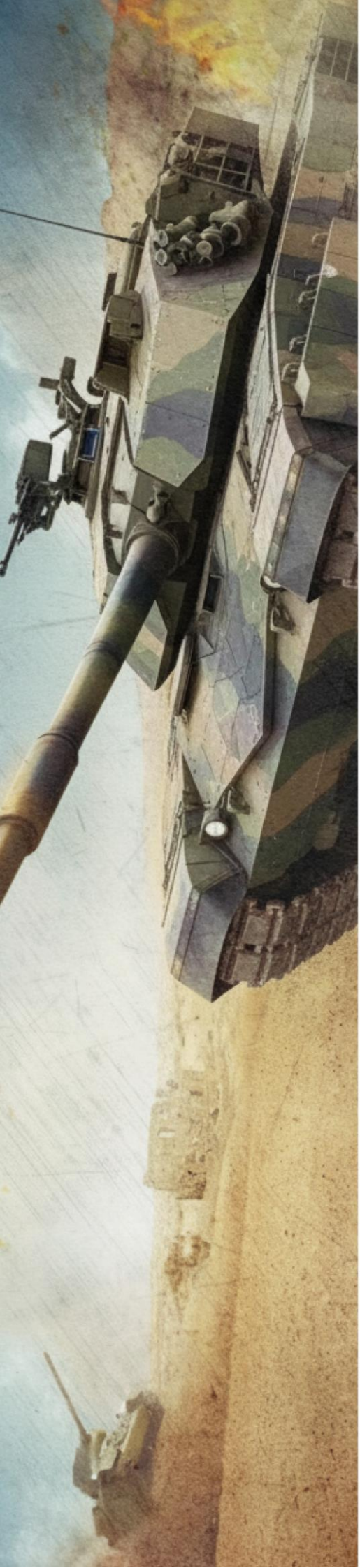
방산/기계 | 장남현 nh.jang@koreainvestment.com

방위산업

2026년 연간전망: The Gap Filler

- 현대로템(064350)
- 한화에어로스페이스(012450)
- LIG넥스원(079550)
- 한국항공우주(047810)
- 한화시스템(272210)

true friend 한국투자증권



Contents

I. Executive summary & Valuation 2

II. 2025년 돌아보기 8

1. 실적: 수출 이익률 성장 지속
2. 수주: 든든하게 쌓인 일감들

III. 2026년 실적 전망: 이익 개선 국면 지속 14

IV. 2026년 수주 전망 16

1. 유럽: 고질적인 공급 부족, 한국이라는 구원 투수
2. 중동: 무주공산(無主空山)
3. 미국: 가까워지는 UJTS

기업분석 29

현대로템(064350) 매수(유지)/TP: 320,000원(유지)
한화에어로스페이스(012450) 매수(유지)/TP: 1,500,000원(상향)
LIG넥스원(079550) 매수(유지)/TP: 700,000원(유지)
한국항공우주(047810) 매수(유지)/TP: 140,000원(상향)
한화시스템(272210) 매수(유지)/TP: 68,000원(유지)

리포트 작성 목적

- 2026년 실적 개선 추이 분석
- 2026년 수주 확대 추이 분석
- 유럽 업체 대비 밸류에이션 할인 원인 분석
- 한국 방산 업체 비교 우위 확인 및 비중확대 의견 유지

I. Executive summary & Valuation

핵심 변수:
1. 수출 증가 속도
2. 이익률 상승폭

2022년 이후 수출 증가 속도와 이에 따라 발생하는 이익률 상승폭이 주가의 핵심 변수로 작용해왔다. 이러한 흐름은 앞으로도 이어질 것이다. 수출이 빠르게 늘어날수록, 해외 매출 증가에 따른 이익률 개선폭이 클수록 주가는 가파르게 상승할 것이다. 2026년 한국 방산 업종은 이 두가지 핵심 변수를 모두 충족할 것이다. 이에 따라 커버리지 5개 업체 모두 충분한 상승 여력을 보유하고 있으며, 업종 비중확대 의견을 유지한다.

수출 사업 마진 개선

첫번째 핵심 변수인 이익률 상승폭에 대한 실마리는 2025년 실적에서 찾을 수 있다. 이미 고마진 사업으로 분류되는 폴란드 사업에 더해 기타 수출 사업의 영업이익률 역시 업체 가이던스를 상회했다. 한화에어로스페이스 기타 수출 사업의 2025년 3분기 영업이익률이 38%를 초과했으며, LIG넥스원 수출 영업이익률은 25% 이상으로 추정한다. 이와 같은 기타 수출 사업 마진 개선은 영업이익 성장 속도에 대한 기대치를 높일 수 있는 근거이다.

유럽과 중동 공급 부족 지속

또다른 핵심 변수인 수출 증가 속도 역시 빨라질 것이다. 공급 부족 현상이 지속되고 있기 때문이다. 억지력 확보를 위한 최소 시나리오 하에서 유럽은 연간 전차 122대, 장갑차 679대 생산이 필요하다. 그러나 현재 생산 능력은 각 목표치의 41%와 32%에 불과하다. 유럽 내부 공급만으로 수요 충족이 어려운 것이다. 또한 중동 국가들은 주요 공급자들의 우선 순위에서 밀려난 상태이다. 이에 따라 공급 공백을 해소할 대체 공급자가 필요하다. 한국 업체들은 빠른 납기 경쟁력을 바탕으로 유럽과 중동의 공급 부족 현상을 동시에 해결할 수 있다.

유럽 업체 대비
밸류에이션 할인 근거 없음

한국 방산 업체가 지닌 이익 개선 속도와 수출 파이프라인의 확장성을 고려했을 때, 유럽 업체 대비 밸류에이션 할인의 이유가 없다는 것이 목표 주가 산출의 기반 논리이다. 현재 존재하는 밸류에이션 할인의 근본 원인을 추적할 경우, 빠른 납품 속도를 기반으로 한 가파른 이익 개선 속도로 귀결된다. 2025년 한국 업체 주가가 유럽 방산 업체 대비 빠르게 상승했으나, 그와 동시에 큰 폭의 EPS 추정치 증가가 발생하면서 유럽 대비 낮은 멀티플이 지속되고 있는 것이다.

최선호주
현대로템(064350)

최선호주로 현대로템을 제시한다. 2027년 PER 13.9배로, 유럽 피어 평균과 비교해 할인폭이 커졌다. 그러나 2026년 가시화될 프로젝트가 다수 존재하며, 수출용 K2 전차 생산량 증가에 따른 해외 매출 및 이익 개선이 예정되어 있다. 또한 2025~2027년 EPS 연평균 성장률 36.9%로, 유럽 평균 21.4%를 15.5%p 상회한다.

차선호주
한화에어로스페이스
(012450)

차선호주로 한화에어로스페이스를 제시한다. 2027년 PER 14.6배로, 유럽 피어 평균 대비 낮다. 그러나 2025~2027년 EPS 연평균 성장률은 32.1%로 유럽 피어 평균 21.4%를 상회한다. 또한 유럽 내부로 수주 모멘텀이 국한된 유럽 업체와 달리 중동, 유럽, 미국 등 광범위한 수출 파이프라인을 확보하고 있다.

<표 1> 커버리지 밸류에이션 테이블

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
한화에어로	투자의견	매수	2023A	7,890	594	818	15,843	68,605	8.0	1.85	25.6	10.5	1.4
스페이스	목표주가(원)	1,500,000	2024A	11,240	1,732	2,299	45,961	108,270	7.0	2.97	53.9	13.9	1.1
(012450)	현재가 (11/21, 원)	869,000	2025F	26,794	3,544	1,750	34,016	186,455	25.5	4.66	24.0	13.5	0.5
	시가총액(십억원)	44,808	2026F	30,049	4,636	2,544	49,444	231,685	17.6	3.75	23.6	10.6	0.6
			2027F	35,560	5,543	3,056	59,400	285,860	14.6	3.04	22.9	8.6	0.7
현대로템	투자의견	매수	2023A	3,587	210	161	1,475	15,391	18.0	1.73	10.1	9.8	0.4
(064350)	목표주가(원)	320,000	2024A	4,377	457	407	3,728	18,737	13.3	2.65	21.8	9.9	0.4
	현재가 (11/21, 원)	182,800	2025F	5,912	1,015	767	7,024	28,466	26.0	6.42	29.8	17.7	0.2
	시가총액(십억원)	19,951	2026F	7,146	1,282	1,039	9,523	37,539	19.2	4.87	28.9	13.4	0.2
			2027F	8,553	1,757	1,438	13,173	50,262	13.9	3.64	30.0	9.2	0.2
한국항공우주	투자의견	매수	2023A	3,819	248	224	2,298	16,388	21.8	3.05	14.8	12.9	1.0
(047810)	목표주가(원)	140,000	2024A	3,634	241	172	1,765	17,500	31.1	3.14	10.4	18.3	0.9
	현재가 (11/21, 원)	106,600	2025F	3,577	281	182	1,868	18,747	57.1	5.69	10.3	29.3	0.4
	시가총액(십억원)	10,390	2026F	5,286	434	317	3,256	21,035	32.7	5.07	16.4	20.4	0.8
			2027F	6,400	667	523	5,360	24,901	19.9	4.28	23.3	13.9	1.3
한화시스템	투자의견	매수	2023A	2,452	123	349	1,864	11,507	9.3	1.51	16.9	12.6	1.6
(272210)	목표주가(원)	68,000	2024A	2,804	219	454	2,422	13,361	9.3	1.69	19.6	12.9	1.5
	현재가 (11/21, 원)	48,600	2025F	3,664	160	266	1,420	21,460	34.2	2.26	8.2	33.1	0.7
	시가총액(십억원)	9,181	2026F	4,627	296	191	1,021	22,125	47.6	2.20	4.7	22.4	0.7
			2027F	5,351	339	241	1,289	23,054	37.7	2.11	5.7	20.2	0.7
LIG넥스원	투자의견	매수	2023A	2,309	186	175	8,028	48,076	16.3	2.71	17.6	10.6	1.5
(079550)	목표주가(원)	700,000	2024A	3,276	230	222	10,173	55,272	21.7	3.99	19.6	15.5	1.1
	현재가 (11/21, 원)	402,000	2025F	4,204	362	319	14,635	65,617	27.5	6.13	24.1	19.2	0.9
	시가총액(십억원)	8,844	2026F	4,931	470	413	18,927	79,266	21.2	5.07	26.0	14.8	1.1
			2027F	6,052	652	574	26,290	98,568	15.3	4.08	29.4	10.6	1.5

자료: 각 사, 한국투자증권

유럽 대비 밸류에이션 할인 존재

한화시스템을 제외한 커버리지 기업의 목표 주가는 2027년 EPS 추정치에 유럽 업체 2027년 PER 평균을 적용해 산출하고 있다(한화시스템은 조선 사업 가치 반영해 SOTP 방식 적용). 한국 방산 업체가 지닌 이익 개선 속도와 수출 파이프라인의 확장성을 고려했을 때, 유럽 업체 대비 밸류에이션 할인의 이유가 없다는 것이 목표 주가 산출의 기반 논리이다. 실제로 한화시스템을 제외한 커버리지 기업 4개의 2027년 PER은 유럽 평균 대비 낮은 상황이다. 다만, 유럽 업체 평균과 동일한 멀티플을 적용하는 방식의 타당성에 대해 여전히 의문 부호가 존재한다고 판단한다. 이에 따라 한국 업체 밸류에이션 할인의 원인을 파악하고, 목표주가 산출 방식의 타당성을 점검해볼 것이다.

<표 2> 밸류에이션 비교

		BAE 시스템스	라인메탈	탈레스	레오나르도	사브	Hensoldt	한화에어로	현대로템	한국항공우주	한화시스템	LIG넥스원
티커		BA/ LN	RHM GR	HO FP	LDO IM	SAABB EU	HAG GR	012450 KS	064350 KS	047810 KS	272210 KS	079550 KS
국가		영국	독일	프랑스	이탈리아	스웨덴	독일	대한민국	대한민국	대한민국	대한민국	대한민국
주가(현지)		1,805.0	1,718.5	242.7	51.1	538.5	82.3	921,000	187,300	112,500	50,400	400,500
시가총액(조원)		104.3	134.0	84.7	50.0	45.2	16.1	47.5	20.4	11.0	9.5	8.8
PER	2024	17.7	33.2	28.3	13.9	29.9	37.1	7.0	13.3	31.1	9.3	21.7
(배)	2025F	24.2	62.1	25.4	26.5	48.9	55.6	27.1	25.7	60.2	35.5	27.8
	2026F	21.7	40.9	21.9	22.3	39.9	42.8	18.6	19.8	34.6	49.4	21.5
	2027F	19.5	27.6	19.5	19.2	32.1	33.4	15.5	14.3	21.0	39.1	15.4
PBR	2024	3.0	6.6	3.8	1.7	3.5	4.6	3.0	2.7	3.1	1.7	4.0
(배)	2025F	4.4	15.2	6.1	3.0	6.9	9.9	4.9	7.9	6.0	2.4	6.1
	2026F	4.0	11.9	5.5	2.8	6.1	8.8	3.9	5.8	5.4	2.3	4.9
	2027F	3.7	9.0	4.8	2.5	5.3	7.5	3.1	4.4	4.5	2.2	3.9
EV/EBITDA	2024	11.0	15.8	13.0	9.3	15.0	12.3	13.9	9.9	18.3	12.9	15.5
(배)	2025F	14.5	33.9	13.9	13.5	27.2	23.5	14.1	18.4	30.7	34.3	19.3
	2026F	13.5	23.7	12.9	11.8	22.7	20.0	11.1	14.1	21.5	23.2	14.9
	2027F	12.5	16.9	11.5	10.6	19.1	16.5	8.9	9.7	14.6	20.9	10.5
ROE	2024	17.6	19.5	19.8	12.8	12.4	12.8	53.9	21.8	10.4	19.6	19.6
(%)	2025F	18.1	26.8	23.4	11.3	15.3	17.4	23.8	33.0	10.3	8.2	23.9
	2026F	18.9	31.8	24.1	12.2	16.2	20.0	23.3	31.6	16.4	4.7	25.3
	2027F	19.8	35.7	24.3	13.0	17.7	22.9	22.4	32.3	23.3	5.7	28.0
매출증감률	2024	14.0	35.9	11.7	16.2	23.5	21.3	42.5	22.0	(4.8)	14.4	41.9
(% YoY)	2025F	16.6	28.9	6.6	8.0	21.4	12.6	138.4	35.1	(1.6)	30.7	28.3
	2026F	7.1	36.8	7.5	8.4	16.1	11.9	12.1	20.9	47.8	26.3	17.3
	2027F	7.1	33.7	7.9	7.5	16.6	17.6	18.3	19.7	21.1	15.6	22.7
영업이익증감률	2024	9.2	49.7	9.9	28.3	13.1	17.5	191.6	117.6	(2.8)	78.0	23.7
(% YoY)	2025F	19.9	37.5	48.5	9.3	35.1	(9.4)	104.6	121.9	16.6	(26.9)	57.4
	2026F	9.5	48.3	11.5	15.0	23.5	26.0	30.8	26.3	54.4	85.0	29.8
	2027F	9.6	45.0	11.2	14.7	22.8	27.7	19.6	37.1	53.7	14.5	38.7
EPS증감률	2024	5.9	34.0	40.7	62.8	22.8	75.5	190.1	152.7	(23.2)	29.9	26.7
(% YoY)	2025F	16.0	70.7	37.1	3.0	38.0	59.5	(26.0)	95.5	5.8	(41.4)	43.9
	2026F	11.4	52.1	16.2	18.8	22.5	29.9	45.5	29.6	74.3	(28.1)	29.4
	2027F	11.3	48.0	12.0	16.2	24.3	28.0	20.2	38.6	64.6	26.2	39.0

주: 2025년 11월 17일 종가 기준(한국 업체는 11월 18일 종가 기준)
자료: Bloomberg, 한국투자증권

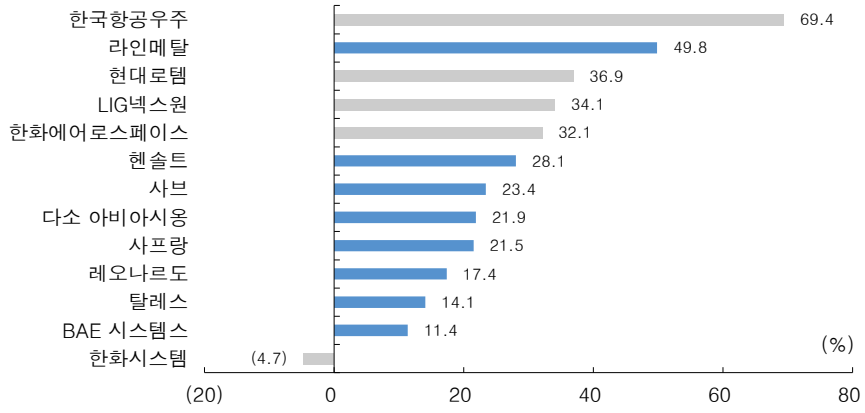
한국 방산 업체
이익 개선 속도 우위

한국 방산 업체는 이익 개선 속도와 수출 지역 확장성 측면에서 유럽 업체 대비 비교 우위를 지닌다. 실제로 2025~2027년 EPS 연평균 성장률을 비교할 경우, 한국항공우주가 한국과 유럽 업체를 통틀어 가장 빠르게 성장한다. 또한 LIG넥스원, 현대로템, 한화에어로스페이스 역시 라인메탈을 제외한 모든 유럽 업체 대비 가파른 이익 개선 속도를 보일 것으로 추정한다. 이는 공급 속도 차이에 의한 것이다. 고질적인 공급망 병목 현상을 겪는 유럽 업체와 달리 한국 업체는 빠른 납품이 가능하다. 이에 따라 수주잔고를 매출로 연결시키는 속도가 유럽 업체 대비 높은 것이다.

한국 방산 업체
수출 지역 확장성 우위

이러한 공급 속도 우위는 수출 지역의 확장성과도 연결된다. 유럽 업체의 공급만으로 내부 수요를 감당하지 못하는 상황이 지속되고 있기 때문에, 유럽 외 지역으로 수출이 제한적인 상황이다. 이와 달리 한국 업체는 빠른 납기를 바탕으로 유럽 공급 부족 해결에 기여하는 동시에, 공급 공백이 발생한 중동의 대체 공급자로 자리매김하고 있다. 결과적으로 한국 업체의 수출 파이프라인은 특정 지역에 한정되지 않고, 다양한 국가에서 발생하고 있는 것이다.

[그림 1] 2025~2027년 EPS 연평균 성장률 비교

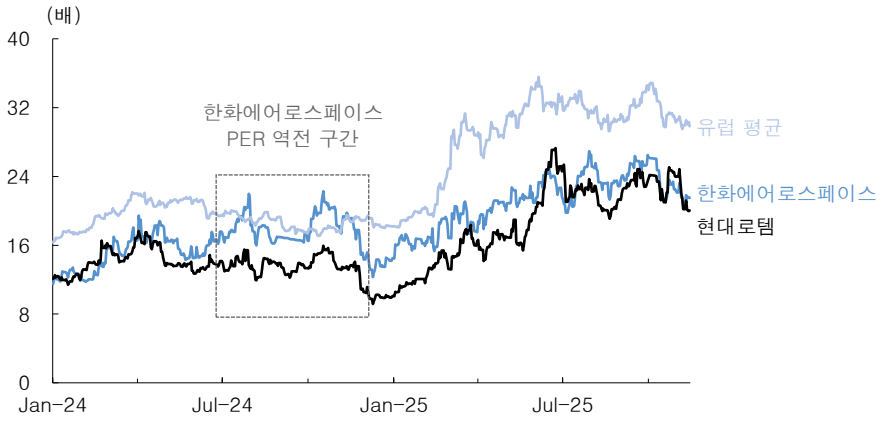


자료: Bloomberg, 한국투자증권

밸류에이션 격차
원인 분석 필요

한국 업체가 지닌 명확한 비교 우위에도, 유럽과의 밸류에이션 격차는 좁혀지지 않고 있다. 이러한 현상이 시장 후발주자에 해당하는 한국 업체에 대한 디스카운트 결과라는 주장 역시 존재한다. 그러나 실제 밸류에이션 할인의 원인을 분석할 경우 전혀 다른 답을 도출할 수 있다. 한화에어로스페이스의 12개월 선행 PER 추이를 유럽과 비교해보면, 2024년을 기점으로 괴리가 좁혀졌다는 것을 확인할 수 있다. 이러한 격차는 2024년 7월을 기점으로 완전히 해소되었고, 한화에어로스페이스는 라인메탈을 제외한 모든 유럽 업체 대비 높은 밸류에이션에서 거래되었다. 그러나 2024년 11월을 기점으로 다시 밸류에이션 격차가 벌어지기 시작했고, 현재까지 좁혀지지 않고 있다.

[그림 2] 12개월 선행 PER 비교

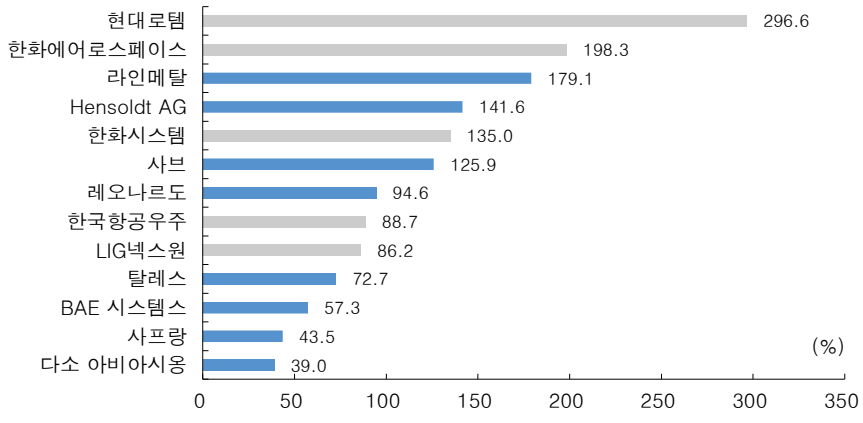


자료: Bloomberg, 한국투자증권

유럽 re-rating은 밸류에이션 격차 확대의 원인이 될 수 없음

유럽 재무장 기조 강화에 따른 유럽 업체 re-rating을 밸류에이션 격차 확대의 원인으로 고려해볼 수 있으나, 실제 주가 상승 추이를 분석하면 이는 사실이 아니다. 한화에어로스페이스의 2025년 11월 14일 주가는 2024년 종가와 비교해 198.3% 상승했다. 같은 기간 한화에어로스페이스 대비 높은 상승률을 보인 방산 업체는 유럽과 한국을 통틀어 현대로템이 유일하다. 유럽 방산 업체들의 평균 주가 상승률은 99.5%에 해당하기 때문에, 유럽 업체들이 re-rating 되었다는 의견은 타당하다. 그러나 해당 기간 한화에어로스페이스의 주가 상승률이 유럽 평균을 98.8%p 상회하기 때문에, 유럽 방산 업체의 re-rating이 한화에어로스페이스 밸류에이션 할인폭 확대의 이유가 될 수 없다.

[그림 3] 주가 상승률 비교

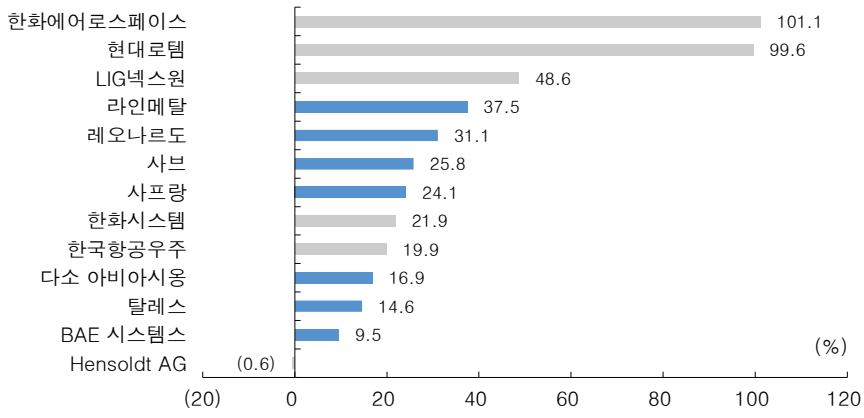


주: YTD 주가 상승률
자료: Bloomberg, 한국투자증권

실제 원인은 가파른 EPS 증가 속도

실제 밸류에이션 할인폭 확대의 원인은 분자가 아닌 분모에 존재한다. 한화에어로스페이스의 주가가 빠르게 상승한 것이 사실이지만, EPS 추정치의 상향 조정 역시 가파르게 발생하면서 PER이 낮은 수준으로 유지된 것이다. 한화에어로스페이스의 12개월 선행 EPS 추정치는 2024년말 대비 101.1% 증가했다. 이는 모든 유럽 업체의 증가율 대비 높은 것이며, 유럽 평균 19.8%를 81.3%p 상회하는 것이다.

