

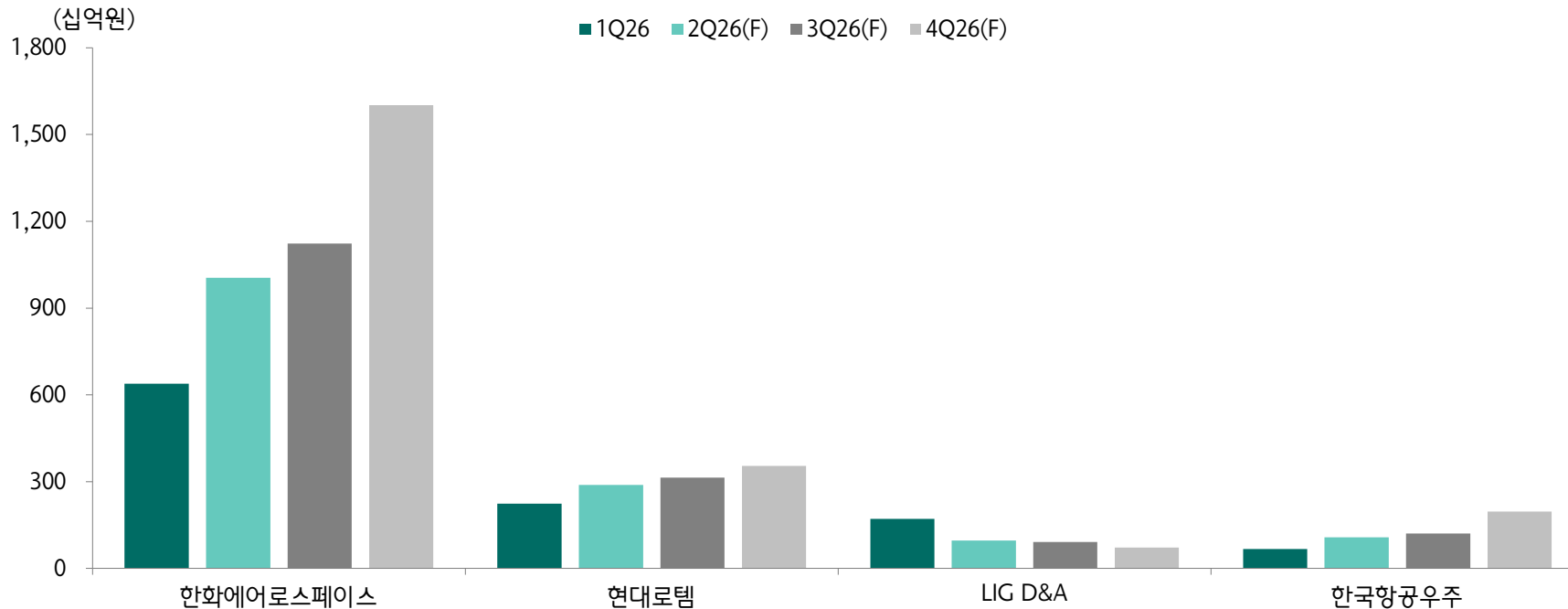
방위산업 Overweight | Analyst 채운샘

중요한 건 아직 꺾이지 않은 실적 업사이클

상반기보다 기대되는 하반기 실적. 중장기 실적 업사이클은 여전히 현재 진행형

- 실적 업사이클 4년 차로 높은 실적 기저는 성장률에 단기 부담. 다만 4사 합산 수주잔고 90조원 고려 시 업사이클은 여전히 현재 진행형
- 상반기 합산 영업이익 YoY +19.2% → 하반기 합산 영업이익 YoY +56.7% 예상. 상반기보다 영업이익 성장률은 더욱 높아짐
- 한화에어로스페이스, 한국항공우주의 하반기 영업이익 성장률은 각각 YoY +64.2%, +130.9%로 중익 모멘텀에서 상대적 우위

