

(병가백년불용, 불가일일무비)

兵可百年不用, 不可一日無備

무기는 설령 백년 동안 쓸 일이 없다 해도, 단 하루라도 갖추지 않을 수 없다

- 다산 정약용 육민심서 병변편



로봇/기계/운송/방산 양승윤
02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

RA 김진우
02)368-6195_jinwookim@eugenefn.com

Glossary

용어	정의
방위력 개선비	국방비 중 현존 전력을 향상시키거나 신규 전력을 창출하기 위해 군사력 건설에 투입되는 비용
전력 운영비	국방비 중 군인 인건비·장비의 유지·시설물 건설 등을 통하여 군사력을 운영하는 비용
방위사업청	군이 요구하는 무기·장비·물자 등의 조달, 방위산업 육성 등을 총괄하는 기관
3축 체계	북한의 핵과 대량살상무기 위협에 대응하기 위한 핵심 전략으로 킬체인(Kill Chain), 한국형 미사일방어(KAMD), 대량응징보복(KMPR)으로 구성
NATO	1949년 소련의 위협에 대응하기 위해 설립된 서방의 정치·군사 동맹. 집단 방위를 통한 평화 유지를 추구
부카레스트 나인	NATO에 가맹한 동유럽 9개 국가로 구성된 국제 정치 기구로 지역 안보 강화 등 협력. NATO의 동방 한계선
MLRS (Multiple Launch Rocket System)	다연장 로켓 발사 시스템으로 막대한 화력을 제공하는 지상 화력 무기 체계 중 하나
5세대 전투기	스텔스 설계와 고성능의 항공 전자 장비, 초음속 순항 능력 등을 갖춘 차세대 전투기
KF-X 사업	한국 공군의 F-4/F-5 노후기를 대체하고 미래 전장에 적합한 성능을 갖춘 한국형 차기 전투기를 개발하는 사업으로 현재 개발 중인 KF-21을 개발한 사업 명칭
능동방호체계	전차의 생존성 향상을 위해 적의 대전차 미사일과 대전차 로켓 등을 무력화시키기 위한 시스템. 하드킬(직접 타격)과 소프트킬(교란)로 세분화됨
MFR(Multi-Function Radar)	하나의 레이더로 전방위 및 다수 표적에 대한 탐지/추적/피아식별/유도 등을 수행할 수 있는 고도화된 위상배열 다기능 레이더 체계
진화적 개발	무기체계 개발에 있어 최종 목표 성능을 달성할 때까지 단계적으로 성능을 향상시키는 방식(Block 1,2,3 등)
KDDX	한국형 차기 구축함 사업으로 경하 배수량 7,100톤급 구축함을 신규 건조하는 사업. 이지스 시스템 적용
AIP(Air Independent Propulsion) System	외부 산소 공급 없이 추진 동력을 제공하는 기관체계로 높은 정속성과 에너지 효율, 장기간의 잠항 능력 확보가 강점
FCT(Foreign Comparative Testing)	미국의 국외비교시험 프로그램으로 미국에서 생산되지 않는 국외 우수 방산 제품을 빠르고 경제적으로 공급하기 위해 도입한 제도

Contents

Key Chart	6
-----------	---

I. 구조적 성장기 진입	11
내수 중심에서 수출 중심으로	11

II. 늘어나는 무기 수요	20
Era of Multiple War	20
지역별 무기 수요 전망	28
선거 이슈: 격랑의 2024년	34
전례없는 기회의 시대가 찾아왔다	44

III. 승리하라, K-방산	62
기회는 준비된 자에게	62
무기 체계별 전망	65
수출 가능성 전망	112
리스크 요인	120
투자 전략	124

기업분석	131
한화에어로스페이스(012450)	
한국항공우주(047810)	
LIG넥스원(079550)	
한화시스템(272210)	
현대로템(064350)	
HD현대중공업(329180)	
한화오션(042660)	
풍산(103140)	

兵可百年不用，不可一日無備

무기는 설령 백 년 동안 쓸 일이 없다 해도, 단 하루라도 갖추지 않을 수 없다

과거 냉전이 끝나고 평화의 시대를 맞이하며, 글로벌 주요 방산 강국들의 생산 능력이 점차 축소되어왔다. 하지만 세계 곳곳에서는 여전히 수많은 전쟁이 벌어지고 있고, 평화를 지키기 위해서 필요한 것도 무기, 전쟁에서 승리하기 위해서 필요한 것도 무기라는 사실이 다시 한 번 부각되고 있다. 兵可百年不用，不可一日無備(병가백년불용, 불가일일무비). 목민심서 병전편에 적힌 이 글귀는 수세기가 지난 지금에도 교훈으로 삼아야 할 이야기이다.

한국 방위 산업이 맞이한 구조적인 성장기에 세계가 주목하고 있다. 한국은 과거로부터 북한이라는 위협 속에서 지속적으로 자주 국방을 추구하며 각종 무기체계에 대한 생산 능력과 기술을 갖추어 왔는데, 이제는 세계 시장에 한국 무기 체계를 공급할 수 있는 기회의 시대가 찾아왔다. 유럽을 중심으로 전쟁 속에 빠르게 무기 재고가 소진되고 있고, 높아지는 긴장감으로 인하여 재무장에 대한 수요가 늘어나고 있는 가운데, 한국은 그 어느 국가보다도 훌륭한 선택지로 부상하고 있기 때문이다. 한국은 빠르고 경쟁력 있는 무기 체계를 적절한 가격에 공급할 수 있는 유일한 나라이다. 이미 한국은 유럽의 NATO 국가인 폴란드에 수십 조원에 달하는 무기 수출 계약을 체결했으며, 이 외에도 수많은 국가들과 수출을 논의 중에 있다.

방위 산업도 다른 산업과 마찬가지로 수익성이 주가를 결정짓는다. 안정적인 국내 방산 수요와 더불어 높은 수익성을 확보할 수 있는 해외 수출 증가가 기대된다. 최근 해외 수주 증가와 함께 상장된 방산 기업들의 주가는 우상향을 그리고 있으며, 이 추세는 중장기적인 흐름이 될 것으로 예상된다. 무기 수출 뒤에는 후속 군수 지원이 필요하고, 한 번 도입한 무기체계는 통일성을 위해 지속적으로 구매할 수밖에 없으며, 이렇게 축적된 레퍼런스는 훌륭한 경쟁력으로 작용하여 추가적인 수출 또한 기대해볼 수 있을 것이다.

당사는 최선호주로 한화에어로스페이스(012450.KS)를 제시한다. 향후 주가를 결정지을 (1) 수주 잔고 (2) 수주 모멘텀 (3) 미래 성장 동력을 가장 잘 갖춘 기업이라고 판단하기 때문이다.

Executive Summary

by 양승윤

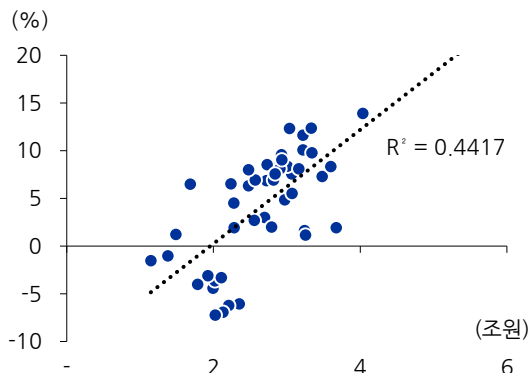
Key Chart

커버리지 기업 투자의견 및 투자 포인트

기업명	투자의견	목표주가	투자 포인트
한화에어로스페이스 ★최선호주	BUY	185,000 원	<ul style="list-style-type: none"> 4Q23 폴란드 1차 물량의 실적 기여 본격화 폴란드 2차 추가 수주 확정, 루마니아/호주 등 추가 수주 기대 한화 방산 및 한화 오션 수주 시너지 발휘 시작
한국항공우주	BUY	65,000 원	<ul style="list-style-type: none"> 4Q23 폴란드 FA-50GF 8대분 인식에 따른 증익 흐름 지속 2024년부터 논의가 본격화될 미국 수출 이슈(UJTS) 중동/아시아 지역 등 회전익 수주 기대감
LIG 넥스원	BUY	130,000 원	<ul style="list-style-type: none"> 내수 중심 사업 구조에서 해외 사업 비중 확대 중 UAE 천공에 더해 사우디 천공 수주 유력 한국형 3축체계 내 핵심 무기체계 공급 기대
한화시스템	BUY	21,000 원	<ul style="list-style-type: none"> 티어 1 부품/시스템 기업으로 국내 방산 기업 성장과 동반 기대 사우디 천공 MFR 수주와 더불어 풍부한 내수 수주 파이프라인 AESA 레이더, DirCM 등 핵심 미래 무기 체계에 대한 기술 확보
현대로템	BUY	36,000 원	<ul style="list-style-type: none"> 24년도 이후 폴란드 K-9 납품 속도 빨라지며 실적 성장 기대 폴란드 K-2 2차 수주, 루마니아 등 해외 수주 기대감 유효 20년대 중반부터 레일 솔루션 부문 해외 실적 기여로 회복 전망
HD 현대중공업	BUY	170,000 원	<ul style="list-style-type: none"> 21~22년도의 수주 선박 24년부터 본격 인식되며 실적 개선 암모니아 추진선 등 미래 친환경 선박 수요 흐름에 빠르게 대응 함정 분야에서 해외 사업 확대 기대감
한화오션	BUY	34,000 원	<ul style="list-style-type: none"> 24년도 연간 영업이익 기준 흑자전환 전망 유중 통해 방산 분야 역량 강화 중. 함정 CAPA 2배 증가 전망 폴란드 및 캐나다, 필리핀 등 해외 잠수함 사업 수주 기대감
풍산	BUY	57,000 원	<ul style="list-style-type: none"> DXI 지수 반등 등 전방 업황 개선에 따른 신동 부문 실적 개선 기대 24년 구리 공급 과잉 우려 해소 등 구리 가격 하방 지지 전망 해외 포탄 수요 증가에 따른 방산 부문 구조적 성장 기대

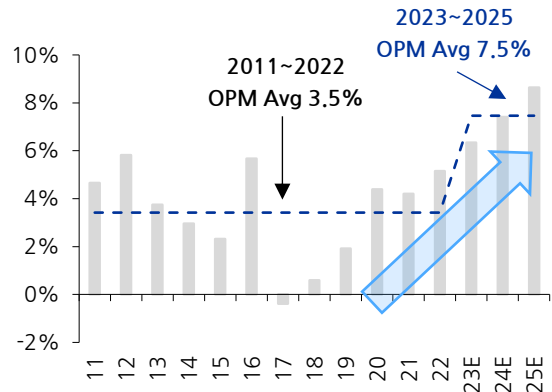
자료: 유진투자증권

국내 방산 기업 시가총액&ROE 상관관계



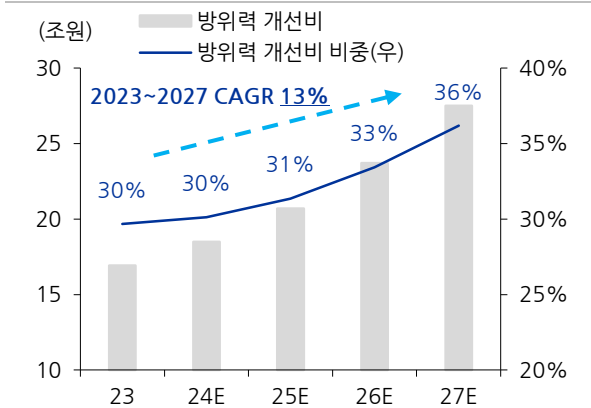
자료: Bloomberg, 유진투자증권

국내 방산 기업 OPM 추이



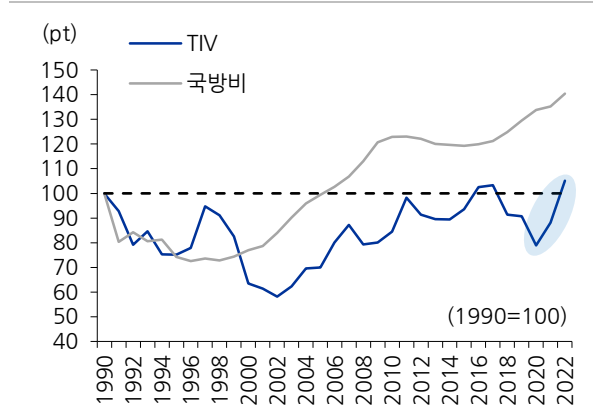
자료: 유진투자증권

국방중기계획('23~'27) 내 국방비 추이



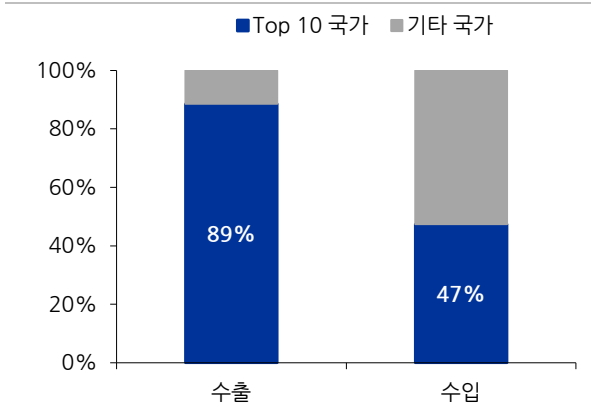
자료: 국방부, 유진투자증권

글로벌 무기 거래량&국방비 추이



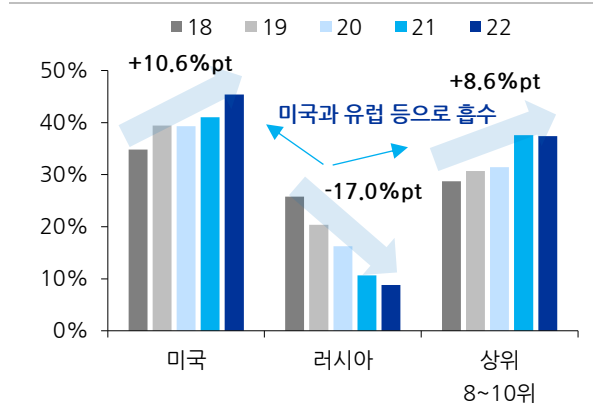
자료: SIPRI, 유진투자증권

글로벌 무기 수출/수입 집중도



자료: SIPRI, 유진투자증권

주요국 무기 수출 비중 변화



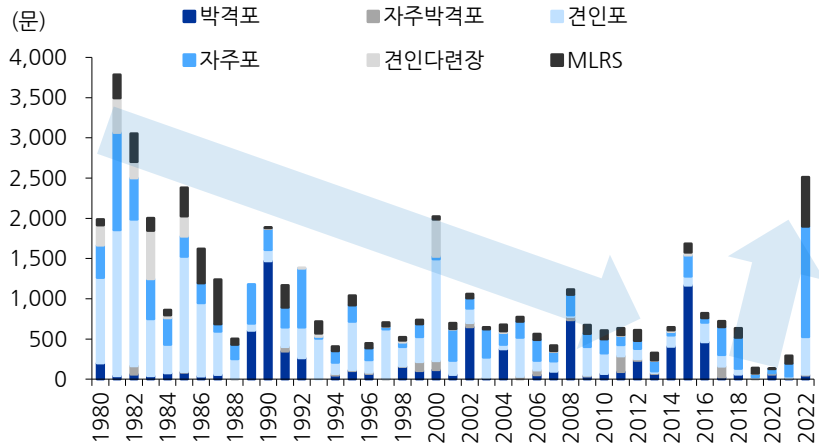
자료: SIPRI, 유진투자증권

주요 무기체계 생산 능력 강화 현황

무기 명	증산 전	증산 이후	리드 타임
Caesar 자주포 (Nexter)	72 대 (*우크라 전쟁 이전 24 대)	96 대 (*24 년 초)	30 개월 → 15 개월
155mm 포탄 (Rheinmetall)	45~50 만발	60 만발	-
155mm 포탄 (Nexter)	1.2 만발(*23 년 초)	3.6 만발 (*24 년 초)	-
Leopard 2 전차 (KMW)	50 대 (*냉전 연간 300 대)	n/a	24 개월~36 개월 (*조립 시작까지 1 년 소요)
Rafale 전투기 (Dassault)	11 대	36 대 (*25 년경)	24~36 개월(추정)
K-9 자주포 (한화에어로)	160 대 (23 년초 80 대)	240 대	6~12 개월 (*조립 과정 1 개월)
K-2 전차 (현대로템)	100 대 내외	n/a	12~18 개월
T-50 계열 항공기 (한국항공우주)	24~36 대 (월 2~3 대)	60 대 내외 (월 5 대 내외)	22 개월

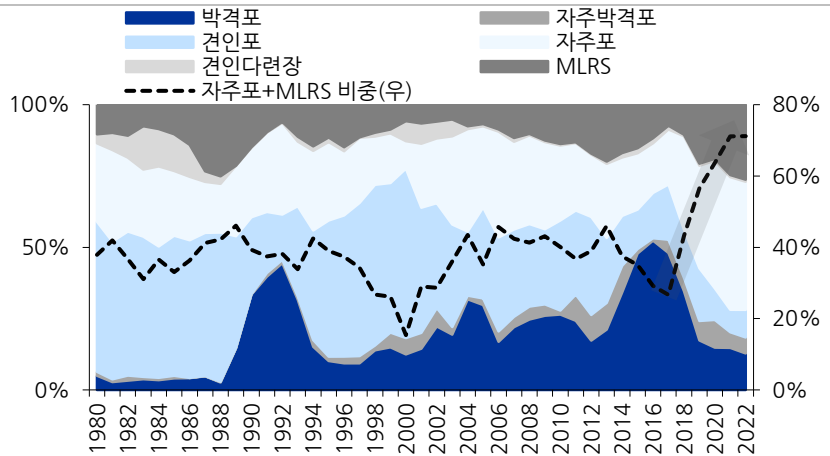
자료: 유진투자증권

포병 무기 해외 거래 추이



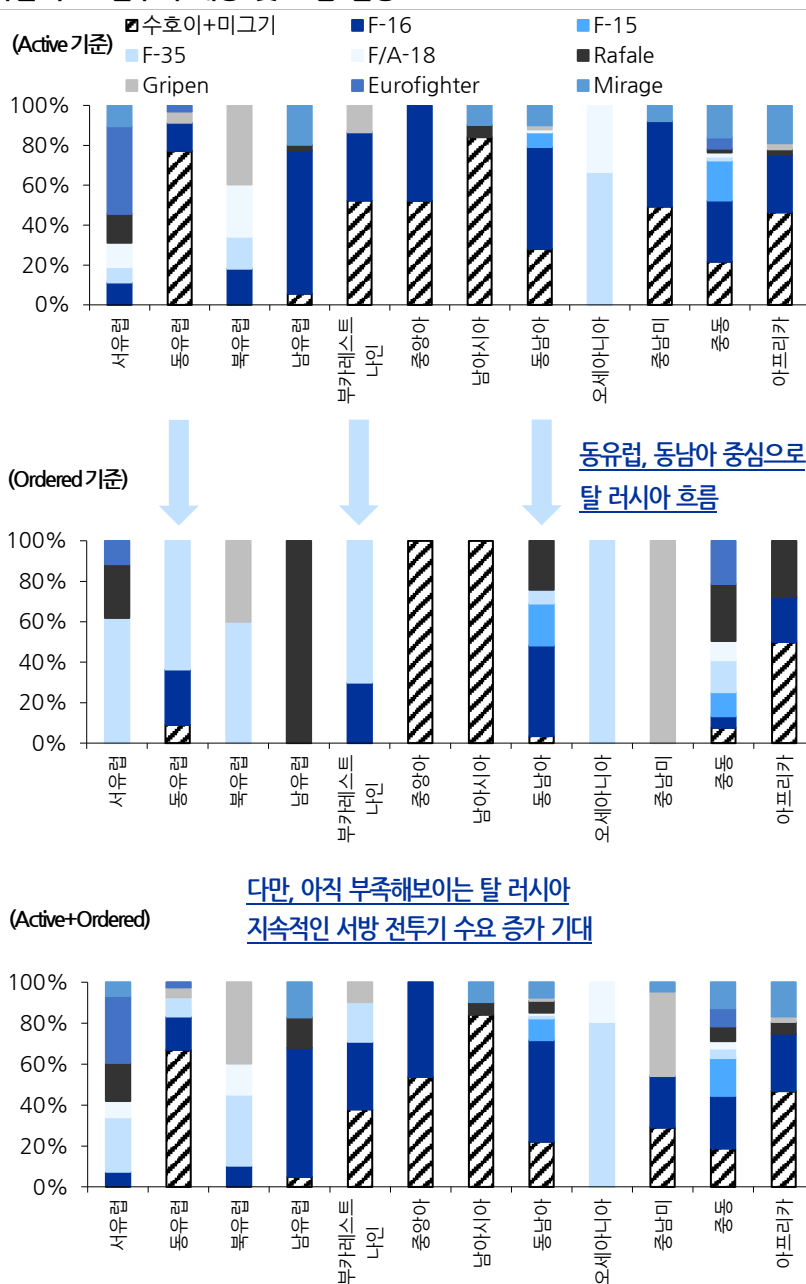
자료: SIPRI, 유진투자증권

포병 무기 해외 거래 중 자주포&MLRS 비중 추이



자료: SIPRI, 유진투자증권

지역별 주요 전투기 채용 및 도입 현황



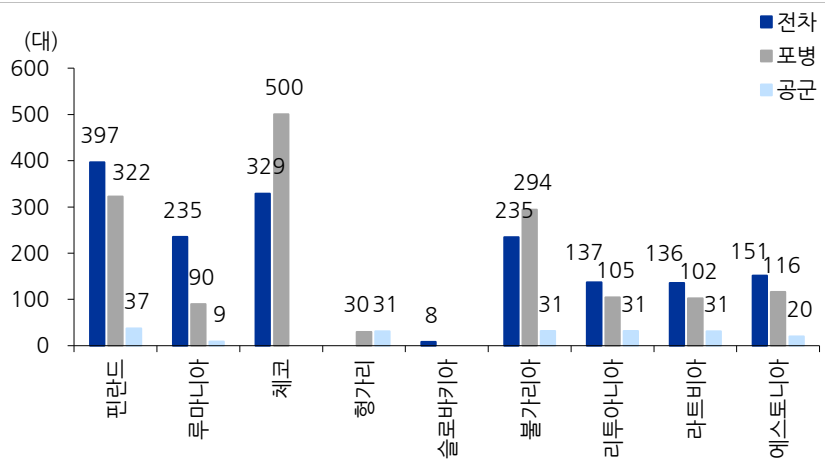
자료: 유진투자증권

주목받는 함정(잠수함) 수주 파이프라인

국가	사업 내용	규모
필리핀	잠수함 2 척	약 1.8 조원
폴란드	잠수함 3~4 척	약 3 조원
캐나다	잠수함 12 척	전체 수명 주기 비용 포함 약 80 조원 내외

자료: 언론보도, 유진투자증권

추가 도입 필요 무기 수



자료: 유진투자증권

주) 소요 추정량= 적정 소요 - (현재 보유 수 + 도입 예정 수)

한국의 유럽 무기 수출 가능성 평가

Weight	항목	불가리아	체코	에스토니아	헝가리	라트비아	리투아니아	폴란드	루마니아	슬로바키아	핀란드
20%	1) 무기 획득 예산 규모	-	1	-	2	-	-	5	3	-	4
10%	2) 우크라이나 지원 현황	3	5	1	-	-	2	4	-	-	-
10%	3) 무기 재고 대비 소진율	5	4	1	-	2	3	-	-	-	-
20%	4) 독일과의 관계	2	-	5	-	4	-	-	1	-	3
20%	5) 접경 여부	3	3	5	4	5	5	4	4	4	5
20%	6) 한국 수출 이력 /방산군수협력 MOU /논의 중인 사안 유무	3	4	5	-	-	3	5	4	3	5
100%	평가 점수	2.40	2.50	3.20	1.20	2.00	2.10	3.20	2.40	1.40	3.40

자료: 유진투자증권

I. 구조적 성장기 진입

내수 중심에서 수출 중심으로

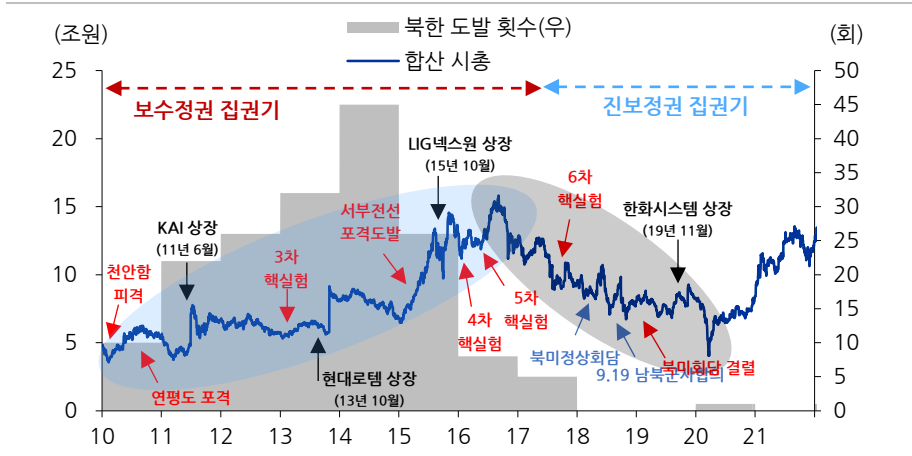
방산 업종의 밸류에이션은 수익성이 말한다

당사는 방위 산업이 중장기적 리레이팅 국면에 진입했다고 판단한다. 북한의 위협은 오늘날까지도 이어지고 있어 국내 방산 수요가 견조하고, 대규모 해외 수주를 확보하면서 본격적인 실적 성장 국면을 맞이하였기 때문이다. '내수 방산 × 해외 수출 증가'가 만들어내는 방위 산업의 구조적 성장은 이제 막 시작되었다.

과거 방산 업종의 주가 흐름을 되돌아보면, 북한의 위협 동향에 영향을 받는 모습을 보여왔다. 방산 기업 합산 시총은 북한 도발이 다수 발생했던 2010~2016년 기간 동안 우상향을 그리다가, 2017년 이후 북한과의 화해 무드에 들어서면서 북한의 위협이 감소함에 따라 하락 추세로 전환되었다. 2021년 이후, 다시 한 번 방산 업종의 리레이팅이 이루어지고 있다. 이번 상승기는 북한 때문이 아니라, 국제 정세 악화로 인한 해외에서의 구조적 무기 수요 증가와 국내 방산 업체들의 대규모 해외 수주가 이를 견인하고 있다.

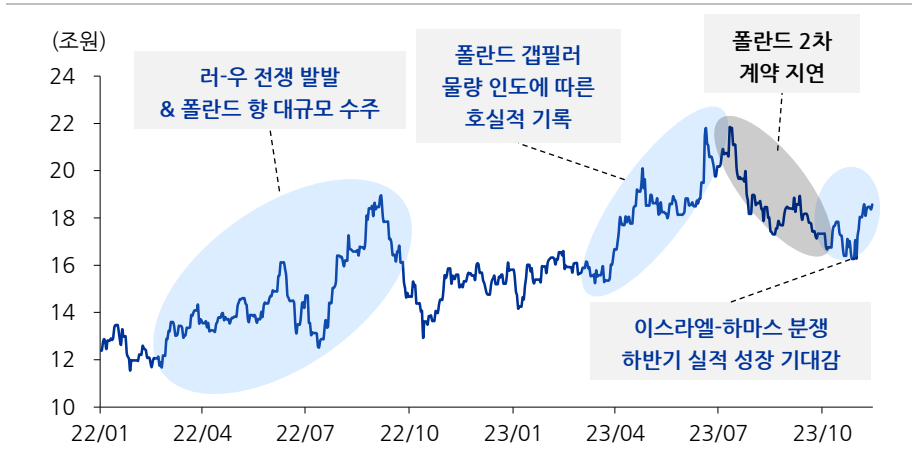
과거와 현재, 각각 이유는 다르지만, 방산 업종이 주목을 받았던 그 이면을 들여다보면 '북한 위협 증가 or 국제 정세 악화 → 국방력 증대 요구 → 방위력 개선 비 증가(한국) or 해외 수주 증가 → 방산 업종 실적 개선' 사이클에 대한 기대감이 높아있다. 결국 방산 업종에서도 실적과 수익성은 다른 산업과 마찬가지로 밸류에이션에 있어 가장 중요한 요소로 볼 수 있다. 실제 국내 방산 기업의 시가총액 수준과 ROE 사이에는 정(正)의 상관관계가 있으며, 해외 방산 기업도 ROE와 비례하여 멀티플을 부여받고 있다. 고(高)마진의 해외 수출 증대로 인한 수익성 제고와 함께 밸류에이션 리레이팅이 기대되는 국면이다.

도표1. 국내 방산 기업 시총 합계 및 북한 도발 횟수 추이(2010~2022)



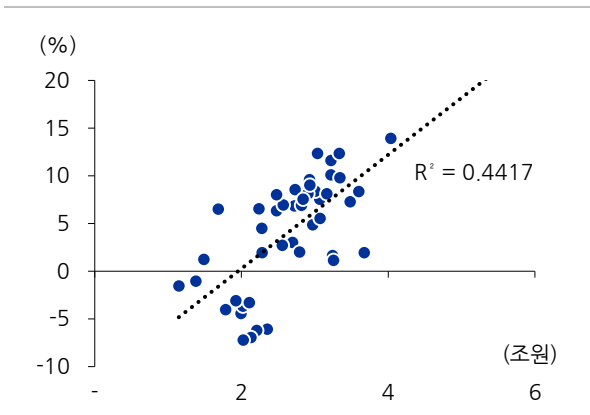
자료: Bloomberg, 국방백서, 유진투자증권

도표2. 국내 방산 기업 시총 합계 추이(2022~)



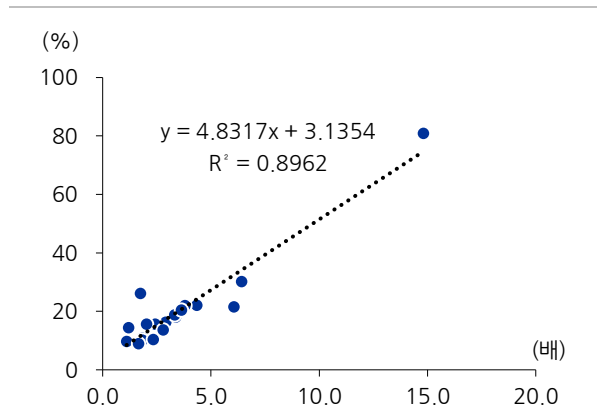
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표3. 국내 방산 기업 시가총액&ROE 상관관계



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표4. 글로벌 방산 PEER ROE-P/B 상관관계



자료: Bloomberg, 유진투자증권

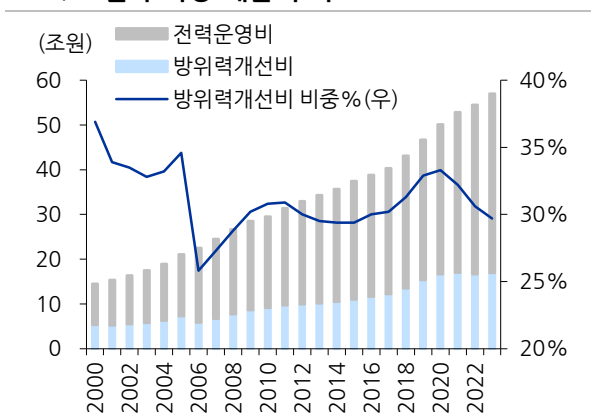
방위력 개선비 = 방산 기업 매출

방위산업이란, ‘국가 방위를 위하여 군사적으로 소요되는 물자의 생산과 개발에 기여하는 산업’으로 정의된다. 한 국가의 국가 안보가 위협받거나 그럴 가능성이 높아질 경우 국가 방위력을 높여 대내외적 위협을 억제할 필요성이 제기되기 때문에, 방위 산업은 안보 정책과 매우 긴밀한 관계를 지니고 있다.

이러한 특수성 속에서 방위 물자에 대한 수요는 국가가 독점하고 있고, 모든 방산 물자의 거래는 국방비라는 일정 예산 내에서 이루어지고 있다. 한국의 경우, 국방 예산을 전력 유지비와 방위력 개선비로 구분하여 운용하고 있는데, 전력 유지비는 말 그대로 전력을 유지하기 위해 필요한 일체의 비용(인건비, 급식비 등)에 대한 예산이다. 방위력 개선비가 바로 신규 무기체계를 구매하고 연구개발하기 위한 무기 획득 예산에 해당되며, 이는 한화에어로스페이스, 한국항공우주, LIG 넥스원, 현대로템, 한화시스템 등 주요 방산업체의 매출 실적에 직결된다.

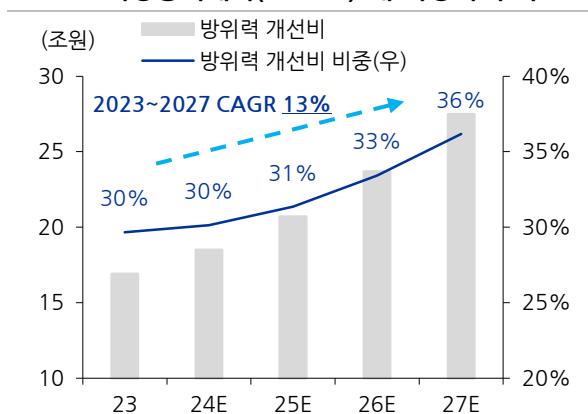
방위력 개선비는 2000년부터 2022년까지 CAGR 5.3%를 기록하며 안정적으로 증가해 왔으며, 2022년 말 공개된 국방중기계획에 따르면 2023년부터 2027년까지 CAGR 13%(*2023년 예산은 실적치 기준으로 계산)를 기록하며 한 단계 레벨업이 이루어질 것으로 예상된다. 방위력 개선비가 전체 국방비에서 차지하는 비중이 2023년 30%에서 2027년 36%까지 늘어나게 되는 것으로 국내 방산업체들의 내수 방산 실적 성장에 대한 기대감이 커지고 있는 상황이다.

도표 5. 한국 국방 예산 추이



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 6. 국방중기계획(‘23~’27) 내 국방비 추이

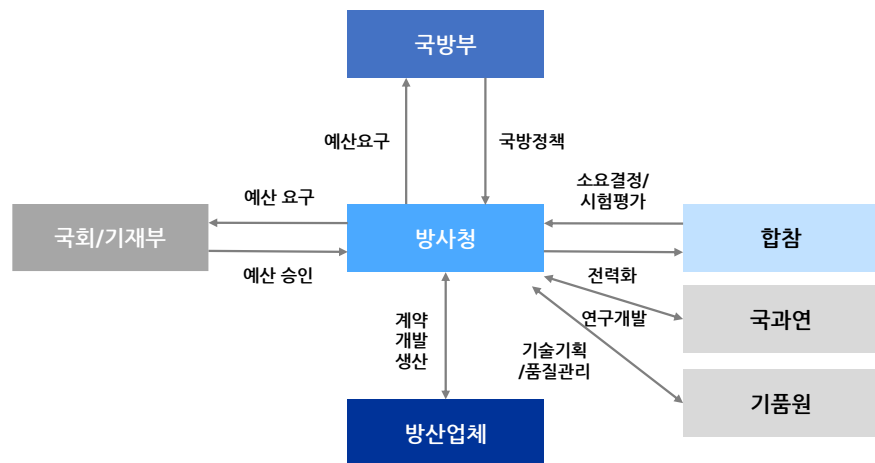


자료: 국방부, 유진투자증권

무기에 대한 소요 제기는 기본적으로 각 소요군 또는 합참에서 이루어진다. 한국군은 능력 기반 소요 결정 체계를 추구함에 따라 한국군의 통합 군사 작전 운용에 있어 필요로 되는 무기체계를 확보하는 전략을 취하고 있으며, 최근 한국군이 가장 중점적으로 추진하고 있는 전력 증강 방향성은 바로 북한의 비대칭 전력(핵 무기 등)에 대응하기 위한 3 축 체계 구축(킬체인/KAMD-한국형미사일방어/KMPR-대량응징보복)이다. 이에 따라 다양한 신규 무기 체계의 연구개발 및 양산에 예산이 투입되고 있는 추세다.

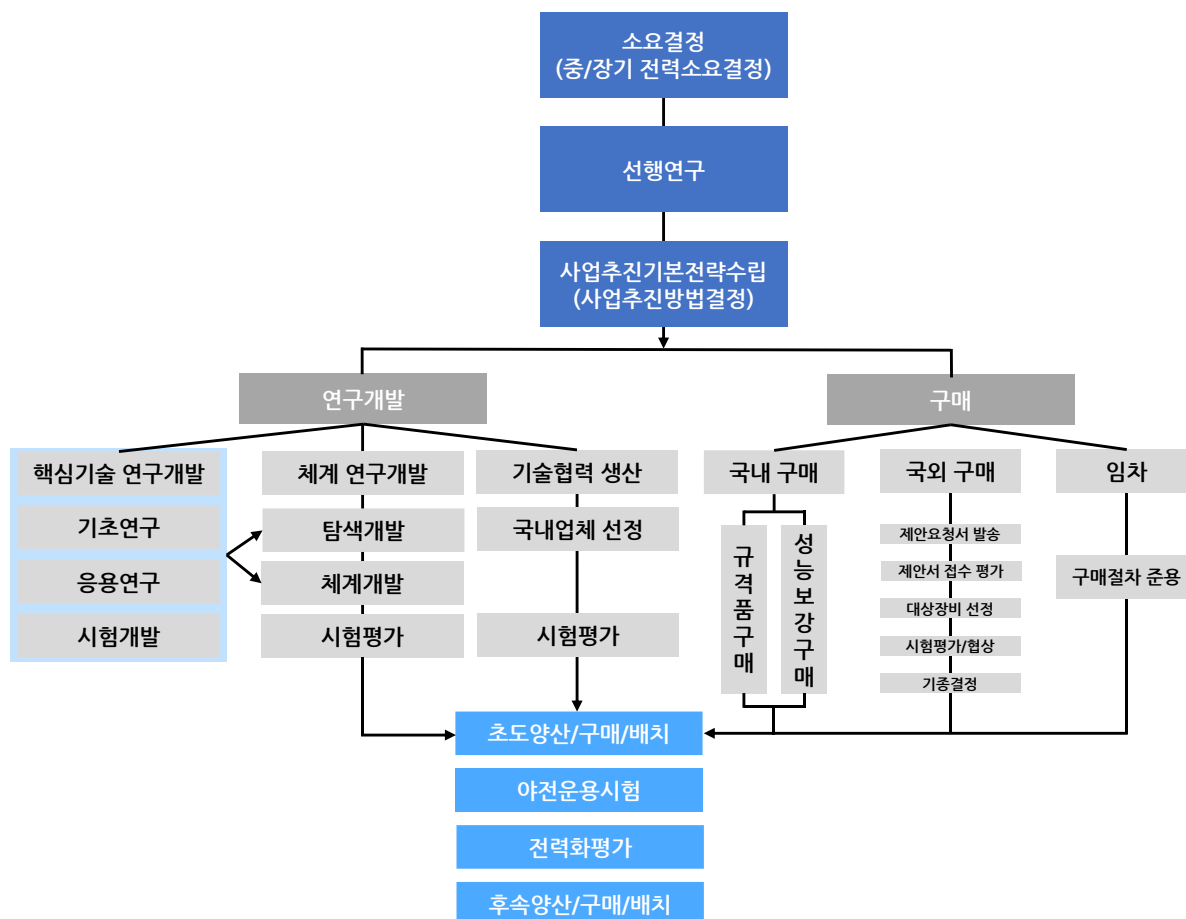
내수 방산의 단기적 방향성은 방위사업청에서 열리는 방위사업추진위원회(방위사업 추진을 위한 주요 정책과 자원 운용을 심의/조정하기 위한 위원회) 동향에서 확인해볼 수 있다. 최근 방위사업추진위원회에서 심의한 사안들 중 체계 개발 단계 또는 양산 사업으로 전환되어 실제 사업화가 추진되기 시작한 무기 체계들을 관련 기업에 매칭시켜봤을 때, 사업개시연도 기준 2019~2024 년 누적으로 한화에어로스페이스(9.3 조원), 한국항공우주(9 조원), LIG 넥스원(8.6 조원), 현대로템(5.3 조원), 한화시스템(3.2 조원) 순으로 예산이 배정된 것으로 파악된다.

도표7. 방위 사업 관련 기관별 역할



자료: 유진투자증권

도표8. 한국 무기체계 획득 절차도



자료: 방위사업청, 유진투자증권

도표9. 한국형 3축 체계 개념도



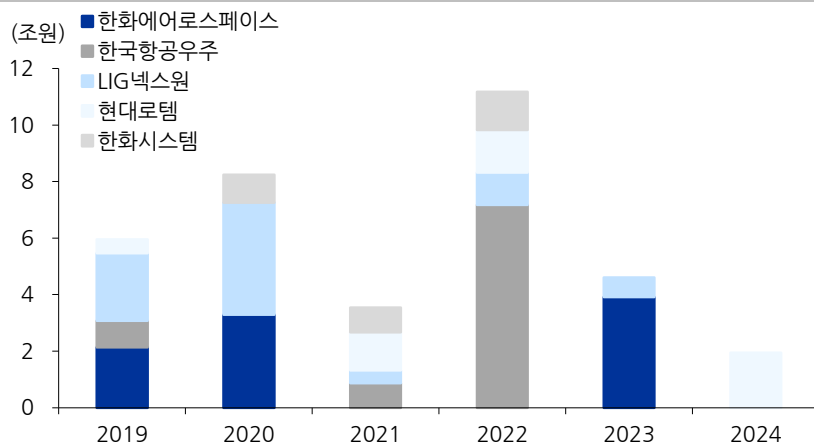
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 10. 2023~2027년 국방 중기계획 내 주요 내용 및 관련 수혜 기업

구분	주요 내용	관련 주요 기업
한국형 3축 체계 능력 확보	F-35 스텔스 전투기 추가 확보	Lockheed Martin(*국외 구매)
	KTSSM(전술지대지유도무기) 전력화	한화에어로스페이스
	SLBM 탑재 중형 잠수함 추가 확보	한화오션/HD 현대중공업(체계종합), 한화시스템(전투시스템), 한화에어로스페이스(배터리)
	전력망 무력화 정전탄 개발	LIG 넥스원(유도키트, 체계종합), 풍산(무기 케이스), 한화에어로스페이스(신관)
	한국형 복합 다층 미사일 방어체계(KAMD, *L-SAM/M-SAM(천공)/LAMD 등) 구축	LIG 넥스원(체계종합), 한화에어로스페이스(발사대), 한화시스템(레이더)
	천공-II/파트리어트 미사일 전력화	LIG 넥스원(체계종합), 한화에어로스페이스(발사대), 한화시스템(레이더)
	장사정포 요격체계 핵심기술 확보	LIG 넥스원(체계종합), 한화에어로스페이스(발사대), 한화시스템(레이더)
고효율/최적화 전력체계 구축	지상전력, K-2 전차/차륜형 장갑차 등 지속 확보	현대로템, 한화에어로스페이스
	230mm 급 다연장로켓(천무) 추가 전력화	한화에어로스페이스
	해상/상륙전력, 다영역 해양작전 능력 향상	-
	3200 톤급 최신 호위함 추가 전력화	한화오션/HD 현대중공업(체계종합), 한화시스템(전투시스템), LIG 넥스원(CIWS)
	공중전력, KF-21 전투기 전력화	한국항공우주(체계종합), 한화에어로스페이스(엔진), 한화시스템(AESA 등), LIG 넥스원(EW Suite 등)

자료: 국방부, 유진투자증권

도표 11. 방위사업추진위원회 의결 사업 & 수혜 기업



자료: 방위사업청, 유진투자증권

도표 12. 방위사업추진위원회 의결 내용(2022~2023년)

관련 기업	대상 사업	심의/의결 내용	기간 (년)	사업비 (억원)
한화오션/HD 현대중공업	KSS-II 성능개량 사업추진 기본전략	사업추진기본전략	25~36	8,000
대한항공	중고도정찰용무인항공기 (MUAV) 양산 계획	양산계획	26~28	9,800
한화시스템	연합해상전술데이터링크 성능개량(Link-22)	사업추진기본전략 수정	22~29	4,300
한화에어로스페이스	K-9 2 차 성능개량 Block-I	체계개발기본계획	23~24	23,600
현대로템	K-2 전차 4 차	양산계획	24~28	19,400
LIG 넥스원	L-SAM II	사업추진기본전략	24~35	27,100
LIG 넥스원	M-SAM Block III	사업추진기본전략	24~34	28,300
LIG 넥스원	함대지탄도유도탄	사업추진기본전략	24~36	610
대한항공	함탐재 정찰용/서북도서용 무인항공기	사업추진기본전략 및 체계개발기본계획	23~31	5,500
LIG 넥스원	함대공유도탄-II	체계개발기본계획	23~30	6,900
한화에어로스페이스	전술지대지유도무기-II	사업추진기본전략 및 체계개발기본계획	23~32	15,500
한화시스템	KDX-II 성능개량	사업추진기본전략	24~33	6,730
HJ 중공업	군수지원함(AOE-II) 2 차	사업추진기본전략	24~28	4,200
LIG 넥스원	130mm 유도로켓-II	체계개발기본계획	22~33	3,800
풍산	155mm 정밀유도포탄	사업추진기본전략	24~36	4,400
한화에어로스페이스	소형무장헬기	최초 양산계획	22~31	57,500
한화시스템	공지통신무전기 성능개량(항공전력)	체계개발기본계획/구매계획	22~28	13,400
한화에어로스페이스	K-9 자주포 2 차 성능개량(Block-I)	사업추진기본전략	23~34	23,600
한국항공우주	소해헬기	체계개발기본계획	22~30	9,700
LIG 넥스원	함정용 전자전장비-II	체계개발기본계획	22~36	7,200
한화에어로스페이스	전술지대지유도무기-II	사업추진기본전략 수정	23~34	15,600
LIG 넥스원	사단급대포병탐지레이더	체계개발기본계획	22~26	500
한화에어로스페이스	K-21 보병전투차량 2 차	사업추진기본전략	23~27	8,300
대한항공	UH/HH-60 성능개량	사업추진기본전략	23~30	9,600
LIG 넥스원	장거리공대지유도탄 2 차 사업	체계개발기본계획	18~28	2,300
LIG 넥스원	함대공유도탄-II	사업추진기본전략	23~36	6,900
LIG 넥스원	철매-II 성능개량	사업추진기본전략	23~29	7,200

자료: 방위사업청, 유진투자증권

도표 13. 방위사업추진위원회 의결 내용(2022년 이전)

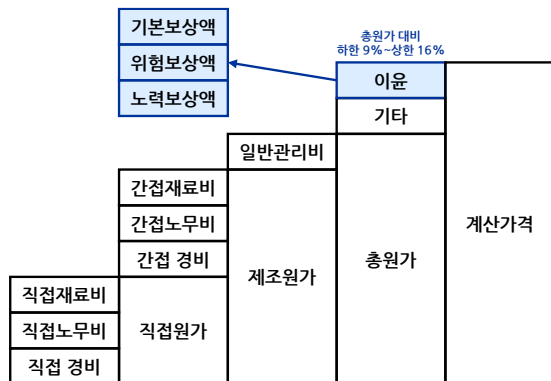
관련 기업	대상 사업	심의/의결 내용	기간 (년)	사업비 (억원)
대한항공	합탑재정찰용/서북도서용 무인항공기	사업추진기본전략	23~31	5,700
한국항공우주	상륙공격헬기	체계개발기본계획	22~26	4,500
현대로템	차륜형지휘소용차량	최초 양산계획	22~29	15,100
LIG 넥스원	경어뢰 성능개량	체계개발기본계획	20~28	1,600
한화에어로스페이스	상륙돌격장갑차-II	사업추진기본전략	18~36	21,100
LIG 넥스원	130mm 유도로켓-II	사업추진기본전략	22~33	3,800
한화오션/HD 현대중공업	울산급 Batch-III 후속함	건조 계획	16~28	28,500
한화에어로스페이스	화생방정찰차-II(차량형)	후속 양산계획	19~25	7,900
한화오션/HD 현대중공업	울산급 Batch-IV	사업추진기본전략	23~32	35,100
LIG 넥스원	경어뢰 성능개량	사업추진기본전략	20~36	4,300
한화시스템	전술정보통신체계(TICN) Block-I 4 차	양산계획	15~25	39,600
LIG 넥스원	장사경포요격체계	사업추진기본전략	22~35	28,900
LIG 넥스원	함정용 전자전장비-II	사업추진기본전략	22~36	6,100
한국항공우주	수직이착륙형정찰용무인항공기	사업추진기본전략	22~33	12,800
한화시스템	연합해상전술데이터링크 성능개량(Link-22)	사업추진기본전략	22~29	3,800
한화에어로스페이스	자주도하장비	기술협력생산계획	19~27	5,300
한국항공우주	상륙공격헬기	사업추진기본전략	22~31	16,000
한화오션/HD 현대중공업	장보고-III Batch-II	후속함 건조계획	16~29	34,100
한화시스템/LIG 넥스원	군위성통신체계-II	양산계획	21~25	8,800
한국항공우주	백두체계능력보강 2 차	체계개발기본계획	21~26	8,700
한국항공우주/한화시스템	공지통신무전기(SATURN) 성능개량	사업추진기본전략	22~28	19,000
한화오션/HD 현대중공업	광개토-III Batch-II 후속함	건조 계획	14~28	39,200
LIG 넥스원	근접방어무기체계(CIWS)-II	체계개발기본계획	21~30	4,500
KAI	소해헬기	사업추진기본전략	22~30	8,500
현대로템	K1E1 전자 성능개량	사업추진기본전략	21~38	13,460
현대로템	K1E1 전자 성능개량	체계개발기본계획	21~38	13,460
LIG 넥스원	대포병탐지레이더-III	사업추진기본전략	22~33	3,900
한화시스템	KDX-II 성능개량	사업추진기본전략	22~31	4,700
한화오션/HD 현대중공업	경항모(CVX)	사업추진기본전략	22~33	20,300
(주)한화	전술지대지유도무기	양산계획	20~25	3,200
현대로템	K-2 전차 3 차	양산계획	10~23	28,300
한국항공우주 등	Link-16 성능개량	사업추진기본전략	19~25	9,800
한화에어로스페이스	120mm 자주박격포	최초 양산계획	20~25	7,700
LIG 넥스원	전술통신정보체계(TICN) Block-I 전투무선체계(TMMR)	사업추진기본전략 / 체계개발기본계획	20~25	12,000
KAI	전술입문용훈련기 2 차 사업	기종결정	19~24	10,000
KAI	백두체계능력보강 2 차	사업추진기본전략	21~26	8,700
LIG 넥스원	근접방어무기체계-II	사업추진기본전략	21~30	3,500
한화시스템	한국형 구축함(KDDX) 전투체계	체계개발기본계획	20~30	6,700
한화시스템	한국형 합동전술데이터링크체계(완성형)	체계개발기본계획	20~26	3,200
LIG 넥스원	전술정보통신체계(TICN) Block-I 전투무선체계(TMMR)	사업추진기본전략/체계개발 기본계획/최초양산	20~25	12,000
한화에어로스페이스	30mm 차륜형대공포	최초 양산계획	20~31	22,000
LIG 넥스원	중어뢰-II	최초 양산계획	19~31	6,600
LIG 넥스원	장거리지대공유도무기(L-SAM)	체계개발기본계획	19~24	9,700
한화오션/HD 현대중공업	울산급 Batch-III	체계개발기본계획	20~24	4,500

자료: 방위사업청, 유진투자증권

리레이팅을 위한 수출 확대

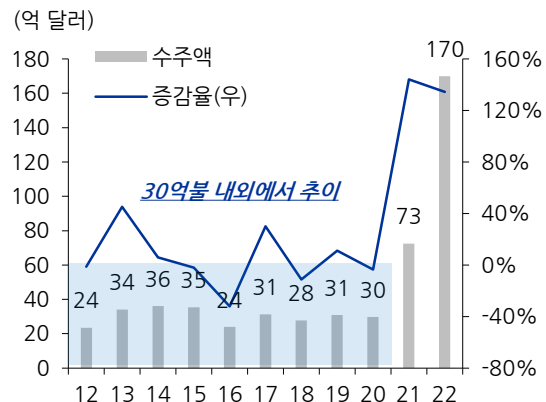
방위력 개선비 증가에 따른 안정적인 국내 방산 수요가 창출되며 방산 업체들의 외형 확대가 기대되지만, **내수 방산은 통상적으로 연구개발사업 OPM 0~3% 수준, 양산 사업 OPM 5~10% 수준의 CAP**이 씌워져 있어, 방산 업체들의 리레이팅을 위한 수익성 개선에는 한계가 있다. 따라서 이윤의 상한이 없어 상대적으로 높은 마진을 확보할 수 있는 해외 수출 비중을 높일 필요가 있는데, 2021~2022년 사이 한국은 약 240억 달러에 달하는 해외 수주를 확보했고, 2024년부터 본격적으로 실적으로 전환되는 시기가 도래한다. 당사 추정치에 기반한 **상장 5개사의 OPM은 2011~2022년 평균 3.5%에서 2023~2025년에는 평균 7.5%로 한 단계 레벨업할 것으로 예상된다**. 한국의 방위 산업은 내수 중심에서 해외 수출 주도 성장을 실현함에 따른 중장기적 리레이팅 구간에 진입했다.

도표 14. 방산물자 원가 구성도



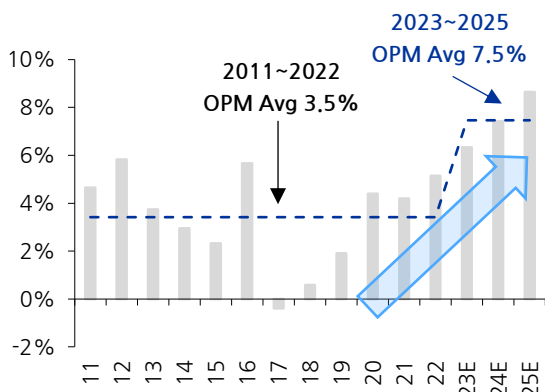
자료: 유진투자증권

도표 15. 한국 해외 방산 수출액 추이



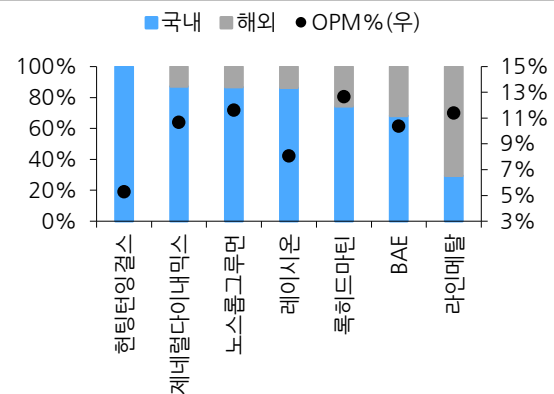
자료: 산업연구원, 유진투자증권

도표 16. 국내 방산 기업 OPM 추이



자료: 유진투자증권

도표 17. 글로벌 방산 Peer 해외 매출 비중&수익성



자료: Bloomberg, 유진투자증권

II. 늘어나는 무기 수요

Era of Multiple War

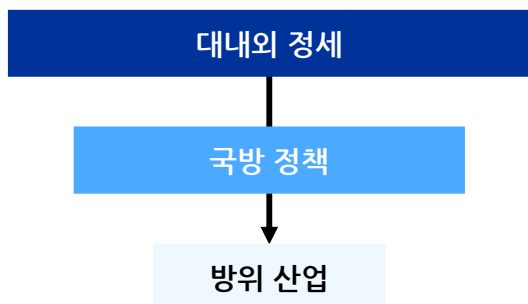
우리가 사는 곳은 냉정하고 현실적인 세상이다

앞서 설명한 바와 같이 방위 산업은 상위의 국가 안보 정책에 영향을 받고, 국가 안보 정책은 또 다시 해당 국가가 놓여져 있는 글로벌 전략적 환경에 영향을 받는 구조이다. 즉, 현재와 같이 **국제 정세가 나날이 불안정해지는 상황은 방위 산업이 구조적으로 성장할 수 있는 기회로 작용**한다. 2022 년 3 월부터 시작된 러시아-우크라이나 전쟁, 그리고 2023 년에 한창 진행 중인 이스라엘-하마스 분쟁 등을 포함하여, 세계 곳곳에서 약 180 여개에 달하는 분쟁이 벌어지고 있다.

국제정치학 분야에서는 현실주의(Realism)와 이상주의(Liberalism) 등 다양한 이론적 시각을 바탕으로 국제정치 환경을 해석하는데, 지금 세계가 놓여져 있는 정치 환경은 아무래도 '현실주의'의 시각에서 바라보는 것이 가장 적합해 보인다.

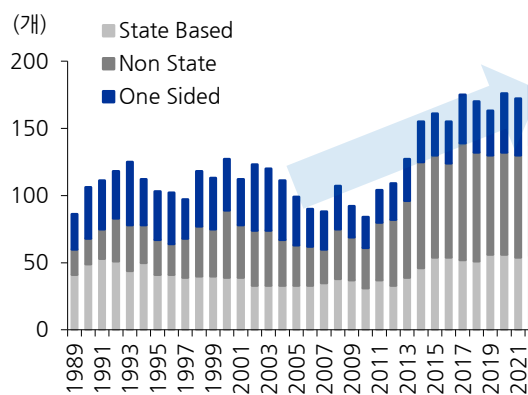
현실주의 이론은 국제 사회가 무정부상태(Anarchy)에 놓여져 있다는 대전제 아래, 국제사회의 주요 행위자인 **국가(State)가 자국의 안전과 권리(또는 생존)를 주장하기 위해 힘을 추구하고, 이러한 다수의 국가들 간의 힘에 의한 권력 투쟁이 상태적으로 발생**한다는 관점에서 세상을 바라본다. 힘을 추구하는 세계에서 국가 간 힘의 균형이 유지된 상태가 가장 안정되고 질서가 유지될 수 있는 상태이며, 1 개의 국가가 압도적인 힘을 가지고 국제 사회의 질서를 주도하거나(단극 체제, Unipolar), 2 개의 동등한 힘을 지닌 국가가 힘의 균형을 이룬 상태(양극 체제, Bipolar)가 가장 안정적이라는 주장이다. 반대로 말하면, **국제 사회가 가장 불안정한 상태는 바로 다극 체제에 있을 때이다.**

도표 18. 대내외 정세와 방위 산업 관계



자료: 유진투자증권

도표 19. 국제 분쟁 수 추이



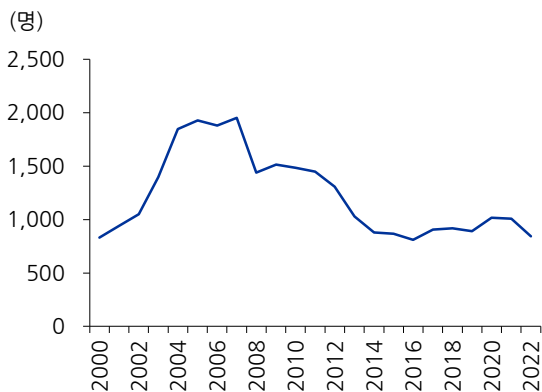
자료: UDCP, 유진투자증권

과거 양차 대전과 소련과의 냉전 이후 미국이 유일 패권국으로 부상했고, 이후 국제 사회는 미국이 주도하는 질서 속에서 안정된 형태로 자리잡아갔다. 하지만, 미국은 테러와의 전쟁(이라크 전쟁, 아프가니스탄 전쟁, IS 와의 대결 등) 등 끝없는 전쟁 상황에 휘말리면서 수많은 병력과 재정을 소모했고, 도광양회를 추구하던 중국이 국제 사회에 본격 편입되고 난 이후 신흥 패권국으로서 부상하면서 이를 견제하기 위한 **미국의 전략적 부담은 점차 가중되어가고 있다.**

미국은 트럼프 정권 전후로 세계의 경찰이라는 역할보다는 자국의 안정 유지를 위한 정책으로 선회하면서 유럽과 중동 지역을 중심으로 힘의 공백이 발생했고, 이러한 결과가 러-우 전쟁, 이스라엘-하마스 분쟁의 결과로 이어졌다는 판단이다.

