



방산 Overweight

**선생님이 없는 교실은
시끄러울 수밖에 없다**



2025.09.23 | Initiation Report

Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

하나증권

방위산업 Overweight

선생님이 없는 교실은 시끄러울 수밖에 없다

Summary

- ✓ 국제정세의 불확실성이 구조적으로 높아지는 국면
- ✓ 글로벌 무기 수요 확대에도 불구하고 공급망 병목은 진행형
- ✓ 2027년까지 증익 가능성 높은 상황. 추가 해외수주 확보 시 사이클 연장 전망

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(9월22일)
한화에어로스페이스(012450)	BUY(신규)	1,230,000원	1,022,000원
현대로템(064350)	BUY(신규)	270,000원	221,000원
LIG넥스원(079550)	BUY(신규)	562,000원	496,000원
한국항공우주(047810)	BUY(신규)	135,000원	106,500원

목차

1. 쉽게 찾아오지 않을 평화	3
1) 다수가 겪어보지 못한 군비확장기	3
2) 생각보다 쉽지 않을 평화	4
2. 미국의 부재와 지정학적 리스크 증가	7
1) 국제정세가 불확실할수록 국방비는 증가	7
2) 국방비와 동행하는 방산 기업들의 실적	10
3) 불안정한 국제정세를 해결하고 중재해왔던 미국	14
4) 이제 미국은 중국에 대응하기 위해 개입주의를 축소	18
5) 과거가 되어버린 중국의 도광양晦(韜光養晦)	23
6) 미국 없이 홀로서야 하는 유럽	29
7) 스스로 지켜야하는 시대: 글로벌 국방비는 중장기 우상향	31
3. 보이는 것과 보이지 않는 것	34
1) 사이클 정점에 대한 우려가 존재	34
2) 2027년까지 증익은 지속	35
3) 이익증가율이 둔화되는 것은 경쟁사도 마찬가지	37
4) 결국 중요한 것은 해외수주	38
5) 가속도가 붙을 유럽의 지상무기 수요	39
6) 자주포: 적어도 여전히 공급자 우위	40
7) 다연장로켓포: 선택지는 미국 아니면 한국 뿐	45
8) 전차: 2028년까지 공급 병목 지속	47
9) 한국 방산기업들의 시간	52
기업분석	53
한화에어로스페이스(012450)	54
현대로템(064350)	58
LIG넥스원(079550)	62
한국항공우주(047810)	66

2025년 9월 23일 | 산업분석_Initiation

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 9월 22일

한화에어로스페이스(012450)

BUY | TP 1,230,000원 | CP 1,022,000원

현대로템(064350)

BUY | TP 270,000원 | CP 221,000원

LIG넥스원(079550)

BUY | TP 562,000원 | CP 496,000원

한국항공우주(047810)

BUY | TP 135,000원 | CP 106,500원

방위산업

선생님이 없는 교실은 시끄러울 수밖에 없다

구조적으로 늘어나는 무기 수요

유럽의 재무장, 동맹국을 대상으로 하는 방위비와 관세 압박, MAGA 정책 등 현재 발생하고 있는 일련의 사건들을 큰 흐름에서 보면 “미국의 개입주의 축소”가 자리하고 있다. 그 동안 국제문제에서 해결사 역할을 해오던 미국이 한발짝 물러서는 것이다. 이러한 행보의 궁극적 목표는 경쟁국인 중국 억제에 총력을 기울이는 것에 있다. 소모적인 국제문제에서 개입을 줄이고 전력을 다해 중국을 압도하려는 의도로 해석한다. 개입 축소로 미국의 안보우산은 약화될 것이고 국제정세의 불확실성은 지금보다 확대될 것으로 전망한다. 다수의 국가들은 자국의 안보 확립을 위해 중장기적으로 국방비를 늘려나갈 것이다. 이에 따라 적어도 수 년 간 방위산업은 파이가 줄어들 수 없는 시장이다.

한국 방산기업들에게는 기회

방산 총수요 증가는 여전히 유효한 모멘텀이다. 무기제작 특성상 납기가 길고 공급 병목도 해결이 쉽지 않다. 무엇보다 세계 경제의 1/6을 차지하는 유럽 무기고가 여전히 비어있다. 이에 서유럽 방산기업들은 유럽의 재무장으로 많은 수혜를 누리는 모습이다. 한국 방산기업들에게도 기회는 충분하다. 우선 현지 생산이 본격화되는 2027~2028년부터는 유럽산 우선 구매 정책에 한층 가까워진다. 이는 남아 있는 폴란드 프레임 계약 이행 가능성을 증가시킬 것이다. 서유럽으로의 무기 수출은 중장기 과제이다. 이외에도 글로벌 수출 점유율 확대가 기대된다. 유럽 방산기업들의 케파는 역내 수요 대응으로 벅찬 상황이다. 글로벌 시장에서 수출 여력이 제한적인 유럽 기업들의 빈 자리를 한국 방산기업들이 차지할 수 있는 기회가 될 것이다.

Top picks 한화에어로스페이스, 한국항공우주 제시

한화에어로스페이스와 한국항공우주를 Top picks로 제시한다. 두 기업은 2020년대 후반까지 안정적인 이익 증가세가 가능할 전망이다. 무기 총수요가 장기간 확대될 것으로 예상되는 환경에서 다양한 제품 라인업을 보유한 두 기업의 수혜가 기대된다. 한화에어로스페이스는 자주포, 다연장로켓포, 보병전투차량, 발사대, 탄약 등 풍부한 지상무기 포트폴리오를 보유하고 있다. 한국항공우주는 T-50과 KUH 그리고 이로부터 파생되는 제품들을 판매하며 성장해왔다. 2026년부터 차세대 전투기 KF-21 인도가 시작된다. 방산 부문 수주잔고는 양사 각각 31조 원, 17조 원으로 약 4년치, 6년치 일감을 보유 중이다. 안정적으로 쌓인 수주잔고는 신규수주 체결 시점의 불확실성을 완화할 것이다.



Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

1. 쉽게 찾아오지 않을 평화

1) 다수가 겪어보지 못한 군비확장기

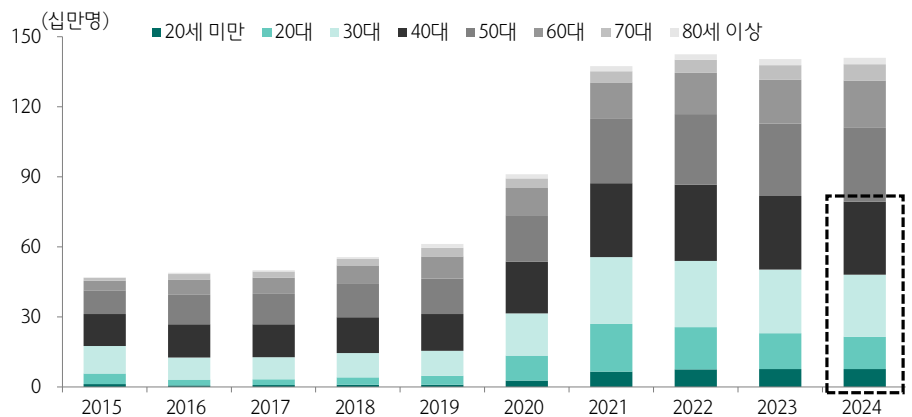
국내 투자자의 절반 이상은
군비확장기를 경험하지 않은 세대

1,400만명 이상 국내 투자자들 중 절반 이상은 미-소 냉전 종식 이후 평화로운 시대를 살아왔다. 미국의 힘이 가장 강했던 기간이었고 넘볼 수 있는 경쟁자는 없던 시기였다. 강력한 패권 아래 분쟁들은 빠르게 해결됐고 글로벌로 확산되지 않았다. 그렇기 때문에 대체적으로 국제정세는 안정적이었다고 평가받는다. 다만 이는 중국 군사력 현대화와 러시아의 우크라이나 침략 이전까지의 이야기이다. 현재 유럽을 중심으로 진행 중인 글로벌 군비확장기는 미-소 냉전을 겪어보지 못한 절반 이상의 투자자들에게 낯선 개념이다. 이에 군비확장기가 언제까지 지속될지 예상하기 쉽지 않다. 군비와 실적이 직결되는 방위산업 투자 역시 마찬가지이다. 한국 방산기업들은 지난 수 십 년간 내수 위주로 성장해왔다. 수출이 본격적으로 시작된 지 3년이 채 안된 상황이다. 과거 사례가 없기 때문에 사이클이 언제까지 지속될지 판단하기 어려울 수 있다.

도표 1. 연령별 상장법인 주주 추이

2024년 연말 기준
국내주식 보유 투자자
1,410만명

50대 미만 비중 56%로
냉전 시대
군비확장기를 겪지 않은 세대



자료: 한국예탁결제원, 하나증권

2) 생각보다 쉽지 않을 평화

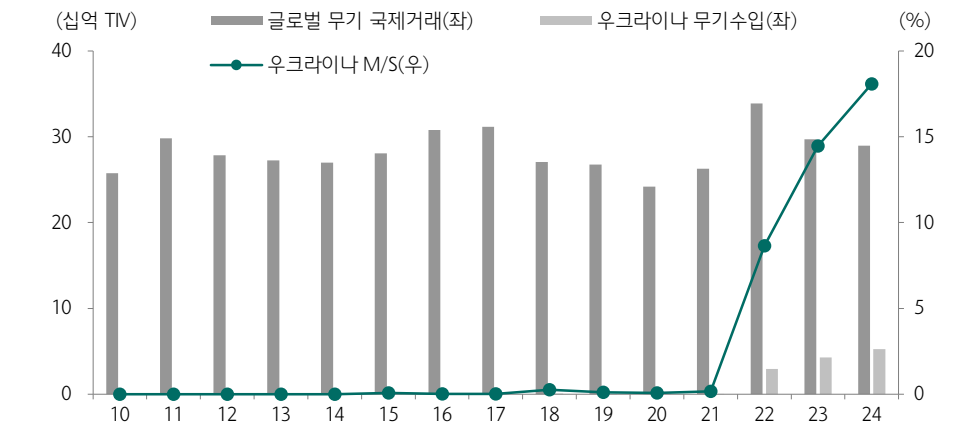
러-우 전쟁 종전이
한국 방산기업들에게 미치는 영향
제한적

한국 방산기업들이 본격적으로 주목받기 시작한 계기는 러시아-우크라이나 전쟁이다. 전쟁을 기점으로 유럽의 무기 수요가 폭발적으로 늘었고 한국 기업들은 동유럽 국가들로부터 대규모 수주를 받으며 수혜를 누렸기 때문이다. 현재 시점에서는 종전이나 휴전에 따른 무기 수요 감소 우려도 많은 상황이다. 실제로 무기 국제거래에서 우크라이나 무기 수입 비중은 18%로 상당히 높다. 이는 2022년 9%, 2023년 15%에서 상승한 수치이다. 이에 따라 휴전이나 종전으로 귀결될 경우 유럽이나 우크라이나 무기 수요가 급격히 줄어들지 여부를 따져 볼 필요가 있다. 전세계 무기 총수요 관점에서는 감소 가능성이 높다. 다만 한국 방산기업들의 실적에 미치는 영향은 크지 않을 전망이다. 한국 국방부가 우크라이나에 살상무기를 직접 지원하지 않겠다는 원칙을 고수했던 점을 감안하면 한국 방산기업들이 우크라이나에 직·간접적으로 공급한 무기는 제한적이었을 가능성이 크다. 이에 따라 종전 이후 우크라이나 무기 수입이 감소하더라도 기업들이 입는 피해는 크지 않을 것으로 판단한다. 유럽의 경우 더 이상 미국의 안보우산에만 의존할 수 없는 상황이므로 전쟁이 끝나더라도 재무장 기조를 포기하기 어렵다. 보고서의 제2장에서 다루겠지만 미국의 입장에서 유럽지역은 냉전 시기 때처럼 전략적으로 중요하지 않다. 아시아-태평양 지역이 패권경쟁의 중심지로 자리잡았기 때문이다.

도표 2. 글로벌 무기 국제거래량과 우크라이나의 점유율 추이

2022년 러-우 전쟁 이전
우크라이나의 무기 수입은
거의 미미했던 상황(10년~21년)

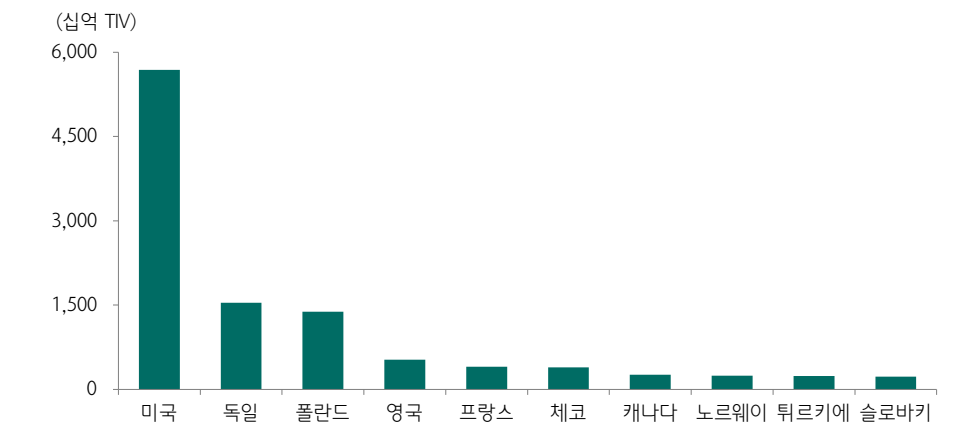
전후 우크라이나의
무기 수입 점유율은
2022년 9%
2023년 15%
2024년 18%



자료: SIPRI, 하나증권

도표 3. 국가별 우크라이나 무기수출(2022년~2024년)

미국이 압도적으로
많은 무기 지원
이외
다수 유럽국가들이
무기 지원

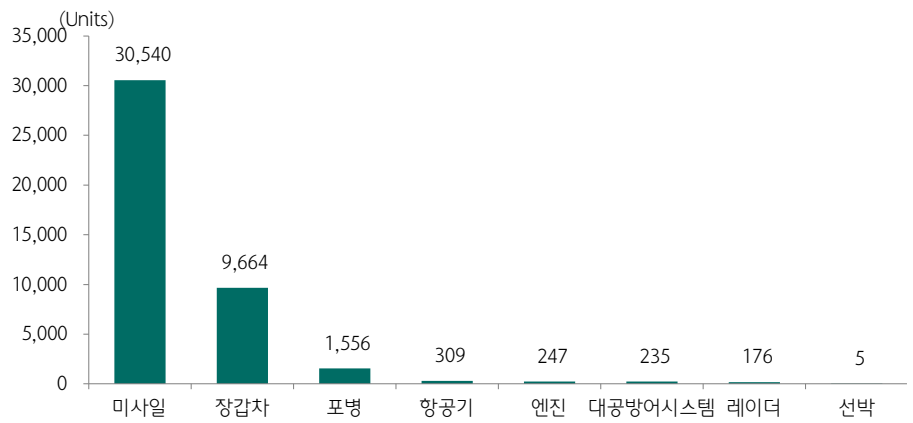


자료: SIPRI, 하나증권

지상무기 위주로 수입
(장갑차, 포병 등)

러-우 전쟁은
지상전의 중요성을
다시 한 번 깨우쳐줌

도표 4. 우크라이나가 수입한 무기별 수량(2022년~2024년)



자료: SIPRI, 하나증권

러시아는
우크라이나의 NATO 비가입 확약
서방 군사적 불개입 보장 등
“확실한” 조치를 원할 것

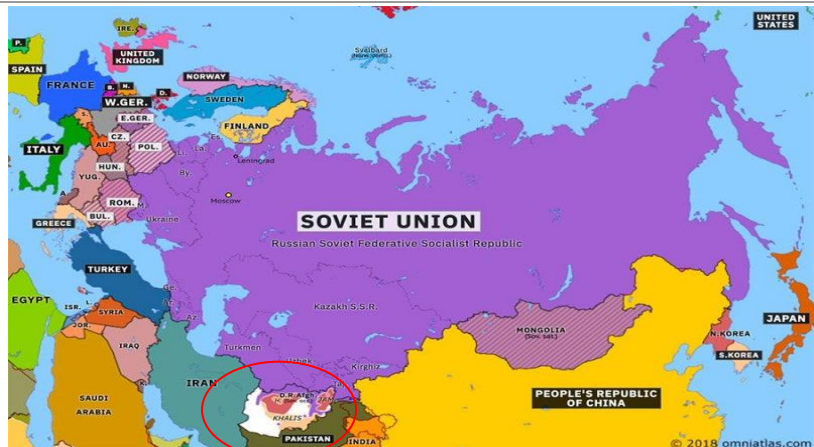
전쟁이 빠르게 종전될 수 있을지도 의문이다. 비극적인 상황은 안타깝다. 하지만 러시아와 우크라이나의 이해관계가 첨예하게 대립된다. 양국 간 병력 철수, 포로 송환부터 영토문제, 법적 책임과 배상 등 다양한 항목들이 협의되어야 하지만 무엇보다 가장 중요한 것은 안보 문제이다. 우크라이나 입장은 향후 러시아의 재침략 가능성을 0%에 수렴하게 만들 수 있는 제도적인 보장이다. NATO 가입이 대표적이다. 반면 러시아의 입장은 우크라이나와 정반대이다. 우크라이나가 서방 영향권에서 벗어난 중립국이 되길 요구하고 있다. 러시아는 소련 때부터 서방과 직접 국경을 맞대는 상황을 극도로 꺼려왔다. 이는 소련-아프가니스탄 전쟁(1979년~1989년)을 통해 짐작해볼 수 있다. 전쟁 이전 아프가니스탄은 소련과 국경을 마주하고 있었지만 친소련 정권이었기 때문에 문제가 없었다. 하지만 미국 지원을 받는 친서방 반란군이 정권을 장악하자 전쟁이 시작됐다. 소련 연방이 붕괴할 정도로 재정 여건이 악화되는 가운데서도 10년간 전쟁이 지속됐다. 이는 현재 러시아가 서방 국가들을 얼마나 경계하는지 가늠할 수 있는 대목이다. 이외에도 언론에 따르면 서방은 서독과 동독 통일 협상 때에도 소련에게 통일 이후 NATO의 동진은 없을 것이라는 “암묵적인” 합의를 했던 것으로 알려져있다. 하지만 현재 동유럽 대부분 국가들은 NATO 회원국이 되었다. 이러한 점들을 고려하면 러시아는 우크라이나 NATO 비가입 확약이나 서방의 군사적 불개입 보장을 확실히 확보하지 않는 이상 전쟁을 쉽게 끝내지 않을 것으로 전망한다.

도표 5. 아프가니스탄과 국경을 마주한 소련의 영토

빨간색 동그라미는
아프가니스탄의 영토

소련과 국경 맞대고 있던 상황

친서방 반란이 정권 장악하자
어려운 재정에도 10년간 전쟁



자료: Google, 하나증권

도표 6. 냉전 당시 NATO 회원국(파란색)과 소련연방

독일 통일 전후
서방은 소련과 NATO 동진
없을 것이라는 암묵적 합의

현재 동유럽 대부분 국가들
NATO 회원국

러시아는
확실한 보장을 원할 것



자료: Google, 하나증권

2. 미국의 부재와 지정학적 리스크 증가

1) 국제정세가 불확실할수록 국방비는 증가

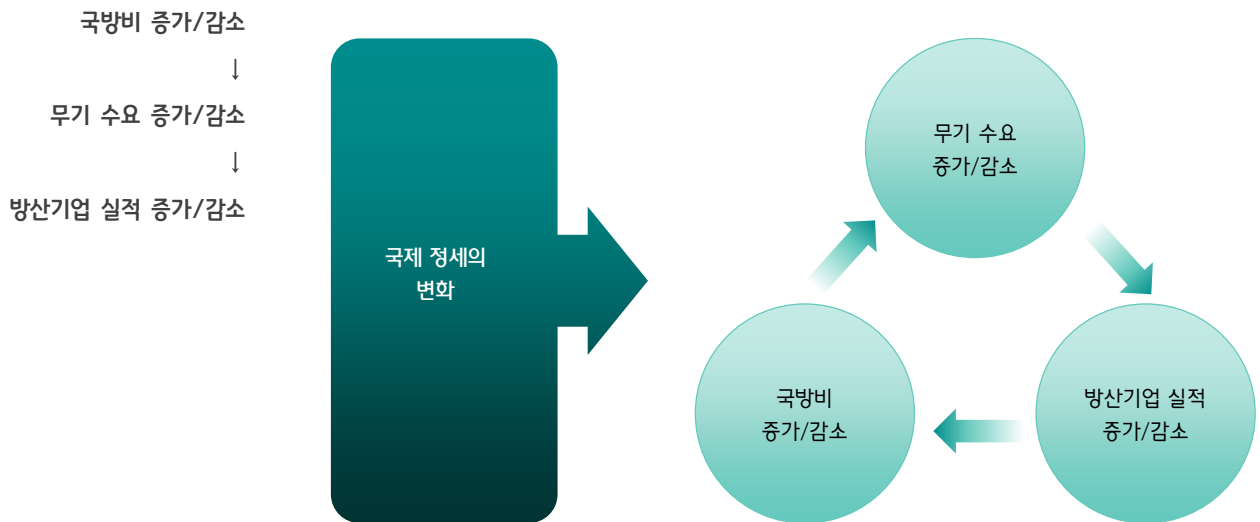
방위산업의 소비자는
각 국가의 국방부

국방부의 무기수요는
국방비 규모에 의해
결정됨

산업의 증익 사이클이 유지되기 위해서는 기업들의 이익 증가세가 지속되어야 한다. 그리고 기업들의 이익은 소비자의 수요가 뒷받침되어야 늘어날 수 있다. 방위산업도 마찬가지이다. 방위산업의 증익 사이클이 유지되기 위해서는 방산 기업들의 이익 증가가 지속되어야 한다. 그리고 방산 기업들의 이익은 소비자인 국방부의 수요가 뒷받침되어야 증가한다. 국방부의 연간 무기 소요량은 국방비의 규모에 의해 결정된다. 역으로 해석하면 향후 국방비 규모와 방향성을 예측함으로써 방산 기업들의 실적을 추정해볼 수 있다.

통상 국방비 규모는 행정부가 예산을 편성하고 국회의 승인을 얻으면 결정된다. 행정부와 국회의 결정에 영향을 미치는 요인은 크게 외부요인과 내부요인으로 구분할 수 있다. 외부요인은 국가 외부로부터 발생하는 요인을 의미한다. 경기침체 따른 국방비 감소, 안보위협 증가에 따른 국방비 증가 등의 사례들이 있다. 내부요인의 경우 정부 예산이 한정되어있기 때문에 발생하는 요인이다. 복지나 교육, 경제 등에 배분되는 예산이 늘어날수록 국방비가 감소하는 것이 대표적인 사례이다. 결론적으로 국방비의 규모는 내·외부 요인들이 행정부와 국회의 결정에 복합적으로 영향을 미쳐서 산정되는 국가 정책의 결정체라고 할 수 있다.

도표 7. 방위산업의 순환구조



자료: 하나증권

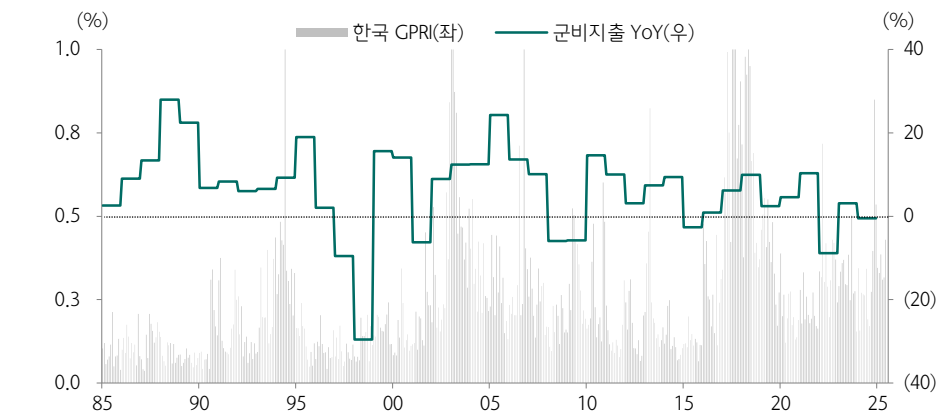
국방비를 결정하는 핵심변수는
국제정세

여러 변수들이 있지만 국제정세 변화가 국방비 결정에 가장 큰 영향을 미친다고 판단한다. 안보위협과 국가 간 분쟁, 국가 간의 전쟁과 같은 지정학적 리스크는 국제정세를 좌우하는 핵심 변수이다. 국제정세와 국방비의 관계를 잘 설명하는 사례가 바로 한국이다. 남북 휴전이라는 지정학적 리스크로 인해 장기간 국방비가 증가했던 것을 이미 체감하고 있다. 국제정세와 국방비 관계는 한국에만 국한되지 않는다. 지정학적 리스크가 높은 국가들의 경우 그렇지 않은 국가들보다 상대적으로 많은 국방비를 지출하고 있다. 러시아와 우크라이나의 전쟁으로 인해 많은 국방비를 지출하고 있는 동유럽 국가들이 대표적인 사례이다. 러시아 안보위협이 커졌다는 점은 동, 서유럽 관계없이 대다수 유럽 국가들이 동의하는 부분이다. 다만 실제 국방비 지출에는 동·서유럽 간에 차이가 존재한다. 실제로 동유럽의 국비지출이 서유럽 대비 가파르게 증가하는 것을 확인할 수 있다. 동유럽 국가들의 GDP 대비 국방비 규모는 3.5%인 반면 서유럽은 2.1%에 불과하다. 이와 같이 국제정세와 지정학적 리스크는 국방비의 규모뿐만 아니라 증감 속도도 결정하는 중요한 요소이다.

도표 8. 한국 지정학적 리스크 지표(Geopolitical Risk Index)와 군비지출 증가율 비교

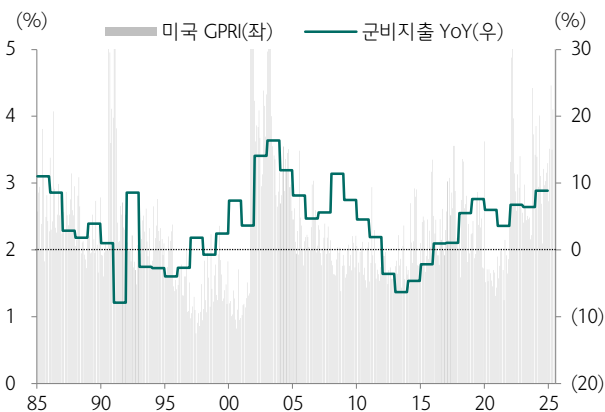
군비지출을 완화 환산 시
한국전쟁 이후
1999년 제외
매년 군비지출 YoY 증가

휴전이라는 구조적인 리스크로
지정학적 이벤트와 무관하게
국방비 꾸준히 우상향



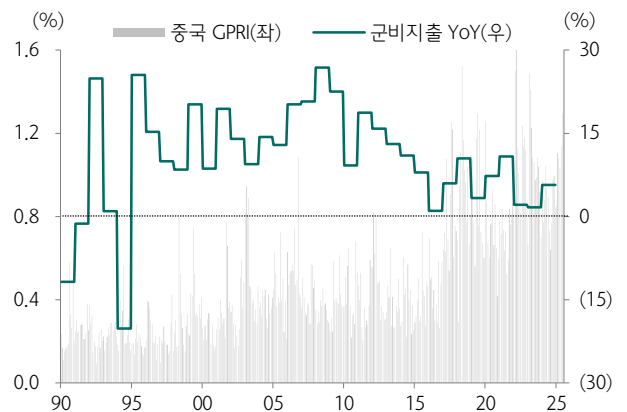
자료: matteo iacoviello, SIPRI, 하나증권

도표 9. 미국 GPRI와 군비지출 증가율 비교



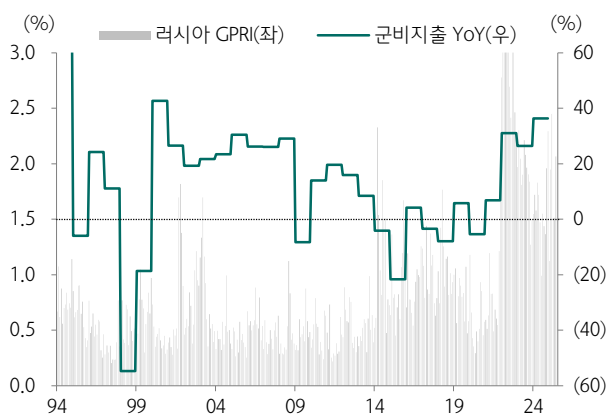
자료: matteo iacoviello, SIPRI, 하나증권

도표 10. 중국 GPRI와 군비지출 증가율 비교



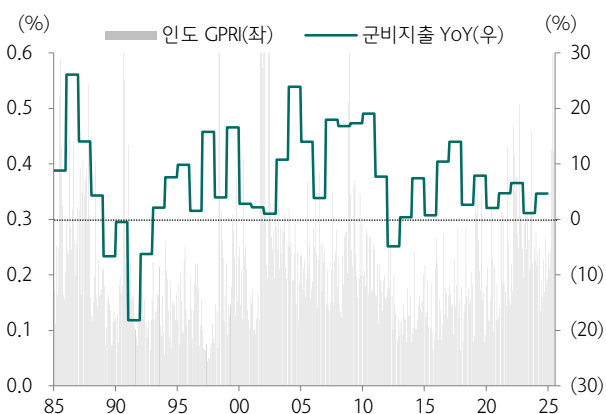
자료: matteo iacoviello, SIPRI, 하나증권

도표 11. 러시아 GPRI와 군비지출 증가율 비교



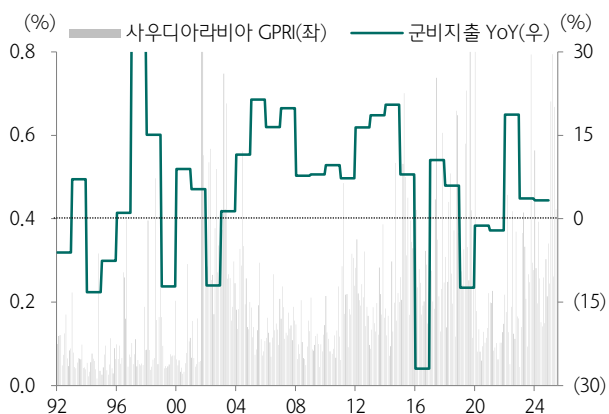
자료: matteo iacoviello, SIPRI, 하나증권

도표 12. 인도 GPRI와 군비지출 증가율 비교



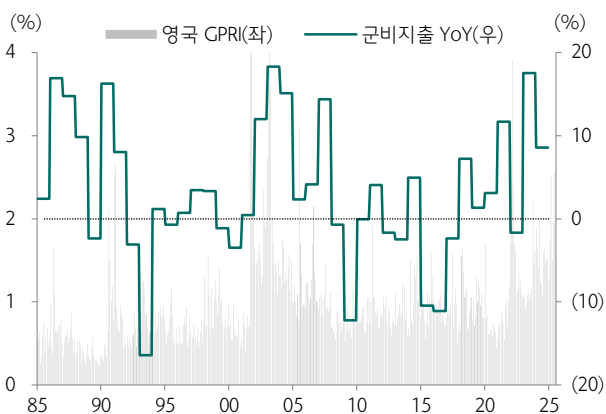
자료: matteo iacoviello, SIPRI, 하나증권

도표 13. 사우디아라비아 GPRI와 군비지출 증가율 비교



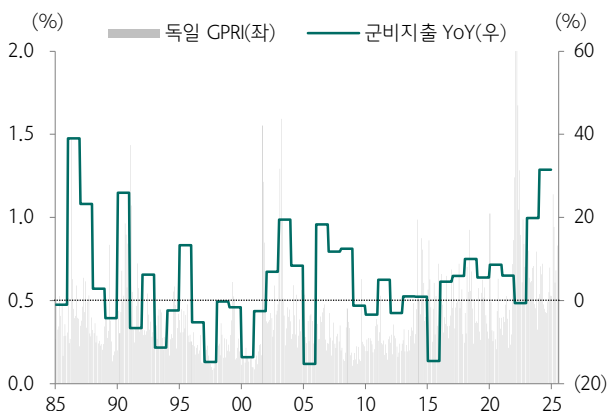
자료: matteo iacoviello, SIPRI, 하나증권

도표 14. 영국 GPRI와 군비지출 증가율 비교



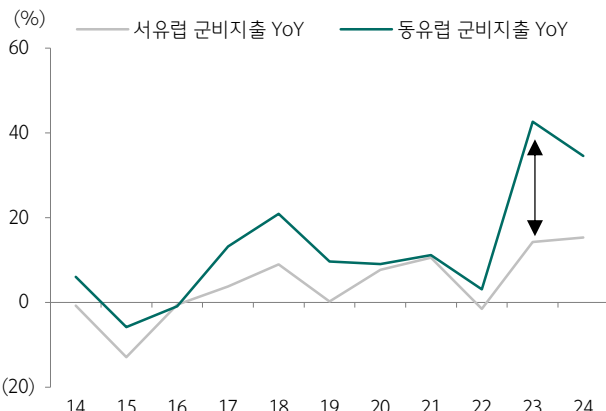
자료: matteo iacoviello, SIPRI, 하나증권

도표 15. 독일 GPRI와 군비지출 증가율 비교



자료: matteo iacoviello, SIPRI, 하나증권

도표 16. 러-우 전쟁 이후 동-서유럽 군비지출 증가율 비교



자료: SIPRI, 하나증권

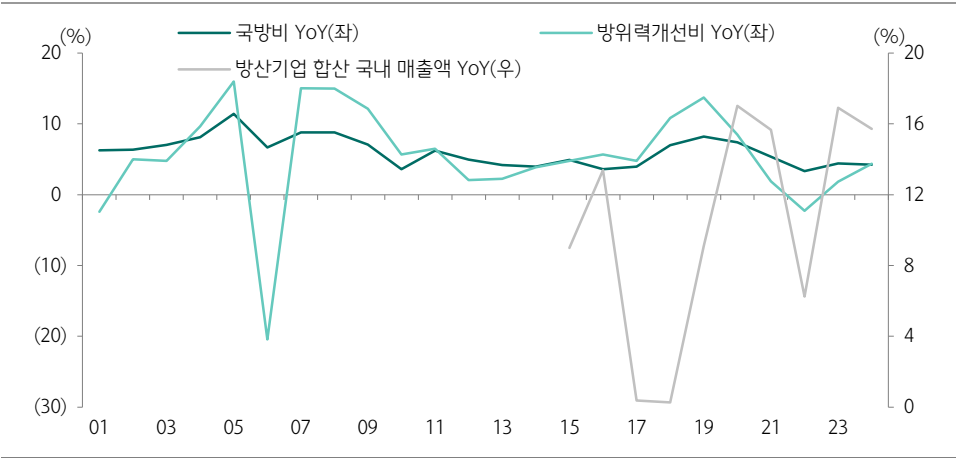
2) 국방비와 동행하는 방산 기업들의 실적

방산기업들의 실적은
국방비에 속해 있는
방위력개선비가 결정

방산기업들의 실적은 국방비 변동에 따라 민감하게 움직인다. 국방비의 일부가 방산기업들 매출액이 되기 때문이다. 한국의 경우 국방비가 결정되면 방위사업청과 국방과학연구소는 발주를 한다. 발주를 받은 방산기업들은 무기 제작이나 개발, 성능개량 등을 이행함으로써 실적이 증가하는 구조이다. 다만 국방비가 증가한다고 해서 실적이 반드시 개선되는 것은 아니다. 방산기업들의 실적에 직접적인 영향 미치는 방위력개선비의 방향이 더욱 중요하다. 방위력개선비 분류 기준이 국가마다 다르고 보통 방위력개선비와 국방비는 동행하기 때문에 통상 국방비를 방산기업 실적 설명력이 가장 높은 지표로 간주한다.

