

[방산]

부상하는 K-방산, 부상당한 RoW



Y U A N T A



부상하는 K-방산, 부상당한 RoW

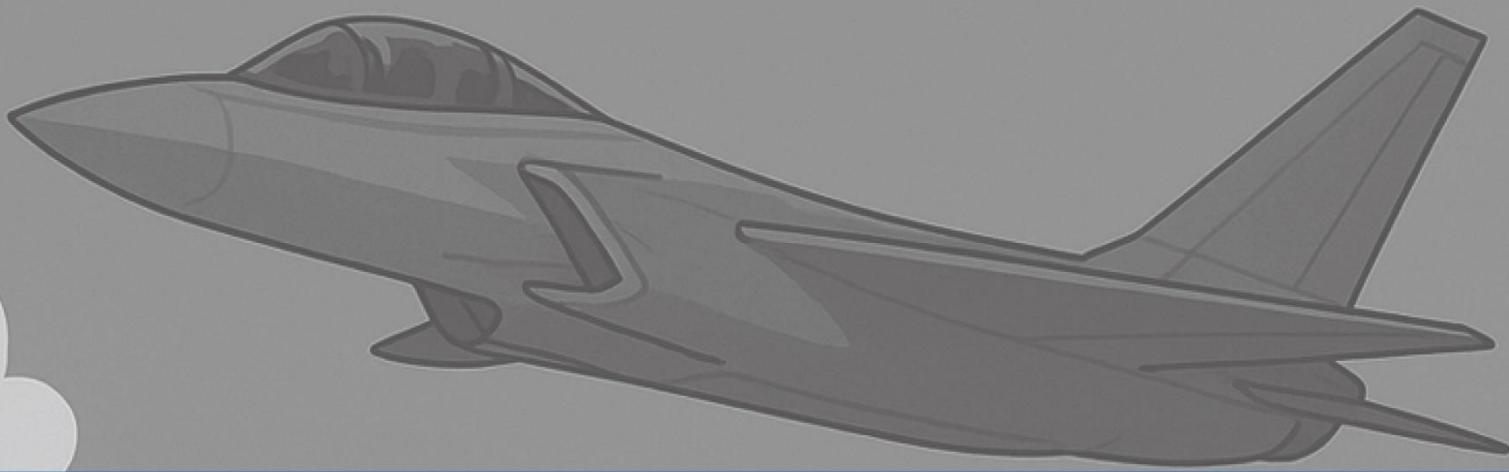


백종민

방산/AI/로보틱스

02 3770 5598

jongmin.baik@yuantakorea.com



CONTENTS

I. 2025년 글로벌 안보 지형의 격동 06

격동의 결과물	09
미국 없는 글로벌 안보 환경	10
방위산업 구조 변화	11
한국 방산, 다크호스에서 메인 플레이어로	13

II. 공급 재편과 수요 확대 14

한국, 글로벌 방위산업 공급망의 한 축으로 부상	14
러시아는 수출할 여력이 지금도, 앞으로도 없다	15
글로벌 미국 무기 의존도 감소 현상	17
가장 큰 변수로 등극한 유럽 방위산업	20
NATO 유럽 2035E 국방 예산 9,227억 달러 전망	21
무기 획득 예산은 연평균 2,650억 달러에 달할 것	22
한국의 유효시장(육군 기준)은 연평균 721억 달러 추정	23
한국의 실질적 파이는?	25
유럽 대표업체 VS. 한국 대표업체	28
더 뜨거워진 중동. 미국은 못 믿겠고, 유럽은 바쁘다	31
남중국해. 중국의 횡포, 러시아의 공백	34
한국 방위산업의 근간	38
한국형 3축 체계 고도화	40

방산

부상하는 K-방산, 부상당한 RoW

방위산업 업종 비중 확대(Overweight) 의견 제시

미국이 글로벌 안보를 수호하던 시대는 막을 내렸다. 힘의 공백은 지정학적 불안정을 야기하고 다극화 시대로 안내했다. 방위산업의 공급 양상은 힘의 균형에 따라 변화해왔다. 한국은 70여 년 간 축적해온 역량을 보유했고, 증명해왔다. 한국 방위산업이 지금까지 다크호스였다면, 앞으로는 메인 플레이어로서 활약이 기대된다.

공급 재편과 수요 확대

러시아는 무기를 수출할 여력이 지금도, 앞으로도 없을 것이다. 전쟁으로 인한 수출 공백과 경제 제제 등은 주요 충성 고객들이 이탈하는 계기가 되었다. 인도, 이집트 등 이탈한 국가들은 한국의 주요 고객으로 Lock-in 되어 가고 있다. 러시아의 공백 속 한국은 기회를 잡아가고 있다.

미국의 예측 불가능한 대외 정책은 글로벌 신뢰도 하락으로 이어지고 있다. 미국산 무기의 준도가 높던 유럽의 변화가 가장 대표적이다. F-35 전투기 구매를 전면 재검토하는 등 점차 미국으로부터 자립하려는 모습이 뚜렷하다. 한국에는 반사 수혜로 작용할 전망이다.

유럽이 오랜 군축기를 뒤로 하고, 전례 없는 재무장을 선언했다. 배경은 명확하다. 미국은 못 믿겠고, 러시아는 무섭기 때문이다. 하지만 사실상 자체적으로 러시아의 재침공에 대응하는 불가능에 가까워 보이며, 한국의 도움은 불가피할 전망이다. 역내 방위산업 구축을 위해 폐쇄적인 기조를 지향하고 있지만, 한국은 이미 역내 국가들과 협력 준비를 마쳤다고 있는 단계이다. 유럽의 전례 없는 재무장은 한국에 전례 없는 기회가 될 것이다.

중동은 평화로웠던 적이 없다. 넘치는 무기 수요는 미국과 유럽에 의존하는 추세는 뚜렷했다. 미국의 신뢰도가 하락하고, 유럽이 역내 대응에 집중하면서 중동 주요 국가들은 독자적인 방위산업 기반 구축을 추진하고 있다. 한국에게는 중동 시장을 공략하기에 최적의 타이밍이 될 것이다.

Top picks: 한화에어로스페이스, 한국항공우주

Top picks로는 최선호주로 한화에어로스페이스, 차선호주로 한국항공우주를 제시한다. 관심 종목으로는 현대로템, LIG넥스원을 제시한다.



백종민 방산/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
한화에어로스페이스	매수 (I)	1,280,000 (I)
한국항공우주	매수 (I)	135,000 (I)
현대로템	매수 (I)	280,000 (I)
LIG 넥스원	매수 (I)	592,000 (I)

2025년 글로벌 안보 지형의 격동

중국의 부상과 함께 미국 중심의 단일 패권 시대가 저물어가고 있다. 미국 우선주의를 표방하는 트럼프 행정부 2.0 출범은 미국이 더이상 세계 경찰 역할을 수행하지 않을 것이며, 대중국 경제를 위해 미국의 모든 자원을 쓸 것을 강조하고 있다. 트럼프 2.0 출범이 1년도 지나지 않은 시점에서 NATO 무용론, 무역질서 재편, 이란 폭격 등 미국의 대외 정책이 큰 변화를 보이고 있다. 2025년, 예측이 불가능한 미국의 행보에 세계 각지에서는 “격동”이라는 표현이 과하지 않을 정도로, 안보 지형을 뒤흔드는 사건들이 연속적으로 발생했다. 올해 발생한 주요 이벤트들의 타임라인을 정리해보았다.

1월: 트럼프 행정부 2.0 공식 출범

1월 20일 미국 우선주의를 표방하는 트럼프 행정부 2.0이 공식 출범했다. 취임 전 트럼프 대통령은 동맹국에 대한 안보 무임 승차와 미국의 청구서를 지불해야 할 것임을 언급하며, 외교 및 안보 정책을 미국의 경제적 이익과 직결시키겠다고 발표했다.

2월: 1) 러·우 종전협상을 위한 미국과 러시아의 첫 회담, 2) 유럽 정상 긴급 회동

2월 17일 사우디에서 미국과 러시아의 주요 인사 간 러·우 종전 관련 첫 협상이 진행되었다. 주목할 점은 전쟁의 주체인 우크라이나와 NATO(북대서양조약기구, 이하 NATO) 유럽이 배제된 협상이었다는 것이다. 이전 바이든 행정부가 전쟁을 종식하는 협상 시점은 우크라이나가 정한다는 입장이었던 것과 상반되는 모습이다. 같은 날 프랑스, 독일, 영국 등 유럽국가 정상들과 NATO, EU 등의 주요 인사들은 파리에서 긴급 회동을 진행했다. 급변한 미국의 태도에 대응하기 위해 우크라이나를 협상에서 유리한 위치에 놓을 방안과 유럽의 자주 국방에 대해 논의를 진행한 것으로 알려졌다.

3월: 1) 미국의 우크라이나 지원 중단, 2) 1차 러·우 종전 협상 결렬, 3) 유럽의 재무장 공식 선언

3월 3일 트럼프 대통령이 우크라이나에 대한 미국의 군사원조 중단을 지시했다. 미국의 압박으로 시작된 종전협상에서 양측의 입장 차이가 좁혀지지 않으며 결렬됐다. 군사원조 중단은 우크라이나의 전쟁 수행 능력을 제한해 전쟁 종식 공약을 이행하려는 의도로 해석된다. 동시에 유럽은 “ReArm Europe”을 공개하고 8,000억 유로의 투자 계획을 발표했다. 미국의 군사원조가 끊긴 우크라이나 지원과 독자적인 안보 구축을 위한 계획이며, 이는 수십년간 배제되었던 유럽이 글로벌 안보 지형에서 거대한 축으로 부활할 것임을 알리는 신호탄이다.

5월: 미국·우크라이나 광물 협정 체결

2월 광물 협정 초안 발표 이후, 5월 1일 미국이 협정에 서명했다. 협정의 공식 명칭은 미국·우크라이나 재건 투자기금이다. 우크라이나의 재건과 방위를 위한 미국의 지속적인 금융 및 군사 지원을 보장하는 대가로, 미국의 장기적인 광물 자원 접근권 확보가 주요 목표이다. 이 날 미국 재무부는 러시아의 “전면 침공”이라는 표현을 처음 사용하며, 그간 러·우 전쟁에 대한 책임 소재에 대한 언급을 끼려왔던 것과 달라진 입장을 나타냈다. 이는 미국의 대동맹 외교, 안보 정책에서 경제적 이익의 수반 여부가 중요하다는 것을 재확인하는 계기라고 판단된다.

6월: 1) NATO, 2035년까지 GDP 대비 5% 국방 지출 합의, 2) 이스라엘·이란 휴전

3월 유럽의 재무장 선언 이후, 6월 25일 NATO 32개국이 2035년까지 국방비를 최소 GDP의 5%로 증액하기로 공식 합의했다. 이는 트럼프 대통령의 지속적인 국방 지출 증액 요구에 따라 유럽이 자주국방을 달성해야 한다는 미국의 주장이 반영된 결과로 보인다. 5% 합의는 2014년 웨일스 정상회담에서 정했던 GDP 대비 2%보다 훨씬 더 높은 수준이며, 향후 10년간 유래 없는 국방 예산 증액을 예고했다.

6월 13일 미국이 포르도·나탄즈·이스파한에 위치한 이란의 3개 핵시설에 폭격을 가했다. 이후 23일에는 이란과 이스라엘이 휴전에 합의했다. 이 사건에 대해 외신들은 미국이 보유한 주요 자원을 중국 문제에 집중하기 위한 트럼프의 전략적 판단이었다고 해석했다. 중국이 이란을 통해 중동 지역에서 긴장을 고조시키며 미국의 주의를 분산시키고 자원을 낭비시켰다는 것이다. 중국은 미국의 군사적 행동이 심각한 국제법 위법이라며 비판에 나서는 등 양국 간의 대립이 중동 지역에서도 확대되는 모습이 나타났다.

8월: 미·러 정상회담, 미·우 정상회담

트럼프는 8월 15일 알래스카에서 푸틴과의 회담을, 8월 18일에는 백악관에서 젤렌스키와 회담을 진행했다. 회담의 주요 목표는 러·우 전쟁 종전 합의였다. 그러나 회담 전 기대했던 러·우 전쟁 휴전 합의는 없었다. 러시아 측에서 요구하는 우크라이나의 정권 교체, NATO 가입 철회, 돈바스 지역 포기 등을 우크라이나는 양보할 수 없다는 입장이기 때문이다. 이후 트럼프는 러시아와 우크라이나 양국 간 회담이 9월 1일 안으로 진행될 것이라고 장담했지만, 입장은 바꿔 양자 회담은 모르겠다며 한발 물러선 모양새다.

9월: 1) 푸틴의 종전 거부 의사, 2) 상하이협력기구 정상회의

오히려 러시아는 우크라이나 전역에 대규모 포격을 이어가고 있는 것으로 파악된다. 한편, 프랑스 주도로 양국의 휴전 또는 평화 달성을 이튿날 서방 26개국이 참여하는 안전보장군을 파병하기로 합의했다. 이에 대해 푸틴은 서방 안전보장군의 우크라이나 배치에 대해 타격 가능성을 시사하고, 젤렌스키와의 회담을 모스크바에서 진행하겠다며 사실상 종전 합의 거부 의사를 밝혔다. 이에 대해 독일 메르츠 총리는 우크라이나 군대가 자국을 지속적으로 방어하도록 지원하는 것이 1순위라고 하며, 전쟁 장기화에 대비하고 있다고 언급했다.

8월 31일~9월 1일에는 중국에서 상하이협력기구 정상회의가 개최되었다. 주목할 점은 중국과 국경 분쟁을 겪었던 인도의 모디 총리가 7년 만에 중국에 방문했다는 점이다. 이는 트럼프 정부가 인도를 상대로 고율 관세로 압박하는 과정에서 생긴 반발이라고 해석된다. 중국과 국경을 맞대고 있는 인도는 미국의 군사 및 경제적 핵심 전략적 요충지이자, QUAD(미국, 일본, 호주, 인도 4개국 안보협의체)의 일원이다. 인도의 친중 행보는 예측이 불가능한 글로벌 안보 지형의 격동을 보여주는 상징적인 사례로 판단된다.

트럼프는 소셜미디어 트루스소셜에 “인도와 러시아를 ‘가장 깊고 어두운 중국’에 잊은 것 같다. 그들이 함께 오랫동안 번영하기를 기원한다.”는 내용의 글을 올리며, 인도의 행보에 유감을 표현하며 대중국 견제에 대한 의지를 강조했다.

2025년 글로벌 안보 관련 주요 이벤트

날짜	주요 내용	비고
1월 20일	트럼프 행정부 2.0 출범	외교 및 안보 정책을 미국의 경제적 이익과 직결
2월 17일	러·우 종전 1차 협상	유럽과 우크라이나 배제
2월 17일	유럽 파리 긴급 회동	우크라이나 지원책과 유럽 자주 국방 논의
3월 3일	미국의 대우크라이나 군사 지원 중단	1차 종전 협상 결렬에 따른 우크라이나 압박
3월 4일	ReArm Europe 선언	2030년까지 유럽 독자 안보 구축을 위해 자금 조달 추진
5월 1일	미국·우크라이나 광물 협정 체결	미국의 대외 정책에서 경제적 이익 수반 여부가 중요하다는 사실을 재확인
6월 13일	미국 이란 핵시설 폭격	중국의 반발과 미·중 대립이 중동에서 확대되는 모습
6월 25일	NATO의 국방 예산 확대 합의	2035년까지 국방 예산을 GDP 대비 최소 5%까지 증액하기로 공식 합의
8월 15일	미·러 회담	러시아는 1)우크라이나 정권 교체, 2)우크라이나 NATO 가입 철회, 3)돈바스 지역 포기
8월 18일	미·우 회담	우크라이나는 1)돈바스 지역 포기 불가, 2)안보 보장 등을 요구
8월 31일	상하이협력기구 정상회의 개최	인도 모디 총리는 7년 만에 중국 방문. 트럼프는 트루스소셜에 불편한 심정을 표현
9월 1일	트럼프가 장담한 러·우 정상회담 시한 러시아의 대규모 포격 지속 독일 메르츠 총리, 전쟁 장기화에 대비하고 있다고 언급	결렬 푸틴, 회담은 모스크바에서 진행하겠다고 언급. 사실상 종전 합의 거부 의사 우크라이나 군대가 자국을 지속적으로 방어하도록 지원하는 것이 1순위

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

트럼프, 인도의 행보에 유감을 표현하며 중국을 가장 깊고 어둡다고 표현



Looks like we've lost India and Russia to deepest, darkest, China. May they have a long and prosperous future together! President Donald J. Trump

자료: TruthSocial

Quad 협의체 개요



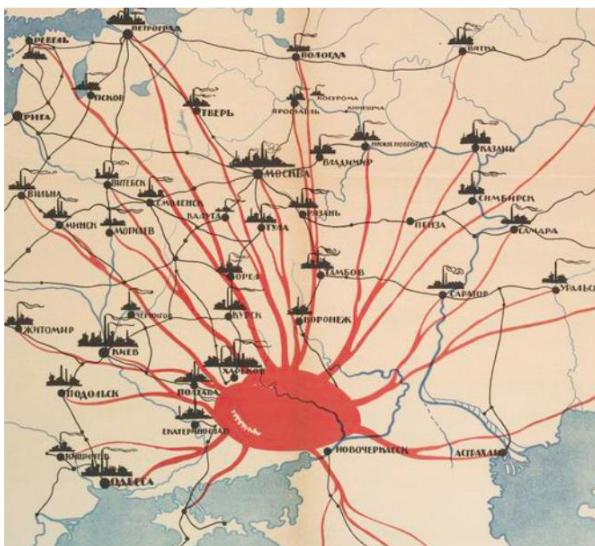
자료: 언론종합

격동의 결과물

2025년은 글로벌 방위산업의 변곡점이 될 것으로 전망한다. 2014년 러시아의 크림반도 합병, 2022년 러·우 전쟁 발발에 따라 글로벌 안보 위협의 증가는 지속되어 왔다. 2025년을 기점으로 근본적인 양상이 변하고 있다고 판단한다. 미국은 이전부터 전 세계의 경찰 역할을 축소하겠다고, 암시해왔지만 **트럼프 2.0 행정부는 말이 아닌 행동으로 보여주고 있다.** 결국 동맹국들은 미국의 군사력을 스스로 대체해야 하는 처지에 놓이게 됐다.

지금까지 인류역사에서 거대제국이 지배야욕을 스스로 포기한 적은 없었다. 제국의 멸망은 무리한 영토확장, 내부분열, 잦은 내란 등의 이유로 멸망하는 것이지 스스로 평화주의를 선택하고 물러선 것이 아니다. 과거 러시아 제국의 영광을 재현하고 싶어하는 푸틴은 영토 확장의 야욕을 끊임없이 드러내고 있고, 중국 역시 전 세계에 영향권을 확대하기 위해 남중국해 영유권을 주장하면서 주변국들과 마찰을 빚고 있다. 지금까지는 미군의 전쟁 억제력이 이들의 야욕을 물 밖으로 감췄다면, 앞으로는 본격적으로 이를 드러낼 가능성성이 높다.

1920년 소련의 체제 선전 포스터. 돈바스 지역을 소련의 심장으로 표현



자료: 언론종합

남중국해 영유권 분쟁 지역



자료: 언론종합

미국 없는 글로벌 안보 환경

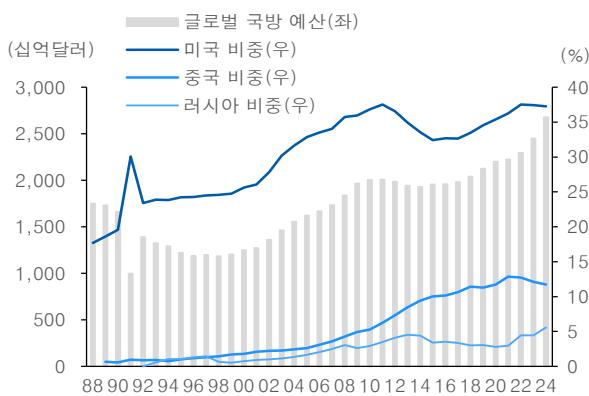
글로벌 경제의 복잡한 상호의존성을 고려할 때, 중국과 러시아를 완전한 '적'이라고 단정할 수는 없다. 그러나 그들이 영토 확대에 대한 야심을 드러낼 가능성은 그 어느 때보다 높아진 것은 사실이다. 미국 없는 글로벌 안보 환경은 주변국으로 하여금 능동적인 투자 확대를 요구할 것으로 판단된다.

2024년 기준 글로벌 국방 예산은 2조 7,182억 달러이다. 이 중 미국의 국방 예산은 9,973억 달러로 37.3%의 비중을 차지한다. 중국과 러시아는 각각 3,137억 달러, 1,490억 달러로 11.7%, 5.6%의 비중을 차지한다. SIPRI(스톡홀름 국제 평화 연구소, 이하 SIPRI)와 미국 국방부에 따르면 중국의 국방 예산은 공식 발표액보다 최소 30~40% 높을 것으로 추정한다. 또한 영국의 싱크탱크 IISS(국제 전략 연구소, 이하 IISS)에 따르면, 러시아의 무기 생산 단가가 낮기 때문에 구매력 평가(PPP) 관점에서 군사 지출을 검토하면 약 4,620억 달러에 이를 것으로 추정하고 있다.

미국을 제외하고 다시 산출해보면 글로벌 국방 예산은 1조 6,792억 달러이며, 이 중 중국과 러시아가 차지하는 비중은 각각 18.7%, 8.9%로 확대된다. 중국의 암묵적 국방 예산, 러시아의 PPP 관점에서 국방 예산을 고려해보면 두 국가의 합산 비중은 거의 42%에 육박한다. 참고로 러·우 전쟁이 발발한 2022년 기준 러시아의 글로벌 국방 예산 내 비중은 4.5%에 불과했다.

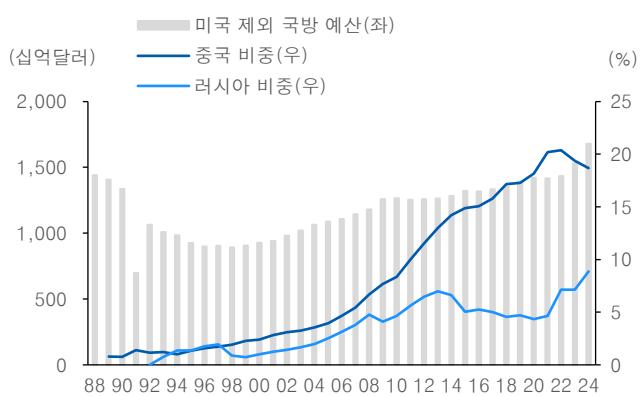
후술하겠지만, 2025년 NATO 유럽이 발표한 대규모 국방 투자 계획은 대외 위협 속 미국의 안보 공백을 메우기 위한, 역사적인 패러다임 전환을 상징한다고 판단한다. 물론 그 흐름은 2014년 러시아의 크림반도 합병 당시, 국방비를 GDP 대비 2%까지 증액하기로 합의하면서 이미 시작되었다. 하지만 2025년의 선언은 여기서 한 걸음 더 나아가, 2035년까지 국방비를 GDP의 5% 수준까지 끌어올리겠다는 전혀 없는 목표를 제시했다. 이는 단순히 예산을 늘리는 것을 넘어, 미국의 부재 속에서 생존하려는 유럽의 절박한 의지를 보여주며 다른 대륙과 국가들에게도 중요한 선례가 될 수 있다.

글로벌 국방 예산 추이 및 주요국 비중



자료: SIPRI, 유안타증권 리서치센터

미국 제외 글로벌 국방 예산 추이 및 주요국 비중



자료: SIPRI, IISS, 유안타증권 리서치센터

방위산업 구조 변화

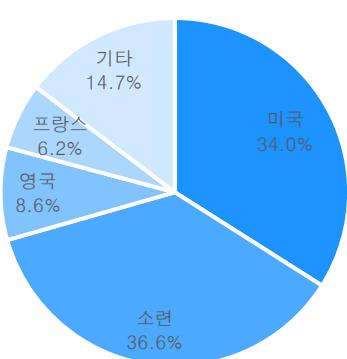
글로벌 안보 지형 격동에 따라 다극화 시대를 맞이했고, 이는 방위산업의 구조적인 변화를 야기할 것으로 전망한다. 방위산업은 국가 방위를 위한 무기 장비와 군수물자의 생산, 개발을 담당하는 산업이다. 힘의 축 변화에 따른 다극화 시대를 맞이했다는 의미는 방위산업 역시 다극화될 수밖에 없음을 시사한다.

글로벌 무기 거래는 힘의 균형에 따라 공급 양상이 변화해왔다. 힘의 균형이 미국과 소련으로 양극화된 냉전 당시 무기 수출 비중을 보면, 1950년~1990년 누적 기준으로 소련 36.6%, 미국 34.0%로 무기 시장 역시 양극화되었다. 소련의 몰락 이후에는 힘의 균형이 무너지면서 미국의 단극화 시대가 시작되었다. 1991년~2022년 누적 기준 미국의 비중은 38.6%로 상승하였고, 러시아는 19.1%로 감소하였다.

무력 충돌의 가능성성이 높아질수록 자연스럽게 무기 거래는 증가할 가능성이 높다. SIPRI의 무기 거래 규모 측정 지표인 TIV(Trend-Indicator Value)에 따르면, 냉전 시대 연평균 무기 거래량은 29,784 백만TIV로 냉전 이후 거래량인 25,390 백만TIV 대비 17.3% 높다. 이는 언제 어디서든 무력 충돌이 발생할 가능성이 높은 시기와 그렇지 않은 시기로 구분할 수 있을 것이다.

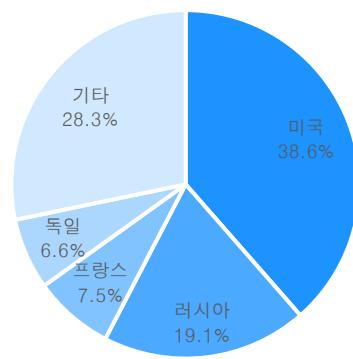
이러한 추세로 봤을 때, 다극화 시대에는 글로벌 무기 시장의 다극화와 더 많은 무기 획득 사업이 예상된다. 미국이라는 전쟁 억제력이 사라져가고, 힘의 균형이 다시 재분배되는 과정에서 무력 충돌은 흔히 있는 일이기 때문이다.

1950년~1990년 글로벌 무기 수출 시장 점유율



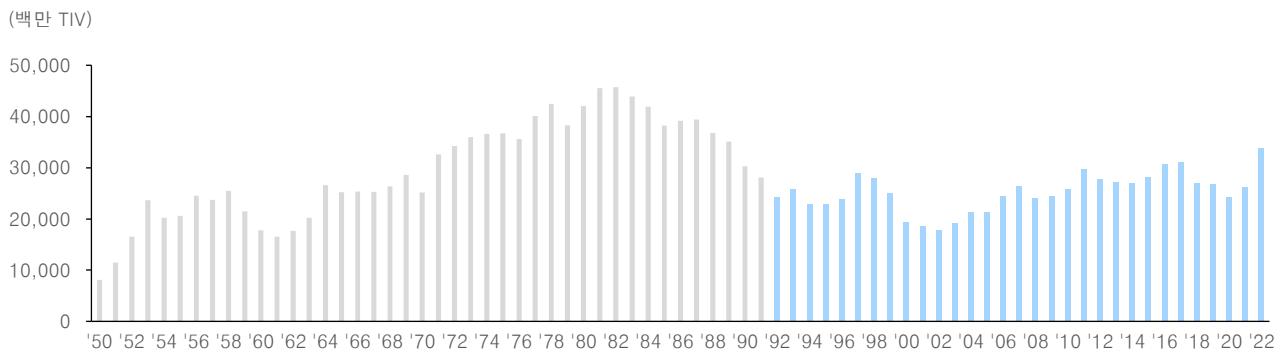
자료: SIPRI, 유안타증권 리서치센터

1991년~2022년 글로벌 무기 수출 시장 점유율



자료: SIPRI, 유안타증권 리서치센터

냉전 시대 연평균 무기 거래량은 29,784 백만 TIV로 냉전 이후 거래량인 25,390 백만 TIV 대비 17.3% 높다



자료: SIPRI, 유안타증권 리서치센터

한국 방산, 다크호스에서 메인 플레이어로

유럽의 재무장 선언과 같이 다극화 시대를 대비하는 변화의 흐름은 이미 나타나고 있다.

다극화 시대에 자주 국방력을 갖추기 위해서는 크게 1) 자체적으로 혹은 우호 세력과 협력하여 방위산업을 구축하거나, 2) 외부로부터 무기를 구매하는 방법이 대표적일 것이다. 자체적으로 방위산업을 구축하기 위해서는 까다로운 필요 조건을 충족해야 한다. 제조업이 발달해야 하며, 유일한 내수 수요자인 정부의 장기 수요도 확보되어야 한다. 또한 무기 및 기술 개발을 위해 오랜 기간 많은 비용 투자가 수반된다. 이 밖에도 수많은 협력 업체, 소재, 반도체 등의 원재료 공급망 등 다양한 요건을 충족해야 한다.

조건을 갖춘다고 하더라도, 러·우 전쟁에서 증명됐듯 방위산업의 공급망은 구축 및 재건은 단기간에 탈성하기 어려운 목표이다. 즉, 당면한 위협에 힘의 공백을 메우기 위해서는 외부로부터 무기를 구매하는 방법이 더 현실적일 것이다.

지금까지 한국이 방위산업계의 다크호스였다고 판단한다. 러·우 전쟁으로 인해 재래식 무기가 주목받았고, 오랜 기간 군축기를 영위했던 선진국들은 전쟁의 속도를 따라가지 못하는 모습을 보였다. 이로 인해 세계 각지에서 무기 공백이 생겨났고, 오랜 기간 방위산업을 영위해온 한국의 가격 대비 높은 무기 성능과 빠른 납기로 단기 수요에 대응할 수 있었다.

앞으로는 메인 플레이어로서 활약할 것으로 기대된다. 상대국의 무기를 도입한다는 것은 기본적으로 장기간의 신뢰성이 바탕이 되어야 한다. 자체적으로 방위산업을 구축하고자 하는 수요가 증가하고 있다. 한국 방위산업의 주요 업체들은 수출 시장에서의 성과를 바탕으로 적극적인 현지 투자를 이어가는 등 장기적인 파트너로서 자리매김하고 있다. 지금 당장의 수출 성과보다도 본격적인 다극화 시대에 접어든 2025년과 그 이후가 더 기대되는 이유이다.

한국 주요 방산기업 해외 파트너쉽 구축

기업명	지역	설립(기동)연도	비고
한화에어로스페이스	폴란드	2029E	폴란드 WB 사와 합작법인 설립. 천무 CGR-080 미사일 생산
	루마니아	2027E	K9, K10 현지 생산 및 후속지원 대응
	호주	2024	K9, 레드백 현지 생산
	독일	TBD	천무 미사일 생산 및 현지 기술 협력, 독일 동부 지역 생산시설 후보지
	미국	TBD	장약 공장 설립을 위해 부지 검토 중
한국항공우주	폴란드	2025	FA-50PL 일부 부품 생산 및 현지 조립
현대로템	폴란드	2028E	K2PL 및 계열전차 현지생산, MRO 법인 설립
	루마니아	TBD	K2전차 현지 생산, 기술이 이전, MRO 및 R&D 협력
LIG 넥스원	독일	2025	유럽 협력의 거점 사무소 개소

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

공급 재편과 수요 확대

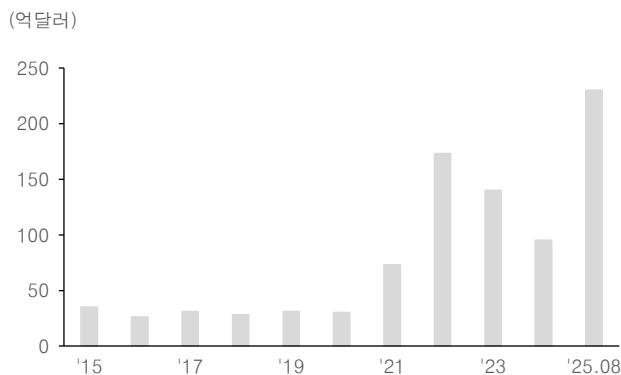
한국, 글로벌 방위산업 공급망의 한 축으로 부상

한화에어로스페이스의 K9 자주포는 폴란드, 튀르키예, 인도, 호주, 노르웨이, 이집트, 베트남 등 10개국 이상에서 사용하는 명실상부 글로벌 1위 자주포가 되었다. 현대로템의 K2전차는 폴란드에만 1,000대 수출이 예정되어 있고, 독일의 Leopard2, 미국의 M1Abrams와 같은 글로벌 3.5 세대 전차들과 어깨를 나란히 하며, 유럽, 중동 등 세계 각지에서 도입 논의가 진행되고 있다. 한국항공우주는 2000년대 초반 KT-1 훈련기부터 최근에는 FA-50 경공격기까지 수출 포트폴리오를 확대하고 있으며, LIG넥스원의 천궁-II는 중동을 중심으로 시장 저변을 넓혀가고 있다.

한국의 방위산업은 올해 8월 기준 230억 달러의 신규 수출 계약을 체결하며, 2022년 173억 달러를 넘어섰다. 이 외 논의되고 있는 다수의 파이프라인을 고려했을 때, 추가 수출에 대한 가시성도 높아지고 있는 상황이다.

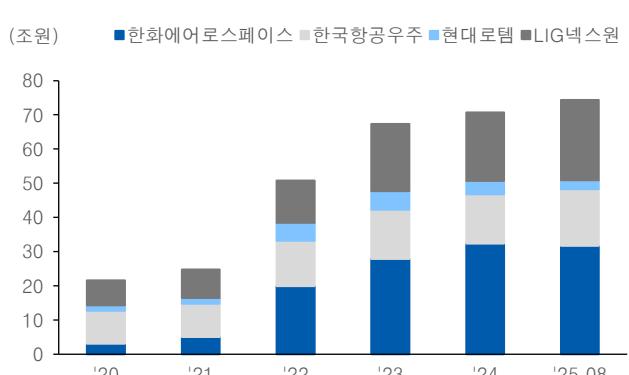
한국 주요 방산 4사(한화에어로스페이스, 현대로템, 한국항공우주, LIG넥스원)의 방산부문 수주잔고는 2020년 21.6조원에서 2025년 8월 기준 83.9조원으로 388% 확대되었다. 다극화 시대, 방위산업 공급망의 재편 속, 한국은 글로벌 방위산업 공급망의 한 축이 되어가고 있는 중이다.

