

(Overweight)

방산

탄 쇼티지! 천무 수혜 확인, 천궁 등으로 확산 기대

최광식

방산/조선 | gs.choie@daolfn.com

이준범

연구원 | junebum34@daolfn.com

● 결론) 탄 쇼티지에 천무 수혜 확인, 곧 천궁, MCS 등에서도 벌어질 일

한화에어로스페이스의 크로아티아 천무(18개 발사대, 5.6억달러) 수주(본 계약 전)의 배경은 글로벌 (장거리) 유도탄 쇼티지 때문. 비슷한 쇼티지의 수혜 체계가 지대공, 155mm 리 탄 등이어서, 한국의 무기체계 중 천궁, L-SAM, MCS(모듈형 장약) 등으로 확대될 것으로 기대하며, 이는 기업으로는 LIG D&A, 한화에어로스페이스에 해당 방위산업 주가는 전쟁의 열기에서 안정화 구간을 지나 저평가로 접어들. 특히 지상방산 체계업체들의 2027년 PER은 15배대까지 하락해서, 2025년 12월의 주가 반등 지점에 가까워짐

LIG D&A는 PER 40배 이상으로 비싸 보이지만, 2028년까지 잔고만으로 CAGR 15% 성장하고, 이후의 성장을 위해서 CAPEX를 진행 중이어서, 2028년 너머 PER은 마찬가지로 저평가

방위산업의 비중확대 전략을 권고

● 글로벌 유도탄(지대지, 지대공) 쇼티지 현황

러-우 전쟁에, 중동 전쟁까지 더해지면서 미국의 가용 유도탄 재고가 한계에 다다름. 외신에 따르면 패트리엇 유도탄(PAC-3) 재고는 중동 분쟁 이전 2,300발에서 약 800발 안팎으로 65% 이상 급감했고, 사드(THAAD) 재고 또한 80% 소진된 상태. 사우디의 PAC-3는 86% 감소한 것으로 추정

미국의 지대공이 중동으로 집중 재배되면서, 타 우방 지역의 안보 공백 우려도 커짐

지대지 MLRS, HIMARS의 경우 GMLRS(80km) 및 ATACMS 유도탄의 공급 적체로, 미국 정부는 동유럽 등 NATO의 동부 전선 우방국들에 HIMARS 공급 지연 가능성을 공식 전파하며 위기감이 또 고조

유럽 외에도 미국은 대만 14십억달러 패키지 보류, 일본 토마호크 400발 납품 지연을 선포하는 등 영국, 폴란드, 발트국에 FMS 계약 지연을 통보 중

● 미국의 긴급 생산능력 확충(CAPEX) 계획

이에 미 국방부는 Lockheed Martin 및 General Dynamics와 사드 4배, PAC-3 MSE 3배 증산을 유도하는 7개년 원자재 조달 체인 파트너십을 체결. L3Harris 등도 부품(고체연료) 생산 체인 증설에 긴급 투자를 시작

또한 미 해군은 RTX와 토마호크 229억달러(약 30조원), 7개년 계약을 통해 리스타킹. RTX는 기존 연간 60발에서 1,000발 이상으로 유도탄 생산 기반을 확대

미국 행정부는 의회에 미사일 조달 예산(FY 27년)은 무려 +188% 증액 요구 중. 핵심 탄 14종을 지정

크로아티아의 천무 도입의 배경

● 그러나 미국도 2029~2030년에나 쇼티지 대응 가능

증산은 발표되었지만 실물은 2029~2030년에나 도착 가능. 토마호크 조달 사이클도 약 52개월이 소요되고, PAC-3의 요구량 3,000여발 중 92%가 의회 Reconciliation 재원에 의존

2030년대에 미국의 늘어난 CAPA를 바탕으로 또 다시 경쟁이 시작되겠지만, K-방산은 우리 체계에 고객들을 엮어놓을 5년 정도의 기회의 장이 열렸다고 판단

● 크로아티아 K239천무 도입 배경

9월 4일에 크로아티아 정부는 한화에어로스페이스로부터 K239천무 18포대(유도탄 394발), 43백만유로(560백만달러) 구매 합의 중. 이미 크로아티아는 2024년 12월에 M142 HIMARS 8문(351백만달러)을 주문. 그러나 탄은 80km의 GMLRS만 허가된 상태. 미국은 확산 방지 정책 및 연방 규제 300km급 ATACMS 및 500km급 PrSM 미사일 수출을 거부하거나 무기한 지연

