

# K방산: 지금 놓치면 후회한다



2026.05.28

강태호 방산

02-709-2666  
kth@ds-sec.co.kr

# Con- tents



## 투자전략 및 Top Pick

04

## 분쟁의 시대, 재무장의 서막

12

유럽의 홀로서기

아시아: 중국에 대항하여 적극적 국방비 증액

## 한국 방산의 전략적 가치 상승

37

한국 무기의 높은 범용성

40년 양산이 만든 경쟁력

원활한 현지 생산 거점 구축

## K방산 주요 수출 모멘텀 점검

52

‘K9MH’ 미국 진출 기대감

천무 유럽 내 운용국 확대 전망

천궁-II & L-SAM의 중동·유럽으로 약진

## 기업분석

69

한화에어로스페이스(012450)\_ 일류 방산기업으로의 성장 공식을 따라가며

70

LIG디펜스앤에어로스페이스(079550)\_ All about Shortage

92

한국항공우주(047810)\_ KF-21 수출에 대한 자신감

105

현대로템(064350)\_ 수출국 다변화의 초입

114

한화시스템(272210)\_ 수출 확대, 필리 흑전, 우주의 삼박자

126

## [방산]

## K방산: 지금 놓치면 후회한다

## 국방비 구조적 상향 사이클 진입

글로벌 국방비는 러우전쟁 이후 구조적 상향 사이클에 진입했다. SIPRI에 따르면 2025년 글로벌 국방비는 2.9조 달러로 역대 최대치를 기록했으며 러우전쟁 이후 CAGR은 8.8%에 달한다(소련 해체 후 CAGR 2.4%). 러시아·중국은 정치·경제적 목적에 따라 추가 군사 행동을 감행할 가능성이 높으며 미국은 자국 우선주의 기조 아래 국제 안보에서의 역할을 점진적으로 축소시킬 전망이다. 특히 유럽의 방위비 증액 기조는 지정학/외교적 관점에서 40년만에 상승 추세로 돌입하였으며 이는 장기화될 가능성이 높다. 이에 따라 미국 제외 NATO의 국방비는 2030년 1조 5,700억 달러(2025~2030 CAGR 9%)에 달할 것으로 예상된다.

## 하반기 실적·주가의 본격적 상승 전망

하반기부터 다시 본격적인 실적 및 주가 우상향이 기대된다. 이는 러-우·중동 전쟁 종료 여부와 무관하게 전 세계적인 국방비 증액 및 무기 구매 확대에 기인한다. 다만 종목 간 차별화는 1) 수요가 집중되는 무기체계와의 연결성, 2) 신규 시장 진출에 따른 멀티플 리레이팅, 3) 현지 생산·IV를 통한 장기적 경쟁력 확보에 따라 이뤄질 전망이다. 수요 증가와 생산 병목이 맞물려 다연장로켓, 대공 무기에 대한 가치가 높아져 관련 밸류체인의 수혜가 기대되며 기존 진입이 어려웠던 남·서유럽(스페인 K9 자주포, 프랑스 천무, 유럽 방공망)과 미국(K9 자주포, 바궁) 시장진출 성공 시 유효 시장이 확장될 전망이다. 가장 주목할 파이프라인은 K9 자주포의 차륜형 모델 'K9MH'의 미국 차륜형 자주포 (MTC(Mobile Tactical Cannon)) 프로그램 사업자 선정 여부이다. 약 10조 원 규모의 사업이며 미국 시장 진출이라는 상징성을 고려하면 사업자 선정 시 유의미한 리레이팅이 기대된다. 이 밖에도 K2·KF-21의 신규 수출국 확대 논의가 이어질 전망이다.

## 방위산업 투자의견 '비중확대' 개시, Top Pick: 한화에어로스페이스

방위산업에 대해 투자의견 비중확대로 커버리지를 개시한다. 천무·K9·L-SAM 등 수요가 집중되는 무기체계에 약 40조원의 잠재 수요 파이프라인을 보유하고 있으며 미국·남·서유럽 등 신규 시장 진출이 가시화되고 있고 호주·이집트·미국 등 현지 생산 거점을 빠르게 구축하고 있는 한화에어로스페이스를 Top Pick으로 제시한다. 천공-Ⅱ 수요 확장의 최대 수혜주이자 기 수주한 UAE·사우디아라브 천공-Ⅱ의 이익률이 우수한 것으로 파악되어 28년까지 이익 성장 가시성이 높은 LIG디펜스앤에어로스페이스를 차선후주로 제시한다.

강태호 방산

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2026.05.28

## 비중확대

## Top Picks

## 한화에어로스페이스 012450

투자의견	매수
목표주가(상향)	1,910,000원
상승여력	53.5%

## LIG디펜스앤에어로스페이스 079550

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	1,250,000원
상승여력	42.9%

## 관심종목

## 한국항공우주 047810

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	224,000원
상승여력	35.2%

## 현대로템 064350

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	270,000원
상승여력	30.4%

## 한화시스템 272210

투자의견	매수
목표주가(상향)	141,000원
상승여력	28.6%



## 투자전략 및 Top pick

### 투자의견: 비중확대/ Top Pick: 한화에어로스페이스

방위산업 주가는 지정학적 리스크, 신규 수출 모멘텀, 수주잔고의 매출·이익 전환 속도에 따라 민감하게 반응한다. 26년 상반기 방위산업 5사 시가총액은 베네수엘라 공습, 중동 분쟁 등의 영향으로 YTD +37% 상승했다. 그 중에서도 천궁-Ⅱ 밸류체인 이면서 계약 비중이 각각 60%, 30%에 달하는 LIG디펜스앤에어로스페이스(+98%)와 한화시스템(+92%)의 상승이 두드러졌다. 이는 요격 미사일·장거리 화력·레이다 등 현재 전쟁 양상에서 수요가 급증하는 무기체계와 직접 연결된 종목에 프리미엄이 부여된 결과로 판단한다.

한편 과거 폴란드 1차 계약 당시에는 마진 불확실성과 한국 방산에 대한 낮은 인지도로 주가 반응이 제한적이었으나 4Q24~1Q25 폴란드 수주분의 호실적을 계기로 대폭적인 리레이팅이 발생했다. 이 사례는 수주잔고가 실적으로 전환되는 시점에서 본격적인 주가 재평가가 이뤄진다는 점을 시사하며 현재 방산 5사의 수주잔고 규모를 고려하면 유사한 패턴이 반복될 가능성이 높다.

방위산업에 대해 비중확대 의견을 제시한다. 26년 하반기에는 러-우·중동 전쟁 종료 여부와 무관하게 전 세계적인 국방비 증액 및 무기 구매 확대에 따라 섹터 전반의 우상향을 예상하나 종목 간 차별화는 다음 세 가지 축에서 발생할 전망이다.

- 1) 수요가 집중되는 무기체계와의 연결성이다. 대공 무기와 다연장로켓에 대한 글로벌 수요가 구조적으로 확대되고 있어 관련 밸류체인의 수혜가 기대된다.
- 2) 신규 시장 진출에 따른 멀티플 리레이팅이다. 기존 진입이 어려웠던 남·서유럽(스페인 자주포, 프랑스 천무, 유럽 방공망)과 미국(K9 자주포, 비공) 시장으로의 진출은 한국 방산의 유효 시장을 구조적으로 확장시키는 이벤트로 밸류에이션 재평가의 핵심 트리거가 될 수 있다.
- 3) 현지 생산·JV를 통한 장기적 경쟁력 확보이다. 방위산업을 자국 산업 활성화의 수단으로 활용하려는 국가가 늘어나면서 현지 생산 시설과 JV를 선제적으로 구축한 기업에 수혜가 집중될 전망이다.



그림1 방산 5사 합산 시가총액 추이

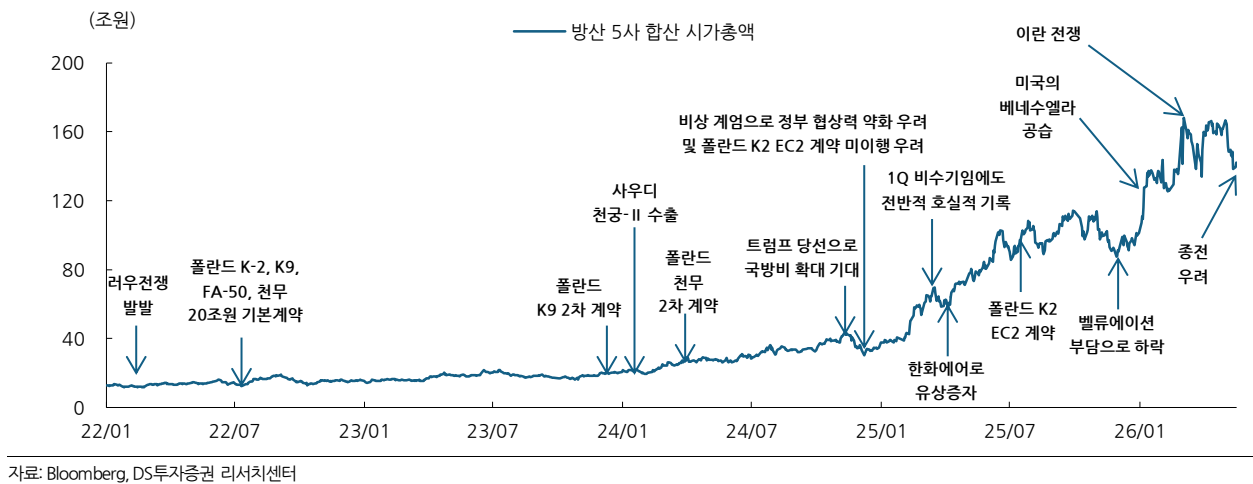


그림2 방산 5사 방산 부문 수주잔고 추이

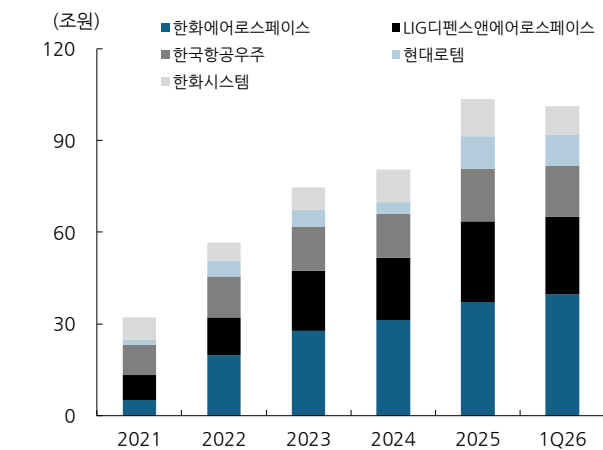


그림3 방산 5사 수주잔고/매출액 추이

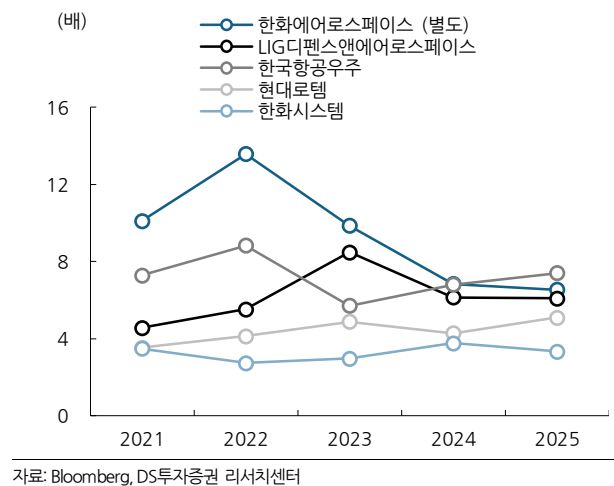


그림4 방산 5사 12m Fwd P/E 추이

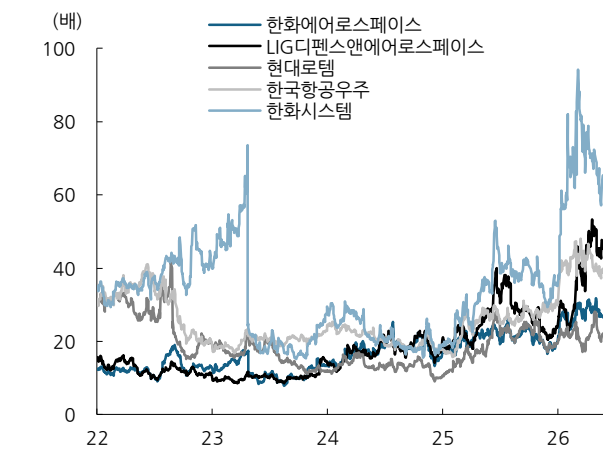
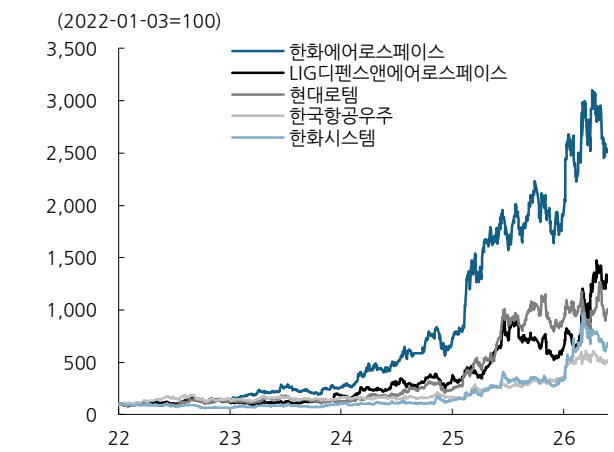


그림5 방산 5사 주가 추이



한화에어로스페이스를 Top Pick으로 제시한다.

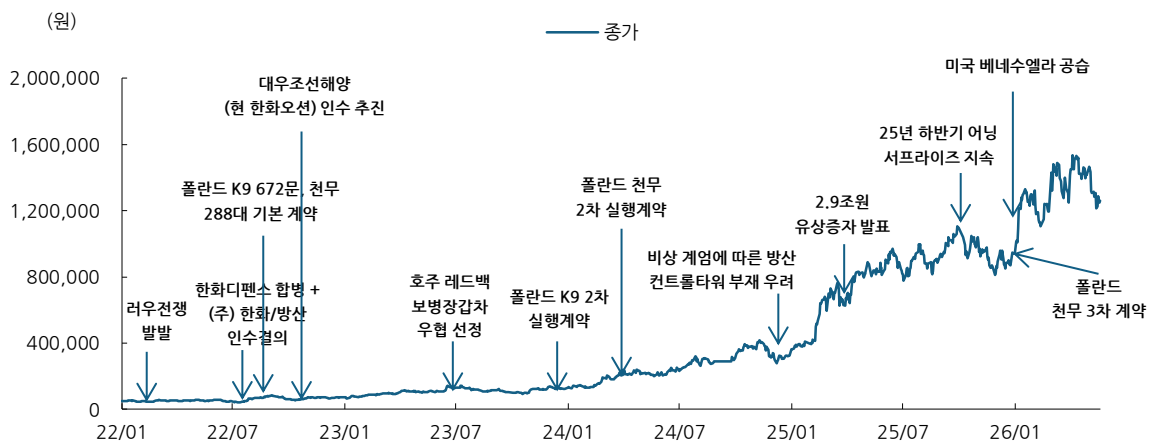
1) 천무-K9-L-SAM(자회사 포함 동사 비중 87%) 등 최대 40조 원의 잠재 수주 파이프라인을 보유하고 있다. 대공 무기와 다연장로켓이라는 현재 글로벌 수요가 가장 집중되는 무기체계에 직접 노출되어 있으며 폴란드 천무 유도탄 JV(5.6조 원)에서 확인된 바와 같이 천무 발사대 수출 이후 유도탄 매출이 대규모로 지속 인식되는 수익 구조를 확립해나가고 있다.

2) 기존 진입이 어려웠던 시장으로의 확장이 가시화되고 있다. 미국 MTC(약 10조 원, 7월 우선협상자 선정)에서 K9MH가 경쟁력 있는 후보로 평가되고 있으며 스페인 자주포 사업(Indra 협업), 프랑스 천무 브릿지 솔루션 검토 등 서유럽 시장 진입도 현실화되고 있다. 이들 시장의 실제 수주 확정 시 한국 방산의 유효 시장이 구조적으로 확장되는 이벤트로 멀티플 리레이팅이 기대된다.

3) 호주이집트에 걸친 현지 생산 거점이 본격 가동 단계에 진입하고 있으며 루마니아·미국으로의 확장도 진행 중이다. 현지화 전략은 바이 유로피안 기조 우회, 제3국 수출 교두보 확보, 수출국과의 장기적 파트너십 강화라는 복합적 효과를 제공하며 올해가 해외 생산 거점 본격화의 원년이 될 전망이다.

4) 25~28F EPS 연평균 성장률 35% 대비 27F PER이 22배로 방위산업 Peer 대비 저평가 국면으로 판단한다. 호주이집트 K9 수출 이익률이 상반기 대비 하반기 추가 개선될 여지가 있고 27~28년에는 수출 비중 상승과 현지 생산 본격화에 따라 이익 성장이 가속화될 전망으로 경쟁사(라인메탈) 대비 밸류에이션 할증 논리가 유효하다는 판단이다.

그림6 한화에어로스페이스 주가 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

LIG디펜스앤에어로스페이스를 차선호주로 제시한다.

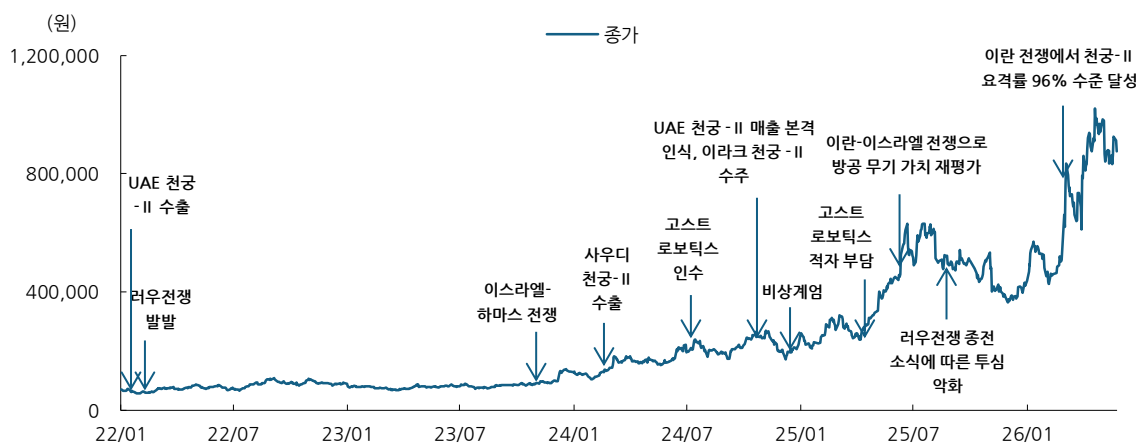
1) 천궁-Ⅱ가 UAE 실전에서 약 96%의 요격 성공률을 기록하며 탄도탄 방어 능력을 입증했다. 패트리엇의 글로벌 공급 부족이 장기화되는 환경에서 서방이 도입 가능한 탄도탄 요격 체계는 천궁-Ⅱ, SAMP/T NG, Barak MX, David's Sling이 사실상 전부이다. 천궁-Ⅱ는 이 중 적시 공급과 가격 경쟁력(발당 약 100만 달러, PAC-3 MSE 대비 약 1/4)에서 가장 유리한 위치에 있다.

2) 중동·유럽 양 방향에서 추가 계약 가능성이 높다. 중동에서는 UAE의 L-SAM 도입 가속화, 사우디 천궁-Ⅱ 추가 발주, 쿠웨이트·카타르 등 신규 도입국 확대가 기대된다. 유럽에서는 탄도탄 요격 능력이 부재한 국가의 천궁-Ⅱ 도입 가능성과 ESSI 체계 내 40~70km 고도 방어 공백을 보완하는 L-SAM의 장기적 수요가 존재한다는 판단이다.

3) 기 수주분인 UAE·사우디·이라크 천궁-Ⅱ의 이익률이 우수한 것으로 파악되어 실적 개선 속도도 가파를 전망이다. 27~28년 세 국가 납품분의 동시 인식 구간에서 영업이익률이 11%대까지 상승할 것으로 추정한다.

해외 생산 거점이 아직 없다는 점은 아쉬우나 비공의 미국 진출 여부에 따라 미국 내 생산 기지 확보 가능성도 열려 있다는 판단이다.

그림7 LIG디펜스앤에어로스페이스 주가 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



표1 방위산업 커버리지 5개사 목표주가 및 밸류에이션 테이블

구분		한화에어로스페이스	LIG 디펜스앤에어로스페이스	한국항공우주	현대로템	한화시스템
투자의견		매수	매수	매수	매수	매수
Top pick		★★	★			
시가총액 (조원)		64.1	19.3	20.7	22.6	16.2
목표주가 (원)		1,910,000	1,250,000	224,000	270,000	141,000
상승여력 (%)		53.5	42.9	35.2	30.4	28.6
P/E	2025	34.5	36.6	60.0	26.6	42.4
	2026F	30.8	54.9	49.7	24.4	130.8
	2027F	22.2	37.8	30.3	18.8	44.2
P/B	2025	5.0	6.5	6.1	6.7	2.1
	2026F	5.8	10.8	7.5	5.9	4.3
	2027F	4.7	8.7	6.1	4.6	4.0
ROE	2025	19.1	19.2	10.5	30.1	6.6
	2026F	20.3	21.3	16.1	27.2	3.3
	2027F	23.4	25.3	22.2	27.3	9.3
매출액 (십억원)	2025	26,702.9	4,306.9	3,696.4	5,839.0	3,664.1
	2026F	29,851.0	5,159.4	5,852.6	6,904.4	4,229.6
	2027F	34,505.5	6,167.1	6,608.1	8,178.3	4,961.0
영업이익 (십억원)	2025	3,089.3	319.4	269.2	1,005.6	119.9
	2026F	4,250.1	368.4	458.9	1,156.8	238.7
	2027F	5,502.7	563.5	683.6	1,549.5	469.9
25~28 EPS CAGR (%)		35.0	34.9	54.4	19.1	36.7

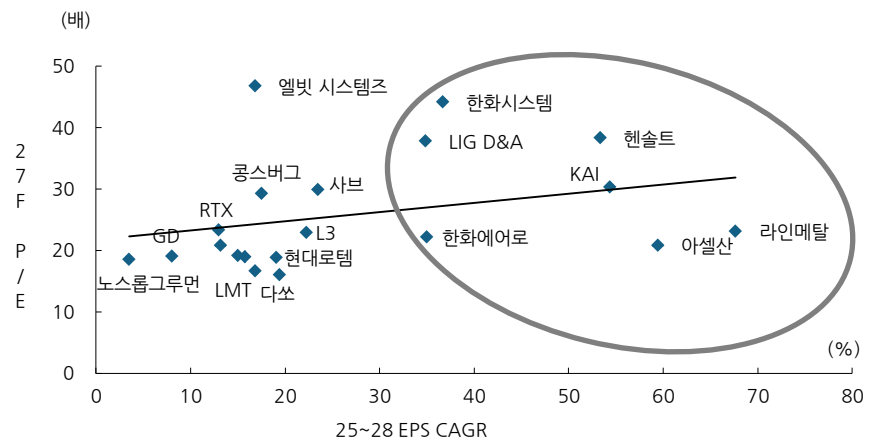
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표2 방위산업 Peer group 정리

종목명	시가총액(십억원)	수익률(%)			PER		매출액 변화율		ROE	영업이익 변화율	
		1D	1M	YTD	26F	27F	26F	27F	12Mfwd	26F	27F
한화에어로스페이스	64,362	-0.8	-15.0	32.2	27.7	21.4	13.1	14.5	18.4	40.2	27.8
현대로템	23,356	3.9	-11.2	10.2	24.3	17.2	16.5	18.9	27.0	14.4	42.7
LIG 디펜스앤에어로스페이스	19,945	-1.3	-11.5	107.8	49.8	36.8	20.0	18.8	23.0	48.8	35.5
한국항공우주	16,561	0.9	-3.3	44.8	46.6	31.4	51.2	19.6	18.8	75.0	42.8
한화시스템	21,504	5.1	-16.0	101.5	89.6	48.3	18.2	14.8	5.3	140.2	62.3
Lockheed Martin	184,873	-0.1	3.8	10.2	17.8	16.6	5.5	5.4	66.0	23.9	5.0
RTX	362,644	1.1	2.7	-2.4	25.8	23.6	6.2	7.0	13.8	8.4	10.3
Northrop Grumman	118,994	0.2	-3.2	-2.4	19.9	18.5	4.8	6.7	21.0	2.9	7.2
General Dynamics	140,235	0.5	10.0	2.4	20.7	18.9	5.3	4.5	16.5	8.3	8.1
L3 Harris Technologies	87,868	0.5	-1.3	6.8	27.0	22.9	7.7	8.1	11.2	10.1	8.9
BAE Systems	118,203	-0.2	-1.6	16.0	24.0	21.0	7.7	8.4	20.0	9.6	10.8
Leonardo	53,110	1.2	0.5	7.8	23.2	19.2	12.2	10.6	13.0	37.0	18.7
Thales	82,786	-0.8	0.1	1.4	21.9	19.0	7.1	8.3	24.6	6.7	12.2
Dassault Aviation SA	39,466	-0.7	0.4	8.7	19.0	15.8	17.6	12.2	17.2	26.7	22.7
Rheinmetall	100,715	-0.5	-5.8	-20.4	32.7	22.3	42.5	35.6	28.4	57.3	44.2
Hensoldt	17,378	-3.4	18.5	17.9	48.6	36.7	12.4	17.2	19.5	11.3	24.5
Elbit Systems	59,950	9.5	-5.9	26.9	58.0	49.0	5.2	10.7	15.2	19.3	16.8
Saab	47,057	0.2	-4.4	0.5	37.0	29.2	22.2	20.1	16.5	29.2	26.3
Aselsan	56,834	-5.4	-3.0	64.1	35.3	18.9	50.7	48.8	18.0	42.9	58.3
Kongsberg Gruppen	45,714	2.7	2.1	50.3	46.4	30.3	-27.8	46.2	30.8	-23.6	53.4

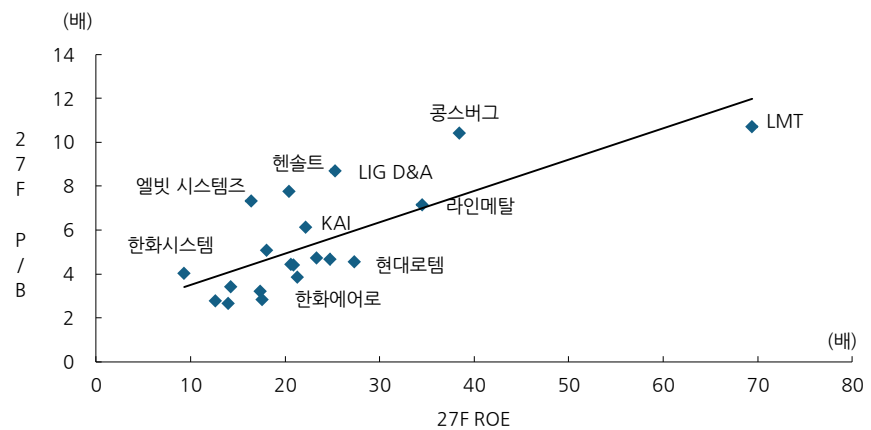
자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

그림8 27F P/E - 25~28 EPS CAGR 매트릭스



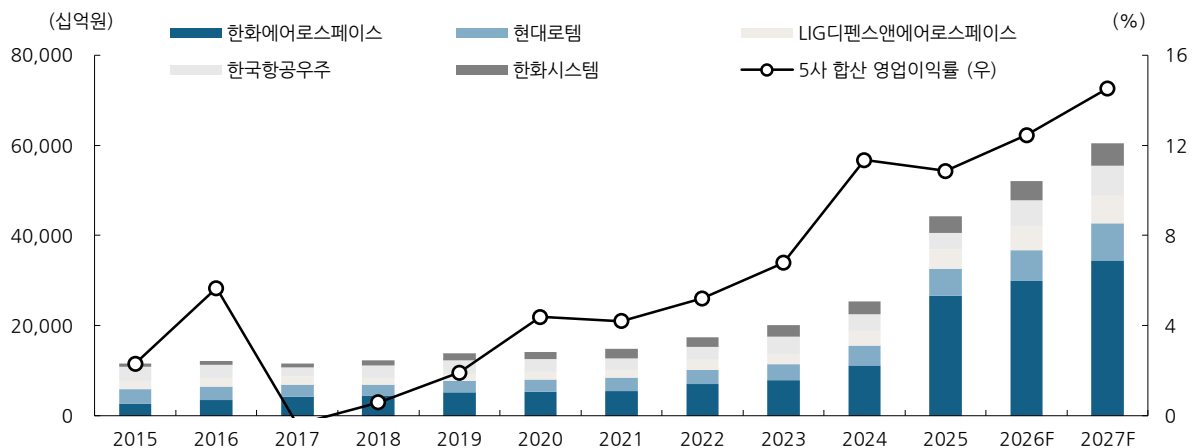
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정/ 해외기업은 컨센서스, 국내 방산 5사는 추정치

그림9 27F P/E - 27F ROE 매트릭스



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정/ 해외기업은 컨센서스, 국내 방산 5사는 추정치

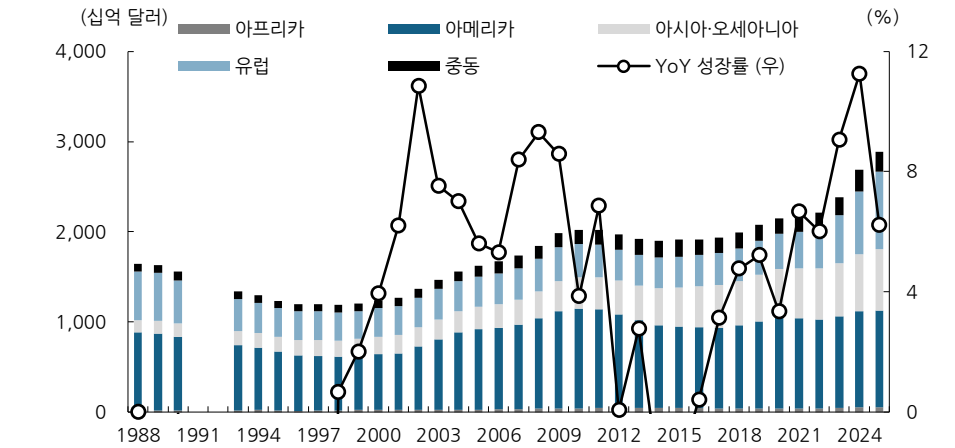
그림10 방위산업 커버리지 5사 합산 매출액 및 영업이익률 추이 및 추정



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

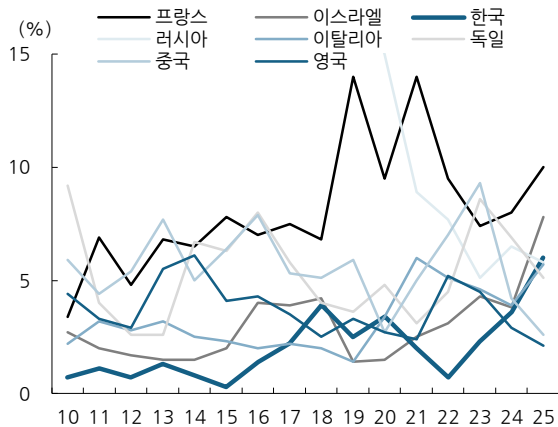
## Key Chart

그림11 대륙별 국방비 지출 추이



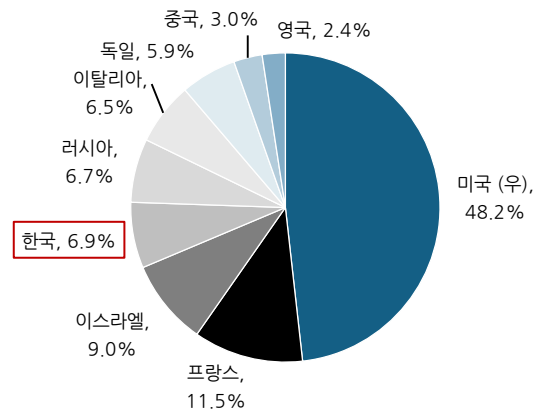
자료: SIPRI, DS투자증권 리서치센터

그림12 미국 제외 주요 방산 수출국 연도별 점유율 추이



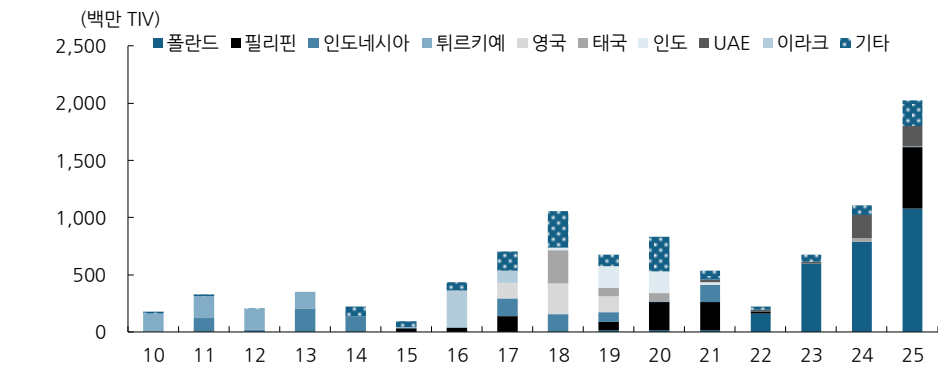
자료: SIPRI, DS투자증권 리서치센터

그림13 2025년 주요 방산 수출국 점유율



자료: SIPRI, DS투자증권 리서치센터

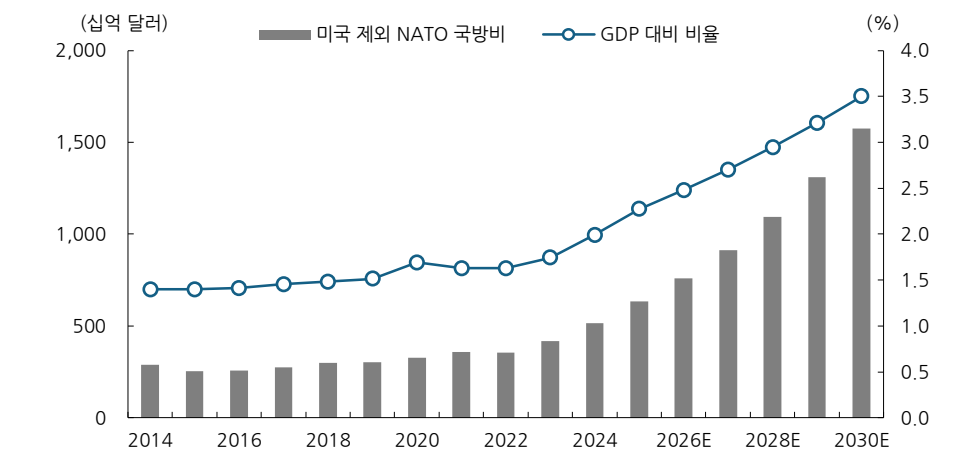
그림14 2010~2025 국가별 한국 무기 수출 추이



자료: SIPRI, DS투자증권 리서치센터

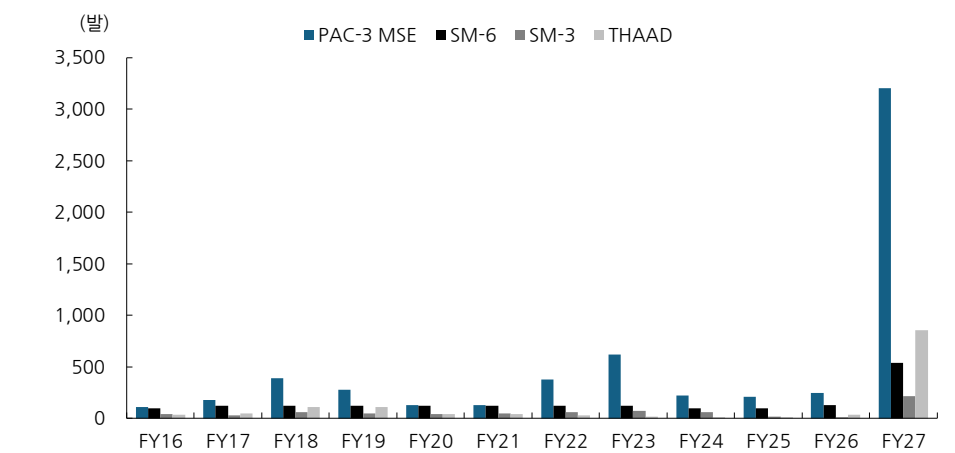


그림15 미국 제외 NATO 국방비 추이 및 전망



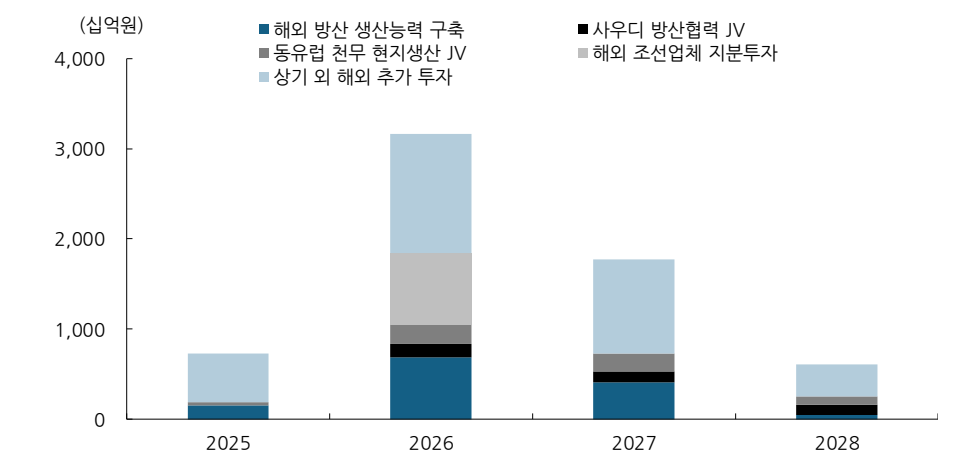
자료: NATO, DS투자증권 리서치센터 추정

그림16 미국의 연간 미사일 방어 요격미사일 요청 수량



자료: CSIS, DS투자증권 리서치센터

그림17 한화에어로스페이스 중장기 투자 계획 중 해외 투자 계획 금액



자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

## 분쟁의 시대, 재무장의 서막

### 유럽의 홀로서기

#### 유럽의 미국 무기 종속 경계 → 한국 무기 M/S 확대 기회

미국우선주의로 동맹국과  
직접적 갈등이 발생

미국의 자국 우선주의는 동맹국과 직접적인 갈등을 초래하고 있다. 대표적으로 그린란드 문제다. 그린란드는 현재 덴마크령으로 국방·외교를 덴마크 정부가 관할하고 있으나 트럼프는 북극 해역에서 활동하는 중국·러시아 선박에 대한 통제를 이유로 그린란드 병합을 주장하고 있다. 이에 반대하는 덴마크에 관세 부과를 협박하고 무력 사용 가능성까지 언급했다. 캐나다에 대해서도 51번째 주 편입 발언을 반복하는 등 주권을 위협하고 있다. 여론조사기관 Cluster17 조사에 따르면 유럽 9개국 응답자의 48%가 트럼프를 명백한 적으로 인식하고 있을 정도로 유럽 대중은 미국의 정치적 압박을 실질적 위협으로 받아들이고 있다.

미국은 유럽의 최대 무기  
공급국 → 이를 탈피하려는  
움직임 포착

미국은 유럽의 최대 무기 공급국이다. 2021~2025년 NATO 무기 수입 중 미국 비중은 58%에 달한다. 이러한 높은 의존도는 미국과의 관계 악화 시 안보 취약점이 될 수 있다는 우려로 이어지고 있으며 실제로 일부 국가에서는 미국산 무기 주문 보류 움직임이 나타나고 있다. 포르투갈은 트럼프 행정부의 예측 불가능한 대외 정책과 '킬 스위치(원격 비활성화)' 논란을 이유로 F-35 도입 계획을 재검토했으며 캐나다도 미국에 대한 과도한 군사 장비 의존도를 탈피하고자 22년 계약한 F-35 88대 중 72대에 대해 구매 재검토 및 취소를 고려하고 있다.

한국 방위산업이 유럽 내  
M/S를 확대할 수 있는  
기회로 판단

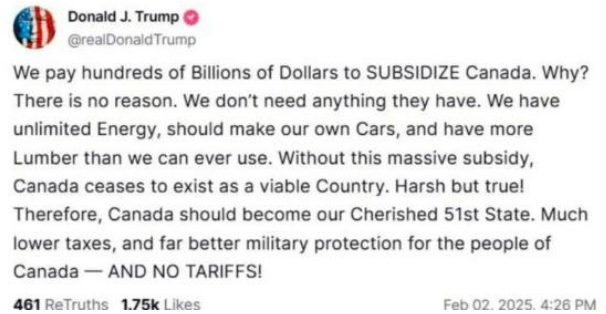
미국과 동맹국 간 마찰은 한국 방위산업이 유럽에서 M/S를 확대할 수 있는 기회라고 판단한다. 한국은 2021~2025년 NATO 전체 무기 수입 중 8.5%로 2위를 기록하며 이미 미국 다음의 유럽 핵심 파트너로 자리잡았다. 최근 노르웨이는 HIMARS와의 비교 평가 끝에 천무를 선택했고 스페인 궤도형 자주포 사업 관련해서도 한화 에어로스페이스-Indra 협력이 제네럴 다이내믹스를 제치고 스페인 자주포 현대화 사업 계약자로 선정되었다. 유럽 내 미국산 무기를 대체하려는 움직임이 가시화되고 있으며 한국 방산이 그 최대 수혜자가 될 것으로 전망한다.

그림18 트럼프의 그린란드 배경 합성 사진 업로드



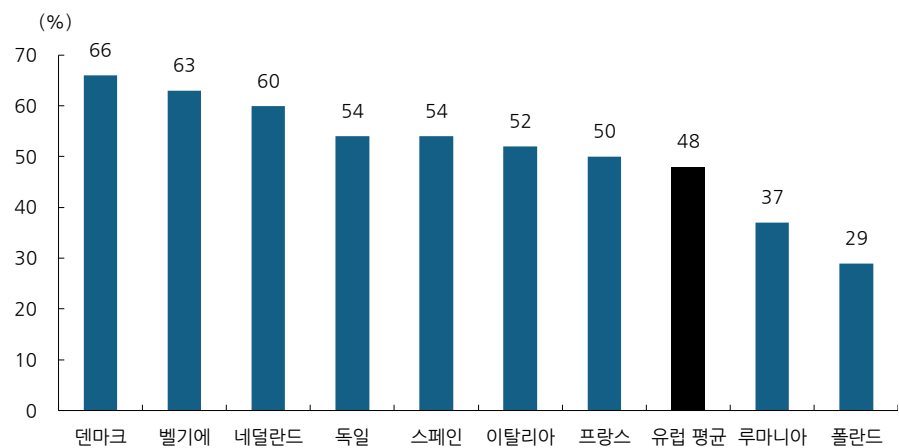
자료: 트루소셜, DS투자증권 리서치센터

그림19 트럼프의 캐나다 합병 필요성 주장



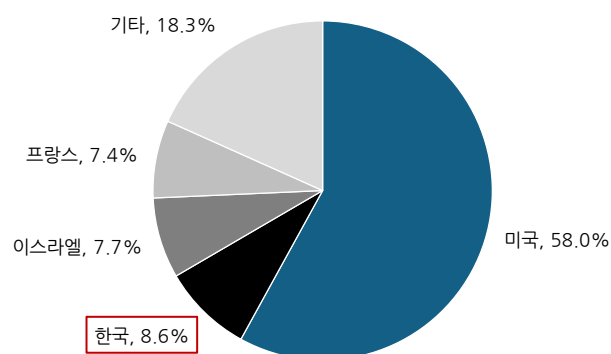
자료: X, DS투자증권 리서치센터

그림20 '트럼프를 명백한 적으로 인식하는가?'에 대한 주요 유럽 국가별 응답자 찬성 비율



자료: Cluster17, DS투자증권 리서치센터

그림21 2021~2025년 NATO 무기 수입 비중



자료: SIPRI, DS투자증권 리서치센터



### 지리적으로 가장 위험한 동유럽 국가의 한국 무기 발주 지속될 것

폴란드와 발트 3국은  
지리적으로 매우 위험

러시아·우크라이나 인접국, 특히 폴란드, 발트 3국(리투아니아, 라트비아, 에스토니아), 북유럽은 자국이 다음 전장이 될 가능성을 진지하게 우려하고 있다. 지리적 조건도 이들의 불안을 뒷받침한다. 리투아니아와 폴란드 사이에는 러시아 역외 영토 ‘칼리닌그라드’와 친러 국가 벨라루스를 잇는 ‘수바우키 회랑’이 존재한다. 러시아가 이 회랑을 장악하면 발트 3국은 NATO와 물리적으로 단절되고 폴란드는 벨라루스·러시아·우크라이나에 삼면으로 둘러싸이게 된다. 실제로 해당 지역에서 러시아발로 추정되는 무인기 비행, GPS 교란, 해상·항공 접근 사건이 잇따르고 있다.

### 폴란드: K2 EC3, K9 EC3 연내 계약 가능성

폴란드와 K2, K9 후속  
계약 체결 가능성 높아

폴란드는 26~27년 내 K2, K9 후속 계약을 체결할 가능성이 높다고 판단한다. 벨라루스와의 지리적 인접성을 고려하면 주력전차·자주포 등 지상전력 보강을 지속할 수밖에 없기 때문이다. 26년 국방예산은 2,000억 즈워티(76조원)로 GDP 대비 4.8% 수준이다.

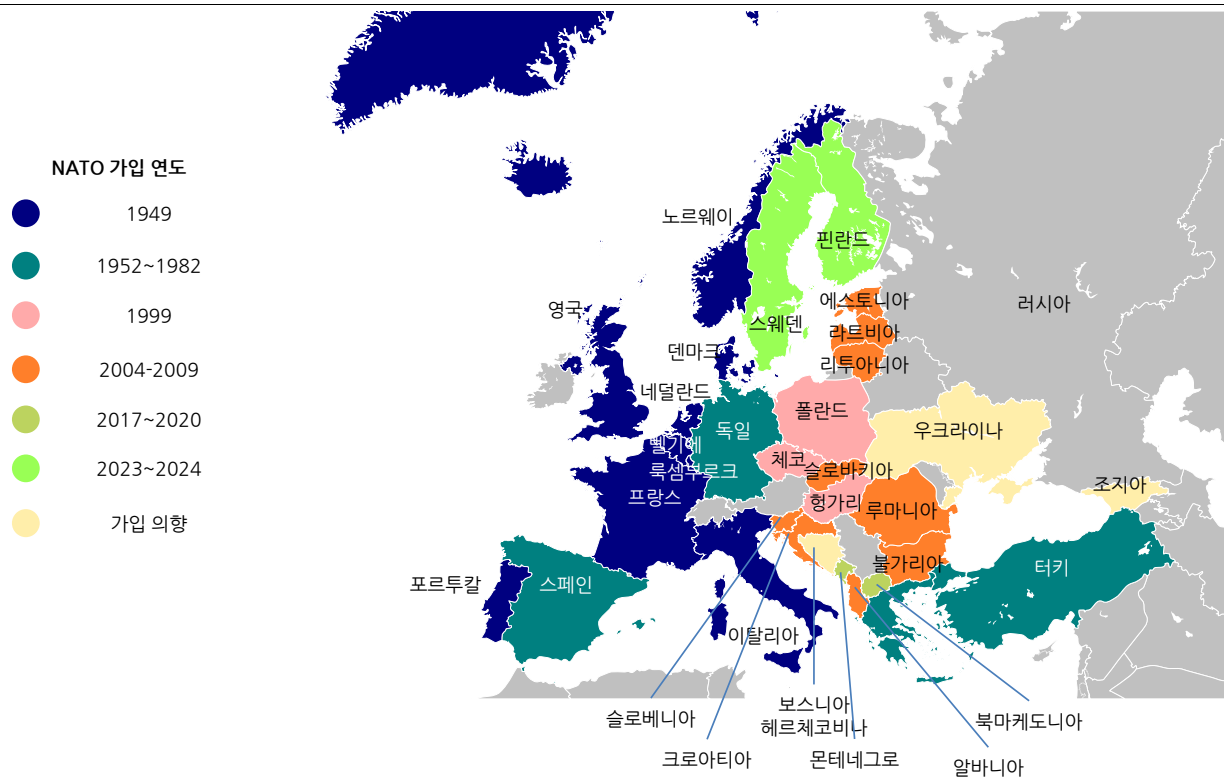
K2의 경우 폴란드는 25년 8월 EC2 계약을 체결해 GF(Gap Filler) 117대·PL 63대 총 180대, 누적 360대 계약을 완료했다. PL 중 61대는 현지 부마르-와벤디에서 조립·생산될 계획이며 연 50대 생산을 목표로 하고 있어 향후 높은 가동률 유지를 위해 후속 계약 체결을 서두를 유인이 있다. 이에 따라 2027년 말 EC3(PL 160대, 약 7조원 규모) 계약 체결이 예상된다. K9 EC3 또한 현지 생산 조건 협의가 연내 마무리될 것으로 보이며 잔여 308문(7조원)에 대한 하반기 계약 체결이 기대한다.

### 발트 3국·루마니아: 천무 및 대공 무기 신규 계약 기대

발트3국의 한국 무기 신규  
계약 가능성 기대

발트 3국의 26년 합산 국방 예산은 94억 유로(14조원)로 GDP 대비 4~5% 수준이다. 에스토니아는 천무 9문을 도입해 다연장로켓 전력을 이미 보강했으며 HIMARS를 보유하고 있음에도 심층 타격 능력 확보와 빠른 인도를 이유로 천무를 선택한 바 있다. 리투아니아·라트비아도 HIMARS 인도를 대기 중인 만큼 천무 병행 발주 가능성이 높다고 판단한다. 아울러 발트 3국 모두 탄도미사일 요격 능력이 부재해 패트리어트, SAMP/T NG 인도 지연 지속 시 L-SAM에 대한 수요가 높아질 것으로 전망한다.

그림22 NATO 가입국 및 가입 연도



자료: DS투자증권 리서치센터

그림23 칼리닌그라드(러시아령)와 수바우키 회랑



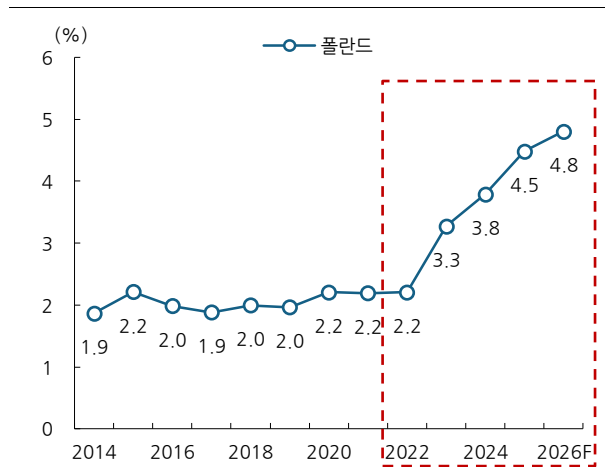
자료: DS투자증권 리서치센터

표1 러시아로 확인되거나 의심되는 주요 군사 행동 타임라인

시점	국가	내용
2024.09.08	루마니아/라트비아	러시아 드론이 자국 영공 침범 후 추락
2025.08.31	불가리아	폰 데어 라이엔 EU 집행위원장 탑승 항공기에 GPS 교란
2025.09.09	폴란드	24 대의 러시아 드론이 폴란드 영공 진입
2025.09.13	루마니아	러시아제 '게란' 드론의 영공 침범
2025.09.13	에스토니아	러시아 MiG-31 전투기 31 대 핀란드만 상공에서 12 분간 에스토니아 영공 진입
2025.09.22	덴마크/노르웨이	공항에 드론 출몰로 오슬로/코펜하겐 공항 몇 시간 동안 폐쇄
2025.09.22	프랑스	북서부 군 기지(우크라이나군 훈련 장소) 드론 출몰
2025.09.27	프랑스	생나제르 앞바다에서 러시아 유령선단 유조선 보라카이호 나포
2025.09.29	독일	북부 쉐레스비히홀슈타인주 상공 드론 무리 목적
2025.10.03	독일	원형공항 상공에 드론 무리 목적으로 운항 7 시간 전면 중단
2025.10.03	벨기에	엘젠보른 군사기지 근처 정체불명 드론 15 대 비행
2025.10.04	리투아니아	빌뉴스 공항에서 풍선 발견되어 영공 폐쇄와 항공 교통 일시 중단
2025.11.02	벨기에	북동부 클라이네 브로겔 공군기지(미국 핵무기 배치된 기지) 상공 드론 3 대 비행
2025.11.02	독일	브르멘 공항에서 드론 발견되어 1 시간 운항 중단
2025.11.15	폴란드	바르샤바 루블린 철도 노선에서 폭발·선로 훼손 발생
2025.11.19	루마니아	러시아의 우크라이나 인프라 공격 중 드론이 루마니아 영공 침범
2025.11.20	리투아니아	벨라루스발 밀수 풍선 기구가 반복적으로 영공과 공항 운항을 방해
2025.11.25	루마니아-몰도바	러시아 드론 루마니아 침범, 몰도바에 드론 6 대 영공 침범
2026.05.13	리투아니아	빌뉴스 공항이 벨라루스발 풍선 의심 물체로 약 1 시간 운항을 중단
2026.05.15	핀란드	헬싱키 공항 인근에서 드론 의심 활동이 발생해 공항 운항이 약 3 시간 중단

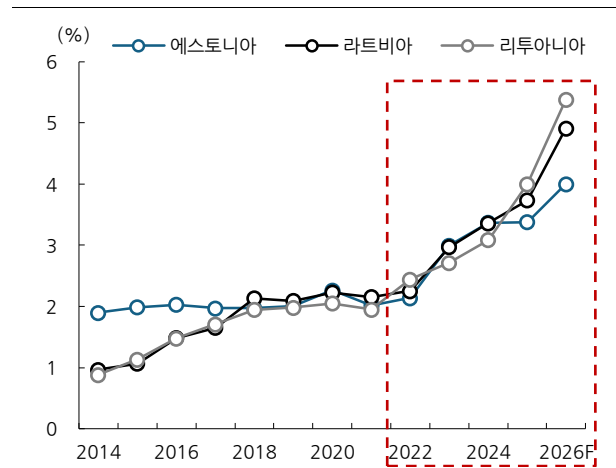
자료: 언론 보도 종합, DS투자증권 리서치센터

그림24 폴란드 GDP 대비 국방비 비율 추이 및 전망



자료: NATO, DS투자증권 리서치센터 추정

그림25 발트 3국 GDP 대비 국방비 비율 추이 및 전망



자료: NATO, DS투자증권 리서치센터 추정



## 여론 변화에 따라 서유럽도 국방비 증액 가속화

서유럽 국가도 러시아를  
실질적 위협으로 인식

러시아와 지리적으로 비교적 먼 서유럽도 러시아의 유럽 추가 침공 시나리오를 배제하지 않고 있다. NATO 사무총장 마크 뢰터는 25년 11월 기조연설에서 러시아 예산의 40%가 전쟁을 위해 활용되는 등 전시 경제 체제에 돌입했으며 5년 안에 NATO를 상대로 군사력을 활용할 준비가 되어있다고 발언했다. 서유럽 국가들은 러시아가 재무장 완료 후(약 2~8년 내) 침공 위협이 현실화될 수 있음을 경고하며 생산능력·예비전력·억지체계 구축에 공감대를 형성하고 있다.

독일, 프랑스 등 주요 국가  
의 국방비 증액 시작

서유럽 국가 중 가장 먼저 움직인 국가는 독일이다. 22년 2월 독일은 ‘Zeitenwende(전환점)’ 연설과 함께 1,000억유로의 국방 현대화 기금 및 GDP 2% 이상을 국방비로 할당했다. 메르츠 총리는 국방·안보 지출을 부채브레이크 규칙에서 부분적으로 제외하는 헌법(기본법) 개정 패키지를 추진했고 독일의 방위역량과 방위준비태세를 지속 확대한다고 밝혔다. 프랑스는 군사프로그래밍법을 제정하며 27년까지 국방예산을 640억 유로로 늘릴 것이라고 발표했다. 영국도 27년까지 국방비를 GDP의 2.5% 수준으로 상향하겠다고 선언했으며 이탈리아도 2% 달성을 목표로 하고 있다.

국방비 증액의 걸림돌이던  
여론의 변화로 증액 목표  
달성 가능성 높아짐

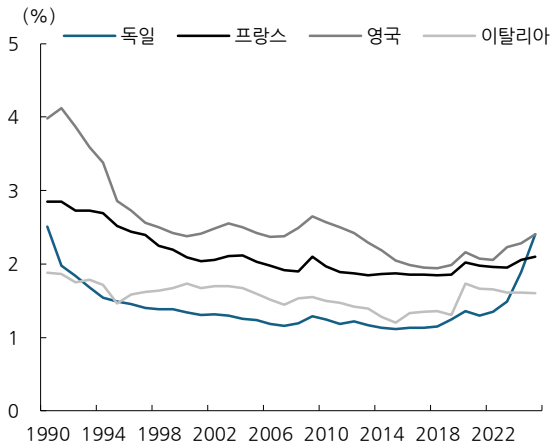
그간 국방비 증액의 가장 큰 걸림돌은 여론이었다. 복지 예산을 줄여 국방비에 투자하는 정책은 인기 없는 정책이었다. 독일 여론조사에 따르면 2018년 국방비 증액안을 지지하는 유권자는 39% 수준이었다. 하지만 최근 유로바로미터의 설문에 따르면 응답자의 74%가 현 국방 투자 수준을 지지하고 있다. 유럽 시민들 사이에서도 안보를 위해 더 높은 비용이 필요하다는 인식이 확산된 것이다. 이에 따라 해외 원조예산 폐지(영국), ‘자유세’ 수취(네덜란드)등 예산조정 및 증세를 통한 현실적인 국방비 증액안도 등장하며 방위비 목표 달성 가능성이 더 높아지고 있다고 판단한다.

표2 유럽 각국의 장기적 GDP 대비 국방비 목표 및 재원 마련 방안

국가명	목표 비율	재원 마련 방안
독일	3.5% (29년)	22년 도입한 1,000억 유로 특별기금 활용 (25~27년 77억 유로 지출 예정) 헌법/재정규칙 개편으로 국방·안보 지출의 차입 한도 제거
영국	2.5% (27년)→ 3%까지 추가 증액 목표	해외 원조예산(ODA) 삭감
프랑스	중장기 3.0~3.5%	민간저축/기존 투자 상품을 방산으로 유도
이탈리아	단기 2%	회계 기준 재분류로 단기적으로 2% 달성 목표 당장 EU의 추가 재정을 적극 사용하지는 않겠다고 표명
네덜란드	2.8%(30년)→ 3.5%(35년)	소득세·법인세에 ‘자유세’ 가산세 도입 계획 보건복지 등 광범위한 지출 삭감 병행
덴마크	단기 3%	가속화기금 500억 DKK 추경(25~26년 활용)
스웨덴	3.5% (30년)	2035년까지 약 3,000억 크로네 차입 계획

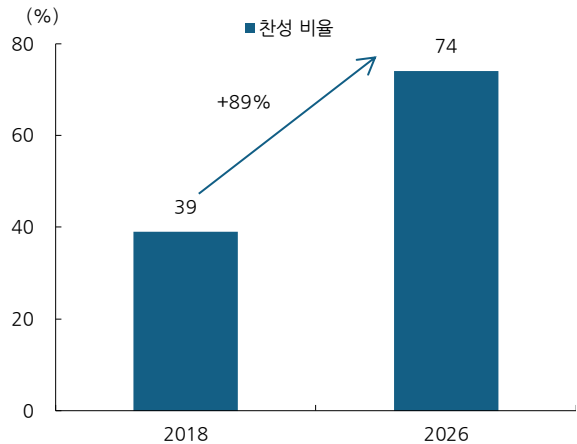
자료: 언론 보도, 각국 국방부, DS투자증권 리서치센터

그림26 독, 프, 영, 이 GDP 대비 국방비 비율 추이 및 전망



자료: SIPRI, DS투자증권 리서치센터 추정

그림27 EU 시민의 국방비 증액안 찬성 여론



자료: 유로바로미터, DS투자증권 리서치센터

### 한국 방산의 서·남유럽 시장 진입 가시권 → 밸류에이션 리레이팅 가능

#### 한국 방산의 서·남유럽 시장 진입 가능성 상승

한국 방산의 주요 수출국은 동유럽·동남아·중동 위주였으며 서유럽은 1) 자국 방산업 보호, 2) 바이 유로피안 원칙, 3) 러시아에 대한 위협 인식 차이 등으로 접근이 제한되어 왔다. 그러나 전쟁 장기화로 유럽 자체 생산능력의 한계가 드러나고 미국 의존 리스크가 부각되면서 비미국 NATO국 국방비의 75%를 차지하는 서·남유럽 시장에 한국 방산이 진입할 기회가 열리고 있다.

