

2018년 산업별 전망

기계(방산/항공우주)



비중확대 (유지)

[Analyst]

황어연 ☎ 02) 3772-3813

연구원 ✉ eoyeon.hwang@shinhan.com

기지를 켜다

‘비중확대’ 유지, Top pick LIG넥스원(079550)

- 2018년 실적 성장으로 커버리지 5사의 PER 18.7배(글로벌 피어 20.7배)로 하락해 Valuation 매력 부각 전망
- 3월 최대 38조원 규모의 APT 사업 입찰 결과 발표 예정으로 수주 기대감 존재
- Top pick은 LIG넥스원(079550). 1) 안정적인 국내 매출 성장(2017~21년 연평균 +5.3%), 2) 해외 수출 확대(+21.8%)로 저렴한 Valuation(PER 12.2배) 부각 전망

2018년 전망: 수주와 실적의 동반 성장

- 수주액 10.4조원(+15.9% YoY) 전망. 한국항공우주의 군용기 수주(APT, TA-50)와 LIG넥스원의 해외 사업, Kill Chain/KAMD向 무기 수주가 성장 견인 예상
- 매출액 13.4조원(+15.1% YoY) 전망. 2017년 수리온/K-2 전차 납품 지연, 회계 정정 등에 따른 기저 효과로 매출 성장 예상

이슈 분석: APT 사업의 수혜주와 기업가치 상승 효과

- 록히드마틴/한국항공우주, 보잉/사브 컨소시엄 2파전으로 경쟁 진행 중
- APT 사업 수주 시 기업가치 상승 효과는 한국항공우주 1.3~5.3조원, LIG넥스원 1,677~4,025억원, 한화테크윈 906~1,006억원

기계(방산/항공우주) 커버리지 5사

종목명	투자 의견	현재 주가 (원)	목표 주가 (원)	상승 여력 (%)
LIG넥스원 (079550)	매수	74,900	100,000	33.5
한화테크윈 (012450)	매수	38,650	50,000	29.4
아스트 (067390)	매수	17,100	22,000	28.7
현대로템 (064350)	Trading BUY	19,000	19,000	0.0
한국항공우주 (047810)	중립	56,100	-	-

자료: 신한금융투자

주: 현재 주가는 10월 30일 종가 기준

커버리지 5사의 12개월 선행 PBR, 매출액 증감률 추이 및 전망



자료: QunatiWise, 회사 자료, 신한금융투자 추정

주1: 시가총액 가중 평균 PBR / 주2: 상장일-아스트 2014년 12월, LIG넥스원 2015년 10월, 현대로템 2013년 10월

Contents

- 03 **I. Investment summary**
- 04 **II. Valuation**
 - 1. 2017년 노이즈를 덮을 2018년 수주 기대감과 실적 성장
 - 2. 투자의견 '비중확대' 유지, Top pick LIG넥스원(079550)
- 07 **III. 2018년 전망: 수주와 실적의 동반 성장**
 - 1. 2017년: 수주는 무난했으나 생산 지연, 회계 정정으로 아쉬운 실적
 - 2. 2018년: 군용기와 유도 무기가 이끌 수주 증가세
 - 3. 2018년: 방위력 개선비 전년 대비 10.5% 증가, LIG넥스원 수혜
- 11 **IV. 이슈 분석: APT 사업의 수혜주와 기업가치 상승 효과**
- 13 **Company analysis**
 - LIG넥스원 (079550) - 매수 (유지), 목표주가: 100,000원 (유지)
 - 한화테크윈 (012450) - 매수 (신규), 목표주가: 50,000원 (신규)

I. Investment summary

2018년 커버리지 5사 수주액 전년 대비 15.9% 증가 전망

1) **APT 사업**: 미 공군의 고등훈련기 교체 사업. 총 규모 38조원. 2016년 입찰 제안 시작, 2018년 3월 입찰 결과 발표 예정. 록히드마틴-한국항공우주, 보잉-사브 컨소시엄의 2파전 양상

2018년 커버리지 5사 매출액 전년 대비 15.1% 증가 전망

2) **TA-50**: 전술입문용 훈련기

3) **천궁PIP**: 중거리 지대공 유도미사일 천궁을 개량한 시스템. 10~30km에서 미사일을 요격하면 미사일 시스템

4) **L-SAM**: 장거리 지대공 미사일. 30~50km에서 미사일과 비행체 요격

5) **Kill Chain**: 북한의 핵, 미사일 위협에 대응해 선제 타격하는 체계 개념

6) **KAMD**: 발사된 북한의 핵, 미사일을 공중에서 요격하는 개념

APT 사업 수주 시 기업가치 상승
- 한국항공우주: +1.3~5.3조원
- LIG넥스원: +1,677~4,025억원
- 한화테크윈: +906~1,006억원

1. 기계업종 투자의견 '비중확대' 유지, Top pick LIG넥스원(079550)

2017년 커버리지 5사의 PER은 48.6배로 글로벌 피어 22.9배 대비 112.5% 고평가 받고 있다. 2018년에는 실적 성장으로 평균 PER가 18.7배(글로벌 피어 평균 20.7배)로 낮아져 Valuation 매력이 부각될 전망이다. 3월에는 최대 38조원 규모의 **APT 사업**¹⁾ 입찰 결과 발표에 따른 수주 기대감도 존재한다. 수주와 실적 모두 성장이 예상돼 2018년 기계(방산/항공우주)업종의 투자의견을 '비중확대'로 유지한다.

Top pick은 LIG넥스원(079550)이다. 투자 포인트는 1) 방위력 개선비 증가(2018~22년 연평균 +8.4%)가 견인하는 안정적인 국내 매출 성장(2017~21년 연평균 +5.3%), 2) 해외 무기사업 참여를 통한 수출 확대(2017~21년 연평균 +21.8%)다. 12개월 선행 PER 12.2배로 Valuation은 역사적 저점 수준이며 피어 대비 40.0% 할인받고 있다.

2. 2018년 전망: 수주와 실적의 동반 성장

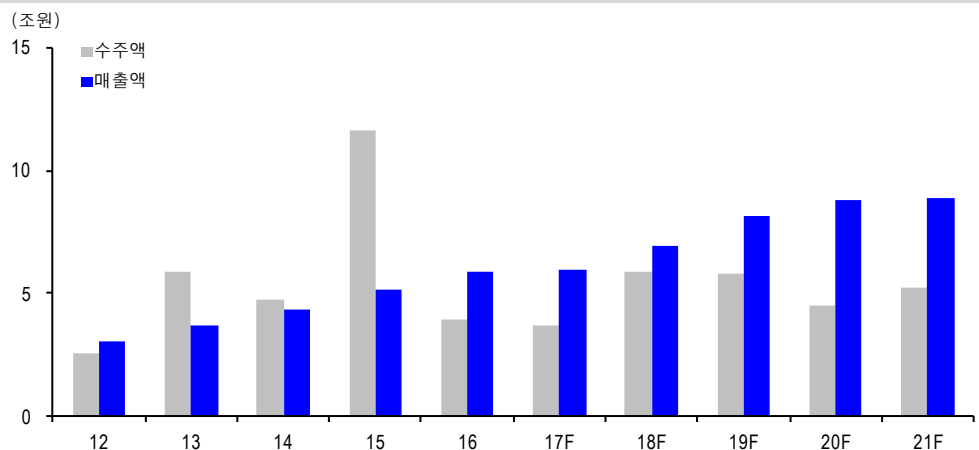
2018년 커버리지 5사의 수주액은 10.4조원(+15.9% YoY)이 전망된다. 한국항공우주와 LIG넥스원의 수주액은 각각 3.8조원(+25.0% YoY), 3.2조원(+62.6% YoY)이 예상된다. 한국항공우주는 국군용 **TA-50**²⁾ 22기 추가 생산(0.8조원), 미국 APT 훈련기 사업(초도물량 0.5조원, 총 규모 38조원)이 성장을 이끌 전망이다. LIG넥스원은 국내에서는 **천궁PIP**³⁾ 후속 물량(0.3조원), **L-SAM**⁴⁾ 체계개발(1.1조원), 해외는 2017년에 수출한 가(대전차), 나(공대지) 무기의 추가 수주가 예상된다. 또한, **Kill Chain**⁵⁾/**KAMD**⁶⁾ 수혜(전체 사업의 54.7% 참여로 추산)로 2018년 방위력 개선안에 반영된 신규 사업들의 참여도가 가장 높아 지속적인 수주 성장이 된다.

매출액은 13.4조원(+15.1% YoY)이 전망된다. 매출 성장은 한국항공우주와 현대로템이 이끌 전망이다. 한국항공우주는 2017년 1) 수리온 납품 지연, 2) 회계 정정에 따른 기저 효과로 2018년 매출액은 전년 대비 31.3% 성장이 전망된다. 현대로템은 2016년의 호수주가 2018년 온기로 반영되며 전년 대비 15.2%의 매출 성장이 전망된다.

3. 이슈 분석: 이슈 분석: APT 사업의 수혜주와 기업가치 상승 효과

2018년 3월 최대 38조원 규모의 미국 고등훈련기 사업(APT 사업) 입찰 결과가 발표될 예정이다. 현재 록히드마틴/한국항공우주 컨소시엄, 보잉/사브 컨소시엄 2파전으로 경쟁이 진행 중이다. 한국항공우주가 수주 시 수혜가 예상되는 업체는 엔진을 제작하는 한화테크윈, 항공전자장비를 제작하는 LIG넥스원이 있다. 한국항공우주의 APT 사업 수주 시 기업가치 상승 효과는 한국항공우주 1.3~1.5조원, LIG넥스원 1,677~4,025억원, 한화테크윈 906~1,006억원이다.

커버리지 5사의 방산부문 합산 수주액, 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 한화테크윈은 수주액 미공개로 수주액 합산에서 제외

II. Valuation

1. 2017년 노이즈를 덮을 2018년 수주 기대감과 실적 성장

2017년 커버리지 5사의
시가총액 13.4% 하락.
정부 감사에 따른 방산주 투자
심리 악화가 주 원인

2017년 주가 상승은 해외 수주
기대감이 견인 예정 12월 38조원
규모의 미국 APT 사업 결과
발표 예정

2017년 커버리지 5사의 시가총액은 연초 대비 13.4% 하락했다. 한국항공우주의 검찰 조사/금감원 감리, 한화테크윈의 세무 조사, LIG넥스원의 입찰 참여 제재 처분이 원인이었다. 부진한 수주와 실적 성장 국면에서 정부의 감사가 투자 심리가 악화했다. 수주액은 전년 대비 6.1% 성장으로 무난했으나 매출액은 1.8% 증가하는데 그쳤다. 한화테크윈의 한화디펜스와 한화시스템 인수 효과 제외 시 매출액은 전년 대비 5.2% 감소가 예상된다.

2018년에는 수주와 실적의 동반 성장으로 우상향하는 주가 흐름을 예상한다. 수주액은 10.4조원(+15.9% YoY), 매출액 13.4조원(+15.1% YoY)으로 성장이 전망된다. 한국항공우주의 미국 APT 고등훈련기 사업(초도물량 0.5조원, 총 규모 38조원), LIG넥스원의 Kill Chain/KAMD 向 무기 수주가 성장을 이끌 전망이다. 매출액은 2017년 한국항공우주의 1) 수리온 납품 지연, 2) 회계 정정과 현대로템의 K-2전차 생산 지연에 따른 기저 효과로 성장이 예상된다.

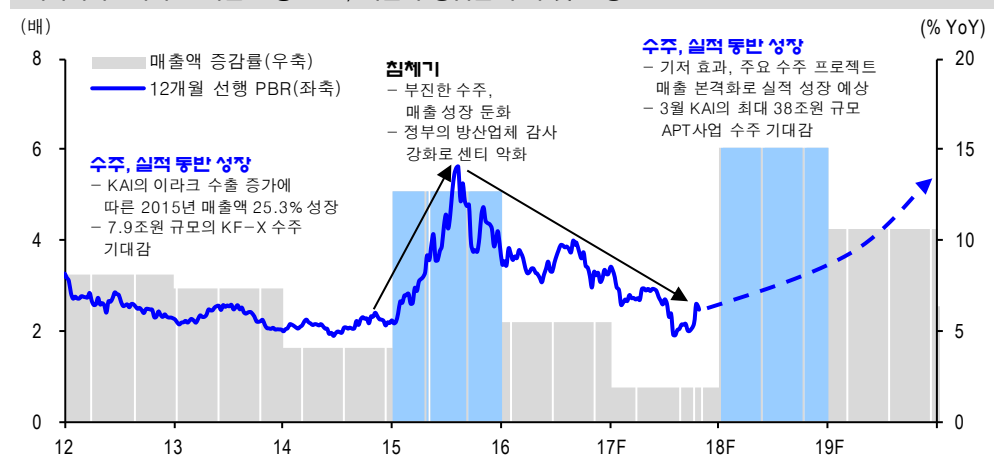
주가 등락의 가장 중요한 요소는 2018년 3월 예정된 최대 38조원 규모의 APT 사업 입찰 결과다. 한국항공우주의 APT 사업 수주 시 기업가치 상승 효과는 한국항공우주 1.3~5.3조원, LIG넥스원 1,677~4,025억원, 한화테크윈 906~1,006억원이다. 2015년 한국항공우주의 이라크 수출 확대에 따른 실적 성장과 KF-X(체계개발 7.9조원) 사업 수주로 Valuation이 PBR 2.2배에서 3.9배로 상승한 경험이 있다. 2018년에도 우상향하는 주가 흐름을 예상한다.

한국항공우주의 APT 사업 수주 시 관련 방산업체의 기업가치 상승 효과 분석

회사명	EBTIDA를 가정 (%)	할인율	유입 현금의 현재가치 (십억원)	기업가치 상승 효과		최대 상승여력 (%)
				하단	상단	
한국항공우주	-	3.0	1,335.0	1,335.0	5,339.9	101.3
기체	8.0	3.0	851.5	851.5	3,406.0	64.6
MRO	15.0	3.0	483.5	483.5	1,933.9	36.7
LIG넥스원	-	3.0	167.7	167.7	402.5	24.3
완제품	8.0	3.0	121.6	121.6	291.9	17.6
MRO	15.0	3.0	46.0	46.0	110.5	6.7
한화테크윈	-	3.0	100.6	90.6	100.6	5.3
완제품	8.0	3.0	73.0	65.7	73.0	3.8
MRO	15.0	3.0	27.6	24.9	27.6	1.4

자료: 미국방부, 언론 취합, 신한금융투자 추정

커버리지 5사의 12개월 선행 PBR, 매출액 증감률 추이 및 전망



자료: QunatiWise, 회사 자료, 신한금융투자 추정

주1: 시가총액 가중 평균 PBR / 주2: 상장일-아스트 12/14, LIG넥스원 10/15, 현대로템 10/13

커버리지 5개사 2018년 예상
PER 18.7배로 글로벌 피어
대비 9.6% 저평가

1) 방위력 개선비: 신규 무기 도입 및 양산에
투입되는 국방 예산

Top pick LIG넥스원: 안정적인
국내 성장과 해외 수출 확대
전망, 12개월 선행 PER 12.2배로
글로벌 피어 대비 40.0% 저평가

2) KF-X: 한국형 전투기 사업. 순차적으로 퇴
역하는 한국 공군의 노후 전투기를 대체하기
위한 전투기 개발 사업

3) LAH: 소형무장헬기. 2022년 실전배치를 목
표로 개발 중이며 현재 시제기 제작 단계

2. 투자의견 '비중확대' 유지, Top pick LIG넥스원(079550)

2017년 커버리지 5사의 PER은 48.6배로 글로벌 피어 22.9배 대비 112.5% 고평가 받고 있다. 2018년에는 실적 성장으로 평균 PER이 18.7배(글로벌 피어 평균 20.7배)로 낮아져 Valuation 매력이 부각될 전망이다. 3월에는 최대 38조원 규모 APT 사업 입찰 결과 발표에 따른 수주 기대감도 존재한다. 2018년 기계(방산/항공우주)업종의 투자의견을 '비중확대'로 유지한다.

Top pick은 LIG넥스원(079550)이다. 목표주가는 100,000원, 투자의견은 '매수'를 유지한다. 투자 포인트는 1) 방위력 개선비¹⁾ 증가(2018~22년 연평균 +8.4%)가 견인하는 안정적인 국내 매출 성장(2017~21년 연평균 +5.3%), 2) 해외 무기사업 참여를 통한 수출 확대(2017~21년 연평균 +21.8%)다. 12개월 선행 PER 12.2배로 Valuation은 역사적 저점 수준이며 피어 대비 40.0% 할인 받고 있다. 방산업종내 Top pick을 '유지'한다.

