iM증권 리서치본부

[방위산업]

Overweight

전쟁은 질보다 양

문제는 공급망이야, 바보야

iM증권

2025.10.20

In-Depth Report

[조선/방산]
변용진 2122-9181
yongjin.byun@imfnsec.com

CONTENTS

[산업분석]

Summary 4

Ⅰ. 전쟁은 질보다 양: 전략보다 중요한 것은 무기 재고와 생산능력 6

Ⅱ. 유럽의 한계와 한국의 순항: 공급망은 하루아침에 만들어지지 않는다 15

Ⅲ. 러-우 전쟁은 끝이 아닌 시작: 평화를 기대할 수 없는 유럽, 종전은 시작일 뿐 34

Appendix 40

[기업분석]

현대로템(064350) 45

한화에어로스페이스(012450) 47

엠앤씨솔루션(484870) 50

삼양컴텍(484590) 55

RENK(R3NK-GY) 60

Summary

Summary

전쟁은 질보다 양, 전략보다 중요한 것은 무기재고와 생산능력

- 전쟁 만 4년, 러시아는 물량공세를 바탕으로 전쟁의 승기를 잡고 있음
- 전쟁 직후 경제/산업구조를 방산 위주로 전환하여 생산량 측면에서 우크라이나와 그를 지원하는 유럽을 압도
- 유럽은 냉전 종식 이후 30년간 축소된 무기 산업을 회복시키지 못하고 있으며 4년간 유의미한 생산량 증가를 보인 무기는 탄약 정도
- 우크라이나에 대량으로 지원한 유럽의 지상무기 수요는 급증하였으며, 해상과 공중무기는 오히려 수요 감소

유럽의 한계와 한국의 순항: 공급망은 하루아침에 만들어지지 않는다

- 수요를 전혀 따라가지 못하는 공급: 유럽의 전차 필요량은 1,400대 이상, 연간 생산량은 50대
- 트럼프 당선 이후 미국의 우크라이나 지원이 감소하면서 유럽의 부담은 가중되고 있으며, 자국 무장까지 강화해야 하는 이중고에 시달리고 있음
- 방산업 기반 붕괴와 전문인력난으로 유럽의 생산 증대는 난항을 겪고 있으며 자동차 등 타 산업의 전환으로도 쉽게 해결되지 않는 중
- 반면 한국의 방위산업 기갑무기의 엔진과 변속기 등 핵심 부품까지 국산화 완료하여 국산화율 90% 이상을 달성했으며,
  탄탄한 공급망에 기반한 생산능력과 선제적 투자, 안정적 인력수급으로 수요 급증에 대응

러-우 전쟁은 끝이 아닌 시작: 평화를 기대할 수 없는 유럽, 종전은 시작일 뿐

- 러시아가 우크라이나 전쟁을 시작으로 NATO 침공을 이어갈 것이라는 정황은 명백
- 우크라이나 전쟁을 수행하는 동시에 러시아는 유럽 동부전선 발트3국과 핀란드의 접경에 군사시설을 확충하고, NATO국가 9개국 이상에 드론 등의 도발 감행
- 원유 불법수출과 군수산업으로 경제구조를 지탱하고 있으며 표면적 평화회담과 달리 러시아의 야욕은 계속될 것

(종목분석) Top Picks: 현대로템, 한화에어로스페이스 / 관심종목: 엠앤씨솔루션, 삼양컴텍

- 현대로템(064350): 단일 제품으로 가장 수출 매력도 높은 전차, 유럽 및 중동으로의 수출 가속화 전망
- 한화에어로스페이스(012450): 자주포,장갑차,탄약 등으로 구성된 제품군으로 유럽/중동의 높은 지상무기 수요에 전방위 대응 전망
- 엠앤씨솔루션(484870): 지상무기와 유도무기 모두에 폭넓은 부품 공급, 자력수출의 초입
- 삼양컴텍(484590): 전차,장갑차 수출을 그대로 따라가는 편안함

[산업분석]

Ⅰ. 전쟁은 질보다 양: 전략보다 중요한 것은 무기 재고와 생산능력 6

Ⅱ. 유럽의 한계와 한국의 순항: 공급망은 하루아침에 만들어지지 않는다 15

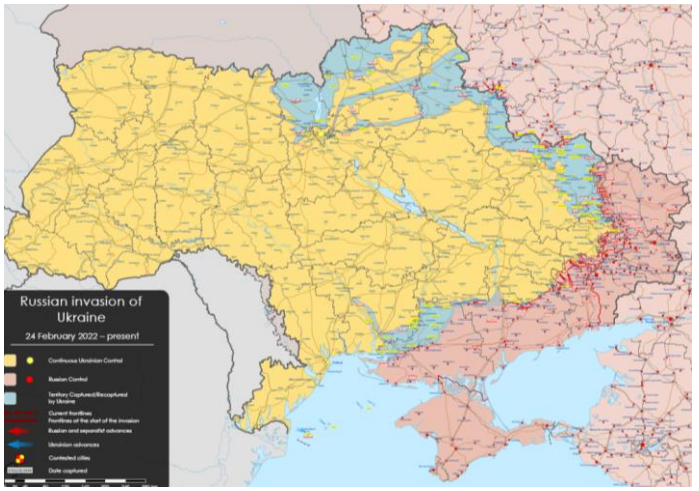
Ⅲ. 러-우 전쟁은 끝이 아닌 시작: 평화를 기대할 수 없는 유럽, 종전은 시작일 뿐 34

Ⅰ. 전쟁은 질보다 양:
전략보다 중요한 것은 무기 재고와 생산능력

러시아의 양적 우세로 잡아가는 승기

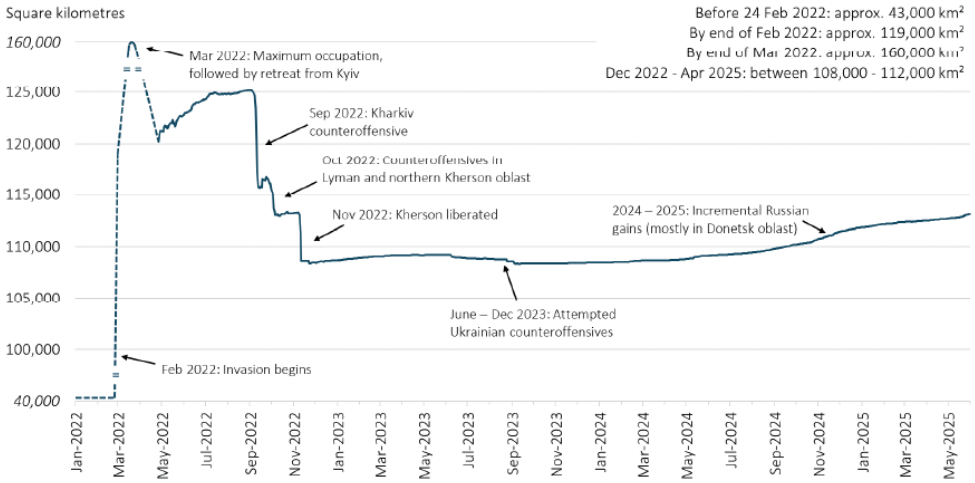
- 2022년 1월 전쟁 발발 이후 우크라이나는 초기 분전하였으나 점차 전세는 러시아의 우세로 고착화되며 우크라이나의 패색이 짙어지고 있음
- 우크라이나의 영토 피탈 면적은 초기 혼돈기를 거쳐 23년 이후로는 지속적으로 커지고 있으며 25년 9월 기준 115,000km2(국토의 19%)를 빼앗김(*대한민국(남한) 면적: 100,000km2)
- 우크라이나는 드론 등 비대칭 전력으로 분전 중이지만 러시아는 압도적인 재래식 무기 생산능력에 기반한 양적 우세로 승기를 잡아가는 중
- 물량공세에 따라 무기 손실량은 러시아가 우크라이나의 평균 3배 수준이지만 결국 전황은 러시아의 승리로 굳어지는 중

<그림> 우크라이나 전황 지도: 국토의 19% 피탈(붉은색)



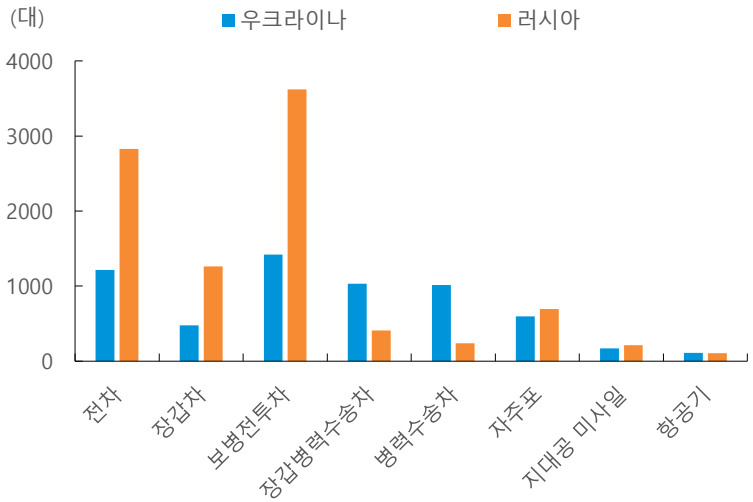
자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

<그림> 우크라이나의 영토 피탈 면적 추이



자료 : KIEL, Deepstate, iM증권 리서치본부

<그림> 우크라이나 vs 러시아 무기 손실량

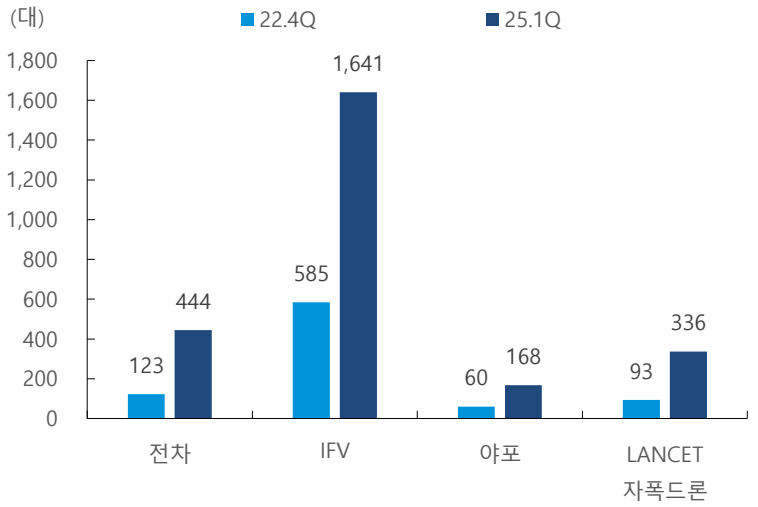


자료 : ORYX, iM증권 리서치본부

러시아: 방산경제 잘 돌아간다

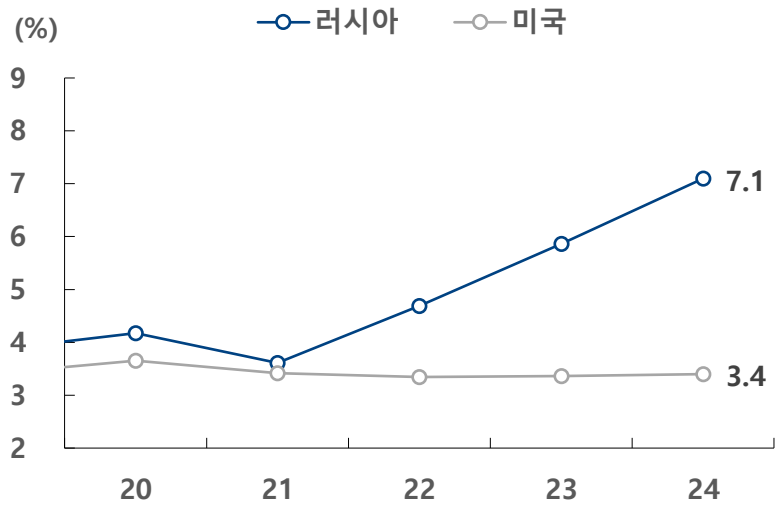
- 러시아는 2022년 7월 이후 산업·노동·조달법 개정으로 전시경제체제를 구축하고, 국영기업 Rostec, Rosatom등을 통해 무기 급속 생산
- 러시아의 GDP대비 국방비 비율은 2024년 7.1%로 사상 최대를 기록
- 급증한 국방비로 러시아의 무기 생산량은 전쟁 이후 지속 증가하여 전세계 최대 수준에 도달
- 25년 현재 러시아는 분기당 444대의 전차를 생산하는 것으로 추정 (연간 1,600대 이상, 이중 현대식 주력전차인 T90M이 300대 이상)

<그림> 러시아의 **분기당** 무기 생산량: 22년->25년 급증



자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

<그림> 러시아와 미국의 GDP대비 국방비 추이



자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

<그림> 러시아의 경제정책: 방산에 집중

Putin Has Retooled Russia's Economy to Focus Only on War

Moscow expands military recruitment and boosts weapons production, and peace could jeopardize economic gains

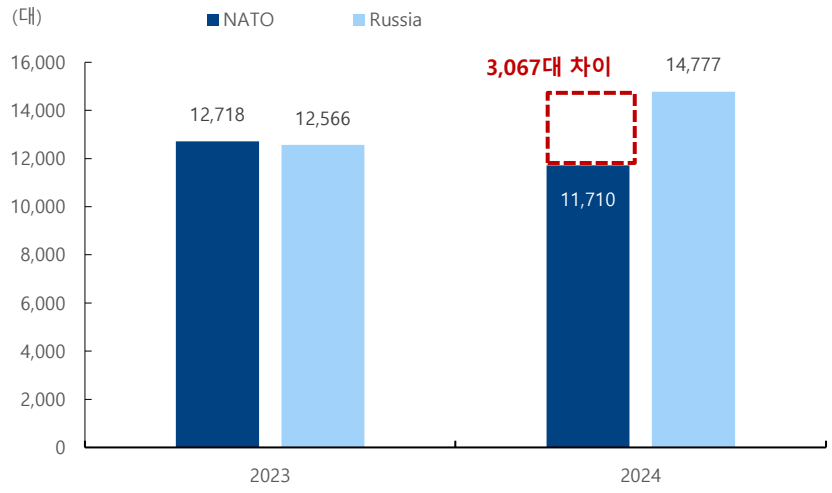
Share Resize 1010 Listen (2 min)

자료 : 언론보도, iM증권 리서치본부

러시아 vs 유럽 무기생산: 독재국가의 승리

- 러시아는 학생, 죄수, 이민자 등을 통한 저임금 노동력을 확대하고, GDP 대비 방위비 증대는 물론 비국방 예산에서도 자금을 전용하며 무기생산에 집중
- 반면 유럽은 국방비 확대 논의에만 많은 시간을 소모하였으며, 국가별 규제·조달 절차 상이한 한계를 노출하고 공동생산 프로젝트도 느리게 진행되며 실질적 생산량을 늘리지 못함
- 현재 유럽에서 무기 생산에 가장 적극적인 독일 마저도, 2004년 수준의 무기 재고를 회복하기 위해서는 현재의 생산속도로는 전차 40년/곡사포 100년이 걸린다는 평가(2004년 -> 현재 독일의 무기재고: 전차 2,400대 -> 340대, 곡사포 1,000개->120개)

<그림> NATO vs 러시아 전차 수량: 러시아의 우세 강화



자료 : WorldPopulationReview, iM증권 리서치본부

<표> 러-우전 이후 러시아와 유럽의 무기 생산 비교

항목	러시아	유럽 (NATO 회원국)
산업 동원 계획	전쟁 초기에 이미 상세한 군수산업 동원 계획을 보유·시행	계획·데이터 모두 부재로 투자 비효율적
조정 구조	고도로 중앙집중화, 공급망 파악 및 조정 체계 확보	공급망 이해 부족· 국가 간 경쟁 심화
재정 전략	국방비 외 예산 재배분· 방산기업에 선금·대출 지원 → 단기 효율↑, 중기 위험↑	막대한 자금에도 불구, 분절적 구조로 비효율
규제 환경	규제 완화로 속도↑· 안전↓ (사고 다수)	과도한 규제로 비용↑· 생산 속도↓

자료 : RUSI, iM증권 리서치본부

<그림> 독일이 전쟁을 대비하려면 수십 년이 걸릴 것이라고 자성하는 독일언론

자료 : FAZ, iM증권 리서치본부

유럽 무기생산: 늘어나는 건 그나마 탄약뿐, 주력무기는…

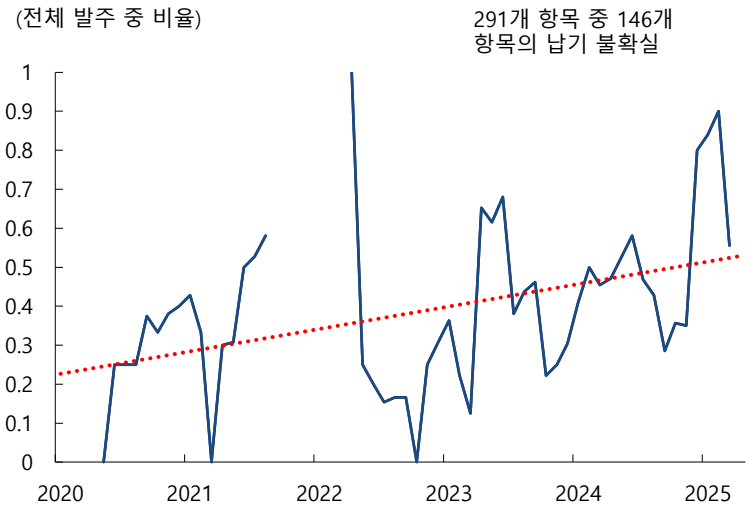
- 러-우 전쟁이 발발한지 만4년이 다 되어가고 있으나 유럽의 무기 생산은 지지부진한 상황
- 전장의 필수 전력인 **주력전차(MBT)는 전 유럽에서 오직 독일 KNDS만 생산하고 있으며, 연간 생산량 50대에 그침**
- 자주포는 K9의 경쟁상대인 궤도형의 경우 **독일산 PZH2000이 유일하나 생산량은 연 6대**에 그치며,
  대부분 생산량은 구형이자 차륜형에 집중되어 사거리가 떨어지고(평균 약 20km, PZH2000과 K9은 40km) 험지 주파 능력이 상대적으로 부족
- 유럽에서 가장 상황이 나은 편인 **독일도 무기 주문->인도까지 평균 3년 소요**되며,
  무기 주문 후 인도일자를 확정하지 못하는 비율은 2020년 평균 20% 수준에서 2025년 평균 50% 수준으로 증가
- 복잡한 타 무기체계에 비해 생산이 비교적 용이하고 전장에서 당장 시급한 **탄약의 생산량 정도만 유의미하게 증가**

<표> 유럽의 주요 무기체계별 생산량 확대 현황

무기체계	회사/제품	국가	생산량(2022)	생산량(목표)	도달시기	비고
주력전차	Leopard 2A8 (KNDS)	독일	-	50	2025	
	합계		**-**	**50**		
탄약(대구경)	Rheinmetall	독일	70,000	1,100,000	2027	
	CSG	체코	-	300,000	2026	
	Nexter	프랑스	-	400,000	2027	
	Mesko	폴란드	-	150,000	2027	
	합계		**70,000**	**1,950,000**		
자주포	PZH2000 (Rheinmetall)	독일	-	6	2025	궤도형(K9 경쟁작)
	Caesar (KNDS)	프랑스	72	144	2025	차륜형
	Archer (BAE)	영국	4	12	2025	차륜형
	Zuzana-2 (Konstrukta)	슬로바키아	20	40	2025	차륜형
	2S22 (Kramatorsk)	우크라이나	72	240	2025	차륜형
	합계		**168**	**442**		