#### 스페인 K9 자주포, 프랑스 천무가 주요 후보

대표 사례가 스페인 궤도형 자주포 사업이다. 26년 3월 Indra와 한화에어로스페이스는 K9 기반 자주포 개발·생산을 위한 구속력 있는 협약을 체결했다. GD/산타바바라의 Nemesis 대비 검증된 플랫폼인 점과 스페인에 설계·생산 주권을 부여한 점이 선정 요인이었다. 남유럽에서 '전력화 속도'가 유의미한 평가 기준임을 확인한 계약이며 인근 서·남유럽으로의 K9 추가 확장 가능성을 연 중요한 이벤트로 판단한다.

프랑스도 노후 LRU 9문 대체용 브릿지 솔루션으로 천무를 진지하게 검토하고 있다. 자체 개발 중인 차세대 다연장로켓의 실전 전력화가 2030년에야 가능해 27~30년 전력 공백이 불가피하기 때문이다. 방위산업 자금률이 높은 프랑스가 천무를 도입할 경우 천무가 유럽 표준으로서 자리잡는 계기가 될 전망이다.

#### 서·남유럽 진출 시 밸류에이션 리레이팅 가능

한국 방산이 유럽 Peer 대비 밸류에이션 할인을 받아온 주요 요인 중 하나는 제한된 시장 접근성이었다. 스페인 자주포, 프랑스 천무가 실제 발주로 이어지면 한국 업체가 동유럽 긴급 조달 수혜주가 아닌 서유럽 프라임과 기술이전·현지화·공동개발을 수행하는 구조적 파트너로 재평가되며 밸류에이션 리레이팅이 가능하다고 판단한다.

그림28 2010~2025 국가별 한국 무기 수출 추이

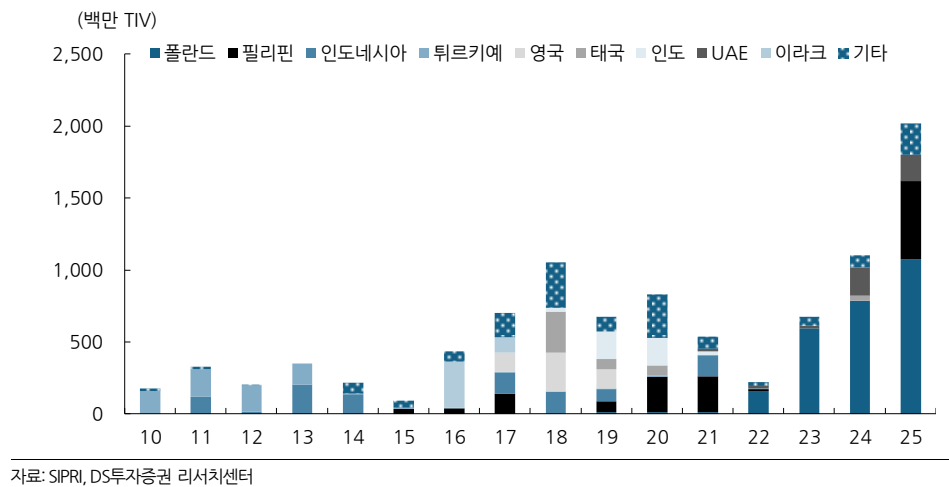


그림29 미국 제외 NATO 국가의 2025년 국방 예산: 검정색이 서·남유럽

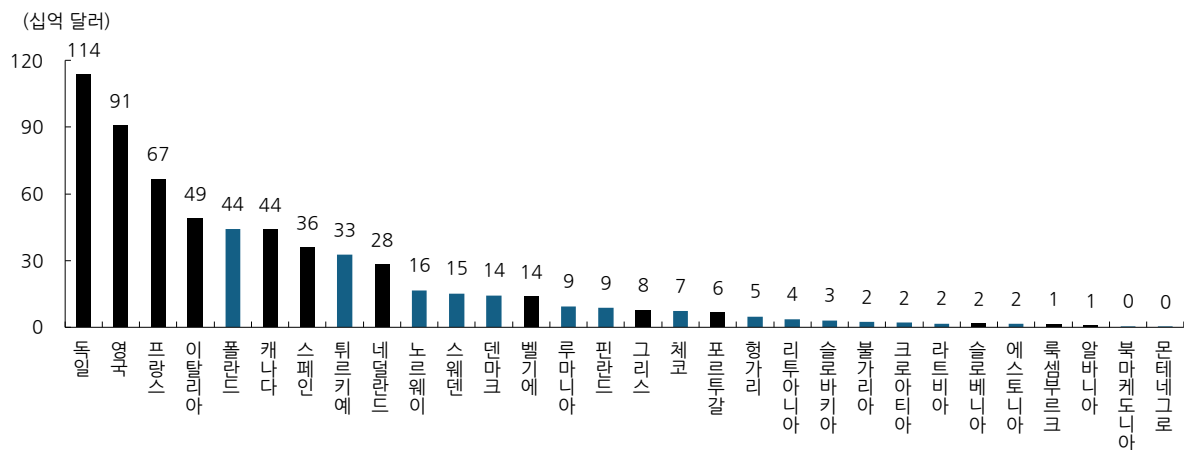


표3 스페인 K9 자주포 진출 개요

구분	내용
사업명	스페인 차세대 포병 현대화 사업
내용	- 스페인 방산기업 Indra 와 K9 기반 자주포 체계 공동 개발·생산 - K9 계열 플랫폼을 기반으로 자체 차체를 설계·제조하고, Indra 가 임무체계, 360도 상황인식, BMS, 통신체계 등을 통합
구성	155mm 궤도형 자주포 128대, 탄약보급차 120대, 지휘통제차 11대, 구난차 21대
예산	약 8조원 (계약 체결 시 에어로는 약 2조원 계약 예상(폴란드 Krab 자주포와 유사한 형태))
파급효과	- 남유럽 핵심 NATO 국가의 대형 현대화 사업에 들어가는 첫 레퍼런스 - 한국산 완제품 직수출이 아니라 현지 설계·생산·기술이전·현지생산을 결합한 유럽형 수주 모델 - 남유럽 국가 추가 진출 기대감

자료: DS투자증권 리서치센터

## 트럼프의 ‘돈로 독트린’ 이해하기: NSS, NDS 분석

‘먼로독트린’의 핵심은  
‘신고립주의’

‘먼로 독트린’은 1823년 당시 유럽 열강의 아메리카 대륙 간섭을 불허하고 미국 역시 유럽의 문제에 개입하지 않겠다는 ‘신고립주의’를 핵심으로 한다. 서반구(남아메리카)에 대한 미국의 영향력을 확고히 하고자 한 선언적 성격을 띤다. 이후 라틴 아메리카에 대한 미국의 군사적 개입을 정당화하는 루즈벨트 귀결(Roosevelt Corollary, 1904)로 이어진다.

트럼프의 ‘돈로 독트린’으로  
고립주의 부활 선언

트럼프 대통령은 1월 3일 기자회견에서 자신의 행정부가 ‘먼로 독트린’을 대체했다고 주장하며 본인의 이름을 본따 이를 ‘돈로 독트린’이라고 명명하였다. 신 먼로주의를 공식화한 셈이다. 유럽 갈등에 대한 개입을 자제하고 아메리카 대륙에서의 국익에 집중하는 고립주의를 표방하겠다는 것이다.

미국의 고립주의 전략은 2025 미국 국가안보전략(NSS, National Security Strategy), 2026 미국 국가국방전략 (NDS, National Defense Strategy)에 확실히 명시되어 있다. NSS는 외교·안보와 관련 된 최상위 문서로서 행정부의 세계관을 보여주는 한편 NDS는 미 전쟁부가 NSS를 군사전략으로 구체화한 문서이다.

NSS는 미국의 핵심 목적이  
‘국익 보호’임을 명시

NSS는 미국의 핵심 목적을 ‘국익 보호’임을 명시하며 세계 경찰 역할을 축소할 것을 명시한다. 이에 따라 상대적으로 중요성이 떨어지는 지역에서 중남미 지역으로 군사력 배치를 재조정하겠다고 선언했다. 더불어 유럽, 아시아 등 동맹국들이 자기 방어를 1차 책임으로 부담해야 한다고 주장한다. 특히 NATO 동맹국이 GDP 대비 국방비 5%를 충족해야 함을 강조한다.

NDS의 핵심은 동맹국  
방위분담 확대

NDS에서는 1) 서반구에 대한 영향력 강화, 2) 미국의 힘을 기반으로 한 중국 위협 억제, 3) 미국 우선주의 하 동맹국 및 파트너국 책임과 방위분담 강화, 4) 노후화된 미 방위산업 기반 대대적 강화를 목표로 한다. 특히 멕시코만, 파나마운하, 그린란드를 꼭 집어 명시하여 해당 지역에서의 적성국 영향력 확대를 저지한다고 밝혔으며 동맹국의 방위분담 확대가 이번 NDS의 핵심이라고 선언했다.

표4 2025 NSS 주요 내용 요약

주요 항목	핵심 메시지	정책 방향	동맹국에의 합의
전략적 정의	목표 수단 방법 정합, 선택과 집중	과제 축소, 우선순위 중심 자원 배분	미국의 관여는 미국 이익에 부합할 때 이뤄질 것
최상위 목표	본토·국민 안전/번영/행동의 자유	내부 회복력 우선	동맹 지원은 '미국 본토 우선' 이후
핵심 원칙	힘을 통한 평화, 현실적 목표, 공정한 동맹	억지력=전력+재고+생산+동원	동맹국도 '지속전 능력(탄약/정비/동원)'을 갖춰야 함
동맹국 관계	동맹을 유지하되 공정한 방위 부담 전제	비용·역할 기여를 명시적으로 요구	유럽(NATO)에는 35년까지 GDP 대비 국방비 5% 준수 명시
국방산업	생산력이 즉 억지력	탄약·미사일·부품·정비 병목 제거	동맹국도 공동생산·공동조달 참여 요구 증가 미국이 동맹국 생산 역량을 적극 활용할 것
서반구 전략	서반구 최우선(먼로 독트린 재정의)	국경·마약·범죄·외부세력 차단	유럽·중동·아프리카 동맹은 상대적 우선순위 하락 가능 반대로 캐나다/중남미 파트너는 중요도 상승
인도-태평양 전략	핵심 전장=인도-태평양	중국 억지, 전진배치·상호운용성 강화	일본·호주·한국·필리핀 등은 미군 태세·공동작전 요구가 더 커질 수 있음
유럽 전략	유럽은 유럽 문제를 스스로 책임져야 함	러시아 억지는 유럽이 주도	유럽 동맹은 국방비·탄약·방공·동원 중심으로 자력 확대 필수 미군은 '핵·ISR·전략자산' 중심 제공 가능성
중동 전략	핵심이익 중심, 장기개입 회피	억지·제재·외교 결합, 직접 개입 제한	중동 파트너는 스스로 방공·대드론·해양안보 부담 확대 이스라엘/걸프 국가의 자력·상호방위 구조 중요
국제기구/다자주의	다자주의는 수단	미국 이익에 부합할 때만 활용	동맹은 다자틀보다 양자 '거래형' 협상이 늘 수 있음. 국제기구 합의보다 실무적 달·연합체 선호

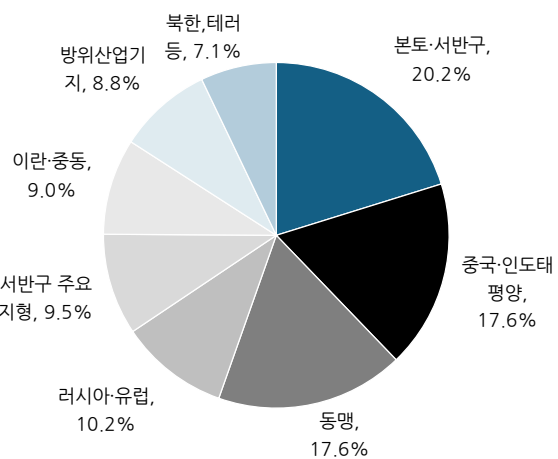
자료: 백악관, DS투자증권 리서치센터/ 주: 동맹국의 방위비 증액 관련 정책에 음영

표5 2025 NDS 주요 내용 요약

주요 항목	핵심 메시지	정책 방향	동맹국에의 합의
전략의 출발점	"가장 위험한 안보환경" + 미국이 여러 전쟁에 동시 연루될 위험	1~2개 전장 가정이 아니라 다전구 동시 위기를 전제로 전력·동원 설계	동맹의 자력 대응이 억지의 필수 조건
본토·서반구	본토 방어와 서반구 안정이 최우선 축	국경·마약/범죄 네트워크·서반구 내 적대 세력 영향 차단을 국방 전략의 1순위로 격상	북미/중남미 파트너 중요도 상승 다른 지역 동맹은 미군 여유 감소
핵심 지형 접근권	파나마 운하·그린란드 등 "전략 거점 접근권"을 핵심 이익으로 규정	요충지의 군사·상업 접근 보장, 기반시설·거점 확보/협정 강화	동맹국은 기지/항만/공역·통과권 제공 요구가 커질 수 있음
對 중국	힘의 균형(balance of power) 유지	제1도련선을 핵심 방어선으로 설정	인도태평양 동맹(일본·호주·한국·필리핀 등) 부담 확대
對 러시아	러시아는 위협이나, 유럽은 역량이 충분하므로 유럽이 1차 책임	유럽의 재래식 방어는 유럽 주도 미국은 "핵심적이지만 더 제한적 지원"	유럽 동맹: 방공·탄약·기체화·동원/예비전력·산업생산까지 자력 패키지가 사실상 의무
'억지'의 정의	억지력은 '플랫폼'이 아니라 지속전 능력(재고·생산·정비·동원)	산업기반(탄약·미사일·부품)과 동원체계를 전략의 중앙에 배치	동맹국도 생산능력/재고를 갖춰야 연합작전이 가능 공동생산·공동조달 참여 압박 증가

자료: 미국 전쟁부, DS투자증권 리서치센터/ 주: 동맹국의 방위비 증액 관련 정책에 음영

그림30 2026 NDS 언급 주제 구성 비중



자료: 미국 전쟁부, CSIS, DS투자증권 리서치센터

그림31 최근 NDS의 주요 주제

시기	내용
2018 NDS (트럼프 1기)	효율성
2022 NDS (바이든)	군대 내 폭력적 극단주의자들 기후 변화
2026 NDS (트럼프 2기)	전략의 불연속성 주요 지형: 그린란드, 파나마 운하, 아메리카 만(멕시코만)

자료: 미국 전쟁부, DS투자증권 리서치센터

## NATO에서 핵심적인 역할을 수행해온 미국

### 1949년 NATO의 창설

NATO는 1949년 4월 9일, 미국, 캐나다와 서유럽 10개국이 북대서양조약에 서명하며 출범하였다. 2차대전 전후로 유럽의 국력이 약해짐과 동시에 동유럽권에서 소련의 영향력이 커졌다. 이에 따라 미국은 고립주의에서 유럽 안보에 직접 관여하는 ‘트루먼 독트린’으로의 전환에 따라 NATO를 창설한다.

### 미국은 장기간 NATO 내에서 핵심적인 역할을 수행

유럽은 소련 해체 후 ‘평화배당금’이라는 명목 아래 장기적 군축에 따라 GDP 대비 1%대의 국방비 수준을 유지해왔다. 반면 미국은 3% 이상 수준의 국방비를 꾸준히 유지하고 있으며 26년 회계연도에는 트럼프 대통령의 요청에 따라 1.5조 달러 수준까지 증액될 것으로 예상된다. 미국은 또한 NATO 내 국방비 비중 70%대를 유지해오며 핵심적인 역할을 수행해왔다. 우크라이나 지원 금액 및 규모도 미국이 압도적이다. 미국은 러우전쟁 발발 후 25년 12월까지 총 1,153억 유로를 지원했으며 이는 2위 독일(440억 유로, EU지원 포함)에 비해 약 2.6배에 해당하는 수치다.

## 미국 제외 NATO 국가 국방비 2025~2030 CAGR +9% 예상

### 트럼프는 지속적으로 NATO의 낮은 국방비 지출 비판

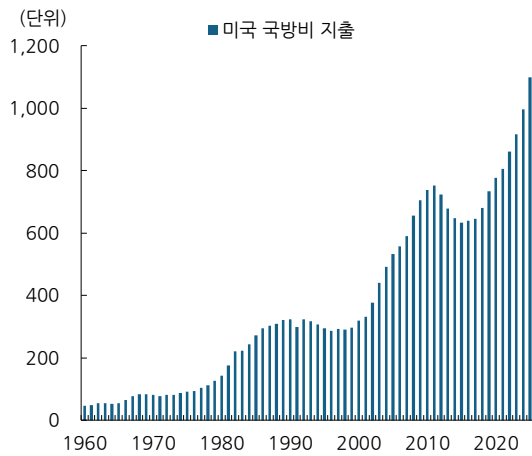
트럼프는 대통령 부임 1기 때부터 NATO 동맹국의 낮은 국방비 지출을 비판해왔다. 트럼프 2기 출범 이후에도 기조는 이어졌다. 국방비를 증액하지 않으면 NATO 동맹국을 보호하지 않겠다고 하며 GDP 대비 국방비를 5%까지 증액하여야 한다고 요구하였다. ‘유럽이 국방비를 더 부담해야 미국이 다른 우선순위(인도태평양)에 집중할 수 있다’는 것이 주된 이유였다.

### 미국 제외 NATO의 국방비 30년 1조 5,700억 달러 (25~30년 CAGR 9%)에 달할 것으로 예상

유럽은 결국 35년까지 3.5% 핵심국방 + 1.5% 안보 관련 투자로 총 5% 수준까지 국방비를 증액하기로 공식 합의하였다. 결론적으로 미국 제외 NATO의 국방비는 2030년 1조 5,700억 달러(2025~2030 CAGR 9%)에 달할 것으로 예상된다. 미국 제외 NATO 국방비 비중은 14년 31%에서 25년 이미 38%까지 상승하였다. 이는 1) 향후 러시아 침략에의 대비, 2) 미국의 정치적 압박, 3) 미국의 우크라이나 지원 중단에 따른 부담 상승, 4) 우크라이나 공여로 소진한 무기 재고 확충에 기인한다. 유럽의 방위 증액 기조는 지정학/외교적 관점에서 40년 만에 상승 추세로 돌입하였으며 이는 장기화될 가능성이 높다.

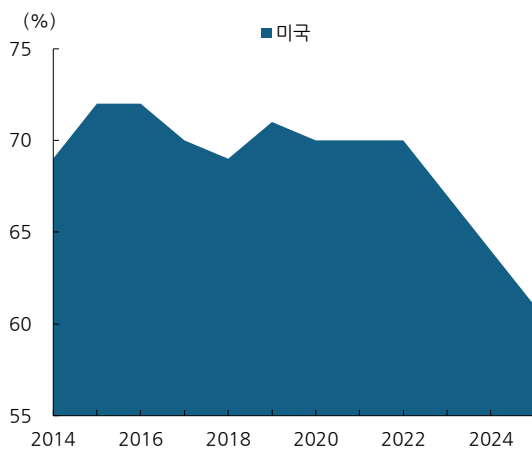


그림32 미국 국방비 지출 추이 및 전망



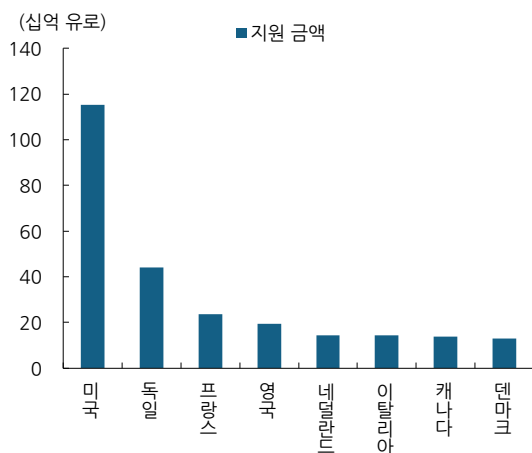
자료: 미국 전쟁부 DS투자증권 리서치센터

그림33 NATO 내 미국 국방비 비중 추이 및 전망



자료: NATO, DS투자증권 리서치센터

그림34 국가별 우크라이나 지원 금액 비교



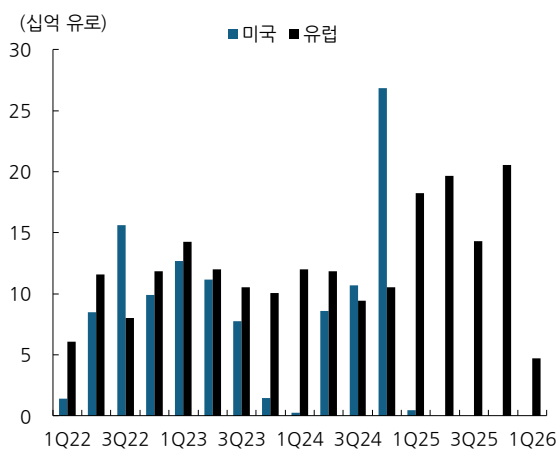
자료: Trebesch et al. (2023) "The Ukraine Support Tracker, DS투자증권 리서치센터  
주: 유럽 국가는 EU 차원 공동 공여 포함

그림35 미국의 우크라이나 원조 주요 무기 목록

구분	목록
대공	NASAMS 13대
	패트리엇 3대
	MIM-23 HAWK 2대
전차	T-72 45대
	M1A1 에이브람스 31대
곡사포	M-777 183문
	M109 A3GM 18문
다연장로켓	하이마스 41대

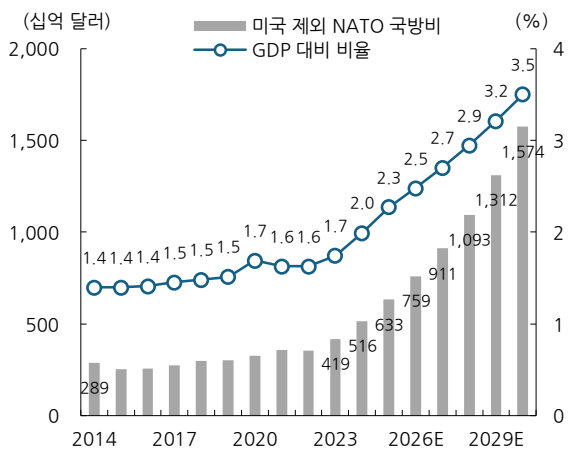
자료: Trebesch et al. (2023) "The Ukraine Support Tracker, DS투자증권 리서치센터

그림36 우크라이나 지원 금액 기간별 추이



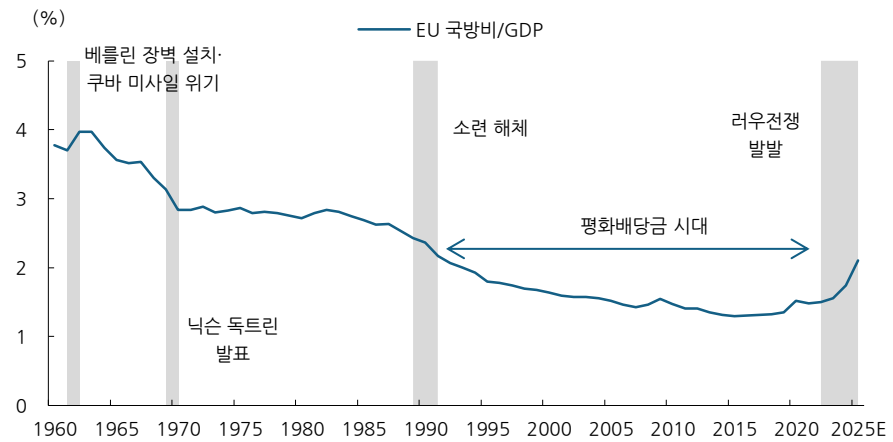
자료: Trebesch et al. (2023) "The Ukraine Support Tracker, DS투자증권 리서치센터

그림37 미국 제외 NATO 국방비 추이 및 전망



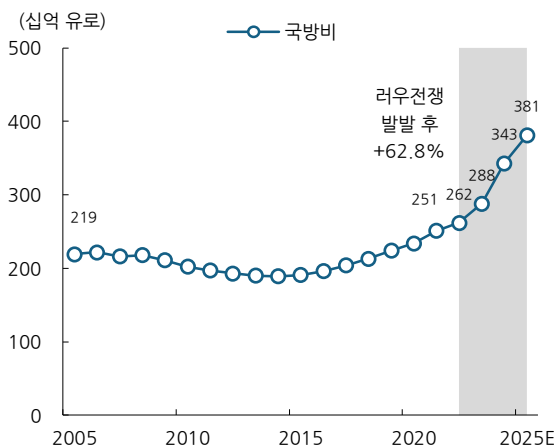
자료: NATO, DS투자증권 리서치센터 추정

그림38 EU의 GDP 대비 국방비 비율 추이



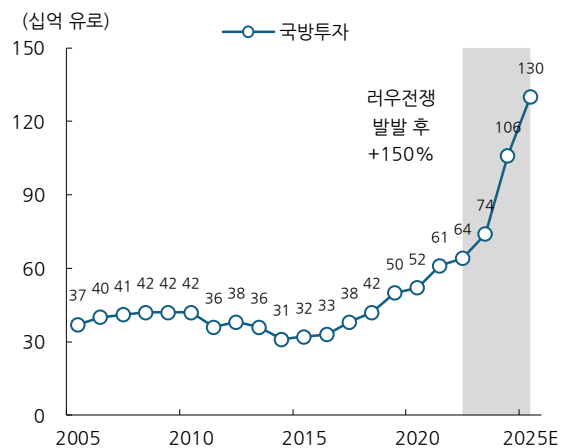
자료: SIPRI, DS투자증권 리서치센터 추정

그림39 EU 국방비 지출 추이 및 전망



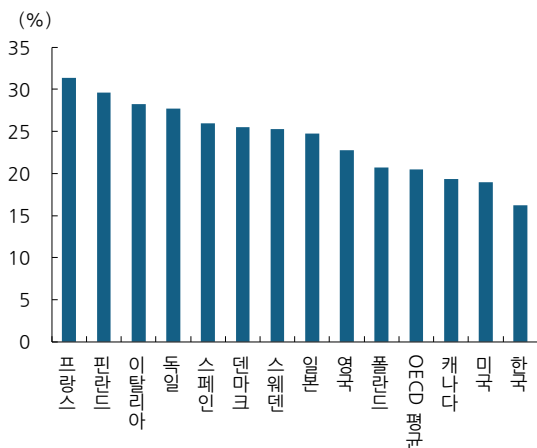
자료: European Defence Agency, DS투자증권 리서치센터 추정

그림40 EU 국방 투자액 추이 및 전망



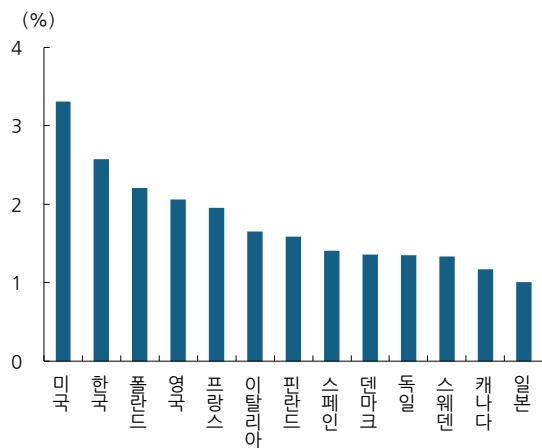
자료: European Defence Agency, DS투자증권 리서치센터 추정

그림41 2022년 GDP 대비 사회적 지출 비율 국가별 비교



자료: OECD, DS투자증권 리서치센터

그림42 2022년 GDP 대비 국방비 지출 비율 국가별 비교



자료: SIPRI, DS투자증권 리서치센터

## 아시아: 중국에 대항하여 적극적 군비 증강

### 제 1도련선 내 영향력을 확대하려는 중국

시진핑은 2049년 '사회주의 현대화 국가' 완성을 목표

중국은 미국에 뒤이은 신흥 강대국으로서 영향권 확대를 지속 시도하고 있다. 시진핑은 '중화민족 부흥'을 목표로 건국 100주년이 되는 2049년까지 부강·민주·문명·화해의 '사회주의 현대화 국가'를 완성하겠다는 목표를 가지고 있다. 그를 위해 중국은 '도련선' 돌파를 통한 해양 영향력 확장이 필수적이다.

중국의 도련선 전략에 주목

중국의 '도련선 전략'은 동평(DF)미사일과 해양 전력으로 미국과 동맹국 해·공군의 접근을 차단하는 A2/AD(Anti-Access, Area Denial)전략을 통해 미국과 태평양을 양분하겠다는 개념이다. 현재 중국과 주요 분쟁이 일어나고 있는 대만, 남중국해, 동중국해 모두 제1도련선 내 지역들이다.

일각에서 2027년 중국의 대만 침공 가능성을 높게 점치는 이유는 인민해방군 창군 100주년이기 때문이다. 시진핑 주석은 27년까지 군의 기계화, 정보화, 현대화 완료를 지시했다. 또한 27년은 시 주석의 당 총서기 4연임이 확정되는 해이다.

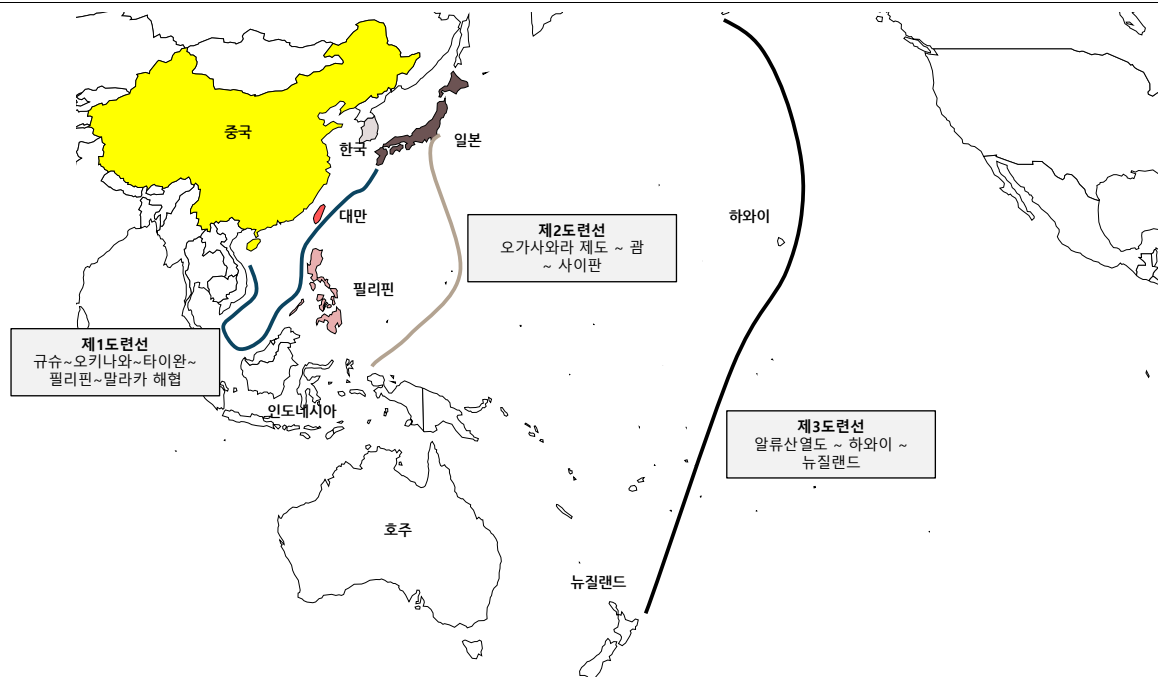
중국에 있어서 대만 흡수는 미국과 패권 경쟁에 있어서 매우 중요

중국에 있어서 대만 흡수는 미국과 패권국 경쟁을 위해 매우 중요하다. 대만을 피해 없이 흡수하게 되면 얻게 되는 이론적 경제적 이익은 상당하다. 대만은 AI 투자에 따른 반도체 산업 호황으로 2025년 8.7%의 GDP 성장을 보였다. TSMC는 25년 연간 175조원의 매출을 기록했으며 반도체는 대만 전체 수출의 30% 이상을 차지한다. 특히 AI 전용 칩 시장에서 90% 이상의 독보적 점유율을 보유하고 있다. TSMC 외에도 IC설계, 패키징·테스트 등 세계적 수준의 반도체 생태계를 보유한다. 중국이 이 대만 산업을 온전히 흡수한다면 미국과 유럽의 첨단 기술 산업 전체를 인질로 잡는 것과 같다.

대만 해협은 군사·경제적으로 가치가 매우 큼

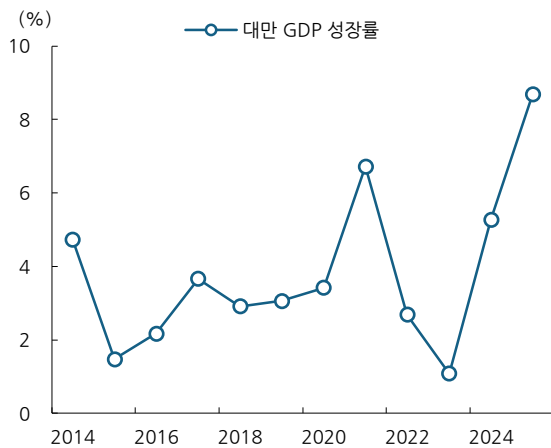
또한 대만 동해안은 태평양과 맞닿아 있어 잠수함·항공모함의 자유로운 출입이 가능해지고 일본-필리핀 사이 바다를 확보하여 제1 도련선 돌파를 더 용이하게 한다. 대만 해협은 전 세계 해상 무역의 60%를 통과하기 때문에 에너지·무역 안보에 있어서도 핵심이다. 미국과의 세계 최대 강대국 경쟁을 위해서 중국 입장에서 대만은 필수적인 자산이다.

그림43 중국의 도련선 전략



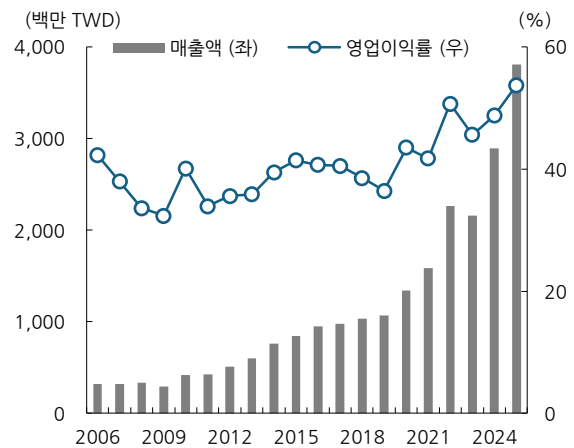
자료: DS투자증권 리서치센터

그림44 대만 GDP 성장률 추이



자료: 대만 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림45 TSMC 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

## 중국의 대만 침공 시나리오

**‘피크 차이나’ 우려로 대만 통일을 앞당길 수 있는 중국**

중국은 향후 경제 성장이 제한적일 수 있다는 ‘피크 차이나’ 우려가 심화될 경우 대만 통일을 빠르게 감행할 가능성이 존재한다. 중국은 2000~2010년 연평균 10% 이상의 고도 성장기를 거쳐 점진적으로 성장률이 하락해 현재 5%대 성장을 유지하고 있다.

**IMF는 중국 경제성장률이 2030년까지 점진적으로 둔화할 것을 전망**

성장 둔화의 주요 원인은 1) 부동산 위기, 2) 디플레이션, 3) 청년 실업, 4) 인구 감소에 기인한다. 가계 자산의 60~70%가 부동산에 집중된 가운데 신규 주택 착공은 21년 대비 60% 이상 감소하였고 주택 가격도 지속 하락 중이다. 청년 실업률은 16.1%로 여전히 높으며 2022년부터 중국 역사상 처음으로 총인구 감소가 시작되었다. IMF는 중국의 경제성장률이 2030년까지 점진적으로 3.4%로 하락할 것으로 전망하고 있다.

**가장 유력한 방안은 군사적 압박과 회색지대 도발 장기화**

이러한 배경에서 시진핑은 경제가 더 둔화되기 전 대만 통일을 결심할 수 있다고 판단한다. 가장 유력한 방안은 군사적 압박과 회색지대 도발 장기화다. 중국은 2022년부터 대만 해협 군사훈련을 연 2회 상시화하고 있으며 방공식별구역 침범은 25년 약 3,700회 이상 발생했다. 대만 정부에 따르면 하루 평균 약 240만건의 사이버 공격이 중국으로부터 유입된다. 이에 더해 친중 미디어 지원, 대만 정치인·재계 인사에 대한 경제적 유인 등 통일전선공작도 활발히 수행 중이다. 중국 통일의 우선적 목표는 이러한 복합 압박을 통해 통일 찬성 여론을 조성하여 비군사적 통일을 이끌어내려는 것일 가능성이 높다.

**전면 침공은 중국 입장에서 도 리스크 매우 크나 가능성을 아예 배제할 수 없음**

전면 침공은 중국 입장에서 리스크가 지나치게 크다. 전쟁 발발 시 서방의 전면 제재로 수출 시장을 상실하고(수출의 약 30%가 EU와 미국) 해상 봉쇄로 에너지·식량 수입 차단이 불가피하다. TSMC 또한 물리적 파괴로 활용 불가한 자산이 될 것이다. 그러나 대만 통일은 정권 전통성과 민족부흥 서사에 결부된 문제이며 고령의 (72세) 권위주의 지도자가 비합리적·극단적 선택을 감행한 역사적 사례를 고려하면 최악의 경우 전면 침공 가능성도 배제할 수 없다. 실제로 트럼프는 시진핑이 미중 정상회담 간 ‘대만을 공격하면 막을 것인가’에 대해 물었다고 밝혔다.

**어느 방향으로 전개되어도 대만 해협 및 남중국해 인근에서 크고 작은 군사적 충돌 지속될 것**

어느 방향으로 전개되어도 대만과 중국의 직·간접적 충돌은 불가피하다. 중국이 27년까지 목표했던 군 현대화에 성공한다면 대만 해협 및 남중국해 인근에서 크고 작은 군사적 충돌이 지속적으로 이어질 것이라고 판단한다.

그림46 중국 GDP 성장률 추이 및 전망

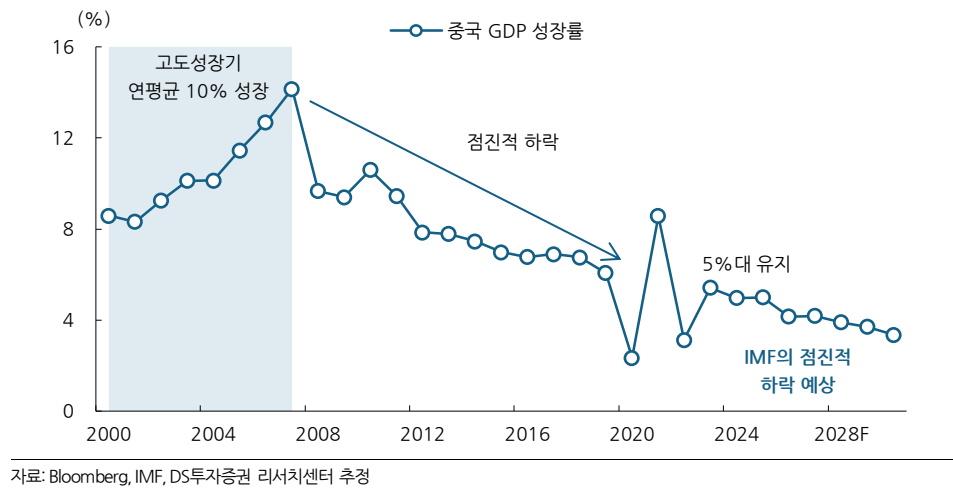


그림47 중국 인구 수 전년 대비 증감 추이

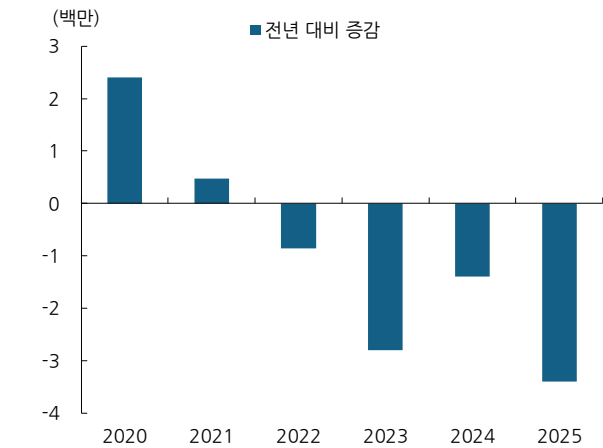


그림48 중국의 대만 방공식별구역 침범 추이

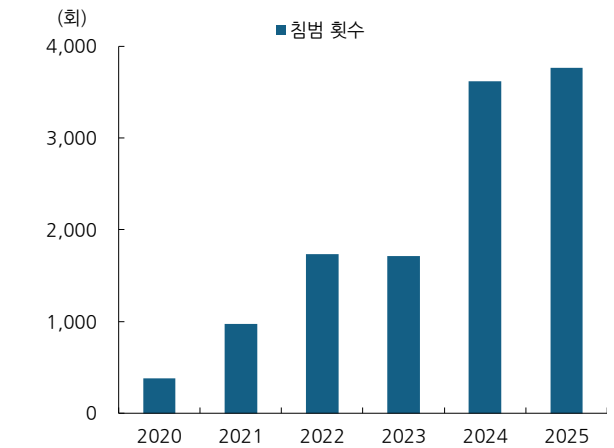


그림49 중국의 대 EU, 미국 수출 추이

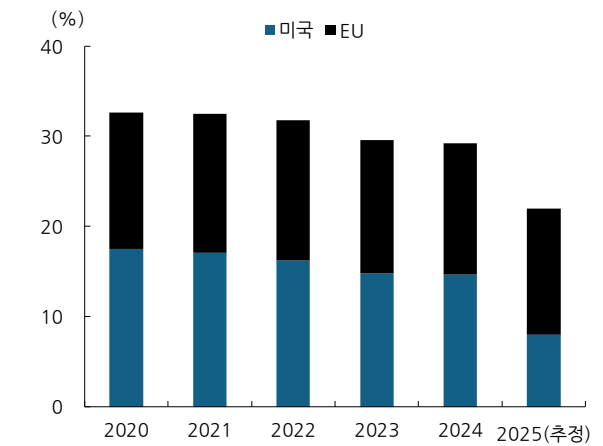
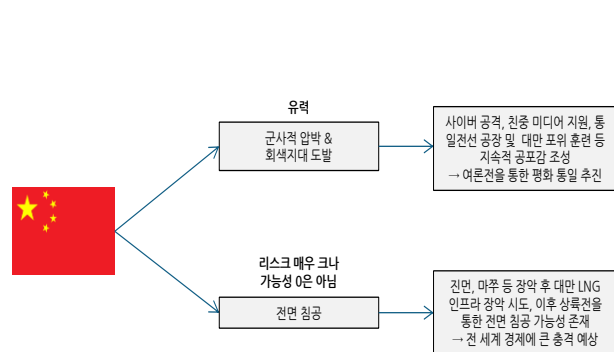


그림50 중국의 향후 대만 위협 시나리오





## 대만을 지속적으로 압박하는 중국

중국은 대만에 군사적 위협과 하이브리드 전략을 혼합해 압박

중국은 대만에 군사적 위협과 하이브리드 전략을 혼합해 구사하며 압박하고 있다. 2023년부터 총 6차례의 대만 모의 봉쇄 훈련을 수행하였다. 가장 최근 진행된 훈련은 25년 12월 29일 이뤄진 'Justice Mission 2025'이다. 중국은 대만 독립 세력과 외부 지원 세력(미국)에 대응하기 위한 작전으로 규정하며 훈련을 진행했다. 면적 면에서는 역대 최대 규모의 훈련이었으며 대만에 배치된 하이마스 로켓 시스템과 같은 지상 목표물을 공격하는 모의 훈련을 실시한 것으로 추정된다. 군용기 167대, 함정 및 경비정 33척, 미사일 27발이 훈련에 활용됐다.

대만 26년 국방예산 약 37조원 편성(+20.6%)

대만도 이에 대응해 군사력을 확충하고 있다. 대만은 2026년 국방예산을 7,800억 대만 달러(약 37조원)로 편성하였고 이는 전년 대비 20.6% 증가한 수치이다. 라이칭더 대만 총통은 2030년까지 GDP 대비 5%까지 국방비를 끌어올릴 계획이라고 발표하였으며 미국으로부터 하이마스 등 약 16조원 규모 무기 구매도 추진 중이다.

## 대만에 대해 변화한 미국의 스탠스

자국우선주의에 따라 대만 안보 약속도 재조정 할 수 있다는 사실을 보여준 트럼프

트럼프 대통령은 대만이 미국에 '보호비'를 내야 한다며 국방비를 GDP의 10%까지 증액하라고 요구한 바 있다. 한편 5월 미중 정상회담 이후에는 '대만 무기 판매는 (중국과의) 좋은 협상 칩'이라며 '대만에 무기 판매를 중국과 사전 협의하지 않는다'는 대만 6대 보장에 위배되는 발언을 하였다. 여기에 대만 독립 반대 입장까지 밝혔다. 이는 이란 문제의 선제적 해결을 위해 중국의 협력이 필요한 상황에서 나온 전략적 발언으로 평가되나 자국우선주의 기조 아래 언제든 동맹국과의 약속을 재조정할 수 있다는 사실을 재확인시킨 계기이기도 하다.

대만뿐 아니라 아시아 각국은 자주적 방위비 증액 흐름 가속화할 것

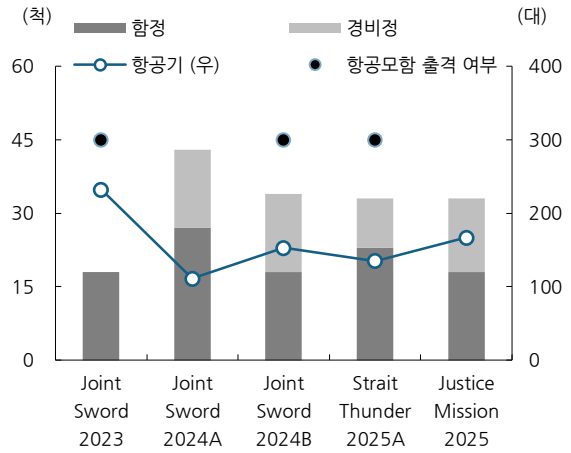
반중 노선의 민진당 지지율은 26년 4월 기준 35.4%로 여전히 가장 높아 라이칭더 총통은 대중국 안보 태세를 한층 강화하는 정책을 지속 추진할 전망이다. 대만뿐 아니라 아시아 각국도 미국이 '거래 조건'에 따라 안보 약속을 조정할 수 있다는 점을 인식하고 있으며 이는 역내 국가들의 자주적 방위비 증액 흐름을 더욱 가속화하는 요인이 될 전망이다.

그림51 'Justice Mission 2025' 개요



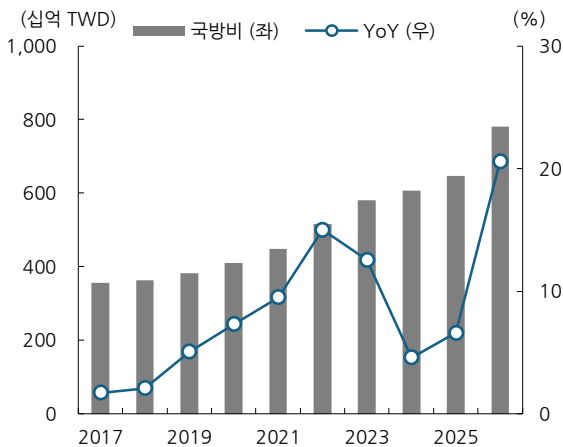
자료: 대만 국방부, DS투자증권 리서치센터

그림52 대만포위훈련 간 중국인민해방군이 활용한 군사자산



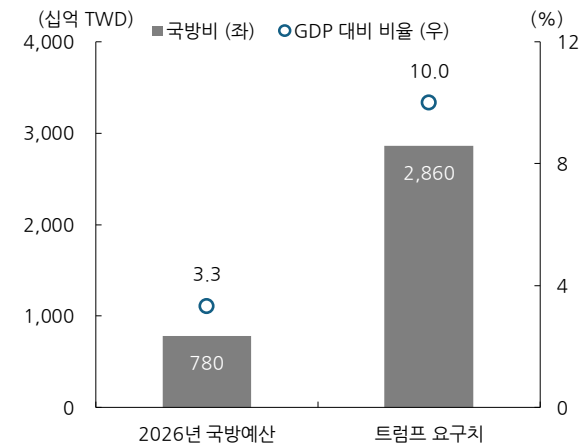
자료: ISW, DS투자증권 리서치센터

그림53 대만 국방 예산 추이



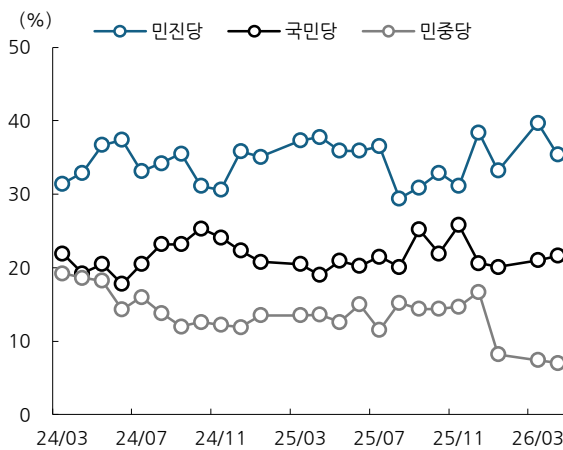
자료: 대만 국방부, DS투자증권 리서치센터

그림54 2026년 기준 대만 국방예산과 트럼프의 요구



자료: 대만 국방부, DS투자증권 리서치센터 추정

그림55 대만 정당별 지지율 추이



자료: TPOF, DS투자증권 리서치센터

그림56 대만 6대 보장

배경	레이건 행정부가 중국과 대만 무기 수출 점진적 감축 약속 당시 대만에 전달한 비공식적 안보 약속
내용	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 무기 판매 종결시한 미설정</li> <li>2 중국과의 사전협의 금지</li> <li>3 양안관계 중재 거부</li> <li>4 대만관계법 수정 불가</li> <li>5 대만 주권에 대한 입장 고수</li> <li>6 중국과의 대화 강요 금지</li> </ol>

자료: DS투자증권 리서치센터/ 이번 미중 정상회담에서 회색 음영 조항 지켜지지 않음

## 강해지는 중국의 군사력

중국의 군사력 증강 이어지  
는 중

한편 중국은 군사력 증강을 꾸준히 수행하고 있다. 중국의 26년도 국방 지출은 약 406조원으로 역대 최대치를 갱신했다. 미국 일부 싱크탱크는 중국 공식 발표 국방비 지출은 축소 발표된 수치이며 22년 기준 이미 7천억 달러(1,000조원)를 넘어섰다고 추정하였다. 미국 측에서 경계하는 중국의 전력은 해군력과 미사일, 핵 전력이다.

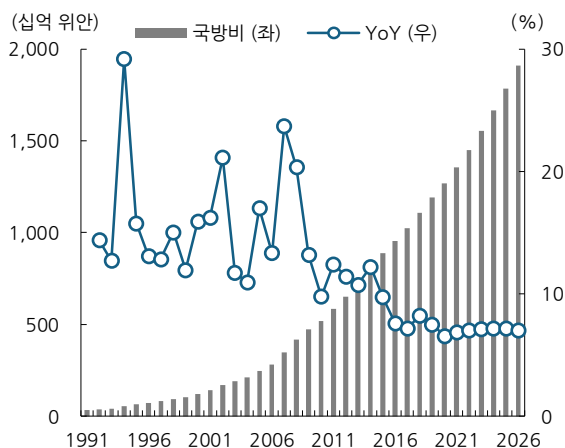
중국의 전함 수는 이미  
미국을 추월

Janes에 따르면 중국의 전함 수는 2022년 합산 225척으로 미국(220척)을 이미 추월하였다. 중국 함정의 약 70%는 2010년 이후 진수됐지만 미 해군 함정은 그 수치가 25%로 함정 연령의 절대적 차이도 존재한다. 반면 26년까지 미 해군은 신조보다 퇴역 계획 군함의 수가 더 많아 당분간 격차는 확대될 전망이다. 또한 각종 미사일을 투발하는 수직발관(VLS, Vertical Launching System)의 규모도 중국은 급상승하고 있는 반면 미국은 VLS를 대거 탑재한 타이콘데로가급(척당 122셀)과 알레이 버크 FLIGHT1 급(척당 90셀) 이 대량 퇴역 예정이다.

미국은 중국이 해군력 본격  
증강하기 전 1 도련선 내  
국가들과 연합 안보 체계로  
중국 역지를 목표

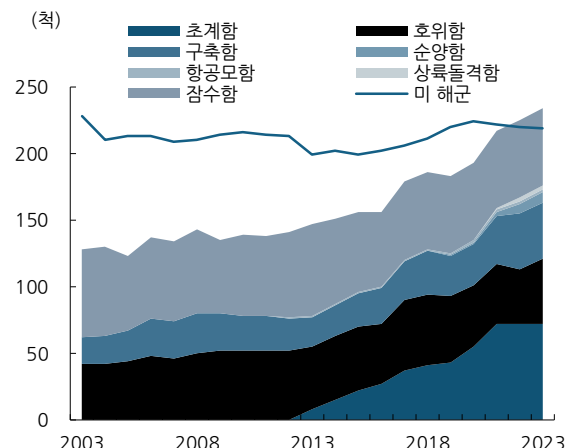
중국의 보유 핵탄두 수는 2024년 600기로 추정되지만 2030년 1,000기까지 증가할 전망이다. DF-21, DF-61 등 사거리 2,000~15,000Km의 미사일 및 전국 각지에 미사일 여단을 다수 보유하여 사실상 태평양과 인도양 대부분의 지역을 타격 가능한 탄도 미사일 능력을 보유하고 있는 것으로 추정된다. 미국 입장에서는 해군력을 본격 증강하기 이전에는 제1 도련선 내 동맹국과의 연합 안보 체계로 중국의 군사적 위협을 최대한 억지하는 것이 중요한 상황이다.

그림57 중국 국방 예산 추이



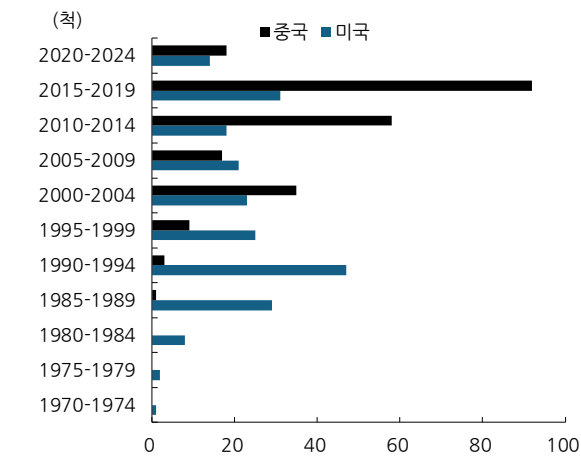
자료: 중국통계연감, DS투자증권 리서치센터

그림58 진수일 기준 미국 및 중국 군함 비교



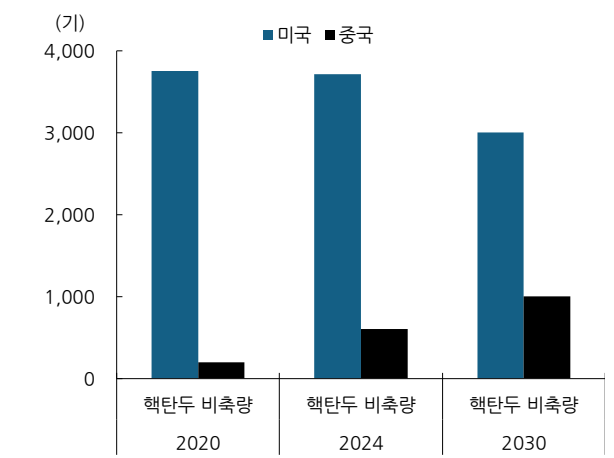
자료: IISS, Janes, CSIS, DS투자증권 리서치센터

그림59 진수일 기준 미국 및 중국 군함 척수 비교



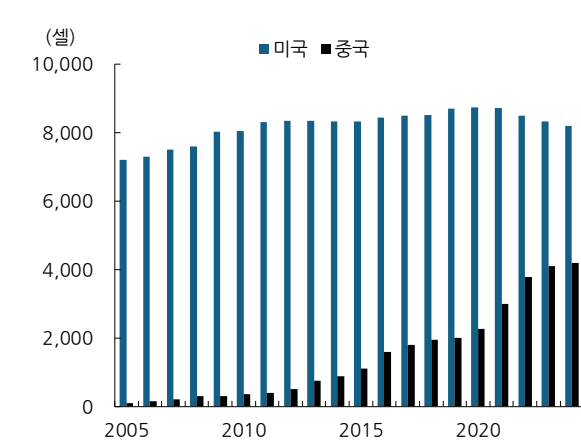
자료: Janes Fighting Ships Yearbook 23/24, CSIS, DS투자증권 리서치센터 추정

그림60 미국과 중국의 핵탄두 보유 수량 비교



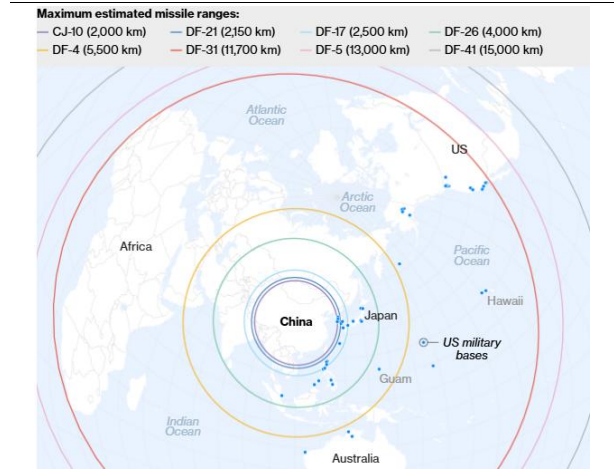
자료: SIPRI, US DoD, DS투자증권 리서치센터 추정

그림61 미국과 중국의 군함 수직발사관(VLS)수 추이



자료: IISS, Janes, CSIS, DS투자증권 리서치센터

그림62 중국 보유 미사일의 타격 가능 범위



자료: CSIS, CRS, CASI, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림63 중국 미사일 여단 및 기지 현황



자료: 미국 전쟁부, DS투자증권 리서치센터

그림64 사거리 15,000Km 이상의 DF-61 미사일 공개(25년 9월)



자료: DS투자증권 리서치센터

## 필리핀과 남중국해 내 충돌 강도 강화 → 한국의 수출 기회 확대

중국의 9단선 내 영유권  
주장 지속

중국은 '9단선'을 주장하며 중국 해상 주변 12해리 영토 경계 내 남중국해의 파라셀, 스프래틀리 군도 등에 대한 영유권을 주장하고 있다. 한편 스카버리 암초를 포함한 일부 섬들은 필리핀 EEZ(배타적 경제 수역) 내에 위치하고 있다. 2016년 필리핀의 제소로 상설중재재판소가 중국이 남중국해 대부분의 영유권을 주장하는 것은 법적 근거가 없다는 판결을 내렸음에도 중국은 이를 인정하지 않고 있다. 남중국해는 태평양과 인도양을 잇는 길목에 위치하고 있어 전략적 요충지이며 해저 석유와 천연가스 등 자원이 매장되어 있어 그 중요도가 높다.