한화테크윈(012450)은 목표주가 50,000원, 투자의견 '매수'로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 영업가치 1.9조원에 GTF 엔진의 사업가치 0.8조원을 적용해 산정했다. 특별세무조사 결과는 11월 말 발표될 예정이다. 악재 해소 후 4Q17~2018년에는 K-9 수출 확대에 따른 호실적 전망으로 우상향하는 주가 흐름을 예상한다.

아스트(067390)는 목표주가 22,000원, 투자의견 '매수'를 유지한다. 3분기부터 신규 품목(E2 向 부품, B737 도어패키지) 매출 반영으로 실적 성장이 본격화될 전망이다.

현대로템(064350)은 목표주가를 19,000원으로 상향, 투자의견은 'Trading BUY'를 유지한다. 2016년 4.2조원(+177.1% YoY)의 수주에 따른 2018년 매출 성장(+15.2% YoY), 2) 저가 공사 준공으로 인한 영업이익률(+1.0%p YoY) 상승은 긍정적이나 Valuation이 글로벌 피어 대비 부담스럽다.

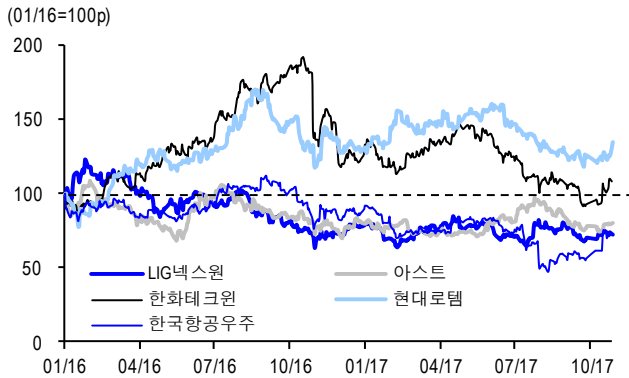
한국항공우주(047810)의 투자의견은 '중립'을 유지한다. 2018년 PER은 21.4배로 글로벌 피어 대비 7.8% 할인 받고 있다. KF-X²⁾와 LAH³⁾ 체계개발 사업 진행에 따른 장기 성장성 확보, 12월 아르헨티나(0.6조원)/보츠나와(0.6조원) 입찰, 2018년 3월 38조원 규모의 APT 사업 수주 가능성을 감안하면 현저히 저평가 상태다. 금감원의 감리 발표 이후 투자의견을 조정하겠다.

커버리지 5사 실적, Valuation 추이 및 전망

회사명			년도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	ROE (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)
LIG넥스원 079550	투자의견	매수	2016	1,860.8	87.6	77.1	3,502	28,711	12.7	23.0	2.8	14.9
	목표주가	100,000원	2017F	1,984.1	116.6	112.4	5,109	31,908	16.9	14.7	2.3	11.3
	상승여력	33.5%	2018F	2,264.7	173.3	139.5	6,341	37,309	18.3	11.8	2.0	8.0
			2019F	2,470.6	208.0	167.9	7,633	44,002	18.8	9.8	1.7	6.7
한화테크윈 012450	투자의견	매수	2016	3,518.9	150.7	345.2	6,498	44,025	15.1	6.7	1.0	12.2
	목표주가	50,000원	2017F	4,321.2	101.8	66.1	1,251	40,919	2.9	30.9	0.9	14.2
	상승여력	29.4%	2018F	4,547.6	158.1	94.9	1,805	42,723	4.3	21.4	0.9	11.0
			2019F	4,931.0	220.7	143.8	2,733	45,457	6.2	14.1	0.9	8.5
아스트 067390	투자의견	매수	2016	87.9	7.3	7.3	512	5,284	10.8	34.2	3.3	28.5
	목표주가	22,000원	2017F	103.9	10.1	4.4	302	6,935	4.9	56.6	2.5	23.5
	상승여력	28.7%	2018F	174.6	20.2	11.9	808	7,743	11.0	21.2	2.2	15.0
			2019F	217.9	27.0	16.2	1,098	8,841	13.2	15.6	1.9	12.1
현대로템 064350	투자의견	Trading BUY	2016	2,984.8	106.2	21.8	257	16,376	1.6	70.7	1.1	15.3
	목표주가	19,000원	2017F	2,771.6	106.6	38.1	448	16,808	2.7	42.4	1.1	13.8
	상승여력	0.0%	2018F	3,192.2	153.9	90.6	1,066	17,873	6.1	17.8	1.1	10.6
			2019F	3,385.5	190.9	121.2	1,426	19,299	7.7	13.3	1.0	8.8
한국항공우주 047810	투자의견	중립	2016	2,946.3	320.1	264.8	2,717	14,830	19.9	24.7	4.5	16.5
	목표주가	-	2017F	2,427.6	108.6	55.6	571	14,042	4.0	98.3	4.0	32.7
	상승여력	-	2018F	3,187.1	347.3	255.6	2,622	15,984	17.5	21.4	3.5	14.5
			2019F	3,784.6	416.3	311.2	3,193	18,497	18.5	17.6	3.0	12.1

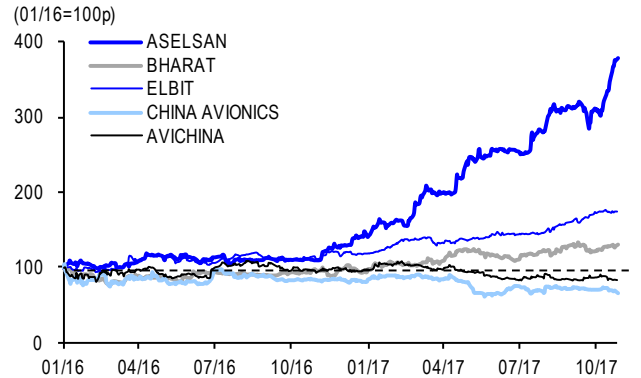
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국 방산/항공우주업체 상대주가 추이



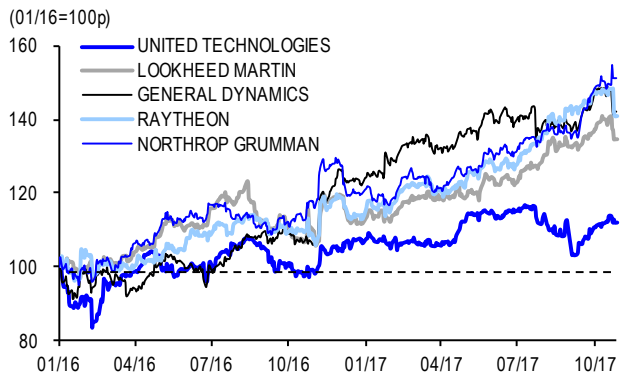
자료: QuantiWise, 신한금융투자

아시아 방산업체 상대주가 추이



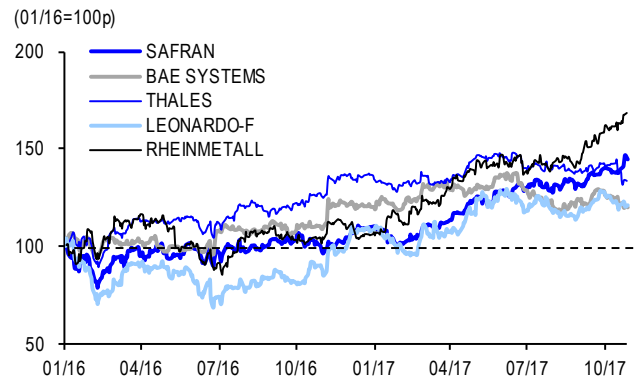
자료: Bloomberg, 신한금융투자

미국 방산업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

유럽 방산업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

방위산업체 Global Peer Valuation 요약 비교

국가	회사 이름	시가총액 (조원)	주가상승률 (%)		PER (배)		PBR (배)		EVEBITDA(배)		ROE (%)		EPS 성장률(%)	
			1M	YTD	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
한국	한국항공우주	5.5	28.4	(16.3)	98.3	21.4	4.0	3.5	32.7	14.5	4.0	17.5	(79.0)	359.4
	한화테크윈	2.0	16.4	(11.0)	30.9	21.4	0.9	0.9	14.2	11.0	2.9	4.3	(80.7)	44.2
	LIG넥스원	1.6	2.9	(7.0)	14.7	11.8	2.3	2.0	11.3	8.0	16.9	18.3	45.9	24.1
	현대로템	1.6	7.3	4.7	42.4	17.8	1.1	1.1	13.8	10.6	2.7	6.1	74.5	137.7
	평균				46.6	18.1	2.1	1.9	18.0	11.0	6.6	11.6	(9.8)	141.4
미국	UNITED TECHNOLOGIES	106.9	2.6	8.6	18.0	17.4	3.2	2.8	10.7	10.4	18.6	17.6	4.6	3.3
	LOCKHEED MARTIN	99.3	(0.7)	23.2	23.7	22.9	49.8	36.4	14.2	13.8	235.2	315.2	(28.7)	1.1
	GENERAL DYNAMICS	68.8	(0.3)	18.7	20.9	19.5	5.4	5.2	13.6	13.0	26.4	26.8	0.9	4.0
	RAYTHEON	58.6	(3.4)	27.0	23.6	21.7	4.7	4.3	14.2	13.3	20.7	21.6	0.3	7.5
	NORTHROP GRUMMAN	58.3	3.5	28.0	23.2	22.3	8.4	7.1	14.8	13.5	39.5	35.6	3.7	1.6
	평균				21.9	20.8	14.3	11.2	13.5	12.8	68.1	83.4	(3.8)	3.5
유럽	SAFRAN	49.0	3.9	31.2	21.4	20.1	5.2	4.5	9.7	9.0	26.2	25.9	(7.9)	5.8
	BAE SYSTEMS	27.7	(7.0)	(0.7)	13.7	13.2	4.3	3.8	8.9	8.6	32.7	29.4	50.9	3.5
	THALES	25.0	(6.1)	(2.3)	18.9	16.7	3.7	3.3	8.9	8.1	19.6	20.4	4.9	13.7
	LEONARDO-F	11.4	(5.2)	12.7	13.4	12.5	1.8	1.6	6.6	6.3	12.8	13.1	37.1	(0.8)
	RHEINMETALL	5.8	6.8	59.9	18.9	15.8	2.3	2.1	7.7	6.9	13.1	14.3	14.7	19.8
	평균				17.3	15.7	3.5	3.1	8.3	7.8	20.9	20.6	19.9	8.4
아시아	ASELSAN	9.7	23.4	155.4	28.6	25.9	7.0	5.6	31.9	24.9	26.4	27.2	46.5	13.0
	BHARAT	7.5	7.7	40.3	25.4	22.0	4.9	4.3	20.8	18.2	19.4	19.7	23.0	15.4
	ELBIT	7.3	2.6	48.0	26.1	23.7	3.7	3.3	15.8	14.9	14.0	14.0	4.3	8.5
	CHINA AVIONICS SYS	4.5	(6.3)	(18.0)	48.5	41.0	4.1	3.8	25.9	23.3	9.1	9.9	26.0	17.3
	AVICHINA I&T	3.9	(3.8)	(15.0)	18.5	15.9	1.5	1.4	9.4	8.2	8.9	9.4	12.1	16.9
	평균				29.4	25.7	4.2	3.7	20.8	17.9	15.6	16.0	22.4	14.2
평균					27.9	20.2	6.2	5.1	15.0	12.4	28.9	34.0	8.1	36.6

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

III. 2018년 전망: 수주와 실적의 동반 성장

1. 2017년: 수주는 무난했으나 생산 지연, 회계 정정으로 아쉬운 실적

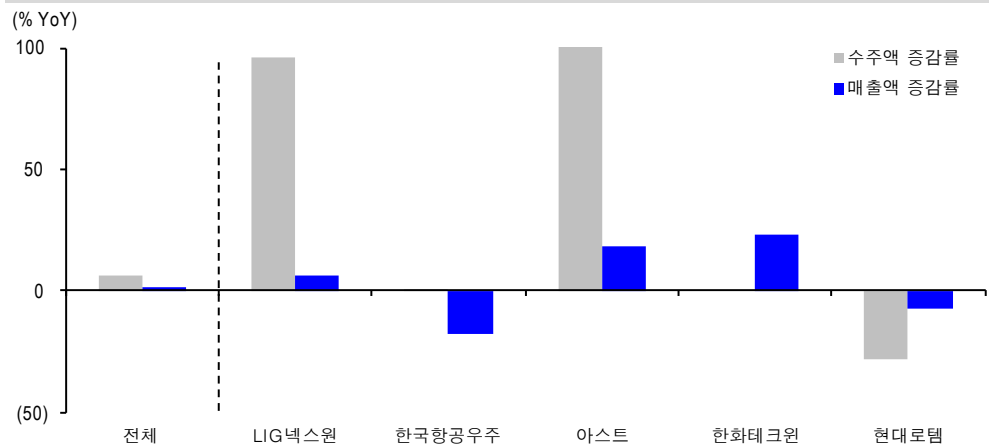
2017년 커버리지 5사 방산
수주액 9.0조원(+6.1% YoY),
매출액 11.6조원(+1.8% YoY)
전망

- 1) Section48: 항공기의 고도 및 방향을 조정하는 꼬리날개가 장착되는 동체의 핵심 부품
2) K-2전차: 육군 주력 전차. 14년 9월 국산화에 성공. 파워팩(동력 장치) 결합으로 양산 지연
3) 수리온: 한국형 기동헬기. 체계결빙성능 개선 진행 중(17년 12월~18년 3월 시험 예정)

기계(방산/항공우주) 부문 커버리지 5사(한화테크윈은 수주액 미공개)의 2017년 수주액은 9.0조원(+6.1% YoY)이 예상된다. LIG넥스원과 아스트는 각각 2.0조원(+96.1% YoY), 1.0조원(+223.1%)으로 큰 폭의 성장이 전망된다. LIG넥스원의 국내 수주는 Kill Chain/KAMD 조기 구축의 수혜로 1.8조원, 해외는 2건의 수주(초도 물량 0.2조원, 총 규모 2.7조원)가 예상된다. 아스트는 7월 B737 Section48¹⁾ 0.3조원을 수주 받았다. 하반기에는 Embraer사의 신기종인 E2向 추가 수주가 예상된다.

매출액은 11.6조원(+1.8% YoY)이 예상된다. 2016년 부진한 수주, 현대로템의 K-2전차²⁾ 생산 지연, 한국항공우주의 회계 정정과 수리온³⁾ 생산 지연이 원인이다. 한화테크윈의 한화디펜스, 한화시스템 인수 효과 1.5조원 제외한다면 매출액은 전년 대비 5.3% 감소하겠다. 아스트는 신규 품목(B737 Door Detail/LCC, E2向 부품) 초도 납품, LIG넥스원은 2015년 수주한 해외 무기 사업(1.2조원)이 매출에 반영되면서 각각 전년 대비 18.2%, 6.6%의 성장이 예상된다.

