25 May. 2026

방산 (Overweight)

실전, 현지화, 그래서 K-방산

: 파이프라인 가치 Valuation

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

이준범 연구원 I junebum34@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

CONTENTS

03 **I. Summary & Focus Chart**

08 **II. Combat Proven. 명품이 되다**
- II-1. 연평도 K9: 밀덕들 사이에 소문나기 시작
- II-2. 인도-파키스탄 분쟁: K9의 실전배치, 신뢰
- II-3. 필리핀 마라위 전투: FA-50PH, KGGB 필요성
- II-4. 태국-캄보디아: FA-50과 KGGB
- II-5. 예맨 내전: 현궁, 천무
- II-6. 미국-이란 전쟁: UAE의 천궁2 맹활약

17 **III. 그들의 자주국방 욕구. 현지화로 채워준다**
- III-1. 생산기술이전+CKD, JV, 종속사+현지화의 3가지 절충교역
- III-2. 현지화: 일부 EBIT을 내어주어도 Sales가 커지는 게 우선
- III-3. 거점, 지역 대리점이 되는 셈

25 **IV. 2개의 큰 시장을 위한 새로운 Valuation**
- IV-1. 수주 파이프라인 가치 Valuation 소개
- IV-2. 각사별 파이프라인 가치 및 선호주
- IV-3. 보이지 않는 피크아웃

33 **V. 종목별 투자의견**

34 한화에어로스페이스 (012450)

45 LIG디펜스앤에어로스페이스 (079550)

56 한국항공우주 (047810)

I. Summary & Focus Chart

"러-우 전쟁이 끝나도, EU의 쇼핑(재무장)은 계속된다"가 바로 앞 방산 산업자료였다. 폴란드와 루마니아 계약 다음으로, 2026년에는 또 핀란드 K9과 노르웨이와 에스토니아의 천무를 막 수주했고, 스페인 K9, 프랑스 천무 등의 대형 사업을 기다리고 있다. EU 시장만 해도 장대한데, 미국-이란 전쟁이 터졌다. 또 엄청난 시장이 열리고 있다.

미-이 전쟁 구간에 K-방산 회사들의 주가는 당사의 적정주가를 뚫기도 했다. FWD 3년 내에 최고 EPS x 적정PER 30배를 넘겼단 이야기다. 적정PER 15배부터 30배까지, FWD 2년에서 FWD 3년 내 고점까지 계속 올려온 Valuation 잣대로도 현 주가를 설명하지 못하는 방법론이다. 이는 아마도 수주 기대감을 방법론이 적정가치에 담지 못하기 때문일 것이다.

이에, 각 사들의 '파이프라인 가치'를 더하는 Valuation 방법론을 제시한다.
각사가 보유한 수주 파이프라인에서, "사업 규모 x 수주 확률 x 기대 마진"을 적용해서 '파이프라인 기대이익'을 뽑아내고, 여기에 멀티플 3배를 줘서 기업 적정가치에 더한다. 3배는 분기별 각사의 '잔고에서 뽑아낼 수 있는 이익' 대비 시가총액이 3~5배임을 바탕으로 도출했다.

이 새로운 Valuation 방법론으로 이제 1) 수주 임박설, 2) 새로운 대형 입찰 건 등의 기대감을 설명할 수 있게 되었다. 여기에서 끝나지 않는 것이, 파이프라인이 계약으로 연결될 때, 확률 10% 는 100%가 되고, 멀티플 3배는 30배 가까이로 바뀐다. 물론 영업이익 3배수와 순이익 30배수의 오차, 그리고 양산 시점 3~5년을 나누어야 하지만, 아무튼 파이프라인이 계약이 되면, 잔고 기반 기업가치 상승폭이 한차례 더 반영된다.

'파이프라인 가치' Valuation 방법론으로써, 각사들의 적정주가를 크게 상향한다. 선호주는 상승여력에 따라 현대로템, 한화에어로스페이스인데, 공교롭게도 이 회사들의 파이프라인 가치는 각각 14.4조원, 15.3조원으로 LIG D&A나 카이의 8.1조원, 9.0조원에 비해 크다. 그만큼 수주 기대감이 중요하다는 것이다. 문제는 계약의 완료 시점, 수주 여부를 알기 어려운 산업이라는 것이다. 정세와 정책변화, 파이프라인과 K-방산의 경쟁력을 믿고 장기 투자를 권한다.

K-방산의 경쟁력과 관련해 이번 자료에서는 두 가지 꼭지를 소개한다. Combat Proven과 적극적인 현지화 전략이다.

미-이 전쟁에서 UAE의 천궁2기 맹활약한 것은 너무도 유명한 소식이다. 그런데 한국의 1호 베스트셀러이자, 스테디셀러인 K9이 2010년 북한과의 연평도 포격전 이후에 수출이 확산되었다는 점을 상기해드리고 싶다. 천궁2 외에도, FA-50이 필리핀과 태국에서, KGGB가 사우디와 태국에서 실전을 성공적으로 치렀고, 현궁과 천무도 중동에서 전장에 배치된 것으로 추정된다.
K-방산의 경쟁력은 1) 합리적인 가격, 2) 대규모 양산 대응 및 빠른 납기인데, 여기에 우리만 믿던 3) 기술력, 품질과 신뢰성이 실전을 통해서 검증되었다. 성장하고 있는 K-방산 및 M/S 확대가 배가 될 것이다.

수출에 있어서 K-방산은 그들의 '자주국방 요구'를 채워주는 절충교역에서 적극적이다. 현지화는 1) 생산기술 이전 + CKD, 2) 현지 JV 설립, 3) 종속사 + 현지 업체 발굴 및 채택의 형태이다. 이미 인도, 호주, 이집트, 폴란드에서 현지화된 K-방산 무기체계를 생산하고 있고, 루마니아도 K9을 준비하고 있고, 향후 사우디아라비아, 스페인, 미국 등으로 확대될 예정이다.

현지화가 우리 몫을 내어주는 것이 아니다. 단순품과 제작에서의 MH를 그들이 가져가지만, 그만큼 전체 수주와 매출을 끌어올릴 수 있고, 주요 핵심부품 공급을 통해서 대다수 부가가치를 대한민국에 남긴다. 게다가 현지화된 무기체계는 FA-50처럼 그들의 수출품이 되어, 폴란드는 K2의 유럽내 생산/정비/개량/마케팅의 거점이 된다. 제 2의 K2, K9, 천무 등의 거점이 전 지구에 세워질 것이다.

실전 경험과 현지화로 성장하는 K-방산에, 다소 어색하고 낯설겠지만 '파이프라인 가치'를 미리 선반영하는 것은 너무도 당연해 보인다. 기대감이 계약이 되면 선반영 이상의 기업가치 상승도 기다리고 있는 방법론이다.

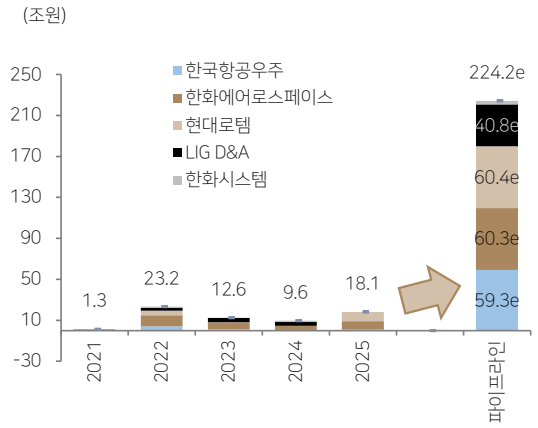
K-방산의 피크아웃은 보이지 않으니, 중장기 투자를 권고한다.

Focus Chart 1 방산 4사 Valuation Table

투자의견 및 Valuation 종목			실적 및 Valuation								
				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	*OPM*	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
LIG D&A	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)**	**1,100,000**	2024	3,276.3	223.4	*6.8%*	219.4	9,974	57,449	18.6	3.2	19.8%
	종가 (5/22, 원)	862,000	2025	4,306.9	319.4	*7.4%*	253.4	11,516	67,096	35.6	6.1	19.1%
	상승여력	*27.6%*	2026E	5,199.5	431.3	*8.3%*	349.5	15,886	79,059	54.3	10.9	23.3%
	적정시총(십억원)	24,200	2027E	5,856.2	545.7	*9.3%*	434.7	19,761	94,784	43.6	9.1	24.2%
	시가총액(십억원)	18,964	2028E	6,265.4	642.4	*10.3%*	538.3	24,470	113,161	35.2	7.6	25.0%
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)**	**250,000**	2024	3,633.7	240.7	*6.6%*	172.1	1,765	17,500	30.5	3.1	10.3%
	종가(원)	164,500	2025	3,696.4	269.2	*7.3%*	185.9	1,907	18,776	39.7	4.0	10.6%
	상승여력	*52.0%*	2026E	5,591.7	442.5	*7.9%*	317.2	3,254	21,530	50.6	7.6	16.7%
	적정시총(십억원)	24,369	2027E	6,357.9	635.2	*10.0%*	445.8	4,450	24,427	37.0	6.7	20.9%
	시가총액(십억원)	16,035	2028E	6,817.0	728.0	*10.7%*	544.9	5,440	28,867	30.2	5.7	21.9%
현대로템	**투자의견**	BUY	2023	3,587.4	210.0	*5.9%*	161.0	1,475	15,391	18.0	1.7	10.1%
(064350)	**적정주가(원)**	**400,000**	2024	4,376.6	456.6	*10.4%*	406.9	3,728	18,737	13.3	3.1	21.8%
선호주	종가(원)	195,500	2025	5,839.0	1,005.6	*17.2%*	769.9	7,055	28,211	7.0	4.2	30.1%
	상승여력	*104.6%*	2026E	6,028.6	1,096.3	*18.2%*	911.7	8,353	35,964	23.4	6.2	26.0%
	적정시총(십억원)	43,657	2027E	5,863.6	1,140.9	*19.5%*	966.1	8,852	44,016	22.1	5.3	22.1%
	시가총액(십억원)	21,337	2028E	5,395.6	888.9	*16.5%*	783.6	7,179	50,295	27.2	4.6	15.2%
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)**	**2,040,000**	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)	1,248,000	2025	26,702.9	3,089.3	*11.6%*	1,405.0	27,795	187,825	29.0	4.3	33.3%
	상승여력	*63.5%*	2026E	29,436.4	4,168.0	*14.2%*	2,256.8	43,768	224,609	28.5	5.6	39.9%
	적정시총(십억원)	105,189	2027E	32,837.9	5,698.2	*17.4%*	2,999.5	58,171	274,798	21.5	4.5	36.6%
	시가총액(십억원)	64,351	2028E	31,440.6	5,717.3	*18.2%*	2,700.5	52,372	316,194	23.8	3.9	31.7%

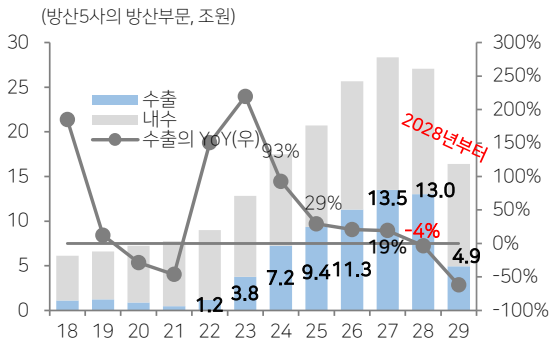
Source: 다올투자증권

Focus Chart 2 200조원이 넘는 수주 파이프라인



Source: 다올투자증권

Focus Chart 3 2028년 너머를 충분히 수출로 채울 수 있음



Source: 다올투자증권

Focus Chart 4 Combat Proven 훈장을 받은 K-방산 무기체계들

무기체계	사용 국가	시점	전쟁/전투	비고
K9	대한민국	2010.11	연평도 포격전	1차 대응사격 (50발), 2차 대응사격 (30발) 초기: 작동 불능 논란 → 성능 극찬: 생존성, 지휘소/막사 정확히 타격
	인도	2019-2020	인도-파키스탄 국경분쟁	실전 통제선(LoC) K9 전진 배치: 해발 5,000m 초고산 지대의 희박한 공기, 혹한에서 완벽 작동 → 이후 인도 K9 100문 추가 주문
FA-50	필리핀	2017	마라위 전투	근접항공지원(CAS)을 위해 FA-50PH 전격 투입 반군 거점에 대한 폭격. Mk-82 무유도 일반탄 필리핀 정부는 FA-50을 '승리의 포효'로 극찬
	태국	2025.12	태국-캄보디아 분쟁	F-16에서 운용 : 캄보디아 지휘소 및 로켓 진지 정밀 타격
KGGB	사우디아라비아		예맨 내전 등 투입	
	태국	2025.07-12	태국-캄보디아 분쟁	태국 공군 T-50TH 편대가 캄보디아 탄약고 공습 임무 수행
천궁-2	UAE	2024년	이스라엘-이란 전쟁	2023년 첫 포대 인도 - 2024년 방공망 통합 예맨 반군 등의 드론, 미사일 감시/경계 요격 여부 불확실
	UAE	2026.03	미국/이스라엘-이란전쟁	사상 첫 실전 투입. 요격 성공률 96% 기록 10개 포대 중 잔여 8개 포대 조기 인도 요청 → 탄 30여기(1개 포대) 긴급 납품
현궁	중동(사우디 등)	2015-2022	예맨 내전 개입 2015 '결정적 폭풍' 작전 2018 호데이다 전투	현궁: 후티 반군의 T-55, T-72 전차 및 차량을 파괴 Youtube 영상
천무	중동(사우디 등)	2015-2022		천무: 실전배치 사진 공개(ArmyRecognition 등)
신궁	우크라이나	2022-	러-우 전쟁	비공식 투입 러시아군 헬기, 드론 격추

Source: 다올투자증권

Focus Chart 5 현지화의 접근법들

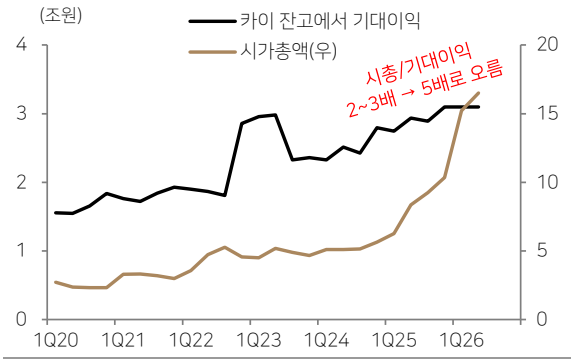
구분	주요 특징
투자 방식	- 직접 투자(자회사): 호주(H-ACE), 루마니아(H-ACE Europe) - 합작 투자(JV): 폴란드, 사우디(e) - CKD 공급: 인도, 이집트
현지화율	- 호주 50% 안팎 - 루마니아: 80% 제안 - 사우디: 50% 요구
현지 부품 통합	폴란드(Topaz), 스페인(장갑판 등)
거점 확보	K2: 폴란드 K9: 루마니아, 스페인, 이집트 천무 유도탄: 폴란드 장갑차: 사우디
미래 가치	- 생산 이후의 MRO(유지보수) 지원 - 마케팅 담당: 폴란드 K2, 천무 유도탄 등, 이집트 아프리카 및 중동 K9

Source: 다올투자증권

Focus Chart 6 인근국가에 K2를 세일즈하는 폴란드. 거점화

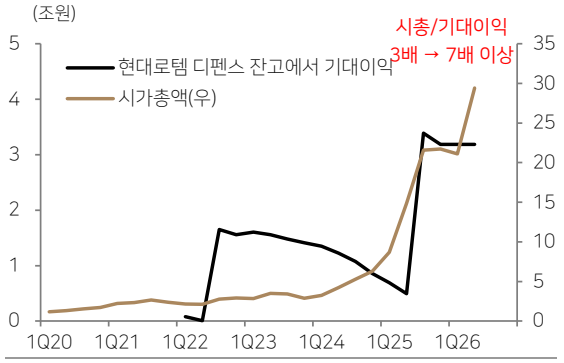
Source: 다올투자증권

Focus Chart 7 한국항공우주의 시가총액/'잔고 기대이익' 배수는 평시 2~3배에서 최고 5배로 상승



Source: 다올투자증권

Focus Chart 8 현대로템의 시가총액/'잔고 기대이익' 배수는 평시 3배



Source: 다올투자증권

Focus Chart 9 현대로템의 파이프라인 가치

계약 시기	사업명	사업규모 (조원)	…	GS 확률	기대 마진	기대이익
현대로템						
22.08	폴란드 K2 1차	4.5				
23.02	터키 알타이전차 부품 1차	0.2				
25.08	폴란드 EC2 K2GF + K2PL	9.0				
25.05 우협	페루 차륜형장갑차(K808 백호)	0.1				
2025년~	터키 부품 2차	0.3				
수주파이프라인				**GS 확률**	**기대 마진**	**기대이익**
2026년~	페루 K2, K808 145대 직도입	2.5e	**임박 29.6**	25%	30%	0.2e
2026년~	이라크 250대 전차 도입사업	7.5e		51%	30%	1.1e
2026년~	루마니아 240대전차도입사업	9.6e		25%	30%	0.7e
2026년말~	폴란드 EC3	10.0e		**90%**	30%	2.7e
2028년~	페루 K2, K808 285대 현지생산	10.4e				
2029년~	폴란드 EC4	10.0e				
2031년~	폴란드 EC5	10.0e				
		총 60.0				**4.8e 기대이익**
설들	오만, 모로코, 이집트, 사우디, UAE, 슬로바이카 등					

Source: 다올투자증권

Focus Chart 10 파이프라인 기대이익과 가치가 - 계약 시 - 기업가치 증가분으로 4~33배 반영

프로젝트	사업규모	수주확률	기대 마진	파이프라인 기대이익	멀티플	파이프라인 가치
A	100	10%	20%	2.0	3x	**6.0**
B	100	30%	20%	6.0	3x	**18.0**
C	100	51%	20%	10.2	3x	**30.6**

낙찰, 계약으로 잔고에 들어가면

프로젝트	잔고 기대이익	사업년도	순이익/매년	멀티플 (적정PER)	**기업가치 증가분**	
A	20.0	**3**	6.7	30x	**200.0**	**33배 증가**
B	20.0	**4**	5.0	30x	**150.0**	**8배 증가**
C	20.0	**5**	4.0	30x	**120.0**	**4배 증가**

Source: 다올투자증권

II. Combat Proven. 명품이 되다

실전 = 무기체계 검증의 시간

어떤 무기체계는 실전배치되고 전쟁을 치르지 않고 퇴역하기도 한다. 실전을 맞이한다는 것은 분쟁, 전쟁, 인명 피해 등으로 안타까운 일이지만, 무기체계에게는 검증의 시간이고, 그 존재의 이유가 된다. 작은 실전으로, 또는 메이커의 평판만으로 전쟁 억제의 수단이 되기를 바란다.

K9 연평도 포격전이 수출확대의 시작점일 수도

2010년 대한민국의 무기체계 중 최초로 K9이 연평도 포격전에서 실전을 치렀다. 그리고 2014년 K9은 폴란드 (차체) 수출을 시작으로, 2017년부터 수출계약이 본격화되면서, 11개국에서 운용 중이다.

K-방산의 실전 경험이 확산 중

그리고 대한민국 무기체계의 실전 경험이 늘고 있다. 유망한 무기체계와 투자할 만한 회사들이다.

Fig. 1: 실전을 치른 K-방산의 무기체계들

무기체계	사용 국가	시점	전쟁/전투	비고
K9	대한민국	2010.11	연평도 포격전	1차 대응사격 (50발), 2차 대응사격 (30발) 초기: 작동 불능 논란 → 성능 극찬: 생존성, 지휘소/막사 정확히 타격
	인도	2019-2020	인도-파키스탄 국경분쟁	실전 통제선(LoC) K9 전진 배치: 해발 5,000m 초고산 지대의 희박한 공기, 혹한에서 완벽 작동 → 이후 인도 K9 100문 추가 주문
FA-50	필리핀	2017	마라위 전투	근접항공지원(CAS)을 위해 FA-50PH 전격 투입 반군 거점에 대한 폭격. Mk-82 무유도 일반탄 필리핀 정부는 FA-50을 '승리의 포효'로 극찬
	태국	2025.12	태국-캄보디아 분쟁	F-16에서 운용 : 캄보디아 지휘소 및 로켓 진지 정밀 타격
KGGB	사우디아라비아		예맨 내전 등 투입	
	태국	2025.07-12	태국-캄보디아 분쟁	태국 공군 T-50TH 편대가 캄보디아 탄약고 공습 임무 수행
천궁-2	UAE	2024년	이스라엘-이란 전쟁	2023년 첫 포대 인도 - 2024년 방공망 통합 예맨 반군 등의 드론, 미사일 감시/경계 요격 여부 불확실
	UAE	2026.03	미국/이스라엘-이란전쟁	사상 첫 실전 투입. 요격 성공률 96% 기록 10개 포대 중 잔여 8개 포대 조기 인도 요청 → 탄 30여기(1개 포대) 긴급 납품
현궁	중동(사우디 등)	2015-2022	예맨 내전 개입 2015 '결정적 폭풍' 작전 2018 호데이다 전투	현궁: 후티 반군의 T-55, T-72 전차 및 차량을 파괴 Youtube 영상
천무	중동(사우디 등)	2015-2022		천무: 실전배치 사진 공개(ArmyRecognition 등)
신궁	우크라이나	2022-	러-우 전쟁	비공식 투입 러시아군 헬기, 드론 격추

Source: 다올투자증권

II-1. 연평도 K9: 밀덕들 사이에 소문나기 시작

2010년의 북한 연평도 공격에 K9 대응 사격

2010년 11월에 북한은 대한민국의 포 사격 훈련에 긁혀서, 연평도에 포격을 가했다. 오후 2시 34분에 150발 포격을 맞은 대한민국 해병대는 2시 47분에 첫 대응 사격 50발을 응사했고, 3시 10분 북한의 2차 포격을, 3시 25분 30발의 응사로 대응했다.

연평도에 배치된 6문 중 1문은 불발탄 점검 중이었고, 2문은 적의 포격 때문에 전자회로가 손상되어 초기 대응이 어려웠지만, 남은 3문으로 13분 만에 대응했고, 이후 수리를 마친 K9도 합세했다.

정확한 대응 사격으로 확인

언론들은 초기 대응사격이 늦은 점과 논밭에만 떨어짐 정확도를 비판했지만, 이후 정밀 분석 결과는 달랐다. 위성사진 분석결과, K9 포탄은 북한 모두 해안포 기지의 막사 주변, 진지에 정확히 탄착군을 형성한 것으로 확인되었다.

Fig. 2: 2010년 연평도 포격전 타임라인과 이후에 분석된 K9의 우수한 운용성

2010년 11월23일	사건
8:20	북한이 대한민국에 포 사격 중단 요청 텔렉스 발송
10:00	한국군이 예정된 포사격 훈련 시작
14:30	북한, MiG-23 전투기·MRL 포대 이동 보고
14:34	북한 연평도에 첫 포격 시작 (1차 포격 약 150발)
14:38	남한, KF-16 2대 긴급 출격
14:40	F-15K 4대 추가 출격
14:47	한국군 K-9 자주포 첫 대응사격 (~50발)
14:50	최고 군사대비태세인 '진돗개 하나' 발령
14:55	북한 포 사격 일시 중단
15:10	북한 2차 포격 재개
15:25	K-9 자주포 두 번째 대응사격 (~30발)
15:30	한국군이 북한에 포 사격 중단 공식 요청
15:41	북한 포격 종료
16:42	한국군 대응사격 종료
16:30~21:50	군·정부·안보회의 및 대응 분석회의 진행
18:40	합참 브리핑
19:00	북한 군 총참모부 성명 발표
20:35~21:10	대통령·합참 회의 등 후속 대책 논의

Source: 다올투자증권

Fig. 3: K-9 2010년 실전 이후 2014년 차체, 2017년 본격 판매

Source: 다올투자증권

2010년 실전경험 이후 2014년부터 수출이 확대된 K9

'Combat proven 라벨'을 획득한 K9은 이후 2014년에 폴란드에 차체 수출을 시작으로, 2017년부터 핀란드, 인도, 노르웨이, 이후에 에스토니아, 호주, 이집트, 폴란드 완제품, 루마니아, 베트남으로 확대되었다.

'K9 유저 클럽'은 대한민국과 기술 수출한 튀르키예를 포함해서 11개국에 달한다.

그들은 운용 노하우를 공유하는 등 소통을 하고, 이는 K9의 판매확대에 기여하고 있다.

II-2. 인도-파키스탄 분쟁: K9의 실전배치, 신뢰

2017년 K9 인도 수출

2017년에 한화에어로스페이스는 인도 L&T(LARSEN & TOUBRO LIMITED)에 K9 100문(0.37조원) 판매계약을 체결한다. 당시 5번째 K9 유저 클럽이었다.

오래된 인도-파키스탄 국경 분쟁

1947년에 시작된 인도-파키스탄의 오래된 국경 분쟁은 2019년에 카슈미르 지역의 고산 지대 라다크(Ladak)에서 긴장이 고조되었고, 인도 공군이 파키스탄 영내를 공습하기에 이르렀다.

2019년, 초고산 지대의 혹한 환경에 K9 실전배치

당시 인도군은 K9을 파키스탄 접경 지역인 실제 통제선(LoC)까지 진격해서 전진 배치했다. 전투는 없었지만, 해발 4,000미터 이상의 초고산 지대의 희박한 공기와 영하 수십도의 혹한 환경에서도 완벽하게 작동하며 인도군의 신뢰를 얻었다.

이어지는 후속 구매 100+100+200 협상 중

그리고 인도 정부는 2025년에 K9 100대(분량의 부품)를 추가 구매했다.
또 2026년의 한-인 정상회담에서 K9 200문, 3차 구매 협상이 진행 중이다. 구매 시 인도는 무려 400대의 K9을 운영하게 된다.

