	384.3	324.3	336.3
사채	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,654.5	1,926.7	2,558.1	2,064.8	2,163.8
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,084.9	1,085.5	1,088.1	1,088.1	1,088.1
기타포괄이익누계액	2.4	-112.6	-131.4	-131.4	-131.4
이익잉여금	224.7	116.9	414.2	506.5	601.5
비지배주주지분	17.3	18.6	14.4	11.4	8.8
자본총계	2,239.8	2,019.0	2,295.7	2,385.1	2,477.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	316.5	268.6	201.3	55.5	260.5
당기순이익(손실)	97.9	-80.8	338.9	136.1	139.1
유형자산감가상각비	66.0	77.2	82.1	84.2	82.9
무형자산상각비	29.9	27.8	20.4	11.4	10.8
운전자본의 증감	98.2	104.4	-8.5	-138.6	27.8
투자활동 현금흐름	-268.0	-679.4	-610.2	-31.2	-81.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-80.1	-48.3	-97.7	-80.0	-80.0
투자자산의 감소(증가)	-160.4	-405.6	-821.4	43.7	-0.7
재무활동 현금흐름	1,048.3	-2.7	-53.1	-53.4	-45.4
차입금증감	-24.8	54.4	-7.6	-6.7	1.3
자본의증가	1,150.3	0.6	2.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,097.0	-408.6	-459.7	-29.2	133.4
기초현금	539.9	1,636.8	1,228.2	768.5	739.4
기말현금	1,636.8	1,228.2	768.5	739.4	872.7
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,384	11,582	13,181	13,756	14,476
EPS(지배주주)	630	-405	1,821	736	750
CFPS	1,517	921	1,200	1,152	1,341
EBITDAPS	1,332	683	1,151	1,152	1,341
BPS	11,764	10,588	12,076	12,564	13,067
DPS	160	250	250	250	250
배당수익률(%)	1.0	2.4	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	25.4	-26.0	7.8	19.4	19.0
PCR	10.5	11.4	11.9	12.4	10.7
PSR	1.2	0.9	1.1	1.0	1.0
PBR	1.4	1.0	1.2	1.1	1.1
EBITDA	208.0	129.0	217.4	217.6	253.3
EV/EBITDA	7.4	7.6	9.8	9.9	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	-3.6	16.1	6.0	5.9
EBITDA이익률	10.0	5.9	8.7	8.4	9.3
부채비율	73.9	95.4	111.4	86.6	87.3
금융비용부담률	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	26.7	4.1	11.3	11.9	15.6
매출채권회전율(x)	12.6	11.7	12.9	15.4	17.8
재고자산회전율(x)	5.4	5.6	4.9	4.6	5.3

LIG넥스원 (064350) 점차 해소되는 디스카운트

Analyst 이지호 02.6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	120,000원
현재주가 (11.9)	93,400원
상승여력	28.5%
KOSPI	2,427.08pt
시가총액	20,548억원
발행주식수	2,200만주
유동주식비율	54.65%
외국인비중	13.87%
52주 최고/최저가	98,700원/67,700원
평균거래대금	155.4억원
주요주주(%)	
엘아이지 외 11 인	42.54
국민연금공단	13.41

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.4	19.7	-5.4
상대주가	7.5	23.8	-5.5

주가그래프



수출에 유리한 매크로 환경 조성

- 연중 사우디항 천궁II 최종 계약의 가능성 높아짐. 규모는 지난해 2월 체결된 UAE항 수출보다 큰 3~5조원대를 예상
- 동사의 유도무기 비공은 현재 미국 FCT를 진행, 2024년 중 수주 예상 → 실적보다 미국 수출 성공 레퍼런스에 주목
- 중동 지역 내 전쟁 장기화 시, 기존에 중동에서 운용 중인 현궁, 신궁, 비공의 중장기 수출 증가 기대

이스라엘-하마스 전쟁으로 방공망에 대한 관심도 상승

- 하마스는 이번 대량의 로켓포를 통해 이스라엘의 아이언돔을 무력화 → 중동 및 국내에서 방공망 관심도 높아짐
- 동사는 한국형 미사일방어체계에서 M-SAM과 LAMD의 체계종합, L-SAM의 대항공기 유도탄 체계개발을 담당
- 현재 중동 지역은 내년 말 개발 완료 예정인 L-SAM에도 관심을 표명, 중장기 유도무기 수출에 긍정적인 흐름 예상

투자의견 Buy, 적정주가 120,000원 유지

- 사우디항 천궁II 연내 계약 기대감에 더해 중동지역 내 전쟁 발발 → 중동항 수주잔고 비중 높은 동사 부각
- 4분기 다수의 수주 등장으로 인해 선제적 총당금 인식으로 실적 부진 불가피. 그러나 천궁II와 비공 수주 모멘텀을 바탕으로 긍정적인 주가 흐름을 예상 → 업종 내 디스카운트 본격 해소 국면