중국의 주요 인공섬 군사화

중국은 스프래틀리 군도, 파라셀 군도 주요 암초 지역에 인공섬을 매립하고 있다. 인공섬 7곳에 미사일 발사대, 항공기 격납고, 레이더 시스템 등을 포함한 군사 시설을 집중시켜 암초 자체를 '항공모함화'시켰다. 인공섬 중 수비, 미스치프, 피어리 크로스 암초에는 대형 해저터널 공사로 미사일과 장갑차 배치 등을 고려하고 있다.

필리핀과 중국의 스프래틀리 군도와 스카버리 암초 지역에서 대치가 빈번하다. 23년 중국 해경이 필리핀 수산국 선박에 물대포 공격을 하였으며 올해 3월에는 중국 무장 초계함이 필리핀 호위함을 향해 사격 통제 레이더를 작동시킨 바 있다. 이외에도 해당 지역에서 크고 작은 충돌이 지속 발생하고 있다.

필리핀의 남중국해 내 중국  
건제로 국방 예산 지속 증  
액 → 동남아 내 한국 무기  
판매 확대

필리핀은 남중국해 내 중국 견제를 위해 국방 예산의 지속적 증액을 예상하며 한국 무기 구매 규모가 확대될 것으로 판단한다. 필리핀은 현재 군 현대화 사업의 일환으로 향후 10년간 350억 달러를 투입하는 'Re-Horizon 3' 프로젝트를 실행 중이다. 도서 국가 특성상 해군과 공군 위주의 군사력 보강을 추진하고 있으며 한국으로부터 호위함 4척, 초계함 2척, 원해경비함 6척, FA-50 경공격기 24척을 계약한 바 있다. 2021-2025년 필리핀 무기 수입의 42%가 한국산으로 필리핀 군사력의 한국 무기 의존도는 높다.

필리핀 KF-21 수출 기대

기대되는 수출 무기는 KF-21이다. 필리핀은 25년 4월 56억 달러 규모의 F-16 전투기 20대 계약을 결정했으나 비용 문제로 구매가 늦어지고 있다. 테오도로 국방장관은 F-16 프로젝트가 '승인된 예산 한도를 초과했다'라고 말하며 도입을 보류한 상태이다. 필리핀은 2017년부터 FA-50을 도입하여 운용하고 있으며 마라위 전투에 실전 투입되어 100%에 가까운 임무 성공률을 기록한 바 있다. 25년 12월 FA-50 12대를 추가 도입하는 등 한국 기체에 대한 운용경험 및 신뢰도가 높은 상황이다. F-16이 아닌 타 전투기 도입 시 사브 JAS 그리펜 E/F, 레오나르도 유로파이터 등과 경쟁이 예상되나 1) FA-50과의 연계성, 2) 비용 합리성, 3) 빠른 납기 등을 고려 시 해당 프로젝트의 KF-21 선정 가능성이 비교적 높다고 판단한다.



그림65 남중국해 내 중국의 인공섬 확장 현황



자료: CSIS, 미국 전쟁부, DS투자증권 리서치센터

그림66 중국의 스프레틀리 군도 내 '수비 암초' 확장 현황



자료: CSIS, 미국 전쟁부, DS투자증권 리서치센터

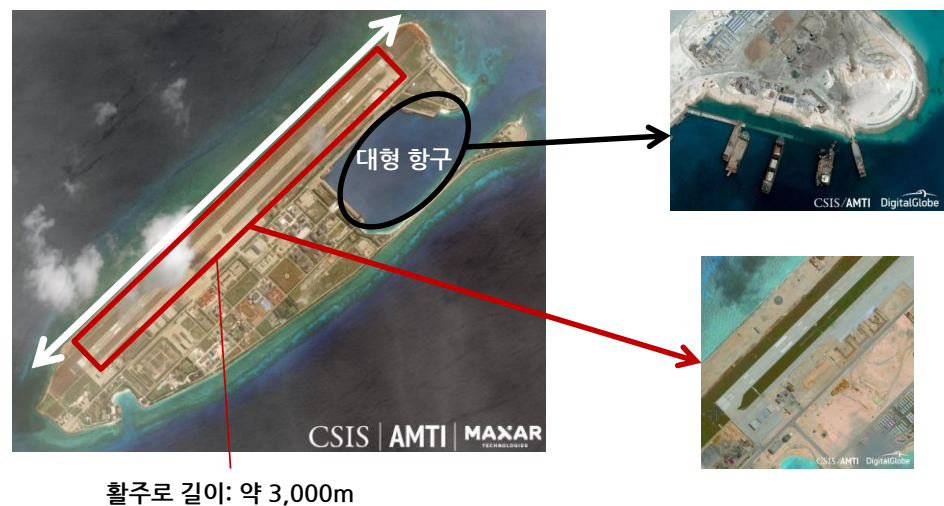


그림67 중국의 스프래틀리 군도 내 '미스치프 암초' 확장 현황



자료: CSIS, 미국 전쟁부, DS투자증권 리서치센터

그림68 중국의 스프래틀리 군도 내 '피어리 크로스 암초' 확장 현황



자료: CSIS, 미국 전쟁부, DS투자증권 리서치센터

그림69 필리핀 국방 예산 추이

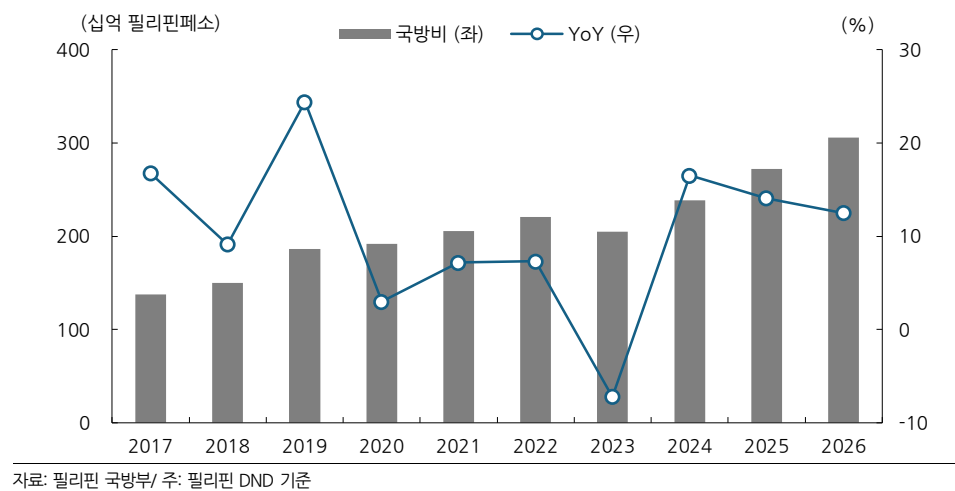
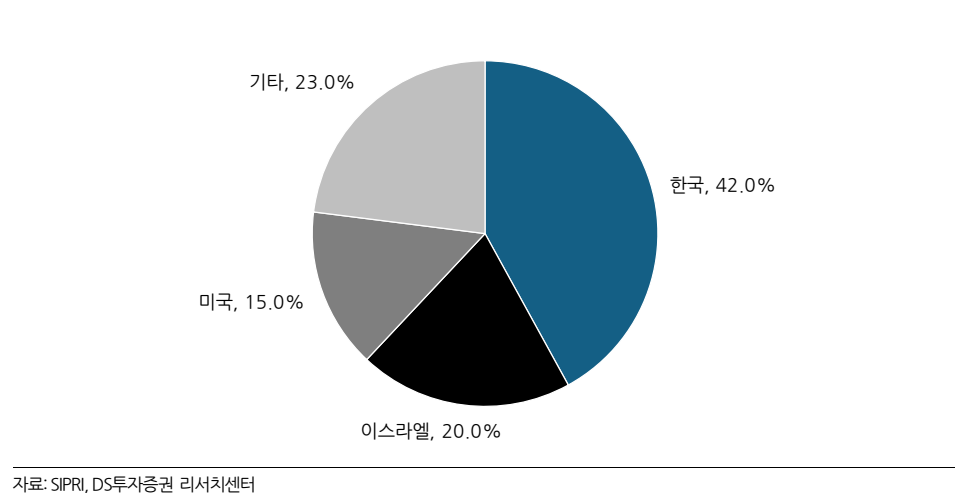


표6 필리핀이 수입한 주요 한국 무기

연도	항목	수량	금액 (십억원)	계약업체
2014	FA-50	12대	480	KAI
2016	호세 리잘급 호위함	2척	190	HD현대중공업
2019	델 필라르급 호위함 성능개량	3척	35	한화시스템
2021	3,200t급 초계함	2척	583	HD한국조선해양
2022	원해경비함	6척	745	HD한국조선해양
2025	FA-50	12대	975	KAI
	FA-50 성능개량	11대	93	KAI
	3,200t급 호위함	2척	845	HD현대중공업

자료: DS투자증권 리서치센터

그림70 2021~2025 필리핀 무기 수입국 비중



## 한국 방산의 전략적 가치 상승

### 한국 무기의 높은 범용성

#### 한국 무기의 높은 정치적 수용성

25년 한국 무기 수출 비중  
전세계 4위 기록

한국은 2025년 전 세계 무기 수출 비중 7% (4위)를 차지하며 전년 대비 83% 성장했다. 수출국 비중은 폴란드 53%, 필리핀 27%, UAE 9%다. 글로벌 수출 상위 10개국 중 한국은 독특한 포지셔닝에 있다. 친서방 진영 내에서 대량 생산, 빠른 납기, 합리적 가격, 정치적 수용성을 동시에 갖춘 거의 유일한 방산 공급자이기 때문이다. 미국은 생산력이 막강하나 가격이 비교적 고가이고 유럽은 장기간의 군축으로 생산 확대와 납기에 제약을 보이고 있다.

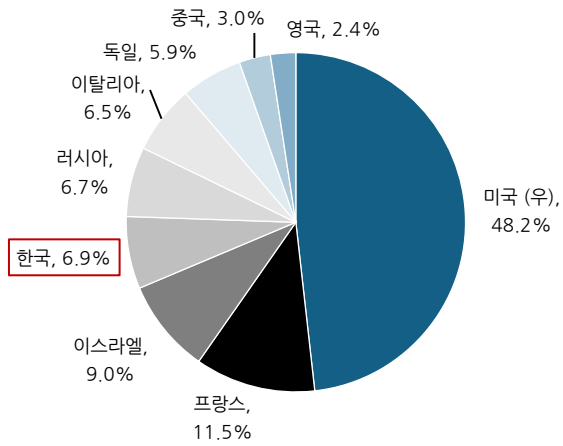
서방국의 중국·러시아  
무기 도입은 상당한 정치적  
리스크를 수반

빠른 납기와 합리적 가격을 동시에 충족할 수 있는 국가로는 중국·러시아가 있으나 서방 국가가 이들의 무기를 도입하는 것은 상당한 정치적 리스크를 수반한다. 실제로 터키가 2019년 러시아 S-400을 도입하자 미국은 F-35 100대 판매 계약을 취소했고 세르비아가 중국 FK-3 대공체계(2022년)와 CM-400AKG 공대지 미사일(2026년)을 도입하자 서방과 주변국이 안보 우려를 표명한 바 있다.

한국 무기는 구매국 입장에  
서 외교적 부담이 상대적으로  
낮음

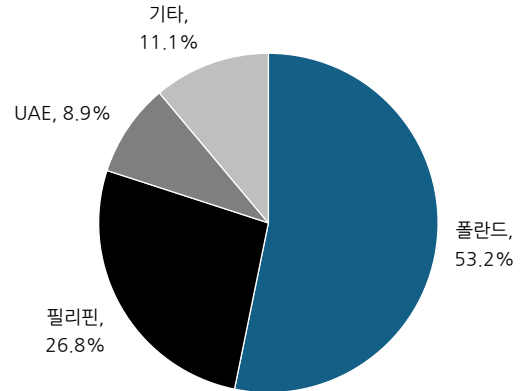
구매국 입장에서 한국산 무기는 서방과의 상호운용성을 유지하면서도 미국산 대비 도입 부담을 낮추고 유럽산 대비 전력화 속도를 높일 수 있는 합리적 선택지이다. 수출 시 정치적 조건보다 가격·납기·현지 생산·기술이전 등 산업적 역량이 강조되기 때문에 구매국의 외교적 부담이 상대적으로 낮다. 폴란드는 23년 10월 정권 교체기에 한국과의 대규모 방산 패키지 계약 재검토를 지시했으나 러시아 위협에 대응할 수 있는 가장 현실적인 공급자라는 점이 부각되며 계약이 유지되었고 후속 수주도 순조롭게 이어지고 있다.

그림71 2025 무기 수출국 비중 Top 10



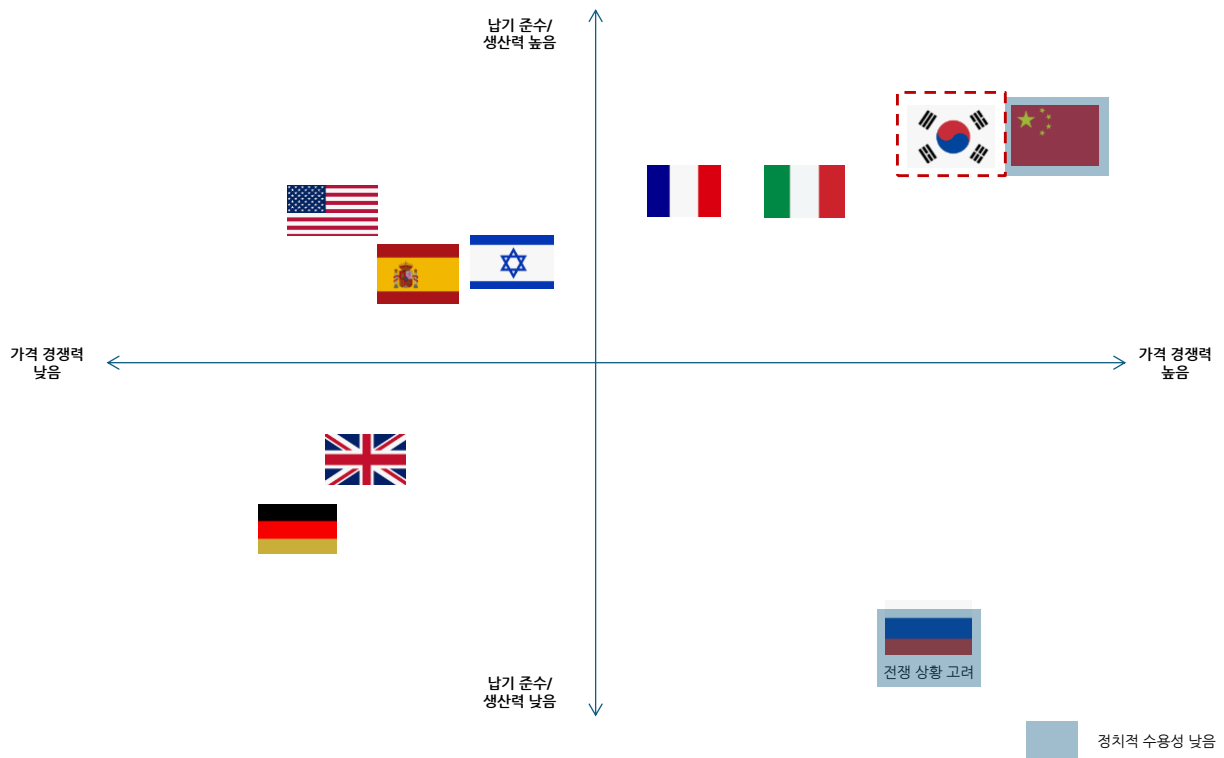
자료: SIPRI, DS투자증권 리서치센터

그림72 2025년 한국 무기 수출국 비중



자료: SIPRI, DS투자증권 리서치센터

그림73 2021-2025 무기 수출국 비중 Top 10의 가격 경쟁력-생산력 포지셔닝



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

### 한국 무기의 우수한 서구권 호환성

한국은 이미 미국 다음으로 NATO 최대 무기 공급국

한국 무기는 NATO 표준과의 호환성이 우수하다. 전차·자주포가 사용하는 탄약·장약 등 소모품이 모두 NATO 규격을 따르고 있다. 한국은 2021~2025년 NATO 무기 수입의 8.5%를 차지하며 미국 다음의 최대 공급국으로 부상했다.

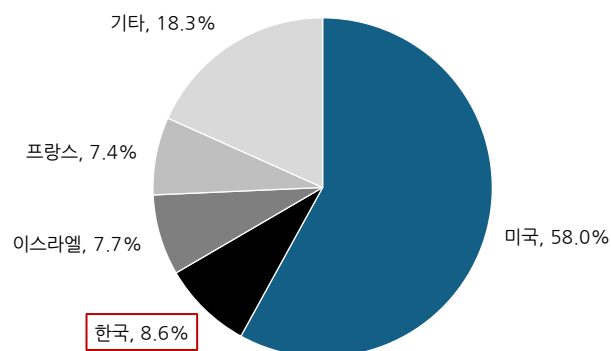
미국 무기와의 공동 운용이 용이한 한국 무기

한국 무기는 미국 무기와의 공동 운용에도 용이하다. 한국군은 1954년부터 70여 년간 한미 연합훈련을 이어오며 미군과의 공동 작전을 전제로 전력을 구성해왔다. 이에 따라 탄약 규격, 데이터링크, 식별장비, 항공 무장, 정비 체계, 교리 등이 미국과 높은 유사성을 갖추고 있다. 항공 분야에서는 T-50 개발 시 록히드마틴과 협력한 이래 미국산 엔진·무장 통합 경험이 축적되었고 방공 분야에서도 KAMD(한국형 미사일 방어 체계)가 패트리엇·THAAD와 통합 운용되고 있다.

미국 무기 구매국의 한국 무기 병행 발주가 확대될 전망

향후 미국 무기 구매국의 한국 무기 병행 발주가 확대될 전망이다. 에스토니아는 HIMARS 6대를 인도받았음에도 천무 추가 도입을 결정한 바 있다. 미국산 무기체계는 기술적으로 우수하나 수요 급증에 따른 인도 지연이 구조적으로 발생하고 있어 전력 공백을 메우기 위한 한국 무기 병행 발주(Gap Filler) 수요가 서방 국가에서 증가할 것으로 예상된다.

그림74 2021~2025년 NATO 무기 수입 비중



자료: SIPRI, DS투자증권 리서치센터

### 주요 부품 국산화로 중동 전차 및 자주포 수출 확대 기대

주요 부품 국산화로 수출 경쟁력 ↑

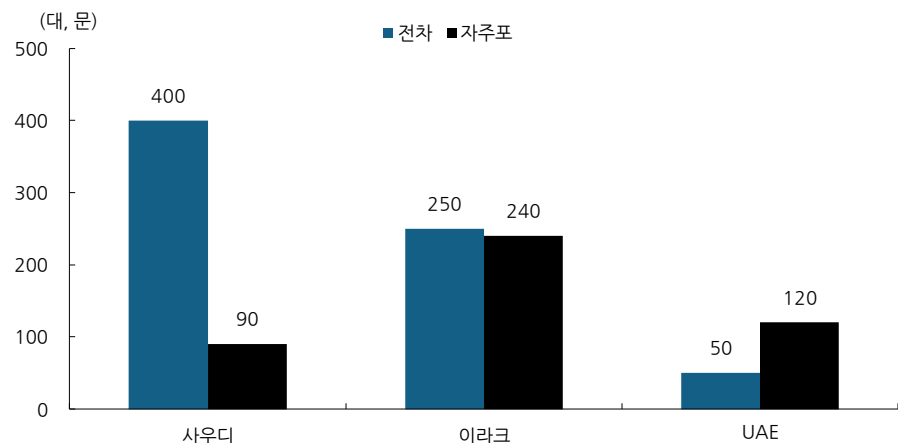
주요 부품 국산화는 한국 무기 체계의 수출 경쟁력을 높이는 핵심 변수로 판단한다. 한국은 파워팩(엔진·변속기), 레이더 등 핵심 부품의 국산화를 확대하면서 기존 해외 원천기술 및 수출 승인 절차에 따른 제약을 점진적으로 완화하고 있다. 이에 따라 과거 제3국 승인 이슈로 접근이 제한됐던 시장에서도 수출 기회가 확대될 가능성이 높다.

대표적으로 K9 자주포는 엔진의 경우 STX엔진이 국산화에 성공했다. K2 전차의 엔진은 HD현대인프라코어, 변속기는 SNT다이내믹스가 국산화를 완료했다. 기존에는 부품 공급국의 대외정책과 승인 절차가 수출 추진의 변수로 작용했다. 실제로 2020년 UAE와의 계약 성사 직전 MTU 엔진에 대한 독일의 금수 조치로 계약 성사 직전 무산된 이력이 있는 것으로 전해진다.

파워팩 국산화로 중동 지역 지상 무기 수출 확대 가능성 ↑

파워팩 국산화는 중동 지역에서 K2 전차와 K9 자주포의 수출 확대 가능성을 높이는 요인이다. 사우디아라비아, UAE, 이라크는 모두 노후 전차 교체와 지상 전력 보강 수요가 높은 국가들로 중장기적으로 의미 있는 발주가 기대된다. 우리는 국가별 잠재 수요를 전차 기준 사우디 400대, UAE 50대, 이라크 250대, 자주포 기준 사우디 90문, UAE 120문, 이라크 240문 내외로 추정한다.

그림75 중동 지역 전차 및 자주포 잠재 수요



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

## 40년 양산이 만든 경쟁력

### 한국: 멈추지 않는 생산

지속 양산으로 비롯된 한국  
무기의 우수한 생산성과  
가성비

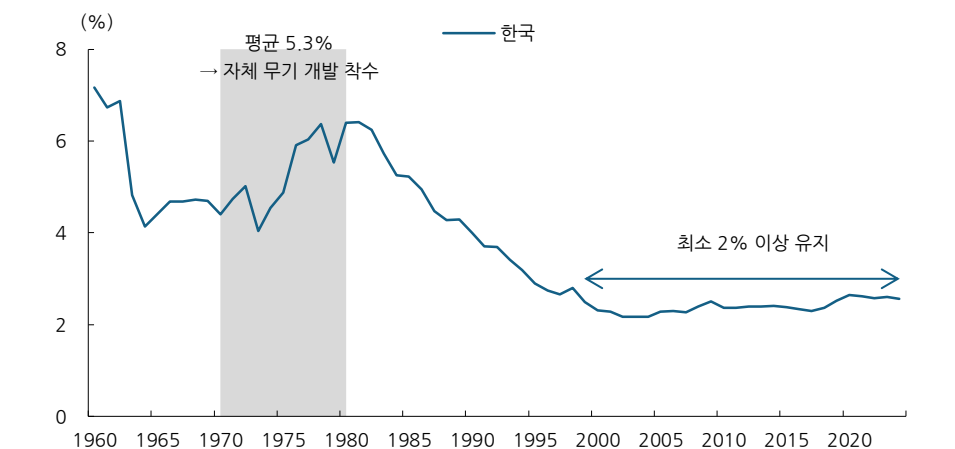
한국 무기의 우수한 생산성과 가성비는 40년에 걸친 양산·정비 체계의 축적에서 비롯된다. 1971년 주한미군 약 2만 명 철수를 계기로 자체 무기 개발에 본격 착수했으며 초기에는 미국 무기의 라이선스 생산을 통해 국내 생산 기반과 정비 역량을 빠르게 확보했다. 특히 ADD(국방과학연구소)가 기술적 불확실성이 높은 선행개발을 담당하고 민간 기업이 양산·MRO에 집중하는 국가 주도형 모델이 산업 초기 성장의 핵심이었다. 이 구조는 기업들의 규모의 경제 형성을 앞당기는 역할을 했다.

K9 자주포는 M109A2 면허 생산(K55)의 양산 노하우를 기반으로 개발되어 2000년부터 실전 배치가 시작됐다. 11차 양산을 거쳐 국내 약 1,300문을 운용 중이며, 수출 포함 누적 470문 이상이 인도되었고 약 700문의 추가 생산이 예정되어 있다. K2 전차는 K1(1985년~, 1,000대 이상 생산)의 기반 위에 개발되어 현재 국내 4차 양산이 진행 중이며, 폴란드 1차분 180대 인도 완료 후 2차 계약(GF 116대, PL 64대)이 후속으로 예정되어 있다.

GDP 대비 2% 이상의  
국방비 지출에 기반한  
안정적 내수로 장기간  
규모의 경제 구축

한국 방산 업체들은 GDP 대비 2% 이상을 유지해 온 국방비 지출에 기반한 안정적 내수 수요로 장기간 규모의 경제를 구축할 수 있었다. 여기에 K9처럼 국내 획득이 일단락된 체계가 수출로 이어지며 생산 라인이 유지되는 선순환 구조가 형성되었다. 이는 한국 방산의 가격 경쟁력, 납기 대응력, 후속군수지원 역량을 동시에 뒷받침하는 핵심 기반으로 판단한다.

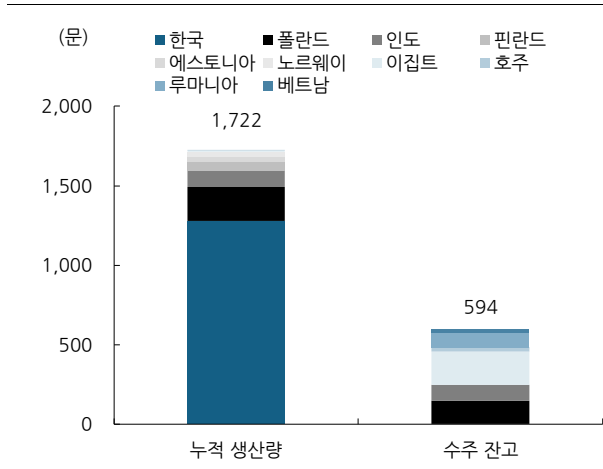
그림76 한국 GDP 대비 국방비 추이



자료: SIPRI, DS투자증권 리서치센터

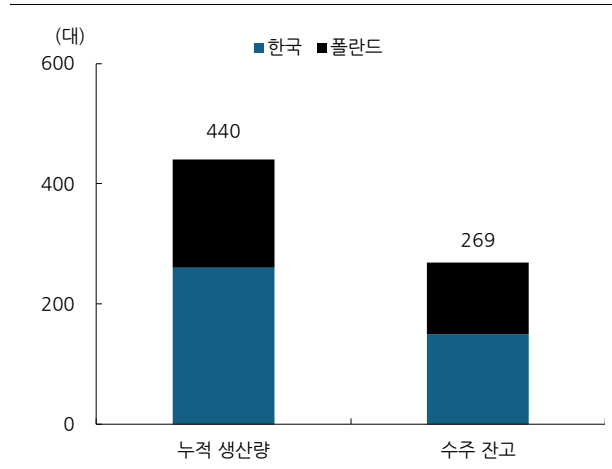


그림77 K9 자주포 누적 생산량 및 수주잔고



자료: 한화에어로스페이스, 언론보도, DS투자증권 리서치센터 추정  
 주: 해외 현지 라이선스 생산 제외, 한국 내 신규 생산 기준

그림78 K2 전차 누적 생산량 및 수주잔고



자료: 현대로템, 언론보도, DS투자증권 리서치센터 추정  
 주: 해외 현지 라이선스 생산 제외, 한국 내 신규 생산 기준

### 유럽: 한번 멈췄던 생산을 다시 끌어올리는 것은 어려운 일

장기적 군축으로 지상병력  
규모가 크게 줄어든 유럽

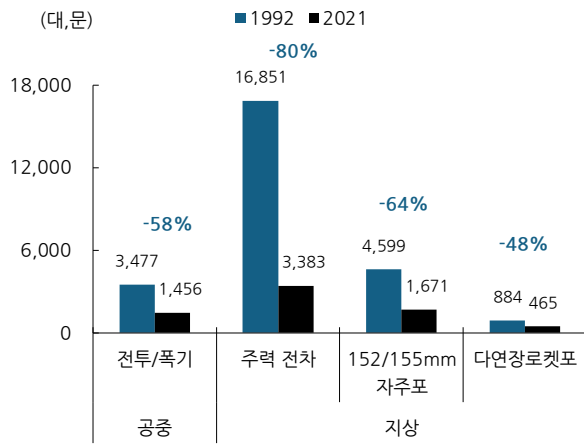
유럽은 소련 해체부터 러우 전쟁 발발 전까지 GDP 대비 평균 1.6%의 국방비를 지출해왔고 이는 이전 30년 평균(3.0%)에 크게 못 미치는 수준이다. 그 결과 1992년 대비 2022년 보유 재고 중 주력전차(MBT) 80%, 자주포 64%, 다연장로켓48%가 감소했다. 독일만 해도 냉전기 약 4,000대였던 전차가 현재 300대 수준으로 줄었다.

유럽은 냉전 이후에도 라팔 전투기(다쏘), 잠수함(TKMS), 헬기·훈련기(레오나르도) 등 고부가가치 수출형 분야에서는 여전히 경쟁력이 우수하다. 다만 지상 장비·탄약 등 전시 소모형 분야에서는 내수 수요의 장기 감소로 산업 기반이 전시 대응에 부적합한 수준까지 악화되었다.

유럽 지상 방산은 단기간  
내 한국 수준의 규모의  
경제 재구축 어려움

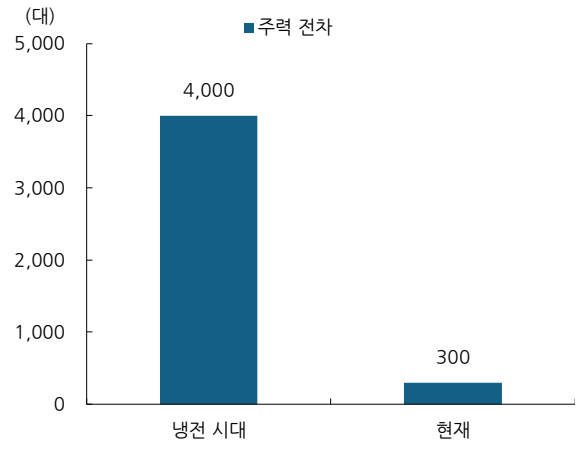
이를 단적으로 보여주는 것이 독일의 PzH2000과 레오파르트 2이다. PzH2000은 대당 220억 원(K9의 약 2배 이상)에 달하는 하이엔드 자주포이나 냉전 종식 이후 수요가 축소되며 독일군 150문, 수출 누적 약 200문에 그쳤다. 헝가리에 24문을 인도하는 데 7년이 소요됐고 독일군 추가 발주 22문(2023년 계약)도 2027년 초에야 인도가 완료될 전망이다. 반면 한국은 K9을 폴란드에 3년간 200문 이상 인도했다. 레오파르트 2 역시 누적 3,600대의 베스트셀러이나 독일군향 마지막 인도가 1992년이 있을 정도로 생산이 장기간 중단되었다. 현 제작사 KNDS는 2025년 11월에야 레오파르트 2A8 초도 물량을 생산했으며 기존 2A7 기준 연간 약 60대 생산이 가능한 것으로 추정된다. 2028~2030년까지 인도해야 할 수주잔고가 476대로 추가 수주 여력도 제한적이다. 유럽 지상 방산은 단기간 내 한국 수준의 규모의 경제를 재구축하기 어렵다고 판단하며 이는 한국 방산의 납기·가격 경쟁력이 구조적으로 지속될 수 있는 근거이다.

그림79 EU 무기별 1992~2021 (냉전 종식~러우전쟁) 재고 변화



자료: IISS, DS투자증권 리서치센터

그림80 독일군 주력 전차 재고 변화



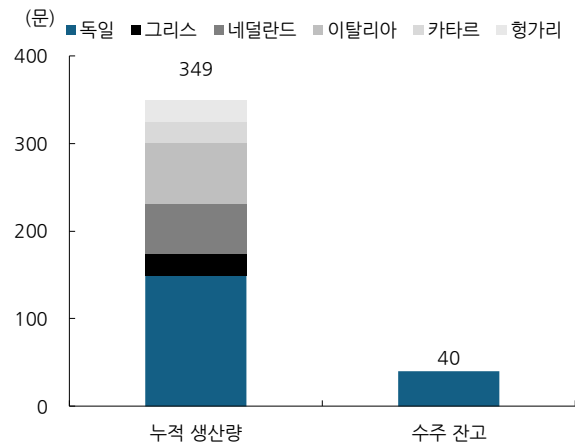
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림81 프랑스 다쏘의 라팔과 이탈리아 레오나르도의 AW249



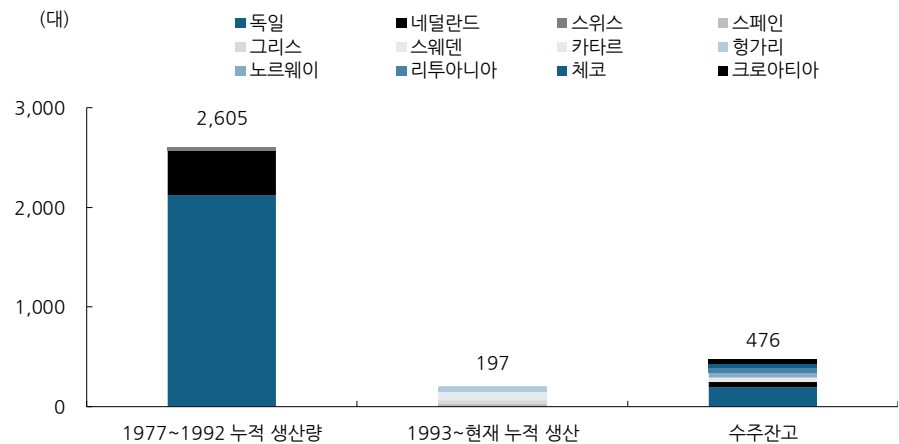
자료: 다쏘 아비아시옹, 레오나르도, DS투자증권 리서치센터

그림82 PzH 2000 누적 생산량 및 수주잔고



자료: KNDS, 라인메탈, DS투자증권 리서치센터 추정

그림83 레오파르트 2A 누적 생산량 및 수주잔고



자료: KMW, KNDS, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 해외 현지 라이선스 생산 제외, 독일 내 신규 생산 기준

## 현지생산 거점 확대

### 유럽의 역내·공동 조달 활성화

방위산업 재건을 위해 역내 생산과 공동 조달을 적극 장려하는 유럽

유럽은 방위산업 재건을 추진하며 역내 생산 및 공동 조달을 적극 장려하고 있다. 장기 군축으로 양산 역량이 약화된 상황에서 자체 산업 기반을 복원하기 위한 필수적 정책 방향이다.

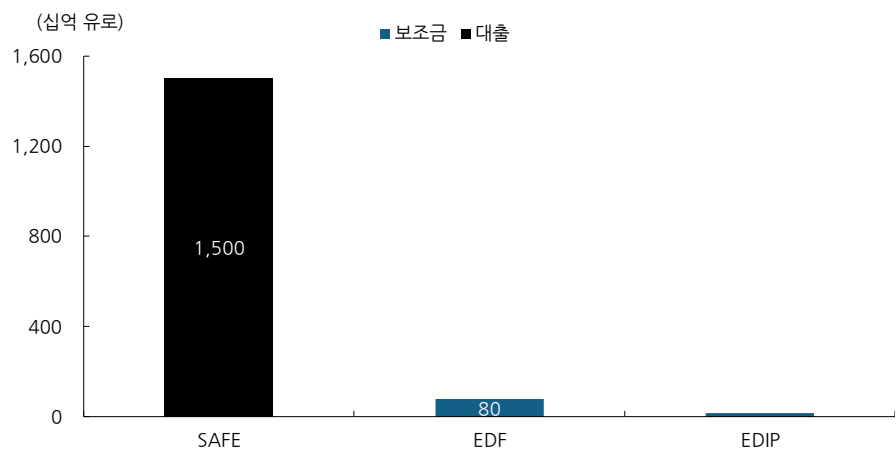
주요 목표: 역내 조달 비중 50%, 공동 조달 비중 40%

EU 차원의 방산 지원은 2017년 유럽방위기금(EDF) 설립에서 시작되었으며 2021년 본격 발효되어 공동 R&D 27억 유로, 역량 개발 53억 유로가 할당되었다. 러-우 전쟁 발발 이후에는 긴급 공동조달 인센티브(EDIRPA)와 탄약·미사일 생산 보조금(ASAP, 적격 비용의 최대 35~40% 지원)이 2023년 도입되었다. 2024년에는 EU 최초의 방산 산업전략(EDIS)이 발표되어 2030년까지 역내 조달 비중 50%, 공동 조달 비중 40%라는 목표를 제시했다.

SAFE 프로그램으로 최대 1,500억 유로 장기 저리 대출을 EU 회원국에 제공

2025년에는 이러한 방향성이 구체적 법안으로 전환되기 시작했다. 유럽방위백서 'ReArm Europe/Readiness 2030'의 핵심인 SAFE(유럽안보행동)는 최대 1,500억 유로 규모의 장기 저리 대출을 회원국에 제공하며 조달 시 EU·우크라이나·EEA/EFTA 역외 부품 비용이 완제품의 35%를 초과할 수 없도록 규정한다. 또한 EDTIB(유럽 방위기술산업기반) 조달 비중을 최소 55%까지 확대할 것을 제안하고 있다.

그림84 유럽 내 진행 중인 주요 프로그램 할당 금액



자료: EU, DS투자증권 리서치센터

표7 EU의 유럽 내 방위산업 강화 정책 정리

법안 / 정책명	정책 성격	제안/발표일	채택/발효 기간	예산 (억 유로)	주요 내용	현지조달 비중 / 현지화 수준
EDF	보조금	2018.6 제안	2021.5 발효 ~ 2027.12	80	- EU 공동 방산 R&D 지원 - 연구 100%, 개발 최대 80% 비용 지원	- EU/EEA 설립 기업만 참여 가능 - 비EU 제3국 통제 기업 배제 - <b>사실상 100% 국내 R&amp;D</b>
EDIRPA	보조금	2022.7.19	2023.10.27 발효 ~ 2025.12	3	- 긴급 방산 장비 공동조달 인센티브 - 최소 3개국 컨소시엄	- 수탁업체: EU/EEA(유럽경제지역) 설립 + 비연관 제3국 미통제 요건 - <b>역내 기업 우선</b>
ASAP	보조금	2023.5.3	2023.7.24 발효 ~ 2025.6	5	- 탄약미사일 생산역량 긴급 확대 - 5억 유로 예산 - 적격 비용 35~40% 지원	- EU/노르웨이 국내 생산시설 대상 - <b>역내 공급망 집중</b>
EDIP	보조금	2024.3.5 제안	2025.12.30 발효 ~ 2027	15	- 15억 유로 보조금(우크라이나 USI 3억 유로 포함) - ASAP-EDIRPA의 후속 확대판 - 공동조달 생산확대	- 역외 부품 비용 ≤35% - 2030년까지 국내 조달 <b>50%</b> 목표 - EU-회원국 안보이익 위배국 부품 배제
SAFE	대출	2025.3.19 제안	2025.5.29 발효 ~ 2030	1,500	- 1,500억 유로 장기 저리 대출 - 2035년부터 30년간 3% 금리로 상환 - 회원국 방산 투자 지원 - 최소 2개국 공동조달 원칙	- 역외 부품 비용 ≤35% (EU-우크라이나 EEA/EFTA 역외) - 안보 위배국 부품 금지
EDIS	전략문서	2024.3.5			- EU 최초 방산 산업 전략 - EDTIB(유럽 방위기술 산업기반) 강화 비전 제시 - EDIP 등 후속 입법의 기반	- 2030년까지 <b>국내 조달 50%</b> - 공동조달 40% (비구속 목표)
White Paper Readiness 2030	전략문서	2025.3.19		8,000	- ReArm Europe Plan(8,000억 유로 지출 경로) - 안전성장협약(SGP)의 국가 예외 조항 활성화, EU 결속기금, 유럽투자은행(EIB), 민간 자본 동원 등 제시 - SAFE-EDIP의 상위 전략 프레임워크 - 7대 역량 우선분야 제시	- 공동조달 40% + 유럽 공급자 조달 비중 최소 <b>55%</b> 목표 제시
Readiness Roadmap 2030	전략문서	2025.10.16			- White Paper Readiness 2030 후속 문서 - 4대 플래그십 프로젝트 제시 (동부전선감시, 유럽 드론방어 이니셔티브, 유럽항공방패, 우주방패) - 드론 방어 이니셔티브는 1Q26 착수 - 27년 말 완전 가동 목표	- 2030년까지 유럽 공급자 조달 비중 <b>55%</b> - 2027년 말까지 공동조달 <b>40%</b>
Defence Omnibus	규제 간소화	2025.6.17			- 조달-인허가역내 이전 간소화 - EDF 행정 완화 - 방산 인프라 60일 패스트트랙 인허가	- 유럽 선호 조항은 2026년 지침 개정으로 <b>보류</b> - 간소화를 통한 국내 시장 통합 촉진

자료: EU, DS투자증권 리서치센터

표8 Readiness 2030 중 ReArm Europe Plan 자금 조달 방안

번호	항목	기대 예산 (억 유로)	내용
1	SGP(안전성장협약, Stability and Growth Pact) 국가 예외 조항	6,500	- 방위 지출 확대 시 재정적자를 GDP의 3%, 국가채무를 60% 이내로 유지하는 규정 적용 면제 - 4년간 EU 전체 GDP의 1.5% 방위비 예산 활용 허용하여 6,500억 유로 재원 확보 - 투자와 지출 모두 포함하여 최소 4년간 시행
2	SAFE(유럽 안보 행동, Security Action for Europe)	1,500	- 회원국의 국방 투자 확대를 지원하기 위한 새로운 EU 재정 지원 수단(TFEU 제 122조) - 최대 1,500억 유로의 자금 조성하여 회원국에 대출 제공
3	SIU(저축투자연합, Saving and Investments Union) & EIB(유럽투자은행, Europe Investment Bank)	+a	- 민간 자본을 동원 - 새로운 방위산업 주체 출현 가속화 목표

자료: EU 의회, DS투자증권 리서치센터

## EU 역내 조달 목표 달성은 난항, 한국 방산 수요는 견고

24년 기준 EU 역내 조달 비중 22% 수준으로 단기간 내 목표 달성 어려움

EU는 2027년까지 공동 조달 40%, 2030년까지 유럽 공급자 조달 55%를 목표로 하고 있으나 현실적으로 달성이 어렵다고 판단한다. 2024년 EU 역내 조달 비중은 22% 수준에 그쳤으며, 2025년 10월 기준 공동 조달 비율도 20%를 하회하고 있다. 서유럽의 산업 기반 복원에는 시간이 필요한 반면 동·북유럽은 즉시 전력화를 우선 시하기 때문이다.

## 동·북유럽: 즉시 전력화 수요로 한국 방산 수요 지속

즉시 전력화 수요가 높은 동·북유럽 국가는 유럽 역내 조달의 실효성 의문 제기

러시아 위협에 직면한 동·북유럽 국가들은 납기와 가격을 최우선 기준으로 조달처를 다변화하고 있다. 폴란드는 GDP 대비 4.7%의 국방비를 투자하며 한국·미국에서 동시 구매를 추진했다. 한국으로부터는 K2 180대를 계약 후 3년 내 전량 인도받아 2차 계약까지 체결한 반면 노르웨이가 2023년 계약한 레오파르트 2A8은 26년 4월에 초도 물량 2대를 인도받았다. SAFE 프로그램 1,500억 유로 중에서도 폴란드(437억 유로)·루마니아(166억 유로) 등 동·북유럽 비중이 63%에 달하며 두 국가 모두 한국 방산 현지 공장을 설립 중이다. 루마니아는 주력전차 프로그램을 SAFE에서 제외해 역외 조달 가능성을 열어두고 있으며 SAFE로 진행 중인 IFV 사업에서도 라인메탈의 사업비가 30% 과대 산정되었다는 국방장관의 발언이 나오는 등 유럽 역내 조달의 실효성에 의문이 제기되고 있다.

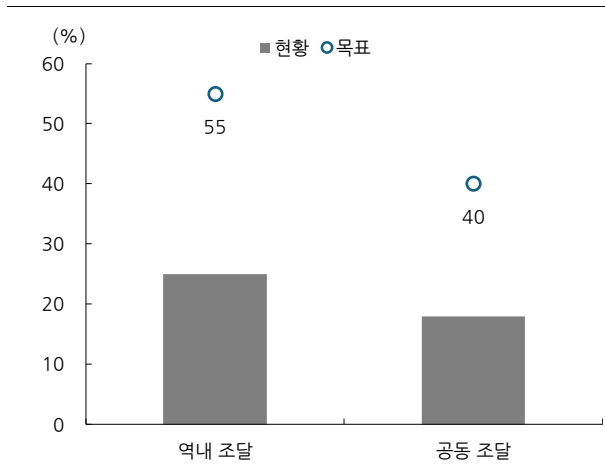
## 서유럽: 기존의 높은 진입장벽도 균열 조짐

서유럽 또한 일부 무기 체계에서 한국 무기 도입 움직임

주목할 점은 과거 바이 유로피안 원칙이 견고했던 서유럽에서도 변화가 나타나고 있다는 것이다. 스페인은 궤도형 자주포 사업에서 Indra와 한화에어로스페이스가 구속력 있는 협약을 체결했고 프랑스도 자체 다연장로켓 전력화(2030년)까지의 공백을 메우기 위해 천무를 브릿지 솔루션으로 검토하고 있다. 이는 SAFE 보조금 대상이 아니더라도 자국 예산으로 한국 무기를 도입할 수 있다는 의미이며 유럽 역내 조달 정책과 무관하게 전력 공백이 시급한 국가에서는 한국 방산이 선택지로 부상할 수 있음을 시사한다.

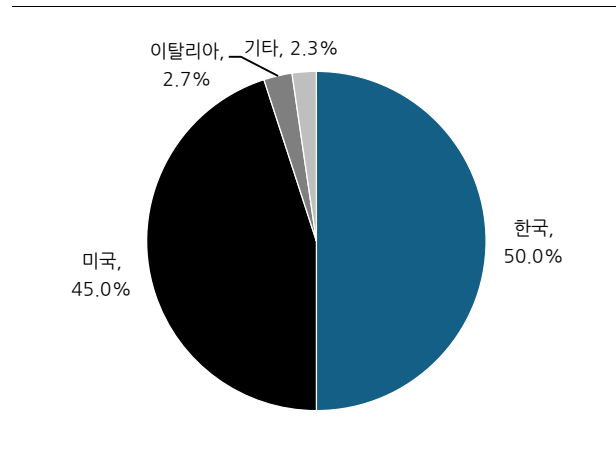
한국 방산 기업이 현지 생산·기술이전·공동개발을 통해 유럽 방산 생태계에 편입되는 전략을 병행한다면 EU 역내 조달 정책은 제약이 아닌 오히려 장기적 파트너십 강화의 기회가 될 수 있다고 판단한다.

그림85 25년 기준 유럽 공동 및 역내 조달 비율 추정



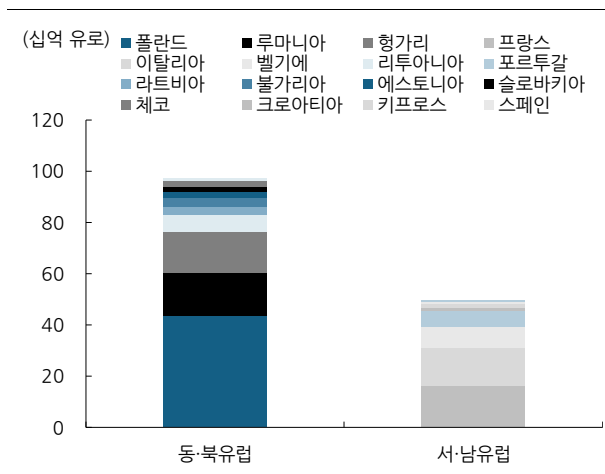
자료: EU, DS투자증권 리서치센터 추정

그림86 폴란드의 2025년 무기 수입국 비중



자료: SIPRI, DS투자증권 리서치센터

그림87 SAFE 프로그램 권역별 국가별 승인 한도



자료: EU 이사회, DS투자증권 리서치센터

그림88 루마니아 보병전투차량 도입 사업 가격 부풀리기 논란



자료: Defense Industry Europe, DS투자증권 리서치센터

표9 루마니아 SAFE 프로그램 예산 배정 목록

구분	금액 (십억 유로)	내용
국방부	9.5	- 육군 현대화 장비 및 관련 기반 시설 투자 - 공동조달 10개/ 단독조달 11개 프로젝트
인프라 투자	4.2	우크라이나 몰도바 방면 A7·A8 고속도로 건설
내무부	2.8	내무부 및 기타 국방 체계 관련

자료: 루마니아 국방부, DS투자증권 리서치센터

표10 루마니아 SAFE 프로그램 중 국방부 예산 세부 내역

항목	금액 (백만 유로)	수량
궤도형 보병전투 차량	2,984	198대
H225M 카라칼 헬리콥터	852	최소 12대
피라나 5론 보병전투차	761	139대
해상 경비함(OPV)	700	2척
미스트랄 방공 시스템 및 미사일	626	231대/934기
오를리온 스카이넥스 초단거리 방공시스템	476	7기
물류차량	472	1,370대
중거리 지대공 미사일 시스템 3종	450	
탄약 포함 개인 화기	440	24만정
오를리온 및 스카이레인저 시스템용 AHEAD 탄약	393	40만발
초단거리 방공시스템(VSHORAD/C-RAM)2종	330	
중거리 레이더 시스템	258	12개
해상 타격 미사일 기반 해안방어 시스템	207	7개 부대
통합 공중 및 미사일 방어 지휘소	160	2곳
체공형 탄약을 탑재한 타격 시스템	147	70세트
통합 실시간 훈련 시뮬레이션 시스템	95	
잠수 작업 지원 선박	57	2척
1급 감시 및 경찰 무인 시스템	45	
해군용 초단거리 대공 방어 시스템(C-UAS/C-RAM)	36	
오를리온 및 스카이레인저 시스템용 35mm 탄약	23	87,000발
C4ISR 지휘 및 경찰 시스템용 소프트웨어 플랫폼 패키지	19	70개

자료: 루마니아 국방부, DS투자증권 리서치센터

표11 루마니아 주력 전차 현대화 프로젝트

구분	내용
대수	전차 216대, 지원차량 76대
사업비	65억 유로(11조원)
개요	TR-85-800, TR-85M1, T-55 계열 노후전차 교체
도입 후보	K2, 레오파르트2A8, KF51 판터

자료: 루마니아 국방부, DS투자증권 리서치센터

그림89 SAFE 프로그램 관련 루마니아 국방장관 인터뷰 중 일부 내용 발췌



질문: 루마니아는 나토 규격 탄약 생산 관련 프로젝트가 여러 개 있습니다. 이 중 어떤 프로젝트가 SAFE 프로그램에 포함될 것이며, 어떤 프로젝트가 어떤 파트너와 함께 진행될 예정인지 궁금합니다.

답변: 그런 식으로 진행되는 것이 아닙니다. 국방부는 필요한 탄약의 종류, 수량, 납품 기준 등을 명시하고, 국방부, 경제부, 총리실이 공개할 기준에 부합하는 업체가 선정됩니다.

분명히 말씀드리지만, 루마니아는 SAFE 프로그램을 통해서만 자국 영토와 국민을 방어하기 위한 무기를 구매하는 것이 아닙니다. 모든 프로젝트가 SAFE 프로그램에만 국한되는 것은 아닙니다. SAFE는 단지 하나의 통로일 뿐입니다. 미국과 진행 중인 프로젝트도 있고 SAFE 프로그램 대상이 아닌 국가들과도 진행 중인 프로젝트가 있습니다. SAFE에 대한 논의가 현재 더 활발해진 것은 루마니아 정부와 유럽연합 집행위원회 차원에서 일부 결정이 이루어지고 있기 때문이지만, SAFE는 국방부의 무기 조달을 위한 유일한 통로는 아닙니다.

자료: 루마니아 국방부, DS투자증권 리서치센터



## 현지화 전략으로 수출 장기적 확대 전망

시급한 전력 보강 이후에는  
현지 생산이 핵심 → 현지  
생산·MRO·JV 설립이  
필수적

시급한 전력 보강이 완료된 이후에는 현지 생산 거점이 핵심 경쟁 요소가 된다. 유럽은 장기적으로 자체 산업 기반 복원을 추구하며 역내 조달 비율을 상향해나갈 가능성이 높고 중동·아태 국가들도 무기 구매에 따른 자국 경제 활성화를 동시에 추구하고 있다. 따라서 한국 방산의 M/S를 장기적으로 확대하려면 현지 생산·MRO·JV 설립이 필수적이다.

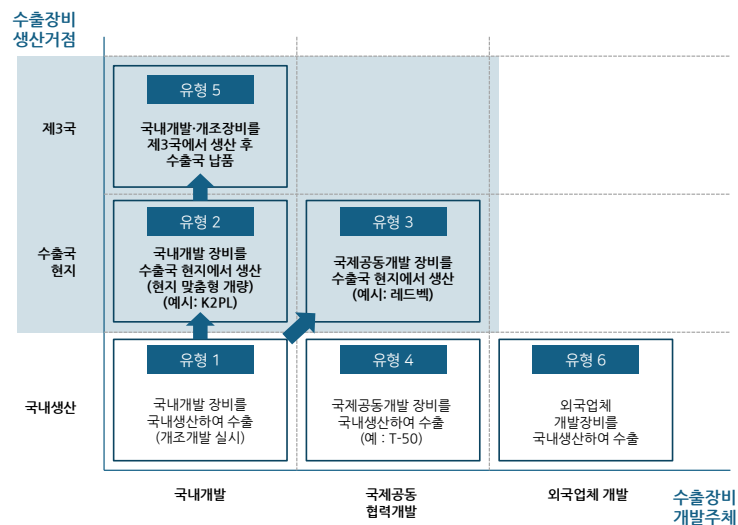
한국 방산 기업의 현지화  
전략은 이미 시작

한국 방산 기업은 이미 '국내 생산 후 수출' 단일 모델에서 벗어나 다양한 현지화 유형으로 확장 중이다. 국내 개발 장비의 현지 생산(폴란드 K2, 이집트·루마니아 호주 K9), 국제 공동개발 장비의 현지 생산(호주 레드백)이 동시에 진행되고 있으며 에스 토니아 탄약 MRO 공장, 미국 아칸소 탄약 공장, 사우디 JV 등 생산 거점도 지속 확대되고 있다.

현지 거점 제 3국의 수출  
교두보 발전 가능성도 높아

특히 주목할 점은 현지 거점이 제3국 수출의 교두보로 발전할 가능성이다. 현대로템은 폴란드 부마르-와벤디에서 K2PL을 조립·생산할 예정이며, 후속 계약 체결 시 동 공장에서 생산되는 K2가 아르메니아 등 인접국으로 확장될 가능성이 포착된다. 한화에어로스페이스의 호주 H-ACE 공장은 AS9 자주포 30문, AS10 탄약운반차 15대, 레드백 129대를 생산하며 호주 측도 계약 당시 "잠재적 수출 기반을 제공한다"고 언급해 인도-태평양 역내 수출 거점으로서의 활용 가능성을 시사했다. 한화에어로스페이스는 26년 해외 조선업체 지분투자를 포함해 약 3조 원의 투자 계획을 밝힌 바 있으며 올해가 해외 생산 거점 본격화의 원년이 될 것으로 판단한다.