국방비와 방위력개선비,
방산기업실적은
동행하는 모습

도표 17. 한국 국방비와 방위력개선비, 방산기업들의 합산 국내 매출액 추이 비교



자료: 국방부, 각 사, 하나증권

도표 18. 한국 방위력개선비 부문별 추이

(단위: 조원)

2026년 방위력개선비 정부안은
YoY 13.1% 증가한 20.2조원

아직 국회 통과하지 않은 상황

기동화력, 지휘정찰, 항공기사업
방위력개선비 증가폭 큼

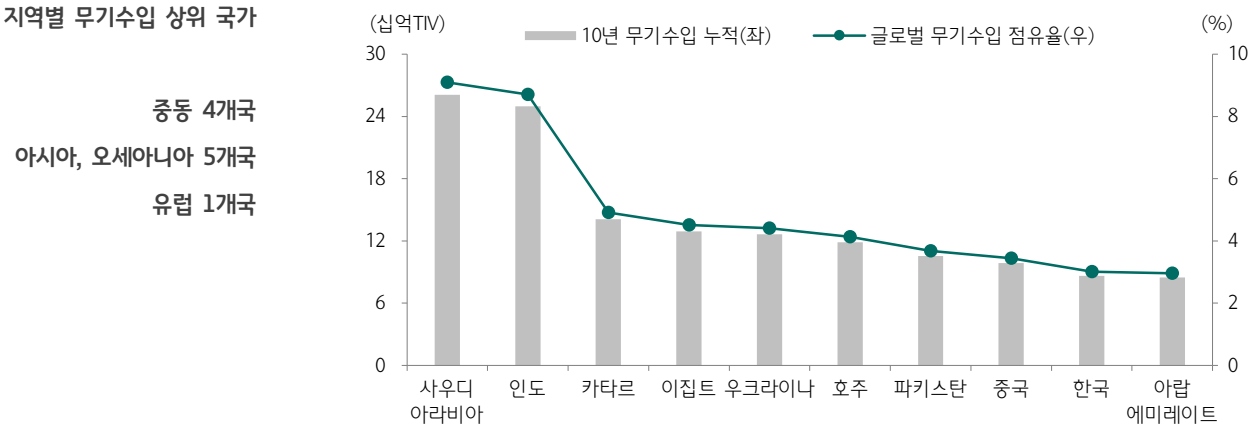
구분	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026(E)
기동화력사업	2.4	2.2	1.8	2.9	3.2	3.1	3.4	3.4	3.7
유도무기사업	2.6	2.7	2.6	2.2	2.2	2.4	2.7	2.9	2.9
지휘정찰사업	1.3	1.3	1.1	2.3	2.7	2.6	2.3	1.7	2
함정사업	2.2	2.3	2.8	2.5	2.3	2.2	2.1	2.1	2.2
항공기사업	3.4	5.2	6.3	4.6	2.6	2.5	3.3	3.7	4.8
기타	1.6	1.7	2	2.5	3.6	4.1	3.8	4	4.5
합계	13.5	15.4	16.7	17	16.7	16.9	17.6	17.8	20.2
YoY(%)	10.8	13.7	8.5	1.9	-1.8	1.4	4.4	1.1	13.1

자료: 열린재정 재정정보공개시스템, 하나증권

국방비가 증가하더라도
해외 무기 수입 비중이 높다면
국내 방산기업 실적 성장 어려움

국방비가 늘어나더라도 해외 무기 수입 비중이 높다면 방산기업들의 실적개선은 제한적이다. 무기 생산이나 신규무기를 개발할 수 있는 기술력이 제한적인 경우에 해당되는 케이스이다. 실제로 자국 내 방위산업 생태계가 조성되지 않은 국가들은 무기 조달의 상당 부분을 해외 수입에 의존하고 있다. 지난 10년 동안 해외 무기수입 상위 국가는 사우디아라비아, 인도, 카타르, 이집트, 우크라이나, 호주, 파키스탄 등이 있다. 해당 국가들은 한국 방산기업들의 주요 수출국이기도 하다. 한편 방위산업이 일정 수준 발달한 국가이더라도 고도 기술력이 요구되는 무기나 부품은 수입에 의존할 수밖에 없다. 전투기, 전투기 엔진, 전차 엔진, 조기 경보통제기, 미사일, 잠수함, 함정의 전투체계, 고성능레이더 등이 대표적이다. 건국 초기에 한국은 대부분의 무기들을 수입에 의존했다. 1970년대부터 국산화에 돌입하여 해외무기수입 금액은 지속적으로 감소 중이다. 그럼에도 불구하고 높은 기술력이 요구되는 전투기 엔진, 미사일 등의 일부 무기는 여전히 해외로부터 수입 중이다.

도표 19. 무기수입 상위 국가(2015~2024년 누적)



자료: SIPRI, 하나증권

도표 20. 최근 한국의 무기 수입 리스트(2020~2024년)

년도	공급국	제품명	분류	수량	년도	공급국	제품명	분류	수량
2024	호주	Camcopter S-300	무인항공기	3	2022	미국	Bell-505 Jet Ranger X	경헬리콥터	40
2024	미국	AIM-9X Sidewinder	장거리 공대공 미사일	42	2022	미국	MIM-104 PAC-3	탄도탄 요격 미사일	
2024	폴란드	Warmate	자폭공격형 드론	190	2022	프랑스	EC155	헬리콥터	210
2024	브라질	C-390 Millennium	수송기	3	2022	미국	aircraft engine	항공기 엔진	6
2024	미국	F414	전투기엔진		2021	프랑스	Falcon-2000	수송기	4
2023	프랑스	Mistral	휴대용 지대공 미사일		2021	미국	MH-60R Seahawk	대잠 헬리콥터	12
2023	미국	AGM-114 Hellfire-2	대전차/공대지 미사일	288	2020	독일	ship engine	함정용 엔진	12
2023	미국	F-35A Lightning-2	전투기	20	2020	독일	IRIS-T	장거리 공대공 미사일	
2023	미국	SM-6	지대공/탄도탄 요격 미사일	38	2020	미국	APS-153	해상초계기 레이더	1
2023	미국	CH-47F Chinook	수송헬리콥터	18	2020	미국	aircraft engine	항공기 엔진	1
2023	미국	AIM-9X Sidewinder	장거리 공대공 미사일	115	2020	영국	MT-30	가스터빈	6
2023	독일	BR710	터보팬	8	2020	미국	Mk-54 LWT	대잠 어뢰	31
2023	이스라엘	EL/W-2085	공중조기경보 레이더	4	2020	이스라엘	EL/M-2032	전투기 레이더	20
2023	캐나다	Global Express	수송기	4	2020	미국	F404	터보팬 엔진	20
2023	미국	V2500	터보팬	6	2020	스페인	PSR-2	대공 탐색레이더	11

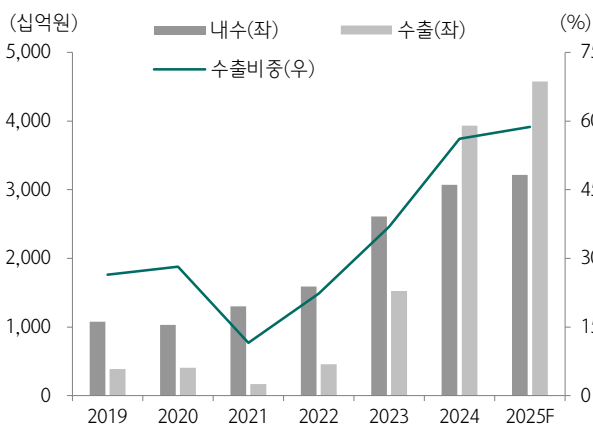
자료: SIPRI, 하나증권

방위력개선비와
방산기업들의 수익성이
반드시 양의 상관관계를
갖는 것은 아님

방위력개선비가 늘어난다고 해서 방산기업의 수익성이 반드시 개선되는 것은 아니다. 국방비의 공공재원 성격과 방위사업법상의 규율로 인해 방산기업 마진 확대에는 제약이 따르기 때문이다. 사업별로 마진률이 달라지는데 통상 무기 개발사업 영업이익률은 BEP 수준에서 결정됐고 양산사업의 경우 7~9% 정도 달성한 것으로 추정된다. 이에 과거 방산기업들의 연간 영업이익률은 최대 9% 수준을 벗어나기 어려웠다.

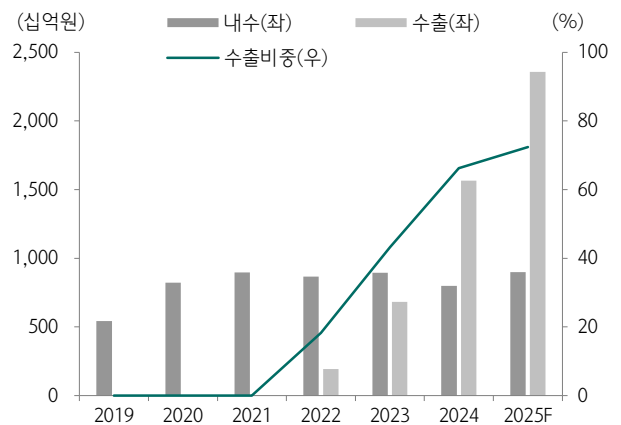
2022년 러-우 전쟁을 기점으로 상황이 바뀌었다. 폴란드와 중동 대규모 수주로 국내 방산기업들의 실적은 내수 방위력개선비에만 의존하지 않는 사업구조로 탈피했다. 수출은 방위사업법상 원가계산기준이나 납품가 규정보다 자유롭기 때문에 높은 마진을 요구할 수 있다. 현재 분기 기준 영업이익률 20~40% 범위에서 마진을 남기는 것으로 추정된다. 이는 국내 방산기업들의 실적 추정에서 내수 매출액뿐만 아니라 국제정세와 글로벌 국방비의 추세가 중요해진 이유다.

도표 21. 한화에어로스페이스 지상방산 내수, 수출 매출액 추이 및 전망



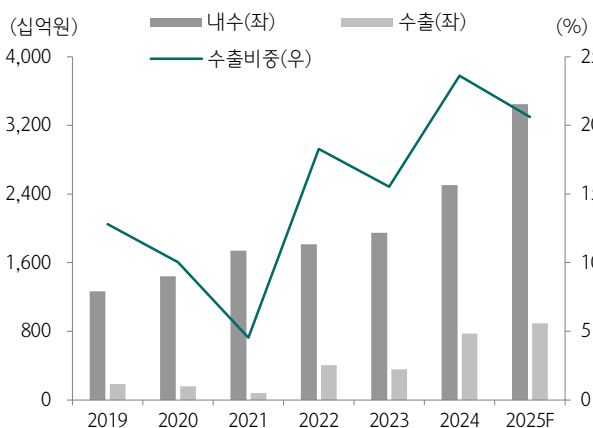
자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

도표 22. 현대로템 디펜스솔루션 내수, 수출 매출액 추이 및 전망



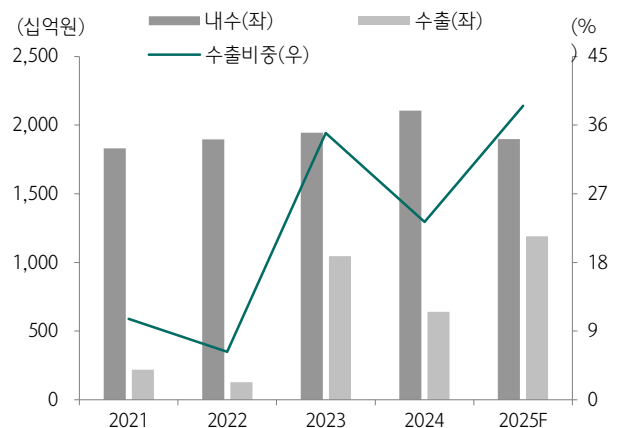
자료: 현대로템, 하나증권

도표 23. LIG넥스원 내수, 수출 매출액 추이 및 전망



자료: LIG넥스원, 하나증권

도표 24. 한국항공우주 내수, 수출 매출액 추이 및 전망

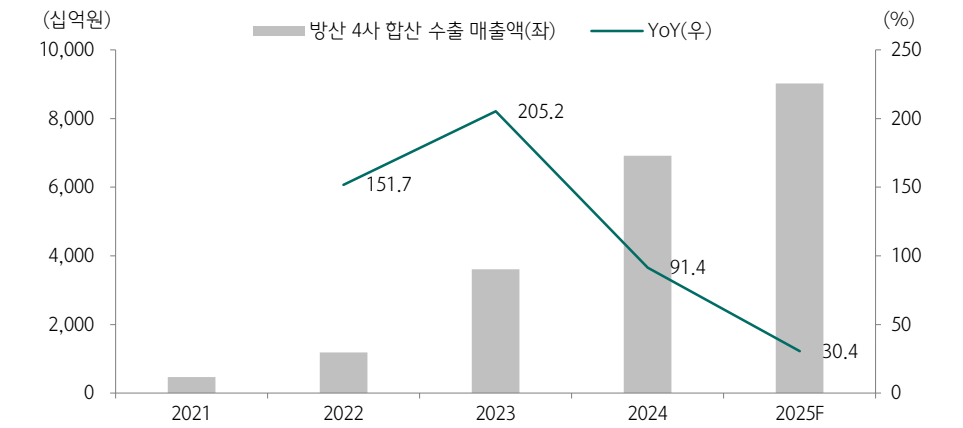


자료: 한국항공우주, 하나증권

주: 국내사업 부문은 내수, 완제기수출 부문은 수출로 구분. 기체구조물 사업 제외

도표 25. 국내 방산 4사 합산 수출 매출액 추이 및 전망

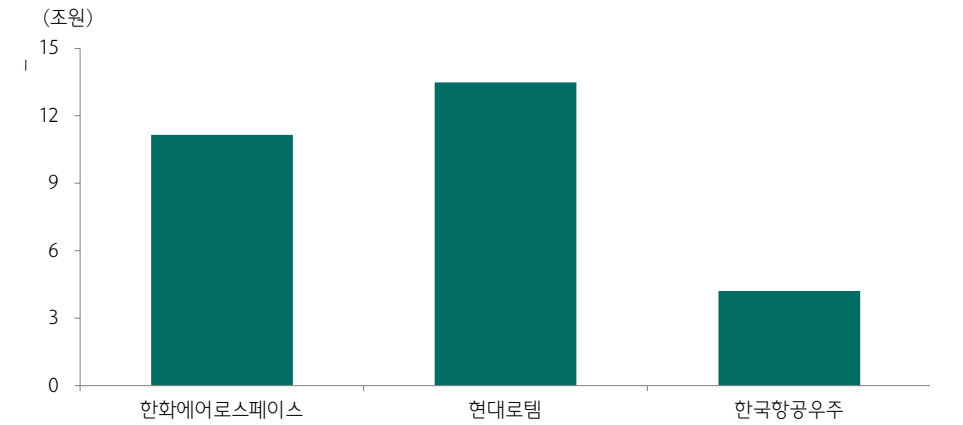
2022년 YoY 151.7%
 2023년 YoY 205.2%
 2024년 YoY 91.4%
 2025년 YoY 30.4% 예상



자료: 한화에어로스페이스, 현대로템, LIG넥스원, 한국항공우주, 하나증권

도표 26. 기업별 폴란드 신규수주 금액(2020년 이후)

한화에어로스페이스 약 11.2조원
 현대로템 약 13.5조원
 한국항공우주 약 4.2조원



자료: 한화에어로스페이스, 현대로템, 한국항공우주, 하나증권

3) 불안정한 국제정세를 해결하고 중재해왔던 미국

국제정세의 불확실성
높은 국면
지속 중

국제정세의 불확실성이 높은 수준에서 지속되고 있다. 지정학적 리스크를 숫자로 수치화한 지정학적 리스크 지표(Geopolitical Risk Index)를 통해 확인할 수 있다.

연초부터 7월까지의 지정학적 리스크 지표값은 113을 기록하고 있다. 1900년부터 현재까지 중간값 82와 평균값 100을 상회하는 수치이다. 이는 현재 국제정세가 과거 대비 불확실성 높은 국면이라는 점을 나타낸다. 한편 일반적으로 지정학적 리스크가 높았던 시기로 알려진 1914년 제1차 세계대전이나 1939년 제2차 세계대전, 미국과 소련 냉전기, 2001년 9월 11일 미국 테러 당시 지정학적 리스크 지표값은 각각 472, 484, 101, 304를 기록한 바 있다. 이와 같은 사건들과 비교하면 지금의 지정학적 리스크 지표값은 상대적으로 낮아보인다. 반면에 과거 평화로운 시기였던 제1차 세계대전이 발발하기 직전까지의 시기와 냉전의 종식부터 2001년 9월 11일 테러 발생 직전까지의 지표값은 각각 48, 63을 기록했다. 이를 종합하면 현재의 국제정세는 제1, 2차 세계대전 때보다 불확실성이 낮지만 과거 평화기보다는 지정학적 리스크가 확연하게 높아진 국면이라고 요약할 수 있다.

도표 27. 지정학적 리스크 지표의 개요

지표명	Geopolitical Risk (GPR) Index
정의	전쟁·테러·국가 간 긴장 등 부정적인 지정학 사건을 보도한 신문 기사 비중을 기반으로 만든 지수
데이터 소스	최근 지수(1985~): 10개 언론사(WSJ, NYT, FT 등) 역사적 지수(1900~): 3개 언론사(NYT, Chicago Tribune, WaPo)
산출 방식	지정학적 기사 수 ÷ 전체 기사 수

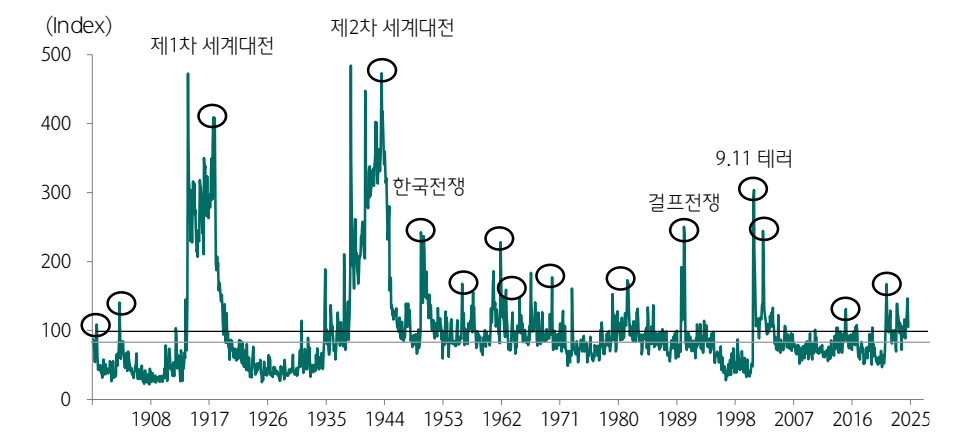
자료: matteiacoviello, 하나증권

도표 28. 지정학적 리스크 지표 추이(1900~2025년)

검은색 선은 평균값 100
회색선은 중간값 82

동그라미는 미국의 개입

러-우 전쟁 이후
지표값은 평균과 중간값
지속 상회 중



자료: matteiacoviello, 하나증권

국제정세 불확실성
급등 국면에서
미국은 군사, 외교 개입으로
국제문제를 해결해왔음

지정학적 리스크 지표가 정점을 기록했던 대부분 사건에서 나타나는 공통점은 미국 개입이 있었다는 점이다. 개입 이후 국제정세의 불확실성은 축소됐고 지정학적 리스크 지표도 하락했다.

1900년 이후 지정학적 리스크 지표가 급격하게 확대됐던 사건은 총 23건이다. 23건의 사건으로는 1901년 중국 의화단 운동, 1904년 러시아와 일본의 전쟁, 1914년 제1차 세계대전, 1932년 상하이 사변부터 비교적 최근에 발생한 2022년 러시아와 우크라이나 전쟁, 2025년 이스라엘과 이란의 전쟁이 있다. 국가 간의 전쟁이나 분쟁이 많았으며 단기간에 국제정세의 불확실성을 큰 폭으로 확대시켰다. 미국은 대부분의 사건에서 군사적인 개입이나 외교적인 중재를 통해 개입주의를 실현해왔다. 개입 이전에는 미국의 패권주의나 글로벌 영향력 확대 등 다양한 목적이 있던 것으로 추측된다. 그러나 중요한 점은 이유가 어찌됐던 미국의 개입으로 지정학적 리스크 지표가 하락세로 전환됐고 국제정세는 안정되었다는 것이다.

도표 29. 지정학적 리스크 지표(GPR Index)가 급격하게 확대됐던 23건의 사건

시기	사건	유형	GPR Index 최대치	미국의 개입 여부	개입 방식
1899년~1901년	의화단 운동	분쟁	109	O	군사
1904년~1905년	러일전쟁	전쟁	140	O	외교
1914년~1918년	제1차 세계대전	전쟁	472	O	군사
1932년	상하이 사변	무력충돌	114	X	-
1935년~1936년	제2차 이탈리아-에티오피아 전쟁	전쟁	189	X	-
1938년~1939년	독일의 체코슬로바키아 점령	무력충돌	211	X	-
1939년~1945년	제2차 세계대전	전쟁	484	O	군사
1950년~1953년	한국전쟁	전쟁	242	O	군사
1956년	수에즈 위기	분쟁	168	O	외교
1958년~1961년	베를린 위기	분쟁	156	O	외교
1962년	쿠바 미사일 위기	분쟁	228	O	외교
1967년	6일 전쟁	전쟁	184	O	외교
1973년	욤키푸르 전쟁	전쟁	161	O	외교
1979년~1989년	소련-아프가니스탄 전쟁	전쟁	153	O	군사
1982년	포클랜드 전쟁	전쟁	173	X	-
1990년	이라크의 쿠웨이트 침공	무력충돌	192	O	군사
1990년~1991년	걸프전	전쟁	250	O	군사
1992년~1995년	보스니아 전쟁	전쟁	114	O	군사
2001년	9-11 테러	분쟁	304	O	군사
2003년~2011년	이라크 전쟁	전쟁	245	O	군사
2015년	파리 테러	분쟁	131	O	군사
2014년, 2022년~현재	러시아-우크라이나 전쟁	전쟁	167	O	군사
2025년	이란-이스라엘 직접 충돌	전쟁	147	O	군사

자료: matteiacoviello, 하나증권

과거 미국의 대외정책은 고립주의
제1차, 2차 세계대전 이후
자국 경제, 안보 타격받자
개입주의 강행

미국은 자국 일도 아닌데 왜 다른 나라의 문제에 개입을 진행한 것일까? 미국이 개입주의를 채택한 배경을 살펴봐야 한다. 20세기 이전만 하더라도 미국 대외정책은 개입주의와 거리가 멀었다. 오히려 고립주의 정책에 더 가까웠다. 당시 미국은 아메리카와 유럽 대륙간 서로 간섭을 금지한다는 선언을 하기도 했다. 이는 유럽 열강들에 의한 미주 대륙 침략이 최대 안보위협이라고 생각한 것에 기인한다. 이후 제1차, 제2차 세계대전이 자국의 경제와 안보 에도 부정적인 영향을 미치자 미국의 대외정책은 고립에서 개입주의로 선회하게 된다. 2차 세계대전이 종료된 이후에도 미국의 개입주의는 지속되었다. 냉전시기 개입주의는 소련을 견제하는 수단으로 활용되었다. NATO가 대표적 사례이다. 유럽에게 안보우산을 제공해줬고 유럽과의 동맹을 통해 소련을 견제했다. 미소 냉전기가 종식된 이후에도 미국은 적극적으로 국제문제에 개입하여 안보 위협을 제거했다.

도표 30. 대외정책 비교: 개입주의와 고립주의

구분	개입주의	고립주의
개요	√ 타국의 정치, 안보, 경제에 외교, 경제, 군사 수단으로 영향력을 행사하려는 대외정책 기조	√ 타국과의 정치, 군사적 얽힘을 최대한 회피하고 국제 문제 개입을 자제하려는 노선
전형적 수단	√ 외교, 경제, 군사	√ 중립선언, 군사동맹 회피, 대외분쟁 불개입, 무력사용 최소화
목표	√ 억지력·질서관리, 동맹방어·규범수호, 자국이익 확보	√ 전쟁, 비용, 국내분열 최소화, 자율성 보존
리스크 요인	√ 개입에 따른 확전·비용	√ 위협 오판, 억지력 약화, 국제영향력 축소

자료: 하나증권

도표 31. 개입 유형별 강도와 목적, 리스크 요인

개입유형	개입강도	수단	목적	비용·위험/한계
외교개입	낮음	규탄·중재·특사, 유엔 결의	긴장 완화, 휴전 유도, 규범 설정	효과와 비용 모두 낮음
경제개입	중간	제재, 수출통제, 자산동결, 투자 차단	상대국 행동 변화 압박	상호 타격 가능성 존재
제한적 군사개입	높음	정보/사이버/심리전, 무기·훈련 지원,	억지, 전장 균형 수정, 동맹 방어	인명, 확전 리스크
전면적 군사개입	매우 높음	대규모 공습·지상군, 점령·정권교체	신속한 군사목표 달성	군사, 재정, 정치 비용 최대

자료: 하나증권

1930년대와
현재 미국의 대외정책은
유사한 측면 존재

미국의 국제문제 개입이 없을 경우
국제정세 불확실성은 심화

지정학적 리스크 지표가 급등했던 22건의 사건 중 미국의 개입이 없었던 사건에 주목할 필요가 있다. 바로 1935년 이탈리아의 에티오피아 침공이다. 당시 미국의 정치, 경제적인 상황과 현재 미국 행정부가 추구하는 자국우선주의는 유사한 측면들이 많다.

당시의 지정학적 리스크 지표값은 189로 급등했었다. 러-우 전쟁 기간 중 최대치 167보다 높은 수치이다. 하지만 미국은 이탈리아의 침공에 대해 어떠한 개입도 하지 않고 고립주의 노선을 유지했다. 미국 내부에서도 개입주의에 대한 의구심이 팽배했던 상황이었다. 제1차 세계대전에 개입함으로써 수 많은 사상자와 전쟁비용을 부담했음에도 얻은 득보다 실이 더 컸기 때문이다. 또한 미국 경기는 1929년부터 시작된 대공황의 여파로 인해 경제회복에만 집중해도 회복이 될지 안될지 가늠하기 어려웠다. 결국 미국 대외정책은 개입주의에서 고립주의로 다시 회귀했다. 미국의 불개입은 이탈리아의 파시즘이나 나치 독일이 다른 국가를 침략해도 실질적인 대가가 크지 않다는 신호로 작용했다. 이후 제2차 세계대전이 발발하게 되는 이유 중 하나로 평가된다. 이는 국제문제에서 해결사 역할을 해온 미국이 개입을 자제할 경우 국제정세의 불확실성 확대 가능성을 시사한다.

도표 32. 현재의 미국과 1935년 미국의 대외정책과 경제 상황 비교

	2025년	1935년
공통점은 이전보다 국제문제 개입에 적극적이지 않은 것		
대통령	도널드 트럼프 2기	프랭클린 D. 루스벨트
대외정책	자국우선주의 관세부과, 보호무역 강화 국제문제에 선택적 개입	중립법 제정 타국에 불개입이 원칙 고립주의 성향
경기	완만한 성장 실질 GDP 성장률 연율 약 3% 실업률 약 4%	대공황 이후 회복 초입 실질 GDP 성장률 연율 약 9% 실업률 약 20%

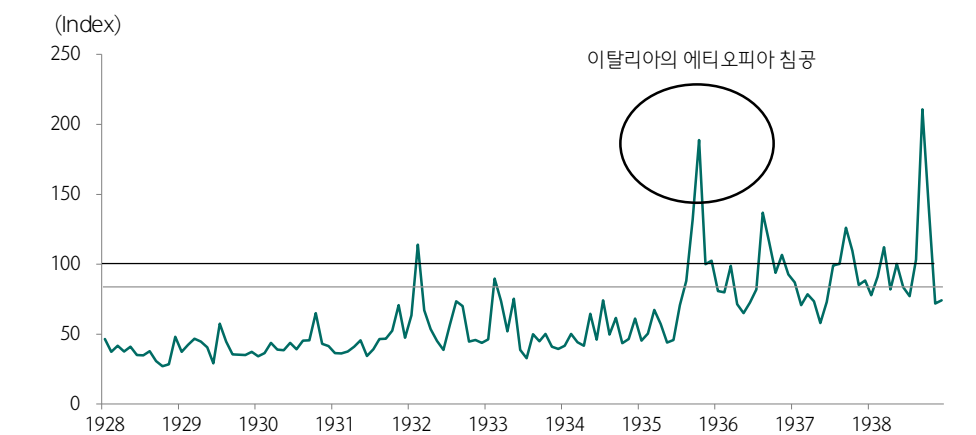
자료: 하나증권

도표 33. 지정학적 리스크 지표 추이(1935년 이탈리아의 에티오피아 침공 당시)

검은색 선은 평균값 100
회색 선은 중간값 82

GPR Index는 189까지 급등

러-우 전쟁 당시 Index는 167
이란-이스라엘 전쟁 당시 147



자료: matteoiacoviello, 하나증권

4) 이제 미국은 중국에 대응하기 위해 개입주의를 축소

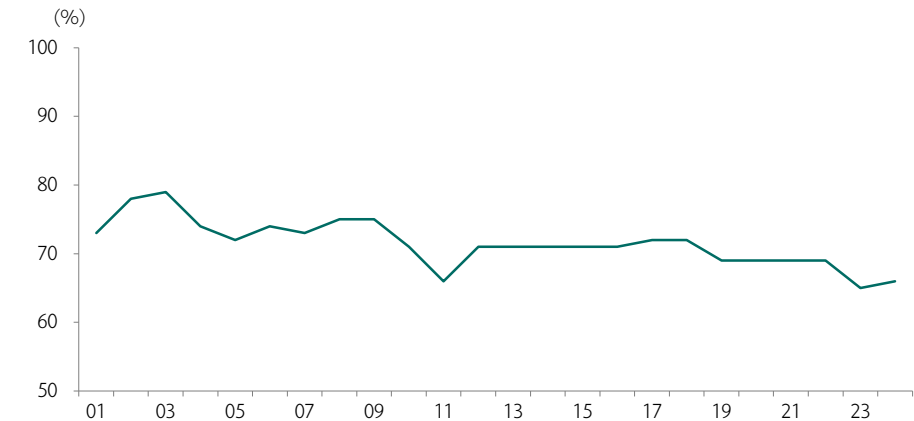
미국의 자국우선주의는
개입주의 축소를 의미

다시 한 번 미국의 개입주의 축소가 시작됐다. 트럼프 대통령이 자국우선주의를 주요 공약으로 제시했음에도 불구하고 대선에서 두 번이나 당선된 것이 이를 증명한다. 실제로 미국에서는 국제문제에 적극적으로 개입하는 것에 대한 부정적인 여론이 늘어나고 있다. 당선 이후 트럼프 대통령은 자국우선주의 공약을 이행 중이고 적극적인 개입에 대해 부정적으로 반응하는 모습이다. 과거 개입 상징이라고 할 수 있는 NATO 집단방위조약에 대해 조건을 건 것이 대표적이다. 이외에도 우크라이나 지원 축소, 해외 주둔 미군 감축 지속 등 미국의 개입주의 축소를 가리키는 여러 사례들이 존재한다. 과거 미국의 행보와는 확실한 차이가 존재한다. 중요한 점은 트럼프 대통령의 임기 종료까지는 아직 4년이나 남았다는 것이다. 지금까지의 행보와 트럼프 대통령 남은 임기를 감안하면 적어도 앞으로 4년 간 미국의 대외 정책은 1920-30년 고립주의로 회귀했던 것과 같이 개입주의 축소 상태가 지속될 가능성이 충분하다. 특히 미국은 재정 부담이 큰 군사개입을 꺼리는 모습이다. 이는 미국의 역지력을 약화시키고 동시에 국가 간 안보긴장을 높이는 요인을 작용할 전망이다.

