| Initiate | 방위산업 | Overweight | 2025. 2. 18 |

지상과 하늘사이

K방산 변곡점

Part Ⅰ 방위산업 장기호황 사이클의 시작
Part Ⅱ 잠재적 수출 대상국 찾아보기
Part Ⅲ 무기체계 수요 변화 확인해보기
Part Ⅳ 미래를 견인할 항공우주분야 & 유무인복합체계

LS증권

LS증권 **최정환**입니다.

방위산업에 대해 **Overweight** 투자의견을 제시하며 커버리지를 개시합니다.
24년은 각종 글로벌 분쟁이 급격하게 늘어나며 각 국가들의 무기수요 증가에 따라 우리나라 방위산업체들이 주목받은 한해였습니다.

시장에서는 급격한 수주잔고 증가에 따른 피크아웃을 우려를 하고 있습니다. 그러나 우리나라 방위산업은 그 동안 수출을 견인했던 든든한 지상화력 및 유도 분야에 항공우주 분야가 더해지며 지금까지 걸어왔던 길 보다 더 먼 길을 걸어가야 하는 변곡점의 시기에 와 있다고 판단합니다.

트럼프 대통령 당선 이후 미국은 점차 국제무대에서 개입을 줄일 것으로 보이며 전세계 방위비 지출 증가 추이에 따라 가격, 납기, 품질 그리고 후속서비스 등 모든 영역에서 경쟁우위에 있는 우리나라 방위산업체들에게 우호적인 환경이 지속될 것입니다.

2030년 이후에는 KF-21 Block2, 공대공 유도무기, 국산 첨단 항공엔진 개발 등 항공 무기체계에서 발전이 예상되며 425사업을 시작으로 국방분야에서 점차 저궤도 위성을 활용하기 시작할 것입니다.

업종 내 최선호주로 지상화력 및 항공우주분야 두 분야 모두에서 성장 기대를 동시에 받고 있는 **한화에어로스페이스(012450)를** 제시하는 한편 천궁2, L-SAM 양산 및 수출과 같은 굵직한 이벤트를 앞두고 있는 **LIG넥스원(079550)을 차선호주로 제시합니다.**

2025년 방위산업의 신규 성장전략이 고민되는 가운데 본 자료가 앞으로 미래 방위산업의 새로운 방향성을 제시하는 나침반으로서 역할을 수행하길 바랍니다.
감사합니다.

방산/기계/통신
Analyst **최정환** CFA
jhchoi@ls-sec.co.kr

[Part I. 방위산업 장기호황 사이클의 시작]

역사적으로 미국은 자국의 이익을 위해 개입과 불개입 정책을 선택해왔습니다. 미국의 에너지 자립도가 점차 높아지며 중동에 개입할 경제적 요인이 점차 줄어들고 있으며 미국 내 여론 또한 개입보다 불개입주의를 선호하는 비중이 높아지고 있습니다. 이에 더해 트럼프 대통령 당선에 따라 일방주의적 외교정책은 강화될 것으로 보이며 전세계 국가들의 방위비 증가 추세는 지속될 것입니다.

[Part II. 잠재적 수출 대상국 찾아보기]

방위산업 수출에 네가지 기준점을 통해 잠재적 수출 대상국을 제시합니다. 기존 동유럽향 수출은 현지 거점에 기반한 락인효과에 따른 추가 수주를 기대할 수 있을 것이며 미국-중동간 상호 호혜적 협력관계가 점차 무너지며 무기체계 다각화 수요에 따라 중동향 우리나라 무기체계 수출은 견고할 것으로 보입니다. 남중국해로부터 지정학적 리스크 증가에 따라 해당 지역에서는 항공, 해양 무기체계 수요가 커질 것으로 보이며 최근 우리나라 방위산업체들의 남미 진출에 따라 남미시장 또한 점차 개화 할 것으로 보입니다.

[Part III. 무기체계 수요 변화 확인해보기]

변화하고 있는 무기체계의 수요 그리고 하이브리드전에 대해 다룬 파트입니다. 기존에 소외받았던 자주포/전차 등 전통적 무기체계 대량양산의 필요성이 재부각 됐으며 이에 따라 대전차 미사일 등의 중요성 또한 확인할 수 있었습니다. 드론의 경우 '소형 소모성 드론', '유무인 복합체계에서 활용될 무인기' 두가지 형태의 수요가 발생할 것으로 보이며 모자이크전의 핵심 체계로서 앞으로 중요성이 더욱 커질 전망입니다.

[Part IV. 미래를 견인할 항공우주분야 & 유무인복합체계]

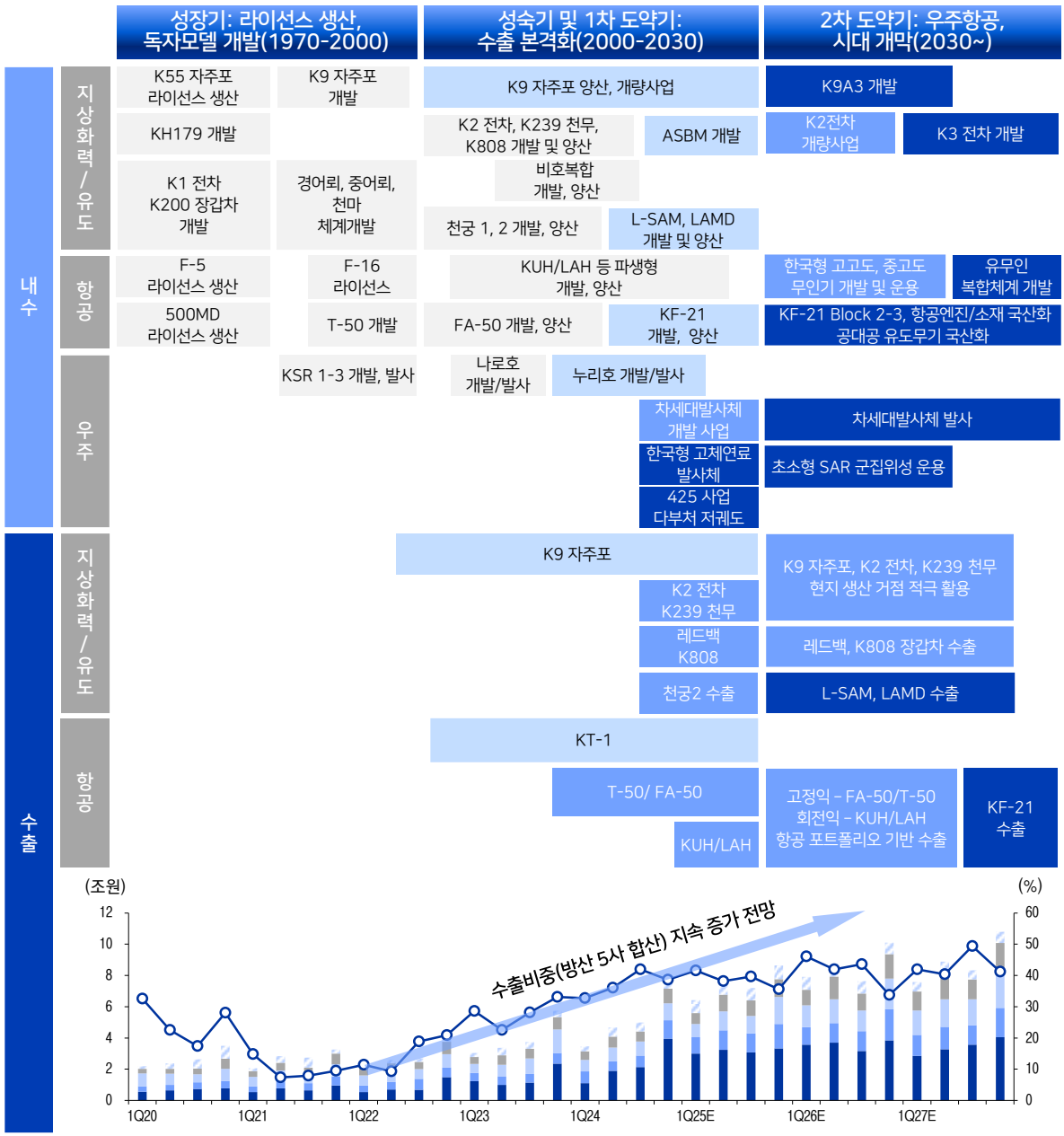
지금까지 우리나라 방위산업은 지상화력 분야로부터 수출 모멘텀이 지속됐으나 앞으로는 항공우주 분야에서도 성장이 기대됩니다. 425 사업을 시작으로 저궤도 위성을 국방분야에 적극 활용하기 시작했으며 방위산업은 올드스페이스와 뉴스페이스 시대 사이를 연결해주는 가교 역할을 수행할 것으로 보입니다. 또한 전세계적으로 유무인복합체계는 하나의 가야할 트렌드로 자리잡았으며 우리나라는 이에 적극 대응하기 위해 항공엔진 국산화, 소재 국산화 등 장기적 관점에서 다양한 프로젝트를 진행하고 있습니다. 때문에 국내 방위산업체들은 지상화력/유도분야 중심의 외형 성장이 지속되는 가운데 우주항공 분야 성장 동력까지 갖춘 성장주로서 역할을 수행할 것입니다.

[Part Ⅴ. 기업분석]

25 년에도 외형 성장이 지속 기대되는 가운데 단기적으로는 지상화력으로부터 호실적이 기대되며 우주항공 성장 모멘텀을 받을 수 있는 **한화에어로스페이스**를 최선호주로 제시합니다. 또한 중동향 천궁 2 수출을 시작으로 대공 방어체계 수출 모멘텀이 지속 기대되는 **LIG 넥스원**을 차선호주로 제시합니다.

Key Charts

국내 방위산업 발전 역사 그리고 미래 발전 방향

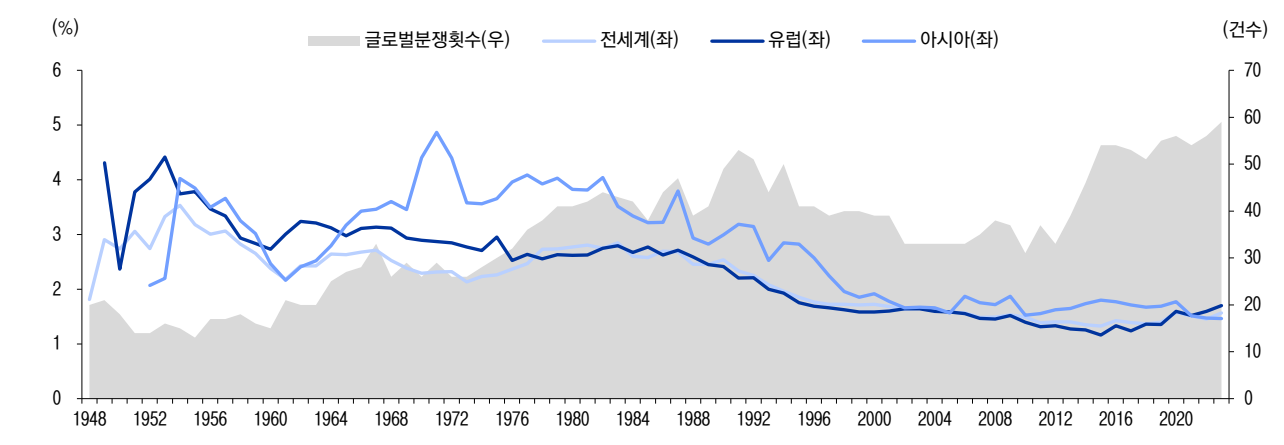


자료: LS증권 리서치센터(한화에어로 별도기준)

- **국내 방위산업은 지상/유도분야 중심 2020년 후반까지 외형성장 지속**
- **이후 경쟁력 있는 지상/유도분야에 더해 항공우주도 더해질 전망**

Key Charts

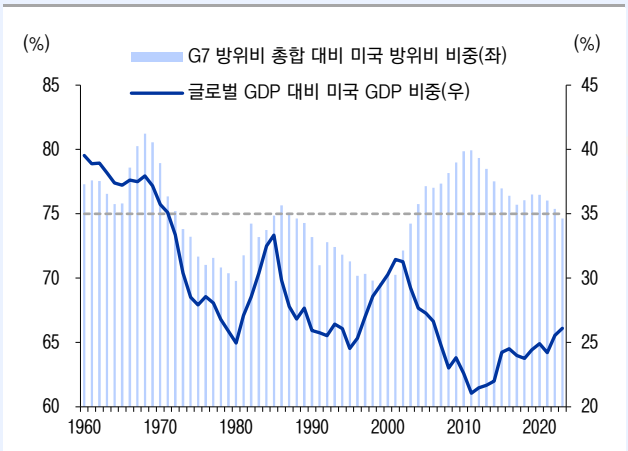
글로벌 분쟁 횟수 및 GDP 대비 국방비 비율 추이



자료: SIPRI, LS증권 리서치센터

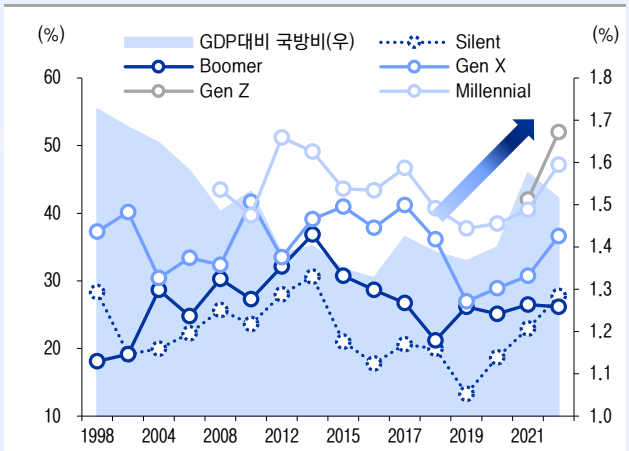
- **냉전 이후 전세계 GDP 대비 국방비 비중은 지속 감소 추세**
- **분쟁횟수와 국방비 비중의 괴리 지속 심화, 러-우 전쟁이 계기가 돼 방위산업 장기호황 전망**

G7 국가들의 경제력 대비 방위비 인상 노력 부족



자료: SIPRI, World Bank, LS증권 리서치센터

국제 분쟁 개입 반대 여론(좌) 및 글로벌 GDP 대비 국방예산

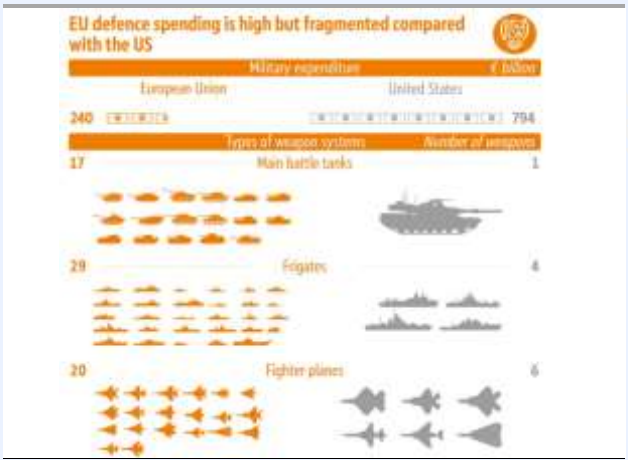


자료: Chicago Council, SIPRI, LS증권 리서치센터

- **전세계 경제력 대비 미국 경제력 비중 지속 감소, 서방세계 내 미국의 방위비 비중은 유지**
- **미국 내 전세계 개입 반대 여론 확대, 글로벌 GDP 대비 국방예산은 이와 비례하는 모습**

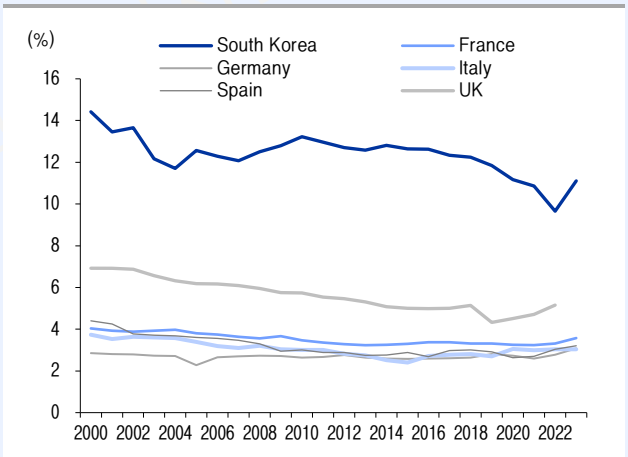
Key Charts

유럽과 미국 방위산업 체계 종류 비교



자료: European Defense Agency, LS증권 리서치센터

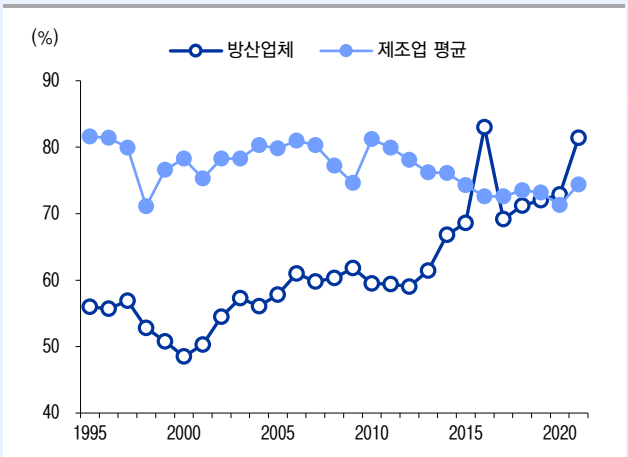
글로벌 정부예산 대비 방위비 지출 비중 추이



자료: SIPRI, LS증권 리서치센터

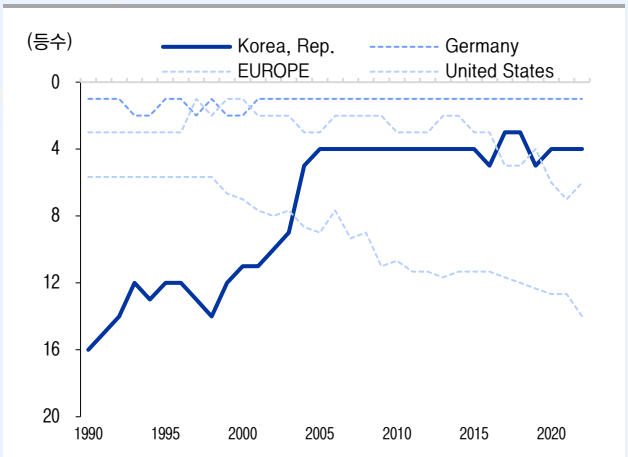
- **EU 는 유럽 방위산업 재건을 위해 유럽방위산업프로그램 공개, 공동연구 및 생산 늘리겠다고 선언**
- **다만 EU 내 각 국가들의 이권 다툼 및 제조업 역량 부족에 따라 유럽 내 방산 공급망 회복은 더딜 전망**

국내 방산업체 가동률 추이



자료: 방위산업통계연보, LS증권 리서치센터

우리나라와 미국, 유럽 제조업 역량 등수 추이

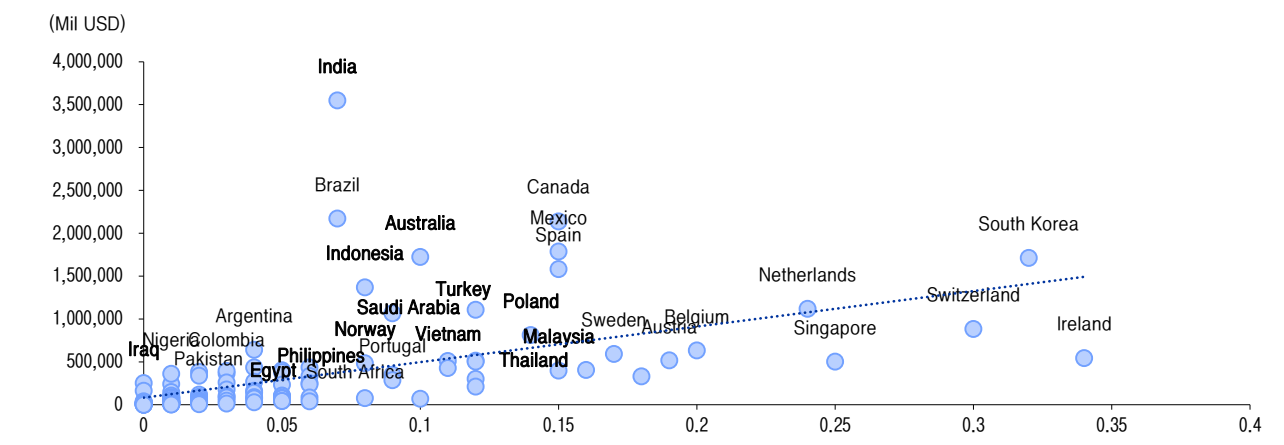


자료: UNIDO, LS증권 리서치센터

- **우리나라 방위산업체들은 지정학적 특성상 높은 가동률 유지, 수요 우위 상황 속 수혜 지속 전망**
- **방위산업 근간이 되는 제조업 역량 또한 미국, 유럽과는 다르게 유지하는 모습**

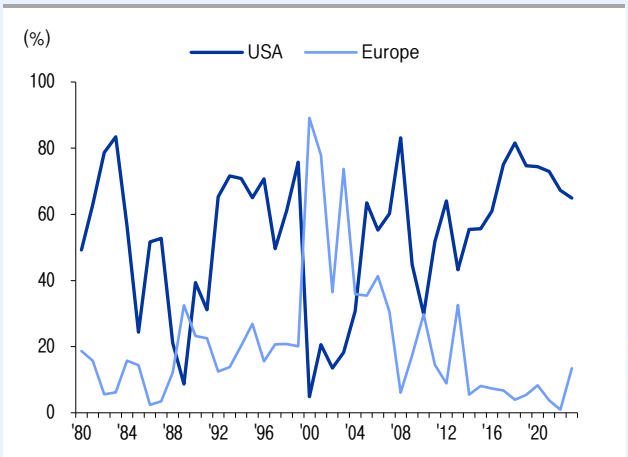
Key Charts

국가별 제조업 성숙도(CIP) 및 명목 GDP 상관관계



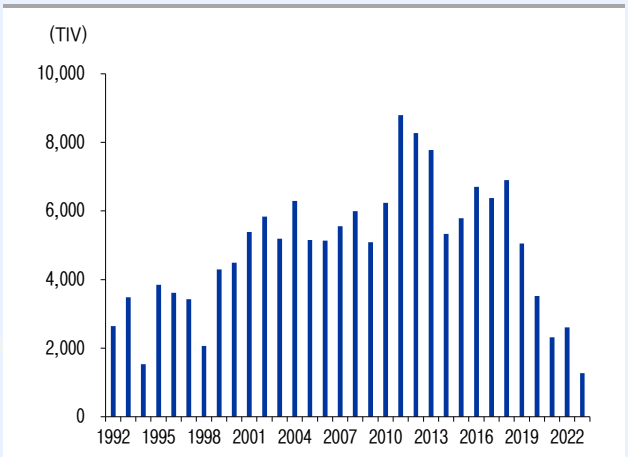
자료: UNIDO, World Bank, LS증권 리서치센터

사우디, UAE 지역별 무기 수입 비중 변화



자료: SIPRI, LS증권 리서치센터

러시아 방산수출 규모 추이



자료: SIPRI, LS증권 리서치센터

남중국해 국가 무기체계 수입 국가 순위

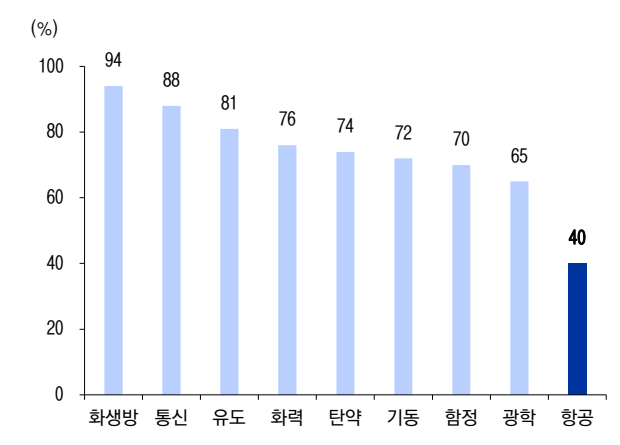
	1 위	2 위	3 위	4 위	5 위
베트남	러시아(80.8%)	이스라엘(6.6%)	벨라루스(3.6%)	우크라이나(2.3%)	한국(1.4%)
필리핀	한국(30.4%)	미국(23.9%)	이스라엘(18.8%)	인도네시아(7.4%)	스페인(3.8%)
말레이시아	러시아(28.9%)	스페인(13.6%)	프랑스(11.8%)	독일(8.3%)	영국(6.7%)
인도네시아	한국(17.0%)	미국(14.5%)	러시아(14.0%)	네덜란드(12.7%)	영국(9.2%)
태국	중국(20.7%)	미국(17.1%)	우크라이나(11.0%)	스웨덴(10.2%)	한국(9.6%)

자료: SIPRI, LS증권 리서치센터

- **기존 동유럽, 중동향 수출 모멘텀은 지속될 것으로 전망**
- **신규 수출 지역으로 남중국해, 남미 국가 주목, 수출 국가 다각화 추세**

Key Charts

'18 ~ '22 방위산업 부품 국산화 종합계획



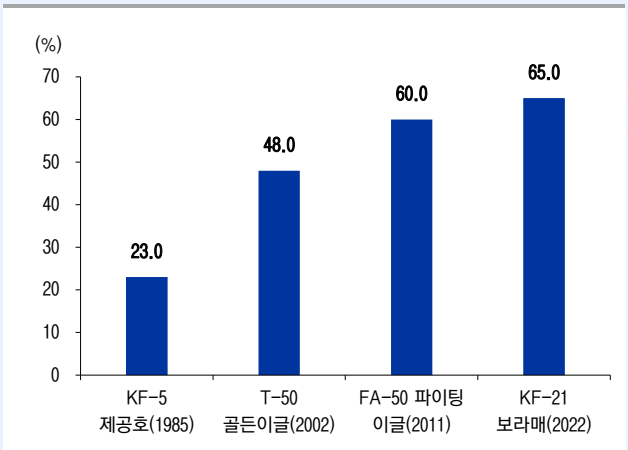
자료: 방위사업청, LS증권 리서치센터

단계별 첨단 항공엔진 개발 계획

자료: 국방기술진흥연구소, LS증권 리서치센터

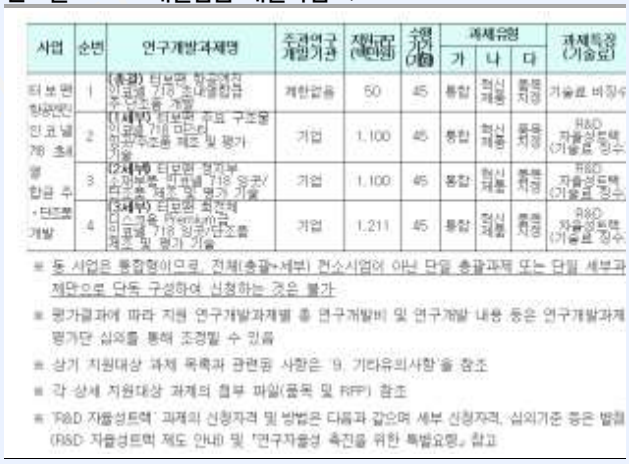
- **항공엔진 국산화는 2030 년 중후반을 목표로 정부가 중심이 되어 연구개발 진행 중**
- **단계적 개발(무인기→유인기) 전망, 앞으로 발전할 유무인복합체계를 위해 필수적**

국내 전투기별 국산화율 현황



자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

인코넬 718 초내열합금 개발사업 中



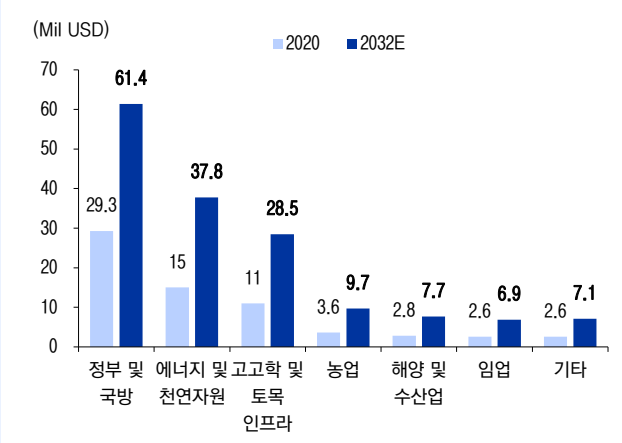
사업	순번	연구개발과제명	주관연구개발기관	지원금(백만원)	수행기간(개월)	과제유형 가	과제유형 나	과제유형 다	과제특징(기술료)
터보팬 항공엔진 인코넬 718 초내열합금 주단조품 개발	1	(총괄) 터보팬 항공엔진 인코넬 718 초내열합금 주단조품 개발	계한없음	50	45	통합	혁신제품	품목지정	기술료 비징수
	2	(1세부) 터보팬 주요 구조물 인코넬 718 미니주조 주단조품 제조 및 평가 기술	기업	1,100	45	통합	혁신제품	품목지정	R&D 자율성트랙 (기술료 징수)
	3	(2세부) 터보팬 정지부 소재분쇄 인코넬 718 용융/단조품 제조 및 평가 기술	기업	1,100	45	통합	혁신제품	품목지정	R&D 자율성트랙 (기술료 징수)
	4	(3세부) 터보팬 회전체 디스크용 Premium 인코넬 718 용융/단조품 제조 및 평가 기술	기업	1,211	45	통합	혁신제품	품목지정	R&D 자율성트랙 (기술료 징수)

※ 동 사업은 통합형이므로, 전체(총괄+세부) 컨소시엄이 아닌 단일 총괄과제 또는 단일 세부과제만으로 단독 구성하여 신청하는 것은 불가
※ 평가결과에 따라 지원 연구개발과제별 총 연구개발비 및 연구개발 내용 등은 연구개발과제 평가단 심의를 통해 조정될 수 있음
※ 상기 지원대상 과제 목록과 관련된 사항은 '9. 기타유의사항'을 참조
※ 각 상세 지원대상 과제의 첨부 파일(품목 및 RFP) 참조
※ 'R&D 자율성트랙' 과제의 신청자격 및 방법은 다음과 같으며 세부 신청자격, 심의기준 등은 별첨 (R&D 자율성트랙 제도 안내) 및 '연구자율성 촉진을 위한 특별요청' 참고

- **방위산업 부품 국산화율은 안보 및 경제적 차원에서 정부 중심으로 지속 제고 중**
- **지상화력 분야처럼 항공우주 분야에서도 유도무기 및 소재 국산화를 통해 국산화율 증가**

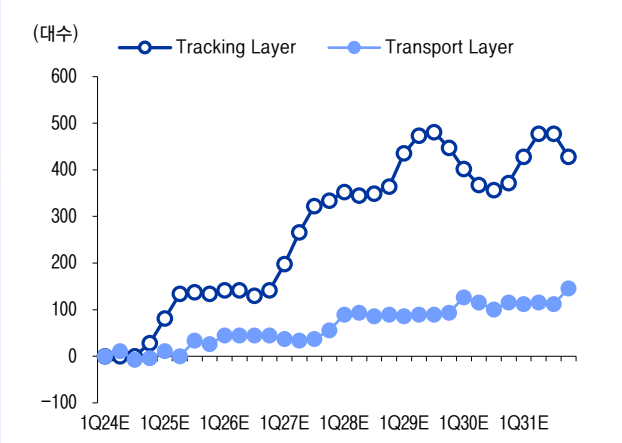
Key Charts

국방 분야를 중심으로 발전할 우주산업



자료: BIS Research, LS증권 리서치센터

미국 PWSA 프로젝트 저궤도 위성 대수 추이



자료: Space Development Agency, LS증권 리서치센터

- **방위산업은 올드스페이스에서 뉴스페이스로 가는 가교 역할을 수행할 전망**
- **방위산업 내 저궤도 위성 통신/정찰감시 목적에서 적극 활용, 방위산업체들에게는 기회로 작용**

국내 초소형 SAR 군집 위성 체계 개발 개념도

자료: 방위사업청, LS증권 리서치센터

국내 정찰감시용/통신 저궤도 위성 사업 정리

구분	위성 총 대수	주관
425 사업	5 기(SAR 4 기, EO/IR 1 기)	방위사업청, 국방과학연구소
다부처 SAR 위성 사업	SAR 40 기	다부처
초소형 SAR 위성 사업	-	국방과학연구소
상용 저궤도 통신위성체계	-	방위사업청

자료: LS증권 리서치센터

- **저궤도 위성은 방위분야에서 킬웹(Kill Web)의 핵심 역할 수행**
- **저궤도 위성 발사 대수 증가에 따른 탑재체 수요 및 관련 통신장비/전투체계 수요 증가 전망**

Industry In depth

방위산업

Overweight

지상과 하늘 사이

K 방산 변곡점

Contents

Part I	방위산업 장기호황 사이클의 시작	11
Part II	잠재적 수출 대상국 찾아보기	16
Part III	무기체계 수요 변화 확인해보기	29
Part IV	미래를 견인할 항공우주분야 & 유무인복합체계	44

기업분석

한화에어로스페이스 (012450)	64
LIG 넥스원 (079550)	71
한국항공우주 (047810)	78
현대로템 (064350)	87
한화시스템 (272210)	93

LS 증권 리서치센터

Part I

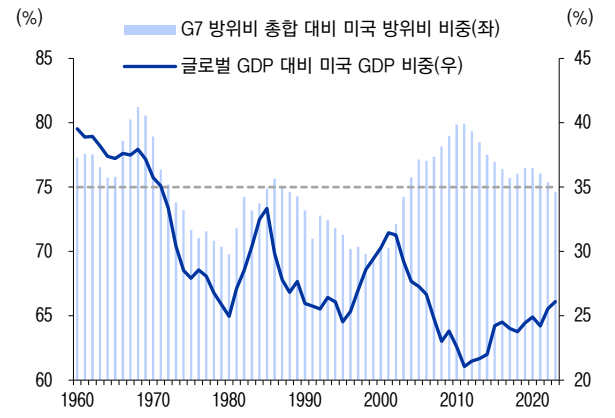
방위산업 장기호황 사이클의 시작

Ⅰ. 방위산업 장기호황 사이클의 시작

변화하는 세계, 방위산업 우호적 환경 지속

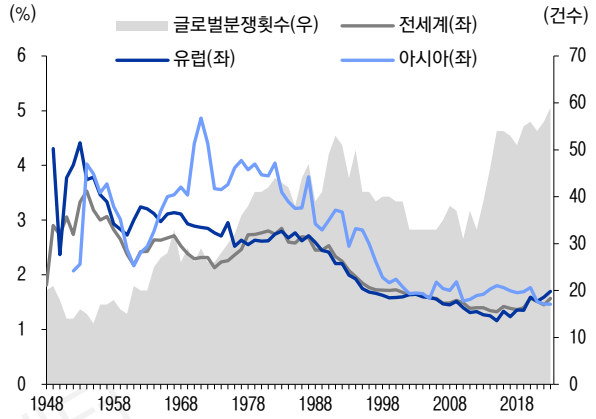
트럼프 2.0 시대, 방위분야에서 미국은 점차 다자간 이념적 협력에서 벗어나 미국 중심의 경제적 이득을 중요시하는 전략적 선택을 늘려가고 있다. 이는 전세계 글로벌 방위비 인상을 부추길 것이며 방위산업 장기호황 사이클의 시작을 알리는 신호탄이 될 것이라고 전망한다.

그림1 G7 국가들의 경제력 대비 방위비 인상 노력 부족



자료: SIPRI, World Bank, LS증권 리서치센터

그림2 글로벌 분쟁횟수 및 GDP 대비 국방예산 비중 추이



자료: SIPRI, LS증권 리서치센터

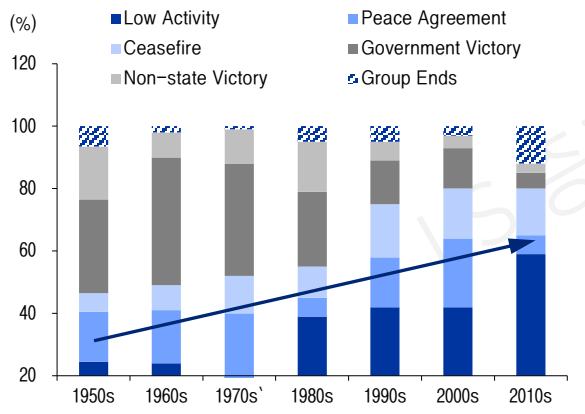
다르게 정리하자면 미국은 세계경찰로서의 역할을 적극 수행하지 않을 것이며 민주주의 및 자본주의와 같은 이념적 동맹에 근거한 무조건적인 군사적 개입을 하기 보다는 자국에게 안보, 경제적 이득이 되는 방향으로 전략적 선택을 늘려 갈 것이다. 트럼프 행정부의 이러한 개입 축소 정책은 미국 내 전세계 분쟁에 대한 개입 반대 여론이 확산됨에 따라 더욱 탄력을 받을 것이며 이는 결국 글로벌 방위비 증가 추세로 이어질 것이라 전망한다.

러-우 전쟁, 이스라엘 중동 분쟁과 같은 글로벌 분쟁 종결 이후에도 이러한 국제 관계의 변화에 의해 방위산업체들에게는 장기적으로 수요 우위환경이 지속 될 것이라고 보고 있으며 이는 G7 중심의 서방세계 선진국 뿐만 아니라 개발도상국 등 비교적 경제력이 약한 국가들에게도 적용돼 단가와 성능면에서 훌륭하며 납기 또한 정확하게 지키는 우리나라 방위산업체들에게 특히 우호적인 환경이 조성될 것이라고 전망한다.

미국 내 불개입주의 여론 확산

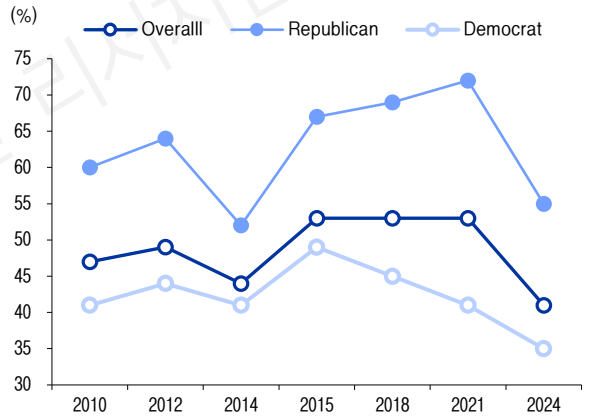
미국 내 여론조사 자료를 참고해보면 양당에 따라 국제 분쟁 찬반에 대한 정도의 차이는 있으나 국외 문제 개입에 반대하는 여론이 계속해서 늘어가고 있는 추세이다.

그림3 **형태별 국제분쟁 비중 변화 추이**



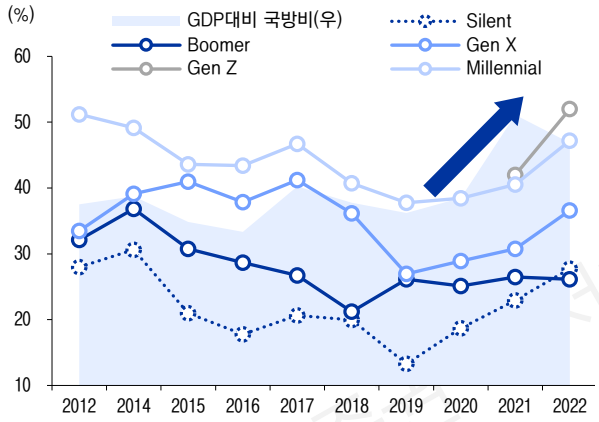
자료: IEP, LS증권 리서치센터

그림4 **미국 내 이스라엘 분쟁 개입 찬성 여론 추이**



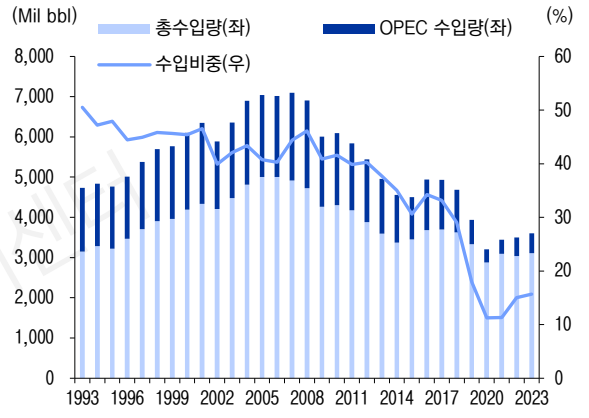
자료: CHICAGO Council, LS증권 리서치센터

그림5 **미국 세대별 국제분쟁 개입 반대 비중 추이**



자료: Chicago Council, LS증권 리서치센터

그림6 **미국 원유 총 수입량 대비 OPEC 수입량 비중 추이**



자료: EIA, LS증권 리서치센터

이러한 미국 내부로부터의 반대 여론에 힘입어 트럼프 대통령의 실용적 일방주의 외교정책이 탄력을 받고 있는데 미국의 이익과 관련이 있는 건들에 대해서는 대외적으로 일방주의적 행보를 보이고 있으며 이외의 건들에 대해서는 적극적인 행보를 보이지 않을 가능성이 크다.