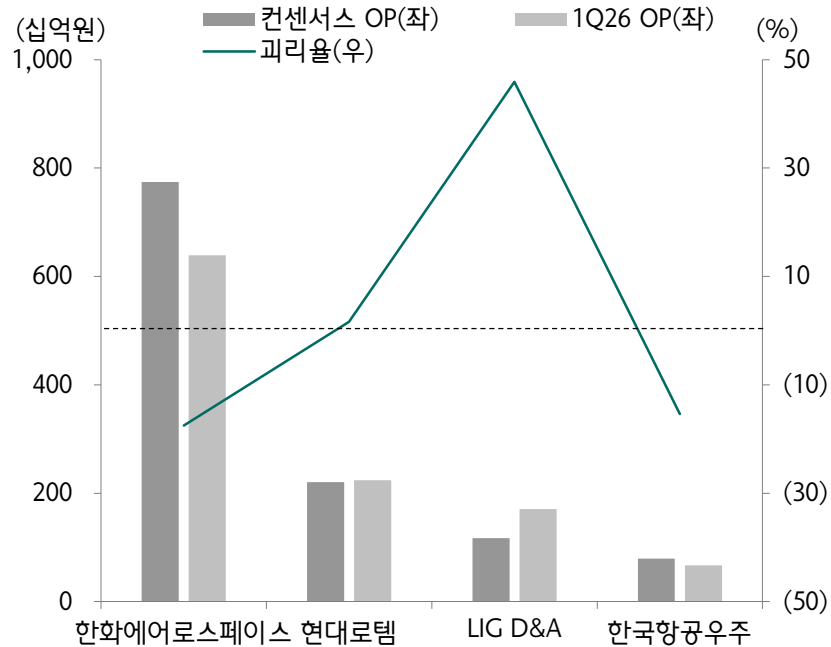
한국 방산 4사 분기 영업이익 추정치: 상반기보다 좋을 하반기



1분기 실적 총평: 합산 영업이익 1.1조원 기록하며 전년대비 19.2% 성장

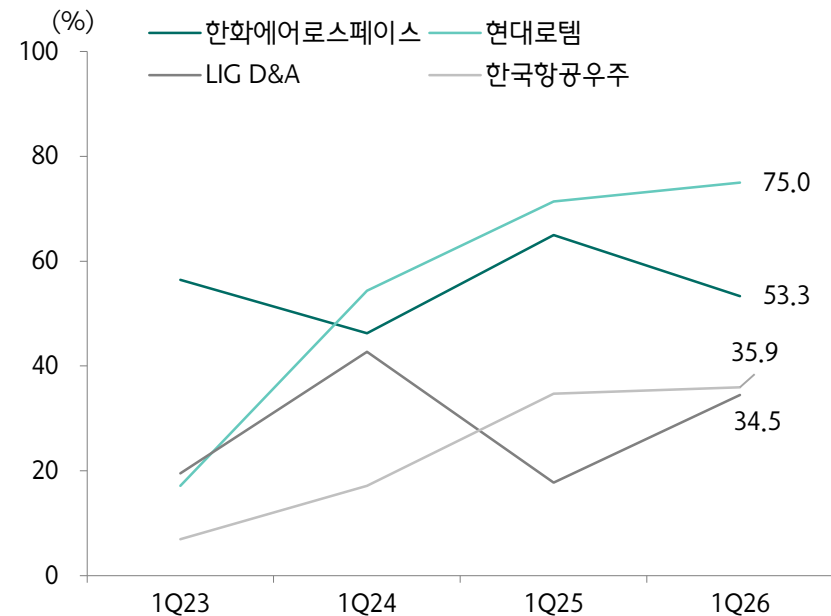
- 방산 4사 중 1분기 실적 컨센서스 상회한 기업은 LIG디펜스 에어로스페이스. 현대로템은 부합. 한화에어로스페이스, 한국항공우주 하회
- 전반적으로 다소 아쉬웠던 성과. 다만 펀더멘털 문제는 아니라고 판단. 이에 따라 연간 영업이익 추정치 변동은 크지 않음
- 1분기 4사 합산 고마진 방산 수출매출 비중은 48.5%. 개선 폭은 과거 대비 작았음(1Q23 32.0%, 1Q24 39.4%, 1Q25 48.3%)

1Q26 컨센서스와 실제 영업이익과 비교



자료: Dart, Fnguide, 하나증권

방산 부문 수출매출 비중 추이(4사 합산 수출매출 비중 48.5%)

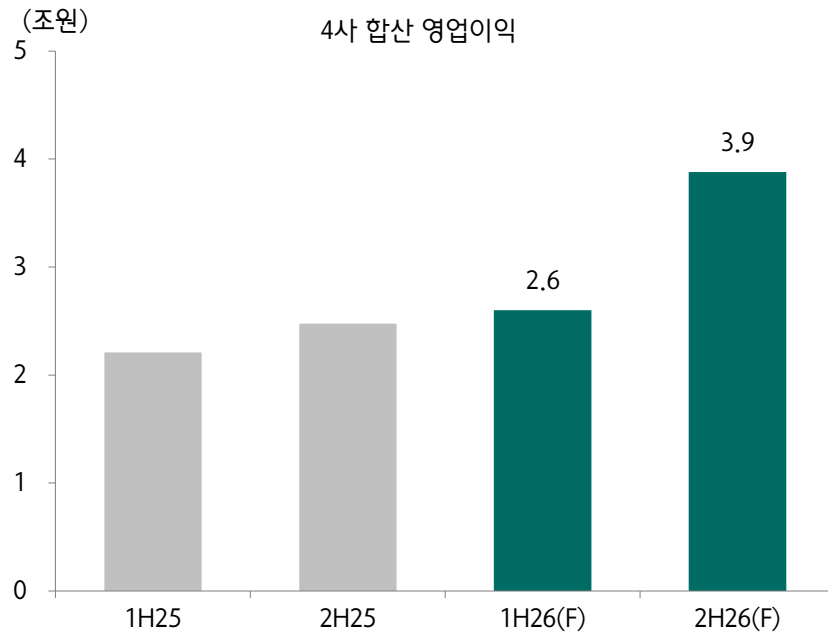


자료: Dart, 하나증권

하반기 실적 전망: 합산 영업이익 3.9조원, 전년대비 56.7% 증가. 상반기보다 빨라지는 성장 속도

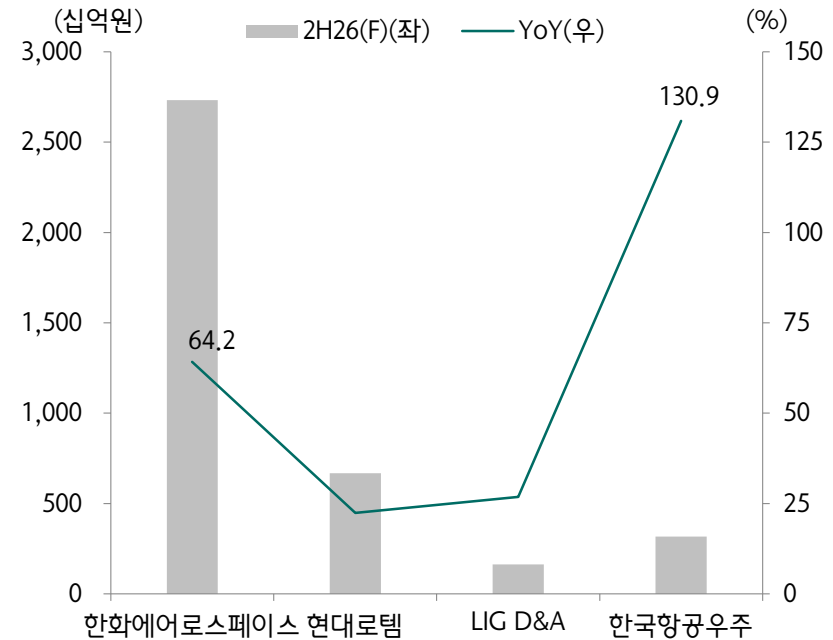
- 상반기 합산 영업이익 YoY +19.2% → 하반기 합산 영업이익 YoY +56.7% 예상. 상반기보다 이익 성장률은 더욱 높아짐
- 2Q26, 3Q26, 4Q26 분기 실적 발표 시점이 다가올수록 과거와 같이 실적 성장 기대감 커질 것으로 판단
- 하반기 한화에어로스페이스, 한국항공우주의 영업이익 성장률은 각각 YoY +64.2%, +130.9%로 이익 증가 모멘텀 부각 전망

방산 4사 상/하반기 합산 영업이익 추이 및 전망(2H26 YoY +56.7%)