도표 34. 미국의 국제문제 개입에 대한 내부 여론 변화

미국이 국제문제 개입에
주도적, 주요 역할 하길
원하는 비중

2003년 79%에서
2025년 66%로
점진적인 감소세



자료: Gallup, 하나증권

도표 35. 동맹국들에게 국방비 증액 압박을 하는 트럼프 대통령의 주요 발언들

일자	주요 내용
2017년 1월	미국은 상당 수의 국가를 보호해야하지만 우리에게 비용을 지불하고 있지 않다. 미국에게 매우 불공평하다(TIME인터뷰)
2017년 4월	동맹국들은 GDP 대비 2%를 국방비로 지출하는 지침을 이행해야 한다(NATO 사무총장과 공동 기자회견)
2018년 11월	NATO 동맹국들은 국방비를 GDP 대비 4%까지 늘려야 한다(NATO 정상회담)
2025년 3월	NATO 동맹국들이 국방비를 충분하게 지출하지 않는다면 미국은 유럽을 방어하지 않을 것이다(기자회견)
2017년 4월	사우디가 미국을 공정하게 대하지 않았다. 사우디 방위에 엄청난 돈을 잃고 있다(로이터 인터뷰)
2017년 4월	사드 비용 10억 달러는 한국이 내야한다(로이터인터뷰)
2025년 3월	우리는 일본을 지켜야 하지만 일본은 우리를 지킬 의무가 없다. 불균형한 딜이다(백악관)
2025년 7월	한국은 미국이 제공하는 안보에 대해 비용을 더 내야한다(로이터인터뷰)

자료: 언론보도, 하나증권

미국 개입 축소로
동맹국들은 국방비를
늘릴 수 밖에 없는 상황

2017년
미국 국가안보전략에서
처음으로 중국을
경쟁자로 규정

개입주의 축소로 가장 피해를 입는 국가는 미국의 동맹국들일 것이다. 냉전이 종식된 이후 동맹국들 사이에서 미국의 개입과 중재는 당연시되었다. 동맹국가들은 국제정세 불확실성이 커질 때마다 자국의 군사력을 강화하는 것이 아니라 미국의 안보우산에 의존해왔다. 미국이 보호해줄 것이라는 막연한 기대감이 존재했던 것이다. 다만 현재 미국 위상과 정치, 경제 상황은 과거와 같이 여유롭지 않다. 경쟁 국가인 중국은 가파르게 성장하여 군사력을 키우고 미국을 뒤쫓고있다. 국가안보전략 문서를 통해 국제문제에 개입을 줄이고 중국 견제에 집중하려는 미국의 의중을 확인할 수 있다.

2017년 미국 국가안보전략에서 핵심 경쟁자로 중국이 명시됐다. 1987년 발간 시작한 이후 중국을 적으로 규정한 적은 단 한 번도 없었다. 문서에서는 중국을 인도-태평양 지역에서 자국에 유리한 질서를 재편하려는 목표를 갖고 있다고 지적했다. 이는 미국에 대한 도전이며 힘을 통한 평화의 필요성을 강조했다. 압도적인 군사적 우위가 필요하다는 점을 전면에 내세운 것이다. 트럼프 행정부 1기에 한정된 조치가 아니라는 점이 중요하다. 바이든 행정부는 2022년 국가안보전략에서 2020년대를 전 세계 패권국이 판가를 받게 될 10년이라 규정했다. 초당적인 차원에서 대중국 견제가 이뤄지고 있는 것이다.

도표 36. 트럼프 행정부 1기와 바이든 행정부 국가안보전략 비교

구분	2017년 국가안보전략(트럼프)	2022년 국가안보전략(바이든)
전략 방향 설정	√ 힘을 통한 평화 √ 군사력 재건·우위 유지로 경쟁 억제	√ 결정적 10년 규정 √ 경쟁국을 앞지르기 위해 국내 투자(산업, 인프라, 공급망) √ 동맹 네트워크를 동력으로 삼는 전면적 경쟁
위협, 경쟁 구도	√ 중국과 러시아를 미국의 권력, 영향력, 이익을 침식하는 도전자로 규정	√ 러시아는 즉각적 위협 √ 중국은 국제질서를 재편할 의지와 점증하는 역량을 가진 유일한 경쟁자로 명시
대중 전략	√ 인도-태평양에서 군사태세 유지 √ 대만 방위지원 √ 인도와의 안보협력 강화 등 경쟁적 관여	√ 투자-정렬-경쟁 3축 접근 √ 글로벌 규범·기술·경제 영역까지 경쟁 범위 확대
동맹, 파트너	√ 동맹의 공정한 부담분담 요구 √ 미국 우위 하 동맹력 증폭	√ 동맹 재건, 확대가 핵심 수단 √ NATO 결속 강화, AUKUS, 쿼드, IPEF 등 협력 중시
규범·가치	√ 미국 영향력 확대와 가치 옹호를 병행하되 주권과 실용주의 강조	√ 국내 민주주의 강화와 국제 민주연대를 핵심 축으로 명시
인도-태평양 지역	√ 전진배치, 미사일방어 √ 대만 방위지원, 인도와의 방산협력 강화	√ 자유롭고 개방된 인도-태평양 천명

자료: White House, 하나증권

미중 대립구도는
과거 수 십 년간
대중국 전략 실패의 결과물

장기간 지속될 수 밖에 없음

미국은
모든 역량을
중국 견제에 집중

개입주의 축소는
장기간 지속 전망

미중 경쟁 구도는 트럼프 2기에서 끝나지 않고 2030년대까지 이어질 수 있는 구조적 대립 이라고 판단한다. 대중국 전략은 장기간 시행착오를 거쳐 강경책으로 귀결됐다.

빌 클린턴 행정부 때에도 미국은 중국에 대한 대응 전략을 고민해왔다. 중국 GDP는 미국 대비 4% 이하 수준으로 인구를 고려하면 사실상 최빈국이었다. 냉전 시기 소련의 GDP가 미국 대비 43%까지 올라왔던 점을 감안하면 중국은 큰 문제가 아니었을 것이다. 게다가 평화의 분위기가 지배적이었던 상황이었다. 이러한 점들은 대중국 정책이 협력과 협상 노선으로 펼쳐지는 배경으로 작용했다. 한편 1999년 국가안보전략에서는 중국의 WTO 가입이 미국 국익에 부합한다고 명시하기도 했다. WTO 가입으로 자유무역주의가 확산된다면 중국은 결국 민주화가 될 것이라는 의도가 담겨있었다. 2000년 국가안보전략에서는 중국 군사력 현대화와 불투명한 군비지출에 대해 지적하기도 했지만 평화적 해결이라는 기존의 기조는 유지됐다.

부시 행정부 때 발간된 국가안보전략에서도 중국에 대해 낙관적이었다. 테러와의 전쟁 본격화되던 시기였기 때문에 대중국 정책은 중요도가 낮았다. 2006년 국가안보전략에서는 중국에 대한 톤이 날카로워졌다. 평화적 해결이라는 큰 틀은 여전히 유지됐지만 군사력 팽창과 권위주의 정권, 중상주의적 행태들에 대해 비판했으며 중국에게 해결을 요구했다.

오바마 행정부 때에도 대중국 정책은 이전과 크게 변하지 않았다. 국가안보전략에서는 협력할 것은 협력하고 억제할 것은 통제한다는 관여와 관리의 병행을 명시했다. 군사력 팽창을 모니터링 하되 대화로 오해를 방지하고 소통 강화를 추구한다는 것이다. 2015년 국가안보전략에서는 남중국해 확장에 대해 경고하며 이전보다 수위를 높였다.

클린턴, 부시, 오바마 행정부 대중국 정책은 톤에서 미세한 차이가 있었지만 공통적으로 중국과 협력을 기반으로 하는 정책을 추구했다. 하지만 결국 미국은 의도한대로 중국을 변화시키지 못했다. 현재 트럼프 행정부의 중국 견제전략은 지난 수 십년 간 시행착오가 누적된 결과물이다. 미국은 중국에 역량을 집중할 것이고 개입주의는 축소될 전망이다.

도표 37. 미국의 중국 GDP 추이(1989년~2024년)

1989년
중국의 GDP는 미국 대비
4% 수준

2024년
중국의 GDP는 미국 대비
32% 수준

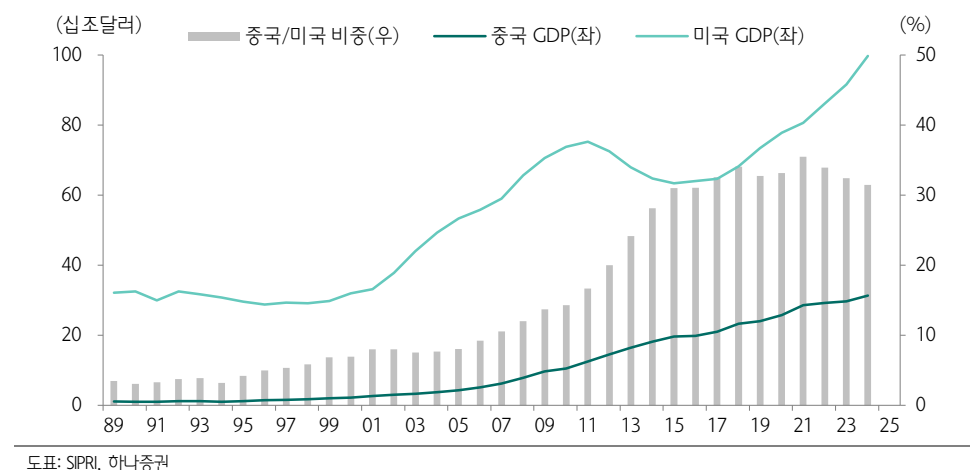


도표 38. 클린턴, 부시, 오바마 행정부의 대중국 전략 비교

항목	클린턴 행정부 (1993년~2001년)	부시 행정부 (2001년~2009년)	오바마 행정부 (2009년~2017년)
국가안보전략 발표년도	✓ 1999년 ✓ 2000년	✓ 2002년 ✓ 2006년	✓ 2010년 ✓ 2015년
대중국 핵심 전략	✓ 관여와 통합 ✓ 중국을 세계경제 규범 속으로 끌어들이며 변화 유도	✓ 테러와의 전쟁 우선 ✓ 조건부 협력: 중국의 체제 전환과 책임 있는 이해당사자 역할 촉구	✓ 경쟁과 협력 병행: 경쟁은 피할 수 없지만 충돌은 아님 ✓ 규범 준수와 동맹 네트워크로 관리
통과 규정	✓ 중국의 WTO 편입이 미국 이익이며 중국 내부 개혁의 최선의 경로 ✓ 대화, 투명성, 무역 확대 강조	✓ 자유화 유도 ✓ 2006년엔 환율, 지재권, 군 현대화 투명성 등 구체적인 요구 강화	✓ 안정적, 평화적, 번영하는 중국 부상 환영 ✓ 규칙 준수 요구(해양, 무역, 인권) ✓ 경쟁은 힘의 위치에서 관리
핵심 수단	✓ WTO 가입 지지 ✓ 정상무역관계 유지 ✓ 비확산, 군사 투명성 대화 ✓ 대만해협 평화적 해결 원칙	✓ 동맹 및 연합 구축 ✓ 경제 규범 압박(환율 유연화) ✓ 책임 있는 이해당사자 프레이밍 확산	✓ 재균형, 인도-태평양 동맹 현대화 ✓ TPP 추진
요약	✓ 중국 WTO 협상 진전 ✓ 협력, 협상 중심	✓ 9·11 이후 대테러 최우선 ✓ 대중국 톤은 낙관에서 요구 강화로 변화	✓ 재균형(중동과 유럽에서 아시아로) ✓ 규범 수호 프레임으로 경쟁 구조화

자료: White House, 하나증권

미국의 대외정책은
고립주의 회귀가 아닌 개입 축소

군사개입 같은
적극적인 관여 줄어들 전망

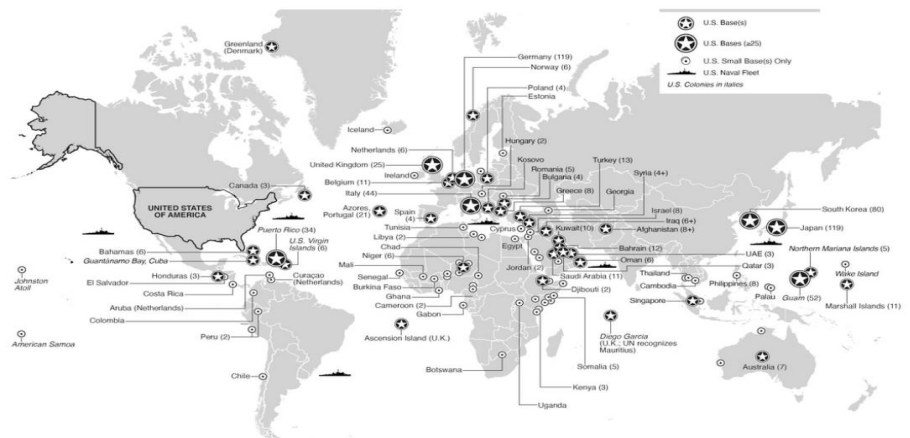
다만 미국의 개입 축소가 고립주의로 회귀하는 것이 아님을 짚고 넘어가야 한다. 만약 미국이 개입을 통해 이득보다 실이 더 컸다면 개입주의를 축소하는 것이 아닌 고립주의 회귀를 선택했을 것이다. 여전히 미국은 개입을 통해 얻는 이점이 많다. 군사적 측면에서 보면 해외에 주둔하고 있는 미군기지를 통해 지리적으로 유리한 위치를 선점하여 전세계 어디에서도 적을 압도할 수 있는 전략적 우위를 점했다. 경제적 측면에서는 기축통화국의 지위와 이로부터 파생되는 수 많은 이점들이 존재한다. 다만 개입주의로 인한 재정부담과 부채비율, 그 간 중국과의 패권 전쟁에 제대로 대응하지 못한 것, 개입에 대한 반작용으로 테러의 발생 등 부정적인 영향도 점차 커지고 있다.

미국 자원이 무한하다면 개입주의를 지속한 채로 중국 부상에 대응할 수 있을 것이다. 그러나 선택에는 항상 트레이드 오프(Trade-off)가 따른다. 미국 역시도 하나를 선택하면 다른 하나를 잃을 수 밖에 없다. 미국은 중국 견제를 선택했고 이에 따라 향후 국제 분쟁이나 전쟁에 대해 적극적인 개입은 줄어들 것으로 예상된다. 미국의 안보에 기대어왔던 동맹국들에게 국방비 증액은 더 이상 선택의 문제가 아니다.

도표 39. 미군 해외 군사시설 분포 현황

독일, 일본, 한국, 괌을
중심으로
미군은 전세계 곳곳에 배치

개입을 통해
군사적인 전략 우위 확보



자료: David Vine, *The United States of War*, 하나증권

5) 과거가 되어버린 중국의 도광양晦(韜光養晦)

과거
중국은 패권 의지를 감추고
경제, 군사력 확장에 집중

미국은 가파르게 진행되는 중국의 군사력 현대화에 경각심을 느꼈다. 시진핑 주석 취임 이후 패권에 대한 중국의 의지가 외부로 표출되자 미국의 견제는 강경책으로 현실화됐다.

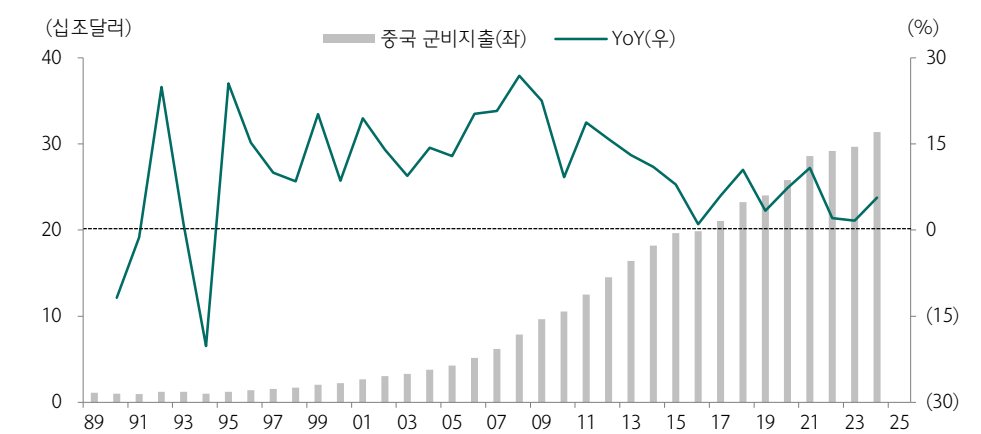
중국이 처음부터 패권에 대한 의지를 드러낸 것은 아니다. 건국 초기 중국은 최빈국에 가까웠고 군사력 역시 보병 중심의 저기술, 저기동 군대에 불과했다. 강대국들과의 마찰을 피하기 위해 패권을 칭하지 않는 불칭패라는 대외정책을 선택했다. 이러한 흐름은 힘을 감추고 내실을 기른다는 도광양晦로 연결됐다. 이에 대해 서방은 일단 지켜보자는 기조로 대응했다. 기조는 클린턴부터 오바마 행정부까지 약 25년간 이어졌다. 그 사이 중국은 경제와 산업, 군사력 등 여러 방면에서 비약적인 성장을 달성했다.

특히 중국의 군사력은 가파르게 현대화됐다. 1980년대 인민해방군의 규모는 420만명에 달했던 시기로 거대하지만 보병 중심의 재래식 군대였다. 해군과 공군은 연안, 영공 방어 정도만 가능했다. 1979년 베트남-중국 전쟁에서 재래식 군대의 한계를 체감했다. 1991년 걸프전에서 미국이 최첨단으로 무장한 전력을 기반으로 이라크의 방공망을 무력화시키고 100시간 만에 지상전에서 전쟁을 종결하는 것을 목격했다. 질적 성장의 필요성을 절감한 중국은 이 때부터 본격적으로 군사력 현대화를 진행했다. 1995년부터 2009년까지 중국의 군비지출 증가율은 연평균 15%씩 증가하며 급격하게 팽창했다.

도표 40. 중국의 군비지출 추이

1995년부터 2009년까지
중국 군사력 가파른 현대화

연평균 군비지출 증가율
15% 기록



자료: SIPRI, 하나증권

2010년대
중국 패권 의지 드러내기 시작

시진핑 주석 취임 이후 대외정책과 군사전략이 변화하기 시작했다. 과거보다 강력해진 경제력과 현대화된 군사력을 바탕으로 세계에 목소리를 내기 시작했다. 이는 중국몽으로 대표된다. 중국몽은 중화민족의 위대한 부흥을 뜻하며 경제와 군사, 문화 등 다방면에서 강군으로 거듭나겠다는 의지이다.

군사력 측면에서 중국몽은 강군몽으로 발현됐다. 강군몽은 2015년 국방백서 서문에서 처음 언급된 단어로 중국몽을 군사적인 영역에서 실현하겠다는 의미이다. 이 뿐만 아니라 2015년 국방백서는 이전 대비 공격적인 내용을 담고 있다. 육군은 전구방어에서 전구기동으로 해군은 기존 근해방어와 함께 원해수호로 공군은 영토방공에서 공수검비로 역할을 확장시켰다. 기존 군사전략이 방어에만 치중됐었다면 이제는 방어만 하지 않겠다는 것을 분명하게 밝힌 것으로 해석한다. 또한 중국 군대는 2015년 대개혁을 실행하여 체제개편을 완료하기도 했다. 이러한 상황에서 2016년 대중 강경책을 공약으로 제시한 트럼프 후보가 당선되어 임기를 시작한다. 그럼에도 불구하고 중국은 군사력 강화라는 목표를 이전보다 구체화했다. 2017년에는 2035년을 목표로 군 현대화를 천명했고 2019년에는 2049년까지 중국의 군사력이 세계에서 일류가 되어야한다는 계획을 세웠다.

도표 41. 2015년 중국 국방백서 요약

항목	요약
안보환경 진단	√ 세계대전 가능성은 낮으나 지역 분쟁, 테러, 영토, 해양 분쟁 등 국지전 위험 지속 √ 남중국해 개입으로 해양권의 수호가 장기 과제.
군의 임무	√ 영토, 영공, 영해 수호 / 국가통일(대만) √ 신영역(우주, 사이버) 안보, 전략적 억제와 핵반격, 국제안보협력, PKO, 대테러, 내부안정, 재난구호
전략지침	적극적 방어 유지 : 전략적 방어+작전, 전술 공세 결합, 불타격 불반격, 타격 시 필반격, 정보화 전쟁 승리 목표
육군	√ 전구 방어 → 전구 간 기동 전환,
해군	√ 근해방어 중심 → 근해방어+원해보호 병행
공군	√ 영공방어 → 공세, 방어 병행 및 공, 우주 일체형 방공체계 지향, √ 조기경보, 타격, 방공, 미사일방어, 전략수송 등 강화
로켓군	√ 핵·통상 검비 미사일 전력의 정보화, 정확성 제고 √ 전략억제, 핵반격 및 중·장거리 정밀타격 능력 강화, NFU 재확인
신영역	√ 우주·사이버를 새로운 전략경쟁 영역으로 인식, 안보 수호 및 역량 강화
군사투쟁 준비(PMS)	√ 정보화 조건의 지역전 대비, 다영역 통합·연합지휘체계 구축, 실전화 훈련 강화
국제군사협력	√ 국제안보협력, 평화유지, 인도적 구조, 해적퇴치 적극 참여

자료: 중국 국무원, 하나증권

여전히 미국이 중국보다
훨씬 앞선 군사력 보유

다만 과거와 같이
압도적으로 중국을
제압할 수 있을지는 미지수

미국의 국방비는
이미 2013년부터
가파르게 증가 중

그렇다면 중국의 군사력은 미국 대비 어느정도 수준까지 올라왔을까? 아래 도표 42에 미국과 중국의 주요 전력 현황을 정리했다. 태평양을 사이에 둔 미국과 중국의 지리적인 특성을 감안하여 해군과 공군 그리고 비대칭전력 세 측면에서 주요 전력을 비교하였다. 결론적으로 중국의 양적, 질적 군사력 팽창에도 불구하고 여전히 미국이 중국보다 우위에 있다고 판단한다.

2023년 해군의 경우 전투함(잠수함, 수상전투함, 항공모함, 초계/연안전투함) 척수는 각각 273척, 302척으로 중국이 미국보다 많다. 다만 단순한 척수 기준이 아닌 함정의 크기와 항공모함의 운반 능력, 원해에서의 작전 지속성 등 종합작전능력을 가능해볼 수 있는 배수량을 기준으로 살펴보면 결과값은 달라진다. 미국 해군의 압도적인 우위를 확인할 수 있다. 잠수함만 보더라도 중국 핵추진 잠수함 비중은 20%에 불과하지만 미국은 모든 잠수함이 핵추진 잠수함이다. 중국 잠수함의 78%는 배수량이 1,500~4,500톤에 불과한 SSN 잠수함이다. 반면 미국은 배수량이 10,000~19,000톤인 SSGN이 76%를 차지한다. 항공모함과 수상전투함에서도 질적인 차이가 존재한다. 한편 공군 전력의 경우 전투 가능한 항공기 수는 중국이 미국 대비 월등히 많다. 하지만 해군항공과 해병대항공 부문의 전투기를 합치면 미국과 중국의 전투 가능한 항공기 수는 각각 2,862대, 3,117대로 격차가 크게 줄어든다. 양적으로는 중국이 우위에 있으나 질적측면에서는 여전히 미국이 우위에 있다는 평가가 대부분이다.

다만 도표 42 미국의 전력은 “전세계”에 주둔하고 있는 미군 병력과 무기체계가 포함된 수치임을 감안해야한다. 중국과 유사 시 전세계에 배치된 미군이 아시아-태평양 지역으로 즉시 투입되는 것은 현실적으로 불가능에 가깝다. 여전히 미국의 전력이 우위에 있음에도 불구하고 중국 군사력 현대화 속도를 간과할 수 없는 핵심적인 이유이기도 하다. 실제로 도표 42을 보면 지난 20년간 중국군의 급격한 양적, 질적 성장을 확인할 수 있다. 육군 병력은 줄어들었고 질적 변화를 상징하는 로켓군 등으로 군종이 다변화됐다. 해군의 경우 항공모함이 2대나 생겼다. 잠수함 전력 역시 재래식은 줄고 원자력 추진 잠수함의 비중이 늘어났다. 공군 전력은 20년 전 3세대 이하의 전투기가 75%였다면 지금은 4세대 이상의 전투기 비중이 81%이다. 대수로만 보면 4세대 이상 전투기는 이미 미국보다 많다. 냉전 종식 이후 미국이 세계패권을 가져갈 수 있었던 이유 중 하나는 압도적인 군사력을 기반으로 하는 강력한 억지력이었다. 하지만 지금도 과거처럼 경쟁국을 압도적으로 제압할 수 있다고 단언하기는 어려운 상황이다. 앞으로 미국은 개입주의 축소로 생긴 여력을 아시아-태평양 지역의 억지력 강화에 투입할 것으로 전망한다. 즉 미국도 국방비 증액이 가속화되는 사이클에 들어선다.

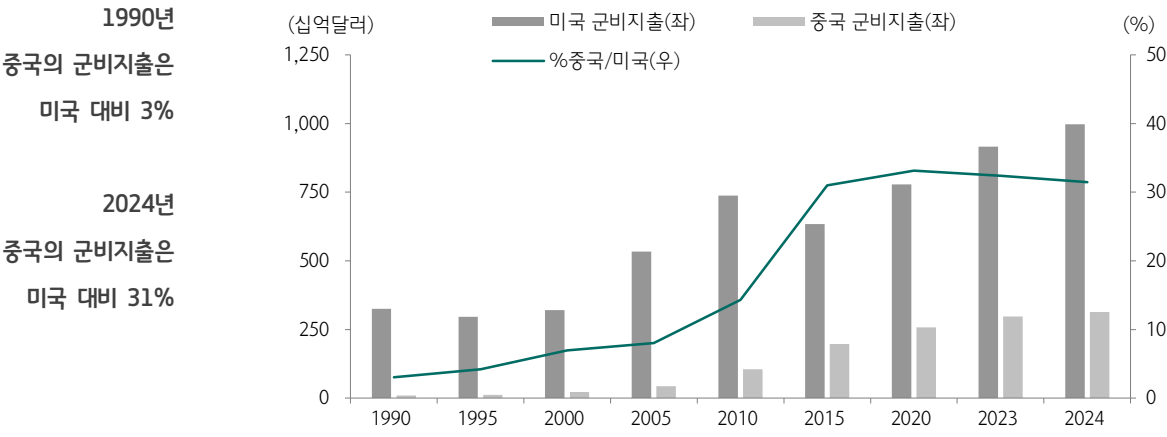
도표 42. 미-중 공군, 해군, 비대칭 전력 비교

(단위: 만명, 척, 대, 발)

	중국		미국
병력현황	2004년	2023년	2023년
육군	160	97	45
해군	26	25	33
공군	40	40	32
로켓군	0	12	0
해병대	0	0	17
기타	0	30	5
합계	226	204	133
해군 주요 전력	2004년	2023년	2023년
잠수함	69	59	66
수상전투함	63	99	111
항공모함	0	2	11
초계/연안전투함	331	142	85
기뢰전	34	40	8
수륙양용	50	139	172
물류지원	163	167	126
무인 플랫폼	0	32	13
해군항공 주요 전력	2004년	2023년	2023년
전투기	321	198	970
고정익	0	0	34
회전익	23	117	632
해병대항공 주요 전력	2004년	2023년	2023년
전투기	0	0	381
고정익	0	0	291
회전익	0	0	462
공군 주요 전력	2004년	2023년	2023년
전투 가능 항공기	1900	2919	1511
회전익	0	68	129
비대칭 주요 전력	2004년	2023년	2023년
대륙간탄도미사일/핵용	30	140	400
중거리탄도미사일/핵재래식겸용	110	140	0
준중거리탄도미사일	0	102	0
단거리탄도미사일/재래식	2	225	0
순항미사일/재래식	0	126	0

자료: The Military Balance, 하나증권

도표 43. 미-중 군비지출 추이



자료: SIPRI, 하나증권

도표 44. 잠수함의 분류

(단위: 톤)

구분	잠항 배수량	무장/탑재
SSBN	11,000~24,000	SLBM 12~24발 + 어뢰 소수
SSGN	10,000~19,000	순항미사일 수십발 + 어뢰, 특수전 장비
SSN	6,000~10,500	어뢰 4~8문 + VLS 40발 이하(순항, 대함)
SSB	2,000~6,000	단, 중거리 탄도탄 소수 + 어뢰
SSK	1,500~4,500	어뢰 4~8문 + 순항/대함 또는 VLS
SSG	1,500~4,500	순항미사일 + 어뢰

자료: NTI, 하나증권

도표 45. 미-중 잠수함 전력 비교

(단위: 척)

구분	중국		미국
	2004년	2023년	2023년
SSBN	1	6	14
SSGN	0	0	50
SSN	5	6	2
SSK	61	46	0
SSB	0	1	0
SSG	1	0	0
SS	1	0	0
합계	69	59	66

자료: The Military Balance, 하나증권

도표 46. 미-중 공군 전력 비교

(단위: 대)

구분	중국		미국
	2004년	2023년	2023년
폭격기	140	209	122
공대공전투기	936	466	185
다목적전투기	426	1339	1075
공대지전투기	300	200	129
기타	98	705	0
합계	1,900	2,919	1,511

자료: SIPRI, 하나증권

도표 47. 미-중 공군 전투기 세대별 구분

(단위: 대)

구분	중국		미국
	2004년	2023년	2023년
5세대	0	200	540
4.5세대	76	676	2
4세대	78	590	718
3세대	858	339	0
2세대	350	0	0
폭격기	140	209	122
공격기	300	200	129
합계	1,802	2,214	1,511

자료: The Military Balance, 하나증권

도표 48. 미국의 군비지출과 GDP 대비 비중 추이

미국 GDP 대비 군비지출은
3.4%

GDP 대비 군비지출 비중은
여전히 바닥권이지만

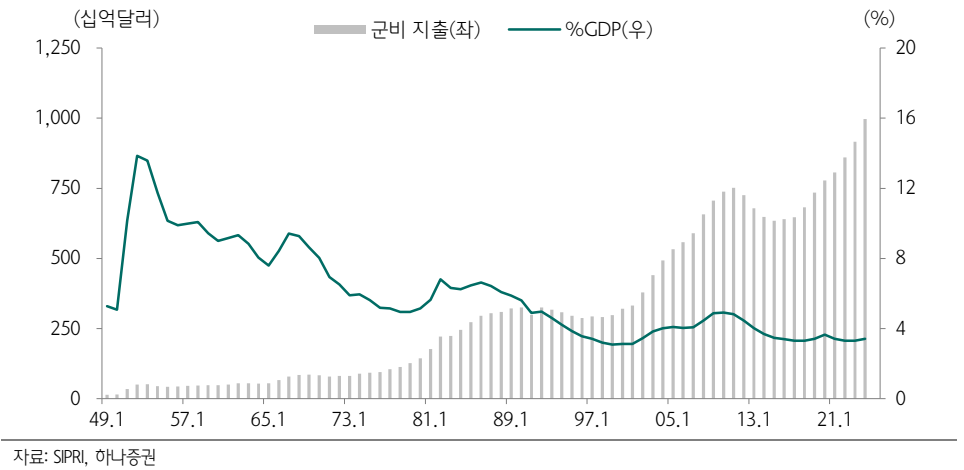
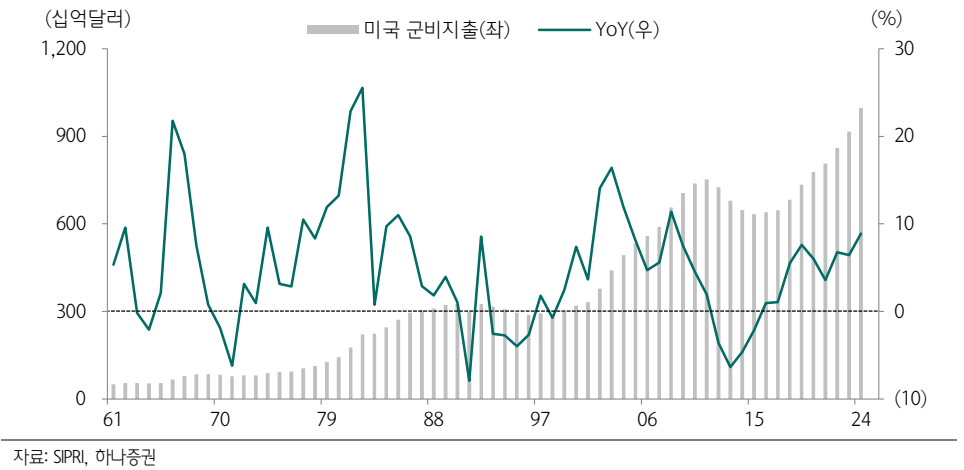


도표 49. 미국의 군비지출 추이와 전년대비 증가율

군비지출
YoY로 보면
2013년부터 가파르게 증가 중



6) 미국 없이 홀로서야 하는 유럽

냉전기
유럽국가들은 소련 위협으로 인해
군비지출 크게 증가시켰음

미국의 개입주의 축소로 타격이 가장 큰 지역은 유럽일 것이다. 유럽에서 미국의 개입주의는 NATO(북대서양조약기구) 군사동맹으로 발현됐고 이는 유럽이 미국에 안보를 의존하는 결과를 낳았기 때문이다. 따라서 미국의 개입 축소는 장기적으로 NATO 영향력 약화 및 유럽의 안보위협 증가로 연결될 전망이다.

미-소 냉전기 당시 미국에게 유럽은 소련을 억제하기 위한 최전방이자 전략적으로 가장 중요한 지역 중에 하나였다. 이에 따라 미군의 해외파병은 유럽으로 집중됐다. 제2차 세계대전부터 냉전이 종식되기 전까지 유럽에 주둔한 미군은 연평균 31만 명이다. 아시아 25만 명, 중동 2만 명 대비 높은 수치이다. 유럽국가들 역시 소련 위협으로부터 미국과 집단안보를 실현하기 위해 군비지출을 급격히 늘렸다. 냉전 기간 동안 유럽 주요 6개 국가들 군비지출을 살펴보면 독일의 경우 27배, 이탈리아는 40배, 프랑스 25배, 영국 15배, 네덜란드는 30배 증가했다. 소련으로부터 가장 먼 거리에 있는 스페인도 77배 늘어났다.

