

방위산업

ReArm Europe, K-방산 멀티플 상향 조정



이태환 tahwan.lee@daishin.com

투자의견

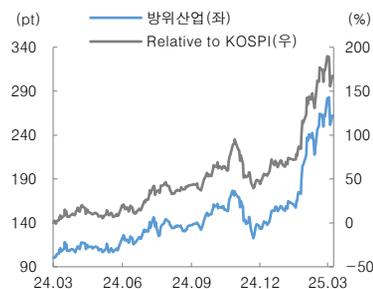
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
한화에어로스페이스	Buy	760,000원
현대로템	Buy	150,000원
한국항공우주	Buy	100,000원
LIG넥스원	Buy	350,000원
한화시스템	Buy	42,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.6	86.9	87.5	150.9
상대수익률	11.1	73.3	87.4	162.0



- EU는 유럽 국방력 강화를 위해 8천억유로 규모 ReArm Europe Plan 발표
- 유럽 우선주의 경향으로 인해, 동유럽 현지생산을 통한 파트너십 필요
- 각자도생식 자강론 득세, 미국 의존도 낮아질 때 글로벌 점유 확대 기회

재무장(Re-Arm) 필요해진 유럽

미국 트럼프 2기 정부의 신고립주의(neo-isolationism) 외교 정책이 극명해짐에 따라, 유럽은 더이상 미국의 안보 우산 제공을 낙관할 수 없게 되었으며, 러시아를 상대로 하는 유럽 공동의 국방력 강화 필요성이 증가하였음

EU 위원회는 유럽 재무장 계획(ReArm Europe Plan)을 발표하며, EU 회원국 공동의 국방 투자 증가 필요성을 역설. 총 자금동원 예상액은 8천억유로이며, NEC(National Escape Clause)를 활용한 GDP 대비 국방비 지출 비중 +1.5%p 확대(6,500억유로)와 회원국들의 무기 공동조달을 위한 SAFE(Security Action for Europe) 이니셔티브(1,500억유로)로 구성. 유럽 방산업체 주가 폭등을 이끌었음

유럽 안보 확충 vs 유럽 우선주의

유럽 국방 투자를 촉진하는 ReArm Europe Plan, EDIS, EDIP 등에서 공통적으로 '유럽 우선주의' 경향이 확인되고 있음. 단기적으로는 안정적인 방산물자 확보가 필요하나, 장기적으로 EU 방위산업 재건을 목표로 하고 있기 때문. EU 내 주도적 역할을 맡고 있는 프랑스·독일은 금번 유럽 군비 확장을 자국 소재의 대형 방산업체 지원을 통하여 경제 성장으로 연결하고자 함

유럽 공동의 안보 투자라는 명분을 감안하면, 군비지출 상승폭이 높게 나타날 지역은 그동안 낮은 지출 수준을 보였던 북유럽·서유럽이 될 가능성이 높음. 다만, 해당 지역은 한국 무기 납품 이력이 거의 없으며, 러시아와의 물리적 거리로 인해 방산물자 확보에 대한 시급성이 비교적 낮음. 무기 구매에 정치·외교적 논리가 개입될 가능성이 높으며 한국이 진입하기 어려운 지역

반면, 동유럽은 러시아와의 직접적 대치상황으로 인해 무기 확보 시급성이 높고, 경제적 여건을 고려 시 가격이 중요한 요인이 될 것. 더불어, 현지생산을 통해 EU 회원국 생산규정을 충족할 수 있다는 측면에서 향후 EU시장에서의 동반자 관계 형성 가능. ReArm Europe Plan을 반영할 시, 중·동유럽에서 향후 5년간 최소 849억유로(134조원)의 무기 구매 지출이 나타날 것으로 예상

생소한 자강(自強)의 시대. 높은 밸류에이션 부담 완화

유럽업체 주가 폭등으로 인해 한국 방산업체에 대한 멀티플 부담은 상대적으로 완화됐음. 현재 커버리지 5사 합산 시가총액은 12MF PER 19배 수준으로 파악되며, 군비 확장국면에 진입했음을 감안하여 타깃 평균 PER을 24배로 상향 조정

추천종목은 현대로템(BUY, TP: 150,000원), 한화에어로스페이스(BUY, TP: 760,000원)를 제시. 유럽 모멘텀이 추가 강화되면서 시장을 주도하고 있으며, 동유럽 현지생산을 통한 파트너십 강화를 바탕으로 유럽 대형 무기 수요에 대응 가능한 업체를 선호. K2 전차, K9 자주포는 폴란드에 주력 배치될 예정으로 이미 대규모 매출이 실현되고 있으며, 향후 루마니아 등 동유럽 지역에서 추가 수출 가능성이 우수한 품목. 또한, 폴란드 K2 2-1차 계약이 임박한 점을 반영

Contents

산업분석

I. 재무장(Re-Arm) 필요해진 유럽	04
II. 유럽 안보 확충 vs 유럽 우선주의	09
III. Valuation 및 투자전략	13

기업분석

현대로템	18
한화에어로스페이스	22
한국항공우주	26
LIG넥스원	30
한화시스템	34

I. 재무장(Re-Arm) 필요해진 유럽

미국에게 유럽은 더 이상 핵심 방어지역이 아니다

미국 트럼프 정부의
신고립주의 성향
강화. 국방예산 삭감
지시 과정에서 유럽
중요성이 축소되고
있음이 드러났음

도널드 트럼프 미국 대통령이 취임한 이후 미국은 적극적 개입주의를 버리고 신(新)고립주의를 분명히 하고 있다. 특히, 미국에게 실익이 없다고 판단된 러시아-우크라이나 전쟁에 대해서는 더 이상의 추가적인 군사-재정 지원을 약속하지 않으려 하며, 종전 협상을 조기에 마무리하고 우크라이나로부터 그동안의 군사-재정적 지원에 대해 광물 협정 형태로 금전적 보상을 받는 것에만 관심이 있다. 원하는 목적을 달성할 수 있다면 이제 예전 만큼 체면도 신경쓰지 않으려 한다. 그동안 알고 있던 국제 정치·외교 공식을 버리고, 냉전 시대부터 오랫동안 이어져 온 ‘세계 경찰’, ‘자유진영의 리더’, ‘민주주의의 수호자’였던 미국은 이제 더 이상 존재하지 않는다는 것을 받아들여야 할 때다.

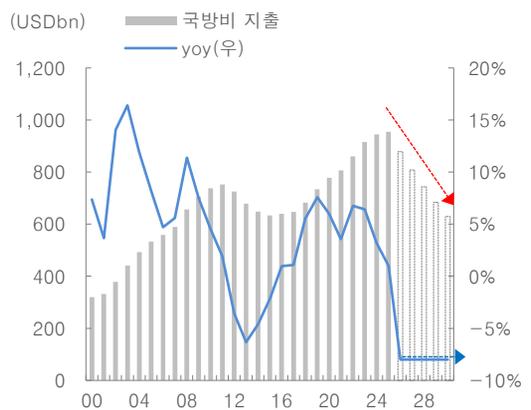
미국 헤그세스 국방부 장관은 취임 직후 국방부 고위 당국자들을 대상으로 향후 5년간 매년 8%의 국방 예산 삭감 계획 마련을 지시했으며 이 계획이 실현될 경우 2030년 미국의 국방비는 러-우 전쟁 이전의 ‘14~’16년 레벨로 회귀하게 된다. 인도-태평양 사령부가 삭감 예외 목록에서 빠진 것과 달리 유럽 사령부는 삭감 예외 항목 17개에 속하지 않았다. 국방 예산 삭감이 실제 의결 과정에서 현실화되지 않더라도 앞으로의 트럼프 정부 4년간 유럽은 미국에게 있어 인도-태평양만큼 중요한 지역으로 분류될 수 없다는 의미를 내포한다. 러시아는 여전히 유럽에게 있어서는 가장 중요한 실존적 위협이겠으나, 미국은 미래 패권 경쟁의 대상으로 러시아보다는 중국을 낙점한 것으로 보인다. 러시아-중국 교역으로 인해 러시아에 대한 경제제재 포위망이 사실상 유명무실해진 상황에서, 러시아와의 적대적 대치가 길어질수록 러시아-중국의 협력관계는 더욱 견고해지게 되며, 이것이 미국에 있어 더 위협적인 미래가 될 수 있다는 상황 인식이 형성된 것으로 파악된다.

그림 1. 새로운 미국의 '민낯'이 드러난 정상회담



자료: 뉴스1, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 국방비 지출 추이 및 계획



자료: SIPRI, 대신증권 Research Center

낙관주의로 물들어 있던 유럽

유럽은 안보 측면에서 미국 의존도가 지나치게 높아졌으며, 러시아와의 경제적 거래 비중도 높아졌음

제2차 세계대전 이후 초강대국 지위를 확립한 미국은 NATO 집단 안보 시스템의 리더 역할을 수행해왔고, 유럽 국가들은 미국이 제공하는 ‘안보 우산’에 지나치게 익숙해져 버렸다. 유럽은 냉전 시기까지만 해도 소련의 위협에 대응하기 위해 주요 국가들(영국, 프랑스, 독일 등)이 GDP 대비 국방비 지출 비중을 3% 내외로 유지해왔지만, 소련 붕괴 후 동구권 지형 변화로 직접적 군사 충돌 가능성이 낮아지면서 국방비 지출을 줄이고 복지, 경제발전 등에 재정을 투입해왔다. 재래식 무기 수요의 감소로 생산라인이 폐쇄 또는 통합되는 경향을 보였고, 구형 장비도 대거 퇴역함에 따라 정비 및 부품 공급 역할을 담당하던 중소 부품사의 구조조정이 나타나면서 밸류체인 경쟁력을 과거 대비 크게 상실하였다. 테라트·소련붕괴 영향이 나타나기 시작한 1990년 이후부터 2023년까지의 SIPRI Transfer 데이터의 누적 TIV를 기준으로 할 때, 유럽은 필요한 방위 무기의 약 46%를 미국에서 구매했던 것으로 파악되는데 2위인 독일(13%)과도 현저한 차이를 보이고 있으며, 모수에서 가상적국 러시아(소련 포함)를 제외할 시 미국 무기 의존도는 50%를 넘어선다. 다만, 핵심분야인 항공·미사일·전자전 등에서는 공동개발 협력을 통해 선진 기술역량을 유지해왔고, 세계 상위 방위산업 기업(독일 Rheinmetall, 영국 BAE System, 프랑스 Dassault 등)들은 대외수출 수요가 형성되면서 생산 라인이 완전히 붕괴되지는 않았다.

한편, 유럽은 경제 발전에 필요한 에너지 자원 확보를 위해 러시아와의 경제적 교류를 늘려나갔다. 특히, EU 27개국의 러시아산 천연가스 의존도는 2020년 기준으로 40.8%까지 형성되었으며, 탈원전 정책을 시행하며 전력 수급을 천연가스 발전에 의존한 독일의 경우 60%를 상회했던 것으로 나타났다. 이러한 경향은 물가안정, 산업생산 원가 절감 등의 경제적 이점을 추구함과 동시에 ‘경제적 상호 의존도가 높아지면 갈등을 억제할 수 있다’는 낙관적 기대가 함께 반영되었던 것으로 해석할 수 있다. 다만, 이는 결과적으로 러시아의 자원 무기화 가능성을 과소평가한 오판으로 나타났다. 러시아는 구소련권 국가들(우크라이나, 벨라루스)에 대한 에너지 공급 중단 사례를 통해 유럽의 에너지 위기를 촉발할 수 있음을 확인했고 과감한 군사적 행동에 나섰다. 미국의 안보 우산이 사라지고, 러시아에 대한 낙관적 기대가 깨진 상황에서 유럽은 자체 재무장 필요성이 증가하게 되었다. 유럽의 안보는 유럽이 스스로 지켜야 한다는 지당한 현실이 목전에 다가왔다.

표1. 유럽 주요 무기 수입국 추이('90-'23)

(단위: TIV, %)

	90-94	95-99	00-04	05-09	10-14	15-19	20-23	Total	점유율
미국	15,649	13,333	11,452	7,085	4,649	6,443	14,558	73,169	46.0%
독일	5,066	2,176	2,719	4,834	2,061	2,202	1,595	20,653	13.0%
러시아	1,830	2,207	1,040	642	2,252	1,729	677	10,377	6.5%
프랑스	1,814	953	703	1,482	1,161	741	1,304	8,158	5.1%
영국	1,026	961	794	1,060	316	287	1,004	5,448	3.4%
네덜란드	697	640	747	1,835	572	437	175	5,103	3.2%
스웨덴	508	213	818	1,698	486	189	207	4,119	2.6%
이탈리아	399	337	400	1,189	864	420	437	4,046	2.5%
스페인	135	45	136	1,992	750	21	703	3,782	2.4%
이스라엘	21	107	173	623	521	1,133	802	3,380	2.1%
소련	3,027	0	0	0	0	0	0	3,027	1.9%
우크라이나	75	65	235	840	547	304	0	2,066	1.3%
대한민국	0	0	0	0	0	715	954	1,669	1.0%
Total	32,191	22,489	20,188	25,219	15,807	15,831	27,142	158,867	100.0%

자료: SIPRI, 대신증권 Research Center

유럽 재무장 계획(ReArm Europe Plan)

8,000억유로 규모의 ReArm Europe Plan 발표

- GDP 대비 국방비 지출 비중 +1.5%p 확대(6,500억유로)
- 회원국 무기 공동 조달을 위한 EU 예산 차관 제공 (1,500억유로)

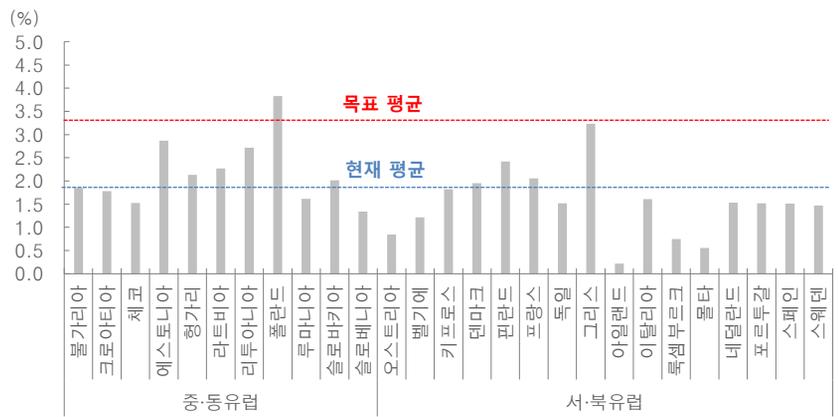
유럽연합(EU) 집행위원회는 3월 4일 ‘유럽 재무장 계획(ReArm Europe Plan)’을 27개 회원국 정상에게 제안했으며 이를 실현하기 위해 최소 8,000억 유로의 자금 동원이 필요하다고 발표하였다. 세부사항은 추후 회원국들의 합의 하에 발표되겠으나, 아래 내용은 현재까지 발표된 내용을 기준으로 정리하였다.

첫번째로, EU 회원국들이 평균적으로 GDP 대비 국방비 지출 비중을 기존 대비 추가적으로 1.5% 늘린다면 4년동안 약 6,500억 유로의 재정적 여유를 확보할 수 있을 것으로 제시하였다. 이를 위해 개별 회원국 차원에서 국방 부문에 대한 공공자금을 적극 동원할 수 있도록 EU 재정준칙 적용을 유예하는 국가별 예외조항을 발동하는 내용이 포함되었다. 2023년 SIPRI 데이터를 기준으로 볼 때, 이미 27개국 중 19개국이 GDP 대비 1.5% 이상의 국방비 지출을 진행하고 있었으며 27개국 평균으로도 1.8% 수준이었다. 만약, 계획이 현실화될 경우 약 3.3% 내외의 국방비 지출 비중이 달성되는 것으로, 미국 트럼프 대통령이 NATO 회원국에 요구하는 5%(심지어 미국도 ‘23년 기준 3.4%를 지출 중이며, 트럼프 행정부는 국방비 지출을 줄일 예정이다)에는 미치지 못하지만 NATO 내 유럽 회원국들이 ‘안보 무임승차론’에 반박하는 주요 근거가 될 수 있을 것으로 판단된다.

두번째로, 약 1,500억 유로 규모의 EU 예산을 회원국들을 대상으로 방위투자 목적의 차관으로 제공할 예정이다. 해당 예산은 회원국들의 방공·미사일방어, 포병 시스템, 미사일, 드론·안티드론, 사이버전 등 다양한 분야에서의 무기 공동 조달에 배정되며 이를 바탕으로 우크라이나 지원을 강화하자는 취지이다. 해당 금액은 EU 예산을 공동부채 형태로 전환하는 만큼 반드시 유럽산 무기 구입 증대에 사용되어야 한다는 ‘Buy European’ 방침이 정해진 것으로 파악된다.

이외 EU 예산을 활용한 방위지출 인센티브 제공과 저축투자연합(SIU)과 유럽투자은행(EIB) 등 민간자본의 투자 유치 등에 대해서도 함께 언급되었다.

