

방위산업

Overweight

파라벨럼

“Si vis Pacem, Para Bellum”

평화를 원한다면, 전쟁을 준비하라

「군사학논고」



방위산업 Analyst 이지호
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

파라벨럼

"Si vis Pacem, Para Bellum"
평화를 원한다면, 전쟁을 준비하라
「군사학논고」



방위산업

Overweight

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
한화에어로스페이스 (012450)	Buy	146,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
한국항공우주 (047810)	Buy (신규)	65,000원
현대로템 (064350)	Buy (신규)	38,000원
한화시스템 (272210)	Buy (신규)	17,000원
LIG넥스원 (079550)	Buy (신규)	120,000원

Contents

Summary	4
Key Chart	5
<hr/>	
Part I	전쟁이 낳은 새로운 성장산업 7
	국내 방위산업 추가 추이 7
	ROE와 동행하는 방위산업의 추가 8
	수출과 내수의 조화로운 성장 12
	방위산업의 신시장으로 떠오른 유럽 14
	유럽은 더 이상 비빌 언덕이 없다 15
	1 st Target = 동유럽/북유럽 17
	유럽이 역외 조달을 하는 이유 20
<hr/>	
Part II	전쟁이 끝나도 성장은 계속된다 25
	주요 전쟁 전후 국방비지출액 추이 비교 25
	앞선 전쟁으로 살펴본 향후 유럽의 국방비 지출 28
	다시 힘으로 말하는 시대, 재무장은 선택이 아닌 필수 30
<hr/>	
기업분석	한화에어로스페이스(012450) _ Locked and Loaded 34
	한국항공우주(047810) _ 이륙 준비 완료 43
	현대로템(064350) _ 술잔이 식기 전에 51
	한화시스템(272210) _ 낭만주의 방산 57
	LIG넥스원(079550) _ 치타는 웃고 있다 65

Summary

방산업종 투자의견 Overweight: '수출'이 관건

방위산업의 주가는 ROE와 동행한다. 긴 시계열을 갖고 있는 방위산업의 특성을 고려했을 때 가장 빠르게 수익성을 올릴 수 있는 방법은 바로 '수출'이다. 방위산업의 신시장이 열린 지금 우리는 수출에 집중해야 한다.

수출은 국내사업 대비 높은 수익성을 보인다. 국내 개발/양산사업의 수익성은 10% 미만이나, 수출은 20% 이상 달성이 가능하다. 국내사업도 양산사업 종료 이후의 MRO(유지/보수/운영) 사업의 수익성이 15% 수준으로 높지만, 수출은 양산부터 높은 수익성을 갖기에 더욱 빠르게 실적 성장에 기여가 가능하다.

러-우 전쟁이 발발한 지 1년 반이 경과했다. 전세계에 걸쳐 신냉전의 긴장감이 지속되는 가운데, 유럽을 중심으로 한 무기의 초과 수요와 공급 부족은 여전히 해소되지 못하고 있다. 휴전이라는 특수한 상황을 바탕으로 꾸준히 무기를 개발/생산해온 국내 방산기업들에게 신시장이 열렸다.

글로벌 무기수요 증가는 일시적 현상이 아닌 장기 트렌드

통상적으로 국가가 무기 도입을 검토하는 데에만 1.5~2년이 소요되는 점을 감안했을 때 유럽의 본격적인 수주 러쉬는 시작되지 않았고, Peak-Out을 논하기는 이르다. 유럽뿐만 아니라 전 지역에서 긴장감이 높아짐에 따라 무기 수요와 군비 경쟁은 일시적인 현상이 아닌 글로벌 트렌드로 접근해야 한다.

로마의 병법서 <군사학논고>에 '평화를 원한다면 전쟁을 준비하라'는 금언이 있다. 전쟁을 억제하기 위해서는 방어전의 역량이 갖추어져야 한다. 유럽, 중동, 동아시아 등 다양한 지역에서 갈등이 높아지고 있으며, 이로 인해 각국은 선제타격에 대비하기 위한 준비가 필요하다. 전쟁의 아픔은 잊혀지기 시작했고 다시 힘으로 말하는 시대가 도래하고 있다. 평화를 지키기 위해 선제적으로 무기 확보에 힘을 쏟을 필요가 생겼다.