Fig. 4: 인도-파키스탄 국경 분쟁의 주요 연혁

시점과 분쟁	내용
1947~1948년 (제1차 인도-파키스탄 전쟁)	카슈미르 영유권을 둘러싼 최초의 전쟁
1965년 (제2차 인도-파키스탄 전쟁)	지브롤터 작전으로 시작된 전면전
1971년 (제3차 인도-파키스탄 전쟁)	방글라데시 독립 전쟁의 여파로 발생
1999년 (카르길 전쟁)	고산 지대에서 벌어진 치열한 산악전
2019년 (풀와마 테러 및 발라코트 공습) 2019년에 실전 배치 및 실사격 운용 보고 다수 2020년에 고고도(라다크) 전개 사진 공개	인도 공군이 파키스탄 영내를 공습하며 양국 간의 공중전이 벌어졌던 최근의 대규모 위기

Source: 언론보도 취합, 다올투자증권

Fig. 5: 인도-파키스탄 국경 분쟁 당시 실전배치된 K9. 그리고 인도의 100대 추가 주문

Source: 언론보도 취합, 다올투자증권

II-3. 필리핀 마라위 전투: FA-50PH, KGGB 필요성

필리핀 이슬람 반군의 마라위 섬에서 FA-50 '승리의 포효'

2017년 5월에 필리핀에 ISIS 추종 반군인 마우테 그룹이 마라위 섬을 점령했고, 필리핀 정부는 6월에 항공지원을 통한 전투를 개시한다.

FA-50이 실전투입되어 무유도탄을 운용했고, 10월에 반군 지도자를 사살하며, 필리핀 정부는 마라위 해방을 선언했다.

당시 필리핀 총참모장은 FA-50을 '승리의 포효'라고 극찬했다.

무유도탄 운영했다가 한국 KGGB 구매로도 이어짐

당시는 KGGB를 구매하기 전이어서 FA-50PH는 주로 MK-82 무유도 일반 폭탄을 사용해, 조종사의 숙련도에 의존하는 다이브 밤(Dive Bambing) 방식으로 공격했다. 이 때문에 7월에는 오폭 사고로 아군 2명이 사망하는 안타까운 사고도 발생했다. 이는 이후 필리핀의 KGGB 구매로 이어졌다.

2014년 12기, 그리고 2025년에도 12기 추가 구매

FA-50이 필리핀에서 'Combat Proven 딱지'를 따냈다. 그리고 태국은 11년만인 2025년 6월에 2차로 12기(0.98조원)의 FA-50을 구매해서 24기를 운영할 계획이다.

그리고 성능개량과 PBL

또한 2025년 12월에는 2014년에 구매한 기체들에 대한 성능개량 사업(926억원)을 발주했고, PBL 1,014억원도 계약했다.

PBL은 무기체계를 깔아두면 꾸준히 들어오는 수익이며, 높은 수익성의 사업이다.

Fig. 6: T-50 계열 수출 계약 연혁: 2014년의 FA-50PH 12대, 2025년에도 추가 12대

년도	기종	국가	계약금액 (십억원)	기수 ~ 최대	시작일	종료일
11.05	T-50	인도네시아	450.0	16기	11.5~	13.12
13.12	T-50	이라크	1,185.7	24기	13.12~	20.6
14.03	FA-50	필리핀	442.7	12기	14.5~	17.7
15.09	T-50	태국 1차	108.8	4기	15.9~	18.3
17.07	T-50	태국 2차	291.2	8기	17.7~	22.5
18.07	T-50	태국 후속	36.0	군수패키지	18.7~	19.10
18.11	T-50	인도네시아	70.1	레이더/기관총	19.1~	22.1
19.05	T-50	태국 후속	62.3	군수패키지	19.5~	21.10
21.07	T-50	인도네시아 2차	274.5	6기	21.12~	24.10
21.08	T-50	태국 3차	89.6	2기	21.7~	23.11
22.09	FA-50	폴란드	4,208.1	48기	22.11~	28.9
23.02	FA-50	말레이시아	1,195.2	18기	23.2~	29.8
23.11	FA-50	태국 4차	89.6	2기	23.11~	24.8
25.06	FA-50	필리핀 2차	975.3	12기	25.6~	30.6
T-50 계열 수출			9,479.0	**152기**		

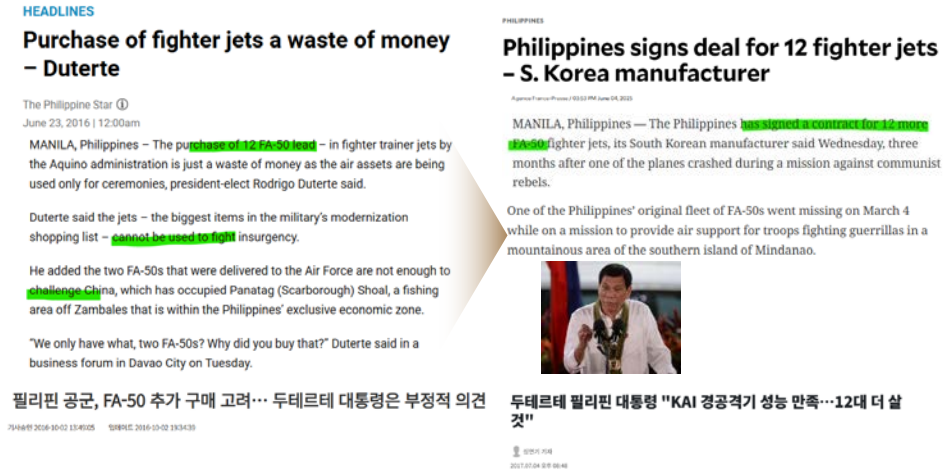
Source: 다올투자증권

Fig. 7: 필리핀 정부의 ISIS 추종 반군의 마라위 소탕 작전에 FA-50PH 투입

시기	주요 사건 및 전황	FA-50PH 및 무기 운용 상세
2017년 5월 23일	전투 발발 : ISIS 추종 반군(마우테 그룹)이 마라위 시 점령	필리핀군 즉각 대응 및 계엄령 선포
6월 초	항공 지원 개시 : 도시 근접항공지원(CAS)을 위해 FA-50PH 전격 투	주·야간 정밀 폭격 임무 수행 시작 : MK-82 무유도 일반 폭탄(재래식 폭탄) 운
7월 12일	오폭 사고 : 대응 사격 중 아군 2명 사망하는 안타까운 사고 발생	일시적 비행 중단 및 기체/무장 정밀 점검 조종사의 숙련도에 의존한 다이브 밤(Dive Bombing) 방식 때문
8월~9월	작전 복귀 : 점검 결과 기체 결함 없음 확인 후 복귀	반군 거점(빌딩 등) 파괴에 핵심 역할 수행
10월 23일	승전 선언 : 반군 지도자 사살 및 마라위 해방 선언	필리핀 총참모장, FA-50을 '승리의 포효'라 극찬 → 오폭 사고에 정밀 무장 필요성 절감하고, KGGB 도입 추진

Source: 언론보도 취합, 다올투자증권

Fig. 8: 필리핀 정부는 마라위 전투 이후 FA-50 12대 추가 구매 의사 밝힘 → 2025년에 2차 구매로 이어짐



Source: 언론보도 취합, 다올투자증권

II-4. 태국-캄보디아: FA-50과 KGGB

태국-캄보디아 분쟁: 캄보디아의 MRLS에 태국은 F-16과 FA-50 출격

2025년 5월에 국경에서 캄보디아군 1명이 사망하면서 긴장이 고조되었다. 7월에 캄보디아군이 MRLS(다연장로켓)으로 태국 민간지역을 선제공격하기에 이르렀고, 이에 F-16이 출격해서 KGGB를 투하했고, 12월에는 T-50TH도 출격해 캄보디아의 탄약고에 대한 공습 임무를 수행했다.

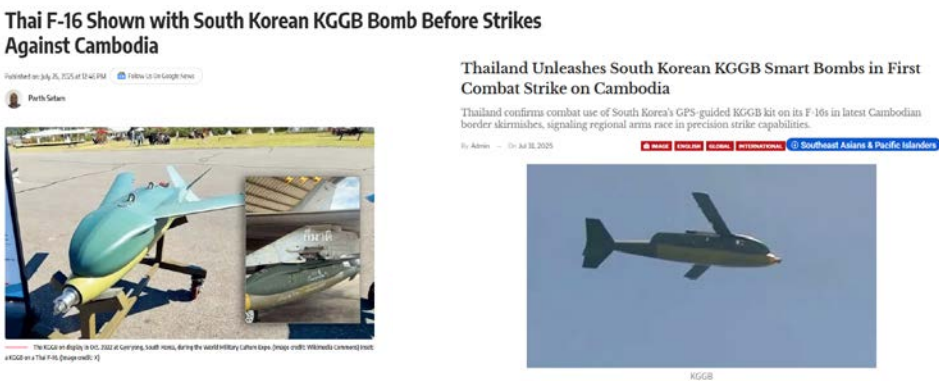
KGGB 맹활약

FA-50 뿐 아니라, KGGB도 실전을 치렀다. LIG D&A의 KGGB는 일반 재래식 폭탄을 GPS 키트에 장착해, 유도 공대지로 운영 가능한데, 약 100km 밖에서도 정밀타격이 가능해 캄보디아군의 방공망 밖에서 안전하게 전투를 수행했다.

태국-캄보디아 전쟁은 한국산 무기체계-중국산 무기체계의 대리전 양상을 띠기도 했다. 국산무기의 신뢰도를 입증하는 계기가 또 되었다.

Fig. 9: 태국-캄보디아 전쟁에 FA-50과 KGGB 실전 투입

날짜	주요 사건 및 전개 상황	비고 (무기 투입 등)
2025년 5월 28일	분쟁의 서막: 캄보디아군 1명 사망 에메랄드 삼각지대 인근에서 양국 군 교전 발생	국경 긴장 고조 및 병력 집결
7월 24일	전면 충돌 : 캄보디아군 BM-21 다연장로켓으로 태국 민간 지역 선제 공격	태국군 대응 사격 개시
7월 25일	F-16 & KGGB 투입 : 태국 공군 F-16이 KGGB 운영 : 캄보디아 지휘소 및 로켓 진지 정밀 타격	KGGB 사상 첫 해외 실전
7월 28일	1차 휴전 : ASEAN(말레이시아 의장국) 중재로 일시 휴전 합의	소강상태 진입
12월 7일	교전 재개 : 국경 지역 총격전 발생으로 휴전 파기 태국군 '사따왓 작전' 개시.	전면전 양상 확산
12월 24일	T-50TH(FA-50) 투입 : 성탄 전야, : 태국 공군 T-50TH 편대가 캄보디아 탄약고 공습 임무 수행	FA-50TH 실전 투입. 훈련기/공격기 실전 능력 입증
12월 27일	최종 휴전 : 국제적 압박 속에 양국군 철수 및 무조건적 휴전 합의	분쟁 종료



Source: 언론보도 취합, 다올투자증권

II-5. 예맨 내전: 현궁, 천무

예맨 내전에 현궁 운용 증거들

2014년의 예맨 내전에 개입한 사우디아라비아 등은 후티 반군과의 교전에서 현궁, 천무 등을 운용한 것으로 추정된다.
사우디 군은 후티 반군의 T-55, T-72 전차 등을 파괴하는데 현궁이 유용할 것이다. 유튜브에 다수의 현궁 발사 및 타격 영상이 남아있다.

천무도 전장 배치 동영상 증거

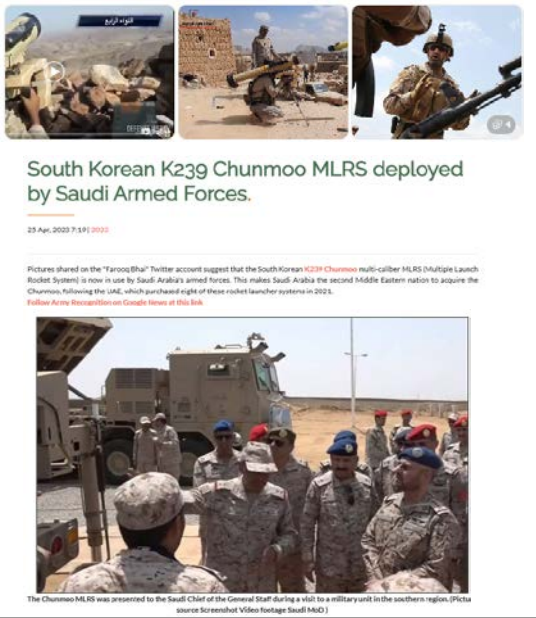
또한 천무는 사우디 군 국경 지역에 배치되어, 예맨 내 반군 거점을 정밀 타격하기 위해 배치되었다.
사우디아라비아 국방부는 2023년 4월, 트위터(X) 등 공식 SNS를 통해 Fayyad al-Ruwaili 총참모장이 예멘 접경 지역의 부대를 방문한 사진과 영상을 공개되었다.
이후 2025년 9월, 사우디는 천무 시스템과 함께 수백 발의 정밀 유도탄 계약을 또 발주(0.4조원)했는데, 이는 예멘 내전 전선에서 후티 반군의 주요 거점을 핀포인트로 타격하는 데 천무가 효과적이었기 때문일 터이다.

Fig. 10: 예맨 내전 경과

시기	주요 사건 내용	비고
2014년 9월	내전 발발 : 후티 반군이 수도 사나를 점령하고 압드라보 만수르 하디 정부를 축출	이란의 후티 반군 지원 시작
2015년 3월	사우디 개입 : 사우디아라비아 주도의 9개국 연합군이 '결정적 폭풍 작전' 개시	한국산 무기 본격 투입 시점
2018년	호데이다 전투 : 홍해의 요충지 호데이다 항구를 둘러싼 치열한 공방전	현궁: 후티 반군의 T-55, T-72 전차 및 차량을 파괴하는 Youtube 영상 천무: 실전배치 사진
2019~2021년	교착 및 드론전 : 사우디 정유시설 드론 공격 연합군의 보복 공습 지속	방공망(천궁-II) 도입 논의 가속화 ↓
2022년~현재	장기 휴전과 긴장 : 대규모 전면전은 줄었으나, 홍해 위기 등 산발적 교전 지속	2024년 2월 천궁 계약 (4.3조원)

Source: EU, 다올투자증권

Fig. 11: 너튜브에 포착된 현궁과 K239 천무



Source: 다올투자증권

II-6. 미국-이란 전쟁: UAE의 천궁2 맹활약

미이-이 전쟁에서 인근 중동국가들을 공격한 이란, UAE에서 천궁2 96% 요격

미국/이스라엘에 대한 보복으로 이란은 미군이 주둔하는 인근국에도 탄도탄 및 드론 공격을 개시했다. 그리고 3월 1일에 UAE에 실전배치된 천궁 2개 포대가 작전에 운용되었고, 약 60발의 요격 미사일을 발사해 96% 이상의 명중률을 기록한 것으로 언론은 전한다(3월 4일). 당시 이란이 발사한 174발의 탄도탄을 대부분 저지했는데, 천궁이 이 중 29발을 막아낸 것이다.

더 빨리 천궁2를 보내달라는 UAE

이후 UAE는 2022년에 주문한 10개 포대(2.6조원 유도탄) 중 잔여 8개 포대의 더 신속한 납품을 요구했다. 3월에는 임시 수송기를 보내 유도탄 30여발을 공수해갔다. LIG D&A 측은 원래의 납품 일정이었다고 안내했지만, 1Q26 실적에서 한국군을 위해 제작한 500억원 규모의 천궁 부품이 UAE로 배분했다고 확인해 주었다. 그리고 3월 말에 UAE로 3번째 포대 장비들이 중동에 도착했고, 이르면 4월 초에 실전 운용에 들어갈 것으로 전한다.

주변국들의 구매설

불과 2020년에 대한민국에 실전배치된 천궁2의 첫 실전 데뷔이며, 그 결과도 고무적이다. 벌써 인근 국가들의 구매설"들"이 외신이 전하고 있다.

Fig. 12: 미국-이란 전쟁에서 천궁2 96% 요격률 기록

날짜	주요 사건 및 전쟁 전개	내용
3월 1일	이란, 중동 전역 무차별 공습	두바이, 도하 등 주요 도시 방공망 가동
	미국·이스라엘 공격에 대한 보복으로 이란은 탄도탄·드론 대거 발사	**천궁-II 사상 첫 실전 투입 및 요격 수행**
3월 3일	실전 데이터 최초 확인	천궁-II, 다수의 이란 미사일 타격 성공
	주요 외신 및 방산 전문지 보도 시작	요격 성공률 90% 이상 기록 확인
3월 4일	요격 성공률 상세 발표	UAE 배치 2개 포대에서 미사일 60여 발 발사
	국회 및 정통 소식통 인용 보도	**최종 요격 성공률 96% 기록 (세계 최고 수준)**
3월 5일	UAE, 한국 정부에 긴급 요청	포대 조기 인도 요청 : 계약된 10개 포대 중 잔여분 납기 단축 요구
	공습 장기화 대비 방어력 강화 추진	유도탄 긴급 수급: 소진된 요격 미사일 우선 공급 요청
3월 6일	한국 정부 및 기업 대응	정부, 계약 일정 고려하며 검토 착수 → 빡빡한 생산 일정으로 불가 통보
	생산 라인 '풀 가동' 및 수출 조율	
3월 8~9일 긴급 수량 1차 인도 (예정)		요격 미사일 30여 기 긴급 인도 결정 : 1개 포대(4개발사대) 32기 8일과 9일 두 차례에 걸쳐 UAE 현지 공급 예정
	현지 방공망 공백 최소화 조치	

Source: 언론보도 취합, 다올투자증권

III. 그들의 자주국방 욕구. 현지화로 채워준다

실전 훈장은 판매로 이어질 것

'Combat Proven 훈장'을 받은 K-방산 무기체계는 불티나게 팔릴 것이고, 실전을 치르지 않았지만 한국이 양산을 시작한 신제품 무기체계에 대한 신뢰도까지 끌어올리고 있다.

합리적인 가격, 대규모 양산 능력에 + 품질 신뢰도까지 제고

K-방산은 이미 가격 경쟁력, 대규모 양산 대응에 더불어, 품질에 대한 신뢰도까지 격상되었다.
그러나 K-방산의 해외판매 확대를 위해, 여기에서 멈추지 않는다. 각 구매희망국가의 '자주국방의 요구'를 채워주는 적극적인 현지화 전략도 중요하다. 그리고 이를 아주 잘하고 있다.

현지화: 인도, 호주, 폴란드 완료, 루마니아 예정 + 사우디, 스페인, 미국 향후 파이프라인

이미 호주, 폴란드, 루마니아에서 종속사 또는 JV 형태로 현지 생산을 진행 중이거나 공장을 건설 중이다. 현지 협력사를 발굴해서 현지화율을 올리겠다는 제안을 하거나, 요청을 받아서 사업이 진행 중이다.
그리고 사우디아라비아, 스페인, 미국 등에서 현지 생산기지를 준비 중이다.

Fig. 13: K-방산이 구매국의 자주국방 요구를 채워주는 방식들

구분	주요 특징
투자 방식	- 직접 투자(자회사): 호주(H-ACE), 루마니아(H-ACE Europe) - 합작 투자(JV): 폴란드, 사우디(e) - CKD 공급: 인도, 이집트
현지화율	- 호주 50% 안팎 - 루마니아: 80% 제안 - 사우디: 50% 요구
현지 부품 통합	폴란드(Topaz), 스페인(장갑판 등)
거점 확보	K2: 폴란드 K9: 루마니아, 스페인, 이집트 천무 유도탄: 폴란드 장갑차: 사우디
미래 가치	- 생산 이후의 MRO(유지보수) 지원 - 마케팅 담당: 폴란드 K2, 천무 유도탄 등, 이집트 아프리카 및 중동 K9

Source: 다올투자증권

Fig. 14: K-방산의 해외시장 공략을 위한 현지화 및 절충교역 내용

국가	업체	무기체계	종속사 또는 파트너	생산 범위	생산 규모 / 계약
AS-IS					
인도	한화에어로스페이스	K9	현지생산(CKD) : L&T의 Hazira	**1차 계약 현지화율 50% 이상** - 초도 10문 제외, 90문 현지 생산 - FCS, 통신, 차체 일부, 전장 등 인도 담당 : 12개 시스템, 13천개 부품 국산화 - 한국은 핵심 포/구동계 담당 **2차 계약: 70% 안팎 현지 조달**	2014년 1차 100대: 0.37조원 2025년 2차 100대: 0.37조원 - 원가 및 ASP 상승으로 해석
호주	한화에어로스페이스	K9, K10 Red-Back	종속사 H-ACE	- 국내 최초 해외 생산 **- 현지화율 50% 안팎** **- 강철 장갑판(Bisalloy사), 전력 분배 장치 등 현지 조달. 40개 이상의 현지 기업**	> Land 8116: AS9 30대, AS10 15대, 0.9조원 > Land400 IFV 129대(**3.2조원**)
폴란드	현대로템	K2PL	현지생산(CKD) : PGZ/ Bumar-Łabędy (부마르-와벤디)	- 조립 라이선스 이상 - 로템: 핵심부품 공급, 품질 관리, 기술지원 - 기술이전: 차체, 포탑, 현수, 자동장전, 주포 등 **- 현지 업체들: 차체(장갑재), 통신 장비, 사격통제 시스템 등 주요 부품 생산**	> 전체 1,000대에서 K2PL 500대 중 320대 현지 생산 목표 > EC2(**8.9조원**) 180대 중 61대
폴란드	한화에어로스페이스	천무(HOMAR-K)의 유도탄(CGR-080)	JV: WB Group (WB Electronics) , 한화에어로스 51%	- 유도탄(CGR-080): 80km 사거리 - 폴란드 현지 부품 사용: **차량(Jelcz)과 사격통제시스템(Topaz)을 결합**	> EC3(**5.6조원**) 유도탄 규모는 Unknown
루마니아	한화에어로스페이스	K9, K10	종속사 H-ACE Europe	**- 현지화율 80% 목표** - 루마니아 방위산업협회(PATROMIL) 및 **30개 이상 현지 파트너사**와 협업 - 미래 유럽 지역 MRO 허브로 육성	> K9 54문, K10 36대 (**1.4조원**) 중 > 초도 K9 18문, K10 12대 한국 생산 → 이후 현지화
TO-BE					
사우디아라비아	LIG넥스원	천궁(M-SAM2)	국영 SAMI와 협력	VISION 2030에서 현지화율 50% 요구	
미국	한화에어로스페이스	차세대 자주포	경합 중	2년 내 공급망 이전	연간 48대 이상 생산능력
미국	한화에어로스페이스	155mm 장약	현지 파트너 협상	아칸소주	
스페인	한화에어로스페이스	K9, K10	스페인 현지 방산 기	**- 현지 생산시설 구축, 현지화율 50~80% 제안** **- 스페인 현지 부품: 단순 조립을 넘어 장갑판, 통신 시스템, 사격통제장치 등** - 현지 MRO 역량까지 완전히 이전	> 궤도형 K9 128문 45억유로(**7.6조원**)

Source: 다올투자증권

Fig. 15: K-방산의 현지화 타임라인

국가	업체	무기체계	투자금액	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
AS-IS										
인도	한화에어로스페이스	K9			2차 주문					납품 종료
호주	한화에어로스페이스	K9, K10 Red-Back	1.7억달러	8월 준공	K9, K10 생산 시작	2H26 레드백 생산 시작				
폴란드	현대로템	K2PL		7월 컨소시엄 구성	10월 기술이전 계약	2H 조립 및 제작 시작	폴란드 군 인도			
폴란드	한화에어로스페이스	천무(HOMAR-K)의 유도탄(CGR-080)			12월 착공	생산라인 가동	초기 양산	고도화		
루마니아	한화에어로스페이스	K9, K10	2억유로 (0.3조원)			2월 착공	2H 준공 및 생산개시			
TO-BE										
사우디아라비아	LIG넥스원	천궁(M-SAM2)								
미국	한화에어로스페이스	차세대 자주포				3월 RFP 7월 시제품 6대		500대 양산 시작		
미국	한화에어로스페이스	155mm 장약	10~13억달러							
스페인	한화에어로스페이스	K9, K10								

Source: 다올투자증권

III-1. 생산기술이전+CKD, JV, 종속사+현지화의 3가지 절충교역

무기를 구매는 했지만 MRO는 스스로 하고 싶은 소비자들

모든 구매국 및 구매희망국가들은 다른 국가의 무기체계를 도입할 때, MRO를 통해 지속가능한 운용이 가능한지를 고민한다. 그래서 우방국가들에게만 무기체계를 구매하는 것이다. 그럼에도 불구하고 부품의 단종, 공급망 봉쇄와 같은 최악의 상황도 산정하기 때문에, 최대한 무기체계의 MRO(Maintenance, Repair and Overhaul)를 자국에서 할 수 있기를 바란다.

적극적으로 그들의 자주국방 욕구를 채워주는 K-방산

정확한 통계치는 없지만, 미국 및 서구의 디펜스 사들은 무기체계를 팔면서, 대단히 보수적인 기술이전 정책을 고수하고, 또한 현지화보다는 MRO를 통한 수익을 도모한다.

이에 반해 K-방산은 아주 적극적으로 고객님들의 '자주국방'의 욕구를 채워준다. 이에 따라 1) 가격경쟁력, 2) 대규모 양산 대응과 빠른 납기와 함께 3) 절충교역의 카드로서 수주 경쟁력을 드높이고 있다.

