

KOSDAQ
 자본재

기업분석 2022.11.15

이엠코리아 (095190)

방산 매출 증가로 이익 턴어라운드 전망

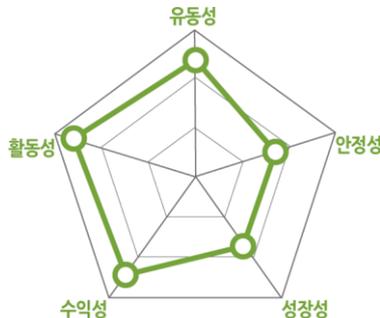
체크 포인트

- 당사는 2003년 공작기계사업으로 설립되었으며, 前身은 1987년 설립된 동우정밀임. 2022년 상반기 기준 매출비중은 방산/항공 50.4%, 공작기계 36.0%, 발전/ITER 7.2%, 환경/에너지(이엠솔루션) 5.5%, 기타 0.8%임. 중속기업 이엠솔루션은 수소스테이션 에너지 사업과 음식물재처리플랜트 사업 영위, 공작기계 부품은 현대위아로 주력 공급, 방산/항공 부문 주요 고객은 현대로템, 한화에어로스페이스, KAI 등임
- 방산/항공 부문은 2005년 창원공장 준공 이후 사업 진출, 16년간 매출 CAGR 31.3%로 고성장세 지속, 2020년 이후 주력 사업부로 부상
- 투자포인트: 1) 폴란드發 방산 수출 수혜 장기화 예상, 2) ITER(국제핵융합로) 사업 참여로 입증된 정밀가공 분야 글로벌 최고 수준 기술력
- 2023년 매출액 1,223억원으로 YoY 22.1% 증가 전망, 폴란드發 K-방산 수출 무기체계 공급의 원년

주가 및 주요 이벤트



재무 지표



주: 2021년 기준, Enguide WCS 분류 상 산업재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 2022 기준, Trailing, Enguide WCS 분류 상 산업재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

이엠코리아 (095190)

Analyst 이원재 wonleewj@kirs.or.kr
RA 이나연 lny1008@kirs.or.kr

KOSDAQ
자본재

2003년 공작기계사업으로 설립, 방산/항공 주력으로 성장

2003년 공작기계사업으로 설립, 2022년 상반기 매출비중은 방산/항공 50.4%, 공작기계 36.0%, 발전설비 7.2%, 환경에너지 5.5%, 기타 0.8%임. 종속기업 이엠솔루션은 수소스태이션 에너지 사업과 음식물재처리플랜트 사업 영위. 공작기계 부품은 현대위아로 주력 공급 중이며, 방산/항공 부문 주요 고객은 현대로템, 한화에어로스페이스, KAI 등임

폴란드發 방산 수출 수혜 장기화 예상

방산/항공 부문은 2005년 창원공장 준공 이후 사업 진출해 16년간 매출 CAGR 31.3%로 고성장, 2020년 이후 주력 사업부로 부상. 한국은 주요 방산수출국 중 최근 5년간 최대 수출증가를 기록. 폴란드發 수출 급증으로 2023년부터 동사의 수혜 장기화 전망

방산 매출 증가로 2023년 매출성장률 22.1% 전망

2022년 매출액은 4년만에 1,000억원대를 회복하고, 영업이익은 25억원으로 흑자전환 예상. 2023년 매출액은 1,223억원으로 YoY 22.1% 증가할 전망이며, 폴란드發 K-방산 수출무기체계 공급의 원년으로 추후 장기적으로 안정적인 매출 달성 및 이익 기여 예상.

방산매출 증가로 주가 밸류에이션은 Level Up 전망

2022년 상반기 방산/항공 매출비중이 50.4%로 확대되었으며, 지난해부터 이어온 K-방산무기의 수출 랠리로 인해 향후 방산비중은 더욱 커질 전망. 향후 동사의 밸류에이션은 방산비중이 커질수록 주가 멀티플도 이를 반영할 전망

Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액(억원)	800	768	980	1,002	1,223
YoY(%)	-25.6	-4.0	27.7	2.2	22.1
영업이익(억원)	-115	-32	-10	25	77
OP 마진(%)	-14.4	-4.2	-1.0	2.5	6.3
지배주주순이익(억원)	-160	-24	-30	5	57
EPS(원)	-439	-65	-71	12	133
YoY(%)	적지	적지	적지	흑건	999.8
PER(배)	N/A	N/A	N/A	252.8	23.0
PSR(배)	2.0	2.9	1.7	1.3	1.1
EV/EBIDA(배)	N/A	84.3	33.2	15.6	10.4
PBR(배)	2.1	2.8	1.9	1.5	1.4
ROE(%)	-19.8	-3.0	-3.5	0.6	6.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (11/11)	3,055원
52주 최고가	4,535원
52주 최저가	2,595원
KOSDAQ (11/11)	731.22p
자본금	213억원
시가총액	1,301억원
액면가	500원
발행주식수	43백만주
일평균 거래량 (60일)	37만주
일평균 거래액 (60일)	14억원
외국인지분율	1.52%
주요주주	강삼수 12.40%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.7	-12.7	-27.5
상대주가	2.3	3.4	-1.6

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'EBITDA 마진율', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

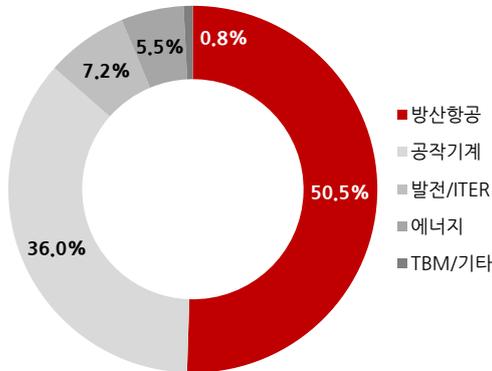
2003년 공작기계업체로 설립, 사업영역으로 방산/항공, 공작기계, 발전설비, TBM(터널굴착), 환경/수소 에너지 등 5개 부문 영위

동사는 2003년 공작기계사업을 영위할 목적으로 설립되었으며, 2005년 공작기계, 방산, 발전설비 부품을 생산하는 동우정밀(1987년 설립)을 자산양수도 방식으로 인수하여 사업영역을 확대하였다. 사업영역으로는 CNC 선반을 생산하는 공작기계 부문, K1/K2전차, K9 자주포, K21 장갑차, T-50 훈련기, 수리온 헬기, 230mm 천무 다연장로켓 차체 등의 부품을 공급하는 방산/항공 부문, 발전설비 및 핵융합발전(ITER)설비를 제작하는 발전설비 부문, 건설용 터널굴착기계를 생산하는 TBM 부문이 있으며, 자회사인 이엠솔루션은 음식물처리플랜트시스템을 제작하는 환경 부문과 수소에너지 및 수소스테이션을 시공하는 에너지 부문을 영위하고 있다. 사업장은 경남 창원과 함안에 있으며, 창원사업장은 본사와 방산/항공 주력으로 화력/원자력/핵융합 발전설비, TBM, 환경에너지 사업을 영위하며, 함안공장에서는 주로 공작기계를 생산하고 있다.

1H22 매출비중: 방산/항공 50.5%, 공작기계 36.0%, 발전설비 7.2%, 환경/수소에너지 5.5%, 기타 0.8% 등

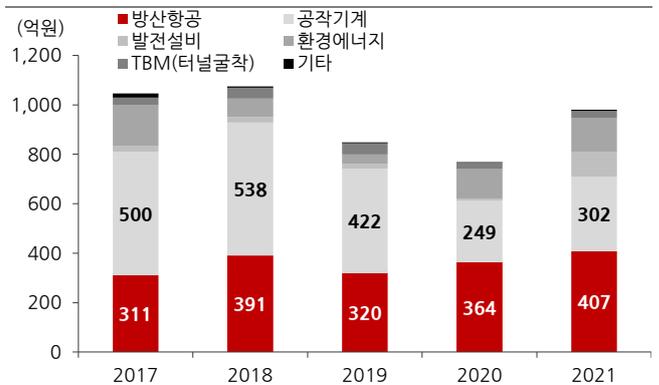
2022년 상반기 기준 매출비중은 방산/항공 50.5%, 공작기계 36.0%, 발전/ITER 7.2%, 환경/에너지(이엠솔루션) 5.5%, 기타 0.8%이다. 공작기계 부문 주요 고객사는 현대위아이며, 방산/항공 부문은 현대로템, 한화 에어로스페이스(한화디펜스 합병), KAI 등 무기체계업체로 공급된다. 발전설비부문을 두산에너지빌리티(舊 두산중공업)에 주로 공급되나, 최근 납품 실적이 거의 미미한 상황이다. 동사는 글로벌 핵융합발전프로젝트인 ITER(국제핵융합실험로) 부품 공급사로 선정되어 국가핵융합연구소에 'Blanket Shield Block'(블랭킷 차폐 블록)을 공급하고 있다.

사업부문별 매출 비중(1H22)



자료: 이엠코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업부문별 매출액 추이



자료: 이엠코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

공작기계부품은 현대위아에 전량 납품, 현대위아내 1위 OEM업체

공작기계 사업부문은 1987년 동우정밀 창립 이래 35년간 동사의 주력사업으로 캐시카우 역할을 담당했다. 국내 공작기계시장은 수십년간 두산공작기계와 현대위아가 시장의 80% 이상을 과점하고 있으며, 동사는 현대위아내 공작기계 부문 점유율 40% 전후를 차지하는 1위 OEM업체이다. 현대위아에 공작기계 부품을 납품하는 경쟁사로는 (주)덕흥, (주)아메코, (주)월드파워텍 등 3사가 있으며, 동사 포함 4개社 합산 판매금액은 2021년 기준 764억원으로 2018년 이후로는 1,000억원을 하회하며 감소세를 보이고 있다.

동사는 CNC선반 완제품 생산 첫해인 2003년 5개 모델 양산을 시작으로 현재는 35개 모델을 양산하고 있으며, 연간 생산능력은 국내 최대규모인 3,000대이다. 동사의 CNC선반 제품은 현대위아를 통해 주로 국내 자동차 생산 및 부품업체에 납품되고 있어 내연기관 자동차 시장이 최대 수요처라 볼 수 있다. 따라서 동사의 공작기계 매출액은 현대위아의 공작기계(스마트솔루션) 부문 매출액에 연동한다. 현대위아의 공작기계 매출액은 2013~2014년 연간 1조원대에 육박했으나, 이후 전기차의 상용화 및 보급 확대로 내연기관 자동차의 부품 수요가 축소되며, 2021년 기준 매출액 5,572억원으로 과거 호황대비 절반 수준으로 축소되었다.