그림 3. EU 27 개국 GDP 대비 국방비 지출 비중



자료: SIPRI, 대신증권 Research Center

ReArm Europe Plan/Readiness 2030 주요 Q&A (3/19 발표)

Q. SAFE(Security Action for Europe) 이니셔티브란 무엇인가?

A. EU 예산 보증을 기반으로 회원국들에게 최대 1,500억유로 규모의 대출을 제공. 회원국들이 공동조달(common procurement)을 통해 국방역량을 강화할 수 있도록 지원. 공동조달은 회원국 군대 간 상호운용성을 보장하고, 유럽 방위산업에 예측 가능성을 제공하며, 비용을 절감하고 규모의 경제를 창출함으로써 유럽 방위산업 기반을 강화

Q. 필요하다면 1,500억유로를 초과하여 대출한도를 늘릴 수 있는가?

A. 다른 금융지원 프로그램과 마찬가지로, 새롭게 마련되는 규정에 명시된 한도를 초과할 수 없으며, 최대 대출 규모는 해당 규정에 의해 결정

Q. EU 예산 보증을 받는 대출이 회원국별 대출보다 매력적인 이유?

A. 신규 기금은 최대 45년의 장기 대출과 10년의 원금 상환 유예기간을 포함할 수 있으며, 경쟁력 있는 금리로 구조화될 것. EU 채권발행을 통해 조달되므로, EU의 높은 신용등급, 높은 유동성, 시장 수요 등으로 우대조건을 적용

Q. 회원국의 대출 신청 방법과 자금 이용

A. ‘수요 주도(demand-driven)’ 방식으로 이뤄지며, 사전 할당기준은 없음. 원칙적으로 회원국은 최소 두 회원국(또는 회원국 1곳과 우크라이나, 혹은 회원국 1곳과 EFTA/EEA 국가)을 포함하는 공동조달방식을 통해 조달해야 하며, 조달 대상 방산 기업은 EU, 우크라이나, EFTA/EEA에 기반해야 하며, 일부 안보 관련 요건을 충족해야 함

Q. 제3국도 참여할 수 있는가?

A. EEA/EFTA 국가 및 우크라이나는 공동조달에는 참여할 수 있으나, 대출은 받을 수 없음. 승인된 안전 및 국방파트너십을 맺은 국가(EU 가입후보국)도 공동조달 참여 가능

Q. SAFE는 ‘Buy European’ 조향이 있는가? 유럽산이 아닌 제품 구매 가능한가?

A. 회원국은 EU, EEA/EFTA, 우크라이나에 본사 및 설립소재지를 둔 기업에서 생산하는 제품을 구매해야 함. 소모성 군수품(단순제품)의 경우, 제품 비용의 65% 이상이 EU, EEA/EFTA, 우크라이나에서 생산된 부품이어야 함. 복합 시스템의 경우에도 동일한 규칙이 적용되며, 방위장비 설계에 대한 전면적 통제(디자인 소유권 포함)가 해당 기업에 있음을 보장하여 새로운 기술·안보 의존도가 발생하지 않도록 해야 함

Q. NEC(National Escape Clause)란 무엇인가?

A. 회원국이 자체적으로 통제할 수 없는 예외적 상황이 발생하여 재정에 심각한 영향을 미칠 때, 중기적으로 재정 건전성을 훼손하지 않는 한도에서 미리 설정된 지출 경로(중기 재정구조 계획)에서 일시적으로 벗어날 수 있도록 하는 제도

Q. NEC 발동으로 6,500억유로의 재정여력이 어떻게 생기는가?

A. 회원국들이 4년간 단계적으로 국방지출을 늘려 GDP 대비 1.5% 규모로 추가 증가한다고 추정한 결과값. 2025년부터 시작해 4년간 적용 예정이며, 증가분은 2021년 지출 수준을 기준으로 계산. 이 기간 이후에도 국방지출을 높은 수준으로 유지해야 함

유럽 방위산업체 폭등

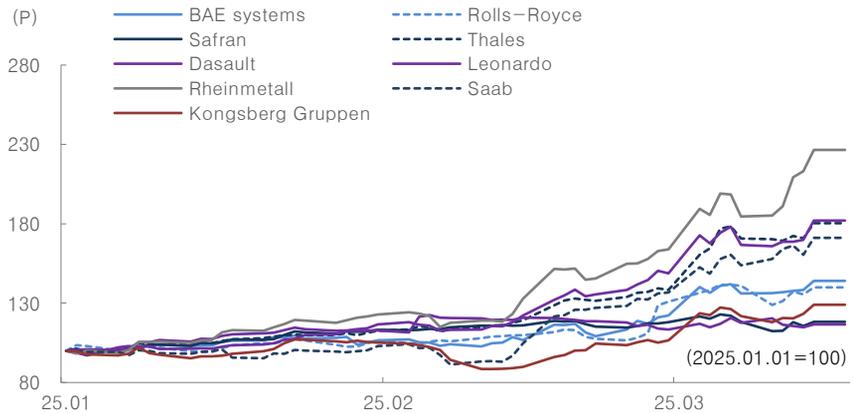
유럽 군사장비 수요 및 방위산업 양산 시스템 재건에 대한 기대감 반영

유럽 군사장비 수요 확대 및 방위산업 양산 시스템 재건에 대한 기대감이 확대되면서 유럽 소재의 주요 항공·방위산업체 주가는 가릴 것 없이 폭등했다.

연초 대비 주요 업체들의 기업 시가총액 상승만 살펴봐도 BAE Systems(영국) +49%, Rolls-Royce Holdings(영국) +45%, Safran(프랑스) +24%, Thales(프랑스) +90%, Dassault(프랑스) +23%, Leonardo(이탈리아) +91%, Rheinmetall(독일) +137%, SAAB(스웨덴) +86%, Kongsberg Gruppen(노르웨이) +37% 등으로 나타났다. (3/17 기준)

유럽 방산업체들은 러-우 전쟁 이전에는 12MF PER 기준으로 평균 10배 내외에 머무르는 등 크게 저평가 받아왔으나, 전쟁을 계기로 유럽 내 국방비 지출 중요성이 확대됨에 따라 '22~'24년에는 미국 방산업체들과 유사한 평균 15배~20배 레벨을 회복했다. '25년은 러-우 전쟁의 종전이 유력했고 자연스럽게 군사적 긴장감도 하락할 수 있던 시기였으나, 미국의 친러 행보와 동맹국 홀대로 인해 유럽 자체 재무장론이 득세하면서 미국업체들과도 차별화된 평균 25배 이상의 멀티플을 부여받고 있다.

그림 4. 주요 유럽 방위산업체 시가총액 지수



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표2. 주요 유럽 방산업체 12MF PER 추이

(단위: 배)

	BAE systems	Rolls-Royce	Safran	Thales	Dasault	Leonardo	Rheinmetall	Saab	Kongsberg Gruppen	한국 평균
1H21 평균	8.4	11.8	32.1	13.5	31.3	12.1	6.6	15.3	11.1	26.2
2H21 평균	9.5	14.0	27.4	12.4	36.3	9.2	6.6	14.4	12.7	23.9
1H22 평균	12.2	10.3	24.5	15.1	29.5	8.0	11.6	18.7	16.0	25.1
2H22 평균	12.4	11.1	22.6	15.8	25.6	4.6	8.8	19.6	16.3	23.5
1H23 평균	13.4	14.9	24.9	16.3	26.3	7.0	11.3	25.6	18.8	19.1
2H23 평균	14.0	19.5	23.8	15.9	27.2	6.1	11.4	22.0	17.3	15.0
1H24 평균	17.2	25.7	26.7	17.1	28.4	11.8	16.1	26.4	25.0	18.7
2H24 평균	16.7	26.6	25.6	15.8	24.5	13.8	18.2	24.9	33.7	17.4
현재	21.8	41.1	29.1	25.29	28.2	28.4	45.8	40.5	45.3	21.5

자료: Bloomberg, Refinitiv, 대신증권 Research Center

II. 유럽 안보 확충 vs 유럽 우선주의

유럽은 ‘그들만의 리그’를 원한다

유럽 우선주의 경향

- 유럽산 무기 비중 50%로 확대
- EU 역내 거래 규모 35%로 증가
- 회원국 국방 조달 예산 EU 역내 지출 비중 60%까지 증가
- 신규구매 군사장비 40%를 공동구매

ReArm Europe Plan의 내용을 살펴보면 ‘유럽 우선주의’ 경향이 확인되는데, 이번에 처음 등장한 내용은 아니다. 이미 EU 집행위원회는 ‘23년 3월 ‘EU 방위산업 전략(A new European Defence Industrial Strategy, EDIS)’을 제안하며, EU가 마주한 안보 위기뿐만 아니라 높은 해외무기 의존도에 대해서도 문제점을 인식하고 있음을 분명히 하였다.

EU 방위기술과 산업기반(European Defence Technological and Industrial Base, EDTIB) 역량 강화를 위해 EU 회원국에게 다음과 같은 목표를 제시하였다.

- ▶ 유럽산 무기 비중 20%에서 50%로 증가
- ▶ EU 역내 방산거래 규모 35%로 증가(~2030년)
- ▶ 회원국 국방 조달예산 EU 역내 지출 비중 상승 50%(~2030년), 60%(~2035년)
- ▶ 신규 구매 군사장비 40% 공동구매

EU는 향후 방산물자의 안정적인 수급 확보에 큰 관심이 있지만 장기적으로 EU 방위산업 재건이 반드시 필요하다고 판단하고 있으며, ①민수산업 생산시설의 방위산업 전환 등을 포함한 생산능력의 조기 확보, ②방위산업 공급망 가속화를 위한 전환기금을 통한 생산시설 업그레이드, ③러시아 동결 자산 활용을 포함한 우크라이나 군수지원, ④방위산업에 대한 민간투자 및 대출 활성화(ESG 및 탄소노미 규정) 등이 포함되어 있다.

실제로 독일 폭스바겐이 자동차 수요 감소에 따라 생산이 중단된 공장 2곳의 활용방안에 대해 군수시설로 전환하는 것을 고려하고 있는 상황이며, 독일은 차기 총리인 프리드리히 메르츠 기독교민주당 대표가 발의한 헌법 개정안이 통과될 경우 정부의 차입한도를 규정한 ‘부채 브레이크(GDP의 0.35% 내 재정적자 한도 제한)’에서 국방비가 예외 적용될 예정으로 국가 차원에서 전면적으로 방위산업 육성을 지원할 수 있는 상황이다.

EU의 리더라고 할 수 있는 프랑스, 독일 모두 자국 소재의 대형 방산업체들을 보유하고 있기 때문에, 이번 유럽 군비 확장을 자국의 경제 성장과도 연결할 것으로 예상된다. 미국산 무기와 한국산 무기는 그들 입장에서는 견제 대상이며, 주변국들에 대해서는 인센티브 제공 또는 외교적 압력 행사를 통해 자국산 무기 판매를 우선시해달라고 요청할 것으로 판단된다.

동유럽: 안보 확충 우선, 동반자 관계 형성 가능

동유럽은 상대적으로
긴급한 무기수요로
인해 자율적 판단
가능.
현지생산 파트너십을
통한 유럽 무기 수요
확대에 대응 가능

하지만, 러시아 국경에 인접해 있는 동유럽 국가들 입장에서는 서유럽 국가들의 방위산업 육성을 기다려 줄 정도의 시간적 여유가 많지 않으며, 서유럽·북유럽 국가 대비 뒤쳐져 있는 경제적 여건을 고려한다면 한정된 예산 내에서의 충분한 양의 무기 확보를 위해서는 가격적인 측면이 중요한 고려 요소가 될 것이다. 동유럽 국가들 역시 EU·NATO를 통해 경제적·군사적 이해관계가 엮여 있는 이상 유럽산 무기 조달 비중 상승에 대한 요구를 완전히 회피하기는 어렵겠으나, 상대적으로 무기 확보가 시급한 상황을 고려하면 자율적인 판단을 기대할 수 있다. 결국 이번 유럽의 국방비 투자 계획 규모가 늘어난 것은 사실이나, 한국의 수주 가능성이 높은 비즈니스 영역은 여전히 동유럽으로 한정될 것으로 보는 것이 타당해보이며, 단기간 내 무기확충 수요가 높은 현재 시점에서 빠르게 동유럽 시장을 선점하는 것이 한국 방산업계에 중요한 과제가 될 것으로 보인다.

EU 방위산업 프로그램 규정(A Regulation establishing the European Defence Industry Programme, EDIP)에 따르면, 프로그램 지원을 받기 위해서는 법인의 등록지 및 인프라·시설·자산·자원 등의 소재지가 EU 및 EEA회원국(아이슬란드, 리히텐슈타인, 노르웨이)에 위치할 필요가 있다. 그리고 EU 역외 법인의 경우에도 EU 기업과 컨소시엄을 구성할 경우 대상 요건을 충족하는 것으로 판단하고 있다. 해당 내용을 감안하면 한국이 유럽 현지 기업과 합작법인(Joint Venture)을 구성할 경우, 현행 규정 하에서는 합작법인을 통해 생산되는 완제품 무기체계에 대해 유럽산 무기로 볼 가능성이 충분하다고 판단된다. 대한민국과 무기 구매 협정을 맺은 폴란드의 경우, 도입하기로 한 물량 중 현지생산 예정으로 할당된 비중이 상당하며, 추후 해당 생산시설을 바탕으로 주변 동유럽 국가들과 계약 가능성이 있는 무기의 부품생산, 정비 등을 담당할 수 있다는 측면에서 한국과의 동반자적 협력 관계를 유지해 나갈 필요성이 높아졌다고 볼 수 있다. 이미 협정된 한국산 무기 도입 계획이 실제로 이행되는 데 큰 어려움이 없을 것으로 보는 이유이다.

표3. EU 방위산업 프로그램(EDIP) 대상 요건

구분	주요 내용
설립지 요건	- 지원을 받으려는 법인은 EU 회원국, 제후국(Associated Countries), 또는 우크라이나에 실질적으로 설립되어 있어야 함 - (JV 형태라면) 합작법인도 동일하게 설립지 요건 충족 필요
통제(Ownership) 요건	- 법인이 비연관 제3국(우크라 제외) 법인에 의해 결정적으로 통제되지 않아야 함 - 다만 EU 안보방위 이익을 침해하지 않는다는 엄격한 심사를 통과하면, 예외적으로 허용될 수 있음
생산·인프라 위치	- 지원받은 프로젝트(방위제품, 관련 기술인프라)가 EU·제후국·우크라이나 영토 내에서 수행되어야 함 - 역외 제3국(우크라 제외)의 부정적 영향(기술 유출 등)이 없어야 함
방위 제품 통제 제한	- 대상 방위 제품 기술이 비연관 제3국의 수출·이용 제한 등을 받지 않아야 함 - EU 회원국 내에서 해당 제품이 자유롭게 활용·조달될 수 있어야 함
공동조달(협력) 형태	- 회원국, 우크라이나, 제후국 정부와의 공동조달 또는 방위산업체 컨소시엄 등을 통한 협력 방식이 일반적 - 구체적인 재정지원 방식(보조금, 융자 등)은 프로젝트 유형과 우선순위 등에 따라 결정됨
JV 실질 설립 여부	- JV가 EU·제후국·우크라이나에 실제 설립되어야 하며, 서류상 주소만 두는 형태(페이퍼컴퍼니)는 불인정
지배구조 확인	- JV의 의사결정권(통제권이 비연관 제3국(우크라 제외) 기업에게 있지 않아야 함 - 역외 기업 지분이 있더라도, EU 방위이익을 침해하지 않는다는 점을 증명하면 예외적 참여 가능
예외승인 절차	- JV가 역외 기업 통제 하에 있더라도, EU 안보방위 이익 침해 없음을 입증해 예외적 승인을 받을 수 있음 - 지분 구조·기술 이전·경영권 등 세부사항을 면밀히 검토한 뒤, 안전장치 마련 시에만 승인 가능
실무적 유의사항	- JV 형태의 역외 기업 참여가 자동 제외 사유는 아님 - 단, EU 내 법인 및 설비, 통제권 구조, 보안상 리스크 등 까다로운 조건을 충족해야 하고, 이를 검증·심사하는 과정에서 많은 서류와 승인 절차가 필요할 수 있음

자료: European Commission, 대신증권 Research Center

한국 방위산업이 가져올 수 있는 파이

ReArm Europe Plan
에서 한국 방위산업이
목표할 수 있는
파이 금액 추산
= 5년간 849억유로

유럽 내에서는 중·동유럽이 실질적인 한국 방산업체의 비즈니스 무대가 될 것으로 가정하고, 이번 ReArm Europe Plan 발표 이후 한국 방위산업 업체들이 현실적으로 목표할 수 있는 추가 파이에 대해 계산해봤다.