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,822.2	97.2	105.1	4,775	81.5	34,696	14.4	2.0	12.7	14.6	237.6
2022	2,220.8	179.1	122.9	5,588	17.0	42,508	16.5	2.2	9.1	14.5	222.2
2023E	2,407.7	182.6	152.1	6,913	23.7	47,905	13.5	1.9	8.2	15.3	292.6
2024E	2,739.9	207.7	170.9	7,768	12.4	54,186	12.0	1.7	7.0	15.2	229.9
2025E	3,163.7	280.1	235.0	10,682	37.5	63,382	8.7	1.5	4.9	18.2	224.2

실적 추정 Table

2024년 전망 시리즈 19
방위산업

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	427.2	490.3	695.5	607.8	546.8	545.8	536.0	779.1	2,220.8	2,407.7	2,739.9
영업이익	50.5	47.2	58.3	23.1	68.2	40.2	41.1	33.1	179.1	182.6	207.7
%OP	11.8%	9.6%	8.4%	3.8%	12.5%	7.4%	7.7%	4.2%	8.1%	7.6%	7.6%
세전이익	52.4	56.1	98.1	-48.8	76.4	39.6	42.4	33.2	157.8	191.5	211.0
순이익(지배)	41.7	44.2	75.5	-38.5	59.7	31.6	33.9	26.9	122.9	152.1	170.9
% YoY											
매출액	21.9	11.5	51.6	6.1	28.0	11.3	-22.9	28.2	21.9	8.4	13.8
영업이익	294.5	63.8	64.4	14.9	35.1	-14.7	-29.6	43.2	84.3	1.9	13.8
세전이익	87.9	115.6	86.0	적전	45.7	-29.4	-56.8	흑전	22.2	21.4	10.2
순이익(지배)	109.8	96.7	85.6	적전	43.1	-28.4	-55.1	흑전	17.0	23.7	12.4
% QoQ											
매출액	-25.5	14.8	41.9	-12.6	-10.0	-0.2	-1.8	45.4			
영업이익	150.9	-6.6	23.7	-60.4	195.0	-41.0	2.1	-19.4			
세전이익	133.1	7.0	75.0	적전	흑전	-48.2	7.1	-21.7			
순이익(지배)	89.4	5.8	71.0	적전	흑전	-47.1	7.1	-20.6			

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,822.2	2,220.8	2,407.7	2,739.9	3,163.7
매출액증가율(%)	13.9	21.9	8.4	13.8	15.5
매출원가	1,590.6	1,894.2	2,057.4	2,326.7	2,646.3
매출총이익	231.6	326.5	350.3	413.2	517.3
판매비와관리비	134.4	147.4	167.7	205.5	237.3
영업이익	97.2	179.1	182.6	207.7	280.1
영업이익률(%)	5.3	8.1	7.6	7.6	8.9
금융손익	-7.7	-1.9	-4.8	3.3	10.1
충속/관계기업관련손익	3.1	2.2	-0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	36.6	-21.6	13.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	129.1	157.8	191.5	211.0	290.1
법인세비용	24.1	34.8	39.4	40.1	55.1
당기순이익	105.1	122.9	152.1	170.9	235.0
지배주주지분 순이익	105.1	122.9	152.1	170.9	235.0
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,485.9	1,823.0	2,914.8	2,713.4	3,299.0
현금및현금성자산	74.5	252.9	240.9	362.6	584.6
매출채권	129.5	187.2	363.5	319.6	369.0
재고자산	218.6	230.8	316.3	278.1	321.1
비유동자산	1,090.9	1,189.8	1,222.6	1,219.9	1,221.7
유형자산	743.2	856.2	884.0	891.6	899.2
무형자산	147.7	171.5	180.2	171.9	163.9
투자자산	120.7	53.6	59.7	57.9	60.0
자산총계	2,576.9	3,012.7	4,137.4	3,933.3	4,520.7
유동부채	1,481.2	1,899.5	2,930.3	2,597.9	2,971.9
매입채무	138.1	36.3	203.2	178.6	206.2
단기차입금	13.2	0.9	101.0	101.0	101.0
유동성장기부채	207.7	233.9	78.6	78.6	78.6
비유동부채	332.4	178.1	153.1	143.3	154.4
사채	249.6	50.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	68.4	44.8	31.8	31.8	31.8
부채총계	1,813.5	2,077.6	3,083.5	2,741.2	3,126.3
자본금	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
자본잉여금	142.1	142.1	142.1	142.1	142.1
기타포괄이익누계액	72.6	127.8	127.8	127.8	127.8
이익잉여금	443.9	560.6	679.3	817.5	1,019.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	763.3	935.2	1,053.9	1,192.1	1,394.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	135.3	456.5	231.5	220.2	325.2
당기순이익(손실)	105.1	122.9	152.1	170.9	235.0
유형자산감가상각비	40.8	46.1	58.9	60.4	60.4
무형자산상각비	16.3	7.6	9.1	8.3	8.0
운전자본의 증감	-50.1	209.6	8.1	-19.4	21.9
투자활동 현금흐름	24.7	-33.4	-92.6	-62.6	-74.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-32.2	-45.9	-55.3	-68.0	-68.0
투자자산의 감소(증가)	-17.7	67.1	-6.2	1.9	-2.1
재무활동 현금흐름	-136.6	-244.6	-151.0	-35.9	-29.1
차입금증감	-109.8	-182.6	-88.6	-3.2	3.6
자본의증가	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	23.5	178.4	-12.1	121.7	222.1
기초현금	51.0	74.5	252.9	240.9	362.6
기말현금	74.5	252.9	240.9	362.6	584.6
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	82,827	100,943	109,439	124,541	143,803
EPS(지배주주)	4,775	5,588	6,913	7,768	10,682
CFPS	8,979	11,509	11,970	12,568	15,836
EBITDAPS	7,016	10,581	11,390	12,568	15,836
BPS	34,696	42,508	47,905	54,186	63,382
DPS	1,200	1,500	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	16.5	13.5	12.0	8.7
PCR	7.6	8.0	7.8	7.4	5.9
PSR	0.8	0.9	0.9	0.7	0.6
PBR	2.0	2.2	1.9	1.7	1.5
EBITDA	154.4	232.8	250.6	276.5	348.4
EV/EBITDA	12.7	9.1	8.2	7.0	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.6	14.5	15.3	15.2	18.2
EBITDA이익률	8.5	10.5	10.4	10.1	11.0
부채비율	237.6	222.2	292.6	229.9	224.2
금융비용부담률	0.8	0.6	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	7.0	13.5	22.8	25.7	34.4
매출채권회전율(x)	13.0	14.0	8.7	8.0	9.2
재고자산회전율(x)	8.2	9.9	8.8	9.2	10.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한화에어로스페이스(012450) 투자등급변경 내용