한국 방위산업, 신규 수출 수주 추이



자료: 언론종합, 산업연구원, 유안타증권 리서치센터

한국 주요 방산 4사 수주잔고 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

러시아는 수출할 여력이 지금도, 앞으로도 없다

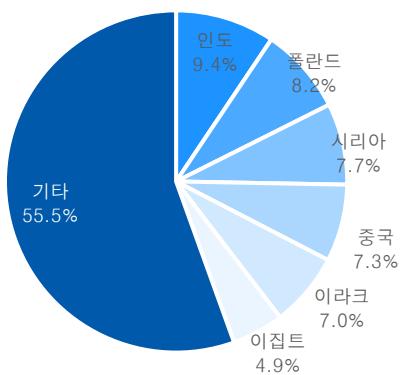
러시아는 러·우 전쟁 이전 1950년~2022년까지 누적 무기 수출 점유율 29.5%로 미국 35.9%에 이은 2위 국가였다. 소련 시절부터 축적된 군수산업 기반과 기술력을 바탕으로 서방의 제재를 받지 않는 국가들을 주요 고객으로 삼아 무기를 대량 생산 및 수출할 수 있었기 때문이다. 또한, 무기 수출을 통해 외교적 영향력을 확대하고 군사적 유대를 강화하는 수단으로 활용했으며, 특히, 아시아, 동남아시아, 중동 등지를 주요 시장으로 삼았다.

러·우 전쟁 발발 이후, 2023년~2024년에는 글로벌 무기 수출 점유율이 4.6%로 급감했다. 당연하게도, 가장 큰 이유는 전쟁으로 인해 자국 소요를 충족해야 했기 때문이다. 이로 인해, 그간 러시아 무기의 주요 고객들이 납기 지연으로 이탈하는 사례가 증가하고 있다. 대표적으로 글로벌 전체 국가 중 누적 무기 수입 1위 국가인 인도는 러시아(소련 포함)의 비중이 65%에 달할 만큼 의존도가 높은 국가였다. 그러나 2018년 주문한 러시아의 S-400 방공시스템, 전투기 부품 등의 납기가 지연되면서 인도는 한국을 포함한 서방 진영과의 협력을 강화하고 있다.

러·우 전쟁이 종전되더라도 러시아는 이전과 같은 무기 수출국의 위상을 회복하기 어려울 것을 전망한다. 단기적으로는 전쟁으로 인한 재고 공백을 충족해야 하며, 장기적으로는 러시아의 무기에 대한 대외 신뢰도가 하락했기 때문이다. 또한, 이미 주요 고객들이 서방 무기에 Lock-in 되어가고 있는 만큼, 이를 회복하기는 쉽지 않을 것이다.

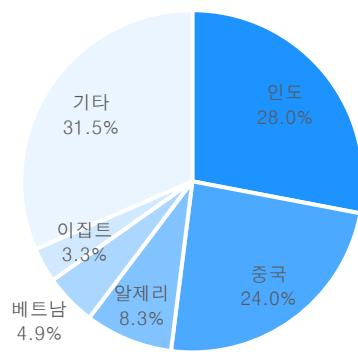
인도 외에 소련과 러시아의 주요 무기 수입국으로 폴란드, 이라크, 이집트, 베트남 등을 꼽을 수 있다. 상기 국가들은 최근 몇 년간 한국 무기의 주요 고객이자, 장기적인 파트너십 관계로 발전하고 있다. 특히 폴란드는 유럽 내에서 가장 적극적으로 무기 획득 사업을 추진하고 있고, 이집트, 이라크는 누적 수입 기준 각각 4위, 9위를 기록하고 있는 만큼 무기 수요가 많은 나라이다. 러시아의 공백 속 한국 방산업체들은 확실한 기회를 잡아가고 있다고 판단된다.

소련 시절 국가별 누적 무기 수출 비중(1950~1991년)



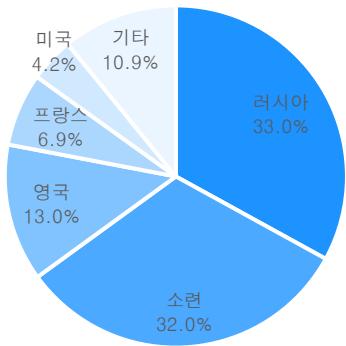
자료: SIPRI, 유안타증권 리서치센터

러시아 국가별 누적 무기 수출 비중(1992년~)



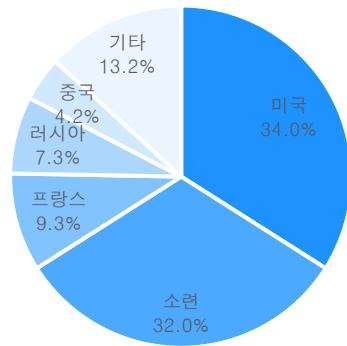
자료: SIPRI, 유안타증권 리서치센터

인도 국가별 누적 무기 수입 비중(1950~2022년)



자료: SIPRI, 유안타증권 리서치센터

이집트 국가별 누적 무기 수입 비중(1950~2022년)



자료: SIPRI, 유안타증권 리서치센터

러·우 전쟁에서 우크라이나 군이 파괴한 러시아 탱크



자료: 게티이미지

글로벌 미국 무기 의존도 감소 현상

대외 신뢰도 하락과 러·우 전쟁으로 인한 전쟁의 양상 변화는 무기 시장에서 미국의 위상을 낮추고 있다고 판단한다. 미국의 리서치 회사 Pew Research가 트럼프 2.0 시대 이후 미국에 대한 호감도 조사를 한 바에 따르면 한국(-16%), 멕시코(-32%), 스웨덴(-28%), 폴란드(-22%), 캐나다 (-20%), 독일(-16%), 일본(-15%) 등 다수의 동맹국에서 호감도 감소가 나타났다. 또한 대다수의 국가에서 신뢰하지 않는다라는 응답을 했다.

워싱턴포스트는 미국산 무기체계에 의존해온 유럽이 킬 스위치(장비를 원격으로 무력화시킬 수 있는 시스템) 위험성을 우려하면서 미국산 무기 구매를 재고하고 있다고 보도한 바 있다. 킬 스위치의 실제 존재 여부는 밝혀지지 않았으나, 미국이 공급하는 전투기, 방공시스템 등의 첨단 무기는 소프트웨어 업그레이드 등이 중단될 경우 기능 유지 자체가 어려워진다.

이에 따라 실제로 NATO 국가들은 미국산 무기 구매를 재고하기 시작했다. 포르투갈은 F-16 전투기를 최신 F-35로 교체하는 계획을 백지화했다. 캐나다 역시 F-35 88대 도입 계약을 맺었으나, 올해 이를 전면 재검토한다고 밝혔다. 유럽은 2020~2024년 전체 무기 수입의 64%를 미국에 의존했다. 미국과 EU의 관세협상 조건에 따라 단기적인 무기 수입은 지속되겠으나, 장기적으로 미국에 대한 의존도를 축소할 계획이다. 대규모 국방 예산 확대를 예고한 EU가 거대한 시장으로 부상하고 있다. 미국의 신뢰도 하락은 한국 방위산업에 반사 수혜로 작용할 전망이다.

한편, 러·우 전쟁은 현대전을 다시 정의하고 있다. 이전 현대전은 미국이 걸프전에서 입증했듯, 전투기, 미사일 등 압도적인 첨단무기를 바탕으로 방공망과 지휘체계를 전쟁 초기에 완전히 무력화하고 제공권을 장악한 뒤에는 지상군이 상륙하여 전쟁을 마무리하는 양상이었다. 반면, 러·우 전쟁은 양측 모두 강력한 방공망을 갖추고 있어, 어느 한쪽도 완벽한 제공권을 장악하지 못하자 결국 누가 더 많은 포탄과 화력을 쏟아붓는가의 싸움으로 변질되고 있다. 이 과정 속 전쟁은 장기화되며, 뒷받침할 수 있는 생산 능력과 산업 기반이 중요해졌다.

미 육군의 차세대 장갑차 사업(XM30)에서 독일 라인메탈의 KF41 링스가 채택되었고, 자주포 현대화 사업(SPH-M)에서는 [한화에어로스페이스를 포함하여, 5개의 후보업체 중 4개가 비미국업체](#)이다. 또한 2026년 미국 국방 예산 중 차세대 전력사업 배정 현황을 보면, 방공 시스템, 차세대 전투기, 해군 전력 등에 초점이 맞춰져 있다. 이처럼 미국이 재래식 무기에 대해서는 외부 기술에 의존하는 비개발 시스템을 도입하고 있는 추세가 뚜렷하다. 미국 록히드마틴의 HIMARS, 제너럴다이내믹스의 M1 Abrams와 경쟁 구도에 있는 한화에어로스페이스의 천무 다연장로켓과 현대로템의 K2전차의 장기 수혜가 예상된다.

미국의 냉전 종식 이후 미국은 대규모 군축을 단행하면서 90여 개의 방산 업체는 5개로 합쳐지면서 생산 기반이 약화되었다. 미국 국방비 예산편성 위원회는 2026년 국방예산의 핵심 원칙 중 하나로 미국 내 방산 기반 강화를 제시하면서, 최우선 과제로 전시 대비 탄약 생산 확대를 꼽았다. 한 발 앞서 미국 장악 공장 설립을 추진하고 있는 한화에어로스페이스를 주목할 필요가 있다.

미 육군 자주포 현대화 사업 개요

사업명	SPH-M(미 육군 자주포 현대화 사업)
사업개요	미국 혹은 해외에 현존하는 155mm 자주포 중에서 미 육군에 적합한 모델을 찾아 운용
배경	노후화된 M109A7 사거리 연장 사업(ERCA), 포신 내구성으로 인해 폐기
목표	기동성, 생존 가능성, 신뢰성, 물류 지원 및 화력을 증가시키기 위해 성숙한 기술을 사용하여 사거리와 사격 속도를 높여 포병 치사율을 향상
단계	5개 업체와 성능 개량 시범 사업 계약 체결
시범 사업 업체	1)한화에어로스페이스, 2)라인메탈, 3)제너럴 다이내믹스, 4)BAE 시스템스, 5)엘빗 시스템스
향후 계획	1)2025년 7~9월 1단계 계약을 진행할 불특정 수의 업체 선정, 2)2026년까지 추가 경쟁 평가 시험 참여, 3)2027년 2차 후보군 선정, 4)2030년 초기 전력화

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

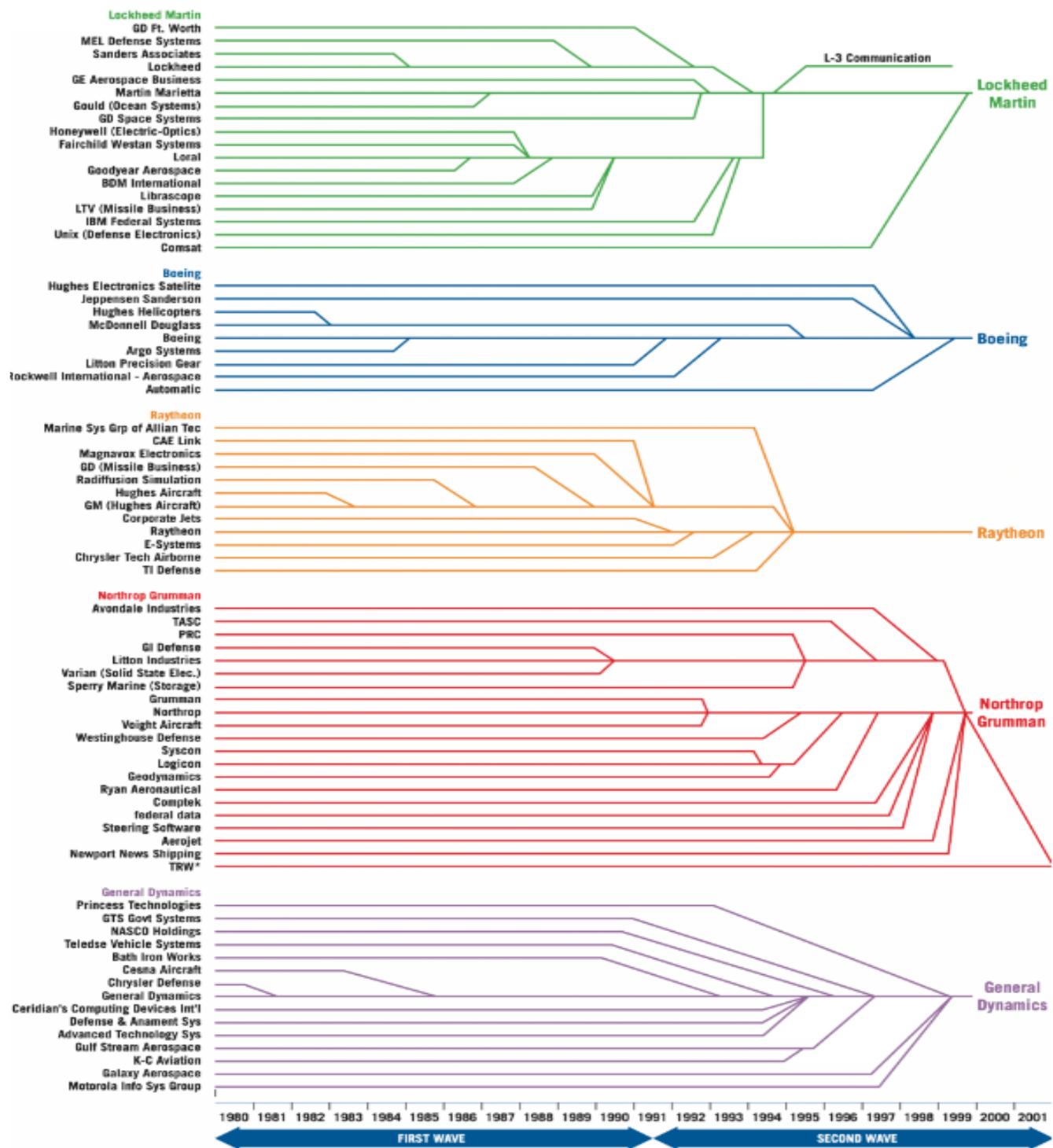
美 2026년 차세대 전력사업 국방비 배정 현황

(단위: 억 달러)

구분	예산
골든 뜰(미 본토 방공시스템)	250
미국 핵전력 3축 체계 현대화	600
미 공군 F-15EX 이글 2 전투기 도입	31
차세대 6세대 공중우세기 F-47 개발	35
핵항모 및 핵잠수함 생산 기반 구축	25
초음속 탄약 생산	65
극초음속 무기 개발	39
미-멕시코 남부 국경 경비작전	50

자료: 미국 전쟁부, 유안타증권 리서치센터

미국, 냉전 이후 대규모 구조조정 단행 후 첨단무기 투자 확대



자료: 산업자료

가장 큰 변수로 등극한 유럽 방위산업

유럽은 글로벌 방위산업 내에서 가장 큰 변수가 되어가고 있다. 특히, 한국 방위산업은 러·우 전쟁 장기화에 따른 수혜로 주목받은 만큼, 유럽의 변화에 따른 민감도가 클 수밖에 없다. 수요 측면에서는 유럽이 그 자체로 거대한 시장으로 부상하고 있다는 점은 기회 요인이다. 그러나, EDIS, SAFE와 같이 유럽 방위산업을 폐쇄적인 형태로 전환하는 정책 기조는 위기로 작용할 수밖에 없다. 또한 공급 측면에서는 오랜 기간 군축기를 영위했던 유럽 방산업체들이 기존 전투기, 방공시스템과 같은 첨단 무기를 넘어 재래식 무기까지 공급 영역을 확대한다는 점에서 경쟁 강도가 강화될 수 있다.

유럽이 재무장과 역내 방위산업 육성을 결정한 이유는 명확하다. 현재 전쟁 중인 우크라이나를 적시에 지원하고, 미국 없이도 러시아의 침공 가능성에 대해 억지력을 구축하겠다는 것이다. 이를 위해 일생에 한 번뿐인 대규모 투자를 단행해야 한다고 지난 3월 Readiness 2030을 강조한 바 있다.

러시아의 재침공 시도가 유럽의 재무장이 완성되는 10년, 15년 후라면 유럽이 방위산업을 재건하고, 역내 자주 국방을 달성할 수 있는 시간이 확보될 수도 있다. 그러나 마르크 뤼터 NATO 사무총장을 비롯하여 유럽의 주요 싱크탱크들은 짧으면 2년, 길어도 5년 안에 러시아가 재침공 할 여력을 갖출 것이라고 전망하고 있다. 독일의 싱크탱크 Kiel에 따르면 러시아의 탱크 생산량은 월 150대에 육박하며, 기타 장갑차는 월 550대까지 생산이 가능해진 것으로 파악된다. 반면, 유럽의 탱크 생산량은 연간 90대에 불과하고, 이 마저도 무기 조달 결정 후 실제 인도까지 평균 3년 이상이 소요되는 것으로 알려졌다.

여기에서 미국이 NATO에서 탈퇴하고 주유럽미군을 철수시킬 가능성이 있는 환경에서는 더 그럴 수밖에 없다. 미군이 갖는 전쟁 억지력을 생각하면, 유럽은 미군을 대체하기 위해 그 이상의 전력을 빠르게 갖춰야 할 것이다. 유럽은 마음이 급하다. 장기적으로 유럽 스스로 러시아의 위협에 대항할 수 있는 기반을 갖출 수 있는지도 의문이지만 중단기적으로는 불가능하다고 판단된다.

유럽이 역내 방위산업 시장을 폐쇄적으로 전환하고 있지만, 이는 장기적인 비전일 뿐 단기간에 달성하기 어려워 보인다. 한국과 같이 가성비와 빠른 납기를 내세운 공급 국가와 협력 관계를 구축하는 것이 그들 입장에서 유리하고 불가피할 것이다. 한국 방위산업은 이미 현지 생산 공장을 설립하고, 역내 대응에 나섰다. 유럽의 전례 없는 재무장은 한국 방위산업에 전례 없는 기회로 작용할 수 있다고 판단된다.

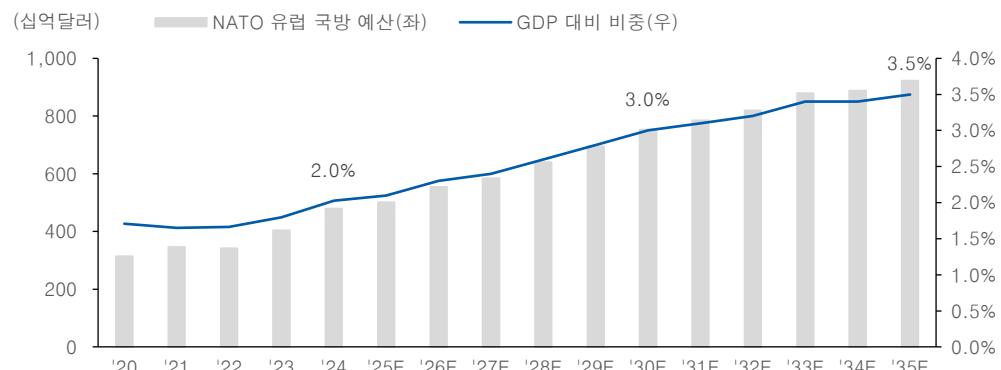
한편으로 유럽 방업체와 한국 방업체가 중동, 아시아 등 역외 지역에서 경쟁 관계라는 점에서도 기회 요인이 발생한다. 유럽 방업체들이 당면한 위협에 대해 역내 수요 대응이 먼저일 수밖에 없기 때문이다. 한국 방업체들은 이미 중동과 아시아에서도 수출 품목과 지역을 다변화하고 장기적인 파트너쉽 관계를 구축하고 있다. 유럽 업체의 공급에 문제가 생긴다면 빠르게 시장을 장악할 수 있는 여건이 마련되어 가고 있다는 것이다. 문제가 발생하지 않더라도, 역외 지역에서의 공급 확대는 제한적일 가능성이 높다.

NATO 유럽 2035E 국방 예산 9,227억 달러 전망

지난 3월 발표된 유럽의 재무장 계획(ReArm Europe Plan 2030)에는 8,000억 유로의 재정 패키지가 포함되었고, 6월 발표한 2035년까지 NATO의 GDP 대비 5% 국방 예산 확대 계획은 장기 가이드라인을 제시했다. 이는 장기 전략 방향성과 재정 확보 수단을 포함한 유럽의 방위산업 육성 의지가 드러난 사례라고 판단된다.

장기 가이드라인에 따라 NATO의 유럽 30개국 국방 예산은 2024년 4,794억 달러에서 2035년 9,227억 달러로 연평균 6.1%의 성장세가 나타날 것으로 예상된다. 이 전망치에는 1)회원국의 국방 예산은 2035년까지 GDP 대비 3.5% 수준으로 점진적으로 상승할 것, 2)2025년부터 2035년까지의 실질 GDP 성장을 1.0%를 가정했다. NATO의 5% 률에는 최소 3.5% 이상의 직접 국방 예산(병력 확충, 무기 조달, R&D 등)과 최대 1.5%까지의 간접 국방 예산(안보 관련 인프라 시설 투자 등)이 포함된다. 이에 2035년에는 3.5% 이상의 국방 예산이 지출될 가능성이 높지만, 스페인 등과 같이 5% 률에 회의적인 입장이거나 달성할 여력이 안되는 국가 등을 반영했다.

NATO 유럽 국방 예산 전망



자료: NATO, 유안타증권 리서치센터

무기 획득 예산은 연평균 2,650억 달러에 달할 것

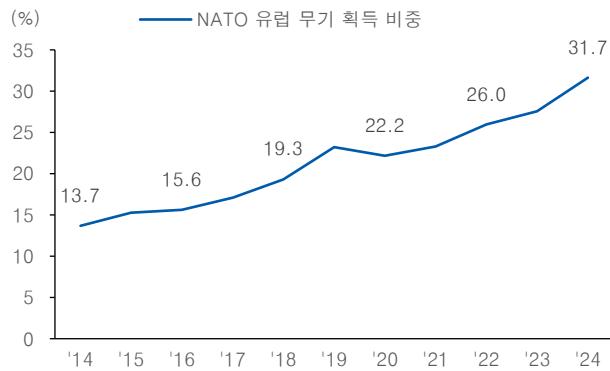
이 중 무기 획득 예산은 2025E~2035E 누적 2조 6,225억 달러~3조 2,080억 달러, 연평균 2,384억 달러~2,916억 달러에 달할 것으로 전망된다. 2024년 기준 NATO 유럽 30개국의 국방 예산 내 무기 획득 비중은 31.7%로, 2014년 13.7%에서 꾸준히 우상향하고 있다. 이를 토대로 2035년까지 무기 획득 비중이 현행 수준으로 유지될 경우와 올해부터 40% 비중으로 확대될 경우로 나눠서 범위를 산출했다.

추정한 무기 획득 예산의 중간 값은 2,650억 달러이다. 유럽 방산업체들의 적극적인 증설 추세를 고려하면 실제로는 이보다 더 클 가능성도 존재한다. 유럽이 당면한 우선 순위를 꼽아보면, 단기적으로 우크라이나에 안정적으로 전쟁 물자를 공급하고 빈 재고를 채워야 할 것이며, 조금 더 긴 시계열로는 앞으로의 재침공 가능성에 대비해 미국의 공백을 메워야 한다.

먼저 우크라이나 향 지원 물량을 보면, 유럽은 2022년부터 2025년 6월까지 805억 유로 규모의 군사 지원을 집행했다. 대부분 육군 전력으로 구성되는데, 구체적으로는 장갑차 966대, 전차 675대, 155/152mm 자주포 516대, 다연장로켓 56대, 방공시스템 63대 등이 포함된다. 러·우 전쟁에서 포병 전력 등 육군이 재평가되고 있고, 앞으로 유럽이 싸워야 할 전장과 적도 지금과 크게 다르지 않을 것이라는 점을 고려하면 육군 전력에 대한 수요는 앞으로 증가할 수밖에 없다.

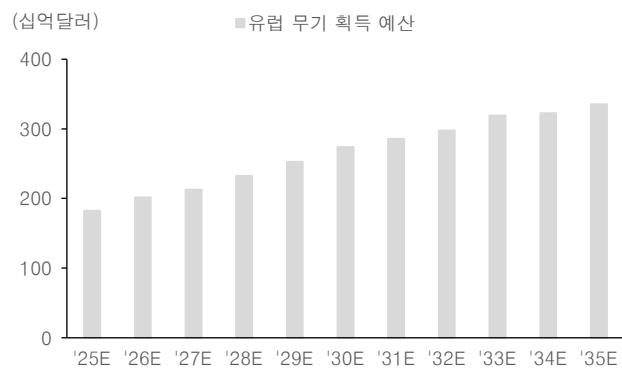
유럽 방위산업 구조가 전투기, 방공시스템, 유도무기 등을 수출하고 기타 재래식 무기들을 수입하는 기형적인 구조로 형성되어 있다. 또한 러시아가 이번 전쟁에서 대부분의 공군과 해군 전력을 소모하지 않았다고 알려졌기 때문에, 유럽 역시 이에 소홀할 수 없는 입장이다.

NATO 유럽의 연평균 무기 획득 비중 추이



자료: NATO, 유안타증권 리서치센터

NATO 유럽 연평균 무기 획득 예산 전망



자료: NATO, 유안타증권 리서치센터

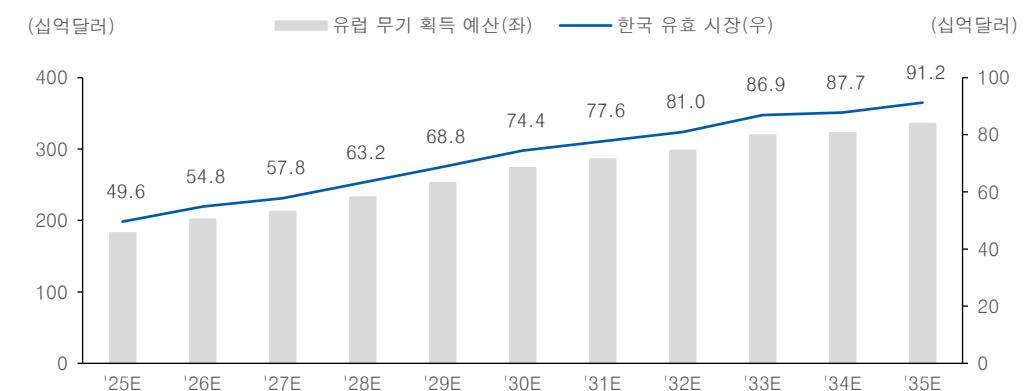
한국의 유효시장(육군 기준)은 연평균 721억 달러 추정

한편, 영국의 싱크탱크 IISS는 미국이 NATO에서 탈퇴하고 유럽 안보에서 손을 뗄 경우, 주유럽 미군이 보유하고 있는 장비를 1대1로 대체하기 위해 필요한 자금을 최소 2,260억 달러에서 최대 3,440억 달러로 제시했다. 비중은 공군 36.4%, 해군 36.4%, 육군 27.2% 순이다. 구체적인 유럽의 소요는 파악하기 어렵기 때문에, IISS가 제시한 비중을 따르면 연평균 2,650억 달러의 무기 획득 예산에서 육군에 할당되는 금액은 약 721억 달러이다.

당연하게도, 러시아가 재침공을 한다면 유럽의 재무장을 기다려주지 않는다. KIEL이 추정한 러시아의 2025년 기준 각 무기체계별 연간 생산량은 전차 1,776대, 장갑차 6,564대, 자주포 672 대이다. 반면, 파악되는 유럽의 전차 및 자주포 연간 생산량은 각각 90대, 408대 수준으로 러시아에 비하면 현저히 부족한 상황이다. 우크라이나를 지원하고 향후의 위협에 대응하기 위해서는 손이 하나라도 아쉬울 수밖에 없다.

이 밖에 다연장로켓시스템도 러-우 전쟁에서 활약하고 있는데, 유럽 자체 생산은 거의 전무하다. 록히드마틴의 HIMARS, 한화에어로스페이스의 천무가 대안으로 꼽히는 상황에서 록히드마틴 역시, 생산량 증가에 난항을 겪고 있는 것으로 파악된다. 따라서 유럽은 육군 전력 확보를 위해 상당 부분 한국에 의존하는 상황이 만들어질 가능성이 높다. 연평균 721억 달러 규모의 육군 전력 확보 예산은 한국 방위산업에게는 유효 시장이 될 것이다.

유럽 내 한국의 유효시장(육군 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

유럽 VS. 러시아 주요 육군 무기체계 연간 Capa 비교

	국가/제품명	전차	자주포
	러시아	1776	672
	유럽(계)	90	418
유럽 전차	Leopard	50	
	Leclerc	10	
	Challenger	30	
유럽 자주포	PzH2000		30
	CAESAR		84
	기타		88
	Bohdana		216

자료: KIEL, 언론종합, 유안타증권 리서치센터

한국의 실질적 파이는?

한국의 유효 시장 721억 달러 중 상당 부분은 현지 생산이 불가피할 전망이다. 유럽이 역내 조달을 위한 실질적인 유인책을 펼치고 있기 때문이다. 3월 발표한 유럽 재무장 계획에 포함된 재정 패키지에는 1)EU 재정 준칙 적용 예외를 통해 회원국의 방위 지출이 GDP 1.5%까지 확대될 경우 4년간 6,500억 유로 규모 투자 가능 재원 확보, 2)유럽 '공동 방위' 조달을 위한 신규 재정을 통해 역내 회원국들이 핵심 방위역량 물품 조달 신청 시 총 1,500억 유로 규모의 저금리 대출 지원(이하 SAFE 프로그램)이 포함된다.

SAFE 프로그램은 무기 공동구매를 위한 최대 45년 만기의 저금리 대출 프로그램이다. 완제품 가격의 최소 65%는 EU-유럽경제지역, EFTA(유럽자유무역연합: 스위스, 노르웨이, 아이슬란드 등), 우크라이나의 계약자 및 하청업체에서 구매해야 한다. 나머지 35%는 안보협정이 체결된 비 EU 국가(한국, 일본 등)로부터 조달이 가능하다.

EU 집행위와 별도의 양자 협정을 체결하면 최대 65%까지 안보협정이 체결된 비 EU 국가에서 조달이 가능하도록 제한이 해제될 수 있다. 다만, 양자협정 체결 요건은 다소 까다롭다는 평가가 이어지고 있다. 1)유럽 내에 생산시설 보유와, 2)참여 국가의 EU 향 재정 기여 동반 등이 있다. 한국도 공식적으로 참여 의향서를 전달한 것으로 파악된다.

지난 8월, EU 27개국 중 19개국에서 총 1,500억 유로의 프로그램 참여를 신청했고 첫 집행은 2026년 초로 예정되어 있다. 주목할 점은 폴란드 437.4억 유로, 루마니아 166.8억 유로 집행으로 전체 신청국 중 1~2위 해당한다는 것이다. 양 국가는 한국 방위산업의 최대 고객이자, 현지 생산 공장 가동이 예정되어 있는 지역이다. 아직 결과가 나오지 않았지만, 한국도 유럽 현지 파트너로서 부각될 가능성성이 높아지고 있다.

SAFE 프로그램 내 공동조달 대상 방산 제품은 한정되어 있는데, 탄약 및 미사일, 포병 시스템, 방공 시스템 등이 포함된다. 탄약과 포병 시스템이 포함된다는 점에서 폴란드와 루마니아에 현지 생산 공장을 짓고 있는 한화에어로스페이스를 주목할 필요가 있다. 현대로템은 폴란드 현지에 K2전차 조립 JV 설립을 앞두고 있어, 동 프로그램의 수혜로 볼 수 있겠으나 전차가 해당 카테고리에 포함되는지 여부는 모호한 부분이 있다. 또한 유럽이 전차 생산량 확대에 적극적이지 않다는 부분과 전차의 비대칭 전력인 드론 시스템을 적극적으로 확대하려고 하는 움직임은 현대로템에 리스크 요인으로 작용할 수 있다.

한국 주요 방산업체들은 SAFE 프로그램에 참여할 수 있는 기반이 마련되어 있는 것으로 판단된다. 최대 65%까지 역외 조달 대상 제품이 될 가능성이 높을 것으로 예상된다. 대출 프로그램 외에 자체적인 국방 예산 확대를 위한 6,500억 유로 규모의 재정준칙 예외 조항도 포함되어 있다. 한국의 유효 시장 721억 달러 중 약 80%의 금액인 649억 달러가 유효 수출액으로 이어질 것이라 추정한다. K9 자주포의 글로벌 점유율은 50% 이상이며 유럽 시장에서는 폴란드 대형 수출로 인해 실질적으로는 더 높을 수 있다. 이에 점유율 50%로 가정하면 연평균 324억 달러의 수출액이 예상된다. 참고로 점유율 10%p 당 연간 65억 달러 수준의 변동이 있을 수 있다.