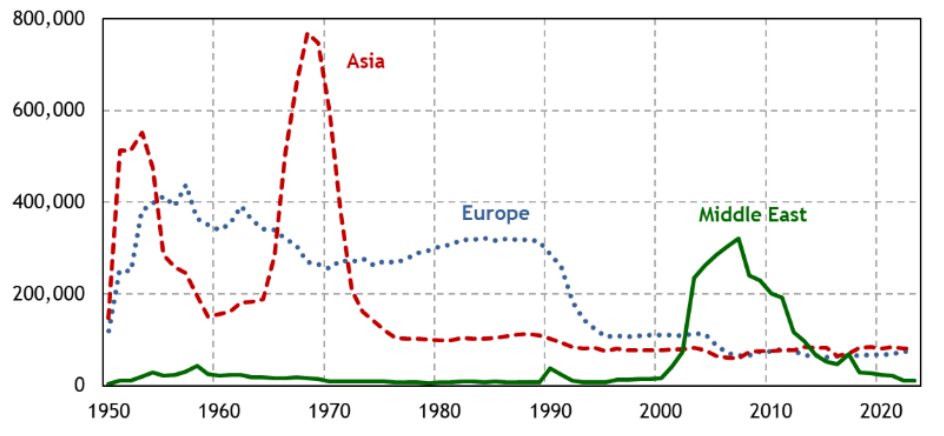
도표 50. NATO 핵심 정리

항목	내용
설립 목적	1949년 4월 4일 워싱턴 조약 체결로 창설. 핵심 목적은 집단방위(Article 5)
조약 핵심	√ Article 4: 위협 시 회원국 간 협의 근거 √ Article 5: 한 회원국에 대한 무력공격은 모든 회원국에 대한 공격으로 간주, 각국이 필요한 조치를 취함. √ Article 6: 적용 지리 범위 규정
Article 5 조항 발동	2001.9.12, 9.11 테러 직후 단 한 번 공식 발동
조약 적용 예외 예시	포클랜드 전쟁(1982년): 남대서양이라 조약 적용 대상 아님. NATO 미개입
의사결정 방식	합의가 원칙. 최상위 기구는 북대서양이사회
회원국	현재 32개국. 최근 핀란드(2023.4.4), 스웨덴(2024.3.7) 가입
방위비 기준	√ 2014년 웨일스 이후 GDP 대비 2% 방위비 지출 목표 √ 2023년 빌뉴스에서 GDP 대비 2% 방위비 지출을 최소 기준으로 격상. 2024년 워싱턴 선언에서 재확인 √ 2024년 23개 동맹국이 2% 달성 √ 2025년 헤이그 2035년까지 GDP 대비 5% 지출 목표

자료: NATO, 하나증권

도표 51. 지역별 미군 해외주둔 인원 추이

1990년 이전
한국전쟁, 베트남전쟁 제외하면
미군 주둔 인원은
유럽이 가장 많았음



자료: U.S. Troop Deployments, 하나증권

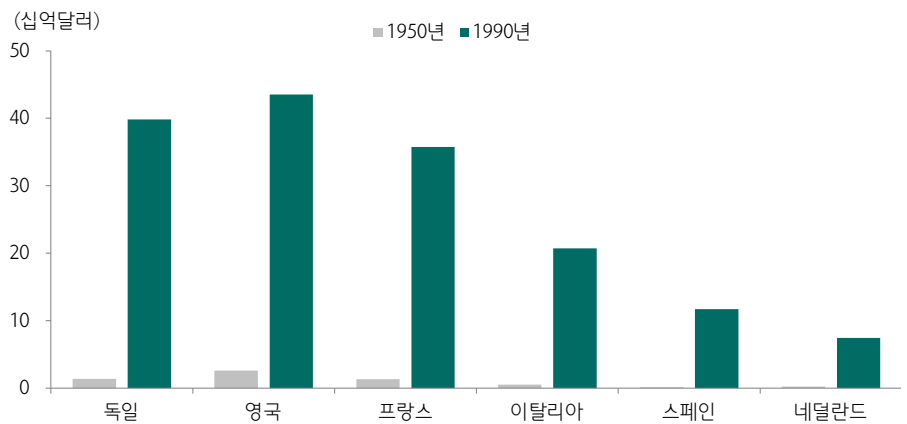
미국의 패권 중심지는
유럽에서
아시아-태평양으로
넘어왔음

냉전의 종식에도 불구하고 미국은 유럽에게 안보우산을 계속해서 제공했다. 동맹국들을 보호하고 성장시켜 집단 역지력을 기반으로 하는 패권주의 유지라는 목표가 깔려 있었다. NATO 역시 계속해서 영향력을 확장했다. 회원국은 동유럽 지역으로 확대됐고 냉전 종식 당시 16개국에서 현재 33개국으로 늘어났다. 그리고 유럽은 평화로운 시대가 유지됐다.

이제는 상황이 변했다. 중국의 성장과 군사력 팽창으로 세계 패권의 중심지는 아시아-태평양 지역으로 넘어갔다. 미국은 패권 유지에 있어 필수적이지 않거나 소모적인 것을 배제하고 모든 역량을 중국 견제에 집중하고 있다. 유럽지역의 안보까지 세세하게 신경 쓸 겨를이 없는 것으로 해석한다. 이는 트럼프 행정부가 지속적으로 유럽국가들에게 NATO에 의지하지 말고 안보 비용 부담을 강조하는 이유이다. 한편 냉전 종전 이후 현재까지 유럽 6개 국가의 군비지출을 살펴보면 2배 이상 늘어난 국가는 네덜란드 밖에 없다. 절대적인 군비지출 규모가 과거보다 커졌다고 하더라도 냉전기 때 수 십 배나 증가했던 군비확장기와는 확연한 차이를 보인다. 그만큼 냉전기 대비 유럽국가들의 미국 안보 의존도가 높아졌다는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 가운데 발발한 러시아와 우크라이나 전쟁은 유럽 국가들에게 언제든지 안보위협이 발생할 수 있다는 경각심을 심어줬다. 이제 유럽 국가들에게 안보 독립은 생존의 영역인 것이다. 이미 홀로서기 위한 유럽의 노력은 시작됐고 재무장은 멈추지 않고 장기적으로 지속될 것이다.

도표 52. 유럽 주요국 군비지출 변화(냉전기)

1990년-1950년 군비지출
독일은 29배
영국은 17배
프랑스는 27배
이탈리아는 41배
스페인 79배
네덜란드는 31배
증가

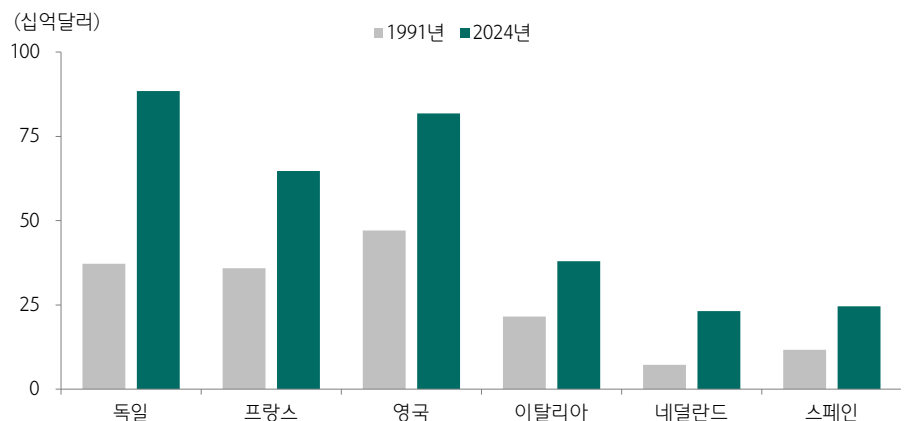


자료: SIPRI, 하나증권

도표 53. 유럽 주요국 군비지출 변화(냉전 종식 이후)

2024년-1991년 군비지출
네덜란드 3배
나머지 국가 모두 2배 증가

동기간
미국 3배
대한민국 4배
군비지출 증가



자료: SIPRI, 하나증권

7) 스스로 지켜야하는 시대: 글로벌 국방비는 중장기 우상향

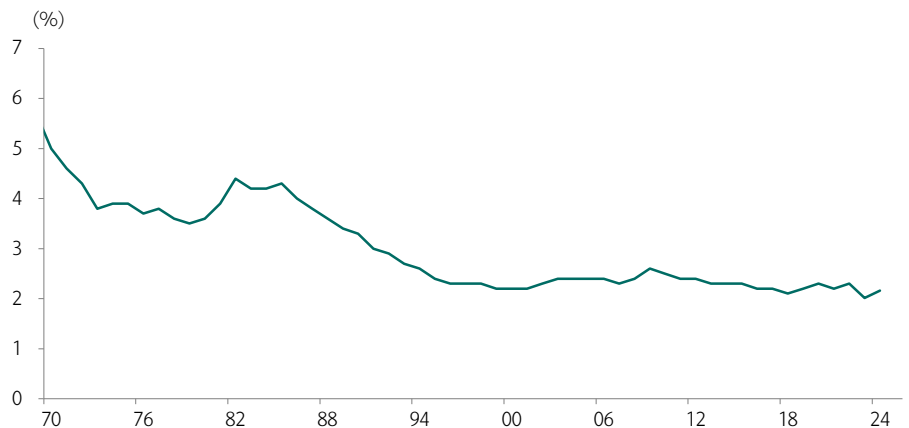
구조적인 군비지출 증가는
이미 시작

무기 수요
중장기적으로 우상향 전망

이제는 각 나라가 스스로 안보를 챙겨야 하는 시대이다. 미국의 개입 강도는 예전보다 낮아졌고 중국과의 경쟁을 고려하면 이러한 흐름은 앞으로도 고착화 될 가능성이 높다. 유럽은 이미 재무장에 속도를 내고 있다. 탄약과 방공, 포병, 드론 관련 예산이 가파르게 증가하는 모습이다. 이에 맞춰 유럽 방산기업들은 증설과 발주, 인도 사이클을 준비하는 중이다. 다만 이 과정은 일반 소비재 공급과 달리 수 년이 걸리는 장기 과제이다. 중동도 정세 불확실성이 확대되고 있다. 그 동안 중동 정세에서 미국의 영향력이 높았다는 점을 감안하면 개입 축소는 새로운 불확실성을 야기시킬 가능성이 있다. 결국 미국의 관여가 줄어들수록 지역 국가들은 군사력을 강화시켜 스스로 역지력을 키워야한다. 글로벌 군비지출 증가율은 2015년을 기점으로 방향을 전환했고 2022년 러-우 전쟁 이후 속도가 빨라졌다. 국제정세 불확실성이 언제까지 지속되는지와 국가별 재정 여력, 선거 등의 변수가 존재하지만 구조적인 군비지출 증가에 중점을 둘 필요가 있다. 결국 무기 수요는 중장기적으로 우상향 전망이다.

도표 54. 글로벌 GDP 대비 군비지출 비중 추이

글로벌 군비지출을
GDP 대비 비중으로 보면
바닥권



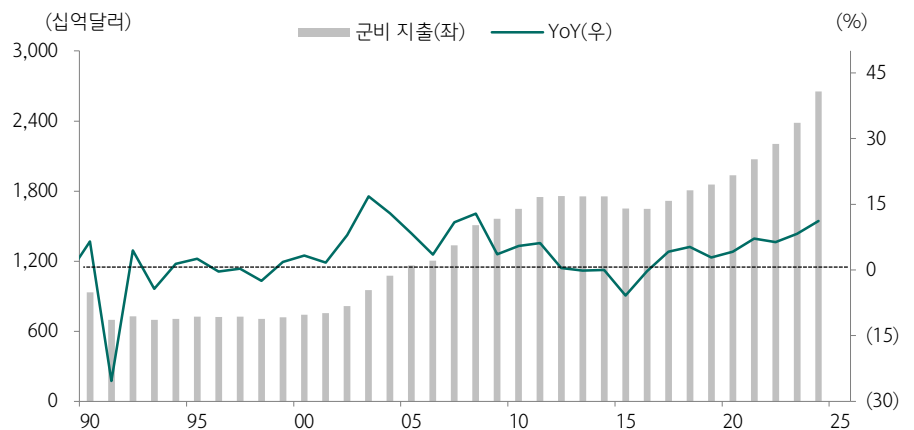
자료: SIPRI, 하나증권

도표 55. 글로벌 군비지출 추이

하지만 글로벌 군비지출을
증가를 관점에서 접근하면
2015년을 기점으로
방향 전환

YoY 증가율은 우상향 중

미국 개입 축소 감안하면
이러한 환경은 장기간 지속 전망

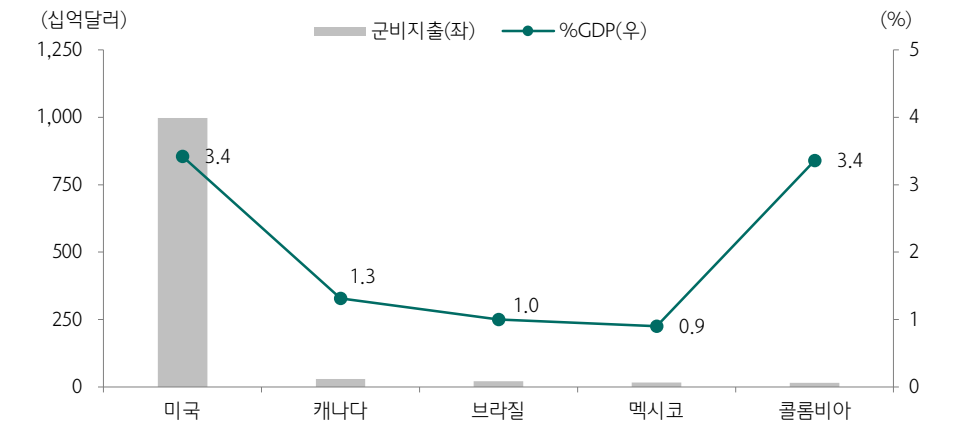


자료: SIPRI, 하나증권

도표 56. 미주 주요 국가별 군비지출과 GDP 대비 비중

미주는
미국이 1위 군비지출국

캐나다, 브라질, 멕시코
군비지출/GDP 1% 하회

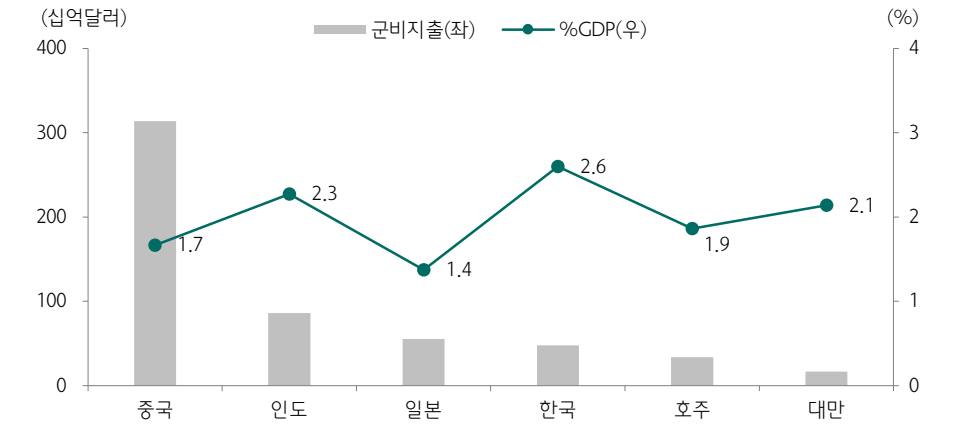


자료: SIPRI, 하나증권

도표 57. 아시아, 오세아니아 주요 국가별 군비지출과 GDP 대비 비중

아시아, 오세아니아는
중국이 1위 군비지출국

전반적으로 2% 대외
군비지출

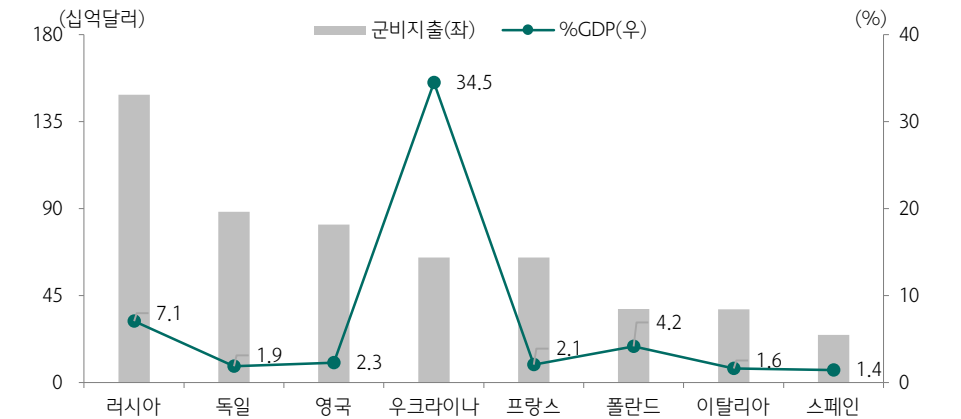


자료: SIPRI, 하나증권

도표 58. 유럽 주요 국가별 군비지출과 GDP 대비 비중

유럽은
전쟁 중인 러시아, 우크라이나 1위

2035년
NATO 군비지출/GDP 목표치
5% 감안하면
군비지출 지속 상향 전망

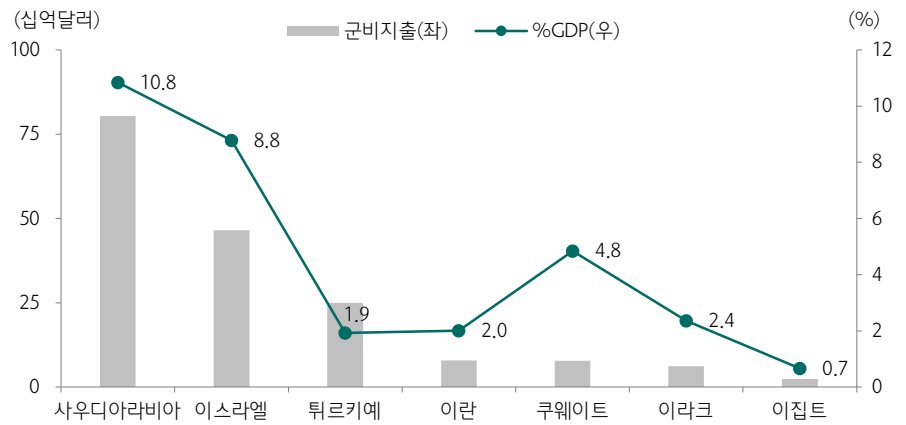


자료: SIPRI, 하나증권

도표 59. 중동 주요 국가별 군비지출과 GDP 대비 비중

중동지역은
사우디아라비아가 1위

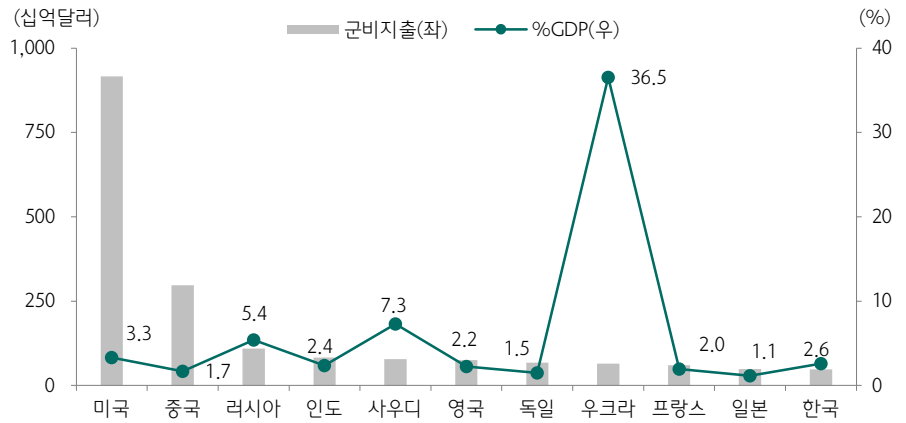
전반적으로 군비지출
수준이 높은 지역



자료: SIPRI, 하나증권

도표 60. 전세계 군비지출 상위 국가와 GDP 대비 비중

전세계로 보면
미국이
압도적으로 많은 군비지출



자료: SIPRI, 하나증권

3. 보이는 것과 보이지 않는 것

1) 사이클 정점에 대한 우려가 존재

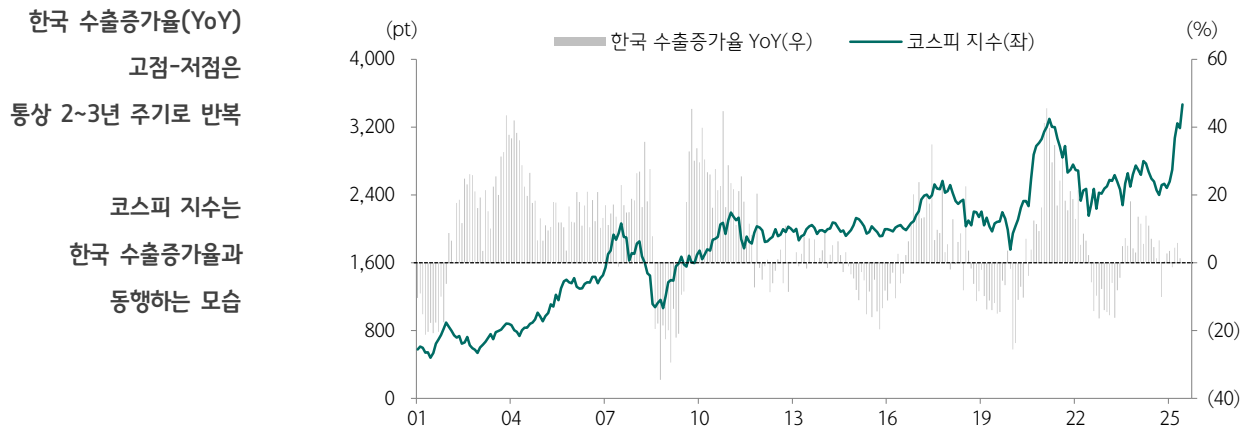
2~3년 주기 상승/하락 반복하는
경기민감주 흐름에 익숙

방산 상승 사이클 곧 4년차

추가적인
실적 성장에 대한 부담 존재

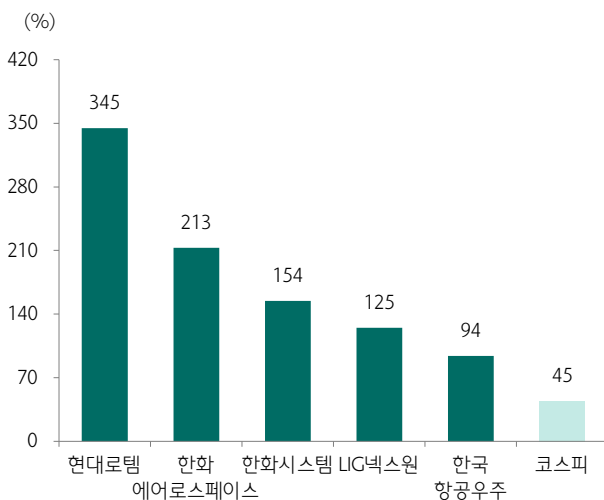
국내 투자자들은 경기민감주의 흐름에 상대적으로 익숙하다. 시가총액 상위 기업들이 대부분 경기민감주이기 때문이다. 통상 한국 경기민감주들은 수출 의존도가 높기 때문에 글로벌 경기 흐름에 연동되는 실적 흐름을 보여왔다. 실제로 코스피지수와 수출증가율은 동행해왔고 약 2~3년 주기로 상승과 하락 사이클이 반복하는 것을 목격한 바 있다. 이로 인해 대부분의 투자자들은 국내에서 산업의 사이클이 2~3년쯤 되는 시점에는 어느 정도 정점에 다가왔음을 암묵적으로 인지하고 있다. 한편 2025년은 국내 방위산업의 실적 상승 흐름이 3년차가 되는 시점이다. 그리고 머지 않아 4년차가 된다. 국내 투자자들의 경우 2~3년 주기로 반복되는 사이클에 익숙한 만큼 방산기업들의 추가적인 실적 성장에 대한 우려가 커질 수 있는 시기이다. YTD 주가 수익률은 여전히 견조한 모습이나 최근 3개월 간의 부진한 주가 흐름이 투자자들의 우려를 증명한다. 심지어 어닝서프라이즈가 있었던 기업들도 부진한 수익률을 보였다는 점을 고려하면 추가적인 실적 성장 우려가 존재하는 것으로 판단한다.

도표 61. 코스피 지수와 한국 수출증가율 YoY 추이



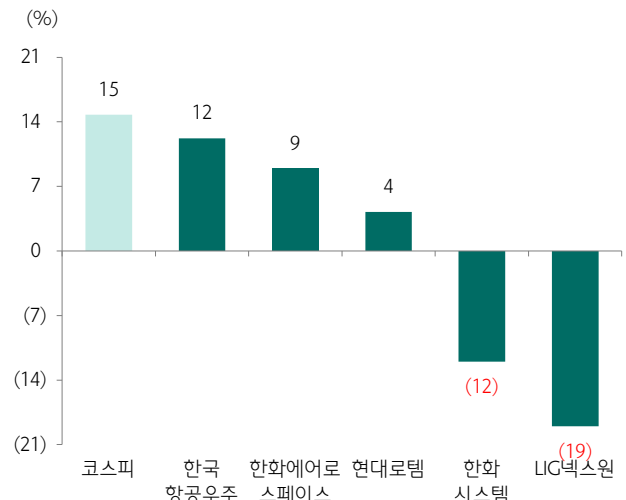
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 62. 국내 방산섹터 YTD 수익률: 모두 코스피 대비 아웃퍼폼



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 63. 국내 방산섹터 3개월 수익률: 모두 코스피 대비 언더퍼폼



자료: Quantiwise, 하나증권

2) 2027년까지 증익은 지속

실적 우려와 달리
증익 기조는 2027년까지 지속

커버리지 4사
합산 영업이익 증가율
2025년 YoY 96.4%
2026년 19.6%
2027년 13.8%

우려와 달리 증익 기조는 지속될 전망이다. 현재 수주잔고에 보수적인 신규수주 가정을 반영하면 국내 방산기업 합산 영업이익은 2027년까지 매년 증가할 것으로 보인다. 지난 3년간 실적 규모가 가파르게 확대된 점을 감안하면 영업이익 증가율 둔화 여부보다 두 자릿 수의 성장률의 유지에 초점을 두는 것이 타당하다는 판단이다.

기업별로 보면 한화에어로스페이스와 현대로템의 경우 수출에서 폴란드의 기여도가 높은 수준에서 유지될 전망이다. 다만 한화에어로스페이스는 호주, 이집트, 핀란드, 중동 등 수출 계약의 매출 인식이 확대되면서 폴란드의 비중은 이전보다 낮아질 가능성이 크다. 현대로템은 2026년 상반기까지 추가 해외 신규수주가 없을 경우 폴란드의 이익 기여도 변화는 제한적일 것으로 판단한다. LIG넥스원은 수출 비중이 가장 큰 폭으로 확대될 예정이다. 약 10조 원 가량의 중동 방공무기체계 수주잔고의 매출 인식이 매년 증액되는 구간이다. 이에 따라 전사 매출액에서 수출이 차지하는 비중은 2025년 21%에서 2027년 42%까지 21%p 상승할 것으로 보인다. 이는 UAE, 사우디아라비아, 이라크 천공 사업이 모두 2027년부터 양산에 진입하는 것을 전제한다. 한국항공우주의 경우 수출 비중이 오히려 하락할 것으로 예상된다. 내수 매출의 절대 규모가 크게 확대되는 국면이기 때문이다. 특히 2026년부터 기존 제품들보다 단가가 최소 2배 이상으로 추정되는 차세대 전투기 KF 21 양산이 본격화되는 점이 결정적 요인이다.

도표 64. 커버리지 4사 연결실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년(F)	2026년(F)	2027년(F)
합산 매출액	12,532	12,798	15,231	17,605	22,527	40,545	45,736	49,671
한화에어로스페이스	5,321	5,541	7,060	7,890	11,240	26,429	29,420	31,163
현대로템	2,785	2,873	3,163	3,587	4,377	5,739	6,247	7,189
LIG넥스원	1,600	1,822	2,221	2,309	3,276	4,341	4,917	5,467
한국항공우주	2,825	2,562	2,787	3,819	3,634	4,036	5,152	5,852
합산 YoY	2.0	2.1	19.0	15.6	28.0	80.0	12.8	8.6
한화에어로스페이스	1.1	4.1	27.4	11.7	42.5	135.1	11.3	5.9
현대로템	13.3	3.1	10.1	13.4	22.0	31.1	8.9	15.1
LIG넥스원	10.2	13.9	21.9	4.0	41.9	32.5	13.3	11.2
한국항공우주	(9.2)	(9.3)	8.8	37.0	(4.9)	11.1	27.7	13.6
합산 영업이익	529	513	869	1,238	2,659	5,221	6,246	7,108
한화에어로스페이스	244	277	400	594	1,732	3,479	4,236	4,662
현대로템	82	80	147	210	457	1,050	1,101	1,347
LIG넥스원	64	97	179	186	230	345	422	510
한국항공우주	140	58	142	248	241	346	487	589
합산 YoY	195.7	(3.1)	69.4	42.6	114.7	96.4	19.6	13.8
한화에어로스페이스	47.6	13.6	44.5	48.4	191.4	100.9	21.7	10.1
현대로템	(129.3)	(2.2)	83.9	42.4	117.4	130.1	4.8	22.4
LIG넥스원	252.0	52.5	84.3	4.1	23.3	50.2	22.4	20.7
한국항공우주	(49.4)	(58.2)	143.1	74.8	(2.7)	43.9	40.8	20.8
합산 영업이익률	4.2	4.0	5.7	7.0	11.8	12.9	13.7	14.3
YoY(%p)	2.8	(0.2)	1.7	1.3	4.8	1.1	0.8	0.7

자료: 하나증권

도표 65. 커버리지 4사 방산 부문 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2024	2025(F)	2026(F)	2027(F)
합산 매출액	16,282	19,427	22,392	24,640
한화에어로스페이스	7,006	7,793	8,656	8,825
현대로템	2,365	3,257	3,667	4,496
LIG넥스원	3,276	4,341	4,917	5,467
한국항공우주	3,634	4,036	5,152	5,852
합산 YoY	37.5	19.3	15.3	10.0
한화에어로스페이스	69.5	11.2	11.1	2.0
현대로템	49.9	37.7	12.6	22.6
LIG넥스원	41.9	32.5	13.3	11.2
한국항공우주	(4.9)	11.1	27.7	13.6
합산 영업이익	2,602	3,656	4,066	4,524
한화에어로스페이스	1,568	1,957	2,118	2,143
현대로템	563	1,008	1,038	1,283
LIG넥스원	230	345	422	510
한국항공우주	241	346	487	589
합산 YoY	123.2	40.5	11.2	11.3
한화에어로스페이스	173.7	24.8	8.2	1.2
현대로템	254.1	79.0	3.0	23.5
LIG넥스원	23.3	50.2	22.4	20.7
한국항공우주	(2.7)	43.9	40.8	20.8
합산 영업이익률	16.0	18.8	18.2	18.4
YoY(%p)	6.1	2.8	(0.7)	0.2

자료: 하나증권

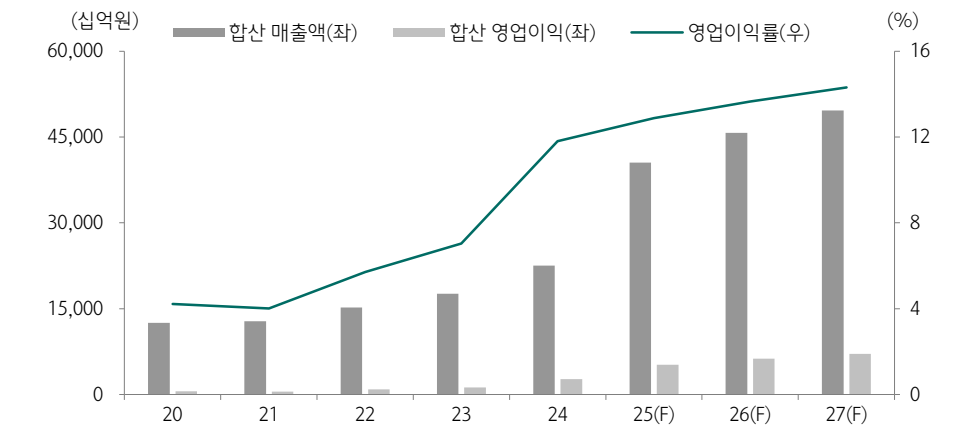
주: 한국항공우주의 경우 기체구조물 사업부 포함

도표 66. 커버리지 4사 합산 실적 추이 및 전망

2025년 합산 매출, 영업이익
41조원, 5조원

2026년
46조원, 6조원

2027년
50조원, 7조원



자료: 한화에어로스페이스, 현대로템, LIG넥스원, 한국항공우주, 하나증권

3) 이익증가율이 둔화되는 것은 경쟁사도 마찬가지

해외 방산기업들도 이익증가율
대부분 2025년을 정점으로
둔화 예상

컨센서스를 감안하면 해외 방산기업들의 증익기조는 2027년까지 지속될 것으로 보인다. 다만 증가율은 한국 방산기업들과 마찬가지로 둔화될 전망이다. 이는 업황 호조로 최근 몇 년 간 기저가 높아진 결과일 뿐 한국 기업만의 문제는 아님을 유념할 필요가 있다. 한국 방산 기업들의 성장세는 유럽 대비 뒤처지지 않는다.

