

2026년 09월 29일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 방산 Overweight (Maintain)

방공 시스템의 진화

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결



Contents



방공 시스템의 진화 02

I. 두 개의 전쟁 03

- > 라-우 전쟁과 중동 전쟁의 전개 과정 03
- > 두 전쟁을 통해 바라보는 현대전의 시사점 10

II. 방위력 강화를 위한 우선순위 13

- > 방공 미사일 소모전 지속에 따른 수요 확대 13
- > 드론 대응을 위한 다양한 방안을 모색 중 18
- > High-end 무기 체계에 대한 수요는 그대로 23

III. 방산 업종 투자 전략 26

- > 방위 산업 투자이견:
비중확대(Overweight) 유지 26
- > Appendix, Peer Table 33

기업분석 35

- > 한화에어로스페이스 (012450) 36
- > 현대로템 (064350) 41
- > LIG D&A (079550) 45
- > 한화시스템 (272210) 50
- > 한국항공우주 (047810) 54

Compliance Notice

- 당사는 09월 29일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

방공 시스템의 진화

>>> 두 개의 전쟁에서 얻는 시사점

러-우 전쟁과 중동 전쟁은 현대전이 드론·미사일의 대량 운용과 고성능 무기 플랫폼이 결합된 High-Low Mix 구조로 변화하고 있음을 보여준다. 특히, 중동 전쟁은 저가·대량의 드론과 고성능 미사일을 혼합하여 상대 방공망의 소모전을 유도하는 흐름을 보였다. 미래 전장의 경쟁력은 저가·대량의 무인 체계와 고가·고성능의 미사일 플랫폼을 효과적으로 통합하는 역량이 중요해질 전망이다. 또한, 전쟁이 장기화될수록 무기 체계의 생산 능력과 공급망 자체가 전투력의 일부가 되는 산업전의 성격도 더욱 강해질 것으로 판단한다.

>>> 방공망과 대드론 체계 수요 확대 전망

향후 우크라이나 지원과 유럽의 재무장, 중동의 미사일 방어, 미국을 비롯한 주요국의 자국 미사일 재고 재확충이 동시에 이뤄져야 한다. 글로벌 방공 미사일의 공급 부족으로 생산 능력이 큰 폭으로 확대되는 가운데 한국 방공망 체계의 수주 확대가 기대된다. 또한, 드론을 대량으로 활용하는 공격에 대응하여 다층 방공망 확대와 요격 수단의 다변화가 요구되고 있다. 최근 주요 대드론 체계는 1) 전자전, 2) 기관포·대드론 탄약, 3) 저가형 요격 미사일, 4) 요격 드론, 5) 레이저 무기 체계 등을 상황에 따라 선택적으로 사용하는 구조가 확산될 것이다.

>>> 방산업종 투자 전략

견조한 상반기 실적에도 불구하고 중동 전쟁 장기화에 따른 신규 수주 지연 영향으로 국내 방산 업체의 주가는 부진한 흐름이 이어지고 있다. 12MF PER이 4월 고점 당시 34배에서 최근 21배까지 축소되며 밸류에이션 부담이 완화되었다. 글로벌 Peer 평균인 24배 대비로도 저평가 구간에 진입하였기 때문에 국내 방산 업체들의 성장성을 고려할 때 현재 방산 업종 주가는 바닥에 근접한 것으로 판단한다. 방위 산업 업종 내 Top pick으로 LIG D&A와 한화에어로스페이스를 제시한다. 방공 무기 체계와 대드론 대응 체계 수요 급증의 수혜로 신규 수주 성장 폭이 가장 클 것으로 기대한다.

I. 두 개의 전쟁

>>> 러-우 전쟁과 중동 전쟁의 전개 과정

러-우 전쟁 장기화 속 유럽의 위기감 확대

러-우 전쟁은 22년 발발 초 러시아의 단기적인 기동전 실패 이후 장기 소모전으로 점차 전환되었으며, 최근 전선은 양 국가 모두 드론 타격을 중심으로 전개되고 있다. 24년 하반기부터 드론의 대량 생산과 전술적 활용 방안이 확립되며 드론전이 본격화되었다. 러시아는 소규모 병력 침투와 항공폭탄, 드론을 활용한 공습을 병행하며 공세를 취하였고, 우크라이나는 반격을 위해 드론 생산량 확대와 러시아의 드론/물류 네트워크 차단에 집중하고 있다. ISW에 따르면 우크라이나의 후방 군수 산업망 공격이 효과를 거두며 26년 3월 이후 러시아의 영토 점유율 증가는 미미한 수준으로 파악된다.

미국의 트럼프 대통령 당선 이후 25년 3월부터 종전을 위한 논의가 처음으로 시작되었으나 아직까지 협상은 지지부진한 상황이다. 올해 1월 미국, 러시아, 우크라이나 3자 간 최초 회담이 진행되었으나 러시아와 우크라이나 양측의 입장 차이로 합의에 이르지 못하였다. 이후 2월 제네바 2차 회담에서도 뚜렷한 성과를 달성하지 못한 채 중동 전쟁의 발발로 협상이 현재까지 중단된 상황이다. 중동 전쟁이 소강 상태에 접어들고 있다. 올해 9월 들어 미국이 러시아와 우크라이나를 중재하며 에너지 시설에 대한 타격을 중단하였고 3자 회담을 위한 단계적인 신뢰 구축이 다시 논의되고 있다.

다만, 러시아는 미국과 우크라이나가 제안하는 제한적인 휴전에 소극적인 입장을 보였고, 3자 간 정상 회담에 앞서 상당한 수준의 사전 논의 과정이 필요하다는 입장을 유지하고 있다. 러시아는 우크라이나의 NATO 가입 배제와 중립화, 점령지의 러시아 귀속 인정 및 불안정한 점령지에 대한 영토의 권리를 주장하고 있다. 우크라이나는 이에 맞서 현재 전선 이외의 추가 영토 양보를 거부하고 NATO의 실질적인 안보 보장을 요구하며 대립하고 있다. 양측의 입장 차이가 극명하기 때문에 종전을 위한 사전 협상 단계에서 난항이 지속되고 있다. 이에 러시아와 우크라이나 모두 현 시점의 휴전보다 전황을 조금 더 유리하게 만드는 것이 낫다는 판단 하에 종전 협상이 고착화되고 있어 종전 합의까지 다소 시간이 필요할 것으로 전망한다.

러-우 전쟁의 장기화에 유럽 지역의 위기감이 확대되고 있다. 미국의 우크라이나 지원은 트럼프 정부의 출범 이후 사실상 중단되었다. 미국은 22년부터 24년까지 3년간 우크라이나에 대한 군사, 재정/인도적 지원의 50% 가까이 차지하며 단일 국가 기준 최대 지원 국가였다. 25년 이후 미국의 지원이 급감하며 발생한 공백을 유럽이 받치고 있다. 유럽의 우크라이나에 대한 군사적 지원 22~24년 대비 25~26년 기간에 80% 가까이 급증하였다. 재정/인도적 지원도 같은 기간 27% 증가하였다. 지난해 기준 유럽 지역은 우크라이나에 대한 지원으로 약 600억 유로를 지출하였다. 22~24년 동안 연 평균 350억 유로를 지출한 것 대비 부담이 크게 확대되었다.

러시아와 NATO 사이의 군사적 긴장감도 증가하고 있다. 지난해부터 러시아의 항공기, 드론 등이 유럽 인접국의 영공을 침범하는 사례가 누적되고 있다. 또한, 유럽 각국에서 해저 케이블, 항만 시설 등에 대한 러시아의 사이버 공격 가능성이 언급되고 있다. 이는 결국 유럽 지역의 방위력 강화 움직임을 촉진할 것으로 판단한다.

러-우 전쟁의 개전 초기부터 현재까지 국면 변화

구분	기간	전쟁의 성격	러시아	우크라이나	결과
러시아의 침공	22.2월~4월	대규모 기계화 기동전	Kyiv, Donbas 등 동시 공격 공수부대와 기갑부대로 단기전 시도	Kyiv 방어, 소 부대 매복과 포병을 활용	Kyiv 공세 실패 이후 북부 철수 러시아의 단기전 구상 붕괴
돈바스 지역 소모전	22.4월~8월	포병 중심 소모전	대규모 포병 전력을 활용한 점진적 진격	도시와 방어 진지를 유지하며 러시아 전력 소모	러시아가 일부 지역 점령에 성공하였지만 대규모 포위, 돌파에는 실패
우크라이나의 기동전	22.9월~11월	우크라이나 주도의 기동전	전선 방어, Kherson 증원	Kharkiv 기습 돌파와 Kherson 보급 차단	Izium/Kharkiv 탈환 러시아의 Kherson 서안 철수
소모전 지속	22.12월~23.5월	보병/포병 소모전	죄수병과 돌격조 반복 투입과 포병 지원	소모전 양상의 방어 지속	러시아의 Bakhmut 점령
우크라이나의 반격	23.6월~10월	방어 우위의 진지전	지뢰, 참호, 포병 등 다층 방어 구축	기계화 전력을 활용한 돌파 시도 이후 소부대 보병전으로 전환	우크라이나의 반격 시도 이후 전선 고착
러시아의 주도권 회복	23.10월~24.7월	화력 우위 기반 보병 소모전	Avdiivka 점령 후 서진	포탄 부족 속 방어	Avdiivka 함락 후 Pokrovsk 방향 공세 개시
드론/진지전	24.7월~25.6월	드론전 확대	소규모 보병 돌격과 활공폭탄/FPV 결합	FPV 대량화	대규모 병력과 차량 활용에 대한 위험 증가
러시아 침투전	25.6월~26.2월	침투와 드론 차단전	소규모 병력 침투 이후 병력 축적. 방어선 붕괴 시도	드론으로 침투조/보급/후속부대 공격	Pokrovsk를 러시아가 점령하였지만 2년의 시간 소요
우크라이나 국지 반격	26.2월~현재	드론 네트워크전과 제한적인 기동전	Fortress Belt 압박, 소규모 침투 지속	적 물류/EW/드론 운용소 선제 타격	러시아 진격을 급감과 우크라이나의 국지 반격 증가

자료: ISW, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

4Q25 ~ 3Q26까지 러시아-우크라이나 종전 관련 주요 타임라인

일시	내용
25년 11월 20일	미국과 러시아가 공동으로 작성한 28개 항목의 평화 계획 공개
25년 11월 30일	플로리다에서 미국-우크라이나 고위급 회담으로 종전 협상 진행
25년 12월 29일	미 트럼프 대통령과 우크라이나 젤렌스키 대통령의 양자 회담 진행
26년 1월 22일	미국-우크라이나 정상, 우크라이나에 대한 안전 보장 방안 합의
26년 1월 23일	우크라이나, 러시아, 미국이 전쟁 이후 첫 3자 회담을 개최하였으나 큰 성과 없이 종료
26년 2월 5일	2차 회담에서 포로 교환 합의 등 일부 성과는 있었으나 큰 틀에서의 종전 합의는 미진
26년 2월 7일	젤렌스키 대통령, 미국이 러-우 종전 협상 시한을 6월로 제시했다고 언급
26년 2월 18일	제네바에서 추가 회담 진행, 양측 모두 추가 논의가 필요하다는 입장 고수
26년 3월 5일	우크라이나, 차기 3차 회담 연기 및 장소 변경을 요청
26년 5월 8일	미국의 중재로 5.9~11일 3일간 휴전 및 대규모 포로 교환 합의
26년 9월 5일	러시아와 우크라이나가 미국 중재 하에 Kyiv/Moscow에 대한 장거리 공격 일시 제한 수용
26년 9월 21일	제 81차 UN 총회에서 미 트럼프 대통령과 우크라이나 젤렌스키 회담 진행
26년 9월 24일	미국은 러-우 종전을 위한 1) 부분 휴전 → 2) 경제/해상 정상화 → 3) 3자 협상의 3단계 접근 방안 제시

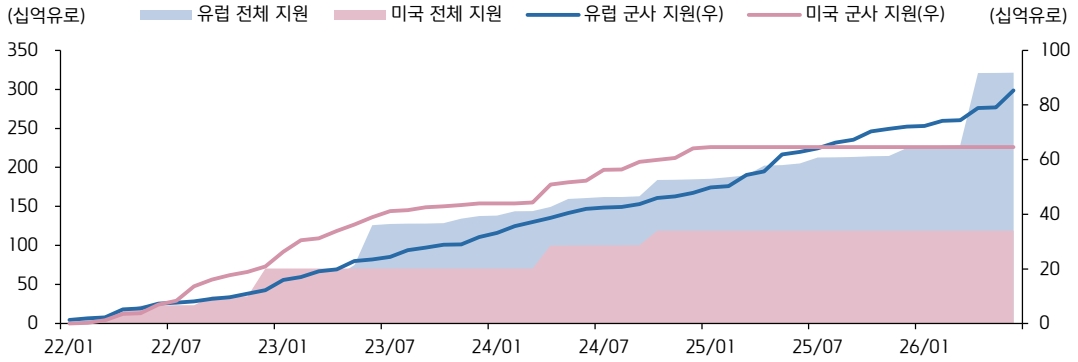
자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

러시아와 우크라이나의 종전 협정 입장 차이

구분	러시아	우크라이나
종전 요구조건	점령 영토 인정, 우크라이나의 중립화, NATO의 군사 개입 제한	추가 영토 양도 거부, 군사력 유지, NATO이 안보 보장
영토 기준	러시아가 주장하는 4개 주를 중심	현재 접촉선이 협상 출발점
안보 체제	NATO의 개입 배제 및 중립화	NATO의 안보보장
협상 순서	종전 조건 합의 → 휴전	즉각적인 휴전 → 종전 조건 협상
전쟁 지속에 대한 태도	군사적 압박을 협상 전략으로 병행	종전 논의를 위한 즉각적인 휴전 주장
부분 휴전	부분 휴전에 소극적	에너지 시설 공격 중단 등 단계적인 휴전 수용

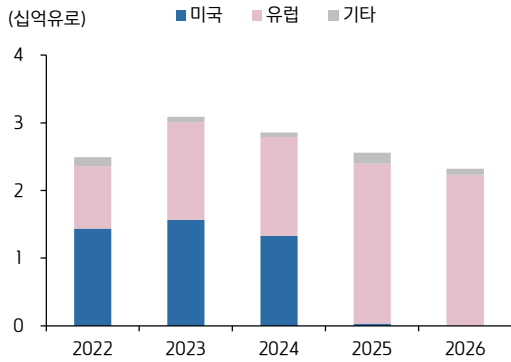
자료: 키움증권 리서치센터

미국과 유럽의 대 우크라이나 누적 지원



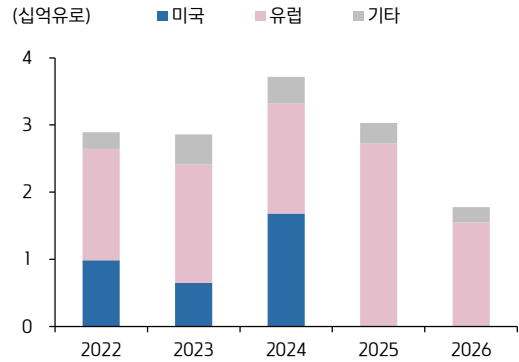
자료: KIEL Institut, 키움증권 리서치센터

미국과 유럽의 대 우크라이나 월 평균 군사 지원



자료: KIEL Institut, 키움증권 리서치센터

미국과 유럽의 대 우크라이나 월 평균 재정 지원



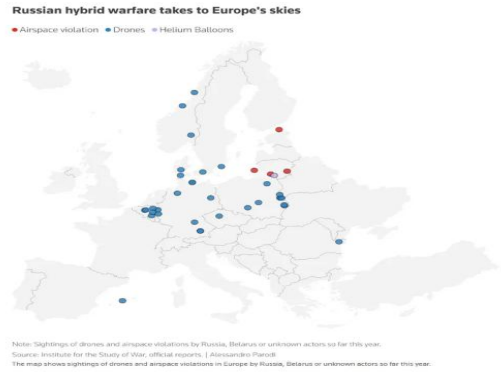
자료: KIEL Institut, 키움증권 리서치센터

핀란드만 상공에서 확인된 러시아 MiG-31



자료: Defence-Industry Europe, 키움증권 리서치센터

러시아의 유럽 영공 침범 사례



자료: ISW, 키움증권 리서치센터

중동 전쟁의 양상 변화

개전 초기 전쟁의 양상은 미국/이스라엘의 공중 전력 우세를 활용하여 이란의 전략 능력 제거전의 성격을 띠었다. 2.28일 Epic Pury 작전이 시행되며 미국과 이스라엘은 이란 지도부와 혁명수비대(IRGC, Islamic Revolutionary Guard Corps) 지휘 체계, 탄도미사일·방공망, 핵 및 군수시설을 집중적으로 타격하였다. 이란 지도부의 알리 하메네이 사망 이후 이란은 지도부 재편과 동시에 미사일·드론으로 반격했지만, 재래식 전력의 열세가 두드러졌다. 이에 3월부터 이란의 전략은 직접적인 군사력 경쟁보다 적국과 세계경제에 비용을 전가하는 비대칭 소모전으로 빠르게 전환하였다.

첫 번째 전환점은 호르무즈 해협의 전략 무기화였다. 이란은 기뢰, 대함미사일·드론, 선박 공격 등을 이용해 호르무즈 통항을 위협하면서 미국의 군사적 우위를 글로벌 에너지·해운 공급망 압박으로 상쇄하려 했다. 이에 미국도 대규모 본토 공급에서 이란의 항만 봉쇄와 원유 수출 차단 등 해상 및 경제 압박을 병행하는 방향으로 선회하였다. 4~6월 휴전 기간에도 이란은 호르무즈에 대한 영향력을 유지하며 향후 미국과 이스라엘의 재공격을 억제하고자 하였다.

휴전 협상이 합의에 도달하지 못하고 결렬되며 7월부터 미국과 이란의 2차 직접전이 시작되었다. 다만, 전쟁 방식은 1차전과 달리 미국의 해상 봉쇄와 제한적인 타격을 시도하였고 이란은 이에 맞서 중동 내 미군 기지와 해상 자산을 미사일과 드론으로 공격하였다. 그러나 미국과 중동 국가들의 기뢰 제거, 해상 감시 및 방공 능력이 강화되면서 최근 들어 이란의 호르무즈 해협에 대한 영향력이 점차 감소하고 있는 것으로 파악된다.

이에 9월부터 중동 전쟁은 이란 본토와 호르무즈 중심에서 예멘-사우디까지 전선이 확장되었다. 후티 반군은 사우디 에너지 시설과 군사 기지를 미사일과 드론으로 공격하는 동시에 바브엘만데브 해협 확보를 시도하고 있다. 이에 사우디와 예멘 정부군은 후티 반군과 바브엘만데브 해협을 놓고 국지전을 전개하고 있다.

이 과정에서 종전 협상은 4월 1차 휴전 → 5~6월 종전 조건 협상 → 7월 협상 결렬 이후 2차전 재개 → 9월 외교 접촉 재시도의 흐름으로 진행되고 있다. 지난 4월 파키스탄의 중재로 휴전이 성립된 이후 미국은 호르무즈 해협 재개방과 이란의 핵·미사일 위협 억제를 요구하였다. 반면, 이란은 해상 봉쇄 해제와 경제 제재 완화와 함께 호르무즈 해협에 영향력 보장을 요구하였다. 핵 협상에서도 미국은 우라늄 농축 제로를 주장하지만 이란은 농축권 포기를 거부하고 있어 입장 차이가 좁혀지지 않았다.

이에 결국 7월 종전 협상이 결렬된 이후 미국과 이란의 2차 직접전이 재개되었고, 미국은 해상 봉쇄와 경제 압박, 호르무즈 해협 정상화 등 다각도로 이란을 압박하고 있다. 최근 들어 이란의 호르무즈 통제력 약화와 국내 경제 부담이 누적되면서 9월 22일 UN 총회에서 미국과 이란의 대표단이 접촉하며 종전 협상 재개 가능성을 탐색하고 있다.

중동 전쟁의 개전 초기부터 현재까지 국면 변화

구분	기간	전쟁의 성격	미국/이스라엘	이란	결과
개전	2/28~3월 초	이란의 지도부 제거 + 군사 체계 마비	개전 직후 이란의 지도부와 미사일, 핵 관련 목표 지점 타격에 집중	즉각적인 미사일/드론 반격	미국/이스라엘이 전략적 주도권 확보 이란 정권과 군사력 약화에 성공
대대적인 공습	3월 초~중순	이란의 전쟁 수행 능력을 체계적으로 파괴	미사일 발사 시설, 방공망, 교통/군수 인프라까지 공격 범위 확대	지도부 재편 및 잔존 미사일/드론 전력으로 분산 반격	재래식 공중전 열세를 이란이 비대칭전을 보완
호르무즈 전쟁	3월 중순~4/7	본토전 → 글로벌 해상/에너지전으로 확대	이란의 해상 전력 및 기뢰부설 능력 억제	호르무즈 통제와 선박 공격을 핵심 전략으로 전환	이란의 핵심 전략이 미사일 대량 공격에서 호르무즈 통제로 이동
1차 휴전	4/7~4월 말	대규모 교전 중단 이후 해상 봉쇄와 협상 시작	파키스탄의 중재로 휴전 수용, 해상/경제 압박 지속	안전 통항 허용에 합의하면서도 호르무즈에 대한 영향력 유지 시도	공습전의 중심이 경제/해상 압박으로 이동
휴전 협상	5월~7월 초	중전 협상 시도	해상 봉쇄와 경제 제재 완화 조건으로 협상	군사력 재정비와 호르무즈 통제권을 유지	이란은 휴전 기간 동안 전력 재정비 호르무즈를 압박하며 협상에 활용
2차전 시작	7월 초~8월 초	휴전 중단 이후 제한적인 직접전 재개	해상 봉쇄 재개	호르무즈 재봉쇄와 선박 공격 재개 걸프 미군 기지 공격	1차전 대비 지리적으로 좁은 범위에서 직접전 재개
분쟁 지역 확대	8월 ~ 9월 중순	중동 지역 내 확전	해상 봉쇄와 경제 압박 지속 제한적인 군사작전	미사일/드론을 활용한 타격 강화 후티 반군을 활용해 전선을 사우디/예멘까지 확장	전쟁이 이란 본토에서 중동 내 다른 국가까지 확대
외교 접촉 재개	9월 중순~현재	군사적 교착 상태	해상 봉쇄와 경제 압박 유지하며 협상 재시도	호르무즈 영향력 약화 및 경제 약화 속 협상 조건 제시	9월 22일 UN 총회에서 미국과 이란의 대표단 접촉

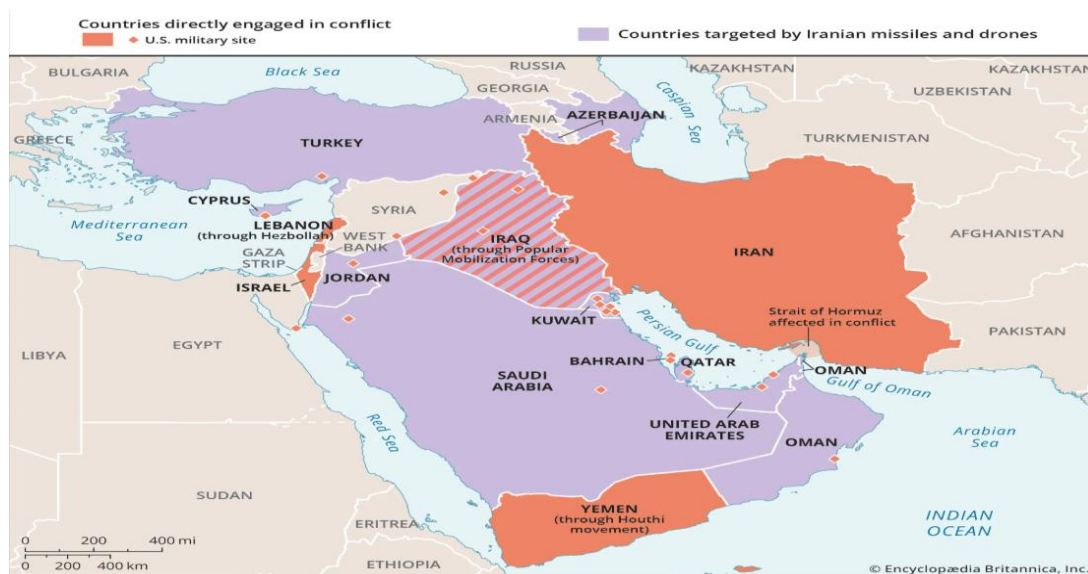
자료: ISW, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

미국과 이란의 중전 협정 입장 차이

구분	미국	이란
중전 요구조건	이란의 비핵화, 호르무즈 통제 해제	정권과 군사력 보존, 경제 봉쇄 해제, 제재 완화
핵	핵 무기 불가, 우라늄 농축 0%	핵 무기는 협상 가능, 농축권 포기 거부
호르무즈	자유, 안전, 무료 통항	통항 확대 가능하나 이란의 관리권 주장
경제 제재	이란 의무 이행 → 제재 완화	제재 완화 → 이란 의무 이행
협상 순서	이란의 호르무즈 통제 해제와 비핵화가 우선	미국의 해상 봉쇄 및 경제 제재 완화가 우선
군사 압박	호르무즈 해상 봉쇄와 군사력 유지	호르무즈와 중동 지역 미군 기지 위협

자료: 키움증권 리서치센터

중동 전쟁 관계도



자료: Britannica, 키움증권 리서치센터

중동 지역 주요 무장 세력 비교

구분	헤즈볼라	후티 반군	하마스	이라크 인민동원군	시리아 민주군
기반 지역	레바논	예멘	팔레스타인 가자지구	이라크	시리아 북부
종파	시아파	시아파	수니파	시아파	-
외교	친 이란, 반 이스라엘	친 이란, 반 미국/이스라엘	친 이란/카타르, 반 이스라엘	친 이란	친 미국
병력 규모	약 4~6만명	약 10~12만명	약 3~4만명	약 23만명	약 4~6만명
주요 특징	이란 혁명수비대(IRGC)가 만든 준정규군 이스라엘과 준전쟁 상태 시리아 내전을 경험하며 중동 내 가장 강한 비국가 군사세력	사실상 예멘 북부의 정부 역할 수행 홍해 선박 공격 사우디/UAE와 전쟁 상태	도시 게릴라전 특화 이스라엘과 준전쟁 상태	이라크 정부 산하 준 군사 조직이나 이란의 지원을 받고 있음	쿠르드족 중심으로 구성 시리아 내전에서 IS 격퇴전 주도 튀르키예와 갈등 상태

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

이란의 중동 지역 내 군사 행동

국가	미군 기지	아브라함 협정	전쟁 이전 이란과 관계	이란의 공습 횟수	비중
UAE	O	O	Medium	2,846회	42.2%
사우디아라비아	O	X	Low	1,234회	18.3%
쿠웨이트	O	X	Low	1,194회	17.7%
카타르	O	X	High	737회	10.9%
바레인	X	O	Low	700회	10.4%
오만	X	X	High	26회	0.4%

자료: CSIS, 키움증권 리서치센터

주) 26.2.28~6.1일 누적 기준

주) 아브라함 협정은 20년 미국의 중재로 이스라엘과 일부 아랍 국가가 맺은 국교 협정

>>> 두 전쟁을 통해 바라보는 현대전의 시사점

현대전의 주요 전술/전략 무기 체계로 자리잡은 드론

러-우 전쟁과 중동 전쟁은 드론이 더 이상 보조적인 정찰 자산이 아니라 현대전의 핵심 전력으로 자리잡았음을 보여준다. 과거 무인기는 주로 ISR(정보·감시·정찰) 임무에 활용됐지만, 최근 전쟁에서는 정찰→표적 획득→타격으로 이어지는 Kill Chain 전 과정에서 드론이 투입되고 있다. 특히, 저가의 상용 부품과 대량 생산 체계를 기반으로 수천 대의 드론을 소모품처럼 운용할 수 있게 되면서, 전쟁 수행 능력을 결정하는 요소 역시 대량 생산 능력, SW, 통신망, 전자전 대응 능력을 결합한 시스템 역량으로 이동하고 있다.