회사 연혁

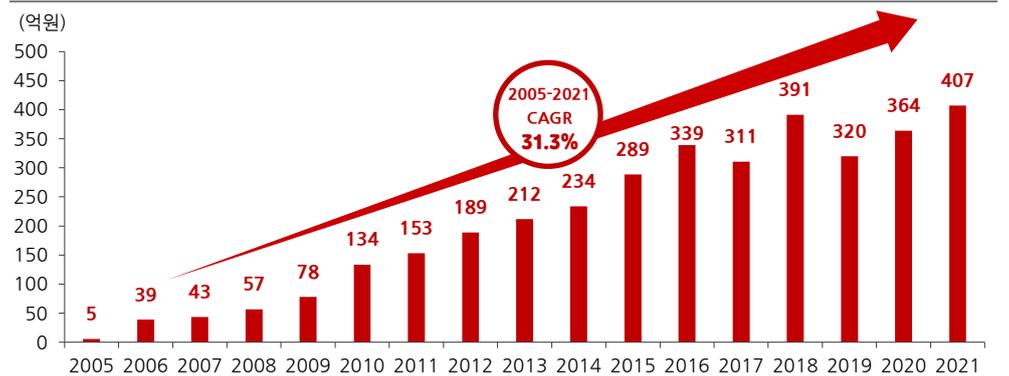


자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

**방산/항공 부문은 2005년
창원공장 준공 이후 사업 진출,
16년간 매출 CAGR 31.3%로
고성장세 지속, 2020년 이후
동사 주력 사업부로 부상**

동사는 공작기계 부문에서 쌓은 고도의 정밀가공 기술을 바탕으로 2005년 12월 창원공장을 준공하면서 방산사업에 본격적으로 진출하였다. 방산/항공 부문은 2005년 사업원년 매출액 5억원에서 2021년 407억원으로 16년간 연평균 매출액증가율 31.3%의 고성장세를 기록하였다. 방산 매출비중은 2005년 사업 진출 이후 2015년까지 20%대를 기록했으나, 2016년 이후 30%대로 비중이 확대되었으며, 2020년 이후로는 매출비중이 40%를 상회하며 30여년 이상 주력 사업부원이었던 공작기계 부문 매출비중을 넘어 방산부원이 주력 사업부원으로 부상하였다. 2022년 상반기 방산/항공 부문 매출액은 236억원으로 전년동기대비 34.9% 증가하였으며, 매출비중은 50.4%까지 증가하였다.

방산/항공 부문 매출액 추이



자료: 이엠코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

**방산 사업 초기 T-50 고등훈련기용
도어 액츄에이터, 유압저장조
국산화에 성공하여 사업 진출,
항공기/헬기의 랜딩기어 부품 및
유압부품, 파일럿 시트부품 공급**

동사는 국내 항공산업을 위한 랜딩기어 및 유압 부품 개발의 선도기업으로 방산사업 진출 초기에는 항공분야에서 사업을 착수하였다. 동사는 한국 공군의 차세대 고등훈련기와 경공격기로 개발된 T-50 및 A-50 골든이글의 이착륙時 랜딩기어(Landing Gear)의 Door를 여닫는 역할을 하는 정밀 구성품인 Door Actuator를 2006년 생산, 2007년 하반기에 국산화하면서 방산사업에 본격 착수하였고, 2008년에는 T-50용 유압저장조도 개발하였다. 항공부문에서는 주로 경공격기와 고등훈련기의 랜딩기어와 유압저장조 부품을 주력 공급하고 있으며, 한국 공군의 1세대 헬기인 수리온(KUH)의 랜딩기어 부품 및 파일럿 시트 등을

독점 공급한다. 민수 항공 부문에서도 A340, A380, B787의 랜딩기어 부품을 공급하고 있다.

신규사업으로 차기전투기사업인 KFX(KF-21 보라매)와 한국 최초 경공격헬기인 LAH 개발사업 핵심부품 공급사로 선정

동사는 신규로 한국형 전투기(KFX)개발사업과 한국형 공격헬기(LAH) 개발사업에도 핵심부품 개발 사업자로 선정되어 시제품 개발을 진행 중이다. 한국형 첫 경공격헬기인 LAH에는 유압분배장치, 로터제동장치, 축압기, 조종석 시트 부품 공급계약을 KAI와 체결하였으며, 차기전투기사업인 KFX(KF-21)에도 유압저장조, 매니폴드/기총 회전속도 제어밸브, 랜딩기어 부품 공급계약을 KAI와 체결하였다. KFX사업은 2001년 이후 21년간 연구개발에만 8.8조원이 투입된 국내 최초 초음속전투기 개발사업으로 'KF-21 보라매'는 2021년 상반기 시제품이 완성되어 2022년 상반기 시험비행에 성공했으며, 향후 2,000여회 이상 비행시험을 거쳐 2026년 본격 양산에 착수하며, 2032년까지 총 120대를 도입해 기존 노후 기종을 교체하게 된다.

육상 방산부문에서는 K21장갑차용 송탄시스템, K10용 급탄시스템, K9자주포 부품, K1/K2전차 부품, 230mm급 다련장로켓(천무) 차체, 30mm 차륜형대공포(천호) 공급

육상 방산부문에서는 사업 초기에는 차기보병장갑차인 K21용 송탄시스템(차보송탄장치)을 자체 기술력으로 개발하여 2007년부터 공급했으며, K9자주포에 탄약을 실어 나르는 로봇형 탄약운반 장갑차인 K10에 탄약적재 구조물(급탄시스템)을 자체 설계, 가공, 조립하여 사업 초기 10년간 안정적인 매출을 확보하였다. 동사는 한국군의 10대 명품 무기 중의 하나인 K9 자주포의 격발조립체, 지지대, 장전기, 크래들 조립체도 공급하고 있으며, K-1전차의 포열과 K-2전차의 로터 및 송탄기 부품을 공급하고 있다. 동사는 2018년 한화디펜스(現 한화에어로스페이스)와 230mm 다련장 발사대차량 공급계약(2022년말까지 146억원)을 체결한데 이어, 2021년 5월 현대로템과 30mm 차륜형대공포(차체) 최초 양산 45대 공급계약(106억원)을 체결하였고, 2022년 3월 현대위아와 81mm 박격포 II 후속 양산사업(2024년말까지 96억원) 계약도 체결하였다. 2022년 7월에는 한화디펜스와 자주도하장비 국산화품목 구매계약(2027년까지 106억원)을 체결하였다.

해상 방산 부문에서는 KMK45 함포용 부품(트레이 하우징, 건배럴 하우징), 76mm 함포용 장전시스템, 40mm 함포용 포기구조물, 잠수함용 불 액츄에이터, 더블 밸브바디 등 주로 함포용 부품을 공급하고 있다.

동사 방산/항공 주요 무기체계별 부품 현황

K2	Rotor, 송탄기, 포신(K1에 납품)
K9	격발기/실린더/크래들 등의 조립체, 액슬암, 지지대, 장전기 등
FA-50, T50, TA50	랜딩기어, 탄약저장시스템, 유압저장조, 무기발사대, 도어 액츄에이터
K21	송탄시스템, 공기정화기, 슬립링 조립체
천무	차체 발사대 구조물, 허브 조립체 등
수리온 헬기	랜딩기어, 파일럿 시트

자료: 이엠코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

**발전설비부문 매출비중은
장기간 2% 대로 미미한 수준**

동사는 국가 기간산업인 발전설비 주요 부품에 대한 가공 및 정비 기술을 보유하고 있으며, 그동안 화력 및 원자력 발전소의 정비용 부품 공급은 물론 신규 제작되는 발전설비에 주요 부품을 수주, 공급하여 왔다. 동사는 발전설비를 운영하고 있는 다수 발전소로부터 정비 적격업체로 등록되어 있으며, 발전설비 중 주로 Front Standard, LP/HP Valve 등 부품을 두산중공업, 한국수력원자력 등 발주업체에 납품해왔다. 동사의 발전부문 매출액은 장기간 연평균 20억대로 매출비중이 2% 수준으로 미미했다. 최근 수년간 탈원전 기조로 신재생에너지 전환시기와 맞물려 신규 원전 건설이 거의 부재한 상황에서 발전설비 부문 외형은 증가하지 못했다.

**중속기업 이엠솔루션은
환경사업(음식물처리플랜트) 및
에너지사업(수소스테이션) 영위**

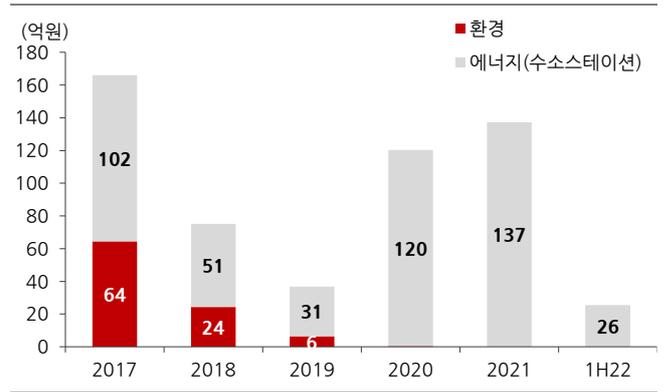
동사의 중속기업으로는 2016년 1월 동사로부터 물적분할로 신설된 비상장법인인 이엠솔루션주이 있다. 이엠솔루션은 음식물처리플랜트를 제작하는 환경 부문과 수소에너지 및 수소스테이션(충전소) 제조 및 시공을 영위하는 에너지 사업을 영위하고 있다. 동사는 경북 영천에 음식물처리플랜트를 완공하여 2021년부터 가동 중이나, 사업초기단계라 아직은 공공부문 지자체의 대규모 수주 실적이 없어 가동률 하락 및 감가상각비용 증가로 매분기 평균 10억원 내외의 영업적자가 발생하고 있다.

이엠솔루션 새만금 수소스테이션



자료: 이엠솔루션, 한국IR협의회 기업리서치센터

이엠솔루션 사업부문별 매출액 추이



자료: 이엠코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

**19기 수소스테이션 건설,
새만금, 제주 등 10기 가동 중**

동사는 과거 정부에서 추진한 수소산업 로드맵(수소스테이션 구축 및 수소 인프라 확대) 기대감으로 시장의 주목을 크게 받았다. 동사는 수전해 수소발생장치를 독자 개발하여 수소 제조 및 수소스테이션, 수소플랜트 시스템의 상용화 기술을 개발하였으며, 그간 19기 정도의 공사를 진행하였다. 동사는 2011년 전북 새만금 테마파크에 수소스테이션을 첫 시공한데 이어 같은 해 제주 현대차 수소스테이션을 건설하였고, 이후 대구, 광주, 창원 등에서 10기 수소스테이션을 가동 중에 있다.

**수소경제는 아직은 정부계획대비
미달, 低수익 기조 지속**

수소 부문 실적은 기대만큼 성장하지 못했고 실적 기여도 미미하다. 정부가 2019년 목표한 수소경제 2022 계획(수소차 8.1만대, 수소충전소 310기)대비 현재의 실적은 이를 크게 미달하고 있다. 2022년 9월 기준 수소차 운행대수는 28,166대로 목표치의 35%이며, 수소충전소는 196개로 목표치의 63%에 불과한 수준이다. 정부의 계획대비 사업 지연과 수소스테이션 사업의 低수익성으로 동사 입장에서는 수소충전소를 추가 시공한다 해도 크게 수익성 측면에서 도움이 되지 못하는 상황이다. 또한 전기차에 비해 수소차의 양산 모델수가 극히 적는데다(현대 넥쏘가 유일), 관련 인프라가 과거 계획만큼 확대되고 있지 못한 상황이다.

