

## 방위산업

## 글로벌 표준을 향해

- 확대되는 시장 속 경쟁 업체들의 설비투자 증가 추세 지속
- 북미, 유럽 지역 수출국 확대에 주목
- 현지거점 보유, 투자에 적극적인 한화에어로스페이스 최선호주로 제시

## 방위산업 투자이견 비중확대(Overweight) 제시

26년 전세계 국가들의 GDP 대비 방위비 비중 증가에 따라 시장 규모 지속 확대 전망, 향후 수주 경쟁력의 핵심은 다각화된 체계 및 시장, 현지거점/투자 및 파트너십 정도가 될 것이라 판단. 26년 말 기준 방위산업체 5사 합산 수주잔고는 약 110조원(+28.8% YoY), 입찰 계획 중인 사업 총 액수는 약 50조원으로 28년 실적에 일부 더해지며 성장 지속 전망

## 미국 및 서유럽 시장에 도전하고 있는 K-방산, Valuation 리레이팅 필요

우리나라 방위산업은 과거 방위산업 블록화로 진출이 제한되었던 미국 및 서유럽 시장에 도전 중. NATO 회원국 연간 총 방위비 지출은 약 2,000조원이며 그 중 수입 비중 5% 가정 시 연간 100조원 규모의 시장. 해당 시장 접근 위해서는 현지화 전략이 필수. 미국 고등훈련기(UJTS) 및 차세대 자주포(SPH-M), 스페인 자주포 사업은 이를 알리는 신호탄이 될 것

## 국내 항공우주 산업의 변곡점이 될 26년

방위산업은 정부 중심 올드 스페이스와 민수 중심 뉴스페이스 시대를 연결해주는 가교 역할을 수행할 것. 단기적으로는 지상 무기체계로부터 실적 성장이 지속되며 중장기적으로는 KF-21 및 국방용 위성에 기반해 유무인복합체계, 항공엔진 및 유도무기 국산화, 저궤도 위성 및 발사체 등 항공우주 산업 발전을 전망

## Top-Pick: 한화에어로스페이스 / 차선호주: 현대로템

1) 한화에어로스페이스: 폴란드형 K9 자주포 및 천무 매출 인식이 지속되는 가운데, 이집트 및 호주 K9 자주포 양산 매출 인식 본격화. 다각화된 포트폴리오 및 현지 거점 기반 유럽, 남중국해, 북미 등 다수 수주 모멘텀 보유

2) 현대로템: 26년 폴란드 EC2 매출 인식 지속, 국내 방위산업체 피어 그룹 내 밸류에이션 부담이 가장 적으며 연내 수출 파이프라인 확대를 기대

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	25,335	44,208	54,220	61,450	61,844
영업이익	2,881	4,856	6,468	8,755	8,611
세전순이익	4,148	3,810	5,782	8,120	7,873
총당기순이익	3,781	3,606	4,620	6,488	6,278
지배지분순이익	3,333	2,860	4,507	6,295	6,088
EPS	68,368	48,800	79,063	114,122	107,129
PER	10.1	32.0	26.2	18.8	19.4
BPS	354,486	466,462	546,521	662,970	772,873
PBR	0.9	1.6	1.8	1.5	1.3
ROE	19.3	10.5	14.5	17.2	13.9

자료: 한화에어로스페이스, 현대로템, 한국항공우주, UG D&A, 한화시스템 합산, 대신증권 Research Center

최정환 CFA jeonghwan.choi@daishin.com

투자의견

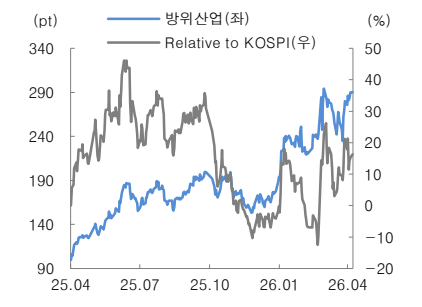
Overweight

비중확대, 신규

## Rating &amp; Target

종목명	투자의견	목표주가
한화에어로스페이스	Buy	1,880,000
현대로템	Buy	250,000
한국항공우주	Buy	232,000
UG D&A	Buy	1,100,000
한화시스템	Buy	150,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.0	21.9	58.4	148.3
상대수익률	-1.7	-1.5	-2.3	4.0





## Contents

I.	26년 방위산업 투자전략	4
II.	성장하는 방위산업, 심화되는 경쟁	10
III.	전투기 시장을 장악할 KF-21 보라매	26
IV.	우주산업을 선도할 방위산업체	32
V.	기업 분석	
	한화에어로스페이스	44
	현대로템	50
	한국항공우주	55
	LIG D&A	60
	한화시스템	65

# I. 26년 방위산업 투자전략

## 수출국 다변화, 현지화 전략, KF-21 이 가져올 변화

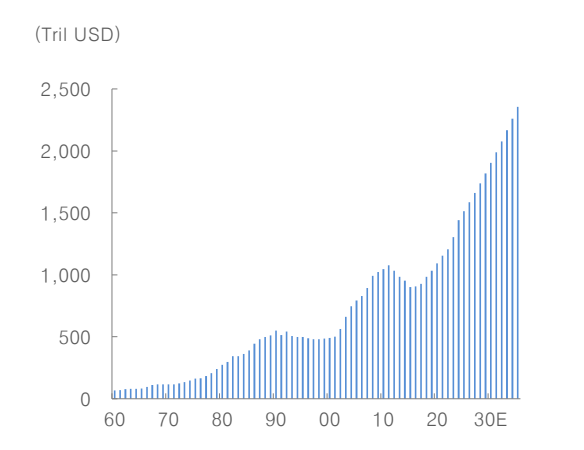
수출국 다변화,  
현지화 전략에 따른  
멀티플 리레이팅 필요

26년은 수출국 다변화 및 현지화 전략에 따른 국내 방위산업체들의 멀티플 리레이팅이 이루어지는 한 해가 될 것이라 전망한다. 수주산업의 멀티플은 미래 잠재적 수주 계약의 현재가치 총합을 반영한다. 트럼프 2기 행정부 취임 이후 유럽 방위산업체들 멀티플이 급격히 상승하기 시작했는데, 이는 미국의 안보 분담 원칙 및 25년 2월 유럽재무장계획 선언으로 방위산업체들의 미래 수주 계약의 총 현재가치가 급격히 높아졌기 때문이다. 유럽방위산업전략, 유럽재무장계획에 따르면 EU는 2035년까지 방산물자 역내 조달 비중을 60%까지 확대, NATO 회원국 또한 직간접적으로 GDP 대비 방위비 지출을 2035년까지 5%(방산물자 조달 관련 3.5%)까지 늘리겠다고 결의했다. 본래 NATO 회원국 방산물자 시장은 미국, 영국, 프랑스, 독일이 과점하고 있었기 때문에 이러한 정책적 방향성에 따라 해당 국가들의 방위산업체들이 가장 큰 수혜를 볼 수 있었고 특히 단기에 부족한 탄약, 장약, 지상 무기체계를 생산하는 라인메탈의 멀티플이 급격히 상승했다.

라인메탈은 Pzh2000 자주포, 레오파르트2 전차의 주포를 생산하고 있는 기업이며 총 12종의 지상 무기체계, 장약 및 탄약, 군함을 생산하는 유럽 최대 방위산업체이다. 유럽 내 7개 국가(향후 15개로 확장)에 생산 거점을 보유하고 있어 유럽재무장계획의 가장 큰 수혜자이며 우리나라의 한화에어로스페이스, 현대로템과 경쟁관계이다.

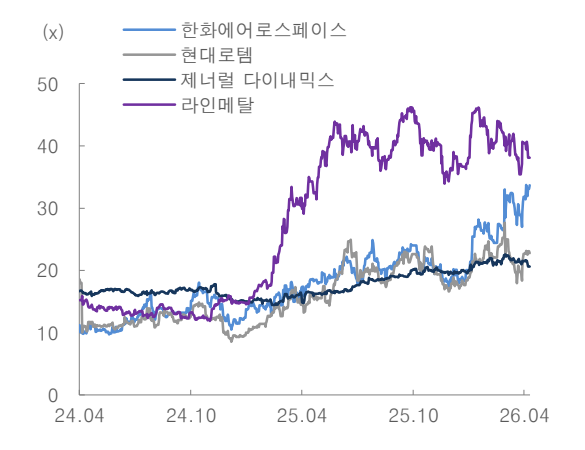
우리나라 또한 지상 무기체계 강국이지만 NATO 회원국들의 방산물자 시장에 접근이 제한되어 있어 라인메탈 대비 멀티플 할인을 받아 왔다. 하지만 과거 정치적 이유로 접근하지 못했던 NATO 회원국들의 방산물자 시장에 우리나라의 적극적인 현지 진출, 지상 무기체계 중심의 수요 증가와 더불어 NATO의 분열 상황을 고려했을 때 우리나라에게 신규 시장 진출이라는 기회가 생겼고 이에 따른 멀티플 할인 축소가 필요하다고 판단한다. 24년 기준 주요 NATO 회원국들의 총 방위비 지출 금액은 약 2,000조원으로 GDP의 3.5%까지 방위비 지출 가정 시 2035년까지 약 3,100조원으로 시장 규모 확대가 예상된다. NATO 회원국들의 정확한 수입 비중은 공개되어 있지 않으나 24년 2,000조원 시장 기준 5%만 가정해도 연간 100조원의 신규 시장에 진출할 수 있게 된 것이다.

그림 1. NATO 주요 회원국 방위비 지출 추이 및 전망



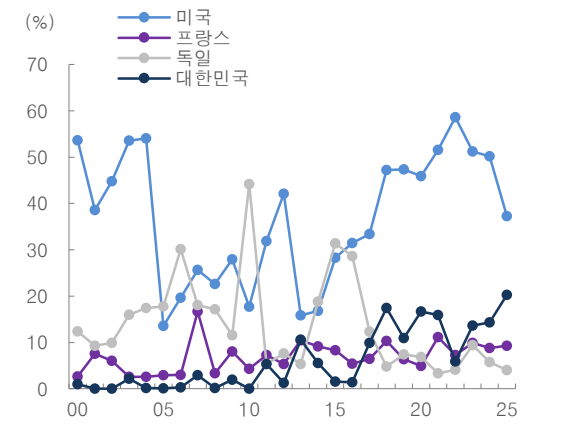
자료: SIPRI, World Bank, S대신증권 Research Center

그림 2. 글로벌 지상 무기체계 기업 12MF PER 추이



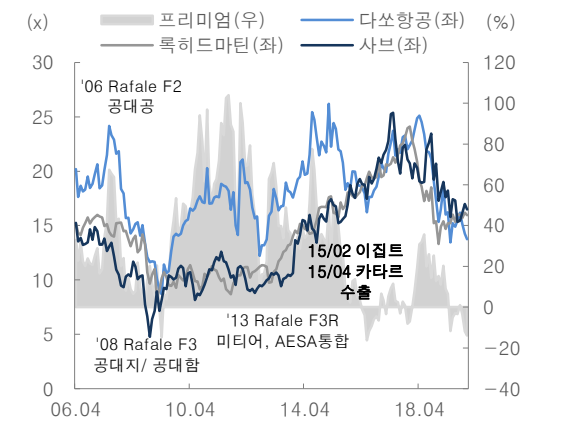
자료: Bloomberg, S대신증권 Research Center

그림 3. 방위산업 수출 시장 점유율 추이(기타 제외)



자료: SIPRI(북유럽, 발트3국, 남유럽, 동유럽, 남중국해 국가 합산 비중)

그림 4. 글로벌 항공 무기체계 12MF PER 추이

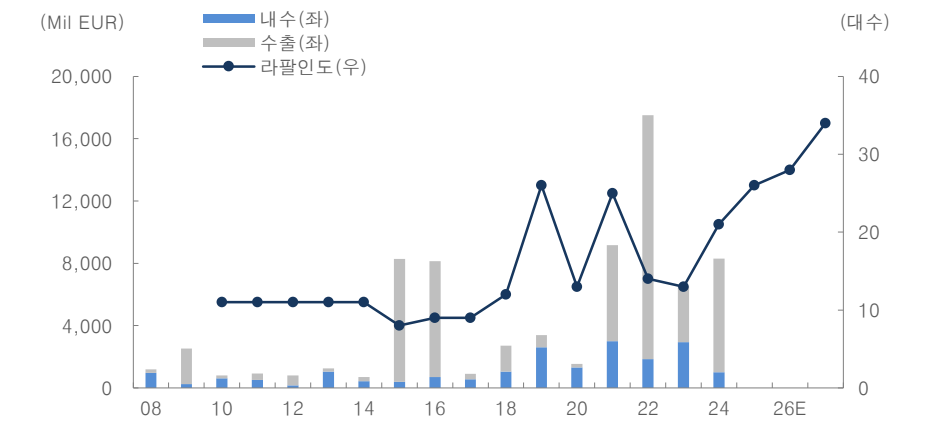


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

변곡점에 있는 국내  
항공우주 산업

26년 KF-21 양산이 개시되며 우리나라 방위산업의 체질 변화 또한 기대되는데, 이에 따라 글로벌 피어와 차별화된 멀티플 부여가 필요하다고 판단한다. 항공 무기체계의 경우 지상 무기체계에 비해 고가인 특성 상 성숙기에 돌입한 기체의 경우 도입 물량이 지상 무기체계에 비해 적어 멀티플이 지상 대비 낮게 형성된다. 하지만 전투기 세대 교체 시기에 개발된 기체의 경우 기저가 낮은 상태에서 내수 양산과 노후 기종 교체 물량에 대한 신규 계약 체결이 이뤄지게 된다. 때문에 신규 개발 기체는 성숙 기체보다 인도량이 많을 수 밖에 없고 이러한 기대감이 주가에 선반영돼 멀티플 상승이 이뤄진다. 이후 실제 계약 체결을 통한 매출 인식을 통해 멀티플 감소가 이뤄진다. 프랑스가 독자 개발한 4.5세대 전투기인 Rafale은 01년에 최초 양산에 돌입한 이후 2번의 개량을 거쳐 15년 최초로 이집트 수출에 성공했다. F3 이후로는 공대지, 공대함, AESA레이더, 항전장비가 기체에 통합되며 비스텔스 기체 중에서는 F-35의 유일한 대안으로 재평가 되고 있으며 실제 F3 개량 시기 Lockheed Martin, Saab 대비 평균 44%의 멀티플 할증을 받았었다. KF-21이 가지고 있는 시장 포지션은 과거 Rafale과 유사하다. 27년 공대지/공대함 미사일 통합을 통해 Rafale F3R, F4와 유사한 시장 포지션을 가져가게 될 것이며 이후 Block3는 6세대 전투기 시대 가성비 있는 준스텔스기로 평가받게 될 것이다.

그림 5. Dassault Aviation 방산부문 매출액 및 라팔 인도 대수 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

현지 투자, 기술 이전, 가격, 납기 등이 종합적으로 검토되는 무기체계 도입 사업

폴란드 물량을 통한 규모의 경제 실현

향후 수주 경쟁은 더욱 치열해 질 것이며 수주 경쟁에 있어서 핵심은 기업의 현지화 전략이 될 것이라 전망한다. 22년 러-우 전쟁 발발 이후 폴란드를 포함한 동유럽 국가들은 높은 가격에도 불구하고 빠른 납기를 원했었다. 하지만 볼의 고리 지역 외 국가들은 무기체계 도입을 서두를 필요가 없다. 오히려 해당 국가들은 지정학적으로 불안정한 상황 속 자국 방위산업 재건에 대한 수요가 더욱 크기 때문에 현지 투자, 기술 이전, 가격, 납기 등을 종합적으로 검토해 무기체계 도입을 결정하게 될 것이다.

이러한 경쟁 심화에도 불구하고 우리나라는 폴란드 수주 물량에 기반해 규모의 경제를 실현, 경쟁사와의 수주전에 있어 탄력적인 단가 제시를 할 수 있어 최소 2030년까지 유리한 위치를 유지할 것이다. 폴란드 K9 자주포의 경우 현재 672문 중 1, 2차 실행 계약 물량인 364문이 계약되어 있는 상태이며 K2 전차 또한 980대 중 1, 2차 실행 계약 물량 360대가 계약되어 있어 향후 3, 4차 계약 물량 생산 기간까지도 규모의 경제 효과를 유지할 수 있을 것이다.

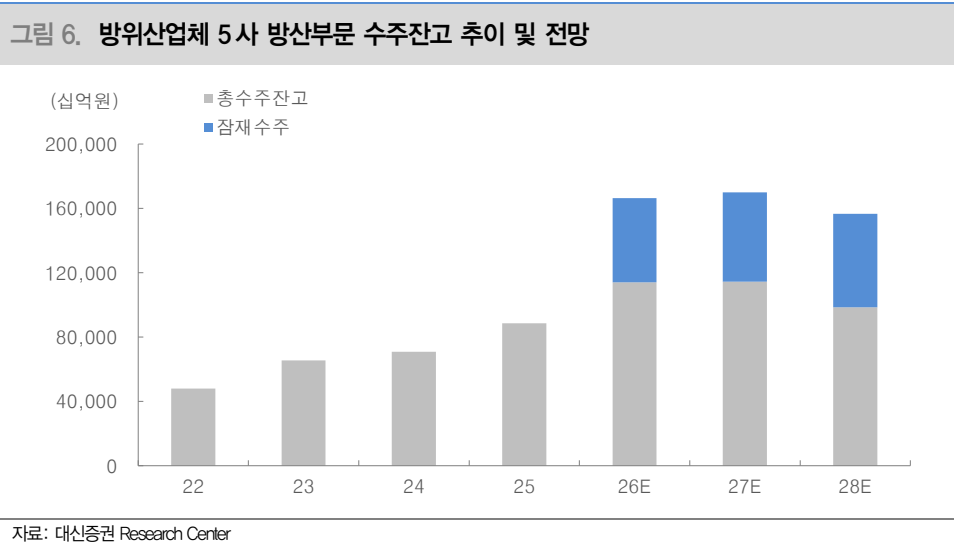
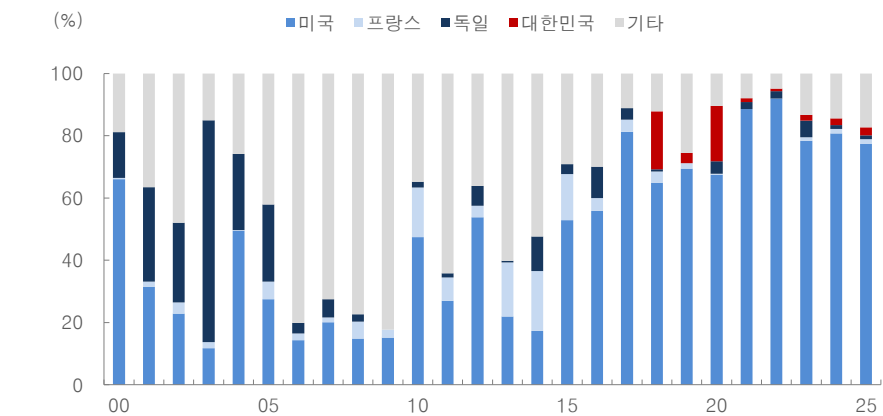


표 1. 26년 잠재 수주 파이프라인

기업명	체계	국가	현지 투자 필요 여부	현지 파트너 기업
한화에어로스페이스	K9 차륜형 자주포	미국	○	미정
	K9 궤도형, 차륜형 자주포	스페인	현지 파트너 설비 활용	Indra
	K9 자주포 EC3	폴란드	현지 파트너 설비 활용	PGZ
	자주포, 다연장로켓, 장갑차	사우디아라비아	○	미정
	레드백 보병전투차	루마니아	루마니아 현지 공장(H-ACE) 활용	Romarm
현대로템	K2 전차 EC3	폴란드	현지 파트너 설비 활용 현지 생산	PGZ
	K2 전차	루마니아	미정	미정
	K2 전차, K808 장갑차	페루	○	FAME
	K2 전차	이라크	미정	직수출
한국항공우주	TF-50	미국	현지 파트너 설비 활용	Lockheed Martin
	KF-21	인도네시아	현지 생산 부품 활용, 직수출	미정
	KT-1	-	-	-

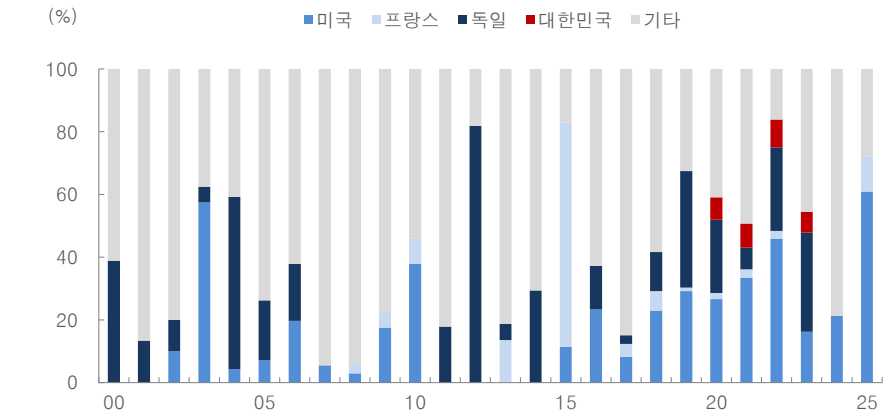
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 북유럽 주요 국가 대상 방산물자 수출국 비중 추이



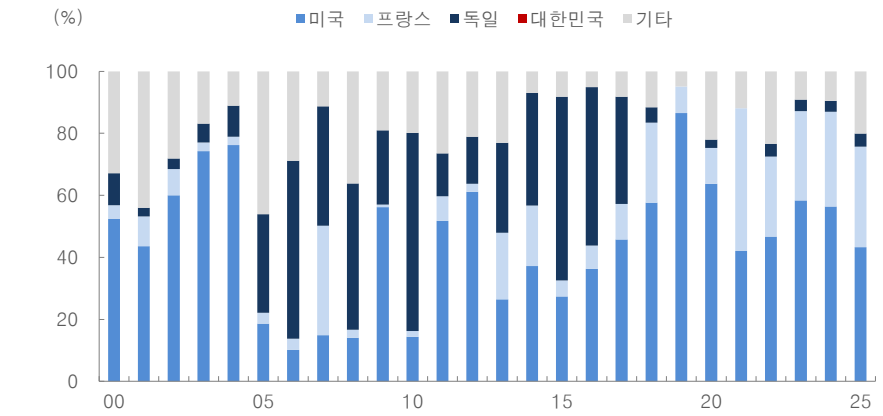
자료: SIPRI(핀란드, 노르웨이, 스웨덴, 덴마크), 대신증권 Research Center

그림 8. 발트 3국 대상 방산물자 수출국 비중 추이



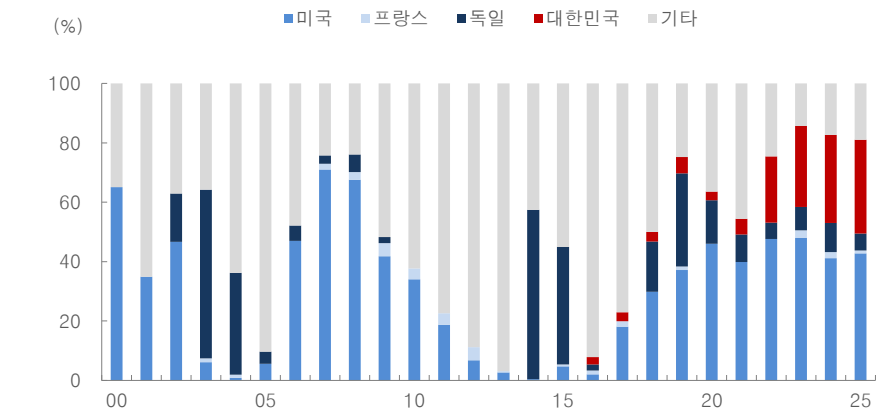
자료: SIPRI(에스토니아, 라트비아, 리투아니아), 대신증권 Research Center

그림 9. 남유럽 주요 국가 대상 방산물자 수출국 비중 추이



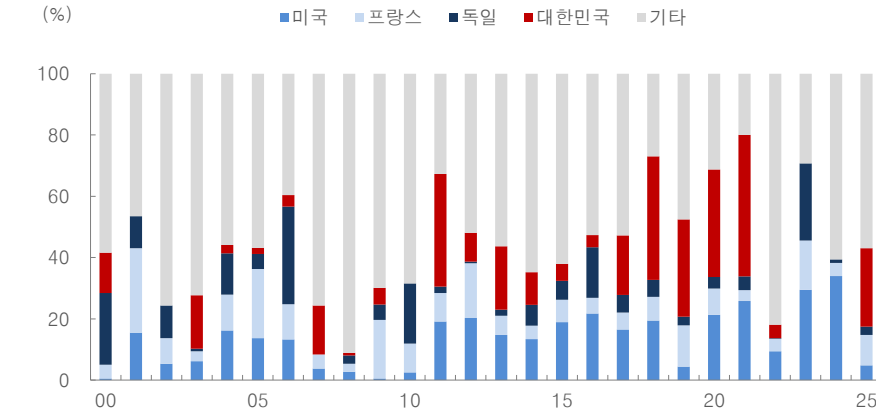
자료: SIPRI(스페인, 포르투갈, 이탈리아, 그리스), 대신증권 Research Center

그림 10. 동유럽 주요 국가 대상 방산물자 수출국 비중 추이



자료: SIPRI(체코, 헝가리, 폴란드, 슬로바키아, 루마니아), 대신증권 Research Center

그림 11. 남중국해 주요 국가 대상 방산물자 수출국 비중 추이



자료: SIPRI(필리핀, 말레이시아, 인도네시아), 대신증권 Research Center

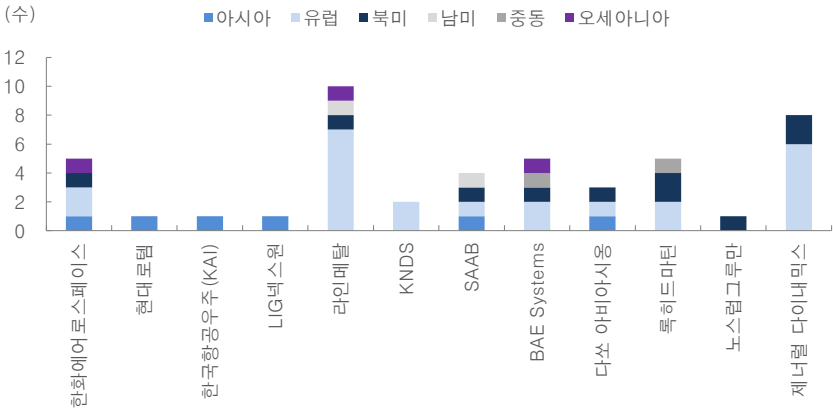


표 2. 국내 방위산업체 현지 거점 현황

기업명	국가	세부 내용	진행 상황	파트너 기업
한화에어로스페이스	폴란드	K9 자주포 체계 종합	26~현재	PGZ
		천무 유도탄 생산	30E~	WB (51:49 JV 설립)
	루마니아	K9 자주포, 레드백(입찰 경쟁 중) 체계 종합	27E~	직접 투자
	에스토니아	탄약	검토 중	-
		MRO 센터	검토 중	GOCRAFT
	스페인	K9 자주포 체계 종합	MOU 체결	Indra
	사우디	K9 자주포, 천무, 레드백	사업자 선정 중	직접 투자
	이집트	K9 자주포 체계 종합	26~현재	Factory 200
	미국	아칸소주 장약공장	30E~	직접 투자
		K9 차륜형 체계 종합	26년 7월 사업자 선정	-
		항공용 부품(EDAC) 생산	19년 인수	직접 투자
		중소형 선박(필리조선소) 건조	25~현재	한화시스템, 한화오션
		중소형 군함(오스탈조선소) 건조	25~현재	한화시스템
현대로템	호주	K9 자주포, 레드백(H-ACE) 체계 종합	24~현재	직접 투자
	폴란드	K2 전차 체계 종합	27E~	PGZ
	루마니아	K2 전차 체계 종합	26년 내 사업자 선정	현지 투자 및 파트너 미정
	페루	K2 전차, K808 장갑차 체계 종합	기본계약 체결	FAME
한국항공우주	폴란드	MRO 센터	-	PGZ
	미국	TF-50 개량 및 체계 종합	27년 3월 사업자 선정	Lockheed Martin
	-	KT-1 체계 종합	연내 추정	-
	인도네시아	KF-21 공동 개발	개발 완료	PTDI

자료: 대신증권 Research Center

그림 12. 글로벌 피어 및 국내 방위산업체 현지 생산시설 현황



자료: 대신증권 Research Center

II. 성장하는 방위산업, 심화되는 경쟁

글로벌 방위산업의 부활

26년 글로벌 방위비  
인상 기조 지속 전망

26년에도 미국, EU, 남중국해 국가들을 중심으로 방위비 인상 기조는 지속 될 것이며 이에 따라 방위산업 시장규모 확대를 전망한다. 방위산업은 2000년 초반 이후 미국의 단극 체제 평화의 시대에서는 국방예산이 지속 감소하며 20년간 부진했다. EU는 미국 무기체 제 및 감시 정찰 자산을 활용해 ‘안보의 외주화’를 이뤄낼 수 있었고 가동률을 유지할 수 없었던 유럽 내 방위산업체들의 실적은 20년간 부진했다.

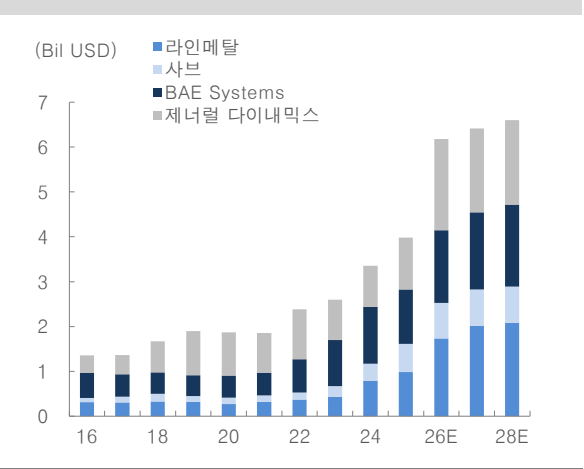
지정학적 리스크  
증가에 따라 유럽 내  
방위산업 재건을 위한  
투자 본격화

하지만 러-우 전쟁을 기점으로 방산물자 수요가 급격히 증가하기 시작했고 미-중 갈등, 이스라엘-하마스 전쟁, 미국-베네수엘라, 미국-이란 등 각종 분쟁이 발발하며 지정학적 위기가 고조되기 시작했다. 여기에 트럼프 2기 행정부가 서방세계 내 안보 분담을 강조 하며 유럽 내 방위산업 재건을 위한 투자가 본격적으로 시작되었다.

미국 정부 방위산업  
재건에 대한 의지  
강해지는 추세

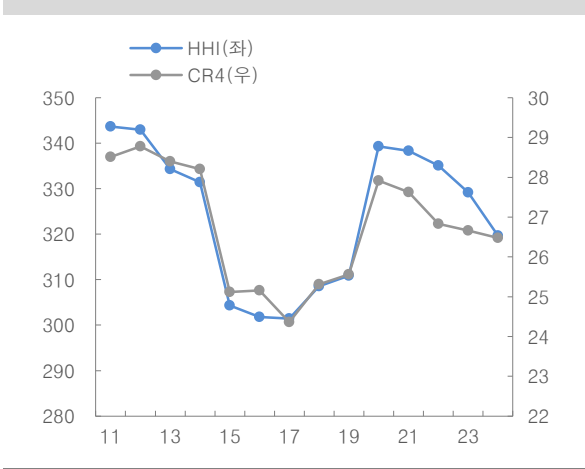
트럼프 2기 행정부는 26년 NDS(국가국방전략) 및 NDA(국방수권법)를 통해 미국의 국 방력을 적극 활용하겠다고 천명했다. 이를 위해 미국 방위산업체들에게 주주환원이 아 닌, CAPEX를 통한 생산량 증대, 빠른 납기를 주문했으며 Anduril, Palantir 등 비전통적 방위산업체들을 성장시켜 경쟁을 통한 방위산업의 재건을 계획하고 있다. 러-우 전쟁이 지속되는 가운데, 미국은 중국의 도련선 전략에 대응해야하며, 여기에 중동 전선까지 확 장되면서 패트리엇 및 사드 방공 미사일의 부족을 가져오게 되었다. 이러한 상황에 발 맞춰 Lockheed Martin은 패트리엇 미사일 연간 600발→2,000발, THAAD 요격미사일 100발→400발로 공급량 증대 계획을 수립했다. RTX 또한 SM-6, AIM-120 AMRAAM 등 미사일을 2-4배 가량 공급량을 늘리겠다는 계획을 수립한 바 있으며 미국 정부는 장 기공급계약 체결을 통해 방위산업체들의 가동률을 보장해 역내 방위산업 공급망 구축을 서두르고 있다.