도표 67. 글로벌 방산기업 실적과 전망(YoY 기준)

(단위: %)

	기업명 (시가총액/27Y EBIT)	YoY	20	21	22	23	24	25(F)	26(F)	27(F)
미국	RTX (16)	매출액	24.8	13.8	4.2	2.8	17.1	6.1	5.8	5.8
		EBIT	(69.2)	276.0	10.7	(25.3)	54.2	27.4	9.5	12.7
		EBIT Margin	3.1	10.3	11.0	8.0	10.5	12.6	13.0	13.9
	Lockheed Martin (11)	매출액	9.3	2.5	(1.6)	2.4	5.1	4.6	4.0	3.7
		EBIT	15.3	(11.9)	(4.5)	21.3	(20.7)	6.3	22.3	3.5
		EBIT Margin	13.6	11.7	11.3	13.4	10.1	10.3	12.1	12.1
	General Dynamics (14)	매출액	(3.6)	1.4	2.4	7.3	12.9	7.4	4.1	3.0
		EBIT	(7.6)	4.0	5.0	(19.4)	28.6	10.7	9.2	6.7
		EBIT Margin	11.1	11.4	11.7	8.8	10.0	10.3	10.8	11.2
	Northrop Grumman (16)	매출액	8.7	(3.1)	2.6	7.3	4.4	2.8	5.0	4.9
		EBIT	42.4	77.2	(15.4)	(58.3)	106.8	(19.2)	10.4	6.6
		EBIT Margin	11.5	21.0	17.3	6.7	13.3	10.5	11.0	11.2
독일	Rheinmetall (21)	매출액	(13.6)	4.7	13.3	12.0	35.9	29.7	34.7	34.4
		EBIT	(13.2)	45.7	17.8	16.6	65.5	38.8	46.9	42.7
		EBIT Margin	7.9	11.0	11.5	12.0	14.6	15.6	17.0	18.1
	Hensoldt (21)	매출액	8.3	22.1	15.8	8.2	21.3	14.5	15.1	17.6
		EBIT	12.7	66.2	33.9	2.5	13.6	85.3	21.1	23.2
		EBIT Margin	5.9	8.0	9.3	8.8	8.2	13.3	14.0	14.7
	RENK (19)	매출액	-	-	21.6	9.1	23.2	19.1	18.6	18.1
		EBIT	-	-	80.6	38.5	27.8	105.2	24.2	23.5
		EBIT Margin	-	-	7.7	9.7	10.1	17.4	18.2	19.0
영국	BAE Systems (15)	매출액	5.3	1.3	8.9	8.6	14.0	16.4	7.1	7.5
		EBIT	4.0	7.6	12.9	13.4	4.7	34.1	9.2	8.5
		EBIT Margin	8.9	9.4	9.8	10.2	9.4	10.8	11.0	11.1
프랑스	Safran (18)	매출액	(33.7)	(9.0)	29.0	21.1	17.2	12.4	11.9	9.4
		EBIT	(61.7)	(12.1)	93.5	31.9	26.9	28.6	14.7	11.4
		EBIT Margin	8.5	8.2	12.3	13.4	14.6	16.7	17.1	17.4
	Thales (16)	매출액	(16.5)	5.3	8.5	4.9	11.7	6.7	7.3	7.9
		EBIT	(35.8)	41.4	18.5	9.6	12.1	53.1	10.7	11.1
		EBIT Margin	5.6	7.5	8.2	8.6	8.6	12.3	12.7	13.1
	Dassault Aviation (23)	매출액	(25.5)	(22.7)	63.7	(30.9)	29.9	10.1	26.3	14.1
		EBIT	(63.7)	87.2	11.1	(43.4)	63.4	9.9	38.9	20.4
		EBIT Margin	5.2	12.7	8.6	7.1	8.9	8.9	9.8	10.3
이탈리아	Leonardo (13)	매출액	(2.7)	5.4	4.1	3.9	16.2	6.5	8.5	7.2
		EBIT	(21.5)	9.9	0.2	5.0	30.1	20.6	18.1	14.3
		EBIT Margin	7.0	7.3	7.0	7.1	7.9	9.0	9.8	10.4
한국	한화에어로스페이스 (11)	매출액	1.1	4.1	27.4	11.7	42.5	135.1	11.3	5.9
		EBIT	47.6	13.6	44.5	48.4	191.4	100.9	21.7	10.1
		EBIT Margin	4.6	5.0	5.7	7.5	15.4	13.2	14.4	15.0
	현대로템 (18)	매출액	2.1	3.1	10.1	13.4	22.0	31.1	8.9	15.1
		EBIT	(129.3)	(2.2)	83.9	42.4	117.4	130.1	4.8	22.4
		EBIT Margin	2.9	2.8	4.7	5.9	10.4	18.3	17.6	18.7
	LIG넥스원 (20)	매출액	10.2	13.9	21.9	4.0	41.9	32.5	13.3	11.2
		EBIT	252.0	52.5	84.3	4.1	23.3	50.2	27.9	26.0
		EBIT Margin	4.0	5.3	8.1	8.1	7.0	8.0	9.0	10.2
	한국항공우주 (18)	매출액	(9.2)	(9.3)	8.8	37.0	(4.9)	11.1	27.7	13.6
		EBIT	(49.4)	(58.2)	143.1	74.8	(2.7)	43.9	40.8	20.8
		EBIT Margin	4.9	2.3	5.1	6.5	6.6	8.6	9.5	10.1

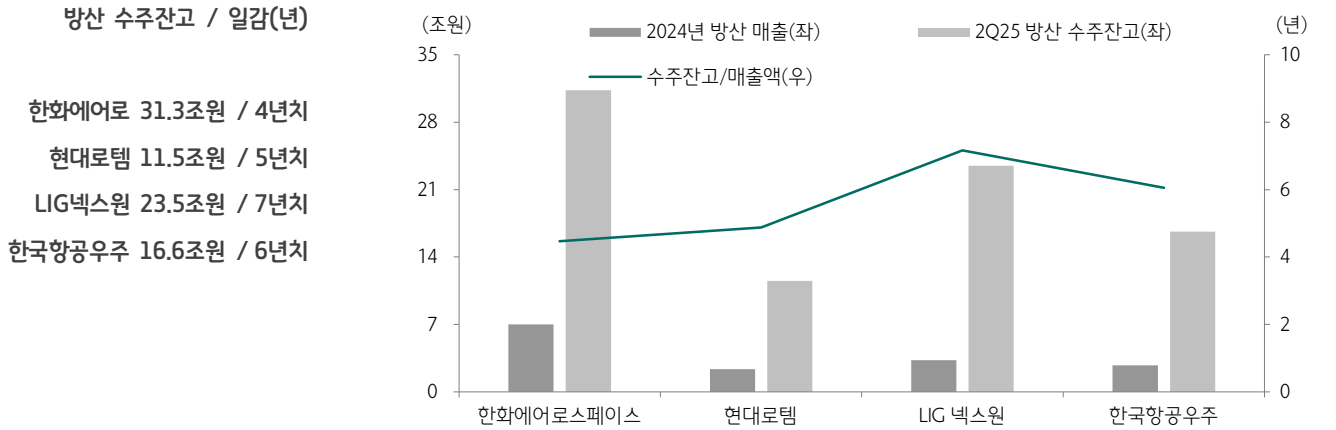
자료: 하나증권

4) 결국 중요한 것은 해외수주

2028년에도
증익기조를 유지하려면
2027년 상반기 내에
해외수주 확보 필요

현재 보이는 것은 2027년까지의 실적이고 보이지 않는 것은 2028년 이후다. 2027년 이후에도 안정적인 증익기조를 유지하려면 일정 규모 이상의 신규수주가 필요하다. 특히 해외수주가 필요하다. 국내수주는 방위사업법상 규제로 수익성 한계가 있고 방위력개선비 증액 여지도 제한적이다. 반면 해외수주는 수익성이 월등히 높고 수주 풀도 넓다. 무기별로 차이는 있으나 초도 물량의 리드타임과 전체 납기를 감안하면 늦어도 2027년 상반기 내 해외수주 확보가 필요하다는 판단이다. 결국 해외수주의 규모가 이번 증익 사이클의 지속 기간을 좌우할 것이다. 아울러 한국의 수출 무기들은 유럽 방산업체들과 경합도가 높으므로 유럽 국방비와 현지 방산기업 동향을 면밀히 점검할 필요가 있다.

도표 68. 커버리지 4사 방산 부문 매출과 수주잔고



자료: 한화에어로스페이스, 현대로템, LIG넥스원, 한국항공우주, 하나증권

5) 가속도가 붙을 유럽의 지상무기 수요

유럽의 지상무기 수요 증가 기대

2035년 NATO 국방비 목표치는 GDP 대비 5% 수준으로 설정되었다. 회원국들의 실제 이행 여부에 대한 의구심은 있으나 현재보다 무기 수요가 늘어날 것은 자명하다고 판단한다. 유럽의 방산 수요는 2020년대 후반까지 육·해·공 가운데 지상무기에서 큰 폭의 증가가 예상된다. 이유는 세 가지다. 첫째 현재 유럽의 지상무기 보유량이 절대적으로 적고 노후 비중이 높다. 냉전 종식 이후 유럽은 군비를 감축했고 냉전기에 비축했던 상당수의 무기를 중고로 매각하거나 무상 이전했다. 대표 지상무기인 전차의 경우 냉전 당시 서독 보유량은 4~5천대에 달했지만 현재는 약 300대에 불과하다. 반면 러시아 전차 보유량은 4~5천대 수준으로 추정된다. 둘째 그간 경시되어 온 지상전의 중요성이 재부각되었다. 유럽 다수 국가는 전면전보다 해외 국지 분쟁을 주요 시나리오로 상정해왔다. 이에 공군과 해군 중심으로 전력을 배분해 왔다. 그러나 러-우 전쟁을 계기로 지상전의 중요성이 다시 부각되며 지상무기 수요가 확대되고 있다. 셋째 EU와 NATO의 재고 기준 상향과 공동조달 기조로 탄약, 포병 플랫폼, 지대공 방어 중심으로 한 지상 전력 수요가 구조적으로 증가하고 있다.

도표 69. EU 공동조달, 대출, 증산 제도

제도	요지	지상무기 관련 파급 효과
✓ ASAP (Act in Support of Ammunition Production)	✓ 탄약, 미사일 생산능력 증설 지원 ✓ 보조금 을 통해 병목 해소	✓ 155mm-GMLRS-GBAD 생산능력 증설 ✓ 재고목표 상향 지원
✓ EDIRPA (European Defence Industry Reinforcement through common Procurement Act) ✓ EDIP (European Defence Industry Programme)	✓ 회원국 공동조달 촉진 확대 목표 보조금	✓ 포병, 방공 대량 공동발주에 인센티브
✓ SAFE (Security Action for Europe)	✓ 장기, 저리 대출 ✓ 2개국 이상이 함께 조달	✓ 대상은 지상전력 뿐만 아니라 광범위
✓ NATO Defence Production Action Plan	✓ 국가별 수요 집계 ✓ 무기 표준화 ✓ 납기 단축	✓ 장기 다년 조달 구조화 ✓ 공급망 스케일업

자료: European Commission, NATO, EDIP, EUR-LEX, 하나증권

도표 70. EU 지상전력 수요 원인

원인	근거	수요로 이어지는 세부 항목
노후화·저보유	냉전 후 감군과 매각, 무상이전으로 현역 장비와 재고 매우 얇음	MBT/IFV/자주포 교체, 구형 레거시 퇴역 보충
지상전 중요성 재부각	러-우 전쟁으로 고강도 전구전 재등장	포병·탄약(155mm), IAMD/대드론, C2/ISR
재고기준 상향+공동조달	EU ASAP/EDIRPA, NATO DPAP 등 제도화	탄약 재고목표 상향, 다년·대량 발주 정착

자료: 하나증권

6) 자주포: 여전히 공급자 우위

지난 5년 간
글로벌 자주포 신규주문의 72%가
유럽에서 발생

한국 M/S 67%
프랑스 M/S 20%

글로벌 자주포 시장은
한국과 프랑스의 과점

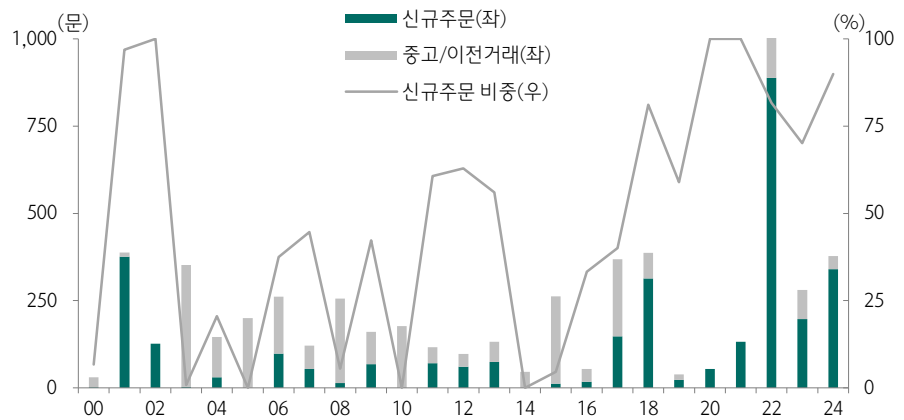
유럽의 지상무기 수요가 구조적으로 증가하는 구간에 있다면 한국의 방산기업들은 어떤 영향을 받을 것인가? 한국 무기는 유럽에서 점유율을 확대하고 있는 상황이고 유럽 현지 방산업체들 역시 생산능력을 빠르게 확장하고 있다. 방산 수요뿐만 아니라 공급도 함께 변화하는 국면이다. 이에 따라 대표적인 지상무기 자주포와 다연장로켓포, 전차의 공급을 살펴보고 국내 방산기업들의 중장기 신규수주의 방향성을 가늠해본다.

2000년 이후 전세계 수출시장에서 거래된 자주포는 약 5,700문으로 추정된다. 자국의 방산기업에게 구매한 내수 물량은 제외했으며 국가 간 국제거래만을 고려한 값이다. 신규주문량은 약 3,100문으로 추산되며 54% 수준의 비중을 차지한다. 이를 제외한 나머지는 중고무기를 유상으로 거래하거나 무상으로 이전한 물량이다. 중고무기의 거래비중은 약 46%로 상당히 높아 보이지만 최근 가파르게 감소하여 현재는 10% 수준이다. 자주포의 신규주문이 빠르게 늘어나고 있는 것으로 해석한다. 지난 5년 간 자주포의 신규주문은 1,611문으로 추정된다. 러-우 전쟁으로 인한 안보위협으로 유럽지역의 구매량이 72%를 차지했다. 수출 국가별로 보면 한국이 1,081문 공급계약을 체결하며 점유율 67%를 기록했고 프랑스가 324문을 판매하여 점유율 20% 달성했다. 양국의 합산 점유율은 87%에 달하며 이를 감안하면 자주포 수출시장은 한국과 폴란드의 과점시장으로 간주할 수 있다.

도표 71. 전세계 자주포 수출입거래 추이(2000년~2024년)

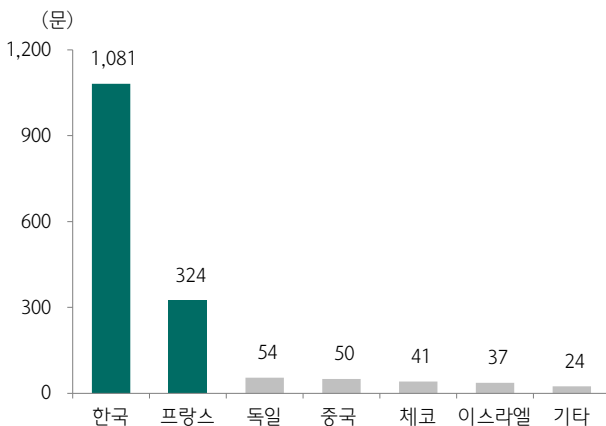
2000년~2024년
자주포 연평균 신규주문 124문

2000년~2024년
자주포 총신규주문 1,611문



자료: SIPRI, 하나증권

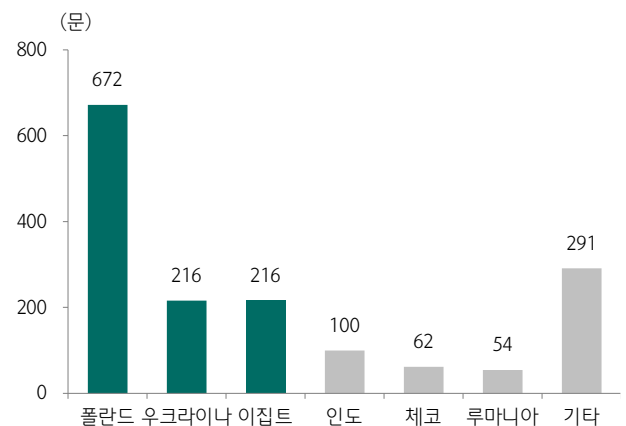
도표 72. 자주포 수출 상위 국가(2020~2024년, 중고무기 제외)



자료: SIPRI, 하나증권

주: 2022년 한국-폴란드 K-9 계약 전체 물량 반영

도표 73. 자주포 수입 상위 국가(2020~2024년, 중고무기 제외)



자료: SIPRI, 하나증권

프랑스 자주포 업체는
KNDS France

한화 대비
가볍고, 기동성 좋지만
약한 화력, 낮은 방호력이 문제

현재 CAESAR의
수주잔고는 3~4년치
일감 확보해놓은 상황

모든 수주잔고를 인도하려면
4년이 걸림

한국 자주포 생산업체는 한화에어로스페이스이며 프랑스는 KNDS France이다. KNDS France는 비상장 회사로 자주포와 전차, 탄약 등 지상무기를 주로 생산하는 방산업체이다. 대표적인 자주포 제품은 CAESAR 155mm이며 한국의 K-9 자주포와 경합한다. 두 제품의 차이점은 명확하다. 한국의 K-9은 차대는 궤도형에다 포탑까지 장갑으로 덮여있다. 이에 험난한 지형에서도 자유로운 기동이 가능하며 방호력이 높다. 중량이 무거운 만큼 많은 탄은 적재할 수 있어서 연속사격이 가능하다. 즉 화력에 강하다. 반면 프랑스의 CAESAR는 차대가 트럭이며 포탑이 개방형이다. 이에 빠른 기동이 가능하지만 방호력에서 취약하다. 중량이 낮은 만큼 적재할 수 있는 탄수에 제약이 있다. 가격은 탄의 포함, 현지화 여부 등 계약에 따라 다르지만 궤도와 두꺼운 장갑, 대형 파워팩 등을 고려하면 K-9이 더 비싸다.

러-우 전쟁 이후 유럽지역에서 자주포 수요가 급증하자 KNDS France는 CAESAR의 생산능력을 확장했다. 전쟁 이전 생산가능 수량은 월 2문에서 2024년에 월 6문으로 늘었다. 언론에서는 월 12문까지 케파가 확대될 것으로 보도하고 있다. 다만 KNDS France에서 공식적으로 언급한 생산능력은 월 6문이다. 이에 올해 연간 생산량은 최소 72문에서 최대 96문으로 가정할 수 있다. 이를 감안하면 수주잔고는 약 3~4년치 일감을 확보한 것으로 추정된다. 지금 자주포 발주를 넣어도 모든 물량을 인도받으려면 적어도 2027년은 되어야 한다는 의미이다. 2025년에 생산되는 물량은 모두 우크라이나로 인도되고 있으며 2026년 생산물량부터 우크라이나 외의 국가들에게 납품될 예정이다.

도표 74. K2, M1 Abrams, Leopard2 계열 제품 비교

제품명	K-9 Thunder	CAESAR 155mm
외관		
제조사	한화에어로스페이스	KNDS France
엔진/파워팩	MTU MT881 계열 디젤 약 1,000hp	6*6모델: Renault/Unimog 기반 ~240~330hp 8*8모델: ~410~460hp
중량	46~48t	6*6 MK 1 모델: 18t 6*6 MK 2 모델: 25t 8*8모델: 30~36t
탑재탄수	48탄	6*6모델: 18발 8*8모델: 30~36발
운용국가수	15개국 이상	10개국 이상
장/단점	방호력 우수, 화력 우수, 험지 기동 가능 무겁고 비쌌, 연료나 정비 등 군수부담	기동성 우수, 단가나 유지비 유리 개방식이라 방호력 낮음, 탑재탄수 적어 지속사격 제약

자료: 한화에어로스페이스, KNDS France, 하나증권

도표 75. K-9와 CAESAR의 신규주문 추이(수출)

현재 글로벌 판매 1위 K-9과
판매 2위 CAESAR
수출 판매량 비교

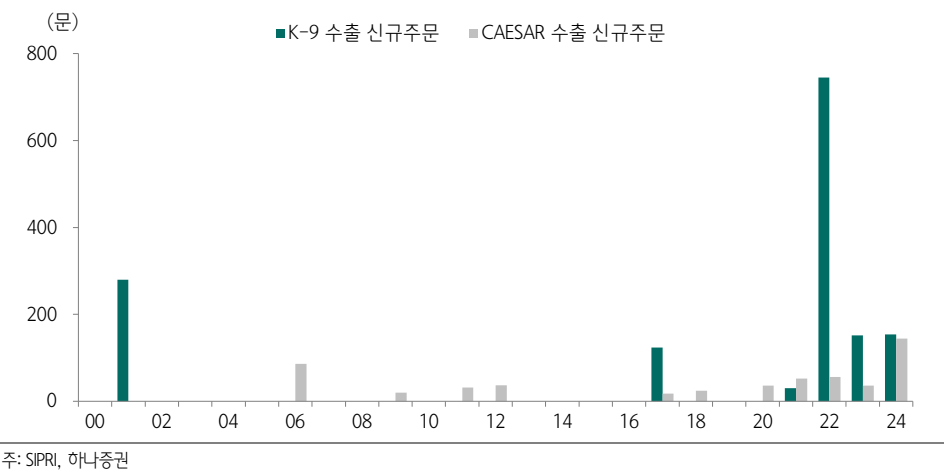


도표 76. KNDS France의 CAESAR 수주잔고와 생산능력 비교

(단위: 문)

구분	인도예정수량	인도완료	수주잔고	인도일정
국내(프랑스)	109	0	109	2026년~
해외(수출)	224	25	199	-
포르투갈	36	0	36	~2034년
에스토니아	12	12	0	~2025년
아르메니아	36	0	36	~2025년
우크라이나	60	13	47	~2025년
리투아니아	18	0	18	2027년~
체코	62	0	62	2026년~
합계	333	25	308 (A)	-
연간 생산능력(추정)	-	-	72 (B)	-
A/B(년)	-	-	인도 완료까지 4년	-

자료: KNDS France, 언론보도, 하나증권

잠재적인 경쟁사도 존재	KNDS France의 CAESAR 자주포 외에 잠재적인 경쟁사들의 공급물량도 고려해야한다. 잠재적인 경쟁사는 영국 BAE Systems와 독일 KNDS Deutschland이다. BAE Systems 대표 자주포 라인업은 ARCHER와 M109A7가 있다. M109A7의 경우 미국 육군에서 2020년부터 2034년까지 총 689문을 도입 중에 있다. <u>현실적인 생산능력을 감안하면 추가적인 글로벌 수출 가능성은 낮을 것으로 판단한다. 이에 BAE M109A7는 논의에서 제외하며 ARCHER만 고려한다.</u> ARCHER 자주포는 최근 수요가 늘어난 제품이다. 스웨덴 주력 운용 자주포다. 2023년 48문 추가 주문에 이어 2025년에는 라트비아가 18문의 구매 의향서를 체결했다. 스웨덴 추가 주문의 납기 완료가 2027년 하반기인 점을 감안하면 현재 연간 생산능력은 대략 15대 전후로 추론할 수 있다. <u>이외에도 우크라이나 이전 물량 18문, 라트비아 구매 확정 시 18문을 감안하면 2028년~2029년까지 생산일정이 가득 차 있는 것으로 간주된다.</u>
BAE Systems의 M109A7, ARCHER	
KNDS Deutschland의 PzH 2000, RCH 155	
최소 2028년까지 생산일정 가득 차있는 것으로 추정	
절대적인 생산 케파도 낮은 것으로 파악	KNDS Deutschland의 자주포 라인업은 PzH 2000와 RCH 155가 있다. PzH 2000의 경우 한화 에어로스페이스 K-9과 동일한 궤도형 자주포이며 RCH 155는 CAESAR, ARCHER 같은 차륜형이다. 다만 RCH 155는 포탑형 곡사포라는 점에서 차이점이 있다. <u>한편 PzH 2000의 경우 현재 연간 생산량은 5~11문으로 추정된다. 2029년까지 라인메탈에 주문한 포신의 수량이 세 자리 수인 점을 감안하면 연간 생산량은 20문 전후까지 확대 가능성이 있다. RCH 155 역시 생산능력에 대해 공식적으로 언급된 바 없다. 다만 올해 인도 예정물량이 6대로 밝혀졌고 영국과 독일에서 모두 도입할 것이라는 점을 고려하면 연간 생산이 가능 수량은 지금보다 매우 큰 폭으로 늘어날 가능성이 높다. 다만 KNDS Deutschland가 언급한 약 400대 가량의 잠재 주문이 실제 발생하게 된다면 적어도 2029년 이전까지 글로벌로 수출되는 것은 어려울 것으로 전망한다. 결론적으로 언급한 자주포들의 생산라인은 2029~30년까지 생산 일정이 예정되어있는 것으로 간주할 수 있다.</u>

도표 77. BAE Systems의 ARCHER 수주잔고와 생산능력 비교

	인도예정수량	인도완료	남은 물량	인도일정
국내(영국)	0	0	0	-
해외	66	0	68	-
라트비아	18	0	18	~2026년
스웨덴	48	0	48	2025년~
합계	66	0	66(A)	-
연간 생산능력(추정)	-	-	15(B)	-
A/B(년)	-	-	인도 완료까지 4년	-

자료: BAE Systems, 언론보도, 하나증권

글로벌 자주포 업체 일감
2028~2029년까지 포화

수주잔고가
유럽 구입국에
모두 인도되더라도
러시아의 자주포 전력에는
한참 모자람

종합하면 주요 자주포 공급업체의 일감은 적어도 2028~2029년까지 가득 차 있다고 볼 수 있다. 또한 수요의 상당 부분을 차지해 온 유럽 내에서도 동유럽과 서유럽의 선호 자주포가 상이함을 확인할 수 있다. 동유럽은 화력과 전투력에 강한 한국의 궤도형 자주포 K-9을 택했고 서유럽은 기동성, 가격과 정비/개량 등 후속 비용, 고용 등 같은 경제 기여도를 중시해 차륜형 자주포를 선택한 것으로 판단한다. 전쟁 중인 우크라이나는 궤도형, 차륜형을 가리지 않고 도입하는 양상이다.

현재 자주포 공급업체들이 보유한 수주잔고가 인도된다면 발주국의 방위력은 이전보다 개선될 것이다. 다만 충분한 수준까지 개선되는지는 의문이다. 유럽을 보면 역내 자주포는 3,300문 이상으로 추산된다. 이에 반해 러시아 자주포는 1,500문 전후로 추정되며 창고 재고까지 총 5,100문 가량으로 파악된다. 물량은 상당하지만 대부분 자주포가 노후화됐다는 의견도 있다. 이는 유럽 역시 마찬가지다. 유럽의 경우 50년 이상 된 자주포 비중은 60% 전후로 보이며 러시아는 약 50% 수준으로 파악된다. 더구나 유럽 자주포의 30% 이상이 튀르키예 보유분이다. 튀르키예가 상시 분쟁지역임을 감안하면 유럽은 현재보다 자주포가 더 필요할 것으로 판단한다. 따라서 글로벌 자주포 생산능력 확대에 따른 공급 과잉 우려를 논하기는 아직 이르다고 판단한다.

7) 다연장로켓포: 선택지는 미국 아니면 한국 뿐

지난 5년 간
글로벌 자주포 신규주문의 73%가
폴란드에서 발생

미국 M/S 59%
한국 M/S 27%

글로벌 자주포 시장은
미국과 한국의 과점

자주포와 다연장로켓포는 같은 대포의 범주에 속하지만 발사 원리가 다르다. 자주포는 포탄을 고압가스로 밀어내지만 다연장로켓포는 탄에 탑재된 로켓모터를 통해 날아간다. 다연장로켓포는 유도로켓을 발사할 수 있기 때문에 원거리 정밀타격에 강점이 있다.

2000년 이후 수출시장에서 거래된 다연장로켓포는 약 3,500대로 추정된다. 자국의 방산기업에게 구매한 내수 물량은 제외했으며 국가 간 거래만을 고려한 값이다. 신규주문량은 약 2,600대로 추산되며 74% 수준의 비중을 차지한다. 이를 제외한 나머지는 중고무기를 유상으로 거래하거나 무상으로 이전한 물량이다. 중고무기의 비중은 26%로 자주포 중고 무기 비중 46%에 비하면 상당히 낮다. 대부분의 중고 자주포는 미국과 독일, 이탈리아가 판매했는데 다연장로켓포의 경우 자주포처럼 중고로 판매할 정도로 재고가 많지 않았던 것에 기인한다. 한편 지난 5년간 다연장로켓포의 신규주문은 1,063대 이상으로 추산된다. 자주포와 마찬가지로 폴란드의 수요가 776대로 대부분을 차지했다. 수출 국가별로 보면 미국이 624대를 수출하여 59%의 점유율을 기록했고 한국의 경우 290대를 판매하여 27% 비중을 차지했다. 양국의 합산 점유율은 86%에 달하며 이를 감안하면 다연장로켓포 수출시장은 미국과 한국의 과점시장으로 간주할 수 있다. 미국의 다연장로켓포 생산업체는 Lockheed Martin이며 한국은 한화에어로스페이스이다.

도표 78. 전세계 다연장로켓포 수출입거래 추이(2000년~2024년)

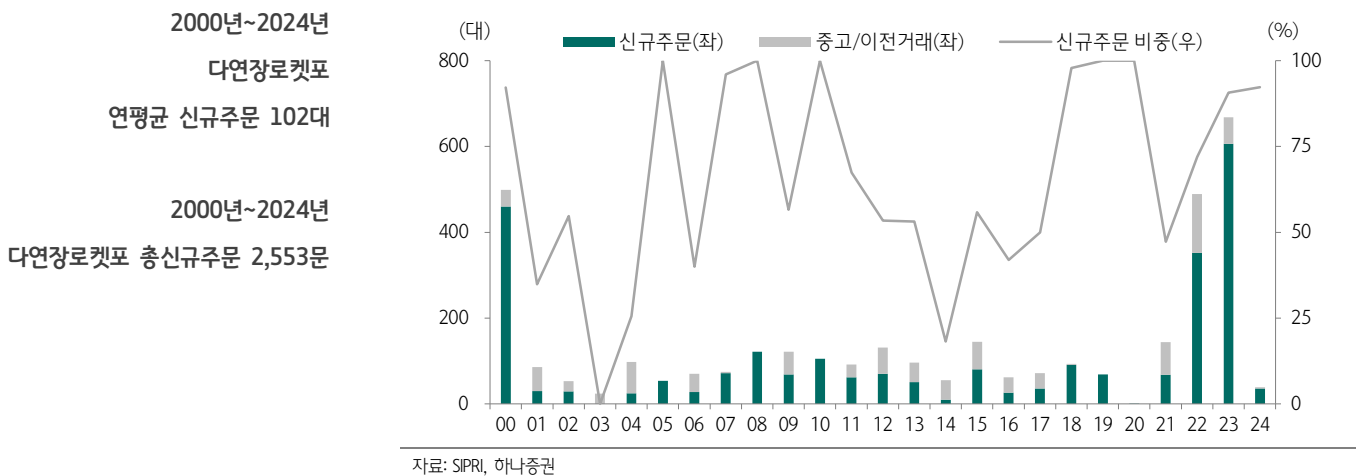
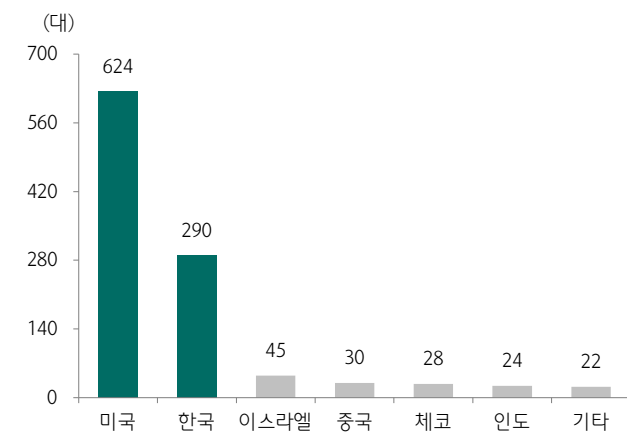
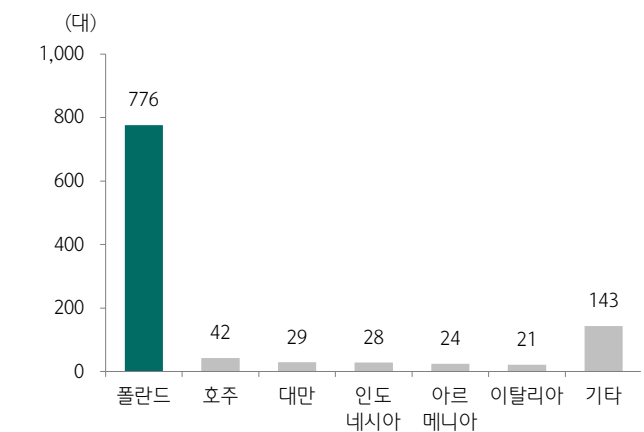


도표 79. 다연장로켓포 수출 상위 국가(2020~2024년, 중고무기 제외)



주: 2022년 한국-폴란드 천무 계약과 2023년 미국-폴란드 HIMARS 계약 전체 물량 반영

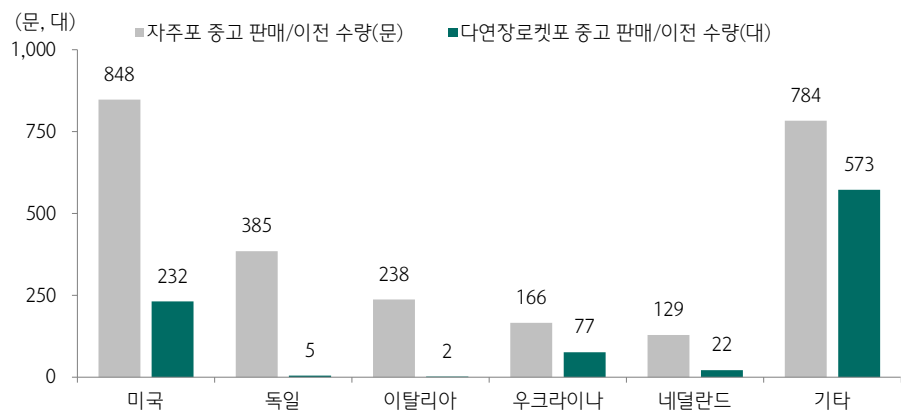
도표 80. 다연장로켓포 수입 상위 국가(2020~2024년, 중고무기 제외)



자주포의 중고 판매/이전이
다연장로켓포 대비 많음

반면 다연장로켓포는
중고로 판매/이전할 정도로
보유수량이 많지 않았음

도표 81. 국가별 자주포와 다연장로켓포 중고 판매 수량



자료: SIPRI, 하나증권

8) 전차: 2028년까지 공급 병목 지속

지난 5년 간
글로벌 전차 신규주문의 71%가
폴란드에서 발생

한국 M/S 57%
미국 M/S 21%
독일 M/S 21%

글로벌 전차 시장은
한국과 미국, 독일의 과점

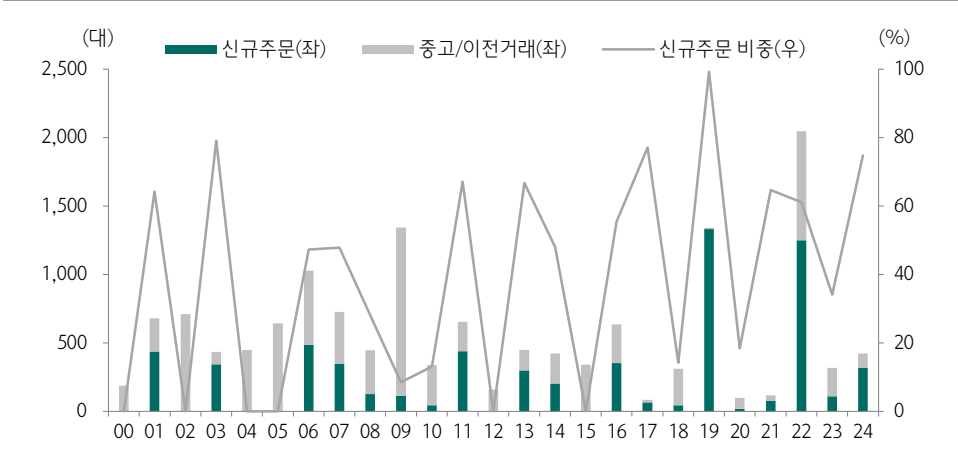
전차는 근접형 무기이다. 적을 탐지하고 접근하여 파괴하는 것이 주요 임무이다. 흔히 탱크라고 잘 알려져 있다. 전차는 사수가 표적을 직접 확인하여 사격한다. 반면 자주포와 다연장로켓포는 표적을 직접 볼 필요없이 작표를 통해 발사한다는 점에서 차이가 있다.

