21 Oct. 2025

방산 (Overweight)

전쟁이 끝나도 쇼핑은 계속된다

최광식 조선 · 기계 · 방산 I gs.choie@daolfn.com

이준범 연구원 I junebum34@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

CONTENTS

03 **I. Summary & Focus Chart**

07 **II. 러-우 전쟁 종료 후, 러시아의 재침공 우려**
II-1. 러시아의 NATO 재침공 예상들
II-2. 트럼프의 요구. 국방비 증액
II-3. 더구나, 미국이 없는 EU 재무장

14 **III. EU의 준비**
III-1. EU의 방산 정책 변화: Readiness 2030
III-2. EU 무기 공동조달. EDF의 ASAP+EDIRPA → EDIP
III-3. EU의 재정 조달 프로그램

20 **IV. K-방산의 기회는**
IV-1. 힌트는 이미 동유럽에 진출한 K9
IV-2. 미군의 공백
IV-3. 탄약 쇼티지
IV-4. IISS가 제시하는 조달 무기체계
IV-5. Readiness 2030 청사진에서 제시하는 무기체계
IV-6. Readiness 2030 로드맵에서, 제3국 수용 입장 밝힘

27 **V. Valuation 및 선호주**
V-1. 한화에어로스페이스와 현대로템이 EU 재무장에 수혜

29 **VI. 종목별 투자의견**
30 현대로템 (064350)
37 한화에어로스페이스 (012450)
46 LIG넥스원 (079550)

I. Summary & Focus Chart

"러-우 전쟁이 끝나도, EU의 쇼핑(재무장)은 계속된다"가 이 보고서의 결론이다. 이런 뻔한 이야기를 발간하는 이유는 8월에 푸틴-트럼프의 회담, 10월에 이스라엘-팔레스타인 휴전에 방위산업 업종 주가는 하락했기 때문이다. 전쟁이 끝나도 교훈, 정책변화를 바탕으로 재무장의 시간이 펼쳐진다고 설득하고자 한다.

더구나, EU는 러-우 전쟁 종결을 전쟁의 끝으로 해석하지 않는다. 미국, EU의 수많은 국제안보/국방 관련 연구기관은 종전 후에 러시아의 재무장과 재침공에 대한 예상을 제시한다. 2~3년 안에 NATO에 위협할 가할 정도의 지상방산 전력을 복구하고, 3~4년 안에 지역전(발트해), 5~8년 내에는 더 큰 전쟁을 수행할 능력과 가능성이 있다고 경계한다. 이에 EU의 재무장을 위한 정책 기조는 계속된다.

재무장이 시급한 NATO는 미국의 지원이 더 필요한데, 반대로 트럼프는 유럽은 스스로 안보를 책임져야 한다며, GDP의 2% 안팎 방위비를 5%까지 증액하라고 압박했다. EU는 결국 6월의 헤이그 정상회의에서 2035년까지 GDP 대비 5%의 방위비 투자를 합의했다. 단 3.5%의 핵심 군사지출과 1.5%의 방위/안보 관련 간접 항목으로 구성한다.
IISS(국제전략문제연구소)는 기존 NATO 준비태세가 50%이고, 무기체계 획득비용과 25년 수명주기를 가정할 때 2025~2030년에 1조달러의 국방비가 필요하다고 분석한다. 미국이 담당해 주던 우주, ISR(정보/감시/정찰)을 제외한 규모이다

EU는 러-우 전쟁에서 우크라이나를 지원하면서, 2021년에 EDF를 출범시키고, 처음으로 ASAP(탄약생산지원법), EDIRPA(방위산업 강화법)을 통해 재정을 사용했다.
그리고 3월에는 "Readiness 2030" 백서와 "ReArm Europe" 계획을 발표해, 자주국방투자를 위한 청사진과 실행 패키지를 공표했다.

기본적으로 EU의 공동조달을 확대하고, 산업기반을 다시 세우며, 이를 위해 행정을 간소화하며, EU의 통합 전력체계를 수립하겠다는 것이다. 여기에 5번째로 NATO 및 EU 외 전략 파트너국가와의 협력 모델을 제시한다. 여기에 K-방산의 기회가 놓여있다.

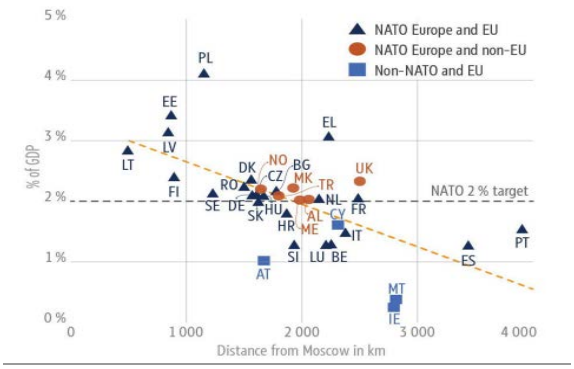
여타 기관들의 분석과 마찬가지로 청사진(백서)에서 짚은 우선 역량 투하 분야는 1) 방송/미사일, 2) 포병, 3) 탄약/유도탄, 4) 드론 및 대응, 5) 군사 기동성, 6) 인공지능/양자/사이버/전자전, 7) 전략적 지원 및 기반시설 보호인데, K-방산의 무기체계에서 천궁2, L-SAM, K9 자주포, 155mm 탄, 천무와 유도탄, 레드백 등의 장갑차가 해당된다.
IISS가 제시하는 분석에서는 전투기, 해군력(구축함, 호위함, 공격 잠수함, 항공모함), 지대공과 함께 주력전차도 눈에 띈다.

러시아에 대한 Readiness에서 시작된 2017년부터의 K9 EU 수출/공략이 힌트이다. K9은 10개국에 수출되었는데 이중 EU가 5개국(폴란드, 핀란드, 노르웨이, 에스토니아, 루마니아)이고 이들은 러시아에 접경해 있다. K-9이 EU에 팔렸던 이유가 배가 되었고, 폴란드가 대규모(계약 31.6조원, 잔여 33조원) K-방산 무기체계를 도입한 것을 기억하자.

여기까지가 EU의 러시아의 재침공에 대한 우려, 자주 국방 정책과 그 막대한 투자 규모이다. 종전에 주가가 빠지는 것에 합당치 않다. 그러면 무엇을 사야 하는가?
EU에 K-방산의 어떤 무기 체계들이 팔릴 것인지 짐작해 본다.
미군의 공백을 감안할 때, 공군력 외에, 자주포 18대, 장갑차류 500대 이상, MBT(주력전차) 87대이다. 레드백, K2의 수혜를 기대한다.
ASAP 프로그램처럼 EU가 가장 시급했던 것은 탄약 쇼티지이다. 한화에어로스페이스의 155mm 장약 공장이 한국과 미국 다음 유럽에도 건설될 것으로 기대한다.
IISS가 제시한 EU가 조달해야 하는 무기체계들 중 주력전차 600대가 K-방산의 최대 수혜이다. 보병 궤도형 전투차량 800대에서 레드백의 EU 진출을 기대해 본다. 장거리 지대공 24개 포대에서 M-SAM, L-SAM을 협상할 수도 있다. 궤도형/차륜형 자주포 200대도 필요하다.
Readiness 2030 백서에서 짚은 7대 핵심영역에서 방공 미사일의 천궁2와 L-SAM, 포병체계의 K9, 탄약 및 미사일에서 155mm 탄과 천무 및 유도탄이 떠오른다.

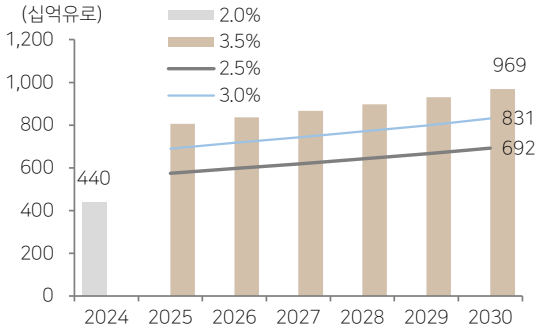
노르웨이의 K2 실주, 슬로바키아의 전차 스펙 ROC에 대한 무지와 과대 기대 등이 있었고, 대다수 결과 발표/확정도 시장의 섣부른 기대보다 늦어 왔다. 그러나 불확실성과 정보의 비대칭성에도 불구하고, 분명한 것은 엄청난 수요가 밀려오고 있고, K-방산의 수출 절벽은 2028~2029년이어서, 그 이후를 채우는 수주에 2년 안팎의 시간 여유도 있다. 1~2년 사이에 폴란드에 버금가는 대규모 계약을 기대한다. 비중확대 의견을 유지한다.
EU가 필요로 하는 무기체계에서 가장 큰 수혜를 받을 현대로템과 한화에어로스페이스가 최선호주이다. 마침 여태까지 최선호주이기도 하다.

Focus Chart 1 러시아와의 거리와 GDP 대비 국방비



Source: 다올투자증권

Focus Chart 2 헤이그 협약 → 2030년 GDP의 3.5%는 969십억유로 vs. 한국 국방예산 60조원



Source: 다올투자증권

Focus Chart 3 Readiness 2030 청사진

"Readiness 2030"의 핵심 목표
: 2030 년까지 유럽의 완전한 방위 대비태세(FULL READINESS)를 확보
단순한 국방정책이 아니라 EU 의 주권, 산업, 기술, 안보 생태계 전체를 재편하는 프로젝트

구분	내용
① 공동조달 강화	규모의 경제를 통한 효율적 무기체계 생산·조달
② 산업기반 강화	방산생태계·이중용도 인프라·민군 연계성 확대
③ 행정 간소화	규제·인증·허가 절차 단축(Defence Omnibus)
④ 통합 전략체계	Preparedness Union, Internal Security Strategy 추진
⑤ 파트너십 확대	NATO 및 **유럽 외** **전략 파트너국과의 협력 모델 정비**

Source: EU, 다올투자증권

Focus Chart 4 Readiness 2030의 우선 역량 투하 분야

K-	구분	주요 내용
천궁	① 방공 및 미사일 방어 (Air & Missile Defence)	순항·탄도·극초음속 미사일, 항공기, 무인기 등 모든 공중 위협에 대응하는 다층적 통합 방공망 구축
K9	② 포병체계 (Artillery Systems)	정밀 타격을 위한 첨단 장거리포 및 미사일 체계 개발 (*Deep Precision Strike*)
155mm, 천무	③ 탄약 및 미사일 (Ammunition & Missiles)	*Ammunition Plan 2.0* 을 기반으로 전략적 비축·생산능력 확대
	④ 드론 및 대응체계 (Drones & Counter-Drone)	공중·지상·수중 무인체계 및 자율제어 기술 확보, 정찰·감시·표적식별 역량 강화
	⑤ 군사 기동성 (Military Mobility)	전 EU 차원의 철도·도로·항만·공항 네트워크를 통한 신속한 병력·장비 이동 보장
	⑥ 인공지능·양자·사이버·전자전 (AI, Quantum, Cyber & EW)	AI·양자기술 기반의 전자전·사이버전 통합 방위체계 구축, 공격·방어 양면 사이버역량 확보
	⑦ 전략적 지원 및 기반시설 보호 (Strategic Enablers & CIP)	전략수송기·공중급유기·정보감시·해양감시·우주자산·군수연료망 등 핵심 인프라 보호

Source: EU, 다올투자증권

Focus Chart 5 EU가 조달해야하는 지상방산 무기체계들

(단위: 백만달러, 십억달러)

K-	지상방산 플랫폼 유형	예시	필요 수량	최소 단가	~최대 단가	최소 비용	~최대비용 (십억달러)	비고
K2	주력전차	K2 흑표; 레오파르트 2A8; M1A2 에이브람스	600	20	30	12	18	최근 5년간 계약 자료 기반 추정
Red Back	보병 전투차량 (IFV)	ASCOD; CV90; 링스; 퓨마	800	10	15	8	12	최근 5년간 계약 자료 기반 추정
	차륜형 보병 전투차량 (Wheeled IFV)	AMV; 박서(Boxer); 프레치아(Freccia); 라냐(Piranha); 로소막(Rosomak)	250	5	15	1.3	3.8	최근 7년간 계약 자료 기반 추정
	장갑 수송차 (APC)	AMPV; ASCOD	900	5	7	5	6	최근 7년간 계약 자료 기반 추정; 경장갑 플랫폼 제외
	차륜형 장갑차 (Wheeled APC)	박서(Boxer); CAVS; 두르(Pandur); 스트라이커(Stryker)	450	1.5	7	0.7	3.2	최근 6년간 계약 자료 기반 추정
	방호 차량 (Protected mobility vehicle)	부시마스터(Bushmaster); 딩고 2(Dingo 2); 이글 V(Eagle V); 호크아이(Hawkei); 히줄(Hizir); JLTV; NSN; SISU GTP; TAPV; VBM-R; 서발(Serval)	4,200	0.5	1.5	2	6	최근 15년간 계약 자료 기반 추정
	수륙양용 장갑차	AAV-7A1; ACV	30	4	10	0.1	0.3	최근 10년간 계약 자료 기반 추정
	차륜형 자주포	아처(Archer); ATMOS 2000; 세자르(CAESAR)	100	4	7	0.4	0.7	최근 7년간 계약 자료 기반 추정
K9	궤도형 자주포	K9; 크랍(Krab); PzH 2000	100	12	22	1.2	2.2	최근 7년간 발표된 자료 기반 추정
천무	다연장 로켓 발사기	천무(Chunmoo); 하이마스(HIMARS); PULS	100	15	30	1.5	3.0	최근 5년간 발표된 자료 기반 추정
	단거리 탄도미사일	ATACMS; CTM-290; PRSM; 프레데터 호크(Predator Hawk)	400	1	4	0.4	1.6	최근 7년간 발표 자료 및 분석가 비용 추정 기반
	지상발사형 순항미사일	MdCN 및 토마호크(Tomahawk)와 동일한 기초 미사일 비용 가정	20	3	5	0.1	0.1	해상형 변형 기반 비용 추정이며, 인프라 및 배터리 장비 추가 비용은 미포함
L-SAM	전역 미사일 방어	이지스 어쇼어(Aegis Ashore); 사드(THAAD)	3	2,000	3,000	6	9	최근 15년간 발표된 자료 기반 추정
M-SAM2	장거리 지대공 미사일 포대	패트리엇(Patriot); SAMP/T	24	500	1,000	12	24	최근 5년간 발표된 자료 기반 추정
	자주형 대공포 및 미사일 시스템	스카이랭어(Skyranger); 스트라이커(Stryker) SGT STOUT	110	9	30	1.0	3.3	최근 5년간 발표된 자료 기반 추정. 기타 기동식 포인트 방어 시스템은 더 저렴할 가능성 높으나 추정치에 포함하기에는 데이터 부족
						51	94	

Source: ISS, 다올투자증권

Focus Chart 6 ReArm Europe Plan의 6단계 자금 체계

구분	주요 내용	규모
① SAFE(Security Action for Europe) 신규	EU 예산보증 대출로 공동조달 지원	1,500 억 유로
② SGP(안정성장협약) 예외조항	GDP 의 1.5% 추가 방위비 허용	최대 8,000 억 유로
③ EU 예산유연성	결속정책을 통한 방위프로젝트 전환	미정
④ EIB(유럽투자은행) 확대	연간 투자 20 억 유로로 2 배 확대	누적 수십억 유로
⑤ 민간투자유도	저축·투자연합(SIU) 통한 민자유입	연간 수천억 유로 가능
⑥ 재정예측성	ESM 등 신규 메커니즘 검토	후속 단계

Source: EU, 다올투자증권

II. 러-우 전쟁 종료 후, 러시아의 재침공 우려

계속되는 러-우 전쟁

도널드 트럼프가 미국 대통령으로 취임한 이후, 그는 러시아-우크라이나 전쟁을 빠르게 종결하겠다는 공약을 여러 차례 내세워 왔지만, 실제로는 실행의지, 전략적 여건, 이해관계 충돌 등의 요인으로 인해 종전을 향한 길이 점점 복잡해지고 있다. 그러나, 트럼프가 제시하는 "평화 구상" 또는 "중재 시도"는 러시아와 우크라이나 사이의 핵심 갈등축을 해결하기 어렵다. 트럼프의 외교적 압박과 위협을 병행하려는 전략은 작동하지 않았다.

전쟁 초기 격전에서 전선은 비교적 고착화 경향을 보이고 있고, 양측은 지속적으로 병력, 무기, 탄약 체계를 재구축하고 있어, 급격한 돌파 및 휴전/종전을 기대하기도 어려운 상황이다.

그럼에도 불구하고 종전을 가정한 이야기와 투자의견 제시

그럼에도 불구하고, 이번 자료는 휴전/종전에 대한 이야기이다. 8월에 트럼프와 푸틴의 만남에 주식시장은 휴전/종전에 따른 디펜스 비중 축소로 대응했던 기억에서 자료는 출발한다.

본 자료의 결론은 "전쟁이 끝나도, (무기체계) 구매는 계속된다"이다. 이는 1) 러시아가 EU를 재침공할 것이라는 걱정은 단기에 사라지지 않고, 2) 미국의 국방력은 EU를 떠나려 하고, 이에 발맞추어 3) EU는 여러 정책들을 통해 재무장을 시작했기 때문이다. K-방산이 여기에 낄 것이며, 얼마(M/S)만큼의 수혜를 볼 것이냐의 문제만이 남았을 뿐이다.

Fig. 1: 푸틴-트럼프 2025년 8월 15일 미국 알래스카주 앵커리지의 합동기지에서 회담

Source: 언론보도 취합, 다올투자증권

II-1. 러시아의 NATO 재침공 예상들

국제전략 연구소들은 러시아의 재침공 단기에 가능할 것으로 전망

2024~2025년에 IISS(International Institute for Strategic Studies, 국제전략문제연구소, 영국), RAND Corporation (Research and Development, 미국), CSIS(Center for Strategic and International Studies, 전략국제문제연구소, 미국 워싱턴) 등의 싱크탱크는 러시아의 재무장/재침공에 대해서 상당히 짧은 기간에 가능하다는 의견을 제시한다.

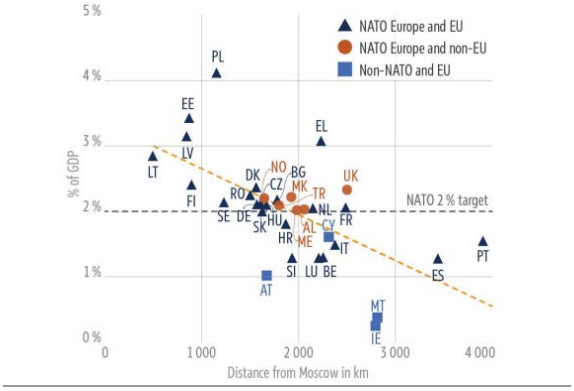
최단 시나리오는 2027년경에 NATO 동부전선(발트국)에 상당한 군사적 도전을 제기할 수 있는 수준으로 지상전력을 복구할 수 있다고 평가한다.

2030년부터 상당한 위협

러시아 지상군의 사단화를 포함한 확대 개편까지는 2030~2035년에 가능할 것으로 내다본다. 공군과 해군은 우크라이나 전쟁에서 손실이 상대적으로 적어 이미 EU에 상당한 위협을 가할 수 있는 수준이며, 휴전이 되면 탄약/미사일/UAE 재고를 신속히 보충할 여지가 크다는 평가이다.

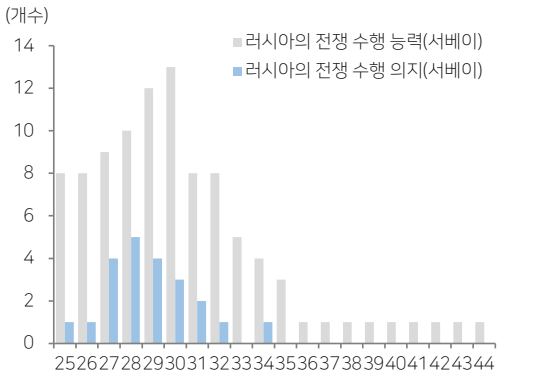
러시아는 3~5년 안에 지역전(발트해권)에서, 5~8년 내에는 더 큰 전쟁을 수행할 능력을 가질 것이라는 경고가 다수 제기된다.