[그림 4] 12개월 선행 EPS 추정치 변경 비교



주: YTD 추정치 변화
자료: Bloomberg, 한국투자증권

빠른 이익 개선 속도가 낮은 멀티플로 이어진 것

결론적으로 2025년 한화에어로스페이스의 주가가 유럽 방산 업체 대비 가파르게 상승했으나, 그와 동시에 큰 폭의 EPS 추정치 증가가 발생하면서 유럽 대비 낮은 멀티플이 지속되고 있는 것이다. 따라서 밸류에이션 할인의 원인을 단순히 후발주자에 대한 디스카운트라고 판단하는 것은 무리가 있다. 오히려 근본 원인을 추적할 경우 빠른 납품 속도를 기반으로 한 가파른 이익 개선 속도라는 한국 업체의 명확한 비교 우위로 귀결된다.

비교우위 지속될 것 한국 방산 비중확대 의견

이와 같은 비교 우위는 지속될 것이다. 한국 방산 업체들은 2027년까지 유럽 업체와 비교해 높은 이익 증가율을 기록할 것으로 추정한다. 또한 유럽 내부 공급에 한정되어 있는 유럽 업체와 다르게 중동과 유럽, 아시아를 아우르는 수출 파이프라인 역시 확보하고 있다. 따라서 현 시점에서 적용되는 밸류에이션 할인은 타당하지 않다고 판단한다. 유럽 평균 밸류에이션 적용에 따라 충분한 상승 여력을 확보한 한국 방산 업종에 대한 비중확대 의견을 유지한다.

II. 2025년 돌아보기

1. 실적: 수출 이익률 성장 지속

3분기 누적 해외 매출액 전년동기대비 41% 성장

2025년에도 방산 해외 매출이 늘어나면서, 영업이익 개선으로 이어졌다. 기존 성장의 핵심축인 폴란드향 K9/천무/K2의 인도 대수가 늘어나면서, 매출 성장 속도가 가팔라졌다. 이에 더해 호주, 이집트, UAE 등 추가 수출 사업의 매출 인식 규모가 점차 늘어나기 시작했다. 이에 따라 커버리지 5개 기업의 2025년 3분기 누적 해외 매출액은 전년동기대비 40.8% 개선되었다.

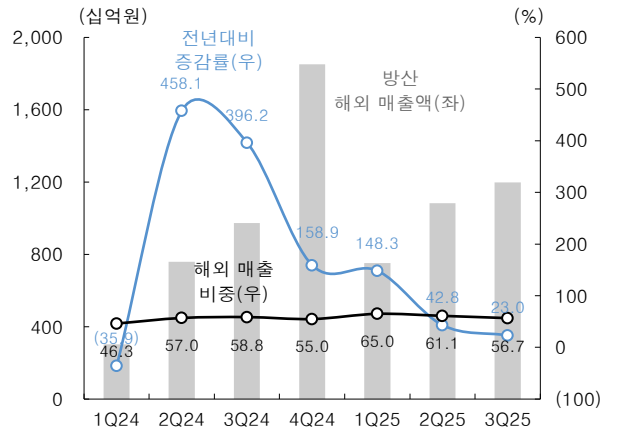
폴란드 사업 매출 인식 가파르게 진행

가장 큰 폭의 해외 매출 개선을 기록한 기업은 현대로템이다. 2025년 3분기 누적 해외 매출액은 전년동기대비 71.0% 증가했다. 전체 방산 매출 대비 해외 비중은 69.8%로, 전년동기대비 4.3%p 높아졌다. 폴란드 K2 1차 사업의 인도가 2025년 완료되면서, 매출 성장의 핵심 동력으로 작용했다. 폴란드 K9 및 천무 수출 사업을 진행하고 있는 한화에어로스페이스 역시 누적 해외 매출액이 전년동기대비 49.1% 늘어나면서, 큰 폭의 성장을 달성했다. 전체 방산 매출 대비 해외 비중은 60.2%로, 전년동기대비 4.3%p 개선되었다.

LIG넥스원 해외 매출 mix 개선

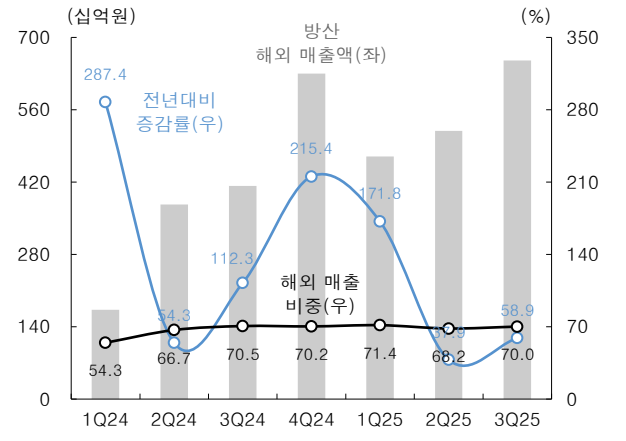
LIG넥스원의 경우 커버리지 기업 중 유일하게 해외 매출액이 감소했다. 2025년 3분기 누적 해외 매출액은 전년동기대비 12.6% 감소했는데, 이는 인도네시아 사업 매출액이 줄어들었기 때문이다. 2025년 인도네시아 사업 매출액은 전년대비 47.2% 감소할 것으로 추정한다. 다만, 인도네시아 사업은 영업이익률 2~3% 수준으로 수익성이 낮기 때문에, 매출 인식 규모 감소가 오히려 mix 개선에 도움이 된다. 반면, 수익성이 양호한 UAE 천궁-II 매출액은 2025년 3분기 누계액 기준 2,210억원을 기록하면서 점차 늘어나고 있다.

[그림 5] 한화에어로스페이스 해외 방산 매출



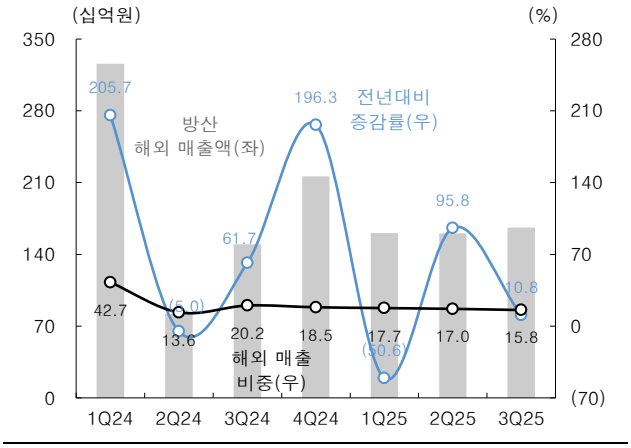
자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 6] 현대로템 해외 방산 매출



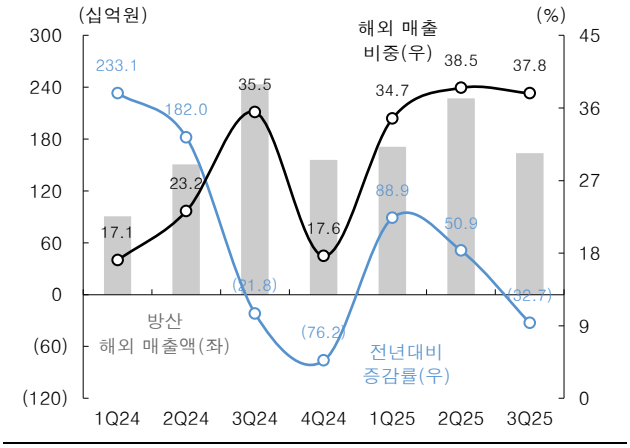
자료: 현대로템, 한국투자증권

[그림 7] LIG넥스원 해외 방산 매출



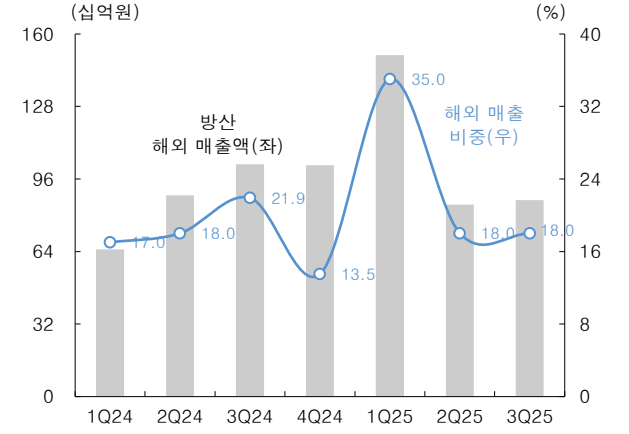
자료: LIG넥스원, 한국투자증권

[그림 8] 한국항공우주 해외 방산 매출



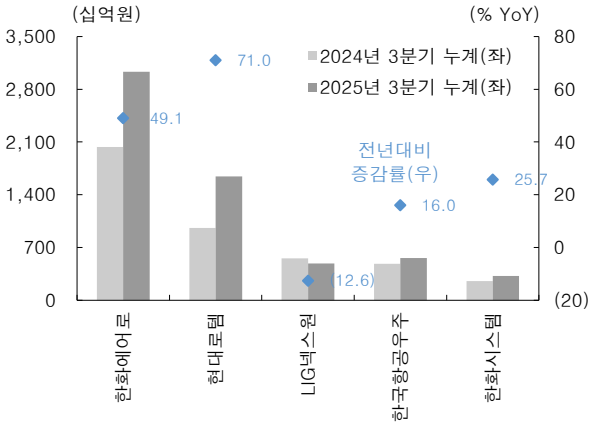
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 9] 한화시스템 해외 방산 매출



자료: 한화시스템, 한국투자증권

[그림 10] 해외 방산 매출 증가 추이

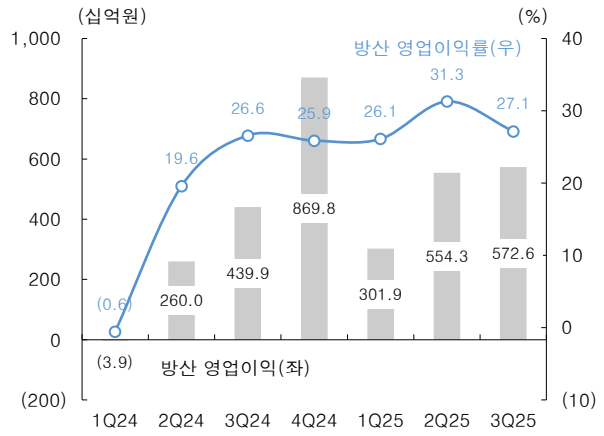


자료: 한국투자증권

해외 매출 비중 증가로 영업이익 개선

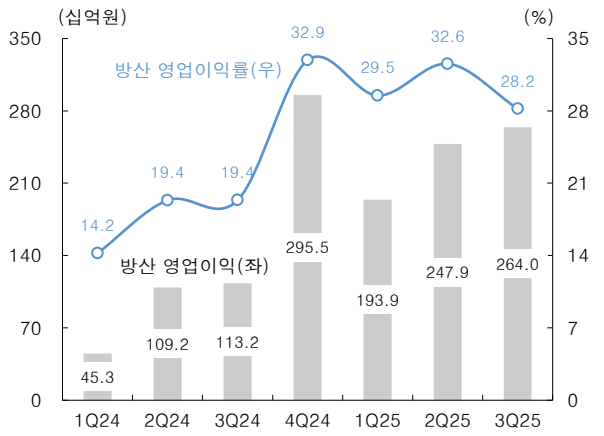
해외 매출 비중 증가는 자연스럽게 영업이익 개선으로 이어진다. 커버리지 5개 기업의 2025년 3분기 누적 해외 매출액 비중은 45.8%로, 전년동기대비 4.6%p 높아졌다. 수익성 높은 수출 사업 위주로 mix 개선이 이뤄지면서, 영업이익률 역시 개선되었다. 2025년 3분기 누적 방산 영업이익률은 20.9%로, 전년동기대비 6.8%p 높아졌다. 영업이익률 개선에 따라 합산 방산 영업이익 역시 전년동기대비 87.6% 증가했다.

[그림 11] 한화에어로스페이스 방산 영업이익



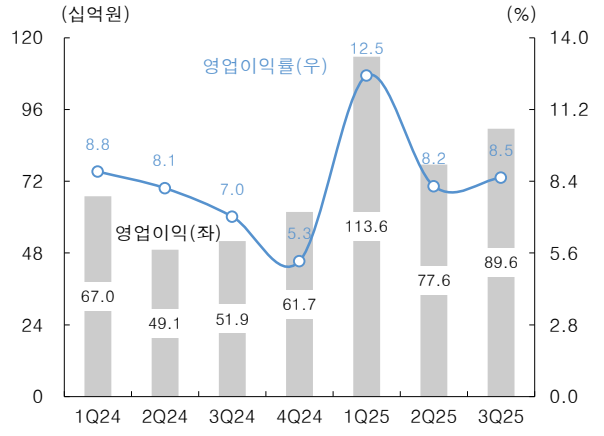
자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 12] 현대로템 방산 영업이익



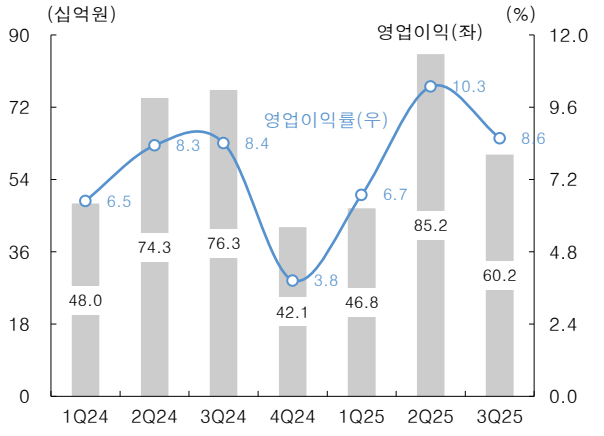
자료: 현대로템, 한국투자증권

[그림 13] LIG넥스원 영업이익



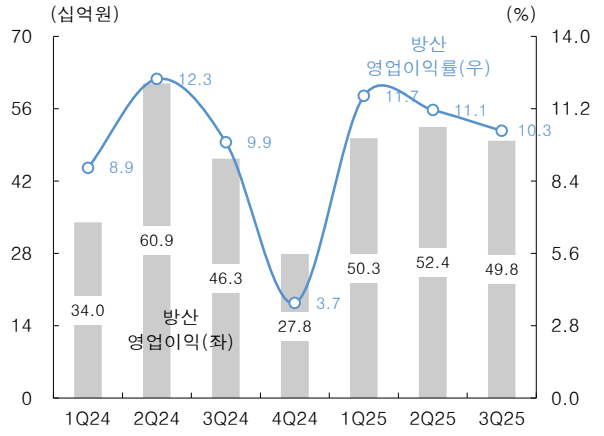
자료: LIG넥스원, 한국투자증권

[그림 14] 한국항공우주 영업이익



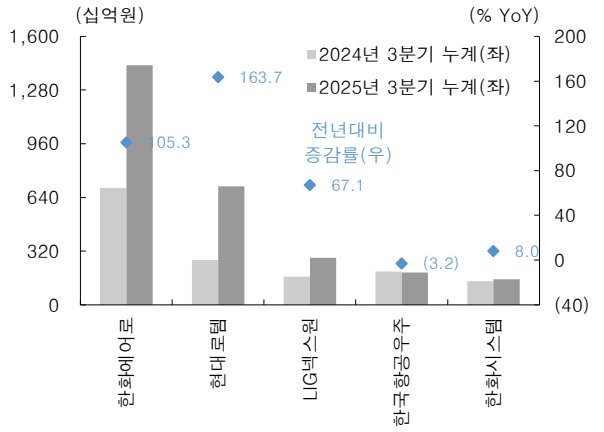
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 15] 한화시스템 방산 영업이익



자료: 한화시스템, 한국투자증권

[그림 16] 방산 영업이익 증가 추이

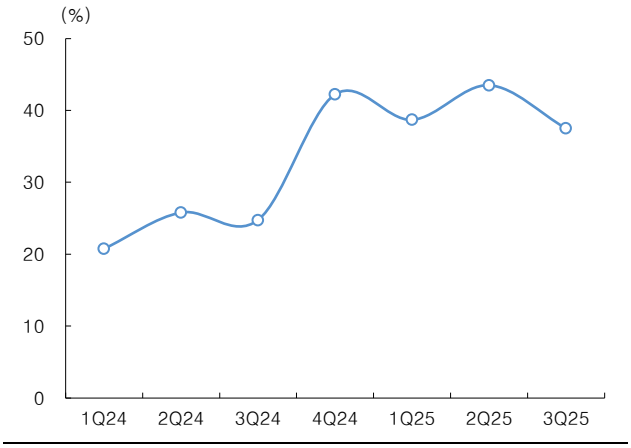


주: LIG넥스원과 한국항공우주는 전사 영업이익 기준
자료: 한국투자증권

폴란드 고마진 지속
기타 수출 마진 기대치 상회

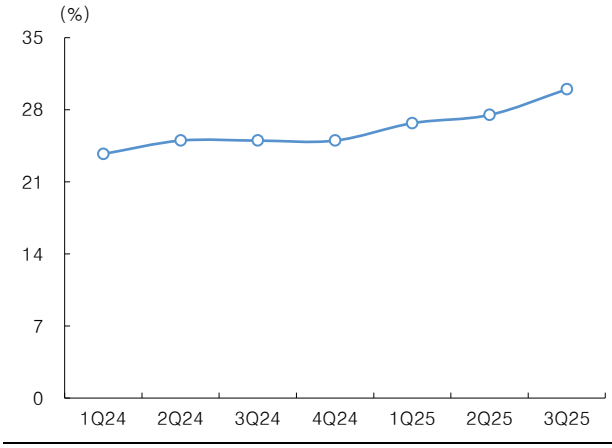
2025년 실적에서 특히 주목할 점은 수출 사업 마진이다. 일반적인 수출 사업 영업이익률 가이던스는 15~20%다. 고마진 사업으로 분류되는 폴란드 K9/천무/K2 수출 사업의 경우 영업이익률이 35%를 초과하는 것으로 추정된다. 이에 더해 기타 수출 사업의 영업이익률 역시 업체 가이던스를 상회하는 현상이 지속되고 있다. 대표적으로 한화에어로스페이스 기타 수출 사업의 2025년 3분기 영업이익률은 38%를 초과한 것으로 추산한다. LIG넥스원 역시 주요 수출 양산 사업의 매출 인식 규모가 증가하면서 3분기 해외 영업이익률 25%를 초과 달성한 것으로 추정한다. 이미 마진이 높다고 가정한 폴란드 수출 사업의 이익률이 꾸준히 증가하는 가운데, 다른 사업들의 수익성 역시 예상대비 빠르게 좋아지고 있다. 이는 영업이익 성장 속도에 대한 기대치를 높일 수 있는 근거이다.

[그림 17] 현대로템 수출 영업이익률 추이



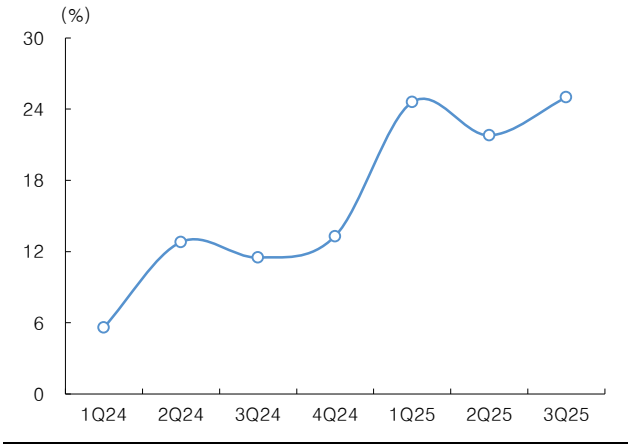
자료: 한국투자증권

[그림 18] 한화시스템 수출 영업이익률 추이



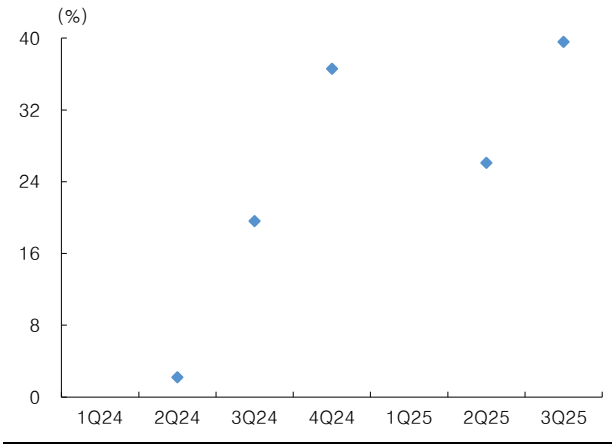
자료: 한국투자증권

[그림 19] LIG넥스원 수출 영업이익률 추이



자료: 한국투자증권

[그림 20] 한화에어로스페이스 기타 수출 영업이익률 추이



자료: 한국투자증권

2. 수주: 든든하게 쌓인 일감들

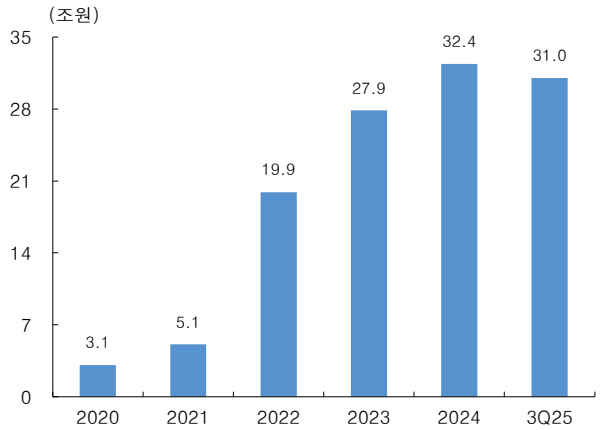
수출 계약 체결 지속

2025년 3분기 기준 방산업체 합산 수주잔고는 121.5조원으로, 2024년말 대비 14.1% 증가했다(한화에어로스페이스는 지상방산 수주잔고 기준). 가장 큰 폭의 수주잔고 성장을 기록한 기업은 현대로템이다. 2025년 8월 폴란드와 K2 전차 2차 이행 계약을 체결했다. 계약 규모는 9조원이었으며, 2026년을 기점으로 본격적인 인도가 시작될 것이다. 한화에어로스페이스 역시 인도, 폴란드, 중동 국가 등과 1.2조원 규모의 수출 계약을 체결하면서 수출 시장 다변화 기조를 이어갔다.

국내 개발 및 양산 사업 수주 지속

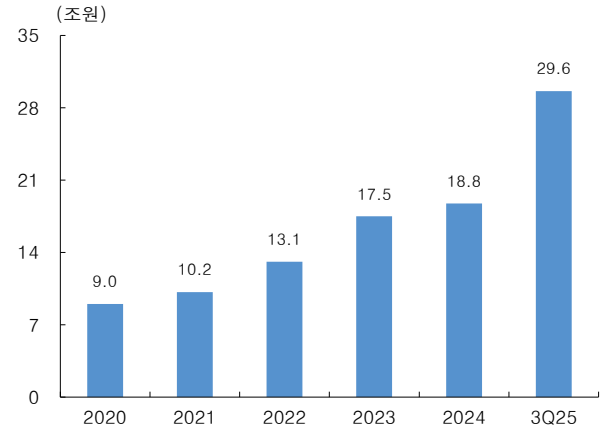
국내 개발 및 양산 사업들의 수주 공시 역시 지속되었다. KF-21 최초 양산을 위한 잔여 계약 체결이 이어지면서 한국항공우주와 한화시스템, 한화에어로스페이스 등이 수주 내역을 공시했다. 장사정포요격체계 체계개발을 위한 체계종합 업체와 레이더 개발 업체 역시 선정되었다. LIG넥스원이 체계종합을 맡을 예정이며, 한화시스템이 레이더 개발에 착수할 것이다. 또한 한화시스템이 L-SAM 다기능 레이더 양산 사업을 수주하면서, L-SAM 양산을 위한 계약 체결 작업 역시 시작되었다. 본격화된 차세대 무기체계 개발 및 양산 작업은 국내 방산 업체들에게 안정적인 내수 매출과 미래 수출 모멘텀을 동시에 확보해 줄 것이다.