그림90 방산수출 방식 다양화 방향



자료: 한국국방기술학회, DS투자증권 리서치센터

표12 한국 방산 기업의 해외 현지생산 거점 정리 (설립시기, 파트너사/운영사, 위치)

번호	기업	공장명	상태	설립 시기	파트너사 / 운영사	위치
1	한화에어로 스페이스	H-ACE (Hanwha Armoured vehicle Centre of Excellence)	가동 중	2024.08 1단계 완공 2026.03 2단계 증축 완공	한화디펜스오스트레일리아(HDA) 단독 운영 부품: Bisalloy Steels, Elphinstone, EOS Defence, Elbit Systems 등	호주 빅토리아주 질롱(Geelong)
2	한화에어로 스페이스	이집트 군사공장 200 (Military Factory 200) K9A1EGY 생산라인	가동 중 (양산 단계)	2022.02 계약 체결 2025 하반기 양산 개시 2026 초 첫 대대급 실전 배치	이집트 군사생산부(MOMP) 군사 공장 200 운영	이집트 카이로 인근
3	한화에어로 스페이스	H-ACE Europe (루마니아 장갑차량 센터)	건설 중	2026.02 착공 2027년 납품 개시 예정	한화에어로스페이스 루마니아 법 인(2025년 설립) 현지: Pro Optica, Iveco 등 협력	루마니아 등보비차주 페트레슈티
4	한화에어로 스페이스	한화-WB그룹 합작법인 (CGR-80 유도탄 공장)	생산 준비 중	2025.04 합작법인 설립 2025.12 초도 생산 계약 체결	한화에어로스페이스 51% + WB그룹(폴란드 최대 방산기업) 49%	폴란드 (구체적 위치 미확정)
5	한화에어로 스페이스	한화 디펜스 USA 파인블러프 병기창 에너지 소재 공장	협상·건설 준비 중	2026.01 미 육군 예비 임대 승인 최종 협상 진행 중	한화 디펜스 USA 운영 미 육군 병기창 부지 임대	미국 아칸소주 파인블러프(Pine Bluff)
6	한화에어로 스페이스	에스토니아 40mm 탄약 공장 + MRO 역량 센터	협의 중 (제안 단계)	2026.03 투자 패키지 발표	현지 제조사와 합작 (미확정)	에스토니아 (구체적 위치 미확정)
7	현대로템	부마르-와벤디 (ZM Bumar-Łabędy) K2PL 생산라인	현대화 공사 중	2025.08 2차 계약 체결 2025.10 기술이전 협정 서명 2026 양산 준비 2028~2030 K2PL 납품	폴란드무기그룹(PGZ) 산하 부마 르-와벤디	폴란드 클리비체(Gliwice)

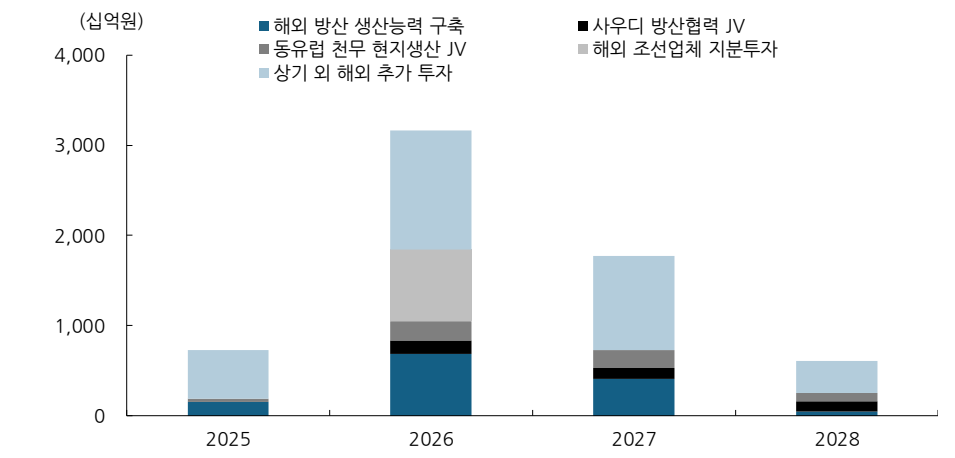
자료: DS투자증권 리서치센터

표13 한국 방산 기업의 해외 현지생산 거점 정리 (생산 품목, 투자 규모, 내용)

번호	기업	공장명	생산 품목	투자 규모	내용
1	한화에어로 스페이스	H-ACE (Hanwha Armoured vehicle Centre of Excellence)	AS9 자주포 24문 AS10 탄약운반차 12대 Redback IFV 129대	약 2.25억 호주달러 (약 2,367억 원, 누계)	- 한국 방산 최초 해외 생산기지 - 15만㎡ 부지, 생산동 2개, 1.2km 주행시험장, EMI/EMC 시험 실, 사격장 등 11개 시설- 인도-태평양 MRO 거점. 현지 부품 조달 50% 이상 의무
2	한화에어로 스페이스	이집트 군사공장 200 (Military Factory 200) K9A1EGY 생산라인	K9A1 자주포 216문 K10A1 탄운차 39대 K11 51대		- M1A1 에이브람스 라이선스 생산 인프라 활용 - 현지화율 67% 목표 - 한국산 1,000마력 엔진 장착으로 독일 MTU 의존 탈피 - 아프리카·중동 제3국 수출 거점 지향
3	한화에어로 스페이스	H-ACE Europe (루마니아 장갑차량 센터)	K9 자주포 54문 K10 탄약운반차 36대	13억 유로(2조 2,600억 원) 투자 계획	- 한화 유럽 첫 생산 플랫폼 - 1,751m 주행시험 트랙 포함. 현지화율 80% 목표 - 1차분 한국 생산 후 현지 전환
4	한화에어로 스페이스	한화-WB그룹 합작법인 (CGR-80 유도탄 공장)	CGR-80 유도탄 (천무/HOMAR-K용) 유럽 전역 천무 미사일 공급	비공개 (천무 3차 계약 약 40억 달러의 일부)	- 노르웨이-에스토니아 등 유럽 천무 도입국 미사일 공급 거점 - 천무 126문 조기 납품(2025.6)으로 신뢰 확보 - 발사대·탄약 현지 라이선스 생산 논의 가속화
5	한화에어로 스페이스	한화 디펜스 USA 파인블러프 병기창 에너지 소재 공장	에너지 소재 (폭약추진제 원료) 탄약 대량 생산용 핵심 원자재	약 13억 달러 (약 1.7조 원)	- 미국 국방 공급망 최대 취약점인 탄약 대량 생산 능력 확충 목적 - MASGA 전략 핵심. 필리핀·조선·오스탈 조선소와 함께 한화 미국 3대 생산거점
6	한화에어로 스페이스	에스토니아 40mm 탄약 공장 + MRO 역량 센터	40mm 탄약 연산 30만 발+ K9·천무 정비·수리·점검(MRO)	직접 투자 약 1억 유로 (탄약 2,500만 € + MRO 2,300만 €) 투자 계획 경제효과 포함 최대 2.6억 유로	- 천무 6문(2.9억 €) 구매 계약의 산업협력 조건 - 프랑켄부르크·마르독과 대드론 체계 공동개발 - 밀렘 로보틱스와 무인 플랫폼 협력
7	현대로템	부마르-와벤디 (ZM Bumar-Łabędy) K2PL 생산라인	K2PL 전차 61대 (최초 3대 한국 생산) K2 계열차량 81대 후속 계약 이행 시 640대 추가 현지생산	공장 현대화 8.5억 즈워티(약 2.34억 달러)	- 2009년 이후 16년 만에 전차 제조 재개. 로봇 생산라인, 연 50대 생산 목표(2028) - 차체·포탑·서스펜션·주포·자동장전장치 현지 생산 협의 - Trophy APS 통합(2025.9). K2PL 프로그램 2035년 완료 - 유럽 K2 생산수출 허브

자료: DS투자증권 리서치센터

그림91 한화에어로스페이스 중장기 투자 계획 중 해외 투자 계획 금액



자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림92 한화에어로 호주 'H-ACE'



자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림93 4월 현대로템-부마르 와벤디 현지생산 계약 체결



자료: 현대로템, DS투자증권 리서치센터

그림94 한화에어로 루마니아 'H-ACE Europe' 부지



자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림95 K9 이집트 맞춤형 모델 'K9A1 EGY'



자료: 언론 보도, DS투자증권 리서치센터

## K방산 신규 수출 모멘텀 점검

### K9MH 미국 진출 기대감

#### 미국 MTC: 7월 우선협상자 선정, 약 10조 원 규모

미국의 MTC 추진 → 해외에서 이미 운용 or 전력화에 임박한 체계 도입 목표

미 육군은 M777 견인포를 대체하는 155mm 차륜형 자주포 도입 사업인 MTC(Mobile Tactical Cannon)를 추진 중이다. 과거 크루세이더, NLOS-C, ERCA 등 신규 개발 사업이 연이어 중단된 이후 해외에서 이미 운용 중인 성숙 체계를 도입하는 방향으로 전환한 것이 핵심이다. 소요 수량은 최대 498문, 사업 규모는 약 10조 원으로 추정되며 7월 우선협상자 선정 후 FY27 4분기 내 최종 계약자를 확정할 계획이다. 2년 내 미국 내 공급망·생산·최종 조립 이전과 연간 24~48대 생산 능력 확보가 요구된다.

5개 기업 시범사업에 참여 → 동사는 성능·비용·확장성 측면에서 강점 보유

K9MH는 동 사업에서 경쟁력이 충분하다고 판단한다. K10 탄약보급차량과의 연계 운용, 우수한 대당 가격 경쟁력, 차륜형·궤도형 동시 제안 역량을 갖추고 있으며 엘라매마 오펜리카 통합·시험 시설과 아칸소 파인블러프 탄약 공장 등 미국 현지 생산 인프라 구축도 가속화하고 있다. 사업자 선정 시 미국 시장 진출이라는 상징성까지 더해져 유의미한 리레이팅이 기대된다.

표14 미 육군 추진 주요 자주포 프로그램

프로그램명	사업 진행 시기	사업 주요 목표	결과/현황
크루세이더	1998~2002	- M109A6 팔라딘 자주포 대체 - 고성능 차세대 자주포 개발 의지	- 잦은 해외 파병에 따른 고기동, 경량화 요구 및 예산 문제로 개발 취소
NLOS-C (Non-Line-of-Sight Cannon)	2003~2009	- M109A6 팔라딘 자주포 대체	- 미국 미래형 전투 체계(FCS) 계획 취소로 사업 중단 - M109A7 팔라딘 개발 후 도입
ERCA (Extended Range Cannon Artillery)	2019~2024	- 기존 자주포 사거리 연장 - 58 구경장 포신 활용	- 지나치게 빠른 포신 마모 문제로 프로그램 중단
SPH-M/MTC (Self-Propelled Howitzer Modernization)	2024~ 진행 중	- M777 견인포 대체 - 해외 기성 제품 도입	- 한화, 라인메탈, BAE 시스템즈, 엘빗 시스템즈, 제네럴 다이내믹스와 시범 평가 계약을 맺고 성능 및 공급 능력 평가 중

자료: 언론 보도 종합, DS투자증권 리서치센터

표15 SPH-M 주요 평가 항목

평가 항목	평가 내용
기술 성숙도	현재 운용 여부 또는 기술적 완성도, 과거 실전수출 레퍼런스
기술 성능	50~70Km 이상 사거리(무유도 기준 40Km 이상), 포탑·차량 생존성, 우수한 기동성
시험 준비성/공급 신속성	미 생산 자주포 및 재장전 차량 각 6문 납기 속도
자동화	재장전 및 탄약 보급 자동화 수준
탄약 호환성	XM1113, 엑스칼리버 유도탄, NATO 표준 탄약 등과의 호환성
미국 내 생산 여부	미국 내 생산·조립 이전 및 연간 24~48대 생산 능력 확보
단가 및 생애주기 비용	합리적인 단가 및 전 생애주기(LCC) 걸친 효율적 비용

자료: highergov, govtribe, CRS, 언론보도 종합, DS투자증권 리서치센터

표16 SPH-M 경쟁 자주포 Model 정리

제조 기업명	한화디펜스USA	제네럴 다이내믹스 Land System	아메리칸 라인메탈 Vehicles	BAE시스템즈 포보스	엘빗 시스템즈 USA
제품명	K9MH	PIRANHA AAC	RCH155	Archer	SIGMA
사진					
최대 사거리	표준탄: 40km 사거리 연장탄: 54km 유도 or 기저부관통탄: 70km	표준탄: 36km V-LAP: 54km 엑스칼리버탄: 70km	표준탄: 40km V-LAP: 54km 엑스칼리버탄 활용 시 연장 가능	표준탄: 35km 엑스칼리버탄: 50km	표준탄: 40km 엑스칼리버탄 활용 시 연장 가능
주포	155mm/52구경장	155mm/52구경장	155mm/52구경장	155mm/52구경장	155mm/52구경장
분당 발사 속도	9발	8발	9발	6발	10발
차량 플랫폼	- 8*8 타트라 트럭 - 모듈식 포탑으로 고객이 선호하는 차량에 탑재 가능	- PIRANHA IV 10*10 장갑차 - KNDS의 완전 자동화 AGM 탑재	- 8*8 복서 장갑차	- 8*8 오시코시 M977 HEMTT	- 10*10 오시코시 트럭
승무원 수	2(3)명	2(3)명	2(3)명	3(4)명	3명
탄약 보급 차량	K10 탄약보급장갑차	컨테이너식 전용 보급 솔루션	컨테이너식 전용 보급 솔루션	컨테이너식 전용 보급 솔루션	컨테이너식 전용 보급 솔루션
탄약 적재량	40발	30발	30발	21발	40발
장약 적재량	180모듈	30모듈	144모듈	108모듈	-
항속거리	700Km	700Km	700Km	700Km	700Km
최대 속도	100Km/h	100Km/h	100Km/h	70Km/h	100Km/h
가격	100억원 초중반 추정	220억원 추정	170억원 (영국 사업 기준)	140억원	미공개
채택 국가	(K9 기준) 대한민국, 튀르키예, 폴란드, 핀란드, 노르웨이, 에스토니아, 이집트, 호주, 루마니아, 베트남, 인도	스위스	우크라이나, 영국	우크라이나, 영국, 라트비아	이스라엘

자료: 각 사, 언론 보도 종합, DS투자증권 리서치센터



## 1) K10 탄약보급차량과의 연계

신속한 탄약 재보급에서  
높은 점수를 받을 수 있는  
K9과 K10의 연계

K10은 K9 자주포에 신속·안전하게 탄약을 공급하기 위해 개발된 세계 최초의 자동화 탄약 운반 장갑차다. 탄약 104발, 장약 94발을 적재할 수 있으며 분당 12발 이상을 K9에 자동 보급해 통상 대비 약 10배 빠른 보급 속도를 구현한다.

한국군은 2006년부터 K10을 전력화했으며 노르웨이·루마니아·이집트·호주에 K9과 패키지로 수출했다. 미국은 현재 M109 계열 차대 기반 M992 탄약운반장갑차를 운용하지만 보급 절차가 비자동화라는 한계가 있다. 타사 자주포들도 컨테이너·트레일러형 재보급 솔루션을 보유하고 있으나 K10 수준의 전용 자동화 보급체계는 부재하다. K10은 2022년 K9과 함께 M795, XM1113 등 미군 주력 포탄과의 호환성을 입증했다. 미 육군 SPH-M 사업에서 ‘신속한 탄약 재보급’이 핵심 평가 항목인 점을 감안하면 K10과 연계된 K9 체계는 해당 지표에서 우수한 평가가 기대된다.

그림96 K9 자주포와 K10 탄약보급장갑차



자료: 언론 보도, DS투자증권 리서치센터

그림97 K10의 탄약보급 과정



자료: KFN, DS투자증권 리서치센터

그림98 K9과 K10의 M795, XM1113 탄 등 미국산 주요 탄약과 호환성 입증

## 한화 K9 포병 솔루션, 미군 무기와 호환성 입증

2022년 10월 07일

9월 14일, 한국의 대표적인 방위산업체인 한화디펜스는 미국 자회사인 한화디펜스USA와 미 육군 전투능력개발사령부(DEVCOM AC)를 통해 K9 자주포(SPH)와 K10 탄약운반차량(ARV)이 다양한 미군 탄약과 호환된다는 것을 성공적으로 입증했습니다.

미국 육군과 동맹국에서 60명 이상의 초대를 받은 이 실사격 시연은 애리조나주 유마 시험장에서 진행되었으며, 한화의 포병 솔루션인 K9A1 자주포와 K10 ARV가 155mm M795 발사체, XM1113 로켓 지원 발사체(RAP), 모듈형 포병 충전 시스템(MACS)을 포함한 다양한 유형의 미국산 탄약을 장전하고 발사했습니다.

자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

## 2) 우수한 1문당 가격 경쟁력

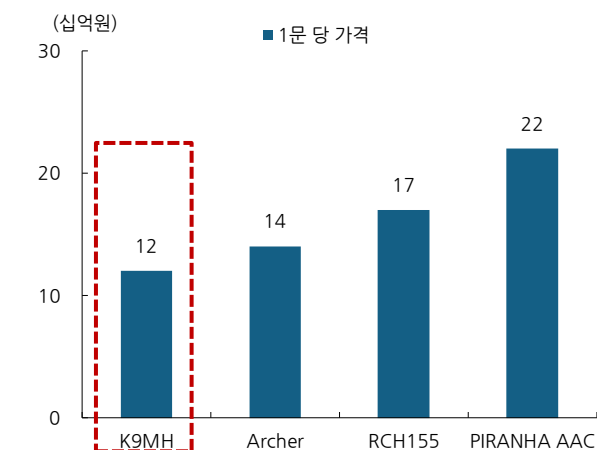
경쟁 자주포 대비  
20~30% 낮은 가격 수준  
으로 추정

K9MH의 공식 가격은 미공개지만 K9의 과거 계약 단가를 감안하면 약 120억 원/문 수준으로 추정된다. 이는 주요 경쟁 차륜형 자주포 대비 20~30% 낮은 수준이다. 미 육군 SPH-M 사업의 지향점은 비개발(Non-Developmental) 기성 모델 도입을 통한 총 사업비 최소화다. 현재 미 육군은 MTC 프로그램으로 최대 498문을 빠른 기간 내 도입하고자 한다. 대량 조달이 불가피한 만큼 동일 성능이라면 단가 경쟁력이 우수한 K9MH가 도입·운용 비용(TCO) 측면에서 가장 합리적 대안이 될 가능성이 높다.

## 3) 차륜/궤도형 동시 제안 역량

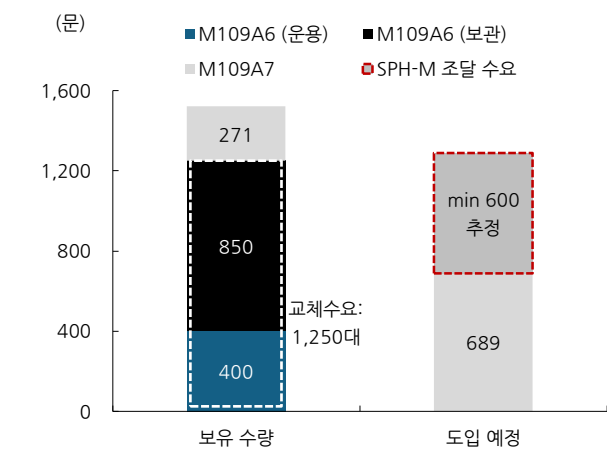
동사는 동일 포탑을 기반으로 한 K9A2(궤도형)와 K9MH(차륜형) 두 플랫폼을 동시에 제안할 수 있다. MTC를 우선적으로 진행하나 SPH-M은 장기적으로 노후화된 M109 자주포 또한 대체할 계획을 가지고 있다. 미국 입장에서 차륜/궤도형 모두 같은 포탑 플랫폼을 활용하는 것이 운영·유지보수 측면에서도 유리하기 때문에 궤도형 자주포 시장에서 압도적 M/S 1위를 차지하는 K9A2가 동시 고려될 가능성이 높다고 판단한다.

그림99 경쟁 모델 1문 당 가격 추정 및 비교



자료: 언론보도 종합, 각 사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정  
주: SIGMA는 가격 미공개

그림100 미 육군 궤도형 자주포 수요 추정



자료: Military Balance 2024, Army recognition, DS투자증권 리서치센터 추정



#### 4) 미국 현지 생산 시설 구축 가속화

##### 앨라배마주에 현지생산 시설 구축 준비

한화디펜스USA는 4월 30일 앨라배마주 오펔리카에 유희 공장을 3년간 임대하는 계약을 체결하고 이를 K9MH의 통합·시험 거점으로 활용한다고 발표했다. 프로토타입은 한국에서 생산한 K9A2 포탑과 주요 부품을 오펔리카 시설에서 타트라 8×8 차체와 결합하는 방식으로 납품될 전망이며 수주 확정 시 본격적인 현지 양산 시설로 확장될 것으로 판단한다.

##### 아칸소주에 155mm 포탄 용 핵심 추진제 및 모듈형 장약 생산 시설 건설 계획

아울러 동사는 1월 28일 미 육군으로부터 아칸소주 파인블러프 아스널 부지 내 EUL(Enhanced Use Lease)을 부여받았다. 약 13억 달러를 투자해 155mm 포탄용 핵심 추진제 및 모듈형 장약 생산 시설을 건설할 계획이며 생산 개시는 2029년 초로 예상된다. 현재 미국 내 모듈형 장약 생산은 GD-OTS와 American Ordnance 두 곳에만 의존하고 있어 공급 부족이 심각한 상황이다. 한화가 제시하는 자주포·탄약·장약·사격통제·지휘통제를 아우르는 '미국산 포병 통합 패키지'는 이러한 산업기반 취약점을 해소할 수 있다는 점에서 미 육군에도 매력적인 제안이다.

이처럼 동사는 현지화 요구 조건에 부합하는 준비를 착실히 진행하고 있으며, K9MH는 MTC의 주요 평가 항목을 충족하는 경쟁력 있는 플랫폼이라고 판단한다. 사업자 선정 시 약 10조원 규모의 사업이며 미국으로의 첫 수출을 성공한다는 점에서 동사의 기업가치에 있어 큰 리레이팅이 발생할 것으로 판단한다.

그림101 K9MH 시험 현장



자료: DS투자증권 리서치센터

그림102 아칸소주 파인블러프 아스널 부지



자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

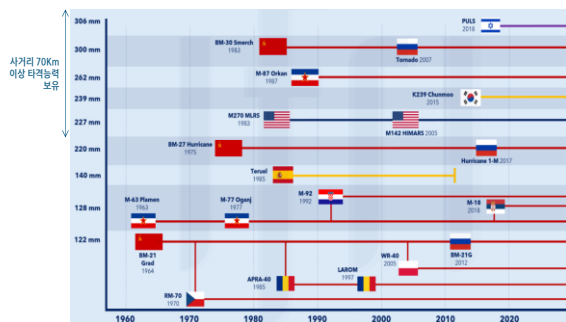
## 천무 유럽 내 운용국 확대 전망

### 다연장로켓포의 중요성 부각

러우전쟁으로 MLRS 전술적 가치 부각

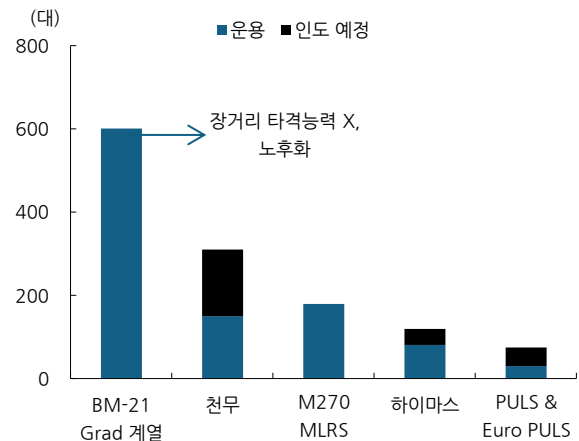
러-우 전쟁에서 우크라이나가 HIMARS로 전선 후방 50~80km의 탄약고·지휘소를 정밀 타격하며, 정밀 유도탄 기반 다연장로켓포(MLRS)의 전술적 가치가 재조명되었다. 유럽은 노후 BM-21·M270 계열의 교체 수요가 높으나 80km급 이상 정밀 타격이 가능하며 현재 운용·생산 중인 체계는 PULS, HIMARS, 천무가 사실상 전부이다. HIMARS는 신규 주문 시 2030년부터 인도가 가능하고, PULS는 대량 생산 체제가 미비하며, 독일 GMARS는 양산 시점이 미정이다. 반면 천무는 약 2년간 폴란드에 156대를 인도하며 납기 경쟁력을 입증했고 다양한 유도탄 운용 능력도 우수한 것으로 파악된다.

그림103 유럽 MLRS 계보



자료: IFRI, DS투자증권 리서치센터

그림104 유럽 MLRS 모델 별 보유 수량



자료: IFRI, DS투자증권 리서치센터

표17 세대별 다연장로켓포 구분

세대	용도	범위	개발 시기	대표 모델	기타
1	단거리 포격	35Km	1960'	BM-21 Grad	
1+	단거리 포격	45Km	1970'	RM-70	
2	중거리 정밀 포격	40~80Km	1980'	M270 MLRS	ATACMS, PrSM 탄 등으로 사거리 연장
2+	중장거리 정밀 타격	80~300Km	2000'	M142 하이마스	ATACMS, PrSM 탄 등으로 사거리 연장
3	전 범위 정밀 타격	35~500Km	2010'	천무, PULS	PULS는 Max 300Km

자료: IFRI, DS투자증권 리서치센터

## 천무의 유럽 시장 확대 진행 중

에스토니아는 한화에어로스페이스와 25년 12월 약 4,400억 원 규모의 천무 발사대 6대 구매 계약을 체결했으며, 인도는 2027~2030년 순차 진행될 예정이다. 노르웨이는 26년 1월 HIMARS와의 최종 비교 평가 끝에 약 1.3조 원 규모의 천무 발사대 16대를 선택했다.

### 천무의 유럽 내 확장 가능성 입증

K9은 폴란드·노르웨이 등 유럽 6개국에 운용 중이며 'K9 사용자 클럽'이 결성될 정도로 유럽 내 시장 침투에 성공한 베스트셀러이다. 천무 역시 K9을 운용하며 한국 무기체계에 대한 수용성이 높아진 유럽 국가로의 확장이 확인된 사례로 해석된다.

### 천무-하이마스 병행 운용 가능성이 부각될 것

주목할 점은 에스토니아가 25년 4월 HIMARS 6대를 인도받았음에도 천무 도입을 결정했다는 사실이다. 에스토니아 국방장관은 "HIMARS로 이미 심층 타격 능력을 갖췄지만 보완적 2번째 체계를 구축하는 것이 매우 필요하다(extremely necessary)"고 언급했다. 이는 천무가 HIMARS와 전면 경쟁 구도라기보다 전력 구성 측면에서 보완적 무기로 채택될 수 있음을 시사한다. HIMARS 도입을 추진 중인 루마니아·리투아니아·라트비아 등 인근 국가에서도 천무 병행 발주를 충분히 검토할 수 있다는 판단이다.

### 노르웨이 수주는 성능과 납기 모두에서 합격점

노르웨이 수주는 납기뿐 아니라 성능 측면에서도 인정받았다는 점에서 의미가 크다. 단순히 인도 속도가 빠른 것 외에도 300km 이상 사거리 연장탄의 우수한 성능이 부각되며 HIMARS와의 경쟁에서 승리한 것으로 판단한다.

표18 천무 Vs 하이마스 제원

구분	K239 천무	하이마스
제작사	한화에어로스페이스	록히드마틴
탑재량	12 발 (2Pod)	6 발 (1Pod)
사거리	80Km ~ 290Km/ 500Km 이상까지 확장	32Km~500Km
주요 강점	강한 화력, 가성비, 다양한 탄종 활용 가능	뛰어난 기동성 (C-130 공수 가능), 실전 경험 및 성능 입증
주요 약점	하이마스 대비 공수 능력 부족, 실전 경험 부족	높은 가격, 주문 급증으로 예상 인도 시점 늦음
가격(발사대 기준)	30~40 억원	70~80 억원

자료: 한화에어로스페이스, 록히드마틴, US DoD, DS투자증권 리서치센터 추정

그림105 K239 천무



자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림106 하이마스



자료: 록히드 마틴, DS투자증권 리서치센터

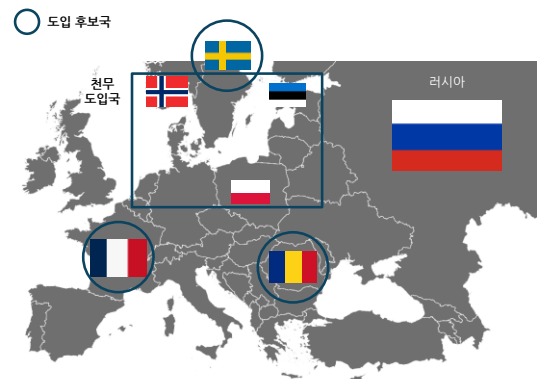
그림107 K9 자주포 운용 유럽 국가 현황



K9자주포 운용국가 (유럽)  
루마니아, 폴란드, 에스토니아, 핀란드, 노르웨이, 튀르키예

자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림108 천무 도입국 및 도입 후보국 정리



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림109 에스토니아의 천무 도입 이유

## 에스토니아는 미국제 HIMARS 미사일 외에도 한국제 천무 로켓 발사기를 도입할 계획입니다.

2025년 10월 23일 - 7시 49분

지난 목요일, 하노 페브쿠르 에스토니아 국방부 장관과 안규백 한국 국방부 장관은 한국 서울에서 양국 간 방산 협력 협정을 체결했습니다. 이 협정에 따라 에스토니아는 미국 HIMARS 미사일 시스템 외에도 한국산 천무 로켓 발사기를 구매할 계획입니다. 또한, 이번 협력은 에스토니아 방산 산업에 수천만 유로의 직접 투자를 유치할 것으로 예상됩니다.

에스토니아는 필요시 적진 깊숙이 침투하여 전쟁을 수행할 수 있는 원거리 타격 능력을 빠르게 증강하고 있으며, 이는 에스토니아와 나이가 나토의 역지력과 방어력을 강화하는 데 기여할 것입니다. 이를 위해 에스토니아는 기존의 HIMARS 시스템 외에 한국산 K239 천무 로켓 발사기 도입을 추진하고 있습니다. 동시에 미국으로부터 추가 HIMARS 시스템을 도입하는 절차도 진행 중입니다.

"에스토니아의 적의 영토 깊숙이 영향력을 행사할 수 있는 능력을 갖추는 것은 매우 중요합니다. 이를 위해서는 추가적인 로켓 발사대를 통해 에스토니아의 신중 타격 능력을 강화해야 합니다. 우리는 미국산 HIMARS 시스템 도입을 통해 신중 타격 능력 개발을 시작했으며, 아시다시피 미국과 추가 HIMARS 도입 계약을 체결했고, 현재 미국 측으로부터 총합한 인도 시기를 기다리고 있습니다. 신중 타격 능력을 더욱 강화하기 위해 에스토니아 국방군은 한국 천무사사의 로켓 발사대를 선정했습니다. 폴란드 등도 미국과 한국산 로켓 발사대를 결합한 유사한 전략을 사용하고 있습니다."라고 하노 페브쿠르 국방부 장관은 설명했습니다.

"제게 있어 이번 계약에서 가장 중요한 점은 현지화 원칙 이행을 통해 거래량의 상당 부분이 에스토니아 산업에 유입된다는 것입니다. 이는 에스토니아 방위 산업에 수천만 유로의 직접 투자가 이루어진다는 것을 의미합니다."라고 페브쿠르는 말했습니다.



하노 페브쿠르 에스토니아 국방부 장관과 안규백 한국 국방부 장관이 양국 간 방위 협력 협정에 서명했다. 사진: 국방부

자료: 에스토니아 국방부, DS투자증권 리서치센터 번역

## 천궁-II & L-SAM의 중동·유럽으로 약진 기대

### 미사일 재고 급감

중동국 요격 미사일 재고 대부분 소진한 것으로 파악

이란은 전쟁 기간 중 미사일 약 2,100발, 드론 약 5,400기를 발사한 것으로 추정된다. 중동 방공망은 이에 대해 수적으로 열위였다. 전쟁 전 주요 요격 미사일 재고는 사우디 약 2,200발, 카타르·UAE 합산 약 1,000발 수준으로 추산되며 가장 많은 공격을 받은 UAE는 대부분의 재고를 소진한 것으로 파악된다.

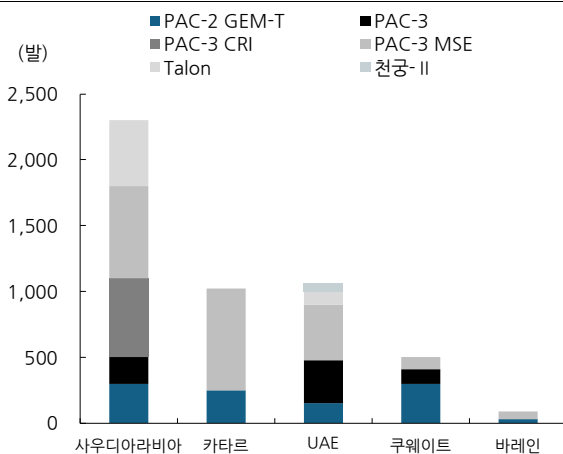
요격 미사일은 중동 전쟁 이전부터 부족하기 시작

요격 미사일 재고 문제는 미국 내에서도 이번 전쟁 이전부터 지적되어 왔다. 25년 6월 이란-이스라엘 분쟁 당시 미국은 THAAD 150발 이상, SM-3 80발을 이스라엘 지원에 투입한 것으로 알려졌다. THAAD 미사일은 23년 이후 조달 예산 감소와 수출 물량 확대로 23년 7월~25년 12월 사이 미국 내 인도가 전무했으며 다음 인도는 27년 중순으로 추정된다. 이번 전쟁 기간 패트리엇 포함 요격 미사일을 최소 1,000발 이상 소모한 것으로 파악되어 미국 재고는 1,000발 미만으로 하락했을 가능성이 높다.

최소 2~3년간 대탄도탄 요격 미사일 글로벌 초과 수요 지속 전망

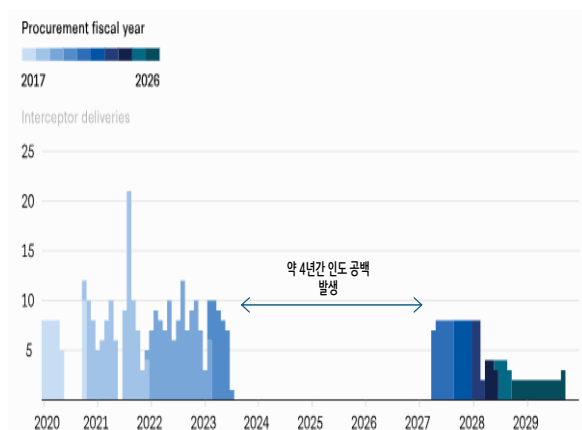
CSIS에 따르면 패트리엇·THAAD 재고 확충에는 각각 53개월, 42개월이 소요될 전망이다. PAC-3 MSE는 현재 연간 600발 생산에서 2,000발로 증산을 추진 중이나, 복잡한 생산 공정을 고려하면 최소 2~3년간 대탄도탄 요격 미사일의 글로벌 초과 수요가 지속될 것으로 판단한다. 특히 미국 정부가 FMS 계약상 우선순위를 조정할 권한을 보유하고 있어 수출 물량은 더욱 지연될 수 있으며 실제로 미국은 FY26 PAC-3 MSE를 3,200발 주문해 자국 재고 확충을 우선시하고 있다.

그림110 중동 주요 국가의 전쟁 전 요격 미사일 재고 추정



자료: 파비안 호프만, WSJ, DS투자증권 리서치센터

그림111 미국의 월별 사드 요격 미사일 인도 대수 추이



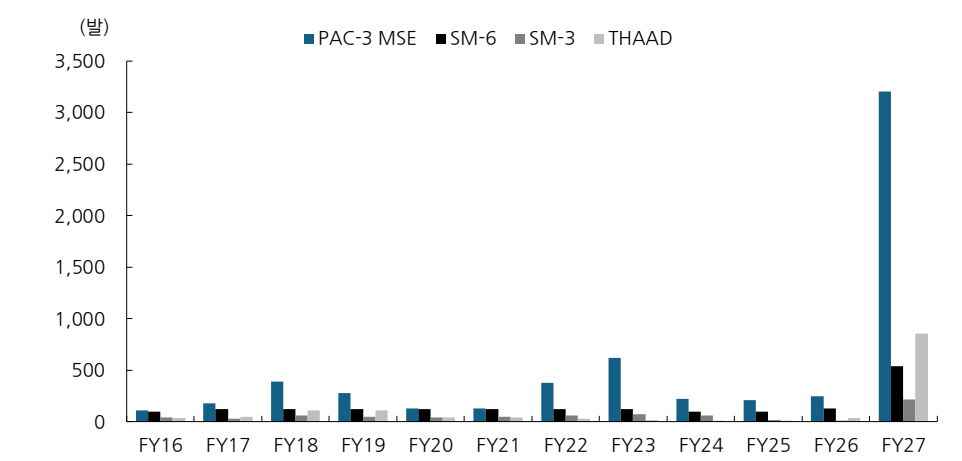
자료: CSIS, 미국 전쟁부, DS투자증권 리서치센터

표19 미국의 주요 탄약 현황

탄약명	단위당 가격(백만 달러)	전쟁 전 재고 (추정)	전쟁 중 소진 (추정)	인도 소요 (월)
토마호크	2.6	3,100	1,000 이상	47
JASSM	2.6	4,400	1,100 이상	48
PrSM	1.6	90	40-70	46
SM-3	28.7	410	130-250	64
SM-6	5.3	1,160	190-370	53
사드	15.5	360	190-290	53
패트리엇	3.9	2,330	1,060-1,430	42

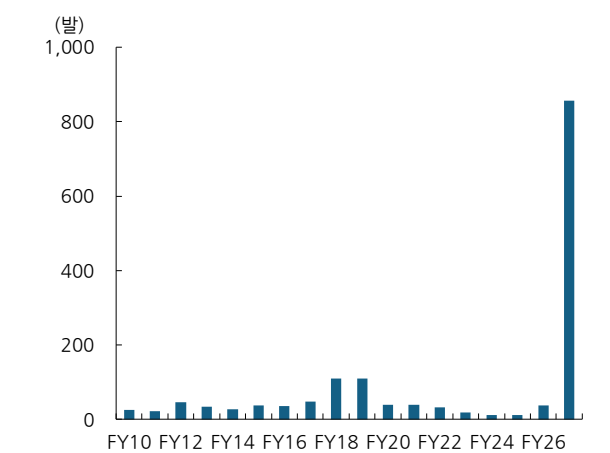
자료: 미국 전쟁부, CSIS, DS투자증권 리서치센터

그림112 미국의 연간 미사일 방어 요격미사일 요청 수량



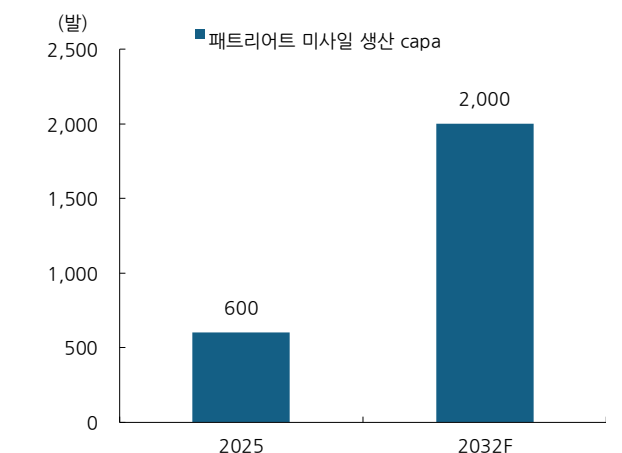
자료: CSIS, DS투자증권 리서치센터

그림113 미국의 연간 THAAD 요격 미사일 구매 추이 및 계획



자료: CSIS, 미국 전쟁부, DS투자증권 리서치센터

그림114 미국의 패트리엇 요격 미사일 증산 요청



자료: 록히드마틴, DS투자증권 리서치센터



## 미사일 재고 소진으로 비미국 방공망 발주 확대 예상

미국의 자국 주문 규모가 막대해 수출 물량은 후순위로 밀릴 것

이란 전쟁을 통해 세계는 요격 미사일 재고 확보의 중요성을 재인식했다. 영토가 맞닿아 있지 않는 한 초반 교전은 미사일 위주로 전개된다는 점이 확인되었기 때문이다. 전후 요격 미사일 수요는 급증하겠으나 미국의 자국 주문 규모가 막대해 수출 물량은 후순위로 밀릴 가능성이 높다. 미 육군뿐 아니라 미 해군 이지스함까지 PAC-3 MSE 수요자로 가세하면서 동맹국 입장에서 패트리엇 계열 요격탄의 납기 불확실성은 더욱 확대되고 있다. 발사대를 포함한 시스템 인도 역시 지연되고 있으며 스위스는 25년 주문한 패트리엇에 대해 4~5년 이상의 인도 지연·비용 증가를 통보받고 즉시 도입 가능한 제2의 방공 체계를 확보하기로 결정했다.

중동, 유럽 모두 방공망 보강 수요는 높아

방공 수요는 지역을 불문하고 강하다. 중동은 전쟁 종료 이후에도 역내 군사적 긴장이 구조적으로 잔존해 방공망 보강이 불가피하다. 유럽은 러-우 전쟁에서 확인된 바와 같이 러시아의 이스칸데르(사거리 500km), 칸잘(2,000km), RS-26(5,800km) 등 탄도미사일이 사거리상 유럽 전역을 타격 범위에 두고 있어 위협이 서유럽까지 확대되었다. 독일 등 유럽국의 우크라이나 지원으로 요격 미사일 수요는 더욱 많아지고 있다. 현재 유럽 내 탄도탄 요격 능력을 보유한 국가는 소수에 불과하며 대다수 국가가 방공망 확충이 필요하다.

이러한 환경에서 패트리엇 납기 불확실성은 SAMP/T NG, IRIS-T SLM, David's Sling, 천궁-Ⅱ, L-SAM 등 비미국 방공 대안의 상대적 매력도를 높이는 요인으로 작용한다. 특히 천궁-Ⅱ는 UAE에서의 실전 성능 입증이라는 레퍼런스를 확보했고 L-SAM은 국내 양산이 시작된 만큼 양 체계에 대한 글로벌 관심이 한층 높아질 것으로 판단한다.

그림115 스위스 패트리엇 인도 지연에 따른 추가 방공망 도입

그림116 독일의 우크라이나 PAC-3 요격 미사일 지원

### Europe

## Patriot production delays prompt Switzerland to seek European air-defense fallback

By Rudy Ruitenberg

Saturday, Mar 7, 2026

스위스는 장거리 방공의 중심 요소로 패트리엇을 고수하고 있지만, **정부는 연방부에 기존 능력 격차를 최대한 빨리 해소하기 위해 두 번째 장거리 지상 방공 시스템 도입을 "즉시 검토하라"고 명령했다**고 피스티가 전했다.

"이 두 번째 시스템은 가능하면 유럽에서 생산되어야 한다"고 피스티는 말했다. "구체적으로, 이는 유럽 시스템 또는 유럽에서 제조된 비유럽 시스템이어야 한다는 의미입니다. 이렇게 하면 더 이상 단일 공급망이나 국가에 의존하지 않고, 공급을 더 잘 보장할 수 있을 것입니다."

자료: Defense News, DS투자증권 리서치센터

## Germany Transfers PAC-3 Patriot Missiles to Ukraine to Counter Russia's Kinzhal and Iskander Strikes.

13 Mar, 2026 - 12:04 — Defense News Army 2026 —

지정학적 맥락은 독일의 배움을 더욱 중요하게 만듭니다. 로이터는 3월 4일 **워싱턴과 이란의 충돌로 PAC-3 요격기와 같은 방어 장비에 대한 의존도가 높아질 수 있다**고 보도했으며, **분과들은 2026년 600발의 미사일 생산량에 대해 미국과 동맹국의 수요를 충족할 수 없다고 경고했다**. 로이터는 오늘 일련의 이란 전쟁과 우크라이나 지원으로 인해 미사일 방산 지원을 요청할 것으로 예상한다고 보도했다. 로이터는 2025년에 620대의 PAC-3 MSE를 납품했으며, 연간 생산 능력을 약 2,000대로 늘리기 위한 7년 프레임워크를 가지고 있지만, **산업 확장이 우크라이나와 이란의 긴박한 관계를 하루아침에 해결할 수는 없다고 밝혔다**.

그래서 베를린의 조치는 단순히 이전된 미사일 수보다 더 큰 의미를 지닌다. 독일은 우크라이나가 즉각적인 전투 수요와 아직 확장 중인 대서양 횡단 요격기 생산 기지 사이의 위험한 시기 간격을 효과적으로 메우도록 돕고 있다. 약 35발의 PAC-3 탄환은 전략적 중분성보다는 전술적 원형 수단이지만, 칸잘, 이스칸데르, 지르콘 공격을 계획할 때 러시아가 고려해야 할 단 하나의 방어층을 보존한다. 우크라이나에게는 그것이 생존을 위한 것이다. **유럽 입장에서는 미국의 미국 비록들이 중동으로 이동하는 동안 워싱턴의 지원이 기다리지 않는다는 점을 보여준다**. 현재 공중전에서 독일의 투입은 미국으로부터의 대체 임무가 더 어렵고 느려서 정치적으로 더 치열해질 수 있는 시기에 도착하기 때문에 중요합니다.

자료: Army recognition, DS투자증권 리서치센터



## 한국 방공망의 중동 발주 확대 기대

한국 방공 체계에 대한  
중동 수요가 크게  
증가할 것

적시 인도, 가격, 성능 측면에서 한국 방공 체계에 대한 중동 수요가 크게 증가할 것으로 판단한다. UAE는 이란 전쟁에서 천궁-Ⅱ를 실전 대공 방어에 활용했다. 현지 요구사항에 맞춘 연구개발이 진행 중이던 모델이었음에도 약 96%의 요격 성공률을 기록한 것으로 알려지며 체계의 신뢰성이 실전에서 입증되었다.

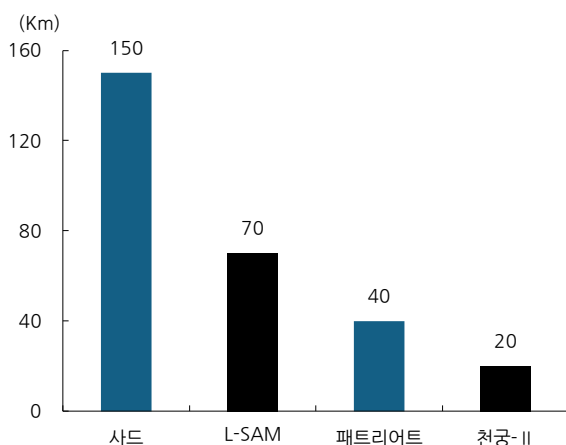
UAE의 L-SAM 도입,  
사우디의 천궁-Ⅱ  
추가 도입 가능성  
존재한다고 추정

이에 따라 전쟁 종료 이후 UAE, 사우디의 L-SAM 도입이 당초 계획보다 앞당겨질 수 있다고 판단한다. 천궁-Ⅱ는 고도 30km 이하, L-SAM은 40~60km 상공에서 탄도미사일을 요격할 수 있어 동반 운용 시 종말단계 상·하층 방어를 동시에 구축할 수 있다. 가장 많은 미사일로 공격을 받은 UAE는 다층 방공 전력 강화를 최우선 과제로 추진할 전망이며 사우디 역시 광활한 국토와 에너지 인프라 방호를 위해 천궁-Ⅱ 추가 도입 가능성이 있다고 판단한다.

미국산 방공망을 운용 중인  
쿠웨이트·카타르와의 계약  
기대

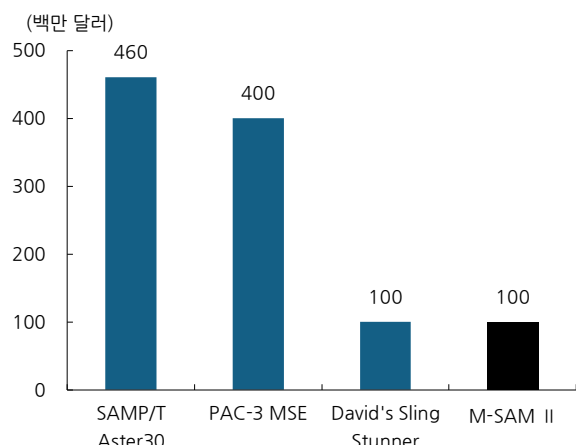
수요 확대는 기도입국(UAE·사우디·이라크)에 그치지 않을 전망이다. 현재 미국산 방공망을 운용 중인 쿠웨이트·카타르 등에서도 한국산 체계에 대한 관심이 높아질 것으로 예상된다. 그 배경은 세 가지로 1) 이란 전쟁 이후 패트리엇·THAAD 요격탄의 글로벌 공급 부족이 장기화되면서 미국산 체계의 적시 보충이 불확실해졌으며, 2) 한국은 패트리엇·THAAD를 통합 운용하는 한국형 미사일 방어체계(KAMD)를 실제 운영 중이므로 미국산 방공망과의 상호운용성을 검증된 수준에서 제공할 수 있다. 3) 천궁-Ⅱ 요격탄은 발당 약 100만 달러로 PAC-3 MSE(발당 약 400만 달러) 대비 약 1/4 수준의 가격 경쟁력을 보유하고 있어 재고 확보 부담을 크게 낮출 수 있다.

그림117 한국 운용 방공무기별 최대 요격 고도 비교



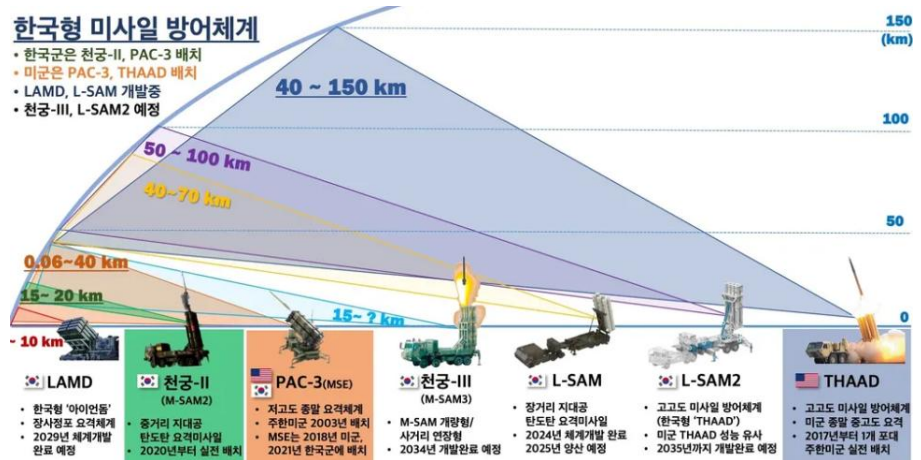
자료: DS투자증권 리서치센터

그림118 탄도미사일 요격 주요 방공무기 미사일 당 가격 비교



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

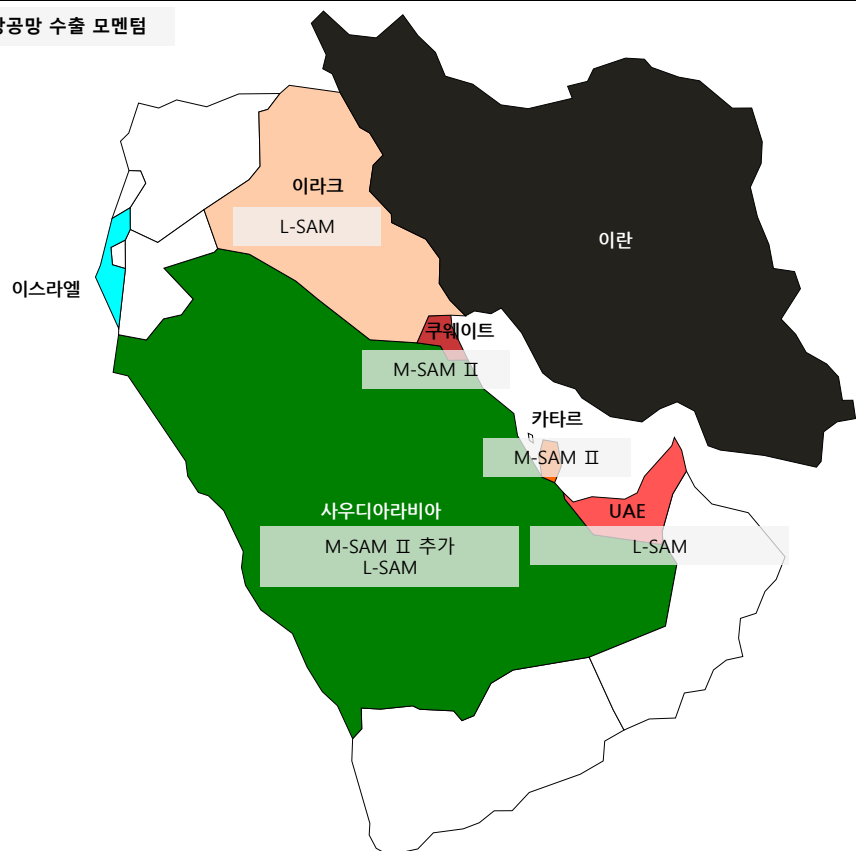
그림119 한국형 미사일 방어체계(KAMD) 현황 및 발전 로드맵



자료: 아산정책연구원 DS투자증권 리서치센터

그림120 중동국가의 한국 방공망 수출 모멘텀 정리

## 한국 방공망 수출 모멘텀



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

## 유럽 방공망: 험난하지만 진출 가능성이 보인다

유럽 방공망은 ESSI와  
'바이 유로피안' 방공 진영  
으로 양분

유럽 방공 체계는 독일 주도의 ESSI(European Sky Shield Initiative)와 프랑스-이탈리아의 '바이 유로피안' 방공 진영으로 양분되어 있다. ESSI는 IRIS-T SLM(중거리)·패트리엇(장거리)·Arrow 3(상층 탄도탄)을 축으로 한 다층 방공망 구축 정책으로 2025년 기준 24개국이 참여하고 있다. 반면 프랑스-이탈리아는 공동 개발한 SAMP/T NG를 중심으로 유럽산 체계 비중과 산업 주권을 우선해야 한다고 주장하며 대립 중이다.

ESSI 내에서 한국 방공  
무기 진입 기회 존재한다는  
판단

ESSI가 유럽 방공의 주류로 자리잡을 경우 한국 방공 무기의 진입 기회가 존재한다고 판단한다. 유럽이 우선적으로 대응하고자 하는 위협은 러시아의 탄도미사일이다. 그러나 ESSI 내에서 탄도탄 요격 능력을 보유한 체계는 패트리엇과 Arrow 3뿐이며 IRIS-T SLM은 항공기·순항미사일 요격에 특화되어 탄도탄 대응 능력이 제한적이다. 핵심인 패트리엇은 신규 주문 시 5년 이상의 납기 지연이 예상되고 PAC-3 MSE 역시 이란 전쟁 이후 미군 수요 우선 충당으로 2~3년간 수출 물량이 후순위로 밀릴 가능성이 높다. 프랑스-이탈리아 진영의 SAMP/T NG도 초도 물량이 26년에야 공급될 예정이고 Aster 요격탄 생산량이 연 80~100발 수준에 그쳐 단기간 내 유럽 전역의 수요를 충족하기 어렵다.

탄도탄 요격 체계의 공급  
부족은 구조적

또한 ESSI·SAMP/T NG 어느 진영이 주도권을 잡더라도 탄도탄 요격 체계의 공급 부족은 구조적이다. 유럽의 시급한 방공 수요를 충족하려면 패트리엇·유럽산 체계 외에 추가적인 대안이 필요하며 실전에서 탄도탄 요격 성능을 입증한 천궁-Ⅱ와 양산이 시작된 L-SAM이 그 후보로 부상할 수 있다고 판단한다.

표20 ESSI 다층 방공망 구성

방어층	주요 위협	활용 체계	요격 고도	역할
중거리	항공기, 순항미사일, 드론	IRIS-T SLM	~20Km	도시·기지중요 인프라 방어 중거리
장거리	항공기, 순항미사일, 전술탄도미사일	패트리엇	~40Km	넓은 지역 방어 및 탄도미사일 요격
상층외기권	중거리·준중거리 탄도미사일	Arrow 3	100Km~	대기권 밖 탄도미사일 요격

자료: DS투자증권 리서치센터

## 천궁-II·L-SAM의 유럽 방공 시장 진입 시나리오

정리하면 IRIS-T SLM이 담당하는 중거리 방공층은 유럽산 체계가 빠르게 채우고 있으나 본격적인 탄도탄 방어 체계는 아니다. SAMP/T NG와 패트리엇은 탄도탄 요격 능력이 우수하나 고가이고 생산량이 제한적이다. 천궁-II는 이 두 층위 사이에서 '탄도탄 대응이 가능한 중층 방공 체계'이자 '기존 체계보다 빠르게 공급 가능한 보완재'로 포지셔닝할 수 있다. 유럽 시장 진입 가능성은 다음 세 가지 시나리오 순으로 전개될 것으로 판단한다.

### 시나리오 1: IRIS-T SLM에 한화시스템 AESA 레이다 통합

딜 디펜스와의 AESA 레이다 통합 연구개발로 IRIS-T SLM 공급망 진입 기대

한화시스템은 25년 10월 IRIS-T SLM 제작사 딜 디펜스와 다기능레이다(MFR) 공급연동을 위한 MOU를 체결했다. 딜 디펜스 입장에서는 SLM에 대탄도탄용 레이다 옵션을 확보하는 동시에 레이다 공급망을 다변화해 생산 병목을 방지할 수 있다는 이점이 있다. 레이다는 전체 체계 가격의 약 30%를 차지하므로 한화시스템 MFR을 탑재하더라도 SAFE의 역외 부품 35% 상한 기준을 충족할 수 있는 구조이다. IRIS-T SLM은 현재 연 10대 생산에서 2년 내 연 16대로 확대를 목표하고 있으며, 10개국에 50대 이상의 인도를 대기 중으로 유럽 중거리 방공의 사실상 표준이 되어가고 있다. MFR 통합 성공 시 한화시스템에 유의미한 수출 파이프라인이 될 것으로 기대한다.

### 시나리오 2: IRIS-T or NASAMS 운용국의 천궁-II 도입

탄도미사일 요격 능력이 부재한 저고도 방공 무기 운용국의 천궁-II 도입 기대

탄도미사일 요격 능력이 부재한 IRIS-T 또는 NASAMS 운용국은 보완적 시스템으로 천궁-II 도입을 검토할 수 있다고 판단한다. 또한 패트리엇 납기 지연 및 유럽산 방공 체계의 주문 적체가 이어질 경우 신규 대 탄도미사일 방공망 구축을 원하는 국가들은 한국산을 검토할 수 있다는 판단이다.

### 시나리오 3: 이외 ESSI 국가의 L-SAM 도입

촘촘한 다층 방공망 구성을 원하는 유럽국으로의 L-SAM 도입 기대

장기적으로 ESSI 내 국가에서 L-SAM에 대한 관심이 발생할 수 있다. ESSI의 현 구성상 패트리엇(요격 고도 ~40km)와 Arrow 3(대기권 밖 요격) 사이 40~100km 고도의 방어 공백이 존재한다. L-SAM은 요격 고도 40~70km로 이 공백을 보완하기에 적합하며 ESSI의 구조적 약점을 해소하는 체계로 포지셔닝될 수 있다. 스위스, 노르웨이 등이 도입 후보로 검토할 수 있다는 전망이다.