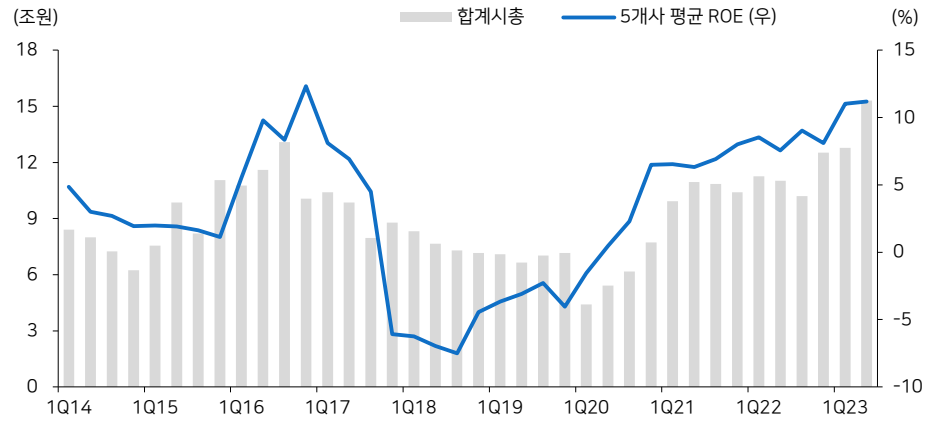
Top-Pick: 한화에어로스페이스, 적정주가 14.6만원

한화에어로스페이스에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 14.6만원으로 Top-Pick 의견을 유지한다. 다양한 수출 품목을 바탕으로 한 다수의 수출 모멘텀이 기대된다. 폴란드에 이어 호주향 레드백 수출을 성공시켰고, 루마니아와 MOU를 체결, K9의 진출에 대한 기대감을 높이고 있다.

동사는 4Q23 폴란드향 K9의 인도 재개와 천무의 최초 인식을 기점으로 본격적인 수출 효과를 누리게 된다. 2024E 매출액과 영업이익은 9.8조원(YoY+15%) / 8,599억원(YoY+28.2%/ OPM 8.8%)을 전망, 지상방산부문의 영업이익률은 13.7%로 평년 영업이익률 5% 수준 대비 큰 폭의 성장이 예상된다.

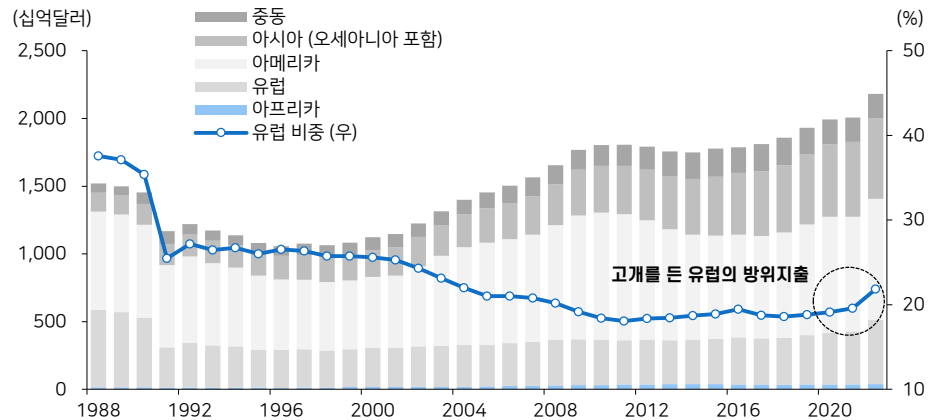
Key Charts

그림1 ROE와 동행하는 방위산업의 주가: 상관관계수 0.92



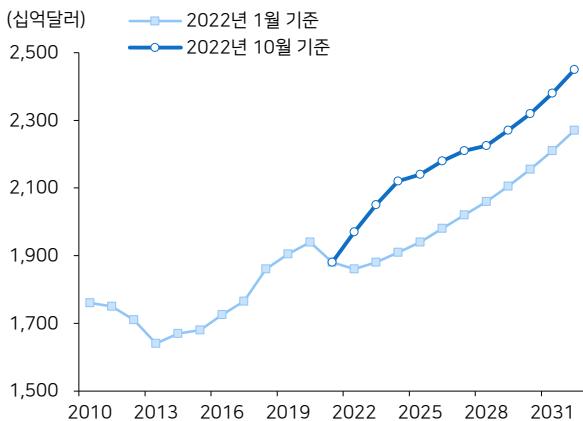
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 국방비 지출액 내 유럽이 차지하는 비중 증가



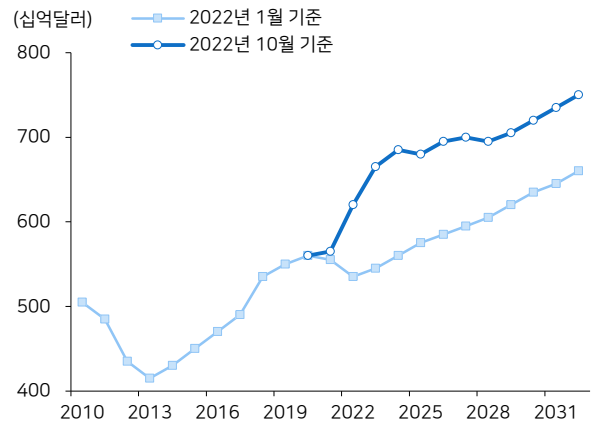
자료: SIPRI, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 국방예산 전망: 전쟁 이후 상향 조정



자료: 산업연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림4 글로벌 무기획득 예산 전망: 상향분 대부분 무기 조달