[그림 21] 한화에어로스페이스 지상방산 수주잔고



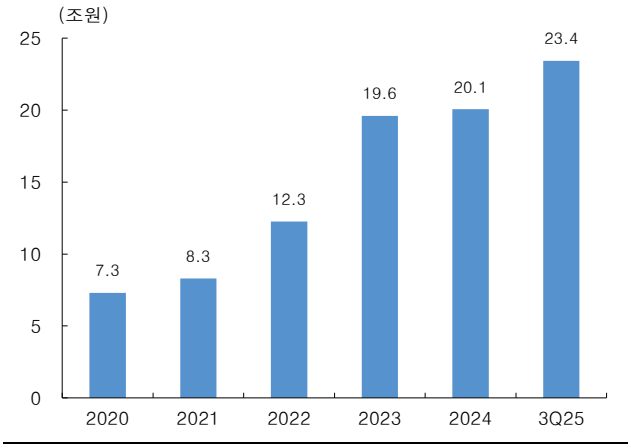
자료: 한국투자증권

[그림 22] 현대로템 수주잔고



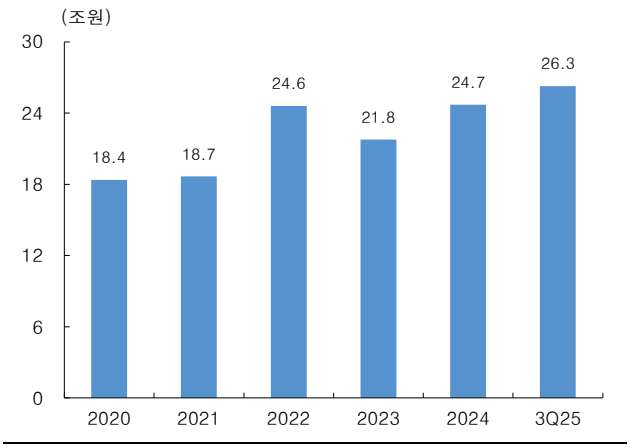
자료: 한국투자증권

[그림 23] LIG넥스원 수주잔고



자료: 한국투자증권

[그림 24] 한국항공우주 수주잔고



자료: 한국투자증권

<표 3> 2025년 방산 수주 공시 내역

체결계약명	계약상대	판매/공급지역	계약 시작일	계약 종료일	계약금액(십억원)
한화에어로스페이스					
인도 K9 자주포 2차 수출사업 (구성품 공급)	Larsen & Toubro	인도	2025-04-03	2030-09-30	371.4
폴란드 K9 자주포 차체 수출사업	Huta Stalowa Wola S.A.	폴란드	2025-04-07	2031-12-31	402.6
KF-21 최초양산(잔여) 엔진	방위사업청	대한민국	2025-06-26	2028-12-15	623.2
방산수출 이행약정서	KOTRA	대한민국	2025-01-24	2031-01-20	351.8
유도무기류 공급계약	중동지역국가 국방부	중동지역국가	2025-08-14	2028-10-07	402.4
IM3 사업 발사대 분야 양산	LIG넥스원	대한민국	2025-10-27	2033-01-28	388.2
현대로템					
폴란드 K2전차사업 2차 이행계약	폴란드 군비청	폴란드	2025-08-01	2033-12-31	8,981.4
LIG넥스원					
장사정포요격체계 체계개발 체계종합 시제	국방과학연구소	대한민국	2025-04-28	2028-11-30	83.4
장거리지대공유도무기-II 체계종합 시제	국방과학연구소	대한민국	2025-05-14	2028-10-31	98.7
25년 신궁유도탄 외 2항목	방위사업청	대한민국	2025-06-04	2029-12-21	138.1
대포병탐지레이더-II PBL	방위사업청	대한민국	2025-06-19	2030-06-30	83.2
25년 천궁-II 유도탄	방위사업청	대한민국	2025-09-23	2031-12-19	85.1
기뢰탐색음탐기 체계개발	방위사업청	대한민국	2025-09-30	2029-11-30	91.7
한국항공우주					
소형무장헬기 2차양산 기체 PBL 사업	방위사업청	대한민국	2025-03-25	2028-03-24	112.9
필리핀 FA-50 추가 사업	필리핀 국방부	필리핀	2025-06-03	2030-06-02	975.3
KF-21 최초양산(잔여) 항공기 계약	방위사업청	대한민국	2025-06-26	2028-12-31	2,397.0
중형급 신규헬기도입사업	산림청	대한민국	2025-09-10	2028-12-15	119.3
T-50계열 항공기 기체 수리부속 PBL(4차) 사업	방위사업청	대한민국	2025-10-16	2030-10-31	285.3
KUH-1계열 PBL 2차 사업	방위사업청	대한민국	2025-10-16	2030-12-31	448.6
한화시스템					
기타 판매・공급계약	현대로템	대한민국	2025-03-10	2028-09-30	-
K21 보병전투차량 4차양산 물품구매계약(CP24113)	한화에어로스페이스	대한민국	2025-03-31	2028-09-16	157.9
장사정포요격체계 체계개발 레이다 시제	국방과학연구소	대한민국	2025-04-30	2028-11-30	131.5
KF-21 최초양산(잔여) AESA 레이다 외 12항목	방위사업청	대한민국	2025-06-26	2028-12-15	124.8
L-SAM 양산(다기능레이더) 외 32항목	방위사업청	대한민국	2025-10-02	2030-12-31	357.3
IM3 사업 다기능레이다 분야 양산	LIG넥스원	대한민국	2025-10-27	2033-01-28	859.3

자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

III. 2026년 실적 전망: 이익 개선 국면 지속

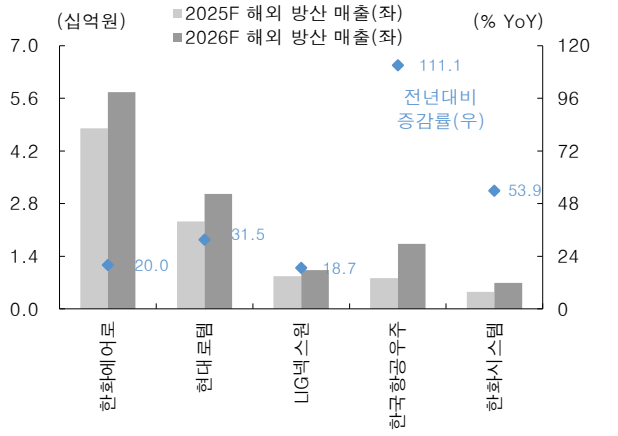
해외 매출 성장에 따른 수익성 개선 속도 증가

2026년에도 한국 방산 기업들의 이익 개선은 지속될 것이다. 앞서 살펴본 것처럼 수출 사업의 이익률이 시장 기대치를 상회하는 현상이 지속되고 있기 때문에, 해외 매출 증가에 따른 수익성 개선 속도가 빨라질 것이다. 2026년 커버리지 5개 기업의 합산 해외 매출액은 전년대비 53.9% 증가할 것이다. 특히 2025년 해외 매출의 성장 속도가 상대적으로 느렸던 한국항공우주와 한화시스템의 수출 사업 매출 인식이 본격화될 것이다. 이에 따라 두 기업의 2026년 해외 매출액은 전년대비 각각 111.1%와 53.9% 증가할 것으로 전망한다.

방산 섹터 전반에 걸친 해외 매출 확대 예상

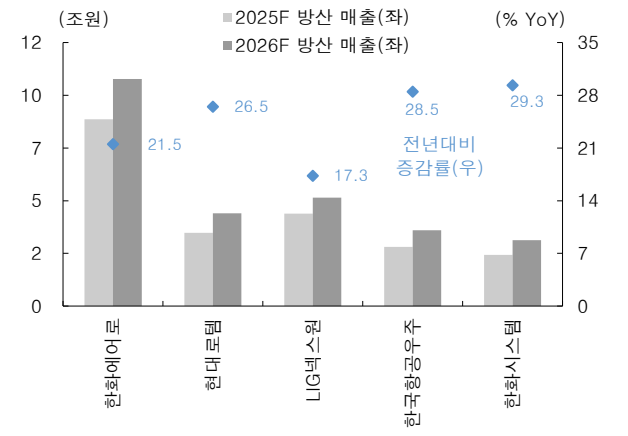
폴란드 사업을 중심으로 한 한화에어로스페이스와 현대로템의 매출액 성장 역시 이어질 것이다. 2026년 한화에어로스페이스와 현대로템의 해외 매출액은 전년대비 각각 20.0%와 31.5% 증가할 것으로 추정한다. 또한 주목할 점은 커버리지 기업 중 가장 성장폭이 완만한 LIG넥스원 또한 18.7%의 성장이 예상되는 점이다. 이는 2026년 국내 방산 섹터 전반에 걸쳐 해외 매출 확대가 본격화된다는 것을 의미한다.

[그림 25] 2026년 해외 방산 매출 증가



자료: 한국투자증권

[그림 26] 2026년 방산 매출 증가



자료: 한국투자증권

2026년 방산 영업이익률 전년대비 1.5%p 개선

수익성 높은 해외 매출 위주의 mix 개선은 이익률 개선으로 이어질 것이다. 특히 이미 고마진 사업으로 추정되는 폴란드 K9/천무/K2 사업에 더해 기타 수출 프로젝트의 수익성 역시 20%를 상회할 것으로 추정한다. 이에 따라 2026년 방산 업체 합산 영업이익률은 전년대비 1.5%p 개선된 13.7%를 기록할 것이다. 커버리지 5개 기업 모두 해외 매출 비중이 늘어나면서, 영업이익률이 전년대비 높아질 것이다.

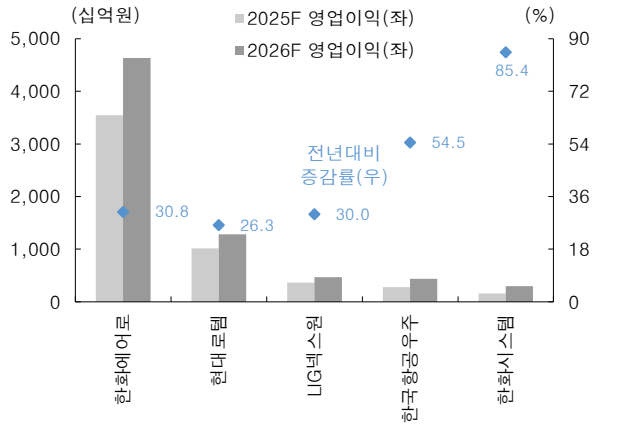
한화에어로스페이스와 LIG넥스원 이익률 개선

대표적으로 한화에어로스페이스는 고마진 폴란드 사업에 더해 호주, 이집트 등의 수출 사업 매출 인식 규모가 늘어나면서 수익성이 개선될 것이다. 이에 따라 영업이익률이 전년대비 2.2%p 개선된 15.4%를 기록할 것이다. LIG넥스원의 경우 개발비 투자 등 비용 인식 규모가 증가함에도 불구하고, 영업이익률이 전년대비 0.9%p 높아진 9.5%를 기록할 것으로 전망한다. 이는 수익성 좋은 UAE와 사우디아라비아향 천궁-II 매출 인식 규모가 늘어나기 때문이다.

2026년 방산 영업이익 전년대비 33% 증가

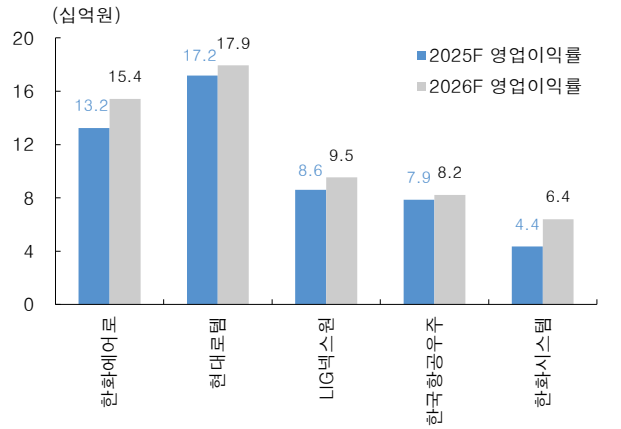
이익률 개선에 따라 2026년 합산 영업이익은 전년대비 32.8% 성장할 것으로 전망한다. 2025년까지 상대적으로 이익 증가 속도가 낮았던 한화시스템과 한국항공우주는 2026년 영업이익이 전년대비 각각 85.4%와 54.5% 증가할 것이다. 한화에어로스페이스와 현대로템, LIG넥스원 역시 2026년 영업이익이 전년대비 25% 이상 성장하면서 가파른 이익 개선세를 이어갈 것이다.

[그림 27] 2026년 영업이익 증가



자료: 한국투자증권

[그림 28] 영업이익률 개선 역시 진행



자료: 한국투자증권

IV. 2026년 수주 전망

1. 유럽: 고질적인 공급 부족, 한국이라는 구원 투수

유럽 방위비 투자 증가

수출 모멘텀이 다소 둔화되었던 2025년과 달리, 2026년에는 수출 계약 체결 속도가 한층 가속화될 전망이다. 신규 수출은 유럽과 중동을 중심으로 발생할 것이다. 유럽의 경우 여전히 공급 부족 현상을 겪고 있다. 러시아의 위협이 지속되는 가운데 미국 역시 자국 우선주의 기조를 강화하면서, 유럽 국가들의 자체 국방 강화 필요성은 더욱 확대되었다. 이에 따라 유럽 국가들은 GDP 대비 5%까지 국방비를 증액하기로 합의하고, 이를 이행하기 위해 목표 설정에 나서고 있다. 대표적으로 영국은 GDP 대비 2.3%인 국방비 지출을 2027년까지 2.5%로 늘릴 것이다. 이에 따라 방위비 확보를 위해 해외 원조를 위한 예산을 삭감할 방침이다.

<표 4> 유럽 국방비 증액 목표

국가	2024년 국방비 (% GDP)	국방비 증액 목표
알바니아	2.0%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표)
벨기에	1.3%	2035년까지 5% 목표 (2% 조기 달성 후 5%로 상향)
불가리아	2.2%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표)
크로아티아	1.8%	2030년까지 3% 달성, 최종 5% 목표
체코	2.1%	2030년까지 3% 달성, 최종 5% 목표
덴마크	2.4%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표)
에스토니아	3.4%	2026년부터 5% 이상 유지 (가장 선도적인 그룹)
핀란드	2.4%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표)
프랑스	2.1%	2027년까지 예산 2배 증액, 2035년까지 5% 목표
독일	2.1%	2029년까지 3.5% 달성, 최종적으로 5% 목표 (헌법 개정 완료)
그리스	3.1%	현 수준 유지 및 2035년까지 5% 목표
헝가리	2.1%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표)
이탈리아	1.5%	2035년까지 5% 목표 (인프라 예산 등 '간접 안보 비용' 포함 추진)
라트비아	3.2%	2028년까지 5% 달성 (가장 공격적이고 빠른 목표 설정)
리투아니아	2.9%	2030년 이전 5% 달성 목표
룩셈부르크	1.3%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표에 따라 상향)
몬테네그로	2.0%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표)
네덜란드	2.1%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표)
북마케도니아	2.2%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표)
노르웨이	2.2%	향후 12년간 국방비 83% 증액, 2035년까지 5% 목표
폴란드	4.2%	현 수준 유지 및 조속한 5% 달성
포르투갈	1.6%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표)
루마니아	2.3%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표)
슬로바키아	2.0%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표)
슬로베니아	1.3%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표)
스페인	1.3%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표)
스웨덴	2.1%	2030년 3.5%를 거쳐, 2035년까지 5% 목표
튀르키예	1.9%	2035년까지 5% 목표 (NATO 공동 목표)
영국	2.3%	2030년까지 3% 달성, 최종적으로 5% 목표

자료: 한국투자증권

문제는 여전히 부족한 공급

그러나 문제는 여전히 부족한 공급이다. 현재 유럽의 무기 공급 속도는 러시아의 군사력 확장 속도를 따라잡기에 턱없이 부족하다. KIEL 세계경제연구소에 따르면 2024년 기준 러시아의 전차와 자주포 재고량은 유럽 대비 각각 1.7배와 3.1배에 달한다. 2025년부터 2030년까지 러시아가 연간 전차 136대와 자주포 62대를 지속적으로 양산하면서 전력 강화에 나설 것으로 예상되기 때문에, 전력 격차는 더욱 벌어질 것으로 전망된다. 또한 유럽이 비교우위를 점하고 있는 장갑차의 경우 러시아가 연간 366대에 달하는 압도적인 생산 속도를 바탕으로 격차를 좁히고 있는 상황이다. 결과적으로 유럽이 유의미한 수준의 억지력을 확보하기 위해 더욱 공격적인 생산 목표 설정이 필요하다.

공격적인 생산 목표 설정 필요

KIEL 세계경제연구소는 러시아와의 격차 해소를 위한 두가지 시나리오를 제시했다. 25개 여단을 추가하는 최소 시나리오 가정에 따르면 유럽은 연간 전차 122대와 장갑차 679대, 자주포 42대의 생산이 필요하다. 50개 여단을 추가하는 최대 시나리오 가정 하에서는 연간 전차 216대와 장갑차 1,200대, 자주포 94대라는 막대한 신규 생산 물량이 요구된다.

<표 5> 최소 시나리오 가정 유럽 필요 생산량

(단위: 대, 문)

	2024년 재고			2025~2030년 생산		2030년 결과		
	러시아	유럽	비율	러시아 연간 생산	유럽 필요 생산량	러시아	유럽	비율
전차	2,730	1,627	1.7	136	122	3,580	2,356	1.5
장갑차	10,693	13,042	0.8	366	679	12,887	17,116	0.8
자주포	3,415	1,115	3.1	62	42	3,789	1,366	2.8

주: 비율은 러시아 보유 수량을 유럽 보유 수량으로 나눈 값
자료: KIEL, 한국투자증권

<표 6> 최대 시나리오 가정 유럽 필요 생산량

(단위: 대, 문)

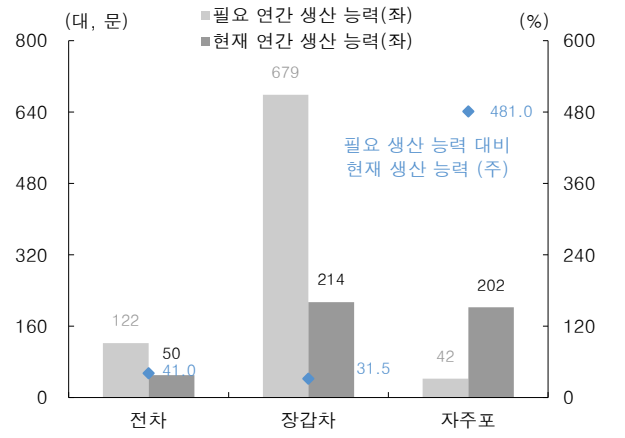
	2024년 재고			2025~2030년 생산		2030년 결과		
	러시아	유럽	비율	러시아 연간 생산	유럽 필요 생산량	러시아	유럽	비율
전차	2,730	1,627	1.7	136	216	3,580	2,920	1.2
장갑차	10,693	13,042	0.8	366	1,200	12,887	20,239	0.6
자주포	3,415	1,115	3.1	62	94	3,789	1,679	2.3

주: 비율은 러시아 보유 수량을 유럽 보유 수량으로 나눈 값
자료: KIEL, 한국투자증권

유럽 자체 역량만으로 목표 달성 불가능

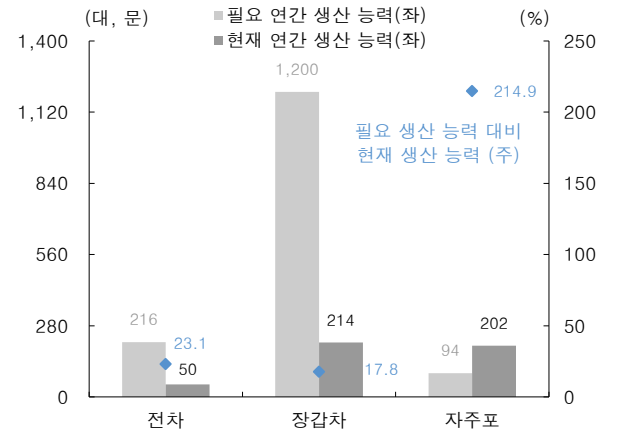
그러나 유럽의 현재 생산 능력은 이러한 목표를 달성하기에 부족한 상태이다. 특히 장갑차 분야의 공급망 병목이 가장 심각한데, 현재 유럽의 연간 장갑차 생산 능력은 214대에 해당한다. 이는 최소 시나리오 요구 생산량의 31.5%와 최대 시나리오 요구 생산량의 17.8%에 불과한 수치이다. 전차 역시 현재 연간 생산 능력 50대로는 최소 목표의 41.0%와 최대 목표의 23.1%를 감당하는데 그칠 것이다. 이는 자주포를 제외한 지상 기동 무기체계 전반에서 유럽 자체 역량만으로는 2030년 목표 달성이 불가능한 상태임을 잘 보여준다.

[그림 29] 유럽 생산 CAPA 부족: 최소 시나리오 가정



자료: KIEL, 한국투자증권

[그림 30] 유럽 생산 CAPA 부족: 최대 시나리오 가정



자료: KIEL, 한국투자증권

신규 다연장 로켓 수입처 확보 필요

러시아-우크라이나 전쟁에서 위력이 입증된 다연장 로켓의 경우 유럽의 자체 컨텐츠 생산이 전무하다. 다연장 로켓의 신규 개발에는 20년 이상이 소요될 것으로 예상되기 때문에, 외부 조달이 필요하다. 유럽 국가들은 미국 HIMARS를 주력 도입 기종으로 선정하고 구매를 서두르고 있지만, 공급 속도가 수요를 따라가지 못해 전력 강화에 걸림돌로 작용하고 있다. 대표적으로 에스토니아의 경우 HIMARS 인도에 소요되는 시간이 5년 이상으로 길어지면서, 추가적인 대체 품목을 찾고 있다. 결론적으로 유럽은 납품 공백을 채우기 위해 HIMARS에 더해 추가 수입처 확보가 시급한 상황이다.

<표 7> 다연장로켓 생산 CAPA 비교

구분	무기체계명	연간 생산 능력
미국	HIMARS	96대
유럽	신규 개발 필요	신규 개발에 20년 소요 전망
한국	천무	100대 이상

자료: KIEL, 한국투자증권

무기체계 조달처 다변화 필요

유럽 내부에서도 공급 능력 부족 문제를 지적하면서, 무기체계 조달처 다변화 필요성을 강조하는 목소리가 커지고 있다. 2024년 3월 프랑스 국방 장관은 방산 업체들의 납품 지연을 강하게 질책하며, 정부가 통제해서라도 생산 속도를 높이겠다고 언급했다. EU 집행위원회 역시 유럽의 고질적 문제인 느린 주문 생산 방식에 대해 비판했다. 그러나 생산 속도는 여전히 제한적이다. 실제로 독일과 영국의 평균적인 리드타임은 3년 이상으로 파악된다. 문제는 주문 받은 품목의 50% 이상은 최종 인도일을 명시하지 못하고 있기 때문에, 실질적인 리드타임은 3년을 크게 초과할 것으로 추정한다. 이에 따라 2025년 독일과 덴마크 등의 국가에서 공통적으로 무기체계 제조국 보다는 납기 속도에 더 초점을 맞춰 무기체계를 도입할 것이라고 강조하고 있다.

