

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

자본금	673 억원
발행주식수	1,367 만주
자사주	34 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,982 억원
주요주주	
김유진(외3)	22.18%
The Boeing Company	12.23%
외국인지분율	21.80%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(16/10/24)	14,400 원
KOSPI	2047.74 pt
52주 Beta	0.74
52주 최고가	18,000 원
52주 최저가	10,350 원
60일 평균 거래대금	21 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.1%	-12.0%
6개월	25.0%	24.3%
12개월	12.0%	12.5%

휴니드 (005870/KS | 매수(유지) | T.P 20,000 원(상향))

## 달라지는 숫자, 본격적인 성장 단계에 진입

실적 호전이 본격화되고 있다. 2016 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 193%, 728% 증가한 1,775 억원, 171 억원을 기록할 것으로 전망된다. 적어도 향후 3~4 년간 매년 200~400 억원 이상의 외형성장이 예상된다. 실적개선의 주된 이유는 HCTRS의 매출반영이 시작되었기 때문이다. 영업이익률도 지난해 3.3%에서 2016 년 9.6%, 2018년에는 11.0%까지 개선될 전망이다.

## 달라지는 숫자, 본격적인 성장 단계에 진입

실적 호전이 본격화되고 있다. 2016 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 193%, 728% 증가한 1,775 억원, 171 억원을 기록할 것으로 전망된다. 적어도 향후 3~4 년간 매년 200~400 억원 이상의 외형성장이 예상된다. 실적개선의 주된 이유는 HCTRS(High Capacity Trunk Radio System, 대용량무선전송체계)의 매출반영이 시작되었기 때문이다. 영업이익률도 지난해 3.3%에서 2016 년 9.6%, 2018년에는 11.0%까지 개선될 전망이다.

## TICN 사업은 계속된다

최근 TICN 사업 가운데 하나인 TMMR(전술다대역무전기)의 기술 개발이 난항을 겪으면서 TICN 사업 좌초 위기설까지 대두되고 있다. 그러나 TMMR 은 이미 TICN 사업과 별도로 진행중에 있고 동사의 주제품인 HCTRS 사업은 순조롭게 이루어지고 있다. TMMR 로 인해 TICN 사업 자체가 무산될 가능성은 거의 없다는 것이다. 2차 발주도 내년 초에 일정대로 진행될 예정이다.

## 해외수출 확대 가능성도 충분

해외수출도 점진적인 증가가 예상된다. 해외수출은 2012 년말 보잉과 맺었던 전자식패널 생산 및 공급계약이 시작이다. F-15, F-18 에 들어가는 전자식패널을 독점 공급하고 있다. 최근에는 군용 수송헬기인 H-47 에 장착되는 항공전자장비 수주에도 성공하였다. 에어버스와의 사업도 기대된다. 지난해 KUH 에 장착되는 미사일 경보수신기(MWR)의 핵심구성품 15 억원을 시작으로 LAH, LCH 에 대한 공급 가능성도 열려있다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	568	403	605	1,775	1,995	2,306
yoy	%	38.6	-29.1	50.2	193.3	12.4	15.6
영업이익	억원	2	4	21	171	212	253
yoy	%	흑전	73.1	429.8	728.2	24.0	19.3
EBITDA	억원	30	29	42	194	237	280
세전이익	억원	-10	18	3	160	197	239
순이익(지배주주)	억원	-9	16	12	122	150	181
영업이익률%	%	0.4	1.0	3.4	9.6	10.6	11.0
EBITDA%	%	5.2	7.1	6.9	10.9	11.9	12.1
순이익률	%	-1.6	4.1	1.9	6.9	7.5	7.9
EPS	원	-89	158	101	901	1,104	1,336
PER	배	N/A	29.0	149.3	16.1	13.1	10.9
PBR	배	0.6	0.8	2.6	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	배	23.2	29.0	51.8	11.5	9.1	7.4
ROE	%	-1.5	2.6	1.6	14.4	15.3	15.9
순차입금	억원	331	327	109	245	161	74
부채비율	%	118.1	109.3	108.5	202.2	183.7	169.5

