



산업분석 | Industry In-depth | 2026.09.30

방위산업

전야제 그 이후



- | 방위산업 투자의견 OVERWEIGHT 제시
- | 밸류에이션 부담 완화와 함께 중동 수주 가시화 시 업종 반등 가능
- | 중동 전쟁으로 강화된 방공무기체계 쏘티지 속 K-방산 수혜 본격화 기대
- | LIG D&A, 한화에어로스페이스 TOP-PICKS 제시

Analyst 이서연 | 방산/조선/운송 02-3779-3193, sy.lee@sangsanginib.com

CONTENTS

방위산업 전야제 그 이후

1. 투자전략	4
2. 수주 모멘텀은 여전하다	12
1) 전쟁 소강 국면 속 방산을 보여주는 이유	13
3. 미사일 쏘티지가 만든 기회	18
1) 전쟁으로 강화된 방공 수급 불균형	19
2) 방공망 쏘티지 사이 K방산 수주 기회 포착	28
4. 기타 무기체계별 수주전망	32
1) 지상무기체계	33
2) 항공무기체계	40
5. 기업분석	42
1) LGD&A (BUY/TP 1,100,000 원)	43
2) 한화에어로스페이스 (BUY/TP 1,600,000 원)	53
3) 현대로템 (BUY/TP 170,000 원)	63
4) 한국항공우주 (BUY/TP 160,000 원)	73
5) 한화시스템 (BUY/TP 90,000 원)	83

전야제 그 이후

Overweight 신규

방위산업 Recommendation (26.09.28)

LIG D&A (079550)	목표주가 1,100,000원 현재주가 693,000원
한화에어로스페이스(012450)	목표주가 1,600,000원 현재주가 1,025,000원
현대로템(064350)	목표주가 170,000원 현재주가 115,700원
한국항공우주(047810)	목표주가 160,000원 현재주가 129,600원
한화시스템(272210)	목표주가 90,000원 현재주가 72,400원



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

방위산업 투자이견 OVERWEIGHT 제시

연쇄적으로 반복되는 전쟁 국면 속 글로벌 방위비 성장 기조와 동시에 한국 방산업체들의 수주는 양질 성장을 동시에 달성하고 있다. 기존 동유럽/중동 중심 수주 풀에서 서유럽/미국까지 진출 지역 확장이 이루어졌으며 KF-21, L-SAM 등 무기체계군 확장까지 가능해볼 수 있는 환경이 마련되었다. 이러한 구조적 확장과 더불어 향후에는 올해 미-이란 전쟁으로 재고 소진이 가장 컸던 방공무기체계 수주 본격화가 이루어질 것으로 전망한다. 미국의 공급 불확실성과 비미국 국가의 방공무기체계 수요 확대 속에서 한국 방산 업체들의 수주 기회는 더욱 확대될 것으로 전망한다. 실제 사우디는 천궁-2의 조기 인도를 문의한 바 있으며, UAE는 요격 미사일의 추가 물량 공급을 긴급 요청하는 등 수혜의 전조 증상은 이미 드러난 상황이다.

분명히 펼쳐질 중동향 수주 본격화, 주가 핵심 트리거로 작용 전망

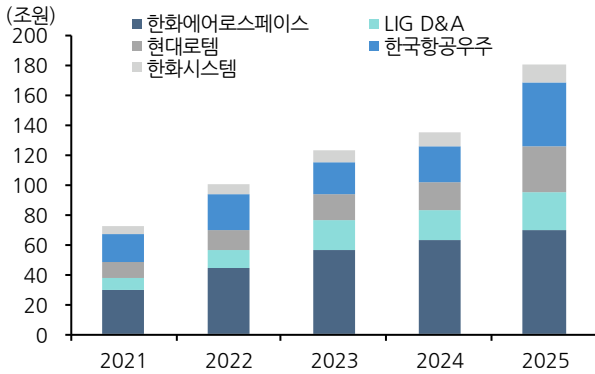
구조적 수주 기회 확대에도 현재 방산업종 지수 12M FWD PER은 21배, 28E PER은 17배로 전고점 대비 약 -50% 조정받으며 올해 상승을 대부분 반납한 상황이다. 미-이란 전쟁의 장기화로 5월부터 펼쳐진 양국 간의 공방전 사이에서 해당 전쟁으로 발현된 수주 기대감과 실제 수주 시점 간의 간극 사이에서 벌어진 조정으로 해석된다. 타이밍의 문제일 뿐, 주요 수요국 향 수주 랠리로 펼쳐진 전야제 이후 더욱 완화된 밸류에이션 레벨 하에서 업종 주가의 핵심 트리거인 중동 지역 대규모/방공 수주의 실제 가시화 시 주가 흐름의 본격적인 순풍이 재개될 것으로 전망한다.

Top Picks: LIG D&A, 한화에어로스페이스

방산업종 최선호주로는 LIG D&A, 한화에어로스페이스를 추천한다. LIG D&A는 미국의 공급 쏠티지와 글로벌 방공무기 수요 증가로 강화되고 있는 방공무기체계 시장 수혜가 기대되며 적극적인 캐파 투자로 이에 대한 자신감을 보여주고 있다. 한화에어로스페이스는 K9, 천무 중심 수출 범위 및 지역을 확장해가고 있으며, 지속 강화되는 방공무기체계 수요 하에서 천궁 및 L-SAM 수출 확대 시 발사대를 공급하는 동사의 수혜도 점진 강화될 것으로 예상된다.

Focus Chart

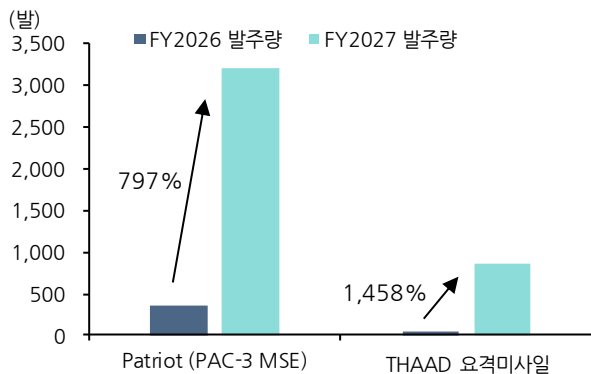
그림 1. 국내 방산업종 5사 합산 수주잔고 추이



자료: 각 사, 상상인증권 추정

- 글로벌 방위비 성장과 더불어 한국 방산업체 합산 수주잔고는 CAGR +26% 성장 중
- 동유럽/중동 중심 수주 풀에서 서유럽/미국까지 진출 지역 확장
- 기존 레퍼런스 보유국에서의 추가 논의, 현지화 전략, 현지 업체와의 협력 관계 구축 등 전략 통해 KF-21, L-SAM 등 중장기 무기체계군 확장까지 가능해볼 수 있는 환경 마련
- 이러한 구조적 범위 확장은 수주 전망의 양적, 질적 성장을 뒷받침하는 근거로 작용 전망

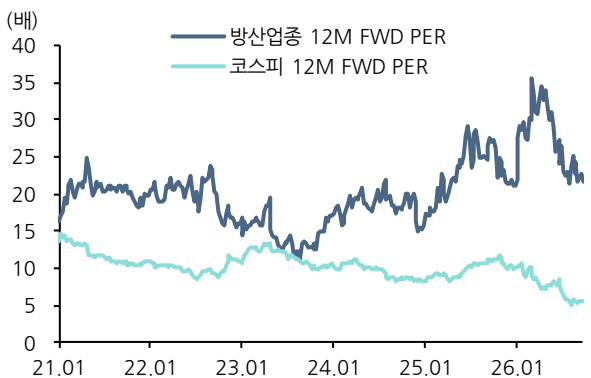
그림 2. 미국 FY27 국방 예산안 내 미사일 발주 계획



자료: 미국 국방부, 상상인증권

- 러우전쟁, 중동전쟁 장기화로 글로벌 미사일 수요 확대 중
- 올해 미-이란 전쟁에서 최대 무기 공급국인 미국의 재고 소진으로 내수 확충 수요 확대, FY27 미국 미사일 발주량 대거 증가
- 미국의 공급 쏠티지와 비미국 국가 수요 확대 고려 시 한국 방산 수주 기회 확대 전망
- 사우디는 천궁-2 조기 인도 문의, UAE는 미사일 추가 물량 긴급 요청, 연내 쿠웨이트, 카타르 등 천궁-2 및 중동형 L-SAM 수주 협의 가시화 기대

그림 3. 방산업종 PER 밸류에이션 차트



자료: Quantwise, 상상인증권

- 구조적 수주 기회 확대에도 현재 방산업종 지수 12M FWD PER 21배 수준, 전고점 대비 -50% 조정
- 미-이란 전쟁 장기화 국면에서 전쟁 발발로 발현된 수주 기대감과 실제 수주 시점 간 간극 사이에서 벌어진 조정으로 해석
- 타이밍의 문제일 뿐, 업종 주가 핵심 트리거인 중동 대규모/방공 수주 실제 가시화 시 본격 주가 반등 기대

방위산업 전야제 그 이후

01

투자전략

투자전략

지역 확장과 무기체계군 확장으로 더욱 견조해지는 K-방산 수출

방위산업 Overweight 의견 개시

방위산업에 대해 투자의견 Overweight(비중 확대)를 제시한다. 연쇄적으로 반복되는 전쟁 국면 속에서 글로벌 방위비 성장 기조는 견조히 지속되고 있으며 그에 따라 한국 방산 업체들의 수주 잔고 역시 증가하고 있다. 특히, 올해에는 기존 동유럽/중동 중심 수주 풀에서 서유럽/미국까지 진출 지역 확장이 이루어지며 향후 접근 시장 확대에 대한 기대감이 형성되었다. 또한, 기존 레퍼런스 보유 수주국과의 협상 확장, 현지화 전략 및 현지 업체들과의 협력 관계 구축 등의 전략을 통해 중장기 수주에서 KF-21, L-SAM 등으로의 무기체계군 확장까지 가능해볼 수 있는 환경이 마련되었다. 이러한 구조적 확장은 중장기 수주 전망의 양적, 질적 성장을 뒷받침하는 근거로 작용할 전망이다.

수요 확대와 공급 쏠티지가 동시에 전개되고 있는 방공무기체계 수주 본격화 기대

향후에는 올해 미-이란 전쟁으로 재고 소진이 가장 컸던 방공무기체계의 수급 불균형이 가장 심화될 것으로 전망한다. 러우전쟁, 중동전쟁 장기화로 유럽, 중동 지역 중심 미사일 재고는 급격히 소진되었으며 인도 당김, 긴급 물량 요청 등의 시그널로 수요 확대가 드러나고 있다. 게다가 올해 미-이란 전쟁에서는 최대 무기 공급국인 미국이 메인 플레이어로 참여하며 미국 재고 확충 수요 역시 폭발적으로 증가한 상황으로, 미국발 공급 쏠티지까지 가세하고 있다. 미국의 공급 불확실성과 비미국 국가의 방공무기체계 수요 확대를 고려했을 때 한국 방산 업체들의 수주 기회는 더욱 확대될 것으로 전망한다. 실제 사우디는 천궁-2의 조기 인도를 문의한 바 있으며, UAE는 요격 미사일의 추가 물량 공급을 긴급 요청하는 등 수혜의 전조 증상은 이미 드러나는 중이다.

전야제 이후 분명히 펼쳐질 중동향 수주 랠리 본게임, 업종 주가 핵심 트리거로 작용 전망

구조적 수주 기회 확대에도 현재 방산업종 지수 12M FWD PER은 21배, 2028E PER은 17배로 전고점 대비 약 -50% 조정받으며 올해 상승을 대부분 반납한 상황이다. 이는 미-이란 전쟁의 장기화로 5월부터 펼쳐진 양국 간의 공방전 사이에서 해당 전쟁으로 발현된 중동 대규모/방공 수주에 대한 기대감과 실제 수주 시점 간의 간극 사이에서 벌어진 조정으로 해석된다. 타이밍의 문제일 뿐, 주요 수요국 향 수주 랠리로 펼쳐진 전야제 이후 더욱 완화된 밸류에이션 레벨 하에서 업종 주가의 핵심 트리거인 중동 지역 대규모/방공 수주의 실제 가시화가 이루어질 경우 주가 흐름의 본격적인 순풍이 시작될 것으로 전망한다.

그림 1. 글로벌 방위비 지출 규모 추이

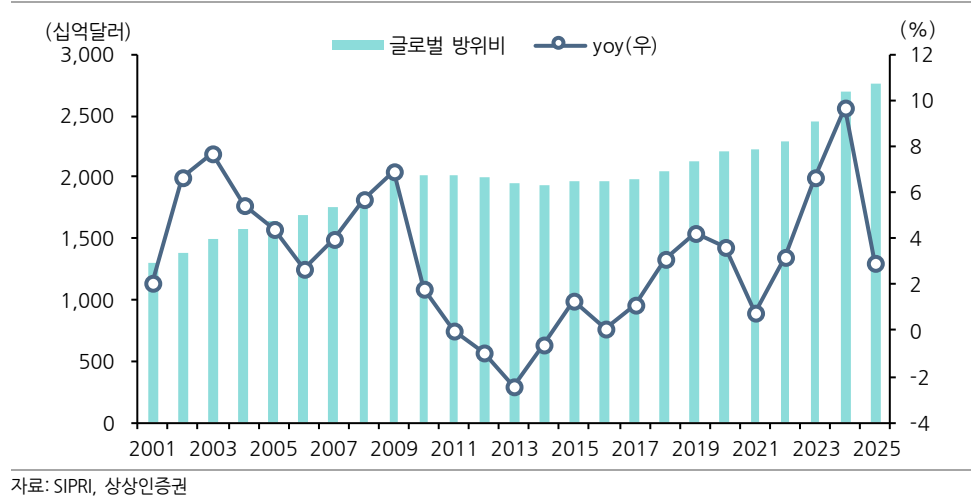


표 1. 2026년 국내 방산업종 5사 주요 수주 내역

기업	항목	국가	수주 금액(조원)	수주일	시작일	종료일
한화에어로스페이스	천무	노르웨이	1.3	2026-02-02	2026-01-30	2029-07-30
	K9	핀란드	2.0	2026-04-10	2026-04-09	2034-12-31
	K9	스페인	-	2026-08-31	2026-08-28	-
	천무	크로아티아	0.6	2026-09-11	2026-09-10	2030-09-09
LIG D&A	해군	말레이시아	0.1	2026-04-21	2026-04-20	2029-11-30
한화시스템	KF-21 EOTGP	국내 양산	0.1	2026-04-20	2026-04-20	2028-11-30

자료: 각 사, 상상인증권

그림 2. 사우디 천궁-2 조기 인도 문의

그림 3. UAE 요격 미사일 추가 물량 공급 긴급 요청

Gulf Allies Turn Away From U.S. for Fresh Ammo

Saudi Arabia, U.A.E. and Qatar cast a wider net to secure supplies, from South Korean systems to low-cost British missiles

By Alistair MacDonald and Summer Said
April 12, 2026 10:00 am ET

천궁II, 이란 미사일 96% 요격... UAE "물량 더 빨리 줄 수 없나"

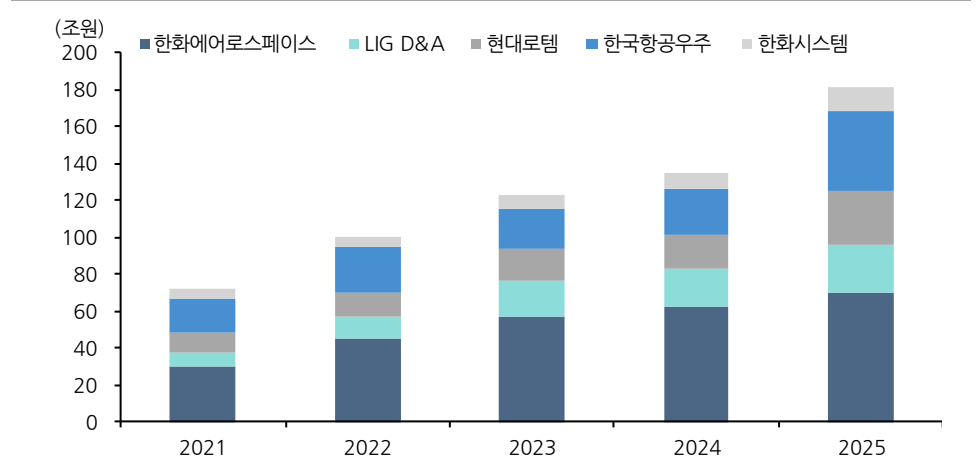
입력: 2026-03-05 18:52 수정: 2026-03-05 19:52

중동 국가들 요격미사일 확보 비상
주한미군 방공 전력 이동 가능성도

자료: The Wall Street Journal, 상상인증권

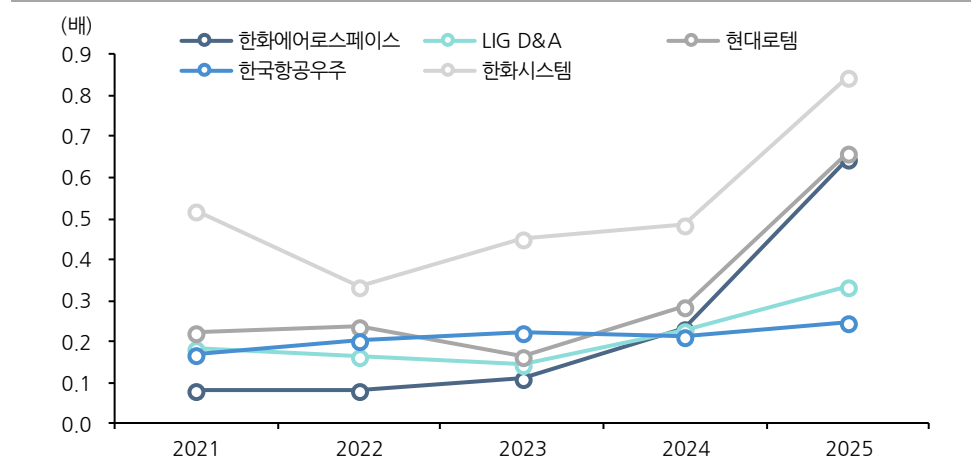
자료: 국민일보, 상상인증권

그림 4. 국내 방산업종 5사 합산 수주잔고 추이



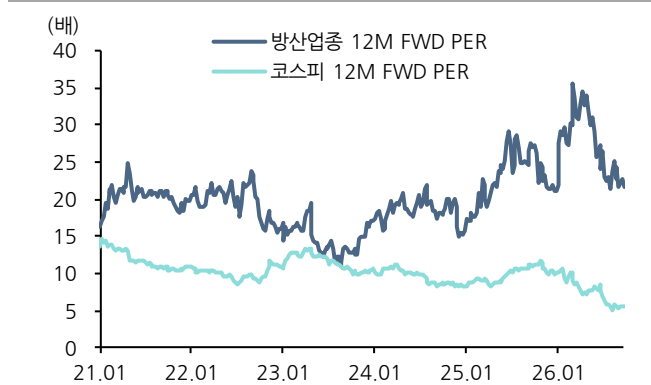
자료: SIPRI, 상상인증권

그림 5. 국내 방산업종 5사 시가총액/수주잔고 추이



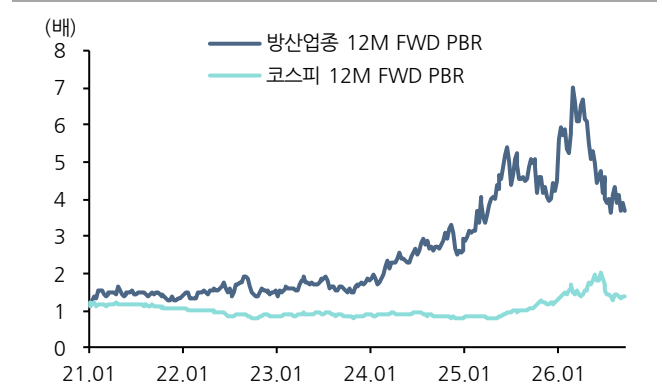
자료: SIPRI, 상상인증권

그림 6. 방산업종 PER 밸류에이션 차트



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 7. 방산업종 PBR 밸류에이션 차트



자료: Quantwise, 상상인증권

Top Picks: LIG디펜스앤에어로스페이스, 한화에어로스페이스

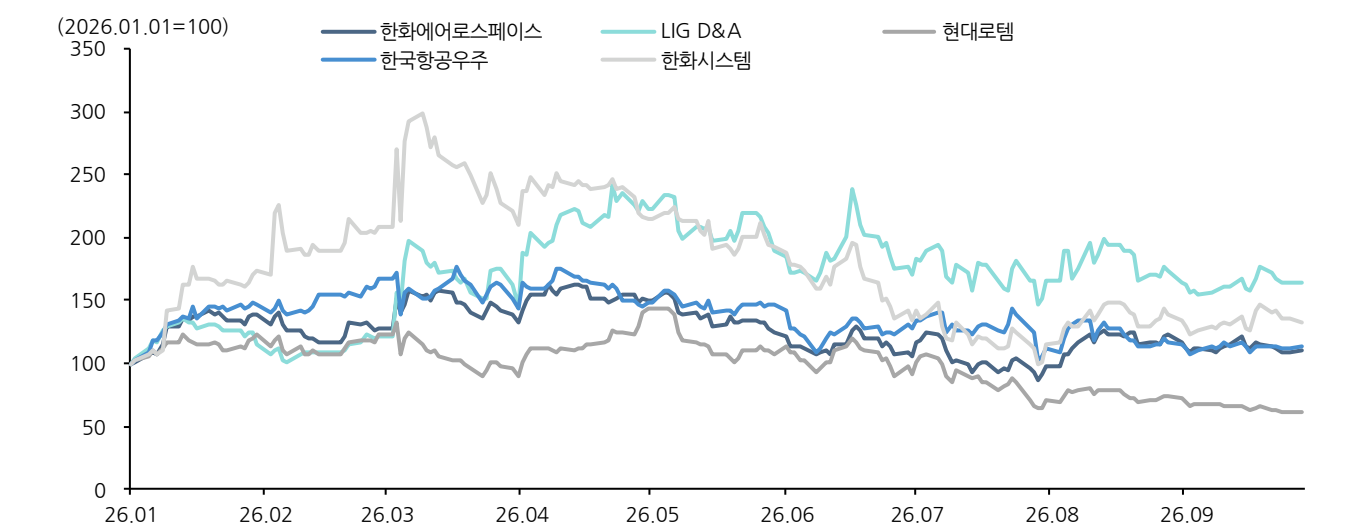
LIG D&A 투자의견 BUY,
목표주가 1,100,000원 제시

방산업종 최선호주로는 LIG D&A, 한화에어로스페이스를 추천한다. LIG D&A는 미국의 공급 쏫티지와 글로벌 방공무기 수요 증가로 강화되고 있는 방공무기체계 시장 수혜로 매출의 약 60% 비중을 차지하는 유도무기 부문 수주 확장이 가능할 것으로 기대한다. 또한, 강화되는 시장 현황에 걸맞춰 동사는 구미/김천 공장 캐파 확장으로 수요 자신감을 보여주고 있으며, 이는 향후 PQ 확장에 따른 실적 성장을 뒷받침할 전망이다. 방공 시장 호조, 이를 증명하는 적극적 투자 결정을 고려했을 때 현재 12M FWD PER 32배라는 주가 수준은 정당화가 가능하다는 판단이다.

한화에어로스페이스 투자의견 BUY,
목표주가 1,600,000원 제시

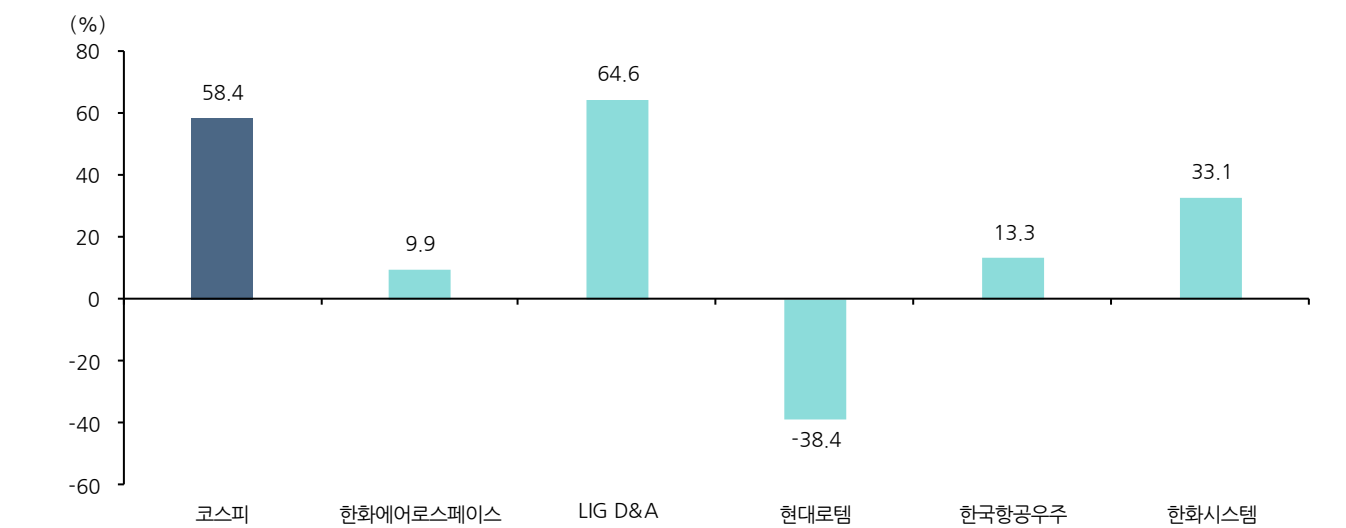
한화에어로스페이스는 K9 자주포, 천무 등 풍부한 수출 레퍼런스를 보유한 플랫폼을 중심으로 수출 범위 및 지역을 확장해가고 있으며, 이는 장기 수출 지속 가능성을 뒷받침해줄 전망이다. 동사는 빠른 납기와 우수한 성능, 현지화 전략을 기반으로 서유럽, 미국 등 NATO 진영 핵심 국가 시장까지 진입했으며, 이러한 레퍼런스는 향후 신규수주에서도 차별화 강점으로 작용할 전망이다. 또한, 지속 강화되는 방공무기체계 수요 하에서 천궁, L-SAM 수출 확대 시 발사대를 공급하는 동사의 수혜도 점진 강화될 것으로 예상한다. 그럼에도 불구하고 현재 동사의 주가는 12M FWD PER 20배 수준으로 최근 스페인, 미국 등 주요국 수주 가시화에도 주가는 보합권에 머물고 있어 Peer 대비, 수주잔고 대비 저평가 국면이라는 판단이다.

그림 8. 국내 방산업종 업체별 주가 추이 비교



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 9. 국내 방산업종 업체별 YTD 수익률 비교



자료: Quantwise, 상상인증권

표 2. 국내 방위산업 Peer Table

구분		한화에어로스페이스	LIG D&A	현대로템	한국항공우주	한화시스템
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가(원)		1,600,000	1,100,000	170,000	160,000	90,000
종가(원)		1,025,000	693,000	115,700	129,600	72,400
상승여력		56.1%	58.7%	46.9%	23.5%	24.3%
절대수익률(%)	1M	-10.6	-5.6	-16.8	-2.6	-4.5
	3M	2.3	-5.7	-31.9	-8.5	-1.6
	6M	-22.6	-5.7	-37.2	-30.5	-41.7
매출액(십억원)	2025	26,702.9	4,306.9	5,839.0	3,696.4	3,664.2
	2026E	32,410.4	5,120.1	6,839.5	5,366.2	4,552.5
	2027E	34,651.7	6,082.7	7,729.1	6,732.3	5,172.9
영업이익(십억원)	2025	3,089.3	319.4	1,005.6	269.2	119.9
	2026E	4,645.4	449.0	1,080.8	344.7	250.2
	2027E	5,705.6	625.7	1,319.1	581.5	452.8
지배순이익(십억원)	2025	1,405.0	253.4	770.0	185.9	242.2
	2026E	2,322.8	365.8	889.7	233.5	140.5
	2027E	2,823.9	521.7	1,064.3	404.8	433.4
P/E(배)	2025	36.2	60.2	16.4	68.0	56.5
	2026E	23.0	42.0	14.2	54.1	97.4
	2027E	18.9	30.8	11.9	31.2	31.6
P/B(배)	2025	5.5	10.6	4.1	6.9	2.8
	2026E	4.4	8.9	3.3	6.2	2.5
	2027E	3.7	7.1	2.6	5.3	2.2
EV/EBITDA(배)	2025	17.4	39.1	11.1	39.4	46.5
	2026E	10.5	27.0	9.0	31.2	32.1
	2027E	8.4	20.2	7.1	20.7	21.8
영업이익률(%)	2025	11.6	7.4	17.2	7.3	3.3
	2026E	14.3	8.8	15.8	6.4	5.5
	2027E	16.5	10.3	17.1	8.6	8.8
ROE(%)	2025	19.1	19.2	30.1	10.5	6.6
	2026E	21.4	22.7	25.6	12.1	2.7
	2027E	21.4	25.9	24.3	18.3	7.4

자료: Bloomberg, 상상인증권

표 3. 글로벌 방위산업 Peer Table

(백만달러)		Lockheed Martin	BAE Systems	Northrop Grumman	General Dynamics	Rheinmetall	RTX	Thales	Saab	Leonardo	Hindustan Aeronautics
매출액	2025	75,048.0	37,373.0	41,954.0	52,550.0	11,230.6	88,603.0	25,023.1	8,091.6	22,046.3	3,747.5
	2026E	80,988.0	44,286.3	44,065.6	55,889.9	15,869.8	96,214.4	27,140.7	9,935.0	25,304.4	3,917.2
	2027E	85,493.7	48,609.6	47,076.5	58,661.5	21,395.4	103,513.6	29,530.7	12,115.4	27,871.4	4,655.5
영업이익	2025	6,279.0	3,857.8	4,511.0	5,356.0	1,858.4	9,300.0	2,333.3	808.8	1,798.5	953.0
	2026E	9,694.9	4,800.4	4,627.3	5,879.4	2,850.9	12,837.8	3,469.5	1,073.5	2,442.7	950.7
	2027E	10,241.8	5,364.3	5,028.6	6,382.6	4,117.9	14,063.1	3,904.9	1,363.4	2,888.1	1,158.4
순이익	2025	5,017.0	2,719.6	4,182.0	4,210.0	786.8	6,732.0	1,892.9	645.5	1,383.6	1,032.4
	2026E	7,043.1	3,111.2	4,132.4	4,683.7	1,695.3	8,659.1	1,887.0	827.0	1,621.3	1,037.1
	2027E	7,550.7	3,590.0	4,306.3	5,103.7	2,685.5	9,719.7	2,571.0	1,054.8	1,961.7	1,215.5
P/E(배)	2025	29.5	24.9	22.7	21.8	68.1	29.2	28.2	45.7	23.2	25.6
	2026E	17.0	23.1	17.5	19.7	26.1	25.9	21.1	40.9	20.4	30.4
	2027E	15.8	20.3	16.7	18.0	17.8	23.8	18.5	32.0	16.5	26.3
P/B(배)	2025	16.5	4.4	4.9	3.6	14.3	3.8	5.9	6.7	3.0	5.7
	2026E	11.1	4.7	3.8	3.2	7.0	3.7	5.3	6.5	2.7	6.4
	2027E	9.4	4.3	3.4	3.0	5.4	3.6	4.6	5.6	2.4	5.5
EV/EBITDA(배)	2025	13.4	14.0	15.0	14.9	33.6	19.8	15.5	260.3	13.1	19.1
	2026E	12.0	14.0	13.8	13.7	15.4	18.6	12.0	23.5	11.4	23.6
	2027E	11.4	12.3	12.8	12.7	11.0	16.9	10.8	18.9	9.9	19.9
영업이익률(%)	2025	8.4	10.3	10.8	10.2	16.5	10.5	9.3	10.0	8.2	25.4
	2026E	12.0	10.8	10.5	10.5	18.0	13.3	12.8	10.8	9.7	24.3
	2027E	12.0	11.0	10.7	10.9	19.2	13.6	13.2	11.3	10.4	24.9
ROE(%)	2025	83.8	18.1	23.9	18.1	23.6	13.2	23.8	15.2	11.4	22.8
	2026E	81.4	19.9	22.9	17.3	28.5	14.4	24.6	17.2	13.3	22.0
	2027E	65.5	21.1	21.4	17.6	34.5	14.9	25.2	18.6	14.5	21.9

자료: Bloomberg, 상상인증권

방위산업 전야제 그 이후

02

수주 모멘텀은 여전하다

전쟁 소강 국면 속 방산을 봐야하는 이유

방산업종, 수주 모멘텀 원기옥 모으는 중

전쟁 공방전 사이
올해 상승분 모두 반납한 방산주

3월 미-이란 전쟁 발발 이후 급반등했던 국내 방산주 주가는 5월부터 펼쳐진 양국 간의 공방전 사이에서 고점 대비 -50% 조정받은 상황이다. 2022년 러우전쟁 발발 이후 유럽형 무기 수요 확대 기대감 및 실제 수출 증가로 구조적 주가 성장이 이루어졌던 것과는 상반되는 흐름이다.