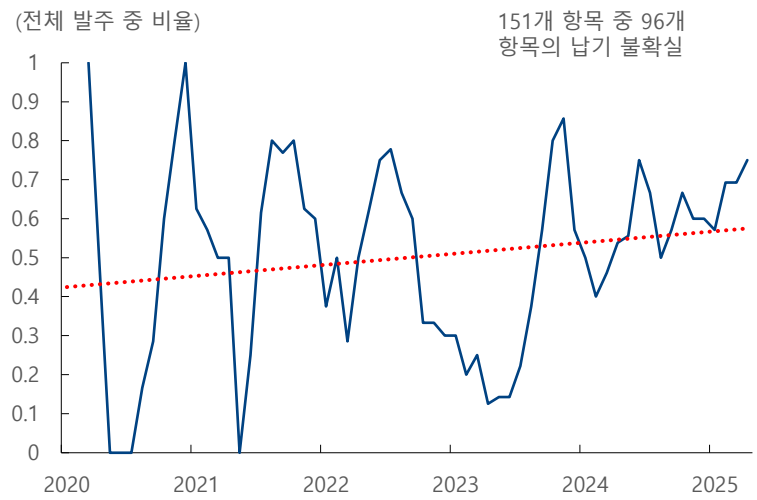
자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

<그림> 독일의 발주 무기 중 납기를 확정하지 못하는 비율: 증가 추세



자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

<그림> 영국의 발주 무기 중 납기를 확정하지 못하는 비율: 증가 추세



자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

<그림> 독일의 무기 주문->인도까지 예상 기간 추이: 평균 3년

자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

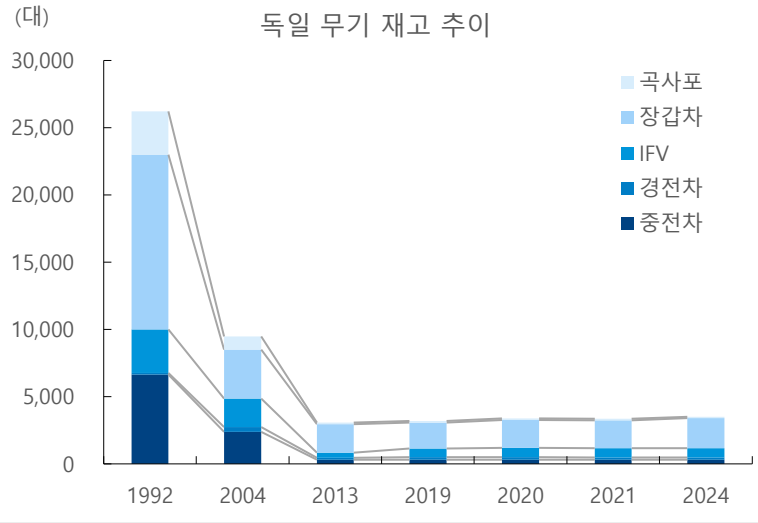
<그림> 영국의 무기 주문->인도까지 예상 기간 추이

자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

유럽 무기 재고 급감: 냉전 이후 30년

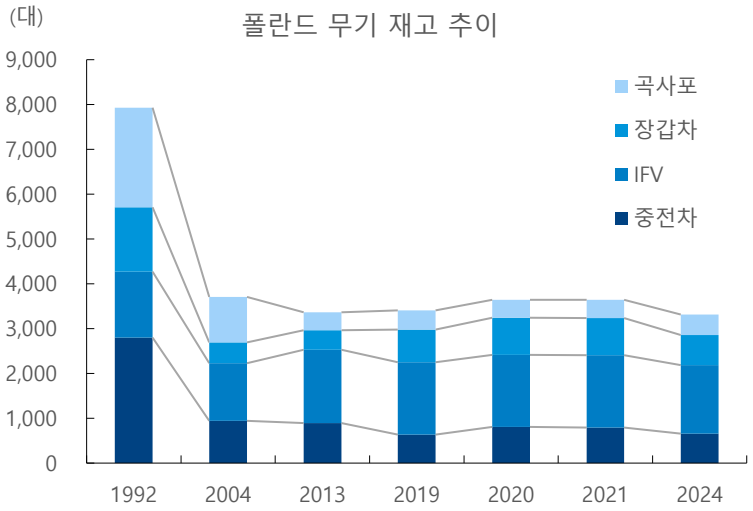
- 유럽 국가들의 무기 재고는 90년대 초 냉전 종식 이후 급감해 왔으며 2000년대 이후에는 감소된 수준을 지속, 신규 생산이 사실상 멈춘 상태
- 즉, **유럽 방위산업의 공급망은 이미 붕괴된 지 30년**이 넘었으며 단기간 회복은 불가능에 가까움
- 대부분의 무기체계 및 부품은 단일 업체에 의존하고 있으며 설비투자가 수반되는 경영상의 확장 결단을 내리기 어려운 구조

<그림> 독일의 무기 재고 추이



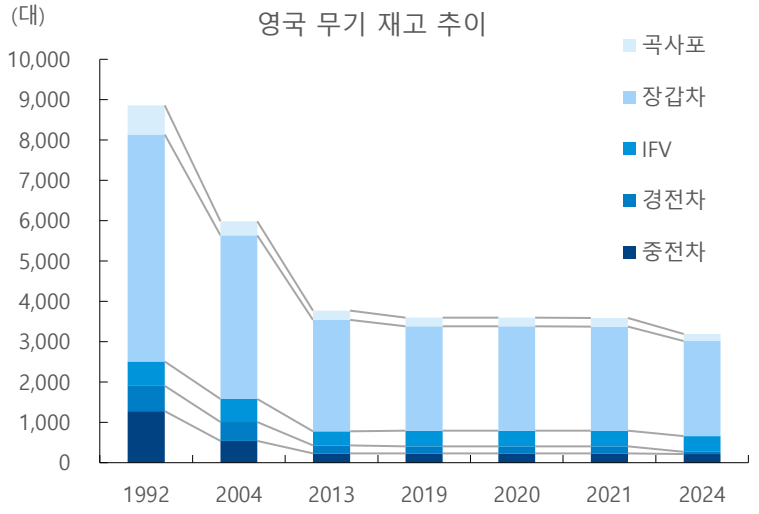
자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

<그림> 폴란드의 무기 재고 추이



자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

<그림> 영국의 무기 재고 추이

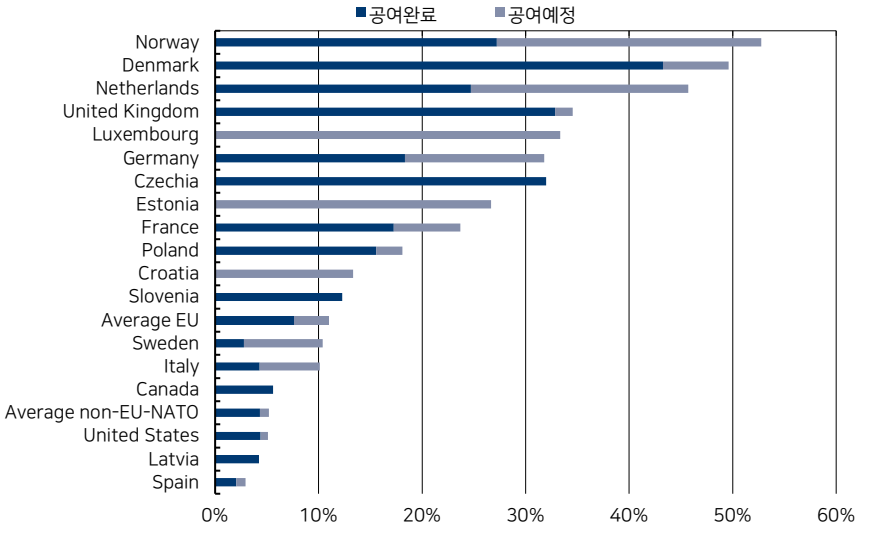


자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

유럽 무기 재고 급감: 남아있던 것도 다 퍼줬는데, 다 박살 났다

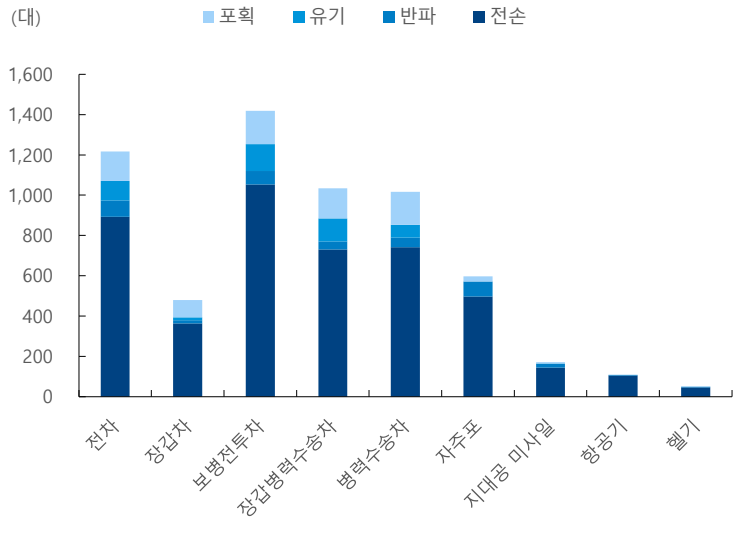
- **유럽 국가들은 그나마 보유하던 재고에서도 상당량의 무기를 우크라이나에 지원**
- 자국 보유량 대비 우크라이나에 공여했거나 공여를 약정한 무기의 비중은 중화기(전차,자주포,MLRS) 기준으로
  북유럽 국가: 노르웨이 53%, 덴마크 50%, 네덜란드 46%,
  서유럽 국가: 영국 35%, 독일 32%, 프랑스 24%,
  동유럽 국가: 체코 32%, 에스토니아 27%, 폴란드 18%에 달함
- 그러나, **공여된 무기의 대부분은 우크라이나 전쟁에서 이미 파손되어 이는 그대로 유럽의 전력 공백**으로 이어짐
  (전차 1,200여대 / 장갑차류 4,000여대 / 자주포 600여대)

<그림> 유럽국가의 우크라이나향 중화기 공여 비중(자국 보유량 대비)



자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

<그림> 우크라이나의 전후 무기 손실량

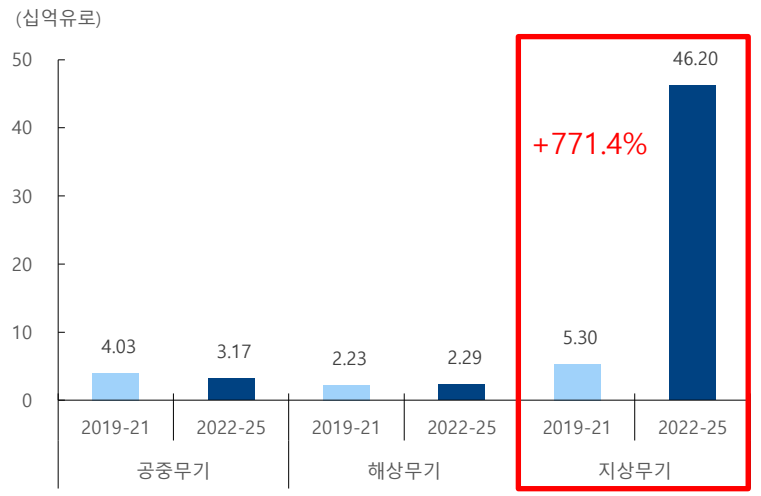


자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

유럽 무기수요: 당장 급한 지상무기 급증

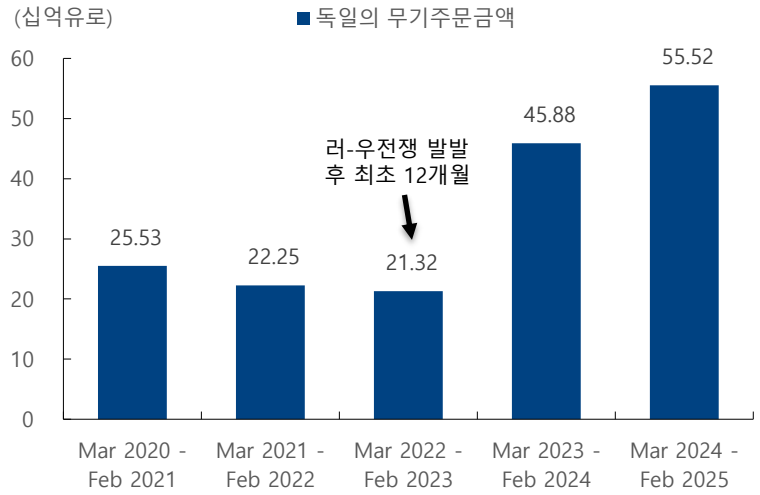
- 급감한 재고를 채우기 위해 유럽의 무기 수요는 급증하기 시작
- 유럽의 무기 수요는 공중무기/해상무기보다는 지상무기에 집중됨
- 2019~2021 -> 2022~2025기간 동안
  폴란드의 지상무기 주문 금액은 +771.4%
  독일의 지상무기 주문 금액은 +673.8% 증가함
- 반면 동기간 양국의 공중무기 및 해상무기 주문액은 오히려 감소
- 이는 **러-우 전에서 집중적으로 소모된 지상무기를 보충하는 수요가 최우선적으로 급한 상황**임을 방증

<그림> 폴란드의 종류별 무기 주문금액 추이



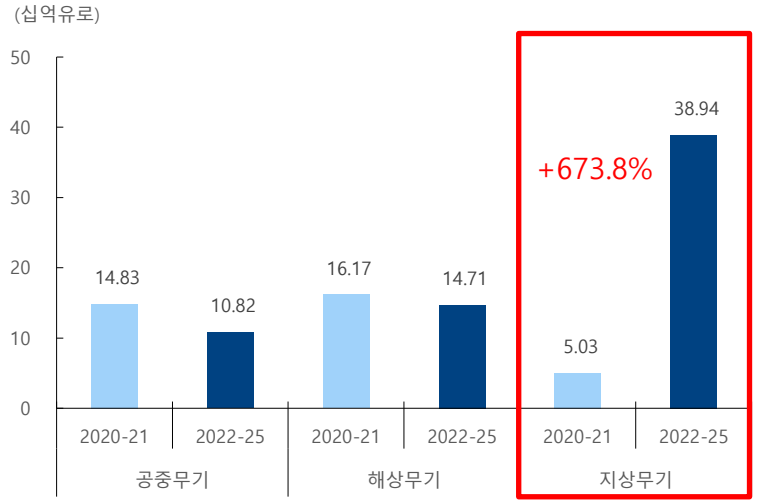
자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

<그림> 독일의 무기 주문금액 추이



자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

<그림> 독일의 종류별 무기 주문금액 추이



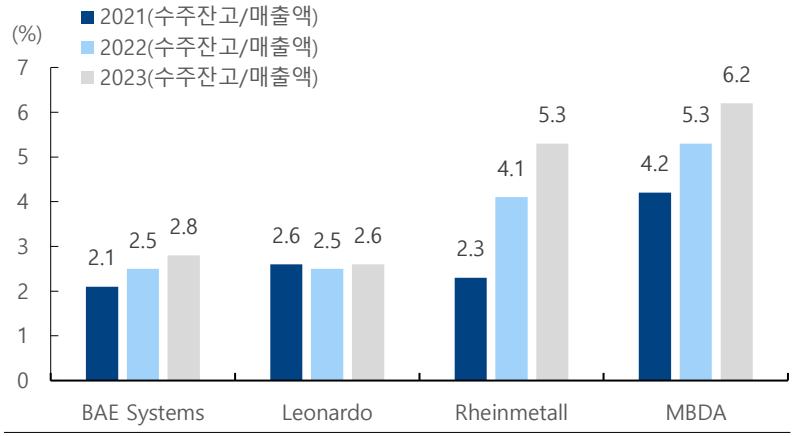
자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

Ⅱ. 유럽의 한계와 한국의 순항:
공급망은 하루아침에 만들어지지 않는다

유럽: 수요를 전혀 따라가지 못하는 공급

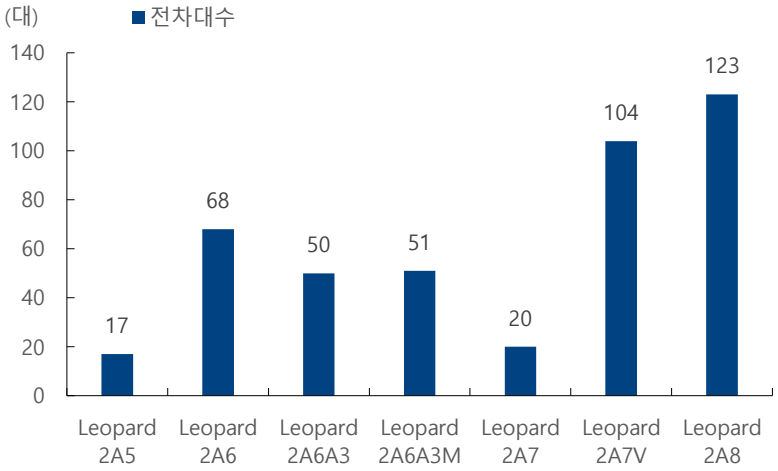
- 폭증하는 방산물자 수요를 따라가기에
  유럽 방산업체의 생산역량은 턱없이 부족
- 유럽 주요 방산업체의 문제:
  ① 생산능력 부족으로 인한 납기지연,
  *스웨덴 주문 Leopard 2A8의 경우 주문-수령까지 6년 소요
  ② 모델 다양성으로 인한 부품부족
- 또한 최대 방산물자 생산 국가인 독일의 '자국향 우선 생산'가능성도 Risk요인
- 유럽의 급증하는 무기발주 가운데 독일이 소화하지 못하는 Gap물량이 한국의 추가발주 수혜 기회로 이어질 가능성 큼

<그림> (유럽 주요 방산업체 매출액 대비 수주잔고) 방산물자 수요급증으로 주문잔고 지속증가에도 불구 경직된 생산능력 문제로 항공우주 및 방산 프로그램의 75% 이상이 예정된 일정을 초과, 40%이상이 예산이 초과되어 집행됨



자료: 각사 실적발표, EDR News, BCG, iM증권 리서치본부

<그림> 독일의 전차보유계획(~'33년): 연간 약 17.3대 충원 필요
KNDS Germany(KMW) 연간 CAPA의 35%에 달하는 물량



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

<표> KNDS Germany vs 현대로템 생산능력 비교

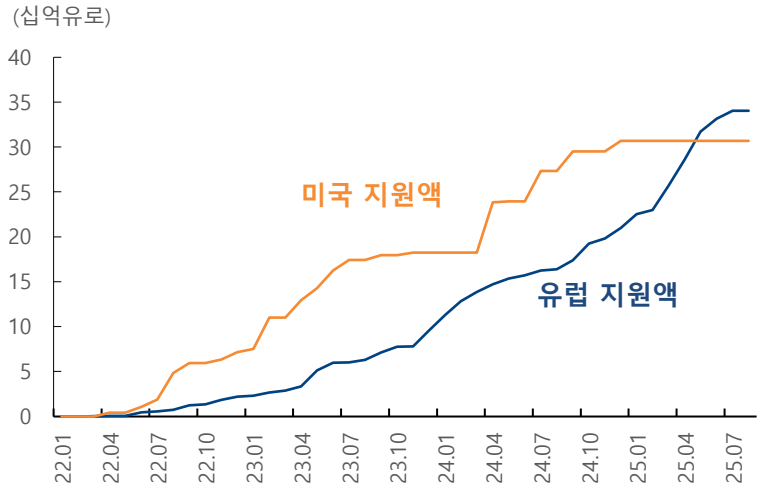
구분	KMW의 Leopard	현대로템의 K2
전차 1대 생산기간	평균 4.5년 (최소 3년, 최대 6년)	약 1.5년 소요
월간 생산가능 전차대수	약 4대 (개량: 약 5~6대)	-
연간 생산가능 전차대수	약 48~50대 (개량: 약 60~70대)	약 100대
CAPA 증설관련 계획	향후 연간 100대 생산 목표	~2030년 CAPA 증설