<표 8> 공통적으로 지적하고 있는 유럽의 공급 능력 부족

구분	내용
2024년 03월 26일	프랑스 국방장관은 **방산 업체 납품 지연 강하게 질책, 필요하다면 정부가 통제해서라도 생산 속도 높이겠다고 강경 발언**
2024년 05월 31일	EU 내부 시장 담당 집행위원은 **유럽 방산 업계의 고질적인 문제인 느린 주문 생산 방식 비판**
2025년 04월 03일	에스토니아 총리는 EU가 설정한 목표가 너무 느리며, 더 빠른 속도로 생산 능력을 키워야 한다고 주장
2025년 06월 05일	독일 국방부 장관은 2028년까지 방어태세에 필요한 모든 준비를 마쳐야 한다고 언급
2025년 06월 10일	EU 집행위원회는 **회원국 정부에 국방 조달에 대한 더 많은 유연성을 부여할 것**이라고 언급
2025년 06월 16일	독일 군 조달청장이 **미래 국방 계약에서는 제조사의 국적보다 신속한 납품을 우선시할 것**이라고 밝힘
2025년 06월 20일	영국 국방부는 무기 획득에 걸리는 시간을 몇 년이 아닌 몇 달 단위로 단축하겠다고 목표 제시
2025년 07월 14일	독일 국방장관은 방산 업체들에게 이제는 생산량을 늘려 납품으로 증명하라고 촉구
2025년 08월 06일	덴마크 국방장관은 **"최고의 장비를 구할 수 없다면, 차선책이라도 구매해야 한다. 지금 중요한 것은 단 하나, 바로 속도"**라고 언급

자료: 한국투자증권

전차와 장갑차 수출 증가 전망

러시아의 위협에 대응하기 위한 목표 생산량 대비 유럽 공급 능력이 지닌 한계가 명확하기 때문에, 외부 조달은 필연적으로 발생할 것이다. 이에 따라 빠른 공급 속도를 앞세운 한국 업체들의 유럽 수출 모멘텀은 2026년에도 강화될 것이다. 먼저 러시아와의 생산 능력 격차가 가장 크게 벌어져 있는 전차와 장갑차의 수출 확대가 예상된다. 대표적으로 루마니아가 전차와 장갑차 도입을 준비하고 있으며, 현대로템과 한화에어로스페이스가 각각 K2와 레드백을 기반으로 계약 체결을 추진하고 있다.

천무 도입 관심 증대

또한 유럽의 자체 컨텐츠가 없는 다연장 로켓 수입 필요성이 커지면서 한화에어로스페이스 천무에 대한 수요가 늘어나고 있다. 이미 천무를 도입하고 있는 폴란드의 경우 천무 유도탄 현지 생산을 위한 작업을 진행하고 있다. 이에 더해 에스토니아 등 동유럽 국가에서도 천무에 대한 수요가 꾸준히 이어지고 있다. 또한 이례적으로 프랑스와 같은 서유럽 국가들 역시 천무 도입에 관심을 보이고 있는 상황으로 유럽 전역에 걸친 수출 확대가 예상된다.

폴란드 추가 계약 체결 전망

이미 한국 업체들의 주요 고객인 폴란드와 추가 계약이 필요한 잔여 물량 역시 존재한다. 한화에어로스페이스의 K9 308문과 현대로템의 K2 640대에 대한 실행 계약 체결이 필요한 상태이다. 이 중 K2 640대 중 일부에 대한 계약 논의가 2026년 상반기 시작되어, 연내 체결될 것으로 전망한다.

<표 9> 유럽 수출 파이프라인

국가	무기체계	업체명	내용
폴란드	전차	현대로템	K2 추가 계약 640대
	자주포	한화에어로스페이스	K9 추가 계약 308문
	다연장로켓	한화에어로스페이스	천무 유도탄 현지 생산
루마니아	장갑차	한화에어로스페이스	장갑차 도입 사업 진행
	전차	현대로템	전차 250대 이상 도입 전망
에스토니아	다연장로켓	한화에어로스페이스	천무 도입 관심
프랑스	다연장로켓	한화에어로스페이스	천무 도입 관심
노르웨이	다연장로켓	한화에어로스페이스	천무 도입 관심

자료: 한국투자증권

2. 중동: 무주공산(無主空山)

무기체계 시장의 주요 구매자인 중동 국가들

2025년을 기점으로 확대된 중동 수출 기대감이 2026년 실제 계약 체결로 이어질 것이다. 중동은 무기체계 시장의 주요 구매자이며, 방위비 지출 적극성이 가장 큰 지역이다. 사우디아라비아의 경우 2024년 GDP 대비 7.3%, 정부 지출 대비 22.3%를 방위비로 지출했다. 이는 유럽에서 가장 적극적으로 방산 투자를 늘리고 있는 폴란드의 지출 규모를 상회한다. 폴란드의 경우 2024년 GDP 대비 4.2%, 정부 지출 대비 8.5%를 방위비로 지출했다. 또한 방위비 지출액의 절대 규모 역시 폴란드 대비 128.9% 높다. UAE 역시 2024년 GDP 대비 5.3%를 방위비로 지출하며, 국방력 강화에 더 적극적인 모습을 보이고 있다.

<표 10> 사우디아라비아와 폴란드 방위비 지출 규모 추이 (단위: 백만달러)

국가	2020	2021	2022	2023	2024
사우디아라비아	69,769	66,265	72,570	77,765	78,954
% of GDP	*8.8%*	*7.2%*	*6.4%*	*7.3%*	*7.3%*
% of Govt. Spending	*22.5%*	*22.8%*	*22.6%*	*22.5%*	*22.3%*
폴란드	16,980	17,836	18,057	26,343	34,488
% of GDP	*2.3%*	*2.2%*	*2.2%*	*3.3%*	*4.2%*
% of Govt. Spending	*4.7%*	*5.1%*	*5.1%*	*7.0%*	*8.5%*

자료: SIPRI, 한국투자증권

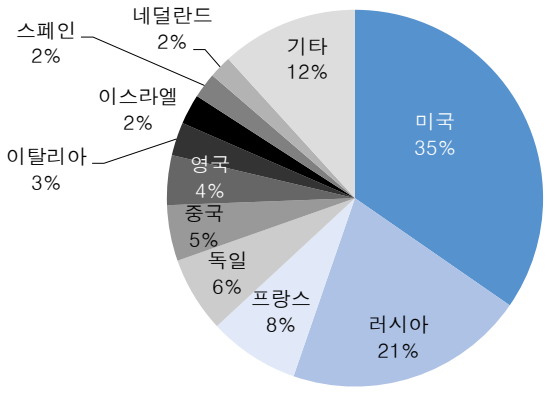
제한적인 글로벌 공급자

문제는 중동 국가들이 기존 공급자들로부터 무기체계를 구매하기 어려워졌다는 것이다. 글로벌 무기체계 시장 내 공급자는 매우 제한적이다. 2000~2024년 무기체계 수출 규모 기준으로 상위 10개국이 전체의 88%를 차지한다. 미국, 러시아, 유럽 주요 국가, 중국, 이스라엘 등이 주요 공급 국가에 해당한다. 글로벌 지정학적 리스크 심화로 무기체계 수요는 전방위적으로 늘어나고 있지만, 공급은 제한적인 현상이 지속되고 있다.

우선 순위에서 밀려난 중동 국가들

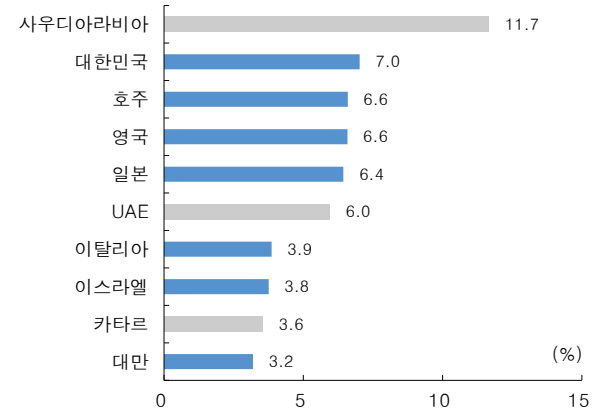
특히 중동 국가들의 경우 2022년을 기점으로 공급 우선 순위에서 밀려난 모습이다. 사우디아라비아는 2021년까지 미국, 영국, 프랑스, 스페인의 주요 수출 대상국이었다(미국 전체 수출의 11.7%, 프랑스 6.1%, 영국 23.8%, 스페인 7.5%). 그러나 러시아-우크라이나 전쟁 후 공급자들의 수출이 우크라이나를 비롯한 유럽에 집중되었다. 그 결과 사우디아라비아는 수출 상위 10개국 밖으로 밀려났다. 이러한 현상은 사우디아라비아를 비롯해 UAE와 같은 중동 국가 전반에서 관측되고 있다. 결론적으로 공급 우선 순위에서 밀려난 중동 국가들은 대체 공급자가 필요한 상황이며, 이는 한국 업체들에게 명확한 기회 요인으로 작용한다. 중동에서 경쟁 강도가 완화된 상태로 수출을 늘려갈 수 있게 된 것이다.

[그림 31] 무기체계 시장 주요 공급 국가



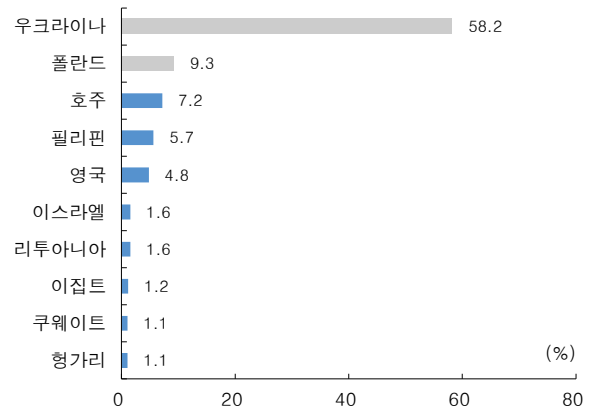
자료: SIPRI, 한국투자증권

[그림 32] 2000-2021 미국 수출 대상국 비중: 중동 국가 다수 포진



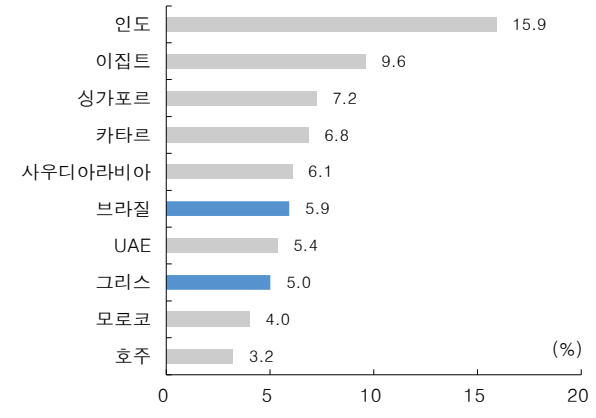
자료: SIPRI, 한국투자증권

[그림 33] 2022-2024 미국 수출 대상국 비중: 중동 대신 우크라이나



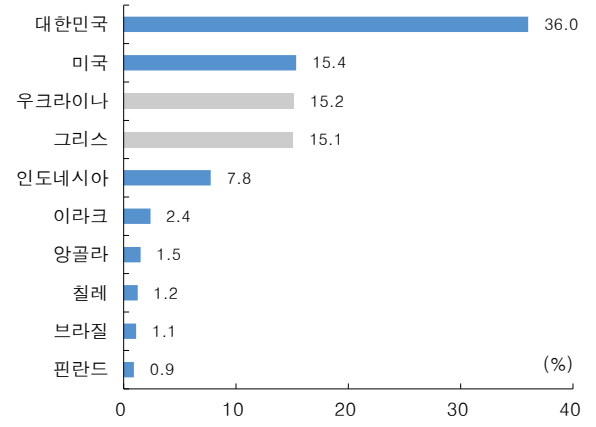
자료: SIPRI, 한국투자증권

[그림 34] 2000-2021 프랑스 수출 대상국 비중: 중동 국가 다수 포진



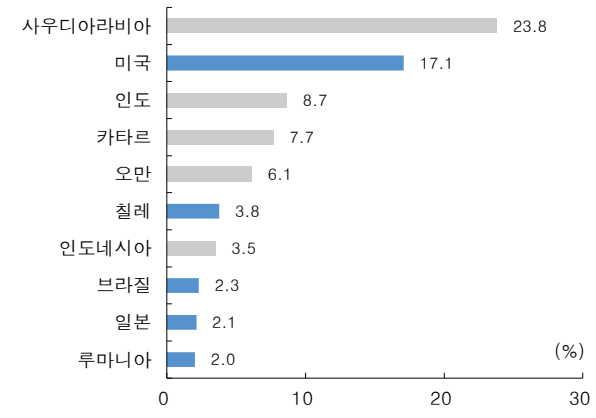
자료: SIPRI, 한국투자증권

[그림 35] 2022-2024 프랑스 수출 대상국 비중: 중동 수출 비중 감소



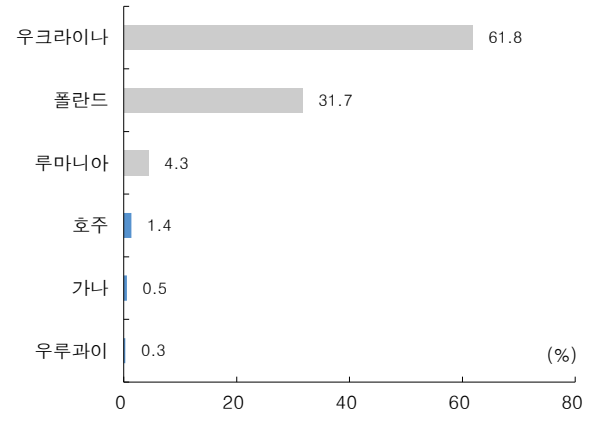
자료: SIPRI, 한국투자증권

[그림 36] 2000-2021 영국 수출 대상국 비중: 중동 국가 다수 포진



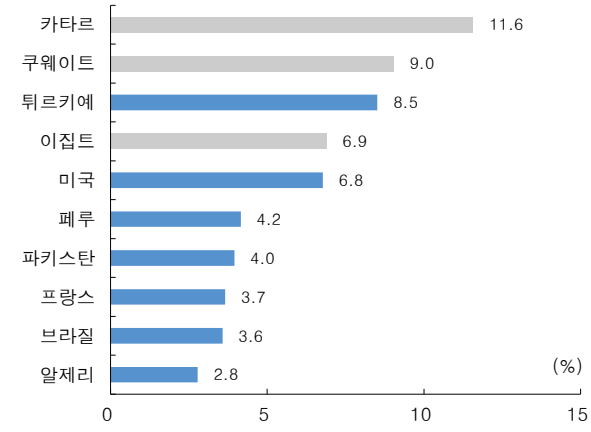
자료: SIPRI, 한국투자증권

[그림 37] 2022-2024 영국 수출 대상국 비중: 유럽 공급에 집중



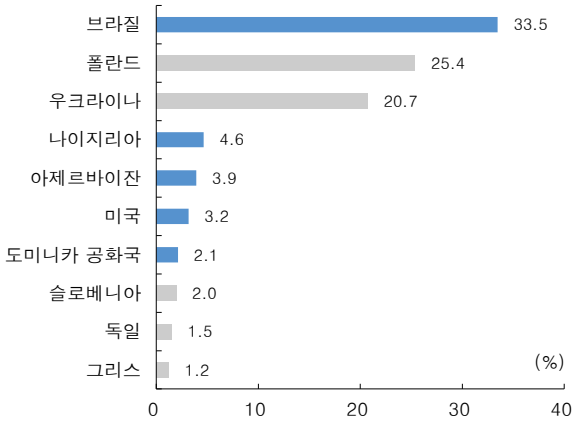
자료: SIPRI, 한국투자증권

[그림 38] 2000-2021 이탈리아 수출 대상국 비중: 중동 국가 다수 포진



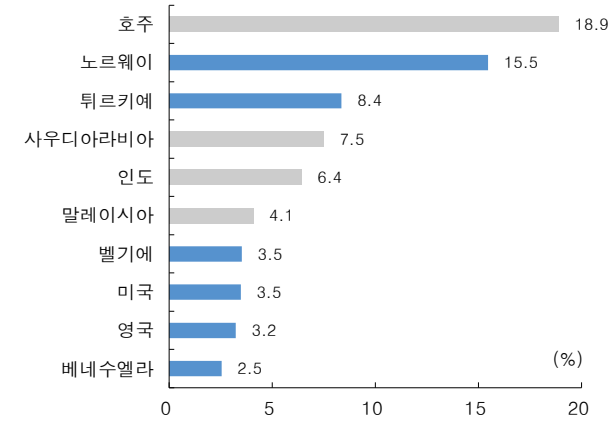
자료: SIPRI, 한국투자증권

[그림 39] 2022-2024 이탈리아 수출 대상국 비중: 중동 수출 비중 감소



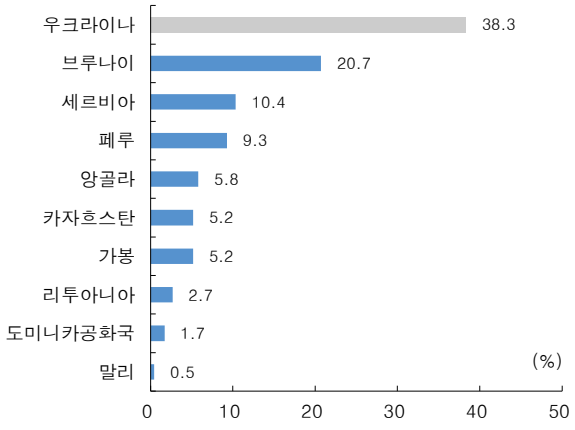
자료: SIPRI, 한국투자증권

[그림 40] 2000-2021 스페인 수출 대상국 비중: 중동 및 아시아태평양 국가 포진



자료: SIPRI, 한국투자증권

[그림 41] 2022-2024 스페인 수출 대상국 비중: 중동 수출 비중 감소



자료: SIPRI, 한국투자증권

사우디아라비아 수출 모멘텀 가시화

2026년 중동에서 가시화될 수출 파이프라인 중 가장 눈에 띄는 것은 사우디아라비아 수출 사업이다. 사우디아라비아는 대규모 전력 증강 사업의 일환으로 전차, 장갑차, 자주포, 방공 시스템 등 다수의 무기체계 도입을 추진하고 있다. 또한 비전 2030 실행을 통해 2030년까지 방산 물자 현지화율 50% 달성을 목표로 하고 있다. 이에 따라 한국 방위사업청은 전략적 방산 협력 파트너로서 사우디 방위사업청과 통합 현지화 계획을 수립할 예정이다.

한화에어로스페이스 사우디아라비아 수출 규모 20조원 이상으로 추정

국내 업체 중 한화에어로스페이스가 선제적인 투자를 통해 사우디아라비아에 현지 생산 거점을 만들고, 신규 수주를 위한 작업을 진행하고 있다. K9, 레드백, 천무 등의 무기체계 수출을 위한 framework 계약이 2026년 체결될 것으로 전망한다. 사우디아라비아 무기체계 도입 연도와 수급 환경을 고려 시 장갑차 760대 이상, 자주포 180문 이상의 수요가 존재하는 것으로 추정하며, 총 계약 규모는 20조원을 초과할 것으로 전망한다.

<표 11> 한화에어로스페이스 사우디아라비아 수출 파이프라인

무기체계	업체명	추정 규모	예상 금액(조원)
장갑차	한화에어로스페이스	760대 이상	10+
자주포	한화에어로스페이스	180문 이상	3+
방공시스템	LIG넥스원, 한화에어로스페이스, 한화시스템	-	10+
합계			23+

자료: 한국투자증권

현대로템 이라크 K2 전차 수출 모멘텀

사우디아라비아를 비롯해 UAE와 이라크 등의 국가에서 지상 기동 무기체계 수출이 확대될 것이다. 현재 중동 다수의 국가가 보유한 전차, 자주포, 장갑차 등은 매우 노후화된 상태로 교체가 필요하다. 이에 따라 한화에어로스페이스는 K9과 레드백, 현대로템은 K2를 중심으로 수출 계약을 추진할 것이다. 대표적으로 현대로템은 이라크와 K2 전차 수출을 위한 논의를 이어가고 있다. 수출을 위한 중동형 K2전차 2026년 상반기 내 개발 완료될 것으로 전망하며, 이를 기점으로 이라크 수출 사업의 진행이 빨라질 것이다.

<표 12> 교체가 필요한 사우디아라비아 지상무기체계

구분	무기체계명	수량(대)	도입 연도(년)
전차	AMX-30	140	1976; 1977; 1978; 1979; 1980; 1981; 1982
	M1A2S Abrams	575	2012; 2013; 2014; 2015; 2016; 2017; 2020; 2021; 2022
	M60A3 Patton	370	1986; 1987; 1994; 1995; 2001
보병전투장갑차	AMX-10P	380	1975; 1976; 1977; 1978; 1979; 1980; 1981; 1982; 1983
	M2A2 Bradley	380	1990; 1991; 1992; 1993
	VAB Mk3	100	2019; 2020

자료: IISS, SIPRI, 한국투자증권

<표 13> 교체가 필요한 UAE 지상무기체계

구분	무기체계명	수량(대)	도입 연도(년)
전차	AMX-30	45	1980; 1981; 1982
	Leclerc	268	1994; 1995; 1996; 1997; 1998; 1999; 2000; 2001; 2002; 2003; 2005; 2006
자주포	G-6	78	1991; 1992; 1993
	M109A3	85	1997; 1998; 1999

자료: IISS, SIPRI, 한국투자증권

방공 시스템 수출 모멘텀

방공 시스템의 수출 모멘텀 역시 지속적으로 강화될 것이다. 이미 사우디아라비아, UAE, 이라크와 같은 국가들이 한국의 천궁-II 미사일을 도입하여, 방공망 구축에 나서고 있다. 중요한 점은 방공망의 경우 단계별 대응 미사일을 다르게 도입하여 구축한다는 것이다. 이미 한국의 중거리 지대공 미사일을 수입한 사우디아라비아와 UAE 등의 국가들은 한국이 개발 완료한 장거리 지대공 미사일 L-SAM에 관심을 보이고 있다. 현재 L-SAM 국내 전력화를 위한 양산 계약 체결이 이어지고 있다. 양산 과정에서 확보한 레퍼런스를 기반으로 UAE와 사우디아라비아 수출을 추진할 것으로 전망한다. 이에 더해 체계개발 사업자들과 계약 체결이 진행된 장사정포요격체계 역시 중동 국가들의 지속적인 관심을 받고 있기 때문에, 중동향 방공 시스템 수출은 중장기적으로 이어질 것이다.

KF-21 수출 모멘텀

KF-21의 중동 수출 모멘텀 역시 가시화될 것이다. KF-21의 경우 단순 구매가 아닌 자국 생산과 기술 이전을 원하는 국가에게 매력적인 선택지로 떠오르고 있다. 향후 개발 예정인 KF-21 Block 2는 공대공/공대지 작전 능력을 모두 보유한 4.5세대 전투기가 될 것이다. 현재 이를 기반으로 6세대에 준하는 Block 3 개발이 추진되고 있다. Block 2 구매 후 Block 3 공동 개발이 기반 기술 획득을 원하는 고객들에게 유의미한 대안이 될 수 있는 것이다. 구체적으로 사우디아라비아와 UAE의 관심이 증가하고 있다. 특히 UAE의 경우 지난 2025년 4월 KF-21 프로그램에 대한 포괄적 협력 LOI를 체결했으며, UAE 고위급 대표단이 한국항공우주 본사를 방문해 시제기에 직접 탑승했다. 현재 UAE가 전투기 공동 개발을 위한 협력 국가를 모색하고 있는 만큼, 추후 실제 수출 계약으로 이어질 가능성이 높은 상황이다.