그림 13. 방위산업체 CAPEX 투자 추이 및 전망



자료: SIPRI, 대신증권 Research Center

그림 14. 방위산업 내 경쟁 강도 지표 추이



자료: 대신증권 Research Center

서방세계 무기과  
지위를 노리고 있는  
우리나라 방위산업

우리나라 방위산업은 트럼프 2기 행정부의 안보 분담 원칙에 따라 수혜를 볼 수 있었다. 일각에서는 트럼프 이후 방산물자 수요 감소를 우려하기도 하지만, 26년 미국 중간선거 이후 민주당이 하원 다수당을 차지하더라도 서방세계 무기과 지위 획득에 따라 수주 절벽에 대한 우려는 과도하다고 판단한다. 이를 위한 전제조건은 ‘현지화’라고 판단하는데, 단순 경제적 논리 뿐 아니라 정치적인 논리 또한 강하게 작용하는 방위산업 특성 상 방산물자 수입국으로 하여금 우리나라 방위산업체를 단순 수출 기업이 아닌 현지 안보 파트너로 인식하게 만드는 것이 중요하다.

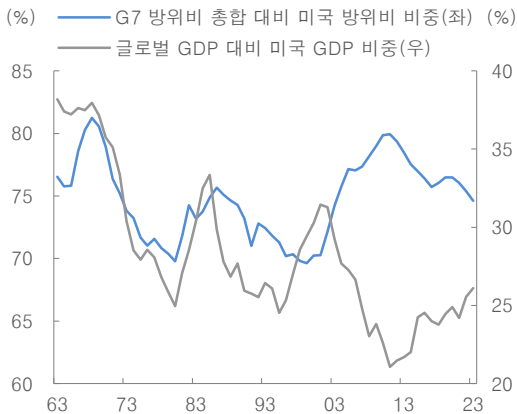
미국의 전선 확장에  
따른 동맹국의 생산  
역량 필요해 질 것

동맹국들의 방위비 인상 기조는 일시적인 것이 아닌 구조적인 변화이다. 민주당은 트럼프 행정부의 외교정책에 대해 미국의 ‘동맹자산’을 스스로 파괴하는 행위라고 지적하며 미국의 고립주의가 NATO, 한국, 일본, EU로 하여금 독자 노선을 걷게 해 미국의 영향력을 축소시킬 것이라고 경고하고 있다. 실제로 미국에게 동맹국은 미국 본토 밖에서 중국, 러시아를 견제하기 위한 훌륭한 수단인데, 이는 북미 내 미국을 견제할 세력이 없고 태평양 및 대서양이라는 지리적 영향으로 전세계 제해권만 장악한다고 하면 직접적으로 중국, 러시아를 견제할 필요가 없어지기 때문이다. 결국 미국에게 중국, 러시아와 같은 대륙 세력을 견제하기 위해서는 민주당이든 공화당이든 동맹국의 방위력은 필요하다. 미국은 14년 크림반도 사태 발발 이후 매년 NATO 정상회의에서 회원국들에게 GDP 대비 방위비 지출 2% 이상을 요구했다. 트럼프 2기 행정부가 자국의 경제적 이득을 위해 동맹국들에게 안보 분담을 요구한다면 민주당은 ‘동맹자산’의 안보 역량을 유지하기 위한 방위비 인상을 동맹국들에게 요구할 것이다.

미국은 첨단 무기체계를  
생산 및 개발,  
대량 양산이 필요한  
무기체계에 대해서는  
동맹국의 제조업 역량  
활용 예상

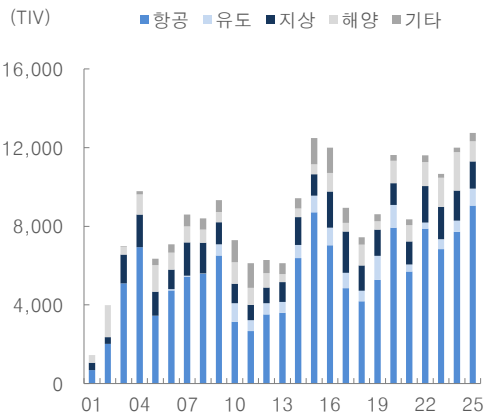
미국이 강점을 가지고 있는 항공, 레이더, 우주 등 첨단기술을 요구하는 방산물자는 앞으로 자국 기업들이 공급을 지속할 것이다. 다만 화력, 전차, 장갑차 등 지상 체계의 경우에는 항공 무기체계에 비해 대량 양산이 필요하고, 이에 따라 가격 경쟁력이 중요한 요소이기에 전세계 운용 대수가 가장 중요하다. 미국은 지상, 해양을 중심으로 동맹국들과의 협력을 강화할 것이며 공동조달, 상호 운용성을 강조하는 NATO 무기체계 조달 특성 상 미국 시장에 진출하는 기업이 앞으로 서방세계 방위산업 시장 진출에 유리할 것이라고 판단한다.

그림 15. 미국 & G7 국가들의 방위비 인상 추이



자료: SIPRI, 대신증권 Research Center

그림 16. 미국 분야별 방산물자 수출 추이



자료: SIPRI, 대신증권 Research Center

튀르키예: 항공, 무인기 분야의 강자

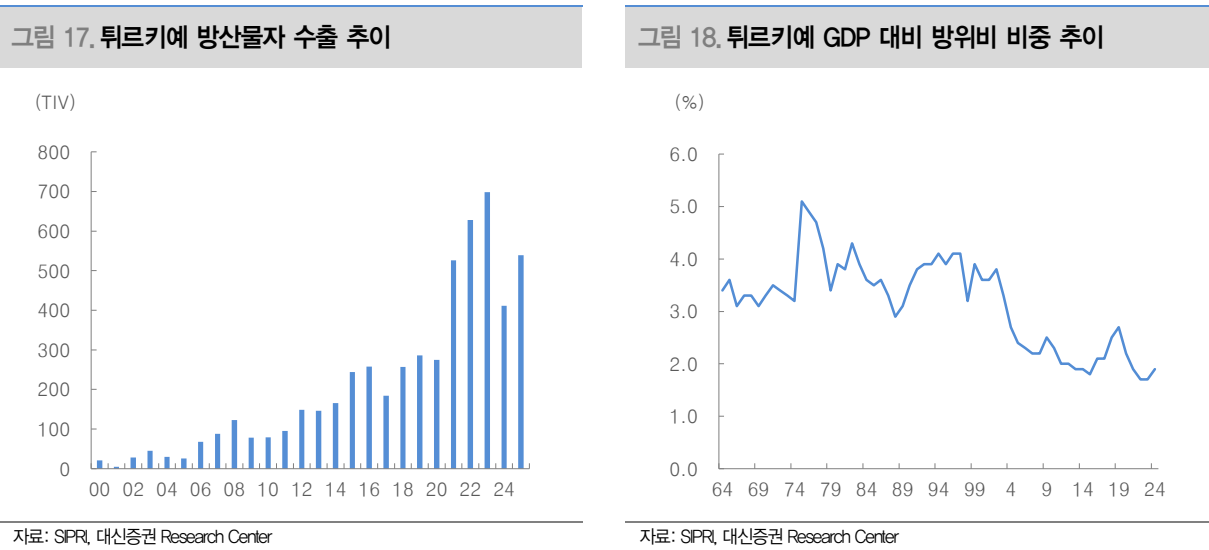
튀르키예는 중장기적 관점에서 방위산업 전 영역에 걸쳐 우리나라와 경쟁하게 될 것이다. 현재 튀르키예 대통령인 에르도안 대통령 또한 방위산업을 국가전략산업으로 지정했으며 2020년 후반까지 핵심 부품을 포함한 100% 독립적인 방위산업 구축 및 연간 100억 달러 이상의 수출을 목표로 하고 있다.

지정학적 배경에 따른 독립적인 방위산업 육성 의지

튀르키예는 우리나라와 비슷하면서도 다르다. 지정학적으로는 주변국들의 이해관계가 충돌하는 지역에 있어 우리나라와 유사하게 국산화와 함께 방위산업이 발전했다. 우리나라가 러시아-중국의 대륙 세력과 미국의 해양 세력이 대립하는 공간에 위치해 있다면 튀르키예는 유럽과 아시아-중동이 교차하는 지점에 있으면서 지중해와 흑해를 연결하는 보스포루스 해협을 관할하고 있다. 하지만 우리나라 방위산업은 미국을 포함한 서방세계와의 통합 운용에 기반한 국산화가 이뤄진 반면 튀르키예는 독립적인 무기체계 운용을 위한 국산화에 맞춰 방위산업을 성장시켰다. 이는 우리나라의 방위산업이 한미연합에 기초한 북한의 위협 억지와 함께 성장했었다면 튀르키예는 방위산업이 본격적으로 성장하기 이전 1974년 키프로스 전쟁, 1978년 쿠르드 분쟁을 거치며 서방세계로부터 무기 금수조치를 경험했기 때문이다.

다만 아직까지는 낮은 핵심 부품 국산화율에 따라 글로벌 방위산업 수주 경쟁에서 우리나라의 우위를 전망

지상장비의 경우 아직까지 라이선스 생산 단계로 파워팩, 포신 등 핵심 부품들의 국산화가 더디며 우리나라로부터 수입을 하고 있다. 최근 방위산업 수출 트렌드는 현지 생산거점 마련 및 기술 이전 정도이기 때문에 우리나라가 입찰 전략의 유연성을 보유하고 있다는 측면에서 우위에 있다 판단한다. 항공분야의 경우에도 향후 경쟁국이 될 수 있지만 단기에는 제한될 것이다. 현재 개발이 진행 중인 TF-X 사업은 KF-X 사업과 다르게 최초설계에서 형상 변경 및 엔진 개발이 동시에 이뤄지는 리스크가 큰 사업이다. 형상의 경우 P0(최초 시제기)에서 시험 비행을 거친 후 P1, P2 시제기에서 기체 재설계가 이뤄졌는데 이로 인해 개발이 지연될 가능성이 크다. 우리나라 또한 GE 엔진을 탑재하고 있어 엔진 수급 리스크로부터 자유롭지 않지만 튀르키예의 경우 엔진 라이선스 생산 역량 부족으로 미국 공급망 의존도가 우리나라 보다 높다.



일본: 잠에서 깨어난 방위산업

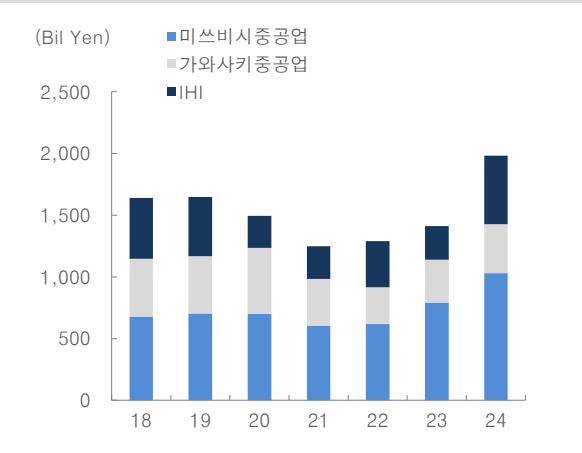
14년 이후 조금씩  
수출 제한을 해제하고  
있는 일본 방위산업

일본은 1976년 평화헌법 정신에 기반해 방산물자 수출에 소극적이였다. 하지만 14년 이후 조금씩 변화하고 있는데, 14년 동맹국·국제협력 차원의 제한적 수출 → 23년 라이선스 제품에 대한 완제품 수출 허용 → 24년 국제 공동 개발 무기의 제 3국 수출 허용으로 점차 수출의 범위를 확대하고 있다. 특히 다카이치 총리는 부임 이후 보통 국가 수준의 군대 재건을 고려하고 있으며 방위산업을 일본의 새로운 먹거리로 인식하고 있다. 기존 일본 무기체계는 소량생산에 따른 높은 가격, 일본 지형에만 특화된 설계라는 문제점을 가지고 있었으나 국방예산 증가에 따른 대량생산 그리고 해외 파트너 국가들과의 공동개발을 통해 수출 경쟁력을 회복하고 있다.

기초과학 역량을  
바탕으로 글로벌  
방위산업에 진출할  
일본

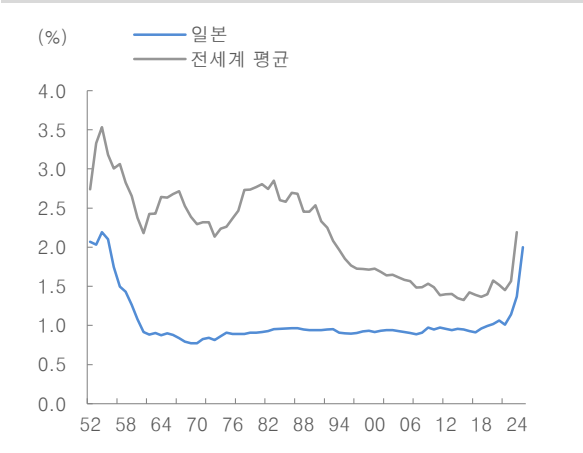
일본은 기초과학 및 공학이 발달한 국가로 해상, 항공우주, 레이더 등 소재 기술력을 요구하는 분야에서 이미 경쟁력을 보유하고 있다. 우리나라가 현재 개발에 도전하고 있는 항공엔진의 경우 일본은 이미 1950년대부터 J3, F3, F5, F7 엔진을 순차적으로 개발했으며 F3 및 F7 엔진은 각 T-4 훈련기 및 P-1 초계기에 탑재돼 실제 운용한 바 있다. 글로벌 파트너십의 경우 24년 5월 일본은 미국, 호주와 하와이에서 RDT&E 협정을 체결, 무인기 및 자율 체계 공동 개발을 공식화 했다. 또한 미쓰비시중공업은 노스롭그루만과 극초음속 활공체 요격미사일 공동개발, 글로벌 6세대 전투기 개발 프로그램 GCAP에 참여하는 등 방위산업 내 수출국으로서 발돋움을 준비하고 있다.

그림 19. 일본 방위산업체 방산 부문 매출액 추이



자료: SIPRI, 대신증권 Research Center

그림 20. 일본 GDP 대비 방위비 비중 추이



자료: SIPRI, 대신증권 Research Center

표 3. 일본 방위산업체 제품 현황

기업명	주요 제품 및 사업	24년 방위산업 매출 비중
미쓰비시중공업	10 식 전차, 16 식 기동전투차	20.0%
	타이게이급 잠수함, 모가미급 호위함	
	F-2 전투기, F-35A 최종 조립, GCAP(차세대 전투기) 주도	
가와사키중공업	P-1 대잠초계기, C-2 수송기, T-4 훈련기	21.4%
	소류급/타이게이급 잠수함 건조	
IHI	F7(P-1 용), XF9(차세대 전투기용 프로토타입)	34.1%

자료: 대신증권 Research Center

유럽: 계속되는 분열, 우리나라 방위산업에게는 기회

범EU차원에서 방위산업 통합을 지원하고 있으나 현실적으로 어려울 것

EU는 각 국가가 활용하고 있는 무기체계를 하나로 통합하기 위해 50년이 넘는 기간 동안 노력해왔으나 결국 이뤄내지 못했으며 앞으로도 어려울 것이다. 유럽은 방위산업 통합을 위해 24년 3월 EDIS(유럽방위산업전략)를 발표했으며 2030년까지 EU 회원국간 공동 조달 비중 40% 달성을 목표로 제시했다. 이를 구체화할 정책으로 SAFE기금을 통한 공동조달, PESCO를 통한 공동개발을 유도하고 있으나 정치, 경제적인 통합이 이뤄지지 않는다면 온전한 통합은 앞으로도 어려울 것이라 전망한다. TFEU(유럽연합 기능에 관한 조약) 제346조에 따르면 각 국가는 자국 안보를 시장 논리보다 우선시 할 수 있는 법률적 권한이 있다. 때문에 국가들간 상이한 방위산업 환경이 조성되고, 이는 유럽의 방위산업을 하나로 통합하는데 큰 장애물이 되고 있다.

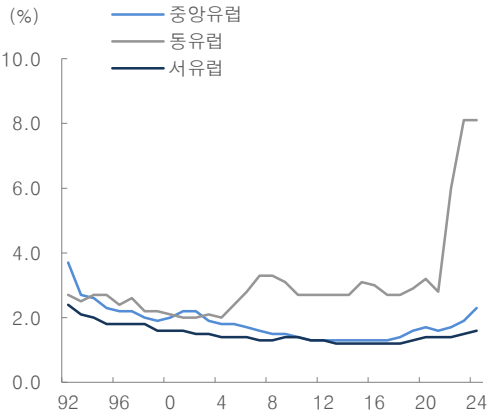
정치적 갈등이 발생하고 있는 SAFE기금

SAFE기금 활용 또한 국가 간 입장차이가 존재하는데, SAFE기금은 참여국이 유럽집행위원회로부터 저리에 자금을 대출 받을 수 있다는 점에서 긍정적이지만, 유럽 집행위원회 중심이 되는 프랑스, 독일에 정치, 경제적으로 종속될 수 있다는 우려도 함께 존재한다. 이러한 우려는 폴란드에서 특히 강하게 나타나는데, 현재 폴란드 대통령인 카롤 나브로츠키는 SAFE 관련 법안에 거부권을 행사했다. 이는 프랑스, 독일에 의한 자율성 제한을 우려했기 때문인데, SAFE기금을 통해 무기체계를 조달할 시 현지 조달 비중 65% 조항에 의해 프랑스, 독일제 무기가 유리한 구조이다. 또한 프랑스, 독일이 유럽집행위원회를 주도하고 있기 때문에 경제적 지원이 자금을 지원받은 나라에게 통제수단이 될 수 있다.

프랑스와 독일간 외교적 노선 차이에 따른 방위산업 통합의 어려움

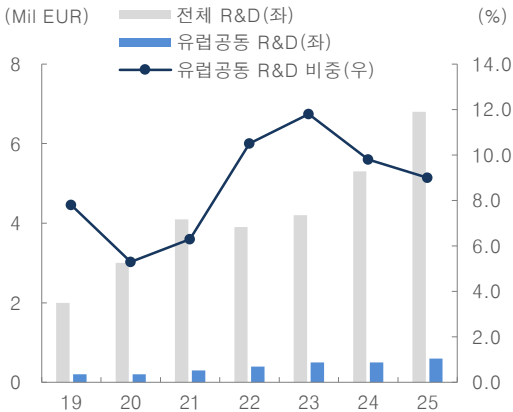
EU를 이끌고 있는 프랑스와 독일 사이에서도 통합이 쉽지 않은 상황이다. 방위산업이 통합되기 위해서는 본질적으로 외교적 관점이 통합되어야 하나, 프랑스와 독일은 외교노선에 있어 구조적인 차이를 보인다. 프랑스는 ‘드골주의’에 기반한 독립적인 외교 노선을 추구하는 반면 독일은 미국을 포함한 NATO와의 협력을 중시한다. 이는 군사적으로는 프랑스가 유럽 내 유일한 핵무기 보유국인 동시에 독립적으로 항공모함, SLBM, 전투기 등을 개발할 수 있기 때문이고 외교적으로는 UN 안전보장이사회 상임이사국이기 때문이다. 독일은 이러한 프랑스를 견제하면서도 핵무기 미보유 국가로 자국 안보를 유지하기 위해 NATO 또는 미국과 전략적 협력관계를 유지할 수 밖에 없다.

그림 21. EU 지역별 GDP 대비 방위비 비중 추이



자료: SIPRI, 대신증권 Research Center

그림 22. EU 방산물자 공동개발 추이



자료: European Defence Agency, 대신증권 Research Center

유럽 공동개발 사업인  
FCGS, MGCS의 좌초  
위기

현재 유럽 내에서는 FCAS 및 MGCS 두가지 대규모 공동 개발 프로젝트가 진행 중이지만, FCAS의 경우 사업 자체가 좌초될 위기이며 MGCS 또한 협상이 필요한 상황이다. 현재 서방세계 내 진행되고 있는 6세대 전투기 프로젝트는 FCAS, GCAP, NGAD가 있으며 NGAD는 미국 단독으로, FCAS는 프랑스, 독일, 스페인 GCAP는 영국, 일본, 이탈리아가 공동으로 진행 중이다. FCAS와 GCAP 모두 각 국가가 지분을 33.3%를 나눠가 지지만 FCAS의 경우 기체, 엔진과 같은 핵심 체계에 대해서 프랑스가 담당, 나머지 무인기 및 센서에 대해서 독일과 스페인이 개발하는 형식으로 프랑스의 항공 기술이 기반 이 되기에 프랑스는 더 많은 지분을 요구하고 있다. 반면 GCAP는 기체, 엔진, 센서에 대해 3국이 공동 개발 및 생산을 진행하며 완전 동등한 작업 물량 및 기술 배분에 합의 한 상태이다.

1980년 차세대  
전투기 개발사업과  
유사한 FCAS 사업의  
분열

1980년 차세대 전투기 개발 사업(유로파이터)에서 프랑스가 탈퇴한 이후 Rafale을 독자 개발한 것과 동일한 사례가 FCAS에서도 반복되고 있다. 현재는 FCAS에 대해 다양한 방향이 검토되고 있는데, 하드웨어는 각 국가가 따로 조달하거나 개발하되, 소프트웨어 (전투체계)는 공동으로 개발하는 방향이 유력한 타협안으로 부상하고 있다. 프랑스는 이 미 4.5세대 Rafale 기체에 6세대 핵심인 유무인복합체계 개념을 적용한 Rafale F5라는 개념을 선보여 6세대 전력 공백을 메우기 위한 계획을 수립해둔 상태이다.

프랑스, 독일간 지상  
무기체계 주도권 분쟁  
으로 인한 MGCS  
사업의 지연

MGCS 사업은 프랑스, 독일 차세대 지상 전투 체계를 개발하는 사업이며 2040년경 르 클레르와 레오파르트2 전차를 대체할 예정이다. 해당 사업은 초기부터 마찰음이 발생하 기 시작했는데, 초기 MGCS는 Nexter(프랑스)과 크라우스-마파이 베크만(독일) 5:5 합작법인인 KNDS를 중심으로 시작되었으나 라인메탈(독일)이 추가로 사업에 참여하면서 균형이 깨지게 되었고 현재는 탈레스(프랑스)가 참가해 총 4개 기업이 각 25% 지분을 보유해 사업을 진행 중이다. 라인메탈(독일)은 130mm를, Nexter(프랑스)은 140mm를 제안해 주포 선정부터 의견 차이가 발생하고 있다. 이를 해결하기 위한 절충안으로 두가 지 모드를 통합할 수 있는 가변형 포탑으로 설계하는 방안을 제시했으나 군수 지원의 복잡성으로 체계 단가의 상승을 불러 올 것이라는 점은 자명하다. 또한 만약 프랑스와 독일간 FCAS 협상이 원활히 진행되지 않을 경우 독일 단독으로 차세대 전차 사업이 진행 될 가능성도 있는데, 실제 라인메탈 주도로 개발 중인 KF-51이 4세대 전차가 전력화 되 기 전 보완재로서 활용되는 시나리오도 존재한다.



공동개발 및 현지투자 요구 증가

역내 방위산업 육성  
의지에 따른 기술이전  
/공동개발 및 현지  
투자 요구의 증가

최근 지정학적 리스크 증가에 따라 역내 독자적인 방위산업을 구축하려고 하는 국가가 증가하고 있다. 이에 따라 단순 방산물자 수입국의 주요 수출품을 수입 확대하는 것에서 그치지 않고 역내 방위산업 육성을 위한 기술 이전, 현지 투자 또는 현지 업체와의 협력을 요구하는 사례가 증가하고 있다.

대표적인 금융지원  
정책인 EU SAFE  
기금

유럽집행위원회가 조성한 SAFE기금이 대표적인 사례이다. 유럽집행위원회는 25년 3월 브뤼셀에서 유럽재무장계획을 공개, 9,000억유로(1,100조원) 중 1,500억유로는 SAFE기금을 통해 조달할 계획이다. SAFE기금 배분 기준은 국방력 증대 필요성, 국가 재정 건전성 등을 고려해 배분을 완료했으며 폴란드가 29.0%, 루마니아가 11.0%를 배분 받았다.

유럽 시장 진출을  
위한 현지화 및 투자,  
기술 이전,  
금융 정책의 필요성

기금을 활용하기 위해서는 최소 3개국이 모여 입찰을 해야 SAFE 기금을 활용할 수 있는데, EU 회원국 뿐 아니라 EEA(유럽경제지역)-EFTA(스위스, 리히텐슈타인, 노르웨이, 아이슬란드), 우크라이나와의 연대를 통해서도 공동입찰이 가능하다. 또한 현지 조달 비중 65% 이상, 현지 생산 시설 및 법인 설립 등 다양한 요구 조건이 붙기 때문에 우리나라 방위산업체들이 유럽 방위산업 시장에 접근하기 위해서는 현지 부품 조달 비중을 늘리는 전략, SAFE기금과 동등한 수준의 금융지원 또는 기술 이전, 현지 투자가 필요해 될 것이다. 실제 루마니아 IFV사업은 현재 라인메탈의 Lynx와 경합중인데, 라인메탈은 현지생산+SAFE기금 활용을 강점으로 제시해 한화에어로스페이스 레드백과 경합 중이다.

표 4. 우리나라 방산물자 수출 절충교역 현황

국가	시기	수출 체계	세부 사항
필리핀	2014년	FA-50 경공격기	현지 특산물 수입 확대
	2016-2021년	호위함, 초계함	기술 협력
튀르키예	2001년	K-9 자주포	기술 이전
	2008년	K-2 전차	기술 이전
태국	2013년	호위함	천연고무 등 원자재 수입 확대
	2015년	T-50 고등훈련기	농산물 및 가공식품 수입 확대
이집트	2022년	K-9 자주포	현지 생산
호주	2021-2023년	K-9 자주포, AS-21 레드백	현지 투자(H-ACE), 현지 부품 조달
말레이시아	2023년	FA-50 경공격기	팜유 수입 확대
노르웨이	2017년~	K-9 자주포, K-239 천무	현지 부품 조달 및 업체 협력
폴란드	2022-2026년	K-9 자주포, K-2 전차, K-239 천무, FA-50 경공격기	현지 생산 및 투자(JV 설립), 기술 협력
루마니아	2024년	K-9 자주포, 장갑차	현지 생산(공장 건설 중), 현지 부품 조달
사우디아라비아	2026년~	지상 무기체계, 지대공 무기체계, 차세대 전투기 등	현지 생산 및 투자, 기술 이전 요구
UAE	2026년~	지상 무기체계, 지대공 무기체계, 차세대 전투기 등	현지 생산 및 투자, 기술 이전 요구
페루	2026년~	K-2 전차, K-808 장갑차	현지 생산, 기술 이전, 현지 부품 조달 요구

자료: 대신증권 Research Center



사우디 내셔널 가드  
(MNG) 사업의 핵심이  
될 현지화 및 기술개발

현재 우리나라와 중국이 경합하고 있는 사우디아라비아 내셔널 가드(MNG) 사업의 경우에도 현지화 및 기술이전이 핵심 기준이다. 사우디아라비아는 남중국해 및 남미 국가들과는 다르게 금융지원보다 자국 방위산업 육성에 더 초점을 맞추고 무기체계 조달 사업을 진행하고 있다. 중동 지역은 시아-수니 간 종교적 갈등으로 지정학적 리스크가 상존하는 지역이기 때문에 방산물자에 대한 수요가 높다. 하지만 자국 기술력 및 제조 기반시설 부족으로 사우디, UAE, 이집트, 카타르 등 수니파 국가들은 서방제 무기체계에 주로 의존하고 있다. 사우디아라비아는 독립적인 안보 역량 육성을 위해 ‘사우디 비전 2030’ 정책을 수립, 국방 지출 50% 이상을 역내 조달하겠다는 목표를 가지고 있다. 사우디아라비아 내 진행되고 있는 가장 큰 사업인 사우디 내셔널 가드(MNG) 사업은 전체 조달 규모는 알려져 있지 않으나 장갑차, 자주포, 전차, 다연장 로켓 등을 패키지로 조달하는 사업으로 알려져 있으며 현재 우리나라와 중국이 최종 숏리스트에 올라가 경합하고 있는 상태이다.

방산물자 조달 사업에서  
현지화 및 기술  
이전/개발을 요구하는  
사우디

사우디아라비아에서 국방조달을 담당하는 GAMI는 Industrial Participation Policy를 통해 사우디 국방조달에 참여하기 위한 ‘산업 기여’와 관련해 구체적인 가이드라인을 제시하고 있는데, 1.5억 사우디 리얄(약 600억원)이 넘어가는 국방조달 계약은 모두 전체 계약 규모의 60% 이상을 사우디 산업에 기여 해야한다. ‘산업 기여’는 ‘Localization’과 ‘Capability Development’ 두가지 소분야로 나뉘지게 되는데, ‘Localization’은 사우디 현지 제품을 활용한 조달이며 ‘Capability Development’는 사우디가 요구하는 기술개발이다. 세부 항목별로 가중치가 존재하며 사우디가 요구하는 기술개발이 60% 요건을 채우기 위한 가중치가 높다.

표 5. 사우디아라비아 국방조달 Localization 세부내역

구분	수출 체계	Valuation Factor
A.1	사우디 역내 수출 시 현지 기업의 재화 및 서비스를 통한 공급	1.0
A.2	해외기업의 방산물자 수출 시 사우디 물품 조달	1.0-2.0
A.3	방산 및 전략물자 제조 관련 기술 지원	1.0

자료: General Authority for Military Industries, 대신증권 Research Center

표 6. 사우디아라비아 국방조달 Capability Development 세부내역

구분	수출 체계	Valuation Factor
B.1	국방물자를 조달하기 위한 현지 기업에 대한 해외투자	2.0-5.0
B.2	특수장비	1.0-2.0
B.3	기술이전	1.0-3.0
B.4	기술교육	1.0-2.0
B.5	지정된 기술에 대한 연구개발	2.0-5.0

자료: General Authority for Military Industries, 대신증권 Research Center

초과 크레딧을 통한  
중장기적 수주 역량  
확보

특히 사우디아라비아는 해외 방위산업체들과의 중장기적인 파트너십을 위해 산업 참여 60%를 넘어서는 금액에 대해서는 5년간 초과 크레딧을 인정, 차기 사업에서 부여되는 60% 의무량 중 최대 25%까지를 초과 크레딧을 통해 채울 수 있다. 때문에 26년 내 윤곽이 잡힐 사우디 MNG 사업의 경우에도 현지 투자 및 조달, 기술이전 및 공동 연구개발이 사업자 선정에 핵심 요소가 될 것이라 판단한다.

중동 내 무인체계,  
항공 분야 허브가  
되고 싶은 UAE

UAE 또한 방위산업 자립화를 통해 독자적인 안보 태세를 구축하는 것과 더불어 중동 및 북아프리카(MENA) 지역 내 방산 제조 허브로 도약하는 것을 목표로 하고 있다. 특히 방위산업 내 AI, 로봇틱스 활용을 통해 공중(UAV), 지상(UGV), 해상(USV)과 같은 무인체계 분야의 발전을 강조하고 있다. 사우디와 유사하게 부족한 기술력 및 방위산업 내 낮은 시장 점유율은 FDI(외국인직접투자), 해외기업과의 JV 설립 및 기술 공동 개발을 통해 극복해 나가려 하고 있다. UAE ‘2025 방위산업 미래 전략’ 문서 내에서는 구체적인 방산물자 조달 방식은 언급되지 않으나, UAE의 국방조달을 담당하는 타와준 위원회(Tawazun Council)는 사우디와 유사하게 산업 참여 프로그램을 운영하고 있다. 해당 산업 참여 프로그램에서도 투자금, 기술이전에 대해 차별적 승수(Multipliers)를 부여해 해외 기업의 국방조달사업 참여 시 역내 투자 그리고 기술이전 및 공동개발을 유도하고 있다.

