Industry Report

방위산업

조달 방식의 변화 그리고 방위산업의 변곡점

최정환 CFA jeonghwan.choi@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

- 여전히 유효한 투자포인트, 저렴해진 Valuation
- 앙카라 나토 정상회담을 통해 논의된 공동조달 및 생산
- 방위산업체 멀티플 리레이팅을 전망

여전히 유효한 투자포인트, 저렴해진 Valuation

26년 길어지는 수주 공백기 속 국내 방위산업체들의 주가 부진 지속되었으나 지정학적 관점에서 유럽의 재무장, 각 국가들의 방위산업 자립화, 인도-태평양 지역 안보 위기는 1년 전과 비교했을 때 변함없으며 특히 현대전에서 고가의 유인 무기체계보다 저가·대량 양산 체계의 중요성이 커지고 있어 우수한 제조업 역량을 갖춘 국내 방위산업체들에게 긍정적인 환경 조성. 산업은 성장하며 기업의 기초체력은 좋아지고 있는 반면 주가는 저렴해진 상황으로 적극 매수해야 할 시기라고 판단

앙카라 나토 정상회담을 통해 논의된 공동조달 및 생산

회원국 간 생산 병목을 해결하기 위한 MaaS(Manufacturing as a Service) 방식의 공동 조달 및 생산 체계가 제안됨. 이는 나토 방위계획절차(NDPP)와 조달 플랫폼(NFDI) 그리고 회원국간 생산설비 네트워크인 'NATO Engine'을 기반으로 작동하며 회원국이 자국 내 별도 설비 투자 없이 타국의 유휴 생산 시설을 유연하게 활용함으로써 중복 투자를 방지하고 공급망 다변화를 이루는 것을 목표로 함. 우리나라 정부 또한 금번 정상회의를 계기로 '한-나토 조달 기본협정' 체결 협상에 돌입하여 나토 지원조달청(NSPA)이 추진하는 역내 공동조달 및 MRO 시장에 주계약자 또는 부계약자로 참여할 수 있는 법적·제도적 발판을 준비 중

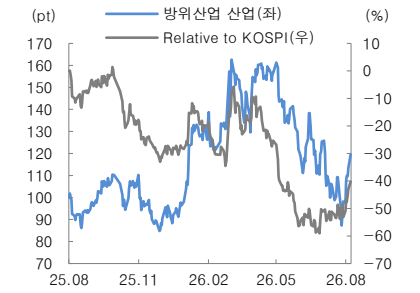
방위산업체 멀티플 리레이팅을 전망

국가간 공동 조달 및 생산 체계 구축은 B2G 수주산업이 지닌 수주 공백 우려를 해소하고 방위산업체들의 실적 가시성을 높일 수 있다고 판단. 해외 거점 생산 시설을 보유한 국내 체계종합 기업들은 역내 생산 및 MRO 서비스 제공자로 진입하고, 부체계 기업들은 나토 공급망(Tier 2-3)에 참여함으로써 신규 설비 투자 리스크를 대폭 줄일 수 있음. 결과적으로 국내 방위산업체들의 핵심 시장이었던 기존 동유럽·중동 중심에서 북미 및 서유럽으로 접근 가능한 시장이 확대되며 멀티플 리레이팅으로 이어지게 될 것이라 판단

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
한화에어로스페이스	Buy	1,720,000원
LIG D&A	Buy	990,000원
한화시스템	Buy	103,000원
한국항공우주	Buy	186,000원
현대로템	Buy	240,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.8	-16.8	-1.9	29.2
상대수익률	29.2	-0.9	-17.5	-34.1



계속해서 문을 두드리고 있는 국내 방위산업

방위산업에 대한 투자포인트 여전히 유효, 주가 측면에서 매력적인 구간 돌입

26년 상반기 핵심 사업이었던 루마니아 IFV, 캐나다 CPSP 사업 수주 실패 및 이란 전쟁으로 인한 사우디아라비아 MNG, 이라크 신규 전차 도입 사업 등 중동 내 주요 수주 사업들의 수주 지연에 따라 투자 심리 악화가 지속되었다. 수주 실패는 아쉬우나 국내 방위산업체들은 중동 외 다수 수주 파이프라인을 보유했으며 하반기 수주가 집중되는 방위산업 특성 상 수주와 실적 모멘텀이 함께 이뤄지는 하반기가 될 것이라 전망한다.

현지화를 통해 블록화에 적극 대응 중인 우리나라 방위산업체

폴란드 ORKA, 루마니아 IFV, 캐나다 CPSP 사례를 통해 살펴본 것처럼 글로벌 방위산업은 가격·납기 경쟁력은 물론이며 정치적인 요소가 강하게 작용할 것이다. 때문에 현재의 방위산업 장기 호황 사이클에 올라타기 위해서는 현지 생산설비 투자, JV설립, 기술 이전 등을 적극적으로 활용해 정치적 Lock-in 효과를 발생시켜야 하는 시점이며 기업들간 밸류에이션 차이도 현지화 정도가 결정할 것이라 전망한다.

분야별 수주 전망

지상방산: 자주포, 다연장 로켓의 경우 글로벌 피어 대비 우위에 있다고 판단한다. K9 자주포의 경우 이미 NATO 회원국 중 다수 국가가 활용하고 있어 최근 NATO의 공동 조달 강화 기조에 부합하며 다연장 로켓 분야 또한 유럽 내 자체적인 개발이 최근부터 시작되고 있어 기존 국내 방위산업체들의 주요 수출 시장이었던 중동, 남중국해, 동유럽은 물론 서유럽, 남유럽, 북미 등 신규 시장 진출 가능성이 해양방산 분야와 동일하게 가장 크다고 판단한다(2H26 스페인/미국 자주포·페루 전차 사업, 2H26~27 사우디 MNG 사업)

항공우주: 지정학적 흐름과 관계 없이 구조적으로 성장할 것이다. 서방세계 6세대 전투기 시장은 GCAP, NGAD(F-47)가 현재 진행되고 있지만 4.5세대와 6세대 사이를 이어줄 수 있는 신규 무기체계는 반드시 필요하다. KF-21은 현재 전세계 유일한 브릿지 전력으로서 지정학적 흐름과 무관하게 성장하는 흐름이 나타날 것이다(2H26 KF-21 수출)

해양방산: 폴란드 ORKA, 캐나다 CPSP 사업 수주 실패 이후 단기적으로는 기존 남중국해 및 중동 시장에 수출이 집중될 것이라 전망한다. 다만 중장기적 관점에서 미국의 해양방산에 대한 투자는 구조적인 흐름이며 이에 따라 시점의 문제이지 국내 기업들에 대한 수혜는 명확하다.

유도: 현재 가장 부족한 무기체계이지만 유럽 통합 방공망(ESSI) 강화 및 NATO 회원국들간 공동조달 기조 강화에 따라 단기적으로 수출 지역은 기존 국내 방위산업체의 핵심 수출 지역인 중동, 남중국해 국가들에 집중될 것이라 전망한다.

표 1. 국내 방위산업체 5사 실적 전망 (단위: 십억원)

	한화에어로스페이스		LIG D&A		한화시스템		한국항공우주		현대로템	
	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
매출액	33,045	35,781	5,044	6,466	4,629	4,871	5,172	6,556	7,383	7,012
영업이익	4,809	6,189	400	667	312	532	315	507	1,097	872
OPM	14.6	17.3	7.9	10.3	6.7	10.9	6.1	7.7	14.9	12.4
ROE	17.7	18.4	16.9	27.0	3.7	9.9	11.5	15.3	23.7	15.2
PER	19.5	18.4	59.5	28.9	75.5	23.7	61.9	41.0	19.6	26.1

자료: 대신증권 Research Center

조달 방식의 변화: 공동 조달 및 생산을 통한 예측 가능한 성장

MaaS 방식 방산물자 조달에 따른 방위산업 장기 성장 추세 지속 전망

금번 앙카라 나토 정상회의 핵심 의제는 NATO 회원국들간의 공동 조달 및 생산이었으며 이를 위해 MaaS(Manufacturing as a Service) 방식의 방산물자 조달이 제안되었다. NATO 회원국 내에서는 설계 및 부품 표준화가 가속화 될 것이며 방산물자 모듈화 설계기반 생산 공정과 역량 공유가 이뤄질 것이다. 국가별로 상이한 무기체계 및 조달환경으로 발생했던 생산시설의 가동률 저하가 공동 조달 및 생산역량 통합에 의해 줄어들게 되면서 방위산업체들의 실적 예측 가능성 증가에 따른 멀티플 리레이팅을 전망한다.

NDPP, NFDI, NATO Engine에 기반한 공동 조달 및 생산

공동 조달 및 생산은 NDPP(NATO Defence Planning Process, 계획), NFDI(Nato Front Door for Industry, 조달), NATO Engine(생산) 세 가지 절차를 거쳐 이뤄지게 된다. 먼저 4년마다 NDPP(나토 방위계획절차)를 통해 NATO의 전략적 목표를 설정하고 이를 달성하기 위한 구체적인 군사적·비군사적 실행 수단을 각 국가들에게 배분하고 각 회원국의 방산물자 수요가 집계된다. NFDI는 양방향적 조달 플랫폼인데, 일반적인 조달 사업처럼 방위산업체가 공개된 사업에 입찰을 할 수도 있으며 방위산업체가 플랫폼 내 자사의 생산시설 및 생산능력 정보를 등록해 두면 회원국이 직접 방산물자 조달에 적합한 기업을 찾아 생산을 맡길 수도 있다. MaaS 방식의 NFDI 활용 방식은 'NATO Engine'으로 불리는데, 이는 방위 산업 내 가장 큰 병목인 생산 병목을 해결하기 위해 새롭게 제안된 파운드리·네트워크 모델이다. 회원국 정부는 NATO의 전략적 목표 달성을 위해 자국에게 배분된 역할 수행을 위해 별도로 자국 내 생산 시설 투자를 할 필요 없이 타국의 유휴 설비를 활용해 자국의 방산물자 조달을 하는 등 유연하게 방산물자 도입을 할 수 있게 되어 **1) 생산 병목을 줄일 수 있으며 2) 중복 투자를 방지하고 규모의 경제를 손 쉽게 실현할 수 있으며 3) 공급망 다변화를 이뤄낼 수 있다.**

차별적으로 공개되는 NFDI 내 방위산업체들 및 방산물자 조달 정보

지금까지 방산물자 조달은 국가 안보에 직결되는 사안이었기 때문에 조달 계획이 민간에 공개되기가 어려웠다. NATO 역시 산업의 특수성을 정확히 인지하고 있어 철저한 보안 관리 속 공동 조달과 수요 통합을 진행하는 프레임워크를 제시하고 있다. 먼저 NDPP를 통해 도출된 집계된 수요는 민간에 무조건 공개하는 것이 아닌 Public과 Classified로 분류해 관리를 한다. Public으로 분류된 조달 사업의 경우 민간에 공개를 하지만 Classified로 분류된 사업의 경우 보안 인가를 받은 방산 기업을 대상으로 각 국 국방부를 거쳐 공유된다. 방위산업체들의 설비 정보 열람 권한 또한 회원국 정부 및 NATO 공식 기관으로 한정된다. Classified로 분류된 데이터는 보안인가를 취득한 국방부, 조달 기관 등 관계자만이 열람 할 수 있도록 제한되며 방위산업체가 요청할 경우 민감 정보가 익명 처리될 수도 있다.

공동 조달 및 생산에 따른 멀티플 리레이팅 전망

방위산업 병목을 해결하기 위한 서방세계 내 공동 생산 및 조달은 우리나라 방위산업에게 있어 기회로 작용할 수 있으며 해당 시장에 접근이 확대될수록 멀티플 리레이팅이 이뤄질 것이다. 방위산업은 기본적으로 B2G 수주산업으로 산업 특성 상 수주 공백에 대한 우려로 미래 이익이 지속될 지에 대해 예측하기 어려웠다. 하지만 NFDI, NATO Engine에 기반한 공동 조달은 방위산업체들의 미래 이익 가시성을 한 단계 더 높여 줄 것이며 35년까지의 장기 호황 사이클의 초입 단계 진입에 따라 해당 사이클에 올라탈 수 있는 방위산업체들에 대해서는 멀티플 리레이팅이 이뤄질 것이다.

국내 방위산업체들의 수혜 가능성

향후 NFDI 및 NATO Engine을 활용해 국내 방위산업체에게 기대할 수 있는 효과는 크게 두가지이다. 첫번째로는 국내 체계종합 기업들이 보유한 국내외 생산시설을 활용해 서방세계 내 생산 및 MRO 서비스 제공, 두번째로는 부체계 기업들의 NATO 공급망 내 Tier2-3 공급자 참여이다. 최근 조달국의 역내 생산에 대한 수요가 강해지고 있기 때문에 해외 사업장을 보유한 기업이 가장 큰 수혜를 받게 될 것이라 판단하며 NFDI, NATO Engine을 통해 국내 방위산업체들이 현재 투자 중이거나 계획 중인 사업들에 대한 리스크를 획기적으로 줄일 수 있을 것이라 전망한다.

NATO Engine 네가지 목적

구체적으로는 26년 8월 27일까지 NATO Engine 참여 기업을 모집하며 26년 9월 플랫폼 초기 버전을 공개할 예정이다. 참여 기업에는 국가 제한을 두고 있지 않기 때문에 국내 방위산업체를 포함해 민간 기업들의 참여가 기대된다.

NATO Engine RFI 발송을 통해 아래 네 가지 목적을 보유하고 있다.