러-우 전쟁에서 가장 두드러지는 변화는 전장의 투명화와 전술적 Kill Chain의 급격한 단축이다. 소형 ISR 드론이 적의 위치를 실시간 탐지하고 FPV 드론이나 포병·유도무기가 즉각 타격하면서 탐지→식별→타격에 필요한 시간이 크게 줄었다. 전차·장갑차뿐 아니라 보병, 지휘소, 통신장비, 보급차량까지 지속적인 드론 감시와 공격에 노출되면서 대규모 기계화 부대의 은밀한 집결과 돌파는 과거보다 어려워졌다. 결과적으로 현대 지상전에서 전자전 및 대드론 방어체계가 생존성을 좌우하는 요소로 부상했다.

동시에 드론은 저비용 대량 소모형 정밀 타격 무기라는 새로운 영역을 형성했다. 수백~수천 달러 수준의 FPV 드론이 천만 달러의 가치를 지닌 MBT를 파괴하고, 러시아의 Shahed/Geran 계열과 같은 장거리 자폭 드론은 순항미사일의 1/10 미만의 가격으로 적국의 인프라를 공격하는 수단으로 활용된다.

우크라이나 역시 장거리 공격 드론을 활용해 러시아의 정유 시설, 군수 공장, 비행장 등 후방 전략 네트워크를 공격하면서 드론의 역할을 전술에서 전략 범위까지 확대했다. 이에 저가 드론을 대량 투입하고 고가 미사일을 핵심 표적에 선택적으로 사용하는 High-Low Mix가 현대전의 중요한 무기 체계 조합으로 자리 잡고 있다.

중동 전쟁에서는 한 단계 더 발전하여 드론이 전략적 장거리 타격 및 방공망 소모 수단으로 활용되고 있다. 이란은 Shahed 계열을 비롯한 장거리 공격 드론을 탄도·순항미사일과 함께 운용함으로써 상대 방공망에 복합적인 위협을 가했다. 상대적으로 느리고 저렴한 드론이라도 대량으로 투입하면 레이더·전투기·방공망 등 고가 자산을 지속적으로 소모할 수 있으며, 이를 탄도·순항미사일과 복합적으로 운용하면 방공망의 요격 능력을 분산시키는 효과를 기대할 수 있다.

미래 전장의 경쟁력은 저가·대량의 무인 체계와 고가·고성능의 미사일 전력을 효과적으로 통합하는 역량이 중요해질 것으로 전망한다. 또한, 전쟁이 장기화될수록 무기 체계의 생산 능력과 공급망 자체가 전투력의 일부가 되는 산업전의 성격도 더욱 강해질 것으로 판단한다.

이란 보유 드론 종류

기종	유형	무장	사거리	운용 고도	최대 속도
Shahed-101	일회성 공격	탄두 8~10kg	500km	3,000m	150~200km/h
Shahed-107	일회성 공격	탄두 15~20kg	300km	-	140km/h
Shahed-129	다목적	유도폭탄 x4	200~1,700km	7,300m	175km/h
Shahed-131	일회성 공격	탄두 15~20kg	900km	4,000m	185km/h
Shahed-136	일회성 공격	탄두 45~20kg	2,500km	5,000m	250km/h
Shahed-141	정찰	-	1,300km	4,600m	220km/h
Shahed-147	정찰	-	1,000km	18,000m	-
Shahed-149 (Gaza)	다목적	유도폭탄 x8	4,000km	10,700m	215km/h
Shahed-161 (Saegheh)	다목적	유도폭탄 x2	150km	7,600m	275km/h
Shahed-171 (Simorgh)	정찰	-	2,200km	12,000m	460km/h
Shahed-181 (Saegheh-2)	다목적	유도폭탄 x4	1,150km	4,600m	220km/h
Shahed-191	다목적	유도폭탄 x2	500km	9,200m	350km/h
Shahed-197	정찰	-	2,000km	-	200km/h
Shahed-238	일회성 공격	탄두 50kg	1,000km	9,100m	600km/h
Ababil-2	다목적	탄두 40kg	120km	3,000m	370km/h
Ababil-3	다목적	유도폭탄 x2	250km	5,000m	200km/h
Ababil-5	다목적	유도폭탄 x6	300km	7,000m	210km/h
Mohajer-2N	정찰	-	150km	4,800m	200km/h
Mohajer-4	정찰	-	150km	5,500m	200km/h
Mohajer-6	다목적	유도폭탄 x2	200km	5,500m	200km/h
Mohajer-10	다목적	유도폭탄 x6	2,000km	7,000m	210km/h
Arash-2 (Kian-2)	일회성 공격	탄두 30kg	1,000km	5,500m	185km/h
Fotros	다목적	대전차유도미사일 x2	2,000km	7,600m	215km/h
Kaman-12	다목적	유도폭탄 or ATGM x4	1,000km	-	200km/h
Kaman-22	다목적	유도폭탄 or ATGM x4	3,000km	8,000m	215km/h
Hamaseh	다목적	유도폭탄 or ATGM x2	200km	4,600m	195km/h

자료: Iran Watch, 키움증권 리서치센터

모스크바 정유 시설을 타격한 우크라이나 드론



자료: RBC-Ukraine, 키움증권 리서치센터

러시아의 Kyiv 드론 폭격



자료: Le monde, 키움증권 리서치센터

이란의 드론 공격으로 UAE 정유 시설 타격



자료: AL Jazeera, 키움증권 리서치센터

이란의 드론 공격 이후 쿠웨이트 공항 위성 사진



자료: TVS, 키움증권 리서치센터

II. 방위력 강화를 위한 우선순위

>>> 방공 미사일 소모전 지속에 따른 수요 확대

방공 미사일 생산 능력 확대가 필수적

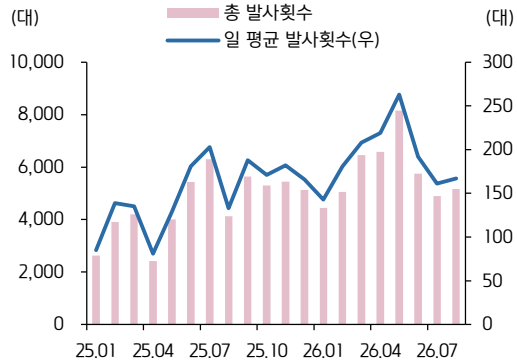
현대전에서 방공망의 핵심이 단순히 우수한 레이더와 발사대를 확보하는 데 그치지 않고, 충분한 요격탄 재고와 이를 지속적으로 보충할 수 있는 생산 능력을 확보하는 것으로 이동하고 있음을 보여준다. 공격 측은 저가 드론부터 순항·탄도 미사일까지 다양한 장거리 타격 수단을 대량으로 조합해 방공망을 소모시키는 전략을 구사하고 있다. 이에 따라 방어 측 역시 장기간 반복되는 대규모 공습에도 요격 능력을 유지할 수 있는지가 중요한 고려 요소가 되었다. **현대 방공망 전력은 개별 방공 체계의 성능에 더불어 요격 미사일의 생산 및 보충 속도 경쟁으로 변화하고 있다.**

CSIS에 따르면 러시아의 23년 대비 25년 탄도 미사일 발사 횟수는 69회에서 571회로 약 728% 증가하였다. 러시아의 미사일 타격 횟수가 증가하자 같은 기간 탄도 미사일 요격률은 38%에서 24%로 감소하였다. 25년부터 미국의 군사 지원이 감소하였고 우크라이나의 방공 미사일 재고 부족으로 올해 상반기 기준 요격률은 10%까지 낮아진 상황이다. 여기에 더해 드론 공격 횟수도 25년 일평균 149회 수준에서 26년 일평균 192회로 29% 가까이 증가하며 우크라이나의 방공망에 부담이 누적되고 있다.

중동 전쟁에서도 비슷한 문제점이 발생하고 있다. 이란이 장거리 공격 드론과 탄도 미사일을 복합적으로 운용하며 중동 지역의 방공망 자원이 대량으로 소모되고 있다. 중동 전쟁이 발발한 2월 28일부터 휴전 직전인 4월 1일까지 이란은 탄도 미사일을 1,841회, 드론을 4,295회 발사하였다. 이에 미국의 주요 방공망 자산인 Patriot와 THAAD의 재고가 급감하였다. 미국의 Patriot 미사일 재고는 전쟁 발발 직전 2,330발에서 휴전 직후 1,030발로 56% 감소하였다. THAAD 미사일 재고도 전쟁 발발 직전 452발에서 휴전 직후 230~260발로 45% 가까이 감소한 것으로 파악된다.

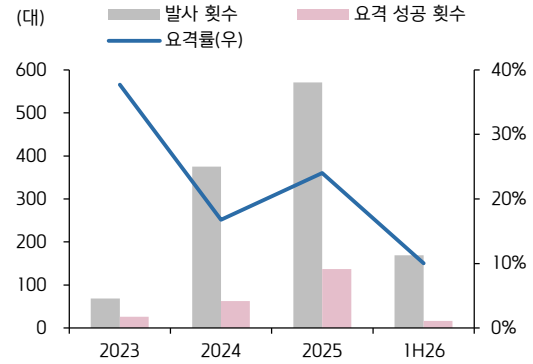
러-우 전쟁과 중동 전쟁 이후 우크라이나 지원과 유럽의 재무장, 중동의 미사일 방어 수요, 미국을 비롯한 주요국의 자국 미사일 재고 재확충이 동시에 이뤄져야 하는 가운데 글로벌 방공 미사일의 생산 능력 확대가 필연적인 상황이다. 이에 미국은 방공 미사일 생산 업체와 장기 공급 계약을 체결하며 Patriot, THAAD 등 주요 방공망 자산의 미사일 생산 능력을 대폭 확대할 계획이다. 록히드 마틴은 29~30년까지 Patriot 미사일 생산 능력은 약 3배, THAAD 미사일 생산 능력은 약 4배 증설하겠다고 발표하였다. 유럽의 주요 미사일 제조 업체인 MBDA도 Aster 미사일의 생산 능력을 28년까지 2배 가까이 확대하겠다고 밝혔다.

러시아의 드론 발사 횟수



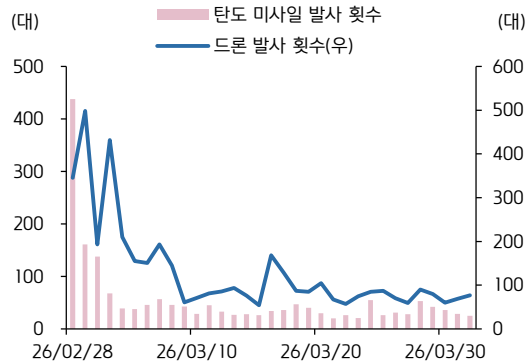
자료: ISIS, 키움증권 리서치센터

러시아의 탄도 미사일 발사 횟수와 요격률



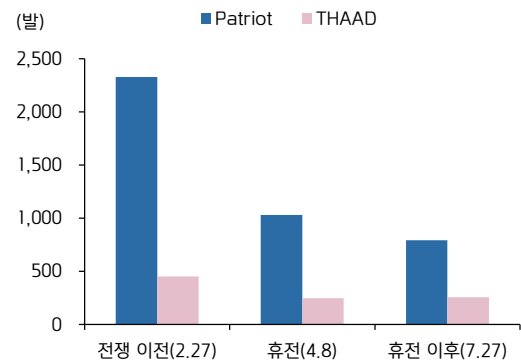
자료: CSIS, 키움증권 리서치센터

중동 전쟁에서 이란의 미사일과 드론 공격 횟수



자료: JINSA, 키움증권 리서치센터

중동 전쟁 이후 Patriot와 THAAD 재고 변화



자료: CSIS, 키움증권 리서치센터

주요 방공 미사일 소모분과 재고 보충 기간 예상

구분	중동 전쟁 소모량	FY2027 요구 수량	FY2026 인도 수량	연간 생산 능력 (현재 / 증설 목표치)	재고 보충 기간
THAAD	190~290	857	92	96 / 400	29년 중후반
Patriot	1,060~1,430	3,203	172	650 / 2,000	29년 중반
SM-3	130~250	214	52	156 / 250	29년 초반
SM-6	190~370	540	125	239 / 500	28년 후반 ~ 29년 초반

자료: CSIS, 키움증권 리서치센터

한국 방공망 체계의 수혜 기대

글로벌 방공망 체계는 미국·유럽·이스라엘이 주도해왔지만, 최근 한국이 빠르게 새로운 공급자로 부상하고 있다. 미국은 Patriot-THAAD-SM 계열을 중심으로 광범위한 다층 방공 체계를 구축하고 있다. 유럽은 IRIS-T SLM·SAMP/T 및 Aster 계열의 유럽 방공망 체계와 미국의 방공 무기를 혼합하여 활용하고 있다. 이스라엘은 Iron Dome-David's Sling-Arrow로 고도별 미사일 대응 체계를 갖추고 있다.

한국 역시 독자적인 고도별 미사일 대응 체계를 확보하기 위해 노력 중이다. 전력화가 진행 중인 천궁-Ⅱ(M-SAM-Ⅱ)가 중고도를 담당하고 올해부터 양산이 시작된 L-SAM이 고고도를 담당한다. 아직 개발 단계인 LAMD가 추후 저고도를 담당할 예정이다. 러·우 전쟁과 중동 전쟁으로 방공망 수요 급증과 중동 전쟁에서 실전 검증을 기반으로 한국 방공망 체계에 대한 관심이 증가하고 있다. 이에 LIG D&A와 한화에어로스페이스의 수혜가 기대된다.

한국 방공망 체계의 경쟁력은 중동 전쟁을 통해 처음으로 실전에서 검증되었다. UAE는 26년 3월 이란의 미사일 공격에 Arrow·Patriot·천궁-Ⅱ로 구성된 다층 방공망 체계로 대응하여 미사일과 공격 드론을 요격하였다. 이 과정에서 UAE 국방부는 이란의 탄도미사일 186발 가운데 172발을 요격했다고 발표하였다. 이후 후속 보도에서 천궁-Ⅱ가 할당 받은 표적에 대해 약 96%의 요격률을 기록했다는 평가가 제시되며 한국 방공망 체계의 실전 성능이 검증된 것으로 파악된다. 이후 UAE의 천궁-Ⅱ 조기 도입과 중동 지역 내 추가 수주 문의가 이어지며 긍정적인 선례로 작용하고 있다.

러·우 전쟁과 중동 전쟁의 영향으로 현대 방공망 전력은 요격 미사일의 생산 및 보충 속도가 경쟁력으로 작용하고 있다. 글로벌 방공망의 한 축인 Patriot는 미국이 약 60포대, 아시아와 중동이 각각 40포대, 유럽에 60포대가 배치되어 있다. 중동 전쟁에서 Patriot 미사일의 급격한 소모로 미국은 자국 재고 회복에만 2년 이상이 걸릴 것으로 판단한다. 중동 지역에 배치되어 있는 Patriot 포대의 수를 감안할 때 1회 발사 재고만 고려하더라도 최소 700발에서 최대 1,300발의 소요가 존재할 것으로 추정한다. 이란의 전쟁 이전 탄도미사일 생산 능력을 감안할 때 중동 지역은 최소 4,000발 규모의 방공 미사일 재고 보충이 필요할 것으로 판단한다. 중동 지역의 종전 이후 본격적인 재고 보충 시기에 적기 납품과 Patriot 미사일 대비 1/4 가격으로 저렴한 천궁-Ⅱ의 전략적 가치가 증가하며 수주가 크게 증가할 것으로 기대한다.

또한, 천궁-Ⅱ의 수출 확대를 기반으로 향후 L-SAM, L-SAM-Ⅱ로 연계되는 다층 방공망 체계의 수출 가능성도 증가할 것으로 판단한다. L-SAM은 아직 국내 양산 단계이지만 글로벌 방공망 체계 공급 부족 속에서 중동과 유럽 등 글로벌 관심이 증가하고 있는 것으로 파악된다. L-SAM 수출이 가시화될 경우 탄도탄용 미사일을 생산하는 한화에어로스페이스가 장기적인 관점에서 가장 수혜 강도가 클 것으로 판단한다.

계층별 방공망 무기 체계 비교

방어 Layer	미국	유럽	이스라엘	한국
C-UAS / VSHORAD	Coyote, Stinger, DE M-SHORAD 등	Skyranger, Mistral, IRIS-T SLS 등	Iron Beam, Iron Dome 일부	비호복합, 천광, 대드론체계 등
단거리 방공	IFPC/NASAMS 등	IRIS-T SLM, CAMM 계열	Iron Dome	LAMD
중거리 방공	Patriot	Patriot / SAMP-T	David's Sling	M-SAM II
장거리 방공	THAAD	Arrow-3	Arrow-2	L-SAM
고고도 방공	THAAD / SM-3	Arrow-3 / SM-3	Arrow-3	L-SAM II

자료: 키움증권 리서치센터

한국형 미사일 방어 시스템 개념도



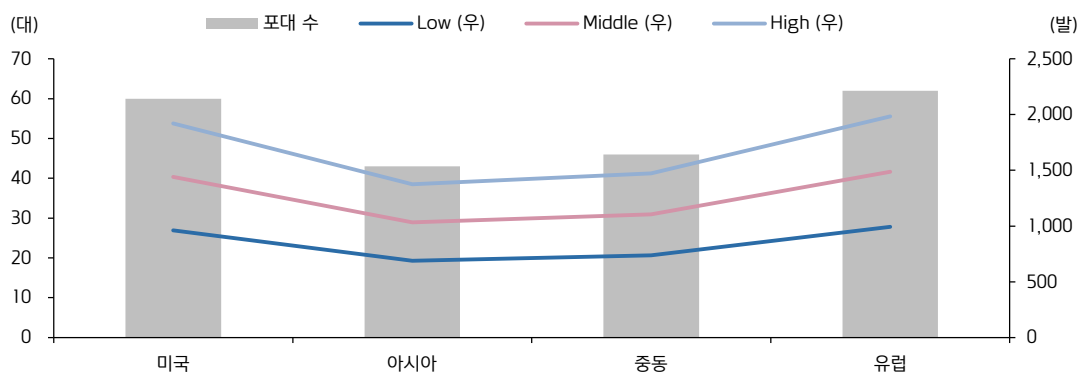
자료: 아산정책연구원, 키움증권 리서치센터

M-SAM II와 주요 글로벌 방공 무기 체계 제원 비교

구분	천궁2(M-SAM II)	Patriot PAC-3	S-350	Barak-8	Aster 30
개발 국가	한국	미국	러시아	인도/이스라엘	프랑스/이탈리아
제조사	체계: LIG D&A 발사대/레이다: 한화	체계: LMT 레이다: RTX	GSKB 알마즈-안테이	IAI	Eurosam
중량	400kg	315kg	333kg	275kg	450kg
속력	마하 4.5	마하 5 이상	마하 5 이상	마하 2~3	마하 4.5
요격 유효 사거리	항공기: 50km 탄도탄: 20km	항공기: 70km 탄도탄: 20km	9M96E2: 120km 9M96E: 40km	Barak ER: 150km Barak LR: 70km Barak MR: 35km	120km
요격 고도	항공기: 20km 탄도탄: 15km	항공기: 25km 탄도탄: 20km	9M96E2: 30km 9M96E: 20km	Barak ER: 30km Barak LR: 20km Barak MR: 20km	20km

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

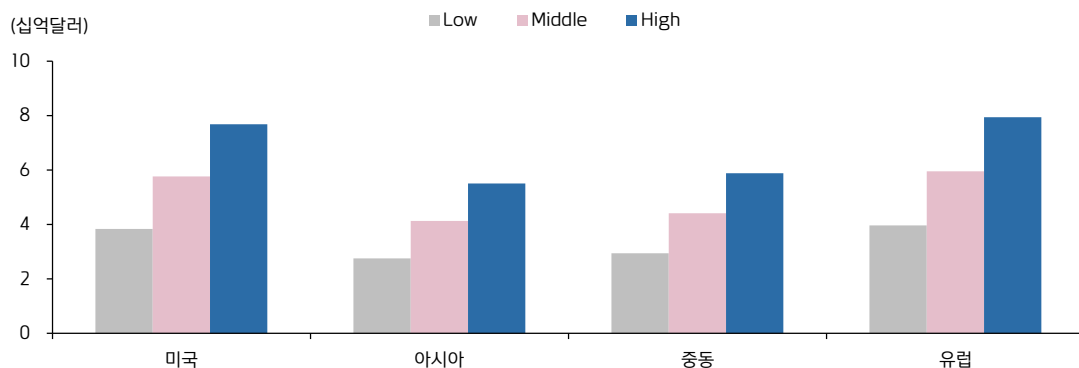
지역별 Patriot 포대 배치 규모와 미사일 소요 추정



자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

주) Low: 포대 당 발사대 4개, Middle: 포대 당 발사대 6개, High: 포대 당 발사대 8개

Patriot 1회 발사를 위한 소요 금액 추정



자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

주) PAC-3 MSE 4백만 달러 기준

>>> 드론 대응을 위한 다양한 방안을 모색 중

저가형 방공 미사일 도입 추진

러-우 전쟁과 중동 전쟁을 통해 드론이 대량으로 투입되면서 기존 방공망 체계의 가장 큰 문제 중 하나로 공격 비용과 요격 비용 간 비대칭이 부각되고 있다. Shahed 계열과 같은 장거리 자폭 드론은 상대적으로 저렴하고 대량 생산이 가능한 반면, 이를 Patriot, NASAMS 등 기존 방공 체계의 고가 요격 미사일로 대응할 경우 비용 부담과 요격탄 소모가 급격히 증가한다. 이에 전자전, 기관포, 레이저, 요격 드론 등 저비용 대응 수단이 확대되고 있지만 사거리와 기상 조건, 표적 특성 등에 따라 적용 한계가 존재하기 때문에, 기존 고성능 방공 미사일과 저비용 대드론 수단 사이를 담당할 저가형 방공 미사일의 필요성이 커지고 있다. 향후 다층 방공망은 탄도·순항 미사일에 고성능 요격탄을 집중하고 드론·저속 순항 미사일 등에는 저가형 요격탄을 대량 운용하는 방향으로 세분화될 전망이다.

미 육군 역시 이러한 문제를 해결하기 위해 최근 xTech 프로그램을 통해 저가형 요격 미사일 확보를 본격화하고 있다. xTech는 지난 7월 기존 Patriot 방공 임무를 보완할 저비용 요격 체계를 발굴하고자 Apex Intercept 프로그램을 추진하였다. 완성형 요격탄 뿐 아니라 저가형 고체로켓모터, 탐색기, 사격 통제 시스템까지 별도의 경쟁 분야로 설정하여 기술을 확보할 계획이다. 이는 미국이 단순한 C-UAS 장비 확보를 넘어 기존 방공망에 대량 배치할 수 있는 저가형 미사일 요격 체계를 정식 방공망 체계에 편입하려는 움직임으로 판단한다.