<표 14> 중동 수출 파이프라인

기업명	무기체계명	국가
한화에어로스페이스	K9	사우디아라비아, UAE 등
	레드백	사우디아라비아, UAE 등
	천무	사우디아라비아, UAE 등
LIG넥스원	천궁-II	사우디아라비아
	L-SAM	사우디아라비아, UAE 등
	LAMD	사우디아라비아, UAE 등
현대로템	K2	이라크, UAE, 사우디아라비아 등
한국항공우주	수리온	UAE, 이라크
	KF-21	사우디아라비아, UAE

자료: 한국투자증권

3. 미국: 가까워지는 UJTS

UTJS 수주 모멘텀 증가

2026년 미국에서 가장 주목할 수출 파이프라인은 UJTS(미국 해군 훈련기 교체 사업, Undergraduate Jet Training System) 프로그램이다. 2025년 말~2026년 초 최종 RFP가 발행된 후, 2027년 1분기 내 사업자 선정이 진행될 것으로 예상한다. 사업자 선정 시기가 가까워지는 2026년 하반기 한국항공우주의 주요 주가 상승 동력으로 작용할 것이다. UJTS 사업은 145대~220대의 전투기를 도입하는 사업으로, 총 사업 규모가 10조원을 초과할 것으로 추정한다.

한국항공우주 경쟁사 대비 비교우위 보유

현재 미국 해군이 최우선 평가 요소로 언급하는 것은 신속한 전력화 가능성이다. 경쟁 업체인 보잉은 APT(공군 훈련기 교체 사업, Advanced Pilot Training) 프로그램 수주 후 납기 지연으로 인해 차질을 겪었다. 한국항공우주의 빠른 공급 속도는 이러한 측면에서 명확한 경쟁력으로 작용할 것이다. 또한 미 해군은 기술적 성숙도 및 안정성을 주요 평가 요소로 강조하고 있다. 이미 운용 되고 있는 플랫폼에 해당하는 T-50을 기반으로 즉시 양산이 가능하다는 점 역시 한국항공우주-록히드마틴 컨소시엄이 지닌 강점이다.

<표 15> UJTS RFI 내용

구분	내용
RFP 발행 예상 시기	2025년 12월~2026년 상반기
본계약 예상 시기	2027년 1월
계약 규모	145~220대
경쟁 업체	록히드마틴&한국항공우주, 보잉&사브, 텍스트론&레오나르도 등
우선 평가 요소	전력화 가능 시기, 기술적 성숙도 및 리스크, 수명주기 전체 비용

자료: 한국투자증권

자주포 현대화 사업 도전

UJTS에 더해 K9 자주포와 비궁의 미국 수출 가능성 역시 존재한다. 미국은 자주포 현대화 사업을 추진하고 있으며, 성능 시연을 위해 한화에어로스페이스를 포함한 글로벌 5개 업체를 선정했다. 경쟁 평가 테스트를 통해 2027년 사업자 선정 후 2030년 실전 배치할 것으로 전망한다. 현재 미국이 운용 중인 자주포는 약 700대로 파악되며, 이를 고려할 때 사업 규모는 10조원 이상으로 추정한다. K9은 글로벌 자주포 시장 점유율 1위에 해당하는 제품으로, 다수의 레퍼런스를 확보했다. 또한 한화에어로스페이스는 공급망 병목을 겪고 있는 경쟁 업체 대비 빠른 공급이 가능하다. 이와 같은 강점은 향후 사업 진행 과정에서 핵심 경쟁력으로 작용할 것이다.

<표 16> 자주포 현대화 사업 개요

구분	내용
사업명	자주포 현대화 사업
주요 업체	Hanwha Defense USA, Rheinmetall, BAE BOFORS, General Dynamics, Elbit Systems
평가 항목	사거리, 발사속도, 기동성, 생존성, 신뢰성, 지원성, 치명성 등
사업 목표	실전 투입 가능한 성숙 기술 기반 자주포 신속 조달, 포병 전력 현대화
향후 전망	2025년 이후 미 육군 차세대 자주포 조달 방향 결정

자료: 한국투자증권

<표 17> 자주포 사업 업체별 경쟁력

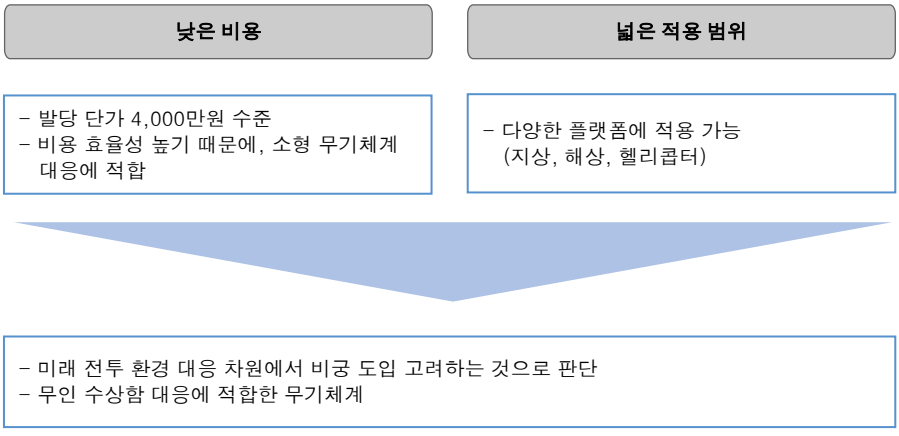
구분	한화에어로스페이스 (K9A2)	Rheinmetall (RCH 155 등)	BAE BOFORS	General Dynamics
사거리	40km(일반탄)	유사(155mm/52구경)	유사	유사
발사속도	6발/분, 3발/15초	유사	유사	유사
자동화	자동장전 등 첨단 자동화	일부 자동화	일부 자동화	일부 자동화
생산속도	180일(2~3배 빠름)	상대적으로 느림	미공개	미공개

자료: 한국투자증권

비궁 수출 모멘텀 유효

LIG넥스원의 비궁 역시 2024년 FCT(Foreign Comparative Testing) 완료 후 수출 계약을 기다리고 있는 상황이다. 미국은 무인 수상함 대응 차원에서 비궁 도입을 고려하는 것으로 판단한다. 무인 체계 대응 과정에서 무기체계 비용 효율성과 범용성의 중요성이 커지고 있다. 발당 4,000만원 수준의 낮은 단가와 육해공을 아우르는 넓은 적용 범위를 고려했을 때, 비궁의 경쟁 무기체계가 없는 상황이다. 이에 따라 향후 도입 예산 편성 시 수출 계약이 체결될 것으로 전망한다.

[그림 42] 미국 비궁 도입 고려 이유



자료: 한국투자증권

This page is left blank intentionally

기업분석

현대로템(064350)

한화에어로스페이스(012450)

LIG넥스원(079550)

한국항공우주(047810)

한화시스템(272210)

현대로템(064350)

매수(유지) / TP: 320,000원(유지)

주가(11/21, 원)	182,800
시가총액(십억원)	19,951
발행주식수(백만)	109
52주 최고/최저가(원)	244,500/44,450
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	189,032
유동주식비율(%)	66.2
외국인지분율(%)	32.9
주요주주(%) 현대자동차 외 3 인	33.8
국민연금공단	8.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	3,587	210	161	1,475	(18.6)	250	18.0	9.8	1.7	10.1	0.4
2024A	4,377	457	407	3,728	152.7	504	13.3	9.9	2.7	21.8	0.4
2025F	5,912	1,015	767	7,024	88.4	1,072	26.0	17.7	6.4	29.8	0.2
2026F	7,146	1,282	1,039	9,523	35.6	1,346	19.2	13.4	4.9	28.9	0.2
2027F	8,553	1,757	1,438	13,173	38.3	1,826	13.9	9.2	3.6	30.0	0.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

전성기가 멀지 않았다

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
60	72	61	50

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(13.6)	52.8	194.4
상대주가(%p)	(14.3)	6.1	139.0

주가추이

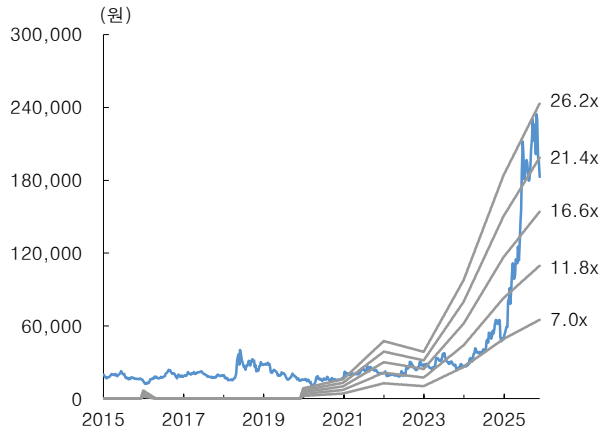
해외 매출 성장이 이끄는 실적 개선: K2 전차 생산 증가에 따라 매출 성장이 지속될 것이다. 수출 확대가 예상되기 때문에, 생산 슬롯 확보가 필요하다. 이에 따라 증설 작업이 진행되고 있으며, 이미 계약 체결을 완료한 폴란드 2차 사업의 생산 일정을 앞당길 것으로 예상한다. 이를 고려한 2026년과 2027년 해외 방산 매출액은 각각 3조 593억원(+31.5% YoY)과 4조 1,591억원(+35.9% YoY)으로 전망한다. 수익성 높은 해외 매출 성장에 따라 이익률이 개선되면서, 2026년과 2027년 방산 영업이익은 전년대비 각각 26.6%와 38.6% 증가할 것이다.

풍부한 2026년 수출 모멘텀: 2025년부터 기대감이 커지기 시작한 수출 파이프라인의 계약 체결이 2026년 발생할 것이다. 먼저 이라크의 경우 중동형 K2 전차 모델의 개발 완료와 함께 진행 속도가 빨라질 것으로 예상한다. 개발 완료 시점은 2026년 1분기로 전망한다. 또한 루마니아의 재원 조달 문제 역시 해소되고 있다. 루마니아 국방부는 자국 의회에 전차 구매를 위한 사전 승인 요청서를 제출한 것으로 파악되며, 이에 따라 도입 사업이 본격화될 것이다. 경쟁 업체 대비 빠른 납품 속도를 고려했을 때, 사업 수주 가능성이 높다고 판단한다. 이에 더해 폴란드 잔여 물량 640대 중 일부에 대한 추가 계약이 연내 체결될 것으로 전망한다.

2026년을 바라보고 매수할 때: 매수의견과 목표주가 320,000원(목표 PER 25.3배)을 유지한다. 3분기 실적 발표 이후 수출 모멘텀 지연과 이익 개선 속도 둔화에 대한 우려가 커지면서 주가가 25.2% 하락했다. 이에 따른 2027년 PER 13.9배로, 유럽 피어 평균과 비교해 할인폭이 커졌다. 그러나 2026년 가시화될 프로젝트가 다수 존재하며, 수출용 K2 전차 생산량 증가에 따른 해외 매출 및 이익 개선이 예정되어 있다. 또한 2025~2027년 EPS 연평균 성장률 36.9%로, 유럽 평균 21.4%를 15.5%p 상회한다. 이익 개선 속도와 2026년 수출 모멘텀을 고려했을 때 밸류에이션 할인 과도하다고 판단하며, 업종 최선호주로 제시한다.

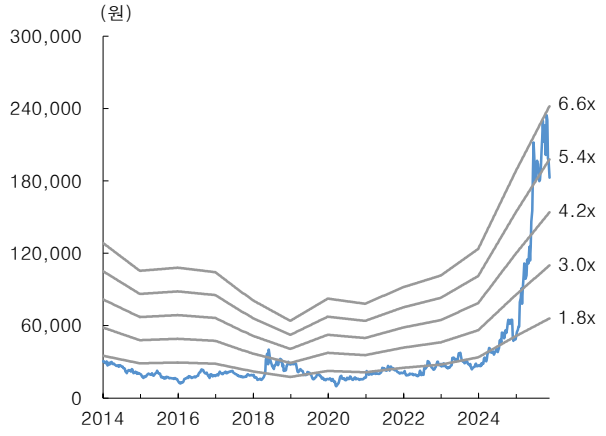
장남현
nh.jang@koreainvestment.com

[그림 43] 12개월 선행 PER



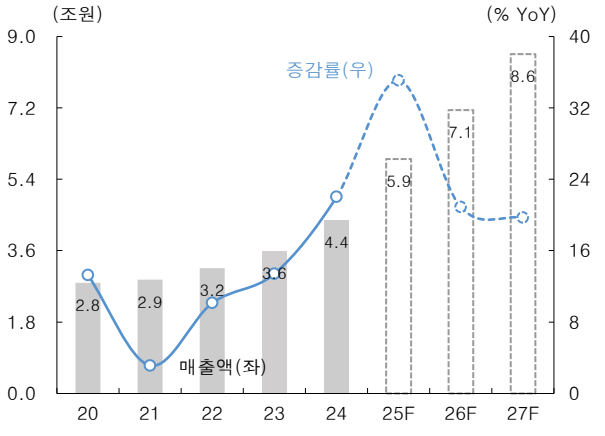
자료: 한국투자증권

[그림 44] 12개월 선행 PBR



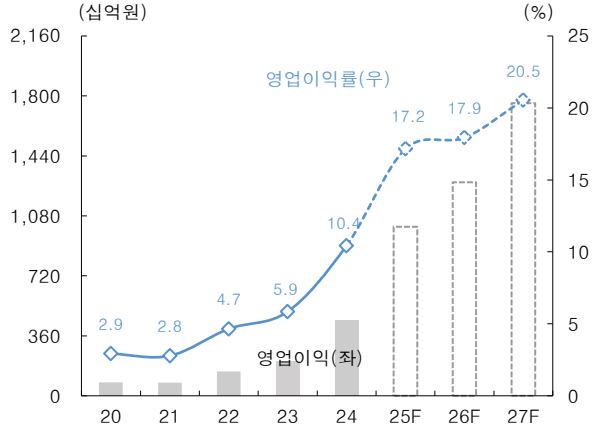
자료: 한국투자증권

[그림 45] 매출액 전망



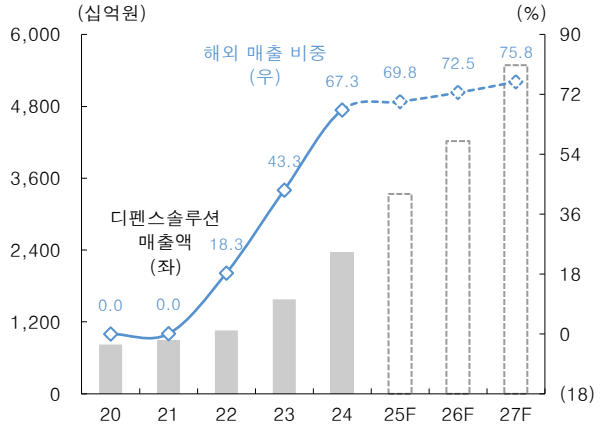
자료: 현대로템, 한국투자증권

[그림 46] 영업이익 전망



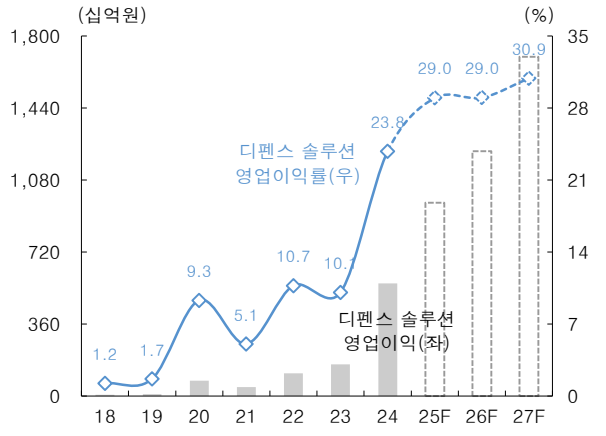
자료: 현대로템, 한국투자증권

[그림 47] 해외 방산 매출 비중



자료: 현대로템, 한국투자증권

[그림 48] 방산 영업이익



자료: 현대로템, 한국투자증권

<표 18> 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(연결)	1,176.1	1,417.6	1,619.6	1,698.4	1,569.2	1,769.8	1,852.3	1,954.7	4,376.6	5,911.9	7,146.1	8,552.9
레일솔루션	402.5	527.4	540.6	568.9	467.6	592.3	616.0	693.3	1,495.6	2,039.4	2,369.3	2,482.4
디펜스솔루션	657.9	761.4	936.1	980.7	981.3	1,043.5	1,087.6	1,106.5	2,365.2	3,336.1	4,218.9	5,490.3
에코솔루션	115.7	128.9	142.9	148.9	120.3	134.1	148.7	154.9	515.8	536.4	557.9	580.2
매출액 증감률(연결)	*57.3*	*29.5*	*48.1*	*17.9*	*33.4*	*24.8*	*14.4*	*15.1*	*22.0*	*35.1*	*20.9*	*19.7*
레일솔루션	*45.6*	*34.7*	*32.4*	*35.6*	*16.2*	*12.3*	*13.9*	*21.9*	*(3.7)*	*36.4*	*16.2*	*4.8*
디펜스솔루션	*106.9*	*34.9*	*60.1*	*9.2*	*49.2*	*37.0*	*16.2*	*12.8*	*49.9*	*41.0*	*26.5*	*30.1*
에코솔루션	*(24.6)*	*(7.0)*	*42.2*	*20.8*	*4.0*	*4.0*	*4.0*	*4.0*	*13.2*	*4.0*	*4.0*	*4.0*
영업이익(연결)	202.9	257.6	277.7	277.0	298.1	315.5	332.8	335.5	456.6	1,015.2	1,281.9	1,757.0
전년대비 증감률	*354.0*	*128.4*	*102.1*	*71.3*	*47.0*	*22.5*	*19.8*	*21.1*	*117.4*	*122.3*	*26.3*	*37.1*
영업이익률	*17.2*	*18.2*	*17.1*	*16.3*	*19.0*	*17.8*	*18.0*	*17.2*	*10.4*	*17.2*	*17.9*	*20.5*
순이익(연결)	158.4	190.6	198.5	219.1	242.7	257.9	272.9	265.9	376.0	766.6	1,039.3	1,437.7
전년대비 증감률	*181.6*	*88.1*	*90.5*	*51.0*	*53.2*	*35.3*	*37.5*	*21.3*	*135.7*	*103.9*	*35.6*	*38.3*
순이익률	*13.5*	*13.4*	*12.3*	*12.9*	*15.5*	*14.6*	*14.7*	*13.6*	*8.6*	*13.0*	*14.5*	*16.8*

자료: 현대로템, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**3,587**	**4,377**	**5,912**	**7,146**	**8,553**
매출원가	3,123	3,548	4,474	5,792	6,933
매출총이익	464	829	1,438	1,354	1,620
판매관리비	254	372	423	72	(137)
영업이익	**210**	**457**	**1,015**	**1,282**	**1,757**
영업이익률(%)	*5.9*	*10.4*	*17.2*	*17.9*	*20.5*
EBITDA	250	504	1,072	1,346	1,826
EBITDA Margin(%)	*7.0*	*11.5*	*18.1*	*18.8*	*21.3*
영업외수익	(29)	53	(51)	25	51
금융수익	48	75	111	42	70
금융비용	47	52	73	16	19
기타영업외손익	(29)	30	(89)	0	0
관계기업관련손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	**181**	**510**	**964**	**1,307**	**1,808**
법인세비용	24	104	197	267	370
연결당기순이익	157	405	767	1,039	1,438
지배주주지분순이익	**161**	**407**	**767**	**1,039**	**1,438**
지배주주순이익률(%)	*4.5*	*9.3*	*13.0*	*14.5*	*16.8*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	13.4	22.0	35.1	20.9	19.7
영업이익 증가율	42.4	117.4	122.3	26.3	37.1
지배주주순이익 증가율	(18.6)	152.7	88.4	35.6	38.3
EPS 증가율	(18.6)	152.7	88.4	35.6	38.3
EBITDA 증가율	34.5	101.4	112.9	25.5	35.7

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**5,241**	**5,285**	**6,927**	**8,455**	**10,369**
유동자산	3,690	3,686	5,120	6,521	8,297
현금성자산	396	472	1,091	2,031	3,290
매출채권및기타채권	405	965	1,304	1,576	1,886
재고자산	269	316	426	515	617
비유동자산	1,551	1,599	1,808	1,934	2,073
투자자산	54	55	75	90	108
유형자산	1,234	1,292	1,393	1,433	1,472
무형자산	92	104	141	170	204
부채총계	**3,595**	**3,276**	**3,856**	**4,394**	**4,919**
유동부채	3,205	3,020	3,461	3,922	4,363
매입채무및기타채무	1,012	670	905	1,094	1,309
단기차입금및단기사채	83	60	104	191	202
유동성장기부채	253	262	222	185	155
비유동부채	390	256	396	471	556
사채	115	0	50	50	50
장기차입금및금융부채	142	23	30	39	49
자본총계	**1,647**	**2,009**	**3,071**	**4,061**	**5,450**
지배주주지분	1,680	2,045	3,107	4,097	5,486
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	317	689	1,423	2,413	3,801
비지배주주지분	**(33)**	**(36)**	**(36)**	**(36)**	**(36)**
순차입금	(413)	(419)	(978)	(1,857)	(3,126)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**734**	**142**	**501**	**1,097**	**1,500**
당기순이익	157	405	767	1,039	1,438
유형자산감가상각비	27	33	36	39	39
무형자산상각비	13	14	21	25	30
자산부채변동	437	(541)	(377)	(50)	(57)
기타	100	231	54	44	50
투자활동현금흐름	**(270)**	**233**	**90**	**(168)**	**(182)**
유형자산투자	(55)	(81)	(137)	(79)	(79)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(196)	342	308	(16)	(18)
무형자산순증	(26)	(30)	(57)	(54)	(63)
기타	7	2	(24)	(19)	(22)
재무활동현금흐름	**(576)**	**(300)**	**28**	**11**	**(58)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(580)	(291)	61	60	(9)
배당금지급	0	(11)	(22)	(33)	(49)
기타	4	2	(11)	(16)	0
기타현금흐름	3	1	0	0	0
현금의증가	**(110)**	**76**	**619**	**940**	**1,259**
FCF	708	31	344	950	1,325

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,475	3,728	7,024	9,523	13,173
BPS	15,391	18,737	28,466	37,539	50,262
DPS	100	200	300	450	450
수익성(%)					
ROA	3.1	7.7	12.6	13.5	15.3
ROE	10.1	21.8	29.8	28.9	30.0
배당수익률	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
배당성향	6.8	5.4	4.3	4.7	3.4
안정성					
부채비율(x)	218.2	163.1	125.6	108.2	90.3
차입금/자본총계비율(%)	36.1	17.5	13.4	11.6	8.5
이자보상배율(x)	7.3	27.5	57.8	77.8	93.1
순차입금/EBITDA(x)	(1.7)	(0.8)	(0.9)	(1.4)	(1.7)
Valuation(x)					
PER	18.0	13.3	26.0	19.2	13.9
최고	27.3	18.6	35.5	26.2	18.9
최저	15.6	6.8	7.1	5.2	3.8
PBR	1.7	2.7	6.4	4.9	3.6
최고	2.6	3.7	8.8	6.6	5.0
최저	1.5	1.4	1.7	1.3	1.0
PSR	0.8	1.2	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	9.8	9.9	17.7	13.4	9.2

한화에어로스페이스(012450)

매수(유지) / TP: 1,500,000원(상향)

주가(11/21, 원)	869,000
시가총액(십억원)	44,809
발행주식수(백만)	52
52주 최고/최저가(원)	1,107,000/274,733
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	224,081
유동주식비율(%)	62.6
외국인지분율(%)	44.0
주요주주(%) 한화 외 6 인	35.8
국민연금공단	7.9

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	7,890	594	818	15,843	317.7	933	8.0	10.5	1.8	25.6	1.4
2024A	11,240	1,732	2,299	45,961	190.1	2,063	7.0	13.9	3.0	53.9	1.1
2025F	26,794	3,544	1,750	34,016	(26.0)	4,078	25.5	13.5	4.7	24.0	0.5
2026F	30,049	4,636	2,544	49,444	45.4	5,280	17.6	10.6	3.8	23.6	0.6
2027F	35,560	5,543	3,056	59,400	20.1	6,274	14.6	8.6	3.0	22.9	0.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

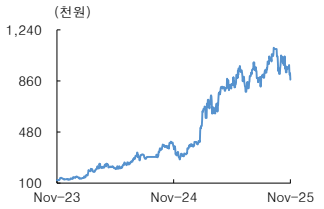
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
59	51	64	61

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.8)	3.8	147.5
상대주가(%p)	(11.5)	(42.9)	92.2

주가추이



마침표 없는 성장 스토리

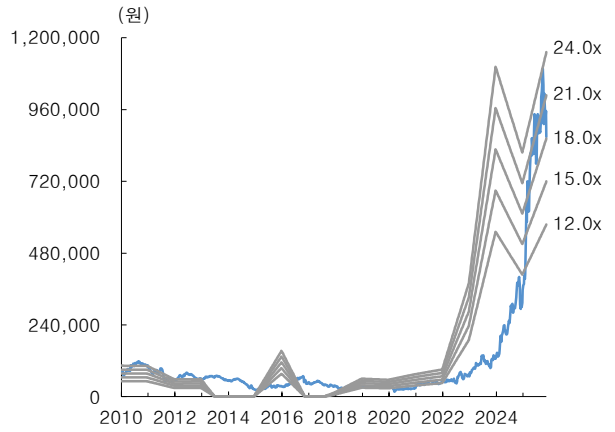
수출 마진이 계속 좋아질 것: 이미 빠른 속도로 납품 중인 폴란드 K9 및 천무 인도 물량이 증가하는 가운데 이집트, 호주, 유럽 장약 등 해외 사업 매출 인식이 늘어날 예정이다. 주목할 점은 수출 마진이다. 2025년 3분기 기타 수출 사업의 영업이익률이 38%를 초과하면서, 시장 기대치를 상회했다. 이미 마진이 높다고 가정한 폴란드 수출 사업의 이익률이 꾸준히 성장하는 가운데, 다른 사업들의 수익성 역시 예상대비 빠르게 좋아지고 있는 것이다. 이는 영업이익 증가 속도에 대한 기대치를 높일 수 있는 근거이다. 이에 따라 2026년 영업이익은 4조 6,359억원(+30.8% YoY, OPM 15.4%)을 기록할 것으로 전망한다.