생산 기술 이전 + 핵심부품 CKD

인도 K9(한화에어로스페이스)과 폴란드 K2(현대로템)는 CKD + 현지 업체가 조립 생산(생산기술 이전)하는 방식이다. 또한 그들이 자국에서 생산 가능한 부품은 자국에서 조달하게끔 열어주고, 우리는 핵심부품 공급에서 수익을 얻는다.

인도 1차의 100문 중 10문만 현지 생산

인도는 2014년의 1차 100대에서는 초기 10문만 Made in Korea였고, 90문은 기술이전을 통해 현지 생산했다. FCS, 통신, 차체 일부, 전장 등의 12개 시스템(13천개 부품)는 인도가 담당했다. 그래도 한국은 핵심 부품인 포/구동계를 담당해서 0.4조원의 CKD 매출을 얻는다.

2025년에 발주한 2차, 100문에서는 인도의 현지화율이 70% 안팎으로 올라간 것으로 전한다.

폴란드 K2의 2차

한국 생산 GF 117대 + PL 2대

현지생산의 PL 61대

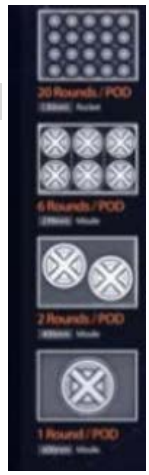
폴란드의 K2 1,000대 실행계약에서 EC1 180대는 GF(Gap Filler)로 한국에서 생산했다. EC2의 180대 중 117대는 역시 한국에서 납품하는 GF이지만, 63대의 업그레이드된 K2PL은 2대만 한국에서 생산하고, 잔여 61대는 폴란드 조립 라이선스로 현지에서 생산한다.

숫자 기준 현지화율은 알려지지 않았지만 로템은 핵심부품, 품질관리, 기술지원을 맡는 대신, 차체, 포탑, 현주, 자동장전, 주포 등의 기술을 이전하고 차체, 통신장비, 사격통제 시스템 등은 폴란드 현지 업체가 담당하는 것으로 전한다.

JV	대한민국의 체계 업체와 현지 업체가 JV를 구성해서 사업을 진행하는 방식도 있다.
폴란드 천무 유도탄 중 CGR-080은 JV에서 생산	한화에어로스페이스는 폴란드 천무 유도탄 현지 생산을 WB Group과의 JV(한화 51%)를 통해 생산한다. 다양한 천무시스템에 통합된 유도탄들 중 CGR-080(사거리 80km)로 시작하는데, 그 외의 시스템 중 발사대 차량과 사격통제시스템은 폴란드 현지의 Jelcz와 Topaz를 결합한단다. 한화에어로스페이스는 폴란드 현지생산을 연결로 매출과 영업이익에 모두 인식하는 구조이다.

Fig. 16: 천무의 탄들 중 CGR-080 현지 생산

항목	내용	
발사대 탄수	2개 포드 x 포드당 6발(기본형·239mm) = 총 12발	
탄의 종류	구경	사거리
	131mm(구룡탄)	36km
	230mm(무유도탄),	45km
GCR-080 허가 →	239mm(유도탄),	80km
	신형/수출형 400mm	~290km
	600mm(확장형)	~500km



Source: 다올투자증권

종속사, 그러나 높은 현지화율 제안	호주의 K9+K10 그리고 Redback은 한화에어로스페이스의 종속사(H-ACE)를 통해 생산한다. 루마니아와의 2차 계약이 완결되면, 역시 종속사를 설립해서 생산할 계획이다.
호주와 루마니아는 종속사에서 생산하지만 현지 업체와 부품 채택으로 현지화율 제고	그러나 현지화율이 50% 안팎으로 강철 장갑판, 전력분배장치 등의 부품에서 40개 이상의 업체가 참여한다. 한화에어로스페이스는 우선협상대상자로 선정된 루마니아 K9 사업에서도 H-ACE Europe이라는 종속사를 통해 생산하는데, 이번 입찰에서 현지화율을 무려 80%를 목표로 하는 것으로 전한다. 2026년 6월에 호주 H-ACE 샵투어를 다녀올 예정인데, 자세한 내용은 후속 자료를 통해 업데이트하겠다. 몇 년 후에는 H-ACE Europe도 볼 수 있기를 바란다.

Fig. 17: 2024년 호주 H-ACE 완공, 2026년 루마니아 H-ACE Europe 착공

한화에어로스페이스, 호주 방산 생산기지 완공… 국내 최초 해외 생산
2024. 08. 23

한화에어로스페이스, 루마니아 K9 생산시설 착공…유럽 현지화 거점 구축 2026. 02. 11

Source: 한화 뉴스룸, 다올투자증권

III-2. 현지화: 일부 EBIT을 내어주어도 Sales가 커지는 게 우선

CKD: 핵심부품의 부가가치

JV: 연결 매출/이익 및 핵심부품의 부가가치 한국에 남김

종속사: 현지화도 간단한 물량들, 대부분 부가가치 한국에 남음

일부 사업들에서 K-방산이 제안하는 현지화율은 50~80%에 달한다.
이에 K-방산의 수출에서 매출이 줄어들 것을 우려할 수 있다. 그러나
1) 조립 기술 이전 및 현지 생산(CKD) 방식을 제외하고는,
2) JV의 경우 지분율에 따라 연결로 매출과 영업이익을 모두 잡는다. 지분율에 따라 지배주주순이익은 감소할 수 있지만, 현지화된 일반 부품을 제외한 핵심부품은 다 기존 한국의 부체계 업체들이 공급하기 때문에 이익에 끼치는 그 영향은 크지 않을 것으로 보인다.
3) 종속사를 해외에서 운영하는 경우에는 매출부터 순이익까지 문제 없다. 다만 무기체계를 생산하기 위해 기존 대한민국의 부체계업체 및 부품사의 참여율이 떨어질 수 있다. 그러나 역시 핵심부품은 여전히 기존 부품사가 공급하기 때문에 부가가치의 상당부분은 대한민국에 남는다.

일부 이익이 해외로 가더라도
매출 자체를 키우는 바람직한 접근

아주 작은 매출과 이익을 포기하는 대신 대형 사업을 따낼 수 있고, 최소 30년 또는 수십년의 라이프사이클 유지보수 사업에서도 수익이 창출된다. 그들의 '자주국방 요구'를 충족시켜주는 현지화를 너무 걱정하지 않는다.

III-3. 거점, 지역 대리점이 되는 셈

K-방산 현지화 국가들 인근국가들에 마케팅

K-방산 무기체계를 현지화를 통해 도입한 국가들은 일부 부품 생산 및 조립생산이 가능하고, MRO에도 참여할 수 있는 무기체계를 자기 제품처럼 인근국가들에 마케팅할 것으로 기대한다.
그리고 최근 첫 사례가 실현되려 한다.

폴란드-아르메니아 K2 도입 논의 시작

2026년 5월에 아르메니아 국방장관의 폴란드 방문에서 양국의 군사 기술 협력과 합동훈련을 논의했고, 과정에서 아르메니아는 K2를 위시한 폴란드산 군사 장비 구매의사를 밝힌 것으로 전한다. 폴란드 부총리(코시니악-카미슈)는 K2 전차는 부마르-와벤디 공장에서 생산된다는 점을 강조했다.

폴란드는 K2의 유럽 내 생산/정비/개량/마케팅 거점이 될 것

이번 폴란드-아르메니아 공급계약이 체결되면, 폴란드는 단순 K2 구매국가 이상으로 유럽 내 생산/정비/개량/마케팅 거점으로 올라선다. K9도 천무도 각 지역에서 비슷한 비즈니스 모델이 확대되기를 바란다.

K-방산의 T-50 계열도 현지화의 결실

사실, 대한민국이 국내 152기를 양산하고, 수출을 152기째 달성한 T-50 및 FA-50은 우리 원천기술이 아닌, 록히드마틴의 경전투기이다. 우리가 열심히 이를 판매하면서 부가가치를 남기고 있지만, 록히드마틴도 기술료와 부품 공급에서 이익을 취하고 있다. 윈-윈이다.

Fig. 18: K2를 인근국가에 마케팅하는 폴란드

Source: 언론보도 취합, 다올투자증권

IV. 2개의 큰 시장을 위한 새로운 Valuation

러-우 전쟁: 폴란드 대규모 기본계약을 시작으로 국방투자 확산 중

2022년 4월 러-우 전쟁이 발발하고, 7월에 폴란드와의 대규모 기본계약을 체결한다. 수출잔고를 쌓고 한국 디펜스 5사의 수출은 2022년 1조원에서 2025년에 9조원으로 성장하고, 2027~2028년까지 잔고에서 추가 성장이 남았다.
EU는 재무장으로 돌아서면서 후속 무기체계 조달 프로젝트가 한창이다.

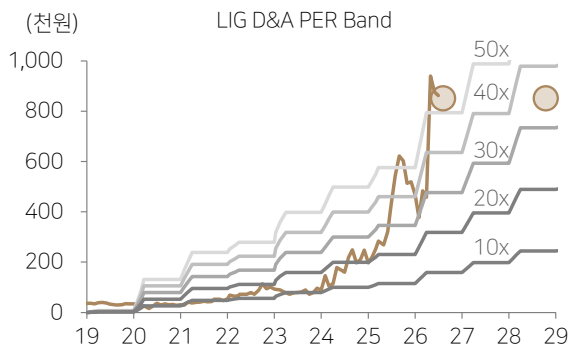
미-이 전쟁: 대규모 국방 투자 불 보듯 뻔함

그리고 2026년에 '미국-이란 전쟁'이 발발했다. 이란은 인근 국가들도 동시에 공격하면서, 원래 대형 무기 구매국가였던 중동 국가들의 국방비 지출이 크게 늘 수밖에 없는 환경이 되었다. 탄도탄과 드론 공격이 대부분이고, 이에 대응하는 지대공 무기체계가 중요해졌고, LIG디펜스앤에어로스페이스의 주가는 급등했다.

적정PER 30배를 돌파해버린 K-방산

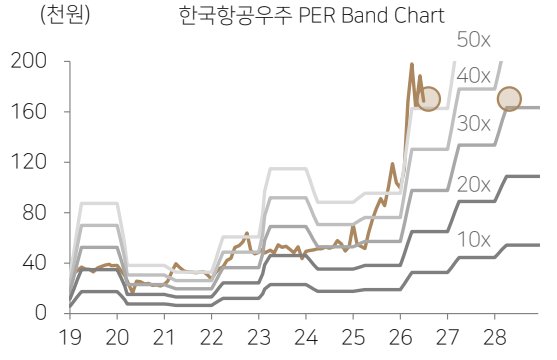
Valuation에서 적정 PER을 결정하는 여러 가지 방법론이 있다.
금리 수준과 시장 PER을 감안하기도 하고, 수익의 안정성과 지속성에 따라 멀티플을 올리기도 한다. 흔히 글로벌 피어그룹의 PER을 차용하기도 하며, 역사적 Historic PER을 사용하며 당시의 상황과 지금을 비교한다. 향후 몇 년간에 보이는 이익 성장을 이유로 20배나 성장률에 따라 그 이상을 부여하기도 한다. 당사는 방산 업종에 30배를 부여하고 있다.
교과서적인 얘기를 하는 이유는 미-이 전쟁 발발 이후 3~4월에 방위산업 커버리지 회사들의 주가가 PER 30배(올해도 아닌 FWD 3년 내 고점)의 적정 주가에 도달했거나 돌파했기 때문이다.

Fig. 19: LIG디펜스앤에어로스페이스 PER 2026년 54배 초과 - 2028년 35배



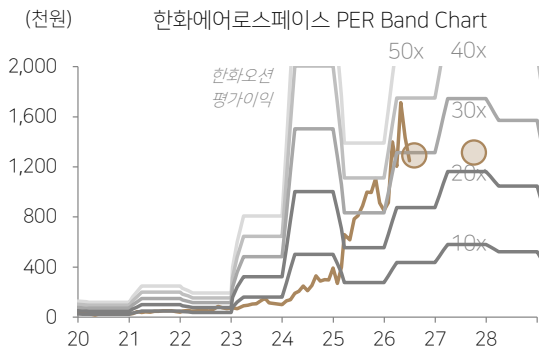
Source: 다올투자증권

Fig. 20: 한국항공우주 PER 2026년 50배 - 2028년 30배



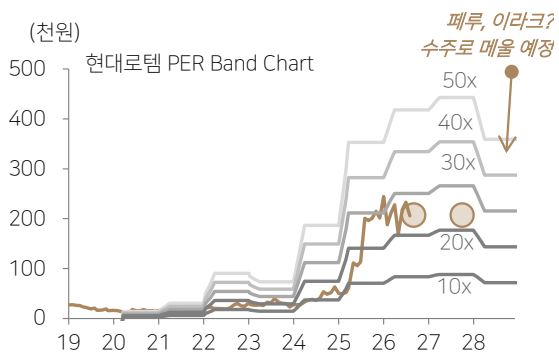
Source: 다올투자증권

Fig. 21: 한화에어로스페이스 PER 2026년 29배 – 2027년 22배



Source: 다올투자증권

Fig. 22: 현대로템 PER 30배 2026년 23배 – 2027년 22배



Source: 다올투자증권

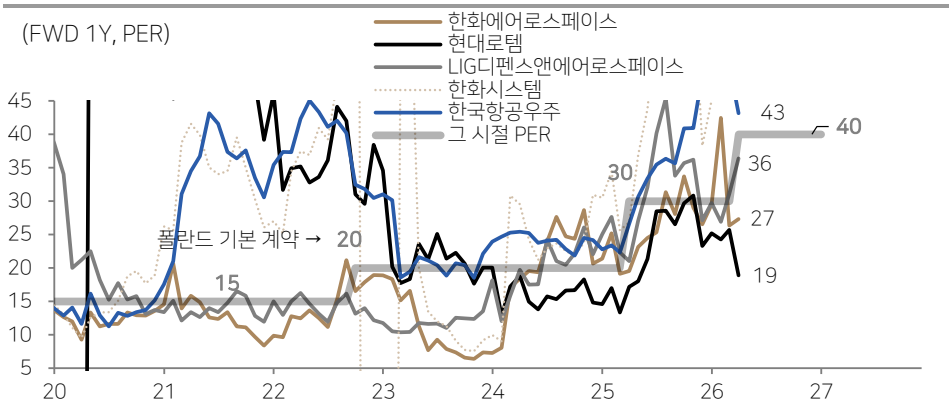
PER 15배 → 20배 → 30배, FWD 3년 평균→ FWD 3년 고점 EPS로 계속 올려온 Valuation 방법론

본 연구원은 디펜스 업종의 적정PER을 2022년에 러-우 전쟁과 폴란드 대규모 계약을 바탕으로 방산 회사들의 Valuation을 기존 15배에서 20배로 올렸다. 2025년에 4Q24 실적을 받아보고, 피어그룹들의 높아진 PER을 바탕으로 FWD 3년 평균 x 적정PER 30배로 올렸다. 그리고 2025년 9월에는 또 실적 성장을 확인하고, 주가를 설명하기 위해 FWD 3년의 EPS 중 고점 x 적정PER 30배로 변경했다.

한국항공우주는 UJTS RFP 발행에 APT 시절 40배를 주기도

2025년 12월에는 한국항공우주의 적정PER을 UJTS를 핑계로 2014년의 최고점이었던 40배로 올리기도 했다. 그리고 UJTS는 록히드마틴의 사업 포기로 지워졌다. 다시 30배로 내려야 하는데, 한국항공우주의 주가는 악재에도 당일 5.6% 밖에 안 빠졌다.

Fig. 23: 2022년 러-우 전쟁 이후, FWD 2Y PER이 20~30배, 그리고 지금은 40배로 가는 길



Source: 다올투자증권

IV-1. 수주 파이프라인 가치 Valuation 소개

Valuation에 대한 고민이 컸다. 본 연구원의 어닝스모델 로직은 확보된 잔고에서만 뿌려주는 확정 실적인데, 다음에 후속 수주가 채울 것이 뻔히 내다보이는 상황에서 HOLD 또는 SELL 의견으로 업데이트 보고서를 내보내는 것은 옳지 않다.

잔고에서 확보된 이익 이상의 기업가치

이렇듯 2개의 전쟁을 타고, K-방산의 경쟁력이 판매 확대와 M/S 상승으로 이어지면서, 주가와 Valuation Multiple은 크게 올라 잔고에서 확정되어 있는 실적만으로는 주가가 설명되지 않는다.

파이프라인 기대감을 선반영하기로

K-방산이 확장되던 시기였던 지난 5년을 복기해 보면, 특정 프로젝트가 임박했다는 공식 일정표, 외신보도 또는 시장 풍문에 따라 주가가 이를 선반영하는 것을 지켜보아 왔다.

이에 각 사들이 보유하고 있는 파이프라인의 가치를 선반영 해야겠다고 판단했다.

Valuation 방법론을 기존 '잔고 기반 실적'에 '수주 파이프라인 가치'를 추가하는 방식으로 변경한다. 이미 현대로템의 1Q26 실적 리뷰 자료에서 이를 적용했고, 시장의 반응을 살폈다.

기존 잔고 실적 + 수주 파이프라인 가치

주가 상승의 동력은 1) 현재 잔고에서 확인되는 실적과 2) 미래 잔고에 들어올만한 프로젝트에 대한 기대감일 터이다. 이에 2)를 반영하고자 Valuation에 수주 파이프라인의 가치를 합치기로 결정한다.

'파이프라인의 기대이익'

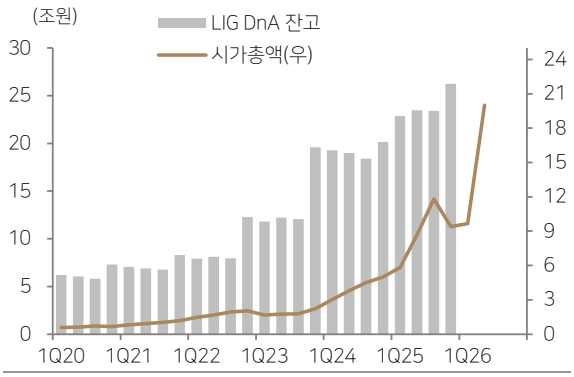
'수주 파이프라인 가치'는, 1) 널리 알려진 미래 수주 파이프라인 중 수주가 비교적 임박(~2년)한 프로젝트의 2) 사업규모 x 수주 확률 x 기대마진을 적용해서 **'파이프라인의 기대이익'**을 도출한다.

미래 기대이익에 멀티플은 3배만

그리고 여기(기대이익)에 **3배의 멀티플**을 적용한다.

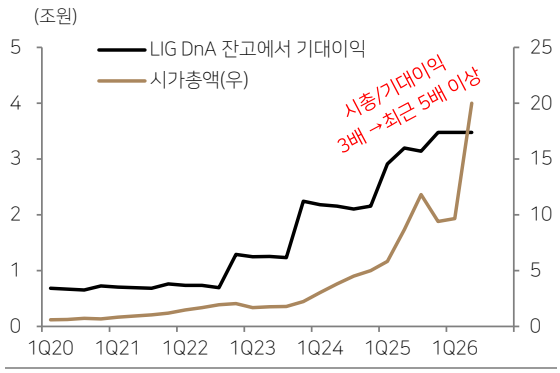
3배는 한국항공우주, 현대로템, LIG디펜스앤에어로스페이스, 한화에어로스페이스의 경우 각각 과거 분기별 잔고에서 도출한 '잔고의 기대이익' 대비 시가총액이 3~5배의 멀티플로 시장에서 인정받고 있기 때문이다. 여기에서 가장 낮은 3배를 적용한다. 5배를 받는 한화에어로스페이스와 현대로템은 시가총액에서 비방산 부문의 가치도 포함되어 있기 때문에, 멀티플이 높은 것으로 해석한다.

Fig. 24: LIG DnA의 잔고와 시가총액: 5-25조원 vs 1-20조원. 잔고 증가보다 크게 오른 이유는?



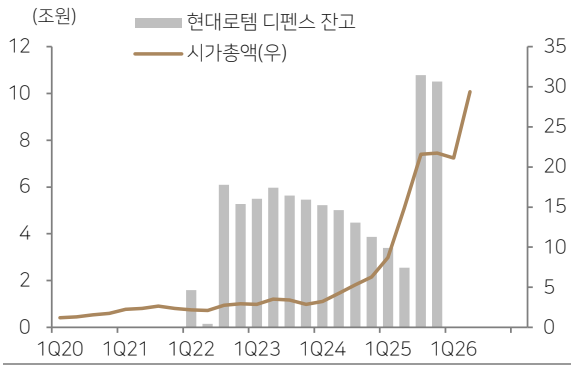
Source: 다올투자증권

Fig. 25: LIG DnA의 시가총액/'잔고 기대이익' 배수는 평시 3배, 최근 5배 이상으로 오름



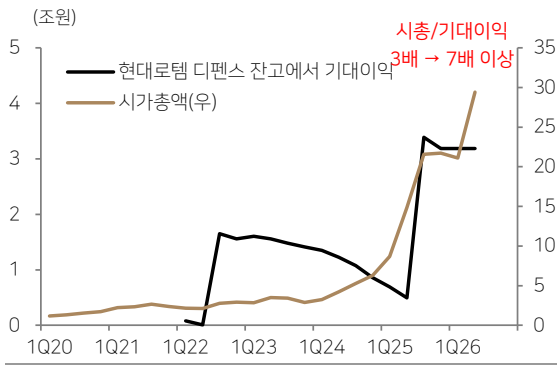
Source: 다올투자증권

Fig. 26: 현대로템의 잔고와 시가총액: 2-20조원 vs 2-29조원. 잔고보다 더 많이 오른 시총



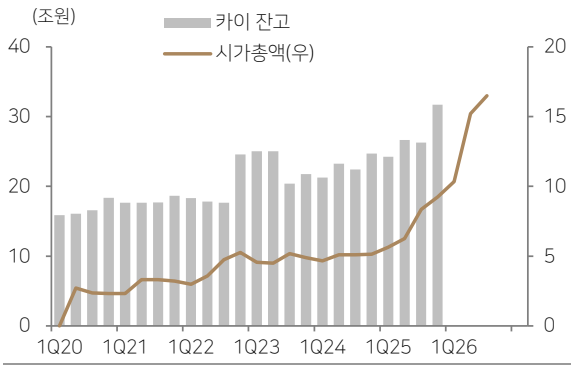
Source: 다올투자증권

Fig. 27: 현대로템의 시가총액/'잔고 기대이익' 배수는 평시 3배에서 최근 7배 이상으로 오름



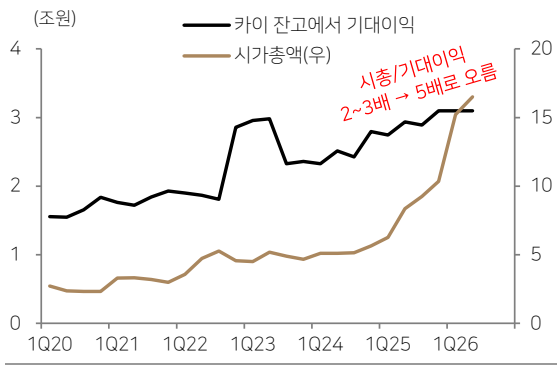
Source: 다올투자증권

Fig. 28: 한국항공우주의 잔고와 시가총액: 15-30조원 vs 5-16조원. 잔고보다 시총 상승폭 더 큼



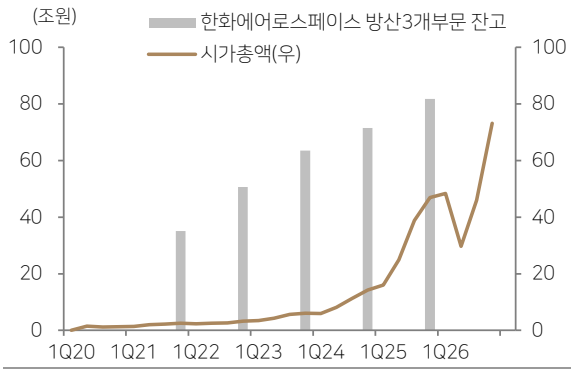
Source: 다올투자증권

Fig. 29: 한국항공우주의 시가총액/'잔고 기대이익' 배수는 평시 2~3배에서 최근 5배로 상승



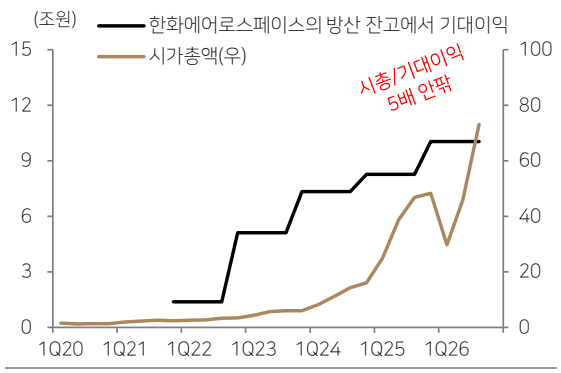
Source: 다올투자증권

Fig. 30: 한화에어로스페이스의 잔고와 시가총액: 15-30조원 vs 5-16조원. 잔고보다 시총 상승폭 더 큼



Source: 다올투자증권

Fig. 31: 한화에어로스페이스의 시가총액/'잔고 기대이익' 배수는 5배 안팎



Source: 다올투자증권

이 '수주 파이프라인 가치' Valuation은 특정 프로젝트가 계약으로 연결될 경우, 또 기업 가치가 두 가지 이유로 4배~30배 안팎으로 크게 늘어난다.

1) 100짜리 사업에 확률을 25% 주었다면 25였는데, 계약을 따낼 경우 100이 된다. 그리고 2) 계약으로 잔고에 들어오면 기존 (영업이익에) 3배 멀티플이, 다년간의 사업에서 순이익으로 떨어지고 PER 멀티플 30배를 받아서 또 커진다.