LIG D&A의 천궁-Ⅱ의 경우 저비용 요격기 완성탄 및 사격 통제 분야에서 가격적인 측면을 고려할 때 요격탄의 가격이 1백만 달러 수준으로 접근 가능하다. 다만, 기술적인 요구조건이 Patriot 시스템의 발사대와 통합이 되어야 하기 때문에 추가적인 개발 등 난이도가 다소 높을 것으로 판단한다. Raytheon은 현재 운용 중인 Stunner와 같은 저비용 요격 미사일 체계를 가지고 있다. 또한, 미국 방산 업체이기 때문에 Patriot 시스템과의 통합에 있어서도 가장 유리할 것으로 전망한다.

다만, LIG D&A는 천궁-Ⅱ 외에도 소형 드론 대응에 특화된 별도의 요격 체계를 개발하고 있어 향후 저가형 방공망 체계 진입이 기대된다. LIG D&A는 지난 6월 국방산업발전대전(INLEX)에서 자체 개발한 안티드론 미사일을 처음으로 공개하였다. LIG D&A의 발표에 따르면 안티드론 미사일 체계는 차량에 탑재되는 시스템이다. 작동 과정은 드론 탐지 레이더가 적 드론을 탐지할 경우 차량에 설치된 광학추적장비(EOTS)로 최종 식별하여 미사일을 발사하는 형식이다. 해당 시스템의 요격 목표는 길이 2m 이하에 250노트(약 460km/h) 이하로 비행하는 무인기이다. 현재 안티드론 미사일 체계의 개발은 시험 요격을 성공한 뒤 마무리 단계로 파악된다.

글로벌 방공망 체계가 고가·고성능 요격 시스템과 저가·대량 요격 시스템의 통합이 중요해지는 만큼 LIG D&A의 안티드론 미사일 체계의 개발이 성공적으로 마무리된다면 기존 방공 미사일과 별개의 시장 진입이 가능할 것으로 기대한다.

미국의 저가 미사일 기술 경연 대회 주제

주제	요구 사항 및 목표	목표 단가
저비용 요격기 완성탄(AUR) 및 사격 통제	M903 발사대 및 IBCS(통합전투지휘체계) 연동 1QFY27 시연 가능	1백만 달러 미만
저비용 고체로켓모터	MOSA(개방형 시스템 구조) 기반 연동 안전기준(MIL-STD-1901) 준수 및 지상/통합 시연	25만 달러 이하
저비용 탐색기(Seeker)	교란/약전후 등 환경에서 표적 획득 • 추적 • 제도 유도 비행시험 지원	25만 달러 이하
사격통제 및 비행유도 구현	IBCS(통합전투지휘체계) 연동 및 발사 후 비행 • 통신 • 메시지 관리 HWIL(실장비 결합 시뮬레이션) 평가 가능	25만 달러 이하

자료: xTech, 키움증권 리서치센터

주요 기업의 공개된 무기 체계 비교

기업	공개 비교 체계	현재 단계	직접 비행 시험	직접 요격 시험	실전 배치/운용	실전 요격
RTX	David's Sling/ Stunner	실전 운용 체계	O	O	O	O
Anduril	Roadrunner-M/ Lattice	생산/계약, 준운용	O	O	△	미확인
AEON	Zeus	프로토타입	O	O	X	X
AeroVironment	Freedom Eagle-1	전력화 준비	O	△	X	X
AirX	Katana	개발 단계 / 공개 시험 제한	미확인	미확인	X	X
Furientis	Short-range surface-to-air interceptor	Demonstrator 비행 시험	O	미확인	X	X
QinetiQ	Rattler-LCI / Rattler ST proxy	Interceptor 개발 / Target 검증	△	미확인	X	X
Greenjets	Kestrel	개발 / 시연 예정	미확인	미확인	X	X
UDD Tech	F-drones LITAVR / LITAVR proxy	Proxy 실전 운용	O	O	O	O
Wardstone	Hailstorm Ground	프로토타입 / 비행 • 요격 demo	O	O	X	X
LIG D&A	M-SAM II	전력화/실전 운용	O	O	O	O

자료: 각 사, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

저비용 요격기 완성탄(AUR) 및 사격 통제(FC) 주제 적합성 여부

기업	AUR+FC	요격 대상	M903 + IBCS 가능성	개발/검증 단계	국적
RTX	AUR/FC O	ABT O / CM O / CRBM O / SRBM O	IBCS 기반 / M903 연계 유력	실전 검증	미국
Anduril	AUR O / FC △	ABT O / CM △ / CRBM X / SRBM X	Open Architecture / 기존 방공 C2 연동	요격 검증	미국
AEON	AUR/FC O	ABT O / CM △ / CRBM △ / SRBM △	Open Architecture / 현용체계 연동 지향	요격 검증	미국
AeroVironment	AUR/FC O	ABT O / CM △ / CRBM △ / SRBM △	기존 C2-Radar 연동 / Radar-agnostic	요격 검증	미국
AirX	AUR O / FC △	ABT O / CM X / CRBM X / SRBM X	기존 방공망 연동 지향	개발 단계	미국
Furientis	AUR O / FC △	ABT O / CM △ / CRBM △ / SRBM △	타 Launcher-Platform 확장 설계	비행 검증	미국
QinetiQ	AUR O / FC △	ABT O / CM △ / CRBM △ / SRBM △	Open Systems / interoperability 지향	비행 검증	영국
Greenjets	AUR O / FC △	ABT O / CM △ / CRBM X / SRBM X	Integrated mission-ready system 지향	개발 단계	영국
UDD Tech	AUR O / FC △	ABT O / CM △ / CRBM X / SRBM X	기존 Radar/C2 연동형 지향	비행~요격 단계	미국
Wardstone	AUR/FC O	ABT O / CM O / CRBM △ / SRBM O	기존 Sensor-C2 Plug-in 설계	비행 검증	미국
LIG D&A	AUR/FC O	ABT O / CM O / CRBM O / SRBM O	미국체계 통합 필요 / IAMD 연계 가능	실전 검증	한국

자료: 각 사, 언론 보도, 카운트다운 리서치센터

주) ABT: 항공기/순항미사일/UAV, CM: 순항미사일, CRBM: 근거리 탄도미사일, SRBM: 단거리 탄도미사일

다양한 대드론 전술과 무기 체계 접목 시도

대드론 방어는 단일 무기 체계가 아닌 소프트킬과 하드킬을 결합한 다층 방어 체계로 발전하고 있다. 드론은 크기와 비행 고도, 속도, 통신 방식에 따라 대응 방법이 달라지기 때문에 하나의 무기로 모든 위협을 방어하기 어렵다. 이에 최근 주요 대드론 체계는 1) 전파 방해·GPS 교란 등을 수행하는 전자전, 2) 기관포·대드론 탄약을 통한 하드킬, 3) 저가형 요격 미사일 체계 도입, 4) 요격 드론, 5) 레이저 무기 체계 등을 상황에 따라 선택적으로 사용하는 구조가 확산되고 있다. 대드론 방어의 핵심은 위협의 정도와 특성에 따라 가장 비용 효율적인 요격 수단을 배정하는 것이다.

최근 이 중에서 주목받는 기술은 고에너지 레이저(HEL) 체계이다. 레이저는 별도의 요격탄을 소모하지 않고 전력 공급이 지속되는 한 반복 교전이 가능해 대량의 저가 드론에 대응하기 유리하다. 이스라엘 업체 Rafael이 운용하는 대표적인 레이저 무기 체계인 Iron Beam은 100kW급 출력, 최대 약 10km의 교전 거리를 목표로 드론과 로켓, 박격포, 순항 미사일 등에 대응하도록 설계되었다. 특히, Iron Beam은 빠른 재표적화 시스템을 통해 군집 드론 공격에도 대응이 가능하고 매우 낮은 요격 비용이 핵심 장점으로 꼽힌다.

한국형 레이저 무기 체계로는 한화시스템이 전력을 시도 중인 천광 Block-I 이 있다. 천광은 광섬유 기반 고출력 레이저를 이용해 드론을 타격하는 체계로 지난 24년 12월부터 전력을 추진 중이다. 올해 들어 ADD와 한화시스템이 핵심 구성품인 레이저 발전기의 국산화에 성공하며 국산화율은 76% 수준에서 90%로 크게 증가하였다. 또한, 시험 평가에서도 드론 격추 시간이 기존 2~4초에서 1~2초로 단축되며 성능이 대폭 향상되었다.

다만, 천광 Block-I 의 경우 아직까지 레이저 출력이 20kW급으로 소형 드론 정도만 대응이 가능하다는 제약이 있다. 이에 천광 Block-II 개발을 통해 레이저 방공 체계의 고도화를 진행하고 있다. 천광 Block-II 성능 개량이 마무리되면 출력과 정밀도, 기동성이 향상되며 군집 드론 대응 등이 가능해질 것으로 기대한다. Block-II 단계에서는 교전 거리도 확대되며 장갑차 등 기동 무기 체계에 탑재하여 기동형 레이저 방공 체계로 운용이 본격화될 것으로 전망한다.

요격 드론을 활용한 하드킬 체계도 새로운 대안으로 부상하고 있다. 레이더가 접근하는 자폭 드론을 탐지·추적한 뒤 요격 드론을 발사해 직접 충돌하거나 근접 폭발 방식으로 제거하는 체계이다. 방위사업청은 중형 자폭 드론에 대응하기 위한 대드론 하드킬 근접방호체계를 신속시험사업으로 추진하고 있다. LIG D&A와 니어스랩이 컨소시엄을 구성하여 지난 6월부터 해당 사업을 진행 중이다. 양산 단계로 진입할 시 니어스랩은 자체적으로 개발한 요격 드론 KAIDEN을 공급할 예정이다. 러시아와 우크라이나, 이란 등 국가의 드론 운용 현황을 고려할 때 양산 규모는 수만 대 수준이 될 것으로 전망한다.

Iron Beam과 천광 제원 비교

구분	Iron Beam	천광 Block-I
기업	Rafael/ESLT	한화시스템
레이저 출력	100kW급	20kW급
교전 거리	최대 10km	3km 이내
주요 표적	UAV, 박격포탄, 로켓, 포탄, Cruise Missile	소형 UAV
군집 드론 대응	대응 가능	제한적
이동성	ISO-Compatible Pallet / 다양한 플랫폼 통합	Block-I 고정형
실전 배치 단계	실전 운용 단계	24년 12월 전력화

자료: 각 사, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

천광 운용 개념도



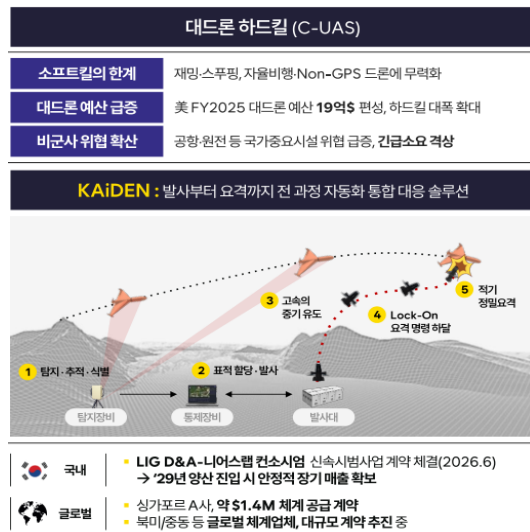
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

비호복합



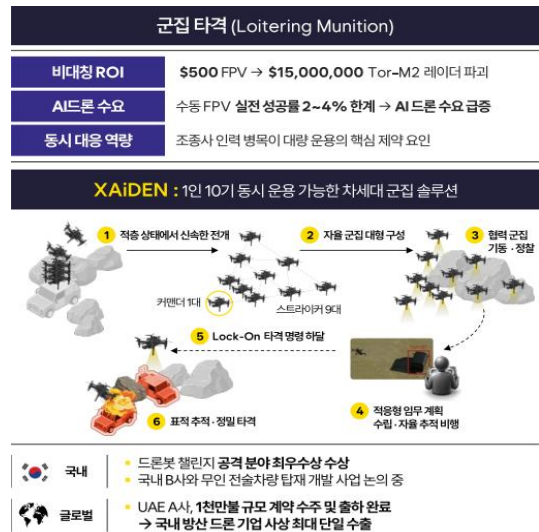
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

니어스랩의 대드론 하드킬 무기 체계



자료: 니어스랩, 키움증권 리서치센터

니어스랩의 군집 타격 솔루션



자료: 니어스랩, 키움증권 리서치센터

>>> High-end 무기 체계에 대한 수요는 그대로

여전히 전쟁의 한 축은 고성능 전투기가 담당한다

최근 현대전에서 드론이나 무인기의 전술/전략적 중요성이 크게 높아졌지만, **제공권 장악과 적 방공망 무력화, 지속적인 정밀 타격이라는 현대전의 핵심 임무는 여전히 고성능 전투기가 담당하고 있다.** 중동 전쟁에서 미국은 개전 초기 F-35, F-22, F-15E 등 고성능 전투기와 함께 JASSM 계열 등 장거리 공대지 미사일을 집중적으로 투입하며 이란의 방공망과 지휘통제시설, 미사일 관련 시설 등 핵심 표적을 공격하였다. JASSM 미사일은 전쟁 개시 직후 100시간 동안 56발 가까이 소진되었고, 이후 약 4주간 1,000발 이상의 미사일이 소모되었다.

적 방공망의 위협이 높은 전쟁 초기에는 전투기를 활용하여 방공망의 사거리 밖에서 장거리 미사일을 투입하거나 스텔스 전투기가 SEAD/DEAD 임무를 수행하는 방식으로 방공망을 무력화시킨 이후 전투기의 작전 범위를 확대하는 방식이다. 제공권을 확보한 뒤에는 직접투하형 정밀유도폭탄 등을 활용하여 지속적인 정밀 타격이 가능해진다. 이는 드론이 발전하더라도 고성능 전투기의 전략적 가치가 쉽게 감소하기 어려운 이유이다. 결국 현대 공중전은 드론이 전투기를 대체하기 보다 고성능 유인 전투기를 중심으로 무인 체계를 통합하는 방향으로 발전하고 있다.

이러한 변화 속에서 KF-21 역시 본격적인 전력화 단계에 진입하였다. 지난 9월 22일 양산 1호기 인도를 시작으로 28년까지 총 40대의 KF-21 Block-I 이 인도될 계획이다. **KF-21 Block-I 은 공대공 전투 능력 확보에 초점을 맞춰 Meteor 장거리 공대공 미사일과 IRIS-T 단거리 공대공 미사일 등을 운용하고, 향후 Block-II에서 공대지 능력을 추가해 다목적 전투기로 발전하게 된다.** KF-21의 개발 로드맵 상 28년까지 Block-II 공대지 능력 확보를 목표로 하고 있다.

또한, KF-21을 중심으로 국산 항공무장 생태계가 동시에 확장되고 있다는 점도 긍정적이다. 현재 해외 무장인 Meteor, IRIS-T 공대공 미사일을 초기 전력으로 확보하는 동시에 장거리 공대공유도탄, 단거리 공대공유도탄-II 사업으로 국산화를 병행하고 있다. 장거리 공대지유도탄의 개발 사업도 순조롭게 진행되고 있고 공대함 유도탄은 사업 타당성을 검토 중인 것으로 파악된다. 이에 KF-21의 전력화와 더불어 공대공, 공대지, 공대함의 단계적인 무장 체계 확대가 기대된다. 무장 통합의 국산화가 성공적으로 마무리될 경우 전투기 플랫폼 수출 시 국산 항공무장 생태계의 성장에 긍정적일 것으로 판단한다.

주요 공격 미사일 소모분과 재고 보충 기간 예상

구분	중동 전쟁 소모량	FY2027 요구 수량	FY2026 인도 수량	연간 생산 능력 (현재 / 중설 목표치)	재고 보충 기간
Tomahawk	1,000+	785	207	600 / 1,000	30년 후반 ~ 31년 초반
JASSM	1,100+	821	484	860	27년 중반

자료: CSIS, 키움증권 리서치센터

KF-21 전력화 일정

시점	단계	주요 내용	전력 관점
2015.12	체계개발 착수	KF-X/KF-21 체계 개발 시작	최초 개발 사업 계약 체결
2021.4	시제 1호기 출고	KF-21 최초 공개	지상시험 단계
2022.7	최초 비행	시제 1호기 첫 비행 성공	비행시험 본격화
2023.5	잠정 전투용 적합 검토	양산 착수를 위한 잠정 전투용 적합 판정 획득	조기 양산 기반 확보
2024.6	최초 양산 1차 계약	최초 양산 20대 계약 체결	Block-I 양산 시작
2025.6	양산 2차 계약	추가 양산 20대 계약 체결	2028년까지 40대 전력화 확정
2026.3.25	양산 1호기 출고	최초 양산기 공개	공군 인도 준비
2026.6	최종 전투용 적합 검토	Block-I 기본 성능, 공대공 능력 검증 오나료	실전 운용 가능성 공식 확인
2026.9.22	공군 1호기 인도	KF-21 001호기 공군 공식 인수	양산기 인도 시작
2028	Block-I 40대	최초 양산 40대 인도 완료 예정	공대공 중심 전력 구축
2032	후속 80대	공대지·공대함 능력 포함 후속 물량 생산	총 120대 체재 구축 목표

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

KF-21 무장 통합 계획과 관련 업체

구분	무장	현재 상태	주요 관련 업체	내용
공대공	Meteor	통합 완료	MBDA	중거리 공대공 대응 능력 확보
공대공	IRIS-T	통합 완료	Diehl Defence LIG D&A (현지생산)	단거리 공대공 대응 능력 확보
공대공	단거리 공대공-II	체계 개발	LIG D&A, 한화에어로스페이스	IRIS-T급 대체 국산화
공대공	장거리 공대공	개발사업 추진	LIG D&A, 현대로템, 한화에어로스페이스	Meteor급 대체 국산화
공대지	KGGB	통합/시험	LIG D&A	한국형 GPS 유도폭탄
공대지	장거리 공대지 유도탄-II	Block-II 통합 목표	LIG D&A, 한화에어로스페이스	Taurus급 대체 국산화
공대함	공대함 유도탄	사업 추진 보류	LIG D&A	25년 한국국방연구원(KIDA)의 사업 타당성 조사에서 미확보 판정

자료: 각 사, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

KF-21 기반 6세대 전투기 개발 로드맵



자료: 언론보도, 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

III. 방산 업종 투자 전략

>>> 방위 산업 투자의견: 비중확대(Overweight) 유지

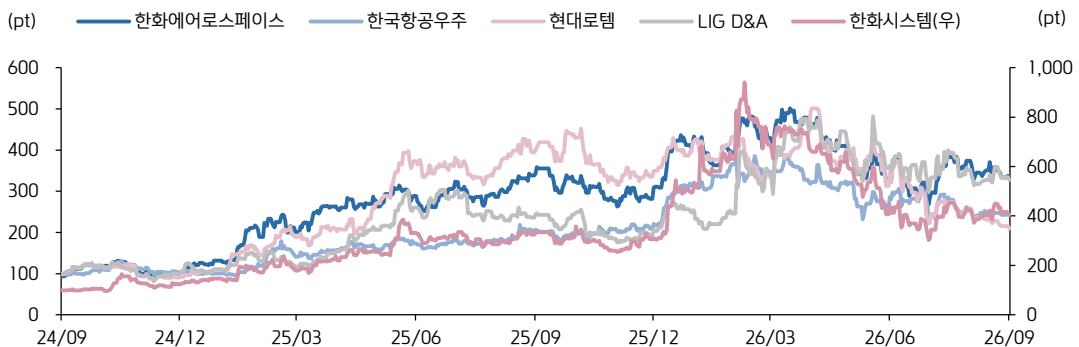
1H26 Review

1H26 방산 5사의 매출액은 22.6조원(YoY +27.4%), 영업이익은 2.85조원(YoY +29.2%)을 기록하며 견조한 성장세가 지속되고 있다. 1H26 영업이익률은 12.6%로 1H25 12.4% 대비 소폭 개선되었다. 국내 방산 업체들의 전반적인 수출 매출 성장과 상반기 고환율 기조가 맞물리며 견조한 수익성이 지속되었다는 점이 긍정적이다. 일부 업체들의 납품 일정을 감안할 때 하반기에도 강한 매출 성장세가 유지될 것으로 판단한다. **다만, 방산 5사의 수주잔고는 약 163조원을 기록하며 25년말 대비 2% 소폭 감소하였다. 중동 전쟁의 영향으로 상반기 중동 지역에서 기대했던 수주 일부가 지연되고 있다. 중동 전쟁의 장기화에 따라 일부 수주는 올해 연말이나 내년 초까지 지연될 가능성이 존재한다.** 러-우 전쟁과 중동 전쟁의 영향으로 방산 수요가 증가하고 있음을 감안할 때 중장기 관점에서 수주잔고 확대 흐름은 지속될 것으로 판단한다.

견조한 상반기 실적에도 불구하고 신규 수주의 지연 영향으로 방산 5사의 주가는 부진한 흐름이 이어지고 있다. 방산 5사의 합산 시가총액은 연초 대비 6% 소폭 상승하였지만, 중동 전쟁 시기인 4월 고점 대비 35% 가까이 조정 흐름이 나타났다. 밸류에이션 측면에서도 12MF PER이 4월 고점 당시 34배에서 최근 21배까지 축소되었다. **현재 밸류에이션은 과거 22~25년 평균과 유사한 수준이다. 글로벌 Peer 평균인 24배 대비로도 저평가 구간에 진입하였기 때문에 국내 방산 업체들의 성장성을 고려할 때 현재 방산 업종 주가는 바닥에 근접한 것으로 판단한다.**

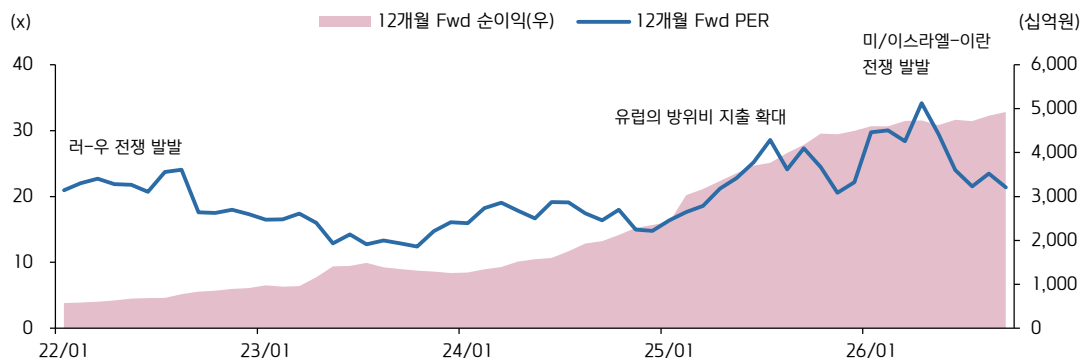
하반기는 올해 기대 중이던 주요 수주 파이프라인의 수주 성과가 나타날 것으로 기대하기 때문에 국내 방위 산업에 대한 비중확대(Overweight) 의견을 유지한다. Top Pick으로 LIG D&A와 한화에어로스페이스를 제시한다. 중동 전쟁의 영향에 따른 방공 무기 체계와 대드론 대응 체계 수요 급증의 수혜가 가장 클 것으로 판단한다.