트럼프 2.0 시대: 현실과 이상 사이

트럼프 2.0 시대가 시작됐다. 트럼프 행정부의 대외정책은 미국 우선주의 정책이다. 전세계 국가들을 대상으로 보편관세 혹은 특정 국가에 대해 고율의 관세를 매기는 것을 검토하고 있거나 실제 관세를 부과할 예정이며 미국의 제조업 부활, 반이민, 국제 기구 탈퇴 그리고 일방주의 외교정책을 고수해 이미 덴마크, 캐나다, 파나마와 외교적 갈등을 겪은 바 있다. 이와 같은 행보는 트럼프 2기 행정부가 세계화와 동 떨어지는 행보를 보이는 듯해 반 동맹 정책 기조를 강화하는 것처럼 보일 수 있다.

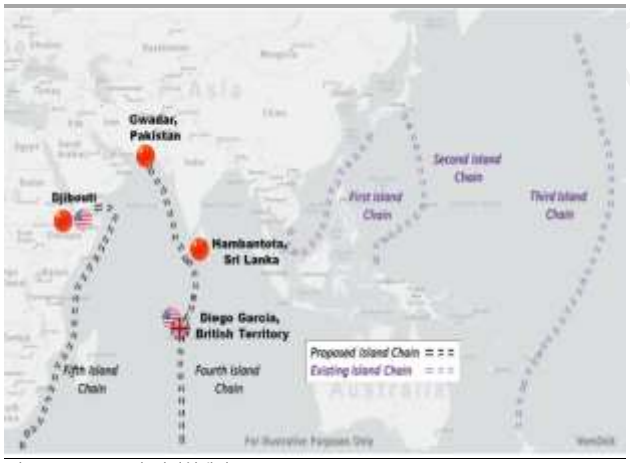
그림7 25 년 1 월 일본-필리핀 외교부 회동

자료: 일본 외무성, LS증권 리서치센터

그림8 트럼프 대통령의 나토 회원국 방위비 증액 요구

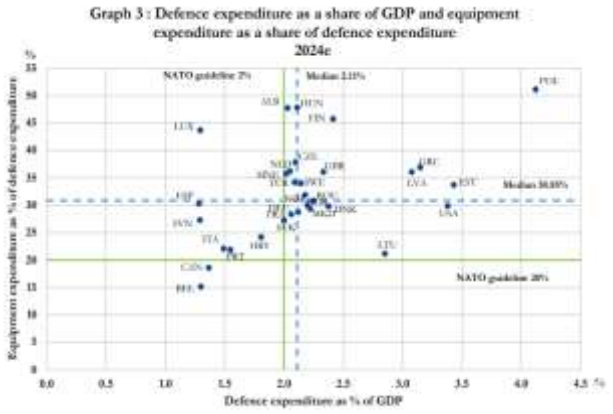
자료: Euronews, LS증권 리서치센터

그림9 인도-태평양 내 중국의 도련선 전략



자료: CSIS, LS증권 리서치센터

그림10 NATO 회원국 방위비 관련 자료



자료: NATO, LS증권 리서치센터

하지만 인도-태평양 지역에서 중국의 부상에 따라 현실적으로 미국은 완전히 동맹을 포기하지는 않을 것이다. 다만 선택적으로 동맹국 및 다른 국가들을 활용해 미국 자국의 경제적 이익을 극대화하기 위해 노력할 것이다. NATO 회원국들에게 방위비 인상을 요구해 유럽 지역에서의 미국의 부담을 줄일 것이며 중국 도련선 전략을 저지하기 위해 남중국해 국가를 포함, 해당 지역의 인접국가들과 긴밀한 협력관계를 구축해 인도-태평양 지역에서의 영향력 확대에 집중할 것으로 보인다.

표1 **글로벌 방위산업 피어 vs 당사 추정치 비교 Table**

기업명	국가	매출 YoY			OPM			ROE			12M fwd PER	시가 총액(조원)	주요제품
		23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E			
항공체계													
록히드 마틴	미국	5.1	4.7	3.8	12.6	9.9	12.1	86.0	81.0	93.9	15.4	143.5	(전술기)F-35, F-22, F-16, (수송기)C-130, C-5, (회전익)CH-53, S-70
노스롭 그루만	미국	4.4	3.3	4.4	6.5	10.6	11.4	13.7	27.7	25.7	15.6	91.5	(폭격기)B2 스피릿, (전술기)F-35 동체
BAE 시스템스	영국	22.2	7.7	6.0	11.1	9.1	10.8	17.1	18.2	18.9	18.3	67.0	(전술기)유로파이터, (고등훈련기) 호크
레오나르도	이탈리아	12.4	6.2	5.7	6.0	7.7	8.4	8.8	11.0	10.9	20.2	27.7	(전술기)유로파이터, (경공격기/훈련기)M-345, (회전익)AW 시리즈
다소 아비아시옹	프랑스	24.9	18.7	22.9	7.1	8.2	9.3	11.8	15.9	16.5	18.4	26.0	(전술기)라팔, 미라지
사브	스웨덴	23.5	33.2	13.4	9.7	8.8	10.3	11.0	12.4	15.6	24.3	17.9	(전술기)JAS 39 그라펜, (조기경보기)글로벌아이
글로벌 평균	-	*15.4*	*12.3*	*9.4*	8.8	9.1	10.4	24.7	27.7	30.2	18.7		
한국항공우주	-	*35.6*	*-4.9*	*35.1*	*6.5*	*6.6*	*7.8*	*14.8*	*10.3*	*16.5*	*17.6*	*5.3*	KF-21, FA/TA/T-50, KT-1, KUH, LAH, 무인기
지상화력													
제너럴 다이내믹스	미국	12.9	5.3	4.4	10.0	10.1	10.3	16.6	17.4	18.2	16.2	94.2	(전차)M1 에이브람스, (장갑차)스트라이커 장갑차,
BAE 시스템스	영국	22.2	7.7	6.0	11.1	9.1	10.8	17.1	18.2	18.9	18.3	67.0	(전투차량)M2/M3, (곡사포)M777, (자주포)AS90, (전차)챌린저 2
라인메탈	독일	39.2	26.4	27.4	11.8	8.5	15.6	17.4	25.1	29.4	39.1	53.8	(전차)레오파드전차, (자주포)PzH 2000, (장갑차)링스, (다연장로켓)GMARS
글로벌 평균	-	24.8	13.2	12.6	11.0	9.2	12.2	17.0	20.3	22.2	24.5		
한화에어로스페이스	-	*32.6*	*28.9*	*45.7*	*7.4*	*14.8*	*11.8*	*25.6*	*49.6*	*19.5*	*18.0*	*26.3*	K9 자주포, 레드백장갑차, 천무 다연장, 155mm 천궁 차대 및 발사관, 비호복합, 항공엔진 생산
현대로템	-	*13.4*	*22.6*	*38.1*	*5.9*	*10.4*	*9.5*	*21.7*	*25.1*	*20.7*	*16.4*	*9.1*	K1, K2 전차, K808/K806 장갑차
전자/유도무기													
RTX	미국	17.1	4.3	5.7	5.2	8.1	13.1	4.8	8.0	13.1	20.0	234.9	(지대공미사일)PAC 미사일, (공대공)AMRAAM, AESA 레이더, 항공엔진
사프랑	프랑스	17.2	23.9	7.7	11.4	14.6	16.6	31.3	-6.1	27.3	29.6	157.6	정밀유도무기, 통합 전자전 시스템, 광학/센서,
록히드 마틴	미국	5.1	4.7	3.8	12.6	9.9	12.1	86.0	81.0	93.9	15.4	143.5	(지대공방호체계)THAAD, PAC-3,
제너럴 다이내믹스	미국	12.9	5.3	4.4	10.0	10.1	10.3	16.6	17.4	18.2	16.2	94.2	(지대공방호체계)CIWS, (지대공미사일)스팅어
L3 해리스	미국	9.8	3.6	4.1	10.3	11.3	15.0	6.6	7.8	10.5	16.1	53.6	(무인기)RQ-4, MQ-4, 통신네트워크 체계, 전자전 및
바라트 일렉트로닉스	인도	14.4	40.4	16.3	26.4	23.1	23.7	26.4	27.4	27.1	37.6	30.4	(미사일시스템)Akash, LRSAM, MRSAM, 레이더시스템, 전자 및 광학장비
엘빗 시스템스	이스라엘	12.3	11.6	2.4	6.2	5.5	8.0	7.5	13.3	16.2	36.6	18.9	(무인기)Hermes, Skylark, 항전장비, 방공체계, EO/IR, APS
글로벌 평균		12.7	13.4	6.3	11.7	11.8	14.1	25.6	21.3	29.5	24.5		
LIG 넥스원		4.0	41.9	32.4	7.0	7.9	9.4	19.5	24.6	25.7	18.2	6.1	각종 미사일류, 천궁/L-SAM 체계종합, 레이더, 항전장비, 전투체계, 통신장비, 드론
한화시스템	-	*12.1*	*14.4*	*39.1*	*7.5*	*6.2*	*6.9*	*19.5*	*24.6*	*25.7*	32.2	6.4	레이더, 전투체계, 통신장비, 대드론체계 항전장비, 광학장비, 위성탑재체, 드론

자료: LS증권 리서치센터(한화에어로 오션 연결 전 기준)

국내 방위산업체는 현재 가격, 납기, 품질 등의 경쟁우위를 활용해 글로벌 피어 대비 더 높은 성장률을 보여주고 있으나 멀티플은 피어 대비 대폭 할인 받고 있는 상황이다. 지상화력에 더해 앞으로 방위산업을 기초로 펼쳐질 항공우주 산업을 통해 계속되는 성장을 보여줄 것이며 이에 따라 동 산업에 대해 Overweight 투자의견을 제시하는 바이다.

Part II

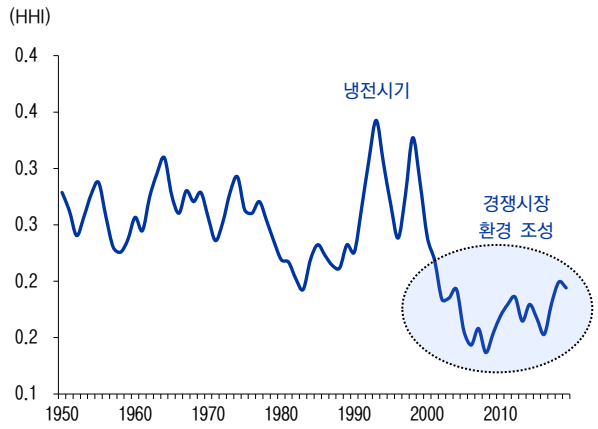
잠재적 수출 대상국 찾아보기

Ⅱ. 잠재적 수출 대상국 찾아보기

중동·동유럽 여전히 매력적, 남중국해·남미 새로운 시장

내수시장은 방산원가규정에 따른 마진율이 한정돼 있는 반면 수출의 경우 그 제한폭이 상대적으로 덜하다고 알려져 있다. 당사는 네 가지 기준점을 바탕으로 중동, 동유럽은 여전히 매력적인 시장이며 남중국해 및 남미 시장으로 점차 국내 방위산업체들이 진출할 것이라 전망한다. 궁극적으로는 우리나라 방위산업의 백년대계를 위해 국내 방위산업체들이 서방세계의 군수창고로서 역할을 일부 분담할 것이라 전망한다. 아래는 수출 잠재력이 있는 국가를 판단할 때 사용할 기준점이다.

그림11 **글로벌 방위산업 정규화 HHI 지수 추이**



자료: SIPRI, LS증권 리서치센터(0에 근접할수록 경쟁시장)

그림12 **NATO 방산협력 파트너십 관련 내용**

자료: NATO Industrial Capacity Expansion, LS증권 리서치센터

(1) 지정학적으로 위협에 노출되어 있는 국가

(2) 자국 내 제조업이 발전하지 못한 국가

(3) 충분한 국방예산을 확보하고 있으며 금융지원시 문제가 되지 않을 국가

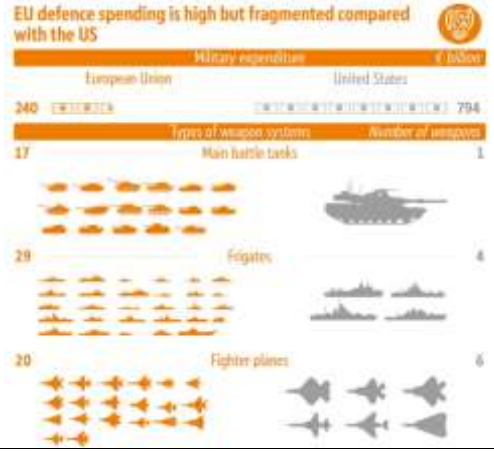
(4) 방산제품 수출 시 해당 수출 인접국과 외교적 분쟁이 발생하지 않을 국가

미국 및 유럽의 경우 전통적인 방위산업 강국이었으나 제조업 역량의 약화 그리고 장기간 군축으로 지정학적 리스크라는 외부적 환경에도 불구하고 단기간 내 방위산업 회복이 제한되고 있는 상황이다. 때문에 우리나라는 이 기회를 활용하기 위해 동유럽(폴란드, 루마니아), 오세아니아(호주), 남미(페루)에 생산거점을 신속히 확보해 방산제품의 락인 효과를 강화하고 있다.

유럽 내 방위산업 회복은 20년 후반까지도 어려울 전망

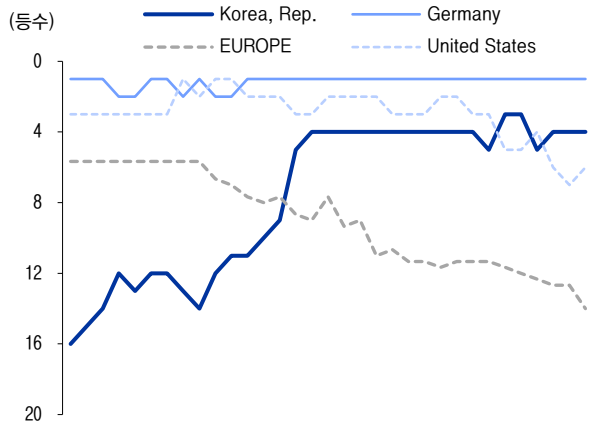
우리나라 방위산업체는 꾸준한 국내 수요로 인해 설비 가동률을 유지할 수 있었고 덕분에 국내 방위산업 공급망을 유지할 수 있었다. 이를 바탕으로 수요 우위인 환경에서 우리나라 방위산업체들은 빠른 납기, 저렴한 가격, 우수한 품질로 타국 무기체계 대비 우수한 경쟁력을 갖출 수 있었으며 국내 방위산업체들에 대한 러브콜은 단기간에 그치지 않을 것으로 보인다. 무기체계 도입 사업의 경우 장기 프로젝트인 만큼 도입 국가 입장에서도 안정적인 무기체계 후속지원 서비스를 원할 것이기 때문에 부품 공급망이 안정적으로 확보가 안된 국가와 공급계약을 맺기란 쉽지 않다.

그림13 **유럽과 미국 방위산업 체계 종류 비교**



자료: European Defense Agency, LS증권 리서치센터

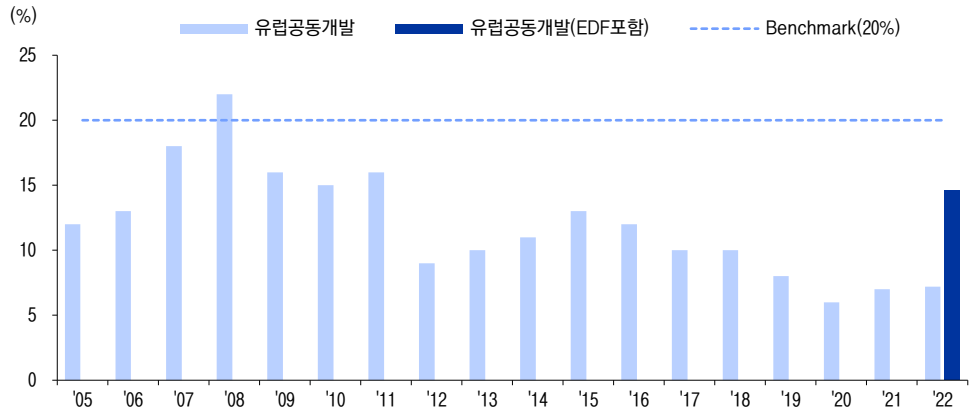
그림14 **우리나라와 미국, 유럽 제조업 역량 등수 추이**



자료: UNIDO, LS증권 리서치센터

또한 방위산업은 기본적으로 제조업에 기반하고 있는 만큼 제조업 역량을 회복하지 못한다면 구조적으로 방위산업 공급망 회복은 단기간 내 어려울 것이다. 특히 EU 내 수많은 국가들이 있는데 이들 국가가 서로 자국의 이익을 포기하고 협력을 하지 않는 이상 원활한 무기체계 공동 개발은 계속해서 난항을 겪을 것이라고 전망한다.

그림15 **방위산업 관련 유럽 내 전체 R&D 대비 유럽 공동 프로젝트 비중 추이**

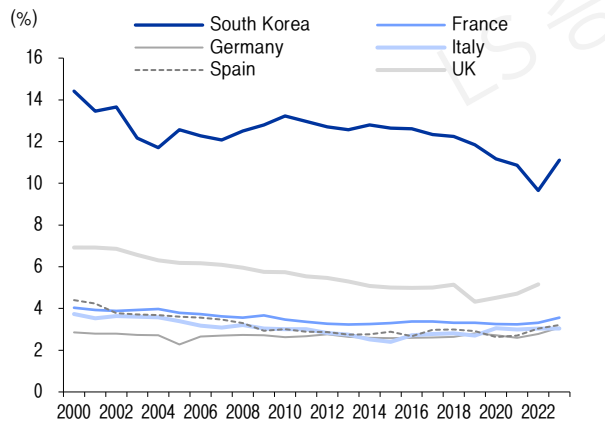


자료: European Defense Agency, LS증권 리서치센터

안정적인 국내 생산능력에 따른 해외로부터 수요 증가

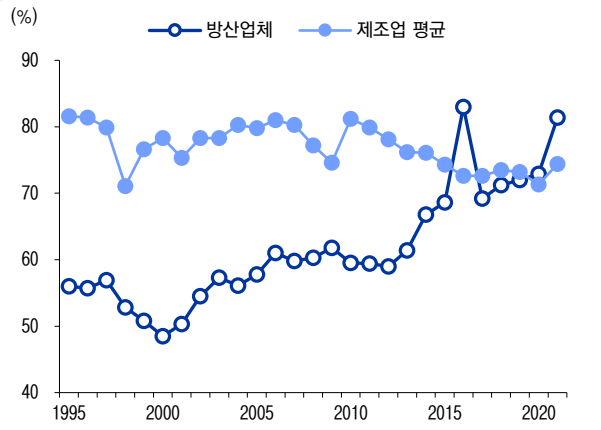
우리나라 방위산업체는 유럽과는 다르게 우리나라 내 모두 집적해 있기 때문에 이권 다툼이 국가 단위에서 일어나는 것 보다 덜하며 체계 통합 측면에서도 안정적이다. 자동차 산업과 유사하게 하나의 체계 내에는 수많은 부품들이 들어가는데 군수용으로 납품되는 제품 특성상 납품을 할 수 있는 기업이 방위산업체로 제한된다. 때문에 부체계 기업 중 한 곳만 납기가 늦어져도 민수용과는 다르게 대체재를 찾기 굉장히 어렵기 때문에 전체 체계완성이 늦어지고 납기를 맞추지 못하는 일이 발생할 수 있다.

그림16 **글로벌 정부예산 대비 방위비 지출 비중 추이**



자료: SIPRI, LS증권 리서치센터

그림17 **국내 방산업체 가동률 추이**

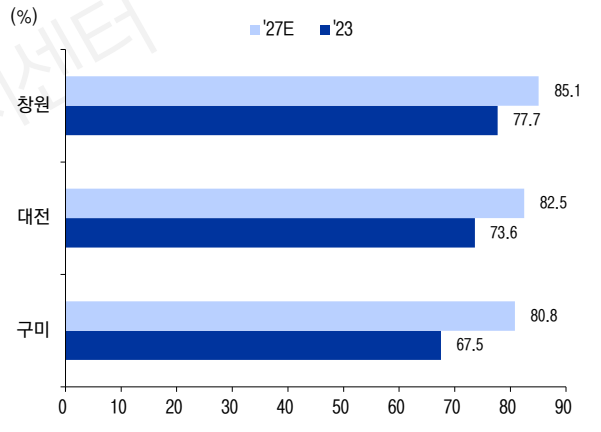


자료: 한국방위산업진흥회, LS증권 리서치센터

그림18 **경남 방산 및 우주항공 산업 클러스터 구축 계획**

자료: 창원시, LS증권 리서치센터

그림19 **선진국 대비 방산 클러스터 경쟁력 평가**



자료: 산업연구원, LS증권 리서치센터

우리나라는 창원, 구미를 중심으로 방위산업체들이 집적해 있는데 창원의 경우 우리나라 기계산업 중심지로서 전체 방위산업체들의 19%가 집적해 있으며 구미는 전통적인 전기전자 산업의 중심지로서 미사일, 항전장비, 레이더 등을 주로 생산하고 있다.

방산제품 역내 생산 수요, 국내 방위산업체 대응 이상 無

방위산업의 중요성이 커짐에 따라 각 국가들은 역내 방산제품 생산시설을 확보해 자국의 안보를 확보하는 동시에 자국 방위산업체들을 육성하기 위해 방산제품에 대해서도 자국 우선주의 정책을 펼치고 있다. 불안정한 대외 환경 속 안정적인 방위산업 육성에 대한 의지는 점차 강해질 것으로 보이며 이에 따라 기술이전의 정도 그리고 역내 생산시설 구축 여부가 수주 경쟁에 있어서 핵심 사항으로 작용 할 것이다.

그림20 한화에어로스페이스-폴란드 WB, 방산협력 MOU 체결

자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

그림21 한화에어로스페이스 호주 사업장 완공 기념

자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

그림22 한국항공우주-페루 SEMAN 부품 공동생산 MOU 체결

자료: 언론자료, LS증권 리서치센터

그림23 LIG 넥스원 Global Day 中

자료: LIG넥스원, LS증권 리서치센터

이러한 수요에 발 맞춰 국내 체계종합업체인 한화에어로, LIG넥스원, 한국항공우주, 현대로템 4사 모두 해외 생산시설 구축 및 해당 국가 방위산업체들과 우호적인 협력 관계를 유지하고 있다.

표2 **서방세계 국가 방위산업전략 中 파트너십 관련 내용**

이름	국가	발표시기	주요내용	파트너십 관련 내용
EDIS (유럽방위산업전략)	EU	2023 년 3 월	**1. 외부 의존성 축소, EU 회원국간 공동조달 확대** - 2030 년까지 최소 40% 역내 공동조달 획득 - 2030 년까지 역내 방산 교역액 최소 35%로 확대 - 2030 년까지 회원국 국방획득 예산 최소 50%를 EU 내에서 지출 2. 방위산업 역량 위한 역내 자금조달 기능 강화 - 15 억 유로 규모 EDIP 조성	1. 전략적 협력: 신뢰할 수 있는 **비 EU 국가**와 협력 통해 주요 기술 및 자원 공급망 회복력 강화 2. 다국적 협력 모델: 방위산업 발달한 국가와 기술 및 조달협력
DIDS (호주방위산업 개발전략)	호주	2024 년 2 월	1. 자주적인 호주 방위산업 육성, 서방세계와의 동맹관계 유지하면서도 전략적 자율성 확대 2. 자주 방위산업 우선 순위 식별, 시기별 우선 순위 분류 후 집중 육성	1. 적극적인 수출 및 대외협력 정책 추진: 동맹국 및 우방국 관계를 통한 규모의 경제 효과 실현 2. 관련 프로그램 (1) 글로벌 공급망 프로그램 (2) AUKUS 필러 2: AUKUS 군사기술 공동개발 프로그램, 필러 1 에는 미국, 영국, 호주 세 나라만 참여하고 있지만 필러 2 에서 **한국, 일본 등 협력 가능성**
NDIS (국가방위산업전략)	미국	2024 년 1 월	1. 방위생산법에 8.9 억달러를 투자해 반도체, 배터리, 소재 등 핵심 분야에 투자 2. 방위산업 공급망 분석 및 보강 프로그램 진행 3. 제조기술 및 적층 제조 확대 4. 경제적 억제력 강화: 적은 비용으로 최대 효과를 내는 투자에 집중	1. 우방국과 산업 표준 통합 2. 주요 동맹국과 협력해 부품 의존도 다변화 3. **동맹국 내 생산 허브 설립** 통해 미국과 우방국이 함께 방위물자 생산 4. 동맹국과 공동 연구개발 확대

자료: LS증권 리서치센터

표3 **국내 체계종합업체 해외거점 활용 및 협력 사례**

기업명	국가	주요 내용
한화에어로스페이스	폴란드	폴란드 내 방산연구개발센터 설립 예정 1. WB: JV 설립 통해 천무 유도탄 현지 생산 계획 2. PGZ: K9 자주포 현지 예비 부품 공급 센터 설립 계획
	호주	H-ACE 호주 방산생산기지: K9 및 레드백 장갑차 현지 생산
	이집트	1. Factory 200 - K9 자주포 기술 이전 및 현지생산 담당 2. 아부자발 엔지니어링 - Factory 200 과 현지생산 참여
	루마니아	루마니아 생산 및 MRO 현지 추진 계획
	인도	L&T K9 자주포 현지생산 및 기술이전
한국항공우주	페루	SEMAN: 12 년 KT-1 훈련기 현지조립, FA-50 및 KF-21 부품 공동 생산 MOU 체결
현대로템	폴란드	PGZ 산하 WZM 와 컨소시엄 구성, 기술지원·교육 및 생산시설 구축 이행합의서 체결
	페루	STX 와 기술이전 추진 및 육군조병창 시설에 군용 차량 조립공장 건설
	루마니아	현지조립 생산, 기술이전 의향 계획 발표
LIG 넥스원	영국	밥콕과 해외 MRO 개발 및 협력 MOU 체결

자료: LS증권 리서치센터

(1) 중동: 미국과 협력관계 축소에 따른 우리나라 무기체계 기회 증가

트럼프 2.0 시대 사우디와 미국 간 협력관계는 바이든 행정부 때보다는 긴밀해질 것이나 14년부터 시작된 미국의 셰일혁명에 의해 중동-미국 협력관계의 경제적 유인은 이전보다 희미해질 것이며 이에 따라 중동으로부터 무기체계 다각화에 대한 수요는 지속될 것이라 전망한다.

그림24 한-사우디 방산협력 가속화

방위사업청 보도자료

보도시점 배포 즉시 배포 2025. 1. 22.(수)

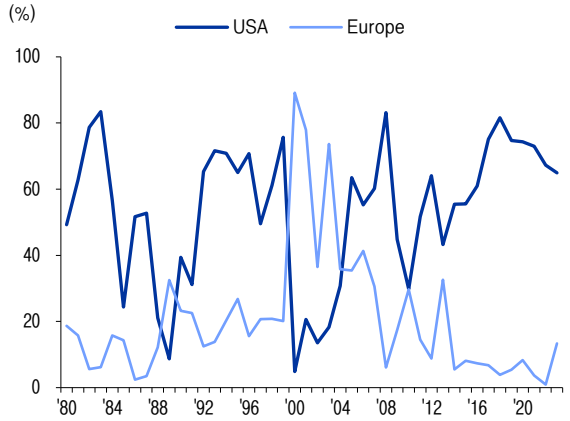
한-사우디 방산협력 가속화 계기 마련

- 방위사업청장, 사우디 국방부처와 양국 정부·업체 참여 협력체계 출범 합의 -

방위사업청(청장 석종건)은 대규모 획득사업을 추진 중인 핵심 방산협력국 **사우디아라비아(이하 사우디)를 2025년 첫 번째 마케팅 활동국가로 선정**하고, 방위사업청장이 한화에어로스페이스, KAI, HD현대중공업, 한화오션 등 우리 방산업체들과 함께 1월 19일(일)부터 1월 21일(화)(현지기준)까지 사우디를 방문하여 성공적인 활동을 수행했다고 밝혔습니다.

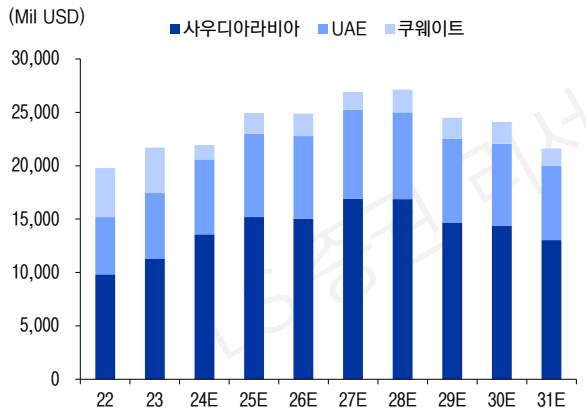
자료: IMF, LS증권 리서치센터

그림25 사우디, UAE 지역별 무기 수입 비중 변화



자료: SIPRI, LS증권 리서치센터

그림26 중동 주요국 장비 획득 규모 추이 및 전망



자료: 2022 세계 방산시장 연감(국방기술진흥연구소), LS증권 리서치센터

표4 중동 주요국 장비 획득 전망

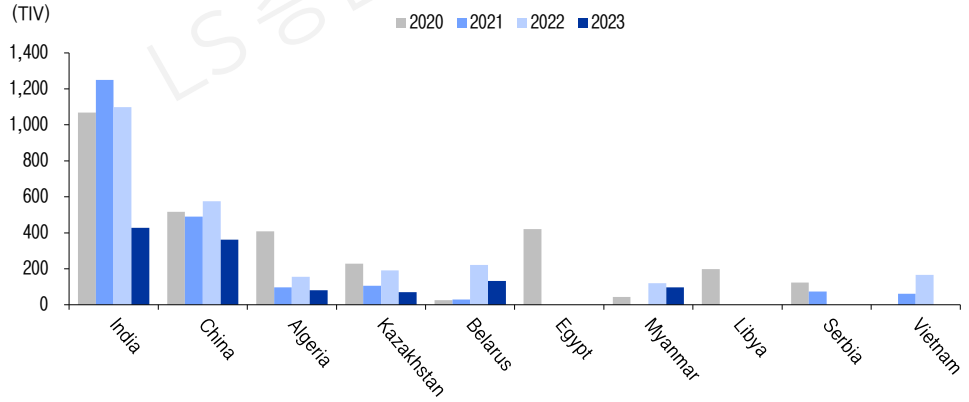
	주요 장비획득 프로그램
사우디아라비아	다목적전투기, 전술 수송기, 수송헬기, LAH, 단거리 탄도미사일
UAE	고등훈련기, UCAV, 수송헬기, 155mm 유도폭탄, 해저감시체계, 자주포, C-RAM 다목적항공기
쿠웨이트	다목적항공기, 공격헬기, APS, 보병전투차, 사격관제레이더, 함대공미사일, 함대지미사일

자료: 2022 세계 방산시장 연감(국방기술진흥연구소), LS증권 리서치센터

(2) 동유럽 및 중앙아시아: 러시아 무기체계 교체수요에 따른 국내 방위산업체 수혜 확대

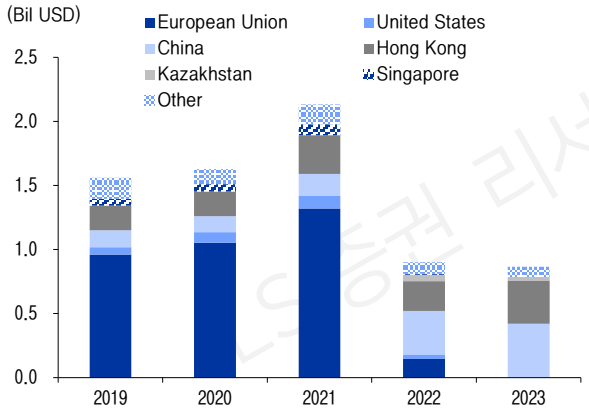
러-우 전쟁 이후 서방세계 금수조치로 러시아는 반도체 수급이 어려워지게 되면서 무기체계 유지보수에 어려움을 겪고 있는 상황이다. 러시아는 구소련 시절부터 방위산업 강국으로 13~17년 글로벌 방위산업 시장점유율 약 20%를 차지하고 있었으나 18~22년 16%로 계속해서 경쟁력을 잃고 있는 모습을 보여주고 있다. 이에 더해 남중국해 국가들의 경우 러시아제와 서방제 무기체계를 혼합해서 활용하고 있는데 지정학적 리스크에 따른 무기 수요 증가에 더해 러시아제 무기체계의 교체수요 또한 기대해 볼 수 있을 것이다.

그림27 **국가별 러시아제 무기체계 수입 추이**



자료: SIPRI, LS증권 리서치센터

그림28 **국가별 러시아 반도체 수입금액 추이**



자료: LS증권 리서치센터

표5 **동유럽, 중앙아시아 주요국 장비 획득 전망**

	주요 장비획득 프로그램
체코	다목적 전투기, 자주포, 병력수송장갑차, UCAV, 중형트럭, C-RAM, 전투기레이더, APS, 다목적차량
폴란드	공격헬기, 해상용헬기, 신호정보수집기, 해상용 다목적레이더, 대전차무기
카자흐스탄	중형 수송헬기, 공격헬기, T-72 업그레이드, MIG-28 업그레이드, 함대공미사일, LUH
우크라이나	다목적 전투기, 전술 수송기, 지대공미사일(M-SAM, L-SAM), 해상용 초계기, APS

자료: 2022 세계 방산시장 연감(국방기술진흥연구소), LS증권 리서치센터

(3) 남중국해: 중국 안보라인 확장에 따른 무기수요 증가

남중국해 지역에서는 주로 지상화력 무기체계보다는 지대함, 함대함 등 해군전력을 대상으로 한 미사일 체계, FA-50와 같은 경공격기 그리고 구축함, 잠수함 등을 중심으로 수출 모멘텀이 발생할 것이라 전망한다.

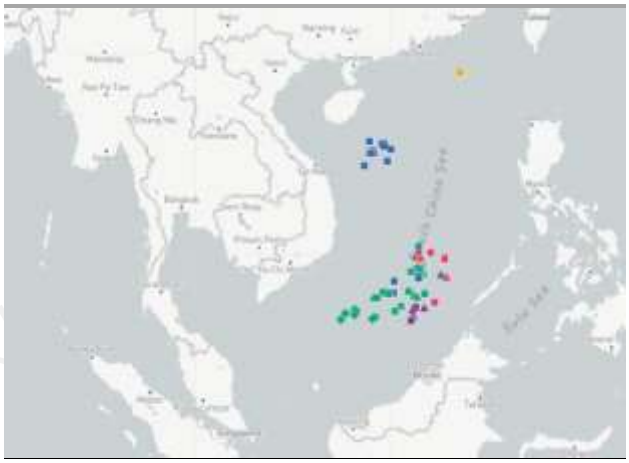
시진핑 정부는 하나의 중국을 천명하고 있으며 도련선(근해 적극방위전략)을 통해 미국의 인도-태평양 안보 라인에 대응하고 있다. 도련선 전략은 1980년 해군사령원인 류화칭이 창시했는데, 제1도련선, 제2도련선, 제3도련선으로 구성되며 2040년 제3도련선 완성을 통해 미국 태평양 확장 정책을 저지한다는 계획을 가지고 있다.

제1도련선을 완성하기 위해 중국은 남중국해를 확보할 필요가 있는데 해당 지역은 역사적으로도 분쟁이 많았던 지역이다. 해당 지역에서 중국은 필리핀, 베트남, 말레이시아, 브루나이와 현재 갈등을 빚고 있으며 시진핑 정부의 '하나의 국가'에 대한 강한 의지에 따라 남중국해 내 지정학적 긴장감은 지속 고조되며 방위비 또한 지속 증가할 것이라 전망한다.

그림29 **중국 도련선 전략**

자료: Vermilion China, LS증권 리서치센터

그림30 **남중국해 내 영유권 분쟁 현황**



자료: CSIS(남:중국, 녹:베트남, 보라:말레이시아, 분홍:필리핀), LS증권 리서치센터

표6 **남중국해 국가 무기체계 수입 국가 순위**

	1 위	2 위	3 위	4 위	5 위
베트남	러시아(80.8%)	이스라엘(6.6%)	벨라루스(3.6%)	우크라이나(2.3%)	한국(1.4%)
필리핀	한국(30.4%)	미국(23.9%)	이스라엘(18.8%)	인도네시아(7.4%)	스페인(3.8%)
말레이시아	러시아(28.9%)	스페인(13.6%)	프랑스(11.8%)	독일(8.3%)	영국(6.7%)
인도네시아	한국(17.0%)	미국(14.5%)	러시아(14.0%)	네덜란드(12.7%)	영국(9.2%)
태국	중국(20.7%)	미국(17.1%)	우크라이나(11.0%)	스웨덴(10.2%)	한국(9.6%)

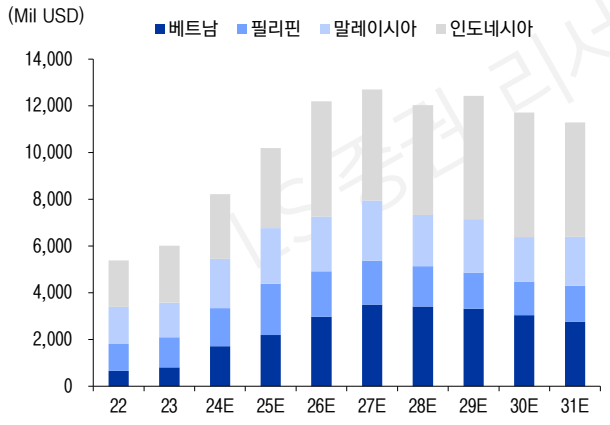
자료: SIPRI, LS증권 리서치센터

표7 **남중국해 분쟁 관련 언론기사 정리**

시기	분쟁명	진행 경과
2014 년 6 월	중국 스트래틀리 군도	- 중국 정부, 방공식별구역 선포 위해 공군기지 건설
2015 년 10 월	항행의 자유 작전	- 오바마 행정부 말, 남중국해 '항행의 자유' 선포 후 미 군함 배치
2016 년 4 월	인도네시아-중국	- 나투나 제도에 F-16 5 대 배치 계획
2016 년 7 월	국제상설중재재판소 판결	- 남중국해는 중국 EEZ 아니며 9 단선 주장 또한 아무런 법적 근거 없다고 판결
2018 년 3 월	미-중 남중국해 분쟁	- 미국 USS 칼 빈슨 항공모함 베트남 다낭 입항 및 항해 - 미 공군 전략폭격비 B-52 2 대 남중국해 비행 - 중국 전략폭격기 H-6K 인공섬 활주로 이착륙 시험
2022 년 9 월	인도네시아 중심 반중 연합 전선 강화	- 22 년 9 월 필리핀과 해양 안보 강화 위한 방위협력협정 서명 - 베트남과 EEZ 경계 확정에 관한 협상 체결 - 말레이시아·브루나이와 나투나 제도 주변 합동 군사훈련 추진
2023 년 5 월	베트남, 남중국해 내 중국·필리핀 활동 비판 성명 발표	- 남중국해 내 중국과 필리핀이 베트남 주권과 관할권 침해하고 있다고 발표 - 필리핀이 스프래틀리 군도 휘트선 암초 포함해 남중국해 5 개 부표 배치한 것에 대해 주권 침해 행위라고 선언
2024 년 6 월	필리핀-중국 분쟁	- 세컨드 토마스 암초 인근에서 중국과 필리핀 선박간 충돌 발생, 필리핀 병사 손가락 절단되는 등 부상자 발생 - 마르코스 필리핀 대통령, 필리핀인 중국 고의적 행위로 사망하면 전쟁 행위로 여겨 대응할 것이라고 발표 - 중국, 영유권 주장하는 남중국해 해역에 들어가는 외국인과 외국 선박 최장 60 일 동안 구금할 수 있도록 '해경기구 행정집법 절차 규정 발표'
2024 년 8 월	필리핀 베트남 방위 군사협력 강화 합의	
2024 년 9 월	말레이시아-중국	- 중국, 말레이시아 정부 향해 남중국해 내 해저 천연자원 탐사 중지 요구 / 10 단선으로 표기된 지역 침범했다고 주장 - 말레이시아 외교부, 중국 요구 받아들일 수 없으며 주권, 주권적 권리 그리고 해양영역에서 이익 수호할 것이라고 주장

자료: 언론종합, LS증권 리서치센터

그림31 **남중국해 주요국 장비 획득 규모 추이**



자료: 2022 세계 방산시장 연감(국방기술진흥연구소), LS증권 리서치센터

표8 **남중국해 주요국 장비 획득 전망**

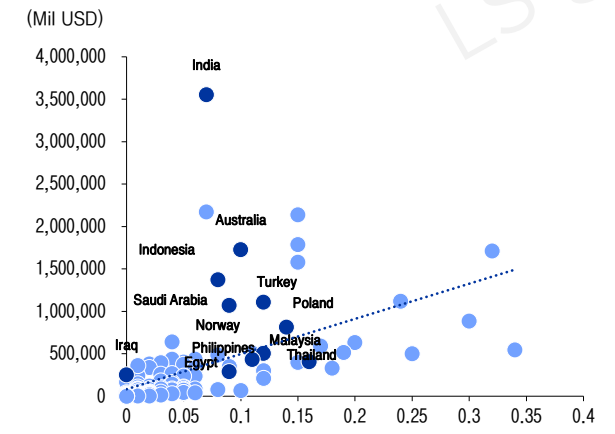
국가명	주요 장비획득 프로그램
베트남	사격관제레이더, 자주포, 해상용 헬리콥터, 중형 수송헬기, 주력전차, 지대공미사일(M-SAM, L-SAM), 수송기
필리핀	전술 수송기, 다목적전투기, 경공격기, 훈련기, 해상용 헬기콥터, 연안 구조용 헬리콥터, 함대공미사일
말레이시아	경공격기, 해상용 헬리콥터, 지대공미사일, 수송용 헬리콥터, 주력전차, 3D 레이더, 해상용 초계기
인도네시아	전술 수송기, 중형 수송헬기, 소나체계, 대함미사일, LUH, 해상용 초계기

자료: 2022 세계 방산시장 연감(국방기술진흥연구소), LS증권 리서치센터

2. 제조업 성숙도, 경제규모에 따른 잠재적 수출 국가 분류: 새로운 남미 시장

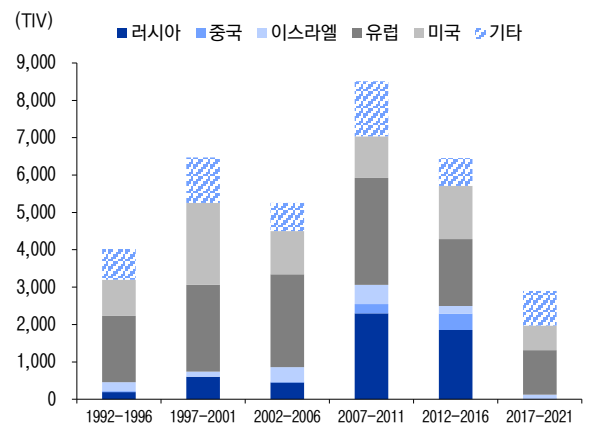
방위산업은 그 특성상 고객이 정부로 한정돼 있어 내수 시장이 작다면 자국 내 수요만으로는 개발부터 양산까지 들어가는 비용을 대량생산을 통해 낮출 수 없게 되는데 이는 방산물자의 단가를 높이는 요인으로 작용하게 된다. 때문에 자국 내에서 개발 및 양산을 하는 것보다 해외 도입 사업을 통해 운용을 하는 것이 비용적인 측면에서 효과적인 국가들이 존재한다.