이에 크로아티아는 한국의 천무 플랫폼을 CP-290을 위해 구매한 것으로 전함

지대지 쇼티지는 장거리탄부터 나타남. 미국의 공격 유도탄은 토마호크 1,000발+, JASSM-ER 1,100발+, ATACMS·PrSM 사실상 전량 소진 상태. 반면 GMLRS(70~85km)·JDAM·SDB는 여유. 부족한 것은 ‘탄’ 자체가 아니라 ‘사거리’ 임

● 천무 유저클럽 5~7개국. K9의 12~13개국 이상으로 확대 예상

미국은 HIMARS의 납기 지연 등으로 폴란드, 노르웨이, 에스토니아가 이미 천무를 선택한 상황. 향후 K9 유저클럽이 12+1개국(+1은 미국 MTC)으로 확대된 것처럼, 천무 유저클럽도 확대될 것으로 판단

폴란드는 원래 HIMARS 500문 도입을 추진했으나 천무로 선회했고, 네덜란드도 2023년초에 HIMARS 20문(6.7억달러) 수입을 허가받았지만, 이스라엘 PULS로 선회한 바 있음. 더 빠른 납기와 저렴한 탄 비용 때문. 그러나 이제 PULS도 바쁨

덴마크, 스페인도 각각 8개, 16개의 PULS를 선택했고 독일도 KNDS(독일 KMW와 프랑스 합작사)사가 EuroPULS를 이스라엘과 공동개발해 시장을 공략 중

● 천공의 4번째 도입국, L-SAM 첫 수출 계약도 기대. 155mm 탄 MCS 증설 효과도 강력할 예정

이와 같은 쇼티지는 지대공에서도 명확. 미국의 패트리엇, 사드가 생산능력을 확충하고 내수 수요를 리스타킹 하고, 수출이 가능해지는 지점은 2030년대에나 가능. 이스라엘도 유도탄 재고 정상화로 바쁘고, 러시아도 전쟁 상황

천공은 2028년까지의 CAPEX 다음, 2029년 너머의 유도탄 생산능력까지 확대하며, 시장 점유율 확대를 도모 중

전쟁 중에 지상방산 무기체계 투자는 관망하는 반면, 지대공 방어무기체계에 대한 협의는 오히려 더 가속화되고 있다는 LIG D&A의 설명에 납득. 조만간 대형 수주 소식을 기대

그리고 이미 M-SAM을 구매한 국가들은 더 촘촘한 이중방공망을 구축하기 위해 L-SAM에 대한 구매 의사 및 협의도 진행되고 있을 것으로 추정. L-SAM의 수출 개시도 기다려봄

또한 155mm 탄 쇼티지에서, 한국에 증설 중인 한화에어로스페이스의 MCS 스마트팩토리와, 미국 진출의 중장기 전망도 아주 밝음

Fig. 1: 김치태키스 CPM-290 인기몰이. 천무 판매 확대 뻥히 보임

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 → 239mm(유도탄),	80km
	CPM-290 수출 → 신형/수출형 400mm	~290km
	600mm(확장형)	~500km



	구룡탄
20 Rounds / POD 131mm Rocket	
	239mm
6 Rounds / POD 239mm Missile	
	400mm
2 Rounds / POD 400mm Missile	
	600mm KSTTM-2 CPM-500
1 Round / POD 600mm Missile	



Source: 다올투자증권

Fig. 2: 크로아티아 천무 계약 기사



Source: 다올투자증권

Fig. 3: 9월 8일 협의 중 공시

중문 또는 보도에 대한 해명(미확정)

1. 중문 또는 보도의 내용	한화 '천무' 크로아티아 수출
2. 중문 또는 보도의 매체	매일경제
3. 중문 또는 보도의 발생일자	2026-09-05
4. 중문 또는 보도의 내용에 대한 해명내용	- 본 공시는 2026년 9월 5일 매일경제에 보도된 '한화 '천무' 크로아티아 수출' 관련 해명공시입니다. - 당사는 상기 크로아티아 천무 다연장로켓 공급과 관련하여 현재 교섭과 협의 단계에 있으며, 계약체결과 관련하여 아직 확정된 바는 없습니다. - 향후 구체적인 사항이 결정되는 시점 또는 1개월 이내에 재공시 하도록 하겠습니다.
〈공시책임자〉 정 관 회	
5. 재공시예정일	2026-10-06
※ 관련공시	-