최근 2년간 국내 방산 5사 주가 추이



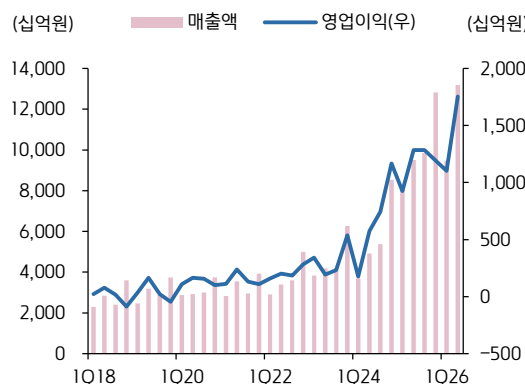
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 방산 5사 12개월 Fwd PER 및 순이익 추이



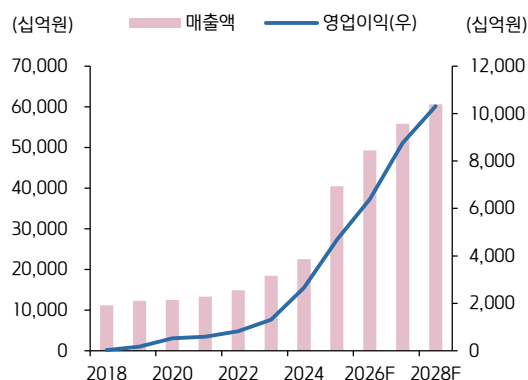
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

방산 5사 분기별 실적 추이



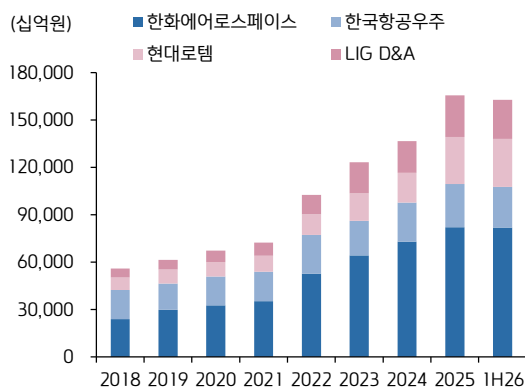
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

방산 5사 연도별 실적 추이 및 전망



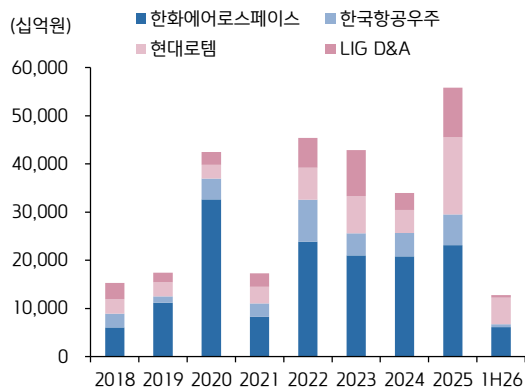
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

방산 5사 수주잔고 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터
주) 한화시스템은 한화에어로스페이스에 포함

방산 5사 신규수주 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터
주) 한화시스템은 한화에어로스페이스에 포함

주요 수주가 다소 지연되고 있으나 중장기 성장 기대감은 유효

올해 수주가 유력할 것으로 기대했던 중동 지역의 일부 수주 파이프라인이 전쟁 영향으로 지연되고 있다. 한화에어로스페이스의 사우디 지상군 사업, 현대로템의 이라크 전차 사업 등이 올해 연말에서 내년 초로 수주 시점이 이연될 가능성이 높은 상황이다. 다만, 그럼에도 불구하고 중장기 관점에서 유럽, 중동, 아시아-태평양 지역을 중심으로 방위비 증가 기조가 이어지며 해외 수주 확대 기대감은 유효할 것으로 판단한다. 러-우 전쟁과 중동 전쟁 장기화로 주변국들의 방위력 개선 움직임이 지속적으로 확인되고 있다. 특히, 최근 들어 급증한 수요 대비 공급이 크게 부족한 방공 무기 체계를 중심으로 수주 확대가 기대된다.

유럽 지역에서 지상 무기 체계의 수주 확대는 지속될 것으로 전망한다. 러-우 전쟁의 장기화 속 NATO와 러시아의 긴장감이 증가하고 있다. 올해 4분기 폴란드와 K2 전차, K9 자주포의 3차 계약 논의가 진행될 것으로 기대한다. 루마니아는 216대 규모의 차세대 장갑차 사업을 추진 중으로 현대로템이 입찰에 참여할 예정이다. 이 외에도 다수의 유럽 국가들이 천무 도입을 논의 중이다. 올해 들어 노르웨이, 에스토니아, 크로아티아 등 유럽 지역 내 천무 도입 국가가 늘어나고 있다. 또한, 유럽 지역에서 한국의 방공망 체계에 관심이 증가하고 있다는 점이 긍정적이다. 러-우 전쟁과 중동 전쟁의 여파로 방공 무기 재고가 급감하면서 공급 부족이 심화되고 있다. 이에 스위스는 Patriot 인도 지연에 따른 전력 공백 문제를 L-SAM 또는 SAMP/T NG 도입하여 해결할 계획이다. 루마니아와 크로아티아도 약 2조원 규모의 천궁II 5개 포대 도입을 검토 중인 것으로 파악된다.

중동 지역은 최근 전쟁 장기화의 영향으로 일부 사업들의 수주 논의가 지연되고 있다. 다만, 중동 전쟁이 마무리될 경우 중동 국가들은 국방력 제고를 위해 방위비 지출을 대폭 확대할 것으로 전망한다. 특히, 중동 지역에서 한국 방공망 체계에 관심도가 높다. 전쟁 중 UAE에 배치되어 있던 천궁II가 높은 요격 성공률을 보이며 성능을 입증하였다. 이에 카타르, 쿠웨이트 등 중동 국가들이 천궁II 추가 도입을 논의하고 있다. 또한, 전쟁 중 소모된 유도탄의 재고 확충 수요가 발생하며 LIG D&A의 수주 기회가 크게 확대될 것으로 기대한다. 이 외에도 지연되고 있던 사우디와 이라크 대상 지상 무기 체계 수주 논의도 재개될 것으로 전망한다. 중동 지역은 고성능 전투기 전력에도 관심을 가지고 있어 본격적인 전력화가 시작된 KF-21의 수출이 기대된다.

아시아-태평양 지역은 주요 고객인 동남아시아를 중심으로 항공 및 해양 전력에 대한 수주 논의가 활발하게 진행되고 있다. 동남아시아 지역 특성상 섬 지형으로 이루어져 있어 지상군 보다는 항공기와 함정, 방공망에 대한 도입이 늘어날 것으로 판단한다. 올해는 KF-21 공동 개발국인 인도네시아와 16대 규모의 KF-21 수출 사업이 논의되고 있다. 필리핀과 말레이시아도 KF-21 도입에 큰 관심을 보이고 있어 향후 수출 확대가 기대된다. 말레이시아와 인도네시아는 방공망 현대화의 일환으로 천궁II 도입을 검토 중인 것으로 파악된다.

국내 방산업체 주요 기대 수출 사업

기업	무기	국가	내용
한화에어로스페이스	K9	사우디	사우디 왕실 지상군 현대화 사업에 K9 도입 관심
		이라크	포병 전력 강화를 위해 K9 도입 관심
		에스토니아, 핀란드	기존 수출국 중심으로 K9 추가 도입 검토
	천무	사우디	사우디 왕실 지상군 현대화 사업에 천무 도입 관심
		이라크	포병 전력 강화를 위해 천무 도입 관심
한국항공우주	FA-50	이집트	36대 규모 수출 협상 진행 중(잠재 소요 100대) 26~27년 계약 체결 기대
		말레이시아	FA-50 18대 규모의 2차 사업 추진 예상
		슬로바키아	조종사 양성을 위한 훈련기 교체 사업 기종으로 FA-50 도입 검토
		불가리아	FA-50 도입에 관심 표명
	수리온	UAE/이라크	총 1.7조원 규모의 회전익 수출 계약 체결 기대
	KF-21	인도네시아	KF-21 16대 도입 계약 논의(기존 48대 대비 축소)
		필리핀, 말레이시아	KF-21 Block II 도입 관심
		사우디, UAE	KF-21 기반 6세대 전투기 플랫폼 개발 사업 참여 희망
현대로템	K2	폴란드	26년 잔여 물량 640대 중 3차 계약 논의 시작 예상
		루마니아	신형 전차 216대 도입 예정, K2 전차 유력 후보 거론
		이라크	약 250대 규모의 K2 전차 도입 검토
		중동	K2ME 전차 성능 개량 사업의 시험 평가 진행 후 수출 추진 기대
	K2/K808	페루	군 현대화 사업의 일환으로 K2 및 K808 후속 물량 수출 계약 기대
LIG D&A	M-SAM II	UAE	미국/이스라엘-이란 전쟁 발발 이후 천궁 2 추가 도입 관심 표명
		카타르, 쿠웨이트	미국/이스라엘-이란 전쟁 발발 이후 천궁 2 도입 논의 중
		말레이시아	말레이시아 방공망 현대화 사업에 참여 논의 중
		인도네시아	인도네시아 국방군수청이 구매의향서(LoI) 발행
		루마니아, 크로아티아	계약 규모 약 2조 원으로 5개 포대 수출 협상 중
	L-SAM	중동	L-SAM 국내 양산 시작, 중동 지역 수출 추진 기대
	Vision 60	미국 등	자회사 GRC의 4족 보행 로봇 수출 확대 기대

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

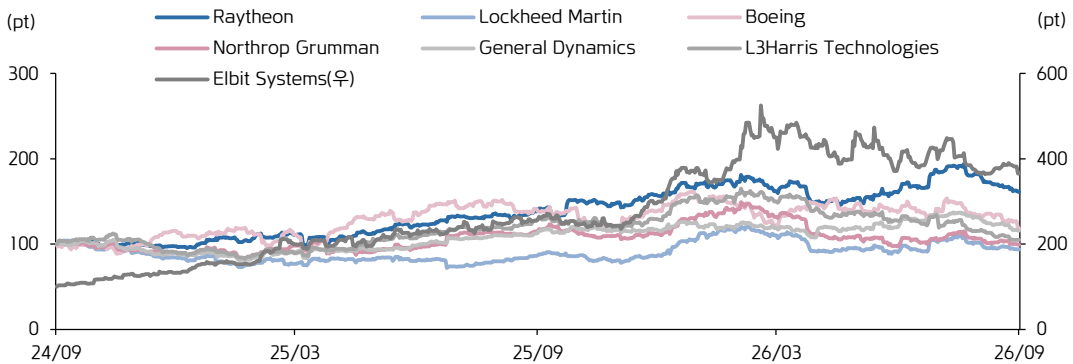
상대적인 저평가 구간 진입, 밸류에이션 회복의 계기가 필요

상반기 수주 지연의 영향으로 국내 방산 업체들의 주가가 고점 대비 큰 폭으로 조정을 받으며 현재 밸류에이션 부담은 완화되었다. 국내 방산 업체들의 12MF PER은 21배 수준으로 국내 방산 업체의 성장성을 감안할 때 글로벌 Peer 평균 24배 대비 저평가 구간에 진입한 것으로 판단한다.

국내 방산 4사의 26년 평균 EPS 성장률과 27년 평균 EPS 성장률은 각각 41.1%, 42.8%로 고성장이 지속될 것으로 전망한다. 같은 기간 미국 방산 업체의 평균 EPS 성장률은 26F 19.6%, 27F 9.3% 이고, 유럽 방산 업체의 평균 EPS 성장률은 26F 23.3%, 27F 24.6%로 추정된다.

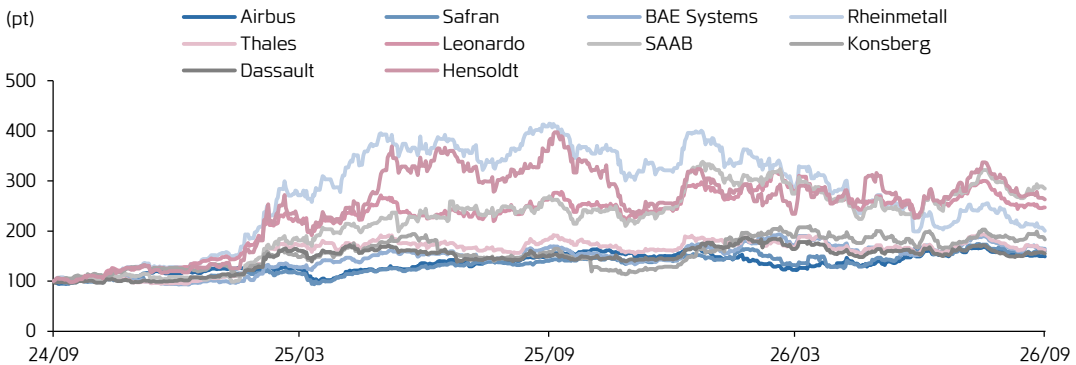
다만, 국내 방산 업종 밸류에이션 회복을 위해서 수주 확대가 선행할 필요가 있다. 미국 방산 업체는 올해 방공망 생산 능력 확대와 더불어 장기 공급 계약 체결에 힘입어 상반기 수주잔고가 25년말 대비 12% 증가하며 견고한 성장세를 보였다. 유럽 방산 업체의 경우 상반기 수주잔고가 25년말과 유사한 수준이지만 유럽 지역 내 국방 사업 증가의 수혜를 누리고 있다. 국내 방산 업체는 수주 지연의 영향으로 상반기 기준 수주잔고가 25년말 대비 2% 소폭 감소하였다. 올해 연말까지 방공망 수주 확보 등을 기점으로 수주잔고 증가세가 지속되며 중장기 성장 흐름이 강화될 것이라 점을 보여줄 필요가 있다.

최근 2년간 미국 방산 업체 주가 추이



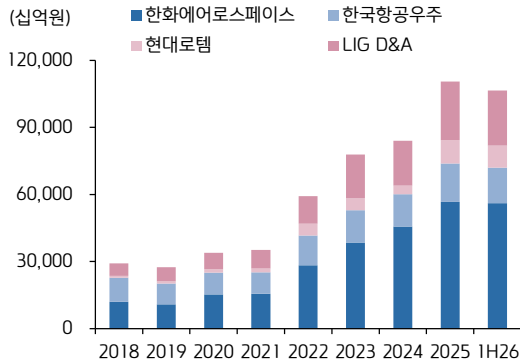
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

최근 2년간 유럽 방산 업체 주가 추이



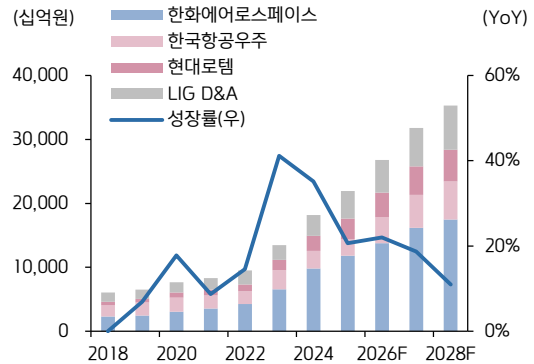
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

방산 5사 방산 부문 수주잔고 추이



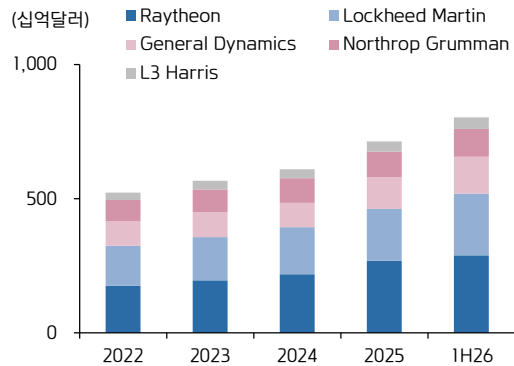
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터
주) 한화시스템은 한화에어로스페이스에 포함

방산 5사 방산 부문 매출/성장률 추이 및 전망



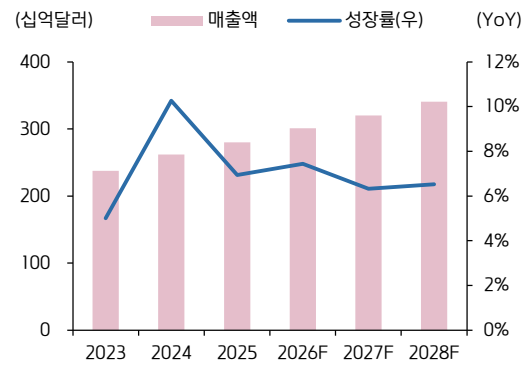
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터
주) 한화시스템은 한화에어로스페이스에 포함

미국 방산 업체 수주잔고 추이



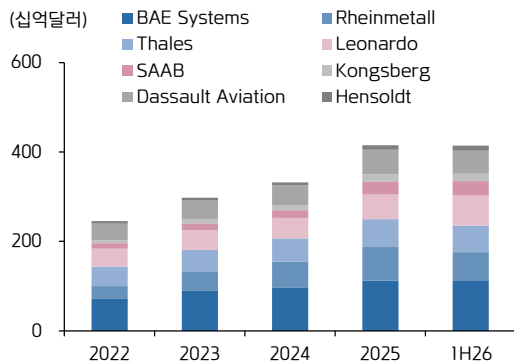
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 방산 업체 매출/성장률 추이 및 전망



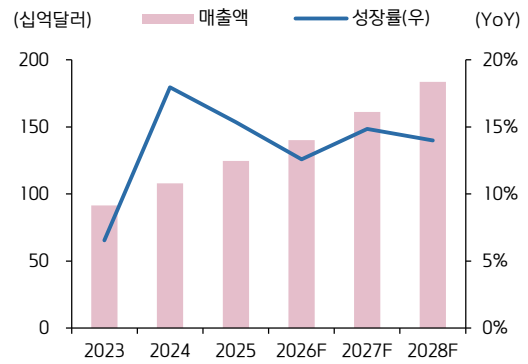
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유럽 방산 업체 수주잔고 추이



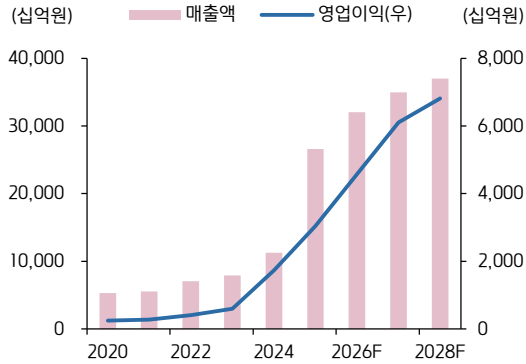
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유럽 방산 업체 매출/성장률 추이 및 전망



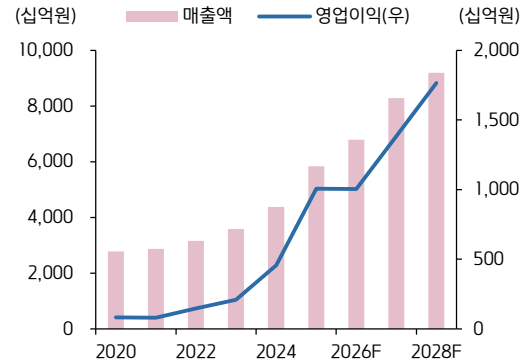
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망



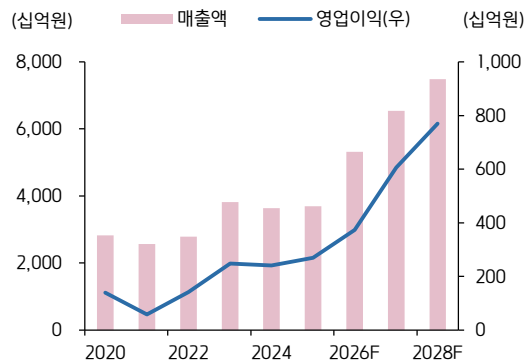
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

현대로템 실적 추이 및 전망



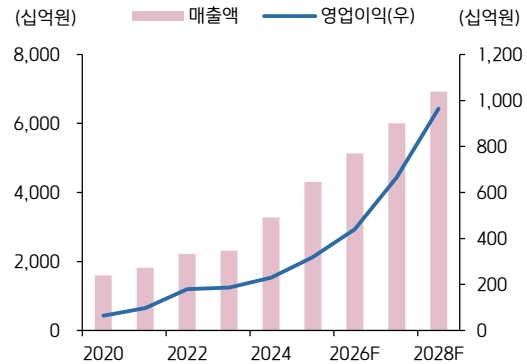
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 실적 추이 및 전망



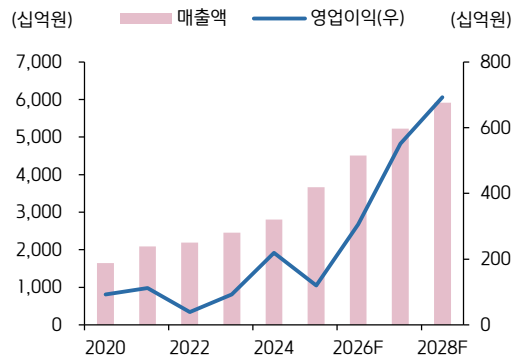
자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

LIG D&A 실적 추이 및 전망



자료: LIG D&A, 키움증권 리서치센터

한화시스템 실적 추이 및 전망



자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

>>> Appendix. Peer Table

방위 산업 국내외 Peer Earnings table

(단위: 십억원, %)

	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률	
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
한국							
한화에어로스페이스	52,182	32,083	34,729	4,680	5,793	14.6	16.7
LIG D&A	14,916	5,130	6,116	464	649	9.0	10.6
한화시스템	13,583	4,511	5,075	247	451	5.5	8.9
한국항공우주	12,418	5,393	6,667	380	612	7.0	9.2
현대로템	12,257	6,773	8,059	1,093	1,470	16.1	18.2
미국							
Raytheon	343,592	130,637	140,548	17,552	19,227	13.4	13.7
Boeing	197,983	133,147	153,080	1,938	7,385	1.5	4.8
Lockheed Martin	162,439	109,990	116,109	13,167	13,909	12.0	12.0
General Dynamics	122,821	75,886	79,649	7,983	8,666	10.5	10.9
Northrop Grumman	97,616	59,831	63,919	6,284	6,829	10.5	10.7
L3Harris Technologies	60,132	32,071	34,271	5,105	5,495	15.9	16.0
EU							
Airbus	236,331	128,917	143,919	12,146	14,442	9.4	10.0
Safran	215,197	57,303	63,200	10,295	11,634	18.0	18.4
BAE Systems	106,203	60,145	66,017	6,519	7,285	10.8	11.0
Thales	71,897	36,813	40,064	4,732	5,327	12.9	13.3
Rheinmetall	70,038	21,595	29,138	3,884	5,618	18.0	19.3
SAAB	45,718	13,493	16,454	1,458	1,852	10.8	11.3
Leonardo	43,963	34,557	38,063	3,336	3,944	9.7	10.4
Kongsberg Gruppen	39,030	6,103	9,062	1,022	1,644	16.8	18.1
Dassault Aviation	34,676	13,628	15,142	1,279	1,544	9.4	10.2
Hensoldt	13,474	4,416	5,150	551	693	12.5	13.4

자료: Bloomberg (9/29) consensus, 키움증권 리서치센터

방위 산업 국내외 Peer Valuation table

(단위: x, %)

	P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
한국								
한화에어로스페이스	22.3	17.4	4.3	3.6	21.9	22.9	11.6	9.2
LIG D&A	39.8	28.2	8.5	6.8	23.2	26.2	25.5	19.0
한화시스템	105.9	35.1	2.6	2.5	2.7	7.2	33.5	22.7
한국항공우주	46.8	27.5	6.0	5.1	13.6	20.0	29.1	19.4
현대로템	13.7	10.4	3.1	2.4	25.5	26.1	8.9	6.2
미국								
Raytheon	25.9	23.8	3.7	3.6	14.4	14.8	18.4	16.5
Boeing	N/A	47.8	22.7	13.6	-8.3	36.7	40.1	20.0
Lockheed Martin	17.0	15.8	11.1	9.4	81.4	65.5	11.8	11.0
General Dynamics	19.7	18.0	3.2	3.0	17.3	17.6	13.6	12.3
Northrop Grumman	17.5	16.7	3.8	3.4	22.9	21.4	13.1	12.0
L3Harris Technologies	19.6	17.4	2.1	2.0	10.9	12.4	11.9	10.7
EU								
Airbus	26.4	22.1	5.2	4.6	20.8	22.8	12.9	11.1
Safran	31.8	25.6	8.4	7.2	27.1	28.6	16.8	14.9
BAE Systems	23.0	20.3	4.7	4.3	19.9	21.1	13.4	12.0
Thales	21.1	18.5	5.3	4.6	24.6	25.2	11.9	10.6
Rheinmetall	26.5	18.0	7.2	5.5	28.5	34.5	14.3	10.2
SAAB	41.0	32.1	6.5	5.6	17.2	18.6	23.2	18.5
Leonardo	20.3	16.5	2.7	2.4	13.3	14.5	10.8	9.2
Kongsberg Gruppen	43.5	29.1	15.1	11.8	29.4	47.5	30.1	19.8
Dassault Aviation	19.1	15.8	3.2	2.9	16.6	18.2	12.4	11.7
Hensoldt	41.8	32.0	7.6	6.7	16.5	20.0	17.8	14.6

자료: Bloomberg (9/29) consensus, 카움증권 리서치센터



기업분석

한화에어로스페이스 (012450)	BUY(Maintain)/목표주가 1,580,000원 수출 경쟁력 확대 국면
현대로템 (064350)	BUY(Maintain)/목표주가 240,000원 주가는 바닥에 근접
LIG D&A (079550)	BUY(Maintain)/목표주가 1,350,000원 수주는 늘어날 수밖에 없다
한화시스템 (272210)	BUY(Maintain)/목표주가 121,000원 천광에 거는 기대감
한국항공우주 (047810)	BUY(Maintain)/목표주가 230,000원 KF-21 전력화 구간 진입

한화에어로스페이스 (012450)



BUY(Maintain)

목표주가 1,580,000원

주가(9/29) 1,012,000원

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결

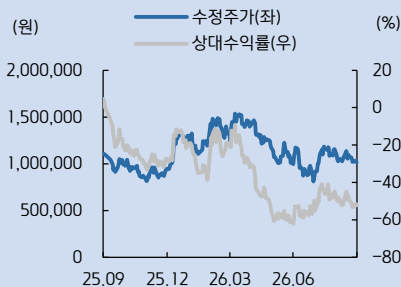
Stock Data

KOSPI (9/29)		6,870.81pt	
시가총액		521,822억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	1,537,000 원	810,000원	
최고/최저가 대비 등락	-34.2%	24.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-12.5%	-13.6%
	6M	-24.2%	-40.0%
	1Y	-4.4%	-52.3%

Company Data

발행주식수	51,563 천주
일평균 거래량(3M)	184천주
외국인 지분율	45.3%
배당수익률(26E)	0.6%
BPS(26E)	226,002원
주요 주주	한화 외 6인 35.8%

Price Trend



수출 경쟁력 확대 국면

>>> 견조한 지상방산 성장세 지속

3Q26 매출 7조 3,673억원(yoy +13.6%), 영업이익 1조 1,950억원(yoy +39.5%, OPM 16.2%)를 전망한다. 하반기 폴란드형 K9 자주포, 천무 납품이 확대되며 지상방산 부문의 성장세가 지속될 것으로 전망한다. 폴란드 이 외 이집트와 호주 수출도 증가할 것으로 판단한다. 다만, 상반기 대비 비우호적인 환율 여건으로 수익성 개선 폭은 다소 제한될 것으로 예상한다.