**동사는 국내 최초로
터널굴착 TBM공법 국산화**

동사는 국내 최초로 터널굴착장비인 TBM(Tunnel Boring Machine)을 국산화한 기업이다. 동사의 소구경 TBM 적용 분야는 주로 구경 3.5M 이하의 수로 터널공사, 전력구, 통신구, 가스관 공사 등이다. 동사는 2013년 일본의 Taiko Techs社와 3.5M 이하 중소구경 TBM 기술을 인수하고 국산화 개발에 착수

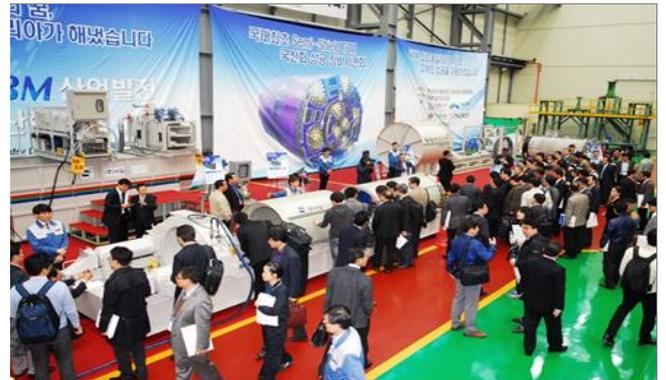
하여 2014년 4월 국산화 1호기인 세미실드 TBM(모델 CKE-1000)을 개발완료 하였으며, 2차 모델인 CKE-1500을 개발하여 국내 터널공사에 적용하였다. TBM 시공법은 기존 공법인 발파굴착공법(NATM)과 비교하여 소음 및 진동 등 환경 피해를 최소화할 수 있으며, 연장이 긴 장대터널에서는 고속시공으로 공사 비용과 공기를 대폭 절감할 수 있는 장점이 있다. 국내에는 1984년 TBM 공법이 처음 도입되었으나, 설계 시공 기술과 경험 부족으로 아직까지는 기존 발파공법에 비해 공법 채택률이 매우 낮은 상황이다. 동사의 TBM 부문 매출액은 연평균 30억원 내외로 전체 매출비중의 3% 내외에서 유지되고 있다.

소구경 TBM 제품



자료: 이엠코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

2014년 TBM 국산화 시연회



자료: 이엠코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업부문별 제품 현황

사업 부문	주요 제품
공작기계	CNC 선반 35개 모델, MCT 부품
방산/항공	K2 전차, K9 자주포, K21, T-50, 천무 차체 등의 부품
발전설비/ITER	FrontStandard, LP/HP Valve, ITER Blanket Shield Block(블랑켓 차폐블록)
TBM	터널굴착장비
환경	음식물처리플랜트
에너지	수소플랜트, 수소충전소

자료: 이엠코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

지배기업 및 자회사 사업 현황



자료: 이엠코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

1) 공작기계산업 동향

국내 공작기계시장은 DN솔루션즈 (舊 두산공작기계)와 현대위아 과점 체제, 동사는 현대위아에 주력 공급

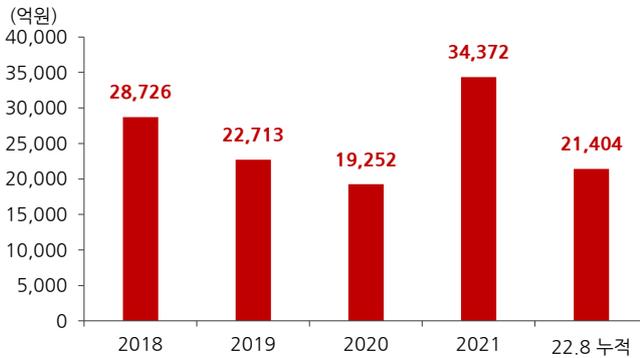
국내 공작기계시장은 두산공작기계(現 DN솔루션즈)와 동사의 주력 거래처인 현대위아가 시장을 70~80% 과점하고 있고, 3위 업체인 화천기계공업을 포함하면 3사가 80~90%의 점유율을 차지하고 있다.

공작기계는 기계를 만드는 기계, 즉 Mother Machine으로 자본재 산업의 핵심 산업이며, 주로 자동차, 항공기 및 선박, 방산제품 등 기계부품 제작에 사용된다. 동사는 현대위아에 공작기계부품 대부분을 납품하고 있어 사실상 자동차 업종에 노출도가 가장 높다고 볼 수 있다.

공작기계 최대 수요처인 자동차부품 분야는 추세적인 수요 감소 국면, 전기차 수요 성장으로 내연기관 자동차 부품 수요 감소 추정

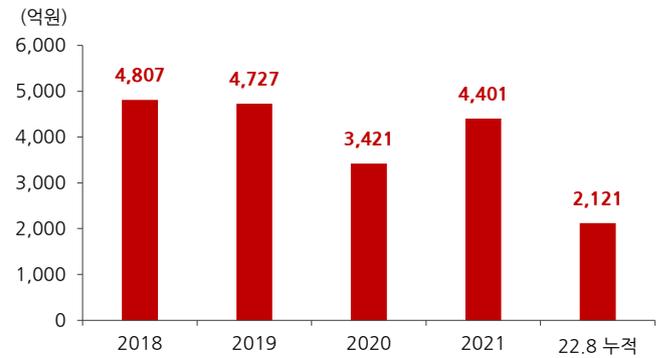
한국공작기계산업협회 통계에 따르면 국내 공작기계 수주액은 2019년 2조 2,713억원으로 전년대비 20.9% 감소한 이래 2020년 들어 글로벌 코로나19 팬데믹에 따른 공급망 차질 문제로 1조 9,252억원으로 15.2% 감소했으며, 2021년에는 전년 기저효과 및 글로벌 백신 보급에 따른 리오프닝 수요로 인해 수주액이 3조 4,372억원으로 78.5% 급증하였다. 2022년 8월 누계 수주액은 2조 1,404억원으로 전년 동기효과로 9.0% 감소했으며, 공작기계 부문 최대 수요처인 자동차 부문 수주액은 2,121억원으로 전년 동기 3,275억원 대비 35.2% 급감하며, 공작기계 전체대비 감소폭이 컸다. 공작기계 최대 수요처인 자동차 부문의 수요 감소폭이 크게 나타나고 있는 원인으로는 내연기관 자동차 성장이 정체된 상황에서 전기차 생산이 증가할 수록 기존 내연기관 자동차에 소비되던 공작기계부품 수요는 감소가 불가피하기 때문이다.

국내 공작기계 수주액



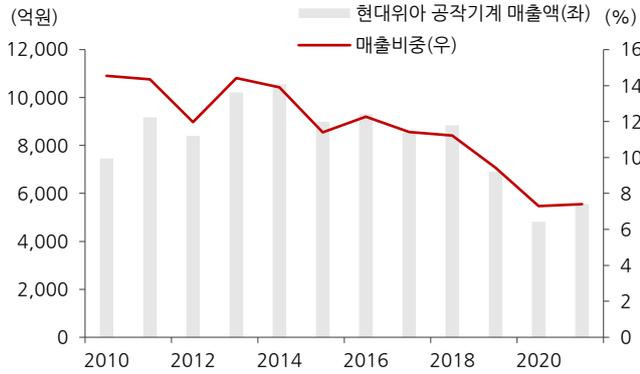
자료: 한국공작기계산업협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 자동차부품용 공작기계 수주액



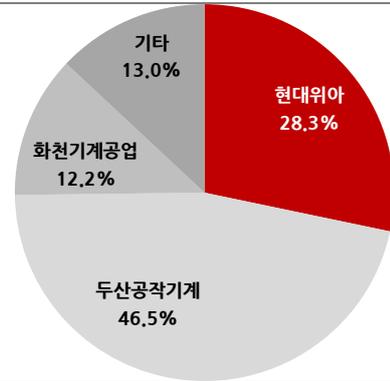
자료: 한국공작기계산업협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

현대위아 공작기계 부문 매출액 및 매출비중 추이



자료: 현대위아, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 공작기계시장 점유율



자료: 이엠코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사는 현대위아 OEM 주요 4개社 中 M/S 40%로 최대 거래업체

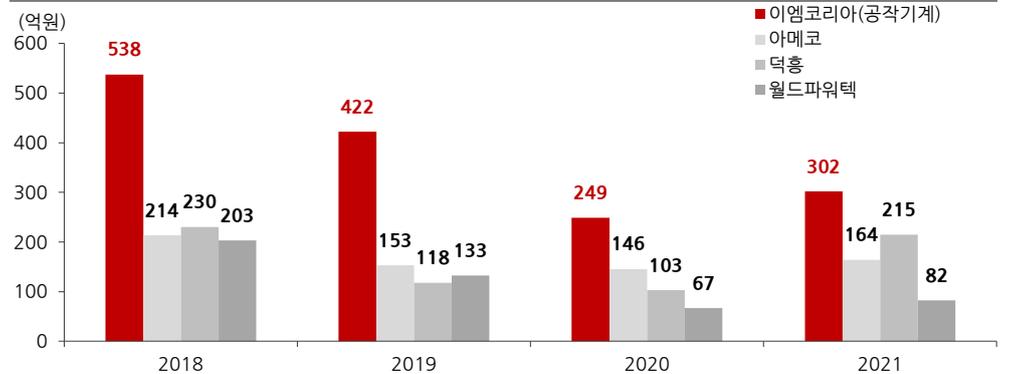
국내 공작기계시장에서 동사를 포함해 현대위아에 납품하는 업체로는 (주)덕흥, (주)아메코, (주)월드파워텍 등 4개社가 있다. 동사를 포함한 4개社의 공작기계 합산 매출액은 2017년 1,378억원에서 2018년 1,184억원, 2019년 826억원으로 추세적인 감소세를 기록하였다. 2020년 합산 매출액은 코로나19 팬데믹 영향으로 565억원까지 급감한 이후 2021년에 기저효과로 763억원으로 증가하는 모습을 보였으나, 여전히 과거대비로는 크게 감소한 수치로 자동차부품용 공작기계 수요 감소세가 지속되고 있다.

현대위아의 최대 수요업종은 자동차부품으로 60.1% 차지, 수주액은 추세적 감소세

2022년 상반기 동사의 주력 납품처인 현대위아의 수요업종별 수주비중을 보면 자동차부품이 60.1%로 절대적인 비중을 차지하고 있고, 조선항공공 부문 12.6%, 일반기계 10.4%, 전기전자 9.3%, 정밀기계 5.4%, 기타 2.2%를 차지하였다.