Source: 다올투자증권

Fig. 4: K9 유저클럽 12+1개 국가 vs. K239 천무 유저클럽 이제 7개 국가로 추정



Source: 다올투자증권

Fig. 5: K239 천무 수출계약 연혁

도입 순서	국가	계약 단계/성격	발사대(문)	유도탄/구성	계약금액 (십억원)	계약 상대	계약 시점	납기
2	중동1	단품 수출 (1차 해외수출)	미공개	미공개	Unknown	비닉1	2017	완료
3	중동2	단품 수출	미공개	미공개	Unknwon	비닉2	2022	완료
4	폴란드	기본계약(Framework)	288 (총량)	발사대+유도탄 프레임		폴란드 군비청	2022.10	
4-1	폴란드	1차 실행계약	218	발사대(호마르-K) + 유도탄	5,048	폴란드 군비청	2022.11	~2027.11
4-2	폴란드	2차 실행계약	72	CGR-080(80km) + CTM-290(290km)	2,253	폴란드 군비청	2024.04	~2029.10
5-1	에스토니아	G2G 1차 계약	6	CGR-080, CTM-MR, CTM-290 3종 + 운용·교육	437	KOTRA ↔ ECDI (에스토니아 국방투자센터)	2025.12	~2030.12
6	노르웨이	풀 패키지 공급계약	16	유도미사일 + 종합군수지원(ILS)	1,316.2	노르웨이 국방물자청(NDMA)	2026.02	~2029.07
4-3	폴란드	3차 실행계약	탄	CGR-080 유도탄 현지생산	2,365.1	폴란드 군비청 /HWB(한화-WB JV) 컨소시엄	2026.04	~2033.10
5-2	에스토니아	G2G 후속계약	3	발사대 + 부대장비	109.1	KOTRA ↔ ECDI	2026.04	~2030.12
7	크로아티아	정부승인 완료 / 본계약 서명 예정	18	유도탄(30~290km) + 지원차량·시뮬레이터·훈련	750.0	크로아티아 국방부 C2는 폴란드 WB그룹 별도계약	2026.09(예정)	~2029

Source: 다올투자증권

대형 수주: 한화만 거의 10조원 + 다른 체계업체들의 차례를 기다림

● 한화에어로스페이스만 거의 10조원 수주 - 다른 체계업체들이 될 시간

올해 각 사 수출 이상의 잔고를 쌓으면 되는 것인데, 방산 5사 합산만으로는 올해 수출 11조원 대비 이미 한화에어로스페이스가 9조원을 수주해서, K-방산의 수출 잔고는 5년 연속 성장이 확실시

한화에어로스페이스는 폴란드 천무 EC3, 노르웨이 천무, 핀란드 K9, 에스토니아 천무로 5.5조원을 확정 수주했고, 금액이 알려지지 않은 스페인 자주포 사업과 크로아티아 천무를 더할 경우 9조원에 달할 것으로 추정