즉, '파이프라인 가치' Valuation은 수주 모멘텀을 일부 선반영하고, 실제 수주 시에 또 한 번 더 크게 기업가치에 반영하는 구조이다.

Fig. 32: 파이프라인 기대이익과 가치가 - 계약 시 - 기업가치 증가분으로 4~33배 반영

프로젝트	사업규모	수주확률	기대 마진	파이프라인 기대이익	멀티플	파이프라인 가치
A	100	10%	20%	2.0	3x	6.0
B	100	30%	20%	6.0	3x	18.0
C	100	51%	20%	10.2	3x	30.6

낙찰. 계약으로 잔고에 들어가면

프로젝트	잔고 기대이익	사업년도	순이익/매년	멀티플 (적정PER)	기업가치 증가분	
A	20.0	3	6.7	30x	200.0	33배 증가
B	20.0	4	5.0	30x	150.0	8배 증가
C	20.0	5	4.0	30x	120.0	4배 증가

Source: 다올투자증권

IV-2. 각사별 파이프라인 가치 및 선호주

파이프라인 가치

기존 적정주가 안팎의 주가들이다. 이번 자료(현대로템 선적용)를 통해 '파이프라인 가치' Valuation을 통해 적정주가를 크게 상향한다.

LIG D&A 8.1조원

LIG디펜스앤에어로스페이스는 잔고의 이익 가치 16.2조원(주당 73.4만원)에 파이프라인 가치 8.1조원을 더해 적정시가총액 24.2조원(적정주가 110만원)으로 +67% 상향한다.

카이 9.0조원

한국항공우주는 잔고의 이익 가치 15.9조원(주당 16.3만원)에 파이프라인 가치 9.0조원을 더해 적정시가총액 24.4조원(적정주가 25만원)으로 +19% 상향한다.

현대로템 14.4조원

이미 자료를 발간한 현대로템은 잔고의 이익 가치 29.0조원(주당 26.5만원)에 파이프라인 가치 14.4조원을 더해 적정시가총액 43.7조원(적정주가 40만원)으로 제시 중이다.

한화에어로스페이스 15.3조원

한화에어로스페이스는 잔고의 이익 가치 88.4조원(주당 174.5만원)에 파이프라인 가치 15.3조원을 더해 적정시가총액 105조원(적정주가 204만원)으로 +36% 상향한다.

상승여력에 따라 선호주인 현대로템과 한화에어로스페이스가 공교롭게도 파이프라인 가치도 가장 크다. 그만큼 미래 수주 뉴스가 더 빈번할 것이라는 의미이기도 하다.

Fig. 33: 방산4사 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 (%)
LIG D&A	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)	1,100,000	2024	3,276.3	223.4	*6.8%*	219.4	9,974	57,449	18.6	3.2	19.8%
	종가 (5/22, 원)	862,000	2025	4,306.9	319.4	*7.4%*	253.4	11,516	67,096	35.6	6.1	19.1%
	상승여력	*27.6%*	2026E	5,199.5	431.3	*8.3%*	349.5	15,886	79,059	54.3	10.9	23.3%
	적정시총(십억원)	24,200	2027E	5,856.2	545.7	*9.3%*	434.7	19,761	94,784	43.6	9.1	24.2%
	시가총액(십억원)	18,964	2028E	6,265.4	642.4	*10.3%*	538.3	24,470	113,161	35.2	7.6	25.0%
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)	250,000	2024	3,633.7	240.7	*6.6%*	172.1	1,765	17,500	30.5	3.1	10.3%
	종가(원)	164,500	2025	3,696.4	269.2	*7.3%*	185.9	1,907	18,776	39.7	4.0	10.6%
	상승여력	*52.0%*	2026E	5,591.7	442.5	*7.9%*	317.2	3,254	21,530	50.6	7.6	16.7%
	적정시총(십억원)	24,369	2027E	6,357.9	635.2	*10.0%*	445.8	4,450	24,427	37.0	6.7	20.9%
	시가총액(십억원)	16,035	2028E	6,817.0	728.0	*10.7%*	544.9	5,440	28,867	30.2	5.7	21.9%
현대로템	투자의견	BUY	2023	3,587.4	210.0	*5.9%*	161.0	1,475	15,391	18.0	1.7	10.1%
(064350)	적정주가(원)	400,000	2024	4,376.6	456.6	*10.4%*	406.9	3,728	18,737	13.3	3.1	21.8%
선호주	종가(원)	195,500	2025	5,839.0	1,005.6	*17.2%*	769.9	7,055	28,211	7.0	4.2	30.1%
	상승여력	*104.6%*	2026E	6,028.6	1,096.3	*18.2%*	911.7	8,353	35,964	23.4	6.2	26.0%
	적정시총(십억원)	43,657	2027E	5,863.6	1,140.9	*19.5%*	966.1	8,852	44,016	22.1	5.3	22.1%
	시가총액(십억원)	21,337	2028E	5,395.6	888.9	*16.5%*	783.6	7,179	50,295	27.2	4.6	15.2%
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)	2,040,000	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)	1,248,000	2025	26,702.9	3,089.3	*11.6%*	1,405.0	27,795	187,825	29.0	4.3	33.3%
	상승여력	*63.5%*	2026E	29,436.4	4,168.0	*14.2%*	2,256.8	43,768	224,609	28.5	5.6	39.9%
	적정시총(십억원)	105,189	2027E	32,837.9	5,698.2	*17.4%*	2,999.5	58,171	274,798	21.5	4.5	36.6%
	시가총액(십억원)	64,351	2028E	31,440.6	5,717.3	*18.2%*	2,700.5	52,372	316,194	23.8	3.9	31.7%

Source: 다올투자증권

IV-3. 보이지 않는 피크아웃

앞서 짚은 파이프라인 가치의 시작점은 결국 파이프라인이다. 회사별 파이프라인은 각 기업분석 보고서 부문에 Valuation 표 바로 밑에 배치했다.

파이프라인 200조원 이상

합산으로 살펴보면 K-방산은 200조원 이상의 수주 파이프라인을 두고 협상 및 경쟁하고 있다.

잔고는 2028년까지 채워져 있음

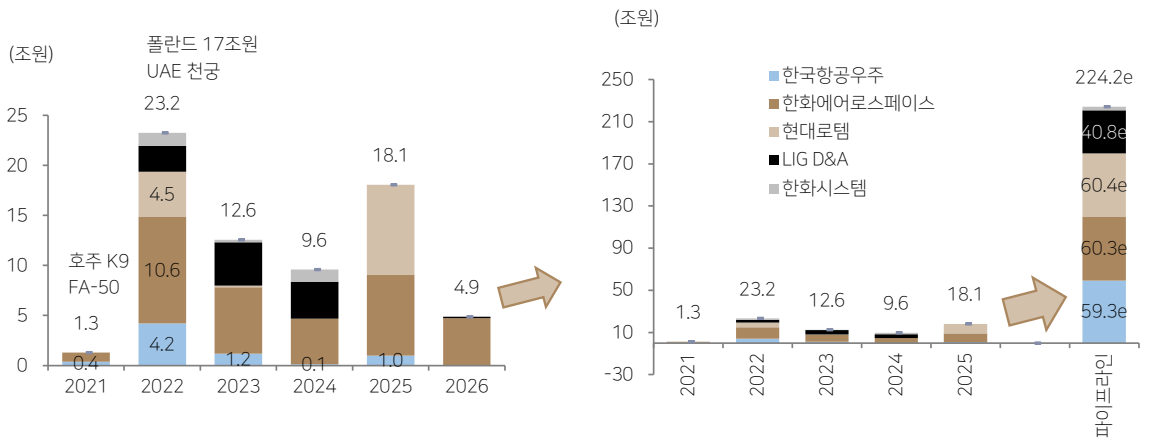
2022년부터 시작된 수출 성장이 2025년 9.4조원을 지나서 2026년에 11.3조원 2027년에 13.5조원으로 성장이 계속되는데, 2028년부터 완만해지고, 2029년의 일감은 많이 확보하고 있지 않다. 조선의 백로그 정도이다. 한화에어로스페이스는 3~4년치라고 하고, 현대로템은 폴란드 EC 3~5를 빼면 2028년부터 바로 꺾인다.

2028년 너머는 2027년의 13.5조원 보다 더 클 듯

그러나 대규모 파이프라인에서 다수 실주, 지연이 발생하더라도 그 규모가 너무 커서 일부를 수주해서 2028년 너머를 채우는 일은 어렵지 않아 보인다. 2028년 너머가 2027년의 13.5조원보다 더 클 가능성이 높다.

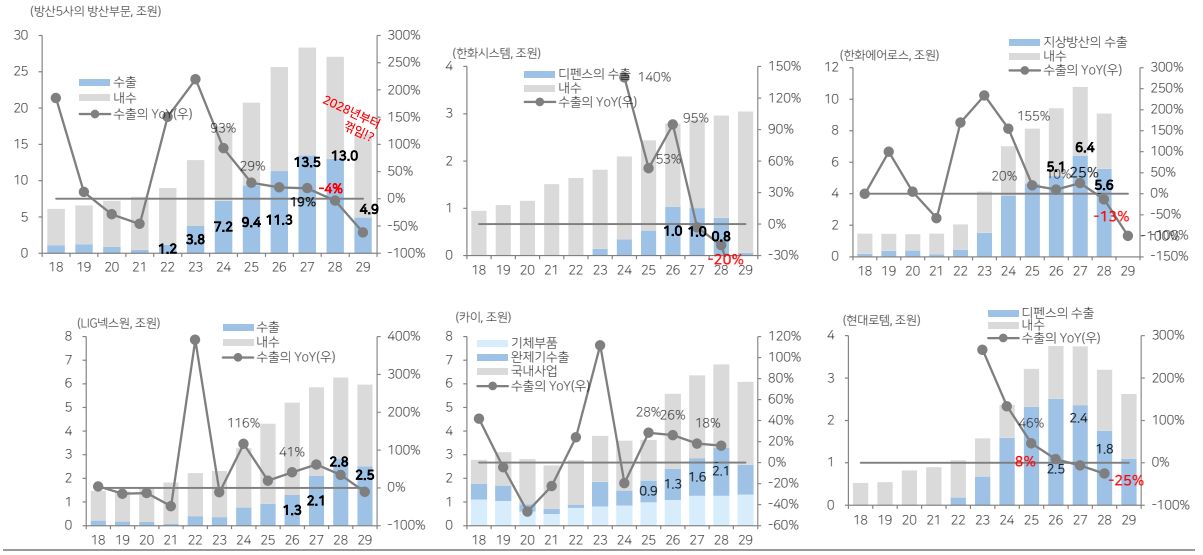
2개의 큰 전쟁과 시장을 앞에 두고, 방산의 피크아웃은 도무지 보이지 않는다.

Fig. 34: 백로그너머를 채울 파이프라인들



Source: 다올투자증권

Fig. 35: K-방산의 수출 성장 2027~2028년까지, 백로그너머를 노리는 파이프라인 충만



Source: 다올투자증권

V. 종목별 투자의견

한화에어로스페이스 (012450)

LIG디펜스앤에어로스페이스 (079550)

한국항공우주 (047810)

한화에어로스페이스 (012450)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	2,040,000	1,500,000	상향
Earnings			

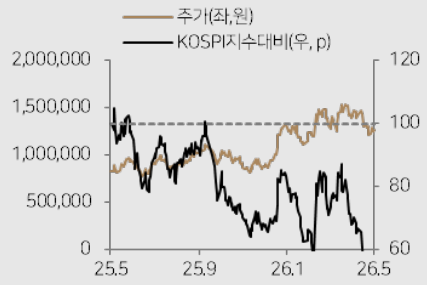
Stock Information

현재가 (05/22)	1,261,000원
예상 주가상승률	61.8%
시가총액	650,214억원
비중(KOSPI내)	1.01%
발행주식수	51,563천주
52주 최저가/최고가	779,000 - 1,537,000원
90일 일평균거래대금	3,892억원
외국인 지분율	45.0%
주요주주지분율(%)	
한화 (외 7인)	35.8
국민연금공단 (외 1인)	7.9
우리사주 (외 1인)	1.3

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	34.5	28.8	21.7
PBR(배)	5.0	5.6	4.6
EV/EBITDA(배)	13.4	14.5	10.1
배당수익률(%)	0.7	0.6	0.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(10.9)	45.1	51.4	33.3
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(33.2)	(58.6)	(151.2)	(48.8)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

최광식 조선 · 기계 · 방산 | gs.choie@daolfn.com
이준범 연구원 | junebum34@daolfn.com

스페인, 미국, 사우디. 사업규모가 커짐

Issue

파이프라인 가치 Valuation 적용. 선호주 유지

Pitch

실적은 1Q가 슬로우스타트이지만, 4분기까지 납품 증가, 그리고 2027년까지 수출 탑라인 성장. 60조원의 가장 크고 다양한 파이프라인 보유한 장점 계속 유효. **7월 미국 지상방산 진출 여부**에 초 관심

Rationale

- **실적 2026**: 1Q는 지상방산 수출 납품 작아 슬로우 스타트, 2~4분기까지 QoQ 성장 가이던스. 폴란드>이집트>호주 잔고
- **실적 2027 너머**: 3.5~4년 치 백로그에서 2027~2028년 성장 계속. 폴란드 외 물량(이집트, 호주 등)에 대한 수익성 의문 있지만, 지속 양산의 숙련도 개선 및 규모의 경제로 고마진 유지 안내. 또한 동사의 위상 격상으로 최근 수주한 신규~재구매는 프라이싱 반영되었다는 안내(올해 납품 노르웨이 천무 등)
- **적정주가**: 수주 파이프라인 가치 Valuation으로 동사 적정주가를 204만원으로 상향. 이는 잔고의 기업가치 88조원과 파이프라인 가치 15조원의 합
- **수주 파이프라인**: 스페인 자주포가 우선협상대상자, 미국 차세대 자주포 사업(7월 우협 선정), 유럽 다수 국가와의 천무 도입설, 사우디 MNG 사업, 중동 지대공 수요 증가에서 L-SAM 조기계약 가능성 등 파이프라인 충만

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	7,890	11,240	26,703	29,436	32,838	31,441	32,434
영업이익	594	1,732	3,089	4,168	5,698	5,717	4,714
EBITDA	933	2,063	3,962	4,778	6,686	6,802	5,964
지배주주순이익	818	2,299	1,405	2,257	2,999	2,700	1,764
순차입금	2,350	7,536	4,717	4,481	2,593	(190)	694
매출증가율	11.7	42.5	137.6	10.2	11.6	(4.3)	3.2
영업이익률	7.5	15.4	11.6	14.2	17.4	18.2	14.5
지배순이익률	10.4	20.5	5.3	7.7	9.1	8.6	5.4
EPS증가율	318.5	212.4	(45.1)	60.6	32.9	(10.0)	(34.7)
ROE	30.6	59.6	30.0	31.1	33.9	29.0	20.9

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. Valuation & 파이프라인

적정주가 상향:
실적 상향
+ 파이프라인가치로 상향

한화에어로스페이스의 적정주가를 기존 150만원에서 204만원으로 상향한다. 이는 1) 지난 자료 발간(노르웨이 천무 1.3조원까지 반영) 이후 수주한 폴란드 천무 EC3 2.36조원, 핀란드 K9 112문 추가 구매 0.94조원, 에스토니아 천무 추가 수주 등을 반영해서 2027년의 지상방산 영업이익을 +20%, EPS를 +16% 상향해서 175만원(88조원)이 되었고,
2) 앞서 산업자료에서 설명한 수주 파이프라인 가치 30만원(15조원)을 추가했기 때문이다.

2026~2027년
파이프라인들 소개

수주 파이프라인에는 스페인 자주포, 사우디 MNG, 캐나다 CPSP 연계 사업들, 미국 차세대 자주포, 루마니아 K9 2차, 폴란드 K9 EC3차의 2026~2027년에 계약을 기대하는 사업들이 포함되었다. 52조원의 단기 파이프라인에서 기대이익을 5.1조원으로 도출했다.

Fig. 36: '파이프라인 가치' Valuation 방법론 적용. 적정주가 204만원으로 +36% 상향 (원, 배수)

PER VALUATION	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년
주식수(백만주)	50.6	50.6	45.6	51.6	51.6	51.6	51.6	51.6
			인적분할 ↑	*↑유증*				
EPS	3,858	16,147	50,143	27,795	43,768	58,171	52,372	34,208
YoY	*-23%*	*318%*	*211%*	*-45%*	*57%*	*33%*	*-10%*	*-35%*
PER(고)	22.5	9.4	8.5	40.5	25.5			
PER(저)	10.6	4.1	2.5	11.9	9.1			
적정PER	15	10	20	30	30	**적정 30**	30	30
주당 적정가치	57,877	161,467	1,002,860	833,849	1,313,049	1,745,121	1,571,162	1,026,246
Weight					*0%*	***100%***	*0%*	*0%*
					중기 최고 실적 지점↗		*채우는 중 ↑*	
주당 적정가치1					1,745,121			
수주 파이프라인						**60.3조원**		
수주 기대이익						**5.1조원**		
적정 멀티플						**3x**		
주당 파이프라인 가치2						296,722		
적정주가				**2,040,000**				
종가(05월 22일)				1,261,000				
상승여력				61.8%				

Source: 다올투자증권

Fig. 37: 수주 파이프라인과 기대이익

계약 시기	사업명		계약규모 (조원)			
한화에어로스페이스						
25.04	인도 K9 자주포 2차 수출사업 (구성품 공급)	0.4				
25.04	폴란드 K9 자주포 차체 수출사업	0.4				
25.07	(베트남 추정) K9	0.4				
25.08	중동 유도무기류 공급(천무 추정)	0.4	연 2.5e			
25.09	노르웨이 K9 24문 추가도입	0.4				
25.10	스웨덴 155mm 장약	0.2				
25.12	에스토니아 천무	0.4				
26.02	노르웨이 천무	1.3				
26.04	폴란드 천무 3	2.4	연 4.7e			
26.04	핀란드 K9	0.9				
26.04	에스토니아 천무 2차	0.1				
수주파이프라인				**GS확률**	마진e	**기대이익**
2026~	루마니아 IFV	4.0e		10%	30%	0.1e
2026~	**스페인 자주포 128대**	7.8e	**임박 51.9e**	**51%**	30%	1.2e
2026~	**사우디 MNG**	15.0e		**33%**	30%	1.5e
2026~	**캐나다 CPSP 연계 - 천무, 장갑차**	1.1e		50%	30%	0.2e
2026~	**캐나다 K9**	0.4e		33%	30%	0.0e
2026~	**미국 차세대 자주포 사업**	**15.0e**		10%	30%	0.5e
2026~	루마니아 자주포 2차. 현지 공장	1.0e		**90%**	30%	0.3e
2026~	폴란드 K9 EC3	7.6e		51%	30%	1.2e
2026~	스위스 L-SAM	2.0e		10%	30%	0.1e
2026~	프랑스 천무	0.2e		10%	30%	0.0e
2026~	스웨덴 자주포 40여대	1.0e		10%	30%	0.0e
2026~	인도 K9 3차 200문	0.8e		**10%**	30%	0.0e
2026~	말레이시아 자주포	0.4e		10%	30%	0.0e
2026~	필리핀 ASBM(~280km)	0.2e	**아마 8.4e**	10%	30%	0.0e
2026~	루마니아 천무	0.5e		10%	30%	0.0e
2026~	폴란드 레드백	2.0e		10%	30%	0.1e
2026~	사우디 KTSSM-2	1.0e		10%	30%	0.0e
2026~	이집트 천무	0.3e		10%	30%	0.0e
2027~	미국 155mm 탄 장약 공급계약					
	파이프라인 총 60.3					**5.1e 기대이익**

Source: 다올투자증권

II. 실적

1Q26 수출 감소. 슬로우 스타트일 뿐

1분기 지상방산 수출이 6,514억원으로 전년동기 7,525억원에서 감소했는데, 폴란드 납품은 천무 발사대 정도로 그친 것으로 설명한다. 폴란드, 이집트, 호주가 2026년의 수출 중심인데, 2026년부터 동사는 구매국가들이 민감해하는 분기별 정확한 납품 대수 등을 업데이트하지 않기로 한다. 불편하지만, 수출 잔고에서 긴 납기 스케줄을 모델링으로서 추정하고 따라갈 수밖에 없다.

잔고에서 뿌려진 수출 및 회사의 가이던스에 따라 하반기로 갈수록 지상방산의 매출과 수출 증가를 예상한다.

Fig. 38: 한화에어로스페이스 실적 (십억원)

한화에어로스페이스	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	5,484.2	6,311.0	6,486.5	8,421.2	5,751.0	7,239.1	7,417.2	9,029.1	26,702.9	29,436.4	32,837.9	31,440.6	32,434.3
영업이익	529.9	895.3	856.4	807.6	638.9	1,060.5	1,195.2	1,273.4	3,089.3	4,168.0	5,698.2	5,717.3	4,714.5
금융/기타영업외	(299.7)	(395.0)	(44.4)	(140.3)	(83.9)	16.3	26.9	37.3	(879.4)	(3.5)	277.1	336.5	328.8
세전사업이익	230.2	500.3	812.0	667.4	554.9	1,076.7	1,222.1	1,310.7	2,209.9	4,164.5	5,975.4	6,053.8	5,043.2
지배주주순이익	59.5	226.4	486.5	632.5	260.7	557.7	655.3	783.1	1,405.0	2,256.8	2,999.5	2,700.5	1,763.9
영업이익률	*9.7%*	*14.2%*	*13.2%*	*9.6%*	*11.1%*	*14.6%*	*16.1%*	*14.1%*	*11.6%*	*14.2%*	*17.4%*	*18.2%*	*14.5%*
지배주주순이익률	*1.1%*	*3.6%*	*7.5%*	*7.5%*	*4.5%*	*7.7%*	*8.8%*	*8.7%*	*5.3%*	*7.7%*	*9.1%*	*8.6%*	*5.4%*
지상방산 잔고	31,734	31,736	30,996	37,187	**39,723**								
① 지상방산 매출	1,157.5	1,773.2	2,109.8	3,092.6	1,221.1	2,202.2	2,585.2	3,420.8	8,133.1	9,429.3	10,772.2	9,088.1	9,088.1
수출	752.5	1,083.4	1,197.0	1,628.8	651.4	1,200.6	1,409.4	1,864.9	4,661.7	5,126.2	6,428.8	5,582.8	3,355.6
YoY	*147%*	*42%*	*23%*	*(12%)*	*(13%)*	*11%*	*18%*	*161%*	*20%*	*10%*	*25%*	*(13%)*	*(40%)*
수출 비중	*65%*	*61%*	*57%*	*53%*	*53%*	*55%*	*54.5%*	*55%*	*57.3%*	*54%*	*60%*	*61%*	*37%*
수출 YoY	*76%*	*33%*	*27%*	*(8%)*	*5%*	*24%*	*23%*	*77%*	*20%*	*10%*	*25%*	*(13%)*	*(40%)*
영업이익	301.9	554.3	572.6	616.0	208.7	470.3	575.6	792.7	2,044.8	2,047.3	2,729.2	2,348.5	1,224.3
영업이익률	*26.1%*	*31.3%*	*27.1%*	*19.9%*	*17.1%*	*21.4%*	*22.3%*	*23.2%*	*25.1%*	*21.7%*	*25.3%*	*25.8%*	*13.5%*
② 한화시스템의 방산 매출	430.3	470.2	481.4	1,056.9	471.2	635.5	634.5	1,029.8	2,438.8	2,771.0	2,873.9	2,960.2	3,049.0
영업이익	50.3	52.5	49.8	74.9	69.0	81.5	70.8	93.4	227.5	314.7	346.7	372.1	418.3
영업이익률	*11.7%*	*11.2%*	*10.3%*	*7.1%*	*14.6%*	*12.8%*	*11.2%*	*9.1%*	*9.3%*	*11.4%*	*12.1%*	*12.6%*	*13.7%*
한화오션 매출	3,143.1	3,294.1	3,023.4	3,227.8	3,209.9	3,337.6	3,225.1	3,449.5	12,688.4	13,222.1	14,951.7	15,261.6	16,144.9
영업이익	258.6	371.7	289.8	189.0	441.1	509.5	538.7	384.1	1,109.1	1,873.4	2,569.9	2,895.4	2,943.1
영업이익률	*8.2%*	*11.3%*	*9.6%*	*5.9%*	*13.7%*	*15.3%*	*16.7%*	*11.1%*	*8.7%*	*14.2%*	*17.2%*	*19.0%*	*18.2%*
순이익	258.6	371.7	289.8	189.0	441.1	365.3	389.4	275.7	1,109.1	1,471.5	1,998.1	2,538.9	2,611.1
한화시스템-필리+ 매출	118.3	151.0	170.6	132.8	163.6	182.0	168.0	189.0	572.7	702.6	800.0	900.0	1,000.0
영업이익	(2.9)	(29.8)	(39.3)	(87.9)	(48.1)	(24.1)	(14.7)	(12.3)	(159.9)	(99.2)	(25.1)	(11.0)	1.6
항공, 우주, ICT	712.4	840.4	810.2	1,009.7	870.7	881.7	804.4	940.0	3,372.6	3,496.9	3,440.0	3,230.7	2,408.9
영업이익	16.1	0.9	17.6	33.9	34.0	23.3	24.8	15.5	68.5	97.6	77.5	112.3	127.1
영업이익률	*2.3%*	*0.1%*	*2.2%*	*3.4%*	*3.9%*	*2.6%*	*3.1%*	*1.6%*	*2.0%*	*2.8%*	*2.3%*	*3.5%*	*5.3%*
③ 항공 매출	530.9	648.9	604.0	729.3	661.2	608.8	550.4	638.7	2,513.1	2,459.1	2,391.1	2,079.3	1,972.3
영업이익	3.6	(12.0)	3.1	7.6	22.6	(0.8)	5.4	(13.9)	2.3	13.3	(1.4)	22.1	36.5
일회성+RSP	(28.8)	(73.3)	(1.0)	(24.8)	(18.6)	(27.5)	(17.5)	(27.5)	(127.9)	(91.1)	(90.0)	(50.0)	(30.0)
일회성+RSP 제거 OP	32.4	61.3	4.1	32.4	41.2	26.7	22.9	13.6	130.3	104.4	88.6	72.1	66.5
일회성제거 OPM	*6.1%*	*9.5%*	*0.7%*	*4.4%*	*6.2%*	*4.4%*	*4.2%*	*2.1%*	*5.2%*	*4.2%*	*3.7%*	*3.5%*	*3.4%*

Source: 다올투자증권

1Q26 지상방산 수출 마진 하락

2026년은 폴란드 K9 EC2, 천무 EC1, 이집트 K9, 호주 K9 및 레드백이 기여한다. 1Q에 영업이익률이 17.1%(YoY 9.0%p)로 크게 떨어졌는데, 국내 개발 및 정비 사업으로 마진이 낮았다는 사측 안내이다. 그러나 이를 가정해도 수출마진은 1Q25 36%에서 1Q26에 30% 안팎으로 떨어진 것으로 추정한다.