Fig. 2: 러시아와의 거리와 GDP 대비 국방비



Source: EU, 다올투자증권

Fig. 3: 러시아의 재침공에 대한 서베이



Source: 다올투자증권

Fig. 4: 미국 하버드대학-케네디스쿨 산하 국제안보/과학기술 연구기관의 러시아 군사력 재정비 시점에 대한 서베이

예측자	예상 시점	조건
리투아니아 육군총장 발데마라스 루프시스 (Politico, 2024.01.25)	2025~2026년 : 가능성 낮음	러시아 서부군관구 병력이 전부 우크라이나에 투입되어 있어 즉각적 위협 없음
에스토니아 대외정보국장 카우포 로신 (Reuters, 2024.02.13)	2025~2034년 (향후 10년 내)	러시아가 우크라 전선에서 병력을 빼고, 나토가 서부 국경에서 러시아의 군비 증강을 따라가지 못할 경우
나토 군사위원회 의장 롭 바우어 (Daily Mail, 2024.01.18)	2025~2044년 (향후 20년)	우크라이나가 러시아에 패배한 이후
야첵 시에비에라, 폴란드 국가안보국장 (Nasz Dziennik, 2023.12.02)	2024~2026년	나토가 2023~2026년 러시아와의 충돌에 대비하지 못할 경우
서방 정보기관 (Bloomberg, 2024.02.14)	2027~2029년	우크라 전쟁 1단계가 종료된 이후
덴마크 국방장관 트룰스 룬드 포울센 (Reuters 등, 2024.02.09)	2027~2029년	3~5년 내 러시아가 나토 5조(집단방위)를 시험할 수 있음
옌스 스톨텐베르그, 나토 사무총장 (NYT, 2024.02.18)	2027~2029년	최근 정보에 따르면 러시아가 발트 3국 중 하나를 공격해 나토 신뢰성을 시험할 수 있음
롭 바우어, 나토 군사위원회 의장 (Economist, 2024.02.18)	2027~2031년 (3-7년 내)	우크라이나가 러시아에 패배한 이후
볼로디미르 젤렌스키, 우크라이나 대통령 (LB.ua, 2023.11.05)	2023~2028년	러시아가 우크라이나에서 패배하지 않을 경우 발트 3국 공격 가능
IISS (2025.05)	2027년	러시아 지상군이 장비 보강과 신형 무기 생산으로 2022년 수준 회복 시점
카르스텐 브로이어, 독일 연방군 총참모장 (Reuters, 2024.04.18)	2029~2032년	우크라 전쟁으로 손상된 전력을 재건한 이후
보리스 피스토리우스, 독일 국방장관 (Bloomberg 등, 2024.02.19)	2029~2032년	5~8년 내 러시아가 공격할 수 있으므로 대비 필요
라트비아 헌법보호국 (NY Post, 2025.02.17)	2025~2030년	우크라 전쟁이 멈추면 러시아가 5년 내 재건 가능
미국 정부 (Economist, 2025.05.08)	2025~2035년	향후 10년간 러시아군 재구축 예상
노르웨이 정보기관 (Economist, 2025.05.08)	2030-2035년 (5-10년 내)	최소 5년은 필요
우크라이나 정부 (Economist, 2025.05.08)	2030~2032년	러시아군이 5~7년 내 준비 가능
독일 정보기관 (Economist, 2025.05.08)	2030~2033년	5~8년 내 공격 준비 완료 가능
에스토니아 정부 (Economist, 2025.05.08)	2028~2030년	3~5년 내 공격 준비 가능
덴마크 국방정보국 (Newsweek, 2025.05.21)	2025~2030년	5년 내 대규모 전쟁 준비 가능, 군사 위협 증가 예상
독일 연방정보국(BND) (Newsweek, 2025.05.21)	2030년	2030년까지 대규모 전쟁 준비 가능, 제국주의적 목표 달성을 위해 무력 사용 의지
발트 3국 관계자 (WSJ, 2025.04.27)	2027~2035년	제한적 작전: 전쟁 종료 후 2-3년, 대규모 전쟁: 7-10년
폴란드 국가안보국 (Kyiv Independent, 2025.05.21)	2025~2028년	나토 동부전선 회원국(폴란드, 에스토니아, 루마니아, 리투아니아 등) 공격 가능
마르고 그로스베르크, 에스토니아 군사정보국장 (VS Square, 2023.09.15)	2029년	전쟁이 2025년에 끝난다면 3~5년 내 전력 회복
덴마크 국방정보국 (Politico, 2025.02.11)	2025~2030년	전쟁 종료 또는 동결 시: 6개월 내 국지전, 2년 내 발트해 지역 전쟁, 5년 내 대규모 유럽 전쟁 가능 (단, 미국 불개입 조건)
리처드 시레프, 전 나토 유럽연합군 부사령관 (Unheard, 2025.05)	2028~2030년	3~5년 내 준비 가능. 현재는 우크라 전쟁에 집중해 능력 부족

Source: belfer center, 다올투자증권

II-2. 트럼프의 요구. 국방비 증액

트럼프의 EU 등 방위비 2% → 5% 요구

이런 상황에서 트럼프는 오히려 EU를 압박하고 있다.

트럼프는 샘 아저씨(Uncle Sam)를 호구 아저씨(Uncle Sucker!?)로 내버려 두지 않을 것이라고 공언했고, 2월에 미국 국방부 장관은 NATO 기자회견에서 유럽이 유럽의 안보를 책임져야 한다고 언급했다. GDP의 2%인 NATO의 방위비 목표치를 5%까지 증액하라고 압박한다.

S&P글로벌은 EU가 국방비를 GDP의 5%로 늘리면 연간 8,750억달러(1,264조원)가 들 것으로 추산한다. EU 내부에서는 복지예산을 줄여 국방예산을 늘리면 사회가 분열되고 극우 정당이 이익을 얻을 것이라 걱정하기도 하고, 또 일부는 정치의 가장 중요한 임무는 국민을 보호하는 것이라며 현재 2%는 절대 충분하지 않다며 찬성 입장을 표한다.

헤이그 NATO 정상회의에서 3.5% + 1.5% 합의

그리고 6월 25일 헤이그 NATO 정상회의(The Hague Summit)에서 동맹국들은 2035년까지 GDP 대비 5% 방위비 투자 합의에 도달했다. 5%는 핵심 군사 지출(Core Defence) 3.5%와 방위·안보 관련 항목(Defence and Security-related) 1.5%로 구성된다.

2029년에 중간 점검을 거쳐서, 2035년 5%에 도달하며, 각 회원국은 증가 경로를 포함한 연간 계획을 제출하기로 했다. 우크라이나에 대한 직/간접 지원도 5%에 포함했다.

또한 워싱턴 조약 제5조의 "한 국가에 대한 공격은 모두에 대한 공격"이라는 집단방위 원칙을 재확인했다. 단, 스페인은 예외로 일부 제외를 인정받았고, 일부 회원국들도 목표 달성 가능성에 대해 우려를 표명했다.

Fig. 5: NATO(North Atlantic Treaty Organization)

가입연도	가입 국가
1949 (창립)	미국, 캐나다, 영국, 프랑스, 이탈리아, 네덜란드, 벨기에, 룩셈부르크, 노르웨이, 덴마크, 아이슬란드, 포르투갈
1952	그리스, 터키
1955	서독
1982	스페인
1999	체코, 폴란드, 헝가리
2004	불가리아, 에스토니아, 라트비아, 리투아니아, 루마니아, 슬로바키아, 슬로베니아
2009	알바니아, 크로아티아
2017	몬테네그로
2020	북마케도니아
2023	핀란드
2024	스웨덴

Source: 다올투자증권

Fig. 6: NATO의 정책

정책 분야	내용
집단방위 (Article 5)	한 회원국이 공격받으면 전체 회원국에 대한 공격으로 간주, 공동 대응(2001년 9·11 테러 이후 최초 발동)
확장 정책	민주주의·시장경제·군사 역량을 갖춘 유럽 국가의 가입 허용 (동유럽·발트 3국 확대)
파트너십	회원국 외 협력 프로그램 (PfP, 지중해, 글로벌 파트너: 한국·일본·호주 등)
위기 대응/ 군사작전	발칸(보스니아·코소보), 아프가니스탄 ISAF, 리비아 공습 등 수행
국방비 분담	회원국 GDP의 2% 이상 국방비 지출 목표, **미국 최대 기여국 → 2025년 헤이그 결정 3.5% + 1.5%**
러시아 대응	2014년 크림반도 이후 억제 강화, 동유럽 방위 강화
중국 대응	'전략적 도전'으로 규정, 인도·태평양 파트너십 확대

Source: 다올투자증권

Fig. 7: 헤이그 NATO 정상회의 합의: GDP 5% = 3.5% + 1.5%, 우크라이나 지원금 포함. 매년 계획 제시 → 2029년 중간 점검

The Hague Summit Declaration

issued by the NATO Heads of State and Government participating in the meeting of the North Atlantic Council in The Hague 25 June 2025

1. We, the Heads of State and Government of the North Atlantic Alliance, have gathered in The Hague to reaffirm our commitment to NATO, the strongest Alliance in history, and to the transatlantic bond. We reaffirm our ironclad commitment to collective defence as enshrined in Article 5 of the Washington Treaty – that an attack on one is an attack on all. We remain united and steadfast in our resolve to protect our one billion citizens, defend the Alliance, and safeguard our freedom and democracy.

2. United in the face of profound security threats and challenges, in particular the long-term threat posed by Russia to Euro-Atlantic security and the persistent threat of terrorism, Allies commit to invest 5% of GDP annually on core defence requirements as well as defence-and security-related spending by 2035 to ensure our individual and collective obligations, in accordance with Article 3 of the Washington Treaty. Our investments will ensure we have the forces, capabilities, resources, infrastructure, warfighting readiness, and resilience needed to deter and defend in line with our three core tasks of deterrence and defence, crisis prevention and management, and cooperative security.

3. Allies agree that this 5% commitment will comprise two essential categories of defence investment. Allies will allocate at least 3.5% of GDP annually based on the agreed definition of NATO defence expenditure by 2035 to resource core defence requirements, and to meet the NATO Capability Targets. Allies agree to submit annual plans showing a credible, incremental path to reach this goal. And Allies will account for up to 1.5% of GDP annually to *inter alia* protect our critical infrastructure, defend our networks, ensure our civil preparedness and resilience, unleash innovation, and strengthen our defence industrial base. The trajectory and balance of spending under this plan will be reviewed in 2029, in light of the strategic environment and updated Capability Targets. Allies reaffirm their enduring sovereign commitments to provide support to Ukraine, whose security contributes to ours, and, to this end, will include direct contributions towards Ukraine's defence and its defence industry when calculating Allies' defence spending.

4. We reaffirm our shared commitment to rapidly expand transatlantic defence industrial cooperation and to harness emerging technology and the spirit of innovation to advance our collective security. We will work to eliminate defence trade barriers among Allies and will leverage our partnerships to promote defence industrial cooperation.

5. We express our appreciation for the generous hospitality extended to us by the Kingdom of the Netherlands. We look forward to our next meeting in Türkiye in 2026 followed by a meeting in Albania.

1. 우리는 워싱턴 조약 제5조에 명시된 바와 같이,
"한 회원국에 대한 공격은 곧 전체에 대한 공격이다"
라는 **집단방위(collective defence) 원칙에 대한 철통 같은(ironclad) 약속을 다시금 확인**
우리는 10억 명의 시민을 보호하고,동맹을 방어하며, 자유와 민주주의를 수호하기 위한 우리의 결의를 굳건히 유지

2. 안보 위협과 5% 방위비 투자 합의
심각하고 복합적인 안보 위협에 직면한 가운데 — 특히 러시아가 유럽-대서양 안보에 가하는 장기적 위협, 그리고 지속적인 테러의 위협을 고려하여 우리는 다음을 약속
2035년까지 매년 국내총생산(GDP)의 5%를 "핵심 방위 요건" 및 "방위·안보 관련 지출"에 투자. 회원국들은 이 5% 국방지출 목표가 두 개의 핵심 범주로 구성된다는 데 합의
3. **핵심 방위 지출(Core Defence Requirements) 2035년까지 GDP의 최소 3.5%**를 NATO가 합의한 국방비 정의에 따라 투입. 이는 NATO 역량목표(NATO Capability Targets) 달성을 위한 자금으로 사용
각 회원국은 목표에 도달하기 위한 단계별·신뢰성 있는 연간 계획을 제출
방위·안보 관련 지출(Defence- and Security-related Spending)
매년 GDP의 최대 1.5%를 다음과 같은 목적에 사용. [핵심 인프라 보호 | 네트워크 방어 | 민간 대비태세 및 회복력 강화 | 혁신 촉진 | 방위산업 기반 강화]
이 계획에 따른 지출 추이 및 균형은 **2029년에 전략환경과 갱신된 역량목표를 고려해 재검토(review) 될 예정**
우크라이나 방위 및 방위산업에 대한 직접적 기여를 자국의 국방지출 계산에 포함하기로 합의
4. **초대서양 방위산업 협력의 급속한 확대**와 **혁신 기술 및 신기술의 도입**을 통한 **집단 안보 강화**에 대한 공동 의지를 재확인. **동맹국 간 방위 무역 장벽을 제거**하기 위해 노력할 것이며,또한 **파트너십을 적극적으로 활용**하여 **방위산업 협력**을 촉진
5. 2026년 튀르키예에서, 다음 알바니아(Albania)에서 정상회의 개최

Source: 다올투자증권

Fig. 8: 헤이그 NATO 정상회의 합의: 핵심 군사 지출 3.5% + 방위/안보 관련 지출 1.5%

3.5% Core Defence Spending(핵심 군사 지출)

NATO 기존의 "2% 룰"을 대폭 확대한 부분
순수 군사력 유지·강화에 해당

항목	내용
병력·부대 유지비	급여, 훈련, 군 의료 등
무기 체계 획득 및 현대화	전투기, 전차, 함정, 미사일, 방공망 등
R&D 투자	첨단 방산기술, AI·우주·사이버 무기화 연구
군수 지원	탄약·연료·보급, 유지·보수, 전시 동원비용
전개·작전 비용	NATO 집단방위(Article 5) 대비 전력, 해외파병, 신속대응군 운용비

\+ 1.5%: Defence- and Security-related Spending(방위·안보 관련 지출)

군사 예산에는 잡히지 않지만,
NATO 가 **국방 역량에 직결되는 "이중용도(dual-use)" 항목**으로 인정한 영역

항목	내용
군사적 활용 가능한 인프라	고속도로·철도(전차/중장비 이동 가능 규격), 군용기 운용 가능한 공항·항만, 연료 파이프라인
사이버 보안 및 정보 보호	정부 네트워크 보안, 사이버 방위 센터, 위성통신 보호
에너지 안보 및 공급망 회복력	군·민 겸용 전력망, LNG 저장소, 반도체·탄약 등 핵심 방산부품 생산능력 강화
산업기반 투자	방위산업 생산능력 확대 EU ASAP/EDIP 같은 공동 조달 프로그램 자금
민방위·위기대응 체계	대피 시설, 위기 대응 인프라, 물자 비축

Source: 다올투자증권

II-3. 더구나, 미국이 없는 EU 재무장

미국 NATO에서 철수 가능성

미국은 인도-태평양 지역을 우선시하겠다는 전략을 제시하며 NATO에서의 철수 의사를 표명했다. 이에 IISS(국제전략문제연구소)는 2025년 5월에 2025년 중에 휴전, 그리고 미국의 NATO 개입 축소를 가정한 시나리오 분석을 제시한다. 앞서 트럼프가 제시한 GDP 대비 5%를 국방비 투자에 투하한다는 가정하에서 펼쳐지는 EU의 재무장이다.

미국 철수 시 EU는 2030년까지 1조달러 국방비 지출 필요

2025~2030년 단기간 동안 필요한 EU의 국방비는 1조달러에 달한다는 결론이다.

가정은, 기존 NATO 회원국의 준비태세가 50% 수준이었고, 무기체계 획득비용과 25년 수명주기를 가정했다. 국가별 안보 우선순위에 따라 보유 장비 종류와 수량이 상이하기에 EU 전체의 국방력으로 계산했다.

냉전 시기의 국방비 평균 3% 이상 수준으로 되돌아가면 달성 가능하지만, EU 국가들에 상당한 부담이다. 또한 각국 정부의 정치적 의지가 다르고, 또 정권이 교체됨에 따라 또 달라질 것이다.

미국이 제공하거나 주도하는 지휘통제(C2), 우주/전략 정보자산 등의 연결조직 역할은 정량화 및 비용 추정이 어려워 제외했고, 핵무기 관련 비용 또한 이번 연구에는 포함하지 않았다

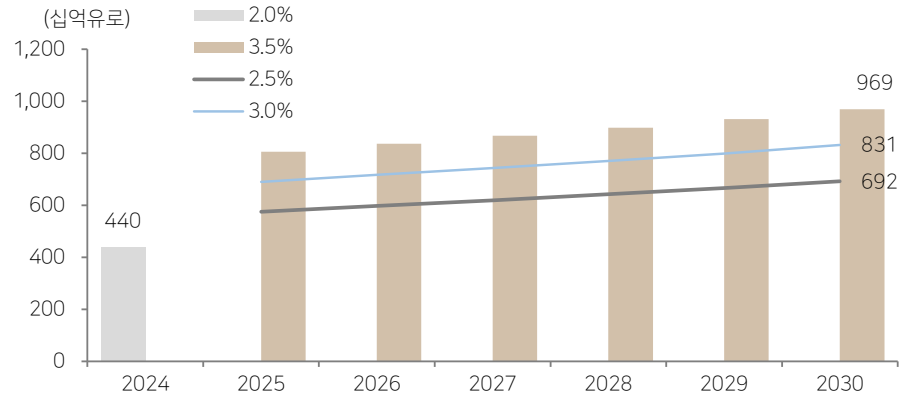
1조달러 투자에도 채울 수 없는 영역들: 우주 및 정보/감시/정찰

1조달러로도 투자로도 미국 철수 시 유럽의 취약성(window of vulnerability)이 빠르게 열린다. 유럽은 미국의 군사 플랫폼과 병력(약 12.8만명)을 대체해야 하며, 우주 및 전영역 ISR(정보/감시/정찰) 자산을 스스로 운영해야 하고, NATO 지휘/통제 체계에서 미국이 해온 역할을 대체해야 한다. NATO 내 주요 지휘직 인력 보완은 당연하다.

MRLS, 스텔스기 등은 해외 구매 의존: 천무?

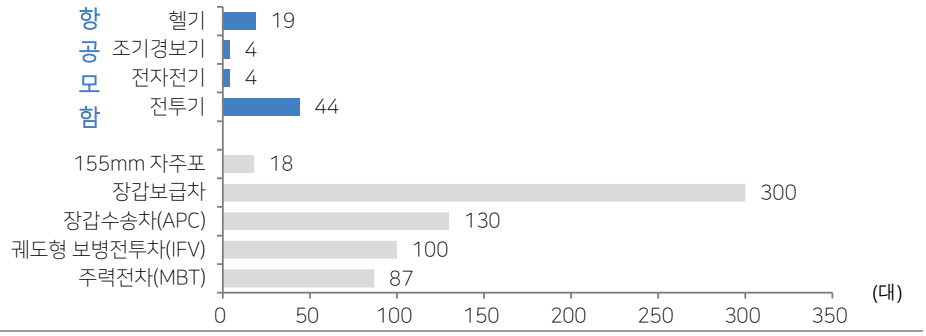
EU의 국방력 재건은 지상방산에서는 비교적 속도가 빨라지고 있지만, 해군 및 항공우주 분야에서는 생산능력 확대를 위한 투자가 필요하다. 뿐만 아니라 미국의 공군/해군 전력을 대체하기 위한 대규모 플랫폼 제공 능력은 향후 10년 내 달성이 어렵다는 평가이다. 과정에서 다연장 로켓, 스텔스 무기 등의 일부 무기체계에서는 해외 구매 의존이 불가피하다고 IISS는 진단한다.

Fig. 9: EU의 핵심 군사지출(Core Defence Spending)만 GDP의 2.5%에서 692십억유로 3.5%(2035년 목표)일 경우 969십억유로



Source: 라인메탈, 다올투자증권

Fig. 10: 미 제5군단(V Corps)이 NATO에서 운영 중인 무기체계들



Source: IISS, 다올투자증권

Fig. 11: 미국 철수 시 EU가 집행해야 하는 투자

	최소	최대(백만달러)	비중	비고
지상방산	51	94	27%	
해군	87	125	36%	구축함 20 척
항공	88	125	36%	전투기 400 대, 장거리 지대공(LR SAM)
무기체계	226	344		
인력 12.8 만명 운영		12,300		
조달비용 + 수명주기비용(25 년)		1,000,000		MRO(수명주기비용) = 조달비용(CAPEX)의 2 배 가정

Source: IISS, 다올투자증권

III. EU의 준비

자주국방을 준비하는 EU

미국의 압박 때문에 유럽은 스스로 자주국방을 준비한다.
그러나 미국의 NATO 기여분을 완전히 대체하려면 상당한 재정이 필요하다. 또한 자금이 확보되더라도 EU의 현재 방위산업 생산 능력만으로는 이 격차를 단기에 메우기 어렵다. 여기에서 빠르고, 싼 K-방산이 진출할 수 있을 틈새가 보인다.

2021-2027의 EDF 재정을 넘어서는 다음 청사진과 재정 패키지 제시

EU는 TFEU 제173조(Treaty on the Functioning of the European Union, Article 173)에 따라, 러-우 전쟁 전인 2021년에 EDF(European Defence Fund, 유럽방위기금)을 출범시켰고, 2021-2027년 동안 79억유로의 다년도예산(MMF) 재정이다.
2022년에 러-우 전쟁이 발발했고 EDF를 처음으로 사용해서 ASAP(Act in Support of Ammunition Production, 탄약생산지원법), EDIRPA(European Defence Industry Reinforcement through common Procurement Act, 방위산업 강화법) 재정을 사용했다.

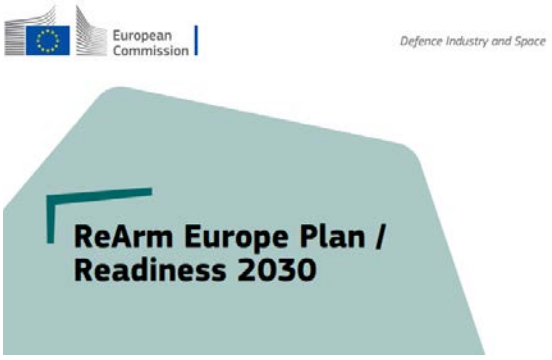
2025년에 EU의 청사진들 발표

전쟁은 계속되고 있고, 미국의 NATO 철수 압박도 상존하는 가운데, EU는 2025년 3월에 "ReArm Europe"이라는 재정/투자 패키지와 "Readiness 2030"의 백서를 발간해서 방위력 개선을 위한 청사진을 제시했다. 살펴보자.

Fig. 12: Readiness 2030

Source: EU, 다올투자증권

Fig. 13: ReArm Europe



Source: EU, 다올투자증권

III-1. EU의 방산 정책 변화: Readiness 2030

청사진과 재정 패키지(계획)

EU는 2025년 3월에 "European Defence – Readiness 2030" 백서와 "ReArm Europe" 계획을 발표해, 청사진과 실행 패키지를 밝혔다. 백서를 통해 무엇을 할 것인가를 선언했고, 실행 패키지를 통해 재정/제도적 수단을 제공한다.

2030년까지 EU의 독자 방위태세 완비를 선언했다. 이는 단순한 군사 계획뿐 아니라, 국가안보/산업/재정/기술을 아우른다. 시작점은 러시아의 재침공 위협, 중국의 유럽 공급망에 대한 타격, 미국의 유럽 관여 축소, 하이브리드 위협(사이버, 해저인프라, 정보조작), 기술경쟁까지 포함한다.

공동조달, 산업기반, 파트너십 확대

청사진의 핵심 4개축은 공동조달 강화, 산업기반 강화, 행정 간소화, 통합체계, 그리고 파트너십 확대이다.
이를 통해 NATO의 억제력을 강화하고, EU-미국 방위분담을 조정하고, 산업과 기술 경쟁력을 강화하겠다는 포석이다.

이중 공동조달, 산업기반 강화, 그리고 파트너십 확대에서 K-방산의 기회가 보인다. 후술 하겠다.