다만, 올해 체계 4사(한화시스템 부체계 및 조선으로 분류) 중 한화에어로스페이스만이 다수 수주를 따내고 있음

여타 산업처럼 계약, LTA 체결 등이 빈번하게 벌어지는 산업이 아님. 여타 체계 업체들의 큰 파이프라인도 진행형

한국항공우주만 인도네시아 KF-21 등을 기다리고 있고,

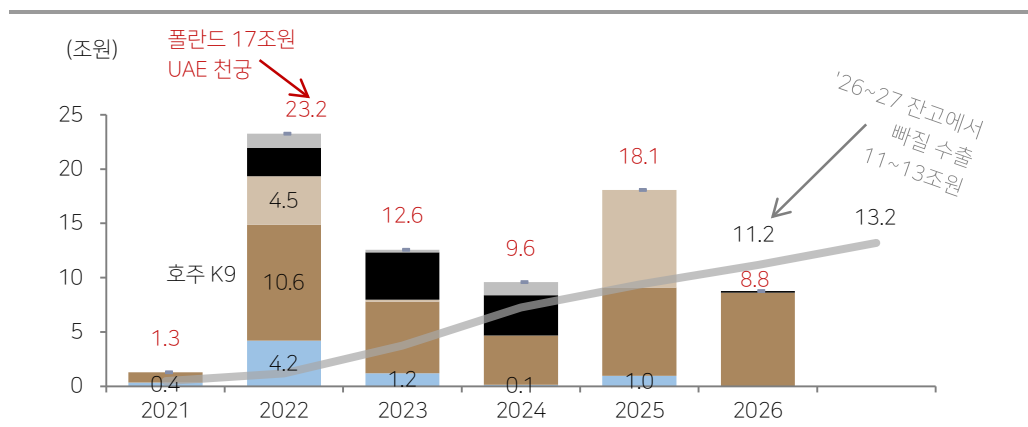
현대로템도 페루 및 이라크 K-2 사업을 협의 중이며,

LIG D&A도 여러 국가들의 수주설이 무성함

K-방산의 파이프라인이 커지고 있고, 임박한 사업들도 충분히 본 계약으로 이어질 수 있는 상황

전쟁 이후 한화를 제외한 체계 업체들의 수주 공백이 주가 약세의 배경이었다면, 연말까지 이를 해소할 수 있을 것으로 기대

Fig. 6: 올해 한화에어로스페이스만 9조원 육박 수주(스페인 자주포 3조원 처리)
이제 현대로템, 한국항공우주, LIG D&A가 받아주면,
올해 수출 11조원을 충분히 넘길 것으로 기대



Source: 다올투자증권

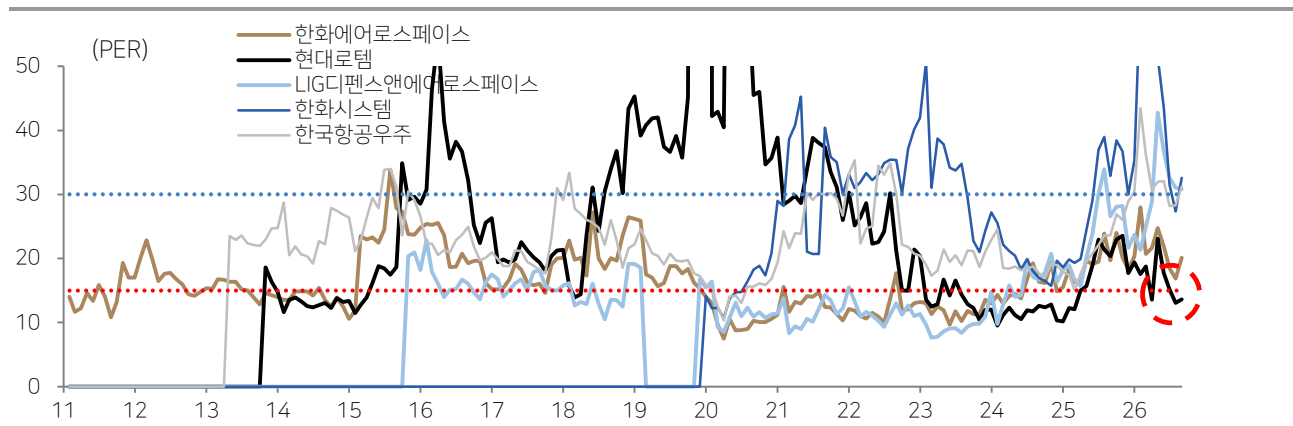
방위산업: 피크아웃 안보임, 비중 확대

● 결론: 비중확대, LIG D&A, 한화에어로스페이스

이번 자료에서 짚은, 유도탄 쇼티지의 최대 수혜는 지대공(M-SAM, L-SAM)의 LIG D&A와 한화에어로스페이스, MLRS의 한화에어로스페이스, 공교롭게도 2개 회사가 당사의 방위산업 선호주

방산 업종 전체의 Valuation에서, FWD 12개월 PER은 15배 안팎의 바닥으로 판단. 특히 지난 2025년 12월에 대다수 체계 업체들이 15배 안팎에서 반등에 성공한 바 있음. 여전히 대규모 방산물자 투자가 집행되며 K-방산은 내보내는 수출 13조원 이상의 해외 수주가 확실한, 그래서 수출잔고가 쌓이기만 하는, 피크아웃이 보이지 않는 상황에서, PER 15배에 근접한 체계업체들에 대해서 관심 권고

Fig. 7: 시대정신 LIG D&A와 수급의 한국항공우주를 빼고, 지상방산 현대로템, 한화에어로스페이스는 PER 15배 안팎으로 록바텀 지점으로 판단