1. 향후 12개월 동안 가용 생산 역량이 확보된 제조사 및 공장 식별

2. 생산 역량을 보유한 기업들의 생산 정보를 상호운용 가능한 플랫폼에 게시

3. 생산 역량 및 제조 서비스를 찾는 기업과 공장 간의 B2B 매칭 기회를 제공

4. 방위산업 생산 역량 증강에 대해 NATO 및 동맹국과 추가적인 교류를 할 기업 선별

표 2. 국내 방위산업체 직접 투자 및 현지 거점 현황

기업명	국가	세부 내용	진행 상황	파트너 기업
한화에어로스페이스, 한화시스템	폴란드	천무 유도탄 생산	30E~	WB (51:49 JV 설립)
		K9 자주포 현지 체계 종합	EC3 체결 협상 진행 중	PGZ
	루마니아	K9 자주포, 레드백(입찰 경쟁 중) 체계 종합	27E~	직접 투자
	사우디	방산물자 패키지 도입, 현지 체계 종합	사업자 선정 중	직접 투자
	미국	아칸소주 장약공장	30E~	직접 투자
		K9 차륜형 체계 종합	26 년 7 월 사업자 선정	미정
		중소형 선박(필리조선소) 건조	25~현재	한화시스템, 한화오션
	호주	K9 자주포, 레드백(H-ACE) 체계 종합	24~현재	직접 투자
LIG D&A	독일	방공체계 공동 개발, 현지화	진행 중	Rheinmetall(JV 설립)
현대로템	폴란드	EC2 K2PL 현지 체계 종합	28E~	PGZ

자료: 대신증권 Research Center

한-NATO 조달 기본협정 체결 및 방위산업 파트너십 2.0

NATO 회원국 시장 진출 발판 마련

앙카라 NATO 정상회의 내 우리나라 방위산업체가 직접적으로 언급되거나 계약 체결까지 이어지지는 않았으나 NATO 차원에서 장기적 군수 물품 공급자로 진입할 수 있는 발판이 마련되었다고 판단한다.

한-NATO 조달 기본 협정 체결 협상 돌입

우리나라 정부는 금번 NATO 정상회의에 참가해 한-NATO 조달 기본협정을 체결을 위한 협상에 돌입했으며 이를 통해 NSPA(NATO 지원조달청)가 추진하는 NATO 공동조달 및 MRO 시장에 참여할 수 있는 법적·제도적 기반을 마련을 준비 중에 있다. 방위산업 특성 상 NATO 회원국을 포함해 서유럽 내 방산물자 조달 사업 참여시 국내 방위산업체가 주계약자(Prime Contractor)로서 사업에 참여하기는 어렵겠지만 해당 국가들이 현재 부족 상태에 있는 장약, 유도탄, 부품과 같은 물자는 국내 방위산업체들이 공급할 수 있으며 Thales, Rheinmetall 등 서유럽 방위산업체들이 주계약자로, 국내 방위산업체들이 부계약자(Sub-Contractor)로 공동 개발이 이뤄진 무기체계를 통한 NATO 회원국 시장 진출도 향후 기대할 수 있다.

K9자주포 플랫폼으로서 인식 전환 필요

국내 무기체계 중에서는 K9자주포, 레드백, 천무, 천궁2 및 L-SAM에 주목해야 한다. 특히 K9자주포는 저렴하게 화력을 투사할 수 있는 다국적 플랫폼으로 모듈화 설계가 되어 있어 각 국가들이 원하는 형태로 개량 및 파생형 개발이 가능하며 소프트웨어 분야의 운영체제 처럼 플랫폼 효과 기반 락인이 강해질 것이다. 대표적인 예시가 T-155 프르트나, KRAB 자주포, 레드백이며 T-155는 튀르키예가 K9자주포를 라이선스 생산하고 있는 형태이며, KRAB 자주포는 K9자주포 차체에 영국 AS90 포탑을 결합한 155mm 자주포이며 레드백은 K9자주포 차체를 활용한 공격형장갑차(IFV)이다. 스페인 차세대 궤도형 자주포 사업(SPH-T) 또한 K9자주포를 직도입 하는 형태가 아닌 K9자주포 플랫폼 기반 신규 궤도형 자주포를 개발하는 사업으로 사업 수주 시 NATO 내 K9자주포 확산이 가속화 될 것이다. 전세계 K9자주포를 현지 생산하고 있거나 계획을 보유하고 있는 폴란드, 루마니아, 호주, 스페인, 이집트, 튀르키예, 인도는 K9자주포 생산 네트워크 내에서 자국 수요 뿐 아니라 타국 MRO 및 생산 수요 대응을 통해 자국 방위산업체 가동률을 유지하며 이윤을 창출 할 수 있을 것이다.

유럽 내 부족한 고체연료 원재료, 천무 및 천궁2/L-SAM에게 기회로 작용

중장기적으로는 천무, 천궁2, L-SAM 또한 K9자주포와 유사하게 체계 확산을 전망한다. 현재 유럽에서는 러-우 전쟁 이후 고체연료 원재료인 나이트로셀룰로스 부족현상에 시달리고 있는데 다연장로켓 및 대공무기체계 생산에는 해당 원료가 필수적이다. 유럽정책센터(EPC)에 따르면 유럽 내 연간 필요한 총량은 약 20,000톤이지만 자체 생산 능력은 4,500-10,000톤 정도로 추정되며 공급망 의존도 또한 중국산 수입 비중이 70% 이상으로 높다. 유럽 내 다연장로켓 및 유럽 통합 중고고도 방공체계 개발 사업은 각 Safran, MBDA가 공동개발하고 있는 Thundart 그리고 Diehl Defence IRIS-T가 담당하고 있으나 원료 부족으로 전력화 지연 가능성이 있어 Thales-한화에어로스페이스 X-FIRE+천무 유도탄 조합 그리고 Rheinmetall-LIG D&A SKYRANGER, 천궁2/L-SAM 조합에게 여전히 기회가 열려있다고 판단한다.

무기체계 표준화 그리고 대량 양산이 핵심이 될 방위산업

저가의 대량 무기체계가 중심이 될 미래 방위산업

러시아·중국의 A2AD(반접근/지역거부) 전략 그리고 러-우 전쟁, 중동 전쟁을 통해 더 이상 고가의 5세대 유인 전투기, 항공 모함, 방공 체계 등은 전략적, 재무적으로 효용성이 과거에 비해 감소하고 있음을 확인했다. 향후 방위산업 내에서는 저가의 대량 무기체계의 중요성이 커지게 될 것이며 이는 분야별로 항공우주, 지상, 해양 모두 적용돼 방위산업의 패러다임을 변화시킬 것이라 전망한다.

MOSA 개념의 설계 상용 기술 및 조달 방식 활용 증가 전망

방산물자의 대량양산을 위한 표준화가 이뤄질 것이며 MOSA(Modular Open System Approach) 개념의 설계 그리고 상용 기술 및 조달 방식을 활용하는 사례가 증가할 것이다. 과거 방위산업은 전통적 방위산업체가 중심이 돼 하드웨어부터 소프트웨어까지 모두 공급하는 폐쇄적 구조로 조달 사업에 참여하는 것이 일반적이었다. 이로 인해 국방부는 무기체계 납품 이후 수십년간 이어지는 창정비 및 MRO단계에서 방위산업체에게 종속되는 현상에 시달려 왔으며 방위산업 내 경쟁을 저하시키는 요인으로 작용했다. 미국은 시장 내 경쟁을 촉발해 효율적인 조달 시스템 구축을 위해 방산물자에 대한 MOSA 설계 적용 그리고 마켓 플레이스(민수 시장) 활용을 늘리고 있다. MOSA는 스마트폰의 오픈소스 생태계와 같이 무기체계를 기능별 모듈로 분리하고 모듈 간 인터페이스를 정부가 규정하는 개방형 아키텍쳐이다. 미국 21년 국방수권법(NDAA)부터 주요 국방 획득 프로그램에서 MOSA 적용을 권고하고 있으며 정부는 MOSA 방식의 방산물자 조달을 통해 더 이상 하나의 업체에 종속되지 않고 시장에서 다양한 제품을 선택할 수 있게 되었다. 이는 방위산업 내 경쟁을 촉진할 것이며 방산물자간 공통된 아키텍쳐가 활용돼 대량 양산 즉 Q의 증가가 앞으로는 방위산업 성장을 이끌 것이라 전망한다. 미국 차세대 무인전투기(CCA)가 해당 방식으로 조달 사업이 진행되고 있는데 정부가 A-GRA라고 불리는 표준 규격을 정의한 후 하드웨어는 General Atomics, Anduril Industries가 최종 사업자로 선정, 소프트웨어는 Shield AI, Collins Aerospace가 테스트를 진행 중이다.

민수 시장을 활용한 조달 사업 증가 추세

마켓플레이스(Market Place) 조달은 정부가 정해둔 아키텍쳐에 부합하는 모듈들을 민간, 군수 기업이 마켓플레이스에 올려두면 정부가 하드웨어 및 소프트웨어를 즉시 골라 구매하는 방식이다. MOSA방식과 연계되어 기존 복잡한 조달 과정을 대폭 단축시키는 국방 조달 방식으로 기존에는 RFI/RFP→입찰→체계개발 방식으로 수년이 지연되는데 반해 마켓플레이스 방식은 정부가 쇼핑을 하듯이 표준에 맞는 등록된 제품을 구매할 수 있어 조달기간이 획기적으로 줄어든다. 이와 같은 조달 방식은 미국 내 MUSV(중형 무인수상정) 실증사업에서 활용할 계획이며 HII, Leidos, Saronic Technologies, Sea Machines, PacMar Technologies, Birdon, Galliano Marine Services 7개사가 최종 선정되었다. 민간 시장에서 검증된 상업용 선박 선체를 활용하고 모듈화된 군용 페이로드를 얹는 방식으로 설계가 될 예정이며 MUSV 특성 상 LUSV(대형 무인수상정) 혹은 유인 구축함이 타격하기 이전 선제적으로 감시정찰을 수행하기에 대량 양산이 필수적일 것이라 전망한다.

앙카라 나토 정상회의 선언문 전문

NATO 집단 방위 의지 재확인

우리 북대서양 조약기구(NATO)의 국가 및 정부 수반들은 워싱턴 조약 제5조에 따른 집단 방위와 대서양 동맹에 대한 우리의 철통같은 의지를 재확인하기 위해 앙카라에 모였습니다. 동맹국 중 하나에 대한 공격은 곧 우리 모두에 대한 공격입니다. 우리의 단결, 연대, 그리고 집단적 힘은 자유롭고 민주적인 국가들로 구성된 우리 동맹의 10억 시민들을 위한 평화와 안보, 번영의 토대입니다. 우리는 억제와 방위에 대한 360도 접근 방식을 계속해서 견지할 것입니다.

방위산업 회복을 위한 동맹국들간 공동 조달 확대

러시아가 유로-대서양 안보와 안정에 가하는 장기적인 위협, 그리고 지속적인 테러 위협에 대응하기 위해 동맹국들은 '헤이그 방위 공약'을 이행하고 있습니다. 2025년, 유럽 동맹국들과 캐나다는 핵심 방위 요건에 대한 투자를 1,390억 달러 이상 증액했습니다. 우리의 투자는 필요한 전력을 확보함과 동시에 방위 산업 기반과 회복탄력성을 강화하고 있습니다. 오늘 앙카라에서 우리는 500억 달러 이상의 신규 조달 계획을 발표하며, **집단적 생산 능력을 확대하고 방위 산업계와 협력하여 혁신을 가속화할 것을 약속합니다. 우리는 동맹국 간 방산 교역 장벽을 제거하고 NATO의 파트너십을 활용하여 방위 산업의 심도와 협력을 극대화하기 위한 노력을 지속할 것입니다.**

신기술에 기반한 무기 체계 개발 가속화

우리는 더 강력한 NATO 속의 더 강력한 유럽, 즉 현대화된 동맹이라는 미래를 건설하고 있습니다. 유럽 동맹국들과 캐나다는 미국과 협력하여 동맹 방위에 대해 더 큰 책임을 맡고 있습니다. NATO의 억제와 방위는 우주 및 사이버 자산으로 보완되는 핵, 재래식 전력, 미사일 방어 체계의 적절한 조합에 기반합니다. 우리는 전투 우위를 유지하는 데 전념하고 있습니다. 우리는 심층 정밀 타격, 통합 대공 및 미사일 방어, 무인 체계, 최첨단 기술, 정보 역량을 포함한 모든 영역에서 우리 군을 전개, 운용, 유지하고 전력 목표를 달성할 수 있는 능력에 투자하고 있습니다. 우리는 상호운용 가능한 대서양 횡단 전쟁 수행 클라우드(transatlantic warfighting cloud)를 개발하고 강력한 AI 모델을 도입하고 있습니다.

우크라이나 지원 의지 재확인

우크라이나는 대서양 안보에 기여하고 있으며, 동맹국들은 우크라이나가 자신의 자유와 주권, 그리고 영토 보전을 수호하는 데 확고한 지지를 보냅니다. 이제 유럽 동맹국들과 캐나다는 양자 및 다자간 수단을 통해 우크라이나에 대한 안보 지원의 대다수를 재정적으로 분담하고 있습니다. 동맹국들은 이러한 지원이 장기적으로 공평하고 예측 가능하며 지속 가능해야 한다는 점을 강조합니다. 2026년을 위해 동맹국들은 우크라이나에 대한 군사 장비, 원조 및 훈련 비용으로 700억 유로를 지원하기로 서약하며, 2027년에도 최소한 이와 동등한 수준을 유지하겠다는 주권적 약속을 확인합니다. 이를 위해 우리는 '우크라이나 지원 차관'을 통해 우크라이나에 다년간의 자금을 제공하기로 한 EU의 결정을 환영합니다.

이란 비핵화 및 호르무즈 해협 항행의 자유 강조

우리 동맹은 광범위한 안보 환경을 규정하는 전략적 경쟁, 만연한 불안정성, 하이브리드 위협, 그리고 반복되는 충격에 지속적으로 대응하고 적응해 나가고 있습니다. 동맹국들은 이란이 결코 핵무기를 보유해서는 안 된다는 점을 재차 강조하며, 이란이 호르무즈 해협에서의 항행의 자유를 전적으로 존중할 것을 촉구합니다.