Fig. 14: Readiness 2030 청사진 발표

"Readiness 2030"의 핵심 목표

: 2030 년까지 유럽의 완전한 방위 대비태세(FULL READINESS)를 확보

단순한 국방정책이 아니라 EU 의 주권, 산업, 기술, 안보 생태계 전체를 재편하는 프로젝트

구분	내용
① 공동조달 강화	규모의 경제를 통한 효율적 무기체계 생산·조달
② 산업기반 강화	방산생태계·이중용도 인프라·민군 연계성 확대
③ 행정 간소화	규제·인증·허가 절차 단축 (Defence Omnibus)
④ 통합 전략체계	Preparedness Union Internal Security Strategy 추진
⑤ 파트너십 확대	NOTA 및 유럽 외 전략 파트너국과의 협력 모델 정비

Source: EU, 다올투자증권

Readiness 2030 백서에서 우선과제는 지대공, 자주포, 탄

특히 Readiness 2030 백서에서 짚은 우선과제는 지대공, 자주포, 탄약이다.
지대공은 한국의 천궁2(LIG넥스원, 한화시스템)가 중동 3개국을 뚫었지만 EU 진출까지 가능할는지는 지켜볼 필요가 있다.
자주포는 한화에어로스페이스의 K9이 EU를 포함한 글로벌 지배력을 확대하고 있다.
탄약 및 미사일은 한화에어로스페이스의 천무가 K9의 길을 따라가고 있다. 자주포를 위한 155mm 탄은 한화에어로스페이스이 장약을 담당한다.

산업역량 강화와 파트너십 확대에서 K9의 루마니아 현지 공장, 천무 유도탄의 폴란드 현지 공장 협상을 널리 알려져 있다.
본 연구원은 추가로 155mm 탄의 장약 공장도, 한국에서 건설 중인 MSC 스마트팩토리 가 미국뿐 아니라 EU까지 확산된다고 기대해 본다.

Fig. 15: Readiness 2030의 우선 역량 투하 분야

K-	구분	주요 내용
천궁	① 방공 및 미사일 방어 (Air & Missile Defence)	순항·탄도·극초음속 미사일, 항공기, 무인기 등 모든 공중 위협에 대응하는 다층적 통합 방공망 구축
K9	② 포병체계 (Artillery Systems)	정밀 타격을 위한 첨단 장거리포 및 미사일 체계 개발 (*Deep Precision Strike*)
155mm, 천무	③ 탄약 및 미사일 (Ammunition & Missiles)	*Ammunition Plan 2.0*을 기반으로 전략적 비축·생산능력 확대
	④ 드론 및 대응체계 (Drones & Counter-Drone)	공중·지상·수중 무인체계 및 자율제어 기술 확보, 정찰·감시·표적식별 역량 강화
	⑤ 군사 기동성 (Military Mobility)	전 EU 차원의 철도·도로·항만·공항 네트워크를 통한 신속한 병력·장비 이동 보장
	⑥ 인공지능·양자·사이버·전자전 (AI, Quantum, Cyber & EW)	AI·양자기술 기반의 전자전·사이버전 통합 방위체계 구축, 공격·방어 양면 사이버역량 확보
	⑦ 전략적 지원 및 기반시설 보호 (Strategic Enablers & CIP)	전략수송기·공중급유기·정보감시·해양감시·우주자산·군수연료망 등 핵심 인프라 보호

Source: EU, 다올투자증권

Fig. 16: Readiness 2030의 국제 파트너십 언급

White Paper for **European Defence – Readiness 2030**

The EU should also explore opportunities for defence industrial cooperation with **Indo-Pacific partners**, notably Japan, and the Republic of Korea with which Security and Defence Partnerships were concluded last November, as well as Australia and New Zealand.

EU(NATO): 여전히 유럽 방위의 핵심축이자 협력의 기반
미국: 사이버·우주·해양안보·공급망 분야 협력 심화
영국: 안보·방산 파트너십을 통한 위기관리·공동산업 강화
노르웨이·캐나다: 안보·산업 대화 제도화 및 생산 협력
튀르키예: CSDP 협력 유지, 유럽이사회 결의 기반의 실질적 관계 복원
인도-태평양(일본, 한국, 인도, 호주, 뉴질랜드): 기술협력, 공동연구, 해양안보, 항행자유 수호 중심의 파트너십 확대

Source: EU, 다올투자증권

III-2. EU 무기 공동조달. EDF의 ASAP+EDIRPA → EDIP

2022-2025
EDIRPA 3억유로,
ASAP 5억유로

2022년에 러-우 전쟁이 발발되고 EU는 무기 공동조달을 위한 EDF 제정을 활용하는 EDIRPA를 논의 시작했고, 2023년에 법안이 통과되어, 2024년에 첫 재정지원 사례가 발생했다.
EDIRPA는 2개국 이상이 함께 방산물자를 공동조달할 경우, 총 구매금액의 일부를 EU가 보조금 형태로 지원하는 구조였다.
또한 2023년에 ASAP 법안이 채택되어, EU 내 탄약 생산능력 확대에 대한 5억유로 예산이 투자되었다.

2025-2027
15억유로로 증액한
EDIP

2022~2025년에 한시적으로 시행된 사업의 공백을 메우기 위해 2024년에 EDIP(European Defence Investment Programme)가 제안되었고 현재 입법 추진 중이다. 2025-2027년 동안 시행되는 사업으로, 중장기 재정 프레임워크가 도입되기 전까지 공백을 메우는 성격이다. EDIRPA가 3억유로였다면, EDIP는 15억유로 규모(2025-2027)로 커진다. 주요 전략 품목인 탄약, 포병 시스템, 미사일, 전차, C4ISR을 우선 지원한다.

역시 탄약은 한화에어로스페이스의 장약, 포병은 한화에어로스페이스의 K9, 미사일은 한화에어로스페이스의 천무, 전차는 현대로템의 K2가 수혜를 받을 수 있다.

Fig. 17: EDIP로 중장기 지속가능 재정장치 마련

항목	EDIRPA (European Defence Industry Reinforcement through common Procurement Act)	EDIP (European Defence Investment Programme)
시기	2022-2025 년 단기 시범 사업	2025 년 이후 중장기 방산투자 프로그램
예산 규모	약 3 억 유로 (EU 예산에서 지원, 제한적)	최대 150 억유로 규모로 논의 중 (다년 예산 프레임워크에 포함 예정)
초점	무기 공동조달 장려	방산 생산 능력 확대, R&D 투자, 장기 조달계약 지원
성격	단기 보조금 중심	재정 보조 + 산업 정책 도구
지원방식	- 2 개국 이상 공동조달 시 보조금 - EU 기업, EU 기업의 51% 이상 지분 보유 업체	주요 전략 품목(탄약, 포병 시스템, 미사일, 전차, C4ISR 등) 우선 고려
관련문서	EDIS(European Defence Industrial Strategy, 2024)	

Source: EU, 다올투자증권

Fig. 18: ASAP(Act in Support of Ammunition Production)으로 탄약 생산 재정 지원

항목	내용
제안일	2023 년 05 월 03 일
채택일	2023 년 7 월 20 일. 유럽의회 + EU 이사회 공동결정
예산	5 억 유로 (EDIRPA 예산의 일부)
목적	EU 내 탄약 생산능력 확대. 탄약 생산설비 투자 지원 (2024 년까지) 155mm 포탄 100 만발 공동조달 등 폭약: 1.24 억유로 화약: 2.48 억유로 탄체(포탄 외형): 0.9 억유로 미사일: 0.5 억유로 시험 및 재인증: 약 200 만 유로
법적 근거	EU 조약 제 173 조 (산업 정책), 제 122 조 (위기 대응) 등
운영 주체	유럽집행위원회 (DG DEFIS), EDA, EU 회원국들

Source: EU, 다올투자증권

Fig. 19: EU의 무기 공동조달 사례

품목	참여국	세부 내용
155mm 포탄 공동구매 (ASAP initiative)	25 개국+노르웨이	EDA 주도로 수백만 발 규모 공동계약 체결 2023 년부터 도입
IRIS-T 공대공 미사일	독일, 스웨덴 등	IRIS-T 구매 공동계약 체결 일부 국가가 우크라이나 제공분 보충용으로 구매
탄약 생산 증설 투자	EU 11 개국 이상	탄약공장 증설 및 원재료(추진제, 탄피) 확보 위한 공동 보조금 지원
드론 탐지/방호 시스템	프랑스, 이탈리아, 네덜란드 등	반드론 시스템 도입 및 센서/재밍 장비 공동 도입 추진
공동 유지보수 계약	헬기: NH90, Tiger 등	여러 국가 간 부품 및 정비 역량 공유로 비용 절감 EU 자금 일부 지원

Source: EU, 다올투자증권

III-3. EU의 재정 조달 프로그램

재무장을 위한 재정 수요가 크다. 실행 패키지/계획인 ReArm Europe에서는 아래의 여섯개 꼭지로 자금 체계를 정리한다.

SAFE 1,500억유로 공동조달 지원
제3국 기업/제품 참여 가능

긴급성을 감안해, EU 집행위는 리스톤조약 제122조에 근거해, EU 예산이 보증하는 회원국 대출 프로그램, SAFE(Security and Action for Europe)을 제안했다.
최소 2개국 이상이 참여하는 공동조달을 지원하는 구조이고, 1개 국가가 EU이면 또 다른 국가는 EFTA(유럽자유무역연합)/EEA(유럽경제지역) 회원국 또는 우크라이나가 될 수도 있다.
제3국 기업과 제품도 EU와 공급안정성·재정조건 협정 체결 시 참여 가능한 것으로 열어준다. K-방산에 기회이다.

SGP(안정성장협약) 예외조항
4년간 8,000억유로

EU 집행위는 방위비 증가를 수용하기 위해 모든 회원국이 국가예외조항(National Escape Clause)를 공동 발동하도록 제안했다. GDP 대비 재정적자를 3% 이하, 국가부채를 60% 이하로 두는 협약이며, 기준을 넘길 경우 제재를 받을 수 있는 규약인데, 방위비를 SGP 계산에서 제외하겠다는 것이다. 이를 통해 GDP 대비 최대 1.5% 추가 방위비 지출 여력을 확보할 수 있고, 향후 4년간 EU 전체의 국방비 투자 가능 규모는 8,000억유로에 달할 수 있을 것으로 계산된다.

EIB 20억유로

EIB(유럽투자은행)은 현재의 보안/방위 행동계획을 가속화시켜, 매년 20억유로로 국방투자를 2배 확대할 계획이다.

민간투자

현재 EU 방산 투자자본의 60%가 미국이다. EU는 저축/투자연합을 통해 EU의 방위산업에 민간자본 유입을 촉진 하고자 한다. 수천억 유로 규모의 추가 투자를 유럽경제에 유입시킬 것으로 기대한다.

Fig. 20: ReArm Europe Plan의 6단계 자금 체계

구분	주요 내용	규모
① SAFE(Security Action for Europe) 신규	EU 예산보증 대출로 공동조달 지원	**1,500 억 유로**
② SGP(안정성장협약) 예외조항	GDP 의 1.5% 추가 방위비 허용	**최대 8,000 억 유로**
③ EU 예산유연성	결속정책을 통한 방위프로젝트 전환	미정
④ EIB(유럽투자은행) 확대	연간 투자 20 억 유로로 2 배 확대	누적 수십억 유로
⑤ 민간투자유도	저축·투자연합(SIU) 통한 민자유입	**연간 수천억 유로 가능**
⑥ 재정예측성	ESM 등 신규 메커니즘 검토	후속 단계

Source: EU, 다올투자증권

IV. K-방산의 기회는

EU에 수혜 무기체계는 K9, 천무와 유도탄, K2

앞서 짚은 미국의 NATO 철수 시나리오, 러시아의 재침공, 그리고 이에 맞춘 EU의 준비태세에서 정리된, 언급된 도입 필요 주요 무기체계들은 육/해/공 다양하다. 그 안에서 K-방산의 수혜를 꼽아보자면, 결국 K9, 천무+유도탄, 탄약, K2가 중심이다.

장갑차류가 많이 필요하고, 지대공도 수요가 있지만, 경쟁이 치열하다고 판단한다.

이번 자료의 결론은 결국 한화에어로스페이스와 현대로템이다.

대한민국 정부는 EU 국방 시장 공략을 위해 협의 시작

자료를 준비 중이던 10월 16일에 Readiness 2030의 로드맵인 Defence Readiness Roadmap 2030를 발표했고, 10월 19일에 'K-방산 4대 강국 달성'의 전략경제협력 대통령 특사이자 대통령 비서실장 강훈식이 EU로 출국했다. 독일 등 EU 국가들을 방문해서 이재명 대통령 친서를 전달하고, 내년 상반기까지 3차례 협의를 가질 예정이다. 알려진 계약규모가 562억달러(79조원)에 달한다.

Fig. 21: EU는 Readiness 2030의 로드맵 발표. 공동조달 40%로 확대, EU 외 국가 배제하지 않음

Source: EU, 다올투자증권

Fig. 22: 10월 19일 대통령 비서실장 EU 출발

Source: 언론보도, 다올투자증권

IV.1 힌트는 이미 동유럽에 진출한 K9

2017년 핀란드로 제대로 첫 수출된 K9

K9은 2001년 튀르키예에 첫 기술로 플랫폼이 전파되었지만, 3번째 운영국가로의 첫 수출은 2014년에야 폴란드를 통해 달성되었다. 그러나 안타깝게도 2014년, 2016년의 K9 폴란드 납품은 무기체계가 아닌 폴란드의 크랩자주포를 위한 차체만이었다. 그리고 진짜 제대로 K9이 수출된 것은 2017년 핀란드 48문이 시작이었다.

러시아의 위협에 이미 동유럽에 확산되던 K9

세계 자주포 시장에서 50% 안팎 점유율의 K9은 한국을 포함 11개국이 운영 중인데 이 중 EU가 폴란드, 핀란드, 노르웨이, 에스토니아, 루마니아의 5개국이다.

루마니아에 K9 군수지원 기지도 준비 중

그리고 이 북유럽 및 동유럽 국가들의 자주포 무기체계를 도입하게 된 배경은 러시아와의 군사적 긴장감 고조 또는 대비였다. 2024년에는 루마니아가 K9을 선택했고, 러-우 전쟁을 거치면서 인근국가들의 K9 선택이 확대될 것으로 기대된다. 더구나 루마니아에 K9 공장이 들어서면 MRO 등의 후속군수지원이 더 원활해질 터이다.

Fig. 23: K-9 도입국가

도입 순서		도입 국가	계약체결명	문	ASP (억원)	계약금액 (십억원)	계약상대	계약(수주)	종료
2		터키	보도) 기술수출 방식	350		60.0	터키	2001년	
3	EU	폴란드	폴란드 자주포용 K9 차체 수출계약	24	35	83.2	Huta Stalowa Wola S.A.	14.12	16.11
3-2	EU	폴란드	폴란드 자주포용 K9 차체 수출계약	96	29	279.5	Huta Stalowa Wola S.A.	16.12	23.12
4	EU	핀란드	K9 자주포 핀란드 수출	48	40	191.5	KOTRA	17.03	25.12
5		인도	K9 바지라 인도 수출 100문	100	37	372.7	LARSEN AND TOUBRO L.	17.04	23.07
6	EU	노르웨이	K9 자주포 24문 + 최초 K10 6문	24 6	75	179.4	노르웨이	17.12	20.08
7	EU	에스토니아	K9 자주포 에스토니아	12	50	60.4	KOTRA	18.06	23.12
8		호주	LAND 8114: K9, K10 도입과 제품지원	30 15	207	930.0	호주 국방부	21.12	28.03 33.03
9		이집트	K9 자주포와 K10, K11(사격지휘장갑차)	216 51	75	1,995.4	이집트 국방부	22.02	28.12
3-3	EU	폴란드	1차 실행계약	212	151	3,204.6	폴란드 정부	22.08	26.09
3-4	EU	폴란드	2차 실행계약 + ILS	152	227	3,447.5	폴란드 정부	23.12	31.11
10	EU	루마니아	K9 자주포와 K10	54 36	154	1,382.8	루마니아 국방부 (C.N. Romtehnica S.A.)	24.07	29.07
5-2		인도	인도 K9 자주포 2차 수출사업 (구성품 공급)	100	37	371.4	Larsen & Toubro Limited (L&T)	25.04	30.09
3-5	EU	폴란드	폴란드 K9 자주포 차체 수출사업	100e	40	402.6	Huta Stalowa Wola S.A.	24.12	31.12
11		베트남	베트남 20문 도입	20e	176	351.8	베트남 국방부	25.01	31.01
누적 수주			기술 수출 제외:	1,329		13,388.2			
누적 수주 EU				722		9,230.7			

러시아 인근

Source: 다올투자증권

IV.2 미군의 공백

미군의 공백 메우기

단락 I의 Fig. 10과 같이 미 제5군단이 NATO에서 철수할 경우, 항공모함에 패키지 전력인 전투기 44대, 전자전기 4대, 조기경보기 4대, 헬기 19대인데, 해당 전력은 K-방산이 접근하기는 난망하다.

주력전차(MBT)와 장갑차류 접근 가능

155mm 자주포 18대는 수량이 작고, 이미 동유럽 국가들은 K9을 잔뜩 구매하고 있다. 장갑차류가 장갑보급차 300대, 장갑수송차 130대, 궤도형 보병전투차(IFV) 100대로 500대가 넘는다. 그러나 유럽의 다수 디펜스 업체들도 많은 제품을 보유하고 있다. 이를 뚫고자 한화에어로스페이스의 레드백이 동유럽 시장을 노리고 있다.

주력전차 MBT 87대도, 대체 전력화가 필요하다. K2는 폴란드에 자리를 텄고, 이제 루마니아 등의 2번째 도입국가를 노린다.

IV.3 탄약 쇼티지

EDF의 첫 제정지출인 ASAP, EDIRPA 모두 탄약

III-2의 Fig. 18의 ASAP 프로그램처럼, EU가 가장 시급했던 것은 탄이다.

2022년에 러-우 전쟁 발발 후 EU는 최초로 EDF 제정을 활용해 EDIRPA와 ASAP 법안을 통과시켜 각각 탄약에 5억유로, 탄약 등의 공동조달에 3억유로를 배분했다.

ASAP 법안을 통해 EU 내 탄약 생산능력을 확대하는 투자를 지원했다. 당시 2023-2024년에 155mm 포탄 100만발 공동 조달을 추진했다.

EDIP도 탄약

EDIRPA의 바통을 이어받는 2025-2027의 EDIP에서도 주요 전략품목으로, 탄약, 포병 시스템, 미사일 C4ISR을 꼽으며, 탄약을 가장 앞에 둔다.

IV.4 IISS가 제시하는 조달 무기체계

10대 무기체계 중, K-방산이 접근가능한 무기체계 중: 주력전차(MBT)가 가장 큼

IISS(국제전략문제연구소)는 미군의 공백을 메우기 위해 필요한 무기체계 조달비용을 최대 344십억유로로 예상한다.

전투기/지상공격기, 구축함, 장거리 지대공 미사일(SAM) 포대, 원자력 추진 공격 잠수함, 주력전차, 해군 장거리 SAM, 보병 전투차량, 공격 헬리콥터, 호위함, 항공모함의 10개 무기체계가 전체 조달비용의 69%를 차지한다.

항공, 해군, SAM 부분에서는 EU의 디펜스 업체들이 버티고 있지만, 행여 EU 시장을 돌파한다면 엄청날 사건이 될 것이다. 지상방산 무기체계들은 기회가 상당하다.

Fig. 24: EU가 조달해야하는 무기체계들 중 가장 비싼 것들

(단위: 백만달러, 십억달러)

K-	주요 무기체계 플랫폼	예시	필요 수량	최소 단가	~최대 단가 (백만)	최소 비용	~최대 비용 (십억달러)	총 비용 비중 (최대)	비고
FA-50	전투기/ 지상공격기	유로파이터; F-15; F-16; F-35; 그리펜; 라팔	400	120	160	48	64	18.6%	최근 7년간 발표된 자료 기반 추정
KDDX	구축함	DDG-51; 호라이즌; KDD-III; 마야; LC-프리깃; 타입 45	20	2,000	2,500	40	50	14.5%	최근 20년간 발표된 자료 기반 추정
M-SAM	장거리 지대공 미사일 (SAM) 포대	패트리엇; SAMP/T	24	500	1,000	12	24	7.0%	최근 5년간 발표된 자료 기반 추정
	원자력 추진 공격 잠수함	애스튜트; 서프렌	10	2,000	2,200	20	22	6.4%	최근 5년간 발표된 자료 기반 추정. 더 큰 설계는 비용이 더 비쌈
K2	주력전차	K2 흑표; 레오파르트 2A8; M1A2 에이브람스	600	20	30	12	18	5.2%	최근 5년간 자료 기반 추정
	해군 장거리 SAM	아스터 30; SM-2/-6	2,700	2	6	5	16	4.7%	최근 8년간 발표된 자료 기반 추정
레드백	보병 전투차량	ASCOD; CV90; 링스; 퓨마	800	10	15	8	12	3.5%	최근 5년간 계약 자료 기반 추정
	공격 헬리콥터	AH-1Z 바이퍼; AH-64E 아파치; T129B	200	40	60	8	12	3.5%	최근 5년간 계약 자료 기반 추정
대구급	호위함	ASWF; 컨스텔레이션; FDI; 프렘; F126; 타입 26; 타입 31; 애로헤드 140 수출형	6	600	1,700	4	10	3.0%	최근 10년간 발표된 자료 기반 추정. 설계 크기, 무기 및 센서 패키지 차이에 따라 비용 변동
	항공모함	퀸 엘리자베스	2	4,000	5,000	8	10	2.9%	QE 급 인플레이션 조정 조달 비용 기반
						165	238	69.2%	
전체 무기체계 조달비용						**226**	**344**		

Source: IISS, 다올투자증권

현대로템의 K2

주력전차(MBT) 600대에서 현대로템의 K2흑표의 활약을 기대하는 바이다.

한화에어로스페이스의 K9, 레드백

자주포(궤도형, 차륜형) 200여 대 수요에서도 한화에어로스페이스의 12번째, 13번째 운영국을 EU에서 확대하기를 바란다.
보병 전투차량에서도 레드백의 EU 시장 공략 노력이 계속되고 있다.