2000년 이후 수출시장에서 거래된 전차는 약 14,500대로 추정된다. 자국 방산기업에게 구매한 내수 물량은 제외했으며 국가 간 거래만을 고려한 값이다. 신규주문량은 6,400대 수준으로 추산되며 44%의 비중을 차지한다. 이를 제외한 나머지는 중고무기를 유상으로 거래하거나 무상으로 이전한 물량이다. 중고무기의 거래비중은 55%이다. 다연장로켓포와 자주포 대비 높은 수준이다. 독일과 미국, 우크라이나의 중고 판매/이전이 많았는데 이는 냉전 종식 이후 군비 감축과 전차 세대 변화에 기인한다. 특히 독일 Leopard 2A4의 중고 판매/이전이 많았는데 후속으로 나온 모델로 업그레이드가 쉬운 편에 속했기 때문이다. 한편 지난 5년간 전차의 신규주문은 1,767대 이상으로 추산된다. 자주포, 다연장로켓포와 마찬가지로 폴란드의 수요가 1,250대로 대부분을 차지했다. 수출 국가별로 보면 한국이 1,000대를 수출하여 57%의 점유율을 기록했고 미국과 독일은 각각 379대, 370대를 판매하여 21%, 21% 비중을 차지했다. 합산 점유율은 99%이며 과점시장으로 간주된다.

도표 82. 전세계 전차 수출입거래 추이(2000년~2024년)

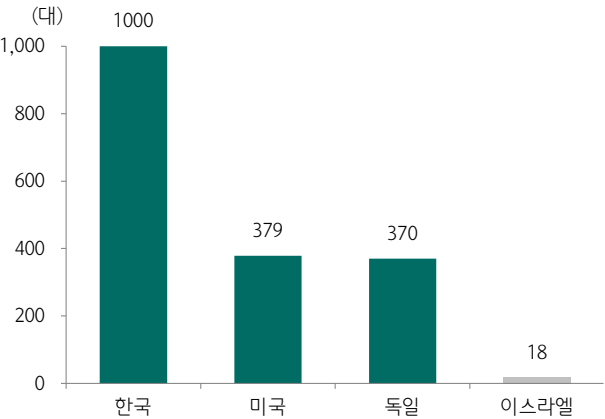
2000년~2024년
전차 연평균 신규주문 255대

2000년~2024년
다연장로켓포 총신규주문 6,388문



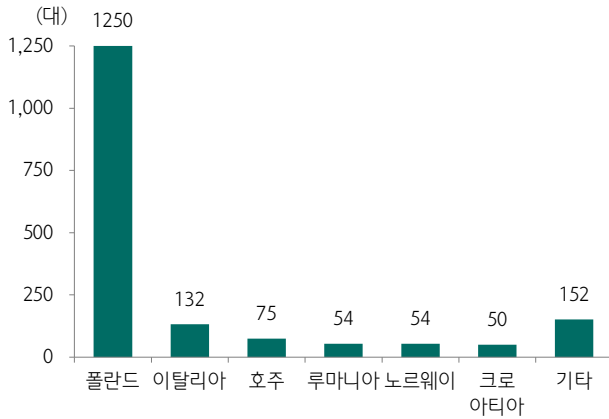
자료: SIPRI, 하나증권

도표 83. 전차 수출주문 상위 국가(2020~2024년, 중고무기 제외)



자료: SIPRI, 하나증권
주: 2022년 한국-폴란드 K-2 계약 전체 물량 반영

도표 84. 전차 수입주문 상위 국가(2020~2024년, 중고무기 제외)



자료: SIPRI, 하나증권

도표 85. 우크라이나 전차 유입과 유출거래(2000년~2024년)

냉전의 종식 이후
우크라이나 1,800대 전차 처분
러-우 전쟁 직전 전차 약 900대

중고로 너무 많이 처분해서
우크라이나에 전차 전력 적었음

유럽 전차들 우크라이나로
많이 이전

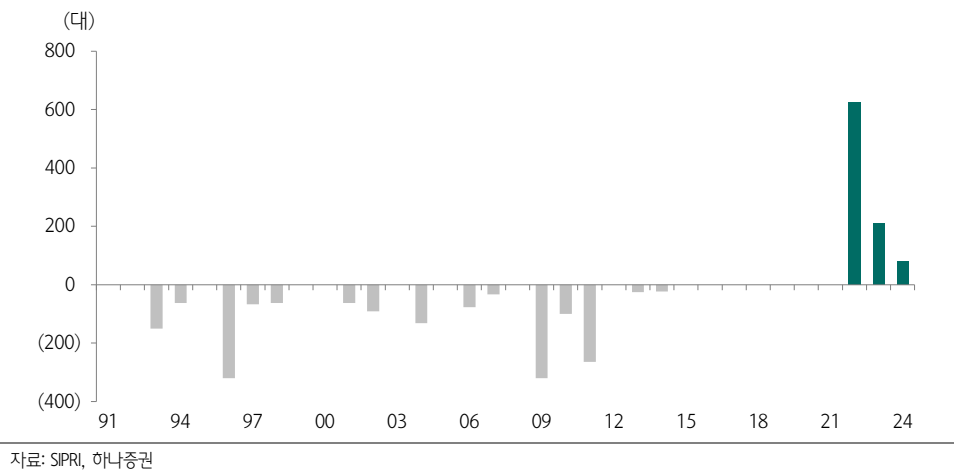


도표 86. 한국 전차 수출 주문 추이(중고무기 제외)

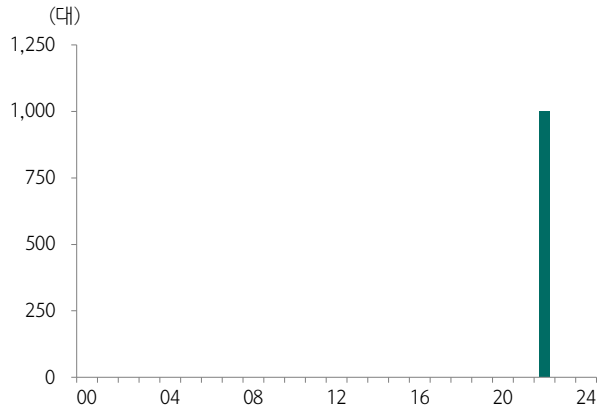


도표 87. 미국 전차 수출 주문 추이(중고무기 제외)

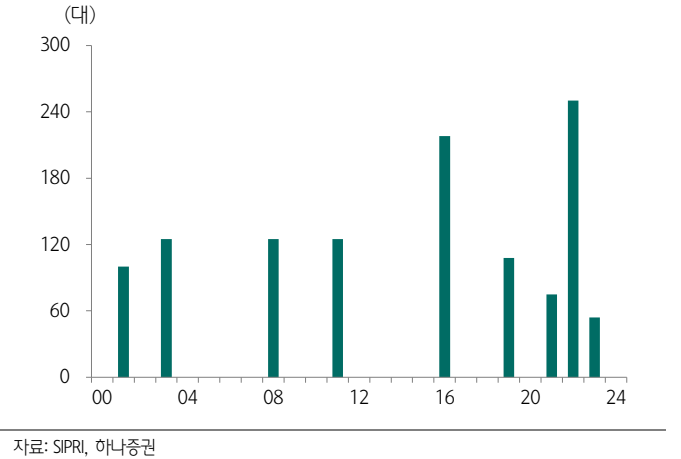


도표 88. 독일 전차 수출 주문 추이(중고무기 제외)

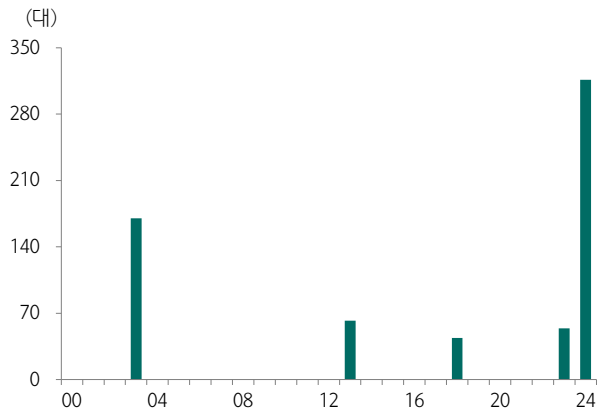
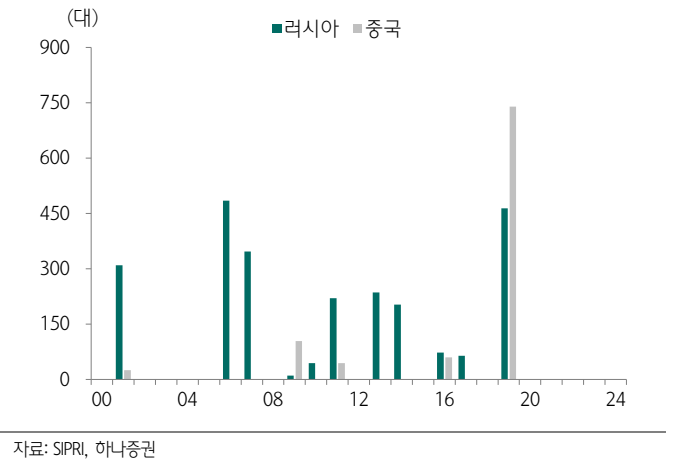


도표 89. 러시아, 중국 전차 수출 주문 추이(중고무기 제외)



한국 전차 K2
미국 전차 M1 Abrams
독일 전차 Leopard2

모두 상급 전차 라인업

한국과 미국, 유럽의 주력 전차 제조사는 각각 현대로템(K2), General Dynamics Land Systems(M1 Abrams), KNDS Deutschland(Leopard2)이다. General Dynamics Land Systems는 미국 상장사 General Dynamics의 비상장 자회사이다. 세 전차는 공통적으로 최상급 라인업에 속하기 때문에 화력이나 센서, 보호 등 전투력에서 큰 격차는 제한적인 것으로 파악된다. 따라서 수입국의 선택은 운용·유지비, 승무원 체계, 능동방호체계(APS) 채택 여부, 현지화(기술이전, 라이선스), 주변국들과의 상호운용성, 정치, 안보상황 등과 같은 요소들이 복합적으로 작용한다. 다수의 유럽 국가들은 Leopard 2를 채택하고 있으며 미국과 중동은 M1 Abrams, 한국과 폴란드는 K2를 운용하고 있다. 전차 가격은 패키지에 따라 크게 달라지나 통상 Leopard 2, M1 Abrams, K2 순으로 형성되는 경우가 많다.

도표 90. K2, M1 Abrams, Leopard2 계열 제품 비교

제품명	K2PL	M1A2 SEPv3	Leopard2A8
외관			
제조사	현대로템	General Dynamics Land Systems(비상장)	KNDS Deutschland(비상장)
엔진/파워팩	1,500hp급 디젤 자동변속기(RENK/국산 전환 중)	1,500hp 가스터빈(AGT1500) Allison X1100-3B	1,500hp MTU 디젤 RENK HSWL 354
승무원수	3	4	4
APS	기본 소프트킬 + 하드킬 확정	Trophy 선택 장착	Trophy 표준화
중량	60톤 이상 예상	약 67톤	69톤 이하
운용국가수	1국	4국	6국 이상
장점	상대적으로 가벼움 3인 승무원에 오토로더 가능 현지생산과 오프셋 유연	미군 생태계 신형탄 운용 야전 운용 경험과 탄탄한 정비망	Trophy 기본 장착 유럽 생태계 공동조달과 현지조립 활성화
단점	운용 생태계가 아직 작음 현지화 램프업에 시간 소요	가스터빈이라 연료소모가 큼 인프라/운영비 부담	가격이 비싸고 긴 리드타임 긴 슬롯대기
가격	K2PL < M1A2 SEPv3 < Leopard2A8 추정		

자료: 현대로템, General Dynamics, KNDS Deutschland, 하나증권

유럽 전차 리드타임 2년 이상
병목 해소 안되고 있음
해소되도 1년 6개월 미만 불가

Leopard2
최근 신규주문 물량들 살펴보면
초도물량 인도 약 3년
최종인도 약 6년 소요

Leopard2 받으려면
2029년~2030년까지
기다려야 함

유럽 방산기업들의 전차 리드타임은 여전히 2년 이상이다. 지금 전차를 주문하면 초도 물량 인도까지 약 24개월 전후가 소요된다. 이는 전차 제조과정 구조적 특성상 리드타임 단축이 어렵기 때문이다. 전차는 크게 설계 및 요구사항 문서화(3~6개월), 장기 납기 부품 발주(9~12개월), 조립 및 통합시험(6~9개월)의 과정을 거쳐서 생산된다. 주문계약 이후 설계 단계에서 구매 국가의 요구사항을 반영하여 문서화한다. 이후 총열, 사격통제장치, 센서, 엔진, 변속기 등 납기가 오래 걸리는 장기 납기 부품들을 발주한다. 장기 납기 부품들이 도착할 때까지 전차 제작사는 선행 작업을 진행한다. 이후 부품들이 도착하면 전차 제작사는 조립, 통합, 시험 과정을 거쳐 완제품을 출하한다. 이처럼 제작과정을 감안하면 전차의 리드타임은 일반 소비재와 달리 구조적으로 길 수 밖에 없다. 따라서 일부 부품 생산 병목이 완화되더라도 전차 리드타임은 1년 4개월~6개월 미만으로 단축되기 어려울 것으로 판단한다. 다만 현재 포신, 파워팩, 엔진과 같은 장기 납기 부품들의 설비증설은 장기적으로 전차 제작사들의 최종 물량 인도 기간을 단축할 것으로 예상된다.

유럽지역 경쟁사 KNDS Deutschland의 Leopard 2는 리드타임과 최종 물량 인도 일정이 과거와 유사한 수준을 유지하고 있다. 과거 인도 일정을 살펴보면 2003년 그리스 신규주문은 첫 인도까지 약 3년, 전체 물량 인도까지 약 6년이 소요됐다. 2013년 카타르 신규주문은 첫 인도까지 3년, 전체 물량 인도까지 약 4년이 소요됐다. 2018년 헝가리의 경우 첫 인도까지 5년, 전체 물량 인도까지 7년이 소요됐다. 최근 신규주문 물량들을 살펴보면 리드타임과 최종 물량 인도까지 각각 약 3년, 6년 내외에서 계약이 이뤄지고 있다. 즉 Leopard2를 신규로 도입하려는 국가는 적어도 2029년~2030년까지 기다려야 한다.

도표 91. 독일 Leopard2A8 인도 일정 추정

(단위: 대)

2030년까지는
사실상 슬롯 다 찬 상황

현재 KNDS Deutschland
연간 케파는 50대 이하

인도 일정 감안하면
여전히 부족한 케파

	합계	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년	2030년	2031년
내수	123	4	14	11	21	42	31	0
독일 연방군	18	4	14					
	105			11	21	42	31	
수출	232	0	5	8	34	58	84	43
체코	44				4	9	18	13
네덜란드	46				5	9	18	14
스웨덴	44				4	9	18	13
리투아니아	44				7	22	15	
노르웨이	54				14	16	8	3
합계	587	4	20	19	55	100	115	43

자료: KNDS Deutschland, 언론보도, 하나증권

M1 Abrams는
기존 제품을 업그레이드 하여
신품 공급

리드타임은 2~3년 정도로 추정

M1 Abrams 받으려면
2029년~2030년까지
기다려야 함

General Dynamics Land Systems의 M1 Abrams는 기존 보유제품을 업그레이드 하는 형태로 공급되고 있다. M1A2 SEPv2를 비롯한 이전 모델들을 분해하여 부품들의 상태를 진단하고 오버홀 또는 교체를 통해 최신형 M1A2 SEPv3로 다시 재제조된다. 향후 증설을 통해 재제조가 아닌 신규 생산도 고려 중인 것으로 파악된다. 다만 구체적인 생산규모는 아직 알려지지 않았다. 현재 미국은 재제조에 필요한 구형 모델 M1A1, M1A2 SEPv2을 약 3,500대 수준 보유 중이다. 이 중 현역은 약 2,000대, 재고는 약 1,500대 정도인 것으로 파악된다. 이론적으로는 재제조를 통해 3,500대 수준의 최신형 모델로 업그레이드가 가능하다. 업그레이드 된 M1A2 SEPv3는 미군이 사용하거나 해외로 수출된다. 다만 수출할 수 있는 수량은 제한적일 것으로 판단한다. 미 육군이 운용하는 전차가 2,600대이고 최신형 M1A2 SEPv3가 700대 수준인 점을 감안하면 구형 전차의 수량은 약 1,900대이다. 따라서 최소한 1,900대는 미군이 사용하는 용도로 재제조되어야 현재의 전력을 유지할 수 있다. 이를 고려하면 재제조하여 수출이 가능한 물량은 1,600대 수준이다. 해당 물량에서 비축 물량과 동맹국으로의 이전 물량, 현재 수주잔고에 잡혀있는 400대 가량 물량을 제외하면 생각보다 수출이 가능한 수량은 제한적일 것으로 전망한다. 한편 현재 리드타임은 2~3년 정도로 추정된다. General Dynamics Land Systems의 현실적인 연간 생산량이 150~180대 수준인 점과 수주잔고를 감안하면 주문 이후 완납까지는 적어도 3~4년이 소요될 것으로 판단한다. M1 Abrams 신규 도입하려는 국가는 최소 2028년~2029년까지 기다려야 한다.

도표 92. 미국 M1A2 SEPv3 인도 일정 추정

(단위: 대)

2027년 이전까지 물려있는
납기일정

지금 신규주문하면 초도물량
빠르면 2027년 말 추정

	합계	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년	2030년	2031년
내수	147	8	79	38	22	0	0	0
미국 육군	147	8	79	38	22			
수출	403	211	142	34	16	0	0	0
루마니아	54	0	4	34	16			
폴란드	250	140	110					
호주	75	29						
대만	75	42	28					
합계	550	219	221	72	38	0	0	0

자료: General Dynamics Land Systems, 미국 국방부 예산추정안, 언론보도, 하나증권

9) 한국 방산기업들의 시간

무기 제작 특성상
일정 수준 리드타임
지속 유지될 것

무기 공급자 우위 분위기
당분간 지속

한국 방산기업들은
많은 수주잔고에도 불구하고
케파 미리 확대해놨기 때문에
추가적인 수주 확보 가능

러-우 전쟁 이후 유럽의 방산기업들은 공급망 병목 해소에 주력하고 있다. 다만 병목은 여전히 진행형이며 쉽게 해소되지 않고 있다. 물론 시간이 지나면 언제가는 해소될 문제이다. 다만 공급망 병목이 일부 해소되더라도 상당수의 무기들은 제작과정 자체가 일반 제품 대비 상대적으로 오래 걸리는 품목임을 견지할 필요가 있다. 유럽연합은 조금이라도 병목을 줄여 보기 위해 무기체계의 표준화를 제도화하고 있지만 결과는 미지수이다.

글로벌 무기 총수요가 증가하고 있는 현 시점에서 공급자 우위의 시장분위기는 당분간 지속될 전망이다. 한국의 방산기업들은 러-우 전쟁 이후 글로벌 무기 수요 증가에 대비하여 생산능력을 확보한 바 있다. 이미 충분히 많은 수주잔고를 소화하고 있음에도 불구하고 추가적인 대규모 수주 확보가 가능하다는 의미이다. 해외 경쟁기업들이 생산 병목으로 허덕이는 모습과 대비된다. 특히 글로벌 무기 수출시장에서 유럽 방산기업들의 점유율이 높다는 점을 감안하면 현재 구간은 한국 방산기업들이 점유율을 확대할 수 있는 절호의 기회가 될 것이다. 구체적인 대규모 해외수주의 체결 시점을 가늠하는 것은 불가능에 가깝다. 다만 안정적인 내수 수요와 최소 4년치 이상의 수주잔고, 2027년까지의 증익 가능성이 높은 점을 고려하면 국내 방산기업들의 시가총액 우상향 기조는 지속될 것으로 전망한다. 우상향 기조가 가팔라지는 분기점은 2027년 이후의 증익 가시성이 확보되는 시점으로 판단한다. 즉 추가적인 해외수주가 확보되는 때이다.

기업분석

한화에어로스페이스(012450)	54
현대로템(064350)	58
LIG넥스원(079550)	62
한국항공우주(064350)	66

2025년 9월 23일 | 기업분석_Initiation

한화에어로스페이스(012450)

풍부한 포트폴리오로 증장기 우상향하는 실적

BUY (신규)

목표주가(12M) 1,230,000원
현재주가(9.22) 1,022,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,468.65
52주 최고/최저(원)	1,041,000/274,733
시가총액(십억원)	52,697.8
시가총액비중(%)	1.85
발행주식수(천주)	51,563.4
60일 평균 거래량(천주)	232.5
60일 평균 거래대금(십억원)	210.6
외국인지분율(%)	44.77
주요주주 지분율(%)	
한화 외 6인	35.79
국민연금공단	7.92

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	27,173.2	30,038.3
영업이익(십억원)	3,524.4	4,344.9
순이익(십억원)	2,187.8	3,174.3
EPS(원)	31,545	45,034
BPS(원)	166,414	208,771

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	7,889.7	11,240.1	26,429.2	29,420.0
영업이익	594.3	1,731.9	3,479.2	4,235.7
세전이익	1,130.8	2,647.4	3,066.5	4,652.1
순이익	817.5	2,298.9	1,350.2	2,123.3
EPS	15,886	46,183	27,462	41,178
증감률	318.49	190.72	(40.54)	49.95
PER	7.72	6.96	37.22	24.82
PBR	1.79	2.97	5.29	4.43
EV/EBITDA	10.51	13.94	14.76	12.28
ROE	25.60	53.94	18.09	19.47
BPS	68,605	108,270	193,024	230,710
DPS	1,771	3,443	3,500	6,000



Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

목표주가 1,230,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

한화에어로스페이스 목표주가 1,230,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주는 SOTP 방식으로 산출했으며 PER 배수를 적용했다. 전세계 무기 총수요가 늘어나는 국면에서 제조역량과 빠른 납기가 차별화되는 경쟁력으로 작용하고 있다. 해외 경쟁사들과 달리 쌓여있는 수주잔고를 가뿐하게 소화해내며 호실적을 갱신 중이다. 최근에는 반복생산 효과로 수익성 개선효과도 확인되고 있다. 앞으로 2020년대 후반까지 무기 공급망 병목이 이어질 것으로 예상되는 점을 감안하면 빠른 납기를 거부할 유인은 적을 것이다. 현재의 제품 인도 속도만 잘 유지된다면 추가 대규모 해외수주 없이도 연간 영업이익은 2027년까지도 증가할 전망이다. 4년치 일감, 약 31조원 규모 방산 수주잔고는 언제 체결될지 가늠하기 어려운 신규수주에 대한 안전장치로 작용할 것이다. 실적 모멘텀 뿐만 아니라 수주 기대감이 동시에 존재하는 구간이다. 현재 주가 기준 2025년 PER은 37.2배, PBR은 5.3배이다.

2025년 연간 지상방산 영업이익 2.0조원(YoY + 25.0%) 전망

2025년 연간 매출액은 26.4조원으로 전년대비 135.1% 성장할 전망이다. 증가분의 상당 부분은 1분기부터 연결로 편입된 자회사 한화오션의 영향이 크다. 한화시스템의 매출액은 3.6조원으로 전년대비 27.6% 증가할 것으로 예상된다. 본업인 지상방산 매출액은 7.8조원으로 전년대비 11.2% 성장할 것으로 예상된다. 내수 매출이 안정적으로 성장하는 가운데 수출 매출은 천무 인도량이 큰 폭으로 늘어나며 성장을 주도할 전망이다. 항공 부문 매출은 2.3조원으로 전년대비 10.2% 증가할 것으로 예상된다. 군수와 LTA 물량 증가에 기인한다. 연간 영업이익은 3.5조원으로 100.9% 성장할 전망이다. 한화오션 연결 편입으로 1.5조원이 추가되는 영향이 크다. 한화시스템은 필리핀소 적자폭 확대로 소폭 감익, 항공은 적자폭 축소, 지상방산은 수출비중 확대로 추가 영업이익을 개선이 예상된다.

육·해·공 종합방산기업으로 도약

전세계 국방비는 이미 확장 기조로 전환되었고 이에 따른 무기 수요 증가는 필연적이다. 동사는 육·해·공 전 영역의 포트폴리오로 이러한 흐름에 대응하고 있다. 지상무기 측면에서 자주포는 글로벌 점유율 1위를 유지하고 있으며 기존 도입국의 재도입과 미국 등 신규 시장 진출이 기대된다. 다연장로켓포의 현실적인 선택지는 HIMARS와 천무로 압축된다. 점유율 확대 초기단계로 성장성이 높다는 판단이다. 장약은 글로벌 공급 부족이 지속되는 가운데 재고 확충 수요가 급증하고 있는 것으로 추정된다. 단기간에 종설이 어려운 점을 감안하면 수혜는 장기간 이어질 가능성이 있다. 이외에도 보병전투차, 함정, 전투기 엔진 등 풍부한 육·해·공 포트폴리오를 보유한 글로벌 종합 방산기업으로서 꾸준한 성장이 예상된다.

Valuation 및 투자의견

투자의견 매수
목표주가 1,230,000원
커버리지 개시

한화에어로스페이스의 목표주가 1,230,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 SOTP 방식으로 산출했으며 글로벌 4개 업체의 FWD PER 평균 41.1배수를 적용했다. 해외 경쟁업체들이 공급 병목을 겪고 있는 가운데 동사 점유율 확대가 기대되는 구간이다.

전세계 무기 총수요가 늘어나는 국면에서 제조역량과 빠른 납기가 차별화되는 경쟁력으로 작용하고 있다. 해외 경쟁사들과 달리 쌓여있는 수주잔고를 가뿐하게 소화해내며 호실적을 갱신 중이다. 최근에는 반복생산 효과로 수익성 개선효과도 확인되고 있다. 앞으로 2020년대 후반까지 무기 공급망 병목이 이어질 것으로 예상되는 점을 감안하면 빠른 납기를 거부할 유인은 적을 것이다. 현재의 제품인도 속도만 잘 유지된다면 추가 대규모 해외수주 없이도 연간 영업이익은 2027년까지도 증가할 전망이다. 4년치 일감, 약 31조원 규모 방산 수주잔고는 언제 체결될지 가늠하기 어려운 신규수주에 대한 안전장치이다. 이를 감안하면 여전히 실적 모멘텀 뿐만 아니라 수주 기대감도 존재하는 구간으로 판단한다.

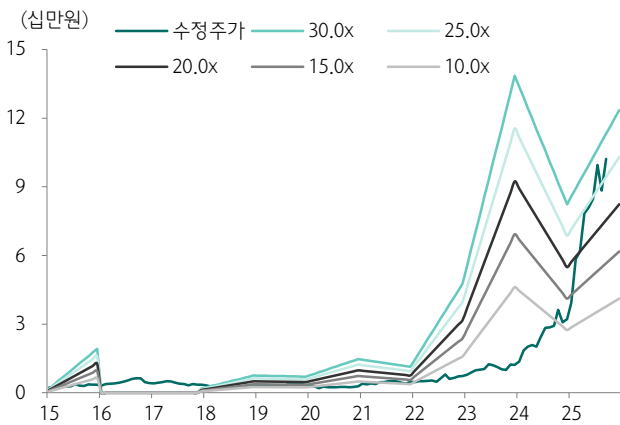
현재 주가 기준 2025년 PER은 37.2배, PBR은 5.3배이다.

도표 1. 한화에어로스페이스 목표주가 산정

구분		비고	
방산과 항공 영업가치(조원)	55.0(a)	2025년 순이익(1.3조원)*Target PER(41배) Rheinmetall, General Dynamics, Renk, Hensoldt FWD PER 41배 적용	
상장자회사 지분가치(조원)	8.0(b)	한화오션, 한화시스템, 씨트랙아이 지분 60% 할인(9월 22일 기준)	
기타 지분가치(조원)	0.5(c)	출자회사 장부가 60% 할인	
기업가치(조원)	62.1(d)	(a)+(b)+(c)	
발행 주식 수(천주)	51,563(e)		
목표주가 산정(d/e)	1,230,000원	목표주가(원)	1,230,000원
상승여력(%)	20.4%	현재주가(원)	1,022,000원

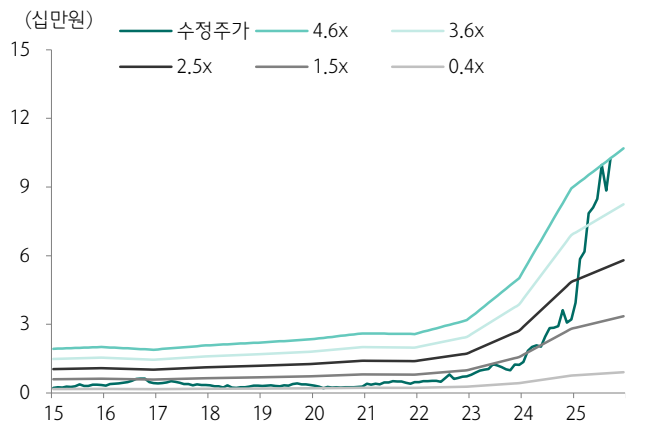
자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

도표 2. 한화에어로스페이스 12M Fwd PER 추이



자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

도표 3. 한화에어로스페이스 12M Fwd PBR 추이



자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

2025년 매출액 26.4조원(YoY +135.1%), 영업이익 3.5조원(YoY +100.9%) 전망

2025년 연간 영업실적 전망
매출액 26.4조원(YoY +135.1%)
영업이익 3.5조원(YoY +100.9%)

2025년 연간 매출액은 26.4조원으로 전년대비 135.1% 성장할 전망이다. 증가분의 상당 부분은 1분기부터 연결로 편입된 자회사 한화오션의 영향이 크다. 한화시스템의 매출액은 3.6조원으로 전년대비 27.6% 증가할 것으로 예상된다. 본업인 지상방산 매출액은 7.8조원으로 전년대비 11.2% 성장할 것으로 예상된다. 내수 매출이 안정적으로 성장하는 가운데 수출 매출은 천무 인도량이 큰 폭으로 늘어나며 성장을 주도할 전망이다. 항공 부문 매출은 2.3조원으로 전년대비 10.2% 증가할 것으로 예상된다. 군수와 LTA 물량 증가에 기인한다.

연간 영업이익은 3.5조원으로 100.9% 성장할 전망이다. 한화오션 연결 편입으로 1.5조원이 추가되는 영향이 크다. 한화시스템은 필리핀소스 적자폭 확대로 소폭 감익, 항공은 적자폭 축소, 지상방산은 수출비중 확대로 추가 영업이익을 개선이 예상된다.