2Q부터 관전 포인트. 수출 마진 회복

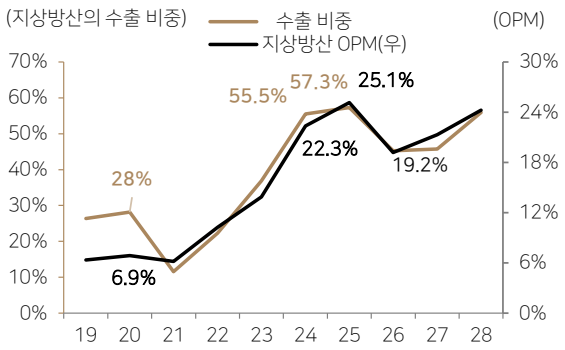
우리는 폴란드 대비 이집트 및 호주의 수익성을 궁금해하는 상황이어서, 2Q부터 수출이 증가하면서 제대로 된 수출 마진을 체크해보고자 한다.

Fig. 39: 한화에어로스페이스의 지상방산 실적: 세부 프로젝트 매출 가정 (십억원)

한화에어로스페이스 - 지상방산	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
지상방산 잔고	31,734	31,736	30,996	37,187	**39,723**								
① 지상방산 매출	1,157.5	1,773.2	2,109.8	3,092.6	1,221.1	2,202.2	2,585.2	3,420.8	8,133.1	9,429.3	10,772.2	9,088.1	9,088.1
수출	752.5	1,083.4	1,197.0	1,628.8	651.4	1,200.6	1,409.4	1,864.9	4,661.7	5,126.2	6,428.8	5,582.8	3,355.6
YoY	*147%*	*42%*	*23%*	*(12%)*	*(13%)*	*11%*	*18%*	*161%*	*20%*	*10%*	*25%*	*(13%)*	*(40%)*
수출 비중	*65%*	*61%*	*57%*	*53%*	*53%*	*55%*	*54.5%*	*55%*	*57.3%*	*54%*	*60%*	*61%*	*37%*
수출 YoY	*76%*	*33%*	*27%*	*(8%)*	*5%*	*24%*	*23%*	*77%*	*20%*	*10%*	*25%*	*(13%)*	*(40%)*
영업이익	301.9	554.3	572.6	616.0	208.7	470.3	575.6	792.7	2,044.8	2,047.3	2,729.2	2,348.5	1,224.3
영업이익률	*26.1%*	*31.3%*	*27.1%*	*19.9%*	*17.1%*	*21.4%*	*22.3%*	*23.2%*	*25.1%*	*21.7%*	*25.3%*	*25.8%*	*13.5%*
무기체계별 수출													
K9 수출									1,211.4	2,277.6	1,963.9	1,702.5	1,361.3
천무 수출									1,029.6	1,403.4	3,327.9	1,709.7	1,413.3
천궁 수출									167.6	211.6	211.6	245.2	155.6
사업별 수출													
폴란드 정부와 K-9 자주포 등 수출 실행계약 체결									781.7	586.8			
폴란드 K-9 자주포 등 2차 실행계약										ⓐ 300.0	430.9	646.4	646.4
폴란드 천무 다연장로켓 수출 1차 실행계약 체결									1,002.9	1,002.9	1,588.8		
폴란드 천무 다연장로켓 수출 2차 실행계약 체결										321.8	ⓑ 750.9	750.9	429.1
이집트 K9자주포 및 탄약운반차 등 수출									150.0	798.1	ⓒ 664.5	299.6	
호주 Land 8116 자주포									104.4	268.4	298.3	186.3	
호주 Land 400 Ph.3 보병전투차량 공급계약 체결									250.0	327.3	ⓓ 425.4	425.4	425.4
루마니아 K9 자주포 공급계약									138.2	138.2	ⓔ 276.4	276.4	421.0
SA-MSAM 사업 발사대 분야 양산									135.6	135.6	135.6	135.6	67.8
인도 K9 자주포 2차 수출사업 (구성품 공급)									5.0	67.6	67.6	67.6	67.6
폴란드 K9 자주포 차체 수출사업									5.0	59.8	59.8	59.8	59.8
방산수출 이행약정서(베트남 K9 20문)									5.5	58.7	58.7	58.7	58.7
유도무기류 공급계약(천검 추정)									24.3	24.3	191.6	162.2	
IM3 사업 발사대 분야 양산									9.5	53.5	53.5	53.5	53.5
L-SAM 양산(발사대, ABM)									12.7	140.9	140.9	140.9	140.9
방산수출 이행약정서: 에스토니아 천무									1.9	43.5	87.0	87.0	87.0
방산수출 이행약정서: 에스토니아 천무 2차(미공시)									0.5	10.9	21.8	21.8	21.8
천무 다연장로켓 수출사업(노르웨이)											ⓕ 376.2	376.2	563.8
폴란드 천무 EC3: 기타 판매 · 공급계약											44.9	44.9	44.9
폴란드 천무 EC3: 부품공급계약											ⓖ 266.7	266.7	266.7
핀란드 K9: 방산수출 이행약정(112문)											ⓗ 107.8	107.8	107.8

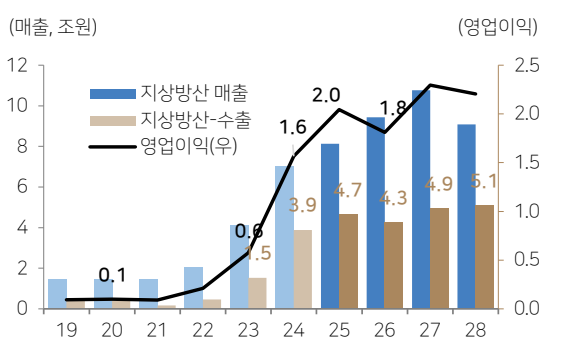
Source: 다올투자증권

Fig. 40: 지상방산의 수출비중 → OPM. 2026년 보수적 가정



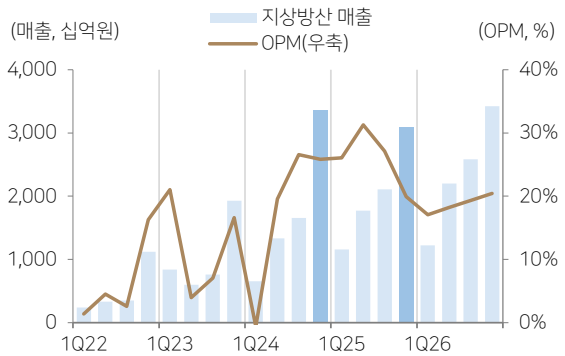
Source: 다올투자증권

Fig. 41: 수출 2027년까지 문제 없음. 2028년도 곧 채울 것



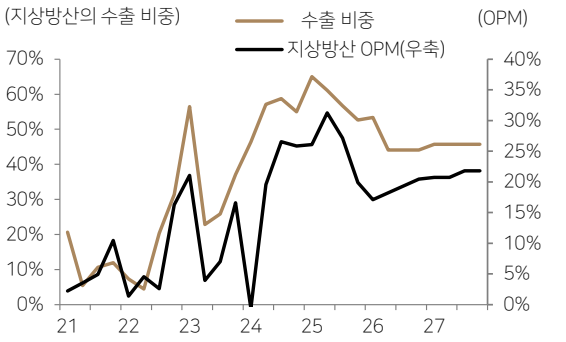
Source: 다올투자증권

Fig. 42: 지상방산의 분기 계절성



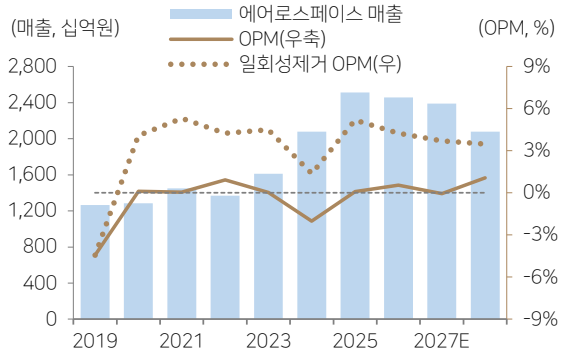
Source: 다올투자증권

Fig. 43: 분기로도 규모의 경제를 이기는 수출 비중



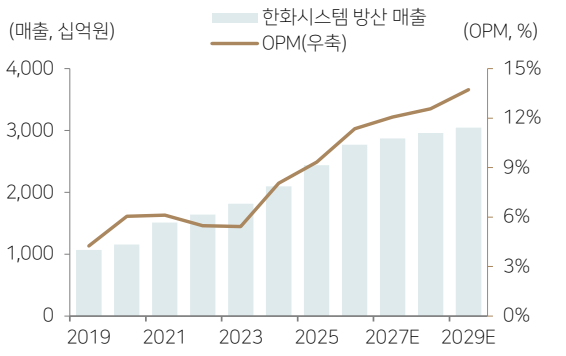
Source: 다올투자증권

Fig. 44: RSP 적자를 소화중인 에어로스페이스 부문



Source: 다올투자증권

Fig. 45: 역시 성장하는 한화시스템의 방산



Source: 다올투자증권

III. 투자 포인트

III-1 천무: 유럽으로 확산

러-우 전쟁으로 더 부각된 MLRS

중동 국가들(UAE 2017년에 0.7조원 주문 보도)에 비닉 수출된 천무는, 러-우 전쟁 이후 2022년 폴란드 기본계약에 포함되었다.
러-우 전쟁에서 하이마스가 맹활약하면서 MLRS에 대한 관심이 고조되고 있다.

미국 하이마스는 대규모 주문이 밀려들어서 납기가 너무 멀고, 기술이전에 소극적인 태도로 일부 국가들은 대체제로 천무를 찾기 시작했다.

폴란드 대규모 계약

2022년에 폴란드와의 기본계약에 K2, K9, FA-50과 함께 포함된 천무는 2022년 11월 5조원, 그리고 2024년 4월에 EC2 2.3조원 계약을 체결했다. 그리고 2026년 4월에 기본계약에는 없었던 EC3의 2.4조원 계약을 체결한다. 현지 WB그룹을 통한 CGR-080 현지 생산 구조이다.

에스토니아
노르웨이
에스토니아 2차

천무가 유럽 국가들로 확대되고 있다. 2025년 중으로 풍문이 무성하다가, 2025년 12월에 에스토니아가 0.44조원 규모(발사대 6문, 미사일 3종)를 구매했다. 그리고 2026년 5월에는 에스토니아가 천무를 추가 구매(3문, 부대장비)했다.
2026년 2월에는 노르웨이가 3번째 천무 수입국가가 되었다. 발사대와 탄약 외에도 훈련/물류 지원 서비스가 포함된 1.3조원 규모 계약을 체결했다. 노르웨이는 이미 운영하던 록히드마틴의 M270을 퇴역시키며, 하이마스가 아닌 천무를 선택한 것이다.

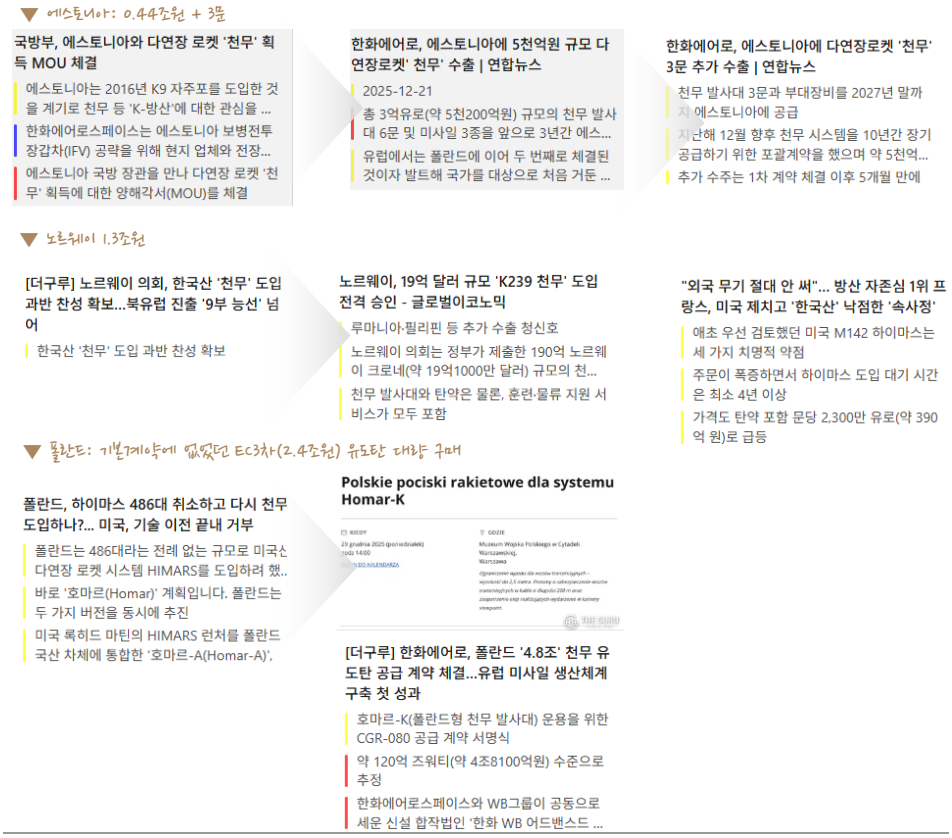
프랑스도 검토 중

프랑스도 천무 도입을 검토하고 있다. 프랑스도 역시 하이마스의 긴 대기와 가격 급등, 미국 무기 의존도 증가에 대한 반대 여론, 미국의 기술 통제, 이스라엘 Pulse에 대한 거부 때문에 천무를 선택한다.
천무는 시스템 통합을 지원하고, 현지 탄약 생산 조건을 수용한다.

루마니아, 필리핀 등등

이 밖에 루마니아와 필리핀도 천무 도입을 검토하고 있는 것으로 전한다. 아직 보도화 되지 않은 다수의 구매 의사가 시장에 깔려 있을 것으로 기대한다.

Fig. 46: 천무 유럽으로 확산. 제2의 K9이 될법한 기세



Source: Army Recognition, 다올투자증권

III-2 L-SAM: 천궁2 다음 L-SAM은 나의 몫

L-SAM 한국 양산에서 한화 몫 87%

2025년에 L-SAM의 국내 양산 계약에서 한화에어로스페이스(종속사 한화시스템 포함)의 몫은 87%로, M-SAM에서의 30%(레이다, 발사대) 보다 크게 늘었고, L-SAM에서 체계통합을 담당하는 LIG D&A를 압도한다. 유도탄 중 대탄도탄(ABM)을 맡았기 때문이고, L-SAM의 존재 이유에서 전투기보다는 탄도탄 방어가 더 중요하기 때문이다.

천궁2 다음에 L-SAM 수출에서 모멘텀은 한화에어로스페이스

비록 지휘통제소를 LIG D&A가 담당했기에, 체계통합을 가져오지는 못했지만, L-SAM이 수출될 때 동사의 몫이 커진다. 천궁을 구매한 중동 3개국 중, UAE는 모두 별도 계약을 했고, 사우디아라비아와 이라크는 체계통합업체(LIG D&A)에게 발주한 바 있다.

어쨌든 향후 L-SAM 수출에서 동사의 몫은 80% 이상일 것이고, 앞으로 천궁2 다음 L-SAM 수출 사이클에서 그 모멘텀은 동사에게 부여될 것으로 짐작된다.

Fig. 47: L-SAM 한국 양산에서 한화의 몫이 87%

공시일자	업체	계약명	개발I양산	계약금액 (십억원)	담당 몫 비중	계약상대	종료일
25.10.02	한화시스템	L-SAM 양산(다기능레이더) 외 32항목	양산	357.3	29%	방위사업청	30.12
25.11.27	LIG넥스원	L-SAM 양산(통제소,AAM,체계통합)외 44항목	양산	163.9	13%	방위사업청	30.12
25.11.28	한화에어로스페이스	L-SAM 양산(발사대, ABM)	양산	705.4	58%	방위사업청	30.11

Source: 다올투자증권

SUSTINVEST

한화에어로스페이스

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2025 하반기	자본재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	86.1	313/1299	44/172

연도별 성과

2023	BB
2024	A
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	경기주택도시공사	대림
5천억이상	대전도시공사	STX
5천억미만	엠앤씨솔루션	기신정기

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**89.8**	**50.9**	**25%**	▲
	혁신 활동	86.0	59.6	중	▲
	생산 공정	90.1	47.1	중	▲
	친환경 공급망 관리	100.0	52.8	하	▲
	생물다양성	80.0	84.3	하	▼
S(사회)		**77.4**	**57.7**	**35%**	▲
	인적자원 관리	82.5	60.7	상	▲
	공급망 관리	95.4	55.4	중	▲
	고객 관리	85.3	70.3	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	100.0	57.3	하	▲
G(지배구조)		**66.7**	**60.2**	**40%**	▲
	주주의 권리	62.4	56.1	상	▲
	정보의 투명성	48.6	66.6	하	▼
	이사회의 구성과 활동	73.3	61.8	상	▲
	이사의 보수	100.0	71.9	하	▲
	관계사 위험	87.5	68.2	중	▲
	ESG경영 인프라	100.0	58.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (2개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

(한화오션) [2025하] 사회, Level5, 조선소에서 감독관 1명 추락사 (사건발생일: 2025년 9월 3일)
(한화오션) [2025하] 사회, Level5, 거제 조선소서 구조물 충돌로 근로자 1명 사망 (사건발생일: 2025년 10월 17일)

***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 기타 주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	25.9%	20.8%	55.4%
2023	11.1%	22.6%	71.6%
2024	6.9%	23.6%	156.3%

한화에어로스페이스 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	22,981.7	30,705.4	38,381.7	40,751.9	42,141.3
현금성자산	3,653.5	8,293.6	7,768.2	8,465.8	10,374.5
매출채권	3,365.3	3,447.6	5,619.7	6,357.7	6,542.0
재고자산	6,404.1	7,741.7	13,715.1	14,593.4	13,833.0
비유동자산	20,580.2	22,000.5	22,660.7	23,403.5	24,172.9
투자자산	4,438.0	6,226.0	6,478.8	6,741.9	7,015.6
유형자산	8,385.9	8,487.0	8,595.1	8,778.1	8,980.0
무형자산	7,756.3	7,287.5	7,586.8	7,883.4	8,177.3
자산총계	43,561.9	52,705.9	61,042.4	64,155.3	66,314.2
유동부채	25,516.1	29,976.4	33,659.5	34,151.3	34,141.1
매입채무	4,269.9	6,041.1	10,318.0	11,830.9	12,524.2
유동성이자부채	6,566.4	7,178.0	6,416.5	5,226.3	4,351.8
비유동부채	6,553.8	7,189.1	8,698.1	8,731.2	8,765.7
비유동이자부채	4,623.3	5,832.4	5,832.4	5,832.4	5,832.4
부채총계	32,069.9	37,165.5	42,357.5	42,882.6	42,906.8
자본금	240.4	270.3	270.3	270.3	270.3
자본잉여금	206.7	3,604.4	3,604.4	3,604.4	3,604.4
이익잉여금	4,746.5	5,982.7	7,879.4	10,467.3	12,601.9
자본조정	(198.5)	(172.6)	(172.6)	(172.6)	(172.6)
자기주식	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)
자본총계	11,492.0	16,788.2	18,684.9	21,272.8	23,407.3
투하자본	17,020.8	16,241.6	18,986.8	19,517.3	18,692.1
순차입금	7,536.2	4,716.8	4,480.7	2,592.9	(190.3)
ROA	8.0	4.6	5.8	7.0	6.8
ROE	59.6	30.0	31.1	33.9	29.0
ROIC	16.3	18.5	18.8	21.6	21.8

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	11,240.1	26,702.9	29,436.4	32,837.9	31,440.6
증가율 (Y-Y,%)	42.5	137.6	10.2	11.6	(4.3)
영업이익	1,731.9	3,089.3	4,168.0	5,698.2	5,717.3
증가율 (Y-Y,%)	191.4	78.4	34.9	36.7	0.3
EBITDA	2,062.8	3,962.1	4,777.6	6,685.8	6,801.5
영업외손익	915.5	(879.4)	(3.5)	277.1	336.5
순이자수익	(172.3)	(237.9)	(58.9)	78.1	177.4
외화관련손익	92.4	(65.8)	1.4	(103.3)	6.2
지분법손익	1,143.1	15.0	1.7	1.7	1.7
세전계속사업손익	2,647.4	2,209.9	4,164.5	5,975.4	6,053.8
당기순이익	2,539.9	2,202.0	3,305.6	4,362.0	4,419.3
지배기업당기순이익	2,298.9	1,405.0	2,256.9	2,999.5	2,700.5
증가율 (Y-Y,%)	160.0	(13.3)	50.1	32.0	1.3
NOPLAT	1,642.8	3,078.3	3,308.4	4,159.7	4,173.6
(+) Dep	330.9	872.7	609.6	987.6	1,084.2
(-) 운전자본투자	2,556.4	(765.0)	3,757.1	(9.4)	(1,383.6)
(-) Capex	578.2	1,710.5	648.2	1,098.4	1,211.1
OpFCF	(1,160.9)	3,005.6	(487.3)	4,058.3	5,430.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	26.6	55.8	55.1	43.0	5.6
영업이익증가율(3Yr)	84.2	97.6	91.4	48.7	22.8
EBITDA증가율(3Yr)	58.9	81.5	72.3	48.0	19.7
순이익증가율(3Yr)	103.4	146.8	50.1	19.8	26.1
영업이익률(%)	15.4	11.6	14.2	17.4	18.2
EBITDA마진(%)	18.4	14.8	16.2	20.4	21.6
순이익률(%)	22.6	8.2	11.2	13.3	14.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	1,393.0	4,049.8	1,305.5	4,027.9	5,201.1
당기순이익	2,539.9	2,202.0	3,305.6	4,362.0	4,419.3
자산상각비	330.9	872.7	609.6	987.6	1,084.2
운전자본증감	(902.8)	570.6	(3,757.1)	9.4	1,383.6
매출채권감소(증가)	(1,096.9)	(1,028.6)	(2,172.0)	(738.0)	(184.3)
재고자산감소(증가)	(882.3)	(1,107.7)	(5,973.5)	(878.3)	760.4
매입채무증가(감소)	(77.7)	2,098.9	4,276.9	1,512.9	693.3
투자현금	(1,367.3)	(4,020.8)	(1,291.7)	(1,753.1)	(1,877.5)
단기투자자산감소	(372.0)	(552.4)	(23.6)	(24.5)	(25.5)
장기투자증권감소	(394.6)	(1,347.6)	(161.3)	(168.0)	(174.9)
설비투자	(578.2)	(1,710.5)	(648.2)	(1,098.4)	(1,211.1)
유무형자산감소	(147.3)	(244.2)	(368.8)	(368.8)	(368.8)
재무현금	1,065.7	4,681.6	(562.7)	(1,601.8)	(1,440.4)
차입금증가	1,232.9	2,034.7	(202.6)	(1,190.2)	(874.4)
자본증가	(138.8)	4,049.7	(360.1)	(411.6)	(565.9)
배당금지급	119.8	159.1	360.1	411.6	565.9
현금 증감	1,161.4	4,745.6	(548.9)	673.0	1,883.2
총현금흐름(Gross CF)	2,701.9	4,352.6	5,062.6	4,018.5	3,817.5
(-) 운전자본증가(감소)	2,556.4	(765.0)	3,757.1	(9.4)	(1,383.6)
(-) 설비투자	578.2	1,710.5	648.2	1,098.4	1,211.1
(+) 자산매각	(147.3)	(244.2)	(368.8)	(368.8)	(368.8)
Free Cash Flow	431.8	902.4	13.8	2,274.8	3,323.6
(-) 기타투자	394.6	1,347.6	161.3	168.0	174.9
잉여현금	37.2	(445.2)	(147.6)	2,106.8	3,148.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	49,621	27,247	43,769	58,171	52,372
BPS	109,587	187,825	224,609	274,798	316,194
DPS	3,443	7,000	8,000	11,000	10,000
Multiples(x,%)					
PER	6.5	34.5	28.8	21.7	24.1
PBR	2.9	5.0	5.6	4.6	4.0
EV/ EBITDA	10.9	13.4	14.5	10.1	9.5
배당수익율	1.1	0.7	0.6	0.9	0.8
PCR	5.5	11.1	12.8	16.2	17.0
PSR	1.3	1.8	2.2	2.0	2.1
재무건전성 (%)					
부채비율	279.1	221.4	226.7	201.6	183.3
Net debt/Equity	65.6	28.1	24.0	12.2	n/a
Net debt/EBITDA	365.3	119.0	93.8	38.8	n/a
유동비율	90.1	102.4	114.0	119.3	123.4
이자보상배율	10.1	13.0	70.7	n/a	n/a
이자비용/매출액	2.2	1.8	1.6	1.3	1.2
자산구조					
투하자본(%)	67.8	52.8	57.1	56.2	51.8
현금+투자자산(%)	32.2	47.2	42.9	43.8	48.2
자본구조					
차입금(%)	49.3	43.7	39.6	34.2	30.3
자기자본(%)	50.7	56.3	60.4	65.8	69.7