자료: Dart, 하나증권

기업별 하반기 영업이익 추정치



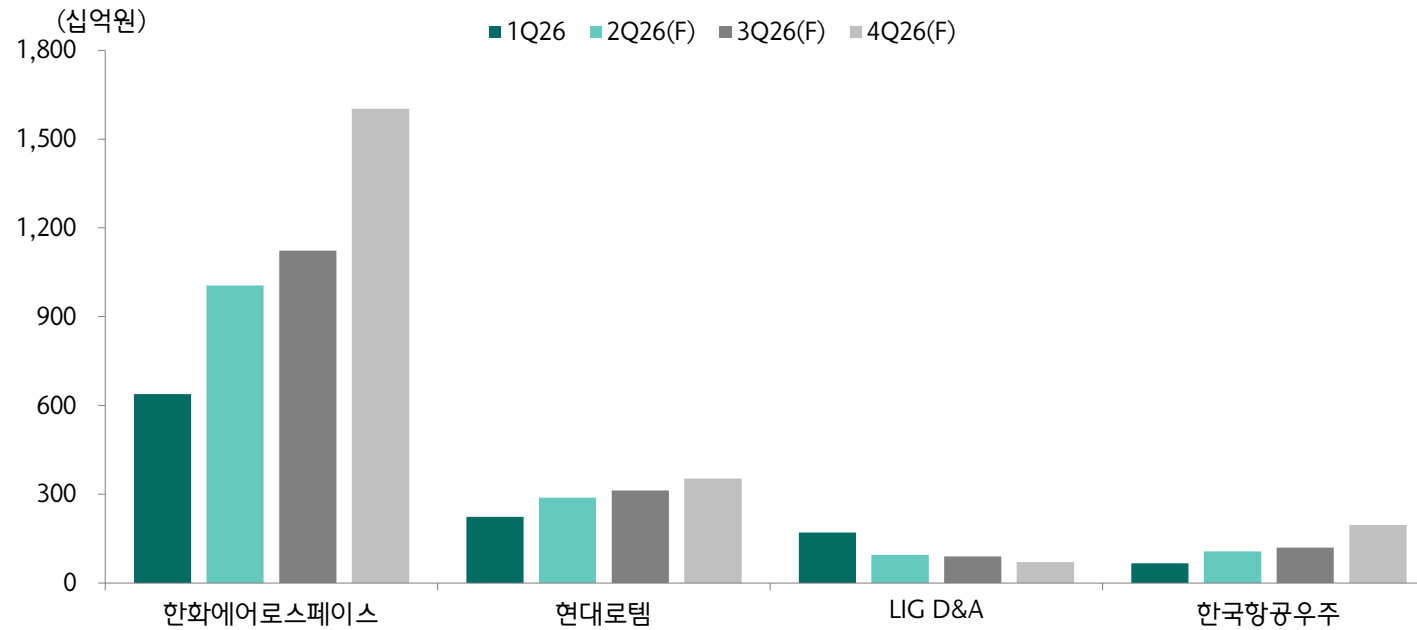
자료: 하나증권

3. 기업별 하반기 전망

기업별 하반기 실적 코멘트: 실적 기저는 높지만 여전히 성장 가능

- 기업별 연중 영업이익 흐름: 한화에어로스페이스, 현대로템, 한국항공우주는 상저하고. 반면 LIG디펜스앤에어로스페이스는 상고하저
- 한화에어로스페이스는 올해 방산 수출 인도일정이 하반기 몰려있는 것으로 추정. 한국항공우주 역시 완제기 인도일정이 하반기에 집중
- 현대로템은 폴란드 EC2 수익성 회복, 이라크 수주 시점이 핵심. LIG D&A는 향후 중동 정세 변화, 비닉 수출 실적 따라 추정치 변동 가능

기업별 분기 영업이익 추정치



자료: Dart, 하나증권

4. 실적 모멘텀은 여전히 한국 방산 우위

2026년, 2027년 이익 증가 모멘텀: 여전히 한국, 유럽, 미국 순으로 강함

- 한국 방산 밸류에이션 높아짐. 이는 1) 미국, 유럽방산 대비 실적 고성장 지속, 2) 한국증시 재평가 과정에서 동반 상승 영향
- 연초 이후 유럽 방산 주가 하락세. 영업 레버리지 효과 나타나고 있으나 이익증가율이 시장 기대치 하회. 공급망 여건 개선 여전히 필요
- 미국 방산 주가 역시 하락세. 11월 중간선거에서 변수 발생 시 국방예산 증가 지속 가능성에 대한 우려. 다만 국방예산은 초당적 이슈

한국, 미국, 유럽 주요 방산기업 P/E, 영업이익(EBIT) YoY 비교(5월 21일 컨센서스 기준)

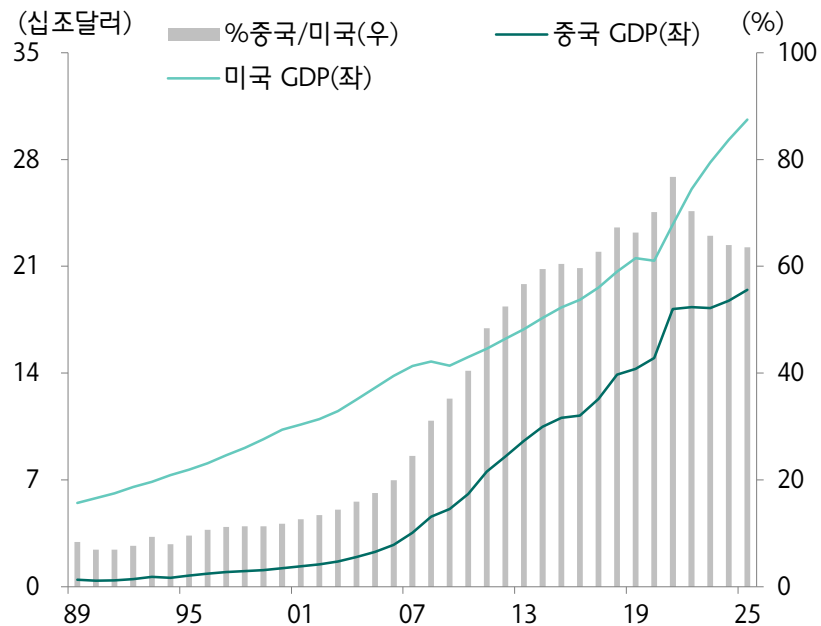
한국/미국	2026년 영업이익 YoY	2027년 영업이익 YoY	12M Fwd P/E	유럽	2026년 영업이익 YoY	2027년 영업이익 YoY	12M Fwd P/E
한화에어로스페이스	37.6	27.7	26.8	Rheinmetall	88.1	44.3	29.4
현대로템	14.9	35.7	20.3	Hensoldt	12.7	22.9	38.6
LIG D&A	43.4	36.4	44.2	BAE Systems	8.0	10.6	23.3
한국항공우주	76.4	40.9	38.7	Safran	19.8	12.2	28.6
한국 평균	43.1	35.2	32.5	Thales	9.8	11.6	20.7
RTX	8.4	10.4	25.5	Dassault Avia	26.9	20.3	18.1
Lockheed Martin	24.0	5.0	16.6	Leonardo	19.8	17.2	21.3
Northrop Grumman	3.0	7.9	19.4	SAAB	26.4	25.4	35.9
General Dynamics	8.2	7.9	20.6				
미국 평균	10.9	7.8	20.5	유럽 평균	26.4	20.6	27.0

