

# Who's next

## 기계섹터 옥석 고르기

- Part I 기계: 퍼포먼스 비교
- Part II 방산: 더욱더 강해지는 국방
- Part III 건설기계: 중국시장이 변수
- Part IV 중전기기: 정책 리스크 부각



이베스트투자증권 **장도성** 입니다.

이번에는 이베스트증권에서 기계섹터 옥석고르기 컨셉으로 자료를 작성했습니다.

기계섹터는 크게 방산, 건설기계, 중전기, 대북관련주로 분류할 수 있습니다.  
퍼포먼스를 비교한 결과 방산, 건설기계, 중전기는 기계BM 및 시장지수 대비 언더퍼폼 하였으나, 대북관련주는 시장대비 아웃퍼폼을 기록하였습니다.  
2018년에는 대북관련주 없이는 기계BM지수를 이길 수 없던 시장이었습니다.

하지만 2019년은 2018년과 다른 분위기입니다.  
2019년에는 2018년과 달리 대북관련주의 급등이 제한적인 상황입니다.  
방산, 건설기계, 중전기만으로도 기계BM지수 대비 아웃퍼폼이 가능하게 되었습니다.  
이에 따라 2019년 기계섹터 유망분야 추천을 위해 작성한 자료입니다.

기계섹터인 방산, 건설기계, 중전기 산업 현황을 체크하고, 이에 따른 시사점을 분석해보았습니다.  
분석을 통해 각 분류별 유망종목을 선정해보았습니다.

이번 자료를 통해 각 산업별 업황 및 향후 전망에 대해 파악하여  
2019년 기계 BM지수 대비 아웃퍼폼 하시기를 바랍니다.

감사합니다.

기계/방산

Analyst **장도성**

02 3779 8688

ehtjd9911@ebestsec.co.kr



자료는 크게 4 가지 Part 로 구성했습니다.

### [Part I. 기계: 퍼포먼스 비교]

기계섹터는 크게 방산, 건설기계, 중전기, 대북관련주로 구성되어있습니다.  
해당 섹터들의 중기(3년), 단기(1년) 퍼포먼스를 기계 BM 지수 및 시장지수와 비교해보았습니다.  
결론적으로 2018년에는 대북관련주가 없으면 기계 BM 지수를 이길 수 없던 시장이었습니다.  
하지만 2019년은 2018년과 다르게 대북주의 급등은 제한적인 상황입니다.  
2019년 기계섹터에서 아웃퍼폼을 하기 위해서는 방산 > 건설기계 > 중전기 순으로 추천드립니다.

### [Part II. 방산: 더욱더 강해지는 국방]

2019년 방위력 개선비는 약 15.4 조원으로 전년대비 13.7% 증가했습니다.  
향후에도 1)핵 WMD 위협 대응 2)전작권 조기환수에 따른 필수전력 확보로  
방위력개선비는 지속 증가할 전망입니다(18년 31.3% → 23년 36.4%)

### [Part III. 건설기계: 중국시장이 변수]

2019년 중국 굴삭기 시장은 1)중국 정부 인프라 투자 확대 2)환경규제 강화에 따른 교체수요 가속화로  
2018년과 같은 높은 수준을 유지할 전망입니다.  
시장이 Flat 한 상황에서 기업의 실적이 개선될려면 결국 Q(판매량) 혹은 P(ASP)상승이 필요합니다.  
2019년 한국업체 실적의 최대변수는 1)3~4월 판매량 2)중대형 비중입니다.  
인도 또한 인프라 투자 정책으로 고성장이 예상되지만, 4~5월 총선은 변수로 작용할 전망입니다.

### [Part IV. 중전기: 정책 리스크 부각]

중전기산업은 크게 고압기기를 다루는 송전분야와 저압기기를 다루는 배전분야로 분류됩니다.  
송전분야의 주요 고객은 한전으로 한전의 송변전투자 계획에 실적이 좌지우지됩니다.  
한전은 4Q17부터 연속 3분기 적자기록하면서 2018년에도 영업적자가 예상됩니다.  
이에 따라 한전송변전설비 감소가 예상되며, 중전기기업 실적에 부정적일 전망입니다.  
ESS 화재 이슈로 인해 ESS 산업도 정체중에 있어 ESS 화재 원인 규명이 급선무입니다.

이에 기계업종 선호주로 단기로는 **LIG 넥스원** 중장기로는 **한화에어로스페이스**,  
관심종목으로 **현대건설기계, LS산전**을 추천해드립니다.

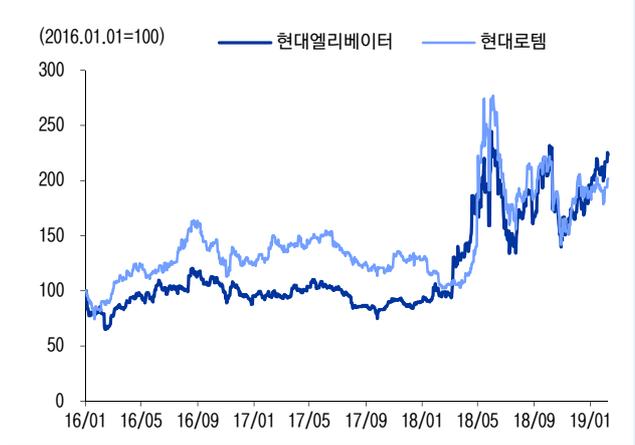
# Key Charts

2018년 기계 BM 지수 시장대비 아웃퍼폼



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

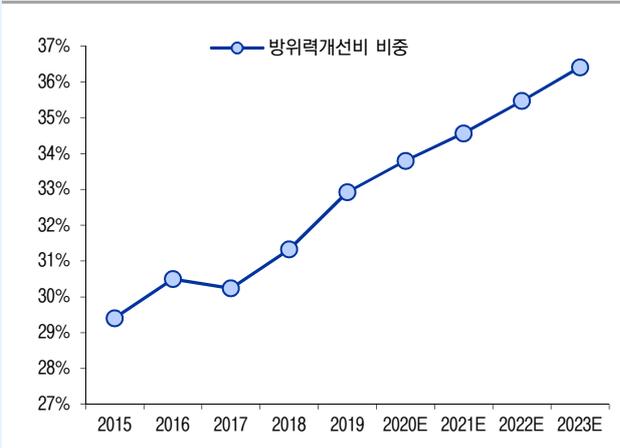
2018년 대북투자 기대감으로 대북관련주 급등



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

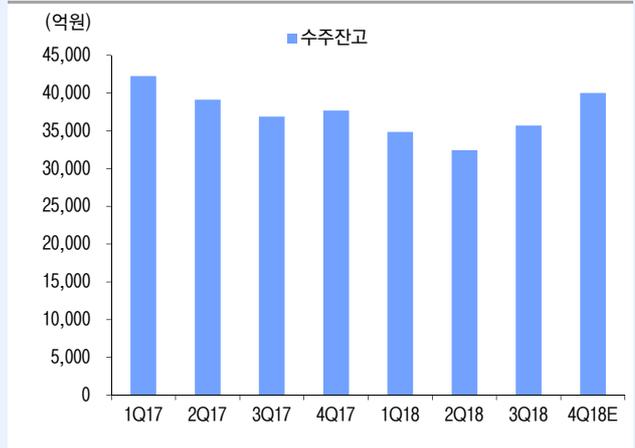
- 2018년 대북관련주 급등으로 인해 기계 BM 지수 시장대비 아웃퍼폼
- 2018년 대북관련주 없이는 기계 BM 지수 상회 불가능

방위력개선비 비중 지속 증가 전망



자료: 19~23 국방중기계획, 이베스트투자증권 리서치센터

LIG넥스원 수주잔고 턴어라운드

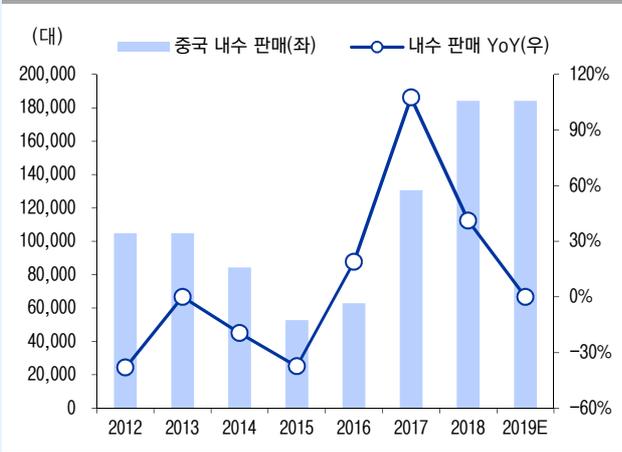


자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

- WMD 핵위협 대응 및 전작권 환수위한 필수전력 확보로 방위력개선비 지속 증가 전망
- 방위력개선비 증가에 따라 국내 방산업체 수주잔고 개선 기대

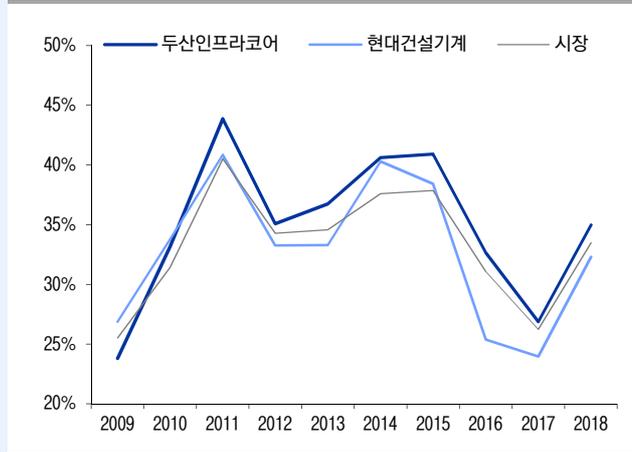
# Key Charts

2019년 중국 굴삭기 시장 2018년과 유사할 전망



자료: CCMA, 이베스트투자증권 리서치센터

3~4월 굴삭기 판매량 전체의 30% 수준 차지



자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

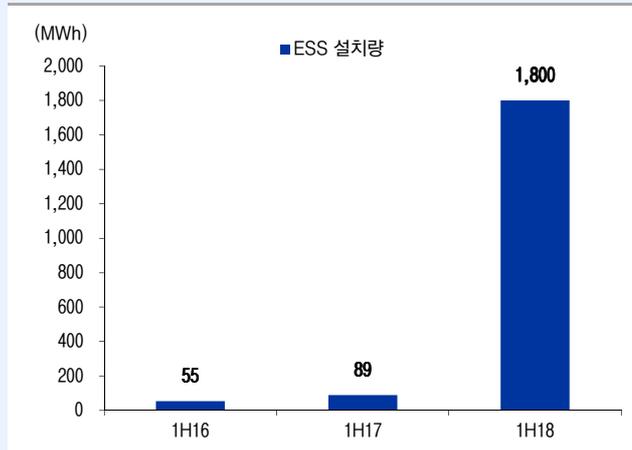
- 2019년 중국 굴삭기 시장 인프라 투자 확대, 환경규제 강화로 2018년과 유사할 전망
- 시장 Flat 한 상태에서 실적 개선여부 확인을 위해서는 3~4월 판매량이 매우 중요

한국전력 4Q17부터 3개분기 연속 적자



자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터  
주: 4Q18E는 시장 컨센서스 기준

ESS 설치량 2018년 상반기 급증



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 2018년 한국전력 영업적자로 인해 송변전설비투자 감소할 계획
- 2019년 ESS 산업 1)ESS 화재 이슈 2)2018년 풀림현상으로 역성장 불가피

산업분석

## 기 계

# Who's Next

기계섹터 옥석 고르기

Content

Part I	기계: 퍼포먼스 비교	7
Part II	방산: 더욱더 강해지는 국방	16
Part III	건설기계: 중국시장이 변수	27
Part IV	중전기계: 정책 리스크 부각	43

### 기업분석

한화에어로스페이스 (012450)	52
LIG 넥스원 (079550)	56
현대건설기계 (267270)	60
LS 산전 (010120)	64

---

# Part I

---

## 기계: 퍼포먼스 비교

### 2019년 기계섹터 방산 > 건설기계 > 중전기기순으로 선호

기계섹터는 크게 방산, 건설기계, 중전기기, 대북관련주로 분류된다. 2018년 남북화해무드 조성에 따른 대북관련주들이 급등했다. 대북관련주들은 기계섹터 내 시총 기준으로 높은 비중을 차지하고 있어 2018년 기준 기계섹터는 시장대비 아웃퍼폼을 기록하였다. 하지만 대북관련주를 제외한 기타 기계섹터는 시장지수 대비 언더퍼폼을 기록하였다. 즉 2018년 대북관련주 없이는 기계BM지수를 이길 수 없었다.

2019년에는 대북관련주의 급등은 제한적일 것으로 보인다. 2019년 기계BM지수 대비 아웃퍼폼을 위해서는 방산 > 건설기계 > 중전기기 순으로 추천한다

## 기계섹터 분류

### 기계섹터 크게 방산, 건설기계, 중전기기로 분류

기계는 동력을 써서 움직이거나 일을 하는 장치로 속한 산업 범위가 매우 광범위한 산업이다. 통상적으로 주식 시장에서는 기계섹터를 크게 방산, 건설기계, 중전기기로 분류한다. 방산을 제외하고는 모두 시크리컬 산업으로, 글로벌 경제에 따라 민감하게 움직이는 경향을 보이고 있다.

방산분야의 주요 종목으로는 한국항공우주(047810), LIG넥스원(079550), 한화에어로스페이스(012450) 등이 있다. 방산기업의 주요 고객은 국방부(정부)로, 국방 예산(방위력개선비)가 중요한 산업이다. 수주산업 특성상 수주 - 매출 반영까지 일정시간이 소요된다. 방위력개선비 외에도 해외 수출 또한 방산기업의 주가 상승 모멘텀이 될 수 있다.

건설기계의 주요 종목으로는 두산인프라코어(042670), 현대건설기계(267270), 두산밥캣(241560) 등이 있다. 건설기계산업은 인프라 투자, 건설 지출 등 글로벌 경제와 매우 밀접한 관계를 보이고 있다. 그 외 매월 공개되는 중국 굴삭기 판매data에 따라 주가가 변동되는 모습을 보이고 있다.

중전기기관 고압라인(변압기, 개폐기(차단기)), 저압라인(배전반 등)으로 구성된 전력 관련 인프라 설비이다. 고압라인의 경우 주요 고객이 정부(한국전력)이다 보니, 송변전 설비계획에 따라 실적 및 수주상황이 변동된다. 저압라인은 배전분야로, 고압라인 대비 변동성이 작은 특징이 있다. 주요 종목으로는 LS산전(010120), 현대일렉트릭(267260), 효성중공업(298040) 등이 있다.

2018년부터 6.12 1차 북미정상회담 등 남북 화해무드가 조성되었다. 북한 투자에 대한 관심이 집중되고 있다. 몇몇 종목은 본업 펀더멘탈과 무관하게 대북사업 기대감에 따라 주가가 움직이기 시작했다. 대표적인 종목으로 현대엘리베이터(017800), 현대로템(064350)이다.

표1 기계섹터 내 대표 종목

분류	대표 종목
방산	한국항공우주(047810), LIG넥스원(079550), 한화에어로스페이스(012450)
건설기계	두산인프라코어(042670), 현대건설기계(267270), 두산밥캣(241560), 디와이파워(210540), 진성티이씨(036890)
중전기	LS산전(010120), 현대일렉트릭(267260), 효성중공업(298040)
대북관련	현대엘리베이터(017800), 현대로템(064350)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 기계섹터의 과거 퍼포먼스 비교

### 기계섹터 시장대비 중기 언더퍼폼, 단기 아웃퍼폼

기계섹터 퍼포먼스 비교를 위해서 가상의 기계 BM지수를 설정했다. 해당 기계 BM지수는 기계섹터(방산 포함) 내 시가총액 Top10(2월 8일 시가총액 기준)으로 구성했다. 세부적으로 방산 2개 기업, 건설기계 3개 기업, 철도/현대아산 등 대북관련종목 2개, 전선 등 중전기기관 관련 2개, 원전관련 1개 종목으로 구성하였다.

기계섹터는 대표적인 시장지수인 KOSPI200대비 중기적으로는 언더퍼폼하였으나, 2018년 1월 1일 기준인 단기적으로는 시장지수 대비 아웃퍼폼하는 모습을 보였다.

이러한 가장 큰 이유로는 6.12 1차 북미정상회담 등 남북 화해분위기 조성으로 인해 대북관련 사업 기대감에 따른 급등으로 보인다. 대표적인 대북관련 대장주인 현대엘리베이터(A017800)는 대북사업 이력이 있는 현대아산을 자회사로 두고 있어, 펀더멘탈과 무관하게 대북사업 기대감으로 급등했다. 현대로템(A064350)은 열차 생산업체로 남북 철도연결 모멘텀으로 급등했다.

[그림3]처럼 현대엘리베이터와, 현대로템은 2018년 들어 16년 대비 2배 이상 급등했으며, 여러 차례 주가 조정이 있었으나 여전히 200% 높은 수익률을 기록하고 있다. 현대엘리베이터와 현대로템 급등에 따른 두 기업의 기계BM지수 내 비중도 2016년 1월 15%대 → 2017년 13~14%대 → 2018년말 기준 26.6%로 높은 비중을 차지하고 있다. 대북관련종목의 지수 내 비중 확대에 힘입어 시장지수를 아웃퍼폼한 것으로 보인다. 결국 중, 단기적으로 현대엘리베이터와 현대로템의 비중이 낮을 경우 시장을 이기기는 힘들었을 것으로 보인다. 하지만 현대엘리베이터와 현대로템의 주가는 펀더멘탈이 아닌 기대감으로 움직이는 경향을 보이고 있어, 리서치를 통한 투자 의견은 불가능한 상태이다.

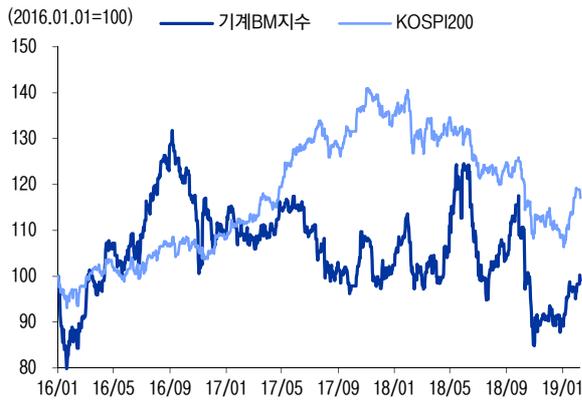
표2 기계 BM 지수 구성(시가총액 Top10 기준)

	종목명	종목코드	시가총액(십억원)	주요 분류 산업
1	두산밥캣	A241560	3,363.4	건설기계
2	한국항공우주	A047810	3,299.5	방산
3	현대엘리베이터	A017800	3,313.3	대북관련주
4	현대로템	A064350	2,511.8	대북관련주
5	LS	A006260	1,777.4	전선
6	두산인프라코어	A042670	1,783.9	건설기계
7	한화에어로스페이스	A012450	1,652.3	방산
8	LS산전	A010120	1,536.0	중전기
9	두산중공업	A034020	1,323.8	원자력 발전
10	현대건설기계	A267270	1,121.0	건설기계

자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

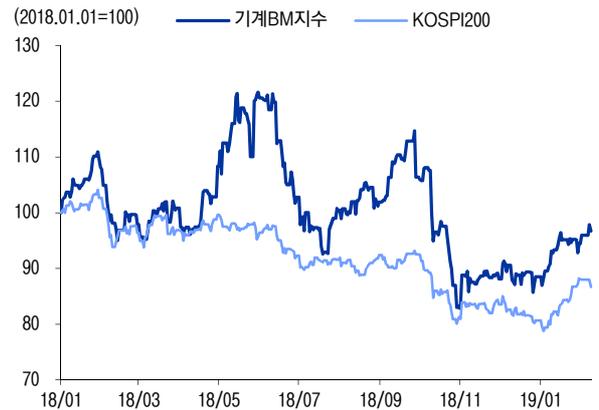
주: 2월 8일 시가총액 기준

그림1 기계 BM 지수와 시장지수 수익률 중기 비교



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 기계 BM 지수와 시장지수 수익률 단기 비교



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 현대엘리베이터, 현대로템 수익률 추이



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 현대엘리베이터, 현대로템 기계 BM 비중 추이



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

기계의 섹터들도 산업이 다름에 따라, 중단기적으로 기계BM 및 시장지수와 상반된 움직임을 보여왔다. 시가총액 가중평균으로 지수화 하다 보니 시가총액이 큰 종목 퍼포먼스에 따라 움직이는 경향도 보였다.

**방산: BM지수 대비 중/단기 모두 언더퍼폼**

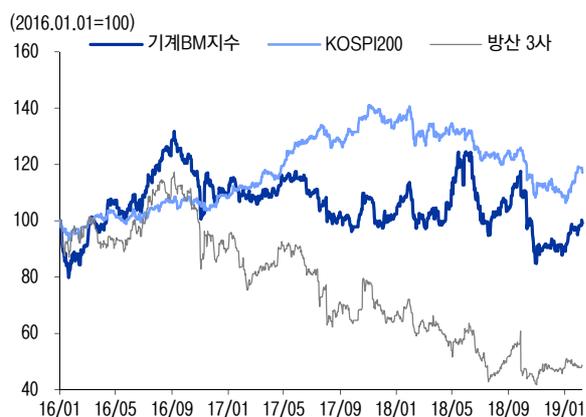
대표적인 방산 3사(한화에어로스페이스, LIG넥스원, 한국항공우주)로 구성된 방산지수는 중기, 단기 모두 시장대비 언더퍼폼하였다. 2018년 연말 기준 기계BM지수는 2016년 대비 10% 하락한 반면에 방산은 50% 넘게 하락한 모습을 보이고 있다.

기계BM지수 대비 방산 3사의 수익률이 저조한 이유는 크게 1)시총 비중이 가장 큰 한국항공우주 분식회계, 방산비리 및 APT 수주 실패 이슈 등에 따른 주가하락. 2)최근

남북 화해무드에 따른 국방예산 축소 등 방산산업 내 부정적인 우려가 반영된 결과 3) 방산 = 경기방어주 고정관념으로 인한 주가 상방 제한으로 보인다.

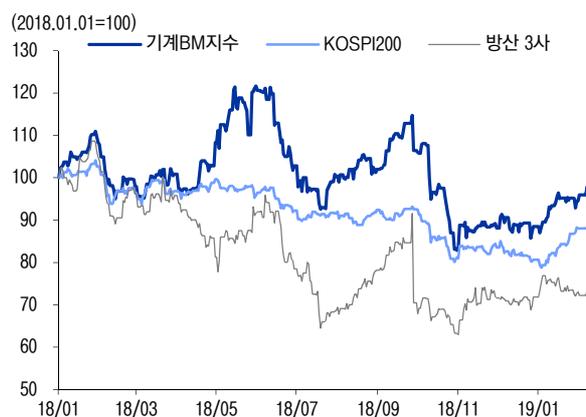
방산 3사는 단기에도 약 30%이상 하락하면서 언더퍼폼 하였다. 이러한 급락 또한 남북화해무드 조성 → 국방예산 및 방위력개선비 축소 등이 반영된 결과이다. 하지만 시장 예상과 달리 국방예산 및 방위력개선비 확대 추세 및 수출 활성화되고 있으며, 과거 방산비리 등 부정적인 이슈 등도 해소되어センチ멘트는 크게 개선되고 있다. 방산섹터 급락은 매우 과도하다고 판단된다.

그림5 중기 기계 BM과 방산 3사 지수 비교



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터  
주: 한화에어로스페이스, LIG넥스원, KAI 시가총액 가중평균 지수화

그림6 단기 기계 BM과 방산 3사 지수 비교



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터  
주: 한화에어로스페이스, LIG넥스원, KAI 시가총액 가중평균 지수화

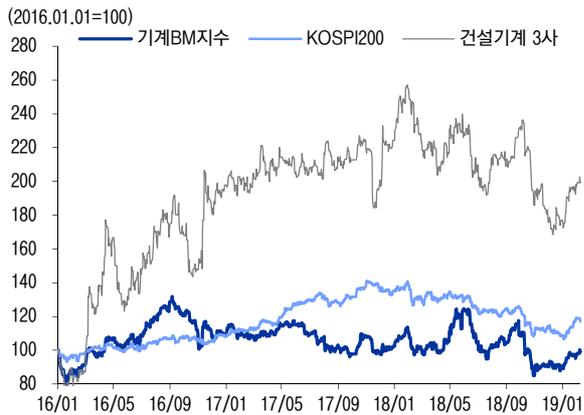
### 건설기계: BM지수 대비 중기 아웃퍼폼, 단기 부합

건설기계는 BM지수 및 시장지수 대비 중기적으로 아웃퍼폼을 기록했다. 아웃퍼폼할 수 있었던 이유는 1)건설기계 내 높은 비중을 차지하고 있는 두산밥캣의 안정적인 주가 흐름 2)2016년말 중국 굴삭기 시장 호황 지속 등에 의한 것으로 보인다.

건설기계 내 가장 많은 비중을 차지하고 있는 두산밥캣은 오버행 이슈로 여러 차례 급락 및 상방이 제한적인 모습을 보여왔다. 두산밥캣은 브랜드 파워를 앞세워 미국에서 판매 호조를 기록해왔으며 미국 인프라 투자 기대감으로 인해 타 건설기계 종목 대비 안정적인 주가흐름을 보여왔다.