한화에어로스페이스의 천무와 유도탄

다연장로켓 시스템 100기에서 천무의 시장확대를 기대한다. 러-우 전쟁에서 하이마스 덕분에 MRLS의 전술적 효용이 확인되었고, 관심이 높아졌다.
HIMARS, PULS 등의 빠른 수요 대응이 어려워서, 천무가 반사수혜를 보는 K-방산에서 자주 목도하는 사건이 또 벌어지기를 바란다. 폴란드에서 WB와 천무 유도탄 JV 공장을 가동하는 바, EU 시장 공략에서 경쟁력도 배가된다.

Fig. 25: EU가 조달해야하는 지상방산 무기체계들

(단위: 백만달러, 십억달러)

K-	지상방산 플랫폼 유형	예시	필요 수량	최소 단가	~최대 단가 (백만)	최소 비용	~최대비용 (십억달러)	비고
K2	주력전차	K2 흑표; 레오파르트 2A8; M1A2 에이브람스	600	20	30	12	18	최근 5년간 계약 자료 기반 추정
Red Back	보병 전투차량 (IFV)	ASCOD; CV90; 링스; 퓨마	800	10	15	8	12	최근 5년간 계약 자료 기반 추정
	차륜형 보병 전투차량 (Wheeled IFV)	AMV; 박서(Boxer); 프레치아(Freccia); 라냐(Piranha); 로소막(Rosomak)	250	5	15	1.3	3.8	최근 7년간 계약 자료 기반 추정
	장갑 수송차 (APC)	AMPV; ASCOD	900	5	7	5	6	최근 7년간 계약 자료 기반 추정; 경장갑 플랫폼 제외
	차륜형 장갑차 (Wheeled APC)	박서(Boxer); CAVS; 두르(Pandur); 스트라이커(Stryker)	450	1.5	7	0.7	3.2	최근 6년간 계약 자료 기반 추정
	방호 차량 (Protected mobility vehicle)	부시마스터(Bushmaster); 딩고 2(Dingo 2); 이글 V(Eagle V); 호크아이(Hawkei); 히줄(Hizir); JLTV; NSN; SISU GTP; TAPV; VBM-R; 서발(Serval)	4,200	0.5	1.5	2	6	최근 15년간 계약 자료 기반 추정
	수륙양용 장갑차	AAV-7A1; ACV	30	4	10	0.1	0.3	최근 10년간 계약 자료 기반 추정
	차륜형 자주포	아처(Archer); ATMOS 2000; 세자르(CAESAR)	100	4	7	0.4	0.7	최근 7년간 계약 자료 기반 추정
K9	궤도형 자주포	K9; 크랍(Krab); PzH 2000	100	12	22	1.2	2.2	최근 7년간 발표된 자료 기반 추정
천무	다연장 로켓 발사기	천무(Chunmoo); 하이마스(HIMARS); PULS	100	15	30	1.5	3.0	최근 5년간 발표된 자료 기반 추정
	단거리 탄도미사일	ATACMS; CTM-290; PRSM; 프레데터 호크(Predator Hawk)	400	1	4	0.4	1.6	최근 7년간 발표 자료 및 분석가 비용 추정 기반
	지상발사형 순항미사일	MdCN 및 토마호크(Tomahawk)와 동일한 기초 미사일 비용 가정	20	3	5	0.1	0.1	해상형 변형 기반 비용 추정이며, 인프라 및 배터리 장비 추가 비용은 미포함
L-SAM	전역 미사일 방어	이지스 어쇼어(Aegis Ashore); 사드(THAAD)	3	2,000	3,000	6	9	최근 15년간 발표된 자료 기반 추정
M-SAM2	장거리 지대공 미사일 포대	패트리엇(Patriot); SAMP/T	24	500	1,000	12	24	최근 5년간 발표된 자료 기반 추정
	자주형 대공포 및 미사일 시스템	스카이랭어(Skyranger); 스트라이커(Stryker) SGT STOUT	110	9	30	1.0	3.3	최근 5년간 발표된 자료 기반 추정. 기타 기동식 포인트 방어 시스템은 더 저렴할 가능성 높으나 추정치에 포함하기에는 데이터 부족
						51	94	

Source: IISS, 다올투자증권

IV.5 Readiness 2030 청사진에서 제시하는 무기체계

7대 핵심 영역

EU가 2025년에 발간한 백서 Readiness 2030에서 제시한 강력한 유럽 방위체계 구축을 위한 7대 핵심영역은 ①방공 및 미사일 방어(Air & Missile Defence), ②포병체계(Artillery Systems), ③ 탄약 및 미사일(Ammunition & Missiles), ④드론 및 대응체계(Drones & Counter-Drone), ⑤군사 기동성(Military Mobility), ⑥ 인공지능·양자·사이버·전자전(AI, Quantum, Cyber & EW), ⑦ 전략적 지원 및 기반시설 보호(Strategic Enablers & CIP)이다.

지대공, 자주포, 탄약, 유도탄

앞의 3가지 영역이 앞서 IISS의 분석과 겹치는 지대공, 자주포, 탄약과 유도탄(지대지)로 읽힌다

Fig. 26: Readiness 2030의 우선 역량 투하 분야

K-	구분	주요 내용
천궁	① 방공 및 미사일 방어 (Air & Missile Defence)	순항·탄도·극초음속 미사일, 항공기, 무인기 등 모든 공중 위협에 대응하는 다층적 통합 방공망 구축
K9	② 포병체계 (Artillery Systems)	정밀 타격을 위한 첨단 장거리포 및 미사일 체계 개발 (*Deep Precision Strike*)
155mm, 천무	③ 탄약 및 미사일 (Ammunition & Missiles)	*Ammunition Plan 2.0*을 기반으로 전략적 비축·생산능력 확대
	④ 드론 및 대응체계 (Drones & Counter-Drone)	공중·지상·수중 무인체계 및 자율제어 기술 확보, 정찰·감시·표적식별 역량 강화
	⑤ 군사 기동성 (Military Mobility)	전 EU 차원의 철도·도로·항만·공항 네트워크를 통한 신속한 병력·장비 이동 보장
	⑥ 인공지능·양자·사이버·전자전 (AI, Quantum, Cyber & EW)	AI·양자기술 기반의 전자전·사이버전 통합 방위체계 구축, 공격·방어 양면 사이버역량 확보
	⑦ 전략적 지원 및 기반시설 보호 (Strategic Enablers & CIP)	전략수송기·공중급유기·정보감시·해양감시·우주자산·군수연료망 등 핵심 인프라 보호

Source: EU, 다올투자증권

IV.6 Readiness 2030 로드맵에서, 제3국 수용 입장 밝힘

Readiness 2030의 로드맵 막 발표

자료를 준비하던 중 Readiness 2030 백서 다음으로 EU 집행위원회는 'Defence Readiness Roadmap 2030'의 로드맵을 발표했다. 계획들의 목표를 더 명확히하고, 2030년까지 목표를 달성하기 위한 마일스톤, 점검 지표를 명확히 했고, 우선 조치를 확실히 했다.
미사일, 대드론, 방공 등 9개 핵심분야를 지정했고, 2030년까지 공동구매 및 실전배치를 완료한다는 목표이다. 공동조달을 현재 20%에서 40%까지 확대한다. 이를 통해 규모의 경제로 단가 절감, 상호운용성을 강화하고자 한다.

공동조달 40%
역내 조달 55%

EU는 방위 대비태세를 회원국들의 군대가 어떠한 방위 관련 위기 상황도 예측하고, 대비하며, 대응할 수 있는 상태로 정의했다. 로드맵의 목표는
1) 2030년까지 EU 국가들의 역량 격차를 해소하고,
2) 공동조달 비중을 합의된 40%로 끌어올리고,
3) EDTIB(유럽방위산업기반)으로부터 조달되는 방위투자 비중을 최소 55%까지 올리겠다고 제시한다.

유럽 방위 대비 플래그십 프로젝트 4가지를 제시한다.
① 유럽 드론 방어 구상(European Drone Defence Initiative)
② 동부전선 감시망(Eastern Flank Watch)
③ 유럽 공중방패(European Air Shield)
④ 유럽 우주방패(European Space Shield)

수평적 추진 기반으로서 아래의 목표를 제시한다.
① EU 전역의 통합 방산시장 구축 (Towards a true EU-wide market for defence equipment) 2030년까지 단순화되고 조화된 규정을 갖춘 '진정한 EU 단일 방위장비시장' 구축
② EU 전역의 군사이동구역 조성 (Towards an EU-wide Military Mobility Area)
③ 충분한 재정자원 및 투자 확보 (Ensuring adequate financial resources and investment)

유럽산 무기체계에 인센티브 제공하지만 제3국 배제하지 않음

유럽산 무기에 금융, 정책 인센티브를 제공하지만, 제3국을 배제하지는 않겠다는 입장이다.

유럽 자체의 여러 금융, 정책 지원이 있더라도 유럽 시장에서 K-방산은 납기와 가격으로 경쟁력이 여전할 것이다. 또한 더 적극적으로 로컬화하는 것이 방법이다. K2는 폴란드에서, K9과 천무(유도탄)도 각각 루마니아와 폴란드에서 현지 생산거점을 확보하고자 한다.

Fig. 27: EU의 Defence Readiness Roadmap 2030

EUROPEAN COMMISSION

HIGH REPRESENTATIVE OF THE UNION FOR FOREIGN AFFAIRS AND SECURITY POLICY

Brussels, 16.10.2025
JOIN(2025) 27 final

JOINT COMMUNICATION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE EUROPEAN COUNCIL AND THE COUNCIL

Preserving Peace - Defence Readiness Roadmap 2030

Source: EU, 다올투자증권

Fig. 28: 폴란드에 천무 유도탄 JV, 루마니아에 K9 등 현지 공장 투자 계획

폴란드 천무 JV 투자 개요	구분	2024	2025	~2028
한화에어로스페이스와 폴란드 WB Electronics가 **CGR-080 유도탄** 생산을 위한 업무협약(MoU)을 체결	MOU	9월		
한화와 WB 그룹이 합작법인(JV) 설립을 위한 텀시트(Term Sheet) 계약 체결	텀시트		4월 15일	
폴란드 MSPO 2025 전시회에서 양측이 최종 합작법인 설립 계약을 체결 보도	계약		9월 2일	**3년 내 가동 목표**
지분 형태 및 투자 금액				
지분구조: 한화에어로스페이스 51%, WB그룹 49% 투자 금액: 폴란드, 루마니아 등 유상증자 조달 금액 6,000억원 내에서 결정				

루마니아 K9, K10 현지 공장 투자 개요	구분	2024	2025	~2028
한화에어로스페이스와 루마니아 국방부 간 1.4조원 규모의 **K9 자주포** 54문 + **K10 탄약운반차** 36대 공급 계약 체결	공급 계약	7월		
루마니아 내 현지 생산 시설 건설 계획 구체화 보도 (공장 부지 확정, 법인 설립 움직임 등)	공장 계획 보도		초~중	
루마니아 남부 담보비차(Dâmbovița) 지역에 방산 생산시설 건립 계획. 최대 2,000명의 인력 창출			3월	
2026년 1분기 착공 후 2년 내 공장 건설 완료 목표 언급. Pro Optica 및 Iveco 등 루마니아 현지 기업들과 협력하여 추진	완공			**2027년 완공 목표**

Source: 다올투자증권

V. Valuation 및 선호주

V-1. 한화에어로스페이스와 현대로템이 EU 재무장에 수혜

EU가 긴급투자 할 무기체계 보유한 현대로템, 한화에어로스페이스

EU의 재무장을 감안할 때, 가장 수요가 강력한 K-방산의 공급가능 무기체계 K9, 천무, 탄약, K2이다. 공교롭게도 하반기에 실적 성장이 가장 도드라지는 이유로 선정한 당사의 방산 선호주 2개 회사이다.

글로벌 시장이 EU만은 아니다, 한국항공우주와 LIG넥스원은 중동과 미국에서 큰 일을 낼까, 말까 하고 있다. 또한 실적도 2026년부터는 피어그룹 중 가장 가파르게 성장할 것으로 예상한다. 중장기 투자 추천한다.

Fig. 29: 방산5사 Valuation Table

투자의견 및 Valuation			실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	*OPM*	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
LIG넥스원	투자의견	BUY	2023	2,308.6	186.4	*8.1%*	175.0	7,953	47,835	10.6	1.8	17.6%
(079550)	**적정주가(원)**	**660,000**	2024	3,276.3	229.8	*7.0%*	221.7	10,078	56,247	18.4	3.3	20.2%
	종가 (10/20, 원)	443,000	2025E	3,868.7	336.7	*8.7%*	314.2	14,280	68,878	22.2	4.6	24.2%
	상승여력	*49.0%*	2026E	4,568.9	471.4	*10.3%*	372.0	16,908	81,227	26.2	5.9	24.4%
	적정시총(십억원)	14,520	2027E	5,366.7	621.8	*11.6%*	489.4	22,247	99,198	19.9	4.8	26.2%
	시가총액(십억원)	9,746	2028E	5,974.3	648.2	*10.9%*	524.3	23,834	116,301	18.6	4.1	23.7%
한국항공우주	투자의견	BUY	2023	3,819.3	247.5	*6.5%*	224.0	2,298	16,388	22.4	3.1	14.6%
(047810)	**적정주가(원)**	**140,000**	2024	3,633.7	240.7	*6.6%*	172.1	1,765	17,500	30.3	3.1	10.3%
연말	종가(원)	97,000	2025E	3,805.0	319.4	*8.4%*	219.0	2,246	19,245	34.1	4.0	12.6%
	상승여력	*44.3%*	2026E	5,188.2	529.8	*10.2%*	381.7	3,916	22,562	24.8	4.5	19.6%
	적정시총(십억원)	13,647	2027E	5,988.2	630.5	*10.5%*	436.7	4,480	26,041	21.7	3.9	19.8%
	시가총액(십억원)	9,455	2028E	5,073.8	537.3	*10.6%*	343.3	3,522	28,563	27.5	3.5	13.8%
한화에어로스페이스	투자의견	BUY	2023	9,369.7	704.9	*7.5%*	817.5	16,147	69,689	6.7	1.6	31.1%
(012450)	**적정주가(원)**	**1,250,000**	2024	11,240.1	1,731.9	*15.4%*	2,298.9	50,143	109,587	5.1	2.3	64.7%
선호주	종가(원)	954,000	2025E	27,465.7	3,569.0	*13.0%*	1,374.3	27,223	185,691	21.5	3.2	30.3%
	상승여력	*31.0%*	2026E	28,972.2	4,311.6	*14.9%*	2,148.8	41,672	222,375	22.9	4.4	37.3%
	적정시총(십억원)	64,454	2027E	29,554.2	4,622.6	*15.6%*	2,354.8	45,668	260,061	20.9	3.8	29.3%
	시가총액(십억원)	49,191	2028E	29,528.0	4,574.0	*15.5%*	2,248.3	43,603	294,684	21.9	3.3	25.2%
한화시스템	투자의견	HOLD	2023	2,452.5	122.6	*5.0%*	349.2	1,849	11,327	7.8	1.2	18.7%
(272210)	**적정주가(원)**	**56,000**	2024	2,803.7	219.3	*7.8%*	454.3	2,405	13,181	5.9	1.4	21.3%
	종가(원)	52,700	2025E	3,818.4	263.1	*6.9%*	212.7	1,126	18,700	74.1	2.5	7.6%
	상승여력	*6.3%*	2026E	4,032.4	349.2	*8.7%*	258.3	1,367	19,721	38.5	2.9	8.7%
	적정시총(십억원)	10,579	2027E	4,214.6	380.1	*9.0%*	306.0	1,620	20,845	32.5	2.7	8.5%
	시가총액(십억원)	9,956	2028E	4,410.1	422.4	*9.6%*	345.0	1,826	22,078	28.9	2.6	9.1%
현대로템	투자의견	BUY	2023	3,587.4	210.0	*5.9%*	161.0	1,475	15,391	136.2	1.9	10.1%
(064350)	**적정주가(원)**	**310,000**	2024	4,376.6	456.6	*10.4%*	406.9	3,728	18,737	53.9	2.3	21.8%
선호주	종가(원)	210,500	2025E	5,602.4	1,044.9	*18.7%*	831.9	7,623	29,173	26.4	6.9	31.8%
	상승여력	*47.3%*	2026E	5,445.1	1,045.9	*19.2%*	900.5	8,250	37,224	25.5	5.4	24.9%
	적정시총(십억원)	33,834	2027E	6,425.5	1,339.7	*20.8%*	1,139.7	10,443	47,466	20.2	4.2	24.7%
	시가총액(십억원)	22,974	2028E	5,484.4	882.7	*16.1%*	810.2	7,423	54,689	28.4	3.7	14.5%

Source: 다올투자증권

VI. 종목별 투자의견

현대로템 (064350)

한화에어로스페이스 (012450)

LIG넥스원 (079550)

현대로템
(064350)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	310,000	310,000	유지
Earnings			

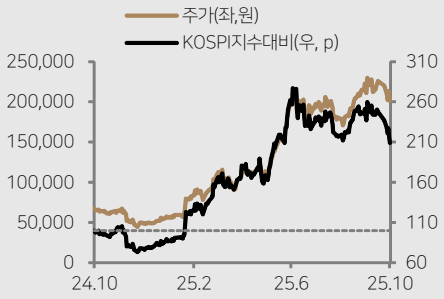
Stock Information

현재가 (10/20)	211,000원
예상 주가상승률	46.9%
시가총액	230,290억원
비중(KOSPI내)	0.73%
발행주식수	109,142천주
52주 최저가/최고가	44,450 - 230,000원
90일 일평균거래대금	1,570억원
외국인 지분율	32.9%
주요주주지분율(%)	
현대자동차 (외 4인)	33.8
국민연금공단 (외 1인)	8.1
현대로템우리사주 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	13.3	27.7	25.6
PBR(배)	2.7	7.2	5.7
EV/EBITDA(배)	9.9	18.5	17.6
배당수익률(%)	0.4	0.1	0.1

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(8.3)	84.0	224.6	305.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(19.0)	30.4	177.5	246.0

Price Trend



DAOL 다올투자증권

최광식 조선 · 기계 · 방산 | gs.choie@daolfn.com

이라크도 있고, 루마니아도 있다

Issue

EU 재무장에서 동사의 수혜 점검. 2개 파이프라인 소개

Pitch

잔여 EC3~EC5까지 사실상 2033년까지 엄청난 이익 창출. 여기에 이라크, 루마니아 등이 더해질 수 있음. EU 재무장에서 MBT가 중요한 한 축. 3Q25 실적도 나 홀로 증익

Rationale

- 2023년에 폴란드 EC1 계약의 GF 180대(4.5조원), 그리고 2025년에 EC2 계약으로 GF 117대와 PLF 63대, 파생형 + 개발비 + 탄/군수지원으로 무려 8.9조원 계약 체결. 2027년까지 실적 성장 담보
- 폴란드 **현지 조립공장 덕분에 EC3~EC5가 진행**될 가능성이 아주 높고, 이에 따라 동사는 2년마다 대형 계약을, 그리고 **2033년까지 일감을 확보**한 셈
- 2027년에 영업이익 1.4조원 안팎의 사상최대 실적에서 추가로 더 성장할 수 있는 3번째, 4번째 K2 도입 국가와의 협상 소식이 업데이트. 이는 **이라크(250대 9조원)와 루마니아(216+76대, 11조원)**. 시점은 불확실하지만 언론은 이라크 연말을 안내
- 이번 자료 산업부문에서 짚었든 MBT(주력전차)는 EU의 재무장에서 주요한 무기체계 중 하나. **IISS는 EU가 조달해야 하는 MBT의 규모로 600대**를 제시. 미군이 NATO에서 철수할 때 빠지는 MBT도 87대 규모. **폴란드 JV가 K2의 유럽 확산에 역할**을 얼마나 해낼지 관심

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	3,163	3,587	4,377	5,602	5,445	6,426	5,484
영업이익	147	210	457	1,045	1,046	1,340	883
EBITDA	186	250	504	1,103	1,115	1,415	964
지배주주순이익	198	161	407	832	900	1,140	810
순차입금	245	(413)	(419)	(2,589)	(3,368)	(4,672)	(5,231)
매출증가율	10.1	13.4	22.0	28.0	(2.8)	18.0	(14.6)
영업이익률	4.7	5.9	10.4	18.7	19.2	20.8	16.1
지배순이익률	6.3	4.5	9.3	14.8	16.5	17.7	14.8
EPS증가율	197.4	(18.6)	152.7	104.5	8.2	26.6	(28.9)
ROE	13.8	9.8	21.8	31.6	24.7	24.5	14.4

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

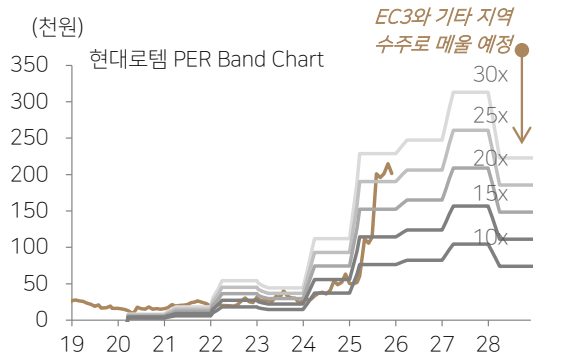
I. 실적과 Valuation

Fig. 30: 2027년까지 수출 및 이익 성장: 3Q25부터 폴란드 EC2로 넘어가는 중 (십억원)