자료: 미국 국방무기 조달보고서, Kiel, 언론보도, iM증권 리서치본부

유럽: 자국무장+우크라이나 지원 이중부담 증대

- KIEL 연구소의 러시아의 유럽 발트해 지역 급속 돌파 시나리오를 가정할 시, 유럽은 억제력 확보를 위해 최소 전차 1,400대/ 보병전투차량(IFV) 2,000대/자주포·다연장로켓(155mm 포함) 70문이 필요
- 이는 프랑스, 독일, 이탈리아, 영국의 육군전력을 합친 것보다 훨씬 더 큰 규모이며 전차의 경우는 필요전력의 66.4%만 확보하고 있는 상황
- 이를 위해 막대한 군비확충 및 자국무기 확보가 필요하나, 설상가상으로 **미국의 우크라이나 지원이 줄어들면서 유럽의 우크라이나 지원액은 증가하며 부담은 가중**되고 있음
- **유럽은 1,400대 이상의 전차 보충이 필요하나 연간 생산량은 50대**

<그림> 미국의 우크라이나 지원은 감소, 유럽의 부담은 가중



자료: Kiel, iM증권 리서치본부

<표> 러시아의 군사력 현황 (2024년 기준)

구분	내용	비고
러시아군 우크라이나 주둔 병력	약 70만명	'22년 대비 대규모 증가
전차 생산 및 정비	1,550대	'22년 대비 +220% 증가
장갑차 생산 및 정비	5,700대	'22년 대비 +150% 증가
포병 장비 생산 및 정비	450문	'22년 대비 +150% 증가
장거리 드론(Lancet) 배치	1,800기	'22년 대비 +435% 증가

자료: Kiel, iM증권 리서치본부

<표> 유럽연합의 필요 군수장비 수준

구분	내용	비고
필요 전차(Tank)	+1,400대	총 예상가 약 40억 유로
필요 보병전투차량(IFV)	+2,000대	동부전선 대비
필요 곡사포(155mm 포함)	+700문	-
필요 탄약(155mm)	+100만발	고강도 전투 90일 기준

자료: Kiel, Bruegel, iM증권 리서치본부

<표> 독일 KNDS(KMW)의 현 수주잔고 기준 전차 인도 계획 추정: 26년 이후 생산능력 부족 지속 전망

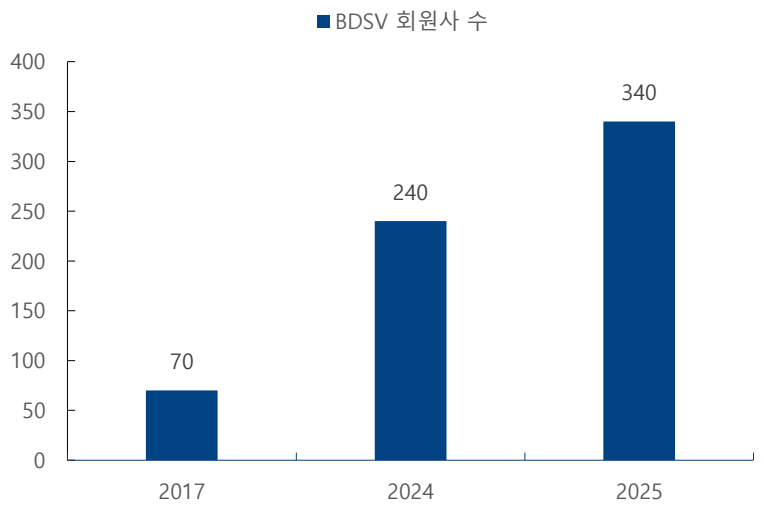
계약국가	계약대수	'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29	'30	'31	비고
독일	123			18	35	17.5	17.5	17.5	17.5		
노르웨이	54				9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	납기지연 전망
리투아니아	44				8.8	8.8	8.8	8.8	8.8		
스웨덴	44						11.0	11.0	11.0	11.0	
네덜란드	46					11.5	11.5	11.5	11.5		
크로아티아	50					10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	
헝가리	44	32	8.0	8.0	8.0						'20년에 12대 인도
연간인도대수 (A)	-	32	10.0	26.0	60.8	56.8	67.8	67.8	67.8	30.0	
연간생산CAPA (B)	-	48	48	48	48	48	48	48	48	48	초과물량 = 한국향 발주기대가능 물량
초과물량(A-B) (누적)	-				12.8 (12.8)	8.8 (21.6)	19.8 (41.4)	19.8 (61.2)	19.8 (81.0)		

자료 : 언론보도, iM증권 리서치본부

독일 방위산업 공급망: 발등에 떨어진 불

- 방위산업 수요가 증가했으나 기존 방산 공급망은 붕괴된 상황에서 독일은 차선책으로 민간기업의 방산 전환 움직임이 가속화
- BDSV (독일 안보방위산업협회, Bundesverband der Deutschen Sicherheits- und Verteidigungsindustrie e.V.) 의 회원사 수는 2017년 70개->2024년 240개->2025년 340개로 급증

<그림> BDSV(독일 안보방위산업협회) 회원사 추이



자료 : BDSV, iM증권 리서치본부

<그림> BDSV 회원사 현황 (대형사)

자료 : BDSV, iM증권 리서치본부

<그림> BDSV 회원사 현황 (중소형사)

자료 : BDSV, iM증권 리서치본부

<표> 독일 민간업체의 방산 전환 움직임

본업	회사	요약	일자	세부
자동차(완성차)	Porsche SE	방산 스타트업 및 기술에 최대 €2B 투자 계획	25.08	Volkswagen 대주주 Porsche SE, 방위/이중 용도 기술 기업 대상 투자 플랫폼 구축 발표
자동차(완성차)	Volkswagen	방산 전환 제안 검토	25.03	Rheinmetall CEO, 폭스바겐의 오스나브뤼크 공장의 군수 생산 적합성 언급(인수 협의 중)
자동차(완성차)	Volkswagen	군용 장비 생산 가능성 열어 둠	25.03	CEO Oliver Blume, "군사 장비 제작 의사 있음" 공식 발표
자동차(완성차)	Mercedes-Benz / Daimler Truck	방산 차량 공급 확대, 군용차량 완제품 제공	25.06	Unimog 군용 구급차 전시, 프랑스 ARQUUS와 협력, Bundeswehr에 Arocs 물류차량 수주
자동차 부품	Continental	방산 분야로 인력 전환	25.01	방산업체 Hensoldt, 해고된 Continental 직원 일부 고용 협의
자동차 부품	Bosch	방산 분야로 인력 전환	25.01	Bosch 일부 직원 Hensoldt로 전직 (방산 인력 수요 대응 차원)
자동차 부품	ZF Friedrichshafen	군사 기술·엔진 기술 융합 검토	-	방산 기술 관련 파트너십 프로젝트(예: Wesaya)
자동차·산업용 베어링/부품	Schaeffler	방산 진입 검토	25.06	CEO, 독일 TV 인터뷰에서 방산 진출 검토 발언
산업·상용차 엔진	DEUTZ	방산 매출 본격화 전망	25.05	향후 매출의 일부(약 2%)를 군수 계약에서 기대, 하이브리드 전차용 파워 등 개발 언급
산업·상용차 엔진	DEUTZ	방산 기회 모색(군용 엔진·하이브리드 파워 등)	25.03	실적발표에서 방산 기회에 관심 표명
인쇄기·산업설비	Heidelberger Druckmaschinen	방산 진입 선언	25.07	방산업체 VINCORION과 전략적 파트너십으로 군용 전력제어·분배 시스템 개발/산업화 발표
공작기계·레이저	TRUMPF	방산 고객 공급 허용('방어 목적' 한정) 결정	25.08	방어적 무기 체계에 한해 기술 공급 허용 발표
화학	Alzchem Group	탄약 추진제 전구체(NQ/GN) 증설로 방산 공급 확대	24.03	EU ASAP(탄약생산지원)로 3,440만 유로 투자 지원 승인
화학	Alzchem Group	방산향 NQ 증설 가속 및 해외(미국) 사업 검토	25.02	NQ 증설 가속, 미 DoD 1.5억달러 규모 잠정 계약 언급
철강	Salzgitter AG	방산 사업 확대(전담 태스크포스, 군수용 강재 인증 추진)	25.03	방산 전담 TF 구성·군 방위군과 추가 라이선스 추진 발표
철강	Salzgitter AG	방산용 강재 SECURE 500 독일 WTD 91 승인	25.07	SECURE 500 강재 군사용 승인(두께 6~16mm)

자료 : iM증권 리서치본부

독일: 타 산업의 방산 전환 모색, 쉽지 않다

- 독일보안 및 방위산업연방협회(BDSV), 공급망 해결방안으로 '자동차 산업의 제조역량 군수품 생산으로 전환' 방안 제시하며, 국가적으로 타 산업의 방산 전환을 장려하는 중
- 그러나 민수 제조업과 방위산업은 생산 방식/인력/장비에 있어 근본적인 차이가 존재. 단기간 업종 전환은 사실상 어려움
- 일부 단순/비전투 물자(트럭 등) 생산확대는 가능하지만 전차, 자주포 등 주력 기갑무기에 대한 생산확대는 요원할 것

<표> 자동차와 전차의 생산 비교

항목	자동차	전차
용접 방식	스폿 용접 위주, 자동화	고강도 필릿/그루브 용접, 일부 수작업
강판 두께	0.6~2mm	30~100mm 이상
재료 목적	경량화·연비·가격	방호력·내구성·피격 생존성
생산 공정	고속 대량 생산, 자동화 비중 높음	저속 소량 생산, 맞춤형 제작
복합 구조	알루미늄/복합재는 일부 부위	복합장갑 필수, 모듈형 구조 포함

자료: iM증권 리서치본부

<그림> 자동차 생산과정

자료: iM증권 리서치본부

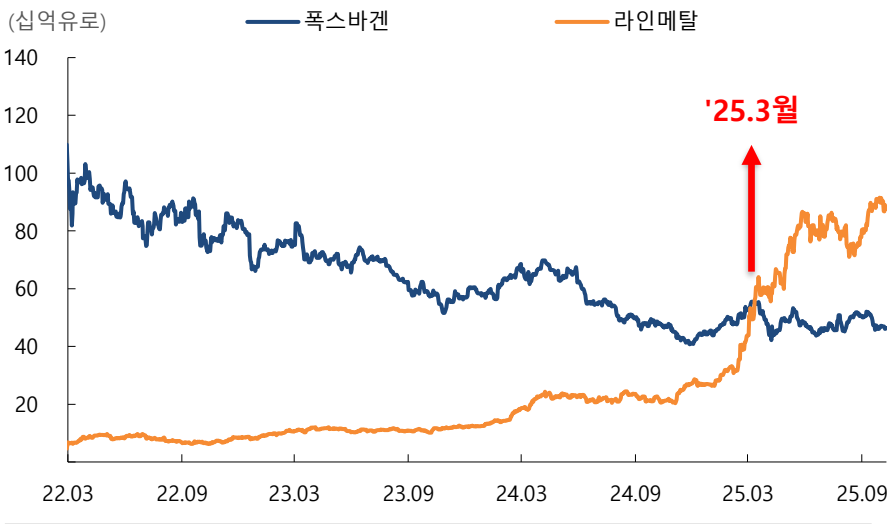
<그림> 전차 생산과정

자료: iM증권 리서치본부

독일: 타 산업의 방산 전환 모색, 쉽지 않다

- 독일에서는 '25.3월 라인메탈의 시가총액이 폭스바겐을 추월했으며,
  한국에서는 '25.5월 한화에어로스페이스의 시가총액이 현대차를 추월
- 한국은 이미 잘 조성된 방위산업 생태계에 힘입어 타 산업의 방산 전환이 유의미하게 관측되지 않으나,
  독일에서는 자동차 등 타 산업의 방산 전환이 점차 가속화될 것으로 예상

<그림> 독일 방산기업 vs 자동차기업 시가총액 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 한국 방산기업 vs 자동차기업 시가총액 추이

자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

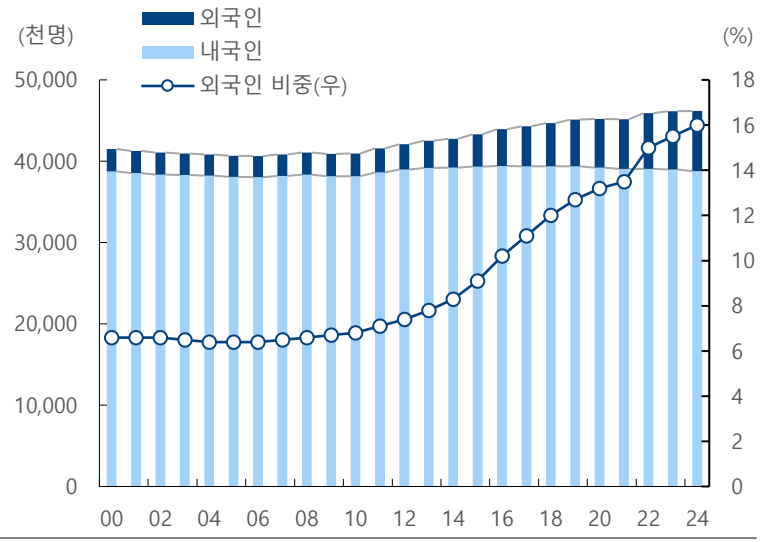
유럽 방위산업, 방위비 증액에도 구인난 심화

- 러시아·우크라이나 전쟁과 미국의 비우호적 방산 지원 기조

→ NATO 회원국 국방비 증액 흐름 심화

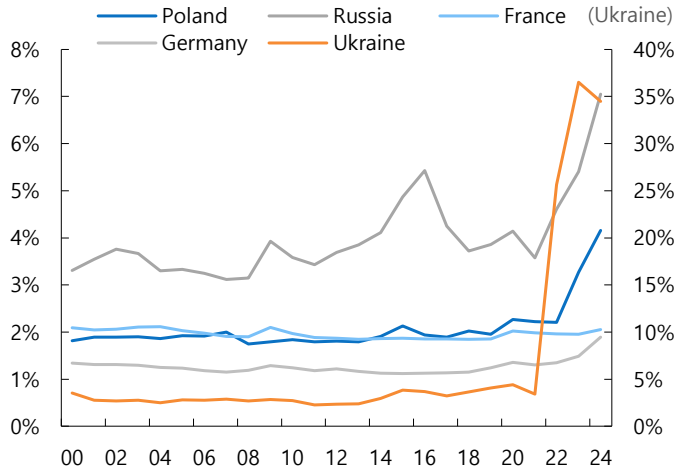
- EU 회원국 평균 국방비 지출: 2021~2024년 동안 +30% 증가
- NATO, 기존 GDP 대비 2% → 5%(2035년까지) 국방비 지출 의무 합의 ('25년 6월)
- 방위비 증액에도 불구, 유럽은 숙련 인력 부족으로 절차 지연·생산 확대에 제약
- 전쟁 발발 이후 유럽 방위산업 구인 공고 +40%
  이중 독일: 구인 공고 비중 17% (유럽 2위)
- 그러나 인력 부족으로 독일 정부 수요에 맞춘 생산능력 확장 한계

<그림> 독일의 노동가능인구(15~64세) 중 외국인 비중 추이



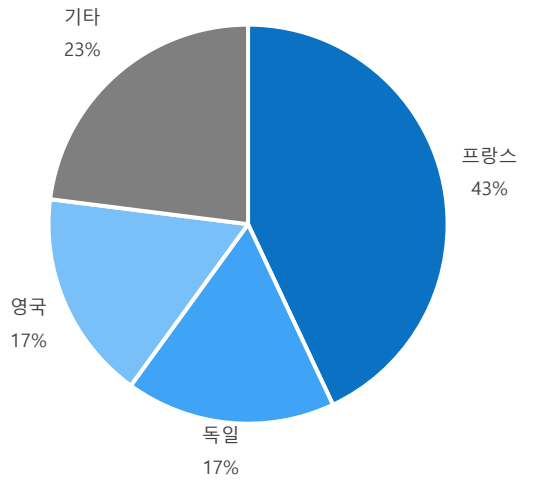
자료 : 독일 연방 통계청, iM증권 리서치본부

<그림> 유럽 주요국 GDP 대비 국방비 비율 추이



자료: EU연합 이사회, iM증권 리서치본부

<그림> 유럽 방위산업 구인 공고수 비중

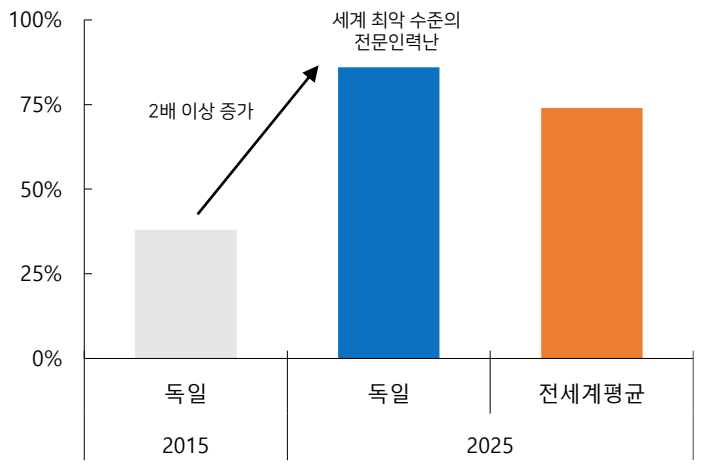


자료: Indeed, iM증권 리서치본부

독일 방위산업, 인력 부족 심각

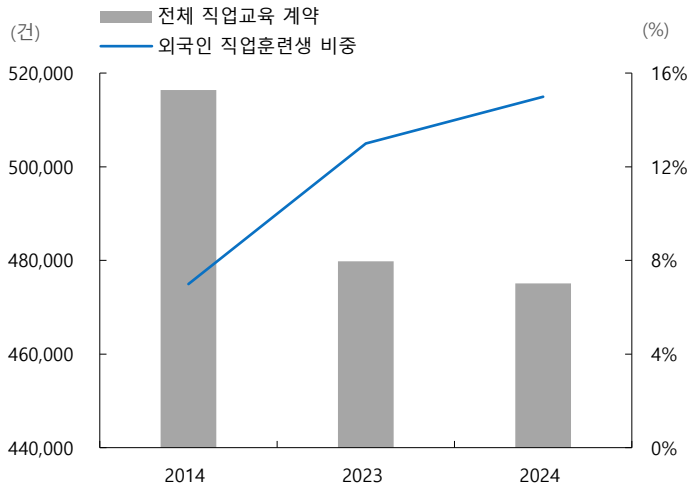
- 독일 기업 86%가 전문 인력 부족 → 세계 최악 수준
- 제조업: 숙련공·직업교육 이수자·하이테크 인력 부족 심각
  → 2024년 44% 의 기업이 적합 인력 부재로 채용 실패
- 내국인 인력 감소로 외국인 직업훈련생 비중까지 확대 중
  → 2024년 신규 계약: 독일 국적 -4% vs. 외국 국적 +17%
- 전반적 인력난이 방산업 전문 직종에서 더 심각
  → 용접·기계·전기·전자·소프트웨어(MINT) 핵심 인력 구조적 부족