그림32 국가별 제조업 성숙도(CIP) 및 명목 GDP(2023)



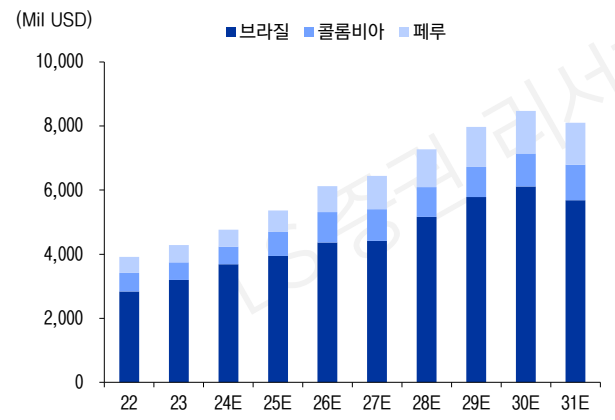
자료: UNIDO, World Bank, LS증권 리서치센터

그림33 대 중남미 무기판매 국가별 변화 추이



자료: SIPRI, LS증권 리서치센터

그림34 중남미 주요국 장비 획득 규모 추이



자료: 2022 세계 방산시장 연감(국방기술진흥연구소), LS증권 리서치센터

그림35 중남미 주요국 장비 획득 전망

국가명	주요장비 획득 프로그램
브라질	장갑전투차량, 4x4 다목적차량, Scorpene 급 잠수함 사업, Macae 급 경비함, 핵잠수함
콜롬비아	보병전투차량, 호위함, 연안경비정, 전술용 수송기, 다목적 전투기
페루	주력전차, 보병전투장갑차, 해안경비대 초계함, 잠수함교체, 전술수송기
멕시코	다목적 경장갑차, 해상 감시 및 탐지, 회전익 MRO, 전투함, 훈련기 MRO, 수송헬기 MRO
칠레	지휘통제, 감시정찰, 다목적항공 MRO, 호위함 MRO

자료: 2022 세계 방산시장 연감(국방기술진흥연구소), LS증권 리서치센터

우리나라가 지금까지 수출한 국가들을 보면 제조업 성숙도는 낮은데 GDP는 비교적 높은 국가들로 구성돼 있는 것을 확인 할 수 있다. 해당 국가들은 현재 우리나라 방위산업 수출 모멘텀을 견인하고 있는 동유럽 및 중동국가들로 구성돼 있으며 이외 남중국해, 남미 국가들도 일부 포함된다.

그림36 ITAR 제재 국가 제외 회귀선 상단 국가 리스트

구분	국가명	CIP	명목 GDP 2023 (백만달러)	수출이력
아시아	India	0.07	3,549,919	K9 자주포
	Indonesia	0.08	1,371,171	KF-21(예정), FA-50, T-50, KT-1
	Bangladesh	0.04	437,415	-
	Philippines	0.06	437,146	FA-50
	Pakistan	0.02	338,368	-
	Kazakhstan	0.03	261,421	-
오세아니아	Australia	0.10	1,723,827	K9 자주포, 레드백 장갑차
중동	Turkey	0.12	1,108,022	K9 자주포, K2 전차, KT-1
	Saudi Arabia	0.09	1,067,583	천무, 천궁 2, 각종 미사일류
	Iraq	0.00	250,843	T-50, 천궁 2
북미	Canada	0.15	2,140,086	-
남미	Brazil	0.07	2,173,666	-
	Mexico	0.15	1,788,887	-
	Argentina	0.04	640,591	-
	Colombia	0.03	363,540	-
	Chile	0.06	335,533	-
	Peru	0.04	267,603	K808 장갑차, KT-1
유럽	Spain	0.15	1,580,695	-
	Netherlands	0.24	1,118,125	-
	Poland	0.14	811,229	K9 자주포, K239 천무, K2 전차, FA-50,
	Norway	0.08	485,513	K9 자주포
아프리카	Egypt	0.03	395,926	K9 자주포
	South Africa	0.05	377,782	-
	Nigeria	0.01	362,815	-
	Algeria	0.01	239,899	-
	Ethiopia	0.00	163,698	-

자료: UNIDO, World Bank, LS증권 리서치센터

남미 시장은 중동 그리고 동유럽과는 다르게 우리나라 방위산업체들의 절대적 수출 규모가 그렇게 크지 않았다. 하지만 앞으로는 수출 규모가 조금씩 더 커질 것으로 보이는데 남미 국가들은 수주 계약 체결 시 처음부터 대규모 계약을 하는 것이 아니라 소규모 초기 계약을 한 후 조금씩 계약 규모를 늘려간다고 알려져 있기 때문이다.

LS증권 리서치센터

3. 외교관계와 방산수출: 고려해야 할 것은 서방세계와의 관계

방산제품 특성상 무기 수출국과 외교분쟁이 발생하면 언제든지 해당국가는 수입한 무기체계를 활용해 위협을 할 수 있다. 때문에 방산제품 수출 대상 국가는 현재 수출국과 좋은 관계를 유지하고 있고 추후 수출국뿐만 아니라 수출국의 인접국가와도 외교적 분쟁이 일어나지 않을 국가로 한정된다.

현재 우리나라가 주로 방산제품을 수출하는 국가는 미국을 포함한 서방세계와 나쁘지 않은 관계를 맺고 있는 국가들 위주로 구성이 돼있는데 국제 관계라는 것이 고정돼 있는 상수가 아니라 변수라는 점에서 언제든지 수출 대상국은 변화할 수 있으며 우리나라는 언제 올지 모르는 그 기회를 놓치지 않기 위해 끊임없는 연구개발을 진행하고 있다.

무기거래가 명시적으로 금지된 국가도 있는데 ITAR(국제무기거래규정)이 대표적인 예시이다. 제 126.1조를 살펴보면 구체적인 국가 리스트 및 예외 사항을 확인 할 수 있다. ITAR에서 방산제품 수출 금지 국가는 크게는 총 네 가지 기준으로 분류되는데 '(1) 유엔안정보장이사회의 제재 조치 (2) 테러리즘 국가 (3) 미국의 무기 금수 또는 제재 대상의 국가 (4) 특정 금지 대상 국가'이다.

우리나라 또한 방위사업관리규정에서도 수출허가 여부를 규정하고 있는데 국제입찰 참가승인을 위한 조건은 아래와 같다.

표9 **방위사업규정 국제입찰 참가 대상국 관련 사항**

관련 내용 정리
1. 국제평화 및 안전 저해여부
가. UN 결의 또는 기타 국제조약에 의한 무기 금수대상국 여부
나. 국제테러지원, 마약공급 등 국제평화 및 안전 위협 대상
다. 대량파괴무기(WMD)의 개발 및 확산 우려 국가 여부 등
2. 대한민국의 국가안보 저해여부
가. 북한으로 유출이 우려되는 국가로의 유출
나. 보안을 요하는 군사기술의 유출 여부
다. 수출로 인해 재외 공관·교민에 대한 반정부단체 등의 공격 가능성
3. 수출 주의국 해당여부
가. 분쟁국가 중 일방에 대한 수출로 인한 외교적 마찰 가능성
나. 특정 국가로부터 수출대상 국가에 대한 수출자제 요청이 있을 경우
다. 수출대상 국가 또는 기업이 한국정부 또는 다자간 수출통제체제 회원국으로부터 전략물자 거래 부적격자로
4. 정부간에 체결된 합의서협정 준수
가. 대외무역법에 따른 전략물자 수출입 고시에 의한 다자간 수출통제체제에서 합의된 기본문서 준수
나. 다자간 수출통제체제 회원국의 수출거부 국가 또는 품목 해당 여부
다. 외국과의 체결된 방산수출 관련 MOU 규정 위배 여부

자료: 방산물자교역센터, LS증권 리서치센터

Part III

무기체계 수요 변화 확인해보기

Ⅲ. 무기체계 수요 변화 확인해보기

첨단무기가 만능은 아니다

2022년 2월 24일, 세계는 러시아의 '특별 군사 작전의 실행' 소식에 충격을 금치 못했다. 러시아의 본격적인 침공이 있기 전, 기존에도 우크라이나 지역은 13년 '유로마이단 혁명'을 기점으로 14년 러시아의 크림반도 병합 등 분쟁이 있었던 지역이었으나 민주주의를 중심으로 하는 서방세계와 권위주의를 표방하고 있는 러시아가 만나는 우크라이나 지역에서의 전면전은 이데올로기적 갈등으로 인한 큰 전쟁이 없었던 20년간의 세월에 총성을 울리는 신호탄이 되었다.

그림37 러-우 전쟁에서 활약하고 있는 155mm 포탄

자료: Defence Aerospace LS증권 리서치센터

그림38 우크라이나 FPV 드론

자료: Armed Forces UKRAINE, LS증권 리서치센터

러-우 전쟁을 통해 우리는 아직 전장에서 끝없는 소모전이 펼쳐지며 기존의 자주포, 전차, 다연장 로켓 등 전통 무기체계의 수요가 급격히 늘어나는 모습과 함께 위성 인터넷 그리고 드론과 같은 새로운 무기가 활용되는 새로운 전장의 양상을 확인할 수 있었다.

표10 러-우 전쟁 2023 년 무기체계별 월 단위 피해율

구분	러시아군	우크라이나군
포병	13.4	6.2
무인기	11.9	11.5
기갑 및 기계화	5.0	6.0
헬기	1.5	2.2
공중자산	0.9	3.4

자료: KIDA(국방과학연구원), LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

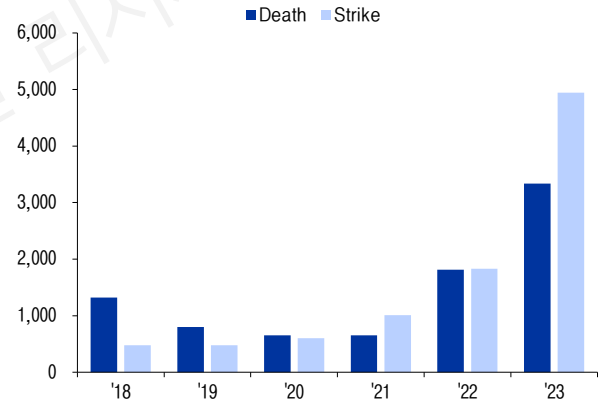
1) 비대칭 전력, 군사용 드론: Q의 성장 기대

러-우 전쟁 이전 군사용 드론은 고고도 혹은 중고도에서 감시정찰을 하거나 타격임무를 수행하는 고가의 무기체계로 인식됐다면 러-우 전쟁에서는 배회탄(자폭용 드론) 형식으로 포탄을 대신하는 모습을 보여줬다.

그림39 **소형 군사용 드론 운용 모습**

자료: 언론자료, LS증권 리서치센터

그림40 **드론 공격 및 관련 사망자수 추이**

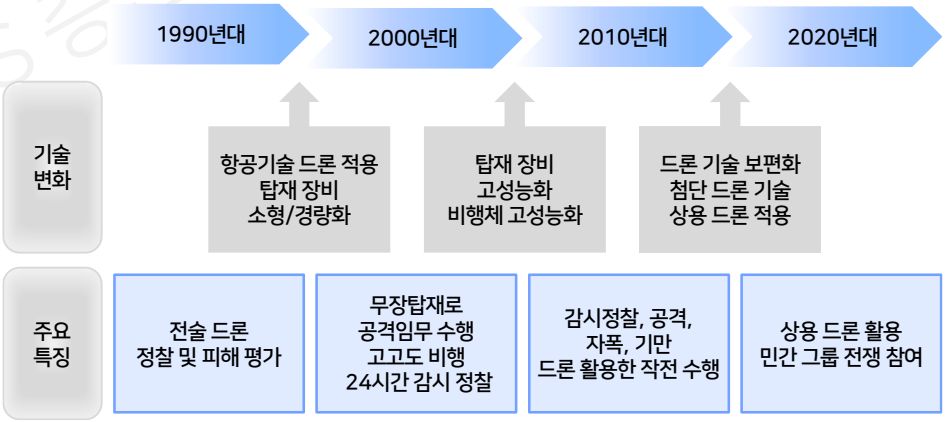


자료: SIPRI, LS증권 리서치센터

군사용 드론은 크게는 두가지 형태로 발전할 것이다. 첫번째로는 러-우 전쟁에서 활용된 것처럼 소형 드론이 소규모 부대에도 점차 보급될 것이며 두번째로는 유인기와 함께 무인기가 함께 운용되는 유무인복합체계(MUM-T) 트렌드에 따른 Q의 증가가 예상된다.

자폭용 드론의 경우 결국 기존의 정밀한 유도무기로써 역할 그리고 저가인 화포 탄약의 역할 그 두가지를 동시에 수행할 수 있는 무기체계로 발전할 것이다. 때문에 가격은 정밀 유도 미사일보다 낮으면서도 정밀성을 갖춘, 우크라이나 전쟁에서 활용한 FPV 드론과 같은 형태가 군의 비축물자로서 역할을 수행할 것으로 보인다.

그림41 **드론 기술 변화에 따른 역할 변화**

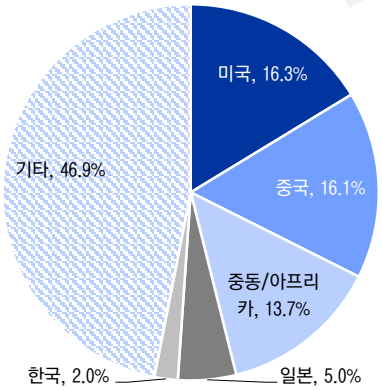


자료: 국방기술진흥연구소, LS증권 리서치센터

아직까지는 영세한 국내 상업용 드론 시장, 미국 & 중국이 선도

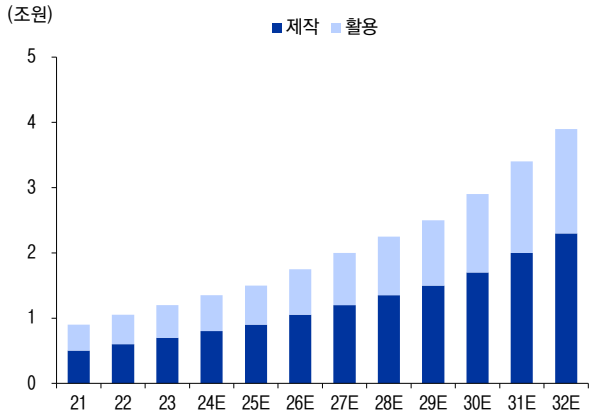
국내 드론시장은 아직까지 영세업체가 국내 드론 생산의 90%를 차지하고 있는 것으로 파악되고 있으며 전세계적으로는 중국의 DJI가 드론 제작 분야에서 선두를 달리고 있다. 국내 드론 민간 시장은 21년 기준 총 1조원 정도로 시장규모가 그렇게 크지 않아 기업들이 국내 드론 시장에 진입할 경제적 유인이 없었고 정책적으로도 17-20년 사이 드론 공공조달 시 중소기업 제품들만 경쟁입찰에 참여가 가능했기 때문에 국내 드론 시장은 영세 업체들로 구성 될 수 밖에 없었다.

그림42 **국가별 드론 산업 규모(2032)**



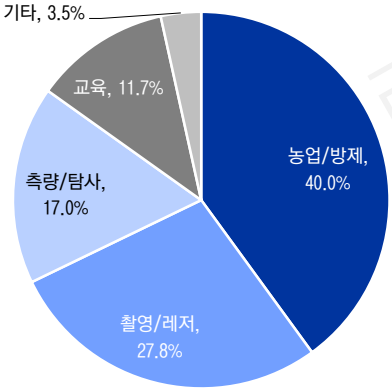
자료: 제2차 드론산업발전계획, LS증권 리서치센터

그림43 **국내 드론 시장 규모 추이 및 전망**



자료: 제2차 드론산업발전계획, LS증권 리서치센터

그림44 **21 년 국내 드론 활용산업 구성**



자료: 제2차 드론산업발전계획, LS증권 리서치센터

그림45 **25 년 1 월 미 상무부 규칙 제정 예고 고시**

Bureau of Industry and Security
U.S. Department of Commerce

FOR IMMEDIATE RELEASE
January 2, 2024
https://bis.gov

BUREAU OF INDUSTRY AND SECURITY
Office of Congressional and Public Affairs
Media Contact: OCPA@bis.doc.gov

Commerce Issues Advance Notice of Proposed Rulemaking to Secure Unmanned Aircraft Systems

WASHINGTON, D.C. – Today, the U.S. Department of Commerce's Bureau of Industry and Security (BIS) issued an advance notice of proposed rulemaking (ANPRM) seeking public comment to inform the potential development of a rule to secure and safeguard the information and communication technology and services (ICTS) supply chain for unmanned aircraft systems (UAS), or drones.

With the rapid development of advanced technology, commercial drones are now commonplace across the United States. This ANPRM explains how foreign adversary involvement in UAS ICTS supply chains – including some threats from the People's Republic of China (PRC) and Russia – may offer our adversaries the ability to remotely access and manipulate these devices, exposing sensitive U.S. data.

BIS seeks public feedback on several matters outlined in the ANPRM, including: definitions of UAS and components, assessments of how potential classes of ICTS transactions integral to UAS may present undue or unacceptable risks to U.S. national security, evaluations of risk posed by different foreign adversaries, potential processes for the public to request approval to engage in an otherwise prohibited transaction, the economic impact such regulation could have on certain entities, and, where feasible, potential mitigation measures.

자료: BIS, LS증권 리서치센터

국내에서 사용되고 있는 드론의 약 65%가 외산기체인데 이 중 90%가 DJI 드론이며 아직까지는 규모 있는 기업이 적극적으로 드론 사업에 진출하고 있지 않는 상태이다. 다만 러-우 전쟁 이후 중, 고고도 정찰용 무인기뿐 아니라 소형 드론 또한 적극 활용되는 모습을 확인 할 수 있었기 때문에 기존 여행, 레저, 농업 등 제한적으로 존재했던 민간 수요에서 군사목적이라는 특수 수요가 더해져 국내 드론 산업에 마중물로 작용할 것으로 보인다.

국내 군사용 드론 운용 현황: 유무인복합체계에 따라 장기적으로 수요 증가

2022 드론실태조사에 따르면 공공기관 중 가장 많은 드론을 보유하고 있는 곳으로는 우리나라 군으로 육, 해, 공군을 모두 합쳐 총 2,159기(약 30%)를 보유하고 있다.

표11 **소요문서 기준 드론 체계 전력화 시기 분포**

전 군 소요	22 23 24 25 26	27 28 29 30 31	32 33 34 35 36 37 38 39 40~
<무기체계> 회전익, 고정익, 생체모방	3개	11개	24개
<전력지원체계> 회전익	33개		

자료: 국방기술진흥연구소 <미래국방 2030 기술전략>, LS증권 리서치센터

그림46 **골판지 드론 모습**

자료: 언론자료, LS증권 리서치센터

그림47 **차기 군단급 무인기(NCUAV-II) 모습**

자료: Aviation Week, LS증권 리서치센터

표12 **국내 운용 중인 군사용 무인기 현황**

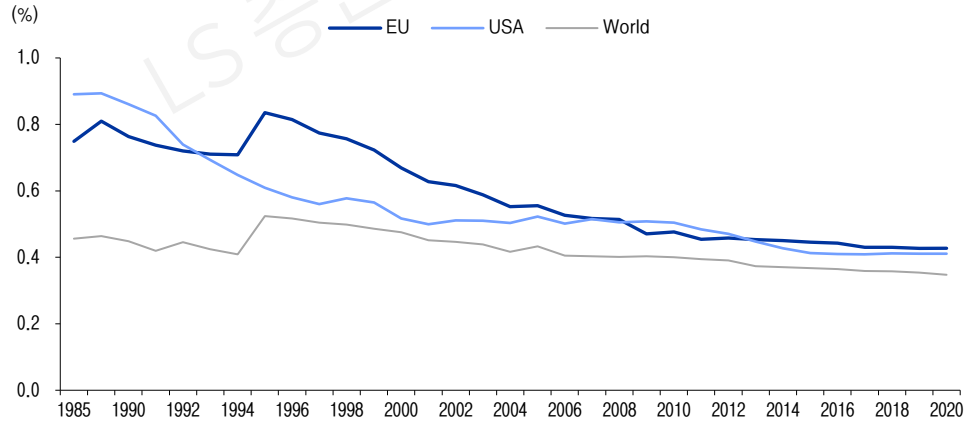
종류	모델	용도	제조업체	현황	특징
고고도 장기체공	RQ-4 Global Hawk	정찰감시	Northrop Grumman(미국)	도입 완료	-
중고도 장기체공	NCUAV	공격	한국항공우주(대한민국)	28년 생산 목표	4발 소형 유도폭탄/미사일 장착
	KUS-FS	정찰감시	대한항공(대한민국)	27년 공군 인도	-
	IAI-헤론	정찰감시	이스라엘 항공우주산업	15년 도입	-
	서처 2	정찰감시	이스라엘 항공우주산업	-	-
	KUS-9	정찰감시	대한항공(대한민국)	도입 완료	-
저고도	RQ-101	정찰	한국항공우주(대한민국)	도입 완료	-
	RemoEye	정찰	유콘시스템(대한민국)	도입 완료	휴대용 소형드론
	골판지 드론	정찰	업체 선정중	-	대당 500만원 안팎 추산

자료: LS증권 리서치센터

소모성 드론의 경우 폴란드 방산수출 절충교역 조건에 따라 WB사의 Warmate3 드론 200여대 도입계약을 체결한 바 있으며 24년 12월에는 군으로부터 100여대의 골판지 드론 도입 소식이 들려왔다. 이러한 행보를 고려해보면 우리나라군 또한 드론을 단순 고가의 무기체계로서 인식하기보다는 점차 비축용 무기로서 인식하기 시작했다고 판단한다.

유무인복합체계 운용에 따른 드론수요의 경우 방위산업체들이 미래 먹거리로 챙겨야할 과제이다. 현재 운용하고 있는 무기체계로부터 개량사업을 통해 2030년 중후반부터는 유무인복합체계 운용을 할 것으로 보이는데 가령 K9의 경우 K9A3 개량 사업을 통해 유무인복합체계 형태의 자주포를 운영할 계획이며 항공 분야에서는 KF-21, FA-50 등 무기체계를 NACS라고 하는 차세대 항공 전투체계에 연계할 계획을 가지고 있다.

그림48 **전세계 및 미국/EU 전체 인구 대비 군인 수 비중 추이**

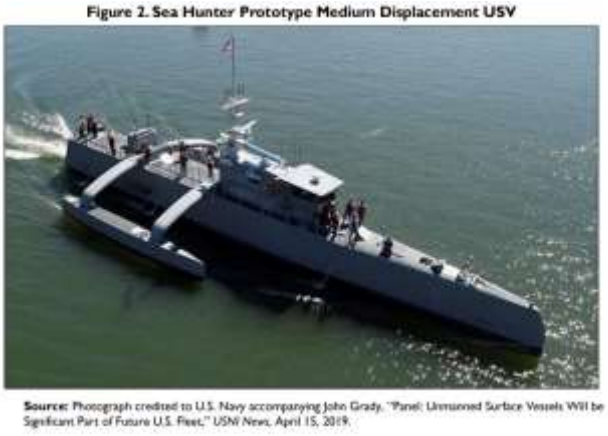


자료: LS증권 리서치센터

그림49 **LIG 넥스원이 개발한 무인수상정 해검**

자료: LIG넥스원, LS증권 리서치센터

그림50 **미국 유령함대 프로그램 MUSV 모습**



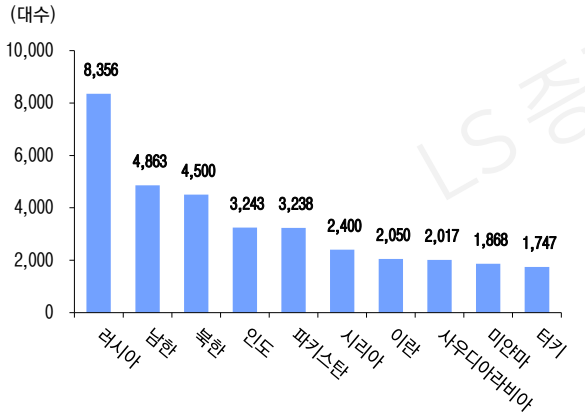
자료: USNI News, LS증권 리서치센터

구체적으로 군에서 유무인복합체계 운영 방안을 발표한 곳은 해군이 있다. 해군은 18년 '네이비 씨 고스트' TF를 구성해 이를 구체화 하기 위한 과제를 추진하기 시작했다. 구체적으로 24년 12월 LIG넥스원은 방위사업청과 '정찰용 무인수상정 체계개발사업' 계약을 체결했는데 동사의 경우 15년부터 해검 시리즈를 자체 개발하면서 무인수상정 관련 노하우를 축적해 온 바 있다. 이외에도 해군은 무인잠수정(UUV), 무인항공기(UAV) 등을 도입해 2040년대 무인수상함전대, 무인잠수정전대, 무인항공기전대 등으로 구성된 해양무인전력사령부를 창설할 계획이다.

2) 자주포와 155mm 포탄: 수요 우위 시장, 차륜형 개발 시작

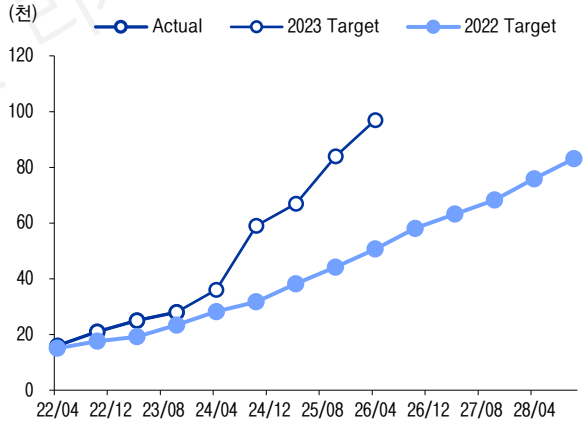
러-우 전쟁을 계기로 화포에 대한 중요성이 다시금 주목을 받게 됐다. 위성/레이더/드론 등 감시정찰 자산의 발전에 따라 포탄 발사 후 이동이 어려운 견인포에서 히트앤런(Hit & Run) 전략을 손쉽게 구현할 수 있는 자주포로의 교체수요에 의해 자주포의 수요는 지속될 것이라 전망한다.

그림51 **전세계 운용중인 견인포 대수**



자료: Global Fire Power, LS증권 리서치센터

그림52 **미국 155mm 포탄 생산량 추이**



자료: CSIS, LS증권 리서치센터

그림53 **궤도형 K9 자주포 모습**

자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

그림54 **K9 자주포 차륜형 목업 모습**

자료: Defense Industry Europe, LS증권 리서치센터

이러한 히트앤런 전략에 따라 비교적 평지인 유럽에서는 차륜형 자주포 수요 또한 커지고 있다. 우리나라 K9 자주포의 경우 지난 영국 자주포사업에서 KNDS RCH155 차륜형 자주포와의 경쟁에서 패배한 것이 계기가 돼 K9 차륜형 개발을 27년까지 완료하겠다는 계획을 가지고 있다. 이를 바탕으로 궤도형 및 차륜형 두가지 형태를 모두 공급할 수 있게 되면서 이후 수주사업에서 더욱 경쟁력 있는 모습을 보여주게 될 것이다.

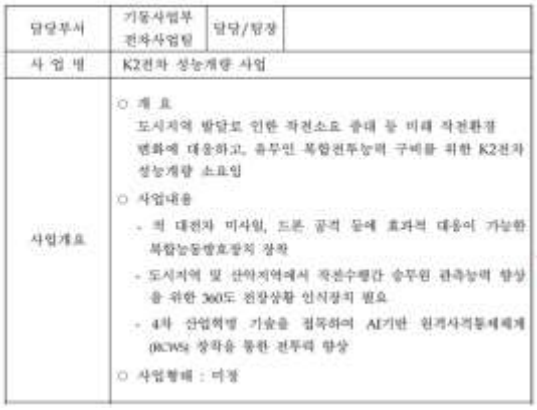
3) 우리나라 대표 MBT, K-2 흑표: 국내 4차양산 시작, 개량사업도 기대

K2흑표는 서방제 전차분류 기준으로 3.5세대 전차에 해당하며 92년 체계개발에 돌입해 14년 초도물량이 납품, 164회 방추위서 4차 양산이 결정됐다. 개량사업의 경우 하드킬APS, 아이언비전, RCWS 탑재 그리고 장갑 및 파워팩 개선 등이 진행될 것으로 보이는데 23년 소요결정, 24년부터 선행연구를 거쳐 28년 개량에 본격 돌입할 예정이다.

그림55 **K2 흑표 모습**

자료: 현대로템, LS증권 리서치센터

그림56 **K2 흑표 개량사업**



담당부서	기동사업부 전차사업팀	담당/팀장	
사 업 명	K2전차 성능개량 사업		
사업개요	○ 개 요 도시지역 발달로 인한 작전소요 증대 등 미래 작전환경 변화에 대응하고, 유무인 복합전투능력 구비를 위한 K2전차 성능개량 소요임 ○ 사업내용 - 적 대전차 미사일, 드론 공격 등에 효과적 대응이 가능한 복합능동방호장치 장착 - 도시지역 및 산악지역에서 작전수행간 승무원 관측능력 향상을 위한 360도 전장상황 인식장치 필요 - 4차 산업혁명 기술을 접목하여 AI기반 원격사격통제체계(RCWS) 장착을 통한 전투력 향상 ○ 사업형태 : 미정		

자료: 방위사업청, LS증권 리서치센터

드론, 대전차 미사일의 발전으로 전차무용론은 꾸준히 제기돼 왔으나 전장에서 전차를 대체할만한 무기체계가 없다는 점에서 전차 수요는 견고할 전망이다. 다만 전차의 생존성을 위해 기존에 부착되지 않았던 대드론, 능동방어체계가 전차 운용에 있어 앞으로 중요해질 것으로 보인다.

그림57 **K2 전차 양산 진행 현황**

구분	도입대수	도입연도	비고
1차 양산	100	2014	엔진(MTU) 변속기(RENK)
2차 양산	106	2019	엔진(두산인프라코어), 변속기(RENK)
3차 양산	54	2022	엔진(현대두산인프라코어), 변속기(RENK)
4차 양산	150	-	엔진(HD 현대인프라코어), 변속기(SNT 다이내믹스)

자료: LS증권 리서치센터

표13 **K2 전차 경쟁 모델 제원 정리**

	K2 흑표	M1 에이브람스	Leopard 2A7+
중량	55톤	70톤	70톤
승무원	3명	4명	4명
주포	120mm 활강포	120mm 활강포	120mm 활강포
엔진출력	1,500마력	1,500마력	1,500마력
최고속도	70km	67km	70km
주행거리	450km	430km	450km
비고	자동장전장치, 능동현수장치	가스터빈엔진 사용	-

자료: LS증권 리서치센터

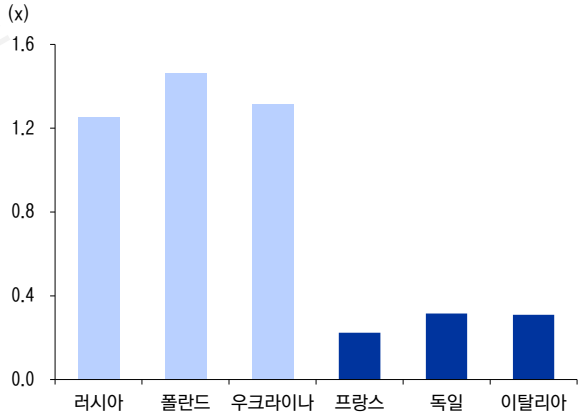
4) 신속한 화력지원, 다연장 로켓: 공급부족 현상 심화

다연장로켓은 포대 위 여러 개의 발사관을 통해 다수의 로켓을 발사할 수 있는 무기체계이다. 그 형태는 차륜형, 궤도형으로 나눌 수 있으나 로켓포 특성상 발사 후 탐지당하기가 쉬워 빠르게 진지를 이동하기 위해 대부분 차륜형으로 생산된다. 자주포와 동일하게 지상화력을 담당하나 차이점은 자주포보다 초탄 발사 시간이 짧으며 한번에 많은 로켓을 발사해 화력 또한 우수하다.

그림58 EuroPULS 모습

자료: MILITARNYI, LS증권 리서치센터

그림59 구소련 국가와 서방국가 다연장로켓 운용수 비교



자료: LS증권 리서치센터, 155mm자주포/다연장로켓 추정(우크라 경우 서방지원 제외)

그림60 K-239 천무와 K9 자주포 사격결과 피해율 비교

구분		개활지 피해율(%)		삼림/도서지역 피해율(%)	
		1 발	10 발	1 발	10 발
K9 대대	HE	7.3	40.8	4.7	34.4
	DP-ICM	9.1	47.2	5.8	39.8
K-239 대대		34.6	179.4	22	145.6

자료: 미래 전장환경에 부합한 다연장체계 발전방안 연구 보고서(21세기군사연구소), LS증권 리서치센터

전세계적으로는 주로 동유럽, 중앙아시아, 중동 국가에서 다연장 로켓을 활용하고 있는데 이러한 국가들의 특징으로는 구소련 무기체계를 활용하고 있다는 점이다. 이는 구소련이 지상군 중심 군사 교리를 채택해 다연장로켓을 운용했기 때문이다. 서방세계에서는 대표적으로 미국의 M142 하이마스가 있으며 EUROPULS 및 GMARS 개발이 진행되고 있는 상황이다.

하지만 EUROPULS의 경우 KNDS가 체계종합업체로 24년말 발사시험, 27년 정도에 완전한 운용이 가능할 것으로 예상되며 GMARS는 25년 시운전용 납품이 예상되고 있으며 양산계획은 구체적으로 밝혀진 바 없다. 때문에 우리나라의 천무가 구소련 내 속해있던 국가들이 운용하는 다연장로켓에 대한 교체 수요 그리고 서방국가들로부터 수요에 신속하게 대응할 수 있기 때문에 천무에 대한 수요는 지속 증가할 것이라고 전망한다.

K-239 천무: 남중국해 국가들로 수출 겨냥

K-239 천무는 기존 우리군이 사용하던 노후화된 구룡 다연장로켓을 대체하기 위해 09년 개발에 착수해 14년부터 실전배치를 시작한 무기체계이다. 차량과 발사대는 한화에어로스페이스에서 생산하며 탄약의 경우 한화㈜ 에서 생산하고 있다.

그림61 **K-239 천무 모습**

자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

그림62 **K-239 탑재 가능 미사일**

자료: 한화, LS증권 리서치센터

그림63 **천무 탑재 가능 로켓 및 미사일 제원 현황**

종류	구분	사거리(km)	유도 방식	비고
131mm 무유도 로켓	로켓	36	무유도	
230mm 무유도 로켓	로켓	45	무유도	
239mm 유도 로켓	로켓	80	GPS/INS	
400mm 로켓	로켓	200	GPS/INS	
CTM-290	전술 탄도미사일	290	GPS/INS	KTSSM 계열 수출형
KTSSM-I	전술 탄도미사일	180	GPS/INS	
KTSSM-II	전술 지대지 미사일	290	GPS/INS	2030년 전력화 목표, 이동형 포드(천무)
KTSSM-II ASBM	대함 탄도미사일	-	-	폴란드에 도입 제안

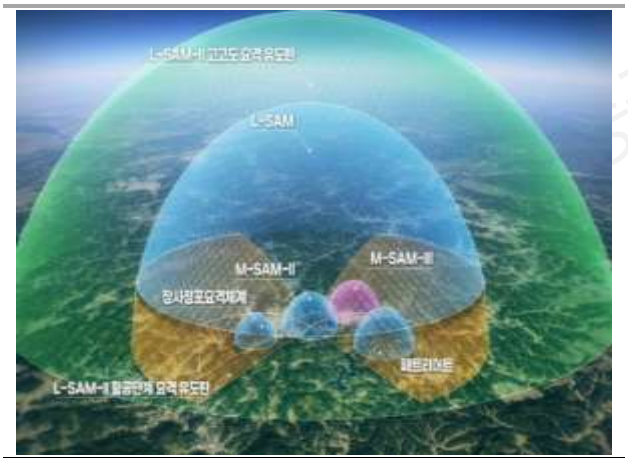
자료: LS증권 리서치센터

천무는 탑재되는 로켓 및 미사일에 따라 용도가 달라지게 되는데 기존 탑재되던 로켓 및 미사일의 경우 지대지 용도로만 활용될 수 있었다면 최근 방산 전시회로부터 천무에 탑재 가능한 ASBM이 공개됐고 실제 개발까지 완료된다면 해양에서의 지정학적 리스크에 노출된 국가들 까지도 수출 가능성이 높아지게 되면서 천무의 수출 경쟁력이 한 단계 더 올라갈 것으로 보인다.