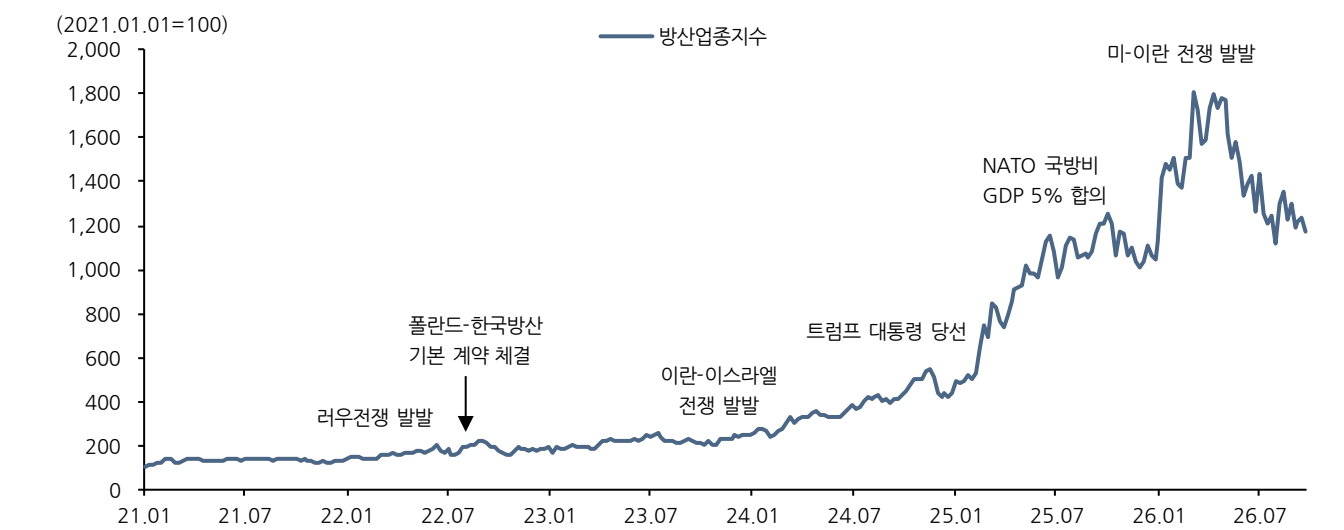
과거에도 전쟁 발생년도보다
그 이후 수익률이 좋았다

과거 방산주 주가 추이를 자세히 살펴보면, 러우전쟁에서도 발발 초기 상대적으로 완만한 주가 상승 이후 주가의 구조적 성장이 후행했다. 방산 업종 지수의 2022년, 2023년 YTD 수익률은 각각 +31%, +48%였으며 이후 전쟁이 중기에 접어들면서 2024년 +67%, 2025년 +115%로 주가 성장이 본격화되는 흐름을 보였다. 초기(2022~2023년)와 중기(2024~2025년) 사이에서 주가 흐름 차별화를 만들었던 건 1) 해외 수주 기대감의 현실화와 2) 수출 확대에 의한 구조적 마진 성장이다. 전쟁 초기 유럽의 무기 재고 소진 및 탈미국 니즈를 기반으로 한 한국 방산의 수출 확대 기대감이 형성되었다면 중기에서는 정책적 기반 마련, 실 수주 사례 등이 전개됨과 동시에 업체들의 실질적인 실적 개선이 동반되면서 주가가 성장했다.

수주 본격화 시 여전히 강력한
주가 모멘텀으로 작용 전망

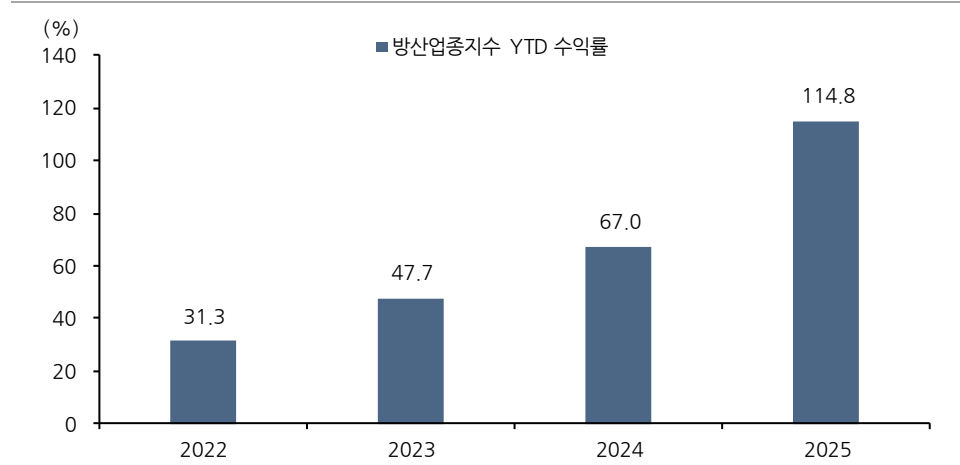
이미 전통적 내수주에서 수출주로의 전환이라는 거대한 구조적 변화를 겪고 성숙기로 접어드는 상황 속 해외 수주라는 재료가 가지는 모멘텀 강도를 과거만큼 기대하긴 어려울 수 있다. 그럼에도 이미 존재하는 수출 기대 파이프라인은 향후 방산 업체들의 성장성 지속을 뒷받침해줄 수 있는 포인트로서 여전히 유의미하며, 수 년 간 연쇄적으로 발생 중인 중동 지역 전쟁으로 인해 심화된 무기체계 수급 불균형은 실제 수주 체결 속도 및 질적 확대를 촉진하고 있다. 시간 문제일 뿐, 연내 대규모 해외 수주 랠리가 본격적으로 시작될 경우 방산업종의 점진적인 주가 상승이 가능할 것으로 판단한다.

그림 10. 방위산업 업종지수 추이



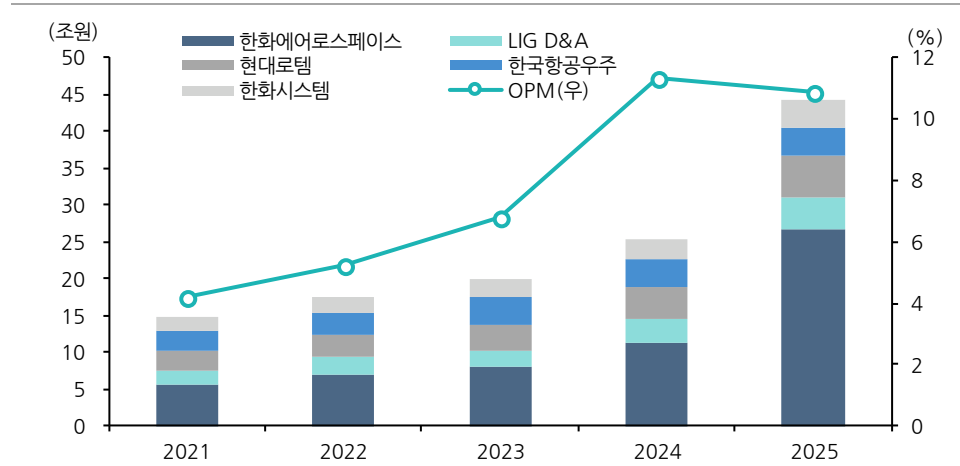
자료: Quantwise, 상상인증권

그림 11. 연도별 방위산업 업종지수 YTD 수익률



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 12. 방위산업 5개사 합산 매출 및 OPM 추이



자료: Quantwise, 상상인증권

규모 크고 질 좋은
중동 수주 가시화 시
명확한 모멘텀으로 반영 기대

중동 지역 대규모/방공 수주가 핵심 트리거

잔존하는 수주 기대 파이프라인 가운데 숫자, 규모, 실적 기여도 면에서 가장 질이 좋다고 판단되는 건 단연 중동 지역이다. 사우디 MNG, 중동 방공체계(천궁-2 및 L-SAM)는 최소 조 단위 규모의 대규모 수주건이 협상될 가능성이 높다. 특히 방공무기체계의 경우 이미 전쟁에서의 소모전으로 인해 수요가 크게 확대된 상황으로 기대 대비 수주 및 인도가 앞당겨질 여지도 있다. 실제로 사우디는 천궁-2의 조기 인도를 문의한 바 있으며, UAE는 요격 미사일의 추가 물량 공급을 긴급 요청했다. 조기 인도와 미사일 추가 발주는 기존에 기대했던 무기 체계 수주 시점을 앞당길 뿐만 아니라 바로 인식될 수 있는 새로운 매출원을 창출할 수 있다는 점에서 의미가 있다.

이번 전쟁에서 실전 검증을 거친
한국 무기, 수주 경쟁력 확보

따라서 중동 지역의 수주 협의가 본격화되거나, 이를 뒷받침할 수 있는 정책적, 지정학적 환경이 마련될 경우 방산업종의 핵심 주가 모멘텀으로 작용할 전망이다. 하반기 들어 쿠웨이트 외교부 장관의 방한 등 의사결정권자의 적극적인 행보가 진행되고 있으며 카타르, 바레인, 오만 등 신규 수요국의 한국 방산 수주 문의 역시 증가 중이다. 커져가는 수요 속에서 K9, 천궁-2 등 한국의 주요 무기체계들은 이미 러우전쟁 및 중동 지역 갈등을 거치며 실전 경험을 확보했다는 점, 우수한 납기 능력과 가격 경쟁력을 갖췄다는 점, 그리고 수요국의 현지화 니즈를 충족할 수 있다는 점을 기반으로 수주 경쟁력을 가져갈 것으로 기대한다.

그림 13. 사우디 천궁-2 조기 인도 문의

그림 14. UAE 요격 미사일 추가 물량 공급 긴급 요청

Gulf Allies Turn Away From U.S. for Fresh Ammo

Saudi Arabia, U.A.E. and Qatar cast a wider net to secure supplies, from South Korean systems to low-cost British missiles

By Alistair MacDonald and Summer Said
April 12, 2026 10:00 am ET

천궁II, 이란 미사일 96% 요격... UAE "물량 더 빨리 줄 수 없 나"

입력: 2026-03-05 18:52 수정: 2026-03-05 19:52

< > & #x2192;

중동 국가들 요격미사일 확보 비상
주한미군 방공 전력 이동 가능성도

자료: The Wall Street Journal, 상상인증권

자료: 국민일보, 상상인증권

그림 15. 쿠웨이트 외교부 장관 방한 및 방산 협력 논의

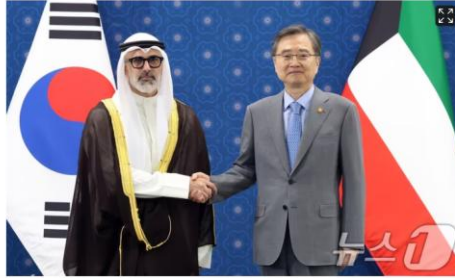
韓-쿠웨이트 외교장관 회담... '천궁' 등 방산협력 논의

김예슬 기자

2026.08.25 오후 01:59

구글에서 뉴스1 즐겨찾기

쿠웨이트 외교장관, 20여년 만에 방한...조현 "양국 관계 한 단계 격상 기대"
 쿠웨이트 장관 "韓 투자 1년 새 50억→182억달러...협력 새로운 지평"



자료: 뉴스1, 상상인증권

표 4. 국내 방위산업 수출 기대 파이프라인

기업	항목	국가	예상 금액(조원)	예상 시점
한화에어로스페이스	K9	사우디 (MNG)	15	4Q26~
		폴란드	7	2027
		에스토니아	0.4	4Q26
	천무	사우디	-	-
		이라크	-	-
LIG D&A	천궁-2	UAE	-	4Q26
		카타르	1.5	4Q26
		쿠웨이트	1.5	4Q26
		인도네시아	-	-
		말레이시아	-	-
		루마니아	2	-
	L-SAM	스위스	-	4Q26
		UAE/사우디	-	4Q26~
현대로템	K2 및 K808	페루	3	4Q26
	K2	이라크	9	2027
		루마니아	9	2027
		폴란드	8	4Q26
한국항공우주	KF-21	인도네시아	3	4Q26
		UAE	-	2027
		필리핀	-	2027
		말레이시아	-	2027
	FA-50	이집트	0.2	2027
		말레이시아	-	-
		페루	1	-
		슬로바키아	-	-
		불가리아	1	2027

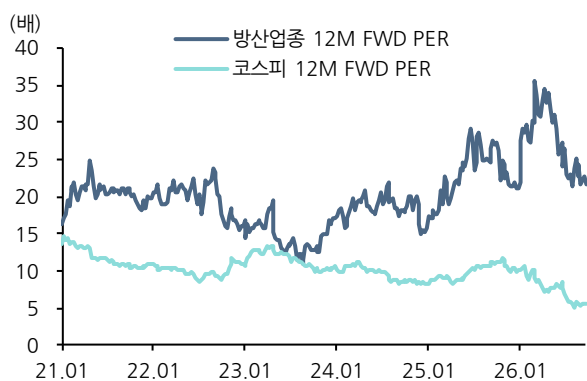
자료: 각 사, 언론보도 종합, 상상인증권

매력적인 밸류에이션 레벨, 총알은 장전됐다

주요국 수주 펠리에도 업종 저평가 더욱 심화

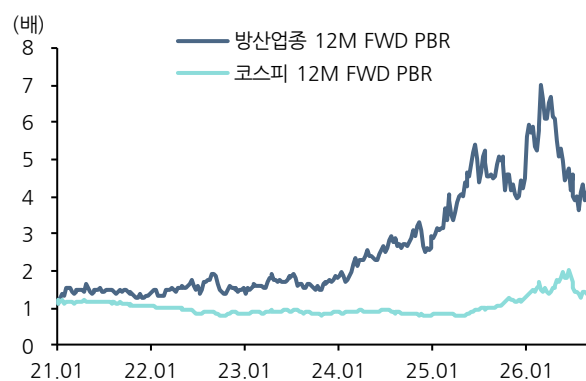
구조적 수요가 뒷받침되는 해외 파이프라인의 수주 기대감 확대에도 현재 방산업종 지수의 12M FWD PER은 21배, 28E PER은 17배로 올해 상승을 대부분 반납한 상황이다. 완화된 밸류에이션 레벨 하에서 최근 중동 외 기타 주요국 수출건(미국 K9 시제품 공급, 스페인 K9 수주, 크로아티아 천무 수주 등)도 연쇄적으로 발현되고 있는데, 이를 고려하면 업종 저평가가 더욱 심화되고 있다는 판단이다. 타이밍의 문제일 뿐, 완화된 밸류에이션 레벨 하에서 추가 핵심 트리거로 작용할 수 있는 중동 대규모 수주가 가시화될 경우 업종 추가 흐름의 본격적인 순풍이 될 것으로 전망한다.

그림 16. 방산업종 PER 밸류에이션 차트



자료: Quantiwise, 상상인증권

그림 17. 방산업종 PBR 밸류에이션 차트



자료: Quantiwise, 상상인증권

방위산업 전야제 그 이후

03

미사일 쏘티지가 만든 기회

전쟁으로 강화된 방공 수급 불균형

주요 무기 수요국에서
지금 가장 원하는 건 방공무기

연이은 전쟁으로 유럽, 중동 지역 방공 수요 확대

러우전쟁, 중동전쟁 등 장기간 지속되어온 지정학적 갈등으로 글로벌 무기체계 수요는 지속 확대되고 있다. 그 중에서도 수요 강도가 가장 강한 건 방공무기체계이다. 전쟁에 의한 재고 소진으로 유럽, 중동 등 주요 무기 수요국에서의 정책 예산 내 우선순위 및 발주 속도가 가장 높은 무기체계이기 때문이다. 유럽은 평화 기간 내 방공무기체계의 감축 폭이 가장 컸으나 러우전쟁을 치루며 러시아의 미사일·드론 중심 복합 타격에 대응할 다층 방공망 확보에 대한 필요성을 느끼게 되었다. 이에 2025년 3월, 유럽은 'ReArm Eurpoe' 계획을 발표하며 유럽의 재무장을 선언했으며, 방공체계 구축, 미사일 비축, 대드론 시스템 등을 가장 우선순위에 두었다. 또한, 2025년 6월 NATO 워터 사무총장은 방공·미사일방어 능력을 400% 늘려야 한다고 주장하며 방공망 구축의 중요성을 다시 한번 강조했다.

중동 역시 2024년 이란-이스라엘 전쟁, 2026년 미-이란 전쟁을 거치며 이란의 공습을 방어하기 위해 방공 무기 재고를 소진해왔다. 중동 지역은 최대 산유국으로 정유 인프라가 집중되어있어 인프라 타격에 대한 리스크가 굉장히 크기 때문에 방공 수요가 클 수밖에 없다. 사우디의 경우 현재 기보유 PAC-3 MSE 미사일의 약 86%를 소진한 것으로 알려져있으며 UAE, 카타르, 쿠웨이트, 바레인 등 기타 중공국가들은 정확한 수치는 알 수 없으나 사우디와 유사한 재고 압박을 받고 있는 것으로 파악된다. 이에 사우디는 천궁-2의 조기 인도를 문의한 바 있으며, UAE는 요격 미사일의 추가 물량 공급을 긴급 요청했다.

표 5. ReArm Europe 7대 전략적 우선 투자 분야

분야	세부 내용
① 항공·미사일 방어	통합적·다층적 유럽 통합 방공체계 구축, THAAD 급 방어 시스템 개발 추진
② 포병 시스템	정밀타격 및 원거리 공격 가능 장사정포·다연장로켓(MLRS) 시스템 확보 및 현대화
③ 탄약·미사일 비축	'Ammunition Plan 2.0' 기반 전략물자 비축 및 생산능력 확보 * 155mm 포탄 연간 생산량 200만 발 목표(2023년 대비 4배 증산)
④ 드론(무인항공기)·대드론 시스템	소형 정찰 드론부터 중무장 전투 드론까지 정찰, 감시, 전투용 드론 체계적 개발
⑤ 군대 이동성	역내 및 제3국 전략적 병력 신속 배치 향상, 철도·도로·항만·공항 등 인프라 확충
⑥ AI·양자·사이버·전자전	AI 기반 지휘통제체계(C2), 양자 암호통신 기술 개발 가속화, 공격·방어용 사이버 능력 개발
⑦ 전략적 지원 인프라 보호	공중급유기·전략수송기 증강, 해양인자·우주기반 정찰 및 감시체계 구축

자료: 국가안보전략연구원, 상상인증권

그림 18. 중동 정유 인프라 지도



자료: 상상인증권

그림 19. 사우디 천궁-2 조기 인도 문의

그림 20. UAE 요격 미사일 추가 물량 공급 긴급 요청

Gulf Allies Turn Away From U.S. for Fresh Ammo

Saudi Arabia, U.A.E. and Qatar cast a wider net to secure supplies, from South Korean systems to low-cost British missiles

By Alistair MacDonald and Summer Said
April 12, 2026 10:00 am ET

천궁II, 이란 미사일 96% 요격... UAE “물량 더 빨리 줄 수 없 나”

입력: 2026-03-05 18:52 수정: 2026-03-05 19:52

중동 국가들 요격미사일 확보 비상
주한미군 방공 전력 이동 가능성도

자료: The Wall Street Journal, 상상인증권

자료: 국민일보, 상상인증권

그러나 미국은 자국 수요 조달만으로도 바쁘다

글로벌 방공 수요 확대 속
미국 내수 수요 증가로
비미국 미사일 공급 쏠티지 예상

글로벌 방공 수요가 커져감과 동시에 전통적 주요 무기 공급국인 미국 역시 미 정부의 차세대 방공망 강화 및 미-이란 전쟁 수행에 따른 미사일 재고 소진으로 향후 수 년간 미국의 방공무기체계 생산이 급격히 증가한 내수 수요 대응에 집중될 것으로 전망되며, 그에 따른 비미국 국가들의 미사일 공급 쏠티지가 예상된다.

미 행정부는 중장기 대규모
방공 체계 확보 계획 보유

2025년 1월 트럼프 행정부는 행정명령을 통해 미 차세대 본토 미사일 방어체계인 “골든 돔(Golden Dome) 프로젝트”를 제시했다. 우주 기반 요격체를 기반으로 발사 단계(Boost phase)의 미사일까지 요격하겠다는 목적으로 기존 지상 기반 요격체를 대체할 계획이다. CBO 추정 아키텍처 기반 골든 돔 프로젝트의 총 예산은 약 1조 2,000억 달러이며, 사업의 핵심인 SBI 위성 7,800기 외에도 NGI, GBI 등 광역 요격체 및 THAAD, Patriot 등 지역 섹터방어 체계 확보 계획을 가지고 있다. 배치 계획 기지 수와 한 기지 당 필요 무장 수를 고려 시 THAAD는 약 1,120발, Patriot은 약 2,940발이 요구될 것으로 예상된다.

미-이란 전쟁에서
기존 재고까지 소진한 미국

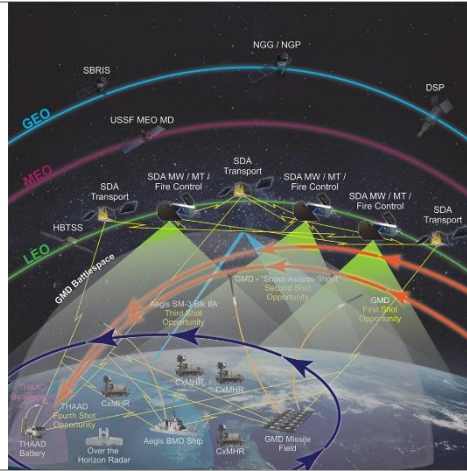
정책적 대규모 수요에 더해 미-이란 전쟁은 미국의 미사일 재고 소진 및 내수 수요 확대를 촉진하고 있다. 이란은 지리적으로 지상 전면전이 어려운데, 남부에 페르시아만을 끼고 있으며 호르무즈 해협을 수문으로 두고 있어 물자/무기 이동에 어려운 지형이다. 또한, 수 십년 간 이어져온 국제적 제재와 고립으로 현대 무기체계 도입이 어려웠던 이란의 공중 전력은 미국, 이스라엘 대비 현저히 떨어진다. 이란의 입장에서 미사일/드론 중심 공격 체제는 필수불가결한 전략이었던 것이다.

2026년 2월 28일 시작된 미국의 대이란 군사작전(Epic Fury)에 맞서 미국은 이스라엘에 배치되었던 THAAD 2개를 통해 개전 후 첫 16일 간 약 200발의 요격탄을 발사한 것으로 추정되며, 이는 개전 직전 기준 미국 전체 재고의 약 40% 수준이다. Patriot의 경우 기존 약 2,330발의 재고를 보유했으나 7월 말 기준 재고는 800발 전후 수준으로 파악된다. 그 결과, 미국 정부는 FY27 예산안에서 미사일 발주량을 확대했는데, THAAD의 경우 FY26 대비 약 9배 많은 857발, Patriot은 16배 많은 2,798발을 연간 수요량으로 제시했다.

미국의 미사일 캐파 증설
그러나 효과는 2029년에나...

급격히 증가한 내수 수요에 미국은 THAAD 생산능력을 기존 연간 96발에서 400발 규모로, PAC-3 MSE는 기존 연간 600발에서 2,000발로 확장 계획을 가지고 있다. 그러나 캐파 확장 이후 신규 인도는 2029~2030년 본격화될 것으로 예상되며, 이번 증설의 목적은 미국의 FY27 이후 발주량 대응 및 중장기적인 차세대 방공체계 강화에 집중될 가능성이 높다. 미국의 기존 캐파 고려 시 이번 미-이란 전쟁으로 인해 소모된 재고를 회복하는 데에만 해도 2-3년 가량 소요될 것으로 예상된다.

그림 21. Golden Dome 프로젝트



자료: Leonardo, 상상인증권

표 6. Golden Dome 프로젝트 세부 내용

구분	내용
우주기반 요격체	7800 기
지상 요격체	372 기
합산	8172 기
배치 기지	42 개
미사일 종류	NGI, GBI 등 광역 요격체 및 THAAD, Patriot 등
총 예산	CBO 기준 1.2 조 달러
소요 기간	약 20 년

자료: 미국 국방부, 상상인증권

그림 22. 이란의 지리적 특성



자료: 구글, 상상인증권

표 7. 이란 VS 이스라엘 VS 미국 공중 전력 비교

구분	이란	이스라엘	미국
전투기 수량	약 230~250 대	약 330~340 대	약 3,000 대 이상
5 세대 스텔스 전력	0 대	F-35I 약 39 대	F-22, F-35 등 약 1,000 대 이상
4/4.5 세대 주력 전력	F-14, MiG-29, Su-24	F-15I, F-16I	F-15E/EX, F-16C/D, F/A-18E/F
전중대형 폭격기	없음	없음	B-2, B-1B, B-52H
전력 세대 구성	3 세대 중심, 일부 4 세대	4.5 세대 및 5 세대 중심	4.5 세대 및 5 세대 중심

자료: 각 사, 상상인증권

그림 23. THAAD



자료: 언론보도, 상상인증권

그림 24. Patriot



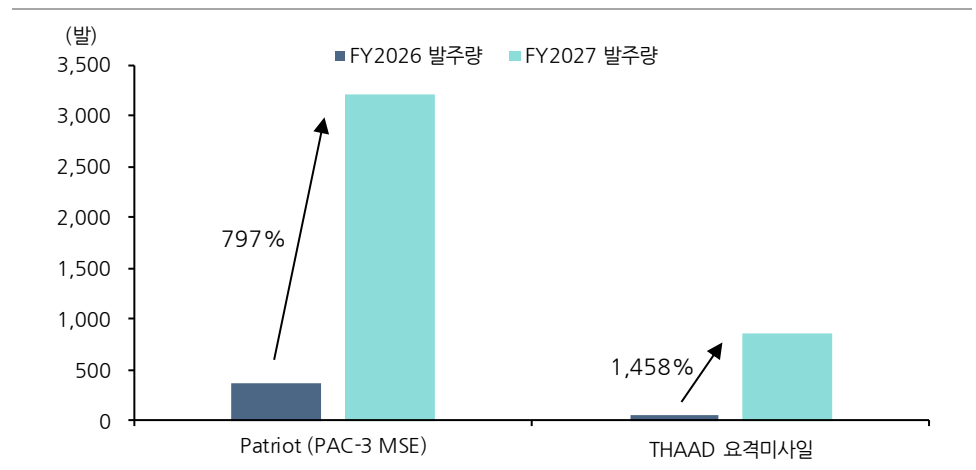
자료: 언론보도, 상상인증권

표 8. 미-이란 전쟁 발발 후 미국 미사일 재고 소모율

미사일 체계	전쟁 전 추정 보유량	추정 소모량	최근 추정 잔여 재고	소진율
THAAD	약 452 발	약 190 ~ 290 발	약 162 ~ 262 발	약 38% ~ 47% 소진
Patriot (PAC-3 MSE)	약 2,330 발	약 1,060 ~ 1,430 발	약 900 ~ 1270 발	약 65% ~ 67% 소진
SM-3	약 400 발	약 130 ~ 250 발	약 150 ~ 270 발	약 35 ~ 40% 소진
SM-6	약 1,500 발	약 190 ~ 370 발	약 1130 ~ 1310 발	약 20% 소진
토마호크	약 4,000 발	약 1,000 발	약 3,000 발	약 25% 소진

자료: CSIS, 언론보도 종합, 상상인증권

그림 25. 미국 FY27 국방 예산안 내 미사일 발주 계획



자료: 미국 국방부, 상상인증권

표 9. 미국 미사일 캐파 확장 계획

구분	PAC-3 MSE	THAAD 요격탄
기존 연간 생산능력	약 600 발	96 발
확장 후 연간 생산능력	2,000 발	400 발
목표 시점	2030 년	2030 년
계약 금액	586 억 달러	350 억 달러

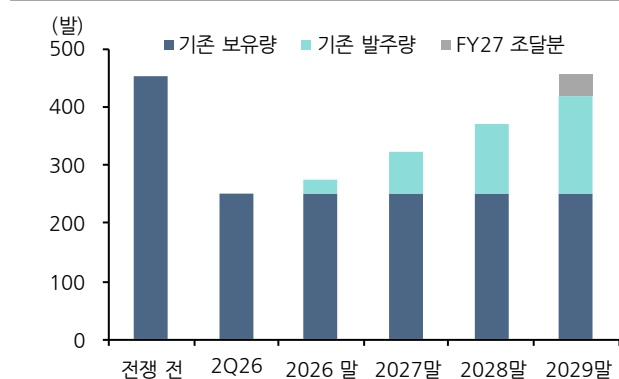
자료: 언론보도 종합, 상상인증권

표 10. 미국 미사일 재고 회복 예상 시기

	전쟁 추정 소모량	FY27 조달량	FY26 인도량	연간 생산량	정책 목표 생산량	전쟁 전 재고 회복 예상 시기
토마호크	1,000+	785	207	600	1000	2030 년 말~2031 년 초
THAAD	190-290	857	92	96	400	2029 년 말
Patriot	1,060-1,430	3,203	172	600	2000	2029 년 중순
SM-3	130-250	214	52	156	250	2029 년 초
SM-6	190-370	540	125	239	500	2028 년 말~2029 년 초
JASSM	1,100+	821	484	860	860	2027 년 중순
PrSM	40-70	1,134	70	680	550	2026 년 말

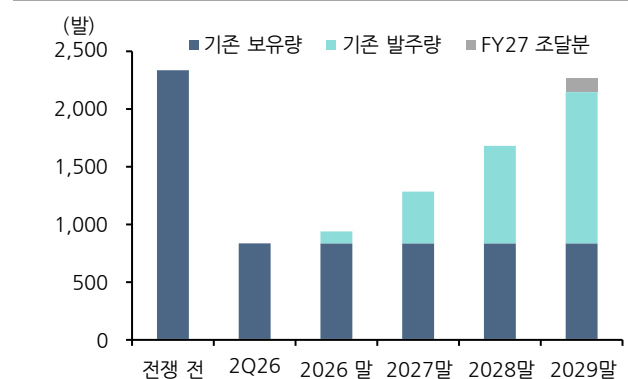
자료: CSIS, 상상인증권

그림 26. 미국 THAAD 재고 확충 예상 시나리오



자료: CSIS, 상상인증권 추정

그림 27. 미국 Patriot 재고 확충 예상 시나리오



자료: CSIS, 상상인증권 추정

수요 증가 + 공급 부족 = 쏜티지 및 인도 지연

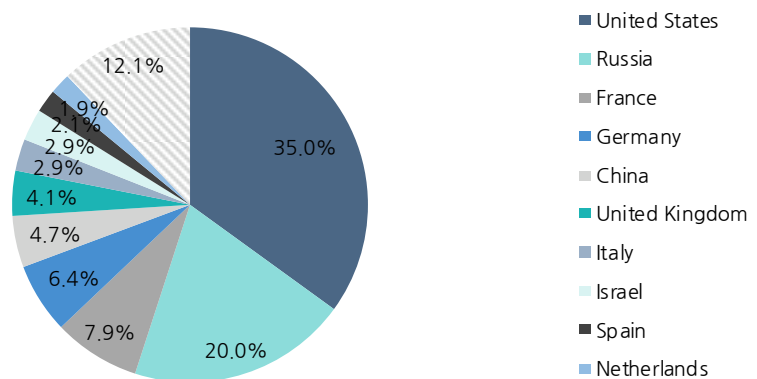
미국은 최대 무기 공급국, 비미국 국가들의 공급 쏜티지 예상

미국이 대규모 캐파 확장까지의 공백에서 내수 재고 회복에 전력을 다한다면, 미국에게 방공 무기 체계를 공급받았던 비미국 국가들은 공급망 쏜티지를 경험할 수밖에 없다는 판단이다. 국가별 무기체계 수출량을 살펴보면, 미국은 전체 수출량에서 35%를 차지하는 상위 공급국이다. 유럽의 경우 장거리 미사일에서 미국 의존도가 높은 지역인데, 미국의 내수 수요 확대에 의한 공급망 불확실성은 실제로 유럽형 방공무기체계 인도 지연 사례로 드러나고 있다.