Source: Dataguide, 다올투자증권

Fig. 8: 상승여력보다 중장기 수혜 가능성을 감안해서 선호주 선정: 한화에어로스페이스, LIG D&A 선호주

투자이건 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 (079550) 선호주	투자이건	BUY	2023	2,308.6	186.4	8.1%	175.0	7,953	47,835	10.6	1.8	17.6%
	적정주가(원)	980,000	2024	3,276.3	223.4	6.8%	219.4	9,974	57,449	18.6	3.2	19.8%
	증가(9/9, 원)	670,000	2025	4,306.9	319.4	7.4%	253.4	11,516	67,096	35.6	6.1	19.1%
	상승여력	46.3%	2026E	5,006.1	426.3	8.5%	344.3	15,650	79,654	42.8	8.4	22.7%
	적정시총(십억원)	21,560	2027E	5,856.2	542.4	9.3%	429.3	19,512	94,725	34.3	7.1	23.9%
	시가총액(십억원)	14,740	2028E	6,265.4	646.2	10.3%	541.6	24,618	113,744	27.2	5.9	25.0%
한국항공우주 (047810)	투자이건	BUY	2023	3,819.3	247.5	6.5%	224.0	2,298	16,388	22.4	3.1	14.6%
	적정주가(원)	250,000	2024	3,633.7	240.7	6.6%	172.1	1,765	17,500	30.5	3.1	10.3%
	증가(원)	129,100	2025	3,696.4	269.2	7.3%	185.9	1,907	18,776	39.7	4.0	10.6%
	상승여력	93.6%	2026E	5,266.4	310.1	5.9%	192.8	1,978	20,667	65.3	6.2	10.4%
	적정시총(십억원)	24,369	2027E	6,657.9	585.9	8.8%	372.0	3,713	22,850	34.8	5.6	18.3%
	시가총액(십억원)	12,584	2028E	7,117.0	716.4	10.1%	497.3	4,964	26,814	26.0	4.8	21.4%
현대로템 (064350)	투자이건	BUY	2023	3,587.4	210.0	5.9%	161.0	1,475	15,391	18.0	1.7	10.1%
	적정주가(원)	380,000	2024	4,376.6	456.6	10.4%	406.9	3,728	18,737	13.3	3.1	21.8%
	증가(원)	126,100	2025	5,839.0	1,005.6	17.2%	769.9	7,055	28,211	7.0	4.2	30.1%
	상승여력	201.3%	2026E	6,546.5	926.1	14.1%	767.1	7,028	34,683	17.9	4.0	22.3%
	적정시총(십억원)	41,474	2027E	7,246.8	1,084.3	15.0%	896.8	8,217	42,199	15.3	3.8	21.4%
	시가총액(십억원)	13,763	2028E	6,908.0	946.7	13.7%	793.0	7,266	48,665	17.4	3.3	16.0%
한화에어로스페이스 (012450) 선호주	투자이건	BUY	2023	9,369.7	704.9	7.5%	817.5	16,147	69,689	6.7	1.6	31.1%
	적정주가(원)	2,460,000	2024	11,240.1	1,731.9	15.4%	2,298.9	50,143	109,587	5.1	2.3	64.7%
	증가(원)	1,047,000	2025	26,702.9	3,089.3	11.6%	1,405.0	27,795	187,825	29.0	4.3	33.3%
	상승여력	135.0%	2026E	31,654.3	4,521.1	14.3%	2,405.9	46,659	234,736	22.4	4.5	41.6%
	적정시총(십억원)	126,846	2027E	32,504.3	5,855.9	18.0%	3,081.8	59,766	285,522	17.5	3.7	36.0%
	시가총액(십억원)	53,987	2028E	32,387.7	6,025.6	18.6%	2,973.7	57,671	332,218	18.2	3.2	31.1%
한화시스템 (272210)	투자이건	BUY	2023	2,452.5	122.6	5.0%	349.2	1,849	11,327	13.8	1.2	18.7%
	적정주가(원)	118,000	2024	2,803.7	219.3	7.8%	454.3	2,405	13,181	9.9	1.4	21.3%
	증가(원)	71,100	2025	3,664.2	119.9	3.3%	242.2	1,282	25,668	83.2	1.8	5.7%
	상승여력	66.0%	2026E	4,492.4	245.8	5.5%	54.2	287	26,747	248.0	2.7	0.6%
	적정시총(십억원)	22,292	2027E	4,325.2	355.2	8.2%	370.3	1,960	28,608	36.3	2.5	5.8%
	시가총액(십억원)	13,432	2028E	5,267.7	446.0	8.5%	492.9	2,609	30,524	27.3	2.3	6.9%

Source: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 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 : 93.5% | HOLD : 6.5% | SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자이건은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

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

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자이건은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자이건과 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 예상하는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치