2017년 커버리지 5사의 수주액, 매출액 증감률



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 한화테크윈은 수주액 미공개로 수주액 합산에서 제외, 주2: 아스트 수주액 증감률 223.1%

2017년 커버리지 5사의 예상 수주 내역

기업	구분	계약의 명칭	계약금액 (십억원)	수량 (기)	비고
커버리지 5사	합계	-	4,286	-	
	국내	-	1,500	-	
	해외	-	2,786	-	
LIG넥스원	국내	천궁PIP	500	-	2018년 발주 예정이었으나 1년 앞당겨짐
		현궁	400	-	2년치 물량 발주 예상
		425사업	200	-	2016년 발주 예정이었으나 1년 늦춰짐. 한국항공우주와 경합
	해외	가. 대전차	80	-	2Q17 800억원 초도 물량 수주 추정(총 규모 1.5조원)
		나. 공대지	100	-	3Q17 초도 물량 1,000억원(총 규모 1.2조원) 수주 전망
한화테크윈	해외	노르웨이 K-9 자주포	200	-	K-9 중고 매입 검토 중
		에스토니아 K-9 자주포	200	48	
아스트	해외	B737 MAX Section 48	299	-	
		E2	400	-	
현대로템	국내	차륜형 장갑차	200	-	
한국항공우주	국내	수리온 창정비	200	-	
	해외	태국 T-50TH 2차	291	8	7월 수주 계약. 한국 차환 방식
		보츠나와 T-50	608	12	SAAB社 그리펜과 경합 중
		아르헨티나 FA-50	608	12	M-346과 경쟁, 한국 차환 방식 수출 추진

자료: 외신 취합, 신한금융투자 추정 / 주: 기수주 내역은 음영 표시

2018년 커버리지 5사 방산

수주액 10.4조원(+15.9% YoY),

매출액 13.4조원(+15.1% YoY)

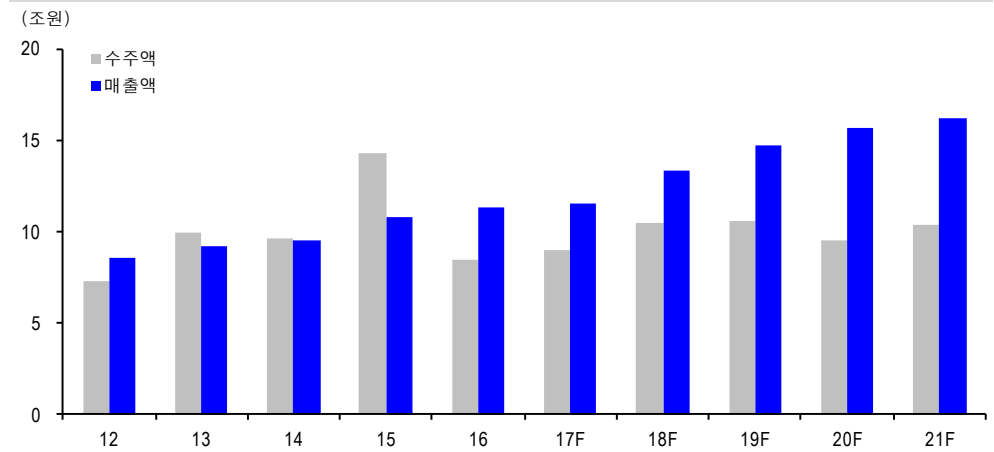
전망

2. 2018년: 군용기와 유도 무기가 이끌 수주 증가세

2018년 커버리지 5사의 수주액은 10.4조원(+15.9% YoY)이 전망된다. 한국항공우주와 LIG넥스원이 수주 성장을 이끌 전망이다. 한국항공우주와 LIG넥스원의 수주액은 각각 3.8조원(+25.0% YoY), 3.2조원(+62.6% YoY)이 예상된다. 한국항공우주는 국군용 TA-50 22기 추가 생산(0.8조원), 미국 APT 훈련기 사업(초도물량 0.5조원, 총 규모 38조원)이 성장을 이끌 전망이다. LIG넥스원은 국내에서는 천궁PIP 후속 물량(0.3조원), L-SAM 체계개발(1.1조원), 해외는 2017년에 수출한 가(대전차), 나(공대지) 무기의 추가 수주가 예상된다.

매출액 13.4조원(+15.1% YoY), 영업이익 8,511억원(+92.3% YoY)이 예상된다. 매출 성장은 한국항공우주와 현대로템이 이끌 전망이다. 한국항공우주는 2017년 1) 수리온 납품 지연, 2) 회계 정정에 따른 기저 효과로 2018년 매출액은 전년 대비 31.3% 성장이 전망된다. 현대로템은 2017년 K-2전차 생산 지연에 따른 기저 효과, 2016년 호수주의 2018년 온기 반영으로 전년 대비 15.2%의 매출 성장이 전망된다. 2018년에는 2017년의 생산 지연, 회계 정정, 일회성 비용 반영에 따른 기저 효과 영향으로 커버리지 5사 모두 매출과 이익 성장이 예상된다.

커버리지 5사의 합산 수주액, 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 한화테크윈은 수주액 미공개로 수주액 합산에서 제외

2018년 커버리지 5사의 예상 수주 내역

기업	구분	계약의 명칭	계약금액 (십억원)	수량 (기)	비고
커버리지 5사	합계	-	7,560	-	
	국내	-	2,922	-	
	해외	-	4,638	-	
LIG넥스원	국내	L-SAM 체계개발	1,100	-	
		천궁PIP 2차	300	-	
		장거리 레이더	300	-	
		비호복합신공	300	-	
		해군	100	-	
		TMMR	100	-	
	해외	가(대전차) 후속	500	-	2Q17 800억원 규모의 초도 물량 수주(총 규모 1.5조원)
		나(공대지) 후속	400	-	3Q17 초도 물량 1,000억원 수주 전망(총 규모 1.2조원)
한화테크윈	해외	이집트 K-9	291	-	
		터키 K-9	608	-	
한국항공우주	국내	TA-50	722	22	
	해외	미국 APT 초도양산	500	24	보잉/사브 컨소시엄과 경쟁 중. 총 규모 38조원
		페루 FA-50	1,080	24	M-346, Yak-130, Hongdu L-15와 경쟁. 신정부가 친중국이라 우려는 있음. 9.4억달러로 MB-339, Su-25 교체 추진 중
		칠레 T-50	816	30	T-50, TA-50 2대를 파견해 마케팅 중
		필리핀 FA-50 2차	443	12	두르테르 대통령이 12대 추가 구입 의사 표명

자료: 외신 취합, 신한금융투자 추정

2017년 방위력 개선비 13.5조원 (+10.5% YoY) 전망

北 핵·WMD 위협 대비 +13.7% YoY
국지도발 위협 대비 +22.4% YoY
전면전 대비 +7.9% YoY

1) WMD(Weapons of Mass Destruction):

대량살상무기

2) 425사업: Kill Chain 구축을 위한 군사용 정찰위성 도입사업

3. 2018년: 방위력 개선비 전년 대비 10.5% 증가, LIG넥스원 수혜

문재인 정부는 2018년 방위력 개선비로 13.5조원(+10.5% YoY)을 요구했다. 2017년 증가 폭 4.4% 대비 2배의 증가가 예상된다. ‘北 핵·WMD¹⁾ 위협 대비’ 예산은 전년 대비 13.7% 증가한 4.3조원이다. Kill Chain에서는 신규 사업인 425사업, KAMD에서는 철매-II 성능개량(천공 PIP), 관련 플랫폼 전력에서는 F-35 구매 비용이 증가했을 것으로 파악된다. 425사업은 LIG넥스원/썬트랙아이 컨소시엄, 한국항공우주가 체계개발사업 입찰을 위해 경합 중이다. 천공PIP는 LIG넥스원이 개발한 무기로 2018년 발주, 2019년 양산이 예상된다.

‘국지도발 위협 대비’ 예산은 전년 대비 22.4% 증가한 1.6조원이다. 신규 예산으로는 LIG넥스원이 개발한 대포병 탐지레이더-II 양산 사업이 포함되었다. ‘전면전 대비 및 자주방위능력 강화’ 예산은 전년 대비 7.9% 증가한 6.4조원이 전망된다. 신규 사업은 한국항공우주의 상륙기동헬기가 있다. 현대로템의 차륜형 장갑차, LIG넥스원의 보병용중거리유도무기(현궁)는 2017년에는 초도 물량만 양산했으나 2018년에는 본격 양산으로 예산이 증액된 것으로 추정된다.

2017년 국방예산 요구안과 달리 2018년 국방예산 요구안에는 사업별 예산이 공시가 안되어 있어 업체별 방위력 개선비 파악이 불가하다. 다만, LIG넥스원이 새로 예산이 반영된 신규 사업 참여도가 가장 높은 것으로 파악된다. 2018년 국방 예산안 중 LIG넥스원의 신규 사업은 425사업²⁾, 철매-II 성능개량(천공PIP), 대포병탐지레이더-II다.

2017~18년 국방예산안

	예산 (십억원)			주요 관련 업체
	2017	2018	YoY (%)	
합계	40.3	43.1	6.9	
전력 운영비	28.1	29.6	5.3	
병력 운영비	17.1	18.4	7.4	
전력 유지비	11.0	11.2	2.1	
방위력 개선비	12.2	13.5	10.5	
北 핵·WMD 위협 대비	3.8	4.3	13.7	
1) Kill Chain/KAMD/KMPR	2.1	2.3	5.6	
Kill Chain 전력				국내: LIG넥스원, 썬트랙아이, 한국항공우주 해외: 레이시온
KAMD 전력				
KMPR 전력				
2) 관련 플랫폼 전력	1.7	2.1	24.1	
세부 사항				국내: 현대중공업, 대우조선해양 해외: 록히드마틴
국지도발 위협 대비	1.3	1.6	22.4	
세부 사항				국내: 한화디펜스, LIG넥스원
전면전 대비 및 자주방위능력 강화	5.9	6.4	7.9	
세부 사항				국내: 한국항공우주, 현대로템, LIG넥스원 해외: 에어버스
국방 R&D 확대 및 방위산업 활성화	2.8	2.9	3.3	
세부 사항				보라매, 소형무장헬기 등 체계개발에 1조 3,794억원

자료: 국회, 언론 취합, 신한금융투자 추정

주: 정부 배정 예산과 기업 실제 매출액은 차이 존재

2015~17년 국방예산안

	총사업비 (십억원)	예산 (십억원)					주요 관련 업체
		2015	2016	YoY (%)	2017	YoY (%)	
방위력 개선비		11,014	11,682	6.1	12,197	4.4	
북 도발 대비 핵심전력 강화							
1) Kill Chain / KAMD	17,000	930	1,521	63.6	1,594	4.8	
중거리지대공 유도무기(천궁)	2,224	-	262	-	278	6.1	LIG넥스원
철매-2 성능개량 (천궁PIP)	891				5	-	LIG넥스원
철매-2 성능개량 (R&D, (천궁PIP)					17	-	LIG넥스원
패트리엇 성능개량	1,283	35	174	392.7	284	62.7	레이시온, LIG넥스원
보병용중거리 유도무기, 현궁	1,139	0	8	-	22	161.5	LIG넥스원
장거리지대공 유도무기(L-SAM)(연)	1,097	8	38	370.0	114	203.5	LIG넥스원, 한화시스템
고고도정찰용 무인항공기(HUAV)	883	29	298	935.8	229	(23.1)	노스롭 그리만
장거리공대지 유도탄, 타우러스	412	128	152	18.2	136	(10.4)	타우리스 시스템스
701사업(연), 한국형 정찰기 개발(델콘 2,000대 2대 구매)	310	40	30	(23.3)	41	34.7	대한항공, LIG넥스원, 한화탈레스
425사업(연)	-	2	2	5.3	45	2,125.0	썬트랙아이, LIG넥스원, 한국항공우주
MUAV(연)	-	57	73	27.7	77	5.5	대한항공
중거리공대지 유도폭탄(2000lbs), KGGB	-	20	64	222.1	5	(92.2)	LIG넥스원
2) 접적지역/국지도발 대비							
주요시설경계시스템	-	-	0	-	19	9,450.0	
자항기뢰(연)	-	-	1	-	15	1,015.4	LIG넥스원
원격운용통제탄	-	18	25	33.2	16	(34.7)	한화
국방개혁 필수전력							
전술정보통신 체계(TICN)	5,380	40	333	733.0	371	11.2	LIG넥스원, 한화시스템, 휴니드
한국형기동헬기후속양산, 수리온	4,067	376	408	8.3	569	39.5	한국항공우주
차기다련장, 천무	3,488	320	442	38.2	492	11.2	한화
K-2전차	1,901	317	225	(28.9)	345	52.9	현대로템
차륜형장갑차	600	-	-	-	24	-	현대로템
소형무장헬기(연)	581	-	56	-	92	64.9	한국항공우주
FA-50 3차 양산	560	-	380	-	167	(56.1)	한국항공우주
사단정찰용UAV	400	-	25	-	87	250.0	대한항공
자주적 방위태세 확립							
K9자주포	8,772	507	591.5	16.8	603	2.0	한화테크윈
F-X	7,342	354	599	69.2	987	64.8	록히드마틴
보라매(연)	5,374	55	67.0	21.4	303	352.2	한국항공우주
광개토-III Batch-II, 이지스 구축함	3,882	47	106	124.6	177	66.8	현대중공업
장보고-III Batch-II	3,281	0	10	-	360	3,684.2	대우조선해양
울산급 Batch-II	3,280	230	205	(10.9)	281	36.9	대우조선해양
대형공격헬기 (AH-64E), 아파치	1,905	588	473	(19.6)	227	(51.9)	보잉
KF-16전투기 성능개량	1,839	69	20	(70.8)	1,093	5,366.5	록히드마틴
공중급유기	1,447	82	90	9.5	187	108.9	에어버스
소해함 2차	480	-	38	-	62	65.7	
국방 R&D							
		2,436	2,557	5.0	2,784	8.9	

자료: 국회, 언론 취합, 신한금융투자 추정

주: 정부 배정 예산과 기업 실제 매출액과는 차이 존재

IV. 이슈 분석: APT 사업의 수혜주와 기업가치 상승 효과

최대 38조원 규모의 APT 사업 2018년 3월 입찰 자 선정 예정

APT 사업 수주 시 기업가치 상승

- 한국항공우주: +1.3~5.3조원
- LIG넥스원: +1,677~4,025억원
- 한화테크윈: +906~1,006억원

1) T-50A: APT 사업(미 고등훈련기 교체사업) 입찰을 위해 TA-50(한국산 경공격기)를 기반으로 개량 제작한 훈련기

2) MRO: 완제품 판매 이후 지속적으로 발생하는 유지, 보수, 정비 관련 사업

최대 38조원 규모의 미국 고등훈련기 사업 입찰 결과가 기존 일정인 2017년 12월보다 3개월 늦춰진 2018년 3월에 발표될 예정이다. APT 사업은 총 3회에 걸쳐 분할 발주가 전망된다. 2016~21년 체계개발 및 시제기 24기 제작, 2022~32년 350기 양산 및 후속지원, 2033년~650기 양산 및 후속지원이다. 현재 APT 사업은 록히드마틴/한국항공우주, 보잉/사브 컨소시엄 2파전으로 진행 중이다. 한국항공우주 수주 시 수혜가 예상되는 업체는 엔진을 제작하는 한화테크윈, 항공전자 장비를 제작하는 LIG넥스원이 있다.

록히드마틴/한국항공우주의 입찰 기종인 T-50A¹⁾는 실전 운용을 통해 안정성을 확보했고 추가적인 공장 설비 투자가 필요없어 고정비 절감이 예상된다. 보잉/사브의 입찰 기종은 APT 사업만을 위해 개발된 신기종이다. 기체 안정성과 설비 투자가 필요하다는 단점이 있지만 해당 사업만을 위해 만들어진 기종이기 때문에 기술 평가에서 높은 점수를 받게 될 가능성이 있다. 보잉/사브 기종의 성능과 가격 정보가 공개되지 않아 수주 유불리의 평가가 불가하다.

한국항공우주의 APT 사업 수주 시 기업가치 상승 효과는 1.3~5.3조원, LIG넥스원은 1,677~4,025억원, 한화테크윈은 906~1,006억원이 예상된다. 기업가치 상승 효과의 하단은 기체 및 완제품 EBTIDA율 8%, MRO²⁾ EBITDA율 15%에 할인율 3%를 적용해 유입되는 현금의 현재가치로 계산했다. 기업가치 상승 효과의 상단은 유입되는 현금의 현재가치에 PBR(자본주가 비율, 자본활용능력)을 적용했다.