EU, Readiness 2030 주요 내용

구분	주요 내용	세부 내용
회원국 간 핵심 방위역량 격차 해소	핵심 역량 구축 우선순위	회원국 간 방위역량 격차를 확인하고 이를 해소하기 위해 방위력 강화 우선순위 7개 분야 제시. 1)항공 및 미사일 방어 시스템 구축, 2)포병 시스템 현대화, 3)탄약 및 미사일 비축 및 생산 역량 강화, 4)드론 및 드론 대응 시스템 구축, 5)군사 운송을 위한 네트워크 구축, 6)AI, 양자컴퓨팅, 사이버 전자전 역량 개발, 7)전략적 군수 지원 및 핵심 인프라 보호 등
	격차 해소를 위한 협력 강화	공동조달 등 국방 강화를 위한 회원국 간 협력 체제를 수립하여 효율적 강화 방안 모색
	군사 이동성 및 인프라 확충	역내 회원국 간의 군사 물자 및 군대 이동성 강화, 인프라 구축 등
우크라이나 군사 지원 확대	탄약, 방공시스템, 미사일, 드론 장비 등 군사지원을 확대	우크라이나와 역내 방위산업 및 장비시장의 통합을 적극적으로 추진
역내 방위산업 강화	방위산업의 제한적인 생산성 보완 및 총 수요 확대	EU 차원의 대규모 단일 방산 장비시장 구축, 회원국 간 규제 조화 및 절차 간소화 추진
역내 방위 분야 지출 대폭 확대	ReArm Europe Plan	방위산업 구축을 위한 전폭적인 재정 확대 방안으로 ReArm Europe 의 구체적 조치를 추진, 회원국 방위 장비 공동조달에 최대 1,500억 유로 EU 예산을 지원할 수 있도록 새로운 재정 도구인 SAFE Instrument 수립을 제안

자료: Kotra, 유안타증권 리서치센터

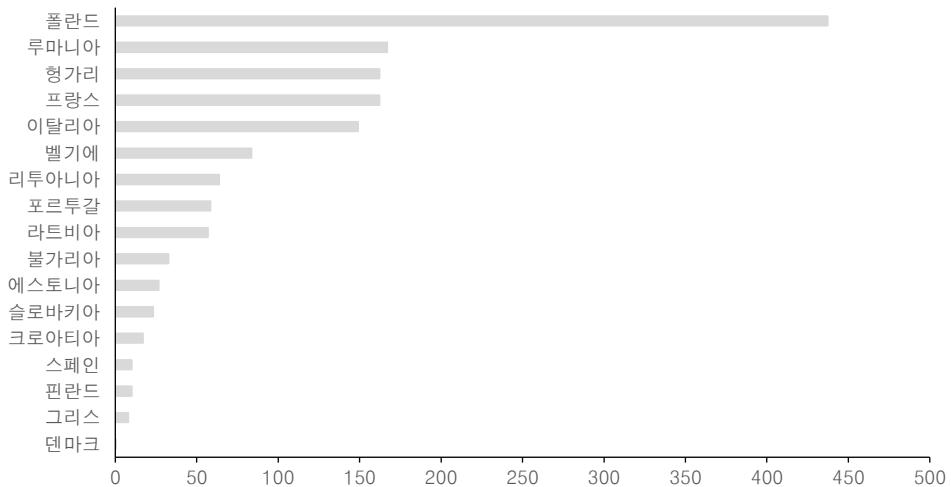
방위 장비 공동조달을 위한 SAFE Instrument

구분	내용
개요	방위 분야에 긴급히 공공투자를 확대하기 위해 신규 재정 도구인 SAFE Instrument 수립을 제안
주요 내용	SAFE 를 통해 회원국의 방위 장비 공동조달에 최대 1,500억 유로의 자금을 대출 기반 메커니즘으로 지원할 예정. 재원은 EU 채권 발행을 통해 마련
SAFE 재정 지원	지원 대상은 EU 회원국에 한정, 최소 2개국 이상이 참여하는 방위 장비 공동조달 시 대출 및 부가세 면제 등의 혜택을 제공, 각 회원국은 대출 지원금의 최대 15%를 선불로 지급 가능, 요청한 대출 기한은 30.12.31, 가장 많은 대출을 받은 3개 회원국 대출 합계가 최대 지원 금액의 60% 초과 불가
SAFE 공동조달 참여 대상	EU 회원국과 EEA, EFTA 회원국과 우크라이나를 비롯해, EU 후보국과 잠재적 후보국, EU 와 안보 및 방위 파트너십을 체결한 제 3국 등이 참여 가능 EEA: EU 27개국, 아이슬란드, 리히텐슈타인, 노르웨이 EFTA: 아이슬란드, 리히텐슈타인, 노르웨이, 스위스 EU 안보 및 방위 파트너십 국가: 한국, 일본, 알바니아, 북마케도니아, 몰도바
최종 공동조달 제품 요건	최종 제품 예상 비용의 최소 65%에 해당하는 부품이 EU 나 EEA, EFTA, 우크라이나에서 생산
공동조달 방산 제품	카테고리 1: 탄약 및 미사일, 포병 시스템, 소형 드론 및 관련 드론 대응 시스템, 핵심 인프라 보호, 사이버 및 군사 기동성에 관련된 제품 카테고리 2: 항공 및 미사일 방어체계, 소형 드론 및 관련 드론 대응 시스템, 우주 자산 보호, 인공지능 및 전자전 관련 제품

자료: Kotra, 유안타증권 리서치센터

SAFE 프로그램 신청 현황

(억 유로)



자료: EU, 유안타증권 리서치센터

한국 유효 수출액 추정

(단위: 십억 달러)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	계	연평균
한국 유효 시장	49.6	54.8	57.8	63.2	68.8	74.4	77.6	81.0	86.9	87.7	91.2	792.9	72.1
한국 점유율													
한국 수출액	24.8	27.4	28.9	31.6	34.4	37.2	38.8	40.5	43.4	43.9	45.6	396.5	36.0
역내 조달 비중													
한국 유효 수출액	22.3	24.7	26.0	28.4	30.9	33.5	34.9	36.4	39.1	39.5	41.1	356.8	32.4

자료: 유안타증권 리서치센터

유럽 대표업체 VS. 한국 대표업체

2024년 기준 글로벌 Top 100 방산 기업 중 유럽 기업은 29개로 합산 매출은 전년 대비 18.6% 상승한 약 1,481억 달러를 기록했다. 적극적인 인수합병과 증설을 통해 높은 성장률을 기록한 것으로 파악된다. 파이낸셜 타임스의 위성 데이터에 따르면 유럽 방산업체들은 700만m²가 넘는 지역에서 시설을 새롭게 건설하거나 확장 중이며, 이는 기존 생산 시설의 1/3에 해당하는 규모라고 전해진다. 그 중에서도 가장 큰 확장이 이뤄진 곳으로 독일의 라인메탈과 혼가리 국영 방위회사 N7 홀딩스의 탄약 증설 프로젝트를 꼽았다.

라인메탈은 공격적인 증설을 통해 역내 수요 대응에 가장 적극적인 업체이다. 특히, 155mm 탄약 부문에서 2022년 이전 연 7만 발 생산에 불과했지만, 2024년 70만 발 생산까지 확대했고, 2027년까지 110만 발을 목표로 증설을 추진 중이다. 이 밖에도 레오파르트 전차, PzH 2000 자주포 등의 생산에 참여하고 있으며, KF41 링스 장갑차, 방공시스템 등을 주력 사업으로 영위한다. 한화에어로스페이스와 상당 부분 품목이 겹치고, 실질적으로 경쟁 관계에 있는 회사이기도 하다.

2025년 연초부터 한화에어로스페이스 12M Fwd PER은 연초 12.1배에서 28.7배로 약 2.4배 상승, 라인메탈은 연초 19.2배에서 62.5배로 3.3배 상승했다. 두 회사의 Fwd PER 추이를 보면, 유럽이 재무장을 선언한 3월, NATO GDP 대비 5% 룰이 구체화된 5~6월 등 두 차례에 걸쳐 캡이 확대되었다. 이를 단적으로 분석해보면, 유럽 시장 내에서 메인 플레이어로 활약 가능 여부의 차이라고 판단된다.

올해 유럽이 재무장을 선언하면서 발표한 재정패키지에 까다로운 역내 조달 조건이 붙었다. 이에 역외 업체 향 주문은 대기 수요로 상당 부분 전환됐을 것이다. 반대로 라인메탈은 유럽 내에서도 국방 예산 확장에 가장 적극적인 나라이 독일 회사이기 때문에 유리한 것도 분명 맞다. 반대로 분석해보면, 라인메탈은 대규모 증설 불확실성이 높은 상황이고 한화에어로스페이스는 이미 K9 자주포, 천무, 천무 미사일 등 램프업을 마친 상태로 신속하게 공급이 가능한 상태라고 볼 수 있다. 라인메탈의 증설 불확실성은 이번 2분기 실적 발표에서 드러났다. 스페인 탄약공장 규제 승인 지연, 트럭 공장 Capa 한계에 따른 이연 등으로 컨센서스를 하회했다.

앞서 언급했듯이, 유럽도 불가피하게 한국 업체에 의존할 수밖에 없는 상황이다. 한국 업체도 유럽 시장 내 수요 대응을 위해 적극적인 투자를 진행하는 Win-Win 관계로 발전해가고 있다. 2026년 초 SAFE 프로그램의 첫 대출 집행이 개시된다. 한국 방산업체의 대형 고객들이 적극적으로 참여하는 프로그램인 만큼, 대기 수요가 실 수요로 전환된다면 멀티플의 캡이 줄어드는 계기가 될 수 있다고 판단된다.

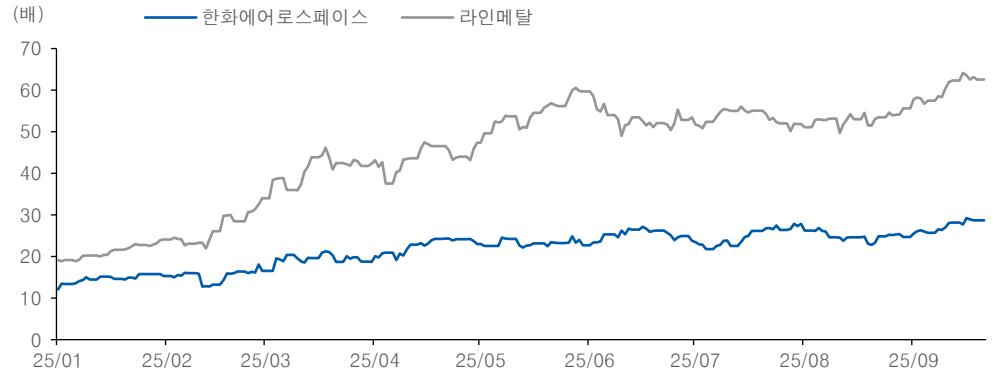
유럽 내 글로벌 Top 100 방산 기업

(단위: 십억 달러)

2024년 순위	2023년 순위	회사	국가	2024년 방산 매출	2023년 방산 매출	YoY(%)
계				148.1	125.0	18.6
6	7	BAE Systems	U.K.	32.3	27.6	17.1
10	17	Thales	France	15.9	10.6	50.1
13	14	Leonardo	Italy	13.8	12.4	11.3
14	13	Airbus	Netherlands/France	12.7	12.9	-1.5
18	20	Rheinmetall AG	Germany	8.2	5.5	50.1
25	23	Rolls-Royce	U.K.	5.7	5.1	12.4
26	29	Saab AB	Sweden	5.5	4.4	26.7
27	NEW	MBDA	France	5.3	4.9	8.9
29	30	Safran	France	5.2	4.4	17.1
32	27	Naval Group	France	4.8	4.6	3.4
35	38	Dassault Aviation	France	4.2	3.2	30.0
36	34	Babcock International	U.K.	4.1	3.8	10.6
37	36	KNDS	Netherlands	4.1	3.6	15.2
49	49	Ukrainian Defense Industry	Ukraine	3.0	2.2	36.3
51	53	QinetiQ	U.K.	2.4	2.4	3.6
52	54	Hensoldt AG	Germany	2.4	2.0	21.3
54	62	Polish Armaments Group	Poland	2.3	1.4	58.3
55	48	Fincantieri S.p.A.	Italy	2.2	2.2	-2.1
59	59	Kongsberg Gruppen ASA	Norway	2.1	1.7	21.0
64	45	Serco	U.K.	1.9	1.9	1.6
69	65	Eaton	Ireland	1.6	1.4	18.3
77	69	Melrose	U.K.	1.3	1.3	-1.1
82	87	Diehl Group	Germany	1.2	0.9	37.1
84	74	Navantia	Spain	1.2	1.1	0.8
87	86	Indra Group	Spain	1.1	0.9	26.2
88	99	SES S.A.	Luxembourg	1.1	0.6	93.7
95	93	RENK Group	Germany	0.9	0.7	26.6
97	91	Nammo	Norway	0.8	0.7	14.7
98	90	Patria	Finland	0.8	0.7	6.3

자료: Defensenew, 유안타증권 리서치센터

한화에어로스페이스와 라인메탈 Fwd 12M PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

한화에어로스페이스와 라인메탈 상대 Fwd 12M PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

더 뜨거워진 중동. 미국은 못 믿겠고, 유럽은 바쁘다

중동의 2024년 국방 예산은 2,435억 달러로 글로벌 GDP의 9.1% 수준이지만, 2020~2024년 전체 무기 수입의 27% 비중을 차지한다. 평화로웠던 유럽과 다르게 중동은 분쟁의 대명사였다. 이스라엘과 미국의 이란 핵시설 타격 등으로 긴장감은 한층 더 고조되었다. 언제 어디서, 무력 분쟁이 발생해도 이상하지 않은 지역인만큼 무기 수요는 넘쳤으나, 역내 방위산업 업체의 부재로 수입에 의존하는 지역이다.

2020~2024년 중동 무기 시장 점유율은 미국 52%, 이탈리아 13%, 프랑스 9.8%, 독일 7.6% 등으로 구성된다. 동기간 무기 수입 Top 4 국가(카타르, 사우디, 이집트, UAE)의 글로벌 점유율은 19.5%로 중동 무기 수요의 70% 이상을 차지한다. 세부 수입 내역을 보면, 전투기, 방공시스템, 미사일, 선박 등이 대부분을 차지한다. 원유 시추 시설에서 대부분의 부가 창출되고, 가격보다는 성능과 레퍼런스가 보장된 무기체계를 사용해왔기 때문이라고 해석된다.

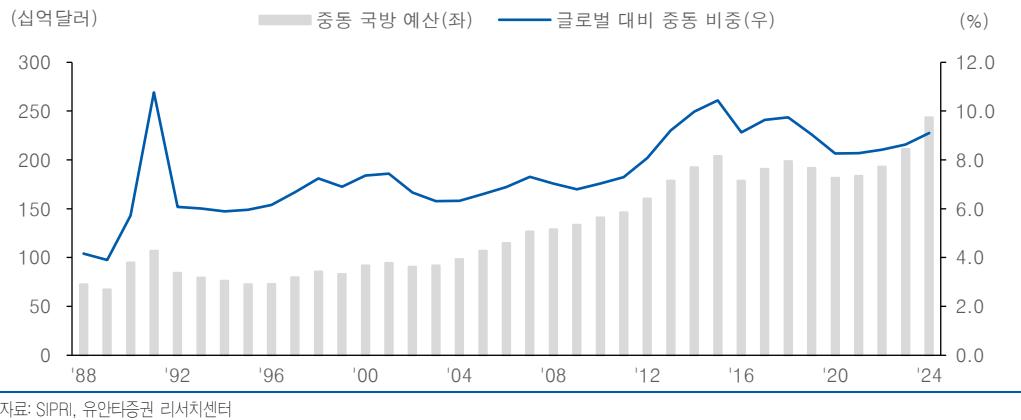
최근, 미국의 대외 신뢰도 하락에 따라 사우디, UAE를 필두로 역내 방위산업 기반을 육성하려는 움직임이 뚜렷하다. 또한 내년 하반기 미군 철수를 앞둔 이라크도 공백을 채우기 위해 한국 무기를 찾고 있는 것으로 파악된다. 유럽에서는 미국산 전투기를 배제하려는 움직임이 나타나고 있고, 역내 시장이 확대되고 있기 때문에 역외 수요 대응이 어려워질 수 있다. 이집트나 이라크 같은 지역은 다수의 러시아제 무기를 보유하고 있으며, 러시아는 수출 대응이 어려운 상황이다. 한국 방위산업으로서는 중동 시장 내 영향력을 확대하기 위한 절호의 기회가 온 셈이다.

특히 전투기나 방공시스템은 미국과 유럽 등 선진국에서는 자체 개발하여 활용하기 때문에, 실질적으로 한국 방위산업이 진출하기 어려운 시장이다. 그러나 중동은 다르다. 이미 천궁-II는 원유 시추 시설이 대부분의 부를 창출하는 사우디, UAE 등과 계약을 체결하고 양산을 앞두고 있는 상황이다. 또한 국내 양산을 앞둔 L-SAM도 중동향 잠재 수출 파이프라인으로 유력한 제품이다. FA-50 역시 이집트 훈련기 현대화 사업에서 유력한 후보로 떠오르고 있고, 개발 후 양산을 앞둔 KF-21은 사우디에서 관심을 표명하고 있다.

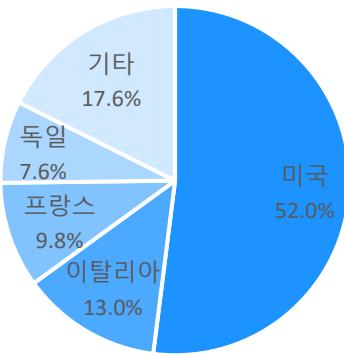
K9 자주포, K2 전차 등 육군 무기체계도 엔진과 변속기가 국산화 되면서 중동 향 수출길이 확대되고 있다. 그 동안 독일산 제품을 사용하면서 무기 금수 조치로 인해 무산되었던 사업이 재개될 가능성이 열렸으며, 자체적으로 수출을 추진할 수 있는 힘이 생겼다. UAE, 이라크 등 다수의 중동 국가에서 K9 자주포와 K2 전차를 활용한 합동 훈련을 진행했던 것으로 파악된다. 지상화력 역시, 중동 향 수출 확대 기대감은 유효한 것으로 판단된다.

한편, 한화에어로스페이스는 사우디아라비아 국가방위부와 합작 법인을 검토하고 있는 것으로 파악된다. 사우디아라비아는 현재 비전2030 계획 하에 국방 지출의 50%를 현지화하는 목표를 세우고 있다. 이에 역외 방산업체와의 합작 및 기술 이전을 적극적으로 추진하고 있는 상황이다. 사우디아라비아는 중동 최대 국방 지출국인 만큼, 장기적인 파트너쉽 관계로 발전할 경우 또 하나의 중장기 성장 동력이 될 전망이다.

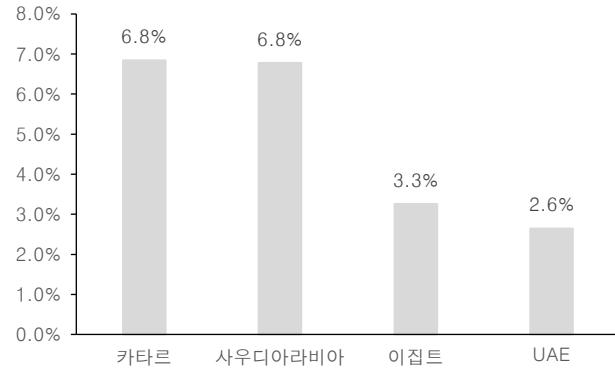
중동 국방 예산 추이



2020년~2024년 중동향 무기 수출 점유율



2020년~2024년 중동 Top 4 무기 수입 국가 글로벌 비중



중동 주요 레퍼런스 및 잠재 파이프라인

기업명	제품명	계약연도	인도연도	국가	계약 규모	대 수	비고
한화에어로스페이스	K9 자주포	2022	TBD	이집트	2조원	216	1)현지생산, 기술이전 및 MRO 등 K9+K10 패키지 수출, 2)2H24 초도 물량 납품 후 잔여 물량 현지 생산 예정이었으나, 엔진 생산국인 독일의 수출 거부로 인해 지연, 3)2024년 엔진 국산화 완료에 따라 계약 진행 예정 1)M109 등 430문 자주포 노후화 대응 필요, 2)2025년 이라크 군 대표단, 한화에어로스페이스 K9 생산 시설 방문, 3)K9 엔진 국산화에 따른 수출 기대
		TBD	TBD	이라크		430	
	천무	TBD	TBD	UAE			1)2019년 독일의 수출 승인 거부로 인해 좌절, 2)엔진 국산화에 따른 수출 기대
		2017	2021	UAE	0.7조원	12	천무 발사대 12대, 유도탄, 군수지원 계약을 포함한 공급계약 사우디측 요청으로 정보 비공개이나 사우디 현지 사진을 통해 천무발사대와 290km 유도탄을 포함한 공급계약으로 추정
		2022	-	사우디	1조원		1) 천무 이집트 수출 계약 협상 진행 중, 현지 언론 보도 2) 현지 생산 및 기술 이전 가능성 有
현대로템	K2 전차	TBD	TBD	UAE	7.7조원	310	1)AMX-30, Leclerc 등 노후 전차 310대 현대화 필요 2) 중동 방산 전시회 IDEX 2025서 K2ME 관련 물밀 협상 보도 1) 21년 이집트와 K2전차 공동 생산 논의 2) 22년 M60A3 노후 전차 교체를 위한 협상 진행 보도
		TBD	TBD	이집트	28.7조원	1150	미군이 철수하는 시기가 임박. 국제 정세가 필요한 나라여서 자국을 보호하기 위해 방어 관련 무기나 제품을 구입해야 함.
		TBD	TBD	이라크			
한국항공우주	FA-50	TBD	TBD	이집트	1.4조원	36	1) 36대 1차 계약 마무리단계 2)이후 총 100대 추가 확대될 가능성, 2차 계약 물량은 KAI 와 AOI 의 협정에 따라 현지 공장 조립
		2013	2020	이라크	1.2조원	24	FA-50 경공격기 24대와 조종사 훈련 등을 포함한 공급 계약
LIG 넥스원	천궁-II	2022		UAE	4.15조원	10	이스라엘제 '바락' 요격 미사일과의 경합에서 승리
		2023		사우디	4.3	10	천궁2 10개 포대 수출 계약 체결
		2024		이라크	3.7조원	8	천궁2 8개 포대 수출 계약 체결

자료: Dart, 언론종합, 유인티증권 리서치센터

남중국해, 중국의 횡포, 러시아의 공백

중국과 미국의 패권 경쟁 속 남중국해를 둘러싼 분쟁이 심화되고 있다. 이에 필리핀, 말레이시아 등 기존 고객은 공군과 해군을 넘어 육군 협력 논의도 확대되고 있다. 한편, 러시아의 수출 공백은 한국 방위산업이 2025년 처음으로 공산권 국가에 무기를 수출하는 등 새로운 시장을 개척하는 기회가 되고 있다. 절대적인 규모는 타 지역대비 크지 않지만, 노후화 무기가 많고 중국의 위협이 거세지고 있다는 점에서 수출 잠재력은 높을 것으로 예상한다.

남중국해는 인도양과 태평양을 연결하는 지정학적 요충지로 평가된다. 또한 최소 110억 배럴의 석유와 190조 큐빅미터의 천연가스가 매장되어 있을 것으로 추정되어 경제적 요충지로서의 가치도 높다. 중국은 1953년 남중국해의 80% 이상이 포함된 9단선 지도를 공개한 바 있다. 9단선이 베트남, 필리핀, 말레이시아의 배타적 경제수역과 겹치면서 남중국해를 둘러싼 바다 분쟁이 본격화되었다.

2012년 시진핑 주석 집권 이후 중국은 글로벌 영향력 확대를 위해 일대일로와 9단선 전략을 구체화했다. 남중국해 곳곳에 인공섬을 건설하고, 그 위에 활주로, 레이더 기지, 미사일 격납고 등을 설치하여 거대한 군사기지를 구축하고 있다. 또한 중국은 해군뿐만 아니라, 해경선과 수백 척의 해상 민병대를 동원해 필리핀, 베트남 등 주변국 선박을 지속적으로 괴롭히고 있다. 전면 전을 피하면서 실효 지배를 강화하려는 목적의 회색지대 전술이 지속됨에 따라 남중국해 상 우발적인 충돌 가능성은 높아지고 있다.

이 밖에도 대만은 대중국 공격 가능성에 대비해 즉시 전쟁 대비 훈련을 실시하고 중국 역시 대만 해협 인근에서 군사훈련을 진행하는 등, 남중국해 상의 지정학적 리스크는 지속될 전망이다.

남중국해 영유권 분쟁



자료: AFP, 언론종합

중국 함정과 필리핀 군 보급선 충돌



자료: 필리핀 군

필리핀은 중국과 가장 첨예하게 대립하고 있다. 2013년 아키노 정부부터 3단계, 총 15년에 이르는 군 현대화 사업을 진행하고 있다. 이 과정 속 한국항공우주의 FA-50을 비롯한 한국의 공군 및 해군 무기치계가 도입되었다. 올해 1월부터 군 현대화 사업 3단계인 약 47조원 규모 Re-Horizon 3가 시작되었다. 기존 1~2단계가 내부 치안과 최소한의 방어 능력 구축에 집중했다면, 3단계는 중국의 위협에 직접 대응하기 위한 영토 방어 및 억제 능력 확보에 초점이 맞춰져 있다.

3단계 사업의 일환으로 한국항공우주는 올해 FA-50 12기 추가 도입에 대한 계약을 체결했으며, 국내 양산을 앞두고 있는 KF-21에 대한 수출 기대감도 높아지고 있다. 이 밖에도 LIG넥스원의 천궁-II, 한화에어로스페이스의 천무 등의 도입 논의가 진행되는 등 필리핀 내 한국 무기의 저변은 확장세가 지속될 것으로 전망한다.

베트남은 남중국해 상에서 중국과 인공섬 전쟁을 확대하고 있다. 베트남은 2024년 본격적인 인공섬 매립을 추진하며, 중국 인공섬의 70% 수준까지 따라잡은 것으로 파악된다. 중국은 이에 대해 중국의 고유 영토라며, 필요시 모든 조치를 취할 것이라며 군사적 대응을 시사한 바 있다.

베트남은 올해 K9 자주포 도입을 결정하면서 11번째 K9 운용국 대열에 합류했다. 이는 한국 방위산업의 공산권 국가에 대한 첫 수출이라는 의의가 있다. 참고로 베트남의 누적 무기 수입은 러시아(소련)의 비중이 87.3%에 달한다. 주목할 점은 베트남은 중국과 육상과 해상으로 1,000km 이상의 국경을 맞대고 있어, 1)이번 도입한 K9 자주포 25문은 테스트 물량에 불과할 가능성이 높고, 2)노후화된 러시아제 무기 대체 수요가 많은 동남아시아에서 한국 무기의 위상이 올라가고 있다는 점이다. 이 외에도 방위산업 협력을 원하는 베트남과 한국의 정부간 협력이 확대되고 있어, 장기 파트너쉽 관계로 발전이 기대된다.

말레이시아는 앞선 두 나라처럼 직접적인 분쟁보다, 조용히 군 현대화 사업을 진행하며 만일의 사태에 대비하고 있다. 전투기 현대화 사업으로 한국항공우주와 2023년 FA-50 18대 도입 및 18대 추가 도입 옵션 계약을 체결한 바 있다. 올해 말레이시아의 주력 전투기 중 하나인 F/A-18D는 추락사고가 발생하는 등 군 전력 노후화 문제가 대두되고 있는 상황이다. 이 밖에 MIG-29, Su-30MKM 등의 주력 전투기도 노후화로 교체를 추진하는 것으로 파악된다. 말레이시아 공군은 42대의 전투기를 운용하고, 교체 주기가 임박함에 따라 FA-50 추가 옵션 행사 및 KF-21에 대한 도입 가능성성이 높을 것으로 기대된다.

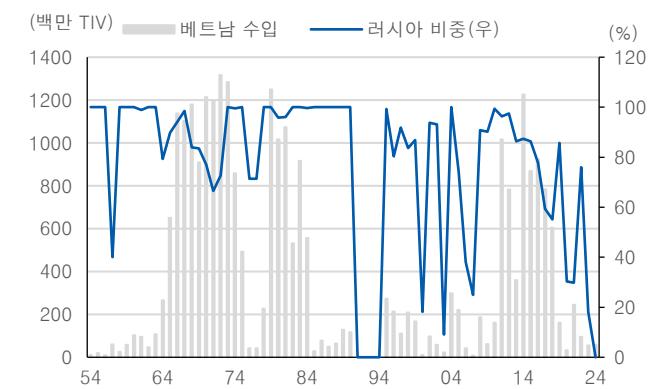
한편, 말레이시아는 기존 다연장로켓인 Astro-II 36대의 현대화 사업에서 천무 다연장로켓이 유력 후보로 부상하고 있다. 다만, 지난 7월 미국과 말레이시아의 합동 훈련에서 록히드마틴의 HIMARS와 Astro-II의 실사격 훈련이 포함되었다는 보도가 있었다. 이는 HIMARS와의 수주 경쟁에서 한 발 뒤쳐져 있다는 것을 뜻한다. 그러나, HIMARS의 납기 지연 문제가 해소되지 않는 등, 천무의 수출 기대감은 유효한 것으로 판단된다.

남중국해 분쟁 속 한국 방산 기수주 및 잠재 파이프라인

	기업	제품명	계약연도	인도연도	국가	계약 규모	대 수	비고
기수주	한화에어로스페이스	K9 자주포	2025	TBD	베트남	0.35조원	25+	GtoG 계약 체결, '33년까지 총 108문 인도 기대
		K9 자주포	TBD	TBD	베트남	1조원	73	2025년 GtoG 계약 체결에 따른 후속 물량 기대
잠재	천무	TBD	TBD	말레이시아			36	1) 구형 다연장로켓 "Astros-II" 36문 교체 사업 2) 2025년 2분기까지 RFP 제출 후 26년 최종 사업자 결정 3) 한화에어로스페이스 말레이시아 방산 기업 'WBG'와 천무 수출을 위한 MOU 체결
		2014	2017	필리핀	0.4조원	12		필리핀 공군 다목적 전투기 구매사업에 FA-50 12대 정부 간 무역(G2G) 방식으로 공급. 당시 경쟁기종(스웨덴 그리펜, 이탈리아 M-346, 영국 호크)
기수주	한국항공우주	FA-50	2025	2030	필리핀	1조원	12	FA-50 경공격기 12기와 후속 군수지원을 포함한 공급계약
		2023	2029(E)	말레이시아	1.2조원	18	FA-50 경공격기 18대와 항공기 운영을 위한 후속 지원 공급계약. 2차 18대 추가 도입 계획 有	
잠재		TBD	TBD	말레이시아	1.2조원	18	1) 말레이시아 2차 사업	
잠재	LIG 넥스원	천궁-II	TBD	TBD	말레이시아		-	1) 말레이시아 2032년까지 2억 308만 달러 규모 지대공 미사일 획득사업 진행, 2) 말레이시아 정부 방공 역량 보강을 위한 LIG 넥스원의 천궁 도입 검토 3) LIG 넥스원 말레이시아 지사 개소
			TBD	TBD	필리핀		-	1) 향후 10년간 약 48조원을 배정하는 '리 호라이즌 3 (Re-Horizon)' 계획 승인 2) LIG 넥스원 필리핀 마닐라 'ADAS 2024' 참가해 주력 유도 무기 흥보

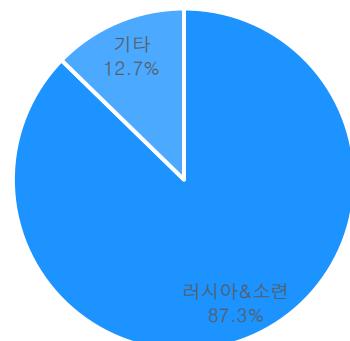
자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터 / 주: 잠재 물량 관련 세부 사항은 예정 사항 포함

베트남 무기 수입과 러시아(소련) 비중 추이



자료: SIPRI, 유안타증권 리서치센터

베트남 1954~2024년 무기 수입 누적 비중



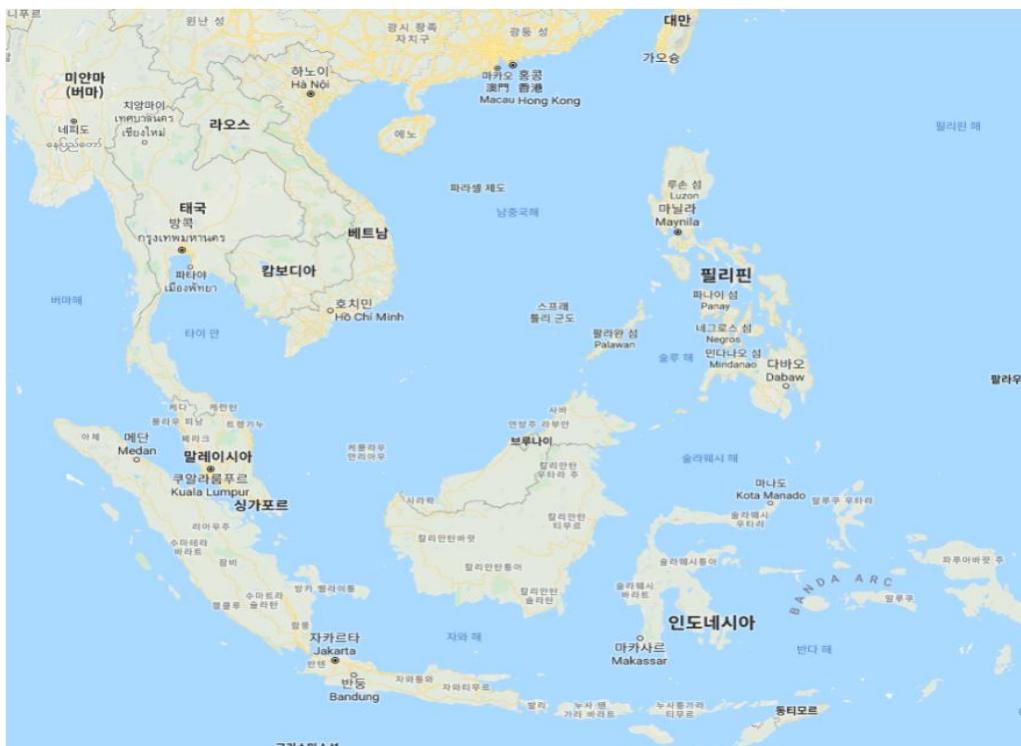
자료: SIPRI, 유안타증권 리서치센터

밀레이시아 전투기/다연장로켓 보유 현황

	구분	제품명	보유 대수	획득 연도	비고
전투기	FTR	MIG-29N	8	1995	가동 불가
		MigG-29UB	2	1995	
	FGA	F/A-18D	8	1990년 초	일부만 가동
		Su-30MKM	18	2009	일부만 가동
다연장로켓	MLRS	Astro-II	36	2001/2007	

자료: SIPRI, 유안타증권 리서치센터

남중국해 관련 지형의 이해



자료: 언론종합

한국 방위산업의 근간

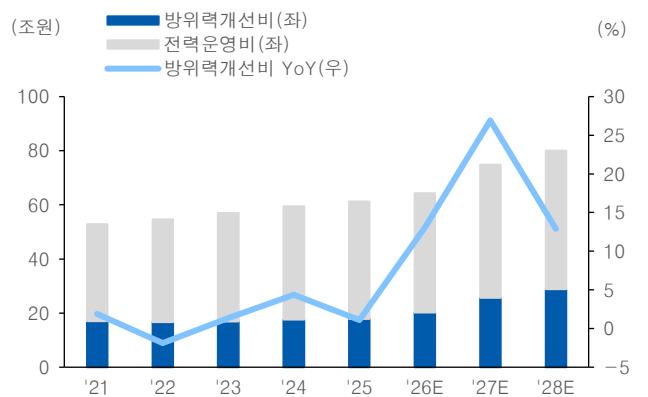
한국 방위산업의 근간은 70여 년간의 남북 대치 상황이라는 특수성에서 비롯되었다. 끊임없는 연구 개발과 양산 경험 등 내수 시장의 장기 수요가 오늘날 글로벌 시장에서 가격과 납기, 성능 및 기술력을 인정받는 계기가 된 만큼, 간과해서는 안될 것이다.