중국 굴삭기 시장은 2011년 판매량 17만대를 달성한 이후 판매량은 지속 감소세를 기록해왔다. 2016년말부터 교체수요에 힘입어 판매량이 회복하기 시작했다. 중국 굴삭기 판매량은 2016년 62,914대 → 2017년 130,559대 → 2018년 184,190대로 고성장을 해왔으며, 2018년 역대 최다 판매량을 기록했다. 중국 시장 호조에 따라 건설기계 종목들의 실적들도 개선되었으며, 이에 따라 주가도 상승하는 모습을 보였다.

그림7 중기 기계 BM과 건설기계 3사 지수 비교



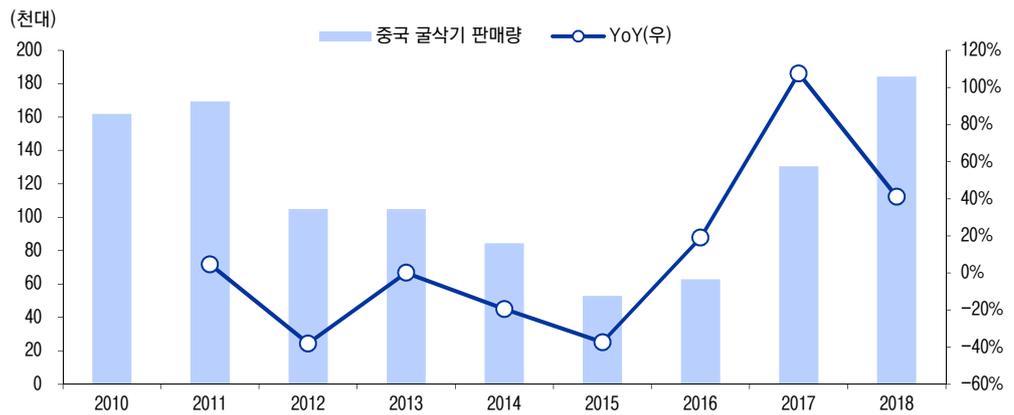
자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터  
주: 두산밥캣, 두산인프라코어, 현대건설기계 시가총액 가중평균 지수화

그림8 단기 기계 BM과 건설기계 3사 지수 비교



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터  
주: 두산밥캣, 두산인프라코어, 현대건설기계 시가총액 가중평균 지수화

그림9 최근 3년 중국 굴삭기 시장 호조 지속



자료: CCMA, 이베스트투자증권 리서치센터

**중전기: BM지수 대비 중기 부합, 단기 언더퍼폼**

중전기 3사는 BM지수 대비 중기적으로는 유사한 움직임을 보였다. 단기적으로 언더퍼폼을 기록했으나, 2017년~2018년초까지 ESS 성장 기대로 시장대비 아웃퍼폼하는 모습도 보여왔다.

2018년 들어 언더퍼폼한 주요 원인으로는 1)정부의 송변전설비 투자 계획 감소 2)중동지역 매출 감소 및 미국 반덤핑관련 이슈 3)기업 설비투자 감소세 4)ESS Peak out 우려 등이 있다. 9월 들어 BM지수와 괴리율이 큰 폭으로 일어난 부분은 높은 비중을 차지하고 있는 LS산전 3Q18 실적 발표 이후 기업 설비투자세 감소, 2019년 반도체 설비투자 감소 등 우려로 인해 고점 대비 30~40% 하락한 부분에 의한 것으로 보인다.

최근 ESS 화재 사고 발생 등으로, ESS 모멘텀은 더욱더 소진된 상태이다.

그림10 중기 기계 BM과 중전기 3사 지수 비교



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: LS산전, 현대일렉트릭, 효성중공업 시가총액 가중평균 지수화

그림11 단기 기계 BM과 중전기 3사 지수 비교



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: LS산전, 현대일렉트릭, 효성중공업 시가총액 가중평균 지수화

그림12 기계 소섹터 수익률 중기 비교



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 기계 소섹터 수익률 단기 비교



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

## 기계 섹터 내 선호도: 방산 > 건설기계 > 중전기기 순

[그림12], [그림13]처럼 전방산업별로 기계섹터 내에서도 다른 모습을 보이고 있다. 이에 따라 기계섹터 내 적절한 조합을 통해 최대한 기계 BM지수 대비 아웃퍼폼이 가능할 전망이다. 기계섹터 내에서도 옥석 고르기가 필요하다고 판단한다. 당사에서는 기계섹터 중에서도 방산 > 건설기계 > 중전기기 순으로 추천한다.

최선호섹터인 방산은 산업 내부 이슈 및 외부 우려로 인해 과도하게 급락해 있는 상태이다. 급락해 있는 주가 대비 방산 3사 모두 수주환경뿐만 아니라 수주상황이 개선되고 있다. 방산 중에서도 수주잔고가 지속 개선되는 모습을 보이고 있지만 주가가 지지부진한 LIG넥스원(079550)이 단기 최선호주이며, 다수 주가 모멘텀을 보유하고 있는 한화에어로스페이스(012450)를 중장기 최선호주로 추천한다.

건설기계 산업은 크게 중국과 인도, 북미시장으로 분류할 수 있다. 중국경우 최근 2년동안 고성장으로 인해 추가성장보다는 2018년 수준 유지될 것으로 전망한다. 인도시장은 인프라 투자에 따른 수요로 투자릿수 고성장이 예상된다. 인도의 경우 4~5월 총선 결과에 따라 당 성향상 일부 인프라 투자 일정이 조정될 수 있는 우려도 존재한다. 인도의 높은 경제성장률을 유지하기 위해서는 인프라 투자는 불가피한 상태이다. 이에 따라 건설기계 내에서는 인도 모멘텀을 보유하고 있으며, 중국 내에서 M/S 업사이드가 있는 현대건설기계(267270)를 최선호주로 추천한다. 다만 낮은 중국법인 지배율로 인해 Valuation 부담이 있는 상태이다.

중전기기 산업 중 고압라인은 한전 송배전망 독점 구조로 인해 정부의 투자 계획과 높은 밀접관계를 보이고 있다. 배전에 사용되는 중저압라인 경우 기업설비투자에 영향을 받는 모습을 보이지만, 하반기부터 반도체 설비투자 다시 상승할 것으로 보아 부정적인 영향은 제한적일 전망이다. 중저압 라인에서 압도적인 M/S를 유지하는 LS산전(010120)을 중전기기 내 최선호주로 추천한다. LS산전은 3분기 실적발표 이후 주가 급락으로 인해 P/E 10x로 Valuation 저평가 구간에 있다.

표3 기계섹터에 대한 산업 현황 정리

소분류	산업 현황
방산	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 산업 내부 이슈 및 남북화해모드에 따른 우려로 인해 과도하게 급락한 상황</li> <li>- 방위력 개선비 지속 증가 기대</li> <li>- 방위력 개선비 비중 2018년 31.3% → 2023년 36.4% 전망</li> <li>- 지체상금 상한 설정 등 방위산업 환경 또한 점차 개선중</li> </ul>
건설기계	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2019년 중국 굴삭기 시장 2018년과 유사할 전망</li> <li>- 2019년 국내업체 실적 변수는 1)3~4월 굴삭기 판매량 2)중대형 비중</li> <li>- 인도 인프라 투자에 따른 고성장 예상되나, 5월 총선이 최대 변수</li> </ul>
중전기기	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 한전 2018년 영업적자로 인한 송변전설비 투자 감소 예상</li> <li>- 피크저감용 ESS 20년 일몰에 따라 향후 ESS산업은 재생에너지 연계용이 성장 견인할 전망</li> <li>- ESS산업 성장을 위해서는 ESS화재 원인 파악이 급선무</li> </ul>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 기계섹터 최선호주 투자포인트 정리

소분류	최선호주	투자포인트
방산	LIG넥스원(단기)	- 2018년 신규수주 약 1.7조원 예상, 2018년말 수주잔고 4조원 예상 - 2019년에도 다수 프로젝트 확보되어 있어 2019년에도 신규수주 지속 증가 전망 - 주가에는 수주잔고 개선된 부분이 반영 안된 상태
	한화에어로스페이스(중장기)	- 2019년 외형확배 효과 본격화(매출액 4,800억원, 영업이익 410억원 증가 예상) - GTF엔진 판매호조에 따른 A/F매출 기대 및 2020년부터 베트남 공장 정상화에 따른 외형성장 가능할 전망 - 인도 비호복합 수출 가시성 높은 상황이며, UAE, 이집트 등 추가 수출 기대 - 10월 미국 국방수권법 발효 및 한화테크윈 신제품 출시에 따른 반사수혜 기대
건설기계	현대건설기계	- 중국법인 시장 Flat한 상황에서도 M/S상승여력 확보 - 인도시장 내 M/S 2위로, 인도 인프라투자에 따른 시장 고성장예 따른 수혜 가능 - 중국법인 지분을 확대에 따른 지배주주순이익 개선될 전망
중전기	LS산전	- 시장 내 우려했던 전력기기사업부 및 전력인프라사업부 2019년에도 큰 폭의 하락은 없을 전망 - 현재 추가 기준 P/E 10x, Valuation 하단에 위치하고 있어 Valuation 매력 부각

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

---

# Part II

---

## 방산: 더욱더 강해지는 국방

### 방위력 개선비 지속 증가 기대

2019년 국방예산은 약 46.7조원으로 전년대비 8.2% 증가했다.

2019년 방위력 개선비 또한 15.4조원으로 전년대비 13.7% 증가했다.

방위력 개선비는 1)핵 WMD 위협 대응 2)전작권 조기 전환에 따른 필수전력 확보 차원에서 지속 증가할 전망이다(18년 31.3% → 23년 36.4% 전망)

이에 따른 방산업체 신규수주는 지속 증가될 전망이다.

방위력 개선비뿐만 아니라 방위산업 환경 또한 점차 개선되고 있다, 방산업체의 주요 이슈였던 지체상금의 상한이 설정되었으며, 계약보증금 또한 상한이 설정되었다. 규제 완화로 방산업체 부담은 크게 완화될 것으로 보인다.

# 더욱더 강해지는 국방

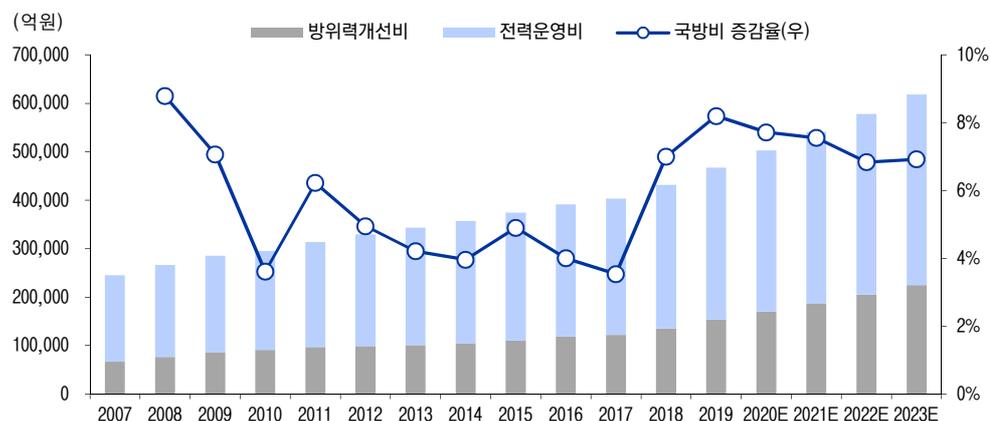
## 방위력 개선비 지속 증가 기대

2019년 국방예산은 약 46.7조원으로 확정되면서 전년대비 8.2% 증가했다. 방위력 개선비 또한 15.4조원으로 확정되면서 전년대비 13.7% 고성장을 했다. 이는 최근 10년간(10~19년) 최고치이다. 이러한 고성장의 주요원인은 크게 1)F-35 도입효과 2)한국형 3축 체계 구축에 따른 유도무기관련 예산 증가에 따른 것으로 보인다. F-35도입이 큰 비중을 차지하고 있는 2019년 방위력 개선비 고성장은 방산업체 실적에 미치는 긍정적인 효과는 미미하다.

하지만 현 정부의 1)전방위 안보위협 대응 및 2)전략권 환수를 위한 필수 전력 확보 3)국방 R&D 및 바위산업 활성화 등 국방개혁 2.0 관련 핵심 군사력 구축으로 인해 국방예산뿐만 아니라 방위력 개선비 또한 지속 증가할 전망이다. 방위력개선비가 지속 증가하면서 국방예산 전체에서 방위력개선비가 차지하는 비중은 점차 확대될 전망이다.

방위사업청에 따르면 2018년 방위력 개선비 예산 집행률을 93.9% 달성했다. 이는 2010년 이후 가장 높은 수준이다. 2019년 방위력개선비는 전년대비 13.7% 증가했다. 집행률 또한 95% 목표로 하고 있어 방산업체의 수혜가 예상된다.

그림14 국방예산 추이



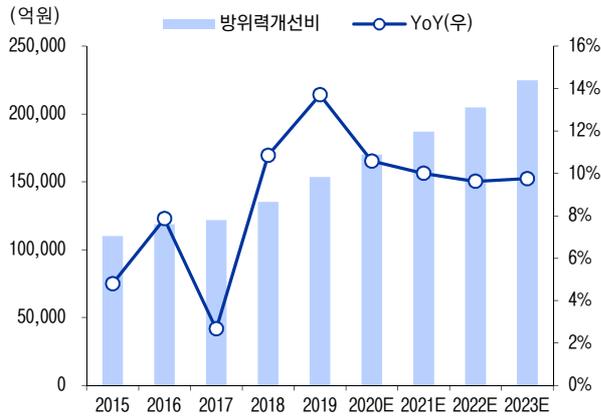
자료: 국방부, 19~23국방중기계획, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 2019년 국방예산 비교

구분	2018	2019	YoY	주요 내용
북 핵 WMD 위협 대비	43,628	50,691	16.2%	고고도 무인정찰기, F-35도입, 공격/방어용 유도무기 등
전략권 전환 및 군구조 개편 전력	50,778	52,978	4.3%	군위성통신체계, 전술정보통신체계(TICN), 소형무장헬기 R&D 등
스마트 국방 등 R&D관련 예산	29,017	32,306	11.3%	무인경전투차량, 폭발물 탐지/제거 로봇, 보라매(KF-X) 개발
방위사업 경쟁력 강화 및 수출산업화 촉진	221	465	110.4%	국방벤처, 방산강소기업 연구개발 활동 및 제품화, 마케팅 패키지 지원

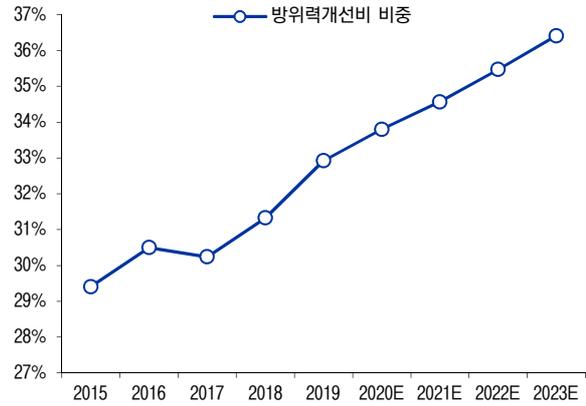
자료: 국방부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 방위력개선비 추이



자료: 19~23국방중기계획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 방위력개선비 비중 이상향 추세



자료: 19~23국방중기계획, 이베스트투자증권 리서치센터

국방예산의 중장기 추세를 파악할 수 있는 국방중기계획(국방개혁 2.0 소요 포함)에는 19~23 5년간 총 270.7조원 국방비와 94.1조원 방위력개선비를 반영하였다. 방위력개선비의 연평균 증가율은 10.8%로 국방예산 증가율(CAGR 7.5%)보다 높은 수준이다. 국방예산에서 방위력개선비가 차지하는 비중 또한 2019년 32.9% → 2023년 36.4% 까지 상승을 계획하고 있다.

표6 19~23 국방중기계획

(조원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	중기계
<b>국방비</b>	43.2	46.7	50.3	54.1	57.8	61.8	270.7
YoY	7%	8.1%	7.7%	7.6%	6.8%	6.9%	7.5%
<b>방위력개선비</b>	13.5	15.4	17	18.7	20.5	22.5	94.1
YoY	10.8%	14.1%	10.4%	10.0%	9.6%	9.8%	10.8%
<b>전력운영비</b>	29.6	31.3	33.3	35.4	37.3	39.3	176.6
YoY	5.30%	5.7%	6.4%	6.3%	5.4%	5.4%	5.8%
<b>비중</b>							
방위력개선비	31.3%	33.0%	33.8%	34.6%	35.5%	36.4%	
전력운영비	68.5%	67.0%	66.2%	65.4%	64.5%	63.6%	

자료: 국방부, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 내용으로는 1) 핵, WMD 위협대응 2)전작권 전환, 3)군구조 개편 필수전력 확보 등으로 구성되어있다. 세 분야에 19~23년동안 총 65.6조원 배분되면서, 방위력개선비의 약 70%를 차지하고 있다.

핵, WMD 위협대응은 기존 한국형 3축 체계 명칭 변화된 분야로 주요 무기 체계로는 군정찰위성(KAI), 중고고도 정찰용 무인항공기(대한항공), 장거리공대지유도탄(LIG넥스원), 탄도탄조기경보레이더 등이 있다. 전작권 전환관련 무기체계로는 대포병탐지레이더-2(LIG넥스원), 230mm급 다련장(주)한화, 한화에어로스페이스) 등 이 있다.

마지막으로 군 구조 개편관련 개발 예정인 무기체계는 차륜형장갑차(현대로템), 상륙기동헬기(KAI), KF-X사업(KAI, 한화에어로스페이스) 등이 있다.

표7 2019~2023 국방중기계획 세부내용

전략	무기 체계	수혜대상종목(수주금액)
핵 WMD 위협 대응	군정찰위성	KAI(약 5,000억원), 한화에어로스페이스(2,796억원)
	중고고도 정찰용 무인항공기	대한항공
	장거리공대지유도탄	LIG넥스원(탐색개발)
	탄도탄조기경보레이더	이스라엘 수입
	철매2성능개량	LIG넥스원(4,391억원)
	대형수송헬기 성능개량	KAI
전작권 전환관련	대포병탐지레이더-2	LIG넥스원(1,810억원)
	230mm급 다련장(천무)	(주)한화, 한화에어로스페이스(발사대)
군구조 개편 추진	차륜형장갑차	현대로템
	상륙기동헬기	KAI
	한국형 전투기	KAI, 한화에어로스페이스

자료: 국방부, 이베스트투자증권 리서치센터

## 방위산업 환경 점차 개선

정부는 방위산업 환경 개선을 위해서 다양한 방안을 추진하고 있다. 지체상금관련해서는 지체상금 심의위원회 설치, 무기체계 연구개발뿐 만 아니라 최초 양산계약 까지도 지체상금 상한 10%로 설정 하는 등 개선방안으로 인해 과거 방산업체 실적 및 Cash flow 악화시킨 지체상금 이슈(지체상금 부과 전까지 충당금으로 설정)가 완화될 것으로 보인다.

표8 방위산업 환경 개선된 부분 정리

분야	구체적인 내용
중소기업 방산 참여관련	신규 고용 창출하는 기업에 부여하는 가점 2배로 상향, 중소기업 방위산업 진입장벽 완화 군수품의 품질 및 생산기준이 되는 국방규격 147건을 공개, 올해에도 추가적으로 국방규격 공개 확대해 나갈 계획
원가자료 제출관련	하도급 계약을 체결하는 협력업체의 원가자료 제출대상을 기존 3억원 이상 → 5억원 이상. 5억원 이상의 경우 공개경쟁으로 협력업체 선정, 수입품을 국산화한 후 수입품 가격으로 원가 인정받는 경우 면제
계약 해지 관련	일부 품목만 계약 해지할 경우 미이행 품목에 해당하는 계약 보증금만 국고 귀속
지체상금관련	무기체계 연구 개발뿐 만 아니라 최초 양산계약 까지도 지체상금 상한 10% 설정. 지체상금 심의위원회 설치해 공정하고 객관적인 심의절차 진행할 계획

자료: 언론보도종합, 이베스트투자증권 리서치센터

## 지체상금관련 규제 완화

언론에 따르면 2006년 방위사업청 개칭 이래 국내 방위업체가 방위력 개선 사업 과정에서 부담한 지체상금 액수는 8,000억원에 달한다. 연평균 약 600억원이 지체상금으로 지출 되고 있다. 지금도 한국항공우주, 현대로템 등 여러 개 사업에서 지체상금이 발생하고 있다.

2019년 들어 방위사업청은 지체상금관련 규제 완화정책을 발표했다. 기존 무기체계 연구 개발뿐 만 아니라 최초 양산계약까지도 지체상금 상한 10%로 설정 및 과도한 지체상금 감액 위해 지체상금 심의위원회 설치를 발표했다. 규제 완화로 인해 향후 방위업체의 방위력 개선 사업 과정 중에 발생하는 지체상금에 대한 부담은 경감될 전망이다.

지체상금이란 계약 당사자가 예정된 납기를 지키지 못했을 때 내야 하는 일종의 벌금이다. 지체상금은 일반적으로 지체된 물량의 사업비 \* 일일 지체상금비율(현행 0.075% 적용) \* 지연일수로 산정한다. 지체상금비율은 기획재정부에서 결정하며, 2017년말 기준 0.15% → 0.075%로 인하되었지만, 소급 적용되지 않고 있어, 이전에 계약한 사업에 대해서는 기존 0.15%가 적용되고 있다.

표9 국내 방산업체 지체상금 이슈 현황

기업명	품목	금액(억원)
현대중공업	차기상륙함 천자봉함	480
대우조선해양	통영함	1,000억대
S&T모티브	복합초총 K-11	1,400
현대로템	K2 전차	1,700
한국항공우주	수리온, 해상초계기	-
LIG넥스원	TICN사업 TMMR 시제품	666

자료: 언론보도종합, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 해당 금액은 최대 부과를 가정한 추산 금액임

### 계약보증금 상한 설정

국방부와 방위사업청은 방위산업 활성화 정책 일환으로 방위사업 참여 기업의 계약보증금 부담을 완화하는 [방위사업법 시행령]을 1월 22일부로 개정 시행하였다. 기존에는 지체가 발생한 사업을 업체가 계약 유지하려는 경우 추가 납부해야 하는 계약보증금은 제한이 없어서 방산업체 부담으로 작용했다. 방산업체의 부담을 덜어주기 위해 계약보증금 상한을 당초 계약보증금(계약금액의 10% 이상)에 지체상금의 최대금액(계약금액의 10%)을 더한 금액으로 설정하여 계약보증금 제도를 개선했다.

계약보증금은 국가계약 법령상 계약 이행을 담보하기 위해 계약 시에 계약금액의 10% 이상을 납부하고, 계약 불이행으로 해제 또는 해지되는 경우 국고 귀속하게 되는 비용이다. 납품이 지체되어 지체상금이 계약보증금에 도달하게 되면 계약보증금을 추가 납부하게 하고 계약을 연장할 수 있다.

모든 방위사업 계약에 지체상금 상한과 계약보증금 한도가 설정되어 지체상금 및 계약보증금에 대한 부담이 크게 완화될 것으로 보인다.

### 수출지원

2018년 9월 28일 한국항공우주는 미국 고등훈련기 교체사업(APT) 수주를 실패했다. 수주 실패 후 현 정부는 야당 및 여론으로부터 많은 질타를 받았다.

APT수주 실패를 변곡점으로 방위사업청의 태도가 변화하고 있다. 방위사업청은 방산 수출을 돕기 위해 적극적으로 나서고 있다.

방위사업청의 적극적인 태도 변화는 크게 2가지 사례로 확인할 수 있다. 1)스페인 수송기 스왑딜 2)인도 K-9차주포 생산공장 준공식이다.

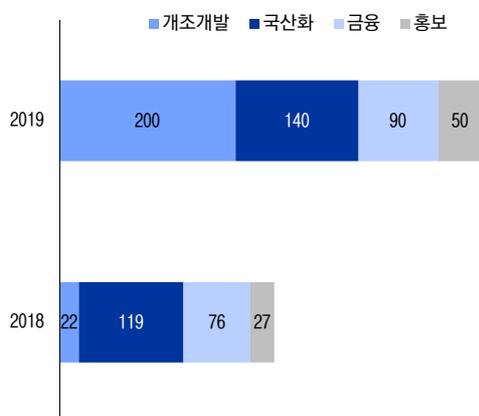
2018년 11월 스페인은 한국정부에 스페인 수송기 ↔ 한국 훈련기 스왑딜을 공식 제안했다. 구체적인 스왑딜 내용은 스페인 수송기 4~6대와 KT-1 30여대, T-50 20여대 교환이며, 총 규모는 약 7,850억원으로 추정된다. 언론에 따르면 방위사업청이 이달 말부터 해당 스왑딜에 대해서 본격적으로 협의가 시작될 예정이다. 이러한 빠른 대처로 인해 조기 성과도 기대되고 있는 상황이다.

언론에 따르면 인도 자주대공포 사업에서 한화디펜스는 비호복합만 테스트 통과관련 레터를 받은 상황이다. 이에 따라 수출이 유력한 상태이다. 결과에 불만족스러운 러시아 정부는 인도정부에 이의제기를 했다. 1월 20일 러시아 견제를 위해 인도 K-9차주포 생산공장 준공식에 방사청장이 참석한 것으로 보인다. 아직 구체화된 부분은 없지만, 방산 외교에 힘입어 수주 결과 또한 긍정적일 전망이다.