현대로템	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	748	1,095	1,094	1,441	1,176	1,418	1,404	1,604	4,377	5,602	5,445	6,426
영업이익	**45**	**113**	**137**	**162**	**203**	**258**	**268**	**316**	**457**	**1,045**	**1,046**	**1,340**
YoY									*117.4%*	*128.9%*	*0.1%*	*28.1%*
금융/기타영업외	10	18	-4	29	0	-6	13	22	53	29	116	151
이자손익	3	3	4	2	5	6	13	21	11	46	113	153
지배주주순이익	56	101	104	145	158	191	221	262	407	832	900	1,140
EPS(원)									3,728	7,623	8,250	10,443
영업이익률	*6.0%*	*10.3%*	*12.6%*	*11.2%*	*17.2%*	*18.2%*	*19.1%*	*19.7%*	*10.4%*	*18.7%*	*19.2%*	*20.8%*
지배주주순이익률	*7.5%*	*9.3%*	*9.5%*	*10.1%*	*13.5%*	*13.4%*	*15.7%*	*16.3%*	*9.3%*	*14.8%*	*16.5%*	*17.7%*
디펜스 매출액	**318**	**565**	**585**	**898**	**658**	**761**	**884**	**1,090**	**2,365**	**3,393**	**3,402**	**4,305**
내수	145	188	172	268	188	210	309	467	774	1,174	1,381	1,450
수출	173	376	412	630	470	551	575	623	1,592	2,219	2,020	2,855
수출비중	54.3%	66.7%	70.5%	70.2%	71.4%	72.4%	65.1%	57.2%	67.3%	65.4%	59.4%	66.3%
영업이익	45	109	113	343	194	242	252	296	611	983e	956e	1,229e
영업이익률	*14.2%*	*19.4%*	*19.4%*	*38.2%*	*29.5%*	*31.8%*	*28.5%*	*27.2%*	*25.8%*	*29.0%*	*28.1%*	*28.6%e*
폴란드 K2전차 1차									*1,200*	*1,800*	*500*	*399*
알타이전차 양산 부품									*35*	*35*	*35*	*35*
K2PL 2차 한국 117대										① *561*	*1,320*	*1,320*
K2PL 2차 폴란드 63대										*0*	*165*	② *1,100*
레일 매출액	**276**	**391**	**408**	**419**	**403**	**527**	**381**	**376**	**1,496**	**1,687**	**1,544**	**1,621**
영업이익	-2	0	17	-186	5	11	9	12	-171	36e	60e	83e
영업이익률	*-0.9%*	*0.0%*	*4.3%*	*-44.4%*	*1.2%*	*2.0%*	*2.3%*	*3.2%*	*-11.4%*	*2.1%*	*3.9%*	*5.1%e*
에코플랜트 매출액	**153**	**139**	**101**	**123**	**116**	**129**	**139**	**139**	**516**	**523**	**500**	**500**
영업이익	2	3	6.8	4.5	4	5.2	8.1	8	17	25e	30e	27e
영업이익률	*1.2%*	*2.4%*	*6.8%*	*3.7%*	*3.5%*	*4.0%*	*5.8%*	*5.8%*	*3.2%*	*4.9%*	*5.9%*	*5.4%e*

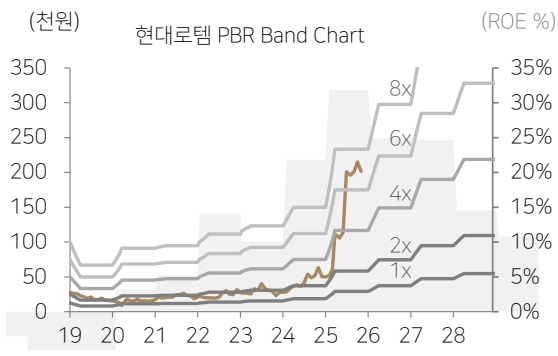
Source: 다올투자증권

Fig. 31: 현대로템 PER



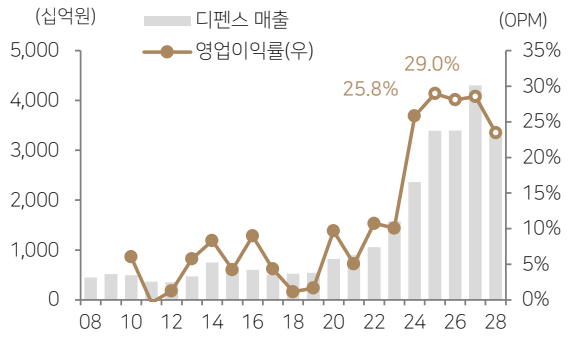
Source: 다올투자증권

Fig. 32: 현대로템 PBR



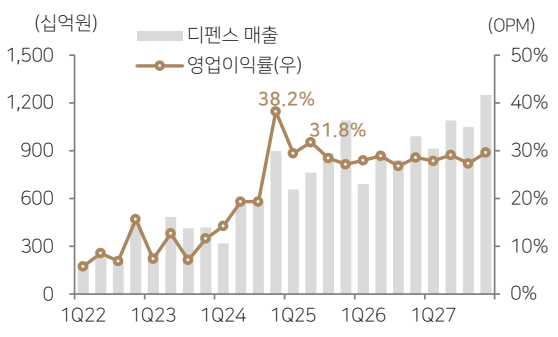
Source: 다올투자증권

Fig. 33: 연간 디펜스 매출과 OPM



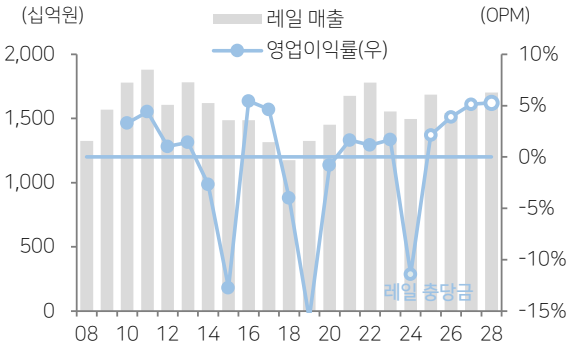
Source: 다올투자증권

Fig. 34: 분기 디펜스 매출과 OPM



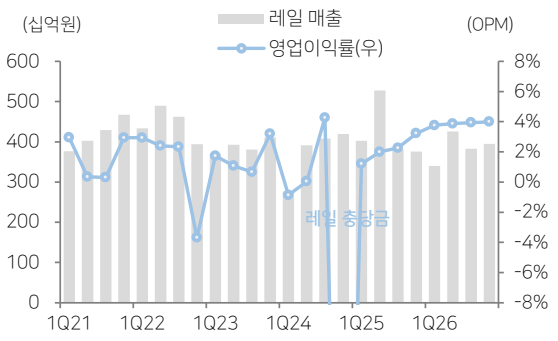
Source: 다올투자증권

Fig. 35: 연간 레일 매출과 OPM



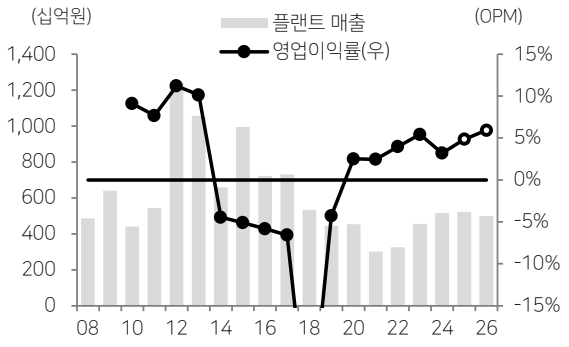
Source: 다올투자증권

Fig. 36: 분기 레일 매출과 OPM



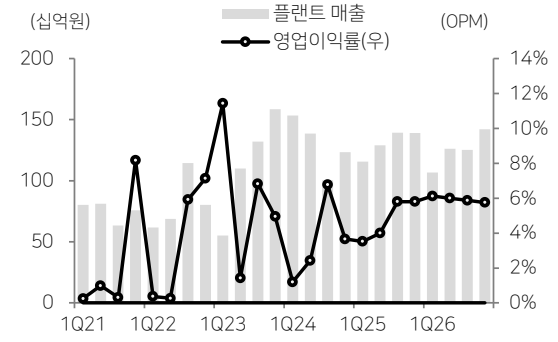
Source: 다올투자증권

Fig. 37: 연간 플랜트 매출과 OPM



Source: 다올투자증권

Fig. 38: 분기 플랜트 매출과 OPM



Source: 다올투자증권

II. 수주 파이프라인

EC3~5는 당연히 함

2023년에 EC1 180대, 4.5조원, 그리고 2025년에 드디어 EC2 180대(GF 117 + PL 63) + 파생형의 8.9조원을 수주했다. 그리고 2년마다 200여 대 안팎의 EC3, EC4, EC5가 계속될 것으로 기대한다. EC2부터 폴란드 현지 생산을 통한 조립생산이 시작되기 때문에, 폴란드는 자국에서 EC5까지 소화하고 싶을 터이다.

폴란드 공장은 마케팅에 큰 도움

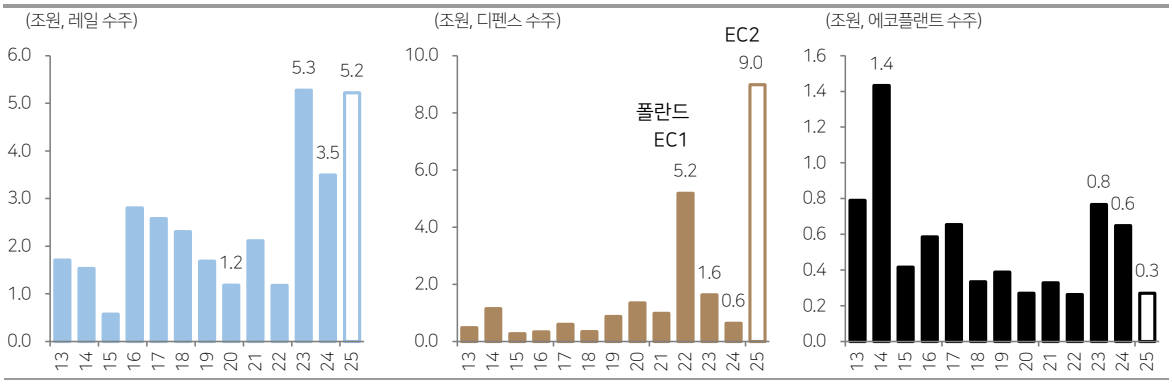
더구나 폴란드 현지에 조립생산, 부품, 물류기지를 보유하고 있음은, 인근 국가의 K2 운영에 신뢰감을 준다. 폴란드는 한국의 대리점과 같은 역할로서 K2의 EU 확산에 큰 도움이 될 전망이다.

이라크가 3번째 K2 도입국!?

K2의 첫 수출이고, 이후 K2를 채택하는 국가가 늘어날 것으로 기대한다. 이라크가 MBT 250대(65억달러, 9조원) 도입사업을 협상 중이고, 2025년 말에도 가능하다는 언론보도도 있다.

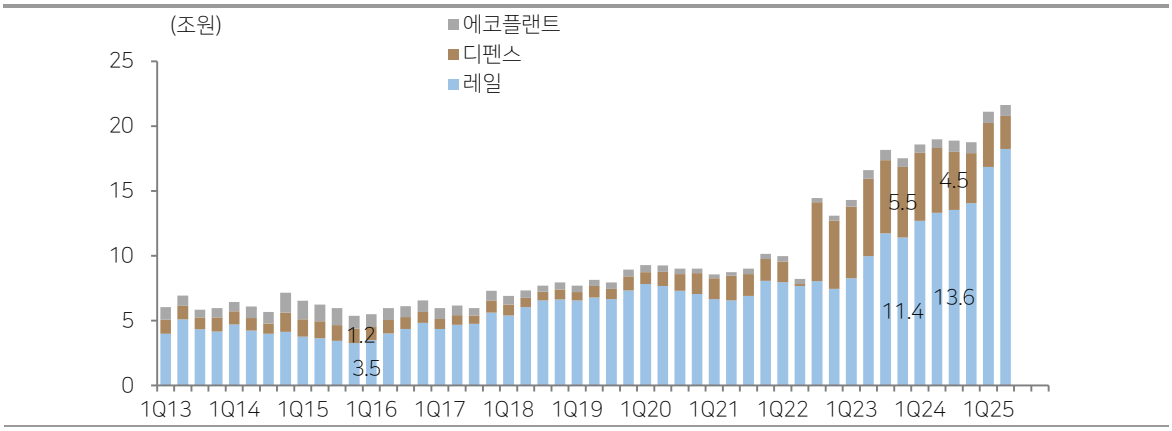
그리고 이번 자료에 취지에 맞게끔 EU를 살펴보면,

Fig. 39: 3개 부문의 수주 (조원)



Source: 다올투자증권

Fig. 40: 레일 잔고가 더 크게 쌓임. 미래 레일 부문의 수익성 개선과 성장에 대해서도 고민해야함 (조원)



Source: 다올투자증권

루마니아 사업도 입찰 곧 시작

루마니아의 MBT(주력전차) 도입을 추진 중이다. 1단계 사업에서 미 M1A2 중고 54대를 도입했고, 2단계는 216대 + 파생형 76대로 300여 대, 65억유로에 달한다.

10월 초에 계약이 된 것처럼 보도가 쏟아졌지만, 현재 루마니아 국방부가 국회에 승인을 요청한 단계이다. 후속으로 국회 승인 다음 RFP, 입찰 경과를 기다려보자. 동사에게는 폴란드 EC5를 소화하는 2032년까지 시간이 충분히 있다.

Fig. 41: 루마니아 MBT 216대+파생형76대+군수지원 계약을 국회 승인 요청. 65억유로

1단계	**미 육군 M1A2 SEPv3 재고 54대, 지원장비**
사업비	**10.7억달러**
인도 시기	**~2028년**
경과	
2023.05	루마니아 의외 도입 요청 승인
2023.11	미국 국방부(DoD) 산하 DSCAa(Defense Security Cooperation Agency)가 25.3억달러 FMS 의회통보 판매승인
2024.09	루마니아에 9.2억달러 FMF(대외군사금융) 대출 제공
2단계	**MBT 216대, 파생형(구난, 공병/교량기뢰제거) 76대, 물자/훈련/정비지원**
규모	MBT 216대 파생형(구난, 공병/교량기뢰제거 76대) 물자/훈련/정비지원
예상사업비	**64.88억유로**
현지 생산	일부 또는 전량 로컬 생산/조립, 유지보수
경쟁구도	미국 GDLS M1A2 SEPv3 Abrams 독일 KMW Leopard 2A8: 유력후보군 현대로템 K2 Black Panther: 후보군
경과	
2025.09	MApN(루마니아 국방부) 2단계 국회 승인 요청 RFP는 미 공고
2025.10	루마니아 현지 언론보도

Source: 다올투자증권

Fig. 42: 이라크의 K2 250대(65억달러) 도입 협상 중. 2025년말 결정

현재 전력	- 미국 M1A1 135대 - 러시아 T-90S 73대 T-72 170대
MBT 도입 계획	
출처	armyrecognition
배경	① 3개 기종의 부품 조달망 다름 유지/보수, 훈련에 과도한 시간, 비용 소요 ② 미군 철수 후 자주 국방
규모	**250대(65억달러, 9조원)**
시점	2025년말 계약 → 2028년말 납품 시작

Source: Army Recognition, 다올투자증권

Fig. 43: EU가 조달해야하는 무기체계들 중 가장 비싼 것들 (단위: 백만달러, 십억달러)

K-	주요 무기체계 플랫폼	예시	필요 수량	최소 단가	~최대 단가 (백만)	최소 비용	~최대 비용 (십억달러)	총 비용 비중 (최대)	비고
FA-50	전투기/ 지상공격기	유로파이터; F-15; F-16; F-35; 그리펜; 라팔	400	120	160	48	64	18.6%	최근 7 년간 발표된 자료 기반 추정
KDDX	구축함	DDG-51; 호라이즌; KDD-III; 마야; LC-프리깃; 타입 45	20	2,000	2,500	40	50	14.5%	최근 20 년간 발표된 자료 기반 추정
M-SAM	장거리 지대공 미사일 (SAM) 포대	패트리엇; SAMP/T	24	500	1,000	12	24	7.0%	최근 5 년간 발표된 자료 기반 추정
	원자력 추진 공격 잠수함	애스튜트; 서프렌	10	2,000	2,200	20	22	6.4%	최근 5 년간 발표된 자료 기반 추정. 더 큰 설계는 비용이 더 비쌈
K2	주력전차	K2 흑표; 레오파르트 2A8; M1A2 에이브람스	600	20	30	12	18	5.2%	최근 5 년간 자료 기반 추정
	해군 장거리 SAM	아스터 30; SM-2/-6	2,700	2	6	5	16	4.7%	최근 8 년간 발표된 자료 기반 추정
레드백	보병 전투차량	ASCOD; CV90; 링스; 퓨마	800	10	15	8	12	3.5%	최근 5 년간 계약 자료 기반 추정
	공격 헬리콥터	AH-1Z 바이퍼; AH-64E 아파치; T129B	200	40	60	8	12	3.5%	최근 5 년간 계약 자료 기반 추정
대구급	호위함	ASWF; 컨스텔레이션; FDI; 프렘; F126; 타입 26; 타입 31; 애로헤드 140 수출형	6	600	1,700	4	10	3.0%	최근 10 년간 발표된 자료 기반 추정. 설계 크기, 무기 및 센서 패키지 차이에 따라 비용 변동
	항공모함	퀸 엘리자베스	2	4,000	5,000	8	10	2.9%	QE 급 인플레이션 조정 조달 비용 기반
						165	238	69.2%	
	전체 무기체계 조달비용					**226**	**344**		

Source: IISS, 다올투자증권

SUSTINVEST

현대로템

등급	자산규모	평가시기	섹터
BB	2조이상	2025 상반기	자본재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	72.2	545/1295	73/170

연도별 성과

2023	BB
2024	BB
2025	BB

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	한국토지주택공사	대림
5천억이상	대전도시공사	와이지-원
5천억미만	한미글로벌	기신정기

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**96.4**	**49.2**	**25%**	▲
	혁신 활동	90.0	55.8	중	▲
	생산 공정	98.5	44.0	중	▲
	공급망 관리	100.0	67.6	하	▲
	생물다양성	100.0	79.9	하	▲
S(사회)		**63.8**	**53.3**	**35%**	▲
	인적자원 관리	84.1	56.7	중	▲
	공급망 관리	89.4	49.7	하	▲
	고객 관리	70.3	63.8	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	96.8	53.0	하	▲
G(지배구조)		**61.7**	**59.4**	**40%**	▲
	주주의 권리	64.9	54.9	중	▲
	정보의 투명성	46.9	65.5	하	▼
	이사회의 구성과 활동	64.5	61.1	중	▲
	이사의 보수	89.3	71.2	하	▲
	관계사 위험	60.0	68.2	하	▼
	ESG경영 인프라	92.9	54.2	하	▲

컨트로버시 이슈 (2개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

해당사항 없음

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	0.0%	20.6%	36.5%
2023	6.8%	21.7%	-6.0%
2024	5.4%	25.5%	86.8%

현대로템 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,690.2	3,686.3	6,067.5	6,736.9	8,323.9
현금성자산	1,008.4	770.5	2,697.1	3,466.8	4,763.1
매출채권	405.1	965.3	1,164.7	1,115.7	1,316.8
재고자산	268.7	315.6	562.6	503.0	584.5
비유동자산	1,551.3	1,599.1	2,144.1	2,223.2	2,296.1
투자자산	224.8	202.9	151.3	157.5	163.9
유형자산	1,234.4	1,292.0	1,884.8	1,952.0	2,013.7
무형자산	92.1	104.1	108.0	113.6	118.5
자산총계	5,241.5	5,285.4	8,211.6	8,960.0	10,620.1
유동부채	3,204.7	3,019.9	4,690.5	4,548.6	5,078.3
매입채무	1,012.1	669.9	2,560.4	2,404.9	2,920.4
유동성이자부채	338.6	328.6	88.5	81.7	75.3
비유동부채	389.8	256.5	376.0	387.6	400.1
비유동이자부채	256.4	22.4	19.5	17.6	15.8
부채총계	3,594.5	3,276.3	5,066.4	4,936.2	5,478.3
자본금	545.7	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8
이익잉여금	317.2	688.6	1,500.2	2,378.8	3,496.7
자본조정	297.1	290.8	618.3	618.3	618.3
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,647.0	2,009.1	3,145.2	4,023.8	5,141.7
투하자본	1,186.8	1,541.9	505.6	603.6	415.0
순차입금	(413.4)	(419.4)	(2,589.0)	(3,367.6)	(4,672.0)
ROA	3.1	7.7	12.2	10.4	11.6
ROE	9.8	21.8	31.6	24.7	24.5
ROIC	12.6	26.6	78.6	145.2	199.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,587.4	4,376.6	5,602.4	5,445.1	6,425.5
증가율 (Y-Y,%)	13.4	22.0	28.0	(2.8)	18.0
영업이익	210.0	456.6	1,044.9	1,045.9	1,339.7
증가율 (Y-Y,%)	42.4	117.4	128.9	0.1	28.1
EBITDA	250.0	503.6	1,102.5	1,114.6	1,414.8
영업외손익	(28.8)	53.2	28.6	116.2	150.5
순이자수익	0.5	11.6	45.8	113.4	152.8
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	180.8	509.6	1,073.5	1,162.1	1,490.2
당기순이익	156.8	405.3	826.6	894.8	1,132.6
지배기업당기순이익	161.0	406.9	831.9	900.5	1,139.7
증가율 (Y-Y,%)	(19.4)	158.5	104.0	8.2	26.6
NOPLAT	182.1	363.1	804.6	805.3	1,018.2
(+) Dep	39.9	47.0	57.7	68.7	75.1
(-) 운전자본투자	(722.2)	408.9	(1,456.1)	34.7	(245.3)
(-) Capex	54.7	81.0	198.9	120.0	120.0
OpFCF	889.6	(79.8)	2,119.5	719.4	1,218.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.8	15.1	21.0	14.9	13.7
영업이익증가율(3Yr)	36.8	78.5	92.1	70.8	43.2
EBITDA증가율(3Yr)	25.6	63.5	81.0	64.6	41.1
순이익증가율(3Yr)	91.3	99.0	62.0	78.7	40.9
영업이익률(%)	5.9	10.4	18.7	19.2	20.8
EBITDA마진(%)	7.0	11.5	19.7	20.5	22.0
순이익률(%)	4.4	9.3	14.8	16.4	17.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	734.2	142.5	2,204.2	746.4	1,474.3
당기순이익	156.8	405.3	826.6	894.8	1,132.6
자산상각비	39.9	47.0	57.7	68.7	75.1
운전자본증감	437.4	(541.1)	1,429.7	(34.7)	245.3
매출채권감소(증가)	(93.4)	(552.5)	(172.1)	49.0	(201.1)
재고자산감소(증가)	130.8	(152.5)	(247.1)	59.6	(81.5)
매입채무증가(감소)	212.1	77.4	1,861.2	(155.5)	515.4
투자현금	(270.4)	232.6	(467.4)	(170.3)	(171.4)
단기투자자산감소	(201.1)	324.7	(278.9)	(22.5)	(23.4)
장기투자증권감소	(0.4)	(0.9)	(1.0)	(2.1)	(2.1)
설비투자	(54.7)	(81.0)	(198.9)	(120.0)	(120.0)
유무형자산감소	(25.7)	(29.7)	(23.0)	(21.6)	(21.6)
재무현금	(576.3)	(299.7)	(61.9)	171.1	(29.9)
차입금증가	(579.9)	(291.1)	(42.9)	192.9	(8.1)
자본증가	0.0	(10.9)	(21.8)	(21.8)	(21.8)
배당금지급	0.0	10.9	21.8	21.8	21.8
현금 증감	(109.9)	76.1	1,671.2	747.2	1,272.9
총현금흐름(Gross CF)	312.6	687.4	805.2	781.1	1,229.0
(-) 운전자본증가(감소)	(722.2)	408.9	(1,456.1)	34.7	(245.3)
(-) 설비투자	54.7	81.0	198.9	120.0	120.0
(+) 자산매각	(25.7)	(29.7)	(23.0)	(21.6)	(21.6)
Free Cash Flow	479.6	378.9	1,767.5	576.1	1,302.8
(-) 기타투자	0.4	0.9	1.0	2.1	2.1
잉여현금	479.2	378.1	1,766.5	574.1	1,300.7