5) 지대공무기체계: 한국형 다층방호체계(KAMD), 상층단계 양산 기대

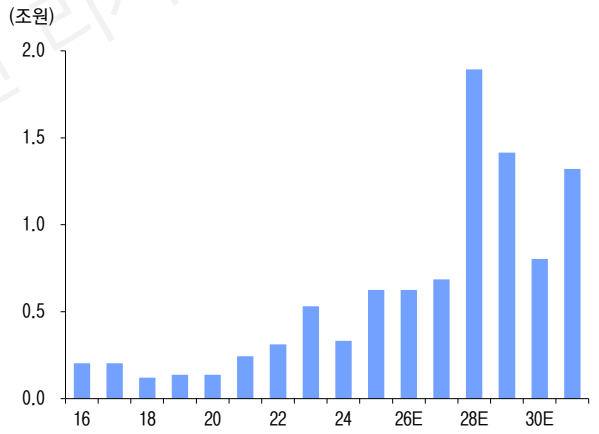
우리나라 대공방어체계는 1900년 후반 미국 미사일 체계에 의존했고 지금처럼 촘촘한 다층의 방공망 형태가 아니었으나 98년부터 시작된 국산 M-SAM(천궁) 개발을 시작으로 00년 한국형 다층방호체계 개념을 확립했으며 천궁Ⅱ 국내 양산 및 운용 트랙 레코드를 바탕으로 중동향 천궁Ⅱ 수출 또한 이루는 쾌거를 달성했다.

그림64 KAMD 개념도



자료: 방위사업청, LS증권 리서치센터

그림65 KAMD 체계 총 개발 및 양산 관련 예산 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

그림66 복합 다층 방어체계 구축 및 고도화 계획

구분	하층단계				상층단계		
현재	PAC2 M-SAM-I (전력화 완료)	M-SAM-II (전력화 中)	PAC3 (전력화 中)	장사정포 요격체계 (개발 中)	-	L-SAM (개발 中)	
~28 년	PAC2 M-SAM-I (전력화 완료)	**M-SAM-II (전력화 완료)**	PAC3 (전력화 中)	장사정포 요격체계 (개발 中)	**M-SAM-III (개발 중)**	**L-SAM (전력화 완료)**	L-SAM-II (개발 中)

자료: '24-'28 국방중기계획, LS증권 리서치센터

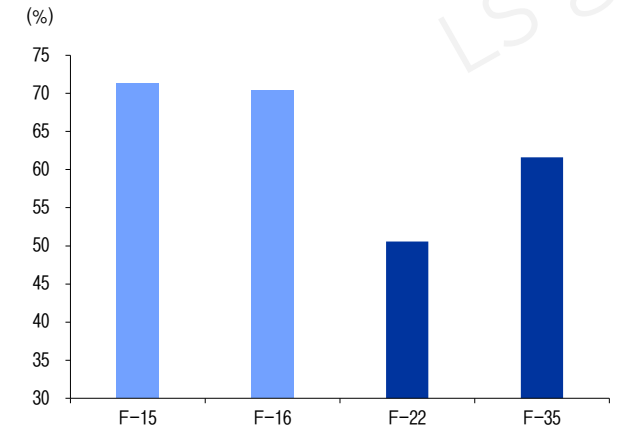
최근 방산수출의 폭발적인 증가로 내수 매출 비중이 점차 낮아지고 있기는 하나 KAMD 구축에 따라 안정적인 내수 시장으로부터의 매출을 기대 할 수 있으며 특히 국내 양산 이후 내수 납품에 대한 트랙레코드를 바탕으로 천궁Ⅱ처럼 추가적인 수출 수주 계약 또한 기대할 수 있을 것이다.

KAMD에서 상층방호를 책임질 L-SAM의 경우 25년 양산 계약이 체결 될 것으로 보이는데 규모로 보면 L-SAM 사업 총 예산인 2.8조원에서 탐색 개발 2,626억원 그리고 체계개발 9,287억원을 제외하면 약 1.5-1.7조원정도가 양산에 투입될 예정이다. L-SAM 전력화가 완료되는 28년 이후에는 국내 L-SAM-II 양산 및 장사정포요격체계가 곧바로 개발 및 양산에 돌입해 관련 체계 및 부체계 업체에게 꾸준한 수익원으로써 작용할 전망이다.

7) 경공격기 FA-50 파이팅 이글: 경공격기 중 최강

항공전력의 경우 유지보수 비용이 지상전력에 비해 많이 투입되는데 특히 스텔스 전투기의 경우 스텔스 도료를 재도포 해주는 등의 문제로 높은 가동률을 유지 할 수 없다. 때문에 많은 국가들에서 고가의 소수 기체를 도입하고 다수의 중저가 기체를 혼합해 공군 전력을 운용하고 있으며 전세계 국방비가 증가하고 있는 지금, 가성비 있는 항공전력 체계가 더욱 주목 받을 것이라고 전망한다.

그림67 미 공군 전력 체계별 가동률 현황



자료: Air Force Association, LS증권 리서치센터

그림68 FA-50 파이팅 이글 모습

자료: 한국항공우주, LS증권 리서치센터

그림69 글로벌 경공격기 제원 정리

기체명	제조국가	개발년도	탑재가능무장	하드포인트	최대속도	기타
FA-50	한국	2010	AIM-9, AIM-120(공대공), AGM-65 매버릭(공대지)	7개	마하 1.5(단발엔진)	F-16과 상당부분 호환가능
HAL 테자스	인도	1980	러시아 R-73, 이스라엘 Python-5, 인도 Astra(공대공), JDAM-ER(공대지)	9개	마하 1.6-1.8(단발엔진)	개발지연 및 납품 실적 저조
TAI 휴르제트	튀르키예	개발중	터키 국산 공대공 미사일		마하 1.4	2026년 첫 납품 시작
M-346	이탈리아	1990	AIM-9, IRIS-T(공대공)	7개	마하 1.15(쌍발엔진)	MIG-29 기반 경공격기
T-7A 레드호크	미국	2019	-	-	마하 0.9(단발엔진)	2025년 개발 테스트
호크	영국	1970	AIM-9, AIM-120(공대공), AGM-65 매버릭(공대지)	7개	마하 1.2(단발엔진)	노후화에 따른 부품 수급 어려움

자료: LS증권 리서치센터

FA-50의 경우 하이급 전투기가 아닌 로우급 전투기 즉 경공격시 시장을 타겟으로 한 기체인데 기술적으로 AIM-9, AIM-120 공대공 미사일 통합이 가능하기 때문에 로우급 기체이지만 높은 전투력을 지니고 있으며 F-16와 인터페이스상 호환성이 뛰어나 F-16과 FA-50간 조종사 전환 훈련 또한 용이하다는 강점을 가지고 있다.

8) KF-21 보라매: 국내 항공우주 산업 발전의 밑거름

KF-21 사업은 기술적 경제적 관점에서 불확실성이 사업 초기 굉장히 높았지만 이를 극복하고 결국 개발에 성공해 21년 시제 1호기 출고 이후 32년까지 총 120대를 목표로 양산 단계에 돌입해 있다. KF-21은 KT-1부터 이어져 온 국내 항공 무기체계 개발 역사의 정수인 동시에 2040년경 Block3까지 성능 개량 사업을 통해 국내 항공우주 산업 발전의 기반을 마련할 것으로 보인다.

그림70 **우리나라 항공 무기체계 단계적 개발 역사**

자료: 한국항공우주산업진흥협회, LS증권 리서치센터

그림71 **KF-21 보라매 모습**

자료: 한국항공우주, LS증권 리서치센터

표14 **KF-X 사업 참여 주요 기업**

구분	기업명	세부내용
체계종합	한국항공우주	총괄 개발 및 조립
엔진	한화에어로스페이스	GE F414 국내 라이선스 생산
광학, 레이더	한화시스템	AESA 레이더, IRST, EOTGP
전자전	LIG 넥스원	재머, EWC, RWR, CMDS
유도무기	-	공대공, 공대지, 공대함 미사일 개발

자료: LS증권 리서치센터

당장 KF-21 Block1 양산을 시작으로 체계 종합, 라이선스 항공엔진 및 항전장비를 포함한 부체계 부품 등 생산을 수행하는 업체들에게 수혜로 다가오는 것은 물론이고 KF-21를 바탕으로 계속해서 조성될 항공우주 생태계, Block3까지 성능개량이 이뤄지며 탑재될 국산 유도 미사일 그리고 나아가 항공엔진 국산화 및 유무인복합체계라는 궁극적인 목표까지 고려했을 때 그 부가가치는 계속해서 커질 전망이다.

표15 KF-21 Block 별 개량 계획

구분	일정	양산예정 대수	스텔스 성능	무장
Block1	2026-2028	40	레이더 흡수 코팅 적용, 반스텔스 설계	공대공 위주 무장
Block2	2028-2032	80	내부 무장창 추가	공대지/함 무장 추가
Block3	2032~	-	-	한국형 단·장거리 공대공 미사일 시험 및 통합

자료: LS증권 리서치센터

수출 가능성 측면에서 바라본다면 당장 인도네시아를 제외하고는 가시화된 수출 대상 국가를 찾기 어려운 것이 사실이다. 라팔이라는 전세계적으로 검증받은 기체가 있기 때문에 Block I 성능만으로는 수주 경쟁에서 승리를 장담하기 어렵다.

하지만 28년경 Block II까지 개량사업이 문제없이 완료되고 가격 경쟁력 또한 지금처럼 유지한다는 전제하 F-35보다 저렴한 가성비 스텔스기라는 틈새시장을 노려볼 수 있을 것으로 보인다. 특히 F-35 인도의 경우 록히드 마틴이 보유하고 있는 생산 능력 대비 과도한 수주 물량으로 인도 시점이 계속해서 늦어지고 있으며 도입단가 및 운용비용이 높아 KF-21이 저렴한 스텔스 기체를 원하는 국가들에게 매력적인 선택지 중 하나로 부상하고 있다.

표16 KF-21 Block II 와 경쟁 기종 제원 비교

항목	KF-21 Block II	라팔 F4	F-16V 블록 70	유로파이터 타이푼
최대 속도	마하 1.8	마하 1.8	마하 2.0	마하 2.0
레이더 탐지거리	200km+ (AESA)	200km (RBE2-AA)	180km (APG-83)	180km (Captor-E)
RCS	1.0㎡ 이하	1.0~1.5㎡	5.0㎡	1.0~2.0㎡
탑재 무기	미티어, IRIS-T, 천룡	MICA NG, 스칼프	AIM-120D, JDAM	미티어, 스톰 섀도우
단가	7,150만 달러	1.2억 달러	6,300만 달러	1.1억 달러
항속 거리	3,100km (내부 연료)	3,700km	4,220km	2,900km
엔진	GE F414 (쌍발)	Safran M88-4E (쌍발)	GE F110 (단발)	EJ200 (쌍발)

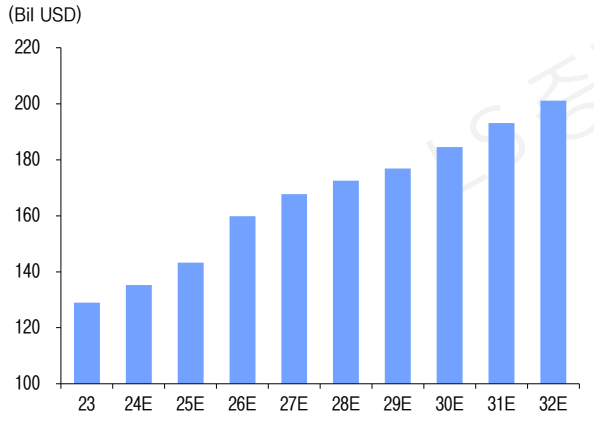
자료: LS증권 리서치센터

KF-21 Block-II 성능 기준 스텔스 성능으로만 보자면 F-16V 및 라팔 F4보다 우위일 것으로 점쳐지고 있으며 최근 T-50, FA-50 도입을 이미 했거나 도입을 검토하는 국가들이 늘어나고 있는 상황에서 해당 국가들을 대상으로 훈련기-경공격기-전투기 연계 판매를 통해 유지보수 비용 또한 낮출 수 있다는 점을 근거로 세일즈 포인트를 잡아 갈 수 있을 것이라 전망한다.

계속해서 커질 MRO(유지보수 및 운영) 시장

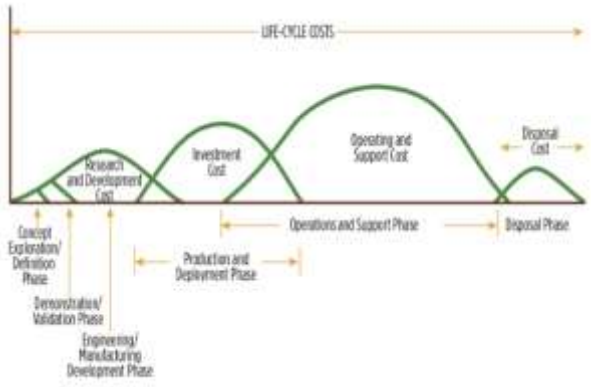
무기체계를 도입하게 되면 유지보수 비용 또한 무시할 수 없을 만큼 도입 비용에서 큰 비중을 차지한다. 계약별로 상이하긴 하나 부속품 수급, 창정비 등 후속지원에 필요한 비용은 무기체계 자체 도입비용 보다 1.5-2배 정도가 발생하는 것으로 알려져 있다.

그림72 **항공우주 및 방위산업 MRO 시장 규모 추이 및 전망**



자료: Spherical Insights, LS증권 리서치센터

그림73 **무기체계 도입 후 비용 사이클**



자료: ResearchGate, LS증권 리서치센터

통상 창정비는 체계 도입 10년 이후 사이클이 도래하는데 K9 자주포부터 시작해 우리나라 무기체계가 대량으로 나가기 시작한 시기가 2010년 중반부터임을 고려했을 때 초기에 나간 수출 물량에 대해서 2020년 후반정도부터 창정비 수요가 발생할 것이라고 전망한다.

구체적인 사항에 대해서는 기업측에서도 아직까지 언급한 바 없으나 최근 폴란드, 루마니아, 호주 그리고 남미에 현지 생산시설을 갖추는 것으로 미뤄봤을 때 수입국과의 지속적인 협력관계 유지, 수주 경쟁력 강화와 더불어 수출물량에 대한 원활한 유지보수에 대한 부분 또한 고려해 현지 생산거점을 마련한 것으로 보인다.

구체적으로는 해외 거점을 마련하게 되면 방산 부품 및 관련 서비스 생태계가 국산 기술 혹은 노하우 위주로 구축될 가능성이 높아지게 되면서 장기적으로는 락인효과와 플랫폼 효과를 가져오게 된다. 우리나라 방위산업체로부터의 생산거점 확보가 이뤄지게 되면 해당 생산거점을 기반으로 수입국의 방산 생태계가 조성돼 군수지원 안정성 측면에서 계속해서 우리나라 무기체계를 활용하게 되는 락인효과가 발생한다. 이렇게 동일한 무기체계를 도입한 국가가 누적해 증가하게 되면 해당 부품 생태계가 성장해 안정적인 부품 수급이 가능해지며 주변국으로 하여금 우리나라 무기체계 도입에 대한 비용을 낮추는 역할을 수행할 수 있다.

Part Ⅳ

미래를 견인할 항공우주분야 & 유무인복합체계

Ⅳ. 미래를 견인할 항공우주분야 & 유무인복합 체계

거대한 항공우주 시장의 개막

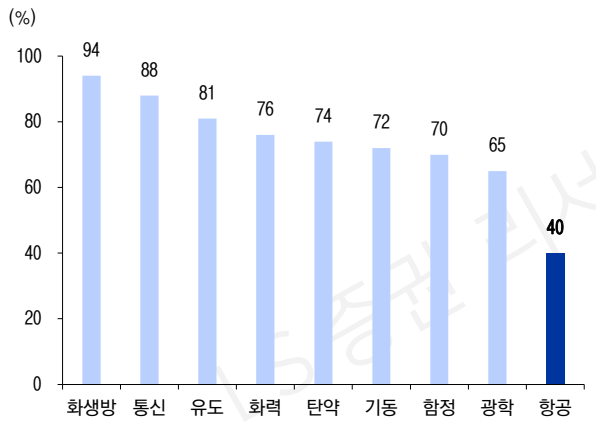
지금까지 우리나라 방위산업은 지상화력 위주로 성장했고 수출에서도 지상화력이 견인을 한 부분이 컸다. 하지만 앞으로 미래 방위산업은 안정적인 지상화력 부문에 더해 항공우주 분야가 더해지며 한번 더 우리나라 방위산업이 도약하는 시기가 오게 될 것이라 전망한다.

표17 글로벌 Top 10 무기수출 국가 체계별 수출 건수 현황(2023 이후)

	미국	프랑스	러시아	중국	독일	이탈리아	영국	스페인	이스라엘	대한민국
Combat Aircraft	1,071	223	78	94	-	52	8	18	18	142
Combat Helicopters	390	1	-	-	-	31	-	-	-	-
Major Warships	8	20	5	8	25	8	32	-	-	6
SAM systems	35	2	16+	2	37+	-	-	30+	30+	10+
Tanks	561	-	464	566	241	98	-	19	19	972
Other Armored vehicles	2,848	498	8	1	1,314	1,757	20	45+	45+	609+
Artillery	718	141	-	126+	31	-	-	95+	95+	1,233+

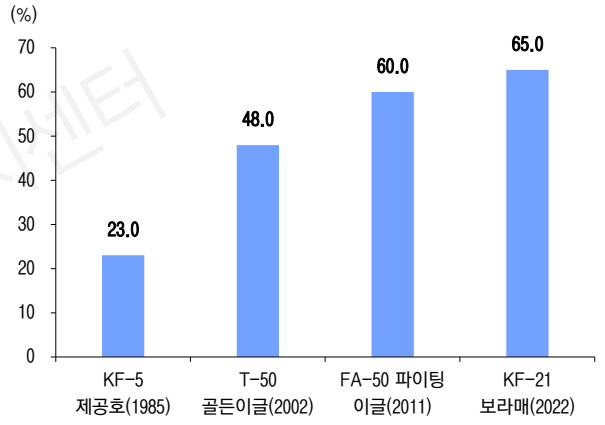
자료: SIPRI, LS증권 리서치센터

그림74 '13-'15년 방산물자 분야별 평균 국산화율



자료: 방산업체경영분석조사, LS증권 리서치센터

그림75 국내 전투기별 국산화율 현황



자료: 언론종합, LS증권 리서치센터

지금까지는 FA-50, KF-21과 같은 체계가 완성되지 못해 항공체계에 탑재되는 각종 미사일류, 항전장비 그리고 항공엔진 등 관련 산업이 성장하지 못했었다. 하지만 FA-50에 이어 4.5세대 전투기인 KF-21 개발에 성공한 현 시점에서 항공체계에 들어가는 각종 핵심부품 국산화는 이제 도전해볼만한 과제가 됐으며 앞으로 우리나라 방위산업의 지평을 한 단계 더 넓혀줄 것으로 예상된다.

항공엔진 및 미사일 국산화: 패키지 수출에 따른 수주 경쟁력 확보

항공엔진 및 미사일 국산화는 FA-50, KF-21 등 우리나라가 독자적 항공무기 체계를 갖추기 시작하게 되면서 패키지 수출 가능성 증가에 따라 경제성을 확보하게 됐으며 유무인 복합체계 트렌드에 따라 결국에는 엔진 및 미사일 국산화는 가야할 길이 될 수 밖에 없다. 항공엔진 국산화의 경우 2030년 후반, KF-21 및 FA-50에 탑재되는 국산 미사일들은 개발 완료 일정이 2030년 초중반인 것을 고려했을 때 가야할 길은 멀지만 KF-21에 우리나라에서 개발 및 생산한 미사일, 항전장비 그리고 항공엔진이 탑재된 진정한 의미에서 국산 4.5세대 전투기라는 큰 그림을 그려볼 수 있을 것이다.

표18 **국내 개발 중인 미사일 현황**

체계 구분	총사업비 (조원)	사거리 (km)	개발 일정	탑재 기종	비고
단거리 공대공 유도탄-II	0.6	20-30	25-35 년	KF-21	-
장거리 공대공 미사일	1.5	200	2030 년	KF-21	-
초음속 공대지, 공대함 순항미사일	-	300	26-35 년	FA-50, KF-21	25 년 3 회 비행시험 예정, 26 년 이후 개발완료, 덕티드 램제트 채택
장거리 공대지 순항 미사일(천룡)	0.8	300	21-28 년	FA-50, KF-21	2030 년 양산계획

자료: LS증권 리서치센터

그림76 **초음속 공대지/공대함 순항 미사일 모습**

자료: Aviation Week, LS증권 리서치센터

그림77 **장거리 공대지 순항 미사일(천룡) 모습**

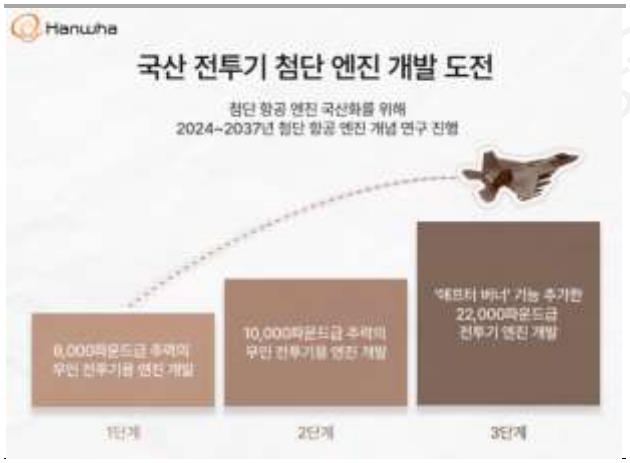
자료: LS증권 리서치센터

방산 핵심부품 국산화율이 증가하면 수출 경쟁력이 발생하는 이유는 다양하다. 1) 체계 종합 시 외산 부품이 들어가지 않아 체계 도입단가가 저렴해지며 2) 국내 생산 라인을 통해 안정적인 부품 수급이 가능하며 3) 별도로 해외 정부로부터 부품 조달에 대한 수출 허가를 받을 필요가 없어지며 4) 수출 대상국의 기술이전, 현지생산 등 요구사항에 대해 적재적소에 대응할 수 있는 등 수 많은 장점이 있다. 다만 단점으로는 개발 이후 양산을 통해 개발 비용에 대한 회수를 할 수 있을 지에 대한 부분이 불확실하다는 것인데 우리나라 KF-21 개발사업의 전반적인 방향성을 보게 되면 이러한 불확실성 보다는 미래 먹거리로서 항공우주산업을 발전시키고 우리나라의 전략적 자율성 확보에 더 중점을 맞췄다는 것을 확인 할 수 있다.

국내 항공엔진 개발 현황: 한화에어로스페이스, 두산에너빌리티

민간기업 중 항공엔진 분야 연구개발을 하고 있는 기업으로는 한화에어로스페이스와 두산에너빌리티가 있다. 각 기업이 가지고 있는 역량이 다르고 결국 항공엔진 국산화라는 목표 자체가 장기적 관점에서 국가적 지원이 필요한 사업이기 때문에 두 기업이 경쟁관계로 사업이 진행되는 것이 아니라 각 기업이 가진 역량이 합쳐져 항공엔진 국산화라는 꿈에 점차 다가갈 것이라고 전망한다.

그림78 **한화에어로스페이스, 전투기 엔진 단계별 개발 로드맵**



자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

그림79 **두산에너빌리티 항공 엔진 개발 관련 보도자료**

자료: 두산에너빌리티, LS증권 리서치센터

그림80 **항공앨리에 위치한 한화에어로스페이스 USA**

자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

그림81 **두산에너빌리티가 국산화한 발전용 가스터빈 모습**

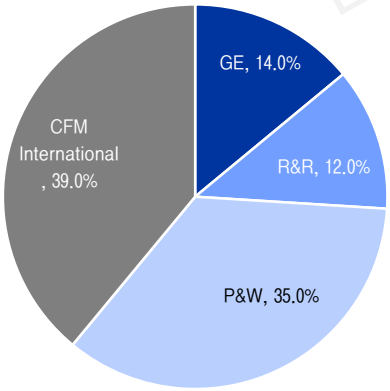
자료: 두산에너빌리티, LS증권 리서치센터

한화에어로스페이스의 경우 항공 엔진 부품과 관련한 공급망을 이미 확보하고 있으며 항공 엔진 소재 가공 및 전투기 엔진 라이선스 생산을 통한 항공엔진 체계 종합 노하우를 보유하고 있다. 두산에너빌리티의 경우 이미 발전용 가스터빈 엔진 설계 기술을 보유하고 있으며 이를 국내 공급한 트랙레코드가 있다는 점에서 한화에어로스페이스의 가공 및 체계종합 능력 그리고 두산에너빌리티의 엔진 설계 및 냉각을 위한 소재 코팅 능력이 함께 시너지를 발휘 할 것으로 보인다.

글로벌 항공엔진 기업과 협력은 필수, 트랙 레코드 쌓고 있는 국내 방위산업체

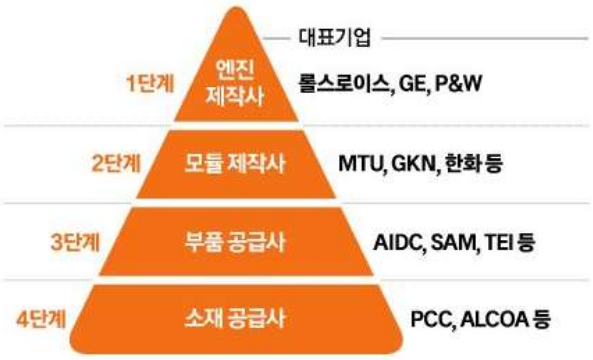
글로벌 항공엔진 시장은 소수의 업체들이 과점하고 있는 형태이며 그 특성상 기술이전 및 핵심소재 무단 반출이 엄격히 금지돼 있다. 또한 신뢰성이 굉장히 중요하기 때문에 무에서 유를 한번에 창조할 수도 없다. 천천히 부품 공급사부터 시작해 엔진 제작사 단계까지 나아가는 방법밖에 없으며 그렇기 때문에 더욱 소수의 글로벌 항공엔진 공급업체와의 공동연구 및 협력관계를 바탕으로 소재 가공 및 체계 종합 노하우 등을 배우며 글로벌 트랙레코드를 만들어 나가야 한다.

그림82 **글로벌 항공엔진 시장 점유율(2020)**



자료: STATISTA, LS증권 리서치센터

그림83 **글로벌 항공엔진 산업 구조**



자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

그림84 **항공엔진 국산화 단계별 접근**

단계	생산방식	핵심부품 관련 주요 내용
1 단계	라이선스 생산	전체 수입
2 단계	라이선스 생산	일부 수입 + 수입합금 가공 후 역내 생산
3 단계	라이선스 생산	일부 수입 + 국산합금 가공 후 역내 생산
4 단계	독자모델 도입	국산 특수합금 통해 대부분 역내 생산

자료: LS증권 리서치센터

한화에어로스페이스의 경우 19년 미국 항공엔진 부품업체인 이닥(EDAC)을 인수한 이후 현지에서 GE, R&R, P&W 와 같은 글로벌 항공엔진 기업에 HPT, LPT 등을 포함한 항공엔진 부품을 납품하며 천천히 항공엔진 국산화에 필요한 실적을 쌓고 있다. 또한 FA-50 및 KF-21에 탑재되는 GE F404, F414 엔진 부품 중 일부는 GE로부터 모듈 형태로 공급받고 일부는 소재단에서부터 가공 후 조립하는 방식을 채택해 계속해서 국산 첨단 항공엔진에 대한 꿈을 향해 달려나가고 있다.

정부 중심 단계별 항공엔진 국산화 계획: 유무인복합체계와 함께 보자

현재 우리나라가 계획하고 있는 것은 전투기 엔진 국산화에 대한 단계별 접근이다. 당연하겠지만 현재 우리나라는 고출력엔진을 당장 설계하고 전력화하기에 기술적 한계를 분명히 가지고 있다. 때문에 장기적 관점에서 정부와 민간으로부터 지속적인 투자가 필요한데 단기적으로는 비교적 기술적 난이도가 낮은 5,500lbf 급 항공 엔진을 설계 후 생산해 무인기에 탑재한다는 계획을 가지고 있다.

그림85 중고도 무인정찰기(MUAV) 모습

자료: Defense News, LS증권 리서치센터

그림86 25년 미래도전국방기술 사업추진계획 中

자료: 방위사업청, LS증권 리서치센터

그림87 첨단엔진 개발 관련 정부 계획

자료: '23~'27 국방과학기술혁신기본계획, LS증권 리서치센터

그림88 단계별 첨단 항공엔진 개발 계획

자료: 국방기술진흥연구소, LS증권 리서치센터

유무인복합체계가 실제로 군에서 활용되기 시작한다면 유인기 1대당 여러대의 무인기가 필요하기에 저출력 항공엔진 수요가 먼저 증가할 것이다. 때문에 우리나라에서 개발한 저출력 엔진을 일단 무인기에 탑재한 후 해당 과정에서 쌓은 데이터를 통해 15,000lbf급 터보팬 엔진을 국산화 한다는 계획으로 보인다. 무기체계 연구개발 사업이 실패하는 이유 중 하나가 무기체계를 개발한 이후 이에 대한 수요가 부족해 경제성을 확보하지 못했던 것임을 고려했을 때 1차적으로 무인기 수요를 바탕으로 항공엔진 관련 부품을 생산하는 기업들의 가동률을 보장해 준 이후 단계적으로 고출력 엔진을 개발하는 방향은 상당히 일리가 있다고 판단한다.

현재 우리나라 항공엔진 기술수준: 저출력 엔진 설계 및 생산 단계

우리나라에서 개발중인 엔진은 총 5가지로 파악되며 현재 기술 수준으로는 무인기에 탑재 가능한 5,500lb급 터보팬 엔진 설계 및 생산 수준까지 올라온 것으로 파악되고 있다.

국산 전투기 엔진은 2030년 초중반 시험용 및 초도비행용 엔진용으로 최초 출하가 될 것으로 보이며 이후 KF-21 Block3 개발완료 시기인 2035-2040년 사이 개발 완료를 목표로 하고 있다.

표19 **국내 개발 진행중인 항공엔진 개발 현황 및 일정**

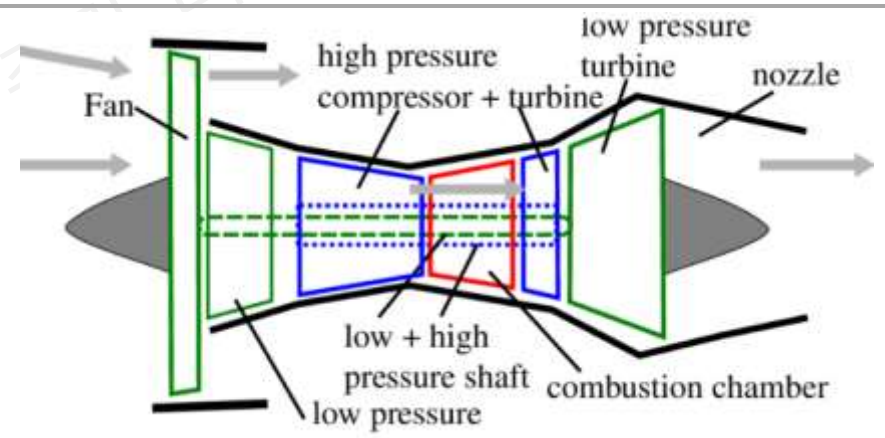
구분	성능	개발기간	개발비	적용처
왕복엔진	200hp	2021-2026	-	군단 정찰용 무인기
터보프롭엔진	1400hp	2019-2028	-	중고도 정찰용 무인기
터보팬엔진	5,500lbf	2013-2027	-	무인 편대기
	10,000lbf	2017-2031	-	저피탐 정찰용 무인기
	15,000lbf	**2023-2040**	**약 5 조원**	**전투기**

자료: 방위사업청, LS증권 리서치센터

항공엔진 개발의 기술적 난제: 소재기술 발전 및 개발 시간 필요

고출력의 항공엔진 개발을 위해서는 다양한 기술적 난제들이 존재하나 두가지 분야에서 기술적 혁신이 필요하다. 1) 고압, 고온의 환경을 버틸 수 있는 소재(특수합금)의 개발 2) 이러한 극한 환경 속 유체(공기) 흐름을 제어할 수 있는 설계 역량 두가지이다. 크게만 보면 터보팬 엔진은 공기의 압축, 연소를 통해 추력을 발생시키며 공기의 압축비가 높으면 높을수록 더 높은 추력을 만들어 낼 수 있다. 여기서 문제는 압축된 공기에 연료를 분사한 후 연소를 시키면 고온의 열이 발생하기 해당 열을 버틸 수 있는 소재 그리고 설계가 필요하다.

그림89 **터보팬 엔진 구조**



자료: Research Gate, LS증권 리서치센터

그림90 **인코넬 718 초내열합금 개발사업 中**

사업	순번	연구개발과제명	주관연구개발기관	지원금(백만원)	수행기간(개월)	과제유형 가	과제유형 나	과제유형 다	과제특징(기술료)
터보팬 항공엔진 인코넬 718 초내열합금 주단조품 개발	1	(총괄) 터보팬 항공엔진 인코넬 718 초내열합금 주단조품 개발	개한업을	50	45	통합	혁신제품	특허지정	기술료 비징수
	2	(1세부) 터보팬 주요 구조물 인코넬 718 마모성 항공주단조품 제조 및 평가 기술	기업	1,100	45	통합	혁신제품	특허지정	R&D 자율성트랙 (기술료 징수)
	3	(2세부) 터보팬 정지부 소재부품 미국제 718 용접/리조품 제조 및 평가 기술	기업	1,100	45	통합	혁신제품	특허지정	R&D 자율성트랙 (기술료 징수)
	4	(3세부) 터보팬 회전체 디스크용 미국제 718 인코넬 718 정공/단조품 제조 및 평가 기술	기업	1,211	45	통합	혁신제품	특허지정	R&D 자율성트랙 (기술료 징수)

※ 동 사업은 통합형이므로, 전체(총괄+세부) 컨소시엄이 아닌 단일 총괄과제 또는 단일 세부과제만으로 단독 구성하여 신청하는 것은 불가

※ 평가결과에 따라 지원 연구개발과제별 총 연구개발비 및 연구개발 내용 등은 연구개발과제 평가단 심의를 통해 조정될 수 있음

※ 상기 지원대상 과제 목록과 관련된 사항은 '9. 기타유의사항'을 참조

※ 각 상세 지원대상 과제의 첨부 파일(품목 및 RFP) 참조

※ 'R&D 자율성트랙' 과제의 신청자격 및 방법은 다음과 같으며 세부 신청자격, 심의기준 등은 별첨 (R&D 자율성트랙 제도 안내) 및 '연구자율성 촉진을 위한 특별요령' 참고

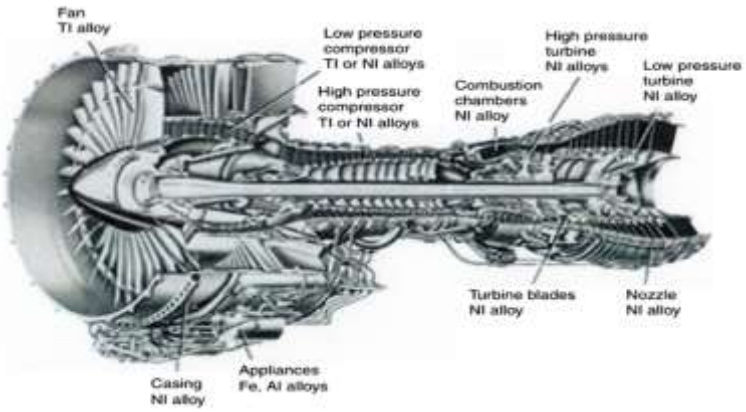
자료: 산업자원통상부, LS증권 리서치센터

그림91 **24년 판버라 에어쇼서 공개한 첨단엔진 컨셉 모델**

자료: 언론자료, 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

항공엔진 내열성 특수합금에는 통상 티타늄/니켈계 특수합금이 활용되며 고온의 환경을 버티기 위해 소재뿐 아니라 공기의 흐름을 제어해 냉각시키는 냉각 설계 또한 적용된다. 이외에도 터빈 블레이드/디스크 형상 최적화, 운용환경 및 연소정도에 따른 엔진 내부 열변형 분석 등 수많은 시행착오의 과정이 필요하며 기본설계 이후에도 시제를 통해 감항인증을 거치는 등 설계 이후에도 기나긴 시간이 필요하다.

그림92 **항공엔진 부분별 소재 구성**



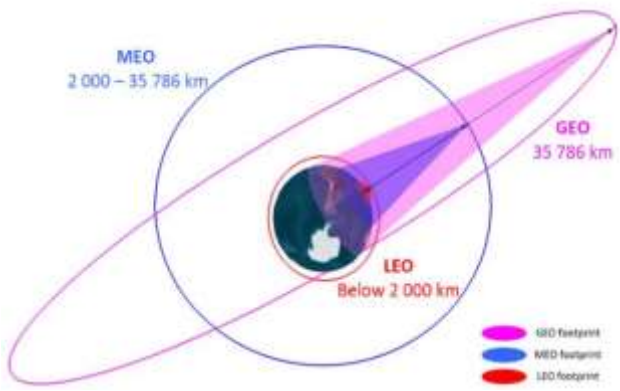
자료: Research Gate, LS증권 리서치센터

제조/공정기술은 한화에어로스페이스가 항공엔진 라이선스 생산 및 글로벌 항공엔진 업체들에 HPT, LPT 등 항공엔진 부품을 공급하면서 관련된 노하우를 익히고 있으며 냉각 기술의 경우 두산에너빌리티가 발전용 가스터빈을 개발 및 생산하면서 열 코팅 및 냉각 설계 노하우를 쌓고 있다.

국방분야 중심으로 발전할 우주산업: 저궤도 위성 사업 떠오를 전망

발사체 재활용으로 위성 발사 비용이 비약적으로 줄어들며 민간우주 산업이 첫 발걸음을 내딛었다. 이러한 우주산업 발전 초입단계에서 방위산업은 앞으로 한번 더 민간 우주산업을 도약시키는 마중물로서 역할을 수행할 것으로 예상된다. 방위산업 내 우주분야, 특히 인공위성의 역할이 커지면 커질수록 '억제효과'가 작용해 점차 모든 국가들이 자국 안보 목적으로 위성을 필요로 하게 될 것이다. 저궤도 위성의 경우 그 특성상 정지궤도 위성과는 다르게 수 많은 위성을 발사해야 하며 그 수명주기도 3-5년 정도로 민간 기업에게 꾸준한 수익을 안겨 줄 수 있을 것으로 전망한다.

그림93 **저궤도, 중궤도, 고궤도 위성 운용 개념**



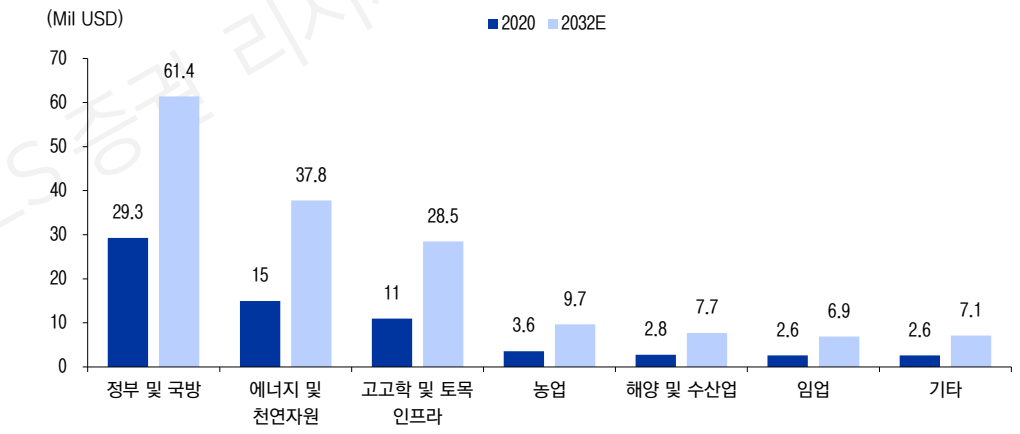
자료: ResearchGate, LS증권 리서치센터

표20 **LEO(저궤도), MEO(중궤도) GEO(고궤도) 특징**

종류	LEO	MEO	GEO
고도(km)	200-2,000	8,000~35,700	35,700
지연시간(m/s)	2~27	27~477	~477
공전 주기	88~127 분	127 분~24 시간	24 시간
통신 범위	좁음	넓음	광범위
비용(Mil USD)	0.5~45	80~100	100-400
유효수명(년)	5~10	10~15	15~20
위성무게(kg)	150	700	3,500
게이트웨이	다수필요	유동적	소수

자료: ITU, LS증권 리서치센터

그림94 **글로벌 ISR(감시정찰) 위성 부문별 시장 규모 및 전망**



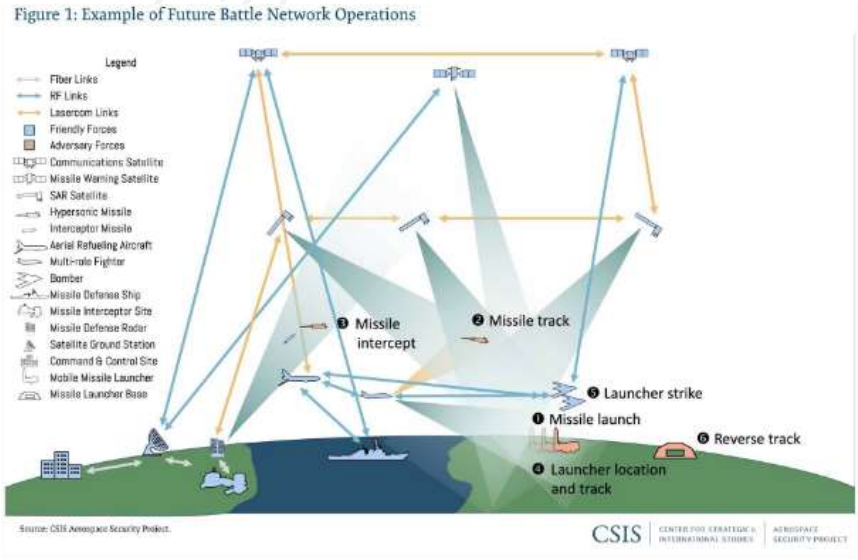
자료: BIS Research, LS증권 리서치센터

전체적인 그림에서 보면 분명히 우리나라를 포함해 전세계 국가들은 모자이크전 그리고 유무인복합체계를 국방분야에 적용시키기 위해 기술개발을 진행하고 있다. 그리고 이를 구현하기 위해서는 저궤도 위성이 반드시 필요하기 때문에 유무인복합체계, 항공우주 분야는 미래 방위산업을 관통하는 하나의 키워드가 될 것이다.