>>> 수출 국가와 제품 라인업 확대

상반기말 수주잔고는 38.3조원으로 25년말 37.2조원 대비 3% 증가하였다. 동사는 올해 유럽과 미국에서 연달아 수주 성과를 달성하며 수출 국가가 점차 확대되고 있다. 유럽 지역에서 노르웨이, 에스토니아, 크로아티아와 천무 공급 계약을 체결하였고, 핀란드/스페인과 K9 공급 계약을 체결하며 지상 무기 체계 공급이 확대되고 있다는 점이 긍정적이다. 또한, 지난 8월 미 육군의 차세대 자주포 사업의 시제품 공급자로 선정되며 향후 미국으로 K9 수출 가능성이 높아진 상황이다. 이 외에도 폴란드 3차 계약, 사우디 지상군 사업 등 견조한 수주 파이프라인을 보유하고 있어 지상방산 부문의 외형 확대가 지속될 전망이다. 하반기 방산 업종 내 Top Pick으로 제시한다.

>>> 투자이견 BUY, 목표주가 1,580,000원

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	11,240.1	26,702.9	32,037.5	34,970.0	37,015.6
영업이익	1,731.9	3,089.3	4,571.5	6,100.4	6,814.9
EBITDA	2,062.8	3,962.1	5,565.0	7,039.0	7,705.8
세전이익	2,647.4	2,209.9	4,230.7	5,851.5	6,716.0
순이익	2,539.9	2,202.0	3,448.0	4,435.5	5,090.7
지배주주지분순이익	2,298.9	1,405.0	2,221.0	2,962.6	3,335.5
EPS(원)	46,183	28,573	43,074	57,455	64,688
증감률(% YoY)	190.7	-38.1	50.7	33.4	12.6
PER(배)	7.0	32.9	25.5	19.1	17.0
PBR(배)	2.98	5.01	4.85	3.94	3.24
EV/EBITDA(배)	14.0	15.2	12.4	9.5	8.2
영업이익률(%)	15.4	11.6	14.3	17.4	18.4
ROE(%)	53.9	19.1	20.8	22.8	21.0
순차입금비용(%)	64.7	28.2	19.3	2.0	-17.3

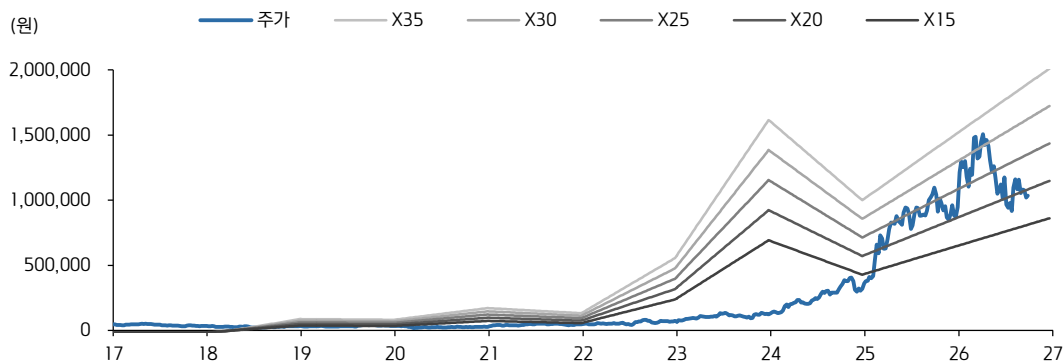
자료: 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	5,484.2	6,311.0	6,486.5	8,421.3	5,751.0	9,292.9	7,367.3	9,626.3	26,703.0	32,037.5	34,970.0
(YoY)	196.7%	126.5%	264.2%	74.5%	4.9%	47.2%	13.6%	14.3%	137.6%	20.0%	9.2%
영업이익	560.7	864.5	856.4	807.7	638.9	1,365.5	1,195.0	1,372.2	3,089.4	4,571.5	6,100.5
(YoY)	1398.9%	141.0%	96.4%	-10.2%	13.9%	57.9%	39.5%	69.9%	78.4%	48.0%	33.4%
OPM	10.2%	13.7%	13.2%	9.6%	11.1%	14.7%	16.2%	14.3%	11.6%	14.3%	17.4%
순이익	209.3	286.4	712.2	994.0	526.2	1,080.5	809.9	1,031.3	2,202.0	3,448.0	4,435.5
(YoY)	7901.3%	79.1%	123.8%	-51.7%	151.4%	277.2%	13.7%	3.8%	-13.3%	56.6%	28.6%
NPM	3.8%	4.5%	11.0%	11.8%	9.2%	11.6%	11.0%	10.7%	8.2%	10.8%	12.7%

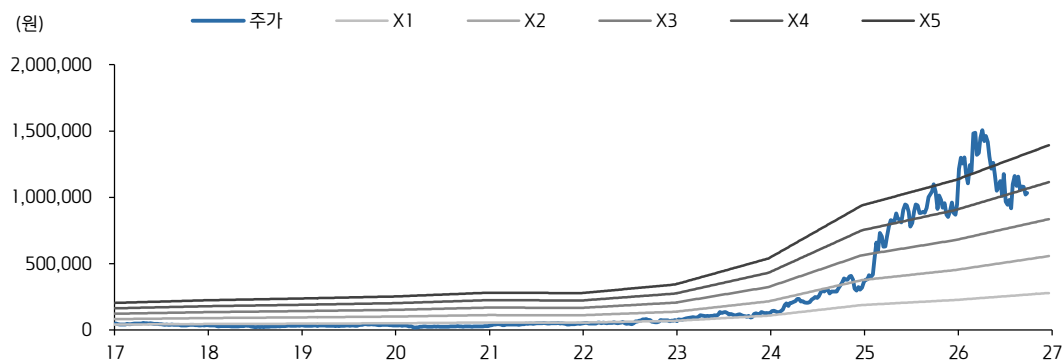
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 해외 수주 사례

무기 체계	수주 날짜	국가	대수	규모	비고
K9 자주포	2014.12	폴란드	120	832억 원	
	2016.12	폴란드	-	2,795억 원	
	2017.03	핀란드	48	1,915억 원	
	2017.04	인도	100	3,727억 원	
	2017.12	노르웨이	24	2,452억 원	
	2018.06	에스토니아	12	4,600만 유로	
	2020.08	에스토니아	6	-	
	2021.10	핀란드	10	약 3,000억 유로	
	2021.12	호주	30	10억 호주달러	K9 30문, K10 15대, 기타 지원장비
	2022.02	이집트	216	2조원 이상	K10, K11 포함
	2022.08	폴란드	212	3조 2,048억 원	
	2022.11	노르웨이	4	-	
	2022.11	핀란드	38	1.3억 유로	
	2023.01	에스토니아	12	3,600만 유로	
	2023.12	폴란드	152	3조 4,475억 원	
	2024.07	루마니아	54	1조 3,828억 원	K10 포함
	2025.04	인도	100	3,714억 원	2차 도입
	2025.04	폴란드	-	4,026억 원	
	2025.08	베트남	20	2.5억 달러	
	2025.09	노르웨이	24	-	
	2026.04	핀란드	112	5억 5,680만 유로	
	2026.08	스페인 방산기업 (인드라 시스템즈)	-	-	
천무	2017	UAE	10	약 7,000억 원	
	2022.03	사우디아라비아	-	약 1조 원	
	2022.11	폴란드	218	5조 476억 원	1차 실행계약
	2024.04	폴란드	72	2조 2,526억 원	2차 실행계약
	2025.12	에스토니아	6	4,366억 원	천무 발사대 6문, 미사일 3종
	2026.03	폴란드		3,410억 원	3차 실행계약(라이선스 계약)
	2026.03	폴란드		2조 241억 원	3차 실행계약(부품공급)
	2026.01	노르웨이	16	1조 3,162억 원	
	2026.05	에스토니아	3	-	'25년 12월 수주 연계
	2026.09	크로아티아	18	6,401억 원	
레드백	2023.12	호주	129	3조 2,000억 원	

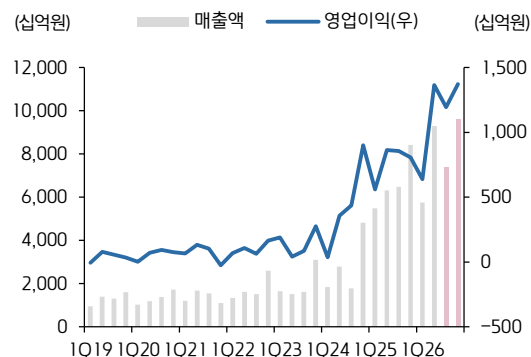
자료: 한화에어로스페이스, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 주요 해외 수주 파이프라인

무기 체계	국가	내용
K9/천무/장갑차	사우디아라비아	국가방위부(MNG) 사업 수주 기대. 사업 총 계약 규모 10조원대로 예상. 전쟁 상황 마무리 후 협상 재개 예정
K9	미국	미 육군 차세대 자주포 현대화 사업 우선협상대상자 선정 시제품 공급계약 3,100억 원 규모로 체결 시제품 평가를 거쳐 최종 양산 계약 체결 시 최대 30조 원 규모 기대
K9	에스토니아	기존 운용국의 필요에 따른 추가 도입 기대
K9	폴란드	EC3 계약 체결 기대
레드백	인도	인도군의 차기 보병전투차 사업 FICV에 제안 중

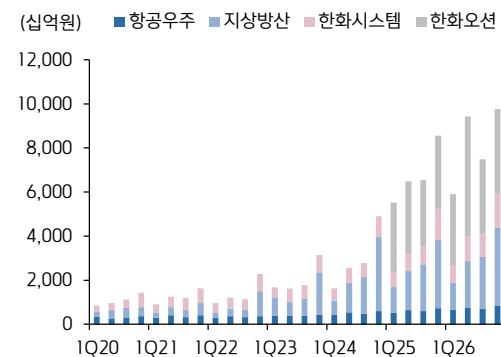
자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 분기별 실적 추이 및 전망



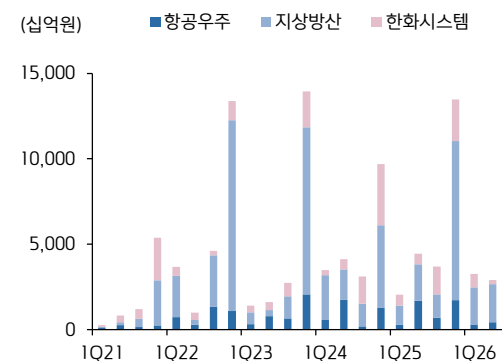
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 부문별 실적 추이 및 전망



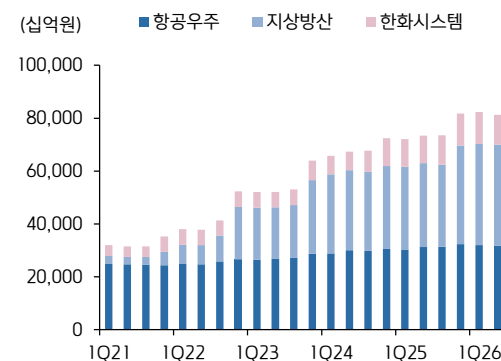
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 부문별 신규 수주 추이



자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 부문별 수주 잔고 추이



자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	11,240.1	26,702.9	32,037.5	34,970.0	37,015.6
매출원가	8,370.3	21,252.4	24,629.0	25,641.9	26,663.3
매출총이익	2,869.9	5,450.5	7,408.4	9,328.0	10,352.3
판매비	1,138.0	2,361.1	2,836.9	3,227.6	3,537.3
영업이익	1,731.9	3,089.3	4,571.5	6,100.4	6,814.9
EBITDA	2,062.8	3,962.1	5,565.0	7,039.0	7,705.8
영업외손익	915.5	-879.4	-340.8	-248.9	-98.9
이자수익	70.0	223.0	247.0	338.9	488.9
이자비용	242.5	489.7	489.7	489.7	489.7
외환관련이익	441.5	992.5	796.6	796.6	796.6
외환관련손실	349.0	1,058.3	853.1	853.1	853.1
중속 및 관계기업손익	105.3	-83.3	-83.3	-83.3	-83.3
기타	890.2	-463.6	41.7	41.7	41.7
법인세차감전이익	2,647.4	2,209.9	4,230.7	5,851.5	6,716.0
법인세비용	136.1	7.9	782.7	1,416.1	1,625.3
계속사업순손익	2,511.3	2,202.0	3,448.0	4,435.5	5,090.7
당기순이익	2,539.9	2,202.0	3,448.0	4,435.5	5,090.7
지배주주순이익	2,298.9	1,405.0	2,221.0	2,962.6	3,335.5
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	42.5	137.6	20.0	9.2	5.8
영업이익 증감률	191.4	78.4	48.0	33.4	11.7
EBITDA 증감률	121.0	92.1	40.5	26.5	9.5
지배주주순이익 증감률	181.2	-38.9	58.1	33.4	12.6
EPS 증감률	190.7	-38.1	50.7	33.4	12.6
매출총이익율(%)	25.5	20.4	23.1	26.7	28.0
영업이익률(%)	15.4	11.6	14.3	17.4	18.4
EBITDA Margin(%)	18.4	14.8	17.4	20.1	20.8
지배주주순이익률(%)	20.5	5.3	6.9	8.5	9.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,393.0	4,049.8	3,503.0	6,003.7	8,141.9
당기순이익	2,539.9	2,202.0	3,448.0	4,435.5	5,090.7
비현금항목의 가감	162.1	2,150.6	2,575.0	3,061.6	3,073.2
유형자산감가상각비	259.0	494.8	642.4	605.9	572.6
무형자산감가상각비	71.9	378.0	351.1	332.7	318.3
지분법평가손익	-1,257.2	-105.2	-83.3	-83.3	-83.3
기타	1,088.4	1,383.0	1,664.8	2,206.3	2,265.6
영업활동자산부채증감	-902.8	570.6	-1,494.7	73.5	1,604.0
매출채권및기타채권의감소	-1,096.9	-1,028.6	-688.7	-378.6	-264.1
재고자산의감소	-882.3	-1,107.7	-1,546.6	-850.2	-593.1
매입채무및기타채무의증가	-77.7	2,098.9	2,401.7	3,207.1	4,645.3
기타	1,154.1	608.0	-1,661.1	-1,904.8	-2,184.1
기타현금흐름	-406.2	-873.4	-1,025.3	-1,566.9	-1,626.0
투자활동 현금흐름	-1,367.3	-4,020.8	-2,074.4	-2,125.6	-2,186.4
유형자산의 취득	-578.2	-1,710.5	-362.0	-351.2	-341.0
유형자산의 처분	1.7	19.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-149.0	-263.4	-176.7	-196.4	-212.1
투자자산의감소(증가)	1,710.3	-1,919.6	-1,356.5	-1,356.5	-1,356.5
단기금융자산의감소(증가)	-265.6	-109.4	-142.1	-184.6	-239.7
기타	-2,086.5	-37.0	-37.1	-36.9	-37.1
재무활동 현금흐름	1,065.7	4,681.6	-1,825.7	-1,825.7	-1,825.7
차입금의 증가(감소)	1,283.1	2,133.4	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	4,208.8	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-19.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-119.8	-195.1	-360.1	-360.1	-360.1
기타	-78.6	-1,465.5	-1,465.6	-1,465.6	-1,465.6
기타현금흐름	70.1	35.0	1,137.3	1,137.3	1,137.3
현금 및 현금성자산의 순증가	1,161.4	4,745.6	740.3	3,189.7	5,267.1
기초현금 및 현금성자산	1,806.4	2,967.7	7,713.4	8,453.7	11,643.4
기말현금 및 현금성자산	2,967.7	7,713.4	8,453.7	11,643.4	16,910.5

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	22,981.7	30,705.4	35,484.3	41,992.1	50,540.2
현금 및 현금성자산	2,967.7	7,713.4	8,453.7	11,643.3	16,910.4
단기금융자산	366.3	475.8	617.9	802.5	1,042.2
매출채권 및 기타채권	3,365.3	3,447.6	4,136.4	4,515.0	4,779.1
재고자산	6,404.1	7,741.7	9,288.2	10,138.4	10,731.5
기타유동자산	9,878.3	11,326.9	12,988.1	14,892.9	17,077.0
비유동자산	20,580.2	23,248.2	24,066.6	24,948.8	25,884.2
투자자산	2,300.6	4,136.9	5,410.1	6,683.3	7,956.4
유형자산	8,385.9	9,524.4	9,244.0	8,989.3	8,757.7
무형자산	7,756.3	7,497.8	7,323.4	7,187.1	7,081.0
기타비유동자산	2,137.4	2,089.1	2,089.1	2,089.1	2,089.1
자산총계	43,561.9	53,953.7	59,550.9	66,940.9	76,424.3
유동부채	25,516.1	29,976.4	32,378.1	35,585.2	40,230.5
매입채무 및 기타채무	4,269.9	6,041.1	8,442.8	11,649.9	16,295.1
단기금융부채	6,204.4	7,093.2	7,093.2	7,093.2	7,093.2
기타유동부채	15,041.8	16,842.1	16,842.1	16,842.1	16,842.2
비유동부채	6,553.8	7,189.1	7,189.1	7,189.1	7,189.1
장기금융부채	4,570.2	5,828.8	5,828.8	5,828.8	5,828.8
기타비유동부채	1,983.6	1,360.3	1,360.3	1,360.3	1,360.3
부채총계	32,069.9	37,165.5	39,567.2	42,774.3	47,419.6
지배지분	4,995.1	9,684.9	11,653.4	14,363.5	17,446.5
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
기타자본	-738.2	-738.2	-738.2	-738.2	-738.2
기타포괄손익누계액	539.7	565.6	673.2	780.9	888.5
이익잉여금	4,746.5	5,982.7	7,843.6	10,446.0	13,421.4
비지배지분	6,496.9	7,103.3	8,330.3	9,803.2	11,558.4
자본총계	11,492.0	16,788.2	19,983.7	24,166.7	29,004.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	46,183	28,573	43,074	57,455	64,688
BPS	107,816	187,825	226,002	278,560	338,351
CFPS	54,278	88,520	116,809	145,394	158,327
DPS	3,500	7,000	7,000	7,000	7,000
주가배수(배)					
PER	7.0	32.9	25.5	19.1	17.0
PER(최고)	9.1	39.4	38.4		
PER(최저)	2.7	11.4	18.2		
PBR	2.98	5.01	4.85	3.94	3.24
PBR(최고)	3.88	6.00	7.32		
PBR(최저)	1.18	1.73	3.46		
PSR	1.42	1.73	1.77	1.62	1.53
PCFR	5.9	10.6	9.4	7.5	6.9
EV/EBITDA	14.0	15.2	12.4	9.5	8.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	6.3	16.4	10.4	8.1	7.1
배당수익률(%·보통주·현금)	1.1	0.7	0.6	0.6	0.6
ROA	8.0	4.5	6.1	7.0	7.1
ROE	53.9	19.1	20.8	22.8	21.0
ROIC	10.4	14.3	20.7	25.3	30.2
매출채권회전율	4.1	7.8	8.4	8.1	8.0
재고자산회전율	2.4	3.8	3.8	3.6	3.5
부채비율	279.1	221.4	198.0	177.0	163.5
순차입금비율	64.7	28.2	19.3	2.0	-17.3
이자보상배율 현금	7.1	6.3	9.3	12.5	13.9
총차입금	10,774.6	12,922.0	12,922.0	12,922.0	12,922.0
순차입금	7,440.5	4,732.9	3,850.5	476.2	-5,030.6
EBITDA	2,062.8	3,962.1	5,565.0	7,039.0	7,705.8
FCF	-184.3	1,983.2	2,685.9	5,088.7	7,107.5



BUY(Maintain)

목표주가 240,000원(하향)

주가(9/29) 112,300원

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결

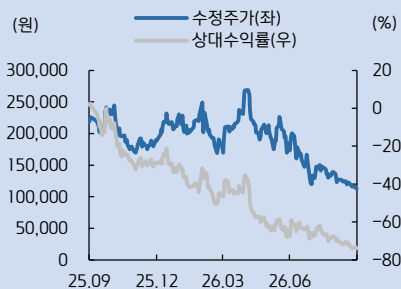
Stock Data

KOSPI (9/29)	6,870.81pt	
시가총액	122,567억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	269,000 원	112,300원
최고/최저가 대비 등락	-58.3%	0.0%
주가수익률	절대	상대
1M	-19.3%	-20.2%
6M	-39.0%	-51.7%
1Y	-47.9%	-74.0%

Company Data

발행주식수	109,142 천주
일평균 거래량(3M)	448천주
외국인 지분율	39.1%
배당수익률(26E)	0.7%
BPS(26E)	34,912원
주요 주주	현대자동차 외 3인 33.8%

Price Trend



주가는 바닥에 근접

>>> 순조롭게 진행되는 K2 전차 2차 사업

3Q26 매출 1조 7,442억원(yoy +7.7%), 영업이익 2,622억원(yoy -5.6%, OPM 15.0%)를 전망한다. 올해 폴란드형 K2 전차 2차 납품이 순조롭게 진행 중이다. 지난 8월 28대의 K2 전차가 폴란드로 인도되었고 올해 남은 8대 분량의 K2 전차도 하반기 동안 인도될 예정이다. 철도와 에코플랜트 부문도 수익성 회복세가 이어지고 있다는 점이 긍정적이다.