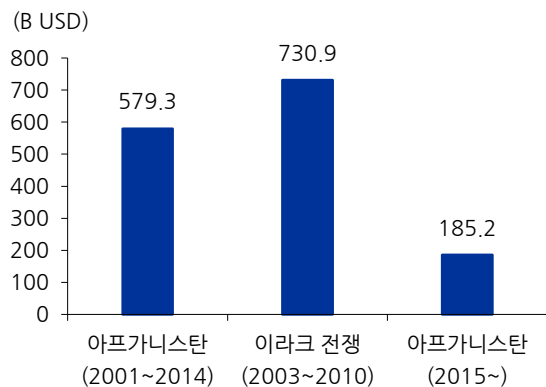
아시아 재균형 정책을 통해 중국 견제에 힘을 쏟던 미국은 2022 년 이후 다시 한 번 세계 각지에서 발생하는 분쟁 해결을 위해 끌려 나오는 형국이 되었다. 미국이 추구하는 전략적 방향성이 기존 대로 중국을 견제하는 방향이 유지될지, 아니면 과거처럼 세계의 경찰의 역할을 다시 한번 자처하면서 세계 안정과 평화를 도모할 것인지, 혹은 이도 저도 아닌 상태로 전략 방향이 모호해질 것인지에 대한 불확실성이 높아지고 있다. 앞으로도 미국은 패권국으로서의 지위를 유지할 가능성이 높지만, **세계 국가들이 자조적(Self Help) 시스템으로 나아가고, 지역 단위의 다극 체제가 형성된다면 국제 정세의 불안정성은 더욱 커질 수밖에 없다.**

도표 20. 미군 사망자 수 추이



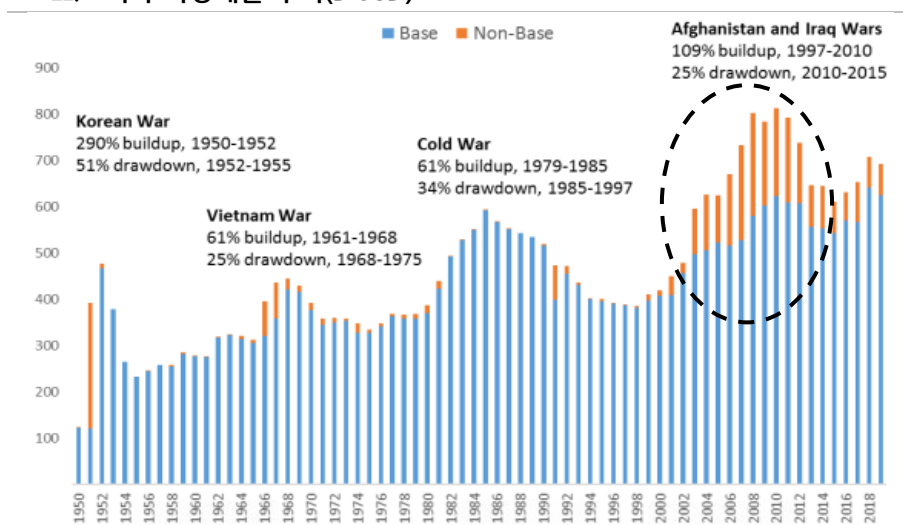
자료: Defense Casualty Analysis System, 유진투자증권

도표 21. 미국 주요 중동 내 분쟁 예산 지출



자료: CRS, 유진투자증권

도표 22. 미국 국방예산 추이(B USD)



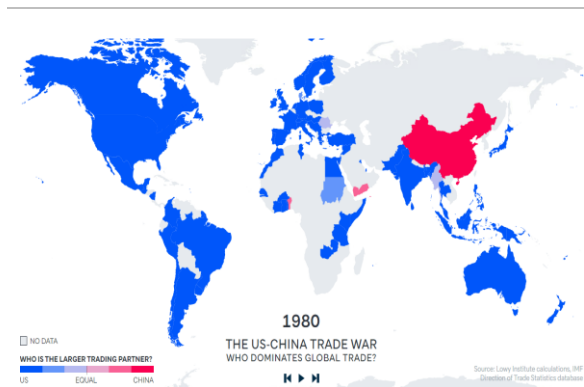
자료: CRS, 유진투자증권

도표 23. 미국 정권별 대외 정책 기조 변화

구분	조지 부시	버락 오바마	도널드 트럼프	조 바이든
개입 기조	직접개입 (민주화)	원격 개입 (역외 균형) *전략적 인내 *아시아 재균형	선별 개입 *인도 태평양 전략	전략적 관여
대외 정책 노선	군사우선 일방주의	외교우선 다자주의	개인우선 고립주의 *미국 우선주의	외교/개발 우선 다자주의

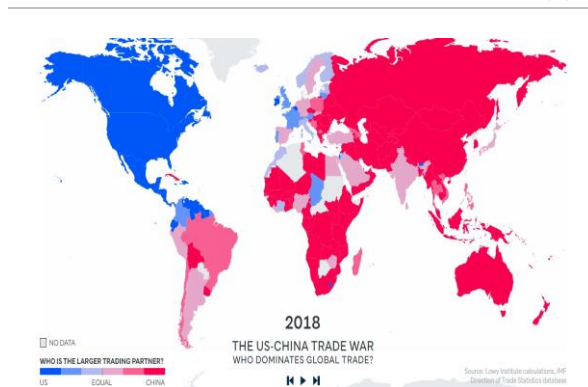
자료: CRS, 유진투자증권

도표 24. 글로벌 국가와 미국/중국 경제 연관성



자료: Lowy Institute, 유진투자증권

도표 25. 글로벌 국가와 미국/중국 경제 연관성(2)



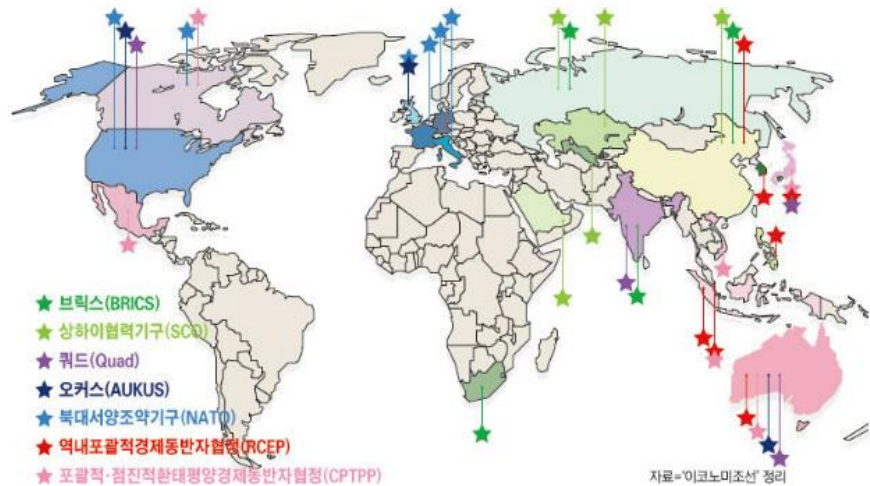
자료: Lowy Institute, 유진투자증권

도표 26. 2022년 이후 주요 분쟁 발생 배경

구분	배경
러시아-우크라이나 전쟁	<ul style="list-style-type: none"> ■ 지정학적 요인이 가장 크다는 판단 ■ 러시아는 구 소련 붕괴 이후에도 우크라이나에 대한 현상 유지를 도모. 서방국에 대한 완충지대로서 역할 ■ 우크라이나의 EU/NATO 가입 가능성 부상에 따라 해당 지역에 대한 영향력 제고를 위한 침공으로 추정
이스라엘-하마스 분쟁	<ul style="list-style-type: none"> ■ 이스라엘-사우디/UAE, 사우디-이란 관계 정상화와 같은 중동내 데탕트 분위기 형성 ■ 하마스의 팔레스타인 문제가 점차 소외될 수 있다는 우려에 기인한다는 판단 ■ 이스라엘 네타냐후 정권 재집권 및 극우 세력 결집에 따른 위기감 고조도 일부 영향을 미쳤을 것

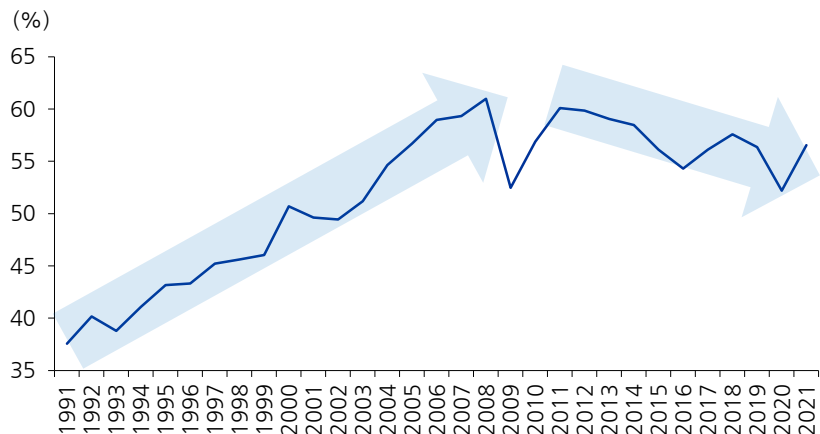
자료: 유진투자증권

도표 27. 새로운 국제 질서의 형성



자료: 이코노미조선, 유진투자증권

도표 28. 세계 GDP 중 무역이 차지하는 비중



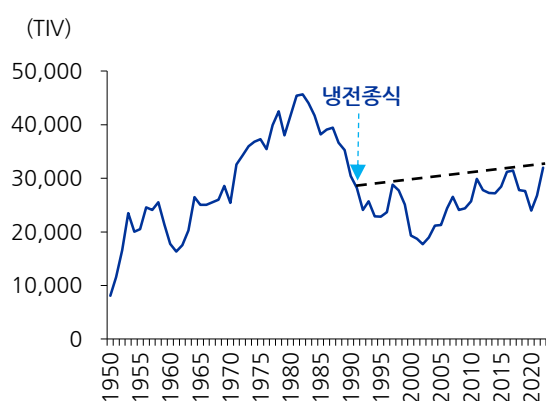
자료: Our World Data, 유진투자증권

국제 정세에 영향 받는 글로벌 무기 수요

글로벌 국방비의 절대적 수치는 냉전 이후 약간의 부침을 겪은 후 꾸준히 증가하고 있지만, SIPRI(스톡홀름 국제평화연구소)가 공개하는 TIV(무기거래 단위) 기준으로 보면 무기거래량은 지난 30 여년간 정체되어왔다. 국방비는 무기 획득 외에 인건비, 유지관리비 등 다양한 비용을 포함하고 있으나, 방산 업체들의 실적에 가장 중요한 것은 결국 무기 획득 예산이기 때문에 이 **무기 획득 예산이 얼마나 늘어날 것인지가 가장 핵심**이라고 볼 수 있다.

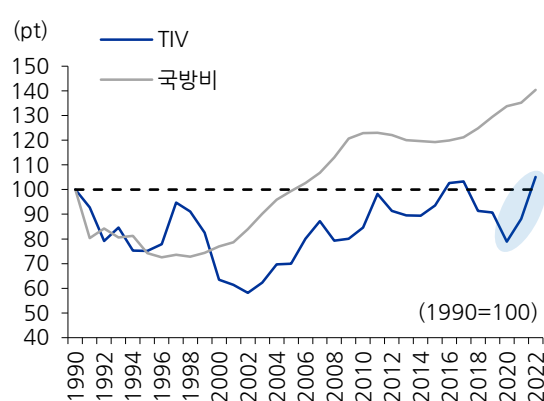
하지만, 최근 지정학적 불확실성이 확대됨에 따라 세계 국가들은 다시 한 번 무장하기 시작했다. 2022 년 러시아 우크라이나 침공 전후로 무기 거래량이 냉전 종식 직전 수준을 넘어섰으며, 과거 분쟁 횟수와 무기 거래 간의 추세를 비교해 볼 때, 분쟁 수와 무기 거래 사이에 일정의 관계성도 확인된다. 물론 단순히 분쟁이 발생한다고 무기 거래가 늘어나는 것은 아니다. 전쟁을 억지(Deterrence)하고 방어하기 위한 측면에서도 무장을 하기 때문에 지금처럼 글로벌 지정학 불안감 확대는 구조적인 무기 수요 증가로 이어질 수밖에 없다. 실제로 러-우 전쟁으로 재무장 흐름이 가속화되고 있는 유럽에서는 **NATO 소속 국가들의 전체 국방비에서 차지하는 무기획득 예산 비중이 2010년대 10% 중반 수준에서 2023년에는 무려 30%까지 늘어날 것으로 전망된다.**

도표 29. 글로벌 무기 거래량 추이



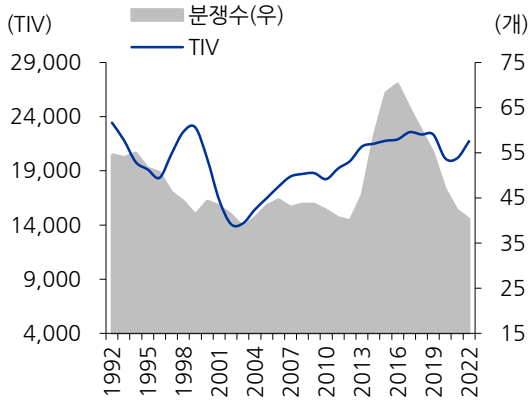
자료: SIPRI, 유진투자증권
주) TIV = Trend Indicator Value(≡무기 거래량)

도표 30. 글로벌 무기 거래량&국방비 추이



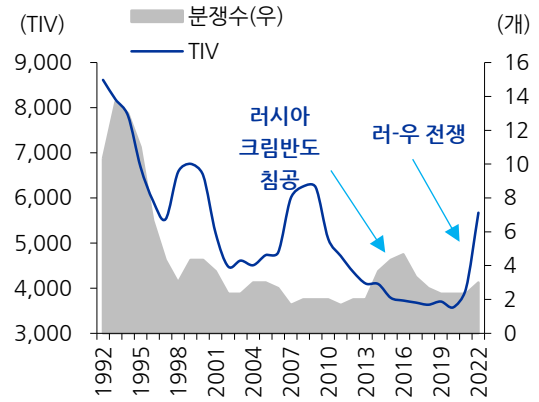
자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 31. 국제 분쟁 수 및 TIV 추이(글로벌)



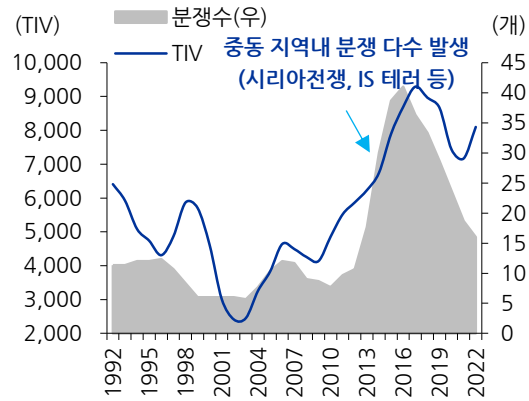
자료: UDCP, SIPRI, 유진투자증권

도표 32. 국제 분쟁 수 및 TIV 추이(유럽)



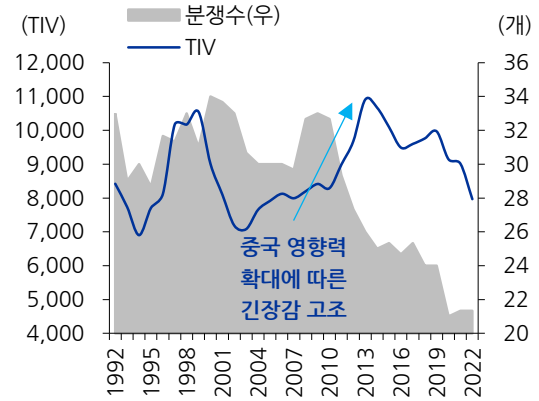
자료: UDCP, SIPRI, 유진투자증권

도표 33. 국제 분쟁 수 및 TIV 추이(중동)



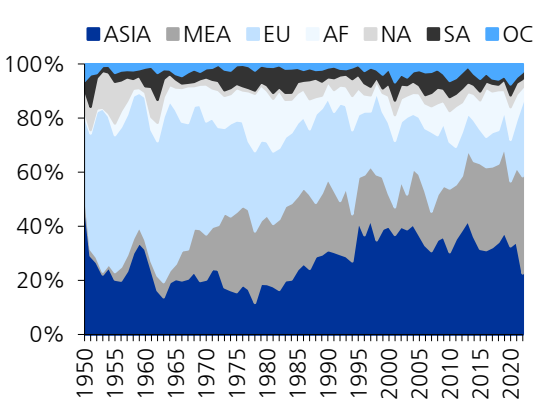
자료: UDCP, SIPRI, 유진투자증권

도표 34. 국제 분쟁 수 및 TIV 추이(아시아)



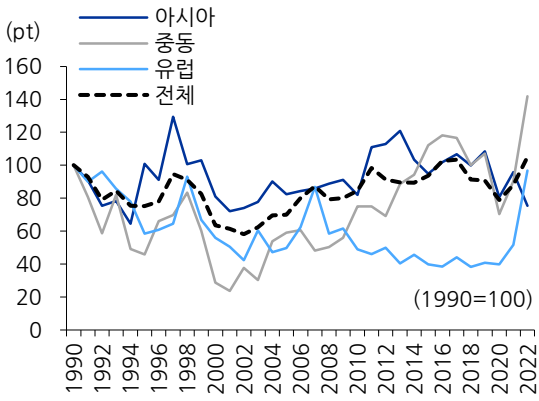
자료: UDCP, SIPRI, 유진투자증권

도표 35. 무기 거래 내 지역별 비중



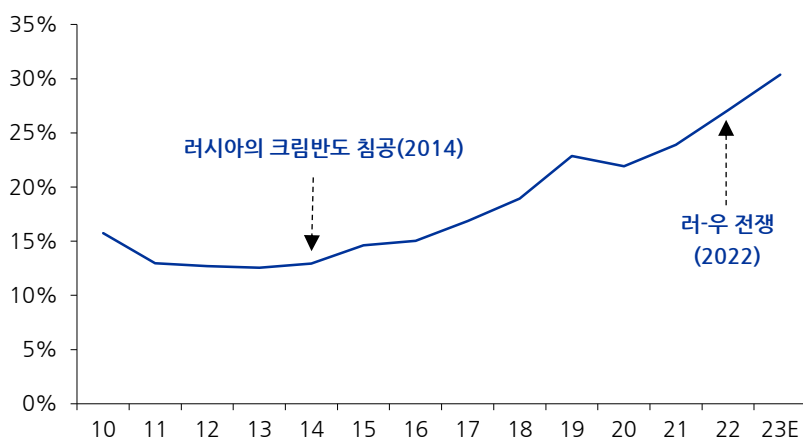
자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 36. 지역별 무기 거래 추이



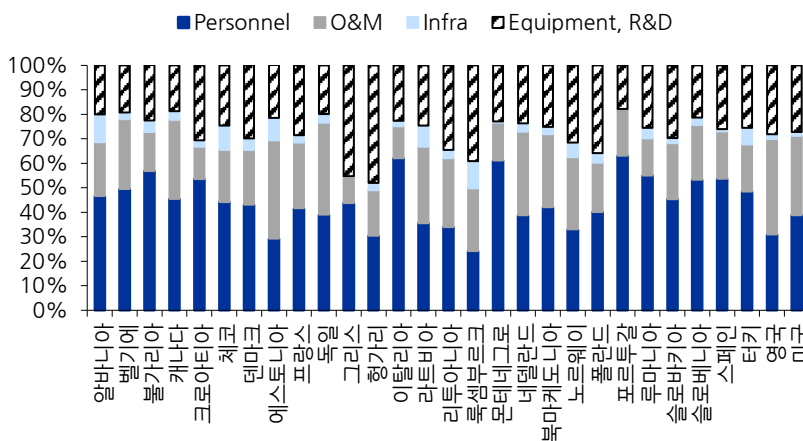
자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 37. NATO 국가의 국방비 대비 무기 획득 예산 비중 추이



자료: NATO, 유진투자증권

도표 38. NATO 국가 국방비 내 항목별 비중



자료: NATO, 유진투자증권

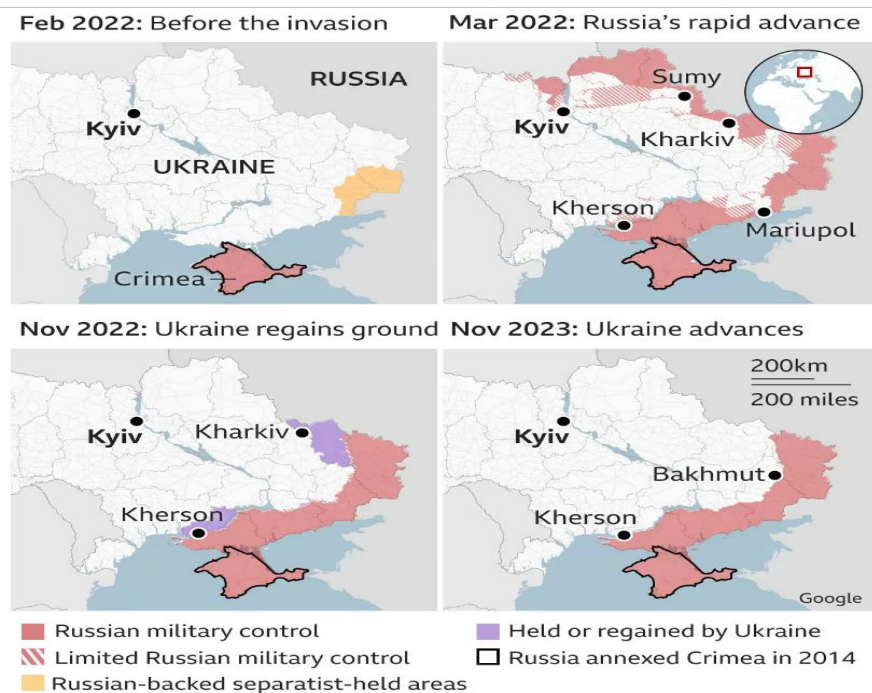
지역별 무기 수요 전망

유럽 전망: 전방위적 무기 수요 증가

러시아와 우크라이나 전쟁으로 인해 유럽 내 지정학적 긴장감이 높아졌다. 전쟁의 결과를 예측하기는 어렵지만, 러시아의 승리 또는 패배, 어떤 결과가 나오더라도 유럽 역내 긴장감이 단기간에 완화되기는 쉽지 않아 보인다. 전쟁이 전면전화되고 소모전 양상을 띠면서 우크라이나에 대한 군사적/재정적 지원이 이어지고 있는 가운데, 유럽 내 무기 재고의 급격한 소진은 무기 보충 수요로 이어질 것으로 예상된다. 올해 9 월 기준 우크라이나에 지원되었거나 앞으로 지원 예정인 무기들은 유럽 국가들의 무기 재고 대비 무려 탱크 14%, 곡사포 14%, MLRS 7%에 달한다. 특히 우크라이나와 국경을 맞대거나 러시아와 지리적으로 가까운 동유럽 국가 중심으로 무기 지원이 활발하게 이루어지고 있다.

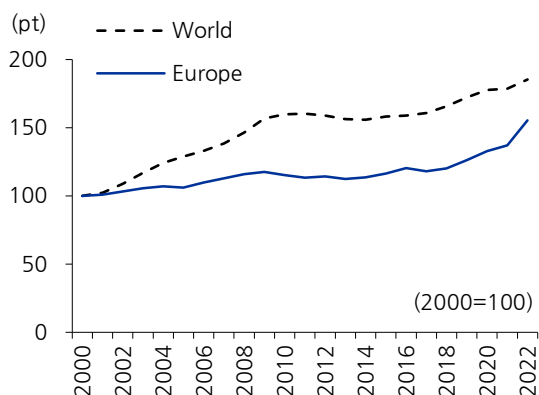
유럽 지역에서는 향후 (1) 러-우 전쟁으로 인한 지정학적 긴장감 고조에 따른 재무장 흐름 확대, (2) 우크라이나 무기 지원에 따른 무기 재고 감소 및 보충 수요 발생, (3) 동유럽 중심의 구 소련제 노후 무기에 대한 장기적 교체 수요 발생으로 구조적인 무기 수요 증가 흐름이 예상된다.

도표 39. 러시아-우크라이나 전쟁 전선 상황(2023년 11월 기준)



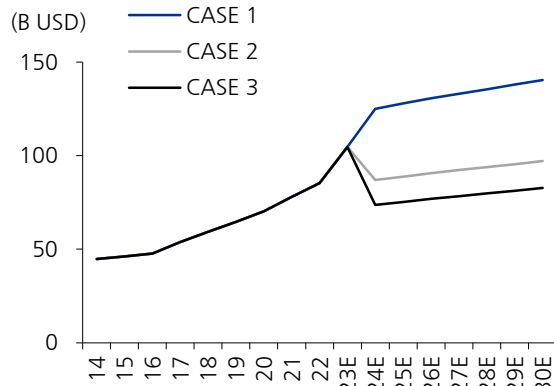
자료: BBC, 유진투자증권

도표 40. 유럽 국방비 추이



자료: SIPRI, 유진투자증권

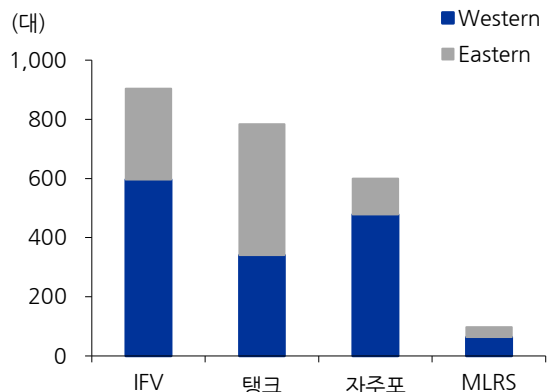
도표 41. 유럽 NATO 국가 국방비 예산 전망



자료: 유진투자증권

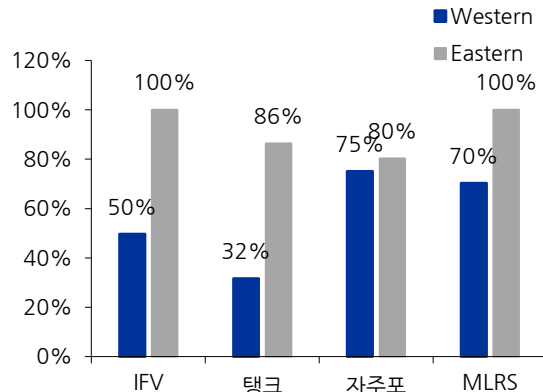
주) CASE 1: 국방비 비중 2% 이상(일부 2% 이상 국가는 해당 수치 계속 적용), 무기획득 비중 23년도 수준 유지 가정
 주 2) CASE 2: 국방비 비중 2% 이상(일부 2% 이상 국가는 해당 수치 계속 적용), 무기획득 비용 20% 가정
 주 3) CASE 3: GDP 내 국방비 비중(19~23) 평균치, 무기획득비용 비중 평균치(14~23)

도표 42. 대 우크라이나 무기 지원 약속 현황



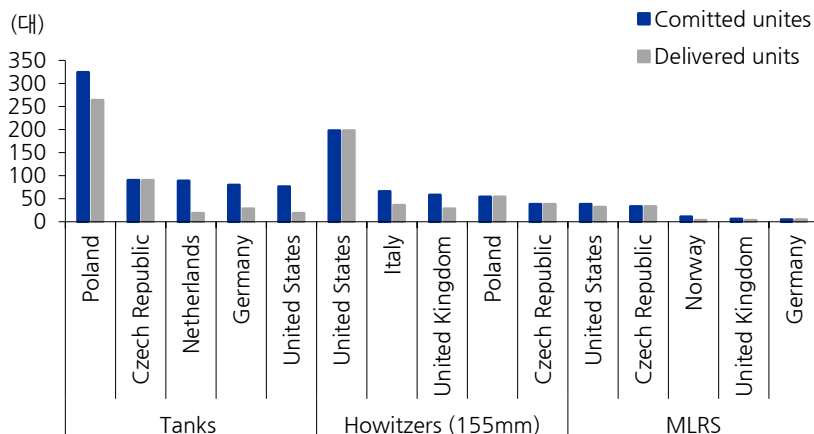
자료: Kiel, 유진투자증권

도표 43. 대 우크라이나 무기 지원 이행 현황



자료: Kiel, 유진투자증권

도표 44. 국가별/무기별 우크라이나 무기 지원 약속 및 인도 물량



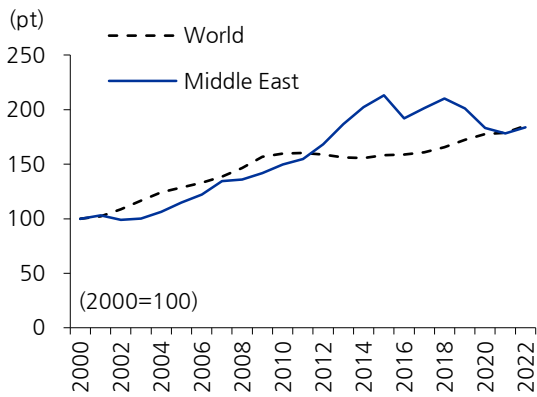
자료: Kiel, 유진투자증권

중동 전망: 역내 긴장감 지속, 변화하는 사우디

중동 지역에서는 중동 전쟁(이스라엘 vs 아랍국가), 시리아 내전, 예멘 내전 등 과거로부터 종교 종파와 민족 간 갈등이 끊이지 않았던 만큼 무기 수요가 꾸준히 증가해왔다. 최근 수년간 이란-사우디 국교 정상화 합의, 이스라엘-사우디 외교 정상화 추진 등 데탕트의 흐름이 조성되었지만, 올해 10월에 발발한 이스라엘-하마스 간 분쟁으로 다시 한 번 역내 긴장감이 고조되고 있다.

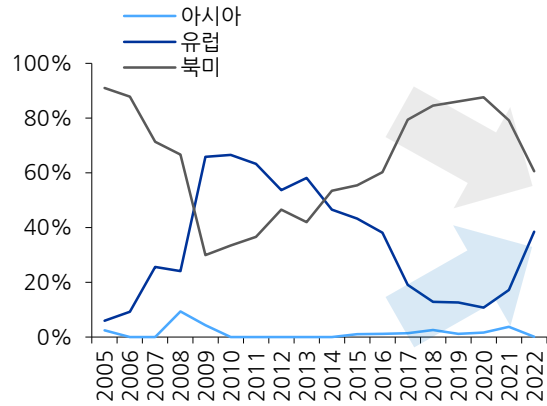
중동 지역에서 주목할 점은 중동의 맹주인 사우디아라비아의 무기 수입처 다변화 흐름이다. 글로벌 최대 무기 수입 국가 중 한 곳인 사우디아라비아는 미국과의 우호 관계 속에서 다량의 미국산 무기 체계를 수입해왔지만, 최근 미국의 중동 내 관여 축소, 셰일 가스 개발로 인한 미국과 OPEC 국가들과의 갈등 표면화로 양국 간 관계가 점진적으로 약화됨에 따라 자주 국방과 무기 수입처 다변화의 필요성이 커지고 있어, 한국 등 미국 외 국가로의 무기 수요 유입이 기대된다.

도표 45. 중동 국방비 추이



자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 46. 사우디 지역별 무기 수입 비중 변화



자료: SIPRI, 유진투자증권

도표47. 미국 정권별 중동 정책 변화

구분/정권	부시 정권	오바마 정권	트럼프 정권	바이든 정권
외교 기조	직접 관여	역외 균형	선별적 개입	전략적 관여
중동 정책	아랍 민주화 추진	아시아 재균형 아랍 민주화 추진	아브라함 협정 이란 핵합의 파기	아브라함 협정 승계 이란 핵합의 재추진
이스라엘 관계	우호적	부정적	친화적	우호적 /원칙적
이란 관계	부정적	긍정적	적대적	비판적
사우디 관계	친화적	중립적	밀착	비판적

자료: 유진투자증권

도표48. 미국 - 사우디 관계 악화 일지

일자	내용
21년 2월	<ul style="list-style-type: none"> 사우디아라비아인 기자 살해 사건에 대해 미국 정보기관이 무함마드 황태자가 승인했다는 보고서 공표 바이든 정부는 사우디의 인권문제에 대해 비판 미국-사우디 관계 악화
22년 7월	<ul style="list-style-type: none"> 미국 인플레이션 가속화 바이든 대통령 사우디 방문하여 원유 증산을 기대한다고 밝힘
22년 8월 ~	<ul style="list-style-type: none"> 미국 측 증산 요청에 대해 OPEC 플러스는 10월에 대폭 감산(200만b/d) 결정하며 역행
23년 3월	<ul style="list-style-type: none"> 2016년에 단교한 사우디-이란 관계 정상화 합의(*중국이 중개)

자료: 유진투자증권

도표49. 한국 방산 기업 중동 지역 수주 파이프라인&이행 프로젝트

국가	무기	현황
이집트	K-9	이행 중
	K-2	수주 기대
	FA-50	수주 기대
사우디	천무	이행 중
	현궁	이행 중(*추정)
	천궁	수주 기대
	비호복합	수주 기대
UAE	천궁	이행 중
	현궁	이행 중 (*추정)
	수리온	수주 기대

자료: 유진투자증권

아시아 태평양 전망: 해양 패권을 노리는 중국

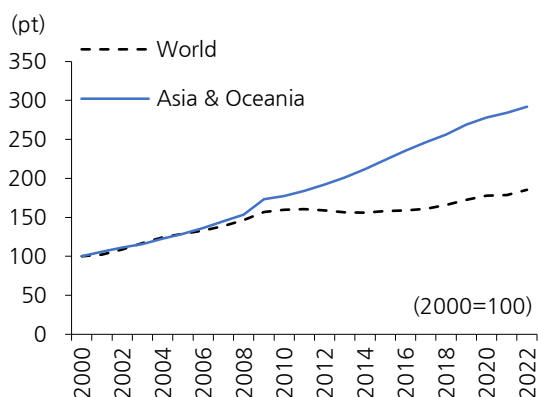
아시아 태평양은 북한의 위협 증가, 대만 해협 위기 고조, 남중국해 영유권 분쟁, 중국-인도 국경 다툼 등 갈등의 씨앗이 다수 존재하는 지역이다. 특히, **중국의 영향이 가장 크게 미치는 지역인 만큼, 인근 국가들의 군사적 위기감이 높아지고 있다.** 중국이 패권 국가로 거듭나기 위해서는 남중국해를 통한 해양 루트 확보가 중요하다. 중국은 과거에 구단선(9 Dash Line)과 도련선(Island Chain)을 설정하여, 대만 해협과 남중국해로의 해양 전력 투사를 지속적으로 시도하고 있고, 동시에 미국 등 적성국의 해양 접근을 저지(Anti Access/Access Denial)하기 위한 미사일 등 해양 전력 강화를 추진하고 있다. 이에 대응하는 필리핀, 인도네시아 등 주요 동남아 국가들의 군 현대화 프로그램 추진, 대만의 방어 능력 강화 등 중국에 대한 군사적 대응 능력 강화가 예상되는 만큼 **아시아 태평양 지역의 무기 수요는 앞으로도 지속적으로 늘어날 가능성이 높다.**

도표 50. 중국이 생각하는 남중국해 내 중국 영역



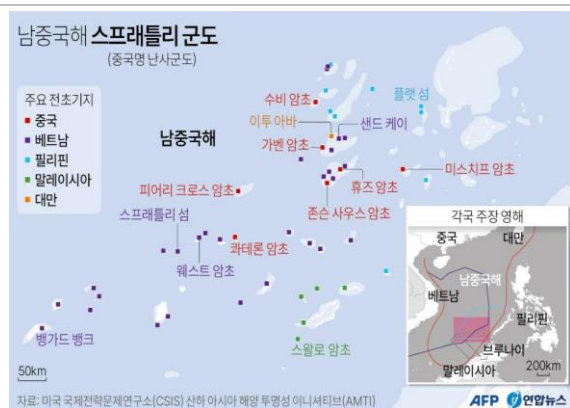
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 51. 아시아 태평양 국방비 추이



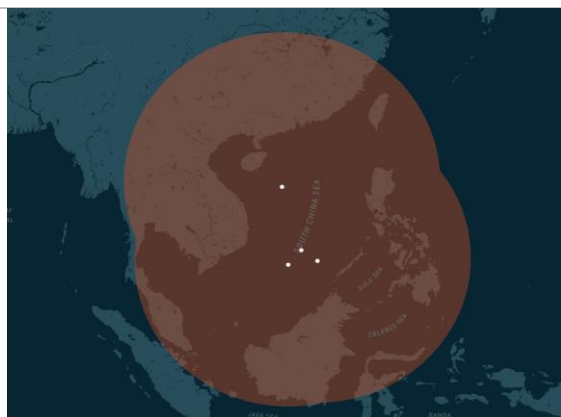
자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 52. 남중국해 내 영유권 다툼



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 53. 난사군도 내 중국 전투기 활동 가능 영역



자료: CSIS, 유진투자증권

도표 54. 중국의 위협에 대응하여 무기 수요 증가

Philippines rethinks military modernization plan after China clashes

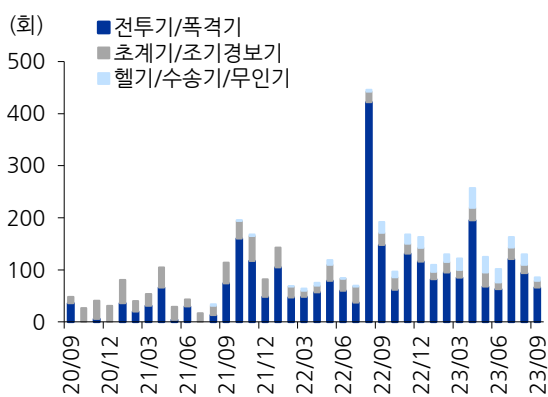
By Leilani Chavez Tuesday, Oct 24



A Chinese militia vessel, top, and the Philippine Coast Guard ship BRP Cabra approach the disputed Second Thomas Shoal in the South China Sea on Oct. 22, 2023. (Armed Forces of the Philippines via AP)

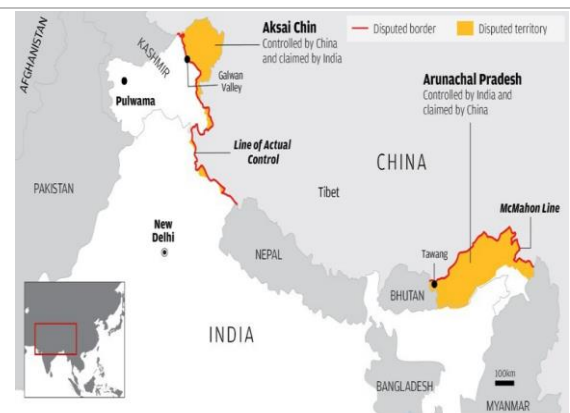
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 55. 중국의 대만 ADIZ 침범 사례



자료: 대만 국방부, 유진투자증권

도표 56. 중국 vs 인도 국경 분쟁



자료: 언론보도, 유진투자증권

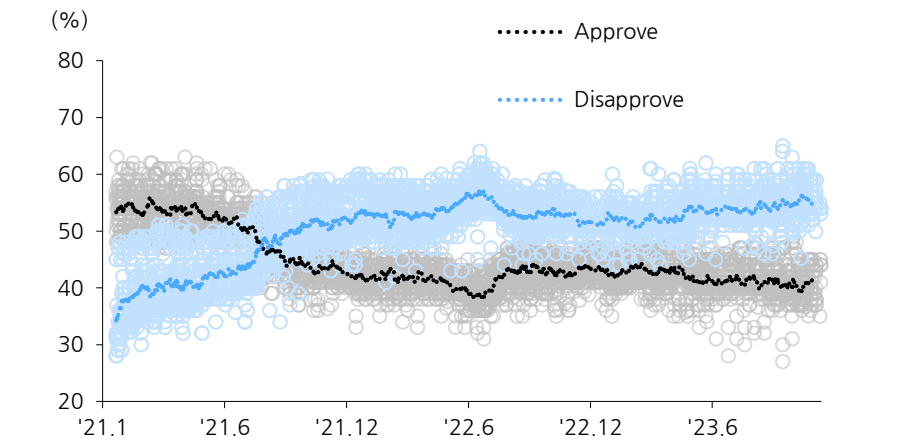
선거 이슈: 격랑의 2024 년

美 대선 이슈: 미중관계 속 지지율이라는 변수

2023 년 6 월부터 미국은 지지율 관리를 위해 중국과 화해 무드를 조성하였다. 미국은 11 월 APEC 에서 진행된 미중 정상회담에서 군사 대화 채널 복원, 펜타닐 단속 강화, 인적 교류 확대, 기후변화 공동 대응 등에 합의하였다. 그러나 바이든 대통령의 지지율은 아직 부진한 상황으로, 1980 년대 이후 역대 미국 대통령과의 지지율과 비교해 봐도 뒤떨어지는 모습을 보인다.

원인은 그의 고령의 나이, 비동맹국인 우크라이나 지원에 대한 대내적 불만, 체감되지 않는 높은 물가 등 다양하겠으나, 한 가지 확실한 점은 문제의 근원이 무엇인가를 막론하고 바이든과 트럼프의 지지율 격차가 적은 상황이 유지된다면 **'대중 견제 강화'라는 카드가 다시 탁자에 올라올 가능성이 높다**는 것이다.

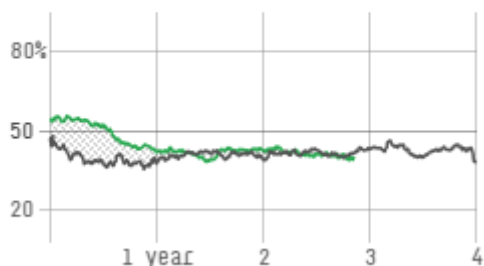
도표 57. 美 바이든 대통령 지지율



자료: 538, 유진투자증권

도표 58. 역대 대통령 지지율(Donald Trump)

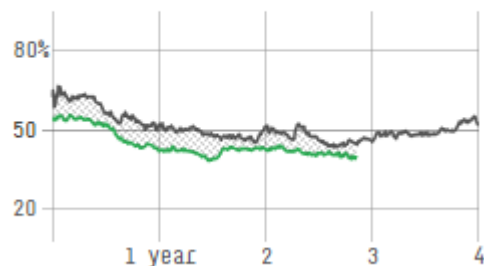
Donald Trump 2017-2021



자료: 538, 유진투자증권
참고: 녹색이 바이든

도표 59. 역대 대통령 지지율(Barack Obama)

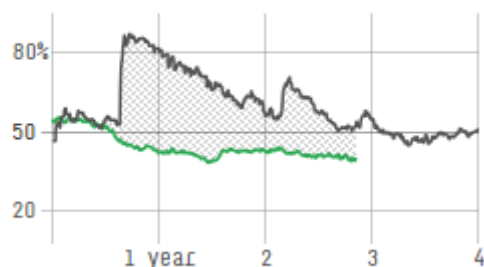
Barack Obama 2009-17



자료: 538, 유진투자증권
참고: 녹색이 바이든

도표 60. 역대 대통령 지지율(George W. Bush)

George W. Bush 2001-09



자료: 538, 유진투자증권
참고: 녹색이 바이든

도표 61. 역대 대통령 지지율(Bill Clinton)

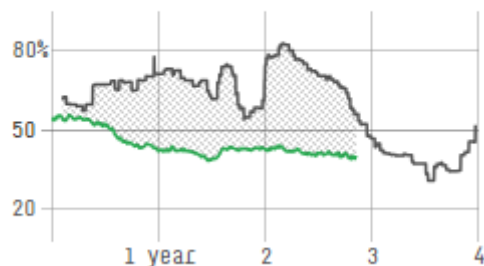
Bill Clinton 1993-2001



자료: 538, 유진투자증권
참고: 녹색이 바이든

도표 62. 역대 대통령 지지율(George H.W. Bush)

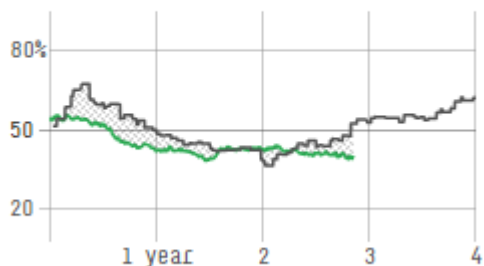
George H.W. Bush 1989-93



자료: 538, 유진투자증권
참고: 녹색이 바이든

도표 63. 역대 대통령 지지율(Ronald Reagan)

Ronald Reagan 1981-89



자료: 538, 유진투자증권
참고: 녹색이 바이든

바이든 vs. 트럼프: 만일 트럼프가 당선된다면?

트럼프 개인 성향에 따른 불확실성 위험이 상존하는 가운데 미·중 갈등 심화와 이에 따른 역내 지정학적 위험 확대를 예상한다. 그간 트럼프의 행보에 비추어 보아, 트럼프가 당선된다면 미국이 자국우선주의 노선으로 회귀하며 보호무역 정책을 한층 더 강화하고, 북대서양조약기구(NATO) 탈퇴, 해외 주둔 미군 규모 축소 등을 추진할 가능성이 높다고 판단한다.

언론에 따르면 트럼프는 집권 1 기 때보다 더욱 극단적인 의제를 구상 중이며, 만일 미군 주둔 규모 축소로 아시아-태평양 지역에 일시적 힘의 공백이 발생한 상태에서 트럼프 내각이 더 과격해진 행보를 보인다면 안보 불안을 느낀 역내 각국은 자조적 태도를 취할 수밖에 없다. 이러한 맥락에서 미국의 대만 포기 및 한국·일본의 자체 핵무장 등 가능성도 배제할 수 없다고 판단하며, 이 경우 동북아 정세는 힘의 여러 분포 양상 중에서도 전쟁 발발 가능성이 가장 높은 불균형적 다극체제(Unbalanced Multipolar System)하에 놓이게 될 것이다.

도표 64. 트럼프 1기 행정부의 대외 정책 핵심 기조

대외 정책 핵심 기조	내용
힘에 의한 평화 유지	<ul style="list-style-type: none"> 패권안정론의 실패와 장기적이고 전략적인 패권경쟁이 시작되었음을 인정 중국·러시아를 세계 질서를 흔들고자 하는 수정주의 국가로 규정 미군의 재건 (신무기 개발, MD 체계 강화, 핵무기 개발 계획 등)
미국 우선주의	<ul style="list-style-type: none"> 경제 민족주의 (TPP 탈퇴, 한-미 FTA 재협상, NAFTA 탈퇴 후 재협상 등) 주요 흑자국 통화에 대한 환율조작국 지정 및 평가절상 요구 UN, NATO, WTO 등 국제 기구 및 국가의 주권을 넘어서는 국제협약 등에 대한 불만 표출 역외균형(offshore balancing) 전략 추진
양자 관계 중심의 동맹과 파트너십의 증진	<ul style="list-style-type: none"> '마음이 맞는(like-minded)' 파트너 국가를 모색하고, 관계 강화를 통한 미국의 이익 증진 해양, 우주, 사이버 영역 등 공동 영역(common domain)의 전략적 이용을 촉구
인도 태평양 지역에 대한 전략적 집중	<ul style="list-style-type: none"> 동북아에서 북한의 위협에 대항하기 위한 한국의 역할 강조 4자 안보 협의체(Quad) 추진 ASEAN과 APEC(이)가 갖는 영향력을 인정하고 이를 유지하기 위한 지원 약속 항행의 자유 보장(자유롭고 개방된 바다), 제약 없는 교역, 공정하고 상호주의에 입각한 무역 합의 등을 통해 지역 내 미국의 영향력 증대
이란, 이슬람 극단주의에 대한 불관용	<ul style="list-style-type: none"> 급진주의적 이슬람을 미국의 안전을 위협하는 핵심 도전 과제로 규정 극단주의 이슬람과 ISIS의 성장에 이란의 역할이 핵심적이라는 평가와 함께 이란을 테러 지원 국으로 지정 이란 핵협정(JCPOA) 탈퇴

자료: 국가안보전략연구원, 유진투자증권

항행의 자유 작전을 통해 보는 바이든 vs. 트럼프

남중국해는 해저 자원과 어장으로서의 가치 이외에도, 한 해 4,000 조원이 넘는 물동량이 오가는 지정학적·경제적 가치가 높은 해역으로, 중국은 1990년대부터 해양강국으로 부상하며 이곳에서의 주권 확대를 시도하고 있다. 그러자 미국은 남중국해에서 자국 및 동맹국의 이익을 보호한다는 명분으로 2015년부터 항행의 자유 작전(Freedom of Navigation Operation, FONOP)을 실행하고 있다.

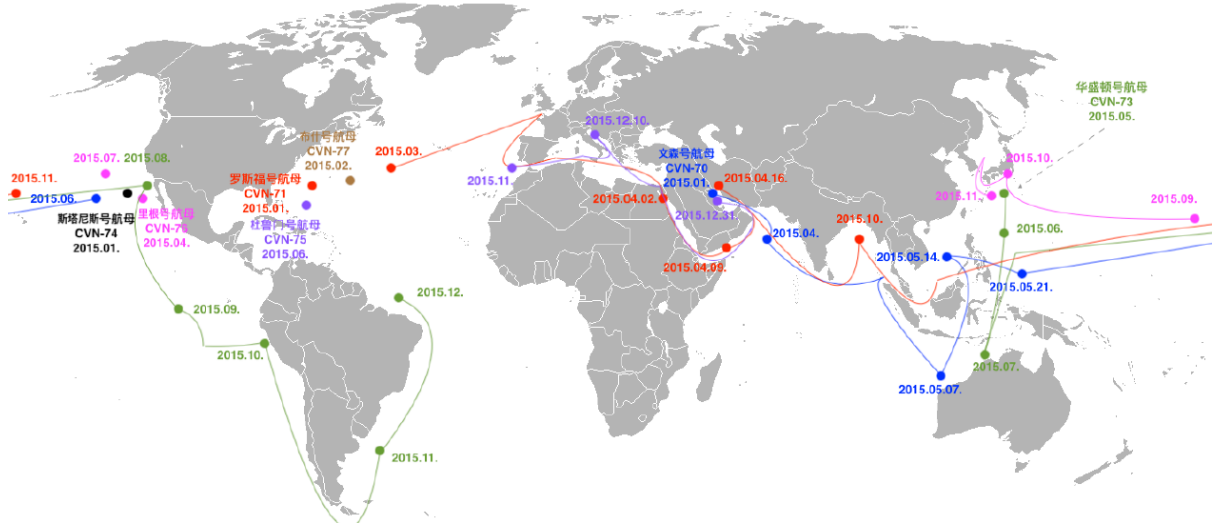
남중국해에 미군 군함들을 진입시키는 항행의 자유 작전은 본디 오바마 행정부가 시작한 중국 억제책이었으나, 트럼프 행정부에 와서 훨씬 더 적극적이고 연속적인 작전으로 바뀐 것을 특징으로 한다. 단적인 예로, 아래 미 해군 항공모함의 해상 좌표를 통해 그 차이가 확연함을 확인할 수 있다.

도표 65. 남중국해 영유권 분쟁



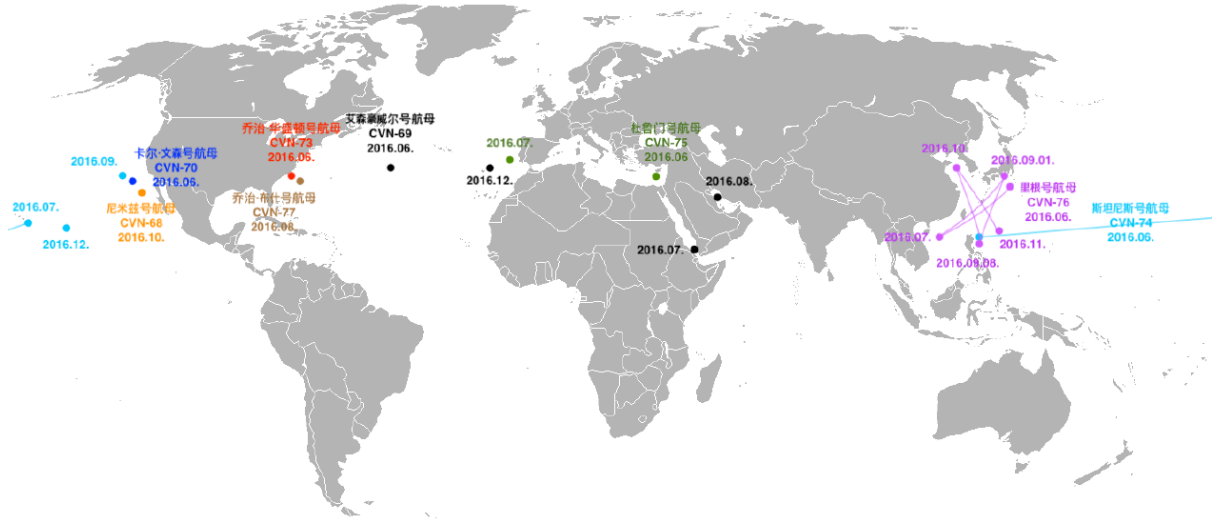
자료: FT Research, 유진투자증권

도표 66. 2015년 미국 항공모함의 해상 배치 및 항행 경로 (트럼프 이전)



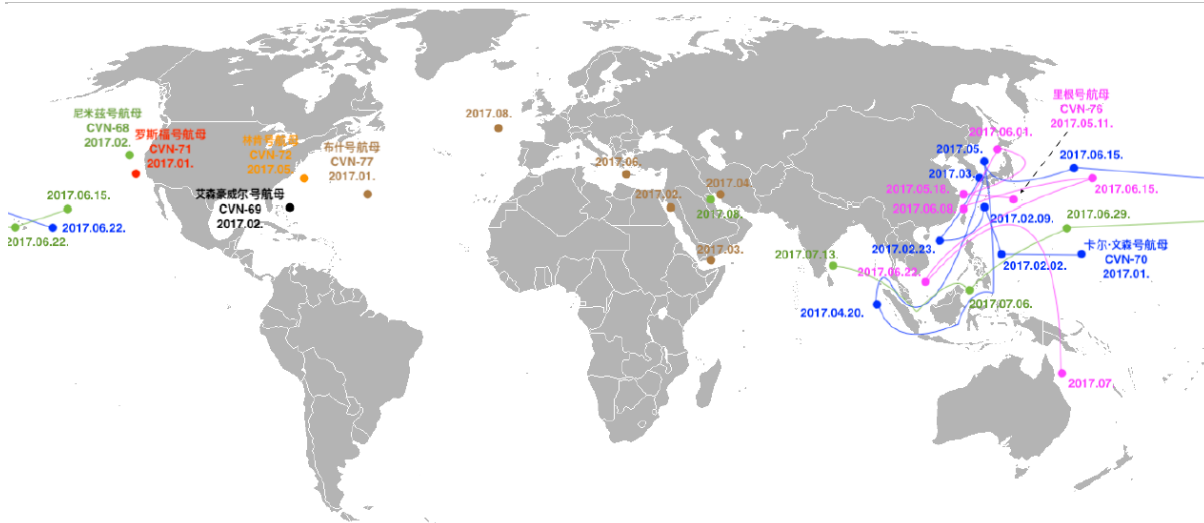
자료: Stratfor 재구성(북경대학 논문 재인용), 유진투자증권

도표 67. 2016년 미국 항공모함의 해상 배치 및 항행 경로 (트럼프 이전)



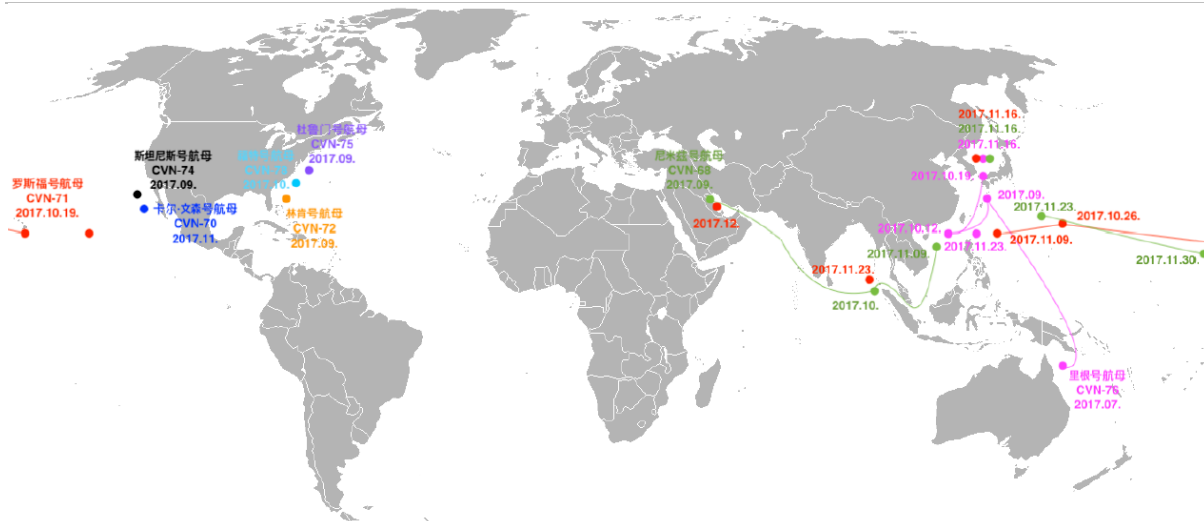
자료: Stratfor 재구성(북경대학 논문 재인용), 유진투자증권

도표 68. 2017년 1~7월 미국 항공모함의 해상 배치 및 항행 경로 (트럼프 재임 첫 해)



자료: Stratfor 재구성(북경대학 논문 재인용), 유진투자증권

도표 69. 2017년 7~12월 미국 항공모함의 해상 배치 및 항행 경로 (트럼프 재임 첫 해)



자료: Stratfor 재구성(북경대학 논문 재인용), 유진투자증권

미국은 남중국해에서 항행의 자유 작전을 강행하며 중국이 조성한 인공섬들에 접근해 근접 정찰을 포함한 정보 수집은 물론이고, 중국의 암초 점령 및 인공섬 건설의 부당성을 국제사회에 고발하려는 시도를 계속해 왔다. 이뿐만 아니라, 미국은 만일 남중국해에서 상황이 발생할 경우 남중국해 문제에 직접 관여할 수 있는 명분을 쌓을 수 있게 되며, 또한 역내 동맹국들과의 동반자 관계를 강화할 수 있다(이학수, 2018).

그러나, 작전이 공격적이었으면서도 그 횟수가 매년 증가했던 트럼프 시기와 다르게(2017년 4회→2018년 6회→2019년 8회→2020년 10회), 바이든 재임기의 항행의 자유 작전은 더 적게 실행되었으며(2021년 5회→2022년 4회→2023년 11월 기준 4회), 미스치프, 수비, 파이어리 크로스 암초와 같이 중국이 국제법상 영유권을 주장할 수 없는 인공섬에 근접 접근했던 사례도 확연히 줄어들었음을 알 수 있다. 이는 당사가 '만일 트럼프 2기 정부가 들어선다면 남중국해를 둘러싼 패권 다툼이 격화될 가능성이 높다고 판단하는 이유이다.