2026년 수출 모멘텀 다수 확보: 안정적인 실적 개선에 더해 방산 업체 중 가장 많은 수출 파이프라인을 확보하고 있다. 해당 수출 파이프라인들이 2026년에 실제 계약으로 이어지면서 수주잔고가 늘어날 것이다. 특히 중동과 유럽을 중심으로 한 신규 수주가 이어질 것이다. 구체적으로 사우디아라비아와 장갑차, 자주포, 다연장 로켓 등 다수의 무기체계를 포함한 수출 계약을 논의 중이며, 계약 규모는 20조원 이상으로 추정한다. 이에 더해 루마니아 장갑차 도입 사업이 본격화되면서 레드백 수출을 위한 경쟁이 진행 중이며, 계약 규모는 4조원 이상으로 전망한다. 또한 유럽 국가로의 추진 장약 수출 역시 꾸준히 발생하면서 이익 개선에 기여할 것이다.

가장 빠르게, 가장 꾸준히 성장하는 기업: 매수의견을 유지하고, 목표주가를 1,500,000원으로 3.4% 상향 조정한다. 목표주가는 2027년 EPS 추정치에 목표 PER 25.3배를 적용해 산출했다. 목표 PER은 유럽 방산 업체 2027년 PER 평균이다. 현재 2027년 PER 14.6배로, 유럽 피어 평균 대비 낮다. 그러나 2025~2027년 EPS 연평균 성장률은 32.1%로 유럽 피어 평균 21.4%를 10.7%p 상회한다. 또한 유럽 내부로 수주 모멘텀이 국한된 유럽 업체와 달리 중동, 유럽, 미국 등 광범위한 수출 파이프라인을 확보하고 있다. 이익 개선 속도와 수출 지역 확장성을 고려했을 때, 밸류에이션 할인의 근거가 없다고 판단한다.

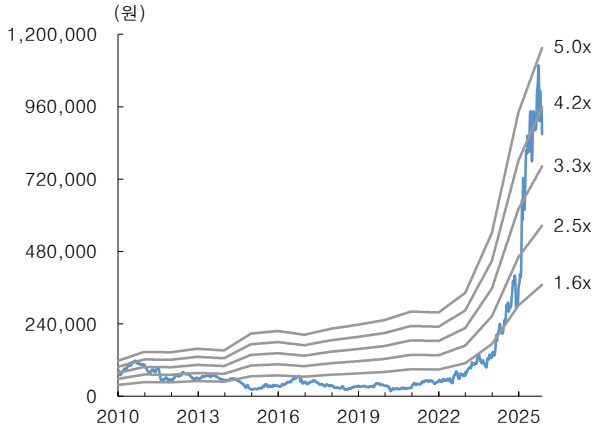
장남현
nh.jang@koreainvestment.com

[그림 49] 12개월 선행 PER



자료: 한국투자증권

[그림 50] 12개월 선행 PBR



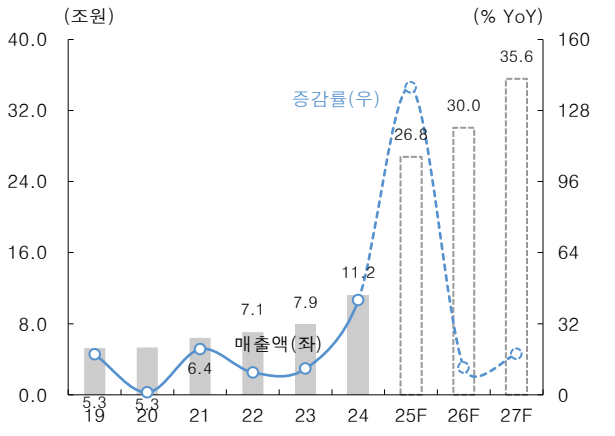
자료: 한국투자증권

<표 19> 목표주가 1,500,000원

구분	단위	내용	비고
2027년 EPS	원	59,484	
목표 PER	배	25.3	글로벌 PEER 평균
목표주가	원	1,500,000	
현재주가	원	905,000	2025년 11월 19일 종가
상승여력	%	65.7	

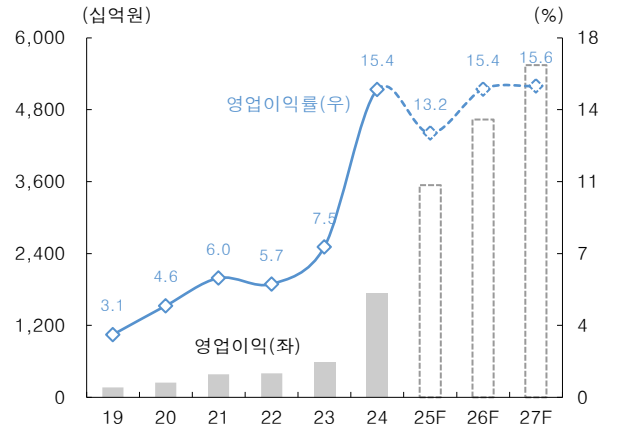
자료: 한국투자증권

[그림 51] 매출액 추이



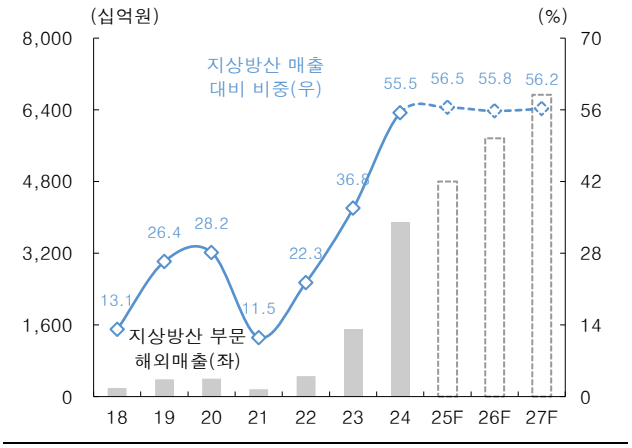
자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 52] 영업이익 추이



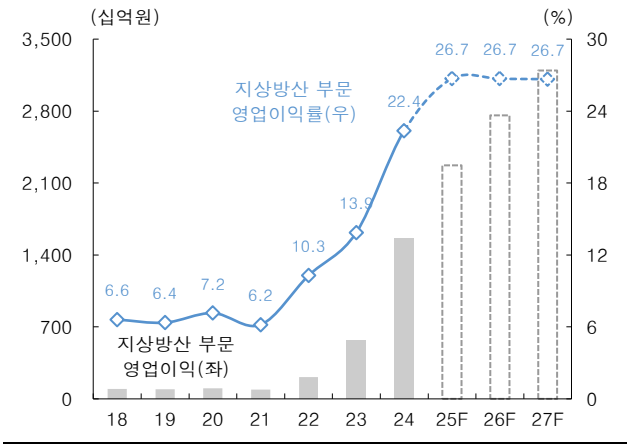
자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 53] 지상방산 해외 매출



자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 54] 지상방산 영업이익



자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

<표 20> 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(연결)	5,484.2	6,311.0	6,476.3	8,522.3	6,059.7	6,913.1	7,352.3	9,724.0	11,240.1	26,793.8	30,049.0	35,560.4
지상방산	1,157.5	1,773.2	2,109.9	3,468.0	1,656.1	2,151.6	2,683.4	3,846.6	7,005.6	8,508.6	10,337.8	11,988.8
항공우주	530.9	648.9	604.0	639.7	633.7	774.4	718.1	763.0	2,045.5	2,423.5	2,889.2	3,341.7
한화시스템	690.1	768.2	807.7	1,397.7	876.5	959.7	1,000.4	1,790.1	2,803.7	3,663.6	4,626.8	5,351.2
한화오션	3,143.1	3,294.1	3,023.0	3,275.0	3,026.0	3,160.0	3,083.0	3,457.0	-	12,735.2	12,726.0	15,368.0
매출액 증감률(연결)	*278.4*	*170.3*	*146.1*	*76.6*	*10.5*	*9.5*	*13.5*	*14.1*	*42.5*	*138.4*	*12.1*	*18.3*
지상방산	*76.6*	*33.4*	*27.4*	*3.1*	*43.1*	*21.3*	*27.2*	*10.9*	*69.5*	*21.5*	*21.5*	*16.0*
항공우주	*23.6*	*19.6*	*26.4*	*7.5*	*19.4*	*19.3*	*18.9*	*19.3*	*27.0*	*18.5*	*19.2*	*15.7*
한화시스템	*26.8*	*11.8*	*26.4*	*49.8*	*27.0*	*24.9*	*23.9*	*28.1*	*14.3*	*30.7*	*26.3*	*15.7*
한화오션	-	-	-	-	*(3.7)*	*(4.1)*	*2.0*	*5.6*	-	-	*(0.1)*	*20.8*
영업이익(연결)	560.7	864.5	856.4	1,262.5	932.4	1,063.4	1,183.0	1,457.1	1,731.9	3,544.2	4,635.9	5,543.1
전년대비 증감률	*3,060.1*	*156.4*	*79.5*	*40.3*	*66.3*	*23.0*	*38.1*	*15.4*	*191.4*	*104.6*	*30.8*	*19.6*
영업이익률	*10.2*	*13.7*	*13.2*	*14.8*	*15.4*	*15.4*	*16.1*	*15.0*	*15.4*	*13.2*	*15.4*	*15.6*
순이익(연결)	86.6	199.4	486.5	977.6	280.9	488.3	539.7	1,234.9	2,298.9	1,750.1	2,543.8	3,056.0
전년대비 증감률	*NM*	*35.5*	*52.8*	*(47.1)*	*224.5*	*144.9*	*10.9*	*26.3*	*181.2*	*(23.9)*	*45.4*	*20.1*
순이익률	*1.6*	*3.2*	*7.5*	*11.5*	*4.6*	*7.1*	*7.3*	*12.7*	*20.5*	*6.5*	*8.5*	*8.6*

자료: 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**7,890**	**11,240**	**26,794**	**30,049**	**35,560**
매출원가	6,462	8,370	20,689	23,191	27,444
매출총이익	1,428	2,870	6,105	6,858	8,116
판매관리비	834	1,138	2,561	2,222	2,573
영업이익	**594**	**1,732**	**3,544**	**4,636**	**5,543**
영업이익률(%)	*7.5*	*15.4*	*13.2*	*15.4*	*15.6*
EBITDA	933	2,063	4,078	5,280	6,274
EBITDA Margin(%)	*11.8*	*18.4*	*15.2*	*17.6*	*17.6*
영업외수익	537	915	(608)	(369)	(416)
금융수익	1,131	374	1,022	394	383
금융비용	367	495	1,438	546	540
기타영업외손익	(243)	932	(188)	(210)	(249)
관계기업관련손익	16	105	(6)	(6)	(10)
세전계속사업이익	**1,131**	**2,647**	**2,936**	**4,267**	**5,127**
법인세비용	232	136	602	876	1,052
연결당기순이익	977	2,540	2,333	3,392	4,075
지배주주지분순이익	**818**	**2,299**	**1,750**	**2,544**	**3,056**
지배주주순이익률(%)	*10.4*	*20.5*	*6.5*	*8.5*	*8.6*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	11.7	42.5	138.4	12.1	18.3
영업이익 증가율	48.4	191.4	104.6	30.8	19.6
지배주주순이익 증가율	318.5	181.2	(23.9)	45.4	20.1
EPS 증가율	317.7	190.1	(26.0)	45.4	20.1
EBITDA 증가율	40.8	121.0	97.7	29.5	18.8

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**19,543**	**43,337**	**49,402**	**52,323**	**58,144**
유동자산	9,192	22,868	28,082	28,729	33,446
현금성자산	1,806	2,968	7,186	6,789	10,409
매출채권및기타채권	2,119	8,884	9,328	9,794	10,284
재고자산	2,869	6,290	6,605	6,935	7,282
비유동자산	10,351	20,469	21,321	23,594	24,698
투자자산	3,942	2,416	2,429	3,229	3,252
유형자산	3,410	8,320	9,304	10,288	10,822
무형자산	2,203	7,744	8,131	8,538	8,965
부채총계	**14,859**	**31,973**	**32,842**	**32,568**	**34,562**
유동부채	12,077	25,516	25,579	25,772	26,693
매입채무및기타채무	1,879	4,270	4,453	4,994	5,910
단기차입금및단기사채	1,374	5,153	5,083	4,854	4,784
유동성장기부채	1,165	965	915	796	871
비유동부채	2,782	6,456	9,153	9,858	10,932
사채	642	1,707	1,707	1,722	1,737
장기차입금및금융부채	1,001	2,916	3,076	3,236	3,396
자본총계	**4,684**	**11,364**	**16,560**	**19,755**	**23,582**
지배주주지분	3,528	4,995	9,593	11,925	14,719
자본금	266	240	262	262	262
자본잉여금	192	207	2,485	2,485	2,485
기타자본	(2)	(738)	(21)	(21)	(21)
이익잉여금	2,627	4,747	6,284	8,573	11,323
비지배주주지분	**1,156**	**6,369**	**6,967**	**7,829**	**8,863**
순차입금	2,350	7,505	3,291	3,477	(3)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**1,390**	**1,393**	**3,903**	**3,745**	**6,520**
당기순이익	977	2,540	2,333	3,392	4,075
유형자산감가상각비	261	259	416	521	602
무형자산상각비	78	72	118	123	130
자산부채변동	462	(903)	1,080	(247)	230
기타	(388)	(575)	(44)	(44)	1,483
투자활동현금흐름	**(3,029)**	**(1,367)**	**(1,945)**	**(2,866)**	**(1,754)**
유형자산투자	(453)	(578)	(1,402)	(1,507)	(1,137)
유형자산매각	3	2	2	2	2
투자자산순증	(2,393)	(709)	25	(762)	10
무형자산순증	(118)	(149)	(505)	(530)	(557)
기타	(68)	67	(65)	(69)	(72)
재무활동현금흐름	**368**	**1,066**	**2,261**	**(1,276)**	**(1,145)**
자본의증가	0	248	2,300	0	0
차입금의순증	445	1,233	40	(173)	180
배당금지급	(51)	(120)	(159)	(213)	(255)
기타	(26)	(295)	80	(890)	(1,070)
기타현금흐름	8	70	0	0	0
현금의증가	**(1,263)**	**1,161**	**4,219**	**(397)**	**3,620**
FCF	1,196	(7,056)	3,854	2,398	4,210

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	15,843	45,961	34,016	49,444	59,400
BPS	68,605	108,270	186,455	231,685	285,860
DPS	1,771	3,443	4,132	4,959	5,950
수익성(%)					
ROA	5.6	8.1	5.0	6.7	7.4
ROE	25.6	53.9	24.0	23.6	22.9
배당수익률	1.4	1.1	0.5	0.6	0.7
배당성향	11.1	6.9	12.1	10.0	10.0
안정성					
부채비율(x)	317.2	281.3	198.3	164.9	146.6
차입금/자본총계비율(%)	90.9	98.5	67.8	56.0	47.6
이자보상배율(x)	4.0	7.1	7.9	11.8	14.3
순차입금/EBITDA(x)	2.5	3.6	0.8	0.7	(0.0)
Valuation(x)					
PER	8.0	7.0	25.5	17.6	14.6
최고	9.7	9.1	33.1	22.8	19.0
최저	4.2	2.8	9.6	6.6	5.5
PBR	1.8	3.0	4.7	3.8	3.0
최고	2.2	3.9	6.0	4.9	3.9
최저	1.0	1.2	1.7	1.4	1.1
PSR	0.8	1.4	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.5	13.9	13.5	10.6	8.6

LIG넥스원(079550)

매수(유지) / TP: 700,000원(유지)

주가(11/21, 원)	402,000
시가총액(십억원)	8,844
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	631,000/171,100
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	90,106
유동주식비율(%)	60.9
외국인지분율(%)	29.4
주요주주(%) 엘아이지 외 8 인	38.2
국민연금공단	10.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	2,309	186	175	8,028	42.3	255	16.3	10.6	2.7	17.6	1.5
2024A	3,276	230	222	10,173	26.7	309	21.7	15.5	4.0	19.6	1.1
2025F	4,204	362	319	14,635	43.9	450	27.5	19.2	6.1	24.1	0.9
2026F	4,931	470	413	18,927	29.3	560	21.2	14.8	5.1	26.0	1.1
2027F	6,052	652	574	26,290	38.9	742	15.3	10.6	4.1	29.4	1.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이제 다시 사야할 때

수출 마진 개선 시작: 수출 사업의 수익성 개선이 2026년부터 빠르게 진행될 것이다. 양산 매출이 증가하면서 2026년과 2027년 해외 매출액은 각각 전년대비 18.7%와 40.4% 개선될 것이다. 또한 영업이익률이 2~3% 수준인 인도네시아 사업이 2025년 4분기에 대부분 마무리되면서 비중이 줄어들 것이다. 이에 따라 양산 사업의 높은 수익성이 수출 영업이익에 그대로 반영될 것이다. 이를 고려한 수출 사업 영업이익률은 24.2%로 추정한다. 이에 따라 2026년과 2027년 영업이익은 각각 4,700억원(+30.0% YoY, OPM 9.5%)과 6,516억원(+38.6% YoY, OPM 10.8%)을 기록할 것으로 전망한다.

수주 모멘텀은 국내에서 해외로: LIG넥스원은 한국 방공망 구축의 핵심 사업자다. 2026년에도 L-SAM 양산과 장사정포요격체계 개발의 체계 종합 업체로서 방공망 고도화를 주도할 것이다. 국내 프로젝트 수행을 통해 쌓인 레퍼런스는 추후 수출로 이어질 것이다. 특히 UAE와 사우디아라비아 등 중동 국가들의 관심이 지속되고 있다. 이미 수출 계약을 체결한 천궁-II의 인도가 진행되는 동시에, L-SAM 수출을 위한 논의가 진전되면서 신규 수주로 이어질 것이다.

절호의 매수 기회: 매수의견과 목표주가 700,000원(목표 PER 25.3배)을 유지한다. 3분기 실적 발표 이후 주가는 16.4% 하락했다. 보수적인 회사 가이던스로 인해 4분기 영업이익 부진에 대한 우려가 커졌기 때문이다. 이에 따라 현재 2027년 PER 15.3배로, 유럽 피어 평균과 비교해 낮다. 그러나 가파른 이익 개선 속도와 중장기 수출 모멘텀을 고려했을 때, 이러한 할인폭은 과도하다. 2025~2027년 EPS 연평균 성장률 34.1%로, 유럽 피어 평균 21.4%를 12.7%p 상회한다. 또한 중동에서 천궁-II, L-SAM, LAMD로 이어지는 중장기 수출 파이프라인을 확보한 상태로, 지속적인 신규수주가 예상된다.