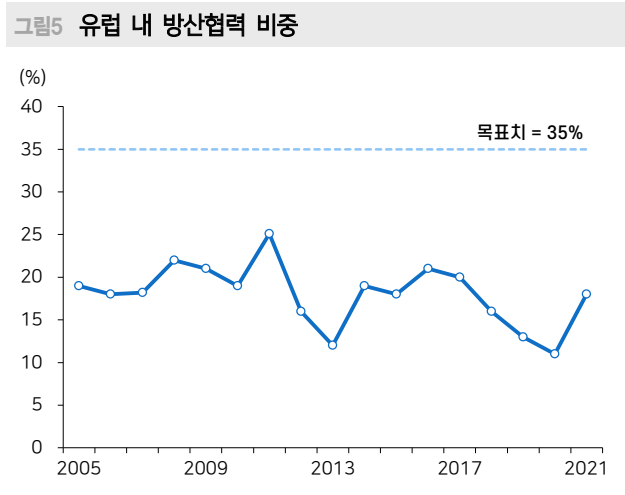


자료: 산업연구원, 메리츠증권 리서치센터

표1 유럽의 무기 조달 트릴레마

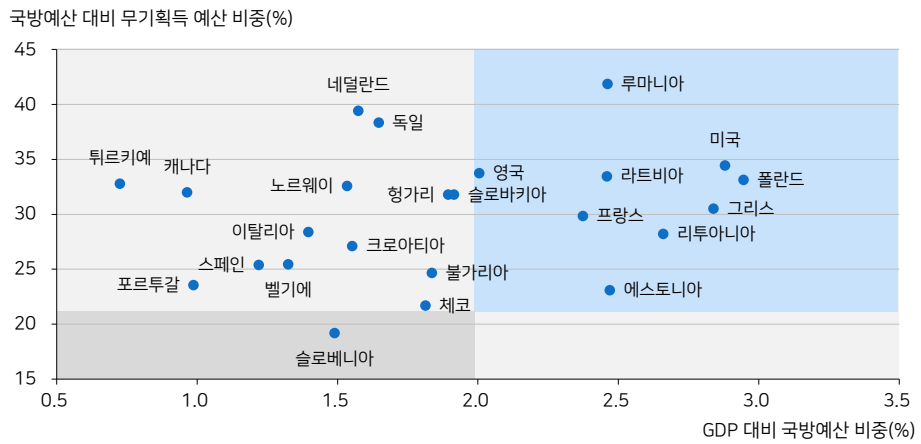
개발 유형	장점	단점
각국 개별 진행	<ul style="list-style-type: none"> 높은 통제력 국내 일자리 창출 및 산업 역량 확보/보호 장비 맞춤화 가능 	<ul style="list-style-type: none"> 높은 가격 오랜 시간 소요 유럽의 파편화
해외 조달	<ul style="list-style-type: none"> 빠르고 저렴한 가격 검증된 제품 공급국과 우호적인 관계 형성 	<ul style="list-style-type: none"> 유럽의 파편화 외부 의존도 심화 일자리 및 산업 역량 상실
유럽 내 협력	<ul style="list-style-type: none"> 규모의 경제 실현 유럽 내 상호운용성 제고 유럽 내 산업 기반 마련 	<ul style="list-style-type: none"> 느리고 복잡 통제권의 제한 정치적 위험 부분 맞춤화만 가능

자료: Munich Security Conference, 메리츠증권 리서치센터



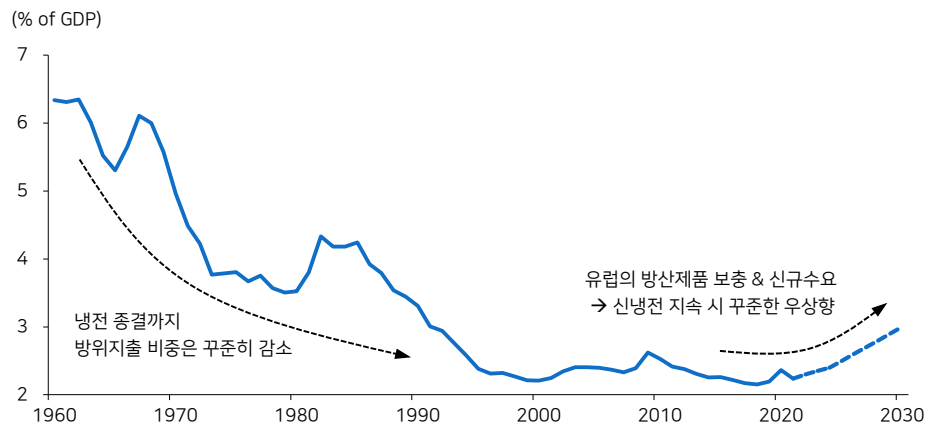
자료: European Defense Agency, 메리츠증권 리서치센터

그림6 NATO 주요국의 국방예산 대비 무기획득 예산 비중 전망 (2025년 기준)



자료: Jane's, 산업연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림7 글로벌 GDP 대비 국방비 지출액 추이: 글로벌 재무장 트렌드로 상승세 전망