<그림> 독일 기업 중 전문인력 부족 문제를 겪는 기업 비중



자료: ManpowerGroup, iM증권 리서치본부

<그림> 독일 내 외국 국적 직업훈련생 비중



자료: ManpowerGroup, iM증권 리서치본부

<그림> 글로벌 전문인력 부족 현황

자료 : ManpowerGroup, iM증권 리서치본부

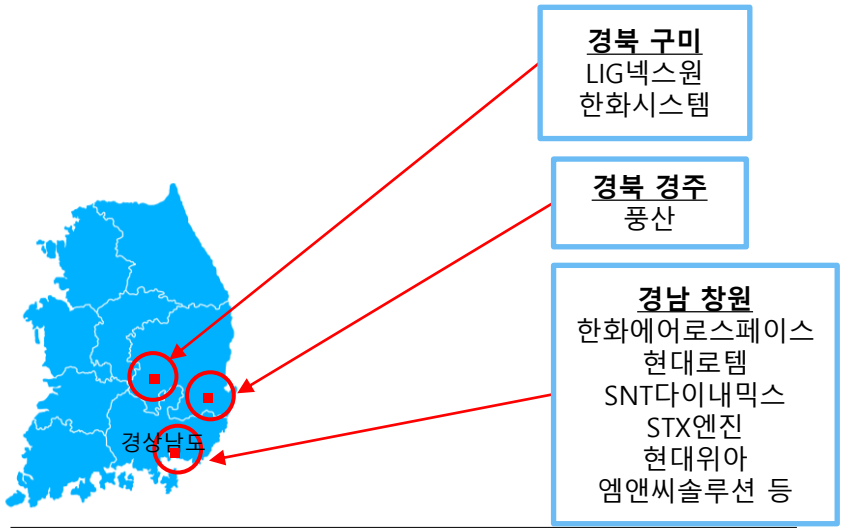
독일 vs 한국: 작은 나라의 강점

- 독일: 지역·이동성 제약으로 인한 인력 확보 어려움:
  독일 방산업의 신규 생산 현장은 지방(비스마르, 괴를리츠 등)에 위치
  현지 인력풀 부족 → 타지역·타산업 전환 필수
- 타 산업 대비 역량 격차:
  자동차 산업 둔화 (고용 51,500명 감소) 로 전환 인력 유입 시도 중이나
  방산업 직무 특화 역량 격차 심해 즉각 투입 불가, 재훈련 기간 필수
- 반면 한국의 방산업체는 대부분 경남 창원 등지의 클러스터에 집중되어 있으며 인력확보 및 물류 측면에서 유리한 고지

<그림> 한국-독일 크기 비교

자료: iM증권 리서치본부

<그림> 한국 주요 방산회사 거점 분포



자료: iM증권 리서치본부

<그림> 독일 주요 방산회사 거점 분포

자료:iM증권 리서치본부

독일 방위산업 인력 수급 현황: 총체적 난국

- Rheinmetall : 2028년까지 9,000명 증원 필요
  독일 내수 수요 조차 충족시키기 어려운 생산능력으로 지속적인 지연 현상 발생에 2Q25 실적 컨센서스 하회
  엔지니어, 용접공, 전자기술자 등 전문인력 부족

- Hensoldt : 방산 내 인력 경합 심화로 자동차 산업의 인력 전환을 시도 중이지만, 전직 시 특화 역량 격차 존재로 난항
  IT·JIT 경험자, 생산 엔지니어등 전문인력 부족

- 공통적으로 독일 방산 기업은, 1) 대규모 증원 목표 (Rheinmetall 9천명, TKMS 1.5천명)에도 불구하고 충원 속도 느림 2) 핵심 직군 부족 3) 절차 지연 문제: 보안신원조회 → 채용 후 투입까지 리드타임 증가 4) 타산업 전환 인력 활용: 자동차업 등에서 인력 흡수, 그러나 역량 전환 필요한 상황

<표> 독일 방산기업별 인력 계획 현황

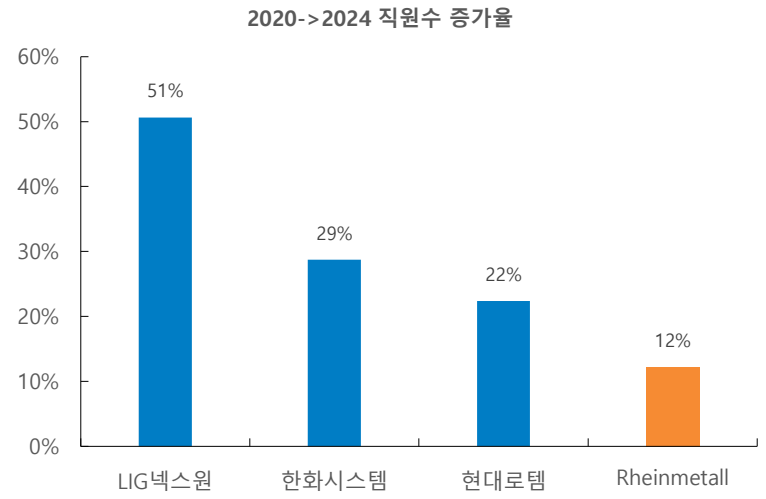
기업	인력 계획·규모	직군	문제·병목 요인
Rheinmetall	2028년까지 최대 +9,000명 증원 (약 +29%)	제품개발자, 엔지니어, 용접공, 전자기술자	유럽 전반 숙련인력 부족으로 확장 속도 제약
TKMS	비스마르 거점에 최대 1,500명 채용계획 ('25년 100명 → '26년 300명)	MINT 인력, 용접·조립 계열	숙련공 확보 어려움, 현지 인력풀 부족
Hensoldt	자동차 업계 인력 전환 적극 활용	IT·JIT 경험자, 생산 엔지니어	방산 전반 인력 경합 심화, 역량 전환 필요
KNDS / KMW	Görlitz 공장 인수·전환 (알스톰 → 방산), 기존 인력 유지·전환	부품 생산(레오파르트2, 푸마, 복서), 용접 교육센터 신설	신규 채용 외에 자체 인력양성·훈련 병행 필요
Vincorion	연내 80명 추가 채용 계획	안정화장치 등 특수 부품	보안신원조회(SüG) 지연으로 채용→투입 속도 늦음

자료: 각사, iM증권 리서치본부

한국 방위산업: 잘 나가니 사람이 몰린다

- 한국 방위산업의 경우 유럽에 비해 원활한 인력 수급을 보임
- 2020~2024 직원수 증가율은 Rheinmetall이 12%에 그쳤으나 한국은 LIG넥스원 51%, 한화시스템 29% , 현대로템 22% 기록
- 독일은 방위산업 특성상 신규 채용자 모두 보안신원조회 필수이며 (수개월 소요), 채용 후에도 현장 투입까지 6개월 이상 지연되는 등 인력 채용의 걸림돌이 되고 있음.
- 한국도 신원조회 절차 있지만 상대적으로 신속한 처리

<그림> 한국 vs 독일 방산업체 직원수 증가율



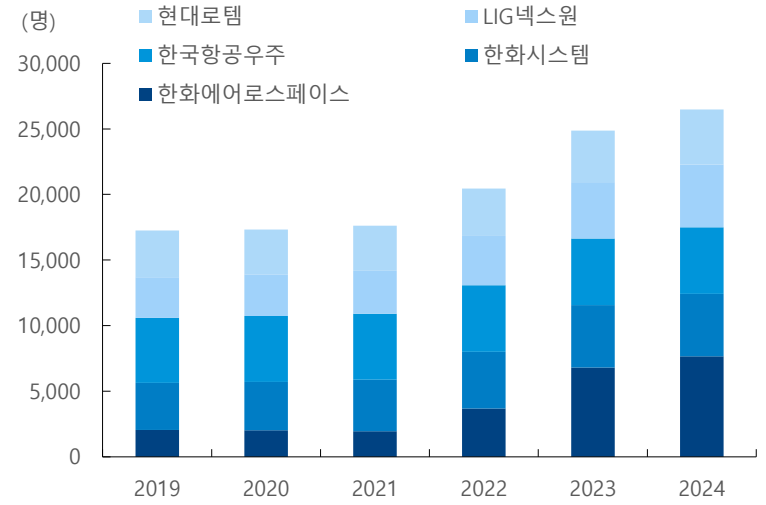
자료 : 각사, iM증권 리서치본부

<표> 독일 보안신원조회 절차

단계	소요기간(평균)	문제점	비고
1. 신청 접수	1~2주	행정 절차 복잡, 대기 발생	방산기업 인사팀 → 정부제출
2. 기본 신원확인	수 주	기본 단계지만 인력 많아 처리 지연	보안등급 낮은 직무도 해당
3. 심층 조사	수개월 (3~6개월+)	전문인력 부족 → 병목 심각	고급 기술·무기체계에 참여 필수인력
4. 승인/거부 통보	가변적	부결 시 재심사·채용 지연	승인 전 업무 투입 불가
5. 정기 재검증	수개월	장기 근무자도 영향	규제 지속 부담

자료 : 언론 종합, iM증권 리서치본부

<그림> 한국 방산업체 직원수 추이



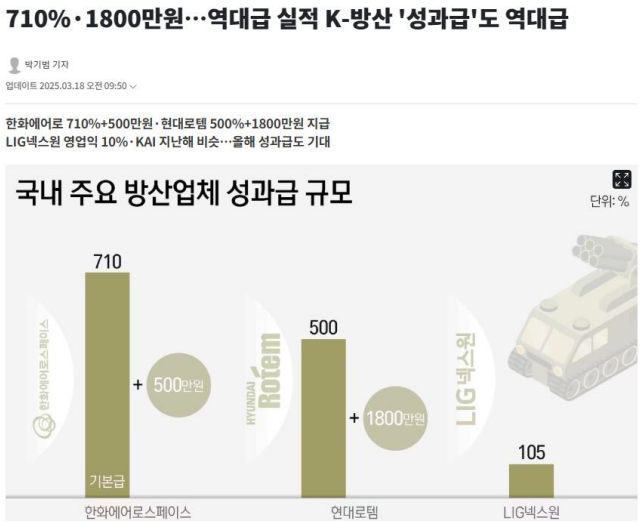
자료 : 각사, iM증권 리서치본부
*한화에어로스페이스는 22년 한화디펜스/23년 한화방산 합병 포함

<표> 유럽 주요 방산회사 인력 증가: 3년간 평균 11%에 그침

Company	2021	2024	증가율
Thales	41,291	41,291	0%
Leonardo	37,810	40,175	6%
Airbus	21,934	27,149	24%
Safran	16,104	19,296	20%
Saab	16,033	19,239	20%
PGZ	15,712	18,028	15%
MBDA	12,859	14,837	15%
Naval Group	17,191	14,668	-15%
Indra	9,896	10,973	11%
Dassault Aviation	8,606	9,414	9%
KNDS	8,335	9,023	8%
Fincantieri	7,395	7,646	3%
Hensoldt	5,841	6,388	9%
CEA	7,312	7,519	3%
Diehl	4,156	4,550	9%
ThyssenKrupp	4,505	4,460	-1%
Navantia	2,795	3,456	24%
Total	**253,779**	**280,856**	**11%**

자료 : KIEL, iM증권 리서치본부

<그림> 한국 방위산업의 역대급 성과급



자료 : 언론보도, iM증권 리서치본부

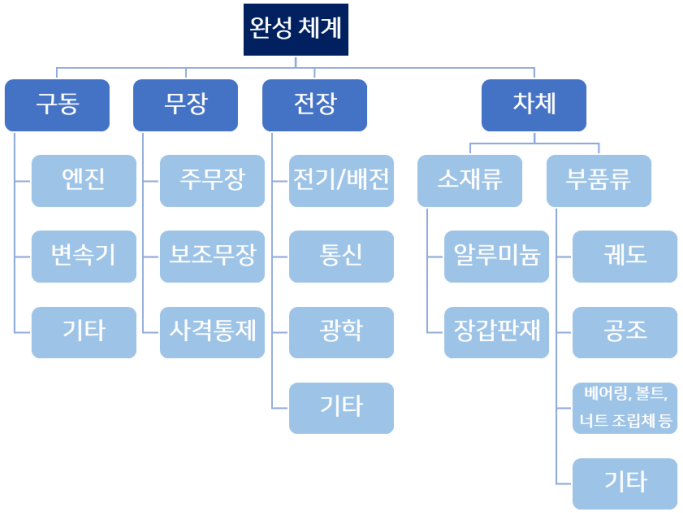
<그림> 유럽 방위산업의 인력난

자료 : 언론보도, iM증권 리서치본부

한국 방위산업 공급망의 안정성

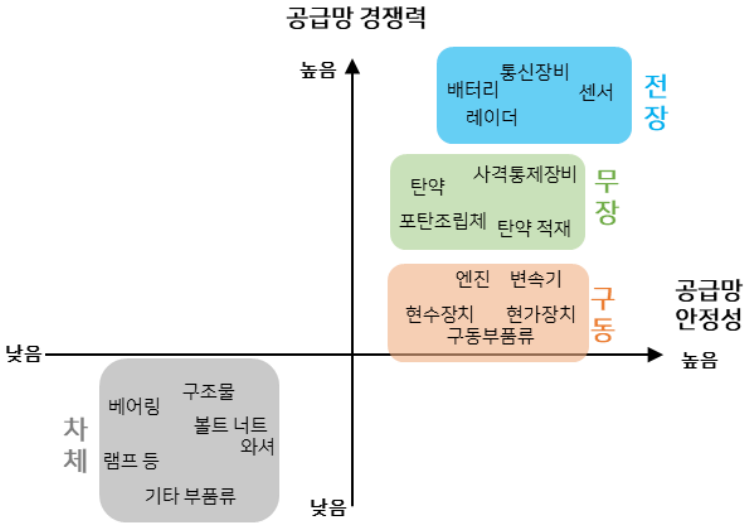
- 대한민국 방위산업의 공급망은 **가장 중요한 안정성 측면에서 전장, 무장, 구동 등 주요 반체계 부문의 높은 안정성을 확보**하고 있음
- K9자주포와 K2전차의 국산화율은 각각 파워팩 국산화 이전 80%, 84% 였으며, K9자주포의 엔진과 K2전차의 엔진/변속기가 국산화 완료된 현재는 **국산화율 92%, 98%수준으로 추정**
- 베어링, 볼트/너트 등 소부품류의 안정성은 다소 떨어지는 편으로 평가되나 소부품의 특성상 타 산업과 공급망이 공유되며, 소싱이 용이하여 방산 공급망의 취약점이라고 하긴 어려움

<그림> 지상무기 공급망 구조 분석도



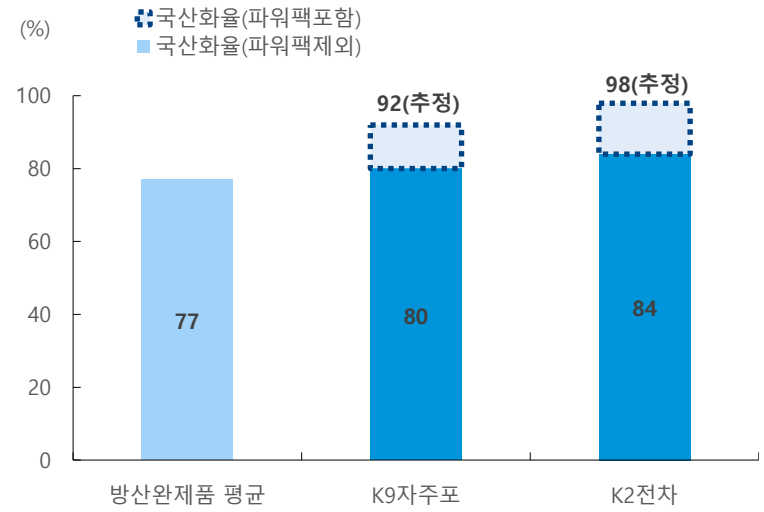
자료 : 산업연구원, iM증권 리서치본부

<그림> 대한민국 방위산업 공급망 안정성 및 경쟁력 분석



자료 : 산업연구원, iM증권 리서치본부

<그림> K9자주포, K2전차 국산화율: 완제품 평균 훌쩍 상회

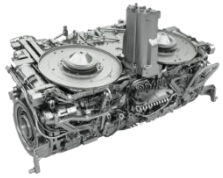


자료 : 산업연구원, iM증권 리서치본부

한국 방위산업 공급망: 파워팩까지 국산화

- 우리나라는 지상무기체계의 핵심 부품인 파워팩(엔진+변속기)을 국산화하기 위해 2000년대 초반부터 노력해 왔으며, 현재는 K2전차의 파워팩 완전 국산화 및 K9자주포의 엔진 국산화 완료
- 파워팩 국산화로 수출국의 제약(중동 등)이 사라졌으며 운용국의 유지보수관리 편의성 증대

<그림> K2전차의 국산화 변속기 vs 독일 변속기(기존) 비교

구분	SNT다이내믹스 EST15K	Renk HSWL 295 TM
엔진 출력	1,500 ~ 1,650 hp	1,600 hp (1,200 kW)
차량 중량 대응	최대 65톤	50 ~ 70톤
기어 구성	전진 6단 / 후진 3단, 자동변속	전진 5단 / 후진 5단
변속기		

자료 : iM증권 리서치본부

<그림> K2전차 공급망 국산화 현황

자료 : iM증권 리서치본부

<그림> K9자주포 공급망 국산화 현황(변속기는 라이선스 생산)

자료 : iM증권 리서치본부

<표> K2 전차 파워팩 (엔진+변속기) 국산화 현황

파워팩	시점	제조국	제조사	제품명	특징
엔진	초기	독일	MTU	883 KA501	국내 1차양산분
	현재	**대한민국**	**HD현대인프라코어**	**DV27K**	**국내 2~4차양산 및 폴란드 1차 폴란드 2차는 미정**
	국산화 여부	**○ (2019년, K2전차 2차 양산분에 첫 납품 결정)**			
변속기	초기	독일	RENK	HSWL 295 TM	국내 1~3차양산 및 폴란드 1차
	현재	**대한민국**	**SNT다이내믹스**	**EST15K**	**국내 4차양산 및 튀르키예 수출분 폴란드 2차는 미정**
	국산화 여부	**○ (2025년, K2전차 4차 양산분에 첫 납품 결정)**			

자료 : 각 사, iM증권 리서치본부

<표> K9 자주포 파워팩 (엔진+변속기) 국산화 현황

파워팩	시점	제조국	제조사	제품명	특징
엔진	초기	독일	MTU	881 KA500	STX엔진이 국내에서 면허생산
	현재	**대한민국**	**STX엔진**	**SMV-1000**	**이집트 수출분에 탑재예정**
	국산화 여부	**○ (2024년, K9 자주포 국산엔진 양산1호기 출고)**			
변속기	초기	미국	Allison	X1100-5A3	SNT다이내믹스에서 면허생산
	현재	미국	Allison	X1100-5A3	SNT다이내믹스에서 면허생산
	국산화 여부	**X (SNT다이내믹스가 국내에서 면허생산)**			

자료 : 각 사, iM증권 리서치본부

<표> K2 전차, K9 자주포 파워팩 (엔진+변속기) 국산화 과정

	기업	부품	연도	내용
K9	STX엔진	엔진	2021	K9 자주포 디젤엔진 국산화 개발업체 최종 선정
			2024	K9 자주포 국산엔진 양산1호기 출고
			2024	이집트 수출용 K9 자주포 탑재 결정
K2	HD현대인프라코어	엔진	2005	국방과학연구소와 차기전차용 엔진 국내 독자개발 계약
			2014	K2 전차용 엔진 개발 성공
			2019	K2전차 2차 양산분에 납품 결정(출고식)
			2020	K2전차 3차 양산분에 납품 결정
			2022	폴란드 수출용 K2전차 엔진 탑재 계약 체결
			2025	K2전차 4차 양산분 납품 계약
	SNT다이내믹스	변속기	2005	국방과학연구소와 차기전차용 변속기 국내 독자개발 계약
			2023	알타이 전차(MBT)에 탑재될 국산 자동변속기 수출계약
			2025	K2전차 4차 양산분 납품 계약