표21 SAMP/T, IRIS-T, M-SAM II 비교

구분	SAMP/T NG	IRIS-T SLM/SLS	M-SAM II
체계 성격	장거리 방공 + 탄도미사일 방어	중거리 방공, 항공기순항미사일-드론 방어 중심	중거리-중고도 방공 + 탄도미사일 종말단계 요격
대표 미사일	Aster 30 Block 1NT	IRIS-T SL 계열	천궁-II 요격미사일
1개 포대 구성	통상 레이더, 교전통제소, 최대 6개 발사대	레이더, TOC, 발사대 복수	레이더 1기, 교전통제소, 발사대 4기
1개 포대 ready-to-fire	최대 48발	발사대 수에 따라 상이. 통상 발사대당 8발	32발(발사대 4기 × 8발)
연간 포대/Fire unit 생산능력	공식 미공개. 초기 연 1~2개, 2028년 이후 연 2~4개 추정	2026년 최대 10개 fire unit, 2년 내 연 16개 목표	-
연간 미사일 생산능력	2025년 80~100발, 2028년 300발+ 목표	2025년 말 연 800~1,000발, 신규 시설 반영 시 연 2,000발+ 가능성	-
유럽 시장 포지션	Patriot 대체/보완 가능한 유럽산 장거리 방공	ESSI 중거리측 핵심	Patriot 하단보완층, IRIS-T보다 탄도탄 대응성 높은 중층 방공

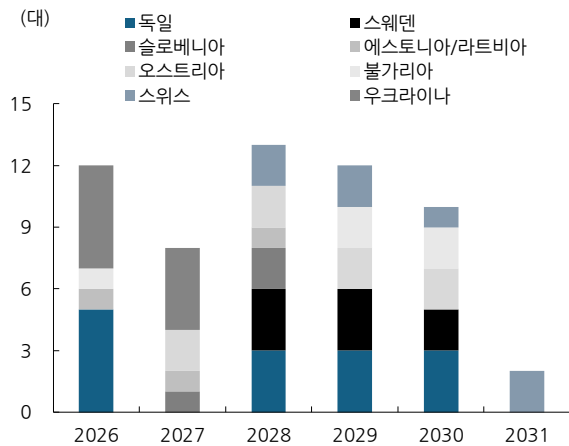
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림121 한화시스템-딜 디펜스 MFR 레이더 사업협력 MOU



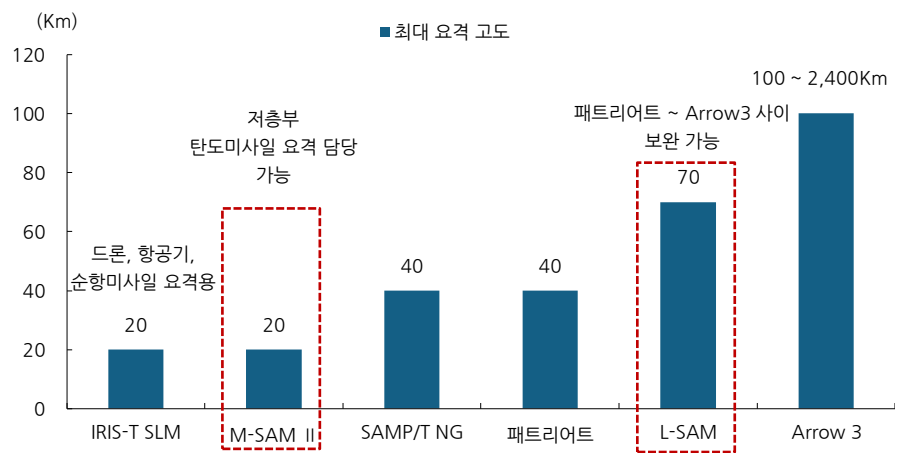
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림122 IRIS-T 연도별 인도 일정 추정



자료: 각 국, DS투자증권 리서치센터 추정

그림123 유럽 방공망 최대 요격 고도



자료: 각 사 종합, DS투자증권 리서치센터

표22 ESSI 국가별 방공 능력 평가

국가	장거리 방어 시스템	중거리 시스템	탄도미사일 요격 가능 여부	방공 능력 평가
독일	Patriot PAC-3 + Arrow 3	IRIS-T SLM ×6 (도입 중, 총 50기 계획)	O	★★★★★
네덜란드	Patriot PAC-2/3 ×5 (운용/확장 중)	NASAMS 2 (운용)	O	★★★★
그리스	Patriot PAC-3 ×6 + S-300PMU-1	Tor-M1, Crotale NG	O	★★★★
튀르키예	S-400 (운용) + S PER Block 1 (~150km, 26년 실전배치)	H SAR-O/O+ (~40km, 양산 중)	X (S PER Block 3 개발 시 O)	★★★★
루마니아	Patriot ×4 (운용, 총 7 계획)	Hawk (퇴역), IRIS-T SLM 협상 중	O	★★★
덴마크	SAMP/T NG ×2 도입 결정	NASAMS + IRIS-T SLM + VL MICA 도입 결정	O	★★★
슬로바키아	BARAK MX 도입	2K12 Kub (극히 노후)	O	★★★
영국	Sea Viper-Aster 30 (해군 한정)	Sky Sabre/CAMM (지상), Sea Ceptor (해군)	해군 한정 O, 지상 X	★★
체코	없음	SPYDER SR ×4 (25~26년 인도)	X	★★
에스토니아	장거리 시스템 2030년 도입 목표로 선정 중 SAMP/T NG, 패트리엇, David's Sling 경쟁	IRIS-T SLM ×3 (라트비아와 공동 구매)	X	★★
헝가리	없음	NASAMS 3 ×6 (운용 중, +1 예비)	X	★★
리투아니아	없음	NASAMS (26년 인도, +추가 유닛 도입)	X	★★
노르웨이	없음 (장거리 선정 미결)	NASAMS 2/3 (운용, +4 추가 주문)	X	★★
스웨덴	Patriot ×4 (운용, 추가 계획)	IRIS-T SLM ×7 (28~30년 인도)	O	★★
벨기에	없음 (Patriot, SAMP-T NG 검토 중)	NASAMS ×10 (€2.5B, 27년 인도 시작)	X	★
불가리아	S-300PMU (노후)	IRIS-T SLM ×1 (6대 추가구매 옵션)	X	★
라트비아	없음	IRIS-T SLM (에스토니아와 공동 구매)	X	★
슬로베니아	없음	IRIS-T SLM ×3 (27~28년 인도)	X	★
스위스	Patriot (5개 시스템 주문, 인도 무기한 지연으로 타 체계 모색 중)	IRIS-T SLM ×5 (28~31년 인도)	X	★

자료: DS투자증권 리서치센터 추정/ 음영은 탄도미사일 요격용 방어 시스템이 없는 국가들 표시

---

# Company Analysis

---

✓한화에어로스페이스 012450

일류 방산기업으로의 성장 공식을 따라가며

✓LIG디펜스앤에어로스페이스 079550

All about Shortage

·한국항공우주 047810

KF-21 수출에 대한 자신감

·현대로템 064350

수출국 다변화의 초입

·한화시스템 272210

수출 확대, 필리 흑전, 우주의 삼박자





# 한화에어로스페이스

## 012450

### 일류 방산기업으로의 성장 공식을 따라가며

강태호 방산  
02-709-2666  
kth@ds-sec.co.kr

2026.05.28

#### 매수

목표주가(상향)	1,910,000원
현재주가(05/27)	1,244,000원
상승여력	53.5%

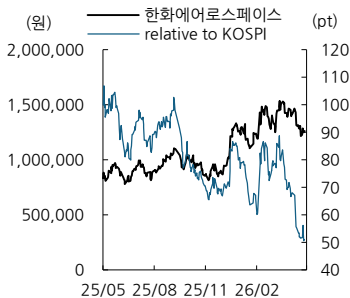
#### Stock Data

KOSPI	8,228.7pt
시가총액(보통주)	64,145십억원
발행주식수	51,563천주
액면가	5,000원
자본금	270십억원
60일 평균거래량	283천주
60일 평균거래대금	393,093백만원
외국인 지분율	45.1%
52주 최고가	1,655,000원
52주 최저가	760,000원
주요주주	
한화(외 7인)	35.8%
국민연금공단(외 1인)	7.9%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-14.4	-38.8
3M	4.1	-27.7
6M	44.1	-62.2

#### 주가차트



#### 넘쳐나는 잠재 수주 파이프라인

1Q26 지상방산 매출액 1.2조 원(+5.5% YoY), 영업이익 2,087억 원(-30.9%, OPM 17.1%)으로 컨센서스를 하회했다. 폴란드 K9·천무 매출 인식이 25년과 달리 하반기에 편중된 것이 주요 원인이며 호주·이집트 K9 역시 하반기로 갈수록 인식이 빠르게 확대될 전망이다. 26년 지상방산 매출 9.4조 원(+16%), 영업이익 2.3조 원(+15.4%, OPM 24.5%)을 예상한다. 한편 총 40조 원에 달하는 잠재 수주 파이프라인에 주목할 필요가 있다. 미국 MTC 우선협상자 선정(7월), 스페인 자주포 구성품 공급, 사우디 MNG 프로젝트, 폴란드 K9 EC3, L-SAM 첫 수출 등 서유럽·미국이라는 신규 시장 진입과 대형 계약이 연내 가시화될 전망이며 일부만 성사되더라도 유의미한 리레이팅이 기대된다.

#### 현지 생산 시스템 램프 업의 해

하반기 호주·이집트 현지에서 K9·K10 조립이 본격화된다. 이를 통해 완성품 수출에서 현지 생산 체계로의 전환 첫발을 내딛게 된다. 해당 생산 시설은 향후 아프리카·중동, 아태 지역 제3국으로의 수출 거점 역할을 수행할 전망이다. 이러한 현지 생산 체계 확대에 힘입어 26년 이집트 및 호주 매출 합산 1.6조원 수준으로 추정한다. 유럽 시장에서도 한화-WB JV로 천무 EC3 계약 체결까지 완료하였다. 이는 경쟁사 라인메탈의 JV 설립 지연에 따른 가이던스 하향 조정과 대조되는 모습으로 동사의 우수한 글로벌 확장 역량을 입증한다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 1,910,000원으로 상향

투자의견 매수, 목표주가 1,910,000원으로 상향한다. 27F EPS에 27F Peer P/E 대비 30% 할증을 적용하였다. 1Q26 기준 40조원의 지상방산 수주잔고를 확보하며 장기 성장에 대한 확신이 높아졌고 구체화되고 있는 대형 수주 파이프라인의 업사이드를 반영해 할증하였다. 아울러 27년 보은 장약공장 완공이 예정되어 있어 100% 가동률 기준 장약 수출 규모가 5~7천억원까지 추가될 것으로 추정한다. 현 주가는 동사의 성장 여력을 감안하면 저평가 수준이라고 판단하며 방위산업 Top Pick으로 제시한다.

#### Financial Data

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	11,240	26,703	29,849	34,506	38,469
영업이익	1,732	3,089	4,250	5,503	6,650
영업이익률(%)	15.4	11.6	14.2	15.9	17.3
세전이익	2,647	2,210	3,434	4,646	5,760
지배주주지분순이익	2,299	1,405	1,947	2,832	3,519
EPS(원)	49,621	27,247	37,850	55,046	68,390
증감률(%)	212.4	-45.1	38.9	45.4	24.2
ROE(%)	53.9	19.1	18.6	22.7	23.0
PER(배)	6.5	34.5	32.9	22.6	18.2
PBR(배)	2.9	5.0	5.7	4.7	3.8
EV/EBITDA(배)	10.9	13.4	14.5	11.7	9.5

자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

## Valuation

### 투자의견 매수, 목표주가 1,910,000원으로 상향

한화에어로스페이스에 대해 투자의견 ‘매수’, 목표주가 1,910,000원으로 기존 대비 22% 상향 조정한다. 실적 추정치 적용을 27년으로 이동하였으며 수출 잔고의 매출 인식 가속화를 반영하였다. 1) 현지 생산 체계 안정화에 따른 매출 인식 가속화 및 이익률 증가, 2) 잠재 파이프라인 수주의 현실화 시 추정치를 추가 상향할 수 있다.

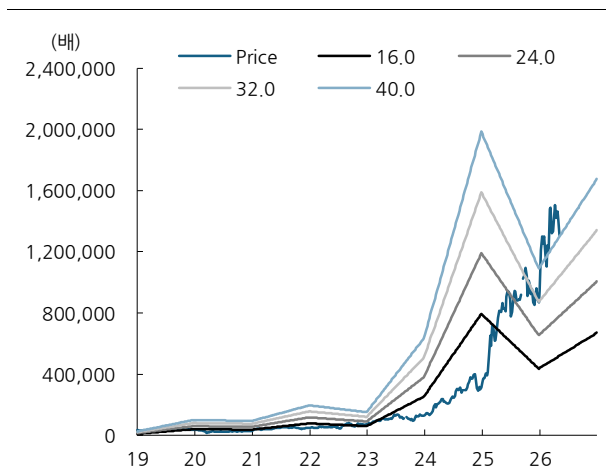
목표 배수는 Peer 그룹 27F Peer P/E 대비 30% 할증을 적용하였다. 1Q26 기준 방산 부문 40조원의 수주잔고를 확보하며 장기 성장에 대한 확신이 높아졌고 구체화되고 있는 대형 수주 파이프라인의 업사이드와 우수한 수주잔고 매출전환 속도를 반영해 할증하였다.

표23 한화에어로스페이스 목표주가 산정 방식

구분	배수/ 금액	비고
27F 순이익 (십억원)	2,832.1	
유통주식수 (주)	51,448,788	자사주 114,613주 제외
27F EPS (원)	55,046	
Target PER (배)	34.7	글로벌 27F Peer P/E 30% 할증
목표 주가 (원)	1,910,000	천단위 반올림
현재 주가 (원)	1,244,000	
상승 여력 (%)	53.5	

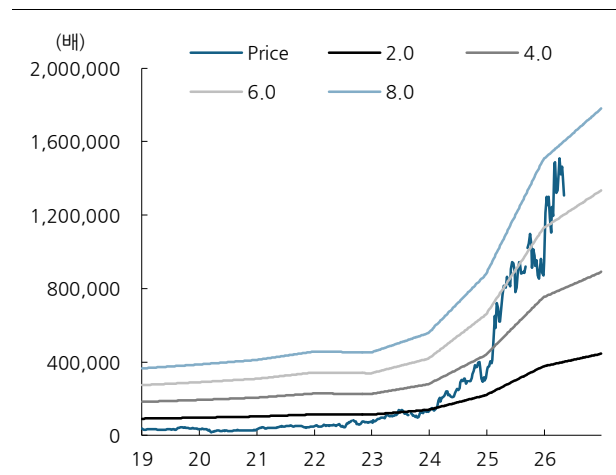
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림124 한화에어로스페이스 PER 밴드 차트



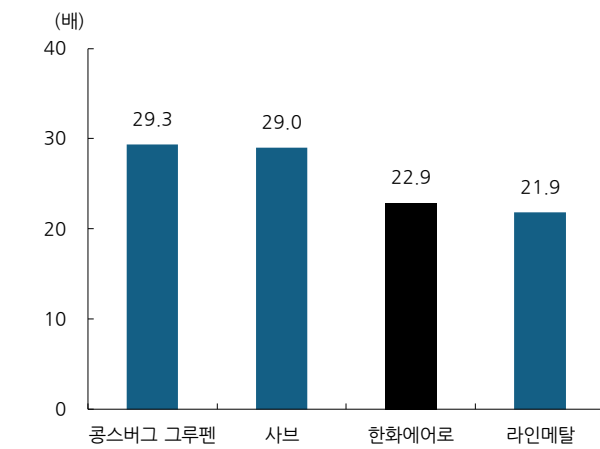
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림125 한화에어로스페이스 PBR 밴드 차트



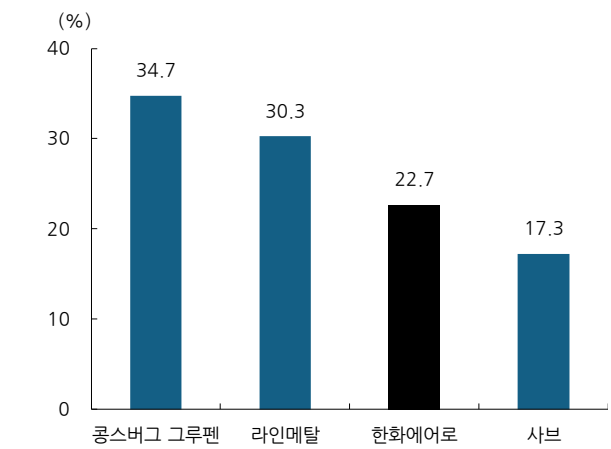
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림126 26F Peer Group PER 비교



자료: Factset, DS투자증권 리서치센터 추정

그림127 26F Peer Group ROE 비교



자료: Factset, DS투자증권 리서치센터 추정

표24 Peer group 주요 재무 지표 및 Valuation

(십억원, %)	구분	한화에어로스페이스	라인메탈	콩스버그 그루펜	사브
매출액	24	11,240	11,380	3,123	8,223
	25	26,703	15,935	4,317	11,469
	26F	29,849	24,760	6,868	15,609
	27F	34,506	33,569	10,040	18,750
영업이익	24	1,732	1,907	405	689
	25	3,089	2,416	641	1,085
	26F	4,250	4,632	1,154	1,654
	27F	5,503	6,680	1,770	2,089
순이익	24	2,299	1,102	333	538
	25	1,378	1,650	571	915
	26F	1,947	2,985	989	1,269
	27F	2,832	4,401	1,516	1,611
PER (배)	24	6.5	37.2	85.8	29.9
	25	34.5	101.5	54.5	45.7
	26F	32.9	32.7	46.2	37.0
	27F	22.6	22.3	30.1	29.2
매출액 성장률	24	42.5	30.7	-26.8	53.3
	25	137.6	40.0	38.3	39.5
	26F	11.8	55.4	59.1	36.1
	27F	15.6	35.6	46.2	20.1
영업이익 성장률	24	191.4	97.0	-8.7	69.1
	25	78.4	26.6	58.2	57.6
	26F	37.6	91.8	80.1	52.5
	27F	29.5	44.2	53.4	26.3
ROE	24	53.9	20.3	15.1	12.4
	25	19.1	22.7	20.2	16.0
	26F	18.6	26.8	27.6	15.8
	27F	22.7	30.3	34.7	17.3
시가총액		64,362	100,715	45,714	47,057
주가 수익률	1M	-14.4	-7.8	2.8	-4.9
	YTD	31.5	-22.5	43.8	-3.6

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터 추정

주1: 비교를 위해 해외기업 또한 원단위로 통일/ 주2: 한화에어로스페이스 데이터는 당사 추정, 해외 기업은 Factset Consensus

## 투자포인트

### 1. 미국 차륜형 자주포 사업자 선정 기대

#### 미국 MTC: 7월 우선협상자 선정, 약 10조 원 규모

미국의 MTC 추진 → 해외에서 이미 운용 or 전력화에 임박한 체계 도입 목표

미 육군은 M777 견인포를 대체하는 155mm 차륜형 자주포 도입 사업인 MTC(Mobile Tactical Cannon)를 추진 중이다. 과거 크루세이더, NLOS-C, ERCA 등 신규 개발 사업이 연이어 중단된 이후 해외에서 이미 운용 중인 성숙 체계를 도입하는 방향으로 전환한 것이 핵심이다. 소요 수량은 최대 498문, 사업 규모는 약 10조 원으로 추정되며 7월 우선협상자 선정 후 FY27 4분기 내 최종 계약자를 확정할 계획이다. 2년 내 미국 내 공급망·생산·최종 조립 이전과 연간 24~48대 생산 능력 확보가 요구된다.

5개 기업 시범사업에 참여 → 동사는 성능·비용·확장성 측면에서 강점 보유

K9MH는 동 사업에서 경쟁력이 충분하다고 판단한다. K10 탄약보급차량과의 연계 운용, 우수한 대당 가격 경쟁력, 차륜형·궤도형 동시 제안 역량을 갖추고 있으며 엘라배마 오펜리카 통합·시험 시설과 아칸소 파인블러프 탄약 공장 등 미국 현지 생산 인프라 구축도 가속화하고 있다. 사업자 선정 시 미국 시장 진출이라는 상징성까지 더해져 유의미한 리레이팅이 기대된다.

표25 미 육군 추진 주요 자주포 프로그램

프로그램명	사업 진행 시기	사업 주요 목표	결과/현황
크루세이더	1998~2002	- M109A6 팔라딘 자주포 대체 - 고성능 차세대 자주포 개발 의지	- 잦은 해외 파병에 따른 고기동, 경량화 요구 및 예산 문제로 개발 취소
NLOS-C (Non-Line-of-Sight Cannon)	2003~2009	- M109A6 팔라딘 자주포 대체	- 미국 미래형 전투 체계(FCS) 계획 취소로 사업 중단 - M109A7 팔라딘 개발 후 도입
ERCA (Extended Range Cannon Artillery)	2019~2024	- 기존 자주포 사거리 연장 - 58 구경장 포신 활용	- 지나치게 빠른 포신 마모 문제로 프로그램 중단
SPH-M/MTC (Self-Propelled Howitzer Modernization)	2024~ 진행 중	- M777 견인포 대체 - 해외 기성 제품 도입	- 한화, 라인메탈, BAE 시스템즈, 엘빗 시스템즈, 제네럴 다이내믹스와 시범 평가 계약을 맺고 성능 및 공급 능력 평가 중






자료: 언론 보도 종합, DS투자증권 리서치센터

표26 SPH-M/MTC 주요 평가 항목

평가 항목	평가 내용
기술 성숙도	현재 운용 여부 또는 기술적 완성도, 과거 실전수출 레퍼런스
기술 성능	50~70Km 이상 사거리(무유도 기준 40Km 이상), 포탑·차량 생존성, 우수한 기동성
시험 준비성/공급 신속성	미 생산 자주포 및 재장전 차량 각 6문 납기 속도
자동화	재장전 및 탄약 보급 자동화 수준
탄약 호환성	XM1113, 엑스칼리버 유도탄, NATO 표준 탄약 등과의 호환성
미국 내 생산 여부	미국 내 생산·조립 이전 및 연간 24~48대 생산 능력 확보
단가 및 생애주기 비용	합리적인 단가 및 전 생애주기(LCC) 걸친 효율적 비용

자료: highergov, govtribe, CRS, 언론보도 종합, DS투자증권 리서치센터

표27 SPH-M 경쟁 자주포 Model 정리

제조 기업명	한화디펜스 USA	제네럴 다이내믹스 Land System	아메리칸 라인메탈 Vehicles	BAE 시스템즈 포보스	엘빗 시스템즈 USA
제품명	K9MH	PIRANHA AAC	RCH155	Archer	SIGMA
사진					
최대 사거리	표준탄: 40km 사거리 연장탄: 54km 유도 or 기저부관통탄: 70km	표준탄: 36km V-LAP: 54km 엑스칼리버탄: 70km	표준탄: 40km V-LAP: 54km 엑스칼리버탄 활용 시 연장 가능	표준탄: 35km 엑스칼리버탄: 50km	표준탄: 40km 엑스칼리버탄 활용 시 연장 가능
주포	155mm/52 구경장	155mm/52 구경장	155mm/52 구경장	155mm/52 구경장	155mm/52 구경장
분당 발사 속도	9 발	8 발	9 발	6 발	10 발
차량 플랫폼	- 8*8 타트라 트럭 - 모듈식 포탑으로 고객이 선호하는 차량에 탑재 가능	- PIRANHA IV 10*10 장갑차 - KNDS 의 완전 자동화 AGM 탑재	- 8*8 복서 장갑차	- 8*8 오시코시 M977 HEMTT	- 10*10 오시코시 트럭
승무원 수	2(3)명	2(3)명	2(3)명	3(4)명	3 명
탄약 보급 차량	K10 탄약보급장갑차	컨테이너식-전용 보급 솔루션	컨테이너식-전용 보급 솔루션	컨테이너식-전용 보급 솔루션	컨테이너식-전용 보급 솔루션
탄약 적재량	40 발	30 발	30 발	21 발	40 발
장약 적재량	180 모듈	30 모듈	144 모듈	108 모듈	-
항속거리	700km	700km	700km	700km	700km
최대 속도	100km/h	100km/h	100km/h	70km/h	100km/h
가격	100 억원 초중반 추정	220 억원 추정	170 억원 (영국 사업 기준)	140 억원	미공개
채택 국가	(K9 기준) 대한민국, 튀르키예, 폴란드, 핀란드, 노르웨이, 에스토니아, 이집트, 호주, 루마니아, 베트남, 인도	스위스	우크라이나, 영국	우크라이나, 영국, 라트비아	이스라엘

자료: 각 사, 언론 보도 종합, DS투자증권 리서치센터

## 1) K10 탄약보급차량과의 연계

신속한 탄약 재보급에서  
높은 점수를 받을 수 있는  
K9과 K10의 연계

K10은 K9 자주포에 신속·안전하게 탄약을 공급하기 위해 개발된 세계 최초의 자동화 탄약 운반 장갑차다. 탄약 104발, 장약 94발을 적재할 수 있으며 분당 12발 이상을 K9에 자동 보급해 통상 대비 약 10배 빠른 보급 속도를 구현한다.

한국군은 2006년부터 K10을 전력화했으며 노르웨이·루마니아·이집트·호주에 K9과 패키지로 수출했다. 미국은 현재 M109 계열 차대 기반 M992 탄약운반장갑차를 운용하지만 보급 절차가 비자동화라는 한계가 있다. 타사 자주포들도 컨테이너·트레일러형 재보급 솔루션을 보유하고 있으나 K10 수준의 전용 자동화 보급체계는 부재하다. K10은 2022년 K9과 함께 M795, XM1113 등 미군 주력 포탄과의 호환성을 입증했다. 미 육군 SPH-M 사업에서 ‘신속한 탄약 재보급’이 핵심 평가 항목인 점을 감안하면 K10과 연계된 K9 체계는 해당 지표에서 우수한 평가가 기대된다.

그림128 K9 자주포와 K10 탄약보급장갑차



자료: 언론 보도, DS투자증권 리서치센터

그림129 K10의 탄약보급 과정



자료: KFN, DS투자증권 리서치센터

그림130 K9과 K10의 M795, XM1113 탄 등 미국산 주요 탄약과 호환성 입증

## 한화 K9 포병 솔루션, 미군 무기와 호환성 입증

2022년 10월 07일

9월 14일, 한국의 대표적인 방위산업체인 한화디펜스는 미국 자회사인 한화디펜스USA와 미 육군 전투능력개발사령부(DEVCOM AC)를 통해 K9 자주포(SPH)와 K10 탄약응답차량(ARV)이 다양한 미군 탄약과 호환된다는 것을 성공적으로 입증했습니다.

미국 육군과 동맹국에서 60명 이상의 초대를 받은 이 실사격 시연은 애리조나주 유마 시험장에서 진행되었으며, 한화의 포병 솔루션인 K9A1 자주포와 K10 ARV가 155mm M795 발사체, XM1113 로켓 지원 발사체(RAP), 모듈형 포병 총전 시스템(MACS)을 포함한 다양한 유형의 미국산 탄약을 장전하고 발사했습니다.

자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

## 2) 우수한 1문당 가격 경쟁력

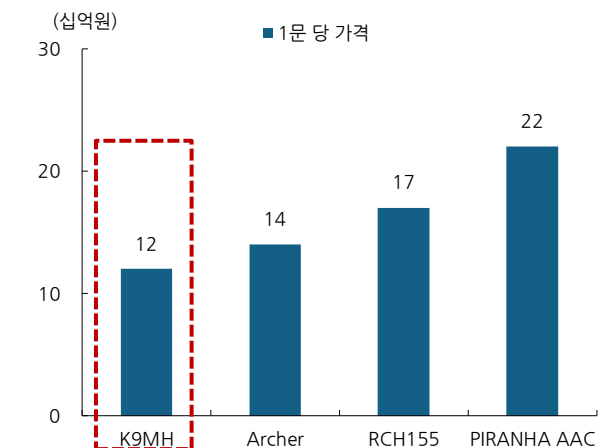
경쟁 자주포 대비  
20~30% 낮은 가격 수준  
으로 추정

K9MH의 공식 가격은 미공개지만 K9의 과거 계약 단가를 감안하면 약 120억 원/문 수준으로 추정된다. 이는 주요 경쟁 차륜형 자주포 대비 20~30% 낮은 수준이다. 미 육군 SPH-M 사업의 지향점은 비개발(Non-Developmental) 기성 모델 도입을 통한 총 사업비 최소화다. 현재 미 육군은 MTC 프로그램으로 최대 498문을 빠른 기간 내 도입하고자 한다. 대량 조달이 불가피한 만큼 동일 성능이라면 단가 경쟁력이 우수한 K9MH가 도입·운용 비용(TCO) 측면에서 가장 합리적 대안이 될 가능성이 높다.

## 3) 차륜/궤도형 동시 제안 역량

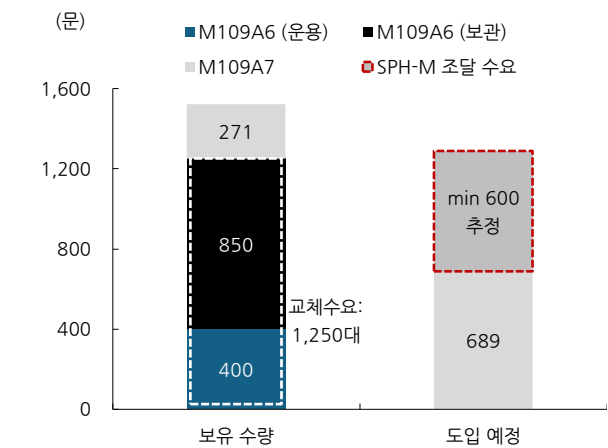
동사는 동일 포탑을 기반으로 한 K9A2(궤도형)와 K9MH(차륜형) 두 플랫폼을 동시에 제안할 수 있다. MTC를 우선적으로 진행하나 SPH-M은 장기적으로 노후화된 M109 자주포 또한 대체할 계획을 가지고 있다. 미국 입장에서 차륜/궤도형 모두 같은 포탑 플랫폼을 활용하는 것이 운영·유지보수 측면에서도 유리하기 때문에 궤도형 자주포 시장에서 압도적 M/S 1위를 차지하는 K9A2가 동시 고려될 가능성이 높다고 판단한다.

그림131 경쟁 모델 1문 당 가격 추정 및 비교



자료: 언론보도 종합, 각 사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정  
주: SIGMA는 가격 미공개

그림132 미 육군 궤도형 자주포 수요 추정



자료: Military Balance 2024, Army recognition, DS투자증권 리서치센터 추정



#### 4) 미국 현지 생산 시설 구축 가속화

##### 앨라배마주에 현지생산 시설 구축 준비

한화디펜스USA는 4월 30일 앨라배마주 오펔리카에 유헤 공장을 3년간 임대하는 계약을 체결하고 이를 K9MH의 통합·시험 거점으로 활용한다고 발표했다. 프로토타입은 한국에서 생산한 K9A2 포탑과 주요 부품을 오펔리카 시설에서 타트라 8×8 차체와 결합하는 방식으로 납품될 전망이며 수주 확정 시 본격적인 현지 양산 시설로 확장될 것으로 판단한다.

##### 아칸소주에 155mm 포탄 용 핵심 추진제 및 모듈형 장약 생산 시설 건설 계획

아울러 동사는 1월 28일 미 육군으로부터 아칸소주 파인블러프 아스널 부지 내 EUL(Enhanced Use Lease)을 부여받았다. 약 13억 달러를 투자해 155mm 포탄용 핵심 추진제 및 모듈형 장약 생산 시설을 건설할 계획이며 생산 개시는 2029년 초로 예상된다. 현재 미국 내 모듈형 장약 생산은 GD-OTS와 American Ordnance 두 곳에만 의존하고 있어 공급 부족이 심각한 상황이다. 한화가 제시하는 자주포·탄약·장약·사격통제·지휘통제를 아우르는 '미국산 포병 통합 패키지'는 이러한 산업기반 취약점을 해소할 수 있다는 점에서 미 육군에도 매력적인 제안이다.

이처럼 동사는 현지화 요구 조건에 부합하는 준비를 착실히 진행하고 있으며, K9MH는 MTC의 주요 평가 항목을 충족하는 경쟁력 있는 플랫폼이라고 판단한다. 사업자 선정 시 약 10조원 규모의 사업이며 미국으로의 첫 수출을 성공한다는 점에서 동사의 기업가치에 있어 큰 리레이팅이 발생할 것으로 판단한다.

그림133 K9MH 시험 현장



자료: DS투자증권 리서치센터

그림134 아칸소주 파인블러프 아스널 부지



자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

## 2. 사우디 국가방위부 대규모 지상장비 현대화 사업 구체화

‘비전2030’으로 방산 현지화를 추진하는 사우디

사우디아라비아는 26년 국방비에 790억 달러를 배정하며 중동 지역 역대 최대 규모를 기록하였다. ‘비전2030’에 따라 2030년까지 국방비의 50% 국내 조달을 목표로 글로벌 방산사의 현지 법인 설립 및 전략적 파트너십을 유도하고 전문화되고 통합된 산업단지 구축을 추진 중이다.

동사는 사우디 내에서도 국가방위부(MNG)와 대규모 지상 전력 및 MRO 인프라 구축을 협의하고 있다. MNG는 영토와 국경 보호, 치안 관리, 왕실 경호를 담당하며 국방부와는 다른 별개 정부 부처이다. MNG는 장갑차, 자주포 등 전반적으로 부족한 지상방산 무기체계를 보강하고 생산 및 MRO 인프라 현지 구축을 목표로 하고 있다. 사업자 선정 기준은 1) 현지화 수준, 2) 성능 및 신뢰성, 3) 정치 외교적 적합성, 4) 가격 경쟁력이다.

- 1) 생산 라인 구축 경험,
- 2) 중동 실사 통과 이력,
- 3) 중동 수출 제약 해결,
- 4) 합리적 단가 제시 가능

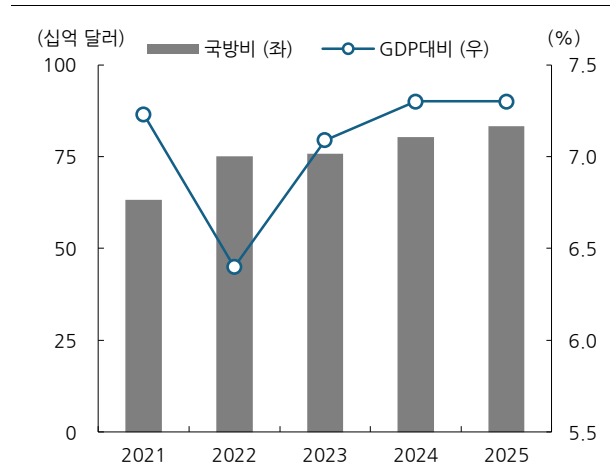
동사와 한화시스템은 24년 MNG와 3자간 MOU를 체결하며 장갑차 등 지상무기체계부터 로봇 및 위성을 활용한 감시정찰체계까지 다양한 분야에서 협력을 약속했으며 25년 사우디에 중동-북아프리카(MENA) 지역 총괄 법인을 설립해 사업 거점을 확보했다. 동사는 1) 호주에서 현지 생산 라인을 구축한 경험이 있으며, 2) 중동 지형에서의 실사 통과 이력이 있고, 3) K9 파워팩 국산화로 중동 수출 제약을 해결했으며, 4) 합리적인 단가를 제시할 수 있다.

그림135 사우디아라비아 국가방위부 개요

명칭	국가방위부(MNG, Ministry of National Guard)
장관	압둘라 빈 바다르 왕자
주요 임무	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국토·국경 방위</li> <li>- 국내 치안과 안정 유지</li> <li>- 메카·메디나 성지 및 국가 핵심시설 보호</li> <li>- 필요 시 국방부·내무부 작전 지원</li> </ul>
병력 규모	최대 약 12.5 만명(사우디 전체 병력의 50%)

자료: DS투자증권 리서치센터

그림136 사우디아라비아 국방비 집행 추이



자료: SIPRI, DS투자증권 리서치센터

경쟁 측면에서 중국 국영기업 NORINCO가 대규모 생산·MRO 패키지를 제시할 수 있는 후보로 파악되나 현 사우디 정권의 대미 협력 기조를 감안할 때 정치 외교적 리스크로 인해 NORINCO의 수주 가능성은 제한적으로 판단한다.

## 20조원 이상의 총 사업 규모 기대

잠재적 수출 품목 및 수량은 K9 자주포 약 200문(3조원 예상), 장갑차(레드백, 타이곤) 약 600대 이상 (10조원 예상), L-SAM (4조원 예상)으로 현지 생산 시설 구축, 향후 구성품 추가 수출 및 MRO까지 고려할 시 전체 계약 규모는 확대될 여지가 크다. 사우디의 국산화율 50%(2030년)목표를 고려하면 현지 JV 설립 및 구체적인 공급계약에 대한 논의는 2026년부터 구체화될 것이라고 예상된다.

그림137 25.9.22 안규백 국방장관-사우디 MNG 장관 회담



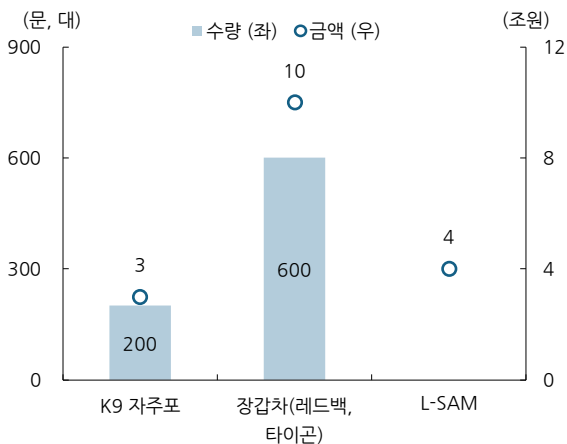
자료: 국방부, DS투자증권 리서치센터

그림138 25.11.4 한화 김동관 부회장-사우디 MNG 장관 회담



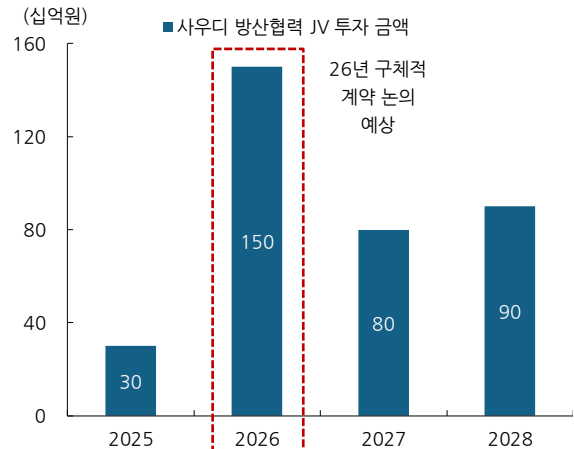
자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림139 사우디 수출 유력 품목 및 금액 추정



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림140 사우디 현지 JV 설립 관련 투자 계획 금액 추이



자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

### 3. 27년부터 추진장약 수출 본격화

지속적인 추진장약 생산  
부족에 시달리는 서방국

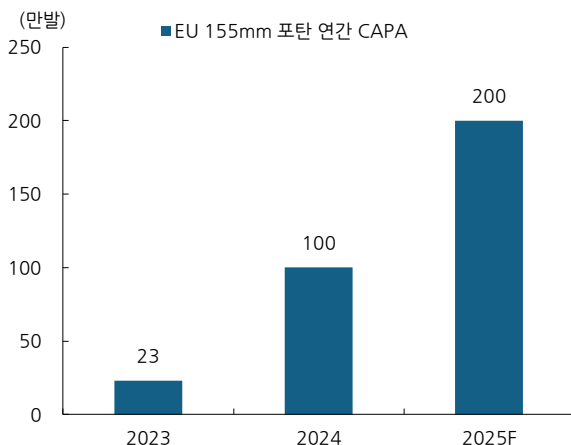
유럽 및 미국은 러우전쟁 장기화로 155mm 포탄 비축이 급감하여 포탄 CAPA를 빠르게 확장하고 있다. 라인메탈은 22년 연 10만 발이던 155mm 포탄 생산능력을 27년까지 최대 110만 발 까지 확대할 계획이다.

반면 추진장약 생산 확장은 그에 미치지 못하고 있다. 추진장약의 화학 원료인 니트로셀룰로오스(NC) 공급 제약으로 구조적 병목이 지속되고 있기 때문이다. 25년 기준 유럽 NC CAPA는 연 최대 1만톤(83만 발)으로 우크라이나 공급분 6천톤(50만 발)과 EU 목표 생산량 1만 3천톤(100만 발)합산 대비 부족하다. 라인메탈 등이 증설하고 있는 신규 설비 완공 전인 28~29년까지 연간 약 117만 발 분량의 추진장약 초과 수요가 발생할 가능성이 높다.

추진장약 생산 수직계열화  
로 영국과 스웨덴에 수출까  
지 진행

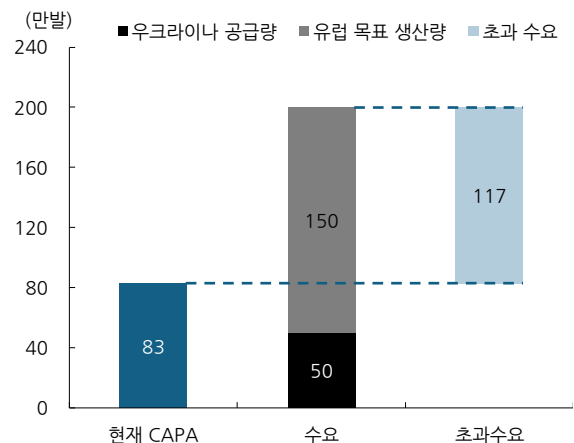
유럽이 추진장약 쇼티지 해결에 어려움을 겪는 이유는 1) 장기간 군축으로 원자재 조달 밸류 체인 약화, 2) 위험물 취급 화학설비의 단기간 증설 한계 때문이다. 라인메탈을 제외하면 소수의 중소 업체들만이 장약을 생산하며 수직계열화 수준도 낮다. 반면 동사는 원료 추진체 조달→화학 공정→양산에 이르는 전 밸류체인에 대해 수직계열화를 갖추고 있다. 특히 동사의 MCS(모듈화 장약)는 사거리 요구에 따라 장약을 가감할 수 있도록 설계되었으며 NATO 표준 포병 체계에 부합한다. EU의 지속되는 장약 쇼티지로 인해 동사의 MCS는 2023년 BAE 시스템즈에 영국 포병용으로 첫 수출이 체결됐으며 24년, 25년 두 차례 스웨덴으로의 추가 수출도 진행됐다.

그림141 EU 155mm 포탄 CAPA 확장 추이



자료: Europe Commission, DS투자증권 리서치센터

그림142 추진장약 연간 CAPA 및 수요 계산



자료: Bloomberg, European policy center, DS투자증권 리서치센터 추정

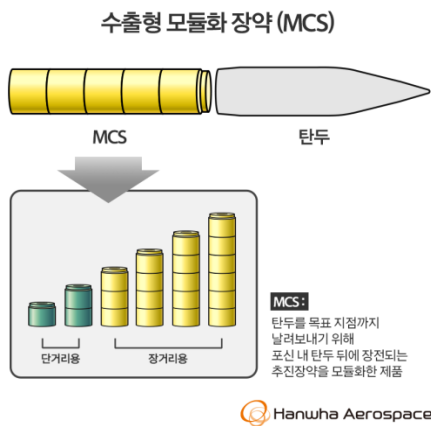
주: 탄약 1발당 최대 니트로셀룰로오스 탑재량(12Kg)으로 1발 당 장약 CAPA 계산

27년 스마트팩토리 완공  
→ 100% 가동 시 연 매출  
7~8천억원 추정

동사는 현재 보은 사업장에서 추진장약을 생산 중이며 27년 완공을 목표로 MCS 스마트 팩토리를 건설하고 있다. 완공 시 장약 CAPA는 기존 대비 2배 확대될 전망이다. 기존 공장은 국내 수요 충족을 우선해 수출 할당이 최대 20% 내외로 제한됐으나 신규 스마트 팩토리는 전량 수출용으로 운영될 전망이다. 구체적인 CAPA는 비공개이나 기존 수출 실적을 감안한 당사 추정치로는 연 50~60만 발 수준이 유력하다. 이를 바탕으로 100% 가동 가정 시 추진장약 수출 매출은 연 7,290억원~8,748억원의 추가 기여가 가능한 것으로 추정한다.

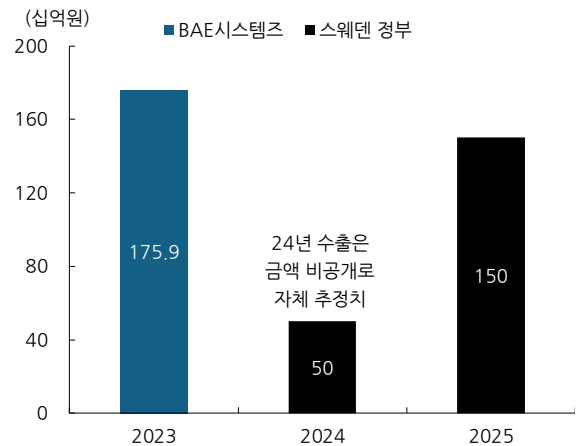
추가로 동사는 26년 착공, 29년 양산을 목표로 미국 아칸소주 추진장약 스마트 팩토리(1조원 규모) 설립을 추진 중이다. 미국 역시 추진장약 공급 부족이 심화되는 만큼 현지 조달을 통한 안정적 공급망 구축이 요구된다. 미국 공장 CAPA도 연 50~60만 발 수준으로 예상하며 2030년 이후에는 수출 추진장약 매출이 연간 1.5조원 수준에 도달 가능하다고 판단한다. 추진장약에 대한 장기적 초과수요 구간이 이어질 것으로 보여 수익성 또한 우수할 것으로 예상된다.

그림143 한화에어로스페이스 MCS 개요



자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림144 공개된 MCS 수출 타임라인 및 규모



자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 추정

표28 신규 MCS 스마트 팩토리 매출 추정 시나리오

주요 가정				
1) 환율 1,350원/달러, 2) 포탄 1발 당 장약 12kg 탑재, 3) 장약 ASP 90달러/Kg, 4) 가동률은 100% 가정				
연간 CAPA(발)	장약 중량 (kg)	장약 ASP (달러/Kg)	가동률(%)	매출액 (십억원)
500,000	12	90	70	510.3
			100	729.0
600,000	12	90	70	612.4
			100	874.8

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

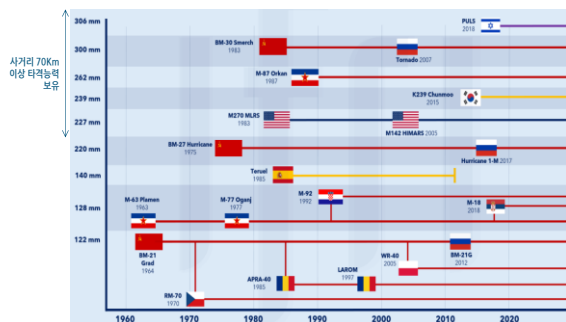
#### 4. 유럽 내 천무 수출 확대 전망

## 다연장로켓포의 중요성 부각

러우전쟁으로 MLRS 전술  
적 가치 재조명

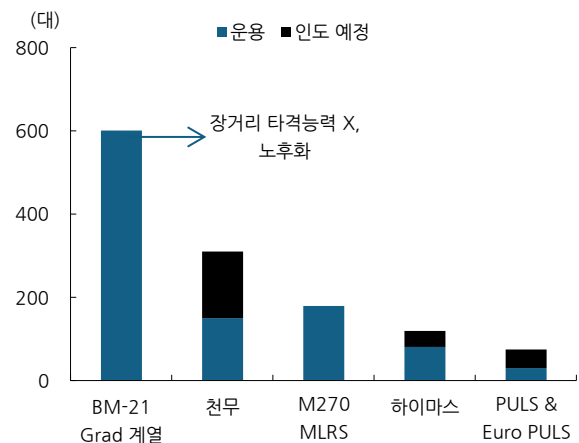
러-우 전쟁에서 우크라이나가 HIMARS로 전선 후방 50~80km의 탄약고·지휘소를 정밀 타격하며, 정밀 유도탄 기반 다연장로켓포(MLRS)의 전술적 가치가 재조명되었다. 유럽은 노후 BM-21·M270 계열의 교체 수요가 높으나 80km급 이상 정밀 타격이 가능하며 현재 운용·생산 중인 체계는 PULS, HIMARS, 천무가 사실상 전부이다. HIMARS는 신규 주문 시 2030년부터 인도가 가능하고, PULS는 대량 생산 체계가 미비하며, 독일 GMARS는 양산 시점이 미정이다. 반면 천무는 약 2년간 폴란드에 156대를 인도하며 납기 경쟁력을 입증했고 다양한 유도탄 운용 능력도 우수한 것으로 파악된다.

그림145 유럽 MLRS 계보



자료: IFRI, DS투자증권 리서치센터

그림146 유럽 MLRS 모델 별 보유 수량



자료: IFRI, DS투자증권 리서치센터

표29 세대별 다연장로켓포 구분

세대	용도	범위	개발 시기	대표 모델	기타
1	단거리 포격	35Km	1960'	BM-21 Grad	
1+	단거리 포격	45Km	1970'	RM-70	
2	중거리 정밀 포격	40~80Km	1980'	M270 MLRS	ATACMS, PrSM 탄 등으로 사거리 연장
2+	중장거리 정밀 타격	80~300Km	2000'	M142 하이마스	ATACMS, PrSM 탄 등으로 사거리 연장
3	전 범위 정밀 타격	35~500Km	2010'	천무, PULS	PULS 는 Max 300Km

자료: IFRI, DS투자증권 리서치센터



### 천무의 유럽 시장 확대 진행 중

에스토니아는 한화에어로스페이스와 25년 12월 약 4,400억 원 규모의 천무 발사대 6대 구매 계약을 체결했으며, 인도는 2027~2030년 순차 진행될 예정이다. 노르웨이는 26년 1월 HIMARS와의 최종 비교 평가 끝에 약 1.3조 원 규모의 천무 발사대 16대를 선택했다.

#### 천무의 유럽 내 확장 가능성 입증

K9은 폴란드·노르웨이 등 유럽 6개국에 운용 중이며 'K9 사용자 클럽'이 결성될 정도로 유럽 내 시장 침투에 성공한 베스트셀러이다. 천무 역시 K9을 운용하며 한국 무기체계에 대한 수용성이 높아진 유럽 국가로의 확장이 확인된 사례로 해석된다.

#### 천무-하이마스 병행 운용 가능성이 부각될 것

주목할 점은 에스토니아가 25년 4월 HIMARS 6대를 인도받았음에도 천무 도입을 결정했다는 사실이다. 에스토니아 국방장관은 "HIMARS로 이미 심층 타격 능력을 갖췄지만 보완적 2번째 체계를 구축하는 것이 매우 필요하다(extremely necessary)"고 언급했다. 이는 천무가 HIMARS와 전면 경쟁 구도라기보다 전력 구성 측면에서 보완적 무기로 채택될 수 있음을 시사한다. HIMARS 도입을 추진 중인 루마니아·리투아니아·라트비아 등 인근 국가에서도 천무 병행 발주를 충분히 검토할 수 있다는 판단이다.

#### 노르웨이 수주는 성능과 납기 모두에서 합격점

노르웨이 수주는 납기뿐 아니라 성능 측면에서도 인정받았다는 점에서 의미가 크다. 단순히 인도 속도가 빠른 것 외에도 300km 이상 사거리 연장탄의 우수한 성능이 부각되며 HIMARS와의 경쟁에서 승리한 것으로 판단한다.

표30 천무 Vs 하이마스 제원

구분	K239 천무	하이마스
제작사	한화에어로스페이스	록히드마틴
탑재량	12 발 (2Pod)	6 발 (1Pod)
사거리	80Km ~ 290Km/ 500Km 이상까지 확장	32Km~500Km
주요 강점	강한 화력, 가성비, 다양한 탄종 활용 가능	뛰어난 기동성 (C-130 공수 가능), 실전 경험 및 성능 입증
주요 약점	하이마스 대비 공수 능력 부족, 실전 경험 부족	높은 가격, 주문 급증으로 예상 인도 시점 늦음
가격(발사대 기준)	30~40 억원	70~80 억원

자료: 한화에어로스페이스, 록히드마틴, US DoD, DS투자증권 리서치센터 추정



그림147 K239 천무



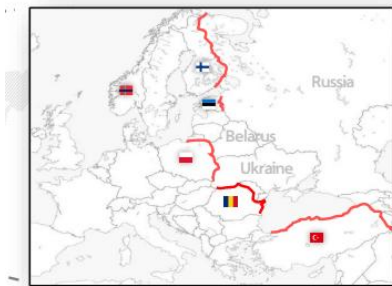
자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림148 하이마스



자료: 록히드 마틴, DS투자증권 리서치센터

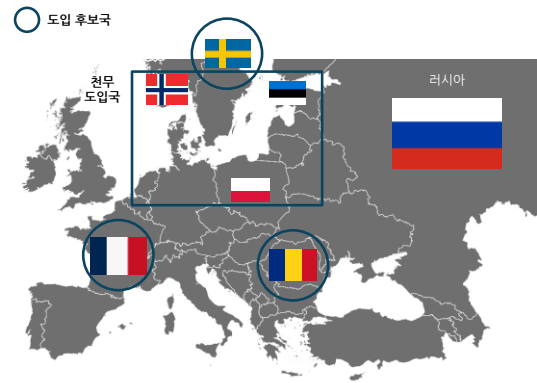
그림149 K9 자주포 운용 유럽 국가 현황



K9자주포 운용국가 (유럽)  
루마니아, 폴란드, 에스토니아, 핀란드, 노르웨이, 튀르키예

자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림150 천무 도입국 및 도입 후보국 정리



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림151 에스토니아의 천무 도입 이유

## 에스토니아는 미국제 HIMARS 미사일 외에도 한국제 천무 로켓 발사기를 도입할 계획입니다.

2025년 10월 23일 - 7시 49분

지난 목요일, 하노 페브쿠르 에스토니아 국방부 장관과 안규백 한국 국방부 장관은 한국 서울에서 양국 간 방산 협력 협정을 체결했습니다. 이 협정에 따라 에스토니아는 미국 HIMARS 미사일 시스템 외에도 한국산 천무 로켓 발사기를 구매할 계획입니다. 또한, 이번 협력은 에스토니아 방산 산업에 수천만 유로의 직접 투자를 유치할 것으로 예상됩니다.

에스토니아는 필요시 적진 깊숙이 침투하여 전장을 수행할 수 있는 원거리 타격 능력을 빠르게 증강하고 있으며, 이는 에스토니아와 나이가 나토의 역지력과 방어력을 강화하는 데 기여할 것입니다. 이를 위해 에스토니아는 기존의 HIMARS 시스템 외에 한국산 K239 천무 로켓 발사기 도입을 추진하고 있습니다. 동시에 미국으로부터 추가 HIMARS 시스템을 도입하는 절차도 진행 중입니다.

"에스토니아의 적의 영토 깊숙이 영향력을 행사할 수 있는 능력을 갖추는 것은 매우 중요합니다. 이를 위해서는 추가적인 로켓 발사대를 통해 에스토니아의 신중 타격 능력을 강화해야 합니다. 우리는 미국산 HIMARS 시스템 도입을 통해 심층 타격 능력 개발을 시작했으며, 아시다시피 미국과 추가 HIMARS 도입 계약을 체결했고, 현재 미국 측으로부터 총합한 인도 시기를 기다리고 있습니다. 천무 타격 능력을 더욱 강화하기 위해 에스토니아 국방군은 한국 천무사사의 로켓 발사대를 선정했습니다. 폴란드 등도 미국과 한국산 로켓 발사대를 결합한 유사한 전략을 사용하고 있습니다."라고 하노 페브쿠르 국방부 장관은 설명했습니다.

"제게 있어 이번 계약에서 가장 중요한 점은 현지화 원칙 이행을 통해 거래량의 상당 부분이 에스토니아 산업에 유입된다는 것입니다. 이는 에스토니아 방위 산업에 수천만 유로의 직접 투자가 이루어진다는 것을 의미합니다."라고 페브쿠르는 말했습니다.



하노 페브쿠르 에스토니아 국방부 장관과 안규백 한국 국방부 장관이 양국 간 방위 협력 협정에 서명했다. 사진: 국방부

자료: 에스토니아 국방부, DS투자증권 리서치센터 번역

### 현지 유도탄 JV로 유럽 내 확장성 더 높아져

폴란드와 5.6조원의 천무  
유도 미사일 생산 및 공급  
계약

한화에어로스페이스는 폴란드 WB와의 합작법인 '한화-WB 어드밴스드 시스템'(지분 51:49)을 통해 폴란드 군비청과 5.6조 원 규모의 천무 유도 미사일 생산·공급 계약을 체결했다. 80km급 유도탄(CGR-080)은 현지 JV에서 생산하고 160km·260km급 유도탄은 기존과 동일하게 국내 생산 후 직수출할 예정이다. JV 실적은 동사 연결 재무제표에 인식될 전망이다.

해당 계약의 시사점은 세 가지로 1) 발사대 수출 이후 유도탄 매출이 대규모로 지속 인식될 수 있는 구조가 확인되었으며, 2)현지 JV를 통해 바이 유로피안 기조를 우회하는 유럽 시장 공략 모델이 구조화되었고, 3)유럽 내 유도탄 생산 거점이 확보됨에 따라 인근 국가의 천무 도입 부담이 크게 낮아졌다.

유도탄의 안정적 공급은  
MLRS 운용에 있어 핵심  
고려 요소

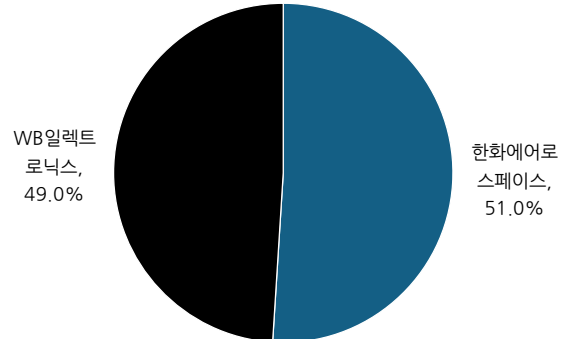
유도탄의 안정적 공급은 MLRS 운용에 있어 핵심 고려 요소이다. 최근 미국이 프랑스 신형 MLRS와 독일향 Euro PULS에 대한 자국산 GMLRS 통합을 거절한 점을 고려하면 그 중요성은 더욱 부각된다. 천무는 80~290km급 유도탄 외에도 CTM-ASBM(대함 타격), L-PGW(배회형 정밀유도무기) 등 차세대 탄종 개발을 통해 사용국에 다양한 옵션을 제공할 수 있다. 브릿지 시스템이 필요한 프랑스, HIMARS 인도 지원 시 보완이 필요한 리투아니아, 1세대 MLRS를 운용 중인 동유럽권으로의 추가 확산 가능성이 존재한다고 판단한다.

그림152 12월 30일 폴란드 천무 유도탄 공급 계약



자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림153 한화-WB 어드밴스드 시스템 지분 구조



자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림154 미국의 프랑스 신형 MLRS에 자국산 GMLRS 탄약 통합 거절

## France Faces Strike Capability Gap After US Blocks GMLRS Missiles for Foudre and Thundart Launchers.

3 Apr, 2026 - 4:21 — Defense News Army 2026 —

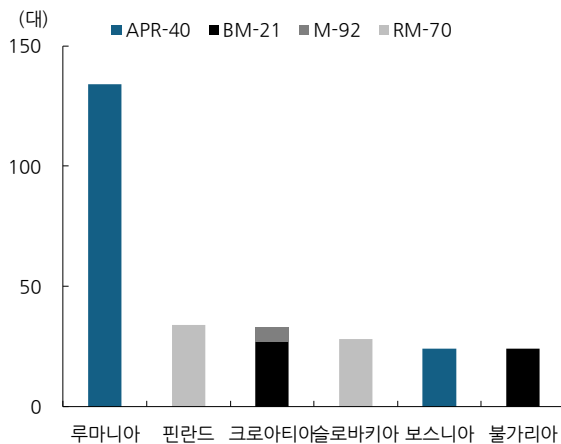
미국은 프랑스의 새로운 푸드르와 투다르 포병 시스템에 GMLRS 로켓의 통합을 차단했다.

이 거부는 Euractiv에 확인된 결과로, 프랑스의 로켓포 함대가 2027년부터 2030년 사이에 퇴역하기 전 단 9기의 운용 발사대로 축소되는 가운데 나온 것이다. 미국산 유도 로켓에 접근할 수 없게 되면 두 프로그램 모두 개발 위험 증가, 비용 증가, 지연 가능성에 직면한다. 이 결정은 또한 NATO 상호운용성에 대한 가정을 깨뜨리고, 널리 사용되는 GMLRS 생태계와 연계된 수출 매력력을 제한한다.

따라서 미국의 거부는 사소한 기술적 이견으로 읽어서는 안 된다. HIMARS와 그 탄약에 대한 미국의 수출 관행은 최종 구성과 판매 제안이 미국 정부의 승인을 받아야 함을 명확히 하며, Euractiv의 출처에 따르면 프랑스 관리들은 이제 승인 획득 가능성을 매우 낮게 평가하고 있으며, 미국의 연구개발 투자가 그 이유 중 하나로 들린다. 실제로는 위성탄이 MLRS 탄약 계열 접근권과 해당 미사일 세트들 중심으로 대대 발사 플랫폼을 누가 건설할 수 있는지에 대한 통제권을 유지하고 있음을 의미한다.

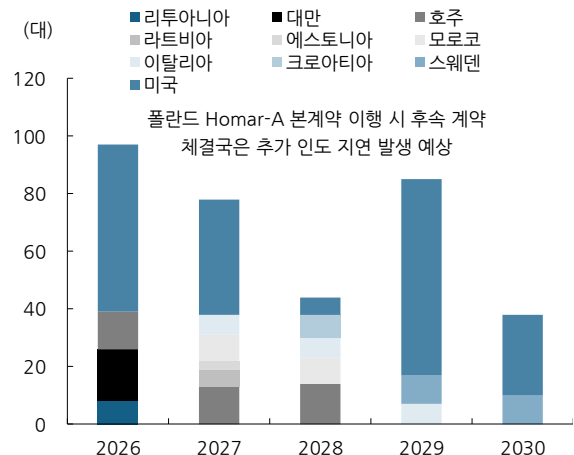
자료: Army recognition, DS투자증권 리서치센터

그림155 유럽 주요 국가별 1세대 MLRS 보유 현황



자료: IFRI, DS투자증권 리서치센터

그림156 하이마스 연도별 국가별 인도 일정 추정



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

## 실적 전망

### 26F 매출 29.8조원(+11.8%), 영업이익 4.2조원(+37.6%) 전망

폴란드 K9·천무, 이집트 K9, 호주 K9·K10의 인도 및 매출 인식이 힘입어 방산 사업 부 실적 성장이 지속될 전망이다. 3국 모두 하반기로 갈수록 매출 인식이 가속화될 예정이다. 1Q 수출 매출 영업이익률은 20% 후반대로 추정된다. 이는 1) 폴란드 향 매출 인식이 천무 6대 수준으로 추정되며 전 분기 대비 다소 적었으며, 2) 현지 생산 초기 단계에 따른 개선 과정으로 평가한다. 따라서 이집트 및 호주 사업 또한 연내 폴란드 사업 수준의 이익률 달성이 가능하다고 판단한다. 이에 따라 26년 지상방산 영업이익을 2.3조원 (+15.4%, OPM 24.5%)로 추정한다. 항공우주는 RSP AM 매출 인식 가속화로 전년 대비 개선된 영업이익 흐름을 보여줄 것으로 전망한다.