그 외 2019년 방산수출 지원 사업 예산이 2018년 244억원 → 2019년 480억으로 96.7% 증가했다. 통상적으로 방산 수출 시 해당 무기체계를 수출지역 니즈에 맞춰 커스터마이징 작업이 필요하다. 수출용 개조개발 분야에서도 2018년(22억원) 대비 2배 이상 예산을 책정해놓은 상태이다. 2018년 11월 20일 방산물자 수출 절차 간소화를 위해 방산수출진흥센터를 개소했다. 방산수출진흥센터로 인해 방산업체는 신속하게 수출활동을 진행할 수 있을 전망이다.

방위사업청 및 정부의 국방외교와 방산수출 지원 활성화로 인해 국내 방산업체 수출은 2019년부터 더욱더 활성화될 것으로 예상된다.

그림17 주요 방산수출 지원사업 예산 추이



자료: 방위사업청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 방산수출진흥센터 기대효과

기존	개선
기관별 개별 접촉으로 장시간 소요	전담창구를 통한 원스톱 처리 및 기한내 답변
부서간 쟁점, 정책판단 필요 등 애로	고위급 협의체와 연계하여 현안 조정기능 강화
단순 상담, 안내	수출허가, 절충교역, 기술이전 등 복합수요 해소
기업의 접근 어려움	기업의 온/오프라인 접근 편의성 증진

자료: 방위사업청, 이베스트투자증권 리서치센터

## 국방+4차 산업, 향후 방위업체의 먹거리

K-9 자주포는 2019년, K2 전차는 2020년 종산예정이다. 과거 방산업체 주요 매출원이었던 제품들이 점차 종산함에 따라 종산 후에도 정비매출이 발생함에도 불구하고 단기적인 매출 타격은 불가피할 전망이다. 향후 이러한 매출 감소분은 4차산업을 접목한 국방분야를 통해서 보충해 나갈 전망이다.

4차산업+국방은 크게 로봇, 무인기, 사이버 보안 분야로 구성되어 있다. 국방과학연구소는 무인 수색 차량, 소형 정찰 로봇, 구난 로봇, 착용형 근력 증강 로봇 등을 개발하고 있다.

정부는 스마트 국방을 위해 1월 4차 산업혁명 스마트 국방혁신 추진단을 구성했다. 스마트 국방에 대한 구체적인 계획은 올해 상반기 중으로 발표될 예정이다. 현재까지 구체화된 사업은 드론봇사업 등이 있다. 방위사업청 드론 로봇 등 4차 산업혁명 기술을 활용한 무기체계 개발사업에 6,800억원 투자하기로 결정했다.

국방부는 육군 병력 감축(2022년까지 11.8만명 감축)에 따라 전력 공백을 대체할 수 있는 대안으로 2025년까지 드론봇 전투체계 도입을 추진하고 있으며 방위사업청에서도 드론사업팀을 신설해 무인전투체계 개발을 전담할 예정이다. 국회예산처 자료에 의하면 2019년 드론봇 전투실험관련 예산 69억원 등 총 120억원이 책정된 상태다.

군 구조에도 변화가 일어나고 있다. 2018년 9월 28일 육군에서는 드론봇 전투단을 창설했다. 드론봇 전투체계는 드론과 로봇의 합성어로, 핵심표적을 정찰용 드론으로 감시하면서 유사시 공격형 드론을 이용해 타격하는 전투부대다. 드론봇 전투체계는 향후 병력자원 감소에도 전투력 극대화가 가능한 유무인기 복합전투체계이다. 드론봇 전투단은 향후 정찰용 드론부대, 공격용 드론부대, 로봇부대로 편성될 예정이다.

표10 드론봇 구매 및 활용 계획

(대)		1개 전방대대	1개 후방대대
<b>통신중계</b>		2	2
<b>감시정찰</b>	소대	16	8
	중대	12	12
	대대	16	16
<b>지뢰탐지</b>		2	0
<b>공격</b>	투하형	4	0
	자폭형(고정익)	4	0
	자폭형(회전익)	2	0
<b>군수품 수송용</b>		2	2
<b>계</b>		60	40

자료: 국회예산정책처, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 대표 방산3사업체들 또한 해당 분야에 대해서 지속적으로 개발 중에 있다. 한국항공우주 경우 수직이착륙 무인기, 정찰과 타격이 가능한 즉각 타격형 무인기, 대규모 병력 감축에 대비한 유.무인기 복합 전투 체계를 개발하고 있다. 한화디펜스는 다목적 무인 차량, 소형 감시 경계 로봇인 초견로봇, 급조 폭발물 제거 로봇을, LIG넥스원은 무인 수상정, 근력 증강 로봇, 휴대용 감시 로봇 등을 각각 개발 중에 있다.

그림19 한국항공우주의 수직이착륙 무인기 NI-600VT



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 한국항공우주의 즉각타격형 무인기 데빌킬러



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 한화디펜스의 급조폭발물(IED)제거 로봇



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 LIG 넥스원



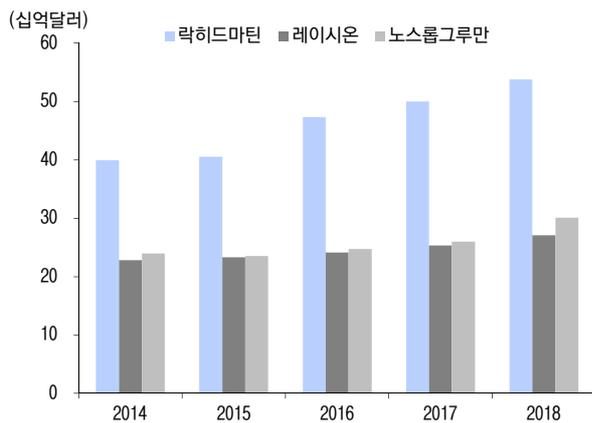
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 국내 방산업체와 글로벌 Peer Valuation 비교

글로벌 Peer가 국내 업체 대비 Valuation 고평가된 이유는 크게 1) 방위산업 규모 2) 우수한 선진 기술력을 바탕으로 일부 무기체계 독점 공급 구조, 무기체계 시장 Seller market 형성 등에 따라 안정적인 매출 창출이 가능하다.

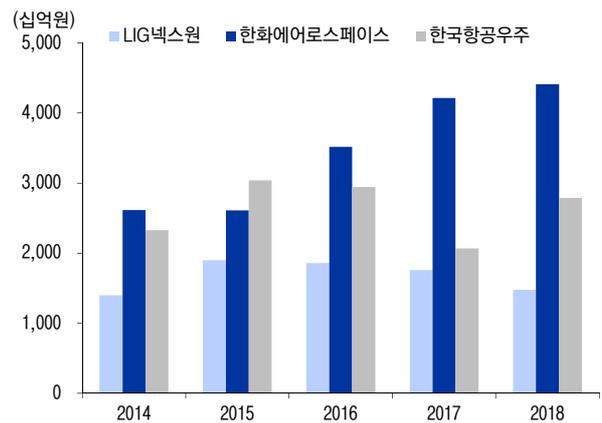
반면에 국내업체는 여전히 국내 방산 매출이 대다수를 차지하고 있는 상황이다. 국방예산 추이에 따라 소폭의 실적 변동성이 있다. 하지만 최근 들어 기술력 향상에 따른 품질 개선으로 동남아, 중동 등 무기수요는 있으나 기술력이 부족한 국가들에 수출하기 시작했다. 대표적인 제품으로 한화디펜스의 K-9 자주포, LIG넥스원의 현궁 등 소형 유도무기 등이 있다. 현 정부 의도에 맞춰 정밀유도무기 및 전자전장비를 생산하는 LIG넥스원과 한화에어로스페이스(한화시스템)은 신규수주 증가 등으로 향후 ROE 개선이 기대된다. 하지만 ROE 개선에도 불구하고 여전히 Valuation은 저평가 구간에 있다(20년 기준 LIG넥스원 P/B 1.2x ROE 10.6%, 한화에어로스페이스 P/B 0.7x ROE 4.1%).

그림23 글로벌 피어는 안정적인 매출 창출 가능



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 국내 방산 3사 매출액은 변동적인 모습 보임



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 한화에어로스페이스 2018년 매출액은 당사 추정치 기준

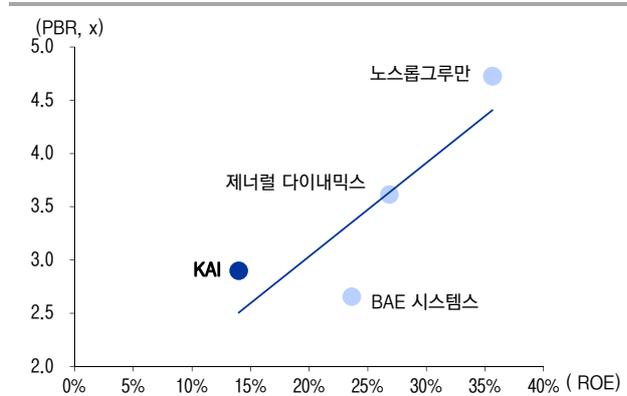
표11 한국항공우주 글로벌 피어 그룹 Valuation

업체명		한국항공우주	록히드 마틴	노스롭 그루만	BAE 시스템스	제너럴 다이내믹스
P/E (x)	2016	24.7	20.7	15.9	20.5	20.0
	2017	-19.7	24.6	21.9	21.4	20.4
	2018	68.3	14.4	11.5	12.5	13.8
	2019E	22.2	15.9	15.0	11.8	14.7
P/B (x)	2016	4.5	47.8	7.7	5.5	5.1
	2017	4.1	n/a	7.5	3.9	5.3
	2018	3.3	53.4	5.1	2.9	3.9
	2019E	2.9	26.9	4.7	2.7	3.6
EV/EBITDA (x)	2016	16.5	11.9	12.1	10.2	12.8
	2017	-42.3	12.9	15.6	9.1	13.1
	2018	20.3	10.3	11.9	8.6	10.9
	2019E	14.1	10.8	12.3	8.2	11.3
ROE (%)	2016	19.9	224.5	37.9	28.4	24.4
	2017	-18.2	n/a	46.3	20.9	26.8
	2018	4.6	n/a	42.2	24.9	28.9
	2019E	14.0	240.8	35.6	23.6	26.8

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 한국항공우주 당사 추정치 적용, BAE 시스템스는 2018년 추정치 기준, 2월 15일 종가 기준

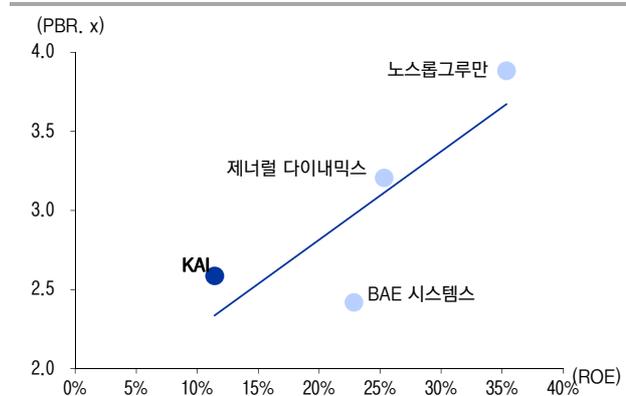
그림25 한국항공우주 글로벌 피어 PBR-ROE(2019년 기준)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 한국항공우주 당사 추정치 적용

그림26 한국항공우주 글로벌 피어 PBR-ROE(2020년 기준)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 한국항공우주 당사 추정치 적용

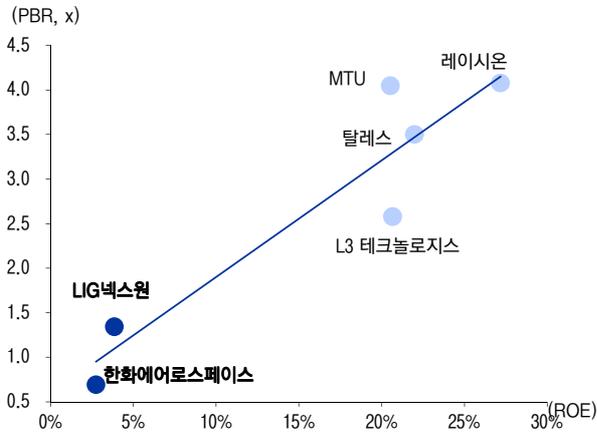
표12 LIG 넥스원, 한화에어로스페이스 글로벌 피어 Valuation

업체명		LIG넥스원	레이시온	L3 테크놀로지스	탈레스	한화에어로스 페이스	MTU 에어로 엔진스
P/E (x)	2016	23.0	20.2	18.9	20.5	6.7	18.0
	2017	-152.5	24.7	27.0	23.2	-38.9	20.3
	2018E	176.9	14.0	16.1	19.9	329.1	22.1
	2019E	35.3	15.7	18.2	17.0	25.6	20.1
P/B (x)	2016	2.8	4.1	2.6	4.2	1.0	3.8
	2017	2.2	5.4	3.0	3.6	0.9	3.9
	2018E	1.4	3.8	n/a	3.9	0.7	4.6
	2019E	1.3	4.1	2.6	3.5	0.7	4.0
EV/EBITDA (x)	2016	14.9	10.0	12.8	9.7	12.2	11.5
	2017	32.1	11.8	14.6	9.3	13.1	12.4
	2018E	35.8	8.8	11.7	9.7	14.6	13.7
	2019E	14.4	10.1	11.7	8.3	9.5	13.0
ROE (%)	2016	12.7	22.1	15.9	20.4	15.1	22.3
	2017	-1.4	20.1	14.1	16.5	-2.1	21.9
	2018E	0.8	27.1	n/a	20.3	0.2	21.4
	2019E	3.8	27.2	20.7	22.0	2.7	20.5

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 한국항공우주 당사 추정치 적용, 레이시온, L3는 2018년 확정치 기준, 2월 15일 증가 기준

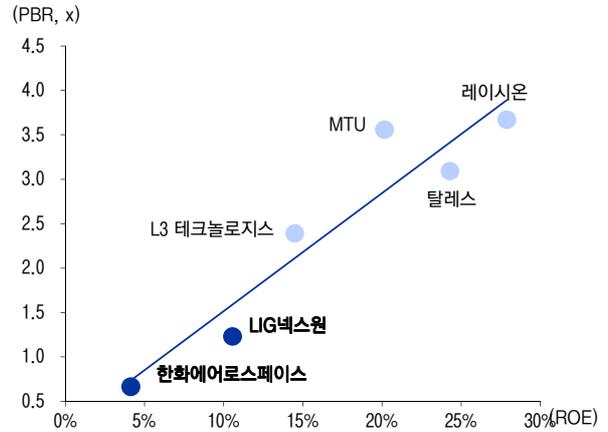
그림27 LIG 넥스원/한화에어로 PBR-ROE(2019년 기준)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

주: LIG넥스원, 한화에어로스페이스 당사 추정치 적용

그림28 LIG 넥스원/한화에어로 PBR-ROE(2020년 기준)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

주: LIG넥스원, 한화에어로스페이스 당사 추정치 적용

---

# Part III

---

## 건설기계: 중국시장이 변수

### 2019년 한국업체 실적의 변수는 1)3~4월 판매량 2)중대형 비중

2019년 중국 굴삭기 산업은 2018년과 유사할 전망이다. 17년 14만대, 18년 18만대로 지속 높은 수준을 유지하는 요인은 1)중국 정부의 인프라 투자 확대 2)환경규제 강화에 따른 교체수요 가속화이다.

시장이 Flat한 상황에서 기업의 실적 개선을 위해서는 결국 Q(판매량) 혹은 P(ASP)개선이 불가피하다. 이에 따라 올해 한국업체의 실적 변수는 1)연 판매량의 30%이상을 차지하는 3~4월 판매량과 2)전체 판매량에서 중대형이 차지하는 비중이 중요할 전망이다.

인도시장은 인도 정부의 인프라 투자에 따른 고성장이 예상된다. 하지만 모디 총리의 연임여부가 결정되는 4~5월 총선이 변수로 작용할 전망이다.

## 중국: 2019년 상고하저, 변수는 3월~4월 판매량

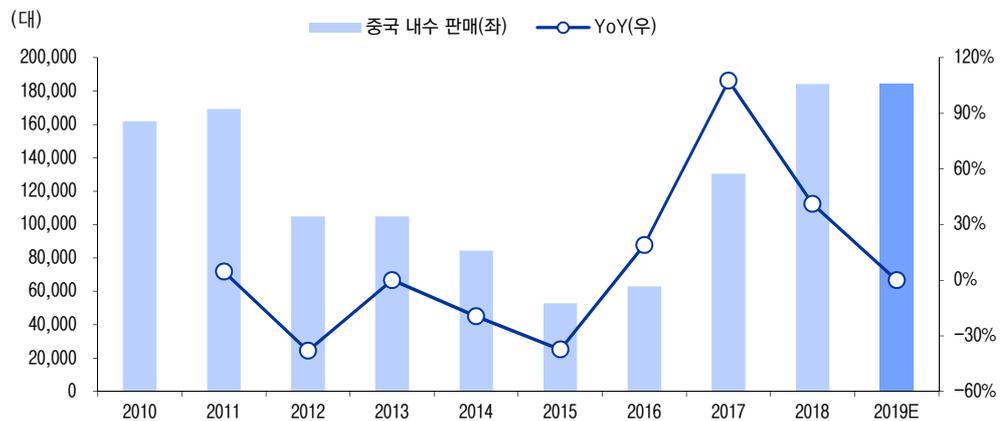
### 2019년 중국 상고하저 전망

2019년 중국 굴삭기 시장은 2018년과 유사할 전망이다. 2019년 중국 굴삭기 시장의 성장요인은 1) 교체주기 도래에 따른 교체수요 발생 2) 인프라 투자 등 전방산업 호조에 따른 수요 증가 3) 환경규제 강화에 따른 교체주기 가속화이다.

성장요인은 2018년과 유사해 보이지만, 강도측면에서는 다른 모습을 보이고 있다. 교체주기 도래에 따른 교체수요는 2016년 하반기부터 이루어짐에 따라 18년 대비 소폭 감소할 것으로 보인다. 하지만 인프라 투자와 환경규제 측면에서는 18년 대비 강화될 것으로 예상된다.

2018년 하반기부터 중국정부는 인프라 투자 확대 정책에 대해서 발표했다. 이러한 효과는 2019년 상반기에 크게 반영될 것으로 보인다. 인프라 투자에 대해서는 뒤에서 더욱더 자세히 설명할 예정이다. 또 기존의 TIER4엔진 배기규제가 기존 2020년 1월 시행에서 2020년 하반기로 연기될 가능성이 높음에 따라 先구매효과는 없을 것으로 예상된다. 2019년 중국 굴삭기 시장은 상고하저 추세가 뚜렷할 전망이다.

그림29 연간 중국 굴삭기 시장 추이



자료: CCMA, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 중국업체 전화인터뷰 내용 정리

업체명	2019년 예상 성장률	성장요인
SANY	-15% ~ 5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 인프라 투자 확대정책에 대한 기대</li> <li>- 굴삭기 사용범위 확대</li> <li>- 친환경 정책 강화</li> <li>- 제품 교체주기에 따른 교체수요 발생</li> </ul>
Liugong	10%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 교체주기 도래에 따른 교체수요 발생</li> <li>- 인프라 투자 확대정책에 대한 기대</li> <li>- 고객의 스마트화 설비 수요 확대</li> </ul>
HENGLI	10%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 인프라 투자 확대에 대한 기대</li> <li>- 여전히 높은 굴삭기 가동시간</li> </ul>
Eddie	0%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 인프라 투자 확대에 대한 기대</li> <li>- 친환경 정책 강화</li> </ul>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 성장요인1. 중국 인프라 투자 확대

2018년 7월말 중국 정부는 인프라 투자 확대 정책을 발표했다. 구체적인 조치로는 중국 지방정부 특정채권 발행 허용이다. 특정채권 발행량은 8월부터 급속하게 증가하기 시작했으며, 9월 누적 발행량은 약 1.8조위안 이는 2018년 목표치 1.35조위안을 약 33.1% 초과한 수치이다.

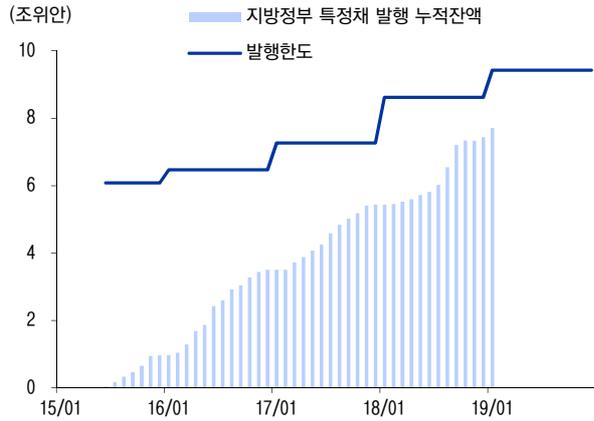
이러한 추세는 2019년에도 지속되고 있다. 자금 조달분야에서는 지방정부의 인프라 투자용 특정채 발행한도를 8,100억위안으로 확대하였다. 또 2018년말 2019년 지방정부 채 발행한도 추가분 1.39조위안 조기 공개함에 따라 인프라 투자 여력을 확보한 상태이다.

2018년말부터 다수의 인프라 프로젝트 승인 및 투자 계획이 공개되었다. 2018년 12월 1개월 동안 국가발개위는 9개 도시 및 지역 철도 프로젝트 9개를 승인했다. 투자규모는 약 1조위안 수준이다. 중국 철도총공사는 2019년 철도투자 규모 8,500억위안을 발표했다. 이는 2010년 이래 최대 투자규모 수준이다.

2019년 중국의 인프라 투자 계획은 자금 조달면이나 집행면에서도 매우 공격적이다. 승인된 프로젝트 중 여전히 계획단계의 프로젝트가 다수 포함되어 있어서 단기간에 고정자산투자금액 증가 등 경제 data로 큰 변화가 일어나기는 쉽지 않을 전망이다.

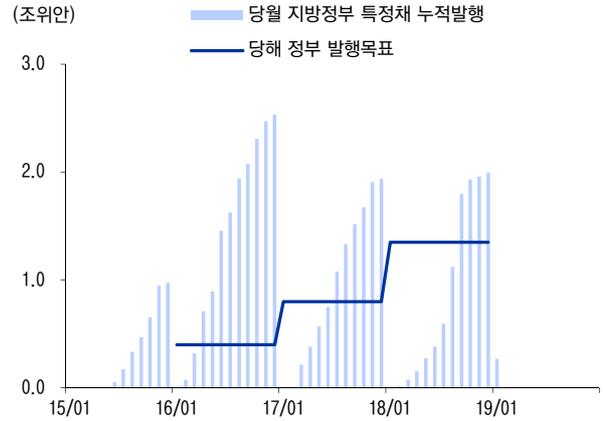
중국의 공격적인 인프라 투자 계획에 따라 산업センチメント 개선에 따른 굴삭기 수요는 증가할 전망이다. 부동산 투자 또한 선행지표인 토지 매입면적이 여전히 10%대 유지중에 있어 부정적인 영향은 제한적일 전망이다.