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	1,475	3,728	7,623	8,250	10,443
BPS	15,391	18,737	29,173	37,224	47,466
DPS	100	200	200	200	200
Multiples(x,%)					
PER	18.0	13.3	27.7	25.6	20.2
PBR	1.7	2.7	7.2	5.7	4.4
EV/ EBITDA	10.0	9.9	18.5	17.6	13.0
배당수익율	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1
PCR	9.3	7.9	28.6	29.5	18.7
PSR	0.8	1.2	4.1	4.2	3.6
재무건전성 (%)					
부채비율	218.2	163.1	161.1	122.7	106.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	115.1	122.1	129.4	148.1	163.9
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.8	0.4	0.1	0.1	0.1
자산구조					
투하자본(%)	49.0	61.3	15.1	14.3	7.8
현금+투자자산(%)	51.0	38.7	84.9	85.7	92.2
자본구조					
차입금(%)	26.5	14.9	3.3	2.4	1.7
자기자본(%)	73.5	85.1	96.7	97.6	98.3

자료: 다올투자증권

한화에어로스페이스 (012450)

—

BUY

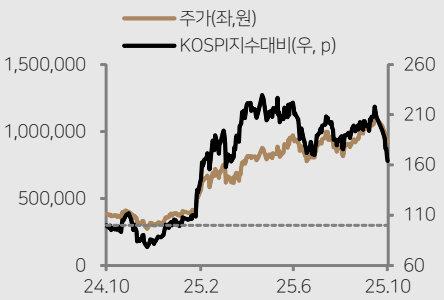
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	1,250,000	1,250,000	유지
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/20)	953,000원
예상 주가상승률	31.2%
시가총액	491,399억원
비중(KOSPI내)	1.59%
발행주식수	51,563천주
52주 최저가/최고가	274,733 - 1,107,000원
90일 일평균거래대금	2,108억원
외국인 지분율	44.5%
주요주주지분율(%)	953,000원
한화 (외 7인)	31.2%
국민연금공단 (외 1인)	491,399억원
우리사주 (외 1인)	1.59%

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	6.5	34.7	22.9
PBR(배)	2.9	5.1	4.3
EV/EBITDA(배)	10.9	12.6	10.0
배당수익률(%)	1.1	0.5	0.8

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(6.8)	16.9	149.8	196.4
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(17.5)	(36.7)	102.7	137.4

Price Trend



DAOL 다올투자증권

최광식 조선 · 기계 · 방산 | gs.choie@daolfn.com

EU 재무장에 필요한 제품들 거의 다

Issue

EU의 재무장 정책에서 가장 많은 공급 가능 아이템 보유

Pitch

다양한 스테디/베스트셀러 제품 보유해, EU의 재무장 계획에서 필요한 무기체계의 다수를 대응 가능. 방위산업 대장주로서 선호주 유지

Rationale

- EU Readiness 2030 등에서 **재무장에 필요한 무기체계**로 동사의 주력 제품인 탄, 유도탄, 자주포, MLRS, 전투차량 및 장갑차, 지대공이 꼽힘. 이에 대응하는 동사 제품은 **155mm MCS, KTSSM, K9, 천무, 레드백, L-SAM(**의 대탄도탄 유도탄)으로 **가장 폭 넓은 포트폴리오** 보유
- 올해 벌써 인도 K9 부품, 폴란드 K9 차체, 베트남(추정) K9, 중동 유도무기(천무 유도탄 추정)로 1.5조원의 수주를 달성 중. 그리고 스웨덴 155mm MCS도 수주 임박
- 그러나 2027년에 동사의 지상방산 수출이 5조원에 달해 이를 유지하거나 더 성장하기 위해서는 5조원 이상의 수주가 필요. 백로그 4년 치에서 매년 5조원을 수주할 필요는 없고, **EU, 중동의 자주국방 수요, 미국의 차세대 자주포 사업(**10월 RFI)**과 155mm MCS** 사업 등으로 **수조원 사업 수주**를 터뜨려 갈 것으로 기대
- 또한 대통령 특사가 10월 19일에 **EU** 국가들 방문에 나섰는데, **56십억달러(79조원) 규모 방산 협력 사업**으로 알려짐. 동사의 무기체계들이 상당한 몫을 차지할 것으로 예상

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	7,060	7,890	11,240	27,466	28,972	29,554	29,528
영업이익	400	594	1,732	3,569	4,312	4,623	4,574
EBITDA	663	933	2,063	4,214	5,032	5,500	5,553
지배주주순이익	195	818	2,299	1,374	2,149	2,355	2,248
순차입금	502	2,350	7,536	3,837	984	(776)	(2,481)
매출증가율	27.4	11.7	42.5	144.4	5.5	2.0	(0.1)
영업이익률	5.7	7.5	15.4	13.0	14.9	15.6	15.5
지배순이익률	2.8	10.4	20.5	5.0	7.4	8.0	7.6
EPS증가율	(22.7)	318.5	212.4	(44.6)	51.6	9.6	(4.5)
ROE	5.1	30.6	59.6	27.2	29.2	27.1	23.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. 실적과 Valuation

3Q25는 QoQ 소폭 감익

3Q25에 폴란드 K9, 천무 납품이 상반기보다 줄어들지만, 사측은 이집트와 호주의 K9 및 레드백으로 상쇄가능하다는 가이던스(2Q25실발)였다. 그러나 당사는 3Q25에 수출 매출을 보수적으로 잡아두고 QoQ 영업이익이 8,354억원으로 3% 감소하는 보수적인 실적 예상치(2Q25 리뷰)를 그대로 둔다.

QoQ보다는 YoY, 그리고 2027~2028년까지 문제 없음

납품 기준 매출 인식에서 분기의 부침은 그리 중요하지 않다고 판단한다. 전년동기대비가 중요하고 2029년 이후를 메울 어떤 수주 파이프라인이 실현되는지가 중요할 뿐이다. 길게 보자.

Fig. 44: 2027년까지 지상방산 수출이 이익을 견인. 2028년에도 절벽이라기에는 큰 물량 보유 (십억원)

한화에어로스페이스	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
가이던스										30,000.0		
매출액	1,848.3	2,786.0	1,780.8	4,825.0	5,484.2	6,311.0	6,929.2	8,741.3	11,240.1	27,465.7	28,972.2	29,554.2
가이던스										3,000.0		
영업이익	37.4	358.8	436.0	899.7	560.7	864.5	835.1	1,308.7	1,731.9	3,569.0	4,311.6	4,622.6
금융/기타영업외	36.3	(194.2)	(70.6)	1,038.7	(299.7)	(395.0)	(19.0)	2.0	810.2	(711.7)	79.7	185.9
세전사업이익	55.7	138.9	334.1	2,118.6	261.0	469.5	816.1	1,310.7	2,647.4	2,857.3	4,391.2	4,808.5
지배주주순이익	(13.1)	147.2	318.4	1,846.5	86.6	199.4	398.8	689.6	2,298.9	1,374.3	2,148.8	2,354.8
영업이익률	*2.0%*	*12.9%*	*24.5%*	*18.6%*	*10.2%*	*13.7%*	*12.1%*	*15.0%*	*15.4%*	*13.0%*	*14.9%*	*15.6%*
지배주주순이익률	*(0.7%)*	*5.3%*	*17.9%*	*38.3%*	*1.6%*	*3.2%*	*5.8%*	*7.9%*	*20.5%*	*5.0%*	*7.4%*	*8.0%*
① **지상방산** 매출	656.6	1,332.5	1,656.0	3,364.7	1,157.5	1,773.2	1,953.1	2,924.8	7,009.8	7,808.6	8,667.2	7,591.4
수출	304.4	761.4	973.1	1,850.0	752.5	1,083.4	867.5	1,754.9	3,888.9	4,458.3	4,844.0	4,905.3
수출 비중	*46.4%*	*57.1%*	*58.8%*	*55%*	*65%*	*61%*	*44%*	*60%*	*55.5%*	*57.1%*	*56%*	*65%*
영업이익	(4.1)	260.8	439.9	869.8	301.9	554.3	418.7	766.3	1,566.6	2,041.2	2,100.8	2,031.7
영업이익률	*(0.6%)*	*19.6%*	*26.6%*	*25.9%*	*26.1%*	*31.3%*	*21.4%*	*26.2%*	*22.3%*	*26.1%*	*24.2%*	*26.8%*
사업별 수출												
폴란드 정부와 K-9 자주포 등 수출 실행계약 체결									781.7	781.7	586.8	
폴란드 K-9 자주포 등 2차 실행계약											300.0	646.4
폴란드 천무 다연장로켓 수출 1차 실행계약 체결									1,404.1	1,404.1	1,404.1	385.3
폴란드 천무 다연장로켓 수출 2차 실행계약 체결												750.9
이집트 K9자주포 및 탄약운반차 등 수출									83.1	ⓐ 150.0	575.9	575.9
호주 Land 8116 자주포									74.6	ⓑ 223.7	223.7	223.7
호주 Land 400 Ph.3 보병전투차량 공급계약 체결									221.5	300.0	ⓒ 425.4	425.4
루마니아 K9 자주포 공급계약									132.5	276.4	ⓓ 276.4	276.4
② **한화시스템의 방산** 매출	381.7	493.2	467.8	756.1	430.3	470.2	668.8	1,075.8	2,098.8	2,645.1	2,755.4	2,838.0
영업이익	34.0	60.9	46.3	27.8	50.3	52.5	75.3	100.4	169.0	278.5	324.3	343.0
영업이익률	*8.9%*	*12.3%*	*9.9%*	*3.7%*	*11.7%*	*11.2%*	*11.3%*	*9.3%*	*8.1%*	*10.5%*	*11.8%*	*12.1%*
방산 2사 매출 (①+②)	1,038.3	1,825.7	2,123.8	4,120.8	1,587.8	2,243.4	2,621.9	4,000.6	9,108.6	10,453.6	11,422.6	10,429.4
YoY	*(8%)*	*74%*	*74%*	*290%*	*53%*	*23%*	*23%*	*(3%)*	*53%*	*15%*	*9%*	*(9%)*
영업이익	29.9	321.7	486.2	897.6	352.2	606.8	493.9	866.7	1,735.6	2,319.7	2,425.1	2,374.7
영업이익률	*2.9%*	*17.6%*	*22.9%*	*21.8%*	*22.2%*	*27.0%*	*18.8%*	*21.7%*	*19.1%*	*22.2%*	*21.2%*	*22.8%*

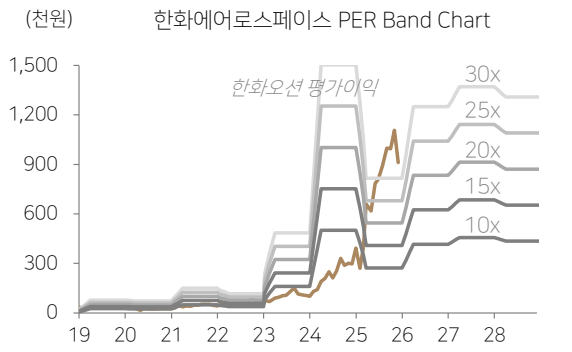
Source: 다올투자증권

Fig. 45: 2027년까지 수출 및 이익 성장: 방산 외 (십억원)

한화에어로스페이스	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
한화오션 매출					3,143.1	3,294.1	3,434.1	3,799.0	10,776.0	13,670.3	13,895.7	15,293.6
영업이익				1Q25→ 연결 편입 시작	258.6	371.7	411.0	518.9	237.9	1,560.2	2,002.2	2,326.9
영업이익률					*8.2%*	*11.3%*	*12.0%*	*13.7%*	*2.2%*	*11.4%*	*14.4%*	*15.2%*
순이익					258.6	371.7	255.0	330.7	237.9	1,216.0	1,370.2	1,674.0
한화시스템-필리+ 매출	2.2	4.0	1.8	2.8	118.3	151.0	120.0	135.0	10.8	524.3	600.0	700.0
영업이익	(6.7)	(4.3)	(4.0)	(4.9)	(2.9)	(29.8)	(27.5)	(16.9)	(19.9)	(77.1)	(17.3)	(6.2)
항공, 우주, ICT	635.7	799.9	691.2	818.2	712.4	840.4	753.2	806.8	2,944.9	3,112.7	3,053.9	3,131.2
영업이익	11.4	28.9	9.5	(38.6)	16.1	0.9	7.7	(10.1)	11.1	14.6	21.6	47.2
영업이익률	*1.8%*	*3.6%*	*1.4%*	*(4.7%)*	*2.3%*	*0.1%*	*1.0%*	*(1.3%)*	*0.4%*	*0.5%*	*0.7%*	*1.5%*
ⓐ **항공** 매출	443.5	562.4	477.9	595.2	530.9	648.9	513.3	604.7	2,078.9	2,297.8	2,223.8	2,297.0
영업이익	2.9	7.5	(6.0)	(46.0)	3.6	(12.0)	(9.3)	(18.6)	(41.6)	(36.3)	(31.7)	(7.1)
일회성+RSP	(12.4)	(5.5)	(25.8)	(26.5)	(28.8)	(73.3)	(32.5)	(32.5)	(70.2)	(167.1)	(110.0)	(90.0)
일회성+RSP 제거 OP	15.3	13.0	19.8	(19.5)	32.4	61.3	23.2	13.9	28.6	130.9	78.3	82.9
일회성제거 OPM	*3.4%*	*2.3%*	*4.1%*	*-3.3%*	*6.1%*	*9.5%*	*4.5%*	*2.3%*	*1.4%*	*5.7%*	*3.5%*	*3.6%*
비전+정밀기계의 EBIT 기여									*5%*	*4%*	*3%*	*3%*
ⓑ **한화시스템의 ICT** 매출	160.5	190.1	169.6	174.6	141.5	147.0	171.3	200.2	694.8	660.0	694.3	694.3
영업이익	12.0	23.2	14.7	6.2	10.8	10.8	13.1	8.3	56.1	43.1	44.3	45.3
영업이익률	*7.5%*	*12.2%*	*8.7%*	*3.6%*	*7.6%*	*7.3%*	*7.7%*	*4.2%*	*8.1%*	*6.5%*	*6.4%*	*6.5%*
ⓒ **쎄트렉아이** 매출	31.7	47.4	43.7	48.4	40.0	44.5	68.5	1.9	171.2	154.9	135.8	139.9
영업이익	(3.5)	(1.8)	0.8	1.2	1.7	2.0	3.8	0.1	(3.3)	7.7	9.1	9.0
영업이익률	*(11.1%)*	*(3.8%)*	*1.8%*	*2.5%*	*4.4%*	*4.6%*	*5.6%*	*6.4%*	*(2.0%)*	*5.0%*	*6.7%*	*6.4%*

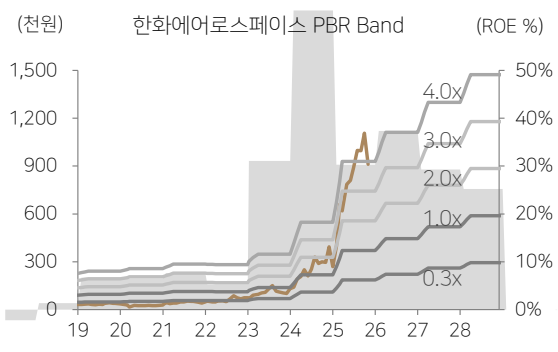
Source: 다올투자증권

Fig. 46: 한화에어로스페이스 PER



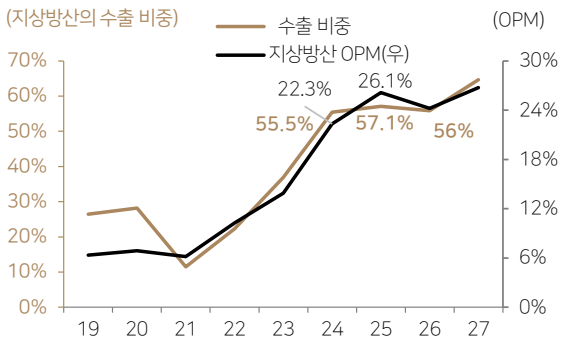
Source: 다올투자증권

Fig. 47: 한화에어로스페이스 PBR



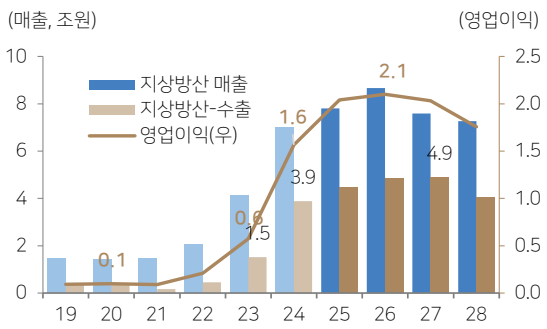
Source: 다올투자증권

Fig. 48: 지사방산의 수출비중 → OPM



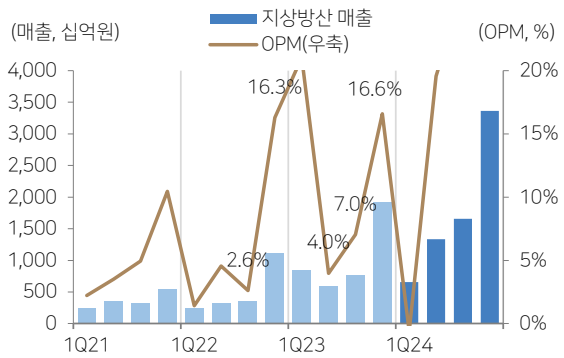
Source: 다올투자증권

Fig. 49: 수출 절벽 2027년까지 문제 없음. 2028년도 꽤 채워진 상태



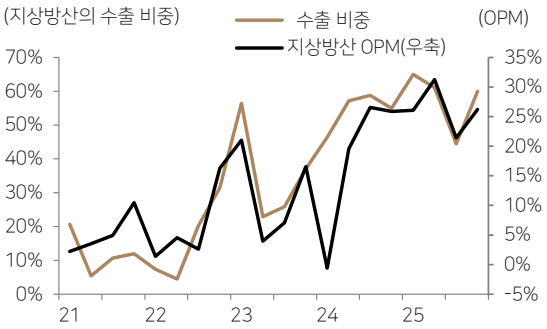
Source: 다올투자증권

Fig. 50: 지상방산의 분기 계절성



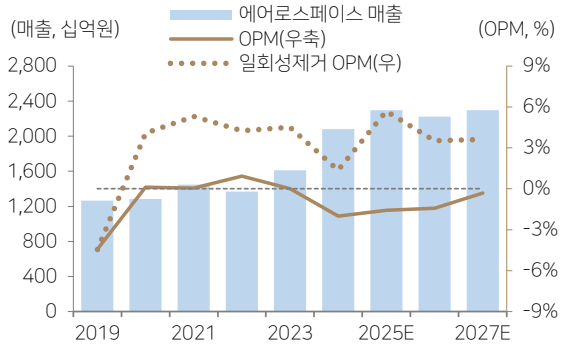
Source: 다올투자증권

Fig. 51: 분기로도 규모의 경제를 이기는 수출 비중



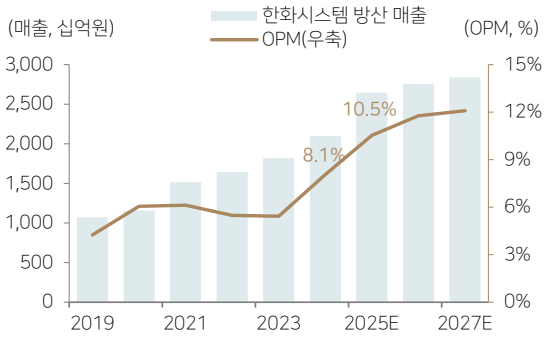
Source: 다올투자증권

Fig. 52: RSP 적자를 소화중인 에어로스페이스 부문



Source: 다올투자증권

Fig. 53: 역시 성장하는 한화시스템의 방산



Source: 다올투자증권

II. 수주 파이프라인

지상방산은
4건의 대형 수주로
1.5조원 누적 수주

동사는 올해도 인도, 폴란드, 베트남(추정), 중동에서 각각 0.4조원 안팎에 총 1.5조원의 수출 계약을 따냈다. 그리고 곧 스웨덴과의 155mm 탄용 장약 계약 0.15조원도 앞두고 있다. K9, 천무, 155mm 탄 등 베스트/스테디셀러 제품을 가장 많이 보유한 동사의 장점이다.