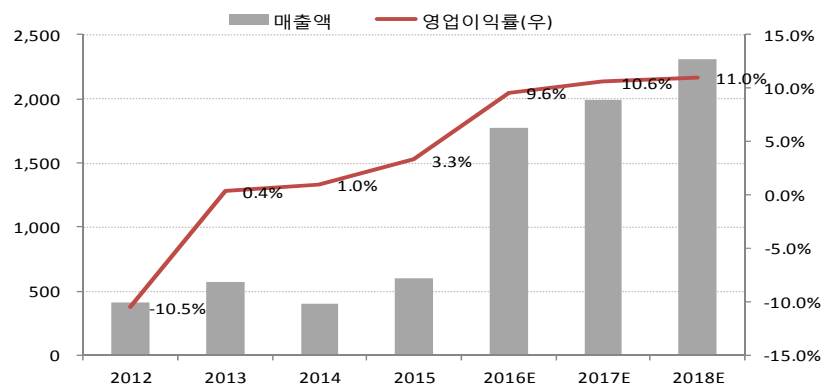
## 달라지는 숫자, 본격적인 성장 단계에 진입

본격적인 성장단계에 진입, 2016 년  
매출액과 영업이익 전년대비 각각  
193%, 728% 증가 예상

실적 호전이 본격화되고 있다. 2016 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 193%, 728% 증가한 1,775 억원, 171 억원을 기록할 것으로 전망된다. 적어도 향후 3~4 년간 매년 200~400 억원 이상의 외형성장이 예상된다. 실적개선의 주된 이유는 HCTRS(High Capacity Trunk Radio System, 대용량무선전송체계)의 매출반영이 시작되었기 때문이다. 대용량무선전송체계는 2022 년까지 약 1.2 조원의 대규모 사업이다. 이외에도 보잉항 전자식 패널을 중심으로 해외수출도 증가가 예상된다. 외형증가에 따른 고정비 비중 감소와 제품믹스 개선, 반복생산에 따른 생산효율성 개선으로 영업이익률도 지난해 3.3%에서 2016 년 9.6%, 2018 년에는 11.0%까지 개선될 전망이다. 분기별로는 4 분기에 이익급증이 예상된다. 금년 초 수주했던 TICN 관련 매출이 4 분기에 전액 인식됨에 따라 4 분기 예상매출액은 1,414 억원, 영업이익은 160 억원에 달한다.

## 실적 추이

(단위: 억원)



자료: SK 증권 추정

## 부문별 실적추이

(단위: 억원)

		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
방산	매출액	361	337	510	1,696	1,910	2,215
	영업이익	1	3	17	168	208	247
	영업이익률	0.3%	0.9%	3.3%	9.9%	10.9%	11.2%
민수	매출액	207	66	95	79	85	91
	영업이익	1	1	3	3	4	6
	영업이익률	0.5%	1.5%	3.2%	3.8%	4.7%	6.6%
합산	매출합	568	403	605	1,775	1,995	2,306
	영업이익	2	4	20	171	212	253
	영업이익률	0.4%	1.0%	3.3%	9.6%	10.6%	11.0%

자료: SK 증권 추정

## TICN 사업은 계속된다

**HCTRS 는 TICN 핵심 사업중의 하나, 2022 년까지 총 1.2 조원 발주 전망**

HCTRS 는 TICN(Tactical Information Communication Network, 전술정보통신체계) 사업의 일환으로 군단, 사단간 대용량무선전송체계를 성능향상 시키는 것이다. 전송속도가 기존 4Mbps 에서 45Mbps 까지 향상되고 최신 무기들의 대용량 정보를 자유롭게 교환할 수 있게 된다. 초도 물량으로 금년초 1,116 억원을 수주(납기 2016/12/31)하였고 추가로 2022 년까지 총 1.2 조원의 물량이 나올 전망이다.