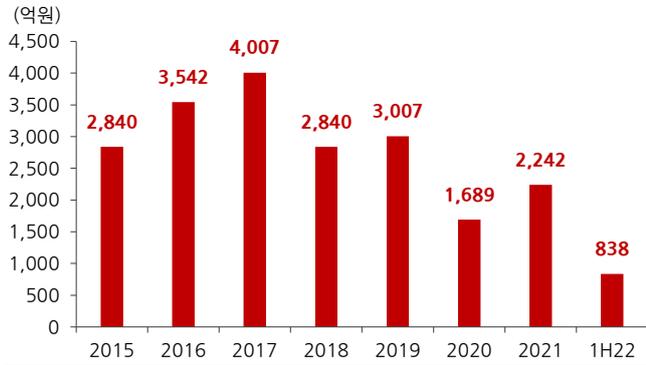
현대위아의 연도별 자동차부품 수주금액을 보면 2017년 4,007억원에 달했으나, 이후 추세적인 감소세를 보여 2020년 1,689억원까지 감소하였고, 2021년에는 전년 기저효과로 2,242억원으로 증가하긴 했으나, 여전히 과거 수주대비 낮은 수준이다. 2022년 상반기의 자동차부품 수주액은 838억원으로 전년동기대비 31.2%나 감소하였다. 2020년 코로나19 팬데믹 이후 2021년에는 일시적으로 증가하였으나, 올해 상반기에는 역기저효과가 나타난 것으로 보인다.

현대위아 OEM 4개社 공작기계 매출액 비교



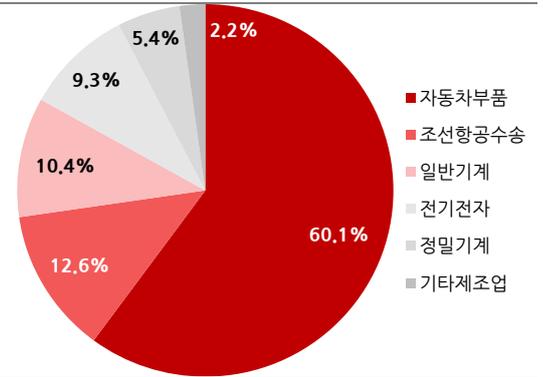
자료: 업체별 사업보고서 참조, 한국IR협의회 기업리서치센터

현대위아 자동차부품 수주금액 추이



자료: 현대위아, 한국IR협의회 기업리서치센터

현대위아 업종별 수주비중



자료: 현대위아, 한국IR협의회 기업리서치센터

2) 방산 산업 동향

**올해 방산 수출액 200억달러
육박, 전년대비 3배 수준 급증
예상**

국내 방산 수출(수주 기준)은 2010~2020년까지 연평균 30억달러 내외로 정체 국면이 장기화되었으나, 2021년에는 73억달러를 돌파, 전년대비 두 배 이상 급증하며 역대 최대치를 기록하였다.

지난 11월 4일 한화에어로스페이스가 다연장로켓(MLRS) '천무'를 폴란드정부에 2027년까지 판매하는 5조 원 규모 수출계약을 체결하면서 국내 방산 수출액은 11월 현재 기준 이미 170억달러(24조원)에 육박했으며, 연말까지 200억달러를 돌파해 올해는 전년대비 3배 수준 증가할 것으로 전망된다.

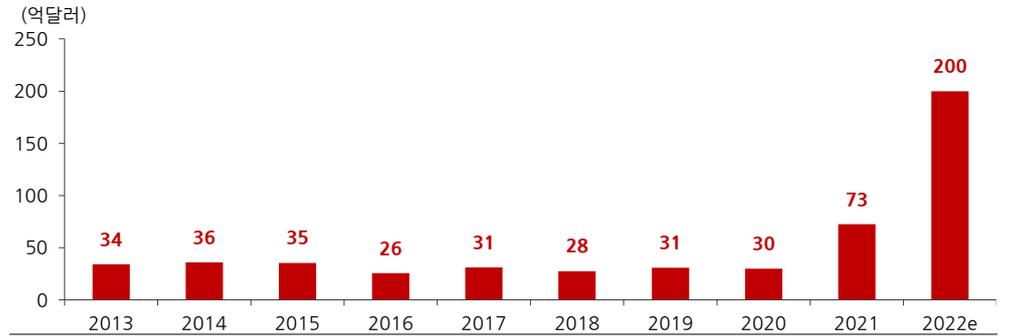
**수출지역은 과거 아시아, 북미
에서 유럽, 중동, 중남미, 호주,
아프리카 등 전지역으로 확산세**

방산 수출국을 지역별로 보면 과거에는 아시아, 북미 위주였으나 최근에는 중동, 유럽, 중남미, 오세아니아, 아프리카 등으로 판로가 글로벌 전지역으로 확대되고 있다. 품목별로 보면 과거 탄약이나 함정 위주에서 최근에는 기동(K-2전차, K-21 장갑차 등), 화력(K9 자주포, 총포탄, 탄약류), 항공(T-50 고등훈련기, FA-50 경공격기 등), 함정(잠수함, 전투함, 호위함, 군수지원함 등), 유도무기(천궁-II, 현궁, 해성, 천무 등) 등 첨단 무기까지 다양한 품목으로 확대되고 있다.

**한국은 주요 방산수출국 중 최근
5년간 최대 수출증가율 기록, 올해
4대 방산국으로 부상 전망**

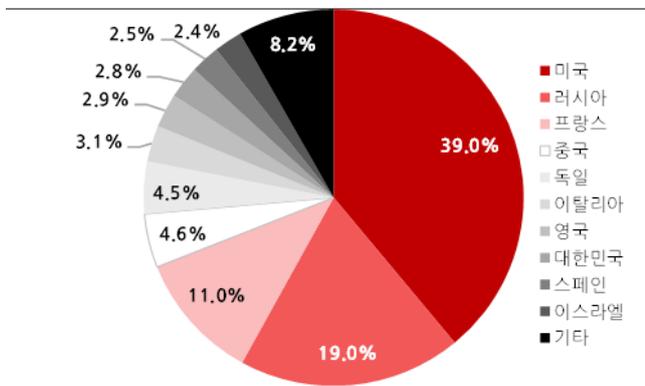
스톡홀름 국제평화연구소(SIPRI) Yearbook 2022에 따르면 한국은 미국, 러시아, 프랑스, 중국, 독일, 이탈리아, 영국에 이어 글로벌 8대 방산 수출국(M/S 2.8%)이며, 최근 5년간 수출증가율이 177%로 글로벌 10대 수출국 중 최대성장률을 기록하였다. 올해 말까지 국내 방산 수출액이 200억달러(28조원)를 상회할 경우 한국은 중국과 독일을 제치고, 미국, 러시아, 프랑스에 이어 글로벌 4대 수출국으로 부상할 전망이다.

국내 방산 수출 추이 및 전망



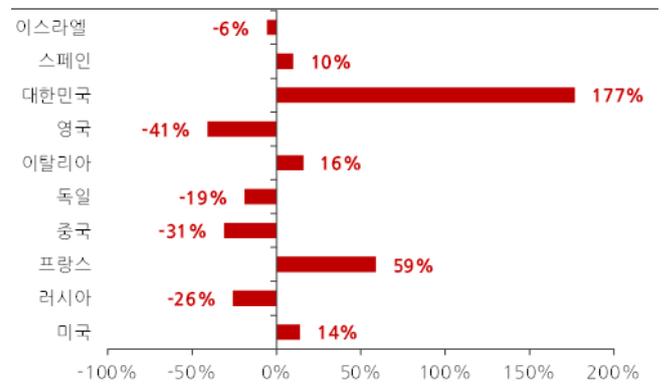
자료: 산업연구원, 한국R협의회 기업리서치센터

글로벌 10대 방산국가 M/S 현황(2021년 기준)



자료: SIPRI Yearbook 2022, 한국R협의회 기업리서치센터

주요국 방산 수출증가율 비교 (최근 5개년 vs 과거 5개년)



자료: SIPRI Yearbook 2022, 한국R협의회 기업리서치센터

무기체계별 방산 수출 현황(2010~2022)

	주요 수출품목	주요 수출국가
화력	K9 자주포, 권총탄, 탄약류	미국, 핀란드, 폴란드, 인도, 노르웨이, 에스토니아, 호주, 이집트
항공	KT-1 기본훈련기, KA-1, T-50 고등훈련기, FA-50 경공격기	인도네시아, 터키, 페루, 태국, 이라크, 세네갈, 필리핀, 폴란드 등
함정	1,400 톤급 잠수함, 전투함, 호위함, 군수지원함, 해안경비정, 함정전투체계 등	인도네시아, 방글라데시, 태국, 영국, 노르웨이, 필리핀, 페루 등
유도	천공-II, 현궁, 해성, 천무 등	UAE, 사우디, 폴란드 등
기동	장갑차, K-2 전차, 군용차, 파워팩	인도네시아, 말레이시아, 터키, 필리핀, 폴란드 등
부품/기타	전원공급기, F-15 전투기 창정비, F-15 전방시현장비, 브래킷, 함포 부품, 현수장치, 케이블, 광학부품	미국, 유럽, 이스라엘

자료: 산업연구원, 한국R협의회 기업리서치센터

 **투자포인트**

1) 폴란드궤 방산 수출 수혜 장기화 예상

2005년 이후 16개년 매출 CAGR 31.3% 기록, 주력 사업부로 부상

동사가 2005년 창원공장 준공 이후 방산사업에 진출한 이래 지난해까지 16년간 방산 매출액은 연평균 31.3% 증가하여 주력 사업인 공작부문 매출액을 상회, 2020년부터는 최대 사업부로 부상하였다. 방산 부문 매출비중은 2015년까지 30% 미만이었으나, 2021년에는 42%, 2022년 상반기에는 50.5%까지 증가하였다.

러시아의 우크라이나 침공 이후 신냉전 기류 심화, 폴란드궤 대규모 방산무기 수출계약 체결

2020년까지 국내 방산 수출액은 장기간 연평균 30억달러 규모였으나, 2021년 72.5억달러로 증가하였고, 올해는 11월 현재까지 170억달러의 수출계약을 체결해 연간 200억달러를 상회, 전년대비 3배 수준 증가할 전망이다. 방산 수출액이 증가하고 있는 배경으로는 러시아의 우크라이나 침공 이후 신냉전 기류가 강화되면서 폴란드궤 방산 수출액이 전체 수출액의 73%인 124억달러를 차지한 영향이 컸다.

폴란드는 지난 8월 K-2 전차 1,000대 계약분 중에서 1차분 180대(4.5조원) 및 K-9 자주포 전체 972문 중 1차분 212문(3.2조원) 수출계약을 체결한데 이어 9월에는 FA-50 전투기 48대 수출계약(3.4조원)을 체결했다. 지난 11월 4일에는 한화에어로스페이스와 폴란드군비청이 230mm급 다연장로켓인 ‘천무’를 288문 수출하는 35.5억달러(5조원)의 1차 이행계약을 체결하였다.