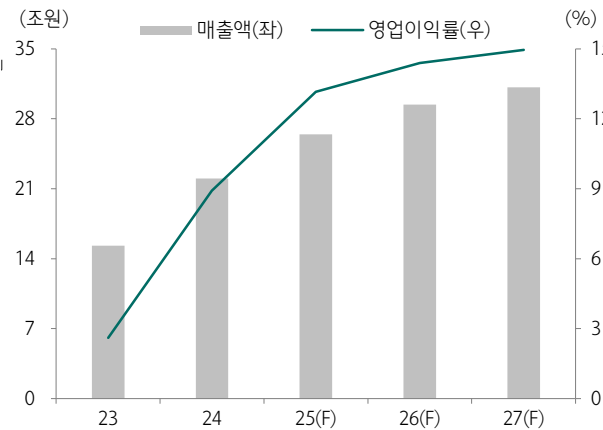
도표 4. 한화에어로스페이스 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2025년 YoY	2026년 YoY
매출액	15,298	22,017	26,429	29,420	31,163	20.0	11.3
지상방산	4,133	7,006	7,793	8,656	8,825	11.2	11.1
항공	1,611	2,045	2,253	2,290	2,492	10.2	1.6
한화시스템	2,453	2,804	3,579	4,323	4,453	27.6	20.8
한화오션	7,408	10,776	13,215	14,595	15,884	22.6	10.4
기타(세트렉아이, HOESS, 연결조정)	(306)	(615)	(411)	(444)	(490)	(33.1)	8.0
영업이익	398	1,963	3,479	4,236	4,662	77.3	21.7
세전이익	1,323	2,857	3,066	4,652	5,088	7.3	51.7
순이익	885	2,521	1,350	2,123	2,327	(46.4)	57.3
영업이익률(%)	2.6	8.9	13.2	14.4	15.0	4.2	1.2
세전이익률(%)	8.6	13.0	11.6	15.8	16.3	(1.4)	4.2
순이익률(%)	5.8	11.4	5.1	7.2	7.5	(6.3)	2.1

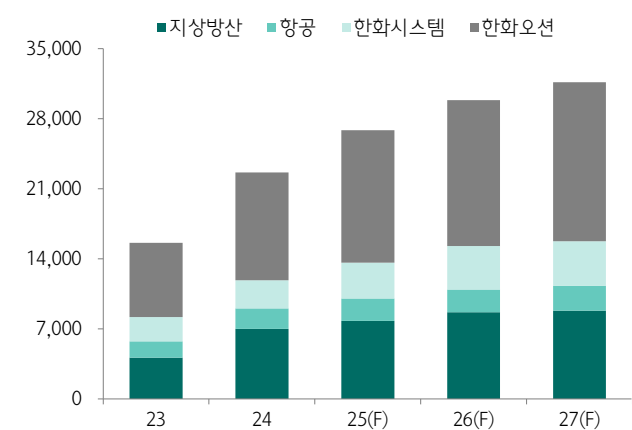
자료: 한화에어로스페이스, 하나증권
주: 2023년, 2024년 실적에 한화오션 포함

도표 5. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, 하나증권
주: 2023년, 2024년 실적에 한화오션 포함

도표 6. 연간 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, 하나증권
주: 2023년, 2024년 실적에 한화오션 포함

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,889.7	11,240.1	26,429.2	29,420.0	31,163.3
매출원가	6,461.5	8,370.3	20,348.6	22,135.3	23,268.3
매출총이익	1,428.2	2,869.8	6,080.6	7,284.7	7,895.0
판매비	833.8	1,138.0	2,601.4	3,049.0	3,233.1
영업이익	594.3	1,731.9	3,479.2	4,235.7	4,661.9
금융손익	763.7	(121.3)	(348.5)	98.0	(124.0)
종속/관계기업손익	15.8	105.3	67.4	62.8	78.5
기타영업외손익	(243.0)	931.5	(131.7)	255.6	471.8
세전이익	1,130.8	2,647.4	3,066.5	4,652.1	5,088.3
법인세	232.0	136.1	795.4	1,116.5	1,221.2
계속사업이익	898.7	2,511.3	2,271.1	3,535.6	3,867.1
중단사업이익	78.2	28.6	0.0	0.0	0.0
당기순이익	976.9	2,539.9	2,271.1	3,535.6	3,867.1
비배주주지분 순이익	159.4	240.9	920.9	1,412.3	1,539.8
지배주주순이익	817.5	2,298.9	1,350.2	2,123.3	2,327.3
지배주주지분포괄이익	749.9	2,375.7	1,444.6	2,390.0	2,614.1
NOPAT	472.4	1,642.8	2,576.8	3,219.1	3,543.1
EBITDA	933.4	2,062.8	4,268.4	5,015.7	5,377.4
성장성(%)					
매출액증가율	11.75	42.47	135.13	11.32	5.93
NOPAT증가율	91.10	247.76	56.85	24.93	10.06
EBITDA증가율	40.76	121.00	106.92	17.51	7.21
영업이익증가율	48.46	191.42	100.89	21.74	10.06
(지배주주)순이익증가율	318.37	181.21	(41.27)	57.26	9.61
EPS증가율	318.49	190.72	(40.54)	49.95	9.61
수익성(%)					
매출총이익률	18.10	25.53	23.01	24.76	25.33
EBITDA이익률	11.83	18.35	16.15	17.05	17.26
영업이익률	7.53	15.41	13.16	14.40	14.96
계속사업이익률	11.39	22.34	8.59	12.02	12.41

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	15,886	46,183	27,462	41,178	45,135
BPS	68,605	108,270	193,024	230,710	269,858
CFPS	17,667	51,113	97,814	106,873	110,683
EBITDAPS	18,138	41,440	86,819	97,272	104,288
SPS	153,312	225,800	537,568	570,559	604,369
DPS	1,771	3,443	3,500	6,000	6,500
주가지표(배)					
PER	7.72	6.96	37.22	24.82	22.64
PBR	1.79	2.97	5.29	4.43	3.79
PCFR	6.94	6.29	10.45	9.56	9.23
EV/EBITDA	10.51	13.94	14.76	12.28	10.95
PSR	0.80	1.42	1.90	1.79	1.69
재무비율(%)					
ROE	25.60	53.94	18.09	19.47	18.06
ROA	4.71	7.31	2.53	3.16	3.15
ROIC	14.08	22.92	26.86	41.11	50.07
부채비율	317.21	281.34	274.08	249.68	221.79
순부채비율	50.17	66.04	16.94	0.30	(17.57)
이자보상배율(배)	3.97	7.14	7.12	7.86	8.12

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,192.0	22,868.0	41,450.8	48,357.0	54,716.6
금융자산	1,909.3	3,684.5	9,336.0	13,802.1	18,101.8
현금성자산	1,806.4	2,967.7	8,186.9	12,565.6	16,791.5
매출채권	2,034.0	8,509.0	14,258.0	15,342.9	16,258.7
재고자산	2,868.6	6,290.3	10,540.3	11,342.3	12,019.3
기타유동자산	2,380.1	4,384.2	7,316.5	7,869.7	8,336.8
비유동자산	10,350.9	20,468.9	21,901.3	22,596.8	22,029.4
투자자산	3,942.4	2,416.5	3,762.8	3,938.2	4,086.4
금융자산	738.6	1,452.6	2,147.7	2,200.3	2,244.7
유형자산	3,410.3	8,319.9	9,157.1	10,012.7	9,596.2
무형자산	2,202.8	7,744.2	7,417.4	7,081.8	6,782.7
기타비유동자산	795.4	1,988.3	1,564.0	1,564.1	1,564.1
자산총계	19,542.9	43,336.9	63,352.1	70,953.8	76,746.0
유동부채	12,076.6	25,516.1	37,794.6	40,207.1	42,243.6
금융부채	2,615.8	6,566.4	6,655.0	6,712.2	6,760.5
매입채무	919.4	1,708.3	2,862.4	3,080.2	3,264.1
기타유동부채	8,541.4	17,241.4	28,277.2	30,414.7	32,219.0
비유동부채	2,782.1	6,456.4	8,622.0	10,455.7	10,653.0
금융부채	1,643.5	4,623.3	5,550.4	7,150.4	7,150.4
기타비유동부채	1,138.6	1,833.1	3,071.6	3,305.3	3,502.6
부채총계	14,858.7	31,972.6	46,416.6	50,662.8	52,896.6
지배주주지분	3,528.3	4,995.1	9,932.0	11,875.2	13,893.8
자본금	265.7	240.4	249.0	249.0	249.0
자본잉여금	191.8	206.7	3,989.6	3,989.6	3,989.6
자본조정	(2.2)	(738.2)	(738.2)	(738.2)	(738.2)
기타포괄이익누계액	445.7	539.7	530.4	530.4	530.4
이익잉여금	2,627.4	4,746.5	5,901.1	7,844.4	9,863.0
비지배주주지분	1,155.9	6,369.2	7,003.5	8,415.8	9,955.6
자본총계	4,684.2	11,364.3	16,935.5	20,291.0	23,849.4
순금융부채	2,350.1	7,505.3	2,869.4	60.5	(4,190.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,390.2	1,393.0	13,609.1	5,356.4	5,466.7
당기순이익	976.9	2,539.9	2,271.1	3,535.6	3,867.1
조정	(48.7)	(244.1)	1,293.5	804.9	742.0
감가상각비	339.1	330.9	789.2	780.0	715.5
외환거래손익	18.6	(11.4)	148.7	0.0	0.0
지분법손익	28.3	(1,239.7)	(2.2)	0.0	0.0
기타	(434.7)	676.1	357.8	24.9	26.5
영업활동 자산부채변동	462.0	(902.8)	10,044.5	1,015.9	857.6
투자활동 현금흐름	(3,029.1)	(1,367.3)	(3,668.1)	(1,562.9)	(221.9)
투자자산감소(증가)	(2,001.4)	7,845.4	(1,346.3)	(175.5)	(148.1)
자본증가(감소)	(453.4)	(578.2)	(1,193.7)	(1,300.0)	0.0
기타	(574.3)	(8,634.5)	(1,128.1)	(87.4)	(73.8)
재무활동 현금흐름	461.7	6,090.8	4,463.9	1,452.2	(287.0)
금융부채증가(감소)	537.6	6,928.1	1,081.1	1,657.2	48.3
자본증가(감소)	(25.3)	(10.4)	3,791.5	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	(735.9)	(249.6)	(24.9)	(26.6)
배당지급	(50.6)	(91.0)	(159.1)	(180.1)	(308.7)
현금의 증감	(1,177.2)	6,116.4	5,319.4	4,378.6	4,225.9
Unlevered CFO	909.2	2,544.4	4,809.0	5,510.7	5,707.2
Free Cash Flow	936.9	814.8	12,406.0	4,056.4	5,466.7

2025년 9월 23일 | 기업분석_Initiation

현대로템(064350)

이제 시작이라 조금 시간이 걸릴 뿐

BUY (신규)

목표주가(12M) 270,000원
현재주가(9.22) 221,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,468.65
52주 최고/최저(원)	230,000/44,450
시가총액(십억원)	24,120.4
시가총액비중(%)	0.84
발행주식수(천주)	109,142.3
60일 평균 거래량(천주)	927.9
60일 평균 거래대금(십억원)	181.5
외국인지분율(%)	33.03
주요주주 지분율(%)	
현대자동차 외 3인	33.77
국민연금공단	8.08

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	5,694.7	6,900.6
영업이익(십억원)	1,010.6	1,304.7
순이익(십억원)	789.3	1,046.2
EPS(원)	7,275	9,642
BPS(원)	25,930	35,399

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	3,587.4	4,376.6	5,738.6	6,247.3
영업이익	210.0	456.6	1,050.3	1,100.8
세전이익	180.8	509.6	1,055.9	1,104.8
순이익	161.0	406.9	811.7	851.1
EPS	1,475	3,728	7,437	7,799
증감률	(18.60)	152.75	99.49	4.87
PER	18.03	13.33	29.72	28.34
PBR	1.73	2.65	7.62	6.05
EV/EBITDA	9.83	9.87	19.83	18.49
ROE	10.06	21.85	31.17	23.81
BPS	15,391	18,737	28,988	36,527
DPS	100	200	260	340



Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

목표주가 270,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

현대로템 목표주가 270,000원과 투자의견 매수로 커버리지 개시한다. 목표주가는 2025년과 2026년 예상 EPS 평균에 PER 35배를 적용하여 산출했다. 현재 최상위급 전차를 전력화하려면 크게 세 가지 선택지가 있다. 독일의 Leopard2와 미국의 M1 Abrams 그리고 한국 K2이다. 독일과 미국 전차는 수 많은 국가에서 운용될 정도로 널리 보급되어 있지만 K2는 한국과 폴란드 두 나라에서만 전력화했다. 구매국 입장에서는 익숙하지 않기 때문에 의구심이 생길 수 있다. 다만 이는 시간 문제일 뿐이다. 무기의 효용이 같거나 오히려 더 좋으면서 가격이 상대적으로 저렴하다면 구매국 편견은 충분히 바뀔 수 있다. 그 변화는 폴란드가 K2전차를 대규모 운용하기 시작하고 현지 생산법인이 가동되기 전부터도 나타날 가능성이 있다. 수출 국가 확장 초기라 시간이 걸릴 뿐 방향성은 명확하다. 현재 주가 기준 2025년 PER은 29.7배, PBR은 7.6배이다.

2025년 연간 영업이익 1.1조원(YoY + 130.1%) 전망

2025년 연간 매출액은 5.7조원으로 전년대비 31.1% 성장할 전망이다. 작년과 마찬가지로 방산 디펜스솔루션 부문이 매출액 성장을 견인할 것으로 예상된다. 디펜스솔루션 매출액은 3.3조원으로 전년대비 37.7% 성장할 것으로 추정한다. 안정적인 내수 성장세가 지속되는 가운데 폴란드 1차 이행계약 매출 인식 물량이 전년대비 크게 증가하며 수출 부문 고성장이 예상된다. 3년 연속 높은 기저를 뛰어넘는 성장세이다. 레일솔루션과 에코플랜드의 매출은 각각 1.9조원, 0.6조원으로 전년대비 26.8%, 13.5% 증가할 전망이다. 영업이익은 1.1조원을 기록하며 전년대비 130.1% 증가할 것으로 예상된다. 디펜스솔루션의 고마진 수출 비중이 6.2%p 개선되는 가운데 작년 대규모 적자 기록했던 레일솔루션 부문 흑자전환에 기인한다.

폴란드만으로도 증익기조 유지 가능

폴란드 프레임 계약의 전체 물량 1,000대 중 아직 640대가 이행계약으로 체결되지 않은 상태이다. 현재 폴란드는 독일과 미국, 한국 전차를 혼용하여 운용 중이다. 최근 공시된 2차 이행계약 180대 인도가 마무리되면 한국 전차의 운용 비중이 가장 높아질 예정이다. 운용 대수가 많을수록 유지나 보수, 수리 등 비용 측면에서 이점이 명확하기 때문에 남아있는 640대에 대한 이행 여부 우려는 과도하다. 폴란드 현지 생산법인 가동 시기가 가까워질수록 불확실성은 점차 해소될 것으로 전망한다. 사측이 안내한 다음 이행계약 일정은 2027년이다. 빠른 인도를 원하는 폴란드의 의중이 반영되어 있는 것으로 파악된다. 2027년에 3차 이행계약이 이전과 유사한 수량으로 체결된다면 증익기조는 2029년까지도 충분하다.

Valuation 및 투자의견

투자의견 매수
목표주가 270,000원
커버리지 개시

현대로템 목표주가 270,000원과 투자의견 매수로 커버리지 개시한다. 목표주가는 2025년과 2026년 예상 EPS의 평균에 PER 35배를 적용하여 산출했다. 목표 PER은 글로벌 4개 업체의 FWD PER 41.1배를 15% 할인하여 산출했다. 향후 전차 수출 국가 다변화로 점유율이 확대 된다면 경쟁사들과의 밸류에이션 괴리는 점차 줄어들 전망이다.

현재 최상위급 전차를 전력화려면 크게 세 가지 선택지가 있다. 독일의 Leopard2와 미국의 M1 Abrams 그리고 한국 K2이다. 독일과 미국의 전차는 수 많은 국가에서 운용될 정도로 널리 보급되어 있지만 K2는 한국과 폴란드 두 나라에서만 전력화했다. 구매국 입장에서는 익숙하지 않기 때문에 의구심이 생길 수 있다. 다만 이는 시간 문제일 뿐이다. 무기 효용이 같거나 오히려 더 좋으면서 가격이 상대적으로 저렴하다면 구매국 편견은 충분히 바뀔 수 있다. 그 변화는 폴란드가 K2전차를 대규모 운용하기 시작하고 현지 생산법인이 가동되기 전부터도 나타날 가능성이 있다. 수출국가 확장 초기라 시간이 걸릴 뿐 방향성은 명확하다.

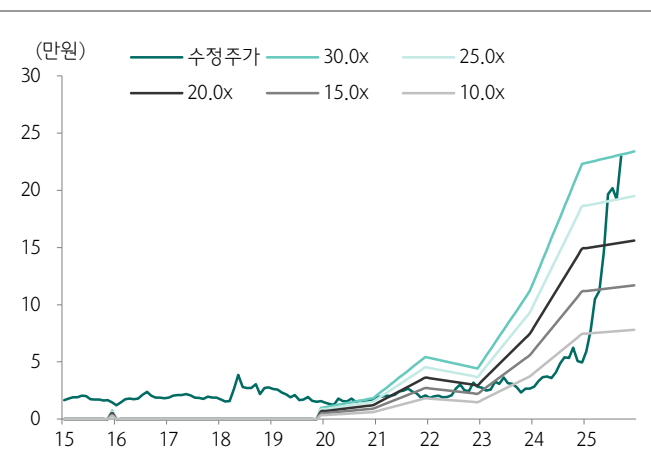
현재 주가 기준 2025년 PER은 29.7배, PBR은 7.6배이다.

도표 1. 현대로템 목표주가 산정

구분		비고	
주당순이익(원)	7,618	2025년, 2026년 예상 EPS의 합 / 2	
적정PER(배)	35.0	해외 4개 업체 FWD PER 평균 41.1배의 15% 할인 (Rheinmetall, General Dynamics, Renk, Hensoldt)	
목표주가 산정	270,000	목표주가(원)	270,000원
상승여력(%)	22.8	현재주가(원)	221,000원

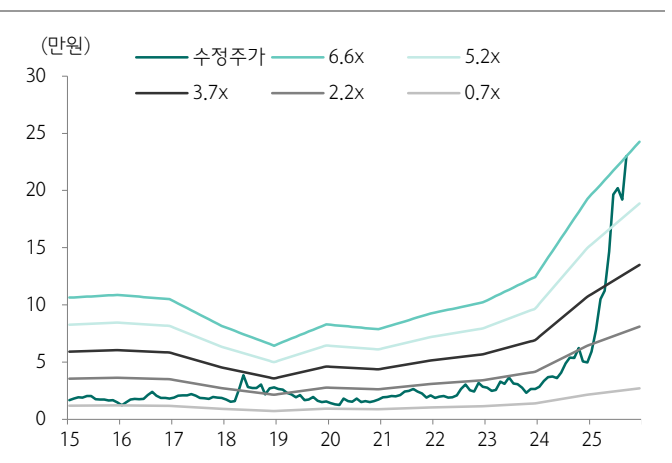
자료: 현대로템, 하나증권

도표 2. 현대로템 12M Fwd PER 추이



자료: 현대로템, 하나증권

도표 3. 현대로템 12M Fwd PBR 추이



자료: 현대로템, 하나증권

2025년 매출액 5.7조원(YoY +31.1%), 영업이익 1.1조원(YoY +130.1%) 전망

2025년 연간 영업실적 전망
 매출액 5.7조원(YoY +31.1%)
 영업이익 1.1조원(YoY +130.1%)

2025년 연간 매출액은 5.7조원으로 전년대비 31.1% 성장할 전망이다. 작년과 마찬가지로 방산 디펜스솔루션 부문이 매출액 성장을 견인할 것으로 예상된다. 디펜스솔루션 매출액은 3.3조원으로 전년대비 37.7% 성장할 것으로 추정한다. 안정적인 내수 성장세가 지속되는 가운데 폴란드 1차 이행계약 매출 인식 물량이 전년대비 크게 증가하며 수출 부문 고성장이 예상된다. 3년 연속 높은 기저를 뛰어넘는 성장세이다. 레일솔루션과 에코플랜트의 매출은 각각 1.9조원, 0.6조원으로 전년대비 26.8%, 13.5% 증가할 전망이다.

영업이익은 1.1조원을 기록하며 전년대비 130.1% 증가할 것으로 예상된다. 디펜스솔루션의 고마진 수출 비중이 6.2%p 개선되는 가운데 작년 대규모 적자 기록했던 레일솔루션 부문 흑자전환에 기인한다.

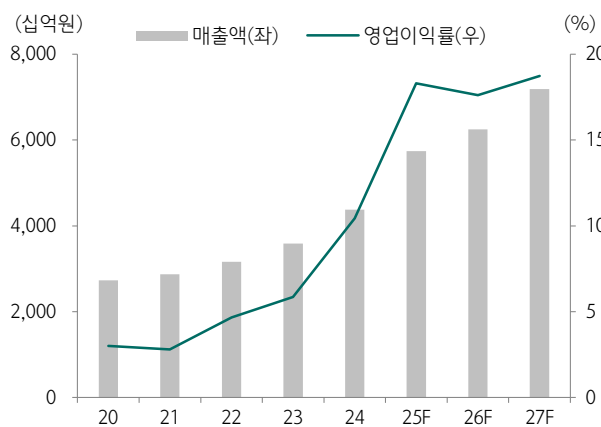
도표 4. 현대로템 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2025년 YoY	2026년 YoY
매출액	2,728	2,873	3,163	3,587	4,377	5,739	6,247	7,189	31.1	8.9
디펜스솔루션	822	896	1,059	1,578	2,365	3,257	3,667	4,496	37.7	12.6
레일솔루션	1,452	1,675	1,779	1,554	1,496	1,896	2,019	2,171	26.8	6.5
에코플랜트	454	301	325	456	516	586	562	522	13.5	(4.1)
영업이익	82	80	147	210	457	1,050	1,101	1,347	130.1	4.8
세전이익	15	35	104	181	510	1,056	1,105	1,355	107.2	4.6
순이익	31	67	198	161	407	812	851	1,038	99.5	4.9
영업이익률(%)	3.0	2.8	4.7	5.9	10.4	18.3	17.6	18.7	7.9	(0.7)
세전이익률(%)	0.6	1.2	3.3	5.0	11.6	18.4	17.7	18.8	6.8	(0.7)
순이익률(%)	1.1	2.3	6.3	4.5	9.3	14.1	13.6	14.4	4.8	(0.5)

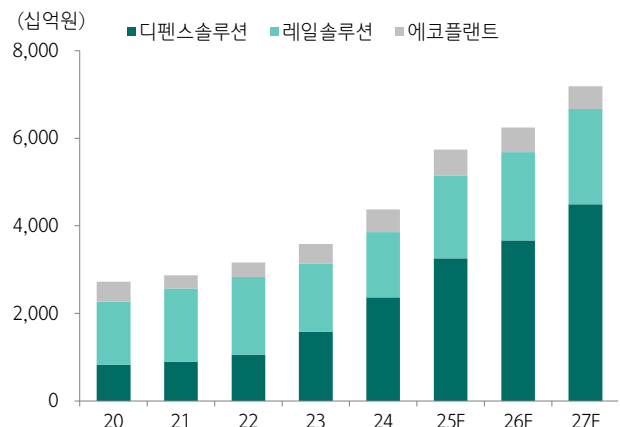
자료: 현대로템, 하나증권

도표 5. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: 현대로템, 하나증권

도표 6. 연간 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 현대로템, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,587.4	4,376.6	5,738.6	6,247.3	7,189.2
매출원가	3,123.0	3,547.6	4,247.8	4,668.2	5,263.8
매출총이익	464.4	829.0	1,490.8	1,579.1	1,925.4
판매비	254.4	372.5	440.5	478.3	578.1
영업이익	210.0	456.6	1,050.3	1,100.8	1,347.3
금융손익	0.4	23.3	38.1	2.9	0.1
종속/관계기업손익	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타영업외손익	(29.4)	29.8	(32.4)	1.2	7.3
세전이익	180.8	509.6	1,055.9	1,104.8	1,354.6
법인세	24.1	104.3	251.6	265.1	325.1
계속사업이익	156.8	405.3	804.3	839.6	1,029.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	156.8	405.3	804.3	839.6	1,029.5
비배주주지분 손이익	(4.2)	(1.6)	(7.4)	(11.5)	(8.8)
지배주주순이익	161.0	406.9	811.7	851.1	1,038.3
지배주주지분포괄이익	159.5	376.0	1,136.4	841.1	1,031.3
NOPAT	182.1	363.1	800.0	836.6	1,023.9
EBITDA	250.0	503.6	1,107.7	1,162.4	1,418.0
성장성(%)					
매출액증가율	13.41	22.00	31.12	8.86	15.08
NOPAT증가율	(34.07)	99.40	120.32	4.58	22.39
EBITDA증가율	34.55	101.44	119.96	4.94	21.99
영업이익증가율	42.37	117.43	130.03	4.81	22.39
지배주주순이익증가율	(18.60)	152.73	99.48	4.85	22.00
EPS증가율	(18.60)	152.75	99.49	4.87	21.98
수익성(%)					
매출총이익률	12.95	18.94	25.98	25.28	26.78
EBITDA이익률	6.97	11.51	19.30	18.61	19.72
영업이익률	5.85	10.43	18.30	17.62	18.74
계속사업이익률	4.37	9.26	14.02	13.44	14.32

투자지표					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,475	3,728	7,437	7,799	9,513
BPS	15,391	18,737	28,988	36,527	45,700
CFPS	2,864	6,298	10,122	10,317	12,560
EBITDAPS	2,290	4,614	10,149	10,650	12,993
SPS	32,869	40,100	52,580	57,240	65,870
DPS	100	200	260	340	442
주가지표(배)					
PER	18.03	13.33	29.72	28.34	23.23
PBR	1.73	2.65	7.62	6.05	4.84
PCFR	9.29	7.89	21.83	21.42	17.60
EV/EBITDA	9.83	9.87	19.83	18.49	14.78
PSR	0.81	1.24	4.20	3.86	3.36
재무비율(%)					
ROE	10.06	21.85	31.17	23.81	23.14
ROA	3.20	7.73	13.91	12.41	12.15
ROIC	10.15	25.21	46.99	39.24	43.43
부채비율	218.25	163.07	104.73	86.41	98.43
순부채비율	(25.10)	(20.88)	(30.96)	(36.22)	(39.72)
이자보상배율(배)					
	7.27	27.47	124.46	199.11	242.11

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,690.2	3,686.3	4,179.6	4,901.4	7,079.6
금융자산	1,008.4	770.5	1,079.6	1,537.8	2,072.8
현금성자산	396.1	472.3	765.8	1,210.7	1,596.4
매출채권	339.2	909.4	957.0	1,093.3	1,701.4
재고자산	268.7	315.6	363.7	415.5	605.1
기타유동자산	2,073.9	1,690.8	1,779.3	1,854.8	2,700.3
비유동자산	1,551.3	1,599.1	2,207.7	2,426.5	2,690.1
투자자산	54.5	55.2	67.5	77.9	92.3
금융자산	54.0	53.9	66.2	76.5	90.3
유형자산	1,234.4	1,292.0	1,905.5	2,064.7	2,268.0
무형자산	92.1	104.1	114.9	124.0	140.1
기타비유동자산	170.3	147.8	119.8	159.9	189.7
자산총계	5,241.5	5,285.4	6,387.3	7,327.9	9,769.7
유동부채	3,204.7	3,019.9	3,001.6	3,120.5	4,452.8
금융부채	338.6	328.6	94.0	94.3	97.4
매입채무	465.1	432.0	454.6	473.9	690.1
기타유동부채	2,401.0	2,259.3	2,453.0	2,552.3	3,665.3
비유동부채	389.8	256.5	265.8	276.2	393.3
금융부채	256.4	22.4	19.5	19.5	19.5
기타비유동부채	133.4	234.1	246.3	256.7	373.8
부채총계	3,594.5	3,276.3	3,267.4	3,396.8	4,846.2
지배주주지분	1,679.9	2,045.0	3,163.9	3,986.6	4,987.8
자본금	545.7	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	297.1	290.8	618.3	618.3	618.3
이익잉여금	317.2	688.6	1,479.9	2,302.7	3,303.9
비지배주주지분	(32.9)	(35.9)	(44.0)	(55.5)	(64.3)
자본총계	1,647.0	2,009.1	3,119.9	3,931.1	4,923.5
순금융부채	(413.4)	(419.4)	(966.1)	(1,424.0)	(1,955.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	734.2	142.5	1,102.8	883.7	1,295.2
당기순이익	156.8	405.3	804.3	839.6	1,029.5
조정	140.0	278.3	139.7	61.6	70.8
감가상각비	39.9	47.0	57.3	61.6	70.7
외환거래손익	7.9	9.3	7.6	0.0	0.0
지분법손익	(0.6)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	92.8	221.9	74.8	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	437.4	(541.1)	158.8	(17.5)	194.9
투자활동 현금흐름	(270.4)	232.6	(290.9)	(293.7)	(483.6)
투자자산감소(증가)	(31.7)	(33.5)	(12.3)	(10.4)	(14.3)
자본증가(감소)	(54.7)	(81.0)	(216.8)	(200.0)	(250.0)
기타	(184.0)	347.1	(61.8)	(83.3)	(219.3)
재무활동 현금흐름	(561.3)	(254.8)	(258.3)	(28.1)	(34.0)
금융부채증가(감소)	(561.3)	(243.8)	(237.6)	0.3	3.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.1)	1.1	(0.0)	0.0
배당지급	0.0	(10.9)	(21.8)	(28.4)	(37.1)
현금의 증감	(97.5)	120.3	286.9	444.9	385.8
Unlevered CFO	312.6	687.4	1,104.8	1,126.1	1,370.8
Free Cash Flow	679.5	61.5	885.8	683.7	1,045.2

2025년 9월 23일 | 기업분석_Initiation

LIG넥스원(079550)

감익 걱정은 이른 것 같습니다

BUY (신규)

목표주가(12M) 562,000원
현재주가(9.22) 496,000원

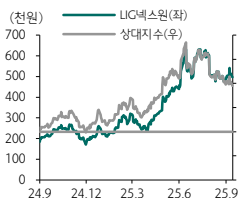
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,468.65
52주 최고/최저(원)	631,000/171,100
시가총액(십억원)	10,912.0
시가총액비중(%)	0.38
발행주식수(천주)	22,000.0
60일 평균 거래량(천주)	162.7
60일 평균 거래대금(십억원)	86.8
외국인지분율(%)	31.74
주요주주 지분율(%)	
엘이이지 외 8 인	38.21
국민연금공단	10.00

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	4,029.6	4,776.7
영업이익(십억원)	352.5	476.4
순이익(십억원)	308.7	395.5
EPS(원)	14,472	18,535
BPS(원)	66,904	82,774

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,308.6	3,276.3	4,340.7	4,916.7
영업이익	186.4	229.8	345.2	441.5
세전이익	185.0	209.6	369.1	445.3
순이익	175.0	221.7	301.5	349.7
EPS	7,953	10,078	13,703	15,894
증감률	42.32	26.72	35.97	15.99
PER	16.41	21.88	36.20	31.21
PBR	2.71	3.99	7.46	6.29
EV/EBITDA	10.58	15.51	22.86	18.68
ROE	17.61	19.59	22.59	21.94
BPS	48,076	55,272	66,474	78,794
DPS	1,950	2,400	3,600	4,071



Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

목표주가 562,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

LIG넥스원 목표주가 562,000원과 투자의견 매수 커버리지 개시한다. 목표주가는 2025년과 2026년 예상 EPS 평균에 PER 38배를 적용하여 산출했다. 향후 3년 동안 안정적인 영업이익 성장세가 기대되는 기업이다. 2026년~27년 연간 신규 수주금액을 매년 5조원으로 가정해도 증익기조는 2028년까지 지속될 가능성이 높다. 2023년, 2024년, 2025년 상반기까지의 신규 수주금액은 각각 약 10조원, 4조원, 6조원이다. 이를 감안하면 연간 신규수주 5조원 가점은 해외 대규모 수주 가능성을 반영하지 않은 수치로 판단한다. 즉 실적 피크아웃을 걱정하기엔 이른 시기이다. 2025년 2분기 기준 수주잔고는 약 24조원으로 7년치 일감을 보유 중이다. 현재 주가 기준 2025년 PER은 36.2배, PBR은 7.4배이다.

2025년 연간 영업이익 3,452억원(YoY + 63.1%) 전망

2025년 연간 매출액은 4.3조원으로 전년대비 32.5% 성장할 전망이다. 연초에 가이던스로 제시했던 매출액 연평균 성장률 15%를 큰 폭으로 상회하는 수치이다. 지역별로 구분하면 내수와 수출 매출액은 각각 전년대비 37.7%, 15.7% 성장이 예상된다. 내수 부문 성장세가 호실적을 주도하는 흐름이다. 천공, 현공, 중어뢰 양산 등 유도무기 부문과 알려지지 않은 비닉 사업들이 다수 존재하는 것으로 추정된다. 수출은 매분기마다 증액될 것으로 예상되는 중동향 천공 개발매출이 성장을 주도할 전망이다. 연간 영업이익은 3,452억원이 예상된다. 전년대비 50.2% 성장한 수치이다. 고마진 수출매출 비중은 내수의 고성장으로 3.0%p 감소한다. 다만 2024년 저마진 인도네시아 수출매출이 고마진 매출로 대체되며 믹스는 개선될 예정이다. 이에 따라 전사 영업이익률은 전년대비 0.9%p 개선된 8.0%를 기록할 전망이다.

2026년부터 중동 수주잔고 매출 인식 본격화

중동 대규모 수주가 빛을 발하는 시기가 머지않았다. 동사는 2022년 폴란드에서 대규모 수주를 받은 국내 방산기업들과 달리 중동에서 10조원 규모 수주잔고를 채웠다. 주력 수출 품목인 방공체계는 매출인식 기간이 길기 때문에 지난 3년간 상대적으로 이익 증가 속도가 더뎠다. 하지만 2026년부터 중동에서 발주받은 세 건의 수주가 모두 매출액으로 인식되는 구간에 진입한다. 2025년 4분기~2026년 1분기 UAE 천공 양산에 이어 2026년 연중 사우디 아라비아와 이라크 개발매출이 이어질 것으로 전망한다. 진행률 기준으로 인식하기 때문에 시간이 지날수록 실적으로 반영되는 매출액은 더욱 커진다. 이에 따라 2028년까지 계단식으로 수출 비중이 확대될 것으로 예상하며 점진적인 수익성 개선을 기대한다.

Valuation 및 투자의견

투자의견 매수
목표주가 562,000원
커버리지 개시

LIG넥스원 목표주가 562,000원과 투자의견 매수 커버리지 개시한다. 목표주가는 2025년과 2026년 예상 EPS 평균에 PER 38배를 적용하여 산출했다. 목표 PER은 글로벌 4개 업체의 FWD PER 38.1배를 적용했다.

향후 3년 동안 안정적인 영업이익 성장세가 기대되는 기업이다. 2026년~2027년 연간 신규 수주금액을 매년 5조원 수준으로 가정해도 증익 기조는 2028년까지 지속될 가능성이 높다. 2023년, 2024년, 2025년 상반기까지의 신규 수주금액은 각각 약 10조원, 4조원, 6조원이다. 이를 감안하면 연간 신규수주 5조원 가점은 해외 대규모 수주 가능성을 반영하지 않은 보수적인 수치로 판단한다. 즉 실적 피크아웃을 걱정하기엔 이른 시기이다. 2025년 2분기 기준 수주잔고는 약 24조원으로 7년치 일감을 보유 중이다.

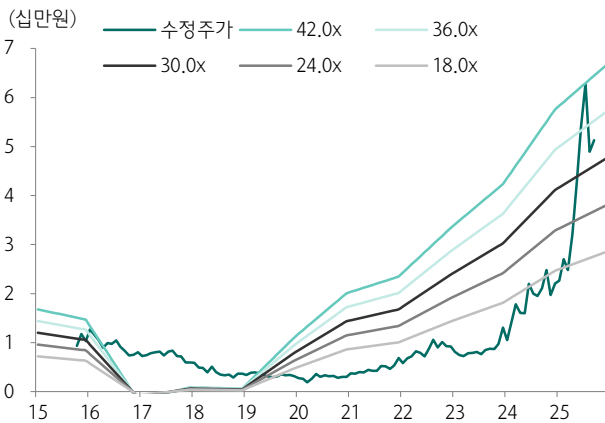
현재 주가 기준 2025년 PER은 36.2배, PBR은 7.4배이다.