기업분석

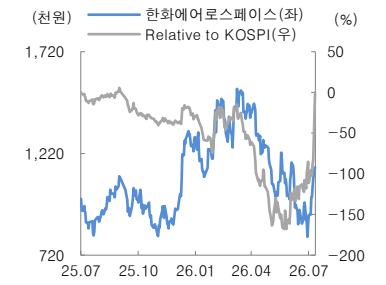
한화에어로스페이스 (012450)

최정환 CFA jeonghwan.choi@dashin.com

투자의견	Buy 매수, 유지
6개월 목표주가	1,720,000 유지
현재주가 (26.08.10)	1,152,000

KOSPI	6,299.66
시가총액	59,401십억원
시가총액비중	0.89%
자본금(보통주)	270십억원
52주 최고/최저	1,537,000원 / 810,000원
120일 평균거래대금	3,224억원
외국인지분율	45.42%
주요주주	한화 외 6인 35.8% 국민연금공단 7.92%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.1	-11.9	0.5	30.8
상대수익률	41.4	4.9	-15.4	-33.4



기업분석

플랫폼 기업으로 재평가 필요

- 투자의견 매수, 목표주가 1,720,000원 유지
- 현지 체계종합이 이뤄지고 있는 중
- 중장기적으로 가야 할 길, 현지화 전략

투자의견 매수, 목표주가 1,720,000원 유지

3Q26E-2Q27E 지상방산 및 항공우주 EBITDA에 Target 12MF EV/EBITDA 26.0x 적용, 상장 자회사 가치 SOTP 통해 목표주가 산출. 현재 주가는 12MF PER 19.5x 수준으로 동사 사업 경쟁력 및 장기 매출 성장률 고려했을 때 저평가 상태라 판단. 적극적인 현지화 전략을 통해 시장 점유율 지속 확대를 전망하며 업종 내 Top-Pick 유지

현지 체계종합이 이뤄지고 있는 중

26년부터 이집트, 호주 K9 자주포 매출이 본격 인식되며 현지 체계종합이 이뤄지는 사업 마진율에 대한 우려가 있었으나 1Q26 폴란드 매출이 부재했음에도 수출 비중 53.3% 지상방산 영업이익률 17.1%로 준수한 수출 마진율을 시현했으며 향후 학습효과 및 규모의 경제 효과에 따라 영업이익률 추가 개선 가능할 것이라 판단

중장기적으로 가야 할 길, 현지화 전략

동사는 26년 앙카라 정상회의 방위산업포럼에 참석해 NATO회원국 및 인도-태평양 파트너국 주요 관계자를 만나 직수출이 아닌 유럽 안보를 위한 현지 생산 역량 강화, 공동 개발 및 생산 체계 구축 중요성을 강조. 현재 폴란드 · 루마니아에서 K9자주포 현지 체계종합을 계획하고 있으며 폴란드 천무 유도탄 설비 또한 2030년 이후 본격 가동 전망

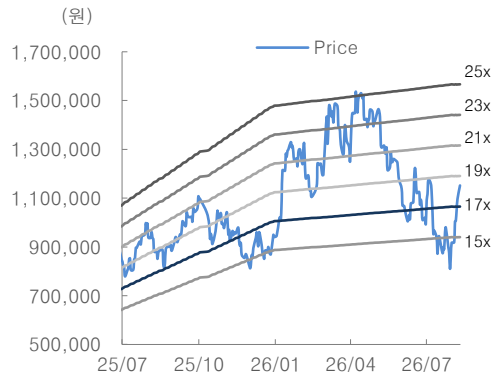
미국 자주포 사업의 경우 Elbit Systems, BAE Systems, KNDS가 입찰할 예정이며 경쟁체계들의 현지화 정도, 성능 또한 우수한 상황으로 수주를 장담할 수 없음. 다만 캐나다 CPSP와 비교해 공동 조달 측면에서는 유리한 부분이 있는데 이미 K9자주포의 경우 파생형까지 합치면 NATO 회원국인 폴란드, 노르웨이, 핀란드, 튀르키예, 에스토니아, 루마니아가 운용하고 있으며 스페인까지 도입 협상을 진행 중. 미국 자주포 사업을 수주할 경우 멀티플 리레이팅이 빠르게 이뤄질 것이라 예상하는데, 이는 동사가 접근 가능한 시장이 기존 동유럽 · 북유럽 · 중동에서 북미 및 서유럽으로 대폭 확대되기 때문

표 1. 한화에어로스페이스 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
별도 기준 기업가치	**78,793**	**(A) = (a) × (b) – (c)**
지상방산+항공우주 EBITDA (a)	3,158	26년 연간 EBITDA
Target 12M Fwd EV/EBITDA (b)	26	25년 3월 라인메탈 12M Fwd EV/EBITDA 35% 할증
지상방산+항공우주 순차입금 (c)	3,305	26년 기말 한화오션, 한화시스템 제외 순차입금
자회사 기업가치	**10,143**	**(B) = (d) + (e)**
한화시스템 (d)	4,596	목표 시가총액 50% 할인 적용(지분율 47.2%)
한화오션 (e)	5,547	12M Avg 시가총액 50% 할인 적용(지분율 30.4%)
목표 시가총액	**88,936**	
상장주식수(천주)	51,563	
Target Price(원)	**1,720,000**	
현재주가(원)	1,152,000	
상승여력	**49.3%**	

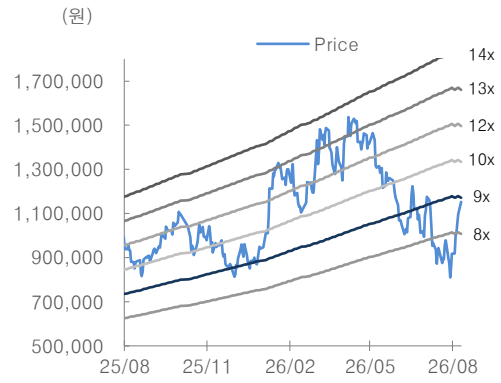
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 한화에어로스페이스 12M Fwd PER 밴드



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. 라인메탈 12M Fwd EV/EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 2. 한화에어로스페이스 피어 테이블

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			12M Fwd PER	12M Fwd EV/EBITDA	시가총액 (조원)
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26	27E			
제너럴다이내믹스	10.1	6.2	4.8	10.2	10.5	10.9	17.8	17.3	17.6	22.8	15.7	149.2
BAE 시스템즈	7.7	17.6	8.8	10.3	10.8	11.1	18.2	19.8	21.0	26.3	15.2	126.7
라인메탈	28.8	41.4	34.7	17.0	18.0	19.3	15.1	29.0	33.9	31.4	17.0	89.1
사브	24.1	23.6	21.9	8.8	10.2	10.8	15.8	17.2	18.6	41.9	23.6	51.2
글로벌 피어 평균	**17.7**	**22.2**	**17.6**	**11.6**	**12.4**	**13.0**	**16.7**	**20.8**	**22.8**	**30.6**	**17.9**	
한화에어로스페이스	137.6	23.8	8.3	11.6	14.6	17.3	13.1	17.7	18.4	19.5	11.6	59.4

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

표 3. 한화에어로스페이스 2Q26 Review

(단위: 십억원)

(구분)	2Q26P(잠정치)	당사 추정치	컨센서스	추정치 대비 차이
매출액	9,292	8,249	7,152	*+12.6%*
영업이익	1,365	944	1,024	*+44.6%*
영업이익률	*14.7*	*11.2*	*14.3*	*+3.5%p*
지배주주순이익	636	586	460	*+8.5%*

자료: 대신증권 Research Center

표 4. 한화에어로스페이스 분기 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전				변경 후				2Q26 Cons
		1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	
연결 매출액	**(십억원)**	**5,751**	**8,429**	**7,480**	**9,987**	**5,751**	**9,292**	**8,134**	**9,868**	**7,152**
YoY	(%)	*+4.9*	*+33.6*	*+15.3*	*+18.6*	*+4.9*	*+47.2*	*+25.4*	*+17.2*	
지상방산	(십억원)	1,221	1,661	2,235	3,837	1,221	2,107	2,393	4,020	
YoY	(%)	*+5.5*	*-6.3*	*+5.9*	*+24.1*	*+5.5*	*+18.8*	*+13.4*	*+30.0*	
수출비중	(%)	*53.3*	*65.8*	*75.1*	*55.3*	*53.3*	*58.5*	*74.9*	*56.6*	
항공우주	(십억원)	661	813	878	861	661	760	883	915	
한화시스템	(십억원)	807	1,073	1,119	1,565	807	1,118	1,140	1,582	
한화오션	(십억원)	3,210	4,935	3,287	3,754	3,210	5,443	3,842	3,466	
연결 영업이익	**(십억원)**	**636**	**944**	**1,201**	**1,348**	**636**	**1,365**	**1,367**	**1,440**	**1,024**
OPM(%)	(%)	*11.1*	*11.2*	*16.1*	*13.5*	*11.1*	*14.7*	*16.8*	*14.6*	
지상방산	(십억원)	206	414	588	764	206	533	629	815	
OPM(%)	(%)	*16.9*	*24.9*	*26.3*	*19.9*	*16.9*	*25.3*	*26.3*	*20.3*	
항공우주	(십억원)	22	-12	45	11	22	37	61	27	
한화시스템	(십억원)	34	65	60	103	34	104	73	105	
한화오션	(십억원)	441	527	559	520	441	736	654	543	
지배주주순이익	**(십억원)**	**260**	**586**	**610**	**712**	**260**	**636**	**702**	**760**	**460**

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

표 5. 한화에어로스페이스 연간 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전			변경 후			26 Cons
		25	26E	27E	25	26E	27E	
연결 매출액	**(십억원)**	**26,702**	**31,648**	**34,185**	**26,702**	**33,045**	**35,781**	**30,069**
YoY	(%)	*+137.6*	*+18.5*	*+8.0*	*+137.6*	*+23.8*	*+8.3*	
지상방산	(십억원)	8,133	8,954	9,800	8,133	9,741	10,619	
YoY	(%)	*+16.0*	*+10.1*	*+9.5*	*+16.0*	*+19.8*	*+9.0*	
수출비중	(%)	*57.3*	*61.9*	*77.7*	*57.3*	*61.1*	*77.3*	
항공우주	(십억원)	2,513	3,213	3,398	2,513	3,219	3,465	
한화시스템	(십억원)	3,671	4,563	4,968	3,671	4,646	5,100	
한화오션	(십억원)	12,688	15,186	15,783	12,688	15,961	16,731	
연결 영업이익	**(십억원)**	**3,089**	**4,130**	**5,633**	**3,089**	**4,809**	**6,189**	**4,259**
OPM(%)	(%)	*11.6*	*13.1*	*16.5*	*11.6*	*14.6*	*17.3*	*14.2*
지상방산	(십억원)	1,999	1,973	2,392	1,999	2,184	2,612	
OPM(%)	(%)	*24.6*	*22.0*	*24.4*	*24.6*	*22.4*	*24.6*	
항공우주	(십억원)	2	66	62	2	147	161	
한화시스템	(십억원)	123	262	352	123	316	434	
한화오션	(십억원)	1,168	2,047	2,169	1,168	2,374	2,553	
지배주주순이익	**(십억원)**	**1,405**	**2,789**	**2,925**	**1,405**	**3,050**	**3,232**	**2,141**

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	11,240	26,702	33,045	35,781	31,937
매출원가	8,370	21,252	25,351	26,443	24,059
매출총이익	2,870	5,450	7,695	9,337	7,878
판매비와관리비	1,138	2,065	2,886	3,149	2,810
영업이익	1,732	3,089	4,809	6,189	5,068
영업이익률	15.4	11.6	14.6	17.3	15.9
EBITDA	2,007	3,482	5,629	7,044	5,945
영업외손익	915	-879	-80	285	178
관계기업손익	105	-83	-167	-160	-160
금융수익	374	1,271	2,929	2,177	1,946
외환관련이익	155	806	2,590	2,147	1,916
금융비용	495	1,596	2,578	1,613	1,498
외환관련손실	153	829	1,348	1,073	958
기타	931	-471	-264	-119	-110
법인세비용차감전순손익	2,647	2,209	4,729	6,474	5,246
법인세비용	136	-8	839	1,424	1,154
계속사업순손익	2,511	2,202	3,889	5,049	4,092
중단사업순손익	29	0	0	0	0
당기순이익	2,540	2,202	3,889	5,049	4,092
당기순이익률	22.6	8.2	11.8	14.1	12.8
비지배지분순이익	241	797	839	1,818	1,473
지배지분순이익	2,299	1,405	3,050	3,232	2,619
매도가능금융자산평가	0	38	0	0	0
기타포괄이익	58	124	1,311	358	319
포괄순이익	2,598	2,326	5,202	5,407	4,411
비지배지분포괄이익	222	889	2,063	2,163	1,764
지배지분포괄이익	2,376	1,437	3,139	3,244	2,647