그림30 지방정부 특정채 발행 누적잔액 추이



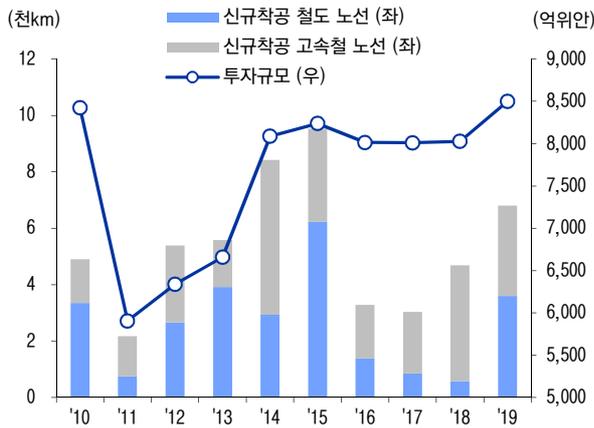
자료: 중국 재정부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 월별 지방정부 특정채 발행규모



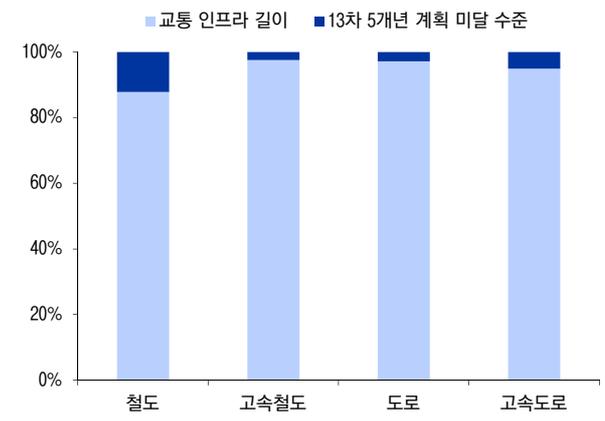
자료: 중국 재정부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 철도 투자규모 2010년 이래 최대수준



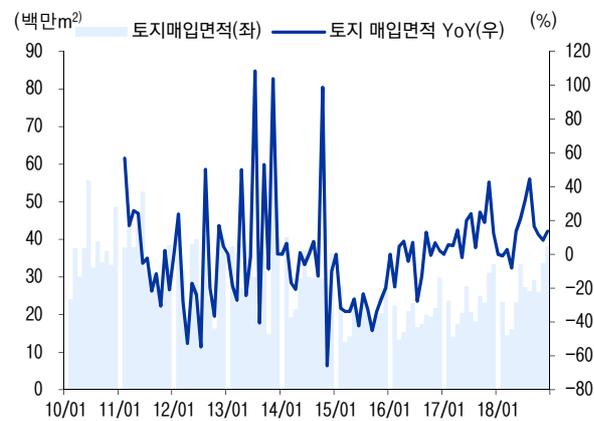
자료: 중국 철도총공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 교통인프라 13.5개년 계획대비 투자 수준



자료: 중국교통운수부, 이베스트투자증권 리서치센터  
주: 교통 인프라 길이는 2018년까지 누적 기준(만km 기준)

그림34 중국 토지매입면적 성장률 여전히 10%대



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 춘절 이후 중국 굴삭기 가동시간 반등할 것으로 전망



자료: KOMATSU, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 2019년 중국 지방정부 주요 교통/에너지 인프라 사업

지역	주요 교통/에너지 인프라 사업
베이징	베이징 신공항, 지하철 등 교통 인프라(699.3km), 베이징-장자커우 철도, 옌칭-충리 고속도로 건설
톈진	주요 사업 계획 202건(9,163억위안) 확정, 올해 1,563억위안 투자. 농촌 도로(500km), 지하철(10건) 건설
허베이	신형 도시화(400건), 시정부(3,000건) 사업 등 약 7천억위안 투자
산시	농촌 신규 도로(2만km) 건설, 지하철, 도로, 고속철도, 전력 인프라 등 사업 추진, 고정자산투자 6,441억위안 투자
랴오닝	인프라/건설 사업 심사기간 90일 이내로 단축 홍옌허 원전 2기 등 주요 인프라(100건) 추진. 농촌 도로 신설(4,000km) 및 보수(4,400km), 국도(5,500km) 건설
지린	농촌 도로(5,000km) 보수
헤이룽장	농촌 도로(4,000km), 주요 철도/도로/지하철 사업(약 12건), 러시아-중국 천연가스 파이프라인 연계 사업 건설
상하이	지하철(128km), 주요 교통 인프라(4건) 건설, 도시 조명(45km) 교체 전력망(100km) 지하화, 노후 가스 파이프라인(10만 가구용) 개선
장수	1,370억위안 규모 교통 인프라 사업 추진. 주요 철도(7건), 교량(5건), 고속도로(1건), 항구(1건), 공항(3건) 건설 농촌 도로(3,500km) 건설, 농촌 교량(800개) 개량
저장	철도(68.5km), 중소형 하류 인근 도로(500km), 주요 하류 인근 도로(6,500km) 건설 에너지, 전력, 가스 등 유틸리티 설비(300곳) 건설
안휘	고속철도(400km), 도로(190km) 확장/건설. 농촌 도로(2.5만km) 건설
무젠	도시개발, 교통, 수리공정 건설사업 심사기간 50% 이상 단축. 주요 사업 계획 1,564건(3.8조위안) 확정, 1,199건(4,538억) 추진 일반 간선도로(285km), 보수 도로면(150km), 농촌도로(1,500km) 건설 LNG 집수처 및 천연가스 파이프라인망, 신규 전력설비(200만kW 이상) 건설
장시	주요 사업 계획 2,256건(2.15조위안) 확정, 올해 6,455억위안 투자. 이춘밍웨산 공항(4건), 고속도로(7건) 등 주요 인프라 건설
허난	주요 사업 계획 3,400건 확정, 올해 7,000억위안 투자 고속도로(1,000km 이상), 농촌 도로(5,000km 이상) 등 고속도로 신설 사업(1,144억) 추진 정유시설/원유 파이프라인, 송전 인프라(500kv급), 신재생에너지 발전설비(180만kw급) 건설, 농촌 전력 취약 지역(3,000곳) 개선 10억위안 이상 규모 신규사업(270건) 및 계속사업(620건) 추진. 농촌 도로(2만km), 고속철도 등 사업(890건) 건설
후베이	인프라/건설 사업 심사기간 100일 이내로 단축
후난	기존 비포장 도로(1.5만km), 농촌 도로(5,000km) 보수. 농촌 송전 인프라(10kv 이하급) 개선
광둥	착공 전, 민간 건설사업에 대한 정부 심사기간 41일, 제조업 사업 심사 45일로 단축 성도 부중심 건설 가속, 주요 인프라 사업 6,500억위안 투자
광시	100억위안 규모 주요 사업 추진. 주요 인프라사업(850건) 추진 주요 철도(5건), 구이항-우저우(3,000톤급용) 운하(5건), 항공(3건), 교통물류센터(5건), 송배전망(2건), 수리시설(7건) 등 건설 주요 공항간 고속도로(550km), 항구간 고속도로(6,000km), 농촌 도로(5,180km) 건설
하이난	도로(1,000km), 농촌 도로(1,000km), 농촌 통행버스(160대) 도입, 가스배관 사업(20곳) 추진
충칭	지하철(208km) 사업(6건), 일반도로(3,300km), 농촌 도로(2.4만km) 건설
스촨	주요 사업 계획(700건, 4.6조) 확정, 올해 5,700억위안 투자. 고속철도(4건), 고속도로(6건), 농촌 도로(2만km), 저수지(6건) 건설 고속철도(4건), 고속도로(6건), 농촌 도로(2만km), 대형 저수지(6건) 등 주요 인프라 건설
구이저우	인프라/건설 사업 심사기간 80일 이내로 단축 대형(1~2건)/중형(76건) 저수지, 기간 수자원 사업(60건), 고속도로(7,000km), 고속철도(1,650km), 농촌 도로(5,000km) 건설
윈난	6,000km 규모 고속도로(90건), 수자원(50건), 대형 수력발전소(2건) 등 주요 인프라 건설 천연가스/정제유 파이프라인 및 정유시설(2건) 건설, 가스 공급망 비중 제고
시장	민간투자 15% 증가 이상 유도
산시	주요 사업 계획 600건(4조위안) 확정, 올해 5,000억위안 투자 도시철도 역사 확장사업(2건), 시안 셴양 국제공항 3기 등 공항(3곳), 물류센터(3곳), 전자상거래 협력센터(3건) 건설
간수	비포장 도로(2,271km) 개선, 철도, 고속도로, 송배전망 등 주요 인프라(24건) 건설. 룡둥-산둥 송배전망(800kv급) 사업 가속화
닝샤	인-시 고속철 등 주요 철도(3건), 농촌 도로(900km) 건설
신장	인프라/건설 사업 심사기간 120일 이내로 단축. 기업 심사기간 8.5일 이내로 단축 주요 철도 사업(4건), 공항(2건), 고속도로(3건), 750kv급 송배전망(5건) 건설, 가스/유전(4건) 개발

자료: 개별 省/市 지방정부 정부업무보고 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

## 성장요인2. 환경규제 강화에 교체수요 가속화

미세먼지 등 심각한 공기오염 등으로 여러 지방정부에서 친환경 정책을 발표하고 있다. 이러한 추세는 2019년 더욱더 강화되고 있다. 최근 북경, 하얼빈, 천진 등 저 TIER제품 사용 금지 구역이 확산되고 있으며, 저 TIER제품의 기준 또한 TIER 3미만 제품수준까지 올라오고 있다. 현재 북경의 경우 TIER4 엔진 규제가 정식 시행하지 않았지만, TIER 4 엔진제품만 판매하고 있다.

배기규제 강화에 따라 2018년부터 중고시장의 거래는 둔화되기 시작했다. TIER4 엔진 도입 시기는 아직 미정이지만 업계 관계자에 의하면 2020년 1월에서 하반기로 연기될 예정이다. 2019년에 TIER 4제품에 대한 선구매 효과는 없을 전망이다. 지역정부의 굴삭기 배기규제 감독 강화 및 저 TIER제품 사용 금지 정책 시행 지역 확산 및 저TIER 제품에 대한 규제 또한 강화되고 있다. 2019년 환경규제 강화에 따른 교체수요는 가속화될 전망이다.

표15 저 TIER 제품 사용금지 정책 시행 지역 점차 확산 추세

도시	시행일자	사용 금지 기준
광저우(广州)	미정	TIER 3 미만
원저우	2019년말	미정
수치엔(宿迁)	2019-05-01	TIER 1이하
천진	2020-01-01	TIER 3 미만
하얼빈	2019-04-01	TIER 3 미만
지난(济南)	2019-02-01	TIER 3 미만
북경	2019-01-29	TIER 3 미만
강먼(江门)	2019-01-01	TIER 3 미만
낙양(洛阳)	2018-11-12	TIER 3 미만
선전(深圳)	2018-11-01	TIER 1 이하
양저우(扬州)	2018-10-17	TIER 1 이하
주하이(珠海)	2018-09-30	TIER3 미만
진청(晋城)	2018-09-01	TIER 2 이하
당산(唐山)	2018-09-01	TIER 2 이하
리아오청(聊城)	2018-06-01	TIER 2 이하
남경(南京)	2018-04-01	TIER 2 이하
청두(成都)	2018-02-01	TIER 1 이하
태원(太原)	2018-01-01	TIER 1 이하
혜주(惠州)	2017-12-27	TIER 1 이하
북경	2017-12-01	TIER 2 이하
북양(濮阳)	2017-11-08	TIER 2 이하
낙양(洛阳)	2017-11-01	TIER 1 이하
충칭	2017-11-01	TIER 1 이하
카이펑(开封)	2017-10-15	TIER 2 이하
정저우(郑州)	2016-10-01	TIER 1 이하

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 중고굴삭기 온라인 내 거래량 지속 감소세



자료: CCMA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 2018년 신제품 시장 대비 중고시장 판매 부진



자료: CCMA, 이베스트투자증권 리서치센터

### 국내업체 실적 변수는 1)3~4월 굴삭기 판매량 2)중대형 비중

앞에서 설명한 것처럼 2019년 중국 굴삭기 시장 성장률이 전년대비 Flat할 것으로 예상된다. 시장이 성장하지 않은 상황에서 국내 굴삭기업체 실적개선을 위해서는 Q(판매량) 혹은 P(대당 ASP)를 상승시켜야만 한다. Q를 늘리려면 시장 내 M/S를 확대 해야 한다. P를 올리려면 ASP가 높은 중대형제품 판매비중을 올려야 한다.

2019년 국내업체 실적의 최대변수는 연간 판매량이 가장 많이 집중되어있는 3~4월 굴삭기 판매량과 중대형 굴삭기의 판매 비중일 것으로 보인다.

#### 1)3~4월 굴삭기 판매량

중국 굴삭기 시장은 매년 1월 혹은 2월에 춘절이 포함되어 있어서 3월부터 굴삭기 판매량이 급증하는 모습을 보인다. 일반적으로 매년 3~5월이 성수기이다. [그림38]처럼 매년 3월 판매량이 가장 많고, 4월이 그 다음으로 많다.

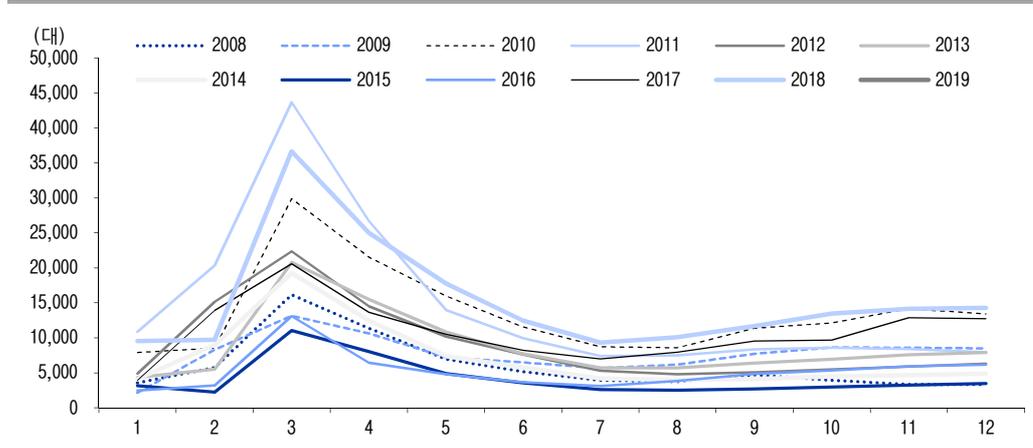
2008~2018년간 3월 판매량이 전체에서 차지하는 비중을 확인한 결과 2009년(14.1%)이 가장 낮았으며, 2011년(25.1%)이 가장 높은 모습을 보였다. 2008~2018년 평균 약 20.2%를 차지하고 있다. 3~4월 합계 판매량 기준으로 보았을때는 2016년(26.2%)이 가장 낮았으며, 2011년(40.5%)이 가장 높았다. 2008~2018년 평균 약 33.7%를 차지하고 있다.

굴삭기 판매 호황(2009~2011, 2017~2018년)/비호황(2012~2016)시기 상관없이 일괄적으로 높은 비중을 차지하고 있다. 따라서 중국 굴삭기 시장 규모는 3~4월 판매량에 높은 의존도를 보이고 있다.

국내업체들의 3월 판매량 비중 또한 시장과 유사한 추세를 보이고 있다. 두산인프라코어의 2009~2018년 평균 3월 비중은 21.1%이며, 3~4월 합계 판매량 기준으로 34.9%이다. 두 수치 모두 시장을 상회하는 수준이며, 월별 판매중에서도 3~4월 판매량이 중 시장대비 더욱더 중요하다는 것으로 확인된다. 현대건설기계는 3월 비중은 20.0%, 3~4월 합계 판매량은 32.8%로 3월 판매량은 시장과 유사하나, 3~4월 합계 판매량은 시장을 하회하는 수준이다.

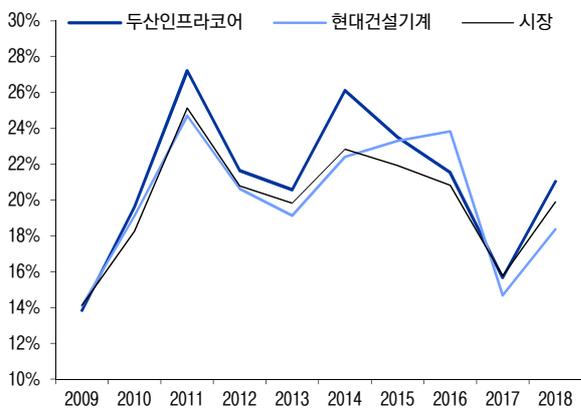
2019년 중국 굴삭기 판매량은 3~4월 높은 판매비중을 바탕으로 연간 판매규모 추산이 가능할 전망이다. 국내업체들 또한 3~4월 판매량을 바탕으로 연간 판매량이 대략적으로 추산이 가능할 전망이다. 2019년 3~4월 굴삭기 판매량이 올해 한국업체 중국 실적의 주요 변수가 될 전망이다. 즉 3~4월 판매량이 전년 대비 많이 감소할 경우 역성장은 불가피할 전망이다.

그림38 월별 중국 굴삭기 판매량 추이(내수기준)



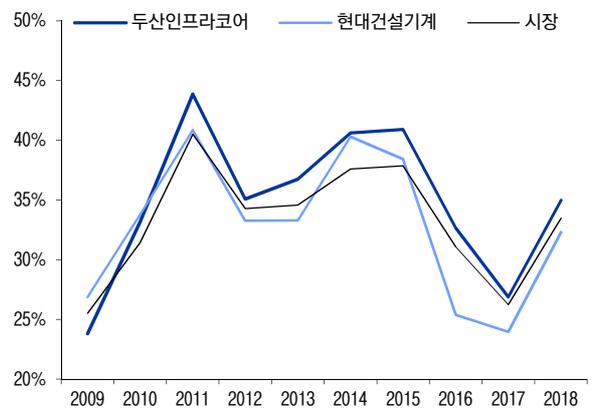
자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 연도별 3월 판매량이 차지하는 비중 추이



자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 연도별 3~4월 판매량이 차지하는 비중 추이



자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

### 중대형 비중

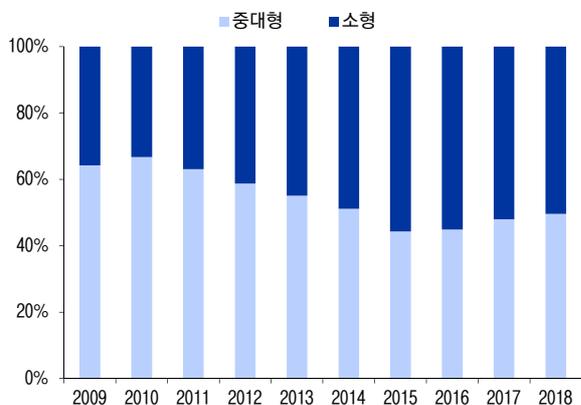
굴삭기는 크게 소형(0~13t), 중형(13~30t), 대형(30t이상)으로 분류된다. ASP는 크기에 따라 높아지며, 수익성 또한 대형>중형>소형 순으로 좋다. 일반적으로 중국로컬제품은 소형굴삭기 판매 비중이 약 50% 이상으로 중대형 비중 대비 높다. 한국업체 포함 해외업체는 중대형 비중이 로컬업체 대비 높은 편이다.

국내 굴삭기업체는 시장 Flat, 전년대비 판매량 감소하는 최악의 상황을 가정했을 때 중대형 비중을 올려야만 중국법인 매출 성장이 가능하다. 4Q18부터 중국 시장 내 소형 비중이 3Q18 46.8% → 4Q18 53.7%로 7%p 상승하기 시작했다. 이와 동시에 국내업체의 4Q18 중국법인 실적은 둔화된 모습을 보였다(두산인프라코어 판매량 기준 YoY 13.3%, 중국법인 매출액 YoY -3.2%).

이러한 소형 굴삭기 판매 비중 확대는 로컬업체들의 M/S 확대를 위한 프로모션에 의한 것으로 보인다. 4Q18 XCMG 경우 전분기 대비 소형 비중이 11.1%로 가장 많이 올랐고, M/S 또한 0.3%p 소폭 상승했다. LIUGONG 또한 소형 비중 4.3%p 상승하며 53.8%로 높은 비중을 차지하고 있으며, M/S는 전분기 대비 1.1%p 상승했다.

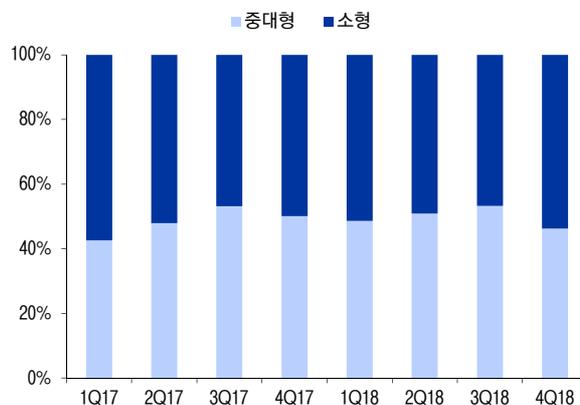
3~4월 굴삭기 판매량과 마찬가지로 2019년 국내업체 중국법인 실적에 주요 변수로 보인다. 4Q18과 유사한 추세가 2019년 지속될 경우 역성장은 불가피할 전망이다.

그림41 연간 중국 굴삭기 시장 중대형 비중 추이



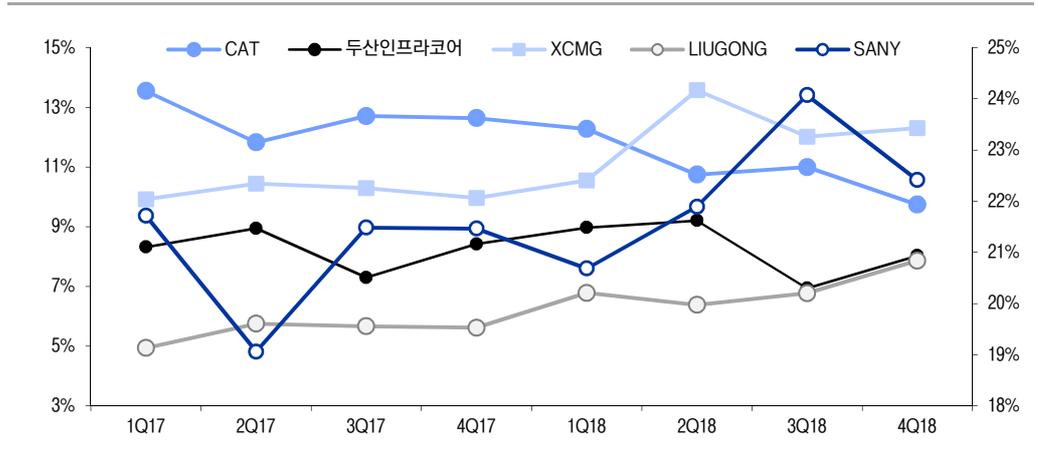
자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 분기별 중국 굴삭기 시장 중대형 비중 추이



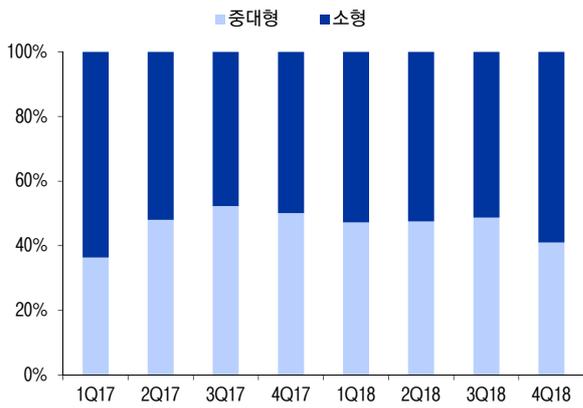
자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 중국 굴삭기 시장 M/S 추이



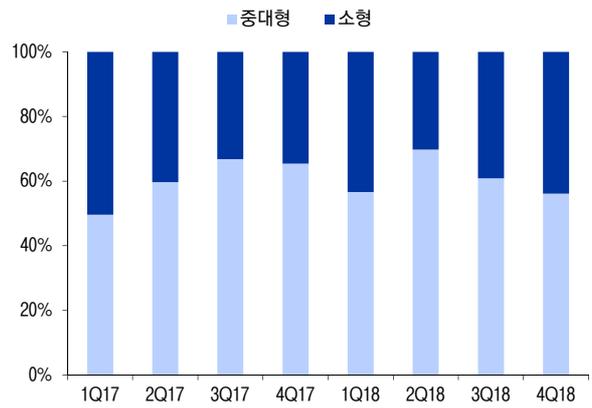
자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 두산인프라코어 중대형 비중 추이



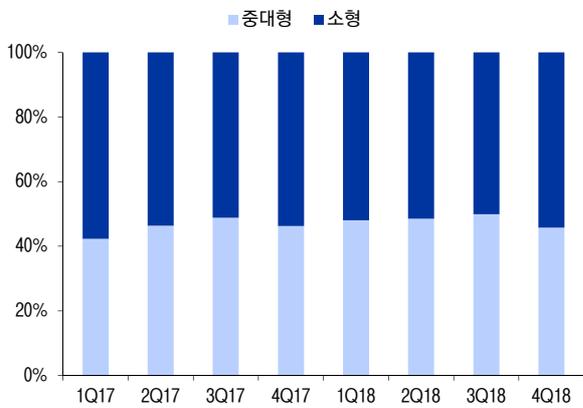
자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 현대건설기계 중대형 비중 추이



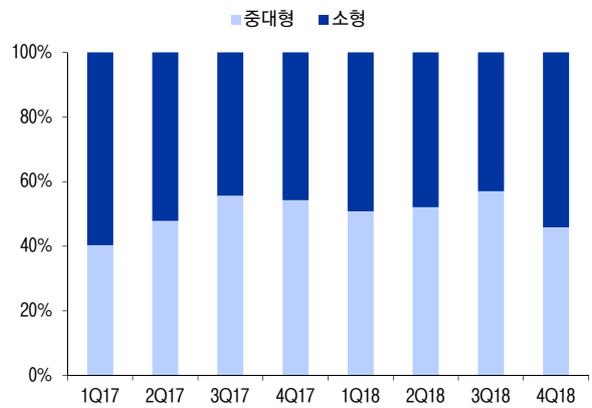
자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 SANY 중대형 비중 추이



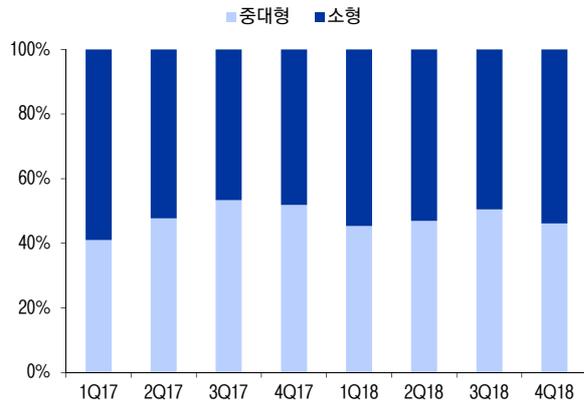
자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 XCMG 중대형 비중 추이



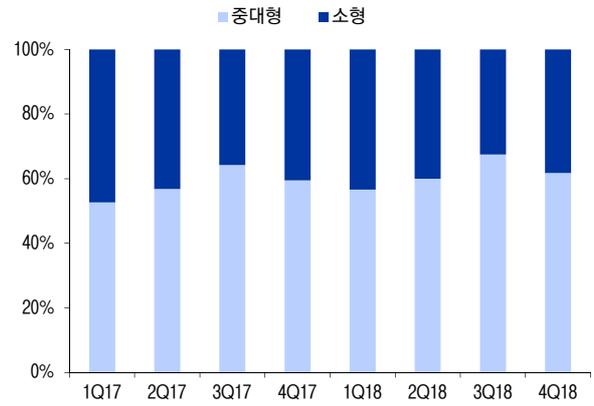
자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 LIUGONG 중대형 비중 추이



자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 Caterpillar 중대형 비중 추이



자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

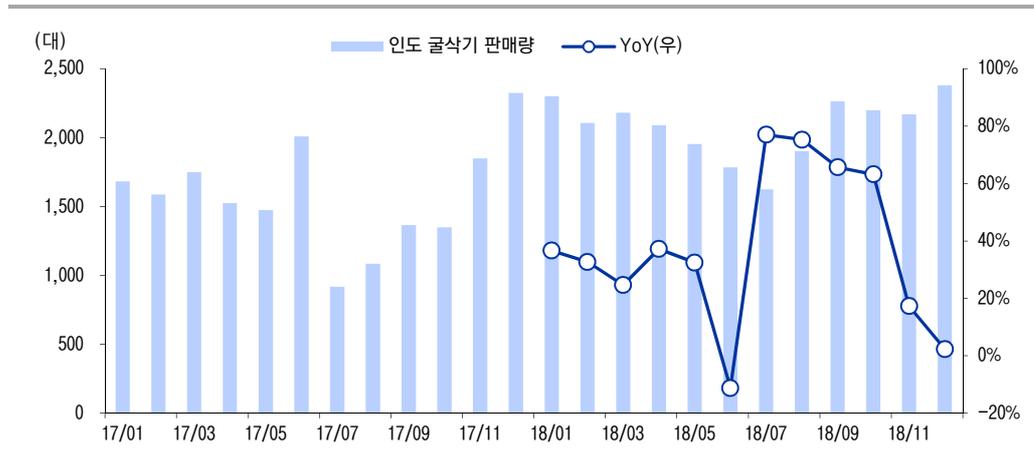
## 인도: 5월 총선이 최대 변수

### 인도 인프라 투자로 인한 고성장 예상되나, 5월 총선이 최대 변수

2018년 인도 굴삭기 판매량은 24,956대를 기록하면서 전년(18,921대)대비 31.9% 성장하면서 고성장을 기록했다. 이러한 고성장은 인도 인프라투자 정책에 따른 것으로 보인다. 2019년에도 많은 인프라투자들이 계획되어 있어 고성장이 예상된다.

