

삼양컴텍 (484590)

구미공장 탐방: 증설 끝, 이제 폴란드형 K2

2026년 10월 13일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (10월 12일)	6,720 원

신한생각 3공장 가동, 다음 성장은 폴란드형 장갑 단가에서

10/7 구미공장 탐방. 3공장 시운전으로 K2 전차 기준 생산능력은 연 120대에서 150대로 30% 증가. 주가는 1Q26 납기 순연과 체계업체 수출 계약 지연(폴란드 3차-이라크-페루)으로 공모가(7,700원)를 밑돌음. 2027년 폴란드형 K2 장갑 양산과 단가 상승이 다음 실적 레벨업 구간으로 판단

3공장 가동, 폴란드형 장갑과 함께 실적 레벨업

구미는 K2 전차용 탄화규소 세라믹 공장. 1·2공장은 핫프레스 1대당 챔버 3개(총 100개 이상)로 연 120대분 생산. 3공장(투자비 약 250억원)은 폴란드 현지형 K2(K2PL, 이하 폴란드형) 장갑 타일 전용, 타일은 기존보다 30~40% 두꺼움. 폴란드 2차 계약 중 폴란드형 64대분은 2027년 2~3월 본격 생산, 단가는 기존형(GF) 대비 20~30% 높아 이익률 개선 기여 전망

2Q26 매출액 468억원(+31.9%, YoY), 영업이익 115억원(OPM 24.5%)으로 1Q 순연 물량 회복. 3Q26F 매출액 400억원, 영업이익 59억원 예상. 2026F 매출액 1,613억원(+4.3%), 영업이익 298억원(+12.0%)으로 4월 추정 대비 각각 10.3%, 8.3% 하향(연간 생산 약 130대 유지 반영). 2027F 매출액 1,825억원(+13.1%), 영업이익 343억원(+15.0%), 2028F 영업이익 404억원으로 3년 연평균 15% 증가 전망

Valuation & Risk: 2027F PER 8.1배, 변수는 수주 시점

2027F PER 8.1배, PBR 1.3배, 2026F 말 순현금 522억원으로 낮은 수준. 리스크는 폴란드 3차-이라크 계약 지연과 현대로템 고객 집중. 중장기 성장 측은 폴란드 잔여 물량, 사우디 장갑차 방호, 우주항공 세라믹

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	141.6	154.6	161.3	182.5	209.1
영업이익 (십억원)	18.1	26.6	29.8	34.3	40.4
순이익 (십억원)	16.5	22.7	28.1	33.8	40.7
ROE (%)	38.1	21.6	16.6	16.9	17.1
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
PER (배)	0.0	20.0	9.8	8.2	6.8
PBR (배)	0.0	3.4	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (배)	2.4	14.1	5.7	4.4	3.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[방위산업]

이동현 연구위원

✉ ldh@shinhan.com

이지한 연구원

✉ leews307@shinhan.com

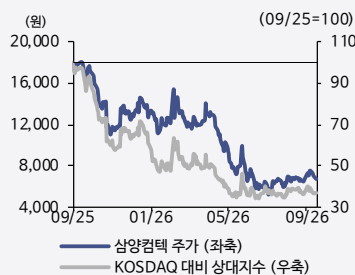
Revision

실적추정치	NR
Valuation	NR

시가총액	276.9 십억원
발행주식수(유동비율)	41.2 백만주(54.0%)
52주 최고가/최저가	18,100 원/5,220 원
일평균 거래액 (60 일)	1,221 백만원
외국인 지분율	4.1%
주요주주 (%)	
제오홀딩스 외 4 인	44.7

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(1.2)	5.7	(62.9)	(49.9)
상대	(4.5)	4.2	(62.4)	(44.2)

주가



구미공장 탐방 주요 Q&A

Q. 3공장이 가동되면 생산능력은 얼마나 늘어나는지?

A. 1·2공장 합산 K2 전차 기준 연 120대에서 3공장 포함 약 150대로 30% 증가. 3공장 핫프레스는 기존 설비보다 커서 현재 규격보다 30~40% 두꺼운 폴란드형 전용 타일을 생산. 두께가 늘어도 내부 결함이 없어야 해 해외 업체가 쉽게 만들지 못하는 영역. 장비별 조건 검증과 방탄 시험을 거쳐 양산 전환