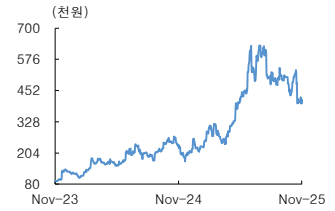
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
67	75	61	66

주가상승률

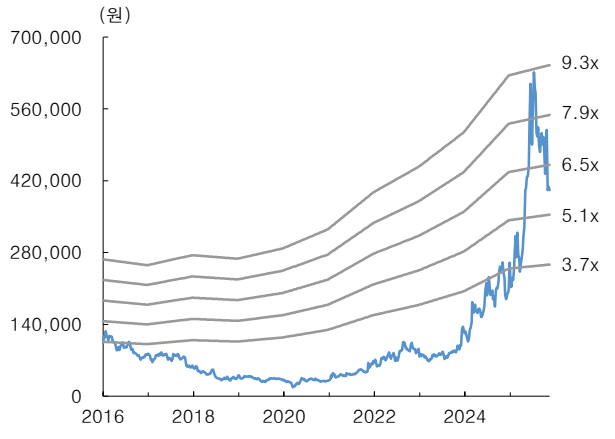
	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.4)	(3.9)	80.7
상대주가(%p)	(10.1)	(50.7)	25.3

주가추이



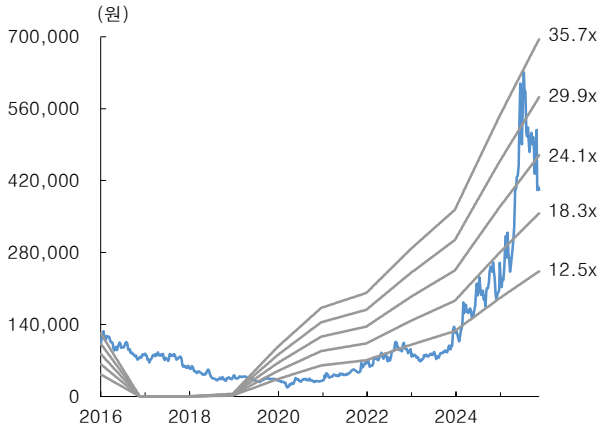
장남현
nh.jang@koreainvestment.com

[그림 55] 12개월 선행 PBR



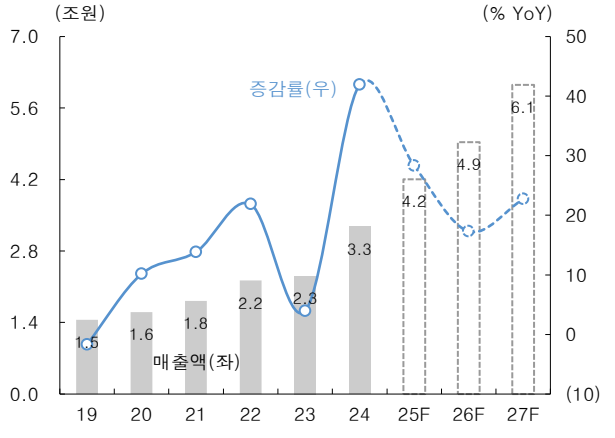
자료: 한국투자증권

[그림 56] 12개월 선행 PER



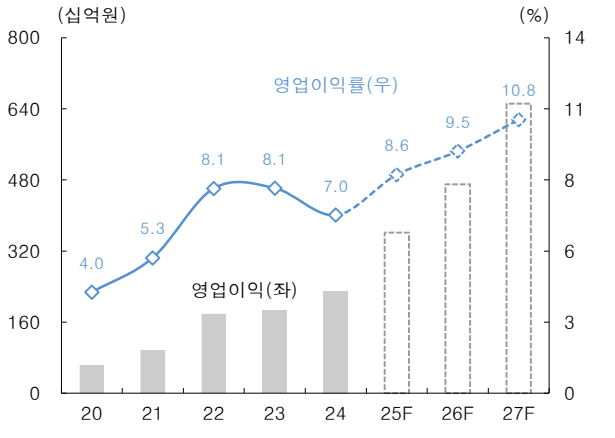
자료: 한국투자증권

[그림 57] 매출액 추이



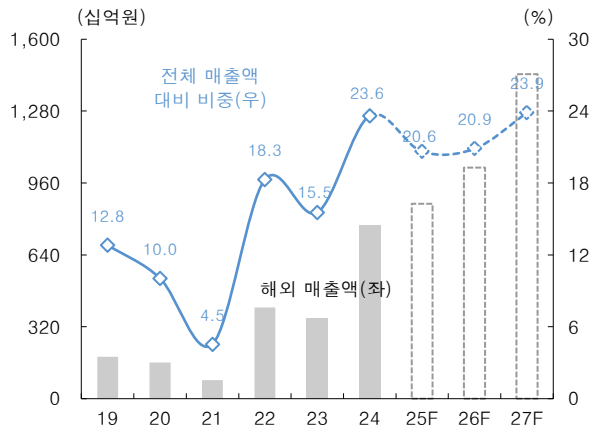
자료: LIG넥스원, 한국투자증권

[그림 58] 영업이익 추이



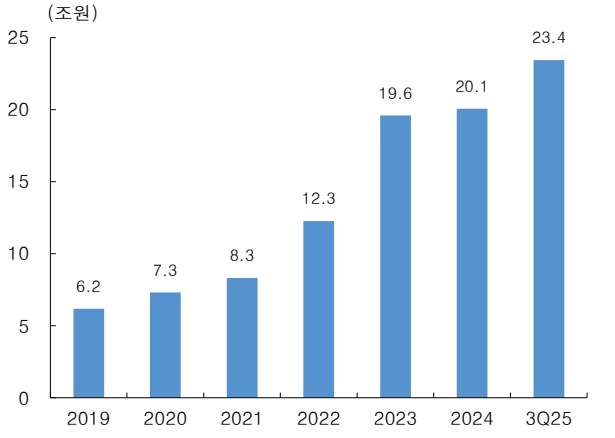
자료: LIG넥스원, 한국투자증권

[그림 59] 해외 매출 비중 증가



자료: LIG넥스원, 한국투자증권

[그림 60] 수주잔고 증가 추세 지속



자료: LIG넥스원, 한국투자증권

<표 21> 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(연결)	907.6	945.4	1,049.2	1,301.6	1,079.0	1,084.9	1,279.8	1,487.5	3,276.3	4,203.8	4,931.3	6,052.0
국내	746.7	784.9	883.2	922.0	873.3	858.6	1,032.9	1,137.8	2,502.5	3,336.8	3,902.5	4,608.0
해외	160.9	160.5	166.0	379.6	205.8	226.3	246.9	349.8	773.8	867.0	1,028.8	1,444.0
매출액 증감률(연결)	*18.9*	*56.3*	*41.7*	*11.5*	*18.9*	*14.8*	*22.0*	*14.3*	*41.9*	*28.3*	*17.3*	*22.7*
국내	*70.6*	*50.2*	*49.6*	*(3.1)*	*17.0*	*9.4*	*17.0*	*23.4*	*28.3*	*33.3*	*17.0*	*18.1*
해외	*(50.6)*	*95.8*	*10.8*	*75.6*	*27.8*	*41.0*	*48.7*	*(7.9)*	*115.9*	*12.0*	*18.7*	*40.4*
영업이익(연결)	113.6	77.6	89.6	80.8	112.1	104.6	126.2	127.1	229.8	361.6	470.0	651.6
전년대비 증감률	*69.6*	*57.9*	*72.5*	*31.0*	*(1.3)*	*34.9*	*40.9*	*57.2*	*23.3*	*57.4*	*30.0*	*38.6*
영업이익률	*12.5*	*8.2*	*8.5*	*6.2*	*10.4*	*9.6*	*9.9*	*8.5*	*7.0*	*8.6*	*9.5*	*10.8*
순이익(연결)	84.2	105.2	59.3	70.7	99.6	93.1	111.9	108.9	221.7	319.4	413.5	574.3
전년대비 증감률	*39.0*	*130.4*	*38.0*	*(2.5)*	*18.3*	*(11.5)*	*88.6*	*54.0*	*26.7*	*44.1*	*29.4*	*38.9*
순이익률	*9.3*	*11.1*	*5.7*	*5.4*	*9.2*	*8.6*	*8.7*	*7.3*	*6.8*	*7.6*	*8.4*	*9.5*

자료: LIG넥스원, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,309**	**3,276**	**4,204**	**4,931**	**6,052**
매출원가	1,962	2,824	3,488	4,117	4,944
매출총이익	347	453	715	815	1,108
판매관리비	160	223	354	345	457
영업이익	**186**	**230**	**362**	**470**	**652**
영업이익률(%)	*8.1*	*7.0*	*8.6*	*9.5*	*10.8*
EBITDA	255	309	450	560	742
EBITDA Margin(%)	*11.1*	*9.4*	*10.7*	*11.3*	*12.3*
영업외수익	(1)	(20)	11	12	18
금융수익	10	28	45	27	32
금융비용	15	85	13	31	30
기타영업외손익	4	36	(22)	16	16
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**185**	**210**	**373**	**482**	**670**
법인세비용	10	(7)	63	81	113
연결당기순이익	175	217	310	401	558
지배주주지분순이익	**175**	**222**	**319**	**413**	**574**
지배주주순이익률(%)	*7.6*	*6.8*	*7.6*	*8.4*	*9.5*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	4.0	41.9	28.3	17.3	22.7
영업이익 증가율	4.1	23.3	57.4	30.0	38.6
지배주주순이익 증가율	42.3	26.7	44.1	29.4	38.9
EPS 증가율	42.3	26.7	43.9	29.3	38.9
EBITDA 증가율	9.6	21.1	45.7	24.3	32.6

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**3,816**	**6,125**	**6,600**	**7,210**	**8,028**
유동자산	2,536	3,895	4,176	4,713	5,437
현금성자산	445	547	539	804	1,191
매출채권및기타채권	309	425	545	639	784
재고자산	229	364	400	440	484
비유동자산	1,280	2,231	2,424	2,497	2,591
투자자산	59	80	84	88	92
유형자산	894	1,371	1,487	1,490	1,493
무형자산	188	629	661	694	728
부채총계	**2,763**	**4,888**	**5,143**	**5,466**	**5,874**
유동부채	2,651	4,617	4,886	5,241	5,697
매입채무및기타채무	460	727	933	1,094	1,343
단기차입금및단기사채	108	163	31	58	63
유동성장기부채	75	41	54	29	31
비유동부채	113	271	258	224	177
사채	0	137	115	77	20
장기차입금및금융부채	54	81	75	67	59
자본총계	**1,052**	**1,237**	**1,456**	**1,745**	**2,153**
지배주주지분	1,052	1,211	1,438	1,739	2,163
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	142	142	142	142	142
기타자본	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
이익잉여금	728	907	1,152	1,469	1,911
비지배주주지분	**0**	**27**	**18**	**6**	**(10)**
순차입금	(170)	(84)	(229)	(540)	(992)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**467**	**952**	**468**	**544**	**721**
당기순이익	175	217	310	401	558
유형자산감가상각비	59	68	71	71	71
무형자산상각비	10	11	18	19	20
자산부채변동	213	605	75	62	85
기타	10	51	(6)	(9)	(13)
투자활동현금흐름	**(97)**	**(978)**	**(265)**	**(154)**	**(160)**
유형자산투자	(59)	(497)	(186)	(74)	(74)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(8)	(71)	(21)	(21)	(21)
무형자산순증	(24)	(70)	(50)	(52)	(55)
기타	(6)	(340)	(8)	(7)	(10)
재무활동현금흐름	**(177)**	**122**	**(212)**	**(125)**	**(174)**
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	(144)	162	(146)	(41)	(58)
배당금지급	(33)	(42)	(52)	(75)	(96)
기타	0	1	(14)	(9)	(20)
기타현금흐름	(1)	6	0	0	0
현금의증가	**193**	**102**	**(8)**	**265**	**387**
FCF	374	48	248	436	610

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,028	10,173	14,635	18,927	26,290
BPS	48,076	55,272	65,617	79,266	98,568
DPS	1,950	2,400	3,425	4,403	6,073
수익성(%)					
ROA	5.1	4.4	4.9	5.8	7.3
ROE	17.6	19.6	24.1	26.0	29.4
배당수익률	1.5	1.1	0.9	1.1	1.5
배당성향	24.3	23.6	23.4	23.3	23.1
안정성					
부채비율(x)	262.6	395.0	353.2	313.2	272.8
차입금/자본총계비율(%)	28.4	39.2	23.2	17.0	11.1
이자보상배율(x)	19.3	19.2	28.7	53.4	84.4
순차입금/EBITDA(x)	(0.7)	(0.3)	(0.5)	(1.0)	(1.3)
Valuation(x)					
PER	16.3	21.7	27.5	21.2	15.3
최고	18.3	26.7	44.4	34.3	24.7
최저	8.4	10.2	14.2	11.0	7.9
PBR	2.7	4.0	6.1	5.1	4.1
최고	3.1	4.9	9.9	8.2	6.6
최저	1.4	1.9	3.2	2.6	2.1
PSR	1.2	1.5	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	10.6	15.5	19.2	14.8	10.6

한국항공우주(047810)

매수(유지) / TP: 140,000원(상향)

주가(11/21, 원)	106,600
시가총액(십억원)	10,391
발행주식수(백만)	97
52주 최고/최저가(원)	115,000/49,850
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	75,941
유동주식비율(%)	72.5
외국인지분율(%)	32.8
주요주주(%) 한국수출입은행	26.4
국민연금공단	8.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	3,819	248	224	2,298	89.1	369	21.8	12.9	3.1	14.8	1.0
2024A	3,634	241	172	1,765	(23.2)	345	31.1	18.3	3.1	10.4	0.9
2025F	3,577	281	182	1,868	5.8	391	57.1	29.3	5.7	10.3	0.4
2026F	5,286	434	317	3,256	74.3	551	32.7	20.4	5.1	16.4	0.8
2027F	6,400	667	523	5,360	64.6	802	19.9	13.9	4.3	23.3	1.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

수출 엔진 점화 완료

힘든 시기가 지나갔다: 2026년부터 주요 양산 사업의 매출 인식 속도가 빨라질 것으로 전망한다. 특히 폴란드 FA-50PL 사업의 매출액 규모가 증가하기 시작할 것이다. 이에 따른 2026년 완제기 수출 부문 매출액은 전년대비 111.1% 증가한 1조 7,321억원으로 추정한다. 국내 사업 부문 역시 주요 양산 사업이 가파르게 진행되면서, 매출액이 전년대비 36.4% 증가한 2조 3,415억원을 기록할 것이다. 양산 사업 비중 증가에 따른 수익성 개선으로 영업이익은 4,340억원(+54.5% YoY, OPM 8.2%)을 기록할 것이다.

가까워지는 UJTS: 2026년 가시화될 다수의 수출 모멘텀이 존재한다. 먼저 이집트, 동남아시아, 중남미를 아우르는 FA-50 수출 파이프라인이 남아 있다. 또한 KF-21 도입에 대한 UAE 등 중동 국가들의 관심이 이어지고 있기 때문에, 수주 기대감이 지속되고 있다. 무엇보다 가장 큰 주가 상승 동력은 UJTS(미국 해군 훈련기 교체 사업, Undergraduate Jet Training System) 프로그램이 될 것이다. 사업자 선정이 2027년 1분기로 전망되며, 규모는 145대~220대로 추정한다. 현재 미국 해군의 최우선 평가 요소가 신속한 전력화 가능성이기 때문에, 경쟁사 대비 빠른 납품 속도를 지닌 한국항공우주의 경쟁력이 부각될 것으로 예상한다.

좋아질 일만 남은 기업: 매수 의견을 유지하고, 목표주가를 140,000원으로 16.7% 상향 조정한다. 목표주가는 2027년 EPS 추정치에 목표 PER 25.3배를 적용해 산출했다. 목표 PER은 유럽 방산 업체 2027년 PER 평균이다. 2025년 3분기까지 상대적으로 느리게 이익이 개선되었다. 그러나 2026년부터 성장 속도가 빨라지며, 낮은 기저로 인해 업종 내 가장 높은 증가율을 기록할 것으로 전망한다. 실제로 2025~2027년 EPS 연평균 성장률은 69.4%인데, 이는 한국과 유럽 방산 업체 중 가장 높은 수치이다.

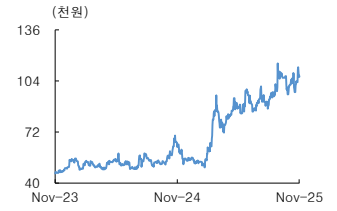
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
58	61	52	61

주가상승률

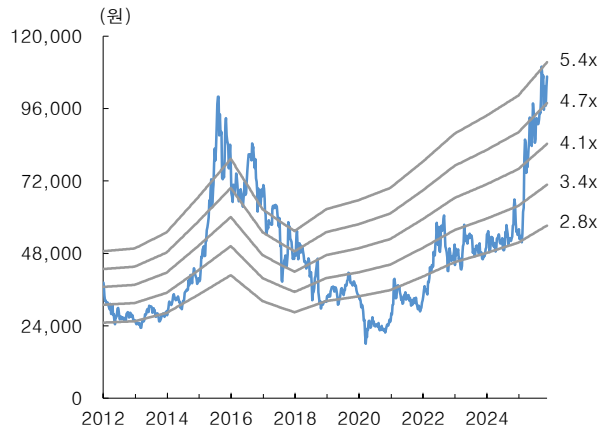
	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.1	21.6	70.0
상대주가(%p)	5.3	(25.2)	14.7

주가추이



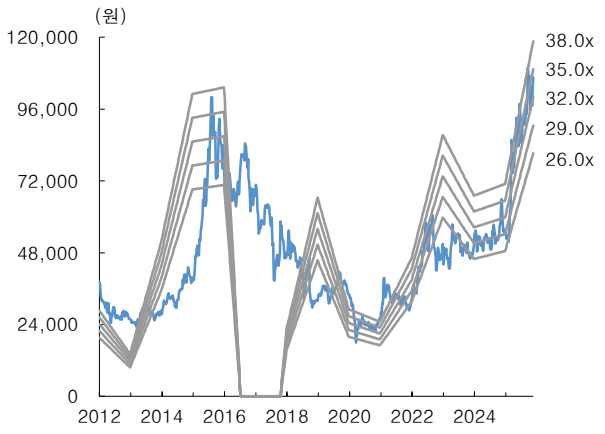
장남현
nh.jang@koreainvestment.com

[그림 61] 12개월 선행 PBR



자료: 한국투자증권

[그림 62] 12개월 선행 PER



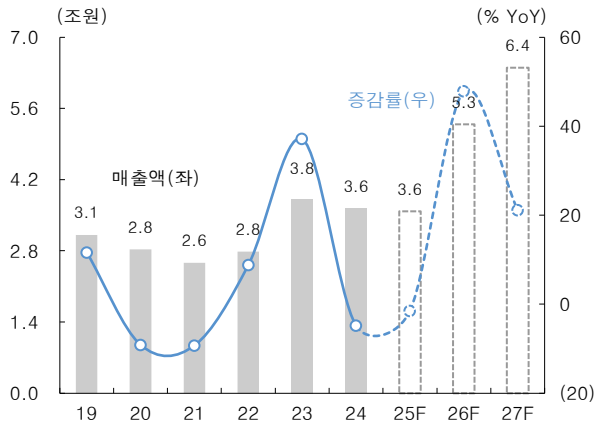
자료: 한국투자증권

<표 22> 목표주가 140,000원

구분	단위	내용	비고
2027년 EPS	원	5,360	
목표 PER	배	25.3	글로벌 PEER 평균
목표주가	원	140,000	
현재주가	원	106,800	2025년 11월 19일 종가
상승여력	%	31.1	

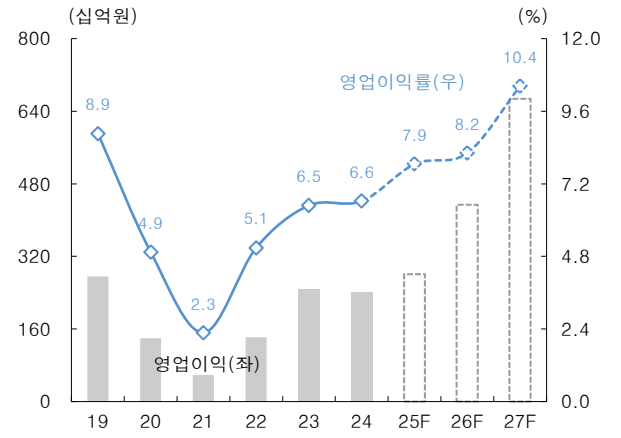
자료: 한국투자증권

[그림 63] 매출액 추이



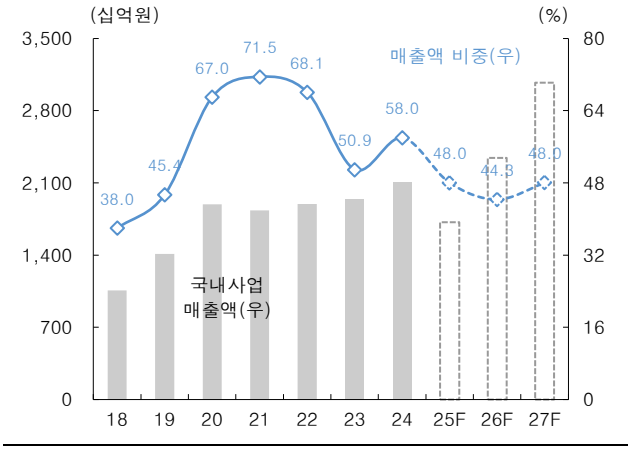
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 64] 영업이익 추이



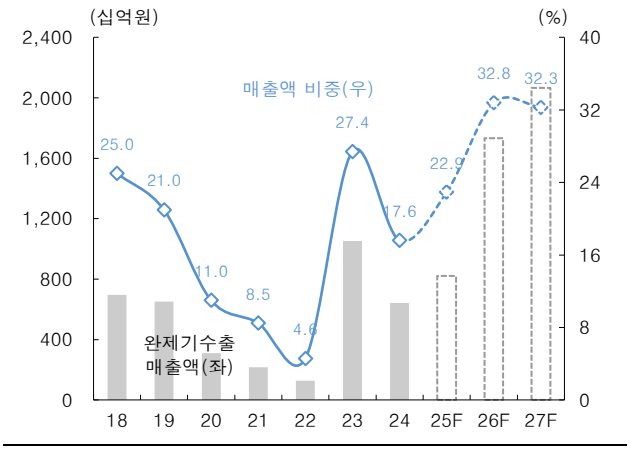
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 65] 국내사업 부문 매출액 추이



자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 66] 완제기수출 부문 매출액 추이



자료: 한국항공우주, 한국투자증권

<표 23> 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(연결)	699.3	828.3	702.1	1,347.6	951.7	1,226.7	1,421.7	1,685.5	3,633.7	3,577.3	5,285.6	6,399.5
국내사업	322.1	363.2	269.3	762.2	439.3	562.0	632.2	708.0	2,106.8	1,716.8	2,341.5	3,072.0
완제기수출	171.1	227.3	163.8	258.2	259.8	381.1	485.0	606.2	640.4	820.4	1,732.1	2,065.4
기체구조물	199.6	226.8	245.0	303.2	228.5	259.7	280.5	347.2	851.2	974.6	1,115.9	1,166.2
매출액 증감률(연결)	*(5.5)*	*(7.1)*	*(22.6)*	*23.1*	*36.1*	*48.1*	*102.5*	*25.1*	*(4.9)*	*(1.6)*	*47.8*	*21.1*
국내사업	*(26.6)*	*(27.1)*	*(39.2)*	*4.8*	*36.4*	*54.7*	*134.8*	*(7.1)*	*8.3*	*(18.5)*	*36.4*	*31.2*
완제기수출	*88.9*	*50.9*	*(32.7)*	*65.7*	*51.9*	*67.6*	*196.1*	*134.8*	*(38.8)*	*28.1*	*111.1*	*19.2*
기체구조물	*(2.6)*	*(1.8)*	*16.0*	*48.6*	*14.5*	*14.5*	*14.5*	*14.5*	*5.6*	*14.5*	*14.5*	*4.5*
영업이익	46.8	85.2	60.2	88.7	69.4	109.4	126.9	128.3	240.7	281.0	434.0	667.0
전년대비 증감률	*(2.5)*	*14.7*	*(21.1)*	*110.6*	*48.3*	*28.3*	*110.8*	*44.6*	*(2.7)*	*16.7*	*54.5*	*53.7*
영업이익률	*6.7*	*10.3*	*8.6*	*6.6*	*7.3*	*8.9*	*8.9*	*7.6*	*6.6*	*7.9*	*8.2*	*10.4*
순이익	30.1	56.4	38.8	56.9	47.1	79.5	92.7	98.1	172.1	182.1	317.3	522.5
전년대비 증감률	*(17.9)*	*2.0*	*(43.2)*	*380.6*	*56.7*	*41.0*	*138.8*	*72.5*	*(23.2)*	*5.8*	*74.3*	*64.6*
순이익률	*4.3*	*6.8*	*5.5*	*4.2*	*5.0*	*6.5*	*6.5*	*5.8*	*4.7*	*5.1*	*6.0*	*8.2*

자료: 한국항공우주, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**3,819**	**3,634**	**3,577**	**5,286**	**6,400**
매출원가	3,355	3,152	2,974	4,376	5,248
매출총이익	464	481	603	910	1,152
판매관리비	216	241	322	476	485
영업이익	**248**	**241**	**281**	**434**	**667**
영업이익률(%)	*6.5*	*6.6*	*7.9*	*8.2*	*10.4*
EBITDA	369	345	391	551	802
EBITDA Margin(%)	*9.6*	*9.5*	*10.9*	*10.4*	*12.5*
영업외수익	21	(44)	(62)	(52)	(37)
금융수익	112	121	113	57	63
금융비용	88	144	166	97	100
기타영업외손익	(4)	(18)	(6)	(8)	0
관계기업관련손익	0	(2)	(3)	(3)	(1)
세전계속사업이익	**269**	**197**	**219**	**382**	**630**
법인세비용	47	26	39	67	111
연결당기순이익	221	171	181	315	519
지배주주지분순이익	**224**	**172**	**182**	**317**	**523**
지배주주순이익률(%)	*5.9*	*4.7*	*5.1*	*6.0*	*8.2*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	37.0	(4.9)	(1.6)	47.8	21.1
영업이익 증가율	74.8	(2.7)	16.7	54.5	53.7
지배주주순이익 증가율	89.1	(23.2)	5.8	74.3	64.6
EPS 증가율	89.1	(23.2)	5.8	74.3	64.6
EBITDA 증가율	33.1	(6.5)	13.5	40.9	45.5

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**7,140**	**8,026**	**7,965**	**9,367**	**10,458**
유동자산	4,681	5,439	5,235	6,043	6,575
현금성자산	658	115	(325)	9	130
매출채권및기타채권	422	428	422	623	754
재고자산	1,736	2,359	2,477	2,601	2,731
비유동자산	2,459	2,587	2,731	3,324	3,883
투자자산	89	103	102	150	182
유형자산	815	913	1,027	1,142	1,350
무형자산	804	846	888	977	1,074
부채총계	**5,520**	**6,298**	**6,118**	**7,298**	**8,017**
유동부채	4,400	4,915	4,683	5,500	5,990
매입채무및기타채무	688	982	967	1,428	1,729
단기차입금및단기사채	21	414	20	218	217
유동성장기부채	378	29	31	4	0
비유동부채	1,119	1,384	1,435	1,798	2,027
사채	150	549	613	613	613
장기차입금및금융부채	84	77	76	83	80
자본총계	**1,620**	**1,727**	**1,848**	**2,068**	**2,442**
지배주주지분	1,597	1,706	1,827	2,050	2,427
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
기타자본	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)
이익잉여금	1,003	1,111	1,248	1,486	1,877
비지배주주지분	**23**	**21**	**20**	**18**	**15**
순차입금	(133)	923	1,036	864	724