자료: SIPRI, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
한화에어로스페이스	Buy	146,000원
한국항공우주	Buy (신규)	65,000원
현대로템	Buy (신규)	38,000원
한화시스템	Buy (신규)	17,000원
LIG넥스원	Buy (신규)	120,000원

Industry Indepth
2023. 10. 11

한화에어로스페이스 012450

Locked and Loaded

▲ 방위산업

Analyst 이지호
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

- ✓ 3Q23 폴란드향 인도 공백으로 실적 부진 불가피 하나, 4Q23 폴란드향 K9 인도 재개와 천무 최초 인식 예정 → 완전한 수출의 효과 확인 계기
- ✓ 2024년부터는 분기별 K9 17문 / 천무 11대 수준의 꾸준한 인도를 예상
- ✓ 다양한 수요에 대응 가능한 제품군 보유 (K9, 천무, 레드백) → 수주 모멘텀 다
- ✓ 적정주가 14.6만원으로, 업종 내 Top-Pick 의견 유지

Buy

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **146,000 원**
현재주가 (10.10) **101,000 원**
상승여력 **44.6%**

KOSPI	2,402.58pt
시가총액	51,136억원
발행주식수	5,063만주
유동주식비율	65.90%
외국인비중	33.61%
52주 최고/최저가	142,500원/52,600원
평균거래대금	650.1억원

주요주주(%)

한화 외 3 인	33.98
국민연금공단	9.12
Orbis Investment Management Limited 외 15 인	5.12

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.9	-13.9	70.0
상대주가	-8.7	-10.	58.0

주가그래프



폴란드향 수출 효과를 제대로 확인하게 될 4Q23

3Q23은 폴란드향 K9의 인도 공백으로 인해 실적 부진이 불가피할 전망이다. 4Q23부터는 폴란드향 천무의 매출액 인식이 시작된다. K9의 높은 수익성이 확인된 상황에서 천무의 수익성 또한 높게 확인될 경우, 동사의 이익 눈높이가 크게 상향될 가능성이 있다. 내년부터 매 분기 K9 17문 / 천무 11대의 꾸준한 인도 가능하여 지상방산 부문의 연간 실적성장(매출액 YoY +37.8%)이 기대된다. 폴란드향 2차 계약의 연내 체결 가능성 여전히 열려있으며, 계약물량은 100문 수준을 예상한다. 잔여물량 330문은 금융지원 수준 협의 및 수출입은행의 자본금 증가가 이뤄진 후 추가 계약을 통해 확정될 것으로 예상된다.

수출 상품의 다변화 → 더 많은 수출 기회

폴란드향 K9과 천무에 이어 호주향 레드백까지 수출을 성사시키며, 꾸준한 수출 성과를 기록하고 있다. 다양한 수출품목을 바탕으로 동사는 향후 발생하는 다양한 수요에 적극적으로 대응이 가능하다. 근시일 내로 등장할 수 있는 추가 수주는 현재 루마니아향 K9 (90문, 2.5조원)이 가장 유력하며, 이는 향후 레드백(264대, 3.5조원)과 천무까지 확장될 여지가 있다. 유럽 외 이집트, 베트남 등 다양한 국가에서도 수요가 확인되고 있어 추가적인 수출선 확보가 기대된다.

적정주가 14.6만원 유지 / Top-Pick 의견 유지

2024년은 약속된 실적 성장의 해다. 지상방산 부문은 연중 꾸준한 폴란드향 인도로 호조가 예상된다. 민수사업 또한 항공산업 회복에 따른 엔진/부품의 매출 성장, 그리고 중국산 제품 퇴출의 효과를 보고 있는 CCTV사업의 견조한 성과를 기대한다. 추가적인 수출 확보를 통한 중장기 성장성 가장 높은 기업으로 업종 내 Top-Pick 의견 유지한다.

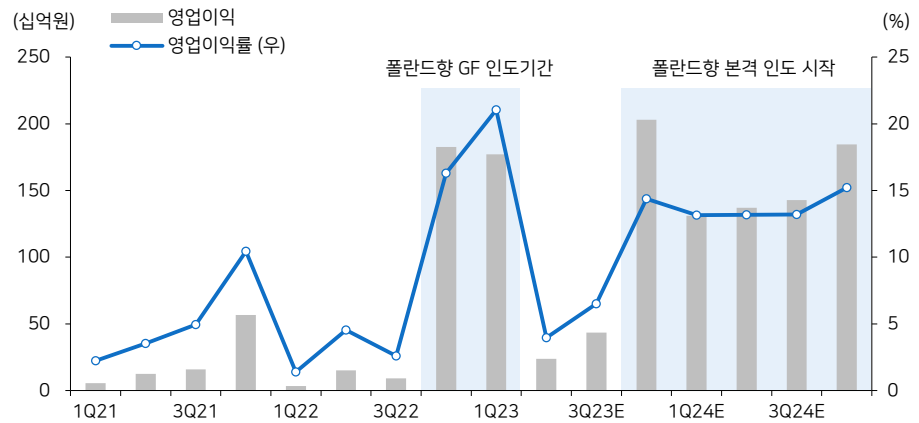
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	5,541.4	277.1	252.6	4,989	83.9	57,066	9.6	0.8	7.0	9.2	181.0
2022	6,539.6	377.2	200.8	3,967	-49.6	56,544	18.6	1.3	8.2	7.0	286.3
2023E	8,481.1	670.6	884.1	17,461	573.5	72,867	5.8	1.4	7.9	27.0	320.4
2024E	9,800.5	859.9	565.9	11,177	-35.7	83,046	9.0	1.2	6.7	14.3	267.1
2025E	10,646.4	999.3	631.6	12,474	11.6	94,521	8.1	1.1	3.7	14.0	292.0