실제 유럽 방공 무기체계 인도 지연 사례 존재

스위스의 경우 2022년 Patriot 5개 포대를 발주했으며, 2027~2028년에 걸쳐 인도받을 예정이었다. 그러나 2025년 트럼프 정부는 우크라이나 우선 배정을 위해 이미 한 차례 스위스 정부에 인도 연기를 통보했으며, 2026년 인도까지 4~5년 추가 소요 및 초기 발주 대비 최대 50%의 비용 상승이 가능하다는 입장을 공식화했다. 미국은 스위스 외에도 영국, 폴란드, 노르웨이 등 유럽 국가들 및 일본에게 미사일 인도 지연 가능성을 통보한 것으로 파악된다.

그림 28. 국가별 무기체계 수출 비중 현황



자료: SIPRI, 상상인증권

그림 29. 스위스 Patriot 발주 및 인도 지연 사례

Press release | Published on 17 July 2025

Patriot GBAD systems: US informs Switzerland on delayed delivery

Bern, 17.07.2025 — The United States Department of Defense has informed the DDPS that it will reprioritize the delivery of Patriot systems to support Ukraine, focusing on ground-based air defense. This also affects Switzerland, which will receive its production batches later than planned. The Federal Council has been notified.

자료: 스위스 연방부, 상상인증권

표 11. 미국 미사일 인도 지연 통보 사례 정리

대상 국가	대상 무기 체계	주요 원인 및 세부 내용
스위스	Patriot 요격 미사일	미 정부 우선순위 변경 통보 수신. 대금 지급 유예 및 계약조건 재검토 중
영국	Patriot 요격 미사일, HIMARS	중동 정세 및 미군 재고 총원 우선 정책으로 인한 납기 연기
폴란드	HIMARS, NASAMS, Patriot	동부 전선 강화를 위한 신규 장비 도입 및 확장 일정 차질
노르웨이	NASAMS, 정밀 유도 무기	방공망 강화 사업 내 핵심 유도 탄약 공급 시기 지연
일본	토마호크 순항미사일, Patriot 장비	미 측으로부터 최대 2 년 이상 인도 지연 가능성 사전 안내
발트 3 국	HIMARS	러시아 접경지역 대응용 화력·방공 자산 수급 연쇄 지연
독일	Patriot, Typhon 시스템 등	장거리 순항 미사일 및 고성능 방공 요격체계 납기 수년 연기
대만	Patriot 요격 미사일, 항공 유도무기	미군 자체 재고 확보 방침으로 인한 비공개 주문 품목 인도 차질
우크라이나	Patriot 요격 미사일 등	생산량 대비 미군 재고 소진율 급증으로 적기 추가 공급 차질

자료: 언론 보도, 상상인증권

방공망 쏘티지 사이 K방산 수주 기회 포착

방공 수급 불균형 사이 K방산 수주 기회 확장 가능

실전 경험 쌓은 천궁-2
기존 수요국에서의 인도 촉구 및
추가 지원 요청 발생 중

미-이란 전쟁 발 미국의 공급 불확실성과 비미국 국가의 방공무기체계 수요 확대를 고려했을 때 한국 방산 업체들의 수주 기회는 더욱 확대될 것으로 전망한다. 특히, 천궁-2는 이번 전쟁을 통해 실전 운용 경험을 쌓았으며 이는 타 중거리 방공무기체계 수출국과의 동등한 위치를 증명하는 계기가 되어줄 것으로 예상된다. 사우디와 UAE는 이란의 미사일 및 드론 공습 이후 이미 계약한 천궁-2 물량 일부의 인도 시기를 앞당김과 동시에 요격 미사일 추가 지원을 요청했다. 향후 수출 및 실전 경험을 탄탄히 갖춘 천궁-2의 기 수주 건 납기 단축 요구 및 수출 가능성 확대 등을 기대한다.

단기 내 가시화 가능성 높은
파이프라인은 쿠웨이트, 카타르 향
천궁-2

향후 근시일 내에 수주 협의가 가시화될 것으로 판단되는 방공무기체계 파이프라인은 쿠웨이트, 카타르다. 쿠웨이트는 중동 국가 중 하나로 이란과 국경을 바로 마주하진 않지만 아주 근접한 위치에 자리잡고 있는 국가로 방공 니즈가 높은 국가이다. 실제 올해 미-이란 전쟁에서 미사일 공격 노출에 대한 위협을 인지한 이후 천궁-2 도입을 협상 중에 있으며, 8월에는 쿠웨이트 외교부 장관의 방한 및 방산 협력 논의 전개 소식이 전해지면서 수주 논의 진전에 대한 기대감이 한층 더 커지고 있는 상황이다. 카타르는 페르시아만 남부에 위치한 국가로 세계 최대 LNG 수출국이다. 역시 미-이란 전쟁을 거친 이후 에너지 인프라 방어에 대한 방공 니즈가 확대된 상황이며 현재 천궁-2 도입을 검토 중인 것으로 알려져있다.

표 12. 미사일 방공 무기체계 기대 수출 파이프라인

항목	국가	예상 금액(조원)	예상 시점
천궁-2	UAE	-	4Q26
	카타르	1.5	4Q26
	쿠웨이트	1.5	4Q26
	인도네시아	-	-
	말레이시아	-	-
	루마니아	2	-
L-SAM	스위스	-	4Q26
	UAE/사우디	-	4Q26~

자료: 언론보도 종합, 상상인증권

L-SAM까지 수출 범위 확장 기대 스위스, UAE 등 관심 표출

중장기적으로는 미국의 공급 쏫티지와 천궁-2의 레퍼런스를 기반으로 L-SAM 수출까지 방공 수출 범위가 확장될 가능성도 높다. 미국의 인도 지연 통보 이후 스위스는 Patriot 이외에 장거리 방공무기체계 도입 검토를 착수했으며 프랑스/이탈리아 SAMP/T과 함께 한국의 L-SAM을 대안 후보로서 검토 대상으로 공식화했다. 또한, 9/15 한화시스템과 UAE 국영 방산 기업 EDGE 그룹은 UAE 통합 대공망 구축을 위한 주요 조건 합의를 체결했으며 천궁-2, 천무와 함께 L-SAM을 포함한 통합 대공망 협력에 대한 방향성이 제시되었다. 이번 합의에서는 L-SAM을 직접 협력 대상으로 명시했다는 점에서 의의가 있으며 실제 수출 계약까지 이뤄질 경우 천궁-2 운용국 내에서 수출 범위가 넓어질 수 있는 첫 레퍼런스 사례로서 중요한 역할을 할 수 있을 것으로 예상된다.

지대공에 국한되지 않고 지대지까지 미사일 쏫티지 영향 확산 중

미사일 방공체계 쏫티지는 지대공에서 국한되지 않고, 천무 등 지대지로 확장될 가능성도 높다. 미 국방부는 2026년 4월 영국, 폴란드, 에스토니아 등 NATO 동맹국에 대 이란 군사작전(Epic Fury)을 원인으로 지대지 다연장 로켓 HIMARS 인도 지연을 공식 통보했다. 이러한 공급 현황 하에 한화에어로스페이스가 크로아티아향 천무 수주에 성공했는데, 크로아티아의 공급 다변화 니즈와 더불어 한국의 상대적으로 빠르고 안정적인 납기 역량이 더해진 결과로 해석된다.

표 13. 스위스 장거리 방공체계 대안 후보 비교

구분	한국	프랑스·이탈리아
체계명	L-SAM	SAMP/T NG
제조사	한화에어로스페이스, LIG D&A	Eurosam (Thales/MBDA 합작법인)
요격 미사일	천궁-II 유도탄	Aster-30 Block 1NT
요격 고도	40~60km	25~25km
최대 사거리	40~50km	150km
운용 국가	-	프랑스, 이탈리아, 덴마크, 우크라이나
수출 국가 수	-	2
포대 추정 가격	국내 양산가 4,325 억원	약 6,500 억원
미사일 추정 가격	15~45 억원	45~55 억원

자료: 각 사, 언론보도 종합, 상상인증권

그림 30. 한화-EDGE UAE 통합 대공망 구축 협력



자료: 한화, 상상인증권

표 14. 천궁-2 수출국 → L-SAM까지 수출 범위 확대 가능

구분	UAE	사우디	이라크
계약 체결일	2022 년 1 월	2023 년 11 월 추정	2024 년 09 월 20 일
총 계약 규모	약 4.3 조원	약 4.2 조원	약 3.7 조원
수출 대수	10	10	8
실전 배치	2	-	-

자료: 언론보도 종합, 상상인증권

그림 31. 미 국방부의 NATO향 HIMARS 인도 지연 공식 통보

US warns Europe of "significant delays" in weapons deliveries

IVANNA KOSTINA, ROMAN PETRENKO — 2 MAY, 10:59



REUTERS, PHOTO: GETTY IMAGES

Add UP as preferred source in Google

© 20811

Washington has warned European allies, including the UK, Poland, Lithuania and Estonia, to expect significant delays in deliveries of US weapons as it rushes to replenish stockpiles depleted by the war in Iran.

자료: UKRAINSKA PRAVDA, 상상인증권

그림 32. 록히드 마틴 HIMARS



자료: 록히드 마틴, 상상인증권

그림 33. 한화에어로스페이스 천무



자료: 한화에어로스페이스, 상상인증권

표 15. 한화에어로스페이스 크로아티아 천무 수출

판매 · 공급계약 구분		상품공급
사업명		크로아티아 천무 다연장로켓 수출사업
계약금액(억원)		6,411
계약상대		크로아티아 국방부
계약기간	시작일	2026-09-10
	종료일	2030-09-09
계약(수주)일		2026-09-10
계약 대수		18 대

자료: Dart, 언론보도, 상상인증권

방위산업 전야제 그 이후

04

기타 무기체계별 수주 전망

1) 지상무기체계

유럽의 중장기 방위비 증가 기조 속 견조한 K-지상방산 수요

한국 지상무기체계는 지속적으로 성장 중인 글로벌 방위비 지출 기조 하에서 이미 보유한 수출 레퍼런스를 기반으로 다수의 기대 파이프라인 속 수주 경쟁력을 보여줄 수 있을 것으로 기대한다.

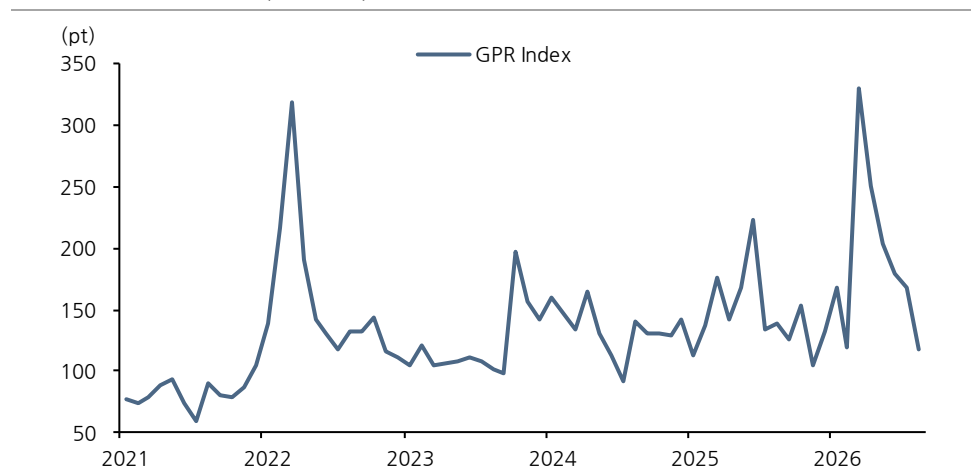
장기화되는 러우전쟁으로
커져가는 유럽의 방위비 지출

글로벌 분쟁이 더욱 심화되고 분화되는 가운데 5년 이상 장기화된 러우전쟁은 글로벌 무기 수요 및 방위산업 헤게모니를 전환시켰다. 전쟁 이전 무기체계 투자에 소극적이었던 유럽은 우크라이나 진영을 지원하면서 재고 무기를 지원했고, 그에 따른 잔고 보충이 필요해졌다. 그뿐만 아니라 러우전쟁이 장기화될 경우 지속적인 신규 조달까지 감당해야한다. 또한, 미국이 우크라이나 지원을 사실상 중단함과 동시에 지속적인 방위비 분담 압력을 가하면서 유럽의 무기 수요는 더욱 가속화되었으며, 이는 방위비 지출 증가로 이어졌다. 실제로 유럽의 방위비는 2022년부터 기하급수적으로 증가하기 시작하며 CAGR +15%의 성장세를 보여주었다.

NATO의 GDP 5%
방위비 지출 결의로 명확해진
중장기 방위비 성장 기조

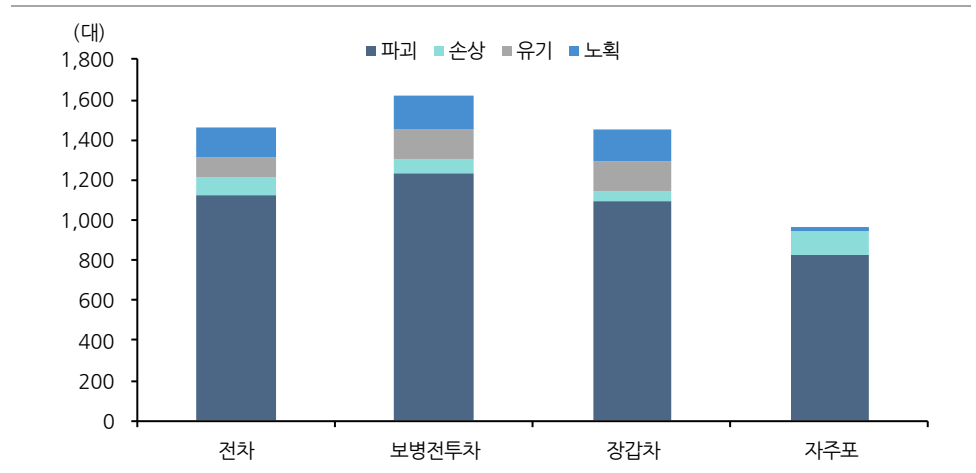
유럽의 방위비 증가 기조는 10년 이상 장기 지속될 것으로 전망한다. 2025년 6월 헤이그 정상회의에서 NATO는 2035년까지 GDP의 5%를 방위비에 지출하고자 결의했다. 각국의 GDP 성장률까지 고려하면 2035년에는 2026년 유럽 방위비 예산 대비 약 1조 달러 이상의 대규모 자금이 추가로 집행될 것으로 예상된다. 방위비가 장기간 지속 증가함에 따라, 유럽에서의 방산 수주 기회요인 역시 지속 발현될 것으로 예상된다.

그림 34. 지정학 리스크 지수(GPR Index) 추이



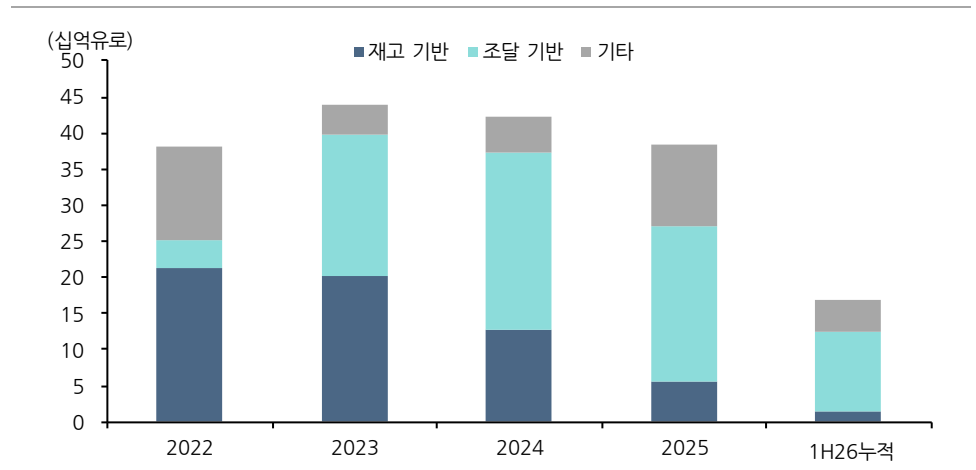
자료: Matteo Iacoviello, 상상인증권

그림 35. 우크라이나 러-우전쟁 이후 무기 손실량



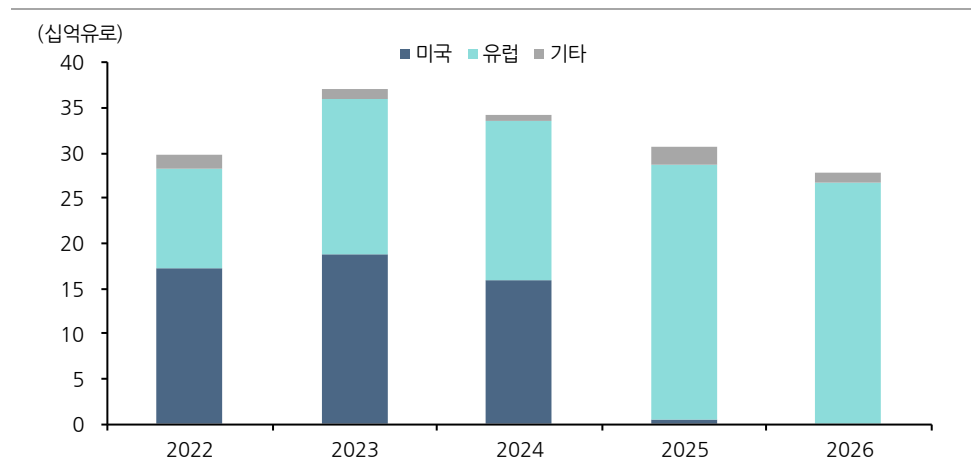
자료: ORYX, 상상인증권

그림 36. 우크라이나 군사적 지원 방식별 규모 추이



자료: Kiel, 상상인증권

그림 37. 유럽, 미국의 우크라이나 군사 지원 규모 추이 비교



자료: Kiel, 상상인증권

그림 38. 글로벌 방위비 지출 규모 추이

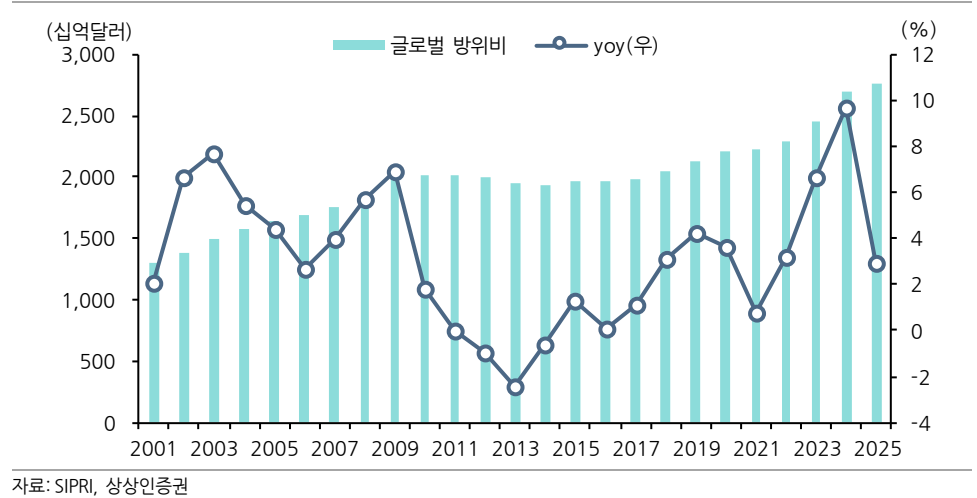
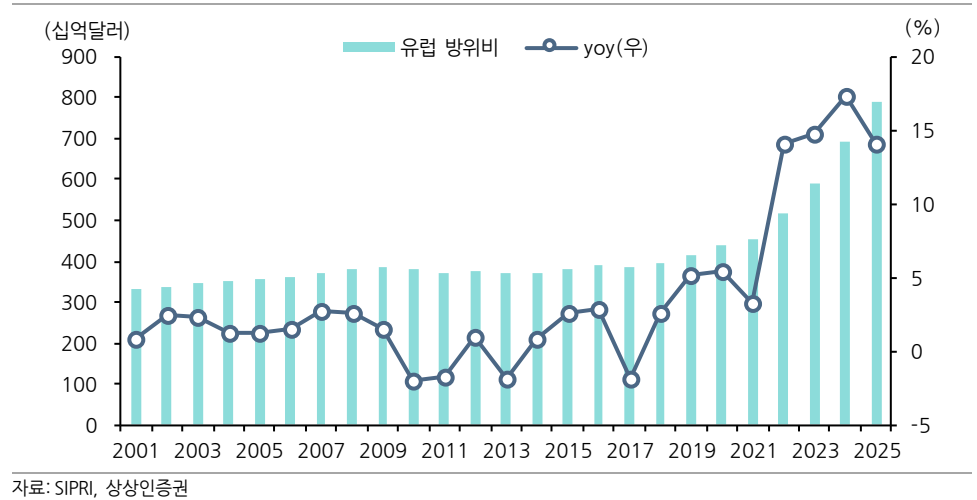


그림 39. 유럽 방위비 지출 규모 추이



동유럽에서 서유럽으로 확장되는 수주 기회

큰 손은 역시나 동유럽

유럽 내에서도 러시아 및 우크라이나와 가장 근접해 지리적 위험이 존재하는 폴란드, 발트 3국, 루마니아 등 동유럽 국가들은 기존 한국 방산업체들의 최대 고객이자 앞으로의 수요도 꾸준히 창출될 수 있는 수입국이다.

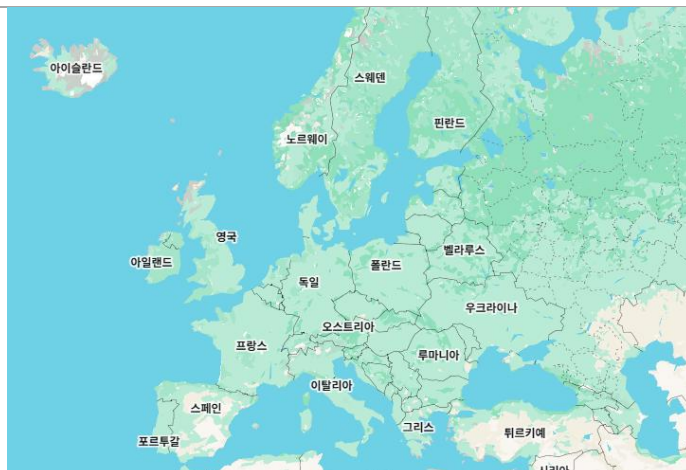
폴란드 후속 계약 및 발트 3국 추가 계약 기대

폴란드는 K9 자주포, K2 전차 운용국으로 향후 후속 계약 체결 가능성이 높다. K9의 경우 3차 계약 이행(EC3)이 현재 현지 생산 조건 협의 중으로 연내 체결 가능할 전망이다. 총 규모는 308문으로 약 7조원으로 예상된다. K2는 이미 2025년 8월 EC2 계약을 체결했으나 현지 생산 공장의 가동률 확보를 위해 후속 계약 논의가 이루어질 가능성이 크다. 발트 3국 중 에스토니아 역시 K9 기존 운용국으로 연내 추가 구매를 고려해볼 수 있다.

동유럽에서 서유럽으로 수주 레퍼런스 확장 중, 중장기 신규 시장 확장 기대

동유럽뿐만 아니라 서유럽 국가들 역시 러시아의 추가 침공을 위협으로 인식하며 신규 수주 확대 및 방위비 증액을 가속화하고 있다. 주요 서유럽 국가들의 방위비는 2025년 기준 2.0% 내외에서 형성되어있어 1.5% 미만에 머물렀던 러우전쟁 이전에 비해 크게 확대되었다. 그 중 NATO의 방위비 결의에서 벗어나 독자노선 추구를 선언해 보수적 태도를 보였던 스페인에서도 한국 방산의 수주 기회를 찾을 수 있었는데, 8/28 한화에어로스페이스와 스페인 방산업체 인드라시스템즈가 K9 차륜형 자주포 수출 계약을 체결하며 한국 방산업체 중 서유럽 진출 첫 사례가 탄생했다. 이로써 중장기적으로 서유럽 무기 수요 및 한국 방산업체들의 현지화 전략 기반 기타 서유럽 국가들로의 수주 확장 역시 가능할 전망이다.

그림 40. 유라시아 지도



자료: 구글, 상상인증권

표 16. 유럽 국가별 방위비 증액 목표

국가명	2025 년 GDP 대비 지출 비중	중장기 핵심 목표
독일	2.27%	2029 년 3.5%
영국	2.35%	2035 년 3.5%
프랑스	2.03%	2030 년까지 360 억 유로 증액
이탈리아	1.89%	2035 년 3.5%
스페인	2.13%	2.1% 유지 독자 노선

자료: SIPRI, 언론보도 종합, 상상인증권

표 17. 한화에어로스페이스 8/28 스페인 K9 자주포 수주 (8/31 공시)

판매 · 공급계약 구분		상품공급
사업명		스페인 K9 자주포 등 수출 실행계약
계약금액(억원)		-
계약상대		INDRA SISTEMAS S.A.
계약기간	시작일	2026-08-28
	종료일	-
계약(수주)일		2026-08-28
계약 대수		K9 128 문, 탄약보급차 120 대 등

자료: Dart, 상상인증권

표 18. 지상방산 수주 기대 파이프라인

항목	국가	예상 금액(조원)	예상 시점
K9	사우디 (MNG)	15	4Q26~
	폴란드	7	2027
	에스토니아	0.4	4Q26
천무	사우디	-	-
	이라크	-	-
K2 및 K808	페루	3	4Q26
K2	이라크	9	2027
	루마니아	9	2027
	폴란드	8	4Q26

자료: Dart, 상상인증권

미국 차륜형 자주포 시제품 공급, 양산 참여 시 약 10조원 규모 수주 기회 가능

중동, 아메리카에서도 수요 확보 가능

유럽이 한국 지상방산 수출의 핵심 수요처이나, 미국 및 중동, 남미 지역에서도 부가 기회요인이 존재한다. 미국의 경우 한화에어로스페이스가 한화디펜스USA 자회사를 필두로 K9 차륜형 자주포(K9MH) 시제품 공급 계약을 체결함으로써 미국 진출에 발을 디었다. 이번 계약은 시제품 6문으로 향후 4년간 최대 12대를 추가 발주할 수 있는 옵션이 존재하며, 한국의 단독 수주로 향후 양산 계약 수주에서의 유리한 위치를 선점할 수 있다. 업계에서는 양산 시 약 10조원 이상의 대규모 수주로 확대될 가능성도 기대 중이다.

중동 지상방산 대규모 수주 기대 페루에서도 K2 수주 기회 존재

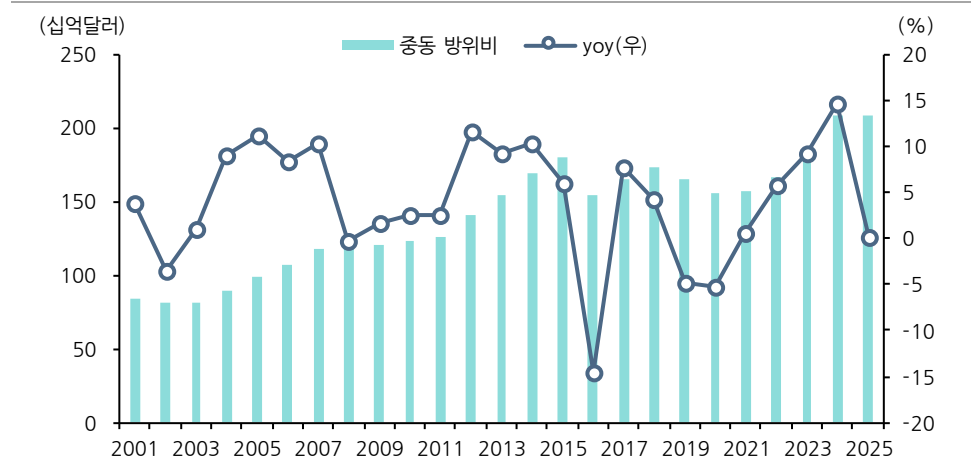
중동의 경우 현재 미-이란 전쟁 진행으로 의사결정의 지연이 존재하나 수주 본격화 시 타 지역 대비 대규모로 집행될 것으로 예상되는 바, 모멘텀 강도는 가장 강할 것으로 예상된다. 사우디에서는 K9 중심 지상무기체계 패키지 수주가 예상된다. 총 15조원의 대규모 수주가 될 가능성이 높으며 기존 기 수출 이력이 존재하는 국가인 만큼 한국의 수주 가능성이 높다. 이라크도 마찬가지로 한국의 주요 수출국 중 하나인데, 9조원 규모의 K2 협의가 논의 중에 있으며 현지 생산 협상까지 고려했을 때 한국의 수주 가능성이 높다. 남미에서는 페루 K2 및 K808 수출이 연내 체결될 것으로 기대된다.