킬웹(Kill Web) 운영에는 저궤도 위성이 필요하다

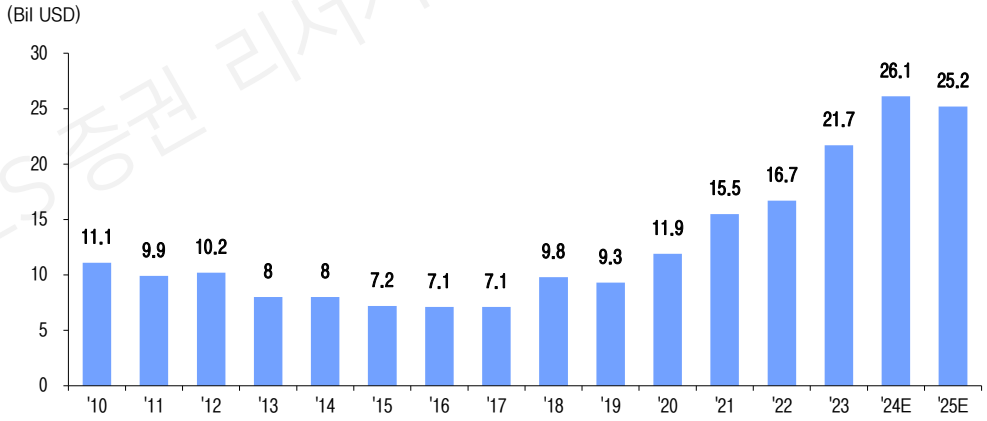
킬웹이란 선형적 킬체인들을 상호 연결해 실시간으로 목표물 탐지-의사결정-타격의 구조를 만들어 낸다. 기존 킬체인과 킬웹에서는 탐지 과정에서부터 차이가 발생하는데 기존 킬체인에서는 단일 고고도 정지위성 혹은 드론을 통해 탐지를 하기 때문에 실시간 감시정찰에 제한이 있었으며 타 무기체계에 해당 정보가 공유되지 않았다면 킬웹에서는 기본적으로 다수의 저궤도 정찰위성 및 드론을 통해 감시정찰을 진행하며 이를 저궤도 통신위성을 통해 실시간으로 모든 무기체계들에게 공유해 탐지-의사결정-타격으로 이어지는 순환고리를 더욱 빠르게 만든다.

그림95 **네트워크 구조가 더욱 복잡해질 미래전 양상**



자료: CSIS, LS증권 리서치센터

그림96 **미 국방부 우주 관련 시스템 연간 예산 규모 추이 및 전망**



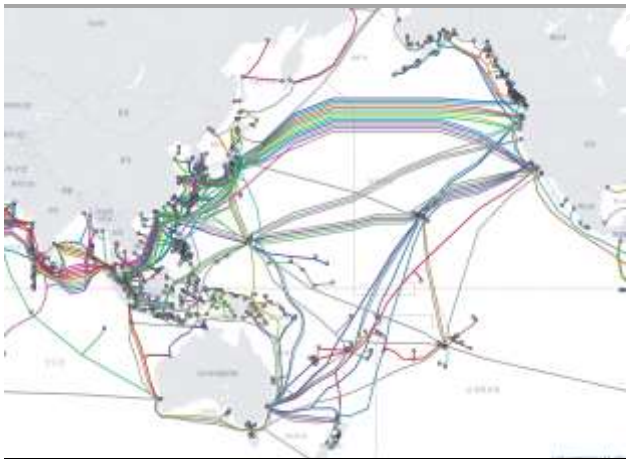
자료: Department of Defense, LS증권 리서치센터

때문에 킬웹 전투체계를 실제 구현하기 위해서는 저궤도 위성으로부터 데이터를 수신할 수 있는 군용 통신기반이 마련돼야 함은 물론이고 다수의 저궤도 위성이 통신, 감시정찰 자산으로써 반드시 필요하다.

통신망 안보: 저궤도 통신위성 수요 증가 전망

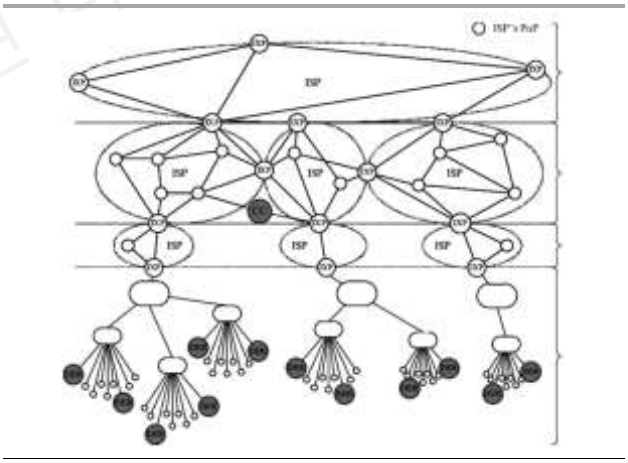
전세계 통신은 해저케이블을 통해 연결돼있다. 나무로 비유하자면 해저케이블이 거대한 나무줄기 역할을 하며 각 국가들은 나뭇가지처럼 각 국가들의 통신사를 통해 거대한 해저케이블 이라는 줄기에 연결돼 있는 구조이다.

그림97 **전세계 해저케이블 현황**



자료: Submarinecablemap, LS증권 리서치센터

그림98 **계층화된 통신망 구조 모습**

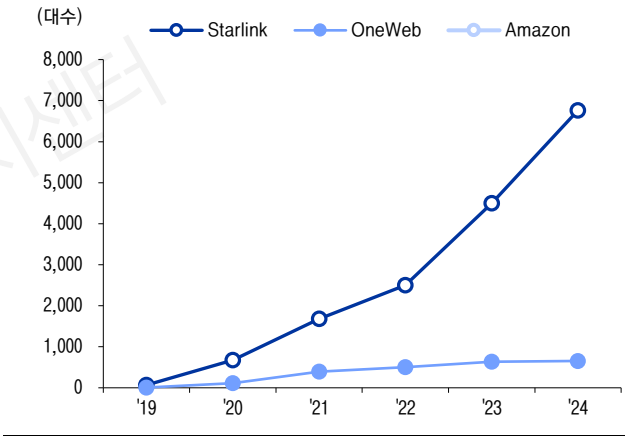


자료: ResearchGate, LS증권 리서치센터

그림99 **러-우 전쟁 스타링크 터미널 설치중인 모습**

자료: SpaceNews, LS증권 리서치센터

그림100 **민간 기업 저궤도 위성수 증가 추이**



자료: Statista, LS증권 리서치센터

국가 기간시설은 그 특성상 국가간 분쟁 발생시 1순위 타겟이 되는데 이는 공격에 성공했을 시 그 파급효과가 다른 타겟보다 훨씬 크기 때문이다. 현대전에서 사이버전쟁은 단순히 군과 관련된 피해를 주는 것 이상의 더 큰 개념으로 러-우 전쟁을 통해 볼 수 있었듯이 인터넷을 통한 전세계적인 여론 생성 또한 더 큰 의미에서 사이버전쟁에 포함될 수 있다.

때문에 타국과의 연결성 여부는 분쟁 발생시 굉장히 중요한 요소인데 단순히 해저케이블을 이중, 삼중으로 설치해서 안보를 확보하는 것뿐만 아니라 저궤도 위성을 통한 백업 통신망 구축 수요 또한 발생할 것이라 전망한다.

그림101 소형 SAR 위성 촬영 사진

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

표21 전세계 저궤도 군집 위성 프로젝트

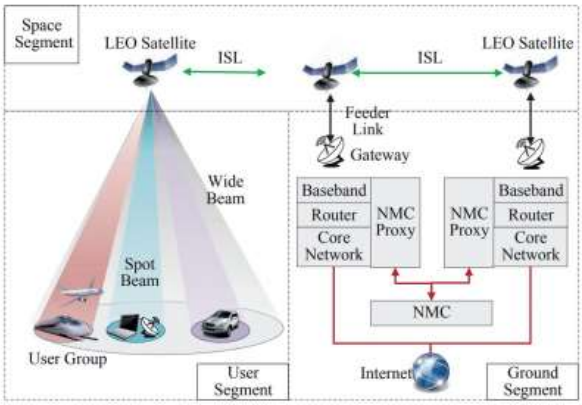
프로젝트 명	국가	목표 위성 대수	사업기간
PWSA	미국	>1,000	'22~'32
Guowang	중국	13,000	~'35
IRIS2	EU	290	'24~'36
Sfera	러시아	640	~'30

자료: LS증권 리서치센터

그림102 국내 초소형 SAR 군집 위성 체계 개발 개념도

자료: 방위사업청, LS증권 리서치센터

그림103 위성간 데이터 링크(ISL) 구조



자료: IEEE, LS증권 리서치센터

우리나라의 경우 민수, 군수분야에서 별도로 저궤도 위성 관련 프로젝트를 진행하고 있는데 민수분야에서는 24년 5월 과기부 '저궤도 위성통신 산업경쟁력 확보 위한 기술개발사업'이 예비 타당성 조사를 통과했으며 6G 표준화가 정립되는 2030년경 발사시기를 맞춰 6G 통신위성 2기를 발사할 예정이다.

표22 국내 정찰감시용/통신 저궤도 위성 사업 정리

구분	위성 총 대수	주관	비고
425 사업	5 기(SAR 4 기, EO/IR 1 기)	방위사업청,	25 년까지 SAR 위성 4, 5 호기 발사
다부처 SAR 위성 사업	SAR 40 기	다부처	26 년 사업자 선정 계획
초소형 SAR 위성 사업	-	국방과학연구소	-
상용 저궤도 통신위성체계	-	방위사업청	원웹 저궤도 위성 활용 군용 게이트웨이 개발, 향후 저궤도 통신 활용하는 군 전술통신망 구축 양산 사업 기대

자료: LS증권 리서치센터

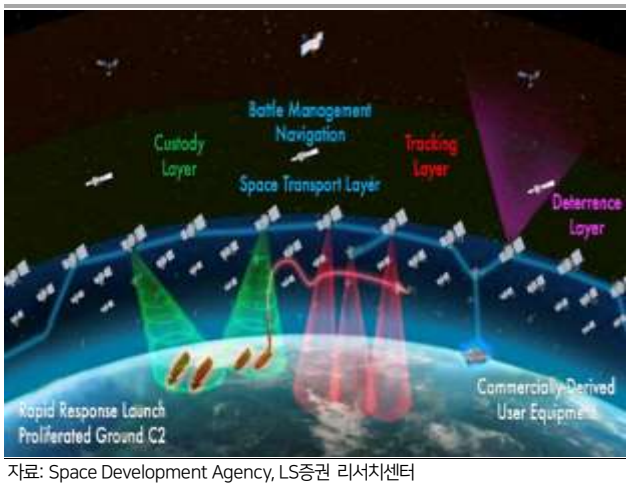
미국 PWSA 프로젝트: 다계층 군집 위성 구축

PWSA(Proliferated Warfighter Space Architecture): SDA(Space Development Agency)가 주관해 기존 군에서 활용하던 정지위성의 한계점을 보완하기 위해 다수의 저궤도 위성을 발사하는 사업이다. 저궤도 위성을 Transport, Tracking, Custody, Navigation, Battle Management, Support 총 6개 레이어로 구성할 예정이며 20년부터 레이어 구축을 시작해 30년까지 레이어 기능을 고도화하는 것을 목표로 하고 있다.

그림104 미국 Blackjack project 개념도

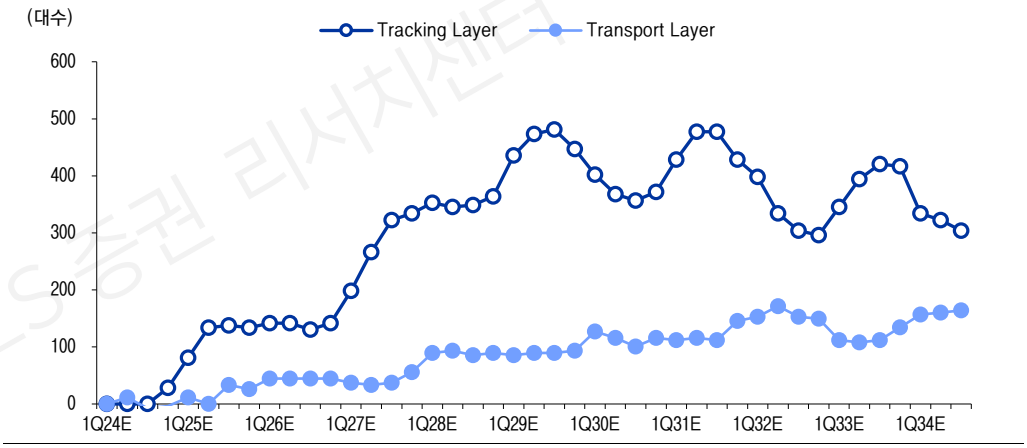
자료: DARPA, LS증권 리서치센터

그림105 미국 우주개발국 PWSA 개념도



자료: Space Development Agency, LS증권 리서치센터

그림106 PWSA 레이어별 위성 대수 전망



자료: Space Development Agency, LS증권 리서치센터

그림107 PWSA 레이어별 기능

구분	기능	역할
전송 레이어	글로벌 연결성 제공, 레이저 광학 위성간 링크 사용	전체 아키텍쳐 백본 역할 수행
추적 레이어	미사일 경보, 추적, 방어능력 제공	적외선 센서 사용해 극초음속 및 탄도미사일 위협 감지 및 추적
감시 레이어	지상 시간에 민감한 이동 표적에 대한 24/7 전천후 감시 제공	-
항법 레이어	GPS와 독립적인 대체 위치, 항법, 시간 제공능력	-
전투관리 레이어	시간에 민감한 킬체인 가능하게 하는 명령 및 제어, 데이터 처리	-
지원 레이어	지상국 및 물류 지원 제공	-

자료: LS증권 리서치센터

미래 전장(모자이크전) 개념과 유무인복합체계의 필요성

유무인복합체계란 단어 그대로 유인기 한대에 여러 개의 무인체계를 동시에 운용하는 개념을 말한다. 유무인복합체계는 큰 그림에서는 모자이크전 그리고 킬웹(Kill Web)이라는 개념 내 속해있으며 모자이크전이라는 개념을 현실화하기 위해서 드론, 네트워크 기술, AI 등 현재 증시를 이끌어가고 있는 최신 기술들이 국방분야에 적용돼야 한다.

그림108 **DARPA 모자이크전 개념**

자료: DARPA, LS증권 리서치센터

모자이크전의 현실화에 따라 다양한 산업군이 수혜를 받을 것으로 보이나 방위산업체로 한정해보면 결국 유무인복합체계에 따른 무인기, 전장에 필요한 네트워크를 실시간으로 연결해주기 위한 저궤도위성 그리고 관련한 탑재체들, 마지막으로 이러한 네트워크를 연결해주기 위한 군 전용 게이트웨이 및 안테나 등 통신장비들의 수요 증가가 예상된다.

그림109 **미군의 상쇄전략 변화**

	시기	적용기술	주요전력
1 차 상쇄전략	1950 년대(아이젠하워 행정부)	핵무기와 운반기술	핵무기, 미사일, 방공체계
2 차 상쇄전략	1970 년대(카터 행정부)	컴퓨터와 네트워크	우주항공자산, 스텔스, 정밀유도무기
3 차 상쇄전략	2010 년대(오바마 행정부)	빅데이터, 인공지능 등 4 차 산업혁명 기술	자율무기체계, 인공지능 기반 C2, 사이버무기 등

자료: LS증권 리서치센터

모자이크전을 구체화를 위해 기술개발에 가장 적극적인 국가는 미국이다. 미국은 미래 군사적 우위를 다시 한번 더 가져오기 위해 이미 2010년 중반부터 모자이크전의 개념을 정의한 이후 이를 3차 상쇄전략으로 채택했다.

MUM-T 대표적 사례 중 하나인 아파치 헬기 사례를 보면 현재 미국의 유무인복합 기술 수준은 헬기 조종사가 헬기 내에서 MQ-1과 같은 드론을 직접 조종 그리고 목표물을 타격할 수 있으며 드론으로부터 데이터를 먼 거리에서 받아 이를 지상 및 다른 헬기에게 공유할 수 있는 수준까지 올라온 것으로 파악되고 있다.

그림110 **미국 2010 무인항공체계 로드맵 中**

자료: U.S ARMY, LS증권 리서치센터

그림111 **MQ-1C 와 함께 운용되는 AH-64E 모습**

자료: KIDA, LS증권 리서치센터

그림112 **차세대 전투기 사업 현황**

프로그램명	지역	파트너사	확보능력	개발현황
Next Generation Air Dominance(NGAD)	미국	Lockheed Martin, Boeing, General Electric, RTX 등	유무인 협력 전투기(PCA, CCA)를 통한 유무인시스템 통합, AI 활용, 대용량 데이터 실시간 처리, 고도화된 스텔스	F-22 랩터 대체, 2030 년 말 생산 목표
Future Combat Air System(FCAS)	유럽	Dassault, Airbus, Thales, Indra, MTU 등	원격 무인기 통제, AI 활용, 네트워크 및 다영역 작전 수행	1 단계: 2029 년, 2 단계 2040 년, 실전배치: 2050 년경 목표
Global Combat Air Programme(GCAP)	영국, 일본, 이탈리아	BAE Systems, Mitsubishi Heavy Industry, Leonardo, Rolls-Royce 등	유무인복합, 대량 전력생성, 다영역 작전, 스텔스 기능	기본설계: 2025 년 시작, 시제기 시험비행: 2029-2035 년 목표

자료: LS증권 리서치센터

또한 미국 및 유럽에서 진행하고 있는 차기 6세대 전투기 사업들은 유무인복합, 인공지능, 네트워크 중심 작전 수행능력 그리고 스텔스 기술을 보유하고 있다는 점에서 공통점을 가지고 있는데 시기의 문제이지 유무인복합체계 개발 및 도입은 틀림없이 방위산업의 미래 방향성이다.

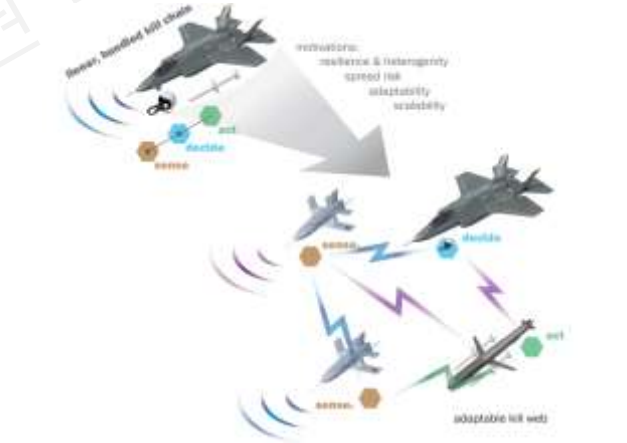
킬웹(Kill Web)과 모자이크전 개념의 등장: 저궤도 위성, 무인기 수요의 증가

기존 킬체인이라고 불리는 선형적 의사결정체계의 경우 흔히 우리가 생각할 수 있는 의사결정 체계를 따르고 있다. 정찰위성/정찰드론 혹은 소규모 부대가 표적을 식별한 후 중앙지휘통제기구에 이를 보고하게 되면 중앙지휘통제기구에서는 내부 의사결정을 거쳐 표적 제거에 효과적인 교전 수단을 선택하게 되고 결정한 바를 다시 소규모 부대로 전달하게 된다.

그림113 우리나라 지휘통제 모델 도식

자료: 방위사업청 청아람, LS증권 리서치센터

그림114 킬체인(Kill Chain)과 킬웹(Kill Web) 개념 비교



자료: CSBA MOSAIC WARFARE, LS증권 리서치센터

때문에 적을 식별하는 ISR체계가 요격되거나 명령을 하달한 교전수단인 보병부대 혹은 무기체계가 손상을 입어 기대한 교전을 시행할 수 없게 될 경우 중앙지휘통제기관에서 해당 제한사항을 전달 받고 다시 의사결정을 해야하기 때문에 실시간으로 의사결정을 할 수 없게 된다.

이러한 문제점을 해결하기 위해 모자이크전이라는 새로운 개념의 전장형태를 개발했으며 이를 구현하기 위해 킬웹(Kill Web)이라는 전투체계를 고안해내게 된다.

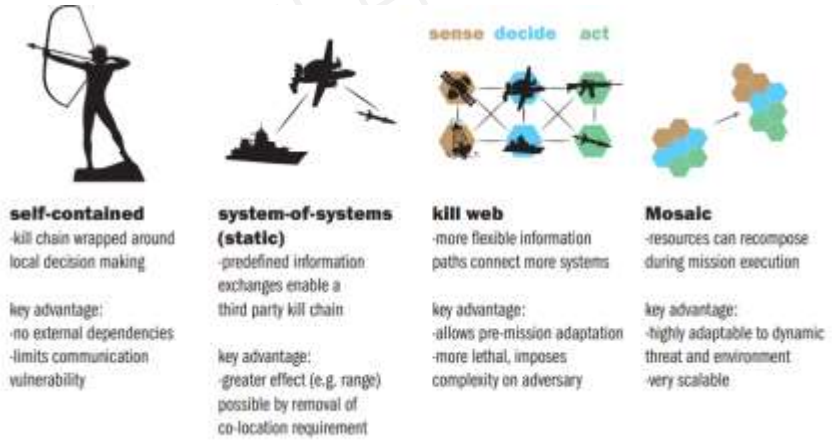
표23 모자이크전과 기존 전투체계 차이

특성	모자이크전	기존 선형적 전투체계
구조	분산된 소규모 전력의 유연한 결합	대규모 통합 시스템
적응성	높음 (신속한 구성 및 재구성 가능)	낮음 (변화에 대한 적응 어려움)
의사결정	분산화된 의사결정, AI 활용	중앙집중식 의사결정
네트워크	킬웹(Kill Web) - 다채널 네트워크	킬체인(Kill Chain) - 단일 선형 구조
복잡성	적에게 높은 복잡성과 불확실성 부과	예측 가능한 패턴
취약성	일부 손실에도 전체 기능 유지	주요 노드 손실 시 전체 시스템 영향
기술 활용	AI, 기계 학습, 자율 시스템 통합	인간 중심의 운용
유연성	높음 (다양한 시나리오에 대응 가능)	제한적 (특정 시나리오에 최적화)
비용 효율성	소규모, 저비용 요소의 조합으로 효율적	고비용의 대규모 시스템에 의존
작전 속도	빠른 OODA 루프 순환	상대적으로 느린 의사결정 과정

자료: LS증권 리서치센터

모자이크전이란 모자이크 그림처럼 하나의 조각이 없어져도 그림 전체를 이해할 수 있는 것처럼 특정 역할을 가지고 있는 부대가 타격을 입어 임무수행이 불가능해도 다른 무기체계가 소규모 부대를 대체할 수 있는 선형적인 네트워크 중심전(NCW)에서 한층 더 발전된 개념이다.

그림115 **킬체인에서 킬웹, 모자이크전으로 발전하는 전장형태**

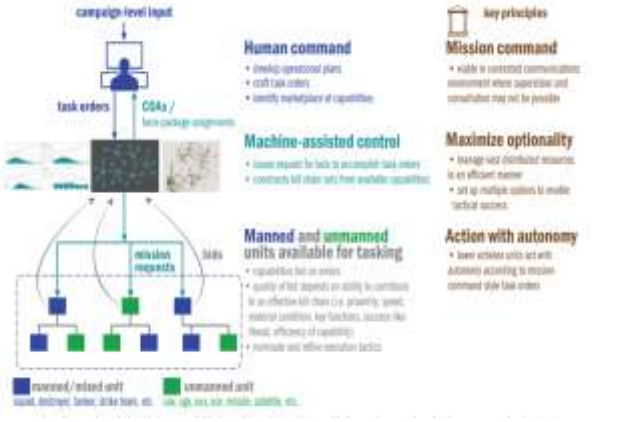


자료: CSBA MOSAIC WARFARE, LS증권 리서치센터

그림116 **우크라이나군이 활용한 GIS ARTA 시스템**

자료: Research Gate, LS증권 리서치센터

그림117 **모자이크전 지휘통제 모델**



자료: CSBA MOSAIC WARFARE, LS증권 리서치센터

하나의 부대는 소수의 유인 무기체계 그리고 다수의 무인체계로 이루어져 있으며 해당 소규모 제대가 모여 모자이크 그림처럼 하나의 큰 부대를 구성하게 된다. 그리고 하나의 무기체계는 다수의 역할을 동시에 수행할 수 있는데 특히 무인 체계의 경우 정찰감시, 타격의 임무를 동시에 수행하며 감시정찰 등 데이터를 실시간으로 전 부대에 공유를 하게 된다.

킬웹 구현을 위한 국내 연구 개발 현황

결국 킬웹 나아가 모자이크전이라는 새로운 전투체계를 구현하기 위해선 저궤도 위성 통신망을 활용한 데이터 링크 기술이 필요하다. LIG넥스원의 경우 KT와 25년 1월 민·군 겸용 저궤도 위성 통신 핵심 기술 개발 MOU를 체결한 바 있으며 한화시스템의 경우 원웹 저궤도 위성통신망을 활용해 25년 11월까지 군 전용 게이트웨이, 위성단말 등 연구개발을 진행할 계획이다.

그림118 **정부 MUM-T 전력화 이행계획**

자료: 국방기술진흥연구소, LS증권 리서치센터

그림119 **합동전술데이터링크체계(JTDLS) 모습**

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

그림120 **상용 저궤도위성 기반 통신체계 사업 관련**

방위사업청 보도자료

다국적 민간위성 활용해 군 통신체계 개발한다

- '상용 저궤도위성 기반 통신체계' 신속시범사업 협약 체결 -

□ 방위사업청(청장 임동환)은 상용 저궤도위성을 이용한 군용 통신 사업을 본격적으로 추진한다고 밝혔다.

○ '상용 저궤도위성 기반 통신체계' 사업은 지난 2월 신속시범사업추진위원회(위원장 고위공무원 한경희)에서 신속시범사업 대상과제로 선정된 후 과제 세부검토 및 업체선정 절차 등을 거쳐,

○ 11.20.(화) 사업관리기관인 국방신속획득기술연구원(원장 변용찬, 이하 신속원)과 사업수행기관으로 선정된 한화시스템이 390억원 규모의 협약을 체결하였다.

자료: 방위사업청, LS증권 리서치센터

그림121 **한국항공우주 NACS 구상도(KADEX 2024)**

자료: 한국항공우주, LS증권 리서치센터

체계종합업체 중에선 한국항공우주가 NACS(Next Generation Aerial Combat System)라는 차세대 공중 전투체계를 제시했다. 해당 전투체계는 FA-50, KF-21, LAH 등 한국항공우주가 개발한 모든 항공 무기체계에 적용 될 전망이며 전력화 시기는 KF-21 Block3 개발 이후로 보여진다. NACS는 총 3단계로 나눠 개발을 진행할 예정이며 1단계로는 다목적 무인기(AAP) 초도비행 수행, 2단계에서 무인기와 저궤도 위성간 연결 이후 NACS-3에서 항공유무인복합체계를 완성할 계획이다.

종합해보자면 2030년 이후에는 항공엔진 국산화, 공대공 미사일 국산화, 다계층 저궤도 감시정찰 위성 운용 및 6G 프로토콜 확립 그리고 유무인체계 개발 가시화 등 우리나라 방위산업을 한 단계 더 도약시켜줄 굵직한 이벤트들이 다수 존재한다. 때문에 우리나라가 본래 경쟁력을 갖추고 있던 지상화력 분야에 더해 항공우주 분야가 추가되면서 우리나라 방위산업은 끊임없는 성장을 지속 할 것이다.

표24 **국내 개발 중인 미사일 현황**

체계명	총사업비 (조원)	사거리 (km)	개발 일정	탑재 기종	비고
단거리 공대공 유도탄-II	0.6	20-30	25-35 년	KF-21	-
장거리 공대공 미사일	1.5	200	2030 년	KF-21	-
초음속 공대지, 공대함 순항미사일	-	300	26-35 년	FA-50, KF-21	25 년 3 회 비행시험 예정, 26 년 이후 개발완료, 덕티드 램제트 채택
장거리 공대지 순항 미사일(천룡)	0.8	300	21-28 년	FA-50, KF-21	2030 년 양산계획

자료: LS증권 리서치센터

표25 **국내 개발 진행중인 항공엔진 개발 현황 및 일정**

구분	성능	개발기간	개발비	적용처
왕복엔진	200hp	2021-2026	-	군단 정찰용 무인기
터보프롭엔진	1400hp	2019-2028	-	중고도 정찰용 무인기
터보팬엔진	5,500lbf	2013-2027	-	무인 편대기
	10,000lbf	2017-2031	-	저피탐 정찰용 무인기
	15,000lbf	2023-2040	약 5 조원	전투기

자료: 방위사업청, LS증권 리서치센터

표26 **KF-21 Block 별 개량 계획**

구분	일정	양산예정 대수	스텔스 성능	무장
Block1	2026-2028	40	레이더 흡수 코팅 적용, 반스텔스 설계	공대공 위주 무장
Block2	2028-2032	80	내부 무장창 추가	공대지/함 무장 추가
Block3	2032~	-	-	한국형 단·장거리 공대공 미사일 시험 및 통합

자료: LS증권 리서치센터

표27 **국내 정찰감시용/통신 저궤도 위성 사업 정리**

구분	위성 총 대수	주관	비고
425 사업	5 기	방위사업청,	25 년까지 SAR 위성 4, 5 호기 발사
다부처 SAR 위성 사업	SAR 40 기	다부처	26 년 사업자 선정 계획
초소형 SAR 위성 사업	-	국방과학연구소	28 년부터 발사 계획 국산 고체연료발사체의 경우 민간에 기술이전 계획
상용 저궤도 통신위성체계	-	방위사업청	원웹 저궤도 위성 활용 군용 게이트웨이 개발, 향후 저궤도 통신 활용하는 군 전술통신망 구축 양산 사업 기대

자료: LS증권 리서치센터

기업분석

한화에어로스페이스 (012450)	64
LIG 넥스원 (079550)	71
한국항공우주 (047810)	78
현대로템 (064350)	87
한화시스템 (272210)	93

Universe

종목명	투자판단	목표주가
한화에어로스페이스	Buy(신규)	710,000 원(신규)
LIG 넥스원	Buy(신규)	350,000 원(신규)
한국항공우주	Buy(신규)	69,000 원(신규)
현대로템	Buy(신규)	110,000 원(신규)
한화시스템	Not Rated	Not Rated

한화에어로스페이스 (012450)

2025. 2. 18 | 방위산업

K방산 대장주, 끊임없는 성장

Analyst 최정환 CFA
jhchoi@ls-sec.co.kr

육해공 방산 포트폴리오의 완성

동사는 비방산 자회사인 정밀기계, 비전 분리 그리고 25년 계열사로부터 한화오션 지분 인수를 통해 1Q25부터 연결인식 예정이다. 별도기준 지상화력 및 항공우주 그리고 연결기준으로 한화시스템 레이더 및 위성탑재체, 오션 인수 이후 해양방산 역량을 확보하면서 국내 유일 육해공 전반의 역량을 갖춘 기업으로 탄생하게 됐다.

든든한 수주잔고, 수출 수주잔고 증가에 따른 마진율 개선 지속

24년 지상방산 수주잔고는 약 32.4조, 항공우주 수주잔고는 약 29.0조로 추정되나 비공개 공급계약까지 고려한다면 지상방산 수주잔고는 보다 더 높았던 것으로 보인다. 25년 지상방산 기말 수주잔고 수출 비중은 약 78%(+10%p YoY)로 증가를 전망하는데 이는 동남아시아, 동유럽, 중동 등 최근 방산 주요수출 국가로의 기대가능한 신규 수주를 고려한 금액이다. 제품별로는 동사의 베스트셀러인 K9 자주포를 필두로 레드백 장갑차 그리고 국내 L-SAM 양산에 따른 중동향 L-SAM 관련 추가 수주 또한 기대된다.

25년 이집트 및 호주 K9자주포 양산 매출 인식 본격화

25년 연결기준 매출액 29.7조원(+146.0% YoY), 영업이익 2.8조원(+54.7% YoY, OPM 9.3%)으로 한화오션 연결인식을 반영했다. 별도 기준 지상방산 부문 수출 비중 58.1%, OPM 31.2%로 K9자주포 70문, 천무 50대 이상이 인도돼 25년에도 폴란드향 수출이 실적을 견인할 것으로 보이며 폴란드 이외 이집트, 호주 K9자주포가 양산에 돌입하기 시작하며 수출매출 비중은 26년 63.9%→27년 64.6%로 지속 증가를 전망한다.

방위산업 업종 내 Top-Pick으로 제시

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 71만원으로 커버리지를 개시한다. 동사 지배주주순이익에 글로벌 지상화력 피어 평균 12M fwd PER을 10% 할인해 적용한 결과이다. 동사의 경우 글로벌 피어 대비 더 높은 외형 성장과 더불어 지상방산 부문 수출 비중 증가에 따라 마진율 개선 또한 지속될 것임에도 불구하고 현 주가 기준 12M fwd PER 18.0x를 받고 있다. 주가가 실적을 따라가지 못하고 는 상황이며 이에 따른 밸류에이션 리레이팅이 필요한 시기라 판단한다.

Buy (신규)

목표주가 (신규)	710,000 원
현재주가	577,000 원
상승여력	23.1%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (2/17)		2,610.42 pt
시가총액		263,003 억원
발행주식수		45,581 천주
52 주 최고가/최저가		577,000 / 146,172 원
90 일 일평균거래대금		1,724.72 억원
외국인 지분율		45.2%
배당수익률(24.12F)		0.8%
BPS(24.12F)		113,204 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	47.4%
	6 개월	86.1%
	12 개월	296.2%
주주구성	한화 (외 3 인)	34.0%
	국민연금공단 (외 1 인)	7.6%
	자사주 (외 1 인)	0.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	7,060	400	270	195	3,863	27.4	663	19.1	6.4	1.3	6.8
2023	9,359	691	1,453	818	16,166	418.5	1,030	7.7	8.4	1.8	25.6
2024F	12,065	1,780	2,700	2,294	45,367	280.6	2,176	11.7	7.2	4.7	49.6
2025E	29,677	3,183	2,268	1,463	32,093	70.7	2,512	18.0	8.1	2.3	12.7
2026E	32,723	3,725	3,310	2,186	47,967	149.5	3,245	12.0	5.9	1.9	15.9

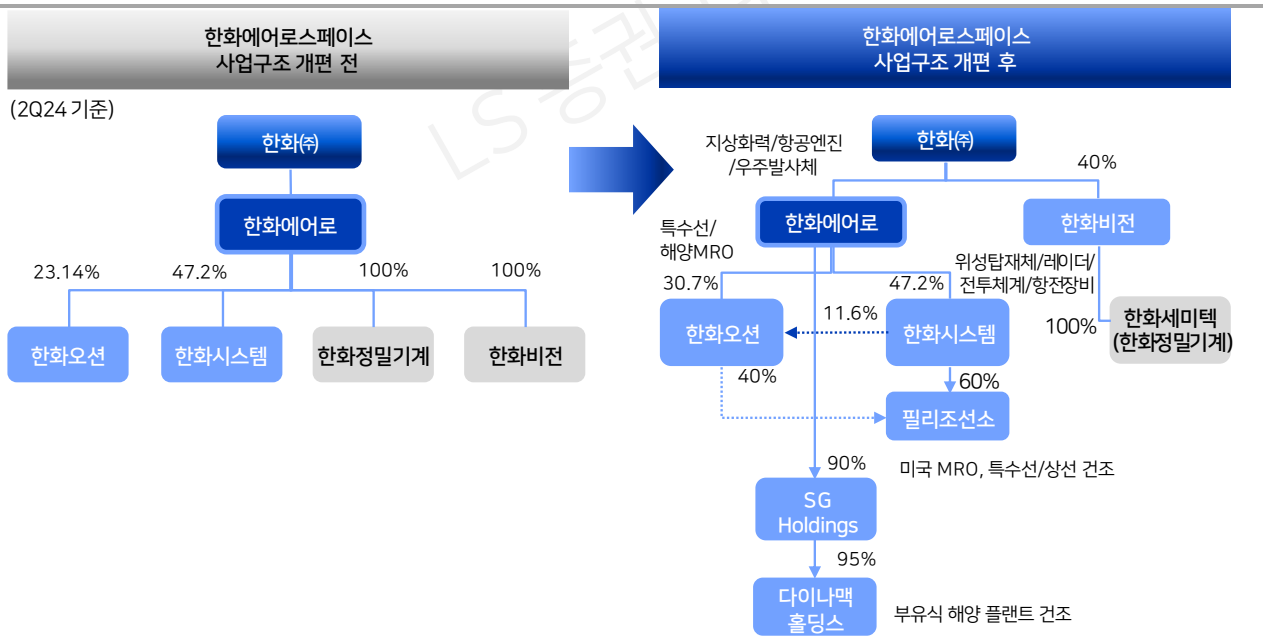
자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

LS증권 리서치센터

육해공 방산 포트폴리오의 완성

동사는 비방산 자회사인 정밀기계, 비전 분리 그리고 25년 계열사로부터 한화오션 지분 인수를 통해 1Q25부터 연결인식 예정이다. 별도기준 지상화력 및 항공우주 그리고 연결기준으로 한화시스템 레이더 및 위성탑재체, 오션 인수 이후 해양방산 역량을 확보하면서 국내 유일 육해공 전반의 역량을 갖춘 기업으로 탄생하게 됐다.

그림122 **한화에어로 비방산 부문 분사 후 육해공 전분야의 방산기업으로 전환**



자료: LS증권 리서치센터

동사의 주력제품으로는 지상화력부문의 K9 자주포, K239 천무 그리고 천궁 차대가 있으며 특히 K9 자주포의 경우 전세계 자주포 시장의 60% 이상을 점유하고 있는 자주포계의 베스트 셀러이다. 항공부문의 경우 KF-21, T/FA-50 에 들어가는 F-414, F-404 항공엔진을 라이선스 생산하고 있으며 GE, Rolls-Royce, Pratt & Whitney 항공엔진 터빈에 들어가는 부품을 공급하고 있다.