결국 방산 기업의 단기 수익성은 '수출'이 결정

방위산업의 매력은 개발-양산-MRO(유지/보수/운영)의 장기 시계열 속에서 납품 이력을 바탕으로 한 MRO 사업이 중첩되면서 발생하는 안정적인 수익구조라고 생각할 수 있다. 그러나, 최근 3년간 방위산업의 주가는 ROE와 동행했고, ROE를 단기간에 높일 수 있는 것은 수출이다.

동사의 수출 주력상품인 K9의 폴란드 인도가 이루어진 분기와 인도가 없었던 분기의 수익성 차이는 명확하다. K9의 폴란드향 갭필러 물량의 수익성은 20% 이상으로 추정되며, 이는 국내 양산사업이 10% 미만임을 감안했을 때 큰 격차이다. 여기에 더해 천무까지 10% 이상의 영업이익률을 기록할 시, 4Q23부터 인도가 실적에 반영됨에 따라 동사의 실적은 크게 향상될 것이다.

그림47 한화에어로스페이스 지상방산 부문 분기별 수익성 비교



자료: 한화에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

유럽의 무기 보충수요가 여전히 잔존해있는 상황에서 다양한 수출 품목을 바탕으로 다수의 수주 모멘텀이 남아있는 기업은 동사로 판단된다. 수출이 이미 확정된 폴란드에 이어, 루마니아 또한 K9 도입을 구체적으로 논의 중인 것으로 확인된다. K9은 이미 글로벌 2천문 이상 보급되어 규모의 경제를 달성해 가격 경쟁에서 유리하며, 높은 점유율을 바탕으로 유지보수에 대한 부담이 낮아 향후 수출 전망은 더욱 밝다. 천무 또한 폴란드에서의 운용성이 확인됨에 따라, 미국의 HIMARS를 도입하기 부담스러운 국가의 도입가능성이 높게 점쳐진다.

또한, 호주의 Land 400 Ph.3 IFV(보병전투차량) 도입 사업에서 동사의 레드백(AS-21)이 우선협상자로 선정됨에 따라, 관심을 보이던 다양한 국가로의 확장이 가속화될 것으로 보여진다. 다양한 수출품목은 당연하게도 더 많은 수출 기회로 작용할 것이며, 이를 통해 실적의 질적 향상이 기대된다.

K-9 자주포: 가성비에서 글로벌 스탠다드로

K9 자주곡사포는 동사의 주력 수출 모델로 이미 8개국에서 운용 중이다. 2022년 기준 글로벌 점유율 52%로 폴란드 수출물량 648대가 전부 배치된 후에는 70%까지 높아질 전망이다.

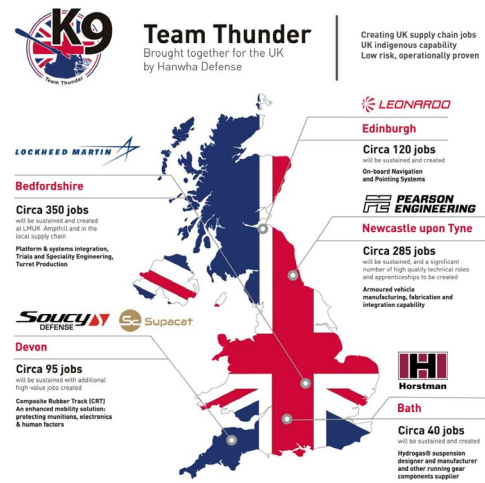
K-9은 이제 단순히 가성비의 무기를 넘어서려는 준비를 하고 있다. 현재 동사는 영국의 기동화력체계 증강을 위한 MFP(Mobile Fires Platform) 사업을 준비 중으로, K9A2 모델로 참가 예정이다. MFP는 영국이 2025년부터 기존 주력인 AS-90 자주포를 대체하기 위한 사업으로 규모 측면에서는 115대로 크지 않으나 동사의 글로벌 레퍼런스 획득 차원에서 중요한 이벤트로 작용할 전망이다. 동사의 주도로 결성된 'Team Thunder'에는 록히드마틴, 레오나르도 등 6개의 글로벌 방위산업체가 참가, 컨소시엄 형태로 사업에 입찰할 예정이다.