한국항공우주의 APT 사업 수주 시 관련 방산업체의 기업가치 상승 효과 분석

회사명	EBTIDA율 가정 할인율 유입 현금의 현재가치			기업가치 상승 효과		최대 상승여력 (%)
	(%)	(%)	(십억원)	하단	상단	
한국항공우주	-	3.0	1,335.0	1,335.0	5,339.9	101.3
기체	8.0	3.0	851.5	851.5	3,406.0	64.6
MRO	15.0	3.0	483.5	483.5	1,933.9	36.7
LIG넥스원	-	3.0	167.7	167.7	402.5	24.3
완제품	8.0	3.0	121.6	121.6	291.9	17.6
MRO	15.0	3.0	46.0	46.0	110.5	6.7
한화테크윈	-	3.0	100.6	90.6	100.6	5.3
완제품	8.0	3.0	73.0	65.7	73.0	3.8
MRO	15.0	3.0	27.6	24.9	27.6	1.4

자료: 미국방부, 언론 취합, 신한금융투자 추정

록히드마틴/한국항공우주의 입찰 기종 T-50A



자료: 회사 자료, 신한금융투자

보잉/사브의 입찰 기종 Boeing T-X



자료: 회사 자료, 신한금융투자

한국항공우주의 APT 사업 수주 시 관련 방산업체의 매출액과 현금흐름 전망

회사명	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
인도 (대)	12	12	16	26	34	48	48	48	48	48	6	65	65	65	65	65	65
한국항공우주 (십억원)	매출액	213	216	291	472	621	879	891	904	917	929	196	1,245	1,262	1,280	1,297	1,314
	기체	210	210	280	455	595	840	840	840	840	840	105	1,138	1,138	1,138	1,138	1,138
	MRO	3	6	11	17	26	39	51	64	77	89	91	108	125	142	159	176
	CF	17	18	24	39	52	73	75	77	79	81	22	107	110	112	115	117
	DCF	15	15	19	31	39	54	54	54	54	53	14	67	66	66	66	65
LIG넥스원	매출액	30	31	41	67	88	124	125	126	127	129	24	173	174	176	178	179
	완제품	30	30	40	65	85	120	120	120	120	120	15	163	163	163	163	163
	MRO	0	1	1	2	3	4	5	6	7	9	9	10	12	14	15	17
	CF	2	2	3	5	7	10	10	11	11	11	2	15	15	15	15	16
	DCF	2	2	3	4	5	8	7	7	7	7	2	9	9	9	9	9
한화테크윈	매출액	18	18	25	40	53	74	75	76	76	77	14	104	105	106	107	108
	완제품	18	18	24	39	51	72	72	72	72	72	9	98	98	98	98	98
	MRO	0	0	1	1	2	2	3	4	4	5	5	6	7	8	9	10
	CF	1	1	2	3	4	6	6	6	6	7	1	9	9	9	9	9
	DCF	1	1	2	3	3	5	4	4	4	4	1	5	5	5	5	5
회사명	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055
인도 (대)	65	65	65	65	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
한국항공우주 (십억원)	매출액	1,348	1,365	1,382	1,399	261	261	261	261	261	261	261	261	258	255	251	244
	기체	1,138	1,138	1,138	1,138	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	MRO	210	227	244	261	261	261	261	261	261	261	261	261	258	255	251	244
	CF	123	125	128	130	39	39	39	39	39	39	39	39	39	38	38	37
	DCF	64	63	63	62	18	18	17	17	16	16	15	15	14	14	13	12
LIG넥스원	매출액	183	184	186	187	25	25	25	25	25	25	25	25	25	24	24	23
	완제품	163	163	163	163	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	MRO	20	22	23	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	24	24	23
	CF	16	16	16	17	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3
	DCF	8	8	8	8	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1
한화테크윈	매출액	110	110	111	112	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	14	14
	완제품	98	98	98	98	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	MRO	12	13	14	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	14	14
	CF	10	10	10	10	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
	DCF	5	5	5	5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
회사명	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068	2069	2070	2071	합계
인도 (대)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	996
한국항공우주 (십억원)	매출액	235	223	210	197	185	172	171	154	137	119	102	85	68	51	34	25,274
	기체	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	17,430
	MRO	235	223	210	197	185	172	171	154	137	119	102	85	68	51	34	7,844
	CF	35	33	32	30	28	26	26	23	20	18	15	13	10	8	5	2,571
	DCF	11	10	9	9	8	7	7	6	5	4	4	3	2	2	1	1,335
LIG넥스원	매출액	22	21	20	19	18	16	16	15	13	11	10	8	7	5	3	3,237
	완제품	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,490
	MRO	22	21	20	19	18	16	16	15	13	11	10	8	7	5	3	747
	CF	3	3	3	3	3	2	2	2	2	2	1	1	1	1	0	311
	DCF	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	168
한화테크윈	매출액	13	13	12	11	11	10	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1,942
	완제품	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,494
	MRO	13	13	12	11	11	10	10	9	8	7	6	5	4	3	2	448
	CF	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	187
	DCF	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	101

자료: 미국방부, 언론 취합, 신한금융투자 추정

Company analysis

LIG넥스원

한화테크윈

LIG 넥스원 (079550)

매수 (유지)

현재주가 (10월 30일) **74,900 원**
 목표주가 **100,000 원 (유지)**
 상승여력 **33.5%**

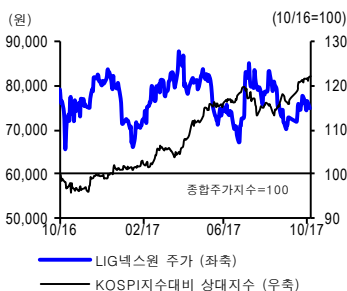
황어연

(02) 3772-3813

eyeon.hwang@shinhan.com

KOSPI	2,501.93p
KOSDAQ	689.68p
시가총액	1,647.8 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	22.0 백만주
유동주식수	10.8 백만주(49.0%)
52 주 최고가/최저가	87,800 원/65,500 원
일평균 거래량 (60 일)	85,638 주
일평균 거래액 (60 일)	6,707 백만원
외국인 지분율	19.76%
주요주주	엘아이지 외 11 인 46.59%
	GIC Private Limited 8.35%
절대수익률	3개월 -9.2%
	6개월 -7.2%
	12개월 -2.1%
KOSPI 대비	3개월 -12.9%
상대수익률	6개월 -18.2%
	12개월 -21.0%

주가차트



Kill Chain/KAMD 수혜는 2018년에도 지속

방위력 개선비 증가와 Kill Chain/KAMD 투자 확대의 최대 수혜주

국방부는 2018년 방위력 개선비를 13.5조원(+10.5% YoY)으로 증액시킬 전망이다. 그 중 Kill Chain/KAMD가 포함된 '北 핵 · WMD 위협 대비' 예산은 전년 대비 13.7% 증가한 4.3조원이 전망된다. LIG넥스원은 Kill Chain에서는 425사업(총 예산 1.0조원), 현무-3, KAMD에서는 천궁(2.2조원), 천궁PIP(0.9조원), L-SAM(1.1조원) 등 주력 감찰과 유도 무기 사업에 참여 한다. Kill Chain/KAMD內 참여율은 54.7%로 추산된다. 정부의 방위력 개선비 확대에 따른 LIG넥스원의 지속적인 수혜가 예상된다.

2018년 매출액 2.3조원(+14.1% YoY), 수주액 3.2조원(+62.6% YoY) 전망

2018년 매출액 2.3조원(+14.1% YoY), 영업이익 1,733억원(+48.6% YoY)을 전망한다. 국내 매출액은 1.9조원(+10.1% YoY) 이 예상된다. 2017년에 초도 물량만 양산된 현궁(2,313억원, +525.2% YoY)의 본격 양산이 성장을 견인할 전망이다. 해외 수출액은 4,076억원(+37.0% YoY)이 예상된다. 2015년 수주한 1.2조원 규모의 '가' 무기의 매출이 온기로 반영 예정이며 2Q17 수주한 '나' 무기, 3Q17 수주가 전망되는 '다' 무기의 매출 반영으로 큰 폭의 매출 성장이 전망된다.

수주액은 3.2조원(+62.6% YoY)이 전망된다. Kill Chain/KAMD의 수혜로 국내부문에서만 2.7조원(L-SAM 체계개발 1.1조원, 천궁 PIP 0.3조원 등)의 수주가 예정되어 있다. 해외는 2017년 초도 물량만 수주한 '나', '다' 무기의 추가 수주가 전망된다.

목표주가 100,000원, 투자의견 '매수' 유지, 기계(방산/항공우주)업종內 Top pick

목표주가 100,000원, 투자의견 '매수'를 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 6,108원에 Target PER 16.9배(2015~16년 PER 하단의 평균)를 적용했다.

투자 포인트는 1) 방위력 개선비 증가(2018~22년 연평균 +8.4%)가 견인하는 안정적인 국내 매출 성장(2017~21년 연평균 +5.3%), 2) 해외 무기사업 참여를 통한 수출 확대(2017~21년 연평균 +21.8%)다. 12개월 선행 PER 12.2배로 Valuation은 역사적 저점 수준이며 글로벌 피어 대비 40.0% 할인 받고 있다. 방산업종內 Top pick을 '유지'한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	1,903.7	112.2	104.9	83.0	4,043	59.9	26,231	25.6	14.4	3.9	17.8	3.6
2016	1,860.8	87.6	83.4	77.1	3,502	(13.4)	28,711	23.0	14.9	2.8	12.7	39.3
2017F	1,984.1	116.6	111.5	112.4	5,109	45.9	31,908	14.7	11.3	2.3	16.9	39.7
2018F	2,264.7	173.3	168.2	139.5	6,341	24.1	37,309	11.8	8.0	2.0	18.3	27.7
2019F	2,470.6	208.0	203.6	167.9	7,633	20.4	44,002	9.8	6.7	1.7	18.8	22.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

LIG넥스원의 영업실적 추이 및 전망

		1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
수주잔고 (십억원)	전체	4,225	3,913	3,526	4,529	4,111	4,070	3,918	5,435	4,563	4,529	5,435	6,402	6,827	7,448
신규수주	전체	20	162	100	1,668	0	500	400	2,271	994	1,950	3,171	3,437	3,092	3,352
매출액 (십억원)	전체	359	474	486	666	418	541	552	753	1,861	1,984	2,265	2,471	2,667	2,731
	정밀타격	285	347	356	487	306	396	404	551	1,271	1,475	1,658	1,808	1,953	1,999
	감시정찰	21	45	46	63	39	51	52	71	215	174	213	232	251	257
	항공전자전	35	51	52	72	45	58	59	81	224	210	244	266	287	294
	지휘통제	15	30	30	42	26	34	35	47	142	117	142	155	167	171
	Others	2	2	2	3	2	2	2	3	8	8	9	9	10	10
	내수	322	408	-	-	0	0	-	-	1,747	1,686	1,857	1,981	2,086	2,076
	개발매출	42	76	-	-	0	0	-	-	399	298	362	420	480	492
	양산매출	280	332	-	-	0	0	-	-	1,348	1,389	1,495	1,561	1,606	1,585
	수출	37	66	-	-	0	0	-	-	114	298	408	489	581	654
매출원가 (십억원)	전체	322	407	423	589	371	461	469	662	1,665	1,741	1,963	2,129	2,287	2,336
매출원가율 (%)		89.7	86.0	87.0	88.6	88.7	85.1	84.9	87.9	89.5	87.8	86.7	86.2	85.7	85.5
판매관리비	전체	31	35	30	30	32	34	32	31	108	126	129	134	139	142
판매관리비율 (%)		8.6	7.4	6.2	4.5	7.7	6.2	5.8	4.1	5.8	6.4	5.7	5.4	5.2	5.2
영업이익 (십억원)	전체	6	32	33	46	15	47	52	60	88	117	173	208	242	252
세전이익		6	30	32	45	13	45	50	59	83	111	168	204	237	249
순이익		5	44	26	37	13	37	41	48	77	112	140	168	195	194
매출액 증가율 (%)	YoY	(10.7)	6.5	16.1	11.7	16.7	14.1	13.6	13.2	(2.3)	6.6	14.1	9.1	8.0	2.4
	QoQ	(39.8)	32.2	2.6	36.9	(37.1)	29.3	2.1	36.4	-	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	(77.7)	43.9	47.4	183.2	145.9	47.6	56.7	30.8	(21.9)	33.1	48.6	20.0	16.2	4.5
	QoQ	(62.8)	423.1	4.2	39.6	(67.7)	214.0	10.6	16.6	-	-	-	-	-	-
영업이익률 (%)	전체	1.7	6.7	6.8	6.9	3.6	8.6	9.3	8.0	4.7	5.9	7.7	8.4	9.1	9.2
세전이익률		1.6	6.2	6.5	6.7	3.2	8.4	9.1	7.8	4.5	5.6	7.4	8.2	8.9	9.1
순이익률		1.4	9.3	5.4	5.5	3.0	6.9	7.5	6.4	4.1	5.7	6.2	6.8	7.3	7.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LIG넥스원의 주요 사업 매출 인식 추이 및 전망

	사업비	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
합계 (십억원)	-	45	391	522	912	1,288	1,583	2,163	1,950
국내 사업 (십억원)	-	45	391	436	606	569	865	1,444	1,231
Kill Chain/KAMD	-	45	391	436	569	338	552	718	504
천궁1	1,112	45	391	391	284	-	-	-	-
천궁2	1,112	-	-	45	284	284	284	213	-
천궁PIP	891	-	-	-	-	53	223	223	223
L-SAM	1,097	-	-	-	-	-	44	281	281
기타 주요 사업	-	-	-	-	37	231	313	726	726
현궁	1,139	-	-	-	37	231	231	231	231
TICN-TMMR	1,800	-	-	-	-	-	51	303	303
해궁	750	-	-	-	-	-	30	192	192
해외 사업 (십억원)	-	-	-	86	306	719	719	719	719
가	1,200	-	-	86	249	249	249	249	249
나	1,500	-	-	-	40	258	258	258	258
다	1,200	-	-	-	17	213	213	213	213

자료: 회사 자료, 국방부, 외신 취합, 신한금융투자 추정

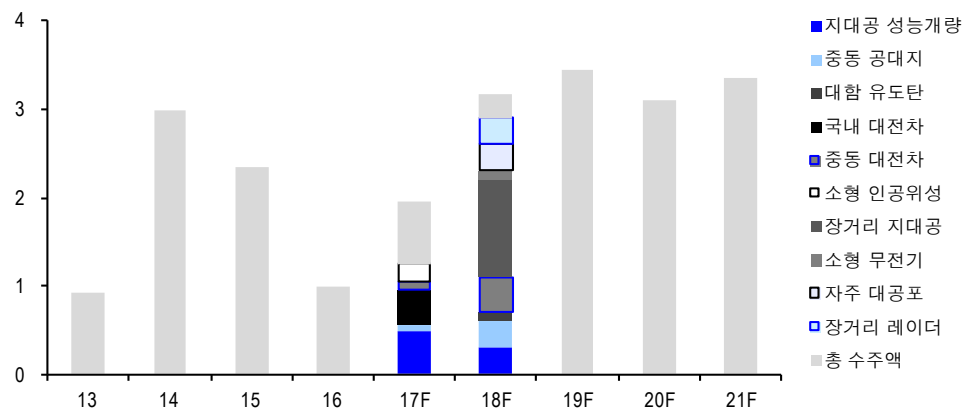
현재 진행 중인 해외 무기 사업

국가	계약의 명칭	계약금액 (십억원)	예상 계약일
A국가	나	1,500	2Q17 800억원의 초도물량 수주
	다	1,200	3Q17 1,000억원의 초도물량 수주 전망
B국가	마	1,000	-
	바	1,000	-
	사	1,000	-
	아	1,000	-
C국가	자	1,000	-
	차	500	-

자료: 외신 취합, 신한금융투자 추정

LIG넥스원 수주 추이 및 전망

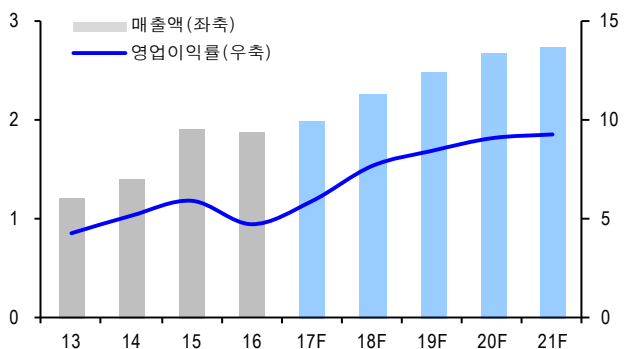
(조원)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LIG넥스원의 영업실적 추이 및 전망

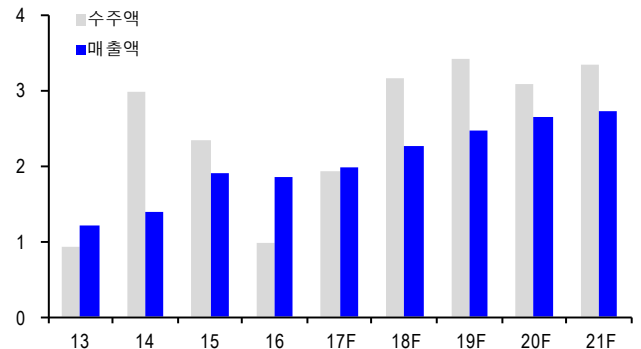
(조원)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LIG넥스원의 매출액, 수주액 추이 및 전망

(조원)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LIG넥스원의 PER Valuation

	Valuation	비고
목표주가 (원)	100,000	2015~16년 PER 하단의 평균 16.9배 적용
Target PER (배)	16.9	
현재주가 (원)	74,900	
상승여력 (%)	33.5	
12개월 선행 EPS (원)	6,033	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 2015년 10월 상장 이후 안정적인 중장기 국내 성장과 해외 수주 기대감에 대한 성장 스토리 견조로 상장 이후의 PER 하단의 평균 적용. 하단 적용 이유는 정부의 방산업체 감사 강화에 대한 악화된 섹터 반영