표 19. 한화에어로스페이스 미국 K9 차륜형 자주포 시제품 공급 계약

사업명	미 육군 자주포 현대화 사업 시제품 공급
공급 제품	K9 차륜형 자주포(K9MH)
공급사	한화디펜스 USA
계약금액(백만달러)	10,030
계약일	2026-08-19
공급 물량	시제품 6 문 (4 년간 12 문 추가 발주 옵션 포함)
예상 양산 물량	약 500 문
예상 양산 규모	약 10 조원 추정

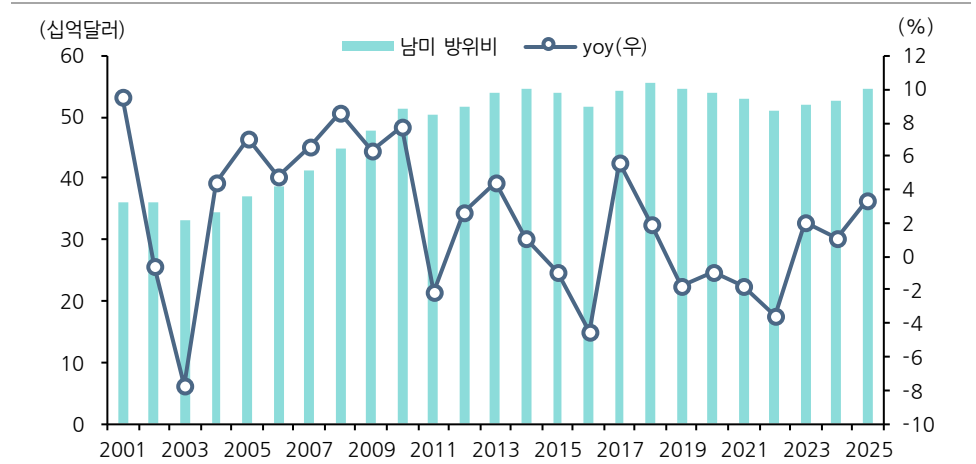
자료: 언론보도 종합, 상상인증권

그림 41. 중동 방위비 지출 규모 추이



자료: SIPRI, 상상인증권

그림 42. 남미 방위비 지출 규모 추이



자료: SIPRI, 상상인증권

2) 항공무기체계

KF-21 국내 양산 돌입, 수출 역시 발빠르게 논의 중

양산 이후 수출까지 속전속결?!

올해 하반기를 기점으로 차세대 주력 기종인 KF-21은 국내 양산 공급 및 해외 수출 개시가 예상되며 항공무기체계는 또 한번의 변곡점을 경험할 수 있을 것으로 예상된다. KF-21은 4.5세대 전투기로서 중견국 수요 및 F-5, F-16 노후교체 수요를 대응하는데 적합하며 미국 항공방산 생태계와도 호환성이 존재해 제재 리스크에서 벗어나있어 수출 시 강점이 있다.

KF-21은 지난 2024년 4월 방위사업청과의 최초 양산 계약 이후 2026년 6월 개발을 마쳤으며 9월부터 양산 공급이 시작되는데, 2032년까지 총 120대 양산 예정으로 올해는 그 중 8대 납품이 예상된다. 양산 스케줄에 맞춰 바로 수출 논의도 진행 중인데, 인도네시아에서는 3조원, 16대 규모로 Block 2 1차 물량을 협의 중에 있다. 인도네시아 정부의 예산 승인 관련 행정 절차가 남아있으나 연내 체결이 가능할 것으로 전망한다. 인도네시아 외에도 UAE, 필리핀, 말레이시아 등이 KF-21 잠재 도입국으로 거론되고 있으며, 특히 UAE는 작년 5월 공군방공사령관과 국방부 차관이 한국항공우주 본사를 방문해 시제기 탑승을 경험할만큼 관심을 표하고 있어 유력한 수출국으로 거론되고 있다.

FA-50 역시 신규 지역 수출 기대 가능

FA-50은 이미 수출 레퍼런스가 풍부해 생애주기 성숙기에 접어든 기종이다. 그러나 고등훈련기로서 해외 수요는 아직 풍부하며, 그에 따른 신규 지역 수출 역시 기대되고 있다. 페루에서는 차세대 고등훈련기 사업의 일환으로 20대 이상, 1조원 규모의 발주를 계획 중이다. 현지화가 중요한 지역으로 SEMAN(페루 공군 MRO 기관)과 기체 구조부품 현지 생산라인 구축 계약을 체결한 한국의 수주 가능성이 높을 것으로 기대한다. 또한, 이집트에서는 초도물량 36대, 1.5조원 규모의 고등훈련기 물량이 논의 중이다.

그림 43. KF-21



자료: 한국항공우주, 상상인증권

그림 44. FA-50



자료: 한국항공우주, 상상인증권

표 20. KF-21 최초 양산 계약

판매 · 공급계약 구분		상품공급	
사업명		KF-21 최초양산 항공기 계약	KF-21 최초양산(잔여) 항공기 계약
계약금액(억원)		1,961	2,397
계약상대		방위사업청	
계약기간	시작일	2024-06-25	2025-06-26
	종료일	2027-08-31	2028-12-31
계약(수주)일		2024-06-25	2025-06-26
계약 대수		20 대	20 대

자료: Dart, 상상인증권

표 21. T-50 계열 항공기 수출 이력

계약 연도	국가	기종	수량(대)	계약 규모(억달러)
2011	인도네시아	T-50i	16	4
2013	이라크	T-50IQ	24	11
2014	필리핀	FA-50PH	12	4.2
2015	태국	T-50TH	4	1.1
2017	태국	T-50TH (추가)	8	2.6
2021	인도네시아	T-50i (추가)	6	2.4
2021	태국	T-50TH (추가)	2	0.8
2022	폴란드	FA-50GF 12 대 + FA-50PL 36 대	48	30
2023	말레이시아	FA-50M	18	9.2
2025	필리핀	FA-50PH (추가)	12	7.1

자료: 한국항공우주, 언론보도, 상상인증권

표 3. 항공방산 수주 기대 파이프라인

항목	국가	예상 금액(조원)	예상 시점
KF-21	인도네시아	3	4Q26
	UAE	-	2027
	필리핀	-	2027
	말레이시아	-	2027
FA-50	이집트	0.2	2027
	말레이시아	-	-
	페루	1	-
	슬로바키아	-	-
	불가리아	1	2027

자료: 언론보도 종합, 상상인증권

방위산업 전야제 그 이후

05

기업분석

- | LGD&A BUY, 목표주가 1,100,000 원
- | 한화에어로스페이스 BUY, 목표주가 1,600,000 원
- | 현대로템 BUY, 목표주가 170,000 원
- | 한국항공우주 BUY, 목표주가 160,000 원
- | 한화시스템 BUY, 목표주가 90,000 원

BUY 신규

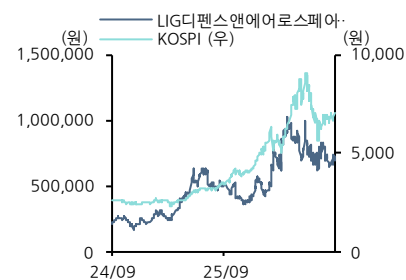
목표주가 신규 1,100,000원

종가(26.09.28) 693,000원
상승여력 59.4%

Stock Data

KOSPI(09/28)	6,889.7pt
시가총액	152,460억원
액면가	5,000원
52주 최고가	1,020,000원
52주 최저가	364,500원
외국인지분율	27.1%
90일 일평균거래대금	952억원
주요주주지분율	
엘아이지 (외 9인)	38.2%
유동주식비율	60.9%

Stock Price



구조적 방공 수요 최대 수혜주

본격적으로 시작될 중동향 수주, 준비는 완료되었다.

LIG D&A는 미국의 공급 쏠티지와 글로벌 방공무기 수요 증가로 강화되고 있는 방공무기체계 시장 수혜가 가장 강할 것으로 기대하며, 근시일 내로 천궁-2 및 유도탄의 납기 단축 요구 및 수주의 양질 확대 등을 기대해볼 수 있다. 또한, 강화되는 시장 현황에 걸맞춰 동사는 구미/김천 공장 캐파 확장으로 수요 자신감을 보여주고 있으며, 이는 향후 PQ 확장에 따른 실적 성장을 뒷받침할 전망이다.

3Q26E 연결 매출액 1조 2,291억원, 영업이익 1,076억원, 컨센 부합 전망

동사의 3Q26 연결 매출액은 1조 2,291억원 (yoy +17%), 영업이익은 1,076억원 (yoy +20%, OPM 8.8%)을 전망한다. 하반기에도 UAE향 천궁-2의 매출 기여가 지속되며 탑라인 성장이 지속될 전망이다. 2Q에는 납품 시점 차로 인한 기저효과로 qoq 이익 감소가 존재했으나 이는 일회성 요인으로 하반기에는 기대치 수준으로의 회복이 가능할 것으로 예상한다. 그럼에도 상반기 대비 하반기 이익을 보수적으로 추정할 건 R&D 비용이 확대되는 계절성을 반영했기 때문이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 110만원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 1,100,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 중동향 해외 수주가 매출에 본격 반영될 것으로 예상되는 2028E EPS 30,689원에 중동 지역 갈등에 따른 방공무기수요 확대 기대감이 반영되어 주가 리레이팅이 시현되었던 2025년 PER 36.6배를 적용해 산출했다. 현재 시장 강도와 그에 따른 수주 기대감을 고려했을 때 현재 12M FWD PER 32배라는 주가 수준은 정당화가 가능하다는 판단이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	3,276	223	219	9,974	22.1	15.5	4.0	19.4	1.1
2025	4,307	319	253	11,516	36.6	22.9	6.5	19.2	0.7
2026E	5,125	440	346	15,835	43.8	28.5	8.9	22.0	0.4
2027E	5,981	589	467	21,357	32.4	22.6	7.2	24.4	0.4
2028E	7,249	836	670	30,689	22.6	16.3	5.6	27.7	0.4

자료 : K-IFRS연결기준, 상생인증권



QR코드로 간편하게

상생인증권
더 많은 리포트 찾아보기

투자포인트

미국의 미사일 재고 회복으로
비미국 공급 쏘티지 현실화

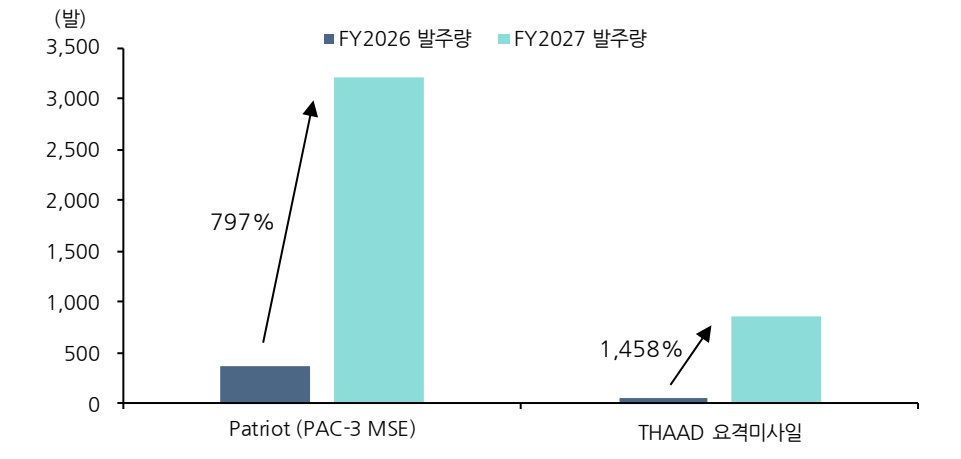
강화되는 시장 수요 속
천궁-2 수주 기회 확장 가능

1. 방공 쏘티지 최대 수혜주

LIG D&A는 점점 커지며 급해지고 있는 방공무기체계 시장 수혜를 수주로서 온전히 누릴 수 있을 것으로 기대한다. 최대 무기 공급국인 미국은 올해 미-이란 전쟁을 거치며 THAAD, Patriot 등 방공무기 재고를 40~60% 가량 소진했다. 중장기 방공 체계 강화 목표까지 고려했을 때, 미국 내수 방공 수요는 기하급수적으로 증가할 전망이다. 이에 록히드마틴은 생산 능력을 기존 대비 3~4배 확장하고자 계획 중이나 증설분의 신규 인도 시점은 2029~2030년으로 당장의 수요 풀림을 대응하기에는 역부족이며, 미국은 자국 재고 회복에만 최소 2~3년을 집중해야한다. 미국의 공급 쏘티지로 실제 유럽향 수출 인도 지연까지 이어지고 있다.

이와 더불어 비미국국가들의 방공무기 수요 역시 확대되며 시장 강도는 점점 강해지고 있으며 수급 불균형 속 천궁-2 및 유도탄의 납기 단축 요구 및 수주의 양질 확대 등을 기대해볼 수 있다. 실제로 2년에 걸친 중동지역 전쟁에서 이란의 미사일 및 드론 공습으로 재고 소진과 함께 방공무기체계 강화 필요성을 인식한 사우디와 UAE는 동사와 이미 계약한 천궁-2 물량 일부의 인도 시기를 앞당김과 동시에 요격 미사일 추가 지원을 요청했다.

그림 1. 미국 FY27 국방 예산안 내 미사일 발주 계획



자료: 미국 국방부, 상상인증권

표 1. 미국 미사일 재고 회복 예상 시기

	전쟁 추정 소모량	FY27 조달량	FY26 인도량	연간 생산량	정책 목표 생산량	전쟁 전 재고 회복 예상 시기
토마호크	1,000+	785	207	600	1000	2030 년 말~2031 년 초
THAAD	190-290	857	92	96	400	2029 년 말
Patriot	1,060-1,430	3,203	172	600	2000	2029 년 중순
SM-3	130-250	214	52	156	250	2029 년 초
SM-6	190-370	540	125	239	500	2028 년 말~2029 년 초
JASSM	1,100+	821	484	860	860	2027 년 중순
PrSM	40-70	1,134	70	680	550	2026 년 말

자료: CSIS, 상상인증권

그림 2. 사우디 천궁-2 조기 인도 문의



자료: The Wall Street Journal, 상상인증권

그림 3. UAE 요격 미사일 추가 물량 공급 긴급 요청



자료: 국민일보, 상상인증권

**쿠웨이트, 카타르 등
중동지역 천궁-2 수주 가시화 기대**

향후 근시일 내에 동사와 천궁-2 수주 협의가 가시화될 것으로 판단되는 방공무기체계 파이프라인은 쿠웨이트, 카타르다. 쿠웨이트는 올해 미-이란 전쟁에서 미사일 공격 노출에 대한 위험을 인지한 이후 천궁-2 도입을 협상 중에 있으며, 8월에는 쿠웨이트 외교부 장관의 방한 및 방산 협력 논의 전개 소식이 전해지면서 수주 논의 진전에 대한 기대감이 한층 더 커지고 있는 상황이다. 카타르 역시 미-이란 전쟁을 거친 이후 에너지 인프라 방어에 대한 방공 니즈가 확대된 상황이며 현재 천궁-2 도입을 검토중인 것으로 알려져있다.

**동남아, 유럽으로의 지역 확장,
L-SAM으로의 체계 확장 기대**

한편, 동사의 유도무기체계 수출은 지역 확장과 더불어 파이프라인 확장까지 가능하다. 말레이시아, 인도네시아, 필리핀 등 동남아 국가들의 천궁-2 관심 역시 확대되고 있으며, 최근 동사는 독일 방산업체 Rheinmetall과 JV 설립 MOU를 체결하며 협력을 도모하고 있어 이는 나아가 유럽 시장 진출까지도 가능성을 확대해가는 행보로 해석된다. 또한, 천궁의 지역 진출 확장과 더불어 해당 레퍼런스를 기반으로 L-SAM으로의 파이프라인 확장이 이루어질 가능성도 크다는 판단이며, 실제 UAE 등 기존 수출국에서의 L-SAM 수주 협의가 진전되고 있어 동사의 중장기 실적 성장을 견인할 것으로 기대한다.

그림 4. 동남아 국가들의 천궁-2 관심 확대

인니·말레이, 한국 '천궁-II' 동시 조준...동남아 방공 플랫폼 선점 시동

김주원 기자 | 입력 2025-06-19 09:39

말레이 K-SAAM 이어 MSAM 도입 추진...인도네시아 구매의향서 발송하며 추격
단풍 판매에서 '다중 방공망 블록화' 체계 전환...실제 계약 시점이 추가 2차 상승 트리거

필리핀 차세대 방공시스템에 한국산 '천궁-II' 유력 거론

김소연 기자 | 입력 2025-06-21 08:23:47

필리핀 공군 차세대 지상 기반 방공 시스템(GRADS) 최종 후보로 부상
필리핀 국방부, 낙찰 통지서 발행하고 조달 완료 단계 진입
천궁-II로 필리핀 통합 방공망(IFAD) 구축해 전력 증강 계획

자료: 언론보도, 상상인증권

그림 5. Rheinmetall JV MOU 협력



자료: LIG D&A, 상상인증권

표 2. LIG D&A 수주 기대 파이프라인

항목	국가	예상 금액(조원)	예상 시점
천궁-2	UAE	-	4Q26
	카타르	1.5	4Q26
	쿠웨이트	1.5	4Q26
	인도네시아	-	-
	말레이시아	-	-
	루마니아	2	-
L-SAM	스위스	-	4Q26
	UAE/사우디	-	4Q26~

자료: 언론보도 종합, 상상인증권

명확한 수요 하에
적극적인 투자 결정으로
향후 성장성의 근거 제시

2. 수요 자신감을 보여주는 캐파 확장

강화되는 시장 현황에 걸맞춰 동사 역시 캐파 확장으로 수요에 대한 자신감을 보여주고 있다. 동사는 중동향 기수주 물량의 안정적인 생산과 신규 수주 대응을 위해 구미 공장 재건 및 김천 공장 캐파 확장을 진행 중이며, 이를 위해 작년 말 3,740억 규모의 구미 2하우스 설비 투자 및 올해 6월 약 5,320억 규모의 제3자배정 유상증자를 결정했다. 구미 3하우스 체계·점검·시험 작업장과 김천 2하우스 유도탄·미사일 체계, 점검·시험 작업장을 신규 구축하고 기존 구미/김천 공장 설비 증설에 활용될 계획이다. 신규 캐파 확장 효과는 2028년부터 본격적으로 반영될 전망이며, 이번 증설 효과를 고려해 동사는 2030년까지 10조원 매출 달성이 가능할 것으로 예상된다. 탄탄한 수요 하 적극적인 투자결정은 향후 성장성의 확실한 근거로 작용할 전망이다.

표 3. UGD&A 구미 2공장 신규시설투자 공시

투자대상		구미 생산시설
투자금액(억원)		3,740
투자목적		중장기 생산 인프라 확보
투자기간	시작일	2025-12-04
	종료일	2029-06-30
공시일		2025-12-04

자료: Dart, 상상인증권

표 4. UGD&A 생산 시설 확충 관련 유상증자 공시

구분	내용
금액 규모(억원)	5,319
발행 신주 수(천주)	1,150
기존 주식 총수(천주)	22,000
증자 방식	제 3 자배정증자
배정 대상	케이디펜스그로쓰 1 호 (국민성장펀드)
자금 사용 목적	생산 시설 확충
신주 발행가액(원)	462,581
납입일	2026-11-13
신주권교부예정일	2026-12-03
신주 상장예정일	-

자료: Dart, 상상인증권

실적 추정

3Q26E 매출액 1조 2,291억원
영업이익 1,076억원 전망

2026E 매출액 5조 1,254억원
영업이익 4,404억원 전망

LIG D&A의 3Q26 연결 매출액은 1조 2,291억원 (yoy +17%), 영업이익은 1,076억원 (yoy +20%, OPM 8.8%)을, 2026년 연결 매출액은 5조 1,254억원 (yoy +19%), 영업이익은 4,404억원 (yoy +38%, OPM 8.6%)을 전망한다. UAE항 천궁-2의 매출 기여가 지속되며 당분기 및 중장기 탑라인 성장과 연간 마진 개선은 지속될 전망이다. 2Q에는 납품 시점 차로 인한 기저효과로 qoq 이익 감소가 존재했으나 이는 일회성 요인으로 3Q에는 기대치 수준의 회복이 가능할 것으로 예상된다. 그럼에도 상반기 대비 하반기 이익을 보수적으로 추정할 건 R&D 비용이 확대되는 계절성을 반영했기 때문이다. 한편, 고스트로보틱스 실적은 올해까지 적자가 불가피하나 내년 BEP 달성을 목표로 하며, 턴어라운드 시 연결 실적 부담 완화가 가능할 것으로 예상된다. 중장기적으로는 머지 않아 가시화 될 중동향 미사일 수주 여부에 따라 내년부터 추가적인 실적 성장이 가능할 전망인데, 동사는 28년부터 기여할 구미/김천 공장 캐파 증설로 중장기 PQ 동반 성장 역시 기대해볼 수 있다.

표 5. LIG D&A 부문별 실적 전망

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	TOTAL	908	945	1,049	1,405	1,168	1,110	1,229	1,618	4,307	5,125	5,981
	내수	723	781	862	1,020	763	828	963	1,227	3,385	3,781	4,227
	수출	185	165	187	385	405	282	266	391	922	1,345	1,753
YoY(%)	TOTAL	18.9	56.3	41.7	43.5	28.7	17.4	17.1	15.2	39.5	19.0	16.7
	내수	65.1	49.3	46.0	33.8	5.5	6.1	11.7	20.3	46.4	11.7	11.8
	수출	-43.3	100.9	24.9	77.4	119.0	71.1	42.4	1.6	19.0	45.9	30.4
영업이익	TOTAL	110	82	90	39	171	106	108	56	319	440	589
	YoY(%) TOTAL	63.6	66.0	72.5	-30.1	56.1	29.5	20.2	44.8	43.0	37.9	33.9
	OPM(%) TOTAL	12.1	8.6	8.5	2.8	14.7	9.5	8.8	3.5	7.4	8.6	9.9
평균 KRW/USD		1,453	1,401	1,386	1,452	1,467	1,460	1,420	1,420	1,423	1,442	1,350

자료: 상상인증권 리서치센터

밸류에이션

투자의견 BUY,
목표주가 1,100,000원으로
신규 커버리지 개시

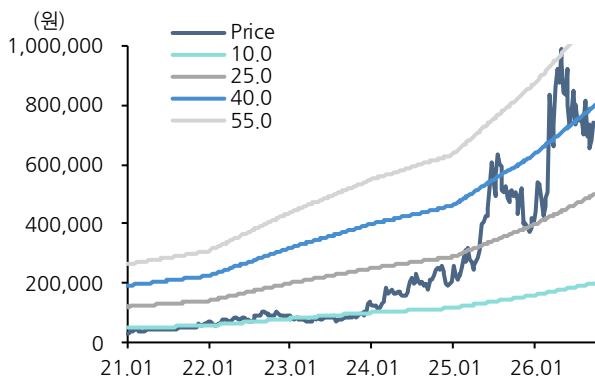
LIG D&A에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 1,100,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 중동향 해외 수주가 매출에 본격 반영될 것으로 예상되는 2028E EPS 30,689원에 중동 지역 갈등에 따른 방공무기수요 확대 기대감이 반영되어 주가 리레이팅이 시현되었던 2025년 PER 36.6배를 적용해 산출했다. 두 해에 걸친 전쟁으로 중동 국가들의 방공무기체계 발주는 예상 대비 앞당겨지고 있으며, 동남아 및 유럽 등으로 범위 역시 확장 중이다. 거기에 최대 무기 공급국인 미국의 생산능력 역시 솟티지를 겪고 있다. 수급불균형의 심화 속 동사는 캐파 확장 결정으로 향후 수요에 대한 자신감을 보여주었으며 이러한 시장 강도와 그에 따른 수주 기대감을 고려했을 때 현재 12M FWD PER 32배라는 주가 수준은 정당화가 가능하다는 판단이다.

표 6. LIG D&A 목표주가 산정 Table

내용	금액	비고
2028E EPS (원)	30,689	
Target PER (배)	36.6	중동 지정학적 갈등 본격화 시기인 2025년 PER 적용
적정주가 (원)	1,121,982	
목표주가 (원)	1,100,000	
현재가 (원)	693,000	
Upside Potential	59.4%	

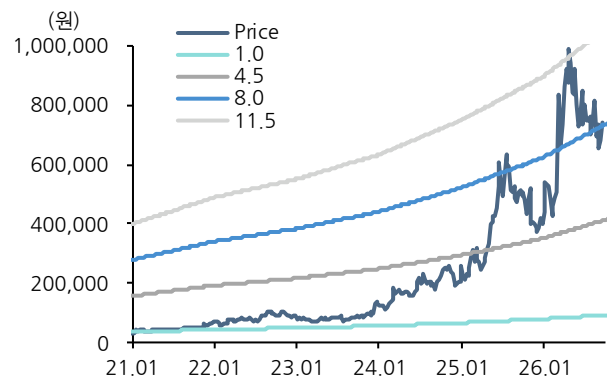
자료: 상상인증권 리서치센터

그림 6. 12M FWD PER 밴드



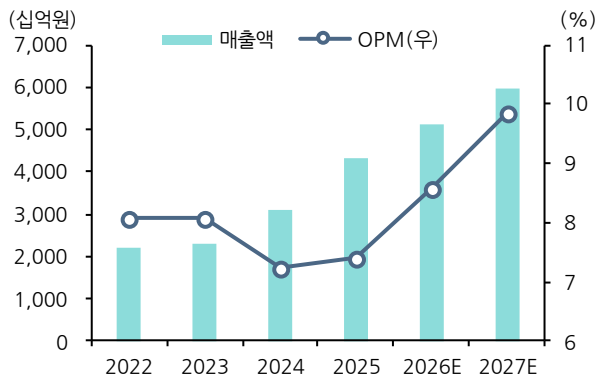
자료: Quantwise, 상상인증권

그림 7. 12M FWD PBR 밴드



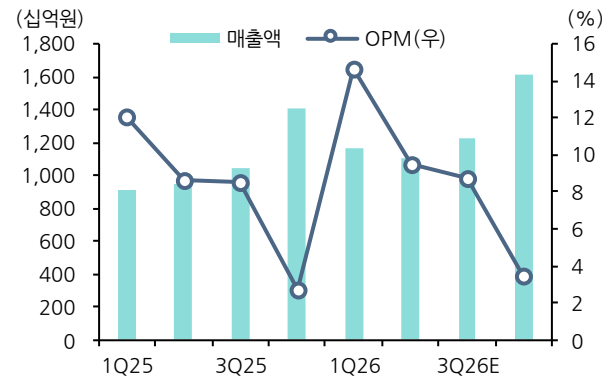
자료: Quantwise, 상상인증권

그림 8. LIG D&A 연간 실적 추이 및 전망



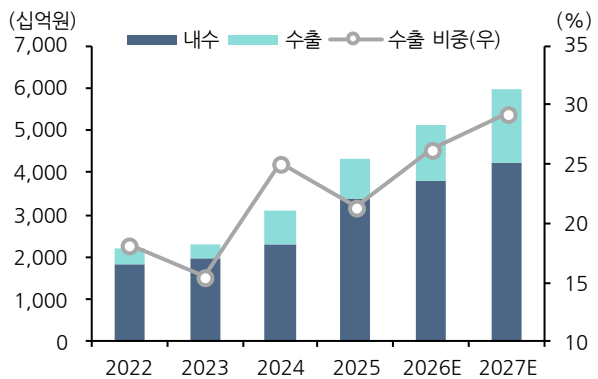
자료: LIG D&A, 상상인증권

그림 9. LIG D&A 분기별 실적 추이 및 전망



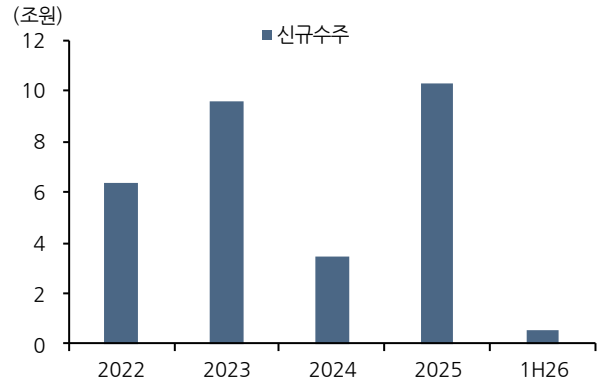
자료: LIG D&A, 상상인증권

그림 10. LIG D&A 지역별 매출 추이 및 전망



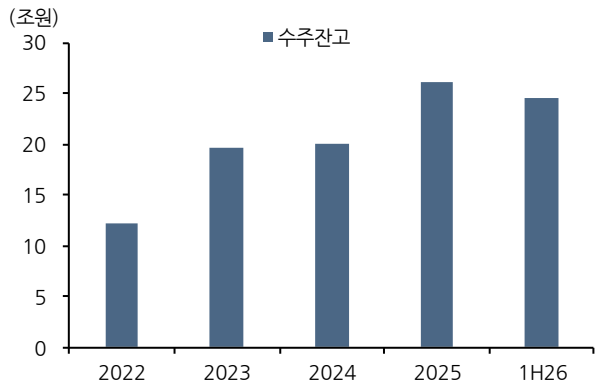
자료: LIG D&A, 상상인증권

그림 11. LIG D&A 신규수주 추이



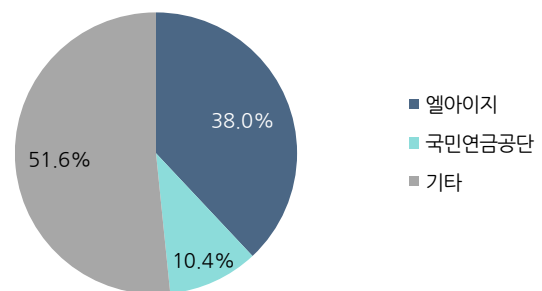
자료: LIG D&A, 상상인증권

그림 12. LIG D&A 수주잔고 추이



자료: LIG D&A, 상상인증권

그림 13. LIG D&A 지분구조도



자료: Dart, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	3,894.6	5,622.2	6,959.6	7,768.8	8,820.6
현금 및 현금성자산	546.9	125.2	165.2	422.8	851.3
매출채권	424.6	553.4	774.8	949.8	1,157.5
재고자산	363.5	593.1	713.6	874.7	1,066.0
비유동자산	2,297.3	2,442.6	2,599.0	2,748.5	2,938.4
관계기업투자등	69.2	71.9	81.2	84.5	87.9
유형자산	1,371.4	1,532.9	1,693.0	1,819.3	1,986.4
무형자산	695.9	647.2	681.5	695.6	708.9
자산총계	6,191.9	8,064.8	9,558.6	10,517.4	11,759.0
유동부채	4,616.5	6,215.5	7,096.4	7,650.8	8,284.2
매입채무	726.9	1,418.1	1,705.9	2,091.2	2,548.6
단기금융부채	275.6	732.9	1,225.0	1,225.0	1,225.0
비유동부채	311.5	373.2	704.6	706.8	709.1
장기금융부채	218.3	319.7	648.7	648.7	648.7
부채총계	4,928.0	6,588.7	7,800.9	8,357.6	8,993.3
지배주주지분	1,209.3	1,430.1	1,712.2	2,114.3	2,720.3
자본금	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
자본잉여금	142.2	153.4	153.4	153.4	153.4
이익잉여금	904.9	1,105.9	1,387.4	1,789.5	2,395.4
비지배주주지분	54.5	46.0	45.5	45.5	45.5
자본총계	1,263.9	1,476.1	1,757.7	2,159.8	2,765.7