도표 70. 트럼프 재임 기간의 항행의 자유 작전

일자	남중국해 내 위치	미 해군 함정
2017-05-25	미스치프 암초 (스프레틀리 군도)	Dewey (DDG-105)
2017-07-02	트리튼 섬 (파라셀 군도)	Stethem (DDG-63)
2017-08-10	미스치프 암초 (스프레틀리 군도)	John S. McCain (DDG-56)
2017-10-10	파라셀 군도	Chaffee (DDG-90)
2018-01-07	파라셀 군도	McCampbell (DDG-85)
2018-01-17	스카버러 암초	Hopper (DDG-70)
2018-03-23	미스치프 암초 (스프레틀리 군도)	Mustin (DDG-89)
2018-05-27	트리 섬, 링컨 섬, 트리튼 섬, 우디 섬 (파라셀 군도)	Antietam (CG-54), Higgins (DDG-76)
2018-09-30	게이브 암초, 존슨 암초 (스프레틀리 군도)	Decatur (DDG-73)
2018-11-26	파라셀 군도	Robert Smalls (CG-62) (ex-Chancellorsville)
2019-01-07	트리 섬, 링컨 섬, 우디 섬 (파라셀 군도)	McCampbell (DDG-85)
2019-02-11	미스치프 암초 (스프레틀리 군도)	Spruance (DDG-111), Preble (DDG-88)
2019-05-06	게이브 암초, 존슨 암초 (스프레틀리 군도)	Preble (DDG-88), Chung Hoon (DDG-93)
2019-05-19	스카버러 암초 (스프레틀리 군도)	Preble (DDG-88)
2019-08-28	피어리크로스 암초, 미스치프 암초 (스프레틀리 군도)	Wayne E. Meyer (DDG-108)
2019-09-13	파라셀 군도	Wayne E. Meyer (DDG-108)
2019-11-20	미스치프 암초 (스프레틀리 군도)	Gabrielle Giffords (LCS-10)
2019-11-21	파라셀 군도	Wayne E. Meyer (DDG-108)
2020-01-25	스프레틀리 군도	Montgomery (LCS-8)
2020-03-10	파라셀 군도	McCampbell (DDG-85)
2020-04-28	파라셀 군도	Barry (DDG-52)
2020-04-29	게이브 암초 (스프레틀리 군도)	Bunker Hill (CG-52)
2020-05-28	우디 섬, 피라미드 바위 (파라셀 군도)	Mustin (DDG-89)
2020-07-14	괘테론 암초, 피어리크로스 암초 (스프레틀리 군도)	Ralph Johnson (DDG-114)
2020-08-27	파라셀 군도	Mustin (DDG-89)
2020-10-09	파라셀 군도	John S. McCain (DDG-56)
2020-12-22	스프레틀리 군도	John S. McCain (DDG-56)
2020-12-24	꼰다오 섬	John S. McCain

자료: Ronald O'Rourke(2023), 유진투자증권

도표 71. 바이든 재임 기간의 항행의 자유 작전

일자	남중국해 내 위치	미 해군 함정
2021-02-05	파라셀 군도	John S. McCain (DDG-56)
2021-02-17	스프레틀리 군도	Russel (DDG-59)
2021-05-20	파라셀 군도	Curtis Wilbur (DDG-54)
2021-07-12	파라셀 군도	Benfold (DDG-65)
2021-09-08	미스치프 암초 (스프레틀리 군도)	Benfold (DDG-65)
2022-01-20	파라셀 군도	Benfold (DDG-65)
2022-07-13	파라셀 군도	Benfold (DDG-65)
2022-07-16	스프레틀리 군도	Benfold (DDG-65)
2022-11-29	스프레틀리 군도	Robert Smalls (CG-62) (ex-Chancellorsville)
2023-03-24	파라셀 군도	Milius (DDG-69)
2023-04-10	미스치프 암초 (스프레틀리 군도)	Millus (DDG-69)
2023-11-03	스프레틀리 군도	Dewey (DDG-105)
2023-11-25	파라셀 군도	Hopper (DDG-70)

자료: Ronald O'Rourke(2023), U.S. Navy Newsroom, 유진투자증권

대만 대선 이슈

2024 년 미중관계도 그러할 것이라 판단하듯, 양안(兩岸)관계의 결정적 변수 역 시도 선거가 될 공산이 크다. 이번 대만 총통 선거에 출마하는 후보는 민진당의 라이칭더(賴清德), 국민당의 허우여우이(侯友宜), 민중당의 커원저(柯文哲)가 있다 (지지율 4 위의 귀타이밍(郭台銘) 무소속 후보는 선거 불출마). 현 시점에서 민진 당 소속 라이칭더의 지지율이 가장 앞서고 있으며, 그는 현 대만 총통 차이잉원(蔡英文)보다 더 강력하게 대만 독립을 지지하고 있다.

당초 국민당과 민중당이 후보 단일화에 합의하며 친중·중립 성향인 단일 야권 후보의 승리 가능성이 높아지는 듯하였으나, 단일화 협상이 막판에 무산되고 귀타이밍 후보가 자진사퇴하며 대선은 결국 3 파전 양상이 되었다. 일단은 라이칭더 후보가 가장 유리한 상황이지만, 향후 귀 후보의 지지표가 어느 쪽으로 향하느냐에 따라 판세가 뒤바뀔 수 있다.

당사는 중도 성향 커원저 후보가 당선될 가능성은 낮다고 판단하며, 만일 친중 성향의 허우여우이가 당선될 시 중국과 대만 사이의 무력 갈등은 당분간 완화될 것이라 예상한다.

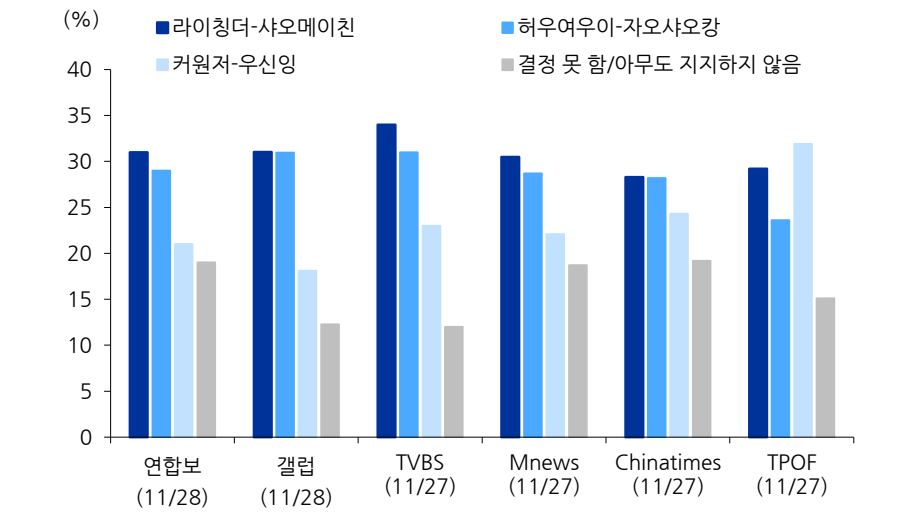
다만, 현재 가장 앞서고 있는 라이칭더 후보의 경우, 블룸버그통신과의 인터뷰에서 "대만은 독립국으로, 중국에 종속되지 않는다"는 발언을 한 사실이 있고, 그에 대해 중국이 우둔하고 어리석은 발언이라며 민감하게 반응한 만큼, 라이칭더가 당선된다면 양안관계 악화는 피하기 어려울 전망이다.

도표 72. 대만 총통 후보: 귀타이밍의 출마 포기 3 파전 양상

후보명	라이칭더	허우여우이	커원저	귀타이밍 (불출마)
사진				
소속	민주진보당	중국민당	대만민중당	무소속
대중국 성향	반중	친중	중립	친중

자료: 유진투자증권

도표 73. 대만 대선 여론조사



자료: 연합뉴스, 유진투자증권

도표 74. 주미 중국대사관 입장문



首页 > 立场表态 > 使馆发言人

驻美国使馆发言人就赖清德错误涉台言论答记者问

2023/08/15 18:20

问: 赖清德日前接受彭博社专访, 大肆散布“台独”言论. 你对此有何评论?
Q: 라이칭더가 최근 블룸버그와의 인터뷰에서 제멋대로 ‘대만 독립’이라는 수사를 퍼뜨린 것에 대한 평론은?
答: 世界上只有一个中国, 台湾是中国不可分割的一部分. 台湾问题纯属中国内政, 不容任何外来干涉. 赖清德为谋取政治私利, 大肆鼓噪“台独”分裂谬论, 破坏台海地区和平稳定, 是彻头彻尾的“麻烦制造者”. 赖所谓“维持台海现状”实质是搞“和平分裂”“一中一台”, 所谓“与民主国家并肩同行”实质是攀附外部势力为其谋“独”撑腰. 当前, 分裂主义势力得寸进尺, 妄图分裂国家, 破坏两岸关系和平发展. 我们敦促美方恪守一个中国原则和中美三个联合公报规定, 履行不支持“台独”、不支持“两个中国”或“一中一台”承诺, 停止任何形式的美台官方往来, 停止纵容和支持“台独”分裂势力及其活动, 停止虚化掏空一个中国原则. 中方将采取坚决有力措施捍卫国家主权和领土完整.
A: 세상에 단 하나의 중국만이 존재한다. ... (중략) ... 대만 문제는 중국 내정으로, 외부 간섭을 용납할 수 없다. 라이칭더는 개인의 정치적 이익을 추구하기 위해 대만 독립이라는 문명주의적 논리우위를 멋대로 떠들어대어 대만 해협 지역의 평화와 안정을 훼손했으며, 그는 철저한 말썽꾼이다. ...
台海局势紧张的根本原因是台湾当局一再企图“倚美谋独”, 是美方一些人执意推进“以台制华”. “台独”没有出路, 任何幻想勾连外部势力谋“独”挑衅的企图都注定以失败告终. 当前, 分裂主义势力得寸进尺, 妄图分裂国家, 破坏两岸关系和平发展. 我们敦促美方恪守一个中国原则和中美三个联合公报规定, 履行不支持“台独”、不支持“两个中国”或“一中一台”承诺, 停止任何形式的美台官方往来, 停止纵容和支持“台独”分裂势力及其活动, 停止虚化掏空一个中国原则. 中方将采取坚决有力措施捍卫国家主权和领土完整.
미국 대만 간 왕래를 중단하고, 대만 독립 문명 세력 및 그들의 활동을 묵인·지원하는 것을 중단할 것을 촉구한다. ... (중략) ... 중국은 국가주권과 영토를 수호하기 위해 단호·강력한 조치를 취할 것이다.

자료: 주미 중국대사관, 유진투자증권

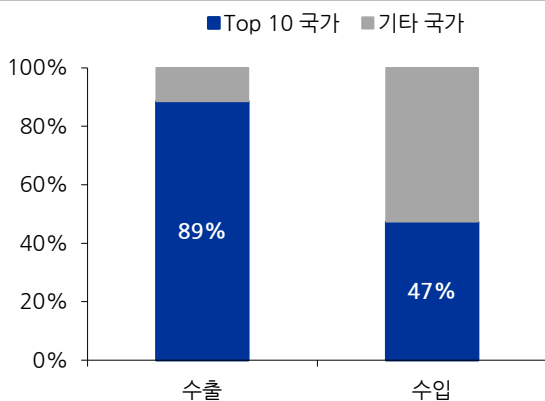
전례없는 기회의 시대가 찾아왔다

과도한 집중, 취약한 공급망

글로벌 무기 수출은 미국과 러시아 등 상위 10 개국이 89%의 점유율을 차지할 정도로 집중도가 매우 높다. 대다수의 국가들이 해외 무기 수출 강국 일부에 무기 공급을 의지하고 있다는 뜻이다. 최근 미국에 이은 최대 무기 수출국인 러시아의 위협 증대에 따라 러시아제 무기 수요가 감소하며, 미국과 유럽 등 무기 선진국으로 수요가 흡수되며 그 집중도가 더욱더 심화되는 추세에 있다.

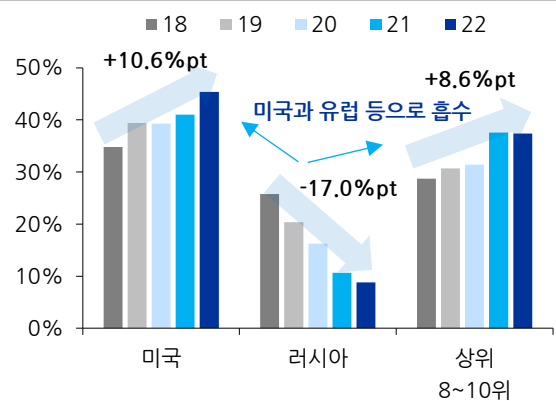
무기 체계의 성능, 레퍼런스, 군수지원, 성능개량, 작전 호환성 등을 고려하여 선진 무기체계를 도입하는 것은 필연적인 선택이지만, 현재 일련의 국제 정세 불안 확대로 인해 무기 수요가 증가하는 가운데, 미국과 유럽이 이 수요를 모두 충족시킬 수 있을지에 대한 의문이 있다. 특히 유럽은 유럽 역내 무기 재고 소진에 따른 보충 수요가 동시에 발생하고 있어, 역내 국가들의 무기 수요를 처리하기에도 벅찬 상황이 발생할 수 있다는 판단이다.

도표 75. 글로벌 무기 수출/수입 집중도



자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 76. 주요국 무기 수출 비중 변화



자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 77. 무기 수출국 Top 10 변화

순위	90년대	00년대	10년대	20년대	2020년	2021년	2022년
1	미국	미국	미국	미국	미국	미국	미국
2	러시아	러시아	러시아	러시아	러시아	프랑스	프랑스
3	독일	독일	프랑스	프랑스	프랑스	러시아	러시아
4	프랑스	프랑스	중국	이탈리아	독일	이탈리아	중국
5	소련	영국	독일	중국	스페인	중국	이탈리아
6	영국	중국	영국	독일	이탈리아	독일	독일
7	중국	네덜란드	이스라엘	영국	한국	영국	영국
8	네덜란드	이스라엘	이탈리아	스페인	중국	스페인	스페인
9	이탈리아	이탈리아	스페인	이스라엘	영국	한국	이스라엘
10	우크라이나	스웨덴	네덜란드	한국	네덜란드	이스라엘	폴란드

자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 78. 무기 수입국 Top 10 변화

순위	90년대	00년대	10년대	20년대	2020년	2021년	2022년
1	터키	중국	인도	인도	인도	인도	카타르
2	사우디	인도	사우디	사우디	사우디	카타르	인도
3	일본	한국	중국	카타르	호주	사우디	우크라이나
4	대만	그리스	호주	호주	이집트	이집트	사우디
5	인도	UAE	이집트	파키스탄	한국	호주	쿠웨이트
6	한국	터키	UAE	이집트	일본	파키스탄	파키스탄
7	이집트	호주	파키스탄	쿠웨이트	중국	중국	일본
8	그리스	이집트	알제리	일본	카타르	일본	노르웨이
9	중국	미국	한국	우크라이나	미국	쿠웨이트	미국
10	이스라엘	영국	미국	중국	파키스탄	영국	이스라엘

자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 79. 무기 수출국 Top 10의 점유율 변화 및 수출 국가 현황

순위	수출국	수출 점유율		주요 수출국(2000~22년) 점유율 상위 국가				
		00~10년	11~22년	1위	2위	3위	4위	5위
1	미국	31.2%	35.7%(▲)	사우디 (16%)	호주 (8%)	한국 (6%)	UAE (6%)	일본 (6%)
2	러시아	24.7%	21.0%(▼)	인도 (34%)	중국 (14%)	알제리 (10%)	베트남 (8%)	이집트 (6%)
3	프랑스	8.7%	8.4%(▼)	인도 (18%)	이집트 (12%)	카타르 (9%)	사우디 (7%)	중국 (6%)
4	독일	7.1%	5.6%(▼)	한국 (13%)	이집트 (9%)	이스라엘 (9%)	미국 (8%)	그리스 (6%)
5	중국	5.0%	4.8%(▼)	파키스탄 (43%)	방글라데시 (14%)	미얀마 (8%)	알제리 (5%)	태국 (2%)
6	영국	3.0%	3.8%(▲)	사우디 (31%)	미국 (11%)	오만 (9%)	인도 (9%)	인도네시아 (5%)
7	이탈리아	2.2%	3.1%(▲)	카타르 (13%)	이집트 (11%)	터키 (11%)	파키스탄 (5%)	미국 (5%)
8	이스라엘	2.2%	2.5%(▲)	인도 (38%)	아제르바이잔 (11%)	베트남 (7%)	미국 (6%)	필리핀 (4%)
9	스페인	2.1%	2.3%(▲)	호주 (32%)	터키 (11%)	사우디 (8%)	노르웨이 (5%)	벨기에 (5%)
10	네덜란드	2.1%	1.9%(▼)	미국 (14%)	요르단 (10%)	모로코 (8%)	인도네시아 (7%)	멕시코 (5%)
13	한국	1.0%	2.0%(▲)	인도네시아 (18%)	필리핀 (13%)	튀르키예 (10%)	영국 (9%)	인도 (8%)

자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 80. 무기 수입국 Top 10의 점유율 변화 및 수입 국가 현황

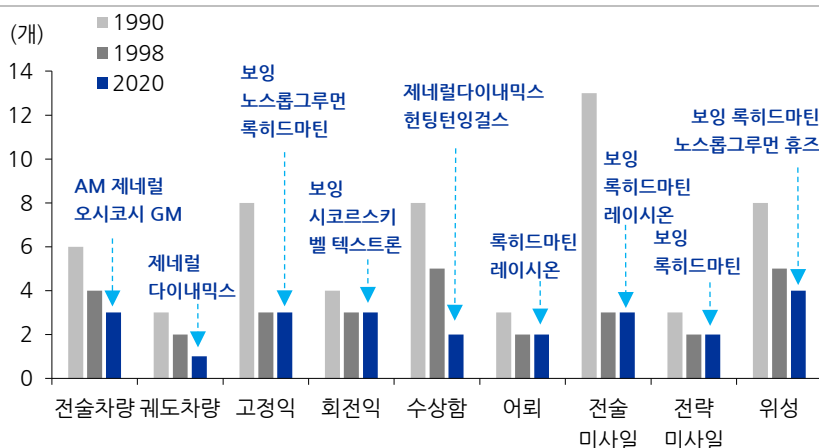
순위	수입국	수입 점유율		주요 수입국(2000~22년) 점유율 상위 국가				
		00~10년	11~22년	1위	2위	3위	4위	5위
1	인도	10.7%	11.9%(▲)	러시아 (59%)	프랑스 (13%)	영국 (12%)	이스라엘 (7%)	미국 (3%)
2	중국	8.5%	8.8%(▲)	러시아 (68%)	프랑스 (12%)	우크라이나 (10%)	영국 (4%)	스위스 (3%)
3	사우디	5.1%	4.4%(▼)	미국 (66%)	영국 (14%)	프랑스 (7%)	스페인 (2%)	캐나다 (2%)
4	한국	4.2%	4.1%(▼)	미국 (71%)	독일 (20%)	프랑스 (4%)	이스라엘 (2%)	영국 (5%)
5	호주	3.8%	4.0%(▲)	미국 (66%)	스페인 (19%)	프랑스 (7%)	스위스 (2%)	독일 (2%)
6	UAE	3.4%	3.5%(▲)	미국 (64%)	프랑스 (11%)	러시아 (5%)	이탈리아 (4%)	스위스 (3%)
7	이집트	3.3%	3.4%(▲)	러시아 (29%)	프랑스 (26%)	미국 (17%)	독일 (11%)	이탈리아 (9%)
8	파키스탄	3.0%	3.4%(▲)	중국 (70%)	미국 (9%)	이탈리아 (5%)	러시아 (4%)	스웨덴 (2%)
9	알제리	3.0%	3.2%(▲)	러시아 (70%)	중국 (10%)	독일 (8%)	이탈리아 (5%)	프랑스 (2%)
10	미국	2.9%	3.0%(▲)	영국 (17%)	독일 (15%)	프랑스 (10%)	네덜란드 (10%)	이탈리아 (6%)

자료: SIPRI, 유진투자증권

미국과 유럽의 무기 체계 공급망은 매우 취약해져 있다. 냉전 종식 이후 미국과 유럽은 무기 수요 감소와 국방 예산 지출 감소로 방위산업의 구조조정을 단행한 바 있다. 미국에서는 1990년대 Last Supper(최후의 만찬) 정책을 통해 방위 업체 간의 대규모 통폐합이 이루어지며 우주항공/방산 기업 수는 과거 51 개에서 소위 Big 5 로 불리는 5 개(Lockheed Martin, General Dynamics, Northrop Grumman, Boeing) 업체로 축소되었으며, 유럽도 군비 감축에 따라 신규 무기 획득 수요가 감소하며 **방산 기업들의 생산 능력이 크게 축소된 상황**이다.

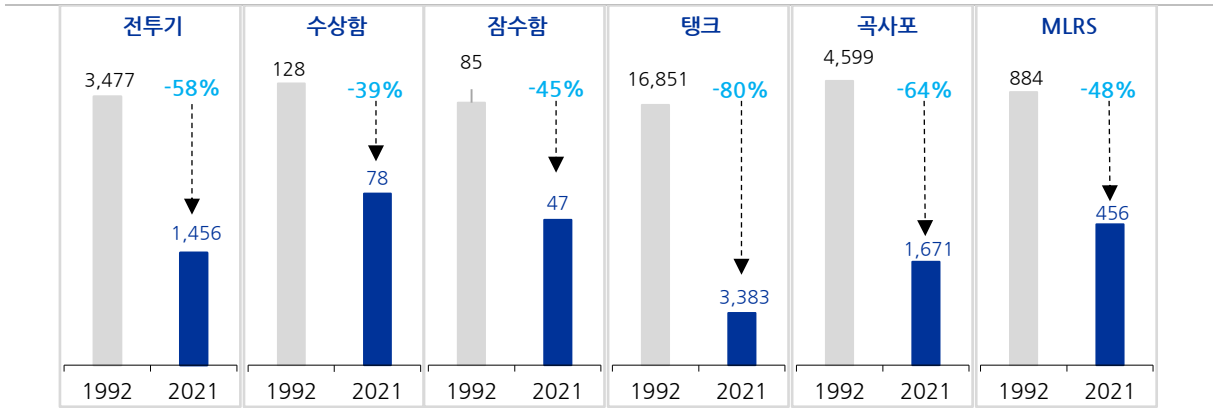
최근 무기 수요 증가에 따라 유럽 내 주요 방산 업체들의 생산 능력 확장 흐름이 나타나고 있으나, 향후 발생할 수요를 모두 충족시키기에는 역부족일 것으로 판단된다. 현재 우크라이나 전쟁에 투입되었거나 투입될 물량, 그리고 우크라이나 군의 기존 무기 재고가 모두 소진되어 보충이 필요하다는 가정하에 현재 주요 기업들의 확장 후 CAPA 기준, 전차는 보충에 17년, 곡사포는 12년 가량 소요될 것으로 추정된다. 포탄 또한 우크라이나 군이 현재 하루 5~7천발 가량을 소모하고 있는 점을 고려하면 소진분을 모두 보충하기 위해서는 5년여 기간이 필요할 것으로 예상된다. CAPA 확장까지 약 1~2년이 소요되는 점과, 제품 생산 리드타임을 고려하면 본격적으로 무기 보충이 이루어지는 시기는 2020년대 중반이 될 전망이다.

도표 81. 미국 무기 체계별 제조사 수 변화(단위: 대)



자료: DoD, 유진투자증권

도표 82. 유럽 내 주요 무기체계 재고 수 변화



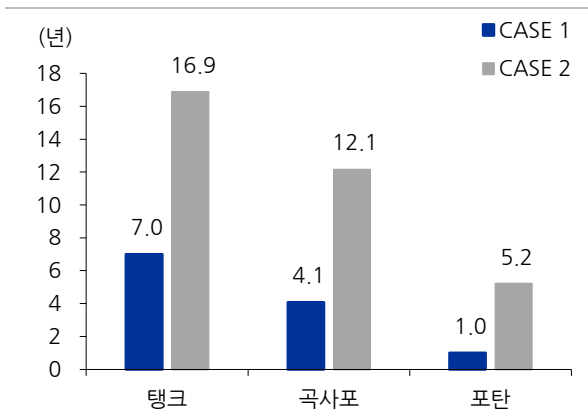
자료: MSC, 유진투자증권

도표 83. 주요 무기체계 생산 능력 강화 현황

무기 명	증산 전	증산 이후	리드 타임
Caesar 자주포 (Nexter)	72 대 (*우크라이나 전쟁 이전 24 대)	96 대 (*24 년 초)	30 개월 → 15 개월
155mm 포탄 (Rheinmetall)	45~50 만발	60 만발	-
155mm 포탄 (Nexter)	1.2 만발(*23 년 초)	3.6 만발 (*24 년 초)	-
Leopard 2 전차 (KMW)	50 대 (*냉전 연간 300 대)	n/a	24 개월~36 개월 (*조립 시작까지 1 년 소요)
Rafale 전투기 (Dassault)	11 대	36 대 (*25 년경)	24~36 개월(추정)
K-9 자주포 (한화에어로)	160 대 (23 년초 80 대)	240 대	6~12 개월 (*조립 과정 1 개월)
K-2 전차 (현대로템)	100 대 내외	n/a	12~18 개월
T-50 계열 항공기 (한국항공우주)	24~36 대 (월 2~3 대)	60 대 내외 (월 5 대 내외)	22 개월

자료: 유진투자증권

도표 84. 우크라이나 지원 물량 재고 회복 기간



자료: 유진투자증권

주) CASE 1 은 우크라이나 지원 물자에 대한 보충 수요

주2) CASE 2 는 보충 수요에 더해 우크라이나 기존 재고 포함

도표 85. 우크라이나 포탄 소모량

구분(단위: 만발)	월 소모	연 소모
최대 발사 가능	56.4	676.8
작전 성공 기준	36.6	439.2
현재(20%)	11.3	135.4

자료: 언론보도, 유진투자증권

미국은 방위 업체들의 해외 수출을 장려해왔기 때문에 나름대로 꾸준히 방위 산업 기반을 유지해왔던 측면이 있지만, 유럽과 마찬가지로 러시아-우크라이나 전쟁과 같은 전면전에 있어서 지원 체제가 확립되지 않았다는 리스크가 노출되었다. 특히, 포병 탄약 등 소모성 물자의 재고 감소가 우려되고 있는 상황이다. 미국은 우크라이나에 올해 11월까지 누계 기준 소모성 물자로 155mm 포탄 200만여발, 박격포탄 40만여발, Stinger 대공 미사일 2,000여발, Javelin 대전차 미사일 10,000여발 등을 지원하며, 미국 내 탄약 재고의 상당 부분을 할애했 것으로 추정된다(PDA, Presidential Drawdown Authority). FY23과 FY24 국방 예산에서 일부 물량에 대한 보충 계약들이 체결되고 있으나, Javelin 등 일부 품목에 대해서는 보충까지 상당히 오랜 시간이 걸릴 것으로 예측되고 있다.

사실 미국의 고민은 현재 벌어지고 있는 러시아-우크라이나 전쟁보다도 앞으로 발생할 수 있는 중국-대만 분쟁 또는 미국과 중국의 직접적인 대립에 대한 준비에 대한 것일 수밖에 없다. 과거 2차 세계대전 시기와 달리, 미국의 방위 산업 기반은 그동안 방산 기업 통폐합 과정을 거쳐오면서 약화되어 있어, 향후 전쟁 발발 시 신속한 군수 동원 체제가 확립되기 힘든 상황으로 지적되고 있다. 당장의 해외 무기 수요 증가에 대응하기 어려운 상황은 아니지만, 중장기적인 미군 재고 비축 수요가 존재하는 가운데, **축소된 방위산업 기반으로 인한 더딘 무기 생산 속도는 고객들이 원하는 타임라인으로 무기를 제공받기 어렵게 할 수 있다.**

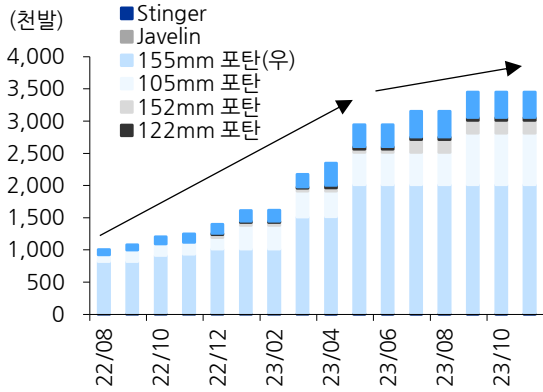
그리고 미국의 주요 수출 품목은 전투기와 미사일, 방공 무기 체계와 같은 첨단 무기였으며, 투자 또한 해당 분야에 집중되어왔던 만큼, 곡사포와 같은 전통적인 재래식 무기에 대한 생산 능력 확보는 더욱 어려울 것으로 추정된다.

도표 86. 미국 우크라이나 무기 지원 및 보충 현황

구분	우크라이나 지원 현황	보충 계약 (FY23)	잔여 보충 물량	보충 계약 2 (FY24)	생산 능력/리드타임
GMLRS	5,500 발	4,300 발	1,200 발	5,040 발	14,000 발/18~20 개월
Javelin	10,000 발	3,100 발	6,900 발	541 발	2,100 발/57 개월
Stinger	1,600 발	1,300 발	300 발	58 발	720 발(2025년 예정)/60 개월
Excalibur	7,000 발	1,000 발	6,000 발	107 발	200~400 발/18 개월~27 개월
AMRAAM	n/a	180	n/a	831	400~1,200 발/24~52 개월
Patriot	1 개 포대&탄	40(Interceptor)	n/a	230(미사일)	550 발/29 개월

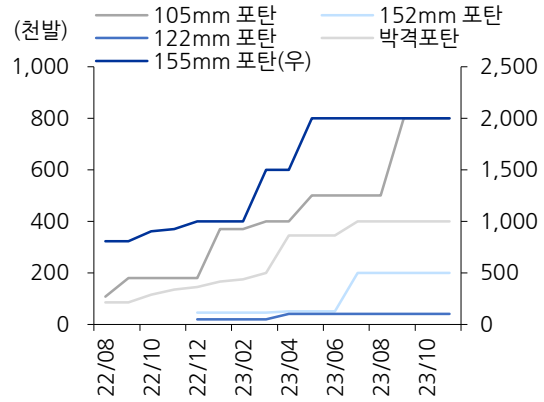
자료: DoD, CNAS, 유진투자증권

도표 87. 미국 우크라이나 지원 현황



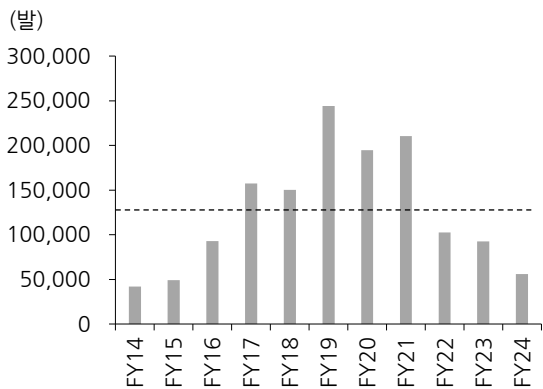
자료: DoD, 유진투자증권

도표 88. 미국 우크라이나 지원 현황(탄 계열)



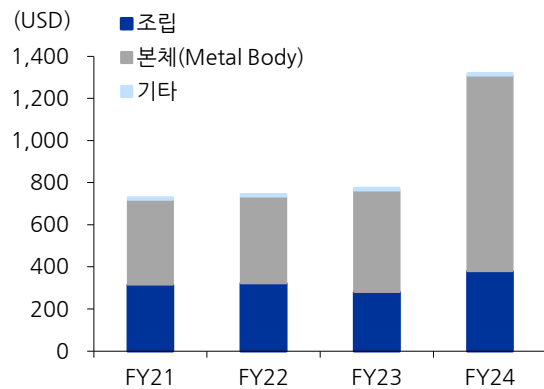
자료: DoD, 유진투자증권

도표 89. 미국 155mm 탄 조달 추이



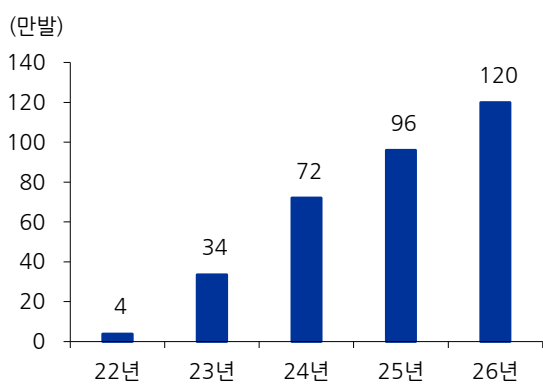
자료: US Army, 유진투자증권

도표 90. 미국 155mm 고폭탄 제조 비용 변화



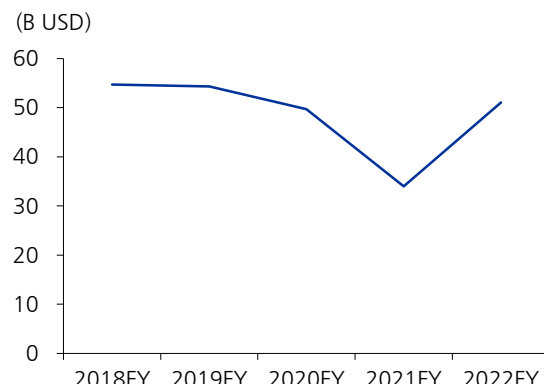
자료: US Army, 유진투자증권

도표 91. 미국 포탄 제조 능력 증강 전망



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 92. 미국 FMS 실적 추이



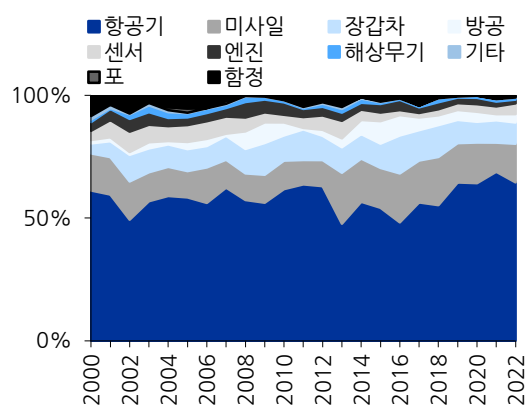
자료: US DoS, 유진투자증권

도표 93. 2차세계대전 당시 미국 무기 제조 능력

구분(대)	1941년	1943년	전체
포	10,918	98,387	173,675
전투기	8,531	52,443	197,760
포탄(백만발)	2,748	111,180	266,000
함정	53	414	1,202
전차	4,052	29,497	88,410

자료: CSIS, 유진투자증권

도표 94. 미국 해외 무기 수출 내 무기별 비중



자료: SIPRI, 유진투자증권

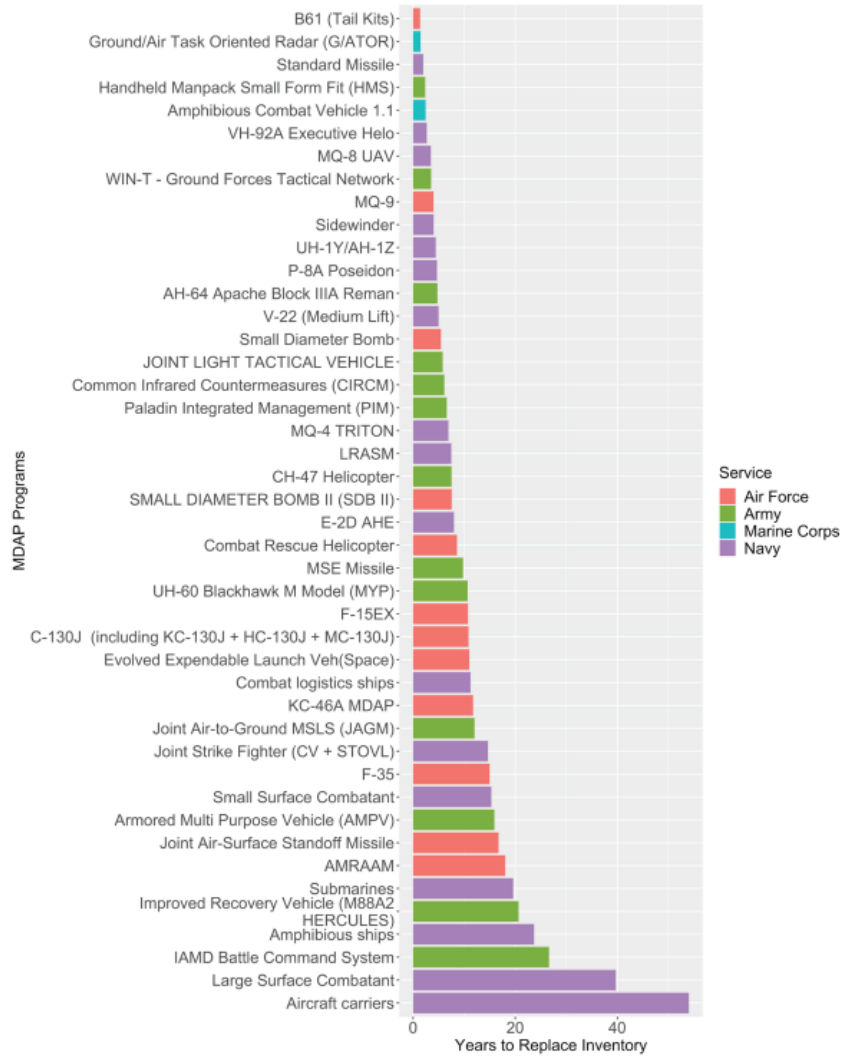
도표 95. 미국 재고 보충 소요 기간

구분	세부 구분	Mean(평균값)	Median(중앙값)
시기별	1999년	6.6년	4.3년
	2008년	10.2년	7.5년
	2020년	8.4년	7.2년
체계별	항공기 관련	6.7년	4.9년
	C4I	4.4년	2.4년
	지상 시스템	5.7년	3.9년
	미사일/탄약	6.9년	6.2년
군별	공군	8.1년	7.6년
	육군	4.8년	2.0년
	해병	2.0년	4.0년
	해군	5.2년	4.5년

자료: CSIS, 유진투자증권

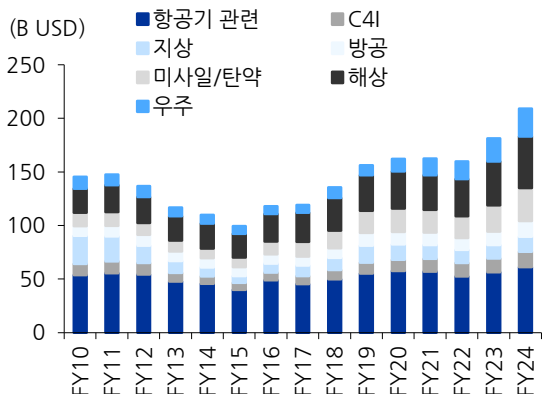
주) 현재 보유 재고 수준을 재보충할 경우 소요되는 기간

도표 96. 미국 주요 무기 체계 보충 소요 기간



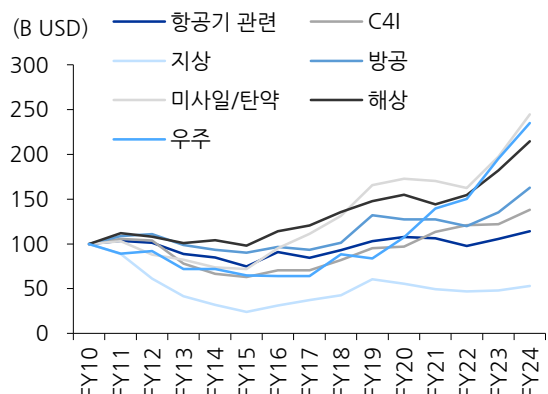
자료: CSIS, 유진투자증권
 주) 현재 보유 재고 수준을 재보충할 경우 소요되는 기간

도표 97. 미국 국방 예산 추이(체계별)



자료: DoD, 유진투자증권

도표 98. 미국 국방 예산 추이(체계별)

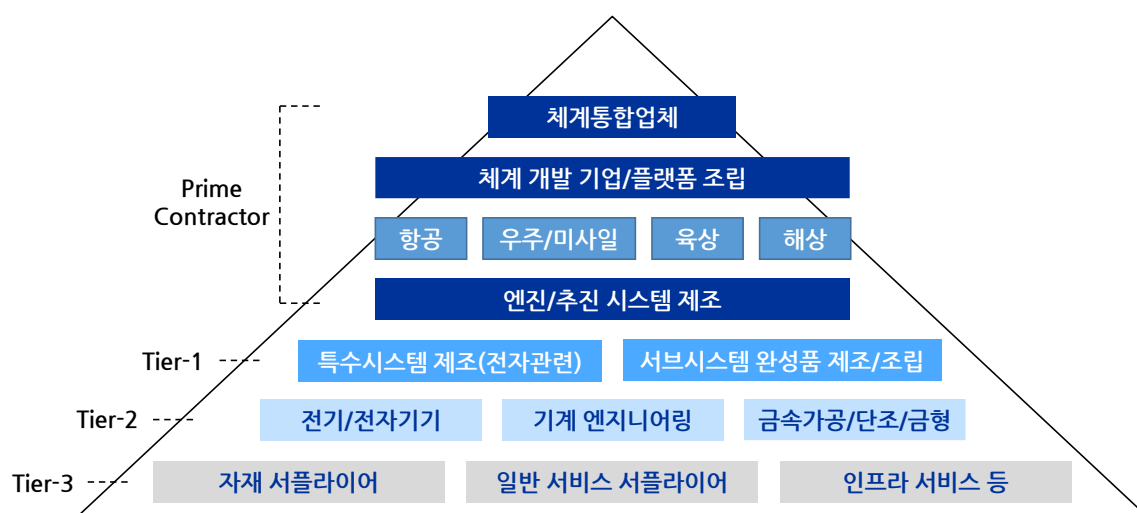


자료: DoD, 유진투자증권

공급망 회복은 쉬운 이야기가 아니다. 흔히 무기를 '무기 체계'라고 표현하는 만큼 무기는 복잡한 체계(시스템)로 구성되어 있으며, 무기 종류별로 편차는 있으나 최소 수만~수십 만 개의 부품이 필요하다(K-9 기준 21,000 종). 방산 업체들의 CAPA 확장이라고 하는 것은 단순히 라인을 늘리는 것에 그치는 것이 아닌, 하위 Sub-Contractor(Tier 1~3) 업체들의 증설이 동반되어야 한다. 참고로, Leopard 2 전차의 서플라이어는 약 1,500 개사로 추정되며, 미국의 F-35 전투기의 경우 500 개사 이상의 서플라이어가 존재한다. 그리고 F-35 처럼 다수 국가가 참여하는 국제공동개발의 경우 공급망이 전세계로 분산되어 있다는 특징도 있다.

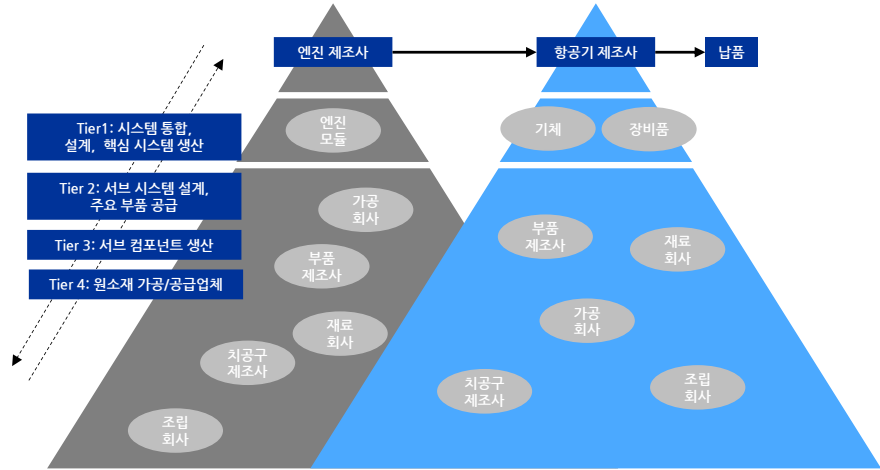
이는 항공기 제조 산업(기체/엔진)과 구조적으로 매우 유사한 측면이 있다. 항공기 산업이 2022 년 항공 운송업 정상화 및 노후 기체 증가에 따른 기재 수요 증가에도 불구하고 아직까지 과거 생산 Rate 를 회복하지 못하고 있는 점, 코로나 이전 수준의 생산 Rate 회복이 2025 년경으로 최소 3 년 소요되는 점을 고려하면 유럽 방산 업체들의 CAPA 확대가 말처럼 쉽게 이루어질 가능성은 낮다.

도표 99. 방위 산업 공급망 구조



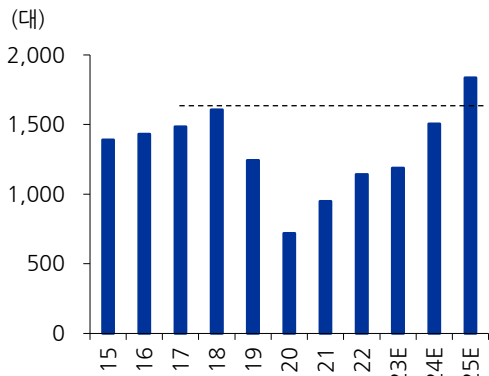
자료: 유진투자증권

도표 100. 민항기/엔진 공급망 구조



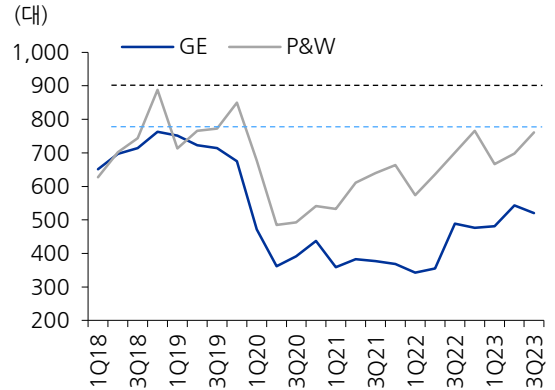
자료: 유진투자증권

도표 101. 민항기 생산량 추이 및 전망



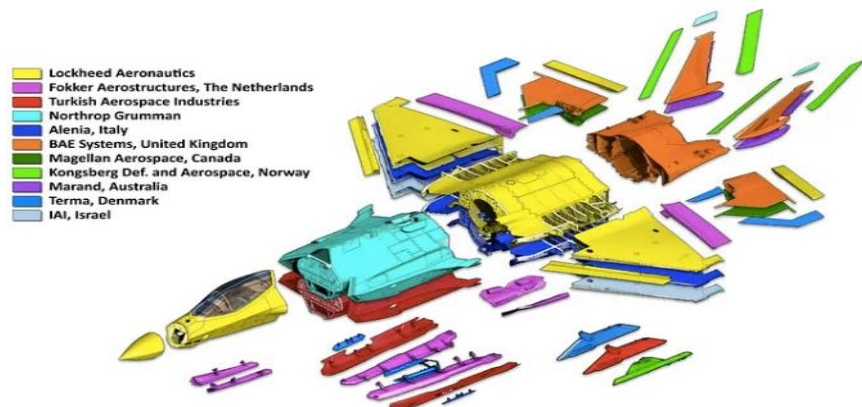
자료: 유진투자증권

도표 102. 주요 민항기 엔진 제조사 인도 대수 추이



자료: 유진투자증권

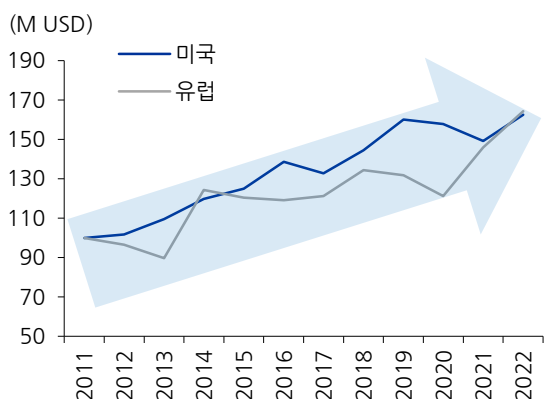
도표 103. F-35 스텔스 전투기 분업 내용



자료: Medium, 유진투자증권

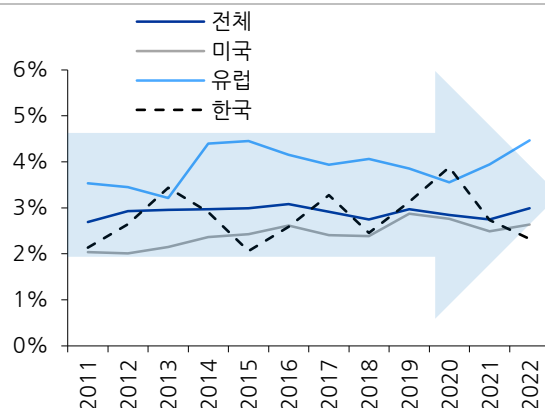
항공기(민항기) 산업은 수요와 공급이라는 시장 논리로 설명할 수 있지만, 방위 산업은 수요가 있어도 국가의 예산에서 소요 자금을 배정해줄 필요가 있다는 차이점이 존재한다. 두 산업 모두 앞으로 구조적 성장이 기대되는 것은 틀림없지만, 방위 산업의 경우 국내 정치 요인(예: 사회복지 예산 증가 요구 확대 등)으로 인해 과거와 같이 국방 예산이 축소될 가능성을 부정할 수 없고, 이러한 불확실성이 주요 방산 업체 및 하위 부품사들의 CAPEX 투자에 늘 부담으로 작용해왔다. 방산 업체들의 공격적인 생산 능력 확장 가능성 또한 낮다고 판단하며, **수요 대비 공급 여력이 부족한 상황 속에서 무기 체계의 가격 상승이 예상된다.**

도표 104. 미국/유럽 주요 방산 기업 CAPEX 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 105. 지역별 방산 기업 CAPEX 비중



자료: Bloomberg, 유진투자증권
주) 매출액 대비 비중

도표 106. 주요 무기 체계 가격 변화

무기명	인상 전	인상 후
155mm 포탄(유럽)	2,000 EUR (우크라이나 전쟁 이전)	8,000 EUR (우크라이나 전쟁 이후)
Leopard 2A7+ 전차	450 억원 (노르웨이 1 차 물량)	600 억원[*업그레이드 포함] (노르웨이 옵션 물량)
F-15EX 전투기	80M USD (Lot 1)	90 ~97M USD (Lot 2~4)
F-35 A/B/C 전투기	76~91M USD (Lot 12~14)	82~102M USD (Lot 15~17)

자료: 언론보도, 유진투자증권

단결 속에 숨겨진 균열

유럽을 중심으로 무너진 방위 산업 기반을 재건하기 위한 움직임이 나타나고 있다. 유럽 연합(EU) 조약 41 조에서는 EU 예산을 무기 조달 등에 사용하는 것을 금지하고 있지만, 이러한 틀에서 벗어나 **EU 연합국의 공동 무기 조달에 대한 시도가 이루어지고 있다.** 올해 10월 발효된 EIRPA(유럽 방위산업강화 공동조달법)가 대표적으로, 해당 법안은 EU 예산의 일부를 할애하여 역내에서 발생하는 무기 수요를 역외 국가에 빼앗기는 상황을 견제하는 움직임으로 이해할 수 있다. 이뿐만 아니라 부족한 탄약류의 공동 조달(Ammunition Initiative), 공동 국방 R&D 및 프로젝트 수행(EDF, PESCO) 등 다수의 방산 협력이 추진 중이다.

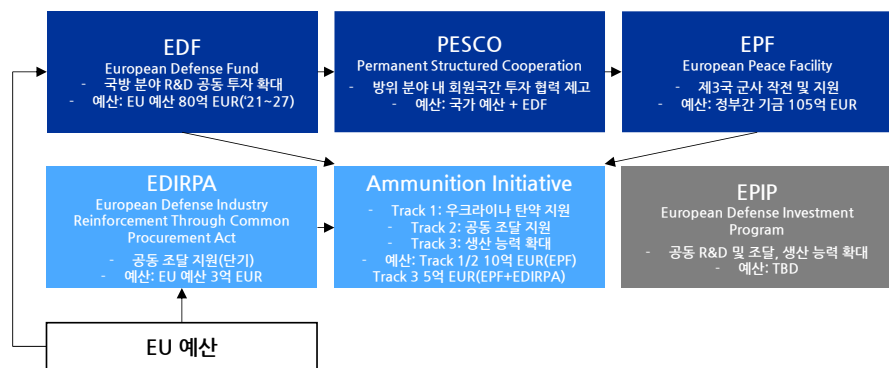
이러한 EU 국가 간 방산 협력은 그동안 국가별로 파편화되어 있던 무기 획득 수요를 공동 조달로 전환하여 유럽 방산 업체가 꾸준하고 의미 있는 물량을 생산하게끔 유도하여 산업의 기반을 강화하고 전체적인 조달 비용이 감소되는 경제의 규모 효과까지 노리는 정책으로 판단된다.

도표 107. 유럽 EIRPA 개요

EDIRPA (European Defense Industry Reinforcement Through Common Procurement Act)	
기간	발효일(2023년 10월 27일)~2025년 12월 31일
내용	<ul style="list-style-type: none"> - 목적: 유럽 방위산업 강화 위한 방산물자 공동조달 - 예산: 기금 3억 유로를 EU 예산으로 조성 - 지원 자격: 3개 이상 EU 가맹국으로 구성된 컨소시엄 - 지원 상한: 공동 조달에 대한 계약 추정 가치의 15%를 초과할 수 없음 (*조건 충족시 20%까지 가능) - 제3국산 부품은 최종 제품 가치의 35% 이내

자료: EC, 유진투자증권

도표 108. 유럽 내 방위 산업 이니셔티브 일람



자료: MSC, 유진투자증권

EDIRPA 가 발효되어 시행되는 점은 크나큰 상징성을 갖추고 있지만, 실효성이 있을지에 대한 의문이 제기된다. (1) 전체 EDIRPA 기금이 3억 유로(약 4,300억 원)로 설정되어 있어 예산이 터무니없이 부족하고(*23년 NATO 국가 무기 획득 예산만 10조원이 넘음), (2) 3개 이상의 EU 가맹국이 컨소시엄을 구성해야만 지원 자격이 부여되는 점은 실현 가능성이 높지 않다. 국가별 군사 교리와 기존 무기체계와의 상호 운용성 등을 고려해야 하는데 국가 간 이해 상충이 발생할 수밖에 없기 때문이다. (3) 그리고, 유럽은 매우 우수한 무기 체계를 다수 보유하고 있는 만큼 동일한 무기 체계에서도 경합하는 제품이 많아 모든 방위 업체의 수혜로 이어지기도 쉽지 않다.

도표 109. 유럽 국가별 무기 체계 역량

Armament industry capabilities along military domains								
		Air	Land	Naval	O4ISR ¹	Space	Key players ²	Capability range [*]
Trans-European		●	◐	○	◐	◐	Airbus, Defence and space, KNDS, MBDA	Medium
France		●	◐	◐	◐	◐	Thales, Dassault, Safran, Naval Group	High
Germany		◐	●	◐	◐	◐	Rheinmetall, Hensoldt, Diehl	High
Italy		◐	◐	◐	◐	◐	Leonardo, Fincantieri	Medium
Spain		◐	◐	◐	◐	○	Indra, Navantia	Low
Sweden		◐	◐	◐	◐	○	Saab	Medium
UK		●	◐	●	◐	◐	BAE Systems, Rolls-Royce, Babcock, Cobham	High

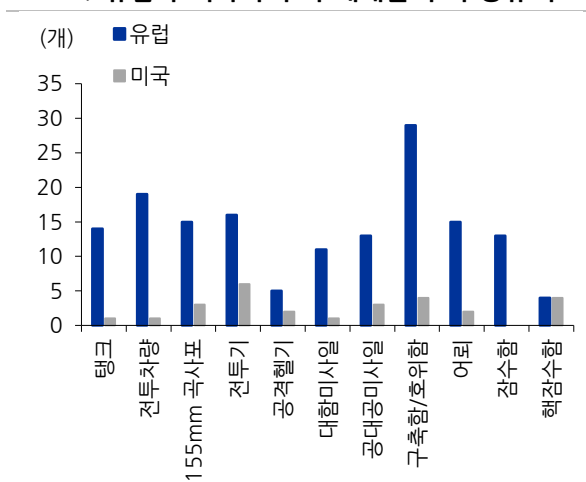
자료: Strategy&, 유진투자증권

도표 110. 유럽 국가별 주요 방산 기업



자료: Kyiv, 유진투자증권

도표 111. 유럽과 미국의 무기 체계별 무기 종류 수

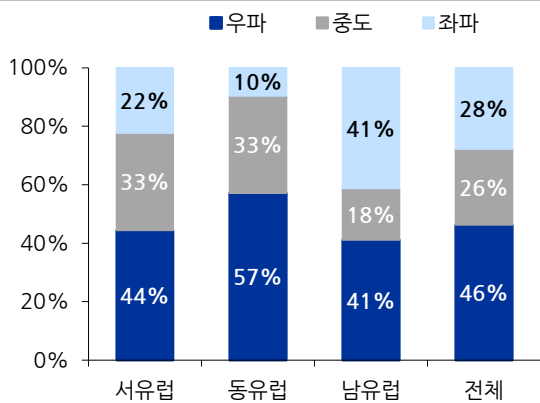


자료: IISS, 유진투자증권

해당 법안의 발의부터 통과까지도 상당히 긴 시간을 소요했고, 예산도 10 억 유로에서 크게 축소되어 발효된 점, 그리고 정치적으로 2022~2023 년 사이 유럽에서 극우파가 정권 교체에 성공하는 경우도 발생하는 등 유럽 내 우경화 바람이 불고 있어 EU 국가간 연계 강화보다는 일부 국가들에서 자국을 우선시하는 움직임이 나타날 수 있는 점을 고려하면 당장 EU가 통합된 무기 조달 체계로 나아가기에는 무리가 있어 보인다. 이미 유럽은 올해 3 월에 발표한 우크라이나 향 탄약 100 만발 공동 지원의 달성 가능성을 회의적으로 보고 있는 상황이다.

결국, 국가들은 과거와 같은 무기 획득 방식을 유지하게 될 것이고, 무기 조달의 트릴레마에 빠질 가능성이 높다. 당장 무기가 급하지 않다면 충분히 자국 내 조달과 유럽 역내 조달을 고려해볼 수 있지만, 한 가지 확실한 점은 앞서 설명한 러시아-우크라이나 전쟁에서의 무기 지원으로 신속한 재고 보충이 필요한 국가일수록 외부 조달을 선택할 수 있을 것이다. 이러한 연유에서 폴란드는 한국의 무기 구입을 선택했고, 유럽 내 미국 무기 구매(FMS, 대외군사판매)가 증가하고 있는 것이다. 이 추세는 앞으로도 당분간 유지될 것으로 예상된다.

도표 112. 유럽 국가별 정치지형



자료: 유진투자증권
주) 집권 여당의 정치 성향

도표 113. 유럽 국가별 정치지형(2)



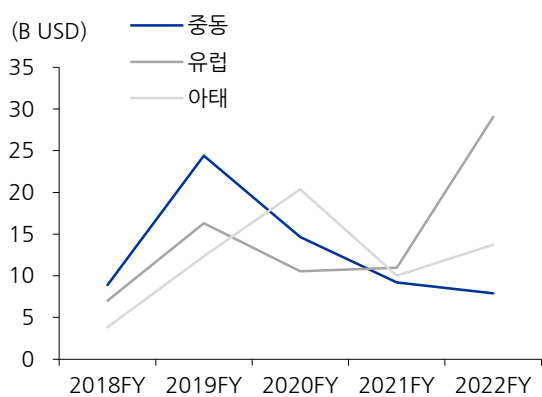
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표114. 유럽 내 무기조달 및 개발의 Trilemma

구분	Pros	Cons
자국 조달	주권 통제 자국 산업 능력 및 일자리 보전 장비 커스터마이징 용이	비싼 가격 느린 조달 속도 유럽 분열
외부 조달	빠르고 저렴하게 조달 가능 검증된 성능의 제품 공급국가와 우호적 관계 형성	유럽 분열 외부 의존성 확대 자국 산업 능력 및 일자리 감소
역내 조달	경제의 규모 유럽 내 상호운용성 확보 유럽 산업 기반 강화	매우 느리고 복잡한 조달 제한적 주권 통제 정치 리스크 부분적 커스터마이징만 가능

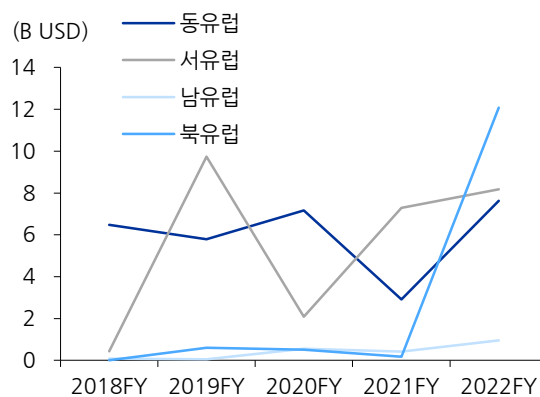
자료: MSC, 유진투자증권

도표115. 주요 지역별 FMS 거래 추이



자료: DSCA, 유진투자증권

도표116. 유럽 지역별 FMS 거래 추이



자료: DSCA, 유진투자증권

자주국방의 길

그동안 중동, 아시아 등 대표적인 무기 수입 국가뿐만 아니라, 유럽 내 일부 국가(동유럽 중심)들은 늘 첨단 무기 체계 개발에 있어서 소외되어 왔다. 무기 선진국들의 기술 이전이 소극적이고, 국제 공동 개발에 참여할 기회를 얻지 못했기 때문이다. 지금까지의 방산 거래는 공급자의 Bargaining Power 가 강했지만, 점차 한국과 같은 새로운 조달 옵션이 생기면서 경쟁이 심화되고, 언제까지나 외산 무기를 살 수 없다는 수요가 커짐에 따라 자주국방의 길을 걷고자 하는 흐름이 나타나고 있다. 향후 수요자 중심의 시장으로 변화하면서, 수요국들은 무기 구매의 대가로 기술 이전, 절충 교역 등을 더욱 강하게 요구할 것으로 예상되며, 이러한 수요자의 니즈에 충실히 대응해줄 수 있는 국가의 방산 수출 경쟁력이 높아질 것이다.