LIG넥스원의 PER Valuation 추이 및 전망

(배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
PER End	25.6	23.0	14.7	11.8	9.8	8.5	8.5
High	30.4	37.3	17.7	14.3	11.8	10.2	10.3
Low	15.3	18.4	12.7	10.3	8.5	7.3	7.4
Avg.	23.9	27.3	15.1	12.2	10.1	8.7	8.8

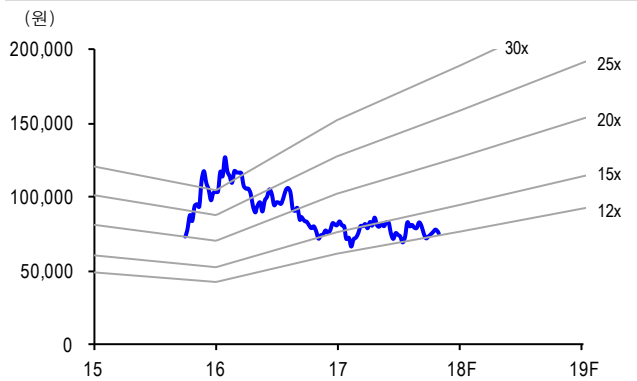
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LIG넥스원의 Global Peer Group Valuation 요약 비교

국가	회사명	시가총액 (조원)	주가상승률 (%)		PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		EPS 성장률 (%)	
			1M	YTD	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
한국	LIG넥스원	1.6	2.9	(7.0)	14.7	11.8	2.3	2.0	11.3	8.0	16.9	18.3	45.9	24.1
미국	GENERAL DYNAMICS	68.8	(0.3)	18.7	20.9	19.5	5.4	5.2	13.6	13.0	26.4	26.8	0.9	4.0
	RAYTHEON	58.6	(3.4)	27.0	23.6	21.7	4.7	4.3	14.2	13.3	20.7	21.6	0.3	7.5
	NORTHROP GRUMMAN	58.3	3.5	28.0	23.2	22.3	8.4	7.1	14.8	13.5	39.5	35.6	3.7	1.6
	L-3	16.6	0.4	24.3	21.6	20.7	2.1	2.0	13.6	12.8	14.6	14.1	(2.6)	5.2
유럽	SAFRAN	49.1	4.0	31.4	21.4	20.1	5.2	4.6	9.7	9.0	26.2	25.9	(7.9)	5.8
	BAE SYSTEMS	27.8	(6.5)	(0.2)	13.8	13.3	4.3	3.8	9.0	8.6	32.7	29.4	50.9	3.5
	THALES	24.9	(6.4)	(2.7)	18.8	16.7	3.7	3.3	8.8	8.0	19.6	20.4	4.9	13.7
평균					19.8	18.3	4.5	4.0	11.9	10.8	24.6	24.0	12.0	8.2

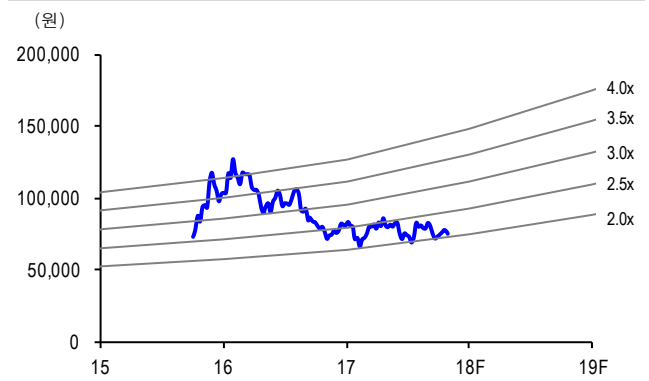
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

LIG넥스원의 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LIG넥스원의 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	1,754.3	1,791.5	1,952.0	2,110.9	2,267.1
유동자산	1,051.3	1,026.9	1,104.3	1,207.4	1,303.7
현금및현금성자산	34.9	12.3	39.7	51.4	59.1
매출채권	160.9	181.9	77.5	84.2	90.6
재고자산	96.5	128.1	171.3	186.0	200.2
비유동자산	703.0	764.5	847.7	903.5	963.4
유형자산	544.8	596.1	652.4	693.1	737.8
무형자산	82.2	81.7	87.4	102.6	117.7
투자자산	28.4	29.4	29.9	29.9	29.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,177.2	1,159.8	1,250.0	1,290.1	1,299.0
유동부채	1,145.7	1,129.8	1,055.9	1,092.3	1,097.7
단기차입금	49.9	255.8	165.0	125.0	125.0
매입채무	208.3	207.1	185.8	201.8	217.3
유동성장기부채	0.8	1.6	1.6	1.6	1.6
비유동부채	31.5	30.0	194.1	197.8	201.3
사채	0.0	0.0	149.6	149.6	149.6
장기차입금(장기금융부채 포함)	4.8	3.2	2.4	2.4	2.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	577.1	631.6	702.0	820.8	968.0
자본금	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
자본잉여금	140.7	140.7	140.7	140.7	140.7
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	326.3	380.9	451.1	570.0	717.2
지배주주지분	577.1	631.6	702.0	820.8	968.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	55.5	260.6	318.6	278.6	278.6
*순차입금(순현금)	20.6	248.3	278.8	227.2	219.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	9.0	(107.7)	100.6	190.2	157.9
당기순이익	83.0	77.1	112.4	139.5	167.9
유형자산상각비	30.7	30.1	35.5	39.3	43.3
무형자산상각비	16.6	17.5	18.2	22.8	26.3
외화환산손실(이익)	(0.4)	(0.1)	0.2	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.6	(0.6)	(0.3)	0.0	0.0
운전자본변동	(174.1)	(246.5)	(50.4)	(11.4)	(79.6)
(법인세납부)	(12.1)	(24.7)	(22.3)	(28.6)	(35.7)
기타	64.7	39.4	7.1	28.6	35.7
투자활동으로인한현금흐름	(64.9)	(99.6)	(110.4)	(117.9)	(129.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(40.9)	(82.2)	(78.6)	(80.0)	(88.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(14.1)	(16.1)	(23.5)	(37.9)	(41.4)
투자자산의감소(증가)	(10.3)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	0.4	(1.2)	(8.6)	(0.0)	(0.0)
FCF	(22.9)	(174.8)	59.8	110.5	69.7
재무활동으로인한현금흐름	86.6	184.4	37.3	(60.7)	(20.7)
차입금의증가(감소)	(51.5)	205.1	58.0	(40.0)	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(12.6)	(20.7)	(20.7)	(20.7)	(20.7)
기타	150.7	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.5	0.3	(0.0)	0.0	0.0
현금의증가(감소)	31.2	(22.6)	27.4	11.6	7.8
기초현금	3.7	34.9	12.3	39.7	51.3
기말현금	34.9	12.3	39.7	51.3	59.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,903.7	1,860.8	1,984.1	2,264.7	2,470.6
증가율 (%)	36.0	(2.3)	6.6	14.1	9.1
매출원가	1,679.3	1,664.8	1,741.5	1,962.7	2,128.6
매출총이익	224.4	196.0	242.6	301.9	342.0
매출총이익률 (%)	11.8	10.5	12.2	13.3	13.8
판매관리비	112.2	108.4	126.0	128.6	134.0
영업이익	112.2	87.6	116.6	173.3	208.0
증가율 (%)	55.8	(21.9)	33.1	48.6	20.0
영업이익률 (%)	5.9	4.7	5.9	7.7	8.4
영업외손익	(7.3)	(4.2)	(5.1)	(5.1)	(4.4)
금융손익	(5.9)	(3.4)	(5.8)	(5.1)	(4.4)
기타영업외손익	(0.8)	(1.4)	0.3	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	(0.6)	0.6	0.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	104.9	83.4	111.5	168.2	203.6
법인세비용	21.9	6.4	(0.9)	28.6	35.7
계속사업이익	83.0	77.1	112.4	139.5	167.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	83.0	77.1	112.4	139.5	167.9
증가율 (%)	64.2	(7.2)	45.9	24.1	20.4
순이익률 (%)	4.4	4.1	5.7	6.2	6.8
(지배주주)당기순이익	83.0	77.1	112.4	139.5	167.9
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	80.9	75.3	111.7	139.5	167.9
(지배주주)총포괄이익	80.9	75.3	111.7	139.5	167.9
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	159.5	135.2	170.3	235.4	277.6
증가율 (%)	39.3	(15.2)	26.0	38.2	17.9
EBITDA 이익률 (%)	8.4	7.3	8.6	10.4	11.2

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	4,043	3,502	5,109	6,341	7,633
EPS (지배순이익, 원)	4,043	3,502	5,109	6,341	7,633
BPS (자본총계, 원)	26,231	28,711	31,908	37,309	44,002
BPS (지배지분, 원)	26,231	28,711	31,908	37,309	44,002
DPS (원)	940	940	940	940	940
PER (당기순이익, 배)	25.6	23.0	14.7	11.8	9.8
PER (지배순이익, 배)	25.6	23.0	14.7	11.8	9.8
PBR (자본총계, 배)	3.9	2.8	2.3	2.0	1.7
PBR (지배지분, 배)	3.9	2.8	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA (배)	14.4	14.9	11.3	8.0	6.7
배당성향 (%)	24.9	26.8	18.4	14.8	12.3
배당수익률 (%)	0.9	1.2	1.3	1.3	1.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	8.4	7.3	8.6	10.4	11.2
영업이익률 (%)	5.9	4.7	5.9	7.7	8.4
순이익률 (%)	4.4	4.1	5.7	6.2	6.8
ROA (%)	4.9	4.3	6.0	6.9	7.7
ROE (지배순이익, %)	17.8	12.7	16.9	18.3	18.8
ROIC (%)	17.5	10.4	11.1	15.1	16.2
안정성					
부채비율 (%)	204.0	183.6	178.1	157.2	134.2
순차입금비율 (%)	3.6	39.3	39.7	27.7	22.7
현금비율 (%)	3.0	1.1	3.8	4.7	5.4
이자보상배율 (배)	17.3	21.1	19.0	29.6	39.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(14.2)	52.6	12.2	12.1	10.5
재고자산회수기간 (일)	17.5	22.0	27.5	28.8	28.5
매출채권회수기간 (일)	21.1	33.6	23.9	13.0	12.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

한화테크윈 (012450)

매수 (신규)

현재주가 (10월 30일) **38,650 원**
목표주가 50,000 원 (신규)
상승여력 29.4%

황어연

(02) 3772-3813

eoyeon.hwang@shinhan.com

KOSPI	2,501.93p
KOSDAQ	689.68p
시가총액	2,033.0 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	52.6 백만주
유동주식수	35.4 백만주(67.3%)
52 주 최고가/최저가	64,100 원/32,750 원
일평균 거래량 (60 일)	458,096 주
일평균 거래액 (60 일)	17,122 백만원
외국인 지분율	20.55%
주요주주	한화 외 2 인 32.69%
	국민연금 8.61%
절대수익률	3 개월 -2.9%
	6 개월 -25.7%
	12 개월 -39.7%
KOSPI 대비	3 개월 -6.8%
상대수익률	6 개월 -34.5%
	12 개월 -51.3%

주가차트



11월만 지나면 된다

목표주가 50,000원, 투자이견 '매수'로 커버리지 개시

1977년에 설립된 정밀기계 제작업체다. 사업별 매출 비중은 방산 51.8%, 엔진 24.1%, 시큐리티 14.6%다. 방산은 K-9 자주포, 장갑차, 레이더, 유도무기를 제작한다. 엔진사업부에서는 군용 엔진, 민항기 엔진의 부품을 제작 중이며 2015에는 P&W의 GTF 엔진 공동 개발 사업에 참여했다. 엔진사업부는 베트남 공장 증설을 통한 원가 절감과 외형 확대, GTF 엔진 RSP 참여에 따른 중장기 성장 동력 확보했다. 방산부문은 K-9 자주포의 안정적인 국내 매출과 해외 매출 확대에 지속적인 실적 성장이 예상된다.

투자이견 '매수', 목표주가 50,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 영업이익치 1.9조원에 GTF 엔진의 사업가치 0.8조원을 적용해 산정했다. 특별세무조사 결과는 11월 말 발표될 예정이다. 악재 해소 후 4Q17~2018년에는 K-9 수출 확대에 따른 호실적 전망으로 우상향하는 주가 흐름을 예상한다.

K-9 자주포와 엔진 사업의 이중주

지상방산(별도) 매출액은 2016~21년 연평균 7.7% 성장해 2021년 1.0조원, 영업이익은 연평균 15.2% 성장해 1,113억원이 전망된다. 고마진 사업인 K-9 수출 확대에 영업이익률은 2016년 7.8%에서 2021년 10.9%로 상승이 예상된다.

엔진 매출액은 2016~21년 연평균 9.1% 성장해 2021년 1.6조원이 전망된다. RSP사업에서의 이익 발생은 2031년이 전망된다. 2015~60년 순현금 유입액은 41억달러가 예상된다. LTA 매출액은 2016~21년 연평균 16.0% 성장해 2021년 1.0조원이 전망된다. 2019년에는 베트남 공장 준공(CAPA 5,000억원)에 따른 매출 성장이 예상된다.

2018년 매출액 4.5조원(+5.2% YoY), 영업이익 1,580억원(+55.4% YoY) 전망

2018년 매출액 4.5조원(+5.2% YoY), 영업이익 1,581억원(+55.4% YoY)이 예상된다. K-9 수출이 실적 성장을 견일할 전망이다. K-9 수출액은 1,742억원(+127.4% YoY)이 예상된다. 핀란드, 인도, 폴란드 2차 수출분은 온기로 반영될 예정이다. K-9 수출분은 국군용보다 마진이 10%p 높다. K-9 수출 확대에 따른 매출과 이익 성장이 예상된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	2,613.4	(59.6)	(19.1)	5.7	108	흑전	42,224	329.2	102.4	0.8	0.3	1.1
2016	3,518.9	150.7	418.5	345.2	6,498	5,917.1	44,025	6.7	12.2	1.0	15.1	24.8
2017F	4,321.2	101.8	75.4	66.1	1,251	(80.7)	40,919	30.9	14.2	0.9	2.9	50.5
2018F	4,547.6	158.1	122.6	94.9	1,805	44.2	42,723	21.4	11.0	0.9	4.3	47.3
2019F	4,931.0	220.7	185.7	143.8	2,733	51.5	45,457	14.1	8.5	0.9	6.2	41.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자

기업 소개

방산, 엔진, CCTV 등 정밀기계 제작업체

1977년에 설립된 방산제품, 엔진, CCTV 등 정밀기계 제작업체다. 방산부문에서는 K-9 자주포¹⁾를 육군에 독점 납품 중이며 2016년 4월 한화디펜스(구, 두산DST), 7월 한화시스템(구, 한화탈레스/삼성탈레스) 인수를 통해 장갑차, 레이더/정밀유도무기로의 영역을 확장 중이다. 본사 엔진사업부에서는 군용 제품 엔진, 글로벌 민항기 엔진의 부품을 제작 중이며 2015년에는 RSP²⁾ 사업 참여를 통해 P&W의 GTF 엔진을 공동 개발 중이다. 2017년 7월 물적분할을 통해 한화지상방산, 한화디펜스, 한화시스템, 한화파워시스템, 한화정밀기계까지 5개의 자회사와 손자회사(한화디펜스)를 보유하게 됐다. 사업별 매출 비중은 방산 51.8%, 엔진 24.1%, 시큐리티(CCTV) 14.6%, 한화파워시스템(산업용 압축기) 4.8%, 한화정밀기계(칩마운터) 4.6%다.