자료: S&P Capital IQ, Fnguide, 하나증권

국제질서를 주도하는 미국: 불안정한 국제정세와 자주국방 수요는 하반기에도 지속될 전망

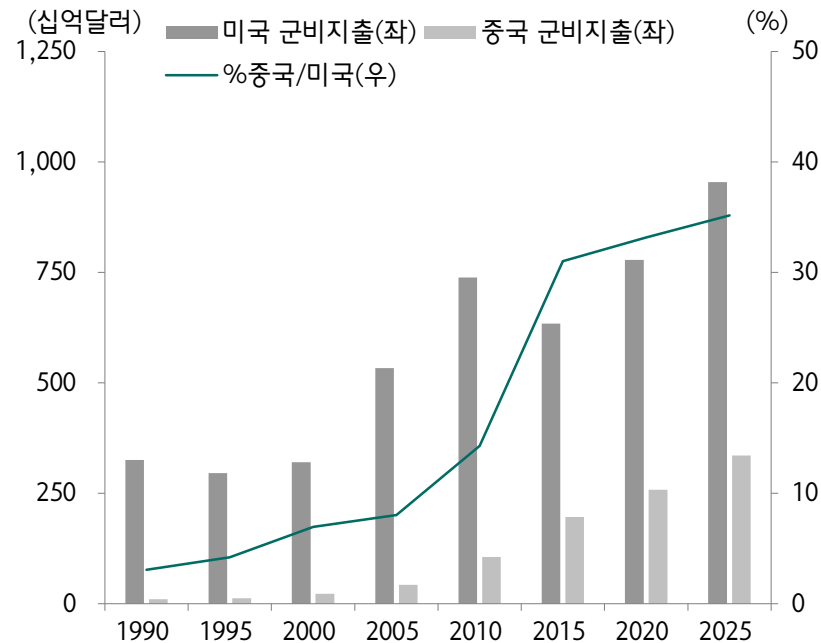
- 미국의 대외정책은 국제정세를 주도하는 핵심 변수. 국제질서 전반의 안정 → 제한된 전략자원을 아시아-태평양에 우선 배분하는 방향
- 과거 미국 주도의 세계화/다자주의 질서는 안정적인 국제정세를 형성. 이 과정에서 중국의 경제, 군사적 부상을 충분히 억제하지 못함
- 미국의 안보 제공은 더 이상 안정적인 상수가 아님. 방산에 우호적인 불안정한 국제정세와 자주국방에 대한 수요는 지속될 전망

미-중 GDP 추이 비교(중국/미국 GDP% 24년 64 → 25년 64)



자료: SIPRI, 하나증권

미-중 군비지출 추이 비교(중국/미국 군비지출% 24년 31 → 25년 35)



자료: SIPRI, 하나증권

미국의 대중국 견제는 초당적인 대외전략. 과거와 같은 안보우산은 현실성이 낮음

- 미국의 대중국 견제는 오바마 행정부 아시아 재균형 전략에서 시작. 트럼프 행정부에 국한된 일회성 정책이 아니라 초당적인 대외전략임
- 방법론에서 공화-민주당 정책 차이 존재. 다만 누가됐던 대중국 경쟁에 보다 많은 자원 투입 해야하고 안보우산은 과거와 같을 수 없음
- 미국 우선주의 시대에서 동맹국들은 방위비 증액 압박 반복, NATO 탈퇴 위협 등 변동성 경험. 글로벌 국방비 증액 가속화는 시대 흐름

미국 부시 - 오바마 행정부 대중국 전략 비교

구분	부시 행정부 (2001년~2009년)	오바마 행정부 (2009년~2017년)
대중국 전략	<ul style="list-style-type: none"> • 중동 테러 전쟁 우선 • 중국과 조건부 협력 	<ul style="list-style-type: none"> • 경쟁과 협력 병행 • 동맹 네트워크로 관리
세부내용	<ul style="list-style-type: none"> • 중국 자유화 유도 • 군사, 환율 등 투명 요구 	<ul style="list-style-type: none"> • 평화적 중국 부상은 환영 • 경쟁은 힘의 위치에서 관리
수단	<ul style="list-style-type: none"> • 동맹 및 연합 구축 • 환율 유연화 등 압박 	<ul style="list-style-type: none"> • 아시아 재균형 전략 • TPP 추진
요약	<ul style="list-style-type: none"> • 9.11 이후 대테러 최우선 • 대중국 낙관→요구 강화 	<ul style="list-style-type: none"> • 중동과 유럽에서 아시아 집중 • 규범 수호 명분 경쟁 구조화

자료: White House, 하나증권

트럼프 행정부 1기 - 바이든 행정부 국가안보전략 비교

구분	2017년 국가안보전략 (트럼프 행정부)	2022년 국가안보전략 (바이든 행정부)
전략 방향 설정	<ul style="list-style-type: none"> • 힘을 통한 평화 • 미 군사력 재건/우위 	<ul style="list-style-type: none"> • 결정적 10년 규정 • 경쟁 우위 위해 국내 투자 • 동맹 동력으로 전면 경쟁
위협	<ul style="list-style-type: none"> • 중국과 러시아는 도전자 	<ul style="list-style-type: none"> • 러시아는 즉각적 위협 • 중국은 유일한 경쟁자
전략	<ul style="list-style-type: none"> • 인도/태평양 군사태세 유지 • 대만 방위지원 • 인도와 안보협력 	<ul style="list-style-type: none"> • 규범/기술/경제 영역까지 • 중국과 경쟁의 범위 확대
아시아 전략	<ul style="list-style-type: none"> • 전진배치, 미사일 방어 • 대만 방위지원, 인도 협력 	<ul style="list-style-type: none"> • 자유롭고 개방된 • 인도-태평양 천명