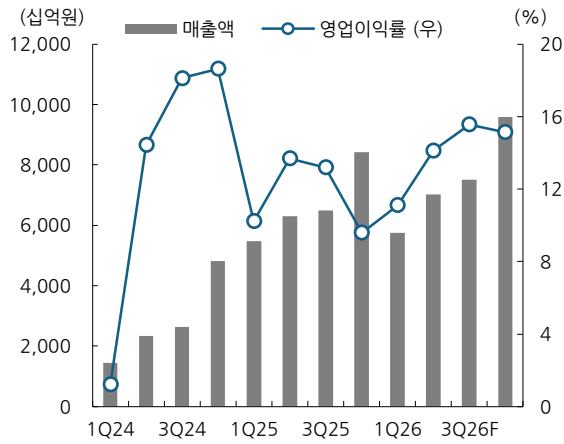
올해는 동사가 완성품 수출에서 현지 생산 체계로의 전환 첫발을 내딛게 되는 해이다. 자국 생산 원칙과 산업 협력을 요구하는 최근 방산 수주 트렌드를 고려하면 성공적인 현지화 전략은 일류 방산 기업으로 도약하기 위한 필수적 단계이다. 올해 동사의 이집트·호주 매출이 순조롭게 인식될 시 ‘너무 많이, 너무 빨리’ 생산 거점을 확대하려고 한다는 경쟁사 라인메탈 대비 프리미엄이 지속 정당화될 수 있다.

표31 한화에어로스페이스 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	5,484.2	6,311.0	6,486.5	8,421.2	5,751.0	7,013.1	7,504.5	9,580.3	26,702.9	29,848.9	34,505.5
YoY (%)	278.5	170.3	146.5	74.5	4.9	11.1	15.7	13.8	137.6	11.8	15.6
지상방산	1,157.5	1,773.2	2,109.9	3,092.6	1,221.1	1,953.4	2,603.3	3,654.5	8,133.2	9,432.3	11,263.8
YoY (%)	76.6	33.4	27.4	-8.1	5.5	10.2	23.4	18.2	16.1	16.0	19.4
항공우주	530.9	648.9	604.0	729.3	661.2	750.0	706.6	837.4	2,513.1	2,955.1	3,351.1
YoY (%)	23.6	19.6	26.4	22.7	24.5	15.6	17.0	14.8	22.9	17.6	13.4
한화시스템	690.1	768.2	807.7	1,398.1	807.1	913.0	947.0	1,562.5	3,664.1	4,229.6	4,961.0
한화오션	3,143.1	3,294.1	3,023.4	3,227.8	3,209.9	3,486.6	3,337.7	3,615.9	12,688.4	13,650.2	15,329.7
영업이익	560.7	864.5	856.4	807.6	638.9	991.4	1,168.5	1,450.7	3,089.3	4,249.5	5,502.7
YoY (%)	3,067.8	156.4	79.5	-10.2	13.9	14.7	36.4	79.6	78.4	37.6	29.5
OPM	10.2	13.7	13.2	9.6	11.1	14.1	15.6	15.1	11.6	14.2	15.9
지상방산	301.9	522.5	572.6	604.3	208.7	478.6	689.9	931.9	2,001.3	2,309.0	2,932.5
YoY (%)	흑전	101.0	30.2	-30.7	-30.9	-8.4	20.5	54.2	27.6	15.4	27.0
지상방산 OPM	26.1	29.5	27.1	19.5	17.1	24.5	26.5	25.5	24.6	24.5	26.0
항공우주	3.6	-12.0	3.1	18.0	22.6	5.0	7.0	8.5	12.7	43.1	41.6
항공우주 OPM	0.7	-1.8	0.5	2.5	3.4	0.7	1.0	1.0	0.5	1.5	1.2
한화시스템	33.6	32.5	20.6	33.2	34.3	50.6	51.9	101.9	119.9	238.7	469.9
한화오션	258.6	371.7	289.8	247.5	441.1	487.2	449.8	438.4	1,167.6	1,816.5	2,208.7
지배주주순이익	86.6	199.4	486.5	632.5	260.7	160.8	658.4	867.4	1,377.9	1,947.3	2,832.1
YoY (%)	-760.3	35.5	52.8	-65.7	338.1	-19.3	35.3	37.1	-40.1	41.3	45.4
NPM	1.6	3.2	7.5	7.5	4.5	2.3	8.8	9.1	5.2	6.5	8.2

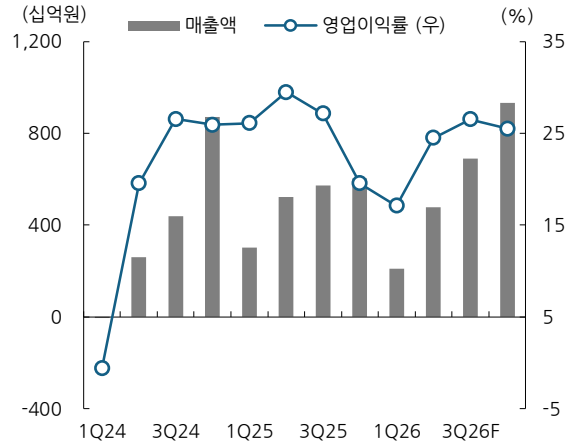
자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림157 한화에어로스페이스 분기별 실적 추이 및 전망



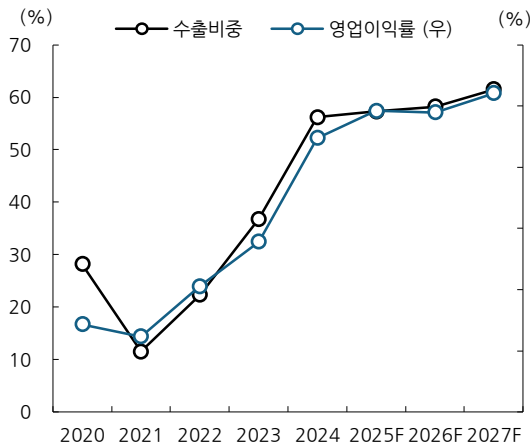
자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림158 지상방산 사업부 분기별 실적 추이 및 전망



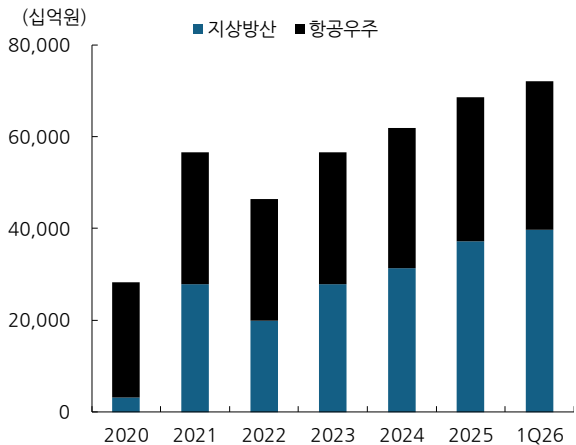
자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림159 지상방산 이익률 및 수출 비중 추이 및 전망



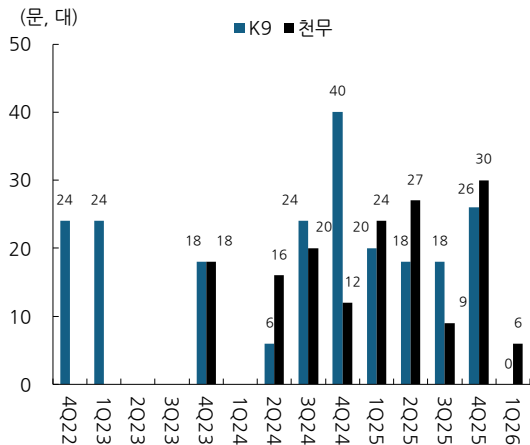
자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림160 한화에어로스페이스 별도 기준 수주잔고 추이



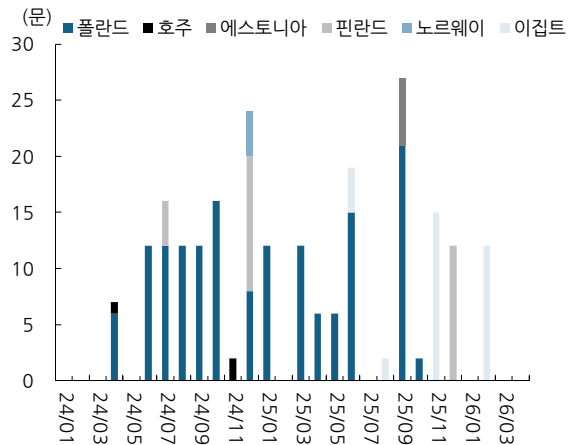
자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림161 폴란드 K9, 천무 인도 추이 추정



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림162 폴란드 K9 월별 수출 수량 추이



자료: 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

주: 이집트는 모듈 형태로 완성품 대수와 상이할 수 있음

표32 2026년 기대 수출 파이프라인

항목	국가	예상 금액(조원)	비고
지상무기체계 다수	사우디 (MNG)	20	전쟁 상황 마무리 후 협상 재개 예정
K9MH	미국	10	7월 우선협상자 선정
K9	폴란드	7	폴란드 3차 계약 이행 기대
K9	스페인	2.5	현지 기업 '인드라'와 협업으로 도입 추진
K9	에스토니아	0.4	기존 운용국의 추가 구매 기대
L-SAM	UAE or 사우디	5	M-SAM II 운용국의 L-SAM 발주 기대

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표33 라인메탈 1Q 실적 Vs 컨센서스

항목	실적	컨센서스	과리율
매출	19.4억 유로	22.7억 유로	-15%
영업이익	2.24억 유로	2.62억 유로	-14%
EPS	2.18유로	2.7유로	-19%
OCF	-2.85억 유로	+1.81억 유로	적자전환

최근 4개 분기 중 3개 분기 컨센서스 하회

자료: DS투자증권 리서치센터

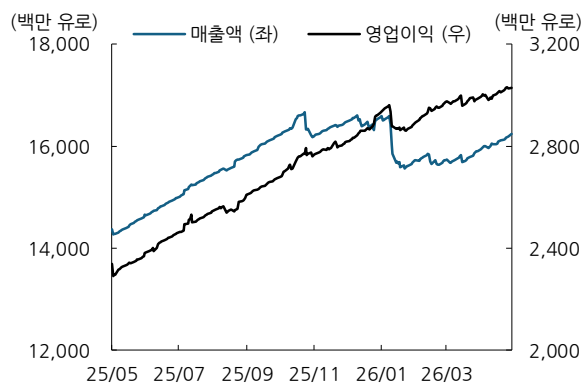
표34 2024년 이후 라인메탈 주요 JV·파트너십 및 M&amp;A

구분	대상 기업명	내용
M&A	NVL	조선소, 26년 3월 인수 완료
	Loc Performance	미국 장갑차, 24년 12월, 9.5억 달러
지분 확대	Blackned	디지털 통신 기업, 25년 1월
	Leonardo	LRMV(이탈리아 MBT-IFV)
	ICEYE	합작 위성 회사
	Destinus	순항 미사일 합작
	Indra	스페인 군용차 합작
	록히드마틴	방공체계 합작
	안두릴	드론 합작
	Reliance	탄약 합작
	MSC	조선소 합작

→ 'Too much, too quickly' 리스크

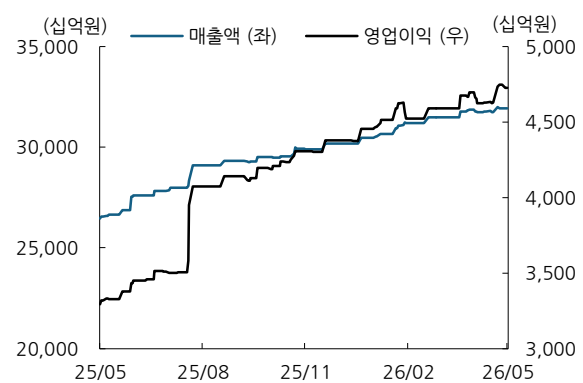
자료: 라인메탈, DS투자증권 리서치센터

그림163 라인메탈 12m fwd 컨센서스 트렌드



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림164 한화에어로 12m fwd 컨센서스 트렌드



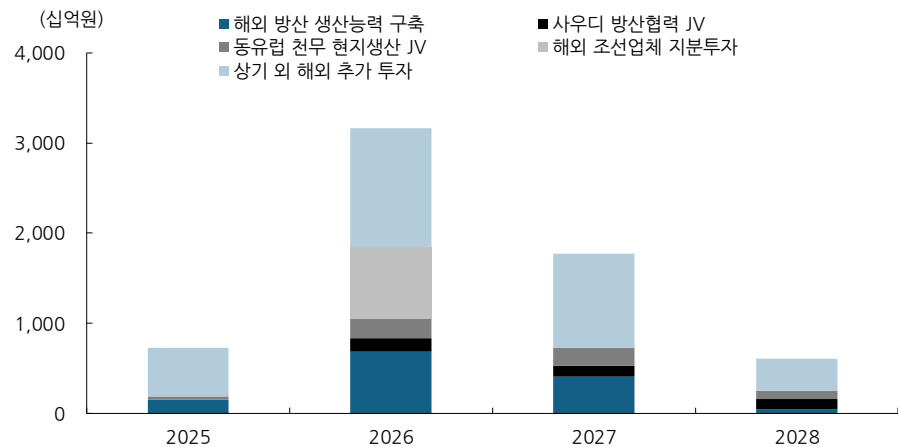
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표35 한화에어로스페이스 해외 현지생산 거점 정리 (생산 품목, 투자 규모, 내용)

번호	기업	공장명	생산 품목	투자 규모	내용
1	한화에어로 스페이스	H-ACE (Hanwha Armoured vehicle Centre of Excellence)	AS9 자주포 24문 AS10 탄약운반차 12대 Redback IFV 129대	약 2.25억 호주달러 (약 2,367억 원, 누적)	- 한국 방산 최초 해외 생산기지 - 15만㎡ 부지, 생산동 2개, 1.2km 주행시험장, EMI/EMC 시험 실, 사격장 등 11개 시설- 인도-태평양 MRO 거점. 현지 부품 조달 50% 이상 의무
2	한화에어로 스페이스	이집트 군사공장 200 (Military Factory 200) K9A1EGY 생산라인	K9A1 자주포 216문 K10A1 탄운차 39대 K11 51대		- M1A1 에이브람스 라이선스 생산 인프라 활용 - 현지화율 67% 목표 - 한국산 1,000마력 엔진 장착으로 독일 MTU 의존 탈피 - 아프리카·중동 제3국 수출 거점 지향
3	한화에어로 스페이스	H-ACE Europe (루마니아 장갑차량 센터)	K9 자주포 54문 K10 탄약운반차 36대	13억 유로(2조 2,600억 원) 투자 계획	- 한화 유럽 첫 생산 플랫폼 - 1,751m 주행시험 트랙 포함. 현지화율 80% 목표 - 1차분 한국 생산 후 현지 전환
4	한화에어로 스페이스	한화-WB그룹 합작법인 (CGR-80 유도탄 공장)	CGR-80 유도탄 (천무/HOMAR-K용) 유럽 전역 천무 미사일 공급	비공개 (천무 3차 계약 약 40억 달러의 일부)	- 노르웨이·에스토니아 등 유럽 천무 도입국 미사일 공급 거점 - 천무 126문 조기 납품(2025.6)으로 신뢰 확보 - 발사대·탄약 현지 라이선스 생산 논의 가속화
5	한화에어로 스페이스	한화 디펜스 USA 파인블러프 병기창 에너지 소재 공장	에너지 소재 (폭약추진제 원료) 탄약 대량 생산용 핵심 원자재	약 13억 달러 (약 1.7조 원)	- 미국 국방 공급망 최대 취약점인 탄약 대량 생산 능력 확충 목적 - MASGA 전략 핵심. 필리조선소·오스탈 조선소와 함께 한화 미국 3대 생산거점
6	한화에어로 스페이스	에스토니아 40mm 탄약 공장 + MRO 역량 센터	40mm 탄약 연산 30만 발+ K9·천무 정비·수리·점검(MRO)	직접 투자 약 1억 유로 (탄약 2,500만 € + MRO 2,300만 €) 투자 계획 경제효과 포함 최대 2.6억 유로	- 천무 6문(2.9억 €) 구매 계약의 산업협력 조건 - 프랑켄부르크·마르독과 대드론 체계 공동개발 - 밀렘 로보틱스와 무인 플랫폼 협력

자료: DS투자증권 리서치센터

그림165 한화에어로스페이스 중장기 투자 계획 중 해외 투자 계획 금액



자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터



## [ 한화에어로스페이스 012450 ]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F		2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	22,982	30,705	36,947	39,629	40,245	매출액	11,240	26,703	29,849	34,506	38,469
현금 및 현금성자산	2,968	7,713	3,915	3,241	6,006	매출원가	8,370	21,252	22,926	25,972	28,454
매출채권 및 기타채권	3,365	3,448	5,723	6,551	5,745	매출총이익	2,870	5,450	6,923	8,534	10,015
재고자산	6,404	7,742	13,632	15,604	13,684	판매비 및 관리비	1,138	2,361	2,673	3,031	3,364
기타	10,245	11,803	13,677	14,232	14,810	영업이익	1,732	3,089	4,250	5,503	6,650
비유동자산	20,580	23,248	25,730	27,574	29,585	(EBITDA)	2,063	3,962	5,139	6,402	7,648
관계기업투자등	2,007	4,016	4,957	5,159	5,368	금융손익	-80	-304	-448	-733	-770
유형자산	8,386	9,524	10,905	12,456	14,162	이자비용	243	490	518	519	545
무형자산	7,756	7,498	7,492	7,488	7,483	관계기업등 투자손익	1,240	-75	-173	-169	-168
자산총계	43,562	53,954	62,677	67,202	69,830	기타영업외손익	-244	-501	-194	45	48
유동부채	25,516	29,976	35,657	37,671	37,099	세전계속사업이익	2,647	2,210	3,434	4,646	5,760
매입채무 및 기타채무	4,270	6,041	9,154	10,479	9,189	계속사업법인세비용	136	8	633	968	1,190
단기금융부채	6,566	7,178	9,521	9,521	9,521	계속사업이익	2,511	2,202	2,801	3,678	4,570
기타유동부채	14,680	16,757	16,982	17,671	18,389	중단사업이익	29	0	0	0	0
비유동부채	6,554	7,189	8,295	8,334	8,375	당기순이익	2,540	2,202	2,801	3,678	4,570
장기금융부채	4,623	5,832	6,631	6,631	6,631	지배주주	2,299	1,405	1,947	2,832	3,519
기타비유동부채	1,930	1,357	1,664	1,703	1,744	총포괄이익	2,634	2,228	2,801	3,678	4,570
부채총계	32,070	37,165	43,952	46,005	45,474	매출총이익률 (%)	25.5	20.4	23.2	24.7	26.0
지배주주지분	4,995	9,685	11,244	13,716	16,874	영업이익률 (%)	15.4	11.6	14.2	15.9	17.3
자본금	240	270	270	270	270	EBITDA마진률 (%)	18.4	14.8	17.2	18.6	19.9
자본잉여금	207	3,604	3,613	3,613	3,613	당기순이익률 (%)	22.6	8.2	9.4	10.7	11.9
이익잉여금	4,747	5,983	7,554	10,026	13,184	ROA (%)	7.3	2.9	3.3	4.4	5.1
비지배주주지분(연결)	6,497	7,103	7,481	7,481	7,481	ROE (%)	53.9	19.1	18.6	22.7	23.0
자본총계	11,492	16,788	18,725	21,197	24,355	ROIC (%)	16.3	17.8	16.6	17.0	19.5

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F		2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,393	4,050	-2,570	2,672	6,378	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	2,540	2,202	2,801	3,678	4,570	P/E	6.5	34.5	32.9	22.6	18.2
비현금수익비용가감	162	2,151	414	262	156	P/B	2.9	5.0	5.7	4.7	3.8
유형자산감가상각비	259	495	578	660	758	P/S	1.3	1.8	2.1	1.9	1.7
무형자산감가상각비	72	378	312	240	240	EV/EBITDA	10.9	13.4	14.5	11.7	9.5
기타현금수익비용	-169	1,278	-1,317	-683	-890	P/CF	5.5	11.1	20.0	16.3	13.6
영업활동 자산부채변동	-903	571	-5,734	-1,268	1,653	배당수익률 (%)	1.1	0.7	0.6	0.6	0.6
매출채권 감소(증가)	-1,097	-1,029	-1,985	-828	806	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-882	-1,108	-5,873	-1,972	1,920	매출액	42.5	137.6	11.8	15.6	11.5
매입채무 증가(감소)	-78	2,099	3,002	1,324	-1,289	영업이익	191.4	78.4	37.6	29.5	20.9
기타자산 부채변동	1,154	608	-878	208	216	세전이익	134.1	-16.5	55.4	35.3	24.0
투자활동 현금	-1,367	-4,021	-4,192	-2,986	-3,254	당기순이익	160.0	-13.3	27.2	31.3	24.2
유형자산처분(취득)	-577	-1,691	-1,818	-2,210	-2,464	EPS	212.4	-45.1	38.9	45.4	24.2
무형자산 감소(증가)	-149	-263	-235	-235	-235	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-767	-1,900	-2,120	-444	-454	부채비율	279.1	221.4	234.7	217.0	186.7
기타투자활동	125	-166	-20	-96	-100	유동비율	90.1	102.4	103.6	105.2	108.5
재무활동 현금	1,066	4,682	2,834	-360	-360	순차입금/자기자본(x)	65.6	28.1	55.7	52.0	33.6
차입금의 증가(감소)	1,233	2,035	2,852	0	0	영업이익/금융비용(x)	7.1	6.3	8.2	10.6	12.2
자본의 증가(감소)	-139	4,014	-360	-360	-360	총차입금 (십억원)	11,190	13,010	16,153	16,153	16,153
배당금의 지급	120	195	360	360	360	순차입금 (십억원)	7,536	4,717	10,422	11,022	8,181
기타재무활동	-28	-1,367	342	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	1,161	4,746	-3,798	-674	2,764	EPS	49,621	27,247	37,850	55,046	68,390
기초현금	1,806	2,968	7,713	3,915	3,241	BPS	109,587	187,825	218,054	265,994	327,247
기말현금	2,968	7,713	3,915	3,241	6,006	SPS	242,610	517,865	578,877	669,187	746,044
NOPLAT	1,643	3,078	3,466	4,357	5,276	CFPS	58,319	84,412	62,348	76,415	91,647
FCF	432	902	-6,711	-314	3,124	DPS	3,443	7,000	7,000	7,000	7,000

자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

# LIG 디펜스앤에어로스페이스

## 079550

### All about shortage

강태호 방산  
02-709-2666  
kth@ds-sec.co.kr

2026.05.28

#### 매수

목표주가(신규)	1,250,000원
현재주가(05/27)	875,000원
상승여력	42.9%

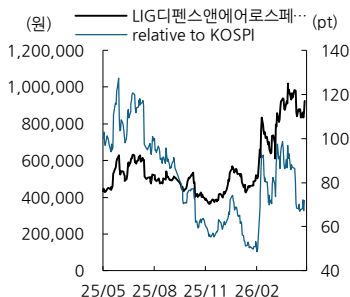
#### Stock Data

KOSPI	8,228.7pt
시가총액(보통주)	19,250십억원
발행주식수	22,000천주
액면가	5,000원
자본금	110십억원
60일 평균거래량	496천주
60일 평균거래대금	402,883백만원
외국인 지분율	23.9%
52주 최고가	1,118,000원
52주 최저가	360,000원
주요주주	
엘아이지(외 9인)	38.2%
국민연금공단(외 1인)	9.7%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-7.9	-32.3
3M	71.9	40.1
6M	124.6	18.3

#### 주가차트



#### 1Q26 실적으로 확인한 수출 매출의 우수한 수익성

1Q26 수출 매출액 4,052억원(+119% 이하 YoY) 성장에 힘입어 전사 영업이익 1,711억원(+50.6%, OPM 14.7%)의 호실적을 기록했다. UAE 천궁-Ⅱ 사업은 약 1,700억원 인식되었으며 고객 요청에 따른 조기 납품과 수리부속 계약의 매출 전환으로 인식 규모가 일시적으로 높아졌다. 다만 이를 감안하더라도 수출 부문의 수익성이 우수했던 것으로 추정된다. 한편 연간 이익률 가이드스 7%에 대한 수정은 없었으나 26년 UAE 천궁-Ⅱ 계약의 본격 매출인식과 비닉 수출의 추가 성장을 고려하면 가이드스 상향 조정 여지가 높다고 판단한다.

#### 천궁-2 추가 계약 가능성 높아: 지대공 무기·미사일은 쇼티지

1Q26 기준 방위사업부문 가동률은 77.1%로 추가 생산 여력이 존재하며 현재 김천 및 구미에 생산시설 증설을 진행하는 만큼 천궁-Ⅱ 및 L-SAM 신규 수출 계약 가능성은 높다고 판단한다. CSIS에 따르면 패트리엇 및 사드 요격탄의 미국 재고 확충에는 각각 53개월, 42개월 소요될 것으로 추정된다. 패트리엇 포대 역시 기존 수주분 인도와 전략적 우선순위를 고려하면 신규 주문 시 초도 인도까지 5년 이상 소요될 전망이다. 서방 대공 무기·미사일의 구조적 공급 부족이 장기화되는 만큼 탄도미사일 요격 능력 확보가 시급한 중동 국가 및 유럽 국가들의 천궁-Ⅱ·L-SAM에 대한 도입 문의가 지속될 전망이다.

#### 투자의견 '매수', 목표주가 1,250,000원으로 커버리지 개시

LIG D&A에 대해 투자의견 매수, 목표주가 1,250,000원으로 커버리지를 개시한다. UAE·사우디아라브 천궁-Ⅱ가 동시 인도될 28F EPS에 천궁-Ⅱ 실전 성과 입증에 따라 리레이팅된 중동 분쟁 이후 평균 Fwd P/E를 적용했다. 중동 전쟁을 통해 탄도미사일 방어 능력의 중요성이 부각되었으나 현실적으로 도입 가능한 체계는 패트리엇을 제외하면 천궁-Ⅱ, SAMP/T NG, Barak MX가 사실상 전부이다. 방공 무기의 TAM이 확대되고 있어 제작사 전반이 수혜를 볼 전망이다. 그 중 가격 경쟁력이 높고 생산 여력이 충분한 동사에 대한 주목도가 높을 것으로 판단한다.

#### Financial Data

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,276	4,307	5,159	6,167	7,134
영업이익	223	319	368	563	744
영업이익률(%)	6.8	7.4	7.1	9.1	10.4
세전이익	203	278	409	590	759
지배주주지분순이익	219	253	330	483	622
EPS(원)	9,974	11,516	15,098	22,110	28,473
증감률(%)	25.4	15.5	31.1	46.4	28.8
ROE(%)	19.4	19.2	21.1	25.4	26.0
PER(배)	22.1	36.6	58.0	39.6	30.7
PBR(배)	4.0	6.5	11.4	9.1	7.2
EV/EBITDA(배)	15.5	22.9	40.2	28.7	22.2

자료: LIG 디펜스앤에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

## Valuation

### 투자의견 ‘매수’, 목표주가 1,250,000원으로 커버리지 개시

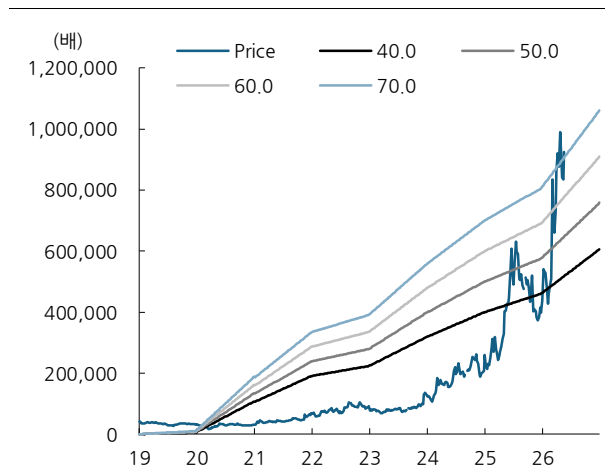
LIG디펜스엔에어로스페이스에 대해 투자의견 ‘매수’, 목표주가 1,250,000원으로 커버리지를 개시한다. UAE·사우디아·이라크 천궁-Ⅱ가 동시 인도될 28F EPS에 천궁-Ⅱ 실전 성과 입증에 따라 리레이팅된 중동 분쟁 이후 평균 Fwd P/E를 적용했다.

표36 LIG디펜스엔에어로스페이스 목표주가 산정 방식

구분	배수/ 금액	비고
28F 순이익 (십억원)	622	
유통주식수 (주)	21,845,250	자사주 154,750주 제외
<b>28F EPS (원)</b>	<b>28,473</b>	
Taeget PER (배)	44	이란 전쟁 발발(2월 28일) 이후 Fwd P/E 평균
<b>목표 주가 (원)</b>	<b>1,250,000</b>	
현재 주가 (원)	875,000	
<b>상승 여력 (%)</b>	<b>42.9</b>	

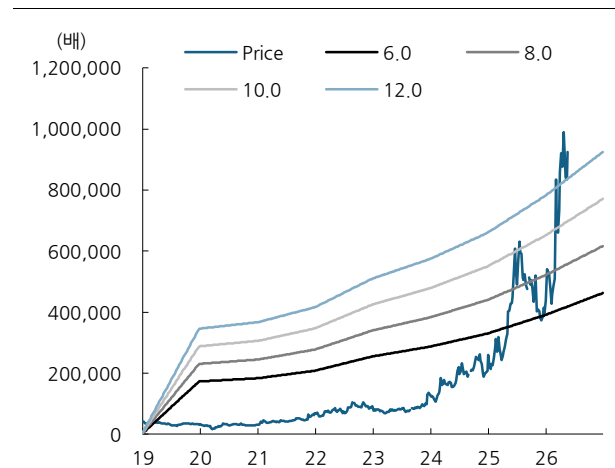
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림166 LIG디펜스엔에어로스페이스 PER 밴드 차트



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

그림167 LIG디펜스엔에어로스페이스 PBR 밴드 차트



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

그림168 LG디펜스엔에어로스페이스 Fwd P/E 추이

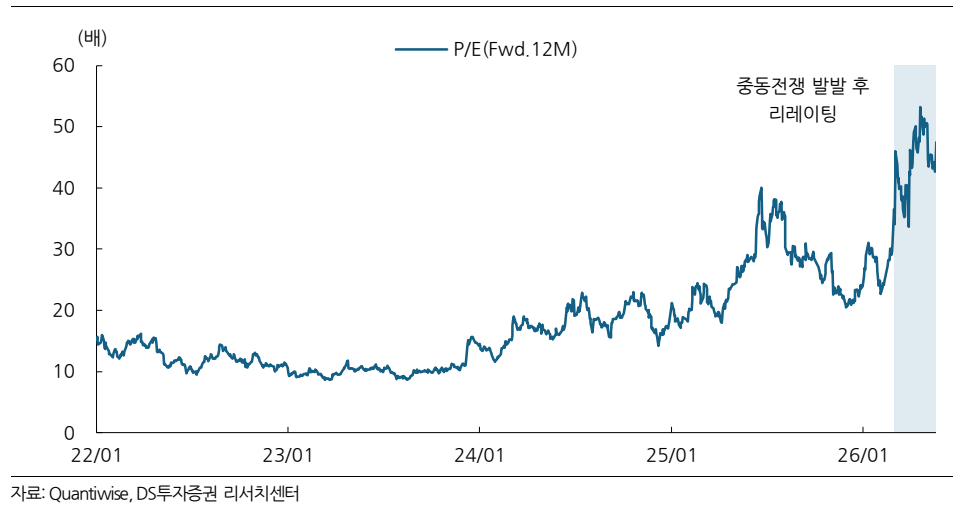


표37 설비 투자 현황 정리

구분	김천 2 공장 투자	구미 생산시설 투자
목적	유도무기 체계 개발 및 연구/생산기지 구축	미래사업 대비 Infra 사전확보 및 생산시설 부족 현상 해소
내용	유도무기 체계 조립장 등	구미 LG 전자 구미퓨처스파크 2 (A2 공장) 매입 계약 체결 (24.03)
기간	24.10 ~ 26.09	24.03 ~ 29.06
총 소요자금 (십억원)	112.6	423.6
지출 금액 비율 (%)	35.9	11.6
향후 기대효과	유도무기 개발/생산 역량 및 수주 경쟁력 확보	미래사업 대비 Infra 사전확보

자료: LG에어로엔스페이스, DS투자증권 리서치센터

## 투자포인트

### 1. 한국 방공망의 중동 발주 러시 기대

한국 방공 체계에 대한  
중동 수요가 크게  
증가할 것

적시 인도, 가격, 성능 측면에서 한국 방공 체계에 대한 중동 수요가 크게 증가할 것으로 판단한다. UAE는 이란 전쟁에서 천궁-Ⅱ를 실전 대공 방어에 활용했다. 현지 요구사항에 맞춘 연구개발이 진행 중이던 모델이었음에도 약 96%의 요격 성공률을 기록한 것으로 알려지며 체계의 신뢰성이 실전에서 입증되었다.

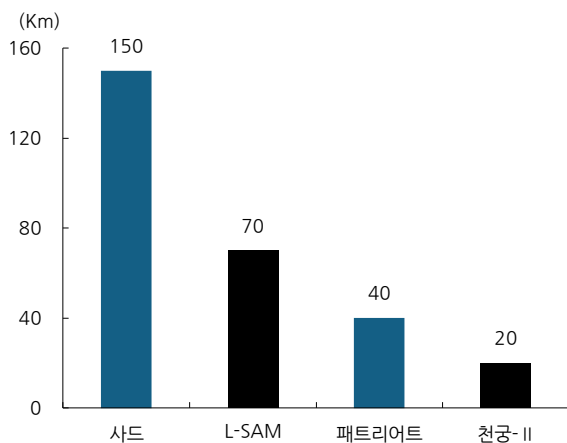
UAE의 L-SAM 도입,  
사우디의 천궁-Ⅱ  
추가 도입 가능성  
존재한다고 추정

이에 따라 전쟁 종료 이후 UAE의 L-SAM 도입이 당초 계획보다 앞당겨질 수 있다고 판단한다. 천궁-Ⅱ는 고도 30km 이하, L-SAM은 40~70km 상공에서 탄도미사일을 요격할 수 있어 동반 운용 시 종말단계 상·하층 방어를 동시에 구축할 수 있다. 가장 많은 미사일·드론 공격을 받은 UAE는 다층 방공 전력 강화를 최우선 과제로 추진할 전망이다. 사우디 역시 광활한 국토와 에너지 인프라 방호를 위해 천궁-Ⅱ 추가 도입 가능성이 있다고 판단한다.

미국산 방공망을 운용 중인  
쿠웨이트·카타르의 신규  
관심 높아질 전망

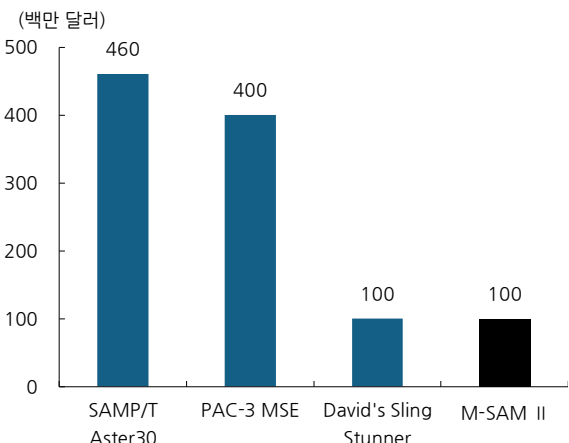
수요 확대는 기도입국에 그치지 않을 전망이다. 현재 미국산 방공망을 운용 중인 쿠웨이트·카타르 등에서도 한국산 체계에 대한 관심이 높아질 것으로 예상된다. 그 배경은 세 가지로 1) 이란 전쟁 이후 패트리엇·THAAD 요격탄의 글로벌 공급 부족이 장기화되면서 미국산 체계의 적시 보충이 불확실해졌으며, 2) 한국은 패트리엇·THAAD를 통합 운용하는 한국형 미사일 방어체계(KAMD)를 실제 운영 중이므로 미국산 방공망과의 상호운용성을 검증된 수준에서 제공할 수 있다. 3) 천궁-Ⅱ 요격탄은 발당 약 100만 달러로 PAC-3 MSE(발당 약 400만 달러) 대비 약 1/4 수준의 가격 경쟁력을 보유하고 있어 재고 확보 부담을 크게 낮출 수 있다.

그림169 한국 운용 방공무기별 최대 요격 고도 비교



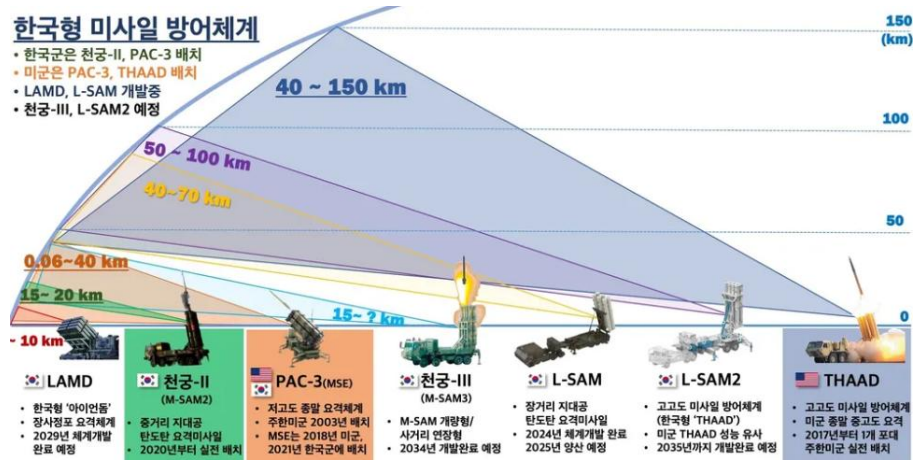
자료: DS투자증권 리서치센터

그림170 탄도미사일 요격 주요 방공무기 미사일 당 가격 비교



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

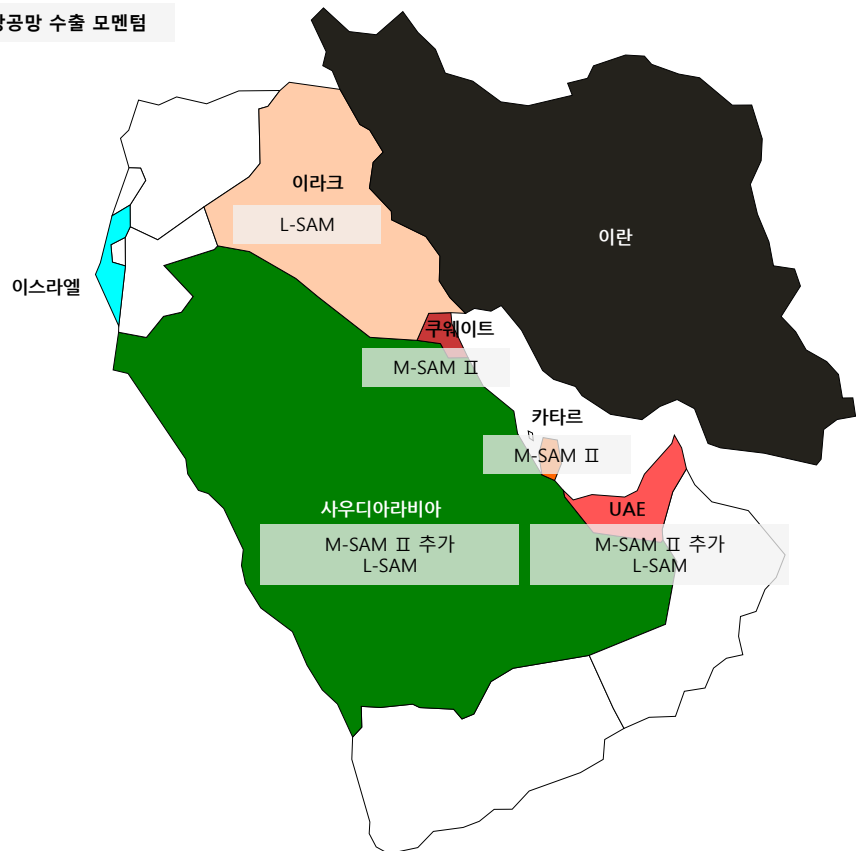
그림171 한국형 미사일 방어체계(KAMD) 현황 및 발전 로드맵



자료: 아산정책연구원 DS투자증권 리서치센터

그림172 중동국가의 한국 방공망 수출 모멘텀 정리

한국 방공망 수출 모멘텀



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

## 2. 유럽 방공망: 험난하지만 진출 가능성이 보인다

유럽 방공망은 ESSI와 '바이 유로피안' 방공 진영으로 양분

유럽 방공 체계는 독일 주도의 ESSI(European Sky Shield Initiative)와 프랑스-이탈리아의 '바이 유로피안' 방공 진영으로 양분되어 있다. ESSI는 IRIS-T SLM(중거리)·패트리엇(장거리)·Arrow 3(상층 탄도탄)을 축으로 한 다층 방공망 구축 정책으로 2025년 기준 24개국이 참여하고 있다. 반면 프랑스-이탈리아는 공동 개발한 SAMP/T NG를 중심으로 유럽산 체계 비중과 산업 주권을 우선해야 한다고 주장하며 대립 중이다.

ESSI 내에서 한국 방공 무기 진입 기회 존재한다는 판단

ESSI가 유럽 방공의 주류로 자리잡을 경우 한국 방공 무기의 진입 기회가 존재한다고 판단한다. 유럽이 우선적으로 대응하고자 하는 위협은 러시아의 오래슈니크 등 탄도미사일이다. 그러나 ESSI 내에서 탄도탄 요격 능력을 보유한 체계는 패트리엇과 Arrow 3뿐이며 IRIS-T SLM은 항공기·순항미사일 요격에 특화되어 탄도탄 대응 능력이 제한적이다. 핵심인 패트리엇은 신규 주문 시 5년 이상의 납기 지연이 예상되고 PAC-3 MSE 역시 이란 전쟁 이후 미군 수요 우선 충당으로 2~3년간 수출 물량이 후순위로 밀릴 가능성이 높다. 프랑스-이탈리아 진영의 SAMP/T NG도 초도 물량이 26년에야 공급될 예정이고 Aster 요격탄 생산량이 연 80~100발 수준에 그쳐 단기간 내 유럽 전역의 수요를 충족하기 어렵다.

탄도탄 요격 체계의 공급 부족은 구조적

또한 ESSI·SAMP/T NG 어느 진영이 주도권을 잡더라도 탄도탄 요격 체계의 공급 부족은 구조적이다. 유럽의 시급한 방공 수요를 충족하려면 패트리엇·유럽산 체계 외에 추가적인 대안이 필요하며 실전에서 탄도탄 요격 성능을 입증한 천궁-Ⅱ와 양산이 시작된 L-SAM이 그 후보로 부상할 수 있다고 판단한다.

표38 ESSI 다층 방공망 구성

방어층	주요 위협	활용 체계	요격 고도	역할
중거리	항공기, 순항미사일, 드론, 일부 전술탄도탄	IRIS-T SLM	~20Km	도시·기지·중요 인프라 방어·중간층
장거리	항공기, 순항미사일, 전술탄도미사일	패트리엇	~40Km	넓은 지역 방어 및 탄도미사일 요격
상층외기권	중거리·준중거리 탄도미사일	Arrow 3	100Km ~	대기권 밖 탄도미사일 요격

자료: DS투자증권 리서치센터



정리하면 IRIS-T SLM이 담당하는 중거리 방공층은 유럽산 체계가 빠르게 채우고 있으나 IRIS-T는 본격 탄도미사일 방어체계가 아니다. SAMP/T NG와 패트리엇는 탄도미사일 방어능력이 강하지만 고가이고 생산량이 제한적이다. 천궁-II는 이 두 체계 사이에서 ‘탄도미사일 대응이 가능한 중층 방공체계’이자 ‘SAMP/T·패트리엇보다 빠르게 공급 가능한 보완재’로 포지셔닝할 수 있다.

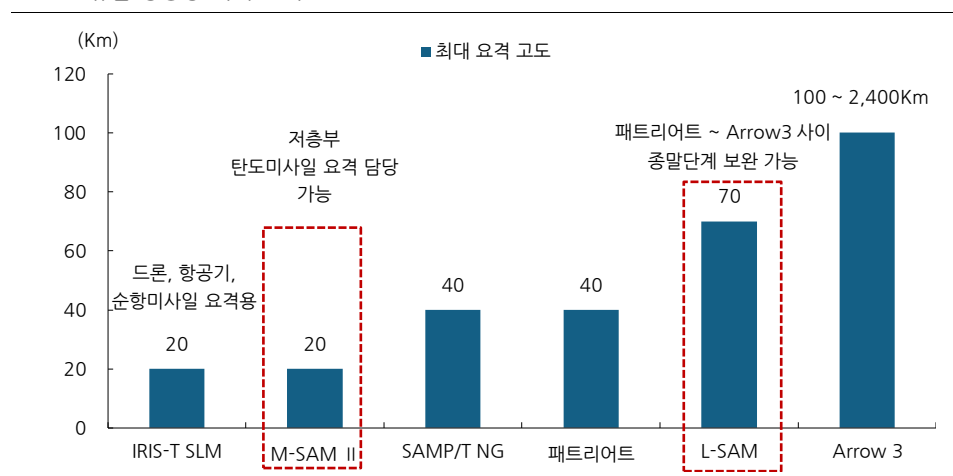
탄도미사일 요격 시스템이 없는 IRIS-T 또는 NASAMS 운용국은 M-SAM II을 고려할 수 있다고 판단한다. 또한 장기적으로 ESSI 내 국가에서 L-SAM에 대한 관심과 문의가 이어질 것으로 판단한다. 패트리엇과 Arrow 3 사이의 40~100Km 고도의 종말 단계 탄도미사일 요격에 대한 공백이 존재한다. L-SAM의 요격 고도는 40~70Km로 ESSI의 약점을 보완하기에 적합하다.

표39 SAMP/T, IRIS-T, M-SAM II 비교

구분	SAMP/T NG	IRIS-T SLM/SLS	M-SAM II
체계 성격	장거리 방공 + 탄도미사일 방어	중거리 방공, 항공기·순항미사일·드론 방어 중심	중거리·종고도 방공 + 탄도미사일 종말단계 요격
대표 미사일	Aster 30 Block 1NT	IRIS-T SL 계열	천궁-II 요격미사일
1개 포대 구성	통상 레이더, 교전통제소, 최대 6개 발사대	레이더, TOC, 발사대 복수	레이더 1기, 교전통제소, 발사대 4기
1개 포대 ready-to-fire	최대 48발	발사대 수에 따라 상이. 통상 발사대당 8발	32발. 발사대 4기 × 8발
연간 포대/Fire unit 생산능력	공식 미공개. 초기 연 1~2개, 2028년 이후 연 2~4개 추정	2026년 최대 10개 fire unit, 2년 내 연 16개 목표	-
연간 미사일 생산 능력	2025년 80~100발, 2028년 300발+ 목표	2025년 말 연 800~1,000발, 신규 시설 반영 시 연 2,000발+ 가능성	-
유럽 시장 포지션	Patriot 대체/보완 가능한 유럽산 장거리 방공	ESSI 중거리층 핵심	Patriot 하단보완층, IRIS-T보다 탄도탄 대응성 높은 중층 방공

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림173 유럽 방공망 최대 요격 고도



자료: 각 사 종합, DS투자증권 리서치센터

표40 ESSI 국가별 방공 능력 평가

국가	장거리 방어 시스템	중거리 시스템	탄도미사일 요격 가능 여부	방공 능력 평가
독일	Patriot PAC-3 + Arrow 3	IRIS-T SLM ×6 (도입 중, 총 50기 계획)	O	★★★★★
네덜란드	Patriot PAC-2/3 ×5 (운용/확장 중)	NASAMS 2 (운용)	O	★★★★
그리스	Patriot PAC-3 ×6 + S-300PMU-1	Tor-M1, Crotale NG	O	★★★★
튀르키예	S-400 (운용) + S PER Block 1 (~150km, 26년 실전배치)	H SAR-O/O+ (~40km, 양산 중)	X (S PER Block 3 개발 시 O)	★★★★
루마니아	Patriot ×4 (운용, 총 7 계획)	Hawk (퇴역), IRIS-T SLM 협상 중	O	★★★
덴마크	SAMP/T NG ×2 도입 결정	NASAMS + IRIS-T SLM + VL MICA 도입 결정	O	★★★
슬로바키아	BARAK MX 도입	2K12 Kub (극히 노후)	O	★★★
영국	Sea Viper-Aster 30 (해군 한정)	Sky Sabre/CAMM (지상), Sea Ceptor (해군)	해군 한정 O, 지상 X	★★
체코	없음	SPYDER SR ×4 (25~26년 인도)	X	★★
에스토니아	장거리 시스템 2030년 도입 목표로 선정 중 SAMP/T NG, 패트리엇, David's Sling 경쟁	IRIS-T SLM ×3 (라트비아와 공동 구매)	X	★★
헝가리	없음	NASAMS 3 ×6 (운용 중, +1 예비)	X	★★
리투아니아	없음	NASAMS (26년 인도, +추가 유닛 도입)	X	★★
노르웨이	없음 (장거리 선정 미결)	NASAMS 2/3 (운용, +4 추가 주문)	X	★★
스웨덴	Patriot ×4 (운용, 추가 계획)	IRIS-T SLM ×7 (28~30년 인도)	O	★★
벨기에	없음 (Patriot, SAMP-T NG 검토 중)	NASAMS ×10 (€2.5B, 27년 인도 시작)	X	★
불가리아	S-300PMU (노후)	IRIS-T SLM ×1 (6대 추가구매 옵션)	X	★
라트비아	없음	IRIS-T SLM (에스토니아와 공동 구매)	X	★
슬로베니아	없음	IRIS-T SLM ×3 (27~28년 인도)	X	★
스위스	Patriot (5개 시스템 주문, 인도 무기한 지연으로 타 체계 모색 중)	IRIS-T SLM ×5 (28~31년 인도)	X	★

자료: DS투자증권 리서치센터 추정/ 음영은 탄도미사일 요격용 방어 시스템이 없는 국가들 표시

### 3. 비공 미국 수출 경쟁력 충분하나 선결되어야 할 과제 존재

비공은 미 해군이 요구하는 무인수상정 탑재 무장으로서의 기술적 검증은 완료한 것으로 파악

비공의 미국 진출 기대감은 여전히 유효하다. 비공(수출명 Poniard 또는 K-LOGIR)은 LIG넥스원과 ADD가 개발한 2.75인치, 70mm급 유도로켓이다. 비공은 2019~2024년 진행된 미 FCT(해외 비교 시험)를 통과했으며 2024년 림팩 훈련에서는 미 해군의 CUSV(Common Unmanned Surface Vehicle)에 비공 6발을 탑재해 표적을 모두 명중시켰다. 이를 통해 비공은 미 해군이 요구하는 무인수상정 탑재 무장으로서의 기술적 검증은 완료한 것으로 파악된다.

한편 미국은 APKWS II라는 범용성 높은 2.75인치 유도로켓을 표준 무장으로 사용하고 있다. APKWS II(Advanced Precision Kill Weapon System)는 BAE Systems가 제작하는 2.75인치 유도로켓으로 무유도 70mm Hydra 로켓에 레이저 유도키트를 장착한 무기체계다. 러우전쟁에서는 L3-Harris의 VAMPIRE 시스템에 통합돼 C-UAS 작전에서 성과를 입증했으며 중동 지역에서도 Shahed 계열 드론을 격추하는 공대공 임무에 활용된 바 있다.

다만 비공과 APKWS의 핵심 차이는 유도 방식에 있다. APKWS가 반능동 레이저 유도 방식을 채택한 반면 비공은 적외선 영상탐색기, IIR 기반 유도 방식을 적용했다. 레이저 유도 방식은 표적 조사 유지가 필요해 다표적 동시 교전이나 해무·안개 등 해상 환경에서 제약이 발생할 수 있다. 반면 비공은 IIR 기반 fire-and-forget 방식으로 주야간 운용과 자동추적이 가능해, 다수의 해상 이동표적을 동시에 상대해야 하는 환경에서 상대적 강점을 보유하고 있다.

비공은 적외선 유도 방식으로 다수의 해상 이동표적 상대하는 환경에서 유리

따라서 비공은 우선적으로 무인수상정 탑재용 수출이 기대된다. 비공은 소형 고속정·자폭 무인수상정·해상 군집 드론 등 다수 표적이 동시 접근하는 상황에 강점이 있다. 한편 APKWS II가 레이저 유도에 적외선 탐색기를 결합한 듀얼모드 개량을 진행 중이나 현재까지는 C-UAS 및 공대공 요격 중심의 개량으로 판단된다. 미국이 2030년까지 인도태평양 지역에 수천 척의 소형 USV와 30척 이상의 MUSV 전개를 목표로 하고 있는 만큼 비공은 무인수상정용으로 수출 경쟁력을 확보할 수 있을 전망이다.

비공의 무인수상정 탑재용 수출이 우선적으로 기대

다만 한국은 아직 미국과 RDP(reciprocal defense procurement)협정을 체결하지 못하였기에 2024~2028년 인도품 기준 65% 이상이 현지 생산 되어야 한다. 동사는 26년 4월 미국 법인 LIG Defense U.S.를 설립했다. 이는 단순 영업 법인이 아닌 현지 생산 시설 구축을 위한 초석일 것으로 예상된다. 미국 내 생산 시설 구축 시 비공의 수출 가능성은 한층 높아질 것으로 판단한다.

미국 내 생산 시설 구축 시 수출 가능성 더 높아질 전망

다만 한국은 아직 미국과 RDP(reciprocal defense procurement)협정을 체결하지 못하였기에 2024~2028년 인도품 기준 65% 이상이 현지 생산 되어야 한다. 동사는 26년 4월 미국 법인 LIG Defense U.S.를 설립했다. 이는 단순 영업 법인이 아닌 현지 생산 시설 구축을 위한 초석일 것으로 예상된다. 미국 내 생산 시설 구축 시 비공의 수출 가능성은 한층 높아질 것으로 판단한다.

그림174 미 무인수상정에 탑재되어 시험을 거친 비궁



자료: Naval News, DS투자증권 리서치센터

그림175 BAE Systems의 'APKWS'



자료: BAE Systems, DS투자증권 리서치센터

표41 비궁 Vs. APKWS II 비교

구분	비궁	APKWS II
제작사	LIG 디펜스앤에어로스페이스	BAE Systems
구경	2.75 인치/70mm 급	2.75 인치/70mm 급
유도 방식	적외선 영상탐색기 기반 fire and Forget 방식	반능동 레이저 유도 방식 개량형은 레이저+IR 듀얼모드 개발 중
운용 개념	발사 후 망각 체계로 동시 다표적 교전에 유리	표적에 대한 레이저 조사 및 지시가 필요해 정밀 타격에 유리
주요 표적	소형 고속정, 공기부양정, 자폭 무인수상정, 해상 군집 표적 등 대수상·연안 표적	경장갑 차량, 지상 표적, 소형 함정, 드론 등 범용 정밀타격 표적
강점	- IIR 기반 fire-and-forget으로 해상 이동표적과 다수 표적 대응에 강점 - 해무·안개 등 해상 환경에서 레이저 유도 대비 운용상 장점	- 미국, 폴란드, 카타르, 체코 등의 대량 구매로 규모의 경제 달성 (발 당 약 3~4 천만원) - AH-1W, UH-1Y, MH-60, AV-8B, F-16, A-10, AH-64 등 다수 플랫폼에 통합
약점	- APKWS 대비 낮은 가격 경쟁력(발당 4~5 천만원 추정) - 열 추적이 어려운 소형 드론 등 요격 제한 - 최대 사거리 8km 내외로 유인 플랫폼은 적에게 노출 시 위험	레이저 조사 의존도로 다표적 교전 및 악천후 시 제약 발생

자료: 각 사, 언론 보도 종합, DS투자증권 리서치센터

표42 RDP 체결 시 정책 별 영향

구분	미국산 우선구매법	특수금속 제한법
정책 설명	군수물자의 경우 해외 생산 제품은 입찰가의 50%를 가산	미 군수품에 사용되는 특수금속(니켈, 철, 티타늄, 지르코늄 등) 생산 및 가공을 미국 및 RDP 체결국으로 제한
RDP 체결 시 효과	체결국에 가격 가산 X (동등 경쟁)	체결국의 특수금속이 사용된 무기체계 미국이 구매 가능

자료: 이소영(2024) 대미 함정 수출 관련 미국산우선법제 연구, DS투자증권 리서치센터

## 실적 전망

### 26F 매출 5.2조원(+19.8%), 영업이익 3,680억원(+15.3%) 전망

UAE 천궁-Ⅱ 매출 인식이 연내 지속될 전망으로 연간 UAE 천궁-Ⅱ 향 매출은 약 5,300억원이 발생할 것으로 추정한다. 1Q 우수한 실적을 기록했음에도 연간 이익률 가이드스 7%에 대한 사측의 수정은 없었으나 26년 UAE 천궁-Ⅱ 계약의 본격 매출인식과 비닉 수출 사업의 추가 성장을 고려하면 가이드스 상향 조정 여지가 높다고 판단한다.

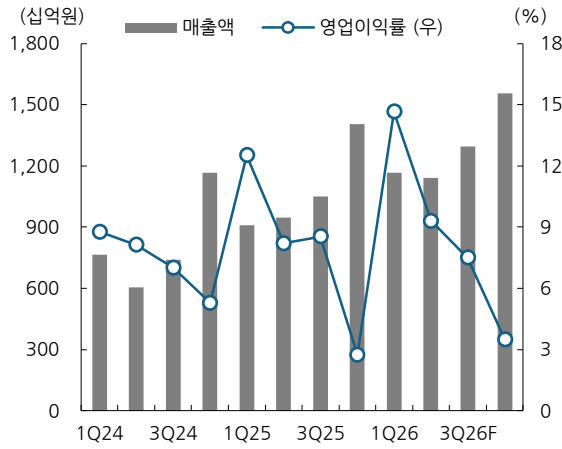
28년은 UAE·사우디·이라크의 양산 납품이 동시에 진행될 예정이다. 천궁-Ⅱ의 우수한 수익성을 감안하면 영업이익률은 26년 7.1% → 27년 9.1% → 28년 10.4%로 큰 폭의 개선이 이뤄질 것으로 예상된다. 중동 전쟁을 통해 탄도미사일 방어 능력의 중요성이 부각되었으나 현실적으로 도입 가능한 체계는 패트리엇를 제외하면 천궁-Ⅱ, SAMP/T NG, Barak MX가 사실상 전부이다. 그 중 가격 경쟁력이 높고 생산 여력이 충분한 동사가 가장 주목받을 것으로 판단한다.