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,276.3	4,306.9	5,125.3	5,980.5	7,249.4
매출원가	2,823.7	3,644.2	4,237.3	4,858.7	5,767.1
매출총이익	452.6	662.8	888.0	1,121.8	1,482.3
판매비와 관리비	229.2	343.3	447.6	532.3	646.0
영업이익	223.4	319.4	440.4	589.5	836.3
EBITDA	309.1	443.6	593.2	737.1	994.1
금융손익	-1.5	-7.6	-45.0	-55.5	-55.3
관계기업등 투자손익	0.1	0.9	1.1	0.9	0.9
기타영업외손익	-18.7	-34.3	31.2	31.1	31.4
세전계속사업이익	203.2	278.4	427.7	566.0	813.3
계속사업법인세비용	-9.5	41.0	97.4	124.5	178.9
당기순이익	212.8	237.5	330.3	441.5	634.4
지배주주순이익	219.4	253.4	345.9	466.5	670.4
매출총이익률 (%)	13.8	15.4	17.3	18.8	20.4
영업이익률 (%)	6.8	7.4	8.6	9.9	11.5
EBITDA 마진률 (%)	9.4	10.3	11.6	12.3	13.7
세전이익률 (%)	6.2	6.5	8.3	9.5	11.2
지배주주순이익률 (%)	6.7	5.9	6.7	7.8	9.2
ROA (%)	4.4	3.6	3.9	4.6	6.0
ROE (%)	19.4	19.2	22.0	24.4	27.7
ROIC (%)	16.6	15.9	12.0	13.4	18.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	951.9	-584.3	-353.1	619.7	841.1
당기순이익(손실)	212.8	237.5	330.3	441.5	634.4
현금수익비용가감	183.5	334.4	228.7	174.1	195.2
유형자산감가상각비	68.1	88.8	108.2	109.4	118.7
무형자산상각비	17.6	35.4	44.6	38.3	39.0
기타현금수익비용	97.8	210.3	14.9	24.7	35.7
운전자본 증감	605.4	-1,105.4	-837.0	4.2	11.5
매출채권의 감소(증가)	-83.1	-758.9	-736.6	-175.0	-207.7
재고자산의 감소(증가)	-106.2	-234.5	-118.6	-161.2	-191.3
매입채무의 증가(감소)	256.0	162.4	294.0	385.3	457.4
기타영업현금흐름	538.6	-274.4	-276.0	-45.0	-46.8
투자활동 현금흐름	-975.3	-276.0	-323.6	-297.7	-348.1
유형자산 처분(취득)	-497.0	-165.6	-239.6	-235.8	-285.8
무형자산 감소(증가)	-70.3	-73.8	-54.0	-52.3	-52.3
투자자산 감소(증가)	-2.6	-14.1	-9.6	-3.8	-3.9
기타투자활동	-405.4	-22.5	-20.3	-5.8	-6.1
재무활동 현금흐름	120.2	439.1	715.0	-64.4	-64.4
차입금의 증가(감소)	162.5	491.3	779.4	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-42.5	-52.3	-64.4	-64.4	-64.4
배당금 지급	42.5	52.3	64.4	64.4	64.4
기타재무활동	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	101.5	-421.8	40.0	257.6	428.6
기초현금	445.4	546.9	125.2	165.2	422.8
기말현금	546.9	125.2	165.2	422.8	851.3

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	22.1	36.6	43.8	32.4	22.6
P/B	4.0	6.5	8.9	7.2	5.6
EV/EBITDA	15.5	22.9	28.5	22.6	16.3
P/S	1.5	2.2	3.0	2.5	2.1
배당수익률 (%)	1.1	0.7	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
매출액 증가율	41.9	31.5	19.0	16.7	21.2
영업이익 증가율	19.9	43.0	37.9	33.9	41.9
세전이익 증가율	9.9	37.0	53.6	32.3	43.7
지배주주순이익 증가율	25.4	15.5	36.5	34.9	43.7
EPS 증가율	25.4	15.5	37.5	34.9	43.7
안정성 (%)					
부채비율	389.9	446.4	443.8	387.0	325.2
유동비율	84.4	90.5	98.1	101.5	106.5
순차입금/자기자본	-5.9	60.7	95.3	65.6	35.7
영업이익/금융비용	18.7	25.3	8.9	9.8	13.9
총차입금 (십억원)	493.9	1,052.6	1,873.7	1,873.7	1,873.7
순차입금 (십억원)	-75.1	895.8	1,675.9	1,417.0	987.0
주당지표 (원)					
EPS	9,974.3	11,516.2	15,835.2	21,356.5	30,688.8
BPS	54,969.7	65,004.5	77,829.1	96,106.2	123,649.8
SPS	148,924.5	195,769.8	232,969.6	271,841.5	329,520.2
DPS	2,400.0	2,950.0	2,950.0	2,950.0	2,950.0

● LIG 디펜스엔에어로스페이스 목표주가 추이 및 투자이전 변동내역



● Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이서연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

● 투자등급

구분	투자이전 기준 및 기간	투자등급	투자이전 비율	비고	구분	투자이전 기준 및 기간	투자등급	투자이전 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

한화에어로스페이스 012450

Analyst 이서연 | 방산/조선/운송
02-3779-3193, sy.lee@sangsanginib.com

BUY 신규

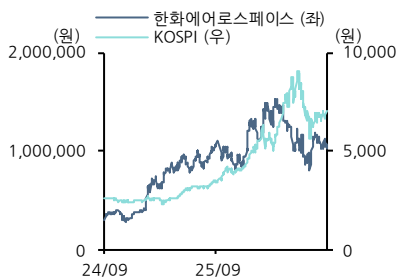
목표주가 신규 1,600,000원

종가(26.09.28) 1,025,000원
상승여력 56.1%

Stock Data

KOSPI(09/28)	6,889.7pt
시가총액	533,166억원
액면가	5,000원
52주 최고가	1,537,000원
52주 최저가	810,000원
외국인지분율	45.4%
90일 일평균거래대금	1,984억원
주요주주지분율	
한화 (외 7인)	35.8%
유동주식비율	62.7%

Stock Price



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

수출 확장으로 증명할 장기 성장성

더욱 넓어지고 강화되는 수출 영역

한화에어로스페이스는 K9 자주포, 천무 등 풍부한 수출 레퍼런스를 보유한 플랫폼을 중심으로 수출 범위 및 지역을 확장해가고 있으며, 이는 장기 수출 지속 가능성을 뒷받침해줄 전망이다. 동사는 빠른 납기와 우수한 성능, 현지화 전략을 기반으로 서유럽, 미국 등 NATO 진영 핵심 국가 시장까지 진입했으며, 이는 향후 신규수주에서 차별화 강점으로 작용할 전망이다. 또한, 지속 강화되는 방공무기체계 수요 하에서 천궁, L-SAM 수출 확대 시 동사의 수혜는 점진 강화될 것으로 예상된다.

3Q26E 연결 매출액 7조 2,602억원, 영업이익 2,267억원, 컨센 부합 전망

동사의 3Q26 연결 매출액은 7조 2,602억원 (yoy +12%), 영업이익은 1조 2,267억원 (yoy +38%, OPM 16.9%)을 전망한다. 상반기 대비 하반기 늘어날 폴란드 K9, 천무 인도 대수 및 이집트, 호주, 폴란드 2차 K9 프로젝트의 양산 개시가 본격화됨에 따라 지상방산 부문 매출 yoy +13%, 영업이익 yoy +15% 성장하며 전사 실적을 견인할 것으로 예상된다.

투자이견 BUY, 목표주가 160만원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 1,600,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 공고히 쌓아올린 지상방산 수출 플랫폼과 납기력 및 성능, 현지화 전략을 기반으로 동사는 지속해서 수출 지역을 확장해가고 있으며, 이는 중장기 수출 성장성 및 마진 확대의 지속 가능성을 증명해주고 있다. 그럼에도 불구하고 현재 동사의 주가는 12M FWD PER 20배 수준으로 최근 스페인, 크로아티아, 미국 등 주요 수주 가시화에도 주가는 보합권에 머물고 있어 Peer 대비, 수주잔고 대비 저평가 국면이라는 판단이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	11,240	1,732	2,299	49,621	6.5	10.9	2.9	53.9	1.1
2025	26,703	3,089	1,405	27,247	34.5	13.4	5.0	19.1	0.7
2026E	31,698	4,623	2,470	48,012	21.5	10.8	4.0	21.6	0.8
2027E	33,018	5,686	2,815	54,721	18.9	9.0	3.4	19.6	0.9
2028E	35,907	6,230	3,107	60,385	17.1	8.2	2.9	18.4	1.1

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

투자포인트

동유럽, 중동 위주 수출에서
서유럽, 미국 등으로 확장 중

1. 더 넓은 세계로 나아가는 지상방산 무기체계

한화에어로스페이스는 K9 자주포, 천무 등 풍부한 수출 레퍼런스를 보유한 플랫폼을 중심으로 수출 범위 및 지역을 확장해가고 있으며, 이는 장기 수출 지속 가능성을 뒷받침해줄 전망이다.

K9은 현재 폴란드, 이집트, 호주 등 다수의 국가에 수출되고 있으며, 최근에는 스페인 자주포 현대화 사업, 미국 기동전술화포 (MTC) 사업 시제품 공급 계약 등 신규 지역으로의 진출 역시 개화되고 있다. 스페인 사업의 경우 총 45.5억유로 규모로 궤도형 자주포 128문, 탄약 보급차 120대 등을 포함하며 동사는 스페인 정부가 사업자로 선정한 INDRA SISTEMAS S.A와의 K9 플랫폼 수출 계약을 체결했다.

미국 MTC 사업의 경우 동사의 K9 차륜형 자주포(K9MH) 시제품 6문이 공급될 예정이며 단일 국가로 선정된 바 최종 양산 사업자까지 이어질 가능성이 높다. 양산 단계까지 고려 시 총 사업 규모는 약 500문, 10조원 규모로 전망된다. 이번 두 건의 계약을 통해 동사는 NATO 진영의 핵심이자 방산 강국이 포진되어있는 서유럽 및 북미 시장에 진출하게 되었다. 현지화 여부 및 기술이전 등을 중시하는 해당 지역들에서 이번 레퍼런스는 차후 유사국의 신규 수주에서 강점이 될 수 있을 것으로 전망한다.

폴란드도 아직 남았다
잔여 물량 후속 계약 체결 기대

한편, 기존 동사의 주요 수출국으로 자리잡은 폴란드 역시 기본 계약 잔여 물량 기반 중장기적인 수요가 풍부하다. 동사는 2022년 폴란드와 K9 총 672문의 기본 계약을 체결했으며, 그 중 EC1에서 212문, EC2에서 152문(K9A1 6문, K9PL 146문)이 실행 계약 체결 이후 순차 공급 중이다. 잔여 308문 역시 후속 계약 진행에 따라 순차적으로 수주가 이루어질 전망이며 기존 폴란드 사업이 신속 납기 수요 기반 높은 수익성을 기록했다는 점을 고려했을 때 동사의 중장기적인 캐시카우로서 실적을 뒷받침할 것으로 기대한다.

그림 1. K9 자주포 (궤도형)



자료: 한화에어로스페이스, 상상인증권

그림 2. K9 자주포 (차륜형)



자료: 한화에어로스페이스, 상상인증권

표 1. 8/28 스페인 K9 자주포 수주 (8/31 공시)

판매 · 공급계약 구분		상품공급
사업명		스페인 K9 자주포 등 수출 실행계약
계약금액(억원)		-
계약상대		INDRA SISTEMAS S.A.
계약기간	시작일	2026-08-28
	종료일	-
계약(수주)일		2026-08-28
계약 대수		K9 128 문, 탄약보급차 120 대 등

자료: Dart, 상상인증권

표 2. 미국 K9 차륜형 자주포 시제품 공급 계약

사업명	미 육군 자주포 현대화 사업 시제품 공급
공급 제품	K9 차륜형 자주포(K9MH)
공급사	한화디펜스 USA
계약금액(백만달러)	10,030
계약일	2026-08-19
공급 물량	시제품 6 문 (4 년간 12 문 추가 발주 옵션 포함)
예상 양산 물량	약 500 문
예상 양산 규모	약 10 조원 추정

자료: 언론보도 종합, 상상인증권

표 3. K9 폴란드 잔여 수요

구분	체결 시기	수주 금액	물량
기본계약	2022 년 7 월	-	672 문
EC1	2022 년 8 월	3 조 2,039 억원	212 문
EC2	2023 년 12 월	3 조 4,475 억원	152 문 (K9A1 6 문 + K9PL 146 문)
잔여 물량	-	-	308 문

자료: 한화에어로스페이스, 상상인증권 추정

올해 유럽에서 활약한 천무 에스토니아, 노르웨이, 크로아티아 수주 확보

천무의 경우 UAE, 폴란드 등 중동, 동유럽 중심 수출 레퍼런스를 쌓아왔으며, 폴란드 수주로 구축한 현지생산 기반을 통해 에스토니아, 노르웨이, 크로아티아 등 유럽 내 진출국 확장이 이루어지고 있다. 에스토니아의 경우 코트라와 함께 작년 12월 4,366억원, 천무 6문 및 미사일 3종 규모의 계약을 체결했으며 동시에 10년 천무 수출 포괄계약을 체결했다. 이후 올해 5월 추가 3문 공급 계약이 체결되었으며 향후 장기 공급 협약 기반 지속적인 발주 수요가 기대된다. 노르웨이는 기존 K9 운용국 레퍼런스를 기반으로 올해 2월 1.3조원 규모의 천무 계약을 체결했으며, 크로아티아는 국내 첫 진출로 천무 18문, 탄약운반차량 등을 포함해 총 6,411억원 규모의 수출 사업 계약을 체결했다. K9과 마찬가지로 천무 역시 빠른 납기 및 유럽 현지 생산 능력 기반 향후 추가 수출국 확장을 기대해볼 수 있다.

표 4. 천무 수출 내역

국가	계약	체결 시기	수주 금액	물량
UAE		2017년 10월	약 7,000억원 추정	발사대 12문, 탄약운반차 12대
사우디		2022년 3월	약 1조원 추정	-
폴란드	기본계약	2022년 7월	-	발사대 288문
폴란드	EC1	2022년 11월	5조 476억원	발사대 218문
폴란드	EC2	2024년 4월	2조 2,526억원	발사대 72문
폴란드	EC3	2025년 12월	5조 6,000억원	80km급 유도미사일(CGR-080)
에스토니아	1차 (G2G)	2025년 12월	4367억원	발사대 6문 + 미사일 3종
노르웨이	본계약	2026년 1월	1조 3,162억원	발사대 16문
에스토니아	추가 (G2G)	2026년 5월	약 1,000억원 추정	발사대 3문 + 부대장비
크로아티아	본계약	2026년 9월	6,411억원	발사대 18문 + 유도탄

자료: 한화에어로스페이스, 언론보도 종합, 상상인증권

표 5. 한화에어로스페이스 수주 기대 파이프라인

항목	국가	예상 금액(조원)	예상 시점
K9	사우디 (MNG)	15	4Q26~
	폴란드	7	2027
	에스토니아	0.4	4Q26
천무	사우디	-	-
	이라크	-	-

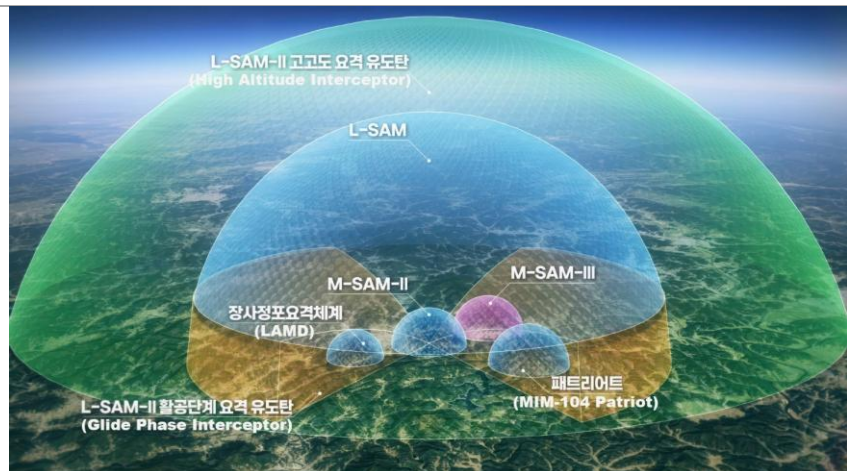
자료: 언론보도 종합, 상상인증권

L-SAM 수주 가시화 시 사업 내 비중 확대되는 동사 수혜 강도 확장 기대

2 중장기 방공무기체계 수요 확장 수혜 가능

지속 강화되는 방공무기체계 수요 하에서 천궁, L-SAM 수출 확대 시 동사의 수혜는 점진 강화될 것으로 예상된다. 미-이란 전쟁 기반 방공무기체계는 수요 및 공급 측면에서 모두 쏠티지를 겪고 있으며, 중동지역을 중심으로 천궁-2의 미사일 및 포대의 추가 발주 협의가 진행되고 있다. 동사는 천궁-2의 체계 종합 및 미사일 공급을 담당하는 LIG D&A 향으로 발사대를 공급 중이며, 천궁-2 수주 확대에 따른 수혜가 예상된다. 더 나아가 중장기적으로는 천궁-2 운용국 중심 L-SAM의 도입 가능성도 기대해볼 수 있는데, 천궁-2와 달리 L-SAM은 국내 양산 사업에서 동사가 탄도 미사일 및 발사대를 모두 담당하며 천궁 대비 동사의 기여 비중이 높아질 것으로 예상되는 바, 동사의 수혜 강도는 향후 더욱 확장될 것으로 전망한다.

그림 3. 한국형 다층 미사일방어체계(KAMD)



자료: 방위사업청, 상상인증권

그림 4. 천궁-2 발사대



자료: 한화에어로스페이스, 상상인증권

그림 5. L-SAM 발사대



자료: 한화에어로스페이스, 상상인증권

실적 추정

3Q26E 매출액 7조 2,602억원
영업이익 1조 2,267억원 전망

2026E 매출액 31조 6,977억원
영업이익은 4조 6,228억원 전망

한화에어로스페이스의 3Q26 연결 매출액은 7조 2,602억원 (yoy +12%), 영업이익은 1조 2,267억원 (yoy +38%, OPM 16.9%)을, 2026년 연결 매출액은 31조 6,977억원 (yoy +19%), 영업이익은 4조 6,228억원 (yoy +50%, OPM 14.6%)을 전망한다. 국내 내수 양산 매출 증가와 함께 이집트, 호주 K9 등 주요 수출 프로젝트의 양산 개시가 본격화됨에 따라 지상방산 부문 매출은 yoy +18% 성장할 것으로 예상된다. 내수 양산 확대와 폴란드 K9 EC1 마무리 단계로 올해 지상방산 OPM은 소폭 둔화가 예상되나 중장기 수출은 올해 K9, 천무의 유럽 지역 신규 수주 확대를 중심으로 지속 성장이 가능할 전망이다. 그에 따라 내년 OPM은 회복 이상의 성장성을 보여줄 것으로 예상된다. 항공우주 부문의 경우 GTF RSP 관련 적자 지속에도 군수 부문 Kf-21형 납품 물량 증가 고려 시 올해를 기점으로 점진 이익 성장을 기대해볼 수 있다.

표 6. 한화에어로스페이스 부문별 실적 전망

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	TOTAL	5,484	6,311	6,486	8,421	5,751	9,293	7,260	9,394	26,703	31,698	33,018
	지상방산	1,157	1,773	2,110	3,093	1,221	2,107	2,385	3,907	8,133	9,620	11,520
	항공우주	531	649	604	737	661	760	687	772	2,521	2,880	3,218
	한화시스템	690	768	808	1,398	807	1,118	1,017	1,266	3,664	4,208	4,200
	한화오션	3,143	3,294	3,023	3,323	3,210	5,443	3,271	3,548	12,784	15,472	14,426
YoY(%)	TOTAL	278.4	170.3	146.5	74.5	4.9	47.2	11.9	11.5	137.6	18.7	4.2
	지상방산	76.6	33.4	27.4	-8.1	5.5	18.9	13.0	26.3	16.1	18.3	19.8
	항공우주	23.5	19.6	26.4	23.9	24.5	17.1	13.7	4.7	23.3	14.2	11.7
	한화시스템	26.8	11.8	26.4	49.8	17.0	45.5	25.9	-9.4	30.7	14.8	-0.2
	한화오션					2.1	65.2	8.2	6.8		21.0	-6.8
영업이익	TOTAL	530	861	890	808	639	1,365	1,227	1,392	3,089	4,623	5,686
	지상방산	302	523	573	604	209	533	660	927	2,001	2,328	2,916
	항공우주	4	-12	3	18	23	37	24	25	13	108	133
	한화시스템	34	33	48	6	34	104	64	78	120	280	450
	한화오션	259	372	290	248	441	736	533	414	1,168	2,124	2,389
YoY(%)	TOTAL	2,887.3	155.4	86.6	-10.2	20.6	58.5	37.8	72.3	78.4	49.6	23.0
	지상방산	흑전	101.0	30.1	-30.7	-30.9	2.0	15.2	53.4	27.6	16.4	25.2
	항공우주	43.0	적전	흑전	흑전	532.6	흑전	661.4	38.3	흑전	750.0	22.8
	한화시스템	-26.1	-61.5	-20.5	-80.2	1.9	218.9	33.1	1,262.8	-45.3	133.8	60.4
	한화오션	N/A	N/A	N/A	N/A	70.6	98.0	83.8	67.5	N/A	81.9	12.5
OPM(%)	TOTAL	9.7	13.6	13.7	9.6	11.1	14.7	16.9	14.8	11.6	14.6	17.2
	지상방산	26.1	29.5	27.1	19.5	17.1	25.3	27.7	23.7	24.6	24.2	25.3
	항공우주	0.7	-1.8	0.5	2.4	3.4	4.9	3.5	3.2	0.5	3.8	4.1
	한화시스템	4.9	4.2	5.9	0.4	4.2	9.3	6.3	6.2	3.3	6.7	10.7
	한화오션	8.2	11.3	9.6	7.4	13.7	13.5	16.3	11.7	9.1	13.7	16.6
평균 KRW/USD		1,453	1,401	1,386	1,452	1,467	1,501	1,420	1,420	1,423	1,442	1,350

자료: 상상인증권 리서치센터

밸류에이션

투자의견 BUY,
목표주가 1,600,000원으로
신규 커버리지 개시

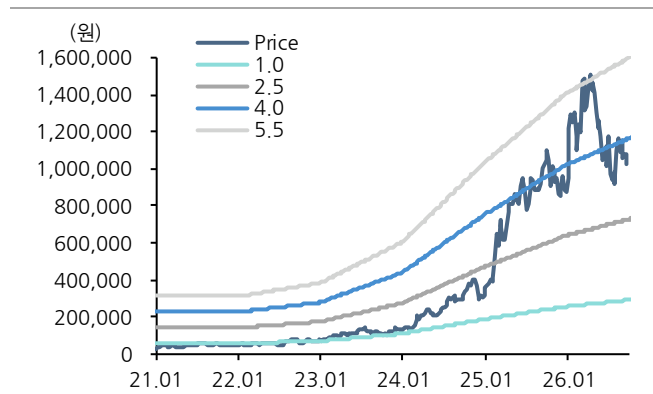
한화에어로스페이스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 1,600,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식을 활용했으며 지상방산 영업가치는 2027E NOPLAT에 동사의 수주 지역, 파이프라인 확장성을 고려해 글로벌 방위산업 Peer 2027E PER 평균 25배를 30% 할증해 적용했다. 항공우주 영업가치는 2027E NOPLAT에 글로벌 항공우주 Peer 2027E PER 평균 10배를 적용해 산출했다. 비영업가치는 각 자회사 시가총액에 지분율 및 할인율 40%를 적용해 가산했다. 공고히 쌓아올린 지상방산 수출 플랫폼과 납기력 및 성능, 현지화 전략을 기반으로 동사는 지속해서 수출 지역을 확장해가고 있으며, 이는 중장기 수출 성장성 및 마진 확대의 지속 가능성을 증명해주고 있다. 그럼에도 불구하고 현재 동사의 주가는 12M FWD PER 20배 수준으로 최근 스페인, 크로아티아, 미국 등 주요 수주 가시화에도 주가는 보합권에 머물고 있어 Peer 대비, 수주잔고 대비 저평가 국면이라는 판단이다.

표 7. 한화에어로스페이스 목표주가 산정 Table

내용	금액	비고
영업가치	79,796	
지상방산	78,731	글로벌 방위산업 Peer 2027E PER 25 배 30% 할증
항공우주	1,065	글로벌 항공우주 Peer 2027E PER 10 배
비영업가치	8,621	
한화시스템	3,938	지분율 46.7%, 할인율 40% 적용
한화오션	4,510	지분율 30.4%, 할인율 40% 적용
썬트랙아이	173	지분율 33.6%, 할인율 40% 적용
순차입금	6,877	2027E 예상
기업가치	81,541	
유통주식수(천주)	51,449	
적정주가 (원)	1,584,892	
목표주가 (원)	1,600,000	
현재가 (원)	1,025,000	
Upside Potential	56.1%	

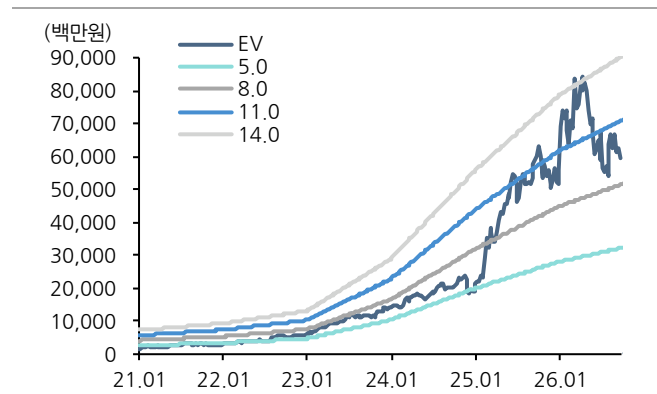
자료: 상상인증권 리서치센터

그림 6. 12M FWD PBR 밴드



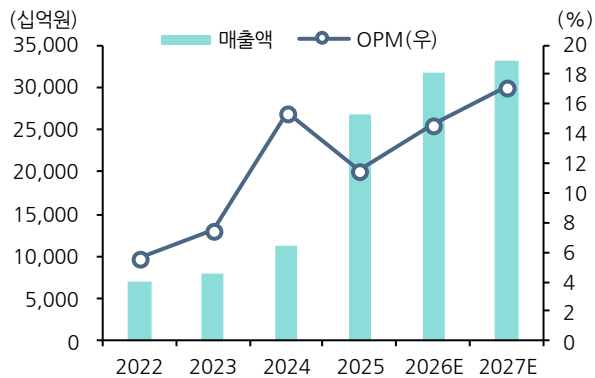
자료: Quantiwise, 상상인증권

그림 7. 12M FWD EV/EBITDA 밴드



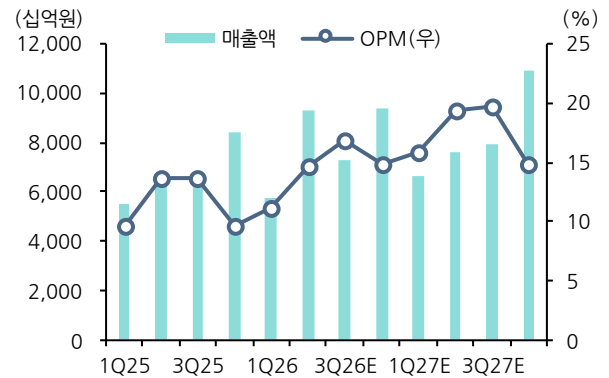
자료: Quantiwise, 상상인증권

그림 8. 한화에어로스페이스 연간 실적 추이 및 전망



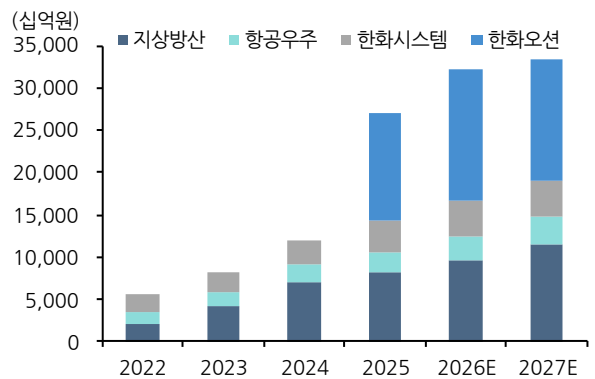
자료: 한화에어로스페이스, 상상인증권

그림 9. 한화에어로스페이스 분기별 실적 추이 및 전망



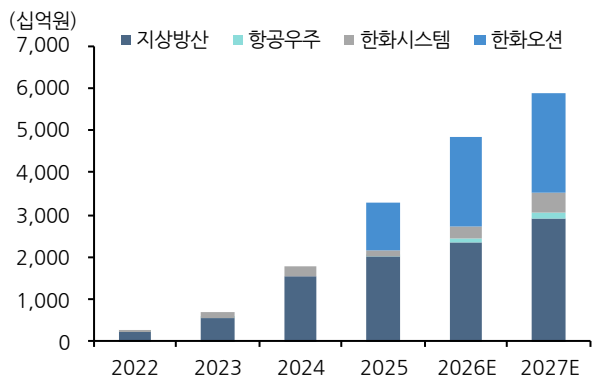
자료: 한화에어로스페이스, 상상인증권

그림 10. 한화에어로스페이스 부문별 매출 추이 및 전망



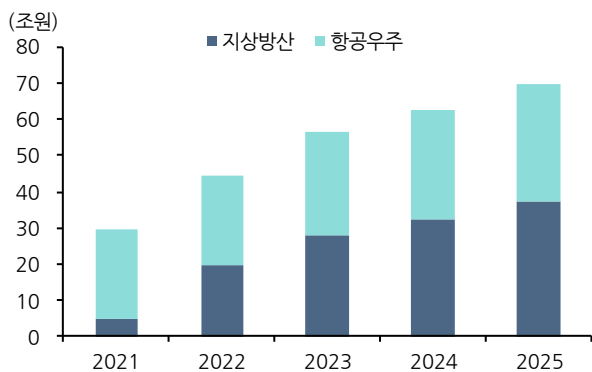
자료: 한화에어로스페이스, 상상인증권

그림 11. 한화에어로스페이스 부문별 영업이익 추이 및 전망



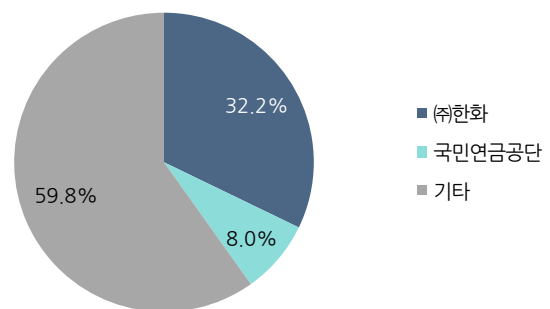
자료: 한화에어로스페이스, 상상인증권

그림 12. 한화에어로스페이스 수주잔고 추이



자료: 한화에어로스페이스, 상상인증권

그림 13. 한화에어로스페이스 지분구조도



자료: Dart, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	22,981.7	30,705.4	33,628.3	35,961.0	38,316.1
현금 및 현금성자산	2,967.7	7,713.4	7,925.9	7,795.3	7,938.9
매출채권	3,365.3	3,447.6	3,577.7	4,156.0	4,650.5
재고자산	6,404.1	7,741.7	8,151.0	9,468.5	10,595.1
비유동자산	20,580.2	23,248.2	26,639.5	28,185.8	29,859.1
관계기업투자등	2,007.4	4,015.7	5,824.6	6,061.1	6,307.2
유형자산	8,385.9	9,524.4	10,981.7	12,436.1	13,991.6
무형자산	7,756.3	7,497.8	7,384.0	7,140.0	6,908.1
자산총계	43,561.9	53,953.7	60,267.8	64,146.8	68,175.2
유동부채	25,516.1	29,976.4	30,806.6	32,266.4	33,633.8
매입채무	4,269.9	6,041.1	5,056.3	5,873.6	6,572.4
단기금융부채	6,566.4	7,178.0	9,927.0	9,927.0	9,927.0
비유동부채	6,553.8	7,189.1	8,031.8	8,073.0	8,115.9
장기금융부채	4,623.3	5,832.4	6,424.2	6,424.2	6,424.2
부채총계	32,069.9	37,165.5	38,838.4	40,339.4	41,749.7
지배주주지분	4,995.1	9,684.9	13,191.2	15,569.2	18,187.2
자본금	240.4	270.3	270.3	270.3	270.3
자본잉여금	206.7	3,604.4	5,020.4	5,020.4	5,020.4
이익잉여금	4,746.5	5,982.7	8,073.0	10,451.0	13,069.0
비지배주주지분	6,496.9	7,103.3	8,238.3	8,238.3	8,238.3
자본총계	11,492.0	16,788.2	21,429.4	23,807.5	26,425.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	1,393.0	4,049.8	828.9	2,943.9	3,470.9
당기순이익(손실)	2,539.9	2,202.0	3,573.1	4,202.0	4,637.0
현금수익비용가감	162.1	2,150.6	678.9	-320.2	-390.1
유형자산감가상각비	259.0	494.8	583.9	660.6	744.6
무형자산상각비	71.9	378.0	383.8	369.2	357.1
기타현금수익비용	-168.9	1,277.8	-1,816.2	-2,559.0	-2,700.9
운전자본 증감	-902.8	570.6	-3,192.1	-937.9	-775.9
매출채권의 감소(증가)	-1,096.9	-1,028.6	-292.8	-578.3	-494.5
재고자산의 감소(증가)	-882.3	-1,107.7	-27.9	-1,317.5	-1,126.6
매입채무의 증가(감소)	-77.7	2,098.9	-2,563.1	817.3	698.9
기타영업현금흐름	1,154.1	608.0	-308.4	140.6	146.3
투자활동 현금흐름	-1,367.3	-4,020.8	-4,724.9	-2,637.2	-2,838.5
유형자산 처분(취득)	-576.5	-1,691.4	-1,786.8	-2,115.0	-2,300.1
무형자산 감소(증가)	-149.0	-263.4	-152.6	-125.2	-125.2
투자자산 감소(증가)	-766.7	-1,900.0	-2,716.0	-297.5	-309.8
기타투자활동	124.9	-166.0	-69.5	-99.4	-103.5
재무활동 현금흐름	1,065.7	4,681.6	3,966.3	-437.3	-488.8
차입금의 증가(감소)	1,232.9	2,034.7	2,731.1	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-138.8	4,013.7	-360.1	-437.3	-488.8
배당금 지급	119.8	195.1	360.1	437.3	488.8
기타재무활동	-28.5	-1,366.9	1,595.3	0.0	0.0
현금의 증감	1,161.4	4,745.6	212.5	-130.6	143.6
기초현금	1,806.4	2,967.7	7,713.4	7,925.9	7,795.3
기말현금	2,967.7	7,713.4	7,925.9	7,795.3	7,938.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	11,240.1	26,702.9	31,697.7	33,017.7	35,906.9
매출원가	8,370.3	21,252.4	24,481.9	24,586.3	26,699.6
매출총이익	2,869.9	5,450.5	7,215.9	8,431.3	9,207.3
판매비와 관리비	1,138.0	2,361.1	2,593.1	2,745.6	2,977.0
영업이익	1,731.9	3,089.3	4,622.8	5,685.7	6,230.4
EBITDA	2,062.8	3,962.1	5,590.5	6,715.5	7,332.0
금융손익	-79.9	-303.7	161.0	-97.6	-82.6
관계기업등 투자손익	1,239.7	-75.1	-100.6	4.5	4.5
기타영업외손익	-244.3	-500.7	-360.7	-205.4	-207.4
세전계속사업이익	2,647.4	2,209.9	4,322.5	5,387.2	5,944.8
계속사업법인세비용	136.1	7.9	749.4	1,185.2	1,307.9
당기순이익	2,539.9	2,202.0	3,573.1	4,202.0	4,637.0
지배주주순이익	2,298.9	1,405.0	2,470.2	2,815.3	3,106.8
매출총이익률 (%)	25.5	20.4	22.8	25.5	25.6
영업이익률 (%)	15.4	11.6	14.6	17.2	17.4
EBITDA 마진률 (%)	18.4	14.8	17.6	20.3	20.4
세전이익률 (%)	23.6	8.3	13.6	16.3	16.6
지배주주순이익률 (%)	20.5	5.3	7.8	8.5	8.7
ROA (%)	7.3	2.9	4.3	4.5	4.7
ROE (%)	53.9	19.1	21.6	19.6	18.4
ROIC (%)	16.3	17.8	19.2	18.9	18.9