**네트워크의 중요성 증가, 다양한 대용량 데이터의 전송 가능, 신무기체계의 원활한 연동**

차세대 TICN(Tactical Information Communication Network, 전술정보통신체계)은 현대전에서 네트워크의 중요성이 높아짐에 따라 다양한 대용량 데이터를 유/무선, 원거리 전송이 가능하도록 2010 년 개발에 착수한 사업이다. 기존 전술통신체계인 스파이더는 음성위주의 통신체계로 군단, 사단간 전송속도 4Mbps, 중대급 이하는 16Kbps 에 불과하다. 총 사업비 5 조원이상이 투입되는 대형사업으로 망관리/교환접속체계, 소용량무선전송체계, 전술이동통신체계, 보안관계체계 등 4 개부문은 한화탈레스가, 다대역무전기인 TMMR 은 LG 넥스윈, 대용량무선전송체계는 휴니드테크놀로지스가 선정되었다. TICN 이 구축되면 육군의 경우 50 여개의 무기체계가 하나로 연동되며 대용량 영상과 데이터의 송수신이 가능해진다. 사업완료시 군단, 사단간 전송속도는 45Mbps, 중대급 이하는 2Mbps 까지 향상될 예정이다.

### TICN 체계 요약



자료 : 방위사업청, 언론자료

### 한화탈레스와 휴니드의 초도 납품 이상무

금년 1/5 일 방위사업청은 TICN 과 관련해 한화탈레스, 휴니드테크놀러지스와 초도 양산계약(금년말까지 납품)을 체결했다. 우선 한화탈레스의 초도 양산 계약규모는 1,663 억원으로 2023 년까지 2 조원대를 납품하며, 품목은 망관리/교환접속체계, 소용량무선전송체계, 전술이동통신체계이다. 대용량무선전송체계를 맡은 휴니드도 1,116 억원의 공급계약을 체결하였고 총 양산규모는 1.2 조원에 달할 것으로 예상된다.

### TMMR 로 문제로 인한 TICN 사업 무산 가능성은 거의 없음

최근 TICN 사업 가운데 하나인 TMMR(전술다대역무전기)의 기술 개발이 난항을 겪으면서 TICN 사업 좌초 위기설까지 대두되고 있다. TMMR 이 여러 항목에서 기준이 미달(통달거리 등 군 요구성능(ROC) 변경이 받아들여진 항목은 총 4 개이며, 현재 운용시험평가(OT)가 진행중)되었고 양산 시점도 연기된 것은 사실이다. 그러나 TMMR 은 이미 TICN 사업과 별도로 진행중에 있고 동사의 주제품인 HCTRS 사업은 순조롭게 이루어지고 있다. TMMR 로 인해 TICN 사업 자체가 무산될 가능성은 거의 없다는 것이다. 2 차 발주도 내년 초에 일정대로 진행될 예정이다.

#### TICN 사업 현황

(단위: 조원)

사업명	사업자	사업규모	비고
망관리/교환접속체계 소용량무선전송체계 전술이동통신체계 보안관제체계	한화탈레스	24	16/01/05, 1,663억원의 초도 양산계약 체결
대용량무선전송체계	휴니드	12	2016-01-04, 1,116억원 초도 양산계약 체결
다대역무전기(TMMR)	LG넥스원	1.5	현재 운용평가 진행중

자료: 방위사업청, 언론자료

## 해외수출 확대 가능성도 충분

해외수출도 점진적인 증가가  
예상됨. 보잉과 에어버스 물량 확대  
가능성 충분

해외수출도 점진적인 증가가 예상된다. 해외수출은 2012 년말 보잉사와 맺었던 전자식 패널 생산 및 공급계약이 시작이다. F-15, F-18 에 들어가는 전자식패널을 독점 공급하는 것으로 계약규모는 1.25 억달러이며 매년 150 억원 이상의 매출이 발생하고 있다. 여기에 지난 7 월 군용 수송헬기인 H-47 에 장착되는 항공전자장비 수주(2016/07/13, 계약금액 168 억원, 납기 16/07/12~19/12/03)에도 성공하였다. 보잉이 동사의 2 대 주주라는 점과 납품실적 등을 고려할 때 추가품목에 대한 수주 가능성도 열려있다. 에어버스의 사업도 기대된다. 지난해 KUH 에 장착되는 미사일 정보수신기(MWR)의 핵심구성품 15 억원을 시작으로 LAH, LCH 에 대한 공급 가능성도 열려있다.

## 투자의견 매수, 목표주가

투자의견 매수, 목표주가 20,000 원  
제시

투자의견 매수 유지, 목표주가 20,000 원을 제시한다. 목표주가는 국내 방산업체의 평균 PER 18 배를 적용하여 산출하였다. 실적개선이 이제 시작이라는 점과 해외수출 확대를 통한 성장잠재력을 고려할 때 주가의 추가적인 상승 가능성은 충분하다는 판단이다. TICN 사업 지연에 대한 우려도 4 분기 실적 호조가 확인되면서 경감될 것이다.