폴란드로의 대규모 방산 수출이 중요한 이유는 그동안 유럽에서 터키, 노르웨이 등을 제외하고는 유럽 주요 국들은 한국산 무기에 크게 관심을 두지 않았는데 폴란드로의 연이은 천문학적인 수출계약으로 유럽을 비롯한 호주, 남미, 중동, 아시아, 아프리카 등 글로벌 지역에서도 K-방산의 위상이 커졌다는데 있다.

올해 수주한 대부분의 무기체계에 동사의 부품이 독점 납품

주목해야하는 점은 최근 수주한 대부분의 방산 무기체계에 동사의 방산부품이 적용된다는 점이다. 폴란드에서 수주한 K-2전차, K-9 자주포, FA-50 전투기, 230mm 다연장로켓 ‘천무’에 동사의 부품이 적용된다. K-2전차에는 로터(Rotor), 송탄기, 포신을 공급하며, K-9 자주포에는 격발기, 실린더, 크래들 조립체와 액슬암, 지지대 등을 공급하고, FA-50 전투기에는 랜딩기어 및 유압저장조, Door Actuator, 무기발사대, 탄약 저장시스템이 공급된다. 최근 폴란드와 계약한 다연장로켓 ‘천무’에는 발사대 차체 구조물을 공급하고 있다. 통상 국내 무기체계업체들(현대로템, 한화에어로스페이스, KAI 등)이 해외국가로부터 수주를 받으면 동사와 같은 방산부품 공급업체 발주는 시차를 두고 수개월 후에 이어지게 된다. 따라서 국내 무기체계업체와 동사의 대규모 부품공급계약도 사실상 시간문제인 셈이다. 방산시장의 특성상 일단 방산업체로 선정되면 정부의 중장기 계획에 따라 통상 향후 15년간 안정된 물량을 확보하고, 매년 국방계획에 따라 납품하게 된다.

호주 ‘LAND400 장갑차사업’에 한화의 레드백 장갑차가 최종 후보 2개 모델에 선정, 수주에 성공하면 최소 5조원에서 향후 추가 후속 지원시 10조원 매출 달성도 가능

폴란드를 시작으로 K-방산이 수출 물꼬를 트면서 연내 추가 수주가 이어질 것으로 업계는 전망하고 있다. 가장 규모가 큰 계약은 호주의 레드백(Redback, AS-21) 장갑차 입찰이다. 호주가 추진하고 있는 ‘LAND400 전투장갑차 사업’에 한화디펜스는 레드백을 입찰했다. 한화는 국내 K-21 보병장갑차를 기반으로 호주형 AS-21을 개발하였으며, 호주의 유명한 독거미 이름인 레드백으로 명명했다. 레드백은 2019년 9월 독일의 라인메탈디펜스가 제작한 ‘링스(Lynx)’와 함께 최종 후보로 선정되었다. 올해 초만 해도 시장에서는 호주정부가 독일 라인메탈의 ‘Lynx’를 선택할 것으로 전망하였으나, 올해 6월 총선에서 자유당이 패배하고 중도좌파인 노동당이 9년만에 정권교체에 성공하면서 노동당에서는 기존 자유당의 결정을 뒤집어 재검토하겠다는 방침이다. 이로서 국내 레드백의 수주 기대감은 더욱 커졌다. 호주의 LAND 400사업은 장갑차 물량만 450대로 대당 가격이 110억원에 달하는 레드백이 입찰에 성공하면 최소 수주액이 5조원, 후속 지원을 감안하면 10조원의 매출 달성도 가능하다. 레드백 장갑차에는 동사의 송탄시스템, 공기정화기, 슬립링 조립체 등 부품이 공급된다.

폴란드도 한국-폴란드 방산 후속 계약의 하나로 레드백 장갑차 도입 본격화, 2022년 10월 현지에서 실사격 및 험지 기동 테스트 실시

호주 뿐만 아니라 폴란드도 韓-폴란드 방산 후속계약의 하나로 레드백 도입을 본격화하고 있다. 폴란드는 자체 개발 경장갑차 'BORSUK'을 보완하기 위해 중형장갑차인 레드백 도입을 검토 중이다. 지난 10월 폴란드 국방장관은 레드백이 폴란드 현지에서 자국 장갑차와 테스트를 시작했으며, 자국 장갑차는 16기계화사단, 레드백은 18기계화사단에 배치되어 실사격 및 험지 기동 등을 실시했다고 밝혔다.

美 육군의 450억달러(60조원) 규모 브래들리 장갑차 교체 프로젝트에 한화디펜스 컨소시엄으로 입찰, 5개 입찰업체 중 2023년 2분기 최종 3개업체 선정 계획

美 육군은 현재 운용 중인 4,000대의 브래들리 장갑차를 2027년까지 교체하는 450억달러(60조원)의 차세대 유·무인 전투차량(OMFV)사업을 진행 중이다. 한화디펜스는 美 특수차량전문 오시코시(Oshkosh)디펜스와 컨소시엄을 구성해 입찰에 참여하였다. 한화컨소시엄과 입찰에 참여한 업체는 1) BAE Systems, 2) 블랭크 엔터프라이즈, 3) GDLS, 4) 라인메탈디펜스 등이다. OMFV 프로젝트는 2023년 2분기에 총 입찰기업 5개사 가운데 상세 설계와 시제품 설계를 맡을 3개 후보를 선정할 계획이며, 이후 2027년 최종 후보업체가 발표될 전망이다. 최종 후보로 선정되면 2027년 4분기 양산에 개시해, 2030년까지 장갑차 전량을 인도하게 된다. 한화는 2021년 5월 미국에 현지법인을 설립, 전문 엔지니어를 채용하는 등 OMFV 사업 수주에 본격 돌입했다. 한화와 컨소시엄 파트너인 오시코시디펜스는 특수차량 제작사로 트럭, 소방차, 제설차, 군용차, 건설중장비 등을 생산하는 업체로 15만대 이상 미국의 군용 차량을 제작했다. 오시코시는 2022년 4월 미 육군 전투력발전사령부(DEVCOM)와 공동연구개발협정(CRADA)를 체결, 중구경 무기 시스템을 개발, 통합, 테스트하게 되었다. 美 육군이 2021년 6월 OMFV 개념 설계 단계 참여를 위해 오시코시 디펜스를 선택함으로써 그만큼 한화-오시코시 컨소시엄의 수주 기대감은 커지고 있다. 특히 호주가 우선협상대상자로 레드백을 선택하게 되면 60조원에 달하는 미국의 브래들리 4,000대 교체사업에도 기대감이 커질 전망이다.

연내 방산 수주 유망 품목 현황

품목	대상국가	예상규모
레드백 장갑차	호주	50억~70억달러
FA-50 경공격기	이집트	30억~35억달러
	말레이시아	7억달러
	콜롬비아	10억달러
K2 전차	노르웨이	17억달러
	이집트	10억~20억달러
천궁계	사우디	20억달러
호위함		20억달러
비호복합		20억달러
합계		184억~224억달러 이상

자료: 산업연구원, 한국IR협의회 기업리서치센터

수주 리스트

품목	업체	수주일자	납기일자	수주총액 (억원)
자주도하장비 국산화품목 물품구매계약	한화디펜스	2022-07-14	2027-10-29	106
KF-X 체계개발 기총속도제어밸브(Gun Flow Limiter)	한국항공우주산업	2018-02-09	2026-06-30	4
KF-X 체계개발 기능성 매니폴드(Manifolds)	한국항공우주산업	2018-02-09	2026-06-30	13
KF-X 체계개발 저유기(Hydraulic Reservoir)	한국항공우주산업	2016-12-23	2026-06-30	22
ITER 블랭킷 차폐블록 본제품 2 차분 제작	국가핵융합연구소	2020-01-09	2025-03-31	191
81mm 박격포- II 후속 양산사업	현대위아	2022-03-25	2024-12-31	96
ITER 블랭킷 차폐블록 본제품 제작	한국핵융합에너지연구원	2017-04-10	2023-06-30	139
230mm 급 다연장 2 차양산(발사대/탄운차분야)	한화디펜스	2018-01-22	2022-12-23	146
LAH 유압분배장치, 축압기(민군겸용)	한국항공우주산업	2016-11-28	2022-11-30	3
수리온, 상륙기동헬기용 질소발생장치 공급계약체결	한국항공우주산업	2017-04-28	2022-08-30	43
30MM 차륜형대공포(차체)최초양산 45 대 물품공급 계약	현대로템	2021-05-10	2022-06-30	106
광양-여수 지역 전기 공급시설 전력공사용 TBM	아주지오텍	2018-10-29	2019-04-30	31
TBM-슬러리 세미실드 내부 해체 형식(φ2830mm)	특수건설	2018-01-16	2018-12-31	27
EPB Shield TBM φ3540mm	한국전력공사 전력연구원	2017-06-01	2018-05-26	20
인도해군 Shiplift and Transfer System 장비제작	엠티아이	2017-05-26	2018-04-30	155
구경 3540mm 경암실드 TBM 공급계약체결	아주지오텍	2015-10-15	2017-04-10	28

자료: 이엠코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

2) ITER 사업 참여로 입증된 정밀가공 분야 글로벌 최고 수준 기술력

글로벌 7개국의 핵융합실험로 (ITER) 공동연구사업의 주요 부품인 블랭킷 차폐블록 공급사로 선정, 2025년까지 330억원 매출 확보

2021년 발전설비 매출액이 102억원으로 급증하며 매출비중이 10%로 증가하였는데 이는 동사가 2017년 4월, 2020년 1월 국가핵융합연구소와 맺은 ‘국제핵융합실험로(ITER)-인공태양 블랭킷 차폐블록’ 공급계약 (1차 계약 139억원, 2차 계약 191억원) 체결분이 2021년부터 매출에 본격 반영(91억원)되었기 때문이다.