그림48 K9A2 개발현황: Block-1 체계개발사업은 연말 등장 예상

- 'K9 자주포 2차 성능개량(Block-I) 사업'은 K9 자주포 포탑의 송탄장전을 자동화하여 신속한 타격능력을 보강하고 전투효율성을 향상시키고자 국내연구개발로 성능개량 하는 사업입니다. 이번 방추위에서는 K9 자주포 2차 성능개량(Block-I) 사업을 업체 주관 연구개발로 추진하기 위한 체계개발기본계획(안)을 심의·의결 하였습니다.
 - 본 사업을 통해 화력지원 및 대화력전의 핵심전력인 K9 자주포의 타격능력 향상, 포탑자동화를 통한 운용인원 감소 및 승무원의 안전성이 향상된 자주포의 확보가 가능할 것으로 기대됩니다.
- * 사업기간(예정): '23 ~ '34년. 총사업비: 약 2조 3,600억 원 <끝>

자료: 대한민국 정책브리핑

그림49 영국 MFP 사업에 참가하는 Team Thunder



자료: 언론 발췌

표14 K9 자주포 운용국 현황

국가	수량 (문)	초기인도	비고
터키	350	2000	T-155프르트나 기술수출
핀란드	48	2017	잔여물량: 48문
인도	100	2018	잔여물량: 200문
에스토니아	18	2018	잔여물량: 18문
노르웨이	24	2019	잔여물량: 4문
호주	-	2024 예정	총 30문 계약 개량형 AS-90으로 현지 생산 예정
이집트	-	-	총 200문 계약 현지 생산 라이선스 허가
폴란드	48	2022	잔여물량: 600문 2026년부터 현지 생산 예정

자료: 언론 발췌, 메리츠증권 리서치센터

수출품목의 다양화: 1) 천무

동사의 신규 수출품목인 천무와 레드백의 추가적인 수출이 기대된다. 천무는 MLRS(Multiple Launch Rocket System: 다연장 로켓 발사 시스템)로 중동권에서 운용중인 모습이 언론에 보도된 바 있으나, 수주 상황이 공개되지 못해 관심을 받지 못하였다. 그러나, 이번 폴란드향 수출을 계기로 천무는 공식적인 수출무기 반열에 오르게 되었다. 폴란드는 천무를 수입하여 자국의 Jelcz차체와 결합하여 HOMAR-K로 운용할 예정으로, HIMARS와 천무를 동시에 운용하게 된다.

미국의 HIMARS가 러-우 전쟁에서 활약함에 따라 유럽에서 MLRS 수요가 크게 발생할 가능성이 높다. 천무의 HIMARS 대비 최대 50% 가까이 저렴한 가격은 매력적인 요소로 작용할 전망이다. 성능적인 특징점으로 천무는 HIMARS에 없는 지지대가 존재하여 무유도탄의 적중률을 높일 수 있고, 로켓 장전량이 2배이기에 화력전에서 우위를 점할 수 있다는 장점이 있다.

표15 천무와 HIMARS의 제원 비교

Model	K-239 천무	M142 HIMARS
		
개발국가	대한민국	미국
제조사	한화에어로스페이스	Lockheed Martin / BAE Systems
개발년도	2009~2013	1996~2002
운용국	대한민국, 폴란드(예정)	미국, 싱가포르, 폴란드, 우크라이나 등
가격 (백만달러)	2.0 ~ 2.5 (추정)	4
전장/전폭/전고 (m)	9.0 / 2.9 / 3.3	7.0 / 2.4 / 3.2
중량 (톤)	31	16
승무원 (인)	3	3
최고속도 (km/h)	80	85
항속거리 (km)	450	480
엔진 출력 (마력)	450	290
최대 사거리 (km)	45	45
로켓 장전량	12발	6발

자료: 각 사, Military Today, Jane's, Wikipedia, 메리츠증권 리서치센터

수출품목의 다양화: 2) 레드백

레드백은 IFV(Infantry Fighting Vehicle: 보병전투차량)로 호주의 장갑차 도입 사업인 Land400 Phase.3에서 우선협상대상자로 선정, 기나긴 수주전의 최종장에 들어섰다. 계약 물량이 최초 450대에서 129대로 축소되어 실망스러울 수 있으나, 그럼에도 그 규모는 4~6조원대로 예상되어 큰 규모이다. 또한, 금번 수출은 그 규모보다도 갖는 의미에 집중해야 한다. 1) 미국의 주요 동맹국에 2) 자체적인 R&D와 영업을 통해 진출했다는 점이다.

현재 추가적인 진출 가능성이 높게 평가되는 국가는 루마니아다. 루마니아의 IFV 도입사업 1단계는 2031년까지 총 264대의 도입(3.5조원 규모)으로 호주에서와 같이 라인메탈사의 Lynx와 경합할 가능성이 높다. 이미 한화와 루마니아는 K9 및 IFV 수출을 위한 MOU를 체결한 바, 그 가능성이 높게 점쳐진다. 브라질도 최근 1조대의 IFV도입사업 계획을 밝힘에 따라 수출 가능성이 있다.