도표 117. 차세대 무기 국제 공동 개발 현황

명칭	유형	참여국	비고
FCAS (Future Combat Air Systems)	6 세대 전투기	프랑스 독일 스페인 벨기에(옵저버)	프랑스, 독일, 스페인 보유 유로파이터 및 라팔, F/A-18 대체
GCAP (Global Combat Air Program)	6 세대 전투기	영국 이탈리아 일본 *스웨덴 탈퇴 *사우디 참여 희망	*영국/이탈리아 템페스트 프로그램 +일본의 F-X 프로젝트 통합 *영국/이탈리아 유로파이터, 일본 F-2 대체
MGCS (Main Grand Combat Systems)	차세대 주력 전차 (MBT)	프랑스 독일	*르클레르, 레오파르트 대체
KF-21	4.5 세대 전투기	한국 인도네시아	*폴란드, UAE 참여 희망 가능성
F-35	5 세대 전투기	미국 영국(Tier1) 이탈리아(Tier2) 네덜란드(Tier2) 호주(Tier3) 노르웨이(Tier3) 덴마크(Tier3) 캐나다(Tier3)	*FMS 구매 국가: 한국, 일본, 폴란드, 스위스, 핀란드, 독일, 벨기에

자료: 유진투자증권

도표 118. 후발국 방위산업 진입 동기

안보전략적 동기	경제적 동기
<ul style="list-style-type: none"> 방산물자의 자급 안보차원에서 외부 위협 대처 안보 불확실성 감소 안정적 방산물자 공급 	<ul style="list-style-type: none"> 수출을 통한 경상수지 개선 방위산업을 통한 산업화 수입대체 고용창출 및 기술 이전

자료: 지일용/이상현(2015), 유진투자증권

도표 119. 후발국 방위산업 위기 조성과 발전 단계

구분	안보위기 조성		경제적 위기 조성
	-	경제적 유인 제공	
합리적 근거	<ul style="list-style-type: none"> 국방력 강화를 통한 위협에 대응 	<ul style="list-style-type: none"> 국방력 강화를 통한 위협에 대응 자주국방 	<ul style="list-style-type: none"> 비효율성 제거 산업 경쟁력 강화 국가예산 및 비용 합리화
위기조성 및 유인제공 방법	<ul style="list-style-type: none"> 외부 위협에 노출 안보 위기감 확대 재생산 	<ul style="list-style-type: none"> 보조금 지급 국내 방산 공급업체 보호 육성 업체 수익 보장 외부에서 발생한 경제위기로부터 보호 	<ul style="list-style-type: none"> 경쟁체제 도입 수입 자유화 산업구조조정 외부에서 발생 경제위기 노출
효과	<ul style="list-style-type: none"> 수요 확대 	<ul style="list-style-type: none"> 자체 생산능력 확보를 위한 노력 유도 	<ul style="list-style-type: none"> 자체개발능력 확보를 위한 노력 유도
추격 단계	<ul style="list-style-type: none"> 주로 해외로부터 수입 일부 소형 무기 생산 	<ul style="list-style-type: none"> 무기체계 자체 생산 라이선스 생산 해외 기술 도입 일부 수출 시도 	<ul style="list-style-type: none"> 무기체계 자체 개발 및 생산 자체 연구개발 투자 확대 적극적인 수출 시도
학습 방식	<ul style="list-style-type: none"> Learning by using 	<ul style="list-style-type: none"> Learning by using and producing 	<ul style="list-style-type: none"> Active R&D

자료: 지일용/이상현(2015), 유진투자증권

도표 120. 방위 산업 발전 단계

단계	Klause 11 단계
1	단순 정비 수준의 역량
2	창 정비/개조/기초적 수준의 변경
3	부품을 수입하여 조립, 단순 제품 라이선스 생산
4	덜 복잡한 무기의 국내생산 혹은 원자재 생산
5	덜 복잡한 무기의 최종 조립, 일부 부품 국내 생산
6	덜 복잡한 무기의 라이선스 생산에 있어서 제한적인 수준의 연구개발 역량 향상
7	제한적인 수준에서 덜 복잡한 무기의 독자 생산, 제한적인 수준에서의 고급 무기 생산
8	덜 복잡한 무기의 독자적 연구개발 및 생산
9	외국 부품을 사용하여 고급 무기의 독자 연구개발 및 생산 (*한국)
10	무기의 완전한 독자연구개발 및 생산 (*한국)

자료: 지일용/이상현(2015), 유진투자증권

Ⅲ. 승리하라, K-방산

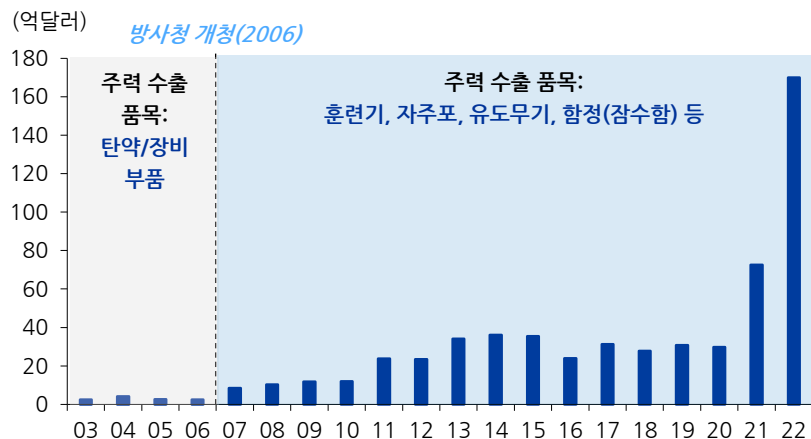
기회는 준비된 자에게

당당하게 하나의 선택지로 떠오른 한국

한국은 전쟁(6.25) 이후 미국으로부터 원조받은 무기 체계를 토대로 국방 체제를 정립하고, 1970년 국방과학연구소(ADD)를 설립하여 국산 무기 개발에 나섰다. 한국은 또한 1972~1980년대 소총 등 기본적인 육군 무기 체계 개발을 통해 자주국방의 기반을 다지고, 1980년대 이후 전차와 장갑차, 자주포, 전투기 등 고도화된 무기체계 개발을 통해 자주 국방을 달성한 바 있다. 이제는 초음속 미사일, KF-21과 같은 첨단 전투기(4.5세대), 방공 시스템, 잠수함 등 다양하고 복잡한 무기체계를 개발할 수 있는 방위 산업 선진 국가 대열에 들어섰으며, 2006년 설립된 방위사업청을 중심으로 방산 해외 수출 확대를 추진해왔다.

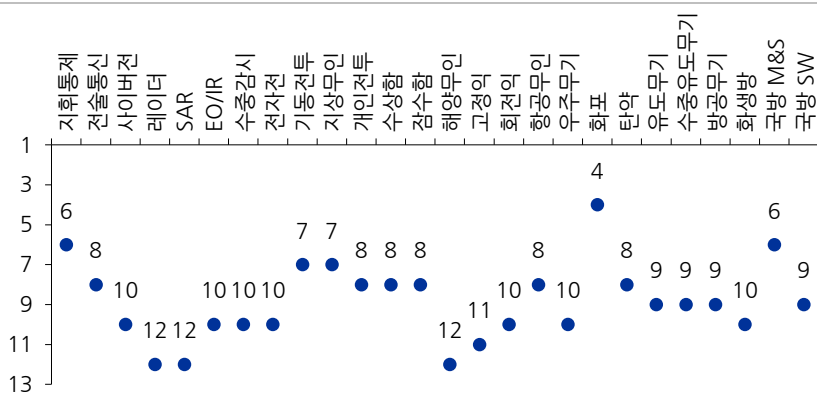
앞서 설명한 바와 같이, 늘어나는 무기 수요와 방산 수출 강국의 공급 제약 상황은 한국 방위 산업에 일생일대의 기회로 다가왔다. 한국은 북한의 위협에 대응하기 위한 무기 체계를 지속적으로 개발하고 고도화를 꾀해왔으며, 꾸준한 무기 수요 속 방위 산업의 생산 체제와 공급 라인도 잘 유지되고 있다. 이는 무기 체계의 성능뿐만 아니라 가격 경쟁력으로도 작용하며, 미국과 유럽에 이어 한국이 또 하나의 옵션으로 떠오르고 있는 것이다.

도표 121. 한국의 해외 방산 수출액 추이



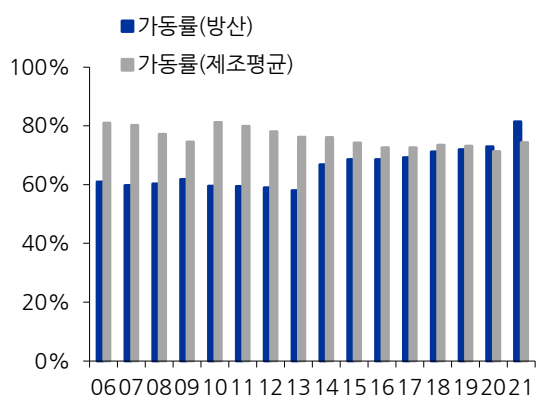
자료: 산업연구원, 유진투자증권

도표 122. 한국 분야별 기술 경쟁력 글로벌 순위



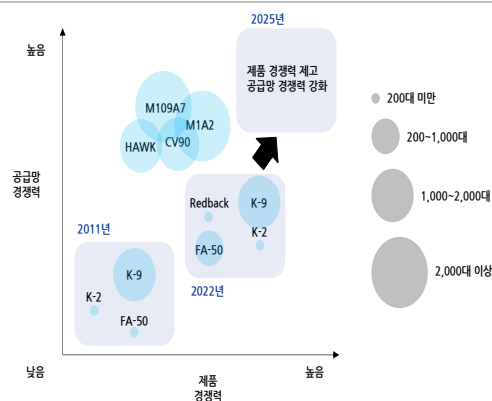
자료: 방위사업청, 유진투자증권

도표 123. 한국 방위산업 가동률 추이



자료: 방위사업청, 유진투자증권

도표 124. 한국 방산제품과 경쟁제품 경쟁력 비교



자료: 산업연구원, 유진투자증권

무기 수출에 있어서 제품의 가격과 성능도 중요하지만, 수출 대상국과의 관계도 무시할 수 없다. 과거 한국이 필리핀, 이라크 등에 성공적으로 무기 수출을 달성할 수 있었던 데에는, 해당 국가들이 어려운 상황에 처했을 때 한국군 파병 활동(아라우 부대 등)을 통해 국가 대 국가의 우호적 관계 및 신뢰 관계 형성이 선행되었기 때문이다. 그리고 호주 레드백 사업에서 최대 경쟁국인 독일과의 수주전에서 승리할 수 있었던 것도 체계 종합업체인 한화에어로스페이스가 현지 기업들과 적극적인 협력을 꾀하고 현지 생산 등 해당 국가의 경제에 기여할 수 있는 요소들을 다수 구축했기 때문이다. 한국의 또 다른 강점으로는 국가마다 군사 운용 방식이나 환경이 달라 커스터마이징에 대한 수요가 발생할 수밖에 없는데, 이에 유연하게 대응해줄 수 있다는 점을 꼽을 수 있다.

최근 해외 수주 증가에 따라 언제 또 추가 수주가 나올지에 대한 시장의 관심이 매우 높아지고 있지만, 방위 물자의 수출이라는 것은 단기간에 결정되는 것이 아니기 때문에 긴 호흡에서 지켜볼 것을 추천한다.

타 사업 대비 수주 과정이 투명하게 공개되었던 호주 K-9 사업과 레드백 사업을 참고해보면 '공고 - 입찰 - 성능평가 - 수주'의 5 년여 기간에 달하는 긴 과정을 거쳐왔다. 폴란드 수주의 경우, 외부 위협이 크게 증대되며 무기 수요에 대한 타임라인이 빨랐던 측면도 있지만, 사실 러시아-우크라이나 전쟁 이전부터 한국과는 K-9(Chassis)을 도입한 전례가 있고, K-2 도입에 대해서도 협의가 이루어져왔다는 점을 고려해야한다. 2022 년 전쟁 발생에 따라 무기 수요가 증가하고는 있지만, 예산 편성과 정상적인 무기 도입 과정을 고려하면, 10 년여 세월에 걸친 중장기적인 타임라인으로 진행될 것이다.

무기 체계별 전망

재조명 받는 지상 화력 무기 체계

그리고 이번 러시아-우크라이나 전쟁이 보여준 전쟁의 양상 속에서 다시 한 번 주목받고 있는 무기체계에 한국이 강점을 가지고 있다는 점도 기회로 작용하고 있다. 러시아-우크라이나 전쟁은 하이브리드 전쟁(재래식 무기와 첨단 무기의 혼합 사용)의 양상을 띠면서, 위성과 드론 등 첨단 기술들이 활약하는 동시에, **재래식 무기의 중요성이 재차 부각된 전쟁으로 평가받고 있다.**

이는 영토를 수복하거나 전쟁을 승리로 이끌기 위해서는 결국 지상전에서의 승리가 필요하고 이를 위해서는 전차와 곡사포 등 전통적인 무기체계가 필요하기 때문이다. 특히, 러시아 군의 항공 전력이 우크라이나 군 방공망에 걸려 격추되고(4.5 세대 전투기 Su-35 도 격추), 이로 인해 고가의 전략 무기 손실을 우려한 러시아가 전투기 투입을 주저하며 공중 우세가 확보되지 않아, **곡사포 등 전통 화력 무기를 통한 전선 우세 확보의 필요성이 더욱 높아졌다.** 쉽게 말해, 고도의 방공 시스템 보급에 따라 항공 접근 거부가 성립되었고, 과거 항공 전력에 의존했던 화력 투사를 지상 전력으로 돌리는 움직임이 나타나며 곡사포와 다연장 로켓포에 대한 관심이 높아지고 있는 것이다. 이번 러시아-우크라이나 전쟁에서 가장 많은 스포트라이트를 받은 무기 체계도 바로 화력 무기인 HIMARS(High Mobility Artillery Rocket System)이다. 1980년대부터 현재까지의 포병 관련 무기 체계 중 최근 자주포와 MLRS의 수요 비중이 높아지고 있는 상황이다.

도표 125. 드론 공격으로 파괴된 전차들



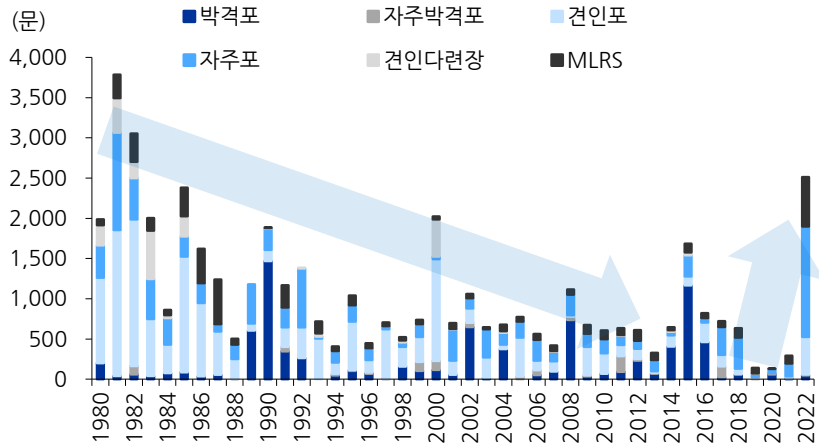
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 126. 23년 11월까지의 러시아군 손실 현황

319,820 ⁺⁶¹⁰ troops <small>(approx., to be confirmed)</small>	323 ⁺⁰ planes
10,174 ⁺⁶ APV	324 ⁺⁰ helicopters
10,134 ⁺⁷ vehicles and fuel tanks	1,564 ⁺¹ cruise missiles
5,439 ⁺⁰ tanks	588 ⁺⁰ anti-aircraft warfare
7,752 ⁺⁴ artillery systems	1,098 ⁺¹ special equipment
5,771 ⁺⁷ UAV	22 ⁺⁰ boats / cutters
899 ⁺⁰ MLRS	1 ⁺⁰ submarines

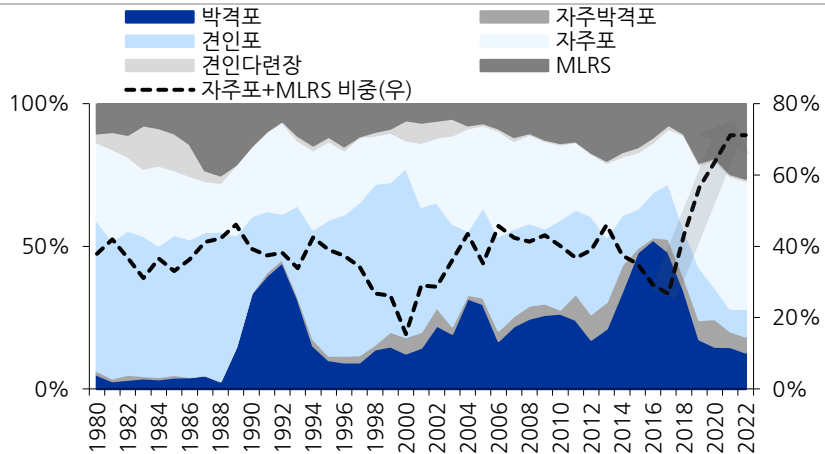
자료: Kyiv Independent, 유진투자증권

도표 127. 포병 무기 해외 거래 추이



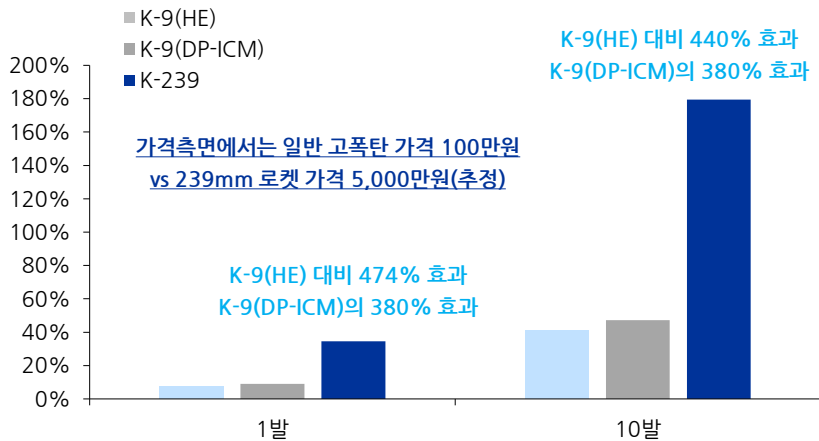
자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 128. 포병 무기 해외 거래 중 자주포&MLRS 비중 추이



자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 129. 자주포 VS MLRS 개활지 피해율 비교



자료: 유용원의 군사세계, 유진투자증권

예로부터 우스갯소리로 한국 국방부를 '포방부(포병+국방부의 조어)'로 표현할 만큼, 화력에 진심인 국가가 바로 한국이다. 한국은 글로벌 자주포 시장 점유율 1 등 무기인 K-9 자주포 개발국이기도 하다. K-9 자주포는 2022년 말 기준으로 1,787문이 운용되고 있으며, 이 가운데 626문이 해외로 수출되어(튀르키예 면허 생산 포함), 현대 중형 자주포 수출 시장 점유율 45%를 차지하고 있다. 현재까지 한국과 핀란드, 노르웨이, 에스토니아, 인도, 폴란드 등으로 수출되었으며, 최근 호주와 이집트와 수출 계약을 체결하며 운용 국가는 9개국으로 늘어났다.

제조사인 한화에어로스페이스는 2022년 수주한 폴란드 K-9 212문 중 현재까지 총 K-9GF 48문을 인도(국군용 전환 수출)했으며, 신조 생산된 K-9PL 18문도 2023년 10월에 출하되었다. 이로써 올해까지 전체 주문량의 30% 가량을 인도한 셈인데, 고객 수요에 발 빠르게 대응하고 있는 점이 인상적이다. 이는 K-9 개발 이후 지금까지 1,000여문 이상 생산 실적을 보유하고, 다년간 꾸준히 생산한 경험치에 기반하고 있다. 자주포 생산에 필요한 부품 공급망 유지와 K-9 제조 라인(생산 CAPA 연간 160문, 2024년 연간 240문으로 확장) 확충으로 향후 늘어나는 수요에도 유연한 대응이 가능하다는 것이 최대 강점이다.

해외 국가 판매 실적 중, 폴란드와 핀란드가 NATO 소속, 호주가 AUKUS 소속으로 대표적인 집단 안보 체제에 속한 국가에 판매 실적을 보유하고 있다는 점도 주목할 필요가 있다. 해당 안보 체제 아래 국가들과의 상호운용성과 탄 호환성 등이 확인되었다는 뜻으로도 볼 수 있으며, 주변 동맹 국가로의 추가적인 수출 가능성도 높게 점쳐진다. 앞으로도 루마니아와 영국 등 추가 수주를 통해 국내 유일의 해외 베스트 셀러의 입지를 더욱 견고히 다져나갈 것으로 기대된다.

K-9의 경쟁 제품(PzH 2000) 대비 약점으로 꼽히는 최대 사거리, 최대 항속거리, 발사 속도 등은 지속적인 탄 체계와 자주포 개량을 통해 극복해나갈 계획이다. 올해 탄 제조사인 풍산이 155mm 사거리 연장탄(최대 사거리 60km) 개발에 성공하며 2024년 전력화를 앞두고 있고, 155회 방위사업추진위원회에서 K-9A2 체계개발기본계획(안)이 확정되며 2027년까지 장전 자동화, 사격 속도 개선 등 또 한단계 성능이 향상될 것으로 기대된다.

도표 130. 현대화된 중형 자주포 운용 현황(22년 말 기준)

모델명	운용 문수	개발국	운용국가
K-9	1,787	대한민국	대한민국, 에스토니아, 핀란드, 노르웨이, 인도, 튀르키예, 폴란드 등
M109A6	486	미국	미국
M109A7	203	미국	미국
PzH 2000	298	독일	독일, 크로아티아, 그리스, 헝가리, 이탈리아, 리투아니아, 네덜란드, 카타르 등
CAESAR	290	프랑스	프랑스, 인도네시아, 모로코, 사우디아라비아, 태국, 우크라이나, 덴마크
Krab	115	폴란드	폴란드, 우크라이나
G-6	104	남아공	남아공, 오만, UAE
NORA-B-52	92	세르비아	세르비아, 방글라데시, 사이프러스, 케냐, 미얀마
ATOMOS 2000	68	이스라엘	아제르바이잔, 카메룬, 필리핀, 르완다, 태국, 우간다
SSPH-1	54	싱가포르	싱가포르
M-2000	45	슬로바키아	슬로바키아, 사이프러스, 우크라이나
BAE Archer	35	스웨덴	스웨덴
PCL-181	654	중국	중국, 파키스탄
PLZ-05	320	중국	중국
PLZ-45	105	중국	쿠웨이트, 사우디아라비아
2S19M2 Msta	300	러시아	러시아

자료: KIDA, 유진투자증권

도표 131. K-9 수출 현황 및 기대 파이프라인

국가	연도	초도(대)	후속(대)	비고
노르웨이	2017	24	4	-
인도	2017	100	*200	*200 문 추가 발주 가능성
핀란드	2017	48	48	-
에스토니아	2018	24	12	-
호주	2021	30	-	현지 생산
이집트	2022	200	-	현지 생산
폴란드	2022	212	*436	*2 차 계약 물량 436 대 예상(현지 생산) *23년 12월 4일 2차 물량 계약 공시(3.45 조원)
루마니아	*2023~2024	*54	*36	*1,2 차로 나뉘어 발주 예상
영국	*2024~2025	*116	-	*MFP 사업, AS90 대체
캐나다	-	-	-	*2023년 개최 K-9 유저 클럽 오퍼버 참여

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 132. 155mm 사거리 연장탄



자료: 유진투자증권

도표 133. K9A2 소개 영상 일부 발췌



자료: 국방TV, 유진투자증권

도표 134. K-9 및 주요 경쟁 제품 제원 비교

제품	K-9	PzH2000	M109A7
사진			
개발국가	대한민국	독일	미국
제조사	한화에어로스페이스	KNDS	BAE Systems
운용국가	대한민국, 핀란드, 인도, 에스토니아, 노르웨이, 호주, 이집트, 폴란드 등	독일, 크로아티아, 그리스, 이탈리아, 리투아니아, 네덜란드, 카타르, 우크라이나	미국
개발연도	1989 개발 착수 1994~6 시제기 완성 1999 운용	1987 개발 착수 1993 시제기 완성 1998 운용	1952~62 M109 개발 2014 M109A7 Low-Rate 초도생산 2018 M109A7 Full-Rate 생산
가격	40~50 억원	232 억원	140 억원
승무원(명)	5	5	5
중량(톤)	47	55	35.38
전장(m)	12	11.7	9.7
전폭(m)	3.4	3.5	3.9
전고(m)	2.73	3.4	3.7
최고속도(km/h)	67	60+	61
작전반경(km)	360	420	322
엔진	MT881 Ka500 디젤	MT881 Ka500 디젤	VTA-903-T600 디젤
엔진출력(마력)	1000	1000	600
변속기	[SNT 중공업]	HSWL 284C	
출력대비중량(마력/톤)	21.3	18.2	17.0
방호체계	155mm 탄 파편, 14.5mm AP 탄 및 대인지뢰 방호; 화생방 방호체계	화생방 방호체계; 기계실 자동소화장치 및 전투실 화재진압장치; 적응형 roof 보호체계;	
주무장	52 구경장 155mm 곡사포	[라인메탈] 52 구경장 155mm 곡사포	39 구경장 155mm 곡사포
발사 속도(지속/최대)	2~3 발/6~8 발 (*K9A2 4~6 발/9~10 발)	12 발/19 발	1 발/4 발
주무장 성능	최대사거리 40km (*사거리연장탄 적용 시 60km); 급속사격 15 초간 3 발; 3 분간 분당 6~8 발, 이후 분당 2 발; 자동사격통제체계; 사격 후 신속 진지 변환	최대사거리 54km (탄종에 따라 상이)	최대사거리 24~30km; 분당 4 발
주무장 탄약 적재량	48	60 * primed projectiles; 288 * 모듈형 장약	39

자료: 산업자료, 유진투자증권

K-9 과 더불어 화력 무기 체계로 천무(K-239)에도 주목이 필요하다. 천무는 과거 한국의 다연장 로켓포인 구룡을 대체하는 신형 다연장 로켓포 시스템으로 지난 2015 년에 전력화된 무기 체계이다. 천무는 발사대도 중요하지만 어떤 유도로켓을 활용하는지가 더 중요하다. 기본적인 사양인 230mm 유도로켓뿐 아니라, 구룡에 사용하던 130mm 로켓, 미군의 227mm 로켓도 운용이 가능하며, 향후 한국형 ATACMS 로도 불리는 KTSSM-II(전술지대지 유도무기, 600mm) 개발 완료 시 최대 290km 사거리까지 작전 운용이 가능하게 될 전망이다.

천무는 한국이 추진하고 있는 3 축 체계 중 KMPR(대량응징보복)의 핵심 무기체계로 향후 3차 양산 사업을 앞두고 있고(총 367문 운용 예상), 전력화 이후 5년 전후로 사우디아라비아와 UAE 에 수출되었을 뿐 아니라, 폴란드에서도 218 문을 수주하며 조기에 해외 수출 레코드를 쌓아가고 있다. 현재 루마니아와 노르웨이 등에서도 수주 가능성이 존재하며, 미국의 HIMARS, 이스라엘의 PULS 와 더불어서 글로벌 MLRS 시장의 주력 무기체계가 될 것으로 기대된다.

도표 135. 천무에서 발사되는 KTSSM



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 136. 폴란드에 인도된 천무



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 137. 천무 수출 현황 및 기대 파이프라인

국가	연도	초도(대)	후속(대)	비고
사우디아라비아	2021	-	-	사업 진행 중(세부 사항 비닉)
UAE	2021	-	-	사업 진행 중(세부 사항 비닉)
폴란드	2022	218	*72	2 차 사업 72 대 규모 추정
노르웨이	*2024	-	-	도입 가능성
루마니아	-	-	-	도입 가능성
스페인	-	-	-	다연장 로켓 도입 검토 중. 천무 vs PULS vs Astro II

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 138. 천무 및 주요 경쟁 제품 제원 비교

제품	K-239 천무	M142 HIMARS	M270 MLRS	PULS
사진				
개발국가	대한민국	미국	미국	이스라엘
제조사	한화에어로 스페이스; (차체) HD 현대인프라코어	Lockheed Martin; (차체) BAE Systems → Oshkosh Corporation	Lockheed Martin; Diehl BGT Defense; KMW; Aerospatiale-Matra	Elbit Systems
운용국가	대한민국, UAE, 사우디, 폴란드	미국, 요르단, 폴란드, 루마니아, 싱가포르, UAE, 우크라이나	미국, 영국, 튀르키예, 네덜란드, 일본 등	이스라엘, 아제르바이잔, 덴마크, 카자흐스탄, 르완다 (독일, 네덜란드, 스페인 예정)
개발연도	2009 개발 착수 2014 생산 개시	1996	1977 개발; 1983 실전배치; 2003 단종	-
가격	단차 30~40 억원; 239mm 유도로켓 발당 0.5 억원	단차 52 억원; M31 GMLRS 발당 2.2 억원	(미군용) M31 GMLRS 발당 1.3 억원 (수출) M31 GMLRS 발당 3~6.2 억원	네덜란드 사례 1500 만달러 스페인 사례 로켓 포함 3900 만달러
승무원(명)	3	3	3	-
전투중량(톤)	31	16.24	24	-
전장(m)	9	7	7	-
전폭(m)	2.9	2.4	3	-
전고(m)	3.3	3.2	2.6	-
최고속도(km/h)	80	94	64.4	-
항속거리(km)	450	483	483	-
사거리(km)	~290 (탄중에 따라 상이)	~499 (탄중에 따라 상이)	~300 (탄중에 따라 상이)	35~300 (탄중에 따라 상이)
장갑	STANAG 4569 Level 2	경장갑 (차체 장갑킷 A 형, B 형 존재)	-	-
주무장	하기 탄약체계 장전 및 발사 가능: 131mm K33 무유도 로켓*40; 230mm KM-26A2 무유도 로켓*12; 239mm 유도로켓*12; 400mm 전술 탄도미사일*4; [(주)한화] 600mm 전술 탄도미사일(KTSSM- II)*2	MLRS*6 또는 ATACMS*1 또는 PrSM*2	MLRS*12 ATACMS*2 또는 PrSM*4	Accular 122mm*18 (~35km) Accular 160mm*10 (~40km) EXTRA*4 (~150km) Predator Hawk*2 (~300km)

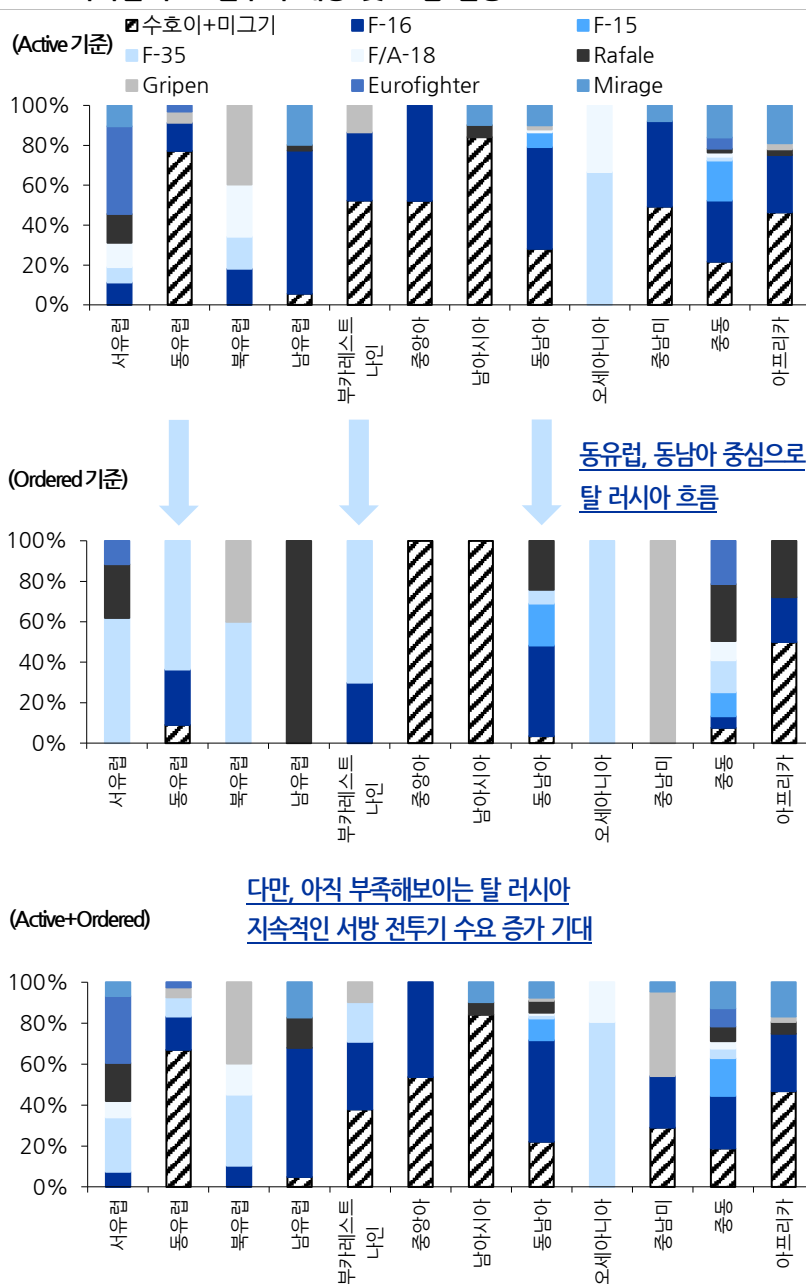
자료: 산업자료, 유진투자증권

전투기 교체 가속화 흐름

이번 러시아-우크라이나 전쟁에서 지상 화력 무기에 대한 관심이 높아졌지만, 결코 항공 전력의 가치가 줄어들었다고 볼 수는 없다. 여전히 전투기는 지상 전력의 CAS(근접항공지원), 공중 우세 확보, 적 주요 시설 타격 등 높은 활용 가치를 지니는 무기 체계이다. 전 세계적인 무기 수요 증가 흐름은 항공기 분야에서도 마찬가지로 영향을 미치고 있고, 그동안 고가의 항공 전력 확보에 소극적으로 나섰던 국가들도 항공 전력 확보에 여념이 없는 상황이다. 당사는 앞으로 항공 전력 분야에서는 **(1) 러시아제 전투기 교체 (2) 5세대 High급 전투기 수요 증가 (3) High급 전투기 훈련용 훈련기 수요 증가 흐름이 나타날 것으로 기대한다.**

현재 동유럽과 일부 아시아 국가들은 상당히 많은 수의 러시아제 전투기를 운용 중이다(MiG, Sukhoi). 러시아제 전투기들은 구 소련 시절 우수한 성능과 높은 가격 경쟁력을 바탕으로 세계 전투기 시장에서도 미국과 양대 산맥을 이루었지만, 최근 러시아-우크라이나 전쟁에서 전투기 성능 부족에 대한 리스크가 노출되었고, 전쟁 영향으로 기운용 국가들에 대한 군수 지원이 어려워지며, 글로벌 전투기 시장에서의 매력도가 크게 감퇴되는 상황이다. 특히 러시아와 국경을 맞대고 있는 동유럽 국가들(친 러시아 국가 벨라루스 제외)을 중심으로 서방제 전투기로의 교체가 가속화될 전망이다. 동유럽 국가 중 부카레스트 나인에 소속된 9개 국가의 러시아제 전투기 수는 100여대가 넘는 수준인데, 이미 서방제 전투기(F-16, F-35) 80여대를 주문하며 전환을 추진하고 있다. 부카레스트 나인은 모든 국가가 NATO에 소속되어 있는 상황이며, 향후 NATO군의 일원으로 합동 작전을 펼치기 위해서는 소속 국가들과의 항공 전력 상호 운용성을 갖출 필요도 있어 탈러시아 전투기 흐름은 필연적일 수 밖에 없다.

도표 139. 지역별 주요 전투기 채용 및 도입 현황



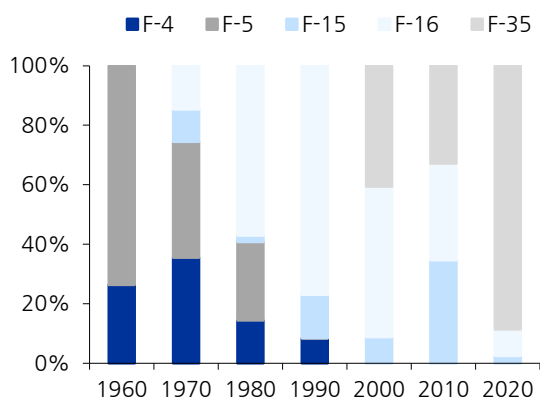
자료: 유진투자증권

현재 글로벌 전투기 시장에서 구매할 수 있는 5 세대급 전투기는 러시아와 중국 산을 제외하면 F-35 밖에 선택지가 없다. 주요 국가들은 기존에 운용하던 4 세대 전투기의 노후화와 운용 전략 관점에서 5 세대급 전투기로의 전환을 추진하고 있지만, F-35 를 미국이 아무 국가에게 판매하는 것도 아니고, 미국도 F-35 도입 속도가 계획대비 늦어지고 있어 물량에 여유가 있는 상황도 아니다. 미국은 지금 F-35 도입 지연+기존 전투기 노후화 진행으로 자국 영공 방어용으로 F-16V 업그레이드와 F-15EX 도입에 속도를 내고 있다.

4세대 베스트 셀러 전투기인 F-16이 과거 1980~90년대에 도입이 피크를 찍었던 점과 항공기 수명이 30~40년인 점을 고려하면, 해당 기종의 노후화 문제가 심각한 상황일 것으로 추정된다. 5세대 전투기로의 전환도 쉽지 않은 상황에서 중간 다리 4.5세대급 전투기로 일부 수요가 흘러가고 있는 상황이며, 프랑스의 라팔 전투기의 역주행이 이러한 상황을 대변하고 있다. 하지만, 라팔의 연 생산량이 향후 36대까지 늘어나더라도(현재 11대), 교체 대상에 꼽히는 1,000대 이상의 전투기 물량을 모두 소화하기는 어려울 것이라는 판단이다. F-16V, F-15EX도 이 모든 수요를 대응하기는 쉽지 않다.

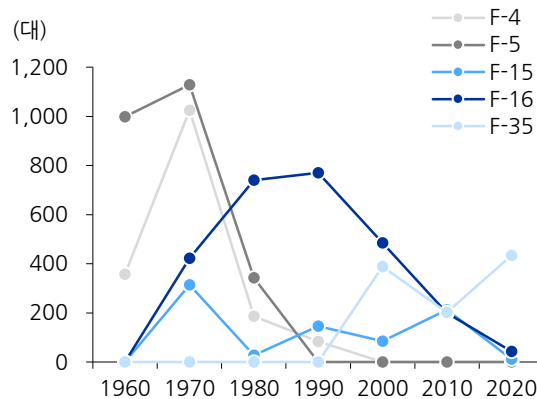
여기서 떠오르는 것이 바로 KF-21이다. 아직 잠정 전투용 적합판정을 받은 단계에 그치고 있지만, 내년부터는 본격적으로 Block 10의 초도 양산에 진입할 것으로 예정되어 있어, 상기의 라팔, F-16V, F-15EX 도입에 어려움을 느끼는 국가들에게는 또 하나의 대안이 될 가능성이 있다. KF-21은 Block 10에서 공대공 전투 능력을 갖추고 26년부터 예정된 Block 20에서 공대지 전투 능력을 확보한 후, 아직 미정이지만 Block 30에서 스텔스 기능을 갖추어 5세대급 전투기로의 진화적 개발 단계를 거칠 예정이다. 물론, 아직 개발이 완료되지 않은 점은 리스크 요인이지만, 성공적으로 개발을 완수하고 국내 양산 배치와 공동 개발국인 인도네시아 납품 레코드를 쌓아간다면 늘어나는 노후기 교체 수요에 대응할 수 있는 경쟁력 있는 또 하나의 옵션이 될 것으로 기대된다.

도표 140. 시기별 주요 미국산 전투기 거래 비중



자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 141. 주요 미국산 전투기 거래 추이



자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 142. 국산 초음속 전투기 KF-21 개발 일지

국산 초음속 전투기 KF-21 '보라매' 개발 일지

2022년

7월 19일 KF-21 시제 1호기, 33분간 첫 비행. 최고 속도 약 400km/h

11월 10일 시제 2호기, 35분간 첫 비행. 최고 속도 약 407km/h

2023년

1월 5일 시제 3호기, 37분간 첫 비행. 최고 속도 370km/h

1월 17일 시제 1호기 56분간 고도 약 1만2,200m 비행, 마하 1.0(약 1,224km/h)으로 첫 초음속 돌파

2월 20일 시제 4호기, 34분간 첫 비행. 최고 속도 370km/h

3월 4일 시제 3호기, 능동형전자주사식위상배열(AESA) 레이더 탑재 첫 시험비행. 최고 속도 약 610km/h

9일 시제 3-4호기, 야간비행 시험 비행 성공

28일 중거리 공대공 미사일 미타어 시험탄 무장분리시험 성공

4월 5일 시제 2호기, AIM-2000 단거리 공대공미사일 시험탄 무장분리시험 성공

5월 15일 KF-21, '집중 전투용 적합 판정' 획득

2024년

KF-21 최초 양산 계획

2026년

'최종 전투용 적합' 판정 획득 및 허반기부터 공군에 인도 계획

저피탐(스텔스) 기술 적용

- 최대 속도 마하 1.81(2,200km/h)
- 항속거리 2,900km
- 무장 탑재량 7.7t
- 최대추력(생발엔진) 44,000 lb

포리날개 도장 보라매형상 시제 1호기(단좌)

보라매형상 2호기(단좌)

상승 항공기 3호기(단좌)

상승 항공기 4호기(복좌)

5호기(단좌)

위장 도색 6호기(복좌)

***복좌형:** 조종석 2명 탑승, 내부 연료탱크 공간 등 일부 변경의 단좌와 동일형상

능동전자주사식위상배열(AESA) 레이더 안테나에 약 1,000개의 소형 송수신 장치 장착. 공중-지상-해상 등 다수 목표를 동시 탐지 추적

연말뉴스 자료: 방위사업청, 한국항공우주산업(KAI)

반종빈 기자 20230516

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 143. KF-21 성능 개량 전망

구분	KF-21 Block 10	KF-21 Block 20	KF-21 Block 30
개발연도	~2026 체계개발 2026 하반기부터 공군 인도 계획 2024~2028 양산	2026~2028 개발 예정	2030 년경
업그레이드 사항	n/a	AESA 레이더 업데이트 → 공대지/공대함 임무범위 확대 운용가능무장 추가	내부무장창 탑재, 돌출센서의 내장화 (피탐성 ↓)

자료: 유진투자증권

도표 144. 전투기 세대 구분 방법

세대 구분	특징	대표기종
1 세대	제트 추진	F-80, Me 262
2 세대	후퇴익, 거리탐지용 레이더, 적외선 미사일	F-86, MiG-15
3 세대	초음속, 펄스 레이더, BVR 사격	F-105, F-4, MiG-17, MiG-21
4 세대	펄스-도플러 레이더, 고기동성, 룩다운-숏다운	F-15, F-16, Mirage 2000, MiG-29
4+세대	높은 기민성, 센서 퓨전, 신호 저감	Eurofighter Typhoon, Su-30, F-16 및 F/A-18 개량형, Rafale
4++세대	AESA, 신호 저감, (일부) 능동 스텔스(파형 상쇄), (일부) 초음속 순항	Su-35, F-15SE
5 세대	내부무장창을 통한 전방위 스텔스, 극도의 기민성, 풀 센서 퓨전, 항전 장비 통합, 초음속 순항	F-22, F-35

자료: Air Force Magazine(2009), 유진투자증권

도표 145. KF-21 및 주요 경쟁제품 제원 비교

제품	KF-21	F-16 Block 70/72	F-15EX Eagle II	Rafale	Su-35S
사진					
개발국가	대한민국	미국	미국	프랑스	러시아
제조사	KAI	LOCKHEED MARTIN	Boeing	DASSAULT	KnAAZ
운용국가	개발 중 (한국, 인도네시아)	미국, 바레인, 슬로바키아, 대만 등	미국, 인도네시아 등	프랑스, 이집트, 카타르, 인도, 그리스 등	러시아, 중국, 이란
개발연도	2015~2026 년	2015 년 초도비행	2021 년 초도비행	1990 년대	2012 년 전력화
가격	6500 만달러 (TBD)	7000 만달러	9400 만달러	1.05 억달러	4000~6500 만달러 8000 만달러+ (수출)
탑승인원(명)	1~2	1	1~2	1~2	1
중량(톤)	12.0	9.2	14.5	10	19.0
최대이륙중량(톤)	25.6	21.8	37.0	24.5	34.5
전장(m)	16.9	15.0	19.5	15.3	21.9
전폭(m)	11.2	9.4	13.1	10.9	15.3
전고(m)	4.7	5.1	5.6	5.3	5.9
최고속도(km/h)	2,200 (1,400mph) (마하 1.82)	1500mph	마하 2.5	마하 1.8	마하 2.25
Ferry Range(km)	2,900	-	4,800	3,700	4,500
Combat Range(km)	1,000	-	1,272	1,852	-
엔진	[GE] F414-GE-400K 쌍발 (한화에어로 라이선스 생산)	[GE] F110-GE-129 터보팬 (Block 70) [PW] F100-PW-229 (Block 72)	[GE] F110-GE-129 터보팬 쌍발	[Snecma] M88-2 터보팬 쌍발	AL-41F1S 터보팬 쌍발
하드포인트(개)	10	11	12	14	12
기총	1x 20mm M61A2 기관포	1x 20mm M61A2 기관포	1x 20mm M61A1 기관포	1x 30mm GIAT 30/M791 기관포	1x 30mm Gsh-30-1 기관포

자료: 유용원의 군사세계, 유진투자증권

전투기 교체 흐름과 함께 훈련기의 교체 또한 예상된다. 훈련기 시장에서는 최근 미국의 공군 훈련기 사업(APT)에 선정된 보잉의 T-7A 를 제외하고는 고등 훈련기 분야에서 새로운 기종이 나오지 않았다. 동시에 4.5~5 세대급 전투기로 진화가 이루어지면서, 훈련기에 대한 요구 성능 또한 높아질 수밖에 없었는데, 현재 **대다수 국가들이 운용하는 노후 훈련기로는 4.5~5 세대급 훈련에 활용하기가 어려울 수밖에 없어 신규 고등 훈련기 수요가 커질 것으로 예상된다.** F-35 기종 훈련에 운용 비용이 높은 F-35 를 활용하는 것은 수지타산이 안 맞기 때문이다.

여기에 가장 유력한 후보 기종으로 떠오르고 있는 훈련기는 한국항공우주의 T-50/TA-50 이다. T-50 계열 항공기는 과거 1997년부터 체계개발을 거쳐 2005년에 전력화된 한국 최초의 초음속 항공기이다. T-50 계열 전투기는 TA-50(전술훈련 입문기), FA-50(경공격기) 등 다양한 파생형 기종을 보유하고 있으며, 이미 인도네시아, 이라크, 필리핀, 태국, 폴란드, 말레이시아에 해외 수출 레퍼런스를 보유한 신뢰도가 높은 기종이다. 미국 록히드마틴과 공동 개발한 배경이 있어, F-16, F-35 등 미국 전투기와도 높은 호환성을 자랑한다. 한국항공우주는 올해 연초 중장기 비전 발표회에서 T-50 계열 1,000 대 판매 목표를 내세웠으며, 실제로 한국 무기 체계 중에서도 가장 다양한 국가로 수주 파이프라인을 확보하고 있다.

T-50 계열 중 경공격기 버전인 FA-50 은 진화적 발전 개념을 적용하여 공식적이지는 않지만 Block 10, Block 20 으로 지속 성능 개량이 추진되고 있는 것으로 파악된다. 특히, 폴란드와 말레이시아에 판매 예정인 FA-50 의 경우 Block 20 급 성능을 갖추고 있는 것으로 알려져 있는데, 가장 큰 특징은 그동안 사용했던 기계식 레이더를 AESA 레이더로 교체하여 BVR 전투(Beyond Visual Range)가 가능해지며, 초계/훈련/공대공/공대지 전투가 가능한 멀티롤 전투기로서의 면모를 갖추게 되었다는 것이다. 이에 따라 무기 획득 예산이 여유가 없으나 항공 전력 확보가 필요한 국가는 FA-50 에 관심을 보일 수밖에 없으며, 향후 글로벌 항공 전력의 대표적인 로우급 전투기로 주목받을 가능성이 높다고 판단한다.

도표 146. 골든 이글 패밀리(T-50 계열)



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 147. T-50 계열 수출 현황 및 기대 파이프라인

국가명	최초 계약연도	기종	초도	후속
인도네시아	2011	T-50i	16 대	6 대
이라크	2013	T-50IQ	24 대	-
필리핀	2014	FA-50PH	12 대	*12 대
태국	2015	T-50TH	4 대	10 대
폴란드	2022	FA-50GF/PL	48 대	-
말레이시아	2023	FA-50M	18 대	*18 대
이집트	*2024~2025	FA-50	*36~100 대	-
미국	*UJTS 2025	UJTS(해군 고등훈련기)	*UJTS 145~220 대	-
	*ATT 2026	ATT(공군 전술훈련기)	*ATT 128~344 대	-
	*TSA 2026	TSA(해군 전술훈련기)	*TSA 64 대	-
우즈베키스탄	*2024~2025	FA-50	*00 대	-
콜롬비아	*2024~2025	FA-50	*~24 대	-
페루	*2024~2025	FA-50	*~24 대	-
슬로바키아	*2025	FA-50	*10 대	-
불가리아	*2026	TA-50	*00 대	-

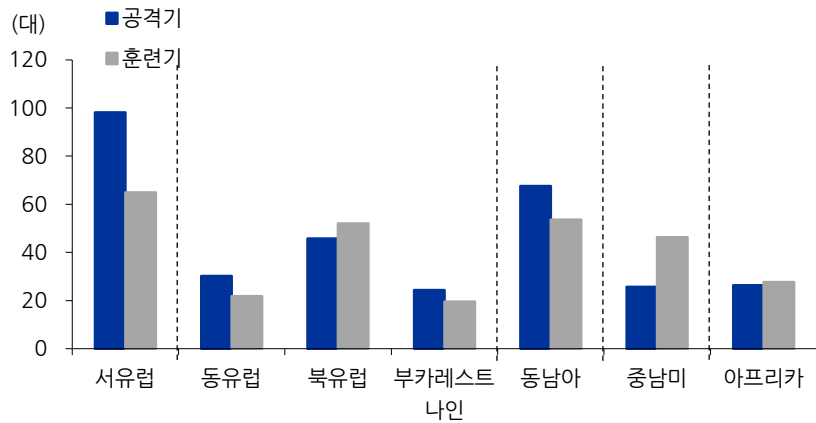
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 148. T-50 계열 성능 개량 전망

구분	T/FA-50 Block I (T-50 계열 공통적용)	T/FA-50 Block II
업그레이드 사항	임무컴퓨터(IMDC), HUD, 조종간(CSA), 비행제어컴퓨터(FLCC) 국산화 대화면시현기(LAD), 예비 비행기기(SFI) 적용 내장형 탑재훈련장비 및 외장형 훈련장비(ACMI) 통합 300 Gal 연료탱크 장착 기체 기골점검 및 수명연장 자동지상충돌회피(GCAS), 공중충돌회피(TCAS), 저고도 지형추적(TF), 자동자세회복(PARS) 기능 적용	(TA-50) RWR, CMDS 신규 장착 (4 매거진) (FA-50) CMDS 추가 장착 (2→4 매거진) 공중급유장치 스나이퍼 포드 공대공 BVR, HMD+HOB AN/AAQ-33 Sniper EOTGP 와 레이저유도폭탄 GBU-54 Paveway-II, 국산 중거리 공대지유도탄 통합 AESA 레이더로 교체





자료: 유진투자증권

도표 149. 지역별 공격기 및 훈련기 평균 대수(지역 전체 보유 ÷ 국가 수)



자료: 유진투자증권

도표 150. FA-50 및 주요 경쟁제품 제원 비교

제품	FA-50	Yak-130	M-346	L-15
사진				
분류	경공격기	고등훈련기 겸 경공격기	고등훈련기	고등훈련기 겸 경공격기
개발국가	대한민국	러시아	이탈리아	중국
제조사	KAI	Yakovlev (개발) Irkut	Alenia Aermacchi	Hongdu Aviation Industry Corp.
운용국가	대한민국, 필리핀(FA-50PH), 폴란드(FA-50PL) 인도네시아(T-50i), 이라크(T-50IQ), 태국(T-50TH)	러시아, 알제리, 방글라데시, 벨라루스, 리비아, 카자흐스탄, 미얀마, 베트남	이탈리아, 이스라엘, 폴란드, 싱가포르	중국, 베네수엘라, 파키스탄
개발연도	2013년 공군 도입	1996 초도비행 2009 운용	2004 초도비행	1998 개발 착수 2006 초도비행
가격	4,000 만달러 (≒ 539 억원)	1,500 만달러 (≒ 202 억원)	2,000 만유로 (≒ 284 억원)	3,600 만달러 (≒ 485 억원)
탑승인원(명)	2	2	2	
중량(톤)	6.5	4.6	4.6	4.96
최대이륙중량(톤)	12.2	9	9	9.5
전장(m)	13.14	11.245	11.49	12.27
전폭(m)	9.45	9.72	9.72	9.48
전고(m)	4.82	4.76	4.98	4.81
최고속도	마하 1.5	1060km/h	1,090km/h	마하 1.4 (1,715km/h)
최대항속거리(km)	1,852; 외부연료탱크 부착 시 2,592	2,000	외부연료탱크 2 기 부착시 2590	3,100
엔진	[GE] F404-GE-102 단발 터보팬	AI-222-25 쌍발 터보팬	[Honeywell] F124-GA- 200 쌍발 터보팬	Ivchenko Progress AI- 222K-25F afterburning 쌍발 터보팬
엔진추력	17,700 파운드	2,500kg x 2	2,850kg x 2	-
설계하중	-3G~+8G	-3G~+8G	-3G~+8G	-
전자전 능력	EL/M-2032 레이더; Link-16 전술 데이터링크; RWR/CMDs;	-	-	-
하드포인트(개)	7 (2x 윙팁; 4x 주익 하부; 1x 동체 하부)	9	9	-

자료: 산업자료, 유진투자증권

창과 방패의 싸움

무기 체계는 창과 방패와 같다는 표현을 한다. 공격 무기가 있다면, 응당 이에 대응할 수 있는 방어 체계가 필요하기 때문이다. 무기 체계는 과거로부터 공격과 방어 체계가 끊임없이 상호작용하면서 발전해왔다고 볼 수 있다.

러시아-우크라이나 전쟁에서 HIMARS 에 이어 가장 활약한 무기로 꼽히는 무기는 바로 재블린(Javelin)이다. 미국의 휴대용 대전차 화기로서 러시아-우크라이나 전쟁 초기에 우크라이나 군의 효과적인 전선 방어에 크게 기여한 무기 체계이다. 이와 더불어 드론(특히, 중고도 공격형 드론/MALE UCAV)이 본격적으로 운용되면서 주목받았는데, 현재 전장에서 정밀폭격/전장감시정찰/화력유도 등의 다용도로 드론이 활용되는 추세이다.

재블린과 드론에 가장 많은 피해를 당한 것이 바로 전차와 같은 지상 장갑 무기 체계이다. 드론의 경우 RCS(레이더 반사 면적)가 작아 방공 시스템을 무력화할 수 있고, 체공 시간도 27 시간으로 길어 방어망이 취약한 곳에 침투하여 효과적인 작전 임무 수행이 가능해, 방어 시스템을 뚫고 들어온 드론이 전차 또는 장갑차에 폭탄을 투하하여 파괴되는 사례가 다수 발생했다. 재블린과 같은 대전차 화기는 Fire & Forget(발사 후 망각) 방식에 전차의 취약한 상부를 타격하는 공격 방식을 채택하고 있어, 아군 인력의 생존성을 높이면서 효과적인 전차 진격의 억지와 전선 방어를 수행할 수 있었다.

도표 151. RCS(레이더 피탐 면적) 비교

구분	RCS(m ²)
F-16	1.5+
F-22	0.0001
F-35	0.0005
Rafale	2.0+
Gripen	1.5+
Su-57	1.0+
J-20	0.025
J-31	<1.0
TB-2(UCAV)	0.1~1.0

자료: 유진투자증권

도표 152. 대전차 미사일 개요



자료: 언론보도, 유진투자증권

이러한 상황 속에서 전차와 같은 전통적인 중장갑 무기 체계에 대한 무용론이 불거졌으나, 결국 이러한 위협에 대응할 수 있는 방어 체계 또한 지속적으로 발전하고 있음을 잊어서는 안된다. 러시아-우크라이나 전쟁에 투입된 전차의 대부분은 T-72 등 구 소련 시절에 사용하던 2~3 세대급 구형 전차로 현대적인 방어 체계가 없었지만, 최근 미국의 M1 전차와 이스라엘의 Merkava 전차 등에는 대전차 미사일 방어를 위한 최신형 능동 방호 체계(하드킬 방식의 트로피 시스템)가 장착되어 활용되고 있으며, 이 외에도 RCWS(무인 포탑), 대공 미사일 장착, 레이저 무기, 전자전 장비 등 각종 방어 체계에 대한 고민이 이루어지고 있다. 한국도 이미 능동 방호 체계에 대한 기술을 확보하고, 올해 3 월에는 한화시스템과 국방기술진흥연구소가 지향성 방해장비(DirCM)와 하드킬 방식을 혼합한 다중 위협체 대응 지능형 능동 방호 기술 과제 계약을 체결하며, 지속적인 전차 방어 시스템 발전을 추구하고 있다.

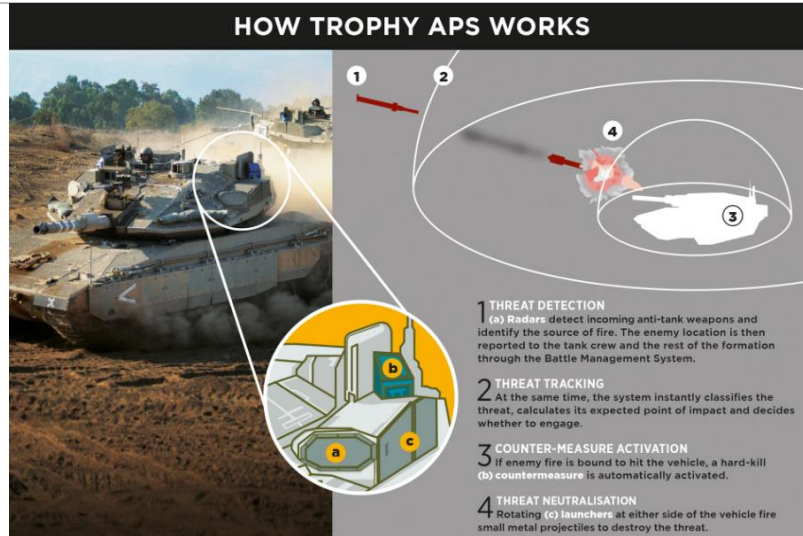
전차는 과거 1 차 세계대전에서 참호전으로 교착 상태에 빠진 전선을 타개할 수 있었던 핵심 무기 체계였으며, 여전히 기동성/화력/생존성을 제공하는 핵심적인 지상 전력이다. 향후 4세대 전차로 발전하면서 방어 능력을 더욱 보강하고, 높은 화력을 갖춘 무기 체계가 될 것이다. 한국은 전차 무용론 등 여러 논란 속에서도 폴란드로 K-2 전차의 첫 해외 수출이라는 쾌거를 이루어냈다. 앞서 설명한 바와 같이 폴란드의 우크라이나에 대한 대규모 전차 지원에 따른 전력 공백 발생으로 신속한 전차 보충이 필요한 가운데, 주요 경쟁사들의 공급 부족 상황으로 한국이 기회를 잡은 것이다. K-2 전차는 이번 유럽 및 나토국에 대한 레퍼런스 확보를 토대로 지속적인 유럽 등 해외 국가로의 수출을 추진하고 있으며, 현재 루마니아, 오만 등 추가 수주 가능성이 존재한다.