### 국내 방산업체 실적요약

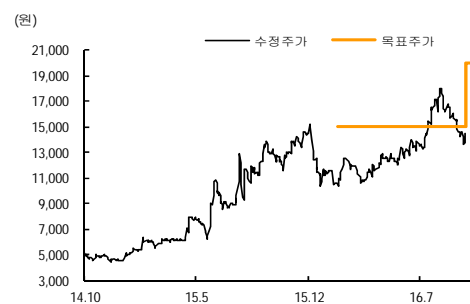
(단위: 백만달러)

Company	FY	Sales	OP	Net Income	EPS(\$)	PER(x)	BPS(\$)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)	Net Debt
한국항공우주산업	2014	2,199.4	153.2	105.6	1.1	34.9	9.7	3.7	15.5	16.1	301.8
	2015	2,564.9	252.6	159.6	1.6	42.2	10.2	6.5	20.0	25.9	339.2
	2016E	3,049.5	331.5	251.3	2.6	24.6	12.8	5.0	15.2	21.8	304.7
	2017E	3,674.3	398.9	301.5	3.1	20.5	15.5	4.1	12.5	21.6	231.3
	2018E	4,177.0	455.6	346.2	3.6	17.8	18.6	3.4	11.0	20.5	174.0
한화테크윈	2014	2,485.1	7.5	(112.9)	(2.1)	-	28.3	0.8	14.5	0.5	9.8
	2015	2,310.6	(52.7)	5.1	0.1	329.2	35.9	0.8	101.0	(3.1)	(636.6)
	2016E	2,973.2	158.6	254.2	4.8	12.3	41.9	1.4	14.6	12.2	241.8
	2017E	3,870.5	214.5	160.7	3.0	19.5	44.7	1.3	11.4	7.0	184.7
	2018E	4,112.4	240.7	181.6	3.4	17.3	47.8	1.2	9.9	7.4	7.5
엘이이지텍스원	2014	1,330.3	68.4	48.0	2.4	-	16.4	-	-	-	94.5
	2015	1,683.1	99.2	73.4	3.6	25.6	22.3	3.9	13.3	24.0	(5.3)
	2016E	1,775.4	106.7	82.5	3.8	18.3	25.9	2.7	10.3	15.3	21.2
	2017E	2,037.5	138.7	105.8	4.8	14.3	29.8	2.3	8.4	17.2	15.7
	2018E	2,396.9	171.8	138.2	6.3	11.0	34.8	2.0	6.8	18.8	(16.9)
아이쓰리시스템	2014	29.4	4.4	5.0	1.8	-	8.2	-	-	-	5.3
	2015	34.5	4.5	5.7	2.0	26.6	13.1	3.9	20.8	14.1	(13.8)
	2016E	47.2	6.7	7.6	2.3	19.4	15.1	2.9	-	15.7	-
	2017E	59.1	9.1	9.1	2.7	16.5	16.9	2.6	-	16.8	-
	2018E	71.1	11.4	11.2	3.3	13.3	19.2	2.3	-	18.4	-

자료: Bloomberg, SK 증권

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.10.25	매수	20,000원
2016.02.23	매수	15,000원



## Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 10 월 25 일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

### 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	508	794	1,835	2,057	2,346
현금및현금성자산	99	222	257	287	304
매출채권및기타채권	122	114	335	376	435
재고자산	206	274	802	902	1,043
<b>비유동자산</b>	839	848	905	928	967
장기금융자산	27	21	21	21	21
유형자산	707	697	700	706	719
무형자산	102	126	151	173	195
<b>자산총계</b>	1,347	1,641	2,740	2,985	3,313
<b>유동부채</b>	503	695	1,427	1,527	1,675
단기금융부채	336	270	180	125	55
매입채무 및 기타채무	110	154	452	508	587
단기충당부채	5	7	19	22	25
<b>비유동부채</b>	201	159	406	406	408
장기금융부채	139	104	351	352	352
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	703	854	1,833	1,933	2,083
<b>지배주주지분</b>	643	787	906	1,052	1,229
자본금	532	673	674	674	674
자본잉여금	145	144	144	144	144
기타자본구성요소	-35	-35	-35	-35	-35
자기주식	-35	-35	-35	-35	-35
이익잉여금	1	5	124	273	454
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	643	787	906	1,052	1,229
<b>부채외자본총계</b>	1,347	1,641	2,740	2,985	3,313