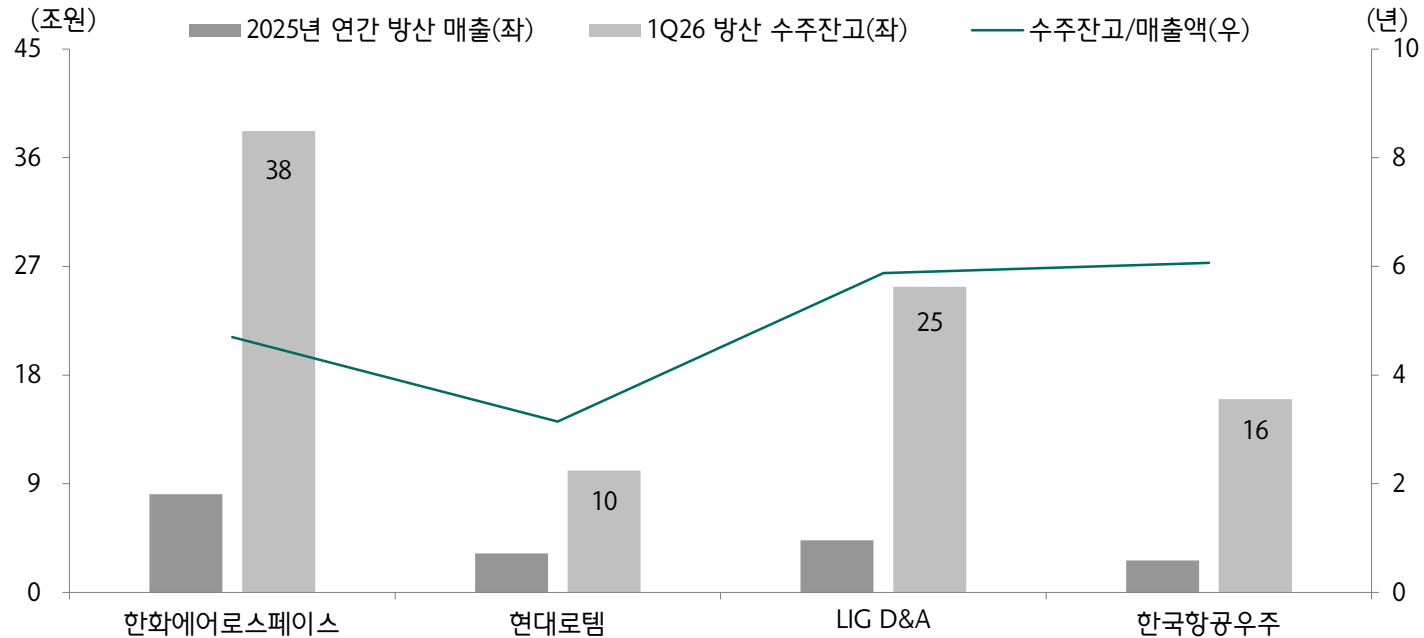
자료: White House, 하나증권

7. 중요한 건 아직 꺾이지 않은 실적 업사이클

여전히 많은 수주잔고를 고려하면 갈 길이 멀다

- 기업별 수주잔고는 한화에어로스페이스 38조원(5년치), 현대로템 10조원(3년치), LIG D&A 25조원(6년치), 한국항공우주 16조원(6년치)
- 인도일정 고려하면 2027년 한화에어로스페이스, LIG D&A, 한국항공우주 감익 걱정 없음. 현대로템은 이라크 수주 확보 시 실적 우려 해소
- 중장기 실적 가시성 고려하면 종전 우려에 따른 주가 하락은 매번 매수 기회