2026년 한국 국방 예산은 66조 2,947억원으로 전년 대비 8.2% 증가하며 7년 만에 최대폭으로 증가하였다. 이 중, 방위력 개선비는 20조 1,744억원으로 전년대비 13.0% 증가하며, 한국형 3축 체계 전력 확보 및 미래 기술에 대한 정부의 투자 의지가 반영됐다고 판단한다. 방위력 개선비는 무기체계 획득 및 R&D 등에 사용되는 만큼, 한국 방위산업체의 내수 수요와 직접적인 연관성이 높다. 따라서 높은 상승폭은 향후 내수 시장 확대로 인한 방위산업체의 실적 증가와 수출 시장에서 장기 경쟁력 확보로 이어질 수 있다.

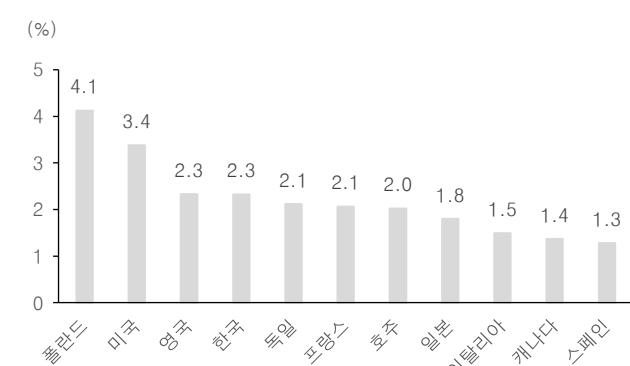
높은 국방 예산 상승폭에도 불구하고, 실제 2026년 방위력 개선비는 2024~2028년 국방중기계획 상 2026년 목표 22.3조원 대비 약 90% 수준이다. 참고로 2028년 계획된 국방 예산은 28.9조원으로 이를 달성하기 위해서는 향후 2년 간 연평균 19.6% 수준의 증액이 이루어져야 한다.

최근 트럼프는 한국을 포함하여 아시아 동맹국들도 유럽과 같이 GDP의 5%를 국방 예산으로 지출해야 한다고 강조하고 있다. 한국의 2025년 국방예산은 61조 2,496억원으로 GDP 대비 2.3% 수준이다. 5% 수준까지 확대하기 위해서는 약 70조원, 유럽과 같이 직접 국방비 3.5%로 확대하기 위해서는 약 30조원이 추가로 확대되어야 하는 것이다. 단기간에 달성하기 어려울 것으로 보인다. 다만, 한국은 예산 상승폭 확대를 통해 대응할 가능성이 높다고 판단된다. 이는 국방중기계획 상 2028년 방위력 개선비 목표를 달성하는 데에는 긍정적으로 작용할 전망이다.

한국 국방 예산 추이 및 전망

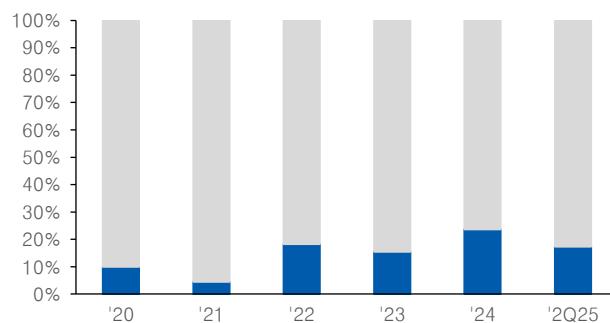


미 주요 동맹국 GDP 대비 국방 예산



LIG 넥스원 매출 비중 추이

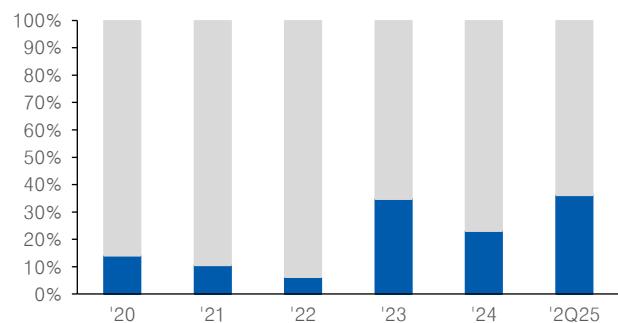
■ 수출 ■ 내수



자료: LIG 넥스원, 유안타증권 리서치센터

한국항공우주 매출 비중 추이

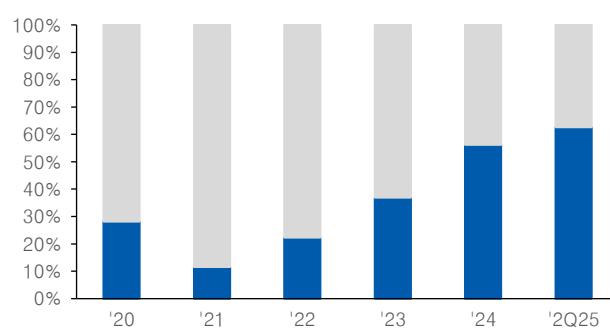
■ 수출 ■ 내수



자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

한화에어로스페이스 매출 비중 추이

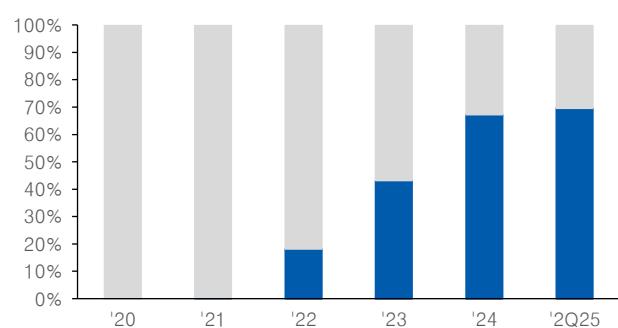
■ 수출 ■ 내수



자료: 한화에어로스페이스, 유안타증권 리서치센터

현대로템 매출 비중 추이

■ 수출 ■ 내수



자료: 현대로템, 유안타증권 리서치센터

한국형 3축 체계 고도화

한국의 미래이자 국방중기계획의 핵심이라고 볼 수 있는 한국형 3축 체계는 북한의 핵과 미사일 위협에 대응하기 위한 한국군의 독자적인 국방 전략이다. 킬체인(1축), KAMD(2축, 한국형 미사일 방어체계), KMPR(3축, 대량응정보복)의 세 개의 축으로 분류되며, 개별 무기 체계가 아닌 복합적인 대응 시스템이라고 볼 수 있다. 중동에서 수출 호조를 보이고 있는 천궁-II는 KAMD에서 중고도 방어를 담당하고 있으며, 양산을 앞둔 KF-21은 킬체인과 KMPR의 핵심전력으로 꿈힌다.

킬체인, 선제타격 개념으로 북한이 미사일 발사 등 도발을 감행할 징후가 명확할 때, 위협 원점을 사전에 탐지하고 결심하여 타격하는 공격적인 방어 시스템이다. 정찰위성, 정찰기, 이지스함 등으로 북한의 미사일 기지와 이동식 발사대를 24시간 감시한다. 발사 징후가 포착되면, F-35 스텔스기, KF-21, 현무 계열 탄도미사일, 잠수함 발사 탄도미사일 등 고위력 정밀 타격 무기를 동원해 발사 이전에 무력화시키는 것이 목표이다.

KAMD, 미사일 요격 개념으로 만약 킬체인을 뚫고 북한이 미사일을 발사했을 경우, 한국 영토로 날아오는 미사일을 공중에서 요격하여 무력화하는 다층 방어 시스템이다. 고도별로 저고도(20km 이하), 중고도(20~40km), 고고도(40~150km)로 방어로 구분된다.

KMPR, 압도적 응징 개념으로 북한이 핵무기 사용 등 치명적인 공격을 감행하여 우리에게 피해가 발생했을 경우, 북한의 전쟁 지도부와 핵심 시설을 제거하고 초토화하여 전쟁 수행 의지와 능력을 완전히 파괴하는 보복 전략이다. 3축 체계의 마지막 단계로 북한의 공격 이후 즉각적으로 활성화된다. 현무 5 탄도미사일, 병커버스터, 특수부대 등을 동원해 평양의 지휘부 등 핵심 표적을 정밀 타격하거나, 특정 구역을 완전히 초토화시키는 것을 목표로 한다.

각 축에 포함된 시스템의 높은 상호 운용성은 패키지 수출에서 경쟁력을 보이고 있다. 일례로, 천궁-II를 도입한 국가에서 올해 개발이 완료된 고고도 방공 시스템 L-SAM 도입하거나, 천궁-II와 L-SAM을 동시에 도입하려는 문의가 이어지고 있는 것으로 파악된다.

한국 방위산업은 글로벌 시장에서 초격차를 갖춰 나가고 있다고 판단된다. L-SAM은 2010년 정부 소요 제기 이후, 2019년부터 체계 개발, 2024년 개발 완료 후 2025년 양산, 2027년 전력화 완료가 예정된 약 20년에 걸친 사업이다. 개발비만 약 1.1조원에 달하는 것으로 파악된다. 또한 후속 무기로 천궁-III, L-SAM II 등이 개발되고 있다. 방공시스템은 하나의 예시일 뿐, 글로벌 시장을 장악해 나가고 있는 K9 자주포, K2전차, 천무 등 후속 개발 사업이 진행되고 있다. 한국 방위산업은 70여 년간 대치 상황이라는 특수한 안보 지형 속 특별해졌고, 특수해진 글로벌 안보 지형에서 결실을 맺을 것으로 전망한다.

한국형 3축 체계 개념도



자료: 한화

한국형 3축 체계 주요 무기 및 관련 업체

축	역할	무기체계	관련 업체
킬체인	감시/정찰	군 정찰위성 (425 사업) 고고도 무인정찰기 (글로벌 호크)	LIG 넥스원, 한화시스템, 셰트렐아이 노스롭 그루먼, LIG 넥스원(신호정보)
	정밀 타격	현무 계열 탄도 · 순항미사일 F-35A 스텔스 전투기 KF-21 보라매 전투기 잠수함 발사 탄도미사일 (SLBM)	LIG 넥스원, 한화에어로스페이스 록히드마틴 한국항공우주(체계종합), 한화시스템(레이더) LIG 넥스원(미사일), 한화오션(잠수함)
KAMD	고고도	L-SAM (장거리지대공유도무기) 사드 (THAAD)	LIG 넥스원(체계 종합, AAM), 한화에어로스페이스(ABM), 한화시스템(레이더) 록히드마틴
	중고도	천궁-II (M-SAM) 패트리엇 (PAC-3)	LIG 넥스원(유도탄), 한화시스템(레이더), 한화에어로스페이스(발사대) 레이시온, 롱히드마틴
	저고도	LAMD	LIG 넥스원(체계종합)
KMPPR	핵심 타격	현무-5 등 고위력 탄도미사일	한화에어로스페이스 등
	지휘부 제거	F-35A 탑재 정밀유도폭탄 (벙커버스터 등) 특수부대 침투 자산 (헬기 등)	록히드마틴(전투기), 보잉 등(벙커버스터) 한국항공우주

자료: 국방부, 언론종합, 유안타증권 리서치센터



기업분석

한화에어로스페이스 (012450)

한국항공우주 (047810)

현대로템 (064350)

LIG넥스원 (079550)

한화에어로스페이스 (012450)

K-방산의 현재와 미래

2035년 목표: 매출액 70조원, 영업이익 10조원

러·우 전쟁으로 인해 현대전에서 포병에 대한 전략적 중요도가 재평가되고 있다. K-9자주포는 명실상부 글로벌 1위 자주포로 기존 아시아, 중동, 동유럽을 넘어 서유럽, 북미까지 사업 영역을 확대하고 있다. 천무는 유럽 내 미사일 생산 JV 설립을 앞두고 있어 역내 대응을 통해 차세대 K9으로 도약을 준비하고 있다. 양산 경험 증가→신규 수주 확보→양산 물량 확대→차세대 무기 개발의 선순환 구조가 발생하고 있다. 글로벌 시장 내 경쟁 무기체계와 초격차는 이미 형성되어가고 있으며, 더욱 견고해질 전망이다.

3Q25E 매출액 6조 3,567억원, 영업이익 7,289억원

3Q25E 연결기준 매출액 6조 3,567억원(YoY +141.6%), 영업이익 7,289억원(YoY +52.7%, OPM 11.5%)을 기록할 것으로 전망한다. 동기간 지상방산 부문은 매출액 2조 710억원(YoY +25.1%), 영업이익 4,901억원(YoY +11.4%, OPM 23.7%)이 예상된다. 폴란드 K9, 천무 납품 등 국내외 양산 물량 인도가 지속되겠으나, 지상방산 부문의 이익률은 2Q25 31.3%p 대비 하락할 것으로 예상한다. 2Q25 개발비 및 판매비가 고객사의 요청에 따라 이연된 것으로 파악되어, 비용을 반영하는 과정에서 이익률은 하락이 불가피하기 때문이다. 그러나 연간으로 보면 양산 경험 확대 및 학습 효과에 따라 유의미한 이익률 개선이 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 1,280,000원으로 커버리지 개시

한화에어로스페이스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 1,280,000원으로 커버리지를 개시하며, 업종 내 최선호주로 제시한다. 지상방산 부문은 유럽 시장에서의 성과를 필두로, 전사 실적 성장을 견인하고 있고 잠재 수출 파이프라인도 다수 존재한다. 또한 적극적인 현지 법인 투자로 한 발 앞서 나갈 수 있는 기반을 마련하고 있다.

Quarterly earning Forecasts

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(십억원, %)
매출액	6,357	257.0	0.7	6,692	-5.0	
영업이익	729	67.2	-15.7	896	-18.6	
세전계속사업이익	791	136.9	68.6	815	-2.9	
지배순이익	493	54.8	147.2	454	8.5	
영업이익률 (%)	11.5	-13.0 %pt	-2.2 %pt	13.4	-1.9 %pt	
지배순이익률 (%)	7.8	-10.1 %pt	+4.6 %pt	6.8	+1.0 %pt	

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	2023A	2024A	2025F	2026F
결산 (12월)				
매출액	7,890	11,240	26,935	28,876
영업이익	594	1,732	3,314	3,791
지배순이익	818	2,299	3,018	3,416
PER	6.7	5.4	16.7	15.4
PBR	1.6	2.3	4.3	3.4
EV/EBITDA	9.6	12.8	17.3	14.8
ROE	25.6	53.9	35.3	24.8

자료: 유안타증권



백종민 방산/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 1,280,000원 (I)

직전 목표주가 -원

현재주가 (9/19) 1,022,000원

상승여력 25%

시가총액 526,978억원

총발행주식수 51,563,401주

60일 평균 거래대금 2,134억원

60일 평균 거래량 235,852주

52주 고/저 1,041,000원 / 274,733원

외인자본율 44.77%

배당수익률 1.07%

주요주주 한화 외 6 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 23.6 9.4 257.9

상대 13.0 (5.4) 168.1

절대 (달러환산) 23.3 8.4 241.3

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

기업개요

국내 유일 육·해·공을 아우르는 종합방산업체

한화에어로스페이스는 1977년 삼성정밀공업으로 설립되었다. 2000년 삼성테크원으로 사명 변경 이후, 2015년 최대주주였던 삼성전자가 (주)한화로 매각, 2018년 한화테크원에서 한화에어로스페이스로 사명이 변경되었다.

동사는 인수 합병과 (주)한화의 그룹사 사업 재편을 통해 육·해·공을 아우르는 종합방산업체로 거듭났다. 2015년 한화에어로스페이스(구 삼성테크원, 항공엔진 등), 한화시스템(구 삼성탈레스, 레이더 및 위성탐지체 등), 2016년 한화디펜스(구 두산DST, 대공무기체계·장갑차 등), 2021년 쎄트렉아이(위성시스템 등), 2023년 한화오션(구 대우조선해양, 잠수함, 전투함 등)을 인수하며 육·해·공 역량을 확보했다. 2023년부터 (주)한화 그룹사의 방산부문을 통합, 2024년 비방산부문 인적분할을 통해 지금의 동사가 탄생하게 됐다.

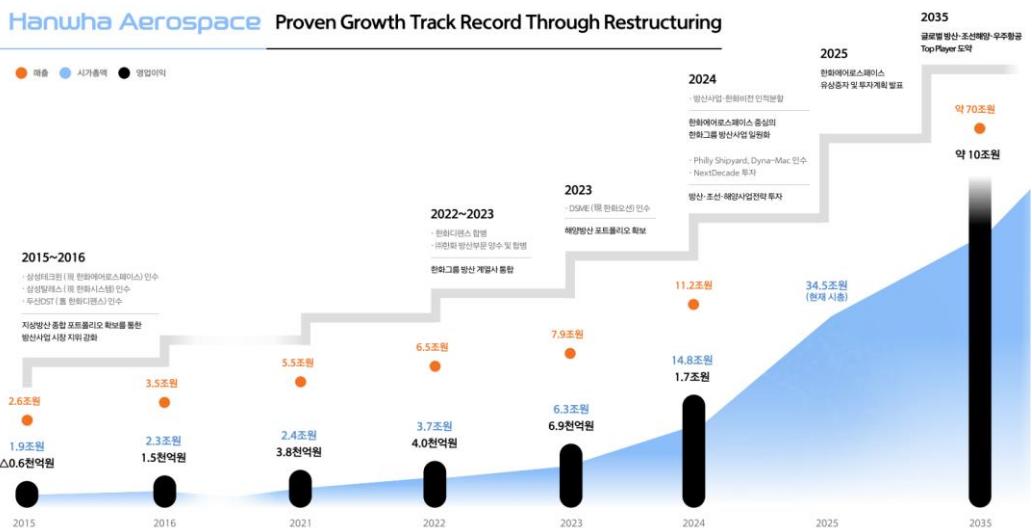
주력 제품으로 지상방산의 K9 자주포와 천무 다연장로켓, 레드백 장갑차가 있다. 폴란드 계약을 시작으로 대규모 수출 계약 지속되며 실적 성장을 주도하고 있다. 항공우주는 군수와 민간으로 구분되며, 군수 부문은 KF-21, FA-50 등 국내 개발 전투기에 들어가는 F404, F414 항공엔진을 라이센스 생산 및 국산화 엔진 연구개발을 진행하고 있다. 민수 부문은 GE, 롤스로이스, P&W 등 전문 메이저 엔진 업체 향으로 부품을 납품하고 있다. 이 밖에 한화시스템, 한화오션, 쎄트렉아이 등을 통해 레이더, 해양, 우주 사업을 영위하고 있다.

2035년 목표: 매출액 70조원, 영업이익 10조원

동사는 2028년까지 향후 4년간 11조원을 투자해 글로벌 Top 10 방산기업으로 도약하겠다는 포부를 밝혔다. 이 중 6조 2,700억원은 해외방산 거점 확보를 위해 투자할 계획이다. 구체적으로는 폴란드 천무 유도탄 JV 설립, 사우디 국가방위부 합작법인 JV 설립, 미국 장약 스마트팩토리, 루마니아 유럽 지상무기 거점 설립, 이외 해외 조선소 및 친환경 해운 투자 등으로 구성되어 있다. 이 밖에 2조 2,900억원 지상방산 인프라 투자, 1조 5,600억원 연구개발 투자 등이 진행될 예정이다.

동사의 2035년 목표를 달성하기 위해서는 해외 시장 공략이 필수적이라고 판단된다. 러·우 전쟁 장기화와 중동 지역 분쟁 확산 등은 오랜 군축기를 영위했던 글로벌 정세를 확장기로 전환하는 계기가 되었다. 그리고 이 전환기의 핵심 키워드 중 하나는 역내 방위산업 기반 강화이다. 현지 생산과 전략적 파트너쉽 구축은 향후 글로벌 시장 내 생존을 위한 필수 선택이 되고 있다. 동사는 이미 미국, 폴란드, 루마니아, 사우디에 법인 설립을 완료했다. 또한 미국, 호주, 루마니아에 생산 공장 투자를 확대하는 등 글로벌 업체로서의 도약을 위한 사전 준비가 착실히 진행되고 있다고 판단된다.

한화에어로스페이스 성장 로드맵



자료: 한화에어로스페이스

지상방산 부문 주요 제품 라인업



자료: 한화에어로스페이스

투자포인트

1. 포병 전력의 중요성 재평가

라·우 전쟁으로 인해 현대전에서 포병에 대한 전략적 중요도가 재평가되고 있다. 그러나 미국과 유럽의 재래식 무기 생산속도가 전쟁 속도를 따라가지 못한다는 사실은 이미 증명되고 있는 상황이다. 록히드마틴의 COO는 “정부가 생산량을 늘리라고 지시해도 스위치를 켜듯 생산량을 늘릴 순 없다”라고 반복적으로 밝힌 바 있다. 그 이유로는 1)반도체, 모터, 센서 등 핵심 부품은 주문에서 납품까지 1~2년 소요되며, 2)평화배당 시대의 많은 전문인력 이탈 등을 꼽았다.

NATO 유럽은 포병 전력 증강을 중심으로 대대적인 재무장을 추진하고 있으며, 중동 역시 한국의 포병 무기체계에 대한 도입을 추진해왔지만, 금수 조치로 인해 무산되었다. 동사는 유럽의 역내 블록화에 대비하기 위해 현지 생산 법인 및 JV 설립을 추진하고 있다. 또한, 중동향 무기 금수 조치에 문제가 되었던 K9의 엔진은 국산화가 마무리되며 올해부터 이집트 수출 사업에 적용되기 시작했다. 지상방산 부문의 수출 파이프라인 확대가 기대된다.

1-1) K9

동사의 K9은 명실상부 글로벌 1위 자주포이다. 2020~2024년 글로벌 점유율은 50.2%로 전체의 과반이상을 차지하고 있다. 기존 아시아, 중동, 동유럽을 넘어 서유럽, 북미까지 시장의 확대 가능성이 제시되고 있다.

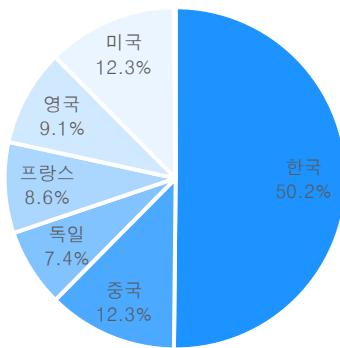
동사는 미 육군 자주포 현대화 사업(SPH-M) 내 라인메탈, 제너럴다이내믹스, 엘빗시스템스, BAE시스템스와 함께 성능 개량 시범 업체 중 하나이다. SPH-M은 기존 ERCA(M109A7의 사거리 연장 사업)가 폐기된 이후, 이를 대체하는 자주포 현대화 사업이다. 주요 목표는 아군 보호와 사거리 및 사격 속도를 높여 적 포병 치사율을 높이는 것이다. 올해 7~9월 1단계 계약 업체 선정, 2026E 추가 경쟁 평가 시험 참여, 2027E 2차 후보군 선정, 2030E 초 전력화 예정이다.

K9은 SPH-M의 사업 목표에 부합한 사양을 보유하고 있다는 점에서 수주 기대감이 높다고 판단된다. 먼저, K9은 미 육군이 차세대 자주포용으로 개발한 XM1113탄을 발사하는 데 성공한 최초의 해외 플랫폼이라는 레퍼런스를 보유하고 있다. 두 번째로, K10 탄약보급장갑차의 존재이다. 미래 포병전에서 핵심으로 꼽히는 요인 중 하나가 신속하고 자동화된 탄약 보급이다. K10은 세계 최초로 자동화된 탄약운반장갑차로 K9과 세트로 운용되고 있어, 패키지 수출을 통해 경쟁 우위를 확보할 가능성이 있다.

이미 도입하여 운용 중인 국가에서 추가 주문도 이어지고 있다. 대표적으로 핀란드, 노르웨이, 에스토니아 등이 추가 도입을 위해 예산 편성과 관계 부처 승인까지 진행된 것으로 파악된다. 연내 가시화될 가능성이 높을 것으로 전망된다.

국내 STX엔진의 변속기가 탑재됨에 따라 중동 향 수주 가시성도 높아지고 있다. 2019년 계약 성사 직전 단계까지 도달했던 UAE와 올해 2월 K2전차와 K9자주포 등이 포함된 현지합동훈련을 진행했으며, 계약 논의가 재개되고 있는 것으로 파악된다. 이외 이라크는 기존 M109 자주포 현대화 사업을 위해 올해 4월 육군 포병지휘관 왈리드 칼리드 후세인 소장이 동사의 창원 공장을 방문한 바 있다.

2020~2024년 글로벌 자주포 점유율



자료: SIPRI, 유안타증권 리서치센터

미국 육군협회 전시회에 참여한 차륜형 K9



자료: 한화에어로스페이스

K9 잠재 수출 파이프라인

	계약연도	인도연도	국가	계약 규모(추정)	대 수	비고
유력	2025E	TBD	핀란드	0.22조원	38	핀란드 국방부, 구매 결정 승인. 옵션에 따른 추가 중고 구매, 탄약 등 추가 MRO 사업 기대
	TBD	TBD	베트남	1조원	73	2025년 GtoG 계약 체결에 따른 후속 물량 기대
	TBD	TBD	노르웨이	0.8조원	24	협상 진행 중, 신규 포병대대 대응, 병사 인건비, 부대 운용비 등의 예산이 희석
	TBD	2026E	에스토니아	0.05조원+	12	79억 유로 이상 5개년 국방 투자 계획의 일환, 예산 확정
	TBD	TBD	폴란드	5조원	308	2022년 폴란드 기본 계약 이후 잔여 물량 실행계약 기대
언론 등	TBD	TBD	미국	-	300	1) 미 육군 차세대 자주포 도입 사업(SPH-M) 시범 계약 체결 및 실사격 테스트 통과, 2) 3Q25 업체 선별->2026E 추가 평가 시험->2027E 2차 선발->2030E 초기 전력화
	TBD	TBD	UAE	-	-	1) 2019년 독일의 수출 승인 거부로 인해 좌절, 2) 엔진 국산화에 따른 수출 기대
	TBD	TBD	이라크	-	430	1) M109 등 430문 자주포 노후화 대응 필요, 2) 2025년 이라크 군 대표단, 한화에어로스페이스 K9 생산 시설 방문, 3) K9 엔진 국산화에 따른 수출 기대
	TBD	TBD	캐나다	-	98	1) 미국 M777견인포 대체 위한 60억 달러 규모 사업 논의 중 2) 한국 방산업체, 자주포, 장갑차, 잠수함 등 200억 달러 패키지 계약 제안
	TBD	TBD	스페인	-	214	1) 1970년대 도입, M109 96대, 자국업체 곡사포 84문, 영국 L118 56문 교체 사업

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

미 육군 자주포 현대화 사업 개요

사업명	SPH-M(미 육군 자주포 현대화 사업)
사업개요	미국 혹은 해외에 현존하는 155mm 자주포 중에서 미 육군에 적합한 모델을 찾아 운용
배경	노후화된 M109A7 사거리 연장 사업(ERCA), 포신 내구성으로 인해 폐기
목표	기동성, 생존 가능성, 신뢰성, 물류 지원 및 화력을 증가시키기 위해 성숙한 기술을 사용하여 사거리와 사격 속도를 높여 포병 치사율을 향상
단계	5개 업체와 성능 개량 시범 사업 계약 체결
시범 사업 업체	1)한화에어로스페이스, 2)라인메탈, 3)제너럴 다이내믹스, 4)BAE 시스템스, 5)엘빗시스템스
향후 계획	1) 2025년 7~9월 1단계 계약을 진행할 불특정 수의 업체 선정, 2) 2026년까지 추가 경쟁 평가 시험 참여, 3) 2027년 2차 후보군 선정, 4) 2030년 초기 전력화

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

라인메탈 RCH-155



자료: 라인메탈

제너럴다이내믹스 AGM



자료: GDLS

엘빗시스템스 SIGMA



자료: 엘빗시스템스

BAE 시스템스 Archer 155mm



자료: BAE 시스템스

1-2) 천무

주요 외신은 미국에서 지원한 록히드마틴의 HIMARS 다연장로켓시스템이 러시아군의 보급로와 지휘소를 원거리 타격하여 우크라이나 군이 전세를 바꾸는 계기가 되었다고 평가한다. 이에 유럽에서 다연장로켓 도입 사업이 증가하고 있다. 다연장로켓을 개발한 국가는 손에 꼽는다. 한국의 천무, 미국의 HIMARS, 이스라엘의 PULS, 인도의 Pinaka 등이 대표적이다. 유럽은 다연장로켓을 대량 살상 무기라는 이유로 개발을 반대해왔고, 냉전시대부터 미국의 M270에 의존한 것으로 파악된다.

유럽 내 천무 수주 가시성이 높아지고 있다. 동사는 폴란드 WB사와 천무 미사일 생산을 위한 현지 JV 설립을 앞두고 있고, 빠른 역내 대응은 도입을 앞둔 국가에 매력적인 선택지로 작용할 가능성이 높다. 한편, 경쟁 무기 체제 HIMARS의 납기 지연 사례가 증가하고 있고, PULS는 유럽의 대 이스라엘 무기 금수 조치로 인해 경쟁자라고 보기 어렵다. 이 외 Pinaka는 유럽 내 퍼포먼스가 부재한 상황이기 때문에, 천무가 경쟁 우위를 보일 가능성이 높다고 판단된다.

가시적인 수주 파이프라인으로 노르웨이 천무 도입 사업이 기대된다. 빠르면 연내 사업 결과가 나올 것으로 예상되는데, 최종 경쟁 제품은 HIMARS인 것으로 파악된다. 노르웨이는 러시아의 안보 위협에 대응하기 위해 국방 예산을 대폭 증액하고 있다. HIMARS 인도는 빠르면 2030년 대 초에 가능할 전망이다. 노르웨이 입장에서는 임박한 위협에 빠르게 대응할 수 있는 천무가 더 매력적인 선택지일 것으로 사료된다.

이 밖에도, 프랑스, 에스토니아 등이 유럽에서 지속적으로 천무 도입 논의가 이루어지고 있는 것으로 파악된다. 아시아 지역에서는 말레이시아가 2024년 5월 동사와 천무 수출을 위한 MOU를 체결하고 국방부 장관이 직접 실사를 다녀가는 등 수주 가능성이 높은 것으로 판단된다.

천무 잠재 수출 파이프라인

	계약연도	인도연도	국가	계약 규모	대 수	비고
논의	TBD	TBD	프랑스	-	13	1) 포병 전력 증강을 위해 하이마스 구매하려 했으나 납기 지연 및 가격 상승으로 프랑스 군사위원회에서 대안 마련 촉구 2) 한국 K239 천무 또는 인도산 피나카 도입 고려 3) 2030년 13문, 2035년까지 두배 수준으로 늘릴 계획
	TBD	TBD	말레이시아	-	36	1) 구형 다연장로켓 "에스트로스 II" 36문 교체 사업 2) 2025년 2분기까지 RFP 제출 후 26년 최종 사업자 결정 3) 한화에어로스페이스, 말레이시아 방산 기업 'WBG'와 천무 수출을 위한 MOU 체결
	TBD	TBD	에스토니아	0.28조원	6	1) 록히드마틴과 약 2억 달러 규모 6대 하이마스 도입 지연으로 인해 천무 도입 검토
	TBD	TBD	이집트	-	-	1) 천무 이집트 수출 계약 협상 진행 중, 현지 언론 보도 2) 현지 생산 및 기술 이전 가능성 有
	TBD	TBD	노르웨이	-	16	1) 한화에어로스페이스 노르웨이 군에 천무 공급 공식 제안 2) 노르웨이는 FMS 와 공개 입찰 조달 방식 검토 중

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

1-3) 레드백

약 4조원 규모에 달하는 루마니아의 차세대 장갑차 도입 사업이 빠르면 연내, 늦어도 내년에는 최종 계약자가 선정될 예정이다. 루마니아 정부가 요구한 핵심조건은 생산 현지화로 파악된다. 이에 부합하는 후보로는 동사(루마니아 법인 및 생산 공장 설립)의 레드백과 라인메탈(현지업체 인수)의 KF41 링스가 거론된다.

사업의 유사성과 레퍼런스 측면에서 레드백이 경쟁 우위를 보일 것으로 판단한다. 동사는 이미 루마니아에 법인을 설립했으며, K9 현지 생산을 위한 공장을 2027년까지 완공할 계획이다. 또한 두 장갑차의 입찰 경쟁이 벌어진 호주 사업에서 레드백이 한 차례 승리한 바 있다. 루마니아 사업은 주체, 조건(규모, 생산 현지화 등) 측면에서 호주 사업과 유사하다. 동사의 호주 공장이 완공 후 양산을 앞두고 있는 등 사업이 성공적으로 진행되고 있다는 점은 루마니아 정부가 간과할 수 없을 것이다.

레드백 잠재 수출 파이프라인

	계약연도	인도연도	국가	계약 규모	대 수	비고
논의	TBD	TBD	루마니아	3.7~4.5조원	246	1)노후화된 소련제 IFV 대체 사업. 1단계로 8년에 걸쳐 246대의 궤도형 IFV 도입 및 군수 패키지 구매, 2단계에서 추가로 52대 구매 2)RFP 제출 3)경쟁무기(라인메탈 링스, BAE 시스템즈 CV90 등) 4)초기 물량 26대는 공급업체 국가에서 생산 후 220대 분량에 대해서는 루마니아 현지 생산 예정
	TBD	TBD	인도	9.7조원	1700	1)인도 육군 미래형 보병전투차량(FICV) 1700대 획득 사업. 9.7조원 규모 2)현지 방산업체 L&T와 공동생산 검토 중
	TBD	TBD	브라질		78	1)2040년까지 최대 78대의 보병전투차량(IFV) 도입 계획 2)경쟁무기(BAE 시스템즈 CV90, ELBIT 사브라, ST 엔지니어링 헌터 등)

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

라인메탈의 KF41 링스



자료: 라인메탈

한화에어로스페이스 호주 법인(H-ACE) 전경



자료: 한화에어로스페이스

1-4) 폴란드(2022~) + 호주, 이집트(2026E~) + 호주_레드백, 루마니아(2027E~) + α

2025년까지 폴란드 물량 양산이 실적 성장의 카탈리스트였다면, 2026년부터는 호주, 이집트 K9 물량, 2027년 호주 레드백, 루마니아 K9 양산이 더해져 계단식 성장세가 나타날 것으로 예상된다. 다수의 양산 경험은 이미 이익 개선 효과로 이어지고 있으며, 향후 글로벌 입찰 경쟁에서 가격과 운용 레퍼런스 측면에서 경쟁 우위가 될 것이다. 이는 당장 가시적인 주요 무기체계들의 잠재 수출 파이프라인에도 긍정적으로 작용할 가능성이 높다고 판단된다.