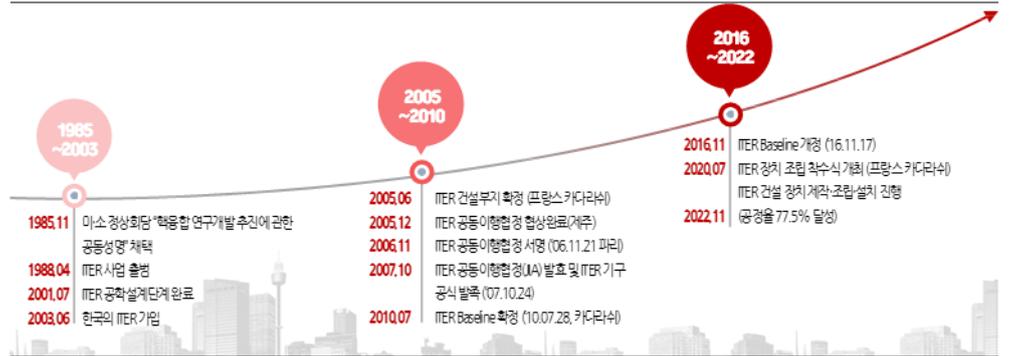
ITER 프로젝트는 석유자원 고갈과 지구온난화에 따른 자원문제를 해결하기 위해 한국, 미국, 일본, EU, 러시아, 중국, 인도 등 7개국이 참여한 인류 역사상 가장 큰 규모의 국제공동 핵융합실험로 건설프로젝트이다. ITER사업은 1985년 美蘇 정상회담에서 채택된 ‘핵융합 연구개발 추진에 관한 공동성명’이 시초이다. 당시 소련의 고르바초프 서기장이 미국 레이건 대통령에게 핵융합에너지 공동연구를 제안하면서 미국이 일본, EU와 회의를 거친 후 4개국으로 시작했고, 이후 한국과 중국, 인도가 회원국에 포함되면서 7개국이 되었다. 회원국들은 2005년 만장일치로 프랑스 남부 카다라쉬를 ITER 부지로 결정했으며, 2006년 11월 파리에서 ITER 공동이행 협정에 서명하며 프로젝트에 공식 착수했다. 2022년 9월 기준 핵융합실험로 건설 공정률은 77.5%이다. ITER 장치가 완공되고 2025년 첫 플라즈마 실험에 착수하게 되면 약 15년 이상의 장치 운영 및 감쇄 단계를 거쳐 2040년 이후 해체단계에 진입하게 된다. 이후 회원국들은 ITER 운영 경험을 바탕으로 자국의 핵융합 발전 실증로를 건설해 핵융합에너지 상용화를 이룬다는 계획이다.

선진국들이 공동으로 ITER 프로젝트를 추진하는 이유는 자원고갈과 환경오염으로 기존 에너지원들의 문제점이 커지고 있는 상황에서 핵융합(Fusion)에너지만큼 인류의 에너지문제를 해결할 효율적 대안이 없다는 판단 때문이다. 핵융합에너지는 태양이 빛을 발산하는 에너지의 원천으로 이를 지구상에 상용화할 수만 있다면 화석연료가 없어도 될 대량의 에너지 생산이 가능하다.

설비에 들어가는 부품과 장비는 참여 국가가 각각 개발과 제작을 분담하게 되는데, 한국은 9개 주요 장치의 부품 조달을 맡고 있고, 그 중에서 동사는 1억℃ 이상의 인공태양의 초고온 플라즈마와 중성자로부터 ITER 장치를 보호하는 1차 방호벽인 블랭킷 차폐블록(Blanket Shield Block)을 공급한다.

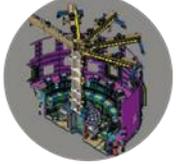
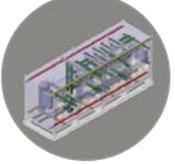
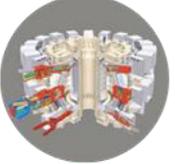
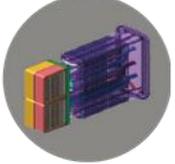
블랑켓의 사전적 의미가 담요인 것처럼 플라즈마가 생성되는 진공용기 내벽을 보호하는 역할을 하게 된다. 동사는 2025년까지 프로젝트에 필요한 총 440개의 블랑켓 차폐블록 중 절반에 해당하는 220개를 공급(나머지는 중국이 공급)하게 되며, 총 330억원 수주액을 2025년까지 매년 60억원씩 나눠 매출에 반영할 전망이다. ITER 사업 참여로 동사는 글로벌 최고 수준의 정밀가공 기술력을 요구하는 핵융합상용로 원천기술을 확보할 수 있게 되어 최고 기술기업으로 이미지 개선 및 미래 성장동력의 발판이 될 것으로 기대된다.

ITER 프로젝트 진행 경과



자료: 산업연구원, 한국IR협의회 기업리서치센터

ITER 한국 조달품목

 <p>TF 초전도 도체 ITER 자석(플라즈마 밀폐 및 평형유지를 위한 자기장 생성)의 핵심 구성품</p>	 <p>진공용기 본체 핵융합 반응을 위한 플라즈마 발생과 가동환경 제공 및 내벽 부품을 지지하는 핵심 구조물</p>	 <p>진공용기 포트 진공용기 일부를 구성하며 진공용기 본체와 저온용기 사이를 연결하는 구조물</p>	 <p>전원공급장치 TF, CS, PF, CC 등 ITER 초전도 코일에 전류를 공급하는 전력 전원장치</p>	 <p>블랑켓 차폐블록 진공용기, 초전도자석 등 주요 장치를 보호하기 위한 중성자 차폐 구조물</p>
 <p>조립장비 ITER 부장치를 구성하는 진공용기, 초전도자석 및 열차폐체 등을 조립하기 위한 전용 조립장비</p>	 <p>열차폐체 실온의 구조물로부터 초전도 자석으로 전달되는 열을 최소화하는 역할</p>	 <p>삼중수소 저장 및 공급시스템 ITER 핵융합 반응의 연료가 되는 수소 동위원소를 저장·공급하는 설비</p>	 <p>진단장치 핵융합 고온 플라즈마의 물리변수(밀도, 온도, 자기장 등)를 측정</p>	 <p>TBM(Test Blanket Module) 개발 핵융합에너지를 활용한 전기생산용 열에너지 및 핵융합 연료 증식 시험모듈 개발</p>

자료: ITER 한국사업단, 한국IR협의회 기업리서치센터

프랑스 ITER 건설 현장: 2022년 9월 기준 공정률 77.5%



자료: ITER, 한국IR협의회 기업리서치센터

이엠코리아가 제작한 블랭킷 차폐블록 초도품



자료: 이엠코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

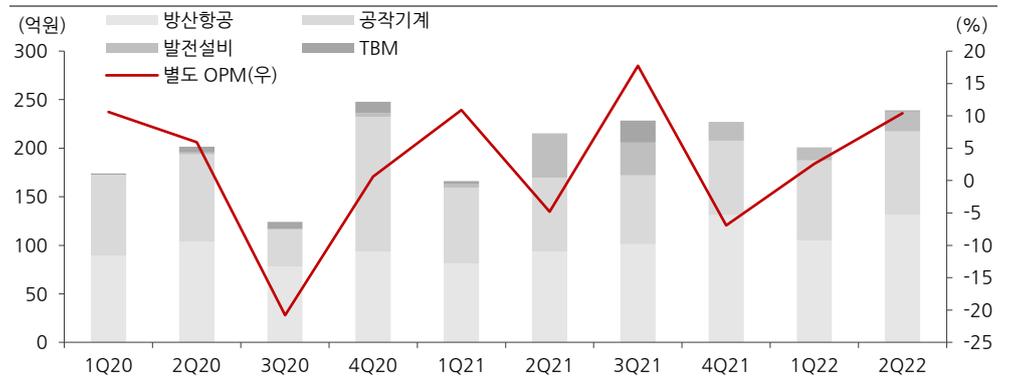
실적 추이 및 전망

1) 2022년 상반기 매출 분석

**2022년 상반기 매출액 468억원
으로 YoY 3.9% 증가, 영업이익은
흑자전환**

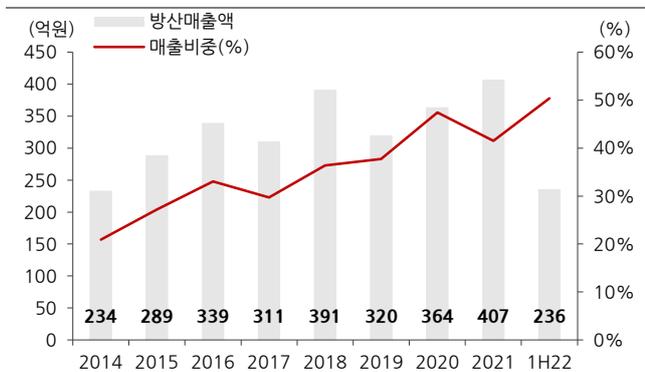
상반기 연결 매출액은 468억원으로 YoY 3.9% 증가하고, 영업이익은 6억원으로 흑자전환했다. 별도 매출액은 442억원으로 15.1% 증가했으나, 종속기업 매출액은 27억원으로 60.3% 급감하였다. 이엠솔루션은 영천 음식물재처리공장의 수주 공백으로 환경부문 매출이 없었으며, 수소충전소사업 매출액이 올해 상반기 26억원으로 감소했기 때문이다. 별도 매출액이 증가한 요인은 방산/항공 매출액이 236억원으로 35.2%나 증가한 영향이 컸다. 공작기계 매출액은 169억원으로 9.4% 증가했으며, 발전설비 부문 매출액은 34억원으로 32.0% 감소했는데, 이는 친환경 에너지 전환 및 탈원전정책 지속으로 발전설비부품 수요가 감소한 상황에서 ITER(국제핵융합실험로)용 블랭킷 차폐블록 매출 정도만 매출에 반영되었기 때문이다. 연결 영업이익은 6억원으로 전년동기대비 흑자전환했다. 별도 영업이익은 30억원으로 286.6% 증가하였으나, 종속기업은 24억원의 영업적자로 전체 실적 악화를 주도했다. 별도 영업이익률은 1분기 2.6%에서 2분기에 10.4%로 7.8%p나 상승하였다. 이는 방산/항공 부문 매출비중이 별도 기준 54.6%까지 상승하면서 제품믹스가 개선된 효과이다. 통상 방산제품은 안정적인 성장과 마진을 확보할 수 있는 사업으로 방사청에서 매 5년마다 수립하는 장비생산계획에 따라 채택품목이 누적되는 구조이며, 방산원가법을 적용 받아 원재료 비용을 제외한 원가에 일정 마진을 확보할 수 있도록 보전해준다.

별도 기준 사업부문별 분기 매출액 & 영업이익률 추이



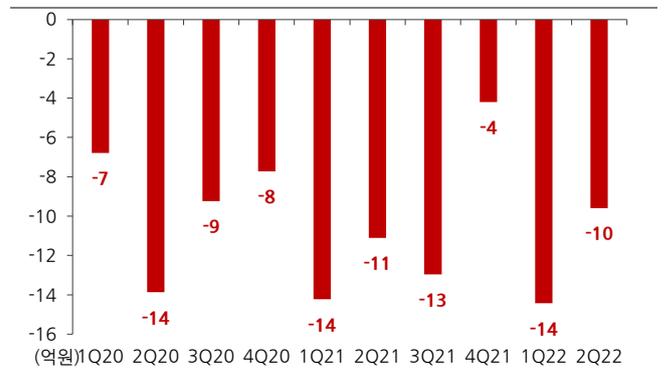
자료: 이엠코리아, 한국IR협회의 기업리서치센터

방산/항공 부문 연간 매출액 & 매출비중 추이



자료: 이엠코리아, 한국IR협회의 기업리서치센터

종속기업 이엠솔루션 영업이익 추이



자료: 이엠코리아, 한국IR협회의 기업리서치센터

2) 향후 실적 전망

2022년 연간 매출액 4년만에 1,000억원대 회복, 영업이익은 25억원으로 흑자전환 예상

2022년 연간 연결 매출액은 1,002억원으로 전년대비 2.2% 증가하고, 영업이익은 25억원으로 흑자전환할 전망이다. 매출액은 2018년 이후 4년만에 1,000억원선을 회복할 전망이다. 매출액이 1,075억원을 기록했던 4년전과 비교해 보면, 2018년 매출액 538억원을 기록했던 공작기계 부문은 2022년 매출액 341억원으로 36.6% 감소한 반면, 방산/항공 부문 매출액은 2018년 391억원에서 2022년 509억원으로 30.2% 증가할 전망이다. 공작기계 매출비중은 2018년 50%에서 2022년 34%로 축소되는 반면, 방산/항공 매출비중은 2018년 36%에서 2022년 51%로 증가할 전망이다. 저수익성의 공작기계 부문에 비해 방산원가법을 적용 받고 있어 수익성이 높은 방산매출이 증가하면서 영업이익률은 2018년 영업적자 13억원에서 2022년 25억원의 영업흑자로 턴어라운드할 것으로 전망된다. 결국 4년전 2018년과 비교해 매출 규모는 유사하지만 제품믹스가 방산 위주로 전환되면서 수익성은 개선되고 있는 것이다.