표16 레드백과 Lynx의 제원 비교

Model	AS-21 레드백	Lynx
		
개발국가	대한민국	독일
제조사	한화에어로스페이스	Rheinmetall
개발년도	2022 (K-21: 1999~2007)	2015
운영국	대한민국	헝가리
가격 (백만달러)	9	9
전장/전폭/전고 (m)	7.7 / 3.6 / 3.7	7.7 / 3.6 / 3.3
중량 (톤)	42	50
탑승 인원 (인)	3 (승무원) + 8 (병력)	3 (승무원) + 8 (병력)
최고속도 (km/h)	70	70
항속거리 (km)	560	500
엔진 출력 (마력)	1,000	1,140

자료: 각 사, Military Today, Jane's, Wikipedia, 메리츠증권 리서치센터

실적 전망

3Q23E 매출액 1.8조원 / 영업이익 1,042억원 (OPM 5.7%)를 전망한다. 2분기와 마찬가지로 폴란드향 인도 부재로 인해 실적 부진은 불가피한 것으로 판단한다. 그러나, 4Q23부터 폴란드향 K9 인도의 재개(20여문)와 천무의 최초 매출액 인식(18대)을 시작으로 폴란드향 수출의 성과가 본격화될 것으로 예상된다.

올해 말~내년 초 사이 호주향 레드백 계약의 구체화와 루마니아향 K9 우선협상자 선정이 예상된다. 계약의 구체화 및 신규 수주의 등장으로 지상방산부문 실적 성장세는 가속화 될 전망으로, 유럽 내 방산기업들의 여전히 긴 리드타임으로 인해 국내 기업들은 수출계약에서 유리한 고지를 선점할 수 있을 것으로 예상된다.

한화비전은 북미시장의 중국산 CCTV 대체수요를 바탕으로 점유율 증가, 꾸준한 성장이 예상된다. 항공우주부문의 실적은 항공산업의 회복세 본격화되며 RSP관련 영업적자 증가 예상되나, 타 고객사향 매출액 증가하며 상쇄 가능할 것으로 보인다.

최근 P&W사의 GTF엔진 리콜과 한화오션 유상증자 참여로 인한 현금유출 우려가 일부 존재한다. GTF 관련 비용은 1,300~2,000억원 수준을 예상, 그 규모와 회계처리 방식이 확정됨에 따라 일부 실적 추정치 하향은 불가피해 보인다. 반면, 한화오션 유상증자 참여에 있어 순차입금 의존도는 8~11% 수준으로 실적에 미치는 효과는 제한적일 것으로 판단한다.

표17 한화에어로스페이스 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,166.6	1,457.4	1,397.7	2,517.9	1,927.0	1,797.9	1,841.6	2,914.6	6,539.6	8,481.1	9,800.5
지상방산	242.4	332.7	351.5	1,121.5	841.5	600.1	669.2	1,411.3	2,048.1	3,522.1	4,330.7
항공우주	297.8	366.8	328.8	375.6	389.9	401.9	313.2	386.6	1,368.9	1,491.6	1,606.6
한화비전	217.4	256.0	279.0	249.9	273.6	284.1	286.6	264.6	1,002.3	1,108.9	1,153.2
한화시스템	429.6	510.5	459.4	788.5	439.5	610.7	532.6	811.2	2,188.0	2,394.0	2,537.8
영업이익	66.4	112.9	19.5	178.4	228.5	82.9	104.2	254.9	377.2	670.6	859.9
% OP	5.7%	7.7%	1.4%	7.1%	11.9%	4.6%	5.7%	8.7%	5.8%	7.9%	8.8%
세전이익	57.0	46.0	107.4	1.7	652.6	338.3	78.2	234.0	212.1	1,303.2	832.9
순이익(지배)	38.3	27.8	88.7	46.1	408.8	263.1	53.2	159.0	200.8	884.1	565.9
% YoY											
매출액	12.8	4.2	4.0	42.7	65.2	23.4	31.8	15.8	18.0	29.7	15.6
영업이익	0.9	-14.9	-81.1	흑전	244.1	-26.5	434.4	42.9	36.1	77.8	28.2
세전이익	-60.0	-60.0	1.6	-90.3	1,044.6	635.8	-27.1	13,311.3	-44.4	514.4	-36.1
순이익(지배)	-56.9	-63.1	52.2	52.8	967.7	847.7	-40.1	245.0	-20.5	340.2	-35.7
% QoQ											
매출액	-33.9	24.9	-4.1	80.1	-23.5	-6.7	2.4	58.3			
영업이익	흑전	69.9	-82.7	815.2	28.1	-63.7	25.6	144.7			
세전이익	217.2	-19.4	133.5	-98.4	37,305.4	-48.2	-76.9	199.1			
순이익(지배)	27.0	-27.5	219.4	-48.1	787.2	-35.6	-79.8	199.1			

자료: 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy, 적정주가 14.6만원으로 Top-Pick 의견 유지

한화에어로스페이스에 대해 Top-Pick 의견 유지하며, 적정주가는 14.6만원으로 유지한다.