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**(700)**	**(728)**	**209**	**801**	**862**
당기순이익	221	171	181	315	519
유형자산감가상각비	91	82	87	92	107
무형자산상각비	30	22	23	26	28
자산부채변동	(1,218)	(1,166)	(75)	112	44
기타	176	163	(7)	256	164
투자활동현금흐름	**(108)**	**(189)**	**(277)**	**(569)**	**(606)**
유형자산투자	(78)	(161)	(202)	(207)	(315)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	62	52	(16)	(67)	(47)
무형자산순증	(98)	(86)	(66)	(115)	(126)
기타	6	5	6	(181)	(119)
재무활동현금흐름	**(546)**	**369**	**(372)**	**103**	**(134)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(522)	418	(328)	180	(7)
배당금지급	(24)	(49)	(49)	(46)	(79)
기타	0	0	5	(31)	(48)
기타현금흐름	(11)	4	0	0	0
현금의증가	**(1,366)**	**(543)**	**(440)**	**334**	**122**
FCF	(845)	(899)	19	382	376

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,298	1,765	1,868	3,256	5,360
BPS	16,388	17,500	18,747	21,035	24,901
DPS	500	500	467	814	1,340
수익성(%)					
ROA	3.0	2.3	2.3	3.6	5.2
ROE	14.8	10.4	10.3	16.4	23.3
배당수익률	1.0	0.9	0.4	0.8	1.3
배당성향	21.8	28.3	25.0	25.0	25.0
안정성					
부채비율(x)	340.7	364.7	331.1	352.8	328.3
차입금/자본총계비율(%)	39.4	62.2	40.4	44.8	37.7
이자보상배율(x)	8.5	7.2	5.0	11.1	16.0
순차입금/EBITDA(x)	(0.4)	2.7	2.6	1.6	0.9
Valuation(x)					
PER	21.8	31.1	57.1	32.7	19.9
최고	26.5	40.0	63.6	36.5	22.2
최저	18.1	27.1	26.3	15.1	9.2
PBR	3.1	3.1	5.7	5.1	4.3
최고	3.7	4.0	6.3	5.6	4.8
최저	2.5	2.7	2.6	2.3	2.0
PSR	1.3	1.5	2.9	2.0	1.6
EV/EBITDA	12.9	18.3	29.3	20.4	13.9

한화시스템(272210)

매수(유지) / TP: 68,000원(유지)

주가(11/21, 원)	48,600
시가총액(십억원)	9,181
발행주식수(백만)	189
52주 최고/최저가(원)	68,600/19,830
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	104,681
유동주식비율(%)	38.7
외국인지분율(%)	7.8
주요주주(%) 한화에어로스페이스 외 2 인	59.5
국민연금공단	7.2

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	2,452	123	349	1,864	NM	244	9.3	12.6	1.5	16.9	1.6
2024A	2,804	219	454	2,422	29.9	333	9.3	12.9	1.7	19.6	1.5
2025F	3,664	160	266	1,420	(41.4)	296	34.2	33.1	2.3	8.2	0.7
2026F	4,627	296	191	1,021	(28.1)	432	47.6	22.4	2.2	4.7	0.7
2027F	5,351	339	241	1,289	26.2	476	37.7	20.2	2.1	5.7	0.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

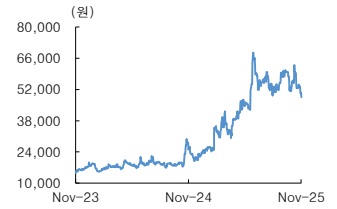
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
62	69	58	59

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.5)	4.5	94.0
상대주가(%p)	(10.3)	(42.2)	38.7

주가추이



방산도 좋고, 조선도 좋은 분들을 위해 준비된 선택지

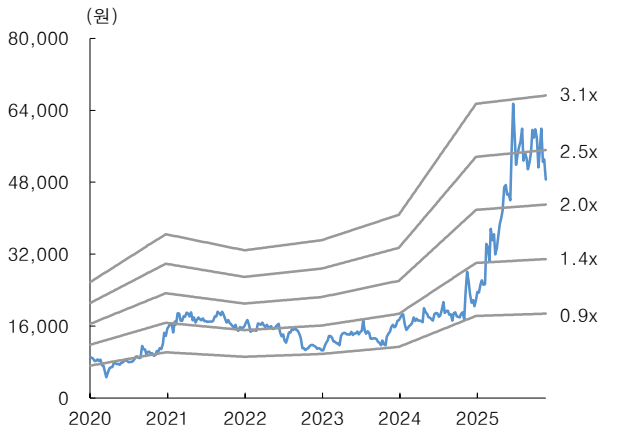
필리 적자 규모 감소에는 시간이 필요: 연결 자회사 필리조선소 초기 정상화 작업을 위한 비용 인식이 2025년 4분기까지 이어질 것으로 예상한다. 이에 따라 2025년 영업이익은 1,598억원(-27.1% YoY, OPM 4.4%)을 기록할 것이다. 그러나 2026년을 기점으로 영업이익 성장이 시작될 것이다. K2 전차 부품 공급 및 중동 천궁-II 레이더 납품이 늘어나면서 방산 부문 이익이 개선되는 가운데, 필리조선소의 영업 손실 규모 역시 감소하기 때문이다. 이에 따른 2026년 영업이익은 2,963억원(+85.4% YoY, OPM 6.4%)으로 전망한다.

K2 수출 확대 수혜주: 2026년을 기점으로 K2 전차 수출이 크게 확대되면서 수혜가 발생할 것이다. 한화시스템 전자장비는 K2 전차 구성품 중 7% 이상의 비중을 차지하는 것으로 추정한다. 2025년 폴란드 K2 2차 계약이 체결되었으며, 2026년 이라크 및 루마니아 수출 계약이 추진되고 있다. 또한 폴란드 잔여물량 640대 중 일부에 대한 추가 계약이 2026년 체결될 것으로 전망한다. 늘어나는 수주에 대응하기 위해 폴란드 K2 전차 조기 생산이 발생할 것으로 예상하며, 한화시스템의 부품 공급 속도 역시 빨라질 것이다. 이에 따른 2026년 방산 영업이익은 2,742억원(+31.0% YoY, OPM 9.1%)을 기록할 것이다.

조선+지상방산 투자 포인트 mix: 매수의견을 유지하고, 목표주가 68,000원(SOTP 방식 적용)을 유지한다. 한국 조선과 지상방산의 수출 모멘텀을 동시에 향유할 수 있는 선택지이다. 한국과 미국의 전략적 무역 및 투자 협정을 통해 한국 조선사들의 군함 수출 및 미국 상선 사업 모멘텀이 구체화되고 있다. 연결 자회사 필리 조선소를 필두로 한 수혜가 예상된다. 또한 K2 전차, L-SAM 등 한화시스템이 핵심 부품을 공급하는 무기체계들의 중동 수출 가능성이 점차 높아지고 있다. 이에 따라 방산 부문 해외 매출이 지속적으로 개선될 것이다.

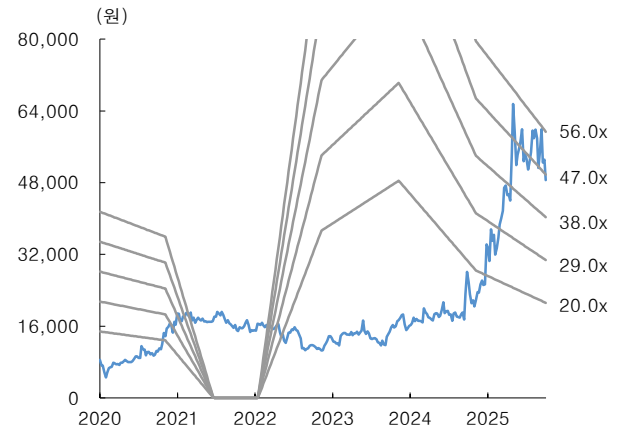
장남현
nh.jang@koreainvestment.com

[그림 67] 12개월 선행 PBR



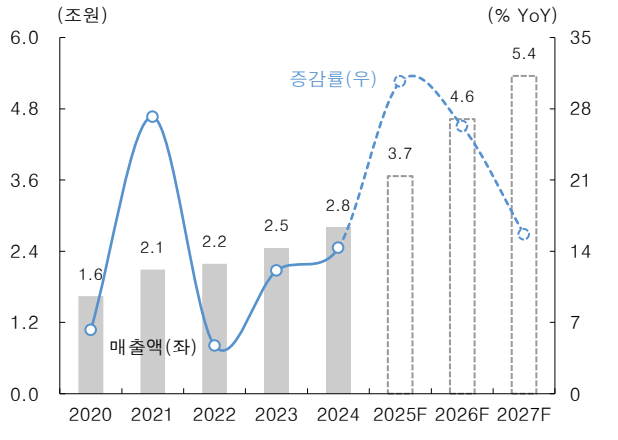
자료: 한국투자증권

[그림 68] 12개월 선행 PER



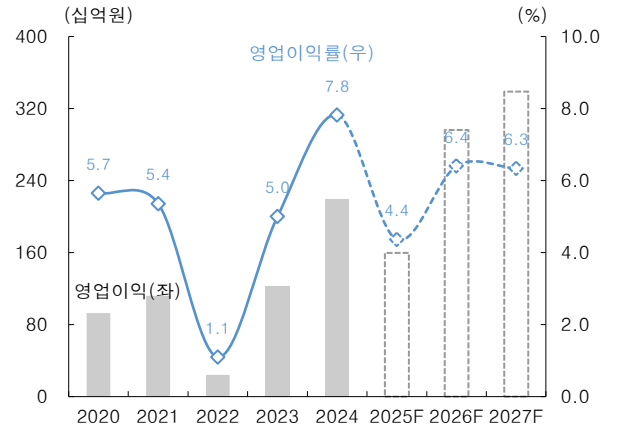
자료: 한국투자증권

[그림 69] 매출액 추이



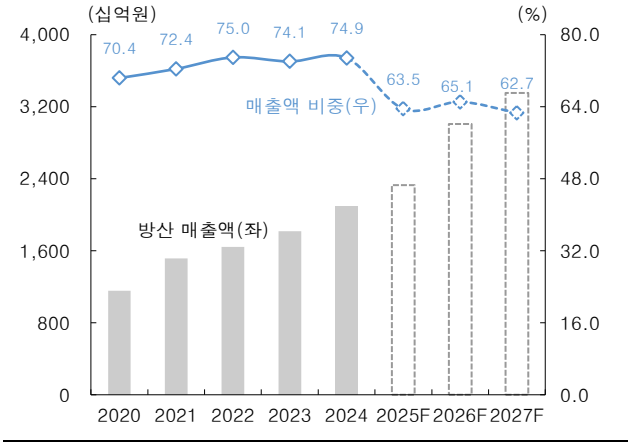
자료: 한화시스템, 한국투자증권

[그림 70] 영업이익 추이



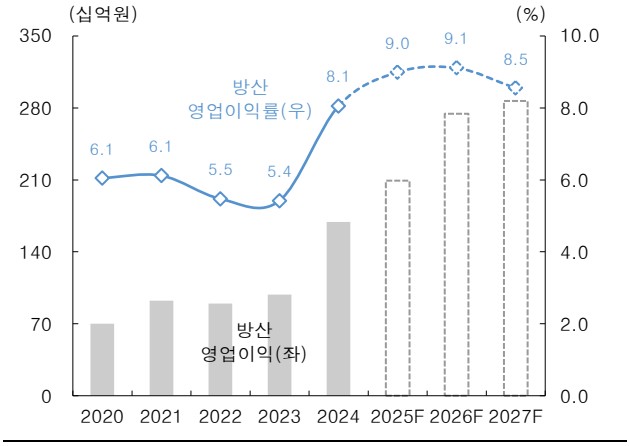
자료: 한화시스템, 한국투자증권

[그림 71] 방산 매출액 추이



자료: 한화시스템, 한국투자증권

[그림 72] 방산 영업이익 추이



자료: 한화시스템, 한국투자증권

<표 24> 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(연결)	690.1	768.2	807.7	1,397.7	876.5	959.7	1,000.4	1,790.1	2,803.7	3,663.6	4,626.8	5,351.2
방산	430.3	470.2	481.4	946.1	556.3	608.0	622.4	1,223.2	2,098.8	2,328.0	3,009.8	3,353.0
ICT	141.5	147.0	155.7	278.4	148.6	154.4	163.5	292.3	694.8	722.6	758.7	796.6
신사업	118.3	150.9	170.6	173.2	171.7	197.4	214.6	274.6	10.5	613.0	858.3	1,201.6
매출액 증감률(연결)	*26.8*	*11.8*	*26.4*	*49.8*	*27.0*	*24.9*	*23.9*	*28.1*	*14.3*	*30.7*	*26.3*	*15.7*
방산	*12.7*	*(4.7)*	*2.9*	*25.1*	*29.3*	*29.3*	*29.3*	*29.3*	*15.5*	*10.9*	*29.3*	*11.4*
ICT	*(11.8)*	*(22.7)*	*(8.2)*	*59.4*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*9.3*	*4.0*	*5.0*	*5.0*
영업이익(연결)	58.2	33.5	22.5	45.7	62.1	65.9	75.8	92.5	219.3	159.8	296.3	339.1
전년대비 증감률	*27.9*	*(60.4)*	*(62.7)*	*56.9*	*6.8*	*96.9*	*236.5*	*102.4*	*78.9*	*(27.1)*	*85.4*	*14.4*
영업이익률	*8.4*	*4.4*	*2.8*	*3.3*	*7.1*	*6.9*	*7.6*	*5.2*	*7.8*	*4.4*	*6.4*	*6.3*
순이익(연결)	37.8	40.9	151.7	35.1	40.7	43.3	50.8	56.1	454.3	265.6	190.9	241.0
전년대비 증감률	*(27.0)*	*44.6*	*1,513.2*	*(90.4)*	*7.5*	*5.9*	*(66.5)*	*59.7*	*30.1*	*(41.5)*	*(28.1)*	*26.2*
순이익률	*5.5*	*5.3*	*18.8*	*2.5*	*4.6*	*4.5*	*5.1*	*3.1*	*16.2*	*7.2*	*4.1*	*4.5*

자료: 한화시스템, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,452**	**2,804**	**3,664**	**4,627**	**5,351**
매출원가	2,148	2,388	3,228	4,076	4,714
매출총이익	304	416	436	551	637
판매관리비	182	196	276	255	298
영업이익	**123**	**219**	**160**	**296**	**339**
영업이익률(%)	*5.0*	*7.8*	*4.4*	*6.4*	*6.3*
EBITDA	244	333	296	432	476
EBITDA Margin(%)	*10.0*	*11.9*	*8.1*	*9.3*	*8.9*
영업외수익	321	362	101	(46)	(23)
금융수익	32	48	51	27	30
금융비용	17	39	66	68	48
기타영업외손익	337	366	127	(5)	(6)
관계기업관련손익	(30)	(13)	(10)	0	0
세전계속사업이익	**444**	**581**	**261**	**250**	**316**
법인세비용	57	104	(11)	45	56
연결당기순이익	343	445	280	205	259
지배주주지분순이익	**349**	**454**	**266**	**191**	**241**
지배주주순이익률(%)	*14.2*	*16.2*	*7.2*	*4.1*	*4.5*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	12.1	14.3	30.7	26.3	15.7
영업이익 증가율	213.6	78.9	(27.1)	85.4	14.4
지배주주순이익 증가율	NM	30.1	(41.5)	(28.1)	26.2
EPS 증가율	NM	29.9	(41.4)	(28.1)	26.2
EBITDA 증가율	69.7	36.4	(11.3)	46.2	10.0

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**4,483**	**5,724**	**8,084**	**8,370**	**8,646**
유동자산	1,890	2,286	2,665	3,018	3,281
현금성자산	476	200	203	174	148
매출채권및기타채권	204	313	409	516	597
재고자산	501	610	843	1,064	1,231
비유동자산	2,593	3,438	5,419	5,353	5,365
투자자산	1,480	1,903	3,790	3,799	3,805
유형자산	348	570	622	542	542
무형자산	559	762	770	778	785
부채총계	**2,329**	**3,308**	**4,053**	**4,200**	**4,282**
유동부채	1,951	2,677	3,071	3,121	3,134
매입채무및기타채무	301	436	570	720	833
단기차입금및단기사채	132	30	190	140	90
유동성장기부채	30	50	150	100	50
비유동부채	378	631	982	1,079	1,148
사채	50	249	449	449	449
장기차입금및금융부채	89	115	185	190	190
자본총계	**2,154**	**2,416**	**4,031**	**4,170**	**4,364**
지배주주지분	2,140	2,490	4,020	4,146	4,321
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,092	1,092	1,092
기타자본	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)
이익잉여금	212	589	789	915	1,090
비지배주주지분	**14**	**(74)**	**10**	**25**	**43**
순차입금	(178)	152	642	534	429

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**83**	**133**	**353**	**260**	**339**
당기순이익	343	445	280	205	259
유형자산감가상각비	99	92	111	111	111
무형자산상각비	23	22	25	26	26
자산부채변동	(168)	(218)	(230)	(177)	(136)
기타	(214)	(208)	167	95	79
투자활동현금흐름	**(864)**	**(442)**	**(800)**	**(114)**	**(182)**
유형자산투자	(132)	(240)	(163)	(31)	(111)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(701)	(222)	(567)	(8)	(6)
무형자산순증	(27)	(25)	(33)	(33)	(34)
기타	(4)	45	(37)	(42)	(31)
재무활동현금흐름	**27**	**35**	**451**	**(175)**	**(183)**
자본의증가	1	3	0	0	0
차입금의순증	72	84	530	(95)	(100)
배당금지급	(47)	(52)	(65)	(65)	(65)
기타	1	0	(14)	(15)	(18)
기타현금흐름	2	(2)	0	0	0
현금의증가	**(752)**	**(276)**	**3**	**(28)**	**(26)**
FCF	65	106	(61)	245	222

주: K-IFRS (연결) 기준

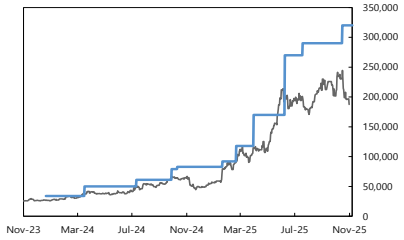
주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,864	2,422	1,420	1,021	1,289
BPS	11,507	13,361	21,460	22,125	23,054
DPS	280	350	350	350	350
수익성(%)					
ROA	8.1	8.7	4.0	2.5	3.0
ROE	16.9	19.6	8.2	4.7	5.7
배당수익률	1.6	1.5	0.7	0.7	0.7
배당성향	15.0	14.4	24.6	34.3	27.2
안정성					
부채비율(x)	108.1	136.9	100.6	100.7	98.1
차입금/자본총계비율(%)	15.3	19.6	24.9	21.8	18.5
이자보상배율(x)	8.8	9.8	5.6	9.8	12.4
순차입금/EBITDA(x)	(0.7)	0.5	2.2	1.2	0.9
Valuation(x)					
PER	9.3	9.3	34.2	47.6	37.7
최고	9.5	12.5	49.4	68.7	54.5
최저	5.5	6.2	15.9	22.1	17.5
PBR	1.5	1.7	2.3	2.2	2.1
최고	1.5	2.3	3.3	3.2	3.0
최저	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0
PSR	1.3	1.5	2.5	2.0	1.7
EV/EBITDA	12.6	12.9	33.1	22.4	20.2

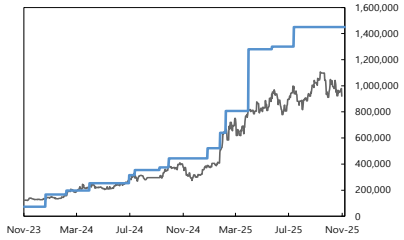
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
현대로템(064350)	2024.01.08	매수	34,000원	-10.9	14.6
	2024.04.04	매수	50,000원	-20.7	-4.1
	2024.07.29	매수	61,000원	-13.1	3.9
	2024.10.16	매수	79,000원	-17.8	-15.1
	2024.10.29	매수	83,000원	-32.5	-13.9
	2025.02.07	매수	92,000원	-7.7	-1.1
	2025.03.10	매수	118,000원	-12.5	-1.9
	2025.04.18	매수	170,000원	-15.0	25.9
	2025.06.27	매수	270,000원	-27.9	-23.7
	2025.08.06	매수	290,000원	-28.6	-16.7
	2025.11.03	매수	320,000원	-	-
한화에어로스페이스	2024.01.08	매수	167,399원	-14.3	-3.9
(012450)	2024.02.25	매수	196,941원	4.4	24.7
	2024.04.18	매수	254,054원	-8.4	10.3
	2024.07.18	매수	315,105원	-4.0	4.3
	2024.07.31	매수	354,493원	-16.7	-11.5
	2024.09.26	매수	374,188원	-9.2	0.7
	2024.10.17	매수	443,117원	-21.1	-7.6
	2025.01.14	매수	521,893원	-23.7	-6.0
	2025.02.12	매수	640,058원	-6.2	2.5
	2025.02.25	매수	807,458원	-14.7	-0.5
	2025.04.18	매수	1,280,117원	-34.9	-26.9
	2025.06.11	매수	1,300,000원	-31.5	-23.2
	2025.07.31	매수	1,450,000원	-33.6	-23.7
	2025.11.24	매수	1,500,000원	-	-
LIG넥스원	2024.01.08	매수	158,000원	-16.8	16.0
(079550)	2024.03.15	매수	195,000원	-13.9	-6.7
	2024.04.28	매수	215,000원	-18.5	2.3
	2024.07.01	매수	260,000원	-19.6	-4.4
	2024.10.17	매수	290,000원	-14.6	10.5
	2025.04.18	매수	350,000원	-8.2	6.4
	2025.05.09	매수	420,000원	19.4	50.2
	2025.07.22	중립	-	-	-
	2025.10.22	매수	580,000원	-13.6	-8.1
	2025.11.07	매수	700,000원	-	-
한국항공우주	2024.01.08	매수	67,000원	-19.7	4.0
(047810)	2025.01.08	1년경과		0.1	41.8
	2025.04.18	매수	97,000원	-8.4	3.6
	2025.07.30	매수	120,000원	-17.0	-4.2
	2025.11.24	매수	140,000원	-	-
한화시스템	2024.01.08	매수	22,000원	-19.6	-1.4
(272210)	2024.07.01	매수	25,000원	-18.0	19.4
	2025.01.15	매수	32,000원	1.7	32.0
	2025.04.18	매수	43,000원	16.6	59.5
	2025.07.17	매수	68,000원	-	-

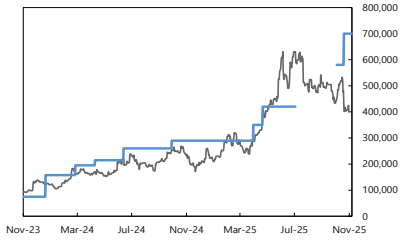
현대로템(064350)



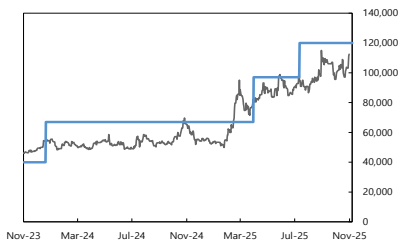
한화에어로스페이스(012450)



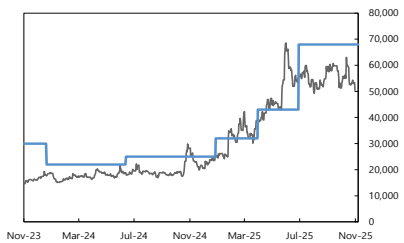
LIG넥스원(079550)



한국항공우주(047810)



한화시스템(272210)



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 11월 24일 현재 한화에어로스페이스, 한국항공우주, 현대로템, LIG넥스원, 한화시스템 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한화에어로스페이스, 한국항공우주, 현대로템, LIG넥스원, 한화시스템 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.