자료: 다올투자증권

최광식 조선 · 기계 · 방산 | gs.choie@daolfn.com
이준범 연구원 | junebum34@daolfn.com

LIG디펜스앤에어로스페이스 (079550)

BUY

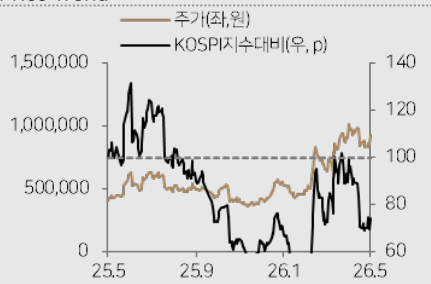
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	1,100,000	660,000	상향
Earnings			

Stock Information	
현재가 (05/22)	925,000원
예상 주가상승률	18.9%
시가총액	203,500억원
비중(KOSPI내)	0.32%
발행주식수	22,000천주
52주 최저가/최고가	364,500 - 1,020,000원
90일 일평균거래대금	3,826억원
외국인 지분율	23.9%
주요주주지분율(%)	
엘아이지 (외 9인)	38.2
국민연금공단 (외 1인)	9.7
자사주 (외 1인)	0.7

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	36.6	58.2	46.8
PBR(배)	6.5	11.9	9.9
EV/EBITDA(배)	22.9	39.6	30.7
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(9.3)	130.1	124.2	119.7
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(31.6)	26.4	(78.3)	33.5

Price Trend



DAOL 다올투자증권

바다를 보아라, 비궁, 해궁, 소나

Issue

파이프라인 가치 반영한 Valuation 변경. 해궁에 대한 관심 권고

Pitch

너무 천궁에 몰두해 있지만, 미국 비궁, 캐나다 잠수함, 그리고 해궁의 수출 사이클로 회사명처럼 파이프라인이 길어지고 있음

Rationale

- **실적 2026**: 1Q에 OPM 14.7% 서프라이즈를 기록했지만, UAE 부품 긴급 공급은 더 없고, 개발비 증가 등으로 작년 수준/흐름
- **2027 너머: 중장기 성장은 유효. 탑라인이 매년 +15%씩 성장**하며 중동 3개국 천궁 소화. **2027년에 수출 비중이 올라**간다는 가이던스, 그리고 **2028년에 두 자릿수 OPM 예상**
- **실전을 치른 천궁2**에 대한 관심: 카타르, 쿠웨이트 등의 구매 관심 급증. 그러나 납기가 빠르지 않은 점, 규모가 작은 국가들이라는 단점. 대형 수주가 없더라도 유도탄에 대한 비축 사이클 기대. 또한 동사 몫은 작지만 L-SAM도 수출 기대
- **적정주가:** 파이프라인 가치 Valuation으로 동사 적정주가를 110만원으로 상향. 기확보 잔고에서 실현할 기업가치 16.2조원과 파이프라인 가치 8.1조원의 합
- **수주:** 카타르, 쿠웨이트, 스위스 지대공(L-SAM)을 혹시나 기다리며, 미국 비궁 예산 설정, **캐나다 잠수함 사업의 Sonar도 대형 파이프라인**. 말련으로부터 막 수주한 해궁(0.14조원)의 K-방산을 운영 중인 국가들의 **70여 척 호위함으로 확산** 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	2,309	3,276	4,307	5,199	5,856	6,265	5,963
영업이익	186	223	319	431	546	642	625
EBITDA	255	309	444	531	665	747	750
지배주주순이익	175	219	253	349	435	538	549
순차입금	(167)	(75)	896	692	99	(343)	(800)
매출증가율	4.0	41.9	31.5	20.7	12.6	7.0	(4.8)
영업이익률	8.1	6.8	7.4	8.3	9.3	10.3	10.5
지배순이익률	7.6	6.7	5.9	6.7	7.4	8.6	9.2
EPS증가율	42.3	25.4	15.5	37.9	24.4	23.8	2.0
ROE	17.6	18.8	18.0	21.5	22.3	22.9	19.7

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. Valuation & 파이프라인

적정주가 상향:
실적 상향
+ 파이프라인가치로 상향

LIG디펜스앤에어로스페이스의 적정주가를 기존 66만원에서 110만원으로 크게 올린다.
이는 1) 실적 예상치를 상향해서 73만원이 되었고
2) 앞서 산업자료에서 설명한 수주 파이프라인 가치 36만원이 추가되었기 때문이다.

2026~2027년
파이프라인들 소개

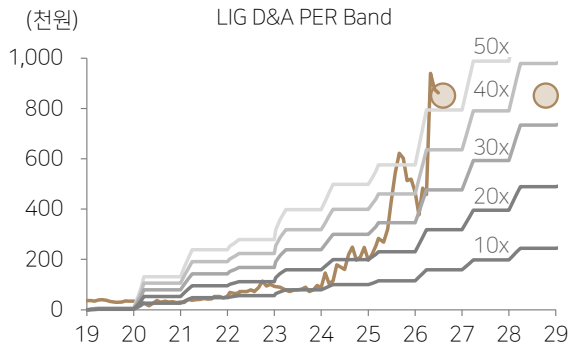
수주 파이프라인에는 카타르와 쿠웨이트 천궁2 구매 의향 보도, 캐나다 CPSP 사업을 한국 컨소시엄이 수주할 경우 동사가 공급할 소나, UAE, 사우디아라비아, 스위스의 L-SAM 그리고 사우디 천궁 Ph2, 미국 비궁을 포함했다.

Fig. 48: '파이프라인 가치' Valuation 방법론 적용. 적정주가 110만원으로 +67%나 상향 (원, 배수)

PER VALUATION	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년
EPS	5,588	7,953	9,974	11,516	15,886	19,761	24,470	24,965
YoY	17.0%	42.3%	25.4%	15.5%	**37.9%**	**24.4%**	23.8%	2.0%
주식수(백만주)	22	22	22	22	22	22	22	22
PER(고)	19.5	17.4	27.0	54.8	58.2	46.8	37.8	37.1
PER(평)	14.6	10.6	18.6	35.6	50.6			
PER(저)	10.1	8.5	10.5	18.1	26.6			
적정 PER	15	15	15	30	30	30	**적정 30**	30
주당 적정가치1			149,614	345,485	**476,581**	**592,832**	**734,094**	**748,939**
Weight					*0%*	*0%*	***100%***	
					방산업종 공통 잔고에서 확정된 연실적 중 최고 ↗			
주당 적정가치1					734,094			
수주 파이프라인					**29조원**			
수주 기대이익					**2.7조원**			
적정 멀티플					**3x**			
주당 파이프라인 가치2					368,182			
적정주가					**1,100,000**			
종가(05월 22일)					925,000			
상승여력					18.9%			

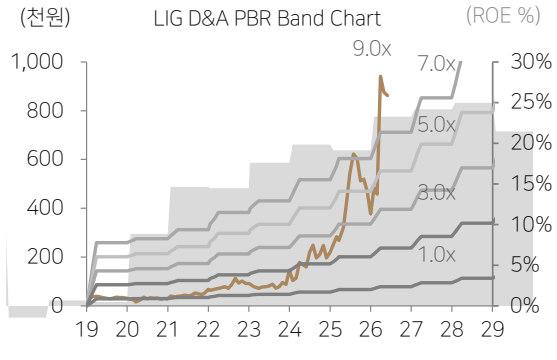
Source: 다올투자증권

Fig. 49: LIG D&A의 PER



Source: 다올투자증권

Fig. 50: LIG D&A의 PBR



Source: 다올투자증권

Fig. 51: 파이프라인 기대이익

계약 시기	사업명		계약규모 (조원)			
LIG디펜스앤에어로스페이스						
22.01	UAE 천궁2 유도탄	2.6				
23.12	사우디 천궁2 체계통합	4.3				
24.09	이라크 천궁2 체계통합	3.7				
26.04	말레이시아 해궁	0.14				
수주파이프라인				수주 확률	기대 마진	기대이익
2026-	카타르 천궁2	1.1e	지대공 25.0e	30%	30%	0.1e
2026-	쿠웨이트 천궁2	1.2e		30%	30%	0.1e
2026-	캐나다 CPSP - 소나	1.1e		50%	20%	0.1e
2026-	UAE L-SAM	6.0e		33%	20%	0.4e
2026-	사우디 L-SAM	6.0e		10%	20%	0.1e
2026-	스위스 L-SAM	2.0e		10%	20%	0.0e
2027-	사우디 천궁 2차 Ph2	8.7e		51%	30%	1.3e
2027-	미국 FCT 비궁	5.0e		33%	20%	0.3e
2027-	해궁 확대	9.8e		10%	20%	0.2e
		파이프라인 총 40.8				2.7e 기대이익

Source: 다올투자증권

Fig. 52: 실적 예상 조정: 1Q26 서프라이즈이지만, 남은 분기를 더 누름(가이던스 따라가기)

(십억원)

LIG넥스원	변경 전				변경 후				차이(변경 후/변경 전)			
연간 실적 조정	2026P	2027E	2028E	2029E	2026E	2027E	2028E	2029E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	4,995	5,667	6,146	5,881	5,199	5,856	6,265	5,963	4%	3%	2%	1%
수출비중	*26%*	*37%*	*46%*	*43%*	*26%*	*36%*	*45%*	*42%*	*0%p*	*-1%p*	*-1%p*	*-1%p*
영업이익	459	562	629	640	431	546	642	625	-6%	-3%	2%	-2%
영업외	(7)	(31)	(10)	(16)	10	2	36	67				
세전이익	458	537	625	631	441	548	679	692	-4%	2%	9%	10%
지배주주순이익	364	403	482	489	349	435	538	549	-4%	8%	12%	12%
영업이익률	*9.2%*	*9.9%*	*10.2%*	*10.9%*	*8.3%*	*9.3%*	*10.3%*	*10.5%*	*-0.9%p*	*-0.6%p*	*0.0%p*	*-0.4%p*
순이익률	*7.3%*	*7.1%*	*7.8%*	*8.3%*	*6.7%*	*7.4%*	*8.6%*	*9.2%*	*-0.6%p*	*0.3%p*	*0.8%p*	*0.9%p*

LIG넥스원	변경 전				변경 후							
분기 실적 조정	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
매출액	1,035	1,163	1,327	1,470	1,168	1,184	1,351	1,496	13%	2%	2%	2%
수출비중	*23%*	*24%*	*25%*	*31%*	*35%*	*23%*	*25%*	*19%*	*12%p*	*0%p*	*0%p*	*-12%p*
영업이익	109	109	130	111	171	99	119	42	57%	-9%	-9%	-62%
영업외	109	108	128	113	177	99	120	45				
지배주주순이익	87	86	101	90	140	79	95	35	61%	-8%	-6%	-61%
영업이익률	*10.5%*	*9.4%*	*9.8%*	*7.6%*	*14.7%*	*8.4%*	*8.8%*	*2.8%*	*4.1%p*	*-1.0%p*	*-1.0%p*	*-4.8%p*
순이익률	*8.4%*	*7.4%*	*7.6%*	*6.1%*	*12.0%*	*6.7%*	*7.1%*	*2.4%*	*3.6%p*	*-0.7%p*	*-0.6%p*	*-3.8%p*

Source: 다올투자증권

II. 실적

2026년에도 2025년과 같이 삐쭉한 분기 실적

2025년에도 1Q 호조 이후 개발비 증가, 그리고 4Q에 체계개발 사업의 충당금으로 특이한 분기 계절성을 기록했는데, 1Q26에 UAE 천궁 부품 납품 등으로 더 유독 호조를 띄었지만, 사측은 올해도 작년과 비슷한 분기 계절성을 띄고, 연간으로도 개발비 증가로 수익성은 전년과 유사한 수준일 것이라고 안내한다. 또한 비록 1Q26에 UAE를 위해 천궁 부품이 일부 먼저 납품되었지만, 한국군 양산을 위해서 2Q부터는 없을 것이라는 안내이다.

가이던스보다는 조금 더 양호할 것으로 기대

그러나 2026년에도 연초 OPM 7.0% 가이던스보다 양호했기에 올해도 8.3%로 2025년 OPM 조금 높여서 기대감을 반영해 본다.

중장기 실적 성장은 살아 있음

그래도 동사는 중장기 성장을 강조한다. 중동 3개국 천궁 잔고를 2026~2028년 탑라인 +15% 성장으로 납품하면서 2027년부터 수출 비중이 올라가고, 당사는 2028년에 두 자릿수 OPM 예상치를 견지한다.

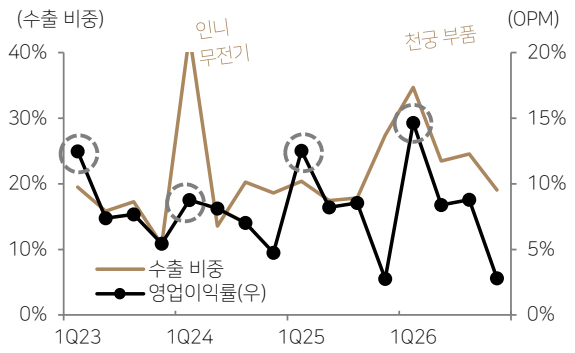
Fig. 53: 실적 예상: 천궁 양산 증가 (십억원)

LIG넥스원(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	907.6	945.4	1,049.2	1,404.8	1,167.9	1,184.1	1,351.3	1,496.2	3,276.3	4,306.9	5,199.5	5,856.2	6,265.4
YoY	*19%*	*56%*	*42%*	*20%*	*0%*	*30%*	*43%*	*43%*	*42%*	*31%*	*21%*	*13%*	*7%*
수출	185.0	164.7	187.1	385.0	405.2	278.1	331.4	285.3	774.8	921.8	1,300.0	2,100.0	2,815.3
수출 비중	*20.4%*	*17.4%*	*17.8%*	*27.4%*	*34.7%*	*23.5%*	*24.5%*	*19.1%*	*23.6%*	*21.4%*	*25%*	*36%*	*45%*
영업이익	113.6	77.6	89.6	38.7	171.1	99.4	118.8	42.0	223.4	319.4	431.3	545.7	642.4
금융/기타영업외	(11.0)	45.5	(20.7)	(54.8)	5.7	0.0	1.5	2.6	(20.2)	(41.0)	9.8	2.5	36.3
세전사업이익	102.6	123.1	68.9	(16.1)	176.8	99.4	120.3	44.6	203.2	278.4	441.1	548.2	678.7
지배주주순이익	84.2	105.2	59.3	4.6	139.9	78.8	95.4	35.3	219.4	253.4	349.5	434.7	538.3
EPS(원)	3,828	4,781	2,696	211	6,359	3,584	4,337	1,607	9,974	11,516	15,886	19,761	24,470
영업이익률	*12.5%*	*8.2%*	*8.5%*	*2.8%*	*14.7%*	*8.4%*	*8.8%*	*2.8%*	*6.8%*	*7.4%*	*8.3%*	*9.3%*	*10.3%*
지배주주순이익률	*9.3%*	*11.1%*	*5.7%*	*0.3%*	*12.0%*	*6.7%*	*7.1%*	*2.4%*	*6.7%*	*5.9%*	*6.7%*	*7.4%*	*8.6%*
잔고	22,883	23,467	23,427	26,230	25,310				20,142	26,230	25,310		

	사업명	(십억원)	계약명	2024	2025	2026	2027	2028
대형 수출 사업								
중점 사업 →	UAE천궁	2,597.4	M-SAM(천궁-II) 수출 계약	50.0	① 306.0	500.0	800.0	833.1
중점 사업 →	사우디천궁	4,339.8	사우디 천궁-II 수출	20.0	100.0	② 300.0	500.0	982.2
중점 사업 →	이라크천궁	3,713.5	M-SAM(천궁-II) 수출 계약 | 이라크	1.7	30.0	100.0	③ 300.0	500.0
			비닉 수출	252.4	185.6	381.7	500.0	500.0

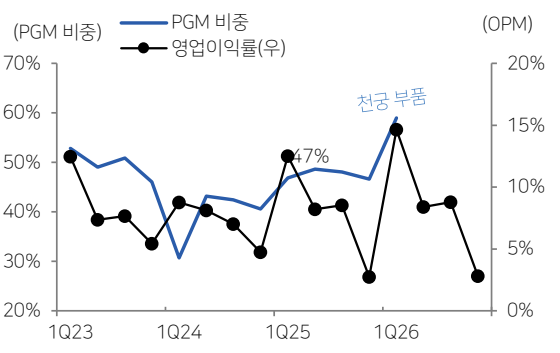
Source: 다올투자증권

Fig. 54: 계절성



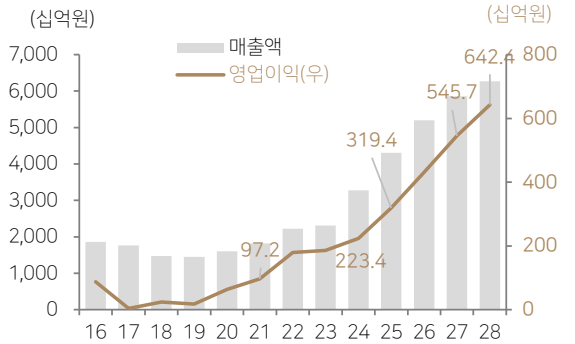
Source: 다올투자증권

Fig. 55: 분기로도 규모의 경제를 이기는 수출 비중



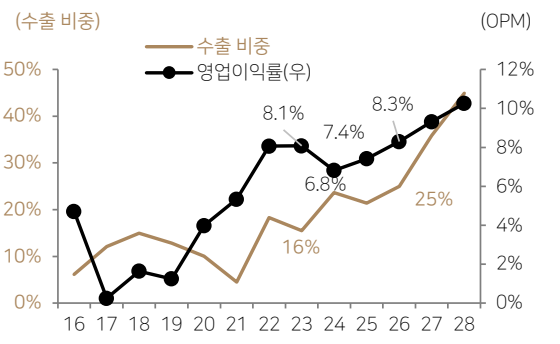
Source: 다올투자증권

Fig. 56: 잔고를 바탕으로 성장



Source: 다올투자증권

Fig. 57: 2027년부터 수출비중 증가 가이던스



Source: 다올투자증권

III. 투자 포인트

III-1 해궁: PGM 수출 바다로 확대. 해궁2는 천궁급

해궁 첫 수출 계약

동사는 백지공시의 해프닝을 연출하고는 4월 22일에 말레이시아 향 함대공유도탄(해궁) 수출 계약 1,404억원을 공시했다. 1척의 호위함에 2029년까지 설치되는데, 사측은 말레이시아 해군 현대화 사업에서 추가 수주를 기대한다는 입장이다.

말련에 잔여 5척,

해궁을 수출할만한 호위함 67척

말레이시아의 호위함은 6척이어서, 한 국가에서 1조원 가까운 해궁 납품을 기대할 수 있다. K-방산 무기체계를 운영 중인 인도, 인니, 태국, 말련, 필리핀, 이집트, 사우디아라비아, 페루는 총합 67척의 호위함을 운영 중인데, CIWS와 RAM 이상의 함대공으로 개량을 원하는 국가들에게 후속 판매가 이어지기를 기대한다.

천궁급의 해궁2 체계개발도 진행 중

한편 동사는 사거리 20km 이상의 천궁급의 해궁2 체계개발 사업도 2023년부터 수행 중이다. 2030년에 전력화 후, 향후 해외 호위함 및 구축함에 수출 상품이 될 것으로 기대한다.

Fig. 58: 해궁을 추가 판매할 만한 국가들에 호위함 70여 척

지역	국가	구축함 (Destroyer)	호위함 (Frigate)	주요 특징 및 함급
글로벌 탑티어	미국	83척		알레이버크급 주력, 신형 호위함 도입 중
	중국	53척	46척	055형 대형구축함 및 054A형 호위함 대량 운용
	일본	41척	4척	이지스함(마야·아타고·공고) 중심, 모가미급 다목적함 확충
	대한민국	14척	18척	세종대왕급 이지스함 / 정조대왕급, 울산급 Batch-III 도입 중
	인도	13척	18척	비샤카파트남급 등 자국산 구축함 확보 주력
	러시아	13척	12척	대형함 노후화로 신형 함정은 호위함 위주 건조
동남아시아	인도네시아		7척	마르타디나타급 등 연안 방어용 호위함 중심
	태국		7척	푸미폰 아두냐뎃급 보유, 연안 방어 치중
	말레이시아		6척	렉키우급 운용, 마하라자 레라급(LCS) 사업 진행 중
	필리핀		2척	호세 리잘급 주력, 해군 현대화 초기 단계
	싱가포르		6척	포미더블급 스텔스 호위함, 동남아 최고 수준의 질적 전력
중동 / 남미	이집트		13척	유럽제 FREMM급 등 다수 도입, 지중해·홍해 핵심 전력
	사우디아라비아		7척	알 리야드급 등 프랑스제 호위함 주력
	페루		7척	카르바할급(이탈리아 루포급 기반) 주력, 현대화 추진 중
	이란		7척	자마다란급 보유하나 비대칭 전력(고속정·잠수함)에 치중
	터키 (튀르키예)		16척	TF-2000 국산 구축함 사업 추진 중, 호위함 강국
유럽	그리스		14척	터키와의 영유권 갈등으로 인해 대규모 호위함대 유지
	이탈리아	4척	13척	호라이즌급 방공구축함 및 FREMM급 다목적 호위함
	프랑스	11척	5척	*출처 분류상 호라이즌급 등 상위 호위함을 구축함으로 산입*
	독일		11척	작센급, 바덴뷔르템베르크급 등 대형 호위함 체제
	영국	6척	7척	Type 45 방공구축함 및 Type 23 호위함 주력
전세계		249척	414척	

Source: GFP, WDMMW, 다올투자증권

Fig. 59: 해궁이란

개요	설명
1차 전력화	2018년 국내 개발 완료 후 함정 배치 진행
2차 전력화	국산 함대공 미사일 '해궁'의 2차 양산 착수 소식 2027년 전력화 목표
개발 배경	광역 방어(SM-2)와 근접 방어(CIWS) 사이의 '방어 공백'을 메우기 위해 도입했던 미국산 RIM-116 RAM 미사일의 대체
기술적 특징	> 기존 RAM 대비 향상된 **사거리: 12km → 20km** **> 수직 발사 방식**의 이점: 360도 전방위 신속대응 > **'듀얼 탐색기'** **① RF(무선 주파수)** 탐색기: 기본적인 유도 담당 **② IIR(적외선 열영상)** 탐색기: 수면 위를 낮게 날아오는 대함 미사일은 해면 반사 등으로 RF 간섭이 발생. 단순 열추적이 아닌, 바다와 미사일의 온도 차를 이용한 '실루엣 영상 탐지'로 정밀 보완 **> 밀리미터파(mmWave) 레이더 신관 센서**: 근거리 표적 탐지용 신관에 적용되어 적의 전자전(ECM) 기만 시도를 무력화 **> 직접 충돌형 요격 (Hit-to-Kill)**: 하푼 등 미사일은 근접 파편 폭발로도 무력화가 가능하지만, 초음속 미사일은 파편을 맞더라도 고속 관성 때문에 함정에 그대로 충돌할 위험
라이벌	프랑스 미카(MICA) 미사일 : 프랑스, 이집트, 그리스, 아랍에미리트(UAE) 등 운영

Source: KFN, 다올투자증권

Fig. 60: 해궁2 체계개발도 진행 중

회차	발표일자	사업명	연혁	국내 단계 국외 구매	금액 (십억원)	사업기간
150	**23.03.13**	**함대공유도탄-Ⅱ 체계개발기본계획(안) | SM-2 국산화**	***142회(22.03) 사업추진***	**체계개발**	690.0	23~30
150	23.03.13	장거리함대공유도탄(SM-6급) 사업추진기본전략 수정(안) 및 1차 구매계획(안)		국외구매	770.0	23~31
143	22.04.26	*장거리함대공유도탄(SM-6급) 사업추진기본전략*		국외구매	770.0	23~31
142	**22.03.25**	**함대공유도탄-Ⅱ 사업추진기본전략**		**사업추진**	690.0	23~36
117	18.12.07	함대공유도탄 5차 사업 구매계획	*함대공유도탄(SM-2) FMS*	국외구매		

Source: 방추위, 다올투자증권

III-2 소나: 캐나다 CPSP에서 소나 몫이 1~4조원

소나 국산화의 길
장보고3에서 절정

동사는 장보고1 성능개량 사업(2014년)부터 우리 잠수함에 소나를 공급하기 시작했다. 이는 장보고2 성능개량 사업으로 이어졌고, 장보고3는 통합소나체계도 담당한다.
수상함에도 1990년대부터 TASS(선배열음탐기)와 TACM(어뢰음향대항체계)을 공급하기 시작했다.

캐나다 CPSP에서
LIG D&A의 몫
최소 무려 7%
+ 유도탄들

캐나다 잠수함 사업(CPSP)에서 원팀코리아 중 한화오션을 시장은 주목하고 있는데, 만약 사업을 따낼 경우, 한화오션과 HD현대중공업이 66%, 33%를 차지할 것으로 추정하는데, 동사도 잠수함의 소나 등을 담당해서 최소 소나의 7%를 사업에 기여할 것으로 예상한다.

사업규모가 60조원으로 알려져있는데, 잠수함 신조 15조원에서 1조원 정도의 일감이 떨어진다.