주요투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	6.5	34.5	21.5	18.9	17.1
P/B	2.9	5.0	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	10.9	13.4	10.8	9.0	8.2
P/S	1.3	1.8	1.7	1.6	1.5
배당수익률 (%)	1.1	0.7	0.8	0.9	1.1
성장성 (%)					
매출액 증가율	42.5	137.6	18.7	4.2	8.8
영업이익 증가율	191.4	78.4	49.6	23.0	9.6
세전이익 증가율	134.1	-16.5	95.6	24.6	10.4
지배주주순이익 증가율	181.2	-38.9	75.8	14.0	10.4
EPS 증가율	212.4	-45.1	76.2	14.0	10.4
안정성 (%)					
부채비율	279.1	221.4	181.2	169.4	158.0
유동비율	90.1	102.4	109.2	111.5	113.9
순차입금/자기자본	65.6	28.1	31.8	28.9	25.2
영업이익/금융비용	7.1	6.3	7.6	9.1	9.9
총차입금 (십억원)	11,189.7	13,010.4	16,351.2	16,351.2	16,351.2
순차입금 (십억원)	7,536.2	4,716.8	6,811.8	6,876.8	6,665.1
주당지표 (원)					
EPS	49,621.2	27,247.3	48,012.3	54,721.4	60,385.4
BPS	109,587.5	187,825.2	255,824.2	301,942.8	352,715.2
SPS	242,610.3	517,865.4	614,732.8	640,331.8	696,364.5
DPS	3,443.4	7,000.0	8,500.0	9,500.0	11,000.0

한화에어로스페이스 목표주가 추이 및 투자이견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이서연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자이견 기준 및 기간	투자등급	투자이견 비율	비고	구분	투자이견 기준 및 기간	투자등급	투자이견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

BUY 신규

목표주가 신규 170,000원

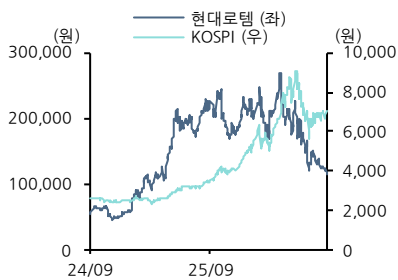
종가(26.09.28) 115,700원

상승여력 46.9%

Stock Data

KOSPI(09/28)	6,889.7pt
시가총액	126,278억원
액면가	5,000원
52주 최고가	269,000원
52주 최저가	115,700원
외국인지분율	39.2%
90일 일평균거래대금	679억원
주요주주지분율	
현대자동차 (외 4인)	33.8%
유동주식비율	66.2%

Stock Price



수출 모멘텀 여전히 유효

K2 해외 수주 확대가 향후 수익성의 핵심 관건

현대로템은 여유있는 생산 능력 및 현지화 전략 기반 올해 폴란드 K2 EC3 실행계약 및 페루 K2 사업의 수주 가시화가 기대되며, 이 경우 향후 수출 비중 회복 및 마진 성장이 가능할 전망이다. 폴란드와 22년 체결한 기본 계약 물량이 1,000대라는 점을 감안했을 때 향후 실행 계약에서 기여할 신규 물량은 아직 충분하다는 판단이며, 페루 역시 선정권 안정 이후 연내 수주 마무리가 가능할 전망이다.

3Q26E 연결 매출액 1조 8,346억원, 영업이익 2,798억원, 컨센 부합 전망

동사의 3Q26 연결 매출액은 1조 8,346억원 (yoy +13%), 영업이익은 2,798억원 (yoy +1%, OPM 15.3%)을 전망한다. AD&RH 부문 폴란드 K2 EC2 진행을 인식 증가가 탑라인 성장을 만들어주고 있으나 국내 K2 4차 양산 개시에 따른 내수 비중 증가까지 더해지며 전사 OPM은 yoy -1.9%p 감소할 것으로 예상된다. 올해는 EC2 수익성 구조 및 내수 비중 확대에 따른 마진 둔화가 불가피하나 K2 전차에 대한 해외 수요는 여전히 풍부하며 올해 말을 기점으로 수출 확대 시 향후 실적 성장 및 마진 회복에 긍정적으로 기여가 가능하다.

투자의견 BUY, 목표주가 17만원으로 신규 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 해외 수출의 본격 확대 및 마진 반등이 이루어질 것으로 전망되는 2027E EPS 8,870원에 과거 3개년 Historical PER 평균인 19.3배를 적용해 산출했다. 한편, 동사의 현재 주가는 12M FWD PER 기준 12배로 연초 대비 부담이 줄어든 상황이며 수주잔고 기반 펀더멘탈 대비 저평가 국면이라는 판단이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	4,377	457	407	3,728	13.3	9.9	2.7	21.8	0.4
2025	5,839	1,006	770	7,055	26.6	18.2	6.7	30.1	0.3
2026E	6,695	1,010	867	7,943	14.6	9.1	3.3	24.9	0.6
2027E	7,512	1,195	1,002	9,179	12.6	7.0	2.6	23.1	0.7
2028E	9,028	1,466	1,213	11,112	10.4	5.1	2.1	22.6	0.9

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권

더 많은 리포트 찾아보기

투자포인트

풍부한 K2 해외 수주 기대
파이프라인 기반
중장기 마진 반등 기대

1. 폴란드 EC3, 페루 중심 K2 수출 확대 기대

현대로템은 향후 K2 전차의 수출국 확장을 통한 수출 비중 확대로 중장기 전사 마진 반등이 가능할 것으로 기대된다. K2는 한국의 3.5세대 주력 전차로 2014년부터 한국군에 실전 배치되었으며, 이후 폴란드로의 수출까지 이루어졌다. 현재 폴란드는 초기 수주 인도 완료 이후 2차 생산계약 (EC2)까지 진행되었으며, EC2 인도까지 마무리될 경우 판매 물량은 총 360대가 될 것으로 예상된다. EC1과 달리 EC2의 경우 116대는 GP(국내생산), 64대는 PL(현지생산)으로 구성되는데, 동사의 여유있는 생산 능력 및 현지화 전략이 폴란드 후속 수주를 이어가게 된 핵심 동력일 것으로 판단된다. 이를 바탕으로 동사는 올해 폴란드와 EC3 계약까지 체결할 수 있을 것으로 전망한다. 폴란드와 22년 체결한 기본 계약 물량이 1,000대라는 점을 감안했을 때 향후 실행 계약에서 기여할 신규 물량은 아직 충분하다는 판단이다.

폴란드 외의 신규 국가에서도 K2 수요를 기대해볼 수 있다. 페루에서는 작년 체결된 54대의 기본계약을 바탕으로 현재 실행계약 세부 사항을 논의 중에 있다. 페루의 정권 교체에 따른 정치적 혼란이 이어지며 상반기 수주는 기대 대비 지연되었으나 7월 신규 내각 출범 이후 수출 논의가 재개 중에 있다. 동사는 11월 예산 승인 이후 연내 계약을 목표로 하고 있으며, 실제 계약이 성사될 경우 동사의 수출 비중 확대 및 마진 성장에 기여할 것으로 기대한다.

이 외에도 이라크, 루마니아 등 기타 수출 기대 파이프라인이 존재하며 현재 각국의 내부 지정학적 이슈로 인해 단기 수주에는 불확실성이 존재하나 중장기 성장성을 뒷받침해주는 수요로서 유의미하게 관망할 필요가 있다.

그림 1. K2 전차



자료: 현대로템, 상상인증권

표 1. 폴란드 수출 진행 상황

구분	체결 시기	수주 금액	물량
기본계약	2022 년 7 월	-	1,000 대
EC1	2022 년 8 월	4 조 4,992 억원	K2GF 180 대
EC2	2025 년 8 월	8 조 9,814 억원	180 대(K2GF 116 대, K2PL 64 대), 계열전차 81 대
EC3	협상 중	-	K2PL 210 대 + 구난전차 35 대 예상

자료: 현대로템, 언론보도 종합, 상상인증권

표 2. K2 수출 기대 파이프라인 정리

항목	국가	예상 금액(조원)	예상 시점
K2 및 K808	페루	3	4Q26
K2	이라크	9	2027
	루마니아	9	2027
	폴란드	8	4Q26

자료: 언론보도 종합, 상상인증권

2. 모로코 양산으로 RS 실적 성장, 신규 파이프라인 수주 역시 기대

내년부터 모로코 전동차 사업 양산 개시 효과 본격 반영

방산 부문뿐만 아니라, 철도 부문에서도 탑라인 성장에 기여할 수 있는 신규 기대 매출원이 존재한다. 실적 측면에서는 내년부터 본격적으로 2.2조원 규모의 모로코 전동차 사업 양산 개시 효과를 기대해볼 수 있다. 공급 물량은 총 440량으로 2034년까지 9년에 걸쳐 인도될 예정이다. 대규모 수주건이라는 점, 경쟁력있는 마진 조건에 수주가 이뤄졌다는 점을 고려했을 때 동사 RS 탑라인 및 마진 성장 모두에 기여할 것으로 예상되며, 그에 따라 내년 RS 매출액은 yoy +22%, OPM은 yoy +1.9%p 성장할 것으로 전망한다.

신규 수주 파이프라인은 뉴욕 MTA 전동차 대규모 수주 기대

동사 철도 부문에서는 기수주 건의 실적 기여뿐만 아니라, 신규 수주 파이프라인에 대한 기대까지 가져갈 수 있다. 뉴욕 MTA에서는 지하철 노후 전동차 교체 사업(R262) 경쟁입찰을 진행하고자 하는데, 2026년 9월 입찰자들의 RFP 제출이 완료되었으며 동사 역시 그 동안의 철도 사업 역량을 기반으로 해당 건 입찰에 참여한 상황으로 2027년 말 수주 여부를 기대해볼 수 있다. 해당 건은 총 약 2,500량, 10조원의 대규모 사업이 될 것으로 예상되며 실제 수주까지 이어질 경우 현재 약 20조원의 풍부한 수주잔고의 연속성을 지지해줄 것으로 기대한다.

표 3. 모로코 전동차 사업 수주 공시

판매 · 공급계약 구분		기타 판매 · 공급계약
사업명		모로코 철도청 전동차 사업
계약금액(억원)		22,027
계약상대		모로코 철도청
계약기간	시작일	2025-02-25
	종료일	2034-01-25
계약(수주)일		2025-02-25
계약 대수		440 량

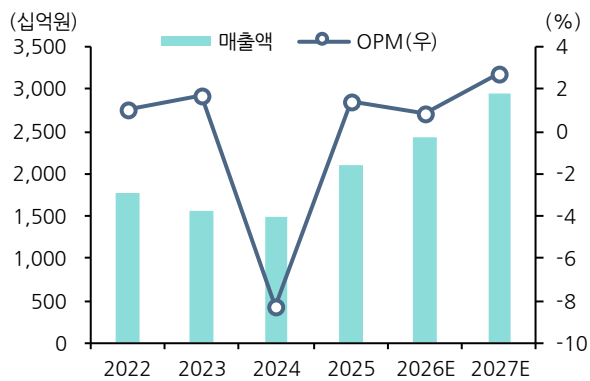
자료: Dart, 상상인증권

표 4. 뉴욕 MTA 지하철 노후 전동차 교체 사업(R262) 내용

항목	내용
발주처	MTA / 뉴욕시교통국(NYCT)
사업명	뉴욕 지하철 R262 전동차 도입 사업
수량	기본 1,140 량, 옵션 1,250 량
교체 대상	기본: R62/R62A (1·3·6 호선) / 옵션: R142/R142A (2·4·5 호선)
사업 규모	약 10 조원 추정
RFP 공고	2026 년 3 월 19 일
입찰 마감	2026 년 9 월 8 일 (마감 완료)
계약 예상 시점	2028 년 초
계약 기간	약 7 년 예상

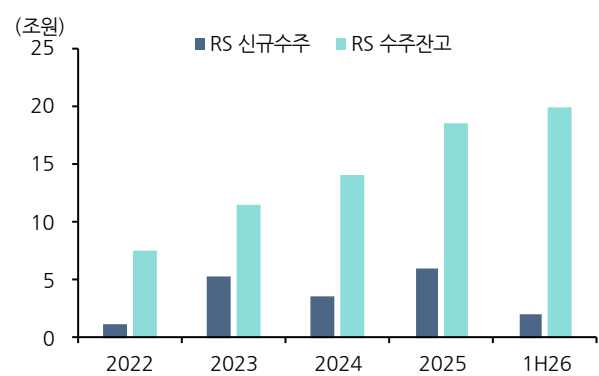
자료: 언론보도, 상상인증권

그림 2. 현대로템 RS 부문 실적 추이 및 전망



자료: 현대로템, 상상인증권 추정

그림 3. 현대로템 RS 부문 수주잔고 추이



자료: 현대로템, 상상인증권

실적 추정

3Q26E 매출액 1조 8,346억원
영업이익 2,798억원 전망

2026E 매출액 6조 6,953억원
영업이익 1조 97억원 전망

현대로템의 3Q26 연결 매출액은 1조 8,346억원 (yoy +13%), 영업이익은 2,798억원 (yoy +1%, OPM 15.3%)을, 2026년 연결 매출액은 6조 6,953억원 (yoy +15%), 영업이익은 1조 97억원 (yoy flat, OPM 15.1%)을 전망한다. AD&RH 부문 폴란드 K2 EC2 진행률 인식 증가가 탑라인 성장을 만들어주고 있으나 사업 초기 수익성 평탄화 작업으로 EC1 말기 대비 낮은 마진 레벨에 형성되어있을 것으로 추정된다. 또한, 국내 K2 4차 양산 개시에 따른 내수 비중 증가까지 더해지며 전사 OPM은 yoy -2.1%p 감소할 것으로 예상된다. 그러나 이는 신규 일감의 매출 반영 과정에서 발생한 마진 둔화로 외형 성장 자체는 지속되는 바, 구조적인 사업 둔화로 보기엔 어려우며 향후 폴란드 K2 EC3, 페루 K2 등 기대 파이프라인의 수주 성과에 따라 2027년 이후 마진은 재반등이 가능하다.

표 5. 현대로템 부문별 실적 전망

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	TOTAL	1,176	1,418	1,620	1,626	1,458	1,606	1,835	1,797	5,839	6,695	7,512
	AD&RH	658	761	936	860	804	935	1,096	1,007	3,215	3,841	4,031
	RS	403	527	541	619	543	585	609	698	2,090	2,435	2,957
	EP	116	129	143	147	110	87	130	93	534	420	524
	YoY(%)											
	TOTAL	57.3	29.5	48.1	12.8	23.9	13.3	13.3	10.6	33.4	14.7	12.2
	AD&RH	106.9	34.9	60.1	-4.3	22.2	22.7	17.1	17.1	35.9	19.5	4.9
	RS	45.6	34.7	32.4	47.6	35.0	10.9	12.7	12.7	39.7	16.5	21.5
	EP	-24.6	-7.0	42.2	18.9	-4.7	-32.7	-9.3	-36.5	3.5	-21.4	24.8
영업이익	TOTAL	203	258	278	267	224	232	280	273	1,006	1,010	1,195
	AD&RH	194	248	264	251	220	225	270	257	956	972	1,096
	RS	5	6	7	12	3	4	5	8	29	20	80
	EP	4	4	7	5	1	4	4	8	20	18	19
	YoY(%)											
	TOTAL	354.1	128.4	102.1	65.4	10.5	-9.7	0.7	2.2	120.3	0.4	18.3
	AD&RH	328.5	126.9	133.1	-15.2	13.4	-9.3	2.5	2.5	69.8	1.6	12.7
	RS	흑전	3,928.9	-59.3	흑전	-40.8	-35.1	-27.4	-27.4	흑전	-31.2	297.3
	EP	122.9	15.6	1.5	15.2	-65.9	0.0	-35.9	54.7	21.6	-11.6	9.7
OPM(%)	TOTAL	17.3	18.2	17.2	16.4	15.4	14.5	15.3	15.2	17.2	15.1	15.9
	AD&RH	29.5	32.6	28.2	29.2	27.4	24.1	24.7	25.5	29.7	25.3	27.2
	RS	1.2	1.1	1.3	1.9	0.5	0.6	0.8	1.2	1.4	0.8	2.7
	EP	3.5	3.0	4.8	3.5	1.3	4.5	3.4	8.6	3.8	4.2	3.7
	평균 KRW/USD	1,453	1,401	1,386	1,452	1,467	1,460	1,420	1,420	1,423	1,442	1,350

자료: 상상인증권 리서치센터

밸류에이션

투자의견 BUY, 목표주가
170,000원을 제시하며
신규 커버리지 개시

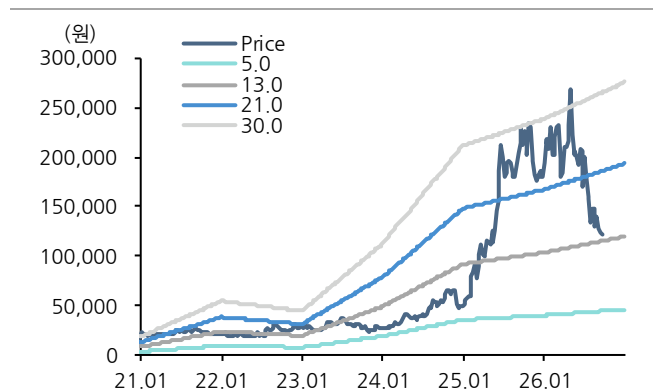
현대로템에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 해외 수출 본격 확대 및 마진 반등이 이루어질 것으로 전망되는 2027E EPS 8,870원에 과거 3개년 Historical PER 평균인 19.3배를 적용해 산출했다. 올해는 EC2 수익성 구조 및 내수 비중 확대에 따른 마진 둔화가 불가피하나 K2 전차에 대한 해외 수요는 여전히 풍부하며 올해 말을 기점으로 수출 확대 시 향후 실적 성장 및 마진 회복에 긍정적으로 기여가 가능하다. 한편, 동사의 현재 주가는 12M FWD PER 기준 12배로 연초 대비 부담이 줄어든 상황이며 수주잔고 기반 펀더멘탈 대비 저평가 국면이라는 판단이다.

표 6. 현대로템 목표주가 산정 Table

내용	금액	비고
12M FWD EPS (원)	8,870	
Target PER (배)	19.3	과거 3 개년 Historical PER 평균
적정주가 (원)	171,189	
목표주가 (원)	170,000	
현재가 (원)	115,700	
Upside Potential	46.9%	

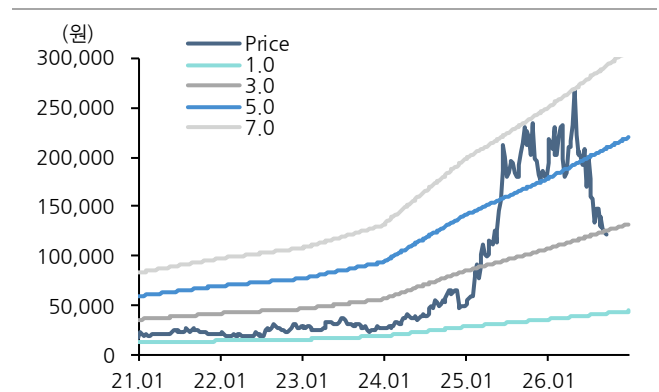
자료: 상상인증권 리서치센터

그림 4. 12M FWD PER 밴드



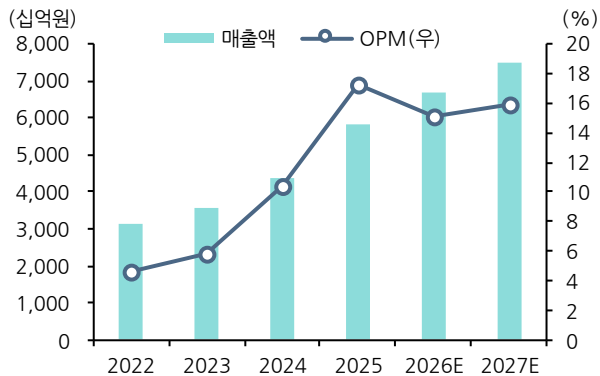
자료: Quantwise, 상상인증권

그림 5. 12M FWD PBR 밴드



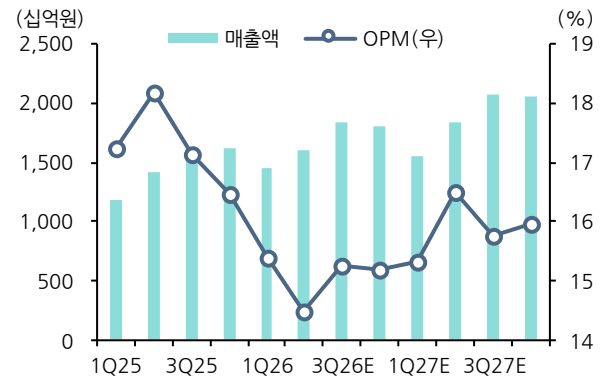
자료: Quantwise, 상상인증권

그림 6. 현대로템 연간 실적 추이 및 전망



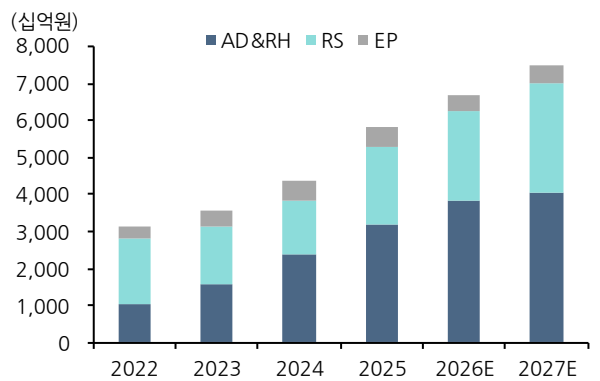
자료: 현대로템, 상상인증권

그림 7. 현대로템 분기별 실적 추이 및 전망



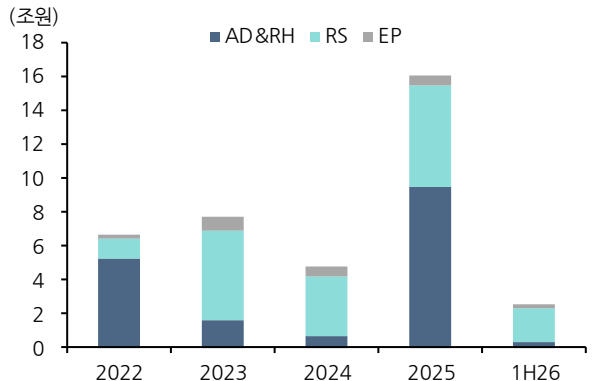
자료: 현대로템, 상상인증권

그림 8. 현대로템 부문별 매출 추이 및 전망



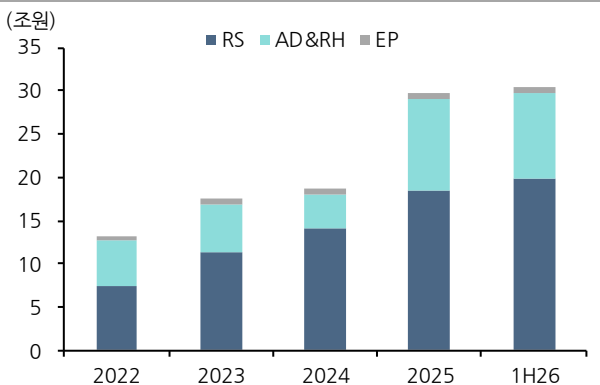
자료: 현대로템, 상상인증권

그림 9. 현대로템 신규수주 추이



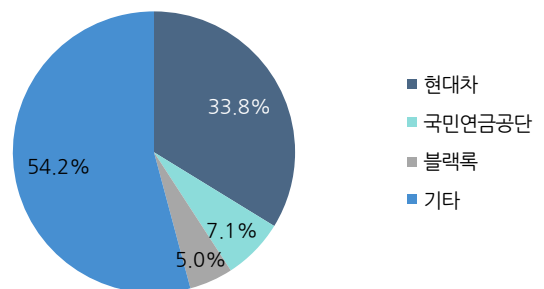
자료: 현대로템, 상상인증권

그림 10. 현대로템 수주잔고 추이



자료: 현대로템, 상상인증권

그림 11. 현대로템 지분구조도



자료: Dart, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	3,686.3	7,163.0	7,458.8	8,565.7	9,939.2
현금 및 현금성자산	472.3	908.4	2,923.7	3,743.8	4,731.4
매출채권	965.3	3,438.2	447.0	509.6	612.7
재고자산	315.6	503.0	584.9	666.8	801.6
비유동자산	1,599.1	2,155.0	2,333.5	2,485.8	2,664.9
관계기업투자등	47.7	50.4	147.3	153.3	159.5
유형자산	1,292.0	1,819.9	1,888.8	2,005.0	2,151.2
무형자산	104.1	111.0	130.7	154.2	173.7
자산총계	5,285.4	9,318.0	9,792.3	11,051.6	12,604.1
유동부채	3,019.9	5,776.4	5,422.1	5,738.8	6,153.5
매입채무	669.9	988.5	1,003.9	1,144.5	1,376.0
단기금융부채	328.6	56.0	81.1	81.1	81.1
비유동부채	256.5	500.4	526.4	543.5	561.3
장기금융부채	22.4	76.5	75.4	75.4	75.4
부채총계	3,276.3	6,276.8	5,948.5	6,282.4	6,714.8
지배주주지분	2,045.0	3,079.0	3,880.4	4,805.8	5,925.9
자본금	545.7	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8
이익잉여금	688.6	1,434.2	2,235.6	3,161.0	4,281.1
비지배주주지분	-35.9	-37.8	-36.6	-36.6	-36.6
자본총계	2,009.1	3,041.2	3,843.8	4,769.2	5,889.2

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,376.6	5,839.0	6,695.3	7,511.6	9,028.4
매출원가	3,547.6	4,447.0	5,258.0	5,834.6	6,982.5
매출총이익	829.0	1,392.0	1,437.3	1,677.0	2,045.9
판매비와 관리비	372.5	386.4	427.6	482.2	579.4
영업이익	456.6	1,005.6	1,009.7	1,194.9	1,466.5
EBITDA	503.6	1,065.2	1,078.4	1,272.4	1,551.4
금융손익	11.6	25.3	65.7	37.7	39.4
관계기업등 투자손익	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	41.5	-26.6	58.7	68.5	69.2
세전계속사업이익	509.6	1,004.3	1,134.1	1,301.0	1,575.0
계속사업법인세비용	104.3	233.8	264.9	299.2	362.3
당기순이익	405.3	770.5	869.2	1,001.8	1,212.8
지배주주순이익	406.9	769.9	866.9	1,001.8	1,212.8
매출총이익률 (%)	18.9	23.8	21.5	22.3	22.7
영업이익률 (%)	10.4	17.2	15.1	15.9	16.2
EBITDA 마진률 (%)	11.5	18.2	16.1	16.9	17.2
세전이익률 (%)	11.6	17.2	16.9	17.3	17.4
지배주주순이익률 (%)	9.3	13.2	12.9	13.3	13.4
ROA (%)	7.7	10.5	9.1	9.6	10.3
ROE (%)	21.8	30.1	24.9	23.1	22.6
ROIC (%)	26.6	45.5	57.6	103.4	113.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	142.5	904.3	2,054.6	1,130.0	1,348.1
당기순이익(손실)	405.3	770.5	869.2	1,001.8	1,212.8
현금수익비용가감	282.2	369.1	242.7	94.7	102.8
유형자산감가상각비	32.6	39.6	46.6	50.1	53.6
무형자산상각비	14.4	20.0	22.1	27.4	31.4
기타현금수익비용	235.1	309.5	166.0	17.1	17.8
운전자본 증감	-541.1	-120.4	1,051.3	33.5	32.5
매출채권의 감소(증가)	-552.5	-2,452.8	2,995.0	-62.6	-103.0
재고자산의 감소(증가)	-152.5	-196.2	-106.2	-81.9	-134.8
매입채무의 증가(감소)	77.4	315.5	61.7	140.7	231.4
기타영업현금흐름	86.5	2,213.1	-1,899.2	37.4	38.9
투자활동 현금흐름	232.6	-231.8	5.5	-233.5	-267.7
유형자산 취득(취득)	-80.9	-129.0	-112.5	-166.3	-199.8
무형자산 감소(증가)	-29.8	-27.2	-43.1	-50.9	-50.9
투자자산 감소(증가)	323.8	-93.7	180.9	-9.6	-10.0
기타투자활동	19.5	18.0	-19.9	-6.8	-7.0
재무활동 현금흐름	-299.7	-237.1	-47.8	-76.4	-92.8
차입금의 증가(감소)	-291.1	-221.0	17.8	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-10.9	-21.8	-65.5	-76.4	-92.8
배당금 지급	10.9	21.8	65.5	76.4	92.8
기타재무활동	2.3	5.8	-0.1	0.0	0.0
현금의 증감	76.1	436.2	2,015.3	820.1	987.5
기초현금	396.1	472.3	908.4	2,923.7	3,743.8
기말현금	472.3	908.4	2,923.7	3,743.8	4,731.4