표28 **한화에어로스페이스 사업부문별 제품 종류**

사업부문	구분	제품명	매출비중
지상	화력체계 기동체계 대공체계 미사일&탄약	K9 자주포, K10 탄약운반장갑차, 천무 발사대, 레드백 보병전투장갑차, TIGON 차륜형장갑차, 비호복합, 30mm 차륜형대공포, 천마 천검	77.2%
항공	고정익 항공엔진 회전익 항공엔진	T-50 F404, KF-21 F414 라이선스 생산, 유무인기용 독자엔진 수리온 T700/701K, LAH Arriel 2L2	22.8%

자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

든든한 수주잔고, 수출 수주잔고 증가에 따른 마진율 개선 지속

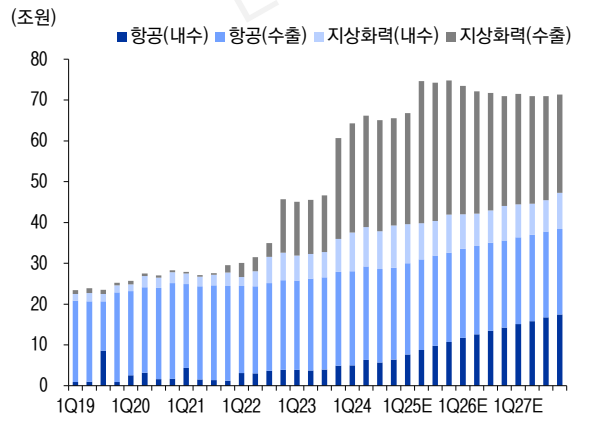
24년 지상방산 수주잔고는 약 32.4조, 항공우주 수주잔고는 약 29.0조로 추정되나 비공개 공급계약까지 고려한다면 지상방산 수주잔고는 보다 더 높았던 것으로 보인다. 25년 지상방산 기말 수주잔고 수출 비중은 약 78%(+10%p YoY)로 증가를 전망하는데 이는 동남아시아, 동유럽, 중동 등 최근 방산 주요수출 국가로의 기대가능한 신규 수주를 고려한 금액이다. 제품별로는 동사의 베스트셀러인 K9 자주포를 필두로 레드백 장갑차 그리고 국내 L-SAM 양산에 따른 중동향 L-SAM 관련 추가 수주 또한 기대된다.

표29 한화에어로스페이스 지상화력 부문 수출 파이프라인(공시기준)

계약명	계약규모 (십억원)	'22	'23	24E	25E	'26E	'27E	'28E	'29E	'30E	'31E	'32E	'33E
수출													
K9 1차 이행계약	3,200												
K9 2차 이행계약	3,400												
천무 1차 이행계약	3,200												
천무 2차 이행계약	2,300												
호주 Land 400 Ph.3 보병전투차량	3,428												
이집트 K9	2,410												
호주 K9	1,019												
루마니아 K9 수출 총괄계약	1,300												
사우디아라비아 천궁 2 구성품	946												
내수													
230mm 다련장 3차 양산	369												
K21 보병전투차량 4차 양산	709												
차륜형 대공포 양산	837												
자주도하장비 양산	462												
KF-21 최초양산 부품 공급계약	473												

자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

그림123 한화에어로스페이스 부문별 수주잔고 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

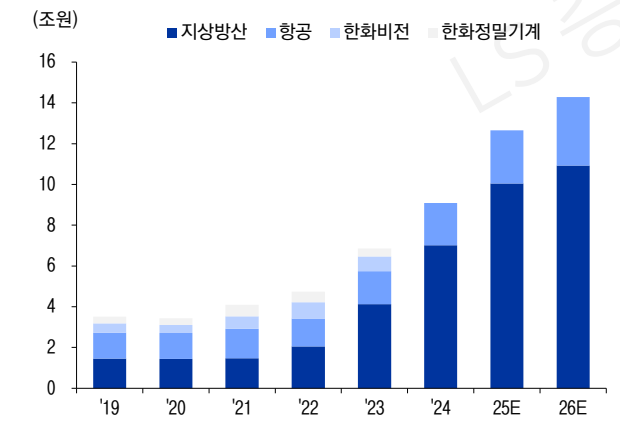
그림124 호주 레드백 장갑차 모습

자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

25년 이집트 및 호주 K9자주포 양산 매출 인식 본격화

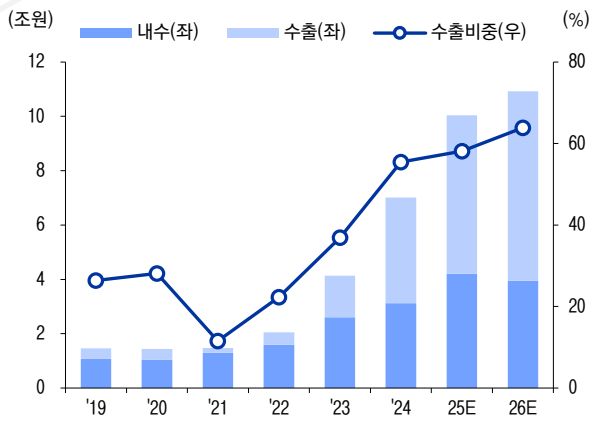
25년 연결기준 매출액 29.7조원(+146.0% YoY), 영업이익 2.8조원(+54.7% YoY, OPM 9.3%)으로 한화오션 연결인식을 반영했다. 별도 기준 지상방산 부문 수출 비중 58.1%, OPM 31.2%로 K9자주포 70문, 천무 50대 이상이 인도돼 25년에도 폴란드향 수출이 실적을 견인할 것으로 보이며 폴란드 이외 이집트, 호주 K9자주포가 양산에 돌입하기 시작하며 수출매출 비중은 26년 63.9%→27년 64.6%로 지속 증가를 전망한다.

그림125 한화에어로스페이스 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

그림126 지상방산 매출액 수출 비중 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

표30 한화에어로스페이스 실적 Table

(십억원)	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'23	24F	25E	26E
연결 매출액	**7,214**	**7,759**	**7,129**	**7,576**	**9,359**	**12,065**	**29,579**	**32,443**
YoY(%)						*28.9*	*145.2*	*9.7*
지상화력	2,447	2,560	2,452	2,581	4,134	7,009	10,040	10,921
수출비중(%)					36.9	55.5	58.1	63.9
항공	550	681	617	758	1,611	2,079	2,607	3,369
한화시스템	695	1,073	998	1,139	2,453	2,806	3,904	5,677
한화오션	2,981	2,979	2,966	3,173	7,408	10,776	12,098	12,141
연결 영업이익	**696**	**709**	**656**	**692**	**691**	**1,780**	**2,746**	**3,613**
OPM(%)	*9.6*	*9.1*	*9.2*	*9.1*	*7.4*	*14.8*	*9.3*	*11.1*
지상화력	503	512	498	512	574	1,585	2,024	2,510
OPM(%)	*20.5*	*20.0*	*20.3*	*19.8*	*13.9*	*22.6*	*20.2*	*23.0*
항공(RSP 포함)	-51	-36	-60	-55	-62	-67	-203	-144
RSP 제외	-41	-33	-36	-30	-7	-7	-140	-77
한화시스템	43	74	68	57	93	210	243	391
한화오션	197	155	146	174	-197	238	672	860
지배주주순이익	**361**	**385**	**349**	**364**	**818**	**2,372**	**1,459**	**2,173**

자료: LS증권 리서치센터

투자포인트: 든든한 지상화력, 중장기적으로 우주항공 밸류 부각

1. 강력한 실적 모멘텀: 방위산업의 실적 모멘텀이 되는 수출비중은 별도 기준으로 전체 매출액에서 24년 약 50%에서 27년 75%로 지속적으로 증가할 전망이며 이에 따라 외형 성장과 더불어 매출 믹스 개선에 따른 마진율 개선 또한 지속될 것으로 보인다.

2. 다양한 제품 포트폴리오: 별도기준 지상화력 부문 내 K9 자주포, K239 천무, 레드백 장갑차, 천궁 차대 그리고 연결기준 한화시스템, 한화오션을 자회사로 보유해 지상화력뿐 아니라 항공우주, 정밀유도, 특수선 등 다양한 제품 포트폴리오를 바탕으로 글로벌 방위비 증가에 따른 수혜를 직접적으로 받고 있다.

3. 적극적인 해외 진출: 동사는 역내 방산제품 생산 수요 증가에 따라 해외 거점 마련에 적극적으로 대응하고 있다. 특히 동사는 동유럽을 중심으로 해외 생산거점 확보에 집중하고 있는데 폴란드 및 루마니아 내 거점을 활용해 수주 경쟁력을 한층 더 강화시킬 것으로 예상된다.

표31 **한화에어로스페이스 해외거점 활용 및 협력 사례**

기업명	국가	주요 내용
한화에어로스페이스	폴란드	폴란드 내 방산연구개발센터 설립 예정 1. WB: JV 설립 통해 천무 유도탄 현지 생산 계획 2. PGZ: K9 자주포 현지 예비 부품 공급 센터 설립 계획
	호주	H-ACE 호주 방산생산기지: K9 및 레드백 장갑차 현지 생산
	이집트	1. Factory 200 - K9 자주포 기술 이전 및 현지생산 담당 2. 아부자발 엔지니어링 - Factory 200 과 현지생산 참여
	루마니아	루마니아 생산 및 MRO 현지 추진 계획
	인도	L&T K9 자주포 현지생산 및 기술이전

자료: LS증권 리서치센터

3. 우주항공 분야 성장에 따른 수혜주: 항공엔진 국산화를 담당하게 될 가능성이 높은 기업으로 국내 항공분야 성장에 따른 수혜가 기대된다.

방위산업을 중심으로 개화할 민간우주산업에서도 동사는 한화 우주 밸류체인 내 발사체를 담당하고 있는 기업으로 수혜를 받게 될 전망이다. 동사는 한국형발사체 고도화 사업의 체계종합기업으로 27년까지 총 6차 누리호 발사 중 25년 4차 발사부터 한국우주연구원과 공동으로 발사체 제작 및 운영을 공동으로 주관하며 민간 업체 중 유일하게 발사체 설계 및 제작, 시스템 통합, 발사 운용 등 우주 발사체 체계종합에 대한 기술을 한국항공우주연구원으로부터 이전 받을 계획이다.

방위산업 업종 내 Top-Pick으로 제시

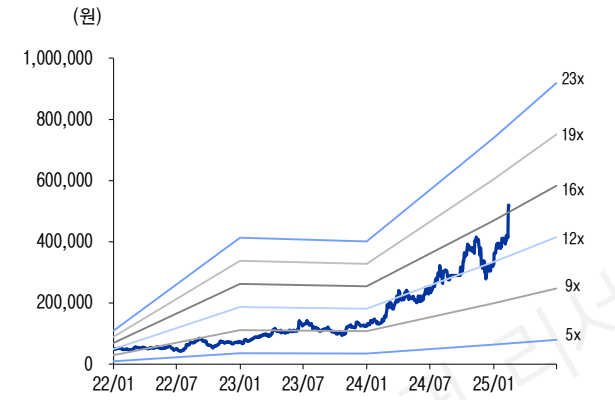
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 710,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사 지배주주 순이익에 글로벌 지상화력 피어 평균 12M fwd PER을 10% 할인해 적용한 결과이다. 동사의 경우 글로벌 피어 대비 더 높은 외형 성장과 더불어 지상방산 부문 수출 비중 증가에 따라 마진율 개선 또한 지속될 것임에도 불구하고 현 주가 기준 12M fwd PER 18.0x를 받고 있다. 주가가 실적을 따라가지 못하고 있는 상황이며 이에 따른 밸류에이션 리레이팅이 필요한 시기라 판단한다.

표32 **한화에어로스페이스 목표주가 산출**

(십억원, 원)	세부내용	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
지배주주순이익 - 최근 4개 분기	1,463	360	386	350	366
Target PER	22.1	글로벌 지상화력 Peer 12M fwd PER 10% 할인			
시가총액	32,256				
상장주식수(천주)	45,581				
Target Price	710,000				
현재 주가	577,000				
상승여력(%)	23.1				

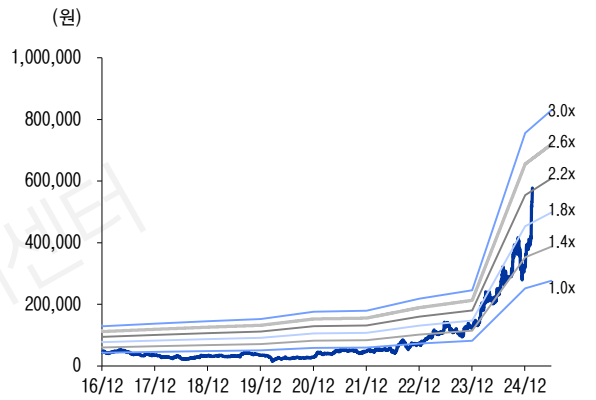
자료: LS증권 리서치센터

그림127 **한화에어로스페이스 12M fwd PER 밴드**



자료: 한화에어로스페이스(오션 연결 반영), LS증권 리서치센터

그림128 **한화에어로스페이스 12M fwd PBR 밴드**



자료: 한화에어로스페이스(오션 연결 반영), LS증권 리서치센터

표33 **지상 무기체계 피어 테이블**

기업명	국가	매출 YoY(%)			OPM(%)			ROE			12M fwd PER	시가총액(조원)	주요제품
		23	24F	25E	23	24F	25E	23	24F	25E			
제너럴 다이내믹스	미국	12.9	5.3	4.4	10.0	10.1	10.3	16.6	17.4	18.2	16.2	94.2	(전차)M1 에이브람스, (장갑차)스트라이커 장갑차, LAV
BAE 시스템스	영국	22.2	7.7	6.0	11.1	9.1	10.8	17.1	18.2	18.9	18.3	67.0	(전투차량)M2/M3, (곡사포)M777, (자주포)AS90, (전차)챌린저 2
라인메탈	독일	39.2	26.4	27.4	11.8	8.5	15.6	17.4	25.1	29.4	39.1	53.8	(전차)레오파드전차, (자주포)PzH 2000, (장갑차)링스, (다연장로켓)GMARS
평균	-	24.8	13.2	12.6	11.0	9.2	12.2	17.0	20.3	22.2	24.5		-
동사	-	32.6	28.9	45.7	7.4	14.8	11.8	25.6	49.6	19.5	18.0	26.3	-

자료: LS증권 리서치센터(오션 연결 전)

한화에어로스페이스 (012450)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
유동자산	8,508	9,192	11,968	31,412	32,921
현금 및 현금성자산	3,070	1,806	4,747	9,241	10,364
매출채권 및 기타채권	1,543	2,119	2,360	6,630	7,066
재고자산	2,163	2,869	3,243	12,033	12,610
기타유동자산	1,732	2,399	1,619	3,509	2,882
비유동자산	6,644	10,351	11,070	14,840	16,907
관계기업투자등	1,494	4,738	5,298	2,525	2,828
유형자산	3,018	3,410	3,557	9,001	9,911
무형자산	2,133	2,203	2,215	3,314	4,168
자산총계	**15,152**	**19,543**	**23,038**	**46,252**	**49,829**
유동부채	8,223	12,077	12,232	26,732	27,072
매입채무 및 기타재무	1,301	1,879	2,050	4,929	5,512
단기금융부채	1,802	2,616	3,489	8,036	8,674
기타유동부채	3,826	2,971	5,267	6,555	8,571
비유동부채	3,011	2,782	3,615	10,263	10,756
장기금융부채	1,918	1,644	2,468	5,452	6,216
기타비유동부채	1,093	1,139	1,146	4,812	4,541
부채총계	**11,234**	**14,859**	**15,847**	**33,339**	**34,451**
지배주주지분	2,497	3,528	5,732	6,255	7,950
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	217	192	192	192	192
이익잉여금	2,015	2,627	4,831	5,797	7,493
비지배주주지분(연결)	0	443	443	326	514
자본총계	**1,061**	**1,156**	**1,460**	**5,233**	**5,814**

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
매출액	**7,060**	**9,359**	**12,065**	**29,677**	**32,723**
매출원가	5,549	7,221	8,463	23,741	25,363
매출총이익	1,512	2,138	3,601	5,937	7,360
판매비 및 관리비	1,111	1,447	1,821	3,183	3,725
영업이익	**400**	**691**	**1,780**	**2,754**	**3,635**
(EBITDA)	663	1,030	2,176	2,512	3,245
금융손익	48	85	72	23	21
이자비용	85	170	225	156	164
관계기업등 투자손익	-21	-28	17	26	283
기타영업외손익	288	465	1,466	2,549	3,167
세전계속사업이익	**270**	**1,453**	**2,700**	**2,268**	**3,310**
계속사업법인세비용	75	238	51	373	566
계속사업이익	195	1,215	2,649	1,894	2,743
중단사업이익	26	0	0	0	0
당기순이익	147	977	2,598	1,780	2,596
지배주주	195	818	2,294	1,463	2,186
총포괄이익	**124**	**1,060**	**2,598**	**1,780**	**2,596**
매출총이익률 (%)	21.4	22.8	29.9	20.0	22.5
영업이익률 (%)	5.7	7.4	14.8	9.3	11.1
EBITDA 마진률 (%)	9.4	11.0	18.0	8.5	9.9
당기순이익률 (%)	2.8	8.7	19.0	4.9	6.7
ROA (%)	1.5	4.7	10.8	3.2	4.4
ROE (%)	6.8	25.6	49.6	12.7	15.9
ROIC (%)	6.8	16.3	48.3	9.3	9.9

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**459**	**-549**	**2,066**	**5,286**	**1,261**
당기순이익(손실)	-1,598	1,137	3,123	1,780	2,596
비현금수익비용가감	1,389	-614	1,750	5,758	-662
유형자산감가상각비	181	261	314	350	390
무형자산상각비	82	78	82	80	80
기타현금수익비용	416	-407	1,360	4,982	-2,034
영업활동 자산부채변동	833	-733	-3,177	-1,988	-404
매출채권 감소(증가)	-305	-583	-241	-1,079	-587
재고자산 감소(증가)	-277	-714	-375	-1,482	-807
매입채무 증가(감소)	226	244	170	937	510
기타자산, 부채변동	1,189	319	-2,732	-364	480
투자활동 현금	**-1,137**	**-2,832**	**-1,606**	**794**	**-2,141**
유형자산처분(취득)	-311	-580	-933	-1,268	-1,304
무형자산 감소(증가)	-150	-121	-94	-1,175	-935
투자자산 감소(증가)	-725	-2,382	-394	3,149	103
기타투자활동	49	251	-186	88	-6
재무활동 현금	**86**	**3,253**	**2,381**	**-377**	**-904**
차입금의 증가(감소)	263	445	0	0	0
자본의 증가(감소)	-35	-51	-91	-242	-123
배당금의 지급	35	51	91	242	123
기타재무활동	-141	2,858	2,472	-135	-781
현금의 증가	**-577**	**-123**	**2,841**	**5,703**	**-1,785**
기초현금	4,307	3,730	3,605	6,446	12,149
기말현금	3,730	3,605	6,446	12,149	10,364

자료: 한화에어로스페이스, LS 증권 리서치센터

주요 투자지표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	19.1	7.7	11.7	18.0	12.0
P/B	1.3	1.8	4.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	6.4	8.4	7.2	8.1	5.9
P/CF	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률 (%)	1.4	1.4	0.9	0.4	0.6
성장성 (%)					
매출액	27.4	32.6	28.9	146.0	10.3
영업이익	44.5	72.6	157.6	54.7	32.0
세전이익	-32.5	521.7	118.1	-16.0	45.9
당기순이익	-22.7	318.5	180.6	-74.1	35.6
EPS	-22.7	318.5	180.6	-29.3	49.5
안정성 (%)					
부채비율	286.7	317.2	220.4	290.2	250.3
유동비율	103.5	76.1	97.8	67.9	66.1
순차입금/자기자본(x)	12.8	50.2	13.9	27.8	24.3
영업이익/금융비용(x)	10.8	8.1	11.6	5.7	4.5
총차입금 (십억원)	1,802	2,616	3,489	9,369	9,981
순차입금 (십억원)	502	2,350	999	3,197	3,349
주당지표(원)					
EPS	3,863	16,166	45,367	32,093	47,967
BPS	4,286	69,689	113,204	252,021	301,980
CFPS	16,292	17,957	87,400	48,498	67,271
DPS	1,000	1,800	4,790	2,440	3,700

LS 증권 리서치센터

LIG 넥스원 (079550)

2024. 2. 18 | 방위산업

조용하지만 강한 K방산 기업

Analyst 최정환 CFA
jhchoi@ls-sec.co.kr

국내 대표 유도무기 체계 종합 기업

동사는 천궁 및 L-SAM으로 대표되는 정밀타격 분야 체계 종합 기업이며 이외 미국 수출이 거론되고 있는 비궁, 러-우 전쟁에서 활약한 휴대용 대전차미사일 현궁 그리고 어뢰 및 소나체계를 생산하고 있다. 장기적으로는 한국형 미사일 방어 체계(KAMD) 구축 및 KF-21 & FA-50에 탑재될 국산 공대공/공대지/공대함 미사일 양산에 따라 지속적인 성장을 보여줄 것으로 기대되는 기업이다.

중동향 L-SAM 추가 수주 기대

24년 기말 기준 총수주잔고는 약 20.1조원으로 수주잔고 30% 이상이 수출사업으로 구성돼 있는 것으로 추정되며 UAE 및 사우디향 천궁2 수출이 수주잔고의 급격한 성장을 견인했다. 25년에는 24년 수주잔고에 인식되지 않은 이라크 천궁2 수출사업이 수주잔고로 인식될 예정이다. 경영진 측에서는 현재 수주잔고 기준으로도 향후 7년간 매출 인식이 가능하다고 발표한 바 있으며 중동향 L-SAM 그리고 LAMD 국내 양산 이후 관련 체계들의 수출사업까지 고려하면 동사가 걸어갈 성장의 길은 명확하다.

중동향 수출 매출 지속 증가 전망

25년 연결기준 연간 매출액 약 4.3조원(+32.4% YoY), 영업이익 3,410억원(+48.0% YoY, OPM 8.0%)로 호실적을 기록할 것으로 전망한다. UAE향 천궁2 양산 매출 인식이 본격화되며 동사의 실적을 견인할 것으로 보이며 26년 이후에는 사우디향 천궁2 양산 매출인식 본격화, 27년부터는 이라크 천궁2 양산 매출 및 중동향 L-SAM 개발 매출이 더해지며 수출비중은 25년 20%, 26년 34%, 27년 45%로 계속되는 성장을 보여줄 것으로 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 350,000원으로 커버리지 개시

예상 4개 분기 지배주주순이익에 글로벌 전자/유도분야 12M fwd PER 평균인 23x를 적용해 목표주가를 산출했다. 단기적으로는 가시성 있는 내수 및 수출사업으로부터 오는 외형성장 및 마진율 증가 그리고 중장기적으로는 LAMD 관련 체계 국내 양산 및 수출을 기대할 수 있는 성장주로서 투자의견 Buy, 목표주가 350,000원으로 커버리지를 개시한다.

Buy (신규)

목표주가 (신규)	350,000 원
현재주가	280,500 원
상승여력	24.8%

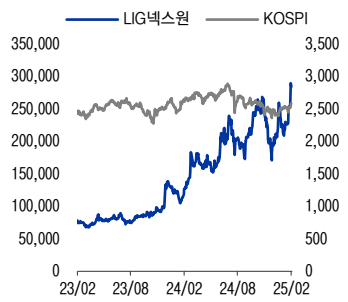
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (2/17)		2,610.42 pt
시가총액		61,710 억원
발행주식수		22,000 천주
52 주 최고가/최저가		290,000 / 127,000 원
90 일 일평균거래대금		674.72 억원
외국인 지분율		24.5%
배당수익률(24.12F)		0.9%
BPS(24.12F)		56,007 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	28.2%
	6 개월	39.4%
	12 개월	121.1%
주주구성	엘아이지 (외 9 인)	38.2%
	국민연금공단 (외 1 인)	10.1%
	GIC Private Limited	7.4%

Stock Price



Financial Data

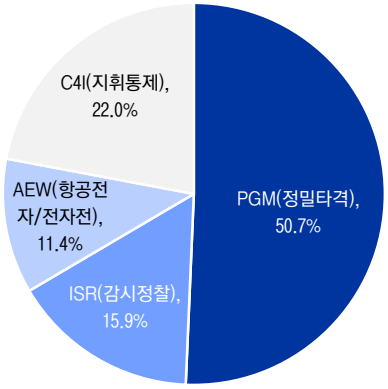
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	2,221	179	158	123	5,641	17.0	233	16.3	9.1	2.2	14.5
2023	2,309	186	185	175	8,028	42.3	255	16.3	10.6	2.7	17.6
2024F	3,276	230	210	183	10,201	27.1	307	27.8	20.0	5.1	19.5
2025E	4,337	341	369	313	15,531	52.2	421	18.3	14.3	4.1	24.6
2026E	5,028	473	501	416	20,031	29.0	557	14.2	10.5	3.3	25.7

자료: LIG넥스원, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

국내 대표 유도무기 체계 종합 기업

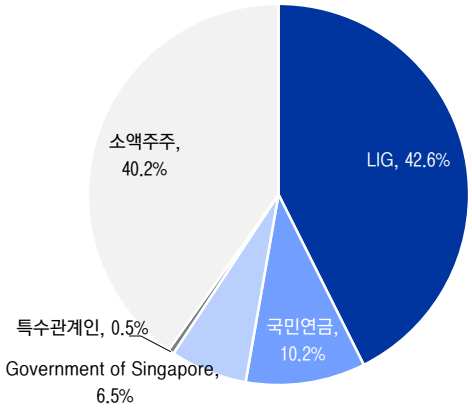
동사는 07년 LG이노텍의 방산 사업부가 분사해 출범한 기업으로 PGM(정밀타격), ISR(감시정찰), AEW(항공전자/전자전), C4I(지휘통제/통신) 사업부문을 영위하고 있다. 천궁2 및 L-SAM으로 대표되는 정밀타격 분야 체계 종합 기업이며 이외 미국 수출이 거론되고 있는 비궁, 러-우 전쟁에서 활약한 휴대용 대전차미사일 현궁 그리고 어뢰 및 소나체계를 생산하고 있다. 장기적으로는 한국형 미사일 방어체계(KAMD) 구축 및 KF-21 & FA-50에 탑재될 국산 공대공/공대지/공대함 미사일 양산에 따라 지속적인 성장을 보여줄 것으로 기대되는 기업이다.

그림129 LIG 넥스원 사업부문별 매출 비중(2023)



자료: LIG넥스원, LS증권 리서치센터

그림130 LIG 넥스원 주주현황(2Q24)



자료: LIG넥스원, LS증권 리서치센터

표34 LIG 넥스원 사업부문별 제품 현황

사업부문	설명	대표 품목 및 서비스	매출비중(2023)
PGM(정밀타격)	대공, 대함/대지, 공대지, 등 각종 유도무기	천궁 체계종합, L-SAM 체계종합, 해궁(대함유도 방어유도탄), 현궁(보병용 중거리 유도무기), 비궁(지대함 유도무기), 범상어, 경어뢰-II	50.7%
ISR(감시정찰)	탐색레이더, 추적레이더, 영상레이더,전자광학장비, 수중감시체계 등	천경, 항공기 AESA 레이더, 대포병레이더, 해상감시레이더, 소나체계	15.9%
AEW(항공전자/전자전)	항공전자, 함정용/항공기용 전자전, 육군용 전자전 등 전자전체계 제품	KF-21 항공전자장비(비행조종컴퓨터, 무장관리컴퓨터, EW Suite), LAH 항공전자장비(무장관리컴퓨터 등), 지상전술전자전장비	11.4%
C4I(지휘통제/통신)	통신단말, 지상/함정 전투체계, 데이터링크 등 제품	군위성통신체계, 기동 통합통신체계, 사이버전장관리체계, TMMR,	22.0%

자료: LIG넥스원, LS증권 리서치센터

중동향 L-SAM 추가 수주 기대

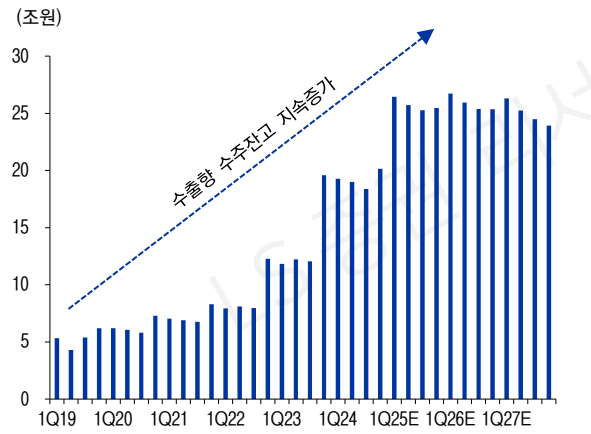
24년 기말 기준 총수주잔고는 약 20.1조원으로 수주잔고 30% 이상이 수출사업으로 구성돼 있는 것으로 추정되며 UAE 및 사우디향 천궁2 수출이 수주잔고의 급격한 성장을 견인했다. 25년에는 24년 수주잔고에 인식되지 않은 이라크 천궁2 수출사업이 수주잔고로 인식될 예정이다. 경영진 측에서는 현재 수주잔고 기준으로도 향후 7년간 매출 인식이 가능하다고 발표한 바 있으며 중동향 L-SAM 그리고 LAMD 국내 양산 이후 관련 체계들의 수출사업까지 고려하면 동사가 걸어갈 성장의 길은 명확하다.

표35 LIG 넥스원 국내 양산 및 해외 수출 파이프라인 정리(공시기준)

계약명	계약규모 (십억원)	'24F	'25E	'26E	'27E	'28E	'29E	'30E	'31E	'32E	'33E	'34E
내수(양산)												
KF-21 최초양산 통합전자전장비 2종	2,309											
천궁Ⅱ(철매-Ⅱ 성능개량) 유도탄 2차 양산	516											
근접방어무기체계(CIWS)-Ⅱ 외 15항목	355											
중어뢰-Ⅱ 2차 양산	320											
국지방공레이더 후속양산사업	230											
수출												
사우디向 천궁-Ⅱ 수출	4,340											
M-SAM(천궁-II) 수출 계약 - UAE	2,597											
M-SAM(천궁-II) 수출 계약 - 이라크	3,713											

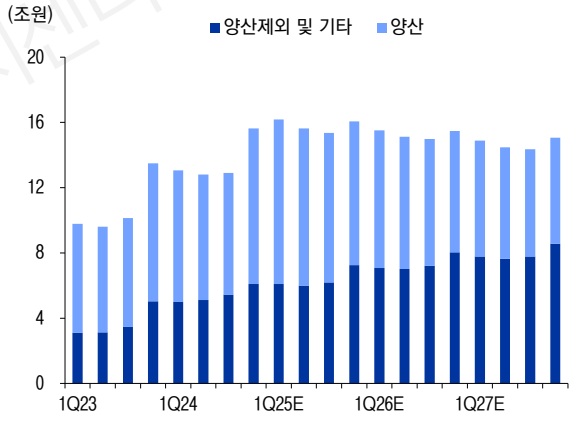
자료: LS증권 리서치센터

그림131 LIG 넥스원 수주잔고 추이 및 전망



자료: LIG넥스원, LS증권 리서치센터

그림132 LIG 넥스원 국내 양산 및 양산제외 비중 추이 및

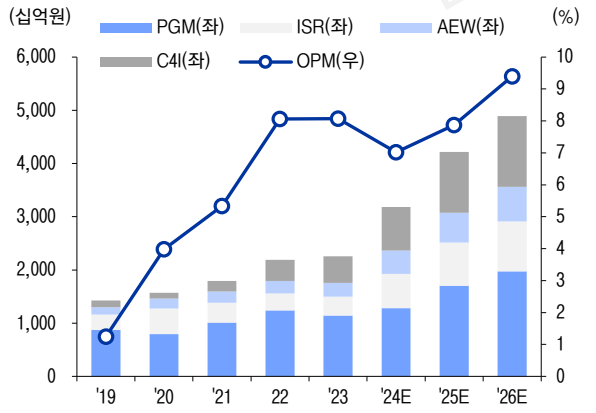


자료: LS증권 리서치센터

중동향 수출 매출 지속 증가 전망

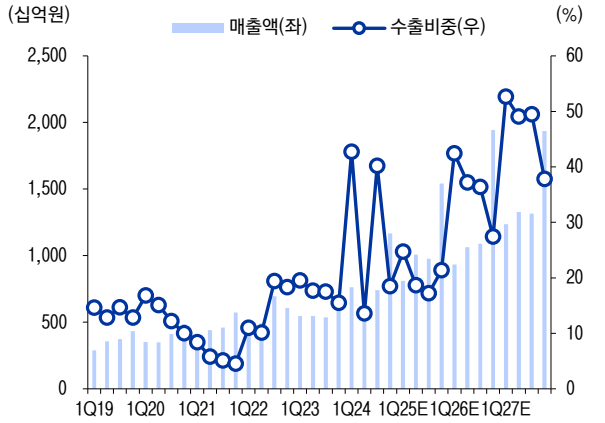
25년 연결기준 연간 매출액 약 4.3조원(+32.4% YoY), 영업이익 3,410억원(+48.0% YoY, OPM 8.0%)로 호실적을 기록할 것으로 전망한다. UAE향 천궁2 양산 매출 인식이 본격화되며 동사의 실적을 견인할 것으로 보이며 26년 이후에는 사우디향 천궁2 양산 매출인식 본격화, 27년부터는 이라크 천궁2 양산 매출 및 중동향 L-SAM 개발 매출이 더해지며 수출비중은 25년 20%, 26년 34%, 27년 45%로 계속되는 성장을 보여줄 것으로 전망한다.

그림133 LIG 넥스원 부문별 매출액 및 OPM 추이 및 전망



자료: LIG넥스원, LS증권 리서치센터

그림134 LIG 넥스원 매출액 및 수출비중 추이 및 전망



자료: LIG넥스원, LS증권 리서치센터

표36 LIG 넥스원 실적 Table

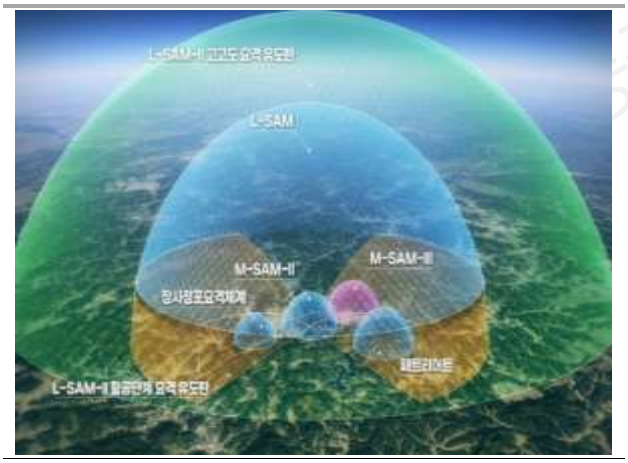
(십억원)	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'23	24F	25E	26E
연결 매출액	812	1,007	978	1,541	2,309	3,276	4,337	5,028
YoY					*4.0*	*41.9*	*32.4*	*15.9*
PGM(정밀타격)	318	395	384	605	1,143	1,284	1,702	1,973
ISR(감시정찰)	152	188	183	288	357	640	811	940
AEW(항공전자)	105	131	127	200	258	438	562	652
C4I(지휘통제)	214	266	258	407	497	820	1,145	1,328
기타	22	27	30	44	54	90	123	145
수출비중(%)					*15.5*	*25.6*	*20.4*	*34.2*
연결 영업이익	70	79	76	116	186	230	341	473
OPM(%)	*8.6*	*7.9*	*7.7*	*7.6*	*8.1*	*7.0*	*7.9*	*9.4*
지배주주순이익	73	78	73	115	175	222	338	437

자료: LIG넥스원, LS증권 리서치센터

투자포인트: 유도무기 분야 지속 성장, 유무인복합체계 분야 수혜 기업

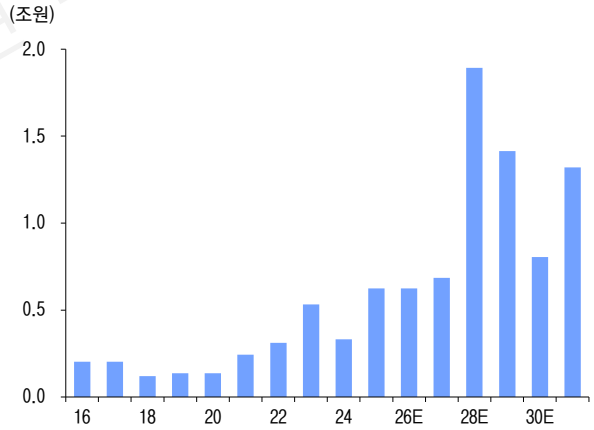
1. L-SAM 양산 이후에도 지속되는 국내 양산계획: 상층 단계 방호를 담당하는 L-SAM은 25년 양산에 돌입할 것으로 보이며 대략 1.5-1.7조원 정도가 양산단계에 투입될 예정이다. L-SAM 양산 이후에도 다층 방호체계에서 하부를 담당하는 장사정포 요격체계 양산 등 굵직한 양산 사업이 지속되며 국내 사업에서 안정적인 추가 수주가 기대된다.

그림135 **KAMD 개념도**



자료: 방위사업청, LS증권 리서치센터

그림136 **KAMD 체계 관련 총 개발 및 양산 예산 추이 및**



자료: LS증권 리서치센터

2. 가시화되는 L-SAM 수출, LAMD 체계 양산 이후 추가 수출 기대: 이미 천궁2 수주계약을 체결한 UAE와 사우디에서 L-SAM 추가 도입을 강력하게 원하고 있는 상황이며 방위사업청으로부터 예비승인까지 받아 UAE와 사우디향 L-SAM 수출계약은 높은 확률로 체결 될 것이라고 예상한다. LAMD에서 근접방어무기체계를 담당할 CIWS-II의 경우 27년 이후 양산에 돌입할 것으로 보이는데 함정에 탑재가 가능한 방어체계로 27년 국내 양산에 돌입한 이후 전세계 특수선 수요 증가에 따른 수혜를 받을 것이라 전망한다.

3. KF-21 양산에 따른 유도무기 수요 증가: KF-21 블록2, 블록3 양산 돌입과 함께 국산 전투기 미사일 또한 양산이 시작될 것으로 보인다. 장거리 공대지 순항 미사일(공대함유도탄-II)은 KF-21 블록2에 통합될 것으로 보이며 KF-21 블록3 개발 시기에 맞춰 단거리 공대공, 장거리 공대공, 초음속 순항 미사일이 개발 완료될 예정이다. 국내 양산을 통해 쌓은 트랙레코드를 바탕으로 항공체계 패키지 수출을 통한 수주 파이프라인 증가가 기대된다.

4. 고스트로보틱스 & 해검, 유무인복합체계: 동사는 24년 7월 LNGR(SPAC)을 통해 고스트로보틱스 지분의 60%를 인수했으며 또한 해군이 추진하고 있는 '네이비 씨 고스트'(해양 유무인 복합전투체계)에 활용될 USV(정찰용 무인수상정)으로 17년 '해검'을 시제품으로 생산한 바 있다. 유무인복합체계에는 단순히 체계 그 자체뿐 아니라 지휘통제에 필요한 전투시스템, 유도무기 등 복합적인 요소가 고려돼야 하기에 새롭게 발전하고 있는 유무인복합체계라는 방위산업 트렌드 속에서 동사가 수혜를 받을 것으로 보인다.

투자의견 Buy, 목표주가 350,000원으로 커버리지 개시

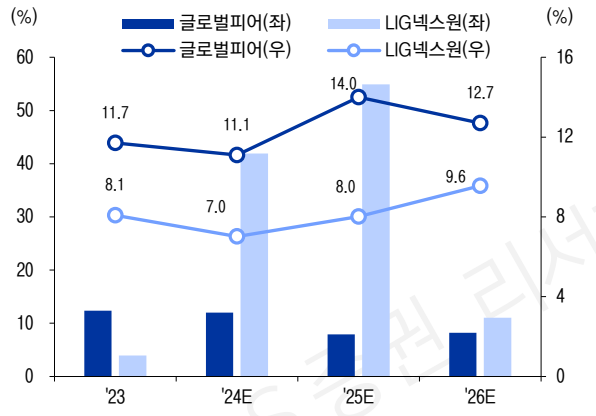
예상 4개 분기 지배주주순이익에 글로벌 전자/유도분야 12M fwd PER 평균인 23x를 적용해 목표주가를 산출했다. 단기적으로는 가시성 있는 내수 및 수출사업으로부터 오는 외형 성장 및 마진율 증가 그리고 중장기적으로는 LAMD 관련 체계 국내 양산 및 수출을 기대할 수 있는 성장주로서 투자의견 Buy, 목표주가 350,000원으로 커버리지를 개시한다.