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
유동자산	22,868	30,705	26,505	27,104	27,389
현금및현금성자산	2,968	7,713	4,754	5,259	7,204
매출채권 및 기타채권	8,896	3,735	4,654	4,970	4,375
재고자산	6,290	7,742	7,243	7,345	6,502
기타유동자산	4,714	11,515	9,854	9,530	9,307
비유동자산	20,469	23,248	28,954	32,059	33,243
유형자산	8,320	9,524	10,623	11,036	11,152
관계기업투자금	964	2,190	5,352	7,122	7,728
기타비유동자산	11,185	11,534	12,979	13,900	14,363
자산총계	43,337	53,953	55,459	59,164	60,632
유동부채	25,516	29,976	27,164	26,441	24,477
매입채무 및 기타채무	4,270	6,041	7,510	8,132	7,258
차입금	5,511	6,153	3,413	1,972	912
유동성채무	607	829	991	1,431	1,597
기타유동부채	15,128	16,953	15,249	14,906	14,710
비유동부채	6,456	7,189	6,306	5,327	4,347
차입금	4,165	5,413	6,233	5,597	4,814
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,292	1,776	72	-271	-467
부채총계	31,973	37,165	33,470	31,768	28,824
지배지분	4,995	9,685	14,046	17,636	20,574
자본금	240	270	270	270	270
자본잉여금	-510	2,887	2,887	2,887	2,887
이익잉여금	4,747	5,983	9,033	12,265	14,883
기타자본변동	519	545	1,856	2,213	2,533
비지배지분	6,369	7,103	7,942	9,760	11,233
자본총계	11,364	16,788	21,989	27,396	31,807
순차입금	7,555	4,952	6,155	4,011	388

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	50,436	27,247	59,159	62,674	50,785
PER	20.5	30.9	19.5	18.4	22.7
BPS	249,320	325,583	426,439	531,306	616,852
PBR	3.0	4.3	2.7	2.2	1.9
EBITDAPS	44,028	67,538	109,160	136,607	115,299
EV/EBITDA	11.9	11.7	11.6	9.0	10.0
SPS	246,593	517,848	640,869	693,915	619,381
PSR	1.4	1.8	1.8	1.7	1.9
CFPS	30,560	78,540	116,216	122,381	109,637
DPS	3,400	3,700	7,500	9,700	7,900

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	1,393	4,050	5,993	6,310	5,653
당기순이익	2,539	2,202	3,889	5,049	4,092
비현금항목의 가감	5	2,151	975	1,003	1,025
감가상각비	275	393	820	855	877
외환손익	-11	-12	-12	-12	-13
지분법평가손익	-105	83	167	160	160
기타	-154	1,686	0	0	0
자산부채의 증감	-903	571	1,048	204	564
기타현금흐름	-248	-873	80	54	-27
투자활동 현금흐름	-1,367	-4,021	-5,916	-3,662	-1,621
투자자산	1,528	-1,851	-3,625	-1,981	-309
유형자산	-630	-1,756	-1,630	-965	-630
기타	-2,265	-414	-661	-716	-639
재무활동 현금흐름	1,066	4,682	-3,037	-2,143	-2,087
단기차입금	927	50	-3,305	-1,789	-1,597
사채	638	1,168	756	608	657
장기차입금	300	1,422	0	-358	-639
유상증자	0	4,209	0	0	0
현금배당	-159	-195	-389	-505	-409
기타	-640	-1,972	-100	-100	-100
현금의 증감	1,091	4,711	-2,960	506	1,945
기초 현금	1,806	2,968	7,713	4,754	5,259
기말 현금	2,968	7,713	4,754	5,259	7,204
NOPLAT	2,647	2,209	4,729	6,474	5,246
FCF	26	29	77	2,649	4,032

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
성장성					
매출액 증가율	29.2	137.6	23.8	8.3	-10.7
영업이익 증가율	158.6	78.4	55.7	28.7	-18.1
순이익 증가율	164.3	-13.3	76.6	29.8	-19.0
수익성					
ROIC	13.8	14.8	31.5	42.5	35.5
ROA	5.9	4.1	7.0	8.5	6.7
ROE	22.3	13.1	17.7	18.4	12.9
안정성					
부채비율	281.3	221.4	152.2	116.0	90.6
순차입금비율	66.5	29.5	28.0	14.6	1.2
이자보상배율	6.8	6.3	8.1	11.5	9.4

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

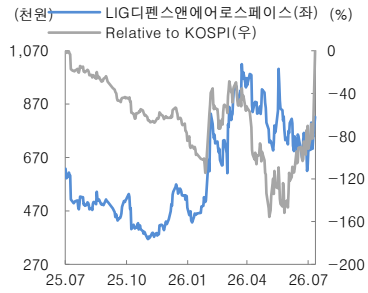
LIG D&A (079550)

최정환 CFA jeonghwan.choi@dashin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	990,000 유지
현재주가 (26.08.10)	823,000 방위산업

KOSPI	6,299.66
시가총액	18,106십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	110십억원
52주 최고/최저	1,020,000원 / 364,500원
120일 평균거래대금	2,714억원
외국인지분율	26.47%
주요주주	엘아이지 외 8인 38.21% 국민연금공단 10.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.9	-2.0	78.5	60.4
상대수익률	30.4	16.6	50.2	-18.3



기업분석

안정적인 실적에 더해 현지화 전략까지

- 투자의견 매수, 목표주가 990,000원 유지
- 2Q26 추정치 대비 매출 및 영업이익 하회
- Rheinmetall과의 협력을 통한 유럽 시장 진출 기대

투자의견 매수, 목표주가 990,000원 유지

28년 지배주주순이익에 Target PER 26.0x 적용해 목표주가 산출. 동사는 천궁 2 체계 수출 외 현궁, 신궁, 해궁과 같은 유도미사일 또한 기타 수출 매출로 반영되고 있음. 기존 무기체계만으로도 글로벌 피어 대비 매출 성장률 우위, 수출 매출 비중 증가에 따라 영업이익률이 개선되고 있으며 현재 국내 개발 및 양산이 진행되고 있는 L-SAM, LAMD, CIWS 등이 수출 포트폴리오에 추가될 경우 매출 성장은 더욱 가팔라질 것이라 전망, 업종 내 차선호주 유지

2Q26 추정치 대비 매출 및 영업이익 하회

2Q26 연결 기준 매출액 1조 1,110억원(+17.4% YoY), 영업이익 1,057억원(+29.5% YoY, OPM 9.5%)으로 당사 추정치였던 매출액 1조 3,400억원 및 영업이익 1,220억원 하회하는 실적 시현. 실적 하회의 주요 요인으로는 UAE 천궁2 매출 인식이 1Q26 대비 감소, 전년 동기 대비로도 크게 증가하지 않았으며 기타 수출 매출 또한 1Q26 대비 감소한 영향. 영업이익률의 경우에도 1Q26 14.7% 대비 감소한 9.5%를 시현했는데 이는 2Q26 고마진인 천궁2 부속품 관련 매출 인식이 부재했기 때문

Rheinmetall과의 협력을 통한 유럽 시장 진출 기대

동사는 Rheinmetall과 JV설립을 통해 유럽 및 NATO 회원국 방공체계 시장 진출을 발표. 양사가 협력해 LIG D&A가 보유한 중고고도(MRAD/LRAD) 방공체계를 현지화 하고 저고도 방공체계 미사일 공동개발을 진행한다는 계획. 단기에 곧바로 실행계약으로 이어지지는 않겠으나 중장기적인 관점에서 동사 현지화 전략에 대한 의문을 해소

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	3,276	4,307	5,044	6,466	7,978
영업이익	230	321	400	667	941
세전순이익	210	278	371	692	927
총당기순이익	217	237	289	588	788
지배지분순이익	222	253	304	625	838
EPS	10,106	11,516	13,828	28,431	38,077
PER	18	28	60	29	22
BPS	56,248	67,077	77,672	99,166	127,652
PBR	15	12	11	8	6
ROE	17.5	16.1	16.9	27.0	28.1

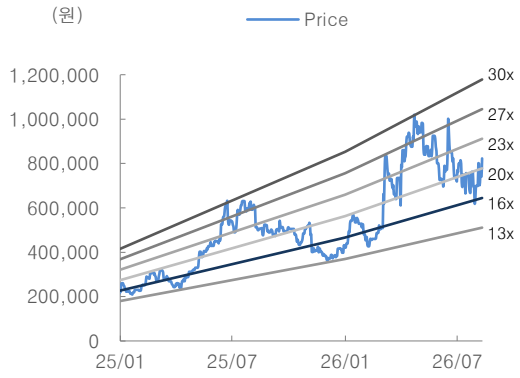
자료: LIG D&A, 대신증권 Research Center

표 1. LIG D&A 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
28년 지배주주순이익	838	
Target PER	26.0x	
시가총액	21,780	
상장주식수(천주)	22,000	
Target Price(원)	**990,000**	
현재 주가(원)	823,000	
상승여력	20.3%	

자료: 대신증권 Research Center

그림 1. LIG D&A 36M Fwd PER 밴드



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. LIG D&A 36M Fwd PBR 밴드

자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

표 2. LIG D&A 피어 테이블

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			36M Fwd PER	36M Fwd PBR	시가총액 (조원)
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26	27E			
RTX	9.7	8.6	7.5	10.5	13.3	13.6	8.0	12.0	14.4	25.7	4.1	428.8
탈레스	7.6	7.5	8.7	12.4	12.7	13.2	19.8	25.1	25.6	19.0	4.7	89.5
레오나르도	9.8	13.7	10.0	7.4	9.7	9.7	12.1	12.1	12.9	16.6	2.6	55.6
L3 해리스	2.5	8.1	7.2	9.7	15.1	15.4	7.8	9.5	10.8	18.6	2.3	76.8
아셀산	14.7	51.4	58.4	27.2	20.9	21.4	15.0	15.6	20.3	12.2	2.5	49.5
헨솔트	21.3	9.6	13.7	9.0	12.1	13.2	13.3	16.6	20.2	29.2	6.7	17.0
글로벌 피어 평균	**10.9**	**16.5**	**17.6**	**12.7**	**14.0**	**14.4**	**12.7**	**15.1**	**17.4**	**20.2**	**3.8**	
LIG D&A	31.5	17.1	28.2	7.4	7.9	10.3	16.1	16.9	27.0	21.6	6.4	18.1

자료: LIG D&A, 대신증권 Research Center

표 3. LIG D&A 2Q26 Review (단위: 십억원)

(구분)	2Q26P(잠정치)	당사 추정치	컨센서스	추정치 대비 차이
매출액	1,110	1,340	1,164	-17.2%
영업이익	105	122	110	-13.1%
영업이익률	9.5%	9.1%	9.5%	+0.5%p
지배주주순이익	83	128	92	-35.2%

자료: 대신증권 Research Center

표 4. LIG D&A 분기 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전				변경 후				2Q26 Cons
		1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26P	2Q26P	3Q26E	4Q26E	
매출액	**(십억원)**	**1,167**	**1,340**	**1,239**	**1,582**	**1,167**	**1,110**	**1,207**	**1,559**	**1,164**
YoY	(%)	*+28.6*	*+41.8*	*+18.1*	*+12.6*	*+28.6*	*+17.4*	*+15.0*	*+11.0*	
PGM	(십억원)	689	649	600	766	689	653	584	755	
ISR	(십억원)	108	285	264	337	108	125	257	332	
AEW	(십억원)	188	176	171	206	188	184	166	203	
C4I	(십억원)	157	201	186	238	157	121	181	234	
기타	(십억원)	26	28	19	36	26	27	18	35	
내수	(십억원)	763	1,010	850	1,158	763	828	858	1,171	
개발 및 기타	(십억원)	183	595	435	798	183	238	442	810	
양산	(십억원)	580	416	416	361	580	590	416	361	
양산비중	(%)	*76.0*	*41.1*	*48.9*	*31.2*	*76.0*	*71.2*	*48.4*	*30.8*	
수출	(십억원)	405	330	389	424	405	282	349	388	
수출비중	(%)	*34.7*	*24.6*	*31.4*	*26.8*	*34.7*	*25.4*	*28.9*	*24.9*	
연결 영업이익	**(십억원)**	**171**	**122**	**131**	**84**	**171**	**105**	**88**	**35**	**110**
OPM	(%)	*14.7*	*9.1*	*10.5*	*5.3*	*14.7*	*9.5*	*7.3*	*2.3*	*10.7*
지배주주순이익	**(십억원)**	**140**	**128**	**123**	**38**	**140**	**83**	**86**	**-4**	**92**

자료: 대신증권 Research Center

표 5. LIG D&A 연간 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전			변경 후			26 Cons
		25	26E	27E	25	26E	27E	
매출액	**(십억원)**	**4,307**	**5,328**	**7,121**	**4,307**	**5,044**	**6,466**	**5,138**
YoY	(%)	*+31.5*	*+23.7*	*+33.7*	*+31.5*	*+17.1*	*+28.2*	
PGM	(십억원)	2,080	2,703	3,636	2,080	2,681	3,470	
ISR	(십억원)	875	994	1,303	875	822	1,020	
AEW	(십억원)	573	741	998	573	741	962	
C4I	(십억원)	691	782	1,041	691	693	879	
기타	(십억원)	123	108	143	123	106	136	
내수	(십억원)	3,435	3,782	4,042	3,435	3,620	3,746	
개발 및 기타	(십억원)	986	2,010	2,877	986	1,673	2,581	
양산	(십억원)	2,354	1,772	1,165	2,354	1,946	1,165	
양산비중	(%)	*68.5*	*46.9*	*28.8*	*68.5*	*53.8*	*31.1*	
수출	(십억원)	872	1,547	3,079	872	1,424	2,720	
수출비중	(%)	*20.3*	*29.0*	*43.2*	*20.3*	*28.2*	*42.1*	
연결 영업이익	**(십억원)**	**321**	**507**	**738**	**321**	**400**	**667**	**461**
OPM	(%)	*7.4*	*9.5*	*10.4*	*7.4*	*7.9*	*10.3*	*8.7*
지배주주순이익	**(십억원)**	**253**	**429**	**699**	**253**	**304**	**625**	**369**