한편, 2027년에는 국내에서 기존 K9의 성능개량 사업이 예정되어 있다. 이미 개발이 완료되어 시제품이 나온 상태이며, 탑승 인원 감소(기존 5명→3명), 분당 최대 발사 수 증가(기존 6발→9발), 자동 장전 성능 향상(기존 탄두→탄두+장약)이 포함된다.

양산 경험 증가→ 신규 수주 확보→양산 물량 확대→차세대 무기 개발의 선순환 구조를 통해 글로벌 주요 경쟁 무기체계와의 초격차를 확대할 것으로 전망한다.

지상방산 주요 수출 파이프라인(~2029E)

	국가	규모(십억원)	대수	21	22	23	24	25E	26E	27E	28E	29E
K9	호주	794	30					본격 양산 본격 양산				
	이집트	1,995	200									
	폴란드 1차	3,204	212									
	폴란드 2차	3,448	152									
	루마니아	1,383	54									
	인도	371	100									
	베트남	352	25									
	폴란드 차체	403										
	천무	5,048	218									
레드백	폴란드 1차	2,253	72					본격 양산				
	호주	3,165	129									
	천궁-II	389										
중동	UAE 발사대	628										
	사우디 발사대	318										
	중동	402										

자료: 한화에어로스페이스, 유인티증권 리서치센터

2. 장약 가격은 오르고, 공급은 병목현상, 우리는 증설

2-1) EU와 미국의 155mm 탄약 증설 추진, 장약에서 병목 현상 발생

러·우 전쟁 발발 이후 155mm 탄약이 부족하다는 것은 공공연한 사실이다. 수급 불균형으로 인해 300~400만원에 불과하던 155mm 탄약 가격이 800~1,000만원까지 상승한 것으로 파악된다. 우크라이나 지원이 시급한 EU와 미국은 2025년을 목표로 각각 연 200만발, 120만발 생산량 달성을 위해 자금 지원, 장기 수요 확보 등 직접적인 지원책을 추진해왔다.

그러나 2025년 기준 EU와 미국의 연간 생산량 달성을은 각각 100만발, 20만발로 50% 미만으로 파악된다. 미국 국방부 발표에 따르면, 탄두 CAPA는 연 48만발이지만, 장약 CAPA는 연 20만발에 불과하다. 장약에서의 병목 현상이 생산량 확대의 가장 큰 장애물이 되고 있는 것으로 보인다.

병목 현상이 발생하는 이유는 먼저, 탄두와 달리 장약의 경우에는 화학 산업에 가깝고, 폭발 위험으로 인해 증설 인허가 획득과 인력 채용이 어렵기 때문이다. 참고로 탄약은 크게 탄두와 MCS(Modular Charge System, 이하 장약)로 구성된다. 탄두는 발사체를 의미하며, MCS는 탄두를 목표 지점까지 날려보내기 위해 포신 내 탄두 뒤에 장전되는 추진장약을 모듈화한 제품이다. 전체 탄약의 원가에 탄두와 장약이 90% 이상 차지하는 것으로 파악된다.

두 번째로 원재료의 중국 의존도가 높다. 장약의 주요 원재료로 중 하나는 암모니아로, 석유 정제 과정에서 부산물을 재처리하여 생산하는 것이 보통이다. 유럽은 러·우 전쟁으로 인해 에너지 가격이 상승하면서 암모니아 생산 비용이 치솟았고, 독일의 화학기업 BASF의 CEO는 암모니아 공장 폐쇄와 함께 앞으로 유럽의 암모니아는 전량 수입에 의존할 것이라고 경고한 바 있다. 미국은 풍부한 에너지 자원에도 원가 절감을 목적으로 대부분의 장약 원재료를 중국에 의존해왔는데, 중국과의 외교 갈등으로 수입에 차질이 발생한 것으로 파악된다.

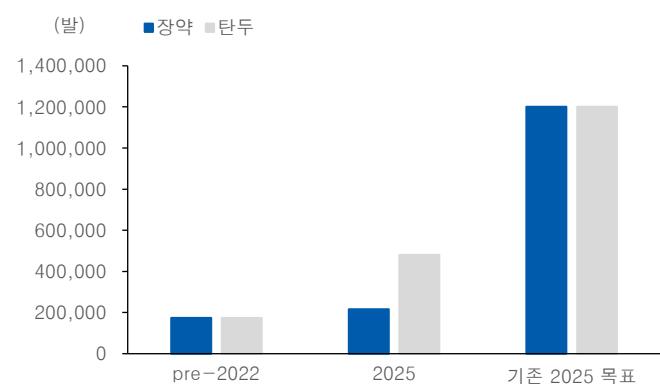
EU와 미국은 목표를 2026년으로 재설정하고 지속해서 증설을 추진하고 있다. 그러나 장약의 원재료 수급부터, 생산 시설 및 인력 확보 등은 단기간에 극복되기 어려운 문제일 것이다. 결국 이러한 현상은 미국과 유럽의 오랜 군축기로 인한 부작용이라고 판단되며, 탄두와 장약의 수급 불균형이 지속될 경우 외부에 의존할 가능성도 일부 존재할 것으로 예상된다.

동사는 2019년부터 NATO 표준 155mm 포탄에 최적화된 모듈화 장약 개발에 돌입, 2023년 3월 NATO 표준 규격을 획득했고 같은 해 11월 영국 BAE시스템즈과 약 1,760억원 규모 공급 계약을 체결했다. 2024년 12월에는 스웨덴과 장약 공급 계약을 체결하기도 했다.

후술하겠지만, 동사는 미국에서 장약 공장 투자를 추진하고 있다. 이미 확보한 수출 레퍼런스와 현지법인을 바탕으로 선진국의 장약 병목 현상이 동사에게 수출 기회로 작용할 수 있다.

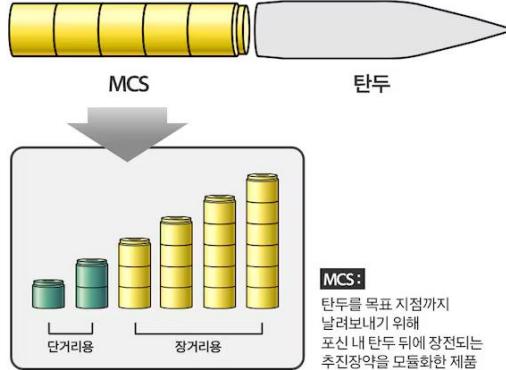
한화에어로스페이스 (012450)

미국 155mm 탄약 생산능력 추이



자료: 미 국방부, 언론종합, 유안타증권 리서치센터

탄약 구성



자료: 한화에어로스페이스

유럽 탄약생산지원법 (ASAP, Act in Support of Ammunition Production) 개요

배경	EU 방위 강화, 우크라이나 지원
할당 예산	5억 유로
내용	2025년 말까지 연간 포탄 생산량 200만발 달성(2022년 기준 30만발)
추진 정책	1) 생산라인 증설 자금 최대 40%까지 EU 예산으로 보조, 2) 각 회원국 정부가 공장 증설에 필요한 환경 및 안전 규제 인허가 절차의 신속한 처리 독려

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

2026년 유럽 주요 기업(국가) 탄약 목표 생산량

기업명	국가	생산량(만 발)
라인메탈	독일	75
BAE 시스템스	영국	50
STV	체코	15
Nexter-KNDS	프랑스	10
PGZ	폴란드	15

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

2-2) 장약 해외 수요 대응을 위한 증설 착실히 진행 중, 패키지 수출은 덤

2026년 말 충북 보은 MCS 공장이 완공될 예정이다. 유상증자를 통해 확보된 자금 중 6,673억 원이 투자되고 있다. 사측에 따르면, 신 공장에서 생산되는 장약은 전량 수출 물량에 대응할 계획이며, 완공 시 장약 CAPA는 2배 이상이 될 것이라고 밝힌 바 있다. 구체적인 수치는 파악하기 어렵지만, 탄두를 생산하는 풍산이 기존 10만 발에서 20만 발로 증설을 추진하고 있고, 장약도 이에 맞춰간다고 가정하면 연간 10만 발의 증분이 예상된다. 최근 유럽에서 거래되는 155mm 탄이 1발 당 800~1,000만원 수준에서 거래되고 있는 것으로 추정해봤을 때, 증설이 완료된 2027년 이후부터 연간 3,200~4,000억원(155mm 탄 내 장약 비중 40% 가정)의 매출 증분이 예상된다.

2025년 기준 동사의 장약 매출 구성은 국내가 80%의 비중을 차지하는 것으로 파악되는데, 신 공장 완공된 이후에는 수출 비중이 증가할 것으로 예상된다. 국내 마진은 로우 싱글, 수출 마진은 10% 이상으로 알려졌다. 믹스 개선에 따른 ASP 증가 효과가 기대된다.

이 외에도 미국 내 장약 공장 증설을 추진하고 있다. 마찬가지로 유상증자로 확보된 자금 중 약 1~1.4조원을 투자할 예정이며, 3Q25 부지 검토 및 확정 이후 1Q26E에는 착공에 돌입할 계획이다. 완공 시 연간 생산능력은 보은 신공장 대비 절반 수준으로 파악되나, 미국은 만성적인 탄 부족에 시달리고 있기 때문에 완공 후 수요에 대한 우려는 제한적일 것으로 예상된다. 또한 최근 추진되고 있는 미국 재래식 무기의 현대화 사업에서 장약을 패키지 형태로 제공할 수 있는 전략적 선택지가 증가한다는 점도 긍정적이다.

충북 보은 지능형 스마트 팩토리 구축 투자 계획안			(단위: 억원)
구분	세부내용	투자금액	
제조공정 구축	원료화약 제작 공정 구축	2,008	
	반제품/제품 제작 공정 구축	2,438	
물류 자동화	물류 이송 및 저장 자동화 시설	363	
지능화	AI 비전검사 장비 및 판독 시스템	177	
	통합 컨트롤룸, 통합 모니터링실	56	
	SMART Factory 운영 시스템	441	
공통시설	오페수 처리 시설	157	
	Utility 시설	403	
	시험/분석실, 저장소	394	
기타	상세 설계, 무인화컨설팅 등	237	
계		6,673	

자료: 한화에어로스페이스, 유안티증권 리서치센터

미국 지능형 스마트 팩토리 구축 투자 계획안						(단위: 억원)
구분	2025년	2026년	2027년	2028년	계	
연도별 투자 계획	1,572	6,861	4,117	1,172	13,722	

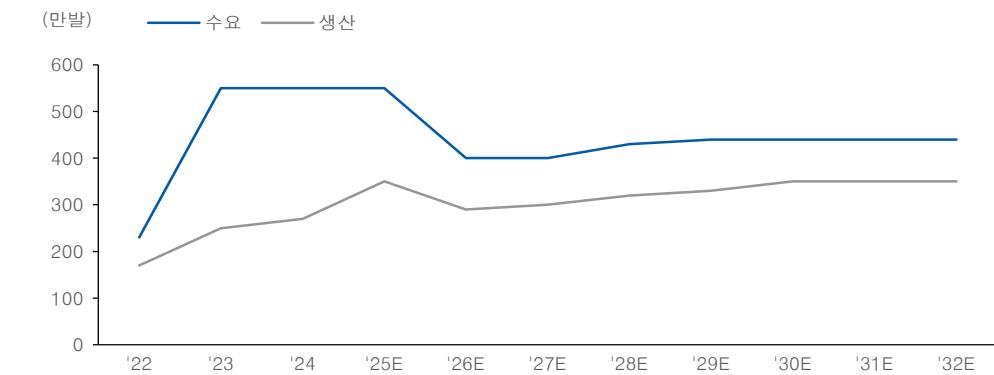
자료: 한화에어로스페이스, 유안티증권 리서치센터

2-3) 러·우 전쟁이 끝나더라도...

일각에서는 러·우 전쟁이 초기 종전할 경우, 탄약의 공급 과잉 가능성을 제시한다. 그러나, 오랜 군축기를 영위했던 미국과 EU가 탄약 CAPA를 다시 확보하기 시작했다는 의미는 1)탄약의 전략적인 비축량이 상향 조정될 가능성을 시사하며, 2)특히 유럽은 본격적인 재무장을 통해 탄약 발사 플랫폼 수를 늘리고 있기 때문에, 절대적인 재고량 자체가 증가할 수밖에 없다.

영국의 군사 전문 정보 업체 Jane's가 추정한 바에 따르면, 계획된 탄약 증설이 완료돼도 2032년까지 수요 우위가 나타날 것이며, 2025~2032년 총 부족분은 약 900만 발 수준으로 산출된다. 앞으로의 전쟁 양상이 어떻게 변화할지는 장담할 수 없지만, 러·우 전쟁으로 인해 전차, 자주포 등 기존 재래식 무기의 활용도가 높아진 만큼 탄약 수요는 지속적으로 확대될 것으로 보는게 합리적이라는 판단이다.

Jane's 추정 155mm 탄약 수급 전망



자료: Jane's, 유안타증권 리서치센터

3. 미래 성장 동력 준비도 착실히

미래 성장 동력에 대한 투자도 확대하고 있다. 방위산업은 향후 30년을 보고 투자 결정을 진행 한다. 동사는 오늘날, K9, 천무, 레드백 등 기존 스테디셀러에서 창출된 성과를 바탕으로, 차기 30년을 책임질 차세대 무기체계 개발에도 적극적이다.

먼저, 동사는 올해 4월 미국 무인기 전문기업 제너럴 아토믹스 사와 무인기 공동개발을 위한 MOU를 체결하였다. 제너럴 아토믹스는 MQ-9 리퍼, MQ-1 프레데터 등 고성능 무인기 개발 및 운용 경험을 바탕으로 NATO, 일본, 호주 등 주요 우방국들에 무인기를 공급하고 있는 글로벌 선도 고정익 무인기 전문기업이다. 동사는 공동 개발 무인기, GE-STOL의 개발 및 생산을 위해 약 7,500억원을 투자하여 연구개발 및 인프라 구축을 추진하고 있다. 2027년 초도 비행을 목표로 글로벌 시장을 공략한다는 계획이다.

한국의 차세대 전투기 KF-21 엔진 국산화 사업도 주목해야 할 부분이다. 양산을 앞두고 있는 KF-21은 4.5세대임에도 불구하고, 외신에서 미국, 중국의 5세대 전투기에 비교할 만큼 뛰어난 성능을 보유하고 있다고 평가받는다. 그러나 미국 GE사의 F414 엔진을 사용할 예정임에 따라, 향후 수출 시장 공략을 위해서는 국산화가 필수다. 동사는 KF-21 엔진 국산화를 주도하고 있는 업체이다. 2030년 대 중반 이후 100% 국산화율이 목표이며, 2025년 기준 약 40%의 국산화율을 달성한 것으로 파악된다.

제너럴아토믹스 사의 MQ-9 리퍼



자료: 제너럴아토믹스

한국항공우주의 KF-21



자료: 한국항공우주

실적

3Q25E 연결기준 매출액 6조 3,567억원(YoY +141.6%), 영업이익 7,289억원(YoY +52.7%, OPM 11.5%)을 기록할 것으로 전망한다. 동기간 지상방산 부문은 매출액 2조 710억원(YoY +25.1%), 영업이익 4,901억원(YoY +11.4%, OPM 23.7%)이 예상된다. 폴란드 K9, 천무 납품 등 국내외 양산 물량 인도가 지속되겠으나, 지상방산 부문의 이익률은 2Q25 31.3%p 대비 하락할 것으로 예상한다. 2Q25 개발비 및 판매비가 고객사의 요청에 따라 이연된 것으로 파악되어, 비용을 반영하는 과정에서 이익률은 하락이 불가피하기 때문이다. 그러나 연간으로 보면 양산 경험 확대 및 학습 효과에 따라 유의미한 이익률 개선이 예상된다. 이는 미국 K9, 노르웨이 천무, 루마니아 레드백 등 잠재 파이프라인에서 동사의 수주 가능성은 높이는 경쟁력으로 작용할 전망이다.

폴란드 사업이 지속되는 가운데, 올해 호주, 이집트 K9 양산 사업의 개발 매출 인식이 완료되고, 내년부터는 양산 사업에 돌입할 전망이다. 또한 2027년에는 보은 MCS 팩토리 가동, 호주 레드백, 루마니아 K9 양산 사업이 추가되면서 계단식 성장세를 예상한다. 이 외에도 다수의 수출 파이프라인과 글로벌 현지 법인 투자 등이 예정 되어있다. 동사의 성장동력은 이제 막 가동을 시작했다고 판단된다.

한화에어로스페이스 실적 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,449.1	2,334.8	2,631.2	4,825.0	5,484.2	6,311.0	6,356.7	8,783.3	11,240.1	26,935.1	28,876.3
YoY %	-12.4	54.3	61.9	55.8	278.4	170.3	141.6	82.0	42.5	139.6	7.2
항공우주	429.7	542.7	477.9	595.2	530.9	648.9	601.8	630.9	2,045.5	2,412.5	2,517.0
지상방산	655.3	1,329.6	1,656.0	3,364.7	1,157.5	1,773.2	2,071.0	3,591.8	7,005.6	8,593.5	9,977.4
한화시스템	544.2	687.0	639.0	933.5	690.1	768.2	943.7	1,409.1	2,803.7	3,811.1	4,299.4
한화호선					3,143.1	3,294.1	3,307.5	3,473.4		13,218.1	14,196.5
쎄트렉아이	31.7	47.4	43.7	48.4	40.0	44.5	47.7	62.1	171.2	194.4	236.3
영업이익	17.7	337.2	477.2	899.7	560.8	864.4	728.9	1,160.1	1,731.9	3,314.2	3,790.6
YoY %	-90.7	727.8	457.7	224.7	3,060.1	156.3	52.7	28.9	191.4	91.4	14.4
OPM %	1.2	14.4	18.1	18.6	10.2	13.7	11.5	13.2	15.4	12.3	13.1

자료: 유안티증권 리서치센터

지상방산 부문 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	655.3	1,329.6	1,656.0	3,364.7	1,157.5	1,773.2	2,071.0	3,591.8	7,005.6	8,593.5	9,977.4
영업이익	-3.9	260.0	439.9	869.8	301.9	554.3	490.1	848.4	1,565.9	2,194.7	2,708.2
OPM %	-0.6	19.6	26.6	25.9	26.1	31.3	23.7	23.6	22.4	25.5	27.1

자료: 유안티증권 리서치센터

밸류에이션

한화에어로스페이스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 1,280,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산정했다. 영업가치는 별도기준 지상방산/항공우주 부문 2025E~2027E 평균 NOPLAT에 글로벌 Peer 2025E~2027E 평균 EV/NOPLAT 27.2배를 적용해 산출했다. 비영업가치는 주요 상장 자회사(한화오션, 한화시스템, 쎄트렉아이)의 보유 지분 가치에 할인률 50%를 적용했다.

현재 지상방산 부문은 유럽 시장에서의 성과를 필두로, 전사 실적 성장을 견인하고 있다. 또한 K9자주포, 천무 등의 유럽 내 잠재 수출 사업도 주목해야 할 포인트이다. 올해 유럽의 재무장을 시작으로, 내년부터 본격적으로 무기 획득 사업이 증가할 것으로 예상된다. 이에 유럽 역내 수요의 증가 규모와 역내 업체들의 수요 대응 능력이 유럽 시장 공략에 변수로 작용할 전망이다.

동사는 유럽 시장 공략의 핵심으로 꼽히는 적극적인 현지 법인 투자를 통해 향후의 시장 흐름에서도 한 발 앞서 나갈 수 있다고 판단된다. 이 밖에도 주요 자회사를 비영업가치로 분리하여 산정하기 했지만, 동사를 중심으로 형성되어 있는 육·해·공 포트폴리오의 가치를 고려하면 글로벌 Peer 대비 프리미엄 요인도 분명 존재한다. 이에 동사를 업종 내 최선호주로 제시한다.

한화에어로스페이스 밸류에이션 테이블

영업가치	구분	산정가치	비고			
지상방산/항공우주	NOPLAT	2,251	(a) 25E~27E 평균, 법인세율 18.7% 적용			
	적용 멀티플	27.2	(b) 글로벌 Peer 25E~27E 평균 EV/NOPLAT			
	적용 가치(십억원)	61,175	(c)=(a)*(b)			
비영업가치	주요 상장 자회사	전체 시가총액	지분율	할인율(%)	적용 가치	비고
	한화오션	34,226	30.4	50	5,209	9월 19일 종가
	한화시스템	11,260	46.7	50	2,631	9월 19일 종가
	쎄트렉아이	776	33.6	50	131	9월 19일 종가
	소계	7,902	(d)	자회사 적용 가치 합산		
	구분	산정가치				
	합계(십억원)	69,077	(e)=(c)+(d)	별도 기준 순차입금		
적정 시가총액	순차입금(b)	3,221	(f)			
	발행주식 수	51,448,788		자사주 제외(114,613주)		
	적정 주가(원)	1,280,044				
	목표 주가(원)	1,280,000				
	현재 주가(원)	1,023,000		9월 19일 종가		
	상승 여력(%)	25.1				

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation Table

글로벌 방산기업 Peer Valuation Table

(단위: KRW, 조원, 원, %)

		한화에어로스페이스	한국항공우주	현대로템	LIG 넥스원	Lockheed martin	BAE Systems	Rheinmetall	GE Aerospace	Elbit Systems
시가총액	(조원)	52.7	10.7	25.1	11.3	154.2	110.4	145.5	446.0	31.8
매출액	2024	11.2	3.6	4.4	3.3	96.9	45.9	14.4	52.8	9.3
	2025E	27.2	4.1	5.7	4.0	103.0	57.7	20.6	56.3	10.9
	2026E	30.0	5.4	6.9	4.9	107.2	61.8	27.8	62.5	12.1
	2027E	32.2	6.5	8.1	5.6	111.2	66.2	37.0	68.9	13.0
영업이익	2024	1.7	0.2	0.5	0.2	9.6	4.7	2.1	7.5	0.7
	2025E	3.5	0.3	1.0	0.4	10.5	6.2	3.2	11.8	0.9
	2026E	4.3	0.5	1.3	0.5	12.8	6.8	4.6	13.5	1.2
	2027E	5.0	0.7	1.8	0.6	13.4	7.4	6.8	15.1	1.4
OPM	2024	15.41	6.62	10.43	7.01	9.87	10.20	14.27	14.21	7.16
	2025E	12.95	8.35	18.40	8.91	10.23	10.70	15.54	21.05	8.35
	2026E	14.44	9.38	19.41	10.02	11.96	10.94	16.73	21.58	9.57
	2027E	15.63	10.06	22.37	11.10	12.07	11.19	18.37	21.90	10.57
당기순이익	2024	2.3	0.2	0.4	0.2	7.3	3.4	1.1	8.9	0.4
	2025E	1.5	0.3	0.8	0.3	7.1	4.2	2.0	8.7	0.7
	2026E	2.3	0.4	1.1	0.4	9.2	4.7	3.1	10.0	0.9
	2027E	2.7	0.5	1.4	0.5	9.7	5.2	4.6	11.3	1.0
ROE	2024	53.94	10.42	21.85	19.59	81.04	17.64	19.47	28.05	10.32
	2025E	22.45	14.24	32.63	22.72	88.31	18.11	27.03	34.36	15.13
	2026E	25.39	19.07	30.94	25.35	119.49	18.93	31.35	41.67	-
	2027E	23.20	20.43	29.34	26.10	117.66	19.73	35.34	46.23	-
PER	2024	7.11	31.10	13.33	21.68	17.42	17.70	33.19	36.29	36.24
	2025E	33.43	41.51	31.37	37.34	20.96	25.92	66.18	51.09	42.03
	2026E	22.16	27.07	22.99	27.82	16.26	23.26	44.63	43.76	35.05
	2027E	18.47	20.91	18.49	21.34	15.01	20.92	30.39	38.01	32.18
PBR	2024	2.97	3.14	2.65	3.97	17.96	2.97	6.59	9.26	3.55
	2025E	6.01	5.62	8.70	7.76	20.18	4.65	16.61	16.71	-
	2026E	4.82	4.78	6.39	6.31	17.86	4.33	13.09	15.87	-
	2027E	3.83	4.01	4.79	5.02	14.97	3.98	9.89	14.06	-
EV/EBITDA	2024	13.86	18.30	9.92	15.21	15.01	10.98	15.80	26.39	17.11
	2025E	15.86	26.40	21.68	24.76	14.14	15.48	36.74	33.57	24.90
	2026E	13.12	19.16	16.93	18.84	11.99	14.33	26.25	29.94	20.36
	2027E	11.28	15.39	12.88	15.08	11.46	13.29	18.67	26.95	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	7,890	11,240	26,935	28,876	32,692	
매출원가	6,462	8,370	20,468	20,633	22,252	
매출총이익	1,428	2,870	6,467	8,243	10,440	
판관비	834	1,138	3,153	4,452	4,868	
영업이익	594	1,732	3,314	3,791	5,572	
EBITDA	933	2,063	3,659	4,162	5,974	
영업외손익	536	916	777	840	897	
외환관련손익	5	92	0	0	0	
이자손익	-69	-173	-219	-156	-98	
관계기업관련손익	16	105	105	105	105	
기타	585	890	890	890	890	
법인세비용차감전순손익	1,131	2,647	4,091	4,630	6,470	
법인세비용	232	136	757	857	1,197	
계속사업순손익	899	2,511	3,334	3,774	5,273	
중단사업순손익	78	29	0	0	0	
당기순이익	977	2,540	3,334	3,774	5,273	
지배지분순이익	818	2,299	3,018	3,416	4,772	
포괄순이익	819	2,598	3,392	3,832	5,331	
지배지분포괄이익	750	2,376	3,102	3,504	4,875	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	1,390	1,393	866	2,590	4,268	
당기순이익	977	2,540	3,334	3,774	5,273	
감가상각비	261	259	275	302	335	
외환손익	19	-11	0	0	0	
증속, 관계기업관련손익	-16	-105	-105	-105	-105	
자산부채의 증감	462	-903	-2,308	-1,050	-902	
기타현금흐름	-312	-386	-329	-330	-332	
투자활동 현금흐름	-3,029	-1,367	-1,096	-890	-1,064	
투자자산	-2,423	-602	-1,058	-216	-350	
유형자산 증가 (CAPEX)	-453	-578	-500	-700	-800	
유형자산 감소	3	2	0	0	0	
기타현금흐름	-155	-189	462	26	86	
재무활동 현금흐름	368	1,066	5,687	494	121	
단기차입금	393	4,150	1,426	377	452	
사채 및 장기차입금	145	2,778	100	0	0	
자본	-25	-10	4,189	0	0	
현금배당	-51	-120	-159	-177	-177	
기타현금흐름	-94	-5,732	131	294	-154	
연결범위변동 등 기타	8	70	0	0	-4	
현금의 증감	-1,263	1,161	5,458	2,195	3,321	
기초 현금	3,070	1,806	2,968	8,426	10,620	
기말 현금	1,806	2,968	8,426	10,620	13,941	
NOPLAT	594	1,732	3,314	3,791	5,572	
FCF	937	815	366	1,890	3,468	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

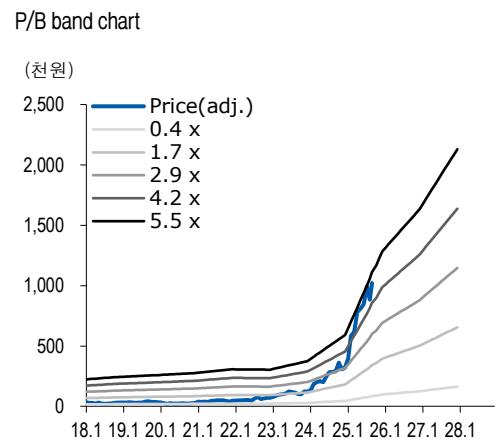
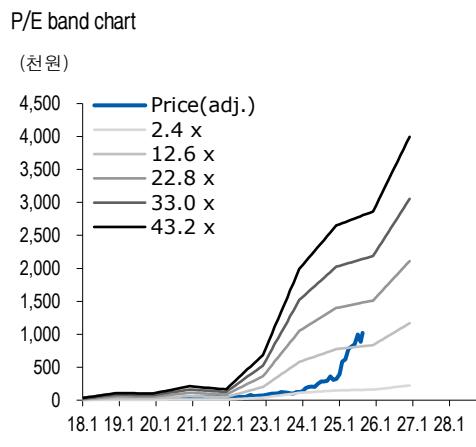
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 십억원)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산		9,192	22,868	32,628	36,913	42,939
현금및현금성자산		1,806	2,968	8,426	10,620	13,941
매출채권 및 기타채권		2,119	8,884	4,063	4,279	4,541
재고자산		2,869	6,290	7,234	7,755	8,780
비유동자산		10,351	20,469	21,682	22,226	22,974
유형자산		3,410	8,320	8,545	8,943	9,408
관계기업등 지분관련자산		3,204	964	1,446	1,590	1,801
기타투자자산		739	1,453	2,029	2,100	2,240
자산총계		19,543	43,337	54,310	59,139	65,914
유동부채		12,077	25,516	29,453	30,504	31,964
매입채무 및 기타채무		1,879	4,270	4,700	5,039	5,705
단기차입금		1,374	5,153	5,953	6,253	6,553
유동성장기부채		1,165	965	965	965	965
비유동부채		2,782	6,456	6,071	6,194	6,355
장기차입금		759	2,458	2,558	2,558	2,558
사채		642	1,707	1,707	1,707	1,707
부채총계		14,859	31,973	35,524	36,698	38,320
지배지분		3,528	4,995	12,101	15,397	20,050
자본금		266	240	240	240	240
자본잉여금		192	207	4,395	4,395	4,395
이익잉여금		2,627	4,747	7,605	10,844	15,439
비지배지분		1,156	6,369	6,685	7,043	7,544
자본총계		4,684	11,364	18,786	22,440	27,594
순차입금		2,350	7,505	3,908	1,990	-919
총차입금		4,259	11,190	12,716	13,094	13,546

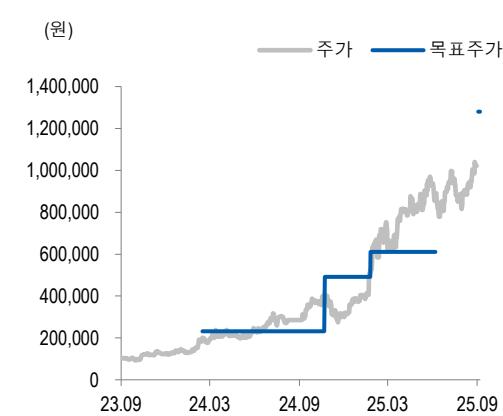
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS		15,886	46,183	61,375	66,241	92,555
BPS		68,645	108,088	235,196	299,269	389,714
EBITDAPS		18,138	41,440	74,422	80,713	115,861
SPS		153,312	225,800	547,795	560,015	634,024
DPS		1,771	3,443	3,443	3,443	3,443
PER		6.7	5.4	16.7	15.4	11.0
PBR		1.6	2.3	4.3	3.4	2.6
EV/EBITDA		9.6	12.8	17.3	14.8	9.9
PSR		0.7	1.1	1.9	1.8	1.6

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)		11.7	42.5	139.6	7.2	13.2
영업이익 증가율 (%)		48.4	191.4	91.4	14.4	47.0
지배순이익 증가율 (%)		318.5	181.2	31.3	13.2	39.7
매출총이익률 (%)		18.1	25.5	24.0	28.5	31.9
영업이익률 (%)		7.5	15.4	12.3	13.1	17.0
지배순이익률 (%)		10.4	20.5	11.2	11.8	14.6
EBITDA 마진 (%)		11.8	18.4	13.6	14.4	18.3
ROIC		12.7	16.7	13.2	16.0	21.4
ROA		4.7	7.3	6.2	6.0	7.6
ROE		25.6	53.9	35.3	24.8	26.9
부채비율 (%)		317.2	281.3	189.1	163.5	138.9
순차입금/자기자본 (%)		66.6	150.3	32.3	12.9	-4.6
영업이익/금융비용 (배)		4.0	7.1	8.8	9.4	13.3

한화에어로스페이스 (012450)



한화에어로스페이스 (012450) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-22	BUY 담당자변경	1,280,000	1년		
2025-02-14	BUY	610,517	1년	26.16	58.88
2024-11-12	BUY	492,353	1년	-26.89	4.00
2024-03-06	BUY	231,406	1년	13.41	77.02

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93
Hold(중립)	7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-22

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 백종민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

한국항공우주 (047810)



백종민 방산/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuantakorea.com

이륙하면 늦어요

수출 품목과 지역의 다변화

미국 UJTS, 이집트 훈련기 교체 사업 내 동사가 유력한 후보업체로 부상하고 있다. 특히 미국 UJTS는 강력한 경쟁업체인 보잉-Saab 컨소시엄이 공군 사업에서 난항을 겪고 있고, 파업 이슈도 겹치면서 동사와 록히드마틴 컨소시엄이 현실적 대안으로 꼽힌다. 4Q25 RFP, 2026E 우선협상대상자 선정 일정으로 진행된다. 미국에 전투기를 판다는 것은 리레이팅 요인으로 이어질 수 있기 때문에 주목할 필요가 있다.

과거 2012년, 8조원 이상의 개발 비용이 투입된 KF-21이 양산을 앞두고 있다. 2032년까지 120대 양산 계획에 따라 연간 2조원 이상 매출에 기여할 것으로 예상된다. 또한 사우디와 공동 개발 가능성이 논의되는 등 수출에 대한 기대감도 유효하다.

3Q25E 매출액 9,203억원, 영업이익 587억원 전망

3Q25E 연결기준 매출액 9,203억원(YoY +1.4%), 영업이익 587억원(YoY -23.0%, OPM 6.4%)로 컨센서스 대비 매출액(1조 522억원), 영업이익(869억원) 모두 큰 폭으로 하회할 것으로 전망한다. 이는 9월 예정되어 있던 국내 LAH 7대 납품이 10월로 이연됨에 따라 발생하는 일시적인 실적 공백에 기인한다. 2025년 온기 납품 스케줄은 예정대로 진행되는 것으로 파악되어 분기 실적 부진에 실망할 필요는 없다고 판단된다.