- 1) 공동조달 목적으로 배정한 1,500억유로는 배제하는 것이 타당하다고 봤다. 대출 실행을 위해서는 EU 위원회의 심사를 거쳐야 하기 때문에 ‘Buy European’ 기준이 까다롭게 적용될 가능성이 높으며, ‘방위 장비 설계에 대한 전면적 통제’ 권한이 유럽 소재 업체에 있어야 하기 때문에 기술 유출 가능성을 고려하면 한국 업체들이 받아들이기 어려운 조건이다
- 2) NEC를 활용한 국방지출 확대 목표 6,500억유로에서 한국 방산의 고객이 될 수 있는 중·동유럽 내 EU 회원국 11개국의 2021년 합산 GDP(1.8조유로)를 기준으로 1.5% 규모를 산정하면, 약 268억유로(42조원)로 전체 규모 대비 4%에 불과하다. 중·동유럽 국가들의 경제규모가 서·북유럽 국가(특히, 프랑스·독일) 대비 상대적으로 낮기 때문이다.
- 3) 중·동유럽 국가들의 국방예산 중 무기·장비구매에 사용하는 지출 비중은 약 25~30% 수준이다. 이를 감안하면, 268억유로의 30%인 80억유로(12.7조원) 수준으로 눈높이를 크게 낮춰야 한다. 다만, 이번 군비 증액은 상비군 규모 확대나 처우 개선에 초점을 둔 것이 아닌 무기 구매가 핵심이므로 기존 지출 비중과는 다르게 약 80% 이상이 무기·장비 구매에 활용될 것으로 가정하였다. 그렇다면 향후 5년간 214억유로(33.8조원)가 증액된다고 볼 수 있다.
- 4) 중·동유럽 내 EU 회원국 11개국의 2023년 국방비 합산 지출액 423억유로의 30%인 127억유로가 기존 연간 무기 구매에 사용되고 있던 금액이라고 본다면, 214억유로를 합산하여 향후 5년간 최소 849억유로(134조원)의 무기구매 지출이 있을 것으로 예상된다.

다만, 현실적으로 한국 방산업계가 동유럽 국가 무기 수요를 모두 가져오기는 어렵다고 판단한다. 유럽은 러-우 전쟁 과정에서 우수한 생산성을 보이고 있는 우크라이나의 방위 산업에 큰 관심을 보이고 있으며, 우크라이나를 유럽의 방위산업 허브로 만들으로써 경제재건을 지원하고 러시아의 군사적 위협에 대항하고자 하고 있기 때문이다. 하지만 분명히 상황이 급한 동유럽 국가들에게 있어 여전히 한국산 무기는 유력한 선택지 중 하나가 될 것이며, 특히 재래식 무기 수주 논의에서 속도가 붙을 것으로 판단한다.

III. Valuation 및 투자전략

생소한 자강(自強)의 시대. 높은 밸류에이션 부담 완화

유럽 방위산업체 주가 상승으로 인해 한국 방산업체 멀티플 부담은 완화

- 비슷한 ROE

- 탈미국화 과정에서의 점유율 확대

- 전세계적인 군비지출 증강 기조로 추가 멀티플 부여 가능

연초부터 국내 방위산업 종목들은 강한 주가 상승을 실현하며 다시 한번 고평가를 지적 받을 수 있는 영역에 들어섰다. 3/17 종가 기준 연초 대비 한화에어로스페이스 +131%, 현대로템 +119%, 한국항공우주 +73%, LIG넥스원 +33%, 한화시스템 +72% 상승이 나타났다. 평균적으로 12MF PER 20배 이상을 상회하고 있는 상황이며, 지난해까지 방산 주들이 평균적으로 PER 18배 내외를 부여 받았던 것에 비하면 분명히 부담스러운 영역에 들어섰다고 볼 수 있다.

다만, 유럽 방위산업 Peer 그룹과 비교해보면 부담이 완화된다. 앞서 언급했던 것처럼 유럽 방산업체들의 최근 기업가치 급등이 나타남에 따라 12MF PER이 25배~35배까지 올라간 상황이다. 현재 한국업체의 ROE, PER과 유럽업체들의 ROE, PER을 비교해볼 때, 한국업체들이 부여받고 있는 가치평가는 절대 과하지 않다. 반면, 미국 방산업체들의 경우 12MF PER이 역사적 수준과 크게 다르지 않은 15~20배 사이에 머물러 있기 때문에, 방산업종 내에서도 최근 유럽의 군비 투자 확장을 계기로 차별화가 되고 있는 모습이며, 한국 방산업체에 대해 어떤 밸류에이션 기준을 적용해야 할 지에 혼란이 생긴다.

한국 방산업체들이 미국과 유럽 중 어떤 상황과 더 유사한지 살펴보면 앞으로 어떤 기업 가치 평가를 받아야 할지 답이 나온다. 미국의 패권주의 성향이 강해지면서 미국 주도하에 있던 기존 동맹관계가 흔들리는 모습이 나타나고 있기 때문에, 미국 방산업체들의 글로벌 점유율이 이전 대비 축소될 것으로 판단되는 반면, 유럽·한국 소재의 방산업체들은 미국 의존도를 줄이는 과정에서 이전 대비 점유율을 확장할 수 있는 기회를 맞이할 수 있다. 한국 방산업체들은 동유럽·중동·아시아·남미 등 다양한 지역에서의 납품 이력을 갖고 있고, 현 시점에서 대규모 무기 양산 체제를 바탕으로 가장 안정적인 납품 실적을 기록하고 있기 때문에 수주전에서 앞설 수 있는 포인트가 많다.

한국 방산 기업들은 지난 3년간 수출 비중 증가를 바탕으로 강한 주가 상승을 보이며, 기존 시장의 눈높이를 깨면서 새로운 역사를 써왔다. 단기 급등에 따른 차익실현 수요 증가, 역사적 레벨 대비 과도한 밸류에이션, 한국 방산업체들에 대한 견제 증가 등을 고려할 때, 현 주가 레벨에서 단기적으로 하방 압력이 강해질 수 있는 시점임은 분명하다. 다만, 장기적인 관점에서 보면 이번 유럽 국방 투자를 포함하여 전세계적인 각자도생식 자강론이 단기 이슈로 끝날 가능성은 높아보이지 않으며, 국가대계인만큼 최소 10년 이상의 미래를 보고 투자가 시작될 것이다. 이전 30년간 군축기에서 부여받았던 밸류에이션은 과거의 것에 불과하다고 볼 수 있으며, 이제 새로운 기준이 적용되어야 한다.

표4. Global Peer Valuation (3/17 기준)

(단위: USD, USDmn, X, %)

		BAE SYSTEMS PLC	ROLLS- ROYCE HOLDINGS PLC	SAFRAN SA	THALES SA	DASSAULT SYSTEMES SE	LEONARDO SPA	RHEINMETALL AG	SAAB AB-B
현재주가(USD)		21.4	10.3	272.7	272.1	42.5	51.4	1,489.4	39.5
시가총액 USDmn)		64,428	87,517	115,540	56,033	56,930	29,687	65,976	21,445
P/L									
매출액	2025F	39,445	24,749	33,340	23,721	7,247	20,247	13,881	7,340
	2026F	41,990	26,723	37,145	25,359	7,828	21,622	18,265	8,497
	2027F	44,643	28,534	39,174	27,152	8,220	23,080	23,370	9,720
영업이익	2025F	4,270	3,497	5,250	2,912	2,163	1,687	2,166	706
	2026F	4,615	3,981	6,052	3,233	2,413	1,972	3,104	873
	2027F	4,963	4,537	6,660	3,572	2,554	2,229	4,311	1,041
순이익	2025F	2,744	2,416	3,334	1,897	1,457	1,102	1,415	536
	2026F	3,018	2,822	4,390	2,210	1,654	1,300	2,054	667
	2027F	3,286	3,247	5,088	2,428	1,822	1,519	2,929	800
EPS	2025F	0.9	0.3	8.1	9.2	1.1	1.9	31.7	1.0
	2026F	1.0	0.4	10.3	10.8	1.3	2.3	46.1	1.2
	2027F	1.1	0.4	11.7	11.6	1.4	2.7	65.2	1.5
BPS	2025F	5.3	(0.1)	32.6	44.4	8.2	17.7	123.9	7.4
	2026F	5.8	0.2	38.2	50.2	9.1	19.2	158.2	8.3
	2027F	6.5	0.6	41.7	57.5	10.0	20.9	200.0	9.6
EBITDA	2025F	5,317	4,677	6,741	3,835	2,575	2,468	2,736	996
	2026F	5,693	5,189	7,684	4,161	2,816	2,731	3,795	1,235
	2027F	6,015	5,672	8,260	4,570	2,968	2,899	5,107	1,458
Profitability (%)									
영업이익률	2025F	10.8	14.1	15.7	12.3	29.8	8.3	15.6	9.6
	2026F	11.0	14.9	16.3	12.7	30.8	9.1	17.0	10.3
	2027F	11.1	15.9	17.0	13.2	31.1	9.7	18.4	10.7
순이익률	2025F	7.0	9.8	10.0	8.0	20.1	5.4	10.2	7.3
	2026F	7.2	10.6	11.8	8.7	21.1	6.0	11.2	7.8
	2027F	7.4	11.4	13.0	8.9	22.2	6.6	12.5	8.2
ROE	2025F	18.7	(311.9)	28.1	23.8	18.0	10.9	28.8	14.3
	2026F	19.0	555.5	28.7	23.5	17.9	11.7	32.8	15.7
	2027F	18.8	146.8	27.5	22.9	18.1	12.1	33.5	16.5
Valuation (X)									
PER	2025F	21.9	35.2	31.8	26.5	28.1	26.9	45.7	39.7
	2026F	19.7	30.1	25.4	23.4	25.7	22.6	31.5	32.2
	2027F	18.0	25.2	22.5	20.8	23.2	19.2	23.1	26.9
PBR	2025F	4.0	n/a	8.3	6.1	5.1	2.9	12.1	5.4
	2026F	3.7	54.2	7.1	5.4	4.6	2.7	9.4	4.8
	2027F	3.3	17.6	6.3	4.7	4.1	2.5	7.5	4.1
EV/EBITDA	2025F	13.8	18.6	16.8	15.5	21.3	13.5	24.9	21.6
	2026F	12.9	16.7	14.7	14.2	19.5	12.2	17.9	17.4
	2027F	12.2	15.3	13.4	13.0	17.8	11.5	13.3	14.7
Performance (%)									
절대수익률	1M	34.9	27.5	1.9	51.3	(3.5)	49.0	67.6	63.5
	3M	38.2	39.1	19.9	81.2	11.6	83.3	122.2	72.6
	6M	25.1	58.9	23.3	70.0	8.0	126.9	162.8	72.8
	1Y	31.1	104.5	26.4	74.9	(6.5)	123.7	212.0	86.9
	YTD	44.3	40.1	18.2	80.4	16.5	82.0	122.7	71.1
초과수익률	1M	42.6	35.2	9.6	58.9	4.2	56.6	75.2	71.2
	3M	44.7	45.6	26.4	87.7	18.1	89.8	128.7	79.1
	6M	24.2	58.0	22.4	69.1	7.1	126.0	161.9	71.9
	1Y	20.1	93.6	15.4	64.0	(17.4)	112.8	201.1	76.0
	YTD	48.1	43.9	22.1	84.2	20.4	85.9	126.6	75.0

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

평균 Target PER 24 배로 상향. 조정 시 비중확대 추천

한국 방위산업에
부여하는 평균 멀티플
상향 조정
(20배→24배).
동유럽, 중동, 아시아
등 수출 모멘텀 풍부.
추천 종목은
현대로템, 한화에어로
스페이스

국내 방위산업 커버리지 종목에 적용하는 Target PER을 기존 평균 20배 수준에서 24배로 상향 조정하며, PER 24배 수준으로 산정한 국내 방산 5사의 시가총액을 합산하면 약 81조원 수준이다. 본격적인 군비 확장에 들어선 이상 과감하게 과거의 기준에서 벗어날 필요가 있으며, 이미 큰 폭의 상승을 실현한 유럽업체들과 비교할 때 이익의 퀄리티나 포지셔닝 측면에서 특별히 저평가해야 할 이유가 없다고 생각된다. 앞서 언급한 것처럼 유럽시장 내에서의 서진(西進) 확장에서는 한계점이 있을 것으로 판단은 되지만, 동유럽 시장에서의 현지 파트너십 강화를 통해 우회수출할 수 있는 가능성이 있다고 보이며, 중동·아시아·남미 등 지역에서의 수출 경쟁력은 분명히 높다고 판단된다.

추천 종목은 현대로템(커버리지 신규편입), 한화에어로스페이스로 제시한다. 기존 관점은 러시아-우크라이나 종전 이후 유럽 기반 모멘텀이 소강 상태를 보일 것으로 가정했고, 벨류에이션 매력이 높은 종목들을 중심으로 차별화된 추가 흐름을 보일 것으로 판단했다. 다만, 미국의 외교적 변화가 예상보다 더 크게 나타나면서 유럽이 ReArm Europe을 계기로 재무장을 선언함에 따라, 유럽 기반 모멘텀이 추가 확대되며 시장을 주도하고 있는 양상이다. 앞서 언급한 것처럼 서유럽·북유럽 시장에 대한 진입장벽은 여전히 유효할 것으로 보지만 무기확보가 시급한 동유럽 국가들은 자율적 행보를 기대할 수 있으며, JV 설립·현지생산을 통한 유럽제 무기로의 탈바꿈 역시 가능하다면 동유럽 국가들과의 전략적 파트너십은 한층 더 강화될 수 있다. 한화에어로스페이스, 현대로템은 이미 폴란드 기반의 매출·이익 성장이 강한 업체이며, 루마니아 등 추가 도입국 확보에도 적극적이다. 또한, 향후 현지생산을 통해 유럽 지역의 대형 무기 교체수요에 대응할 수 있는만큼 이미 높아진 벨류에이션 이상의 성장 시나리오를 그려볼 수 있는 업체라고 판단하였다.

현대로템은 폴란드향 K-2 전차 1차 180대 수출계약(2023~2025 인도예정)이 매출인식되며 높은 이익 성장률을 기록하고 있으며, K-2 2-1차 수출 계약(180대 예상)도 '25년 상반기 중으로 상당히 근접해 있는 것으로 판단된다. 특히, 이번 K-2 2-1차는 직접구입·현지생산이 병행되는 구조로 파악되고 있는데, 아직 유럽업체들이 합의점을 찾지 못해 단기 대응이 쉽지 않은 현 국면에서 빠르게 현지 파트너십을 강화하는 것은 상당히 중요한 행보라고 볼 수 있다. 폴란드 외에도 루마니아 차세대 전차사업(300대 추정)에 참여가 예상되는데 현재 정국 혼란으로 인해 속도를 낼 수 없는 상황이나 긍정적으로 검토 중인 것으로 파악된다.

한화에어로스페이스는 유럽 지역 내에서 폴란드, 에스토니아, 핀란드, 노르웨이, 터키 등에 K-9 자주포, K-10 탄약운반장갑차 등을 공급한 이력이 있으며, 2024년 루마니아와의 K-9 54문, K-10 36대 공급계약을 통해 6번째 유럽 고객을 확보하였다. 루마니아 계약은 현지생산 조건이 포함되어 있으며, 2년 내에 현지업체인 프로옵티카(Pro Optica), 이베코(Iveco)와 협력하여 루마니아 담보비타에 부품생산, 유지보수를 담당할 군수공장을 건설할 예정이다. 한화에어로스페이스는 '25년 실적부터 조선사 한화오션을 연결인식할 예정으로, 최근 한화오션 주가 상승으로 지분가치가 크게 늘어났다. 3.4조원의 대규모 유상증자(할인율 15%, 증자비율 13.05%)를 바탕으로 방산·조선 분야 생산시설 및 지분투자 계획을 밝혔으며, 단기적으로 지분가치 희석 충격이 나타날 수 있으나 금번 재무여력 확보를 바탕으로 시장에서 기대하는 적극적 투자가 가능해질 것으로 판단된다. 다만, 유상증자를 통해 확보하는 자금의 사용처가 조기에 구체화될 필요성이 있다.