방산, 엔진 사업부 약진으로 2016~21년 매출액 연평균 9.4% 성장 전망

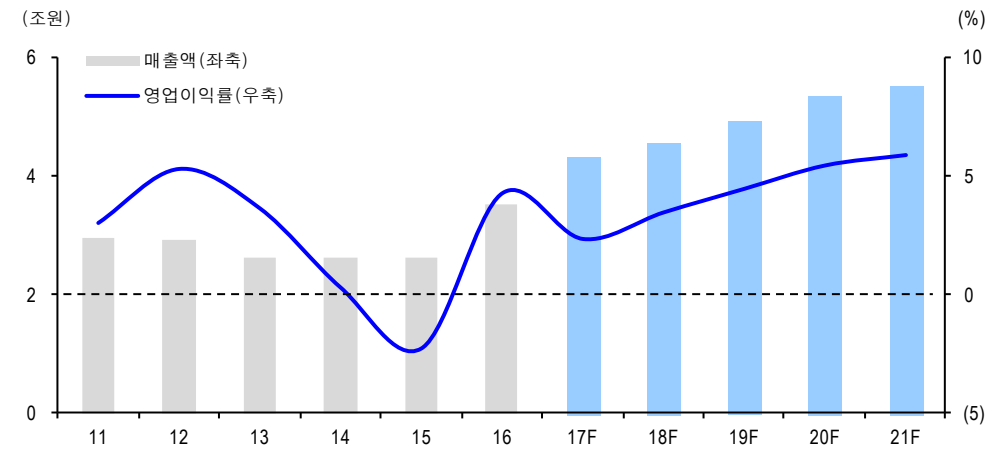
한화시스템과 한화디펜스의 인수 효과가 온기로 반영되 2017년 매출액은 전년 대비 22.8% 성장한 4.3조원이 예상된다. 1) 엔진부문은 베트남 공장 증설을 통한 원가 절감과 외형 확대, GTF 엔진 RSP 사업 참여에 따른 중장기 성장 동력 확보, 2) 방산부문은 K-9 자주포의 안정적인 국내 매출과 해외 매출 확대로 지속적인 실적 성장이 예상된다. 2016~21년 연평균 9.4%의 매출액 성장이 전망된다.

2015년 6월 (주)한화가 삼성전자로부터 한화테크윈을 인수한 이후 최대주주는 (주)한화다. (주)한화를 포함한 특수관계인의 지분율은 32.7%다. 주요주주로는 국민연금(8.6%), 미래에셋자산운용(5.0%)이 있다.

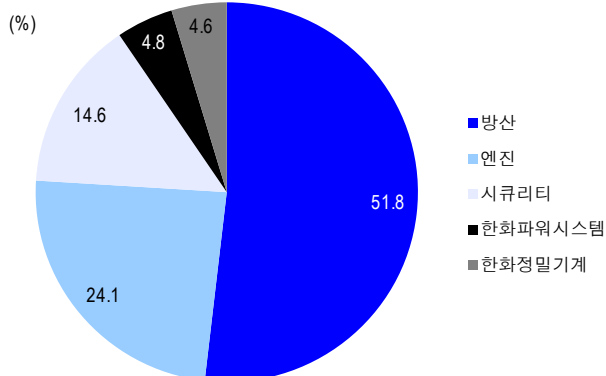
1) K-9 자주포: 세계 정상급 성능을 가진 국산 자주포. 자주포는 차량에 탑재되어 스스로 움직일 수 있는 대포

2) RSP: Risk and Revenue Sharing Program. 개발, 양산, 애프터마켓까지 사업의 위험과 수익을 참여자분만큼 배분하는 계약 방식

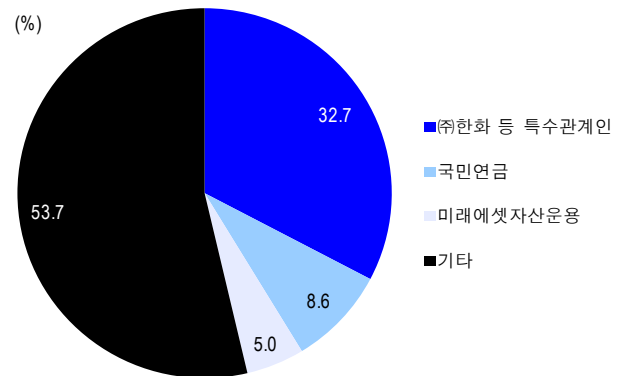
한화테크윈의 영업실적 추이 및 전망



2017년 한화테크윈의 사업부문별 매출 비중



3Q17 한화테크윈의 주요주주 현황



투자포인트

K-9 자주포 성능 대비 우수한
가격으로 유럽, 중동 수출 타진
中

1. 방산·K-9 자주포 수출 확대가 견인하는 실적 성장

2013년 러시아의 우크라이나 침공 이후 러시아와 근접한 동유럽과 북유럽 국가들은 자주포를 확충하고 있다. K-9 수출이 타진됐던 혹은 타진 중인 9개국 중 5개국이 동유럽/북유럽 국가다. 유럽 지역 외에도 향후 시리아/예멘 내전이 발발 중인 중동 지역으로 추가 수주가 전망된다.

K-9은 현존하는 자주포 중에 가장 성능이 우수하며 성능을 고려 시 가격도 저렴하다. 국군이 약 1,000여대(한국 세계 2위 자주포 보유국)를 도입하며 고정비 비율을 낮춘 결과다. 또한, 상대적으로 정치적 이해관계로부터 자유롭다. 경쟁제품인 러시아의 BMP-3, 중국 Type 90의 경우에는 저렴한 가격에도 정치적 이해관계로 인해 한국이 수출 추진 중인 국가들로의 수출이 어렵다. 러시아는 동유럽/북유럽으로의 수출이 어렵고 중국은 인도와 국경 분쟁으로 인해 수출이 불가해 보인다.

한화테크윈의 방산 주력제품 K-9 자주포



자료: 회사 자료, 신한금융투자

K-9 자주포의 글로벌 경쟁력 분석

	K-9	M2/M3 Bradley	BMP-3	Type90
개발국	한국	미국	러시아	중국
생산업체	한화테크윈	BAE Systems	Uraltransmash	Norinco
단가 (백만달러)	4.4	4.0	2.1	3.0
운용국	한국, 폴란드	미국, 한국, 이스라엘, 이란, 독일 외 다수	러시아, 우크라이나, 아제르바이잔, 벨라루스 외 4개국	중국, 쿠웨이트, 사우디, 알제리 외
길이x폭x높이 (m)	12.0 x 3.5 x 3.4	9.1 x 3.2 x 3.3	11.9 x 3.6 x 3.0	11.2 x 3.2 x 2.6
포구경 (mm)	155	155	152	155
최대사거리	40.5	18.0	28.5	39.0
최대발사속도 (rpm)	7	4	8	5
사격지속률 (rpm)	3	1	4	2

자료: 산업연구원, 신한금융투자

**지상방산(별도) K-9 수출 확대로
2021년까지 매출액 연평균
7.7%, 영업이익 15.2% 성장
전망**

지상방산(별도) 매출액은 2016~21년 연평균 7.7% 성장해 2021년 1.0조원, 영업이익은 연평균 15.2% 성장해 1,113억원이 전망된다. K-9 수출 확대(수출 매출 비중 11.6% → 50.0%)로 영업이익률은 2016년 7.8%에서 2021년 10.9%로 상승이 예상된다. 2017년 12월 노르웨이와 에스토니아로 수주로 2018년 K-9 수출액은 1,742억원(+127.4% YoY)으로 증가가 전망된다. 2018년에는 이집트와 터키, 2019년에는 중동국 수주를 전망한다.

**한화시스템 TICN 사업 본격화로
2021년까지 연평균 5.2%의
꾸준한 매출 성장 전망**

지상방산의 자회사인 한화디펜스의 주력 양산 제품은 K-21¹⁾, 비호복합²⁾, 천무³⁾다. K-21은 2017년, 비호복합은 2018년 양산 종료에 예정되어 있다. 주요 무기 양산 종료에 따른 매출 감소가 2020년까지 진행될 예정이다. 비호복합은 2019~20년을 목표로 수출을 추진 중이다.

- 1) K-21: 한국군 차기 보병전투장갑차량
2) 비호복합: 30mm 자주대공포 비호체계에 휴대용 지대공유도탄 신공을 탑재 결합한 장비
3) 천무: 한국군 차기 다연장 로켓포
4) TICN: 전술정보통신체계 사업. 군의 지휘통제 및 무기체계를 유무선으로 연결하는 군용

한화시스템은 레이더, 유도무기에 특화된 방산업체다. 주요 경쟁업체로는 LIG넥스원이 있다. 정부는 2014~22년 TICN⁴⁾ 사업에 5.4조원을 투자할 예정이다. 한화시스템은 그 중 2.4조원 규모의 망관리·교환접속체계/소용량 무선전송체계/전술이동 통신체계/보안관제체계를 담당하고 있다. TICN 사업 진행으로 매출액은 2016~21년 연평균 5.2% 성장해 2021년 1.1조원이 전망된다.

한화테크윈의 방산부문 품목별 매출액 추이 및 전망

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
방산부문(연결) 매출액 (십억원)	873.7	751.3	643.5	643.6	704.0	1,464.0	2,237.9	2,366.8	2,550.4	2,776.9	2,726.7
YoY (%)	-	(14.0)	(14.4)	0.0	9.4	107.9	52.9	5.8	7.8	8.9	(1.8)
내수	797.4	678.5	602.2	640.6	694.9	1,381.3	2,160.2	2,192.6	2,229.3	2,304.5	2,209.4
YoY (%)	-	(14.9)	(11.2)	6.4	8.5	98.8	56.4	1.5	1.7	3.4	(4.1)
수출	76.3	72.8	41.2	3.0	9.1	82.7	77.7	174.2	321.1	472.4	517.4
YoY (%)	-	(4.6)	(43.4)	(92.8)	208.8	806.3	(6.0)	124.2	84.3	47.1	9.5
지상방산(별도) 매출액 (십억원)	873.7	751.3	643.5	643.6	704.0	714.7	719.3	828.2	986.9	1,150.5	1,034.3
YoY (%)	-	(14.0)	(14.4)	0.0	9.4	1.5	0.6	15.1	19.2	16.6	(10.1)
내수	797.4	678.5	602.2	640.6	694.9	632.0	642.7	653.9	665.7	678.1	516.9
YoY (%)	-	(14.9)	(11.2)	6.4	8.5	(9.1)	1.7	1.7	1.8	1.9	(23.8)
K-9	348.4	348.4	348.4	348.4	348.4	348.4	348.4	348.4	348.4	348.4	174.2
K-10	69.7	69.7	69.7	69.7	69.7	69.7	69.7	69.7	69.7	69.7	69.7
기타+MRO	379.4	260.5	184.2	222.6	276.9	214.0	224.7	235.9	247.7	260.1	273.1
수출	-	-	-	-	-	-	76.6	174.2	321.1	472.4	517.4
YoY (%)	-	-	-	-	-	-	-	127.4	84.3	47.1	9.5
폴란드 1차	-	-	-	19.4	44.4	19.4	-	-	-	-	-
핀란드	-	-	-	-	-	-	14.9	23.1	23.1	23.1	23.1
인도 L&T	-	-	-	-	-	-	37.3	71.4	71.4	71.4	71.4
폴란드 2차	-	-	-	-	-	-	24.5	44.7	44.7	44.7	44.7
노르웨이	-	-	-	-	-	-	-	17.5	27.5	27.5	27.5
에스토니아	-	-	-	-	-	-	-	17.5	27.5	27.5	27.5
이집트	-	-	-	-	-	-	-	-	87.5	137.5	137.5
터키	-	-	-	-	-	-	-	-	39.4	61.9	61.9
'가'	-	-	-	-	-	-	-	-	-	39.4	61.9
'나'	-	-	-	-	-	-	-	-	-	39.4	61.9
한화디펜스 매출액 (십억원)	911.0	650.3	538.1	615.6	693.2	769.7	614.7	580.7	557.7	570.3	583.5
YoY (%)	-	(28.6)	(17.3)	14.4	12.6	11.0	(20.1)	(5.5)	(4.0)	2.3	2.3
K-21	-	-	-	27.2	16.0	13.2	10.4	-	-	-	-
비호복합(K-30 SAM)	-	-	-	-	25.0	70.0	70.0	35.0	-	-	-
K-239 천무	-	-	-	-	135.0	306.0	306.0	306.0	306.0	306.0	306.0
MRO+발사시스템	-	-	-	-	-	380.5	228.3	239.7	251.7	264.3	277.5
한화시스템 매출액 (십억원)	562.0	510.8	617.6	678.4	717.8	860.5	902.0	957.9	1,005.8	1,056.1	1,108.9
YoY (%)	-	(9.1)	20.9	9.8	5.8	19.9	4.8	6.2	5.0	5.0	5.0
TICN	-	-	-	-	-	166.3	300.0	355.9	355.9	355.9	355.9
기타	-	-	-	-	-	694.2	602.0	602.0	649.9	700.2	753.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 한화디펜스 2016년 4월, 한화시스템 2016년 7월 인수

엔진 사업 매출액 2016~21년
연평균 9.1% 성장해 2021년
1.6조원 전망

LTA 매출액 베트남 공장 준공
으로 매출액 2016~21년 연평균
16.0% 성장 전망

2. 엔진: RSP 비용 인식에도 지속될 실적 성장

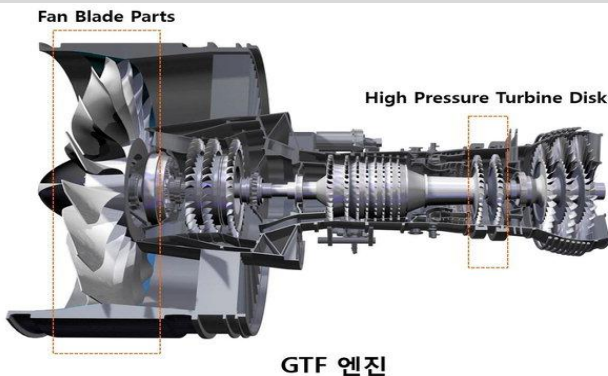
엔진 사업 매출액은 2016~21년 연평균 9.1% 성장해 2021년 1.6조원이 전망된다. 엔진 사업은 RSP, LTA¹⁾, 국군용 내수제품으로 구성된다. RSP 사업은 2015년 P&W사와 체결한 GTF 엔진 공동개발사업이다. RSP사업 참여에 따른 순현금 유입액은 2015~60년 41억달러가 전망다. 엔진사업은 초기 10년간은 개발, 생산설비 투자, 마케팅으로 많은 비용이 투입되지만 이후 30년간은 고마진인 A/S 부품 사업을 통해 자금을 회수하는 사업이다. 엔진 생애 주기에서 완제품 구매 비용이 1이라면 A/S 비용은 7~8정도로 추산된다.

GTF 엔진은 기존 엔진 대비 16% 효율적인 단일복도 항공기용 엔진이다. 개발 비용은 10억달러가 투입되었다. GTF 엔진은 봄바르디어 C시리즈, 엠브래어, 미츠비시 항공기에 독점 공급될 예정이다. 에어버스의 차세대 기종인 A320 NEO 납품은 GE사의 LEAP 엔진과 경쟁할 전망이다. 글로벌 단일복도 항공기 선대는 2016년 15만대에서 2036년 32만대로 증가가 예상된다. 전체 선대 47만대 중 68.6%(+4.6%p)가 단일 복도 항공기로 구성될 전망이다. GTF 엔진은 2015~25년까지는 매년 700억원의 비용이 반영된 뒤 2031년부터는 이익이 창출될 전망이다. GTF 엔진 사업의 가치는 0.8조원으로 평가된다.

- 1) LTA: Long Term Agreement. 적장 마진 이보장되는 장기 공급 계약
2) Kill Chain: 북한의 핵, 미사일 위협에 대응해 선제 타격하는 체제 개념
3) KAMD: 발사된 북한의 핵, 미사일을 공중에서 요격하는 개념

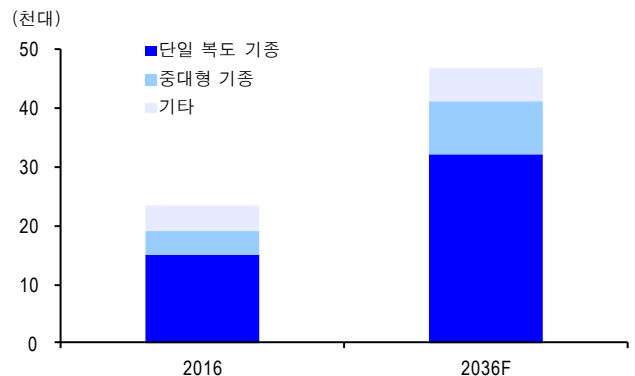
LTA 매출액은 2016~21년 연평균 16.0% 성장해 2021년 1.0조원이 전망된다. 2019년에는 베트남 1공장(2공장까지 증설 예정 각각 CAPA 4~5,000억원) 준공이 예정되어 있어 원가 절감과 매출 성장이 전망된다. 국군에 납품되는 내수용 엔진은 2016년 FA-50의 양산 종료로 2017년에는 전년 대비 8.6%의 매출 감소가 전망된다. 다만 Kill Chain²⁾/KAMD³⁾로 미사일 양산 증가로 2018년부터는 매출 반등이 전망된다.