투자의견 Buy, 목표주가 135,000원으로 커버리지 개시

한국항공우주에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 135,000원으로 커버리지를 개시하며, 업종 내 차선호주로 제시한다. 목표주가는 2027년 당기순이익에 글로벌 Peer 2025E~2027E 평균 PER 27.7배를 적용해 산출했다. 2026년 KF-21 양산, 2027년 폴란드 FA-50PL 물량 등 국내외 대형 양산 진행될 예정임에 따라 중장기 성장 동력은 이미 확보한 상태이다. 또한 미국 UJTS, 이집트 훈련기 교체 사업, 사우디 KF-21 공동 개발 등 수출 품목과 지역이 다변화되고 있는 등 성장 모멘텀이 확대되고 있다.

BUY (I)

목표주가 135,000원 (I)

직전 목표주가 -원

현재주가 (9/19) 109,900원

상승여력 23%

시가총액 107,125억원

총발행주식수 97,475,107주

60일 평균 거래대금 679억원

60일 평균 거래량 703,991주

52주 고/저 115,000원 / 49,850원

외인지분율 35.13%

배당수익률 0.91%

주요주주 한국수출입은행

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
-----------	-----	-----	------

절대	26.9	12.9	105.0
----	------	------	-------

상대	16.1	(2.4)	53.6
----	------	-------	------

절대 (달러환산)	26.7	11.9	95.5
-----------	------	------	------

Quarterly earning Forecasts					(십억원, %)
	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	920	1.4	11.1	1,052	-12.5
영업이익	59	-23.0	-31.1	87	-32.4
세전계속사업이익	49	-38.3	-29.5	77	-36.9
지배순이익	36	-46.8	-35.5	64	-43.4
영업이익률 (%)	6.4	-2.0 %pt	-3.9 %pt	8.3	-1.9 %pt
지배순이익률 (%)	3.9	-3.6 %pt	-2.9 %pt	6.1	-2.2 %pt

자료: 유안티증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)					(십억원, 원, %, 배)
	결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액		3,819	3,634	4,089	5,253
영업이익		248	241	309	441
지배순이익		224	172	222	335
PER		21.5	30.5	48.2	32.0
PBR		3.0	3.1	5.7	5.0
EV/EBITDA		12.8	18.0	27.7	20.4
ROE		14.8	10.4	12.4	16.8

자료: 유안티증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

기업개요

한국항공우주는 개발, 생산, 후속지원까지 항공기 생애주기 전 단계를 수행하는 항공우주 체계 종합업체이다. 1999년 현대우주항공, 대우중공업, 삼성항공우주산업 3사의 합병을 통해서 설립되었다. 주요주주 현황은 한국수출입은행 26%, 국민연금 9% 등으로 구성된다.

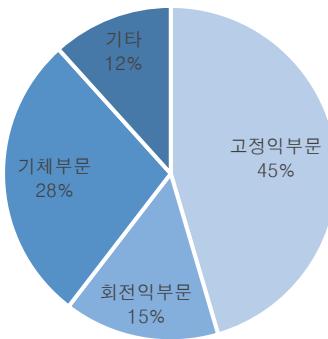
동사의 주요 사업부문은 거래 상대방에 따라 크게 1) 국내사업, 2) 완제기 수출, 3) 기체 구조물로 구분된다. 국내사업 부문은 군수 항공기 개발 및 양산 사업을 영위하고 있다. 주요 제품으로 고정익(KF-21, T-50/FA-50 등), 회전익(KUH, LAH 등) 등이 있으며, 이 외에도 무인기, 우주(위성, 한국형발사체), 정비 서비스를 제공한다. 완제기 수출 부문은 국내 개발된 군수 항공기를 거래 상대국의 요구에 맞춰 수출하는 사업이다. 2001년 인도 네시아에 KT-1 훈련기 수출을 시작으로 T/FA-50 (동남아, 폴란드 등), KUH (이라크 등) 글로벌 시장 공략에 나서고 있다. 기체구조물 부문은 보잉, 에어버스 등 글로벌 민항기 OEM에 동체·날개 등 주요 기체구조물을 공급한다.

동사는 위성·발사체 사업을 통해 우주 영역까지 사업을 확장하고 있다. 2010년 과기부 주관의 한국형 발사체(KSLV-II) 개발사업 참여를 시작으로 실용위성을 지구 저궤도에 투입할 수 있는 독자적인 기술을 확보하였으며 1)차세대중형위성, 2)정지궤도 복합위성, 3) 다목적 실용위성 등 국가 위성 개발에 민간기업 주도 개발양산 체재를 구축하였다.

2025년 6월 파리 에어쇼에서 록히드마틴과 전략적 협력 MOU를 체결하고 미 해군 차세대 고등훈련기(UJTS) 10조원 규모 사업 공동 마케팅을 추진하여 TF-50N 등 동사 기종의 미국 시장 진출을 본격적으로 모색하고 있다. 9월, 양사는 이번 UJTS 입찰에 참여해 미국 최초 한국산 전투기 도입을 노리고 있으며, 주요 경쟁사 보잉의 T-7B가 안전 문제와 장기 파업으로 신뢰도가 낮아지며 동사의 수주 가능성 한층 높아진 상황이다.

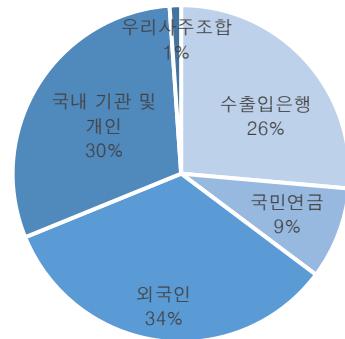
한국항공우주(047810)

한국항공우주 사업부문별 매출 비중 (2025.2Q 기준)



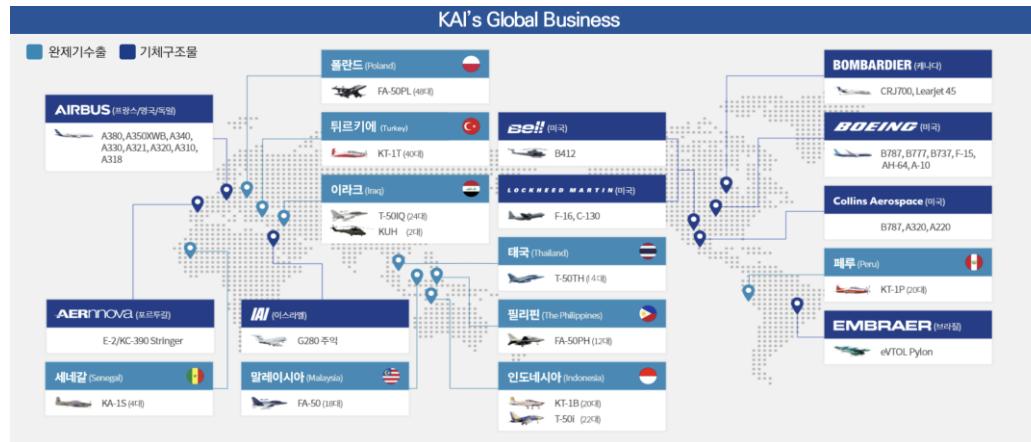
자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

한국항공우주 주요주주 비중 (2025.2Q 기준)



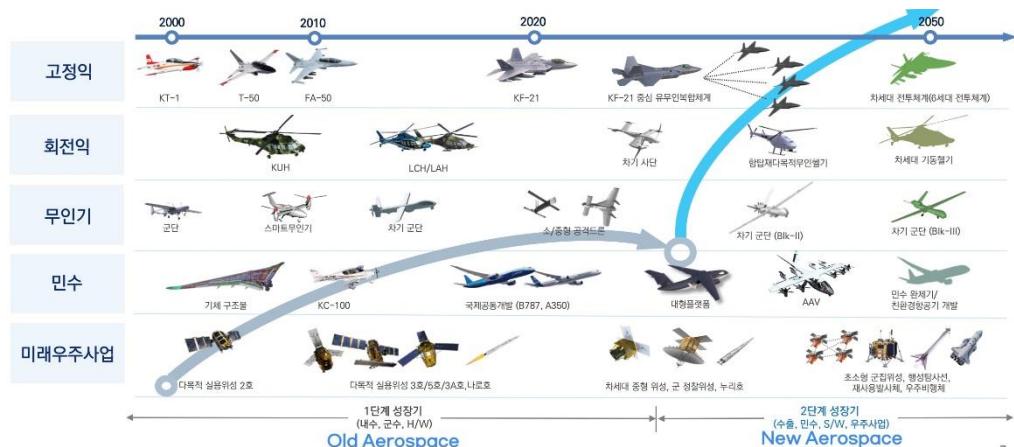
자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

한국항공우주 해외수출현황



자료: 한국항공우주

한국항공우주 주요제품 연혁



자료: 한국항공우주

투자포인트

1. 미국에서 사가는 전투기, 이집트는 덤

미국에서 무기를 사간다는 것은 사업 규모뿐만 아니라 레퍼런스 측면에서 큰 의의를 갖는다. 동사의 수출 파이프라인은 가성비 포지션으로 동남아, 중동, 남미 등에 한정되어 있다. 미국향 수출에 성공한다면, 캐나다, 호주, 유럽 등으로 확장이 가능하다는 점에서 주목할 필요가 있다.

KAI-록히드마틴의 TF-50N은 미국 UJTS 사업의 유력 후보 기종으로 주목받고 있다. 미 해군 고등훈련기 도입 사업(UJTS)은 1991년 도입된 T-45 190여 대를 대체하기 위해 최소 145대에서 최대 220여 대의 신규 훈련기를 도입하는 사업이다. 지속적인 추락사고와 더불어 올해에는 3월 T-45 1대가 비행정지 처분을 받는 등, 엔진 문제가 지속적으로 언급되고 있다. 이에 따라 계약 일정은 기존 2028년에서 2027년으로 앞당겨졌으며, 4Q25E RFP, 2026E 우선협상대상자 선정으로 사업이 코 앞으로 다가왔다.

경쟁 기종으로는 보잉-Saab의 T-7, 텍스트론-레오나르도의 M-346N이 꼽히고 있다. 이 중 M-346N은 아음속기라는 점, 기체 자체가 러시아의 Yak-130 기반으로 만들어져 호환성이 낮다는 점에서 탈락 가능성성이 유력한 상황이다. T-7은 과거 미국 공군 훈련기 교체 사업(APT)에서 동사와 록히드마틴 컨소시엄에 승리한 경험이 있는 강력한 경쟁 기종이다. 보잉 컨소시엄의 승리 요인으로 1)저가 공세, 2)신규 설계 등이 꼽혔다. 그러나 T-7의 개발 타임라인이 지연되는 등 추가적인 납기 지연이 불가피한 것으로 파악된다. 또한 당시 미 정부의 보잉 방산 부문 살리기, 미국 해군과 공군의 역학 관계 등을 고려해보면 TF-50N의 선정이 유력한 상황이다.

미국 UJTS 사업은 2027E부터 연간 25대씩 납품이 시작되는 것으로 알려졌다. 대당 500억원으로 가정해보면, 연간 1.3조원 규모의 사업인 셈이다. TF-50N이 선정될 경우, 동사에 분배되는 비율은 약 70% 수준으로 연 0.9조원의 수출이 2027E부터 더해질 수 있다. 동사의 기수주 사업들이 2027년부터는 대부분 양산 단계에 진입하고, UJTS까지 오버랩되면 성장세는 더욱 가팔라질 전망이다. 또한 대형 시장으로의 접근가능성 증가는 리레이팅 요인으로 충분하다고 판단된다.

이집트 사업에서의 수주 기대감도 유효하다. 이집트에서는 1981년 도입한 Alpha Jet 36대 교체 사업이 진행 중이다. 후속 사업으로 1999년 도입한 K-8 100여 대 교체가 언급되는 등 UJTS에 벼금가는 대형사업이다. 유력한 후보 기종으로 동사의 FA-50, 중국 L-15가 꼽힌다. FA-50은 F-16과 높은 호환성을 보유했고, 이집트는 약 240대의 F-16을 운용하고 있다는 점에서 강점이 있다. L-15는 성능 면에서는 FA-50 대비 뒤쳐지지만, 단가, 기술이전, 현지생산 등 절충교역 측면에서 유리한 것으로 평가된다. 치열한 경쟁이 예상되지만, 동사의 수주 기대감은 유효하다. 관심을 갖고 지켜볼 필요가 있다.

KAI 록히드마틴의 TF-50N



자료: 언론보도

보잉-Saab 의 T-7



자료: 언론보도

텍스트론레오나르도의 M-346



자료: 언론보도

KAI 의 FA-50



자료: 언론보도

중국의 L-15



자료: 언론보도

2. KF-21로 완성되는 국산 전투기 포트폴리오

KF-21 개발은 2000년대 초반 국산 전투기의 자체 개발 필요성이 강조된 이후, 2015년부터 2026년까지 장장 12년에 걸쳐 체계개발에만 8.1조원이 투입되는 대규모 사업인 만큼 그 의미가 남다르다. 4.5세대 전투기 KF-21이 양산단계에 진입함으로써 2000년 KT-1 기본훈련기, 2005년 T-50 고등훈련기, 2014년 FA-50 경공격기까지 국산 전투기 포트폴리오는 완성되어가고 있으며, 그 중심에는 동사가 있다. KF-21은 4.5세대 전투기로 탄생했지만, 후속 개발 사업을 통해 5세대 스텔스 전투기로 거듭날 전망이다. 이는 미국이 장악하고 있는 F-16, F-35 시장을 공략할 수 있는 계기가 될 것이며, 미국의 글로벌 신뢰도가 하락하고 있다는 점에서 기회는 존재한다고 판단한다.

KF-21 120대 국내 전력화가 2026년부터 2032년까지 진행될 예정이다. 해당 가격은 약 1,000억원, 총 12조원 이상의 대규모 사업으로 블록-II, III 체계개발 등의 후속 개발 사업까지 고려하면 연평균 2조원의 국내 매출 증분이 예상된다. 동사의 국내사업 부문 매출이 2024년 2.1조원, 2025E 2.0조원이라는 점을 고려했을 때, 가파른 실적 성장은 담보된 것이나 다름이 없다.

수출 시장에서의 활약도 기대되는 부분이다. 앞서 개발한 국산 전투기, KT-1(인도네시아, 폐루, 터키 등), T-50(인도네시아, 이라크, 태국 등), FA-50(인도네시아, 폴란드, 필리핀, 말레이시아 등)이 수출 시장에서 유의미한 성과를 기록하고 있다. 또한 FA-50의 후속 수출 사업 증가는 한국 산 전투기에 대한 글로벌 고객의 만족도를 대변한다. KF-21도 자연스럽게 호환성과 상호운용성 측면에서 주목받을 수밖에 없다.

최근 미국의 대외 신뢰도 하락에 따라 KF-21이 매력적인 대안으로 부상하고 있다는 점도 수출 확대에 긍정적으로 작용할 전망이다. 전투기 사업에서는 소프트웨어 업데이트, 업그레이드, 유지 보수 등의 후속 군수지원 지속과 이를 보장해줄 신뢰성이 중요하다. 유럽에서는 이미 F-35 도입을 전면 재검토하는 움직임이 나타나고 있다. 중동에서는 미국 무기 의존도를 낮추기 위해 차세대 전투기 공동개발을 추진하고 있다. 특히, 사우디는 GCAP(영국, 일본, 이탈리아 주도의 차세대 전투기 개발 사업)에서 참여를 거절당한 바 있다. 대안으로 KF-21이 꼽히는 등, 수출 기회는 확대되고 있다고 판단된다.

KF-21 보라매



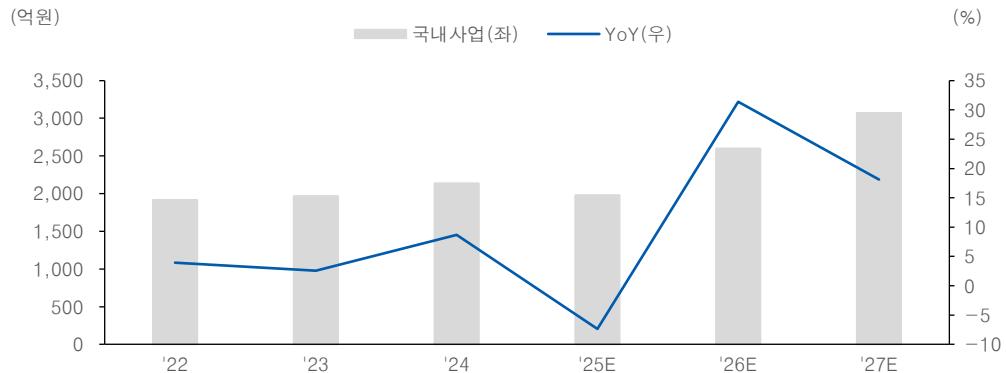
자료: 한국항공우주

KF-21 주요 템파라인

일시	내용
2011년	KF-X 탐색개발 시작
2015년	체계개발 계약체결
2021년 4월	KF-21 시제 1호기 출고
2022년 7월	최초비행 성공
2023년 1월	초음속 비행 성공, AESA 레이더 탑재 성능 검증 비행시험 통과
2023년 6월	시제 6호기 최초 비행 성공. 시제기 6대 모두 최초비행 성공
2024년 1월	고반음각 비행시험 수행
2024년 3월	공중급유 비행에 성공
2024년 5월	마하 1.8 최고속도 돌파와 공대공 미티어 유도발사에 성공
2024년 6월	한국항공우주, KF-21 최초 양산 20대 계약 체결
2025년 6월	한국항공우주, KF-21 최초 양산(잔여) 20대 계약 체결
1H26E	양산 1호기 비행시험 돌입
2H26E	공군 전력화 예정
2026~2028년	KF-21 양산 40대 및 블록 II(공대지/함 무장 추가) 개발 착수
2028~2032E	추가 80대 양산 예정

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

한국항공우주 국내사업 매출 추이 및 전망



자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

국내외 기수주 사업 양산 타임라인

기종	국가	대수	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	비고
KF-21	국내	40									80대 후속
LAH	국내	70									90대 후속
FA-50	폴란드	36									
FA-50	말레이시아 1차	18									
FA-50	필리핀 2차	12									
T-50i	인도네시아	6									

자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

실적

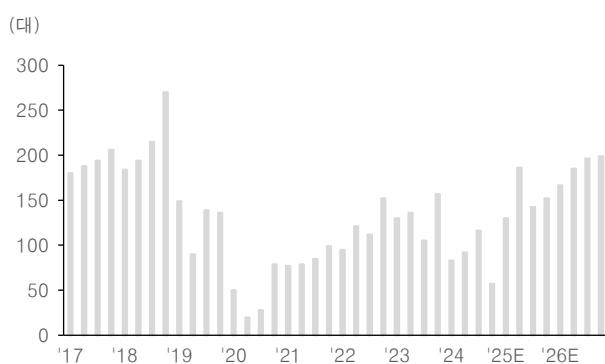
3Q25E 연결기준 매출액 9,203억원(YoY +1.4%), 영업이익 587억원(YoY -23.0%, OPM 6.4%)로 컨센서스 대비 매출액(1조 522억원), 영업이익(869억원) 모두 큰 폭으로 하회할 것으로 전망한다. 이는 9월 예정되어 있던 국내 LAH 7대 납품이 10월로 이연됨에 따라 발생하는 일시적인 실적 공백에 기인한다. 2025년 온기 납품 스케줄은 예정대로 진행되는 것으로 파악되어 분기 실적 부진에 실망할 필요는 없다고 판단된다.

2025E 연결기준 매출액 4조 893억원(YoY +12.5%), 영업이익 3,095억원(YoY +28.6%, OPM 7.6%)으로 전망한다. 전년대비 국내사업 양산 비중 확대, 완제기수출 부문 매출인식 기준 변경에 따른 이익률 개선이 예상된다. 기체부품 사업 전방 시장의 회복세가 지속되는 점도 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다. 하반기에는 지난 6월 수주한 필리핀 FA-50 12대의 진행률 매출이 신규 반영되고, 기존 폴란드 및 말레이시아 FA-50 진행률이 확대될 것으로 예상된다. 또한 4분기에는 이라크 KUH 2대, 인도네시아 T-50 훈련기 2대가 납품될 예정이며, 국내 LAH 납품은 상반기 2대 대비 하반기 11대로 전사 실적의 상고 하저를 전망한다.

한국항공우주 실적 테이블											(단위: 십억원)
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	739.9	891.8	907.2	1,094.8	699.3	828.3	920.3	1,641.4	3,633.7	4,089.3	5,253.1
YoY (%)	30.1	21.6	-9.9	-27.5	-5.5	-7.1	1.4	49.9	30.4	12.5	28.5
국내사업	445.3	505.4	447.7	737.9	330.5	363.2	360.1	925.2	2,136.3	1,979.0	2,600.0
완제기수출	90.6	150.6	243.4	155.7	171.1	227.3	280.9	414.7	640.3	1,093.9	1,463.5
기체부품	198.2	223.8	206.1	193.7	191.2	226.8	274.3	293.4	821.8	985.8	1,162.1
영업이익	48.0	74.3	76.3	42.1	46.8	85.2	58.7	118.7	240.7	309.5	440.6
YoY(%)	147.5	785.6	16.7	-72.7	-2.5	14.7	-23.0	181.8	70.0	28.6	42.4
OPM(%)	6.5	8.3	8.4	3.8	6.7	10.3	6.4	7.2	6.6	7.6	8.4

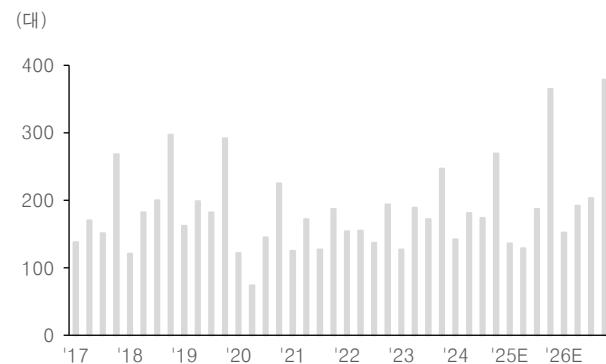
자료: 유안타증권 리서치센터

보잉 분기별 인도 대수 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

에어버스 분기별 인도 대수 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

밸류에이션

한국항공우주에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 135,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 당기순이익에 글로벌 Peer 2025E~2027E 평균 PER 27.7배를 적용해 산출했다.

2027년 당기순이익을 사용한 이유는 2026년 국내 KF-21 양산, 2027년 폴란드 FA-50PL 양산이 오버랩되면서 중기 실적 피크가 예상되기 때문이다. 기수주 파이프라인 기준, 계단식 성장 종료가 예상되는 2027년부터는 점진적 우상향을 예상한다. 이에 따라 성숙한 글로벌 완제기 관련 업체들을 Peer로 설정하고 평균 성장성을 확인할 수 있는 3개년 PER을 사용했다.

동사는 국내 시장에서의 독점적인 위치와 수출 시장에서의 경쟁력을 입증해 나가고 있다는 점에서 높은 안정성과 성장성을 확보했다고 판단된다. 또한 글로벌 Peer들과 어깨를 나란히 할 수 있는 대형 사업 수주 가시성이 높다는 점에서 부족한 레퍼런스와 기술 격차는 좁혀가고 있다고 판단된다. 특히, 미국 UJTS 사업은 유력한 경쟁 기종이 난항을 겪고 있는 만큼 수주 가능성이 높아지고 있는 상황이다. 2026년 우선협상대상자로 선정이 되고, 그 이후의 시장 확장성을 고려하면 리레이팅 요인으로 부족함이 없다고 판단된다. 이에 동사를 업종 내 차선호주로 제시한다.

한국항공우주 목표주가 산출

구분	내용	비고
당기순이익(십억원)	473	(a) 2027년 순이익
Target PER(배)	27.7	(b) 글로벌 Peer 25E~27E 평균 PER
기업가치(십억원)	13,110	(c)=(a)*(b)
주식수(천주)	97,475	(d)
주당가치(원)	134,501	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)	135,000	
현재주가(원)	109,900	9/19 종가
상승여력(%)	22.8	

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation Table

글로벌 방위산업 기업 Peer Valuation Table

(단위: KRW, 조원, 원, %)

		한국항공우주	한화에어로 스페이스	현대로템	LIG 넥스원	Lockheed martin	Northrop Grumman	Leonardo	Dassault Aviation SA	Saab	Hindustan Aeronautics	GE Aerospace
시가총액	(조원)	10.7	52.7	25.1	11.3	154.2	114.6	47.3	36.1	42.5	52.1	446.0
매출액	2024	3.6	11.2	4.4	3.3	96.9	56.0	26.2	9.2	8.2	5.1	52.8
	2025E	4.1	27.2	5.7	4.0	103.0	58.5	31.1	11.2	11.2	5.5	56.3
	2026E	5.4	30.0	6.9	4.9	107.2	61.4	33.9	14.2	13.0	6.6	62.5
	2027E	6.5	32.2	8.1	5.6	111.2	64.4	36.4	15.9	15.3	7.9	68.9
영업이익	2024	0.2	1.7	0.5	0.2	9.6	6.0	1.8	0.8	0.7	1.4	7.5
	2025E	0.3	3.5	1.0	0.4	10.5	6.2	2.7	1.0	1.1	1.4	11.8
	2026E	0.5	4.3	1.3	0.5	12.8	6.8	3.2	1.4	1.4	1.6	13.5
	2027E	0.7	5.0	1.8	0.6	13.4	7.2	3.8	1.7	1.7	1.9	15.1
OPM	2024	6.62	15.41	10.43	7.01	9.87	10.65	6.74	8.53	8.80	26.69	14.21
	2025E	8.35	12.95	18.40	8.91	10.23	10.53	8.67	8.89	9.88	24.98	21.05
	2026E	9.38	14.44	19.41	10.02	11.96	11.01	9.57	9.77	10.54	24.79	21.58
	2027E	10.06	15.63	22.37	11.10	12.07	11.13	10.37	10.39	11.24	24.30	21.90
당기순이익	2024	0.2	2.3	0.4	0.2	7.3	5.7	1.6	1.4	0.5	1.4	8.9
	2025E	0.3	1.5	0.8	0.3	7.1	5.1	1.8	1.6	0.9	1.4	8.7
	2026E	0.4	2.3	1.1	0.4	9.2	5.6	2.1	2.1	1.0	1.6	10.0
	2027E	0.5	2.7	1.4	0.5	9.7	6.0	2.4	2.4	1.3	1.8	11.3
ROE	2024	10.42	53.94	21.85	19.59	81.04	27.75	12.79	15.30	12.35	28.92	28.05
	2025E	14.24	22.45	32.63	22.72	88.31	23.64	11.60	15.20	15.18	23.24	34.36
	2026E	19.07	25.39	30.94	25.35	119.49	25.54	12.12	17.68	16.25	22.94	41.67
	2027E	20.43	23.20	29.34	26.10	117.66	25.82	12.71	17.74	17.74	21.94	46.23
PER	2024	31.10	7.11	13.33	21.68	17.42	17.99	13.90	16.74	29.92	29.20	36.29
	2025E	41.51	33.43	31.37	37.34	20.96	22.62	26.82	21.53	48.72	36.59	51.09
	2026E	27.07	22.16	22.99	27.82	16.26	19.85	22.35	16.48	39.80	31.24	43.76
	2027E	20.91	18.47	18.49	21.34	15.01	18.25	19.14	14.53	32.19	26.87	38.01
PBR	2024	3.14	2.97	2.65	3.97	17.96	4.45	1.66	2.44	3.52	7.64	9.26
	2025E	5.62	6.01	8.70	7.76	20.18	5.22	2.97	3.17	6.92	8.10	16.71
	2026E	4.78	4.82	6.39	6.31	17.86	4.85	2.74	2.80	6.07	6.89	15.87
	2027E	4.01	3.83	4.79	5.02	14.97	4.49	2.51	2.49	5.25	5.93	14.06
EV/EBITDA	2024	18.30	13.86	9.92	15.21	15.01	13.43	9.27	9.98	15.03	21.66	26.39
	2025E	26.40	15.86	21.68	24.76	14.14	16.37	13.44	15.50	27.44	27.75	33.57
	2026E	19.16	13.12	16.93	18.84	11.99	15.07	11.93	11.79	22.91	23.54	29.94
	2027E	15.39	11.28	12.88	15.08	11.46	14.25	10.53	10.11	19.06	20.37	26.95

자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

한국항공우주 (047810) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,819	3,634	4,089	5,253	6,331	
매출원가	3,355	3,152	3,466	4,395	5,225	
매출총이익	464	481	623	859	1,106	
판관비	216	241	314	418	513	
영업이익	248	241	309	441	594	
EBITDA	369	345	423	563	725	
영업외손익	21	-44	-59	-53	-48	
외환관련손익	8	-4	-6	-1	-4	
이자순익	16	-23	-41	-40	-33	
관계기업관련손익	0	-2	2	2	2	
기타	-3	-14	-14	-14	-14	
법인세비용차감전순손익	269	197	251	388	545	
법인세비용	47	26	30	55	72	
계속사업순손익	221	171	221	332	473	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	221	171	221	332	473	
지배지분순이익	224	172	222	335	477	
포괄순이익	191	156	206	317	458	
지배지분포괄이익	194	157	207	320	462	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-700	-728	203	437	592	
당기순이익	221	171	221	332	473	
감가상각비	91	82	92	102	111	
외환손익	12	11	6	1	4	
증속, 관계기업관련손익	0	2	-2	-2	-2	
자산부채의 증감	-1,218	-1,166	-239	-121	-118	
기타현금흐름	193	171	126	125	125	
투자활동 현금흐름	-108	-189	-168	-185	-184	
투자자산	12	-48	-3	-8	-7	
유형자산 증가 (CAPEX)	-78	-161	-170	-180	-180	
유형자산 감소	0	1	0	0	0	
기타현금흐름	-42	20	5	3	3	
재무활동 현금흐름	-546	369	184	-175	-195	
단기차입금	3	394	251	-98	-98	
사채 및 장기차입금	-519	42	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-24	-49	-49	-58	-78	
기타현금흐름	-6	-18	-18	-18	-18	
연결범위변동 등 기타	-11	4	8	4	5	
현금의 증감	-1,366	-543	227	82	219	
기초 현금	2,024	658	115	342	423	
기말 현금	658	115	342	423	642	
NOPLAT	248	241	309	441	594	
FCF	-778	-889	33	257	412	

자료: 유안타증권

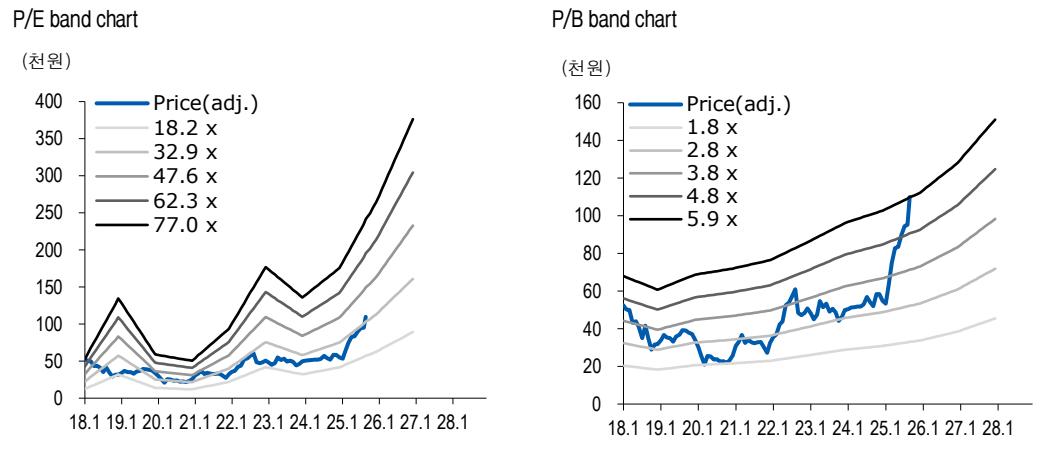
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 십억원)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산		4,681	5,439	6,442	7,586	8,881
현금및현금성자산		658	115	342	423	642
매출채권 및 기타채권		422	428	478	615	741
재고자산		1,736	2,359	2,784	3,140	3,741
비유동자산		2,459	2,587	2,646	2,711	2,767
유형자산		815	913	990	1,068	1,138
관계기업등 지분관련자산		13	15	16	21	25
기타투자자산		76	89	90	93	96
자산총계		7,140	8,026	9,088	10,297	11,648
유동부채		4,400	4,915	5,725	6,433	7,179
매입채무 및 기타채무		688	982	1,105	1,420	1,711
단기차입금		21	414	664	564	464
유동성장기부채		378	29	29	29	29
비유동부채		1,119	1,384	1,479	1,721	1,946
장기차입금		58	43	43	43	43
사채		150	549	549	549	549
부채총계		5,520	6,298	7,204	8,154	9,125
지배지분		1,597	1,706	1,864	2,125	2,509
자본금		487	487	487	487	487
자본잉여금		128	128	128	128	128
이익잉여금		1,003	1,111	1,284	1,560	1,959
비지배지분		23	21	20	18	14
자본총계		1,620	1,727	1,884	2,143	2,523
순차입금		-133	923	959	772	443
총차입금		638	1,075	1,325	1,227	1,128

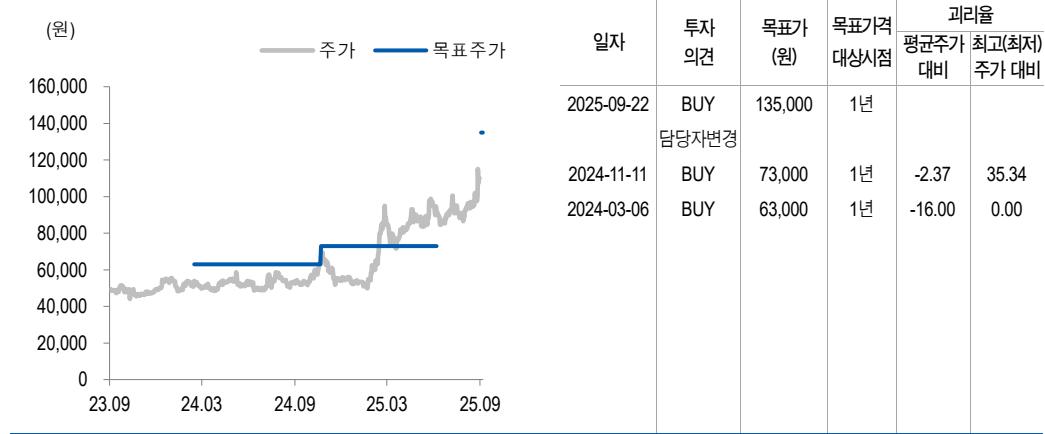
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS		2,298	1,765	2,278	3,432	4,890
BPS		16,388	17,500	19,126	21,805	25,742
EBITDAPS		3,781	3,535	4,337	5,779	7,434
SPS		39,183	37,279	41,952	53,892	64,949
DPS		500	500	600	800	1,200
PER		21.5	30.5	48.2	32.0	22.5
PBR		3.0	3.1	5.7	5.0	4.3
EV/EBITDA		12.8	18.0	27.7	20.4	15.4
PSR		1.3	1.4	2.6	2.0	1.7

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)		37.0	-4.9	12.5	28.5	20.5
영업이익 증가율 (%)		74.8	-2.7	28.6	42.4	34.7
지배순이익 증가율 (%)		89.1	-23.2	29.1	50.6	42.5
매출총이익률 (%)		12.1	13.3	15.2	16.3	17.5
영업이익률 (%)		6.5	6.6	7.6	8.4	9.4
지배순이익률 (%)		5.9	4.7	5.4	6.4	7.5
EBITDA 마진 (%)		9.6	9.5	10.3	10.7	11.4
ROIC		22.8	10.2	10.0	12.5	15.6
ROA		3.0	2.3	2.6	3.5	4.3
ROE		14.8	10.4	12.4	16.8	20.6
부채비율 (%)		340.7	364.7	382.4	380.5	361.6
순차입금/자기자본 (%)		-8.3	54.1	51.4	36.3	17.6
영업이익/금융비용 (배)		8.5	7.2	6.6	8.9	12.9

한국항공우주(047810)



한국항공우주 (047810) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93
Hold(중립)	7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-21

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 백종민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

현대로템 (064350)

안정적으로 성장할 일만 남았다

폴란드 계약 이상 無, 신규 국가 수출 가능성 高

폴란드 EC2 계약이 체결되고, 현지 생산이 포함되면서 잔여 물량에 대한 중단 우려가 일단락되었다. 또한 협력업체의 증설 소식 등을 통해 추가 수출에 대한 기대감도 높아지고 있는 상황이다. 레일솔루션 부문 역시 국내 저가 프로젝트 마무리 단계 진입에 따라 실적이 회복세에 접어들 전망이다. 미국 뉴욕 차세대 전동차 사업 등 대규모 사업 수주도 가시성이 높아지고 있다는 점에서 주목할 필요가 있다.