기업분석

현대로템(064350)

한화에어로스페이스(012450)

한국항공우주(047810)

LIG넥스원(079550)

한화시스템(272210)

현대로템 (064350)

이태환 taehwan.lee@dashi.com

투자의견 **BUY**
매수, 신규

6개월 목표주가 **150,000**
신규

현재주가 **115,700**
(25.03.24)
기기업종

KOSPI	2,632.07
시가총액	12,628십억원
시가총액비중	0.59%
자본금(보통주)	546십억원
52주 최고/최저	115,700원 / 32,400원
120일 평균거래대금	1,339억원
외국인지분율	31.45%
주요주주	현대자동차 외 3인 33.77% 국민연금공단 8.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	34.2	134.9	110.0	257.1
상대수익률	34.9	117.8	110.0	272.9



Initiation

흑표 전차 나가신다

- 폴란드형 K-2 1차 인도 본격화로 매출 성장 및 우수한 수익성 증명
- K-2는 수출지역 확장성이 높음. 폴란드형 2-1차 계약도 목전으로 파악
- K-2 인도계획량 증가, 레일솔루션 정상화 바탕으로 큰 폭의 이익성장

투자의견 매수, 목표주가 150,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가 150,000원은 12MF EPS 6,845원에 타깃 PER 22.5배 적용. 타깃 PER은 유럽 방산업체 Peer 그룹의 평균 PER을 10% 할인. 방위산업 외에도 철도, 생산설비 등 사업이 혼재되어 있는 점을 반영

흑표 전차 나가신다

디펜스솔루션(방산), 레일솔루션(철도), 예코플랜트(생산설비) 등 성격이 다른 사업군을 보유하고 있으며, 최근의 매출 및 이익 상승은 디펜스솔루션이 주도 중으로 폴란드형 K-2 전차 1차 인도(GF 180대, '23~'25년) 계약 매출 기여가 높음. '24년부터 가파른 QoQ 매출 성장이 확인되고 있으며, 4Q24 실적 기준 디펜스솔루션의 OPM은 33%까지 상승한 것으로 파악

주력 제품인 K-2 흑표는 3.5세대 전차 중 우수한 성능 및 가격경쟁력이 증명됐으며, 폴란드 외에도 루마니아중동 등에서 도입을 검토하고 있어 수출지역 확장성이 높음. 폴란드형 K-2PL 2-1차 공급은 1차와 동일한 180대 수준으로 추정되며, 현지생산업체-정부간 합의에 진전이 나타나며 계약이 목전에 다가옴. 생산CAPA는 '25년 예상 수출량(96대) 이상의 여유가 있는 것으로 파악

올해도 큰 폭의 이익 성장

'25년 연간 매출액 5.9조원, 영업이익 9,434억원을 전망. 폴란드형 K-2 인도계획량 증가('24년 70대→'25년 96대)가 바탕으로, '24년 적자를 기록한 레일솔루션 실적의 정상화를 기대. K-2PL 2-1차 계약이 상반기 내 실현될 경우 '26년 이후 이익 성장 가시성이 크게 높아질 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,587	4,377	5,925	6,392	6,775
영업이익	210	457	943	1,090	1,210
세전순이익	181	510	944	1,087	1,206
총당기순이익	157	405	717	826	917
지배지분순이익	161	407	720	829	920
EPS	1,475	3,728	6,595	7,596	8,428
PER	18.0	13.3	15.4	13.4	12.1
BPS	15,391	18,737	25,075	32,316	40,240
PBR	1.7	2.7	4.6	3.6	2.9
ROE	10.1	21.8	30.1	26.5	23.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

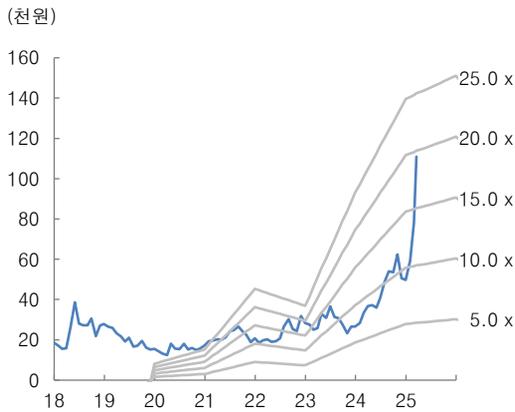
표5. 현대로템 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
EPS	6,845	현대로템 12MF EPS
Target PER	22.5	유럽 방산업체 Peer 그룹 평균 PER을 10% 할인
적정주가	154,021	
목표주가	150,000	154,021 ≈ 150,000
현재주가	115,700	2025.03.24 기준
상승여력(%)	29.6	

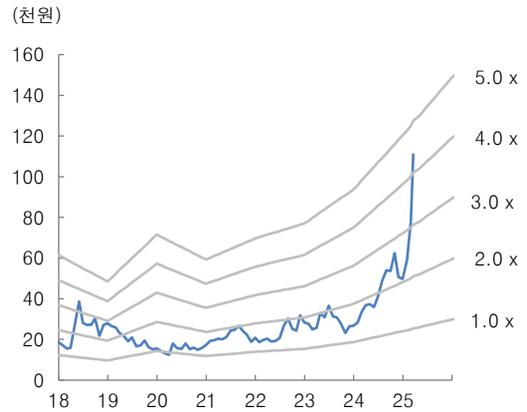
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 현대로템 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 3. 현대로템 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표6. 현대로템 분기/연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
연결 매출액	(십억원)	748	1,095	1,094	1,441	1,411	1,492	1,520	1,502	4,377	5,925
YoY	(%)	9.3	10.9	18.0	45.7	88.8	36.3	39.0	4.2	22.0	35.4
QoQ	(%)	-24.4	46.4	-0.1	31.8	-2.0	5.7	1.9	-1.2	0.0	0.0
디펜스솔루션	(십억원)	318	565	585	898	862	960	962	946	2,365	3,731
레이솔루션	(십억원)	276	391	408	419	417	409	401	411	1,496	1,639
에코플랜트	(십억원)	153	139	101	123	132	122	156	144	516	554
연결 영업이익		45	113	137	162	200	237	249	257	457	943
YoY	(%)	40.0	67.7	234.3	131.7	347.2	110.3	81.3	59.1	117.4	106.6
QoQ	(%)	-36.0	152.4	21.9	17.6	23.6	18.7	5.0	3.3	0.0	0.0
OPM	(%)	6.0	10.3	12.6	11.2	14.2	15.9	16.4	17.1	10.4	15.9
연결 지배순이익		56	101	104	145	155	182	188	194	407	720
YoY	(%)	197.7	87.5	153.0	209.4	175.8	79.8	80.5	34.0	152.7	76.9
QoQ	(%)	19.9	80.1	2.8	39.3	6.9	17.4	3.2	3.4	0.0	0.0
NIM	(%)	7.4	9.2	9.5	10.1	10.9	12.2	12.3	12.9	9.3	12.1

자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

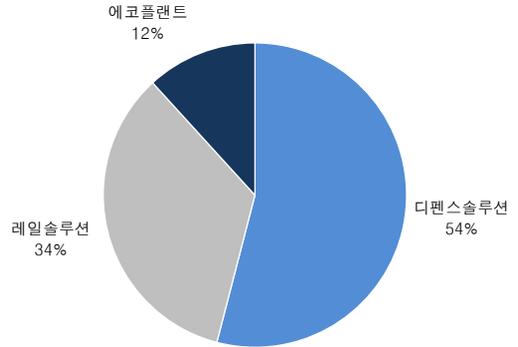
- 디펜스솔루션(전자/장갑차), 레일솔루션(철도차량), 에코플랜트(생산설비) 등 3개 사업부로 구성된 현대차그룹 계열사
- 자산 5조 2,854억원, 부채 3조 2,763억원, 자본 2조 91억원
- 발행주식수: 109,142주 / 자기주식수: 0주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선비 예산 규모 및 세부내역
- 해외 방위산업 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 갈등 상황 발생 여부
- 국내외 철도 인프라 투자 계획 발표

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 12월 기준
 자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

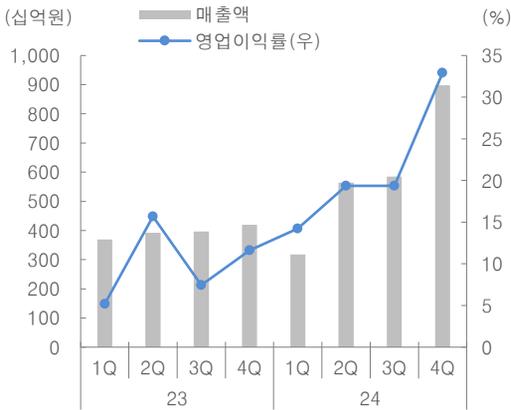
매출 비중 추이



주: 2024년 매출액 기준
 자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

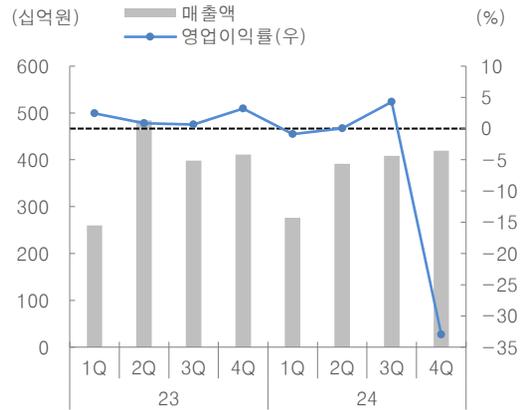
Earnings Driver

분기별 디펜스솔루션 실적 추이



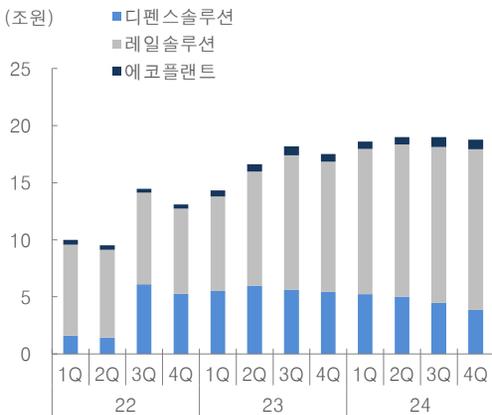
자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

분기별 레일솔루션 실적 추이



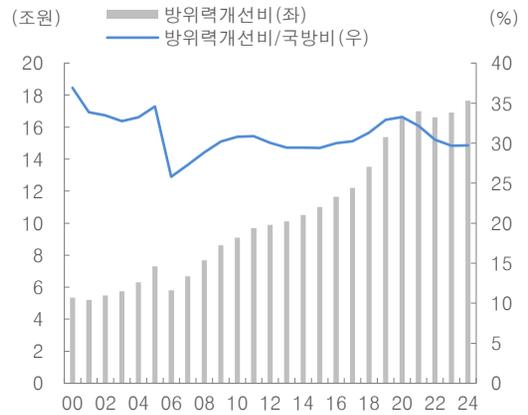
자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

분기별 연결 수주잔고 추이



자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

연도별 방위력 개선비 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,587	4,377	5,925	6,392	6,775
매출원가	3,123	3,548	4,506	4,822	5,045
매출총이익	464	829	1,418	1,570	1,730
판매비와관리비	254	372	475	480	520
영업이익	210	457	943	1,090	1,210
영업이익률	5.9	10.4	15.9	17.1	17.9
EBITDA	250	504	990	1,139	1,261
영업외손익	-29	53	0	-3	-4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	48	75	71	71	71
외환관련이익	74	100	100	100	100
금융비용	-47	-52	-49	-49	-49
외환관련손실	18	34	34	34	34
기타	-29	30	-22	-25	-26
법인세비용차감전순이익	181	510	944	1,087	1,206
법인세비용	-24	-104	-226	-261	-289
계속사업순이익	157	405	717	826	917
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	157	405	717	826	917
당기순이익률	4.4	9.3	12.1	12.9	13.5
비재배분순이익	-4	-2	-3	-3	-3
재배분순이익	161	407	720	829	920
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	156	373	685	794	884
비재배분포괄이익	-4	-3	-3	-3	-3
재배분포괄이익	160	376	687	797	888

Valuation 지표 (단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,475	3,728	6,595	7,596	8,428
PER	18.0	13.3	15.4	13.4	12.1
BPS	15,391	18,737	25,075	32,316	40,240
PBR	1.7	2.7	4.5	3.5	2.8
EBITDAPS	2,290	4,614	9,071	10,435	11,552
EV/EBITDA	9.8	9.9	10.8	8.9	7.5
SPS	32,869	40,100	54,285	58,568	62,072
PSR	0.8	1.2	2.1	1.9	1.8
CFPS	2,864	6,298	10,022	11,356	12,466
DPS	100	200	300	450	450

재무비율 (단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	13.4	22.0	35.4	7.9	6.0
영업이익 증가율	42.4	117.4	106.6	15.6	11.0
순이익 증가율	-19.4	158.5	76.9	15.2	11.0
수익성					
ROC	38.1	50.7	59.3	54.4	53.3
ROA	4.2	8.7	16.6	16.9	16.7
ROE	10.1	21.8	30.1	26.5	23.2
안정성					
부채비율	218.2	163.1	125.2	97.0	78.0
순차입금비율	-25.1	-20.9	-56.3	-60.8	-64.7
이자보상배율	7.3	27.5	61.6	78.2	97.1

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,690	3,686	4,419	5,156	5,970
현금및현금성자산	396	472	1,612	2,252	2,990
매출채권 및 기타채권	405	965	1,278	1,368	1,442
재고자산	269	316	427	461	489
기타유동자산	2,620	1,933	1,101	1,074	1,050
비유동자산	1,551	1,599	1,636	1,671	1,709
유형자산	1,234	1,292	1,338	1,380	1,419
관계기업투자금	0	1	2	3	4
기타비유동자산	316	306	296	288	286
자산총계	5,241	5,285	6,055	6,827	7,679
유동부채	3,205	3,020	3,087	3,056	3,031
매입채무 및 기타채무	1,012	670	823	869	907
차입금	83	60	60	60	60
유동성채무	253	262	272	282	292
기타유동부채	1,857	2,028	1,932	1,845	1,771
비유동부채	390	256	280	306	334
차입금	246	3	3	3	3
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	144	254	277	303	331
부채총계	3,595	3,276	3,366	3,362	3,365
자배지분	1,680	2,045	2,737	3,527	4,392
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
이익잉여금	317	689	1,387	2,183	3,054
기타자본변동	297	291	285	279	273
비자배지분	-33	-36	-48	-62	-77
자본총계	1,647	2,009	2,689	3,465	4,315
순차입금	-413	-419	-1,515	-2,108	-2,794

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	734	142	685	992	1,100
당기순이익	157	405	717	826	917
비현금항목의 가감	156	282	377	413	444
감가상각비	40	47	47	49	51
외환손익	8	9	-18	-18	-18
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	108	226	348	382	411
자산부채의 증감	437	-541	-194	2	17
기타현금흐름	-16	-4	-215	-249	-278
투자활동 현금흐름	-270	233	-51	-54	-56
투자자산	0	16	0	0	-1
유형자산	-54	-81	-81	-81	-81
기타	-216	297	31	28	25
재무활동 현금흐름	-576	-300	-15	-26	-42
단기차입금	-146	-26	0	0	0
사채	45	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-11	-22	-33	-49
기타	-475	-263	7	7	7
현금의 증감	-110	76	1,140	640	738
기초 현금	506	396	472	1,612	2,252
기말 현금	396	472	1,612	2,252	2,990
NOPLAT	182	363	717	828	919
FCF	141	299	683	796	889

자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

한화에어로 스페이스 (012450)

이태환 taehwan.lee@dshn.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월
목표주가

760,000

상향

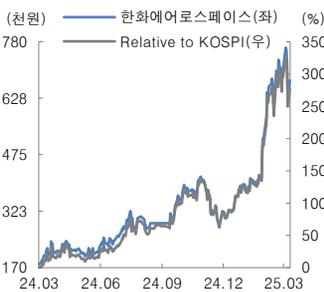
현재주가
(25.03.24)

675,000

기계업종

KOSPI	2,632.07
시가총액	30,767십억원
시가총액비중	1.43%
자본금(보통주)	240십억원
52주 최고/최저	764,000원 / 201,000원
120일 평균거래대금	2,229억원
외국인지분율	47.06%
주요주주	한화 외 2 인 33.98% 국민연금공단 7.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.4	108.3	132.8	234.2
상대수익률	1.9	93.2	132.7	248.9



이번 유상증자는 추진력을 얻기 위함

- 3.6조원 유상증자 결정. 방산/조선 설비 및 지분 투자 목적으로 사용
- 유동성 확보는 필요했으며, 반복될 차입·상환과 실기를 피하고 싶었을 것
- 시장 확대와 함께 경쟁강도 상승 중. 적기 투자를 통해 시장 선점 가능

투자의견 매수, 목표주가 760,000원으로 상향(+31.0%)

목표주가 760,000원은 12MF BPS 158,521원에 타깃 PBR 5.5배를 적용한 후 신규발행주식 590만주에 따른 희석을 감안하여 산정. 타깃 PBR은 '25년 ROE를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산정하였으며, PER 기준으로는 21.0배 레벨로 유럽 글로벌 방산 Peer 그룹 대비 부담스럽지 않은 수준

3.6조원 유상증자를 바라보는 시선

3/20 약 3.6조원의 대규모 유상증자를 결정. 할인을 15%를 적용한 예정가액 60.5만원으로 신주 5,900,500주(증자비율 13.05%) 발행. 자금 투자 계획은 해외방산 1.6조원, 국내방산 0.9조원, 해외조선 0.8조원, 무인기 0.3조원으로 밝힘. '24년말 별도 기준 현금성자산 1.4조원에서 한화오션 지분인수(1.3조원), HAA No.1 출자(642억원) 등 현금유출을 고려했을 때, 추가 유동성 확보는 필요했던 상황으로 판단. 추가 차입 후 영업현금흐름 바탕으로 상환하는 방식도 가능했으나, 일정 주기로 반복될 자금조달에 대한 부담과 재무구조 악화, 중기 성장기회를 놓칠 수 있다는 우려 등이 금번 유상증자 결정에 영향을 미쳤을 것으로 해석. 과거 한화시스템 유상증자('21년)과 일견 상황은 유사하나 대주주·특수관계자 지분이 낮아 시장에 미치는 희석 충격은 당시보다 높은 편