도표 153. 미국이 정리한 현대 전차에 처한 위협 환경



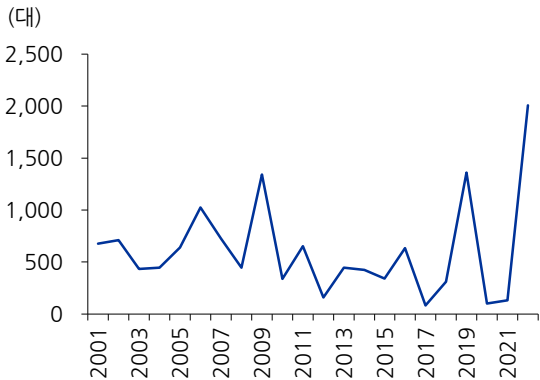
자료: 언론 보도, 유진투자증권

도표 154. 이스라엘의 트로피 시스템(능동 방호 시스템)



자료: 언론 보도, 유진투자증권

도표 155. 글로벌 전차 거래 추이



자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 156. 한국 차세대 전차 K-3 이미지



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 157. K-2 수출 현황 및 기대 파이프라인

국가명	최초 계약연도	초도	후속	비고
폴란드	2022년	180대	*820대	*현지생산
루마니아	-	*250대	-	-
오만	-	*76대	-	*계약 보류 중
이집트	-	-	-	-

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 158. K-2 전차 및 주요 경쟁 제품 제원 비교

제품	K-2 흑표	Leopard 2A7V	Leclerc	M1A2 Abrams	Altay	Challenger 3
사진						
개발국가	대한민국	독일	프랑스	미국	튀르키예	영국
제조사	현대로템	KNDS	Nexter	GDLS	BMC 오토모티브	RBSL
운용국가	대한민국, 폴란드	독일, 스위스, 스페인 등 19 개국	프랑스, UAE, 요르단	미국, 쿠웨이트, 사우디 등	튀르키예	영국
개발연도	2014 실전배치	2019 실전 배치	1992 실전 배치	실전배치	2019 양산형 공개	2027 생산 및 실전배치 계획
가격	80~110 억원	178~205 억원	223 억원	115 억원 이상	180 억원	챌린저 2 → 3 업그레이드 88 억원
승무원(명)	3	4	3	4	4	4
중량(톤)	55	66.5	Series 3(XXI) 57.4	SEPV2 64.6	65	66
최고속도(km/h)	70	70	71	67	65	60
항속거리(km)	450	450	550	426	450	-
엔진출력(마력)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
전투중량(톤)	56	67.5	Series 3(XXI) 58	SEPV2 71.2; SEPV3 73.6	-	-
출력대비중량 (마력/톤)	27.3	22.6	Series 3(XXI) 26.1	SEPV2 23.2	23.1	22.7
장갑	전/측면 복합장갑 강철장갑 반응장갑 모듈장갑 등	-	균질압연장갑; AZUR 복합장갑	(미군용) 열화우라늄 장갑 (수출용) 일반 복합장갑	-	복합 장갑 신형 모듈러 장갑
방호체계	지뢰 방호 능력 능동방어체계 및 대응체계 화생방 방호체계	화생방 방호체계	화생방 방호체계	-	능동방호체계; 화생방 방호체계	능동방호체계(트로피)
주무장	[현대위아] 55 구경장 120mm CN08 활강포	[라인메탈] 55 구경장 120mm 활강포	52 구경장 120mm 활강포	44 구경장 120mm 활강포 M256	[MKE] 55 구경장 120mm 활강포	[라인메탈] 120mm 활강포
주무장 탄약 적재량	40 발 (자동급탄장치 16 발, 예비적재 24 발)	42 발	40 발 (자동급탄장치 22 발, 적재 18 발)	42 발	40 발	-

자료: 산업자료, 유진투자증권

앞서 설명한 재블린과 같은 대전차 유도 로켓은 물론, 전투기와 탄도 미사일의 위협에도 대응할 수 있는 방공 미사일 체계와 같은 방어 무기 체계의 경우, 기술적 난이도가 매우 높다. 위협 표적을 탐지하고 추적하는 동시에 정확하게 타격하여 파괴 또는 무력화시킬 필요가 있기 때문이다.

한국은 그동안 북한의 기갑 전력을 저지할 수 있는 보병 전력 강화를 위한 대전차 유도 미사일 현궁과 미사일 위협 등에 기인하는 KAMD(한국형 미사일 방어 체계) 구축의 일환으로 중장거리 지대공 미사일인 천궁을 개발했다. 처음부터 수출을 염두에 두고 개발한 무기들은 아니겠지만, 이러한 방어 무기에 대한 자체 기술력을 확보한 결과, 해외에서 해당 무기 체계에 대한 수요가 발생했을 때 한국이 유력한 선택지로 떠오를 수 있었던 것이다.

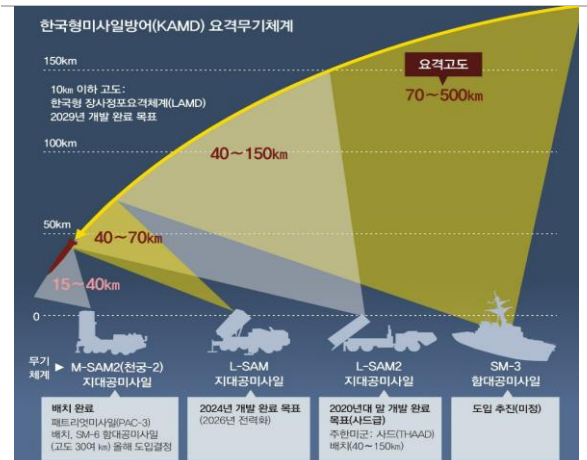
한국의 대전차 유도 미사일인 현궁은 정확한 정보는 알려지지 않았지만 일부 중동 국가로 수출이 이루어진 것으로 파악되며, 항공기/미사일 방어 체계인 천궁(M-SAM) 또한 지난 2022년 초 UAE로부터 수주를 달성하고, 올해는 사우디아라비아로부터의 신규 수주 기대감이 커지고 있는 상황이다. 중동 내 주요 국가인 사우디와 UAE는 과거로부터 미국에서 많은 무기 체계를 구매해왔지만, 예멘 내전을 이유로 미국에서 무기 수출을 동결하자 그동안 미국에 편중되어 있던 무기 공급망을 다변화할 필요성이 제기되었고, 한국이 그 수혜를 입었다.

도표 159. 중동에서 포착된 현궁



자료: X, 유진투자증권

도표 160. 한국형 미사일 방어 체계 개요



자료: 언론보도, 유진투자증권

새로운 수출 신화를 이끌어갈 함정 분야

한국 방산 수출에 대한 관심이 지상 및 항공 무기 체계에 집중되고 있지만, 함정 분야도 다수의 수출 사례를 가지고 있는 효자 분야인 점을 잊지 말아야한다. 향후 **한국 방산은 함정 수출이라는 새로운 기회를 맞이하게 될 것으로 기대된다.**

해군의 역할은 전시/평시 적 함정에 대한 대응 및 억지 외에 해상 교통로 안전 확보, 적 미사일 및 비행체에 대한 감지/탐지 등 다양하다. 과거 전장에서는 함정의 전투 상대가 적 수상함 및 잠수함에 초점이 맞추어져 있던 것과 다르게 현대 전장에서는 작전 개념이 다중 영역 작전(MDO, Multi Domain Operations)으로 변화하고 있는 만큼, 함정에 지상 및 항공 자산과의 연계를 통한 전력 투사 능력을 갖출 것을 요구하고 있다. 대표적으로는 이지스함과 SLBM 탑재 잠수함 등 적 미사일 또는 항공기를 탐지/추적/요격, 장거리 공격 능력(스탠드 오프 미사일)을 운용할 수 있는 함정이 있다.

한국은 현재 KDX(구축함), KDDX(구축함), FFX(호위함), KSS(잠수함) 사업을 통해 지속적으로 함정 기술 국산화 및 고도화를 추진 중이다. 올해 11월에 진수된 정조대왕급 구축함의 경우 탄도 미사일 요격 기능을 갖추며 이지스 시스템이 한층 고도화되었으며, 잠수함의 경우 도산안창호급 잠수함에 AIP(공기불요추진시스템) 및 VLS(수직발사시스템)를 장착해 세계 수준의 작전 성능을 갖추게 되었다.

현재 아직 건조 기업이 결정되지 않은 KDDX 6 척(24년 상세설계 및 선도함 계약 예상) 및 KDX-III Batch II 3번함 건조 계약이 남아있어 내수 방산 파이프라인이 충분히 존재하는 가운데, 폴란드와 캐나다, 필리핀 등 다수의 함정 수출 이야기까지 진행되고 있어, K-방산의 해외 수출 신화를 이어갈 주역으로 함정 분야에 대한 관심이 높아질 것으로 기대된다.

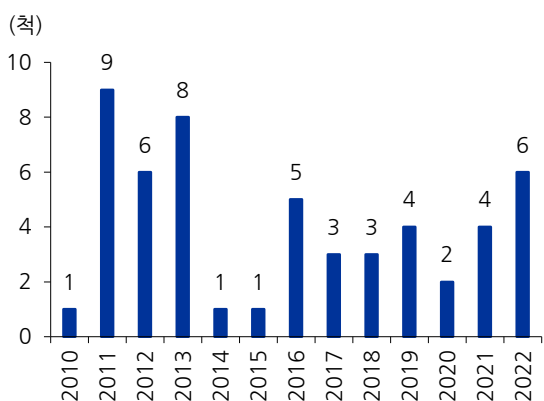
또 한 가지 함정 분야에서 주목할 점은, 함정이 복잡한 시스템으로 구성된 복합 무기 체계이기 때문에 함정에 탑재되는 다수의 시스템 또는 무기류, 탄약에 대한 낙수 효과 또한 지켜볼 필요가 있다는 점이다. 과거 함정 사업 초기에는 주요 시스템의 경우 외산 제품을 채용했지만, 지속적으로 국산화율을 올려가고 있는 상황이다. 이에 따라 종합 체계업체인 한화오션 및 HD 현대중공업과 더불어 Tier 1 서브 시스템 업체인 한화시스템(전투 체계, 레이더)과 LIG 넥스원(소나 체계, 무기류)의 수혜 또한 충분히 기대해볼 수 있을 것으로 예상된다.

도표 161. 한국 함정 수출 사례

국가	종류	주문 연도	수량
필리핀	순찰선박	2022	6
필리핀	호위함	2021	2
필리핀	초계함	2021	1
필리핀	초계함	2017	1
필리핀	호위함	2016	2
필리핀	상륙함	2014	1
필리핀	고속정	2004	2
필리핀	고속정	1995	5
필리핀	고속정	1993	12
인도네시아	잠수함	2019	3
인도네시아	상륙함	2017	1
인도네시아	상륙함	2004	4
인도네시아	상륙함	2000	1
인도네시아	잠수함	2011	3
인도네시아	상륙함	1981	2
인도네시아	상륙함	1979	4
인도네시아	미사일 고속정	1976	4
방글라데시	고속정	2000	2
방글라데시	호위함	1998	1
방글라데시	OPV	1995	1
말레이시아	OPV	2011	2
말레이시아	OPV	1983	2
베트남	초계함	2017	1
베트남	초계함	2016	1
미얀마	상륙함	2018	1
태국	호위함	2013	1
동티모르	고속정	2011	3
카자흐스탄	고속정	2005	3
인도	OPV	1987	7
페루	초계함	2021	1
페루	고속정	2018	2
페루	초계함	2015	1
페루	고속정	2013	4
페루	상륙함	2012	2
콜롬비아	초계함	2019	1
콜롬비아	고속정	2013	2
콜롬비아	초계함	2011	1
베네수엘라	군수지원함	1999	1
베네수엘라	상륙함	1982	4
에콰도르	고속정	2020	2
노르웨이	군수지원함	2013	1
영국	군수지원함	2012	4
뉴질랜드	군수지원함	2016	1
뉴질랜드	군수지원함	1986	1
이집트	초계함	2016	1
가나	고속정	2010	1
라이베리아	고속정	1989	1
이란	상륙함	1984	3
합계			113 척

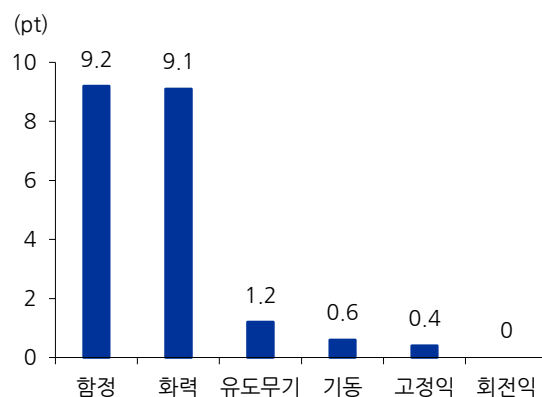
자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 162. 연도별 해외 함정 수주 추이



자료: SIPRI, 유진투자증권

도표 163. 무기체계별 한국 RCS(무기 비교우위) 현황



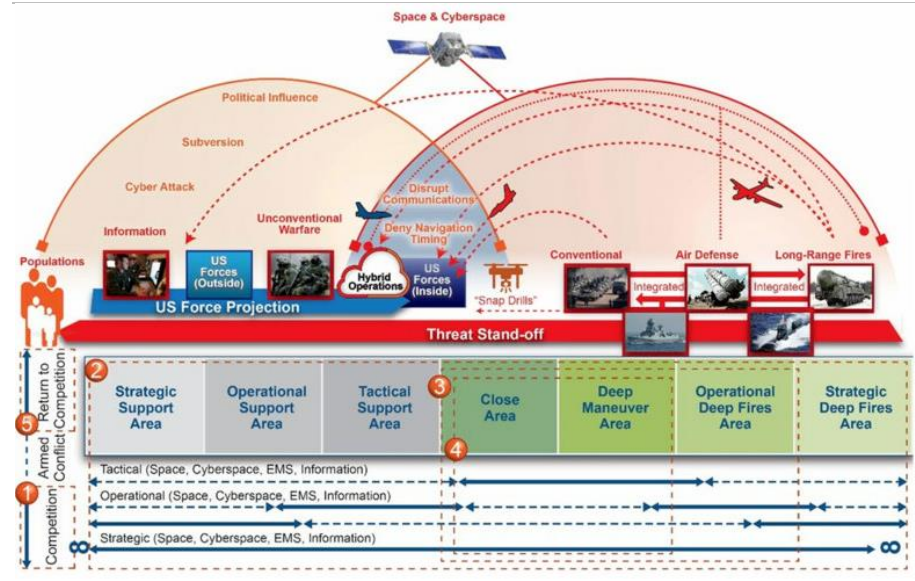
자료: 산업연구원, 유진투자증권

도표 164. 주요 수상함 개요

구분	종류	배수량	임무
전투함	항공모함 (CV/Aircraft Carrier)	>30,000	항공기 탑재/이착륙, 정비/보급, 관제/통신 시설 등을 갖춘 바다위의 비행장
	순양함 (CG/Cruiser)	>10,000	원거리 단독임무 수행가능
	구축함 (DD/Destroyer)	3,000~10,000	대공/대함/대잠작전 독자 수행 가능한 다목적 전투함
	호위함 (FF/Frigate)	1,500~3,000	수송함/상륙함의 호위임무 수행, 연안 대공/대잠전 대응
	초계함 (PCC/Corvette)	1,000	연간 경비/초계 임무 수행, 대함/대공/대잠/대기뢰전 수행
	고속정 (Patrol Craft)	200~500	불법어로 감시 및 밀입국 감시 등, 기동력 뛰어나 근접전투 유리
지원함	상륙전함 (LPD, LHA, LSM 등/ Amphibious Ship)	9,000~25,000	상륙작전을 위한 지휘통제, 병력 수송, 군수보급 지원 등
	기뢰전함	400~3,000	기뢰 부설, 탐색, 소해
	지원함	2,000~4,000	유류/식품/탄약/수리부속 등 지원

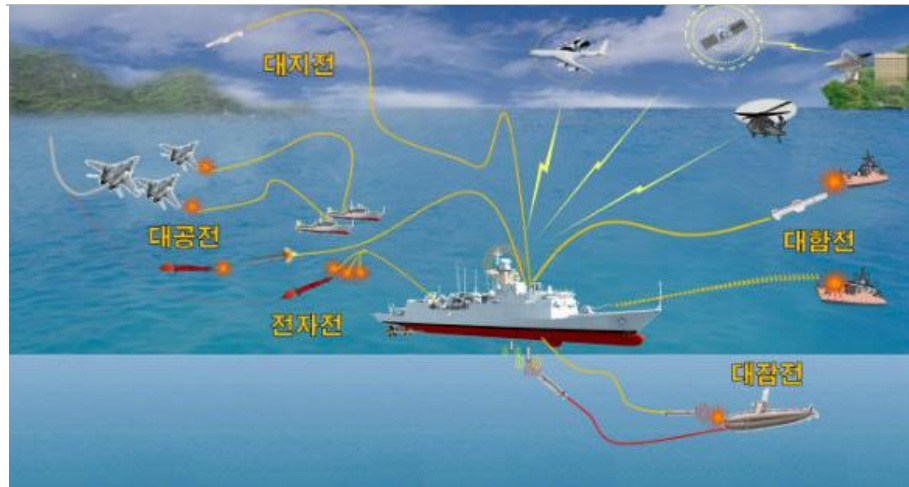
자료: 무기체계학(김문조, 신경원), 유진투자증권

도표 165. 미군의 다영역 작전(MDO) 구상



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 166. 다양한 임무를 수행하는 함정 플랫폼



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 167. 한국 함정 도입 사업 현황

명칭	내용	세부
KDX	한국형 구축함 사업	<ul style="list-style-type: none"> 1980년대 이후 추진. 해군 현대화 목표. 경하 배수량 3천~7천톤급 KDX I(광개토대왕급)/II(충무공이순신급)/III(세종대왕급)까지 완료. 현재 KDX III-Batch II 사업 진행 중(정조대왕급) KDX III 부터는 이지스 시스템을 도입. Batch II에서는 탄도 미사일 요격 능력까지 확보
KDDX	한국형 차기 구축함 사업	<ul style="list-style-type: none"> 2011년 소요 결정, 경하 배수량 6천톤급(만재 8천톤). *미니 이지스함 선체(스텔스 설계), 전투체계, 다기능 레이더(AESA MFR), 무장(KVLS, 해공, CIWS 등) 등 엔진을 제외하고 대부분 국내 기술로 건조 2023년까지 기본 설계 완료 후, 2024년 이후 상세 설계 및 선도함 건조 추진(총 6척)
FFX	한국형 차기 호위함 사업	<ul style="list-style-type: none"> 1970년대 이후 지속 건조 중(울산급 - 인천급 - 충남급). 경하 배수량 1천~3천톤급 필리핀 OPV 6척 수출
KSS	한국형 차세대 잠수함 사업	<ul style="list-style-type: none"> 1980년대 이후 지속 건조 중(장보고급 - 손원일급 - 도산안창호급). 배수량 1천~3천톤급 도산안창호급(KSS III-Batch I)에는 AIP(공기불요추진체계) 및 VLS(수직발사체계) 등 장착 KSS III-Batch II에는 리튬이온전지 탑재 예정(고속 기동/수중 작전 지속 능력 개선), 소나 체계와 전투 체계도 개선 추진 캐나다, 폴란드, 인도, 필리핀 등 해외 수출 추진

자료: 유진투자증권

도표 168. 한국의 첨단 이지스함, 정조대왕함

정조대왕함 주요 장비 및 무장

경하톤수: 8200t
기존 이지스함(7600t)보다 적 공격으로부터 함정 보호하는 스텔스 성능 강화

MH-60R 해상작전헬기
최대이륙중량: 약 10t
비행속도: 시속 약 330km
항속거리: 약 700km
어뢰, 공대함유도탄·잠수함탐색레이더, 소노부이, 디핑소나 등

유도탄 수직발사대 (한국형 수직발사체계-II)

- SM-6 탄도탄 요격미사일
- 사거리: 약 240~460km
- 요격고도: 약 34km
- 현무-3 순항미사일 (함대지 순항미사일)
- 사거리: 500~1500km
- 오차범위: 5m 이내
- 장거리 대잠어뢰(홍상어)
- 사거리: 약 19km
- 어뢰를 유도탄에 탑재해 이지스함-잠수함 등에서 발사

다기능위성 배열레이더, 5인치 함포

최신 이지스 전투체계
北 탄도미사일 탐지·추적·요격 모두 가능 (기존 이지스함은 탐지·추적만 가능)

통합형 소나 (수중음파탐지)체계
1번함(정조대왕함) 포함해 2028년까지 총 3척

길이 170m, 폭 21m

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 169. 한국의 첨단 잠수함, 도산안창호함(배치 2)

잠수함 도산안창호함 SLBM 최초 발사 시험 성공

톤수	3,000t	특징	• 디젤 / 납축전지 + 공기불요추진체계(AIP), 수중 잠항 기간 증가
길이	83.5m		• 장비 국산화 비율 76% 달성
폭	9.6m		• 전력화 훈련 및 작전수행능력 평가 후 2022년 8월 계 실전 배치
최대속력	37km/h (20노트)		
승조원	50여 명		
주요무장	어뢰, 기뢰, 유도탄 등 유사시 전략적 타격 임무 수행 가능		
운영국가	SLBM은 현재 미국, 러시아, 중국, 영국, 프랑스, 인도에 이어 한국 7번째 운용		

자료/ 해군

SLBM '현무 4-4'
'현무 2B' 기반으로 개발 (사거리 800km 이상)

콜드런치 (cold launch)
잠수함 손상을 막기 위해 고압 가스를 이용한 사출 후 엔진을 점화시켜 발사하는 방식

1. 물 밖으로 미사일 사출
2. 미사일 추진체 점화

도산안창호함 KSS-III
수직 발사관 6개, 길이 83.5m

연암뉴스

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 170. KDX 사업 서머리

구분	선체 번호	함명	진수	인수	취역	건조사
KDX-I	DDH 971	광개토대왕	1996-10-28	1998-07-24	1998-07-27	대우조선해양
	DDH 972	을지문덕	1997-10-16	1999-08-30	1999-09-01	대우조선해양
	DDH 973	양만춘	1998-10-19	2000-06-30	2000-07-01	대우조선해양
KDX-II	DDH 975	충무공이순신	2002-05-22	2003-12-01	2003-12-02	대우조선해양
	DDH 976	문무대왕	2003-04-11	2004-09-30	2004-10-04	현대중공업
	DDH 977	대조영	2003-11-12	2005-06-30	2005-07-01	대우조선해양
	DDH 978	왕건	2005-05-04	2006-11-09	2006-11-10	현대중공업
	DDH 979	강감찬	2006-03-16	2007-10-01	2007-10-02	대우조선해양
	DDH 981	최영	2006-10-20	2008-09-03	2008-09-04	현대중공업
KDX-III	DDG 991	세종대왕	2007-05-25	2008-12-22	2008-12-22	현대중공업
	DDG 992	율곡이이	2008-11-14	2010-08-31	2010-09-01	대우조선해양
	DDG 993	서애류성룡	2011-03-24	2012-08-31	2012-09-03	현대중공업
KDX-III Batch II	DDG 995	정조대왕	2022-07-28	2024년 11월*	2024년*	현대중공업
	DDG 996	-	2024년 예정	2026년 예정	-	현대중공업
	DDG 997	-	2025년 예정	2027년 예정	-	현대중공업

자료: 유진투자증권

도표 171. FFX 사업 서머리

구분	선체번호	함명	진수	인수	취역	건조사
FFX Batch I	FFG 811	인천	2011-04-29	2013-01-15	2013-01-16	현대중공업
	FFG 812	경기	2013-07-18	2014-10-31	2014-11-03	현대중공업
	FFG 813	전북	2013-11-13	2014-12-31	2015-01-05	현대중공업
	FFG 815	강원	2014-08-12	2015-12-31	2016-01-06	STX 조선해양
	FFG 816	충북	2014-10-23	2016-01-20	2016-01-26	STX 조선해양
	FFG 817	광주	2015-08-11	2016-11-09	2016-11-10	STX 조선해양
FFX Batch II	FFG 818	대구	2016-06-02	2018-02-01	2018-03-06	대우조선해양
	FFG 819	경남	2019-06-21	2020-12-31	2021-01-04	대우조선해양
	FFG 821	서울	2019-11-11	2021년	2021년 7월	현대중공업
	FFG 822	동해	2020-04-29	2021-11-03	2021-11-10	현대중공업
	FFG 823	대전	2021-05-03	2022-12-21	2023-02-27	대우조선해양
	FFG 825	포항	2021-09-08	2023-02-28	2023-03-06	대우조선해양
	FFG 826	천안	2021-11-09	2023년	2023-05-19	현대중공업
	FFG 827	춘천	2022-03-22	2023-10-24	2023-10-26	현대중공업
FFX Batch III	FFG 828	충남	2023-04-10	2024년 예정	-	HD 현대중공업
	FFG 829	-	2024-11-30	2026년 6월*	-	SK 오션플랜트
	FFG 831	-	-	2026년 12월*	-	SK 오션플랜트
	FFG 832	-	-	2027년*	-	SK 오션플랜트
	FFG 833	-	-	-	-	한화오션
	FFG 835	-	-	-	-	한화오션

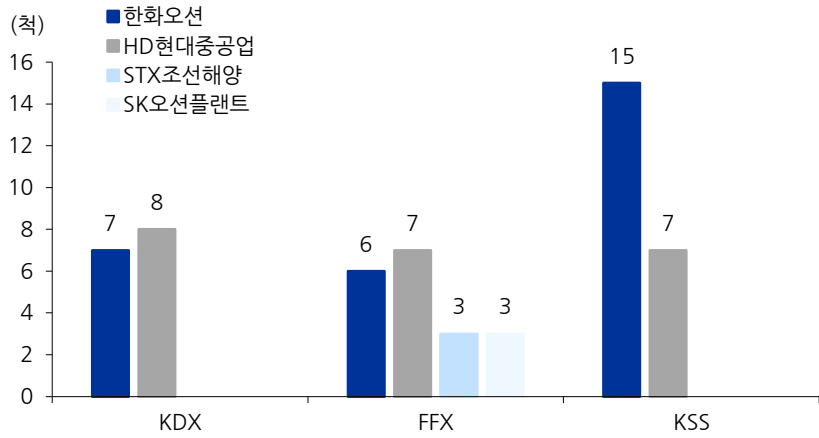
자료: 유진투자증권

도표 172. KSS 사업 서머리

구분	선체번호	함명	진수	인수	취역	건조사
KSS-I	SS 061	장보고	1991-09-12	1992-10-14	1993-06-01	HDW
	SS 062	이천	1992-10-12	1994-04-30	1994-05-20	한화오션
	SS 063	최무선	1993-08-07	1995-02-27	1995-02-28	한화오션
	SS 065	박위	1994-05-21	1995-08-30	1995-08-31	한화오션
	SS 066	이종무	1995-05-17	1996-08-30	1996-08-31	한화오션
	SS 067	정운	1996-05-07	1997-08-29	1997-08-30	한화오션
	SS 068	이순신	1998-05-21	2000-01-31	2000-02-01	한화오션
	SS 069	나대용	1999-06-09	2000-11-30	2000-12-01	한화오션
	SS 071	이역기	2000-05-26	2001-11-30	2001-12-01	한화오션
KSS-II	SS 072	손원일	2006-06-09	2007-12-26	2007-12-28	현대중공업
	SS 073	정지	2007-06-13	2008-11-28	2008-12-02	현대중공업
	SS 075	안중근	2008-06-04	2009-11-30	2009-12-01	현대중공업
	SS 076	김좌진	2013-08-13	2014-12-30	2014-12-31	한화오션
	SS 077	윤봉길	2014-07-03	2016-06-17	2016-06-20	현대중공업
	SS 078	유관순	2015-05-07	2017-07-10	2017-07-11	한화오션
	SS 079	홍범도	2016-04-05	2018-01-19	2018-01-23	현대중공업
	SS 081	이범석	2016-11-08	2019-05-09	2019-05-13	한화오션
	SS 082	신돌석	2017-09-07	2019-12-17	2020-01-31	현대중공업
KSS-III	SS 083	도산안창호	2018-09-14	2021-08-13	2021-08-13	한화오션
	SS 085	안무	2020-11-10	2023-04-20	2023-04-26	한화오션
	SS 086	신채호	2021-09-28	2024년 4월*	-	현대중공업
KSS-III Batch II	SS 087	-	2025년 4월*	2026년*	-	한화오션
	SS 088	-	-	2028년*	-	한화오션
	SS 089	-	-	-	-	-

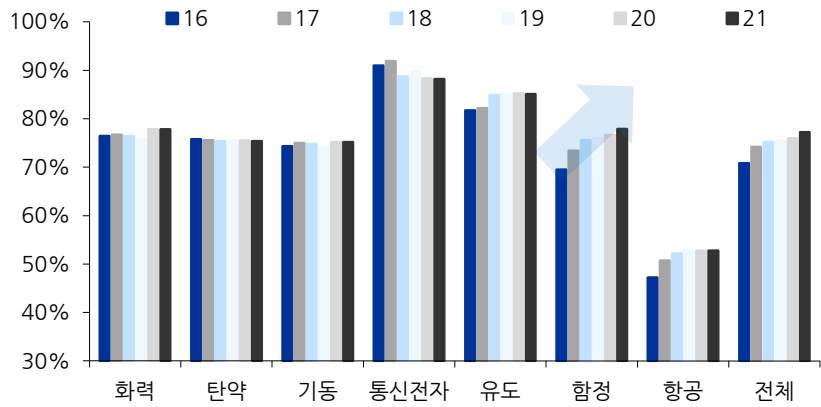
자료: 유진투자증권

도표 173. 한국 조선사별 KDX/FFX/KSS 수주 현황



자료: 유진투자증권

도표 174. 지속적으로 국산화율을 높여가는 함정 체계



자료: 방위사업청, 유진투자증권

도표 175. 함정 관련 서브 시스템 및 무기류 주요 계약 내용(LIG 넥스원, 한화시스템)

계약명	계약 상대	시작	종료	계약금액(십억원)
LIG 넥스원 - 소나 체계 및 무기류 강점				
함대함유도탄 5 차 양산 외 5 항목	방위사업청	2023	2027	220.57
중어뢰-II 2 차 양산	방위사업청	2022	2027	319.81
경어뢰-II 체계개발	방위사업청	2022	2029	154.86
함정용 전자전장비-II 체계개발사업	방위사업청	2022	2029	267.17
대함유도탄방어유도탄 2 차양산	방위사업청	2022	2027	350.80
소나체계	대우조선해양	2021	2028	68.42
자항기뢰 후속양산	방위사업청	2021	2023	84.42
근접방어무기체계(CIWS)-II 외 15 항목	방위사업청	2021	2030	304.00
구축함(KDDX) 소나체계 예인소나 송수신장비 시제	국방과학연구소	2020	2029	48.15
구축함(KDDX) 소나체계 체계통합/함상장비 시제	국방과학연구소	2020	2029	48.64
장보고-I 성능개량 후속양산	대우조선해양	2020	2024	78.93
중어뢰-II 최초양산	방위사업청	2020	2022	87.35
소나체계	대우조선해양	2019	2027	114.29
대함유도탄방어유도탄 최초양산	방위사업청	2019	2023	75.55
자재거래개별계약	현대중공업	2019	2023	65.52
장거리대잠어뢰(홍상어) 3 차 양산	방위사업청	2018	2021	49.19
자항기뢰	방위사업청	2018	2021	72.22
광개토-III Batch-II 통합소나체계 체계종합/함상장비 시제	국방과학연구소	2016	2024	68.59
전술함대지유도탄	방위사업청	2015	2019	98.93
한화시스템 - 함정 분야 전투 체계 및 레이더, C4ISR 강점				
울산급 배치 3 후속함(2~6 번함) 전투체계	방위사업청	2023	2028	399.20
LINK-22 함정/육상 16 종 체계개발 사업	방위사업청	2022	2029	209.47
검독수리-B 배치 2 전투체계(CFCS, EOTS)	방위사업청	2022	2027	58.60
대형수송함 1 번함 성능개량 체계 개발(전투체계)	HJ 중공업	2022	2027	58.08
대형수송함 1 번함 성능개량 체계 개발(대공레이더)	HJ 중공업	2022	2027	55.38
국내 수상함 전투체계 외주정비	해군군수사령부	2022	2025	90.41
구축함(KDDX) 전투체계 다기능위상배열레이더 시제	국방과학연구소	2020	2029	302.28
구축함(KDDX) 전투체계 체계 종합 및 전투관리체계	국방과학연구소	2020	2029	236.45
잠수함 전투체계	방위사업청	2019	2027	64.95
PKX-B 후속함	한진중공업	2019	2022	53.90

자료: 무기체계학(김문조, 신경원), 유진투자증권

해양 패권을 두고 싸우는 미국과 중국, 한국에 수혜?

다른 무기 체계와 마찬가지로 함정에 대한 수요가 늘어날 것이라고 보는 배경에는 중국의 위협 증대가 가장 큰 요인으로 작용하고 있다.

중국은 최근 빠른 속도로 함정 숫자를 늘려가고 있는 상황이다. 왜 중국이 해군력에 막대한 투자를 하고 있을까? 이에 대한 해답은 바로, 해군 현대화를 통해 대양해군(藍色海軍, blue water navy)을 건설하여 해양 패권을 확보하기 위함이다. 지난 2019년 중국의 국방 백서를 살펴보면, 그동안 중국이 추구해왔던 근해 방어 중심의 해양 전략에서 근해 방어(近海防禦)와 원해 호위(遠海護衛)로 수정된 점을 확인할 수 있다. 기본적으로 중국은 1~2 도련선이라는 경계선을 설정하여 해당 지역 내로 위협 국가의 근해 진입을 억지하기 위한 A2/AD(Anti-Access/Access Denial) 전략을 채택하고 있는데, 해당 국방 백서에서 언급된 표현은 이러한 수세적인 태세에서 조금 더 공세적인 전략으로 변경되어 아시아와 인도양 등 원해에서도 중국의 해상 통제 능력을 확보하겠다는 뜻으로 읽혀진다. 과거 중국이 내세운 일대일로 구상에서 제시한 해양 실크로드 구축에서 이러한 중국의 원해에 대한 패권 확보의 의지를 엿볼 수 있다.

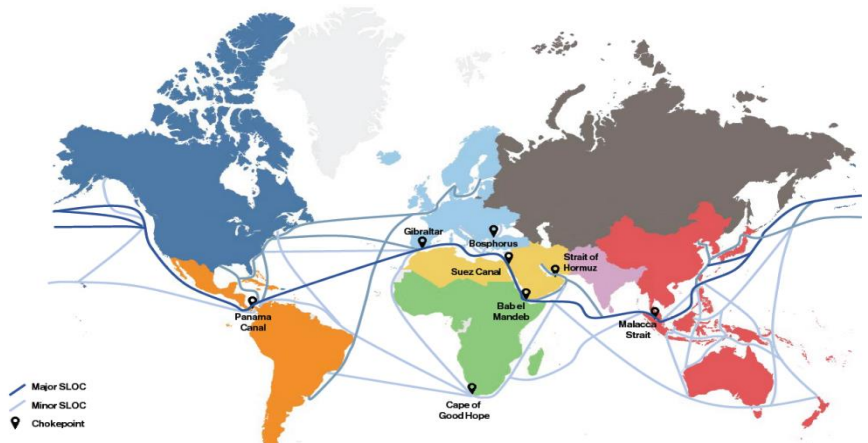
중국은 상기 목표를 달성하기 위해 지속적으로 항모를 건조하여 배치하고 있고, 이 외에도 기타 수상함 전력 및 핵잠수함을 포함한 잠수함 숫자도 지속적으로 늘리고 있다. 지난해 언론 보도 등을 통해 중국의 장난 조선소에서 15척의 함정을 동시 건조할 수 있다는 내용들이 전해지기도 했는데, 중국은 이미 해양 강대국인 미국의 함정 건조 능력을 뛰어넘었다는 평가가 중론이다. 중국의 군함 건조 조선소는 후동중화조선소 등 민간 선박에도 강점을 지니는 조선소들로, 민간 분야에서 습득한 조선 기술을 군함 건조에도 십분 활용하고 있다.

도표 176. 중국의 해양 진출 전략



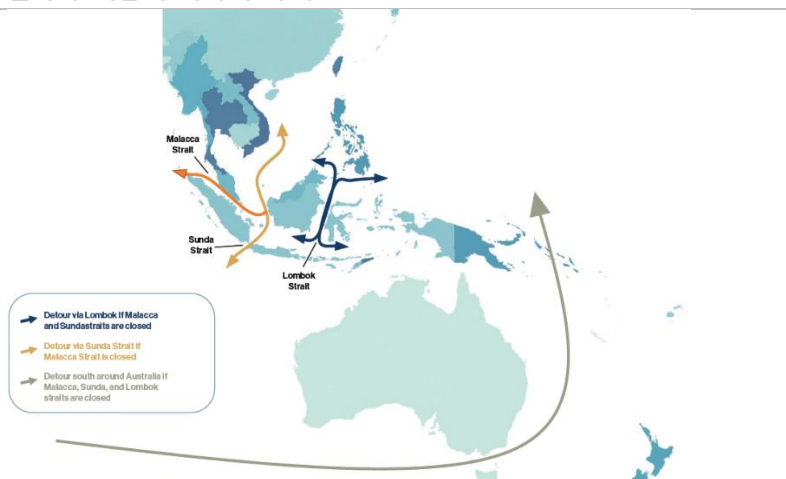
자료: INSS, 유진투자증권

도표 177. 해상 교통로와 주요 요충지(Choke Point)



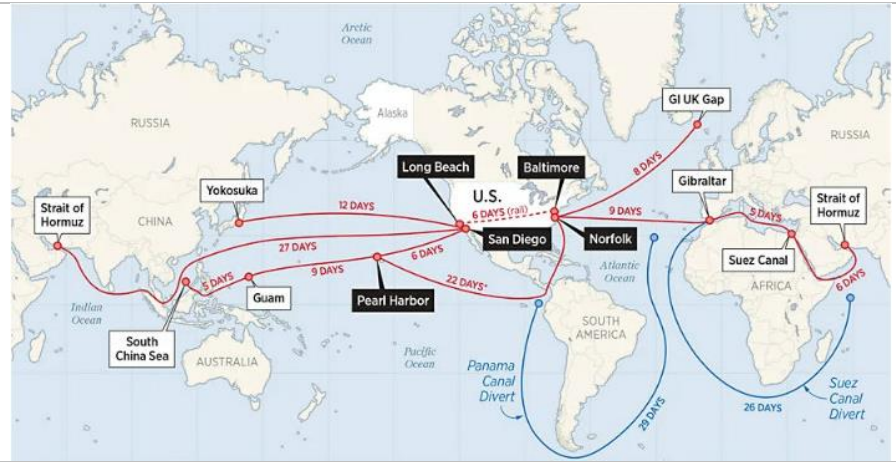
자료: HCSS, 유진투자증권

도표 178. 말라카 해협 봉쇄시 우회 경로



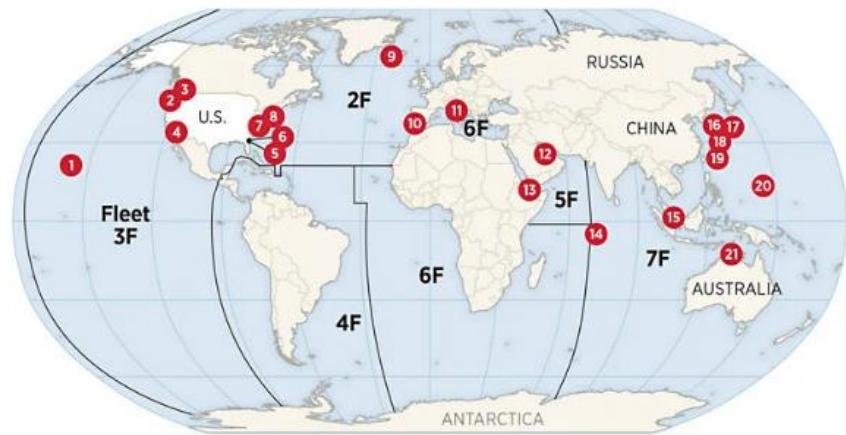
자료: HCSS, 유진투자증권

도표 179. 미 해군 주요 지역/노선별 항해 소요 시간



자료: Heritage, 유진투자증권

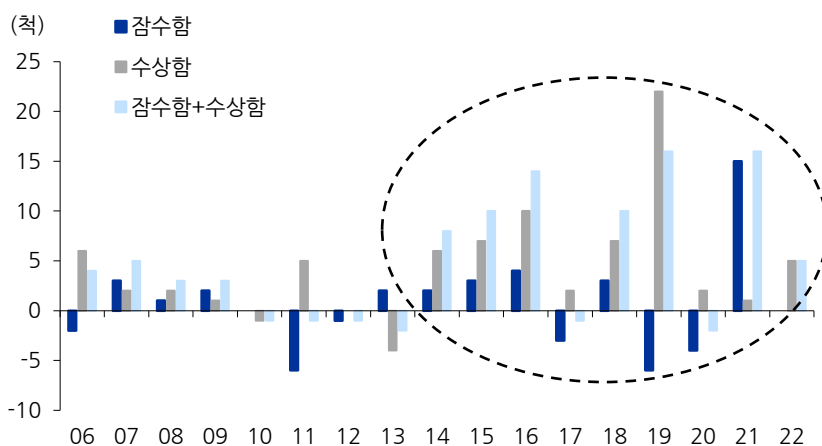
도표 180. 미 해군 기지 설치 현황
Key U.S. Naval Installations



- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 1 Joint Base Pearl Harbor-Hickam, HI
U.S. Pacific Fleet headquarters 2 Naval Base Kitsap 3 Naval Station Everett, WA 4 Naval Base San Diego and Naval Base Coronado, CA
U.S. Third Fleet headquarters 5 Naval Station Mayport, FL
U.S. Fourth Fleet headquarters 6 Naval Submarine Base King's Bay, GA 7 Naval Base Norfolk and Joint Expeditionary Base Little Creek, VA
U.S. Fleet Forces Command and U.S. Second Fleet headquarters 8 Naval Submarine Base New London, CT 9 Keflavik, Iceland—Expeditionary Maritime Operations Center 10 Naval Station Rota, Spain 11 Naval Support Activity Gaeta, Italy
U.S. Sixth Fleet headquarters | <ul style="list-style-type: none"> 12 Naval Support Activity, Bahrain
U.S. Fifth Fleet headquarters 13 Lemonnier, Djibouti—Camp Lemonnier 14 Diego Garcia—Navy Support Facility Diego Garcia 15 Singapore—Commander Logistics Group Western Pacific 16 Busan, South Korea—Fleet Activities Chinhae Navy Base 17 U.S. Fleet Activity Yokosuka, Japan
U.S. Seventh Fleet headquarters 18 U.S. Fleet Activity Sasebo, Japan 19 Okinawa, Japan—Naval Base White Beach 20 Naval Base Guam—Navy Expeditionary Force Command Pacific headquarters 21 Darwin, Australia—Marine Rotational Force Darwin |
|---|--|

자료: Heritage, 유진투자증권

도표 181. 중국 함정 체계별 연도별 순증가 현황



자료: CRS, 유진투자증권

도표 182. 중국 내 주요 조선소



자료: CSIS, 유진투자증권

도표 183. 중국 장난 조선소 생산 능력 확장 현황(위성 촬영)



자료: CSIS, 유진투자증권

도표 184. 중국의 A2/AD 전략에 활용할 수 있는 주요 무기체계

구분	이미지	내용
ASBM (Anti-Ship Ballistic Missile)	<p>DF-26</p> 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 중국은 2개 종류의 해상전력 공격 가능 지상 기반 탄도미사일 보유 ■ DF-21D(~1,500km), DF-26(~4,000km) ■ IRBM, Road Mobile, 핵탄두 장착 가능 ■ 2020년 남중국해에서 시험 발사 및 함정 공격 성공. ■ 미 항모 공격 수단 ■ 수직 발사 가능 YJ-21 극초음속 ASBM 배치 가능성도 제기(2022/4).
잠수함	<p>Yuan 급</p>  <p>Shang 급</p>  <p>Jin 급</p> 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 중국의 잠수함은 대부분 디젤 추진 방식. 소수의 핵잠수함 보유 ■ 중국 국방부는 잠수함 전력의 현대화에 높은 우선순위를 부여 ■ 잠수함 전력 현재 54대에서 25년 66대, 35년 80대 증가 전망 ■ 노후 잠수함 퇴역에도 잠수함 CAPA 증설을 통해 달성 전망 ■ ONI는 중국 잠수함이 2030년 76대까지 늘어날 것으로 전망 ■ 22년 중국 Huludao, Liaoning성에 위치한 중국 잠수함 시설의 활동성이 크게 증가한 것으로 포착 ■ 신규 잠수함 시리즈는 Yuan급(SS), Shang급(SSN), Jin급(SSBN) ■ 중국 국방부는 ASCM 발사 가능한 전통적 잠수함의 재고를 늘릴 것으로 밝힘 ■ 중국은 25년까지 25대 이상의 Yuan급 잠수함 제조 전망 ■ 향후 15년간 중국은 12대 핵잠수함 (Shang-I 2대, Shang-II 4대, Jin 6대) 제조 전망.
항모	<p>Liaoning 급</p>  <p>Shandong 급</p>  <p>Fujian 급</p> 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 중국의 첫 항모는 Liaoning함(Type001)으로 2012년 배치. 6~6.6만톤급. 30대 고정익과 회전익 배치 가능(24대 파이터 포함). ■ 두번째 항모는 Shandong(Type002). 완전 국내 건조 항모로 2019년 배치. 40대 항공기 탑재 가능(36대 파이터 포함) ■ 두 개 항모 모두 Ski Ramp 형태 ■ 중국의 세번째 항모는 Fujian(Type003) 22년 진수. 2024년 배치 전망. 항모 크기가 미 항모급과 유사(핵 추진은 아님), 캐터펄트 방식 채택. 7.9만톤급. 최근 캐터펄트 사출 테스트 진행 ■ 네번째 항모도 21년부터 건조 개시한 것으로 추정 ■ 중국은 향후 4~6대의 항모를 보유하게 될 전망 ■ 중국의 초기 함재기는 J-15 또는 Flying Shark가 될 것으로 예상 ■ J-31/FC-31 5세대 전투기도 함재 가능하도록 개발 중인 것으로 추정 ■ 역내/역외 힘 투사 수단으로 활용 전망

자료: 유진투자증권

중국 해군력 증강이 빠른 속도로 이루어지면서 미국의 위기감이 고조되고 있다. 이미 전체 함정 수로는 중국이 미국을 2015년에 추월했으며, 그 격차는 점점 벌어지고 있다. 최근 10년간 미국의 함정의 순증가 척 수가 연 평균 1 척에 그치고 있는 한편, 중국은 연 8 척 증가하고 있는 상황이다. 현재 추세라면 2030년에는 중국의 함정 수가 미국의 1.5 배에 달할 것으로 추정된다.

이러한 위협에 대응하기 위해 미국은 지난 2016년에 향후 355 척의 함대를 달성하기 위한 30년 계획(355 Ship Goal)을 설정했다. 하지만, 현재 미국 내에서는 자국의 조선소 건조 능력만으로는 해당 목표를 달성하기 어려울 것이라는 회의적인 시각이 제기되고 있다.

냉전 이후 미국 내 함정 건조 조선소는 통폐합 과정을 거쳐 현재 6 곳으로 축소되었고(주요 건조 기업: General Dynamics, Huntington Ingalls), 해외로부터 함정을 도입하는 것이 존스법(Jones Act)에 의해 실질적으로 금지되어 있기 때문에, 자국 내 조선소 건조 역량에 의지할 수 밖에 없다. 미국 조선소들은 연 평균 10 척 가량의 신조 함정을 꾸준히 건조하고 있지만, 1980~1990년대 건조된 함정들의 수명 연한이 다가옴에 따라 앞으로 퇴역 척수가 늘어날 것으로 예상되는 만큼 공격적인 함정 건조 능력 확대가 필요한 상황이다.

도표 185. 미국과 중국의 보유 함대 규모 변화

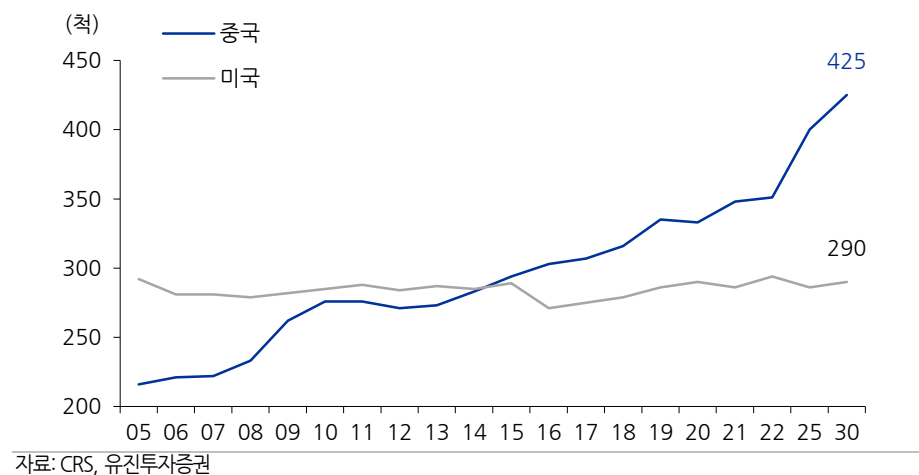
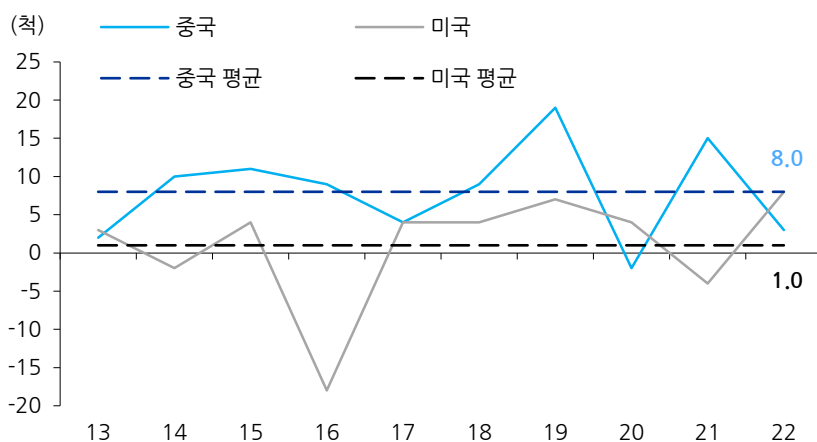
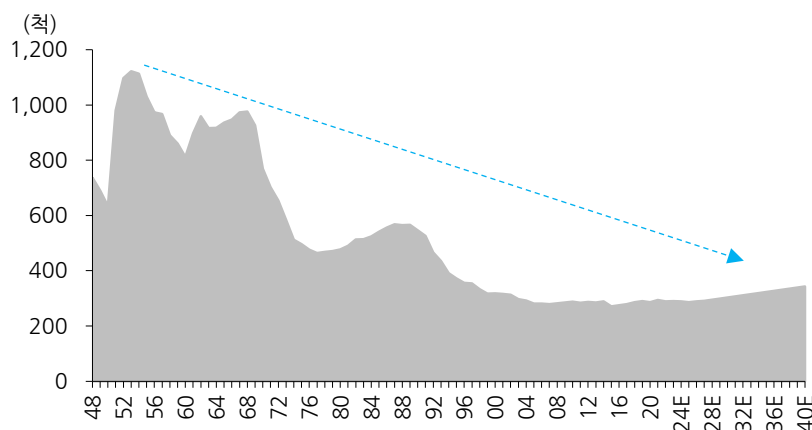


도표 186. 미국과 중국의 연간 함정 순 증가 추이



자료: CRS, 유진투자증권

도표 187. 미 해군 보유 함대 수 변화



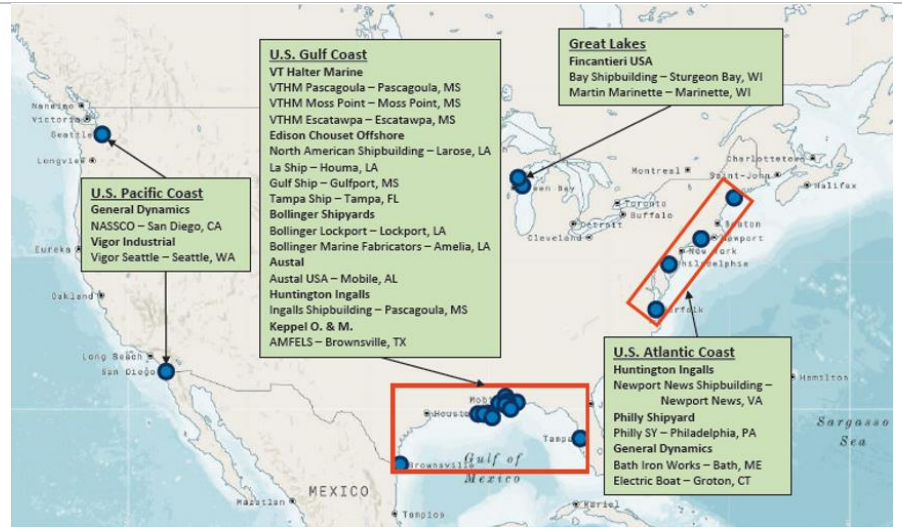
자료: CRS, 유진투자증권

도표 188. 미국 함대 증강 계획(355 Ship Goal)

구분	355 Goal	트럼프 행정부	바이든 행정부
탄도미사일 원자력잠수함	12	12	12
공격 원자력잠수함	66	72~78	66~72
항모	12	8~17	9~11
순양/구축함	104	73~88	63~65
호위/연안전투함	52	60~67	40~45
양륙함	38	61~67	48~63
전투지원보급함정	32	69~87	56~75
지휘지원함정	39	27~30	27~29
유인함정	355	382~446	321~372
무인함정	0	143~242	77~140
LUSV/MUSV	0	119~166	59~89
XLUUV	0	24~76	18~51
계	355	525~688	398~512

자료: CRS, 유진투자증권

도표 189. 미국 내 주요 함정 건조 조선사



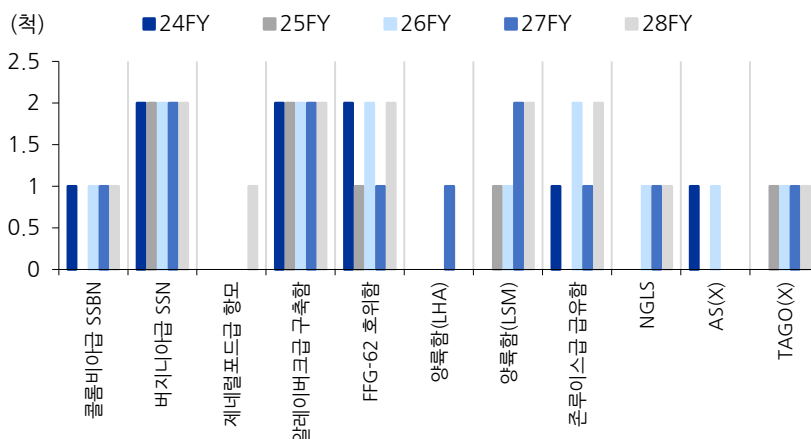
자료: CSBA, 유진투자증권

도표 190. 미국 내 주요 함정 건조 조선사(2)

구분	제조사
CV(항모)	HII/NNS(헌팅턴 잉걸스, 뉴포트 조선소)
DDG 51(알레이버크급 구축함)	GD/BIW(제네럴 다이내믹스, 베스 아이언 워크스) or HII/IS(헌팅턴 잉걸스, 잉걸스 조선소)
LCS(연안전투함)	MMC(핀칸티에리) or Austal USA
SSN(버지니아급 잠수함)	GD/EB(제네럴 다이내믹스, 일렉트릭 보트) or HII/NNS(헌팅턴 잉걸스, 뉴포트 조선소)
SSBN(콜롬비아급 잠수함)	GD/EB(제네럴 다이내믹스, 일렉트릭 보트)
FFG(호위함)	F/MM(핀칸티에리)
LPD(상륙함)	HII/IS(헌팅턴 잉걸스, 잉걸스 조선소)
LHA(강습상륙함)	HII/IS(헌팅턴 잉걸스, 잉걸스 조선소)

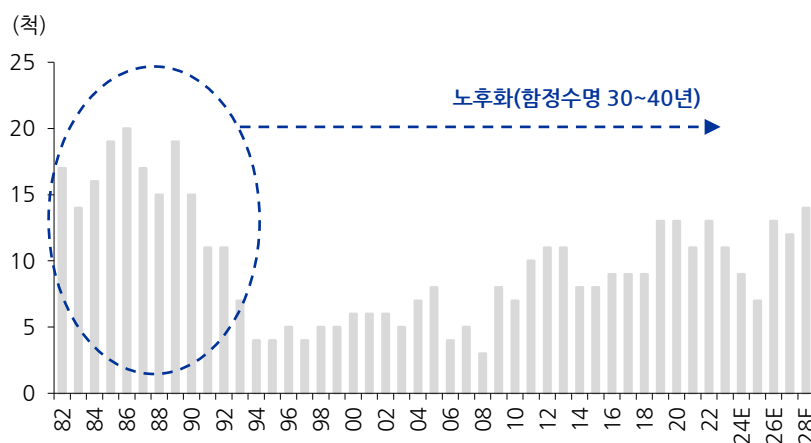
자료: 유진투자증권

도표 191. 미국 함정별 도입 계획



자료: CRS, 유진투자증권

도표 192. 미국 함정 도입 추이



자료: CRS, 유진투자증권

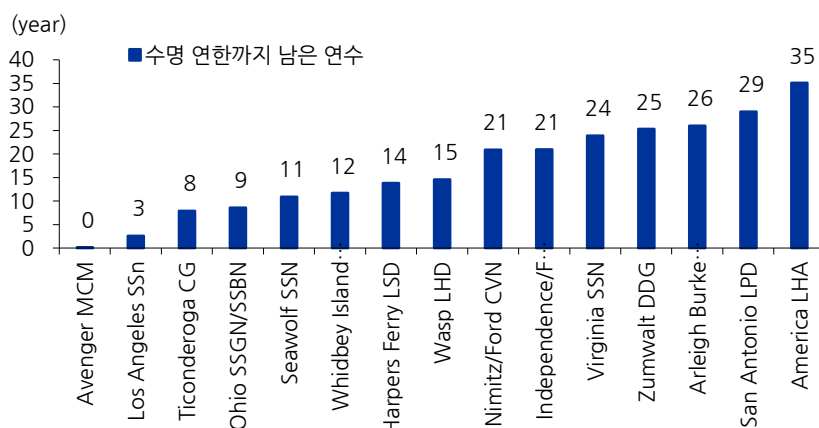
지금 미국 내에서는 함정 MRO가 가장 골칫거리로 전락해버린 것으로 추정된다. 현재 함정 MRO는 미국 해군 소유의 공공 조선소(Public Shipyard) 4곳이 함모와 핵잠수함의 유지 보수를 담당하고 있고, 나머지 수상함에 대한 MRO를 민간 조선소에서 위탁하는 형태이다. 공공 조선소는 과거 냉전 이전 8곳이었지만, 해군 능력 축소에 따라 4곳으로 줄어들었다.

2010년대 중반 이후 공공 조선소의 노동력 부족 및 인프라 노후화 등으로 유지 보수 일정 지연이 빈번해지자, 미국은 핵잠수함의 정비를 일부 민간 조선소에 위탁하여 진행하고 있다. 유지 보수 지연은 함대 운용 계획에 차질을 일으킬 뿐만 아니라, 함정 건조에도 영향을 미칠 수 있다. 보통 조선소에서는 신조 함정의 건조도 수행하지만, 노후 함정 또는 정기 유지보수가 필요한 함정에 대한 MRO 작업도 동시에 진행하기 때문이다. 중정비의 경우 도크에서 유지 보수 작업이 필요해 MRO 일정이 지연되면 신조 계획에도 차질이 발생할 수 밖에 없는 구조이다.