2023년 매출액 1,223억원으로 YoY 22.1% 증가 전망, 폴란드發 K-방산 수출무기체계 공급의 원년

2023년 연결 매출액은 1,223억원으로 전년대비 22.1% 증가하고, 영업이익은 77억원으로 208.1% 증가할 전망이다. 2022년 국내 방산 해외 수출액이 200억달러 규모를 상회, 전년대비 3배 수준 급증할 것으로 전망되어, 2023년부터는 방산/항공 부문 동사의 부품 매출이 과거 내수 위주에서 해외 수출 무기체계로 본격적으로 증가하는 원년이 될 전망이다.

특히 폴란드가 지난 7월 계약한 1,000대의 K-2전차 중 1차 이행계약분 180대의 발주가 임박하여 빠르면 내년 하반기부터 2025년까지 실적에 반영될 것으로 보인다. 폴란드에 1차로 수출하게 되는 180대는 원래 국내용으로 4차양산 물량이었으나 폴란드에 우선 공급하게 되는 것으로, 향후 육군에 납품할 K2전차는 현대로템과 추가 계약이 필요할 전망이다. 동사는 현대로템과 전체 부품의 물량과 가격에 대해 협의 중으로 동사는 K-2 전차에 공급되는 포열, 포탑, 차체 등 3대 부품 매출에서만 대당 약 0.8~1.0억원씩 2023년 하반기부터 2030년까지 총 800~1,000억원의 부품 매출을 확보할 수 있을 것으로 전망된다.

30mm 차륜형대공포 및 230mm 다연장로켓 천무 계약 재개 전망

2022년 상반기에 공급계약이 종료된 30mm 차륜형대공포 최초양산 45대 공급계약(106억원 수주)은 2차 계약이 2022년 12월에 재개될 것으로 예상되며, 2018년 최초 계약 이후 5년만에 2022년 12월말 종료되는 230mm 다연장로켓 2차양산(146억원)분도 동사와 조만간 재계약이 이어질 것으로 예상된다. 지난 11월 4일 한화에어로스페이스와 폴란드 군비청이 230mm 다연장로켓 천무를 수출하는 35.5억불(5조원) 규모의 1차 이행계약을 체결하였기 때문이다.

K9 자주포 1차 이행계약분 212대 대상 부품공급계약 예상

아울러 폴란드가 지난 8월 1차 이행계약으로 2026년까지 납품하게 되는 K9 자주포 212대(3.1조원)에 대해서도 동사와 한화디펜스의 부품공급계약이 이어질 것으로 전망된다. K9 자주포 1대에 소요되는 동사의 부품은 대략적으로 0.6억원 수준으로 1차 계약분만 보면 127억원 규모의 매출을 확보할 수 있으며, 향후 폴란드 현지에서의 생산분(K9PL 636대)을 감안하면 향후 추가로 약 382억원의 추가 매출을 확보할 수 있을 것으로 추정된다. K9 자주포는 글로벌 시장 9개국에서 1,700문 이상이 운용되고 있는 시장점유율 약 50%의 세계에서 가장 인기있는 무기인 만큼 올해 2월 이집트, 7월 폴란드에 이어 향후에도 수출계약이 지속적으로 이어질 가능성이 높다.

동사는 K9 자주포용 격발기/실린더/크래들 조립체 뿐만 아니라 액슬암, 지지대, 장전기 등을 공급한다.

실적 전망

(단위: 억원, %)

	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	800	768	980	1,002	1,223
YoY	-25.6	-4.0	27.7	2.2	22.1
수출	231	103	165	209	220
내수	617	665	815	793	1,003
사업부문별 매출액					
방산/항공	320	364	407	509	665
공작기계	422	249	302	341	354
발전설비	20	7	102	67	75
환경에너지	37	120	137	54	95
TBM	45	26	27	25	30
영업이익	-115	-32	-10	25	77
YoY	적지	적지	적지	흑전	208.1
OP 마진	-14.4	-4.2	-1.0	2.5	6.3

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

現주가는 2023년 추정실적대비 PER 23.0배, PBR 1.4배 수준

現주가는 동사의 2023년 추정실적대비 PER 23.0배, PBR 1.4배 수준으로 2023년 코스닥 평균 PER 13.0배, PBR 1.9배대비 PER 기준으로는 고평가되어 있고, PBR대비로는 저평가 수준이다.

동사의 주가는 연초대비 24.5% 하락하여, KOSDAQ지수 하락률(-29.3%)보다는 선방하였으나, 주요 방산 업체들보다는 주가 수익률이 부진했다. 동사가 K1/K2전차 부품을 납품하고 있는 현대로템 주가는 연초대비 23.6% 상승했으며, 동사가 K-9 자주포 및 K-21보병장갑차, 230mm 다연장로켓인 천무 등에 부품을 공급하고 있는 한화에어로스페이스도 연초대비 52.3%나 주가가 급등했다. 동사가 FA-50 경공격기 및 T-50 고등훈련기, 수리온헬기 등에 부품을 공급하고 있는 한국항공우주(KAI) 주가도 연초대비 48.8%나 급등해 동사의 주가 부진과 대조적이다.

방산부문 주요 업체들과 동사의 주가 밸류에이션을 비교해 보면 2022년 동사의 PBR은 1.5배 수준인데 비해 현대로템은 2.2배, 한화에어로스페이스 1.2배, 한국항공우주 3.4배, LIG넥스원 2.3배로 한화에어로스페이스보다는 밸류에이션이 높지만, 현대로템과 한국항공우주, LIG넥스원보다는 현저히 저평가된 상황이다.

향후 주가 멀티플은 방산매출이 커질수록 우상향 추세 전망, 자회사 실적부진은 연결 실적에 부담요인이나 실적개선 가능성도 상존

동사는 공작기계업종을 주력으로 설립되었으나, 2022년 상반기 기준 방산/항공 매출비중이 50.4%로 확대되었으며, 지난해부터 이어온 K-방산무기의 수출 랠리로 인해 향후 방산비중은 더욱 커질 것으로 전망되는 바, 향후 동사의 밸류에이션은 방산비중이 커질수록 주가 멀티플도 이를 반영할 것으로 전망된다.

現주가는 방산부문의 실적 호조에도 불구하고, 중속기업인 이엠솔루션의 실적부진에 따른 당기순손실 지속으로 디스카운트 되어 있다. 자회사 이엠솔루션은 2021년 가동한 영천 음식물처리공장의 낮은 가동률 문제가 실적 악화의 주요인이었으나, 최근 가동률이 40%대로 상승한데다, 경북의 인근 지자체와 수주협상을 진행중이어서 수주에 성공한다면 가동률은 90%대로 상승하고 자회사의 적자폭은 대폭 축소될 전망이다. 자회사가 적자폭을 축소하게 되면 2022년 2분기 기준 별도 기준 영업이익률이 10.4%로 높은 수익성을 달성하고 있는 만큼 향후 연결기준 수익성이 대폭 개선될 가능성이 높다.

특히 올해 들어 국내 방산 수출액이 200억달러를 상회할 것으로 전망되어 전년대비 3배 수준이나 증가하는 만큼 동사에게도 내년부터 수혜가 본격화될 전망이다. 올해 현대로템, 한화에어로스페이스, KAI가 폴란드를 비롯한 글로벌 국가들과 맺은 대규모 수주분은 아직 동사의 부품 수주로 이어지지 않았기 때문에 시차를 두고 부품계약도 이어질 전망이다. 방산업체로 일단 지정되면 기존 무기체계에도 통상 15년 정도 정부의 계획에 따라 부품 공급이 안정적으로 이어지고, 최근 해외 수출물량까지 겹쳐 신규로도 부품공급이 늘어나기 때문에 방산매출액은 매년 우상향으로 증가할 수밖에 없는 구조이다.

Peer Valuation

기업명	시총 (억원)	매출액(억원)		영업이익(억원)		P/E(배)		P/B(배)		ROE(%)	
		21	22F	21	22F	21	22F	21	22F	21	22F
한국항공우주	47,081	25,623	28,298	583	1,495	49.5	30.9	2.5	3.4	4.2	11.2
한화에어로스페이스	37,011	64,151	68,009	3,831	3,799	9.6	18.8	0.8	1.2	8.7	5.4
현대로템	28,050	28,725	31,413	802	1,295	34.1	31.2	1.8	2.0	3.9	6.3
한화시스템	22,293	20,895	21,780	1,121	555	25.4	-136.6	1.4	1.0	6.0	-0.8
LIG 넥스원	21,494	18,222	21,581	972	1,874	14.4	13.0	2.0	2.3	14.6	19.4
이엠코리아	1,301	980	1,002	-10	25	NA	252.8	1.9	1.5	-3.5	0.6
아이쓰리시스템	1,254	797	803	14	44	41.2	20.8	1.8	1.5	4.7	7.3

자료: Quantwise 2022년 컨센서스 참조, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 방산업체 추가 수익률 비교

	연초	6개월전	3개월전	현주가	YTD %	6M %	3M %
현대로템	20,800	18,250	25,550	25,700	23.6	40.8	0.6
LIG 넥스원	68,600	77,700	88,200	97,700	42.4	25.7	10.8
한화시스템	16,000	15,350	15,250	11,800	-26.3	-23.1	-22.6
한화에어로스페이스	48,000	52,900	70,300	73,100	52.3	38.2	4.0
한국항공우주	32,450	47,300	55,500	48,300	48.8	2.1	-13.0
이엠코리아	4,045	3,390	3,460	3,055	-24.5	-9.9	-11.7

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터 주: 2022년 11월11일 기준

⚠ 리스크 요인

1) 자회사 재무구조 악화

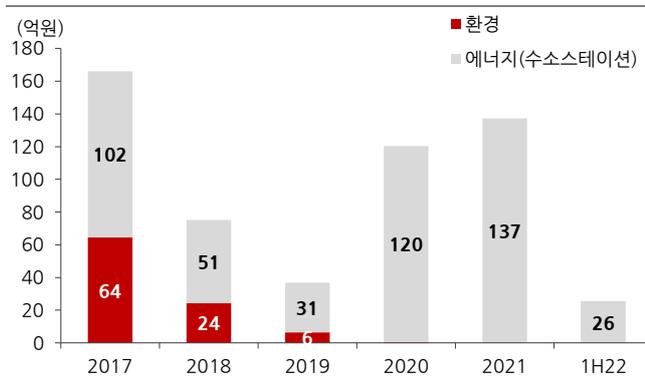
**종속기업 이엠솔루션은
수소스테이션 매출 감소 및 영천
음식물 재처리플랜트 가동률
부진에 따른 누적 적자로 자본잠식
우려**

2022년 상반기말 종속기업인 이엠솔루션의 자본총계는 34억원, 부채총계는 255억원으로 부채비율은 전년 말 410.6%에서 740.7%로 급등하며 재무구조가 악화되었다. 이는 이엠솔루션의 수소스테이션 매출이 감소세를 보이는 가운데 경북 영천에 총 투자비 150억원을 투자해 구축한 음식물재처리플랜트(실증설비)가 2021년부터 가동에 돌입했으나, 사업초기 단계라 지자체 물량 수주가 지연되면서 가동률이 낮아 감가상각비 및 R&D 비용 부담으로 매분기 10억원 수준의 영업적자가 지속되고 있기 때문이다.