KF-21 Block3 공동  
개발 가능성, 정부  
승인이 필수적인  
기술 이전

UAE는 KF-21 잠재적 도입국 중 유력한 후보 국가인데, UAE의 방위산업 자립화라는 목표를 고려했을 시 단순 도입보다는 KF-21 Block3 공동개발을 진행할 가능성이 높다고 판단한다. 이러한 기술 이전을 포함한 수출 계약의 경우 정부 승인이 필수적인데, 우리나라는 방위사업법을 통해 방위산업 기술 이전을 통제하고 있다. 방위사업법 제57조에 따르면 방산물자 뿐 아니라 국방과학기술을 외국으로 수출하기 위해서는 방위사업청장의 허가가 있어야 한다고 명시되어 있다. 기술이전 뿐 아니라 공동 개발 또한 기술자료 및 노하우 전수로 간주하기에 정부는 어떤 기술이 이전되는지에 대해 엄격히 심사를 진행하고 있다. 구체적으로 만약 이전하려는 기술이 방위산업기술에 해당하는지를 확인, 만약 해당할 경우 방위사업청에 수출예비승인을 신청해야한다. 이후 방위사업청과 유관기관의 승인을 받게 되면 수출허가(EL)가 발급되는데 이후 기술이전 및 공동개발이 가능하다.

표 7. UAE & 국내 방위산업체 협력 현황

구분	협력분야	주요 내용
한화에어로스페이스	유도, 탄약, 무인	- 밀렘 로봇틱스: T-RCV 등 무인체계 공동개발 - EDGE 그룹과 전략적 파트너십 체결
한국항공우주	항공	- KF-21 공동개발 파트너십 체결 검토 - MC-X 공동개발 및 수리온 헬기 도입 검토
LIG D&A	유도	- M-SAM 수출, L-SAM 수출 검토 중
세트렉아이	우주	- DubaiSat 광학위성 수출

자료: 대신증권 Research Center

도전하고 있는 미국 시장, 한-미 국방상호조달협정(RDP)

미국 시장  
진출에 도전하고 있는  
우리나라 방위산업

우리나라 방위산업은 동유럽을 넘어서 중동, 남중국해, 북유럽, 남미 등 시장을 넓혀가고 있지만 미국과 서유럽 시장에 진출한 트랙레코드는 전무하다. 하지만 26-27년 미 해군 고등훈련기(UJTS)와 차세대 자주포(SPH-M) 사업이 개시되었고 우리나라에게도 기회가 찾아왔다. 미국 시장 진출은 안정적인 수주 기반을 만들어 줄 수 있는 최고의 기회이며 이를 위해서는 현지화 전략 및 RDP 체결이 필요하다.

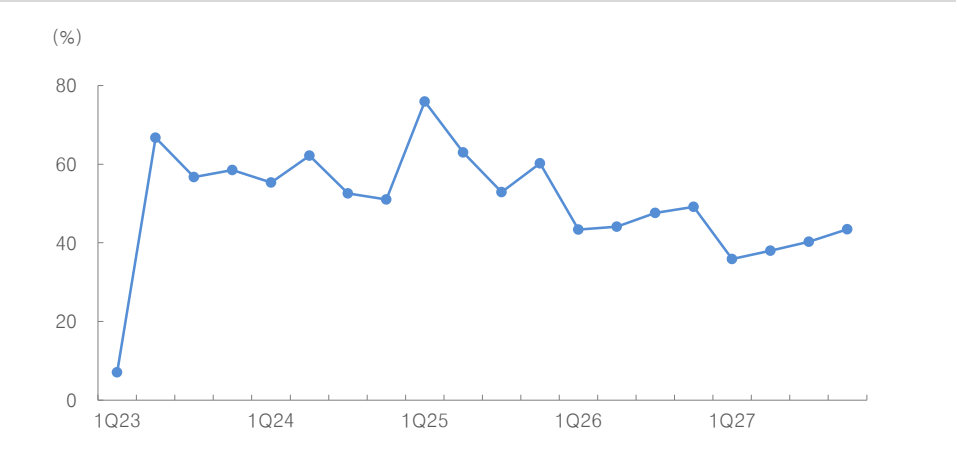
NATO의 중심인  
미국과 서유럽,  
우리나라 방위산업의  
핵심 거점이 될 것

미국은 NATO 핵심 국가로, 해당 시장에 진출할 수 있다면 우리나라 무기체계의 확산은 가속화 될 것이다. NATO는 방위산업의 구조적 문제점인 수요 부족을 해결하기 위해 24년 워싱턴 정상회의에서 ‘NATO 방위산업 역량 확대’에 대해 서약했는데, 범동맹적 방위산업 강화, 대규모 다국적 공동 조달 확대를 통한 수요 집약, 상호운용성 증대를 강조했다. 특히 K9 자주포는 NATO 회원국인 폴란드, 루마니아, 핀란드, 노르웨이, 튀르키예(라이선스), 에스토니아 총 6개국이 이미 활용하고 있으며 미국, 스페인, 스웨덴 자주포 사업에 입찰할 계획이다. 정치적 영향을 받는 방위산업은 일반적인 수주 산업과 다르게 수요가 제한되어 있으며 정치적 영향으로 수주 불확실성이 크기 때문에 이러한 리스크를 줄이기 위해서는 다각화된 무기체계 및 분산된 매출처가 반드시 필요하다.

Buy America에 따른  
RDP체결 및 현지화의  
중요성

현재 미국 내 사업은 UJTS(Undergraduate Jet Training System)와 SPH-M(Self Propelled Howitzer-Modernization)이 있다. 하지만 상호국방조달협정(RDP) 체결 없이는 미국 공공조달 시장의 경우 미국산우선구매법(Buy America Act)에 따라 외국 기업들이 진입하기가 까다롭다. RDP 미체결 상태인 경우, 현지 생산 시설이다. 미국 연방조달규정(FARS)에 따르면 24-28년까지 일반 제조품은 미국산 부품 비중이 65%, 29년부터는 75% 이상으로 강화가 되며 만약 이를 지키지 않았을 시 제품 가격의 20-30%의 가격 패널티가 더해지게 된다. 국방조달의 경우 FAR 보충 규정으로, 국방조달규정(DFARS) 또한 준수해야하는데, DFARS에서는 해외기업의 입찰 가격에 50%를 가산하는 패널티를 부과하고 있다.

그림 23. 국내 방위산업체 수출 매출 내 폴란드 매출 비중 추이 및 전망



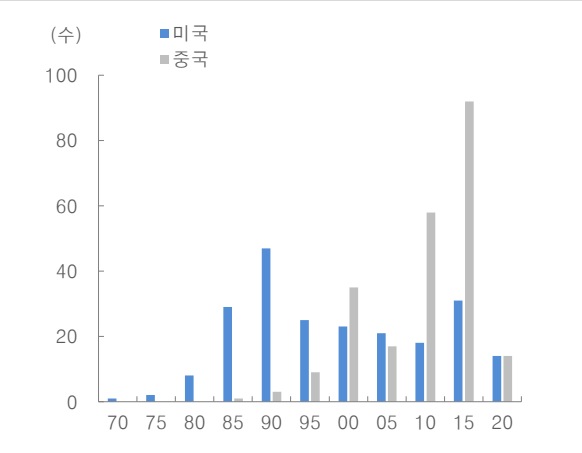
자료: 대신증권 Research Center

Buy America 적용을 받지 않도록 도와주는 RDP 체결

미국과의 RDP체결이 이뤄지면 국방 조달 계약에서 Buy America에 적용 받지 않을 수 있다. DFARS에 따르면 RDP를 체결한 국가(적격국가)에 대해서는 Buy America에 따른 차별적인 비용을 부과하는 것이 공공이익에 부합하지 않는다고 판단해 예외적으로 차별적 대우를 면제하고 있다. 현재 미국은 대부분 방산물자를 자국 기업으로부터 조달하고 있는데, 96%의 방산물자는 자국산 제품으로 조달하며 나머지 4%(약 5-7조원)에 대해 미국과 RDP를 체결한 28개국이 경쟁 입찰에 뛰어드는 구조이다.

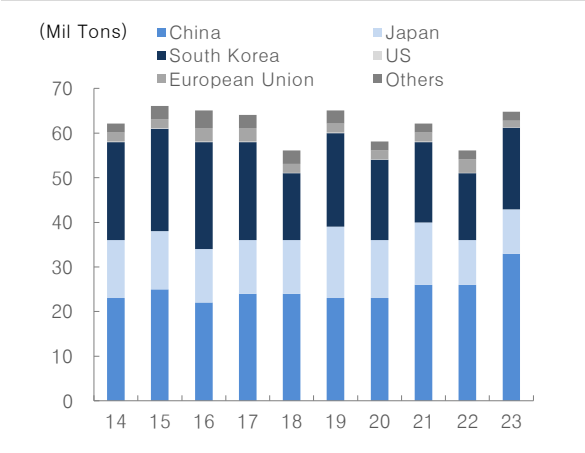
현재 미국에게 인도-태평양 지역 내 영향력을 유지하기 위해 단기에 가장 필요한 것은 함정 건조 및 MRO 역량이며 중장기적으로 보면 신뢰성 높은 방산물자의 대량 양산 체계이다. 자주포, 고등훈련기, 무인기, 무인수상정, 저궤도 위성, 포탄, 장약 등은 저렴한 가격에 대량으로 양산이 필요한 물자들이다. 우리나라 방위산업체들은 경쟁사 대비 가격, 납기 면에서 압도적 우위를 가지고 있기에 미국의 이러한 수요를 충족시켜 줄 수 있는 최적의 조건을 갖추고 있다.

그림 24. 미국 & 중국 군함 운용 대수 비교



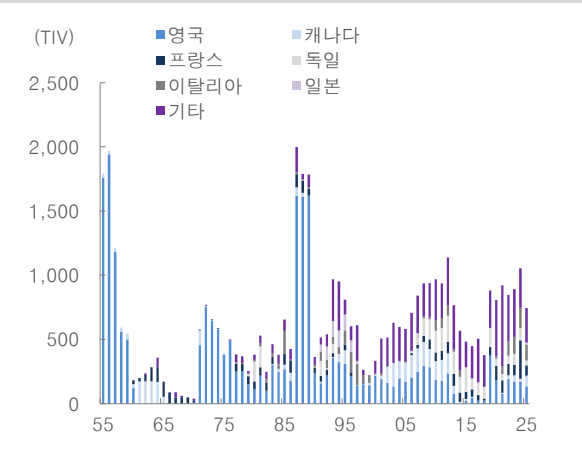
자료: CSIS, 대신증권 Research Center

그림 25. 국가별 선박 건조 대수 추이



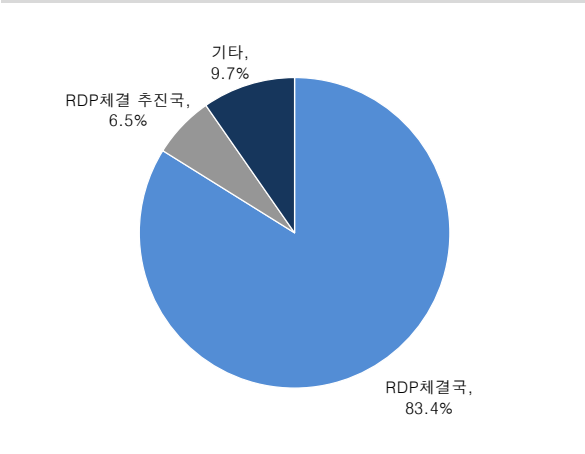
자료: UNCTAD, 대신증권 Research Center

그림 26. 국가별 대미 방산물자 수출 추이



자료: SIPRI, 대신증권 Research Center

그림 27. 19-23 RDP 체결 및 대미 방산물자 수출 비중



자료: Government Accountability Office, 대신증권 Research Center

UJTS 사업: 16년 T-X(미 공군 훈련기) 사업보다 높은 가능성

한국항공우주,  
Lockheed Martin과  
컨소시엄 맺어 UJTS  
입찰 예정

UJTS(고등훈련기) 사업은 미 해군이 운용중인 노후화된 T-45 훈련기를 교체하기 위한 사업으로 최소 145대의 발주가 예정되어 있으며 이와 별도로 진행될 예정인 TSA(전술 대체기) 사업 또한 연계되어 두 사업을 합치게 되면 200기가 넘는 훈련기 수주가 기대된다. 현재 KAI-Lockheed Martin TF-50, Saab-Boeing T-7, Leonardo-Textron M-346, SNC-Northrop Grumman Freedom Trainer 4개 컨소시엄이 입찰할 예정이며 운용 트랙 레코드가 있는 TF-50과 T-7이 유력한 후보이다. 18년 미 공군 훈련기 사업에서도 두 기체는 경쟁을 펼친 바 있는데, 당시 Saab-Boeing 컨소시엄이 무리하게 저가 입찰을 했으며 미국 정부 또한 방산 생태계 유지에 대한 의지가 강했기 때문에 Saab-Boeing 컨소시엄 손을 들어준 바 있다. 하지만 그 결과 2년이라는 인도 지연과 더불어 설계 결함이 지속되며 26년인 현재에도 IOC(초기운영능력)를 획득하지 못한 상황이다.

기술적 우위에 있는  
TF-50, 정책적으로는  
T-7이 유리한 상황

미 해군 훈련기 사업에서는 과거 미 공군 훈련기 사업에서 발생했던 문제를 줄이고자 최저 가격제가 아닌 최적 가치 낙찰 방식을 채택하고 있으며 기술, 가격, 납기, 조달 리스크 등을 종합적으로 평가해 최적 가치를 제공하는 기체를 선정할 예정이다. 정치적 요소를 제외한다면 운용 트랙레코드, 생산 안정성 측면에서 TF-50을 선정하는게 올바른 판단이다. 다만 UJTS RFP 발송 연기, T-45 기체 수명연장 사업(SLEP)을 통해 T-7에게 개발 및 안정화에 필요한 시간이 제공되었고, 항공모함 착함 요구조건이 사라지게 되는 등 정책적 리스크 또한 상존한다.

미국과 일본의 차세대  
고등훈련기 공동 개발  
가능성

당사는 일본의 방위산업 재건에 대한 의지가 커짐에 따라 미국과의 협력이 앞으로 증대될 것이라 예상하는데 현재 일본은 약 160대 규모의 노후화된 T-4 훈련기를 대체하기 위한 신규 고등훈련기 도입 사업을 계획하고 있다. 만약 일본이 T-7 기반 공동 개발을 택할 경우 미 공군, 해군, TSA 그리고 일본 물량을 합쳐 약 700기로 규모의 경제 측면에서 T-7이 유리해질 수 있다. 현재 우리나라와 미국간 RDP가 체결되지 않았기 때문에 현지 생산시설을 활용해 입찰 단가를 얼마나 낮출 수 있는지가 수주 핵심이 될 것이라 전망한다. 과거 미 공군 고등훈련기 사업 당시 Lockheed Martin 그린빌 공장을 통해 TF-50 시제기 개량이 이뤄졌으며 이와 유사하게 UJTS 사업에서도 Lockheed Martin 생산 시설을 활용해 T-50이 현지 생산 또는 개량이 이뤄질 것이라 추정한다. TF-50은 T-50의 개량형이며 T-50은 F-16과 항공역학적으로 유사하다. Lockheed Martin은 F-16을 현재에도 생산하고 있어 TF-50 현지 생산 리스크는 없을 것이라 판단한다.

표 8. UJTS 사업 사업자 선정 타임라인

시기	입찰 절차	세부 사항
25/03	RFP 발송	항모 실재 착함 미요구 결정
26/02	Draft RFP 발송	업체 의견 수렴
26/03	Final RFP 공개	참여 컨소시엄 대상 공식 입찰 제안
27/03	최종 사업자 선정	
28-29	설계 및 시제기 제작	
28-32	초도저울생산 항공기 인도 시작	

자료: SAM.GOV, 대신증권 Research Center

미국 차세대 자주포 사업(SPH-M): 해볼 만한 사업

미국시장에 도전하고  
있는 K9 자주포

미국은 자체 개발을 포기하고 해외 무기체계를 도입해 미군의 운용교리에 맞추겠다는 차세대 자주포사업(SPH-M)을 진행 중이다. 총 수주 물량은 후속 양산 대수까지 고려했을 때 500여대 정도이며 최종 사업자 선정은 26년 7월이다. 해당 사업은 체계 성숙도, 가격, 납기를 우선순위로 평가하기 때문에 K9 자주포가 유리한 부분이 있어 충분히 도전해볼 만한 사업이라 판단한다.

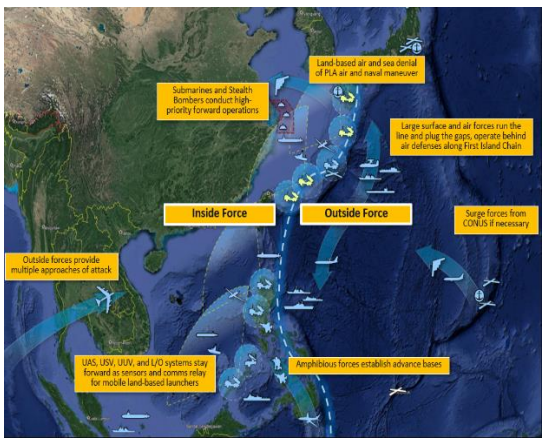
항공 및 해양 무기체계에 집중하고 있는 미국, 해외 무기체계를 도입하는 것이 경제적

미국은 해양국가라는 특성으로 공군 및 해군에 예산 배분이 집중되는데, 25년 RDT&E 기준 항공우주 864억달러, 해양 481억달러, 미사일 및 탄약 298억달러, 지상 관련 130억달러로 연도별 수치의 차이는 있으나 비중은 유사하다. 실제로 미국은 전체적인 군사력에 비해 소수의 견인포/자주포를 운용하고 있는데, 스트라이커 여단 및 보병여단 내 약 700~1,000대의 견인포/자주포를 운용하고 있는 것으로 알려져 있다. 우리나라는 155mm 자주포만 3,000문을 운용하고 있으며 견인포 및 105mm 자주포까지 합치면 약 7,000문 이상을 운용하고 있기 때문에 미국의 화력체계 운용 규모는 전체 예산을 고려했을 시 굉장히 작은 규모이다. 자주포의 경우 이미 K9 자주포와 Pzh2000이 시장을 과점하고 있는 상황으로 신규 개발을 했을 시 수출 가능성이 낮고, 수출이 불가능하다면 자체적으로 개발하는 것보다 해외 무기체계를 도입하는 것이 경제적이다.

인도-태평양 내 신속 전개 및 무인수상정 견제를 위한 차륜형 자주포

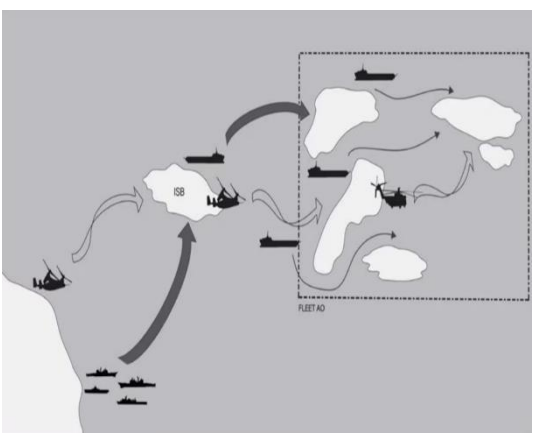
22년 러시아-우크라이나 전쟁 그리고 인도-태평양 지역의 전략적 가치가 증가하며 자주포에 대한 미국의 인식에 변화가 발생했다. 미 해병대 및 육군이 추진하고 있는 EABO(Expeditionary Advanced Base Operations)에 따르면 미군은 인도-태평양 지역의 소규모 섬에 가성비 있는 대량의 자주포를 배치해 무인수상정을 견제하고자 한다. 최근 해양 무기체계에서의 트렌드 또한 유무인복합체계에 기반한 물량전이기 때문에 미사일을 통한 무인수상정의 저지는 교환비 측면에서 방어자에게 불리하다. 특히 차륜형 자주포의 경우 다양한 군사적 옵션을 가지고 있다는 점에서 매력적인데, 방어를 위한 수단이 될 수도 있으며 상륙 작전 수행 시 지상 무기체계에 대해 견제도 가능하다.

그림 28. 제 1 도련선 내 미군 운용 전략



자료: CSBA, 대신증권 Research Center

그림 29. 미 해병대 EXBO 운용 교리



자료: USA MARINES, 대신증권 Research Center



FAR 기반 사업보다  
유연하며 실용적  
관점이 중요시되는  
OTA 기반 사업

현재 차세대자주포 사업의 경우 미국 조달청에 OTA(Other Transaction Authority) 기반 RPP(시제품제안요청서)가 공개되어 있는 상태이다. 통상적인 방산물자 계약의 경우 FAR(연방조달규정)을 기반으로 하는데, FAR에 기반해 절차가 진행 될 경우 RFI(정보요청서), RFP(제안요청서), 제안서 제출, 평가 및 업체선정 과정에서 기존 전통적 방위산업체들로 입찰이 제한되어 있는 것은 물론 FAR에 기반하기에 Buy America에 적용을 받아 RDP 미체결국가의 경우 가격 패널티를 부여 받을 확률이 매우 높다. 또한 정부 입찰 특성 상 ‘실용성’ 및 ‘혁신성’보다는 규정에 근거해 업체별 평가를 실시하기 때문에 해외 업체들이 경쟁 입찰 시 불리한 구조이다. 하지만 OTA 기반 계약의 경우 Buy America에서 자유로울 뿐 아니라 모든 측면에서 FAR 기반 계약보다 유연하며 규정보다 기술을 통해 문제를 해결할 수 있는 실용적 관점을 중시한다.

초기 물량 18대, 후속  
양산 고려했을 때  
최대 500여대 규모  
추정

FAR 기반 계약의 경우 초기 개발부터 양산까지 계약을 한번에 체결하는 반면, OTA 기반 계약의 경우 초기 시제품 평가를 한 뒤, 업체를 선정해 무기체계를 독점적으로 양산할 수 있는 자격이 부여된다. 미국 차세대 자주포 사업의 경우 RPP를 통해 나오는 물량은 1+17대로 총 18대이며 향후 양산은 미국 내 보병여단 전투단, 스트라이커 여단, 기동여단 전투단이 운용중인 M777 155mm 견인포를 점진적으로 교체할 예정으로 총 500여대 양산 사업이 진행될 것으로 보인다.

가격, 납기, 체계  
성숙도를 모두 갖추고  
있는 K9 자주포에게  
기회로 작용

미국 차세대 자주포 사업은 K9 자주포가 충분히 도전해볼 만한 사업이다. 차세대 자주포 사업은 단순 성능이 아닌 가격, 납기 그리고 체계 성숙도를 종합적으로 평가해 K9 자주포가 강점을 가지고 있다. 미국 사업이 성사가 된다면 미군 내 교체수요 뿐 아니라 상호 운용성을 강조하고 있는 NATO 조달 특성상 서방세계의 표준으로 자리잡을 가능성이 높다. 이러한 지역적 다변화를 통해 안정적인 수주를 지속적으로 받을 수 있어 수주산업의 한계를 극복 할 수 있는 트리거가 될 것이다.

표 9. 미국 차세대 자주포 사업(SPH-M) 사업자 선정 타임라인

시기	입찰 절차	세부 사항
26/03	RPP 발송	
26/07	OTA 계약자 선정	
~26/12	최초 시제품 인도	계약 체결 이후 6개월 이내 시제 1 호기 반드시 납품 요구
27/01~28/06	FAR 계약자 선정	
28/06~28/09	야전 평가	
28/09~30/03	미국 현지 생산 인도 개시	

자료: U.S.ARMY, 대신증권 Research Center

미국 자주포사업 제외  
해도 향후 차륜형 K9  
자주포에 대한 수요  
증가할 것

해당 사업을 실주한다고 해도 한화에어로스페이스 입장에서 아쉽기는 하나 개발에 투입  
된 비용은 충분히 회수 할 수 있을 것이다. 즉, 얻을 수 있는 것에 비해 리스크가 적은  
개발 사업이라고 할 수 있는데, 미국 자주포 사업을 제외하더라도 차륜형 자주포 개발은  
기존에도 필요했었다. 영국 자주포 도입 사업에서도 차륜형이 선정된 바 있으며 스페인,  
캐나다 자주포 도입 사업 또한 차륜형을 요구하고 있다.

K9 차륜형, RCH155  
모두 포탑은 검증  
완료, 다만 차체는  
추가 검증 필요

기술평가는 업체에서 제공하는 입찰 제안서가 아닌, 실전에서 쌓인 데이터를 통한 검증  
이 진행된다. 때문에 실전 운용 기간이 긴 체계가 유리하며 기술 평가에서 핵심은 포신  
의 신뢰성이 될 것이라 전망한다. 본 사업에 입찰할 체계 모두 미국 내 생산되거나 이미  
활용되고 있는 상용 트럭 차체를 활용할 것이기 때문에 차체와 포탑의 통합성을 제외하  
면 포탑의 기술 성숙도가 평가의 핵심 요소가 될 것이다.

폴란드 사례를 통해  
실전에서 증명한 납기  
준수 능력

납기의 경우 제안서에 제안한 내용이 현실적인지를 평가한다. 계약 체결 이후 시제 1호  
기에 대해 60일 이내 인도를 요구하고 있으며 지연일수에 따른 패널티를 부과하고 있다.  
0-30일 5%, 30-90일 15%, 90일 이상 지연시 25%에 달하는 계약가 삭감이 이뤄진다.  
K9 자주포는 22년 체결된 폴란드 1차 계약 물량 212문을 25년말에 납품 완료하면서 궤  
도형 기준으로는 이미 납기 능력을 실전에서 증명했다.

표 10. 미국 차세대 자주포 사업(SPH-M) 입찰 자격

구분	핵심 요구 조건	상세 내용	한화에어로스페이스 현황
자격 조건	OTA 법적 요건 충족	1) 비전통적 방산기업 공동 참여 여부 2) 1 번 조건 미충족시 비용 1/3 분담 여부	미정
기술 조건	형태 및 구경	1) 차륜형 2) 49-56 구경장 주포	차륜형 개발 완료 궤도형 K9 자주포의 경우 52구경장
운용 조건	-	1) 미국 본토 이외 운용 요구 2) 미국 우방국 수출 및 양도 허용	미정

자료: U.S. ARMY, 대신증권 Research Center

표 11. 미국 차세대 자주포 사업(SPH-M) 평가 항목 및 가중치

평가 요소	중요도 순위	주요 평가 세부 항목
Technical	1 순위	핵심 성능(사거리, 발사속도, 기동성), 기술 성숙도 및 위험 관리
Schedule	2 순위	60 일 내 초도 인도 가능성, TIC(실전평가) 물량 공급 일정, 24 개월 온쇼어링 완료 시점의 구체성
Management	3 순위	지식재산권(IP) 공유 전략, 공급망 보안(CMMC), 미국 내 파트너십 및 제조 시설 확보 계획
Price/Cost	4 순위	시제품 개발비의 적정성, 향후 양산 시 예상 단가(Production Unit Cost)의 경제성

자료: U.S. ARMY, 대신증권 Research Center



입찰 경쟁 승리를 위한 현지화 조건

현지화 계획은 26년 3월 제안서에 포함되어야 하며 실제 계약 이후 24개월 이내 생산 라인 및 공급망을 완전 구축하는 것을 요구하고 있다. 구체적인 현지화 비율은 명시되지 않았으나 상대평가 개념이기 때문에 경쟁사 대비 더 높은 현지화율 제시할수록 유리한 구조일 것이다. 당사는 만약 RDP가 체결되지 않은 채 입찰에 참여할 경우 75% 이상 현지화율을 달성해야 할 것이라 추정하는데, SPH-M 사업의 경우 OTA 기반 계약자 체결을 통해 프로토타입 개발을 한 이후 FAR 기반 양산계약을 체결하는 형태이기 때문에 RDP 체결 없이는 Buy America의 적용을 받게 된다. 때문에 후속 양산 페이스를 고려했을 시 Buy America에서 요구하고 있는 29년 현지 생산 비율인 75% 이상을 달성해야 실제 수주를 한다고 해도 경제적 이윤을 창출할 수 있을 것이다.

아칸소주 장약 공장 투자로 경쟁사 대비 우위에 있다고 판단

흥미로운 점은 미국이 단순 현지화라고 표현을 한 것이 아닌 전시 체계(Wartime Footing) 구축을 요구했다는 점인데, 여기서 한화에어로스페이스의 전략이 돋보인다. 한화에어로스페이스는 1.8조원을 아칸소주에 투자해 장약공장을 설립, 2030년부터 실제 매출을 올릴 계획이다. 경쟁사의 경우 대부분 현지 체계 조립 인프라만 구축해둔 상태이며 장약의 경우 미국 내 기존 공급망을 활용하고 있다. 현재 전세계 장약은 공급 부족 상태이며 장약 없이는 자주포도 껍데기에 불과하다. 만약 전시 체계(Wartime Footing) 개념 내 장약이 포함될 경우 한화에어로스페이스가 높은 점수를 받을 수 있다.

기존 K9 자주포 궤도형의 높은 가격 경쟁력은 차륜형에서도 동일한 것이라 판단

K9 자주포 차륜형은 K9A2 포탑을 활용하기 때문에 규모의 경제면에서 경쟁사가 따라올 수 없는 구조이다. 가격의 경우 상대평가로 진행되는데, 상위 1/3 Good, 중위 1/3 Acceptable, 하위 1/3 Marginal이 부여되는 구조로 K9 자주포는 가장 높은 등급의 점수를 받을 수 있을 것이다. K9 자주포를 포함해 경쟁사들이 미국 내 운용되고 있는 전술 트럭을 활용할 시 전체 체계 가격을 결정하게 되는건 포탑의 가격이다. 자주포를 포탑과 차체로 나눠보게 되면 포탑 기술이 핵심인데, 포탑 내에는 사격통제장치, 포신, 자동장전 시스템 등이 탑재되기 때문에 포탑이 차체보다 비싸다. 궤도형의 경우에도 차체보다 포탑의 가격이 월등히 높는데, 차륜형의 경우 보기륜, 전용 파워팩 탑재가 필요 없어 전체 체계에서 포탑의 중요도가 궤도형보다 더욱 올라갈 수 밖에 없다.

표 12. 미국 차세대 자주포 사업 입찰 기업 체계 사양 현황

평가 항목	한화에어로스페이스 (대한민국) K9MH	Elbit Systems (이스라엘) SIGMA NG	BAE Systems (영국) Archer	KNDS (독일, 프랑스) RCH 155
개발기간	24-26년	19-24년	95-13년	14-24년
실전운용	X	n/a	O	X
가격(추정)	50-80억원(궤도형 기준)	100억-150억원	150억원	150억-200억원
운용대수	2,000문 이상(궤도형 기준)	200문	120문	400문(궤도형 기준)
차체	TATRA(8x8) Mack truck(AUSA 공개)	Oshkosh LVSR(10x10)	Volvo A30D 덤프트럭(6x6) RMMV HX2(8x8)	Boxer 8x8(GDLS)
최대발사속도(3분)	6-8발(K9A2 기준)	8발	7발	8발
장탄수	40-50발	40발	21발	30발
현지 생산 설비	현지 체계조립 설비 미정	사우스캐롤리나 체계조립	펜실베이니아 체계조립	현지 체계조립 설비 미정
현지 투자 현황	1) 아칸소 장약공장 설비 투자 2) 필리조션소 인수, 오스탈 조션소 지분 투자 3) EDAC 인수(항공엔진 부품)	1) 전자, 유도 분야 설비 다수 보유	1) 플로리다, 캘리포니아, 버지니아 내 조션소 보유 2) BALL 인수(항공우주) 3) 전자, 유도 분야 설비 다수 보유	1) Loc Performance 인수 (특수차량) 2) 소, 중 · 대구경 탄약 및 신관 생산 설비 보유

자료: 대신증권 Research Center

III. 전투기 시장을 장악할 KF-21 보라매

하늘을 누비는 KF-21, 남아있는 국산화 과제

26년 KF-21 국내  
양산 개시, KF-21  
기반해 성장할 국내  
항공우주 산업

26년은 우리나라 방위산업에 있어 역사적인 해가 될 것이다. 1970년 미국의 F-5를 라이선스 생산하던 국가에서 첨단 제조업이라 불리는 항공우주 영역까지 독자적으로 생산할 수 있게 되었다. 당사는 KF-21을 6세대 전투기 전력과 시기가 도래했을 때 유무인복합체계를 효율적으로 운용할 수 있는 저렴하면서도 잠재력 있는 준스텔스기로 정의한다. 이에 따라 현존하는 4.5세대 전투기 대비 높은 수출 경쟁력을 확보할 것이다.