>>> 수주 파이프라인은 견조

올해 수주가 기대되었던 페루, 이라크 사업의 지연으로 상반기 방산 부문의 수주 성과가 다소 부진한 상황이다. 다만, 지연된 사업들의 수주가 올해 중으로 성사될 시 수주잔고는 2배 이상 크게 증가할 것으로 판단한다. 페루 사업의 경우 새 정권이 안정적으로 출범하면서 연내 계약 체결 가시성이 높은 상황이다. 이라크 전차 사업은 중동 전쟁의 영향으로 다소 지연되고 있으나 이라크의 지상 무기 수요가 견조하기 때문에 올해 중으로 협상이 재개될 것으로 기대한다. 이 외에도 연말까지 폴란드 3차 협상과 루마니아 차세대 전차 사업이 본격적으로 추진될 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 240,000원

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,376.6	5,839.0	6,786.9	8,282.7	9,191.7
영업이익	456.6	1,005.6	1,004.6	1,383.9	1,764.2
EBITDA	503.6	1,065.2	1,076.8	1,467.6	1,871.7
세전이익	509.6	1,004.3	1,119.7	1,399.6	1,787.2
순이익	405.3	770.5	834.1	1,049.7	1,340.4
지배주주지분순이익	406.9	769.9	833.5	1,049.0	1,339.4
EPS(원)	3,728	7,055	7,637	9,611	12,272
증감률(% YoY)	152.7	89.2	8.3	25.9	27.7
PER(배)	13.3	26.6	16.0	12.7	10.0
PBR(배)	2.65	6.66	3.50	2.81	2.23
EV/EBITDA(배)	9.9	18.1	11.4	8.7	6.7
영업이익률(%)	10.4	17.2	14.8	16.7	19.2
ROE(%)	21.8	30.1	24.2	24.5	24.9
순차입금비율(%)	-19.8	-37.6	-26.0	-12.2	-14.3

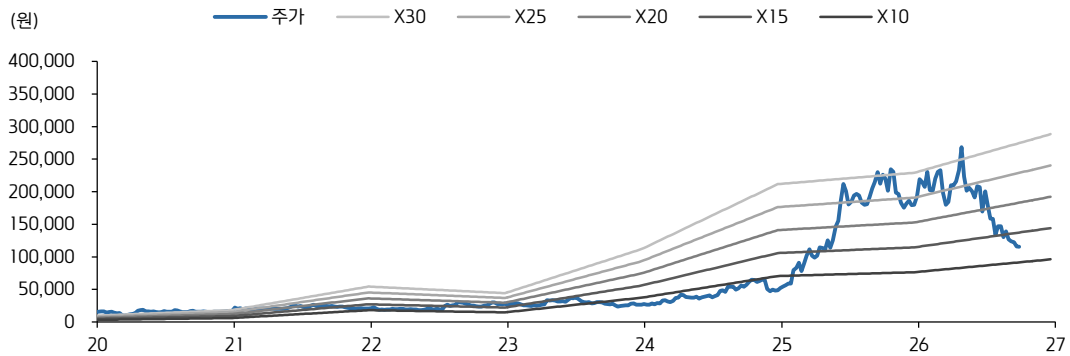
자료: 키움증권 리서치센터

현대로템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	1,176.1	1,417.6	1,619.6	1,625.6	1,457.5	1,606.1	1,744.2	1,979.2	5,839.0	6,786.9	8,282.7
(YoY)	57.3%	29.5%	48.1%	12.8%	23.9%	13.3%	7.7%	21.8%	33.4%	16.2%	22.0%
영업이익	202.9	257.6	277.7	267.4	224.2	232.4	262.2	285.8	1,005.6	1,004.6	1,383.9
(YoY)	354.0%	128.4%	102.1%	65.4%	10.5%	-9.8%	-5.6%	6.9%	120.3%	-0.1%	37.7%
OPM	17.2%	18.2%	17.1%	16.5%	15.4%	14.5%	15.0%	14.4%	17.2%	14.8%	16.7%
순이익	157.1	189.5	198.4	225.4	202.7	186.3	213.7	231.5	770.5	834.1	1,049.7
(YoY)	182.5%	88.0%	91.2%	55.4%	29.0%	-1.7%	7.7%	2.7%	90.1%	8.3%	25.8%
NPM	13.4%	13.4%	12.2%	13.9%	13.9%	11.6%	12.3%	11.7%	13.2%	12.3%	12.7%

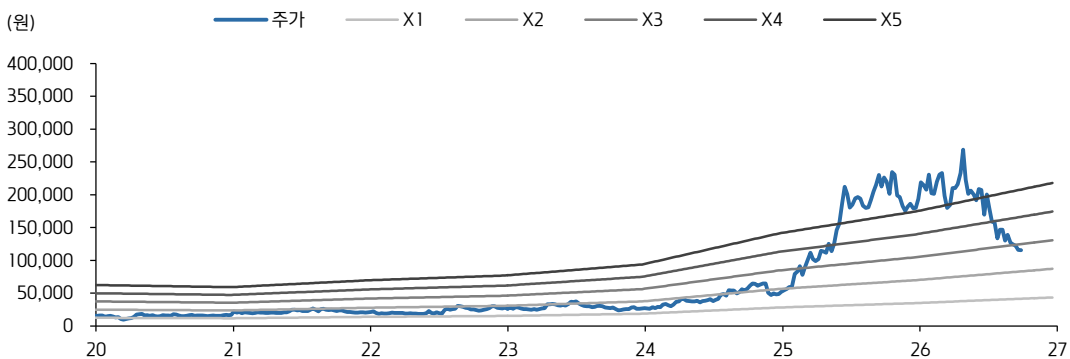
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

현대로템 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

현대로템 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

현대로템 해외 수주 사례

무기 체계	수주 날짜	국가	대수	규모 (원)	비고
K2	2022.08	폴란드	180	4조 4,992억	1차 계약
	2025.08	폴란드	180	8조 9,814억	2차 계약
K808	2024.05	페루	30	828억	

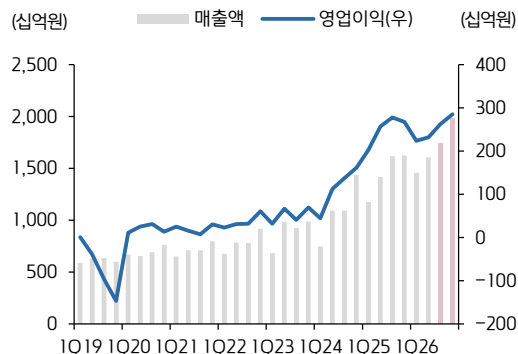
자료: 현대로템, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

현대로템 주요 해외 수주 파이프라인

무기 체계	국가	내용
K2/K808	페루	7월 말 새정부 출범을 계기로 K2 104대 및 K808 181대 후속 물량 수출 계약 연내로 추진 기대
K2	이라크	250대 규모의 K2 전차 도입 검토
K2	루마니아	신형 전차 216대 도입 확정. K2 전차가 유력 후보로 거론
K2	캐나다	7월 정보요청서(RFI) 발급됐으며 8월까지 대응함에 따른 사업 초기 단계 도입
K2	아프리카 지역	전차 도입과 관련한 협의 진행 중
K2	폴란드	'22년 기본계약 기준 남은 640대 규모의 EC-3차 계약 체결 기대

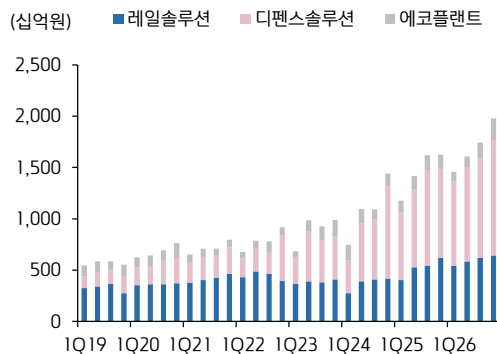
자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

현대로템 분기별 실적 추이 및 전망



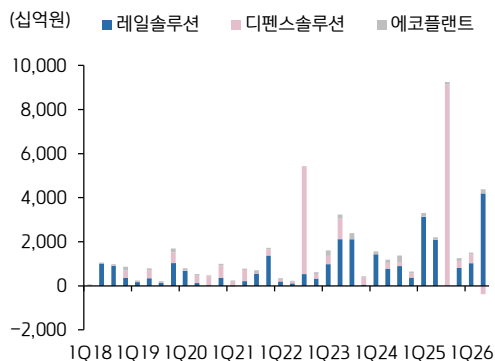
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

현대로템 부문별 실적 추이 및 전망



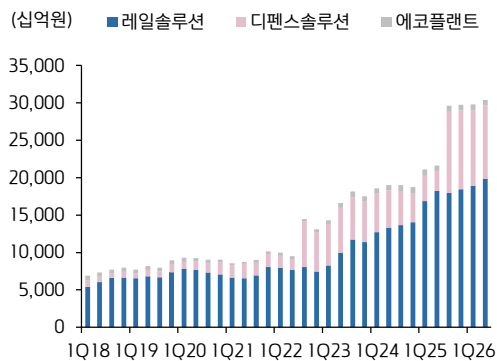
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

현대로템 부문별 신규 수주 추이



자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

현대로템 부문별 수주 잔고 추이



자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	4,376.6	5,839.0	6,786.9	8,282.7	9,191.7
매출원가	3,547.6	4,447.0	5,295.9	6,356.8	6,812.2
매출총이익	829.0	1,392.0	1,490.9	1,926.0	2,379.5
판매비	372.5	386.4	486.3	542.1	615.3
영업이익	456.6	1,005.6	1,004.6	1,383.9	1,764.2
EBITDA	503.6	1,065.2	1,076.8	1,467.6	1,871.7
영업외손익	53.0	-1.4	115.0	15.8	23.0
이자수익	28.1	33.0	28.8	18.3	25.5
이자비용	16.6	7.9	7.9	7.9	7.9
외환관련이익	115.5	109.6	109.6	109.6	109.6
외환관련손실	97.8	90.7	90.7	90.7	90.7
종속 및 관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	23.9	-45.3	75.3	-13.4	-13.4
법인세차감전이익	509.6	1,004.3	1,119.7	1,399.6	1,787.2
법인세비용	104.3	233.8	285.6	349.9	446.8
계속사업손익	405.3	770.5	834.1	1,049.7	1,340.4
당기순이익	405.3	770.5	834.1	1,049.7	1,340.4
지배주주순이익	406.9	769.9	833.5	1,049.0	1,339.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	22.0	33.4	16.2	22.0	11.0
영업이익 증감율	117.4	120.2	-0.1	37.8	27.5
EBITDA 증감율	101.5	111.5	1.1	36.3	27.5
지배주주순이익 증감율	152.7	89.2	8.3	25.9	27.7
EPS 증감율	152.7	89.2	8.3	25.9	27.7
매출총이익율(%)	18.9	23.8	22.0	23.3	25.9
영업이익률(%)	10.4	17.2	14.8	16.7	19.2
EBITDA Margin(%)	11.5	18.2	15.9	17.7	20.4
지배주주순이익률(%)	9.3	13.2	12.3	12.7	14.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	142.5	904.3	144.8	60.3	657.1
당기순이익	405.3	770.5	834.1	1,049.7	1,340.4
비현금항목의 가감	282.2	369.1	397.7	484.1	597.5
유형자산감가상각비	32.6	39.6	50.8	61.2	83.9
무형자산감가상각비	14.4	20.0	21.3	22.5	23.6
지분법평가손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	235.3	309.6	325.7	400.5	490.1
영업활동자산부채증감	-541.1	-120.4	-822.5	-1,134.2	-851.8
매출채권및기타채권의감소	-552.5	-2,452.8	-558.1	-880.8	-535.2
재고자산의감소	-152.5	-196.2	-81.6	-128.9	-78.3
매입채무및기타채무의증가	77.4	315.5	188.8	273.3	228.9
기타	86.5	2,213.1	-371.6	-397.8	-467.2
기타현금흐름	-3.9	-114.9	-264.5	-339.3	-429.0
투자활동 현금흐름	232.6	-231.8	-260.7	-429.0	-393.8
유형자산의 취득	-81.0	-129.2	-148.6	-276.0	-187.4
유형자산의 처분	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-29.8	-27.2	-27.7	-28.2	-27.7
투자자산의감소(증가)	-4.3	-21.7	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	325.2	-91.8	-122.2	-162.7	-216.6
기타	22.4	37.8	37.8	37.9	37.9
재무활동 현금흐름	-299.7	-237.1	-67.2	-99.9	-99.9
차입금의 증가(감소)	-285.7	-213.6	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-10.9	-21.8	-65.5	-98.2	-98.2
기타	-3.1	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7
기타현금흐름	0.7	0.7	-101.0	-101.0	-101.0
현금 및 현금성자산의 순증가	76.1	436.2	-284.1	-569.6	62.4
기초현금 및 현금성자산	396.1	472.3	908.4	624.3	54.7
기말현금 및 현금성자산	472.3	908.4	624.3	54.7	117.1

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,686.3	7,163.0	7,979.7	8,980.2	10,339.9
현금 및 현금성자산	472.3	908.4	624.2	54.6	117.0
단기금융자산	276.8	368.6	490.8	653.4	870.0
매출채권 및 기타채권	965.3	3,438.2	3,996.3	4,877.1	5,412.3
재고자산	315.6	503.0	584.6	713.5	791.8
기타유동자산	1,656.3	1,944.8	2,283.8	2,681.6	3,148.8
비유동자산	1,599.1	2,155.0	2,259.1	2,479.5	2,587.0
투자자산	55.2	76.8	76.7	76.7	76.6
유형자산	1,292.0	1,819.9	1,917.7	2,132.5	2,236.0
무형자산	104.1	111.0	117.4	123.1	127.2
기타비유동자산	147.8	147.3	147.3	147.2	147.2
자산총계	5,285.4	9,318.0	10,238.8	11,459.7	12,926.9
유동부채	3,019.9	5,776.4	5,965.2	6,238.5	6,467.5
매입채무 및 기타채무	669.9	988.5	1,177.3	1,450.6	1,679.6
단기금융부채	328.6	56.0	56.0	56.0	56.0
기타유동부채	2,021.4	4,731.9	4,731.9	4,731.9	4,731.9
비유동부채	256.5	500.4	500.4	500.4	500.4
장기금융부채	22.4	76.5	76.5	76.5	76.5
기타비유동부채	234.1	423.9	423.9	423.9	423.9
부채총계	3,276.3	6,276.8	6,465.6	6,739.0	6,967.9
지배지분	2,045.0	3,079.0	3,810.4	4,757.3	5,994.6
자본금	545.7	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	290.8	579.2	575.4	571.5	567.6
이익잉여금	688.6	1,434.2	2,169.5	3,120.3	4,361.5
비지배지분	-35.9	-37.8	-37.2	-36.5	-35.5
자본총계	2,009.1	3,041.2	3,773.2	4,720.8	5,959.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	3,728	7,055	7,637	9,611	12,272
BPS	18,737	28,211	34,912	43,588	54,925
CFPS	6,298	10,442	11,286	14,053	17,756
DPS	200	600	900	900	900
주가배수(배)					
PER	13.3	26.6	16.0	12.7	10.0
PER(최고)	18.6	35.4	36.9		
PER(최저)	6.8	7.1	14.8		
PBR	2.65	6.66	3.50	2.81	2.23
PBR(최고)	3.71	8.84	8.08		
PBR(최저)	1.36	1.76	3.24		
PSR	1.24	3.51	1.97	1.61	1.45
PCFR	7.9	18.0	10.8	8.7	6.9
EV/EBITDA	9.9	18.1	11.4	8.7	6.7
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	5.4	8.5	11.8	9.4	7.3
배당수익률(%·보통주·현금)	0.4	0.3	0.7	0.7	0.7
ROA	7.7	10.6	8.5	9.7	11.0
ROE	21.8	30.1	24.2	24.5	24.9
ROIC	26.4	44.2	28.1	27.4	26.8
매출채권회전율	6.4	2.7	1.8	1.9	1.8
재고자산회전율	15.0	14.3	12.5	12.8	12.2
부채비율	163.1	206.4	171.4	142.8	116.9
순차입금비율	-19.8	-37.6	-26.0	-12.2	-14.3
이자보상배율 현금	27.5	127.7	127.6	175.8	224.1
총차입금	351.1	132.4	132.4	132.4	132.4
순차입금	-398.0	-1,144.6	-982.6	-575.6	-854.5
EBITDA	503.6	1,065.2	1,076.8	1,467.6	1,871.7
FCF	-196.4	664.2	-178.3	-316.8	363.8



BUY(Maintain)

목표주가 1,350,000원

주가(9/29) 678,000원

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결

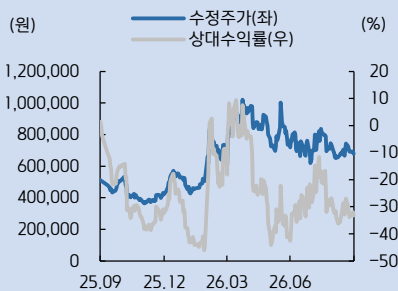
Stock Data

KOSPI (9/29)	6,870.81pt	
시가총액	149,160억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	1,020,000 원	364,500원
최고/최저가 대비 등락	-33.5%	86.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	-8.7%
	6M	-27.0%
	1Y	-33.2%

Company Data

발행주식수	22,000 천주
일평균 거래량(3M)	128천주
외국인 지분율	27.2%
배당수익률(26E)	0.4%
BPS(26E)	79,570원
주요 주주	엘아이지 외 8인 38.2%

Price Trend



수주는 늘어날 수 밖에 없다

>>> 수출 사업의 기여도 확대

3Q26 매출 1조 2,279억원(yoy +17.0%), 영업이익 1,023억원(yoy +14.2%, OPM 8.3%)를 전망한다. 올해부터 본격화되고 있는 UAE항 천궁II 양산 납품에 힘입어 견조한 성장세가 나타날 것으로 기대한다. 다만, 개발비 집행의 증가와 상반기 대비 부정적인 환율 효과의 영향으로 수익성 개선 폭은 다소 제한될 것으로 판단한다.

>>> 중동 전쟁이 촉발한 방공망 쇼티지

중동 전쟁의 영향으로 글로벌 방공 미사일 재고가 급감하였다. 미국은 중동 전쟁 기간 동안 방공 미사일 재고를 50% 가까이 소진하였고, 재고 보충에는 2년 이상이 소요될 것으로 판단한다. 이란의 전쟁 직전 탄도미사일 생산 능력을 감안할 때, 중동 지역 내 방공 미사일 소요는 4,000발을 넘어설 것으로 전망한다. 중동의 주요 방공 무기 체계인 Patriot의 생산 능력 확대를 감안하더라도 공급이 부족하다. 이에 이번 중동 전쟁에서 실전 성능이 검증된 천궁II에 대한 관심이 증가할 것으로 판단한다. 카타르, 쿠웨이트 등 중동 지역 내에서 천궁II 시스템 도입 국가도 확대될 것으로 전망한다. 중동 전쟁이 촉발한 방공 미사일 수요 급증의 수혜가 큰 동사를 방산 업종 내 Top Pick으로 제시한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 1,350,000원

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,276.3	4,306.9	5,132.8	6,004.5	6,923.3
영업이익	223.4	319.4	440.3	665.0	964.1
EBITDA	309.1	443.6	603.2	858.4	1,187.7
세전이익	203.2	278.4	449.1	683.7	998.4
순이익	212.8	237.5	347.1	533.3	778.7
지배주주지분순이익	219.4	253.4	378.3	533.3	771.0
EPS(원)	9,974	11,516	17,196	24,240	35,043
증감률(% YoY)	25.4	15.5	49.3	41.0	44.6
PER(배)	22.1	36.6	41.2	29.2	20.2
PBR(배)	4.01	6.48	8.90	7.00	5.30
EV/EBITDA(배)	15.6	23.0	27.4	19.1	13.4
영업이익률(%)	6.8	7.4	8.6	11.1	13.9
ROE(%)	19.4	19.2	23.8	26.8	29.9
순차입금비용(%)	-6.3	60.3	53.2	34.4	9.5

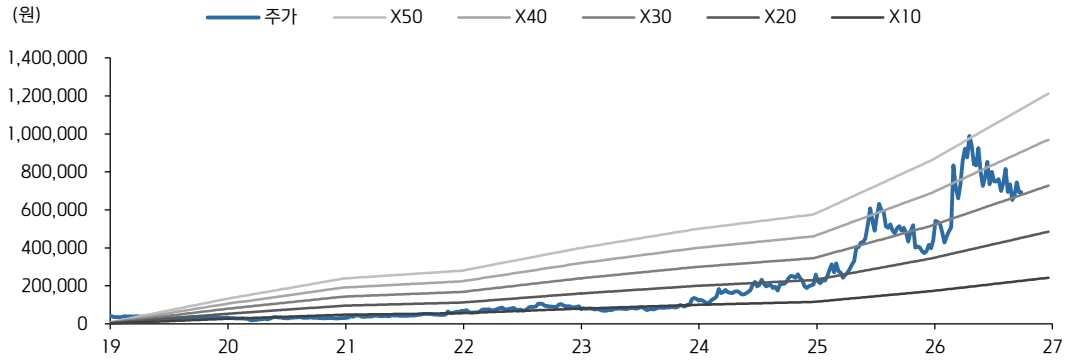
자료: 키움증권 리서치센터

LIG D&A 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	907.6	945.4	1,049.2	1,404.8	1,167.9	1,110.1	1,227.9	1,626.9	4,306.9	5,132.8	6,004.5
(YoY)	18.9%	56.3%	41.7%	20.3%	28.7%	17.4%	17.0%	15.8%	31.5%	19.2%	17.0%
영업이익	113.6	77.6	89.6	38.7	171.1	105.7	102.3	61.2	319.4	440.3	665.0
(YoY)	69.6%	57.9%	72.5%	-37.3%	50.6%	36.2%	14.2%	58.2%	39.0%	37.8%	51.1%
OPM	12.5%	8.2%	8.5%	2.8%	14.7%	9.5%	8.3%	3.8%	7.4%	8.6%	11.1%
순이익	82.8	100.6	54.2	-0.1	135.4	78.2	83.0	50.5	237.5	347.1	533.3
(YoY)	36.7%	120.3%	33.1%	적전	63.5%	-22.3%	53.2%	흑전	9.6%	46.1%	53.6%
NPM	9.1%	10.6%	5.2%	-0.0%	11.6%	7.0%	6.8%	3.1%	5.5%	6.8%	8.9%

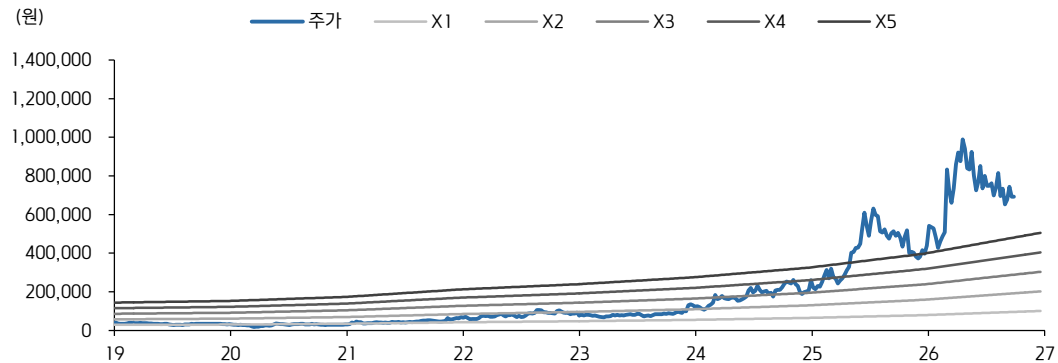
자료: LIG D&A, 키움증권 리서치센터

LIG D&A 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

LIG D&A 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

LIG D&A 해외 수주 사례

무기 체계	수주 날짜	국가	대수	규모 (원)	비고
천궁 II (M SAM)	2022.01	UAE	10개 포대	2조 5,974억	
	2023.11	사우디아라비아	10개 포대	4조 3,398억	
	2024.9	이라크	8개 포대	3조 7,135억	
해궁	2026.04	말레이시아	-	1,404억	
신궁	2012	인도네시아	발사대: 6대	-	
	2023.12	루마니아	54기	1,180억	
	2026.6	모로코	발사대: 50대 미사일 101기	-	
현궁	2024.1	필리핀	발사대: 5문 유도탄: 10발	-	성능 테스트를 위한 소규모 초도 물량 계약

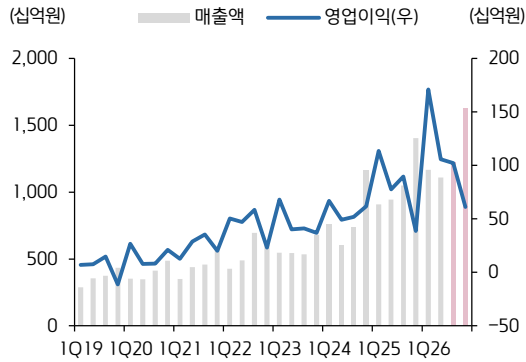
자료: LIG D&A, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

LIG D&A 주요 해외 수주 파이프라인

무기 체계	국가	내용
천궁 II	카타르, 쿠웨이트	최종 계약 논의 중
	인도네시아	국방군수청이 구매의향서(LoI) 발행
	말레이시아	공군 현대화 및 중거리 방공체계 우선 사업 지정의 일환
	루마니아, 크로아티아	계약 규모 약 2 조 원으로 5 개 포대 수출 협상 중
해궁	말레이시아	해군 함대 현대화 계획에 따른 추가 수주 기대
L-SAM	UAE	UAE 국영 방산기업 에지그룹과 통합대공항 구축 합의서 체결 L-SAM, 천궁 추가 도입 언급
	스위스	차세대 장거리 방공사업 최종 후보군 진입

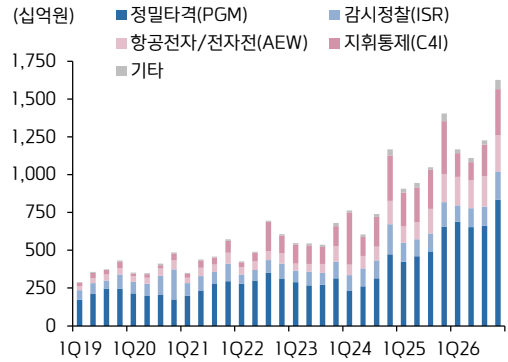
자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