기업별 방산 부문 매출과 수주잔고 비교



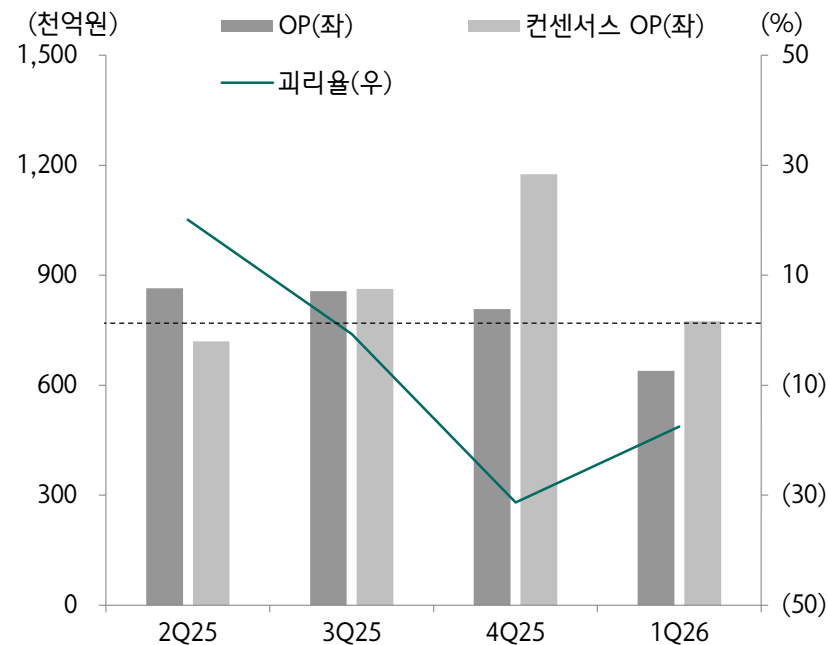
자료: 각 사, 하나증권

5. Top Picks

한화에어로스페이스(012450) | BUY | TP 1,860,000원 | CP(5월21일) 1,248,000원

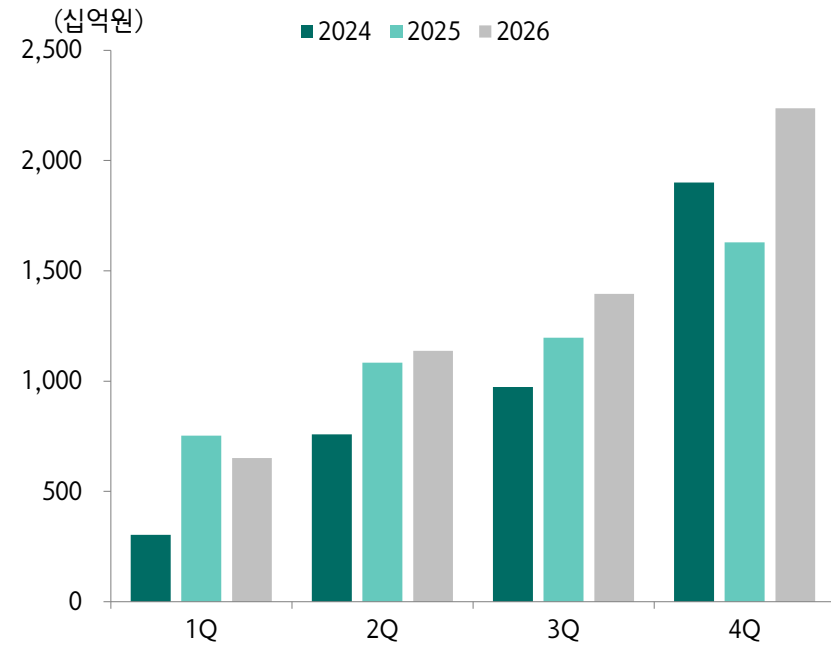
- 최근 분기 실적은 3Q25 영업이익 컨센서스 부합, 4Q25 하회, 1Q26 하회 기록. 과거 대비 실적에 대한 기대감 줄어든 상황
- 3Q25, 4Q25 실적은 연결자회사 부진의 영향이 컸음. 반면 1Q26 실적은 연결자회사 실적 호조에도 불구하고 지상방산 부진 영향이 컸음
- 1Q26 실적 부진에 따른 주가 하락은 매수 기회. 전체 영업이익 기여도 절반 이상으로 추정되는 지상방산 수출 매출 바닥 확인

한화에어로스페이스 분기별 컨센서스와 실제 영업이익 추이



자료: Dart, 하나증권

한화에어로스페이스 지상방산 수출 매출 추이 및 전망



자료: Dart, 하나증권

한화에어로스페이스(012450) | BUY | TP 1,860,000원 | CP(5월21일) 1,248,000원

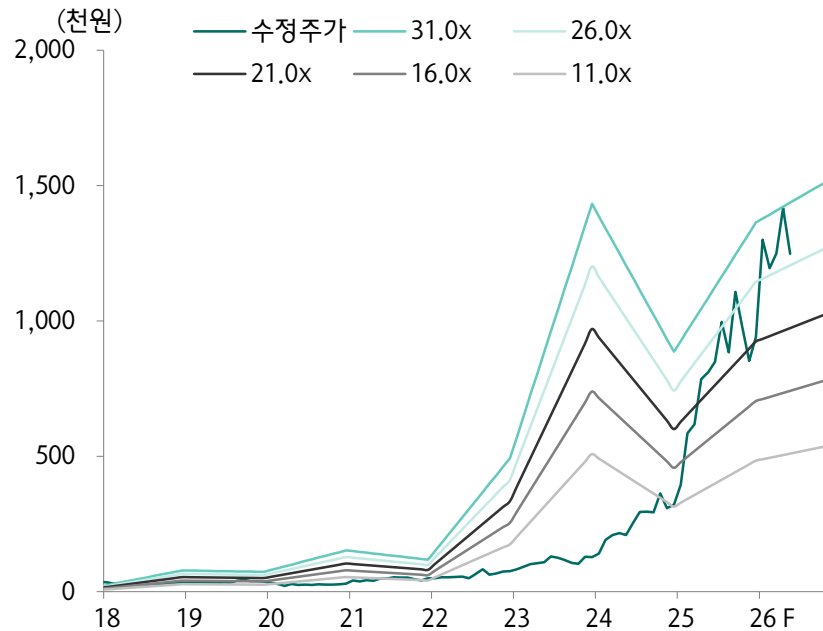
- 2026년 하반기 매출액, 영업이익은 각각 17.1조원, 2.7조원으로 전년대비 17.9%, 64.2% 성장할 것으로 전망
- 매출액 증가율 대비 영업이익 성장률 높은 이유는 고마진 지상방산 수출 매출 기여도가 높아지기 때문(상반기 14.2% → 하반기 23.0%)
- 하반기 방산 수출 매출은 폴란드 K9/천무, 이집트 K9, 호주 K9 사업이 주도. 상반기 방산 수출 매출 YoY -2.6% → 하반기 +28.6%

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	11,240.1	26,702.9	29,603.3	33,334.3
영업이익	1,731.9	3,089.3	4,369.1	4,991.6
순이익	2,298.9	1,405.0	2,267.7	2,559.2
증감률	190.7	(38.1)	53.9	12.8
PER	6.96	32.93	28.40	25.16
PBR	2.97	5.00	5.55	4.77
ROE	53.94	19.14	21.32	20.41
DPS	3,443	7,000	13,000	15,000

자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

한화에어로스페이스 12M Fwd PER



자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

한화에어로스페이스(012450) | BUY | TP 1,860,000원 | CP(5월21일) 1,248,000원

- 지상방산 수주잔고 납기일정 고려하면 2027년, 2028년에도 이익 증가 기조 지속될 것으로 전망
- 최대주주 (주)한화의 2025년~2030년 연평균 매출 성장률 약 20~25% 가이드스 달성 가능성은 충분
- 하반기 기대되는 수주파이프라인은 스페인 자주포, 사우디아라비아 지상무기, 미국 자주포, 폴란드 자주포 프레임 계약 잔여 물량