주요투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	13.3	26.6	14.6	12.6	10.4
P/B	2.7	6.7	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA	9.9	18.2	9.1	7.0	5.1
P/S	1.2	3.5	1.9	1.7	1.4
배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.6	0.7	0.9
성장성 (%)					
매출액 증가율	22.0	33.4	14.7	12.2	20.2
영업이익 증가율	117.4	120.3	0.4	18.3	22.7
세전이익 증가율	181.8	97.1	12.9	14.7	21.1
지배주주순이익 증가율	152.7	89.2	12.6	15.6	21.1
EPS 증가율	152.7	89.2	12.6	15.6	21.1
안정성 (%)					
부채비율	163.1	206.4	154.8	131.7	114.0
유동비율	122.1	124.0	137.6	149.3	161.5
순차입금/자기자본	-20.9	-37.6	-74.3	-77.1	-79.3
영업이익/금융비용	27.5	127.7	237.0	278.2	341.4
총차입금 (십억원)	351.1	132.4	156.6	156.6	156.6
순차입금 (십억원)	-419.4	-1,144.6	-2,854.8	-3,678.5	-4,669.7
주당지표 (원)					
EPS	3,728.1	7,054.5	7,943.1	9,178.8	11,112.0
BPS	18,736.8	28,211.1	35,554.0	44,032.8	54,294.8
SPS	40,099.9	53,499.3	61,345.1	68,824.3	82,721.0
DPS	200.0	600.0	700.0	850.0	1,000.0

현대로템 목표주가 추이 및 투자이건 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이서연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자이건 기준 및 기간	투자등급	투자이건 비율	비고	구분	투자이건 기준 및 기간	투자등급	투자이건 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

한국항공우주 047810

Analyst 이서연 | 방산/조선/운송
02-3779-3193, sy.lee@sangsanginib.com

BUY 신규

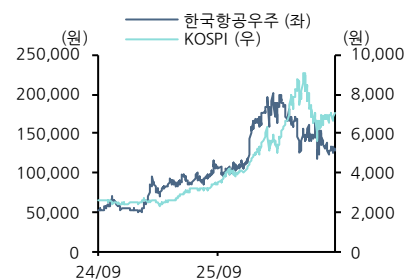
목표주가 신규 160,000원

종가(26.09.28) 129,600원
상승여력 23.5%

Stock Data

KOSPI(09/28)	6,889.7pt
시가총액	126,328억원
액면가	5,000원
52주 최고가	202,000원
52주 최저가	95,600원
외국인지분율	24.0%
90일 일평균거래대금	564억원
주요주주지분율	
한국수출입은행 (외 1인)	26.4%
유동주식비율	72.5%

Stock Price



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

국내에서 해외까지 멀리 날아

KF-21이 그려나갈 찬란한 미래

한국항공우주는 차세대 주력 전투기 KF-21 3Q26 국내 양산 개시에 따른 실적에 여가 기대되며, 현재 해외 수출까지 협의 중에 있어 향후 동사의 메인 성장 동력으로 자리잡을 것으로 기대된다. 9월부터 KF-21의 본격 양산 및 인도가 진행되고 있으며 올해는 그 중 약 8대의 납품이 이루어질 것으로 예상되는데 기존 주요 매출원이었던 FA-50 대비 약 3~4배 높은 가격으로 실적 기여도가 클 것으로 예상된다. KF-21은 풍부한 시장 수요와 유리한 포지셔닝을 기반으로 현재 해외 수출 역시 협의 중에 있는데, 인도네시아의 경우 4조원, 16대 규모로 Block 2 1차 물량을 협의 중에 있으며 동사는 연내 체결을 목표로 한다.

3Q26E 연결 실적 매출액 1조 3,056억원, 영업이익 862억원, 컨센 부합 전망

동사의 3Q26 연결 매출액은 1조 3,056억원 (yoy +86%), 영업이익은 862억원 (yoy +43%, OPM 3.3%)을 전망한다. 2Q 국내사업 실적에 영향을 줬던 LAH-1 엔진 결함 이슈는 당분기에도 지속될 것으로 예상되나 9월부터 시작된 KF-21 양산 효과로 국내사업 매출은 qoq +41% 성장한 6,989억원을 전망한다.

투자이견 BUY, 목표주가 16만원으로 신규 커버리지 개시

동사에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 160,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 향후 KF-21 수출 실적 기여 본격화가 예상되는 2028년의 추정 EPS 5,580원에 동사의 높은 이익 성장성 기반 글로벌 Peer의 2028E 평균 PER에서 40%를 할증한 28.8배를 적용해 산출했다. 동사 밸류에이션은 12M FWD PER 33배 수준으로 연초대비 완화된 상황이며, 국내 양산 개시와 함께 올해 인도네시아 KF-21 수출 성과 진전 시 주가 반등 트리거로 작용할 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	3,634	241	172	1,765	31.1	18.3	3.1	10.4	0.9
2025	3,696	269	186	1,907	60.0	34.9	6.1	10.5	0.4
2026E	5,280	359	251	2,575	50.3	32.3	6.1	12.9	0.4
2027E	6,815	568	401	4,110	31.5	23.7	5.2	17.8	0.4
2028E	7,533	752	544	5,580	23.2	18.9	4.3	20.4	0.4

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

투자포인트

KF-21 양산 확대로 내년 실적 성장 확보

양산과 동시에 다수 국가와 수출 협의 중 단기 내 수주 가시화 기대

1. KF-21 국내 양산 본격화 및 해외 수출 기대

차세대 주력 전투기 KF-21은 3Q26 국내 양산 개시로 동사 실적에 기여할 전망이며, 현재 해외 수출까지 협의 중에 있어 향후 동사의 메인 성장 동력으로 자리잡을 것으로 기대된다.

KF-21은 한국의 독자 기술 기반 개발된 4.5세대 전투기로 주요국 중심 내수 실전 배치 위주 5세대 전투기의 하위 호환 포지션으로 중견국 수요 및 F-5, F-16 노후교체 수요를 대응하는데 적합한 기종이다. 또한, 미국 항공방산 생태계와도 호환성이 존재해 수출 시 강점이 있다. 2015년 방위사업청의 한국형 전투기 체계개발사업 수주 이후 올해 6월 개발이 종결되었으며, 9월부터 KF-21의 본격 양산 및 인도가 진행되고 있다. 2032년까지 총 120대 양산 예정으로 현재는 1차 물량인 40대가 계약 및 생산되고 있다. 올해는 그 중 약 8대의 납품이 이루어질 것으로 예상되며, 기존 주요 매출원이었던 FA-50 대비 약 3~4배 높은 가격으로 실적 기여도가 클 것으로 예상된다. 또한, 2차 물량 계약 진행 시 내수 매출의 추가 성장까지 기대해볼 수 있다.

KF-21은 풍부한 시장 수요와 유리한 포지셔닝을 기반으로 현재 해외 수출 역시 협의 중에 있다. 인도네시아의 경우 4조원, 16대 규모로 Block 2 1차 물량을 협의 중에 있다. 아직 인도네시아 정부의 예산 승인 관련 행정 절차가 남아있으며 계약 시점을 단정할 수는 없으나, 동사는 연내 체결을 목표로 협의를 진전 중이다. 인도네시아 외에도 UAE, 필리핀, 말레이시아 등이 KF-21 잠재 도입국으로 거론되고 있으며, 특히 UAE는 작년 5월 공군방공사령관과 국방부 차관이 한국항공우주 본사를 방문해 시제기 탑승을 경험할만큼 관심을 표하고 있어 유력한 수출국으로 거론되고 있다.

그림 1. KF-21



자료: 한국항공우주, 상상인증권

표 1. KF-21 경쟁 기종과의 비교

기종	제조국	세대	엔진	최고속도	레이다	무장 탑재량
KF-21	한국	4.5	F414 쌍발	마하 1.8	한화시스템 AESA	약 7.7 톤
F-16	미국	4.5	F110 단발	마하 2.0	APG-83 AESA	약 7.8 톤
Gripen E	스웨덴	4.5	F414 단발	마하 2.0	Raven ES-05 AESA	약 5.3 톤
Rafale F4	프랑스	4.5	M88 쌍발	마하 1.8	RBE2-AA AESA	약 9.5 톤
Eurofighter Typhoon	유럽	4.5	EJ200 쌍발	마하 2.0	Captor-E AESA	약 9.0 톤

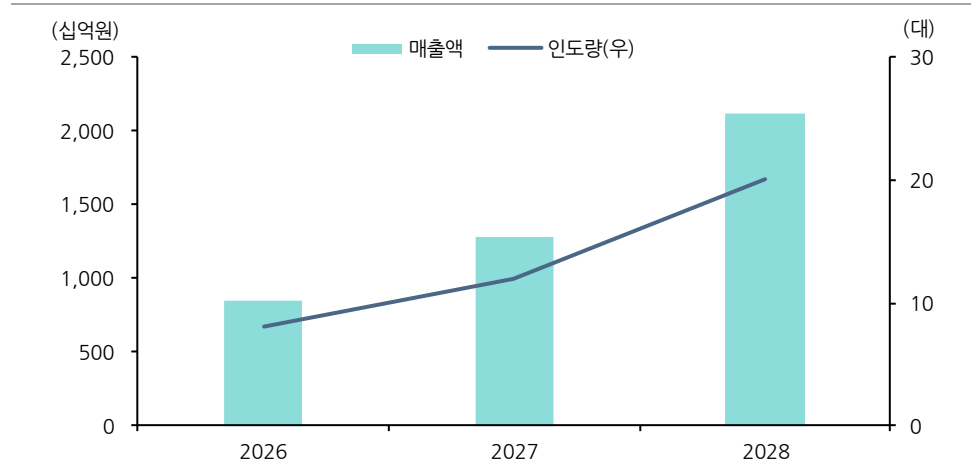
자료: 한국항공우주, 록히드마틴, 다쏘항공, Saab, 상상인증권

표 2. KF-21 개발 및 양산 타임라인

연도	주요 내용
2001	김대중 대통령, 국산전투기 개발 및 2015년 전력화 천명
2010	KF-X 사업추진 기본전략 승인 (방위사업추진위원회)
2011~2012	탐색개발 수행 (국과연 주관, KAI 및 LIG 넥스원 시제업체 참여)
2013~2014	체계개발 사업타당성 분석 (KISTEP/KIDA)
2015	주관업체 선정, 체계개발 계약 체결
2016	사업착수 회의 및 SRR, SFR
2017	KF-X 방산물자 및 방산업체 지정
2018	PDR(기본설계검토) 완료
2019	CDR(상세설계검토) 완료
2020	시제 1 호기 최종 조립 착수
2021	시제 1 호기 출고식 (04.09)
2022	최초비행 성공 (07.19), 최초비행 성공 기념행사 (09.28)
2023	초음속비행 (02.23), 무장분리시험 (METEOR : 03.28, AIM-2000 : 04.04), 잠정전투용적합판정 (05.15), 시제 6 호기 비행 성공 (06.28)
2024	최초양산 항공기 계약 체결
2026	최초 양산기 1 호기 인도

자료: 한국항공우주, 상상인증권

그림 2. KF-21 연도별 인도 및 실적 기여 전망



자료: 상상인증권 추정

표 3. 한국항공우주 해외 수출 기대 파이프라인

항목	국가	예상 금액(조원)	예상 시점
KF-21	인도네시아	3	4Q26
	UAE	-	2027
	필리핀	-	2027
	말레이시아	-	2027
FA-50	이집트	0.2	2027
	말레이시아	-	-
	페루	1	-
	슬로바키아	-	-
	불가리아	1	2027

자료: 언론보도 종합, 상상인증권

페루, 이집트 등
FA-50의 해외 수출 확장
추가 기회 요인 존재

2 FA-50의 활약은 끝나지 않는다

FA-50은 T-50 계열 경전투기와 같은 포지셔닝의 고등훈련기/경전투기로 동사의 주력 매출원 중 하나이다. FA-50은 이미 수출 레퍼런스가 풍부한 성숙기에 접어든 기종이지만 여전히 해외 수요는 아직 풍부하며, 그에 따른 신규 지역 수출 역시 기대되고 있다. 페루에서는 차세대 고등훈련기 사업의 일환으로 20대 이상, 1조원 규모의 발주를 계획 중이다. 현지화가 중요한 지역으로 SEMAN(페루 공군 MRO 기관)과 기체 구조부품 현지 생산라인 구축 계약을 체결한 한국의 수주 가능성이 높을 것으로 기대한다. 또한, 이집트에서는 초도물량 36대, 1.5조원 규모의 고등훈련기 물량이 논의 중이다.

그림 3. FA-50



자료: 한국항공우주, 상상인증권

표 4. 한국항공우주 완제기 수출 레퍼런스

	기종	국가	계약 시기	수량
KT-1 계열	KT-1B	인도네시아	2001~	약 17 대
	KT-1T	터키	2007	약 40 대
	KT-1P	페루	2012	20 대
	KA-1S	세네갈	2013	4 대
T-50 계열	T-50i	인도네시아	2011 / 2021	16 대 / 6 대
	T-50IQ	이라크	2013	24 대
	FA-50PH	필리핀	2014 / 2025	12 대 / 12 대
	T-50TH	태국	2015~2021	약 14 대
	FA-50GF/PL	폴란드	2022	48 대
	FA-50M	말레이시아	2023	18 대

자료: 한국항공우주, 상상인증권

실적 추정

3Q26E 매출액 1조 3,056억원
영업이익 862억원 전망

2026E 매출액 5조 2,799억원
영업이익 3,590억원 전망

한국항공우주의 2026년 연결 매출액은 5조 2,799억원 (yoy +43%), 영업이익은 3,590억원 (yoy +33%, OPM 6.8%)을 전망한다. 실적 성장의 주요 동력은 KF-21 국내 양산이다. 해당 효과로 동사의 국내사업 매출액은 yoy +64% 성장한 2조 7,957억을 전망하는데, 올해 9월부터 양산 납품이 본격화 될 전망이며 올해 약 8대 인도가 가능할 것으로 예상한다. KF-21의 국내 양산 물량은 총 120대, 1,000억원 전후의 단가로 추정되는데, 1차 물량의 양산 온기 반영되는 2027-2028년 연간 20-30대 인도 가정 시 연간 약 2조원 수준의 매출 기여를 기대 가능하다. 여기에 현재 논의 중인 인도네시아 KF-21 수출권까지 성사될 경우 2028년 이후 성장성까지 가능할 수 있다.

3Q26 연결 매출액은 1조 3,056억원 (yoy +86%), 영업이익은 862억원 (yoy +43%, OPM 3.3%)을 전망한다. 2Q 국내사업 실적에 영향을 줬던 LAH-1 엔진 결함 이슈는 당분기에도 지속될 것으로 예상되나 9월부터 시작된 KF-21 양산 효과로 국내사업 매출은 qoq +41% 성장한 6,989억원을 전망한다.

표 5. 한국항공우주 부문별 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액 TOTAL	699	828	702	1,467	1,093	1,168	1,306	1,714	3,696	5,280	6,815
국내사업	322	363	269	755	548	497	699	1,052	1,710	2,796	3,873
완제기수출	171	227	164	365	307	363	317	327	927	1,315	1,719
기체구조물	200	227	245	317	223	285	265	304	988	1,076	1,128
YoY(%) TOTAL	-5.5	-7.1	-22.6	34.0	56.3	41.0	85.9	16.8	1.7	42.8	29.1
국내사업	-26.6	-27.1	-39.2	3.8	70.1	36.7	159.5	39.3	-18.8	63.5	38.5
완제기수출	88.9	50.9	-32.7	134.3	79.5	59.8	93.7	-10.3	44.8	41.8	30.7
기체구조물	-2.6	-1.7	16.0	55.1	11.6	25.5	8.1	-4.1	16.1	8.9	4.8
영업이익 TOTAL	47	85	60	77	67	48	86	157	269	359	568
YoY(%)	-2.5	14.7	-21.1	82.7	43.4	-43.2	43.3	104.2	11.8	33.4	58.1
OPM(%)	6.7	10.3	8.6	5.2	6.1	4.1	6.6	9.2	7.3	6.8	8.3
평균 KRW/USD	1,453	1,401	1,386	1,452	1,467	1,501	1,420	1,420	1,423	1,442	1,350

자료: 상상인증권 리서치센터

밸류에이션

투자의견 BUY,
목표주가 160,000원으로
신규 커버리지 개시

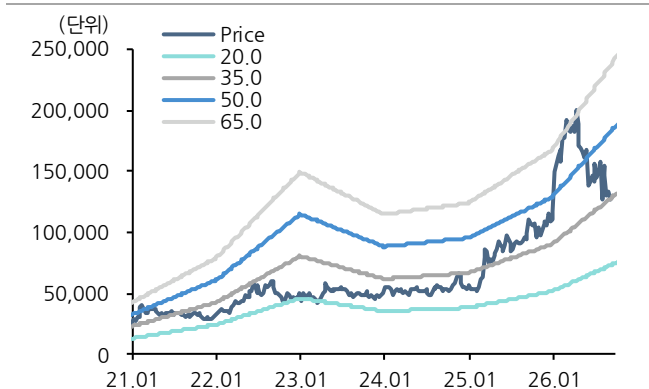
한국항공우주에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 160,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 향후 KF-21의 해외 수출 실적 기여가 본격화될 것으로 예상되는 2028년의 추정 EPS 5,580원에 글로벌 Peer 대비 강한 실적 성장성이 향후 3년간 지속될 것으로 전망되는 점을 근거로 글로벌 Peer의 2028E 평균 PER에서 40%를 할증한 28.8배를 적용해 산출했다. 동사의 밸류에이션은 12M FWD PER 35배 수준으로 연초대비 완화된 상황이며, 국내 양산 개시에 따른 실적 성장과 더불어 올해 인도네시아 KF-21의 수출 성과에 진전이 있을 경우 주가 반등의 트리거로 작용할 전망이다.

표 6. 한국항공우주 목표주가 산정 Table

내용	금액	비고
2028E EPS (원)	5,580	
Target PER (배)	28.8	글로벌 Peer 2028E 평균 40% 할증
적정주가 (원)	160,698	
목표주가 (원)	160,000	
현재가 (원)	129,600	
Upside Potential	23.5%	

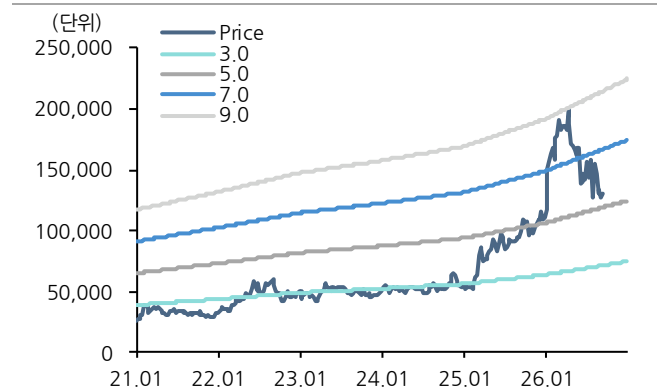
자료: 상상인증권 리서치센터

그림 4. 12M FWD PER 밴드



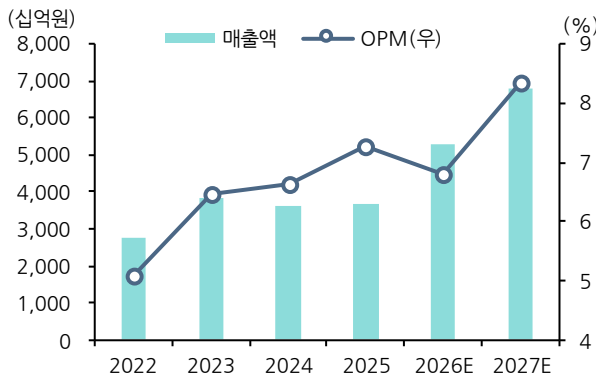
자료: Quantiwise, 상상인증권

그림 5. 12M FWD PBR 밴드



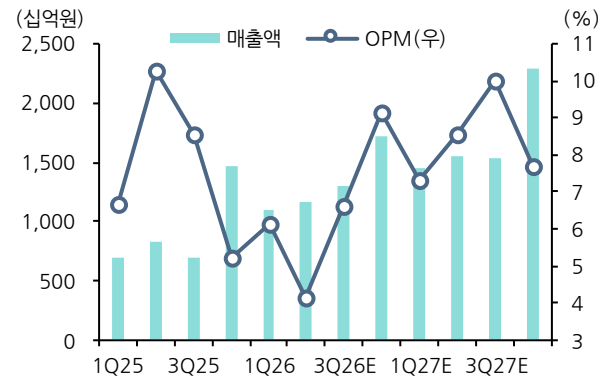
자료: Quantiwise, 상상인증권

그림 6. 한국항공우주 연간 실적 추이 및 전망



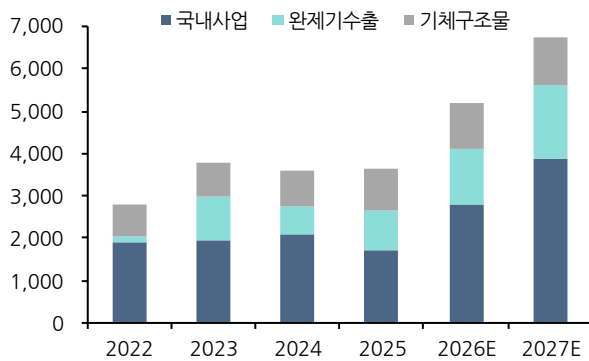
자료: 한국항공우주, 상상인증권

그림 7. 한국항공우주 분기별 실적 추이 및 전망



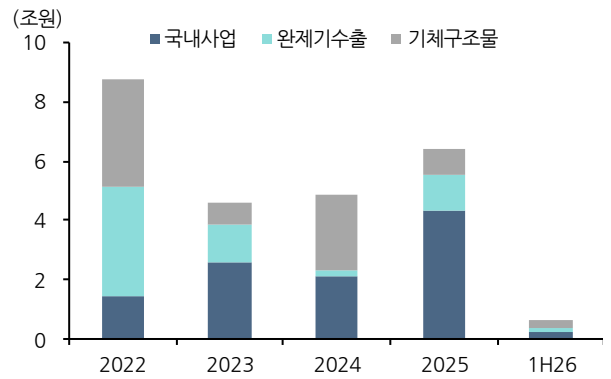
자료: 한국항공우주, 상상인증권

그림 8. 한국항공우주 부문별 매출 추이 및 전망



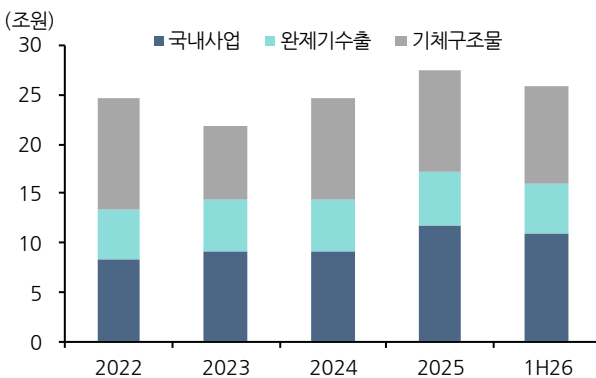
자료: 한국항공우주, 상상인증권

그림 9. 한국항공우주 신규수주 추이



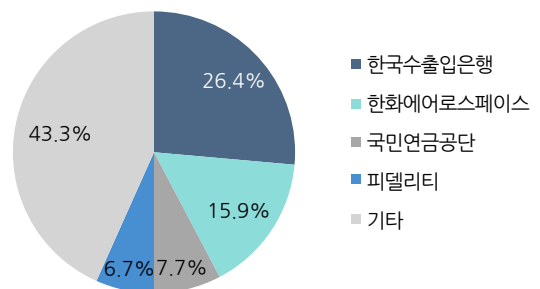
자료: 한국항공우주, 상상인증권

그림 10. 한국항공우주 수주잔고 추이



자료: 한국항공우주, 상상인증권

그림 11. 한국항공우주 지분구조도



자료: Dart, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,439.0	7,595.2	9,355.9	10,868.6	12,568.3
현금 및 현금성자산	114.7	60.9	529.2	471.7	1,080.1
매출채권	428.4	749.8	1,126.8	1,504.2	1,703.7
재고자산	2,359.0	3,637.0	4,695.2	5,766.0	6,530.8
비유동자산	2,586.5	2,775.0	3,078.1	3,222.3	3,379.1
관계기업투자등	94.2	103.5	102.4	106.6	110.9
유형자산	912.5	993.8	1,053.5	1,147.1	1,252.2
무형자산	845.7	943.7	1,203.5	1,220.8	1,237.8
자산총계	8,025.5	10,370.3	12,434.0	14,090.9	15,947.4
유동부채	4,914.7	6,351.3	7,031.3	7,384.2	7,769.8
매입채무	981.9	1,029.3	1,220.8	1,378.8	1,561.7
단기금융부채	448.2	820.3	1,012.7	1,012.7	1,012.7
비유동부채	1,383.6	2,121.6	3,247.0	4,199.2	5,175.0
장기금융부채	626.3	1,363.6	2,498.4	3,425.0	4,374.2
부채총계	6,298.4	8,472.9	10,278.4	11,583.4	12,944.8
지배주주지분	1,705.9	1,830.2	2,072.9	2,424.8	2,919.9
자본금	487.4	487.4	487.4	487.4	487.4
자본잉여금	128.3	128.3	168.6	168.6	168.6
이익잉여금	1,111.0	1,235.4	1,437.8	1,789.7	2,284.8
비지배주주지분	21.3	67.2	82.8	82.8	82.8
자본총계	1,727.2	1,897.3	2,155.6	2,507.5	3,002.7

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-728.2	-903.3	-336.0	-650.2	16.0
당기순이익(손실)	170.9	187.3	257.0	413.4	561.3
현금수익비용가감	270.7	321.7	220.1	153.3	160.0
유형자산감가상각비	82.1	93.5	101.9	110.9	120.9
무형자산상각비	21.8	17.5	22.6	22.7	23.0
기타현금수익비용	166.9	210.7	-157.2	-300.4	-303.9
운전자본 증감	-1,165.9	-1,314.6	-740.8	-1,216.9	-705.3
매출채권의 감소(증가)	-6.5	-306.5	-373.1	-377.3	-199.5
재고자산의 감소(증가)	-628.7	-1,265.7	-1,063.6	-1,070.8	-764.8
매입채무의 증가(감소)	149.6	101.5	119.6	158.1	182.9
기타영업현금흐름	-680.3	156.0	576.4	73.2	76.1
투자활동 현금흐름	-189.0	-185.8	-528.1	-285.1	-308.0
유형자산 취득(취득)	-160.8	-128.5	-157.3	-204.5	-226.0
무형자산 감소(증가)	-86.0	-61.2	-275.3	-40.0	-40.0
투자자산 감소(증가)	61.3	16.2	-73.5	-11.5	-11.6
기타투자활동	-3.5	-12.4	-22.0	-29.2	-30.4
재무활동 현금흐름	369.5	1,029.9	1,330.5	877.9	900.5
차입금의 증가(감소)	418.2	1,078.7	1,379.2	926.6	949.2
자본의 증가(감소)	-48.7	-48.7	-48.7	-48.7	-48.7
배당금 지급	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	-543.4	-53.8	468.2	-57.5	608.4
기초현금	658.1	114.7	60.9	529.2	471.7
기말현금	114.7	60.9	529.2	471.7	1,080.1

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,633.7	3,696.4	5,279.9	6,815.0	7,533.0
매출원가	3,152.3	3,088.3	4,541.2	5,739.7	6,234.4
매출총이익	481.5	608.1	738.7	1,075.3	1,298.6
판매비와 관리비	240.8	338.9	379.6	507.5	546.8
영업이익	240.7	269.2	359.0	567.8	751.8
EBITDA	344.6	380.2	483.5	701.4	895.7
금융손익	-26.8	-56.9	-57.9	-65.7	-75.6
관계기업등 투자손익	-0.9	-6.2	-5.9	-6.9	-6.9
기타영업외손익	-15.9	-3.8	-7.2	-8.8	-8.9
세전계속사업이익	197.1	202.3	288.0	486.4	660.4
계속사업법인세비용	26.2	15.0	31.0	73.0	99.1
당기순이익	170.9	187.3	257.0	413.4	561.3
지배주주순이익	172.1	185.9	251.0	400.6	543.9
매출총이익률 (%)	13.3	16.5	14.0	15.8	17.2
영업이익률 (%)	6.6	7.3	6.8	8.3	10.0
EBITDA 마진률 (%)	9.5	10.3	9.2	10.3	11.9
세전이익률 (%)	5.4	5.5	5.5	7.1	8.8
지배주주순이익률 (%)	4.7	5.0	4.8	5.9	7.2
ROA (%)	2.3	2.0	2.2	3.0	3.6
ROE (%)	10.4	10.5	12.9	17.8	20.4
ROIC (%)	10.5	7.7	7.2	8.5	9.4

주요투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	31.1	60.0	50.3	31.5	23.2
P/B	3.1	6.1	6.1	5.2	4.3
EV/EBITDA	18.3	34.9	32.3	23.7	18.9
P/S	1.5	3.0	2.4	1.9	1.7
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
매출액 증가율	-4.9	1.7	42.8	29.1	10.5
영업이익 증가율	-2.7	11.8	33.4	58.1	32.4
세전이익 증가율	-26.6	2.6	42.4	68.9	35.8
지배주주순이익 증가율	-23.2	8.0	35.0	59.6	35.8
EPS 증가율	-23.2	8.0	35.0	59.6	35.8
안정성 (%)					
부채비율	364.7	446.6	476.8	461.9	431.1
유동비율	110.7	119.6	133.1	147.2	161.8
순차입금/자기자본	55.0	111.5	137.9	157.8	143.1
영업이익/금융비용	7.2	4.1	3.1	4.3	5.3
총차입금 (십억원)	1,074.6	2,183.9	3,511.1	4,437.7	5,386.9
순차입금 (십억원)	949.9	2,116.2	2,973.2	3,956.9	4,297.3
주당지표 (원)					
EPS	1,765.3	1,907.0	2,574.7	4,109.8	5,579.8
BPS	17,500.4	18,775.8	21,265.8	24,875.6	29,955.4
SPS	37,278.7	37,921.3	54,166.5	69,915.7	77,281.2
DPS	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0

한국항공우주 목표주가 추이 및 투자이건 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이서연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자이건 기준 및 기간	투자등급	투자이건 비율	비고	구분	투자이건 기준 및 기간	투자등급	투자이건 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

한화시스템 272210

Analyst 이서연 | 방산/조선/운송

02-3779-3193, sy.lee@sangsanginib.com

BUY 신규

목표주가 신규 90,000원

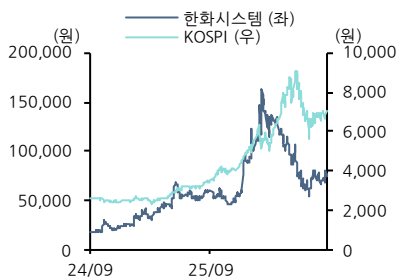
종가(26.09.28) 72,400원

상승여력 24.0%

Stock Data

KOSPI(09/28)	6,889.7pt
시가총액	136,778억원
액면가	5,000원
52주 최고가	162,700원
52주 최저가	45,350원
외국인지분율	10.2%
90일 일평균거래대금	419억원
주요주주지분율	
한화에어로스페이스 (외 3인)	59.5%
유동주식비율	38.8%

Stock Price



방산에서 우주까지

방위산업 전반 수주 확대 수혜 기대, 우주로 중장기 성장성 확보 기대

한화시스템은 풍부한 국내 방위사업 수출 파이프라인 하에서 플랫폼 수출 여부에 따라 동사의 전자장비 및 레이더 수주 확대를 기대해볼 수 있다. 국내 방공무기체계 업체들의 수출 확장이 기대되고 있는 가운데 동사의 천궁-2 다기능레이더 수주 역시 수혜가 예상되며, KF-21 양산 및 수출 진전에 따른 AESA레이더 수요 확대도 전망된다. 중장기적으로는 천광 중심 자체 플랫폼 체계 종합을 통한 주도적 수주 확장이 가능하며, 하반기 정부의 다부처 초소형 SAR 위성 양산 사업 참여 시 우주 실적 기여 역시 기대해볼 수 있다.