Fig. 54: 너무도 많은 수주 POOL (조원)

계약 시기	사업명	계약규모 (조원)		첫보도) 비고
21.03	사우디 비닉 사업	1.0	연 1.9	추후에 천무로 확인
21.12	호주 K9, K10	0.9		Land 8114, 판매 0.79조원, 지원 0.14조원
22.01	UAE 천궁 발사대	0.4		
22.02	이집트 K9	2.0	연 10.6	현지생산
22.08	폴란드 K9 EC1	3.2		212문(Gap Filler 48문 + 나머지)
22.11	폴란드 천무 EC1	5.0		218대
23.09	영국 모듈식 장약체계	0.2		
23.12	폴란드 K9 EC2	3.5	연 6.8	남은 460문 중 152문
23.12	호주 레드백	3.2		129대 공시
24.04	폴란드 천무 EC2	2.3		발사대 72대 + 유도탄기준
24.07	루마니아 자주포 도입사업 1차	1.4	연 4.5	1차 54문 등 수주. 2차 36문으로 총 90문
24.12	SA M-SAM 발사대 등	0.9		
25.04	인도 K9 자주포 2차 수출사업 (구성품	0.4		100대 해당 부품으로 추정
25.04	폴란드 K9 자주포 차체 수출사업	0.4	연 1.5	KRAB 차체. 정확한 댓수 모름
25.07	(베트남 추정) K9	0.4		25년1월) 도입희망(차관 베트남 방문). 20문 추정
25.08	중동 유도무기류 공급(천무 추정)	0.4		중동지역 국방부. ~30년8월
2025년~	스웨덴 155mm 장약	0.2e		스웨덴 방위사업청(FMV). 3년간 MCS 공급
2025년~	필리핀 ASBM(~280km)			천무발사플랫폼에 CTM-ASBM. 2028년까지 개발완료
2025년~	폴란드 천무 EC3			기본계약 1,2차에 추가 구매설
2025년~	노르웨이 K9 24문 추가도입			25년4월초) 1차 24문 도입 운영 중. 추가 도입
2025년~	캐나다 K9			25년3월첫) 보도
2025년~	노르웨이 천무			25년2월)
2025년~	루마니아 천무			24년3월) K9 150문과 MLRS 288문 보도설
2025년~	루마니아 IFV	4.0e		24년1월) 30억유로. 246대+52대. Lynx, CV90 등 경합
2025년~	폴란드 레드백			22년 10월)
2025년~	사우디 장갑차 도입사업			VISION 2030: 700대 LV 6.0 도입(140억달러), 50% 로컬
2025년~	사우디 비호2			22년01월)
2025년~	이집트 천무			25년8월17일 보도) 12월 EDEX 국제방산전시회 앞두고 협상
2026년~	루마니아 자주포 2차. 현지 공장	1.0e		현지공장 설립) 2차 54문, K10 36대
2026년~	폴란드 K9 EC3	7.6e		308문 남음, 현지 생산 포함. 2026년으로 가이던스
2026년~	사우디 KTSSM-2			구매설
2027년~	미국 155mm 탄 장약 공급계약			10월2일) RFI 발행
2027년~	미국 차세대 자주포 사업			사업 참여 천명. 선정 시 1,000대 자주포 공급

Source: 다올투자증권

매년 5조원을 수주해야 잔고 유지

그러나 올해 동사의 지상방산 수출 매출은 4.5조원, 2027년에는 5조원에 달한다. 잔고를 유지하기 위해서는 5조원 가까운 수주가 필요하다. 너무 커 보이지만, 4년 치 백로그에서 매년 4~5조원을 달성하지 못하더라도, 폴란드와 같은 초대박 사업들을 기대할 수도 있다.

미국 차세대 자주포 사업의 RFI 발행

미국 차세대 자주포 사업도 10월에 RFI가 발행되어 시작되었다. 2026년 상업입찰을 거쳐 2027년에 사업자가 선정되는데, 한화필리 등으로 미국에 선물을 주고 있는 동 그룹사가 상당히 유리한 입지에 있다고 판단한다.

Fig. 55: 미국 차세대 자주포 사업 RFI를 10월초에 발행

DISTRIBUTION A. Approved for public release; distribution unlimited.

OPSEC #: OPSEC-2025-179

1. PROGRAM:
PROGRAM EXECUTIVE OFFICE GROUND COMBAT SYSTEMS (PEO GCS);
PROJECT MANAGER SELF-PROPELLED HOWITZER SYSTEMS (PM SPHS);
PRODUCT MANAGER SELF PROPELLED HOWITZER – MODERNIZATION (PdM SPH-M)

2. SUBJECT:
REQUEST FOR INFORMATION (RFI) on MOBILE TACTICAL CANNON

3. DESCRIPTION AND BACKGROUND:
The United States (US) Army remains committed to modernizing its field artillery formations through characterization and experimentation of mature and available, 155mm, self-propelled howitzer systems. Over the past 8 months, the US Army has been re-evaluating its objectives for modernization and adjusting those objectives to best support the new Army Transformation Initiative (ATI) strategy. Comprehensive analysis has confirmed the importance of 155mm self-propelled artillery system-of-systems to the Army. Consequently, the US Army is considering opportunities to rapidly conduct soldier experimentation. PdM SPH-M is issuing this RFI to leverage industry to assist in identifying these opportunities and shape our acquisition strategy.

The experimentation will likely involve temporarily issuing self-propelled howitzer systems to soldiers in a Transform in Contact (TiC) brigade. The scope and organization of a soldier experiment for self-propelled artillery is still being defined but, for the purposes of this RFI, the following assumptions are provided for industry's

Source: Army Recognition, 다올투자증권

MLRS에 대한 수요, 천무에 대한 관심 고조

이 자료의 취지에 맞는 EU 지역은 노르웨이, 루마니아의 K9 추가 도입이 남았고, K9 다음으로 가장 핫한 천무의 경우 폴란드 3차, 노르웨이, 루마니아에서도 관심이다.

장갑차도 다수 필요. 로컬 업체들 단단

IISS의 자료에 따르면 EU가 조달해야 하는 무기체계 중 장갑차류도 상당하다. IFV(전투차량) 800대, Wheeled IFV 250대, APC(장갑수송차)도 1,350여 대에 달한다. 레드백의 경우 루마니아와 폴란드에 노크하고 있다.

Fig. 56: EU가 조달해야하는 지상방산 무기체계들

(단위: 백만달러, 십억달러)

K-	지상방산 플랫폼 유형	예시	필요 수량	최소 단가	~최대 단가 (백만)	최소 비용	~최대비용 (십억달러)	비고
K2	주력전차	K2 흑표; 레오파르트 2A8; M1A2 에이브람스	600	20	30	12	18	최근 5년간 계약 자료 기반 추정
Red Back	보병 전투차량 (IFV)	ASCOD; CV90; 링스; 퓨마	800	10	15	8	12	최근 5년간 계약 자료 기반 추정
	차륜형 보병 전투차량 (Wheeled IFV)	AMV; 박서(Boxer); 프레치아(Freccia); 라냐(Piranha); 로소막(Rosomak)	250	5	15	1.3	3.8	최근 7년간 계약 자료 기반 추정
	장갑 수송차 (APC)	AMPV; ASCOD	900	5	7	5	6	최근 7년간 계약 자료 기반 추정; 경장갑 플랫폼 제외
	차륜형 장갑차 (Wheeled APC)	박서(Boxer); CAVS; 두르(Pandur); 스트라이커(Stryker)	450	1.5	7	0.7	3.2	최근 6년간 계약 자료 기반 추정
	방호 차량 (Protected mobility vehicle)	부시마스터(Bushmaster); 딩고 2(Dingo 2); 이글 V(Eagle V); 호크아이(Hawkei); 히줄(Hizir); JLTV; NSN; SISU GTP; TAPV; VBM-R; 서발(Serval)	4,200	0.5	1.5	2	6	최근 15년간 계약 자료 기반 추정
	수륙양용 장갑차	AAV-7A1; ACV	30	4	10	0.1	0.3	최근 10년간 계약 자료 기반 추정
	차륜형 자주포	아처(Archer); ATMOS 2000; 세자르(CAESAR)	100	4	7	0.4	0.7	최근 7년간 계약 자료 기반 추정
K9	궤도형 자주포	K9; 크랍(Krab); PzH 2000	100	12	22	1.2	2.2	최근 7년간 발표된 자료 기반 추정
천무	다연장 로켓 발사기	천무(Chunmoo); 하이마스(HIMARS); PULS	100	15	30	1.5	3.0	최근 5년간 발표된 자료 기반 추정
	단거리 탄도미사일	ATACMS; CTM-290; PRSM; 프레데터 호크(Predator Hawk)	400	1	4	0.4	1.6	최근 7년간 발표 자료 및 분석가 비용 추정 기반
	지상발사형 순항미사일	MdCN 및 토마호크(Tomahawk)와 동일한 기초 미사일 비용 가정	20	3	5	0.1	0.1	해상형 변형 기반 비용 추정이며, 인프라 및 배터리 장비 추가 비용은 미포함
L-SAM	전역 미사일 방어	이지스 어쇼어(Aegis Ashore); 사드(THAAD)	3	2,000	3,000	6	9	최근 15년간 발표된 자료 기반 추정
M-SAM2	장거리 지대공 미사일 포대	패트리엇(Patriot); SAMP/T	24	500	1,000	12	24	최근 5년간 발표된 자료 기반 추정
	자주형 대공포 및 미사일 시스템	스카이랭어(Skyranger); 스트라이커(Stryker) SGT STOUT	110	9	30	1.0	3.3	최근 5년간 발표된 자료 기반 추정. 기타 기동식 포인트 방어 시스템은 더 저렴할 가능성 높으나 추정치에 포함하기에는 데이터 부족
						51	94	

Source: 다올투자증권

EU의 자주국방을 돕는 현지 공장 및 JV

또한 EU의 공동조달 및 로컬리제이션(자주국방)에 기여하기 위해, 현지 공장 및 JV 투자가 확대되고 있다.

동사는 폴란드에서 천무의 CGR-080 유도탄을 WB 그룹과 함께 생산할 예정이다. 또한 K9 자주포의 경우 루마니아에 현지 생산 시설 건설을 계획하고 있다.

Fig. 57: 폴란드에 천무 유도탄 JV, 루마니아에 K9 등 현지 공장 투자 계획

폴란드 천무 JV 투자 개요	구분	2024	2025	~2028
한화에어로스페이스와 폴란드 WB Electronics가 **CGR-080 유도탄** 생산을 위한 업무협약(MoU)을 체결	MOU	9월		
한화와 WB 그룹이 합작법인(JV) 설립을 위한 텀시트(Term Sheet) 계약 체결	텀시트		4월 15일	
폴란드 MSPO 2025 전시회에서 양측이 최종 합작법인 설립 계약을 체결 보도	계약		9월 2일	**3년 내 가동 목표**
지분 형태 및 투자 금액				
지분구조: 한화에어로스페이스 51%, WB그룹 49% 투자 금액: 폴란드, 루마니아 등 유상증자 조달 금액 6,000억원 내에서 결정				

루마니아 K9, K10 현지 공장 투자 개요	구분	2024	2025	~2028
한화에어로스페이스와 루마니아 국방부 간 1.4조원 규모의 **K9 자주포** 54문 + **K10 탄약운반차** 36대 공급 계약 체결	공급 계약	7월		
루마니아 내 현지 생산 시설 건설 계획 구체화 보도 (공장 부지 확정, 법인 설립 움직임 등)	공장 계획 보도		초~중	
루마니아 남부 담보비차(Dâmbovița) 지역에 방산 생산시설 건립 계획. 최대 2,000명의 인력 창출			3월	
2026년 1분기 착공 후 2년 내 공장 건설 완료 목표 언급. Pro Optica 및 Iveco 등 루마니아 현지 기업들과 협력하여 추진	완공			**2027년 완공 목표**

Source: 다올투자증권

SUSTINVEST

한화에어로스페이스

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2025 상반기	자본재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	90.3	160/1295	24/170

연도별 성과

2023	BB
2024	A
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	한국토지주택공사	대림
5천억이상	대전도시공사	와이지-원
5천억미만	한미글로벌	기신정기

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**91.2**	**49.2**	**25%**	▲
	혁신 활동	85.0	55.8	중	▲
	생산 공정	94.3	44.0	중	▲
	공급망 관리	100.0	67.6	하	▲
	생물다양성	80.0	79.9	하	▲
S(사회)		**84.9**	**53.3**	**35%**	▲
	인적자원 관리	87.0	56.7	중	▲
	공급망 관리	95.4	49.7	하	▲
	고객 관리	70.3	63.8	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	70.0	53.0	하	▲
G(지배구조)		**67.7**	**59.4**	**40%**	▲
	주주의 권리	62.4	54.9	중	▲
	정보의 투명성	48.6	65.5	하	▼
	이사회의 구성과 활동	73.3	61.1	중	▲
	이사의 보수	100.0	71.2	하	▲
	관계사 위험	87.5	68.2	하	▲
	ESG경영 인프라	98.6	54.2	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

해당사항 없음

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	25.9%	20.6%	55.4%
2023	11.1%	21.7%	71.6%
2024	6.9%	25.5%	156.3%

한화에어로스페이스 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,192.0	22,868.0	38,694.8	39,559.5	41,042.2
현금성자산	1,909.3	3,653.5	6,860.9	9,180.8	9,936.3
매출채권	2,118.6	8,883.8	14,368.6	13,652.1	14,218.8
재고자산	2,868.6	6,290.3	13,404.7	12,645.7	12,785.8
비유동자산	10,350.9	20,468.9	20,016.0	20,491.5	21,003.4
투자자산	4,737.7	4,404.8	4,241.5	4,413.7	4,592.9
유형자산	3,410.3	8,319.9	8,487.0	8,617.3	8,778.7
무형자산	2,202.8	7,744.2	7,287.5	7,460.5	7,631.8
자산총계	19,542.9	43,336.9	58,710.7	60,051.0	62,045.6
유동부채	12,076.6	25,516.1	33,424.5	34,223.7	34,223.6
매입채무	1,879.3	4,269.9	9,896.0	11,052.5	11,879.1
유동성이자부채	2,615.8	6,566.4	5,947.1	5,413.9	4,409.7
비유동부채	2,782.1	6,456.4	9,418.9	8,068.4	8,119.9
비유동이자부채	1,643.5	4,623.3	4,750.4	4,750.4	4,750.4
부채총계	14,858.7	31,972.6	42,843.4	42,292.1	42,343.5
자본금	265.7	240.4	270.3	270.3	270.3
자본잉여금	191.8	206.7	3,587.0	3,587.0	3,587.0
이익잉여금	2,627.4	4,746.5	5,925.3	7,816.8	9,760.1
자본조정	443.5	(198.5)	(207.8)	(207.8)	(207.8)
자기주식	(2.2)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)
자본총계	4,684.2	11,364.3	15,867.3	17,758.9	19,702.1
투하자본	3,190.3	16,896.5	17,197.7	16,134.5	16,212.0
순차입금	2,350.1	7,536.2	3,836.6	983.6	(776.2)
ROA	5.6	8.1	3.9	5.2	5.5
ROE	30.6	59.6	27.2	29.2	27.1
ROIC	13.9	16.4	14.5	18.1	20.0

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,889.7	11,240.1	27,465.7	28,972.2	29,554.2
증가율 (Y-Y,%)	11.7	42.5	144.4	5.5	2.0
영업이익	594.3	1,731.9	3,569.0	4,311.6	4,622.6
증가율 (Y-Y,%)	48.4	191.4	106.1	20.8	7.2
EBITDA	933.4	2,062.8	4,213.9	5,031.9	5,499.8
영업외손익	536.5	915.5	(711.7)	79.7	185.9
순이자수익	(68.6)	(172.3)	(254.0)	(79.7)	26.6
외화관련손익	4.5	92.4	(460.5)	26.1	39.4
지분법손익	0.6	1,143.1	47.4	62.7	62.7
세전계속사업손익	1,130.8	2,647.4	2,857.3	4,391.2	4,808.5
당기순이익	976.9	2,539.9	1,984.5	3,073.9	3,366.0
지배기업당기순이익	817.5	2,298.9	1,374.3	2,148.8	2,354.8
증가율 (Y-Y,%)	566.6	160.0	(21.9)	54.9	9.5
NOPLAT	472.4	1,642.8	2,478.8	3,018.1	3,235.9
(+) Dep	339.1	330.9	644.9	720.4	877.2
(-) 운전자본투자	(1,047.1)	2,442.7	4,091.8	(2,787.5)	(277.0)
(-) Capex	453.4	578.2	775.9	781.9	968.1
OpFCF	1,405.2	(1,047.1)	(1,743.9)	5,744.2	3,421.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	14.0	26.6	57.3	54.3	38.0
영업이익증가율(3Yr)	34.6	84.2	107.3	93.6	38.7
EBITDA증가율(3Yr)	24.0	58.9	85.2	75.3	38.7
순이익증가율(3Yr)	81.0	103.4	138.4	46.5	9.8
영업이익률(%)	7.5	15.4	13.0	14.9	15.6
EBITDA마진(%)	11.8	18.4	15.3	17.4	18.6
순이익률(%)	12.4	22.6	7.2	10.6	11.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	1,390.2	1,393.0	1,927.9	3,746.1	3,497.8
당기순이익	976.9	2,539.9	1,984.5	3,073.9	3,366.0
자산상각비	339.1	330.9	644.9	720.4	877.2
운전자본증감	462.0	(902.8)	(3,846.0)	2,787.5	277.0
매출채권감소(증가)	(582.6)	(1,096.9)	(12,798.8)	716.5	(566.7)
재고자산감소(증가)	(713.5)	(882.3)	(7,307.8)	759.0	(140.1)
매입채무증가(감소)	243.7	(77.7)	7,142.1	1,156.5	826.6
투자현금	(3,029.1)	(1,367.3)	(1,403.8)	(1,145.7)	(1,339.4)
단기투자자산감소	(9.9)	(372.0)	(100.6)	(12.5)	(13.0)
장기투자증권감소	(2,371.9)	(394.6)	(137.5)	(39.0)	(43.2)
설비투자	(453.4)	(578.2)	(775.9)	(781.9)	(968.1)
유무형자산감소	(114.6)	(147.3)	(265.4)	(241.8)	(241.8)
재무현금	367.8	1,065.7	3,098.9	(293.0)	(1,415.8)
차입금증가	445.0	1,232.9	436.0	(35.8)	(1,004.3)
자본증가	(50.6)	(138.8)	4,058.0	(257.2)	(411.6)
배당금지급	50.6	119.8	159.1	257.2	411.6
현금 증감	(1,263.5)	1,161.4	3,585.1	2,307.4	742.5
총현금흐름(Gross CF)	909.2	2,544.4	6,339.4	958.6	3,220.8
(-) 운전자본증가(감소)	(1,047.1)	2,442.7	4,091.8	(2,787.5)	(277.0)
(-) 설비투자	453.4	578.2	775.9	781.9	968.1
(+) 자산매각	(114.6)	(147.3)	(265.4)	(241.8)	(241.8)
Free Cash Flow	(1,658.0)	274.3	1,089.5	2,600.4	2,158.3
(-) 기타투자	2,371.9	394.6	137.5	39.0	43.2
잉여현금	(4,029.9)	(120.4)	952.0	2,561.4	2,115.2

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	15,886	49,621	27,484	41,672	45,668
BPS	69,689	109,587	185,691	222,375	260,061
DPS	1,771	3,443	5,000	8,000	9,000
Multiples(x,%)					
PER	7.7	6.5	34.7	22.9	20.9
PBR	1.8	2.9	5.1	4.3	3.7
EV/ EBITDA	9.3	10.9	12.6	10.0	8.8
배당수익율	1.4	1.1	0.5	0.8	0.9
PCR	n/a	3,302.1	7.5	51.3	15.3
PSR	0.8	1.3	1.7	1.7	1.7
재무건전성 (%)					
부채비율	317.2	281.3	270.0	238.1	214.9
Net debt/Equity	50.2	66.3	24.2	5.5	n/a
Net debt/EBITDA	251.8	365.3	91.0	19.5	n/a
유동비율	76.1	89.6	115.8	115.6	119.9
이자보상배율	8.7	10.1	14.0	54.1	n/a
이자비용/매출액	1.9	2.2	1.7	1.5	1.3
자산구조					
투하자본(%)	32.4	67.7	60.8	54.3	52.7
현금+투자자산(%)	67.6	32.3	39.2	45.7	47.3
자본구조					
차입금(%)	47.6	49.6	40.3	36.4	31.7
자기자본(%)	52.4	50.4	59.7	63.6	68.3

자료: 다올투자증권

LIG넥스원

(079550)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	660,000	660,000	유지
Earnings			

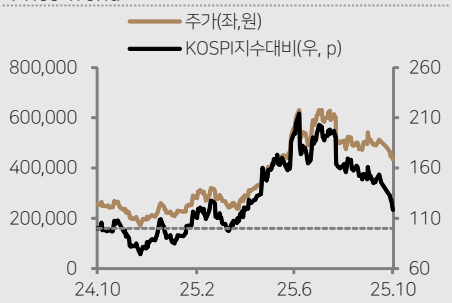
Stock Information

현재가 (10/20)	443,500원
예상 주가상승률	48.8%
시가총액	97,570억원
비중(KOSPI내)	0.32%
발행주식수	22,000천주
52주 최저가/최고가	171,100 - 631,000원
90일 일평균거래대금	847억원
외국인 지분율	30.8%
주요주주지분율(%)	
엘아이지 (외 9인)	38.2
국민연금공단 (외 1인)	10.0
Artisan Partners Limited Partnership (외 1인)	8.2

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	21.9	31.1	26.2
PBR(배)	4.0	6.6	5.5
EV/EBITDA(배)	15.4	20.3	15.8
배당수익률(%)	1.1	0.8	0.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(13.5)	54.3	75.3	101.1
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(24.3)	0.7	28.2	42.2

Price Trend



DAOL 다올투자증권

최광식 조선 · 기계 · 방산 | gs.choie@daolfn.com

EU가 K-지대공을? 설마가 사람 잡는다

Issue

EU의 재무장 계획에서, 방공 미사일이 7대 핵심영역 중 1번

Pitch

EU의 지대공 수요에 M-SAM2, L-SAM이 접근가능할지 관심. 2H25 실적은 약하지만, 2028년까지 큰 폭 성장하는 매력에 주목

Rationale

- **EU Readiness 2030에서 동사의 주력 지대공**이 긴급 조달 필요 무기체계로 정리되었지만, 과연 고사양 전력 포트폴리오도 EU의 선택을 받을지 의문. 그러나 **지대공 24개 포대를 급히 도입**해야 하는 상황, 막대한 방위비 소요, EU 외 국가 무기체계 수용 정책에 따라 모를 일
- EU 외에도 비궁의 FCT 미국 진출, 중동/동남아의 KGGB, 궁들의 판매는 꾸준
- OPM이 상반기에 서프라이즈 10% 이상에서 하반기 6% 안팎으로 연간을 8%로 마친다는 가이던스. 연초 잘못된 가이던스로 이에 대한 불신이 있지만, 하반기 수익성이 실망스럽더라도 이는 모두 **미래 성장을 위한 경상개발, 방사청의 체계개발 사업 경쟁** 때문. 2H25에 M-SAM3와 L-SAM2 경쟁이 있었음을 상기
- 하반기 실적 저조하지만, **2025-2027년 영업이익 2배 성장**. 2028년까지 가장 긴 수출 성장으로 **장기 투자 권고**

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	2,221	2,309	3,276	3,869	4,569	5,367	5,974
영업이익	179	186	230	337	471	622	648
EBITDA	233	255	309	446	565	724	744
지배주주순이익	123	175	222	314	372	489	524
순차입금	93	(167)	(84)	(713)	(835)	(1,452)	(1,903)
매출증가율	21.9	4.0	41.9	18.1	18.1	17.5	11.3
영업이익률	8.1	8.1	7.0	8.7	10.3	11.6	10.9
지배순이익률	5.5	7.6	6.8	8.1	8.1	9.1	8.8
EPS증가율	17.0	42.3	26.7	41.7	18.4	31.6	7.1
ROE	14.5	17.6	19.1	22.8	22.3	24.2	21.6

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. 실적과 Valuation

하반기 실적은 부진

올해 초에 연간 OPM 7% 안팎의 보수적인 가이던스를 주고, 상반기를 OPM 10% 이상으로 마쳤다. 그러나 여전히 동사는 8% 정도의 수익성을 안내하는데, 그 배경은 1) 경상개발비 증가, 2) 체계개발 과제 수주 증가에 따른 충당금이다.
최근 한화 그룹과 M-SAM3, L-SAM2 등에서 치열한 체계통합업체 고수를 위한 경쟁을 한 점을 생각하면, 근거가 없지는 않다.