Rafale, Gripen, F-16  
보다 매력적인 기체,  
KF-21

KF-21 Block1은 최초양산 사양으로는 공대공 임무수행으로 역할이 제한되어 있다. 하지만 향후 Block3라고 불리는 개량 형태는 6세대 전투기의 운용 개념을 구사하기 효율적인 구조이다. 현존하는 4.5세대 전투기인 Rafale, Gripen, F-16 또한 6세대 전투기의 운용 개념을 구현할 수는 있다. 하지만 해당 기체들은 비스텔스로 최초설계가 이뤄져 6세대 전투체계를 적용하기에 비효율적이다. 무기체계를 한번 도입하면 10년 이상 활용하게 되는데 현재 6세대 전투기가 개발 중이며 이로 인해 4.5세대 전투기 도입 이후 세대 교체가 진행될 수 있다. 신규 전투기를 도입하려고 하는 국가 입장에서는 4.5세대와 6세대 사이를 이어주는 중간다리 역할을 하는 기체가 분명 필요할 것이며, KF-21이 해당 시장에서 빛을 보게 될 것이다.

향후 수출 경쟁력을  
위한 국산화를 제고  
필요

다만 아직까지는 과거 20년 지상방산 분야와 마찬가지로 항공우주 분야에서도 국산화가 발목을 잡고 있다. 현재 국산화가 이뤄지지 않은 분야는 유도, 항공엔진 분야이다. 국산화가 중요한 이유는 안보적인 이유도 있으나 부품 국산화 정도가 낮을 경우 독립적인 방산 수출 의사결정이 불가능하기 때문에 수출 역량에 있어서도 차이가 발생한다. 국내 체계 업체가 엔진, 변속기, 소재 등 핵심 부품을 타국으로부터 수입해야 할 경우 해외 정부로부터 수출허가(EL)을 받아야 한다. 특히 핵심 부품의 경우 상당 부분을 미국으로부터 수입해야 하는데, 미국은 ITAR(국제무기거래규정)을 통해 방위산업 관련 핵심 부품 수출을 엄격히 통제하고 있다.

표 13. KF-21 Block 별 개량 현황

구분	일정	양산예정 대수	스텔스	무장	유무인복합
Block1	2026~2027	40	저피탐 고려 설계	공대공 위주 (미티어, IRIS-T)	-
Block2	2027~2032	80	-	공대지/공대함 미사일 통합	무인기 초기연동
Block3 (KF-21 EX)	2032~	-	내부 무장창 추가	한국형 단장거리 공대공 미사일 통합	NACS 구현

자료: 대신증권 Research Center

신속전투전개(Agile Combat Employment)와 유무인복합체계

전술적 우위를 위한  
신속전투전개(ACE)  
도입, 유무인복합체계  
운용 필수적

미 국방부는 중국, 러시아의 장거리 정밀 타격 능력을 타개하고 전술적 우위를 가져오기 위해 소수의 집중화된 전력이 아닌 대량의 분산화된 전력이 강조되는 '신속전투전개 (ACE, Agile Combat Employment)' 작전 교리를 도입하고 있다. 이를 구현하기 위해서는 항공 분야에서 유무인복합체계의 운용이 반드시 필요하며, 방위산업 내 통신체계 고도화 및 AI 활용 증가를 전망한다.

ACE의 핵심은 분산된  
전력 운용

전통적인 현대 공중전은 소수의 거대한 기지에 전투기, 정비 인력, 탄약 등 모든 자원을 중앙 집중화하여 출격하는 방식이었다. 그러나 중국, 러시아의 타격 능력이 고도화되면 서, 기존 중앙 집중화된 기지는 개전 초기 가장 취약한 제1 타격 표적이 되었다. 이를 극 복하기 위해 제정된 미 공군 공식 교리(AFDN 1-21) ACE는 전력을 다수의 소규모 기지 로 쪼개어 분산 배치하는 것이 핵심이다. 허브 기지와 여러 개의 소규모 기지를 네트워크 로 연결하고, 전장 상황에 따라 유연하게 전력 기능 및 규모를 조절해 적의 예측 능력 을 떨어뜨리고 아군에게 전술적 우위를 제공 수 있다.

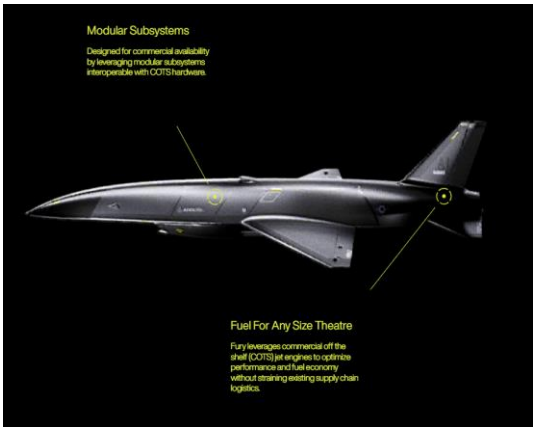
분산된 전력 운용시  
발생하는 문제점은  
무인 편대기가 채워줄  
것

문제는 전력을 분산할 경우 기체 출격률이 최소 30%에서 최대 50%까지 하락하는데, 이 공백을 메우는 해법이 바로 유무인복합체계(MUM-T) 기반 무인 편대기(CCA) 도입이 다. 소규모 분산 기지에 최소한의 유인기만 배치하고, 유인기 1대가 다수의 무인기를 통 제함으로써 물리적인 인력 증원 없이도 전술적 질량을 복원할 수 있다.

무인 편대기를 지휘  
통제하기 위한 항공관  
제기 역할을 6세대  
전투기가 수행할 것

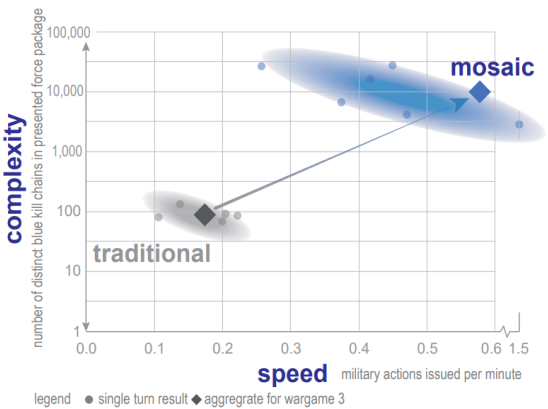
전투기가 적진에 침투하면, 적의 재밍으로 지상 관제소와의 통신이 원활하지 않을 수 있 다. 이때 현장에서 모자이크 조각(무인기)을 실시간으로 조합하고 지휘할 공중 이동식 지 휘통제(C2) 허브가 반드시 필요하며 6세대 전투기가 이러한 역할을 수행하게 될 것이다. 소수의 조종사가 대량의 무인기를 운용하기에는 물리적인 한계가 존재한다. 때문에 무인 기는 네트워크에서 단절된 상태에서도 자율적으로 비행할 수 있는 엷지 컴퓨팅 환경을 고 려해 설계되어야 하며, 대량의 전장 데이터를 처리해 조종사가 최적 의사결정을 내릴 수 있도록 도와주는 AI 또한 필요해 질 것이다.

그림 30. Anduril CCA YFQ-44 Fury



자료: Anduril, 대신증권 Research Center

그림 31. 복잡성이 증대될 모자이크전



자료: CSBA, 대신증권 Research Center

미래전의 모습: 낮은 가격, 소모성, 대량 운용

향후 무기체계 핵심 가치는 낮은 가격, 소모성, 대량 운용 세가지가 결정하게 될 것이다. 이러한 특성은 상공에 무수히 많은, 비교적 스텔스 성능이 낮은 무인기와 이를 통제하는 유인기(C2)를 통해 적의 감시정찰 자산 무력화 및 의사결정 불확실성을 증대시키고 요격 미사일 소모를 강제할 수 있다.

설계를 통한 항속거리의 증가, 유인기와 무인기의 역할 분담 전망

6세대 전투기는 1) 꼬리날개의 부재 2) 가변 사이클 엔진 탑재 3) 고출력 전력 체계라는 세가지 공통점을 가지고 있다. 현재 대략적인 형상이 공개된 미국 F-47, 중국 J-36 모두 꼬리날개를 없앤 형태의 기체로 알려져 있는데, 이러한 형상을 채택할 경우 기동성을 포기하는 대신 항속거리/무장탑재량을 늘리고 저피탐성을 향상시킬 수 있다. 현대 공중전은 시계외 전투(BVR)를 중심으로 이뤄지기 때문에 제공권을 장악한다는 목적 아래에서는 과거 전투기처럼 높은 기동력이 필요 없다. 특히 무인기를 복합적으로 운용하면서 무인기가 유인기의 근거리 전투 역량을 보충할 것이다. 유인기는 초장거리 미사일을 탑재해 장거리 요격 및 무인기 통제 임무를, 무인기는 단거리 미사일을 탑재해 근거리에서 기만·탐지·요격 임무를 분담 수행할 것이라 전망한다.

가변사이클 엔진 탑재를 통한 항속거리의 증가

가변 사이클 엔진 또한 항속 거리를 늘려주는 효과가 있다. 늘어난 항속거리는 인도-태평양 지역 내 미군 전력을 신속 전개시키고 더욱 긴 시간 동안 무인기에 대한 항공통제 임무 수행 능력을 부여할 수 있다. 가변 사이클 엔진은 바이패스 비율을 조절할 수 있는 엔진을 의미하는데 바이패스라는 뜻은 엔진으로 흡입된 공기가 연소되지 않고 바깥쪽으로 배출되는 공기의 양을 뜻한다. 일반적인 항공엔진의 경우 이러한 바이패스 비율이 고정되어 있는데, 바이패스 비율이 높을 경우 항속거리가 늘어나며 바이패스 비율이 낮아질 경우 연소되는 공기 비율이 늘어나 항속거리가 짧아지는 대신 기동성이 증가한다. 때문에 일반 민항기의 경우 바이패스 비율을 높여 연료 효율성을 중시하는 반면 전투기의 경우 바이패스 비율을 낮춰 연료 효율을 포기하는 대신 기동성을 얻을 수 있다.

유무인복합체계 운용을 위한 고출력 전력 체계

마지막으로 유무인복합체계, 고성능 AESA레이더 운용을 위해 고출력 전력 체계가 필요하다. 유무인복합체계 운용을 위해서는 지상국과 네트워크가 끊긴 상태에서도 다수의 무인기, 조기경보기, 저궤도 위성, 주변 유인기로부터 수집되는 정보들을 처리할 수 있는 컴퓨팅 능력이 필요하다. 또한 적의 재밍으로부터 버틸 수 있는 견고한 데이터링크(통신 체계)가 필수적이기 때문에 전력 소모량이 증가할 수 밖에 없다.

Block2 이후 Block3라고 불리는 5.0세대 사양의 경우 앞서 언급한 6세대 전투기의 전투 개념을 현존하는 4.5세대 전투기보다 효율적으로 구현할 수 있어 현존하는 4.5세대 기체보다 발전 가능성이 높으며 이에 따라 수출 경쟁력 또한 높다고 판단한다.

KF-21과 함께 운용될  
LOWUS, MUCCA,  
SUCCA

향후 KF-21과 함께 운용될 무인기 또한 개발이 진행중인데, 국방과학연구소와 대한항공이 공동으로 개발 중인 LOWUS, 한국항공우주가 자체적으로 개발 중인 MUCCA와 SUCCA가 있다. 2025 ADEX에서 공개된 정보에 따르면 MUCCA, SUCCA 모두 AI 기반 운용 및 스텔스 성능을 갖추고 있다. 다만 두 기체는 활용하는 목적이 다른데, MUCCA의 경우 내부 무장창을 보유해 재사용 가능한 무인기이며 SUCCA의 경우 임무에 따라 탄두, ISR, 기만(Decoy), 전자전(EW) 모듈을 변경 적용할 수 있으며 소모성으로 개발 중이다. 무인기에 탑재될 AI의 경우에도 K-AILOT이라 불리는 AI 모델을 자체 개발하고 있으며 25년 시험 기체를 통해 실증 한 것으로 알려져 있다.

고가치 재사용, 소모성  
두가지로 나뉘어 생산될  
무인기

유인기와 함께 운용될 무인기는 비용-효율성에 기반해 임무별 티어링(Tiering) 전략이 필요해 질 것이라 전망한다. 앞서 언급했듯 무인기는 기존 유인기의 타격 및 정찰 임무 일부를 수행하게 될 것인데, 만약 모든 무인기를 이러한 임무요구도에 맞춰 설계하면 획득 및 운용비용이 크게 증가할 수 밖에 없다. 때문에 조기경보, 근거리 타격 임무를 수행하는 고가치 무인기와 기만, 교란, 자폭 임무를 수행하는 대량의 소모성 무인기를 나눠 생산하게 될 것이다.





남아 있는 과제: 유도무기 국산화 및 항공엔진 국산화

항공엔진 및 유도  
미사일 국산화 필요

KF-21과 함께 AESA레이더, IRST, EOTGP, EW Suite와 같은 핵심 전자 장비들이 개발되며 국산화율 약 65%를 달성했다. 하지만 전투기 중 가장 높은 원가 비중을 차지하는 엔진 그리고 전투기의 핵심인 유도미사일은 개발이 완료되지 않은 상태로 안보 및 수출 경쟁력을 위한 국산화가 필요하다.

KF-21 Block1 사양  
또한 수출 가능하다고  
판단

지금까지 항공엔진 및 공대공/공대지 유도미사일의 국산화가 더뎠던 이유는 개발을 한다고 해도 탑재할 수 있는 항공체계가 없었고 KF-X 사업의 성공을 예측할 수 없었기에 체계 개발 성공 이후 단계적 개발 계획을 수립했던 것으로 보인다. 26년부터 KF-21 국내 양산이 진행되고 있고 수출 또한 기대되고 있는 상황이기 때문에 엔진 및 유도무기 국산화는 안보, 경제적 측면에서 충분한 타당성을 가지고 진행되고 있다.

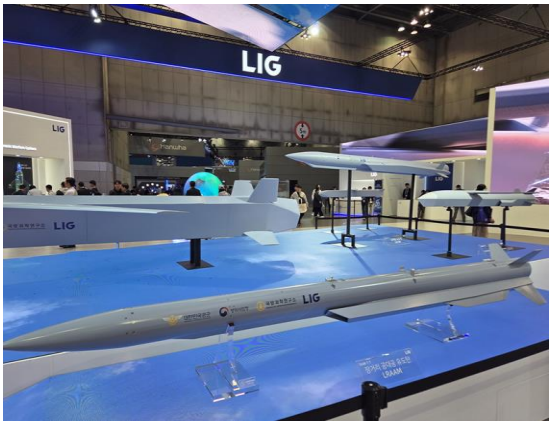
현재 KF-21 Block1의 경우 공대공 임무에 제한된 4.5세대 전투기이며 27년 Block2 이후 공대지, 공대함 미사일이 통합될 예정이다. Block2는 Block1과 별개의 기체가 아닌 Block1 기체에 무장통합 개량이 이뤄진 기체이기 때문에 현재 양산되고 있는 Block1 사양 기체에 대해서도 충분히 선제적인 도입 결정이 이뤄질 수 있다고 판단한다. 25년 8월 제170회 방위산업추진위원회에서 28년 이후 통합 예정이던 공대지 유도무기들이 27년 내 통합 결정되며 수출 타임라인이 더욱 빨라지게 되었다. 한국항공우주는 25년 12월 910억원 규모의 ‘단거리공대공유도탄2 체계개발 KF-21 체계 통합 시제’ 및 6,830억원 규모의 ‘한국형전투기(KF-21) 추가무장시험’을 수주 받아 Block2 개량시험 뿐 아니라 국산 유도무기 체계 통합 또한 서두르고 있다.

표 14. 국내 공대공/공대지/공대함 유도미사일 개발 현황

체계명	총사업비 (조원)	사거리 (km)	개발 일정	탑재 기종	비고
단거리 공대공 유도탄-1	0.6	20-30	25-35년	KF-21	-
장거리 공대공 미사일	1.5	200	2030년	KF-21	덕티드 램제트
장거리 공대지 순항 미사일(천룡)	0.8	300	21-28년	FA-50, KF-21	2030년 양산계획

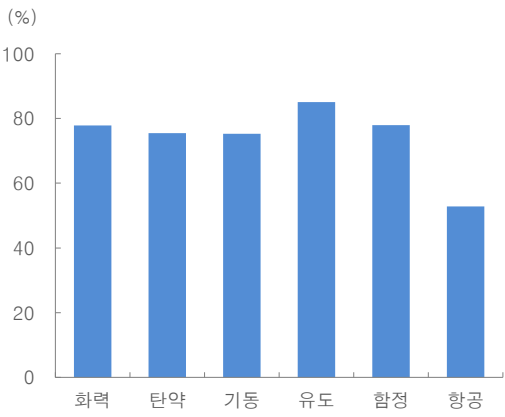
자료: 대신증권 Research Center

그림 34. 한국형 장거리 공대공 미사일



자료: 대신증권 Research Center

그림 35. 21년 분야별 방산물자 국산화율 현황



자료: 한국방위산업진흥회, 대신증권 Research Center

27-40년 항공엔진 국산화 계획 총사업비 3,35조원, 저출력 항공엔진의 경우 글로벌 시장 내 경쟁력 가질 수 있다고 판단

민항기 엔진의 경우 과점시장으로 진입 어려울 것

군용 무인기의 경우 기술 난이도가 비교적 낮으며 규제 또한 유연한 편

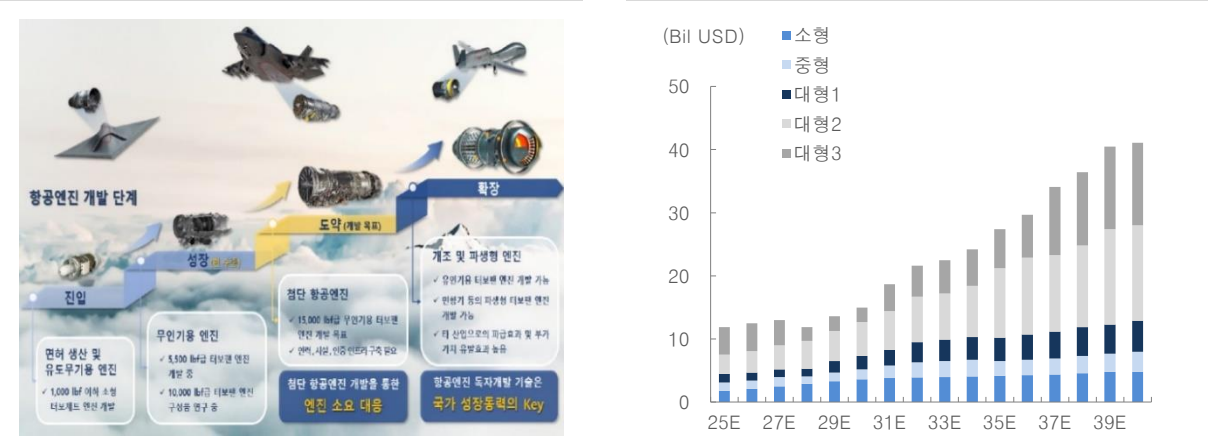
25년 12월 제172회 방위사업추진위원회에서 27-40년 총사업비 3,35조원 규모의 ‘첨단 항공엔진 개발 기본계획’을 논의했으며 26년 3,494억원 규모의 예산이 배정되었다. 우리나라의 경우에는 단계별 항공엔진 국산화 계획을 수립하고 있으며 무인기에 탑재될 저출력 엔진부터 시작해 15,000lbf급 고출력 엔진을 개발할 계획이다. 향후 유무인복합체계 트렌드에 따라 저출력 항공엔진 수요는 증가할 것이며 무인기 엔진의 경우 안정성 및 신뢰성보다는 저가에 대량 양산하는 제조 역량이 중요하기 때문에 수출 또한 도전해볼 수 있다고 판단한다.

서방세계 내 항공엔진 시장은 GE, RR, P&W, CFM인터내셔널이 과점하고 있어 신규 기업의 시장 진출이 극히 제한되어 있다. 이는 소재 및 설계 기술의 복잡함도 있지만 민항기 항공엔진 시장에 신규 진입했을 때 경제적 이득을 보기가 어렵기 때문이다. 항공엔진의 경우 개발 기간에만 최소 10년 이상이 소요되며 개발 이후에도 FAA/EASA로부터 인증을 받아야 하기에 신규 진입자는 해당 기간 동안 매출 없는 비용을 감내해야 한다.

반대로 군용 무인기의 경우 대형 민항기 엔진에 비해 기술적 난이도가 낮다. 민항기 엔진의 경우 20,000lbf 이상의 고출력이 필요하며 10억 시간의 운용기간 중 1회 미만으로 사고 발생 확률을 낮추고 2중 3중 예방적 설계를 요구하는 등 기술적 어려움이 존재한다. 하지만 무인기의 경우 통상 5,500lbf 급 저출력 엔진을 주로 활용하며 엔진 감항인증에 있어서도 민항기와는 다르게 임무 수행에 적합하기만 하면 민항기 엔진에서 요구하는 시험 항목에 대한 규제 완화가 가능하다.

그림 36. 단계별 첨단항공엔진 개발 계획

그림 37. 글로벌 무인기 시장 규모 추이 및 전망



자료: 국방기술진흥연구소, 대신증권 Research Center

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

표 15. 국내 개발 진행중인 항공엔진 현황 및 일정

구분	성능	개발기간	개발비	적용처
터보팬엔진	5,500lbf	개발 완료	-	무인기
	10,000lbf			-
	15,000lbf	27-40	3,4 조원	전투기, KF-21 GE414급 엔진

자료: 대신증권 Research Center

IV. 우주산업을 선도할 방위산업체

군용 저궤도 위성: 대량 양산은 필수적

군사용 위성은 안보를 위해 필수적

단기적으로는 우주산업은 군용 위성의 수요가 이끌 것이다. 민간 기업 중심으로 우주산업이 발전하기 위해서는 실적이 기반이 되어야 하며 이를 위해서는 통신, 위성 이미지 등 업스트림 내 수요가 민간 영역에서 증가해야 한다. 하지만 방위산업 내 위성의 수요는 경제적 논리와 무관하게 증가할 수 밖에 없다. 새로운 미사일의 형태인 극초음속 미사일로부터의 위협에 대응하기 위한 적외선(IR) 위성, 전천후 정찰감시를 위한 광학(EO) 및 SAR위성, 마지막으로 유무인복합체계 및 데이터 백본망 역할을 수행할 통신 위성은 국가 안보를 위해 필수적이다.

군집으로 운용될 군사용 위성

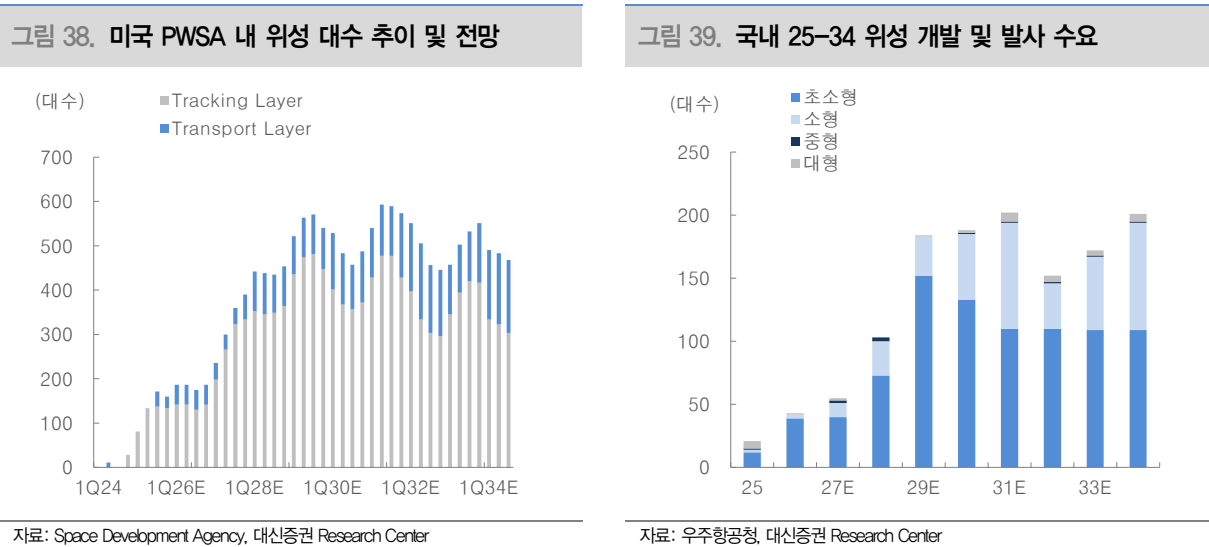
위 언급된 위성들은 단일로 운용되는 것이 아닌 각 탑재체의 단점을 상호 보완하기 위해 군집으로 운용된다. EO·IR센서는 기상환경에 취약해 전천후 운용이 불가능한데 이를 보완하기 위해 가시광선 및 적외선보다 파장이 긴 마이크로파를 활용한 SAR위성을 복합적으로 운용 해야한다. 또한 조기경보기, 위성, 무인기 그리고 기타 다양한 무기체계들로부터 수집된 전장 데이터를 실시간으로 상호 통합하기 위한 통신위성이 필수적인데, 여기에는 정지궤도 및 저궤도 위성이 복합적으로 운용 될 것이라 전망한다.

저궤도 중심으로 운용될 군사용 위성, 지속적인 발사 필요

군사용 위성은 저지연성, 정확성이라는 특성을 활용하기 위해 저궤도 위주로 운용될 것이다. 저궤도 특성 상 공전 주기가 정지궤도 위성보다 짧아 위성이 마모되는 속도가 빠르다. 통상 정지궤도 위성의 수명이 10~20년이라면 저궤도 위성은 5년 이내로 짧아 일정한 수의 저궤도 위성을 궤도에 유지시키기 위해서는 지속적인 발사가 필요하다.

PWSA/골든돔, IRIS<sup>2</sup>/TWISTER, 425사업/초소형위성체계 사업 등 진행 중

방위산업 내 저궤도 위성을 활용하려는 움직임은 우리나라 뿐 아니라 전세계에서 동시에 진행되고 있는데, 미국 PWSA(Proliferated Warfighter Space Architecture)/골든돔, 중국의 귀왕(Guowang), 유럽 IRIS<sup>2</sup>/TWISTER 등이 있다. 우리나라는 425사업 그리고 초소형 위성체계 사업 내 EO·IR/SAR 위성이 군사적 목적으로 활용될 예정이며 네트워크전 고도화에 따라 군 내 저궤도 통신위성 수요가 증가하게 될 것이라 전망한다.





극초음속 미사일의 위협: 저궤도 위성, 레이저 대공 무기체계의 발전

러시아, 중국의  
극초음속미사일 개발  
가속화

극초음속 미사일은 말 그대로 탄도 미사일의 중간 단계부터 마하 10 이상의 속도를 내는 미사일인데 속도와 더불어 예측할 수 없는 이동경로를 구사해 기존의 전통적인 지상 기반 방공체계로는 요격을 어렵게 만든다. 핵무기는 분명 강력한 억지력을 제공한다. 다만 핵무기 보유국들간에는 상호확증파괴에 따라 핵무기의 활용성이 크게 제한되는데 특히 국지적인 이득을 보기 위한 무기체계로는 적합하지 않다. 때문에 핵무기보다 위력은 떨어지면서도 요격하기가 불가능해 외교적 우위를 제공하는 무기체계에 대한 수요가 높아지게 되었는데, 여기서 탄생한 것이 바로 극초음속 미사일이다. 중국의 경우 2019년 건국 70주년 행사를 통해 DF-17이라고 불리는 극초음속 순항미사일을 공개한 바 있으며 러시아 또한 2017년 이후 3M22 지르콘, 아방가르드 미사일을 개발 및 양산하며 A2/AD(반접근/지역거부) 전략을 더욱 강화했다.

기존 방공체계로는  
탐지 및 요격 불가능

하지만 어떤 무기체계든 창이 있으면 방패가 있기 마련이다. 극초음속 미사일이 기존 방공체계로 대응이 어려운 이유는 탐지를 하는 순간 대응할 수 있는 시간이 부족하기 때문이다. 조기경보기와 지상 방공체계간 데이터를 공유해 미사일을 탐지한다고 해도 지구 곡률 상 한계로 탐지거리는 400km정도가 한계인데, 마하10(초속 3.4km)을 가정하면 약 2분 정도의 요격 가능한 시간이 도출된다. 모든 방공체계의 경우 한번에 100% 요격을 하겠다는 개념으로 설계가 되지 않는다. 다층 방공망을 형성해 요격할 수 있는 확률을 높이는 것이 핵심인데, 우리나라 또한 L-SAM, 천궁2, LAMD, 천광 등 체계로 다층 방공망 국산화를 진행 중이다.

위성을 통한 조기식별  
및 지속 추적 필요

요격 확률을 높이는 방법에는 탐지 시간을 늘리거나 다층 방공체계를 더욱 두껍게 구성하면 된다. 해당 관점에서 보면 1) 위성을 통해 극초음속 미사일 발사 초기부터 식별 2) 변칙적인 미사일 이동경로를 저궤도 위성을 통해 지속 추적 3) 전통적인 요격 체계 외 우주영역에서 미사일을 요격 4) 미사일이 아닌 레이저 기반 무기체계로 요격 등 다양한 전략들을 생각해 볼 수 있으며 실제 미국 뿐 아니라 전세계 국가들이 이미 계획하고 있는 전략들이다.