Q. 1·2공장 설비 규모와 공정은?

A. 핫프레스 1대에 챔버 3개씩, 총 100개가 넘는 챔버로 구성. 한 챔버에 성형체를 3단으로 넣어 열과 압력으로 소결, 한 사이클 약 3일. 타일은 전차 1대에 약 100장 소요. 초음파 검사·방탄 시험 후 2~3일 안에 안성 공장으로 출하. 공정 불량률은 약 0.5%

Q. 투자비와 추가 증설 계획은?

A. 3공장 투자비 약 250억원, 이 중 약 170억원 지급. 4공장 계획은 없음. 여러 나라 계약이 한꺼번에 몰리면 주말·명절 가동으로 10~15% 추가 대응, 그 이상이면 남은 부지의 2개 라인 공간을 검토

Q. 체계업체 수출 계약이 늦어지는 영향은?

A. 당장 영향은 제한적. 폴란드 3차는 연내 계약이 목표였으나 2027년 초로 넘어갈 가능성이 높고, 늦어도 2027년 6월 전 계약을 예상. 폴란드는 현지 투자를 이미 크게 해 되돌리기 어려운 구조. 세라믹은 전차보다 약 8개월, 안성 조립은 약 5개월 먼저 들어가므로 계약 시점보다 리드타임이 중요

Q. 신사업(사우디, 소재 수출, 우주항공)은?

A. 사우디 장갑차 방호 5개 품목 중 4개 품목 우선협상 대상, 10월 중 개발 계약 예정. 쟁점은 현지 생산 요구이며 알루미늄 소재라 경기 광주공장 자동화 라인(자동화율 약 70%)에서 대응 가능. 방탄 세라믹 소재 단독 수출은 추진 중이나 성과는 아직 제한적. 우주항공은 10/1 한국세라믹기술원과 초고온 세라믹(UHTC) 기술이전 계약, 성과까지 3~5년

Q. 주주환원 계획은?

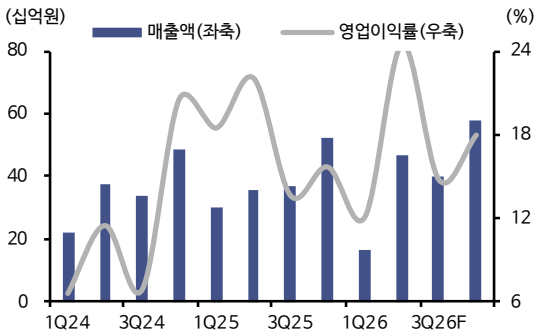
A. 이익 수준을 감안하면 확대 필요성은 인정. 폴란드 3차 등 추가 계약이 확정되면 과감하게, 그렇지 않으면 보수적으로 결정할 방침

영업실적 추이

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	30.0	35.5	36.7	52.4	16.5	46.8	40.0	58.0	141.6	154.6	161.3
YoY	37.4	(5.4)	9.5	7.6	(45.0)	31.9	9.1	10.7	68.6	9.2	4.3
영업이익	5.6	7.8	5.0	8.2	2.0	11.5	5.9	10.4	18.1	26.6	29.8
YoY	287.3	82.4	118.6	(18.0)	(64.1)	46.3	18.1	26.9	204.9	47.5	12.0
이익률	18.5	22.1	13.6	15.7	12.1	24.5	14.8	18.0	12.8	17.2	18.5
세전이익	5	8	4	8	3	12	7	11	17	25	33
이익률	18.1	21.3	12.1	14.5	16.5	26.7	16.5	19.1	11.8	16.2	20.4
자배순이익	4	6	4	9	2	9	6	10	16	23	28
이익률	12.9	16.5	9.6	17.9	14.4	19.9	15.1	18.0	11.6	14.7	17.4