한화에어로스페이스 지상방산 부문 국내외 수주잔고 납기일정

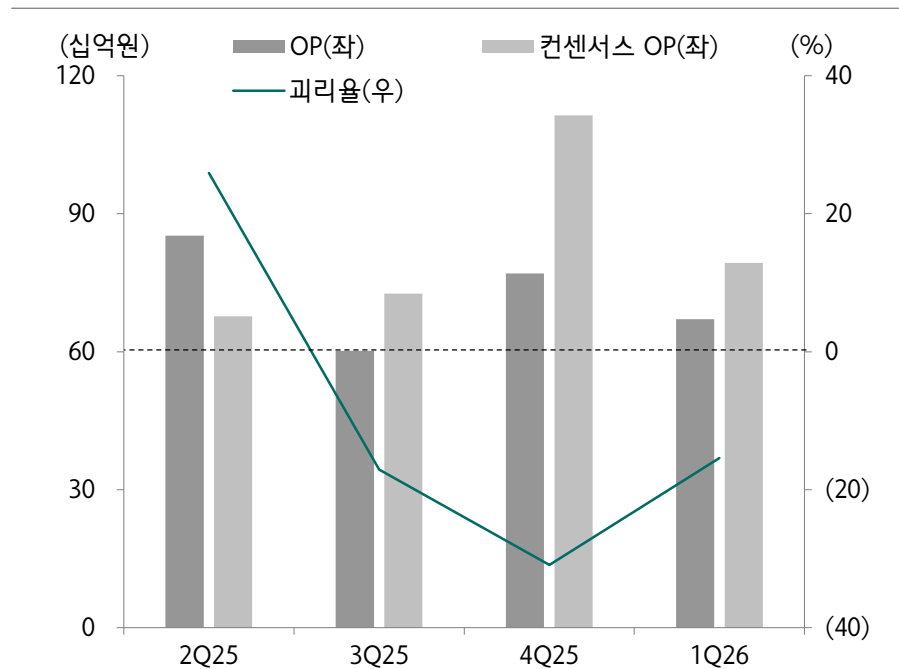
구분	2026년				2027년				2028년				2029년				수주일자	납기	수주잔액	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
1) 수출																			12.8조원	
에스토니아 K9																		2018.06	2030.12	298억원
호주 K9																		2021.12	2033.03	0.8조원
이집트 K9																	납기	2022.02	2029.12	1.7조원
호주 레드백																		2023.12	2033.07	3.3조원
루마니아 K9																	납기	2024.07	2029.07	1.8조원
사우디 MSAM																		2024.12	2034.03	1.0조원
KOTRA																		2025.01	2031.01	0.4조원
인도 K9 2차												납기						2025.04	2028.10	0.4조원
중동 유도무기류												납기						2025.08	2028.10	0.3조원
이라크 MSAM																		2025.10	2033.01	0.6조원
에스토니아 천무																		2025.12	2030.12	0.4조원
노르웨이 천무																	납기	2026.01	2029.07	1.4조원
2) 국내																			1.6조원	
3) 기타 국내외																			23.8조원	
폴란드 K9 1차				납기														2022.08	2026.09	-
폴란드 천무 1차																	납기	2022.11	2027.11	-
폴란드 K9 2차																		2023.12	2031.11	-
폴란드 천무 2차																	납기	2024.04	2029.10	-
수주잔고(①+②+③)																			38.2조원	

자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

한국항공우주(047810) | BUY | TP 230,000원 | CP(5월21일) 164,500원

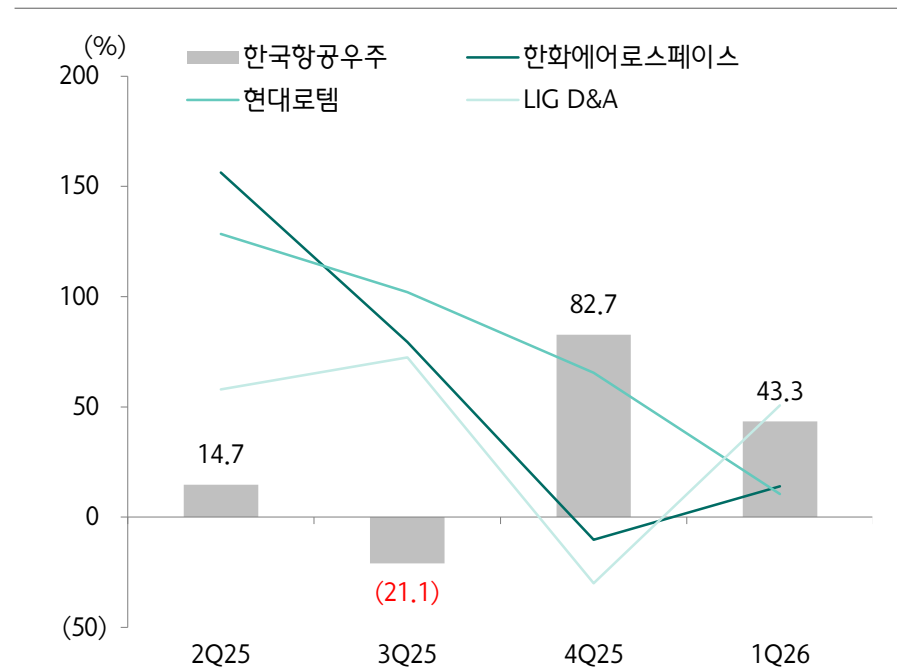
- 최근 분기 실적은 3Q25부터 1Q26까지 모두 컨센서스 하회 기록. 단기적으로 분기 실적 기대감은 상당 부분 소진되었을 것으로 간주
- 3Q25, 4Q25 실적은 완제기 인도 지연 영향이 컸음. 반면 1Q26는 완제기 인도 지연은 없었지만 수출 사업 예정원가 조정으로 수익성 둔화
- 분기 실적은 시장 기대치 하회하고 있음에도 절대적으로 높은 매출, 영업이익 성장률이 확장되는 모습은 업종 내 차별화 요소