Fig. 61: 소나(SONAR: Sound Of Navigation And Ranging) 소개. 한국의 개발 연혁

개요	내용
역할	수중에서 보이지 않는 잠수함, 어뢰 등 움직이는 물체뿐만 아니라 기뢰, 부유체, 암반 같은 고정된 표적을 탐지하는 유일한 수단
능동 소나 (Active Sonar) 분석 내용	압전 소자를 통해 강한 진동음(신호)을 외부에 송신한 뒤, 물표에 맞고 되돌아오는 반향파(메아리)를 수신 > 소리가 되돌아오는 시간차로 거리와 방위를 계산하고, 주파수가 변하는 도플러 편이(Doppler Shift) 현상을 이용해 표적의 이동 속도를 측정 > 에코의 형상으로 바위인지 잠수함인지 크기와 방향까지 분석
수동 소나 (Passive Sonar) 분석 내용	수중 표적(잠수함 등)이 기계적으로 발생시키는 자체 소음을 하이드로폰(수중청음기) 배열로 수신 > 각 센서에 도달하는 시간차로 표적의 방위를 구분하며, > 소음 고유의 주파수 특성을 분석(음문 식별)하여 해당 표적이 잠수함인지 수상함인지 종류를 식별 > 분산 배치된 배열을 활용하면 위치까지 산출
개발 연혁	
1980년대: 기술 축적	국방과학연구소 설립 이후 대용량 연산은 제한적이었으나 소나에 필요한 핵심 신호처리 기술 연구를 본격적으로 시작
1990년대: 체계 등장	> 수상함용 예인 선배열 음탐기 체계(TASS)와 > 어뢰음향대항체계(TACM)를 국방과학연구소 주도로 개발
2000년대 이후: (독자 전력화	> 센서 성능이 계량된 롱 타스(Long TASS) 체계와 > 능동소나 체계가 개발되어 현재 전력화 운영 중 이후 잠수함용 소나 체계 개발로 이어짐
도산안창호급(KSS-III) 소나의 성능 도약	> 선측 배열 음탐기 (Flank Array Sonar): 독일제 잠수함의 1차원 튜브형 배열과 달리, 도산안창호급(Batch-I)은 판형(Planar) 배열로 설계되어 안테나 면적이 훨씬 큼 > 주파수 대역도 2배 이상 넓혀 정보 수집량과 탐지 성능을 획기적으로 높임 차기 함정(Batch-II)에서는 이 배열의 길이가 더 길어짐 > 함수 음탐기 (Cylindrical Bow Array): Batch-I은 기존 형태와 유사했으나, 건설 중인 Batch-II에서는 선체 형상을 최대한 활용한 말발굽형(Horse-shoe) 소나로 개선되어 훨씬 넓은 탐지 구역을 확보

Source: 방추위, 다올투자증권

Fig. 62: LIG D&A가 수주 및 진행 중인 소나 사업들

공시일자	계약명	사업 구분	금액(십억원)	계약상대	계약 시작	계약 종료
16.12.19	광개토-III Batch-II 통합소나체계 : 체계종합/함상장비 시제	개발	69.0	국방과학연구소	16.12~	24.10
19.12.11	소나 체계	개발	114.3	대우조선해양	19.12~	26.12
20.12.23	구축함(KDDX) 소나체계 : 체계통합/함상장비 시제	개발	48.6	국방과학연구소	20.12~	29.11
20.12.23	구축함(KDDX) 소나체계 : 예인소나 송수신장비 시제	개발	48.1	국방과학연구소	20.12~	29.11
21.12.13	소나체계	양산	68.4	대우조선해양	21.12~	28.12

Source: 다올투자증권

Fig. 63: 캐나다 잠수함 사업에 도전 중인 원팀 코리아

LIG넥스원 "캐나다, K잠수함 도입땐 현지 어뢰공장 설립" - 아시아경제

LIG넥스원은 잠수함 탑재용 어뢰생산시설을 현지에 설립할 수 있다는 카드도 제시

국산 중어뢰 '백상어'와 경어뢰 '청상어', 장거리 대잠어뢰 '홍상어'를 생산

곡면 배열 소나(Conformal Array Sonar)와 국산 중어뢰 등 핵심 해양 무장 체계 공급한...

英 밥콕, 美 핵잠수함 공급망 뚫었다...한화오션 캐나다 수주 '청신호' - 글로벌이코노믹

영국 방산기업 밥콕 인터내셔널(Babcock International, 이하 밥콕)이 자사 로지스...

밥콕은 이날 미국 HII와의 전략적 파트너십 확장도 공식화

미 해군 버지니아급 핵추진 잠수함의 복잡한 조립 부품에 대한 첨단 제조 지원

[초점] 한화오션, 캐나다 잠수함 사업 '최종 경쟁' 우위...2035년까지 4척 먼저 인도 - 글로벌이코노믹

한화오션이 캐나다 잠수함 사업에서 35개 현지 파트너와 협력망을 짜

1998년 영국에서 들여온 빅토리아급 잠수함 4척을 바꾸려고 3000t급 잠수함 최대 12척...

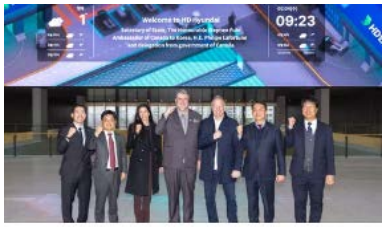
잠수함 건조비만 240억 캐나다 달러(약 24조 3600억 원)이고, 30년 유지보수를 포함하면...

[더구루] 한화오션, 캐나다 온타리오 조선소 '깜짝' 방문...주정부 장관과 향후 계획 공유

한화오션이 캐나다 온타리오 조선소를 방문하고 빅터 페델리 경제개발부 장관과 회동

기술 이전·MRO(유지·보수·정비) 등 협력 가능성을 점검하고 캐나다 파트너사 발굴

후보사인 독일 티센크루프마린시스템즈(TKMS)가 토론토에서 개최한 '공급자의 날' ...



60조 잠수함 사업 총괄 캐나다 장관, HD현대 글로벌R&D센터 방문... "미래에 와있는 것 같다"

스티븐 퓨어 캐나다 국방 조달 장관, 필립 라포튠 주한 캐나다 대사가 4일 경기 성남시 ...

앞서 HD현대는 그룹 차원에서 수조 원 규모의 캐나다산 원유 구입 등 세부 협력 계획

캐나다 온타리오주 경제개발부 장관, 한화오션 거제사업장 방문

캐나다 최대 주(州)인 온타리오주 경제개발부 장관이 한화오션[042660]의 거제사업장

2025년 10월 진수된 '장영실함'에 승선해 '장보고-III 배치II' 잠수함의 우수성을 직접 확인

Source: 다올투자증권

SUSTINVEST

LIG넥스원

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2025 하반기	자본재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	95.4	94/1299	17/172

연도별 성과

2023	A
2024	A
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	경기주택도시공사	대림
5천억이상	대전도시공사	STX
5천억미만	엠앤씨솔루션	기신정기

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**66.2**	**50.9**	**25%**	▲
	혁신 활동	11.0	59.6	중	▼
	생산 공정	87.2	47.1	중	▲
	친환경 공급망 관리	100.0	52.8	하	▲
	생물다양성	80.0	84.3	하	▼
S(사회)		**85.8**	**57.7**	**35%**	▲
	인적자원 관리	84.0	60.7	상	▲
	공급망 관리	100.0	55.4	하	▲
	고객 관리	80.8	70.3	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	66.8	57.3	하	▲
G(지배구조)		**79.0**	**60.2**	**40%**	▲
	주주의 권리	67.4	56.1	상	▲
	정보의 투명성	56.8	66.6	하	▼
	이사회의 구성과 활동	83.0	61.8	상	▲
	이사의 보수	95.3	71.9	하	▲
	관계사 위험	100.0	68.2	중	▲
	ESG경영 인프라	89.1	58.1	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 기타 주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	26.6%	20.8%	36.6%
2023	24.3%	22.6%	43.7%
2024	23.6%	23.6%	70.9%

LIG디펜스앤에어로스페이스 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	3,894.6	5,622.2	6,365.8	7,106.5	7,757.0
현금성자산	569.0	156.8	868.3	1,365.5	1,815.8
매출채권	424.6	553.4	656.1	779.7	880.7
재고자산	363.5	593.1	500.9	599.2	676.5
비유동자산	2,297.3	2,442.6	2,527.3	2,612.7	2,695.2
투자자산	230.1	262.4	273.1	284.2	295.7
유형자산	1,371.4	1,532.9	1,541.1	1,551.2	1,559.5
무형자산	695.9	647.2	713.1	777.3	840.0
자산총계	6,191.9	8,064.8	8,893.1	9,719.2	10,452.2
유동부채	4,616.5	6,215.5	6,756.7	7,233.2	7,532.6
매입채무	726.9	1,418.1	1,410.7	1,942.5	2,191.3
유동성이자부채	275.6	732.9	1,240.7	1,144.4	1,153.6
비유동부채	311.5	373.2	375.3	377.5	379.9
비유동이자부채	218.3	319.7	319.7	319.7	319.7
부채총계	4,928.0	6,588.7	7,132.0	7,610.7	7,912.4
자본금	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
자본잉여금	142.2	153.4	153.4	153.4	153.4
이익잉여금	904.9	1,105.9	1,391.0	1,738.3	2,169.6
자본조정	52.3	60.8	60.8	60.8	60.8
자기주식	(5.3)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
자본총계	1,263.9	1,476.1	1,761.2	2,108.5	2,539.8
투하자본	1,119.6	2,300.0	2,378.5	2,129.3	2,116.3
순차입금	(75.1)	895.8	692.2	98.6	(342.5)
ROA	4.3	3.3	4.0	4.5	5.2
ROE	18.8	18.0	21.5	22.3	22.9
ROIC	16.6	15.9	14.2	18.6	23.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,276.3	4,306.9	5,199.5	5,856.2	6,265.4
증가율 (Y-Y,%)	41.9	31.5	20.7	12.6	7.0
영업이익	223.4	319.4	431.3	545.7	642.4
증가율 (Y-Y,%)	19.9	43.0	35.0	26.5	17.7
EBITDA	309.1	443.6	530.9	665.3	746.5
영업외손익	(20.2)	(41.0)	9.8	2.5	36.3
순이자수익	(1.5)	(7.6)	3.4	6.6	40.3
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	203.2	278.4	441.1	548.2	678.7
당기순이익	212.8	237.5	338.9	422.1	522.6
지배기업당기순이익	219.4	253.4	349.5	434.7	538.3
증가율 (Y-Y,%)	21.6	11.6	42.7	24.5	23.8
NOPLAT	162.0	272.5	331.3	420.2	494.7
(+) Dep	85.7	124.1	99.7	119.6	104.1
(-) 운전자본투자	(679.3)	998.2	(1.2)	(329.3)	(90.0)
(-) Capex	497.0	169.8	90.3	110.5	91.7
OpFCF	430.0	(771.4)	341.9	758.7	597.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	21.6	24.7	31.1	21.4	13.3
영업이익증가율(3Yr)	32.0	21.3	32.3	34.7	26.2
EBITDA증가율(3Yr)	26.0	24.0	27.7	29.1	18.9
순이익증가율(3Yr)	26.5	24.5	24.7	25.7	30.1
영업이익률(%)	6.8	7.4	8.3	9.3	10.3
EBITDA마진(%)	9.4	10.3	10.2	11.4	11.9
순이익률(%)	6.5	5.5	6.5	7.2	8.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	951.9	(584.3)	837.9	885.9	734.8
당기순이익	212.8	237.5	338.9	422.1	522.6
자산상각비	85.7	124.1	99.7	119.6	104.1
운전자본증감	605.4	(1,105.4)	1.2	329.3	90.0
매출채권감소(증가)	(83.1)	(758.9)	(102.7)	(123.5)	(101.0)
재고자산감소(증가)	(106.2)	(234.5)	92.2	(98.3)	(77.4)
매입채무증가(감소)	256.0	162.4	(7.3)	531.8	248.8
투자현금	(975.3)	(276.0)	(185.7)	(206.3)	(188.0)
단기투자자산감소	0.1	(10.0)	(1.3)	(1.3)	(1.4)
장기투자증권감소	(2.7)	(4.1)	(2.9)	(3.0)	(3.2)
설비투자	(497.0)	(169.8)	(90.3)	(110.5)	(91.7)
유무형자산감소	(70.3)	(69.6)	(83.4)	(83.4)	(83.4)
재무현금	120.2	439.1	58.0	(183.7)	(97.9)
차입금증가	162.5	491.3	122.5	(96.3)	9.2
자본증가	(42.5)	(52.3)	(64.4)	(87.4)	(107.0)
배당금지급	42.5	52.3	64.4	87.4	107.0
현금 증감	101.5	(421.8)	710.2	495.9	448.9
총현금흐름(Gross CF)	396.2	571.9	836.6	556.6	644.8
(-) 운전자본증가(감소)	(679.3)	998.2	(1.2)	(329.3)	(90.0)
(-) 설비투자	497.0	169.8	90.3	110.5	91.7
(+) 자산매각	(70.3)	(69.6)	(83.4)	(83.4)	(83.4)
Free Cash Flow	26.3	(809.5)	652.2	679.6	546.8
(-) 기타투자	2.7	4.1	2.9	3.0	3.2
잉여현금	23.6	(813.6)	649.2	676.6	543.6

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	9,974	11,516	15,886	19,761	24,470
BPS	54,970	65,005	77,961	93,751	113,355
DPS	2,400	2,950	4,000	4,900	6,100
Multiples(x,%)					
PER	22.1	36.6	58.2	46.8	37.8
PBR	4.0	6.5	11.9	9.9	8.2
EV/ EBITDA	15.5	22.9	39.6	30.7	26.8
배당수익율	1.1	0.7	0.4	0.5	0.7
PCR	12.2	16.2	24.3	36.6	31.6
PSR	1.5	2.2	3.9	3.5	3.2
재무건전성 (%)					
부채비율	389.9	446.4	405.0	361.0	311.5
Net debt/Equity	n/a	60.7	39.3	4.7	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	202.0	130.4	14.8	n/a
유동비율	84.4	90.5	94.2	98.2	103.0
이자보상배율	144.4	42.0	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.3	1.3	1.4	1.6
자산구조					
투하자본(%)	58.4	84.6	67.6	56.3	50.1
현금+투자자산(%)	41.6	15.4	32.4	43.7	49.9
자본구조					
차입금(%)	28.1	41.6	47.0	41.0	36.7
자기자본(%)	71.9	58.4	53.0	59.0	63.3

자료: 다올투자증권

한국항공우주
(047810)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	250,000	210,000	상향
Earnings			

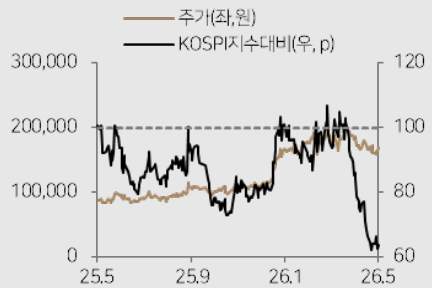
Stock Information

현재가 (05/22)	168,400원
예상 주가상승률	48.5%
시가총액	164,148억원
비중(KOSPI내)	0.26%
발행주식수	97,475천주
52주 최저가/최고가	83,600 - 202,000원
90일 일평균거래대금	1,463억원
외국인 지분율	26.9%
주요주주지분율(%)	
한국수출입은행 (외 1인)	26.4
국민연금공단 (외 1인)	8.1
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH LLC (외 39인)	7.1

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	60.0	50.6	36.0
PBR(배)	6.1	7.6	6.6
EV/EBITDA(배)	34.9	30.8	23.2
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.6

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(9.9)	54.3	87.6	40.8
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(32.2)	(48.5)	(110.1)	(40.5)

Price Trend



최광식 조선 · 기계 · 방산 | gs.choie@daolfn.com
이준범 연구원 | junebum34@daolfn.com

처음이 어렵지, 두 번째는 빠를 것

Issue
수주 파이프라인 가치 소개. KF-21 수출 모멘텀 점검

Pitch
양산 규모가 2025년 20대에서 올해부터 60대 이상으로 성장을 확인한 1Q26 탑라인, 4분기와 2027년에 실적 성장 계속. 매각 기대감이 주가에 선반영 되었지만, KF-21 첫 수출 모멘텀도 대기

Rationale
- **실적 2026:** 1Q26 이익단은 컨센서스를 하회했지만, 매출 YoY +56%로 올해 매출 가이던스 5.7조원(YoY +55%)의 탑라인 성장 확인. 부진했던 수익성도 4분기로 갈수록 매출 레버리지 및 완제기 수출 비중 증가로 개선 예상
- **실적 2027 너머: KF-21 양산대수가 20대**로 늘고, **폴란드와 말레이시아 FA-50 진행률**로 크게 잡히면서 또 탑라인 성장과 MIX(양산, 수출) 개선 효과 발휘
- **적정주가:** UJTS 사업 불참으로 적정PER을 30배로 낮췄음에도, 파이프라인 가치 Valuation으로 동사 적정주가를 25만원으로 상향. 이는 실적에 기반한 기업 가치 15.9조원과 파이프라인 가치 9조원의 합
- **수주:** KF-21의 수출 사이클 기대. 현재 인니의 첫 수출 계약을 기다리는 가운데, 말레이시아 MRCA, 필리핀 MRF 사업, UAE와의 방산 MOU를 주목. 최근 신임 CEO는 **KF-21 수출수요가 거론되는 파이프라인만 200대 이상**이라고 밝힘

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	3,819	3,634	3,696	5,592	6,358	6,817	6,081
영업이익	248	241	269	442	635	728	629
EBITDA	369	345	380	564	760	856	757
지배주주순이익	224	172	186	317	446	545	479
순차입금	(133)	950	2,116	1,365	1,566	1,171	488
매출증가율	37.0	(4.9)	1.7	51.3	13.7	7.2	(10.8)
영업이익률	6.5	6.6	7.3	7.9	10.0	10.7	10.3
지배순이익률	5.9	4.7	5.0	5.7	7.0	8.0	7.9
EPS증가율	89.1	(23.2)	8.0	70.6	40.5	22.2	(12.0)
ROE	14.6	10.3	10.6	16.2	19.6	20.4	15.6

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. Valuation & 파이프라인

적정주가 25만원으로 상향

한국항공우주의 적정주가를 기존 21만원에서 25만원으로 올린다.
앞 자료에서 UJTS(미 해군 고등훈련기 도입) 사업 기대감에 적정PER을 30배에서 40배(APT 입찰 시절 기대감 할증)로 올렸지만, 록히드마틴이 사업에 불참함에 따라 다시 적정PER을 30배로 낮추어야 하는 상황이었다.
그럼에도 불구하고 적정주가를 상향하는 것은 1) 실적 예상치만으로는 적정주가가 16만원대이지만,
2) 앞서 산업자료에서 설명한 수주 파이프라인 가치 9만원을 추가했기 때문이다.

파이프라인: KF-21 인니, 말련, 필리핀, UAE 등

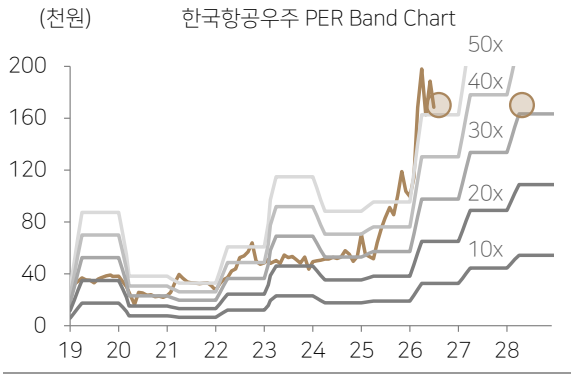
파이프라인에는 말레이시아 FA-50 2차, 인도네시아 KF-21 1차 양산(첫 수출), 그리고 역시 KF-21이 접근가능한 필리핀과 말레이시아 다목적전투기 도입사업, UAE KF-21 도입설을 포함했다.
기존 파이프라인이었던 중동 수리온, 인니 KT-1, 이집트 훈련기 사업도 낮은 확률로 포함했다.

Fig. 64: '파이프라인 가치' Valuation 방법론 적용. 적정주가 25만원으로 +19% 상향 (원, 배수)

PER VALUATION	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년
주식수(백만주)	97	97	97	97	97	97	100	100	100
						CB 전환 가정 ↗			
EPS	656	1,215	2,298	1,765	1,907	3,254	4,450	5,440	4,786
YoY	*(14%)*	*85%*	*89%*	*(23%)*	*8%*	*71%*	*37%*	*22%*	*(12%)*
PER(고)	62.5	49.4	26.5	40.0	62.3	53.6			
PER(저)	39.5	22.1	18.1	27.1	25.7	35.1			
적정PER	30	30	20	20	30	30	30	**적정 30**	30
주당 적정가치	19,667	36,459	45,965	35,307	57,211	97,626	133,510	**163,196**	143,588
Weight						*0%*	*0%*	***100%***	*0%*
주당 적정가치1							**163,196**		
수주 파이프라인							**46조원**		
수주 기대이익							**3.0조원**		
적정 멀티플							**3x**		
주당 파이프라인 가치2							**89,842**		
적정주가						**250,000**			
종가(05월 22일)						168,400			
상승여력						48.5%			

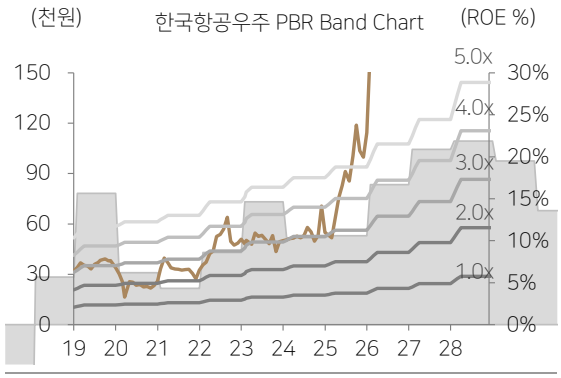
Source: 다올투자증권

Fig. 65: 한국항공우주의 PER



Source: 다올투자증권

Fig. 66: 한국항공우주의 PBR



Source: 다올투자증권

Fig. 67: 파이프라인 기대이익

계약 시기	사업명		계약규모 (조원)			
한국항공우주(KAI)						
2011~2017	개화기 64대: 인니 16대, 이라크 24대, 필리핀 12대, 태국 12대					
21.07	인니 T-50 6대	0.3	연 0.4			
21.08	태국 TA-50 2대	0.1				
22.09	폴란드 FA-50 48대	4.2	연 4.2			
23.02	말레이시아 FA-50 18대	1.2	연 1.2			
24.12	이라크 KUH 2대 + 교육	0.1	연 0.1			
25.06	필리핀 경전투기 2차	1.0	연 1.1			
2025-	필리핀 FA-50 성능개량	0.1e				
수주파이프라인				**수주 확률**	기대 마진	**기대이익**
2026-	수리온 수출: 중동 2개 국가	1.5e	기존 아이템 4e	10%	15%	0.0e
2026-	인니 KT-1	0.4e		10%	15%	0.0e
2026-2027	말레이시아 2차	1.2e		**51%**	15%	0.1e
2026~2027	이집트 36+64대의 1차	1.4e		10%	15%	0.0e
KF-21	인니 KF-21 양산 1차(16대)	3.0e	보라매 42e	51%	20%	0.3e
KF-21	필리핀 다목적전투기 교체사업(MRF)	3.0e		20%	20%	0.1e
KF-21	MRCA 말레이시아 다목적전투기 사업	6.0e		20%	20%	0.2e
KF-21	페루 KF-21, FA-50 패키지 제안	3.5e		33%	20%	0.2e
KF-21	UAE KF-21 사업협력	20.3e		49%	20%	2.0e
KF-21	사우디 KF-21 관심				20%	0.0e
KF-21	인니 KF-21 양산 2차	3.0e			20%	0.0e
KF-21	인니 KF-21 양산 3차	3.0e			20%	0.0e
	파이프라인 총 46.2					**3.0e 기대이익**
설들	캐나다, 슬로바키아, 콜롬비아, 크로아티아, 불가리아, 스위스, 핀란드 등					

Source: 다올투자증권

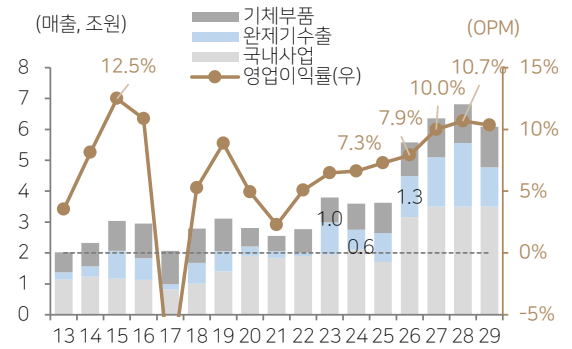
II. 실적

Fig. 68: 실적 예상 (십억원)