LIG D&A 분기별 실적 추이 및 전망



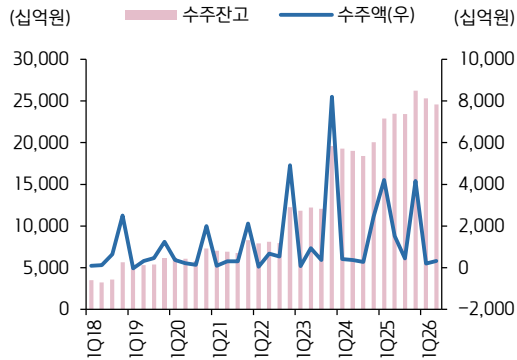
자료: LIG D&A, 키움증권 리서치센터

LIG D&A 부문별 실적 추이 및 전망



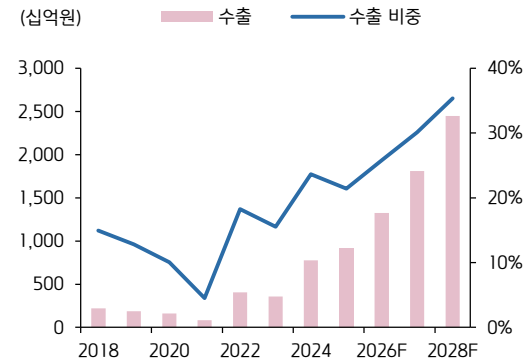
자료: LIG D&A, 키움증권 리서치센터

LIG D&A 신규 수주 및 수주 잔고 추이



자료: LIG D&A, 키움증권 리서치센터

LIG D&A 수출 매출 추이 및 전망



자료: LIG D&A, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,276.3	4,306.9	5,132.8	6,004.5	6,923.3
매출원가	2,823.7	3,644.2	4,305.9	4,910.9	5,486.2
매출총이익	452.6	662.8	826.9	1,093.6	1,437.0
판매비	229.2	343.3	386.7	428.6	472.9
영업이익	223.4	319.4	440.3	665.0	964.1
EBITDA	309.1	443.6	603.2	858.4	1,187.7
영업외손익	-20.2	-41.0	8.9	18.7	34.3
이자수익	10.4	5.0	3.4	8.8	24.4
이자비용	12.0	12.6	12.6	12.6	12.6
외환관련이익	85.1	35.4	35.4	35.4	35.4
외환관련손실	48.4	33.1	33.1	33.1	33.1
종속 및 관계기업손익	0.1	0.9	0.9	0.9	0.9
기타	-55.4	-36.6	14.9	19.3	19.3
법인세차감전이익	203.2	278.4	449.1	683.7	998.4
법인세비용	-9.5	41.0	102.1	150.4	219.6
계속사업손익	212.8	237.5	347.1	533.3	778.7
당기순이익	212.8	237.5	347.1	533.3	778.7
지배주주순이익	219.4	253.4	378.3	533.3	771.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	41.9	31.5	19.2	17.0	15.3
영업이익 증감율	19.9	43.0	37.9	51.0	45.0
EBITDA 증감율	21.1	43.5	36.0	42.3	38.4
지배주주순이익 증감율	25.4	15.5	49.3	41.0	44.6
EPS 증감율	25.4	15.5	49.3	41.0	44.6
매출총이익율(%)	13.8	15.4	16.1	18.2	20.8
영업이익률(%)	6.8	7.4	8.6	11.1	13.9
EBITDA Margin(%)	9.4	10.3	11.8	14.3	17.2
지배주주순이익률(%)	6.7	5.9	7.4	8.9	11.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	951.9	-584.3	515.9	762.3	1,078.7
당기순이익	212.8	237.5	347.1	533.3	778.7
비현금항목의 가감	183.5	334.4	432.2	505.7	589.5
유형자산감가상각비	68.1	88.8	123.9	157.8	191.1
무형자산감가상각비	17.6	35.4	39.0	35.6	32.5
지분법평가손익	-0.1	-0.9	0.0	0.0	0.0
기타	97.9	211.1	269.3	312.3	365.9
영업활동자산부채증감	605.4	-1,105.4	-152.2	-122.4	-81.7
매출채권및기타채권의감소	-83.1	-758.9	-106.1	-112.0	-118.1
재고자산의감소	-106.2	-234.5	-113.7	-120.0	-126.5
매입채무및기타채무의증가	256.0	162.4	311.5	367.3	435.0
기타	538.7	-274.4	-243.9	-257.7	-272.1
기타현금흐름	-49.8	-50.8	-111.2	-154.3	-207.8
투자활동 현금흐름	-975.3	-276.0	-382.1	-418.8	-421.4
유형자산의 취득	-497.0	-169.8	-344.2	-375.0	-369.1
유형자산의 처분	0.0	4.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-70.3	-73.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-21.5	-7.4	-4.6	-4.6	-4.6
단기금융자산의감소(증가)	0.8	-9.6	-13.7	-19.6	-28.1
기타	-387.3	-19.6	-19.6	-19.6	-19.6
재무활동 현금흐름	120.2	439.1	-86.9	-86.9	-86.9
차입금의 증가(감소)	180.8	513.8	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-42.5	-52.3	-64.4	-64.4	-64.4
기타	-18.1	-22.4	-22.5	-22.5	-22.5
기타현금흐름	4.6	-0.5	-109.4	-109.4	-109.4
현금 및 현금성자산의 순증가	101.5	-421.8	-62.5	147.2	461.0
기초현금 및 현금성자산	445.4	546.9	125.2	62.7	209.9
기말현금 및 현금성자산	546.9	125.2	62.7	209.9	670.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,894.6	5,622.2	6,037.2	6,693.6	7,699.5
현금 및 현금성자산	546.9	125.2	62.8	209.9	670.9
단기금융자산	22.0	31.6	45.3	64.9	93.1
매출채권 및 기타채권	424.6	553.4	659.5	771.6	889.6
재고자산	363.5	593.1	706.8	826.8	953.4
기타유동자산	2,537.6	4,318.9	4,562.8	4,820.4	5,092.5
비유동자산	2,297.3	2,442.6	2,628.4	2,814.6	2,964.6
투자자산	80.0	87.4	92.0	96.6	101.1
유형자산	1,371.4	1,532.9	1,753.2	1,970.4	2,148.3
무형자산	695.9	647.2	608.2	572.6	540.1
기타비유동자산	150.0	175.1	175.0	175.0	175.1
자산총계	6,191.9	8,064.8	8,665.6	9,508.2	10,664.1
유동부채	4,616.5	6,215.5	6,527.0	6,894.3	7,329.3
매입채무 및 기타채무	726.9	1,418.1	1,729.6	2,096.9	2,531.9
단기금융부채	273.6	732.9	732.9	732.9	732.9
기타유동부채	3,616.0	4,064.5	4,064.5	4,064.5	4,064.5
비유동부채	311.5	373.2	373.2	373.2	373.2
장기금융부채	215.6	313.6	313.6	313.6	313.6
기타비유동부채	95.9	59.6	59.6	59.6	59.6
부채총계	4,928.0	6,588.7	6,900.2	7,267.5	7,702.5
지배지분	1,209.3	1,430.1	1,750.5	2,225.9	2,939.0
자본금	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
자본잉여금	142.2	153.4	153.4	153.4	153.4
기타자본	-5.3	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
기타포괄손익누계액	57.6	64.8	71.4	77.9	84.5
이익잉여금	904.9	1,105.9	1,419.8	1,888.6	2,595.1
비지배지분	54.5	46.0	14.8	14.8	22.6
자본총계	1,263.9	1,476.1	1,765.3	2,240.7	2,961.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	9,974	11,516	17,196	24,240	35,043
BPS	54,970	65,005	79,570	101,179	133,593
CFPS	18,010	25,994	35,422	47,224	62,194
DPS	2,400	2,950	2,950	2,950	2,950
주가배수(배)					
PER	22.1	36.6	41.2	29.2	20.2
PER(최고)	27.2	56.4	65.0		
PER(최저)	10.4	18.1	23.2		
PBR	4.01	6.48	8.90	7.00	5.30
PBR(최고)	4.94	10.00	14.05		
PBR(최저)	1.89	3.20	5.02		
PSR	1.48	2.15	3.03	2.59	2.25
PCFR	12.2	16.2	20.0	15.0	11.4
EV/EBITDA	15.6	23.0	27.4	19.1	13.4
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	24.6	27.1	18.6	12.1	8.3
배당수익률(%·보통주·현금)	1.1	0.7	0.4	0.4	0.4
ROA	4.3	3.3	4.1	5.9	7.7
ROE	19.4	19.2	23.8	26.8	29.9
ROIC	21.7	15.1	14.3	19.2	25.3
매출채권회전율	8.9	8.8	8.5	8.4	8.3
재고자산회전율	11.1	9.0	7.9	7.8	7.8
부채비율	389.9	446.4	390.9	324.3	260.1
순차입금비율	-6.3	60.3	53.2	34.4	9.5
이자보상배율·현금	18.7	25.3	34.9	52.7	76.4
총차입금	489.2	1,046.5	1,046.5	1,046.5	1,046.5
순차입금	-79.8	889.7	938.5	771.7	282.6
EBITDA	309.1	443.6	603.2	858.4	1,187.7
FCF	333.8	-970.2	6.8	214.7	524.8

한화시스템 (272210)



BUY(Maintain)

목표주가 121,000원

주가(9/29) 71,900원

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결

Stock Data

KOSPI (9/29)	6,870.81pt	
시가총액	135,833억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	162,700 원	45,350원
최고/최저가 대비 등락	-55.8%	58.5%
주가수익률	절대	상대
1M	-5.1%	-6.3%
6M	-42.1%	-54.1%
1Y	20.8%	-39.8%

Company Data

발행주식수	188,919천주
일평균 거래량(3M)	573천주
외국인 지분율	10.1%
배당수익률(26E)	0.6%
BP(26E)	37,409원
주요 주주	한화에어로스페이스
	외 2인
	59.5%

Price Trend



천광에 거는 기대감

>>> 방산 부문의 성장세 지속 전망

3Q26 매출 1조 649억원(yoy +31.8%), 영업이익 780억원(yoy +247.1%, OPM 7.3%)를 전망한다. 중동향 천공 II 사업의 레이더 양산 납품 본격화와 폴란드향 K2 사업이 순조롭게 진행되며 방산 부문의 성장세가 지속될 것으로 기대한다. 수출 매출이 확대되는 점은 긍정적이거나 하반기 개발비 집해도 증가하여 수익성 개선 속도는 상반기 대비 둔화될 것으로 판단한다.

>>> 대드론 사업 확대의 수혜 기대

동사는 레이저 무기 체계인 천광 Block-I의 전력화를 진행 중이다. 레이저 무기는 별도의 요격탄 소모 없이 전력 공급으로 반복 교전이 가능해 대량의 저가 드론에 대응하기 유리하다. 천광 Block-II 성능 개량 사업을 성공적으로 완료할 시 레이저 출력 향상, 기동성 확보에 힘입어 군집 드론 대응이 가능해질 것으로 판단한다. 국내 전력화와 더불어 해외 수출 논의도 본격화될 것으로 기대한다. 이 외에도 방산 부문에서 사우디 지상군 사업, L-SAM 수출, 천공 II 수주 확대 등 주요 체계 업체의 수주 성과가 나타날 시 수혜가 기대된다. 우주 부문에서도 다부처 초소형 SAR 위성 사업, 한국형 저궤도 통신망 구축 사업 등의 수주 모멘텀이 남아 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 121,000원

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,803.7	3,664.2	4,505.8	5,224.9	5,913.8
영업이익	219.3	119.9	305.8	551.7	692.5
EBITDA	333.5	300.4	590.3	859.3	1,006.6
세전이익	581.4	115.0	105.0	597.9	793.3
순이익	445.4	209.1	98.9	490.3	650.5
지배주주지분순이익	454.3	242.2	123.6	514.8	650.5
EPS(원)	2,405	1,282	654	2,725	3,443
증감률(% YoY)	30.1	-46.7	-49.0	316.3	26.4
PER(배)	9.4	42.4	118.4	28.4	22.5
PBR(배)	1.71	2.12	2.07	1.51	1.18
EV/EBITDA(배)	13.2	38.5	24.8	14.9	10.7
영업이익률(%)	7.8	3.3	6.8	10.6	11.7
ROE(%)	19.6	6.6	2.1	6.1	5.9
순차입금비용(%)	6.2	22.5	-1.4	-19.6	-31.7

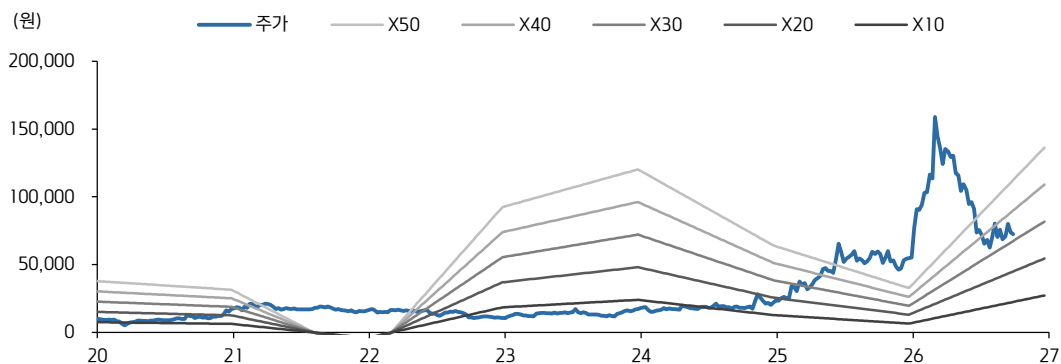
자료: 키움증권 리서치센터

한화시스템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	690.1	768.2	807.7	1,398.1	807.1	1,117.6	1,064.9	1,516.2	3,664.1	4,505.8	5,224.9
(YoY)	26.8%	11.8%	26.4%	49.8%	17.0%	45.5%	31.8%	8.4%	30.7%	23.0%	16.0%
영업이익	58.2	33.5	22.5	5.7	34.3	103.7	78.0	89.8	119.8	305.8	551.7
(YoY)	27.8%	-60.4%	-62.7%	-80.3%	-41.1%	209.9%	247.1%	1464.2%	-45.4%	155.1%	80.4%
OPM	8.4%	4.4%	2.8%	0.4%	4.2%	9.3%	7.3%	5.9%	3.3%	6.8%	10.6%
순이익	41.0	47.0	151.8	-32.1	-95.8	52.7	62.8	79.1	207.6	98.9	490.3
(YoY)	-18.6%	73.9%	1763.3%	적전	적전	12.1%	-62.8%	흑전	-53.4%	-52.7%	316.3%
NPM	5.9%	6.1%	18.8%	-2.3%	-11.9%	4.7%	5.9%	5.2%	5.7%	2.2%	9.4%

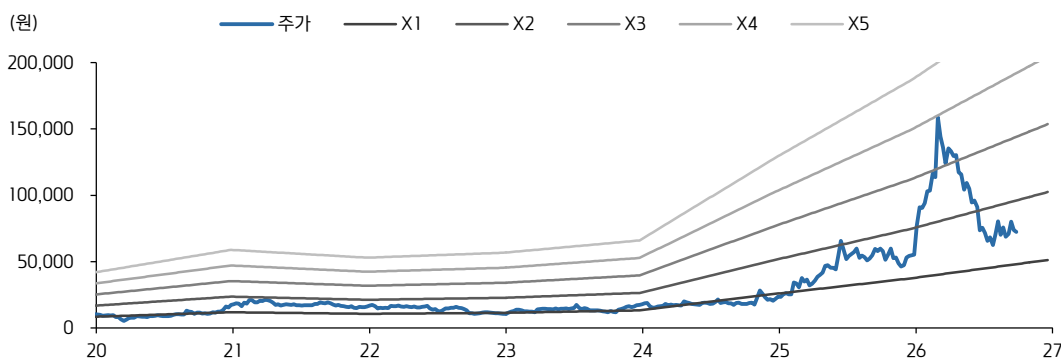
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 해외 수주 사례

무기 체계	수주 날짜	국가	대수	규모(원)	비고
천궁 II 다기능레이다	2022.01	UAE	-	1조 1,157억	
	2024.07	사우디아라비아	-	1조 1,953억	
	2025.10	이라크	-	8,593억	
K2 전자장비	2023.12	폴란드	-	2,574억	
	2025.12	폴란드	-	2,031억	

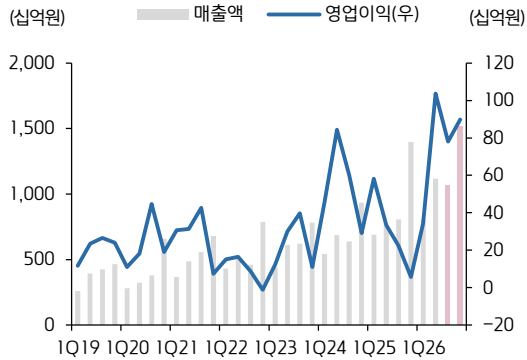
자료: 한화시스템, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

한화시스템 주요 해외 수주 파이프라인

무기 체계	국가	내용
천광1	사우디아라비아, UAE	수출 협상 진행 중

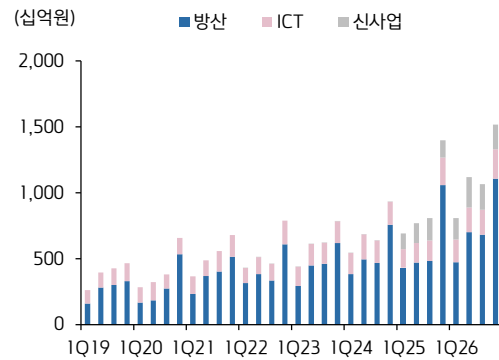
자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

한화시스템 분기별 실적 추이 및 전망



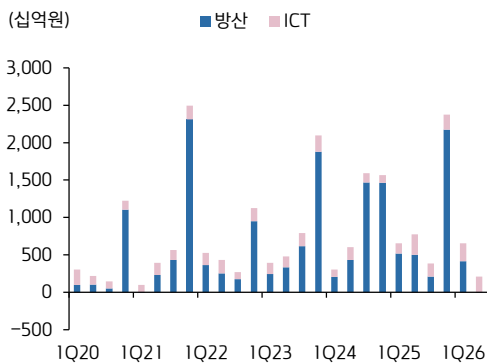
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 실적 추이 및 전망



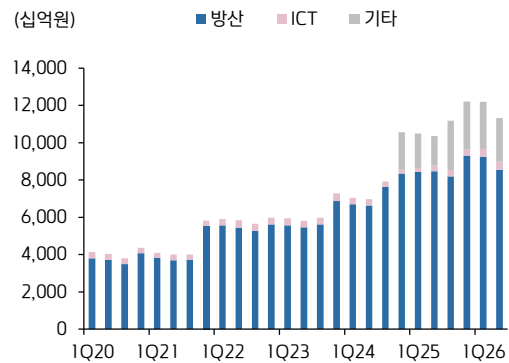
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 신규 수주 추이



자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 수주 잔고 추이



자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,803.7	3,664.2	4,505.8	5,224.9	5,913.8
매출원가	2,387.9	3,272.4	3,853.6	4,245.8	4,746.1
매출총이익	415.8	391.7	652.2	979.2	1,167.7
판매비	196.4	271.8	346.4	427.5	475.2
영업이익	219.3	119.9	305.8	551.7	692.5
EBITDA	333.5	300.4	590.3	859.3	1,006.6
영업외손익	362.1	-4.9	-200.8	46.2	100.8
이자수익	14.6	12.9	45.6	93.9	148.6
이자비용	22.3	38.0	38.0	38.0	38.0
외환관련이익	33.4	11.4	8.2	8.2	8.2
외환관련손실	17.1	8.4	3.3	3.3	3.3
종속 및 관계기업손익	-12.6	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3
기타	366.1	22.5	-208.0	-9.3	-9.4
법인세차감전이익	581.4	115.0	105.0	597.9	793.3
법인세비용	104.3	-85.7	6.0	107.6	142.8
계속사업손익	477.2	200.7	98.9	490.3	650.5
당기순이익	445.4	209.1	98.9	490.3	650.5
지배주주순이익	454.3	242.2	123.6	514.8	650.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	14.3	30.7	23.0	16.0	13.2
영업이익 증감율	78.9	-45.3	155.0	80.4	25.5
EBITDA 증감율	36.4	-9.9	96.5	45.6	17.1
지배주주순이익 증감율	30.1	-46.7	-49.0	316.5	26.4
EPS 증감율	30.1	-46.7	-49.0	316.3	26.4
매출총이익율(%)	14.8	10.7	14.5	18.7	19.7
영업이익률(%)	7.8	3.3	6.8	10.6	11.7
EBITDA Margin(%)	11.9	8.2	13.1	16.4	17.0
지배주주순이익률(%)	16.2	6.6	2.7	9.9	11.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	132.6	78.7	-56.1	504.6	711.5
당기순이익	445.4	209.1	98.9	490.3	650.5
비현금항목의 가감	-59.8	144.3	219.8	296.2	283.2
유형자산감가상각비	92.3	141.1	248.3	272.9	280.9
무형자산감가상각비	21.8	39.4	36.2	34.7	33.1
지분법평가손익	-450.6	-51.2	-5.3	-5.3	-5.3
기타	276.7	15.0	-59.4	-6.1	-25.5
영업활동자산부채증감	-217.6	-210.7	-376.4	-230.1	-190.0
매출채권및기타채권의감소	-92.2	-143.3	-103.9	-88.8	-85.0
재고자산의감소	-106.4	-188.1	-186.2	-159.1	-152.4
매입채무및기타채무의증가	1.8	233.7	99.1	232.4	295.8
기타	-20.8	-113.0	-185.4	-214.6	-248.4
기타현금흐름	-35.4	-64.0	1.6	-51.8	-32.2
투자활동 현금흐름	-442.0	-1,170.4	1,978.7	1,973.9	1,964.0
유형자산의 취득	-239.8	-298.9	-318.6	-295.8	-288.3
유형자산의 처분	0.1	1.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-25.4	-19.3	-26.0	-24.4	0.0
투자자산의감소(증가)	-435.1	-3,741.0	-534.2	-534.2	-534.2
단기금융자산의감소(증가)	-88.9	-38.7	-68.4	-97.6	-139.4
기타	347.1	2,925.9	2,925.9	2,925.9	2,925.9
재무활동 현금흐름	35.1	1,237.3	62.9	62.9	62.9
차입금의 증가(감소)	118.5	1,146.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-52.4	-65.4	-93.5	-93.5	-93.5
기타	-31.0	156.3	156.4	156.4	156.4
기타현금흐름	-1.9	-20.0	-826.0	-826.0	-826.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-276.2	125.6	1,159.5	1,715.4	1,912.4
기초현금 및 현금성자산	476.1	199.8	325.5	1,485.0	3,200.4
기말현금 및 현금성자산	199.8	325.5	1,485.0	3,200.4	5,112.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286.1	2,928.5	4,632.1	6,907.7	9,445.2
현금 및 현금성자산	199.8	325.5	1,485.1	3,200.6	5,112.9
단기금융자산	121.2	159.9	228.3	325.9	465.3
매출채권 및 기타채권	312.7	452.3	556.2	645.0	730.0
재고자산	610.1	810.7	997.0	1,156.1	1,308.5
기타유동자산	1,042.3	1,180.1	1,365.5	1,580.1	1,828.5
비유동자산	3,524.2	7,398.7	7,987.7	8,529.1	9,032.3
투자자산	1,902.9	5,638.6	6,167.5	6,696.4	7,225.3
유형자산	635.9	822.7	893.0	915.9	923.3
무형자산	733.9	709.8	699.6	689.3	656.2
기타비유동자산	251.5	227.6	227.6	227.5	227.5
자산총계	5,810.4	10,327.3	12,619.8	15,436.8	18,477.5
유동부채	2,677.1	3,334.9	3,434.0	3,666.4	3,962.2
매입채무 및 기타채무	436.4	722.0	821.2	1,053.6	1,349.4
단기금융부채	109.2	425.6	425.6	425.6	425.6
기타유동부채	2,131.5	2,187.3	2,187.2	2,187.2	2,187.2
비유동부채	677.5	1,991.4	1,991.4	1,991.4	1,991.4
장기금융부채	364.0	1,186.7	1,186.7	1,186.7	1,186.7
기타비유동부채	313.5	804.7	804.7	804.7	804.7
부채총계	3,354.6	5,326.3	5,425.4	5,657.8	5,953.6
지배지분	2,490.1	4,849.2	7,067.2	9,676.4	12,421.3
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,092.0	1,123.0	1,123.0	1,123.0	1,123.0
기타자본	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1
기타포괄손익누계액	-101.7	2,107.1	4,294.9	6,482.8	8,670.7
이익잉여금	589.3	708.7	738.9	1,160.1	1,717.2
비지배지분	-34.3	151.8	127.0	102.5	102.5
자본총계	2,455.8	5,001.0	7,194.3	9,778.9	12,523.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,405	1,282	654	2,725	3,443
BPS	13,181	25,668	37,409	51,220	65,749
CFPS	2,041	1,871	1,687	4,163	4,942
DPS	350	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	9.4	42.4	118.4	28.4	22.5
PER(최고)	12.6	54.7	281.1		
PER(최저)	6.2	17.6	77.5		
PBR	1.71	2.12	2.07	1.51	1.18
PBR(최고)	2.29	2.73	4.92		
PBR(최저)	1.13	0.88	1.36		
PSR	1.52	2.80	3.25	2.80	2.48
PCFR	11.1	29.1	45.9	18.6	15.7
EV/EBITDA	13.2	38.5	24.8	14.9	10.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	14.7	44.7	94.5	19.1	14.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.5	0.9	0.6	0.6	0.6
ROA	8.7	2.6	0.9	3.5	3.8
ROE	19.6	6.6	2.1	6.1	5.9
ROIC	33.6	59.1	19.3	24.7	27.9
매출채권회전율	10.8	9.6	8.9	8.7	8.6
재고자산회전율	5.0	5.2	5.0	4.9	4.8
부채비율	136.6	106.5	75.4	57.9	47.5
순차입금비율	6.2	22.5	-1.4	-19.6	-31.7
이자보상배율 현금	9.8	3.2	8.0	14.5	18.2
총차입금	473.2	1,612.3	1,612.3	1,612.3	1,612.3
순차입금	152.2	1,126.9	-101.1	-1,914.2	-3,965.9
EBITDA	333.5	300.4	590.3	859.3	1,006.6
FCF	-94.5	319.4	-148.4	209.7	403.6

한국항공우주 (047810)



BUY(Maintain)

목표주가 230,000원

주가(9/29) 127,400원

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결

Stock Data

KOSPI (9/29)		6,870.81pt	
시가총액		124,183억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		202,000 원	95,600원
최고/최저가 대비 등락		-36.9%	33.3%
주가수익률		절대	상대
	1M	-4.3%	-5.4%
	6M	-31.7%	-45.9%
	1Y	18.0%	-41.2%

Company Data

발행주식수	97,475 천주
일평균 거래량(3M)	395천주
외국인 지분율	24.0%
배당수익률(26E)	0.4%
BPS(26E)	20,760원
주주 주주	한국수출입은행 26.4%

Price Trend



KF-21 전력화 구간 진입

>>> 일부 양산 사업의 납기 지연 불가피

3Q26 매출 1조 763억원(yoy +53.3%), 영업이익 651억원(yoy +8.1%, OPM 6.0%)를 전망한다. 지난 분기부터 이어진 LAH 납기 지연의 영향으로 국내 양산 사업 매출 차질이 지속되고 있다. 다만, KF-21 양산 사업은 정상적으로 진행되어 2대의 KF-21이 인도되었다. 완제기 수출 사업의 경우 원달러 환율 하락에 힘입어 수익성이 소폭 회복될 것으로 기대한다. 또한, 기체부품 사업 부문도 견조한 성장세가 나타날 것으로 기대한다.