미국은 해군 공공 조선소의 인프라 개선을 위한 투자(SIOP 프로젝트)를 통해 생산성을 향상시킬 계획이지만, 이는 수십 년이 걸리는 중장기 프로젝트로 단기 관점에서 별도의 대책 마련이 필요한 상황이다. 한가지 가능한 옵션으로 핵잠수함 유지보수를 기존 민간 위탁 업체에 더욱 적극적으로 맡기고, 상대적으로 난이도와 중요도가 낮은 수상함의 MRO를 또 다른 민간 조선소 또는 해외 조선소에 위탁하는 안이 떠오르고 있는 것으로 파악된다. 미국은 2024FY 국방수권법안(NDAA)에서 외국 항구에서 선박 건조 및 유지보수를 수행하는 것에 대한 내용을 올해 연말까지 보고할 것을 지시한 바 있다. 이미 한국을 비롯해 일본과 인도, 필리핀, 싱가포르 등 우방국에 관련 접촉이 이루어지고 있는 것으로 파악된다.

참고로 민간 업체가 MRO를 수행하기 위해서는 MSRA(Master Ship Repair Agreement) 인증을 NAVSEA(Naval Systems Command)로부터 받을 필요가 있다. 일반 상선 조선소도 해당 인증을 받으면 MRO 참여가 가능하지만, 함정은 일반 상선보다 구조와 시스템이 훨씬 더 복잡하기 때문에 참여에는 일정 진입 장벽이 있는 것으로 추정된다. 인도의 경우 올해 7월 L&T의 Kattupalli 조선소가 미국과 MSRA를 체결하여 미국 함정 수리 자격을 갖추었다.

도표 193. 미국 주요 함정의 잔여 수명



자료: Heritage, 유진투자증권

도표 194. 해외 조선소에서 유지보수 가능성을 검토 중인 미국

Foreign Ports Ship Repair

The committee directs the Secretary of the Navy to submit a report to the Senate Committee on Armed Services and House Committee on Armed Services by December 31, 2023, on shipbuilding and ship repair operations conducted in foreign ports. The report shall include:

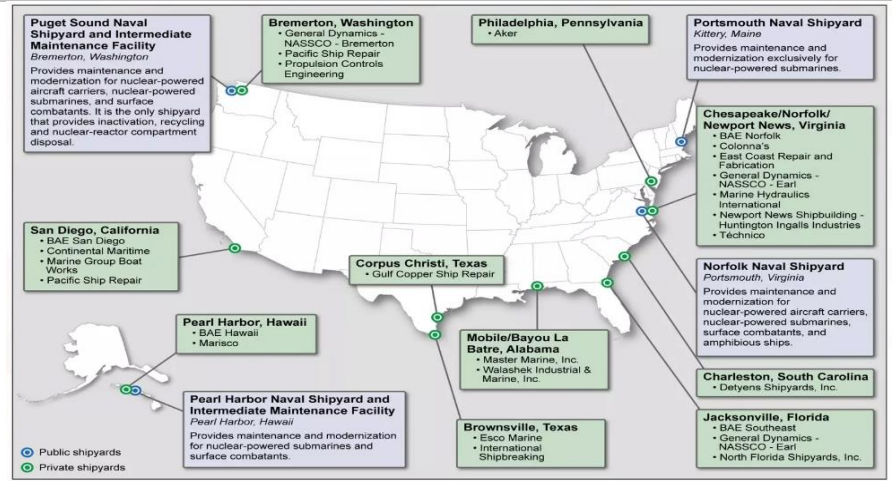
- (1) name and location of foreign shipyards utilized by the Department of the Navy;
- (2) types of shipbuilding and ship repair activities utilized by the Department of the Navy, disaggregated by location and type of service;
- (3) a discussion of why these activities were unable to be completed at domestic shipyards; and
- (4) a discussion of how these activities may be beneficial for operations in a contested environment.

외국 항구 선박 수리
위원회는 해군 장관에게 상원 군사위원회 및 하원에 외국에서 수행되는 조선 및 선박 수리 작업에 대한 보고서를 제출하도록 지시(2023년 12월 31일까지)

- (1) 외국 조선소 명칭 및 위치
- (2) 조선 및 선박수리 활동의 종류
- (3) 이러한 활동이 왜 국내 조선소에서 불가능한지에 대한 논의
- (4) 이러한 활동이 어떻게 유익할 수 있는지에 대한 논의

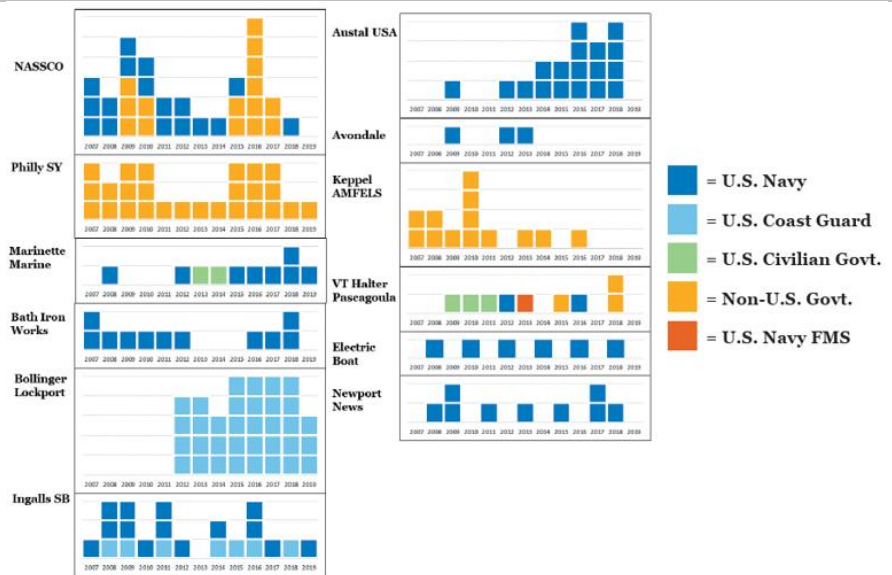
자료: NDAA, 유진투자증권

도표 195. 미국 내 MRO 수행 가능 공공 및 민간 조선소



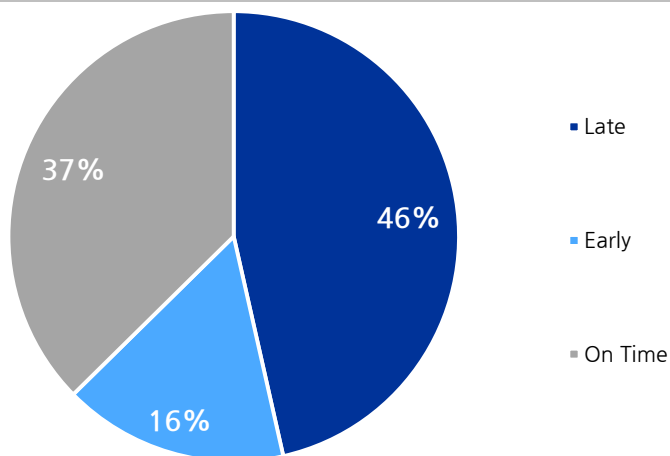
자료: GAO, 유진투자증권

도표 196. 미국 중형 조선소 선박 인도 추이



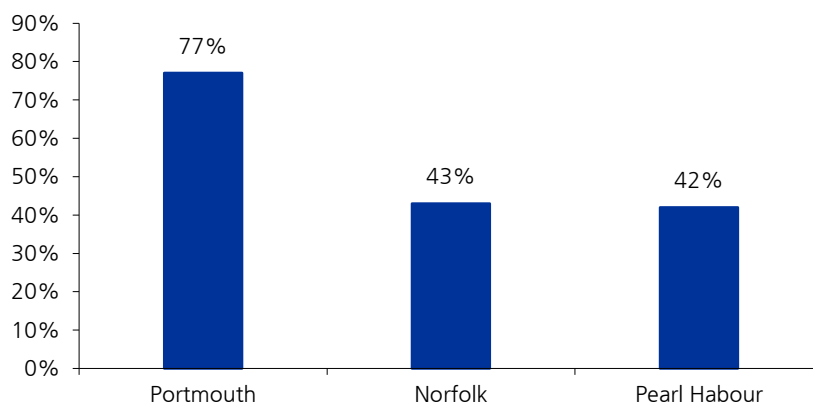
자료: CSBA, 유진투자증권

도표 197. 미국 내 MRO 수행 가능 공공 및 민간 조선소



자료: GAO, 유진투자증권

도표 198. 미국 내 MRO 수행 가능 공공 및 민간 조선소



자료: GAO, 유진투자증권

단기적으로는 미국의 함정 MRO 시장이 열릴 것으로 예상되며, **국내 조선사들의 미국 전함 MRO 레퍼런스 확보 및 미국 내 조선소 인수를 통한 미국 함정 건조 시장까지도 열릴 수 있는 기회가 생겼다.** 한화오션은 올해 11 월 미국 현지 자회사를 설립하며 발 빠르게 미국 시장 진출 기회를 엿보는 모습이다. 과연 한국 기업이 미국 함정 사업 진출이 가능할지 시장에서 의문이 존재할 수도 있지만, 이미 미국에는 존스법 아래에서도 다수의 외국 기업이 미국 현지 법인 설립 또는 현지 조선소 투자를 통해 함정 건조 사업을 진행 중에 있어 불가능한 이야기는 아니라고 판단한다. 미국에서 함정 건조를 수행하고 있는 대표적인 외국계 조선사로는 호주 Austal 그룹(Austal USA), 이탈리아 Fincantieri(Marinette Marine), 노르웨이 Aker(Philly Shipyard) 등이 있다.

도표 199. 미국 내 준대형 해군 함정 건조 조선소 리스트

모회사	조선소	최근 건조 선종
Austal	Austal USA	LCS(연안전투함) EFP(고속수송함) 등
Fincantieri	Marinette Marine	LCS(연안전투함) FFG(미사일 호위함) 등
Bollinger Shipyards		FRC(USCG 소형순찰함)
Eastern Shipbuilding Group		OPC(USCG 중형순찰함)
Aker	Philly Shipyards	훈련선 등
Bollinger Shipyards	Gulf Island Ship Yards	T-ATS(구난함)
ST Engineering	VT Halter Marine → Bollinger 에 매각	T-AGS(정보함) 등

자료: JSMEA, 유진투자증권

마지막으로, 미국 이외에도 아시아 태평양 지역 내 중국의 해양 전력 강화로 영유권 분쟁을 겪고 있는 기타 **동남아시아 국가로의 추가적인 함정 수요가 발생할 수 있다**. 그리고, 아시아 지역에 국한되지 않고 함정에 대한 노후 교체 수요도 전세계적으로 지속 발생할 전망이다. 과거 한국이 동남아시아 지역을 중심으로 함정 수출을 달성해왔다면, 이제 한국의 무대는 북미와 유럽 등 전세계로 확장될 것으로 기대된다. 현재 시장에서 공개되고 있는 수주 파이프라인은 필리핀 잠수함 사업과 폴란드 잠수함 사업, 캐나다 잠수함 사업 등이 있다. 함정 분야에서는 일본, 유럽 등 경쟁 국가들 또한 다수 존재하지만, 지상 무기 및 항공 무기 수출을 토대로 닦아온 경험을 바탕으로 좋은 결과를 얻어낼 수 있기를 기대한다.

도표 200. 주목받는 함정(잠수함) 수주 파이프라인

국가	사업 내용	규모
필리핀	잠수함 2 척	약 1.8 조원
폴란드	잠수함 3~4 척	약 3 조원
캐나다	잠수함 12 척	전체 수명 주기 비용 포함 약 80 조원 내외

자료: 언론보도, 유진투자증권

수출 가능성 전망

새로운 시장, 유럽 추가 수출 가능성은?

이처럼 다양한 해외 수출의 길이 열리고 있는 가운데, 언제 어떤 국가에서 어느 정도의 수주가 발생할지 예측하는 것은 쉽지 않으나, 한국의 방위산업은 향후 유럽에서 지상 화력 무기 및 항공기, 탄 수출, 그리고 아시아 지역에서 함정 및 항공기 수출, 중동 지역에서 방공 및 유도 무기, 지상 화력 무기 수출의 기회를 맞이할 수 있을 것으로 예상된다.

이미 일정 부분 가시화 되었거나, 한국의 주력 시장인 아시아/중동 지역을 제외하고, 최근 새롭게 부상하는 신(新) 시장인 유럽 시장을 중심으로 아래와 같이 평가했다. 유럽의 경우는 (1) 방위 산업 기반이 약하거나, 첨단 무기 제조 역량이 부족해 자국 내 무기 조달보다 해외 조달이 필요한 국가, (2) 러시아의 위협에 마주하고 있어 무기 획득 예산이 증가하고 있는 국가, (3) 러시아-우크라이나 전쟁에서 우크라이나에 대규모 지원을 하여 무기 재고가 소진된 국가에 초점을 맞추어 볼 필요가 있다고 판단하며, 이에 해당되는 국가로 NATO의 동방 한계선으로 여겨지는 부카레스트 나인에 소속된 9 개 국가(불가리아, 체코, 에스토니아, 헝가리, 라트비아, 리투아니아, 폴란드, 루마니아, 슬로바키아)와 올해 새롭게 NATO에 가입한 핀란드에서 발생하는 무기 수요에 주목이 필요하다.

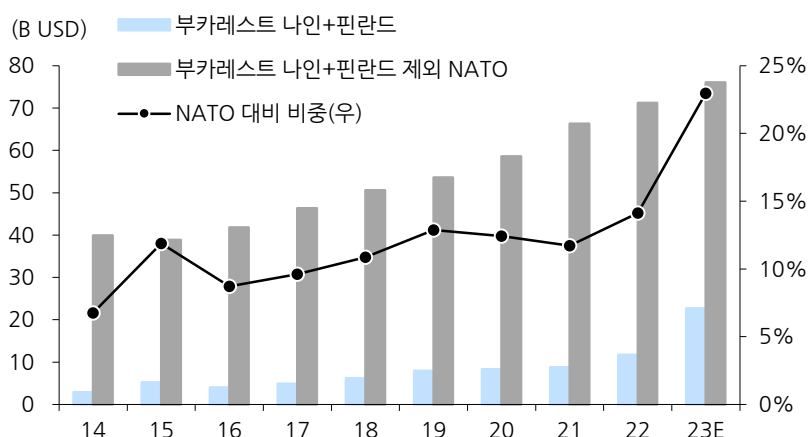
도표 201. 부카레스트 나인 개요



자료: EMERICs, 유진투자증권

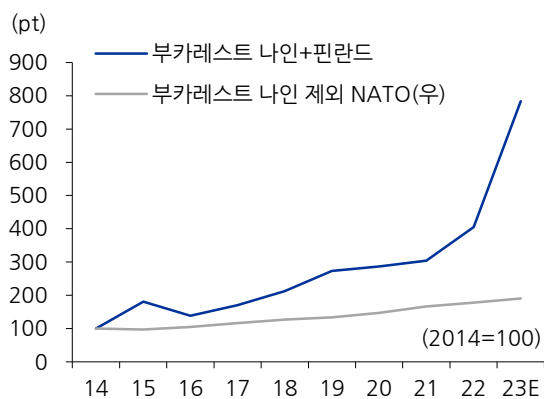
부카레스트 나인 및 핀란드의 무기 획득 예산은 최근 외부 위협 증가에 따라 빠른 속도로 증가하고 있다. 2023년에는 어느덧 NATO(미국, 캐나다 제외) 전체 무기 획득 예산의 25% 비중까지 그 규모가 확대된 것으로 추정된다. 해당 지역은 러시아-우크라이나 전쟁에 대한 위협도가 높기 때문에, 폴란드와 체코 등을 중심으로 우크라이나에 대한 군사 지원이 활발하게 이루어지고 있어, 향후 높은 무기 보충 수요가 발생할 것으로 판단된다. 다만, 해당 지역은 과거 구소련 지역에 포함되어 있었던 만큼, 무기 체계의 대다수가 구 소련의 영향을 많이 받았고, 방위 산업 기반 또한 일부 구 소련/러시아의 무기를 라이선스 생산하는 경우도 다수 있었다. NATO 군의 일원으로서 상호운용성을 확보하기 위해서는 무기 체계 또한 서방 표준으로 맞추어질 필요가 있으나, 아직 해당 무기체계에 대한 생산 기반이 확립되지 않았기 때문에 외부 조달의 비중이 높을 것으로 예상된다.

도표 202. 부카레스트 나인(+핀란드) 및 NATO 무기 획득 비용 추이



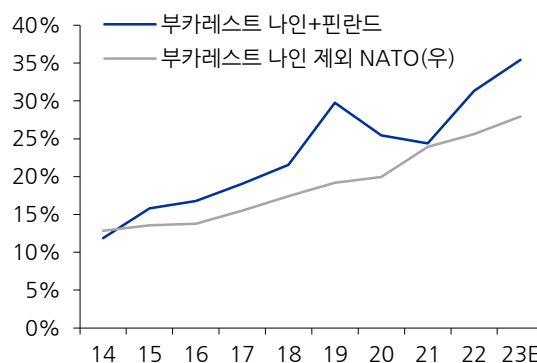
자료: NATO, 유진투자증권

도표 203. NATO 국가 내 무기 획득 비용 변화



자료: NATO, 유진투자증권

도표 204. NATO 국가 내 무기 획득 비용 비중 변화



자료: NATO, 유진투자증권

얼마나 많은 무기 수요가 창출되고, 한국에 기회가 있을지 추정해본 결과, **전차와 자주포 수요가 각각 1,000 여대 이상, 전투기 수요는 100 여대 이상 발생할 것으로 예상되며, 한국이 수출할 가능성이 높은 국가로 핀란드/폴란드/에스토니아/체코항 수출에서 한국의 우세가 점쳐진다.** 해당 지역에서는 현재 미국과 독일, 한국 등으로부터 다수의 무기가 도입 중에 있으나, 여전히 적정 군사력을 유지하기에는 부족하다는 판단이며, 중장기적으로 추가적인 무기 수요가 발생할 가능성이 높을 것으로 예상된다. 해당 내용은 일정 가정 아래 추정한 결과로 향후의 가능성을 예상하기 위한 참고 지표이며, 정확한 가능성을 판단하는 것은 아니다.

전차 및 자주포, 전투기에 대한 향후 발생 가능 소요는 현재 부카레스트 나인+핀란드(합계 10 개국)의 보유 무기 재고 현황과 추가 조달 현황, 적정 소요를 참고하여 추산했다. 적정 소요의 경우 포병/전차는 방어가 필요한 국경선의 길이, 전투기는 방어가 필요한 영공 면적(국토 면적)을 토대로 추산했다. 각 국의 군사 교리, 편제 등에 대한 정보가 제한적인 관계로 적정 소요는 현재 보유 무기 비율(국경선 대비 or 영토 면적)의 상단에 위치한 국가(전차: 폴란드/곡사포: 슬로바키아/전투기: 체코) 수준에 도달할 수 있는 숫자라고 보수적으로 가정했다. 이미 도입 중인 내용들을 고려해, 도입 후 비율이 이미 상단 국가 비율을 초과한 경우는 추가 수요가 없다고 판단했다.

그리고 한국의 수출 가능성은 무기 수출에 있어 고려할 점들을 토대로 점수화하여 추정했다. 주요 평가 요소는 (1) 무기 획득 예산 규모(순위별로 1~5 점) (2) 우크라이나 지원 현황(순위별로 1~5 점) (3) 무기 소진율(순위별로 1~5 점) (4) 유럽 내 방산 강국인 독일과 프랑스와의 관계(순위별로 1~5 점) (5) 러시아와의 접경 가능성 여부(러시아와 접경하고 있는 국가 5 점, 우크라이나와 접경하고 있는 국가 4 점, 2 선 국가 3 점), (6) 한국의 무기 수출 이력 또는 국방조달협약 체결 여부이다(무기 수출 이력 보유 5 점, MOU 보유 4 점, 파악된 논의 중인 수출 사안 있을 경우 3 점).

도표 205. 부카레스트 나인+핀란드 보유 무기 및 도입 현황

서머리	후보국	전차	포	전투기
*전차: 독일 *포: 한국, 핀란드, 미국, 체코슬로바키아 *전투기: 미국	핀란드	200 대 ▲ → 227 대 ■ Leopard 2A4(100/비축), Leopard 2A6(100) <u>*Leopard 2A4 27 대 도입 중</u>	403 대 ▲ → 476 대 ■ 155mm: K83(54), K-9(23) ■ 122mm: D-30(234), 2S1(36) ■ MLRS: M270(22), RM-70(34) <u>*K-9 73 대 도입 중</u>	62 대 ▲ → 126 대 ■ FGA: F/A-18C(55), F/A-18D(7) <u>*F-34 64 대 도입 중</u>
*전차: 독일, 소련 남아공, 터키 *포: 소련 *전투기: 스웨덴	헝가리	56 대 ▲ → 100 대 ■ Leopard 2A4(12), T-72(44) <u>*Leopard 2A7HU 44 대 도입 중</u>	33 대 ▲ → 55 대 ■ 152mm: D-20(31) ■ 155mm: PzH 2000(2) <u>*PzH2000 22 대 도입 중</u>	14 대 ■ FGA: Gripen C(12), Gripen D(2)
*전차: 독일, 폴란드, 소련 *포: 폴란드, 소련, 영국, 체코슬로바키아 *전투기: 미국, 러시아	폴란드	647 대 ▲ → 1,975 대 ■ Leopard 2A4(108), Leopard 2A5(105), Leopard 2PL(34), PT-91(232), T-72(130), M1A2(28), K-2(10) <u>*M1A1 116 대, M1A2 222 대, K-2 990 대 도입 중</u>	376 대 ▲ → 1,866 대 ■ 155mm: Krab(62), K9(24) ■ 152mm: M-77(111) ■ MLRS: RM-70(29), WR-40(75), BM-21(75) <u>*K-9 648 대, 천무 288 대, HIMARS 506 대, AHS 크라프 48 대 도입 중</u>	106 대 → 186 대 ■ FTR: MiG-29(28) ■ FGA: F-16 C/D(48), Su-22M4(12), Su-22(18) <u>*F-35 32 대, FA-50 48 대 도입 중</u>
*전차: 소련, 루마니아 *포: 루마니아, 미국 *전투기: 미국, 러시아	루마니아	377 대 ▲ → 431 대 ■ T-55(220), TR-85(103), TR-85M1(54) <u>*M1A1 54 대 도입 중</u>	693 대 ▲ → 711 대 ■ 152mm: M-1981(247), M-1985(104) ■ 122mm: M1938(96), 2S1(6), Model89(34) ■ MLRS: M142 HIMARS(36), MRL APR-40(134), LAROM(36) <u>*HIMARS 18 대 도입 중</u>	39 대 ▲ → 106 대 ■ FTR: F-16AM(14), F-16BM(3) ■ FGA: MiG-21(22) <u>*F-35 35 대, F-16 32 대 도입 중</u>
*전차: 소련 *포: 소련 *전투기: 러시아	불가리아	90 대 ■ T-72(90)	96 대 ■ 152mm: D-20(24) ■ 122mm: 2S1(48) ■ MLRS: BM-21(24)	14 대 ▲ → 22 대 ■ FTR: MiG-29(14) <u>*F-16V 8 대 도입 중</u>
*전차: 소련 *포: 체코슬로바키아 *전투기: 스웨덴, 체코	체코	119 대 ▲ → 210 대 ■ T-72(89/비축), T-72M4CZ(30) <u>*Leopard 2A4 14 대, Leopard 2A8 77 대 도입 중</u>	86 대 ▲ → 148 대 ■ 152mm: M-77(86) <u>*CAESAR 62 대 도입 중</u>	38 대 ▲ → 62 대 ■ FGA: Gripen C(12), Gripen D(2) ■ 경공격기: L-159(24) <u>*F-35 24 대 도입 중</u>
*전차: 소련 *포: 미국	라트비아	3 대 ■ T-55(3)	59 대 ▲ → 65 대 ■ 155mm: M109(59) <u>*HIMARS 6 대 도입 중</u>	0 대 n/a
*포: 독일	리투아니아	0 대 n/a	34 대 ▲ → 60 대 ■ 155mm: PzH2000(16) ■ 105mm: M101(18) <u>*HIMARS 8 대, CAESAR 18 대 도입 중</u>	0 대 n/a
*포: 유럽 공동, 한국	에스토니아	0 대 n/a	42 대 ▲ → 66 대 ■ 155mm: K-9(6) ■ 122mm: D-30(36) <u>*HIMARS 6 대, K-9 18 대 도입 중</u>	2 대 ■ 훈련기: L-39(2)
*전차: 소련 *포: 슬로바키아, 체코슬로바키아 *전투기: 러시아	슬로바키아	30 대 ▲ → 42 대 ■ - T-72(30) <u>*Leopard 2A4 12 대 도입 중</u>	60 대 ▲ → 85 대 ■ 155mm: M-2000 Zuzana(27) ■ 152mm: M-77 Dana(3) ■ MLRS: RM-70(30) <u>*Zuzana 25 대 도입 중</u>	11 대 ▲ → 25 대 ■ MiG-29(11) <u>*F-46V 14 대 도입 중</u>

자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 206. 러시아의 위협에 방어가 필요한 국경선



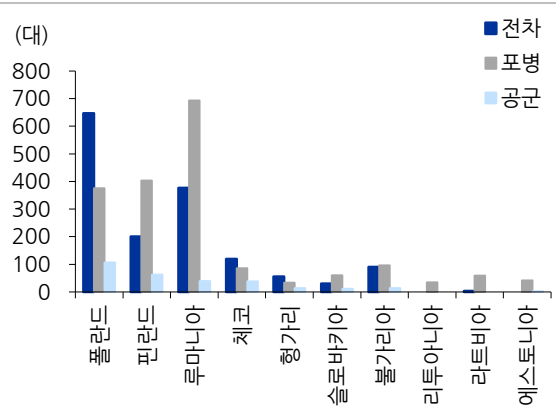
자료: 유진투자증권

도표 207. 방어가 필요한 국경선 및 영토 면적

국가명	국경(km)	영토 면적(km ²)
폴란드	1,258	312,679
핀란드	1,213	338,145
루마니아	1,295	238,397
체코	1,048	78,867
헝가리	137	93,030
슬로바키아	97	49,000
불가리아	631	110,994
리투아니아	266	65,300
라트비아	270	64,589
에스토니아	294	45,339

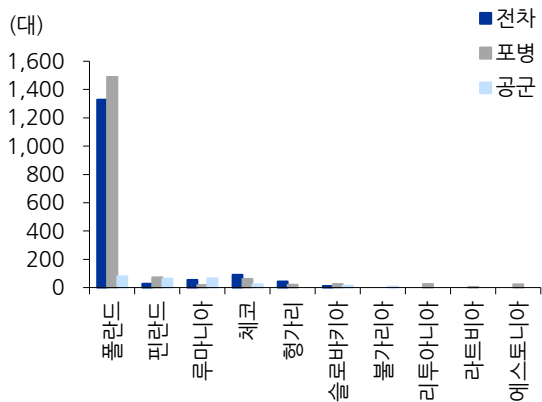
자료: 유진투자증권

도표 208. 각 국 보유 무기 재고 수



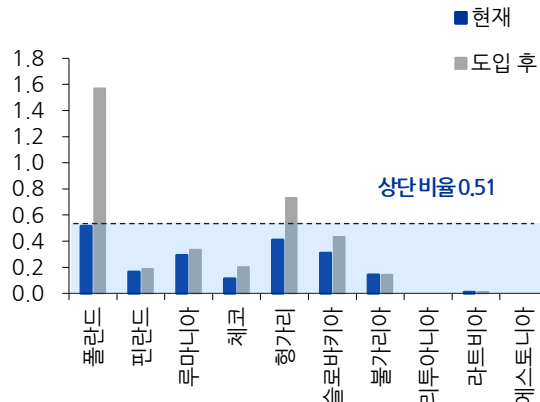
자료: 산업자료, 유진투자증권

도표209. 현재 도입 중인 무기 수



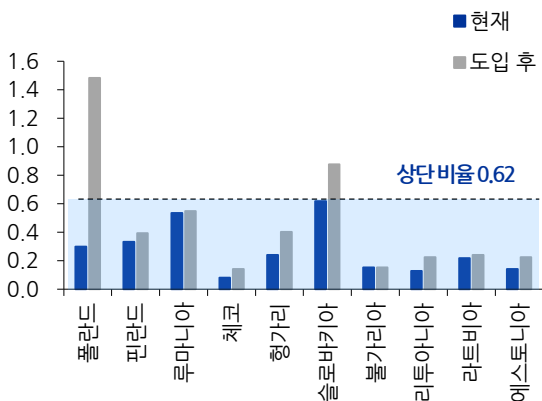
자료: 유진투자증권

도표210. 국경선 대비 전차 보유 비율



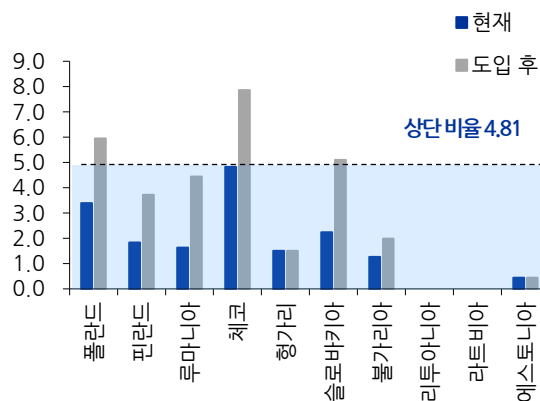
자료: 유진투자증권
주) 전차 보유 수 ÷ 국경선 길이(km)

도표211. 국경선 대비 곡사포 보유 비율



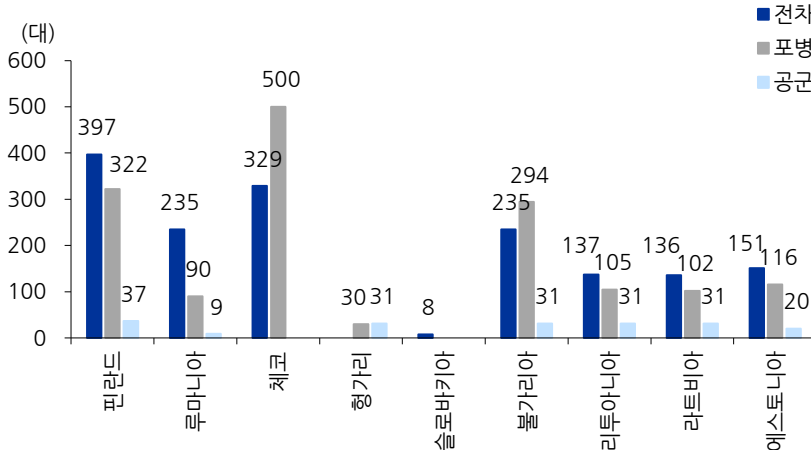
자료: 유진투자증권
주) 곡사포 보유 수 ÷ 국경선 길이(km)

도표212. 영토 면적 대비 전투기 보유 비율



자료: 유진투자증권
주) 전투기 보유 수 ÷ 영토 면적(만km²)

도표213. 추가 도입 필요 무기 수



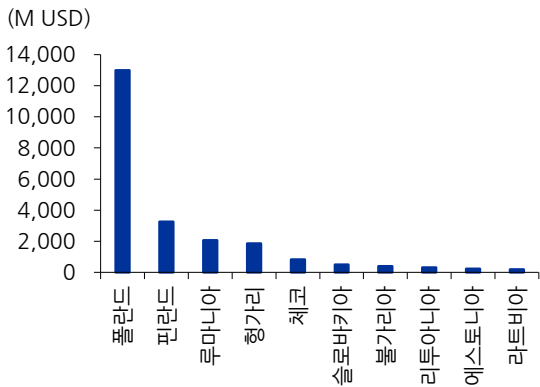
자료: 유진투자증권
주) 소요 추정량= 적정 소요 - (현재 보유 수 + 도입 예정 수)

도표214. 한국의 유럽 무기 수출 가능성 평가

Weight	항목	불가리아	체코	에스토니아	헝가리	라트비아	리투아니아	폴란드	루마니아	슬로바키아	핀란드
20%	1) 무기 획득 예산 규모	-	1	-	2	-	-	5	3	-	4
10%	2) 우크라이나 지원 현황	3	5	1	-	-	2	4	-	-	-
10%	3) 무기 재고 대비 소진율	5	4	1	-	2	3	-	-	-	-
20%	4) 독일과의 관계	2	-	5	-	4	-	-	1	-	3
20%	5) 접경 여부	3	3	5	4	5	5	4	4	4	5
20%	6) 한국 수출 이력 /방산군수협력 MOU /논의 중인 사안 유무	3	4	5	-	-	3	5	4	3	5
100%	평가 점수	2.40	2.50	3.20	1.20	2.00	2.10	3.20	2.40	1.40	3.40

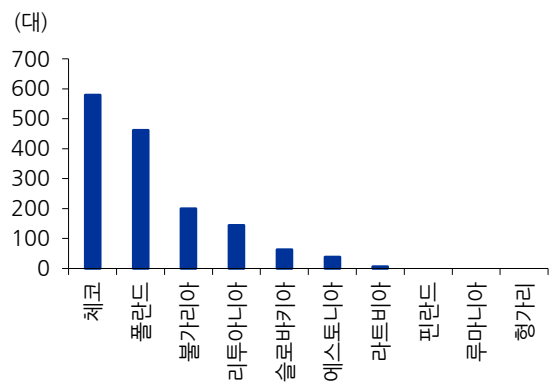
자료: 유진투자증권

도표215. 국가별 무기 획득 예산(2023E)



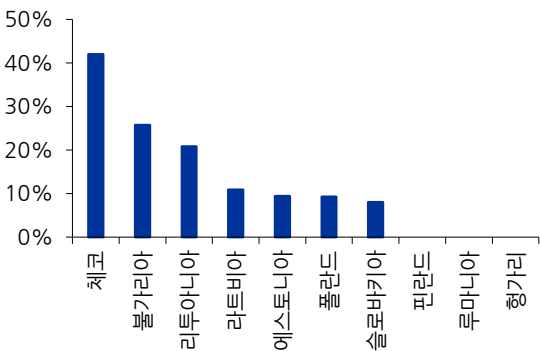
자료: NATO, 유진투자증권

도표216. 우크라이나 무기 지원 현황



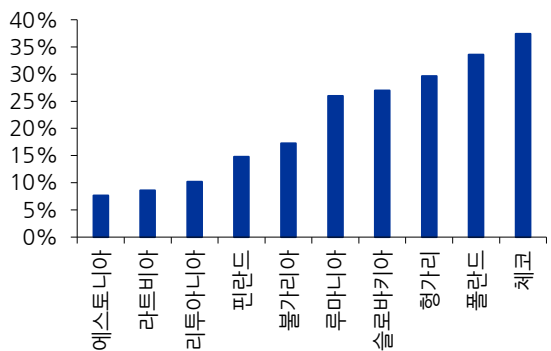
자료: Kiel, 유진투자증권

도표217. 지원에 따른 무기 재고 소진율



자료: Kiel, 유진투자증권

도표218. 수출에서 독일&프랑스가 차지하는 비중



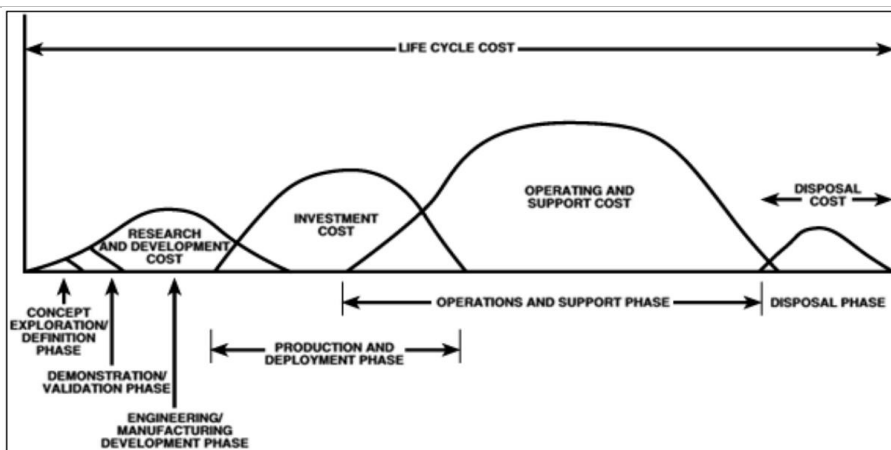
자료: IMF, 유진투자증권

한 번 팔고 끝이 아니다

한 번 수출한 무기에는 후속적인 군수 지원이 필요하다. 단순 수리 부속에 대한 수요에 더해, 약 10년 주기의 창정비와 같은 대대적인 유지 보수 소요(MRO), 그리고 성능 개량(PIP)에 따른 중장기적인 매출이 기대된다. 무기의 수명주기비용에서 도입 비용 비중이 30%, 나머지 70%가 후속 군수지원 등인 점을 고려하면, 한국은 30~40년에 걸친 안정적인 매출처를 확보했다고 볼 수 있다.

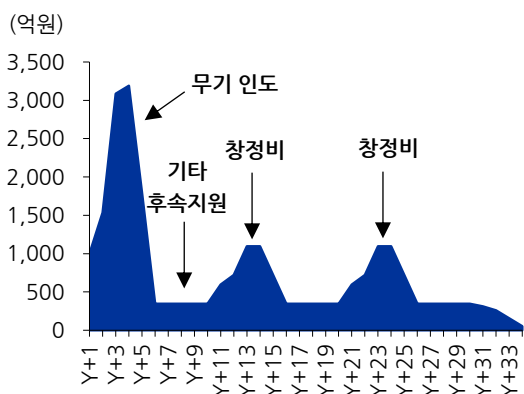
이와 더불어 일정 수준의 Lock-in 효과도 발생할 수 있다. 다양한 무기 체계를 혼합하여 활용할 경우 작전 교리도 복잡하고, 운영 측면에서 비효율성이 발생할 수 밖에 없기 때문이다. 지속적인 후속 수주를 기대해볼 수 있는 부분이다.

도표 219. 무기 체계의 단계별 수명주기 비용



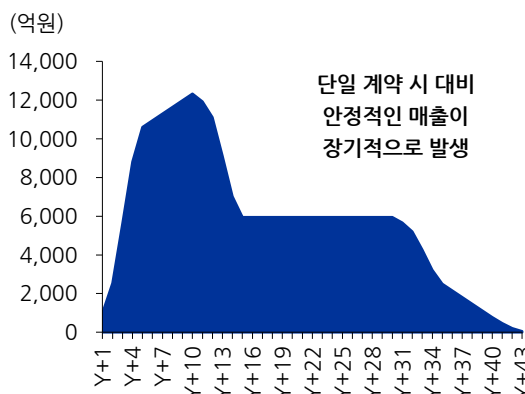
자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 220. 수명주기에 걸친 매출 인식 타임라인 추정



자료: 유진투자증권
 주) 가정: 무기 100억/납품 기간 5년/수명연한 30년/전체 사업 내 후속 군수 비용 60%/창정비 10년 x2회 실시/창정비 비용 무기 가격의 25%
 주2) 노후화에 따른 창정비 등 비용 인상은 고려하지 않음

도표 221. 다수의 계약 확보 시 매출 흐름 추정



자료: 유진투자증권
 주) 왼쪽 도표와 동일한 사업이 매년 발생해 총 10계약을 했을 경우

리스크 요인

심화될 경쟁, 선제적 대응 필요

터키, 인도, 일본 등 방산 신흥국이 수출 기회를 노리고 있고, 앞서 언급한 바와 같이 유럽을 중심으로 한 국제 공동 개발로 인하여 수출 시장의 경쟁은 더욱 더 심화될 전망이다. 한국의 방산 수출이 승승장구하기 위해서는 앞으로 마주하게 될 위기에 선제적 대응이 필요하며, 정부 차원의 강력한 지원이 필요한 시점이다. 지속적인 선행 기술 개발 투자, 해외 수출 확대를 위한 정부 차원의 제도적 지원을 통해 조기에 수출국을 확대하고 방산 수출 경쟁력 우위를 강화할 필요가 있다.

신흥 강자로 떠오르는 터키의 경우, Baykar 사를 중심으로 글로벌 무인기 시장에서 입지를 키우고 있으며(TB-2 무인기 30 여개국에 판매), 동시에 5 세대 전투기인 Kahn(TF-X)을 개발하여 중동 아랍 시장으로의 방산 수출을 정조준하고 있다(2029년 경 개발 예정). 이 뿐만 아니라, 최근 루마니아 자주포 사업에서 한국의 K-9의 경쟁 대상으로 T-155(Firtina)가 떠올랐고, 이외에 한국 K-2 전차 기술을 기반으로 개발된 Altay 전차 등 다수의 무기 체계를 확보하고 있다.

인도는 이미 한국의 FA-50 과 글로벌 입찰에서 다수 경쟁한 바 있는 Tejas 경전투기를 수출하기 위해 노력 중이며, 터키와 마찬가지로 현재 5 세대 전투기 개발을 위한 AMCA(Advanced Medium Combat Aircraft) 프로젝트를 추진 중이다(2026년 Roll Out 예정). 자주국방 달성을 위해 해외 무기 도입을 축소하고 자체 개발로 전환하여 방산 경쟁력을 강화하려는 정부 차원의 노력이 지속되고 있을 뿐 아니라, 미국과 스트라이커 장갑차 공동 생산, 함정 MRO 및 보급 등 정치적 이유에서의 러브 콜도 이어지고 있는 점도 경계가 필요하다.

일본은 그동안 무기 수출이 불허되어 방산 시장에서 의미 있는 플레이어로 자리 잡지 못했지만, 최근 자국 방위산업 육성을 위해 '살상력이 있는 무기'의 해외 수출 허용을 위한 법 개정을 추진하면서 분위기에 변화가 감지되고 있다. 이 흐름과 함께, 필리핀 방공 레이더 수출, 미국과의 함정 레이더 제조 및 극초음속 요격 미사일 개발, 함정 정기 보수를 추진, 영국 및 이탈리아와의 차세대 전투기 공동 개발(GCAP), BAE 시스템즈 및 록히드 마틴의 아시아 거점 일본 이전, 사우디 및 UAE 등 해외 국가와의 방산 협력 협정 체결 등 해외 수출 확대를 위한 기반을 닦고 있는 상황으로 파악된다.

도표 222. 터키의 UCAV 베스트셀러 TB-2



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 223. 터키의 차세대 무인기 Akinci



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 224. 터키의 제트 무인기 Kizilelma



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 225. 터키의 차세대 전투기 KHAN



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 226. 터키의 T-155 자주포(Firtina)



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 227. 터키의 Altay 전차



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 228. 인도의 Tejas 경전투기(LCA)



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 229. 인도의 차세대 전투기 프로젝트 AMCA



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 230. 인도 국산 무기체계 개발 현황(항공기)

무기명	구분	비고
Tejas Mk.1	전투기	양산중. 인도군 40 대 발주
Tejas Mk.1A	전투기	인도공군 73 대 발주. 24 년 2 월 인도 예정
Tejas Mk.2	전투기	24 년 초도 비행. 28 년 운용 개시 예정
AMCA	전투기	2026 년까지 롤 아웃 예정
TEDBF	항모 전투기	2026 년 초도 비행, 2031 년 양산기 생산
HTT-40	초등 훈련기	개발 완료, 2023 년에 70 대 발주
LCA-LIFT	고등 훈련기	인도 공군 10 대 발주
HLFT-42	초음속 훈련기	23 년 2 월 목업 공개
Saras	경수송기	Mk.1 양산 개시, 2025 년 Mk.2 초도 비행 예정
Prachand	공격 헬기	양산 중. 160 대 이상 발주 예정
Rudra	경공격 헬기	공군과 육군에서 90 대 이상 운용 중
LUH	소형 헬기	개발 완료. 공군과 육군이 12 대 발주. 200 대 조달 예정
IMRH	다목적 헬기	2025 년 초도 비행 예정
CATS Warrior	무인 전투기	24~25 년 초도 비행 예정
Ghatak	스텔스 무인기	25 년 프로토타입 비행 예정
NRUAV	무인 회전익기	이스라엘과 공동 개발. 설계 중

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 231. 일본이 주도국으로 참여하는 GCAP



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 232. 일본과 미국의 요격 미사일 공동 개발

GPI 日米共同開発の開始に関する防衛省発表

GPI(Glide Phase Interceptor) 미일 공동 개발 개시에 관한 방위성 발표

2023년 1월의 日米安全保障協議委員会(2+2)において、日米は、将来のインターセプターの共同開発の可能性について議論を開始することで一致しました。これに基づき、防衛省と米国防省で検討を行ってきた結果、日米両国は、GPI(Glide Phase Interceptor: 滑空段階迎撃用誘導弾)の共同開発を開始することを決定いたしました。

日米両国は、ロケットモーターや耐熱、シーカーといった主要技術において互いの強みを持ち寄り、協力していきます。

我が国周辺では、繰り返しのミサイル発射や極超音速兵器の開発の進展により、我が国へのミサイル攻撃が現実の脅威となっており、日米両国にとって、極超音速兵器に対する更なる迎撃能力の強化は喫緊の必要性があるものです。GPIは、我が国の統合防空ミサイル防衛能力の向上に資するアセットであり、また、日米同盟の抑止力・対処力向上に寄与します。

防衛省は、本件共同開発の成功に向けて米国防省と緊密に連携し、共同開発を通じた同盟の強化に尽力してまいります。

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 233. 일본 무기 장비품 수출 완화 추진 현황

구분	현행	완화 논점
수출 가능 범위	구난/수송/경계/감시/소해의 다섯 유형에 한정. *살상능력 있는 무기는 수출 불가하다는 해석	다섯 유형 철폐 또는 추가를 통해 살상 무기 포함 폭넓은 무기 수출 가능하도록 추진?
공동개발과 제 3 국 이전	공동개발로는 살상 능력이 있는 전투기 기술 등 수출 가능. 제 3 국 이전에는 일본의 동의를 필요	차기전투기를 시작으로 공동개발 무기의 제 3 국 이전 조건 완화 추진?
부품	살상능력이 있는 무기의 부품에 대해서는 명확한 기재 없음	F-15 전투기 엔진 등 수출도 가능하도록 추진?
대상국	평화 공헌 및 국제 협력, 일본의 안전보장에 도움이 되는 경우	침략 당하는 국가로도 수출 용인?

자료: 언론보도, 유진투자증권

투자 전략

수주 잔고와 수주 모멘텀, 그리고 미래 성장 동력을 보자

지난해부터 한화에어로스페이스를 중심으로 주요 방산 종목들의 주가 상승세가 멈추지 않고 있다. 서두에서 설명한 바와 같이, 한국 방위 산업의 구조적 리레이팅 구간에 접어들었기 때문이라고 판단한다.

향후 투자에 있어서는 크게 세가지 포인트에 주목해서 볼 것을 추천한다. 앞서 서두에서 설명한 바와 같이 방위 산업 내 기업의 기업 가치는 결국 수익성으로 정해진다. 따라서 **(1) 향후 실적을 가능해볼 수 있는 수주잔고 (2) 추가적인 수주 모멘텀 (3) 미래 성장 동력 보유 여부를 중심으로 접근이 필요하다.**

당사는 국내 방위 산업이 이번 폴란드를 중심으로 한 대규모 수주에 따른 **'수주 잔고 증가 → 실적 반영 → 레퍼런스 확보에 따른 추가 수주 & 물량 증대에 따른 양산 효과(수익성 개선) & 실적 개선에 따른 기술 개발 여력 확대 → 추가 수주'**는 긍정적 사이클에 진입할 수 있을 것으로 기대한다.

최선호주로는 한화에어로스페이스(012450.KS)를 제시한다. 이미 쌓인 수주 잔고도 많거니와, 추가 수주가 결정된 폴란드 2차 물량(3.45조원), 그리고 곧 수주 잔고에 더해질 호주 레드백, 내년 초 수주가 기대되는 루마니아라는 확도 높은 파이프라인이 존재하며, 산업 파트에서 설명한 바와 같이 포병 전력에 대한 구조적 수요 증가가 예상되는 만큼 추가 수주 확보 가능성도 가장 높은 기업이라 판단한다. 중장기적으로는 기존에 납품한 자주포에 대한 K9A2 로의 성능 개량이 예정되어 있고, 막대한 유지 보수 물량이 발생할 것으로 예상된다. 그리고 올해 인수 및 지분투자가 이루어진 한화 방산 부문과 한화오션과의 시너지가 발휘되기 시작하면서 종합 방산 기업으로의 면모를 갖추어 가고 있는 점도 긍정적이다.

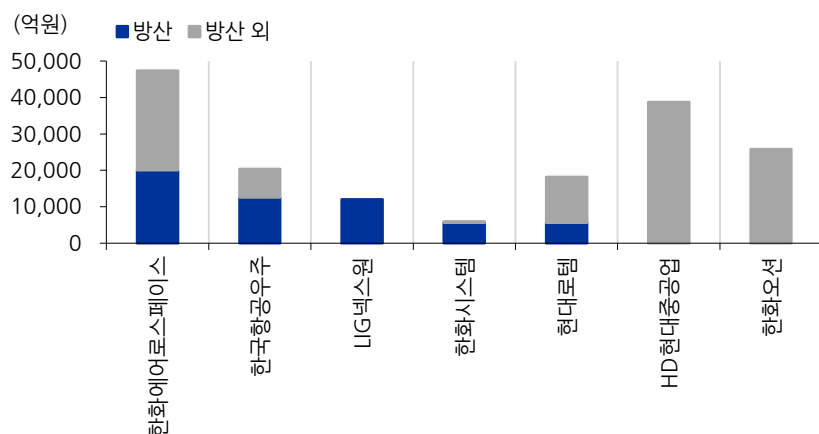
이 외의 당사 커버리지 종목인 한국항공우주, LIG 넥스원, 한화시스템, 현대로템, HD 현대중공업, 한화오션, 풍산에 대해서도 모두 매수 의견을 추천한다. 사실 어느 하나도 거를 기업이 없을 정도다. 글로벌 무기 수요 증가 흐름에 있어 한국 방위 산업은 가장 경쟁력 있는 옵션으로, 중장기 성장이 시작되었다는 판단이다.

도표 234. 커버리지 기업 투자의견 및 투자 포인트

기업명	투자의견	목표주가	투자 포인트
한화에어로스페이스 ★최선호주	BUY	185,000 원	<ul style="list-style-type: none"> 4Q23 폴란드 1차 물량의 실적 기여 본격화 폴란드 2차 추가 수주 확정, 루마니아/호주 등 추가 수주 기대 한화 방산 및 한화 오션 수주 시너지 발휘 시작
한국항공우주	BUY	65,000 원	<ul style="list-style-type: none"> 4Q23 폴란드 FA-50GF 8대분 인식에 따른 증익 흐름 지속 2024년부터 논의가 본격화될 미국 수출 이슈(UJTS) 중동/아시아 지역 등 회전익 수주 기대감
LIG 넥스원	BUY	130,000 원	<ul style="list-style-type: none"> 내수 중심 사업 구조에서 해외 사업 비중 확대 중 UAE 천공에 더해 사우디 천공 수주 유력 한국형 3축체계 내 핵심 무기체계 공급 기대
한화시스템	BUY	21,000 원	<ul style="list-style-type: none"> 티어 1 부품/시스템 기업으로 국내 방산 기업 성장과 동반 기대 사우디 천공 MFR 수주와 더불어 풍부한 내수 수주 파이프라인 AESA 레이더, DirCM 등 핵심 미래 무기 체계에 대한 기술 확보
현대로템	BUY	36,000 원	<ul style="list-style-type: none"> 24년도 이후 폴란드 K-9 납품 속도 빨라지며 실적 성장 기대 폴란드 K-2 2차 수주, 루마니아 등 해외 수주 기대감 유효 20년대 중반부터 레일 솔루션 부문 해외 실적 기여로 회복 전망
HD 현대중공업	BUY	170,000 원	<ul style="list-style-type: none"> 21~22년도의 수주 선박 24년부터 본격 인식되며 실적 개선 암모니아 추진선 등 미래 친환경 선박 수요 흐름에 빠르게 대응 함정 분야에서 해외 사업 확대 기대감
한화오션	BUY	34,000 원	<ul style="list-style-type: none"> 24년도 연간 영업이익 기준 흑자전환 전망 유증 통해 방산 분야 역량 강화 중. 함정 CAPA 2배 증가 전망 폴란드 및 캐나다, 필리핀 등 해외 잠수함 사업 수주 기대감
풍산	BUY	57,000 원	<ul style="list-style-type: none"> DXI 지수 반등 등 전방 업황 개선에 따른 신동 부문 실적 개선 기대 24년 구리 공급 과잉 우려 해소 등 구리 가격 하방 지지 전망 해외 포탄 수요 증가에 따른 방산 부문 구조적 성장 기대

자료: 유진투자증권

도표 235. 커버리지 기업 수주잔고 현황(23년 3분기말 기준)



자료: 유진투자증권

주) 한화에어로스페이스는 한화시스템 수주잔고 제외분

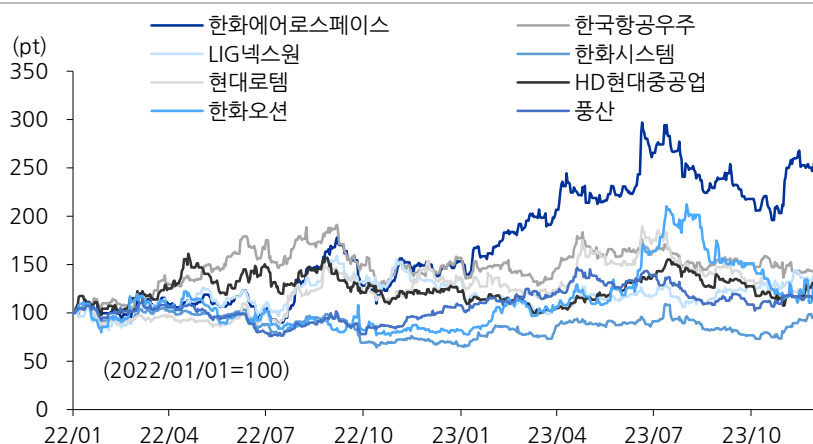
주 2) 현대중공업 및 한화오션은 별도로 방산 부문 수주 잔고 공개하지 않는 관계로 전체 수주 잔고 기재

도표 236. 주요 제품 수출 현황 및 기대 파이프라인 서머리

국가	연도	초도(대)	후속(대)	비고
K-9 자주포				
노르웨이	2017	24	4	-
인도	2017	100	*200	*200 문 추가 발주 가능성
핀란드	2017	48	48	-
에스토니아	2018	24	12	-
호주	2021	30	-	현지 생산
이집트	2022	200	-	현지 생산
폴란드	2022	212	*436	*2 차 계약 물량 436 대 예상(현지 생산) *23년 12월 4일 2차 물량 계약 공시(3.45 조원)
루마니아	*2023~2024	*54	*36	*1,2 차로 나뉘어 발주 예상
영국	*2024~2025	*116	-	*MFP 사업, AS90 대체
캐나다	-	-	-	*2023년 개최 K-9 유저 클럽 오피버 참여
천무				
사우디아라비아	2021	-	-	사업 진행 중(세부 사항 비닉)
UAE	2021	-	-	사업 진행 중(세부 사항 비닉)
폴란드	2022	218	*72	2차 사업 72대 규모 추정
노르웨이	*2024	-	-	도입 가능성
루마니아	-	-	-	도입 가능성
스페인	-	-	-	다연장 로켓 도입 검토 중. 천무 vs PULS vs Astro II
T-50 계열 항공기				
인도네시아	2011	16 대	6 대	T-50i
이라크	2013	24 대	-	T-50IQ
필리핀	2014	12 대	*12 대	FA-50PH
태국	2015	4 대	10 대	T-50TH
폴란드	2022	48 대	-	FA-50GF/PL
말레이시아	2023	18 대	*18 대	FA-50M
이집트	*2024~2025	*36~100 대	-	FA-50
미국	*UJTS 2025	*UJTS 145~220 대	-	UJTS(해군 고등훈련기)
	*ATT 2026	*ATT 128~344 대	-	ATT(공군 전술훈련기)
	*TSA 2026	*TSA 64 대	-	TSA(해군 전술훈련기)
우즈베키스탄	*2024~2025	*00 대	-	FA-50
콜롬비아	*2024~2025	*~24 대	-	FA-50
페루	*2024~2025	*~24 대	-	FA-50
슬로바키아	*2025	*10 대	-	FA-50
불가리아	*2026	*00 대	-	TA-50
K-2 전차				
폴란드	2022	180 대	*820 대	*현지생산
루마니아	-	*250 대	-	-
오만	-	*76 대	-	*계약 보류 중
이집트	-	-	-	-
방공 계열				
UAE	2022	-	-	LIG 넥스원 2.6 조 수주/한화시스템 1.3 조 수주
사우디	*2023~2024	-	-	
함정				
필리핀	-	잠수함 2 척	-	약 1.8 조원
폴란드	-	잠수함 3~4 척	-	약 3 조원
캐나다	-	잠수함 12 척	-	전체 수명 주기 비용 포함 약 80 조원 내외

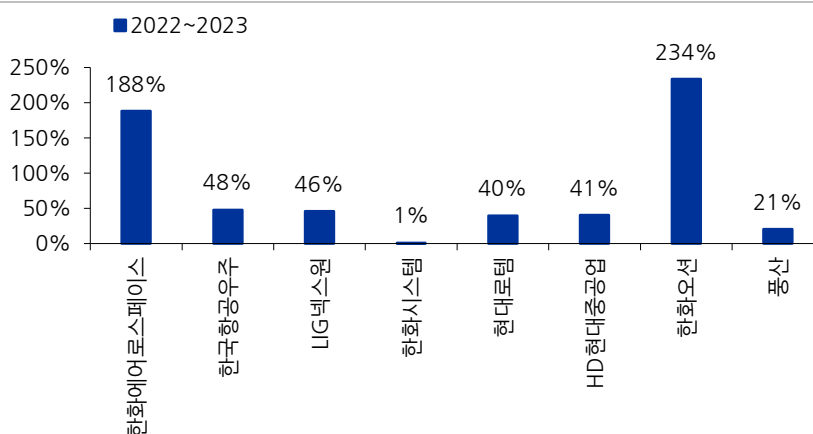
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 237. 커버리지 기업 주가 추이



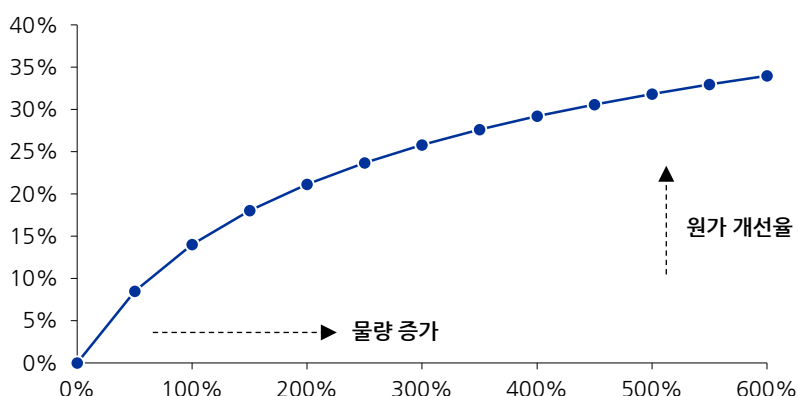
자료: 퀀티와이즈, 유진투자증권
주) 수정주가 기준

도표 238. 커버리지 기업 시총 변화(2022년 1월 대비)



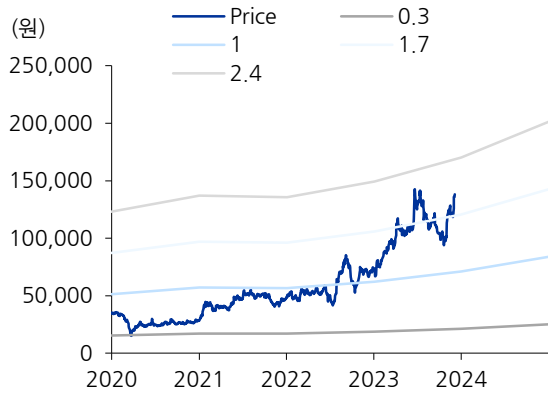
자료: 퀀티와이즈, 유진투자증권

도표 239. 방위 산업 규모의 경제 효과 추정



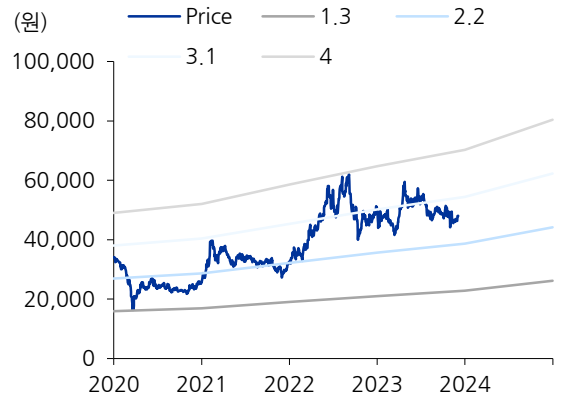
자료: 유진투자증권
주) Scaling 효과는 노동력 20%, 재료비 10%로 가정/노동력 비중 40%, 재료비 비중 60% 가정

도표 240. 한화에어로스페이스 12MF PBR 밴드



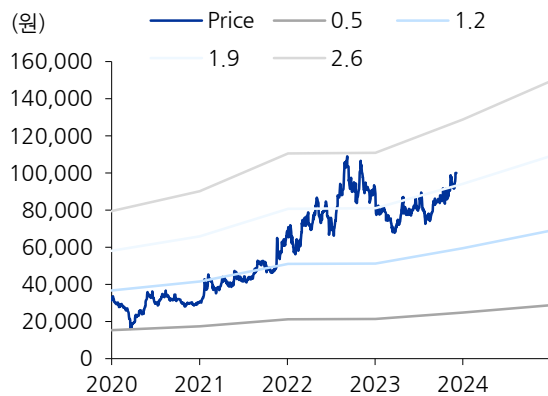
자료: 유진투자증권

도표 241. 한국항공우주 12MF PBR 밴드



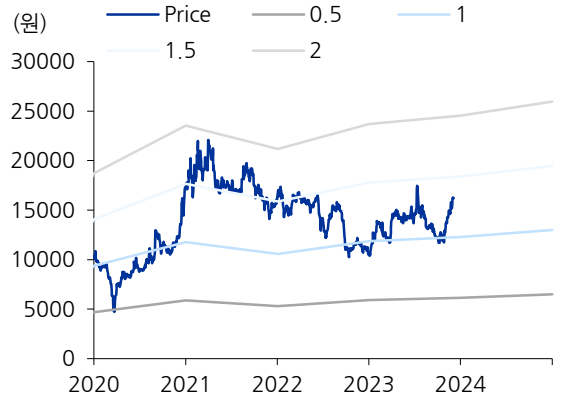
자료: 유진투자증권

도표 242. LIG 넥스원 12MF PBR 밴드



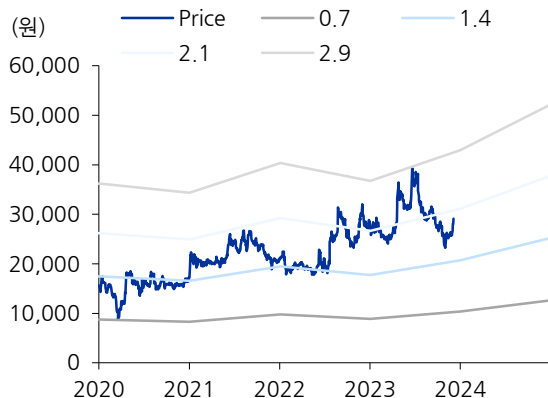
자료: 유진투자증권

도표 243. 한화시스템 12MF PBR 밴드



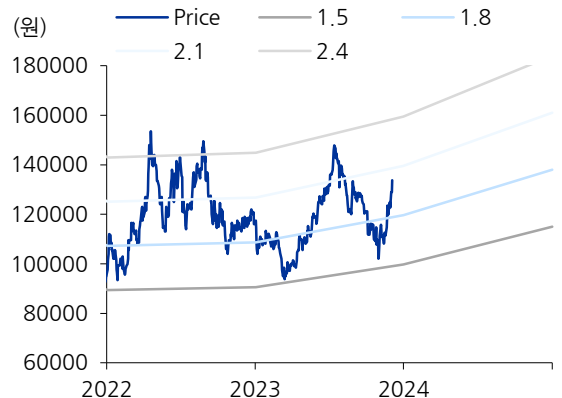
자료: 유진투자증권

도표 244. 현대로템 12MF PBR 밴드



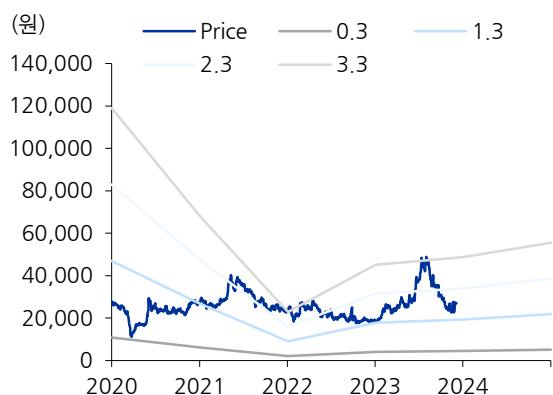
자료: 유진투자증권

도표 245. HD 현대중공업 12MF PBR 밴드



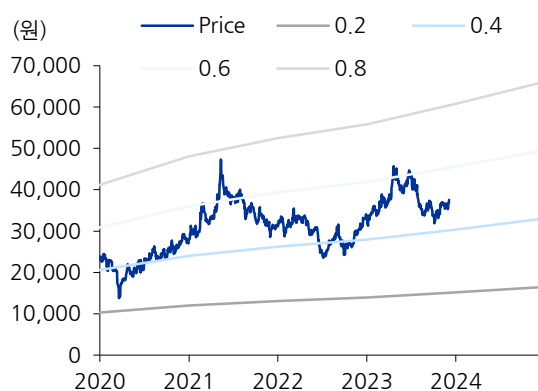
자료: 유진투자증권

도표 246. 한화오션 12MF PBR 밴드



자료: 유진투자증권

도표 247. 풍산 12MF PBR 밴드



자료: 유진투자증권

도표 248. 글로벌 Peer 밸류에이션 테이블

회사명	시총 (B USD)	수익률		P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
		1M	3M	23	24	23	24	23	24	23	24
록히드마틴	111.5	-0.9	0.3	16.5	16.8	15.0	16.8	12.8	13.0	81.8	89.8
레이시온	118.4	-0.5	-4.6	16.4	15.4	1.8	1.7	14.0	12.2	10.8	10.8
보잉	141.5	19.9	4.7	-	56.4	-	-	201.2	24.6	20.8	3.6
노스롭그루먼	72.4	2.0	10.2	21.0	19.8	4.5	4.2	15.4	14.3	22.1	22.1
제네럴다이내믹스	68.1	2.7	10.3	19.9	16.8	3.4	3.2	14.3	12.5	18.0	20.0
L3 해리스	36.9	4.9	9.8	15.8	14.7	1.9	1.9	14.4	12.5	10.2	11.1
레이도스	15.0	4.8	10.2	15.5	14.4	3.5	3.3	11.8	11.2	22.5	22.9
헌팅턴잉겔스	9.5	2.0	8.1	16.7	14.6	2.5	2.3	11.2	10.2	15.7	16.5
BAE 시스템즈	40.8	-2.1	5.2	17.0	15.7	2.8	2.7	10.3	10.3	16.3	16.9
에어버스	118.7	7.0	2.9	25.0	20.3	6.8	5.6	11.5	9.5	30.3	30.6
탈레스	31.8	3.0	1.8	17.5	16.0	3.7	3.4	10.2	9.4	21.9	21.3
사프란	75.8	8.7	11.7	30.6	24.2	6.4	5.6	15.8	13.1	21.9	23.3
레오나르도	9.0	0.0	7.2	11.6	9.9	1.1	1.0	6.1	5.4	9.7	10.4
라인메탈	13.3	3.8	13.6	20.1	14.6	3.7	3.2	10.9	8.1	20.1	24.0
사브	7.2	-4.4	-5.8	23.3	19.2	2.3	2.1	11.2	9.5	10.5	11.7
엘빗 시스템즈	9.0	3.1	-1.0	31.0	28.1	-	-	17.0	15.5	-	-

자료: Bloomberg, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

기업분석

한화에어로스페이스(012450)

BUY(유지) / TP 185,000 원
포병은 전쟁의 신이다

한국항공우주(047810)

BUY(유지) / TP 65,000 원
창공을 향해

LIG 넥스원(079550)

BUY(신규) / TP 130,000 원
LOCK and Roll

한화시스템(272210)

BUY(신규) / TP 21,000 원
Missile Launch Detected

현대로템(064350)

BUY(신규) / TP 36,000 원
철마(鐵馬)는 달리고 싶다

HD 현대중공업(329180)

BUY(신규) / TP 170,000 원
응변창신(應變創新)

한화오션(042660)

BUY(신규) / TP 34,000 원
바다로, 세계로!