자료 : 각 사, iM증권 리서치본부

<표> K2 파워팩 국산화 과정: 엔진+변속기 국산화 完

일시	2005	2019	2025
기업	HD현대인프라코어, SNT다이내믹스	SNT다이내믹스	HD현대인프라코어
부품	엔진, 변속기	변속기	엔진
내용	국방과학연구소와 차기전차용 파워팩 국내 독자개발 계약	K2전차 2차 양산분에 납품 결정 (출고식)	K2전차 4차 양산분 납품 계약

자료 : 언론종합, iM증권 리서치본부

<표> K9 파워팩 국산화 과정: 엔진 국산화 完 + 변속기 국내 생산 중

일시	2021	2024	2024
기업	STX엔진		
부품	엔진		
내용	K9 자주포 디젤엔진 국산화 개발업체 최종 선정	K9 자주포 국산엔진 양산1호기 출고	이집트 수출용 K9 자주포 탑재 결정

자료 : 언론종합, iM증권 리서치본부

한국 방위산업: 투자가 이끄는 성장

- 국내 주요 방산기업들은 안정적인 공급망 확보를 위해 최근 3년간 매년 설비투자를 확대
- 대표 기업인 현대로템과 한화에어로스페이스의 2023~2024년 설비투자액은 각각 YoY +99%, +107%로 급증
- 최근에는 체계종합업체뿐 아니라, 이들에게 부품을 공급하는 기자재 기업들까지 수주 경쟁력 향상을 위한 공격적 투자 확대 중
- 기자재업체(엠앤씨솔루션, 삼양컴텍, HD현대인프라코어, STX엔진) 4사의 2025~2026년 공시된 설비투자 금액만 9,464.03억원

<표> 대한민국 방산 기업 3개년 CAPA 설비투자 내용

기업명	날짜	투자내용	투자금액	투자기간
한화에어로스페이스	2024.09.25	Smart Factory 구축	6,673	2024.09.25-2026.12.31
	2025.03.17	필리조선소_유상증자	2,669	
LIG넥스원	2022.09.29	구미공장증설	1,100	2024.09.29-2025.12.31
	2023	김천2공장 토지 취득		
	2023.12.08	대전공장증설	492	2023.12.08-2025.05.31
	2024.04.02	세종연구소 취득	3,,000	2024.04.25
	2024.05.29	구미공장증설	2000	2025-2027
	2024.07.23	고스트로보틱스 증권 취득	1,996.7	2024.07.23
엠앤씨솔루션	2024.03	시험장비 구매	35.7	~2026.12
	2024.05	초도양산설비구축	13.3	~2026.12
삼양컴텍	2022.11.29	구미공장 착공	386	-
	20205.08.22	방탄세라믹 설비 증설	200	2025.08.22~2026.08.31
HD현대인프라코어	2024.12.24	신규시설투자	1,412	2024.12.24~2028.12.31
SNT다이내믹스	2025.05.23	생산설비 확충	450	2025~2027

자료 : DART, 언론종합, iM증권 리서치본부
*투자금액 단위: 억 원

<표> 한화에어로스페이스 3개년 설비투자 지출 목록

내용	2022	2023	2024
PW 엔진부품 제조설비 투자	1,691	1,765	1,670
GE 엔진부품 제조설비 투자	43	30	-
KF-21 관련 제조설비 투자	190		
KF-21 외 제조설비 투자	972		
아산 치공구 및 IT인프라	370		
창원2사업장 설비 투자	890		
PW 엔진부품 제조설비 투자			649
KF-21 엔진부품 제조설비 투자		-	9,041
창원1사업장 제조설비 투자		5,587	6,540
창원1사업장 공실증축 투자		-	22,947
미래항공연구소 IT인프라 등		4,637	6,490
아산사업장 제조설비 투자		5,802	2,009
대전 Capa. 증대 투자		2,650	14,315
보은 Capa. 증대 투자		64	25,694
여수 Capa. 증대 투자		-	12,466
창원2사업장 레드백 생산시설 구축		-	
자주도하 국산화 체계 조립시설		-	1,448
창원2사업장 항법설비 투자		1,053	
전술급 관성측정장치(IMU) 사업 확대 투자		111	13,099
순천 단조립장 구축		9,676	16,681
IT 인프라 투자		20,594	49,704
Total	4,156	51,969	182,104

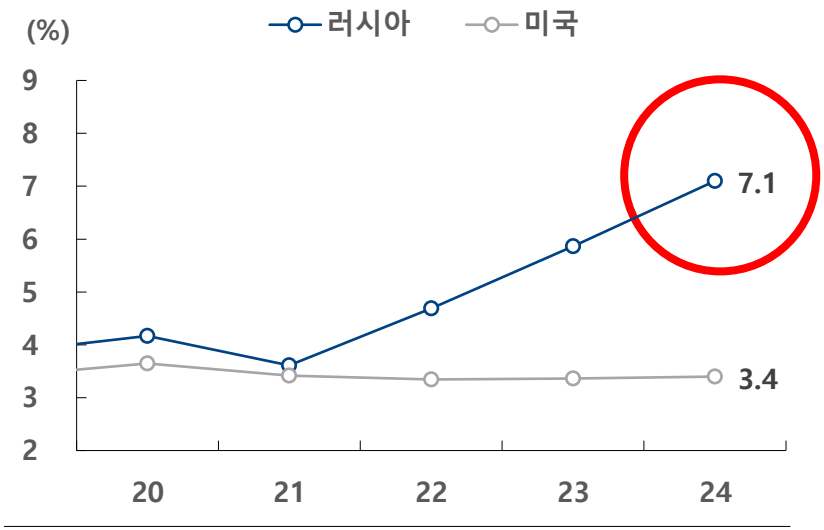
자료 :DART, iM증권 리서치본부 추정
*지출금액 단위: 백만 원

Ⅲ. 러-우 전쟁은 끝이 아닌 시작:
더 이상 평화를 기대하기 힘든 유럽

러시아 전쟁경제: 안정적 구조 확보

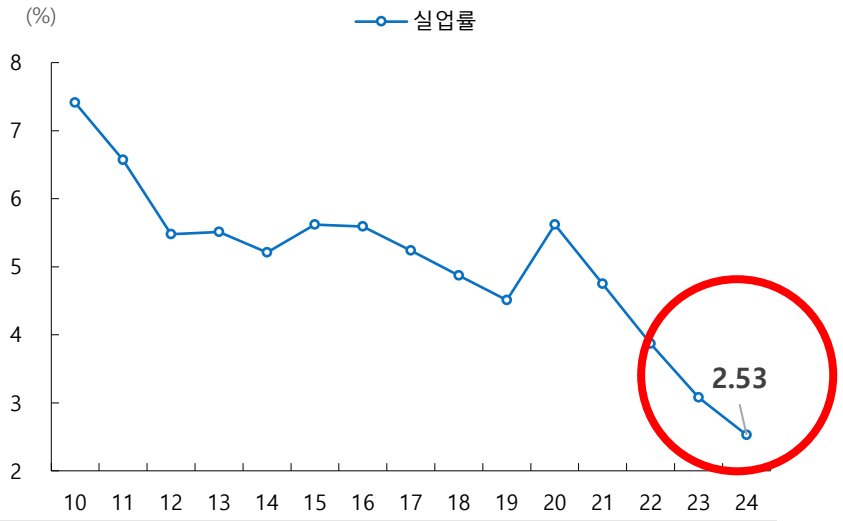
- 러시아는 전쟁 이후 에너지 수출 수익 및 국가 주도의 군수산업투자로 경제 버팀목 확보
- 서방 제재에도 불구 중국/인도 등과의 협력을 강화하며 수출 자생력을 유지. 특히 인도는 러-우 전쟁 이후 저렴한 러시아산 원유 수입을 늘려 전체 원유수요의 39%(2023)를 러시아에서 조달 (21년2.5%)
- 전쟁 후 생산량이 늘어난 군수산업은 제조업 고용의 20%를 차지하며, 380~450만명을 고용하여 내수 경제의 버팀목이 되고 있음
- 2024년 러시아 국방비는 1,400억 달러 이상 (GDP 7.1%)으로 사상 최대

<그림> 러시아와 미국의 GDP 대비 국방비 지출 비중 변화 추이



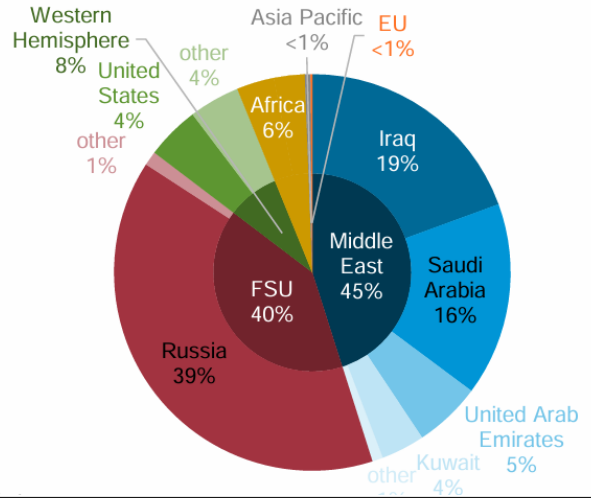
자료: Worldbank, iM증권 리서치본부

<그림> 러시아 실업률 변화 추이: 24년도 역사적 저점 2.53% 기록



자료: macrotrends, iM증권 리서치본부

<그림> 인도의 국가별 원유 수입 비중: 러시아 21년 2.5% -> 23년 39%

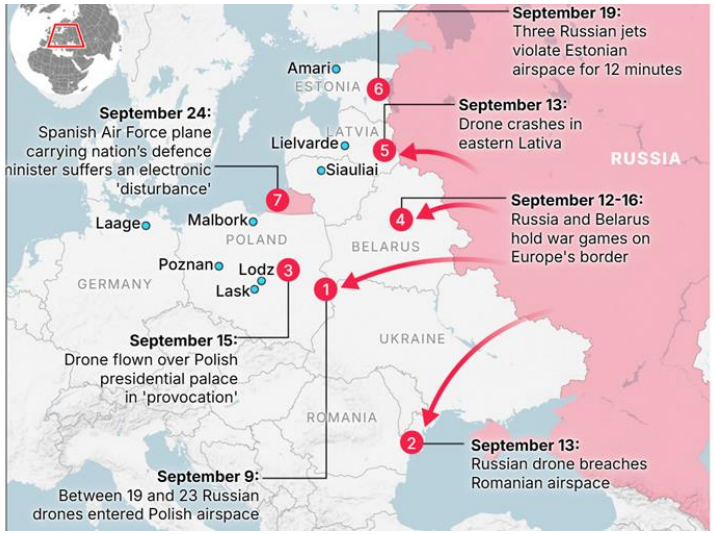


자료: EIA, iM증권 리서치본부

러시아: 우크라이나 전쟁은 끝이 아닌 시작

- 유럽과 미국의 대러시아 경제 제재가 해제될 가능성이 작은 가운데 러시아는 방산경제 유지를 위해 러-우 전쟁을 소모적으로 끌고 갈 가능성 있으며, 종전 이후에도 추가적인 분쟁 일으킬 가능성 큼
- 이를 증명하듯 '25.8~9월 러시아는 드론,전투기,전자전 등의 수단으로 에스토니아, 폴란드, 루마니아 등 동유럽은 물론 노르웨이, 덴마크 등의 북유럽 국가까지 포함 NATO를 전방위 광역 도발
- 폴란드는 러시아의 도발에 한때 4만 병력을 국경지대에 배치하며 유럽의 지정학적 긴장은 최고조에 달함

<그림>'25.8~9월 러시아의 NATO 광역 도발(드론/전투기/전자전)



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

<그림> 폴란드, 러시아 드론 도발에 4만 병력 국경지대에 배치

자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

<그림> 폴란드에 침투한 러시아 드론: 이란제 Shahed계열의 자폭드론 추정

자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

<표> 러시아의 2025.8~ NATO 도발 일지

대상국	일자	도발내용	대응	후속조치
폴란드	8/20, 9/8, 9/10	드론 자폭 공격 → 루블린주 등 내륙 깊숙한 지역까지 침투	드론 격추, 프랑스 전투기 지원, NATO 헌장 4조 발동 요청, 4만 병력 집결	국경·영공 제한, NATO 긴급 회담, NATO군 파견 및 방공작전 강화
루마니아	9/13	드론 다수(50분간) 국경 침범 → '우크라이나 공습 중 오류' 주장	드론 감시 위해 F-16 전투기 급파	도발 의도 규정, 러시아 대사 초치해 항의, 경계 태세 강화
에스토니아	9/19	전투기 3대, 12분간 핀란드만 상공 비행 → 에스토니아 영공 침범	이탈리아 F-35 전투기 긴급 발진, 스웨덴과 핀란드 항공기 대응	러시아 대사 소환, NATO 차원 보고, 이탈리아의 타이푼 전투기 배치
핀란드	9/20~21	발전소 상공에 드론 출몰	NATO는 발트해 일대에 방공함과 같은 감시 및 정찰 전력을 추가 투입	드론 장벽' 설립 등 방어 대책 논의, 핀란드 북부 지상군 사령부 공식 개소
프랑스	9/22	우크라이나군 훈련 중인 북서부 무르멜랑르그랑 기지에 드론 출몰	군사시설 경계 강화	NATO 주요국들의 전략자산을 동부전선에 배치하는 작전인 '동부감시' 시작
노르웨이	9/22, 9/29	공군기지 근처 및 가스전 상공에 대형 드론 출몰	항공기 운영 중단, 경계 강화	에너지 인프라 보안 점검, '드론 장벽' 설립 대책 논의
덴마크	9/24, 9/27	공항과 군기지 5곳에 드론 출몰	공항 및 일부시설 패쇄, 배후 불명으로 조사	NATO 4조 발동 검토, '드론 장벽' 설립 논의
스웨덴	9/25~26	드론 출몰	배후 불명으로 조사	드론 격추 위한 저가형 미사일 체계 개발, 드론 방어 시스템에 500억원 투자
벨기에	10/2	군사기지 상공에 신원 미상 드론 15대 출현	군 당국 조사 및 경계 강화	NATO 정보 공유 및 방공망 보강

자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

러시아의 NATO 침공: 현실적 위협

- 유럽 의회의 국방백서('25.3)에 따르면 유럽은 러시아의 NATO 침공 가능성에 대해 현실가능한 시나리오라 판단하고 있으며,
  이에 대한 대비로 **① 대규모 무기 획득의 필요성,**
  ② 공동 조달 확대 및 국방산업 투자확대 필요성 강조

- 러시아는 2022년 이후 우크라이나를 공격하는 동시에 핀란드 및 동유럽 발트 3국의 접경지대에 수만 명 규모의 새로운 군사기지 및 철도, 병원 등 인프라를 확충

- 이에 2025년 유럽 동부전선의 최전방인 발트 3국(에스토니아, 라트비아, 리투아니아)은 러시아의 침공에 대비해 냉전 이후 가장 구체적인 민간인대피 계획을 수립.
  리투아니아는 국경지대 40만명, 라트비아는 국민의 1/3,
  에스토니아는 국민의 10%의 대피 및 재정착 가능성 고려 중

<그림> 발트 3국, 러시아 침공 대비 대피계획 수립

자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

<그림> 러시아, 핀란드 및 발트3국 접경지대에 병력 및 군사시설 증강

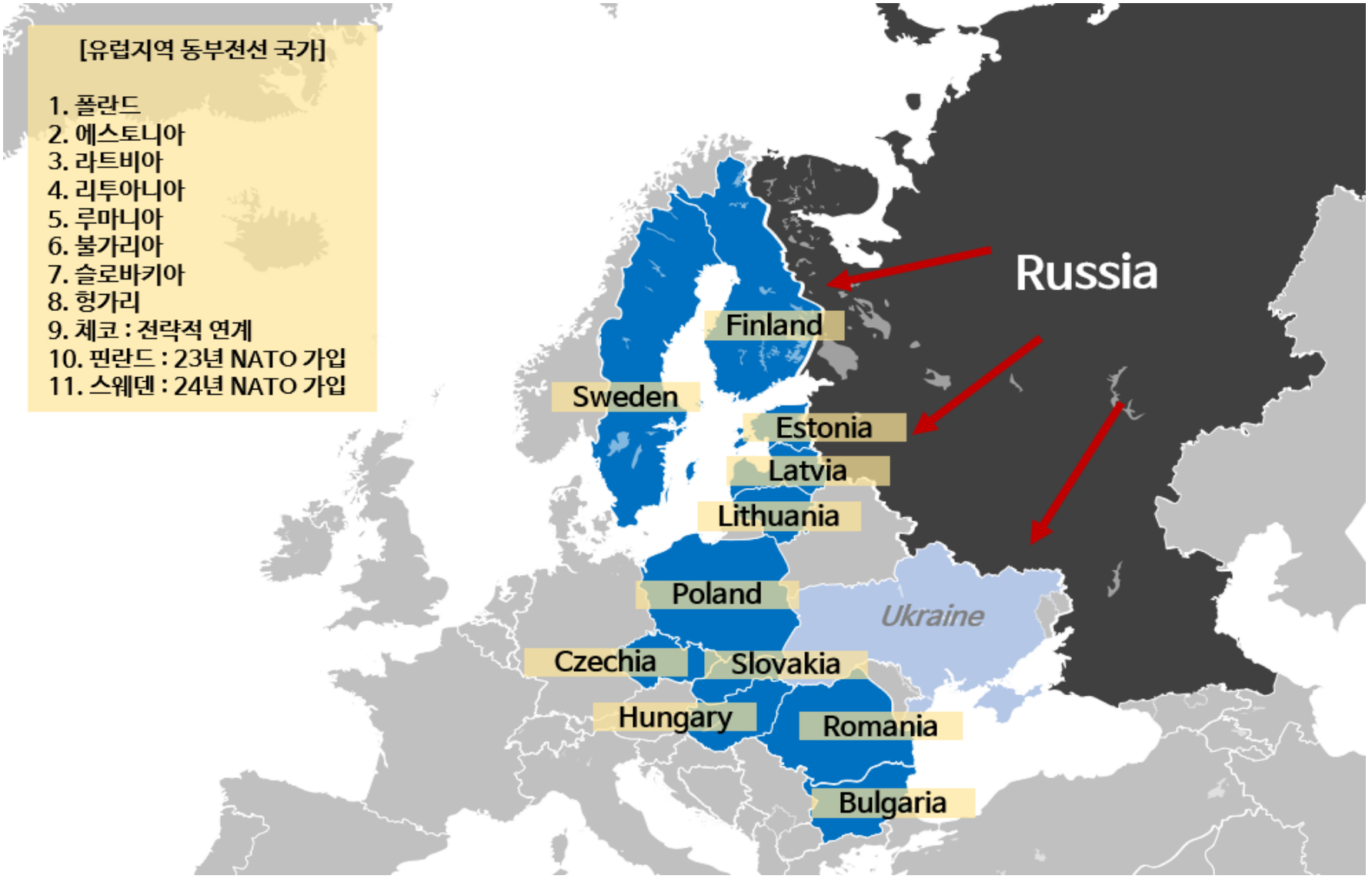
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