표43 UIG디펜스앤에어로스페이스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	907.6	945.4	1,049.2	1,404.9	1,167.9	1,140.9	1,294.6	1,556.0	4,306.9	5,159.4	6,167.1	7,134.0
내수	722.6	780.7	862.1	1,019.9	762.7	857.2	996.8	1,222.5	3,385.3	3,839.2	4,235.8	4,719.8
YoY (%)	65.1	49.4	46.0	7.2	5.5	9.8	15.6	19.9	35.3	13.4	10.3	11.4
수출	185.0	164.7	187.1	385.0	405.2	283.6	297.8	333.6	921.8	1,320.2	1,931.4	2,414.2
YoY (%)	-43.3	100.9	24.9	77.4	119.0	72.2	59.2	-13.4	11.3	43.2	46.3	25.0
영업이익	113.6	77.6	89.6	38.7	171.1	79.7	74.8	42.8	319.4	368.4	563.5	743.8
YoY (%)	69.6	57.9	72.5	-37.3	50.6	2.8	-16.6	10.6	39.0	15.3	53.0	32.0
영업이익률 (%)	12.5	8.2	8.5	2.8	14.7	9.3	7.5	3.5	7.4	7.1	9.1	10.4
지배주주순이익	84.2	105.2	59.3	4.6	142.1	73.3	67.8	48.8	253.4	332.1	482.4	622.0
순이익률 (%)	9.1	10.6	5.2	0.0	12.2	6.4	5.2	3.1	5.9	6.4	7.8	8.7

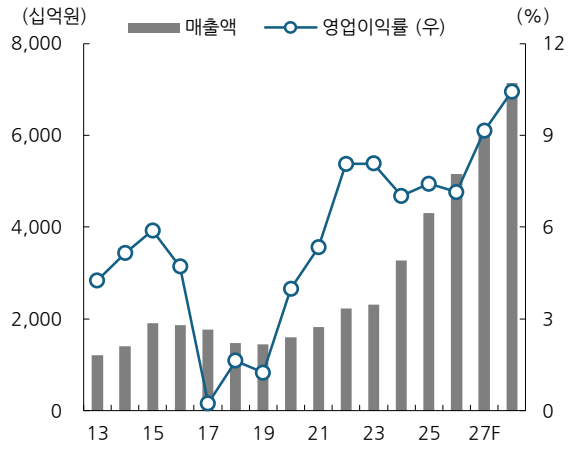
자료: UIG디펜스앤에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림176 UG디펜스앤에어로스페이스 분기별 실적 추이 및 전망



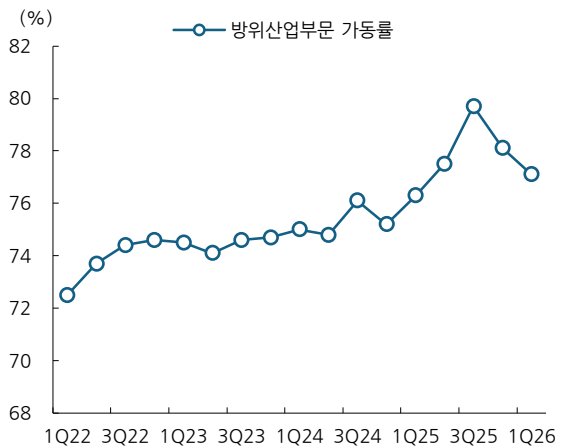
자료: UG디펜스앤에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림177 UG디펜스앤에어로스페이스 연간 실적 추이 및 전망



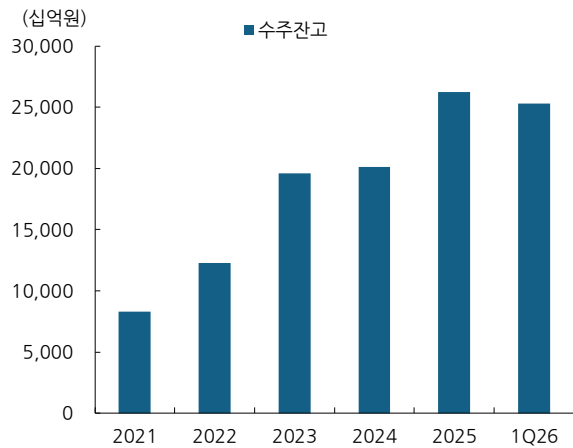
자료: UG디펜스앤에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림178 방위산업부문 가동률 추이



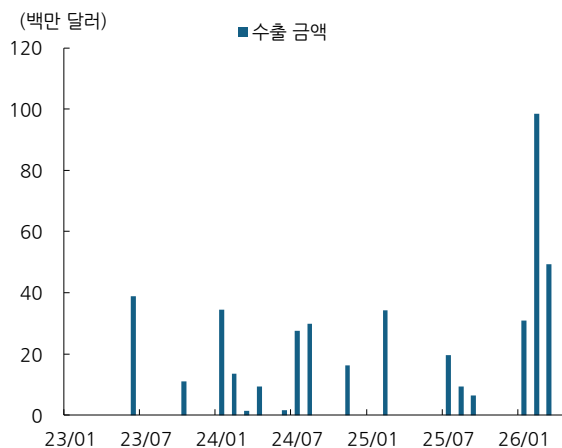
자료: UG디펜스앤에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림179 UG디펜스앤에어로스페이스 수주잔고 추이



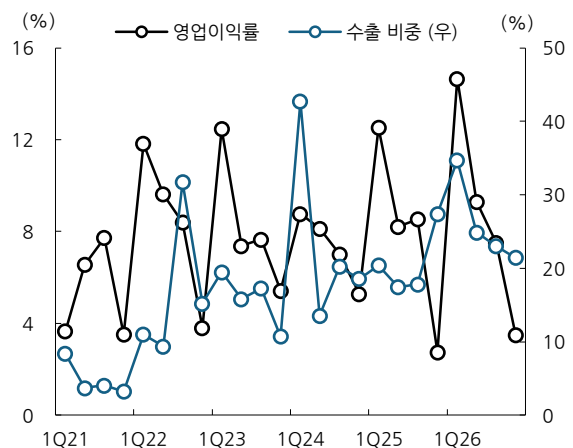
자료: UG디펜스앤에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림180 경기 용인 미사일 수출 금액 추이



자료: 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림181 분기별 수출 비중 및 이익률 추이 및 전망



자료: UG디펜스앤에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 추정

## [LIG 디펜스앤에어로스페이스 079550]

재무상태표						손익계산서					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F		2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,895	5,622	6,650	7,281	7,868	매출액	3,276	4,307	5,159	6,167	7,134
현금 및 현금성자산	547	125	189	443	779	매출원가	2,824	3,644	4,355	5,239	6,076
매출채권 및 기타채권	425	553	742	831	851	매출총이익	453	663	804	928	1,058
재고자산	364	593	722	807	827	판매비 및 관리비	229	343	436	364	314
기타	2,560	4,351	4,997	5,200	5,411	영업이익	223	319	368	563	744
비유동자산	2,297	2,443	2,593	2,758	2,951	(EBITDA)	309	444	514	711	902
관계기업투자등	69	72	78	81	84	금융손익	-2	-8	-12	-7	-5
유형자산	1,371	1,533	1,671	1,806	1,969	이자비용	12	13	19	13	12
무형자산	696	647	683	705	725	관계기업등 투자손익	0	1	0	0	0
자산총계	6,192	8,065	9,242	10,039	10,819	기타영업외손익	-19	-34	52	33	20
유동부채	4,617	6,216	6,791	7,167	7,387	세전계속사업이익	203	278	409	590	759
매입채무 및 기타채무	727	1,418	1,765	1,975	2,023	계속사업법인세비용	-10	41	92	130	167
단기금융부채	276	733	953	953	953	계속사업이익	213	237	316	460	592
기타유동부채	3,614	4,065	4,073	4,239	4,411	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	311	373	712	714	716	당기순이익	213	237	316	460	592
장기금융부채	218	320	655	655	655	지배주주	219	253	330	483	622
기타비유동부채	93	53	57	59	61	총포괄이익	193	245	317	460	592
부채총계	4,928	6,589	7,503	7,881	8,103	매출총이익률 (%)	13.8	15.4	15.6	15.0	14.8
지배주주지분	1,209	1,430	1,692	2,111	2,668	영업이익률 (%)	6.8	7.4	7.1	9.1	10.4
자본금	110	110	110	110	110	EBITDA마진률 (%)	9.4	10.3	10.0	11.5	12.6
자본잉여금	142	153	153	153	153	당기순이익률 (%)	6.5	5.5	6.1	7.5	8.3
이익잉여금	905	1,106	1,371	1,790	2,347	ROA (%)	4.4	3.6	3.8	5.0	6.0
비지배주주지분(연결)	55	46	47	47	47	ROE (%)	19.4	19.2	21.1	25.4	26.0
자본총계	1,264	1,476	1,739	2,158	2,715	ROIC (%)	16.6	15.9	10.7	14.0	17.5

현금흐름표						주요투자지표					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F		2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	952	-584	-204	632	753	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	213	237	316	460	592	P/E	22.1	36.6	58.0	39.6	30.7
비현금수익비용가감	183	334	188	172	190	P/B	4.0	6.5	11.4	9.1	7.2
유형자산감가상각비	68	89	104	109	118	P/S	1.5	2.2	3.7	3.1	2.7
무형자산상각비	18	35	42	39	40	EV/EBITDA	15.5	22.9	40.2	28.7	22.2
기타현금수익비용	98	210	10	25	32	P/CF	12.2	16.2	38.2	30.4	24.6
영업활동 자산부채변동	605	-1,105	-677	0	-29	배당수익률 (%)	1.1	0.7	0.3	0.3	0.3
매출채권 감소(증가)	-83	-759	-642	-88	-20	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-106	-234	-130	-86	-20	매출액	41.9	31.5	19.8	19.5	15.7
매입채무 증가(감소)	256	162	298	210	48	영업이익	19.9	43.0	15.3	53.0	32.0
기타자산 부채변동	539	-274	-204	-36	-38	세전이익	9.9	37.0	46.8	44.3	28.8
투자활동 현금	-975	-276	-317	-314	-352	당기순이익	21.6	11.6	33.2	45.4	28.8
유형자산처분(취득)	-497	-166	-227	-243	-281	EPS	25.4	15.5	31.1	46.4	28.8
무형자산 감소(증가)	-70	-74	-60	-60	-60	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-3	-14	-6	-4	-5	부채비율	389.9	446.4	431.4	365.2	298.4
기타투자활동	-405	-23	-24	-6	-7	유동비율	84.4	90.5	97.9	101.6	106.5
재무활동 현금	120	439	584	-64	-64	순차입금/자기자본(x)	-5.9	60.7	79.7	52.4	29.2
차입금의 증가(감소)	162	491	584	0	0	영업이익/금융비용(x)	18.7	25.3	19.5	42.4	64.5
자본의 증가(감소)	-42	-52	-64	-64	-64	총차입금 (십억원)	494	1,053	1,609	1,609	1,609
배당금의 지급	42	52	64	64	64	순차입금 (십억원)	-75	896	1,387	1,132	794
기타재무활동	0	0	64	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	102	-422	64	254	336	EPS	9,974	11,516	15,098	22,110	28,473
기초현금	445	547	125	189	443	BPS	54,970	65,005	76,923	95,949	121,292
기말현금	547	125	189	443	779	SPS	148,925	195,770	234,516	280,323	324,271
NOPLAT	162	272	285	440	580	CFPS	18,010	25,994	22,908	28,748	35,565
FCF	26	-809	-490	318	401	DPS	2,400	2,950	2,950	2,950	2,950

자료: LIG 디펜스앤에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준



# 한국항공우주

## 047810

### KF-21 수출에 대한 자신감

강태호 방산  
02-709-2666  
kth@ds-sec.co.kr

2026.05.28

#### 매수

목표주가(신규)	224,000원
현재주가(05/27)	165,700원
상승여력	35.2%

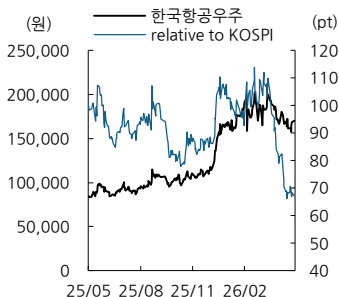
#### Stock Data

KOSPI	8,228.7pt
시가총액(보통주)	16,152십억원
발행주식수	97,475천주
액면가	5,000원
자본금	487십억원
60일 평균거래량	796천주
60일 평균거래대금	143,015백만원
외국인 지분율	26.9%
52주 최고가	215,500원
52주 최저가	82,250원
주요주주	
한국수출입은행(외 1인)	26.4%
국민연금공단(외 1인)	8.1%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-3.5	-27.9
3M	-13.5	-45.3
6M	52.2	-54.2

#### 주가차트



#### 완제기 연 60대 납품이 보여줄 성장

한국항공우주는 올해 완제기 60대 이상 납품이 기대되며 이는 전년 (15대) 대비 4배 증가한 수치이다. KF-21·LAH 국내 양산, KF-21 수출이 본격화되는 가운데 1Q에 이미 국내 LAH 6대, FA-50 상환기 2대, 인도네시아 T-50등 납품이 순조롭게 진행된 점을 고려하면 목표 달성이 가능할 전망이다. 이에 따라 26년 매출 5.8조원(+58.3% 이하 YoY), 영업이익 4,590억원(+70.5%, OPM 7.8%)의 큰 폭의 성장이 기대된다. 특히 KF-21은 타 국내 양산사업 대비 높은 이익률이 예상되어 인도가 본격화되는 하반기에 수익성 개선이 가파를 전망이다. (OPM 3Q 8.1%, 4Q 9.2% 추정)

#### KF-21 수출 성사 및 확대 여부가 가장 중요

동사의 실적과 주가의 핵심 동력은 KF-21 수출이다. 26년 수주 가이드선 5.7조 중 약 3조원이 인도네시아 KF-21 수출로 추정되는 만큼 첫 수출 계약 성사가 무엇보다 중요하다. 인도네시아와는 수출 계약 최종 협의 단계로 파악되며 수주 시 매출이 진행될로 인식되어 이르면 3Q부터 개발 매출 등이 반영될 수 있다. UAE는 4월 프랑스 라팔 F5 전투기 공동개발 협상을 전면 중단한 만큼 중동 분쟁 상황 종료 시 KF-21 Block 3 공동개발 및 Block 1·2 완제기 수출 논의가 본격화될 가능성이 높다. FA-50과 LAH의 동남아·중동 지역에 대한 추가 수출 가능성도 유효하다.

#### 투자의견 '매수', 목표주가 224,000원 제시

투자의견 '매수', 목표주가 224,000원으로 커버리지를 개시한다. KF-21 2차 양산과 완제기 수출·인도 효과가 본격 반영될 28F 순이익에 다소 라팔, 사브 그리펜 E/F 수출 당시 평균 P/E에 10%할인을 적용했다. 라팔과 그리펜E/F는 현재 수주잔고 대비 연간 생산능력 비율이 각각 8배, 7배로 추정되며 논의중인 우크라이나 계약까지 체결될 경우 추가 수주 여력이 제한될 전망이다. 반면 KF-21은 현재 연 20대 생산 능력을 확보한 데 이어 추가 투자를 통해 30~40대까지 확대를 목표하는 만큼 수주 여력이 충분하다. 정부의 동사 민영화 의지가 뚜렷한 만큼 인수 경쟁에 따른 주가 상승 가능성도 추가 모멘텀으로 주목할 필요가 있다.

#### Financial Data

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,634	3,696	5,853	6,608	7,599
영업이익	241	269	459	684	801
영업이익률(%)	6.6	7.3	7.8	10.3	10.5
세전이익	197	202	403	661	754
지배주주지분순이익	172	186	314	515	647
EPS(원)	1,765	1,907	3,224	5,280	6,641
증감률(%)	-23.2	8.0	69.1	63.8	25.8
ROE(%)	10.4	10.5	15.8	21.7	22.3
PER(배)	31.1	60.0	51.4	31.4	25.0
PBR(배)	3.1	6.1	7.6	6.2	5.0
EV/EBITDA(배)	18.3	34.9	31.3	22.0	18.6

자료: 한국항공우주, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## Valuation

### 투자의견 '매수', 목표주가 224,000원으로 커버리지 개시

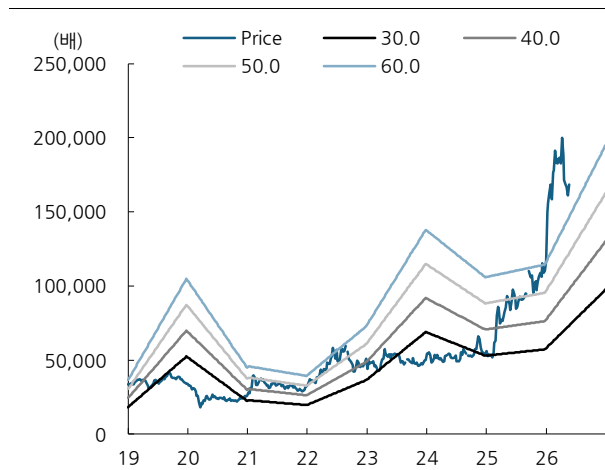
한국항공우주에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 224,000원으로 커버리지를 개시한다. KF-21 2차 양산과 완제기 수출·인도 효과가 본격 반영될 28F 순이익에 다쏘 라팔의 수출 초기(2015년 이집트 수출), 사브 그리펜 E/F 수출 본격화(2025년 태국 및 콜롬비아)시기의 평균 P/E를 적용했다.

표44 한국항공우주 목표주가 산정방식

구분	배수/금액	비고
28F 순이익 (십억원)	685	
유통주식수 (주)	97,475,107	
<b>28F EPS (원)</b>	<b>7,024</b>	
Target PER (배)	32	다쏘 라팔 15년 이집트 첫 수출, 사브 그리펜 E/F 25년 태국, 콜롬비아 수출 당시 Fwd P/E 평균에 10%할인 적용
<b>목표 주가 (원)</b>	<b>224,000</b>	
현재 주가 (원)	165,700	
<b>상승 여력 (%)</b>	<b>35.2</b>	

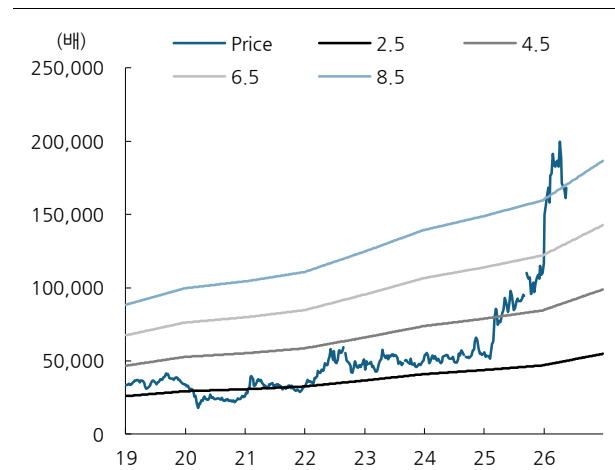
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림182 한국항공우주 PER 밴드 차트



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림183 한국항공우주 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림184 다쏘 아비아시옹 12m Fwd P/E 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림185 사브 12m Fwd P/E 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표45 Peer group 주요 재무 지표 및 Valuation

(십억원, %)	구분	한국항공우주	다쏘 아비아시옹	사브
매출액	24	3,634	9,204	8,223
	25	3,696	11,911	11,469
	26F	5,853	15,259	15,609
	27F	6,608	17,115	18,750
영업이익	24	241	734	689
	25	269	952	1,085
	26F	459	1,407	1,654
	27F	684	1,727	2,089
순이익	24	172	1,363	538
	25	186	1,568	915
	26F	314	2,051	1,269
	27F	515	2,474	1,611
PER (배)	24	31.1	16.7	29.9
	25	60.0	21.9	45.7
	26F	51.4	19.0	37.0
	27F	31.4	15.9	29.2
매출액 성장률	24	-4.9	-2.5	53.3
	25	1.7	29.4	39.5
	26F	58.3	28.1	36.1
	27F	12.9	12.2	20.1
영업이익 성장률	24	-2.7	-4.3	69.1
	25	11.8	29.7	57.6
	26F	70.5	47.8	52.5
	27F	49.0	22.7	26.3
ROE	24	10.4	15.3	12.4
	25	10.5	15.1	16.0
	26F	15.8	16.7	15.8
	27F	21.7	17.9	17.3
시가총액		16,561	39,466	47,057
주가 수익률	1M	-3.5	2.2	-4.8
	YTD	41.9	6.3	-3.5

자료: 자료: Factset, DS투자증권 리서치센터 추정/ 주1: 비교를 위해 해외기업 또한 원단위로 통일/ 주2: 한국항공우주 데이터는 당사 추정, 해외 기업은 Factset Consensus

## 투자포인트

### 1. KF-21 첫 수출 모델템

KF-21 2028년까지 국군  
80대 배치 계획

KF-21은 4.5세대 전투기로 3월 25일 첫 양산기가 출고되었으며 9월 한국군에 첫 배치가 시작될 예정이다. Block 1 40대 양산 계약이 이미 체결되었고 2028년까지 Block 2 80대 배치가 계획되어 있다. KF-21의 강점은 Block 2, 3로의 지속 업그레이드 로드맵이다. Block 1은 공대공 임무에 국한되지만 Block 2는 공대지 무장 통합으로 다목적 전투기로써 역할이 가능해진다. 특히 한국형 장거리 공대지 유도탄 ‘천룡’ 개발 완료 시 구매국에 다양한 옵션을 제공할 수 있을 전망이다. Block 2 개발이 중요한 이유는 수출 고객이 원하는 기체는 대부분 ‘제공 전용기’가 아닌 공대공·공대지·해상타격을 모두 수행할 수 있는 다목적 전투기이기 때문이다.

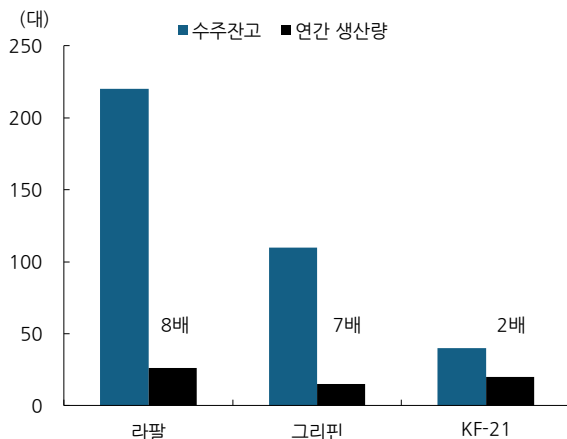
라팔, 그리핀의 수주잔고  
대비 CAPA 여력이 제한적  
으로 KF-21 매력도 상승

KF-21은 1) 미국산 전투기 도입이 비용 측면에서 어려운 국가, 2) 4.5세대 전투기 개발 주도권을 확보하고 싶은 국가에 있어 수출 가능성이 높다. 경쟁 기종으로는 프랑스 라팔, 스웨덴의 그리핀이 있으나 현재 수주잔고가 CAPA대비 각각 8배, 7배인 상황으로 신규 주문 시 라팔은 31~32년, 그리핀은 29~31년에 인도받을 가능성이 높아 빠른 전력화를 원하는 국가는 KF-21을 선택할 수 있다.

인도네시아 첫 수출·UAE  
와 공동개발 기대

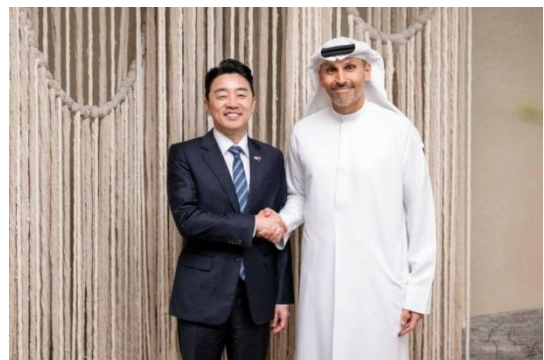
인도네시아는 공동개발 파트너로 연내 16대 첫 수출이 기대되며 UAE와는 Block 2 초기 물량 수출 및 Block 3 공동개발·투자 파트너가 될 가능성이 존재한다고 판단한다. 이외에도 필리핀 또한 공군 현대화 및 중국 견제 목적에서 F-16의 대안으로 KF-21을 후보에 포함시킨 것으로 파악된다.

그림186 경쟁사 수주잔고 및 연간 생산량 추정 및 비교



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림187 한국-UAE 방산 350억 달러 사업협력 합의



자료: 언론 보도, DS투자증권 리서치센터

표46 KF-21 경쟁 모델 정리

제조 기업	한국항공우주산업(KAI)	Saab AB (스웨덴)	Dassault Aviation (프랑스)
항목	KF-21 보라매	JAS 39 Gripen E/F	Dassault Rafale
사진			
세대 구분	4.5 세대	4.5 세대	4.5 세대 (옴니롤)
대당 가격 (기체)	Block 1 기준 약 800 억원(5,400 만달러) 추정	약 8,500 만 달러	약 1 억 2,500 만~2 억 2,500 만 달러 (수출 패키지 기준)
엔진	GE F414-GE-400K × 2 기 (쌍발)	GE F414G × 1 기 (단발)	Safran M88-2 × 2 기 (쌍발)
최대 속도	마하 1.8	마하 2.0	마하 1.8
전투행동반경	약 1,000km	약 800km 이상	약 1,000km 이상
공대공 미사일	AIM-120 AMRAAM AIM-9X / IRIS-T AIM-2000	Meteor BVRAAM IRIS-T / AIM-9 AIM-120 AMRAAM	MICA IR/EM Meteor BVRAAM MICA NG (F4 이후)
공대지/함 무장	JDAM, SDB 천룡 미사일 (2027~) 국산 단거리 공대공 유도탄-II	GBU-39 SDB, SPEAR Taurus KEPD 350 RBS-15 대함미사일 Brimstone	SCALP-EG 순항미사일 AASM Hammer Exocet 대함미사일 ASMP-A 핵미사일
레이다	한화시스템 AESA 레이더 (국산 개발)	Selex ES-05 Raven AESA 레이더 (스웨덴/이탈리아 공동)	Thales RBE2-AA AESA 레이더
스텔스 성능	준 스텔스 (RCS 저감 설계, 내부 무장창 없음 → 블록 3 내부무장창) 라팔타이퐁 대비 우수 평가	비스텔스 (전자전·재밍 중심 대응 전략)	준 스텔스 (복합소재 70%, RCS 저감) 내부 무장창 없음
국산화율	약 65% (엔진 제외) Block 2 목표: 80%+	약 67% 유럽산 33% 미국산	약 100% 프랑스산 (완전 자주 개발)
주요 운용국	대한민국 공군 (120 대+ 계획)	스웨덴, 브라질 남아공, 태국, 헝가리 체코 (C/D 형)	프랑스 (공군·해군), 이집트, 인도, 카타르 그리스, UAE, 크로아티아, 인도네시아, 세르비아
수출 협상/관심국	인도네시아, UAE, 필리핀	우크라이나 (100~150 대 LOI) 콜롬비아, 필리핀 등	인도 해군 (26 대 계약), 인도 공군 (114 대 추가 검토), 우크라이나 (100 대 LOI)
총 수주/생산량	40 대 계약 (한국)	280 대 이상 인도 (전 모델), 스웨덴 60 대 (E 형), 브라질 36 대 (E/F 형)	533 대 수주 (300 대 인도 완료)
수출 제약	ITAR 제한 (미국산 F414 엔진) 비동맹국 수출 제한 가능	ITAR 제한 (미국산 F414 엔진) 일부 무장 미국 통제	독자 공급망으로 ITAR 영향 적음 정치적 독립성 높음
주요 장점	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 가격 대비 우수한 성능</li> <li>• 최신 AESA 레이더 국산화</li> <li>• 쌍발 엔진으로 생존성 확보</li> <li>• 향후 성능개량 확장성</li> <li>• 낮은 운용 유지비 (라팔 대비)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 최저 운용비 (시간당 5,800\$)</li> <li>• 가벼운 정비성 (소수 인원)</li> <li>• Meteor 미사일 통합</li> <li>• AI 비행 시험 선도</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 실전 검증 완료 (다수 작전)</li> <li>• 함모 운용 가능</li> <li>• 핵 억지력 (ASMP-A)</li> <li>• 완전 자주 개발 (ITAR 무관)</li> <li>• 14 개 거점, 9.5t 탑재량</li> <li>• 옴니롤 다임무 수행</li> </ul>
주요 단점	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 실전 검증 미완료 (신규 기체)</li> <li>• 내부 무장창 없음</li> <li>• 엔진 해외 의존 (F414)</li> <li>• 수출 실적 아직 없음</li> <li>• Block 1 은 공대공 위주</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 단발 엔진 (생존성 한계)</li> <li>• 탑재량·항속거리 제한</li> <li>• 스텔스 성능 부족</li> <li>• 제한적 공대지 능력 (C/D 형 대비 E 형 개선)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 높은 기체 가격 (2 억\$+)</li> <li>• 높은 운용 유지비</li> <li>• 프랑스 정치적 조건 부과</li> <li>• 수출 시 소스코드 미제공</li> <li>• 무게·크기 대비 추력 제한</li> </ul>

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

## 2. FA-50 PL에 AMRAAM 미사일 통합으로 수출 확대 기대

폴란드 FA-50 PL 버전에  
암람 통합 승인

미국은 3월 폴란드의 FA-50 PL 버전에 AIM-120 AMRAA(이하 암람) 통합을 승인하였다. 암람이 통합되면 FA-50PL은 BVR(Beyond Visual Range, 가시거리 밖 교전) 능력을 확보하게 된다. FA-50이 ‘고등훈련기 기반 경공격기’에서 ‘경전투기/방공 플랫폼’으로써 재평가될 수 있는 것이다.

고가 전투기의 임무 부담을  
줄여주는 저비용 보완 전력  
으로써의 역할이 가능

동유럽, 동남아, 중동처럼 방공·요격 임무까지 요구하는 국가들은 단순 CAS/훈련기 보다 저렴하면서 실질적인 전투기 역할을 할 수 있는 플랫폼을 선호하며 FA-50은 해당 니즈를 충족시킬 수 있다. 즉 고가 전투기의 임무 부담을 줄여주는 저비용 보완 전력으로써 역할 수행이 가능하다.

노후 3세대 전투기 교체  
수요에 접근 가능한  
FA-50

따라서 FA-50은 1) 수출 TAM 확장, 2) 기존 고객 업그레이드 수요가 기대된다. 암람 탑재 전에는 훈련기·경공격기 시장에 머물렀지만 이후에는 노후 F-5, MiG-21, MiG-29, L-39, Hawk, Alpha Jet 교체 수요에 접근 가능하다. 또한 25년 12월 필리핀과 체결한 FA-50PH 성능개량 사업처럼 AESA 레이더, 임무컴퓨터, 소프트웨어, Link 16, HMD, 미사일 통합, 정비·훈련 패키지까지 후속 매출로 연결될 수 있다.

추가 기대 신규 수출은 말레이시아 2차 18대, 이집트 36대, 멕시코 12대이며 성능개량은 필리핀 잔여 12대에 대한 추가 진행이 기대된다.

표47 FA-50 업그레이드 의미

구분	의미
기존 FA-50	훈련기 기반 경공격기, 제한적 공대공 임무.
AMRAAM 통합 FA-50PL	BVR 교전 가능한 경전투기, 방공·요격·공중초계 보완 전력.

자료: DS투자증권 리서치센터

표48 FA-50 수출 및 성능개량 후보 정리

구분	국가	가능성	핵심 내용
추가 수출	말레이시아	높음	1차 18대 계약, 2차 18대 및 BVR 통합 제안 중
신규 수출	이집트	중상	최대 100대 잠재 수요, 현지조립·기술이전 패키지 가능성
신규 수출	멕시코	중간	F-5 대체 12대 사업 후보군에 FA-50 포함
성능개량	필리핀	높음	보유 FA-50PH 중 성능개량 진행하지 않은 잔여 12대 추가 성능개량

자료: DS투자증권 리서치센터

## 실적 전망

### 26F 매출 5.8조원(+58.3%), 영업이익 4,590억원(+71%) 전망

KF-21·LAH 국내 양산과 폴란드, 말레이시아 FA-50 사업의 진행률 인식 가속화가 매출 성장을 견인할 것으로 추정한다. 폴란드 FA-50 사업은 1Q의 경우 개발비 부담과 시험비행 비용 등이 발생하며 이익률이 다소 낮게 인식되었으나 하반기로 갈수록 개발이 마무리되고 27년부터 납품을 시작하기에 프로젝트 이익률이 개선될 전망이다. 말레이시아 FA-50도 4분기부터 양산 납품이 시작될 예정이다.

27~28년은 폴란드·말레이시아 FA-50, 국내 KF-21, LAH의 양산 납품이 동시에 진행될 예정이다. 양산 매출 증가에 따른 이익 개선으로 연간 영업이익률을 26년 7.8% → 27년 10.3% → 28년 11%로 개선될 것으로 판단한다. 추가로 인도네시아 또는 제 3국의 KF-21 수주 확정 시 실적 추정치는 추가로 상향될 수 있다. 올해부터 연 60대 생산 체제를 유지하며 실적의 구조적 성장세의 초입이라고 판단한다.

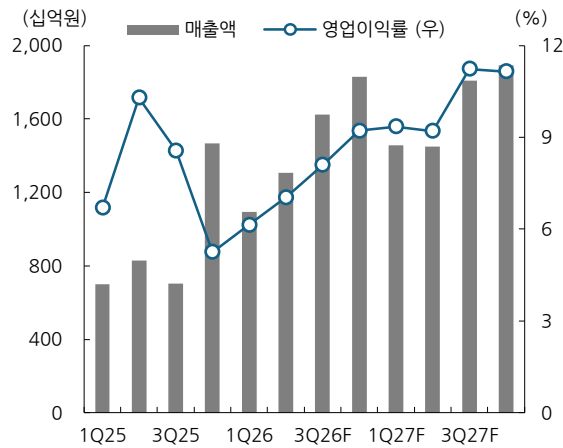
표49 한국항공우주 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
매출액	1,092.7	1,306.7	1,625.4	1,827.7	1,457.5	1,451.0	1,807.8	1,891.7	3,696.4	5,852.6	6,608.1
YoY(%)	56.3	57.8	131.5	24.6	33.4	11.0	11.2	3.5	1.7	58.3	12.9
국내사업	547.9	760.1	1,027.0	1,050.3	831.2	831.2	925.9	925.9	1,711.6	3,385.3	3,514.3
YoY(%)	69.3	109.3	281.3	39.0	51.7	9.4	-9.8	-11.8	-18.8	97.8	3.8
원재기수출	307.1	294.6	313.6	420.1	376.6	355.3	582.8	590.7	925.4	1,335.4	1,905.3
YoY(%)	81.4	29.6	91.4	15.1	22.6	20.6	85.8	40.6	44.5	44.3	42.7
기체부품	222.8	240.4	259.7	326.1	233.9	252.4	272.7	342.4	988.2	1,049.0	1,101.5
연결반영	15.0	11.6	25.2	31.2	15.8	12.1	26.5	32.7	71.2	82.9	87.1
영업이익	67.1	91.9	131.6	168.3	136.3	133.5	203.0	210.8	269.2	458.9	683.6
YoY(%)	43.3	7.9	118.6	118.7	103.1	45.3	54.3	25.2	11.8	70.5	49.0
영업이익률 (%)	6.1	7.0	8.1	9.2	9.3	9.2	11.2	11.1	7.3	7.8	10.3
지배주주순이익	41.3	63.9	90.9	119.6	102.4	100.3	154.4	160.5	185.9	314.3	514.7
당기순이익률 (%)	3.8	4.9	5.6	6.5	7.0	6.9	8.5	8.5	5.1	5.4	7.8

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

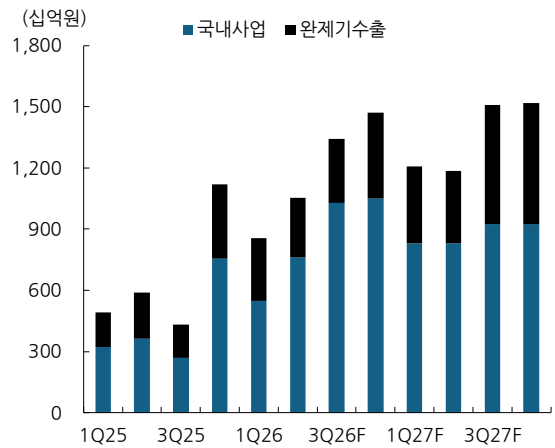


그림188 한국항공우주 분기별 실적 추이 및 전망



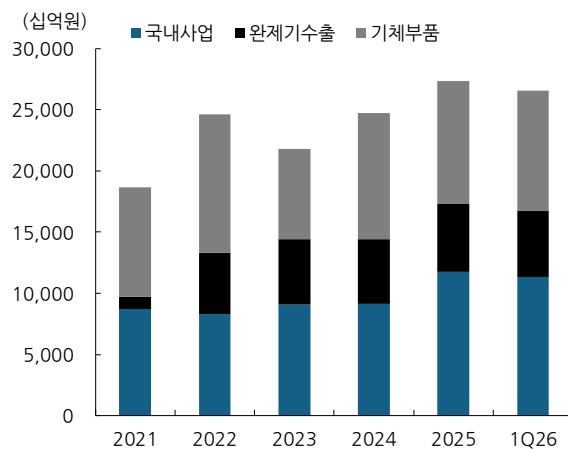
자료: 한국항공우주, DS투자증권 리서치센터 추정

그림189 국내사업 및 완제기 수출 매출액 추이 및 전망



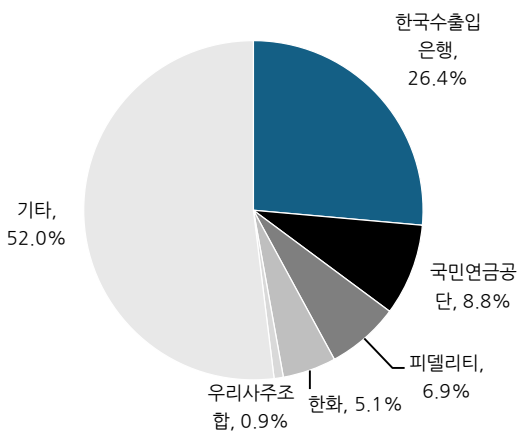
자료: 한국항공우주, DS투자증권 리서치센터 추정

그림190 한국항공우주 수주잔고 추이



자료: 한국항공우주, DS투자증권 리서치센터

그림191 한국항공우주 지분구조도



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표50 한국항공우주 매출 및 수주 가이드선과 목표달성률

수주	가이드선 (십억원)	누적 달성치 (십억원)	달성률 (%)
국내사업	2,440.6	177.6	7
완제기수출	6,544.0	129.1	2
기체부품	1,453.7	2.6	0
매출	가이드선 (십억원)	누적 달성치 (십억원)	달성률
국내사업	3,291.0	547.9	17
완제기수출	1,390.5	307.1	22
기체부품	1,049.1	222.8	21

자료: 한국항공우주, DS투자증권 리서치센터

## [ 한국항공우주 047810 ]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F		2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,439	7,595	9,977	10,547	11,184	매출액	3,634	3,696	5,853	6,608	7,599
현금 및 현금성자산	115	61	1,398	1,620	1,895	매출원가	3,152	3,088	5,028	5,580	6,419
매출채권 및 기타채권	428	750	918	955	994	매출총이익	481	608	825	1,028	1,180
재고자산	2,359	3,637	3,876	4,034	4,198	판매비 및 관리비	241	339	366	344	379
기타	2,537	3,147	3,784	3,937	4,097	영업이익	241	269	459	684	801
비유동자산	2,587	2,775	2,909	3,083	3,279	(EBITDA)	345	380	581	818	950
관계기업투자등	94	104	104	109	113	금융손익	-27	-57	-47	-12	-37
유형자산	913	994	1,089	1,203	1,338	이자비용	33	66	100	60	85
무형자산	846	944	973	999	1,025	관계기업등 투자손익	-1	-6	-6	-7	-7
자산총계	8,026	10,370	12,886	13,630	14,463	기타영업외손익	-16	-4	-3	-4	-4
유동부채	4,915	6,351	7,621	7,874	8,082	세전계속사업이익	197	202	403	661	754
매입채무 및 기타채무	982	1,029	1,720	1,780	1,788	계속사업법인세비용	26	15	89	146	106
단기금융부채	448	820	1,154	1,154	1,154	계속사업이익	171	187	314	515	647
기타유동부채	3,485	4,502	4,746	4,939	5,140	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,384	2,122	3,048	3,073	3,100	당기순이익	171	187	314	515	647
장기금융부채	626	1,364	2,290	2,290	2,290	지배주주	172	186	314	515	647
기타비유동부채	757	758	758	783	810	총포괄이익	171	187	314	515	647
부채총계	6,298	8,473	10,669	10,947	11,182	매출총이익률 (%)	13.3	16.5	14.1	15.6	15.5
지배주주지분	1,706	1,830	2,136	2,602	3,200	영업이익률 (%)	6.6	7.3	7.8	10.3	10.5
자본금	487	487	487	487	487	EBITDA마진률 (%)	9.5	10.3	9.9	12.4	12.5
자본잉여금	128	128	169	169	169	당기순이익률 (%)	4.7	5.1	5.4	7.8	8.5
이익잉여금	1,111	1,235	1,501	1,967	2,565	ROA (%)	2.3	2.0	2.7	3.9	4.6
비지배주주지분(연결)	21	67	81	81	81	ROE (%)	10.4	10.5	15.8	21.7	22.3
자본총계	1,727	1,897	2,217	2,683	3,282	ROIC (%)	10.5	7.7	8.9	12.5	15.1

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F		2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-728	-903	788	587	675	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	171	187	314	515	647	P/E	31.1	60.0	51.4	31.4	25.0
비현금수익비용가감	271	322	180	167	182	P/B	3.1	6.1	7.6	6.2	5.0
유형자산감가상각비	82	93	104	116	130	P/S	1.5	3.0	2.8	2.4	2.1
무형자산상각비	22	18	19	18	19	EV/EBITDA	18.3	34.9	31.3	22.0	18.6
기타현금수익비용	167	211	-206	-200	-198	P/CF	12.1	21.9	32.7	23.7	19.5
영업활동 자산부채변동	-1,166	-1,315	328	-95	-154	배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.3	0.3	0.3
매출채권 감소(증가)	-6	-306	-132	-37	-39	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-629	-1,266	-233	-157	-164	매출액	-4.9	1.7	58.3	12.9	15.0
매입채무 증가(감소)	150	102	669	60	8	영업이익	-2.7	11.8	70.5	48.9	17.2
기타자산 부채변동	-680	156	24	39	41	세전이익	-26.6	2.6	99.1	64.1	14.1
투자활동 현금	-189	-186	-774	-316	-352	당기순이익	-22.8	9.6	67.4	64.1	25.8
유형자산처분(취득)	-161	-128	-196	-230	-264	EPS	-23.2	8.0	69.1	63.8	25.8
무형자산 감소(증가)	-86	-61	-44	-44	-44	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	61	16	-507	-11	-12	부채비율	364.7	446.6	481.2	408.0	340.7
기타투자활동	-3	-12	-26	-30	-31	유동비율	110.7	119.6	130.9	134.0	138.4
재무활동 현금	369	1,030	1,323	-49	-49	순차입금/자기자본(x)	55.0	111.5	91.9	67.7	46.9
차입금의 증가(감소)	418	1,079	1,323	0	0	영업이익/금융비용(x)	7.2	4.1	4.6	11.4	9.4
자본의 증가(감소)	-49	-49	-49	-49	-49	총차입금 (십억원)	1,075	2,184	3,444	3,444	3,444
배당금의 지급	49	49	49	49	49	순차입금 (십억원)	950	2,116	2,038	1,815	1,540
기타재무활동	0	0	49	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-543	-54	1,337	222	275	EPS	1,765	1,907	3,224	5,280	6,641
기초현금	658	115	61	1,398	1,620	BPS	17,500	18,776	21,913	26,693	32,834
기말현금	115	61	1,398	1,620	1,895	SPS	37,279	37,921	60,042	67,793	77,962
NOPLAT	209	249	357	533	688	CFPS	4,531	5,222	5,060	6,993	8,508
FCF	-913	-991	48	271	324	DPS	500	500	500	500	500

자료: 한국항공우주, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

# 현대로템

## 064350

### 수출국 다변화의 초입

강태호 방산  
02-709-2666  
kth@ds-sec.co.kr

2026.05.28

#### 매수

목표주가(신규)	270,000원
현재주가(05/27)	207,000원
상승여력	30.4%

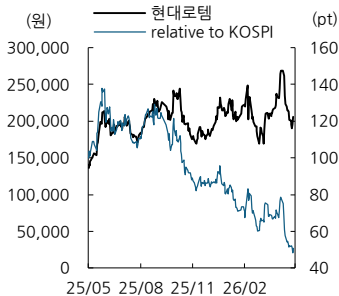
#### Stock Data

KOSPI	8,228.7pt
시가총액(보통주)	22,592십억원
발행주식수	109,142천주
액면가	5,000원
자본금	546십억원
60일 평균거래량	946천주
60일 평균거래대금	207,063백만원
외국인 지분율	35.5%
52주 최고가	282,000원
52주 최저가	136,000원
주요주주	
현대자동차(외 3인)	33.8%
국민연금공단(외 1인)	8.1%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-10.4	-34.8
3M	-10.2	-42.0
6M	15.5	-90.9

#### 주가차트



#### 폴란드 단일국 수출 → 남미·중동으로의 확장 기대

2026년 페루·이라크, 2027년 폴란드 EC3·루마니아의 K2 전차 수주가 기대된다. 페루는 25년 12월 페루 육군 및 페루 육군 조병창과 K2전차 54대 및 K808 차륜형장갑차 141대 공급 총괄합의서를 체결한 만큼 연내 본계약 체결이 유력하다. 이라크는 중동 모델 'K2ME' 출고 완료에 따라 전쟁 종료 시 구체적 논의가 재개될 전망이다. 루마니아는 노후화된 T-55, TR-85 계열 전차를 대체하기 위해 주력 전차 216대, 지원차량 76대 도입 계획을 발표하였으며 SAFE 외 별도 프로그램으로 편성한 만큼 수주 가능성이 충분하다고 판단한다. 폴란드 EC3도 현지 생산 시스템 구축 속도에 따라 27년 내 계약을 전망한다. 거론되는 파이프라인 전부 수주 시 27년 말 디펜스솔루션 수주잔고는 30조원에 달할 전망이다.

#### 대드론 체계 강화 및 HR-세르파 공동 운영으로 전차 무용론 타개

지형을 점령하고 유지하는 전차의 역할을 대체할 수는 없다. 다만 드론의 발전으로 전차는 향후 1) 전자전 능력, 2) 유지보수의 용이함, 3) 무인 장갑차 등과의 연계가 중요한 평가 요소가 될 전망이다. K2PL부터 드론 재밍 장치가 탑재되고 APS, RCWS를 탑재하여 대드론 능력이 크게 강화될 전망이다. 정비 측면에서 K2는 비교적 가벼운 무게와 디젤 엔진 탑재로 유지보수 비용이 합리적이다. 무인 차량 HR-세르파를 활용한 유무인 복합체계(MUM-T)도 구축이 가능하다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 270,000원 제시

투자의견 매수, 목표주가 270,000원으로 커버리지를 개시한다. 27F EPS에 22년 폴란드 K2 1차 계약 당시 평균 P/E를 30% 할인 적용하였다. 현 파이프라인이 성사될 경우 수출 시장 확대 측면에서 폴란드 계약에 준하는 파급력이 있다고 판단하나 계약 미확정 리스크를 반영해 할인을 적용했으며 이라크·루마니아 계약의 가시성이 높아지면 할인율을 축소할 예정이다. 26년 매출액 6.9조원(+18.2%), 영업이익 1.2조원(+15%, OPM 16.8%)으로 추정한다. 연내 EC2 K2GF 116대 대부분이 납품 예정이며 우수한 수익성을 유지할 전망이다. 수출국이 본격적으로 확대되기 직전인 현재 매수를 추천한다.

#### Financial Data

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,377	5,839	6,904	8,178	8,752
영업이익	457	1,006	1,157	1,550	1,619
영업이익률(%)	10.4	17.2	16.8	18.9	18.5
세전이익	510	1,004	1,247	1,600	1,669
지배주주지분순이익	407	770	959	1,248	1,302
EPS(원)	3,728	7,055	8,789	11,432	11,930
증감률(%)	152.7	89.2	24.6	30.1	4.3
ROE(%)	21.8	30.1	27.2	27.3	22.6
PER(배)	13.3	26.6	23.6	18.1	17.4
PBR(배)	2.7	6.7	5.7	4.4	3.5
EV/EBITDA(배)	9.9	18.2	16.9	12.2	10.9

자료: 현대로템, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## Valuation

### 투자의견 매수, 목표주가 270,000원 제시

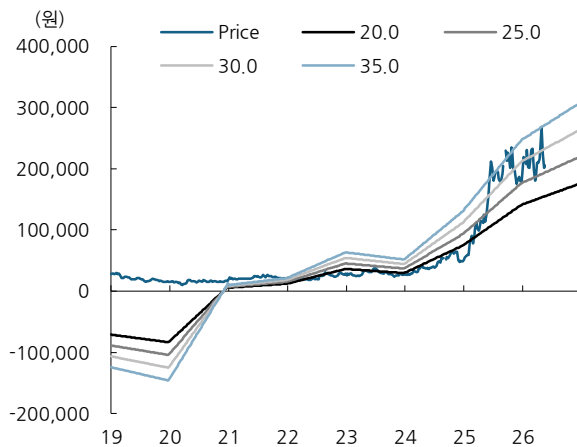
현대로템에 대해 투자의견 ‘매수’, 목표주가 270,000원으로 커버리지를 개시한다. 27F EPS에 22년 폴란드 K2 1차 계약 당시 평균 P/E를 30% 할인 적용하였다. 현 파이프라인이 성사될 경우 수출 시장 확대 측면에서 폴란드 계약에 준하는 파급력이 있다고 판단하나 계약 미확정 리스크를 반영해 할인을 적용했으며 이라크·루마니아 계약의 가시성이 높아지면 할인율을 축소할 예정이다.

표51 현대로템 목표주가 산정 방식

구분	배수/ 금액	비고
27F 순이익 (십억원)	1,248	
유통주식수 (주)	109,142,000	
27F EPS (원)	11,433	
Target PER (배)	24	22년 폴란드 K2 1차 계약 당시 Fwd P/E에 30% 할인
<b>목표 주가 (원)</b>	<b>270,000</b>	<b>백단위 반올림</b>
현재 주가 (원)	207,000	
<b>상승 여력 (%)</b>	<b>30.4</b>	

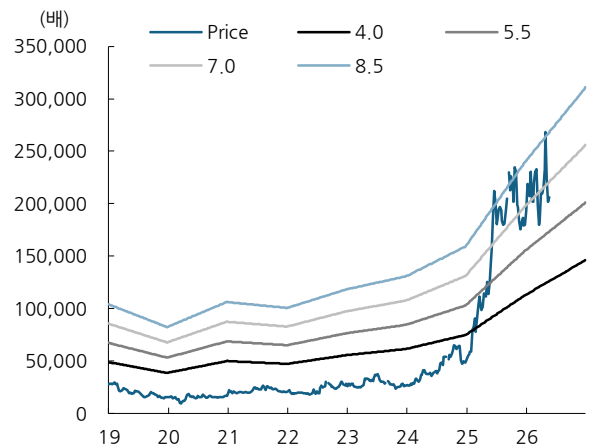
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림192 현대로템 PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림193 현대로템 PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

## 투자포인트

### 1. 2026~2027년 4건의 주요 파이프라인에 주목

#### 페루: K2 54대 및 K808 141대

페루 K2 54대 및 K808  
차륜형장갑차 141대 공급  
본계약 연내 체결 기대

현대로템은 25년 12월 페루 육군 및 페루 육군 조병창과 K2전차 54대 및 K808 차륜형장갑차 141대 공급에 대한 총괄합의서를 체결하였다. 계약 규모는 최대 3조원 수준이다. 페루는 마약 카르텔, 반군, 국경 분쟁을 위해 군사력 보강이 필요하다. 현재 페루는 1970년부터 T-54 계열 전차 280대를 운용하고 있는데 해당 전차는 1950년 설계된 전차로 노후화 정도가 극심하다. 페루는 한국과 유사하게 험준한 산악 지형이 있는데 K2 전차는 유기압 현수장치(ISU)로 원활한 자세 제어가 가능하다. 페루 내부의 복잡한 정치 상황이 일단락된 후 연내 본 계약 체결이 기대된다.

#### 이라크: K2 250대

중동 상황 종료 시 K2  
전차 250대 계약 검토  
속도 빨라질 것

이라크는 보유한 M1 에이브람스 전차 중 일부를 교체하고 노후화된 T-90S 73 및 T-72 전차를 대체할 계획으로 K2전차 250대를 도입하는 것을 검토하고 있다. 계약 규모는 약 9조원 수준으로 예상된다. 에이브람스 전차는 성능이 우수하나 유지 및 운용 비용이 높아 일부 여단에만 배치하고 있다. 또한 에이브람스와 러시아 계열 전차 혼용 운용의 비효율성을 줄이고자 단일 주력 전차 도입을 추진하는 것이다. 이라크가 K2를 원하는 이유는 신속한 납기와 향후 이라크 내 유지보수 기술이전 가능성이다. 이라크 내 IS 소탕을 위해 주둔하던 약 2,500명의 미군의 철수가 결정됨에 따라 이라크 정규군의 지상 전력 보강이 시급하기 때문이다. 현대로템의 K2ME(중동 모델) 출하식에 이라크 군 관계자가 참석한 것으로 추정되는 만큼 이란 전쟁 상황 종료 시 계약 추진 속도가 빨라질 것으로 판단한다.

그림194 현대로템-페루 총괄합의 체결



그림195 중동형 K2전차 'K2ME'



그림196 K2ME 출하식



자료: 현대로템, DS투자증권 리서치센터

자료: 현대로템, DS투자증권 리서치센터

자료: 현대로템, DS투자증권 리서치센터

## 루마니아: K2 216대, 지원차량 76대

루마니아 계약은 현지 생산  
및 기술 이전 여부가 더  
중요 요소

루마니아는 노후화된 T-55, TR-85 계열 전차를 대체하기 위해 주력 전차 216대, 지원차량 76대를 도입할 계획을 25년 9월 발표하였다. 총 사업비는 10조원 이상이다. 루마니아는 국내 생산 및 유지보수를 포함한 산업협력을 명시하며 자국 생산 및 정비 역량 강화를 목표로 하고 있다. 루마니아는 Phase 1 사업에서 M1A2 에이브람스 SPEv3 54대 도입을 확정된 만큼 Phase 2 사업은 현지 생산 및 기술이전 여부가 더 중요 평가 요소로 판단된다.

SAFE가 아닌 별도 예산  
편성할 것으로 K2 전차  
선정 가능성 ↑

루마니아 사업은 페루 및 이라크 대비 레오파르트, KF51 판터와의 강한 경쟁이 예상되지만 전차 조달 사업을 SAFE 프로그램이 아닌 별도의 예산으로 편성할 것으로 예상되는 만큼 K2 전차의 선정 가능성이 높다고 판단한다. 루마니아 국방부는 SAFE 프로그램을 통해 도입을 추진하는 링스 보병전투차에 대해 ‘독일 및 헝가리에서 생산되어 루마니아 현지 산업이 얻을 수 있는 이점에 대해 의문’이라고 지적한 바 있는 만큼 현지화 측면에서 K2가 더 유리하다는 판단이다. 특히 폴란드 현지 K2 생산 체계가 빠르게 자리잡을 시 루마니아도 이를 벤치마크 삼을 가능성이 있다.

표52 루마니아 주력 전차 현대화 프로젝트

구분	내용
대수	전차 216대, 지원차량 76대
사업비	65억 유로(11조원)
개요	TR-85-800, TR-85M1, T-55 계열 노후전차 교체
도입 후보	K2, 레오파르트2A8, KF51 판터

자료: 루마니아 국방부, DS투자증권 리서치센터

그림197 SAFE 프로그램 관련 루마니아 국방장관 인터뷰 중 일부 내용 발췌



2026년 1월 26일 월요일

### SAFE 프로그램에 참여하는 루마니아 프로젝트

질문: 루마니아는 나토 규격 탄약 생산 관련 프로젝트가 여러 개 있습니다. 이 중 어떤 프로젝트가 SAFE 프로그램에 포함될 것이며, 어떤 프로젝트가 어떤 파트너와 함께 진행될 예정인지 궁금합니다.

답변: 그런 식으로 진행되는 것이 아닙니다. 국방부는 필요한 탄약의 종류, 수량, 납품 기준 등을 명시하고, 국방부, 경제부, 총리실이 공개할 기준에 부합하는 업체가 선정됩니다.

분명히 말씀드리지만, 루마니아는 SAFE 프로그램을 통해서만 자국 영토와 국민을 방어하기 위한 무기를 구매하는 것이 아닙니다. 모든 프로젝트가 SAFE 프로그램에만 국한되는 것은 아닙니다. SAFE는 단지 하나의 통로일 뿐입니다. 미국과 진행 중인 프로젝트도 있고 SAFE 프로그램 대상이 아닌 국가들과도 진행 중인 프로젝트가 있습니다. SAFE에 대한 논의가 현재 더 활발해진 것은 루마니아 정부와 유럽연합 집행위원회 차원에서 일부 결정이 이루어지고 있기 때문이지만, SAFE는 국방부의 무기 조달을 위한 유일한 통로는 아닙니다.

자료: 루마니아 국방부, DS투자증권 리서치센터

### 폴란드: EC3 160대

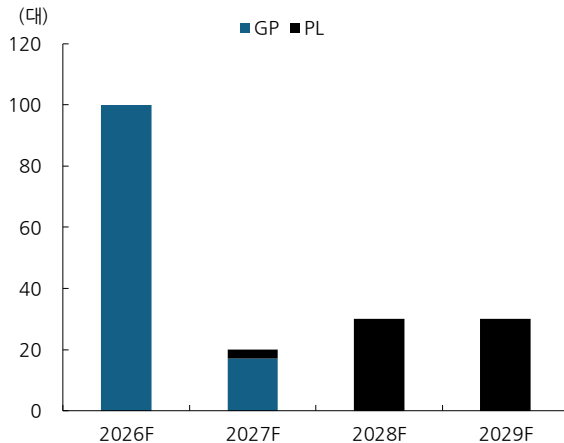
현지 생산 가동률 유지를  
위해 27년 말 3차 계약  
(PL 160대) 계약 이행  
예상

폴란드는 25년 8월 EC2 계약을 체결하여 GF 117대, PL 63대로 총 180대, 누적 360대 계약 체결을 완료하였다. GF 117대는 2026~2027년 내 대부분 납품될 전망이다. 2027~2030년 PL 63대 인도가 이뤄질 전망이다. PL 중 61대는 폴란드 현지 부마르-와벤디에서 현지 조립 및 생산 계획이다. 부마르-와벤디는 연 50대 생산을 목표로 하고 있어 향후 높은 가동률 유지를 위해 후속 계약 이행을 서두를 수 있다. 이에 따라 2027년 말 3차 계약(PL 160대) 이행이 예상된다. 규모는 7조원 수준으로 예상된다.

현지 생산 체제 구축 시  
폴란드 거점으로 인근 국가  
수출 기대

폴란드 PL 현지 생산 체제의 원활한 구축은 유럽 내 폴란드 거점 수출을 위해 중요하다. 부마르-와벤디가 2028년까지 연 50대 생산시설 구축에 성공하면 폴란드군 향 PL물량과 유럽 수출 물량을 동시 생산 가능할 것으로 판단한다. 5월 아르메니아가 폴란드에 K2 전차 구매 의사를 표명했다는 보도와 같이 폴란드가 유럽 내 세일즈를 자처함에 따라 K2 전차의 유럽 내 확장이 가속화될 전망이다.

그림198 K2 EC2 인도 스케줄 추정



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림199 5.12 아르메니아-폴란드 국방장관 회동



자료: DS투자증권 리서치센터

표53 기대 수주 파이프라인 정리

국가	수주 예상 시점	항목	예상 금액 (조원)	비고
페루	2026	K2 54 대, K808 141 대	3	25년 12월 페루 육군 및 조병창과 총괄합의서 체결
이라크	2026	K2 250 대	9	신속한 납기와 향후 이라크 내 유지보수 기술이전 가능성에 강점
루마니아	2027	K2 216 대, 지원차량 76 대	10	현지 생산 및 기술이전 여부가 더 중요 평가 요소
폴란드	2027	EC3 160 대	7	현지생산 시설 구축 원활할 시 아르메니아 등 주변국으로 확대 유효

자료: DS투자증권 리서치센터 추정



## 2. HR-세르파로 유무인 복합편대 구성 기대

### 전차 무용론에 대한 반박

주력 전차는 여전히 현대전에서 필수적인 무기

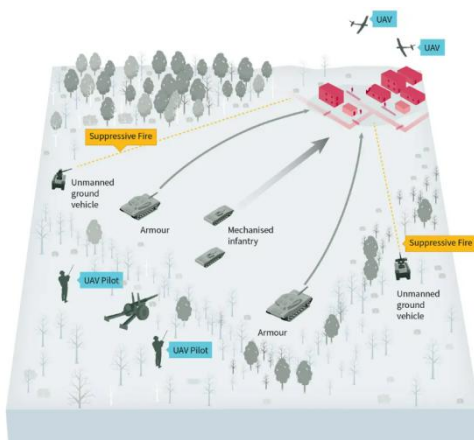
러우전쟁에서 전차 무용론이 부각 받은 것은 사실이다. 실제로 러시아는 개전 첫 1년간 약 1,600대의 전차를 소실했으며 우크라이나의 드론 공격에 고전하였다. CSIS에 따르면 러시아 전차 격파의 65% 이상이 드론에 의해 발생했다. 하지만 이는 러시아가 전쟁 초기 무리한 전차 단독 운용으로 드론에 무방비 상태에서 당한 피해가 주를 이루는 것으로 파악된다. RUSI(왕립합동군사연구소)에 따르면 우크라이나군은 소대 규모의 기갑 부대는 적 진지를 소탕하고 보병으로부터 적의 사격을 분산하는데 필수적 역할을 수행하고 있다고 진술한다. IFRI(프랑스 국제관계연구소)도 2026년 보고서에서 주력 전차를 현대 결합전에서 여전히 필수적인 전술 자산으로 평가한다.