3Q26E 연결 매출액 1조 169억원, 영업이익 639억원, 컨센 부합 전망

동사의 3Q26 연결 매출액은 1조 169억원 (yoy +26%), 영업이익은 639억원 (yoy +33%, OPM 6.3%)을 전망한다. 방산부문 수출 매출 증가 지속에도 불구하고 R&D 비용이 상반기 대비 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 상반기 약 200억원 수준이었던 자체 개발비는 하반기에 더욱 가중될 전망이다. 상반기 대비 전사 OPM을 보수적으로 추정했다. (1H26 7.2% → 2H26 4.6%)

투자이견 BUY, 목표주가 9만원으로 신규 커버리지 개시

동사에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 90,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 해외 수출 본격 확대 및 필리핀군사 실적 본격 턴어라운드 기대되는 2027E EPS 2,235원에 미국 방산 전자장비 Peer 기업인 Elbit Systems의 2027E PER 40배를 적용해 산출했다. 현재 주가는 12M FWD PER 기준 38배, 2027E 기준 32배로 업종 내 다소 부담은 존재하나 연초 대비 부담은 줄어든 상황이며, Peer 대비 강한 동사의 실적 성장으로 이를 정당화 가능하다는 판단이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	2,804	219	454	2,405	9.4	13.3	1.7	19.6	1.5
2025	3,664	120	242	1,282	42.4	38.0	2.1	6.6	0.9
2026E	4,208	280	144	771	93.9	30.0	2.8	3.0	0.7
2027E	4,200	450	418	2,235	32.4	20.8	2.6	8.2	0.7
2028E	4,721	526	485	2,595	27.9	18.2	2.4	8.9	0.7

자료 : K-IFRS연결기준, 상생인증권



QR코드로 간편하게

상생인증권
더 많은 리포트 찾아보기

투자포인트

체계업체들의 풍부한 수요 기반 동사 일감 역시 증가 기대

내년 주목할 일감은 KF-21 수출 확장 시 동사 수혜 가능

1. 풍부한 방위산업 수주 시장 하 장비 수요 확대 기대

한화시스템은 풍부한 국내 방위사업 수출 파이프라인 하에서 플랫폼 수출 여부에 따라 동사의 전자장비 및 레이더 수주 확대를 기대해볼 수있다. 동사는 UAE/사우디 향 천궁-2 다기능레이더, 폴란드 K2 사격통제장치 등 국내 주요 수출 파이프라인의 전자장비를 납품 중이다. 특히 천궁-2의 경우 최근 2년 간 지속되고 있는 중동 지역 지정학적 갈등으로 인해 글로벌 수요가 확대된 가운데 국내 방공무기체계 업체들의 수주 가능성 및 질적 확장이 기대되고 있는 상황이다. 천궁-2에서 다기능레이더는 비용의 30% 비중을 차지하는데 비용, 기능 측면에서 모두 핵심 장비 중 하나이며 실제 수주 가시화 시 동사의 수주잔고에도 바로 기여가 가능할 것으로 예상된다. 한편, 동사는 작년 국내 L-SAM 양산 사업 다기능레이더 역시 수주한 바 있어 중장기적으로 방공무기체계 수요가 L-SAM으로까지 확대될 경우 동사의 수혜로 작용 가능하다.

내년 이후 주목해야할 파이프라인은 KF-21이다. 동사는 국내 KF-21 양산 사업에서 AESA 레이더를 공급 중이다. AESA 레이더 포함 항공전자장비는 KF-21 생산 비용의 15%를 차지하는 메인 시스템인데, 동사는 2022년 AESA 레이더 국산화에 성공하며 기술력을 확보한 상황이다. 이를 계기로 KF-21은 국내 양산 직후 인도네시아 등 해외에서의 수주 협의가 이어지고 있으며 올해 내 체결을 목표로 한다는 점을 고려했을 때 항공전자장비 역시 내년 이후 동사의 수출향 매출에 유의미한 기여를 할 수 있을 것으로 기대한다.

표 1. 한화시스템 주요 수주 이력

수주일	사업명	금액규모(억원)	계약상대
2022-01-17	천궁 II 다기능레이더 수출	13,020	TTI
2023-12-04	폴란드 K2 전차 수출사업 조준경 등 17 종 계약	2,574	현대로템
2024-06-25	KF-21 최초양산 AESA 레이더	1,148	방위사업청
2024-07-09	SA-MSAM 사업 다기능레이더 분야 양산	11,953	LIG 넥스원
2025-06-26	KF-21 최초양산(잔여) AESA 레이더 외 12 항목	1,248	방위사업청
2025-10-02	L-SAM 양산(다기능레이더) 외 32 항목	3,573	방위사업청
2025-12-11	폴란드 EC2 K2GF 조준경 외 물품공급계약	2,031	현대로템
2026-04-20	KF-21 최초양산(EOTGP)	918	한국항공우주

자료: 한화시스템, 상상인증권

그림 1. M-SAM MFR 다기능레이다



자료: 한화시스템, 상상인증권

그림 2. 다기능위상배열 (AESA) 레이다



자료: Dart, 상상인증권

표 2. 국내 방위산업 수출 기대 파이프라인

기업	항목	국가	예상 금액(조원)	예상 시점
한화에어로스페이스	K9	사우디 (MNG)	15	4Q26~
		폴란드	7	2027
		에스토니아	0.4	4Q26
	천무	사우디	-	-
		이라크	-	-
LIG D&A	천궁-2	UAE	-	4Q26
		카타르	1.5	4Q26
		쿠웨이트	1.5	4Q26
		인도네시아	-	-
		말레이시아	-	-
		루마니아	2	-
	L-SAM	스위스	-	4Q26
		UAE/사우디	-	4Q26~
현대로템	K2 및 K808	페루	3	4Q26
	K2	이라크	9	2027
		루마니아	9	2027
		폴란드	8	4Q26
한국항공우주	KF-21	인도네시아	3	4Q26
		UAE	-	2027
		필리핀	-	2027
		말레이시아	-	2027
	FA-50	이집트	0.2	2027
		말레이시아	-	-
		페루	1	-
		슬로바키아	-	-
		불가리아	1	2027

자료: 각 사, 언론보도 종합, 상상인증권

2 자체 플랫폼, 우주 사업 등 중장기 성장 기대

천광 중심 자체 플랫폼 사업으로 중장기 직접 수주도 가능

동사는 체계 업체를 통한 간접 수주를 넘어 천광 등 자체 플랫폼 개발을 통한 수주 확장 역시 준비 중이다. 천광은 3~5km 내 소형 드론을 레이저로 요격하는 에너지 무기이며, 공식 사업명은 '레이저 대공무기 Block-I'다. 탄약 없이 전력만으로 쏘기 때문에 1회 발사 비용이 약 1.5달러로 매우 낮다. 천광은 기존 한화에어로스페이스 중심으로 체계개발이 진행되어왔는데, 2025년 동사가 레이저 사업을 양수받았으며 현재는 동사가 체계 종합을 담당하고 있다. 기존에 체계 업체들에게 레이더 등을 납품하는 역할에서 그쳤다면, 천광을 통해 직접 수주에 진입할 수 있다는 것이다.

중장기적으로 무인전으로 발전될 글로벌 전장 내에서 천광에 대한 수요는 지속 확대될 것으로 예상하며, 그에 따른 국내 개발 역시 진전 중이다. 올해 6월 동사는 천광의 핵심 부품인 레이저발진기를 국산화하면서 국산화율을 90%까지 확대했다. 또한, Block-I은 고정형이며 출력이 낮아 기상 영향에 취약한데 동사는 자체 투자 및 개발을 통해 50KW 급 장갑차형 천광 개발에 성공하여 폴란드 MSPO 2026에 공개되었다. 이는 2027년 말 양산을 목표로 하며 현재 유럽, 중동, 아시아 국가들과 수출 논의 중으로, 향후 동사는 직접 체계 수출을 주도할 수 있을 것으로 기대한다.

그림 3. 천광



자료: 방위사업청, 상상인증권

그림 4. 폴란드 MSPO 2026에 공개된 천광

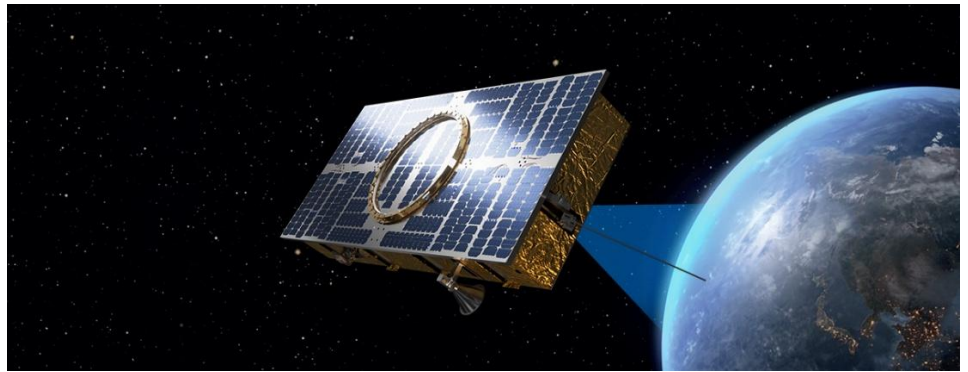


자료: 한화시스템, 상상인증권

**초소형 SAR 위성 사업은
동사의 미래 성장동력 및
멀티플 확장 요소로 작용 가능**

한편, 동사는 초소형 SAR 위성 사업을 중심으로 한 우주 사업 역시 미래 성장 동력으로 준비 중이다. SAR 위성은 기상이나 시간 영향 없이 상시 영상 획득이 가능하며 일반 위성 대비 성능이 뛰어나다. 국방과학연구소의 다부처 초소형 SAR 위성 양산사업자는 올해 10월 입찰 마감 이후 하반기 선정될 것으로 예상되며 동사와 한국항공우주의 경쟁 구도로 치뤄질 예정이다. 동사는 현재 제주우주센터에서 월 2기 SAR 위성 생산 능력을 보유하고 있으며 향후 수요에 따라 월 8기, 연간으로는 100기까지 증설 의지도 보유하고 있다. 향후 기대 수주 건이 실제 가시화될 경우, 중장기적으로 제주우주센터 가동률 상승에 따른 우주 사업의 실적 기여가 본격화될 것으로 기대한다. 이 외에도 다목적실용위성 8호, 군위성통신체계-III 등 기대 사업 역시 존재해 수주 여부에 따라 주가 모멘텀으로 작용이 가능하다.

그림 5. SAR 위성



자료: 한화시스템, 상상인증권

표 3. 위성 관련 수주 기대 파이프라인

사업명	계약대상	예상 시점
다부처 초소형 SAR 위성 양산	국방과학연구소	4Q26
다목적실용위성 8 호	한국항공우주연구원	4Q26
군위성통신체계-III	국방과학연구소	1Q27

자료: 언론보도 종합, 상상인증권

실적 추정

3Q26E 매출액 1조 169억원
영업이익 532억원 전망

2026E 매출액 4조 2,080억원
영업이익 2,804억원 전망

한화시스템의 2026년 연결 매출액은 4조 2,080억원 (yoy +15%), 영업이익은 2,804억원 (yoy +134%, OPM 6.7%)을 전망한다. 올해 큰 폭의 이익 개선 요인은 방산 부문의 수출 비중 확대 및 ICT 계열사 매출 확대이다. UAE/사우디 항 천공-2 다기능레이더, 폴란드 K2 사격통제장치 등 방산 부문 주요 해외 수주의 매출 인식이 올해부터 본격화되고 있으며, 이는 국내 사업 대비 높은 수익성으로 마진 상승을 견인하고 있어 올해 방산 부문 연간 OPM은 yoy +1.2%p 개선된 10.6%를 전망한다. ICT는 한화생명, 필리조선소 등 계열사향 사업 개시 확대로 매출 및 이익이 확대되고 있다. 한편, 작년부터 연결로 인식된 필리조선소는 최근 한화에어로스페이스의 100% 자회사 Hanwha Defense USA Shipbuilding, LLC에 지분 60% 전량 처분을 결정했으며 그에 따라 내년부터 연결 실적에서 제외될 것으로 예상된다. 과거 실적의 소급 적용 여부 및 4Q26 실적 반영 여부에 대해서는 추후 업데이트가 필요하다.

3Q26 연결 매출액은 1조 169억원 (yoy +26%), 영업이익은 532억원 (yoy +11%, OPM 5.2%)을 전망한다. 방산부문 수출 매출 증가 지속에도 불구하고 R&D 비용이 상반기 대비 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 상반기 약 200억원 수준이었던 자체 개발비는 하반기에 더욱 가중될 전망이며, 상반기 대비 전사 OPM을 보수적으로 추정했다. (1H26 7.2% → 2H26 4.6%)

표 4. 한화시스템 부문별 실적 전망

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	TOTAL	690	768	808	1,398	807	1,118	1,017	1,468	3,664	4,410	5,168
	방산	430	470	481	1,057	471	701	641	1,045	2,439	2,858	3,310
	ICT	142	147	156	208	172	187	188	219	653	766	880
	기타	118	151	171	133	164	230	188	205	573	785	978
	YoY(%)											
YoY(%)	TOTAL	26.8	11.8	26.4	49.8	17.0	45.5	25.9	5.0	30.7	20.4	17.2
	방산	12.7	-4.7	2.9	39.8	9.5	49.0	33.2	-1.1	16.2	17.2	15.8
	ICT	-11.8	-22.6	-8.3	19.4	21.8	27.3	20.8	4.9	-6.1	17.4	14.9
	기타	5,815.0	3,978.4	10,556.3	4,642.9	38.3	52.2	10.0	54.1	5,568.3	37.2	24.5
	기타											
영업이익	TOTAL	34	33	48	6	34	104	53	60	120	251	466
	방산	50	53	50	77	69	104	66	64	229	302	375
	ICT	11	11	12	17	13	21	17	16	51	67	81
	기타	-28	-31	-41	-61	-48	-21	-29	-20	-160	-118	11
	YoY(%)											
YoY(%)	TOTAL	-26.1	-61.5	-20.5	-80.2	1.9	218.9	10.9	937.2	-45.3	109.3	85.8
	방산	47.9	-13.8	7.6	175.2	37.2	97.5	31.9	-16.7	35.6	31.9	24.0
	ICT	-10.0	-53.4	-18.4	177.4	24.1	92.6	38.4	-7.9	-9.4	31.2	21.5
	기타	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
	기타											
OPM(%)	TOTAL	4.9	4.2	5.9	0.4	4.2	9.3	5.2	4.1	3.3	5.7	9.0
	방산	11.7	11.2	10.3	7.2	14.6	14.8	10.2	6.1	9.4	10.6	11.3
	ICT	7.6	7.3	7.7	8.3	7.8	11.1	8.8	7.3	7.8	8.7	9.2
	기타	-23.2	-20.4	-24.2	-45.6	-29.4	-9.1	-15.5	-9.7	-27.9	-15.0	1.1
	기타											
평균 KRW/USD		1,453	1,401	1,386	1,452	1,467	1,501	1,420	1,420	1,423	1,442	1,350

자료: 상상인증권 리서치센터

밸류에이션

투자의견 BUY,
목표주가 90,000원으로
신규 커버리지 개시

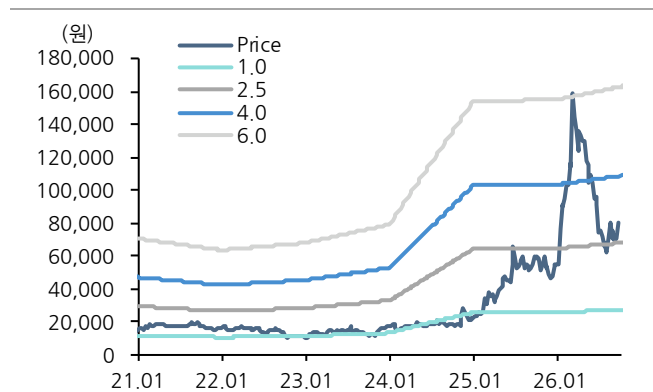
한화시스템에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 90,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 해외 수출 본격 확대 및 필리조선소 실적 본격 턴어라운드 기대되는 2027E EPS 2,235원에 미국 방산 전자장비 Peer 기업인 Elbit Systems의 2027E PER 40배를 적용해 산출했다. 점점 확대되는 한국 방위산업의 수출 확대에 따라 다수 플랫폼에 전자장비 등을 납품하는 동사의 수혜 역시 확대될 것으로 전망한다. 현재 주가는 12M FWD PER 기준 38배, 2027E 기준 32배로 업종 내 다소 부담은 존재하나 연초 대비 부담은 줄어든 상황이며, Peer 대비 강한 동사의 실적 성장으로 이를 정당화 가능하다는 판단이다.

표 5. 한화시스템 목표주가 산정 Table

내용	금액	비고
2027E EPS (원)	2,235	
Target PER (배)	40.4	Elbit Systems 2027E PER 적용
적정주가 (원)	90,222	
목표주가 (원)	90,000	
현재가 (원)	72,600	
Upside Potential	24.0%	

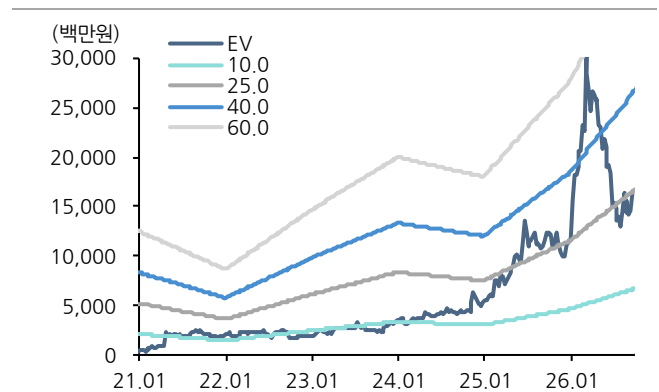
자료: 상상인증권 리서치센터

그림 6. 12M FWD PER 밴드



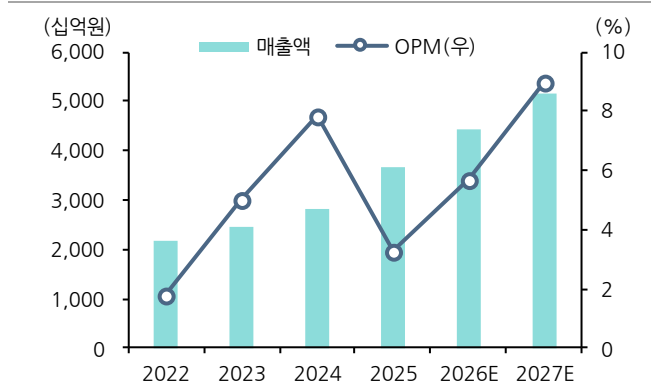
자료: Quantwise, 상상인증권

그림 7. 12M FWD PBR 밴드



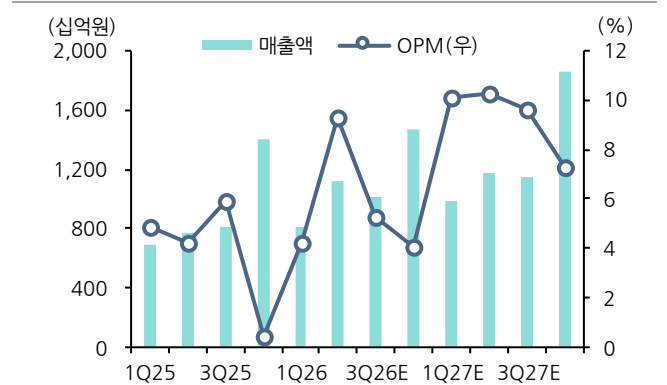
자료: Quantwise, 상상인증권

그림 8. 한화시스템 연간 실적 추이 및 전망



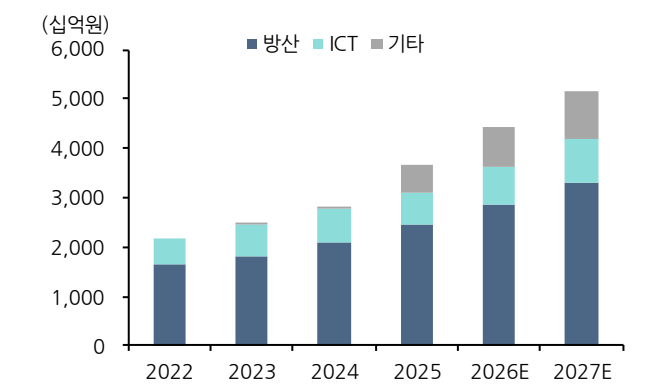
자료: 한화시스템, 상상인증권

그림 9. 한화시스템 분기별 실적 추이 및 전망



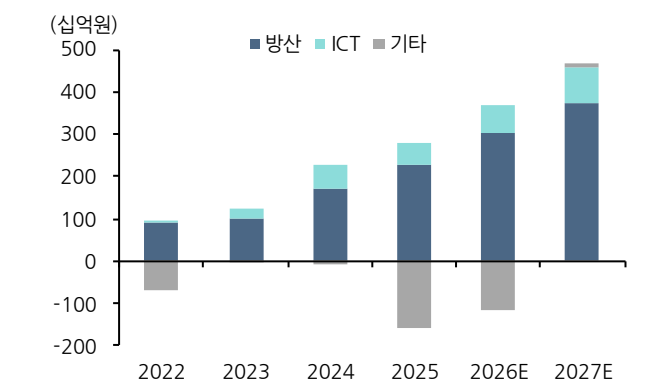
자료: 한화시스템, 상상인증권

그림 10. 한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



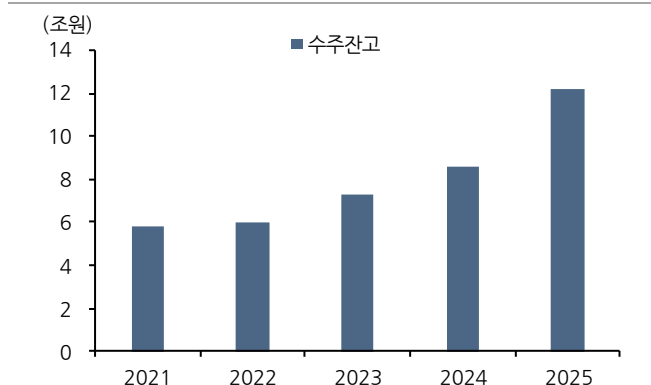
자료: 한화시스템, 상상인증권

그림 11. 한화시스템 부문별 영업이익 추이 및 전망



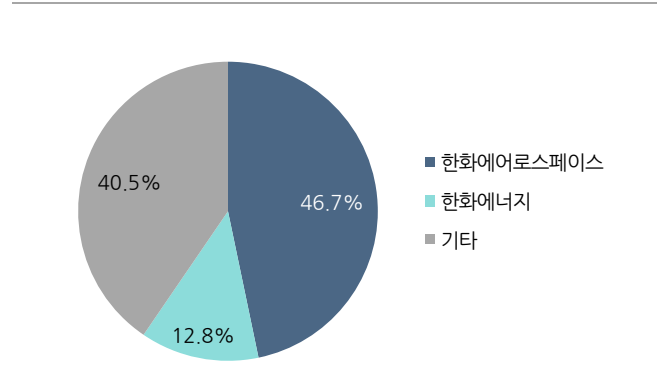
자료: 한화시스템, 상상인증권

그림 12. 한화시스템 수주잔고 추이



자료: 한화시스템, 상상인증권

그림 13. 한화시스템 지분구조도



자료: Dart, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,286.1	2,928.5	3,313.1	3,199.2	3,454.8
현금 및 현금성자산	199.8	325.5	319.5	304.3	300.0
매출채권	312.7	452.3	461.5	346.6	404.5
재고자산	610.1	810.7	832.7	779.9	910.2
비유동자산	3,524.2	7,398.7	7,368.9	7,705.2	8,068.0
관계기업투자등	1,829.1	5,559.9	5,343.2	5,560.2	5,785.9
유형자산	635.9	822.7	1,009.6	1,135.5	1,277.4
무형자산	733.9	709.8	695.3	675.8	657.3
자산총계	5,810.4	10,327.3	10,681.9	10,904.4	11,522.8
유동부채	2,677.1	3,334.9	3,761.5	3,631.2	3,828.3
매입채무	436.4	722.0	756.2	520.0	606.8
단기금융부채	109.2	425.6	396.3	396.3	396.3
비유동부채	677.5	1,991.4	1,935.1	1,963.4	1,992.9
장기금융부채	364.0	1,190.4	1,202.3	1,202.3	1,202.3
부채총계	3,354.6	5,326.3	5,696.5	5,594.6	5,821.2
지배주주지분	2,490.1	4,849.2	4,906.4	5,230.9	5,622.7
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,092.0	1,123.0	1,126.8	1,126.8	1,126.8
이익잉여금	589.3	708.7	762.1	1,086.5	1,478.4
비지배주주지분	-34.3	151.8	78.9	78.9	78.9
자본총계	2,455.8	5,001.0	4,985.4	5,309.8	5,701.6

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,803.7	3,664.2	4,208.0	4,200.3	4,721.4
매출원가	2,387.9	3,272.4	3,595.6	3,422.6	3,827.2
매출총이익	415.8	391.7	612.3	777.7	894.2
판매비와 관리비	196.4	271.8	332.0	327.9	367.9
영업이익	219.3	119.9	280.3	449.8	526.3
EBITDA	333.5	300.4	489.6	705.0	807.0
금융손익	8.7	6.9	-14.5	3.1	5.8
관계기업등 투자손익	329.0	24.1	-12.7	0.0	0.0
기타영업외손익	24.4	-35.9	-158.6	40.7	41.1
세전계속사업이익	581.4	115.0	94.6	493.6	573.3
계속사업법인세비용	104.3	-85.7	2.5	83.9	97.5
당기순이익	445.4	209.1	86.4	409.7	475.8
지배주주순이익	454.3	242.2	144.1	417.9	485.3
매출총이익률 (%)	14.8	10.7	14.6	18.5	18.9
영업이익률 (%)	7.8	3.3	6.7	10.7	11.1
EBITDA 마진률 (%)	11.9	8.2	11.6	16.8	17.1
세전이익률 (%)	20.7	3.1	2.2	11.8	12.1
지배주주순이익률 (%)	16.2	6.6	3.4	9.9	10.3
ROA (%)	8.8	3.0	1.4	3.9	4.3
ROE (%)	19.6	6.6	3.0	8.2	8.9
ROIC (%)	27.8	12.9	44.9	53.2	52.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	132.6	78.7	932.2	681.0	744.1
당기순이익(손실)	445.4	209.1	86.4	409.7	475.8
현금수익비용가감	-59.8	144.3	683.9	291.7	319.6
유형자산감가상각비	92.3	141.1	164.5	216.8	243.3
무형자산상각비	21.8	39.4	44.8	38.4	37.3
기타현금수익비용	-174.0	-36.2	474.3	36.4	38.9
운전자본 증감	-217.6	-210.7	232.7	-20.4	-51.3
매출채권의 감소(증가)	-92.2	-143.3	1.1	114.9	-57.9
재고자산의 감소(증가)	-106.4	-188.1	-21.6	52.8	-130.3
매입채무의 증가(감소)	1.8	233.7	57.3	-236.2	86.9
기타영업현금흐름	-20.9	-113.0	195.8	48.1	50.1
투자활동 현금흐름	-442.0	-1,170.4	-820.5	-602.7	-655.0
유형자산 취득(취득)	-239.7	-297.3	-336.0	-342.7	-385.2
무형자산 감소(증가)	-25.4	-19.3	-18.4	-18.9	-18.9
투자자산 감소(증가)	-171.4	-757.8	-370.7	-228.1	-237.3
기타투자활동	-5.5	-96.1	-95.3	-13.0	-13.6
재무활동 현금흐름	35.1	1,237.3	-136.2	-93.5	-93.5
차입금의 증가(감소)	84.4	1,108.9	-46.9	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-52.4	-65.4	-93.5	-93.5	-93.5
배당금 지급	52.4	65.4	93.5	93.5	93.5
기타재무활동	3.0	193.9	4.2	0.0	0.0
현금의 증감	-276.2	125.6	-5.9	-15.2	-4.3
기초현금	476.1	199.8	325.5	319.5	304.3
기말현금	199.8	325.5	319.5	304.3	300.0

주요투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	9.4	42.4	93.9	32.4	27.9
P/B	1.7	2.1	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	13.3	38.0	30.0	20.8	18.2
P/S	1.5	2.8	3.3	3.3	2.9
배당수익률 (%)	1.5	0.9	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액 증가율	14.3	30.7	14.8	-0.2	12.4
영업이익 증가율	78.9	-45.3	133.8	60.5	17.0
세전이익 증가율	31.0	-80.2	-17.7	421.9	16.1
지배주주순이익 증가율	30.1	-46.7	-40.5	190.0	16.1
EPS 증가율	30.1	-46.7	-39.9	190.0	16.1
안정성 (%)					
부채비율	136.6	106.5	114.3	105.4	102.1
유동비율	85.4	87.8	88.1	88.1	90.2
순차입금/자기자본	6.2	22.6	20.1	19.0	17.6
영업이익/금융비용	9.8	3.2	2.8	7.0	8.2
총차입금 (십억원)	473.2	1,615.9	1,598.5	1,598.5	1,598.5
순차입금 (십억원)	152.2	1,127.8	1,004.1	1,008.2	1,000.9
주당지표 (원)					
EPS	2,404.7	1,282.2	770.7	2,234.9	2,595.4
BPS	13,180.5	25,668.2	25,971.1	27,688.3	29,762.3
SPS	14,840.6	19,395.3	22,273.9	22,233.2	24,991.8
DPS	350.0	500.0	500.0	500.0	500.0

한화시스템 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이서연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

여백페이지 입니다

여백페이지 입니다