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	3,276	4,307	5,044	6,466	7,978
매출원가	2,822	3,644	4,218	5,297	6,417
매출총이익	454	663	826	1,169	1,561
판매비와관리비	224	343	388	501	620
영업이익	230	321	400	667	941
영업이익률	7.0	7.4	7.9	10.3	11.8
EBITDA	279	436	515	790	1,076
영업외손익	-20	-42	-29	-14	-14
관계기업손익	0	1	0	1	1
금융수익	28	74	6	10	10
외환관련이익	85	35	113	86	109
금융비용	85	35	39	20	18
외환관련손실	48	33	41	54	64
기타	0	-85	-68	-37	-52
법인세비용차감전순손익	210	278	371	692	927
법인세비용	-7	41	81	104	139
계속사업순손익	217	237	289	588	788
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	217	237	289	588	788
당기순이익률	6.6	5.5	5.7	9.1	9.9
비지배지분순이익	0	-16	-14	-37	-50
지배지분순이익	222	253	304	625	838
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-17	4	-3	2	-4
포괄순이익	200	242	287	591	784
비지배지분포괄이익	0	-19	-16	-59	-78
지배지분포괄이익	201	261	303	650	863

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
유동자산	3,895	5,622	6,781	7,182	8,162
현금및현금성자산	547	125	200	278	839
매출채권 및 기타채권	364	511	630	808	997
재고자산	364	593	392	459	588
기타유동자산	2,620	4,393	5,559	5,637	5,739
비유동자산	2,231	2,443	2,619	2,918	3,282
유형자산	1,371	1,533	1,643	1,803	2,014
관계기업투자금	3	10	10	10	10
기타비유동자산	856	900	967	1,106	1,259
자산총계	6,125	8,065	9,400	10,101	11,444
유동부채	4,617	6,216	7,309	7,441	8,000
매입채무 및 기타채무	364	509	504	388	718
차입금	163	568	619	360	280
유동성채무	337	272	378	434	125
기타유동부채	3,753	4,867	5,808	6,259	6,876
비유동부채	271	373	383	478	576
차입금	188	255	261	258	271
전환증권	137	92	92	92	92
기타비유동부채	83	118	122	220	305
부채총계	4,888	6,589	7,692	7,919	8,576
지배지분	1,211	1,430	1,679	2,210	2,916
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	142	153	153	153	153
이익잉여금	907	1,106	1,352	1,860	2,540
기타자본변동	-4	0	0	0	0
비지배지분	27	46	30	-29	-107
자본총계	1,237	1,476	1,709	2,182	2,808
순차입금	141	970	1,058	774	-162

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	10,106	11,516	13,828	28,431	38,077
PER	18.3	28.4	59.5	28.9	21.6
BPS	56,248	67,077	77,672	99,166	127,652
PBR	14.6	12.3	10.6	8.3	6.4
EBITDAPS	12,701	19,818	23,414	35,922	48,894
EV/EBITDA	15.2	27.9	36.5	23.3	16.6
SPS	148,910	195,774	229,265	293,911	362,644
PSR	1.5	2.2	3.6	2.8	2.3
CFPS	43,270	-26,487	16,738	36,834	55,556
DPS	2,400	2,300	2,600	5,300	7,100

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
성장성					
매출액 증가율	41.9	31.5	17.1	28.2	23.4
영업이익 증가율	23.3	39.6	24.6	66.9	41.1
순이익 증가율	23.7	9.7	21.8	103.4	33.9
수익성					
ROIC	10.8	14.1	18.7	27.4	25.8
ROA	3.5	2.9	3.1	5.8	6.9
ROE	17.5	16.1	16.9	27.0	28.1
안정성					
부채비율	395.0	446.5	450.1	363.0	305.4
순차입금비율	11.4	65.7	61.9	35.5	-5.8
이자보상배율	11.8	17.4	10.1	32.7	51.2

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	952	-583	368	810	1,222
당기순이익	217	237	289	588	788
비현금항목의 가감	180	360	115	123	134
감가상각비	79	121	121	129	140
외환손익	-30	-6	-6	-6	-6
지분법평가손익	-2	-1	0	0	0
기타	132	246	0	0	0
자산부채의 증감	605	-1,105	77	-361	12
기타현금흐름	-49	-75	-114	460	288
투자활동 현금흐름	-978	-276	-297	-350	-434
투자자산	-40	7	-45	-27	-35
유형자산	-568	-251	-202	-259	-319
기타	-370	-33	-50	-65	-80
재무활동 현금흐름	122	437	3	-382	-228
단기차입금	55	406	50	-259	-80
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-4	111	10	-5	10
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-43	-52	-58	-118	-158
기타	114	-28	0	0	0
현금의 증감	96	-421	75	79	560
기초 현금	444	540	125	200	278
기말 현금	540	125	200	278	839
NOPLAT	210	278	371	692	927
FCF	-26	-859	71	460	788

자료: LIG D&A, 대신증권 Research Center

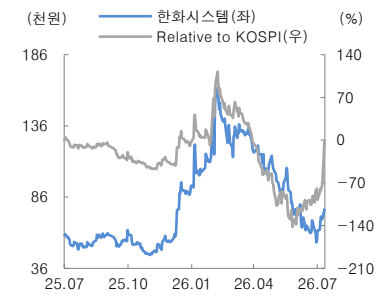
한화시스템 (272210)

최정환 CFA jeonghwan.choi@dashin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	103,000 유지
현재주가 (26.08.10)	77,200 방위산업

KOSPI	6,299.66
시가총액	14,585십억원
시가총액비중	0.22%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	162,700원 / 45,350원
120일 평균거래대금	1,704억원
외국인지분율	10.42%
주요주주	한화에어로스페이스 59.53% 국민연금공단 7.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.7	-33.4	-23.8	46.2
상대수익률	27.8	-20.7	-35.9	-25.5



기업분석

미국 조선업, 우주사업 가치 반영 필요

- 투자의견 매수, 목표주가 103,000원 유지
- 2Q26 컨센서스 대비 매출, 영업이익 상회
- 필리조선소, 제주한화우주센터 가치 반영 필요

투자의견 매수, 목표주가 103,000원 유지

27년 기존사업(방산, ICT)과 신사업(우주, 조선) 가치 SOTP 통해 목표주가 산출. 현재 주가는 27년 기준 PER 22.0배로 1) 방산부문의 실적 성장 2) 필리조선소의 뚜렷한 실적 개선 3) 방산을 기반으로 성장할 우주산업의 성장성이 반영되지 않은 주가 수준이라 판단. 업종 내 LIG D&A와 함께 차선호주로 제시

2Q26 컨센서스 대비 매출, 영업이익 상회

2Q26 연결 기준 매출액 1조 1,175억원(+45.5% YoY), 영업이익 1,037억원(+218.8% YoY, OPM 9.2%)으로 추정치 매출액 1조 730억원 및 영업이익 650억원을 대폭 상회하는 호실적 시현. 추정치 상회 주요 요인으로는 천궁2 UAE 양산 매출에 더해 사우디 매출의 증가, K2전차 부속품 매출 인식 그리고 필리조선소 적자폭 축소임. 특히 필리조선소 적자는 1Q26 470억원에서 2Q26 200억원으로 대폭 감소

필리조선소, 제주한화우주센터 가치 반영 필요

필리조선소의 경우 중형 도크를 보유한 조선소로 향후 미국 무인수상정 수요 대응 가능할 것이라 전망. 최근 동사는 자체 개발한 MUSV 해령에 기반해 미 해군 무인 표준 아키텍쳐인 UMAA 호환성 실증 돌입. 또한 저궤도 위성이 방공망 내 통합되기 시작하며 위성 대량 양산 필요성 증대. 동사는 위성 연 100기를 생산할 수 있는 제주한화우주센터를 보유하고 있으며 해당 시설을 활용해 향후 국내외 증가하는 군용 위성 수요에 대응할 계획

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	2,802	3,672	4,629	4,871	3,840
영업이익	219	120	312	532	336
세전순이익	581	115	200	685	475
총당기순이익	445	209	193	616	427
지배지분순이익	454	249	255	612	418
EPS	2,358	1,107	1,022	3,261	2,261
PER	18.0	28.0	75.5	23.7	34.1
BPS	12,791	26,472	27,746	33,065	37,261
PBR	15.0	13.0	2.8	2.3	2.1
ROE	18.4	4.2	3.7	9.9	6.1

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

표 1. 한화시스템 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
27년 방산 EBITDA	642	
27년 ICT EBITDA	115	
방산 Target EV/EBITDA	19.6x	글로벌 항전/레이더 피어 24MF EV/EBITDA 35% 할증 적용
ICT Target EV/EBITDA	9.0x	국내 ICT 24M EV/EBITDA 적용
영업+비영업가치(A+B)	**19,467**	
기존가치(A): (EV-순차입금)	**12,847**	
EV(방산+ICT)	13,601	
순차입금	754	
신사업가치(B): (a+b)	**6,620**	
미국 조선업(a)	3,292	
필리조선소	3,045	27년 필리조선소 매출액 PSR 2.5x 적용
오스탈조선소	247	오스탈조선소 시가총액 12M Avg 50% 할인(지분율 20%)
우주사업 가치(b)	3,328	
제주한화우주센터 매출	768	2030년 제주한화우주센터 매출 PV
Target PSR	4.3	플래닛 랩스 운용 중인 위성 대수 고려 70% 할인
상장주식수(천주)	188,919	
Target Price(원)	**103,000**	
현재 주가(원)	77,200	
상승여력	**33.4%**	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 한화시스템 방위산업 피어 테이블

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			24M Fwd PER	24M Fwd EV/EBITDA	시가총액 (조원)
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26	27E			
RTX	9.7	8.6	7.5	10.5	13.3	13.6	8.0	12.0	14.4	28.3	4.3	428.8
탈레스	7.6	7.5	8.7	12.4	12.7	13.2	19.8	25.1	25.6	21.6	5.4	89.5
레오나르도	9.8	13.7	10.0	7.4	9.7	9.7	12.1	12.1	12.9	19.7	2.9	55.6
L3 해리스	2.5	8.1	7.2	9.7	15.1	15.4	7.8	9.5	10.8	21.3	2.4	76.8
아셀산	14.7	51.4	58.4	27.2	20.9	21.4	15.0	15.6	20.3	18.0	3.4	49.5
헨솔트	21.3	9.6	13.7	9.0	12.1	13.2	13.3	16.6	20.2	38.9	8.0	17.0
글로벌 피어 평균	**10.9**	**16.5**	**17.6**	**12.7**	**14.0**	**14.4**	**12.7**	**15.1**	**17.4**	**24.6**	**4.4**	
한화시스템	31.1	26.1	5.2	3.3	6.7	10.9	4.2	3.7	9.9	23.7	2.3	14.6

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 3. 한화시스템 2Q26 Review (단위: 십억원)

(구분)	2Q26P(잠정치)	당사 추정치	컨센서스	추정치 대비 차이
매출액	1,117	1,073	952	*+4.1%*
영업이익	103	65	62	*+58.5%*
영업이익률	*9.2*	*6.1*	*6.5*	*+3.1%p*
지배주주순이익	67	30	56	*+123.3%*

자료: 대신증권 Research Center

표 4. 한화시스템 분기 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전				변경 후				2Q26 Cons
		1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	
매출액	**(십억원)**	**771**	**1,073**	**1,119**	**1,565**	**771**	**1,117**	**1,171**	**1,569**	**952**
YoY	(%)	*+11.6*	*+39.6*	*+38.6*	*+11.3*	*+11.6*	*+45.4*	*+45.0*	*+11.7*	
방산	(십억원)	471	656	677	1,043	471	701	636	1,024	
수출비중	(%)	*29.9*	*32.1*	*43.5*	*35.8*	*29.9*	*22.9*	*39.2*	*33.9*	
ICT	(십억원)	172	255	155	172	172	187	218	208	
기타(필리조선소)	(십억원)	127	161	287	350	127	233	318	337	
영업이익	**(십억원)**	**34**	**65**	**60**	**103**	**34**	**103**	**73**	**101**	**62**
OPM	(%)	*4.5*	*6.1*	*5.3*	*6.6*	*4.5*	*9.2*	*6.3*	*6.4*	*7.0*
방산	(십억원)	69	72	75	110	69	103	66	99	
OPM	(%)	*14.6*	*11.0*	*11.1*	*10.6*	*14.6*	*14.7*	*10.3*	*9.7*	
ICT	(십억원)	13	25	13	10	13	21	18	12	
OPM	(%)	*7.8*	*9.8*	*8.2*	*5.9*	*7.8*	*11.1*	*8.2*	*5.9*	
기타(필리조선소)	(십억원)	-47	-47	-32	-28	-47	-21	-10	-10	
지배주주순이익	**(십억원)**	**-55**	**30**	**95**	**129**	**-55**	**67**	**108**	**135**	**56**

자료: 대신증권 Research Center

표 5. 한화시스템 연간 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전			변경 후			26 Cons
		25	26E	27E	25	26E	27E	
매출액	**(십억원)**	**3,672**	**4,527**	**5,135**	**3,672**	**4,629**	**4,871**	**4,347**
YoY	(%)	*+31.1*	*+23.3*	*+13.4*	*+31.1*	*+26.1*	*+5.2*	
방산	(십억원)	2,439	2,848	2,806	2,439	2,832	2,837	
수출비중	(%)	*20.9*	*35.8*	*46.9*	*20.9*	*31.7*	*47.5*	
ICT	(십억원)	653	754	708	653	786	804	
기타(필리조선소)	(십억원)	580	926	1,620	580	1,015	1,229	
영업이익	**(십억원)**	**120**	**263**	**449**	**120**	**312**	**532**	**265**
OPM	(%)	*3.3*	*5.8*	*8.7*	*3.3*	*6.7*	*10.9*	*6.1*
방산	(십억원)	228	326	361	228	336	393	
OPM	(%)	*9.3*	*11.5*	*12.9*	*9.3*	*11.9*	*13.8*	
ICT	(십억원)	51	61	61	51	64	65	
OPM	(%)	*7.8*	*8.1*	*8.6*	*7.8*	*8.2*	*8.1*	
기타(필리조선소)	(십억원)	-159	-123	14	-159	-87	11	
지배주주순이익	**(십억원)**	**249**	**200**	**501**	**249**	**255**	**612**	**209**