이란 전쟁에서도 보병 없는 전투는 완전한 승리를 가져오기 어렵다는 것을 반증했다. CSIS는 공군력만으로 체제 전환까지 달성하려는 발상은 매우 높은 장벽이라 지적했다. 특히 이스라엘은 26년 4월 레바논 ‘버퍼존’ 장악을 위해 지상 침공을 개시했으며 지역 장악을 이어가고 있다.

주력 전차는 향후 1) 전자전 능력, 2) 유지보수 용이, 3) 무인 무기와의 연계

결국 지형을 점령하고 유지하는 전차의 역할을 대체할 수는 없다. 다만 전차는 과거와 같이 단독으로 돌파하는 수단이 아니라 드론·전자전·공병포병·방공이 결합된 운용이 부각 받을 전망이다. 따라서 전차는 향후 1) 전자전 능력, 2) 유지보수의 용이함, 3) 무인 무기와의 연계가 중요한 평가 요소가 될 전망이다.

그림200 드론과 기갑부대의 통합 운용 전장 개념



자료: RUSI, DS투자증권 리서치센터

그림201 이스라엘의 레바논 지상 점령 후 설정한 'Yellow Line'



자료: Al Jazeera, DS투자증권 리서치센터

## K2 전차와 HR-셰르파의 동반 수출 기대

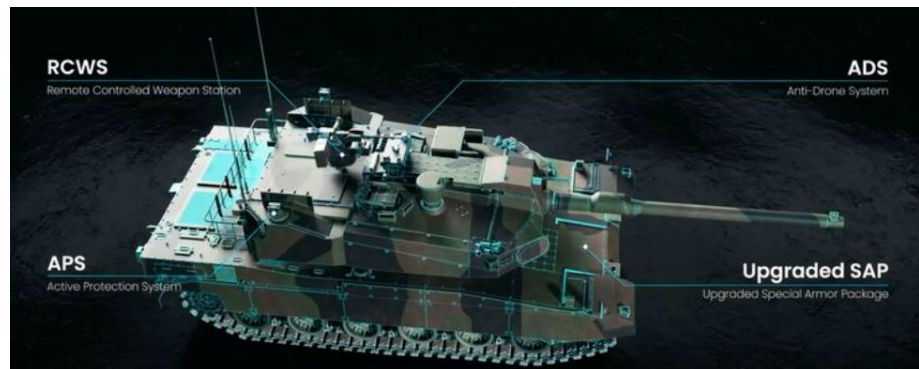
전차의 APS 포화 문제를  
해결해 줄 다목적 UGV

HR-셰르파는 6륜 전기 구동 체계 기반의 다목적 UGV로 원격주행 및 자율주행 등 무인 운행 능력을 갖추고 있다. K2 전차 편대와 공동 운용 시 대드론 방어를 보완하는 이점이 있다. K2PL에는 RCWS(원격사격통제체계), 드론 재머, APS(능동방호시스템)가 탑재될 예정이나 다수의 FPV 드론이 동시에 공격할 경우 APS가 포화되는 문제가 발생한다. HR-셰르파가 편대 외곽에서 드론을 선제 탐지·요격하거나 재밍하면 전차 자체 방어 체계에 도달하는 드론 수를 사전에 줄여 이러한 포화 문제를 완화할 수 있다.

HR-셰르파와 K2의 패키지  
수출 가능성에 주목

향후 HR-셰르파와 K2의 패키지 수출 가능성에 주목한다. 동사는 중동 방산 전시회 WDS 2026과 동유럽 최대 방산 전시회 BSDA에서 K2 전차와 UGV를 공동 전시한 바 있다. 국내에서는 군 다목적 무인차량 양산사업자를 6월 중 선정할 예정이다. 첫 양산 규모는 500억원으로 소규모이나 향후 국내 2,3차 획득 사업으로 이어질 가능성이 크며 수출 레퍼런스 확보에도 유리하게 작용할 전망이다. 당장의 실적 기여는 제한적이나 대드론전에 대응하는 전력 패키지를 선제적으로 구축하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

그림202 K2PL 드론 방어 관련 체계



자료: 현대로템, DS투자증권 리서치센터

그림203 4세대 HR-세르파



자료: 현대로템, DS투자증권 리서치센터

그림204 지대공 미사일 및 레이저 탐지 기능 탑재 HR-세르파



자료: Army Recognition, DS투자증권 리서치센터

그림205 WDS 2026 현대로템 부스



자료: DS투자증권 리서치센터

그림206 현대로템 BSDA 부스



자료: DS투자증권 리서치센터

## 실적 전망

### 26F 매출 6.9조원(+18.2%), 영업이익 1.2조원(+15.0%) 전망

26년 디펜스솔루션 매출 3.9조원(+22.4% 이하 YoY), 영업이익 1.1조원(+15%, OPM 28%)로 추정한다. EC1 계약 중 예비품, 군수지원 등 2,200억원 수준의 매출이 인식될 예정이며 EC2 계약 중 26년 내 연내 EC2 K2GF 116대 대부분이 납품 예정이다. 이익률은 1Q26 전년 동기 (29.5%)대비 2.3%p 하락한 27.2%를 기록했다. 다만 하반기로 갈수록 양산 가속화로 인해 이익률이 다소 개선될 전망이다. 리스크를 대비한 충당금 환입 효과가 발생했던 EC1과 달리 EC2는 비교적 고른 분기별 이익률을 기록할 전망이다. 페루, 이라크 등 연내 추가 수출 성사 시 진행률 기준 매출 인식을 하는 동사 특성상 이르면 4Q에도 해당 매출이 반영될 수 있다고 판단해 실적 상향 조정 여지도 존재한다.

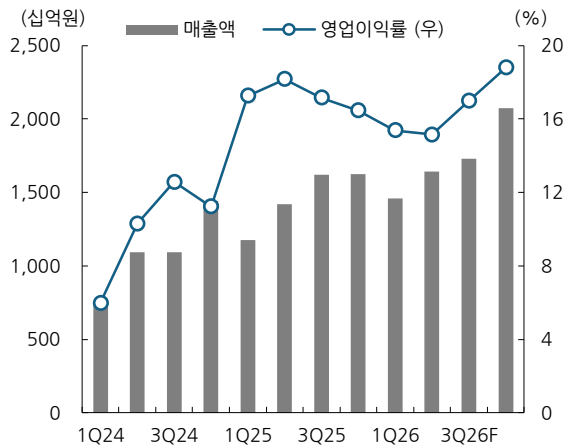
26년 레일솔루션 매출 2.4조원(+16.6%), 영업이익 322억원(+10.3%, OPM 1.3%)를 예상한다. 26년은 해외 수출 사업 수주를 위한 비용 지출로 이익률 개선이 제한적일 전망이다. 다만 올해부터 수익성이 우수한 모로코(2.2조원) 사업 진행이 시작되며 27년 본격적 생산에 들어가는 만큼 레일솔루션 이익도 개선 국면에 들어선다고 판단한다.

표54 현대로템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,457.5	1,643.4	1,729.5	2,074.1	1,768.8	1,945.0	2,185.3	2,279.1	5,839.0	6,904.4	8,178.3	8,751.8
YoY(%)	57.3	29.5	48.1	12.8	23.9	12.8	5.2	19.9	33.4	18.2	18.4	7.0
레일솔루션	402.5	527.4	540.6	619.1	543.2	609.1	609.1	675.1	2,089.6	2,436.5	2,802.0	3,082.2
YoY(%)	45.6	34.7	32.4	47.6	34.9	15.5	12.7	9.0	39.7	16.6	15.0	10.0
디펜스솔루션	658.0	761.3	936.1	859.9	804.0	904.0	976.0	1,251.0	3,215.3	3,935.0	4,838.0	5,104.5
YoY(%)	106.9	34.9	60.1	-4.3	22.2	18.7	4.3	45.5	35.9	22.4	22.9	5.5
플랜트	115.7	128.9	142.9	146.6	110.3	130.2	144.3	148.1	534.1	532.9	538.3	565.2
영업이익	202.9	257.6	277.7	267.5	224.2	249.0	293.7	389.8	1,005.6	1,156.8	1,549.5	1,619.1
YoY(%)	354.0	128.4	102.1	65.4	10.5	-3.3	5.7	45.8	120.3	15.0	34.0	4.5
영업이익률	17.3	18.2	17.2	16.5	15.4	15.2	17.0	18.8	17.2	16.8	18.9	18.5
레일솔루션	4.9	5.7	7.1	11.6	2.9	6.7	9.1	13.5	29.2	32.2	57.7	80.0
레일솔루션 OPM	1.2	1.1	1.3	1.9	0.5	1.1	1.5	2.0	1.4	1.3	2.1	2.6
디펜스솔루션	193.9	247.9	263.8	250.7	218.8	238.3	275.9	370.4	956.3	1,103.4	1,470.9	1,517.1
YoY(%)	328.5	126.9	133.1	-15.2	12.8	-3.9	4.6	47.7	69.8	15.4	33.3	3.1
디펜스솔루션 OPM	29.5	32.6	28.2	29.2	27.2	26.4	28.3	29.6	29.7	28.0	30.4	29.7
플랜트	4.1	4.0	6.9	5.2	2.5	4.0	8.7	5.9	20.1	21.1	20.9	22.0
지배주주순이익	158.4	190.6	198.5	222.4	202.9	204.4	239.3	314.2	769.9	960.9	1,247.8	1,301.9
순이익률	13.4	13.4	12.3	13.9	13.9	12.4	13.8	15.1	13.2	13.9	15.3	14.9

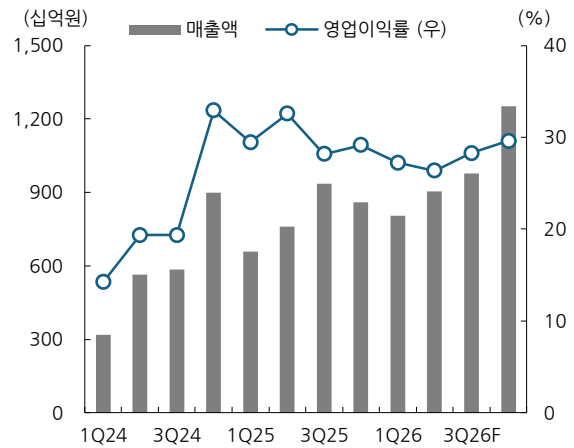
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림207 현대로템 분기별 실적 추이 및 전망



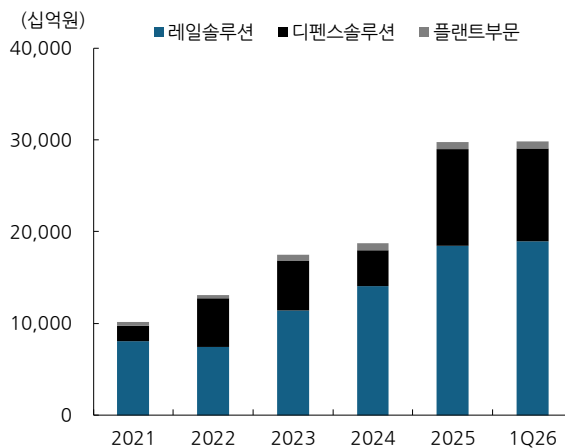
자료: 현대로템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림208 현대로템 디펜스솔루션 분기별 실적 추이 및 전망



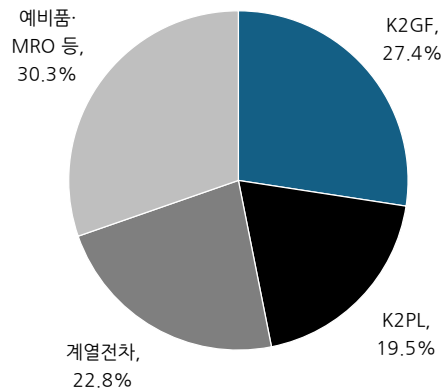
자료: 현대로템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림209 현대로템 수주잔고 추이



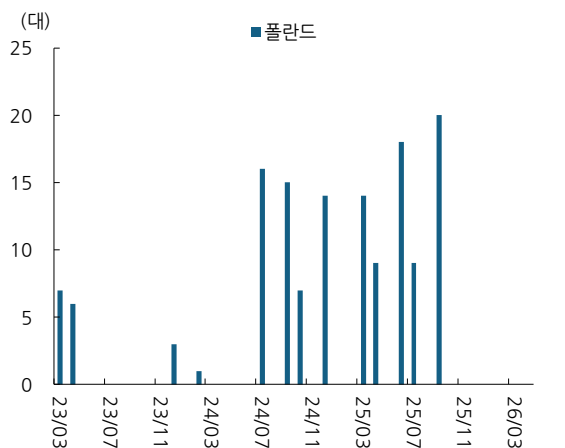
자료: 현대로템, DS투자증권 리서치센터

그림210 K2 폴란드 EC2 계약 비중 추정



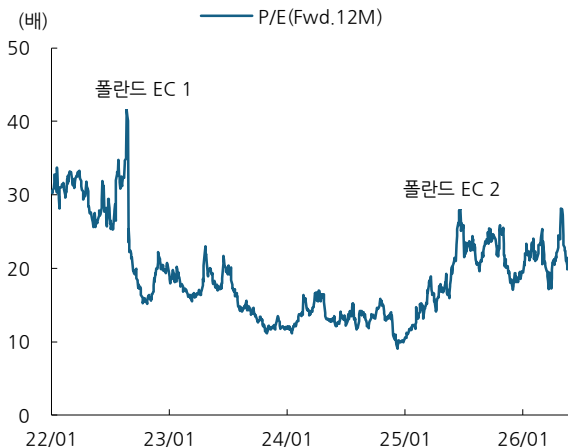
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림211 K2 전차 수출 수량 추이



자료: 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림212 현대로템 12m Fwd P/E 추이



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터



표55 K2 전차 경쟁 모델 정리

제조 기업명	현대로템	제네럴 다이내믹스	KNDS	라인메탈
항목	K2 목표	M1A2 에이브람스	레오파르트 2A8	KF51 판터
사진				
대당 가격	PL 기준 200억원 후반 추정	약 400억원	약 500억원	미정 (530억원 추정)
승무원 수	3명 (자동장전)	4명 (수동장전)	4명 (수동장전)	3명 (자동장전, 4번째 옵션)
전투 중량	56톤	~71톤 (SEPv3)	~69.5톤	~59톤
엔진	HD현대인프라코어 DV27K 디젤	Honeywell AGT1500 가스터빈	MTU MB 873 디젤 V12	MTU MB 873 디젤 V12
엔진 출력	1,500 마력	1,500 마력	1,500 마력	1,500 마력
최대 속도	70 km/h	67 km/h	68~72 km/h	~72 km/h
항속 거리	450 km	~426 km	~400 km	>500 km
주포	120mm L/55 활강포 (자동장전)	120mm M256 활강포 (수동장전)	120mm L/55(A1) 활강포 (수동장전)	130mm L/52 FGS 활강포 (자동장전)
부무장	12.7mm K6 중기관총 7.62mm 동축기관총	12.7mm M2HB 중기관총 7.62mm M240 x2	7.62mm 동축기관총 FLW 200 RWS	12.7mm 동축 중기관총 7.62mm RWS
특수 무장	KSTAM 타어택 스마트탄	M1147 AMP 다목적탄	DM11 프로그래밍 고폭탄	HERO 120 배회형 탄약 + 드론 통합
주요 장점	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기동성 우수</li> <li>- ISU 현가장치 (자세제어)</li> <li>- 자동장전 → 3명 운용</li> <li>- 4.1m 잠수도하 능력</li> <li>- 가격경쟁력 우수</li> <li>- 기술이전 적극적</li> <li>- PL 버전부터 Trophy APS 통합</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 풍부한 실전 경험</li> <li>- 열화우라늄 장갑 (최강 방호)</li> <li>- Trophy APS 통합</li> <li>- 미국 군수지원 체계</li> <li>- 정치·안보적 유대 강화</li> <li>- 대규모 부품 생태계</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 22개국 운용 (검증된 플랫폼)</li> <li>- 디지털 사격 통제 시스템</li> <li>- Trophy APS 통합</li> <li>- NATO 표준 호환성 최고</li> <li>- LEO User Club 공동 운용</li> <li>- 도시전 최적화 키트</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 130mm 차세대 주포</li> <li>- 배회형 탄약·드론 통합</li> <li>- SW 정의형 전차 (NGVA)</li> <li>- 59t 경량 설계</li> <li>- 통합 능동방호체계</li> <li>- 무인포탑 옵션 (KF51-U)</li> </ul>
주요 단점	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 실전 경험 전무</li> <li>- 측면 장갑 상대적 취약</li> <li>- 군수지원 네트워크 미성숙</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 71t 과중량 (교량 제한)</li> <li>- 가스터빈 연료소비 극심</li> <li>- 유지비 매우 높음 (연 ~\$120만)</li> <li>- 수출형 장갑 다운그레이드</li> <li>- 수동장전 (4명 필요)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 67.5t 중량 부담</li> <li>- 독일 정부 수출 규제</li> <li>- 기본 설계 노후화</li> <li>- 자동장전장치 미도입</li> <li>- 20여년간 생산보다 업그레이드에 집중하여 생산성 ↓</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 양산 실적 없음 (개발 중)</li> <li>- 실전 검증 전무</li> <li>- 가격 미확정 (고가 예상)</li> <li>- 130mm 탄약 보급체계 부재</li> <li>- NATO 120mm 비호환</li> </ul>
수출국 / 도입국	폴란드 (180+180대) 터키 (기술이전—알타이)	이집트 사우디아라비아 쿠웨이트 호주 폴란드 이라크 대만 모로코	노르웨이 (2A8) 헝가리 카타르 덴마크 / 그리스 / 스페인 인도네시아 / 터키 외 22개국+	이탈리아 (380대 계획) 헝가리 (공동개발) 우크라이나 (협의 중)  ※ 아직 양산·납품 실적 없음

자료: 각 사, 언론 보도 종합, DS투자증권 리서치센터

## [ 현대로템 064350 ]

재무상태표						손익계산서					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F		2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,686	7,163	8,295	9,679	10,921	매출액	4,377	5,839	6,904	8,178	8,752
현금 및 현금성자산	472	908	1,303	2,200	3,449	매출원가	3,548	4,447	5,309	6,218	6,651
매출채권 및 기타채권	965	3,438	2,782	3,057	2,935	매출총이익	829	1,392	1,595	1,960	2,100
재고자산	316	503	729	801	769	판매비 및 관리비	372	386	439	410	481
기타	1,933	2,313	3,480	3,621	3,768	영업이익	457	1,006	1,157	1,550	1,619
비유동자산	1,599	2,155	2,213	2,351	2,498	(EBITDA)	504	1,065	1,224	1,621	1,694
관계기업투자등	48	50	42	44	46	금융손익	12	25	53	34	34
유형자산	1,292	1,820	1,904	2,034	2,173	이자비용	17	8	7	10	10
무형자산	104	111	108	108	107	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	5,285	9,318	10,507	12,030	13,419	기타영업외손익	42	-27	38	16	16
유동부채	3,020	5,776	6,033	6,356	6,490	세전계속사업이익	510	1,004	1,247	1,600	1,669
매입채무 및 기타채무	670	988	1,376	1,512	1,451	계속사업법인세비용	104	234	287	352	367
단기금융부채	329	56	56	56	56	계속사업이익	405	770	961	1,248	1,302
기타유동부채	2,021	4,732	4,602	4,789	4,983	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	256	500	539	556	574	당기순이익	405	770	961	1,248	1,302
장기금융부채	22	76	76	76	76	지배주주	407	770	959	1,248	1,302
기타비유동부채	234	424	462	480	498	총포괄이익	399	1,059	961	1,248	1,302
부채총계	3,276	6,277	6,572	6,912	7,065	매출총이익률 (%)	18.9	23.8	23.1	24.0	24.0
지배주주지분	2,045	3,079	3,973	5,155	6,392	영업이익률 (%)	10.4	17.2	16.8	18.9	18.5
자본금	546	546	546	546	546	EBITDA마진률 (%)	11.5	18.2	17.7	19.8	19.4
자본잉여금	520	520	520	520	520	당기순이익률 (%)	9.3	13.2	13.9	15.3	14.9
이익잉여금	689	1,434	2,328	3,510	4,747	ROA (%)	7.7	10.5	9.7	11.1	10.2
비지배주주지분(연결)	-36	-38	-37	-37	-37	ROE (%)	21.8	30.1	27.2	27.3	22.6
자본총계	2,009	3,041	3,936	5,118	6,354	ROIC (%)	26.6	45.5	46.8	58.0	57.7

현금흐름표						주요투자지표					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F		2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	142	904	942	1,202	1,568	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	405	770	961	1,248	1,302	P/E	13.3	26.6	23.6	18.1	17.4
비현금수익비용가감	282	369	195	89	93	P/B	2.7	6.7	5.7	4.4	3.5
유형자산감가상각비	33	40	47	51	54	P/S	1.2	3.5	3.3	2.8	2.6
무형자산상각비	14	20	20	20	20	EV/EBITDA	9.9	18.2	16.9	12.2	10.9
기타현금수익비용	235	310	80	18	18	P/CF	7.9	18.0	19.6	16.9	16.2
영업활동 자산부채변동	-541	-120	-170	-134	174	배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권 감소(증가)	-552	-2,453	663	-275	122	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-153	-196	-240	-72	32	매출액	22.0	33.4	18.2	18.4	7.0
매입채무 증가(감소)	77	316	360	136	-60	영업이익	117.4	120.3	15.0	34.0	4.5
기타자산 부채변동	87	2,213	-952	77	80	세전이익	181.8	97.1	24.2	28.3	4.3
투자활동 현금	233	-232	-551	-240	-254	당기순이익	158.5	90.1	24.7	29.9	4.3
유형자산처분(취득)	-81	-129	-131	-181	-194	EPS	152.7	89.2	24.6	30.1	4.3
무형자산 감소(증가)	-30	-27	-20	-20	-20	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	324	-94	-392	-33	-34	부채비율	163.1	206.4	167.0	135.1	111.2
기타투자활동	20	18	-9	-6	-7	유동비율	122.1	124.0	137.5	152.3	168.3
재무활동 현금	-300	-237	-5	-65	-65	순차입금/자기자본(x)	-20.9	-37.6	-49.2	-56.0	-65.2
차입금의 증가(감소)	-291	-221	-4	0	0	영업이익/금융비용(x)	27.5	127.7	162.4	155.0	161.9
자본의 증가(감소)	-11	-22	-65	-65	-65	총차입금 (십억원)	351	132	132	132	132
배당금의 지급	11	22	65	65	65	순차입금 (십억원)	-419	-1,145	-1,936	-2,864	-4,145
기타재무활동	2	6	65	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	76	436	395	896	1,249	EPS	3,728	7,055	8,789	11,432	11,930
기초현금	396	472	908	1,303	2,200	BPS	18,737	28,211	36,400	47,233	58,563
기말현금	472	908	1,303	2,200	3,449	SPS	40,100	53,499	63,261	74,932	80,187
NOPLAT	363	772	891	1,209	1,263	CFPS	6,298	10,442	10,587	12,244	12,780
FCF	379	787	434	962	1,314	DPS	200	600	600	600	600

자료: 현대로템, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준



# 한화시스템

## 272210

### 수출 확대, 펄리 흑전, 우주의 삼박자

강태호 방산  
02-709-2666  
kth@ds-sec.co.kr

2026.05.28

#### 매수

목표주가(상향)	141,000원
현재주가(05/27)	109,600원
상승여력	28.6%

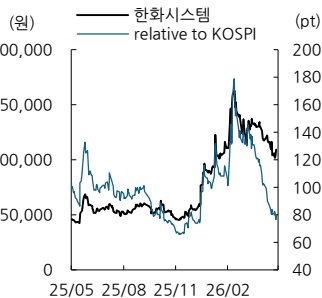
#### Stock Data

KOSPI	8,228.7pt
시가총액(보통주)	20,706십억원
발행주식수	188,919천주
액면가	5,000원
자본금	945십억원
60일 평균거래량	1,899천주
60일 평균거래대금	261,460백만원
외국인 지분율	9.1%
52주 최고가	184,000원
52주 최저가	41,550원
주요주주	
한화에어로스페이스(외 4인)	59.5%
국민연금공단(외 1인)	7.2%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-13.1	-37.5
3M	-3.5	-35.3
6M	136.5	30.1

#### 주가차트



#### 수출 비중 확대로 수익성 개선 본격화

한화시스템 1Q26 방산 사업부는 매출액 4,712억원(+9.5% YoY), 영업이익 690억원(+14.6%, OPM 14.6%)으로 분기 기준 역대 최대 영업이익률을 기록했다. 수출 비중은 30%로 전년 동기(35%) 대비 축소됐으나 UAE·사우디 M-SAM II MFR 진행률 인식 가속화에 따른 고수익 매출 반영으로 수익성이 개선되었다. 이라크 모델은 추가 개발 부담이 상대적으로 적어 세 국가 납품분이 동시 인식되는 27년 방산 사업부 이익률은 11.3%까지 상승할 것으로 추정한다. 한편 독일 딜 디펜스와 진행중인 IRIS-T SLM MFR 통합·개발이 성공할 경우 자체 레이다 수출 성과도 가시화될 전망이다. IRIS-T SLM은 유럽 내 주문이 급증하며 레이다 공급망 다변화 및 대탄도탄용 레이다 수요가 확대되고 있어 통합이 성공적으로 완료될 시 동사의 큰 성장 동력이 될 전망이다.

#### 펄리조선소는 4Q26 흑자전환 전망 유지, 위성은 하반기 주목

펄리조선소는 1Q26 PPA 상각비 50억원을 포함해 466억원의 영업손실을 기록했다. 기상 악화에 따른 조업 일수 감소가 주요 원인이나 3월 NSMV 3번함 인도로 공정 정상화가 진행되고 있음을 확인했다. 적자선종 인도 완료 후 CV선 건조가 본격화되면서 4Q 흑자전환이 가능할 전망이다. 한편 다부처 초소형 SAR 위성 양산사업자는 3Q에 결정될 예정이며 양산역량을 선제 확보한 동사가 유리한 위치에 있다고 판단한다. 공공기관용 SAR 위성 발주 및 수출 프로젝트에 대한 기대감도 유효하다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 141,000원으로 상향

투자의견 매수, 목표주가를 141,000원으로 상향 조정한다. 방산 사업부 실적 추정치 상향이 주요 배경이며 방산 사업부에는 Peer EV/EBITDA 28배를 적용했다. 우주 부문은 다부처 초소형 SAR 위성 사업자 선정 및 신규 계약 시 적용할 인율을 축소할 예정이다. 연내 폴란드 EC2 2차, M-SAM·L-SAM MFR 관련 추가 수주가 기대되며 체계 업체의 KF-21·수상함·잠수함 수출 시 수출 매출도 동반 성장할 전망이다. 한국 무기의 핵심 방산전자 업체로서의 프리미엄은 여전히 타당하며 실적 고성장을 통해 밸류에이션 부담도 완화될 것으로 판단한다.

#### Financial Data

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,804	3,664	4,230	4,961	5,994
영업이익	219	120	239	470	649
영업이익률(%)	7.8	3.3	5.6	9.5	10.8
세전이익	581	115	204	596	685
지배주주지분순이익	454	242	199	473	544
EPS(원)	2,405	1,282	1,062	2,529	2,907
증감률(%)	30.1	-46.7	-17.1	138.1	15.0
ROE(%)	19.6	6.6	4.1	9.3	9.8
PER(배)	9.4	42.4	103.2	43.3	37.7
PBR(배)	1.7	2.1	4.2	3.9	3.6
EV/EBITDA(배)	13.3	38.0	48.2	30.0	22.9

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## Valuation

### 투자의견 매수, 목표주가 141,000원으로 상향

한화시스템에 대해 투자의견 ‘매수’, 목표주가 141,000원으로 상향 조정한다. 1Q26 실적을 통해 M-SAM II MFR의 우수한 수익성을 확인한 데 따라 방산 사업부 영업이익 추정치를 상향했다.

목표 배수는 방산 사업부의 경우 유사한 영업이익 성장세가 기대되는 엘빗 시스템즈의 27F EV/EBITDA를 적용하였으며 ICT·필리는 각 Peer group의 27F EV/EBITDA를 적용하였다. 우주 사업부는 초소형다부처 SAR 위성 사업자 선정 미확정 및 민수 부문 확장 초기 단계인 점을 감안해 Peer 대비 50% 할인한 멀티플을 적용하였다.

표56 한화시스템 목표주가 산정 방식

(십억원, 배)	금액	적용 멀티플	가치	비고
<b>27F 영업 가치 (a)</b>			<b>24,524</b>	
방산 EBITDA (우주 제외)	635	28.0	17,816	Elbit systems 27F EV/EBITDA
ICT EBITDA	139	14.4	2,004	국내 SI Peer 27F EV/EBITDA
필리조선소 EBITDA	59	6.6	389	미 조선소 Peer 27F EV/EBITDA
우주 Sales	524	8.2	4,314	글로벌 위성 Peer 27F EV/Sales 50% 할인
<b>(%, 십억원)</b>	지분율	시총	NAV	<b>비고</b>
<b>지분 가치 (b)</b>			<b>1,835</b>	<b>40% 할인</b>
한화오션	7.2	37,444	2,711	전일 종가 기준
오스탈	19.9	1,744	347	전일 종가 기준
<b>비상장 자회사 (c)</b>			<b>1,181</b>	<b>장부가액 적용</b>
<b>순차입금 (d)</b>			<b>1,183</b>	
<b>비지배지분 (e)</b>			<b>56</b>	
<b>Target 시가총액</b>			<b>26,301</b>	<b>(a)+(b)+(c)-(d)-(e)</b>
유통주식수 (주)			186,993,261	자사주 1,926,128주 제외
<b>목표 주가 (원)</b>			<b>141,000</b>	
현재 주가 (원)			109,600	
<b>상승 여력 (%)</b>			<b>28.6</b>	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표57 Peer Group 주요 재무 지표 및 밸류에이션

(십억원, %)	구분	272210-KR 한화시스템	HAG-DE 헨젤트	ESLT-IL 엘빗 시스템즈	LDO-IT 레오나르도	HO-FR 탈레스
매출액	24	2,804	3,304	9,311	26,202	30,352
	25	3,664	3,938	11,283	31,282	35,506
	26F	4,230	4,825	13,710	38,278	41,481
	27F	4,961	5,656	15,182	42,351	44,932
영업이익	24	219	335	678	1,695	2,680
	25	120	387	993	1,989	3,559
	26F	239	636	1,379	3,468	5,116
	27F	470	793	1,611	4,118	5,742
PER (배)	24	9.4	37.1	35.8	13.9	27.5
	25	42.4	95.7	46.7	23.2	28.2
	26F	103.2	48.4	57.9	23.2	21.8
	27F	43.3	36.6	49.0	19.1	19.0
매출액 성장률	24	14.3	42.5	30.7	31.1	27.2
	25	30.7	19.2	21.2	19.4	17.0
	26F	15.4	22.5	21.5	22.4	16.8
	27F	17.3	17.2	10.7	10.6	8.3
영업이익 성장률	24	78.9	56.1	125.7	45.3	36.8
	25	-45.3	15.4	46.5	17.3	32.8
	26F	99.1	64.6	38.9	74.4	43.8
	27F	96.9	24.5	16.8	18.7	12.2
ROE	24	19.6	12.8	10.5	12.8	14.0
	25	6.6	9.6	14.7	13.2	21.6
	26F	4.1	18.2	14.9	12.5	24.4
	27F	9.3	21.2	15.6	13.7	24.8
시가총액		21,504	17,378	59,950	53,110	82,786
주가 수익률	1M	-13.1	16.3	-3.4	0.5	0.5
	YTD	98.2	12.9	26.7	3.1	-1.1

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터 추정/ 주1: 비교를 위해 해외기업 또한 원단위로 통일/ 주2: 한화시스템 데이터는 당사 추정, 해외 기업은 Factset Consensus

표58 사업부문별 Peer Group Valuation

방산 Peer	(배)			
기업명	엘빗 시스템즈			평균
26F EV/EBITDA	32.1			32.1
27F EV/EBITDA	28.0			28.0
ICT Peer				
기업명	삼성SDS	LG CNS	현대오토에버	평균
26F EV/EBITDA	6.7	9.3	34.2	16.7
27F EV/EBITDA	5.7	8.4	29.0	14.4
필리 Peer				
기업명	핀칸티에리	오스탈		평균
26F EV/EBITDA	7.8	8.5		8.1
27F EV/EBITDA	6.8	6.5		6.6
우주 Peer				
기업명	Synspective	QPS Holdings	플래닛 랩스	평균
26F EV/Sales	30.8	18.3	31.2	26.8
27F EV/Sales	15.2	10.4	23.9	16.5

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

## 투자 포인트

### 1. M-SAM II MFR 매출 인식 가속화로 수출 이익 상승

26~28 중동 3국 M-SAM II MFR 매출 인식 본격화

2026~2028년 사우디·UAE·이라크 M-SAM II MFR 매출 인식이 본격화될 전망이다. 1Q26 방산 사업부는 영업이익 690억원(+14.6%, OPM 14.6%)으로 수출 비중 30%로 전년 동기 대비(35%) 축소된 수치에서 기록한 호실적이다. 1Q26에 인식된 주요 수출 매출은 UAE·사우디 M-SAM II MFR로 해당 사업의 이익률이 우수하다는 내용을 확인할 수 있는 실적이었다.

수출 매출 인식 가속화에 따른 수익성 개선 본격화도 기대

매출 인식이 가속화되며 수익성 개선이 본격화될 전망이다. UAE>사우디>이라크 순으로 개발 비중이 큰 것으로 파악되어 사우디, 이라크 매출 비중 확대 시 수출 이익률이 더 상승할 수 있다고 판단한다. 또한 추후 중동 내 추가 발주 시에도 1) 개발 부담 상대적 완화, 2) 실전 경험 입증을 통한 가격 협상력 강화 전망에 따라 더 좋은 조건의 계약이 기대된다. 2026년, 2027년 각각 중동 3국 향 M-SAM II 매출을 3,200억원, 4,900억원으로 추정하며 가시성 높은 수주로는 폴란드 K2 EC2 K2PL, 중동 L-SAM MFR이 27년 실적에 포함될 수 있다. 이에 따라 방산 매출 중 수출 비중은 26년 21%에서 28년 27%까지 상승할 것으로 판단한다.

표59 수출 계약별 매출 인식 금액 추정

계약명	계약 규모 (십억원)	계약 기간 (년)	연도별 매출 인식 금액 추정 (십억원)		
			26F	27F	28F
천궁 II 다기능레이다 수출 (UAE)	1,302	10	143	182	260
폴란드 K2 전차 수출사업 조준경 등 17종 계약	257	2			
SA-MSAM 사업 다기능레이더 분야 양산 (사우디)	1,195	10	72	203	287
이집트 K9/K11 자동사격통제장치, C2 장치 물품구매계약	82	4	29	21	8
폴란드 EC2 K2GF 조준경 외 물품공급계약	203	2	116		
이라크 천궁 II 다기능레이다 수출	1,100	10	110	110	187
중동(사우디 or UAE) L-SAM MFR (계약 체결 가정)	1,600	10		64	288
폴란드 EC2 K2PL (계약 체결 가정)	200	2	100	100	
연도별 총 수출 매출 추정 (십억원)			569.5	680.0	1,030.5
방산사업부 전체 매출 (십억원)			2,738	3,174	3,829
수출 비중 (%)			21	21	27

자료: 료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정/ 회색은 가능성 높은 계약에 대한 당사 추정치

## 2. IRIS-T SLM 레이다 통합 시 직수출 기대

IRIS-T SLM MFR 통합·  
개발 성공 시 직수출 성과  
가시화될 전망

독일 딜 디펜스와 진행중인 IRIS-T SLM MFR 통합·개발이 성공할 경우 자체 레이다 수출 성과도 가시화될 전망이다. 딜 디펜스 입장에서는 1) SLM의 대 탄도탄용 레이다 옵션 제공, 2) 레이다 공급망 다변화로 생산 병목 방지라는 두 목적을 다 달성할 수 있다. 레이다는 전체 체계 가격의 30%내외를 차지하는 부품으로 사용 시에도 유럽산 기준을 충족할 수 있다.

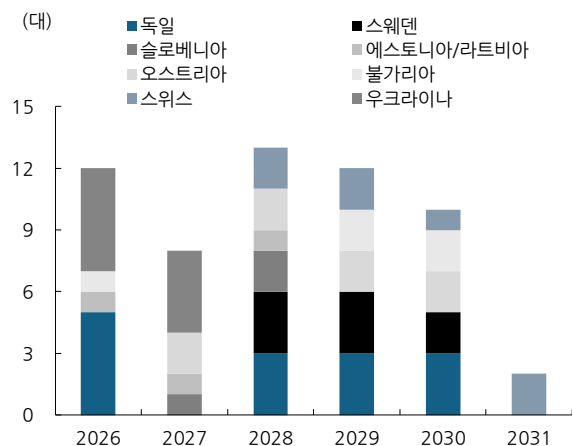
IRIS-T는 26년 기준 연 10대 제작이 가능하며 2년 내 연 16대 생산을 목표로 하고 있으며 현재 10개 국이 약 50대 이상 인도를 기다리며 유럽의 중거리 드론·순항미사일 방공 체계의 표준이 되어가고 있다. 동사의 AESA MFR 통합 성공 시 유의미한 직수출 파이프라인이 될 것으로 기대한다.

그림213 한화시스템·딜 디펜스 MFR 레이다 사업협력 MOU



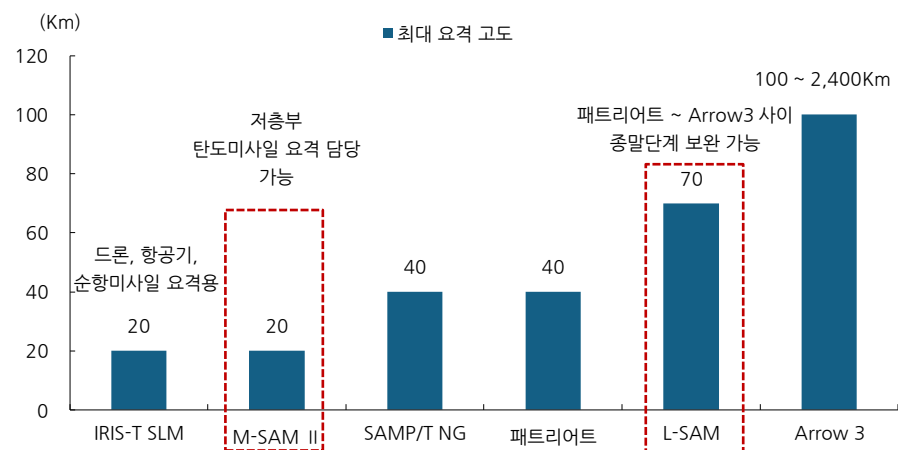
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림214 IRIS-T 연도별 인도 일정 추정



자료: 각 국, DS투자증권 리서치센터 추정

그림215 유럽 방공망 최대 요격 고도



자료: 각 사 종합, DS투자증권 리서치센터

### 3. 필리조선소 4Q26 흑자전환 및 군수지원함 모멘텀

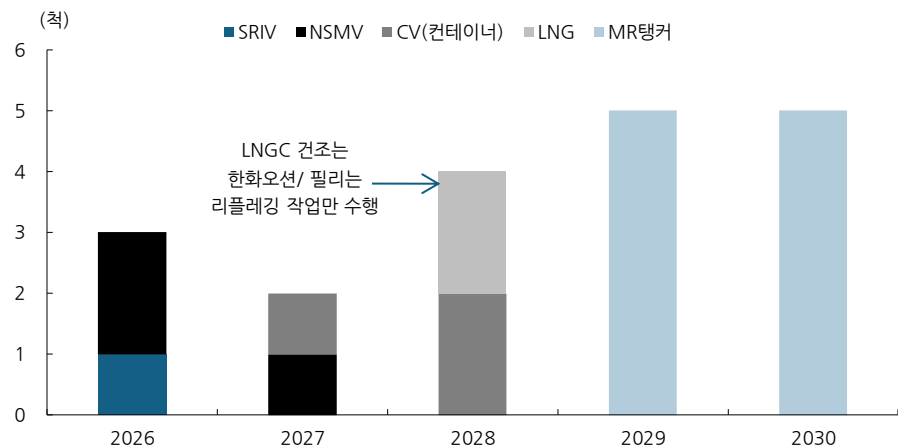
#### 4Q26 흑자 전환 기대

필리조선소는 1Q26 PPA 상각비 50억원을 포함해 466억원의 영업손실을 기록했다. 기상 악화에 따른 조업 일수 감소가 주요 원인이나 3월 NSMV 3번함 인도로 공정 정상화가 진행되고 있음을 확인했다. 연내 NSMV 4번함과 SRIV선이 인도될 전망이다. 적자 선종 인도가 마무리되면 흑자 선종인 CV선 건조가 본격화되면서 분기별 적자 규모가 축소되고 4Q 흑자 전환이 가능할 전망이다.

#### NGLS 설계 참여로 미 해군 시장 진입 모멘텀 가시화

한편 핀칸티에리 자회사 VARD와 공동 추진 중인 NGLS(차세대 군수지원함) 설계를 통해 미 해군 시장 진입 모멘텀도 가시화되고 있다. 사업 초기 단계인 만큼 사업자 선정 여부나 필리조선소에서의 건조 확정을 단언하기는 어려우나, 최종 2개 컨소시엄 후보에 오른 만큼 미 해군 시장 진입 가능성을 긍정적으로 평가한다.

그림216 필리조선소 수주 현황 및 인도 일정



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

표60 필리조선소 수주잔고

선종	건조 예정	계약일	발주처	선가 (백만 달러)
Stone Dump/Fallpipe	2026-05	2021-11	GLDD	197
Container	2026-11	2022-11	Matson Inc	333.3
Container	2027-03	2022-11	Matson Inc	333.3
Container	2027-11	2022-11	Matson Inc	333.3
LNG	2028-01	2025-07	한화 쉬핑	250
LNG	2028-02	2025-08	한화 쉬핑	250
Chem & Oil * 10척	2030	2025-08	한화 쉬핑	-

자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

#### 4. 다부처 초소형 SAR 위성 사업자 선정 기대

다부처 초소형 SAR 위성  
양산 사업자 선정 가능성  
높다는 판단

올해 하반기 다부처 초소형 SAR 위성 양산 사업자 선정이 예정되어 있으며 동사의 수주 가능성을 높게 판단한다. 1) 자체 제작·개발한 1m급 SAR 위성 1기를 이미 발사 후 운용 중이며 연내 0.25m SAR 위성 추가 발사가 예정되어 있으며, 2) 운용 중인 위성을 통해 데이터 분석 노하우를 이미 축적하고 있고, 3) 제주 우주센터로 양산 CAPA를 이미 확보하였기 때문이다.

다부처 초소형 SAR 위성 사업은 1차 40기 규모의 위성을 2028부터 2030년까지 총 40기를 발사할 전망이다. 비교적 짧은 시간 내 다수의 위성을 제작 및 발사해야 하는 사업임을 고려하면 양산 능력이 주요 평가지표일 것으로 판단한다. 한화우주센터는 현재 월 2기, 장기적으로 월 8기 SAR 위성 생산을 목표로 하고 있기 때문에 생산 일정에 문제가 없으며 합리적 가격도 구축할 것으로 판단한다. 1기 당 양산 가격을 100억원으로 추정하면 수주 시 약 4,000억원의 SAR 위성 매출이 발생할 것으로 판단한다. 특히 초소형 SAR 위성의 수명은 평균 3년 수준으로 지속적인 발사가 필요한 만큼 사업자 선정 시 반복매출 발생 효과도 기대해볼 수 있다.

그림217 한화 제주 우주 센터 전경



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림218 한화시스템 SAR 위성



자료: 언론보도, DS투자증권 리서치센터



## 실적 전망

### 26F 매출 4.2조원(+15.4%), 영업이익 2,387억원(+99%) 전망

수출 매출 인식 가속화와 국내 방산 사업 매출 성장 지속에 따라 방산 사업부 매출액은 +12% 상승할 전망이며 ICT 또한 계열사향 매출 인식 확대에 +20% 성장할 전망이다. 다만 영업이익은 우주 및 수출 관련 자체 투자 개발비 대폭 증액으로 방산 사업부 영업이익 개선은 제한적(+4.6%)일 전망이다.

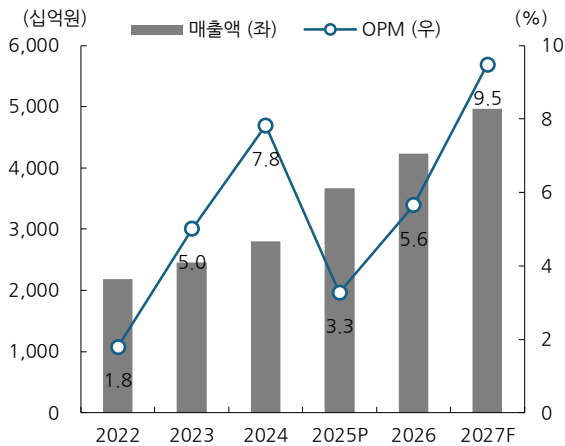
하지만 27~28년 수출 매출 인식 가속화, 사우디·UAE·이라크 M-SAM II MFR 동시 인식에 힘입어 방산 영업이익이 각각 49%, 48% 상승할 것으로 전망한다. 전사 기준으로 27년 필리조선소 흑자 전환에 따라 영업이익이 96% 증가할 것으로 예상된다. 연내 폴란드 EC2 2차, M-SAM-L-SAM MFR 관련 추가 수주가 기대되며 체계 업체의 KF-21·수상함·잠수함 수출 시 수출 매출도 동반 성장할 전망이다. 현 시점 벨류에이션 부담이 다소 있으나 향후 실적 성장성을 감안하면 점진적으로 완화될 전망이다.

표61 한화시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	690.1	768.2	807.7	1,398.1	807.1	913.0	947.0	1,562.5	3,664.1	4,229.6	4,961.0	5,994.5
YoY (%)	26.8	11.8	26.4	49.8	17.0	18.9	17.2	11.8	30.7	15.4	17.3	20.8
방산	430.3	470.2	481.4	1,056.9	471.2	565.8	579.2	1,122.1	2,438.8	2,738.4	3,174.3	3,829.0
YoY (%)	12.7	-4.7	2.9	39.8	9.5	20.3	20.3	6.2	16.2	12.3	15.9	20.6
ICT	141.5	147.0	155.7	208.4	172.3	176.4	188.4	252.2	652.6	789.3	935.0	1,103.3
YoY (%)	-11.8	-22.7	-8.2	19.4	21.8	20.0	21.0	21.0	-6.1	20.9	18.5	18.0
필리조선소+신사업	118.3	151.0	170.6	132.8	163.6	170.8	179.3	188.3	572.7	702.0	851.8	1,064.2
영업이익	33.6	32.5	20.6	33.2	34.3	50.6	51.9	101.9	119.9	238.7	469.9	649.5
YoY (%)	-26.2	-61.5	-65.8	14.1	2.1	55.8	151.7	207.0	-45.3	99.1	96.9	38.2
OPM	4.9	4.2	2.6	2.4	4.2	5.5	5.5	6.5	3.3	5.6	9.5	10.8
방산	50.3	52.5	49.8	76.5	69.0	56.6	41.1	72.9	229.1	239.6	358.7	530.9
방산 OPM	11.7	11.2	10.3	7.2	14.6	10.0	7.1	6.5	9.4	8.8	11.3	13.9
ICT	10.8	10.8	12.0	17.2	13.4	19.1	20.7	29.0	50.8	82.2	102.2	107.3
ICT OPM	7.6	7.3	7.7	8.3	10.1	10.8	11.0	11.5	7.8	10.4	10.9	9.7
필리조선소+신사업	-27.5	-30.8	-41.2	-60.5	-48.1	-25.0	-10.0	0.0	-160.0	-83.1	9.0	11.3
필리 OPM	-22.9	-20.3	-23.2	-45.4	-28.7	-14.7	-5.6	0.0	-27.6	-11.7	1.1	1.1
지배주주순이익	25.1	47.8	155.0	-12.5	-93.9	68.5	74.1	116.2	215.5	159.7	472.9	550.0
YoY (%)	-51.5	68.9	1,549.1	적전	적전	49.2	-43.7	흑전	-52.6	-25.9	196.0	16.3
NPM	3.6	6.2	19.2	-0.9	-11.6	7.3	7.7	7.8	5.9	3.8	9.5	9.2

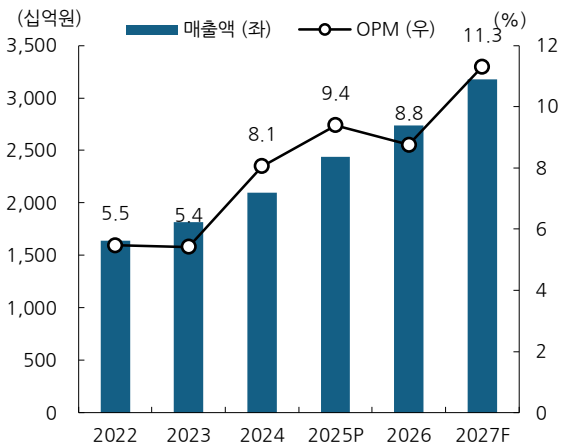
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림219 한화시스템 연간 실적 추이 및 전망



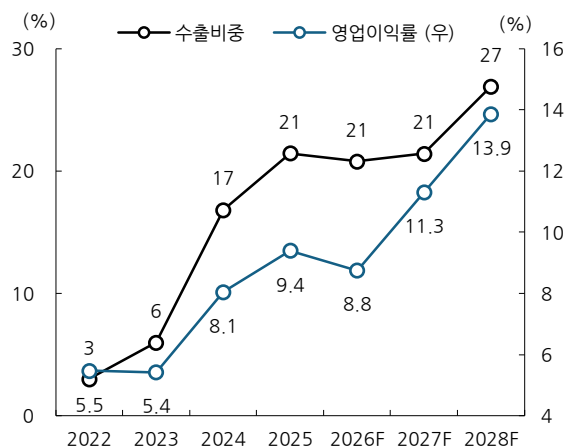
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림220 한화시스템 방산사업부 연간 실적 추이 및 전망



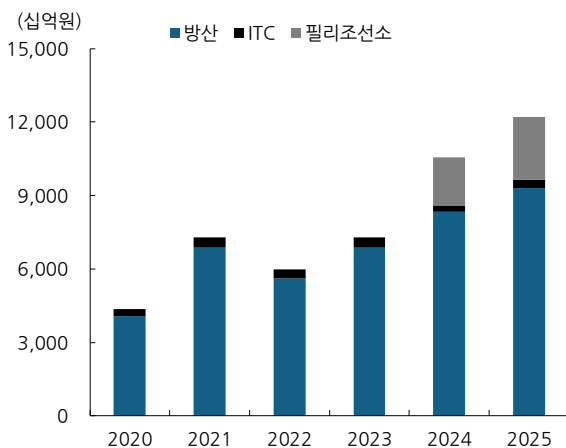
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림221 수출 비중 및 영업이익률 추이 및 전망



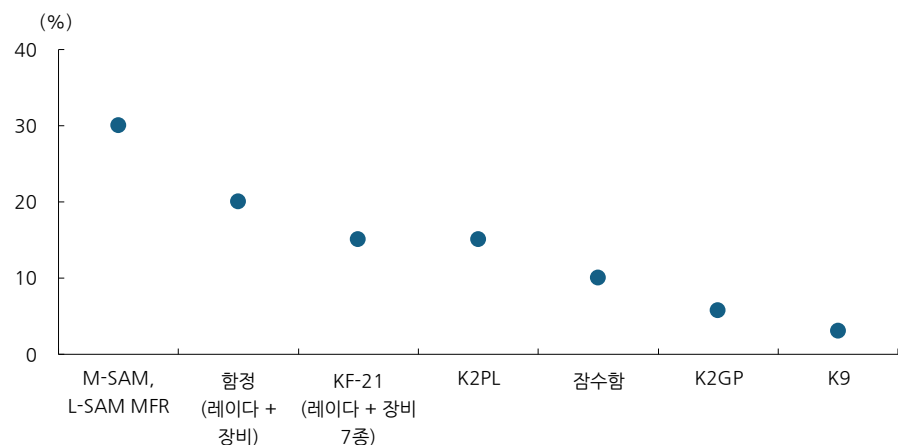
자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림222 수주잔고 추이



자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터

그림223 주요 한국 무기 체계 별 동사 매출 비중



자료: DS투자증권 리서치센터

## [ 한화시스템 272210 ]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F		2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286	2,929	3,292	3,665	4,058	매출액	2,804	3,664	4,230	4,961	5,994
현금 및 현금성자산	200	325	784	1,234	1,472	매출원가	2,388	3,272	3,752	4,220	5,035
매출채권 및 기타채권	313	452	469	488	528	매출총이익	416	392	477	741	959
재고자산	610	811	850	867	938	판매비 및 관리비	196	272	239	271	310
기타	1,163	1,340	1,190	1,076	1,120	영업이익	219	120	239	470	649
비유동자산	3,524	7,399	7,958	8,323	8,736	(EBITDA)	333	300	459	723	938
관계기업투자등	1,829	5,560	5,942	6,183	6,434	금융손익	9	7	20	4	0
유형자산	636	823	997	1,129	1,297	이자비용	22	38	38	22	20
무형자산	734	710	693	672	652	관계기업등 투자손익	329	24	9	-18	-15
자산총계	5,810	10,327	11,250	11,988	12,794	기타영업외손익	24	-36	-64	140	50
유동부채	2,677	3,335	3,642	3,822	3,962	세전계속사업이익	581	115	204	596	685
매입채무 및 기타채무	436	722	721	750	781	계속사업법인세비용	104	-86	34	113	130
단기금융부채	109	426	651	711	723	계속사업이익	477	201	170	483	555
기타유동부채	2,131	2,187	2,269	2,361	2,457	중단사업이익	-32	8	-7	0	0
비유동부채	678	1,991	2,588	2,766	2,982	당기순이익	445	209	163	483	555
장기금융부채	364	1,190	1,714	1,714	1,714	지배주주	454	242	199	473	544
기타비유동부채	313	801	874	1,052	1,268	총포괄이익	427	2,418	163	483	555
부채총계	3,355	5,326	6,230	6,588	6,944	매출총이익률 (%)	14.8	10.7	11.3	14.9	16.0
지배주주지분	2,490	4,849	4,921	5,301	5,751	영업이익률 (%)	7.8	3.3	5.6	9.5	10.8
자본금	945	945	945	945	945	EBITDA마진률 (%)	11.9	8.2	10.9	14.6	15.6
자본잉여금	1,092	1,123	1,124	1,124	1,124	당기순이익률 (%)	15.9	5.7	3.9	9.7	9.3
이익잉여금	589	709	814	1,193	1,643	ROA (%)	8.8	3.0	1.8	4.1	4.4
비지배주주지분(연결)	-34	152	99	99	99	ROE (%)	19.6	6.6	4.1	9.3	9.8
자본총계	2,456	5,001	5,020	5,400	5,850	ROIC (%)	27.8	12.9	37.4	104.7	242.0

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F		2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	133	79	316	1,128	1,042	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	445	209	163	483	555	P/E	9.4	42.4	103.2	43.3	37.7
비현금수익비용가감	-60	144	82	439	509	P/B	1.7	2.1	4.2	3.9	3.6
유형자산감가상각비	92	141	179	215	251	P/S	1.5	2.8	4.9	4.2	3.5
무형자산상각비	22	39	42	38	37	EV/EBITDA	13.3	38.0	48.2	30.0	22.9
기타현금수익비용	-174	-36	-210	196	236	P/CF	11.1	29.1	84.5	22.5	19.5
영업활동 자산부채변동	-218	-211	79	206	-21	배당수익률 (%)	1.5	0.9	0.5	0.5	0.5
매출채권 감소(증가)	-92	-143	-15	-19	-40	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-106	-188	-39	-17	-71	매출액	14.3	30.7	15.4	17.3	20.8
매입채무 증가(감소)	2	234	-57	29	30	영업이익	78.9	-45.3	99.1	96.9	38.2
기타자산 부채변동	-21	-113	191	213	59	세전이익	31.0	-80.2	77.3	192.3	15.0
투자활동 현금	-442	-1,170	-606	-644	-724	당기순이익	29.8	-53.0	-22.0	196.0	15.0
유형자산처분(취득)	-240	-297	-349	-347	-420	EPS	30.1	-46.7	-17.1	138.1	15.0
무형자산 감소(증가)	-25	-19	-17	-17	-17	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-171	-758	-240	-266	-273	부채비율	136.6	106.5	124.1	122.0	118.7
기타투자활동	-6	-96	0	-13	-14	유동비율	85.4	87.8	90.4	95.9	102.4
재무활동 현금	35	1,237	733	-34	-81	순차입금/자기자본(x)	6.2	22.6	28.2	18.8	13.4
차입금의 증가(감소)	84	1,109	733	59	13	영업이익/금융비용(x)	9.8	3.2	6.3	21.4	32.5
자본의 증가(감소)	-52	-65	-93	-93	-93	총차입금 (십억원)	473	1,616	2,366	2,425	2,438
배당금의 지급	52	65	93	93	93	순차입금 (십억원)	152	1,128	1,415	1,017	785
기타재무활동	3	194	93	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-276	126	459	450	238	EPS	2,405	1,282	1,062	2,529	2,907
기초현금	476	200	325	784	1,234	BPS	13,181	25,668	26,050	28,059	30,442
기말현금	200	325	784	1,234	1,472	SPS	14,841	19,395	22,389	26,260	31,730
NOPLAT	180	87	199	381	526	CFPS	2,041	1,871	1,297	4,881	5,630
FCF	-274	-1,028	-282	484	319	DPS	350	500	500	500	500

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한화에어로스페이스 (012450) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-01-07	매수	440,000	21.4	73.6	
2025-03-19	매수	920,000	-19.7	-17.8	
2025-03-21	유지	750,000	-1.7	10.7	
2025-05-02	매수	950,000	-2.1	18.3	
2025-05-02	매수	950,000	-2.1	18.3	
2025-10-31	담당자변경				
2025-10-31	매수	1,400,000	-27.8	-25.6	
2025-11-04	매수	1,460,000	-34.3	-11.0	
2026-01-19	매수	1,570,000	-14.7	-2.1	
2026-05-28	매수	1,910,000			

LIG디펜스엔에어로스페이스 (079550) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-10-14	매수	270,000	-15.6	-0.4	
2025-01-07	매수	300,000	-9.2	24.2	
2025-05-09	매수	420,000	30.8	142.9	
2026-05-28	담당자변경				
2026-05-28	매수	1,250,000			

한국항공우주 (047810) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2026-05-28	담당자변경				
2026-05-28	매수	224,000			

현대로템 (064350) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2026-05-28	담당자변경				
2026-05-28	매수	270,000			

한화시스템 (272210) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-04-24	담당자변경				
2025-04-24	매수	48,000	4.7	42.9	
2025-04-30	매수	48,000	6.6	42.9	
2025-07-09	매수	67,000	-17.5	-6.0	
2025-07-30	매수	67,000	-17.6	-6.0	
2025-10-21	매수	67,000	-15.5	-6.0	
2025-11-03	매수	71,000	-5.3	73.2	
2026-02-13	매수	137,000	-7.9	18.8	
2026-05-28	매수	141,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2026.03.31

매수	중립	매도
98.8%	1.2%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

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

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

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