도표 1. LIG넥스원 목표주가 산정

구분		비고
주당순이익(원)	14,798	2025년과 2026년 예상 EPS의 합 / 2
적정PER(배)	38.1	해외 4개 업체 FWD PER 평균 38.1배 (RTX, Saab, Kongsberg Gruppen, Hensoldt)
목표주가 산정	562,000	목표주가(원) 562,000원
상승여력(%)	13.3	현재주가(원) 496,000원

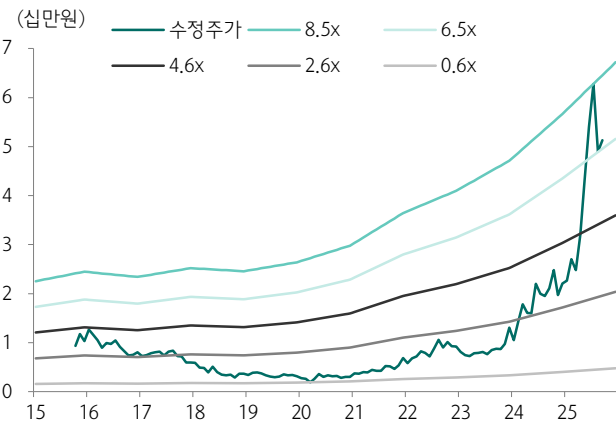
자료: LIG넥스원, 하나증권

도표 2. LIG넥스원 12M Fwd PER 추이



자료: LIG넥스원, 하나증권

도표 3. LIG넥스원 12M Fwd PBR 추이



자료: LIG넥스원, 하나증권

2025년 매출액 5.7조원(YoY +31.1%), 영업이익 1.1조원(YoY +130.1%) 전망

2025년 연간 영업실적 전망
 매출액 4.3조원(YoY +32.5%)
 영업이익 0.4조원(YoY +50.2%)

2025년 연간 매출액은 4.3조원으로 전년대비 32.5% 성장할 전망이다. 연초에 가이드선으로 제시됐던 매출액 연평균 성장률 15%를 큰 폭으로 상회하는 수치이다. 지역별로 구분하면 내수와 수출 매출액은 각각 전년대비 37.7%, 15.7% 성장이 예상된다. 내수 부문 성장세가 호실적을 주도하는 흐름이다. 천공, 현공, 중어뢰 양산 등 유도무기 부문과 알려지지 않은 비닉 사업들이 다수 존재하는 것으로 추정된다. 수출은 매분기마다 증액될 것으로 예상되는 중동향 천공 개발매출이 성장을 주도할 전망이다.

연간 영업이익은 3,452억원으로 전년대비 50.2% 성장할 전망이다. 고마진 수출매출 비중은 내수의 고성장으로 3.0%p 감소한다. 다만 2024년 저마진 인도네시아 수출매출이 고마진 매출로 대체되며 믹스는 개선될 예정이다. 이에 따라 전사 영업이익률은 전년대비 0.9%p 개선된 8.0%를 기록할 전망이다.

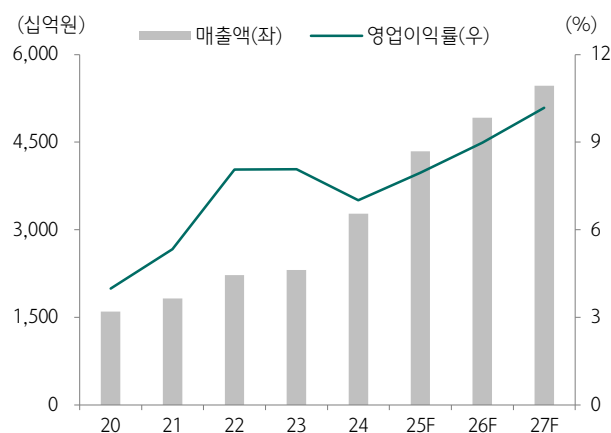
도표 34. LIG넥스원 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2025년 YoY	2026년 YoY
매출액	1,600	1,822	2,221	2,309	3,276	4,341	4,917	5,467	32.5	13.3
내수	1,440	1,740	1,815	1,950	2,503	3,446	3,016	3,167	37.7	(12.5)
수출	161	83	406	358	774	895	1,901	2,299	15.7	112.4
영업이익	64	97	179	186	230	345	441	556	50.2	27.9
세전이익	39	129	158	185	210	369	445	571	76.1	20.6
순이익	58	105	123	175	222	301	350	448	36.0	16.0
영업이익률(%)	4.0	5.3	8.1	8.1	7.0	8.0	9.0	10.2	0.9	1.0
세전이익률(%)	2.4	7.1	7.1	8.0	6.4	8.5	9.1	10.4	2.1	0.6
순이익률(%)	3.6	5.8	5.5	7.6	6.8	6.9	7.1	8.2	0.2	0.2

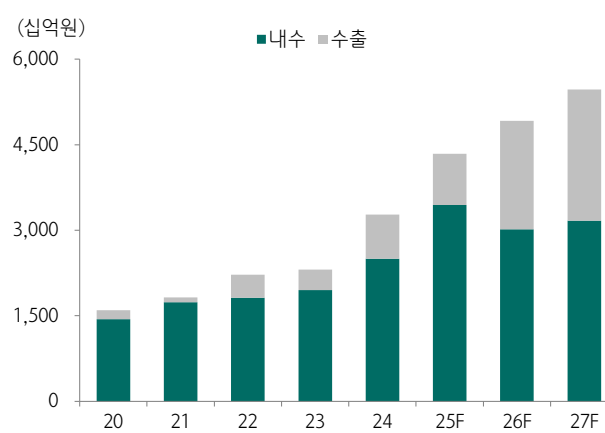
자료: LIG넥스원, 하나증권

도표 35. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: LIG넥스원, 하나증권

도표 36. 연간 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: LIG넥스원, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,308.6	3,276.3	4,340.7	4,916.7	5,466.6
매출원가	1,961.8	2,823.7	3,636.8	4,042.6	4,432.3
매출총이익	346.8	452.6	703.9	874.1	1,034.3
판매비	160.4	222.8	358.8	432.6	478.2
영업이익	186.4	229.8	345.2	441.5	556.1
금융손익	(5.7)	(56.7)	21.6	(1.7)	2.4
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.4	0.2	0.2
기타영업외손익	4.2	36.5	1.8	5.2	11.9
세전이익	185.0	209.6	369.1	445.3	570.7
법인세	10.0	(7.0)	76.7	106.9	137.0
계속사업이익	175.0	216.6	292.4	338.4	433.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	175.0	216.6	292.4	338.4	433.7
비배주주지분 손이익	0.0	(5.1)	(9.0)	(11.3)	(14.1)
지배주주순이익	175.0	221.7	301.5	349.7	447.8
지배주주지분포괄이익	149.9	200.8	300.6	384.2	492.5
NOPAT	176.3	237.5	273.5	335.5	422.7
EBITDA	255.2	309.1	466.6	563.4	674.9
성장성(%)					
매출액증가율	3.95	41.92	32.49	13.27	11.18
NOPAT증가율	26.29	34.71	15.16	22.67	25.99
EBITDA증가율	9.62	21.12	50.95	20.75	19.79
영업이익증가율	4.08	23.28	50.22	27.90	25.96
(지배주주)순이익증가율	42.39	26.69	35.99	15.99	28.05
EPS증가율	42.32	26.72	35.97	15.99	28.07
수익성(%)					
매출총이익률	15.02	13.81	16.22	17.78	18.92
EBITDA이익률	11.05	9.43	10.75	11.46	12.35
영업이익률	8.07	7.01	7.95	8.98	10.17
계속사업이익률	7.58	6.61	6.74	6.88	7.93

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	7,953	10,078	13,703	15,894	20,356
BPS	48,076	55,272	66,474	78,794	95,107
CFPS	13,392	18,010	22,142	25,437	30,779
EBITDAPS	11,600	14,048	21,207	25,609	30,675
SPS	104,935	148,925	197,306	223,485	248,480
DPS	1,950	2,400	3,600	4,071	5,217
주가지표(배)					
PER	16.41	21.88	36.20	31.21	24.37
PBR	2.71	3.99	7.46	6.29	5.22
PCFR	9.74	12.24	22.40	19.50	16.11
EV/EBITDA	10.58	15.51	22.86	18.68	15.18
PSR	1.24	1.48	2.51	2.22	2.00
재무비율(%)					
ROE	17.61	19.59	22.59	21.94	23.46
ROA	5.12	4.46	4.53	4.76	5.74
ROIC	21.12	25.32	25.55	30.96	35.46
부채비율	262.59	395.00	378.78	326.27	283.82
순부채비율	(16.13)	(6.81)	(30.95)	(33.77)	(40.77)
이자보상배율(배)	19.29	19.20	54.97	72.92	89.55

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,535.9	3,894.6	4,899.6	5,074.8	5,516.4
금융자산	468.3	569.0	878.8	1,009.7	1,277.0
현금성자산	445.4	546.9	852.4	983.0	1,249.1
매출채권	276.1	364.5	473.1	478.3	498.8
재고자산	228.9	363.5	435.5	440.3	459.2
기타유동자산	1,562.6	2,597.6	3,112.2	3,146.5	3,281.4
비유동자산	1,279.9	2,230.7	2,292.3	2,435.6	2,569.6
투자자산	58.5	80.0	83.1	83.3	84.0
금융자산	57.5	76.6	79.1	79.2	79.8
유형자산	893.7	1,371.4	1,437.0	1,622.5	1,793.4
무형자산	188.2	629.2	649.3	606.9	569.3
기타비유동자산	139.5	150.1	122.9	122.9	122.9
자산총계	3,815.8	6,125.3	7,191.9	7,510.4	8,085.9
유동부채	2,650.7	4,616.5	5,403.0	5,461.1	5,689.0
금융부채	244.7	266.4	190.7	191.5	194.8
매입채무	127.6	363.8	435.9	440.7	459.6
기타유동부채	2,278.4	3,986.3	4,776.4	4,828.9	5,034.6
비유동부채	112.7	271.3	286.8	287.5	290.2
금융부채	53.8	218.3	223.3	223.3	223.3
기타비유동부채	58.9	53.0	63.5	64.2	66.9
부채총계	2,763.4	4,887.8	5,689.8	5,748.5	5,979.2
지배주주지분	1,052.4	1,210.6	1,458.4	1,729.5	2,088.4
자본금	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
자본잉여금	142.1	142.2	153.3	153.3	153.3
자본조정	(5.3)	(5.3)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
기타포괄이익누계액	77.6	56.7	45.1	45.1	45.1
이익잉여금	727.9	907.1	1,154.0	1,425.1	1,783.9
비지배주주지분	0.0	26.8	43.7	32.4	18.3
자본총계	1,052.4	1,237.4	1,502.1	1,761.9	2,106.7
순금융부채	(169.8)	(84.3)	(464.9)	(594.9)	(858.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	467.3	951.9	658.4	474.3	607.3
당기순이익	175.0	216.6	292.4	338.4	433.7
조정	78.9	129.9	138.5	121.9	118.8
감가상각비	68.8	79.3	121.4	121.9	118.7
외환거래손익	(8.4)	(29.7)	(9.7)	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	(0.1)	(0.3)	0.0	0.0
기타	18.6	80.4	27.1	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	213.4	605.4	227.5	14.0	54.8
투자활동 현금흐름	(97.0)	(978.0)	(139.0)	(265.5)	(253.9)
투자자산감소(증가)	(4.8)	6.5	(2.8)	(0.2)	(0.7)
자본증가(감소)	(59.4)	(497.0)	(108.9)	(265.0)	(252.0)
기타	(32.8)	(487.5)	(27.3)	(0.3)	(1.2)
재무활동 현금흐름	(100.5)	143.7	(166.9)	(77.8)	(85.7)
금융부채증가(감소)	(67.8)	186.1	(70.7)	0.8	3.3
자본증가(감소)	0.0	0.1	11.2	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.0)	(55.1)	0.0	(0.1)
배당지급	(32.7)	(42.5)	(52.3)	(78.6)	(88.9)
현금의 증감	269.8	117.6	309.9	130.6	266.1
Unlevered CFO	294.6	396.2	487.1	559.6	677.1
Free Cash Flow	407.9	455.0	549.5	209.3	355.3

2025년 9월 23일 | 기업분석_Initiation

한국항공우주(047810)

지금부터 Buy & Hold

BUY (신규)

목표주가(12M) 135,000원
현재주가(9.22) 106,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,468.65
52주 최고/최저(원)	115,000/49,850
시가총액(십억원)	10,381.1
시가총액비중(%)	0.36
발행주식수(천주)	97,475.1
60일 평균 거래량(천주)	703.0
60일 평균 거래대금(십억원)	68.0
외국인지분율(%)	35.13
주요주주 지분율(%)	
한국수출입은행	26.41
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC	8.92
외 37 인	

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	4,018.9	5,332.8
영업이익(십억원)	346.1	504.6
순이익(십억원)	260.0	392.8
EPS(원)	2,670	4,032
BPS(원)	19,668	23,134

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	3,819.3	3,633.7	4,036.3	5,152.5
영업이익	247.5	240.7	346.3	487.4
세전이익	268.7	197.1	315.1	502.5
순이익	224.0	172.1	263.3	431.4
EPS	2,298	1,765	2,701	4,426
증감률	89.14	(23.19)	53.03	63.87
PER	21.76	31.10	39.43	24.06
PBR	3.05	3.14	5.41	4.56
EV/EBITDA	12.93	18.27	25.69	19.10
ROE	14.81	10.42	14.52	20.57
BPS	16,388	17,500	19,700	23,337
DPS	500	500	790	1,424



Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

목표주가 135,000원, 투자 의견 매수로 커버리지 개시

한국항공우주 목표주가 135,000원과 투자 의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년과 2026년 예상 EPS 평균에 PER 38배를 적용하여 산출했다. 기체구조물 사업이 안정적인 실적을 뒷받침하는 가운데 완제기 라인업이 추가되며 중장기적으로 우상향하는 실적 흐름을 전망한다. 그 동안 완제기 판매는 T-50과 KUH 그리고 두 기종으로부터 파생되는 제품들을 중심으로 이뤄졌다. 2026년부터는 중장기 성장동력이 될 수 있는 4.5세대 전투기 KF-21가 인도되기 시작된다. Block-1 40대(4.4조원 규모) 인도를 시작으로 2032년까지 Block-2 80대의 납품이 계획되어있다. 안정적인 국내사업 부문의 실적 성장을 기대해볼 수 있는 대목이다. 2025년 2분기 기준 수주잔고는 약 27조원으로 7년치 일감을 보유 중이다. 현재 주가 기준 2025년 PER은 39.4배, PBR은 5.4배이다.

2025년 연간 영업이익 3,463억원(YoY + 33.7%) 전망

2025년 연간 매출액은 4.0조원으로 전년대비 11.1% 성장할 전망이다. 연초 제시됐던 가이던스에 부합하는 수준이다. 부문별로 보면 국내사업 매출액은 전년대비 9.9% 감소하지만 완제기 수출과 기체구조물 부문이 각각 1.2조원, 0.9조원을 기록하며 86.0%, 7.5% 성장할 것으로 추정한다. 완제기 수출 부문은 폴란드와 말레이시아향 FA-50 매출 인식이 전년대비 큰 폭으로 증가하며 성장을 주도할 것으로 예상된다. 연간 영업이익은 3,463억원으로 전년대비 43.9% 성장할 전망이다. 고마진 완제기 수출 부문과 기체구조물의 매출비중 확대로 수익성 개선이 예상되기 때문이다. 미래 투자를 위해 연중으로 반영 예정인 경상개발비 약 1,600억원을 제외하면 창립 이후 가장 높은 마진률을 기록할 전망이다.

가파른 증익 구간에 집중

밸류에이션에 대한 고민이 가장 많은 것으로 파악된다. 미국 제외 해외전투기 생산업체들의 평균 PER 33배를 동사 목표주가에 적용하면 주가 업사이드는 10% 이하로 줄기 때문이다. 다만 상장 이후 동사의 PER 고점 평균치 49배를 고려하면 주가 상승여력은 대폭 확대된다. 과거 높았던 밸류에이션은 T-50 수출 국가 다변화, 미국 T-X 사업 기대감, 차세대 전투기 개발 기대 등으로 설명된다. 기대감 해소 이후에도 PER 저점 평균은 29배로 높은 수준에서 형성됐다. 이를 감안하면 동사 밸류에이션은 선진국의 전유물로만 여겨졌던 전투기 사업을 한국에서도 시작한다는 점이 할증된 것으로 판단한다. 물론 양산 이후 무장과 센서 통합, 가격경쟁력 등 해결해야 할 과제들도 있다. 현재 단계에선 문제없이 진척되고 있다. 발생하지 않은 일을 걱정하기 보다 발생할 일을 기대해야 하는 시점이다. 심지어 문제가 없을 가능성도 충분하다. 2026년 첫 납기시점이 다가올수록 실적 모멘텀은 커질 가능성이 있다.

Valuation 및 투자의견

투자의견 매수
목표주가 135,000원
커버리지 개시

한국항공우주 목표주가 135,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년과 2026년 예상 EPS 평균에 PER 38배를 적용하여 산출했다. 목표 PER은 글로벌 3개 업체의 FWD PER 38.1배를 15% 할증하여 산출했다.

기체구조물 사업이 안정적인 실적을 뒷받침하는 가운데 완제기 라인업이 추가되며 중장기적으로 우상향하는 실적 흐름을 전망한다. 그 동안 동사 완제기 판매는 T-50과 KUH 그리고 두 기종으로부터 파생되는 제품들을 중심으로 이뤄졌다. 2026년부터는 중장기 성장동력이 될 수 있는 4.5세대 전투기 KF-21가 인도되기 시작된다. Block-1 40대(4.4조원 규모) 인도를 시작으로 2032년까지 Block-2 80대의 납품이 계획되어있다. 안정적인 국내사업 부문의 실적 성장을 기대해볼 수 있는 대목이다. 2025년 2분기 기준 수주잔고는 약 27조원으로 7년치 일감을 보유 중이다.

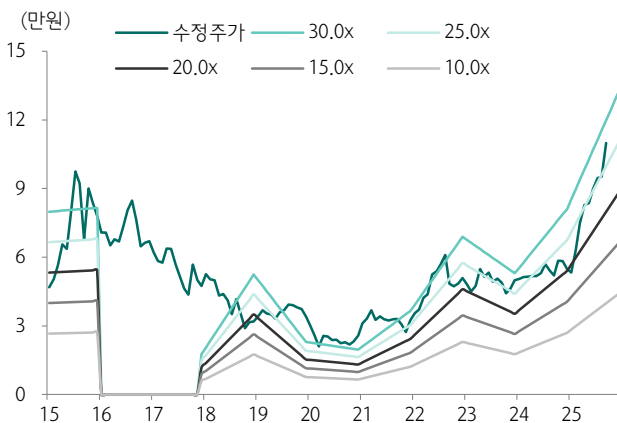
현재 주가 기준 2025년 PER은 40.7배, PBR은 5.6배이다.

도표 1. 한국항공우주 목표주가 산정

구분		비고	
주당순이익(원)	3,564	2025년과 2026년 예상 EPS의 합 / 2	
적정PER(배)	38.0	해외 3개 업체 FWD PER 평균 33.2배에 15% 할증 (Saab, Dassault Aviation, Hindustan Aeronautics)	
목표주가 산정	135,000	목표주가(원)	135,000원
상승여력(%)	26.7	현재주가(원)	106,500원

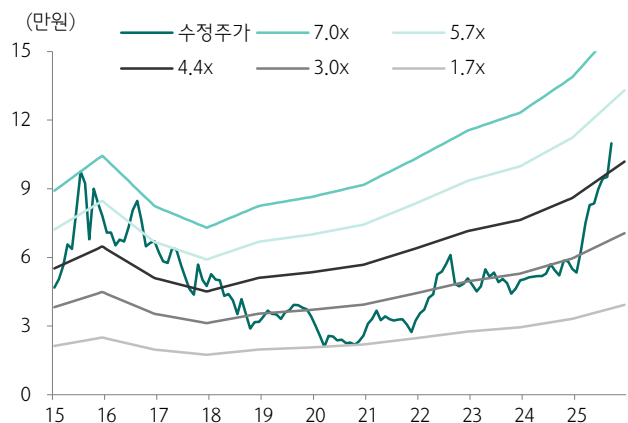
자료: 한국항공우주, 하나증권

도표 2. 한국항공우주 12M Fwd PER 추이



자료: 한국항공우주, 하나증권

도표 3. 한국항공우주 12M Fwd PBR 추이



자료: 한국항공우주, 하나증권

2025년 매출액 4.0조원(YoY +11.1%), 영업이익 3,463억원(YoY +43.9%) 전망

2025년 연간 영업실적 전망
 매출액 4.0조원(YoY +11.1%)
 영업이익 0.4조원(YoY +43.9%)

2025년 연간 매출액은 4.0조원으로 전년대비 11.1% 성장할 전망이다. 연초 제시됐던 가이던스에 부합하는 수준이다. 부문별로 보면 국내사업 매출액은 전년대비 9.9% 감소하지만 완제기 수출과 기체구조물 부문이 각각 1.2조원, 0.9조원을 기록하며 86.0%, 7.5% 성장할 것으로 추정한다. 완제기 수출 부문은 폴란드와 말레이시아향 FA-50 매출 인식이 전년대비 큰 폭으로 증가하며 성장을 주도할 것으로 예상된다.

연간 영업이익은 3,463억원으로 전년대비 43.9% 성장할 전망이다. 영업이익률은 8.6%로 2.0%p 개선된다. 고마진 완제기 수출 부문과 기체구조물의 매출비중 확대로 수익성 개선이 예상되기 때문이다. 미래 투자를 위해 연중으로 반영될 예정인 경상개발비 약 1,600억원을 제외하면 창립 이후 가장 높은 영업이익률을 기록할 전망이다.

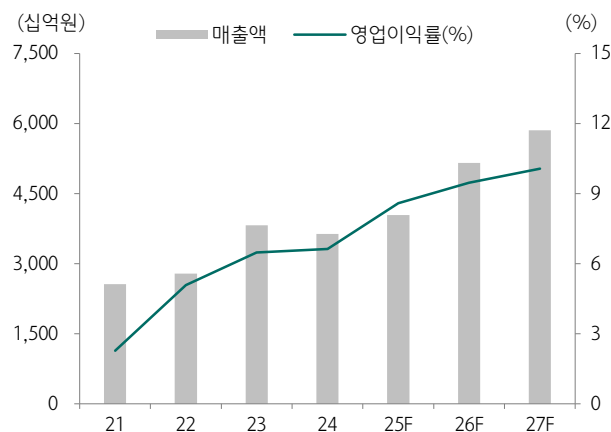
도표 4. 한국항공우주 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2025년 YoY	2026년 YoY
매출액	2,562	2,787	3,819	3,634	4,036	5,152	5,852	11.1	27.7
국내사업	1,832	1,897	1,945	2,107	1,899	2,592	3,200	(9.9)	36.5
완제기수출	218	127	1,047	640	1,191	1,259	1,185	86.0	5.7
기체구조물	499	748	806	851	915	1,271	1,434	7.5	39.0
연결반영	14	15	21	35	31	31	34	(11.6)	(2.0)
영업이익	58	142	247	241	346	487	589	43.9	40.8
세전이익	54	122	269	197	315	503	616	59.8	59.5
순이익	64	118	224	172	263	431	525	53.0	63.9
영업이익률(%)	2.3	5.1	6.5	6.6	8.6	9.5	10.1	2.0	0.9
세전이익률(%)	2.1	4.4	7.0	5.4	7.8	9.8	10.5	2.4	1.9
순이익률(%)	2.5	4.3	5.9	4.7	6.5	8.4	9.0	1.8	1.9

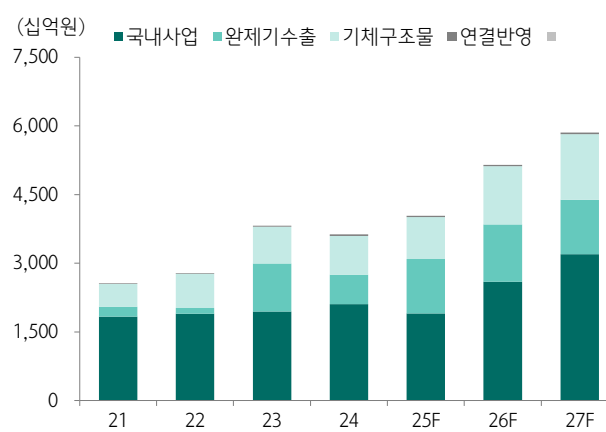
자료: 한국항공우주, 하나증권

도표 5. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: 한국항공우주, 하나증권

도표 6. 연간 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 한국항공우주, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,819.3	3,633.7	4,036.3	5,152.5	5,852.4
매출원가	3,355.5	3,152.3	3,296.3	4,281.2	4,798.4
매출총이익	463.8	481.4	740.0	871.3	1,054.0
판매비	216.3	240.8	393.7	383.8	465.0
영업이익	247.5	240.7	346.3	487.4	588.9
금융손익	24.9	(22.8)	(27.4)	14.0	34.4
종속/관계기업손익	0.3	(2.5)	(2.4)	(2.0)	(2.0)
기타영업외손익	(4.0)	(18.4)	(1.5)	3.0	(5.2)
세전이익	268.7	197.1	315.1	502.5	616.1
법인세	47.3	26.2	50.1	75.4	92.4
계속사업이익	221.4	170.9	265.0	427.1	523.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	221.4	170.9	265.0	427.1	523.7
비배주주지분 손이익	(2.6)	(1.2)	1.7	(4.3)	(1.7)
지배주주순이익	224.0	172.1	263.3	431.4	525.4
지배주주지분포괄이익	194.0	157.2	262.8	421.7	517.1
NOPAT	203.9	208.7	291.3	414.3	500.6
EBITDA	368.5	344.6	448.2	582.2	676.5
성장성(%)					
매출액증가율	37.04	(4.86)	11.08	27.65	13.58
NOPAT증가율	51.71	2.35	39.58	42.22	20.83
EBITDA증가율	33.13	(6.49)	30.06	29.90	16.20
영업이익증가율	74.79	(2.75)	43.87	40.75	20.82
(지배주주)순이익증가율	89.03	(23.17)	52.99	63.84	21.79
EPS증가율	89.14	(23.19)	53.03	63.87	21.78
수익성(%)					
매출총이익률	12.14	13.25	18.33	16.91	18.01
EBITDA이익률	9.65	9.48	11.10	11.30	11.56
영업이익률	6.48	6.62	8.58	9.46	10.06
계속사업이익률	5.80	4.70	6.57	8.29	8.95

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,298	1,765	2,701	4,426	5,390
BPS	16,388	17,500	19,700	23,337	27,303
CFPS	5,048	4,531	5,309	6,701	7,751
EBITDAPS	3,781	3,535	4,598	5,973	6,940
SPS	39,183	37,279	41,409	52,859	60,039
DPS	500	500	790	1,424	1,839
주가지표(배)					
PER	21.76	31.10	39.43	24.06	19.76
PBR	3.05	3.14	5.41	4.56	3.90
PCFR	9.90	12.12	20.06	15.89	13.74
EV/EBITDA	12.93	18.27	25.69	19.10	15.72
PSR	1.28	1.47	2.57	2.01	1.77
재무비율(%)					
ROE	14.81	10.42	14.52	20.57	21.29
ROA	3.00	2.27	2.81	3.61	3.98
ROIC	14.88	8.01	8.69	11.25	13.30
부채비율	340.73	364.66	452.82	473.70	394.08
순부채비율	(8.18)	53.43	40.18	16.88	(3.47)
이자보상배율(배)	8.51	7.21	5.34	6.80	8.21

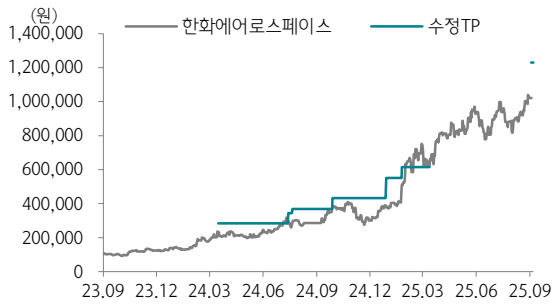
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,681.0	5,439.0	8,139.9	10,639.7	10,804.5
금융자산	770.7	151.7	1,129.9	1,525.5	2,005.4
현금성자산	658.1	114.7	1,006.7	1,398.4	1,878.9
매출채권	347.1	398.8	528.7	687.4	663.6
재고자산	1,736.5	2,359.0	3,127.7	4,066.5	3,925.9
기타유동자산	1,826.7	2,529.5	3,353.6	4,360.3	4,209.6
비유동자산	2,458.6	2,586.5	2,603.0	2,517.7	2,428.8
투자자산	88.8	103.4	117.0	126.4	125.0
금융자산	75.6	88.9	97.7	101.4	100.8
유형자산	814.6	912.5	904.0	825.2	753.2
무형자산	804.2	845.7	879.0	863.1	847.5
기타비유동자산	751.0	724.9	703.0	703.0	703.1
자산총계	7,139.6	8,025.5	10,743.0	13,157.4	13,233.2
유동부채	4,400.3	4,914.7	6,977.4	8,740.4	8,476.4
금융부채	403.6	448.2	1,092.5	1,094.6	1,094.3
매입채무	353.1	503.9	668.1	868.7	838.6
기타유동부채	3,643.6	3,962.6	5,216.8	6,777.1	6,543.5
비유동부채	1,119.3	1,383.6	1,822.2	2,123.6	2,078.5
금융부채	234.5	626.3	818.2	818.2	818.2
기타비유동부채	884.8	757.3	1,004.0	1,305.4	1,260.3
부채총계	5,519.6	6,298.4	8,799.6	10,864.0	10,554.9
지배주주지분	1,597.4	1,705.9	1,920.3	2,274.7	2,661.4
자본금	487.4	487.4	487.4	487.4	487.4
자본잉여금	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3
자본조정	(22.1)	(22.1)	(22.1)	(22.1)	(22.1)
기타포괄이익누계액	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
이익잉여금	1,002.6	1,111.0	1,325.6	1,680.0	2,066.7
비지배주주지분	22.5	21.3	23.0	18.7	17.0
자본총계	1,619.9	1,727.2	1,943.3	2,293.4	2,678.4
순금융부채	(132.5)	922.8	780.8	387.2	(93.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(700.4)	(728.2)	159.4	438.1	623.8
당기순이익	221.4	170.9	265.0	427.1	523.7
조정	295.8	266.8	134.1	94.7	87.6
감가상각비	121.0	103.9	101.9	94.7	87.6
외환거래손익	12.1	11.1	11.9	0.0	0.0
지분법손익	1.7	0.9	1.5	0.0	0.0
기타	161.0	150.9	18.8	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(1,217.6)	(1,165.9)	(239.7)	(83.7)	12.5
투자활동 현금흐름	(107.9)	(189.0)	(215.9)	(13.4)	2.0
투자자산감소(증가)	29.3	10.3	(12.1)	(9.4)	1.4
자본증가(감소)	(77.9)	(161.3)	(65.5)	0.0	0.0
기타	(59.3)	(38.0)	(138.3)	(4.0)	0.6
재무활동 현금흐름	(540.6)	387.6	781.6	(74.9)	(139.1)
금융부채증가(감소)	(516.2)	436.4	836.1	2.1	(0.3)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.1)	(5.8)	0.0	0.0
배당지급	(24.4)	(48.7)	(48.7)	(77.0)	(138.8)
현금의 증감	(1,348.9)	(529.6)	833.5	391.7	480.5
Unlevered CFO	492.0	441.6	517.5	653.2	755.6
Free Cash Flow	(778.3)	(889.5)	93.9	438.1	623.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리를

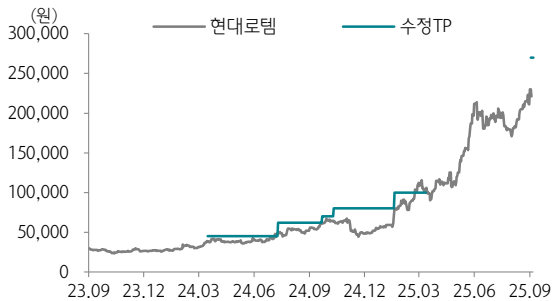
한화에어로스페이스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.9.23	BUY	1,230,000		
25.9.21	담당자변경			
25.2.12	BUY	615,441	17.10%	42.40%
25.1.16	BUY	551,435	-27.49%	-11.07%
24.10.16	BUY	433,270	-18.89%	-5.45%
24.8.8	BUY	369,265	-19.08%	-0.27%
24.8.1	BUY	344,647	-21.50%	-17.43%
24.4.3	BUY	284,580	-18.65%	11.59%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리를

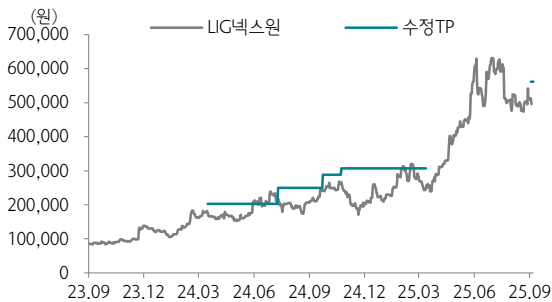
현대로템



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.9.23	BUY	270,000		
25.9.21	담당자변경			
24.10.29	BUY	80,000	-30.00%	-10.63%
24.10.10	BUY	70,000	-8.31%	-4.14%
24.7.29	BUY	62,000	-15.77%	-1.61%
24.4.3	BUY	45,000	-11.97%	6.56%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리를

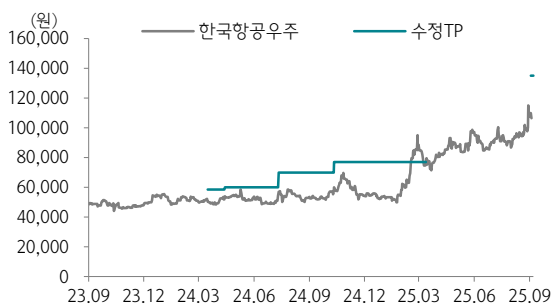
LIG넥스원



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.9.23	BUY	562,000		
25.9.21	담당자변경			
24.11.11	BUY	307,000		
24.10.11	BUY	288,000	-12.76%	-6.60%
24.7.29	BUY	250,000	-18.81%	-2.00%
24.4.3	BUY	203,000	-9.49%	17.98%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리를

한국항공우주



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.9.23	BUY	135,000		
25.9.21	담당자 변경			
24.10.30	BUY	77,000		
24.7.30	BUY	70,000	-22.67%	-16.29%
24.5.2	BUY	60,000	-13.29%	-2.33%
24.4.3	BUY	58,500	-13.81%	-8.21%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 9월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채운샘)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채운샘)는 2025년 9월 23일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.87%	4.13%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 09월 20일