하지만 올해 4~5월 인도 총선이 계획되어 있으며, 최악의 상황으로 모디총리가 재선에 실패할 경우 인프라 투자에 차질이 발생할 수 있다. 2019년 인도 굴삭기 시장은 5월 총선이 최대 변수로 작용할 전망이다.

그림50 월별 인도 굴삭기 판매량



자료: 현대건설기계, 이베스트투자증권 리서치센터

인프라 투자는 모디총리의 주요 경제정책중에 하나로 2018년 도로, 철도 등 인프라 분야에 6조루피를 투자했다. 또 노후철도 개선 계획 등 철도 분야에만 1조 5천억루피 투자했다. 인도의 인프라투자는 크게 고속도로 건설산업, 철도교통산업, 전기산업, 항만산업, 공항사업 등으로 진행되고 있다.

2018~2019 인도 연방정부예산안을 보면 인프라 투자비는 5.97조 루피로 전년대비 21% 증가한다. 정부 지출의 약 24.4% 차지한다. 농촌 인프라에 1.43조 루피 투자를 통해 농촌 지역 주택공급(510만 가구), 전기 연결 도로 건설(317,000km), 화장실 건축(1,880만개) 등을 계획하고 있다. 2019년에도 인프라투자는 더욱더 확대될 전망이며, 이에 따른 인도 굴삭기 수요 증가가 예상된다.

표16 인도 주요 인프라 투자 현황

분야	내용
고속도로	- 2018년 9,829km의 고속도로가 1,805억 달러 규모로 건설됨 - 인도 정부는 2017년 10월~2022년 10월까지 83,677km의 고속도로 건설에 1조 764억 달러 투자 계획 - 2018년, 2019년 1,097억달러 예산 책정되어 있으며 그 중 낙후지역 고속도로 연결 프로젝트(PMGSY)에 294억원 달러 배정됨 - 2019년까지 PMGSY프로젝트 아래, 인도 모든 낙후 및 시골지역 도로 연결을 목적으로 함
철도	- 인도 철도교통부는 2018년~2019년 정부 예산 228억 달러 책정 - 225억 달러는 기차역 증축과 600여개 새 기차역 건설에 쓰일 예정 - 2022년까지 인도 전역 기차를 고속전철 시스템으로 바꾸는 것을 목표로 하고 있음
공항	- 인도 항공국은 도심과 가까운 13개의 공항을 증축 및 개발 계획하고 있으며, 32억 달러 예산 책정 - 북인도 지역에만 30여개 공항 개발 프로젝트 진행중이며, 3년 이내 56개 새로운 공항들이 운영될 것으로 예상

자료: 한국무역협회, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 인도 교통인프라 프로젝트 내용

항목	프로젝트	프로젝트내용
도로,교량	바랏말라(Bharatmala) 프로젝트	구자라트 주에서 미조람 주까지 동서연결 도로사업 뭄바이 트랜스하버 링크(MTHL) 및 시바지 기념관 건설
	세투 바랏탐 교량 프로젝트	208개 국도 교차 철도건널목을 교량으로 대체, 1500개 교량 점검
	Rashtriya Rajmarg Zila Sanjoyokta Pariyojna	100개 District 소재지를 고속도로와 연결
	차르담(Chardham) 고속도로 프로젝트	우타라칸트 주 내 힌두교 성지인 차르담까지의 고속도로 건설사업
	첸남강 교량 프로젝트	잠푸 카슈미르 주 도다지역 첸남강에 높이 359M의 세계에서 가장 높은 교량 건설
철도	아루나찰 프라데시 철도프로젝트	Tawang-Bhalukpong 간 철도,교량 건설 및 North-Bame-Silapathar 간 광궤철도 건설
항만,수로	사가르말라 프로젝트	6개의 megaport 등 현대화 사업 강가강 내륙수로 및 파라딤 항만 개발사업
가스관	구자라트-우타르 프라데시 연결 가스관 사업	구자라트 주 칸들라 해안과 우타르프라데시 주 고락부르를 연결하는 가스관 사업

자료: Financial express, 수출입은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 인도 주요부문별 지출 예산



자료: 인도 재무부, 이베스트투자증권 리서치센터

다양한 인프라 투자중에서도 대형프로젝트인 산업회랑 및 스마트시티가 중장기적으로 인도 인프라 투자뿐만 아니라 인도 굴삭기 시장 성장을 견인할 전망이다.

모디총리는 인도 주요 도시를 연결하며 제조업을 활성화하고 지역의 균형 있는 발전을 위해 산업회랑 프로젝트 5대(DMIC, BEMEC, CBIC, VCIC, AKIC) 사업을 계획하고 점진적으로 진행하고 있다. 5개 산업회랑사업에는 인도 15개 주가 포함되어있다. 2017~2022년동안 산업회랑 인근지역에 총 100개 스마트 시티 구축을 목표로 하고 있다. 인도정부는 산업회랑을 통해 인도 물류에 획기적인 전환을 가져오며, 주변 산업도시 및 스마트도시 건설 등으로 GDP성장에 기여할 것으로 예상된다.

가장 먼저 추진된 DMIC는 델리-뭄바이 간 1,480km를 잇는 산업회랑으로 두 도시간 24개의 도시 및 산업도시가 조성될 예정이다. 총 4단계로 진행되며 1단계 프로젝트 완공시점은 2025년이다. DMIC의 핵심 교통로인 WDFC(Western Dedicated Freight Corridor)의 철도 설로 공사는 70~80% 진행되었다. 2019년 12월 기준 돌레라 특별 투자구역, 쉐드라 산업지구, 비드킨 산업지구에 대한 예산 승인 완료 되었다. 그 중에서도 가장 빠른 진행상황을 보이는 산업단지는 구자라트주의 돌레라 특별 투자구역이다.

인도정부는 첸나이-방갈로르 구간의 초고속 철도의 타당성 분석을 위해 일본, 중국, 프랑스, 독일 기업이 타당성 조사를 실시하고 있다. 고속철도(200km/h)건설은 2014년 인도철도청의 예산승인이 난 상태이며, 초고속철도(350km/h)에 대해서는 인도 계획위원회 승인이 난 상태다.

표18 5대 산업회랑 주요 내용 및 추진 현황

구분	주요 내용 및 추진 현황
DMIC	델리-뭄바이 1,480km구간. 6개 주에 걸쳐 24개 산업단지, 8개 스마트시티, 2개 국제공항, 5개 전력발전소 등 건설 투자 규모 총 900억 달러(일본 지원 45억 달러), 현재 1단계 프로젝트 진행 중
BMEC	뭄바이-방갈로르 1,000km 구간 인도-영국 공동사업으로 최종 기본계획 완성
CBIC	첸나이-방갈로르 560km 구간, 3개 주 대상 인도-일본 공동사업으로 주별 종합 계획 준비 중
VCIC	비자그-첸나이 800km 구간 4개 주 대상 ADB지원사업으로 기본계획 및 주별 종합계획 완성
AKIC	암리차르-콜카타 1,840km 구간 7개 주 대상 기본계획, 타당성 조사 및 주별 종합계획 준비 중

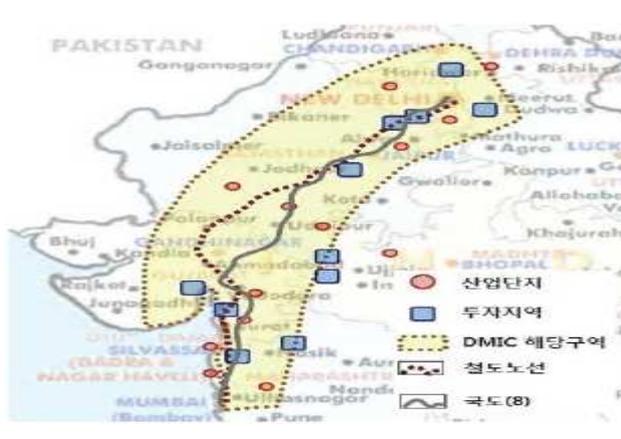
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 인도 산업회랑 개발계획



자료: Business World, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 DMIC 건설계획



자료: UPSC.S4Study.in, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 DMIC 단계별 추진 계획

단계	시작	완공(계획)	투자금	주요 단지
1단계	2008	2025	1,550억 루피	1. Dholera: 구자라트 주, 예산 470억 루피, 2019년 완공 계획 2. Shendra ,Bidkin: 마하라슈트라 주, 예산 800억 루피, 2019년 완공 계획 3. Vikram Udyogpuri: 마드프라데시 주, 예산 130억 루피, 2018년 완공 계획 4. IITG Noida: 우타르프라데시 주, 예산 150억 루피, 2018년 완공 계획
2단계	2018	2032	1,020억 루피	다기능 물류 허브 1. Greater Noida: 예산 480억 루피 2. 하리아나: 예산 540억 루피
3단계	-	2037		라자스탄 주 개발 예정

자료: DMIC개발공사, 이베스트투자증권 리서치센터

표20 인도 스마트시티 개요 및 추진 경과

	내용
프로젝트명	스마트시티 미션
목표	2017~2022년동안 인도 전역에 총 100개 스마트 시티 구축
투입 예산	총 48,000 crore 루피(약 72억 달러) 스마트시티 선정 도시별 중앙정부에서 500억 루피 지원, 매칭펀드로 주정부에서 500억 루피 조달
개발 모델	기존도시의 개선, 재개발, 신규도시 개발 및 스마트 솔루션을 적용한 스마트화
추진경과	2014.07: 스마트시티 개발 계획 발표 2015.06: 스마트시티 이행 세부 가이드라인 발표 2016.01: 스마트시티 1차 개발 대상 도시 20개 발표 2016.05: 스마트시티 개발 대상 도시 Fast Track round로 13개 발표 2016.09: 스마트시티 2차 개발 대상 도시 27개 발표 2017.06: 스마트시티 3차 개발 대상 도시 30개 발표 2018.01: 스마트시티 4차 개발 대상 도시 9개 발표

자료: Government of India, 이베스트투자증권 리서치센터

## 인도시장의 변수는 5월 총선

2019년에도 모디총리의 인프라 정책으로 인해 인도 굴삭기 시장은 고성장이 예상된다. 하지만 이러한 고성장이 지속될려면 2019년 인도모디총리의 연임이라는 전제조건이 필요하다. 2018년 12월 5개 주에서 치러진 주 의회선거에서 제 1야당인 국민회의당(INC)이 농가당 20만 루피(약 320만원) 부채 탕감 공약을 내세워 압승을 거두었다. 이 중 인도국민당의 텃밭이던 북부 라자스탄주, 마디아프라데시주, 치티스가르주에서도 야당이 승리했다. 이에 따라 모디총리 연임 가능성은 여전히 높지만, 불확실성은 확대되었다.

인도 모디총리와 여당의 경제 개발 노력에도 불구하고 현 정권에 대한 지지도는 떨어지고 국민의 불만도 증가하고 있다. 경제정책 측면에서는 화폐 개혁을 성급히 추진해 대다수 현금거래하는 소상공인에게 막대한 피해를 입힌점, 메이크인 인디아 정책을 추진했으나 정책의 실질적 성과가 부진하고 일자리 창출이 제대로 이뤄지지 않은 점, 현 정부는 제조업 육성정책을 펼치고 있어 국민의 70% 거주하는 농촌지역 경제사정 악화 등이다. 사회적인 측면에서도 현 정부의 지지 기반이 힌두극우주의 성향을 가지고 있어 모디 정권 기간 중 기독교인, 무슬림, 천민 등을 대상으로 한 각종 폭행, 살해 등 중범죄가 급증했다.

모디총리는 총선을 앞두고 표심을 얻기 위해 농민관련 정책을 통과시키고 있다. 하층 카스트에 대한 취업, 대입, 정원 할당제를 중상층 카스트의 경제 약자에게도 적용하는 개헌안을 통과시켰다. 또 영세 농가에 1조 2,500억 루피(약 20조원) 규모의 파종, 비료, 농약관련 비용 지원하는 안을 추진하고 있다.

만약 제 1야당인 국민회의당이 총선에서 승리하여 모디총리의 연임이 실패하게 된다면, 농업분야 투자 확대가 예상된다. 높은 GDP성장률 유지를 위해서 인프라투자는 불가피한 상태지만, 농업관련 예산을 과다 책정할 경우 기존의 인프라 투자에도 차질이 발생할 수 있다.

또 현재 계획된 다수의 인프라 투자들은 타당성분석중인 사업들도 많고 진행률이 더딘 사업도 많아서 중도에 중단될 리스크 또한 존재한다. 인도 5월 총선 결과에 따라 인도 인프라 투자의 방향성이 잡힐 것으로 예상된다.

표21 정당 지역별 득표 수

구분	인도국민당		국민회의당		기타정당들		총계
	2012	2017	2012	2017	2012	2017	
북부	32	29	21	24	0	0	53
중부	20	22	18	16	2	2	40
남부	28	25	6	10	1	0	35
Kutch Saurashtra	35	23	16	30	3	1	54
총계	115	99	61	80	6	3	182

자료: Election results(2017.12.18), 이베스트투자증권 리서치센터

---

# Part IV

---

## 중전기기: 정책 리스크 부각

### 한전 송변전설비 투자 감소 우려, ESS화재 등으로 불확실성 확대

중전기기는 크게 고압기기를 다루는 송전분야와 저압기기를 다루는 배전분야로 분류된다. 송전분야 경우 한국전력 투자에 따라 실적이 좌지우지된다. 한국전력은 연료비 상승 등으로 인해 4Q17부터 3개 분기 연속 적자를 기록했다. 한국전력 영업적자로 인해 2019년 송변전설비 투자 감소가 우려된다.

ESS산업은 정부의 우대정책으로 인해 2018년 고성장해왔다. 2019년에는 2018년 쏠림현상 및 ESS 화재 이슈 등으로 인해 역성장이 불가피할 전망이다. ESS산업 반등을 위해서는 ESS화재 이슈 해소가 급선무이다.

## 중전기기 Value chain

### 송전분야와 배전분야로 분류

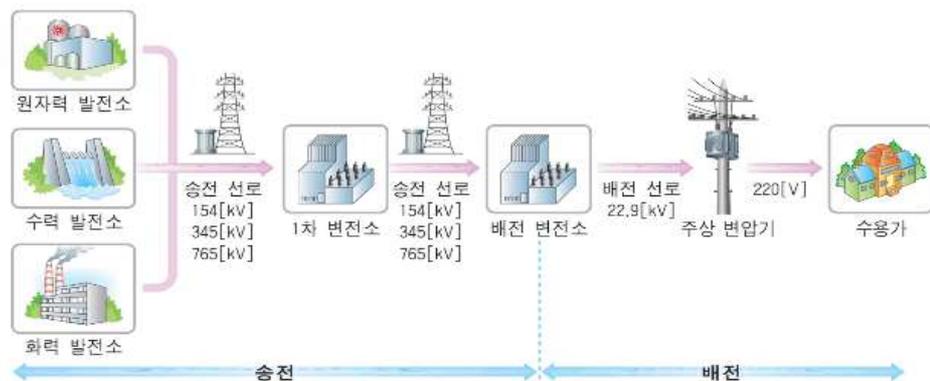
중전기기란 전기에너지의 생산에서 수요자에게 공급, 이용하는데 소요되는 기계, 전기 에너지를 이용, 운용, 제어하거나 기계적 또는 물리적 에너지로 변환시키는 기계 및 전선류를 말한다.

중전기기 산업은 국가의 기간산업이자 국가 전력 공급망 구축에 필요한 장비를 생산, 공급하기 위한 산업으로 다음과 같은 특징이 있다. 1) 제품 수명 길고, 다품종 소량주문 생산 위주의 생산구조, 2) 대규모 장치산업 특성상 막대한 시설투자 요구되며 설계 및 제작에 장시간 소요. 3) 관납, 내수 위주 성격에 따라 국내 전반적인 경기변화, 특히 한전의 발주물량에 따라 민감한 영향을 받는 취약점을 가지고 있다.

통상적으로 발전소에서 발전된 전력은 1차변전소를 통해 송압(154, 345, 765kV)해서 송전된 후 수용가 근처인 배전 변전소에서 22.9kV로 강압되어 최종적으로 수용가에 220V로 전달된다. 송전은 발전소-변전소까지 전력 수송을 의미하며, 배전은 변전소-수용가까지를 의미한다. 송전에서는 전력손실 최소화 등으로 인해 고압제품이 쓰이며, 배전에서는 저압제품이 쓰인다. 대표적인 고압제품으로는 변압기, 차단기 등이 있으며, 배전분야에는 배전반이 있다.

대표적인 중전기기업체로 현대일렉트릭, 효성중공업, LS산전이 있다. 세 기업 모두 송/배전분야 사업을 진행하고 있지만, 현대일렉트릭, 효성중공업 송전분야에, LS산전은 배전분야에 강점을 보유하고 있다. 송전비중이 큰 현대일렉트릭과 효성중공업은 LS산전 대비 상대적으로 한전의 발주물량에 민감하게 반응하는 모습을 보인다.

그림54 중전기기 Value chain



자료: zum학습백과, 이베스트투자증권 리서치센터

# 중전기기 산업 전망

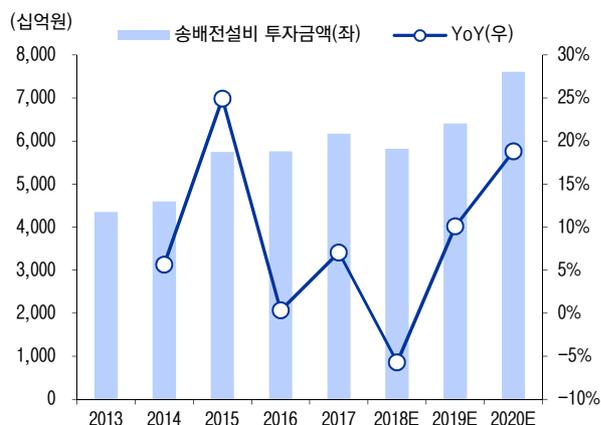
## 한전 송변전설비 투자 감소 예상

과거 경제 고성장기에는 전력수요 증가와 산업활성화에 따라 발전설비뿐만 아니라 발전소에서 수송가로 전력을 전달해주는 송변전설비산업 또한 양적성장을 계속해왔다. 결국 송변전설비투자 확대를 위해서는 1)한전 송변전설비 투자 증가 2)전력 소비량이 증가해야 한다. 하지만 최근 들어 산업경기 둔화 등으로 인해 전력소비량은 저성장 구간에 있으며, 한전 또한 연속적자에 따른 예산절감으로 송변전설비 투자 위축이 불가피하다.

송변전설비 주요 투자처인 한국전력은 매년 전체 투자비의 약 30~40%인 4~6조원을 송변전설비 건설 및 보강에 투자해왔다. 송변전설비가 전체에서 차지하는 비중은 2013년 28% → 2017년 45%까지 확대되었으며, 2018년 예산안 기준 36%가 예상된다. 2019년 2020년에도 전년대비 지속적으로 투자릿수 증가로 계획되어있다.

하지만 2019년 예산안대로 투자릿 수 증가는 힘들 것으로 예상된다. 이는 최근 한국전력의 연속적자에 따른 투자감소에 기인한다. 한국전력은 4Q17부터 2Q18까지 3분기연속 적자를 기록했다. 4Q18 또한 시장 컨센서스 연결기준 -8,143억원으로 적자가 예상된다. 영업실적 악화의 가장 큰 이유는 1)국제유가 유연탄 등 연료비 상승 2)발전단가 높은 LNG발전비중 상승 등에 따른 것으로 보인다. 한전 내부 보고용으로 작성한 '2019년 재무위기 비상경영 추진계획'에 의하면 2018년 영업적자 2조 4,000억원, 당기순손실 1조 9,000억원으로 예상했다. 연속적자로 인해 투자 예산 축소는 불가피할 전망이다.

그림55 한국전력 송배전설비 투자금액 추이



자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 분기별 한국전력 영업이익 추이

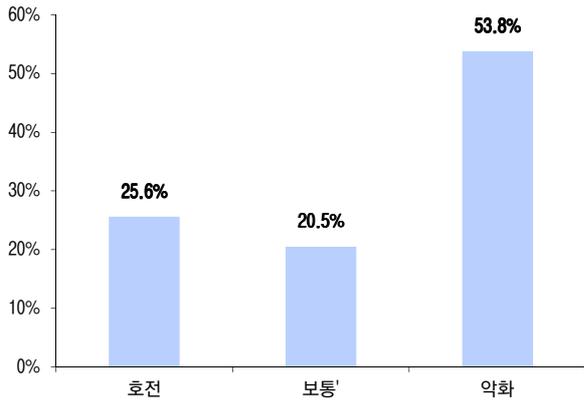


자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 4Q18E는 시장 컨센서스 기준

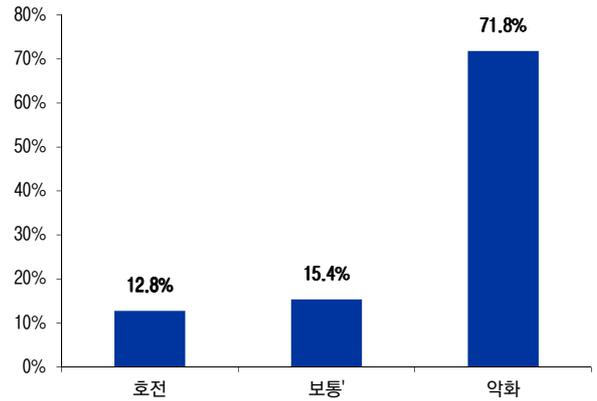
2018년 4Q17부터 한국전력의 연속적자에 따른 발주 물량이 크게 감소를 보였으며, 내수부진으로 건설경기 및 기관 설비투자 감소로 중전기기제품 생산이 둔화되었다. 이러한 추세는 2019년에도 지속될 것으로 보인다. 전기산업진흥회에서 실시한 2019년 전기산업 전망 설문조사에 의하면(230개사 중 110개사 참여) 국내 중전기기 생산 및 내수판매는 지속적인 내수침체에 따른 소비심리 위축 및 한전 구매물량 감소 등의 영향으로 대부분 악화될 것이라고 대답하였다.