GTF 엔진 사진



자료: 회사 자료, 신한금융투자

글로벌 항공기 선대 전망



자료: Boeing, 신한금융투자

한화테크윈 엔진사업부의 매출액 추이 및 전망

	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
매출액	759.2	829.4	864.2	1,050.8	1,042.5	1,105.0	1,272.5	1,444.6	1,621.8
YoY (%)	-	9.2	4.2	21.6	(0.8)	6.0	15.2	13.5	12.3
내수 (십억원)	449.6	473.1	475.4	542.3	495.8	517.0	539.8	563.7	588.8
KUH 엔진(한국항공우주의 15.9%)	90.6	70.9	63.9	95.3	61.8	61.3	61.3	61.3	61.3
FA-50 엔진(한국항공우주의 21.9%)	41.6	83.2	89.8	33.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타(미사일+MRO+기타)	317.3	319.0	321.6	413.3	434.0	455.7	478.5	502.4	527.5
수출 (십억원)	309.6	356.3	388.8	508.4	546.7	588.0	732.7	880.9	1,032.9
LTA	309.6	356.3	388.8	478.4	516.7	558.0	702.7	850.9	1,002.9
창원	309.6	356.3	388.8	478.4	516.7	558.0	602.7	650.9	702.9
베트남 1공장	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	200.0	300.0
베트남 2공장	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
RSP	0.0	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

영업실적

2018년 매출액 4.5조원(+5.2% YoY), 영업이익 1,580억원(+55.4% YoY) 전망

2018년 K-9 수출액 1,742억원
으로 전년 대비 127.4% 증가
전망

2018년 매출액 4.5조원(+5.2% YoY), 영업이익 1,581억원(+55.4% YoY)이 전망된다. K-9 자주포 수출이 실적 성장을 견일할 전망이다. 2018년 K-9 수출액은 1,742억원으로 전년 대비 127.4% 증가가 예상된다. 핀란드, 인도, 폴란드 2차 수출분이 온기로 반영될 예정이다. 12월 노르웨이, 에스토니아 수출 시 초도 물량 납품에 따른 추가 매출 성장도 가능하다. K-9 수출분은 국군 납품용보다 마진이 10%p 높다. K-9 수출 확대에 따른 매출과 이익 성장이 예상된다.

한화테크윈의 영업실적 추이 및 전망

		1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
매출액 (십억원)	전체	774.3	1,036.3	1,121.1	1,389.4	840.3	1,107.6	1,183.9	1,415.8	3,518.9	4,321.2	4,547.6	4,931.0	5,363.0	5,524.4
	한화테크윈(본사)	357.9	402.8	416.1	500.3	376.8	421.8	436.9	524.7	1,688.7	1,677.1	1,760.3	1,947.5	2,140.1	2,338.3
	엔진	221.0	234.6	255.6	331.3	234.3	248.6	271.6	350.6	1,050.8	1,042.5	1,105.0	1,272.5	1,444.6	1,621.8
	내수	104.3	113.8	103.1	174.7	108.7	118.7	107.5	182.1	542.3	495.8	517.0	539.8	563.7	588.8
	수출	116.7	120.8	152.6	156.6	125.5	129.9	164.1	168.5	508.4	546.7	588.0	732.7	880.9	1,032.9
	시큐리티	136.7	166.4	158.7	167.2	140.8	171.4	163.4	172.2	637.8	628.9	647.8	667.2	687.2	707.9
	로봇	0.2	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	0.1	5.6	7.5	7.8	8.2	8.6
	방산부문	337.3	494.5	629.1	777.0	381.7	540.7	668.9	775.6	1,464.0	2,237.9	2,366.8	2,550.4	2,776.9	2,726.7
	지상방산(별도)	110.5	187.7	178.7	242.4	151.8	234.5	210.1	231.7	714.7	719.3	828.2	986.9	1,150.5	1,034.3
	내수	106.4	187.7	163.7	184.9	108.3	191.0	166.5	188.2	632.0	642.7	653.9	665.7	678.1	516.9
	수출	4.1	0.0	15.0	57.5	43.6	43.6	43.6	43.6	82.7	76.6	174.2	321.1	472.4	517.4
	한화디펜스	92.0	152.1	167.5	203.1	86.9	143.7	158.2	191.9	532.0	614.7	580.7	557.7	570.3	583.5
	한화시스템	134.6	153.0	283.0	331.4	142.9	162.5	300.5	351.9	217.3	902.0	957.9	1,005.8	1,056.1	1,108.9
	한화파워시스템	23.5	67.7	37.6	78.7	24.2	69.7	38.7	81.0	197.0	207.4	213.7	220.1	226.7	233.5
	한화정밀기계	55.9	73.1	38.3	33.5	57.5	75.3	39.4	34.5	169.3	200.7	206.8	213.0	219.4	225.9
영업이익 (십억원)	전체	11.2	23.2	8.8	58.5	20.2	36.8	47.6	53.5	150.7	101.8	158.1	220.7	293.1	326.2
	한화테크윈(본사)	12.4	1.4	(18.1)	21.6	6.1	1.4	12.8	17.0	74.5	17.3	37.2	63.1	90.9	120.7
	엔진	17.0	5.2	(23.4)	18.4	3.7	4.9	6.7	13.0	60.5	17.2	28.3	51.3	76.2	102.9
	시큐리티	(0.2)	0.8	10.1	8.0	7.2	1.3	10.8	8.8	33.9	18.7	28.1	31.0	34.0	37.1
	로봇	(4.4)	(4.6)	(4.8)	(4.8)	(4.8)	(4.8)	(4.8)	(4.8)	(19.9)	(18.6)	(19.3)	(19.3)	(19.3)	(19.3)
	방산부문	2.2	13.7	32.5	44.1	9.5	23.2	40.3	43.6	104.3	92.5	116.6	151.9	195.0	196.7
	지상방산(별도)	1.4	9.7	10.7	13.5	8.6	19.4	17.0	11.3	55.8	35.3	56.3	87.7	121.5	113.1
	한화디펜스	2.3	5.8	7.6	10.7	1.7	4.7	6.4	9.1	35.0	26.5	21.8	18.7	20.4	22.2
	한화시스템	(1.5)	(1.8)	14.2	19.9	(0.7)	(0.9)	16.9	23.3	13.5	30.7	38.6	45.5	53.1	61.3
	한화파워시스템	(7.1)	(2.2)	0.8	2.0	0.6	1.7	1.0	2.3	(12.6)	(6.5)	5.6	6.4	7.3	8.2
	한화정밀기계	3.7	10.0	(6.4)	(9.2)	4.0	10.5	(6.4)	(9.3)	(16.7)	(1.8)	(1.3)	(0.7)	(0.0)	0.6
순이익 (십억원)	전체	9.9	17.1	0.6	38.4	8.8	21.7	29.9	34.6	345.2	66.1	94.9	143.8	200.6	227.4
영업이익률 (%)	전체	1.4	2.2	0.8	4.2	2.4	3.3	4.0	3.8	4.3	2.4	3.5	4.5	5.5	5.9
	한화테크윈(본사)	3.5	0.3	(4.4)	4.3	1.6	0.3	2.9	3.2	4.4	1.0	2.1	3.2	4.2	5.2
	엔진	7.7	2.2	(9.1)	5.6	1.6	2.0	2.5	3.7	5.8	1.7	2.6	4.0	5.3	6.3
	시큐리티	(0.1)	0.5	6.3	4.8	5.1	0.8	6.6	5.1	5.3	3.0	4.3	4.6	4.9	5.2
	로봇	(2.00)	(255.6)	(267.6)	(267.6)	(267.6)	(254.9)	(254.9)	(254.9)	(19.900)	(332.7)	(257.9)	(245.6)	(233.9)	(222.8)
	방산부문	0.7	2.8	5.2	5.7	2.5	4.3	6.0	5.6	7.1	4.1	4.9	6.0	7.0	7.2
	지상방산(별도)	1.3	5.2	6.0	5.6	5.6	8.3	8.1	4.9	7.8	4.9	6.8	8.9	10.6	10.9
	한화디펜스	2.5	3.8	4.6	5.3	1.9	3.3	4.0	4.7	6.6	4.3	3.8	3.4	3.6	3.8
	한화시스템	(1.1)	(1.2)	5.0	6.0	(0.5)	(0.6)	5.6	6.6	6.2	3.4	4.0	4.5	5.0	5.5
	한화파워시스템	(30.2)	(3.2)	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5	2.8	(6.4)	(3.1)	2.6	2.9	3.2	3.5
	한화정밀기계	6.6	13.7	(16.7)	(27.4)	6.9	14.0	(16.4)	(27.1)	(9.9)	(0.9)	(0.6)	(0.3)	(0.0)	0.3
순이익률 (%)	전체	1.3	1.7	0.1	2.8	1.0	2.0	2.5	2.4	9.8	1.5	2.1	2.9	3.7	4.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

Valuation

목표주가 50,000원 제시

: 영업가치 1.9조원

+ GTF 사업가치 0.8조원

투자자의견 '매수', 목표주가는 50,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 본업의 영업가치에 GTF 엔진 사업가치를 합산해 산출했다. 영업가치는 12개월 선행 순이익에 글로벌 피어 평균 PER 20.7배를 적용한 1.9조원이다. GTF 엔진의 사업가치는 7,775억원이다. GTF 엔진 사업의 순현금 유입액의 현재가치(할인율 5.5% 적용)를 계산했다.

한화테크윈은 현재 국세청의 특별세무조사가 진행 중이다. 세무조사 결과는 11월 말 발표 예정이다. 3분기 실적은 GTF 사업에서의 500억원의 비용 반영으로 부진할 전망이다. 4분기에는 2016년에 수주한 폴란드 K-9 자주포의 매출 반영과 GTF 사업 비용 반영이 없어 호실적이 전망된다. 2018년에는 K-9 수출액(1,742억원, +127.4% YoY) 성장에 따른 매출과 이익 성장이 예상된다. 10~11월에는 악재가 있지만 12월부터는 4분기 호실적과 12월 노르웨이, 에스토니아 수출 기대감으로 우상향하는 주가 흐름이 예상된다.

한화테크윈의 목표주가 산출 - 50,000원

	목표주가 산출	비고
목표주가 [(A + B) / C] (원)	50,245	
발행주식수 [C] (천주)	52,600	
합산 기업가치 [A + B] (십억원)	2,643	
영업가치 [A] (십억원)	1,865	
12개월 선행 순이익	90	
Target PER (배)	20.7	2018년 글로벌 피어 평균 PER 적용
GTF 사업가치 [B] (십억원)	778	GTF사업의 순현금유입에 할인율 5.5% 적용

자료: 신한금융투자 추정

한화테크윈의 PER Valuation - 목표주가 50,000원

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Target Price (원)	-	-	-	-	-	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
Target PER (배)	-	-	-	-	-	7.7	40.0	27.7	18.3	13.1	11.6
주가 (원)	53,200	59,700	54,400	23,850	35,550	43,450	38,650	38,650	38,650	38,650	38,650
상승여력 (%)	-	-	-	-	-	-	-	29.4	-	-	-
PER (End) (배)	12.2	24.2	21.8	(10.7)	329.2	6.7	30.9	21.4	14.1	10.1	8.9
PER (High)	24.6	32.8	28.5	(26.8)	387.5	10.6	42.9	29.8	19.6	14.1	12.4
PER (Low)	11.3	21.2	21.1	(10.5)	196.8	4.7	25.7	17.8	11.8	8.4	7.4
PER (Avg)	16.8	26.7	25.1	(20.6)	282.0	7.4	34.5	23.9	15.8	11.3	10.0
EPS (원)	4,346	2,466	2,494	(2,236)	108	6,498	1,251	1,805	2,733	3,814	4,324
YoY (%)	-	(43.2)	1.1	적전	흑전	5,917.1	(80.7)	44.2	51.5	39.5	13.4
BPS (원)	29,923	29,655	32,056	30,891	42,224	44,025	40,919	42,723	45,457	49,270	53,594
ROE (%)	16.2	8.3	8.1	(7.1)	0.3	15.1	2.9	4.3	6.2	8.1	8.4
당기순이익 (십억원)	230.9	131.0	132.5	(118.8)	5.7	345.2	66.1	94.9	143.8	200.6	227.4
자본총계	1,589.8	1,575.6	1,703.2	1,641.2	2,243.4	2,339.0	2,152.3	2,247.3	2,391.0	2,591.6	2,819.1

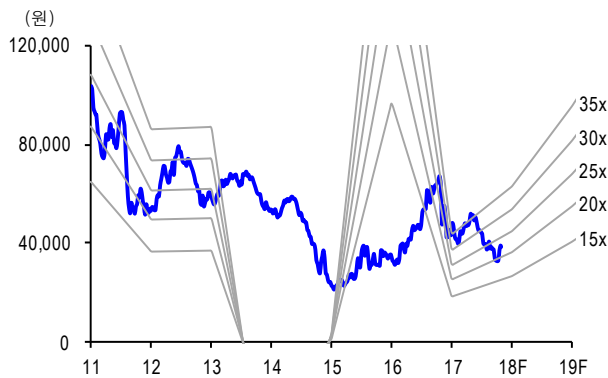
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한화테크윈의 Global Peer Group Valuation 요약 비교

국가	회사명	시가총액 (조원)	주가상승률 (%)		PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		EPS 성장률 (%)	
			1M	YTD	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
한국	한국항공우주	5.5	28.4	(16.3)	98.3	21.4	4.0	3.5	32.7	14.5	4.0	17.5	(79.0)	359.4
	한화테크윈	2.0	16.4	(11.0)	30.9	21.4	0.9	0.9	14.2	11.0	2.9	4.3	(80.7)	44.2
	LIG넥스원	1.6	2.9	(7.0)	14.7	11.8	2.3	2.0	11.3	8.0	16.9	18.3	45.9	24.1
	현대로템	1.6	7.3	4.7	42.4	17.8	1.1	1.1	13.8	10.6	2.7	6.1	74.5	137.7
	평균				46.6	18.1	2.1	1.9	18.0	11.0	6.6	11.6	(9.8)	141.4
미국	UNITED TECHNOLOGIES	106.9	2.6	8.6	18.0	17.4	3.2	2.8	10.7	10.4	18.6	17.6	4.6	3.3
	LOCKHEED MARTIN	99.3	(0.7)	23.2	23.7	22.9	49.8	36.4	14.2	13.8	235.2	315.2	(28.7)	1.1
	GENERAL DYNAMICS	68.8	(0.3)	18.7	20.9	19.5	5.4	5.2	13.6	13.0	26.4	26.8	0.9	4.0
	RAYTHEON	58.6	(3.4)	27.0	23.6	21.7	4.7	4.3	14.2	13.3	20.7	21.6	0.3	7.5
	NORTHROP GRUMMAN	58.3	3.5	28.0	23.2	22.3	8.4	7.1	14.8	13.5	39.5	35.6	3.7	1.6
	평균				21.9	20.8	14.3	11.2	13.5	12.8	68.1	83.4	(3.8)	3.5
유럽	SAFRAN	49.0	3.9	31.2	21.4	20.1	5.2	4.5	9.7	9.0	26.2	25.9	(7.9)	5.8
	BAE SYSTEMS	27.7	(7.0)	(0.7)	13.7	13.2	4.3	3.8	8.9	8.6	32.7	29.4	50.9	3.5
	THALES	25.0	(6.1)	(2.3)	18.9	16.7	3.7	3.3	8.9	8.1	19.6	20.4	4.9	13.7
	LEONARDO-F	11.4	(5.2)	12.7	13.4	12.5	1.8	1.6	6.6	6.3	12.8	13.1	37.1	(0.8)
	RHEINMETALL	5.8	6.8	59.9	18.9	15.8	2.3	2.1	7.7	6.9	13.1	14.3	14.7	19.8
	평균				17.3	15.7	3.5	3.1	8.3	7.8	20.9	20.6	19.9	8.4
아시아	ASELSAN	9.7	23.4	155.4	28.6	25.9	7.0	5.6	31.9	24.9	26.4	27.2	46.5	13.0
	BHARAT	7.5	7.7	40.3	25.4	22.0	4.9	4.3	20.8	18.2	19.4	19.7	23.0	15.4
	ELBIT	7.3	2.6	48.0	26.1	23.7	3.7	3.3	15.8	14.9	14.0	14.0	4.3	8.5
	CHINA AVIONICS SYS	4.5	(6.3)	(18.0)	48.5	41.0	4.1	3.8	25.9	23.3	9.1	9.9	26.0	17.3
	AVICHINA I&T	3.9	(3.8)	(15.0)	18.5	15.9	1.5	1.4	9.4	8.2	8.9	9.4	12.1	16.9
	평균				29.4	25.7	4.2	3.7	20.8	17.9	15.6	16.0	22.4	14.2
평균					27.9	20.2	6.2	5.1	15.0	12.4	28.9	34.0	8.1	36.6