이번 유상증자는 추진력을 얻기 위함

유럽 군비 확장이 시작되는 한편 시장 진입 문턱도 상승하고 있으며, 미국 해군 굴기에 따른 특수선 시장 확대를 기회로 보는 조선업 경쟁자들도 많은 상황. 시장 선점을 위해 자본지출이 불가피한 상황임은 분명하며, 이번 증자금액을 바탕으로 시장에서 호평해왔던 투자들이 적기에 시행될 수 있을 것. 한화그룹 방향성에 동의하는 장기투자자라면 적절한 매수기회

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,890	11,240	25,585	27,694	28,406
영업이익	594	1,732	2,898	3,514	3,688
세전순이익	1,131	2,647	2,595	3,246	3,426
총당기순이익	977	2,540	1,998	2,499	2,638
지배지분순이익	818	2,299	1,798	2,249	2,374
EPS	16,147	46,942	39,452	49,345	52,090
PER	7.7	7.0	19.2	15.3	14.5
BPS	69,689	101,994	146,732	193,888	243,919
PBR	1.8	3.2	5.2	3.9	3.1
ROE	25.6	53.9	30.8	29.0	23.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

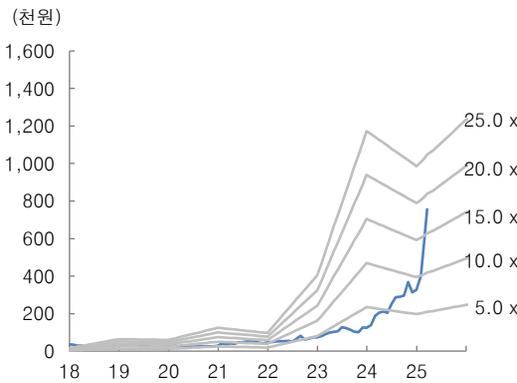
표7. 한화에어로스페이스 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	158,521	한화에어로스페이스 12MF BPS
Target PBR	5.5	적정 PBR = (ROE-g) / (COE-g) 1) 한화에어로스페이스 '25E ROE: 19.2% 2) 영구성장률(g): 1.33% 3) 자기자본비용: 6.4%(Rf: 2.9%, Rm: 8%, 104주베타: 0.69)
적정주가	764,423	BPS * Target PBR = 864,217원 증자비용 13.05%를 감안하여 희석
목표주가	760,000	764,423 ≈ 760,000
현재주가	675,000	2025.03.24 기준
상승여력(%)	12.6	

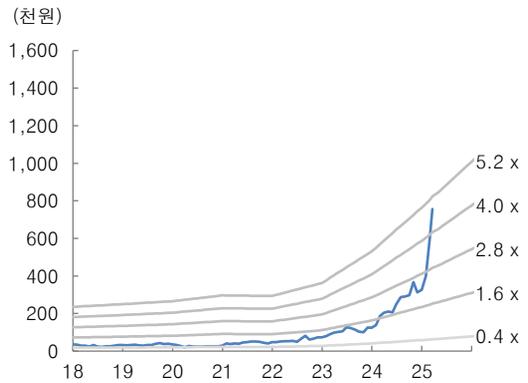
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 한화에어로스페이스 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 5. 한화에어로스페이스 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표8. 한화에어로스페이스 분기/연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
연결 매출액	(십억원)	1,848	2,786	1,781	4,825	5,897	6,323	6,209	7,156	11,240	25,585
YoY	(%)	-9.3	46.0	110.2	55.8	219.1	127.0	248.7	48.3	42.5	127.6
QoQ	(%)	-40.3	50.7	-36.1	170.9	22.2	7.2	-1.8	15.2		
지상방산	(십억원)	657	1,333	1,656	3,365	1,838	2,012	2,101	2,474	7,010	8,424
항공우주	(십억원)	443	562	478	595	537	559	559	578	2,079	2,233
한화비전(연결제외)	(십억원)	310	316							626	
한화시스템	(십억원)	544	687	639	933	633	809	708	1,064	2,804	3,214
한화오션(연결편입)	(십억원)					2,928	2,999	2,905	3,107		11,939
기타	(십억원)	-106	-112	-142	-62	-39	-56	-64	-67	2,804	3,214
연결 영업이익	(십억원)	37	359	436	900	615	723	745	815	1,732	2,898
YoY	(%)	-83.2	356.7	2,544.4	224.6	1,544.8	101.4	70.9	-9.4	191.4	67.3
QoQ	(%)	-86.5	859.0	21.5	106.3	-31.6	17.5	3.1	9.4		
OPM	(%)	2.0	12.9	24.5	18.6	10.4	11.4	12.0	11.4	15.4	11.3
지상방산	(십억원)	-4	261	440	870	441	483	504	594	1,566	2,022
항공우주	(십억원)	3	6	-6	-46	5	16	8	-37	-43	-7
한화비전(연결제외)	(십억원)	52	39							91	
한화시스템	(십억원)	39	80	57	43	41	72	66	62	219	242
한화오션(연결편입)	(십억원)					127	145	155	189		615
기타	(십억원)	-53	-28	-14	25	1	6	12	7	-69	26
연결 지배순이익	(십억원)	-13	147	318	1,846	349	443	475	531	2,299	1,798
YoY	(%)	적전	-43.5	흑전	1,048.7	흑전	201.0	49.2	-71.3	181.2	-21.8
QoQ	(%)	적전	흑전	116.3	479.9	-81.1	26.8	7.3	11.7		
NIM	(%)	0.1	5.7	16.3	42.7	6.6	7.8	8.5	8.2	22.3	7.8
연결 수주잔고	(십억원)	66,123	67,730	68,205	72,241	73,206	73,935	74,987	76,510	72,241	76,510
YoY	(%)	27.7	29.9	28.1	12.4	10.7	9.2	9.9	5.9	12.4	5.9
QoQ	(%)	2.9	2.4	0.7	5.9	1.3	1.0	1.4	2.0		

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

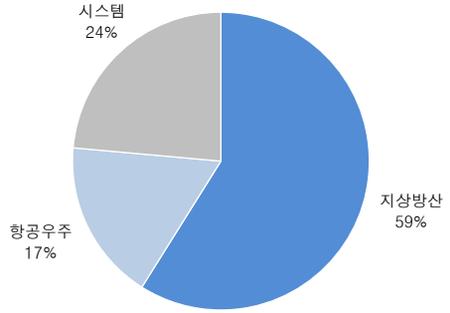
- 항공사업(가스터빈엔진 및 엔진부품 생산), 방산사업(자주포, 장갑차, 정밀유도무기, 무기체계 등) 등을 영위하고 있으며, 자회사로 상장회사인 한화시스템(방산/CT), 한화오션(조선)을 보유
- '24년 9월, 자회사 한화비전(시큐리티), 한화정밀기계(정밀기계)를 신설 지주사 아래로 인적분할함에 따라 연결실적에서 제외
- '25년 실적부터 자회사 한화오션 연결 편입
- 자산 43조 3,369억원, 부채 31조 9,726억원, 자본 11조 3,643억원
- 발행주식 수: 45,581,161주 / 자기주식수: 114,613주

주가 변동요인

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

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 12월 기준
 자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

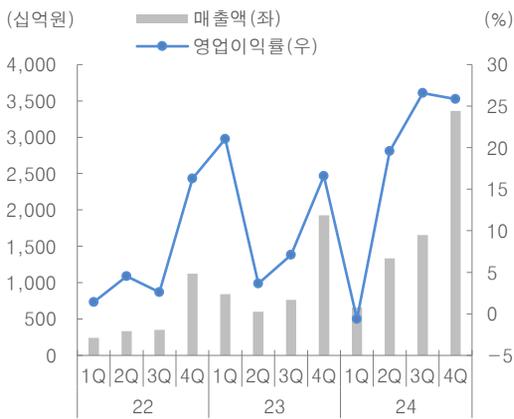
매출 비중 추이



주: 2024년 매출액 기준
 자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

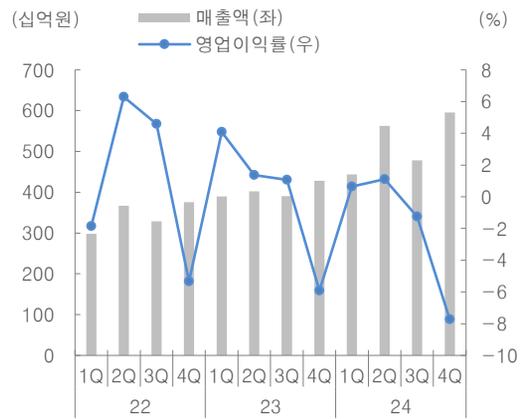
Earnings Driver

분기별 지상방산 실적 추이



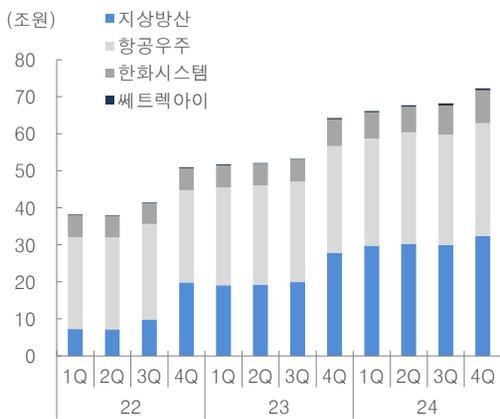
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

분기별 항공우주 실적 추이



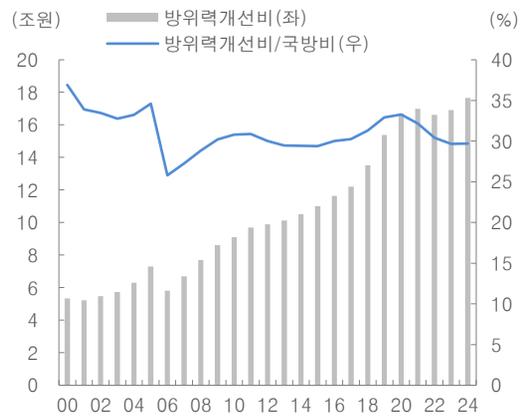
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

분기별 연결 수주잔고 추이



자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

연도별 방위력 개선비 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,890	11,240	25,585	27,694	28,406
매출원가	6,462	8,370	20,584	21,999	22,447
매출총이익	1,428	2,870	5,000	5,695	5,959
판매비와관리비	834	1,138	2,103	2,181	2,271
영업이익	594	1,732	2,898	3,514	3,688
영업이익률	7.5	15.4	11.3	12.7	13.0
EBITDA	933	2,063	3,206	3,818	3,988
영업외손익	536	916	-303	-269	-262
관계기업손익	16	105	284	312	318
금융수익	1,131	374	394	403	406
외환관련이익	86	286	149	149	149
금융비용	-367	-495	-657	-651	-652
외환관련손실	153	153	83	83	83
기타	-243	932	-323	-332	-333
법인세비용차감전순이익	1,131	2,647	2,595	3,246	3,426
법인세비용	-232	-136	-597	-746	-788
계속사업순이익	899	2,511	1,998	2,499	2,638
중단사업순이익	78	29	0	0	0
당기순이익	977	2,540	1,998	2,499	2,638
당기순이익률	12.4	22.6	7.8	9.0	9.3
비배지분순이익	159	241	200	250	264
지배지분순이익	818	2,299	1,798	2,249	2,374
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-16	6	6	6	6
포괄순이익	819	2,598	2,056	2,557	2,696
비배지분포괄이익	69	222	206	256	270
지배지분포괄이익	750	2,376	1,850	2,301	2,427

Valuation 지표 (단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	16,147	46,942	39,452	49,345	52,090
PER	7.7	7.0	19.2	15.3	14.5
BPS	69,689	101,994	146,732	193,888	243,919
PBR	1.8	3.2	5.2	3.9	3.1
EBITDAPS	18,436	42,120	70,342	83,773	87,494
EV/EBITDA	10.5	13.9	16.1	13.6	13.2
SPS	155,830	229,509	561,301	607,582	623,189
PSR	0.8	1.4	1.3	1.2	1.2
CFPS	17,957	51,953	50,897	64,277	68,111
DPS	1,800	3,500	3,500	3,500	3,500

재무비율 (단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	11.7	42.5	127.6	8.2	2.6
영업이익 증가율	48.4	191.4	67.3	21.3	4.9
순이익 증가율	566.6	160.0	-21.3	25.1	5.6
수익성					
ROC	10.5	14.4	10.8	11.5	11.2
ROA	3.4	5.5	6.2	6.8	6.9
ROE	25.6	53.9	30.8	29.0	23.8
안정성					
부채비율	317.2	281.3	275.0	231.4	193.3
순차입금비율	50.2	66.0	78.0	66.1	59.5
이자보상배율	4.0	7.1	14.1	17.8	18.3

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,192	22,868	28,828	30,176	30,570
현금및현금성자산	1,806	2,968	1,018	524	316
매출채권 및 기타채권	2,119	8,884	16,328	17,613	18,027
재고자산	2,869	6,290	6,756	7,313	7,501
기타유동자산	2,399	4,726	4,726	4,726	4,726
비유동자산	10,351	20,469	21,334	22,380	23,660
유형자산	3,410	8,320	8,276	8,235	8,197
관계기업투자금	3,204	964	1,645	2,354	3,068
기타비유동자산	3,737	11,185	11,413	11,792	12,395
자산총계	19,543	43,337	50,163	52,557	54,230
유동부채	12,077	25,516	29,676	29,272	27,792
매입채무 및 기타채무	1,879	4,270	6,450	6,771	6,879
차입금	1,374	5,153	5,668	5,101	5,101
유동성채무	1,165	965	917	871	827
기타유동부채	7,659	15,128	16,641	16,529	14,985
비유동부채	2,782	6,456	7,111	7,425	7,947
차입금	1,401	4,165	4,636	4,748	5,049
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,381	2,292	2,475	2,677	2,898
부채총계	14,859	31,973	36,787	36,697	35,739
자배지분	3,528	4,995	6,688	8,838	11,118
자본금	266	240	240	240	240
자본잉여금	192	207	207	207	207
이익잉여금	2,627	4,747	6,366	8,476	10,691
기타자본변동	443	-198	-145	-85	-20
비배지분	1,156	6,369	6,688	7,022	7,373
자본총계	4,684	11,364	13,376	15,860	18,491
순차입금	2,350	7,505	10,437	10,481	11,000

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,390	1,393	-3,067	1,614	2,774
당기순이익	0	0	1,998	2,499	2,638
비현금항목의 가감	-68	5	322	431	466
감가상각비	339	331	309	304	300
외환손익	19	-11	-74	-74	-74
지분법평가손익	-16	-105	-284	-312	-318
기타	-410	-210	372	513	559
자산부채의 증감	462	-903	-4,613	-401	630
기타현금흐름	996	2,291	-774	-915	-961
투자활동 현금흐름	-3,029	-1,367	-809	-837	-843
투자자산	-2,432	-542	-681	-709	-715
유형자산	-450	-577	-195	-195	-195
기타	-147	-249	67	67	67
재무활동 현금흐름	368	1,066	726	-713	44
단기차입금	404	927	515	-567	0
사채	140	638	171	-188	0
장기차입금	299	300	300	300	300
유상증자	0	-25	0	0	0
현금배당	-51	-120	-159	-159	-159
기타	-425	-654	-102	-99	-97
현금의 증감	-1,263	1,161	-1,949	-494	-208
기초 현금	3,070	1,806	2,968	1,018	524
기말 현금	1,806	2,968	1,018	524	316
NOPLAT	472	1,643	2,231	2,706	2,840
FCF	240	1,247	2,343	2,813	2,943

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

한국 항공우주 (047810)

이태환 taehwan.lee@dashn.com

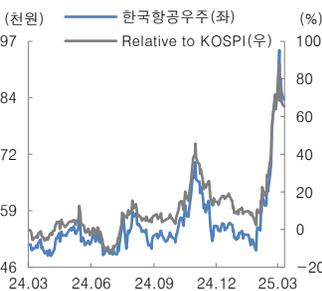
투자의견 **BUY**
매수, 유지

6개월
목표주가 **100,000**
상향

현재주가 **83,900**
(25.03.24)
기계업종

KOSPI	2,632.07
시가총액	8,178십억원
시가총액비중	0.38%
자본금(보통주)	487십억원
52주 최고/최저	95,000원 / 48,550원
120일 평균거래대금	818억원
외국인지분율	36.98%
주요주주	한국수출입은행 26.41% 국민연금공단 8.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	40.1	50.1	54.8	66.8
상대수익률	40.8	39.2	54.8	74.2



커지는 필리핀 기대감

- '25년 완제기수출은 폴란드·말레이시아 수출 바탕으로 큰 폭 증가 예상
- 필리핀과 약 1조원 규모의 FA-50 12기 추가 수출 논의 진행 중
- 올라간 Peer그룹 눈높이와 뚜렷한 중장기 성장성 감안하면 상승여력 높음