>>> KF-21 국내 전력화와 수출 확대 기대

이번 분기 KF-21 2대 인도를 시작으로 KF-21의 전력화가 본격화될 것으로 기대한다. 28년까지 40대의 KF-21 인도가 예정되어 있다. 또한, KF-21 Block-II 성능 개량 사업도 28년까지 공대지 무장 통합을 마무리할 계획이다. 후속 양산 사업으로 32년까지 80대의 KF-21이 추가로 배치될 전망이다. 국내 전력화와 더불어 KF-21 수출 계약도 진행 중이다. 올해 4분기 중으로 인도네시아와 16대 규모의 KF-21 수출 계약이 체결될 것으로 전망한다. 또한, 인도네시아 외에도 필리핀, 말레이시아, UAE, 사우디 등 주요 국가에서 KF-21 도입에 관심을 가지고 있어 KF-21 수출 확대가 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 230,000원

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,633.7	3,696.4	5,313.2	6,538.1	7,483.5
영업이익	240.7	269.2	373.6	605.6	769.0
EBITDA	344.6	380.2	501.1	742.5	924.4
세전이익	197.1	202.3	297.0	592.6	730.1
순이익	170.9	187.3	256.8	482.3	594.3
지배주주지분순이익	172.1	185.9	254.8	478.7	589.8
EPS(원)	1,765	1,907	2,614	4,911	6,051
증감률(% YoY)	-23.2	8.0	37.1	87.9	23.2
PER(배)	31.1	60.0	49.9	26.6	21.6
PBR(배)	3.14	6.09	6.28	5.21	4.28
EV/EBITDA(배)	18.3	35.1	27.9	19.4	16.0
영업이익률(%)	6.6	7.3	7.0	9.3	10.3
ROE(%)	10.4	10.5	13.2	21.4	21.8
순차입금비용(%)	53.4	111.5	57.0	65.9	65.8

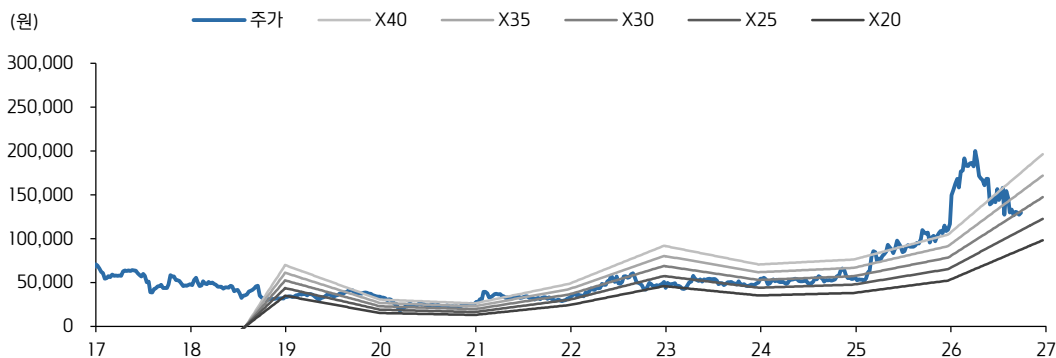
자료: 키움증권 리서치센터

한국항공우주 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	699.3	828.3	702.1	1,466.7	1,092.7	1,167.9	1,076.3	1,976.3	3,696.4	5,313.2	6,538.1
(YoY)	-5.5%	-7.1%	-22.6%	34.0%	56.3%	41.0%	53.3%	34.7%	1.7%	43.7%	23.1%
영업이익	46.8	85.2	60.2	77.0	67.2	48.4	65.1	192.9	269.2	373.6	605.6
(YoY)	-2.5%	14.7%	-21.1%	82.8%	43.5%	-43.1%	8.1%	150.5%	11.8%	38.8%	62.1%
OPM	6.7%	10.3%	8.6%	5.2%	6.1%	4.1%	6.0%	9.8%	7.3%	7.0%	9.3%
순이익	29.2	57.0	39.0	62.1	41.3	37.0	37.2	141.2	187.3	256.8	482.3
(YoY)	-17.2%	2.9%	-42.6%	402.4%	41.7%	-35.1%	-4.5%	127.3%	9.6%	37.1%	87.9%
NPM	4.2%	6.9%	5.5%	4.2%	3.8%	3.2%	3.5%	7.1%	5.1%	4.8%	7.4%

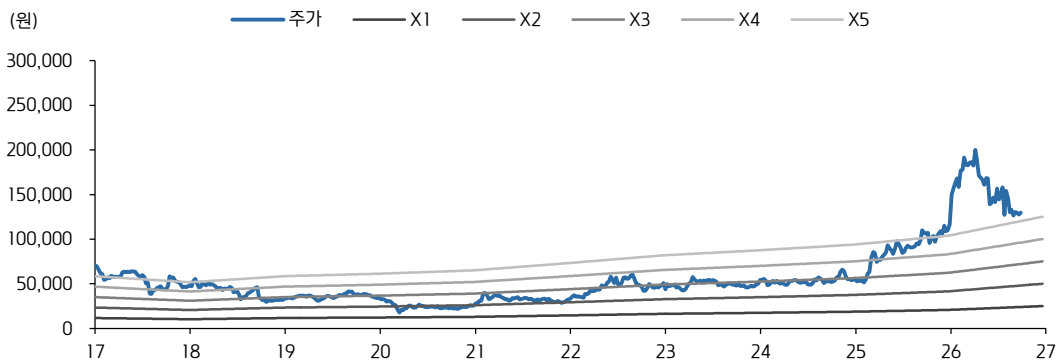
자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 해외 수주 사례

무기 체계	수주 날짜	국가	대수	규모	비고
FA-50	2014.03	필리핀	12	4억 2,000만 달러	
	2022.09	폴란드	48	30억 달러	'23년 말까지 12대 납품, '25년 하반기부터 순차적으로 36대 납품 FA-50GF 12대, FA-50PL 36대
	2023.02	말레이시아	18	1조 2,000억 원	
	2025.06	필리핀	12	9,753억 원	
T-50i	2011.05	인도네시아	16	4,396억 원	1차 도입 사업
	2013.12	이라크	24	2조 2,121억 원	
	2015.9	태국	4	1,284억 원	
	2017.07	태국	8	2,660억 원	
	2021.07	인도네시아	6	2,745억 원	2차 도입 사업
	2021.08	태국	2	900억 원	
수리온	2024.12	이라크	2	1,300억 원	

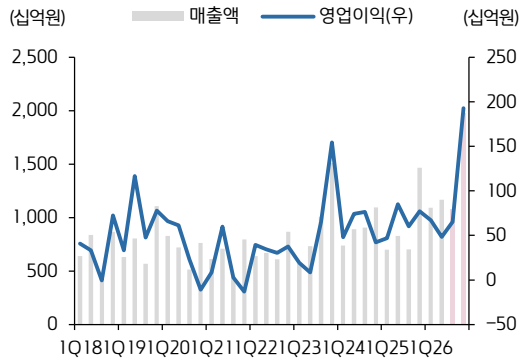
자료: 한국항공우주, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 주요 해외 수주 파이프라인

무기 체계	국가	내용
KF-21	인도네시아	초기 16대가 4조원 이상 규모로 올해 중 계약 체결 기대
KF-21	UAE, 필리핀, 인도네시아, 말레이시아	공군 현대화 추진에 따른 수주 기대
FA-50	이집트	36대 규모 계약 최종 조율 중. (잠재 소요 100여대)
FA-50	말레이시아	18대 규모의 2차 FA-50 도입 추진, 27년 계약 체결 기대
FA-50	페루	페루 공군(FAP)의 20~24대 규모 차세대 경공격기 및 고등 훈련기 도입 사업 최종 조달 계약 진행 중
수리온	키르기스스탄	2개 규모의 키르기스스탄 대통령의 도입 최종승인까지 완료, 4Q26 계약 기대

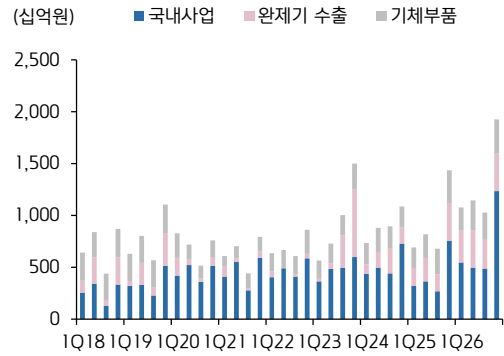
자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 분기별 실적 추이 및 전망



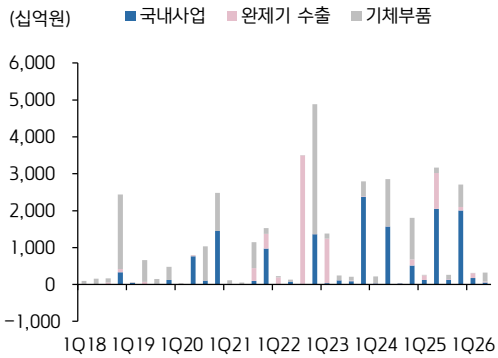
자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 부문별 실적 추이 및 전망



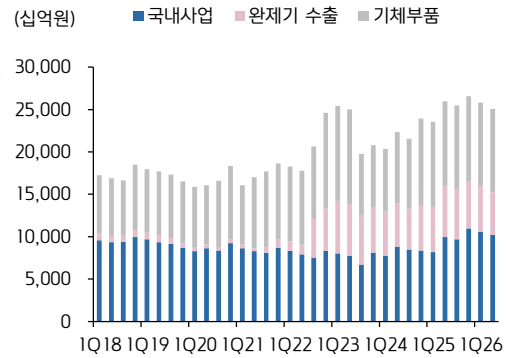
자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 부문별 신규 수주 추이



자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 부문별 수주 잔고 추이



자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,633.7	3,696.4	5,313.2	6,538.1	7,483.5
매출원가	3,152.3	3,088.3	4,511.8	5,442.7	6,160.5
매출총이익	481.5	608.1	801.4	1,095.4	1,323.1
판매비	240.8	338.9	427.9	489.8	554.0
영업이익	240.7	269.2	373.6	605.6	769.0
EBITDA	344.6	380.2	501.1	742.5	924.4
영업외손익	-43.6	-66.9	-76.5	-13.0	-38.9
이자수익	10.7	5.0	111.1	76.5	50.7
이자비용	33.4	66.4	81.6	81.6	81.6
외환관련이익	106.4	109.4	47.7	47.7	47.7
외환관련손실	110.5	105.0	47.3	47.3	47.3
종속 및 관계기업손익	-2.5	-4.5	-4.5	-4.5	-4.5
기타	-14.3	-5.4	-101.9	-3.8	-3.9
법인세차감전이익	197.1	202.3	297.0	592.6	730.1
법인세비용	26.2	15.0	40.3	110.2	135.8
계속사업손손익	170.9	187.3	256.8	482.3	594.3
당기순이익	170.9	187.3	256.8	482.3	594.3
지배주주순이익	172.1	185.9	254.8	478.7	589.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-4.9	1.7	43.7	23.1	14.5
영업이익 증감율	-2.8	11.8	38.8	62.1	27.0
EBITDA 증감율	-6.5	10.3	31.8	48.2	24.5
지배주주순이익 증감율	-23.2	8.0	37.1	87.9	23.2
EPS 증감율	-23.2	8.0	37.1	87.9	23.2
매출총이익율(%)	13.3	16.5	15.1	16.8	17.7
영업이익률(%)	6.6	7.3	7.0	9.3	10.3
EBITDA Margin(%)	9.5	10.3	9.4	11.4	12.4
지배주주순이익률(%)	4.7	5.0	4.8	7.3	7.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-728.2	-903.3	1,335.5	8.0	77.0
당기순이익	170.9	187.3	256.8	482.3	594.3
비현금항목의 가감	270.7	321.7	264.9	378.8	448.7
유형자산감가상각비	82.1	93.5	108.6	117.2	135.1
무형자산감가상각비	21.8	17.5	18.9	19.7	20.3
지분법평가손익	-4.0	-6.2	-4.5	-4.5	-4.5
기타	170.8	216.9	141.9	246.4	297.8
영업활동자산부채증감	-1,165.9	-1,314.6	824.6	-737.9	-799.3
매출채권및기타채권의감소	-6.5	-306.5	-328.0	-248.5	-191.8
재고자산의감소	-628.7	-1,265.7	1,221.4	-354.8	-400.6
매입채무및기타채무의증가	149.6	101.5	215.7	175.8	131.6
기타	-680.3	156.1	-284.5	-310.4	-338.5
기타현금흐름	-3.9	-97.7	-10.8	-115.2	-166.7
투자활동 현금흐름	-189.0	-185.8	-242.7	-303.0	-255.6
유형자산의 취득	-161.3	-128.6	-167.3	-239.9	-203.6
유형자산의 처분	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-86.0	-61.2	-59.1	-46.5	-35.1
투자자산의감소(증가)	-17.0	-13.6	-2.0	-2.0	-2.0
단기금융자산의감소(증가)	75.6	30.3	-1.4	-1.7	-2.1
기타	-0.8	-12.8	-12.9	-12.9	-12.8
재무활동 현금흐름	369.5	1,029.9	442.3	-57.7	-57.7
차입금의 증가(감소)	424.7	1,087.6	500.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-48.7	-48.7	-48.7	-48.7	-48.7
기타	-6.5	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0
기타현금흐름	4.3	5.4	-112.9	-112.9	-112.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-543.4	-53.8	1,422.2	-465.7	-349.3
기초현금 및 현금성자산	658.1	114.7	60.9	1,483.1	1,017.5
기말현금 및 현금성자산	114.7	60.9	1,483.1	1,017.5	668.2

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,439.0	7,595.2	8,410.1	8,859.8	9,443.5
현금 및 현금성자산	114.7	60.9	1,483.1	1,017.5	668.2
단기금융자산	37.0	6.7	8.1	9.9	11.9
매출채권 및 기타채권	428.4	749.8	1,077.8	1,326.3	1,518.1
재고자산	2,359.0	3,637.0	2,415.7	2,770.5	3,171.1
기타유동자산	2,499.9	3,140.8	3,425.4	3,735.6	4,074.2
비유동자산	2,586.5	2,775.0	2,871.4	3,018.4	3,099.3
투자자산	103.4	112.5	110.0	107.5	104.9
유형자산	912.5	993.8	1,052.5	1,175.3	1,243.8
무형자산	845.7	943.7	984.0	1,010.7	1,025.6
기타비유동자산	724.9	725.0	724.9	724.9	725.0
자산총계	8,025.5	10,370.3	11,281.4	11,878.2	12,542.8
유동부채	4,914.7	6,351.3	6,567.0	6,742.8	6,874.3
매입채무 및 기타채무	981.9	1,029.3	1,245.0	1,420.8	1,552.4
단기금융부채	448.2	820.3	820.3	820.3	820.3
기타유동부채	3,484.6	4,501.7	4,501.7	4,501.7	4,501.6
비유동부채	1,383.6	2,121.6	2,621.6	2,621.6	2,621.6
장기금융부채	626.3	1,363.6	1,863.6	1,863.6	1,863.6
기타비유동부채	757.3	758.0	758.0	758.0	758.0
부채총계	6,298.4	8,472.9	9,188.6	9,364.4	9,496.0
지배지분	1,705.9	1,830.2	2,023.6	2,440.9	2,969.4
자본금	487.4	487.4	487.4	487.4	487.4
자본잉여금	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3
기타자본	-22.1	-22.1	-22.1	-22.1	-22.1
기타포괄손익누계액	1.2	1.2	-11.4	-24.0	-36.6
이익잉여금	1,111.0	1,235.4	1,441.4	1,871.4	2,412.5
비지배지분	21.3	67.2	69.1	72.8	77.3
자본총계	1,727.2	1,897.3	2,092.8	2,513.7	3,046.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	1,765	1,907	2,614	4,911	6,051
BPS	17,500	18,776	20,760	25,042	30,463
CFPS	4,531	5,222	5,352	8,834	10,700
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	31.1	60.0	49.9	26.6	21.6
PER(최고)	40.0	63.4	82.4		
PER(최저)	27.1	25.7	42.1		
PBR	3.14	6.09	6.28	5.21	4.28
PBR(최고)	4.03	6.44	10.38		
PBR(최저)	2.73	2.61	5.30		
PSR	1.47	3.02	2.39	1.94	1.70
PCFR	12.1	21.9	24.4	14.8	12.2
EV/EBITDA	18.3	35.1	27.9	19.4	16.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	28.5	26.0	19.0	10.1	8.2
배당수익률(%·보통주·현금)	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4
ROA	2.3	2.0	2.4	4.2	4.9
ROE	10.4	10.5	13.2	21.4	21.8
ROIC	7.9	6.0	8.2	12.3	12.8
매출채권회전율	8.5	6.3	5.8	5.4	5.3
재고자산회전율	1.8	1.2	1.8	2.5	2.5
부채비율	364.7	446.6	439.1	372.5	311.7
순차입금비율	53.4	111.5	57.0	65.9	65.8
이자보상배율·현금	7.2	4.1	4.6	7.4	9.4
총차입금	1,074.6	2,183.9	2,683.9	2,683.9	2,683.9
순차입금	922.8	2,116.2	1,192.6	1,656.6	2,003.7
EBITDA	344.6	380.2	501.1	742.5	924.4
FCF	-1,114.2	-1,177.1	1,048.6	-394.5	-256.7

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.
- 위 상기 주가 및 지수 데이터는 3시 30분 기준입니다.

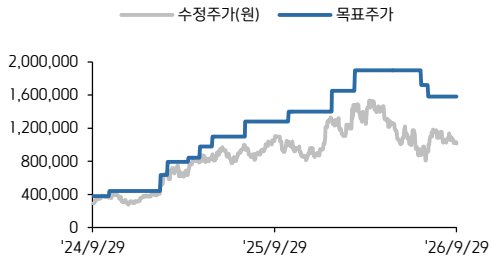
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
한화에어로 스페이스 (012450)	2024-11-01	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-13.09	-7.11
	2024-11-26	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-18.46	11.20
	2025-02-12	BUY(Maintain)	650,000원	6개월	-6.53	5.12
	2025-02-26	BUY(Maintain)	810,000원	6개월	-16.22	-5.23
	2025-04-09	BUY(Maintain)	860,000원	6개월	-6.43	-3.02
	2025-05-02	BUY(Maintain)	1,000,000원	6개월	-15.55	-10.57
	2025-05-27	BUY(Maintain)	1,100,000원	6개월	-19.54	-9.27
	2025-08-01	BUY(Maintain)	1,280,000원	6개월	-24.41	-13.52
	2025-10-27	BUY(Maintain)	1,400,000원	6개월	-30.37	-25.57
	2025-11-13	BUY(Maintain)	1,400,000원	6개월	-32.08	-25.57
	2025-11-25	BUY(Maintain)	1,400,000원	6개월	-30.23	-5.00
	2026-01-22	BUY(Maintain)	1,650,000원	6개월	-24.23	-19.76
	2026-02-11	BUY(Maintain)	1,650,000원	6개월	-24.88	-10.24
	2026-03-09	BUY(Maintain)	1,900,000원	6개월	-25.27	-19.11
	2026-04-22	BUY(Maintain)	1,900,000원	6개월	-25.15	-19.11
	2026-05-04	BUY(Maintain)	1,900,000원	6개월	-26.57	-19.11
	2026-05-21	BUY(Maintain)	1,900,000원	6개월	-33.91	-19.11
	2026-07-20	BUY(Maintain)	1,720,000원	6개월	-47.01	-43.08
	2026-08-03	BUY(Maintain)	1,580,000원	6개월	-31.34	-25.00
	2026-09-29	BUY(Maintain)	1,580,000원	6개월		
현대로템 (064350)	2024-10-21	BUY(Maintain)	79,000원	6개월	-29.04	-15.06
	2025-01-23	BUY(Maintain)	79,000원	6개월	-28.38	-9.49
	2025-02-07	BUY(Maintain)	105,000원	6개월	-19.76	-13.33
	2025-02-26	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-16.56	0.32
	2025-05-19	BUY(Maintain)	148,000원	6개월	-17.58	-7.70
	2025-05-27	BUY(Maintain)	175,000원	6개월	4.26	22.29
	2025-07-21	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-21.34	-7.12
	2025-10-27	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-31.11	-18.50
	2025-11-25	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-34.36	-18.50
	2026-01-22	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-33.58	-18.50
	2026-02-02	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-36.45	-26.76
	2026-03-09	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-39.52	-26.76
	2026-04-13	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-38.49	-26.76
	2026-04-29	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-37.14	-20.88
	2026-05-21	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-39.12	-20.88
	2026-07-16	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-40.56	-20.88
	2026-07-31	BUY(Maintain)	295,000원	6개월	-55.36	-49.08
	2026-09-29	BUY(Maintain)	240,000원	6개월		
LIG D&A (079550)	2024-11-11	Outperform(Maintain)	295,000원	6개월	-26.38	-9.83
	2025-01-23	BUY(Upgrade)	320,000원	6개월	-21.53	-4.38
	2025-02-19	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-18.97	-17.76
	2025-02-26	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-24.14	-1.97
	2025-05-09	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	12.38	40.22
	2025-10-27	BUY(Maintain)	600,000원	6개월	-25.22	-5.00
	2026-02-19	BUY(Maintain)	700,000원	6개월	-16.46	19.14
	2026-03-09	BUY(Maintain)	1,050,000원	6개월	-22.21	-2.86
	2026-04-30	BUY(Maintain)	1,250,000원	6개월	-24.25	-21.36
	2026-05-08	BUY(Maintain)	1,250,000원	6개월	-29.01	-21.36
한화시스템 (272210)	2024-10-31	BUY(Maintain)	26,500원	6개월	-10.84	12.64
	2025-02-10	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	5.57	15.16
	2025-02-26	Outperform (Downgrade)	36,000원	6개월	-0.70	17.50
	2025-04-30	Outperform(Maintain)	46,000원	6개월	-4.17	2.93
	2025-05-22	Outperform(Maintain)	51,500원	6개월	6.17	33.20
	2025-10-27	Outperform(Maintain)	61,000원	6개월	23.95	160.49
	2026-03-09	Marketperform (Downgrade)	170,000원	6개월	-20.93	-4.29
	2026-04-22	BUY(Upgrade)	170,000원	6개월	-21.39	-4.29
	2026-04-29	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-35.75	-4.29
	2026-07-20	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-53.80	-50.21
한국항공우주 (047810)	2026-07-29	BUY(Maintain)	121,000원	6개월	-40.25	-33.64
	2026-09-29	BUY(Maintain)	121,000원	6개월		
	2024-10-30	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-19.21	-10.64
	2024-11-26	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-27.09	-10.64
	2025-02-10	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-22.98	-15.68
	2025-02-26	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-2.14	28.38
	2025-04-16	BUY(Maintain)	96,000원	6개월	-13.51	-8.02
	2025-05-09	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-21.84	-12.61
	2025-07-30	BUY(Maintain)	135,000원	6개월	-26.96	-14.81
	2025-10-27	BUY(Maintain)	135,000원	6개월	-25.99	-14.81
한국항공우주 (047810)	2025-11-25	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-3.33	31.73
	2026-03-09	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-19.13	-12.17
	2026-04-22	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-27.80	-12.17
	2026-07-21	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-31.11	-12.17
	2026-09-29	BUY(Maintain)	230,000원	6개월		

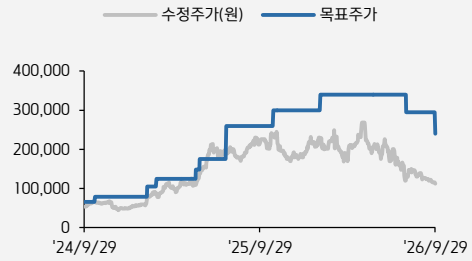
* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

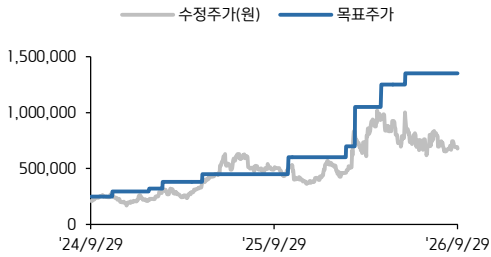
한화에어로스페이스 (012450)



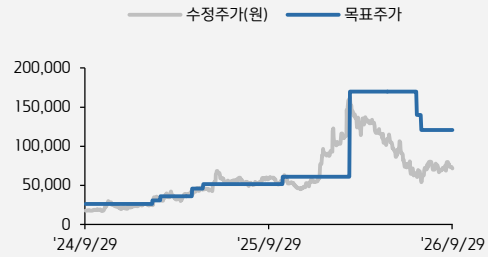
현대로템 (064350)



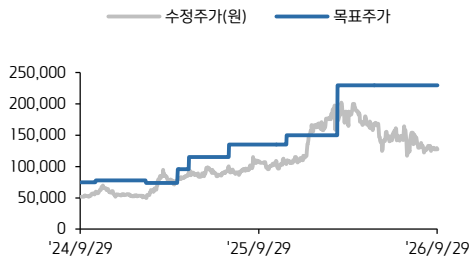
LIG D&A (079550)



한화시스템 (272210)



한국항공우주 (047810)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2025/07/01~2026/06/30)

매수	중립	매도
96.10%	3.41%	0.49%