그림57 2019년 중전기기 생산관련 설문조사



자료: 전기산업진흥회, 이베스트투자증권 리서치센터

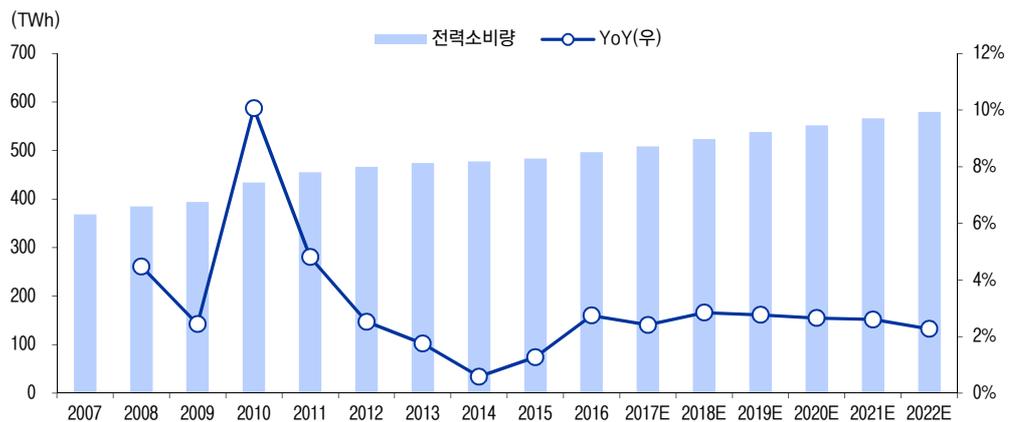
그림58 2019년 중전기기 내수시장 설문조사



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

제8차 전력수급기본계획에 의하면 12~16년 전력소비량 연평균 증가율은 1.8%로, 07~11년간 증가율(5.5%)대비 1/3 수준으로 하락했다. 2017~2022 연평균 성장률 또한 2.6%로 전망하고 있어 전력소비량은 지속적으로 저성장이 예상된다.

그림59 연도별 전력소비량 추이



자료: 제8차 전력수급기본계획, 이베스트투자증권 리서치센터

# ESS산업: ESS 화재 원인규명이 최우선

## ESS: 피크저감용 → 재생에너지연계용

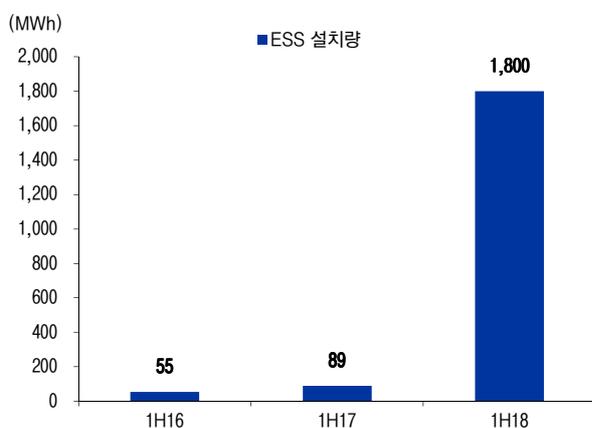
ESS(에너지저장장치)는 생산된 전기를 리튬이온 배터리를 이용해 저장하고 필요할때 사용할 수 있게 하는 솔루션이다. ESS는 국내에서 활용용도에 따라 산업부문 피크저감용과 재생에너지 연계용으로 분류된다. 정부는 재생에너지 확대와 전력산업의 효율성 제고를 위하여 ESS의 보급확대에 다양한 지원을 제공했다. 피크 저감용분야에서는 전력요금 할인제도를 시행했고, 재생에너지연계용에서는 REC가중치를 부여했다. 확대정책으로 인해 ESS는 빠르게 보급화되었다.

피크 저감용 ESS는 전력 사용이 많은 제조업 등이 피크 전력 사용량을 낮추는 목적으로 설치해왔다. 피크저감용 ESS는 2016년 11월말 전력요금 할인제도 특혜 확대로 인해 고성장하기 시작했다.

피크저감용 ESS에 대한 전력요금 할인제도는 크게 기본요금할인과 충전요금할인 2가지로 구성되어있다. 2016년말 산업부에서는 19년까지 한시적으로 ESS를 이용해 피크 부하를 감축량에 3배수를 적용해 할인해주었다. 충전요금에 대한 할인을 기존 10% → 50%로 대폭 상향조정 했으며, 17년 일몰 예정인 충전요금제를 19년까지 연장했다. 2018년 2월 13일 기본요금할인 및 충전요금 할인 우대정책을 19년 →20년으로로 연장했다.

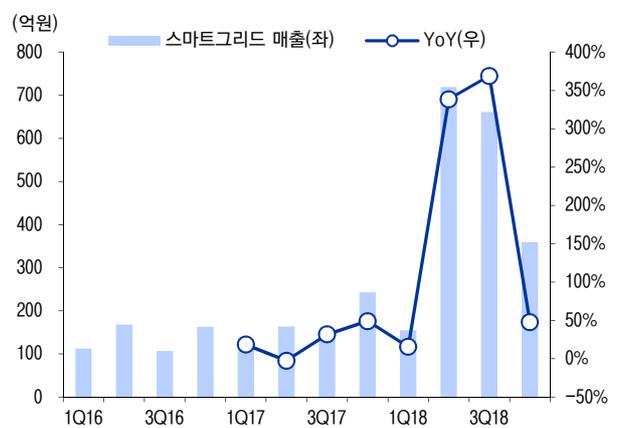
우대정책으로 인해 2020년까지 1MWh(설치비 약 5억원)용량의 ESS를 설치할 경우 연간 1억원 가량의 전기요금 절감효과가 발생한다. 우대정책이 20년 일몰 계획됨에 따라 2018년 풀림현상이 발생했다. 1H18 피크저감용 ESS설치량은 1,129MWh로 전년 동기 대비 약 226배 증가했다.

그림60 ESS 설치량 추이



자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 LS산전 스마트그리드사업부 매출액 추이



자료: LS산전, 이베스트투자증권 리서치센터

표22 피크저감용 ESS에 대한 전력요금 할인제도

구분	내용
기본요금 할인	ESS를 이용해 피크부하를 감축한 양만큼 기본요금을 할인(~26' 3월) 단 2020년말까지 한시적으로 감축량에 3배수를 적용하여 할인 규모 확대
충전요금 할인	경부하 시간대(23~9시)에 충전을 위해 사용한 전력량요금은 50% 할인(~20년)

자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

2018년 상반기 피크저감용 쏠림현상으로 인해 전력사용량이 대다수 제조업 공장에 ESS 보급되었다. 2019년부터 ESS산업은 1)18년 피크저감용 쏠림현상 2)재생에너지3020정책에 따른 재생에너지 설치량 확대로 재생에너지 연계용 ESS가 시장 성장을 주도할 전망이다.

재생에너지 연계용 ESS는 재생에너지의 간헐적인 발전원 특징으로 인한 전력손실 최소화를 위해 사용된다. 정부에서는 재생에너지 연계용 ESS에 대해서 1)REC에 가중치를 부여하고 2)장기고정거래를 체결한다. 15년 장기고정거래 계약을 체결할 경우 현재의 REC 가중치 부여 정책의 혜택이 유지되고 매출처가 확보되어 수익의 안정성도 제고되는 장점이 있다. 우대정책에 힘입어 1H18 재생에너지연계용 ESS설치량은 683MWh로 전년동기대비(42MWh)대비 16배 증가했다.

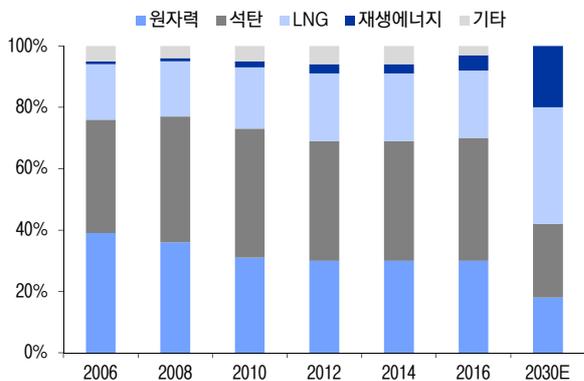
재생에너지 3020 등 정부의 재생에너지 확대정책에 재생에너지 비중은 2017 7% → 2030년 20%까지 확대될 전망이다. 재생에너지 발전 확대로 ESS 또한 동반성장이 예상된다.

표23 재생에너지 연계용 ESS에 대한 발전 수익 지원 정책

구분	내용
REC가중치 부여	재생발전량 1MWh=1REC가 원칙이나 연계한 ESS가 10~16시 충전하고 이후 출력하는 전력에 대하여 태양광 5.0, 풍력 4.5의 가중치 부여(~19년 12월까지, 20년에는 4.0 적용)
장기고정거래 체결	SMP와 REC를 통합한 가격으로 RPS발전사업자와 15년간 장기거래계약 가능

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

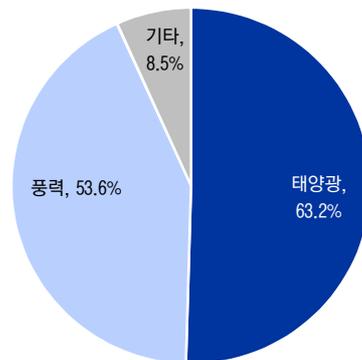
그림62 국내 재생에너지 비중 점차 확대 전망



자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2030년 수치는 재생에너지 3020정책 목표수치

그림63 재생에너지 3020 에너지원별 설치 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 산업통상자원부

## ESS화재 이슈 해소가 급선무

2017~2018년 12월까지 16차례의 ESS 화재가 발생했다. 16건 중 8건이 태양광발전소 연계된 ESS에서 발생되었으며, 풍력발전소와 연계된 ESS에서도 3건의 화재가 있었다. 2019년에는 1월 20일 울산 대성산업가스 피크저감용 ESS에서 화재가 발생했다. 현재 정부가 긴급 안전진단을 진행 중이지만, 정확한 원인은 아직 파악되지 않고 있다. ESS화재로 인해 정부는 2018년 12월 17일 인명피해가 우려되는 전국 다중이용시설 1,253개 ESS사업장에 ESS 가동 중단을 권고했다. 2018년말 기준 국내 총 1,490개 ESS 사업장 가운데 339개 사업장이 가동을 중단한 상태다.

한국에너지기술평가원의 ESS화재사고 대응방안 세미나 결과보고서에 따르면 첫 화재가 발생한 2017년 8월 2일부터 현재까지 발생한 ESS화재 20건 가운데 6건이 BMS의 오류로 나타났다. 부실공사 및 부주의는 5건 PCS파손은 1건 조사중은 8건으로 나타났다.

이와 관련해 산자부가 ESS화재 원인 규명 총괄을 맡긴 국가기술표준원은 화재 원인을 BMS로 확정하기엔 무리가 따른다는 입장이다. 국가기술원에서는 ESS를 구성하는 요소 자체가 워낙 많고 화재의 원인 또한 각 상황별 역학 조사를 해야 하기 때문에 원인 규명까지는 시간이 필요할 것이라고 밝혔다. 이처럼 아직 정확한 원인규명이 나오고 있지 않은 상황에 따라 2019년 ESS 산업 성장에 대한 우려가 존재한다.



# 기업분석

한화에어로스페이스 (012450)	52
LIG넥스원 (079550)	56
현대건설기계 (267270)	60
LS산전 (010120)	64

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
한화에어로스페이스	Buy (유지)	42,000 원(유지)
LIG넥스원	Buy (유지)	46,000 원(유지)
현대건설기계	Buy (유지)	62,000 원(유지)
LS산전	Buy (유지)	70,000 원(유지)

# 한화에어로스페이스 (012450)

2019. 02. 19

기계

## 성장 모멘텀 지속 유효

Analyst **장도성**

02. 3779-8688

Ehtjd9911@ebestsec.co.kr

### 4Q18 매출액 1조 6,103억원, 영업이익 538억원(OPM 3.3%)전망

4Q18 매출액 1조 6,103 억원(YoY +4.8%), 영업이익 538 억원(YoY +16.1%, OPM 3.3%), 지배순이익 283 억원(YoY 흑전)으로 영업이익은 시장 컨센서스 소폭 하회할 전망이다. 방산은 4분기 성수기로 인한 매출 확대를 통해 실적 성장 견인이 예상된다.. 동사는 4Q18 일회성비용으로 성과급 및 한화테크윈 중국 공장 구조조정 비용 등을 집행한 것으로 추정된다.

## BUY (maintain)

목표주가 **42,000 원**

현재주가 **33,150 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

### 2019년 외형확대 효과 본격화

2019년부터 다수의 사업부 편입에 따른 외형성장이 본격화될 전망이다. 동사는 항공사업 역량 집중 강화 및 항공엔진과 기계사업간 시너지 효과 창출을 위하여 (주)한화로부터 항공사업부를 양수했다(양수가액 1,669 억원). 또 사업영역 확대를 위해 공작기계사업을 양수했다(693 억원). 두 사업부 양수효과로 2019년 최소 매출액 2,500 억, 영업이익 200 억 성장이 예상된다. 2018년 8월부턴 반영된 ICT 부문(한화그룹사 SI 담당)도 온기로 반영될 시 2018년 대비 매출액 최소 2,300 억 증가가 예상된다. 2018년 대비 2019년 외형성장 효과는 최소 매출액 4,800 억원, 영업이익 410 억원이 예상된다. 2019년 매출액 5조 1,902 억원(YoY +17.7%), 영업이익 1,482 억원(YoY +184.1%, OPM 2.9%)이 전망된다.

### 성장 모멘텀 지속 유효

동사의 성장 모멘텀은 크게 1)항공사업 2)방산 수출 3)한화테크윈으로 구성되어있다. 항공사업은 높은 수주잔고로 안정적인 매출 창출이 가능하다. 2020년부터는 베트남 공장 가동에 따른 소폭 외형성장도 기대된다. UTC에 의하면 2018년 GTF엔진 생산량(약 700~800대)은 2017년 대비 2배 증가하였다. GTF 프로젝트 생산계획에 의하면 2019년에도 생산량은 연간 약 1,000대까지 증가할 전망이다. GTF판매 호조에 따른 A/F매출 발생 및 동사 생산 숙련도 향상에 따른 원가 절감 효과로 RSP는 점차 감소할 것으로 보인다. 중장기적으로 GTF판매량 증가 → 수익성이 우수한 A/F매출 발생으로 성장 또한 유효하다. 동사는 과거 K-9수출 이력으로 다양한 제품 수출을 계획하고 있다. 인도 비호복합 수출사업은 가시성 높은 상황이며, 향후 UAE, 이집트 등 추가적인 수출이 기대된다. 한화테크윈은 10월 국방수권법(중국 CCTV 백도어 이슈에 따른 중국 CCTV 미 정부기관 내 사용 금지)발효 및 하반기 신제품 출시에 따른 반사수혜가 기대된다.

### Stock Data

KOSPI (2/18)	2,210.89 pt
시가총액	17,251 억원
발행주식수	52,040 천주
52주 최고가 / 최저가	35,050 / 21,600 원
90일 일평균거래대금	87.44 억원
외국인 지분율	14.5%
배당수익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	45,606 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 4.3%
	6개월 45.4%
	12개월 28.6%
주주구성	(주)한화외 1인 33.0%
	국민연금공단 12.9%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	3,519	151	419	346	6,498	5,917.1	237	6.7	12.2	1.0	15.1
2017	4,215	83	18	-48	-913	적전	209	-38.9	13.1	0.9	-2.1
2018E	4,410	52	40	12	98	흑전	201	336.7	14.8	0.7	0.2
2019E	5,190	148	108	82	1,264	1,183.3	311	26.2	9.6	0.7	2.7
2020E	5,579	209	169	129	1,979	56.6	374	16.8	8.3	0.7	4.1

자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표24 컨센서스 비교

(억원)	4Q18E	4Q17	YoY	3Q18	QoQ	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	16,103	15,362	4.8%	10,400	54.8%	16,407	-1.9%
영업이익	538	463	16.1%	181	197.0%	589	-8.7%
지배 순이익	283	-577	흑전	-131	흑전	372	-24.1%
OPM	3.3%	3.0%p	0.3%	1.7%	1.6%p	3.6%	-0.3%p

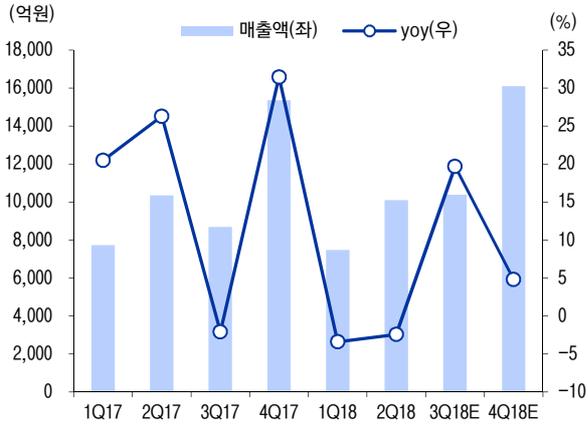
자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주:K-IFRS연결 기준

표25 연간/분기 실적 추정

(억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>매출액</b>	42,155	44,097	51,902	7,742	10,364	8,687	15,362	7,480	10,114	10,400	16,103
항공	9,401	9,637	11,064	2,210	2,346	2,133	2,712	2,200	2,353	2,057	3,027
지상방산	7,714	7,616	5,395	1,105	1,877	1,498	3,234	878	1,394	1,656	3,688
디펜스	6,716	6,837	7,416	927	1,527	1,295	2,967	1,325	1,583	1,675	2,254
시스템	8,586	10,140	18,111	1,532	1,696	1,503	3,855	1,223	2,380	2,801	3,736
테크윈	5,806	6,071	6,239	1,367	1,664	1,429	1,346	1,234	1,311	1,352	2,174
파워시스템	1,998	2,110	1,734	235	677	366	720	187	404	537	982
정밀기계	2,575	2,626	2,982	560	749	569	697	632	838	592	564
YoY(%)	19.8	4.6	17.7	20	26	-2	31	-3	-2	20	5
항공	-10.5	2.5	14.8	-17	-21	-16	16	0	0	-4	12
지상방산	8.0	-1.3	-29.2	-19	-2	-23	69	-21	-26	11	14
디펜스	26.2	1.8	8.5	0	126	-38	16	43	4	29	-24
시스템	252.3	18.1	78.6	0	0	0	58	-20	40	86	-3
테크윈	-9.0	4.6	2.8	-15	3	-7	-17	-10	-21	-5	62
파워시스템	1.4	5.6	-17.8	-34	40	0	-6	-20	-40	47	36
정밀기계	51.9	2.0	13.6	30	33	53	113	13	12	4	-19
<b>영업이익</b>	829	522	1,482	112	232	22	463	-335	138	181	538
YoY(%)	-45.0	적전	184.1	-64.7	-47.9	-95.0	51.8	적전	-40.5	722.7	16.1
OPM(%)	2.0	1.2	2.9	1.4	2.2	0.3	3.0	-4.5	1.4	1.7	3.3
지배순이익	-482	52	658	99	171	-176	-577	-409	309	-131	283
YoY(%)	적전	흑전	1,172.1	-94.9	-45.3	적전	적전	적전	80.4	적지	흑전
NPM(%)	-1.1	0.1	1.3	1.3	1.7	-2.0	-3.8	-5.5	3.1	-1.3	1.8
EPS(원)	-922	99	1,264								
P/E(x)	n/a	24.6	15.7								
BPS(원)	41,433	45,606	46,870								
P/B(x)	0.9	0.7	0.7								

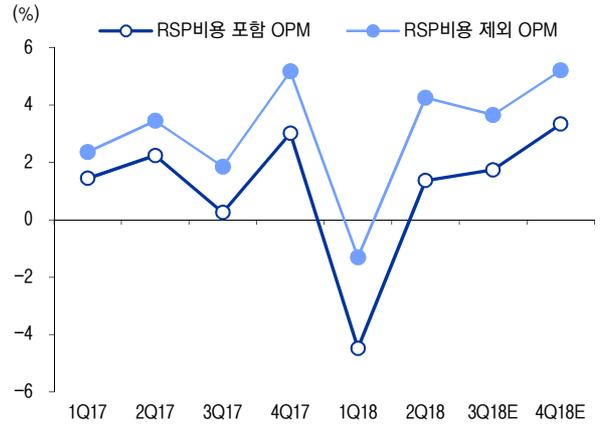
자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: K-IFRS 연결 기준

그림64 분기 매출액 추이



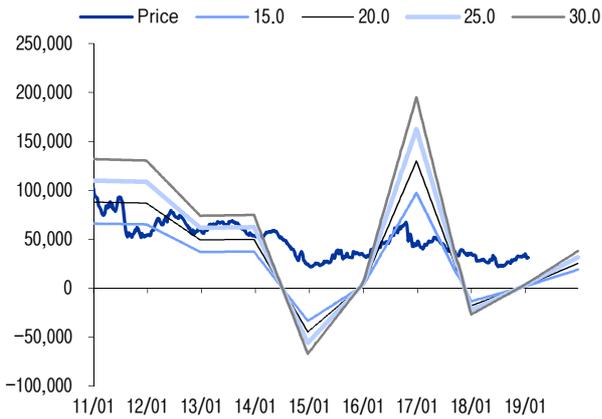
자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: K-IFRS 연결 기준

그림65 분기 영업이익 추이



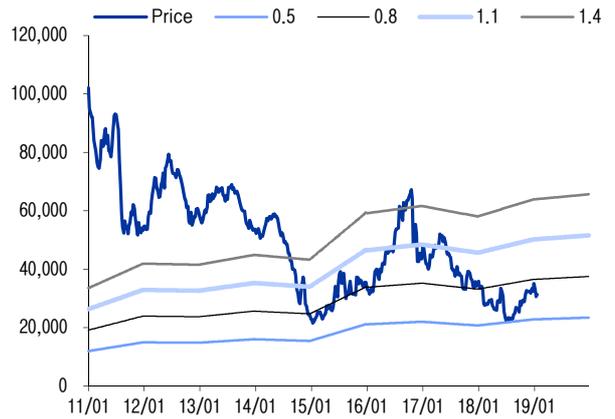
자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: K-IFRS 연결 기준

그림66 PER Band 차트 추이



자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 PBR Band 차트 추이



자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

## 한화에어로스페이스 (012450)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	2,780	2,835	4,506	4,985	5,222
현금 및 현금성자산	257	461	376	358	261
매출채권 및 기타채권	924	1,112	1,547	1,745	1,876
재고자산	769	815	2,211	2,495	2,682
기타유동자산	830	446	372	387	403
<b>비유동자산</b>	2,872	2,912	3,352	3,354	3,399
관계기업투자등	464	378	59	61	64
유형자산	1,360	1,427	1,662	1,703	1,785
무형자산	927	954	1,384	1,332	1,283
<b>자산총계</b>	<b>5,652</b>	<b>5,748</b>	<b>7,858</b>	<b>8,339</b>	<b>8,621</b>
<b>유동부채</b>	1,969	2,141	3,606	3,771	3,916
매입채무 및 기타채무	449	509	557	629	676
단기금융부채	360	448	749	749	749
기타유동부채	1,159	1,184	2,300	2,393	2,491
<b>비유동부채</b>	1,343	1,426	1,623	1,873	1,907
장기금융부채	826	899	930	930	930
기타비유동부채	517	527	692	942	977
<b>부채총계</b>	<b>3,312</b>	<b>3,567</b>	<b>5,229</b>	<b>5,644</b>	<b>5,823</b>
<b>지배주주지분</b>	2,339	2,179	2,373	2,439	2,542
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	188	187	453	453	453
이익잉여금	1,350	1,291	1,360	1,426	1,529
비지배주주지분(연결)	2	2	256	256	256
<b>자본총계</b>	<b>2,341</b>	<b>2,181</b>	<b>2,629</b>	<b>2,695</b>	<b>2,798</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>196</b>	<b>-10</b>	<b>-376</b>	<b>145</b>	<b>111</b>
당기순이익(손실)	419	18	29	82	129
비현금수익비용가감	-141	255	276	393	169
유형자산감가상각비	49	83	94	102	106
무형자산상각비	37	43	55	61	59
기타현금수익비용	-295	-10	127	230	5
영업활동 자산부채변동	-16	-182	-554	-330	-187
매출채권 감소(증가)	-95	-218	-489	-198	-131
재고자산 감소(증가)	106	-50	-1,083	-283	-187
매입채무 증가(감소)	26	77	64	71	47
기타자산, 부채변동	-53	9	955	80	84
<b>투자활동 현금</b>	<b>-718</b>	<b>73</b>	<b>-3</b>	<b>-163</b>	<b>-207</b>
유형자산처분(취득)	-88	-140	-191	-143	-187
무형자산 감소(증가)	-68	-82	-90	-9	-9
투자자산 감소(증가)	279	319	224	0	-1
기타투자활동	-841	-25	55	-10	-10
<b>재무활동 현금</b>	<b>638</b>	<b>140</b>	<b>293</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	654	166	309	0	0
자본의 증가(감소)	-16	0	0	0	0
배당금의 지급	16	0	0	0	0
기타재무활동	0	-26	-17	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>115</b>	<b>204</b>	<b>-86</b>	<b>-17</b>	<b>-97</b>
기초현금	143	257	461	376	358
기말현금	257	461	376	358	261

자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>3,519</b>	<b>4,215</b>	<b>4,410</b>	<b>5,190</b>	<b>5,579</b>
매출원가	2,802	3,447	3,625	4,257	4,553
<b>매출총이익</b>	<b>716</b>	<b>768</b>	<b>784</b>	<b>933</b>	<b>1,026</b>
판매비 및 관리비	566	686	732	785	816
<b>영업이익</b>	<b>151</b>	<b>83</b>	<b>52</b>	<b>148</b>	<b>209</b>
(EBITDA)	237	209	201	311	374
금융손익	-15	-27	-39	-47	-47
이자비용	21	35	46	52	52
관계기업등 투자손익	78	8	7	4	4
기타영업외손익	205	-46	20	3	3
<b>세전계속사업이익</b>	<b>419</b>	<b>18</b>	<b>40</b>	<b>108</b>	<b>169</b>
계속사업법인세비용	73	65	28	26	41
계속사업이익	346	-48	12	82	129
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>346</b>	<b>-48</b>	<b>12</b>	<b>82</b>	<b>129</b>
지배주주	345	-48	5	66	103
<b>총포괄이익</b>	<b>107</b>	<b>-147</b>	<b>-129</b>	<b>82</b>	<b>129</b>
매출총이익률 (%)	20.4	18.2	17.8	18.0	18.4
영업이익률 (%)	4.3	2.0	1.2	2.9	3.8
EBITDA 마진률 (%)	6.7	4.9	4.6	6.0	6.7
당기순이익률 (%)	9.8	-1.1	0.3	1.6	2.3
ROA (%)	7.1	-0.8	0.1	0.8	1.2
ROE (%)	15.1	-2.1	0.2	2.7	4.1
ROIC (%)	6.7	-8.7	0.5	2.9	4.0

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	6.7	-38.9	336.7	26.2	16.8
P/B	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	12.2	13.1	14.8	9.6	8.3
P/CF	8.3	6.9	5.6	3.6	5.8
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	34.6	19.8	4.6	17.7	7.5
영업이익	흑전	-45.0	-37.1	184.0	41.3
세전이익	흑전	-95.8	125.2	170.5	56.6
당기순이익	5,438.9	적전	흑전	562.0	56.6
EPS	5,917.1	적전	흑전	1,183.3	56.6
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	141.5	163.5	198.9	209.4	208.1
유동비율	141.2	132.4	124.9	132.2	133.4
순차입금/자기자본(x)	24.8	39.9	47.7	47.1	48.8
영업이익/금융비용(x)	7.1	2.4	1.1	2.8	4.0
총차입금 (십억원)	1,186	1,346	1,680	1,680	1,680
순차입금 (십억원)	580	871	1,255	1,271	1,365
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	6,498	-913	98	1,264	1,979
BPS	44,025	41,433	45,606	46,870	48,849
CFPS	5,232	5,160	5,873	9,129	5,723
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# LIG넥스원 (079550)

2019. 02. 19

기계

## 2020년부터 실적 안정세 돌입

Analyst **장도성**

02. 3779-8688

Ehtjd9911@ebestsec.co.kr

### 4Q18 매출액 4,183억원, 영업이익 -21억원 기록

4Q18 매출액 4,183 억원(YoY +10%), 영업이익 -21 억원(적지), 순이익 -27 억원(적지)으로 영업이익은 당사 추정치 및 시장 컨센서스 대비 적자폭이 감소했다. 영업적자는 통상적으로 4 분기에 발생하는 개발사업 관련 손실충당금 반영에 따른 것으로 보인다. 2018년 손실충당금 비용은 약 100 억원 수준으로 추정된다.