투자 의견 매수, 목표주가 100,000원 상향(+33.3%)

목표주가는 100,000원은 12MF EPS 4,167원에 타깃 PER 25.0배(기준 20.0배) 적용. 타깃 PER은 유럽 방산업체 Peer 그룹의 평균 PER을 적용

완제기수출 비중 증가 시작

'25년 매출액 4.1조원(+13.2% yoy) 영업이익 3,317억원(+37.8% yoy), 영업이익률 8.1%(+1.5%p yoy)을 전망. 국내사업은 KUH 양산 종료로 인한 매출 공백 대비 LAH 2차 양산 물량이 충분치 못할 전망이다. KF-21 매출 역시 체계개발 종료 시점 들어서며 소폭 줄어들 것. 다만, 완제기수출의 경우 폴란드·말레이시아 FA-50을 바탕으로 +90% 이상 매출 성장이 유력하며, 기체부품 역시 '24년 말 보잉 파업에 따른 기저효과로 +10% 성장을 예상. '26년은 KF-21 양산, FA-50PL 양산, LAH 인도 증가 바탕으로 큰 폭 성장 가능

커지는 필리핀 기대감

필리핀 FA-50 블록20 12기 추가 수출 논의가 진행 중인 상황으로, 약 1조원 규모가 예상되고 있음. 필리핀은 2014년 FA-50PH 12기 도입 이후 다수의 실전을 통해 기체성능 검증을 완료. 필리핀은 FA-50 추가 도입 외에도 다목적전투기(MRF) 사업도 검토 중으로, KF-21의 잠재 수출 가능성에 주목

방산업종 내 상대적으로 부진했던 주가는 필리핀 FA-50 수주 가능성이 부각되며, 2/11 이후 큰 폭의 주가상승을 시현. 12MF PER 20배 수준으로 밸류에이션 메리트가 이전 대비 낮아졌으나, 올라간 Peer 그룹 눈높이와 뚜렷한 중장기 성장성을 감안할 때 충분히 상승여력 높다고 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,819	3,634	4,112	5,473	6,224
영업이익	248	241	332	540	660
세전순이익	269	197	263	467	586
총당기순이익	221	171	341	618	779
지배지분순이익	224	172	338	611	770
EPS	2,298	1,765	3,466	6,270	7,902
PER	21.8	31.1	25.6	14.1	11.2
BPS	16,388	17,500	20,467	26,237	33,640
PBR	3.1	3.1	4.1	3.2	2.5
ROE	14.8	10.4	18.3	26.9	26.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

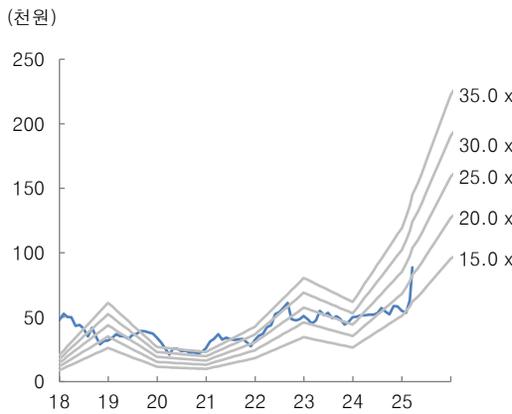
표9. 한국항공우주 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
EPS	4,167	한국항공우주 12MF EPS
Target PER	25.0	글로벌 방위산업 Peer 그룹의 평균 레벨을 고려하여 산정
적정주가	104,169	EPS * Target PER
목표주가	100,000	104,169 ≈ 100,000
현재주가	83,900	2025.03.24 기준
상승여력(%)	19.2	

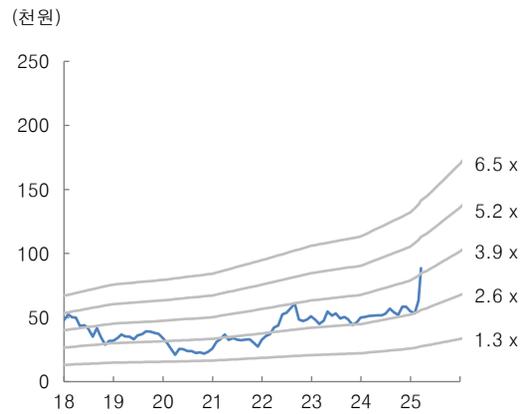
자료: 대신증권 Research Center

그림 6. 한국항공우주 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 7. 한국항공우주 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표10. 한국항공우주 분기/연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
연결 매출액	(십억원)	740	892	907	1,095	1,032	1,053	1,020	1,007	3,634	4,112
YoY	(%)	30.1	21.6	-9.9	-27.5	39.5	18.0	12.4	-8.0	-4.9	13.2
QoQ	(%)	-51.0	20.5	1.7	20.7	-5.7	2.0	-3.1	-1.3		
국내사업	(십억원)	439	498	443	727	496	538	438	406	2,107	1,879
완제기수출	(십억원)	91	151	243	156	305	288	331	340	640	1,263
기체부품	(십억원)	205	231	211	204	222	217	243	253	851	935
연결반영	(십억원)	6	12	10	8	9	10	9	9	35	36
연결 영업이익	(십억원)	48	74	76	42	70	72	90	100	241	332
YoY	(%)	147.5	785.7	16.7	-72.7	46.6	-3.7	17.6	137.4	-2.8	37.8
QoQ	(%)	-68.9	54.7	2.7	-44.8	67.1	1.7	25.4	11.5		
OPM	(%)	6.5	8.3	8.4	3.8	6.8	6.8	8.8	9.9	6.6	8.1
연결 지배순이익	(십억원)	37	55	68	12	65	68	95	110	172	338
YoY	(%)	19.6	418.0	28.4	-90.9	78.3	23.2	38.4	828.3	-23.2	96.3
QoQ	(%)	-71.7	50.9	23.7	-82.7	451.8	4.2	39.0	16.2		
NIM	(%)	4.9	6.2	7.5	1.1	6.3	6.5	9.3	10.9	4.7	4.7
수주잔고	(십억원)	21,272	23,259	22,408	24,699	24,057	24,971	25,918	26,877	24,699	26,877
YoY	(%)	-15.1	-7.0	10.0	13.4	13.1	7.4	15.7	8.8	0.6	19
QoQ	(%)	-2.3	9.3	-3.7	10.2	-2.6	3.8	3.8	3.7		
국내사업	(십억원)	8,662	9,744	9,337	9,119	9,516	9,871	10,327	10,815	9,119	10,815
완제기수출	(십억원)	5,247	5,102	4,864	4,874	5,303	5,748	6,151	6,545	4,874	6,545
기체부품	(십억원)	7,362	8,414	8,208	9,131	9,239	9,352	9,439	9,517	9,131	9,517

자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

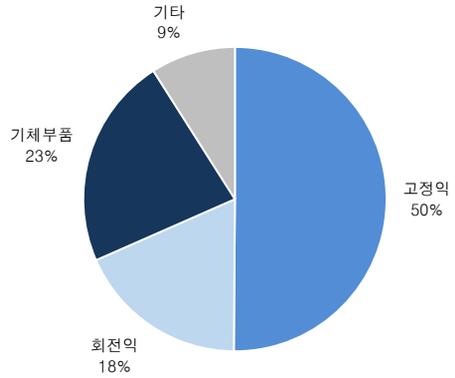
- 고정익(KT-1, FA-50, KF-21 등)과 회전익(수리온, LAH/LCH) 등 완제기 제품군을 보유하고 있으며, 기체부품은 날개, 꼬리 구조물 등을 제작하여 Boeing, Airbus 등에 주로 납품
- 우주사업은 위성체, 한국형발사체 사업의 체계 조립을 담당
- 자산 8조 255억원, 부채 6조 2,984억원, 자본 1조 7,272억원
- 발행주식 수: 97,475,107주 / 자기주식수: 0주

주가 변동요인

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

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 12월 기준
 자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

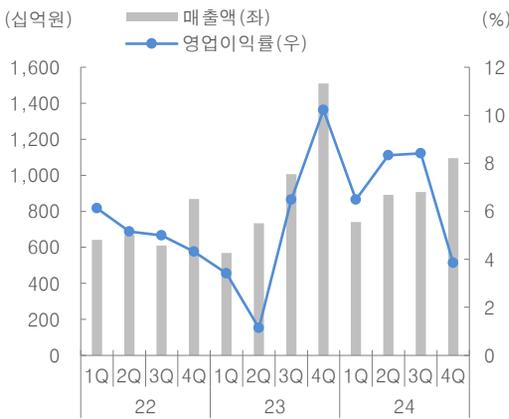
매출 비중 추이



주: 2024년 매출액 기준
 자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

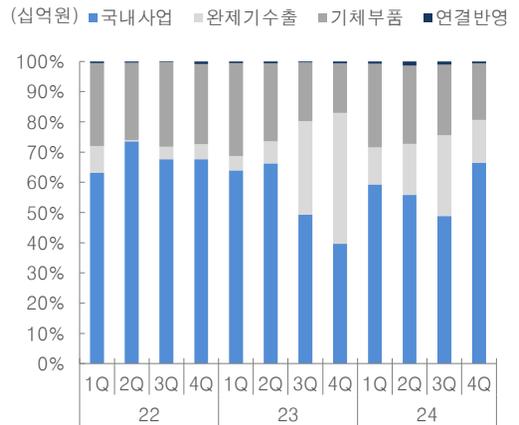
Earnings Driver

분기 매출액 및 영업이익률 추이



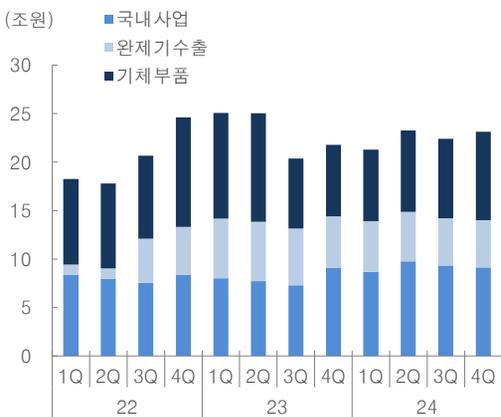
자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

분기 유형별 매출 비중 추이



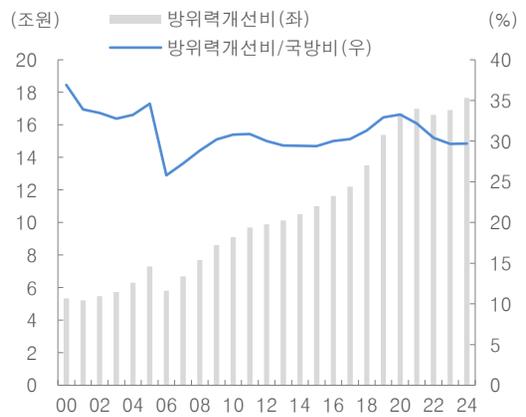
자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

분기 수주잔고 추이



자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

연도별 방위력개선비 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,819	3,634	4,112	5,473	6,224
매출원가	3,355	3,152	3,507	4,568	5,149
매출총이익	464	481	605	905	1,075
판매비와관리비	216	241	274	365	415
영업이익	248	241	332	540	660
영업이익률	6.5	6.6	8.1	9.9	10.6
EBITDA	369	345	442	658	784
영업외손익	21	-44	-68	-73	-74
관계기업손익	0	-2	-2	-2	-2
금융수익	112	121	123	125	126
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-88	-144	-162	-166	-167
외환관련손실	58	110	120	134	141
기타	-4	-18	-28	-30	-31
법인세비용차감전순이익	269	197	263	467	586
법인세비용	-47	-26	78	151	194
계속사업순이익	221	171	341	618	779
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	221	171	341	618	779
당기순이익률	5.8	4.7	8.3	11.3	12.5
비재배분순이익	-3	-1	4	7	9
재배분순이익	224	172	338	611	770
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-1	-1	0	0
포괄순이익	191	156	334	615	777
비재배분포괄이익	-3	-1	3	7	9
재배분포괄이익	194	157	331	608	768

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,298	1,765	3,466	6,270	7,902
PER	21.8	31.1	25.6	14.1	11.2
BPS	16,388	17,500	20,467	26,237	33,640
PBR	3.1	3.1	4.3	3.4	2.6
EBITDAPS	3,781	3,535	4,535	6,748	8,047
EV/EBITDA	12.9	18.3	20.9	14.7	12.1
SPS	39,183	37,279	42,186	56,149	63,856
PSR	1.3	1.5	2.1	1.6	1.4
CFPS	5,048	4,531	5,365	7,549	8,841
DPS	500	500	500	500	500

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	37.0	-4.9	13.2	33.1	13.7
영업이익 증가율	74.8	-2.7	37.8	62.8	22.2
순이익 증가율	91.0	-22.8	99.7	81.1	26.1
수익성					
ROC	19.6	10.0	15.6	20.8	20.9
ROA	3.3	3.2	4.0	6.2	7.2
ROE	14.8	10.4	18.3	26.9	26.4
안정성					
부채비율	340.7	364.7	322.4	241.9	182.1
순차입금비율	-8.2	53.4	28.2	37.4	24.8
이자보상배율	8.5	7.2	8.0	16.7	24.8

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,681	5,439	5,913	6,208	6,701
현금및현금성자산	658	115	826	190	206
매출채권 및 기타채권	422	428	463	605	685
재고자산	1,736	2,359	2,670	3,553	4,041
기타유동자산	1,864	2,537	1,955	1,859	1,769
비유동자산	2,459	2,587	2,619	2,645	2,665
유형자산	815	913	984	1,048	1,104
관계기업투자금	13	15	15	16	16
기타비유동자산	1,631	1,659	1,619	1,581	1,544
자산총계	7,140	8,026	8,532	8,853	9,366
유동부채	4,400	4,915	4,766	4,754	4,670
매입채무 및 기타채무	688	982	1,048	1,237	1,341
차입금	21	414	372	335	302
유동성채무	378	29	28	26	25
기타유동부채	3,313	3,490	3,318	3,155	3,002
비유동부채	1,119	1,384	1,746	1,510	1,376
차입금	208	593	993	793	693
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	911	791	753	717	683
부채총계	5,520	6,298	6,512	6,263	6,046
자배지분	1,597	1,706	1,995	2,557	3,279
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	1,003	1,111	1,400	1,963	2,684
기타자본변동	-21	-21	-21	-21	-21
비재배지분	23	21	25	32	41
자본총계	1,620	1,727	2,020	2,589	3,320
순차입금	-133	923	571	970	823

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-700	-728	-408	-661	-110
당기순이익	221	171	341	618	779
비현금항목의 가감	271	271	182	118	82
감가상각비	121	104	110	118	124
외환손익	12	11	11	21	27
지분법평가손익	0	2	2	2	2
기타	138	153	59	-23	-70
자산부채의 증감	-1,218	-1,166	-977	-1,524	-1,146
기타현금흐름	25	-4	46	128	175
투자활동 현금흐름	-108	-189	-156	-156	-156
투자자산	12	-48	-1	-1	-1
유형자산	-78	-161	-161	-161	-161
기타	-42	20	6	6	6
재무활동 현금흐름	-546	369	302	-294	-190
단기차입금	3	390	-41	-37	-34
사채	-500	49	200	-100	-100
장기차입금	9	15	200	-100	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-24	-49	-49	-49	-49
기타	-33	-36	-8	-8	-8
현금의 증감	-1,366	-543	711	-635	15
기초 현금	2,024	658	115	826	190
기말 현금	658	115	826	190	206
NOPLAT	204	209	430	715	878
FCF	149	65	379	672	841

자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

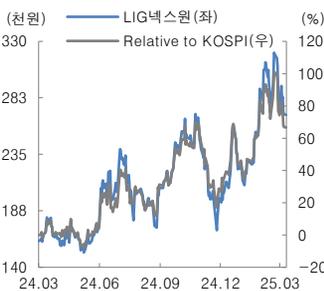
LIG넥스원 (079550)

이태환 taehwan.lee@dashn.com

투자이견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 350,000
상향
현재주가 268,000
(25.03.24)
기계업종

KOSPI	2,632.07
시가총액	5,896십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	110십억원
52주 최고/최저	320,500원 / 152,400원
120일 평균거래대금	782억원
외국인지분율	28.20%
주요주주	엘이이지 외 8 인 38.21% 국민연금공단 10.12%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.7	27.0	21.8	60.2
상대수익률	-10.2	17.8	21.8	67.3



기업분석

이제는 고고도까지 방어

- '25년 UAE 천궁-2 매출 증가로 매출 믹스 개선효과 기대 가능
- 사우디('26년), 이라크('27년) 등 매년 대형 수출 양산이 더해질 것
- L-SAM 양산 연내 예정. 향후 중동 중심으로 수출 가능할 것

투자이견 매수, 목표주가 350,000원으로 상향(+6.1%)

목표주가 350,000원은 12MF EPS 12,715원에 타깃 PER 27.5배(기존 20.0 배) 적용. 타깃 PER은 유럽 방산전자(정밀타격/감시정찰/지휘통제) Peer그룹 평균 레벨을 고려하여 산정