표37 LIG 넥스원 목표주가 산출

(십억원, 원)	세부내용	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
지배주주순이익 - 최근 4개 분기	338	73	78	73	115
Target PER	*23.4*	글로벌 전자/유도분야 멀티플 적용			
시가총액	7,878				
상장주식수(천주)	22,000				
Target Price	350,000				
현재 주가	280,500				
상승여력	24.8				

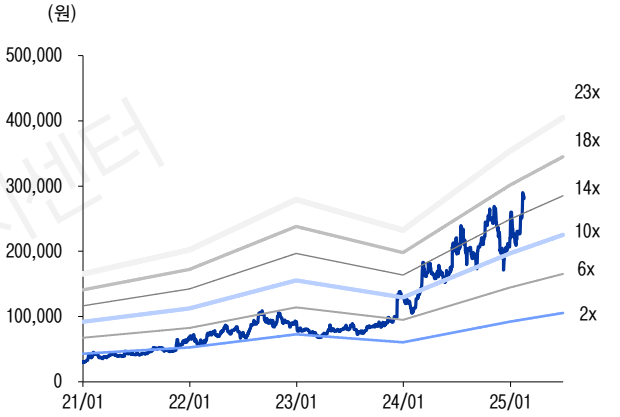
자료: LS증권 리서치센터

그림137 글로벌 피어 대비 매출 성장률(막대), OPM 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림138 LIG 넥스원 12M fwd PER 밴드



자료: LS증권 리서치센터

표38 레이더/전투체계/유도무기 피어 테이블

기업명	국가	매출 YoY(%)			OPM(%)			ROE			12M fwd PER	시가총액(조원)	주요제품
		23	24F	25E	23	24F	25E	23	24F	25E			
평균	-	*12.4*	*12.0*	*7.9*	*11.7*	*11.1*	*14.0*	*25.6*	*25.4*	*29.1*	*26.0*	-	-
동사	-	*4.0*	*41.9*	*32.4*	*7.0*	*7.9*	*9.4*	*19.5*	*24.6*	*25.7*	*18.2*	*6.1*	-

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LIG 넥스원 (079550)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
유동자산	1,823	2,536	2,999	3,236	3,406
현금 및 현금성자산	253	445	246	389	632
매출채권 및 기타채권	234	309	337	478	536
재고자산	231	229	329	434	504
기타유동자산	1,106	1,553	2,086	1,935	1,734
비유동자산	1,190	1,280	1,390	1,505	1,632
관계기업투자등	45	50	72	95	110
유형자산	856	894	912	954	1,010
무형자산	171	188	197	202	205
자산총계	**3,013**	**3,816**	**4,388**	**4,740**	**5,039**
유동부채	1,899	2,651	3,054	3,095	3,013
매입채무 및 기타재무	232	460	453	625	710
단기금융부채	245	245	131	160	201
기타유동부채	1,423	1,945	2,470	2,310	2,103
비유동부채	178	113	102	127	146
장기금융부채	121	54	43	67	86
기타비유동부채	57	59	59	60	61
부채총계	**2,078**	**2,763**	**3,156**	**3,222**	**3,160**
지배주주지분	935	1,052	1,232	1,518	1,879
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	142	142	142	142	142
이익잉여금	561	678	858	1,144	1,504
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**935**	**1,052**	**1,232**	**1,518**	**1,879**

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
매출액	**2,221**	**2,309**	**3,276**	**4,337**	**5,028**
매출원가	1,894	1,962	2,822	3,697	4,209
매출총이익	327	347	454	640	820
판매비 및 관리비	147	160	224	299	347
영업이익	179	186	230	341	473
(EBITDA)	233	255	307	421	557
금융손익	-3	-6	67	7	6
이자비용	13	10	16	8	9
관계기업등 투자손익	-29	0	0	0	0
기타영업외손익	10	4	-87	20	22
세전계속사업이익	**158**	**185**	**210**	**369**	**501**
계속사업법인세비용	35	10	27	55	85
계속사업이익	123	175	183	313	416
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	123	175	183	313	416
지배주주	123	175	222	338	437
총포괄이익	**178**	**175**	**183**	**313**	**416**
매출총이익률 (%)	14.7	15.0	13.9	14.8	16.3
영업이익률 (%)	8.1	8.1	7.0	7.9	9.4
EBITDA 마진률 (%)	10.5	11.1	9.4	9.7	11.1
당기순이익률 (%)	5.5	7.6	5.6	7.2	8.3
ROA (%)	4.4	5.1	5.4	7.4	8.9
ROE (%)	14.5	17.6	19.5	24.6	25.7
ROIC (%)	13.4	19.4	21.1	25.4	30.2

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**457**	**467**	**11**	**389**	**517**
당기순이익(손실)	123	175	183	313	416
비현금수익비용가감	130	120	-36	149	144
유형자산감가상각비	46	59	66	69	73
무형자산상각비	8	10	11	11	11
기타현금수익비용	77	51	-253	76	72
영업활동 자산부채변동	210	213	-136	-74	-43
매출채권 감소(증가)	-92	-72	-29	-141	-58
재고자산 감소(증가)	33	-16	-100	-105	-70
매입채무 증가(감소)	-108	107	-7	172	85
기타자산, 부채변동	377	195	0	0	0
투자활동 현금	**-33**	**-97**	**-134**	**-160**	**-164**
유형자산처분(취득)	-46	-59	-84	-112	-129
무형자산 감소(증가)	-29	-24	-20	-16	-13
투자자산 감소(증가)	52	-6	-30	-32	-21
기타투자활동	-11	-8	0	0	0
재무활동 현금	**-245**	**-177**	**-76**	**-86**	**-110**
차입금의 증가(감소)	-218	-144	-34	-34	-34
자본의 증가(감소)	-26	-33	-42	-52	-76
배당금의 지급	26	33	-42	-52	-76
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	178	193	-199	142	243
기초현금	75	253	445	246	389
기말현금	253	445	246	389	632

자료: LIG 넥스원, LS 증권 리서치센터

주요 투자지표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	16.3	16.3	27.8	18.3	14.2
P/B	2.2	2.7	5.1	4.1	3.3
EV/EBITDA	9.1	10.6	20.0	14.3	10.5
P/CF	8.0	9.7	42.6	13.5	11.2
배당수익률 (%)	1.6	1.5	0.8	1.2	1.6
성장성 (%)					
매출액	21.9	4.0	41.9	32.4	15.9
영업이익	84.3	4.1	23.3	48.5	38.5
세전이익	22.2	17.3	13.4	75.8	35.9
당기순이익	17.0	42.3	4.4	71.6	32.7
EPS	17.0	42.3	27.1	52.2	29.0
안정성 (%)					
부채비율	222.2	262.6	256.2	212.2	168.2
유동비율	96.0	95.7	98.2	104.6	113.0
순차입금/자기자본(x)	10.0	-15.9	-8.3	-13.2	-20.8
영업이익/금융비용(x)	13.5	19.3	14.4	44.5	53.1
총차입금 (십억원)	366	299	174	227	286
순차입금 (십억원)	93	-167	-102	-200	-391
주당지표(원)					
EPS	5,641	8,028	10,201	15,531	20,031
BPS	42,508	47,835	56,007	69,016	85,402
CFPS	11,509	13,392	6,668	21,019	25,455
DPS	1,500	1,950	2,400	3,490	4,640

LS 증권 리서치센터

한국항공우주 (047810)

2025. 2. 18 | 방위산업

새로운 시장을 향해

Analyst 최정환 CFA
jhchoi@ls-sec.co.kr

LS증권 리서치센터

국내 유일 고정익/회전익 체계 종합 업체

동사의 주요사업부문으로는 국내사업, 완제기수출, 기체부품이 있으며 고정익 T/FA-50 및 KF-21, 회전익에 KUH/LAH를 내수 및 수출용으로 생산 판매하고 있다. 기체부문에서는 Boeing 및 Airbus 기체구조물을 생산 및 판매하고 있으며 매출처 비중은 24년 기준 보잉 38% 에어버스 50% 기타 12%이다.

25년에는 더욱 강해질 수주 모멘텀

25년 기말 기준 총수주잔고는 25.9조(+2.4% YoY), 부문별로는 국내사업 8.5조, 완제기수출 6.6조(+23% YoY), 기체부품사업 10.8조로 전망한다. 24년 체결되지 않은 계약건들이 25년 체결될 것으로 보이며 제품별로는 고정익(FA-50, KT-1), 회전익(KUH) 그리고 국가별로는 중동, 남미, 동남아시아 등 수출 파이프라인 증가가 예상된다. 이라크 KUH 수출 타진은 회전익 최초 수출이라는 측면에서 고무적인데 국내 및 이라크 운용 트랙레코드를 바탕으로 추가적인 해외 수출 또한 기대된다.

KF-21 양산 매출 인식 본격화, 완제기 수출 증가에 따른 마진율 개선

25년 연결기준 연간 매출액 4.9조원(+36.2% YoY), 영업이익 3,870억원(+61.0% YoY, OPM 7.8%)으로 매출 및 영업이익은 큰 폭으로 증가할 전망이다. 이는 1) 국내 LAH 및 KF-21 양산 본격화 2) 폴란드 및 말레이시아 FA-50 양산 매출 인식 본격화로부터 기인한다. 이라크 기지재건 사업의 경우 24년 이후 추가적인 비용 또는 충당금 발생이 없을 것이라는 것이 사측의 설명이며 경상개발비의 경우 유무인복합, NACS, AAV 등 미래 전장을 위한 투자증가로 단기적으론 마진율 악화에 기여하겠으나 미래 먹거리를 위한 투자로서 긍정적이라 판단한다.

투자의견 Buy, 목표주가 69,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 69,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사 예상 4개 분기 지배주주순이익에 글로벌 방위산업 피어 12M fwd PER 18.7x에 20% 할증 적용해 산출한 것으로 글로벌 피어 대비 더 높은 성장세가 기대돼 멀티플 할증 적용은 타당하다고 판단한다. 동사는 우리나라 항공 무기 체계분야를 개척하는데 선봉장 역할을 수행하고 있는 기업으로 지상화력과 더불어 항공분야를 통해 우리나라에 신성장 동력을 불어넣어 줄 것으로 기대되는 기업이다.

Buy (신규)

목표주가 (신규)	69,000 원
현재주가	54,300 원
상승여력	27.0%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (2/17)		2,610.42 pt
시가총액		52,929 억원
발행주식수		97,475 천주
52 주 최고가/최저가		48,550 / 69,700 원
90 일 일평균거래대금		421 억원
외국인 지분율		31.9%
배당수익률(24.12F)		0.7%
BPS(24.12F)		17,638 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-2.5%
	6 개월	-2.2%
	12 개월	7.3%
주주구성	한국수출입은행 (외 1 인)	26.4%
	국민연금공단(외 1 인)	8.3%

Stock Price

Financial Data

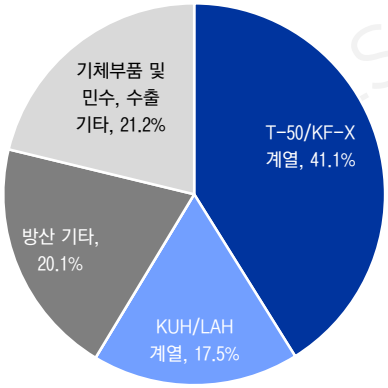
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	2,787	142	122	116	1,215	85.4	277	41.9	14.2	3.5	8.8
2023	3,819	248	269	221	2,298	89.1	369	21.8	12.9	3.1	14.8
2024F	3,634	241	197	172	1,750	-23.9	372	31.0	13.2	3.1	10.3
2025E	4,908	383	353	299	3,091	76.6	513	17.6	9.7	2.7	16.3
2026E	6,230	430	419	359	3,721	20.4	558	14.6	9.2	2.3	17.0

자료: 한국항공우주, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

국내 유일 고정익/회전익 체계 종합 업체

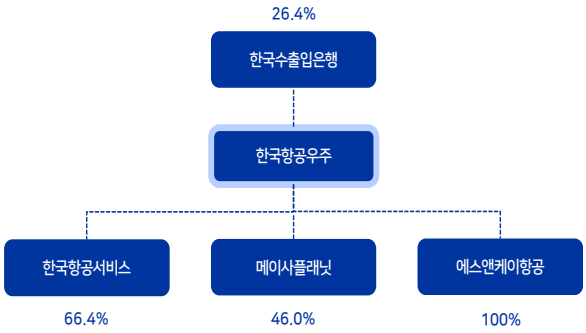
동사는 1999년 삼성항공, 대우중공업, 현대우주항공 3사의 항공사업 부문이 통합돼 설립됐다. 동사의 주요사업부문으로는 국내사업, 완제기수출, 기체부품이 있으며 고정익 T/FA-50 및 KF-21, 회전익 KUH/LAH를 내수 및 수출용으로 생산 판매하고 있다. 기체부문에서는 Boeing 및 Airbus 기체구조물을 생산 및 판매하고 있으며 매출처 비중은 24년 기준 보잉 38% 에어버스 50% 기타 12%이다.

그림139 한국항공우주 제품군별 매출 비중(2023)



자료: 한국항공우주, LS증권 리서치센터

그림140 한국항공우주 지배구조(3Q24 기준)



자료: 한국항공우주, LS증권 리서치센터

표39 한국항공우주 사업 포트폴리오

구분		현재사업	미래신규사업
고정익	전투기	FA-50 전투기 (생산/수출) KF-21 전투기 (생산)	FA-50 전투기 (생산/수출) KF-21 전투기 (생산/수출)
	훈련기	KT-1 기본훈련기 (생산/수출) T-50 고등훈련기 (생산/수출)	KT-1 기본훈련기 (생산/수출) T-50 고등훈련기 (생산/수출)
	무인기	차기군단 UAV (개발) 군단 UAV (성능개량)	차기군단 UAV (생산/수출) 차기군단 UAV 파생형(개발/생산)
회전익	중대형	KUH 기동헬기 (생산/수출) KUH 파생형 (개발/생산) - 관용, 상륙기동, 의무후송 등	KUH 기동헬기 (생산/수출) KUH 파생형 (개발/생산/수출) - 상륙공격헬기, 소해헬기 등
	소 형	LAH 소형무장헬기 (생산) LCH 소형민수헬기 (생산)	LAH 및 LCH 헬기 (생산/수출)
성능개량	전술기	C-130 수송기 성능개량 KA-1 성능개량 백두체계능력보강 2차 사업	군용기 성능개량
MRO	PBL (후속지원)	국산항공기 PBL - T-50, KT-1, UAV 등	국산항공기 PBL - KUH, KF-21, LAH, UAV 등 - 보급/정비/훈련 민간위탁
	창정비	P-3 해상초계기 창정비 해외 군용기 창정비 (H-53 등)	군용기 창정비 민항기 창정비

자료: 한국항공우주, LS증권 리서치센터

25년에는 더욱 강해질 수주 모멘텀

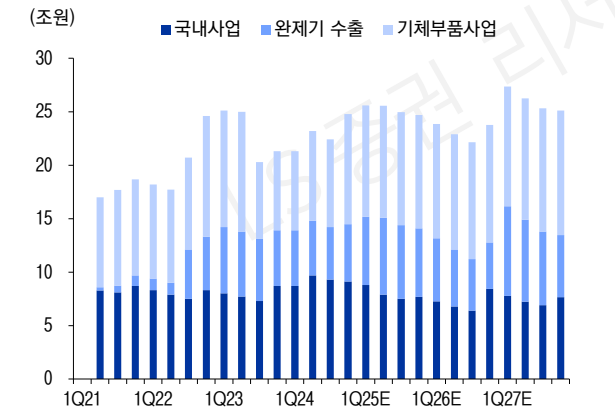
25년 기말 기준 총수주잔고는 25.9조(+2.4% YoY), 부문별로는 국내사업 8.5조, 완제기수출 6.6조(+23% YoY), 기체부품사업 10.8조로 전망한다. 24년 체결되지 않은 계약건들이 25년 체결될 것으로 보이며 제품별로는 고정익(FA-50, KT-1), 회전익(KUH) 그리고 국가별로는 중동, 남미, 동남아시아 등 수출 파이프라인 증가가 예상된다. 이라크 KUH 수출 타진은 회전익 최초 수출이라는 측면에서 고무적인데 국내 및 이라크 운용 트랙레코드를 바탕으로 추가적인 해외 수출 또한 기대된다.

표40 한국항공우주 국내 양산 및 해외 수출 파이프라인 정리(공시기준)

계약명	총계약규모 (십억원)	'22	'23	'24	'25E	'26E	'27E	'28E	'29E	'30E	'31E	'32E
수출												
폴란드 FA-50	4,208											
말레이시아 FA-50	1,195											
인도네시아 T-50i 추가 수출	274											
필리핀 FA-50	-											
이라크 KUH	136											
중동향 KUH	-											
내수												
LAH 2차 양산	1,405											
KF-21 최초양산	1,961											

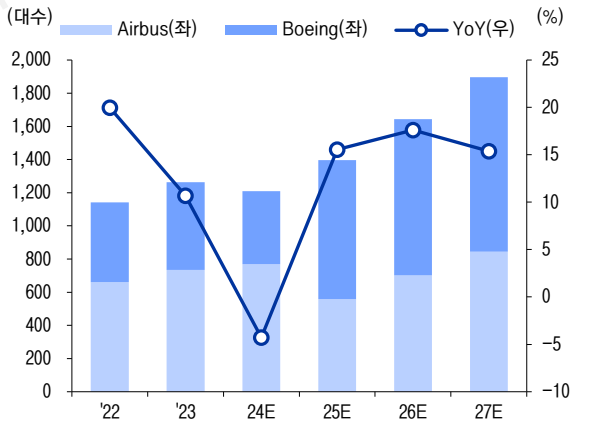
자료: 한국항공우주, LS증권 리서치센터

그림141 한국항공우주 부문별 수주잔고 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

그림142 항공기 인도 추이 및 전망



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

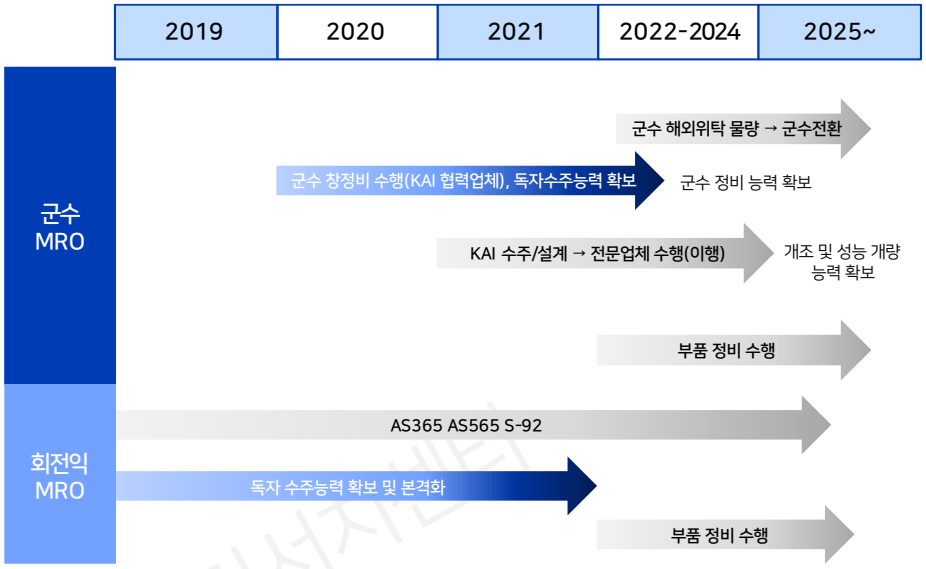
동사는 18년 LCC 항공사들과 함께 한국항공서비스를 설립해 점차 개화할 MRO 시장 또한 착실히 준비하고 있다. 민수분야에서 기존 LCC들이 해외에 의존하던 MRO서비스를 국내로 가져와 진행할 계획이며 군수 분야에서는 한국항공우주와 협력해 군수 MRO 사업을 확대해 나갈 계획이다.

표41 **국내 국적 항공사 정비비용 해외 의존도 추이**

	'09	'13	'17	'19
총정비비	7,784	14,880	22,793	27,621
국내 정비비	3,824	7,138	11,060	15,041
해외 외주비	3,960	7,742	11,733	12,580
해외 의존도	50.9%	52.0%	51.5 %	45.5 %

자료: 항공MRO산업 중장기 발전방안 기획, LS증권 리서치센터

그림143 **KAEMS 군수 MRO 발전 계획**



자료: KAEMS, LS증권 리서치센터

그림144 **한국항공서비스 군수분야 실적 및 계획**

자료: KAEMS, LS증권 리서치센터

그림145 **KAEMS 정비 인프라**

자료: KAEMS, LS증권 리서치센터

투자포인트: 개화하는 항공우주시대 대표 기업, 기대되는 성장력

1. 꿈에서 현실로, 라이선스 생산에서 국산 4.5세대 전투기까지: 라이선스 생산에서부터 KT-1, T-50, FA-50 그리고 마침내 KF-21까지 단계별 기술 개발을 통해 우리나라 방위산업은 항공분야라는 더 큰 시장의 문 앞에 서 있는 상황이다. 25년에는 24년 체결되지 않은 FA-50 관련 추가수주가 나올 것으로 기대되며 장기적으로는 인도네시아 KF-21 수출을 시작으로 트랙레코드를 만든 이후 남중국해/중동/남미 등 시장으로 수출이 기대된다.

그림146 **우리나라 항공 무기체계 단계적 개발 역사**

자료: 한국항공우주산업진흥협회, LS증권 리서치센터

2. 한국항공우주 NACS(차세대 전투체계)를 통한 미래 성장 청사진: 동사는 KF-21 Block3 이후 NACS(차세대공중전투체계) 개발을 진행할 계획인데 동사가 개발한 KF-21, FA-50 등 모든 체계에 적용할 계획이다. NACS는 총 3단계로 나뉘는 것으로 알려져 있으며 NACS-1에서 AAP(다목적 무인전투기) 운용, NACS-2에서 AAP와 UCAV 및 위성연계운용을 계획하고 있다.

표42 **글로벌 차세대 전투기 사업 그리고 유무인복합체계의 연관성**

사업명	유무인복합체계 관련 사항	개발일정
NAGD (미국)	- 유인 전투기와 최대 5기 무인전투기(CCA) 통합 운용 - CCA는 센서, 공격, 전자전 등 다양한 임무 수행 - AI 기반 자율 비행 및 의사결정 능력 보유	- 2020년 후반: CCA 도입 - 2030년 초: 유인 전투기 전력화
FCAS (프랑스, 독일, 스페인)	- 차세대 전투기와 원격 조종 무인기 복합 운용 - 무인기는 정찰, 전자전, 공격 등 모듈화 설계 - 유인기 조종사의 무인기 직접 제어 시스템 개발	- 2027년: 기술시범기 초도비행 - 2029년: 첫 시험비행 - 2040년: 전력화 목표
GCAP (영국, 이탈리아, 일본)	- 유인 전투기와 로열윙맨 무인기 통합 운용 - AI 활용 자율 비행 및 의사결정 능력 갖춘 무인기 개발 - 유무인기 간 데이터 링크 및 통신 시스템 구축	- 2025년: 기본설계 완료 - 2029-2035년: 시험비행 - 2035년: 전력화 목표

자료: LS증권 리서치센터

NACS(차세대전투체계) 개념

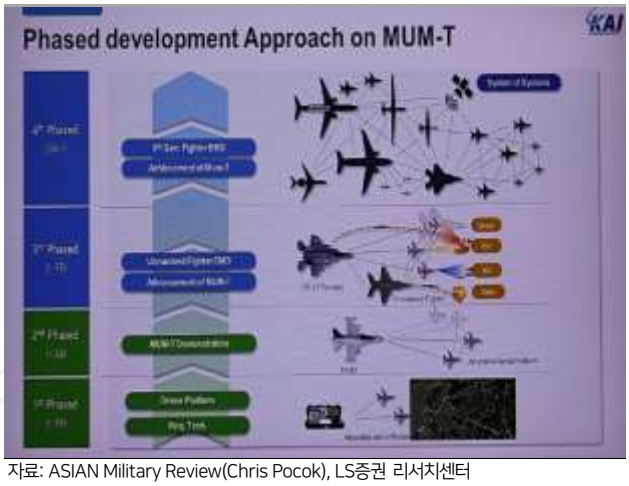
그림147 2024 사천에어쇼에서 선보인 한국항공우주 NACS 개념

자료: 한국항공우주, LS증권 리서치센터

그림148 KADEX2024 서 촬영한 NACS 개념도

자료: LS증권 리서치센터

그림149 2024 싱가포르에어쇼서 공개된 MUM-T 스케줄



자료: ASIAN Military Review(Chris Pocok), LS증권 리서치센터

그림150 한국항공우주 NACS 운용 상상도

자료: 한국항공우주, LS증권 리서치센터

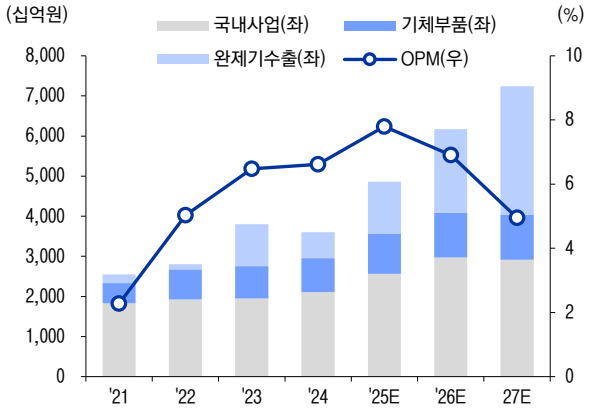
그림151 LAH(소형무장헬기) 유무인복합 운용 목업 모습

자료: ASIAN Military Review(Chris Pocok), LS증권 리서치센터

KF-21 양산 매출 인식 본격화, 완제기 수출 증가에 따른 마진율 개선

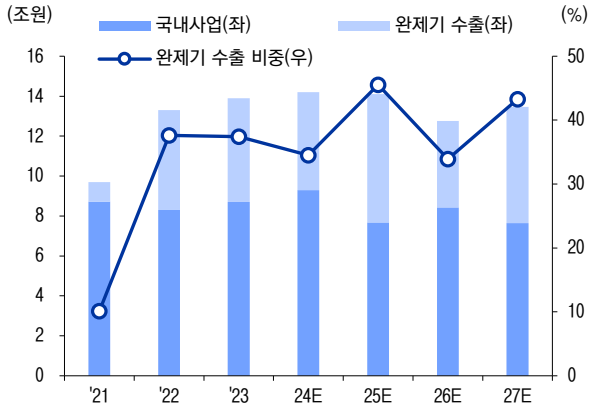
25년 연결기준 연간 매출액 4.9조원(+36.2% YoY), 영업이익 3,870억원(+61.0% YoY, OPM 7.8%)으로 매출 및 영업이익은 큰 폭으로 증가할 전망이다. 이는 1) 국내 LAH 및 KF-21 양산 본격화 2) 폴란드 및 말레이시아 FA-50 양산매출 인식 본격화로부터 기인한다. 이라크 기지재건 사업의 경우 24년 이후 추가적인 비용 또는 충당금 발생이 없을 것이라는 것이 사측의 설명이며 경상개발비의 경우 유무인복합, NACS, AAV 등 미래 전장을 위한 투자증가로 단기적으론 마진율 악화에 기여하겠으나 미래 먹거리를 위한 투자로서 긍정적이라 판단한다.

그림152 한국항공우주 부문별 매출액 및 OPM 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

그림153 완제기 수출액 및 수출 매출 비중



자료: LS증권 리서치센터

표43 한국항공우주 실적 Table

	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'23	24F	25E	26E
연결 매출액	**853**	**1,211**	**1,120**	**1,724**	**3,819**	**3,634**	**4,908**	**6,230**
YoY(%)						*-4.9*	*35.1*	*26.9*
국내사업	488	622	539	913	1,945	2,107	2,562	2,971
완제기수출	134	324	347	483	1,047	641	1,288	2,093
수출비중(%)	*21.6*	*34.3*	*39.1*	*34.6*	*35.0*	*23.3*	*33.5*	*41.3*
기체부품	222	252	223	313	806	851	1,010	1,106
연결 영업이익	**55**	**85**	**80**	**163**	**248**	**241**	**383**	**430**
OPM(%)					*6.5*	*6.6*	*7.8*	*6.9*
지배주주순이익	**44**	**69**	**67**	**122**	**219**	**171**	**301**	**362**

자료: LS증권 리서치센터

투자의견 Buy, 목표주가 69,000원으로 커버리지 개시

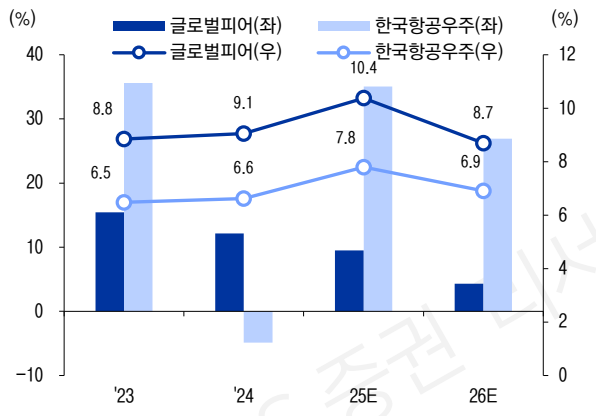
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 69,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사 예상 4개 분기 지배주주순이익에 글로벌 방위산업 피어 12M fwd PER 18.7x에 20% 할증 적용해 산출한 것으로 글로벌 피어 대비 더 높은 성장세가 기대돼 멀티플 할증 적용은 타당하다고 판단한다. 동사는 우리나라 항공 무기 체계분야를 개척하는데 선봉장 역할을 수행하고 있는 기업으로 지상화력과 더불어 항공분야를 통해 우리나라에 신성장 동력을 불어넣어 줄 것으로 기대되는 기업이다.

표44 한국항공우주 목표주가 산출

(십억원, 원)	세부내용	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
지배주주순이익 - 최근 4개 분기	301	44	69	67	122
Target PER	22.4	글로벌 방위산업 멀티플 20% 할증 적용			
시가총액	6,762				
상장주식수(천주)	97,475				
Target Price	69,000				
현재 주가	54,300				
상승여력(%)	27.1				

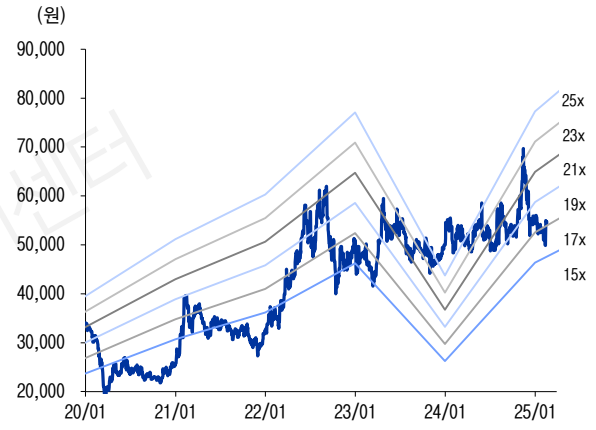
자료: 한국항공우주, LS증권 리서치센터

그림154 글로벌 피어 대비 매출 성장률(막대), OPM(선) 비교



자료: LS증권 리서치센터

그림155 한국항공우주 12M fwd PER 밴드



자료: LS증권 리서치센터

표45 항공 무기체계 피어 테이블

기업명	국가	매출 YoY(%)			OPM(%)			ROE			12M fwd PER	시가총액(조원)	주요제품
		23	24F	25E	23	24F	25E	23	24F	25E			
평균		15.4	12.3	9.4	8.8	9.1	10.4	24.7	27.7	30.2	18.7	-	-
동사	-	35.6	-4.9	35.1	6.5	6.6	7.8	14.8	10.3	16.5	17.6	5.3	-

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

한국항공우주 (047810)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
유동자산	5,389	4,681	4,903	5,773	6,144
현금 및 현금성자산	2,024	658	893	1,552	1,702
매출채권 및 기타채권	229	422	248	268	340
재고자산	1,593	1,736	1,267	1,369	1,738
기타유동자산	1,543	1,864	2,495	2,584	2,365
비유동자산	2,383	2,459	2,557	2,454	2,468
관계기업투자등	83	80	92	114	151
유형자산	827	815	798	782	769
무형자산	746	804	831	835	825
자산총계	**7,772**	**7,140**	**7,460**	**8,227**	**8,612**
유동부채	5,055	4,400	4,641	5,033	5,075
매입채무 및 기타재무	650	688	668	947	1,202
단기금융부채	549	404	33	59	68
기타유동부채	3,857	3,309	3,940	4,027	3,805
비유동부채	1,264	1,119	1,077	1,189	1,236
장기금융부채	605	235	187	293	335
기타비유동부채	659	885	890	896	901
부채총계	**6,319**	**5,520**	**5,718**	**6,222**	**6,310**
지배주주지분	1,428	1,597	1,719	1,983	2,279
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	833	1,003	1,124	1,388	1,684
비지배주주지분(연결)	25	23	23	23	23
자본총계	**1,453**	**1,620**	**1,742**	**2,005**	**2,301**

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
매출액	**2,787**	**3,819**	**3,634**	**4,908**	**6,230**
매출원가	2,413	3,355	3,152	4,265	5,496
매출총이익	374	464	482	643	734
판매비 및 관리비	232	216	241	261	304
영업이익	142	248	241	383	430
(EBITDA)	277	369	372	513	558
금융손익	-26	24	-18	-6	25
이자비용	22	29	23	36	13
관계기업등 투자손익	-1	-2	0	0	0
기타영업외손익	7	-1	-26	-23	-37
세전계속사업이익	**122**	**269**	**197**	**353**	**419**
계속사업법인세비용	6	47	26	54	59
계속사업이익	116	221	172	299	359
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	116	221	172	299	359
지배주주	118	224	171	301	363
총포괄이익	**116**	**222**	**172**	**299**	**359**
매출총이익률 (%)	13.4	12.1	13.3	13.1	11.8
영업이익률 (%)	5.1	6.5	6.6	7.8	6.9
EBITDA 마진률 (%)	9.9	9.6	10.2	10.4	9.0
당기순이익률 (%)	4.2	5.8	4.7	6.1	5.8
ROA (%)	1.7	3.0	2.4	4.2	4.7
ROE (%)	8.8	14.8	10.3	16.3	17.0
ROIC (%)	15.1	23.3	15.6	22.7	20.5

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**1,493**	**-700**	**437**	**839**	**360**
당기순이익(손실)	116	221	172	299	359
비현금수익비용가감	176	271	-358	382	187
유형자산감가상각비	91	91	99	97	96
무형자산상각비	44	30	33	33	32
기타현금수익비용	40	150	-474	219	16
영업활동 자산부채변동	1,228	-1,218	624	157	-186
매출채권 감소(증가)	28	-136	174	-20	-72
재고자산 감소(증가)	-243	-153	469	-102	-369
매입채무 증가(감소)	59	115	-20	279	255
기타자산, 부채변동	1,383	-1,044	0	0	0
투자활동 현금	**-204**	**-108**	**-154**	**-142**	**-144**
유형자산처분(취득)	-69	-78	-82	-82	-82
무형자산 감소(증가)	-161	-98	-60	-36	-22
투자자산 감소(증가)	17	72	-12	-24	-40
기타투자활동	9	-5	0	0	0
재무활동 현금	**-103**	**-546**	**-49**	**-38**	**-66**
차입금의 증가(감소)	-83	-522	0	0	0
자본의 증가(감소)	-19	-24	-49	-38	-66
배당금의 지급	19	24	-49	-38	-66
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	1,137	-1,366	235	659	150
기초현금	887	2,024	658	893	1,552
기말현금	2,024	658	893	1,552	1,702

주요 투자지표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	41.9	21.8	31.0	17.6	14.6
P/B	3.5	3.1	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	14.2	12.9	12.1	7.8	6.9
P/CF	17.0	9.9	n/a	7.8	9.7
배당수익률 (%)	0.5	1.0	0.7	1.3	1.5
성장성 (%)					
매출액	8.8	37.0	-4.9	35.1	26.9
영업이익	143.1	74.8	-2.8	59.0	12.5
세전이익	124.5	120.0	-26.6	79.2	18.4
당기순이익	117.6	91.0	-22.5	74.5	20.0
EPS	85.4	89.1	-23.9	76.6	20.4
안정성 (%)					
부채비율	434.8	340.7	328.3	310.3	274.2
유동비율	106.6	106.4	105.6	114.7	121.1
순차입금/자기자본(x)	-70.4	-8.2	-45.1	-65.5	-61.5
영업이익/금융비용(x)	6.5	8.5	10.6	10.5	32.8
총차입금 (십억원)	1,154	638	220	352	402
순차입금 (십억원)	-1,024	-133	-785	-1,314	-1,416
주당지표(원)					
EPS	1,215	2,298	1,750	3,091	3,721
BPS	14,648	16,388	17,638	20,339	23,380
CFPS	2,991	5,048	n/a	6,992	5,603
DPS	250	500	390	680	810

자료: 한국항공우주, LS 증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

현대로템 (064350)

2025. 2. 18 | 방위산업

성장과 개선 모두 이룰 전망

Analyst 최정환 CFA
jhchoi@ls-sec.co.kr

주력전차(MBT) 및 장갑차 체계종합 기업

99년 설립돼 레일솔루션, 디펜스솔루션, 에코플랜트 사업부문을 영위하고 있으며 디펜스 부문에서 K1/K2 전차 및 K808/K806 차륜형 장갑차, 레일솔루션에서 전동차/고속전철 기관차 및 객차, 에코플랜트에서 자동차 생산설비 및 친환경 제철 설비를 공급하고 있다.

26년 이후에도 견고할 수주 잔고

24년 기말 총수주잔고는 약 19조원으로 부문별로 레일솔루션 14.0조원, 디펜스솔루션 3.8조원, 플랜트 820억원이다. 아직까지 수주계약이 체결되지 않은 국내 K2 전차 4차 양산 그리고 수출에서 K2 폴란드 2차 실행계약 및 루마니아 수주계약 관련해서는 구체적 언급이 없었으나 경영진 측에서는 26년 이후 수출절벽에 대해 강력하게 부인했다. 동유럽 이외 지역으로는 중동, 인도 지역을 언급했는데 특히 중동지역은 우리나라와 방산협력 관계가 강화되고 있는 만큼 추가 수주 기대감 역시 여전히 유효하다고 판단한다.

디펜스솔루션의 성장, 레일솔루션에서의 개선

25년 연결기준 연간 매출액 6.1조(+38.1% YoY), 영업이익 5,750억원(+25.7% YoY, OPM 9.5%)로 24년 대비 더 높은 성장률을 보여줄 것으로 전망한다. 디펜스솔루션 그리고 레일솔루션 두 부문에서 성장과 개선이 동시에 이뤄질 것으로 보이는데 디펜스 부문에서는 폴란드 K2 매출 인식 속도 가속화에 따른 성장 그리고 레일솔루션에서는 과거 수주했던 사업에 대한 충당금을 4Q24 일시에 1,400억을 반영해 마진율 개선은 지속될 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 110,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 110,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사 예상 4개 분기 지배주주순이익에 글로벌 지상화력 Peer 12M fwd PER 10% 할인한 22.1x를 적용해 산출했다. 동사 디펜스 솔루션 매출 성장률의 경우 글로벌 지상화력 피어 대비 매출 성장률을 크게 상회함에도 불구하고 12m fwd PER 기준 16.4x로 할인받고 있는 상황이다. 디펜스의 성장, 레일에서의 개선을 고려했을 때 밸류에이션 리레이팅이 필요하다고 판단한다.

Buy (신규)

목표주가 (신규)	110,000 원
현재주가	83,800 원
상승여력	31.3%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (2/17)		2,610.42 pt
시가총액		91,461 억원
발행주식수		109,142 천주
52 주 최고가/최저가		83,800 / 28,500 원
90 일 일평균거래대금		1,199 억원
외국인 지분율		31.9%
배당수익률(24.12E)		2.9%
BPS(24.12E)		19,018 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	0.7%
	6 개월	29.4%
	12 개월	78.7%
주주구성	현대자동차 (외 4 인)	33.8%
	국민연금공단 (외 1 인)	8.1%
	현대로템우리사주	0.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	3,163	147	104	195	1,812	197.4	186	15.7	18.0	2.0	14.1
2023	3,587	210	181	157	1,475	-18.6	250	18.0	10.0	1.7	10.1
2024E	4,399	457	509	406	3,727	152.6	505	22.5	16.4	4.4	21.7
2025E	6,076	575	654	550	5,114	37.2	632	16.4	12.9	3.9	25.1
2026E	5,855	580	650	538	4,976	-2.7	652	16.8	12.0	3.2	20.7

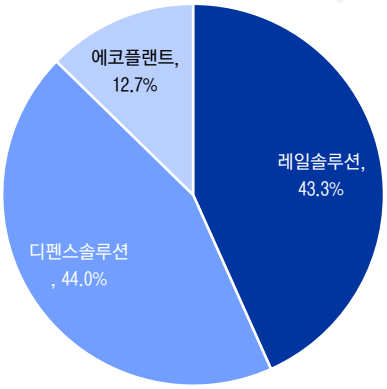
자료: 현대로템, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

LS 증권 리서치센터

주력전차(MBT) 및 장갑차 체계종합 기업

99년 설립돼 레일솔루션, 디펜스솔루션, 에코플랜트 사업부문을 영위하고 있으며 디펜스 부문에서 K1/K2 전차 및 K808/K806 차륜형 장갑차, 레일솔루션에서 전동차/고속전철 기관차 및 객차, 에코플랜트에서 자동차 생산설비 및 친환경 제철설비를 공급하고 있다. 레일솔루션의 경우 미국, 유럽, 중동 등 다양한 국가를 고객으로 확보하고 있으며 에코플랜트의 경우 현대제철, 현대자동차 등 그룹사향 매출 비중이 높은 것으로 파악된다.