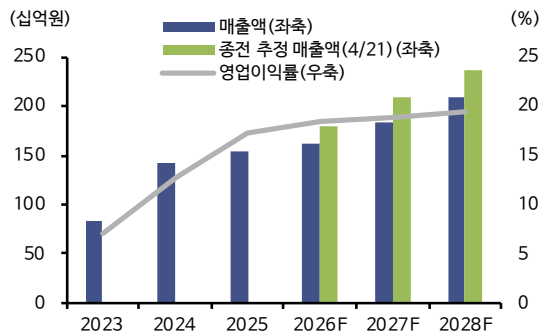
자료: 신한투자증권 추정

삼양컴텍 분기 매출액, 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

삼양컴텍 연간 실적 전망: 종전 추정 대비 하향



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

구미공장 탐방에서 확인한 내용

구분	내용	시점	추정 반영	출처
생산능력	K2 기준 연 120대 → 150대(+30%)	3공장 시운전	'27F~	10/7 탐방
설비	1·2공장 핫프레스 36대, 챔버 108개	현재	-	10/7 탐방
투자	3공장 약 250억원(170억원 지급)	'25.09~	CapEx	10/7 탐방
품질	공정 불량률 약 0.5%, 초음파 전수 검사	현재	-	10/7 탐방
폴란드형	장갑 단가 기준형(GF) 대비 +20~30%	협상 중	'27F~	8/19 미팅
폴란드형	폴란드 2차 중 폴란드형 64대분 본격 생산	'27.02~03	'27F	10/7 탐방
수주	폴란드 3차(폴란드형 약 210대) 계약	'27년 초~상반기	'28F	10/7 탐방
신사업	사우디 장갑차 방호 4개 품목 우선협상	'26.10 계약	미반영	10/7 탐방
신사업	초고온 세라믹(UHTC) 기술이전 계약	'26.10.01	미반영	10/7 탐방

자료: 회사 자료, 신한투자증권

삼양컴텍 제품 포트폴리오

독보적 포트폴리오 보유



자료: 회사 자료, 신한투자증권

삼양컴텍 제품 라인업 (방탄/방호)

Global No.1 방탄·방호 솔루션



주요 방탄/방호 장비 라인업



자료: 회사 자료, 신한투자증권

삼양컴텍 제품 라인업 (항공부품/복합소재)

수리온 헬기 부품

한국형 기동 헬기



소형 무장헬기(LAH)

한국형 아미치 헬기 (국산과 공적 헬기(대체 시))



복합 소재



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	161.4	239.7	277.9	317.8	360.3
유동자산	65.3	140.6	181.1	224.5	269.0
현금및현금성자산	1.5	5.7	31.9	74.2	96.9
매출채권	19.1	33.7	37.3	37.6	43.0
재고자산	41.2	48.1	53.2	53.5	61.3
비유동자산	96.1	99.1	96.8	93.3	91.3
유형자산	73.4	74.0	78.8	77.0	75.6
무형자산	9.7	8.6	6.3	4.5	3.3
투자자산	2.5	4.0	4.4	4.5	5.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	108.0	83.2	94.4	100.5	102.3
유동부채	91.9	65.1	86.0	92.1	93.8
단기차입금	30.8	11.8	27.5	33.2	26.5
매입채무	2.0	8.4	9.3	9.4	10.7
유동성장기부채	17.7	1.2	0.8	0.8	0.8
비유동부채	16.2	18.1	8.4	8.4	8.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	14.5	17.8	8.2	8.2	8.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	53.4	156.5	183.5	217.3	258.0
자본금	16.0	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	12.6	83.8	83.8	83.8	83.8
기타자본	(1.2)	3.7	2.5	2.5	2.5
기타포괄이익누계액	3.9	4.9	4.9	4.9	4.9
이익잉여금	22.1	43.1	71.2	105.1	145.8
지배주주지분	53.4	156.5	183.5	217.3	258.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	63.0	30.8	36.5	42.2	35.5
*순차입금(순현금)	60.1	(26.2)	(52.2)	(89.3)	(126.9)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	(6.9)	17.7	36.8	41.6	42.1
당기순이익	16.5	22.7	28.1	33.8	40.7
유형자산상각비	6.5	6.5	7.1	6.2	5.2
무형자산상각비	0.6	2.3	2.3	1.7	1.2
외화환산손실(이익)	0.9	(0.6)	(0.0)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(33.6)	(21.3)	(3.2)	(0.2)	(5.1)
(법인세납부)	0.0	(0.4)	(2.6)	(4.5)	(5.3)
기타	2.2	8.6	5.1	4.6	5.4
투자활동으로인한현금흐름	(19.5)	(57.9)	(16.1)	(4.9)	(12.8)
유형자산증가(CAPEX)	(19.2)	(7.4)	(10.6)	(4.5)	(3.8)
유형자산감소	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(1.5)	(0.8)	(0.0)	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	(0.0)	(0.7)	(7.4)	(0.0)	(0.7)
기타	1.2	(49.1)	1.9	(0.4)	(8.3)
FCF	31.9	13.3	21.0	33.5	33.4
재무활동으로인한현금흐름	18.4	44.4	5.4	5.7	(6.7)
차입금증가(감소)	19.4	(31.3)	5.9	5.7	(6.7)
자기주식처분(취득)	0.0	1.6	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.0)	74.1	(0.5)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	(8.0)	4.2	26.2	42.4	22.7
기초현금	9.5	1.5	5.7	31.9	74.2
기말현금	1.5	5.7	31.9	74.2	96.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	141.6	154.6	161.3	182.5	209.1
증감률 (%)	68.6	9.2	4.3	13.1	14.6
매출원가	117.3	120.0	122.8	138.7	157.9
매출총이익	24.3	34.6	38.5	43.8	51.2
매출총이익률 (%)	17.2	22.4	23.9	24.0	24.5
판매관리비	6.3	7.9	8.7	9.5	10.8
영업이익	18.1	26.6	29.8	34.3	40.4
증감률 (%)	204.9	47.5	12.0	15.0	17.9
영업이익률 (%)	12.8	17.2	18.5	18.8	19.3
영업외손익	(1.3)	(1.6)	3.1	4.1	5.6
금융손익	(1.9)	(0.8)	2.2	4.1	5.6
기타영업외손익	0.6	(0.8)	0.9	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	16.8	25.0	32.9	38.4	46.0
법인세비용	0.3	2.4	4.8	4.5	5.3
계속사업이익	16.5	22.7	28.1	33.8	40.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	16.5	22.7	28.1	33.8	40.7
증감률 (%)	248.1	37.5	24.1	20.3	20.3
순이익률 (%)	11.6	14.7	17.4	18.5	19.5
(지배주주)당기순이익	16.5	22.7	28.1	33.8	40.7
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	15.6	23.7	28.1	33.8	40.7
(지배주주)총포괄이익	15.6	23.7	28.1	33.8	40.7
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	25.1	35.5	39.2	42.3	46.9
증감률 (%)	130.5	41.4	10.6	7.7	11.0
EBITDA 이익률 (%)	17.7	23.0	24.3	23.2	22.4