한국항공우주 분기별 컨센서스와 실제 영업이익 추이



자료: Dart, 하나증권

기업별 분기 영업이익 YoY 성장률 비교



자료: Dart, 하나증권

5. Top Picks

한국항공우주(047810) | BUY | TP 230,000원 | CP(5월21일) 164,500원

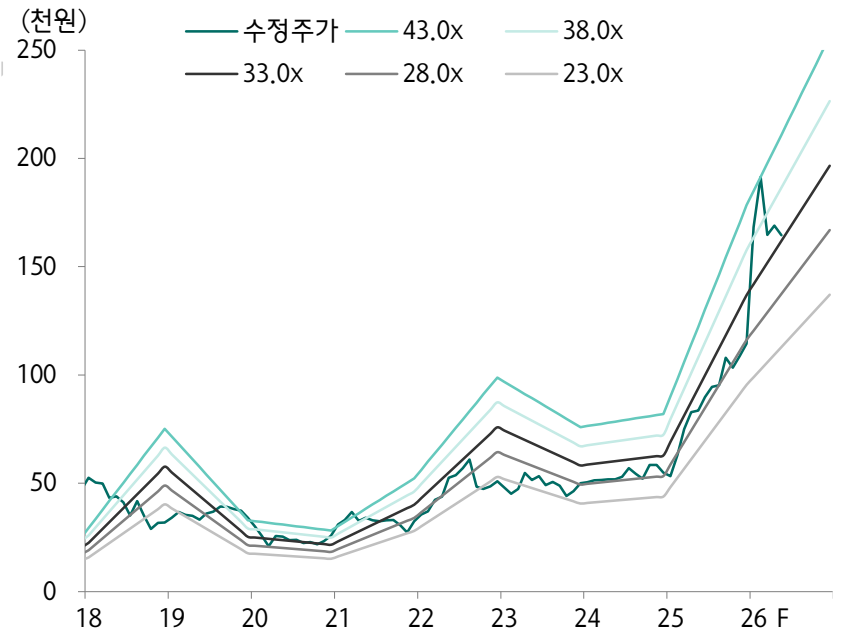
- 2026년 하반기 매출액, 영업이익은 각각 3.5조원, 0.3조원으로 전년대비 58.8%, 130.9% 성장할 것으로 전망
- 내수 주도 성장이기 때문에 OPM 상대적으로 낮음. 절대적인 영업이익 규모 커지는 것에 초점(25년 연간 OP 0.3조원, 2H26 OP 0.3조원)
- 하반기 방산 실적은 KF-21 양산, LAH 양산, FA-50 상환기, 폴란드/말레이 FA-50 계열 개발, 말레이 FA-50 계열 양산 사업이 주도

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,633.7	3,696.4	5,791.9	6,920.7
영업이익	240.7	269.2	491.0	665.5
순이익	172.1	185.9	404.4	580.9
증감률	(23.1)	8.1	117.6	43.6
PER	31.10	59.99	38.08	26.51
PBR	3.14	6.09	7.05	5.81
ROE	10.42	10.51	20.14	24.02
DPS	500	500	1,200	1,500

자료: 한국항공우주, 하나증권

한국항공우주 12M Fwd PER



자료: 한국항공우주, 하나증권

한국항공우주(047810) | BUY | TP 230,000원 | CP(5월21일) 164,500원

- 국내사업, 완제기수출 수주잔고 납기일정 고려하면 2027년, 2028년에도 이익 증가 기조 지속될 것으로 전망
- 2026년 영업이익 4,910억원(YoY +82.4%), 2027년 6,655억원(YoY +35.5%), 2028년 8,253억원(YoY +24.0%) 전망
- 하반기 핵심 수주파이프라인은 인도네시아 KF-21 수출. KF-21 가격/성능, 인도네시아 공군 전력 현황/예산 고려 시 가능성 충분

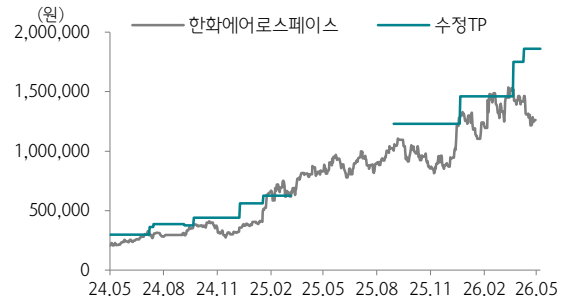
한국항공우주 방산 국내외 주요 수주잔고 납기일정

구분	2026년				2027년				2028년				2029년				수주일자	납기	수주총액	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
1) 수출																				
인도네시아 T50i		납기																2022.08	2026.06	0.3조원
폴란드 FA-50 계열														납기				2022.11	2029.03	4.2조원
말레이 FA-50 계열																납기		2023.02	2029.08	1.2조원
이라크 수리온																		2025.06	2030.06	0.1조원
필리핀 FA-50 계열																		2025.06	2030.06	1.0조원
필리핀 FA-50 성능															납기			2025.12	2029.05	0.1조원
필리핀 FA-50 PBL														납기				2026.02	2029.02	0.1조원
2) 국내 양산																				
LAH 2차																		2023.12	2028.12	1.3조원
KF-21 최초							납기											2024.06	2027.08	2.0조원
KF-21 최초 잔여																		2025.06	2028.12	2.4조원
중형급 신규헬기																		2025.09	2028.12	0.1조원
3) 국내 개발																				
425사업 SAR위성체		납기																2018.12	2026.04	0.5조원
백두체계 2차				납기														2021.12	2026.12	0.7조원
상륙공격헬기				납기														2022.10	2026.12	0.4조원
소해헬기				납기														2022.12	2026.11	0.3조원

자료: 한국항공우주, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

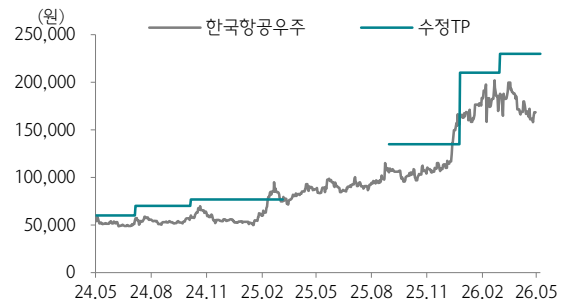
한화에어로스페이스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.4	BUY	1,860,000		
26.4.16	BUY	1,750,000	-18.69%	-16.40%
26.1.15	BUY	1,460,000	-8.78%	5.27%
25.9.23	BUY	1,230,000	-21.31%	4.23%
25.9.21	담당자 변경		-	-
25.2.12	BUY	625,000	31.46%	66.56%
25.1.3	BUY	560,000	-29.93%	-12.43%
24.10.16	BUY	440,000	-21.13%	-6.90%
24.8.8	BUY	387,930	-21.04%	-5.07%
24.8.1	BUY	362,069	-22.70%	-18.69%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국항공우주



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.3.26	BUY	230,000		
26.1.19	BUY	210,000	-16.86%	-3.81%
25.9.23	BUY	135,000	-17.08%	23.41%
25.9.21	담당자 변경		-	-
24.10.30	BUY	77,000	-0.13%	49.35%
24.7.30	BUY	70,000	-22.67%	-16.29%
24.5.2	BUY	60,000	-13.29%	-2.33%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 26일 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 2026년 5월 26일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 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	97.25%	2.75%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 05월 23일