중동 수출 비중 상승

'25년 실적은 매출액 4,020억(+21.1% yoy), 영업이익 3,245억(+41.2% yoy), 영업이익률 8.2%(+1.2%p yoy) 전망. 전체 수출(연간 24%) 중 저수익성 인도네시아 사업 비중이 35%로 높았던 '24년과 달리, '25년은 UAE 천궁-2 매출이 약 2천억원('24년 약 900억원 추정)으로 증가할 것으로 예상되어 수익성 측면에서 매출 믹스 개선효과를 기대할 수 있을 것. 더불어 '26년 사우디 천궁-2, '27년 이라크 천궁-2까지 매년 대형 수출 양산이 더해질 예정에 있어 '30년까지 이어지는 중장기 이익 성장이 이제 본격화된 단계로 판단

이제는 고고도까지 방어

체계개발이 완료된 L-SAM은 '25년 하반기 양산 계약 체결 후 '27년까지 배치될 예정인 것으로 파악. 총사업비 1.7조원 투입 예정이며, 국내 배치가 완료되면 M-SAM 천궁-2 운용 국가들을 상대로 수출 판매가 가능할 전망

중동은 한국의 다층 미사일요격망 구성에 큰 관심을 보이고 있으며, 이미 배치가 확정된 천궁-2 외에도 L-SAM(개발완료), LAMD(개발예정)도 추후 도입할 가능성이 있어 동사에게 있어 중요한 세일즈 지역이 될 것으로 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,309	3,276	3,968	4,474	5,224
영업이익	186	230	325	411	496
세전순이익	185	209	298	383	468
총당기순이익	175	216	253	325	398
지배지분순이익	175	222	261	336	411
EPS	7,953	10,069	11,864	15,269	18,680
PER	16.4	21.9	22.6	17.6	14.3
BPS	47,835	56,262	66,053	79,265	95,904
PBR	2.7	3.9	4.1	3.4	2.8
ROE	17.6	19.3	19.4	21.0	21.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: LIG넥스원, 대신증권 Research Center

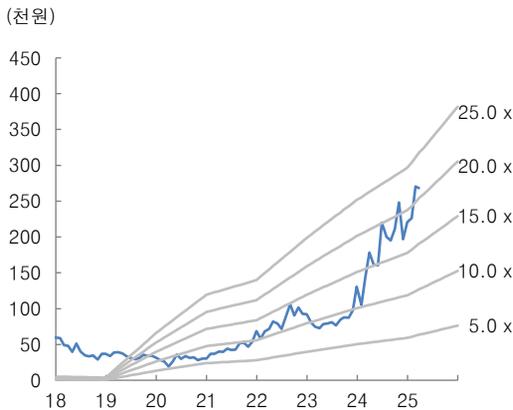
표11. LIG 넥스원 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
EPS	12,715	LIG 넥스원 12MF EPS
Target PER	27.5	유럽 방산전자 Peer 그룹 평균 레벨
적정주가	349,661	EPS * Target PER
목표주가	350,000	349,661 ≈ 350,000
현재주가	268,000	2025.03.24 기준
상승여력(%)	30.6	

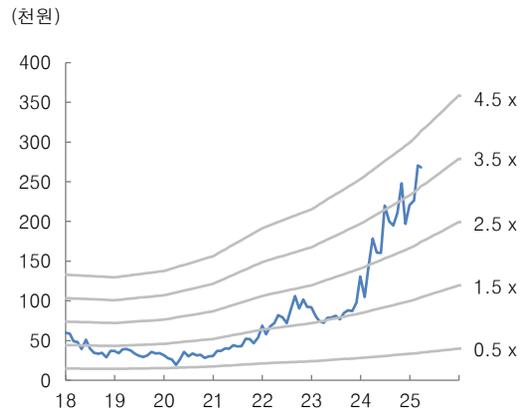
자료: 대신증권 Research Center

그림 8. LIG 넥스원 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 9. LIG 넥스원 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표12. LIG 넥스원 분기/연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
연결 매출액	(십억원)	764	605	740	1,168	887	925	968	1,188	3,276	3,968
YoY	(%)	39.6	10.8	38.1	71.7	16.2	52.9	30.8	1.7	41.9	21.1
QoQ	(%)	12.3	-20.8	22.4	57.8	-24.0	4.2	4.7	22.8		
정밀타격	(십억원)	234	261	314	474	368	379	399	489	1,563	1,636
감시정찰	(십억원)	102	118	198	199	194	180	200	239	486	814
지휘통제/통신	(십억원)	344	125	119	301	186	216	214	270	810	886
항공전자/전자전	(십억원)	71	83	90	153	112	119	123	152	356	506
기타	(십억원)	13	17	18	42	27	31	31	39	61	127
연결 영업이익	(십억원)	67	49	52	62	70	77	79	98	230	325
YoY	(%)	-1.8	22.2	26.5	67.2	5.0	55.8	52.5	59.5	23.3	41.2
QoQ	(%)	81.5	-26.6	5.7	18.8	13.9	8.9	3.5	24.2		
OPM	(%)	8.8	8.1	7.0	5.3	7.9	8.3	8.2	8.3	7.0	8.2
연결 지배순이익	(십억원)	61	46	43	72	57	61	63	80	222	261
YoY	(%)	1.4	44.5	26.9	45.6	-6.3	33.5	47.1	10.4	26.7	17.7
QoQ	(%)	21.7	-24.6	-5.9	68.6	-21.7	7.4	3.8	26.6		
NIM	(%)	7.9	7.6	5.5	6.0	6.2	6.4	6.3	6.5	6.6	6.4
수주잔고	(십억원)	19,288	19,005	18,390	20,142	20,498	20,817	21,092	21,147	20,142	21,147
YoY	(%)	63.2	55.6	52.4	2.8	6.3	9.5	14.7	5.0	2.8	5.0
QoQ	(%)	-1.6	-1.5	-3.2	9.5	1.8	1.6	1.3	0.3		

자료: LIG 넥스원, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

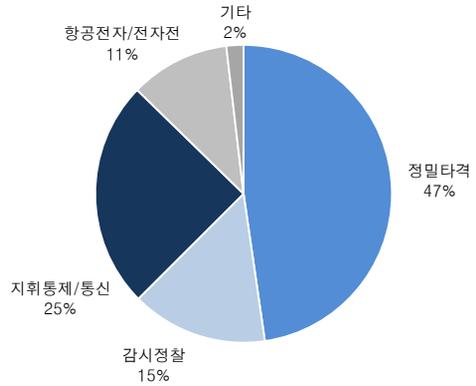
- 정밀유도, 감시정찰, 지휘통제, 항공전자, 전자전에 이르는 다양한 첨단 무기체계를 연구, 개발 및 양산
- 2024년 미국 소재 고스트로보틱스를 인수하여 무인화물로봇 시장 진출
- 자산 6조 1,253억원, 부채 4조 8,878억원, 자본 1조 2,374억원
- 발행주식 수: 22,000,000주 / 자기주식수: 205,640주

주가 변동요인

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

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 12월 기준
 자료: LG빅스원, 대신증권 Research Center

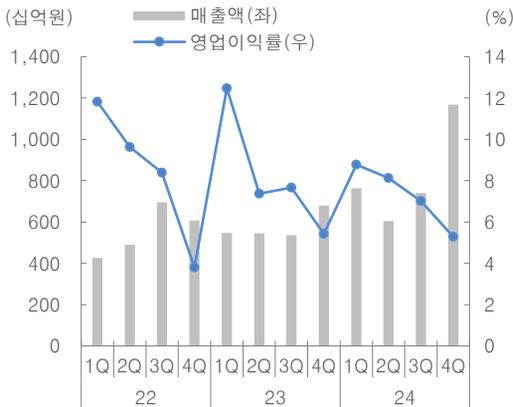
매출 비중 추이



주: 2024년 매출액 기준
 자료: LG빅스원, 대신증권 Research Center

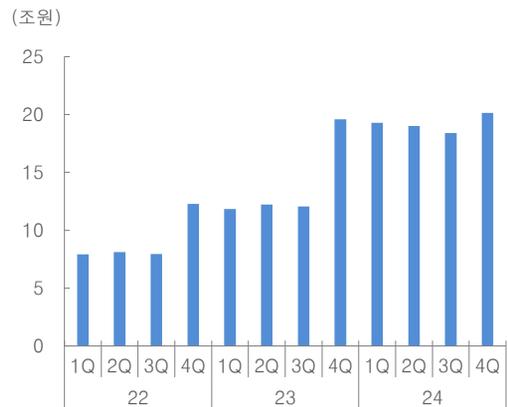
Earnings Driver

분기 매출 및 영업이익률 추이



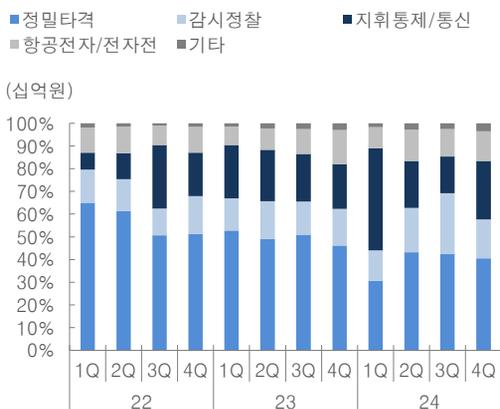
자료: LG빅스원, 대신증권 Research Center

분기 수주잔고 추이



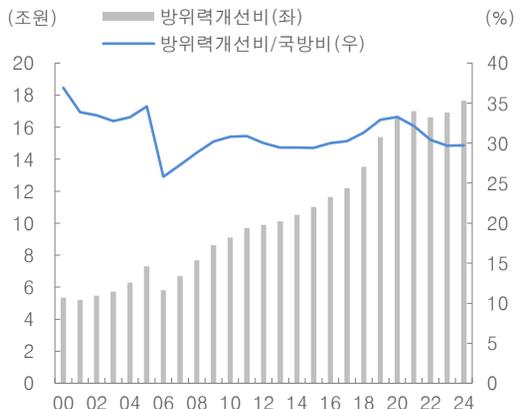
자료: LG빅스원, 대신증권 Research Center

분기 제품별 매출 비중 추이



자료: LG빅스원, 대신증권 Research Center

연도별 방위력 개선비 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,309	3,276	3,968	4,474	5,224
매출원가	1,962	2,824	3,366	3,749	4,359
매출총이익	347	453	602	725	864
판매비와관리비	160	223	277	315	368
영업이익	186	230	325	411	496
영업이익률	8.1	7.0	8.2	9.2	9.5
EBITDA	255	371	465	551	637
영업외손익	-1	-20	-27	-28	-28
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	10	28	26	26	26
외환관련이익	25	25	25	25	25
금융비용	-15	-85	-95	-99	-100
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	4	36	42	45	46
법인세비용차감전순이익	185	209	298	383	468
법인세비용	-10	7	-45	-57	-70
계속사업순이익	175	216	253	325	398
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	175	216	253	325	398
당기순이익률	7.6	6.6	6.4	7.3	7.6
비지배지분순이익	0	-5	-8	-11	-13
지배지분순이익	175	222	261	336	411
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	1	0	0	0
포괄순이익	150	225	250	326	398
비지배지분포괄이익	0	-5	-8	-11	-13
지배지분포괄이익	150	230	258	337	411

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	7,953	10,069	11,864	15,269	18,680
PER	16.4	21.9	22.6	17.6	14.3
BPS	47,835	56,262	66,053	79,265	95,904
PBR	2.7	3.9	4.1	3.4	2.8
EBITDAPS	11,600	16,847	21,149	25,066	28,957
EV/EBITDA	10.6	8.6	9.9	8.5	7.4
SPS	104,935	148,925	180,367	203,377	237,442
PSR	1.2	1.5	1.5	1.3	1.1
CFPS	13,392	18,143	22,062	25,851	29,714
DPS	1,950	2,400	2,400	2,400	2,400

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	40	41.9	21.1	12.8	16.7
영업이익 증가율	4.1	23.3	41.2	26.6	20.8
순이익 증가율	42.3	23.7	16.9	28.6	22.3
수익성					
ROIC	35.3	418.2	-19,799.0	70.9	49.2
ROA	5.5	4.6	5.4	7.0	8.3
RCE	17.6	19.3	19.4	21.0	21.3
안정성					
부채비율	262.6	394.8	302.2	235.8	186.2
순차입금비율	-16.1	-135.7	-87.7	-68.5	-56.4
이자보상배율	19.3	12.0	19.6	28.7	37.4

자료: LIG 빅스원, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,536	3,894	3,597	3,591	3,755
현금및현금성자산	445	2,220	1,778	1,665	1,668
매출채권 및 기타채권	309	415	491	547	633
재고자산	229	325	393	444	518
기타유동자산	1,553	934	935	935	936
비유동자산	1,280	2,230	2,247	2,265	2,284
유형자산	894	1,371	1,362	1,354	1,347
관계기업투자금	1	1	1	1	1
기타비유동자산	385	858	884	910	936
자산총계	3,816	6,124	5,844	5,856	6,039
유동부채	2,651	4,616	4,141	3,881	3,698
매입채무 및 기타채무	460	696	773	829	912
차입금	108	203	182	164	164
유동성채무	75	83	91	100	110
기타유동부채	2,007	3,635	3,095	2,788	2,512
비유동부채	113	271	250	231	231
차입금	20	188	169	152	152
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	93	83	81	79	79
부채총계	2,763	4,886	4,391	4,112	3,929
자배지분	1,052	1,238	1,453	1,744	2,110
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	142	142	142	142	142
이익잉여금	678	857	1,066	1,349	1,708
기타지분변동	122	129	136	143	150
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,052	1,238	1,453	1,744	2,110
순차입금	-170	-1,679	-1,274	-1,194	-1,190

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	467	609	547	639	686
당기순이익	175	216	253	325	398
비현금항목의 가감	120	183	232	243	256
감가상각비	69	141	141	141	141
외환손익	-8	-9	-9	-9	-9
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	59	51	101	112	124
자산부채의 증감	213	219	120	140	114
기타현금흐름	-41	-9	-59	-70	-82
투자활동 현금흐름	-97	-1,067	-158	-159	-159
투자자산	-8	-2	-2	-2	-3
유형자산	-59	-587	-100	-100	-100
기타	-30	-479	-57	-57	-57
재무활동 현금흐름	-177	211	-100	-95	-59
단기차입금	107	95	-20	-18	0
사채	-200	0	0	0	0
장기차입금	0	168	-19	-17	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-33	-42	-52	-52	-52
기타	-51	-9	-9	-8	-7
현금의 증감	193	1,775	-442	-112	3
기초 현금	253	445	2,220	1,778	1,665
기말 현금	445	2,220	1,778	1,665	1,668
NOPLAT	176	237	276	349	422
FCF	162	-681	267	340	413

한화시스템 (272210)

이태환 tashwan.lee@dashn.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

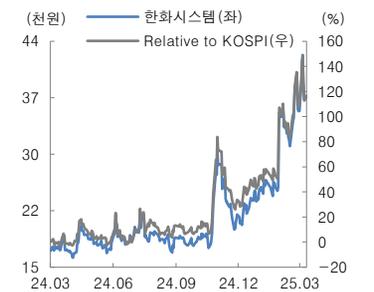
6개월 목표주가 **42,000** 상향

현재주가 **36,850**
(25.03.24)

기계업종

KOSPI	2,632.07
시가총액	6,962십억원
시가총액비중	0.32%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	42,250원 / 16,220원
120일 평균거래대금	1,603억원
외국인지분율	7.39%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2인 59.53%
	국민연금공단 8.21%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.6	64.1	96.2	109.1
상대수익률	15.2	52.2	96.2	118.4



기업분석

한화 방산의 소금 같은 존재

- 폴란드 K2, TICN 4차 매출 확대 구간. '25년 M-SAM, KF-21 추가 예정
- 한화그룹 캡티브 물량 바탕으로 ICT도 안정적인 매출 및 이익 성장 중
- 방산 수익성 개선과 별개로 연결예정 필리핀조선소 실적 상황은 유의 필요

투자의견 매수, 목표주가 42,000원 상향(+31.3%)

목표주가는 12MF EPS 1,526원에 타깃 PER 27.5배(기존 21.0배) 적용. 타깃 PER은 유럽 방산전자(감시정찰/지휘통제) Peer그룹 평균 레벨을 고려하여 선정

Philly 감안해도 이익 성장 예상

'25년 실적은 매출액 3,2조원(+14.6% yoy), 영업이익 2,418억원(+10.3% yoy) 을 예상. UAE M-SAM MFR, 폴란드 K2 1차 사격통제시스템 등 해외수출 비중 이 YoY 추가 상승할 예정이며, KF-21 AESA 납품도 계획되어 있어 기존 사업 범위 내 매출·이익 동반 상승에는 어려움이 없음. 다만, '25년 실적부터 연결되는 자회사 Philly Shipyard는 '24년 3분기까지 누적 적자 -6,260만달러 상태였 으며, '25년까지는 적자 지속 예상되어 연결 이익은 매출 대비 성장 저하