풍산(103140)

BUY(유지) / TP 57,000 원
RE-Load

한화에어로스페이스 (012450)

포병은 전쟁의 신이다

투자의견

BUY(유지)

목표주가

185,000 원(상향)

현재주가

138,300 원(12/04)

시가총액

7,002(십억원)

기계(운송/로보틱스 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 유지, TP 185,000원으로 상향하여 제시. TP는 폴란드 향 K-9PL, 천무에 더해 호주 K-9, 이집트 K-9(현지 생산) 등 해외 수출 실적 인식 본격화되는 2024~2025년 당기순이익 평균에 Target PER 16배 적용해 산출. 당사 추정 매출액 기준 2024년 10.1조원, 2025년 매출액 11.8조원으로 매년 1조원 이상의 성장 기록할 전망
- 폴란드 2차 수주 확정(3.45조원 규모)과 더불어 루마니아 K-9 수주, 호주 레드백 결과 대기 중. 이외에도 인도 추가 수주 등 지속적인 해외 수주 기대감 유효. 특히 동유럽 중심 포병 전력 보충 수요가 크게 늘어날 전망. 동사는 현재 K-9 연간 CAPA 120문 확보했으나, 내년에는 180문까지 확대 예정. 장기적으로는 K9A2 개량으로 기존 납품한 국군 1,000여대 물량과 해외 수출 물량에 대한 PIP(성능개량)를 포함해 유지보수 수요도 발생할 것
- 최근 영국 BAE 시스템으로의 장약 수출 계약, 밥콕 인터내셔널과 협력 체결. 장약 관련 NATO 표준 호환 확인. 현지 탄 수요가 꾸준히 발생할 전망으로 일회성이 아닌 장기적인 수요로 이어질 전망. 현지 공장 설립 가능성도 유효. 한화오션의 경우 내년도 이후 실적 턴어라운드하고, 해외 수출 추진 중인 잠수함 관련 한화에어로스페이스의 배터리 등 납품도 기대. (썬한화 방산 및 한화오션 인수 시너지 등 한화 그룹내 방산 시너지 발휘 시작되었다는 판단

주가(원,12/4)	138,300
시가총액(십억원)	7,002

발행주식수(천주)	50,630
52주 최고가(원)	151,000
최저가(원)	65,000
52주 일간 Beta	1.06
60일 일평균거래대금(억원)	559
외국인 지분율(%)	33.2
배당수익률(23F,%)	0.7

주주구성(%)	
한화 (외 4인)	34.0
국민연금공단 (외 1인)	8.1

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	9.1	28.1	88.8
절대기준	15.3	24.8	92.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	185,000	133,000	▲
영업이익(23)	646	652	-
영업이익(24)	839	770	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	6,540	8,731	10,142	11,815
영업이익	377	646	839	1,120
세전손익	175	1,209	796	1,143
당기순이익	152	925	564	811
EPS(원)	3,967	15,484	9,707	13,953
증감률(%)	-20.5	290.4	-37.3	43.7
PER(배)	18.6	8.9	14.2	9.9
ROE(%)	7.0	26.1	14.6	18.0
PBR(배)	1.3	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	6.5	9.2	7.7	6.1

자료: 유진투자증권



도표 249. 한화에어로스페이스 밸류에이션 테이블

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉠ 2023년 당기순이익	599	2024~2025년 평균
㉡ Target PER(배)	16	글로벌 Peer 평균(20% 할인)
㉢ 기업가치	9,344	㉢=㉠×㉡
㉣ 주식수(천주)	50,630	
㉤ 주당가치(원)	184,545	㉤=㉢/㉣
㉦ 목표주가(원)	185,000	
상승여력(%)	34%	
현재주가(원)	138,300	

자료: 유진투자증권

도표 250. 한화에어로스페이스 주요 실적 테이블

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	2,038	1,908	1,982	2,804	6,540	8,731	10,142	11,815
항공우주	390	402	390	468	1,369	1,650	1,813	1,965
민수	188	212	209	212	764	821	942	1,061
군수/기타	202	189	181	256	605	829	872	904
지상방산	842	600	763	1,502	2,048	3,707	4,519	5,294
기타	806	906	829	834	3,123	3,375	3,810	4,557
영업이익	224	81	115	231	377	646	839	1,120
opm%	11.0	4.3	5.8	8.2	5.8	7.4	8.3	9.5

자료: 유진투자증권

도표 251. K-9 수출 현황 및 기대 파이프라인

국가	연도	초도(대)	후속(대)	비고
노르웨이	2017	24	4	-
인도	2017	100	*200	*200 문 추가 발주 가능성
핀란드	2017	48	48	-
에스토니아	2018	24	12	-
호주	2021	30	-	현지 생산
이집트	2022	200	-	현지 생산
폴란드	2022	212	*436	*2 차 계약 물량 436 대 예상(현지 생산) *23년 12월 4일 2 차 물량 계약 공시(3.45 조원)
루마니아	*2023~2024	*54	*36	*1,2 차로 나뉘어 발주 예상
영국	*2024~2025	*116	-	*MFP 사업, AS90 대체
캐나다	-	-	-	*2023년 개최 K-9 유저 클럽 옵저버 참여

자료: 언론보도, 유진투자증권

한화에어로스페이스(012450.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	11,046	15,157	18,671	19,631	20,944
유동자산	6,284	8,589	9,099	9,740	10,689
현금성자산	2,627	3,179	2,703	2,608	2,694
매출채권	1,037	1,438	1,556	1,808	2,201
재고자산	1,605	2,014	2,485	2,874	3,244
비유동자산	4,762	6,568	9,573	9,890	10,255
투자자산	887	1,461	4,210	4,381	4,559
유형자산	1,898	2,987	3,182	3,252	3,365
기타	1,977	2,121	2,180	2,257	2,330
부채총계	7,114	11,234	14,352	14,870	15,528
유동부채	4,330	8,270	11,374	11,860	12,485
매입채무	887	1,263	1,249	1,435	1,747
유동성이자부채	816	1,653	2,737	2,737	2,737
기타	2,627	5,354	7,388	7,688	8,001
비유동부채	2,784	2,963	2,978	3,010	3,043
비유동이자부채	1,965	1,915	1,840	1,840	1,840
기타	819	1,048	1,137	1,170	1,203
자본총계	3,932	3,924	4,319	4,760	5,416
지배지분	2,889	2,863	3,151	3,591	4,247
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	429	217	228	228	228
이익잉여금	1,812	2,020	2,659	3,100	3,756
기타	383	360	(2)	(2)	(2)
비지배지분	1,042	1,061	1,169	1,169	1,169
자본총계	3,932	3,924	4,319	4,760	5,416
총차입금	2,781	3,569	4,577	4,577	4,577
순차입금	154	390	1,874	1,969	1,883

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	990	1,524	1,813	594	793
당기순이익	302	152	925	564	811
자산상각비	237	257	320	322	331
기타비현금성손익	149	416	(629)	(44)	(193)
운전자본증감	311	794	1,038	(250)	(238)
매출채권감소(증가)	33	(305)	97	(251)	(393)
재고자산감소(증가)	7	(277)	(337)	(389)	(370)
매입채무증가(감소)	91	226	(194)	186	312
기타	180	1,150	1,471	204	213
투자현금	(607)	(1,225)	(2,533)	(643)	(661)
단기투자자산감소	(201)	(767)	(23)	(5)	(5)
장기투자증권감소	(72)	42	(1,942)	(143)	(110)
설비투자	166	197	388	305	355
유형자산처분	6	5	1	0	0
무형자산처분	(159)	(148)	(153)	(163)	(163)
재무현금	813	216	694	(51)	(51)
차입금증가	226	263	769	0	0
자본증가	(32)	(35)	(51)	(51)	(51)
배당금지급	30	35	51	51	51
현금 증감	1,197	515	(464)	(100)	81
기초현금	1,331	2,528	3,043	2,580	2,480
기말현금	2,528	3,043	2,580	2,480	2,561
Gross Cash flow	688	825	713	844	1,031
Gross Investment	95	(336)	1,472	888	894
Free Cash Flow	593	1,161	(759)	(44)	137

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	5,541	6,540	8,731	10,142	11,815
증가율(%)	4.1	18.0	33.5	16.2	16.5
매출원가	4,523	5,190	6,780	8,114	9,452
매출총이익	1,018	1,349	1,950	2,028	2,363
판매 및 일반관리비	741	972	1,229	1,189	1,243
기타영업손익	(10)	31	26	(3)	5
영업이익	277	377	646	839	1,120
증가율(%)	13.6	36.1	71.4	29.8	33.5
EBITDA	515	634	967	1,161	1,452
증가율(%)	5.1	23.3	52.4	20.1	25.1
영업외손익	12	(203)	563	(44)	22
이자수익	13	48	85	78	91
이자비용	62	80	174	207	191
지분법손익	(29)	(21)	(26)	1	41
기타영업외손익	90	(149)	677	84	82
세전순이익	289	175	1,209	796	1,143
증가율(%)	68.4	(39.7)	592.4	(34.2)	43.6
법인세비용	80	60	284	231	332
당기순이익	302	152	925	564	811
증가율(%)	83.2	(49.6)	508.5	(39.0)	43.7
지배주주지분	253	201	784	491	706
증가율(%)	108.0	(20.5)	290.4	(37.3)	43.7
비지배지분	49	(49)	141	73	105
EPS(원)	4,989	3,967	15,484	9,707	13,953
증가율(%)	108.0	(20.5)	290.4	(37.3)	43.7
수정EPS(원)	4,989	3,967	15,484	9,707	13,953
증가율(%)	108.0	(20.5)	290.4	(37.3)	43.7

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	4,989	3,967	15,484	9,707	13,953
BPS	57,066	56,544	62,229	70,936	83,889
DPS	700	1,000	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배, %)					
PER	9.6	18.6	8.9	14.2	9.9
PBR	0.8	1.3	2.2	1.9	1.6
EV/ EBITDA	5.0	6.5	9.2	7.7	6.1
배당수익률	1.5	1.4	0.7	0.7	0.7
PCR	3.5	4.5	9.8	8.3	6.8
수익성(%)					
영업이익률	5.0	5.8	7.4	8.3	9.5
EBITDA이익률	9.3	9.7	11.1	11.4	12.3
순이익률	5.4	2.3	10.6	5.6	6.9
ROE	9.2	7.0	26.1	14.6	18.0
ROIC	5.3	6.9	16.1	21.0	24.6
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	3.9	9.9	43.4	41.4	34.8
유동비율	145.1	103.9	80.0	82.1	85.6
이자보상배율	4.4	4.7	3.7	4.0	5.9
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
매출채권회전율	5.3	5.3	5.8	6.0	5.9
재고자산회전율	3.5	3.6	3.9	3.8	3.9
매입채무회전율	6.7	6.1	7.0	7.6	7.4

편집상의 공백페이지입니다

한국항공우주 (047810)

창공을 향해

투자의견

BUY(유지)

목표주가

65,000 원(유지)

현재주가

48,050 원(12/04)

시가총액

4,684(십억원)

기계/운송/로보틱스 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, TP 65,000원 유지. 4분기 중 폴란드 향 FA-50GF 12대 모두 현지 도착 확인. 완제기 수출 확대로 4분기 영업이익은 3분기에 이어 증익 흐름 지속될 전망. 당사 4분기 영업이익 추정치는 1,270억원(OPM 8.6%)
- 폴란드 잔여 36대는 2025년 이후 인도 예정. 잔여 물량에 대해 진행률 기준 인식 확정되었으나 2024년은 올해 대비 매출액은 약간의 부침을 겪은 이후 2025년부터 대폭 증가 전망. 말레이시아 물량도 더해지기 때문
- KF-21 초도 양산 물량은 아직 미확정. 전체 120대 양산 규모에는 변함 없으나, 초도 물량 40대/20+20대/20대 등 여러 옵션을 두고 고민. 국방부와 방사청 등 전력 공백 우려에 기존 40대 생산 방침 유지하자는 의견이 중론
- 다수의 국가와 해외 수출 논의 중. 특히 2025년에 예정된 미국 해군 훈련기 사업(UJTS/145~220대)이 내년부터 논의 확대되며 기대감 형성 전망. 현재 RFI 4차 답변까지 완료했으며, 내년 이후 RFP 발행 가능성 존재
- 현재 주목해야할 점은 회전익 계열의 수출 여부. 최근 중동/아시아 지역에서의 수출 가능성이 부각되는 중. 11월 UAE 두바이 에어쇼에서 수리온과 LAH가 해외에서 처음으로 실물기의 시범 비행을 실시한 바 있음

주가(원,12/4)	48,050
시가총액(십억원)	4,684
발행주식수(천주)	97,475
52주 최고가(원)	61,000
최저가(원)	41,500
52주 일간 Beta	0.62
60일 일평균거래대금(억원)	234
외국인 지분율(%)	26.4
배당수익률(23F,%)	0.5

주주구성(%)	
한국수출입은행 (외 1인)	26.4
국민연금공단 (외 1인)	10.0

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-6.7	-7.4	-1.1
절대기준	-0.5	-10.7	2.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	65,000	65,000	-
영업이익(23)	220	229	▼
영업이익(24)	210	239	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	2,787	3,787	3,690	4,693
영업이익	142	220	210	358
세전손익	122	241	207	363
당기순이익	116	173	156	269
EPS(원)	1,215	1,806	1,618	2,789
증감률(%)	85.4	48.6	-10.4	72.3
PER(배)	41.9	26.6	29.7	17.2
ROE(%)	8.8	11.7	9.6	14.8
PBR(배)	3.5	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA(배)	14.2	14.8	13.2	9.9

자료: 유진투자증권

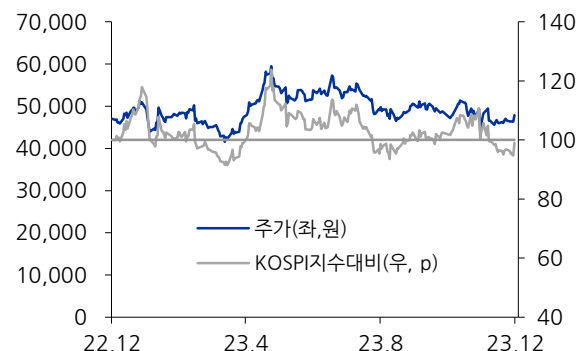
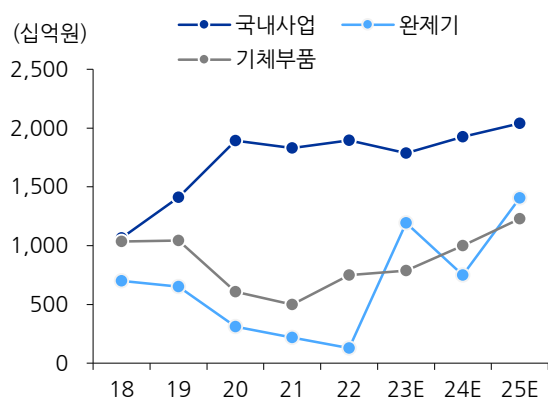


도표 252. 한국항공우주 주요 실적 테이블

구분	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	569	734	1,007	1,478	2,787	3,785	3,690	4,693
yoy%	-11	10	65	70	9	36	-3	27
국내사업	364	487	497	442	1,897	1,788	1,925	2,040
완제기수출	27	53	311	802	127	1,194	748	1,405
기체부품	175	189	195	228	748	787	999	1,230
매출총이익	65	58	128	220	374	471	463	648
gpm%	11.5	7.9	12.7	14.9	13.4	12.4	12.5	13.8
영업이익	19	8	65	127	142	220	210	358
opm%	3.4	1.1	6.5	8.6	5.1	5.8	5.7	7.6
당기순이익	30	10	53	81	116	176	156	269
npm%	5.2	1.3	5.3	5.5	4.2	5	4.2	6

자료: 유진투자증권

도표 253. 사업 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 254. 중동 에어쇼에서 시험 비행 중인 수리온



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 255. T-50 계열 수출 현황 및 기대 파이프라인

국가명	최초 계약연도	기종	초도	후속
인도네시아	2011	T-50i	16 대	6 대
이라크	2013	T-50IQ	24 대	-
필리핀	2014	FA-50PH	12 대	*12 대
태국	2015	T-50TH	4 대	10 대
폴란드	2022	FA-50GF/PL	48 대	-
말레이시아	2023	FA-50M	18 대	*18 대
이집트	*2024~2025	FA-50	*36~100 대	-
미국	*UJTS 2025	UJTS(해군 고등훈련기)	*UJTS 145~220 대	-
	*ATT 2026	ATT(공군 전술훈련기)	*ATT 128~344 대	-
	*TSA 2026	TSA(해군 전술훈련기)	*TSA 64 대	-
우즈베키스탄	*2024~2025	FA-50	*00 대	-
콜롬비아	*2024~2025	FA-50	*~24 대	-
페루	*2024~2025	FA-50	*~24 대	-
슬로바키아	*2025	FA-50	*10 대	-
불가리아	*2026	TA-50	*00 대	-

자료: 언론보도, 유진투자증권

한국항공우주(047810.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	5,855	7,772	7,678	7,632	8,130
유동자산	3,681	5,389	5,187	5,030	5,393
현금성자산	1,013	2,178	530	962	604
매출채권	249	229	464	344	439
재고자산	1,325	1,593	2,505	1,966	2,521
비유동자산	2,174	2,383	2,491	2,602	2,737
투자자산	683	810	852	887	923
유형자산	865	827	821	840	885
기타	626	746	818	875	929
부채총계	4,558	6,319	6,076	5,896	6,147
유동부채	2,800	5,055	5,065	4,866	5,097
매입채무	425	650	950	717	914
유동성이자부채	103	549	697	697	697
기타	2,272	3,857	3,418	3,452	3,486
비유동부채	1,758	1,264	1,011	1,031	1,050
비유동이자부채	1,128	605	241	241	241
기타	630	659	770	789	809
자본총계	1,297	1,453	1,602	1,735	1,983
지배지분	1,269	1,428	1,578	1,712	1,959
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	675	833	985	1,118	1,366
기타	(21)	(21)	(22)	(22)	(22)
비지배지분	28	25	23	23	23
자본총계	1,297	1,453	1,602	1,735	1,983
총차입금	1,230	1,154	938	938	938
순차입금	218	(1,024)	409	(24)	334

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	440	1,493	(1,157)	716	(43)
당기순이익	53	116	173	156	269
자산상각비	149	135	125	143	150
기타비현금성손익	114	40	(3)	26	28
운전자본증감	179	1,228	(1,549)	391	(490)
매출채권감소(증가)	(9)	28	(175)	120	(95)
재고자산감소(증가)	(177)	(243)	(913)	539	(554)
매입채무증가(감소)	(20)	59	356	(233)	197
기타	385	1,383	(817)	(34)	(37)
투자현금	(416)	(204)	(404)	(272)	(304)
단기투자자산감소	(167)	20	(204)	(13)	(13)
장기투자증권감소	(12)	(3)	(2)	(8)	(8)
설비투자	84	69	82	111	141
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(185)	(161)	(103)	(109)	(109)
재무현금	201	(103)	(246)	(24)	(24)
차입금증가	220	(83)	(221)	0	0
자본증가	(19)	(19)	(24)	(24)	(24)
배당금지급	19	19	24	24	24
현금 증감	225	1,137	(1,810)	419	(371)
기초현금	662	887	2,024	214	633
기말현금	887	2,024	214	633	262
Gross Cash flow	316	292	368	325	447
Gross Investment	71	(1,004)	1,750	(132)	780
Free Cash Flow	246	1,296	(1,382)	457	(333)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,562	2,787	3,787	3,690	4,693
증가율(%)	(9.3)	8.8	35.9	(2.6)	27.2
매출원가	2,255	2,413	3,316	3,227	4,046
매출총이익	307	374	471	463	648
판매 및 일반관리비	249	232	251	253	290
기타영업손익	29	(7)	8	1	15
영업이익	58	142	220	210	358
증가율(%)	(58.2)	143.1	55.3	(4.5)	70.4
EBITDA	207	277	345	353	508
증가율(%)	(24.4)	33.7	24.6	2.3	43.9
영업외손익	(4)	(19)	22	(3)	5
이자수익	3	18	50	35	41
이자비용	23	22	31	27	25
지분법손익	0	(1)	(1)	(5)	(5)
기타영업외손익	16	(15)	3	(5)	(5)
세전순이익	54	122	241	207	363
증가율(%)	(34.0)	124.5	97.7	(14.2)	75.3
법인세비용	1	6	68	51	95
당기순이익	53	116	173	156	269
증가율(%)	(26.3)	117.6	49.4	(10.0)	72.3
지배주주지분	64	118	176	158	272
증가율(%)	(14.4)	85.4	48.6	(10.4)	72.3
비지배지분	(11)	(3)	(3)	(2)	(3)
EPS(원)	656	1,215	1,806	1,618	2,789
증가율(%)	(14.4)	85.4	48.6	(10.4)	72.3
수정EPS(원)	656	1,215	1,806	1,618	2,789
증가율(%)	(14.4)	85.4	48.6	(10.4)	72.3

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	656	1,215	1,806	1,618	2,789
BPS	13,023	14,648	16,193	17,562	20,101
DPS	200	250	250	250	250
밸류에이션(배, %)					
PER	49.5	41.9	26.6	29.7	17.2
PBR	2.5	3.5	3.0	2.7	2.4
EV/ EBITDA	16.3	14.2	14.8	13.2	9.9
배당수익률	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	10.0	17.0	12.7	14.4	10.5
수익성(%)					
영업이익률	2.3	5.1	5.8	5.7	7.6
EBITDA이익률	8.1	9.9	9.1	9.6	10.8
순이익률	2.1	4.2	4.6	4.2	5.7
ROE	5.2	8.8	11.7	9.6	14.8
ROIC	3.9	15.1	13.9	8.9	13.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	16.8	(70.4)	25.5	(1.4)	16.9
유동비율	131.5	106.6	102.4	103.4	105.8
이자보상배율	2.5	6.5	7.2	7.7	14.1
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
매출채권회전율	9.9	11.7	10.9	9.1	12.0
재고자산회전율	2.0	1.9	1.8	1.7	2.1
매입채무회전율	6.0	5.2	4.7	4.4	5.8

편집상의 공백페이지입니다

LIG 넥스원

(079550)

LOCK and Roll

투자의견

BUY(신규)

목표주가

130,000 원(신규)

현재주가

100,100 원(12/04)

시가총액

2,202(십억원)

기계/운송/로보틱스 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, TP 130,000원 제시. TP는 2024~2025년 당기순이익 평균값에 Target PER 14배를 적용하여 산출
- 동사의 주요 사업은 PGM(정밀타격)/ISR(감시정찰)/C4I(지휘통제)/AEW(항공전자)로 구분. 현재 동사의 주가 상승을 견인하고 있는 것은 바로 PGM. 특히 현재 진행 중인 UAE 천궁 사업과 현재 논의 중인 사우디 천궁 사업 가시화, 미국에서 진행 중인 비공의 FCT 사업 등 유도 체계의 해외 수출 레퍼런스 확대가 기대되고 있음
- 과거 동사의 매출 중 90%가 국내 사업, 10%가 해외 수출로 내수 중심 사업 구조였지만, 최근 해외 수요 증가 및 수출 인식 본격화 시기 도래함에 따라 해외 비중은 지속 증가할 전망이다. 당사는 2024년 해외사업 매출 비중 30%를 예상하며, 수출 증가로 인한 수익성 개선도 기대됨. 현재 해외 매출의 상당 부분은 인도네시아 무전기 사업이며, 2020년 중반대에는 UAE 천궁 개발 후 본격 납품 개시 등 PGM 수출 확대에 한층 더 수익성이 개선될 전망
- 현재 해외 수출 여부에 대한 관심도 높지만, 국내에서 지속 개발되는 유도 체계, 그리고 함정과 항공 분야로의 판매 아이템 확대도 주목해볼만한 포인트. 항공에서는 향후 MLU가 예상되는 FA-50의 AESA레이더 납품 여부, L-SAM/LAMD 등 KAMD 내 유도 체계 개발 등이 향후 미래 먹거리로 부각될 것으로 예상

주가(원,12/4)	100,100
시가총액(십억원)	2,202

발행주식수(천주)	22,000
52주 최고가(원)	102,300
최저가(원)	67,100
52주 일간 Beta	0.51
60일 일평균거래대금(억원)	176
외국인 지분율(%)	14.0
배당수익률(23F,%)	1.8

주주구성(%)	
엘아이지 (외 12인)	42.5
국민연금공단 (외 1인)	13.4

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	4.2	28.1	5.7
절대기준	10.4	24.8	9.0

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	130,000	-	-
영업이익(23)	189	-	-
영업이익(24)	224	-	-

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	2,221	2,456	2,757	3,145
영업이익	179	189	224	260
세전손익	158	209	246	284
당기순이익	123	165	192	222
EPS(원)	5,588	7,497	8,724	10,092
증감률(%)	17.0	34.2	16.4	15.7
PER(배)	16.5	13.4	11.5	9.9
ROE(%)	14.5	17.6	18.9	18.9
PBR(배)	2.2	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	9.1	9.6	8.1	6.8

자료: 유진투자증권

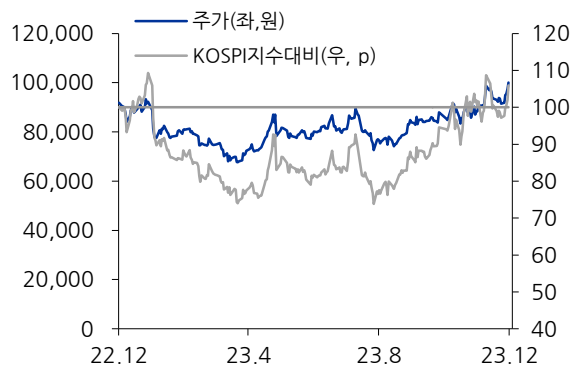


도표 256. LIG 넥스원 밸류에이션 테이블

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉑ 당기순이익	207	2024~2025년 평균
㉒ Target PER(배)	14	글로벌 Peer 평균(25% 할인)
㉓ 기업가치	2,841	㉓=㉑×㉒
㉔ 주식수(천주)	21,795	
㉕ 주당가치(원)	130,342	㉕=㉓/㉔
㉖ 목표주가(원)	130,000	
상승여력(%)	30%	
현재주가(원)	100,100	

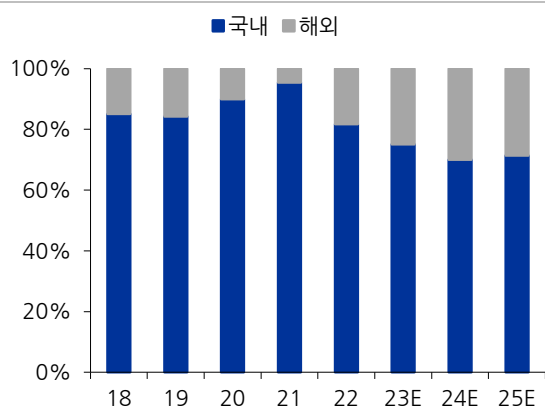
자료: 유진투자증권

도표 257. LIG 넥스원 주요 실적 테이블

구분	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	547	546	536	827	2,221	2,456	2,757	3,145
yoy%	28.0	11.3	-22.9	36.1	21.9	10.6	12.3	14.1
국내	440	459	443	501	1,815	1,844	1,931	2,246
해외	107	86	93	326	406	612	826	899
영업이익	68	40	41	40	179	189	224	260
opm%	12.5	7.4	7.7	4.8	8.1	7.7	8.1	8.3
당기순이익	60	32	34	40	123	165	192	222
npm%	10.9	5.8	6.3	4.8	5.5	6.7	7.0	7.1

자료: 유진투자증권

도표 258. LIG 넥스원 매출 비중



자료: 유진투자증권

도표 259. 국방 예산 세부

구분	'20	'21	'22	'23	'24E
국방비	50.2	52.8	54.6	57.1	59.6
방위력 개선비	16.7	17.0	16.7	17.0	17.8
(유도무기)	2.0	2.2	2.2	2.4	2.7
(지휘정찰)	1.9	2.3	2.7	2.6	2.3
(기동화력)	2.3	2.9	3.2	2.6	3.4
(함정)	2.8	2.5	2.3	2.2	2.2
(항공기)	5.6	4.6	2.6	2.5	3.3

자료: 국방부, 유진투자증권

도표 260. 주요 수주 공시 내역

구분	계약명	계약 상대	Y-S	Y-E
항공	인도네시아 경찰 헬기 수리부속	인도네시아 경찰	2023	2025
항공	FA-50 폴란드 GF 사업용 RADAR	한국항공우주	2023	2025
항공	KF-X 체계개발 EW Suite	한국항공우주	2016	2026
항공	백두체계능력보강 2 차사업 구성품 개발	한국항공우주	2022	2026
함정	소나체계	대우조선해양	2021	2028
함정	근접방어무기체계(CIWS)-II 외 15 항목	방위사업청	2021	2030
함정	장보고-I 성능개량 후속양산	대우조선해양	2020	2024
함정	소나체계	대우조선해양	2019	2027
함정	함정용 전자전장비-II 체계개발사업	방위사업청	2022	2029
함정	구축함(KDDX) 소나체계 예인소나 송수신장비 시제	국방과학연구소	2020	2029
함정	구축함(KDDX) 소나체계 체계통합/함상장비 시제	국방과학연구소	2020	2029
함정	광개토-III Batch-II 통합소나체계 체계종합/함상장비 시제	국방과학연구소	2016	2024
지상	폴란드 K-2 전차 수출 사업	현대로템	2023	2025
지상	30mm 복합대공화기 2 차 양산	한화디펜스	2018	2024
유도	M-SAM(천공-II) 수출 계약	아랍에미리트	-	-
유도	함대함유도탄 5 차 양산 외 5 항목	방위사업청	2023	2027
유도	유도탄 2 차 양산 외 6 항목	방위사업청	2023	2026
유도	중어뢰-II 2 차 양산	방위사업청	2022	2027
유도	대함유도탄방어유도탄 2 차양산	방위사업청	2022	2027
유도	현궁 체계 3-2 차 양산	방위사업청	2022	2025
유도	자항기뢰 후속양산	방위사업청	2021	2023
유도	130mm 유도로켓 2 차양산 외	방위사업청	2021	2024
유도	20년 2.75인치 유도로켓 3 차양산	방위사업청	2020	2024
유도	19년 보병용중거리유도무기(현궁) 체계 3 차 양산	방위사업청	2019	2025
유도	철매-II 성능개량 양산사업	방위사업청	2018	2024
유도	30mm 복합대공화기(신궁 등)	방위사업청	2018	2024
유도	130mm 유도로켓-II 체계개발	방위사업청	2023	2027
유도	장공지 체계통합부 시제	국방과학연구소	2022	2028
유도	장사정포요격체계 탐색개발 체계종합	국방과학연구소	2022	2024
유도	경어뢰-II 체계개발	방위사업청	2022	2029
유도	무기체계 시제	국방과학연구소	2020	2024
유도	L-SAM 체계개발 체계종합 시제	국방과학연구소	2019	2024
위성	KPS 검증용 지상시스템 장비제작 및 체계종합 용역	한국항공우주연구원	2023	2028
위성	초소형위성체계 군지상체	국방과학연구소	2023	2030
C4ISR	인도네시아 경찰 다대역 통신망 구축사업	인도네시아 경찰	2022	*2025
C4ISR	인도네시아 경찰 보안용 통신망 구축사업	인도네시아 경찰	2022	*2025
C4ISR	인도네시아 경찰 통신 시스템 공급사업	인도네시아 경찰	2020	2023
C4ISR	피아식별장비 성능개량사업	방위사업청	2019	2024
C4ISR	피아식별장비 성능개량사업(신궁 등)	방위사업청	2019	2024
C4ISR	고성능 성능개량 단말 등 4 종	방위사업청	2021	2025
C4ISR	국지방공레이더 후속양산사업	방위사업청	2021	2027
C4ISR	원거리탐지용 음향센서 외 4 항목	방위사업청	2021	2026
C4ISR	군위성통신체계-II(함정용) 납품	방위사업청	2021	2024
C4ISR	군위성통신체계 2(다대역 등) 외 17 항목	방위사업청	2021	2025
C4ISR	해상감시레이더-II 양산사업 외	방위사업청	2021	2026
C4ISR	항공관제레이더(par) 후속 양산	방위사업청	2020	2024
C4ISR	대포병탐지레이더-II 양산사업	방위사업청	2018	2024
C4ISR	해군음향정보관리체계-II 사업	방위사업청	2023	2028
C4ISR	작전/교전통제소 시제	국방과학연구소	2020	2024

자료: Dart, 유진투자증권

LIG넥스원(079550.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	2,577	3,013	3,430	3,593	3,850
유동자산	1,486	1,823	2,153	2,300	2,534
현금성자산	93	273	195	340	448
매출채권	160	234	535	530	601
재고자산	219	231	326	323	366
비유동자산	1,091	1,190	1,277	1,293	1,316
투자자산	200	162	204	212	220
유형자산	743	856	887	892	905
기타	148	171	186	189	191
부채총계	1,814	2,078	2,491	2,503	2,585
유동부채	1,481	1,899	2,307	2,316	2,396
매입채무	332	232	492	487	553
유동성이자부채	226	245	378	378	378
기타	923	1,423	1,437	1,451	1,466
비유동부채	332	178	184	186	189
비유동이자부채	323	121	62	62	62
기타	9	57	123	125	127
자본총계	763	935	939	1,090	1,265
지배지분	763	935	939	1,090	1,265
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	142	142	142	142	142
이익잉여금	444	561	692	843	1,018
기타	67	122	(5)	(5)	(5)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	763	935	939	1,090	1,265
총차입금	549	366	439	439	439
순차입금	456	93	244	99	(9)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	135	457	130	262	240
당기순이익	105	123	165	192	222
자산상각비	57	54	66	60	61
기타비현금성손익	35	77	(5)	2	2
운전자본증감	(50)	210	(103)	7	(46)
매출채권감소(증가)	68	(92)	(352)	5	(71)
재고자산감소(증가)	(1)	33	(103)	3	(43)
매입채무증가(감소)	(14)	(108)	311	(5)	65
기타	(104)	377	41	3	3
투자현금	25	(33)	(88)	(77)	(85)
단기투자자산감소	110	(2)	(0)	(1)	(1)
장기투자증권감소	(7)	54	(3)	(2)	(2)
설비투자	32	46	56	57	65
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(42)	(29)	(21)	(11)	(11)
재무현금	(137)	(245)	7	(41)	(47)
차입금증가	(117)	(218)	40	0	0
자본증가	(20)	(26)	(33)	(41)	(47)
배당금지급	20	26	33	41	47
현금 증감	24	178	(78)	144	107
기초현금	51	75	253	175	319
기말현금	75	253	175	319	426
Gross Cash flow	198	253	271	255	285
Gross Investment	135	(178)	191	69	130
Free Cash Flow	62	431	79	186	155

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,822	2,221	2,456	2,757	3,145
증가율(%)	13.9	21.9	10.6	12.3	14.1
매출원가	1,591	1,894	2,093	2,327	2,655
매출총이익	232	327	363	430	490
판매 및 일반관리비	134	147	174	206	230
기타영업손익	7	10	18	18	12
영업이익	97	179	189	224	260
증가율(%)	52.5	84.3	5.7	18.3	16.2
EBITDA	154	233	256	284	321
증가율(%)	33.8	50.8	9.8	11.3	13.0
영업외손익	32	(21)	19	22	24
이자수익	2	10	8	10	11
이자비용	14	13	9	10	9
지분법손익	3	(29)	(0)	(0)	(0)
기타영업외손익	40	10	21	21	22
세전순이익	129	158	209	246	284
증가율(%)	232.1	22.2	32.3	17.7	15.7
법인세비용	24	35	44	54	62
당기순이익	105	123	165	192	222
증가율(%)	81.5	17.0	34.2	16.4	15.7
지배주주지분	105	123	165	192	222
증가율(%)	81.5	17.0	34.2	16.4	15.7
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	4,775	5,588	7,497	8,724	10,092
증가율(%)	81.5	17.0	34.2	16.4	15.7
수정EPS(원)	4,775	5,588	7,497	8,724	10,092
증가율(%)	81.5	17.0	34.2	16.4	15.7

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	4,775	5,588	7,497	8,724	10,092
BPS	34,696	42,508	42,671	49,546	57,487
DPS	1,200	1,500	1,850	2,150	2,500
밸류에이션(배, %)					
PER	14.4	16.5	13.4	11.5	9.9
PBR	2.0	2.2	2.3	2.0	1.7
EV/ EBITDA	12.7	9.1	9.6	8.1	6.8
배당수익률	1.7	1.6	1.8	2.1	2.5
PCR	7.6	8.0	8.1	8.6	7.7
수익성(%)					
영업이익률	5.3	8.1	7.7	8.1	8.3
EBITDA이익률	8.5	10.5	10.4	10.3	10.2
순이익률	5.8	5.5	6.7	7.0	7.1
ROE	14.6	14.5	17.6	18.9	18.9
ROIC	7.4	13.4	14.1	15.4	17.4
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	59.8	10.0	26.0	9.1	(0.7)
유동비율	100.3	96.0	93.3	99.3	105.7
이자보상배율	7.0	13.5	21.7	22.6	28.4
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	10.8	11.3	6.4	5.2	5.6
재고자산회전율	8.2	9.9	8.8	8.5	9.1
매입채무회전율	6.3	7.9	6.8	5.6	6.0

한화시스템

(272210)

Missile Launch Detected

투자의견

BUY(신규)

목표주가

21,000 원(신규)

현재주가

16,210 원(12/04)

시가총액

3,062(십억원)

기계/운송/로보틱스 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, TP 21,000원 제시. 2024년 추정 BPS에 글로벌 피어 P/B 평균(30%할인) 적용하여 산출. 내년 UAE 천궁 2 MFR(다기능레이더) 수출 본격화, 한화 그룹 재편에 따른 ICT 부문 캐피탈 물량 증가로 안정적 실적 성장 달성 전망. 2022년 기준 OPM 1.1%에서 2024년 OPM 5.2%, 2025년 OPM 6.0%로 지속 개선 전망
- 동사는 육상/해상/항공을 아우르는 Tier 1 부품/시스템 기업. 한국형 3축 체계의 각종 레이더 체계 담당으로 향후 M-SAM3/L-SAM/L-SAM2/LAMD에 이르는 방공 체계 개발 및 양산 증가 수혜 기대되며, 이외에도 KDDX 사업의 함정 통합 마스트, FFX 사업의 함정 전투체계, KF-21 사업의 AESA 레이더 등 핵심 시스템 공급이 예정되어 있음
- 2022년에 개발한 DirCM(지향성 적외선 방해 장비), 신규 과제 수행 중인 전차 능동방호체계 등 미래 첨단 무기에 필요한 핵심 기술 확보 또한 기대됨. 국내 방산업체들의 폴란드 향 대규모 수주는 한화시스템에도 기회가 될 수 있음. 각종 주요 무기 체계의 10% 내외 비중을 차지하기 때문. 이외에도 당면한 사우디 천궁 수주와 더불어 내년도에는 이탈리아 레오나르도와의 M346 기종 AESA 레이더 교체 사업 추진 전망
- 방산→위성→UAM으로 이어지는 미래 성장 스토리 부각되나, 단기적으로는 방산이 주가 카탈리스트로 작용할 것

주가(원,12/4)	16,210
시가총액(십억원)	3,062

발행주식수(천주)	188,919
52주 최고가(원)	17,720
최저가(원)	10,200
52주 일간 Beta	1.97
60일 일평균거래대금(억원)	133
외국인 지분율(%)	4.7
배당수익률(23F,%)	1.5

주주구성(%)	
한화에어로스페이스 (외 3인)	59.5
국민연금공단 (외 1인)	6.0

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	12.7	16.0	39.5
절대기준	18.8	12.7	42.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	21,000	-	-
영업이익(23)	93	-	-
영업이익(24)	136	-	-

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	2,188	2,461	2,608	2,892
영업이익	24	93	136	174
세전손익	-57	404	150	213
당기순이익	-81	316	115	165
EPS(원)	-405	1,701	624	891
증감률(%)	적전	흑전	-63.3	42.7
PER(배)	-	9.5	26.0	18.2
ROE(%)	-3.6	15.2	5.2	7.1
PBR(배)	1.0	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	7.4	13.2	10.3	9.0

자료: 유진투자증권

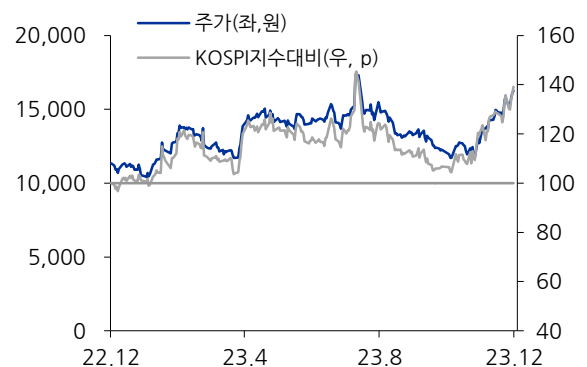


도표 261. 한화시스템 밸류에이션 테이블

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉑ BPS	12,217	2024 년 BPS
㉒ Target PBR(배)	1.7	글로벌 Peer 평균에 할인율 30% 적용
㉓ 주당가치(원)	20,524	㉑=㉒×㉓
㉔ 목표주가(원)	21,000	
상승여력(%)	30%	
현재주가(원)	16,210	
기업가치	3,877	
주식수(천주)	188,919	

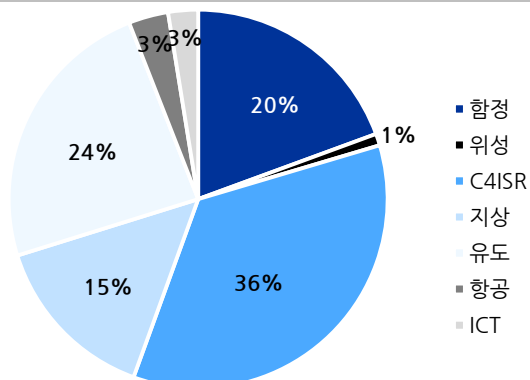
자료: 유진투자증권

도표 262. 한화시스템 주요 실적 테이블

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	440	611	621	790	2,188	2,461	2,608	2,892
yoy%	2.3	19.6	35.1	0.2	4.7	12.5	6.0	10.9
방산	292	448	459	557	1,641	1,757	1,906	2,190
ICT	147	162	161	232	547	703	701	700
신사업	1	2	1	2	1	6	6	7
영업이익	8	26	37	21	24	93	136	174
opm%	1.9	4.2	6.0	2.6	1.1	3.8	5.2	6.0
당기순이익	185	75	41	16	-81	319	115	165
npm%	42.1	12.2	6.6	2.0	-3.7	12.9	4.4	5.7

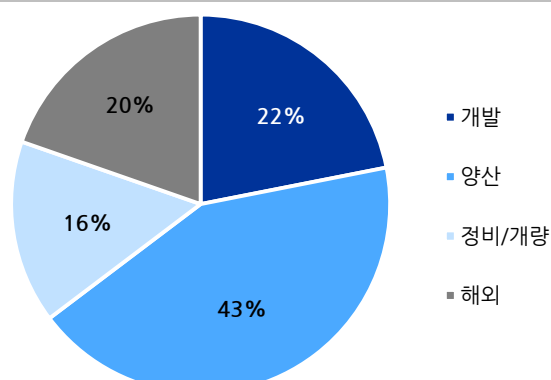
자료: 유진투자증권

도표 263. 한화시스템 수주 내역 중 분야별 비중



자료: 유진투자증권

도표 264. 한화시스템 수주 내역 중 유형별 비중



자료: 유진투자증권

도표 265. 주요 수주 공시 내역

종류	구분	계약명	계약 상대	시작	종료
항공	정비/개량	C-130H 성능개량(2 차)	방위사업청	2023	2027
항공	개발	KF-X 체계개발 TFC(Terrain Following Computer)	KAI	2019	2026
항공	개발	KF-X 탑재 AESA 레이더 TA/TF 모드 개발	방위사업청	2019	2026
함정	양산	울산급 배치 3 후속함(2~6 번함) 전투체계	방위사업청	2023	2028
함정	양산	검독수리-B 배치 2 전투체계(CFCS, EOTS)	방위사업청	2022	2027
함정	개발	대형수송함 1 번함 성능개량 체계 개발(전투체계)	HJ 중공업	2022	2027
함정	개발	대형수송함 1 번함 성능개량 체계 개발(대공레이더)	HJ 중공업	2022	2027
함정	정비/개량	국내 수상함 전투체계 외주정비	해군군수사령부	2022	2025
함정	양산	잠수함 전투체계	방위사업청	2019	2027
함정	개발	구축함(KDDX) 전투체계 다기능위상배열레이더 시제	국방과학연구소	2020	2029
함정	개발	구축함(KDDX) 전투체계 체계 종합 및 전투관리체계	국방과학연구소	2020	2029
지상	정비/개량	K1 계열전차 사통장치 PBL 외 3 항목	방위사업청	2023	2028
지상	정비/개량	23년 천마체계 외주정비 탐지추적장치 물품 구매계약	한화에어로스페이스	2023	2026
지상	양산	30mm 차륜형 대공포 후속 양산	한화에어로스페이스	2022	2026
지상	양산	조준장치, PAS-18K	방위사업청	2022	2025
지상	정비/개량	포병관측장비(TAS-1) PBL 1 차	방위사업청	2022	2026
지상	양산	지뢰탐지기-II 양산	방위사업청	2021	2025
지상	양산	K-2 전차 3 차양산 포수조준경 외 11 항목	현대로템	2021	2023
유도	개발	장사정포요격체계 탐색개발 레이더 시제	국방과학연구소	2022	2024
유도	해외	천궁 2 다기능레이더 수출	UAE	2022	2030
유도	정비/개량	천궁 다기능레이더 PBL 1 차	방위사업청	2021	2026
유도	개발	L-SAM 체계개발 다기능레이더 시제	국방과학연구소	2019	2024
위성	개발	초소형위성체계 SAR 검증위성(H 모델)	국방과학연구소	2023	2027
ICT	양산	에어로스페이스 차세대 One ERP 구축 프로젝트(3/3)	한화에어로스페이스	2023	2025
C4ISR	정비/개량	공지통신무전기 성능개량사업(LYNX 등 5 종) 위협 선정	방위사업청	2023	2028
C4ISR	양산	군위성통신체계 2 외 36 항목	방위사업청	2021	2025
C4ISR	양산	방공지휘통제경보(C2A)체계 2 차 양산	방위사업청	2020	2025
C4ISR	개발	LINK-22 함정/육상 16 종 체계개발 사업	방위사업청	2022	2029
C4ISR	정비/개량	중앙방공통제소(MCRC) 성능개량사업	방위사업청	2022	2026
C4ISR	양산	TICN 4 차 양산	방위사업청	2021	2025
C4ISR	정비/개량	연합군사정보처리체계(MIMS-C) 성능개량 체계 개발	방위사업청	2021	2024
C4ISR	개발	JTDLs(완성형) 체계종합 시제	국방과학연구소	2020	2026
C4ISR	정비/개량	TICN(NCS, TIPS 등) 창정비요소개발(용역)	방위사업청	2019	2023
C4ISR	정비/개량	TICN(NCS, TIPS 등) 창정비요소개발(방산)	방위사업청	2019	2023

자료: Dart, 유진투자증권

도표 266. 천궁 체계의 핵심 레이더 공급

천궁 II 요격미사일 제원

용도: 적 탄도미사일 요격

구성:



수직발사대(미사일 8발 장착) 3차원 위상배열레이더 교전통제소

길이·무게: 4m·400kg 최대 속도: 마하 5 최대 요격 고도: 15km

가격: 15억원 실전 배치: 2020년 말 첫 포대 배치

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 267. 미래 첨단 무기 DirCM



자료: 언론보도, 유진투자증권

한화시스템(272210.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	3,894	3,946	4,415	4,528	4,695
유동자산	2,676	2,327	1,960	2,035	2,149
현금성자산	1,664	1,251	809	798	854
매출채권	182	212	192	223	233
재고자산	406	373	463	513	555
비유동자산	1,218	1,619	2,455	2,493	2,546
투자자산	399	787	1,568	1,632	1,698
유형자산	257	274	333	312	304
기타	562	558	554	549	544
부채총계	1,655	1,927	2,161	2,203	2,250
유동부채	1,363	1,619	1,806	1,839	1,876
매입채무	183	219	185	205	229
유동성이자부채	53	109	318	318	318
기타	1,127	1,290	1,303	1,316	1,330
비유동부채	291	308	356	365	374
비유동이자부채	107	105	132	132	132
기타	184	203	224	233	242
자본총계	2,240	2,019	2,254	2,325	2,446
지배지분	2,222	2,000	2,237	2,308	2,429
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,085	1,086	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	225	117	227	297	418
기타	(32)	(147)	(34)	(34)	(34)
비지배지분	17	19	17	17	17
자본총계	2,240	2,019	2,254	2,325	2,446
총차입금	160	214	450	450	450
순차입금	(1,504)	(1,037)	(359)	(349)	(404)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	317	269	102	198	255
당기순이익	98	(81)	316	115	165
자산상각비	96	105	112	126	122
기타비현금성손익	43	150	(208)	2	(58)
운전자본증감	98	104	(128)	(52)	(21)
매출채권감소(증가)	(21)	(29)	23	(31)	(11)
재고자산감소(증가)	(42)	34	(91)	(50)	(42)
매입채무증가(감소)	11	40	(24)	20	24
기타	150	59	(35)	8	8
투자현금	(268)	(679)	(702)	(163)	(153)
단기투자자산감소	(127)	(586)	(35)	(1)	(1)
장기투자증권감소	(13)	(6)	(505)	(54)	(35)
설비투자	80	48	125	78	87
유형자산처분	1	0	0	0	0
무형자산처분	(38)	(32)	(26)	(22)	(22)
재무현금	1,048	(3)	162	(47)	(47)
차입금증가	(64)	22	208	0	0
자본증가	1,095	(30)	(47)	(47)	(47)
배당금지급	25	30	47	47	47
현금 증감	1,097	(409)	(454)	(12)	55
기초현금	540	1,637	1,228	774	762
기말현금	1,637	1,228	774	762	816
Gross Cash flow	237	174	236	250	276
Gross Investment	43	(11)	795	214	173
Free Cash Flow	194	185	(559)	36	103

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,090	2,188	2,461	2,608	2,892
증가율(%)	27.2	4.7	12.5	6.0	10.9
매출원가	1,806	1,935	2,131	2,212	2,441
매출총이익	284	253	330	396	451
판매 및 일반관리비	172	229	238	260	277
기타영업손익	11	34	4	9	7
영업이익	112	24	93	136	174
증가율(%)	20.7	(78.6)	285.3	47.0	28.0
EBITDA	208	129	205	263	296
증가율(%)	8.0	(38.0)	58.9	28.1	12.9
영업외손익	16	(81)	312	14	39
이자수익	8	25	29	25	28
이자비용	4	6	15	21	20
지분법손익	(10)	(27)	(35)	3	24
기타영업외손익	22	(73)	331	7	7
세전순이익	128	(57)	404	150	213
증가율(%)	61.9	적전	흑전	(63.0)	42.6
법인세비용	30	24	88	34	49
당기순이익	98	(81)	316	115	165
증가율(%)	4.6	적전	흑전	(63.5)	42.7
지배주주지분	98	(77)	321	118	168
증가율(%)	5.1	적전	흑전	(63.3)	42.7
비지배지분	(0)	(4)	(5)	(2)	(4)
EPS(원)	520	(405)	1,701	624	891
증가율(%)	(31.4)	적전	흑전	(63.3)	42.7
수정EPS(원)	520	(405)	1,701	624	891
증가율(%)	(31.4)	적전	흑전	(63.3)	42.7