표 16. 일반 탄도탄 및 극초음속미사일 특성 비교

특성	일반 탄도탄	극초음속미사일
비행 속도	종말단계에서만 마하 10 이상	상승에서 종말까지 마하 10 이상 유지
비행 궤적	발사 후 고각(포물선) 궤적을 따라 대기권 상승 후 낙하	대기권 내에서 활공하거나, 낮은 고도에서 유도·기동
기동성	대기 재진입 후엔 비기동성	비행 도중 경로 수정 및 회피 기동 가능, 예측 어려움
추적/요격 가능성	비행 경로가 예측 가능해 미사일 방어체계로 요격 가능	궤도 변화·고속으로 탐지와 요격이 매우 어려움

자료: 대신증권 Research Center

표 17. 중국 탄도 미사일 운용 현황

체계명	종류	사거리(km)	전력화 시기
DF-11	SRBM	280 – 300	1990
DF-12 / M20	SRBM	280	2013
DF-15	SRBM	600	1990
DF-16	SRBM	800 – 1,000	2011
DF-17	HGV(극초음속 활공체)	1,800 – 2,500	2019
DF-27	HGV(극초음속 활공체)	미공개	2021
Xingkong-2	HGV(극초음속 활공체)	미공개	개발 중
DF-21	MRBM	2,150	1990
DF-26	IRBM	4,000	2018
DF-31	ICBM	7,000 – 11,700	2006
DF-4	IRBM/ICBM	4,500 – 5,500	1975
DF-41	ICBM	12,000 – 15,000	2017
DF-5	ICBM	13,000	1981
HN-2	Cruise Missile	1,400–1,800	2007
HN-3	Cruise Missile	3,000	2002
HN-1	Cruise Missile	50 – 650	1996
YJ-18	Cruise Missile	200–540	2014
JL-2	SLBM	8,000–9,000	2014

자료: CSIS, 대신증권 Research Center

표 18. 러시아 탄도 미사일 운용 현황

체계명	종류	사거리(km)	전력화 시기
Kalibr	LACM	1,500 – 2,500	2015
3M-54 Kalibr/Club	ASCM	220 – 300	1987
Iskander	SRBM	500	2006
9M729	GLCM	2,500	2021
Avangard	HGV	6,000+	2019
3M22 Zircon	HCM	1000	2022
Kh-95	HCM	7000+	미공개
Kh-101 / Kh-102	ALCM	2,500 – 2,800	2012
Kh-47M2 Kinzhal	ALBM	1,500 – 2,000	2017
Kh-55	ALCM	2,500	2017
OTR-21 Tochka	SRBM	70 – 120	1975
P-800 Oniks/Yakhont/Bastion	ASCM	300	2002
R-11	SRBM	190 – 550	1957
Zyb	SLBM	2,400 – 3,200	1968
R-29 Vysota	SLBM	6,500	1978
Shtil	SLBM	11,000	1986
R-36	ICBM	10,200 – 16,000	1975
Granat	Cruise Missile	2,400 – 3,000	1984
RS-24 Yars	ICBM	10,500	2010
RS-26 Rubezh	ICBM/IRBM	2,000–5,800	개발 중
RS-28 Sarmat	ICBM	10,000+	개발 중
Pioneer	IRBM	5,000	퇴역
Bulava	SLBM	8,300	2013
Topol	ICBM	11,000+	1985
Topol-M	ICBM	11,000	1997
UR-100	ICBM	10,000	1975

자료: CSIS, 대신증권 Research Center

국방수권법을 통해  
법률적 근거를 마련한  
PWSA 및 골든돔

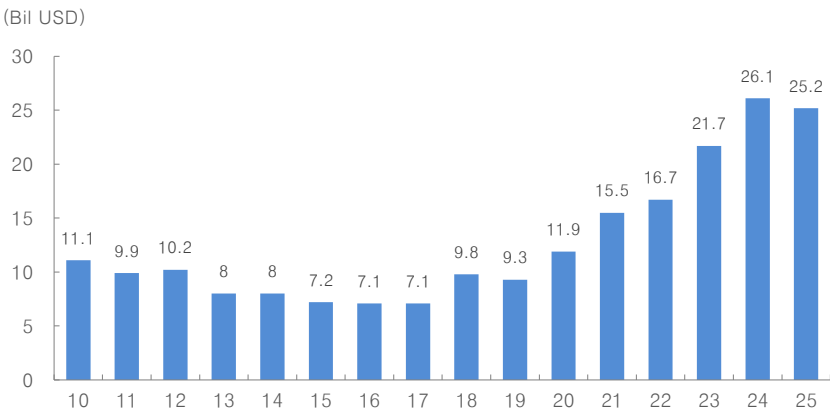
PWSA의 경우 19년 3월 우주개발청(SDA) 설립 이후 2020년 국방수권법이 통과되며 법  
률적 근거가 마련되어 예산안에 반영되었다. 그리고 골든돔의 경우 25년 12월 2026년  
국방수권법이 통과되며 법적 근거가 마련되었으며 개발에 필요한 예산은 총 250조원, 현  
재는 OBBBA를 통해 최초 개발 및 양산에 필요한 33조원의 예산이 배정되었다.

표 19. 미국 지상, 우주 기반 방공체계 현황

구분	기업명(체계명)	규모	세부 내용
전투체계	Palantir (TTTAN)	1.7 억달러	다영역 데이터 통합
	Northrop Grumman (IBCS)	—	미국 본토 내 통합 방공 운영체계
	Lockheed Martin (C2BMC)	—	전 지구적 방어자산의 통합
지상기반 탐지 및 요격 체계 (지상 기반 방공망)	Lockheed Martin (PAC-3)	—	하층(0-30km) 방어
	RTX (SM-6)	—	중하층 방어
	Lockheed Martin (THAAD)	—	상층(40-150km) 방어
	RTX, Mitsubishi (SM-3)	—	중상층(70-500km) 외기권 방어
	Boeing (GMD)	—	중상층(70-500km) 외기권 방어
PWSA Tranche 1 (우주기반감시체계)	Lockheed Martin	7 억달러	Transport Layer 42 기
	Northrop Grumman	6.9 억달러	Tracking Layer 14 기
	L3Harris	1.9 억달러	Transport Layer 42 기
	York Space	3.8 억달러	Transport Layer 42 기
PWSA Tranche 2 (우주기반감시체계)	Lockheed Martin	8.1 억달러	Transport Layer 36 기
	Northrop Grumman	7.3 억달러	Transport Layer 36 기
	L3Harris	9.1 억달러	Tracking Layer 18 기
	York Space	6.1 억달러	Transport Layer 62 기
	Rocket Lab	5.1 억달러	Transport Layer 18 기
PWSA Tranche 3 (우주기반감시체계)	Lockheed Martin	11 억달러	Tracking Layer 18 기
	Northrop Grumman	7.6 억달러	Tracking Layer 18 기
	L3Harris	8.4 억달러	Tracking Layer 18 기
SBI (우주기반요격체계)	미정	—	—

자료: U.S.ARM.Y, 대신증권 Research Center

그림 40. 미국 국방부 우주 관련 예산 규모 추이



자료: Department of Defense, 대신증권 Research Center

킬체인 '눈' 역할을 수행할 425, 초소형위성체계 사업 내 위성

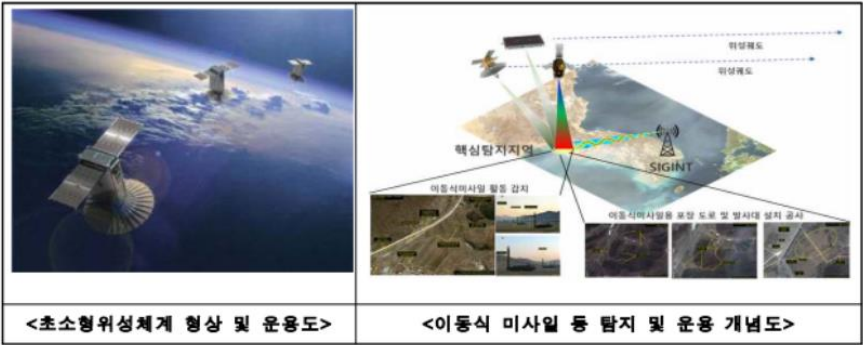
26년 최종 사업자가 결정될 초소형위성체계 사업

우리나라의 경우 미국의 PWSA와 유사한 사업으로 425사업, 초소형위성체계사업을 진행하고 있다. 425사업은 북한 탄도탄 위협으로부터 즉각적인 대응을 위한 킬체인 '눈'의 역할을 수행하는 중대형 위성을 확보하는 사업이다. 현재 EO/IR(광학/적외선) 1기 SAR 위성 4기 모두 Falcon9 로켓을 활용해 500-600km 궤도에 올려놓은 상태이다.

초소형위성체계사업은 아직 사업자 선정이 완료되지 않았으며 2H26 내 사업자가 선정될 것으로 보인다. 해당 사업의 경우 2030년까지 군 전용 위성으로 최소 40기 이상의 초소형위성 SAR위성을 발사해 현재 2시간 정도로 알려져 있는 관측 주기를 30분 이내로 단축시키는 것을 목표로 한다. 입찰기업으로는 한국항공우주-제노코, 한화시스템-썬트랙아이가 해당 사업에서 경합할 것이다. 한국항공우주는 기존 정부향으로 납품했던 트랙레코드가 강점이며 한화시스템은 26년 완공한 초소형 위성 생산에 특화된 제주한화우주센터의 대량생산 능력이 강점이라고 판단한다.

사업자 선정은 25년 말에서 1H26 내로 예상했으나, 전체 위성을 각 기업별로 분할해 발주를 낼지, 단독 기업을 선정할지에 대해 방위사업청에서도 고심하고 있어 사업자 선정이 늦어지고 있는 것으로 보인다. 우주산업 내 1.8조원이라는 대규모 사업이라는 점 그리고 저궤도 위성 특성 상 수명이 5년 이내로 정지궤도 위성에 비해 짧아 저궤도 위성을 운용하기 위해 계속 발사해야한다는 점, 마지막으로 향후 방위산업 내 위성 수요가 증가해 수출 시 트랙레코드로 작용할 있다는 점을 고려했을 시 우주사업을 영위하고 있는 기업들에게 핵심 사업이라고 할 수 있다.

그림 41. 초소형위성체계 운용 개념도



자료: 방위사업청, 대신증권 Research Center

유무인복합체계 운용,  
백본망 구축을 위한  
저궤도 통신 위성의  
필요성

ISL(위성간레이저통신)  
및 Site-Diversity를  
활용한 강우감쇠의  
극복

아직 우리나라의 경우 미국 PWSA, 유럽 IRIS<sup>2</sup>와 같이 직접적으로 대량의 저궤도 통신 위성을 활용한 백본망 구축 사업을 공개한 바는 없다. 하지만 효율적인 유무인복합체계 운용, 원활한 저궤도 감시정찰 위성 활용을 위해서는 반드시 다수의 저궤도 통신 위성이 필요하며 26-35년 진행되는 아나시스3 사업에서는 저궤도 통신 위성 양산이 포함될 것이라 전망한다.

미국과 동일하게 우리나라 또한 실시간으로 지상, 해상, 육상, 우주 내 운용되고 있는 무기체계를 통해 수집된 데이터를 모아 의사결정을 내릴 수 있는 JADC2(전영역작전) 환경 구현을 목표로 하고 있다. 전 영역에 걸친 데이터가 발생하게 되면서 통신 용량은 증가할 것이며 실시간으로 변하는 전장상황에 즉각 대응하기 위한 저지연성 및 높은 신뢰성을 보유한 통신체계 구축이 필수적이다. 이를 위해 Ku/Ka/W 대역의 고주파를 위성과 지상국 혹은 무기체계간 통신에 활용하게 되는데, 고주파수는 강우감쇠에 취약하다는 단점을 가지고 있다. 이를 극복하기 위해서는 ISL(위성간레이저통신) 및 Site-Diversity(지상국 거점 다원화) 두가지가 필요하다.

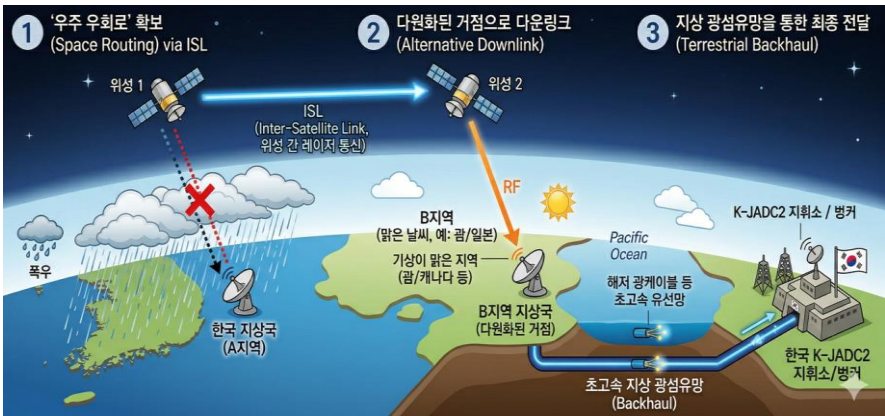
- Step 1. ISL을 통한 우주영역 내 라우팅: A지역에 폭우가 내려 다운링크가 막힌 '위성 1'은 ISL을 이용해 기상이 맑은 B지역 상공에 위치한 '위성 2'로 데이터를 수평 전송
- Step 2. 다원화된 거점을 통한 우회 다운링크: 데이터를 넘겨받은 '위성 2'는 기상 조건이 양호한 동맹국 또는 해외에 선제적으로 구축해 둔 B지역 '지상국'으로 데이터를 다운링크
- Step 3. 지상 백홀망을 통한 최종 수신: B지역 지상국이 수신한 군사 데이터는 보안이 적용된 지상 유선망을 타고 A지역의 최종 지휘소로 즉각 전달

표 20. IEEE 기준 주파수 대역별 특징

구분	주파수범위(Ghz)	장점	단점	사용예시
X 대역	8-12	-	강우 감쇠 영향	전투기 레이더
Ku 대역	12-18	고속 데이터 전송	강우 감쇠 영향	스타링크 V1
Ka 대역	27-40	초고속 통신	대기로 인한 통신제한	스타링크 V2, 군용위성 통신
W 대역	75-110	-	장거리 통신 제한	-

자료: 대신증권 Research Center

그림 42. ISL 및 지상국 거점 다원화에 기반한 저궤도 위성 통신 구조



자료: Gemini 생성, 대신증권 Research Center

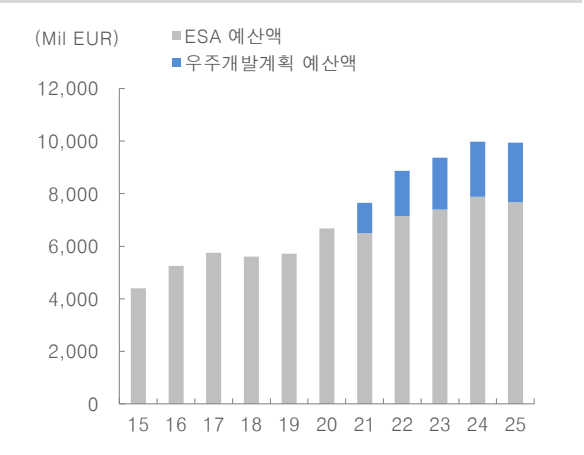
IRIS<sup>2</sup> 저궤도 위성통신망에 통합되는 EU 회원국들의 위성

EU 내 우주 안보는 자율성과 통합 두가지 방향으로 진행되고 있는데, 각 국가들이 자국 우주 안보에 대해 자율성을 갖고 자체적인 위성망을 구축하면 각 국가들의 위성간 시너지를 위해 EU 차원에서의 통합이 이뤄지는 구조이다. 개별 국가들의 감시정찰 자산, 상업용 위성은 물론 기존 운용되던 코페르니쿠스(지구관측), 갈릴레오 위성(GNSS)을 290여기의 통신 위성으로 구성된 IRIS<sup>2</sup> 백본망에 통합해 범EU 우주 데이터 허브를 구축하고 있다.

범EU 차원에서 극초음속미사일에 대응하기 위한 TWISTER 사업 진행 중

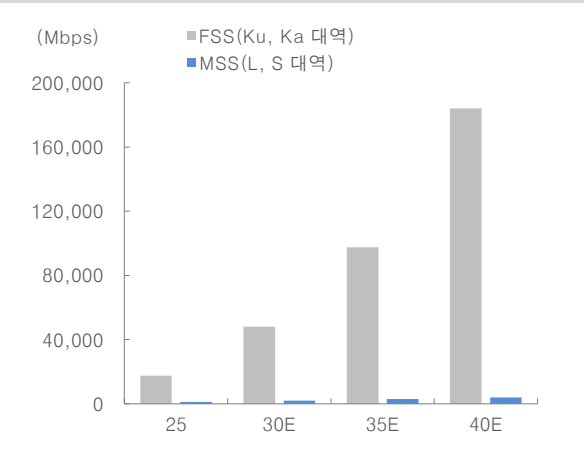
미국과 유사하게 EU 또한 극초음속 미사일에 대응하기 위한 TWISTER 사업을 진행하고 있다. TWISTER(Timely Warning and Interception with Space-based TheatER surveillance)는 EU PESCO 내에서 추진되고 있는 차세대 미사일 방어 체계이며 해당 사업의 핵심은 우주 기반 정찰감시자산과 통신망 그리고 지상요격체계를 실시간으로 연결하는 우주-지상 통합 시스템을 구축하는 것이다. 정찰감시자산의 경우 적외선 센서에 기반한 Odin's Eye 시스템이 23년 유럽국방기금(EDF) 승인을 받았으며 통신망의 경우 범EU 차원에서 구축하고 있는 IRIS<sup>2</sup> 백본망이 담당할 예정이다. 요격 미사일로는 HYDIS 프로그램이 진행 중에 있으며 MBDA가 주계약자로, Ariane Group·OHB Systems, AVIO, Thales 등 기업이 해당 사업에 참여하고 있다.

그림 43. EU 우주 개발 예산 추이



자료: European Comission, 대신증권 Research Center

그림 44. EU 위성 통신 용량 추이 및 전망



자료: EUSPA, 대신증권 Research Center



액체연료발사체와  
고체연료발사체의  
복합적 운용 필요

저궤도 군용 위성 수요가 증가할수록 이를 뒷받침할만한 발사체가 필요하다. 우리나라의 경우 현재 누리호 8차 발사까지 예정된 상태이며 누리호를 통해서도 중대형 위성 위주 발사, 긴급하고 어느 정도 정해진 궤도에 반복적으로 위성을 올려야할 경우 고체연료발사체가 활용될 것이라 전망한다. 고체연료발사체는 구조상 목표하는 위성 궤도에 따라 고체연료를 발사체에 채워넣어야 한다. 액체연료(주로 케로신)와 산화제를 조절하여 유연하게 대응할 수 있는 액체연료발사체와는 정반대의 개념이다. 한국형 고체연료발사체의 경우 1-3단은 고체연료이며 마지막 4단은 액체연료로 구성되어 있다. 1-3단을 통해 정해진 궤도 근처까지 위성을 발사한 이후 마지막 소량의 액체연료를 통해 정해진 궤도로 미세조정하는 구조를 채택한 것으로 보인다.

대량의 위성을 궤도에  
올려놓기 위한  
고체연료발사체 수요  
증가 전망

저궤도 위성의 경우 소모성의 개념이다. 정해진 궤도에 계속해서 위성을 발사해야 하는데, 중대형 위성 중심의 액체연료발사체는 비효율적이다. 액체연료발사체는 고체연료발사체에 비해 유연하지만, 액체연료와 산화제 분사를 조절하기 위한 각종 부품(각종 펌프, 배관, 밸브 등) 그리고 액체연료를 극저온에서 액화시키기 위한 인프라, 이를 관리하기 위한 운용인력 등이 고체연료발사체와 비교해 추가로 투입되기에 구조적인 면에서 복잡하고 유지운용 비용도 높다. 때문에 유연성은 다소 떨어지지만 반복 발사에 유리하면서도 저렴한 고체연료발사체에 대한 수요가 군용 위성 분야에서 증가할 것이라 전망한다. 군용 위성의 경우 향후 방공망 내 ‘눈’의 역할을 수행할 것이기 때문에 적시적소에 발사체를 활용할 수 있는 능력이 중요하다. 결국 안보적인 영역에 있어서 발사체 국산화는 반드시 필요하며 향후 이에 기반한 위성 및 발사 서비스 수출까지 충분히 가능하다고 판단한다.

그림 45. 한국형 고체연료발사체 구조

구 분	시험비행체 1		시험비행체 2	최종발사체
	1차 시험	2차 시험		
형 상				
발사장소	국과연 종합시험장	국과연 종합시험장	제주 해상(비지선)	미 정
시험일정	'22. 3. 30.	'22. 12. 30.	'23. 12. 4.	미 정

자료: 국방부, 대신증권 Research Center

그림 46. 한국형 고체연료발사체 3차 발사 모습



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

표 21. 국내 관용 위성 사업 현황

사업명	총사업비 (십억원)	주관기관	체계종합	기간	탑재체 종류	탑재체	자상체
다목적실용위성 6호	382	과기부	한국항공우주	14-25	0.5m SAR	LIG D&A	세트렉아이
다목적실용위성 7호	310	과기부	한국항공우주	16-25	0.3m EO	한화시스템	세트렉아이
다목적실용위성 7A호	250	과기부	한국항공우주	20-27	IR	한화시스템	세트렉아이
다목적실용위성 8호	750	과기부	미정	26-32	EO	미정	미정
천리안 3호	410	항우연	한국항공우주	21-27	통신	미정	미정
천리안 5호	미정	다부처	미정	27-33	EO/IR 등	미정	미정
천리안 6호	미정	다부처	미정	27-33	EO/IR 등	미정	미정
차세대중형위성(3, 4, 5호)	315	과기부	한국항공우주	19-28	EO/SAR	한화시스템	세트렉아이
초소형 군집위성	231	과기부	세트렉아이	25-27	EO	세트렉아이	LIG D&A
한국형 위성항법시스템(KPS)	3,723	과기부	미정	22-35	항법 탑재체	미정	LIG D&A
우주위험대응 체계구축	n/a	과기부	한국천문연구원	23-27	EO/SAR	미정	미정
온실가스관측 초소형위성	47	환경부	한화시스템	24-28	IR	한화시스템	n/a

자료: 대신증권 Research Center

표 22. 국내 국방용 위성 사업 현황

사업명	총사업비 (십억원)	주관기관	체계종합기업	기간	탑재체 종류	탑재체 생산 기업	자상체
425 사업	1,200	방위사업청	한국항공우주	15-25	SAR, EO/IR	한화시스템	세트렉아이
425 후속사업	미정	방위사업청	미정	미정	미정	미정	미정
초소형위성체계 개발 사업	1,400	방위사업청	한국항공우주(K 모델) or 한화시스템(H 모델)	22-30	SAR	미정	LIG D&A
초소형위성체계 양산 사업		방위사업청	미정	미정	SAR	미정	미정
우주기상 예경보체계 사업	비공개	방위사업청	세트렉아이	비공개	n/a	세트렉아이	세트렉아이
상용 저궤도 위성통신체계	39	방위사업청	OneWeb 위성 활용	23-25	-	-	한화시스템
군위성통신체계-Ⅲ	3,293	방위사업청	미정	26-35	-	미정	미정
조기경보 시험위성	미정	방위사업청	미정	미정	미정	미정	미정

자료: 대신증권 Research Center

표 23. 국내 발사체 현황 및 발사 일정

발사체 종류	발사시기	주 탑재체	부 탑재체
한국형 고체연료 발사체 1 차발사	2022	-	-
한국형 고체연료 발사체 2 차발사	2022	-	-
한국형 고체연료 발사체 3 차발사	2023	한화시스템 SAR 위성	-
한국형 고체연료 발사체 4 차발사	2026	한화시스템 SAR 위성	-
한국형발사체(KSLV-2) 4 차발사	2H25	차세대중형위성 3호	큐브위성(6기)
한국형발사체(KSLV-2) 5 차발사	2026	초소형군집위성 2-6호	큐브위성, 각종 검증위성
한국형발사체(KSLV-2) 6 차발사	2027	초소형군집위성 7-11호	큐브위성, 각종 검증위성
차세대발사체(KSLV-3) 1 차발사	2030	미정	미정
차세대발사체(KSLV-3) 2 차발사	2031	미정	미정
차세대발사체(KSLV-3) 3 차발사	2032	미정	미정

자료: 대신증권 Research Center



표 24. 국내 공대공/공대지/공대함 유도미사일 개발 현황

체계명	총사업비(조원)	사거리(km)	개발일정	탑재 기종	비고
단거리 공대공 유도탄-1	0.6	20-30	25-35 년	KF-21	-
장거리 공대공 미사일	1.5	200	2030 년	KF-21	덕티드 램제트
장거리 공대지 순항 미사일(천룡)	0.8	300	21-28 년	FA-50, KF-21	2030 년 양산계획

자료: 대신증권 Research Center

표 25. 국내 개발 진행중인 항공엔진 현황 및 일정

구분	성능	개발기간	개발비	적용처
터보팬엔진	5,500lbf	개발 완료	n/a	무인기
	10,000lbf	n/a	n/a	-
	15,000lbf	27-40	3.4 조원	전투기, KF-21 GE414 급 엔진

자료: 대신증권 Research Center

표 26. KF-21 Block 별 개량 현황

구분	일정	양산예정 대수	스텔스	무장	유무인복합
Block1	2026-2027	40	저피탐 고려 설계	공대공 위주 (미티어, IRIS-T)	-
Block2	2027-2032	80	-	공대지/공대함 미사일 통합	무인기 초기연동
Block3	2032~	미정	내부 무장창 추가	한국형 단장거리 공대공 미사일 통합	NACS 구현

자료: 대신증권 Research Center

표 27. 국내 항공우주 관련 개발 사업 현황(1)

과제명	착수년도	종료년도	주관
차세대 정찰위성용 EO/IR 탑재체	2020	2025	국과연
딥러닝을 이용한 온보드 SAR 표적식별 기술	2022	2027	산학연
터보팬엔진 제어/시뮬레이션 시험 기술	2021	2025	국과연
내부무장창 전기식 동력구동장치 설계 및 검증 기술	2025	2029	산학연
소음 저감형 덕티드 팬 시스템 설계 기술	2027	2031	산학연
장기체공 무인가용 소형 전자정보 감시 기술	2027	2030	국과연
장기체공 무인가용 소형 통신정보 감시 기술	2027	2030	국과연
초음속 소형 무인가용 마이크로 가스터빈 기반 고속추진시스템 기술	2022	2026	정출연
무인항공기용 터보팬엔진 애프터버너 및 가변배기 노즐 설계 기술	2028	2032	산학연
터보램제트용 초음속 터보엔진 개발 기술	2032	2036	미정
덕티드 램제트 추진기관 개발	2024	2029	국과연
10,000lbf 급 고바이패스 터보팬 엔진 개발	2025	2031	국과연
스텔스 무인가체계 기술검증을 위한 기술시험기 개발	2026	2031	국과연
1,000 마력급 가스터빈엔진 핵심 부품소재 장수명화 기술	2022	2027	산학연
단거리공대공유도탄 무장데이터링크 및 탐색기 설계 기술	2022	2026	산학연
터보사프트엔진 가스발생기모듈 통합 및 구조 건전성 확보 기술	2022	2027	산학연
TIT 1,800K 급 터보팬 항공엔진 저압터빈 내열 합금 및 코팅 기술	2023	2029	산학연
유·무인전투기 체계를 위한 유인기 협업 임무설계 및 조종사 워크로드 경감기술 개발	2023	2028	산학연
Escort 재머용 지능형 재밍발생 및 송신 기술	2026	2030	산학연
전투용 무인수상정 통합제어 및 자율임무체계 기술	2025	2030	산학연
유·무인전투기복합체계용 무인전투기 AESA 레이더 기술개발	2024	2026	국과연
저피탐무인편대기 내부무장창베이 구동시스템 및 압력섭동 저감기술 개발	2024	2027	국과연

자료: 25-39 국방기술기획서, 대신증권 Research Center

표 28. 국내 항공우주 관련 개발 사업 현황(2)

과제명	착수년도	종료년도	주관
무인항공기용 완제 터보팬 엔진 개발	2019	2025	국과연/산학연
스텔스 비행체의 고온용 저피탐 소재 부품 및 반사신호 감소 기술개발	2020	2025	국과연/산학연
차세대 우주물체 정밀 추적 식별 및 능동대응 기술개발	2020	2025	산학연
스텔스 무인기용 S/C/X-band 저피탐 구조	2021	2025	국과연
유·무인기 군집 협업을 위한 소형무인기 공중발사 기술연구	2021	2025	국과연
중고도 성능개량형 터보프롭 엔진 기술	2021	2025	국과연
저궤도 우주기반 자율/분산 네트워크 기술	2021	2026	국과연
저궤도 위성용 레이저통신 기술	2021	2026	국과연
저피탐 무인편대기 소요기술 연구 및 시범기 개발	2021	2026	국과연
UGV-UAV 협업기반 자율탐사 기술	2022	2025	국과연
인공지능(AI) 기반 군집무인기 통제기술	2022	2026	국과연
터보팬 엔진 고온화 및 고바이패스비화 기술	2022	2027	국과연
다목적 모듈형 무인잠수정 실증 기술 연구	2022	2027	국과연
다목적 스텔스 무인기용 기체구조 개발 및 시험	2022	2027	국과연
유무인 복합체계 운용 기술시범	2023	2027	국과연
저궤도전술위성군 조기경보 시험위성개발	2023	2028	국과연
저궤도전술위성군 통신 시험위성 개발	2023	2028	국과연

자료: 25-39 국방기술기획서, 대신증권 Research Center

# 기업분석

한화에어로스페이스(012450)

현대로템(064350)

한국항공우주(047810)

LIG D&A(079550)

한화시스템(272210)

한화에어로  
스페이스  
(012450)

최정환 CFA jeonghwan.choi@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월

목표주가

1,880,000

신규

현재주가

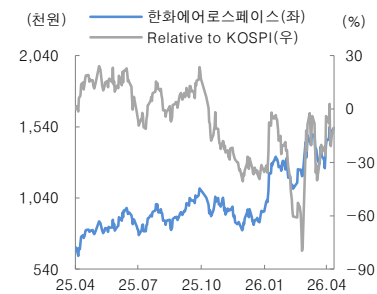
(26.04.13)

1,530,000

방위산업

KOSPI	5,808.62
시가총액	78,892십억원
시가총액비중	2.37%
자본금(보통주)	292십억원
52주 최고/최저	1,537,000원 / 759,208원
120일 평균거래대금	3,016억원
외국인지분율	45.47%
주요주주	한화 외 2 인 35.8% 국민연금공단 7.9%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.8	19.3	54.1	99.5
상대수익률	-2.9	-3.6	-4.9	-16.5



Initiation

글로벌 Top-Tier  
방위산업체를 향해

- 현재 고성장중인 지상방산 및 잠재력 높은 항공우주 사업 영위 중
- 동유럽, 호주, 북미 내 생산 거점 확보 통한 장기 성장 동력 보유
- 26년 비폴란드 매출이 더해지는 실적, 27년 이후 장악 매출 증가 전망

투자의견 매수, 목표주가 1,880,000원으로 신규 커버리지 개시

26년 지상방산/항공우주 EBITDA에 Target EV/EBITDA 35.1x 적용, 상장 자회사인 한화시스템, 한화오션 가치 50% 할인 후 SOTP 통해 산출. 당사는 현지 거점 및 파트너십 확대를 통해 전세계 방위비 인상 기조 속 시장 점유율 확대 지속 중. 글로벌 피어 대비 영업이익률 개선폭 우위, 다각화된 체계(지상/해상/우주항공), 확대되는 현지 거점 바탕 파이프 라인 확대 속도 또한 우위에 있어 멀티플 할증 필요. 업종 내 Top-Pick으로 커버리지 개시

다각화된 무기체계, 현지거점을 통한 중장기 성장 동력 확보

지상방산 내 K9 자주포, K239 천무, 레드백, 장약, 유도탄 등 단기 실적의 베이스가 되는 다각화된 무기체계 보유. 중장기적으로는 항공엔진·무인기 개발, 누리호·차세대발사체 체계종합으로 성장동력 확보. 또한 자회사 한화오션 및 세트렉아이 통해 안보 패키지 솔루션 공급 가능한 기업임. 폴란드, 루마니아, 미국, 호주 현지 거점을 통해 단순 방산물자 직수출 기업이 아닌 현지 안보 파트너 기업으로 거듭나고 있음

폴란드가 받쳐주고 호주, 이집트가 더해지는 실적

26년 연결 기준 매출액 30조 423억원(+13.9% YoY), 영업이익 4,030원(+31.2% YoY, OPM 13.3%) 전망. 25년과 유사하게 폴란드 K9 자주포 및 천무 매출이 실적 기반을 형성, 이집트 및 호주 K9 자주포가 양산에 돌입하며 매출처 다각화 진행될 예정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	11,240	26,702	30,423	33,744	33,261
영업이익	1,732	3,089	4,049	5,391	5,050
세전순이익	2,647	2,209	3,510	4,911	4,494
총당기순이익	2,540	2,202	2,738	3,831	3,505
지배지분순이익	2,299	1,405	2,643	3,645	3,313
EPS	50.436	27.247	51.250	70.698	64.261
PER	20.5	30.9	29.9	21.6	23.8
BPS	249,320	325,583	384,585	465,424	539,858
PBR	3.0	4.3	4.0	3.3	2.8
ROE	22.3	13.1	13.8	16.0	12.6

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

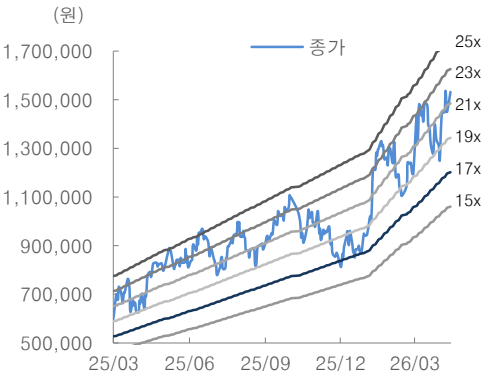
표 29. 한화에어로스페이스 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
별도 기준 기업가치	85,269	(A) = (a) + (b) - (c)
지상방산+항공우주 EBITDA (a)	2,465	26년 EBITDA
Target 12M Fwd EV/EBITDA (b)	35.1x	25년 3월 라인메탈 12M Fwd EV/EBITDA 35% 할증
지상방산+항공우주 순차입금 (c)	1,266	26년 한화오션, 한화시스템 제외 순차입금
자회사 기업가치	11,729	(B) = (d) + (e)
한화시스템 (d)	6,715	목표 시가총액 50% 할인 적용(지분율 47.2%)
한화오션 (e)	5,014	12M Avg 시가총액 50% 할인 적용(지분율 30.4%)
목표 시가총액	96,998	
상장주식수(천주)	51,563	
Target Price(원)	1,880,000	
현재주가(원)	1,530,000	
상승여력	22.9%	