한화 방산의 소금 같은 존재

한화 방산 계열사 내 투자 역할 존재감 확대 중. 특히, 해외자회사 출자를 통해 현지 조선업체 지분을 매입하는 사례가 늘어나고 있음. '24년 12월 HS USA(미국) 법인을 통해 Philly Shipyard 지분 60% 인수를 완료했고, 올해 3월 에는 HAA No.1(호주) 법인을 통해 Austal 지분 9.91%를 매입. Austal은 FIRB 승인 획득 시 19.9%까지 지분을 늘릴 수 있는 TRS 계약을 체결한 상태. 자세한 내용은 '3/19, 한화그룹, 호주 Austal 지분 인수 관련 Comment'를 참고

폴란드 K-2 2-1차 계약, L-SAM 국내 양산 등 수주 파이프라인을 바탕으로 타 라인 지속 성장에 대한 기대감은 연내 더 확대될 것으로 판단. 한화그룹의 방위 산업 영역이 육해공 골고루 확대될 때, 동사는 모두 수혜 받을 수 있는 위치

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,214	3,480	3,553
영업이익	123	219	242	309	325
세전순이익	444	581	341	439	457
총당기순이익	343	445	273	351	365
지배지분순이익	349	454	270	345	359
EPS	1,849	2,405	1,427	1,825	1,903
PER	9.4	9.4	29.6	23.2	22.2
BPS	11,327	13,181	14,530	16,143	17,767
PBR	1.5	1.7	2.5	2.3	2.1
ROE	16.9	19.6	10.3	11.9	11.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

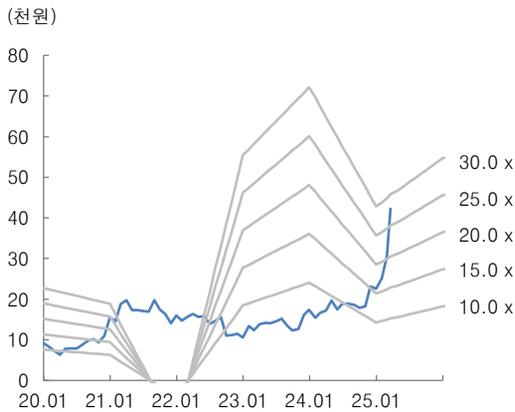
표13. 한화시스템 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
EPS	1,526	한화시스템 12MF EPS
Target PER	27.5	유럽 방산전자 Peer 그룹 평균 레벨
적정주가	41,977	EPS * Target PER
목표주가	42,000	41,977 ≈ 42,000
현재주가	36,850	2025.03.24 기준
상승여력(%)	14.0	

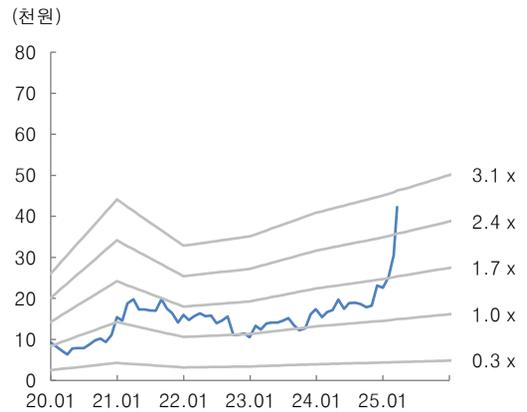
자료: 대신증권 Research Center

그림 10. 한화시스템 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 11. 한화시스템 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표14. 한화시스템 분기/연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
연결 매출액	(십억원)	544	687	639	934	633	809	708	1,064	2,804	3,214
YoY	(%)	23.9	12.5	3.0	19.4	16.2	17.7	10.8	14.0	14.3	14.6
QoQ	(%)	-30.3	26.3	-7.0	45.9	-32.2	27.8	-12.4	50.2		
방산	(십억원)	382	493	468	756	468	620	530	838	2,099	2,454
ICT	(십억원)	161	190	170	175	164	187	177	225	695	752
신사업	(십억원)	2	4	2	3	1	2	2	2	11	8
연결 영업이익	(십억원)	39	80	57	43	41	72	66	62	219	242
YoY	(%)	218.1	167.1	43.7	6.3	4.7	-9.5	16.5	43.5	78.9	10.3
QoQ	(%)	-3.5	103.3	-28.6	-24.1	-4.9	75.8	-8.1	-6.6		
OPM	(%)	7.2	11.6	8.9	4.6	6.5	8.9	9.4	5.8	7.8	7.5
방산	(십억원)	34	61	46	28	31	54	47	48	169	181
ICT	(십억원)	12	23	15	6	9	16	15	8	56	47
신사업	(십억원)	-1	0	-1	-5	1	1	1	1	-6	4
기타	(십억원)	-6	-5	-3	14	0	2	3	5	0	9
연결 지배순이익	(십억원)	52	28	9	365	42	69	81	77	454	270
YoY	(%)	-72.2	-62.9	-78.0	734.8	-18.6	144.2	766.6	-78.9	30.1	-40.7
QoQ	(%)	18.5	-45.4	-66.8	3,779.9	-88.4	63.9	17.9	-5.7		
NIM	(%)	9.5	3.9	1.3	41.8	7.2	8.5	11.5	7.3	17.0	8.5
수주잔고	(십억원)	7,050	6,968	7,924	8,848	8,655	8,425	8,608	9,658	8,848	9,658
YoY	(%)	18.7	20.0	32.6	21.4	22.8	20.9	8.6	9.2	21.4	9.2
QoQ	(%)	-3.3	-1.2	13.7	11.7	-2.2	-2.7	2.2	12.2		
방산	(십억원)	6,694	6,633	7,634	8,630	8,444	8,198	8,395	9,397	8,630	9,397
ICT	(십억원)	356	335	289	218	211	227	213	261	218	261

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

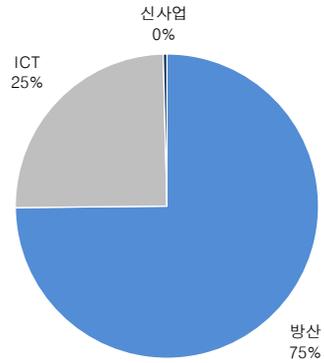
- 감시정찰, 지휘통제, 항공전자, 해양시스템, 위성사업 등을 중심으로 하는 방산 사업과 비즈니스 정보화 시스템 구축, 고객 전산시스템의 운영관리 등을 수행하는 ICT 사업을 영위
- 신사업으로 UAM, 위성통신 해외기업에 지분 투자 후 공동협력 관계 구축
- 자산 5조 7,240억원, 부채 3조 3,076억원, 자본 2조 4,164억원
- 발행주식 수: 188,919,389주 / 자기주식수: 1,926,128주

주가 변동요인

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

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 12월 기준
 자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

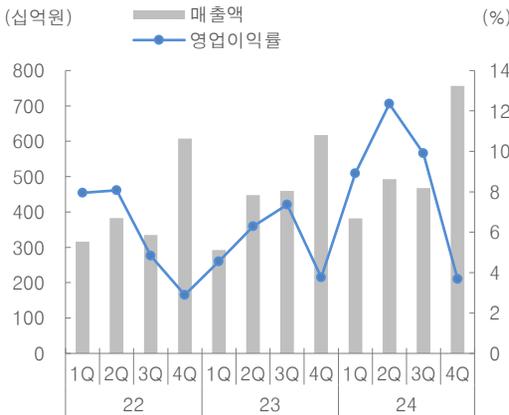
매출 비중 추이



주: 2024년 매출액 기준
 자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

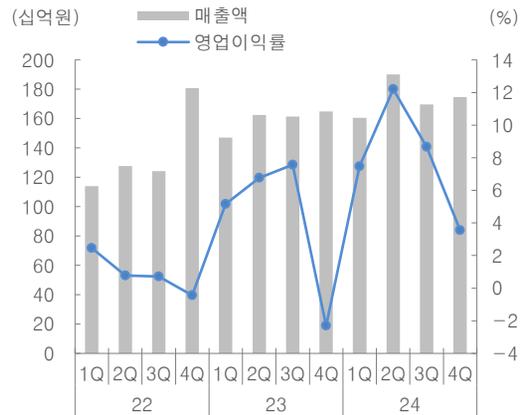
Earnings Driver

방산 부문 매출액 및 영업이익률 추이



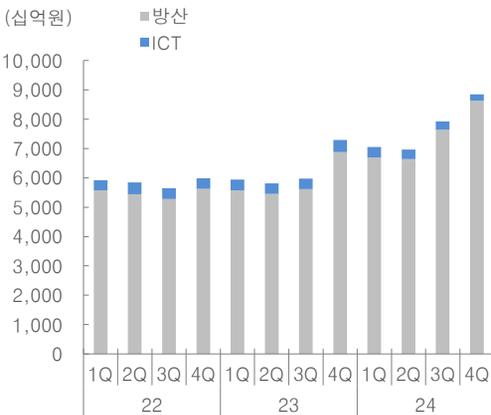
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

ICT 부문 매출액 및 영업이익률 추이



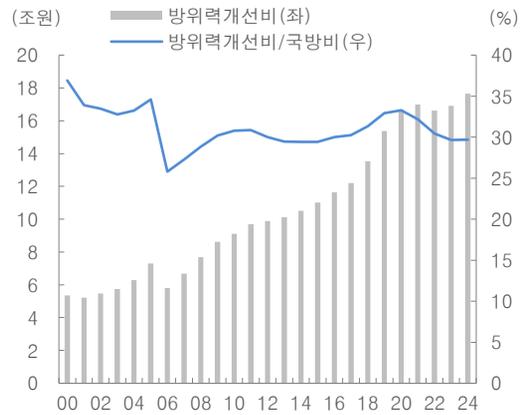
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

수주잔고 추이



자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

연도별 방위력개선비 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,214	3,480	3,553
매출원가	2,148	2,388	2,704	2,906	2,984
매출총이익	304	416	510	574	569
판매비와관리비	182	196	268	265	243
영업이익	123	219	242	309	325
영업이익률	5.0	7.8	7.5	8.9	9.2
EBITDA	244	333	376	467	502
영업외손익	321	362	100	130	131
관계기업손익	-30	-13	49	78	80
금융수익	32	48	56	58	59
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-17	-39	-42	-42	-42
외환관련손실	3	17	17	17	17
기타	337	366	37	35	35
법인세비용차감전순이익	444	581	341	439	457
법인세비용	-57	-104	-68	-88	-91
계속사업순이익	386	477	273	351	365
중단사업순이익	-43	-32	0	0	0
당기순이익	343	445	273	351	365
당기순이익률	14.0	15.9	8.5	10.1	10.3
비배지분순이익	-6	-9	4	6	6
지배지분순이익	349	454	270	345	359
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-18	-3	-1	0	0
포괄순이익	167	411	266	350	365
비배지분포괄이익	-6	-9	3	6	6
지배지분포괄이익	173	420	263	343	359

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,849	2,405	1,427	1,825	1,903
PER	9.4	9.4	29.6	23.2	22.2
BPS	11,327	13,181	14,530	16,143	17,767
PBR	1.5	1.7	2.9	2.6	2.4
EBITDAPS	1,294	1,765	1,991	2,470	2,655
EV/EBITDA	12.7	13.0	20.6	16.2	14.5
SPS	12,982	14,841	17,014	18,422	18,805
PSR	1.3	1.5	2.5	2.3	2.2
CFPS	1,376	2,041	865	1,355	1,555
DPS	280	350	350	350	350

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	12.1	14.3	14.6	8.3	2.1
영업이익 증가율	213.6	78.9	10.3	27.7	5.4
순이익 증가율	흑전	29.8	-38.7	28.4	4.1
수익성					
ROC	23.6	28.4	25.1	33.7	42.9
ROA	2.9	4.3	4.1	4.8	4.6
ROE	16.9	19.6	10.3	11.9	11.2
안정성					
부채비율	108.1	136.9	133.2	129.5	128.3
순차입금비율	-8.3	6.3	-5.8	-11.0	-18.1
이자보상배율	8.8	9.8	11.6	14.9	14.6

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,890	2,286	2,508	2,813	3,196
현금및현금성자산	476	200	513	718	1,063
매출채권 및 기타채권	204	313	358	388	396
재고자산	501	610	699	757	773
기타유동자산	709	1,163	937	950	965
비유동자산	2,593	3,438	3,705	3,980	4,240
유형자산	348	570	695	794	874
관계기업투자금	993	25	162	329	497
기타비유동자산	1,253	2,843	2,848	2,856	2,869
자산총계	4,483	5,724	6,212	6,792	7,436
유동부채	1,951	2,677	2,961	3,288	3,676
매입채무 및 기타채무	301	436	459	474	478
차입금	132	30	45	68	101
유동성채무	30	50	83	139	231
기타유동부채	1,488	2,161	2,374	2,609	2,867
비유동부채	378	631	587	545	503
차입금	50	249	219	189	159
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	328	381	368	355	343
부채총계	2,329	3,308	3,548	3,833	4,179
지배지분	2,140	2,490	2,745	3,050	3,357
지분금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,092	1,092	1,092
이익잉여금	212	589	793	1,073	1,367
기타지분변동	-117	-136	-85	-60	-47
비배지분	14	-74	-81	-90	-99
자본총계	2,154	2,416	2,664	2,960	3,257
순차입금	-178	152	-155	-325	-588

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	83	133	-46	66	150
당기순이익	343	445	273	351	365
비현금항목의 가감	-83	-60	-110	-95	-72
감가상각비	122	114	134	158	176
외환손익	0	-22	5	5	5
지분법평가손익	30	13	-49	-78	-80
기타	-235	-164	-200	-180	-174
자산부채의 증감	-168	-218	-133	-93	-41
기타현금흐름	-9	-35	-76	-97	-103
투자활동 현금흐름	-864	-442	-352	-383	-386
투자자산	-694	-149	-145	-175	-177
유형자산	-132	-240	-240	-240	-240
기타	-37	-53	33	32	31
재무활동 현금흐름	27	35	-78	-49	-1
단기차입금	52	-101	15	23	34
사채	50	219	-30	-30	-30
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-47	-52	-65	-65	-65
기타	-29	-31	2	24	61
현금의 증감	-752	-276	313	205	345
기초 현금	1,228	476	200	513	718
기말 현금	476	200	513	718	1,063
NOPLAT	107	180	193	247	260
FCF	69	29	88	165	197

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

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

(담당자:이태환)

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

[투자등급관련사항]

산업 투자 의견

Overweight(비중확대):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
Neutral(중립):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
Underweight(비중축소):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자 의견

Buy(매수):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 상승 예상
Marketperform(시장수익률):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 증가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 하락 예상

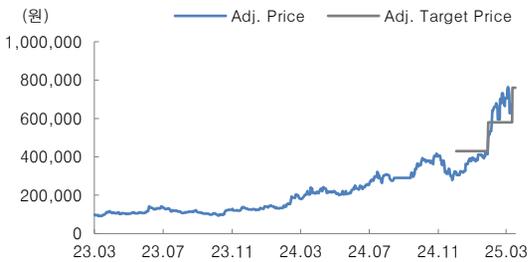
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

(기준일자: 20250323)

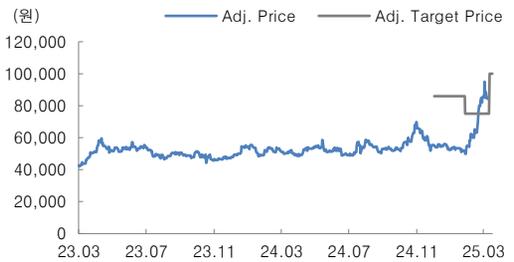
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화에어로스페이스(012450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



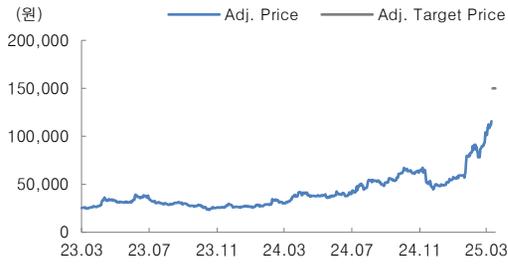
제시일자	25.03.27	25.02.11	24.12.16
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	760,000	580,000	430,000
과리율(평균%)		14.25	(12.90)
과리율(최대/최소%)		31.72	15.81
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			

한국항공우주(047810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.27	25.02.10	24.12.16
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	75,000	86,000
과리율(평균%)		(5.55)	(37.54)
과리율(최대/최소%)		26.67	(34.88)
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			

현대로템(064350) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.27
투자의견	Buy
목표주가	150,000
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

LIG넥스원(079550) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.27	25.02.17	24.12.16
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	350,000	330,000	305,000
과리율(평균%)		(9.36)	(23.25)
과리율(최대/최소%)		(2.88)	(4.92)
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			

한화시스템(272210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.27	25.02.10	24.12.16
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	42,000	32,000	26,000
과리율(평균%)		9.19	(7.58)
과리율(최대/최소%)		32.03	0.77
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			