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	2,802	3,672	4,629	4,871	3,840
매출원가	2,356	3,248	3,937	3,926	3,180
매출총이익	446	424	692	944	660
판매비와관리비	227	305	380	413	324
영업이익	219	120	312	532	336
영업이익률	7.8	3.3	6.7	10.9	8.8
EBITDA	301	267	537	770	555
영업외손익	314	-4	-112	153	138
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	48	53	120	66	56
외환관련이익	33	11	96	49	38
금융비용	39	46	115	102	94
외환관련손실	17	8	35	34	27
기타	227	-104	-348	-15	-12
법인세비용차감전순손익	581	115	200	685	475
법인세비용	104	-86	7	68	47
계속사업순손익	477	200	193	616	427
중단사업순손익	-32	8	0	0	0
당기순이익	445	209	193	616	427
당기순이익률	15.9	5.7	4.2	12.7	11.1
비지배지분순이익	-9	-40	-62	4	9
지배지분순이익	454	249	255	612	418
매도가능금융자산평가	0	0	-1	0	0
기타포괄이익	-35	2,188	505	393	374
포괄순이익	411	2,397	697	1,009	802
비지배지분포괄이익	-9	-1	-447	-680	-543
지배지분포괄이익	420	2,398	1,144	1,689	1,344

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,286	2,921	3,953	4,015	3,953
현금및현금성자산	200	325	989	1,047	1,412
매출채권 및 기타채권	313	451	579	609	480
재고자산	610	797	1,157	1,218	960
기타유동자산	1,164	1,348	1,228	1,141	1,100
비유동자산	3,438	7,399	6,177	6,577	6,935
유형자산	570	823	837	851	833
관계기업투자금	25	548	554	560	565
기타비유동자산	2,843	6,028	4,786	5,166	5,536
자산총계	5,724	10,320	10,130	10,592	10,888
유동부채	2,677	3,327	2,826	2,683	2,787
매입채무 및 기타채무	250	473	358	357	289
차입금	80	270	14	10	19
유동성채무	50	100	200	350	500
기타유동부채	2,297	2,484	2,254	1,967	1,979
비유동부채	631	1,991	2,062	1,662	1,062
차입금	598	2,162	2,062	1,662	1,062
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	33	-170	-179	-188	-197
부채총계	3,308	5,319	4,888	4,345	3,849
지배지분	2,490	4,849	5,104	6,109	6,901
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,123	1,123	1,123
이익잉여금	589	709	964	1,576	1,994
기타자본변동	-136	2,073	2,073	2,465	2,839
비지배지분	-74	152	137	138	139
자본총계	2,416	5,001	5,242	6,247	7,039
순차입금	528	2,206	1,287	974	168

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	2,358	1,107	1,022	3,261	2,261
PER	18.0	28.0	75.5	23.7	34.1
BPS	12,791	26,472	27,746	33,065	37,261
PBR	15.0	13.0	2.8	2.3	2.1
EBITDAPS	18,793	1,413	2,862	4,281	3,069
EV/EBITDA	10.5	21.8	1.6	1.0	2.0
SPS	14,830	19,436	24,384	25,910	15,924
PSR	1.5	2.8	3.2	3.0	4.8
CFPS	702	417	-623	4,719	6,533
DPS	270	340	130	640	430

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
성장성					
매출액 증가율	14.2	31.1	26.1	5.2	-21.2
영업이익 증가율	135.6	-45.4	161.3	70.2	-36.7
순이익 증가율	24.8	-53.0	-7.7	219.1	-30.7
수익성					
ROIC	46.8	7.2	9.0	29.5	23.9
ROA	7.8	2.0	1.9	5.8	3.9
ROE	18.4	4.2	3.7	9.9	6.1
안정성					
부채비율	136.9	106.4	93.2	69.6	54.7
순차입금비율	21.9	44.1	24.5	15.6	2.4
이자보상배율	9.8	3.1	3.8	7.9	5.0

현금흐름표 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	133	79	-179	870	1,138
당기순이익	445	210	193	616	427
비현금항목의 가감	-60	144	246	255	232
감가상각비	82	147	225	239	218
외환손익	-22	2	2	2	2
지분법평가손익	16	5	19	15	12
기타	-136	-11	0	0	0
자산부채의 증감	-218	-211	-604	-92	319
기타현금흐름	-35	-64	-14	90	160
투자활동 현금흐름	-442	-1,168	1,077	-633	-546
투자자산	-461	-3,771	1,355	-341	-316
유형자산					-297
기타	315	2,787	-46	-49	-38
재무활동 현금흐름	35	1,234	-235	-178	-226
단기차입금	-82	190	-256	-5	9
사채	269	717	50	-50	-150
장기차입금	-140	229	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-52	-65	-29	-123	-85
기타	41	164	0	0	0
현금의 증감	-274	146	664	58	365
기초 현금	476	200	325	989	1,047
기말 현금	200	325	989	1,047	1,412
NOPLAT	581	115	200	685	475
FCF	-309	-1,089	899	236	591

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

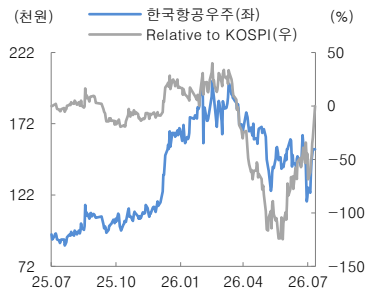
한국항공우주 (047810)

최정환 CFA jeonghwan.choi@dashin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	186,000 상향
현재주가 (26.08.10)	154,100 방위산업

KOSPI	6,299.66
시가총액	15,021십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	487십억원
52주 최고/최저	202,000원 / 86,600원
120일 평균거래대금	1,182억원
외국인지분율	24.17%
주요주주	한국수출입은행 26.41% 한화에어로스페이스 외 2인 14.64%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.8	-7.6	-4.5	69.7
상대수익률	26.7	10.0	-19.6	-13.5



기업분석

[NDR 후기] 구조적으로 성장하는 기업

- 투자의견 매수 유지 및 목표주가 186,000원으로 상향
- KF-21과 관련된 다수의 파이프라인
- 하반기에 집중되는 수주, 실적 모멘텀

투자의견 매수 유지 및 목표주가 186,000원으로 상향

28년 지배주주순이익에 Target PER 35.7x 적용해 목표주가 산출. 목표주가 상향의 경우 28년 실적 추정치 상향에 따른 것. 현재 동사 매출 성장률의 경우 T/FA-50 수출만으로도 글로벌 피어 대비 우위, KF-21까지 수출 제품 포트폴리오에 추가되면서 수주 경쟁력 또한 우위에 있는 상황으로 멀티플 할증 필요

KF-21과 관련된 다수의 파이프라인

KF-21은 지정학적 이슈와 무관하게 수요가 증가하는 체계로 다수 국가들이 관심을 보이고 있음. KF-21은 4.5세대 단가로 5세대 이상의 확장성을 가진 독보적인 시장 경쟁력을 보유하고 있는 기종으로 5세대 이상의 기체를 도입할 여력은 없으나 6세대 전력의 핵심인 유무인복합체계를 운용하고 싶은 국가들에게 유일한 선택지

하반기에 집중되는 수주, 실적 모멘텀

27년 폴란드 및 말레이시아 FA-50 초호기 인도가 예정되어 있어 3Q26부터 본격 매출 인식 증가 추정. 또한 2H26 고마진인 이라크 CLS 매출 인식 증가 및 환율 안정에 따라 수출 마진율은 1H26 대비 상승할 것이라 추정. 동사는 예정원가의 경우 분기별로 산정하며 매출은 중도금, 선수금을 받는 시점으로 인식해 고환율 시기 마진율 저하가 발생하는 구조로 1H26 수출 마진율 저하는 매크로 환경에 따른 일시적 현상

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	3,634	3,689	5,172	6,556	7,837
영업이익	241	268	315	507	704
세전순이익	197	201	273	434	620
총당기순이익	171	186	248	378	539
지배지분순이익	170	182	243	366	523
EPS	1,741	1,862	2,491	3,758	5,368
PER	30.3	49.8	61.9	41.0	28.7
BPS	17,719	19,465	22,178	25,316	29,798
PBR	3.3	5.0	6.9	6.1	5.2
ROE	9.9	9.8	11.5	15.3	18.6

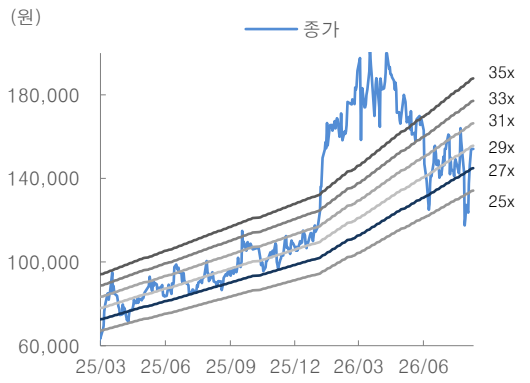
자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

표 1. 한국항공우주 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

구분	세부내용	비고
28년 지배주주기준 순이익	523	
Target PER	35.7x	
목표시가총액(십억원)	**18,673**	
총주식수(천주)	100,175	
Target Price(원)	**186,000**	
현재주가(원)	154,100	
상승여력	**20.7%**	

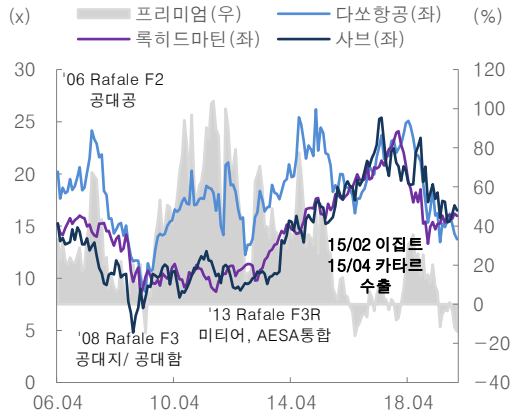
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 한국항공우주 36MF PER 밴드



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. 글로벌 피어 12M Fwd PER 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 2. 한국항공우주 피어 테이블

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			36M Fwd PER	36M Fwd PBR	시가총액 (조원)
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26E	27E			
록히드 마틴	5.6	7.7	5.5	10.3	12.0	12.0	81.0	89.2	81.5	16.6	9.2	187.0
노스럽 그루만	2.2	5.0	6.9	10.8	10.5	10.6	27.0	22.9	21.4	17.2	3.5	114.8
레오나르도	9.8	13.7	10.0	7.4	9.7	10.3	12.1	12.9	14.2	16.6	2.6	49.9
다소 아비아시옹	19.0	18.7	10.8	8.6	8.6	9.3	15.3	15.8	16.6	14.4	2.7	40.2
사브	24.1	23.6	21.9	8.8	10.2	10.8	15.8	17.2	18.6	26.7	4.8	45.1
글로벌 피어 평균	**12.2**	**13.8**	**11.0**	**9.2**	**10.2**	**10.6**	**30.2**	**31.6**	**30.5**	**18.3**	**4.6**	
한국항공우주	1.5	40.2	26.7	7.3	6.1	7.7	9.8	11.5	15.3	28.7	5.2	15.2

자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

표 3. 한국항공우주 분기 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전				변경 후				2Q26 Cons
		1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	
매출액	**(십억원)**	**1,093**	**1,168**	**992**	**1,919**	**1,093**	**1,168**	**992**	**1,919**	**1,289**
YoY	(%)	*+56.0*	*+41.0*	*+41.4*	*+30.8*	*+56.0*	*+42.5*	*+41.4*	*+30.8*	
국내사업	(십억원)	548	497	455	1,221	548	497	455	1,221	
완제기수출	(십억원)	307	363	285	383	307	363	285	383	
수출비중	(%)	*35.9*	*42.3*	*38.6*	*23.9*	*35.9*	*42.3*	*38.6*	*23.9*	
기체부품	(십억원)	223	285	229	279	223	285	229	279	
매출원가	(십억원)	956	1,043	850	1,623	956	1,043	850	1,623	
매출총이익	(십억원)	137	125	142	296	137	125	142	296	
국내사업	(십억원)	71	54	49	177	71	54	49	177	
완제기수출	(십억원)	17	22	43	57	17	22	43	57	
기체부품	(십억원)	49	68	50	61	49	68	50	61	
판매관리비	(십억원)	70	77	89	149	70	77	89	149	
인건비	(십억원)	22	25	27	27	22	25	27	27	
경상개발비	(십억원)	20	17	40	49	20	17	40	49	
감가상각비	(십억원)	1	1	1	1	1	1	1	1	
기타	(십억원)	26	34	21	73	26	34	21	73	
영업이익	**(십억원)**	**67**	**48**	**53**	**147**	**67**	**48**	**53**	**147**	**104**
OPM	(%)	*6.1*	*4.1*	*5.4*	*7.6*	*6.1*	*4.1*	*5.4*	*7.6*	*8.1*
지배순이익	**(십억원)**	**42**	**36**	**42**	**123**	**42**	**36**	**42**	**123**	**73**

자료: 대신증권 Research Center (연결 기준)