<표> 주요국 대표 및 기관 참모들의 러시아의 NATO 침공에 대한 발언

구분	발언내용
EU 외교안보 고위대표 (카야 칼라스)	- 러시아의 군비지출 확대는 장기적으로 EU에 위협이 될 것 - 러시아의 막대한 국방비 지출은 단기적 방어가 아닌 장기적 침공을 위한 계획의 일환 - 유럽은 이미 공격받고 있음
NATO 신임 사무총장 (마르크 뤼터)	- 러시아는 이미 3개월만에 나토 32개국이 1년간 생산하는 무기, 탄약을 생산하고 있음 - 러시아는 10년내 나토 동맹국을 공격할 수 있는 수준에 이를 수 있음
독일 연방정보국 국장 (브루노 칼)	- 우크라이나는 서방으로 가는 길목일 뿐, 러시아의 최종 목적은 나토 약화와 유럽 내 영향력 확대라는 것에 확신을 가짐 - 러시아는 미국을 유럽에서 밀어내기 위해 어떠한 수단일지라도 기꺼이 불사할 것 - 최소한의 피해로 전쟁을 막을 수 있는 것은 억제력 뿐

자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

<그림> 러시아 위협에 직접 노출된 동부전선 국가들



자료: iM증권 리서치본부

Appendix . 국내외 주요 방산업체 Valuation Table

<표> 주요 업체 Valuation Table

2025. 10. 17				시가총액 (10억원, 백만달러)	주가 (원)			PER (배)		PBR (배)		PSR (배)		영업이익률(%)	
구분	종목명	국가	통화		종가	1M%	YTD%	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
국내 업체	한화에어로스페이스	한국	KRW	48,263	936,000	-17.6	191.1	27.3	19.3	5.4	4.3	1.7	1.6	13.1	14.5
	현대로템	한국	KRW	22,592	207,000	-8.0	316.5	27.9	21.4	7.9	5.8	3.9	3.3	18.0	19.0
	한화시스템	한국	KRW	9,956	52,700	-13.8	133.2	53.9	34.1	3.3	3.1	2.8	2.3	5.8	8.0
	엘아이지넥스원	한국	KRW	9,790	445,000	-15.5	101.8	31.0	24.2	6.7	5.4	2.4	2.1	8.7	9.9
	한국항공우주산업	한국	KRW	9,621	98,700	-11.5	79.8	38.3	25.2	5.0	4.3	2.4	1.8	8.5	9.3
	풍산	한국	KRW	3,427	122,300	-6.2	144.8	14.7	12.4	1.4	1.3	0.7	0.7	6.8	7.7
	엠앤씨솔루션	한국	KRW	1,708	186,600	-19.4	335.5	0.0	0.0	0.0	0.0	4.3	3.2	14.0	15.8
	삼양컴텍	한국	KRW	682	16,540	-8.8	0.0	31.0	0.0	0.0	0.0	3.9	0.0	14.4	0.0
해외업체	Rheinmetall	독일	EUR	85,159	1,588	-13.6	158.3	55.2	37.0	13.8	10.8	5.8	4.3	15.5	17.0
	Hensoldt	독일	EUR	11,301	84	-19.2	142.8	56.5	50.5	38.4	11.1	9.8	8.5	27.6	23.8
	Renk	독일	EUR	7,325	63	-10.4	241.4	46.5	35.4	12.2	10.2	4.6	3.9	15.6	16.8
	Lockheed Martin	미국	USD	115,157	493	4.3	1.5	22.5	17.0	21.3	18.2	1.5	1.5	10.2	12.1
	RTX	미국	USD	210,218	157	-0.8	35.7	26.4	23.7	3.3	3.2	2.5	2.3	12.6	13.2
	Thales	프랑스	EUR	61,164	254	0.2	83.1	26.1	22.4	6.2	5.6	2.3	2.1	12.4	12.8
	L3Harris	미국	USD	53,189	284	0.9	35.2	27.0	22.7	2.7	2.6	2.4	2.3	15.7	15.6
	BAE Systems	영국	USD	75,728	101	-6.4	76.4	24.9	22.4	4.6	4.2	1.8	1.7	10.7	10.9
	General Dynamics	미국	USD	88,927	331	1.6	25.5	21.7	19.4	3.7	3.5	1.7	1.7	10.3	10.8
	Aerovironment	미국	USD	18,680	374	37.5	143.1	123.1	102.9	-	-	23.7	9.3	7.8	-2.5
	Palantir	미국	USD	422,562	178	5.8	135.5	275.3	210.5	61.8	45.3	101.2	74.4	46.2	46.5

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Appendix . 방위산업 주요 Value Chain(상장사)

<그림> 방위산업 주요 Value Chain (상장사)

체계	한화에어로스페이스(012450)
	LIG넥스원(079550)
	한국항공우주(047810)
	현대로템(064350)
화력	현대위아(011210)
	SNT모티브(064960)
	SNT다이내믹스(003570)
탄약	풍산(103140)
	한일단조(024740)
기동	기아(000270)
	두산에너빌리티(034020)
	HD현대인프라코어(042670)
	STX엔진(077970)
	광림(014200)
	평화산업(090080)
	우리기술(032820)
함정	한화오션(042660)
	HD현대중공업(329180)
	HJ중공업(097230)
	SK오션플랜트(100090)
	스페코(013810)
통신전자	한화시스템(272210)
	엠앤씨솔루션(484870)
	삼영이엔씨(065570)
	아이쓰리시스템(214430)
	이화전기(024810)
	빅텍(065450)
	휴니드(005870)
	코츠테크놀로지(448710)
	비츠로테크(042370)
	대양전기공업(108380)
	기산텔레콤(035460)
	이지트로닉스(377330)
항공, 위성	대한항공(003490)
	쎄트렉아이(099320)
	퍼스텍(010820)
	제노코(361390)
	이엠코리아(095190)
	우림피티에스(101170)
	켄코아에어로스페이스(274090)
강재,부품,기타	포스코(005490)
	세아특수강(019440)
	포메탈(119500)
	한컴라이프케어(372910)
	삼양컴텍(484590)

자료: iM증권 리서치본부

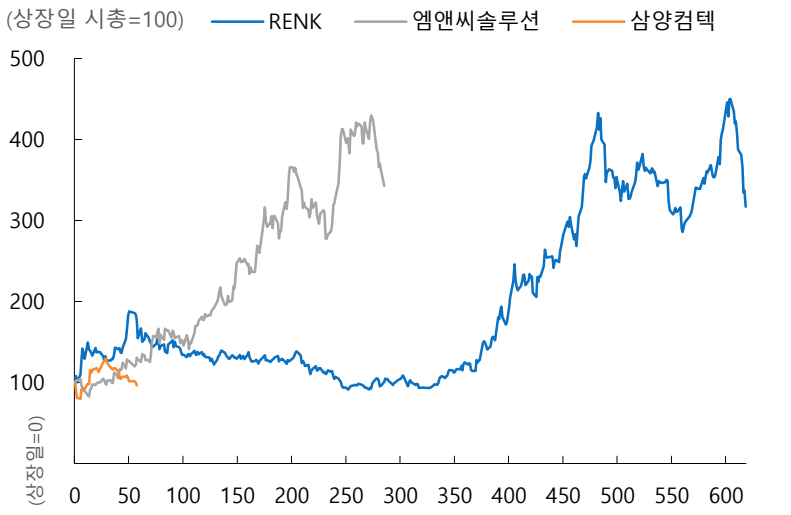
Appendix . 한국, 독일 방산업체 신규 상장 현황

<표> 한국, 독일 최근 상장 및 상장예정 방산 기업

국가	상장일	회사명	주력제품	시가총액	24년 매출액	24년 영업이익	24년 영업이익률	대주주 현황
대한민국	2024.12.16	엠앤씨솔루션	포탑구동장치	16,422	2,828.0	345.4	12.2%	소시어스웰투시인베스트먼트(73.78%)
	2025.08.18	삼양컴텍	방호장갑	6,602	1,415.9	180.6	12.8%	제오홀딩스외 4인(44.69%)
	상장예정	덕산넵코어스	수신기, 안테나	-	452.4	20.0	4.4%	덕산하이메탈 (63.24%)
독일	2024.02.07	RENK	변속기	6,600	1,141	115	10.1%	KNDS N.V (15.83%)
	상장예정	KNDS	전차	-	3,800	-	-	KMW, Nexter
	상장예정	Vincorion	전력전자/전력변환 시스템	-	200	-	-	STAR Capital
	상장예정	TKMS	잠수함	-	2,000	86	4.3%	Thyssenkrupp AG (51%)

자료 : 각 사, 언론종합, iM증권 리서치본부
* 단위: 대한민국 – 억 원, 독일 - 백만 유로
* TKMS는 23/24 회계연도 실적

<그림> RENK, 엠앤씨솔루션, 삼양컴텍 상장일 이후 시가총액 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
*X축: 상장일 이후 경과일수 (각 사 상장일 = 0)
*Y축: 시가총액 (각 사 상장일 시가총액 = 100)

<그림> 유럽 전차업체 KNDS 상장 추진, 독일 정부 지분확보 검토

자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

[기업분석]

현대로템(064350)	45
한화에어로스페이스(012450)	47
엠앤씨솔루션(484870)	50
삼양컴텍(484590)	55
Renk(R3NK-GY)	60

현대로템(064350)

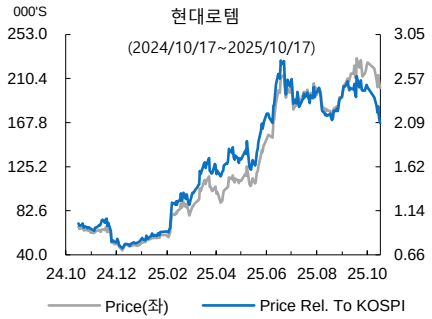
적어도 향후 10년은 세계 최대의 전차 제조사

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	320,000원(유지)
종가(2025.10.17)	201,500원
상승여력	58.8 %

Stock Indicator	
자본금	546십억원
발행주식수	10,914만주
시가총액	21,992십억원
외국인지분율	32.8%
52주 주가	44,450~230,000원
60일평균거래량	783,121주
60일평균거래대금	157.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.7	2.0	75.4	200.3
상대수익률	-14.6	-15.5	23.6	156.6



[투자포인트]

- 현시점에서 러시아, 중국 등을 제외한 서방권 전세계 최대의 전차 제조사
- 22년 수주한 폴란드 1차 계약(EC1) 180대를 올해 중으로 모두 납품 예정이며, 25년 총 생산대수는 90대 수준으로 추정. 26년부터는 EC2 물량과 한국군 4차 양산이 시작되어 물량 증가
- 동사의 K2전차 생산능력은 25년 90~100대 -> 26년 150대 -> 27년 200여대 수준으로 증가할 전망. 이후에는 한국공장 생산능력 확장보다는 계약국의 현지 생산으로 추가적인 생산여력을 확보할 것으로 예상
- 폴란드 2차 계약(EC2)이 당초 예상보다 늦은 올해 8월 체결되었으나, 동사는 선제적으로 생산라인을 증설하고 동시에 협력업체들에게도 생산능력 확충을 주문해온 바 가속화되는 생산 요구량에 적시 대응할 예정
- 폴란드는 2차 계약 이후에도 EC3~EC6계약으로 22년 Frame Agreement상 약정한 1,000대의 주문량을 채울 예정이며 동사는 이라크,사우디 등 중동 및 루마니아 등 유럽의 가시성 있는 Pipeline 보유
- 방위산업 Top Picks와 투자의견 BUY, 목표주가 320,000원 유지.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,377	5,687	7,214	8,930
영업이익(십억원)	457	972	1,203	1,447
순이익(십억원)	407	795	981	1,187
EPS(원)	3,728	7,287	8,987	10,876
BPS(원)	18,737	25,489	33,892	44,128
PER(배)	13.3	27.7	22.4	18.5
PBR(배)	2.7	7.9	5.9	4.6
ROE(%)	21.8	33.0	30.3	27.9
배당수익률(%)	0.4	0.1	0.1	0.2
EV/EBITDA(배)	9.9	20.6	16.4	13.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,686	4,604	5,714	7,036
현금 및 현금성자산	472	1,123	1,836	2,662
단기금융자산	277	127	59	27
매출채권	1,041	1,330	1,667	2,045
재고자산	316	410	520	644
비유동자산	1,599	1,549	1,505	1,466
유형자산	1,292	1,258	1,227	1,199
무형자산	104	88	74	62
자산총계	5,285	6,153	7,220	8,503
유동부채	3,020	3,154	3,307	3,478
매입채무	432	561	712	881
단기차입금	60	60	60	60
유동성장기부채	262	262	262	262
비유동부채	256	256	256	256
사채	-	-	-	-
장기차입금	3	3	3	3
부채총계	3,276	3,410	3,564	3,734
지배주주지분	2,045	2,782	3,699	4,816
자본금	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520
이익잉여금	689	1,458	2,407	3,557
기타자본항목	291	259	226	194
비지배주주지분	-36	-39	-43	-48
자본총계	2,009	2,743	3,656	4,768

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,377	5,687	7,214	8,930
증가율(%)	22.0	29.9	26.9	23.8
매출원가	3,548	4,281	5,466	6,786
매출총이익	829	1,406	1,749	2,144
판매비와관리비	372	434	546	697
연구개발비	32	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	457	972	1,203	1,447
증가율(%)	117.4	112.9	23.7	20.3
영업이익률(%)	10.4	17.1	16.7	16.2
이자수익	28	41	63	89
이자비용	17	12	12	12
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	30	28	19	18
세전계속사업이익	510	1,042	1,285	1,556
법인세비용	104	250	309	373
세전계속이익률(%)	11.6	18.3	17.8	17.4
당기순이익	405	792	977	1,182
순이익률(%)	9.3	13.9	13.5	13.2
지배주주귀속 순이익	407	795	981	1,187
기타포괄이익	-32	-32	-32	-32
총포괄이익	373	760	945	1,150
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	142	633	781	936
당기순이익	405	792	977	1,182
유형자산감가상각비	33	34	31	28
무형자산상각비	14	16	14	12
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	233	171	90	53
유형자산의 처분(취득)	-81	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-4	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-300	-25	-29	-34
단기금융부채의증감	-286	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	76	650	714	826
기초현금및현금성자산	396	472	1,123	1,836
기말현금및현금성자산	472	1,123	1,836	2,662

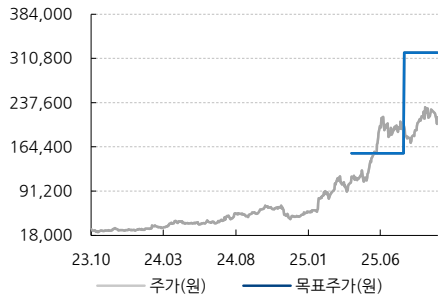
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	3,728	7,287	8,987	10,876
BPS	18,737	25,489	33,892	44,128
CFPS	4,159	7,750	9,398	11,241
DPS	200	240	288	346
Valuation(배)				
PER	13.3	27.7	22.4	18.5
PBR	2.7	7.9	5.9	4.6
PCR	12.0	26.0	21.4	17.9
EV/EBITDA	9.9	20.6	16.4	13.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	21.8	33.0	30.3	27.9
EBITDA이익률	11.5	18.0	17.3	16.7
부채비율	163.1	124.3	97.5	78.3
순부채비율	-21.1	-33.7	-42.9	-49.6
매출채권회전율(x)	5.7	4.8	4.8	4.8
재고자산회전율(x)	15.0	15.7	15.5	15.3

자료 : 현대로템, iM증권 리서치본부

현대로템 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-04-17(담당자변경)	Buy	154,000	6.1%	39.0%
2025-08-06	Buy	320,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급 공시 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

한화에어로스페이스(012450)

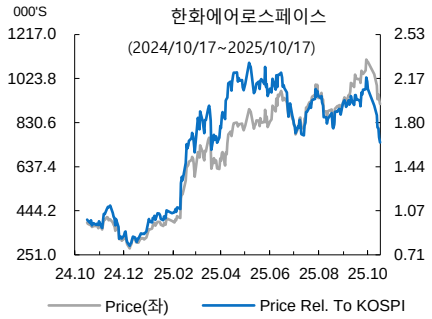
전차 빼고 다 하는 지상무기의 산실

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	1,360,000원(유지)
종가(2025.10.17)	912,000원
상승여력	49.1 %

Stock Indicator	
자본금	240십억원
발행주식수	5,156만주
시가총액	47,026십억원
외국인지분율	44.5%
52주 주가	279,000~1,107,000원
60일평균거래량	221,572주
60일평균거래대금	211.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.5	1.8	13.3	135.2
상대수익률	-21.3	-15.7	-38.5	91.5



[투자포인트]

- 동사는 주력제품인 K9자주포를 중심으로 여러 번의 합병을 통해 장갑차(두산DST), 탄약/미사일/레이저((주) 한화방산) 등의 제품군을 흡수하며 전차를 제외한 거의 모든 종류의 주요 지상무기를 제작
- K9자주포의 생산량은 22년 이전 연 80문 수준이었으나 라인 증설을 통해 현재 200문 이상의 생산능력을 보유
- 동사는 전세계 방산시장의 트렌드인 현지생산 및 Local Contents요구에 가장 선제적으로 대응하고 있으며, 국내 방산업체 최초로 해외 생산거점(호주 H-ACE)을 준공하고 25년 10월부터 양산을 시작하였음.
- 호주 H-ACE에서는 27년까지 AS9(K9 호주버전) 24문, AS10 12대를 생산하고 2029년까지 레드백 장갑차 129대를 생산할 전망.
- 이러한 생산능력 확충과 해외 거점을 통한 현지화 노하우는 향후 글로벌 방산시장에서 큰 역할을 발휘할 것
- 방위산업 Top Picks및 투자의견 BUY, 목표주가 1,360,000원 유지.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	11,240	26,227	29,953	33,779
영업이익(십억원)	1,732	3,288	4,111	5,173
순이익(십억원)	2,299	3,105	3,756	4,592
EPS(원)	46,183	63,368	71,794	87,785
BPS(원)	109,587	238,737	311,401	400,287
PER(배)	7.1	14.8	13.0	10.7
PBR(배)	3.0	3.9	3.0	2.3
ROE(%)	53.9	35.9	26.5	25.0
배당수익률(%)	1.1	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	10.6	10.0	7.8	5.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	22,868	33,447	38,718	44,849
현금 및 현금성자산	2,968	16,823	20,285	24,534
단기금융자산	366	458	572	716
매출채권	9,062	5,423	6,168	6,934
재고자산	6,290	6,557	7,488	8,445
비유동자산	20,469	19,849	19,296	18,841
유형자산	8,320	7,697	7,178	6,746
무형자산	7,744	7,542	7,352	7,174
자산총계	43,337	53,296	58,014	63,690
유동부채	25,516	27,719	28,267	28,856
매입채무	1,708	3,986	4,552	5,134
단기차입금	5,153	5,122	5,110	5,110
유동성장기부채	965	919	907	907
비유동부채	6,456	6,572	6,602	6,624
사채	1,707	1,768	1,780	1,791
장기차입금	2,458	2,513	2,531	2,542
부채총계	31,973	34,292	34,869	35,480
지배주주지분	4,995	12,310	16,057	20,640
자본금	240	270	270	270
자본잉여금	207	4,396	4,396	4,396
이익잉여금	4,747	7,672	11,247	15,659
기타자본항목	-198	-27	144	315
비지배주주지분	6,369	6,695	7,088	7,569
자본총계	11,364	19,005	23,145	28,210