주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	515	640	683	821	988
EPS (지배순이익, 원)	515	640	683	821	988
BPS (자본총계, 원)	1,669	3,797	4,452	5,273	6,261
BPS (지배지분, 원)	1,669	3,797	4,452	5,273	6,261
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	20.0	9.8	8.2	6.8
PER (지배순이익, 배)	0.0	20.0	9.8	8.2	6.8
PBR (자본총계, 배)	0.0	3.4	1.5	1.3	1.1
PBR (지배지분, 배)	0.0	3.4	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (배)	2.4	14.1	5.7	4.4	3.2
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	17.7	23.0	24.3	23.2	22.4
영업이익률 (%)	12.8	17.2	18.5	18.8	19.3
순이익률 (%)	11.6	14.7	17.4	18.5	19.5
ROA (%)	10.7	11.3	10.9	11.4	12.0
ROE (지배순이익, %)	38.1	21.6	16.6	16.9	17.1
ROIC (%)	8.5	21.9	25.3	25.6	30.4
안정성					
부채비율 (%)	202.2	53.2	51.5	46.3	39.6
순차입금비율 (%)	112.5	(16.8)	(28.4)	(41.1)	(49.2)
현금비율 (%)	1.7	8.8	37.1	80.6	103.3
이자보상배율 (배)	7.8	16.0	34.2	33.1	39.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.4	6.1	4.9	5.2	5.6
재고자산회수기간 (일)	108.5	105.4	114.5	106.7	100.3
매출채권회수기간 (일)	48.9	62.4	80.4	74.9	70.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 차이

삼양컴텍(484590)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이동현, 이지한)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당 조사분석자료는 당사가 대표주권사로 IPO를 실시한 기업(삼양컴텍)으로 규정에 의한 의무발행자료임을 고지합니다.
- ◆ 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 이동현은 상기 회사 삼양컴텍의 기업설명회에 해당회사 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- ◆ 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 이지한은 상기 회사 삼양컴텍의 기업설명회에 해당회사 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 10월 12일 기준)

매수 (매수)	94.51%	Trading BUY (중립)	2.20%	중립 (중립)	3.30%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------