자회사 이엠솔루션은 2016년 기업분할 설립 이후 올해 상반기까지 7년 연속 적자 기조가 이어져 동사의 연결 기준 실적에 부담이 되고 있다. 별도 기준 실적은 공작기계 및 방산부문에서 2021년 영업이익 6억원(OPM 3.9%), 2022년 상반기 영업이익 33억원(OPM 6.8%)로 흑자기조이나, 이엠솔루션은 2021년 영업적자 43억원에 이어 2022년 상반기에도 영업적자가 24억원을 기록했다.

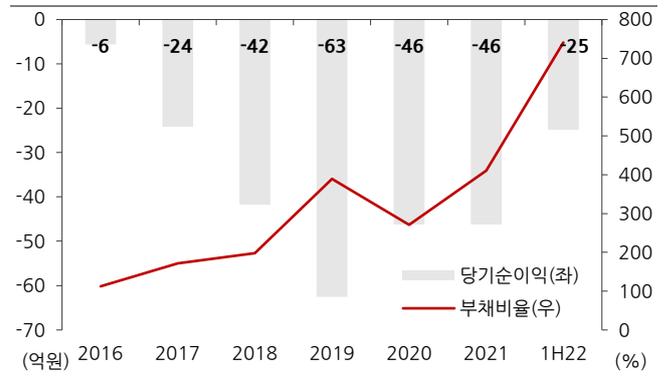
자회사의 실적부진의 주요 원인이 되고 있는 영천 음식물재처리플랜트 가동률은 3분기 들어 40%대로 상승한데다, 연말 경북지역 지자체와 협의 중인 수주에 성공하게 되면 가동률이 90%대까지 상승, 2023년부터 적자폭은 감소할 것으로 예상된다. 다만 지자체용 수주가 지연될 경우 적자 지속에 따른 자본잠식 우려가 있으며, 이경우 추가 자금 투입이나 사채 발행 등 유동성 공급에 따른 리스크가 상존한다.

자회사 이엠솔루션 사업부문별 매출 추이



자료: 이엠솔루션, 한국IR협의회 기업리서치센터

이엠솔루션 당기순이익 및 부채비율 추이



자료: 이엠솔루션, 한국IR협의회 기업리서치센터

2) 공작기계 업황 둔화 리스크

**현대위아의 자동차부품 수요
감소는 동사의 공작기계 매출에
그대로 반영**

공작기계 업황, 특히 동사에 노출도가 가장 큰 자동차부품 수요가 줄고 있는 점은 리스크 요인이다.

동사는 공작기계 부품을 대부분 현대위아에 납품하고 있다. 동사는 현대위아에 납품하는 공작기계 4개社 중에 40%를 차지하는 1위 OEM업체이다. 현대위아의 수요업종별 매출비중을 보면 자동차부품이 60.1%로, 자동차 부문의 공작기계 수요가 동사의 공작기계 부품 매출에 그대로 반영된다.

현대위아의 연도별 자동차부품 수주액을 보면 2017년 4,007억원에 달했으나, 이후 추세적인 감소세를 보여 2020년 1,689억원까지 감소하였고, 2021년에는 전년 기저효과로 2,242억원으로 증가하긴 했으나, 여전히 과거 수주대비 낮은 수준이다. 2022년 상반기의 자동차부품 수주액은 838억원으로 전년동기대비 31.2%나 감소하였다. 2020년 코로나19 팬데믹 이후 2021년에는 일시적으로 증가하였으나, 올해 상반기에는 역기저효과가 나타난 것으로 보인다.

**새정부의 수소정책 전환으로
동사는 사업환경 변화에 노출**

3) 수소 관련 정책전환 리스크

정부의 수소산업 정책전환은 동사의 종속기업인 이엠솔루션의 수소에너지 사업에 리스크이다. 정부는 지난 11월 9일 보도자료를 통해 새정부의 첫 수소경제위원회를 통해 수소산업 새성장전략을 제시했다. 주요 골자로는 버스와 트럭 등 수소상용차 3만대 보급, 액화수소충전소 70개소 보급, 청정수소 발전 비중 7.1% 목표 등이다. 얼핏 보면 現정부의 수소정책이 이전 정부의 기존 정책기조를 이어가려는 것인가 착각을 할 수도 있겠지만, 자세히 내용을 보면 내용이 꽤 다르다. 동사 입장에서 보면 그동안 이전 정부의 정책목표대로 전국에 수소충전소 19기를 시공하여 현재 새만금, 제주 등에서 10기를 가동 중이다. 문제는 현재의 수소충전소 충전방식은 수소가스인데 비해 現정부가 새롭게 제시한 방식은 수소가스 주입방식이 아닌 액화수소 방식의 충전소를 보급하겠다는 것이다. 또한 문재인정부가 2022년까지 8.1만대의 수소차를 공급 추진하였으나, 現정부의 새정책은 승용차를 제외한 버스나 트럭 등 수소상용차를 2022년 기준 211대에서 2030년까지 3만대를 공급하겠다는 정책이다. 따라서 現정부의 새로운 수소정책은 지금까지 높은 충전소 건설비용대비 낮은 사업성으로 인해 低수익 기조가 지속되고 있는 상황에서 사업환경을 더욱 악화시킬 우려가 있다.

청정수소 생태계 조성방안 목표



자료: 국무조정실 보도자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	800	768	980	1,002	1,223
증가율(%)	-25.6	-4.0	27.7	2.2	22.1
매출원가	808	712	891	904	1,058
매출원가율(%)	101.0	92.7	90.9	90.2	86.5
매출총이익	-8	55	89	98	165
매출이익률(%)	-1.0	7.2	9.1	9.8	13.5
판매관리비	107	88	99	73	88
판매비율(%)	13.4	11.5	10.1	7.3	7.2
EBITDA	-48	34	64	106	155
EBITDA 이익률(%)	-6.0	4.4	6.5	10.6	12.7
증가율(%)	적전	흑전	88.5	66.5	45.5
영업이익	-115	-32	-10	25	77
영업이익률(%)	-14.4	-4.2	-1.0	2.5	6.3
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	208.1
영업외손익	-57	40	-16	-15	-13
금융수익	20	85	4	4	5
금융비용	25	43	20	19	19
기타영업외손익	-53	-3	-1	-1	1
종속/관계기업관련손익	-0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-173	8	-26	10	65
증가율(%)	적지	흑전	적전	흑전	548.9
법인세비용	-13	32	4	5	8
계속사업이익	-160	-24	-30	5	57
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-160	-24	-30	5	57
당기순이익률(%)	-19.9	-3.1	-3.1	0.5	4.6
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	999.8
지배주주지분 순이익	-160	-24	-30	5	57

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	-31	72	91	93	137
당기순이익	-160	-24	-30	5	57
유형자산 상각비	55	54	63	68	68
무형자산 상각비	12	12	10	14	10
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	12	26	1	-0	-4
기타	50	4	47	6	6
투자활동으로인한현금흐름	-85	-166	-62	-57	-98
투자자산의 감소(증가)	0	1	0	-1	-15
유형자산의 감소	3	1	64	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-44	-170	-112	-50	-65
기타	-44	2	-14	-6	-18
재무활동으로인한현금흐름	249	46	9	-25	19
차입금의 증가(감소)	-40	38	-1	-25	19
사채의증가(감소)	240	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	49	8	10	0	0
기타현금흐름	0	-0	0	-3	-3
현금의증가(감소)	133	-49	37	8	55
기초현금	35	168	119	157	165
기말현금	168	119	157	165	220

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	648	587	551	568	712
현금성자산	168	119	157	165	220
단기투자자산	80	81	64	66	80
매출채권	128	122	94	96	117
재고자산	170	175	217	221	270
기타유동자산	102	89	19	20	24
비유동자산	1,203	1,270	1,270	1,240	1,242
유형자산	1,029	1,131	1,100	1,082	1,079
무형자산	50	41	54	41	31
투자자산	76	68	72	74	89
기타비유동자산	48	30	44	43	43
자산총계	1,851	1,858	1,820	1,807	1,954
유동부채	642	731	433	412	479
단기차입금	335	332	203	178	197
매입채무	70	65	81	82	101
기타유동부채	237	334	149	152	181
비유동부채	455	296	499	501	524
사채	185	0	0	0	0
장기차입금	182	150	398	398	398
기타비유동부채	88	146	101	103	126
부채총계	1,097	1,026	932	914	1,004
지배주주지분	754	831	888	894	950
자본금	182	200	213	213	213
자본잉여금	547	628	707	707	707
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	26	3	-32	-27	30
자본총계	754	831	888	894	950

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022F	2023F
P/E(배)	N/A	N/A	N/A	252.8	23.0
P/B(배)	2.1	2.8	1.9	1.5	1.4
P/S(배)	2.0	2.9	1.7	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	N/A	84.3	33.2	15.6	10.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	-439	-65	-71	12	133
BPS(원)	2,076	2,082	2,086	2,098	2,231
SPS(원)	2,202	2,064	2,336	2,352	2,872
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	-19.8	-3.0	-3.5	0.6	6.1
ROA	-8.7	-1.3	-1.6	0.3	3.0
ROIC	-8.5	9.4	-1.6	1.0	5.4
안정성(%)					
유동비율	100.9	80.4	127.2	137.6	148.5
부채비율	145.4	123.5	104.9	102.3	105.6
순차입금비율	75.6	61.1	44.7	40.6	32.8
이자보상배율	-5.0	-0.8	-0.6	1.8	5.7
활동성(%)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
매출채권회전율	5.8	6.1	9.1	10.5	11.5
재고자산회전율	3.9	4.4	5.0	4.6	5.0

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 리서치 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.