한국항공우주	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
가이던스									*3,760*	*4,087.0*	*5,730.6*	*← YoY 55%*	
매출액	699.3	828.3	702.1	1,466.7	1,092.7	1,422.4	1,333.7	1,742.8	3,633.7	3,696.4	5,591.7	6,357.9	6,817.0
YoY	*(5%)*	*(7%)*	*(23%)*	*34%*	*56%*	*72%*	*90%*	*19%*	*(5%)*	*2%*	*51%*	*14%*	*7%*
영업이익	46.8	85.2	60.2	77.0	67.1	117.8	126.0	131.5	240.7	269.2	442.5	635.2	728.0
YoY	*(2%)*	*15%*	*(21%)*	*83%*	*43%*	*38%*	*109%*	*71%*	*(3%)*	*12%*	*64%*	*44%*	*15%*
금융/기타영업외	(11.1)	(16.2)	(14.9)	(24.7)	(14.1)	(3.2)	(4.1)	(4.8)	(43.6)	(66.9)	(26.2)	(23.4)	40.7
세전사업이익	35.7	69.1	45.3	52.3	53.0	114.6	121.9	126.7	197.1	202.3	416.2	611.8	768.8
지배주주순이익	30.1	56.4	38.8	60.6	42.0	86.7	92.2	96.3	172.1	185.9	317.2	445.8	544.9
영업이익률	*6.7%*	*10.3%*	*8.6%*	*5.2%*	*6.1%*	*8.3%*	*9.4%*	*7.5%*	*6.6%*	*7.3%*	*7.9%*	*10.0%*	*10.7%*
지배주주순이익률	*4.3%*	*6.8%*	*5.5%*	*4.1%*	*3.8%*	*6.1%*	*6.9%*	*5.5%*	*4.7%*	*5.0%*	*5.7%*	*7.0%*	*8.0%*
수출 비중	*53.0%*	*54.8%*	*58.2%*	*46.5%*	*48.5%*	*42.4%*	*43.8%*	*40.1%*	*41.0%*	*51.8%*	*43.2%*	*44.9%*	*48.6%*
가이던스 국내사업									*1,900*	*1,720*	*3,291*	*← YoY 92%*	
매출 국내사업	322	363	269	755	548	819	749	1,045	2,107	1,710	3,160	3,503	3,503
YoY	*(27%)*	*(27%)*	*(39%)*	*4%*	*70%*	*125%*	*178%*	*38%*	*8%*	*(19%)*	*85%*	*11%*	*0%*
KFX									534.5	456.6	1,493.7	2,482.4	1,705.2
KF-21(1차 양산)							*중점 사업* →				*784.0*	*1,176.0*	
KF-21(2차 양산)											①	*958.4*	*1,437.6*
T-50계열									560.8	285.9	459.0	56.6	56.6
PBL									*74.5*	*87.8*	*56.6*	*56.6*	*56.6*
TA-50										*90.6*	*268.9*		
회전익									731.9	562.7	1,079.9	564.4	308.0
LAH(1차)							*중점 사업* →		*63.7*	*110.0*	*49.5*		
LAH(2차)							*중점 사업* →			*130.0*	*700.0*	*400.0*	*175.4*
가이던스 완제기수출									*960*	*1,379*	*1,391*	*← YoY 50%*	
매출 완제기수출	171	227	164	365	307	333	319	373	640	927	② 1,332	1,594	2,053
YoY	*89%*	*51%*	*(33%)*	*134%*	*79%*	*46%*	*95%*	*2%*	*(39%)*	*45%*	*44%*	*20%*	*29%*
T-50IQ CLS									*260*	*130*			
T-50i 추가 도입, 인니 6대											*274*		
폴란드 FA-50							*중점 사업* →		*170*	*487*	*580*	③ *1,100*	*1,051*
말레이시아 FA-50							*중점 사업* →		*46*	*190*	*230*	*300*	*200*
이라크 KUH										*130*			
필리핀 FA-50(2차)							*중점 사업* →			*34*	*137*	*215*	*273*
가이던스 기체부품									*900*	*989*	*1,049*	*← YoY 6%*	
매출 기체부품	200	227	245	317	223	271	265	325	851	988	1,085	1,260	1,260
YoY	*(3%)*	*(2%)*	*16%*	*55%*	*12%*	*19%*	*8%*	*3%*	*6%*	*16%*	*10%*	*16%*	*0%*

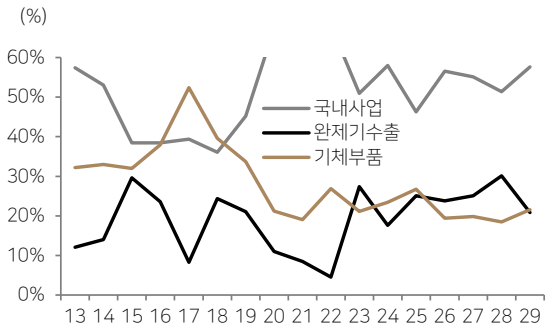
Source: 다올투자증권

Fig. 69: 2027년에 두자릿수 OPM 예상



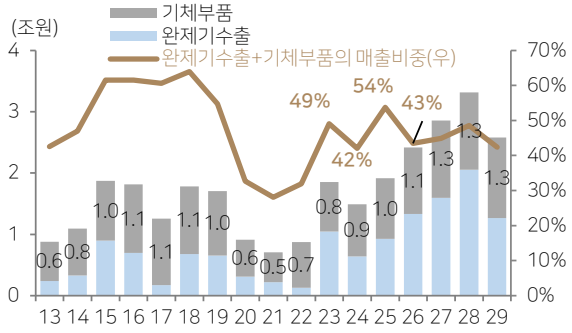
Source: 다올투자증권

Fig. 70: 완제기수출과 기체부품 비중 늘지 않는데, KF-21 양산 증가 때문



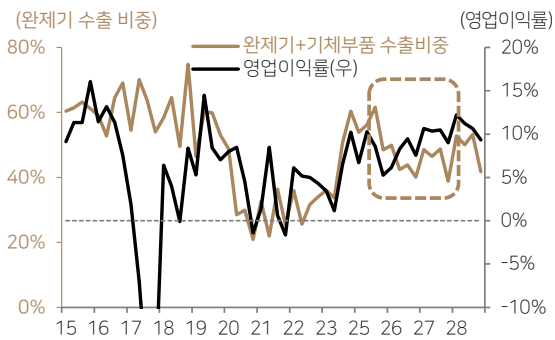
Source: 다올투자증권

Fig. 71: 완제기수출과 기체부품 비중이 절반 가량



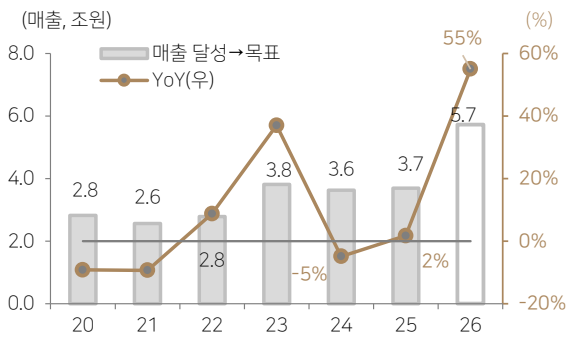
Source: 다올투자증권

Fig. 72: 국내사업도 KF-21, LAH 양산 중심이어서, 수익성 개선 예상



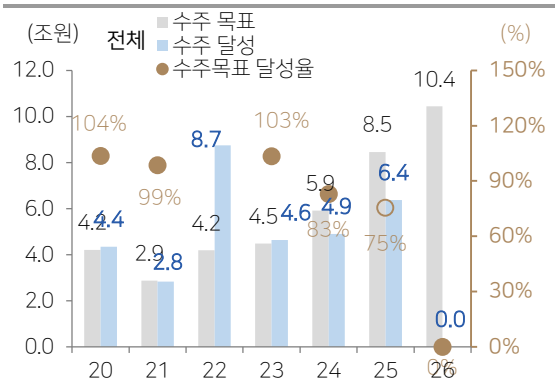
Source: 다올투자증권

Fig. 73: 양산 전년 20대에서 올해부터 60대 체재로



Source: 다올투자증권

Fig. 74: 수주목표도 KF-21 첫 수출 때문에 공격적



Source: 다올투자증권

III. 투자 포인트

200대 이상의 KF-21 수출 수요

신임 김종출 사장은 언론 인터뷰에서 KF-21에 대한 '구체적으로 거론되는 수출 수요'만 200대 이상이라고 밝혔다. 물론 방위산업의 협상은 더디고, 불투명하고, 느리게 느껴진다. 그러나 중장기 완제기수출 부문의 성장 전망은 밝다.

KF-21과 관련해 석달 사이에 언론에 업데이트된 파이프라인은 인니, UAE, 필리핀, 말레이시아로 작년 중반과 동일하다. 그러나 개별 사업에서 좋은 소식들이 업데이트되고 있다.

인니 16대 x 3차

보잉은 인도네시아에 F-15 24대 판매(2023년 계약)를 거부했다. 인도네시아의 KF-21의 양산대수는 초기계획처럼 48대 모두 다 필요할 수 있다.

Fig. 75: KF-21 구매설이 보도되는 인니, UAE, 필리핀, 말레이시아

Source: 언론보도, 다올투자증권

UAE 00대

UAE는 라팔과의 F5 개발참여 계획을 철회했다. 개발비 50억유로 중 35억유로나 UAE가 담당하지만, 프랑스가 기술 이전에 소극적인 태도를 보였기 대문이라는 보도이다. 연초에 한국과 방위산업 350억달러 MOU 안에 여럿 무기체계들 중 KF-21이 들어가 있을 가능성이 높다고 여전히 판단한다.

말레이시아 30여 대

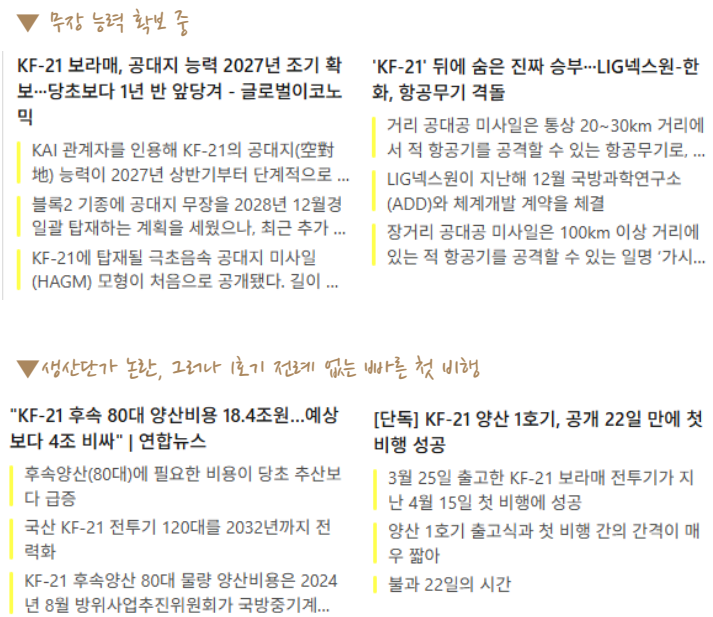
말레이시아는 쿠웨이트로부터 구매한 중고 FA-18(33대)의 인도시점이 미국 승인 문제 등으로 늦어져서 도입사업을 포기할 것으로 관측된다. 기체를 확보해도, 개량 및 체계 통합에 시간이 또 필요하다.
MRCA(다목적 전투기 도입사업)이 KF-21을 중심으로 재편될 수 있다. 2035년부터 호넷과 Su-30이 순차 퇴역할 예정이어서, 2030년 전까지 사업 진행 여부가 결판날 것으로 기대한다.

필리핀 20여 대

다목적 전투기(MRF) 획득 사업에서 KF-21을 유력 후보로 검토 중인 것으로 전한다.
필리핀 영공 방어에서 최소 FA-50 40대, KF-21 필요한 것으로 전한다. 필리핀은 2025년까지 24대의 FA-50을 구매해서 인도 중이어서, 후속으로 FA-50과 KF-21 계약이 잇다를 것으로 기대해 본다.

김종출 신임 CEO의 200대 이상에는 인니 48, 말레이시아 30대, 필리핀 20대를 빼면, UAE가 100대 이상이거나, 또 다른 구매검토 국가가 있다는 것이다. 웅장하다.

Fig. 76: KF-21 국산 무장 확충, 양산1호기 출고 이후 22일 만에 첫 비행 등 개발 경과



Source: 언론보도, 다올투자증권

SUSTINVEST

한국항공우주

등급	자산규모	평가시기	섹터
AA	2조이상	2025 하반기	자본재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	92.0	168/1299	28/172

연도별 성과

2023	A
2024	BB
2025	AA

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	경기주택도시공사	대림
5천억이상	대전도시공사	STX
5천억미만	엠앤씨솔루션	기신정기

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		69.3	50.9	25%	▲
	혁신 활동	85.0	59.6	중	▲
	생산 공정	84.5	47.1	중	▲
	친환경 공급망 관리	50.0	52.8	하	▼
	생물다양성	0.0	84.3	하	▼
S(사회)		79.3	57.7	35%	▲
	인적자원 관리	88.0	60.7	상	▲
	공급망 관리	95.4	55.4	중	▲
	고객 관리	92.0	70.3	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	70.0	57.3	하	▲
G(지배구조)		75.4	60.2	40%	▲
	주주의 권리	62.6	56.1	상	▲
	정보의 투명성	73.5	66.6	하	▲
	이사회의 구성과 활동	71.0	61.8	상	▲
	이사의 보수	80.0	71.9	하	▲
	관계사 위험	100.0	68.2	중	▲
	ESG경영 인프라	95.7	58.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (1개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

[2025하] 사회, Level5, 헬기 추락 사고 관련 손해배상 청구 소송에서 국가에 22억 원 배상 판결

***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 기타 주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	20.6%	20.8%	57.6%
2023	21.8%	22.6%	-0.8%
2024	28.3%	23.6%	9.8%

한국항공우주 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,439.0	7,595.2	8,899.6	9,598.2	10,530.7
현금성자산	124.6	67.6	787.0	554.9	1,018.4
매출채권	428.4	749.8	1,123.9	1,272.9	1,390.3
재고자산	2,359.0	3,637.0	3,832.3	4,598.2	4,934.0
비유동자산	2,586.5	2,775.0	2,838.6	2,903.1	2,968.5
투자자산	828.3	837.4	871.4	906.8	943.6
유형자산	912.5	993.8	1,039.1	1,083.4	1,127.0
무형자산	845.7	943.7	928.1	912.8	897.9
자산총계	8,025.5	10,370.3	11,738.3	12,501.3	13,499.2
유동부채	4,914.7	6,351.3	7,450.8	7,865.5	8,415.9
매입채무	981.9	1,029.3	2,116.2	2,516.4	2,951.7
유동성이자부채	448.2	820.3	788.0	756.9	826.1
비유동부채	1,383.6	2,121.6	2,121.6	2,121.6	2,121.6
비유동이자부채	626.3	1,363.6	1,363.6	1,363.6	1,363.6
부채총계	6,298.4	8,472.9	9,572.5	9,987.1	10,537.6
자본금	487.4	487.4	487.4	487.4	487.4
자본잉여금	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3
이익잉여금	1,111.0	1,235.4	1,503.8	1,852.2	2,299.6
자본조정	(20.8)	(20.9)	(20.9)	(20.9)	(20.9)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,727.2	1,897.3	2,165.8	2,514.2	2,961.6
투하자본	2,582.9	3,910.1	3,422.7	3,967.7	4,016.3
순차입금	949.9	2,116.2	1,364.6	1,565.6	1,171.3
ROA	2.3	2.0	2.9	3.7	4.2
ROE	10.3	10.6	16.2	19.6	20.4
ROIC	10.5	7.7	9.2	12.5	12.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,633.7	3,696.4	5,591.7	6,357.9	6,817.0
증가율 (Y-Y,%)	(4.9)	1.7	51.3	13.7	7.2
영업이익	240.7	269.2	442.5	635.2	728.0
증가율 (Y-Y,%)	(2.7)	11.8	64.4	43.5	14.6
EBITDA	344.6	380.2	564.3	760.1	856.1
영업외손익	(38.7)	(66.9)	(26.2)	(23.4)	40.7
순이자수익	(22.7)	(61.3)	(47.1)	(50.5)	(38.4)
외화관련손익	(4.1)	4.5	(0.3)	(0.1)	(1.3)
지분법손익	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	197.1	202.3	416.2	611.8	768.8
당기순이익	170.9	187.3	317.4	446.6	545.8
지배기업당기순이익	172.1	185.9	317.2	445.8	544.9
증가율 (Y-Y,%)	(22.8)	9.6	69.4	40.7	22.2
NOPLAT	208.7	249.2	337.3	463.7	516.9
(+) Dep	103.9	111.0	121.8	124.9	128.0
(-) 운전자본투자	934.3	1,148.8	(546.8)	484.9	(12.2)
(-) Capex	161.3	128.6	146.0	148.5	151.1
OpFCF	(783.0)	(917.1)	860.0	(44.8)	506.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.4	9.9	13.5	20.5	22.6
영업이익증가율(3Yr)	60.5	23.9	21.4	38.2	39.3
EBITDA증가율(3Yr)	18.5	11.2	15.3	30.2	31.1
순이익증가율(3Yr)	47.5	17.3	12.8	37.7	42.8
영업이익률(%)	6.6	7.3	7.9	10.0	10.7
EBITDA마진(%)	9.5	10.3	10.1	12.0	12.6
순이익률(%)	4.7	5.1	5.7	7.0	8.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	(728.2)	(1,421.6)	777.6	85.8	685.2
당기순이익	170.9	187.3	317.4	446.6	545.8
자산상각비	103.9	111.0	121.8	124.9	128.0
운전자본증감	(1,165.9)	0.0	546.8	(484.9)	12.2
매출채권감소(증가)	(6.5)	(306.5)	(374.1)	(149.0)	(117.3)
재고자산감소(증가)	(628.7)	(1,265.7)	(195.3)	(765.8)	(335.8)
매입채무증가(감소)	149.6	101.5	1,086.9	400.3	435.3
투자현금	(189.0)	(173.3)	(185.7)	(189.6)	(193.7)
단기투자자산감소	63.7	18.2	(0.3)	(0.3)	(0.3)
장기투자증권감소	(2.4)	(2.0)	(4.2)	(4.4)	(4.6)
설비투자	(161.3)	(128.6)	(146.0)	(148.5)	(151.1)
유무형자산감소	(85.5)	(61.1)	(5.5)	(5.5)	(5.5)
재무현금	369.5	1,541.1	127.1	(128.5)	(28.3)
차입금증가	418.2	1,591.0	175.9	(31.0)	69.2
자본증가	(48.7)	(50.0)	(48.7)	(97.5)	(97.5)
배당금지급	(48.7)	48.7	48.7	97.5	97.5
현금 증감	(543.4)	(53.8)	719.0	(232.3)	463.2
총현금흐름(Gross CF)	441.6	(1,421.6)	230.8	570.7	673.0
(-) 운전자본증가(감소)	934.3	1,148.8	(546.8)	484.9	(12.2)
(-) 설비투자	161.3	128.6	146.0	148.5	151.1
(+) 자산매각	(85.5)	(61.1)	(5.5)	(5.5)	(5.5)
Free Cash Flow	(913.3)	(1,594.8)	591.9	(103.8)	491.5
(-) 기타투자	2.4	2.0	4.2	4.4	4.6
잉여현금	(915.7)	(1,596.8)	587.7	(108.2)	487.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	1,765	1,907	3,254	4,574	5,591
BPS	17,500	18,776	21,530	25,104	29,694
DPS	500	500	1,000	1,000	1,000
Multiples(x,%)					
PER	31.1	60.0	51.7	36.8	30.1
PBR	3.1	6.1	7.8	6.7	5.7
EV/ EBITDA	18.3	34.9	31.5	23.7	20.5
배당수익율	0.9	0.4	0.6	0.6	0.6
PCR	12.1	n/a	71.1	28.8	24.4
PSR	1.5	3.0	2.9	2.6	2.4
재무건전성 (%)					
부채비율	364.7	446.6	442.0	397.2	355.8
Net debt/Equity	55.0	111.5	63.0	62.3	39.5
Net debt/EBITDA	275.7	556.6	241.8	206.0	136.8
유동비율	110.7	119.6	119.4	122.0	125.1
이자보상배율	10.6	4.4	9.4	12.6	19.0
이자비용/매출액	0.9	1.8	1.2	1.1	1.0
자산구조					
투하자본(%)	73.0	81.2	67.4	73.1	67.2
현금+투자자산(%)	27.0	18.8	32.6	26.9	32.8
자본구조					
차입금(%)	38.4	53.5	49.8	45.8	42.5
자기자본(%)	61.6	46.5	50.2	54.2	57.5

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 : 91.7%	HOLD : 8.3%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

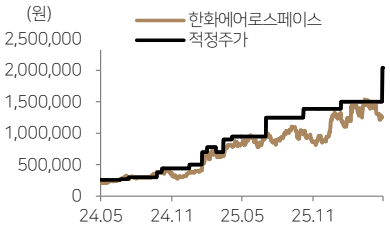
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

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

한화에어로스페이스 (012450)



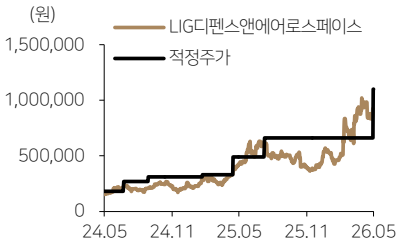
일자	2024.07.16	2024.08.05	2024.10.18	2024.11.01	2025.01.09	2025.02.13
투자의견	BUY	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY
적정주가	270,000원	300,000원	380,000원	440,000원	500,000원	700,000원
일자	2025.02.25	2025.03.21	2025.04.09	2025.04.23	2025.05.02	2025.05.19
투자의견	BUY	HOLD	BUY	HOLD	BUY	HOLD
적정주가	780,000원	700,000원	900,000원	900,000원	950,000원	950,000원
일자	2025.05.19	2025.08.01	2025.11.04	2026.02.09	2026.05.25	
투자의견	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	
적정주가	9,500,000원	1,250,000원	1,390,000원	1,500,000원	2,040,000원	

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
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
2025.05.19	9,500,000원	880,898원	998,000원	-90.6	-89.3
2025.08.01	1,250,000원	963,885원	1,107,000원	-22.9	-11.4
2025.11.04	1,390,000원	1,031,439원	1,330,000원	-25.8	-4.3
2026.02.09	1,500,000원	1,353,797원	1,537,000원	-9.8	2.5
2026.05.25	2,040,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 5월 22일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

LIG디펜스앤에어로스페이스 (079550)



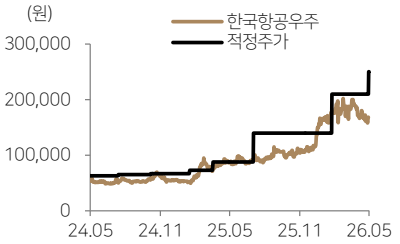
일자	2024.07.16	2024.09.23	2025.02.17	2025.05.09	2025.08.08	2025.10.21
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY
적정주가	270,000원	310,000원	330,000원	490,000원	660,000원	660,000원
일자	2026.05.25					
투자의견	BUY					
적정주가	1,100,000원					

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
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	575,314원	1,020,000원	-12.8	54.6
2026.05.25	1,100,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 05월 22일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

한국항공우주 (047810)



일자	2024.08.05	2024.10.30	2025.02.10	2025.04.11	2025.05.02	2025.06.16
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
적정주가	65,000원	67,000원	73,000원	88,000원	100,000원	100,000원
일자	2025.07.15	2025.07.30	2026.02.23	2026.05.25		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY		
적정주가	115,000원	140,000원	210,000원	250,000원		

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.08.05	65,000원	54,000원	58,600원	-16.9	-9.9
2024.10.30	67,000원	57,268원	69,700원	-14.5	4.0
2025.02.10	73,000원	71,995원	95,000원	-1.4	30.1
2025.04.11	88,000원	80,700원	83,200원	-8.3	-5.5
2025.05.02	100,000원	89,181원	98,800원	-10.8	-1.2
2025.07.15	115,000원	92,345원	100,500원	-19.7	-12.6
2025.07.30	140,000원	116,079원	177,900원	-17.1	27.1
2026.02.23	210,000원	179,419원	202,000원	-14.6	-3.8
2026.05.25	250,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 05월 22일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무
김현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산
최광식
gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산
박영도
ypark@daolfn.com

자동차 · 이차전지
유지웅
jwyoo@daolfn.com

제약 · 바이오
이지수
jislee@daolfn.com

금융
김지원
jiwonkim@daolfn.com

반도체 · 소부장
고영민
ym.ko@daolfn.com

화장품 · 의료기기
박종현
alex.park@daolfn.com

인터넷 · 게임 · 레저
김혜영
hyyy@daolfn.com

음식료
이다연
dayeonlee@daolfn.com

철강 · 비철금속
이정우
jungwoo@daolfn.com

운송 · 로봇
오정하
junghao@daolfn.com

엔터테인먼트
임도영
dy.lim@daolfn.com

전기전자
김연미
ym.kim@daolfn.com

투자전략

투자전략
조병현
bhcho@daolfn.com

계량분석
김경훈
aimhigh2027@daolfn.com

채권분석
허정인
jeongin@daolfn.com

시황분석
김지현
jeehyun12@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2026.01.05	최광식	조선 - 깡통아 태평양을 건너라
2026.01.06	김연미	전기전자 - 소문난 AI 잔치, 메인디쉬를 가져오너라
2026.01.12	유지웅 · 고영민 · 오정하	2026 CES 참관기 - From Imagination to Reality
2026.01.21	이다연	음식료 - 나는 건물 사이에 피어난 장미
2026.02.13	허정인	채권분석 - 역경을 반영한 금리 상단
2026.02.23	유지웅	자동차 - 공급자 우위로 전환
2026.03.03	이지수	제약 · 바이오 - Who's Next? : 특허 절벽 이후 빅파마의 선택
2026.03.05	김혜영	인터넷 - AI 에이전트와 사는 인간
2026.03.06	박영도	건설 · 부동산 - NEED MORE HOUSES : 나는 아빠차가 싫어요
2026.03.12	이정우	철강 · 비철금속 - 회복의 철강, 격변의 비철
2026.03.16	오정하	로봇 - 시연을 넘어, 일하는 로봇으로
2026.03.17	박종현	의료기기 - 글로벌 시장을 향한 두 갈래 길

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.