3Q25E 매출액 1조 5,631억원, 영업이익 3,008억원

3Q25E 매출액 1조 5,631억원(YoY +42.9%), 영업이익 3,008억원(YoY +118.9%, OPM 19.2%)으로 컨센서스 대비 매출액(1조 4,567억원), 영업이익(2,575억원) 모두 큰 폭으로 상회할 전망이다. 폴란드 1차 이행 계약의 K2 전차 잔여 물량 38대가 하반기에 인도 완료 예정임에 EC1의 잔여 금액 1조 1,114억원이 올해 하반기에 반영될 예정이다. 이 밖에 알타이전차 부품 공급, 폴란드 2차 이행 계약 개발 매출 인식, 계절적 성수기 등에 따라 연중 실적 우상향이 예상된다.

2026E 폴란드 K2 전차 인도 물량 감소에 따른 실적 공백 우려가 존재한다. 그러나, 2차 이행 계약의 개발 매출과 더불어, 투입 원가의 진행률 매출 인식 방식 등을 고려하면 공백 가능성은 낮다는 판단이다.

투자의견 Buy, 목표주가 280,000원으로 커버리지 개시

현대로템에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 280,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026년 당기순이익에 글로벌 Peer 2026E 평균 PER 29.0배를 적용해 산출했다. 신규 K2전차 수출 사업이 확정되고, 2026년 바로 인도하는 스케줄로 진행될 경우 실적 추정치 상향에 따라 목표주가도 상향될 여지가 존재한다.

Quarterly earning Forecasts					(십억원, %)
	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,563	42.9	10.3	1,459	7.2
영업이익	301	118.9	16.8	259	16.4
세전계속사업이익	314	135.1	24.9	256	22.8
지배순이익	243	133.3	27.5	204	19.3
영업이익률 (%)	19.2	+6.6 %pt	+1.0 %pt	17.7	+1.5 %pt
지배순이익률 (%)	15.5	+6.0 %pt	+2.1 %pt	14.0	+1.5 %pt

자료: 유안티증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)					(십억원, 원, %, 배)
	결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	3,587	4,377	5,963	6,568	
영업이익	210	457	1,164	1,254	
지배순이익	161	407	983	1,065	
PER	19.7	11.7	25.5	23.6	
PBR	1.9	2.3	8.4	6.3	
EV/EBITDA	10.9	8.6	19.5	17.4	
ROE	10.1	21.8	39.2	30.6	

자료: 유안티증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조



백종민 방산/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **280,000원 (I)**

직전 목표주가 -원

현재주가 (9/19) **230,000원**

상승여력 **22%**

시가총액 251,027억원

총발행주식수 109,142,293주

60일 평균 거래대금 1,822억원

60일 평균 거래량 932,455주

52주 고/저 230,000원 / 44,450원

외인지분율 33.03%

배당수익률 0.40%

주요주주 현대자동차 외 3 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 32.0 8.5 326.7

상대 20.8 (6.2) 219.6

절대 (달러환산) 31.8 7.4 306.9

기업개요

현대로템은 1999년 현대정공, 대우중공업, 한진중공업의 철도차량 부문을 통합하여 한국 철도차량으로 설립되었다. 이후, 2001년 현대자동차그룹에 편입되었고 2007년 현대로템으로 사명을 변경하였다. 현재는 레일솔루션·디펜스솔루션·에코플랜트 3대 핵심 사업부문을 운영하는 종합 중공업 기업으로 성장하였다.

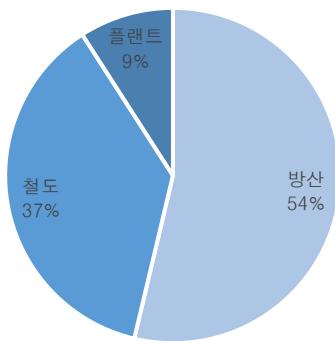
동사는 과거 철도차량 사업을 기반으로 성장했으나, 2022년 폴란드와의 K2 전차·K9 자주곡사포 등 대규모 수출 계약(1,000대 규모 기본계약)을 체결한 것을 기점으로 방산 부문이 핵심 사업으로 부상했다. 현재 사업부문별 매출 비중에서도 디펜스솔루션이 약 54%를 차지하며 전사 실적을 견인하고 있다. 주력 제품인 K2 전차는 대한민국 육군의 차세대 전차로 양산되고 있으며, 차륜형 장갑차와 무인지상차량(UGV) 등 차세대 지상 전력 플랫폼 개발을 통해 글로벌 방산 시장에서 경쟁력을 확대하고 있다. 특히 K2 전차는 미국 M1 에이브람스, 독일 레오파르트2와 함께 세계 3대 주력 전차로 평가받는다.

레일솔루션 부문의 매출 비중은 약 37%로 KTX·SRT 등 고속철도부터 도시철도·전동차·트램까지 다양한 철도차량을 제작 및 납품하여 국내 철도산업의 발전을 주도해왔다. 세계 총 40개국의 해외시장에서도 전동차 수주를 통해 글로벌 입지를 넓히고 있다. 철도차량 뿐만 아니라 E&M, O&M, 신호시스템 등 철도 벤류체인 전반을 아우르는 고부가가치 사업 역량 강화에 힘쓰고 있다.

에코플랜트 부문은 매출 비중은 약 9%로 자동차 생산설비, 제철설비, 스마트 물류설비 등을 공급하며 현대그룹사 및 포드(Ford), GM, 르노(Renault), 닛산(Nissan) 등 글로벌 기업과 긴밀히 협력하고 있다. 특히 제철 및 프레스 설비 부문은 안정적인 매출 기반을 형성하고 있으며, 최근에는 친환경 에너지 인프라와 수소 관련 플랜트 분야로 사업을 확장하고 있다.

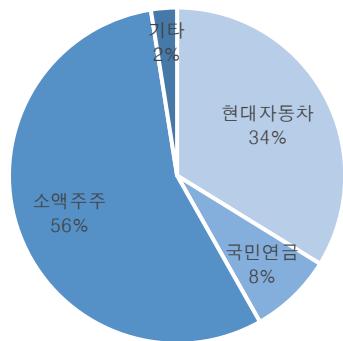
현대로템 (064350)

현대로템 사업부문별 매출 비중 (2025.2Q 기준)



자료: 현대로템, 유안타증권 리서치센터

현대로템 주요주주 비중 (2025.2Q 기준)



자료: 현대로템, 유안타증권 리서치센터

현대로템 디펜스솔루션 무기 라인업 (1): 주력전차 K2



자료: 현대로템

현대로템 디펜스솔루션 무기 라인업 (2): 장갑차 K808/K806 WAV



자료: 현대로템

현대로템 디펜스솔루션 무기 라인업 (3): 전차 구조장비 K1 ARV



자료: 현대로템

현대로템 디펜스솔루션 무기 라인업 (4): 다목적 무인 지상 차량



자료: 현대로템

투자포인트

1. 폴란드 계약 이상 無, 신규 국가 수출 가능성 高

전사 실적을 견인하고 있는 폴란드 계약의 무산 우려가 사실 무근임이 확인되었다. 폴란드가 기본 협정대로 잔여 물량을 수주할 가능성이 높아졌고, 신규 국가 수주 가능성이 가시화됨에 따라 디펜스 솔루션 부문의 호조는 지속될 전망이다. 지난 8월 약 9조원(65억 달러) 규모의 2차 계약이 체결되었다. 계약은 총 261대의 전차로 구성되며, K2전차(K2GF 116대 + K2PL 64대), 81대의 계열 전차(구난개척·교량), 현지 생산 및 MRO 기술 이전이 포함된 것으로 파악된다. 폴란드 측에서 밝힌 계약 지연 사유로, PL에 대한 구체적인 사양 논의와 현지 생산을 위한 관련 업체 조율 등이다. 장기적으로 신뢰할 수 있는 파트너로 거듭나기 위해 필요한 과정이며, 이후 잔여 640대 계약에 대한 수주 가능성이 높아지고 있는 것으로 판단된다.

사측에 따르면, 2026E부터 순차적으로 2차 계약 물량에 대응할 계획이다. 폴란드 측과 논의된 인도 물량은 2026E K2GF 31대, 2027E K2GF 85대, 2028E K2PL 3대(한국 조립), 2029~2030E 61대(현지 조립), 2029~2031E 계열 전차 81대(현지 조립)이다. 동사는 2차 계약 역시 협의된 인도 스케줄 대비 조기 납품하여, 2027년에는 3차 계약 이행을 추진할 계획이다.

동사의 K2 전차 생산능력은 연 100대 이상으로 알려졌다. 폴란드 2차 물량 외에 알려진 K2전차 생산은 국내 4차 양산 물량(2026~2028E) 150대가 있다. 국내 4차 양산 물량을 내년에 50대 생산한다고 가정해도 현재 CAPA 수준에서 20대 이상의 공백이 발생한다. 통상, 방위산업의 공급은 수요에 후행하며, 장기 공급이 보장되지 않을 경우 증설을 진행하는 경우는 드물다. 협력업체도 마찬가지일 것이다. K2전차의 포신을 생산하는 현대위아는 올해 25% 증설했음에도, 2026년 40% 추가 증설을 계획한다고 밝혔으며, 차량제어컴퓨터를 생산하는 코츠테크놀로지는 50% 증설을 위해 올해 과천 신사옥을 매입한 바 있다.

정황상 신규 국가 수출에 대한 가시성이 높아지고 있는 것으로 보인다. 무기 거래는 그 특성상 수면 아래에서 비밀리에 논의되는 경우가 많다. 앞서 언급한 협력업체의 증설 계획과 더불어, 국산 변속기 결함에도 국내 4차 양산에 채택한 점도 이를 뒷받침한다고 해석된다. 특히, 이전 독일 변속기를 채택할 당시 수출이 어려웠던 중동 지역에 대한 논의가 구체화되었을 가능성이 높다고 판단된다.

세계 각지에서 전차 현대화 사업을 진행 중이다. K2전차가 유력 후보 중 하나로 거론되는 등 잠재 수출 파이프라인이 증가하고 있다. 이 중 합동훈련, MOU 체결, 관계 부처 방한 등 적극적으로 도입 추진을 하고 있는 국가로는 이라크, UAE, 사우디, 슬로바키아, 루마니아, 폐루, 모로코 등이 있다. 이 국가들의 잠재 도입 물량은 1,500대 이상으로, 이 중 절반만 수주해도, 5년 이상의 생산 물량을 확보하게 된다. 한편, 내년 미군 철수에 따른 전력 공백이 예상되는 이라크, 러시아의 위협에서 자유롭지 못한 동유럽 국가 등은 빠르게 도입할 필요가 있을 것이다. 동사의 인도 스케줄 공백이 시급한 물량에 대응하기 위한 전략적 선택이었을 가능성이 높다고 판단된다.

K2 잠재 수출 파이프라인

	계약연도	인도연도	국가	계약 규모(예정)	대 수(예정)	비고
유력	TBD	TBD	폴란드	16조원	640	2022년 폴란드 기본 계약 1000대 이후 잔여 물량 실행계약 기대, 대당 250 억원 가정시 1) 2022년 군 현대화 사업에 따라 300대 규모 신형전차 도입 발표 및 미국 에이브람스 전차 54대 도입
	TBD	TBD	루마니아	6.3조원	250	2) 2024년 현대로템 루마니아 실거리 사격 훈련 완수 3) 루마니아 2025년 5월 대선에서 새정부 들어서고 의회서 노후 전차 교체 사업 예산 삭감하며 대기 상태
	TBD	TBD	페루	4.1조원	165	1) 페루 육군 조병창, 2024년 11월 K2 전차를 포함한 지상무기 협력 총괄협약 체결. T-54/55 계열 전차 대체를 위한 K2도입 추진 중
논의(언론 보도 포함)	TBD	TBD	모로코	5조원	200	1) 2025년 4월 리아드 메주르 모로코 산업통상부 장관 방한 이후 한국산 무기 (K2전차, KSS-III 잠수함, 천궁) 도입에 관심. 알제리와의 군비경쟁 및 군사 장비 공급원 다변화 전략의 일환 1) 2025년 2월 슬로바키아-폴란드 상호 국방 협력 의향서 체결. 폴란드에서 생산되는 현대로템의 K2PL에 대한 확보 내용 포함 2) 2025년 7월 슬로바키아 신형 전차 104대 도입 계획 발표. 기존 T-72M1 퇴역 및 교체 사업
	TBD	TBD	슬로바키아	2.6조원	104	1) AMX-30, M60A3 등 노후 전차 510대 현대화 필요 2) 24년에 사우디에 K2전차 등 1,690억원 규모 수출된 정황있으나 방사청 관계자 사우디 측 요청으로 세부 사항 비공개
	TBD	TBD	사우디아라비아	12.7조원	510	1) AMX-30, Leclerc 등 노후 전차 310대 현대화 필요 2) 중동 방산 전시회 IDEX 2025서 K2ME 관련 물밀 협상 보도
	TBD	TBD	UAE	7.7조원	310	미군이 철수하는 시기가 임박. 국제 정세가 필요한 나라여서 자국을 보호하기 위해 방어 관련 무기나 제품을 구입해야 함
	TBD	TBD	이라크	6조원	250	2025년 4월 방한한 이라크 대표단, 한국산 무기 도입에 관심

자료: 언론종합, 유인타증권 리서치센터

2. 레일솔루션: 믹스 개선에 따른 수익성 회복 기대

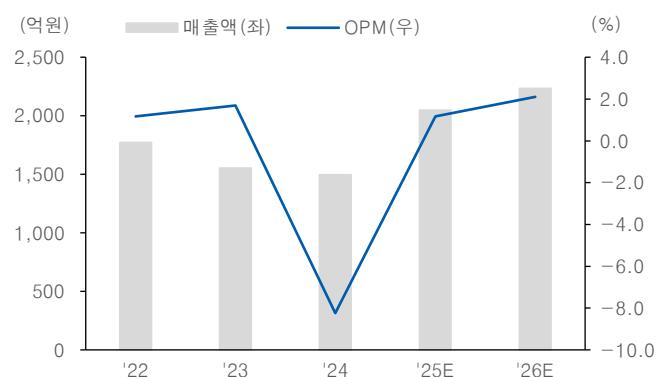
철도사업은 최저가 입찰 제도로 운영하는 국내 사업 대비 종합평가제도로 운영되는 미국, 호주, 캐나다, 대만 등 해외 사업의 이익률이 더 높은 것으로 파악된다. 철도 차량 부문 글로벌 선두 기업(중국 CRRC, 지멘스 모빌리티, 알스톰, 히타치레일 등)의 영업이익률은 하이싱글에서 로우 탄 수준으로 알려졌다.

동사의 기수주 파이프라인 중, 호주 QTMP 전동차 사업, 미국 LA 메트로 전동차 납품 사업, 미국 MBTA 전동차 사업 등이 2025년 이후 본 궤도에 들어설 전망이다. 또한 2015~2020년 수주했던 국내 저가 프로젝트들이 마무리 단계에 진입한 것으로 파악된다. 해외 프로젝트 비중 확대가 예상됨에 따라 수익성이 개선될 것으로 전망한다.

레일솔루션 부문의 1H25 누적 신규 수주액은 5조 2,220억원을 기록하며, 역대 최대 수주 잔고를 기록했다. 단일 규모로는 역대 최대인 약 2.2조원 규모의 모로코 2층 전동차 사업 등 해외에서 수주 경쟁력을 입증하고 있다. 또한 1위 업체인 중국 CRRC 가 미국의 대중국 제재에 따라 글로벌 사업 참여가 어려운 상황인 점도 향후 동사의 해외 프로젝트 수주 기대감을 높이는 요인이다. 사측에 따르면, 올해 하반기 잔여 입찰 건이 다수 존재하는 것으로 파악된다. 역대 최대 연간 신규 수주액이었던 2023년의 5조 2,727억원을 넘어설 것으로 기대된다.

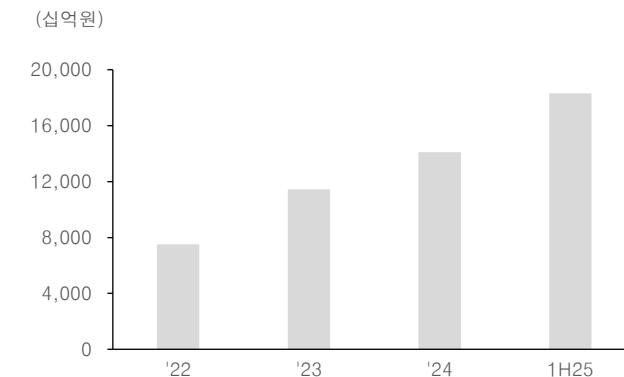
기대되는 잠재 수주 파이프라인으로 미국 뉴욕 차세대 전동차 사업이 있다. 현재 동사와 히타치 레일이 최종 입찰 경쟁 중인 것으로 파악된다. 빠르면 연내, 늦어도 2026년에는 사업자가 결정될 예정이다. 뉴욕 교통국의 2025년~2029년 중장기 투자 계획에 따르면, 향후 5년간 약 2,000량의 철도 차량 사업이 계획되어 있다. 2018년 가와사키 중공업이 수주했던 뉴욕 프로젝트를 비춰봤을 때, 1,610량 도입 사업의 규모는 약 45억 달러였다. 구체적으로 공개된 바는 없지만, 수주할 경우 역대 최대 규모의 사업이 될 가능성이 높다고 판단된다. 2H25~2026년 사업자 선정 이후 프로젝트가 진행되는 2027년 이후부터 외형 측면에서도 큰 폭의 성장세가 예상된다.

레일솔루션 부문 실적 추이 및 전망



자료: 현대로템, 유안타증권 리서치센터

레일솔루션 부문 수주잔고 추이



자료: 현대로템, 유안타증권 리서치센터

실적

3Q25E 매출액 1조 5,631억원(YoY +42.9%), 영업이익 3,008억원(YoY +118.9%, OPM 19.2%)으로 컨센서스 대비 매출액(1조 4,567억원), 영업이익(2,575억원) 모두 큰 폭으로 상회할 전망이다. 폴란드 1차 이행 계약의 K2 전차 잔여 물량 38대가 하반기에 인도 완료 예정임에 따라 사업 종료가 예상된다. 2Q25 말 기준 EC1의 잔여 금액은 약 1조 1,114억원으로 올해 하반기에 반영될 예정이다. 이 밖에 알타이전차 부품 공급, 폴란드 2차 이행 계약 개발 매출 인식, 계절적 성수기 등에 따라 연중 실적 우상향이 예상된다.

2026E 폴란드 K2 전차 인도 물량 감소에 따른 실적 공백 우려가 존재한다. 그러나, 2차 이행 계약의 개발 매출과 더불어, 투입 원가의 진행률 매출 인식 방식 등을 고려하면 공백 가능성은 낮다는 판단이다. 오히려 폴란드 EC2 조기 인도 가능성, 국내 K2전차 4차 양산 사업이 예정되어 있기 때문에 성장세는 지속될 전망이다. 한편, K2전차 인도 스케줄 공백, 협력사의 증설 소식 등을 고려했을 때 수면 아래에서 논의되고 있는 수출 사업 가시성이 높아지는 것을 주목할 필요가 있다고 판단한다.

레일솔루션 부문의 회복세도 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다. 2Q25 누적 기준 5.2조원 신규 수주 확보로 역대 연간 최대 신규 수주에 근접했다는 점에서 미래 성장성이 담보되고 있다고 판단된다. 또한 국내 저가 프로젝트들이 마무리됨에 따라 2025E 흑자전환을 시작으로 실적 우상향을 전망한다. 한편, 미국 뉴욕 차세대 전동차 사업이 빠르면 연내, 늦어도 2026년에는 사업자가 결정될 예정이다. 폴란드 K2 전차 1차 이행 계약에 벼금가는 규모일 것으로 파악되며, 수주할 경우 레일솔루션 부문의 성장세는 가속화될 전망이다.

현대로템 실적 테이블											(단위: 십억원)
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	747.8	1,094.5	1,093.5	1,440.8	1,176.1	1,417.6	1,563.1	1,806.6	4,376.6	5,963.5	6,567.8
YoY(%)	9.3	10.9	18.0	45.7	57.3	29.5	42.9	25.4	45.5	8.0	10.4
디펜스솔루션	318.0	564.5	584.6	898.1	658.0	761.3	910.2	1,112.5	2,365.2	3,442.0	3,717.7
레일솔루션	276.4	391.4	408.4	419.4	402.5	527.4	552.9	564.1	1,495.6	2,046.9	2,233.1
에코플랜트	153.4	138.6	100.5	123.3	115.7	128.9	100.0	130.0	515.8	474.6	617.0
영업이익	44.7	112.8	137.4	161.7	202.9	257.6	300.8	403.2	456.6	1,162.4	1,254.4
YoY(%)	40.0	67.7	234.3	131.7	354.0	128.4	118.9	149.4	117.4	154.6	7.9
OPM(%)	6.0	10.3	12.6	11.2	17.2	18.2	19.2	22.3	10.4	19.5	19.1

자료: 유안타증권 리서치센터

밸류에이션

현대로템에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 280,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026년 당기순이익에 글로벌 Peer 2026E 평균 PER 29.0배를 적용해 산출했다.

2026년은 동사의 향후 성장성을 가늠할 수 있는 해 일 것으로 판단된다. 그 이유는 1) 예정된 사업의 인도 공백을 메울 수 있는지 여부를 판가름할 수 있을 것이며, 2) 인도 공백이 전략적 선택이었다면, 동사가 참여하고 있는 타 수출 파이프라인에 대한 가시성이 높아지고, 3) 추가 사업에 대한 ASP 와 납기 경쟁력 등 폴란드 사업이 단순 일회성이 아니었다는 점을 증명할 수 있기 때문이다.

논의되고 있는 파이프라인에 대해서는 실적 전망치에 반영하지 않았다. 따라서 신규 K2전차 수출 사업이 확정되고, 2026년 바로 인도하는 스케줄로 진행될 경우 실적 추정치 상향에 따라 목표주가도 상향될 여지가 존재한다.

현대로템 밸류에이션 테이블

구분	내용	비고
당기순이익(십억원)	1,061	(a) 2026년 순이익
Target PER(배)	29.0	(b) 글로벌 Peer 2026E PER
기업가치(십억원)	30,747	(c)=(a)*(b)
주식수(천주)	109,142	(d)
주당가치(원)	281,710	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)	280,000	
현재 주가(원)	230,000	9/19 종가
상승여력(%)	21.7	

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation Table

글로벌 방위산업 기업 Peer Valuation Table								(단위: KRW, 조원, 원, %)
		현대로템	한국항공우주	한화에어로스페이스	LIG 넥스원	Rheinmetall	BAE Systems	General Dynamics
시가총액	(조원)	25.1	10.7	52.7	11.3	145.5	110.4	121.8
매출액	2024	4.4	3.6	11.2	3.3	14.4	45.9	65.1
	2025E	5.7	4.1	27.2	4.0	20.6	57.7	70.9
	2026E	6.9	5.4	30.0	4.9	27.8	61.8	73.9
	2027E	8.1	6.5	32.2	5.6	37.0	66.2	76.1
영업이익	2024	0.5	0.2	1.7	0.2	2.1	4.7	6.5
	2025E	1.0	0.3	3.5	0.4	3.2	6.2	7.3
	2026E	1.3	0.5	4.3	0.5	4.6	6.8	8.0
	2027E	1.8	0.7	5.0	0.6	6.8	7.4	8.6
OPM	2024	10.43	6.62	15.41	7.01	14.27	10.20	10.05
	2025E	18.40	8.35	12.95	8.91	15.54	10.70	10.30
	2026E	19.41	9.38	14.44	10.02	16.73	10.94	10.82
	2027E	22.37	10.06	15.63	11.10	18.37	11.19	11.26
당기순이익	2024	0.4	0.2	2.3	0.2	1.1	3.4	5.2
	2025E	0.8	0.3	1.5	0.3	2.0	4.2	5.7
	2026E	1.1	0.4	2.3	0.4	3.1	4.7	6.3
	2027E	1.4	0.5	2.7	0.5	4.6	5.2	6.8
ROE	2024	21.85	10.42	53.94	19.59	19.47	17.64	17.44
	2025E	32.63	14.24	22.45	22.72	27.03	18.11	18.21
	2026E	30.94	19.07	25.39	25.35	31.35	18.93	19.04
	2027E	29.34	20.43	23.20	26.10	35.34	19.73	19.80
PER	2024	13.33	31.10	7.11	21.68	33.19	17.70	19.33
	2025E	31.37	41.51	33.43	37.34	66.18	25.92	21.29
	2026E	22.99	27.07	22.16	27.82	44.63	23.26	19.04
	2027E	18.49	20.91	18.47	21.34	30.39	20.92	17.46
PBR	2024	2.65	3.14	2.97	3.97	6.59	2.97	3.23
	2025E	8.70	5.62	6.01	7.76	16.61	4.65	3.60
	2026E	6.39	4.78	4.82	6.31	13.09	4.33	3.39
	2027E	4.79	4.01	3.83	5.02	9.89	3.98	3.18
EV/EBITDA	2024	9.92	18.30	13.86	15.21	15.80	10.98	13.41
	2025E	21.68	26.40	15.86	24.76	36.74	15.48	15.21
	2026E	16.93	19.16	13.12	18.84	26.25	14.33	14.04
	2027E	12.88	15.39	11.28	15.08	18.67	13.29	13.27

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

현대로템 (064350) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,587	4,377	5,963	6,568	7,325	
매출원가	3,123	3,548	4,379	4,854	5,310	
매출총이익	464	829	1,585	1,714	2,015	
판관비	254	372	420	460	593	
영업이익	210	457	1,164	1,254	1,422	
EBITDA	250	504	1,220	1,324	1,508	
영업외손익	-29	53	67	57	130	
외환관련손익	-19	18	18	-18	32	
이자순익	0	11	25	51	74	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-10	24	24	24	24	
법인세비용차감전순손익	181	510	1,231	1,311	1,552	
법인세비용	24	104	252	250	310	
계속사업순손익	157	405	979	1,061	1,241	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	157	405	979	1,061	1,241	
지배지분순이익	161	407	983	1,065	1,246	
포괄순이익	156	373	947	1,029	1,209	
지배지분포괄이익	160	376	954	1,037	1,219	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	734	142	987	1,116	910	
당기순이익	157	405	979	1,061	1,241	
감가상각비	27	33	42	55	70	
외환손익	8	2	-18	18	-32	
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	437	-541	-250	-163	-537	
기타현금흐름	105	244	234	145	167	
투자활동 현금흐름	-270	233	-252	-243	-314	
투자자산	-5	-2	-3	-1	-2	
유형자산 증가 (CAPEX)	-55	-81	-150	-200	-250	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-211	316	-99	-42	-62	
재무활동 현금흐름	-576	-300	-251	-55	-48	
단기차입금	-115	-19	2	1	1	
사채 및 장기차입금	-446	-224	-200	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	0	-11	-22	-22	-22	
기타현금흐름	-15	-45	-31	-34	-27	
연결범위변동 등 기타	3	1	0	1	0	
현금의 증감	-110	76	485	820	548	
기초 현금	506	396	472	957	1,777	
기말 현금	396	472	957	1,777	2,325	
NOPLAT	210	457	1,164	1,254	1,422	
FCF	680	61	837	916	660	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

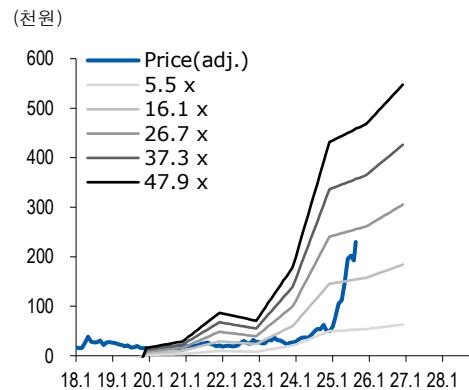
3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 십억원)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산		3,690	3,686	5,320	6,582	7,684
현금및현금성자산		396	472	957	1,777	2,325
매출채권 및 기타채권		405	965	1,322	1,456	1,624
재고자산		269	316	430	474	528
비유동자산		1,551	1,599	1,706	1,858	2,053
유형자산		1,234	1,292	1,400	1,545	1,725
관계기업등 지분관련자산		0	1	2	2	2
기타투자자산		54	54	57	58	59
자산총계		5,241	5,285	7,027	8,440	9,737
유동부채		3,205	3,020	3,751	4,126	4,195
매입채무 및 기타채무		1,012	670	913	1,065	1,212
단기차입금		83	60	60	60	60
유동성장기부채		253	262	62	62	62
비유동부채		390	256	341	374	414
장기차입금		132	3	3	3	3
사채		115	0	0	0	0
부채총계		3,595	3,276	4,093	4,499	4,609
지배지분		1,680	2,045	2,974	3,985	5,177
자본금		546	546	546	546	546
자본잉여금		520	520	520	520	520
이익잉여금		317	689	1,650	2,693	3,918
비지배지분		-33	-36	-40	-44	-49
자본총계		1,647	2,009	2,934	3,941	5,128
순차입금		-413	-419	-1,210	-2,070	-2,668
종차입금		595	351	153	154	155

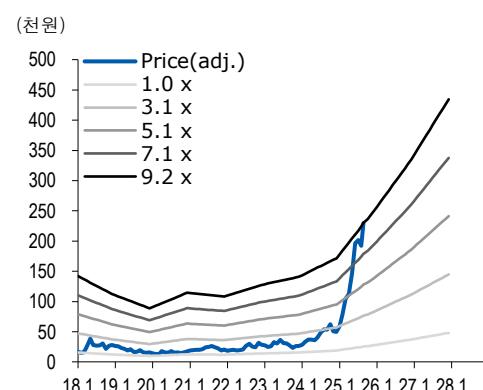
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS		1,475	3,728	9,006	9,762	11,418
BPS		15,391	18,737	27,248	36,515	47,438
EBITDAPS		2,290	4,614	11,181	12,128	13,821
SPS		32,869	40,100	54,639	60,176	67,119
DPS		100	200	200	200	200
PER		19.7	11.7	25.5	23.6	20.1
PBR		1.9	2.3	8.4	6.3	4.8
EV/EBITDA		10.9	8.6	19.5	17.4	14.8
PSR		0.9	1.1	4.2	3.8	3.4

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)		13.4	22.0	36.3	10.1	11.5
영업이익 증가율 (%)		42.4	117.4	155.0	7.7	13.3
지배순이익 증가율 (%)		-18.6	152.7	141.6	8.4	17.0
매출총이익률 (%)		12.9	18.9	26.6	26.1	27.5
영업이익률 (%)		5.9	10.4	19.5	19.1	19.4
지배순이익률 (%)		4.5	9.3	16.5	16.2	17.0
EBITDA 마진 (%)		7.0	11.5	20.5	20.2	20.6
ROIC		12.3	26.3	54.8	53.1	49.3
ROA		3.2	7.7	16.0	13.8	13.7
ROE		10.1	21.8	39.2	30.6	27.2
부채비율 (%)		218.2	163.1	139.5	114.2	89.9
순차입금/자기자본 (%)		-24.6	-20.5	-40.7	-51.9	-51.5
영업이익/금융비용 (배)		7.3	27.5	131.4	232.1	261.4

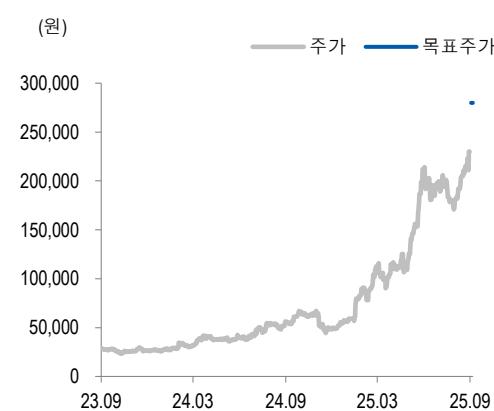
P/E band chart



P/B band chart



현대로템 (064350) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-22	BUY	280,000	1년		
2025-03-26	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93
Hold(중립)	7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-22

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 백종민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

LIG넥스원 (079550)

숨겨진 가치를 찾아서

K-방산의 작지만 강한 사업

눈에 띄는 사업 대비 작고 강한 사업에 더 큰 기회가 있을 수 있다는 판단이다. 2022년부터 공시되지 않은 수출의 규모는 약 3.6조원으로 산출된다. 이 중 상당부분은 유도무기 류의 수출로 구성된 것으로 파악되는데, 미국 수출이 논의되고 있는 비궁도 보이지 않는 아이템 중 하나이다. 유도무기와 같이 소모품 성격의 무기류는 가격과 납기가 중요한 만큼, 한국 방산의 강점에 가장 부합하는 제품일 수 있다. 2022년 K-방산의 부각 이후 유도무기 류의 수출 증가 추세가 뚜렷하다. 글로벌 시장에서 활약하고 있는 건 대형 체계종합만이 아닐 수 있다.