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

한화테크윈의 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

한화테크윈의 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	4,107.9	5,652.4	6,163.0	6,373.4	6,664.4
유동자산	1,998.0	2,780.2	3,258.9	3,413.2	3,650.0
현금및현금성자산	142.7	257.4	160.5	170.6	223.8
매출채권	441.9	893.9	1,070.4	1,120.2	1,183.7
재고자산	568.8	768.8	1,072.1	1,122.0	1,185.5
비유동자산	2,109.9	2,872.2	2,904.0	2,960.2	3,014.4
유형자산	844.9	1,360.1	1,446.3	1,521.6	1,593.8
무형자산	228.6	926.8	921.2	901.3	882.3
투자자산	1,006.8	477.4	429.6	430.4	431.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,862.8	3,311.7	4,008.8	4,123.6	4,269.8
유동부채	1,351.6	1,968.6	2,477.6	2,566.5	2,679.7
단기차입금	211.6	326.8	563.9	563.9	563.9
매입채무	162.6	371.2	359.3	376.0	397.3
유동성장기부채	152.3	32.9	3.6	3.6	3.6
비유동부채	511.2	1,343.1	1,531.3	1,557.2	1,590.2
사채	99.6	418.7	418.9	418.9	418.9
장기차입금(장기금융부채 포함)	58.2	407.6	555.8	555.8	555.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,245.1	2,340.8	2,154.1	2,249.8	2,394.6
자본금	265.7	265.7	265.7	265.7	265.7
자본잉여금	188.5	188.5	188.5	188.5	188.5
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	773.5	534.9	303.6	303.6	303.6
이익잉여금	1,015.7	1,350.0	1,394.6	1,489.5	1,633.3
지배주주지분	2,243.3	2,339.1	2,152.3	2,247.3	2,391.0
비지배주주지분	1.8	1.7	1.8	2.5	3.6
*총차입금	521.7	1,186.3	1,542.3	1,542.3	1,542.3
*순차입금(순현금)	24.2	580.4	1,088.2	1,064.5	993.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	(37.5)	196.1	(64.8)	204.5	260.6
당기순이익	6.2	345.9	66.8	95.6	144.8
유형자산상각비	42.1	49.4	87.7	104.7	116.8
무형자산상각비	36.2	36.9	30.9	19.9	19.0
외화환산손실(이익)	(1.7)	0.1	(3.6)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.4	(0.1)	0.2	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(47.0)	(78.0)	(1.5)	0.0	0.0
운전자본변동	(77.7)	(15.9)	(206.4)	(15.7)	(20.1)
(법인세납부)	(12.5)	(58.7)	(76.9)	(27.0)	(40.9)
기타	16.5	(83.5)	38.0	27.0	41.0
투자활동으로인한현금흐름	177.6	(718.3)	(362.7)	(194.5)	(207.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(41.9)	(89.1)	(177.2)	(180.0)	(189.0)
유형자산의감소	4.5	1.2	1.1	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(18.9)	(67.9)	(39.9)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	448.2	(623.9)	(193.3)	(0.8)	(1.0)
기타	(214.3)	61.4	46.6	(13.7)	(17.4)
FCF	(158.2)	67.0	(300.5)	23.3	62.1
재무활동으로인한현금흐름	(91.8)	637.9	330.3	0.0	0.0
차입금의증가(감소)	(91.2)	653.9	355.3	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	(25.0)	0.0	0.0
배당금	(0.6)	(15.9)	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.1	(1.0)	0.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	48.4	114.7	(96.9)	10.1	53.2
기초현금	94.3	142.7	257.4	160.5	170.6
기말현금	142.7	257.4	160.5	170.6	223.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,613.4	3,518.9	4,321.2	4,547.6	4,931.0
증가율 (%)	(0.1)	34.6	22.8	5.2	8.4
매출원가	2,096.6	2,802.5	3,655.5	3,950.5	4,239.2
매출총이익	516.8	716.4	665.7	597.1	691.8
매출총이익률 (%)	19.8	20.4	15.4	13.1	14.0
판매관리비	576.4	565.7	563.9	438.9	471.0
영업이익	(59.6)	150.7	101.8	158.1	220.7
증가율 (%)	N/A	N/A	(32.5)	55.4	39.6
영업이익률 (%)	(2.3)	4.3	2.4	3.5	4.5
영업외손익	40.4	267.8	(26.4)	(35.5)	(35.0)
금융손익	(22.4)	(19.9)	(25.2)	(35.5)	(35.0)
기타영업외손익	8.0	280.5	(2.8)	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	54.8	7.2	1.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	(19.1)	418.5	75.4	122.6	185.7
법인세비용	(25.4)	72.6	8.6	27.0	40.9
계속사업이익	6.2	345.9	66.8	95.6	144.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	6.2	345.9	66.8	95.6	144.8
증가율 (%)	N/A	5,438.9	(80.7)	43.2	51.5
순이익률 (%)	0.2	9.8	1.5	2.1	2.9
(지배주주)당기순이익	5.7	345.2	66.1	94.9	143.8
(비지배주주)당기순이익	0.5	0.6	0.7	0.7	1.1
총포괄이익	602.7	112.2	(161.0)	95.6	144.8
(지배주주)총포괄이익	602.1	111.6	(160.1)	94.8	143.6
(비지배주주)총포괄이익	0.5	0.6	(0.9)	0.8	1.2
EBITDA	18.7	237.0	220.3	282.8	356.6
증가율 (%)	(78.7)	1,167.4	(7.0)	28.3	26.1
EBITDA 이익률 (%)	0.7	6.7	5.1	6.2	7.2

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

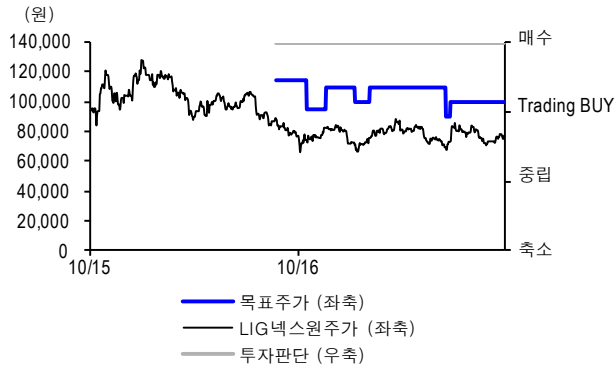
주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	118	6,510	1,264	1,818	2,754
EPS (지배순이익, 원)	108	6,498	1,251	1,805	2,733
BPS (자본총계, 원)	42,257	44,057	40,953	42,771	45,525
BPS (지배지분, 원)	42,224	44,025	40,919	42,723	45,457
DPS (원)	300	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	302.5	6.7	30.6	21.3	14.0
PER (지배순이익, 배)	329.2	6.7	30.9	21.4	14.1
PBR (자본총계, 배)	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8
PBR (지배지분, 배)	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (배)	102.4	12.2	14.2	11.0	8.5
배당성향 (%)	277.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	0.7	6.7	5.1	6.2	7.2
영업이익률 (%)	(2.3)	4.3	2.4	3.5	4.5
순이익률 (%)	0.2	9.8	1.5	2.1	2.9
ROA (%)	0.2	7.1	1.1	1.5	2.2
ROE (%)	0.3	15.1	2.9	4.3	6.2
ROIC (%)	9.3	2.6	2.6	3.8	5.1
안정성					
부채비율 (%)	83.0	141.5	186.1	183.3	178.3
순차입금비율 (%)	1.1	24.8	50.5	47.3	41.5
현금비율 (%)	10.6	13.1	6.5	6.6	8.4
이자보상배율 (배)	(3.6)	7.1	2.9	3.9	5.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	5.6	5.9	5.4	4.6	4.8
재고자산회수기간 (일)	76.5	69.4	77.7	88.0	85.4
매출채권회수기간 (일)	64.9	69.3	83.0	87.9	85.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자의견 및 목표주가 추이

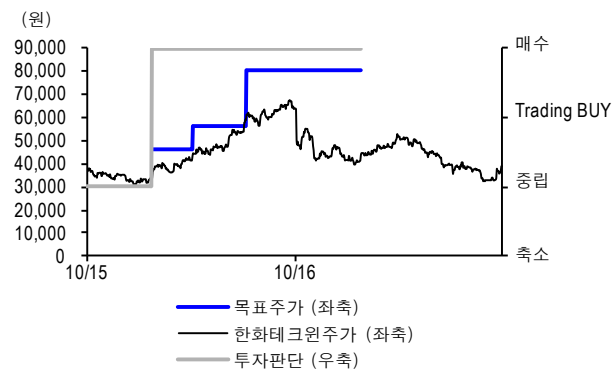
LIG넥스원 (079550)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2016년 09월 22일	매수	115,000	(32.4)	(25.9)
2016년 11월 15일	매수	95,000	(19.3)	(13.7)
2016년 12월 19일	매수	110,000	(28.6)	(23.8)
2017년 02월 08일	매수	100,000	(29.1)	(24.9)
2017년 03월 06일	매수	110,000	(28.7)	(20.2)
2017년 07월 18일	매수	90,000	(20.0)	(18.6)
2017년 07월 26일	매수	100,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

한화테크윈 (012450)

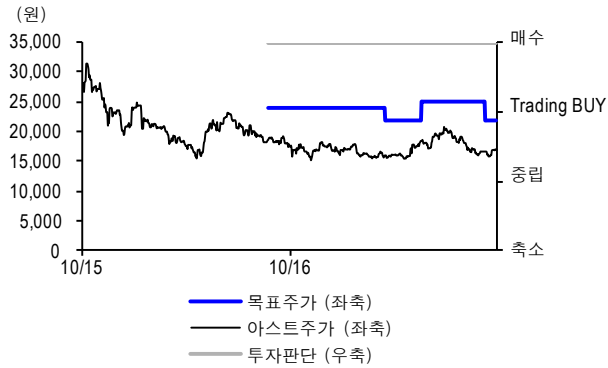


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2016년 02월 22일	매수	46,000	(14.0)	(5.4)
2016년 05월 03일	매수	56,000	(11.8)	6.1
2016년 08월 05일	매수	80,000	(34.0)	(15.4)
2017년 02월 23일	커버리지제외 6개월경과		-	-
2017년 08월 24일			-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

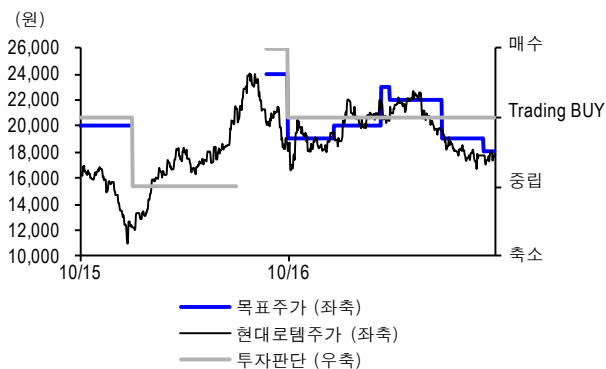
아스트 (067390)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2016년 09월 22일	매수	24,000	(28.5)	(20.0)
2017년 03월 23일	6개월경과		(33.5)	(30.6)
2017년 04월 16일	매수	22,000	(25.1)	(16.4)
2017년 06월 19일	매수	25,000	(26.7)	(17.0)
2017년 10월 09일	매수	22,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

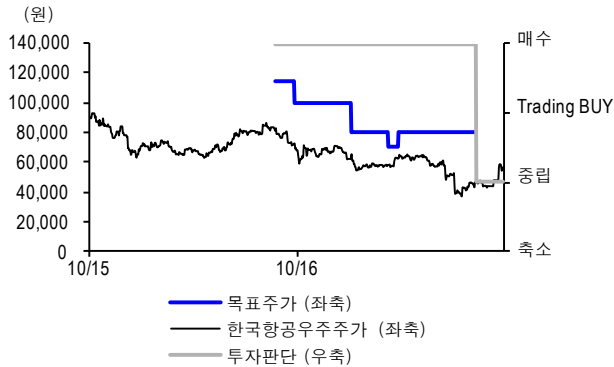
현대로템 (064350)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2016년 01월 31일	중립	-	-	-
2016년 08월 01일	커버리지제외	-	-	-
2016년 09월 22일	매수	24,000	(17.0)	(10.6)
2016년 10월 30일	Trading BUY	19,000	(1.6)	7.6
2017년 01월 19일	Trading BUY	20,000	2.8	10.0
2017년 04월 12일	Trading BUY	23,000	(10.3)	(6.7)
2017년 04월 27일	Trading BUY	22,000	(4.0)	3.0
2017년 07월 28일	Trading BUY	19,000	(5.4)	0.5
2017년 10월 09일	Trading BUY	18,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

한국항공우주 (047810)



일자	투자 의견	목표 주가 (₩)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2016년 09월 22일	매수	115,000	(33.7)	(29.9)
2016년 10월 26일	매수	100,000	(33.3)	(28.9)
2017년 02월 03일	매수	80,000	(28.5)	(26.3)
2017년 04월 09일	매수	70,000	(14.5)	(10.1)
2017년 04월 27일	매수	80,000	(32.2)	(18.6)
2017년 09월 11일	중립	-	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 황여연)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다.
- 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

비율	비율	비율	비율	비율	비율
매수 (매수)	92.12%	Trading BUY (중립)	5.42%	중립 (중립)	2.46%
축소 (매도)	0%				

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2017년 10월 27일 기준)

매수 (매수)	92.12%	Trading BUY (중립)	5.42%	중립 (중립)	2.46%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----

고객지원센터 : 1588-0365

서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com



신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	구로	02) 857-8600	대치센트레빌	02) 554-2878	보라매	02) 820-2000	여의도	02) 3775-4270
강남중앙	02) 6354-5300	남대문	02) 757-0707	도곡	02) 2057-0707	삼성역	02) 563-3770	연희동	02) 3142-6363
관악	02) 887-0809	노원역	02) 937-0707	마포	02) 718-0900	삼풍	02) 3477-4567	영업부	02) 3772-1200
광교	02) 739-7155	논현	02) 518-2222	명동	02) 752-6655	송파	02) 449-0808	잠실신천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	답십리	02) 2217-2114	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4388	성수동영업소	02) 466-4228	반포	02) 533-1851	압구정	02) 511-0005		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	판교	031) 8016-0266		
분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010		
산본	031) 392-1141	인천	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600	평촌	031) 381-8686		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777		
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500		
대구·경북지역							제주지역		
구미	054) 451-0707	대구수성	053) 642-0606	안동	054) 855-0606		서귀포	064) 732-3377	
대구	053) 423-7700	시지	053) 793-8282	포항	054) 252-0370		제주	064) 743-9011	
대전·충북지역							강원지역		
대전	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600		강릉	033) 642-1777	
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911				
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262	수원	062) 956-0707				
PWM Lounge									
경희궁	02) 2196-4655	명동	02) 718-0149	성수동	02) 466-4227	울산	052) 261-6127	종로중앙	02) 712-7106
과천	02) 3679-1410	부산서면	051) 243-3070	신제주	064) 743-0752	의정부	031) 848-0125	평촌	031) 386-0583
광고영업부	02) 777-1559	산본중앙	031) 396-5094	영업부	02) 3783-1025	종로	02) 722-4388	평택	031) 657-0136
마포중앙	02) 718-5029	서여의도	02) 3775-1458	포항남	054) 274-3768	순천연향동	061) 727-6702		
PWM센터									
강남	02) 508-2210	목동	02) 2649-0101	서울FC	02) 778-9600	이촌동	02) 3785-2536	부산	051) 819-9011
강남대로	02) 523-7471	반포	02) 3478-2400	서초	02) 532-6181	인천	032) 464-0707	PVG강남	02) 559-3399
광주	062) 524-8452	방배	02) 537-0885	스타	02) 2052-5511	일산	031) 906-3891	PVG서울	02) 6050-8100
대구	053) 252-3560	분당	031) 717-0280	압구정	02) 541-5566	잠실	02) 2143-0800		
대전	042) 489-7904	분당중앙	031) 718-5015	압구정중앙	02) 547-0202	태평로	02) 317-9100		
도곡	02) 554-6556	서교	02) 335-6600	여의도	02) 782-8331	해운대	051) 701-2200		
해외현지법인/사무소									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356	호치민	(84-8) 6299-8000	호치민 사무소	(84-8) 3824-6445
인도네시아	(62-21) 5140-1133								