자료: 대신증권 Research Center

그림 47. 한화에어로스페이스 12M Fwd PER 밴드



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

그림 48. 라인메탈 12M Fwd EV/EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 30. 한화에어로스페이스 피어 테이블

(단위: 십억원, %)

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			12M Fwd PER	12M Fwd EV/EBITDA	시가총액
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26	27E			
제너럴다이내믹스	10.1	4.0	4.4	10.2	10.4	10.8	17.7	16.7	17.2	20.6	14.1	140.3
BAE 시스템즈	7.7	17.1	7.8	10.3	10.8	11.1	17.4	19.6	20.7	26.2	15.3	135.5
라인메탈	1.9	45.1	34.9	17.0	18.2	19.7	23.6	30.8	34.9	38.1	20.7	122.9
사브	24.1	22.1	19.5	8.7	10.2	10.5	15.1	16.7	18.3	42.0	23.7	52.7
글로벌 피어 평균	11.0	22.1	16.6	11.5	12.4	13.0	18.5	21.0	22.8	31.7	18.5	
한화에어로스페이스	137.6	13.9	10.9	11.6	13.3	16.0	13.1	13.8	16.0	29.9	17.3	78.9

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

표 31. 한화에어로스페이스 분기/연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
연결 매출액	(십억원)	6,886	7,619	7,216	8,702	11,240	26,702	30,423	33,744
YoY	(%)	+25.6	+20.7	+11.3	+3.3	+29.2	+137.6	+13.9	+10.9
지상방산	(십억원)	2,000	2,039	1,954	2,861	7,009	8,133	8,855	9,120
YoY	(%)	72.8	15.0	-7.4	-7.5	82.0	16.0	8.9	3.0
수출비중	(%)	58.6	55.3	58.7	48.5	55.5	57.3	61.4	74.9
항공우주	(십억원)	685	902	783	894	2,046	2,513	3,264	3,669
한화시스템	(십억원)	951	1,251	1,169	1,387	2,806	3,671	4,758	4,858
한화오션	(십억원)	3,300	3,478	3,349	3,591	-	12,688	13,718	14,300
연결 영업이익	(십억원)	911	983	1,002	1,154	1,732	3,089	4,049	5,391
OPM	(%)	13.2	12.9	13.9	13.3	15.4	11.6	13.3	16.0
지상방산	(십억원)	545	544	535	663	1,653	2,012	2,288	2,474
OPM	(%)	27.3	26.7	27.4	23.2	23.6	24.7	25.8	27.1
항공우주(RSP 포함)	(십억원)	-2	-2	28	10	-43	2	34	81
RSP 제외	(십억원)	19	36	29	27	17	100	112	155
한화시스템	(십억원)	36	56	54	69	204	123	215	296
한화오션	(십억원)	382	435	435	461	-	1,168	1,713	1,869
지배순이익	(십억원)	727	459	695	762	2,299	1,405	2,643	3,645

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

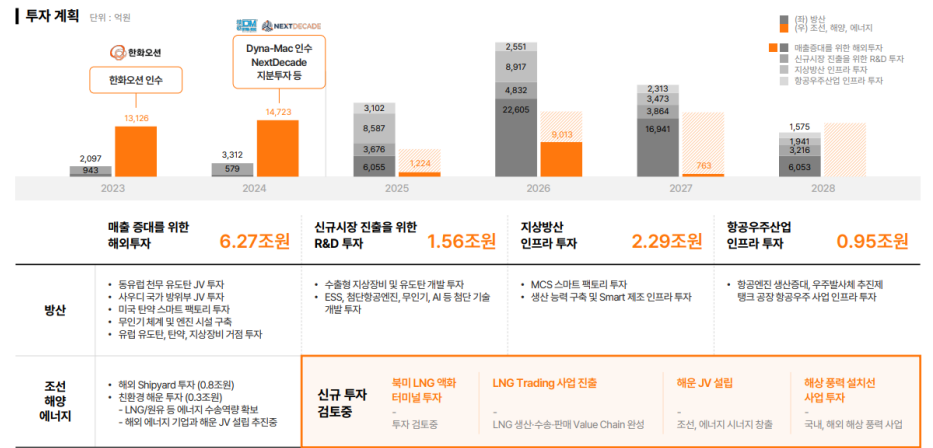
그림 49. 한화에어로스페이스 전세계 사업 진행 현황

■ 사업지표 달성 세부 계획 → 전 세계 국방비 지출 증가 추세 하, 현지 생산기지 확보 및 전략적 파트너십 구축을 위한 사업 역량 집중



자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

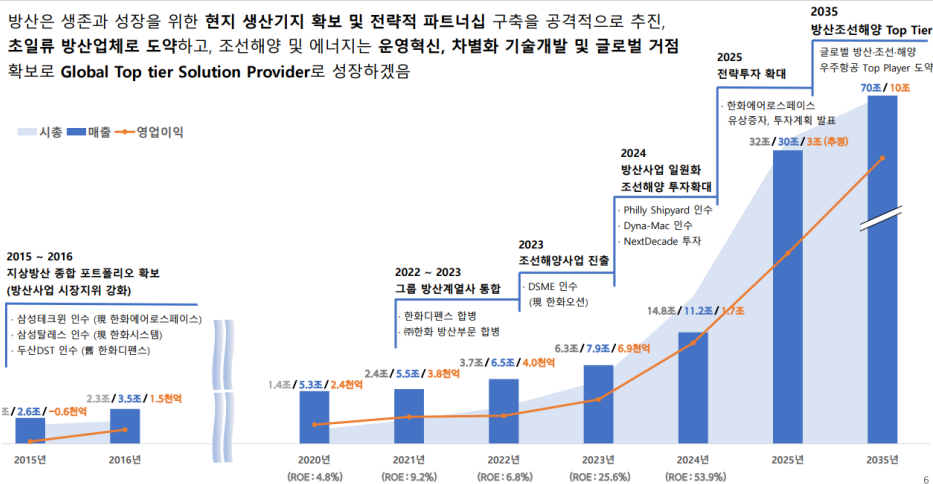
그림 50. 한화에어로스페이스 투자 계획



자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

그림 51. 한화에어로스페이스 중장기 매출 목표

방산은 생존과 성장을 위한 **현지 생산기지 확보** 및 **전략적 파트너십** 구축을 공격적으로 추진, **초일류 방산업체**로 도약하고, **조선해양** 및 **에너지**는 **운영혁신**, **차별화 기술개발** 및 **글로벌 거점 확보**로 **Global Top tier Solution Provider**로 성장하겠음



자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center



기업개요

기업 및 경영진 현황

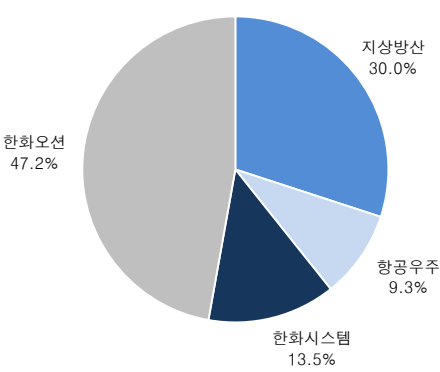
- 항공사업(가스터빈엔진 및 엔진부품 생산), 방산사업(자주포, 장갑차, 정밀유도무기, 무기체계 등) 등을 영위하고 있으며, 한화오션(조선), 한화시스템(방산/CT), 씨트렉아이(중대형위성, 서비스) 연결 인식
- 자산 53조 9,536억원, 부채 37조 1,654억원원, 자본 16조 7,881억원
- 발행주식 수: 51,563,041주 / 자기주식수: 114,613주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선편 예산 규모 및 세부내역
- 현지 투자 및 파트너십 체결, 무기체계 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 상황
- 우주항공 이벤트

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2025년 12월 기준  
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

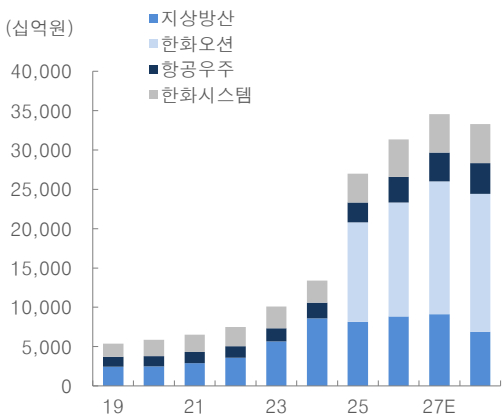
25년 부문별 매출 비중



주: 2025년 연결 매출액 기준  
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

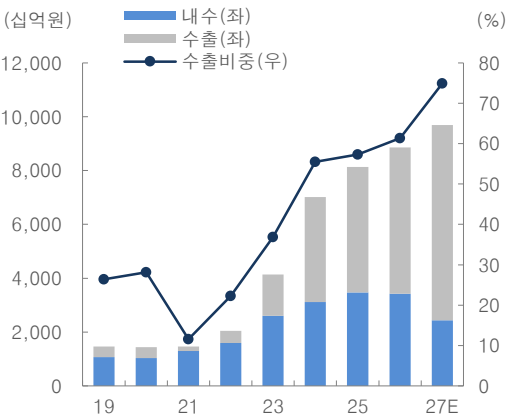
Earnings Driver

부문별 매출액 추이 및 전망



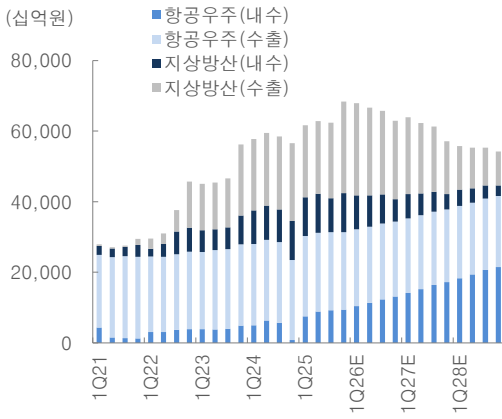
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

지상방산 매출액 추이 및 수출 비중



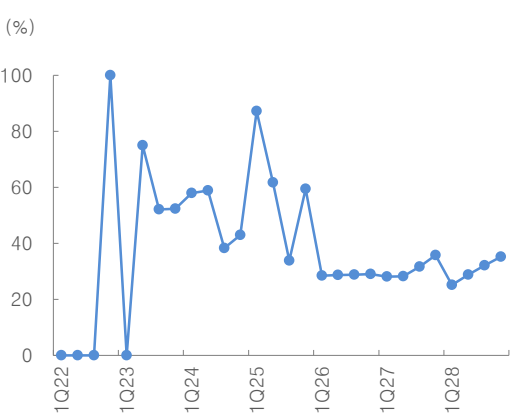
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

분기별 수주잔고 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

지상방산 수출 매출 내 폴란드 매출 비중 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	11,240	26,702	30,423	33,744	33,261
매출원가	8,370	21,252	23,718	25,383	25,284
매출총이익	2,870	5,450	6,706	8,360	7,977
판매비와관리비	1,138	2,065	2,657	2,969	2,927
영업이익	1,732	3,089	4,049	5,391	5,050
영업이익률	15.4	11.6	13.3	16.0	15.2
EBITDA	2,007	3,482	4,869	6,244	5,924
영업외손익	915	-879	-539	-479	-556
관계기업손익	105	-83	-91	-101	-100
금융수익	374	1,271	824	751	742
외환관련이익	155	806	608	675	665
금융비용	495	1,596	846	844	837
외환관련손실	153	829	456	506	499
기타	931	-471	-425	-285	-361
법인세차감전순이익	2,647	2,209	3,510	4,911	4,494
법인세비용	136	-8	772	1,081	989
계속사업순손익	2,511	2,202	2,738	3,831	3,505
중단사업순손익	29	0	0	0	0
당기순이익	2,540	2,202	2,738	3,831	3,505
당기순이익률	22.6	8.2	9.0	11.4	10.5
비지배지분순이익	241	797	95	185	192
지배지분순이익	2,299	1,405	2,643	3,645	3,313
매도가능금융자산평가	0	38	0	0	0
기타포괄이익	58	124	304	337	333
포괄순이익	2,598	2,326	3,042	4,168	3,838
비지배지분포괄이익	222	889	1,217	1,667	1,535
지배지분포괄이익	2,376	1,437	1,825	2,501	2,303

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	50,436	27,247	51,250	70,698	64,261
PER	20.5	30.9	29.9	21.6	23.8
BPS	249,320	325,583	384,585	465,424	539,858
PBR	3.0	4.3	4.0	3.3	2.8
EBITDAPS	44,028	67,538	94,425	121,092	114,886
EV/EBITDA	11.9	11.7	17.3	13.1	13.3
SPS	246,593	517,848	590,018	654,408	645,046
PSR	1.4	1.8	2.6	2.3	2.4
CFPS	30,560	78,540	118,331	127,075	100,189
DPS	3,400	3,700	5,300	7,400	6,700

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	29.2	137.6	13.9	10.9	-1.4
영업이익 증가율	158.6	78.4	31.1	33.1	-6.3
순이익 증가율	164.3	-13.3	24.3	39.9	-8.5
수익성					
ROIC	13.8	14.8	23.8	38.7	35.0
ROA	5.9	4.1	4.8	6.3	5.6
ROE	22.3	13.1	13.8	16.0	12.6
안정성					
부채비율	281.3	221.4	187.9	152.8	125.3
순차입금비율	66.5	29.5	28.6	13.2	0.9
이자보상배율	6.8	6.3	10.4	15.9	14.9

재무상태표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	22,868	30,705	29,606	30,441	31,394
현금및현금성자산	2,968	7,713	5,515	6,612	7,840
매출채권 및 기타채권	8,896	3,735	3,803	3,749	3,696
재고자산	6,290	7,742	7,906	6,346	6,321
기타유동자산	4,714	11,515	12,382	13,734	13,537
비유동자산	20,469	23,248	27,481	30,238	31,321
유형자산	8,320	9,524	10,623	11,036	11,152
관계기업투자금	964	2,190	5,352	7,122	7,728
기타비유동자산	11,185	11,534	11,506	12,080	12,441
자산총계	43,337	53,953	57,087	60,680	62,715
유동부채	25,516	29,976	29,168	29,053	28,001
매입채무 및 기타채무	4,270	6,041	7,606	8,436	8,315
차입금	5,511	6,153	3,696	2,315	1,070
유동성채무	607	829	913	1,350	1,663
기타유동부채	15,128	16,953	16,953	16,953	16,953
비유동부채	6,456	7,189	8,088	7,627	6,877
차입금	4,165	5,413	6,312	5,851	5,101
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,292	1,776	1,776	1,776	1,776
부채총계	31,973	37,165	37,257	36,680	34,879
자배지분	4,995	9,685	12,632	16,615	20,261
자본금	240	270	270	270	270
자본잉여금	-510	2,887	2,887	2,887	2,887
이익잉여금	4,747	5,983	8,625	12,271	15,584
기타자본변동	519	545	849	1,186	1,519
비지배지분	6,369	7,103	7,199	7,384	7,576
자본총계	11,364	16,788	19,831	23,999	27,837
순차입금	7,555	4,952	5,676	3,173	264

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,393	4,050	6,102	6,552	5,166
당기순이익	2,539	2,202	2,738	3,831	3,505
비현금항목의 가감	5	2,151	899	942	961
감가상각비	275	393	820	853	874
외환손익	-11	-12	-12	-12	-13
지분법평가손익	-105	83	91	101	100
기타	-154	1,686	0	0	0
자산부채의 증감	-903	571	1,333	2,444	-42
기타현금흐름	-248	-873	1,132	-664	742
투자활동 현금흐름	-1,367	-4,021	-5,661	-3,666	-1,907
투자자산	1,528	-1,851	-3,423	-2,026	-568
유형자산	-630	-1,756	-4,532	-3,704	-630
기타	-2,265	-414	-608	-675	-665
재무활동 현금흐름	1,066	4,682	-2,638	-1,789	-2,032
단기차입금	927	50	-3,042	-1,687	-1,663
사채	638	1,168	777	718	747
장기차입금	300	1,422	0	-337	-665
유상증자	0	4,209	0	0	0
현금배당	-159	-195	-274	-383	-351
기타	-640	-1,972	-100	-100	-100
현금의 증감	1,091	4,711	-2,198	1,097	1,228
기초 현금	1,806	2,968	7,713	5,515	6,612
기말 현금	2,968	7,713	5,515	6,612	7,840
NOPLAT	2,647	2,209	3,510	4,911	4,494
FCF	26	29	440	2,887	3,260

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

현대로템  
(064350)

최정환 CFA jeonghwan.choi@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

250,000

신규

현재주가

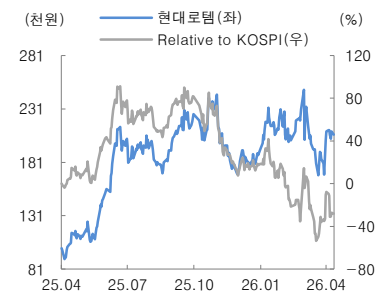
(26.04.13)

207,000

방위산업

KOSPI	5,808.62
시가총액	22,592십억원
시가총액비중	0.68%
자본금(보통주)	546십억원
52주 최고/최저	249,000원 / 101,900원
120일 평균거래대금	1,741억원
외국인지분율	34.43%
주요주주	현대자동차 외 2 인 33.8% 국민연금공단 8.0%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.3	-10.8	-1.4	103.1
상대수익률	-1.5	-27.9	-39.2	-14.9



Initiation

확장되는 파이프라인

- 폴란드 외 수출 파이프라인 확대를 기대
- 수출 비중 증가에 따라 개선되는 레일솔루션, 아직도 부족한 K2 전차
- 26년 파이프라인 확장을 통한 밸류에이션 디스카운트 해소 기대

투자 의견 매수, 목표주가 250,000원으로 신규 커버리지 개시

26년 부문별 EBITDA에 각 Target EV/EBITDA 적용 후 SOTP 통해 산출. 연내 폴란드 EC3 체결에 더해 파이프라인 확장 가능성을 고려했을 때 국내 피어들 중 가장 저평가된 기업이라고 기업이라 판단

수주 파이프라인의 확장, 증가하는 설비 투자

현재 동사 수출 파이프라인은 폴란드가 유일. 수출 파이프라인 다각화가 필요. 폴란드 외 루마니아, 이라크, 페루 포함 다수 국가들이 K2 전차 및 K808 장갑차 도입을 검토 중이며 K2ME 개발 완료에 따라 중동향 파이프라인 확대를 기대. 체계 다각화의 경우 K2 및 K808 차체를 통해 이뤄질 수 있으며 공격형, 지뢰제거, 지휘통제, 교량 차량 등으로 개량이 가능함. 폴란드 EC2 내 포함되는 지원차량 또한 K2 차체 기반해 개발이 진행 중

다만 급격히 증가하는 생산 물량에 따라 설비가 따라가지 못하는 상황. 동사는 25년 700억원 → 26년 630억원 → 27년 750억원으로 설비투자를 늘리고 있으며 설비 투자 및 램프업 속도에 따라 매출 성장 가능한 구조

26년 폴란드 2차 실행계약 매출 인식 개시

26년 연간 연결 기준 매출액 6.9조원(+19.4% YoY), 영업이익 1.1조원(+1.4% YoY, OPM 15.4%) 전망. 디펜스솔루션에서는 폴란드 K2 EC2 매출 인식이 지속되며 수출 비중은 25년과 유사한 78.9%, 레일솔루션에서는 북미 매출 증가 따른 매출 믹스 개선세가 이어질 것으로 추정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	4,384	5,839	6,973	7,422	9,333
영업이익	460	1,058	1,072	1,404	1,835
세전순이익	513	1,007	981	1,283	1,685
총당기순이익	408	772	782	1,011	1,328
지배지분순이익	407	771	782	1,011	1,327
EPS	3,727	7,067	7,161	9,260	12,162
PER	11.5	21.7	28.9	22.4	17.0
BPS	18,408	27,865	31,684	40,195	51,347
PBR	2.3	5.9	6.5	5.1	4.0
ROE	20.3	25.4	22.6	23.0	23.7

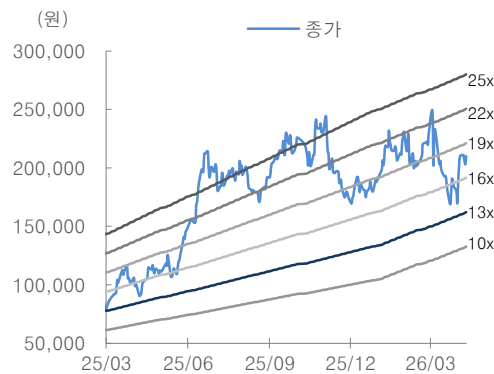
자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

표 32. 현대로템 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
부문별 26년 EBITDA(십억원)		
레이솔루션	103	
디펜스솔루션	1,153	
에코플랜트	58	
부문별 Target 멀티플		
레이솔루션	5.4x	글로벌 철도 Peer 12M Fwd EV/EBITDA 적용
디펜스솔루션	20.0x	폴란드 EC2 체결 전 12M Fwd EV/EBITDA 적용
에코플랜트	8.5x	글로벌 엔지니어링 Peer 12M Fwd EV/EBITDA 적용
주식가치	27,871	(a)+(b)+(c)-(d)
레이솔루션 (a)	555	
디펜스솔루션 (b)	23,063	
에코플랜트 (c)	490	
순차입금 (d)	-3,763	
상장주식수(천주)	109,142	
Target Price(원)	250,000	
현재 종가(원)	207,000	
상승여력	20.8%	

자료: 대신증권 Research Center

그림 52. 현대로템 12M Fwd EV/EBITDA 밴드



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

그림 53. 현대로템 12M Fwd EV/EBITDA 추이



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

표 33. 현대로템 피어 테이블 (단위: 십억원, %)

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			12M Fwd PER	12M Fwd EV/EBITDA	시가총액
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26	27E			
제너럴다이내믹스	10.1	4.0	4.4	10.2	10.4	10.8	17.7	16.7	17.2	20.6	14.1	140.3
BAE 시스템즈	7.7	17.1	7.8	10.3	10.8	11.1	17.4	19.6	20.7	26.2	15.3	135.5
라인메탈	1.9	45.1	34.9	17.0	18.2	19.7	23.6	30.8	34.9	38.1	20.7	122.9
샤브	24.1	22.1	19.5	8.7	10.2	10.5	15.1	16.7	18.3	42.0	23.7	52.7
글로벌 피어 평균	11.0	22.1	16.6	11.5	12.4	13.0	18.5	21.0	22.8	31.7	18.5	
현대로템	33.2	19.4	6.4	18.1	15.4	18.9	25.4	22.6	23.0	28.9	17.5	22.6

자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

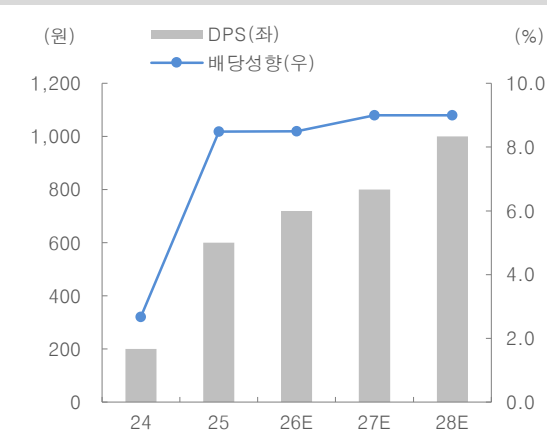
표 34. 현대로템 분기/연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
연결 매출액	(십억원)	1,357	1,708	1,960	1,948	4,384	5,839	6,973	7,422
YoY	(%)	+15.4	+20.5	+21.0	+19.8	+22.2	+33.2	+19.4	+6.4
레이솔루션	(십억원)	465	575	705	616	1,495	2,090	2,361	2,399
디펜스솔루션	(십억원)	716	966	1,115	1,177	2,365	3,215	3,973	4,207
수출비중	(%)	88.0	65.2	74.0	89.2	67.3	78.1	78.9	88.5
에코플랜트	(십억원)	176	167	140	155	524	534	638	630
연결 영업이익	(십억원)	225	226	285	336	460	1,058	1,072	1,404
OPM	(%)	16.6	13.2	14.5	17.3	10.5	18.1	15.4	18.9
레이솔루션	(십억원)	5	7	8	7	-123	21	27	45
디펜스솔루션	(십억원)	210	210	268	320	562	1,013	1,008	1,323
OPM	(%)	29.3	21.7	24.1	27.2	23.7	31.5	25.4	31.5
에코플랜트	(십억원)	10	10	8	9	21	23	37	36
지배순이익	(십억원)	166	162	206	247	407	771	782	1,011

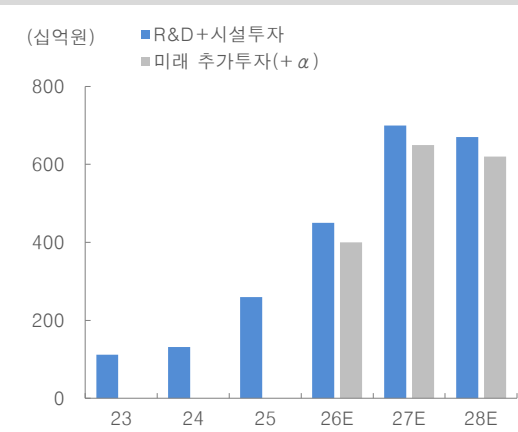
자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

그림 54. 현대로템 배당성향, DPS 추이 및 전망



자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

그림 55. 현대로템 중장기 투자 계획



자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

표 35. 현대로템 부문별 투자 계획

	디펜스솔루션	레이솔루션	에코플랜트
R&D	1) K2 전자 성능 향상 및 차세대 전자 기술 개발 2) 중동형 K2 전자 기술 개발 3) 지상 무기체계 무인화/자율주행 제어 기술 개발 4) 유도무기/우주발사체 엔진 개발	1) 철도차량 핵심 전장품 기술 개발 2) 신호시스템 시 플랫폼 기술 개발 3) 고효율/대용량 차세대 고속철 기술 개발 4) 수소기관차 핵심기술 개발	1) AGV 기술 개발 2) 스마트 자동창고 기술 개발 3) 대용량 수소 충전 및 이동식 수소충전소 기술 개발
시설	1) 생산설비 자동화 2) 서산우주항공센터 확장	1) 전동차, 고속철 용 자동화 설비 투자	1) 당진 공장 시설투자 2) 수소 제조설비 생산시설 투자
미래 추가투자	1) K2 전자 해외 수주 시 현지화 조건에 따른 설비 투자, 산업협력 2) 지상 무기체계 무인화/자율주행 제어 기술 개발 3) 메탄엔진 등 우주발사체 개발	1) 철도차량 해외 수주 시 현지화 조건에 따른 설비 투자, 산업협력 투자 2) 고효율/대용량 차세대 고속철 기술개발 3) 수소기관차 핵심기술 개발	1) 수소 충전 및 제조설비 기술 개발

자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

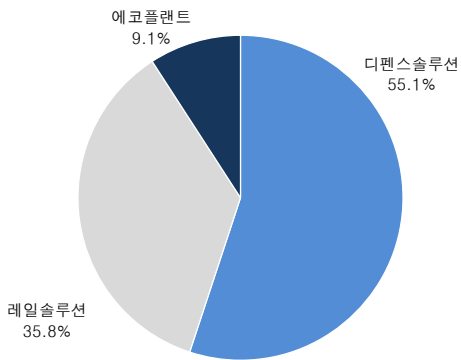
- 디펜스솔루션 부문은 K1·K2, 차륜형장갑차, 장애물개척전차 등 생산 중, 다목적무인차량, 다족보행로봇 등 미래무인체계 개발 중, 레일솔루션 부문은 국내외 전동차, 경전철, 디젤자동차 등 다양한 차종의 철도차량 공급 중
- 자산 9조 3,180억원, 부채 6조 2,768억원, 자본 3조 412억원
- 발행주식 수: 109,142,000주 / 자기주식수: 0주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선키 예산 규모 및 세부내역
- 무기체계 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 상황

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2025년 12월 기준  
자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

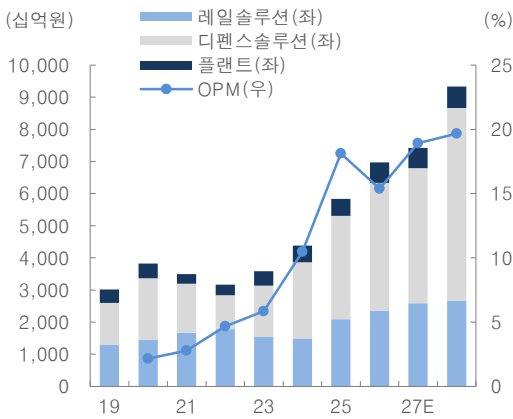
25년 부문별 매출 비중



주: 2025년 매출액 기준  
자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

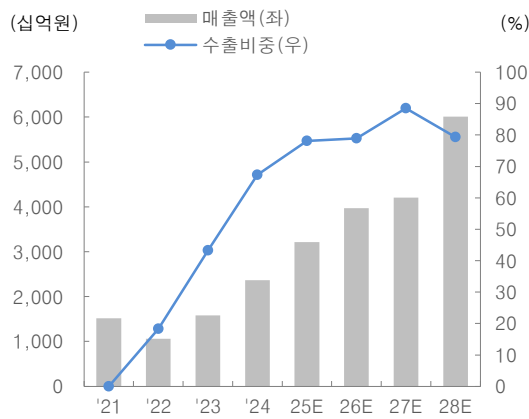
Earnings Driver

연간 부문별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



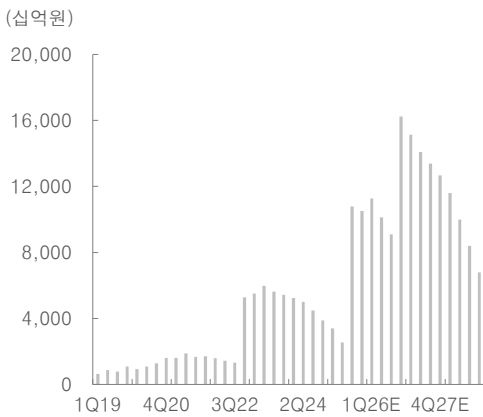
자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

매출액 및 수출 비중 추이 전망



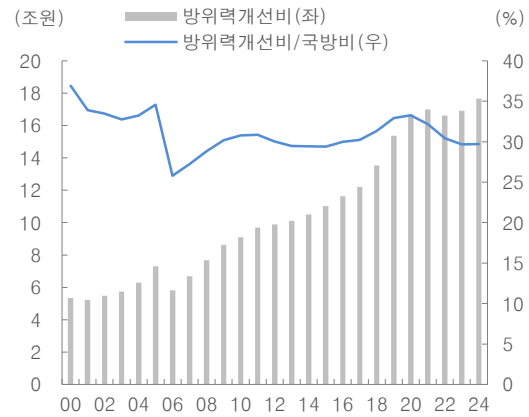
자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

디펜스솔루션 분기 수주잔고 추이 및 전망



자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

연도별 방위력 개선비 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	4,384	5,839	6,973	7,422	9,333
매출원가	3,555	4,395	5,344	5,436	6,774
매출총이익	829	1,444	1,628	1,986	2,559
판매비와관리비	372	386	556	582	725
영업이익	460	1,058	1,072	1,404	1,835
영업이익률	10.5	18.1	15.4	18.9	19.7
EBITDA	460	1,058	1,072	1,404	1,835
영업외손익	53	-51	-92	-121	-149
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	75	95	60	64	71
외환관련이익	16	22	28	30	37
금융비용	52	57	76	103	119
외환관련손실	34	20	56	59	75
기타	30	-88	-76	-81	-102
법인세차감전순손익	513	1,007	981	1,283	1,685
법인세비용	104	235	199	272	358
계속사업순손익	408	772	782	1,011	1,328
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	408	772	782	1,011	1,328
당기순이익률	9.3	13.2	11.2	13.6	14.2
비지배지분순이익	2	3	0	0	0
지배지분순이익	407	771	782	1,011	1,327
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-32	304	7	7	9
포괄순이익	373	1,075	789	1,018	1,337
비지배지분포괄이익	-3	-4	-2	-3	-3
지배지분포괄이익	376	1,077	791	1,021	1,340