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	11,240	26,227	29,953	33,779
증가율(%)	42.5	133.3	14.2	12.8
매출원가	8,370	18,862	21,188	23,413
매출총이익	2,870	7,365	8,765	10,366
판매비와관리비	1,138	4,077	4,655	5,194
연구개발비	102	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,732	3,288	4,111	5,173
증가율(%)	191.4	89.8	25.0	25.8
영업이익률(%)	15.4	12.5	13.7	15.3
이자수익	70	570	688	833
이자비용	243	378	368	358
지분법이익(손실)	105	105	105	105
기타영업외손익	932	890	886	884
세전계속사업이익	2,647	4,514	5,460	6,676
법인세비용	136	1,083	1,310	1,602
세전계속이익률(%)	23.6	17.2	18.2	19.8
당기순이익	2,540	3,431	4,149	5,073
순이익률(%)	22.6	13.1	13.9	15.0
지배주주귀속 순이익	2,299	3,105	3,756	4,592
기타포괄이익	58	171	171	171
총포괄이익	2,598	3,602	4,320	5,245
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,393	13,068	6,921	7,720
당기순이익	2,540	3,431	4,149	5,073
유형자산감가상각비	259	623	519	432
무형자산상각비	72	202	190	178
지분법관련손실(이익)	105	105	105	105
투자활동 현금흐름	-1,367	-2,281	-2,254	-2,283
유형자산의 처분(취득)	-577	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	1,714	-100	-50	-50
재무활동 현금흐름	1,066	4,020	-253	-237
단기금융부채의증감	345	-77	-24	-
장기금융부채의증감	938	116	30	22
자본의증감	-	4,219	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	1,161	13,855	3,462	4,249
기초현금및현금성자산	1,806	2,968	16,823	20,285
기말현금및현금성자산	2,968	16,823	20,285	24,534

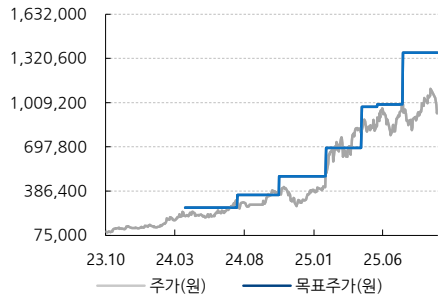
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	46,183	63,368	71,794	87,785
BPS	109,587	238,737	311,401	400,287
CFPS	52,831	80,206	85,341	99,454
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500
Valuation(배)				
PER	7.1	14.8	13.0	10.7
PBR	3.0	3.9	3.0	2.3
PCR	6.2	11.7	11.0	9.4
EV/EBITDA	10.6	10.0	7.8	5.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	53.9	35.9	26.5	25.0
EBITDA이익률	18.4	15.7	16.1	17.1
부채비율	281.3	180.4	150.7	125.8
순부채비율	61.1	-36.6	-45.5	-52.8
매출채권회전율(x)	2.0	3.6	5.2	5.2
재고자산회전율(x)	2.5	4.1	4.3	4.2

자료 : 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

한화에어로스페이스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-04-08(담당자변경)	Buy	270,000	-12.7%	19.4%
2024-08-01	Buy	360,000	-11.9%	9.2%
2024-11-01	Buy	490,000	-25.7%	1.6%
2025-02-12	Buy	690,000	2.3%	20.3%
2025-05-02	Buy	980,000	-14.2%	-9.2%
2025-06-05	Buy	996,000	-10.5%	0.2%
2025-07-31	Buy	1,360,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급 공시 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

엠앤씨솔루션(484870)

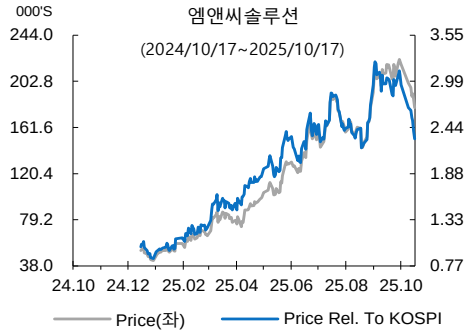
K-방산 공급망의 핵심

NR

액면가	100원
종가(2025.10.17)	179,400원

Stock Indicator	
자본금	1십억원
발행주식수	915만주
시가총액	1,642십억원
외국인지분율	8.9%
52주 주가	42,850~222,500원
60일평균거래량	35,255주
60일평균거래대금	6.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.8	-5.2	91.5	246.3
상대수익률	-26.6	-22.7	39.7	202.7



[투자포인트]

■ 엠앤씨솔루션의 사업부문은 지상(56%)·유도(31%)·해상·항공(6%)·우주·고에너지(6%)로 구성되어 방산 전 부문을 아우르는 포트폴리오를 보유. K2 전차, K9 자주포, 레드백 장갑차, 천무·천궁, KF-21 등 방위산업 주요 체계에 적용.

■ 주요 고객사는 한화에어로스페이스, 현대로템, LIG넥스원, 한국항공우주 등 국내 체계업체 전반에 걸쳐 있으며, 개발 단계부터 참여해 독점적인 공급 지위 확보. 해외는 제품별 경쟁사 존재하나 글로벌 공급 부족으로 기회 확대, 실제 협업 제안 이어지는 중.

■ 그간 체계업체를 통한 간접수출 중심 → 25년 5월 인도 L&T와 K9 자주포 부품 첫 직수출 계약(규모 105억 원) 체결로 직접수출 모델 현실화. 직접수출의 마진은 간접수출(체계업체를 통한 수출)보다 높으며 레퍼런스 증가 시 수익성 측면 성장 기대.

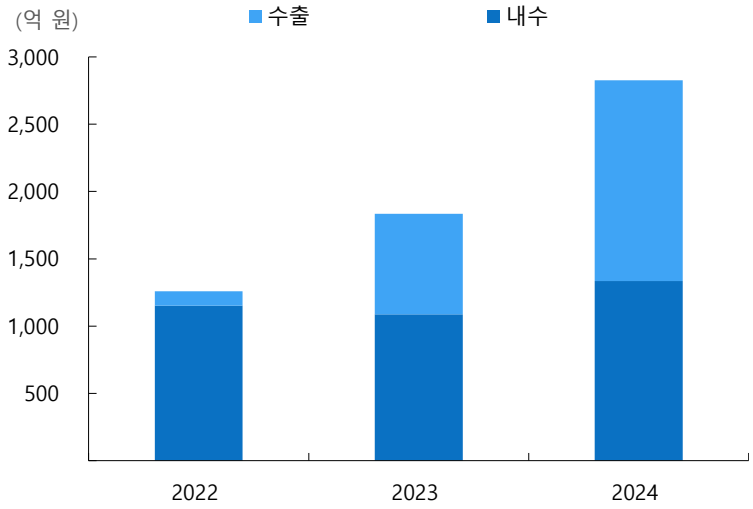
■ 최대주주는 소시어스PE·웰투씨인베스트먼트 컨소시엄(73.8%). 연말 보호예수 해제 앞두고 매각 주관사 선정, IM 발송 등 투자금 회수 절차 착수. 육·해·공 전 분야 포트폴리오와 독자적 정밀 제어 기술력 기반, 잠재 원매자에 전략적 가치 제공 전망.

FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	506	126	183	283
영업이익(십억원)	28	12	20	35
순이익(십억원)	32	9	15	27
EPS(원)				
BPS(원)	439,349	454,135	773,894	18,067
PER(배)				
PBR(배)				2.4
ROE(%)				
배당수익률(%)				3.5
EV/EBITDA(배)		14.8	11.2	7.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

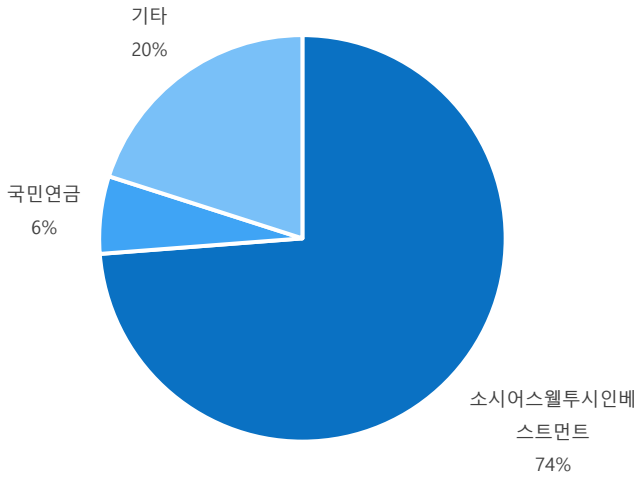
* 2024.12.16 상장

<그림> 엠앤씨솔루션 내수/수출 매출액



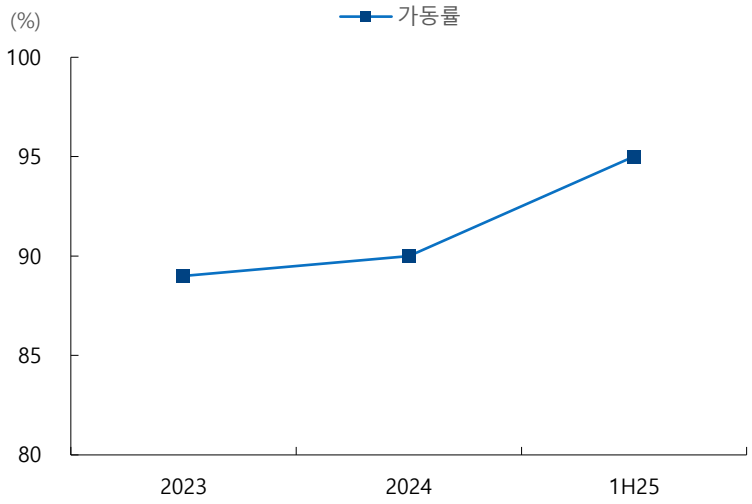
자료 : 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

<그림> 엠앤씨솔루션 주주 구성



자료 : 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

<그림> 엠앤씨솔루션 가동률 추이



자료 : 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

<표> 엠앤씨솔루션 설비 투자계획

구분	투자기간	목적 및 주요내용	총투자액 (백만원)
설비	2024.03 ~2026.12	[시험장비 구매] - 유압장치 및 전자유닛 성능 등 - 개발과제 수행을 위한 구매	3,570
설비	2023.05 ~ 2026.12	[초도 양산 설비 구축] - 유도무기 등 양산을 위산 설비 구축	1,330
설비	2025.01 ~ 2026.12	[생산을 위한 장비 제작] - 생산성 향상 등을 위한 장비 구축	1,550

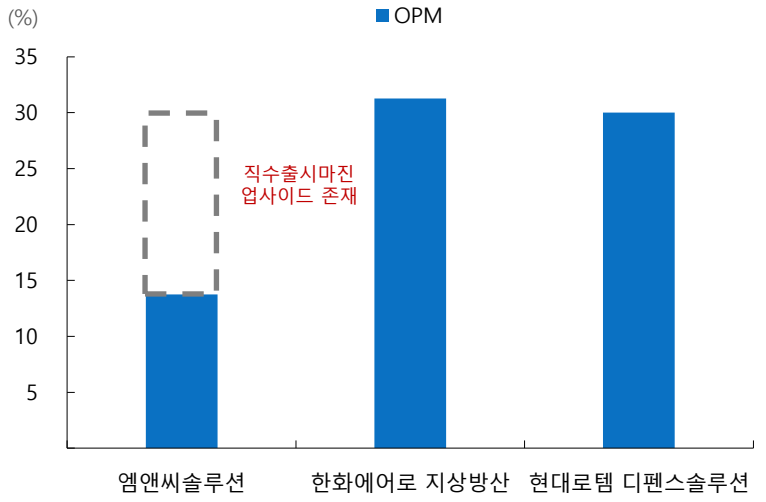
자료 : 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

엠앤씨솔루션(484870)

국내 방산 성장 수혜와 함께, 직접수출 본격화

- 엠앤씨솔루션은 방위산업의 성장에 따라 국내 주요 체계종합업체에 부품을 공급하며 활발한 간접수출 포트폴리오 구성
- 1) 한화에어로스페이스: 9개국에 K9 자주포 전기식 포/포탑 구동장치 등 4개 품목 공급 2) 현대로템: 폴란드·루마니아 K2 전차에 전기식 포/포탑 구동장치 등 7개 품목 공급, 향후 폴란드 2차 물량·이라크 매출 가시화
- 3) LIG넥스원: UAE·사우디·이라크 천궁-Ⅱ에 유압동력장치 등 6개 품목 납품 4) 한국항공우주: FA-50 전투기에 유압펌프·액추에이터 수출
- 25년 5월, 직접L&T와 K9 자주포 부품 첫 직수출 계약(105억 원) 체결, 간접수출 대비 높은 수익성 기대. 서보밸브 부문 또한 기술적 해자 기반, 직수출 가능성 高

<그림> 엠앤씨솔루션 vs. 주요 체계업체 엠앤씨 솔루션 납품 부문 OPM



자료 : 각 사, iM증권 리서치본부 추정

<그림> 엠앤씨솔루션 고객사별 참여품목

구분	Hanwha Aerospace	HYUNDAI Rotem	LIG Nex1	KAI KOREA AEROSPACE INDUSTRIES, LTD.
프로젝트명	호주, 루마니아 등 9개국 K9 자주포 수출	폴란드, 루마니아 K2 전차 수출	UAE, 사우디, 이라크 천궁-II 수출	FA-50 해외 수출 (진행 중)
당사 참여품목	전기식 포/포탑 구동장치 등 4품목	전기식 포/포탑 구동장치 등 7품목	유압동력장치 등 6품목	유압펌프 및 액츄에이터

자료 : 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024
유동자산	200	243	222	244
현금 및 현금성자산	11	85	85	83
단기금융자산	0	5	0	1
매출채권	105	75	55	55
재고자산	71	55	58	79
비유동자산	240	246	107	113
유형자산	108	105	33	39
무형자산	96	95	62	63
자산총계	440	490	329	357
유동부채	175	216	246	190
매입채무	62	84	71	40
단기차입금	27	15	10	-
유동성장기부채	0	0	0	1
비유동부채	2	1	1	1
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	176	217	247	192
지배주주지분	-	-	-	-
자본금	3	3	1	1
자본잉여금	-	-	-	76
이익잉여금	254	263	263	269
기타자본항목	6	6	-182	-181
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	264	272	82	165

포괄손익계산서

(십억원,%)	2021	2022	2023	2024
매출액	506	126	183	283
증가율(%)	948.1	-75.1	45.7	54.2
매출원가	437	108	155	233
매출총이익	69	17	28	50
판매비와관리비	41	6	8	15
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	28	12	20	35
증가율(%)	흑전	-58.2	76.3	70.9
영업이익률(%)	5.5	9.2	11.1	12.3
이자수익	0	0	1	1
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	38	10	20	34
법인세비용	6	2	4	7
세전계속이익률(%)	7.6	8.3	11.2	12.2
당기순이익	-	-	-	-
순이익률(%)	-	-	-	-
지배주주귀속 순이익	-	-	-	-
기타포괄이익	-2	5	-1	0
총포괄이익	30	21	20	27
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	13	103	38	-40
당기순이익	-	-	-	-
유형자산감가상각비	9	8	6	4
무형자산상각비	1	2	2	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-6	-5	-5	-9
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	7	1	1	4
금융상품의 증감	-	-	-	-
재무활동 현금흐름	0	-25	-26	46
단기금융부채의증감	-	-12	-5	-10
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	77
배당금지급	-	-12	-20	-20
현금및현금성자산의증감	7	74	7	-3
기초현금및현금성자산	4	11	85	85
기말현금및현금성자산	11	85	85	83

주요투자지표

	2021	2022	2023	2024
주당지표(원)				
EPS				
BPS	439,349	454,135	773,894	18,067
CFPS				
DPS	-	33,334	188,587	1,480
Valuation(배)				
PER				
PBR				2.4
PCR				
EV/EBITDA		14.8	11.2	7.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE				
EBITDA이익률	7.4	17.1	15.5	14.2
부채비율	66.9	79.7	300.9	115.9
순부채비율	6.2	-27.4	-91.5	-49.7
매출채권회전율(x)	4.5	1.4	2.8	5.1
재고자산회전율(x)	7.1	2.0	3.3	4.1

자료 : 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

엠앤씨솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-01-20	NR			
2025-10-20(담당자변경)	NR			

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급-공시 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

삼양컴텍(484590)

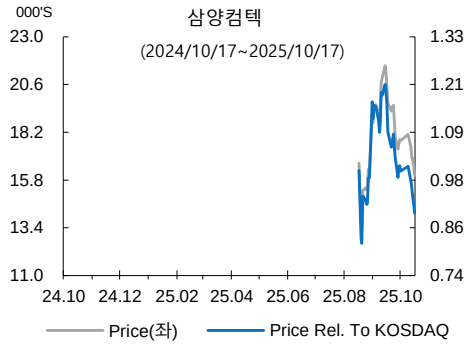
가파른 성장세의 방탄·방호 솔루션 기업

NR

액면가	500원
종가(2025.10.17)	16,020원

Stock Indicator	
자본금	16십억원
발행주식수	4,.121만주
시가총액	660십억원
외국인지분율	3.0%
52주 주가	13,280~21,550원
60일평균거래량	3,345,161주
60일평균거래대금	57.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-22.0	-3.7	-3.7	-3.7
상대수익률	-23.7	-8.8	-24.5	-16.1



[투자포인트]

■ 삼양컴텍은 국내 최초 파편 방탄복 개발 이후 전차·장갑차 구조물, 수리온 헬기 부품, 방탄 세라믹 소재까지 사업 확장하며 전차용특수장갑(58%)/전술차량 및 장갑차(24%)/연구개발 및 항공부품 기타(18%)의 사업부문 영위

■ 지상방산 부문의 '특수 장갑'이 주력 제품이며 주요 고객사는 현대로템(K2), 한화에어로스페이스(레드백), 한국항공우주(수리온헬기),LIG넥스원(천무) 등 국내 대표 방산 기업

■ 2Q25 실적은 매출액 354.7억 원(-5% YoY), 영업이익 375.1억 원(+82% YoY), 영업이익률 22%를 기록, 2Q24 영업이익률 11% 대비 두 배 가까운 수준으로 개선

■ 2022년 내수 위주 공급 당시 영업이익률은 1%에 불과했으나, 2023년 이후 K-방산 수출이 본격화되면서 1H25에는 20%를 달성, 동사의 2022~2024년 영업이익 성장률은 CAGR +454.2%, 구조적 수익성 전환 확인

■ '전차 장갑' 외에도 매출의 18%를 차지하는 '항공기·방탄소재' 부문에서 수출을 확대하며 매출 다변화 기대

FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	45	59	83	142
영업이익(십억원)	1	2	7	18
순이익(십억원)	1	1	5	17
EPS(원)	35	22	148	515
BPS(원)	864	886	1,159	1,669
PER(배)				
PBR(배)				
ROE(%)	3.9	2.5	15.4	38.1
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

*2025.08.18 상장

<그림> 삼양컴텍 방탄/방호 부문

자료 : 삼양컴텍, iM증권 리서치본부

<그림> 삼양컴텍 항공 부품 및 복합소재 부문

자료 : 삼양컴텍, iM증권 리서치본부

<표> 진행 중인 개발사업 (2024년 말 기준)

구분	과제명	개발기간	사업비	고객사
K2전차	수출형 K2 전차용 측/후면 및 상부장갑 개조개발	'24.12 ~ '27.12	48억	국기연, 현대로템
차세대 전차	방탄 중량 효율이 향상된 방탄 세라믹 개발	'22.12 ~ '26.11	35.4억	국기연
	고방탄능 세라믹소재 적용형상 제작	'24.12 ~ '26.11	22.1억	국과연
장갑차	한국형 공병 전투차량(K-CEV) 방호개발	'24.05 ~'26.06	18.86억	한화, 신속원
	한국형 보병화력전투차량(K-MPK) 방호개발	'24.08 ~'27.12	9.08억	한화, 국기연
개인방호	착용로봇 일체형 장갑 방호기술 개발	'22.04 ~ '25.12	16.5억	국기연, 로템
	초경량 복합소재 세라믹 개인용 방탄판 제조기술 개발	'24.12 ~ '27.12	20억	국기연
항공	LAH 연료탱크 소재 국산화 개발	'23.12 ~ '26.12	18.5억	화승코퍼레이션
	LAH 항속거리 연장용 연료시스템 개발	'24.10 ~ '27.09	12.2억	KAI, 국기연
	LAH 탈부착 방탄판용 세라믹(B4C) 판재	'24.09 ~ '26.09	42억	국기연