### 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	28	130	-74	157	164
당기순이익(손실)	16	12	122	150	181
비현금성항목등	50	38	78	87	99
유형자산감가상각비	16	16	16	16	17
무형자산감가상각비	8	5	7	8	10
기타	3	1	6	-2	-2
운전자본감소(증가)	-39	80	-236	-33	-57
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2	28	-218	-42	-59
재고자산감소(증가)	-12	-65	-529	-100	-141
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-9	44	293	56	79
기타	-17	73	218	52	63
법인세납부	0	0	-37	-48	-58
<b>투자활동현금흐름</b>	-27	-24	-33	-50	-58
금융자산감소(증가)	-5	11	15	0	0
유형자산감소(증가)	-1	-6	-19	-22	-30
무형자산감소(증가)	-23	-31	-31	-31	-31
기타	2	2	2	3	4
<b>재무활동현금흐름</b>	-12	17	142	-77	-90
단기금융부채증가(감소)	-8	-22	-30	-55	-70
장기금융부채증가(감소)	-9	-87	187	0	0
자본의증가(감소)	23	141	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-18	-15	-16	-22	-20
<b>현금의 증가(감소)</b>	-11	123	35	30	17
기초현금	110	99	222	257	287
기말현금	99	222	257	287	304
FCF	-38	89	-126	100	100

자료 : 휴니드, SK증권 추정

### 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	403	605	1,775	1,995	2,306
<b>매출원가</b>	339	505	1,505	1,656	1,914
<b>매출총이익</b>	64	100	270	339	392
매출총이익률 (%)	15.9	16.5	15.2	17.0	17.0
<b>판매비와관리비</b>	60	79	99	127	139
영업이익	4	21	171	212	253
영업이익률 (%)	1.0	3.4	9.6	10.6	11.0
<b>비영업손익</b>	14	-17	-12	-15	-14
<b>순금융비용</b>	21	15	13	19	16
외환관련손익	0	-1	2	2	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	18	3	160	197	239
세전계속사업이익률 (%)	4.5	0.6	9.0	9.9	10.4
계속사업법인세	2	-8	37	48	58
<b>계속사업이익</b>	16	12	122	150	181
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	16	12	122	150	181
<b>순이익률 (%)</b>	4.1	1.9	6.9	7.5	7.9
<b>지배주주</b>	16	12	122	150	181
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.09	1.93	6.88	7.49	7.85
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	11	3	118	146	177
<b>지배주주</b>	11	3	118	146	177
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	29	42	194	237	280

### 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-29.1	50.2	193.3	12.4	15.6
영업이익	73.1	429.8	728.2	24.0	19.3
세전계속사업이익	흑전	-81.4	4,683.2	23.6	21.0
EBITDA	-4.1	45.9	366.6	22.0	18.0
EPS(계속사업)	흑전	-36.0	791.3	22.5	21.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	2.6	1.6	14.4	15.3	15.9
ROA	1.2	0.8	5.6	5.2	5.8
EBITDA마진	7.1	6.9	10.9	11.9	12.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	100.9	114.2	128.6	134.7	140.0
부채비율	109.3	108.5	202.2	183.7	169.5
순차입금/자기자본	50.9	13.8	27.1	15.3	6.0
EBITDA/이자비용(배)	1.2	2.3	12.4	10.7	14.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	158	101	901	1,104	1,336
BPS	6,048	5,845	6,632	7,698	8,994
CFPS	394	283	1,072	1,287	1,532
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	46.1	149.8	20.0	16.3	13.5
PER(최저)	22.1	44.6	11.5	9.4	7.8
PBR(최고)	1.2	2.6	2.7	2.3	2.0
PBR(최저)	0.6	0.8	1.6	1.3	1.2
PCR	11.6	53.5	13.5	11.3	9.5
EV/EBITDA(최고)	37.9	51.9	13.9	11.0	9.0
EV/EBITDA(최저)	24.3	14.4	8.5	6.6	5.3