2025-2028
가장 길게, 높게
실적 성장

하반기가 늘 충당금 등으로 좋지 않았던 계절성을 감안하면 전분기대비 비교는 별로 의미 없다. 전년동기대비를 보는 것이 많다. 또한 동사는 중동 3국의 천궁 잔고로 2028년까지 가장 길게 성장한다. 그리고 향후 2~3년 후에 현재 20%를 하회하는 수출 비중이 잔고의 55% 이상에 가까워지면서 가파른 매출과 수출비중 및 OPM 턴어라운드를 진행할 예정이다. 2~3년 동안 영업이익이 2배 성장하는 동사를 장기 추천할 만하다.

Fig. 58: 현재 20% 하회하는 수출이 2년 후 50%를 넘김. 현재 잔고 23.5조원의 55% 이상이 수출 (십억원)

LIG넥스원(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	763.5	604.7	740.3	1,167.8	907.6	945.4	964.8	1,051.0	3,276.3	3,868.7	4,568.9	5,366.7
YoY	*40%*	*11%*	*38%*	*72%*	*19%*	*56%*	*30%*	*(10%)*	*42%*	*18%*	*18%*	*17%*
수출	326.0	82.0	149.8	217.0	160.9	160.5	264.6	248.1	774.7	834.1	1,550.0	2,682.2
수출 비중	*42.7%*	*13.6%*	*20.2%*	*18.6%*	*17.7%*	*17.0%*	*27.4%*	*23.6%*	*23.6%*	*21.6%*	*34%*	*50%*
영업이익	67.0	49.1	51.9	61.7	113.6	77.6	74.0	71.5	229.8	336.7	471.4	621.8
금융/기타영업외	2.4	(4.8)	(8.6)	(9.2)	(11.0)	45.5	11.5	1.6	(20.2)	47.6	(1.9)	(3.7)
세전사업이익	69.4	44.3	43.3	52.5	102.6	123.1	85.6	73.1	209.6	384.3	469.5	618.1
지배주주순이익	60.6	45.7	43.0	72.5	84.2	105.2	67.2	57.5	221.7	314.2	372.0	489.4
EPS(원)	2,753	2,076	1,954	3,295	3,828	4,781	3,055	2,615	10,078	14,280	16,908	22,247
영업이익률	*8.8%*	*8.1%*	*7.0%*	*5.3%*	*12.5%*	*8.2%*	*7.7%*	*6.8%*	*7.0%*	*8.7%*	*10.3%*	*11.6%*
지배주주순이익률	*7.9%*	*7.6%*	*5.8%*	*6.2%*	*9.3%*	*11.1%*	*7.0%*	*5.5%*	*6.8%*	*8.1%*	*8.1%*	*9.1%*
잔고	19,288	19,005	18,390	20,142	22,883	23,467			20,142			

	사업명	(십억원)	계약명	2024	2025	2026	2027
	대형 수출 사업						
중점 사업 →	UAE천궁	2,597.4	M-SAM(천궁-II) 수출 계약	139.2	① 253.0	600.0	800.0
중점 사업 →	사우디천궁	4,339.8	사우디 천궁-II 수출	20.0	100.0	② 500.0	982.2
중점 사업 →	이라크천궁	3,713.5	M-SAM(천궁-II) 수출 계약 | 이라크	1.7	20.0	100.0	500.0
	FA50부품수출	66.5	FA-50폴란드GF사업용 RADAR	27.4	24.0		③
	K2부품수출	84.8	폴란드 K2전차 수출사업	37.2	37.1		
			비닉 수출	163.1	160.9	331.7	400.0

Source: 다올투자증권

II. 수주

EU의 지대공 수요

IISS가 제시하는 EU가 시급히 조달해야 하는 무기체계들 중에 장거리 지대공이 눈에 띈다. 동사와 한화 그룹이 함께하고, 동사가 체계통합을 담당하고 있는 M-SAM2와 L-SAM이 해당 무기체계이다.

뚫는다면 엄청난 사건

EU의 핵심 무기체계에 대한 자주국방 노력, K-방산의 견제 논리로 수주를 낙관할 수는 없지만, 2030년까지의 준비태세에서 주어진 시간은 짧고, 여기저기 써야 할 국방비도 너무 많아서, K-방산의 지대공이 일부 그 몫을 차지할 가능성을 배제할 수 없다. 지켜보자.

Fig. 59: EU가 조달해야하는 무기체계들 중 가장 비싼 것들: M-SAM도 포함 (단위: 백만달러, 십억달러)

K-	주요 무기체계 플랫폼	예시	필요 수량	최소 단가	~최대 단가 (백만)	최소 비용	~최대 비용 (십억달러)	총 비용 비중 (최대)	비고
FA-50	전투기/ 지상공격기	유로파이터; F-15; F-16; F-35; 그리펜; 라팔	400	120	160	48	64	18.6%	최근 7년간 발표된 자료 기반 추정
KDDX	구축함	DDG-51; 호라이즌; KDD-III; 마야; LC-프리깃; 타입 45	20	2,000	2,500	40	50	14.5%	최근 20년간 발표된 자료 기반 추정
M-SAM	장거리 지대공 미사일 (SAM) 포대	패트리엇; SAMP/T	24	500	1,000	12	24	7.0%	최근 5년간 발표된 자료 기반 추정
	원자력 추진 공격 잠수함	애스튜트; 서프렌	10	2,000	2,200	20	22	6.4%	최근 5년간 발표된 자료 기반 추정. 더 큰 설계는 비용이 더 비쌈
K2	주력전차	K2 흑표; 레오파르트 2A8; M1A2 에이브람스	600	20	30	12	18	5.2%	최근 5년간 자료 기반 추정
	해군 장거리 SAM	아스터 30; SM-2/-6	2,700	2	6	5	16	4.7%	최근 8년간 발표된 자료 기반 추정
레드백	보병 전투차량	ASCOD; CV90; 링스; 퓨마	800	10	15	8	12	3.5%	최근 5년간 계약 자료 기반 추정
	공격 헬리콥터	AH-1Z 바이퍼; AH-64E 아파치; T129B	200	40	60	8	12	3.5%	최근 5년간 계약 자료 기반 추정
대구급	호위함	ASWF; 컨스텔레이션; FDI; 프렘; F126; 타입 26; 타입 31; 애로헤드 140 수출형	6	600	1,700	4	10	3.0%	최근 10년간 발표된 자료 기반 추정. 설계 크기, 무기 및 센서 패키지 차이에 따라 비용 변동
	항공모함	퀸 엘리자베스	2	4,000	5,000	8	10	2.9%	QE급 인플레이션 조정 조달 비용 기반
						165	238	69.2%	
전체 무기체계 조달비용						**226**	**344**		

Source: IISS, 다올투자증권

SUSTINVEST

LIG넥스원

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2025 상반기	자본재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	93.5	100/1295	17/170

연도별 성과

2023	A
2024	A
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	한국토지주택공사	대림
5천억이상	대전도시공사	와이지-원
5천억미만	한미글로벌	기신정기

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**72.5**	**49.2**	**25%**	▲
	혁신 활동	59.0	55.8	중	▲
	생산 공정	87.0	44.0	중	▲
	공급망 관리	100.0	67.6	하	▲
	생물다양성	0.0	79.9	하	▼
S(사회)		**82.2**	**53.3**	**35%**	▲
	인적자원 관리	79.1	56.7	상	▲
	공급망 관리	96.1	49.7	하	▲
	고객 관리	80.8	63.8	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	66.8	53.0	하	▲
G(지배구조)		**76.2**	**59.4**	**40%**	▲
	주주의 권리	67.4	54.9	중	▲
	정보의 투명성	56.8	65.5	하	▼
	이사회의 구성과 활동	83.0	61.1	중	▲
	이사의 보수	95.3	71.2	하	▲
	관계사 위험	100.0	68.2	하	▲
	ESG경영 인프라	72.3	54.2	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

해당사항 없음

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	26.6%	20.6%	36.6%
2023	24.3%	21.7%	43.7%
2024	23.6%	25.5%	70.9%

LIG넥스원 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,535.9	3,894.6	4,797.3	5,685.5	6,465.6
현금성자산	466.0	569.0	1,428.8	2,077.3	2,614.8
매출채권	308.9	424.6	449.7	595.2	726.0
재고자산	228.9	363.5	368.6	450.1	549.1
비유동자산	1,279.9	2,230.7	2,339.6	2,386.6	2,434.2
투자자산	197.9	230.1	209.6	218.1	227.0
유형자산	893.7	1,371.4	1,442.2	1,450.2	1,459.2
무형자산	188.2	629.2	687.8	718.2	748.1
자산총계	3,815.8	6,125.3	7,136.9	8,072.1	8,899.8
유동부채	2,650.7	4,616.5	5,318.5	5,957.3	6,384.1
매입채무	460.5	726.9	1,166.5	1,242.1	1,711.1
유동성이자부채	244.7	266.4	492.6	1,019.1	939.9
비유동부채	112.7	271.3	300.5	303.6	306.8
비유동이자부채	53.8	218.3	223.3	223.3	223.3
부채총계	2,763.4	4,887.8	5,619.0	6,260.9	6,690.9
자본금	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
자본잉여금	142.1	142.2	153.3	153.3	153.3
이익잉여금	727.9	907.1	1,166.7	1,460.1	1,857.7
자본조정	72.3	51.4	41.1	41.1	41.1
자기주식	(5.3)	(5.3)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
자본총계	1,052.4	1,237.4	1,517.9	1,811.2	2,208.9
투하자본	834.5	1,083.9	731.9	900.3	678.3
순차입금	(167.4)	(84.3)	(713.0)	(835.0)	(1,451.6)
ROA	5.1	4.4	4.6	4.8	5.6
ROE	17.6	19.1	22.8	22.3	24.2
ROIC	19.4	17.4	29.5	44.5	60.7

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,308.6	3,276.3	3,868.7	4,568.9	5,366.7
증가율 (Y-Y,%)	4.0	41.9	18.1	18.1	17.5
영업이익	186.4	229.8	336.7	471.4	621.8
증가율 (Y-Y,%)	4.1	23.3	46.5	40.0	31.9
EBITDA	255.2	309.1	446.1	564.8	724.1
영업외손익	(1.4)	(19.7)	47.6	(1.9)	(3.7)
순이자수익	(5.8)	(1.5)	4.1	30.6	40.7
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	185.0	209.6	384.3	469.5	618.1
당기순이익	175.0	216.6	305.6	361.5	475.9
지배기업당기순이익	175.0	221.7	314.2	372.0	489.4
증가율 (Y-Y,%)	42.3	23.8	41.1	18.3	31.7
NOPLAT	176.3	166.6	267.7	363.0	478.8
(+) Dep	68.8	79.3	109.4	93.4	102.2
(-) 운전자본투자	(231.9)	(688.5)	(432.9)	127.5	(263.3)
(-) Capex	59.4	497.0	119.2	88.8	98.0
OpFCF	417.6	437.4	690.9	240.1	746.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	13.0	21.6	20.3	25.6	17.9
영업이익증가율(3Yr)	43.0	33.2	23.4	36.2	39.4
EBITDA증가율(3Yr)	30.3	26.0	24.2	30.3	32.8
순이익증가율(3Yr)	44.6	27.3	35.5	27.4	30.0
영업이익률(%)	8.1	7.0	8.7	10.3	11.6
EBITDA마진(%)	11.1	9.4	11.5	12.4	13.5
순이익률(%)	7.6	6.6	7.9	7.9	8.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	467.3	951.9	992.1	731.1	858.2
당기순이익	175.0	216.6	305.6	361.5	475.9
자산상각비	68.8	79.3	109.4	93.4	102.2
운전자본증감	213.4	605.4	459.8	(127.5)	263.3
매출채권감소(증가)	(72.0)	(83.1)	(387.1)	(145.5)	(130.8)
재고자산감소(증가)	(16.5)	(106.2)	(7.6)	(81.5)	(99.0)
매입채무증가(감소)	106.8	256.0	(13.8)	75.6	469.0
투자현금	(97.0)	(978.0)	(173.0)	(141.4)	(150.9)
단기투자자산감소	0.0	0.1	(0.5)	(1.0)	(1.1)
장기투자증권감소	(6.3)	(2.7)	(2.7)	(3.0)	(3.1)
설비투자	(59.4)	(497.0)	(119.2)	(88.8)	(98.0)
유무형자산감소	(23.4)	(70.3)	(43.1)	(43.0)	(43.0)
재무현금	(176.5)	121.9	39.0	57.7	(170.9)
차입금증가	(143.8)	162.5	91.2	136.3	(79.1)
자본증가	(32.7)	(42.5)	(52.3)	(78.6)	(91.8)
배당금지급	32.7	42.5	52.3	78.6	91.8
현금 증감	192.5	101.5	856.8	647.4	536.4
총현금흐름(Gross CF)	294.6	396.2	556.7	858.6	594.9
(-) 운전자본증가(감소)	(231.9)	(688.5)	(432.9)	127.5	(263.3)
(-) 설비투자	59.4	497.0	119.2	88.8	98.0
(+) 자산매각	(23.4)	(70.3)	(43.1)	(43.0)	(43.0)
Free Cash Flow	411.0	23.5	843.5	589.8	707.3
(-) 기타투자	6.3	2.7	2.7	3.0	3.1
잉여현금	404.7	20.9	840.7	586.8	704.2

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	7,953	10,078	14,280	16,908	22,247
BPS	47,835	55,031	66,870	80,203	98,279
DPS	1,950	2,400	3,600	4,200	5,600
Multiples(x,%)					
PER	16.4	21.9	31.1	26.2	19.9
PBR	2.7	4.0	6.6	5.5	4.5
EV/ EBITDA	10.6	15.4	20.3	15.8	11.5
배당수익율	1.5	1.1	0.8	0.9	1.3
PCR	9.7	12.2	17.5	11.4	16.4
PSR	1.2	1.5	2.5	2.1	1.8
재무건전성 (%)					
부채비율	262.6	395.0	370.2	345.7	302.9
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	95.7	84.4	90.2	95.4	101.3
이자보상배율	32.3	148.5	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.4	0.2	0.1	0.2
자산구조					
투하자본(%)	55.7	57.6	30.9	28.2	19.3
현금+투자자산(%)	44.3	42.4	69.1	71.8	80.7
자본구조					
차입금(%)	22.1	28.1	32.0	40.7	34.5
자기자본(%)	77.9	71.9	68.0	59.3	65.5

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 89.4%	HOLD : 10.6%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

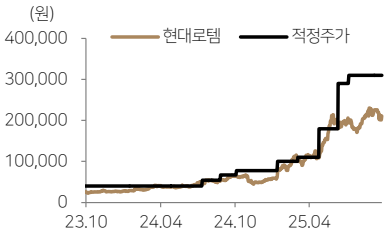
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

현대로템 (064350)



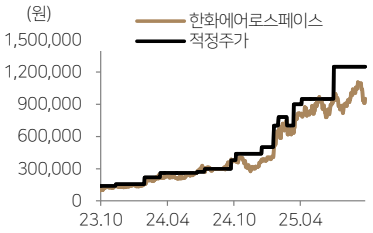
일자	2024.04.29	2024.08.05	2024.09.19	2024.10.29	2025.02.07	2025.04.01
투자의견	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	HOLD
적정주가	40,000원	54,000원	67,000원	78,000원	100,000원	110,000원
일자	2025.05.19	2025.06.11	2025.07.04	2025.08.06		
투자의견	BUY	HOLD	BUY	BUY		
적정주가	180,000원	180,000원	290,000원	310,000원		

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.08.05	54,000원	51,034원	54,600원	-5.5	1.1
2024.09.19	67,000원	60,136원	67,100원	-10.2	0.2
2024.10.29	78,000원	56,127원	71,500원	-28.0	-8.3
2025.02.07	100,000원	93,522원	115,700원	-6.5	15.7
2025.04.01	110,000원	107,774원	125,400원	-2.0	14.0
2025.05.19	180,000원	169,916원	214,000원	-5.6	18.9
2025.07.04	290,000원	193,922원	206,000원	-33.1	-29.0
2025.08.06	310,000원	201,917원	230,000원	-34.9	-25.8
2025.10.21	310,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 10월 20일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

한화에어로스페이스 (012450)



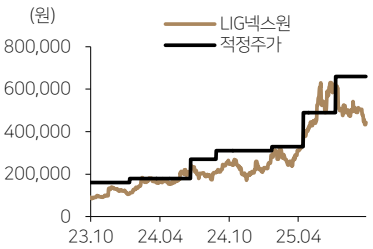
일자	2024.02.26	2024.04.09	2024.04.29	2024.05.02	2024.07.16	2024.08.05
투자의견	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	HOLD
적정주가	220,000원	260,000원	260,000원	260,000원	270,000원	300,000원
일자	2024.10.18	2024.11.01	2025.01.09	2025.02.13	2025.02.25	2025.03.21
투자의견	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
적정주가	380,000원	440,000원	500,000원	700,000원	780,000원	700,000원
일자	2025.04.09	2025.04.23	2025.05.02	2025.05.19	2025.08.01	
투자의견	BUY	HOLD	BUY	HOLD	BUY	
적정주가	900,000원	900,000원	950,000원	950,000원	1,250,000원	

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.12.11	155,000원	138,487원	160,948원	-12.3	1.9
2024.02.26	220,000원	203,124원	245,497원	-9.4	9.6
2024.04.09	260,000원	229,880원	269,945원	-13.2	1.9
2024.07.16	270,000원	296,248원	328,518원	7.7	19.4
2024.08.05	300,000원	307,361원	386,989원	0.6	26.6
2024.10.18	380,000원	372,366원	381,573원	-0.5	2.0
2024.11.01	440,000원	342,421원	409,638원	-21.0	-5.5
2025.01.09	500,000원	401,150원	512,047원	-18.5	4.0
2025.02.13	700,000원	600,547원	655,814원	-12.9	-4.9
2025.02.25	780,000원	686,513원	752,315원	-10.6	-2.1
2025.03.21	700,000원	652,860원	691,263원	-5.3	0.3
2025.04.09	900,000원	785,303원	817,306원	-11.4	-7.8
2025.05.02	950,000원	828,903원	876,388원	-11.4	-6.3
2025.08.01	1,250,000원	955,160원	1,107,000원	-23.6	-11.4
2025.10.21	1,250,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 10월 20일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

LIG넥스원 (079550)



일자	2024.02.13	2024.04.29	2024.07.16	2024.09.23	2025.02.17	2025.05.09
투자의견	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	180,000원	180,000원	270,000원	310,000원	330,000원	490,000원
일자	2025.08.08	2025.10.21				
투자의견	HOLD	BUY				
적정주가	660,000원	660,000원				

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.02.13	180,000원	170,478원	233,500원	-5.3	29.7
2024.07.16	270,000원	203,256원	239,500원	-24.7	-11.3
2024.09.23	310,000원	230,576원	290,000원	-25.6	-6.5
2025.02.17	330,000원	287,555원	372,500원	-12.9	12.9
2025.05.09	490,000원	520,913원	631,000원	6.3	28.8
2025.08.08	660,000원	494,789원	542,000원	-25.0	-17.9
2025.10.21	660,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 10월 20일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무
김현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산	건설 · 부동산	자동차 · 이차전지	제약 · 바이오
최광식	박영도	유지웅	이지수
gs.choie@daolfn.com	ypark@daolfn.com	jwyoo@daolfn.com	jislee@daolfn.com
금융	**반도체 · 소부장**	**화장품 · 의료기기**	**인터넷 · 게임 · 레저**
김지원	고영민	박종현	김혜영
jiwonkim@daolfn.com	ym.ko@daolfn.com	alex.park@daolfn.com	hyyy@daolfn.com
음식료	**철강**	**운송 · 로봇**	
이다연	이정우	오정하	
dayeonlee@daolfn.com	jungwoo@daolfn.com	junghao@daolfn.com	

투자전략

투자전략	계량분석	채권분석	시황분석
조병현	김경훈	허정인	김지현
bhcho@daolfn.com	aimhigh2027@daolfn.com	jeongin@daolfn.com	jeehyun12@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2025.08.06	박영도	건설산업 - PF STATUS QUO Vol. 9
2025.08.12	오정하	운송 - 성장의 실마리
2025.08.28	김지현 · 박종현 · 김혜영 · 오정하	중국 단체 관광객 무비자 정책 영향 - 유커 이즈백
2025.09.03	이지수	제약 · 바이오 - 고장난 유전자 수리해드립니다
2025.09.08	최광식	조선 - 초대박을 타고 가보지 않은 길로
2025.09.08	고영민	반도체 -HBM 우려 정면돌파
2025.09.26	김혜영	인터넷 - AI의 진화: AGI에서 초지능까지
2025.10.14	박종현	의료기기 - Hype을 지나

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.