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	3,727	7,067	7,161	9,260	12,162
PER	11.5	21.7	28.9	22.4	17.0
BPS	18,408	27,865	31,684	40,195	51,347
PBR	2.3	5.9	6.5	5.1	4.0
EBITDAPS	4,583	10,162	10,335	13,414	17,421
EV/EBITDA	6.4	12.9	17.5	12.8	9.3
SPS	40,169	53,499	63,886	67,999	85,514
PSR	1.2	3.5	3.2	3.0	2.4
CFPS	4,331	8,320	39,101	51,148	64,000
DPS	200	600	720	800	1,000

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	22.2	33.2	19.4	6.4	25.8
영업이익 증가율	118.8	130.2	1.4	30.9	30.7
순이익 증가율	160.5	88.9	1.3	29.3	31.3
수익성					
ROIC	24.6	20.0	39.9	48.5	57.1
ROA	7.7	8.3	5.8	6.8	8.0
ROE	20.3	25.4	22.6	23.0	23.7
안정성					
부채비율	163.1	206.4	289.0	236.6	195.0
순차입금비율	-7.3	-26.3	-108.8	-102.0	-95.1
이자보상배율	27.7	144.5	53.4	31.9	54.0

자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,686	7,163	11,189	12,255	13,800
현금및현금성자산	472	908	4,268	5,582	6,985
매출채권 및 기타채권	909	3,392	697	742	933
재고자산	316	503	534	362	452
기타유동자산	1,989	2,360	5,689	5,568	5,430
비유동자산	1,599	2,155	2,262	2,510	2,733
유형자산	1,292	1,820	1,922	2,157	2,345
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	307	335	339	353	388
자산총계	5,285	9,318	13,450	14,766	16,533
유동부채	3,020	5,776	9,305	9,496	9,935
매입채무 및 기타채무	432	689	697	618	778
차입금	60	49	229	528	849
유동성채무	262	0	30	141	258
기타유동부채	2,266	5,038	8,349	8,209	8,050
비유동부채	256	500	687	883	995
차입금	3	61	246	441	551
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	254	440	441	443	444
부채총계	3,276	6,277	9,992	10,379	10,929
자배지분	2,045	3,079	3,496	4,425	5,641
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
이익잉여금	724	1,430	2,133	3,052	4,260
기타자본변동	256	584	298	307	316
비지배지분	-36	-38	-38	-38	-37
자본총계	2,009	3,041	3,458	4,387	5,604
순차입금	-147	-799	-3,763	-4,473	-5,328

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	142	904	3,167	1,088	1,216
당기순이익	408	772	782	1,011	1,328
비현금항목의 가감	282	369	95	95	98
감가상각비	41	51	56	60	67
외환손익	-6	43	39	35	31
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	248	275	0	0	0
자산부채의 증감	-541	-120	2,267	55	-140
기타현금흐름	-7	-116	-404	7	-19
투자활동 현금흐름	233	-232	-124	-267	-241
투자자산	314	-92	-13	-24	-39
유형자산	-84	-211	-103	-235	-84
기타	3	71	-9	-8	-14
재무활동 현금흐름	-300	-237	316	513	428
단기차입금	-13	-273	210	410	438
사채	-115	50	185	195	110
장기차입금	-129	8	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-11	-66	-79	-91	-119
기타	3	8	9	9	9
현금의 증감	75	435	3,359	1,315	1,403
기초 현금	339	320	510	397	473
기말 현금	320	510	397	473	908
NOPLAT	513	1,007	981	1,283	1,685
FCF	227	1,115	3,269	1,303	1,403



Initiation

# 한국 항공우주 (047810)

최정환 CFA jeonghwan.cho@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

232,000

신규

현재주가

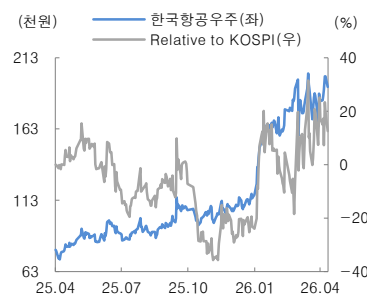
(26.04.13)

192,500

방위산업

KOSPI	5,808.62
시가총액	18,764십억원
시가총액비중	0.56%
자본금(보통주)	487십억원
52주 최고/최저	202,000원 / 76,600원
120일 평균거래대금	1,305억원
외국인지분율	29.34%
주요주주	한국수출입은행 26.4% 국민연금공단 8.1%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.4	22.4	89.8	151.3
상대수익률	-0.5	-1.1	17.2	5.2



## 창공을 가르는 KF-21 보라매

- 국내 유일 항공 체계종합, 항공우주 산업 발전을 선도하는 기업
- 26년 KF-21 국내 양산을 기점으로 체질 변화의 한 해가 될 것
- 폴란드 FA-50 매출 인식 지속, 말레이시아 양산 매출 인식 개시

### 투자의견 매수, 목표주가 232,000원으로 신규 커버리지 개시

27년 지배주주순이익에 Target PER 36.8x 적용해 산출. 당사는 기 수주 계약건들에 대한 매출만 고려해도 27년부터 양산 물량이 집중됨에 따라 매출 성장률 및 영업이익률 피어 대비 우위. 여기에 더해 KF-21 기반 체질 변화가 이뤄지고 있는 중으로 글로벌 피어 대비 멀티플 할증 필요

### KF-21 국내 양산 개시, 미국으로 향하는 T-50

26년 KF-21 최초 양산 개시, 공동개발국인 인도네시아를 포함해 UAE, 필리핀 등 다수 국가가 KF-21 직도입 및 공동개발을 검토 중. 27년 이후 Block2 공대함/공대지 미사일 통합, Block3 무무인복합체계 구현을 통한 구조적 성장이 예정되어 있음. 미 해군 훈련기 사업(UJS)은 27년 3월 최종 사업자 선정 예정이며 당사는 Lockheed Martin과 컨소시엄을 맺어 해당 사업 입찰할 계획, T-50은 경쟁 모델 대비 기술적 성숙도 우위, 현지 생산 또한 가능한 기체이기에 UJS는 도전해 볼 만한 사업이라고 판단

### 변곡점이 될 26년, 매출 고성장 국면 돌입

26년 연간 연결 기준 매출액 6조 3,830억원(+73.1% YoY), 영업이익 6,050억원(+125.6% YoY, OPM 9.5%) 전망. 25년 대비 높은 매출 성장률은 25년 매출 이연, 폴란드 및 말레이시아 FA-50 진행률 인식 속도 증가, 국내 KF-21 1차 양산 물량 납품으로부터 기인. 당사 성장에 있어 개발비 증가는 피할 수 없을 것으로 보이지만, 26-27년 양산 매출 증가에 따라 규모의 경제 효과, 차입금 감소로 마진율 개선 가능할 것으로 추정

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	3,634	3,688	6,383	7,653	7,847
영업이익	241	268	605	813	757
세전순이익	197	201	538	754	703
총당기순이익	171	186	465	653	608
지배지분순이익	170	182	451	633	590
EPS	1,741	1,862	4,629	6,494	6,049
PER	30.3	49.8	41.6	29.7	31.9
BPS	17,719	19,465	24,020	29,443	34,494
PBR	3.3	5.0	8.0	6.5	5.6
ROE	9.9	9.8	19.9	22.7	18.1

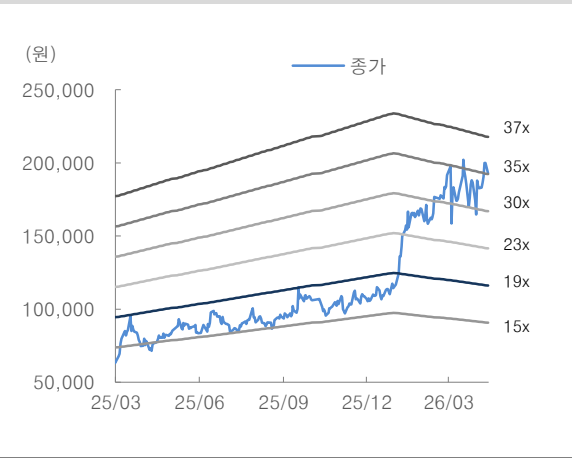
자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

표 36. 한국항공우주 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

구분	세부내용	비고
27년 지배주주기준 순이익	633	
Target PER	36.8x	과거 Rafale 개량 및 수출 초기 Peer 대비 멀티플 할증폭 고려해 적용
목표시가총액(십억원)	23,296	
상장주식수(천주)	100,175	
Target Price(원)	232,000	
현재주가(원)	192,500	
상승여력	20.5%	

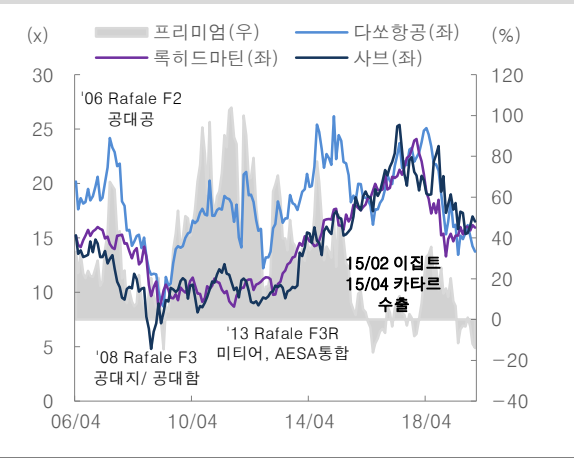
자료: 대신증권 Research Center

그림 56. 한국항공우주 24M Fwd PER 밴드



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

그림 57. 글로벌 피어 역사적 12M Fwd PER 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 37. 한국항공우주 피어 테이블 (단위: 십억원, %)

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			24M Fwd PER	24M Fwd PBR	시가총액
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26	27E			
록히드 마틴	5.6	5.4	5.2	10.3	12.2	12.1	100.3	86.0	84.4	20.6	15.6	210.6
노스롭 그루만	2.2	4.7	6.2	10.8	10.6	10.7	22.6	22.2	21.6	24.0	5.2	142.5
레오나르도	9.8	9.3	8.9	7.4	9.4	10.2	16.4	12.5	13.8	24.4	3.1	56.7
다소 아비아시옹	19.0	19.0	13.1	8.6	8.6	9.1	17.7	16.6	17.0	21.2	3.5	44.0
사브	24.1	22.1	19.5	8.7	10.2	10.5	15.1	16.7	18.3	42.0	6.6	52.9
글로벌 피어 평균	12.2	12.1	10.6	9.2	10.2	10.5	34.4	30.8	31.0	26.5	6.8	
한국항공우주	1.5	73.1	19.9	7.3	9.5	10.6	9.8	19.9	22.7	29.7	6.5	18.8

자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

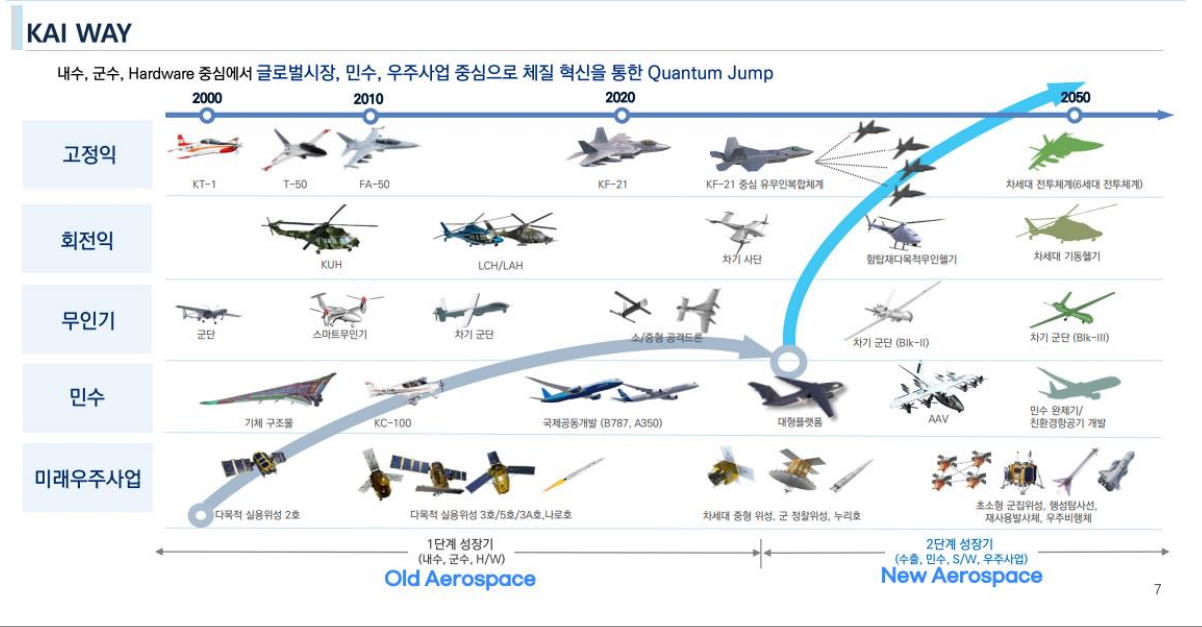
표 38. 한국항공우주 분기/연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
연결 매출액	(십억원)	1,153	1,383	1,312	2,536	3,634	3,688	6,383	7,653
YoY	(%)	-5.4	-8.1	-22.6	+34.0	-4.9	+1.5	+73.1	+19.9
국내사업	(십억원)	589	636	675	1,755	2,107	1,710	3,654	4,072
완제기수출	(십억원)	328	474	368	439	641	929	1,609	2,413
수출비중	(%)	35.8	42.7	35.3	20.0	23.3	35.2	30.6	37.2
기체부품	(십억원)	213	243	237	288	851	988	981	1,000
매출원가	(십억원)	963	1,151	1,093	2,112	3,152	3,081	5,319	6,310
매출총이익	(십억원)	190	232	219	423	482	607	1,064	1,343
국내사업	(십억원)	16.5	16.8	16.7	16.7	13.3	16.5	16.7	17.5
완제기수출	(십억원)	71	74	85	263	247	216	494	568
기체부품	(십억원)	72	104	81	97	105	150	354	555
판매비와 관리비	(십억원)	47	53	52	63	170	219	216	220
인건비 관련	(십억원)	90	100	96	173	241	339	459	530
경상개발비	(십억원)	22	25	27	27	241	98	101	104
감가상각비	(십억원)	33	37	40	49	61	106	160	176
무형자산상각비	(십억원)	1	1	1	1	3	4	4	4
기타	(십억원)	34	37	28	96	3	132	194	247
연결 영업이익	(십억원)	99	132	123	251	241	268	605	813
OPM	(%)	8.6	9.6	9.4	9.9	6.6	7.3	9.5	10.6
지배순이익	(십억원)	70	99	92	191	170	182	451	633

자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

그림 58. 한국항공우주 사업 포트폴리오 확장



자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

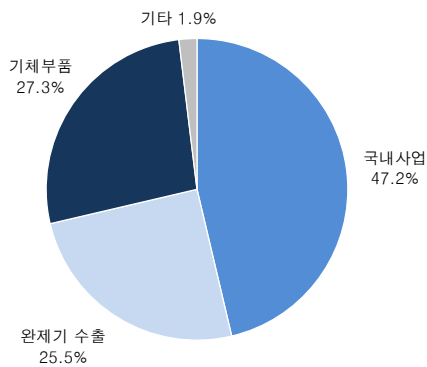
- 고정익(KT-1, FA-50, KF-21 등)과 화전익(수리온, LAH/LOH) 등 완제기 제품군을 보유하고 있으며, 기체부품은 날개, 꼬리 구조물 등을 제작하여 Boeing, Airbus 등에 주로 납품
- 우주산업 내 다목적실용위성, 차세대중형위성 체계 종합기업
- 자산 10조 3,702억원, 부채 8조 4,729억원, 자본 1조 8,973억원
- 발행주식 수: 97,475,107주 / 자기주식수: 0주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선비 예산 규모 및 세부내역
- 무기체계 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 상황
- 우주항공 이벤트

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2025년 12월 기준  
자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

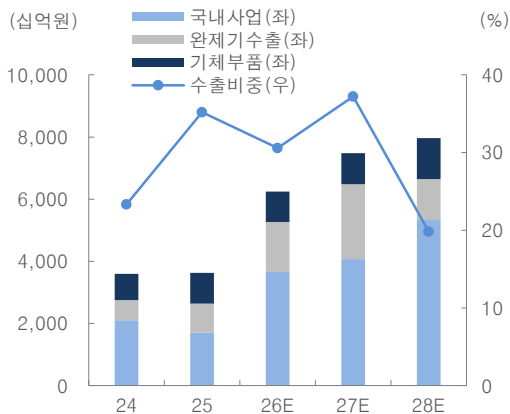
25년 부문별 매출 비중



주: 2025년 매출액 기준  
자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

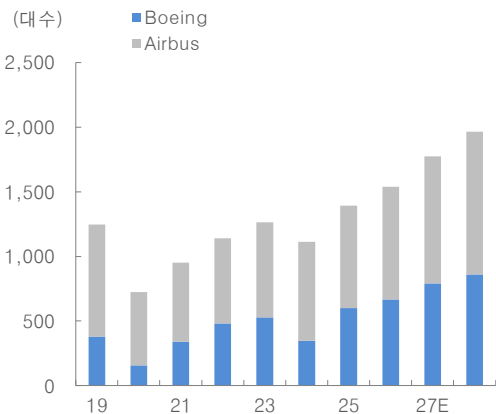
Earnings Driver

연간 부문별 매출액 및 완제기 수출 비중 추이 및 전망



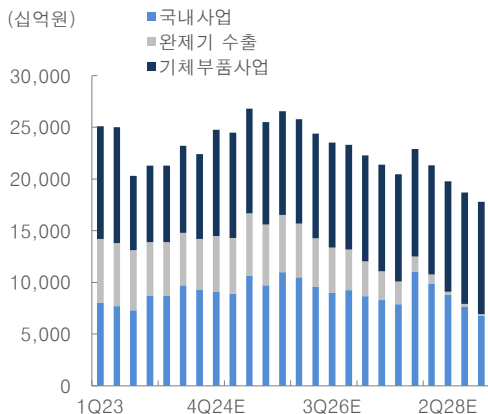
자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

항공기 인도 대수 전망



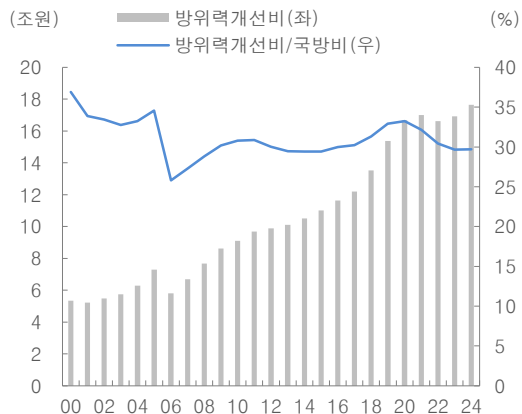
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

분기 수주잔고 추이 및 전망



자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

연도별 방위력개선비 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,634	3,688	6,383	7,653	7,847
매출원가	3,152	3,081	5,319	6,310	6,549
매출총이익	482	607	1,064	1,343	1,298
판매비와관리비	241	339	459	530	541
영업이익	241	268	605	813	757
영업이익률	6.6	7.3	9.5	10.6	9.7
EBITDA	343	379	735	949	907
영업외손익	-44	-67	-67	-58	-55
관계기업손익	-2	15	12	22	10
금융수익	121	119	196	234	240
외환관련이익	106	109	191	230	235
금융비용	144	177	251	275	281
외환관련손실	110	105	191	230	235
기타	-18	-24	-24	-39	-24
법인세차감전순이익	197	201	538	754	703
법인세비용	26	15	73	102	95
계속사업순이익	171	186	465	653	608
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	171	186	465	653	608
당기순이익률	4.7	5.0	7.3	8.5	7.7
비배지분순이익	1	5	14	20	18
지배지분순이익	170	182	451	633	590
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-15	0	-17	-10	-11
포괄순이익	156	125	448	643	597
비배지분포괄이익	-1	0	69	155	56
지배지분포괄이익	157	125	379	488	541

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,741	1,862	4,629	6,494	6,049
PER	30.3	49.8	41.6	29.7	31.9
BPS	17,719	19,465	24,020	29,443	34,494
PBR	3.3	5.0	8.0	6.5	5.6
EBITDA/PS	3,522	3,891	7,536	9,733	9,304
EV/EBITDA	18.3	53.6	35.4	27.1	27.7
SPS	37,278	37,837	65,484	78,513	80,502
PSR	1.4	3.0	2.9	2.5	2.4
CFPS	1,177	625	14,006	11,111	10,179
DPS	500	470	1,190	1,670	1,550

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-4.9	1.5	73.1	19.9	2.5
영업이익 증가율	-2.8	11.5	125.6	34.3	-6.8
순이익 증가율	-22.9	9.0	149.9	40.3	-6.9
수익성					
ROIC	6.2	4.2	13.7	19.3	19.5
ROA	2.1	1.8	4.3	6.0	5.7
ROE	9.9	9.8	19.9	22.7	18.1
안정성					
부채비율	78.5	81.7	78.6	73.7	68.6
순차입금비율	75.8	122.9	47.8	28.0	8.6
이자보상배율	7.2	4.0	10.2	17.9	16.7

자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,439	7,595	8,031	7,646	7,125
현금및현금성자산	115	61	1,365	1,083	992
매출채권 및 기타채권	399	722	912	957	981
재고자산	2,359	3,637	2,660	2,524	2,183
기타유동자산	2,566	3,176	3,094	3,082	2,969
비유동자산	2,587	2,775	2,902	3,269	3,591
유형자산	913	994	1,062	1,196	1,233
관계기업투자금	15	10	10	10	11
기타비유동자산	1,659	1,771	1,830	2,063	2,348
자산총계	8,026	10,370	10,933	10,915	10,716
유동부채	4,915	6,351	6,772	6,526	6,126
매입채무 및 기타채무	504	609	709	765	785
차입금	414	493	812	429	37
유동성채무	179	453	536	628	714
기타유동부채	3,818	4,797	4,715	4,704	4,590
비유동부채	1,384	2,122	1,818	1,519	1,228
차입금	831	1,448	1,136	830	532
전환증권	0	500	500	500	500
기타비유동부채	553	674	681	689	696
부채총계	6,298	8,473	8,590	8,045	7,354
자배지분	1,706	1,830	2,260	2,769	3,243
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	124	124	124	124	124
이익잉여금	1,111	1,235	1,584	2,074	2,530
기타자본변동	-17	-17	-17	-17	-17
비배지분	21	67	81	101	119
자본총계	1,727	1,897	2,341	2,870	3,362
순차입금	1,309	2,332	1,119	804	291

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-728	-905	1,756	1,027	1,140
당기순이익	171	187	465	653	608
비현금항목의 가감	271	322	129	126	151
감가상각비	103	111	129	136	150
외환손익	11	11	11	11	11
지분법평가손익	2	4	-12	-22	-10
기타	154	195	0	0	0
자산부채의 증감	-1,166	-1,316	1,025	198	359
기타현금흐름	-4	-98	137	51	23
투자활동 현금흐름	-189	-184	-425	-548	-473
투자자산	89	-14	-1	-1	-1
유형자산	-84	-211	-103	-235	-171
기타	-108	4	-256	-307	-315
재무활동 현금흐름	369	1,030	-27	-762	-758
단기차입금	193	353	402	-291	-306
사채	399	698	-300	-300	-300
장기차입금	-15	0	-13	-8	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-49	-47	-116	-163	-152
기타	29	25	25	25	25
현금의 증감	-548	-59	1,304	-282	-91
기초 현금	668	115	61	1,365	1,083
기말 현금	115	61	1,365	1,083	992
NOPLAT	197	201	538	754	703
FCF	-917	-1,089	1,331	479	667

# LIG D&A

(079550)

최정환 CFA jeonghwan.choi@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

1,100,000

신규

현재주가

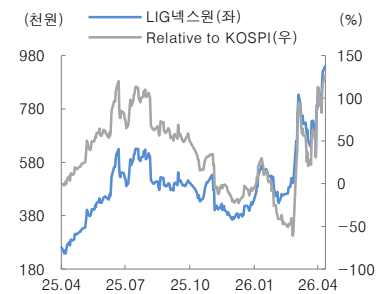
(26.04.13)

939,000

방위산업

KOSPI	5,808.62
시가총액	20,658십억원
시가총액비중	0.62%
자본금(보통주)	110십억원
52주 최고/최저	939,000원 / 269,000원
120일 평균거래대금	1,816억원
외국인지분율	24.40%
주요주주	엘아이지 외 8 인 38.2% 국민연금공단 9.7%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.9	64.7	101.9	247.8
상대수익률	22.7	33.1	24.6	45.7



Initiation

## 부족한 미사일, 확장되는 방공체계

- 국내 유일 방공 및 유도 관련 체계종합 기업
- LAMD, 천궁2, L-SAM으로 이어지는 다층방호체계 구축
- 26년 고스트로보틱스 적자 축소, 중동향 천궁2 양산 매출 인식 가속화

### 투자의견 매수, 목표주가 1,100,000원으로 신규 커버리지 개시

27년 지배주주순이익에 Target PER 31.5x 적용해 산출. 단기 밸류에이션 부담 존재하나 28년까지 중동 천궁2 수출 매출에 따른 고성장은 정해져 있으며 국내 L-SAM 양산 이후 수출 체계 추가되는 구조. 피어 대비 높은 성장률 기반 멀티플 할증 필요하다고 판단. 중장기적 관점에서 투자의견 매수로 커버리지 개시

### 안정적인 매출에 기반한 고성장 신사업 포트폴리오 보유

동사의 강점은 주력 무기체계가 소모성 및 장기 보관이 불가능하다는 특성으로 안정적인 수출 매출이 발생한다는 점임. 천궁 뿐 아니라 L-SAM, LAMD 국내 양산 및 수출 국가가 늘어날수록 관련 미사일 매출 또한 증가하는 구조. 또한 방위산업 미래 먹거리인 무인기 및 우주사업을 위한 체계 개발 및 설비 투자 진행 중. 무인 분야에서는 무인인수상정 해검 개발 및 고스트로보틱스 인수, 우주분야에서는 천리안5호 및 자체 SAR 위성 개발, 450억원 규모 위성/레이저 체계 조립동을 확보해 신사업에 필요한 설비 선제적 투자 진행

### 26년에도 지속되는 실적 성장

26년 연결 기준 매출액 5조 5,350억원(+28.5% YoY) 영업이익 4,740억원(+47.8% YoY, OPM 8.6%) 전망. 이는 UAE 천궁2 양산 본격화 및 사우디 진행률 인식 속도 가속화에 따른 수출 비중 증가, 저수익 사업이었던 인도네시아 무전기 사업 매출 인식 종료에 따른 것

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,276	4,307	5,535	7,231	7,000
영업이익	230	321	474	790	706
세전순이익	210	278	475	830	742
총당기순이익	217	237	404	705	631
지배자분순이익	3	253	442	772	691
EPS	10,106	11,516	20,083	35,082	31,392
PER	18	28	47	27	30
BPS	56,248	67,077	81,317	106,420	128,713
PBR	17	14	12	9	7
ROE	17.5	16.1	22.6	30.1	22.3

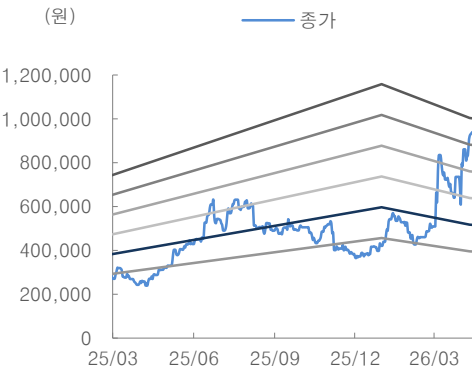
자료: LIG D&A, 대신증권 Research Center

표 39. LIG D&A 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
지배주주순이익(원)	772	27년 지배주주순이익
Target PER	31.5x	글로벌 항전/레이더 피어 24MF PER 25% 할증 적용
시가총액	24,312	
상장주식수(천주)	22,000	
Target Price(원)	1,100,000	
현재 주가(원)	939,000	
상승여력	17.1%	

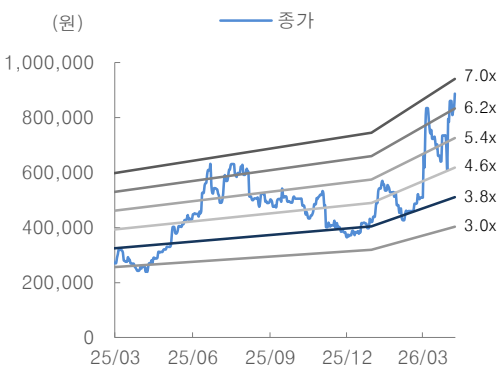
자료: 대신증권 Research Center

그림 59. LIG D&A 24M Fwd PER 밴드



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

그림 60. LIG D&A 24M Fwd PBR 밴드



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

표 40. LIG D&A 피어 테이블 (단위: 십억원, %)

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			24M Fwd PER	24M Fwd PBR	시가총액
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26	27E			
RTX	9.7	5.7	6.7	10.5	13.1	13.5	12.9	13.6	13.8	26.7	4.0	404.0
탈레스	7.6	7.5	8.2	12.4	12.6	13.0	23.0	24.4	24.0	21.1	5.8	92.9
레오나르도	9.8	9.3	8.9	7.4	9.4	9.4	16.4	16.4	12.5	20.3	3.1	56.7
L3 해리스	2.5	7.2	7.9	9.7	15.3	15.3	7.8	9.0	10.8	26.3	3.2	98.4
아셀산	14.7	46.9	54.0	27.2	23.9	23.8	18.1	15.8	19.0	22.3	5.4	60.5
헨슬트	21.3	9.6	12.1	9.0	12.2	13.3	17.7	17.8	21.5	34.5	8.2	15.5
글로벌 피어 평균	10.9	14.4	16.3	12.7	14.4	14.7	16.0	16.2	16.9	25.2	5.0	
LIG D&A	31.5	28.5	30.6	7.4	8.6	10.9	16.1	22.6	30.1	26.8	8.8	20.6

자료: LIG D&A, 대신증권 Research Center



표 41. LIG D&A 분기/연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
연결 매출액	(십억원)	1,189	1,396	1,281	1,670	3,276	4,307	5,535	7,231
YoY	(%)	18.9	56.5	41.6	20.3	41.9	31.5	28.5	30.6
PGM	(십억원)	554	650	596	777	1,284	1,977	2,577	3,367
ISR	(십억원)	274	322	295	385	640	973	1,276	1,666
AEW	(십억원)	158	184	176	216	438	573	734	961
C4I	(십억원)	183	214	197	256	820	709	850	1,110
기타	(십억원)	29	31	31	40	90	109	131	171
수출비중	(%)	40.4	28.1	33.8	31.0	23.5	20.3	32.9	44.2
연결 영업이익	(십억원)	126	109	114	125	230	321	474	790
OPM	(%)	10.6	7.8	8.9	7.5	7.0	7.4	8.6	10.9
지배주주순이익	(십억원)	84	105	59	5	222	253	442	772

자료: LIG D&A, 대신증권 Research Center

그림 61. LIG D&A 수출국 확장을 위한 투자 전략



자료: LIG D&A, 대신증권 Research Center

그림 62. LIG D&A 고스트로보틱스 향후 계획

- '25년 4Q 무형자산 손상 인식
  - 외부 경영환경의 변화 (美정권교체, 美정부向 계약 지연, 대체시장 발굴 지연 등)가 '25년 실적 감소 및 중장기 목표 실현 시점의 지연으로 이어지며, 자본 인수 시 판단했던 성장성, 수익성이 손상되었다고 판단
  - 외부기관의 객관적 의견(기술에 기초한 무형자산 약 1,125억원 + 영업권 약 275억원)에 따라 선제적(일회성)으로 손상 인식
- Ghost Robotics 현황
  - '25년 말 OOO과 Vision 60 공급 계약 (100대분) 체결
  - 상품성 개선을 위한 Manipulator Arm 탑재된 Vision 60 공개 ('25. 12)
  - 일본 자위대 신년 강하훈련 참가 ('26. 1)
  - 美 통신망 회사 AT&T의 공공안전 전용 네트워크인 FirstNet를 활용한 First Responder(구조/응급대원)용 Vision 60 공개 ('26. 1)
- Ghost Robotics 향후 계획
  - 미군 납품 계약은 지속 협의 중이며, 계약 시점은 '27년 예상
  - 미국 외 대체시장 적극 모색
    - LIG Nex1 네트워크를 활용한 중동시장 내 공동마케팅 (UMEX2026, WDS2026 참가 등)
    - 4월 이후 국내 License 획득을 통한 국내 시장 진출 추진
  - 군용 사족보행 로봇 시장 선도를 위한 연구개발 지속 수행
  - '26년 안정화 단계를 거쳐 '27년 흑자 전환 예상