표 4. 한국항공우주 연간 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전			변경 후			27 Cons
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	
연결 매출액	**(십억원)**	**5,172**	**6,556**	**7,837**	**5,172**	**6,556**	**7,837**	**6,710**
YoY	(%)	*+40.2*	*+26.7*	*+19.5*	*+40.2*	*+26.7*	*+19.5*	
국내사업	(십억원)	2,720	3,423	4,643	2,720	3,423	4,643	
완제기수출	(십억원)	1,339	2,018	2,043	1,339	2,018	2,043	
수출비중	(%)	*33.0*	*37.1*	*30.6*	*33.0*	*37.1*	*30.6*	
기체부품	(십억원)	1,016	985	998	1,016	985	998	
매출원가	(십억원)	4,472	5,609	6,688	4,472	5,569	6,627	
매출총이익	(십억원)	700	946	1,149	700	987	1,210	
국내사업	(십억원)	351	467	664	351	467	664	
완제기수출	(십억원)	139	262	266	139	303	327	
기체부품	(십억원)	229	217	220	229	217	220	
판매비와 관리비	(십억원)	385	480	506	385	480	506	
인건비 관련	(십억원)	101	104	107	101	104	107	
경상개발비	(십억원)	126	163	165	126	163	165	
감가상각비	(십억원)	4	4	4	4	4	4	
기타	(십억원)	154	209	230	154	209	230	
연결 영업이익	**(십억원)**	**315**	**466**	**643**	**315**	**507**	**704**	**585**
OPM	(%)	*6.1*	*7.1*	*8.2*	*6.1*	*7.7*	*9.0*	*8.7*
지배순이익	**(십억원)**	**243**	**332**	**472**	**243**	**366**	**523**	**405**

자료: 대신증권 Research Center (연결 기준)

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	3,634	3,689	5,172	6,556	7,837
매출원가	3,152	3,081	4,472	5,569	6,627
매출총이익	482	607	700	987	1,210
판매비와관리비	241	339	385	480	506
영업이익	241	268	315	507	704
영업이익률	6.6	7.3	6.1	7.7	9.0
EBITDA	343	379	445	643	854
영업외손익	-44	-67	-42	-73	-84
관계기업손익	-2	15	9	19	11
금융수익	121	119	204	211	240
외환관련이익	106	109	198	206	235
금융비용	144	177	277	275	314
외환관련손실	110	105	174	197	235
기타	-18	-24	22	-27	-21
법인세비용차감전순손익	197	201	273	434	620
법인세비용	26	15	25	56	81
계속사업순손익	171	186	248	378	539
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	171	186	248	378	539
당기순이익률	4.7	5.0	4.8	5.8	6.9
비지배지분순이익	1	5	6	11	16
지배지분순이익	170	182	243	366	523
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-15	0	-13	-8	-11
포괄순이익	156	125	235	369	529
비지배지분포괄이익	-1	0	44	96	53
지배지분포괄이익	157	125	192	274	476

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,439	7,595	7,744	7,135	6,670
현금및현금성자산	115	61	827	346	320
매출채권 및 기타채권	399	722	739	937	980
재고자산	2,359	3,637	2,981	2,785	2,454
기타유동자산	2,566	3,176	3,197	3,068	2,916
비유동자산	2,587	2,775	2,902	3,221	3,499
유형자산	913	994	1,062	1,196	1,233
관계기업투자금	15	10	10	10	11
기타비유동자산	1,659	1,771	1,830	2,015	2,256
자산총계	8,026	10,370	10,646	10,355	10,169
유동부채	4,915	6,351	6,664	6,367	6,038
매입채무 및 기타채무	504	609	575	656	784
차입금	414	493	751	424	32
유동성채무	179	453	520	599	685
기타유동부채	3,818	4,797	4,818	4,689	4,538
비유동부채	1,384	2,122	1,820	1,523	1,232
차입금	831	1,448	1,139	834	535
전환증권	0	500	500	500	500
기타비유동부채	553	674	681	689	696
부채총계	6,298	8,473	8,484	7,890	7,270
지배지분	1,706	1,830	2,089	2,384	2,804
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	124	124	124	124	124
이익잉여금	1,111	1,235	1,422	1,705	2,109
기타자본변동	-17	-17	-17	-17	-17
비지배지분	21	67	73	84	100
자본총계	1,727	1,897	2,162	2,468	2,905
순차입금	1,309	2,332	1,583	1,511	932

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	1,741	1,862	2,491	3,758	5,368
PER	30.3	49.8	61.9	41.0	28.7
BPS	17,719	19,465	22,178	25,316	29,798
PBR	3.3	5.0	6.9	6.1	5.2
EBITDAPS	3,522	3,891	4,561	6,597	8,760
EV/EBITDA	18.3	53.6	51.4	35.4	25.9
SPS	37,278	37,842	53,062	67,255	80,399
PSR	1.4	3.0	2.9	2.3	1.9
CFPS	1,177	625	8,487	3,545	3,280
DPS	500	490	630	960	1,380

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-728	-905	1,189	672	1,187
당기순이익	171	187	248	378	539
비현금항목의 가감	271	322	131	129	150
감가상각비	103	111	129	136	150
외환손익	11	11	11	11	11
지분법평가손익	2	4	-9	-19	-11
기타	154	195	0	0	0
자산부채의 증감	-1,166	-1,316	809	166	497
기타현금흐름	-4	-98	0	0	0
투자활동 현금흐름	-189	-184	-376	-504	-472
투자자산	89	-14	-1	-1	-1
유형자산	-171	-175	-167	-240	-171
기타	-108	4	-208	-263	-314
재무활동 현금흐름	369	1,030	-47	-650	-740
단기차입금	193	353	326	-249	-306
사채	399	698	-300	-300	-300
장기차입금	-15	0	-10	-7	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-49	-49	-62	-94	-135
기타	29	26	25	25	25
현금의 증감	-548	-59	766	-482	-26
기초 현금	658	115	61	827	346
기말 현금	115	61	827	346	320
NOPLAT	197	201	273	434	620
FCF	-917	-1,089	813	168	715

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
성장성					
매출액 증가율	-4.9	1.5	40.2	26.7	19.5
영업이익 증가율	-2.8	11.5	17.5	60.8	39.0
순이익 증가율	-22.9	9.0	33.4	52.1	42.9
수익성					
ROIC	6.2	4.2	6.5	10.2	16.0
ROA	2.1	1.8	2.3	3.6	5.3
ROE	9.9	9.8	11.5	15.3	18.6
안정성					
부채비율	78.5	81.7	79.7	76.2	71.5
순차입금비율	75.8	122.9	73.2	61.2	32.1
이자보상배율	7.2	4.0	3.1	6.4	9.0

자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

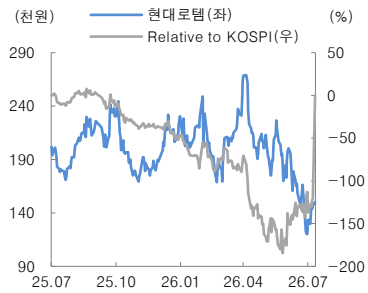
현대로템
(064350)

최정환 CFA jeonghwan.choi@dashin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	240,000 유지
현재주가 (26.08.10)	150,200 방위산업

KOSPI	6,299.66
시가총액	16,393십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	546십억원
52주 최고/최저	269,000원 / 120,100원
120일 평균거래대금	1,608억원
외국인지분율	39.29%
주요주주	현대자동차 외 3인 33.77% 국민연금공단 7.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.0	-32.6	-24.9	-18.1
상대수익률	-0.4	-19.8	-36.8	-58.3



기업분석

시점의 문제일 뿐

- 투자의견 매수, 목표주가 240,000원 유지
- 2Q26 추정치 대비 매출액 하회, 영업이익 부합하는 실적 시현
- 기대되는 수출 사업들은 지속 진행 중

투자의견 매수, 목표주가 240,000원 유지

3Q26-2Q27 부문별 EBITDA에 Target EV/EBITDA 적용 후 SOTP 통해 목표주가 산출. 기대되는 수출 사업 중 실주한 사업은 없으며 모두 지연된 것으로 시점의 문제일 뿐 동사에 대한 투자포인트는 변함 없음

2Q26 추정치 대비 매출액 하회, 영업이익 부합하는 실적 시현

2Q26 연결 기준 매출액 1조 6,060억원(+13.3% YoY), 영업이익 2,324억원(-9.7% YoY, OPM 14.4%)로 추정치 대비 매출액(1조 8,070억원) 하회, 영업이익(2,350억원) 부합하는 실적 시현. 디펜스솔루션 수출 영업이익률의 경우 당사 추정과 유사하게 고마진인 폴란드 EC1 매출 인식 감소에 따라 1Q26 대비 감소한 것으로 보임. 다만 내수 매출이 추정치 대비 덜 인식되며 수출 비중이 당사 추정치였던 62.5% 대비 높게 나오며 전사 영업이익률 또한 추정치 13.0%를 상회

기대되는 수출 사업들은 지속 진행 중

26년 폴란드 EC2 K2GP 사양 전차 생산이 소화되며 매출 인식, 27-28년 EC2 K2PL 생산 이후 폴란드 내 현지 체계종합이 이뤄질 예정. 현지 체계종합에 필요한 설비의 경우 폴란드 국영 방위산업체 PGZ 설비를 활용할 계획이며 EC3 실행계약을 통해 현지화, 기술이전 등이 추가적으로 협의될 것으로 보임. 27년 매출 및 영업이익 감소는 페루 K2전차 사업 수주 시 해소될 것이며 현재 페루 사업의 경우 기술 사양 및 계약 조건 등 실무 조건 협상은 완료된 상태. 이라크 전차 사업의 경우 26년 3월 K2ME 시제차량 출고를 완료했으며 미국-이란 전쟁 이후 정부와 연계해 영업활동을 진행할 계획. 루마니아 전차 사업 또한 내각 불신임으로 중단된 상태이지만 27년 이후 재개 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	4,384	5,839	7,383	7,012	8,860
영업이익	460	1,066	1,097	872	1,285
세전순이익	513	1,007	1,140	831	1,216
총당기순이익	408	772	853	635	929
지배지분순이익	407	771	837	628	918
EPS	3,727	7,067	7,666	5,749	8,411
PER	11.5	21.7	19.6	26.1	17.9
BPS	18,408	27,865	33,022	38,399	46,227
PBR	2.3	5.9	4.5	3.9	3.2
ROE	20.3	25.4	23.7	15.2	18.4

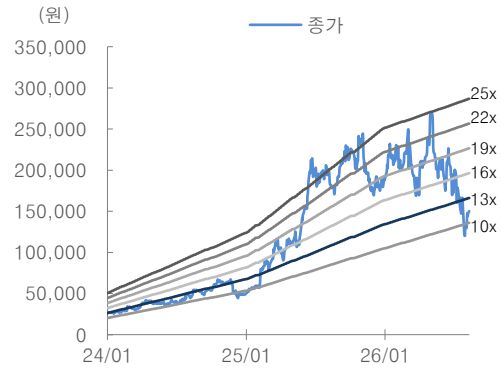
자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

표 1. 현대로템 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
부문별 EBITDA (3Q26E~2Q27E)		
레일솔루션	127	
디펜스솔루션	1,089	
에코플랜트	34	
부문별 Target 멀티플		
레일솔루션	5.0x	
디펜스솔루션	20.0x	
에코플랜트	8.4x	
주식가치 (a)+(b)+(c)-(d)	**26,570**	
레일솔루션 (a)	636	
디펜스솔루션 (b)	21,777	
에코플랜트 (c)	289	
순차입금 (d)	-3,867	
상장주식수(천주)	109,142	
Target Price(원)	**240,000**	
현재 종가(원)	150,200	
상승여력	**59.8%**	

자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 현대로템 12M Fwd EV/EBITDA 밴드 차트



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. 현대로템 12M Fwd EV/EBITDA 추이

자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

표 2. 현대로템 피어 테이블

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			12M Fwd PER	12M Fwd EV/EBITDA	시가총액 (조원)
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26	27E			
제너럴다이내믹스	10.1	6.2	4.8	10.2	10.5	10.9	17.8	17.3	17.6	22.8	15.7	149.2
BAE 시스템즈	7.7	17.6	8.8	10.3	10.8	11.1	18.2	19.8	21.0	26.3	15.2	126.7
라인메탈	28.8	41.4	34.7	17.0	18.0	19.3	15.1	29.0	33.9	31.4	17.0	89.1
사브	24.1	23.6	21.9	8.8	10.2	10.8	15.8	17.2	18.6	41.9	23.6	51.2
글로벌 피어 평균	**17.7**	**22.2**	**17.6**	**11.6**	**12.4**	**13.0**	**16.7**	**20.8**	**22.8**	**30.6**	**17.9**	
현대로템	33.2	26.4	-5.0	18.3	14.9	12.4	25.4	23.7	15.2	19.6	26.1	16.4

자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

표 3. 현대로템 2Q26 Review (단위: 십억원)

(구분)	2Q26P(잠정치)	당사 추정치	컨센서스	추정치 대비 차이
매출액	1,606	1,807	1,704	*-11.1%*
영업이익	233	235	277	*-0.9%*
영업이익률	*14.5*	*13.0*	*16.3*	*+1.5%p*
지배주주순이익	185	210	216	*-11.9%*

자료: 대신증권 Research Center

표 4. 현대로템 분기 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전				변경 후				2Q26 Cons
		1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	
매출액	**(십억원)**	**1,458**	**1,807**	**2,219**	**2,349**	**1,442**	**1,606**	**2,161**	**2,175**	**1,704**
YoY	(%)	*+23.9*	*+27.5*	*+37.0*	*+44.5*	*+22.6*	*+13.3*	*+33.4*	*+33.8*	
레일솔루션	(십억원)	543	588	720	629	543	585	731	639	
디펜스솔루션	(십억원)	804	1,077	1,377	1,579	804	919	1,313	1,399	
수출비중	(%)	*75.0*	*62.5*	*73.9*	*79.9*	*75.0*	*70.0*	*69.9*	*78.1*	
에코플랜트	(십억원)	110	142	122	141	95	102	116	136	
영업이익	**(십억원)**	**224**	**235**	**340**	**390**	**224**	**232**	**305**	**337**	**277**
OPM	(%)	*15.4*	*13.0*	*15.3*	*16.6*	*15.5*	*14.4*	*14.1*	*15.5*	*16.3*
레일솔루션	(십억원)	3	7	9	8	3	4	4	4	
디펜스솔루션	(십억원)	218	223	327	377	218	224	297	328	
OPM	(%)	*27.2*	*20.7*	*23.7*	*23.9*	*27.2*	*24.4*	*22.6*	*23.5*	
에코플랜트	(십억원)	3	4	4	4	3	4	4	5	
지배주주순이익	**(십억원)**	**201**	**210**	**239**	**272**	**201**	**185**	**215**	**235**	**216**