## BUY (maintain)

목표주가 **46,000 원**

현재주가 **38,400 원**

### 2018년말 수주잔고 4조원 예상, 수주잔고 증가 추세 전환

4Q18 동사는 공시기준 5,425 억원 신규수주 기록하였으며, 공시기준 외 사업 포함 시 약 8,500 억이 예상된다. 2018년 신규수주 규모는 약 1.7 조원이며 이는 2016년(7,242 억원), 2017년(9,060 억원)합친 규모보다 많은 수준이다. 신규수주 증가로 인해 2018년 말 기준 4 조원이 예상된다. 신규수주 증가로 인해 수주잔고는 2017년말(3.8 조원)이후 증가 추세로 전환되었다.

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

### 2019년 매출액 1조 6,048억원, 영업이익 423억원(OPM 2.6%) 전망

2019년 매출액 1조 6,048 억원(YoY +8.6%), 영업이익 423 억원(YoY +75.5%, OPM 2.6%)가 전망된다. 2019년 상반기까지는 기존 매출 발생한 사업 종료 등에 따라 2018년과 유사한 모습을 보일 전망이다. 2018년 달성한 신규수주는 2019년 하반기부터 조금씩 반영되며, 2020년부터 본격적으로 매출로 발생할 전망이다. 2020년부터는 높은 수주잔고를 바탕으로 안정적인 실적이 예상된다.

### Stock Data

KOSPI (2/18)	2,210.89 pt
시가총액	8,448 억원
발행주식수	22,000 천주
52주 최고가 / 최저가	52,900 / 29,050 원
90일 일평균거래대금	52. 억원
외국인 지분율	7.7%
배당수익률(19.12E)	1.3%
BPS(19.12E)	27,143 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 2.9%
	6개월 23.5%
	12개월 -12.9%
주주구성	엘아이지외 16인 47.1%
	Wellington Mgmt 5.0%

### 신규수주 지속 증가 전망

2019년에도 동사의 신규수주는 지속 증가할 전망이다. 2019년 1월 동사는 방위사업청으로부터 KF-X 장착용 장거리 공대지 미사일 탐색개발관련 우선협상자로 선정되었다. 탐색개발계약 규모는 약 8,100 억으로 추정되며 2019년부터 2022년말까지 탐색개발 완료, 2023년~2028년까지 체계개발 형태로 진행될 전망이다. 2018년말 함정방어 유도무기 해공 개발 완료되면서 2019년 초도양산 계약이 예정되어 있으며, 2018년말 입찰 진행된 MODE-5 교체사업도 2019년 상반기 중으로 입찰결과가 발표됨에 따라 신규수주는 지속 증가될 전망이다.

### Stock Price



동사에서 생산중인 무기체계는 주로 방어형 유도 무기 체계로 현재 정부에서 투자하고 있는 핵, WMD 위협 대응 예산에 반영되고 있다. 방어형 유도무기 특징에 따라 남북 화해 무드로 인한 사업 중단 리스크는 공격형 무기 대비 낮을 것으로 보인다.

### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	1,860	88	83	77	3,502	-7.2	136	23.0	14.9	2.8	12.7
2017	1,760	4	-25	-9	-392	적전	54	-152.5	32.1	2.2	-1.4
2018P	1,477	25	11	5	206	흑전	38	186.4	37.0	1.4	0.8
2019E	1,605	42	30	23	1,033	401.2	97	37.2	14.8	1.4	3.8
2020E	2,159	100	88	66	2,999	190.4	159	12.8	9.1	1.3	10.6

자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표26 추정치/컨센서스 비교

(억원)	4Q18P	4Q17	YoY	추정치	추정치 대비	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	4,183	3,802	10.0%	3,951	5.9%	4,072	2.7%
영업이익	-21	-1,235	적지	-80	-73.5%	-48	적지
당기 순이익	-27	-847	적지	-83	-67.6%	-7	적지
OPM	-0.5%	-32.5%	적지	-2.0%	-3.3%p	-1.2%	적지

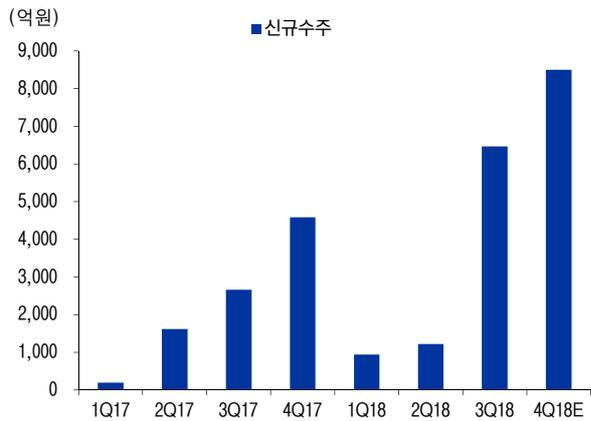
자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: K-IFRS 별도 기준

표27 연간/분기 실적 추정

(억원)	2017	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	17,020	14,775	16,048	3,759	3,630	3,203	4,183	3,322	3,354	4,172	5,200
PGM	12,500	9,996	11,093	2,834	2,625	1,847	2,689	2,491	2,375	2,884	3,343
ISR	1,473	2,197	1,914	421	502	654	620	283	363	497	771
AEW	1,834	1,319	1,715	278	266	329	447	308	377	474	556
C4I	1,078	1,105	1,196	192	199	327	387	217	219	279	481
기타	135	161	131	34	38	49	40	22	20	40	49
YoY(%)	-8.5	-13.2	8.6	4.9	-23.4	-34.6	10.0	-11.6	-7.6	30.3	24.3
PGM	-1.6	-20.0	11.0	-0.5	-24.3	-50.9	11.0	-12.1	-9.5	56.2	24.3
ISR	-31.6	49.1	-12.9	98.2	12.5	70.7	43.5	-32.8	-27.6	-24.0	24.3
AEW	-18.3	-28.1	30.0	-21.0	-47.8	-37.5	0.1	11.1	41.6	44.4	24.3
C4I	-24.1	2.6	8.2	27.2	-32.8	79.5	-13.6	13.1	9.8	-14.6	24.3
기타	59.8	19.1	-18.7	49.9	110.0	15.6	-23.2	-35.7	-46.8	-19.8	24.3
영업이익	-550	241	423	85	128	49	-21	66	67	209	81
YoY(%)	적전	흑전	75.5	48.0	-59.5	-84.3	적지	-22.2	-47.6	326.6	흑전
OPM(%)	-3.2	1.6	2.6	2.3	3.5	1.5	-0.5	2.0	2.0	5.0	1.6
순이익	-86	45	227	61	-4	14	-27	27	28	134	38
YoY(%)	적전	흑전	409.4	-41.1	적전	-93.3	적지	-55.0	흑전	830.3	흑전
NPM(%)	-0.5	0.3	1.4	1.6	-0.1	0.4	-0.6	0.8	0.8	3.2	0.7
EPS(원)	-392	203	1,033								
P/E(x)	n/a	n/a	35.9								
DPS(원)	27,454	26,610	27,143								
P/B(x)	1.3	1.4	1.4								

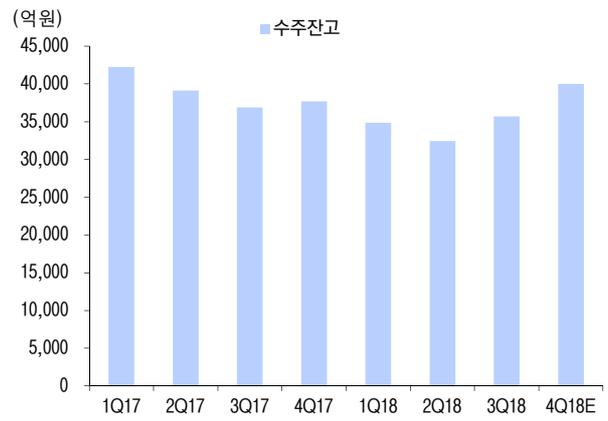
자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: K-IFRS 별도 기준, 2018년 및 4Q18 사업부문별 수치는 당사 추정치 기준

그림68 신규수주 추이



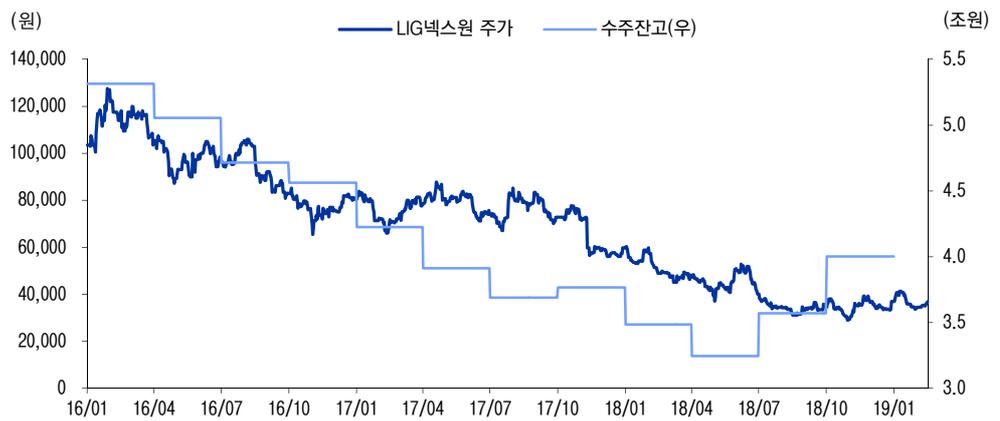
자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 수주잔고 추이



자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 주가는 현재 수주잔고 개선된 부분 반영하지 못하고 있는 상황



자료: Quantwise, LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

## LIG넥스원 (079550)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	1,026	1,166	1,472	1,588	1,727
현금 및 현금성자산	12	89	67	24	3
매출채권 및 기타채권	449	657	350	435	520
재고자산	127	96	153	191	228
기타유동자산	438	325	902	938	976
<b>비유동자산</b>	765	840	826	889	981
관계기업투자등	30	31	6	6	6
유형자산	596	658	654	710	794
무형자산	82	73	73	77	80
<b>자산총계</b>	<b>1,791</b>	<b>2,007</b>	<b>2,298</b>	<b>2,478</b>	<b>2,708</b>
<b>유동부채</b>	1,130	1,139	1,341	1,451	1,562
매입채무 및 기타채무	821	792	333	414	494
단기금융부채	257	271	285	285	285
기타유동부채	51	76	723	753	783
<b>비유동부채</b>	30	264	372	430	494
장기금융부채	3	238	330	330	330
기타비유동부채	27	25	42	100	164
<b>부채총계</b>	<b>1,160</b>	<b>1,403</b>	<b>1,713</b>	<b>1,881</b>	<b>2,056</b>
<b>지배주주지분</b>	632	604	585	597	652
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	141	141	141	141	141
이익잉여금	381	353	335	346	401
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>632</b>	<b>604</b>	<b>585</b>	<b>597</b>	<b>652</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-108</b>	<b>-36</b>	<b>-65</b>	<b>87</b>	<b>141</b>
당기순이익(손실)	77	-9	5	23	66
비현금수익비용가감	92	104	89	113	124
유형자산감가상각비	30	34	9	38	42
무형자산상각비	18	15	4	17	17
기타현금수익비용	0	1	76	58	64
영업활동 자산부채변동	-247	-108	-148	-49	-49
매출채권 감소(증가)	-120	-210	4	-85	-85
재고자산 감소(증가)	-34	28	-35	-37	-37
매입채무 증가(감소)	-216	-34	26	81	80
기타자산, 부채변동	123	109	-144	-7	-8
<b>투자활동 현금</b>	<b>-100</b>	<b>-116</b>	<b>-50</b>	<b>-119</b>	<b>-151</b>
유형자산처분(취득)	-82	-103	-32	-94	-126
무형자산 감소(증가)	-16	-13	-17	-20	-20
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
기타투자활동	-1	0	-2	-4	-4
<b>재무활동 현금</b>	<b>184</b>	<b>229</b>	<b>93</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>
차입금의 증가(감소)	205	249	104	0	0
자본의 증가(감소)	-21	-21	-11	-11	-11
배당금의 지급	21	21	11	11	11
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-23</b>	<b>77</b>	<b>-22</b>	<b>-43</b>	<b>-21</b>
기초현금	35	12	89	67	24
기말현금	12	89	67	24	3

자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,860</b>	<b>1,760</b>	<b>1,477</b>	<b>1,605</b>	<b>2,159</b>
매출원가	1,665	1,617	1,326	1,421	1,875
<b>매출총이익</b>	<b>195</b>	<b>143</b>	<b>152</b>	<b>184</b>	<b>284</b>
판매비 및 관리비	107	139	127	142	184
<b>영업이익</b>	<b>88</b>	<b>4</b>	<b>25</b>	<b>42</b>	<b>100</b>
(EBITDA)	136	54	38	97	159
금융손익	-2	-8	-8	-12	-12
이자비용	4	8	14	13	13
관계기업등 투자손익	0	1	0	0	0
기타영업외손익	-3	-22	-5	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>83</b>	<b>-25</b>	<b>11</b>	<b>30</b>	<b>88</b>
계속사업법인세비용	6	-17	7	8	22
계속사업이익	77	-9	5	23	66
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>77</b>	<b>-9</b>	<b>5</b>	<b>23</b>	<b>66</b>
지배주주	77	-9	5	23	66
<b>총포괄이익</b>	<b>77</b>	<b>-9</b>	<b>4</b>	<b>23</b>	<b>66</b>
매출총이익률 (%)	10.5	8.2	10.3	11.5	13.1
영업이익률 (%)	4.7	0.3	1.7	2.6	4.6
EBITDA 마진률 (%)	7.3	3.1	2.5	6.0	7.4
당기순이익률 (%)	4.1	-0.5	0.3	1.4	3.1
ROA (%)	4.3	-0.5	0.2	1.0	2.5
ROE (%)	12.7	-1.4	0.8	3.8	10.6
ROIC (%)	11.5	0.3	0.9	2.7	6.2

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	23.0	-152.5	186.4	37.2	12.8
P/B	2.8	2.2	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.9	32.1	37.0	14.8	9.1
P/CF	10.5	13.9	9.0	6.2	4.4
배당수익률 (%)	1.2	0.8	1.3	1.3	1.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-2.3	-5.4	-16.1	8.6	34.5
영업이익	-21.8	-95.0	453.8	72.2	136.4
세전이익	-20.5	적전	흑전	168.3	190.4
당기순이익	-7.2	적전	흑전	401.2	190.4
EPS	-7.2	적전	흑전	401.2	190.4
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	183.6	232.3	292.6	315.0	315.2
유동비율	90.9	102.4	109.8	109.5	110.6
순차입금/자기자본(x)	39.4	69.7	93.5	98.8	93.7
영업이익/금융비용(x)	21.3	0.6	1.8	3.3	7.8
총차입금 (십억원)	261	510	614	614	614
순차입금 (십억원)	249	421	547	590	611
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,502	-392	206	1,033	2,999
BPS	28,711	27,454	26,610	27,143	29,642
CFPS	7,663	4,316	4,245	6,156	8,632
DPS	940	500	500	500	500

# 현대건설기계 (267270)

2019. 02. 19

기계

## 기대와 우려요인 공존

Analyst **장도성**

02. 3779-8688

Ehtjd9911@ebestsec.co.kr

### 4Q18 매출액 6,703억원, 영업이익 345억원(OPM 5.1%)

현대건설기계 4Q18 매출액 6,703 억원(YoY +13.6%), 영업이익 345 억원(YoY +127.0%, OPM 5.1%), 지배순이익 194 억원(YoY 흑전)으로 영업이익은 시장 추정치 및 당사 추정치를 상회했다. 영업이익 컨센서스 상회한 가장 큰 이유는 1)하반기 판가인상효과, 2)제품 Mix 개선에 의한 것으로 보인다. 연간 매출액 3 조 2,339 억원(YoY +27.8%), 영업이익 2,088 억원(YoY +51.5%, OPM 6.5%), 지배순이익 899 억원(YoY +25.0%)기록했다. 연간 매출액은 당사 Guidance 에 부합하는 수준이다.

**BUY (maintain)**

목표주가 **62,000 원**

현재주가 **55,800 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

### 2019년에도 중국, 인도법인 지속 성장 기대되나 우려요소 또한 존재

중국 인도법인 모두 2018 년에 이어 2019 년에도 고성장이 기대된다. 동사의 2018 년 중국 M/S 는 3.9%로 당사 기존 목표 M/S(4%)에는 소폭 미달하였다. 목표치에 미달한 가장 큰 이유는 영업망 및 공급체인 미흡에 따른 것으로 보인다. 2018 년말까지 동사는 유통망 재정비를 통해 영업지점을 206 개 → 300 개까지 증가하였고, 공급체인 또한 확대함에 따라 최소 MS 1% 상승은 가능할 전망이다. 인도시장 또한 고 성장중에 있으며(YoY 31.9%), 당사 M/S 는 평균 17%대로 M/S 2 위 유지중에 있다. 대규모 인프라 투자계획(6 조 루피, 총 예산의 24%)에 따라 시장은 최소 5% 이상의 성장이 가능할 전망이다. 동사는 높은 M/S 와, CAPA 확대(6,000 대 → 10,000 대)로 인도법인의 두 자릿수 성장이 기대된다.

### Stock Data

KOSPI (2/18)	2,210.89 pt
시가총액	10,993 억원
발행주식수	19,701 천주
52 주 최고가 / 최저가	98,107 / 36,332 원
90 일 일평균거래대금	90.95 억원
외국인 지분율	7.9%
배당수익률(19.12E)	1.6%
BPS(19.12E)	69,605 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 3.9%
	6 개월 -8.4%
	12 개월 -25.3%
주주구성	현대중공업지주외 5 인 36.2%
	국민연금공단 7.8%

하지만 각 지역별로 우려요소들도 존재한다. 동사의 19 년 1 월 중국 굴삭기 판매량은 376 대로 전년동기대비 -30.5%로 시장(YoY +5%)대비 언더 퍼폼했다. 2018 년 11 월부터 연속 시장 대비 언더퍼폼 기록중에 있다. 기존 목표치인 M/S 1% 상승을 위해서는 3~4 월 판매량이 매우 중요할 전망이다. 인도 또한 4~5 월 총선이 계획되어 있어 불확실성은 확대될 전망이다. 2 가지 우려요인에 대한 지속적인 모니터링이 필요할 전망이다.

### Stock Price



### 투자의견 Buy 및 목표주가 62,000원 유지

동사에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 62,000 원을 유지한다. 2019 년 1)신중국 환율 점차 안정화됨에 따른 안정적 매출 창출(동사 매출의 60% 차지) 2)중국/인도법인 고성장이 예상된다, 3) 중국법인 지분 인수 계획 발표함에 따라 36% → 최대 64%로 확대(지분 매입비용 총 1,200 억~1,600 억 예상)에 따른 지배순이익 개선은 더욱더 가속화될 전망이다. 2018 년 기준 배당수익률은 1.6%(DPS 850 원)로 기계섹터 내 배당매력을 보유하고 있다.

### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	0	0	0	0	n/a	n/a	0	n/a	n/a	n/a	n/a
2017	1,887	95	70	47	2,717	n/a	134	31.2	14.3	1.4	n/a
2018P	3,234	209	176	141	4,579	68.5	285	12.2	4.4	0.9	7.4
2019E	3,600	239	223	173	5,630	23.0	308	9.9	3.7	0.8	8.4
2020E	3,777	258	242	188	6,765	20.2	327	8.2	3.4	0.7	9.2

자료: 현대건설기계, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표28 컨센서스 및 추정치 비교

(억원)	4Q18P	4Q17	YoY	추정치	추정치 대비	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	6,703	5,903	13.6%	7,185	-6.7%	7,031	-4.7%
영업이익	345	152	127.0%	238	44.8%	258	33.6%
지배 순이익	194	-128	흑전	92	110.9%	98	97.5%
OPM	5.1%	2.6%	2.6%	3.3%	1.8%	3.7%	1.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

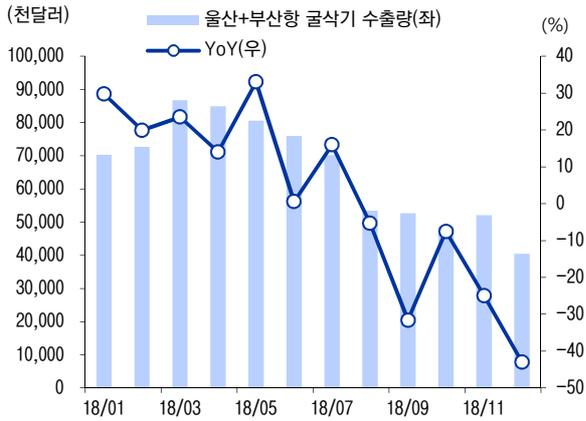
표29 분기/연간 실적 추이

(억원)	2017	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	25,311	32,339	35,998	9,305	9,227	7,104	6,703	9,674	10,491	7,737	8,095
건설기계	18,771	25,300	26,998	7,506	7,510	5,385	4,899	7,256	7,868	5,803	6,072
산업차량	4,500	4,667	5,400	1,199	1,131	1,109	1,228	1,451	1,574	1,161	1,214
부품	2,040	2,372	3,600	600	586	610	576	967	1,049	774	810
YoY(%)	29.6	27.8	11.3	44.4	35.1	15.9	13.6	4.0	13.7	8.9	20.8
건설기계	36.2	34.8	6.7	56.9	48.7	17.4	12.7	-3.3	4.8	7.8	23.9
산업차량	10.5	3.7	15.7	3.7	-10.2	9.0	15.1	21.0	39.1	4.7	-1.1
부품	21.8	16.3	51.8	19.0	12.7	15.5	18.0	61.2	79.0	26.8	40.5
영업이익	1,378	2,088	2,391	618	752	373	345	726	787	487	391
YoY(%)	35.8	51.5	14.5	45.1	110.1	-15.7	127.0	17.4	4.6	30.8	13.3
OPM(%)	5.4	6.5	6.6	6.6	8.1	5.2	5.1	7.5	7.5	6.3	4.8
지배 순이익	719	899	1,105	305	334	66	194	266	388	253	199
NPM(%)	2.8	2.8	3.1	3.3	3.6	0.9	2.9	2.7	3.7	3.3	2.5
EPS(원)	7,318	4,730	5,815								
P/E(x)		11.8	9.6								