자료: LIG D&A, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

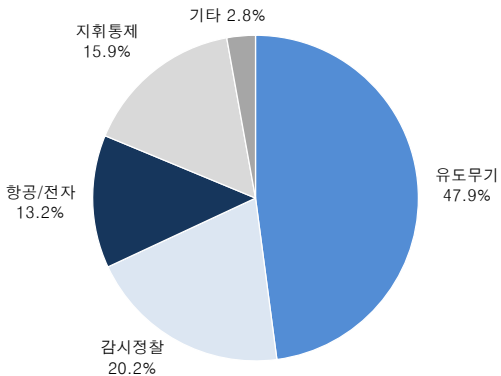
- 유도, 감시정찰, 항공전자, 지휘통제 사업 부문을 영위 중이며 LAMD, 천궁2, L-SAM 국내 방공무기 체계종합 기업
- 무인분야 해검 및 고스트로보틱스 우주분야 천리안 5호 위성 개발을 통해 신사업 진출
- 자산 8조 647억원, 부채 6조 5,886억원, 자본 1조 4,761억원
- 발행주식 수: 22,000,000주 / 자기주식수: 154,750주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선헌비 예산 규모 및 세부내역
- 해외 방위산업 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 갈등 상황 발생 여부

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2025년 12월 기준  
자료: LIG D&A, 대신증권 Research Center

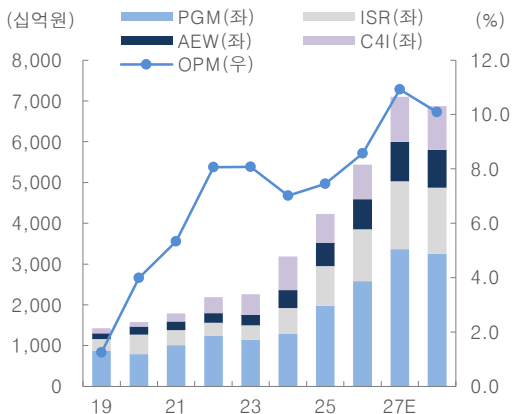
25년 부문별 매출 비중



주: 2025년 매출액 기준  
자료: LIG D&A, 대신증권 Research Center

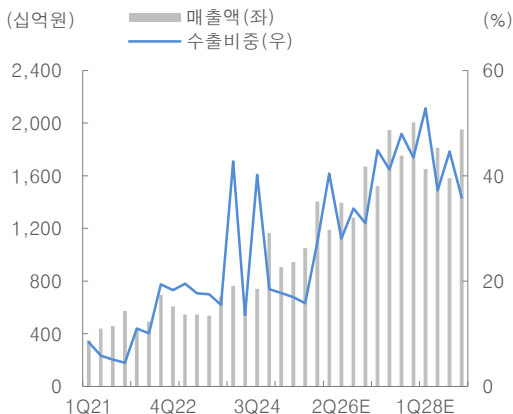
Earnings Driver

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



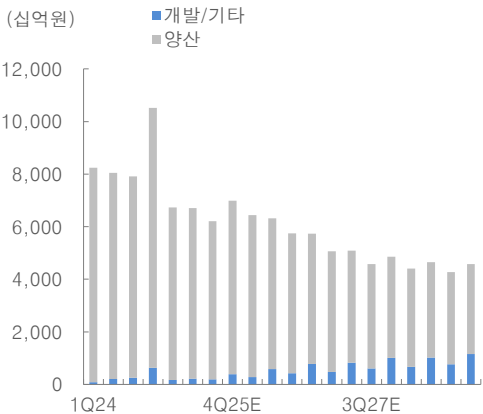
자료: LIG D&A, 대신증권 Research Center

연간 매출액 및 수출비중 추이 및 전망



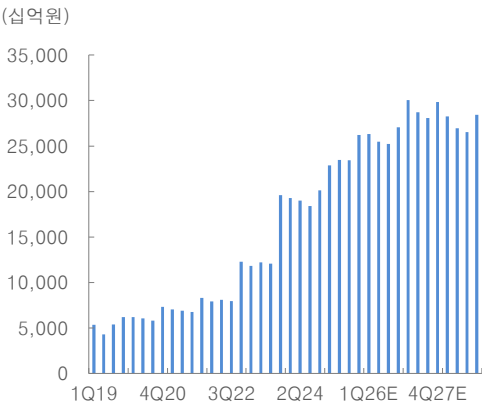
자료: LIG D&A, 대신증권 Research Center

분기별 국내 양산, 개발 및 기타 매출 추이 및 전망



자료: LIG D&A, 대신증권 Research Center

분기별 수주잔고 추이 및 전망



자료: LIG D&A, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,276	4,307	5,535	7,231	7,000
매출원가	2,822	3,644	4,600	5,842	5,712
매출총이익	454	663	935	1,389	1,288
판매비와관리비	224	343	445	584	566
영업이익	230	321	474	790	706
영업이익률	7.0	7.4	8.6	10.9	10.1
EBITDA	279	436	590	914	844
영업외손익	-20	-42	1	36	36
관계기업손익	0	1	0	1	1
금융수익	28	74	6	11	9
외환관련이익	85	35	76	104	99
금융비용	85	35	35	18	16
외환관련손실	48	33	44	56	55
기타	0	-85	-2	-6	-2
법인세비용차감전순이익	210	278	475	830	742
법인세비용	-7	41	71	124	111
계속사업순이익	217	237	404	705	631
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	217	237	404	705	631
당기순이익률	6.6	5.5	7.3	9.8	9.0
비지배자분순이익	0	-16	-38	-67	-60
지배자분순이익	3	253	442	772	691
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-17	4	-14	-12	-14
포괄순이익	200	242	390	693	617
비지배자분포괄이익	0	-19	-39	-69	-62
지배자분포괄이익	-5	261	429	763	678

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	10,106	11,516	20,083	35,082	31,392
PER	18.3	28.4	46.8	26.8	29.9
BPS	56,248	67,077	81,317	106,420	128,713
PBR	16.7	14.0	11.5	8.8	7.3
EBITDAPS	12,701	19,818	26,800	41,547	38,366
EV/EBITDA	15.2	27.9	36.0	22.8	24.5
SPS	148,910	195,774	251,610	328,691	318,162
PSR	1.5	2.2	3.7	2.9	3.0
CFPS	43,270	-26,487	25,156	41,070	31,136
DPS	2,400	2,100	3,600	6,400	5,700

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	41.9	31.5	28.5	30.6	-3.2
영업이익 증가율	23.3	39.6	47.8	66.5	-10.6
순이익 증가율	23.7	9.7	70.0	74.7	-10.5
수익성					
ROIC	10.8	14.1	22.1	29.6	22.2
ROA	3.5	2.9	4.2	6.5	5.7
ROE	17.5	16.1	22.6	30.1	22.3
안정성					
부채비율	395.0	446.5	434.2	363.8	290.6
순차입금비율	11.4	65.7	52.0	26.8	3.9
이자보상배율	11.8	17.4	13.4	43.5	43.5

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,895	5,622	6,878	7,824	7,839
현금및현금성자산	547	125	337	410	546
매출채권 및 기타채권	364	511	692	904	875
재고자산	364	593	392	503	657
기타유동자산	2,620	4,393	5,457	6,007	5,760
비유동자산	2,231	2,443	2,679	3,034	3,221
유형자산	1,371	1,533	1,662	1,852	2,021
관계기업투자금	3	10	10	10	10
기타비유동자산	856	900	1,007	1,173	1,191
자산총계	6,125	8,065	9,556	10,858	11,060
유동부채	4,617	6,216	7,350	7,981	7,714
매입채무 및 기타채무	364	509	554	434	630
차입금	163	568	624	335	265
유동성채무	337	272	378	434	125
기타유동부채	3,753	4,867	5,795	6,779	6,695
비유동부채	271	373	417	536	514
차입금	188	255	266	268	268
전환증권	137	92	92	92	92
기타비유동부채	83	118	151	267	246
부채총계	4,888	6,589	7,767	8,517	8,228
자배지분	1,211	1,430	1,782	2,404	2,956
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	142	153	153	153	153
이익잉여금	907	1,106	1,467	2,088	2,662
기타자본변동	-4	0	0	0	0
비자배지분	27	46	7	-62	-124
자본총계	1,237	1,476	1,789	2,341	2,832
순차입금	141	970	930	627	111

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	952	-583	553	904	685
당기순이익	217	237	404	705	631
비현금항목의 가감	180	360	115	125	138
감가상각비	79	121	121	131	144
외환손익	-30	-6	-6	-6	-6
지분법평가손익	-2	-1	0	0	0
기타	132	246	0	0	0
자산부채의 증감	605	-1,105	65	-443	71
기타현금흐름	-49	-75	-31	517	-155
투자활동 현금흐름	-978	-276	-332	-402	-352
투자자산	-40	7	-55	-41	-2
유형자산	-568	-251	-221	-289	-568
기타	-370	-33	-55	-72	-70
재무활동 현금흐름	122	437	-10	-428	-196
단기차입금	55	406	55	-289	-70
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-4	111	15	2	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-43	-47	-81	-141	-126
기타	114	-32	0	0	0
현금의 증감	96	-421	212	73	136
기초 현금	444	540	125	337	410
기말 현금	540	125	337	410	546
NOPLAT	210	278	475	830	742
FCF	-26	-859	222	501	333

자료: LG D&A, 대신증권 Research Center

Initiation

# 한화시스템 (272210)

최정환 CFA jeonghwan.choi@daishin.com

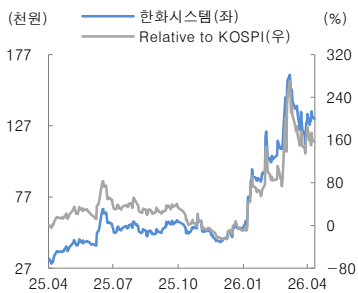
투자 의견 BUY  
매수, 신규

6개월 목표주가 150,000  
신규

현재주가 131,900  
(26.04.13)  
방위산업

KOSPI	5,808.62
시가총액	24,918십억원
시가총액비중	0.75%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	162,700원 / 35,700원
120일 평균거래대금	2,558억원
외국인지분율	9.03%
주요주주	한화에어로스페이스 외 3인 59.5% 국민연금공단 7.2%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.7	48.7	138.1	269.5
상대수익률	-13.7	20.1	46.9	54.7



## 방산, 우주, 조선 성장만 골라 담았습니다

- 방위산업 실적 기반 미래 잠재력 높은 사업 영역중
- 레이저 대공무기체계 '천광' 및 초소형위성 통한 체계종합기업으로의 도약
- UAE항 천궁2 양산 매출 인식 본격화, 필리조선소 적자폭 축소 전망

### 투자 의견 매수, 목표주가 150,000원으로 신규 커버리지 개시

27년 기존사업(방산, ICT)과 신사업(우주, 조선) 가치 SOTP 통해 목표주가 산출. 방위산업 및 ICT 매출이 실적의 기반을 형성, 여기에 구조적 성장이 기대되는 미국 조선업, 우주산업과 같은 고성장 사업이 포트폴리오가 추가되며 중장기적 관점에서 접근 필요, 투자 의견 매수로 커버리지 개시

### 부체계에서 체계종합 기업으로의 도약

동사는 무기체계에 탑재되는 각종 항전장비, 레이더, 전투체계와 같은 부체계를 개발 및 생산을 담당하는 기업이었으나 레이저 대공무기체계 '천광', 초소형SAR위성 개발을 통해 체계종합 기업으로 거듭나고 있음. 금번 이란 사태를 통해 고가의 대공 무기체계의 한계점이 드러났으며 저렴하게 대량의 무인기, 미사일을 요격할 수 있는 체계의 필요성 대두. 26년부터 제주한화우주센터가 가동에 돌입할 예정으로 23년 동사는 제주도에서 한 국형 고체연료발사체에 SAR위성(H모델)을 탑재해 발사한 바 있으며 26년 에도 1회 더 발사할 예정. 향후 우주산업에서도 대량 양산이 중요해질 것 이며 동사는 26년 제주한화우주센터를 통해 위성 대량양산 인프라 구축 완료한 상태

### 26년 중동항 천궁2 MFR 매출 증가에 따른 실적 성장세 지속

26년 연결 기준 매출액 5조 280억원(+36.9% YoY), 영업이익 3,310억원 (+177.2% YoY, OPM 6.6%) 전망. 이는 UAE 천궁2 MFR 양산 매출 인식 본격화, 필리조선소 CV선 매출 인식 개시에 따른 적자폭 축소에 따른 것

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,802	3,672	5,028	5,604	4,403
영업이익	219	120	331	455	282
세전순이익	581	115	417	532	357
총당기순이익	445	209	347	445	298
지배지분순이익	454	249	312	400	269
EPS	2,358	1,107	1,834	2,355	1,580
PER	32.9	46.9	71.9	56.0	83.5
BPS	12,791	26,472	28,141	32,271	35,618
PBR	1.8	2.7	4.7	4.1	3.7
ROE	18.4	4.2	6.5	7.3	4.4

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

표 42. 한화시스템 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
27년 방산 EBITDA	567	
27년 ICT EBITDA	127	
방산 Target EV/EBITDA	20.3x	글로벌 항전/레이더 피어 24MF EV/EBITDA 35% 할증 적용
ICT Target EV/EBITDA	9.0x	국내 ICT 24M EV/EBITDA PER 적용
영업+비영업가치(A+B)	28,440	
기존가치(A): (EV-순차입금)	11,519	
EV(방산+ICT)	12,635	
순차입금	1,117	
신사업가치(B): (a+b)	16,921	
미국 조선업(a)	3,535	
한화오션 지분	1,913	한화오션 시가총액 12M Avg 50% 할인(지분+PRS 11.6%)
필리조선소	1,372	27년 필리조선소 매출액 PSR 1.3x 적용
오스탈조선소 지분	250	오스탈조선소 시가총액 12M Avg 50% 할인(지분율 20%)
우주사업 가치(b)	13,386	
제주한화우주센터 매출	1,339	2030년 제주한화우주센터 매출 PV
WACC	6.6%	주요요구수익률 11.5%(CAPM), 부채조달비용 2.0% 가정
Target PSR	10x	플래닛 랩스 운용 중인 위성 대수 고려 70% 할인
상장주식수(천주)	188,919	
Target Price(원)	150,000	
현재 주가(원)	131,900	
상승여력	13.7%	

자료: 대신증권 Research Center

표 43. 한화시스템 방위산업 피어 테이블 (단위: 십억원, %)

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			24M Fwd PER	24M Fwd EV/EBITDA	시가총액
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26	27E			
RTX	9.7	5.7	6.7	10.5	13.1	13.5	12.9	13.6	13.8	26.7	18.4	375.7
탈레스	7.6	7.5	8.2	12.4	12.6	13.0	23.0	24.4	24.0	21.1	11.7	90.6
레오나르도	9.8	9.3	8.9	7.4	9.4	9.4	16.4	16.4	12.5	20.3	10.8	95.6
L3 해리스	2.5	7.2	7.9	9.7	15.3	15.3	7.8	9.0	10.8	26.3	15.7	56.0
아셀산	14.7	46.9	54.0	27.2	23.9	23.8	18.1	15.8	19.0	22.3	16.8	16.7
헨솔트	21.3	9.6	12.1	9.0	12.2	13.3	17.7	17.8	21.5	34.5	15.1	2.7
글로벌 피어 평균	10.9	14.4	16.3	12.7	14.4	14.7	16.0	16.2	16.9	25.2	14.8	
한화시스템	31.1	36.9	11.5	3.3	6.6	8.1	4.2	6.5	7.4	56.0	36.1	24.9

자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

표 44. 한화시스템 분기/연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
연결 매출액	(십억원)	811	1,288	1,222	1,707	2,802	3,672	5,028	5,604
YoY	(%)	17.4	67.6	51.3	21.5	14.2	31.1	36.9	11.5
방산	(십억원)	563	639	600	952	2,098	2,439	2,753	2,809
수출비중	(%)	40.5	35.6	40.6	33.0	13.7	15.4	23.4	24.5
ICT	(십억원)	181	330	178	185	695	653	874	872
기타(필리조선소)	(십억원)	35	161	224	287	11	580	707	1,053
연결 영업이익	(십억원)	71	90	72	99	219	120	331	455
OPM	(%)	8.8	7.0	5.9	5.8	7.8	3.3	6.6	8.1
방산	(십억원)	65	65	65	96	169	228	291	329
OPM	(%)	11.6	10.2	10.8	10.1	8.1	9.3	10.6	11.7
ICT	(십억원)	14	32	15	11	56	51	71	71
OPM	(%)	7.6	9.8	8.2	5.9	8.1	7.8	8.2	8.2
지배주주순이익	(십억원)	67	83	70	91	454	249	312	352

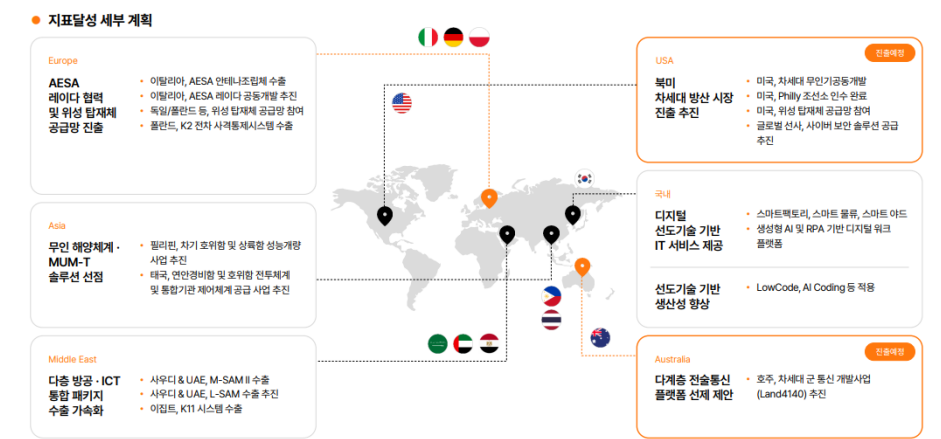
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

그림 63. 한화시스템 매출목표 달성 전략



자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

그림 64. 한화시스템 매출목표 달성 세부 계획



자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

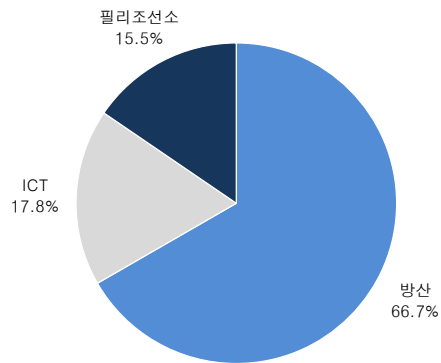
- 감시정찰, 지휘통제, 항공전자, 해양시스템, 위성사업 등을 중심으로 하는 방산 사업과 비즈니스 정보화 시스템 구축, 고객 전산시스템의 운영관리 등을 수행하는 ICT 사업을 영위
- 필리조선소, 오스탈조선소를 통한 조선업 및 제주한화우주센터를 통한 우주 사업을 신사업으로 영위 중
- 자산 10조 3,272억원, 부채 5조 3,262억원, 자본 5조원
- 발행주식 수: 188,919,389주 / 자기주식수: 1,926,128주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선헌비 예산 규모 및 세부내역
- 해외 방위산업 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 갈등 상황 발생 여부

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2025년 12월 기준  
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

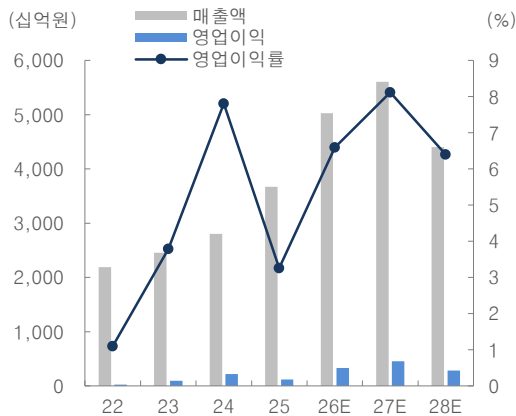
25년 부문별 매출 비중



주: 2025년 매출액 기준  
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

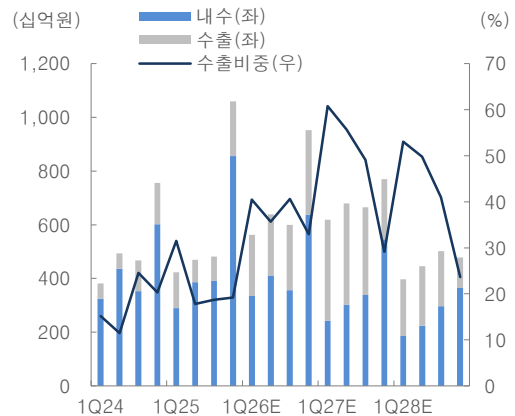
Earnings Driver

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



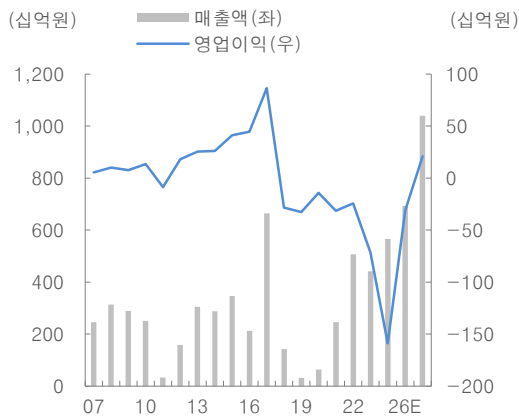
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

방산부문 매출액 및 수출비중 추이 및 전망



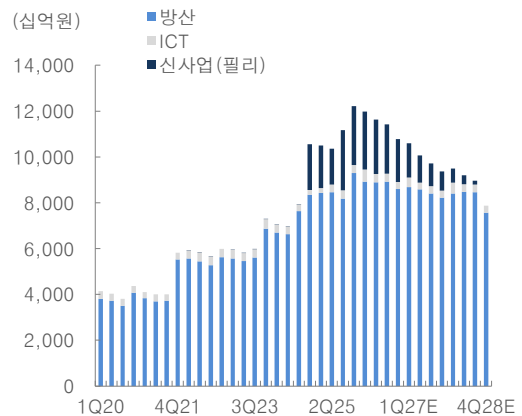
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

필리조선소 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

분기별 수주잔고 추이 및 전망



자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center



재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,802	3,672	5,028	5,604	4,403
매출원가	2,356	3,248	4,285	4,670	3,752
매출총이익	446	424	743	934	652
판매비와관리비	227	305	411	479	370
영업이익	219	120	331	455	282
영업이익률	7.8	3.3	6.6	8.1	6.4
EBITDA	301	267	561	705	514
영업외손익	314	-4	86	77	75
관계기업손익	-34	-6	-15	-17	-13
금융수익	48	53	48	44	43
외환관련이익	33	11	50	56	44
금융비용	39	46	68	67	58
외환관련손실	17	8	35	39	31
기타	261	-97	-15	-17	-13
법인세비용차감전순손익	581	115	417	532	357
법인세비용	104	-86	71	87	59
계속사업순손익	477	200	347	445	298
중단사업순손익	-32	8	0	0	0
당기순이익	445	209	347	445	298
당기순이익률	15.9	5.7	6.9	7.9	6.8
비배지분순이익	-9	-40	35	44	30
지배지분순이익	454	249	312	400	269
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-35	2,188	369	380	364
포괄순이익	411	2,397	715	825	662
비배지분포괄이익	-9	-1	27	32	26
지배지분포괄이익	420	2,398	688	793	636

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	2,358	1,107	1,834	2,355	1,580
PER	32.9	46.9	71.9	56.0	83.5
BPS	12,791	26,472	28,141	32,271	35,618
PBR	1.8	2.7	4.7	4.1	3.7
EBITDAPS	18,793	1,413	2,968	3,730	2,723
EV/EBITDA	10.5	21.8	46.4	36.1	48.7
SPS	14,830	19,436	26,612	29,665	23,308
PSR	1.5	2.8	5.0	4.4	5.7
CFPS	702	417	291	2,453	2,735
DPS	270	140	160	470	310

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	14.2	31.1	36.9	11.5	-21.4
영업이익 증가율	135.6	-45.4	177.2	37.2	-38.0
순이익 증가율	25.4	-53.0	65.7	28.4	-32.9
수익성					
ROIC	46.8	7.2	17.8	20.7	13.5
ROA	7.8	2.0	3.2	4.1	2.7
ROE	18.4	4.2	6.5	7.3	4.4
안정성					
부채비율	136.9	106.4	102.9	79.4	62.6
순차입금비율	21.9	44.1	18.9	18.3	13.9
이자보상배율	9.8	3.1	10.1	16.6	10.3

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286	2,921	4,667	4,391	4,015
현금및현금성자산	200	325	1,270	906	646
매출채권 및 기타채권	313	451	628	701	629
재고자산	610	797	1,257	1,401	1,468
기타유동자산	1,164	1,348	1,512	1,384	1,272
비유동자산	3,438	7,399	6,117	6,549	6,927
유형자산	570	823	853	882	889
관계기업투자금	25	548	554	560	565
기타비유동자산	2,843	6,028	4,709	5,097	5,473
자산총계	5,724	10,320	10,784	10,940	10,942
유동부채	2,677	3,327	3,406	3,182	3,151
매입채무 및 기타채무	250	473	390	425	341
차입금	80	270	16	11	21
유동성채무	50	100	200	350	500
기타유동부채	2,297	2,484	2,801	2,396	2,289
비유동부채	631	1,991	2,062	1,662	1,062
차입금	598	2,162	2,062	1,662	1,062
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	33	-170	-179	-188	-197
부채총계	3,308	5,319	5,468	4,843	4,212
자배지분	2,490	4,849	5,161	5,937	6,566
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,123	1,123	1,123
이익잉여금	589	709	1,021	1,421	1,690
기타자본변동	-136	2,073	2,073	2,448	2,809
비배지분	-74	152	155	160	163
자본총계	2,416	5,001	5,316	6,097	6,729
순차입금	528	2,206	1,007	1,117	936

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	133	79	55	463	517
당기순이익	445	185	208	445	298
비현금항목의 가감	-60	144	246	269	248
감가상각비	82	147	229	250	233
외환손익	-22	2	2	2	2
지분법평가손익	16	5	15	17	13
기타	-136	-11	0	0	0
자산부채의 증감	-218	-211	-722	-181	-79
기타현금흐름	-35	-39	322	-69	49
투자활동 현금흐름	-442	-1,168	1,126	-684	-577
투자자산	-461	-3,771	1,427	-348	-312
유형자산					-297
기타	315	2,787	-50	-56	-44
재무활동 현금흐름	35	1,234	-236	-144	-199
단기차입금	-82	190	-255	-5	10
사채	269	717	50	-50	-150
장기차입금	-140	229	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-52	-28	-31	-89	-60
기타	41	126	0	0	0
현금의 증감	-274	146	945	-365	-259
기초 현금	476	200	325	1,270	906
기말 현금	200	325	1,270	906	646
NOPLAT	581	115	417	532	357
FCF	-309	-1,089	1,181	-221	-60

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사와 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:최정환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]



산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.5%	9.5%	0.0%

(기준일자: 20260403)

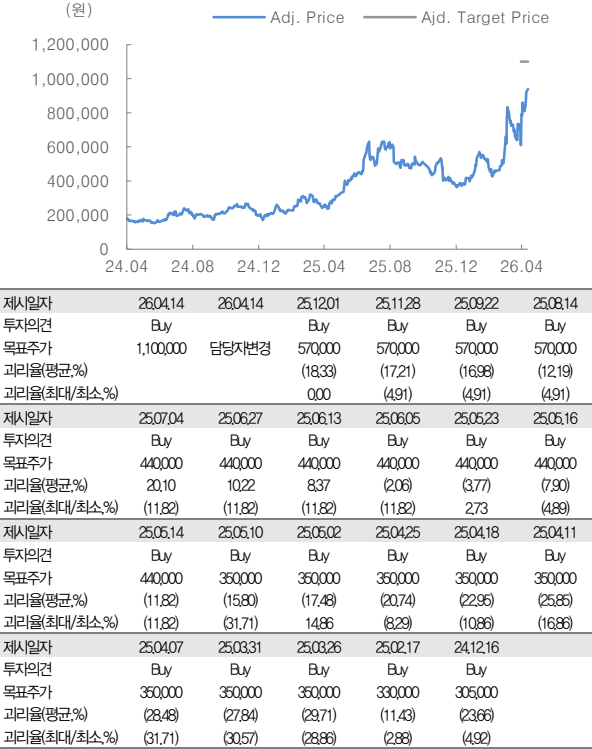
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화에어로스페이스(012450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용							현대로템(064350) 투자의견 및 목표주가 변경 내용						
													
제시일자	26.04.14	26.04.14	25.12.01	25.11.28	25.11.03	25.09.22	제시일자	26.04.14	26.04.14	25.12.01	25.11.28	25.11.04	25.08.05
투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	Buy	투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,880,000	담당자변경	1,280,000	1,280,000	1,280,000	1,200,000	목표주가	250,000	담당자변경	280,000	280,000	280,000	230,000
과리율(평균,%)			(9.93)	(28.36)	(27.93)	(19.78)	과리율(평균,%)			(28.53)	(31.98)	(31.58)	(9.80)
과리율(최대/최소,%)			20.08	(21.09)	(21.09)	(7.75)	과리율(최대/최소,%)			(11.07)	(23.39)	(23.39)	6.30
제시일자	25.07.31	25.06.27	25.06.13	25.06.05	25.05.23	25.05.16	제시일자	25.07.04	25.06.27	25.06.13	25.06.05	25.05.23	25.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,200,000	980,000	980,000	980,000	980,000	965,000	목표주가	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
과리율(평균,%)	(22.74)	(9.76)	(8.65)	(10.89)	(13.99)	(14.97)	과리율(평균,%)	(0.91)	(6.55)	(9.65)	(21.38)	(26.52)	(35.89)
과리율(최대/최소,%)	(13.25)	1.84	(1.02)	(2.76)	(9.49)	(13.27)	과리율(최대/최소,%)	(39.44)	(39.44)	18.89	(0.17)	(13.28)	(32.89)
제시일자	25.05.13	25.05.10	25.05.02	25.04.25	25.04.18	25.04.11	제시일자	25.05.15	25.05.10	25.05.02	25.04.25	25.04.18	25.04.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	965,000	748,400	748,400	748,400	748,400	748,400	목표주가	180,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
과리율(평균,%)	(16.22)	1.07	0.83	(1.29)	(2.89)	(6.48)	과리율(평균,%)		(28.63)	(28.66)	(29.82)	(30.64)	(32.54)
과리율(최대/최소,%)	(16.12)	(17.50)	(17.50)	(17.50)	(17.50)	7.37	과리율(최대/최소,%)		(16.40)	(16.40)	(22.13)	(22.13)	(23.40)
제시일자	25.04.08	25.04.07	25.03.31	25.03.26	25.02.11	24.12.16	제시일자	25.03.31	25.03.26				
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자의견	Buy	Buy				
목표주가	748,400	748,400	748,400	748,400	571,100	423,400	목표주가	150,000	150,000				
과리율(평균,%)	(11.17)	(12.88)	(12.50)	(14.93)	14.20	(13.77)	과리율(평균,%)		(31.95)	(31.63)			
과리율(최대/최소,%)	(2.63)	(7.63)	(7.63)	(12.76)	31.72	(2.21)	과리율(최대/최소,%)		(29.40)	(31.07)			

한국항공우주(047810) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



LIG D&A(079550) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



한화시스템(272210) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용