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	520	(405)	1,701	624	891
BPS	11,764	10,588	11,843	12,217	12,857
DPS	160	250	250	250	250
밸류에이션(배, %)					
PER	30.7	-	9.5	26.0	18.2
PBR	1.4	1.0	1.4	1.3	1.3
EV/ EBITDA	7.3	7.4	13.2	10.3	9.0
배당수익률	1.0	2.4	1.5	1.5	1.5
PCR	12.8	11.4	13.0	12.2	11.1
수익성(%)					
영업이익률	5.4	1.1	3.8	5.2	6.0
EBITDA이익률	10.0	5.9	8.3	10.1	10.2
순이익률	4.7	(3.7)	12.9	4.4	5.7
ROE	6.0	(3.6)	15.2	5.2	7.1
ROIC	14.8	3.7	15.9	20.5	25.5
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(67.1)	(51.3)	(15.9)	(15.0)	(16.5)
유동비율	196.3	143.8	108.6	110.7	114.6
이자보상배율	26.7	4.1	6.3	6.4	8.9
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	12.3	11.1	12.2	12.6	12.7
재고자산회전율	5.4	5.6	5.9	5.3	5.4
매입채무회전율	12.5	10.9	12.2	13.4	13.4

현대로템

(064350)

철마(鐵馬)는 달리고 싶다

투자의견

BUY(신규)

목표주가

36,000 원(신규)

현재주가

29,100 원(12/04)

시가총액

3,196(십억원)

기계(운송/로보틱스 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, TP 36,000원 제시. TP는 2024~2025년 당기순이익 평균값에 Target PER 14배를 적용하여 산출
- 2022년 수주한 폴란드 K-2 전차 1차 물량 180대 중 이미 갭필러 물량으로 28대가 현지 인도 완료. 잔여 152대는 2024년 56대, 2025년 96대 납품이 이루어지며, 내년도 이후 본격적인 수출 인식에 따라 디펜스솔루션 부문이 실적 성장 흐름을 주도하게 될 것으로 기대. 동사 2024년 영업이익 2,934억원(OPM 7.8%)으로 전망
- 폴란드로 첫 해외 수출 레퍼런스를 확보하며 K-2 전차에 대한 위상 높아졌다는 판단. 글로벌 피어 중 이렇게 빠른 속도 및 많은 물량을 처리할 수 있는 기업은 없음. 올해 노르웨이 전차 사업 실주는 아쉽지만, 경쟁사와 성능 평가에서 동등 이상인 점을 세계에 어필. 현재 폴란드 2차, 루마니아, 오만 등 추가적인 해외 수주 파이프라인 보유. 국내에서도 내년에 K-2 전차 4차 양산 계약 체결 기대. 3차 양산 진행 후속으로 4차 양산까지 이어지는 타임라인
- 레일솔루션은 국내 경쟁사들과의 가격 경쟁 심화로 수익성 악화되고, 올해 이전 신규 수주 부진으로 내년도 매출은 역성장 전망. 현대로템은 이에 대응하여 해외 입찰에 적극적으로 나서는 중. 올해 수주한 호주 전동차(1.2조원)는 2026년부터 본격적으로 실적 인식이 이루어질 것으로 추정. 철도 부문은 2024년 저점 기록 후 회복 추세 기대

주가(원,12/4)	29,100
시가총액(십억원)	3,176

발행주식수(천주)	109,142
52주 최고가(원)	40,250
최저가(원)	23,050
52주 일간 Beta	0.57
60일 일평균거래대금(억원)	321
외국인 지분율(%)	10.2
배당수익률(23F,%)	0.0

주주구성(%)	
현대자동차 (외 4인)	33.8
국민연금공단 (외 1인)	7.0

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	12.3	-5.5	-6.8
절대기준	18.5	-8.8	-3.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	36,000	-	-
영업이익(23)	170	-	-
영업이익(24)	293	-	-

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	3,163	3,373	3,783	4,667
영업이익	147	170	293	439
세전손익	104	164	304	456
당기순이익	195	147	231	346
EPS(원)	1,812	1,379	2,132	3,193
증감률(%)	197.4	-23.9	54.6	49.8
PER(배)	15.7	21.1	13.7	9.1
ROE(%)	14.1	10.4	15.5	19.5
PBR(배)	2.0	2.3	2.0	1.6
EV/EBITDA(배)	18.0	17.4	10.3	6.5

자료: 유진투자증권

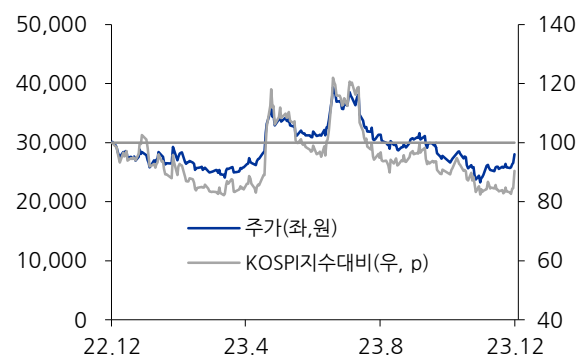


도표 268. 현대로템 밸류에이션 테이블

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉑ 당기순이익	291	24년~25년 평균
㉒ Target PER(배)	14	글로벌 Peer 평균, 10% 할인
㉓ 기업가치	3,923	㉑=㉒×㉓
㉔ 주식수(천주)	109,142	
㉕ 주당가치(원)	35,945	㉕=㉓/㉔
㉖ 목표주가(원)	36,000	
상승여력(%)	24%	
현재주가(원)	29,100	

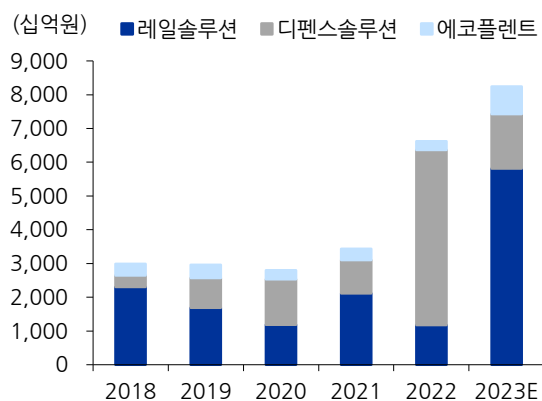
자료: 유진투자증권

도표 269. 현대로템 주요 실적 테이블

구분	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	684	987	927	775	3,163	3,373	3,783	4,667
yoy%	1.0	25.6	18.5	-15.5	10.1	6.6	12.1	23.4
레일솔루션	369	393	381	385	1,779	1,527	1,402	1,423
디펜스솔루션	260	484	414	260	1,059	1,418	1,902	2,802
에코플랜트	55	110	132	131	325	428	479	442
영업이익	32	67	41	30	148	170	293	439
opm%	4.7	6.8	4.4	3.9	4.7	5.0	7.8	9.4
당기순이익	18	53	40	36	195	147	231	346
npm%	2.6	5.3	4.3	4.7	6.1	4.4	6.1	7.4

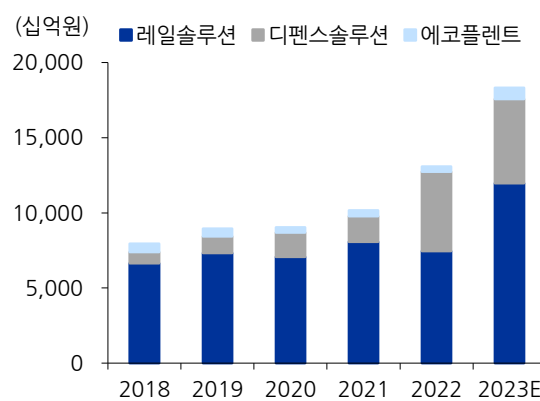
자료: 유진투자증권

도표 270. 현대로템 부문별 신규 수주 추이



자료: 유진투자증권

도표 271. 현대로템 부문별 수주 수주잔고 추이



자료: 유진투자증권

도표 272. 현대로템 주요 수주 공시 내역

국내/해외	타입	계약명	계약 상대	시작	종료
국내	철도	SR 고속철도차량(EMU-320) 도입/정비	주식회사 SR	2023	2042
국내	철도	코레일 EMU-320	한국철도공사	2023	2028
국내	철도	공항철도 전동차 납품	공항철도	2022	2025
국내	철도	대구권 광역철도 전동차 18 량	한국철도공사	2021	2024
국내	철도	한국철도공사 EMU-260	한국철도공사	2021	2026
국내	철도	코레일 전동차 납품	한국철도공사	2021	2024
국내	철도	도시철도 9 호선 전동차 48 칸 조달 구매	서울특별시	2020	2023
국내	철도	삼성동탄광역급행철도 차량 제조구매	한국철도시설공단	2020	2023
국내	철도	수도권 광역급행철도 A 노선 민간투자사업 철도차량물품 공급	에스지레일	2020	2024
국내	철도	동북선 도시철도 민간투자사업 건설공사	동북선경전철주식회사	2018	2026
해외	철도	호주 시드니 2 층 전동차 개조 작업	호주 뉴사우스웨일즈 주 교통부	2023	-
해외	철도	호주 QTMP 전동차	Downer EDI Rail	2023	2031
해외	철도	대만 타이베이 전동차 공급	타이베이 메트로	2022	2028
해외	철도	캐나다 에드먼턴 Valley Line West 트램 납품	에드먼턴 시정부	2021	2027
해외	철도	호주 시드니 2 층 전동차 추가 공급	호주 뉴사우스웨일즈 주 교통부	2021	2024
해외	철도	탄자니아 표준궤 차량 납품(Lot 3: 전동차)	탄자니아 철도청	2021	2024
해외	철도	탄자니아 표준궤 차량 납품(Lot 2: 전기기관차)	탄자니아 철도청	2021	2024
해외	철도	싱가포르 LTA J151 사업	싱가포르 육상교통국	2020	2028
해외	철도	폴란드 바르샤바 트램	바르샤바 트램 운영사	2019	2039
해외	철도	아일랜드 철도청 디젤동차 41 량 공급	Mitsui & Co.	2019	2025
해외	철도	미국 MBTA 이층객차 80 량 공급	현대로템 미국법인	2019	2024
해외	철도	대만 도원 녹선 E&M 턴키 사업	대만 도원시 도시철도국	2018	2032
해외	철도	대만 철도청 통근형 전동차 공급사업	대만 철도청	2018	2028
해외	철도	터키 이스탄불 전동차 공급	터키 이스탄불시	2016	2026
해외	철도	뉴질랜드 웰링턴 유지보수사업	Trasndev Wellington Ltd	2016	2031
해외	철도	대만 카오슝 MRT 레드라인 남부 연장선 E&M	MRT Bureau(카오슝)	2023	-
해외	철도	대만 카오슝 MRT 레드라인 북부 연장선 E&M	MRT Bureau(카오슝)	2021	-
해외	철도	이집트 나그하마디-룩소르 신호 현대화 사업	이집트 철도청	2021	2024
해외	철도	이란 철도청 디젤전동차 공급	이란 철도청	2017	-
해외	철도	필리핀 MRT7 전동차 및 시스템(S&T) 공급	ULC	2016	-
국내	방산	K-1 계열 전차 차체포탑 성과기반계약(PBL)	방위사업청	2023	2028
국내	방산	차륜형장갑차 4 차 양산	방위사업청	2023	2025
국내	방산	K-1 중구난 및 교량전차 외주정비	방위사업청	2023	2026
국내	방산	차륜형지휘소용차량 2 차 양산	방위사업청	2023	2026
국내	방산	30mm 차륜형 대공포 2 차 양산	한화에어로스페이스	2023	2026
국내	방산	K1 전차 외주정비	방위사업청	2021	2024
국내	방산	K2 전차 창경비요소개발	방위사업청	2021	2026
국내	방산	K1A1 전차 외주정비	방위사업청	2021	2024
국내	방산	K2 전차 3 차 양산	방위사업청	2020	2023
국내	방산	장애물개척전차 후속양산	방위사업청	2020	2023
해외	방산	알타이전차 양산 부품 공급	BMC	2023	2027
해외	방산	폴란드 K2 전차 공급	폴란드 군비청	2022	2027
국내	एको	현대제철 CDQ 신설 기전설비 설치공사	현대제철	2023	2027
국내	एको	현대제철 당진 3 코크스 탈황탈질 설비	현대제철	2022	2024
국내	एको	현대제철 CDQ 신설 내자설비	현대제철	2021	2027

자료: Dart, 유진투자증권

현대로템(064350.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	4,107	4,824	4,170	4,635	5,071
유동자산	2,680	3,319	2,662	3,100	3,501
현금성자산	337	911	220	437	754
매출채권	279	309	392	533	578
재고자산	262	236	168	229	248
비유동자산	1,427	1,505	1,508	1,535	1,570
투자자산	163	226	200	208	216
유형자산	1,186	1,200	1,219	1,232	1,253
기타	79	79	89	95	101
부채총계	2,839	3,332	2,818	3,051	3,138
유동부채	2,091	2,573	2,380	2,608	2,689
매입채무	441	505	592	805	873
유동성이자부채	699	703	411	411	411
기타	951	1,364	1,378	1,392	1,406
비유동부채	748	760	438	443	449
비유동이자부채	541	453	292	292	292
기타	207	306	146	151	157
자본총계	1,268	1,491	1,351	1,584	1,933
지배지분	1,293	1,520	1,384	1,616	1,965
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
이익잉여금	(48)	168	318	551	899
기타	276	287	(0)	0	0
비지배지분	(25)	(29)	(32)	(32)	(32)
자본총계	1,268	1,491	1,351	1,584	1,933
총차입금	1,241	1,156	703	703	703
순차입금	904	245	483	266	(52)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	(63)	716	128	287	396
당기순이익	51	195	147	231	346
자산상각비	35	38	40	42	44
기타비현금성손익	82	21	(31)	7	8
운전자본증감	(205)	497	(96)	6	(1)
매출채권감소(증가)	76	(49)	(57)	(142)	(45)
재고자산감소(증가)	(35)	167	190	(61)	(19)
매입채무증가(감소)	(34)	42	(279)	214	68
기타	(212)	336	50	(5)	(5)
투자현금	146	(429)	318	(71)	(80)
단기투자자산감소	191	(387)	375	(2)	(2)
장기투자증권감소	0	(0)	(1)	(2)	(2)
설비투자	44	32	40	39	48
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(8)	(15)	(26)	(22)	(22)
재무현금	(100)	(97)	(479)	0	0
차입금증가	58	(97)	(479)	0	0
자본증가	(7)	0	0	0	0
배당금지급	7	0	0	0	0
현금 증감	(19)	186	(325)	216	316
기초현금	339	320	506	181	397
기말현금	320	506	181	397	713
Gross Cash flow	169	254	238	280	398
Gross Investment	250	(455)	152	63	80
Free Cash Flow	(81)	709	85	217	317

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,873	3,163	3,373	3,783	4,667
증가율(%)	3.1	10.1	6.6	12.1	23.4
매출원가	2,620	2,798	2,975	3,248	3,930
매출총이익	253	365	398	535	737
판매 및 일반관리비	173	218	228	241	298
기타영업손익	6	26	5	6	23
영업이익	80	147	170	293	439
증가율(%)	(2.2)	83.9	15.4	72.3	49.6
EBITDA	115	186	210	336	482
증가율(%)	(8.7)	61.2	12.9	60.0	43.8
영업외손익	(45)	(44)	(7)	11	17
이자수익	5	9	24	15	19
이자비용	32	41	29	23	21
지분법손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타영업외손익	(17)	(11)	(2)	19	19
세전순이익	35	104	164	304	456
증가율(%)	134.9	194.4	57.4	86.1	49.8
법인세비용	(16)	(91)	17	73	109
당기순이익	51	195	147	231	346
증가율(%)	129.4	278.4	(24.5)	57.6	49.8
지배주주지분	67	198	151	233	349
증가율(%)	114.4	197.4	(23.9)	54.6	49.8
비지배지분	(15)	(3)	(4)	(1)	(2)
EPS(원)	609	1,812	1,379	2,132	3,193
증가율(%)	114.4	197.4	(23.9)	54.6	49.8
수정EPS(원)	609	1,812	1,379	2,132	3,193
증가율(%)	114.4	197.4	(23.9)	54.6	49.8

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	609	1,812	1,379	2,132	3,193
BPS	11,847	13,930	12,679	14,810	18,004
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	34.1	15.7	21.1	13.7	9.1
PBR	1.8	2.0	2.3	2.0	1.6
EV/ EBITDA	27.5	18.0	17.4	10.3	6.5
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	13.5	12.2	13.4	11.3	8.0
수익성(%)					
영업이익률	2.8	4.7	5.0	7.8	9.4
EBITDA이익률	4.0	5.9	6.2	8.9	10.3
순이익률	1.8	6.1	4.4	6.1	7.4
ROE	5.0	14.1	10.4	15.5	19.5
ROIC	2.9	5.6	8.8	12.4	18.4
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	71.2	16.5	35.7	16.8	(2.7)
유동비율	128.2	129.0	111.8	118.9	130.2
이자보상배율	2.5	3.6	5.9	12.7	20.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
매출채권회전율	8.7	10.8	9.6	8.2	8.4
재고자산회전율	11.2	12.7	16.7	19.1	19.6
매입채무회전율	6.1	6.7	6.2	5.4	5.6

HD 현대중공업

(329180)

응변창신(應變創新)

투자의견

BUY(신규)

목표주가

170,000 원(신규)

현재주가

133,800 원(12/04)

시가총액

11,878(십억원)

기계(운송/로보틱스 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, TP 170,000원 제시. TP는 2024년 추정 BPS에 Target PBR 2.5배 적용하여 산출. 내년도 고선가 수주 물량의 본격적인 매출 인식 기대. 2024년 연간 기준 영업이익 6,404억원(OPM 4.6%) 기록할 전망
- 3분기까지 연간 수주 목표 79%를 달성했으나, 이후 카타르 LNG 17척 포함 20여척을 추가 수주하며 연간 수주 목표 초과 달성. LNG선 납기 슬롯의 경우 2029년을 오픈한 상황으로 향후 시장 수요 변동에도 안정적 방어 기대
- 세계 M/S 1위의 엔진 부문도 내재화. 선박 수요 증가 흐름 속 엔진 사업 또한 하이 싱글 수준의 안정적 영업이익 기여 전망. 엔진 내재화는 향후 친환경 전환에 따른 미래 선박 요구에도 빠르게 대응할 수 있는 강점으로 작용. 미래 선박 연료로 메탄올과 암모니아, 수소에 관심 커지고 있는 가운데, HD현대중공업은 올해 세계 최초로 첫 메탄올 추진선을 기공하고, 2024년에는 암모니아 추진 엔진 공급을 목표로 개발 추진하는 등 변화 흐름에 선제적 대응 중
- 함정 분야에서는 수상함 및 잠수함 건조 사례 다수 보유. 증가하는 해외 함정 수요 흐름 속, 지난해 필리핀에서 OPV(원해경비함) 6척을 수주하고, 향후 폴란드/캐나다 잠수함 수주전에도 참여할 전망. 2022년에는 한국 조선사 최초로 해외 함정 정비지원 사업에도 진출. 앞으로 늘어날 해외 함정 MRO 수요에 대응할 수 있는 레퍼런스 확보

주가(원,12/4)	133,800
시가총액(십억원)	11,878

발행주식수(천주)	88,773
52주 최고가(원)	149,700
최저가(원)	91,500
52주 일간 Beta	0.99
60일 일평균거래대금(억원)	115
외국인 지분율(%)	7.2
배당수익률(23F,%)	0.0

주주구성(%)	
에이치디한국조선해양 (외 3인)	78.0
국민연금공단 (외 1인)	6.4

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	13.9	17.3	13.0
절대기준	20.1	14.0	16.3

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	170,000	-	-
영업이익(23)	135	-	-
영업이익(24)	640	-	-

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	9,045	11,573	14,059	14,843
영업이익	-289	135	640	1,108
세전손익	-421	100	711	1,197
당기순이익	-352	75	540	910
EPS(원)	-3,966	844	6,085	10,247
증감률(%)	-	흑전	620.8	68.4
PER(배)	-	158.5	22.0	13.1
ROE(%)	-6.5	1.4	9.6	14.3
PBR(배)	1.9	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	-	35.1	15.7	9.9

자료: 유진투자증권

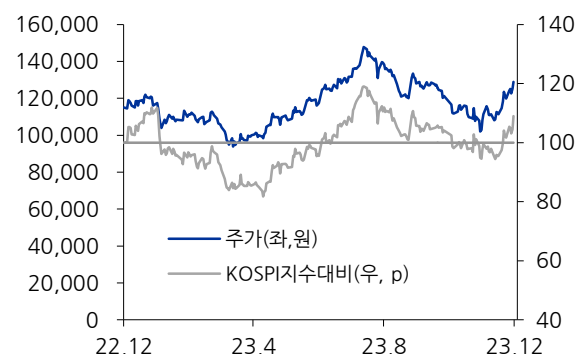


도표 273. HD 현대중공업 벨류에이션 테이블

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉓ Sustainable ROE	14.3%	2025년 기준
㉔ 영구성장률	3.0%	
㉕ COE	8.5%	㉕ = ㉔ + ㉖ × ㉗
㉖ 무위험수익률	3.5%	3년 국고채 금리
㉗ 리스크프리미엄	5.0%	
㉘ 베타	0.99	52주 주간 베타
㉙ Target PBR	2.5	㉙ = (㉓ - ㉔) / (㉕ - ㉔), 20% 할인
BPS	66,444	2024년
주당주가가치	165,590	
목표주가	170,000	
현재주가	133,800	
상승여력	27%	

자료: 유진투자증권

도표 274. Financial Data

결산기(12월)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	8,311	9,045	11,573	14,059	14,843
영업이익(십억원)	-800	-289	135	640	1,108
세전계속사업손익(십억원)	-1,111	-421	100	711	1,197
당기순이익(십억원)	-814	-352	75	540	910
EPS(원)	-9,172	-3,966	844	6,085	10,247
증감률(%)	-	-	흑전	620.8	68.4
PER(배)	-	-	158.5	22.0	13.1
ROE(%)	-14.9	-6.5	1.4	9.6	14.3
PBR(배)	1.5	1.9	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	-	-	35.1	15.7	9.9

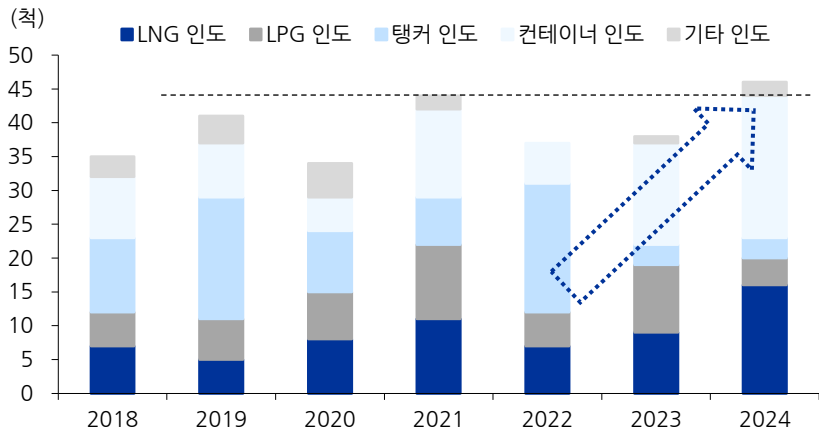
자료: 유진투자증권

도표 275. HD 현대중공업 선박 인도 스케줄 추정

선종	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
LNG	7	5	8	11	7	9	16	15	15	12
LPG	5	6	7	11	5	10	4	7	11	6
탱커	11	18	9	7	19	3	3	2	-	-
컨테이너 이너	9	8	5	13	6	15	21	21	5	-
기타	3	4	5	2	-	1	2	1	-	-
전체	35	41	34	44	37	38	46	46	31	18

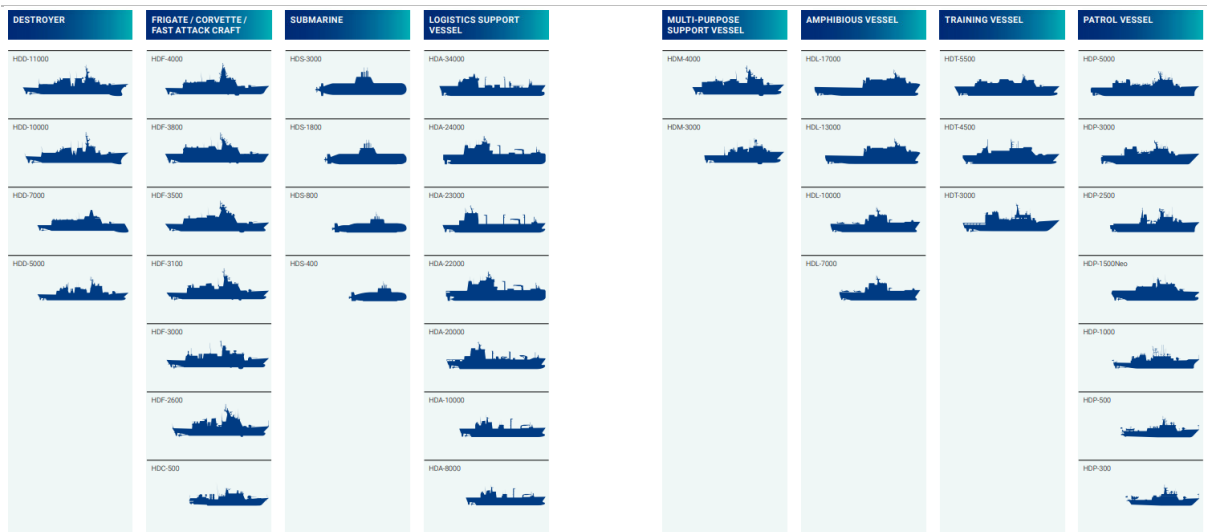
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 276. HD 현대중공업 선박 인도 스케줄 추정(2)



자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 277. HD 현대중공업 함정 라인업



자료: HD 현대중공업, 유진투자증권

HD현대중공업(329180.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	15,079	16,289	17,850	19,116	20,236
유동자산	7,886	8,001	9,289	10,224	10,993
현금성자산	2,400	1,234	1,992	1,914	2,435
매출채권	1,029	1,132	1,479	1,958	2,059
재고자산	899	1,377	1,518	2,009	2,113
비유동자산	7,193	8,289	8,561	8,892	9,243
투자자산	1,127	1,951	2,000	2,081	2,165
유형자산	5,986	6,237	6,442	6,664	6,904
기타	79	100	119	147	173
부채총계	9,485	11,002	12,491	13,218	13,428
유동부채	7,049	9,072	10,087	10,801	10,997
매입채무	1,746	1,574	2,030	2,686	2,825
유동성이자부채	1,667	1,833	2,335	2,335	2,335
기타	3,636	5,666	5,722	5,780	5,838
비유동부채	2,436	1,930	2,404	2,417	2,430
비유동이자부채	2,122	1,610	2,086	2,086	2,086
기타	314	319	318	331	345
자본총계	5,594	5,288	5,359	5,898	6,808
지배지분	5,594	5,288	5,359	5,898	6,808
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,118	3,118	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	1,152	845	920	1,461	2,370
기타	880	880	872	871	871
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,594	5,288	5,359	5,898	6,808
총차입금	3,789	3,443	4,421	4,421	4,421
순차입금	1,389	2,209	2,429	2,506	1,986

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	762	71	394	533	1,162
당기순이익	(814)	(352)	75	540	910
자산상각비	239	254	273	279	290
기타비현금성손익	(34)	(135)	(117)	13	14
운전자본증감	1,464	344	204	(299)	(52)
매출채권감소(증가)	(65)	(251)	(192)	(478)	(101)
재고자산감소(증가)	(120)	(478)	(142)	(491)	(104)
매입채무증가(감소)	230	(248)	320	656	139
기타	1,419	1,321	218	14	14
투자현금	152	(518)	(484)	(635)	(667)
단기투자자산감소	403	(9)	24	(25)	(26)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(1)	(1)
설비투자	244	484	462	490	517
유형자산처분	12	13	7	0	0
무형자산처분	(19)	(29)	(33)	(39)	(39)
재무현금	(93)	(933)	667	0	0
차입금증가	(9)	(10)	(11)	0	0
자본증가	1,068	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	823	(1,393)	629	(102)	495
기초현금	1,315	2,137	744	1,373	1,270
기말현금	2,137	744	1,373	1,270	1,765
Gross Cash flow	(609)	(232)	231	832	1,214
Gross Investment	(1,213)	165	304	909	693
Free Cash Flow	603	(398)	(73)	(77)	521

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	8,311	9,045	11,573	14,059	14,843
증가율(%)	(0.0)	8.8	27.9	21.5	5.6
매출원가	8,520	8,883	10,848	12,721	13,001
매출총이익	(209)	163	725	1,337	1,842
판매 및 일반관리비	591	452	590	697	734
기타영업손익	34	(24)	30	18	5
영업이익	(800)	(289)	135	640	1,108
증가율(%)	적전	적지	흑전	373.5	72.9
EBITDA	(561)	(35)	408	919	1,398
증가율(%)	적전	적지	흑전	125.2	52.1
영업외손익	(311)	(132)	(35)	70	89
이자수익	25	46	44	47	51
이자비용	126	106	164	167	146
지분법손익	(1)	(2)	(0)	(0)	(0)
기타영업손익	(210)	(70)	85	191	186
세전순이익	(1,111)	(421)	100	711	1,197
증가율(%)	적지	적지	흑전	608.8	68.4
법인세비용	(297)	(69)	25	171	287
당기순이익	(814)	(352)	75	540	910
증가율(%)	적지	적지	흑전	620.7	68.4
지배주주지분	(814)	(352)	75	540	910
증가율(%)	적지	적지	흑전	620.8	68.4
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(9,172)	(3,966)	844	6,085	10,247
증가율(%)	적지	적지	흑전	620.8	68.4
수정EPS(원)	(9,172)	(3,966)	844	6,085	10,247
증가율(%)	적지	적지	흑전	620.8	68.4

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(9,172)	(3,966)	844	6,085	10,247
BPS	63,015	59,566	60,364	66,444	76,691
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	-	-	158.5	22.0	13.1
PBR	1.5	1.9	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	-	-	35.1	15.7	9.9
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	-	51.4	14.3	9.8
수익성(%)					
영업이익률	(9.6)	(3.2)	1.2	4.6	7.5
EBITDA이익률	(6.7)	(0.4)	3.5	6.5	9.4
순이익률	(9.8)	(3.9)	0.6	3.8	6.1
ROE	(14.9)	(6.5)	1.4	9.6	14.3
ROIC	(7.7)	(2.9)	1.3	6.0	9.8
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	24.8	41.8	45.3	42.5	29.2
유동비율	111.9	88.2	92.1	94.7	100.0
이자보상배율	(6.4)	(2.7)	0.8	3.8	7.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
매출채권회전율	8.7	8.4	8.9	8.2	7.4
재고자산회전율	9.9	7.9	8.0	8.0	7.2
매입채무회전율	4.9	5.4	6.4	6.0	5.4

한화오션

(042660)

바다로, 세계로!

투자의견

BUY(신규)

목표주가

34,000 원(신규)

현재주가

26,950 원(12/04)

시가총액

8,256(십억원)

기계(운송/로보틱스 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 투자 의견 BUY, TP 34,000원 제시. TP는 2024년 추정 BPS에 Target PBR 2.2배 적용하여 산출. 21년 이후 상선 수주 증가 및 선가 상승 효과로 2024년 기준 연간 영업이익 3,807억원(OPM 3.9%) 달성하며 흑자 기조 전환 전망.
- 조선 분야에서는 향후 친환경 규제 강화에 따른 구조적 전환기를 맞이하며, 향후 친환경 연료 추진선(LNGC, 암모니아)의 중장기적 수요 증가 흐름 예상. 동사는 올해 VLAC(암모니아 레디) 5척을 수주한 바 있음. 단기 관점에서는 연간 수주 목표 달성 여부에 대한 우려 시각 존재하나, 아직 카타르 LNG 2차 수주가 대기하고 있는 상황. 타사의 납기 슬롯이 거의 다 찬 상황에서 내년도 이후에도 고선가 선박 발주가 유입될 가능성에 주목
- 올해 11월 실시한 유상증자를 통해 1.5조원 자금 확보. 주목할 점은 함정 CAPA 증설 및 해외 조선소 인수. 향후 수상함 4척/잠수함 5척/MRO 2척으로 확대하고, 언론에 따르면 미국 등 해외 조선소 인수 검토 중인 것으로 파악됨. 올해 FFX 5,6번함 수주에 더해 내년 이후 KDDX, KSS III-Batch 2 등 다수 국내 사업 기회 존재하며, 캐나다/폴란드/필리핀 등 해외 수출 사업에도 출사표를 던진 상황. 이미 인도네시아 잠수함 등 다수 수출 레퍼런스 보유. 세계적인 수준으로 올라선 함정 기술, 그리고 한화 그룹과의 시너지를 바탕으로 한 특수선 분야 성장 흐름 주목

주가(원, 12/4)	26,950
시가총액(십억원)	8,256

발행주식수(천주)	306,359
52주 최고가(원)	49,900
최저가(원)	17,600
52주 일간 Beta	1.16
60일 일평균거래대금(억원)	323
외국인 지분율(%)	10.0
배당수익률(23F, %)	0.0

주주구성(%)	
한화에어로스페이스 (외 7인)	67.5
국민연금공단 (외 1인)	5.0

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	6.6	14.4	60.2
절대기준	12.8	11.1	63.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	-	-
목표주가	34,000	-	-
영업이익(23)	-114	-	-
영업이익(24)	381	-	-

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	4,860	7,450	9,646	10,372
영업이익	-1,614	-114	381	683
세전손익	-1,794	-98	373	694
당기순이익	-1,745	-99	337	623
EPS(원)	-13,757	-374	1,099	2,032
증감률(%)	-	-	흑전	84.9
PER(배)	-	-	24.5	13.3
ROE(%)	-117.8	-4.0	7.7	12.9
PBR(배)	2.4	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	-	282.5	16.3	10.0

자료: 유진투자증권



도표 278. 한화오션 밸류에이션 테이블

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉓ Sustainable ROE	12.9%	2025년 기준
㉔ 영구성장률	3.0%	
㉕ COE(자기자본비용)	8.3%	㉕=㉓+㉔×㉖
㉖ 무위험수익률	3.5%	3년 국고채 금리
㉗ 리스크프리미엄	5.0%	
㉘ 베타	0.96	104주 주간 베타
㉙ Target PBR	2.0	㉙=(㉓-㉔)/(㉕-㉔), 20% 할증
BPS	14,783	2024년
주당주주가치	33,014	
목표주가	34,000	
현재주가	26,950	
상승여력	26%	

자료: 유진투자증권

도표 279. Financial Data

결산기(12월)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	4,487	4,860	7,450	9,646	10,372
영업이익(십억원)	-1,755	-1,614	-114	381	683
세전계속사업손익(십억원)	-1,727	-1,794	-98	373	694
당기순이익(십억원)	-1,700	-1,745	-99	337	623
EPS(원)	-13,403	-13,757	-374	1,099	2,032
증감률(%)	적전	-	-	흑전	84.9
PER(배)	-	-	-	24.5	13.3
ROE(%)	-55.9	-117.8	-4.0	7.7	12.9
PBR(배)	1.0	2.4	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	-	-	282.5	16.3	10.0

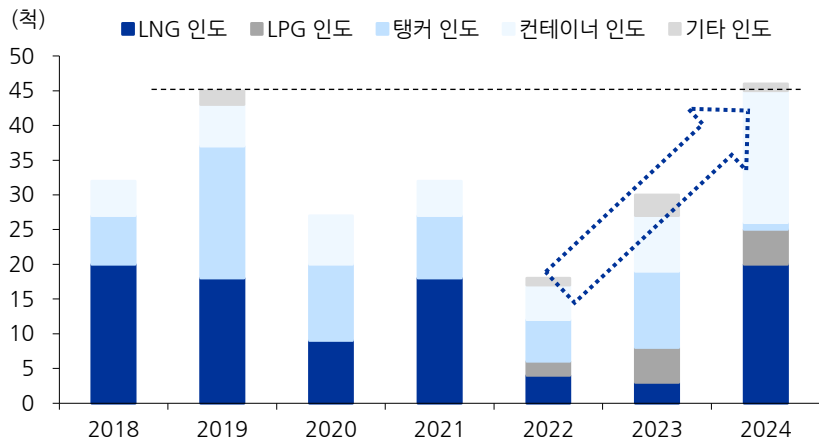
자료: 유진투자증권

도표 280. 한화오션 선박 인도 스케줄 추정

선종	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
LNG	20	18	9	18	4	3	20	24	17	5
LPG	-	-	-	-	2	5	5	-	3	2
탱커	7	19	11	9	6	11	1	-	-	-
컨테이너 이너	5	6	7	5	5	8	19	6	-	-
기타	-	2	-	-	1	3	1	1	-	-
전체	32	45	27	32	18	30	46	31	20	7

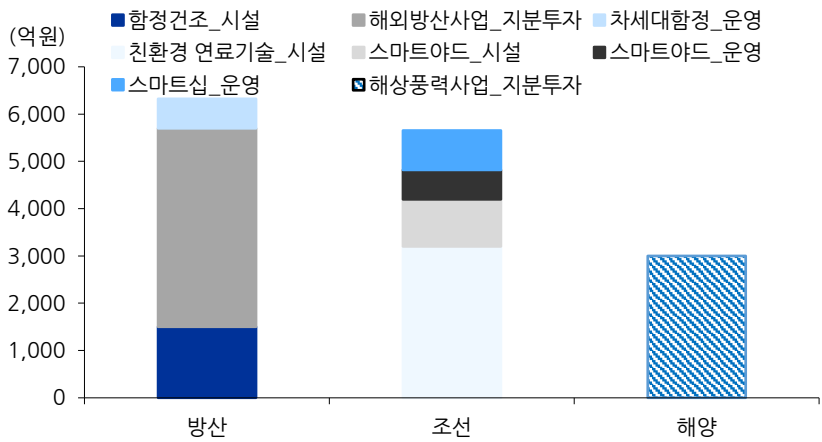
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 281. 한화오션 선박 인도 스케줄 추정(2)



자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 282. 한화오션 유상증자 자금 사용 계획



자료: Dart, 유진투자증권

한화오션(042660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	10,623	12,236	15,843	16,749	17,622
유동자산	6,481	7,822	11,255	11,379	12,054
현금성자산	2,125	1,355	3,638	2,678	2,958
매출채권	345	405	266	341	366
재고자산	1,139	2,202	3,451	4,421	4,751
비유동자산	4,142	4,413	4,588	5,371	5,569
투자자산	672	625	558	1,106	1,151
유형자산	3,469	3,787	4,027	4,262	4,415
기타	1	2	3	3	3
부채총계	8,406	11,491	11,648	12,216	12,467
유동부채	7,464	10,672	9,151	9,699	9,928
매입채무	1,072	1,487	1,725	2,210	2,375
유동성이자부채	2,538	2,932	1,109	1,109	1,109
기타	3,855	6,254	6,317	6,380	6,444
비유동부채	941	818	2,497	2,517	2,538
비유동이자부채	504	343	1,988	1,988	1,988
기타	438	476	509	529	551
자본총계	2,218	745	4,195	4,533	5,156
지배지분	2,218	745	4,191	4,529	5,152
자본금	541	541	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	18	18	2,757	2,757	2,757
이익잉여금	(1,001)	(2,701)	(3,004)	(2,667)	(2,044)
기타	2,660	2,887	2,901	2,902	2,902
비지배지분	0	0	4	4	4
자본총계	2,218	745	4,195	4,533	5,156
총차입금	3,041	3,274	3,097	3,097	3,097
순차입금	916	1,920	(541)	419	140

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	486	(1,065)	(730)	(28)	633
당기순이익	(1,700)	(1,745)	(99)	337	623
자산상각비	124	130	142	151	158
기타비현금성손익	1,329	531	(681)	15	15
운전자본증감	760	39	(27)	(535)	(167)
매출채권감소(증가)	343	(187)	122	(75)	(26)
재고자산감소(증가)	(290)	(672)	(1,175)	(969)	(331)
매입채무증가(감소)	1	152	516	485	165
기타	706	746	510	24	24
투자현금	101	88	248	(951)	(374)
단기투자자산감소	55	(10)	401	(19)	(20)
장기투자증권감소	48	54	0	(525)	(21)
설비투자	100	122	137	386	311
유형자산처분	6	1	1	0	0
무형자산처분	0	0	0	0	0
재무현금	(157)	(130)	2,983	0	0
차입금증가	(95)	(68)	(506)	0	0
자본증가	0	0	3,497	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	435	(1,119)	2,514	(979)	260
기초현금	1,344	1,779	660	3,174	2,195
기말현금	1,779	660	3,174	2,195	2,454
Gross Cash flow	(247)	(1,084)	(634)	507	800
Gross Investment	(806)	(137)	180	1,467	521
Free Cash Flow	560	(947)	(814)	(960)	279

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	4,487	4,860	7,450	9,646	10,372
증가율(%)	(36.2)	8.3	53.3	29.5	7.5
매출원가	6,034	6,207	7,252	8,836	9,228
매출총이익	(1,547)	(1,347)	198	809	1,144
판매 및 일반관리비	208	267	312	428	461
기타영업손익	(14)	28	17	37	8
영업이익	(1,755)	(1,614)	(114)	381	683
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	79.3
EBITDA	(1,631)	(1,483)	27	532	840
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,847.9	58.0
영업외손익	27	(181)	16	(8)	12
이자수익	40	66	88	95	104
이자비용	115	122	155	138	127
지분법손익	(1)	0	2	2	2
기타영업손익	104	(125)	82	33	32
세전순이익	(1,727)	(1,794)	(98)	373	694
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	86.3
법인세비용	(28)	(50)	1	36	71
당기순이익	(1,700)	(1,745)	(99)	337	623
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	84.9
지배주주지분	(1,700)	(1,745)	(99)	337	623
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	84.9
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(13,403)	(13,757)	(374)	1,099	2,032
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	84.9
수정EPS(원)	(13,403)	(13,757)	(374)	1,099	2,032
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	84.9

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(13,403)	(13,757)	(374)	1,099	2,032
BPS	20,669	6,943	13,681	14,783	16,816
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	-	-	-	24.5	13.3
PBR	1.0	2.4	2.0	1.8	1.6
EV/ EBITDA	-	-	282.5	16.3	10.0
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	-	-	16.3	10.3
수익성(%)					
영업이익률	(39.1)	(33.2)	(1.5)	3.9	6.6
EBITDA이익률	(36.3)	(30.5)	0.4	5.5	8.1
순이익률	(37.9)	(35.9)	(1.3)	3.5	6.0
ROE	(55.9)	(117.8)	(4.0)	7.7	12.9
ROIC	(31.0)	(41.2)	(2.7)	8.6	13.5
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	41.3	257.7	(12.9)	9.2	2.7
유동비율	86.8	73.3	123.0	117.3	121.4
이자보상배율	(15.2)	(13.2)	(0.7)	2.8	5.4
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
매출채권회전율	8.8	13.0	22.2	31.8	29.3
재고자산회전율	4.3	2.9	2.6	2.5	2.3
매입채무회전율	4.4	3.8	4.6	4.9	4.5

풍산 (103140)

RE-Load

투자의견

BUY(유지)

목표주가

57,000 원(유지)

현재주가

37,550 원(12/04)

시가총액

1,052(십억원)

철강/금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@eugenefn.com

■ 투자의견 Buy, 목표주가 57,000원 유지

■ 풍산 2024년 투자 포인트

- 매출액의 50%를 차지하는 신동 판/대 부문 턴어라운드:** 반도체 DXI 지수는 9월초를 저점으로 반등 중이며, 삼성과 SK하이닉스 모두 재고자산 증가비율이 감소하고 있음. 풍산의 전방 고객사(리드프레임 업체)은 DDR5 기반 납품을 시작했고, Capa 증설분을 가동 중. 3Q를 저점으로 신동 부문 실적 개선 기대
- 구리 가격의 하방 경직성:** 2024년 구리 공급과잉 의견이 있었으나 파나마 및 페루의 광산의 조업 차질로 구리 공급 부족 의견이 대두됨. 현재 중국 구리 프리미엄은 지속 상승하고 있고 연간 BM TC는 올해 대비 낮아질 뿐만 아니라 내년 미국 금리 인하 종료 기대감도 구리 가격의 하방을 지지할 것
- 넘치는 방산 모멘텀:** 최근 무기 수요 증가는 유럽, 미국의 포탄 CAPA 확장 흐름으로 나타나고 있으나 포탄 보충 기간은 5년 가량 소요될 것으로 추정. 전환기 기간에서 풍산은 매출액 확대를 노릴 수 있다고 판단. 이후에도 군비 재고 확충은 지속될 것이기 때문에, 풍산도 대규모 CAPA 확장(현재 매출액의 2배 정도)을 검토 중. 에어로의 폴란드 2차 계약 또한 구체화되어 방산 부문의 구조적인 성장 기대

주가(원,12/4)	37,550
시가총액(십억원)	1,052
발행주식수(천주)	28,024
52주 최고가(원)	47,600
최저가(원)	29,950
52주 일간 Beta	0.97
60일 일평균거래대금(억원)	55
외국인 지분율(%)	15.4
배당수익률(23F,%)	2.9

주주구성(%)	
풍산홀딩스(외 4인)	38.0
국민연금공단(외 1인)	10.0

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-3.9	-3.5	20.2
절대기준	2.3	-6.8	23.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	57,000	57,000	-
영업이익(23)	248	255	▼
영업이익(24)	299	300	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	4,373	4,148	4,248	4,468
영업이익	232	248	299	318
세전손익	220	223	271	293
당기순이익	175	174	206	222
EPS(원)	6,250	6,200	7,267	7,846
증감률(%)	-28.0	-0.8	17.2	8.0
PER(배)	5.4	6.1	5.2	4.8
ROE(%)	9.9	9.2	10.0	9.9
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	5.4	5.2	4.2	3.9

자료: 유진투자증권

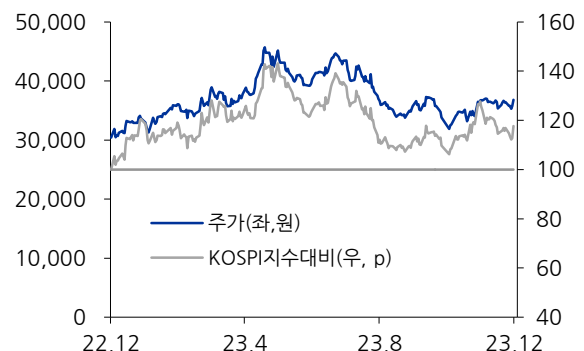
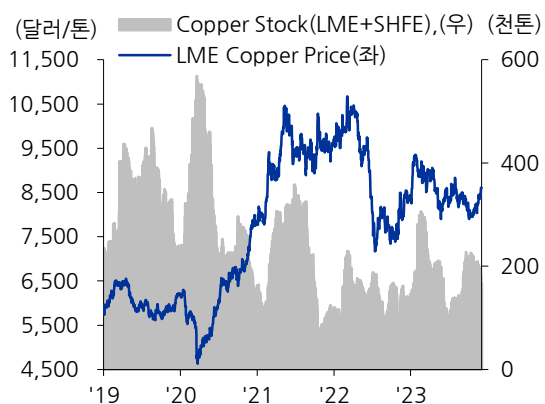
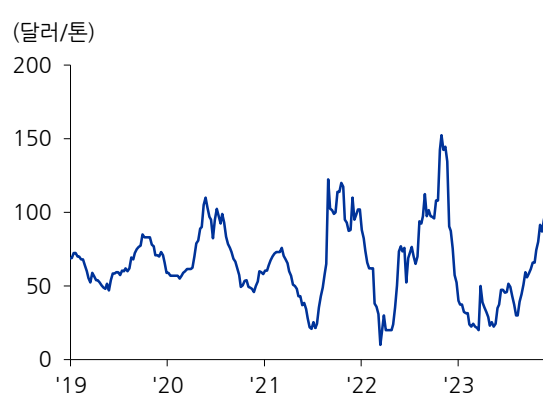


도표 283. 구리 가격과 재고 추이



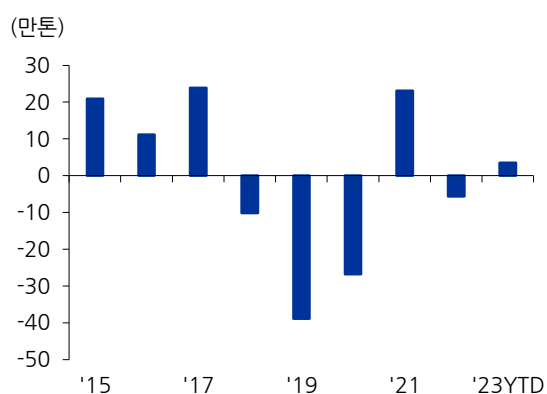
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 284. 중국 구리 프리미엄



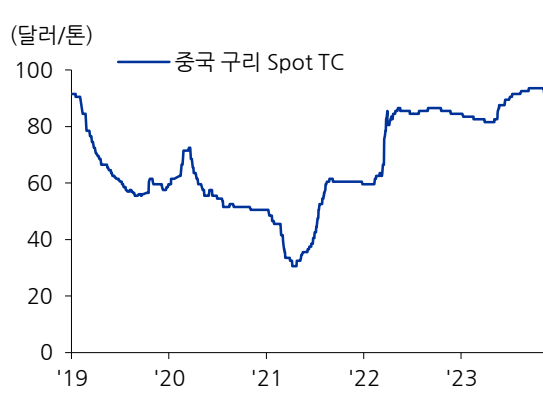
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 285. 구리 Surplus/Deficit 추이



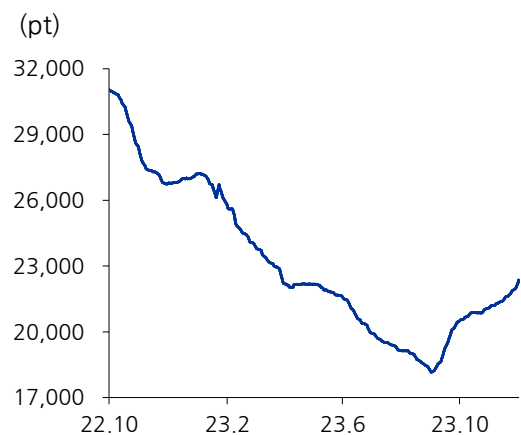
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 286. 구리 Spot TC 추이



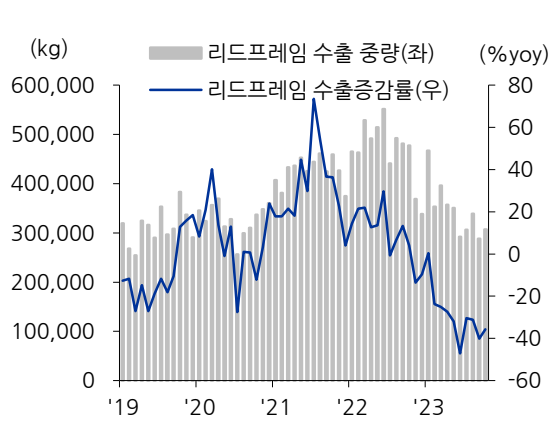
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 287. DXI 지수



자료: 유진투자증권

도표 288. 리드프레임 수출 추이



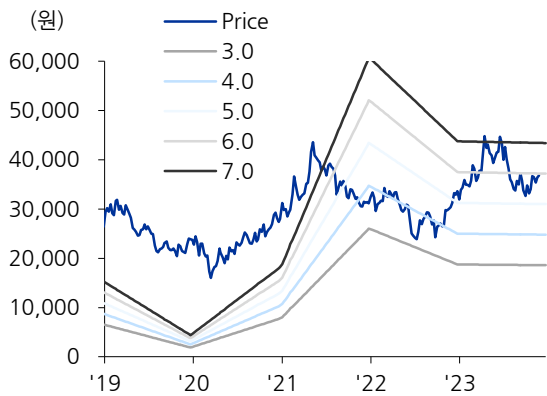
자료: KITA, 유진투자증권

도표 289. 풍산 실적 전망

(단위: 십억원, 천톤)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023F
매출액	1,050.9	1,160.8	1,028.3	1,133.0	1,044.9	1,035.9	930.8	1,135.9	3,509.5	4,373.0	4,147.5
영업이익	69.3	89.6	29.9	42.8	84.9	53.9	31.9	77.3	314.1	231.6	248.0
영업이익률(%)	6.6	7.7	2.9	3.8	8.1	5.2	3.4	6.8	9.0	5.3	6.0
세전이익	64.3	103.4	37.8	14.3	70.7	53.3	27.1	72.1	306.8	219.8	223.0
당기순이익	43.5	67.7	23.3	40.8	54.2	44.9	20.5	54.6	243.4	175.3	174.3
출하량(천톤)	49.1	49.6	45.6	44.7	44.1	45.3	43.4	45.1	190.2	188.8	177.8
판대	36.1	37.4	33.0	34.1	32.7	33.4	32.3	34.1	143.8	140.7	132.4
봉/선	8.3	7.5	6.6	5.5	6.8	6.2	5.6	5.9	27.6	27.9	24.4
소전	2.2	2.0	3.3	2.3	2.0	2.5	1.8	2.1	10.4	9.8	8.4
주조기와	2.3	2.5	2.6	2.7	2.6	3.3	3.7	3.0	8.4	10.1	12.6
방산 매출액(억원)											
수출	878	1,490	1,375	1,407	1,450	802	668	1,369	4,253	5,150	4,289
내수	777	631	605	1,845	935	1,334	905	1,882	3,147	3,859	5,056

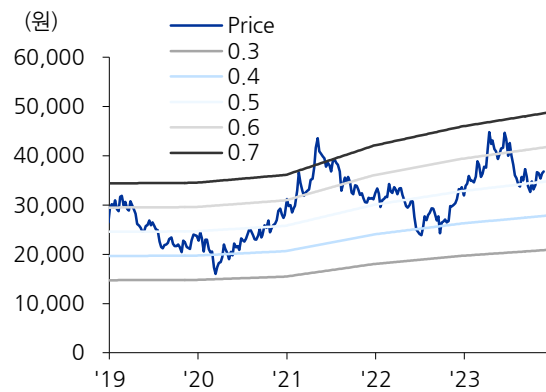
자료: 유진투자증권

도표 290. PER Band



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 291. PBR Band



자료: Bloomberg, 유진투자증권

풍산(103140.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	3,148.3	3,395.3	3,652.7	3,940.6	4,196.6
유동자산	1,859.5	2,013.2	2,253.8	2,491.2	2,662.5
현금성자산	133.7	177.0	354.5	538.4	630.3
매출채권	523.2	600.3	497.9	512.1	533.2
재고자산	1,183.5	1,204.3	1,369.3	1,408.3	1,466.3
비유동자산	1,288.8	1,382.1	1,398.9	1,449.4	1,534.1
투자자산	174.7	232.7	227.3	236.6	246.2
유형자산	1,099.3	1,137.9	1,159.2	1,198.5	1,272.0
기타	14.8	11.5	12.4	14.3	15.9
부채총계	1,462.6	1,553.1	1,696.8	1,811.8	1,881.6
유동부채	1,108.8	1,118.0	1,352.5	1,463.7	1,529.3
매입채무	264.9	251.6	323.7	332.9	346.6
유동성이자부채	681.2	674.8	835.4	935.4	985.4
기타	162.7	191.6	193.5	195.4	197.4
비유동부채	353.8	435.1	344.2	348.2	352.2
비유동이자부채	263.4	333.4	235.3	235.3	235.3
기타	90.3	101.6	109.0	112.9	116.9
자본총계	1,685.6	1,842.2	1,955.9	2,128.8	2,315.0
지배지분	1,683.5	1,840.0	1,955.9	2,128.8	2,315.0
자본금	140.1	140.1	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	494.5	494.5	494.5	494.5	494.5
이익잉여금	1,033.6	1,195.1	1,343.9	1,516.8	1,703.0
기타	15.3	10.3	(22.6)	(22.6)	(22.6)
비지배지분	2.1	2.2	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,685.6	1,842.2	1,955.9	2,128.8	2,315.0
총차입금	944.7	1,008.2	1,070.6	1,170.6	1,220.6
순차입금	811.0	831.2	716.2	632.2	590.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	(19.5)	136.6	283.8	267.6	268.2
당기순이익	243.4	175.3	174.3	205.7	222.1
자산상각비	97.7	94.7	93.3	102.2	108.0
기타비현금성손익	70.1	77.6	(23.5)	1.9	1.9
운전자본증감	(429.5)	(110.0)	76.8	(42.3)	(63.8)
매출채권감소(증가)	(106.6)	(93.7)	114.2	(14.2)	(21.1)
재고자산감소(증가)	(384.3)	(10.9)	(159.7)	(38.9)	(58.0)
매입채무증가(감소)	19.5	(23.9)	104.7	9.2	13.7
기타	41.8	18.4	17.7	1.6	1.6
투자현금	(114.2)	(141.5)	(143.0)	(153.1)	(193.1)
단기투자자산감소	1.8	(22.2)	11.5	(0.4)	(0.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.9)	(0.9)
설비투자	(91.0)	(117.0)	(142.6)	(139.1)	(178.7)
유형자산처분	0.5	0.3	0.5	0.0	0.0
무형자산처분	(0.2)	(0.3)	(1.7)	(4.4)	(4.4)
재무현금	172.1	30.2	43.1	69.2	16.4
차입금증가	172.1	52.7	45.1	100.0	50.0
자본증가	0.0	(22.5)	(27.3)	(30.8)	(33.6)
배당금지급	0.0	0.0	27.3	30.8	33.6
현금 증감	46.9	28.6	190.1	183.6	91.4
기초현금	79.4	126.2	154.8	345.0	528.5
기말현금	126.2	154.8	345.0	528.5	620.0
Gross Cash flow	411.1	347.6	276.3	309.8	332.0
Gross Investment	545.5	229.3	77.7	195.0	256.5
Free Cash Flow	(134.4)	118.2	198.6	114.8	75.5

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,509.5	4,373.0	4,147.5	4,247.7	4,468.4
증가율(%)	35.3	24.6	(5.2)	2.4	5.2
매출원가	3,009.9	3,911.0	3,695.9	3,734.3	3,924.5
매출총이익	499.6	462.0	451.6	513.4	543.9
판매 및 일반관리비	185.5	230.3	203.6	214.0	225.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	314.1	231.6	248.0	299.4	318.4
증가율(%)	159.2	(26.3)	7.1	20.7	6.3
EBITDA	411.8	326.4	341.3	401.6	426.4
증가율(%)	85.6	(20.7)	4.6	17.7	6.2
영업외손익	(7.3)	(11.9)	(36.3)	(78.9)	(81.3)
이자수익	0.3	1.4	3.5	1.5	1.6
이자비용	18.8	32.5	42.1	52.4	57.6
지분법손익	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타영업손익	11.2	19.2	2.3	(28.0)	(25.3)
세전순이익	306.8	219.8	223.0	271.4	293.0
증가율(%)	210.0	(28.4)	1.5	21.7	8.0
법인세비용	63.5	44.5	48.7	65.7	70.9
당기순이익	243.4	175.3	174.3	205.7	222.1
증가율(%)	238.5	(28.0)	(0.5)	18.0	8.0
지배주주지분	243.3	175.1	173.8	203.7	219.9
증가율(%)	238.4	(28.0)	(0.8)	17.2	8.0
비지배지분	0.1	0.1	0.5	2.1	2.2
EPS(원)	8,682	6,250	6,200	7,267	7,846
증가율(%)	238.4	(28.0)	(0.8)	17.2	8.0
수정EPS(원)	8,682	6,250	6,200	7,267	7,846
증가율(%)	238.4	(28.0)	(0.8)	17.2	8.0

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	8,682	6,250	6,200	7,267	7,846
BPS	60,074	65,659	69,794	75,962	82,607
DPS	1,000	1,000	1,100	1,200	1,300
밸류에이션(배, %)					
PER	3.6	5.4	6.1	5.2	4.8
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.1	5.4	5.2	4.2	3.9
배당수익률	3.2	3.0	2.9	3.2	3.5
PCR	2.1	2.7	3.8	3.4	3.2
수익성(%)					
영업이익률	9.0	5.3	6.0	7.0	7.1
EBITDA이익률	11.7	7.5	8.2	9.5	9.5
순이익률	6.9	4.0	4.2	4.8	5.0
ROE	15.6	9.9	9.2	10.0	9.9
ROIC	10.9	7.2	7.3	8.4	8.6
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	48.1	45.1	36.6	29.7	25.5
유동비율	167.7	180.1	166.6	170.2	174.1
이자보상배율	16.7	7.1	5.9	5.7	5.5
활동성(회)					
총자산회전율	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1
매출채권회전율	7.6	7.8	7.6	8.4	8.5
재고자산회전율	3.6	3.7	3.2	3.1	3.1
매입채무회전율	15.1	16.9	14.4	12.9	13.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자이건 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자이건 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.09.30 기준)