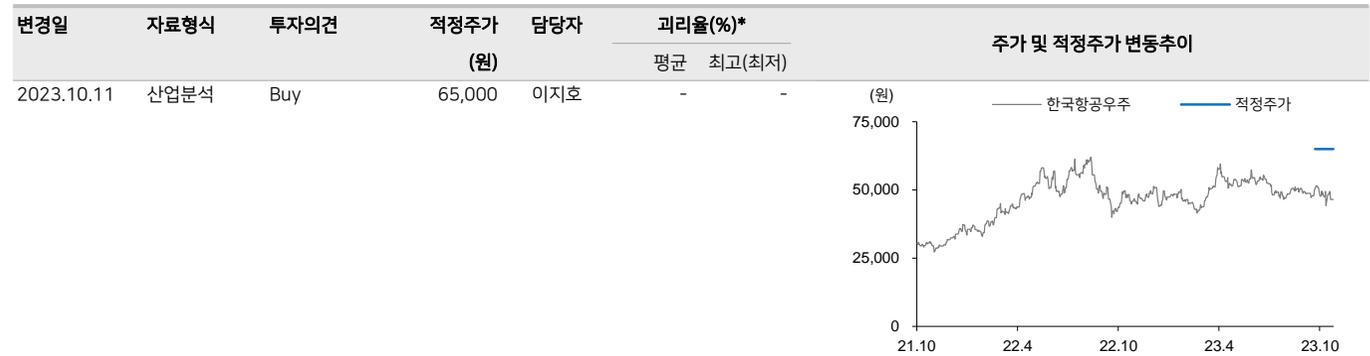
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.05.31	산업분석	Buy	146,000	이지호	-	-	



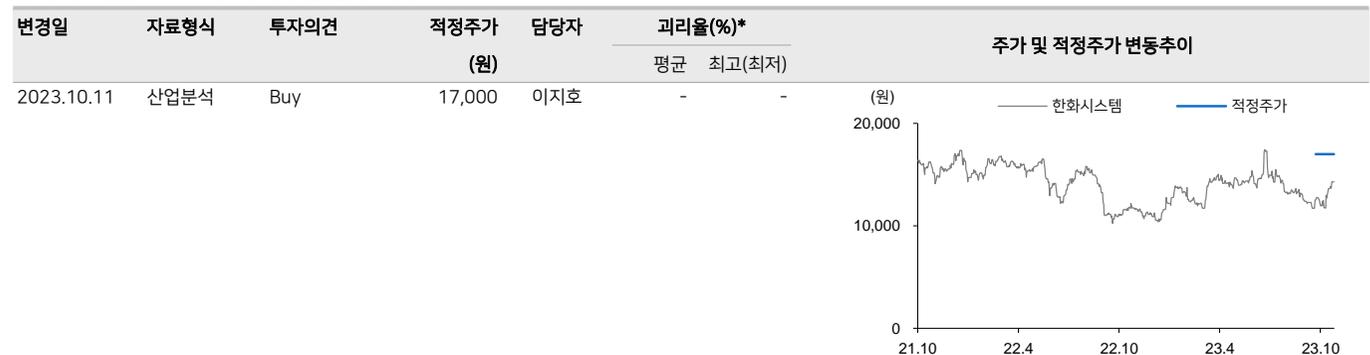
한국항공우주(047810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한화시스템(272210) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



LIG넥스원(079550) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