3Q25E 매출액 9,796억원, 영업이익 695억원

3Q25E 연결기준 매출액 9,796억원(YoY +32.3%), 영업이익 695억원(YoY +34.0%, OPM 7.1%)로 컨센서스 매출액은 부합하겠으나, 영업이익(810억원)은 하회할 것으로 전망한다. 2Q25부터 UAE 천궁 양산 매출 인식이 시작되었고, 2H25E 사우디 천궁 개발 매출 인식 등 수출 매출은 호조를 보이겠으나, 고스트로보틱스 영업권 상각, 신규 사업 손실충당금, 경상연구개발비 등 판관비 증가에 따라 이익률은 상반기 대비 하락할 것으로 전망된다.

2026년부터는 본격적인 수출 비중 확대에 따른 이익 성장세를 예상한다. 사우디 천궁 양산 매출이 시작될 것으로 보이며, 이라크 천궁 개발 진행률 확대 등 수출 호조가 지속될 전망이다. 한편, 단기적으로 천궁의 추가 수출 기대감은 제한적이겠으나, 미국 비궁 수출은 4년에 걸친 성능 평가를 모두 통과했다는 점에서 기대해볼 만한 요인이라고 판단된다.

투자의견 Buy, 목표주가 592,000원으로 커버리지 개시

LIG넥스원에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 592,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 당기순이익에 글로벌 Peer 2025E~2027E 평균 PER에서 10% 할인한 27.9배를 적용해 산출했다.

Quarterly earning Forecasts

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(십억원, %)
매출액	980	32.3	3.6	978	0.1	
영업이익	70	33.9	-10.4	81	-14.1	
세전계속사업이익	64	47.9	-47.9	80	-19.8	
지배순이익	50	16.9	-52.2	66	-24.4	
영업이익률 (%)	7.1	+0.1 %pt	-1.1 %pt	8.3	-1.2 %pt	
지배순이익률 (%)	5.1	-0.7 %pt	-6.0 %pt	6.8	-1.7 %pt	

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	(십억원, 원, %, 배)
매출액		2,309	3,276	3,967	4,569	
영업이익		186	230	328	460	
지배순이익		175	222	281	380	
PER		10.6	18.4	40.2	29.7	
PBR		1.7	3.3	7.9	6.6	
EV/EBITDA		6.6	13.0	27.1	20.1	
ROE		17.6	19.6	21.3	24.3	

자료: 유안타증권



백종민 방산/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **592,000원 (I)**

직전 목표주가	-원
현재주가 (9/19)	513,000원
상승여력	17%

시가총액	112,860억원
총발행주식수	22,000,000주
60일 평균 거래대금	868억원
60일 평균 거래량	162,398주
52주 고/저	631,000원 / 171,100원
외인지분율	31.74%
배당수익률	1.09%
주요주주	엘아이지 외 8 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.9	(13.5)	148.4
상대	(3.1)	(25.2)	86.1
절대 (달러환산)	5.7	(14.3)	136.9

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

기업개요

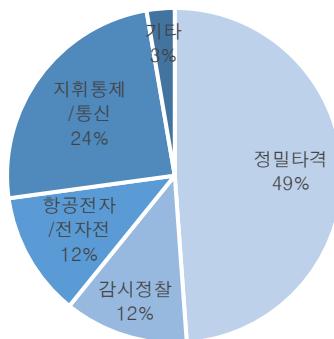
LIG넥스원은 1976년 금성정밀공업으로 설립, 미사일 창정비 사업을 기반으로 성장했다. 이후 1990년 전투 및 함정용 레이더 개발업체로 지정되며 방산 전자 분야에 본격 진출하였고, 2000년 LG이노텍으로 편입된 뒤 2004년 LG화재그룹으로 이관되면서 넥스원퓨처로 분사하였다. 2007년 현재의 사명인 LIG넥스원으로 변경되며, 국내 대표 방산 전자·유도무기 전문업체로 자리매김하였다.

동사의 사업부문은 크게 1) 정밀타격(PGM), 2) 감시정찰 ISR), 3) 항공전자/전자전(AEW) 4) 지휘통제/통신(C4I)으로 구분된다. 그중 정밀타격 부문이 2025년 2분기 기준 전체 매출의 약 49%로 핵심 사업으로 자리잡고 있다. 주력 제품으로는 천궁-II 지대공 미사일, 현궁 대전차 미사일, 비궁 유도로켓 등이 존재한다. 국내 유도무기 시장에서는 사실상 독점적 지위를 갖추고 있으며, 무인화·네트워크 중심전으로 진화하는 국방 트렌드에 맞추어 정밀유도무기와 연계된 감시정찰, 항공전자, C4I 역량을 통합적으로 강화하고 있다.

2025년 2분기 기준 매출 비중은 내수 82.7%, 수출 17.3%로 내수 의존도가 높지만, UAE, 사우디, 이라크, 인도네시아 등 중동·동남아시아 시장으로 수출을 확대하며 글로벌 입지를 넓혀가고 있다. 또한 2023년 미국 로봇 개발사 고스트로보틱스(Ghost Robotics) 지분 60%를 취득하며 무인지상로봇 분야로 사업을 확장하였다. 이는 차세대 전장 환경에서 핵심 과제로 꼽히는 무인화 무기체계 시장 진입을 의미하며, 기존의 정밀타격체계와 시너지를 형성할 수 있는 전략으로 기대된다.

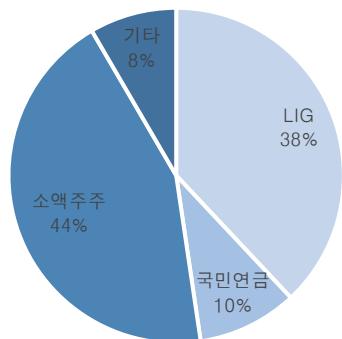
2025년 9월 독일 뮌헨에 유럽대표사무소를 개소하며 유럽 방산기업과의 협력 기반을 마련했고, 연구개발부터 생산·마케팅에 이르는 전방위적 협력을 통해 맞춤형 방산 솔루션을 제안할 계획이다. 특히 AI, 양자, 우주 등 첨단 분야에서도 협력 기회를 모색함으로써 한국과 유럽 방산산업의 동반 성장을 도모하고 있다.

LIG 넥스원 사업부문별 매출 비중 (2025.2Q 기준)



자료: LIG 넥스원, 유안타증권 리서치센터

LIG 넥스원 주요주주 비중 (2025.2Q 기준)



자료: LIG 넥스원, 유안타증권 리서치센터

LIG 넥스원 해외사무소 현황



자료: LIG 넥스원

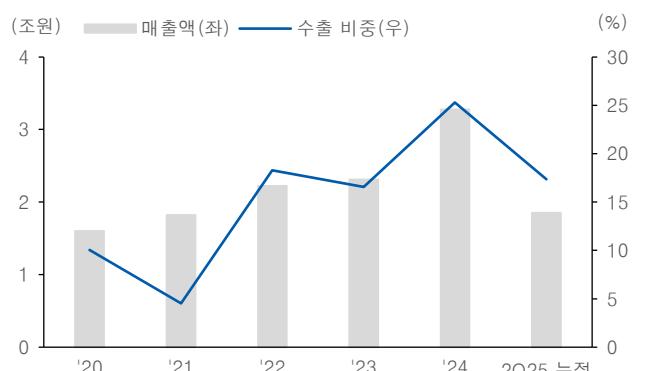
투자포인트

1. 보이지 않는 가치

보이지 않는 가치를 주목할 필요가 있다. 천궁-II, L-SAM과 같이 대형 체계종합 플랫폼이 이목을 끌고 있지만, 그 이면에 숨겨진 비닉 사업들도 상당 부분 수출 실적에 기여를 하고 있는 것으로 파악된다. 동사는 한국 내에서 유도무기 류 등의 소모품 성격 무기 등을 다수 개발 및 양산해왔다. K-방산의 플랫폼 수출 증가에 따라 자연스러운 수혜가 예상되며, 소모품 성격의 무기는 가격과 납기가 중요한 만큼 한국 방산의 강점에 가장 부합하는 제품이라는 판단이다. 유도무기 류의 교체주기는 10년으로, 사업의 연속성 측면에도 긍정적이다. 동사의 수주잔고는 매년 증가하고 있다. 작지만 강한 사업들이 숨겨져 있을 것이다.

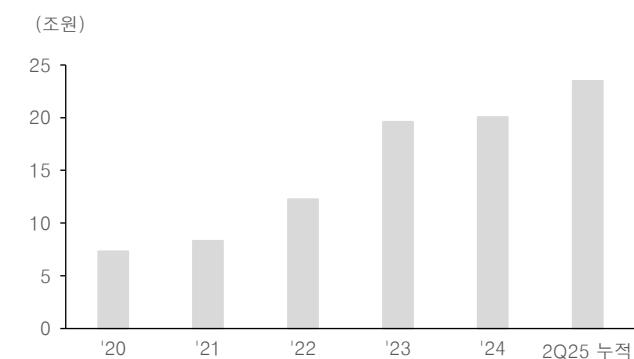
2Q25 누적 기준 수주잔고는 23.5조원이고 그 중 수출 비중 약 55%를 계산해보면 약 12.9조원이다. 2022년부터 2Q25까지 누적 수출 매출 1.9조원이며, 공시된 수출 사업은 UAE, 사우디, 이라크 천궁 10.6조원, 인도네시아 사업 약 0.6조원으로 총 11.2조원이다. 이를 고려하면 공시되지 않은 수출 사업은 약 3.6조원으로 산출된다. 이는 공시된 사업에서는 전혀 매출이 발생하지 않았다는 가정이므로, 실제 진행률 매출 인식을 한 부분을 고려하면 밝혀지지 않은 비닉 사업이 더 많은 것으로 보인다. 이 외에 2022년 이전 공시된 수출 사업에는 2020년 5월 인도네시아 경찰 통신시스템 사업(사업규모: 0.16조원, 사업기간: 5년) 밖에 없었기 때문에 규모 측면에서는 영향이 미미했을 것이다. (뒷장에서 계속)

수출비중 추이



자료: LIG 넥스원, 유안타증권 리서치센터

수주잔고 추이



자료: LIG 넥스원, 유안타증권 리서치센터

2020~2024년 SIPRI의 한국 미사일 수출 데이터에 따르면, 총 13건의 사업이 있다. 여기에는 공시된 천궁 미사일을 비롯하여, 공시되지 않은 신궁(지대공 미사일), 현궁(대전차 미사일), 비궁(지대함 미사일), 청상어(대함/대잠용 미사일), 한국형 GPS 유도폭탄 등이 루마니아, 사우디, UAE, 필리핀, 태국으로 수출된 것으로 파악할 수 있다. 규모도 작지 않다. 적계는 수십에서 많게는 수백발 수준으로, 상기 미사일 국내 양산 가격이 1~2억원 수준인 것을 감안해보면, 적어도 수천 억원 이상은 될 것이다.

참고로 2020년 이전 무기 이전데이터를 보면, 누적으로 9건에 불과하다. 이는 한국의 방위산업이 주목받는 건 동사의 천궁-II 등과 같은 체계종합 플랫폼뿐만 아니라, 유도무기, 미사일과 같은 소모품도 포함된다는 의미이다. 한국의 발사 플랫폼이 증가할수록 동반되는 소모품은 증가할 수밖에 없다. 또한 기존 70mm 포드를 그대로 사용할 수 있는 비궁과 같이 높은 호환성을 보유한 미사일은 가격과 납기 측면에서 글로벌 시장의 주목도가 이어질 수 있다.

일례로, 비궁은 미국의 무기 도입 성능평가 FCT(Foreign Comparative Testing)를 통과한 이후, 미국에서 무인수상정 탑재를 위해 구매를 논의 중인 것으로 파악된다. 빠르면 연내 가시화될 것으로 기대되며, 사업 규모상 공시되지 않았을 뿐 이미 일부 초도 물량의 수출이 진행되었을 가능성도 존재한다. 어쩌면, 대형 체계종합 사업이 아닌 작지만 강한 사업 속에 더 큰 기회가 있을 수 있다는 판단이다.

2020년 이후 한국 미사일 수출 데이터

	연도	국가	제품	수량	비고
LIG 넥스원	2024년	사우디	천궁 미사일	1,000	
	2024년	이라크	천궁 미사일	800	
	2023년	루마니아	신궁	250	2024년 발사대 27개, 신궁 미사일 125발 인도
	2023년	필리핀	청상어	15	
	2022년	사우디	현궁 미사일	400	
	2022년	태국	한국형 GPS 유도폭탄	100	
	2022년	UAE	천궁 미사일	1,000	2023년 50발, 2024년 350발 인도
	2021년	필리핀	청상어	15	
	2020년	사우디	비궁	500	
	2020년	UAE	비궁		
한화에어로스페이스	2022년	폴란드	천무 미사일		2022년 250발, 2023년 250발
	2022년	폴란드	천무 미사일	10,000	2023년 50발, 2024년 50발

자료: SIPRI, 유안타증권 리서치센터

2. 방위산업의 본질에 가까운 회사

뛰어난 기술 역량은 방위산업의 본질이라고 판단된다. 무기는 어디선가 계속 진화를 하고 있고, 진화의 속도도 빨라지고 있다. 이에 맞서는 방어 수단도 당연히 계속 진화해야 한다. 천궁-II의 중동 수출 확대는 동사의 기술 역량을 대변하는 지표이다. 중동 국가들은 대부분의 부가 원유 시추 시설에서 창출되고, 미사일 위협에 상시 노출되어 있다. 따라서 방공시스템을 도입하는 데에, 가격보다도 기술이 훨씬 더 중요했을 것이라고 추측해볼 수 있다.

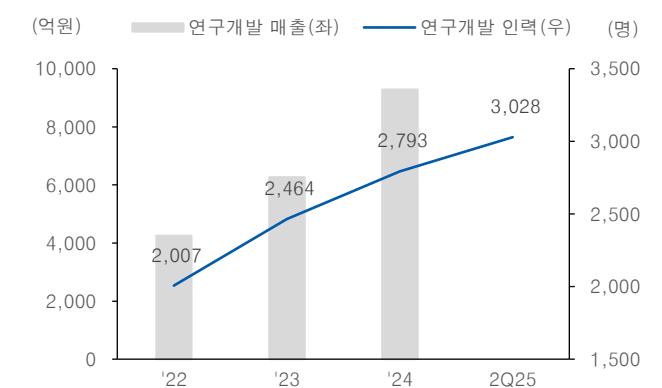
당장의 연구개발 사업이 수익성에는 도움이 되지는 않지만, 장기 성장성 측면에서는 중요하다. 특히, 한국 방위산업이 주목받을수록 더 그렇다. 국내 개발이 국내 양산을 넘어, 수출 시장에서의 성과로 이어질 수 있기 때문이다. 동사는 천궁-II에 이어 L-SAM 국내 양산을 앞두고 있고, 지난 7월에는 천궁-III의 체계종합 업체로 선정된 바 있다. 방공시스템은 호환성과 상호운용성이 핵심이라는 점을 고려해보면, 후속 방공체계는 중동향 추가 수출로 이어질 가능성이 높다고 판단된다.

동사는 연구개발에 역량을 집중하고 있다. 2022년 2,007명이었던 R&D 인력이 2024년 말 기준 2,793명으로 약 50% 증가했으며, 동기간 국내 연구개발 매출도 2배 이상 확대되었다. 참고로 2Q25 누적 기준으로는 3,028명까지 증가한 것으로 파악된다.

2026년 국방예산 정부안에 따르면 국방분야 연구개발 예산이 5.9조원으로 전년 5.0조원 대비 약 19.2% 증가되었다. 이에 따라 다수의 연구개발 사업이 이어질 예정이다. 동사의 기술 개발 역량은 개발 사업 수주의 기초체력이 될 것이다. 국내 양산부터 해외 수출이라는 장기 성장 파이프라인 확보로 이어질 것으로 전망된다.

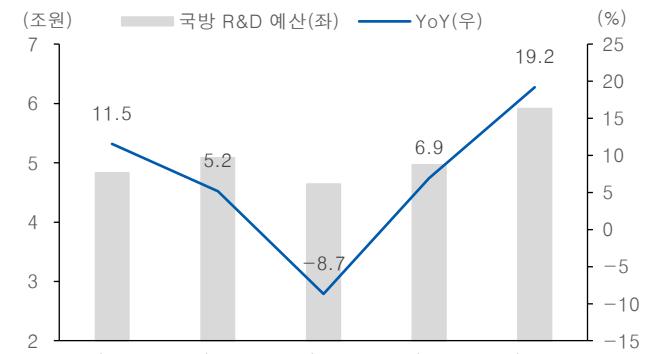
동사는 타 한국 방산업체 대비, 당장의 대형 수출 사업 수주 가시성이 낮은 건 사실이다. 다만, 방위산업은 원래 호흡이 긴 사업이며, 동사는 본질에 가장 충실한 업체라는 점에서 주목할 필요가 있다고 판단된다.

연구개발 매출 및 인력 추이



자료: LIG 넥스원, 유안타증권 리서치센터

국방 R&D 예산 추이



자료: 국방부, 유안타증권 리서치센터

실적

3Q25E 연결기준 매출액 9,796억원(YoY +32.3%), 영업이익 695억원(YoY +34.0%, OPM 7.1%)로 컨센서스 매출액은 부합하겠으나, 영입이익(810억원)은 하회할 것으로 전망한다. 2Q25부터 UAE 천궁 양산 매출 인식이 시작되었고, 2H25E 사우디 천궁 개발 매출 인식 등 수출 매출은 호조를 보이겠으나, 고스트로보틱스 영업권 상각, 신규 사업 손실충당금, 경상연구개발비 등 판관비 증가에 따라 이익률은 상반기 대비 하락할 것으로 전망된다.

2026년부터는 본격적인 수출 비중 확대에 따른 이익 성장세를 예상한다. 사우디 천궁 양산 매출이 시작될 것으로 보이며, 이라크 천궁 개발 진행률 확대 등 수출 호조가 지속될 전망이다. 국내 사업의 경우에는 현궁 3-2차, TMMR 2차 양산 사업이 2025년에 마무리되겠으나, 국내 L-SAM 양산 사업이 시작될 예정이고, 방위력 개선비가 대폭 확대되었다는 점에서 올해와 유사한 매출 규모가 나타날 것으로 예상된다. 한편, 단기적으로 천궁의 추가 수출 기대감은 제한적이겠으나, 미국 비궁 수출은 4년에 걸친 성능 평가를 모두 통과했다는 점에서 기대해볼 만한 요인이라고 판단된다.

LIG 넥스원 실적 테이블											(단위: 십억원)
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	'24	'25E	'26E
매출액	763.5	604.7	740.3	1,167.8	907.6	945.4	979.6	1,134.2	3,276	3,967	4,569
YoY %	78.7	23.3	6.4	92.1	18.9	56.3	32.3	-2.9	41.9	21.1	15.2
내수	438	523	591	897	747	785	709	825	2,448	3,066	3,058
수출	326	82	150	271	161	161	271	309	828	901	1,512
영업이익	67.0	49.1	51.9	61.8	113.6	77.6	69.5	66.9	230	328	460
YoY %	32.7	4.1	-11.0	167.5	69.6	58.0	34.0	8.3	23.3	42.6	40.4
OPM %	8.8	8.1	7.0	5.3	12.5	8.2	7.1	5.9	7.0	8.3	10.1

자료: 유안타증권 리서치센터

밸류에이션

LIG넥스원에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 592,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 당기순이익에 글로벌 Peer 2025E~2027E 평균 PER에서 10% 할인한 27.9배를 적용해 산출했다.

2027년 당기순이익을 사용한 이유는 UAE, 사우디, 이라크 천궁-II 등의 대형 체계종합 수출사업이 모두 양산 단계에 진입하는 원년이기 때문이다. 또한 미국 비공 등과 같이 잠재 수출 아이템에 대한 중장기 가치를 확인할 수 있을 것이다. 이전까지는 단기적으로 수출 비중 확대 여부에 따라서 이익 변동성이 높을 것으로 예상되고, 수출 확장성이 제한적인 방공시스템 외에 동사의 보이지 않는 가치에 대한 성과 확인이 어려울 것으로 판단된다. 마찬가지의 논리로, 글로벌 Peer의 평균 PER 대비 10% 할인한 멀티플을 적용했다.

LIG 넥스원 목표주가 산출

구분	내용	비고
당기순이익(십억원)	467	(a) 2027년 순이익
Target PER(배)	27.9	(b) 글로벌 Peer 25E~27E 평균 PER
기업가치(십억원)	13,023	(c)=(a)*(b)
주식수(천주)	22,000	(d)
주당가치(원)	591,945	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)	592,000	
현재주가(원)	513,000	9/19 종가
상승여력(%)	15.4	

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation Table

글로벌 방위산업 Peer Valuation Table

(단위: KRW, 조원, 원, %)

		LIG 넥스원	한국항공우주	한화에어로 스페이스	현대로템	Lockheed martin	Rheinmetall	Elbit Systems	Thales
시가총액	(조원)	11.3	10.7	52.7	25.1	154.2	145.5	31.8	83.6
매출액	2024	3.3	3.6	11.2	4.4	96.9	14.4	9.3	30.4
	2025E	4.0	4.1	27.2	5.7	103.0	20.6	10.9	35.9
	2026E	4.9	5.4	30.0	6.9	107.2	27.8	12.1	38.6
	2027E	5.6	6.5	32.2	8.1	111.2	37.0	13.0	41.6
영업이익	2024	0.2	0.2	1.7	0.5	9.6	2.1	0.7	1.9
	2025E	0.4	0.3	3.5	1.0	10.5	3.2	0.9	4.4
	2026E	0.5	0.5	4.3	1.3	12.8	4.6	1.2	4.9
	2027E	0.6	0.7	5.0	1.8	13.4	6.8	1.4	5.5
OPM	2024	7.01	6.62	15.41	10.43	9.87	14.27	7.16	6.13
	2025E	8.91	8.35	12.95	18.40	10.23	15.54	8.35	12.31
	2026E	10.02	9.38	14.44	19.41	11.96	16.73	9.57	12.77
	2027E	11.10	10.06	15.63	22.37	12.07	18.37	10.57	13.14
당기순이익	2024	0.2	0.2	2.3	0.4	7.3	1.1	0.4	2.1
	2025E	0.3	0.3	1.5	0.8	7.1	2.0	0.7	3.1
	2026E	0.4	0.4	2.3	1.1	9.2	3.1	0.9	3.7
	2027E	0.5	0.5	2.7	1.4	9.7	4.6	1.0	4.1
ROE	2024	19.59	10.42	53.94	21.85	81.04	19.47	10.32	19.79
	2025E	22.72	14.24	22.45	32.63	88.31	27.03	15.13	23.56
	2026E	25.35	19.07	25.39	30.94	119.49	31.35	–	24.08
	2027E	26.10	20.43	23.20	29.34	117.66	35.34	–	24.27
PER	2024	21.68	31.10	7.11	13.33	17.42	33.19	36.24	28.29
	2025E	37.34	41.51	33.43	31.37	20.96	66.18	42.03	26.33
	2026E	27.82	27.07	22.16	22.99	16.26	44.63	35.05	22.61
	2027E	21.34	20.91	18.47	18.49	15.01	30.39	32.18	20.18
PBR	2024	3.97	3.14	2.97	2.65	17.96	6.59	3.55	3.80
	2025E	7.76	5.62	6.01	8.70	20.18	16.61	–	6.23
	2026E	6.31	4.78	4.82	6.39	17.86	13.09	–	5.62
	2027E	5.02	4.01	3.83	4.79	14.97	9.89	–	5.02
EV/EBITDA	2024	15.21	18.30	13.86	9.92	15.01	15.80	17.11	12.99
	2025E	24.76	26.40	15.86	21.68	14.14	36.74	24.90	14.22
	2026E	18.84	19.16	13.12	16.93	11.99	26.25	20.36	13.32
	2027E	15.08	15.39	11.28	12.88	11.46	18.67	–	11.91

자료: Bloomberg, 유인타증권 리서치센터

LIG 넥스원 (079550) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,309	3,276	3,967	4,569	5,186	
매출원가	1,962	2,824	3,272	3,699	4,123	
매출총이익	347	453	695	870	1,063	
판관비	160	223	367	410	480	
영업이익	186	230	328	460	583	
EBITDA	255	309	410	544	668	
영업외손익	-1	-20	15	4	1	
외환관련손익	9	37	40	26	30	
이자순익	-6	-2	-2	1	4	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-5	-55	-23	-23	-33	
법인세비용차감전순손익	185	210	343	464	584	
법인세비용	10	-7	69	93	117	
계속사업순손익	175	217	275	371	467	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	175	217	275	371	467	
지배지분순이익	175	222	281	380	478	
포괄순이익	150	200	258	355	451	
지배지분포괄이익	150	201	259	356	452	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	467	952	1,007	1,048	1,234	
당기순이익	175	217	275	371	467	
감가상각비	59	68	72	74	75	
외환손익	-8	-30	-40	-26	-30	
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	213	605	555	484	576	
기타현금흐름	28	92	146	146	145	
투자활동 현금흐름	-97	-978	-516	-505	-504	
투자자산	-6	-3	-3	-3	-3	
유형자산 증가 (CAPEX)	-59	-497	-101	-90	-89	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-32	-478	-412	-412	-412	
재무활동 현금흐름	-177	122	-81	-104	-117	
단기차입금	158	56	13	12	12	
사채 및 장기차입금	-226	130	-20	-15	-15	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-33	-42	-52	-79	-92	
기타현금흐름	-76	-22	-22	-22	-22	
연결범위변동 등 기타	-1	6	3	0	-1	
현금의 증감	193	102	412	440	612	
기초 현금	253	445	547	959	1,399	
기말 현금	445	547	959	1,399	2,012	
NOPLAT	186	237	328	460	583	
FCF	408	455	906	958	1,144	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

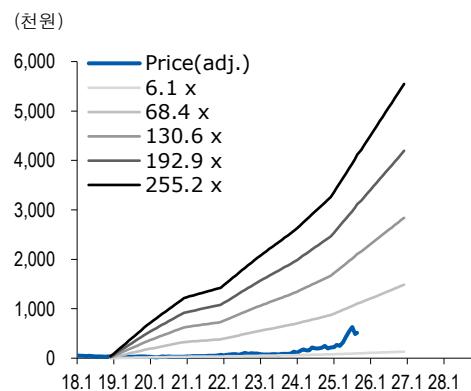
3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 십억원)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산		2,536	3,895	4,996	6,069	7,312
현금및현금성자산		445	547	959	1,399	2,012
매출채권 및 기타채권		309	425	497	573	650
재고자산		229	364	440	527	598
비유동자산		1,280	2,231	2,252	2,261	2,268
유형자산		894	1,371	1,401	1,418	1,432
관계기업등 지분관련자산		1	3	4	5	5
기타투자자산		58	77	79	81	83
자산총계		3,816	6,125	7,248	8,330	9,580
유동부채		2,651	4,617	5,543	6,354	7,250
매입채무 및 기타채무		460	727	876	1,009	1,211
단기차입금		108	163	163	163	163
유동성장기부채		75	41	41	41	41
비유동부채		113	271	262	257	252
장기차입금		20	51	41	36	31
사채		0	137	127	117	107
부채총계		2,763	4,888	5,805	6,611	7,502
지배지분		1,052	1,211	1,423	1,708	2,078
자본금		110	110	110	110	110
자본잉여금		142	142	142	142	142
이익잉여금		728	907	1,136	1,437	1,824
비지배지분		0	27	20	12	1
자본총계		1,052	1,237	1,443	1,719	2,078
순차입금		-170	-84	-205	-345	-512
총차입금		299	485	478	475	471

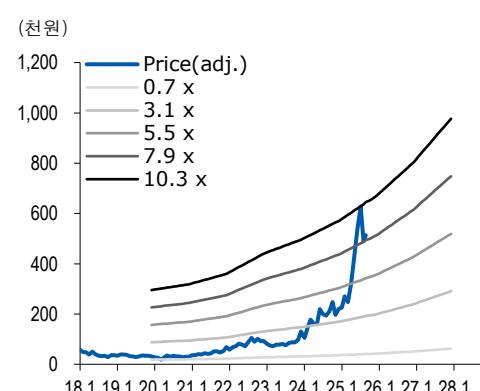
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS		7,953	10,078	12,770	17,278	21,735
BPS		48,286	55,550	65,130	78,173	95,104
EBITDAPS		11,600	14,048	18,635	24,725	30,356
SPS		104,935	148,925	180,307	207,705	235,739
DPS		1,950	2,400	3,600	4,200	5,600
PER		10.6	18.4	40.2	29.7	23.6
PBR		1.7	3.3	7.9	6.6	5.4
EV/EBITDA		6.6	13.0	27.1	20.1	16.1
PSR		0.8	1.2	2.8	2.5	2.2

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)		4.0	41.9	21.1	15.2	13.5
영업이익 증가율 (%)		4.1	23.3	42.6	40.4	26.7
지배순이익 증가율 (%)		42.3	26.7	26.7	35.3	25.8
매출총이익률 (%)		15.0	13.8	17.5	19.0	20.5
영업이익률 (%)		8.1	7.0	8.3	10.1	11.2
지배순이익률 (%)		7.6	6.8	7.1	8.3	9.2
EBITDA 마진 (%)		11.1	9.4	10.3	11.9	12.9
ROIC		21.1	27.6	30.1	53.8	98.0
ROA		5.1	4.5	4.2	4.9	5.3
ROE		17.6	19.6	21.3	24.3	25.3
부채비율 (%)		262.6	395.0	402.3	384.5	361.0
순차입금/자기자본 (%)		-16.1	-7.0	-14.4	-20.2	-24.6
영업이익/금융비용 (배)		19.3	19.2	22.3	31.6	40.3

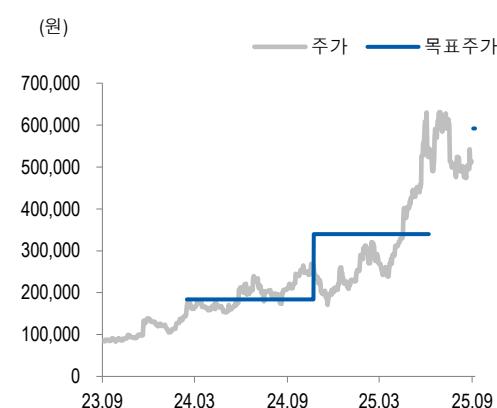
P/E band chart



P/B band chart



LIG 넥스원 (079550) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-22	BUY	592,000	1년		
2024-11-12	BUY	340,000	1년	-11.50	85.29
2024-03-06	BUY	184,000	1년	7.01	46.20

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93
Hold(중립)	7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-22

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 백종민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

Head of Research Center 윤여철
3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 이안나
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	김용구 3770-3521 yg.kim@yuantakorea.com		
Global Strategist	민병규 3635 byungkyu.min@yuantakorea.com	Fixed Income Strategist	이재형 5579 jaehyung.lee@yuantakorea.com
Passive/ ETF Analyst	고경범 3625 gyeongbeom.ko@yuantakorea.com	Research Assistant	박성철 3632 seongcheol.park@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정 3630 hojung.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	임지윤 3527 jiyoon.lim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준 3523 byeongjun.hwang@yuantakorea.com	Research Assistant	김혜원 3526 hyewon.kim@yuantakorea.com
Quant Analyst	신현용 3634 hyunyong.shin@yuantakorea.com	Research Assistant	김세빈 3646 sebin2.kim@yuantakorea.com

기업분석

팀장 2차전지/신에너지 이안나 3770-5599 anna.lee@yuantakorea.com			
인터넷/SW	이창영 5596 changyoung.lee@yuantakorea.com	전기전자	고선영 3525 sunyoung.kou@yuantakorea.com
정유/화학	황규원 5607 kyuwon.hwang@yuantakorea.com	방산/AI/로보틱스	백종민 5598 jongmin.baik@yuantakorea.com
스몰캡	권명준 5587 myoungchun.kwon@yuantakorea.com	운송	최지운 3640 jiyun.choi@yuantakorea.com
철강/비철금속	이현수 5718 hyunsoo.yi@yuantakorea.com	Research Assistant	박현주 2672 hyunjoo.park@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은 5588 seungeun.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	김도엽 5580 doyub.kim@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수 2688 hyunsoo.ha@yuantakorea.com	Research Assistant	서석준 5585 seokjun.seo@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅 5597 seungwoong.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	조혜빈 5594 hevin.cho@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민 5606 yongmin.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	한동우 3647 dongwoo.han@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱 5590 hwanwook.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	임석민 3648 seokmin.lim@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정 5595 hyunjeong.son@yuantakorea.com	Research Assistant	김고은 3649 koeun2.kim@yuantakorea.com
반도체	백길현 5635 gilhyun.baik@yuantakorea.com	Research Assistant	배종성 3643 jongsung.bae@yuantakorea.com
금융	우도형 5589 dohyeong.woo@yuantakorea.com		

채권분석

팀장 Credit Analyst	유태인 3770-5571 taein.yoo@yuantakorea.com	Credit Analyst	황태웅 5578 taewoong.hwang@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수 5582 hyunsoo.kim@yuantakorea.com		
Credit Analyst	공문주 5586 moonju.kong@yuantakorea.com		
Credit Analyst	이소윤 5572 soyoon.lee@yuantakorea.com		



YUANTA