진행 사업 10개 | 사업비 241.64억

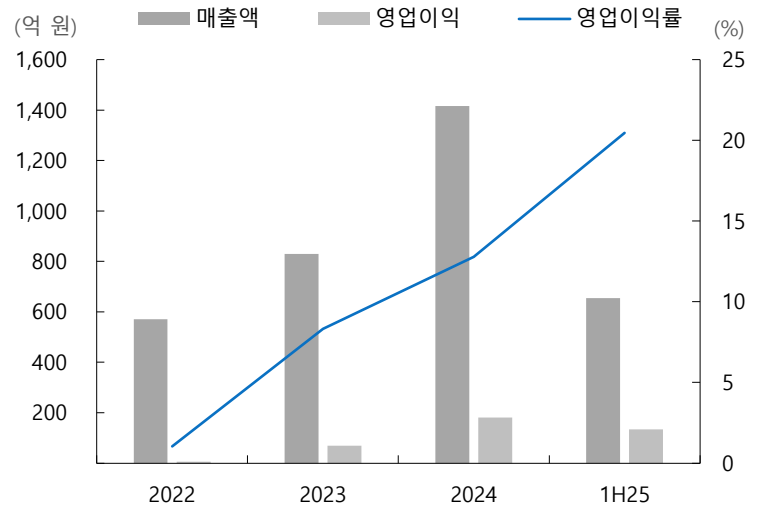
자료 : 삼양컴텍, iM증권 리서치본부

삼양컴텍(484590)

K2 폴란드 2차 계약, 수리온 헬기, 글로벌 방탄 소재 수출까지

- 2025.8.4 현대로템 폴란드와 K2 전차 2차 계약(9조 원) 체결, 장갑 성능 강화 반영으로 1차 대비 단가 상승 → 2차 계약 매출 반영 시 동사의 실적 추가 개선 전망
- 2024년 말 KAI '수리온' 헬기 첫 수출(이라크, 1,357억 원), 동사는 부품 공급사로 직접 수혜, 향후 추가 수주 레퍼런스로 장기 성장 기대
- 2024년 Roketsan 전차 '장갑 소재' 174만 달러 수출→ 2025년 320만 달러 확대 진행 중. 뿐만 아니라 Rheinmetall, Frogmat 등 글로벌 협력 검토 중으로 수출 잠재력 高
- 2025.8.22 구미공장 생산설비 증설(200억 원) 단행, 수요 증가에 따른 방탄 세라믹 생산능력 확충 및 수출 확대 기반 강화

<그림> 삼양컴텍 실적 추이



자료 : 삼양컴텍, iM증권 리서치본부

<표> 신규 수주 및 착수 예정사업 (2024년 말 기준)

구분	과제명	개발기간	사업비	고객사
K2전차	수출형 K2전차 고온 환경 운용성 확보 개조 개발	'25.1 ~ '25.12	1.7억	현대로템
	폴란드 수출형 K2전차(K2PL) 특수장갑 개발	'25년 착수 예정	46억	현대로템
	K2 전차 그릴용 방열판 수출형 국산화 개발	'25년 착수 예정	21억	국기연, 현대로템
	수출형 K2 전차 IED 방호장갑 개발	'25년 착수 예정	10억	국기연, 현대로템
차세대 전차	고방탄 성능 중장갑구조 개발	'25년 착수 예정	34억	국과연
장갑차	레드백-eX 부가장갑 개발	'25.01 ~ '26.05	2.3억	국기연, 한화에어로
	전술차량 방탄판용 경량세라믹 복합재 개발	'25.09 ~ '28.02	32.8억	국기연
항공	이라크 수출용 헬기 조종석 버켓	'25.02 ~ '25.12	8.8억	AHN
기타	차군A 1.58M 반사판 0.7M 반사판&받침대	'25.02 ~ '28.06	6.6억	하이게인안테나
신규 사업 9개 | 사업비 173.2억				

자료 : 삼양컴텍, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024
유동자산	38	47	73	65
현금 및 현금성자산	1	11	10	2
단기금융자산	3	0	0	0
매출채권	6	5	18	19
재고자산	25	27	42	41
비유동자산	31	40	83	96
유형자산	19	27	62	75
무형자산	8	9	9	10
자산총계	69	87	156	161
유동부채	23	26	67	92
매입채무	1	2	5	2
단기차입금	11	12	13	31
유동성장기부채	1	1	4	18
비유동부채	18	33	53	16
사채	-	-	-	-
장기차입금	1	8	25	14
부채총계	41	58	119	108
지배주주지분	-	-	-	-
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	-	-	5	5
이익잉여금	-2	-2	8	22
기타자본항목	10	9	10	11
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	28	28	37	53

포괄손익계산서

(십억원,%)	2021	2022	2023	2024
매출액	45	59	83	142
증가율(%)	5.9	30.8	41.7	70.5
매출원가	40	52	71	117
매출총이익	5	7	12	24
판매비와관리비	4	5	5	6
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1	2	7	18
증가율(%)	흑전	88.1	257.0	161.1
영업이익률(%)	2.3	3.3	8.3	12.8
이자수익	0	0	0	0
이자비용	1	1	2	2
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	0	1	1	1
세전계속사업이익	1	1	6	17
법인세비용	-	-	-4	0
세전계속이익률(%)	2.4	1.2	6.8	11.8
당기순이익	1	1	-	-
순이익률(%)	2.4	1.2	-	-
지배주주귀속 순이익	1	1	-	-
기타포괄이익	0	-	-1	-1
총포괄이익	1	1	8	16
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	15	13	17	-7
당기순이익	1	1	-	-
유형자산감가상각비	3	3	5	6
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-6	-11	-38	-20
유형자산의 처분(취득)	1	11	36	-
무형자산의 처분(취득)	2	3	2	1
금융상품의 증감	-	-	-	-
재무활동 현금흐름	-9	8	20	18
단기금융부채의증감	-9	10	22	23
장기금융부채의증감	1	7	19	2
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-1	9	-1	-8
기초현금및현금성자산	3	1	11	10
기말현금및현금성자산	1	11	10	2

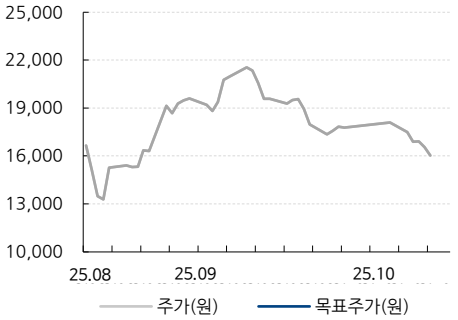
주요투자지표

	2021	2022	2023	2024
주당지표(원)				
EPS	35	22	-	-
BPS	864	886	1,159	1,669
CFPS	172	150		
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)	-	-	-	-
PER	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-
PCR	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-
Key Financial Ratio(%)	-	-	-	-
ROE	3.9	2.5	-	-
EBITDA이익률	11.8	10.0	14.6	17.7
부채비율	148.0	205.8	321.3	202.2
순부채비율	28.9	33.1	87.3	113.5
매출채권회전율(x)	8.8	10.3	7.0	7.5
재고자산회전율(x)	1.9	2.3	2.4	3.4

자료 : 삼양컴텍, iM증권 리서치본부

삼양컴텍 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-10-20(담당자변경)	NR			



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급-공시 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

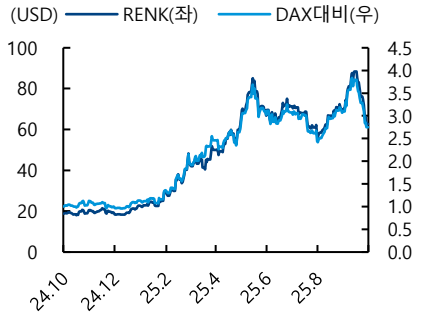
RENK (R3NK-GY)

세계 전역을 아우르는 변속기 공급자

블룸버그 최고 목표가	EUR 85.00
블룸버그 최저 목표가	EUR 58.00
종가(2025-10-17)	EUR 63.08

Stock Indicator	
거래소	Xetra
발행주식수	100.0 백만주
시가총액	6.6 십억EUR
결산월	12월
52주 최고가(USD)	EUR 90.34
52주 최저가(USD)	EUR 17.75

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.8	-7.8	32.6	261.0
상대수익률	-8.4	-7.4	15.8	191.2



[투자포인트]

■ RENK는 독일에 본사를 둔 변속기 및 파워트레인 부품 전문업체로, 다양한 군수 및 민간 시장에서 임무 수행에 필수인 추진 솔루션을 제공

■ 사업부문은 △VMS(전차·장갑차·자주포·전술차량용 변속기·파워팩), △Marine & Industry(해군용 기어박스·추진 시스템·전자제어 솔루션)로 구성된 방산 부문과 △Slide Bearings(터빈·발전소·전기차·해양설비에 적용되는 저마찰 슬라이드 베어링)의 비방산 부문으로 구분되며, 1H25 기준 방산 부문 매출 비중 90.4%로 사실상 방산 부문이 동사의 수익 구조 주도

■ RENK의 지역별 매출은 비교적 고르게 분포, 2024년 기준 전체 매출은 독일 27.4%, 미국 22.5%, 아시아 23.3%, 독일 제외 EU 16.0% 등 글로벌 전역에서 수요 발생

■ 특히, 동사의 핵심 제품인 변속기는 KNDS의 Leopard 2, Rheinmetall의 Boxer, 현대로템의 K2/K2PL, Patria 장갑차 등 주요 방산업체의 지상 플랫폼에 공급되며, 그 성능과 신뢰성을 입증

FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억EUR)	0.7	0.8	0.9	1.1
영업이익(십억EUR)	0.0	0.1	0.1	0.1
순이익(십억EUR)	0.0	0.0	0.0	0.1
EPS(EUR)		0.2	0.3	0.5
BPS(EUR)			4.0	4.4
PER(x)				34.6
PBR(x)				4.2
ROE(%)	-3.8	5.2	8.9	12.6
배당수익률(%)				1.6
EV/EBITDA(x)				11.5

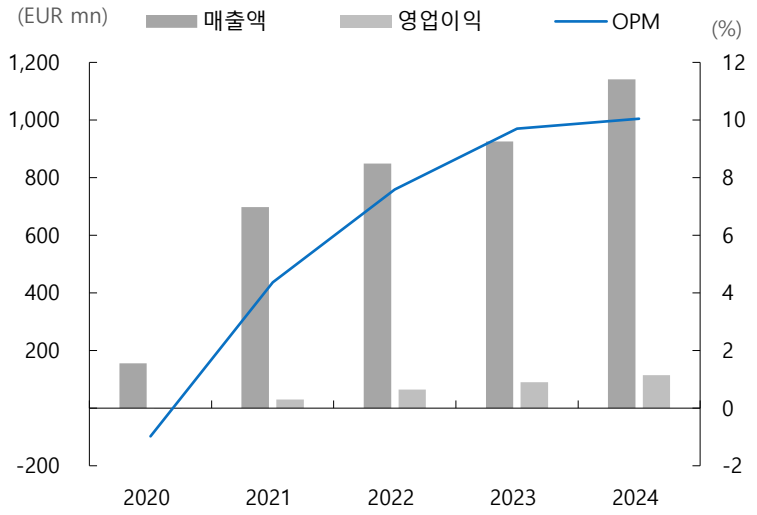
주: IFRS 요약 재무제표
*2024.02.07 상장

RENK (R3NK-GY)

1H25 Review: VMS 부문이 주도한 실적 성장

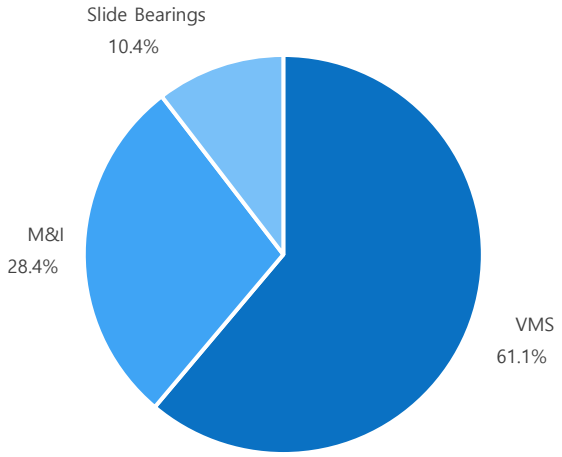
- 1H25 실적: 매출 €6.2억(+21.5% YoY), EBIT €5,900만(+66.5% YoY)
- 부문별 매출: VMS €3.89억(+32.0%), M&I €1.75억(+8.7%), SB €0.62억(+2.6%) → VMS(Vehicle Mobility Solutions)가 성장 주도
- 수주액: €9.21억(+47% YoY, 사상 최대), 이 중 VMS €6.81억 → 지상 방산 수요 강세 확인
- 호실적의 주된 원인은 크게 세가지. 1)방산 부문 신규 수주 + 애프터마켓 동반 성장, 2) 매출 성장률(+22%) 대비 EBIT(+29%) → 고정비 레버리지·원가 절감 효과, 3)독일 Augsburg(연 700대 목표), 美 Muskegon(월 91대 생산, 최고 효율)

<그림> RENK 실적 추이



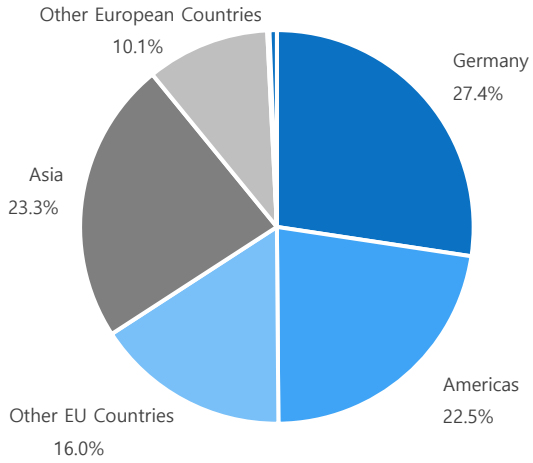
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 2024년 RENK 부문별 매출액 비중



자료 :Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 2024년 RENK 지역별 매출액 비중



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

RENK (R3NK-GY)

독일 및 유럽 주도의 대규모 조달로 향후 수주 가시화

- RENK는 독일 방산 조달 프로세스와 자국 우선주의 정책, NATO 국방비 증액 기조에 힘입어 대규모 조달 예상, 독일 정부와 프라임 간 1·2단계 계약이 체결되며 Leopard 2, Puma, Boxer 등 주요 플랫폼 변속기·파워트레인 공급이 **독일군 전력 보강에 우선 배정될 전망**
- 독일의 수출 규제로 인해 독일산 부품 사용 시 **중동 진출이 제약**되는 점까지 감안하면, 국내 방산 부품 업체들에게는 새로운 기회 요인
- 실제 K2 전차의 경우, 1~3차 RENK 변속기 적용 → 4차부터 SNT다이내믹스 국산 변속기로 전환하며 중동 시장 진출 가능성 확대됨
- 1)독일 우선주의 기조와 2)독일의 중동 지역 수출 제한은 성능을 입증한 **한국 방산 부품 업체들에게 새로운 수요 확보 기회로 작용**할 가능성 高

<그림> 독일의 이스라엘로 군사장비 수출 중단

자료 : AP통신, iM증권 리서치본부

<표> RENK의 독일 조달 프로세스 정리

구분	내용
단계 구분	**- 1단계(~2029/30): 핵심 전력 공백(Critical Capability Gaps) 해소, 기존 여단 장비 충원 중심(여단 수 자체는 불변).** **- 2단계(~2035+): NATO 요구 이행, 추가 여단 창설 포함한 물량 확대.**
플랫폼 범위	- Leopard 2 MBT 및 L2 기반 지원차량, Puma IFV, PzH2000, Boxer(각도변속기 등), 해군 프로그램 등
물량 가늠치	- Boxer 최대 ~3,500대, Leopard 2 기반 플랫폼 네 자리대 상단 가능.
계약 흐름(타임라인)	- 정부-프라임 1차 계약: 올해 말 예상 → 프라임-RENK 첫 계약: 2026년 상반기 예상.
수주 잠재력	- 신규 차량 €0.8-1.8bn(누적 범위), 애프터마켓·MRO·순환비축 €0.4-0.9bn(보수적).

자료 : RENK, iM증권 리서치본부

IFRS 요약 재무제표

재무상태표

(백만EUR)	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24
유동자산	553	691	737	872
현금 및 현금성자산	98	159	102	164
매출채권	113	145	163	164
비유동자산	799	752	736	717
유형자산	325	323	319	321
무형자산	436	389	384	361
자산총계	1,352	1,443	1,473	1,589
유동부채	288	337	407	479
비유동부채	765	781	661	664
부채총계	1,054	1,118	1,069	1,143
지배주주지분	298	325	404	441
자본금	0	0	100	100
이익잉여금	-33	-7	58	135
자본총계	298	325	404	447

포괄손익계산서

(백만EUR,%)	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24
매출액	698	849	926	1,141
매출원가	573	684	717	861
매출총이익	125	165	209	280
판매비와 관리비	81	98	118	159
EBITDA	107	161	167	192
영업이익	30	64	90	115
영업이익률(%)	4.4	7.6	9.7	10.0
세전계속사업이익	-3	15	47	95
법인세비용	7	-1	14	40
당기순이익	-10	16	32	53
성장률(YoY)				
매출액	350.2	21.7	9.0	23.2
영업이익	흑전	111.6	39.3	27.7
순이익	적지	흑전	100.5	65.1

현금흐름표

(백만EUR)	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24
영업활동현금흐름	80	88	50	118
당기순이익	-10	16	32	53
유무형자산감가상각비	76	96	77	77
비현금항목	11	-8	-1	-3
투자활동현금흐름	-321	-24	-61	-25
유무형자산의 처분	3	1	0	0
유무형자산의 취득	-33	-26	-28	-31
기타투자활동	11	1	1	5
재무활동현금흐름	151	-4	-45	-33
부채의 증감	161	-2	-52	-7
자본의 증감	42	0	2	3
배당금지급	0	0	0	-30
기타재무활동	-51	-2	5	1
현금및현금성자산의 증감	-89	61	-56	62
기초현금및현금성자산	187	98	159	102
기말현금및현금성자산	98	159	102	164
잉여현금흐름	47	62	22	87

주요투자지표

	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24
주당지표(USD)				
EPS	-	0.2	0.3	0.5
BPS	11929.2	12980.2	4.0	4.4
CFPS	-	0.9	0.5	1.2
DPS	0.0	0.0	0.3	0.3
Valuation(배)				
PER	-	-	-	34.6
PBR	-	-	-	4.2
PCR	-	-	-	15.5
EV/EBITDA	-	-	-	11.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-3.8	5.2	8.9	12.6
EBITDA이익률	15.3	18.9	18.0	16.8
부채비율	353.3	344.6	264.6	255.8
순부채비율	174.6	144.0	104.3	81.5
매출채권회전율(x)	10.0	10.7	8.1	7.7
재고자산회전율(x)	2.3	2.6	2.4	2.4

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급-공시 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%