자료: 대신증권 Research Center

표 5. 현대로템 연간 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전			변경 후			26 Cons
		25	26E	27E	25	26E	27E	
매출액	**(십억원)**	**5,839**	**7,832**	**8,164**	**5,839**	**7,383**	**7,012**	**6,940**
YoY(%)	(%)	*+33.2*	*+34.1*	*+4.2*	*+33.2*	*+26.4*	*-5.0*	
레일솔루션	(십억원)	2,090	2,480	2,493	2,090	2,499	3,353	
디펜스솔루션	(십억원)	3,215	4,838	4,916	3,215	4,435	3,117	
수출비중(%)	(%)	*78.1*	*73.5*	*84.0*	*78.1*	*73.4*	*74.6*	
에코플랜트	(십억원)	534	514	570	534	450	542	
영업이익	**(십억원)**	**1,066**	**1,188**	**1,537**	**1,066**	**1,097**	**872**	**1,180**
OPM(%)	(%)	*18.3*	*15.2*	*18.8*	*18.3*	*14.9*	*12.4*	*17.0*
레일솔루션	(십억원)	29	27	51	29	15	59	
디펜스솔루션	(십억원)	1,014	1,146	1,468	1,014	1,067	790	
OPM(%)	(%)	*31.5*	*23.7*	*29.9*	*31.5*	*24.1*	*25.3*	
에코플랜트	(십억원)	23	15	19	23	15	23	
지배주주순이익	**(십억원)**	**771**	**923**	**1,118**	**771**	**837**	**628**	**951**

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	4,384	5,839	7,383	7,012	8,860
매출원가	3,555	4,387	5,695	5,595	6,881
매출총이익	829	1,453	1,688	1,417	1,979
판매비와관리비	372	386	591	545	694
영업이익	460	1,066	1,097	872	1,285
영업이익률	10.5	18.3	14.9	12.4	14.5
EBITDA	460	1,066	1,097	872	1,285
영업외손익	53	-59	41	-41	-69
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	75	95	267	112	120
외환관련이익	16	22	182	28	35
금융비용	52	57	74	77	92
외환관련손실	34	20	56	56	71
기타	30	-96	-153	-77	-97
법인세비용차감전순손익	513	1,007	1,140	831	1,216
법인세비용	104	235	287	196	287
계속사업순손익	408	772	853	635	929
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	408	772	853	635	929
당기순이익률	9.3	13.2	11.6	9.1	10.5
비지배지분순이익	2	3	16	7	8
지배지분순이익	407	771	837	628	918
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-32	304	10	7	9
포괄순이익	373	1,075	863	642	938
비지배지분포괄이익	-3	-4	7	5	8
지배지분포괄이익	376	1,077	856	637	930

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
유동자산	3,686	7,163	11,395	12,013	13,268
현금및현금성자산	472	908	4,370	5,213	6,205
매출채권 및 기타채권	909	3,392	738	701	886
재고자산	316	503	569	559	688
기타유동자산	1,989	2,360	5,717	5,539	5,489
비유동자산	1,599	2,155	2,267	2,506	2,726
유형자산	1,292	1,820	1,922	2,157	2,345
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	307	335	345	349	381
자산총계	5,285	9,318	13,663	14,519	15,994
유동부채	3,020	5,776	9,373	9,439	9,959
매입채무 및 기타채무	432	689	738	584	738
차입금	60	49	227	534	850
유동성채무	262	0	30	141	261
기타유동부채	2,266	5,038	8,377	8,179	8,109
비유동부채	256	500	687	889	990
차입금	3	61	246	447	546
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	254	440	441	443	444
부채총계	3,276	6,277	10,059	10,328	10,949
지배지분	2,045	3,079	3,625	4,205	5,048
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
이익잉여금	724	1,430	2,188	2,758	3,593
기타자본변동	256	584	372	381	390
비지배지분	-36	-38	-21	-14	-3
자본총계	2,009	3,041	3,604	4,191	5,045
순차입금	-147	-799	-3,867	-4,092	-4,548

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	3,727	7,067	7,666	5,749	8,411
PER	11.5	21.7	19.6	26.1	17.9
BPS	18,408	27,865	33,022	38,399	46,227
PBR	2.3	5.9	4.5	3.9	3.2
EBITDAPS	4,583	10,238	10,565	8,543	12,384
EV/EBITDA	6.4	12.9	-3.5	-4.8	-3.7
SPS	40,169	53,499	67,649	64,250	81,181
PSR	1.2	3.5	2.2	2.3	1.9
CFPS	4,331	8,320	40,041	47,766	56,852
DPS	200	600	720	500	700

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	142	904	3,277	538	778
당기순이익	408	772	853	635	929
비현금항목의 가감	282	369	95	95	98
감가상각비	41	51	56	60	67
외환손익	-6	43	39	35	31
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	248	275	0	0	0
자산부채의 증감	-541	-120	2,312	-336	-223
기타현금흐름	-7	-116	-324	-229	-64
투자활동 현금흐름	233	-232	-129	-257	-239
투자자산	314	-92	-17	-16	-39
유형자산	-84	-211	-103	-235	-188
기타	3	71	-10	-6	-12
재무활동 현금흐름	-300	-237	314	562	452
단기차입금	-13	-273	208	418	437
사채	-115	50	185	201	99
장기차입금	-129	8	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-11	-66	-79	-57	-84
기타	-32	43	0	0	0
현금의 증감	75	435	3,462	843	992
기초 현금	397	473	908	4,370	5,213
기말 현금	473	908	4,370	5,213	6,205
NOPLAT	513	1,007	1,140	831	1,216
FCF	227	1,115	3,380	773	966

재무비율

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
성장성					
매출액 증가율	22.2	33.2	26.4	-5.0	26.4
영업이익 증가율	118.8	132.0	2.9	-20.5	47.3
순이익 증가율	160.5	88.9	10.5	-25.6	46.3
수익성					
ROIC	24.6	20.0	45.7	29.3	38.2
ROA	7.7	8.3	6.2	4.4	5.8
ROE	20.3	25.4	23.7	15.2	18.4
안정성					
부채비율	163.1	206.4	279.1	246.4	217.0
순차입금비율	-7.3	-26.3	-107.3	-97.6	-90.1
이자보상배율	27.7	145.6	125.7	41.3	15.3

자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 최정환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.9%	8.1%	0.0%

(기준일자: 20260810)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

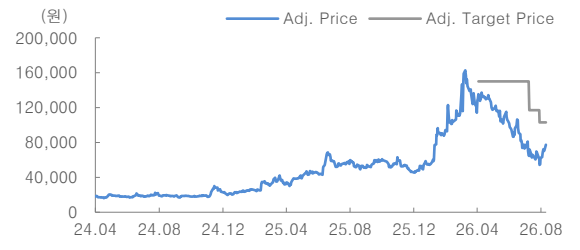
한화에어로스페이스(012450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	26.08.11	26.08.02	26.07.09	26.07.06	26.06.23	26.06.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,720,000	1,720,000	1,720,000	1,750,000	1,750,000	1,750,000
괴리율(평균,%)		-46.0	-38.9	-38.3	-36.1	-36.1
괴리율(최대/최소,%)		-33.0	-33.8	-32.9	-28.5	-28.5
제시일자	26.05.26	26.05.04	26.04.27	26.04.14	26.04.14	25.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		Buy
목표주가	1,750,000	1,750,000	1,880,000	1,880,000	담당자변경	1,280,000
괴리율(평균,%)	-25.9	-24.0	-22.6	-22.4		-9.93
괴리율(최대/최소,%)	-18.1	-22.1	-19.0	-29.1		20.08
제시일자	25.11.28	25.11.03	25.09.22	25.07.31	25.06.27	25.06.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,280,000	1,280,000	1,200,000	1,200,000	980,000	980,000
괴리율(평균,%)	-28.36	-27.93	-19.78	-22.74	-9.76	-8.65
괴리율(최대/최소,%)	-21.09	-21.09	-7.75	-13.25	1.84	-1.02
제시일자	25.06.05	25.05.23	25.06.27	25.06.13	25.06.05	25.05.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	980,000	980,000	980,000	980,000	980,000	980,000
괴리율(평균,%)	-10.89	-13.99	-9.76	-8.65	-10.89	-13.99
괴리율(최대/최소,%)	-2.76	-9.49	1.84	-1.02	-2.76	-9.49

LIG D&A(079550) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	26.08.11	26.08.10	26.07.20	26.07.06	26.06.23	26.06.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	990,000	990,000	990,000	1,100,000	1,100,000	1,100,000
괴리율(평균,%)		-34.9	-28.7	-31.6	-25.7	-25.7
괴리율(최대/최소,%)		-16.9	-7.3	-25.1	-8.9	-8.9
제시일자	26.05.26	26.05.07	26.04.14	26.04.14	25.12.01	25.11.28
투자의견	Buy	Buy	Buy		Buy	Buy
목표주가	1,100,000	1,100,000	1,100,000	담당자변경	570,000	570,000
괴리율(평균,%)	-19.9	-14.0	-20.6		-18.33	-17.21
괴리율(최대/최소,%)	-11.0	-7.3	-14.6		0	-4.91
제시일자	25.09.22	25.08.14	25.07.04	25.06.27	25.06.13	25.06.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	570,000	570,000	440,000	440,000	440,000	440,000
괴리율(평균,%)	-16.98	-12.19	20.1	10.22	8.37	-2.06
괴리율(최대/최소,%)	-4.91	-4.91	-11.82	-11.82	-11.82	-11.82
제시일자	25.05.23	25.05.16	25.05.14	25.05.10	25.05.02	25.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	440,000	440,000	440,000	350,000	350,000	350,000
괴리율(평균,%)	-3.77	-7.9	-11.82	-15.8	-17.48	-20.74
괴리율(최대/최소,%)	2.73	-4.89	-11.82	-31.71	14.86	-8.29

한화시스템(272210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.08.11	26.07.29	26.07.09	26.05.26	26.04.28	26.04.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	103,000	103,000	117,000	150,000	150,000	150,000
괴리율(평균,%)		-35.9	-40.9	-24.9	-13.6	-13.00
괴리율(최대/최소,%)		-25.0	-23.3	-18.5	-10.6	-14.90
제시일자	26.04.14	25.12.01	25.11.28	25.11.03	25.09.22	25.07.30
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	담당자변경	71,000	71,000	71,000	67,000	62,000
괴리율(평균,%)		26.41	-28.35	-27.94	-15.41	-12.69
괴리율(최대/최소,%)		129.15	-16.48	-16.48	-5.97	-3.39
제시일자	25.07.04	25.06.27	25.05.13	25.03.26	25.02.10	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	47,000	47,000	47,000	42,000	32,000	
괴리율(평균,%)	13.72	11.93	10.29	-10.72	9.11	
괴리율(최대/최소,%)	-8.94	-8.94	45.96	11.55	32.03	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

한국항공우주(047810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	26.08.11	26.07.30	26.07.03	26.06.23	26.06.09	26.05.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	186,000	165,000	196,000	196,000	196,000	196,000
괴리율(평균,%)		-15.6	-24.6	-25.2	-23.7	-15.7
괴리율(최대/최소,%)		-6.5	-16.3	-20.6	-14.1	-12.1
제시일자	26.05.08	26.04.14	26.04.14	25.12.01	25.11.28	25.11.06
투자의견	Buy	Buy		Buy	Buy	Buy
목표주가	196,000	232,000	담당자변경	120,000	120,000	120,000
괴리율(평균,%)	-23.1	-22.6		11.41	-13	-13.09
괴리율(최대/최소,%)	-16.7	-29.0		68.33	-6.25	-6.25
제시일자	25.09.22	25.07.04	25.07.03	25.06.13	25.06.05	25.05.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	120,000	110,000	110,000	100,000	100,000	100,000
괴리율(평균,%)	-13.58	-15.04		-14.6	-16.9	-17.48
괴리율(최대/최소,%)	-8.75	4.55		-1.2	-6.9	-6.9
제시일자	25.05.16	25.05.13	25.05.10	25.05.02	25.04.25	25.04.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
괴리율(평균,%)	-18.21	-19.18	-19.94	-20.17	-21.59	-22.37
괴리율(최대/최소,%)	-6.9	-6.9	-6.9	-6.9	-16.8	-16.8

현대로템(064350) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	2026.08.11	2026.07.27	2026.07.10	2026.06.23	2026.05.26	2026.04.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	240,000	240,000	280,000	280,000	280,000	280,000
괴리율(평균,%)		-43.6	-34.2	-27.8	-19.9	-20.4
괴리율(최대/최소,%)		-37.4	-28.4	-19.1	-3.9	-5.0
제시일자	26.04.14	26.04.14	25.12.01	25.11.28	25.11.04	25.08.05
투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	250,000	담당자변경	280,000	280,000	280,000	230,000
괴리율(평균,%)	-10.7		-28.53	-31.98	-31.58	-9.8
괴리율(최대/최소,%)	-17.2		-11.07	-23.39	-23.39	6.3
제시일자	25.07.04	25.06.27	25.06.13	25.06.05	25.05.23	25.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
괴리율(평균,%)	-0.91	-6.55	-9.65	-21.38	-26.52	-35.89
괴리율(최대/최소,%)	-39.44	-39.44	18.89	-0.17	-13.28	-32.89
제시일자	25.05.15	25.05.10	25.05.02	25.04.25	25.04.18	25.04.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
괴리율(평균,%)		-28.63	-28.66	-29.82	-30.64	-32.54
괴리율(최대/최소,%)		-16.4	-16.4	-22.13	-22.13	-23.4