그림156 **현대로템 사업부문별 매출 비중(2023)**



자료: 현대로템, LS증권 리서치센터

그림157 **현대로템 레일솔루션 수행실적**

자료: 현대로템, LS증권 리서치센터

표46 **현대로템 사업부문별 제품 및 수행실적**

사업부문	구분	품목 및 서비스	수행실적	매출비중 (2023)
디펜스 솔루션	-	K1/K2 전차, K808/K806 장갑차, 전차 정비사업	폴란드 K2 전차, 튀르키예 알타이전차, 페루 K808	44%
레일 솔루션	철도차량	고속전철, 트램/경전철, 기관차, 객차, 통근형/메트로	국내외 다수	43.3%
	E&M 턴키	철도차량, 통신, AFC, 시스템, 운영 및 유지보수, 전력,	필리핀 마닐라, 부산-김해 경전철, 서울시 9 호선	
	O&M	관제서비스, 승객서비스, 차량/시스템 및 시설물 유지보수	이집트 카이로 2·3 호선, 우크라이나 전동차, 뉴질랜드 웰링턴	
	신호	KTCS-M, KTCS-2, KTCS-3, ETCS Level1 등 열차 제어 시스템	카자흐스탄 알마티 메트로 1 호선, 코레일 전라선 및 일산선 시범사업	
에코 플랜트	스마트물류	컨베어 시스템, 자동창고, AGV/AMR, 컨테이너 이송 AGV, 탑승교·수하물 처리 시스템	-	12.7%
	수소인프라	소형 수소추출기, 수소충전소, 수소출하센터	당진 하이넷 수소출하센터, 전주/완주 수소출하센터	
	프레스	서보프레스, 기계프레스, 특수성형 프레스 등	-	
	에코제철	제선설비, 고로설비, 제강설비, 압연설비, 크레인	-	

자료: 현대로템, LS증권 리서치센터

26년 이후에도 견고할 수주 잔고

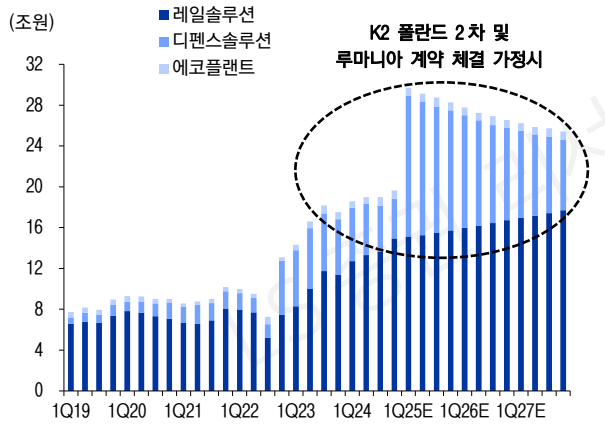
24년 기말 총수주잔고는 약 19조원으로 부문별로 레일솔루션 14.0조원, 디펜스솔루션 3.8조원, 플랜트 820억원이다. 아직까지 수주계약이 체결되지 않은 국내 K2 전차 4차 양산 그리고 수출에서 K2 폴란드 2차 실행계약 및 루마니아 수주계약 관련해서는 구체적 언급이 없었으나 경영진 측에서는 26년 이후 수출절벽에 대해 강력하게 부인했다. 동유럽 이외 지역으로는 중동, 인도 지역을 언급한 바 있는데 특히 중동지역은 우리나라와 방산협력 관계가 강화되고 있는 만큼 추가 수주 기대감 역시 여전히 유효하다고 판단한다.

표47 **현대로템 국내 양산 및 해외 수출 파이프라인 정리(공시기준)**

계약명	계약규모 (십억원)	'22	'23	'24E	'25E	'26E	'27E	'28E
내수								
K2 전차 4차 양산(미정)	-							
차륜형지휘소용차량 2차양산 사업	707							
30mm 차륜형대공포 2차 양산	238							
차륜형장갑차 4차 양산사업	167							
수출								
폴란드 K2 전차 1차 계약	4,499							
폴란드 K2 전차 2차 계약(미정)	-							
루마니아 K2 전차 수출 사업(미정)	-							

자료: 현대로템, LS증권 리서치센터

그림158 **현대로템 부문별 수주잔고 추이**



자료: LS증권 리서치센터

그림159 **한-사우디 방산협력 협력체계 출범 합의**

자료: 방위사업청, LS증권 리서치센터

표48 **현대로템 에코플랜트부문 공급계약 체결 정리**

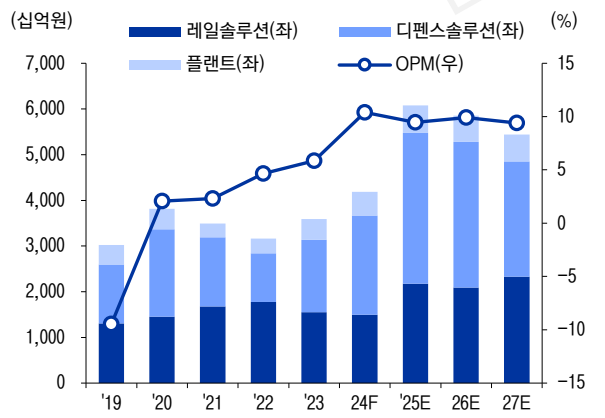
계약명	공급처	시작일	종료일	계약금액(십억원)
현대제철 CDQ 신설 내자설비 계약	현대제철주식회사	2021-08-31	2027-03-15	161
현대제철 CDQ 신설 기전설비 설치공사 계약	현대제철주식회사	2023-07-27	2027-01-15	191
울산 GP 신공장 의장 운반설비 신작	현대자동차	2024-03-25	2027-10-01	85

자료: 현대로템, LS증권 리서치센터

디펜스솔루션의 성장, 레일솔루션에서의 개선

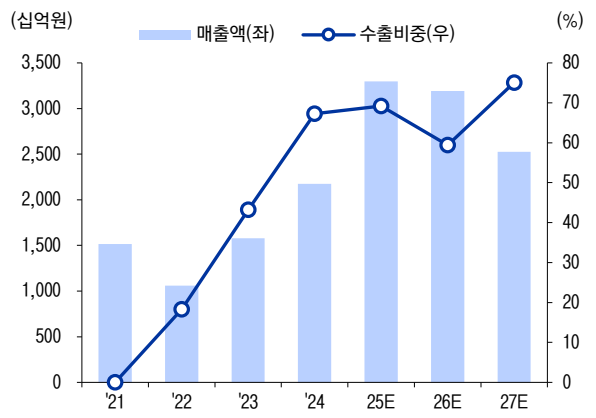
25년 연결기준 연간 매출액 6.2조(+36.0% YoY), 영업이익 5,610억원(+21.7% YoY, OPM 9.0%)로 24년 대비 더 높은 성장률을 보여줄 것으로 전망한다. 디펜스솔루션 그리고 레일솔루션 두 부문에서 성장과 개선이 동시에 이뤄질 것으로 보이는데 디펜스 부문에서는 폴란드 K2 매출 인식 속도 가속화에 따른 성장 그리고 레일솔루션에서는 과거 수주했던 사업에 대한 충당금을 4Q24 일시에 1,400억 반영해 25년 마진율 개선은 지속될 것이다.

그림160 **현대로템 부문별 매출 및 OPM 전망**



자료: 현대로템, LS증권 리서치센터

그림161 **현대로템 디펜스솔루션 매출 및 수출 비중 추정**



자료: LS증권 리서치센터

표49 **현대로템 실적 Table**

(십억원)	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'23	24F	25E	26E	27E
매출액	**1,535**	**1,565**	**1,430**	**1,547**	**3,587**	**4,399**	**6,076**	**5,855**	**5,438**
YoY(%)					*15.4*	*22.6*	*38.1*	*-3.6*	*-7.1*
레일솔루션	551	591	525	508	1,554	1,495	2,176	2,089	2,329
디펜스솔루션	825	811	774	888	1,578	2,174	3,298	3,192	2,525
수출비중(%)					*43.3*	*67.2*	*69.2*	*59.4*	*75.1*
에코플랜트	159	162	131	150	456	516	603	575	583
영업이익	**136**	**136**	**132**	**139**	**210**	**457**	**543**	**580**	**511**
OPM(%)	9.4	9.3	9.8	9.5	*5.9*	*10.4*	*9.5*	*9.9*	*9.4*
레일솔루션	8	9	8	8	26	21	32.2	36	46
OPM(%)	*1.5*	*1.5*	*1.5*	*1.5*	1.7	1.4	1.5	1.7	2.0
디펜스솔루션	128	128	126	132	159	416	515	519	439
OPM(%)	*15.5*	*15.8*	*16.3*	*14.8*	10.1	19.1	15.6	16.2	17.4
에코플랜트	7	8	6	7	25	20	28	25	26
OPM(%)	*4.6*	*4.6*	*4.6*	*4.6*	5.4	4.0	4.6	4.4	4.5
지배주주순이익	**140**	**141**	**135**	**142**	**161**	**407**	**558**	**543**	**489**

자료: LS증권 리서치센터

투자의견 Buy, 목표주가 110,000원으로 커버리지 개시

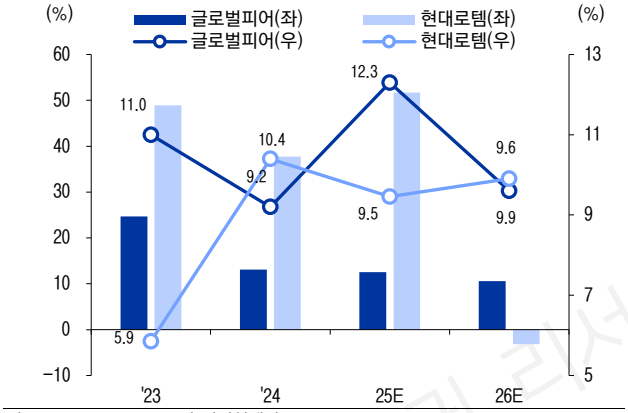
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 110,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사 예상 4개 분기 지배주주순이익에 글로벌 지상화력 Peer 12M fwd PER 10% 할인한 22.1x를 적용해 산출했다. 동사 디펜스 솔루션 매출 성장률의 경우 글로벌 지상화력 피어 대비 매출 성장률을 크게 상회함에도 불구하고 12m fwd PER 기준 16.4x로 할인받고 있는 상황이다. 디펜스의 성장, 레일에서의 개선을 고려했을 때 밸류에이션 리레이팅이 필요하다고 판단한다.

표50 **현대로템 Valuation Table**

(십억원, 원)	세부내용	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
지배주주순이익(십억원) - 최근 4개 분기	558	140	141	135	142
Target PER	22.1	Global Peer 10% 12M fwd PER 할인			
시가총액(십억원)	12,308				
상장주식수(천주)	109,142				
Target Price	**110,000**				
현재 주가	83,800				
상승여력(%)	**31.3**				

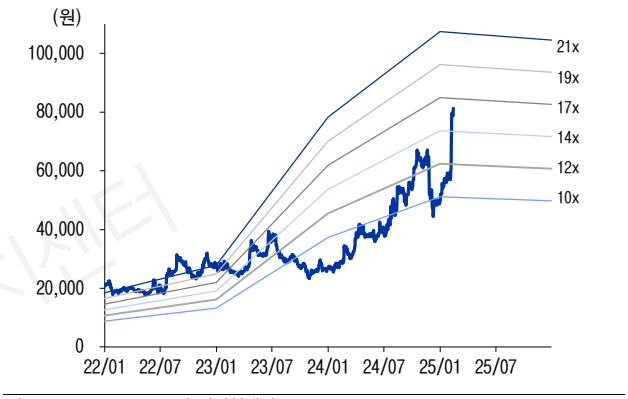
자료: LS증권 리서치센터

그림162 **글로벌 피어 대비 방산부문 성장률(막대), OPM 비교**



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림163 **현대로템 12M fwd PER 밴드**



자료: DataGuide, LS증권 리서치센터

표51 **지상 무기체계 피어 테이블**

기업명	국가	매출 YoY(%)			OPM(%)			ROE			12M fwd PER	시가총액(조원)	주요제품
		23	24F	25E	23	24F	25E	23	24F	25E			
제너럴 다이내믹스	미국	12.9	5.3	4.4	10.0	10.1	10.3	16.6	17.4	18.2	16.2	94.2	(전차)M1 에이브람스, (장갑차)스트라이커 장갑차, LAV
BAE 시스템스	영국	22.2	7.7	6.0	11.1	9.1	10.8	17.1	18.2	18.9	18.3	67.0	(전투차량)M2/M3, (곡사포)M777, (자주포)AS90, (전차)챌린저 2
라인메탈	독일	39.2	26.4	27.4	11.8	8.5	15.6	17.4	25.1	29.4	39.1	53.8	(전차)레오파드전차, (자주포)PzH 2000, (장갑차)링스, (다연장로켓)GMARS
평균	-	24.8	13.2	12.6	11.0	9.2	12.2	17.0	20.3	22.2	24.5		-
동사	-	*13.4*	*22.6*	*38.1*	*5.9*	*10.4*	*9.5*	*21.7*	*25.1*	*20.7*	*16.4*	*9.1*	-

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

현대로템 (064350)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
유동자산	3,319	3,690	4,024	4,597	4,832
현금 및 현금성자산	506	396	317	625	1,237
매출채권 및 기타채권	309	405	339	468	451
재고자산	236	269	328	440	430
기타유동자산	2,268	2,620	3,041	3,064	2,715
비유동자산	1,505	1,551	1,571	1,764	1,791
관계기업투자등	40	47	57	79	76
유형자산	1,200	1,234	1,207	1,270	1,329
무형자산	79	92	88	85	82
자산총계	**4,824**	**5,241**	**5,595**	**6,360**	**6,623**
유동부채	2,573	3,205	3,417	3,645	3,387
매입채무 및 기타재무	505	1,012	953	1,316	1,269
단기금융부채	703	339	102	123	110
기타유동부채	1,364	1,854	2,362	2,205	2,009
비유동부채	760	390	135	137	138
장기금융부채	453	256	1	1	1
기타비유동부채	306	133	135	136	137
부채총계	**3,332**	**3,595**	**3,552**	**3,781**	**3,525**
지배주주지분	1,520	1,680	2,076	2,612	3,131
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
이익잉여금	168	317	713	1,249	1,768
비지배주주지분(연결)	-29	-33	-33	-33	-33
자본총계	**1,491**	**1,647**	**2,043**	**2,579**	**3,098**

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
매출액	**3,163**	**3,587**	**4,399**	**6,076**	**5,855**
매출원가	2,798	3,123	3,570	5,034	4,807
매출총이익	365	464	829	1,042	1,048
판매비 및 관리비	218	254	372	467	468
영업이익	**147**	**210**	**457**	**575**	**580**
(EBITDA)	186	250	499	617	624
금융손익	-32	0	-4	8	1
이자비용	41	29	19	26	25
관계기업등 투자손익	0	1	0	0	0
기타영업외손익	-11	-30	55	71	68
세전계속사업이익	**104**	**181**	**509**	**654**	**650**
계속사업법인세비용	-91	24	104	104	111
계속사업이익	195	157	406	550	538
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	195	157	406	550	538
지배주주	198	161	407	558	543
총포괄이익	**206**	**167**	**406**	**550**	**538**
매출총이익률 (%)	11.6	12.9	18.8	17.2	17.9
영업이익률 (%)	4.7	5.9	10.4	9.5	9.9
EBITDA 마진률 (%)	5.9	7.0	11.3	10.2	10.6
당기순이익률 (%)	6.1	4.4	9.2	9.1	9.2
ROA (%)	4.4	3.2	7.5	9.3	8.4
ROE (%)	14.1	10.1	21.7	23.8	18.9
ROIC (%)	5.6	12.6	30.0	38.1	36.4

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**716**	**734**	**-135**	**634**	**579**
당기순이익(손실)	195	157	406	550	538
비현금수익비용가감	59	156	-489	-38	61
유형자산감가상각비	25	27	28	29	31
무형자산상각비	13	13	14	13	13
기타현금수익비용	21	116	-496	-59	51
영업활동 자산부채변동	497	437	-51	122	-21
매출채권 감소(증가)	-49	-93	67	-129	17
재고자산 감소(증가)	167	131	-59	-112	10
매입채무 증가(감소)	42	212	-59	363	-48
기타자산, 부채변동	336	188	0	0	0
투자활동 현금	**-429**	**-270**	**66**	**-304**	**57**
유형자산처분(취득)	-31	-54	0	-93	-89
무형자산 감소(증가)	-15	-26	-10	-10	-10
투자자산 감소(증가)	-387	-202	76	-201	156
기타투자활동	4	11	0	0	0
재무활동 현금	**-97**	**-576**	**-11**	**-22**	**-24**
차입금의 증가(감소)	-97	-580	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-11	-22	-24
배당금의 지급	0	0	-11	-22	-24
기타재무활동	0	4	0	0	0
현금의 증가	**186**	**-110**	**-79**	**308**	**612**
기초현금	320	506	396	317	625
기말현금	506	396	317	625	1,237

주요 투자지표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	15.7	18.0	22.5	16.4	16.8
P/B	2.0	1.7	4.4	3.5	2.9
EV/EBITDA	18.0	10.0	16.8	12.9	12.0
P/CF	12.2	9.3	n/a	17.9	15.3
배당수익률 (%)	n/a	0.4	0.2	0.3	0.3
성장성 (%)					
매출액	10.1	13.4	22.6	38.1	-3.6
영업이익	83.9	42.4	117.7	25.7	0.9
세전이익	194.4	74.1	181.5	28.4	-0.6
당기순이익	278.4	-19.4	158.7	35.6	-2.1
EPS	197.4	-18.6	152.6	37.2	-2.7
안정성 (%)					
부채비율	223.4	218.2	173.9	146.6	113.8
유동비율	129.0	115.1	117.8	126.1	142.7
순차입금/자기자본(x)	16.5	-25.1	-36.2	-46.8	-54.2
영업이익/금융비용(x)	3.6	7.3	23.8	21.9	23.1
총차입금 (십억원)	1,156	595	103	124	110
순차입금 (십억원)	245	-413	-740	-1,206	-1,678
주당지표(원)					
EPS	1,812	1,475	3,727	5,114	4,976
BPS	13,930	15,391	19,018	23,932	28,688
CFPS	2,325	2,864	n/a	4,692	5,494
DPS	n/a	100	200	220	242

자료: 현대로템, LS 증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

2025. 2. 18 | 방위산업

방산·우주·필리 세가지 키워드

Analyst 최정환 CFA
jhchoi@ls-sec.co.kr

현대전 핵심 전자전/지휘통제 체계 생산 기업

동사의 주요사업부문으로는 방산, ICT, 신사업이 있으며 방산부문에서 육해공 무기체계에 필요한 각종 전자장비 및 레이더 그리고 전투체계를 공급하고 있으며 방산부문 내 우주사업에서는 EO/IR 및 SAR 위성 체계 및 탑재체를 개발 및 공급하고 있는 현대전에 있어서 필수적인 부품을 공급하는 부체계 업체이다.

계속해서 증가할 수주잔고

24년 기말 총수주잔고는 8.8조원(+47.4% YoY)으로 사우디향 천궁2 다기능레이더가 총수주잔고의 증가를 견인했다. 25년 방산내수에서는 K2 4차 양산, K21 장갑차 4차양산, L-SAM 양산, 장사정포요격체계 개발 등 계약이 기대되며 수출의 경우는 25년 이후 국내 L-SAM 양산 및 운용 트랙 레코드를 바탕으로 천궁2를 도입한 중동 국가들(사우디, UAE)에 L-SAM 수출 기대감 또한 여전히 유효하다.

중동향 수출 매출 인식 지속, 필리조선소 연결인식 본격화

25년 연결기준 연간 매출액은 4.0조원(+39.1% YoY), 영업이익 2,430억원(+15.7% YoY, OPM 6.2%)으로 방산부문에서는 UAE향 천궁2 양산 매출이 25년부터 본격 인식 되며 수출 비중은 12.4%로 소폭 증가할 것으로 보인다. 25년부터 필리조선소가 연결 인식 예정인데 경영진은 24년 대비 25년 적자 대폭 감소를 제시했다. 보수적 관점에서 27년 이후 흑전하게 된다면 동사 실적에 직접적으로 기여 할 수 있을 것으로 보이며 장기적으론 미 해군 특수선 수주가 가시화 될 경우 동사의 전투체계/다기능레이더 개발 역량과 함께 시너지를 보일 것이다.

개화할 우주산업에서 그룹 내 시너지 기대

동사는 방위산업을 기초로 성장할 우주산업에서 직접적인 수혜를 받을 것으로 기대되는 기업이다. 425 사업을 시작으로 계속해서 저궤도 위성 수요가 증가할 것으로 예상되는 가운데 동사는 4Q25에 완공될 제주우주센터를 통해 월 2대 SAR 위성 생산역량을 확보할 예정이며 한화 그룹 내 위성 탑재체 및 SAR 위성 생산을 담당하게 될 기업으로 그룹 내 시너지가 기대된다.

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	34,350 원
상승여력	-

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (2/17)		2,610.42 pt
시가총액		64,894 억원
발행주식수		188,919 천주
52 주 최고가/최저가		16,020 / 34,900 원
90 일 일평균거래대금		1,434 억원
외국인 지분율		6.3%
배당수익률(24.12F)		1.0%
BPS(24.12F)		13,324 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	32.3%
	6 개월	80.0%
	12 개월	115.9%
주주구성	한화에어로스페이스 (외	59.5%
	국민연금공단 (외 1 인)	8.2%
	한화시스템우리사주	1.7%

Stock Price

Financial Data

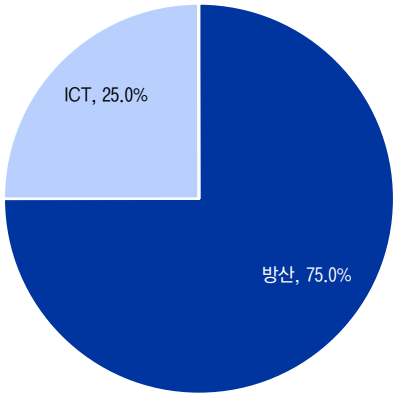
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	1,546	86	82	73	591	12.3	174	15.7	4.0	1.1	8.1
2020	1,643	93	79	94	759	28.5	193	20.4	8.0	1.7	9.4
2021	2,090	112	128	98	526	-30.7	208	65.3	24.0	2.9	6.0
2022	2,188	39	-42	-81	-409	적전	144	-83.9	37.9	3.2	-3.6
2023	2,453	93	413	343	1,868	흑전	215	18.4	29.4	3.0	16.9

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

현대전 핵심 전자전/지휘통제 체계 생산 기업

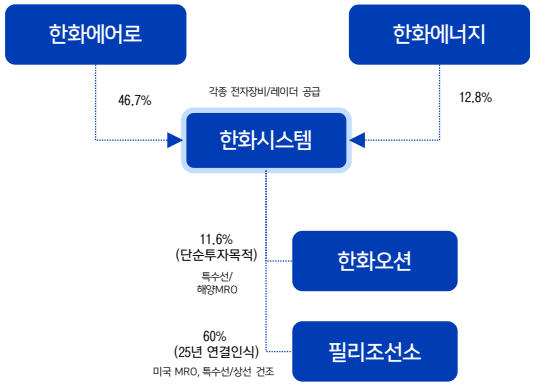
동사는 99년 프랑스 톰슨(현 Thales)과 삼성전자간 JV 계약 체결로 삼성톰슨CSF 주식회사로 출범해 01년 삼성탈레스로 사명변경 후 15년 한화계열사에 편입 됐다. 주요사업부문으로는 방산, ICT, 신사업이 있으며 방산부문에서 육해공 무기체계에 필요한 각종 전자장비 및 레이더 그리고 전투체계를 공급하고 있으며 방산부문 내 우주사업에서는 EO/IR 및 SAR 위성 체계 및 탑재체를 개발 및 공급하고 있는 현대전에 있어서 필수적인 부품을 공급하는 부체계 업체이다.

그림164 한화시스템 부문별 매출비중(2023)



자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

그림165 한화시스템 지배구조(2Q24)



자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

표52 사업부문별 품목 및 서비스, 매출 비중 현황

사업부문	구분	품목 및 서비스	매출 비중(2023)
방산	감시정찰	KF-21 AESA 레이더, 항공전자장비(KF-21 - IRST/EO TGP, LAH - TADS), 함정 및 대공방여용 다기능레이더	75.0%
	항공전자	KF-21, T-50, LAH, KUH - 임무형 컴퓨터, 레이더경보수신기 등 항공전자장비	
	위성	고성능 영상레이더 체계, 위성 탑재체(EO·IR), 초소형위성 개발·제조·발사관제서비스	
	지휘통제	전술통신체계(TICN), 군위성통신체계, 대대급 이하 전지휘체계, 데이터링크 등	
	해양시스템	함정 전투체계, 해양 무인체계, 소나	
ICT	-	서버 및 네트워크 전상망 구축	25.0%

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

계속해서 증가할 수주잔고

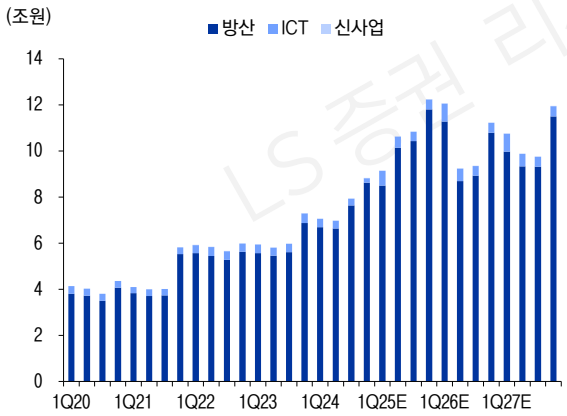
24년 기말 총수주잔고는 8.8조원(+47.4% YoY)으로 사우디향 천궁2 다기능레이더가 총수주잔고의 증가를 견인했다. 25년 방산내수에서는 K2 4차 양산, K21 장갑차 4차양산, L-SAM 양산, 장사정포요격체계 개발 등 계약이 기대되며 수출의 경우는 25년 이후 국내 L-SAM 양산 및 운용 트랙 레코드를 바탕으로 천궁2를 도입한 중동 국가들(사우디, UAE)에 L-SAM 수출 기대감 또한 여전히 유효하다.

표53 **한화시스템 국내 및 해외 수출 파이프라인 정리(공시기준)**

계약명	계약규모 (십억원)	'24E	'25E	'26E	'27E	'28E	'29E	'30E	'31E	'32E	'33E	'34E
내수												
TMMR 2차 양산	220											
울산급 Batch-III 후속함 전투체계	399											
구축함(KDDX) 전투체계 체계종합 및 전투관리체계	340											
L-SAM 양산	-											
K2 4차 양산 통합전장시스템	-											
K21 장갑차 4차 양산 통합전장시스템	-											
Link-22 함정/육상 16종 체계개발 사업	209											
장사정포요격체계 개발	-											
수출												
천궁 II UAE 다기능레이더 수출	1,302											
SA-MSAM 사업 다기능레이더 분야 양산	1,195											
폴란드 K2 전차 수출사업 조준경 등 17종 계약	257											
중동향 LSAM 다기능레이더 수출	-											

자료: LS증권 리서치센터

그림166 **한화시스템 부문별 수주잔고 추이 및 전망**



자료: LS증권 리서치센터

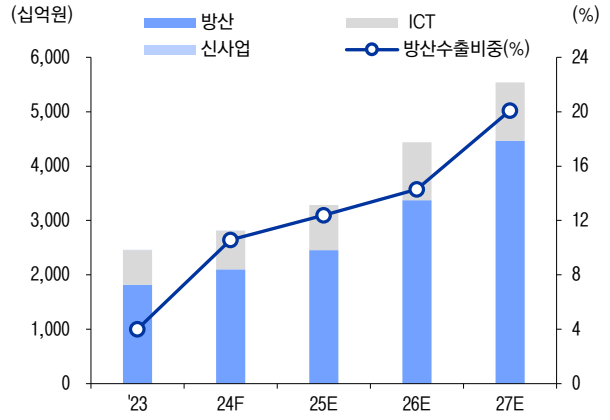
그림167 **제 164 회 방위산업추진위원회 결과**

자료:방위사업청, LS증권 리서치센터

중동향 수출 매출 인식 지속, 필리조선소 연결인식 본격화

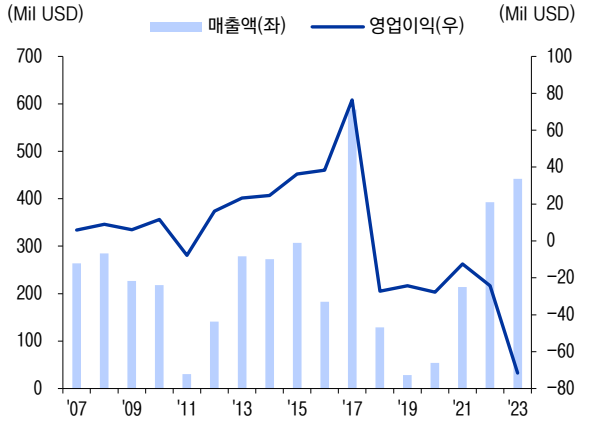
25년 연결기준 연간 매출액은 4.0조원(+39.1% YoY), 영업이익 2,430억원(+15.7% YoY, OPM 6.2%)으로 방산부문에서는 UAE향 천궁2 양산 매출이 25년부터 본격 인식 되며 수출 비중은 12.4%로 소폭 증가할 것으로 보인다. 25년부터 필리조선소가 연결 인식 예정인데 경영진은 24년 대비 25년 적자 대폭 감소를 제시했다. 보수적 관점에서 27년 이후 흑전하게 된다면 동사 실적에 직접적으로 기여 할 수 있을 것으로 보이며 장기적으론 미 해군 특수선 수주가 가시화 될 경우 동사의 전투체계/다기능레이더 개발 역량과 함께 시너지를 보일 것이다.

그림168 한화시스템 부문별 매출액 및 방산 수출비중 추이



자료: LS증권 리서치센터

그림169 필리조선소 매출액 및 영업이익 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표54 한화시스템 실적 Table

(십억원)	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'22	'23	24F	25E	26E
연결 매출액	**695**	**1,073**	**998**	**1,139**	**2,188**	**2,453**	**2,806**	**3,904**	5,677
YoY(%)					4.7	*12.1*	*14.4*	*39.1*	*45.4*
방산	461	607	610	774	2,102	1,817	2,102	2,452	3,372
수출비중(%)					-	*4.0*	*10.6*	*12.4*	*14.3*
ICT	79	311	233	210	547	636	704	833	1,067
신사업	0	0	0	0	1	1	11	0	0
연결 영업이익	**43**	**74**	**68**	**57**	**24**	**93**	**210**	**243**	**391**
OPM(%)	*6.2*	*6.9*	*6.9*	*5.0*	*1.1*	*3.8*	*7.5*	*6.2*	*6.9*
방산	41	47	53	58	90	99	169	199	310
OPM(%)	*8.9*	*7.8*	*8.6*	*7.5*	4.3	5.4	8.0	8.1	9.2
ICT	5	29	18	1	4	27	56	54	81
OPM(%)	*6.3*	*9.5*	*7.9*	*0.6*	0.7	4.2	8.0	6.5	7.6
신사업	0	0	0	0	-70	-33	-15	0	0
OPM(%)									
지배주주순이익	**36**	**61**	**57**	**47**	**-85**	**350**	**446**	**201**	**328**

자료: LS증권 리서치센터

계속해서 성장할 저궤도 위성 사업

425 사업을 시작으로 계속해서 저궤도 위성 수요가 증가할 것으로 예상되는 가운데 동사는 4Q25에 완공될 제주우주센터를 통해 월 2대 SAR 위성 생산역량을 확보할 예정이며 한화 그룹 내 위성 탑재체 및 SAR 위성 생산을 담당하게 될 기업으로 그룹 내 시너지가 기대된다.

그림170 한화시스템 SAR 위성 모습

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

그림171 한국형 고체연료 발사체 개발 계획

자료: 국방부, LS증권 리서치센터

그림172 한화그룹 우주산업 밸류체인

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

그림173 제주한화우주센터 조감도

자료: 한화시스템, LS증권 리서치센터

표55 국내 정찰감시용/통신 저궤도 위성 사업 정리

구분	위성 총 대수	주관	비고
425 사업	5 기(SAR 4 기, EO/IR 1 기)	방위사업청,	25 년까지 SAR 위성 4, 5 호기 발사
다부처 SAR 위성 사업	SAR 40 기	다부처	28 년부터 발사 계획, 군집 운용 목표
군용 SAR 위성 사업	-	국방과학연구소	-
상용 저궤도 통신위성체계	-	방위사업청	원웹 저궤도 위성 활용 군용 게이트웨이 개발, 향후 저궤도 통신 활용하는 군 전술통신망 구축 양산 사업 기대
제주 한화우주센터	-	한화시스템	저궤도 초소형 위성 수요 대응, 4Q25 완공 전망 연간 월 2 대 생산 가능 CAPA 보유

자료: LS증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	1,525	1,684	2,676	2,327	1,890
현금 및 현금성자산	564	540	1,637	1,228	476
매출채권 및 기타채권	175	158	182	212	204
재고자산	281	364	406	373	501
기타유동자산	504	622	451	514	709
비유동자산	885	1,011	1,218	1,619	2,593
관계기업투자등	15	46	196	570	1,458
유형자산	217	218	257	274	348
무형자산	532	550	562	558	559
자산총계	**2,409**	**2,695**	**3,894**	**3,946**	**4,483**
유동부채	1,170	1,360	1,363	1,619	1,951
매입채무 및 기타재무	197	151	183	219	301
단기금융부채	91	60	53	109	191
기타유동부채	882	1,148	1,127	1,290	1,459
비유동부채	271	303	291	308	378
장기금융부채	87	124	107	105	139
기타비유동부채	184	179	184	203	239
부채총계	**1,441**	**1,662**	**1,655**	**1,927**	**2,329**
지배주주지분	968	1,033	2,222	2,000	2,140
자본금	551	551	945	945	945
자본잉여금	327	328	1,085	1,086	1,100
이익잉여금	92	157	225	117	212
비지배주주지분(연결)	0	0	17	19	14
자본총계	**968**	**1,033**	**2,240**	**2,019**	**2,154**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	1,546	1,643	2,090	2,188	2,453
매출원가	1,311	1,395	1,806	1,933	2,149
매출총이익	235	248	284	255	304
판매비 및 관리비	150	155	172	216	211
영업이익	86	93	112	39	93
(EBITDA)	174	193	208	144	215
금융손익	3	-2	6	23	14
이자비용	5	6	4	6	14
관계기업등 투자손익	0	-5	-10	-27	-46
기타영업외손익	-6	-7	20	-77	352
세전계속사업이익	82	79	128	-42	413
계속사업법인세비용	9	-15	30	24	57
계속사업이익	73	94	98	-66	356
중단사업이익	0	0	0	-15	-13
당기순이익	73	94	98	-81	343
지배주주	73	94	98	-77	349
총포괄이익	71	92	103	-196	372
매출총이익률 (%)	15.2	15.1	13.6	11.7	12.4
영업이익률 (%)	5.5	5.7	5.4	1.8	3.8
EBITDA 마진률 (%)	11.3	11.7	10.0	6.6	8.8
당기순이익률 (%)	4.7	5.7	4.7	-3.7	14.0
ROA (%)	3.4	3.7	3.0	-2.0	8.3
ROE (%)	8.1	9.4	6.0	-3.6	16.9
ROIC (%)	12.5	11.9	14.8	6.0	17.2

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	**409**	**175**	**317**	**269**	**83**
당기순이익(손실)	73	94	98	-81	343
비현금수익비용가감	127	138	139	255	-83
유형자산감가상각비	61	69	66	77	99
무형자산상각비	28	31	30	28	23
기타현금수익비용	38	38	43	150	-205
영업활동 자산부채변동	205	-37	98	104	-168
매출채권 감소(증가)	33	17	-21	-29	6
재고자산 감소(증가)	95	-84	-42	34	-128
매입채무 증가(감소)	28	-53	11	40	42
기타자산, 부채변동	49	83	150	59	-88
투자활동 현금	**-133**	**-100**	**-268**	**-679**	**-864**
유형자산처분(취득)	-42	-45	-79	-48	-132
무형자산 감소(증가)	-47	-45	-38	-32	-27
투자자산 감소(증가)	-41	7	-140	-592	-696
기타투자활동	-3	-17	-10	-7	-8
재무활동 현금	**85**	**-98**	**1,048**	**-3**	**27**
차입금의 증가(감소)	2	-63	-64	22	72
자본의 증가(감소)	83	-35	1,095	-30	-47
배당금의 지급	16	34	-25	-30	-47
기타재무활동	0	0	18	6	1
현금의 증가	**360**	**-24**	**1,097**	**-409**	**-752**
기초현금	204	564	540	1,637	1,228
기말현금	564	540	1,637	1,228	476

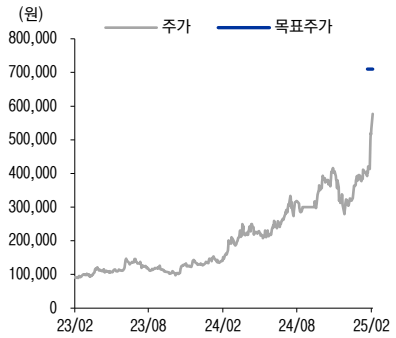
자료: 한화시스템, LS 증권 리서치센터

주요 투자지표

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
투자지표 (x)					
P/E	15.7	20.4	65.3	-83.9	18.4
P/B	1.1	1.7	2.9	3.2	3.0
EV/EBITDA	4.0	8.0	24.0	37.9	29.4
P/CF	5.7	8.3	27.4	37.3	25.0
배당수익률 (%)	3.0	1.3	0.5	0.7	0.8
성장성 (%)					
매출액	-26.0	6.3	27.2	4.7	12.1
영업이익	-23.5	8.3	20.7	-65.1	137.6
세전이익	-35.8	-3.8	61.9	적전	흑전
당기순이익	-25.5	28.4	4.6	적전	흑전
EPS	12.3	28.5	-30.7	적전	흑전
안정성 (%)					
부채비율	148.8	161.0	73.9	95.4	108.1
유동비율	130.3	123.8	196.3	143.8	96.9
순차입금/자기자본(x)	-45.2	-35.6	-67.1	-51.3	-8.3
영업이익/금융비용(x)	17.3	14.9	26.7	6.8	6.5
총차입금 (십억원)	178	185	160	214	330
순차입금 (십억원)	-438	-368	-1,504	-1,037	-178
주당지표(원)					
EPS	591	759	526	-409	1,868
BPS	8,786	9,368	11,764	10,588	11,327
CFPS	1,616	1,873	1,253	921	1,376
DPS	277	205	160	250	280

LS 증권 리서치센터

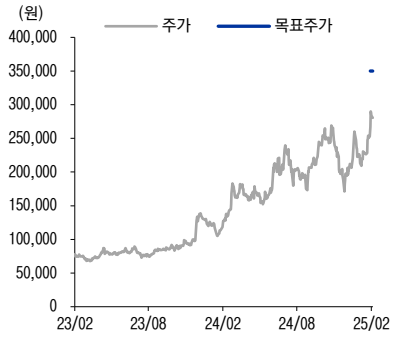
한화에어로스페이스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2025.2.18	신규	최정환									
2025.2.18	Buy	710,000									

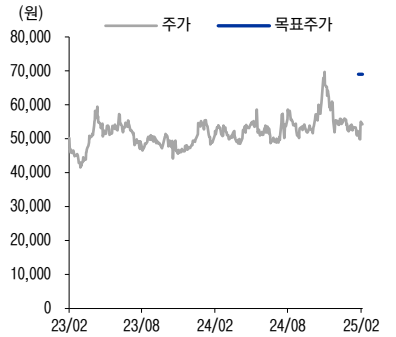
LIG 넥스원 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2025.2.18	신규	최정환									
2025.2.18	Buy	350,000									

한국항공우주 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2025.2.18	신규	최정환									
2025.2.18	Buy	69,000									

현대로템 목표주가 추이

()

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2025.2.18	신규	최정환									
2025.2.18	Buy	110,000									

LS 증권 리서치센터

한화시스템 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2025.2.18	신규	최정환									
2025.2.18	NR	NR									

LS 증권 리서치센터

Compliance Notice

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

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

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

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	92.4%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	7.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024. 1. 1 ~ 2024. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)