자료: 현대건설기계, 이베스트투자증권 리서치센터

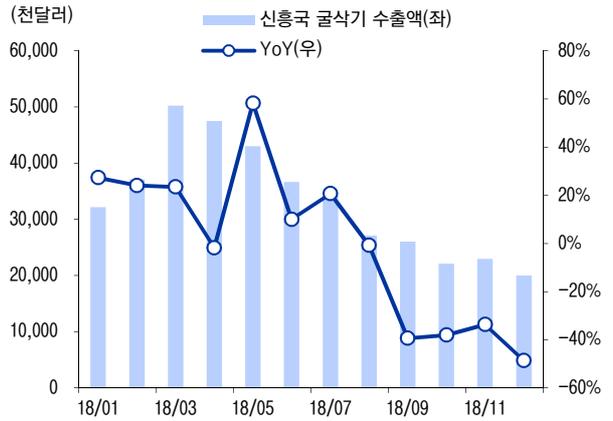
주: K-IFRS 연결 기준

그림71 울산+부산항 굴삭기 수출액 추이



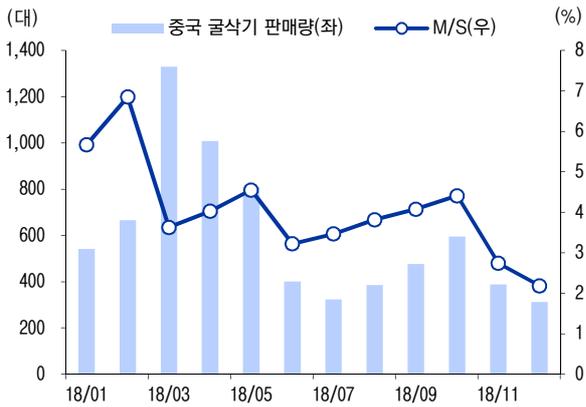
자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 울산+부산항 신흥국향 수출액 추이



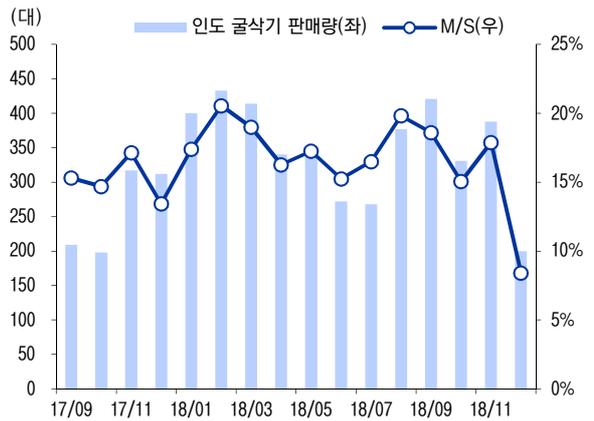
자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 수출액 500불 이하 지역 제외 기준

그림73 중국 굴삭기 판매량 및 M/S 추이



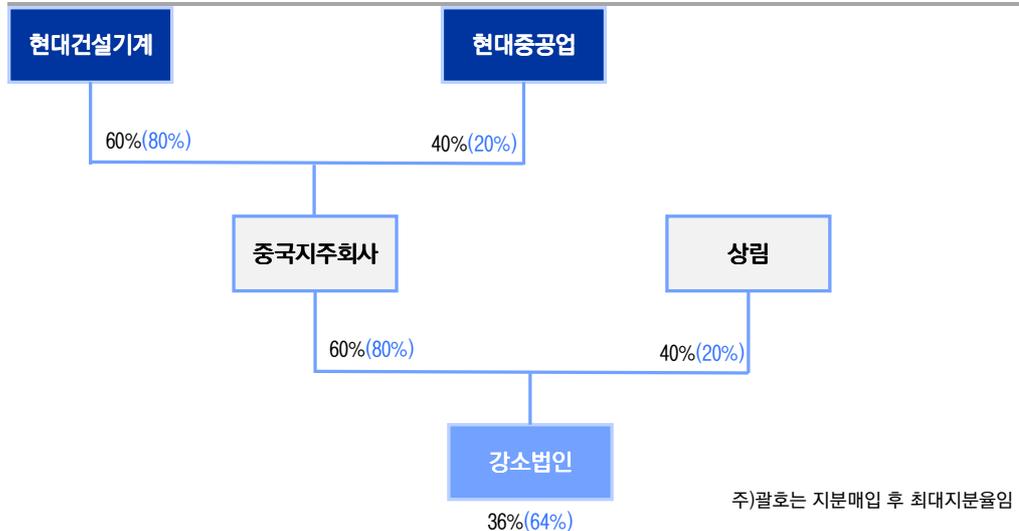
자료: CCMA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 인도 굴삭기 판매량 및 M/S 추이



자료: 현대건설기계, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 중국법인 지분 구조 변화



자료: 현대건설기계, 이베스트투자증권 리서치센터

## 현대건설기계 (267270)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	0	1,553	2,159	2,552	2,716
현금 및 현금성자산	0	426	455	544	583
매출채권 및 기타채권	0	416	560	676	720
재고자산	0	691	848	1,025	1,092
기타유동자산	0	21	295	307	320
<b>비유동자산</b>	0	675	839	841	846
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	0	539	645	651	659
무형자산	0	122	149	143	138
<b>자산총계</b>	<b>0</b>	<b>2,229</b>	<b>2,997</b>	<b>3,393</b>	<b>3,562</b>
<b>유동부채</b>	0	786	840	901	928
매입채무 및 기타채무	0	198	273	330	352
단기금융부채	0	473	452	452	452
기타유동부채	0	114	114	119	124
<b>비유동부채</b>	0	272	569	792	802
장기금융부채	0	201	416	407	401
기타비유동부채	0	71	153	385	401
<b>부채총계</b>	<b>0</b>	<b>1,058</b>	<b>1,409</b>	<b>1,693</b>	<b>1,730</b>
<b>지배주주지분</b>	0	1,172	1,259	1,370	1,503
자본금	0	49	49	49	49
자본잉여금	0	1,024	1,024	1,024	1,024
이익잉여금	0	45	133	243	376
<b>비지배주주지분(연결)</b>	0	-1	329	329	329
<b>자본총계</b>	<b>0</b>	<b>1,171</b>	<b>1,589</b>	<b>1,699</b>	<b>1,832</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>138</b>	<b>179</b>	<b>130</b>
당기순이익(손실)	0	47	141	173	188
비현금수익비용가감	0	91	153	239	30
유형자산감가상각비	0	18	49	44	44
무형자산상각비	0	21	28	26	25
기타현금수익비용	0	4	76	170	-39
영업활동 자산부채변동	0	-102	-116	-233	-87
매출채권 감소(증가)	0	66	-3	-116	-45
재고자산 감소(증가)	0	-143	-33	-176	-68
매입채무 증가(감소)	0	10	-17	57	22
기타자산, 부채변동	0	-34	-63	3	3
<b>투자활동 현금</b>	<b>0</b>	<b>-105</b>	<b>-49</b>	<b>-82</b>	<b>-85</b>
유형자산처분(취득)	0	-26	-54	-50	-52
무형자산 감소(증가)	0	-15	-20	-20	-20
투자자산 감소(증가)	0	0	-36	-10	-11
기타투자활동	0	-64	61	-2	-2
<b>재무활동 현금</b>	<b>0</b>	<b>225</b>	<b>-54</b>	<b>-9</b>	<b>-6</b>
차입금의 증가(감소)	0	-138	-52	-9	-6
자본의 증가(감소)	0	379	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	-15	-2	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>0</b>	<b>130</b>	<b>29</b>	<b>89</b>	<b>39</b>
기초현금	0	296	426	455	544
기말현금	0	426	455	544	583

자료: 현대건설기계, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>0</b>	<b>1,887</b>	<b>3,234</b>	<b>3,600</b>	<b>3,777</b>
매출원가	0	1,537	2,681	2,999	3,148
<b>매출총이익</b>	<b>0</b>	<b>350</b>	<b>553</b>	<b>601</b>	<b>630</b>
판매비 및 관리비	0	254	344	362	371
<b>영업이익</b>	<b>0</b>	<b>95</b>	<b>209</b>	<b>239</b>	<b>258</b>
(EBITDA)	0	134	285	308	327
금융손익	0	-15	-7	61	65
이자비용	0	14	29	31	31
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-11	-25	-77	-81
<b>세전계속사업이익</b>	<b>0</b>	<b>70</b>	<b>176</b>	<b>223</b>	<b>242</b>
계속사업법인세비용	0	23	35	50	55
계속사업이익	0	47	141	173	188
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>0</b>	<b>47</b>	<b>141</b>	<b>173</b>	<b>188</b>
지배주주	0	47	90	111	133
<b>총포괄이익</b>	<b>0</b>	<b>112</b>	<b>141</b>	<b>173</b>	<b>188</b>
매출총이익률 (%)	n/a	18.5	17.1	16.7	16.7
영업이익률 (%)	n/a	5.0	6.5	6.6	6.8
EBITDA 마진률 (%)	n/a	7.1	8.8	8.6	8.7
당기순이익률 (%)	n/a	2.5	4.4	4.8	5.0
ROA (%)	n/a	n/a	3.4	3.5	3.8
ROE (%)	n/a	n/a	7.4	8.4	9.2
ROIC (%)	n/a	n/a	10.5	10.6	11.2

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	31.2	12.2	9.9	8.2
P/B	n/a	1.4	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	n/a	14.3	4.4	3.7	3.4
P/CF	#VALUE!	10.6	3.7	2.7	5.1
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	n/a	n/a	71.4	11.3	4.9
영업이익	n/a	n/a	119.2	14.6	8.0
세전이익	n/a	n/a	152.6	26.5	8.6
당기순이익	n/a	n/a	202.7	22.5	8.6
EPS	n/a	n/a	68.5	23.0	20.2
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	n/a	90.3	88.7	99.7	94.4
유동비율	n/a	197.7	257.0	283.1	292.7
순차입금/자기자본(x)	n/a	20.9	10.3	3.3	0.1
영업이익/금융비용(x)	n/a	6.7	7.2	7.6	8.3
총차입금 (십억원)	0	674	868	859	853
순차입금 (십억원)	0	245	164	57	1
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	n/a	2,717	4,579	5,630	6,765
BPS	n/a	59,535	63,990	69,605	76,353
CFPS	n/a	8,013	14,953	20,944	11,040
DPS	n/a	n/a	850	900	900

# LS산전 (010120)

2019. 02. 19

기계

## 올해에도 핵심은 융합사업부

Analyst **장도성**

02. 3779-8688

Ehtjd9911@ebestsec.co.kr

### 4Q18 매출액 6,304억원, 영업이익 317억원(OPM 5.0%) 기록

LS 산전 4Q18 매출액 6,304 억원(YoY +4.3%), 영업이익 317 억원(YoY +35.3%, OPM 5.0%), 지배순이익 145 억원(YoY -6.5%)으로 매출액은 시장 컨센서스 부합했으나, 영업이익은 시장 컨센서스 대비 크게 하회하였다. 영업이익 컨센서스 하회한 가장 큰 이유는 융합사업부 해외 프로젝트 공사손실충당금 및 자회사 중 중국법인 매출 감소에 따른 것으로 보인다.

사업부문별로 보면 대다수 사업이 전년동기와 유사한 매출액을 기록했다. 전력기기의 국내 매출은 기업 설비투자 감소에 의해 소폭 감소했으나 해외(동남아, 북미)매출 상승으로 부정적인 영향은 상쇄되었다. 전력인프라사업은 화학 대기업 설비투자 및 HVDC 매출 인식으로 인해 동사의 매출 성장을 견인하였다. 상반기 중에 제주도, 양주 전압형 HVDC 프로젝트 등도 추진되어 있어 수주 성공 시 추가적인 매출 성장 및 수익성 개선이 기대된다. 동사의 성장 모멘텀인 융합사업부는 전년동기대비 성장했으나, 전분기 대비로는 해외 프로젝트관련 일회성 비용으로 매출 감소 및 지속 적자를 기록했다. 연간 기준으로는 매출액 2 조 4,850 억원(YoY +6.0%), 영업이익 2,050 억원(YoY +29.4%, OPM 8.2%), 지배 순이익 1,315 억원(YoY +25.2%)기록하였다.

### 올해에도 실적의 핵심은 융합사업부

2019 년 매출액 2 조 5,525 억원(YoY +2.7%), 영업이익 2,151 억원(YoY +4.9%, OPM 8.4%)가 전망된다. 전력기기 및 인프라사업의 안정성으로 동사의 2019 년 실적은 2018 년과 마찬가지로 융합사업부가 핵심이 될 전망이다. 스마트그리드사업부는 ESS 화재이슈 및 2018 년 쏠림현상으로 역성장이 불가피하다. 태양광사업부는 합천 용담, 고흥 당진 등 다수 수상 태양광 입찰 대기중에 있지만 수상 태양광 또한 민원 이슈로 인해 진행이 지지부진한 상태이다. 결국 융합사업부 개선을 위해서는 1)ESS 화재 이슈 해소 2)수상태양광 민원 문제 해결이 시급하다.

### 투자 의견 Buy 및 목표주가 70,000원 유지

동사에 대한 투자 의견 Buy 및 목표주가 70,000원을 유지한다. 동사는 3Q18 실적 발표 이후 설비투자 둔화에 따른 동사 전력기기, 전력인프라 매출 감소 우려로 약 35% 하락하였다. 해당 우려에 대한 주가 하락은 4Q18 실적을 통해서 일부 해소되었다고 본다. 현재 주가 기준 Valuation 하단에 위치하고 있어 Valuation 매력이크다. ESS 및 수상 태양광관련 이슈가 있으나, 해당 이슈들 또한 해소될 경우 추가적인 주가 반등 또한 기대된다.

## BUY (maintain)

목표주가 **70,000 원**

현재주가 **51,800 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

### Stock Data

KOSPI (2/18)	2,210.89 pt
시가총액	15,540 억원
발행주식수	30,000 천주
52 주 최고가 / 최저가	80,700 / 45,700 원
90 일 일평균거래대금	52.09 억원
외국인 지분율	16.8%
배당수익률(19.12E)	2.1%
BPS(19.12E)	45,253 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -7.6%
	6 개월 -24.3%
	12 개월 3.6%
주주구성	LS 46.0%
	국민연금공단 12.1%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	2,214	124	102	81	2,752	14.8	214	14.4	7.0	1.1	7.8
2017	2,344	158	138	106	3,584	30.2	246	18.2	8.9	1.7	9.5
2018P	2,485	205	178	132	4,486	25.2	291	11.5	6.0	1.3	11.0
2019E	2,553	215	195	149	5,054	12.6	300	10.3	5.4	1.1	11.4
2020E	2,762	243	223	171	5,778	14.3	325	9.0	4.7	1.0	11.9

자료: LS산전, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표30 컨센서스 및 추정치 비교

(억원)	4Q18P	4Q17	YoY	추정치	추정치 대비	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	6,304	6,046	4.3%	5,996	5.1%	6,054	4.1%
영업이익	317	234	35.3%	460	-31.1%	446	-28.9%
지배 순이익	145	155	-6.5%	303	-52.1%	318	-54.4%
OPM	5.0%	3.9%	1.2%p	7.7%	-2.6%p	7.4%	-2.3%p

자료: LS산전, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주:K-IFRS 연결 기준

표31 연간/분기 실적 추정

(억원)	2017	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	23,437	24,849	25,525	5,916	6,605	6,025	6,304	6,315	6,548	6,357	6,305
전력기기	6,653	6,339	6,271	1,631	1,633	1,556	1,519	1,574	1,576	1,579	1,542
전력인프라	6,210	6,499	7,231	1,635	1,587	1,297	1,980	1,889	1,814	1,658	1,871
자동차	2,871	2,933	2,996	800	779	686	668	748	760	750	738
융합사업부	2,340	3,281	3,052	481	1,170	911	719	726	678	913	735
자회사	5,648	6,355	6,550	1,448	1,823	1,561	1,523	1,520	1,869	1,600	1,561
YoY(%)	5.9	6.0	2.7	5.8	12.3	1.9	4.3	6.7	-0.9	5.5	0.0
전력기기	4.9	-4.7	-1.1	-6.0	-5.0	-5.9	-1.8	-3.5	-3.5	1.5	1.5
전력인프라	18.0	4.7	11.3	25.4	8.3	-23.3	13.2	15.5	14.3	27.8	-5.5
자동차	4.8	2.1	2.2	10.5	6.4	-11.3	4.0	-6.5	-2.5	9.4	10.5
융합사업부	-15.9	40.2	-7.0	-0.4	86.7	64.6	6.3	50.9	-42.1	0.2	2.2
자회사	8.8	12.5	3.1	4.8	27.8	15.2	2.5	5.0	2.5	2.5	2.5
영업이익	1,584	2,050	2,151	554	653	526	317	537	563	528	523
YoY(%)	27.4	29.4	4.9	54.4	49.4	-5.0	35.3	-3.1	-13.8	0.3	65.0
OPM(%)	6.8	8.3	8.4	9.4	9.9	8.7	5.0	8.5	8.6	8.3	8.3
지배 순이익	1,051	1,315	1,482	425	397	349	145	370	390	363	360
YoY(%)	30.2	25.2	12.7	121.3	21.3	-7.5	-6.5	-13.0	-1.8	4.1	148.1
NPM(%)	4.5	5.3	5.8	7.2	6.0	5.8	2.3	5.9	6.0	5.7	5.7
EPS	3,584	4,486	5,054								
P/E	14.4	11.5	10.2								
BPS	38,191	41,388	45,253								
P/B	1.4	1.2	1.1								

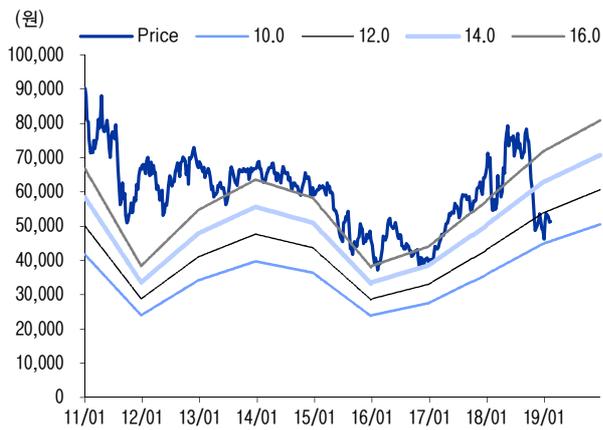
자료: LS산전, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: K-IFRS 연결 기준

그림76 3Q18 실적발표 이후 주가 급락은 과도하다고 판단



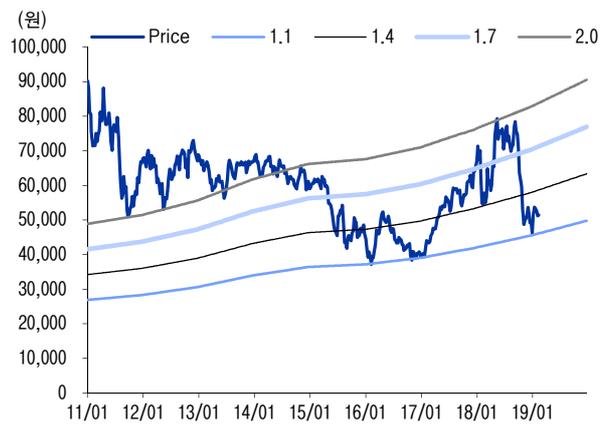
자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 PER 밴드 차트



자료: LS산전, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 PBR 밴드 차트



자료: LS산전, 이베스트투자증권 리서치센터

## LS산전 (010120)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	1,418	1,416	1,562	1,703	1,893
현금 및 현금성자산	340	262	372	498	584
매출채권 및 기타채권	826	782	650	651	719
재고자산	147	167	201	201	223
기타유동자산	105	206	339	353	367
<b>비유동자산</b>	844	840	801	785	775
관계기업투자등	21	37	2	2	2
유형자산	610	577	561	545	535
무형자산	130	116	114	108	103
<b>자산총계</b>	<b>2,262</b>	<b>2,256</b>	<b>2,363</b>	<b>2,487</b>	<b>2,667</b>
<b>유동부채</b>	681	650	704	711	753
매입채무 및 기타채무	363	369	326	326	360
단기금융부채	200	201	197	197	197
기타유동부채	118	80	181	188	196
<b>비유동부채</b>	515	458	415	416	416
장기금융부채	506	449	399	399	399
기타비유동부채	10	9	16	16	17
<b>부채총계</b>	<b>1,196</b>	<b>1,108</b>	<b>1,119</b>	<b>1,127</b>	<b>1,169</b>
<b>지배주주지분</b>	1,065	1,146	1,242	1,358	1,495
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	1	1	1	1	1
이익잉여금	940	1,027	1,130	1,246	1,383
비지배주주지분(연결)	1	2	3	3	3
<b>자본총계</b>	<b>1,066</b>	<b>1,148</b>	<b>1,245</b>	<b>1,361</b>	<b>1,498</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	242	145	137	228	191
당기순이익(손실)	80	108	135	149	171
비현금수익비용가감	205	168	161	84	82
유형자산감가상각비	68	68	67	65	64
무형자산상각비	21	20	19	20	19
기타현금수익비용	-4	26	74	0	-1
영업활동 자산부채변동	-1	-80	-124	-6	-61
매출채권 감소(증가)	27	-9	-41	0	-69
재고자산 감소(증가)	5	-30	-32	0	-21
매입채무 증가(감소)	16	-2	18	0	34
기타자산, 부채변동	-49	-39	-69	-6	-6
<b>투자활동 현금</b>	<b>-102</b>	<b>-164</b>	<b>75</b>	<b>-69</b>	<b>-73</b>
유형자산처분(취득)	-41	-42	-46	-50	-54
무형자산 감소(증가)	-13	-12	-12	-13	-13
투자자산 감소(증가)	-3	-14	5	-1	-1
기타투자활동	-46	-96	127	-5	-5
<b>재무활동 현금</b>	<b>-87</b>	<b>-54</b>	<b>-103</b>	<b>-32</b>	<b>-32</b>
차입금의 증가(감소)	-58	-32	-71	0	0
자본의 증가(감소)	-29	-23	-32	-32	-32
배당금의 지급	29	23	32	32	32
기타재무활동	0	1	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>54</b>	<b>-79</b>	<b>110</b>	<b>127</b>	<b>85</b>
기초현금	286	340	262	372	498
기말현금	340	262	372	498	584

자료: LS산전, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>2,214</b>	<b>2,344</b>	<b>2,485</b>	<b>2,553</b>	<b>2,762</b>
매출원가	1,801	1,908	1,993	2,052	2,210
<b>매출총이익</b>	<b>413</b>	<b>436</b>	<b>492</b>	<b>501</b>	<b>552</b>
판매비 및 관리비	288	278	287	286	309
<b>영업이익</b>	<b>124</b>	<b>158</b>	<b>205</b>	<b>215</b>	<b>243</b>
(EBITDA)	214	246	291	300	325
금융손익	-11	-50	2	-10	-10
이자비용	23	19	16	15	15
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-11	30	-29	-10	-10
<b>세전계속사업이익</b>	<b>102</b>	<b>138</b>	<b>178</b>	<b>195</b>	<b>223</b>
계속사업법인세비용	22	31	42	46	52
계속사업이익	80	108	135	149	171
중단사업이익	0	-2	-3	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>81</b>	<b>106</b>	<b>132</b>	<b>149</b>	<b>171</b>
지배주주	81	105	132	148	169
<b>총포괄이익</b>	<b>79</b>	<b>101</b>	<b>125</b>	<b>149</b>	<b>171</b>
매출총이익률 (%)	18.7	18.6	19.8	19.6	20.0
영업이익률 (%)	5.6	6.8	8.3	8.4	8.8
EBITDA 마진률 (%)	9.7	10.5	11.7	11.7	11.8
당기순이익률 (%)	3.6	4.5	5.3	5.8	6.2
ROA (%)	3.6	4.7	5.7	6.1	6.6
ROE (%)	7.8	9.5	11.0	11.4	11.9
ROIC (%)	7.0	9.1	11.2	11.4	12.7

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	14.4	18.2	11.5	10.3	9.0
P/B	1.1	1.7	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.0	8.9	6.0	5.4	4.7
P/CF	4.2	7.1	5.2	6.7	6.2
배당수익률 (%)	2.0	1.7	2.1	2.1	2.1
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	0.5	5.9	6.0	2.7	8.2
영업이익	-19.4	27.3	29.4	4.9	13.0
세전이익	-10.3	35.8	28.4	9.7	14.3
당기순이익	14.4	31.3	24.7	12.9	14.3
EPS	14.8	30.2	25.2	12.6	14.3
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	112.2	96.5	89.9	82.8	78.1
유동비율	208.3	217.9	222.0	239.4	251.3
순차입금/자기자본(x)	29.2	20.9	16.3	5.5	-0.7
영업이익/금융비용(x)	5.5	8.4	12.5	14.0	15.8
총차입금 (십억원)	705	650	597	597	597
순차입금 (십억원)	311	240	203	75	-11
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,752	3,584	4,486	5,054	5,778
BPS	35,486	38,191	41,388	45,253	49,825
CFPS	9,514	9,197	9,868	7,783	8,411
DPS	800	1,100	1,100	1,100	1,100

한화에어로스페이스 목표주가 추이	투자이건 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2018.10.22	변경	장도성											
2018.10.22	Buy	42,000												

LIG 넥스원 목표주가 추이	투자이건 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2018.10.22	변경	장도성											
2018.10.22	Buy	49,000	-26.1		-34.1									
2018.11.15	Buy	46,000												

현대건설기계 목표주가 추이	투자이건 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2018.03.26	변경	장도성											
2018.03.26	Buy	125,000	-21.8		-34.5									
2018.07.12	Buy	90,000												
2018.10.31	Buy	57,500	-6.9		-22.3									
2019.01.23	Buy	62,000												

LS 산전 목표주가 추이	투자이건 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2018.05.21	변경	장도성											
2018.05.21	Buy	93,000	-13.2		-22.0									
2018.10.29	Buy	82,000												
2019.01.30	Buy	70,000	-34.1		-38.5									

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 장도성)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다..

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	96.4% 3.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018.1.1~ 2018.12.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)