2024년 K9의 분기별 폴란드 인도 대수 가이드스 상향(15대→17대)과 한화시스템 영업이익 전망치 상향, 그리고 한화오션 지분법이익 반영 등으로 이익추정치가 상향조정 되었으나, 한화오션에 대한 지분율과 추가적인 유상증자 참여에 따른 순차입금 증가, 그리고 GTF 리콜 관련 비용 지출이 예상되어 할인을 적용하였다.

동사는 다양한 수출품목을 보유하고 있어, 추가적인 수주 가능성이 높다는 점에 주목한다. K9은 이미 8개국에 진출하여 규모의 경제 달성에 성공하였기에 향후 수출은 더욱 높은 수익성을 보일 수 있다. 혹은 이를 이용한 가격경쟁을 통해 입찰과정에서의 우위를 점할 수 있을 것으로 예상된다.

호주형 AS-9(K9개량형) 수출에 이어 레드백까지 진출에 성공하면서 미국의 주요 동맹국인 파이브아이즈의 높은 요구조건을 만족, 향후 수출국 확보에 유리한 레퍼런스를 확보했다. 더 나아가 영국의 MFP 사업까지 성공할 경우, 동사의 무기 체계에 대한 신뢰도 상승은 자주포에 국한되는 것이 아닌 전 제품군으로 확장될 가능성이 높다.

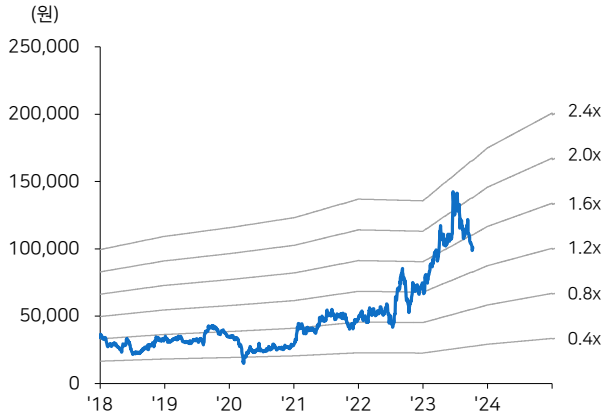
글로벌 방산시장에 대한민국이 신흥 강자로 등장했으나 여전히 '글로벌' 방산강국이라고 불리기엔 한계가 있다. 그 가운데 동사가 국내기업 중 가장 빠르게 글로벌이라는 타이틀을 달 수 있을 것으로 보여 향후 산업 내 지위는 점차 공고해질 전망이다.

표18 한화에어로스페이스 PBR 밸류에이션

항목	Fair Value	주요 가정
자기자본비용 (COE) (%)	7.7	무위험수익률: 당사의 미국 10년 국채 수익률 3.73% 리스크 프리미엄: 당사 추정치 4.81% 조정 베타: 0.8
Sustainable ROE (%)	12.5	5년 평균 ROE 사용
Target PBR (배)	1.95	영구성장률: 글로벌 GDP 성장률 전망치 2.4%
적용 PBR (배)	1.76	할인을 10% 적용
2024E BPS (원)	83,058	
주당 주주가치 (원)	145,878	
주당 적정가치 (원)	146,000	
현재가 (원)	101,000	
상승여력 (%)	44.6	

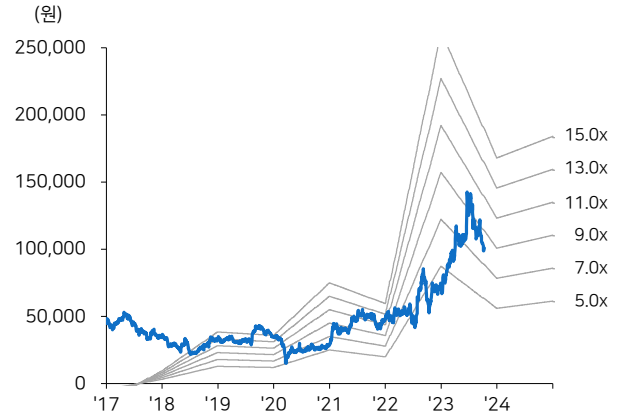
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림50 한화에어로스페이스 12M Trailing PBR 밴드 차트



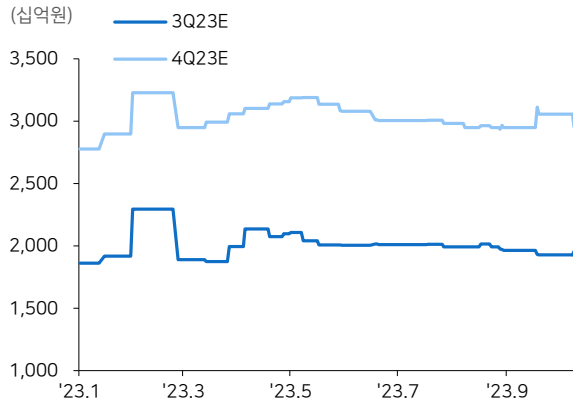
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림51 한화에어로스페이스 12M Fwd PER 밴드 차트



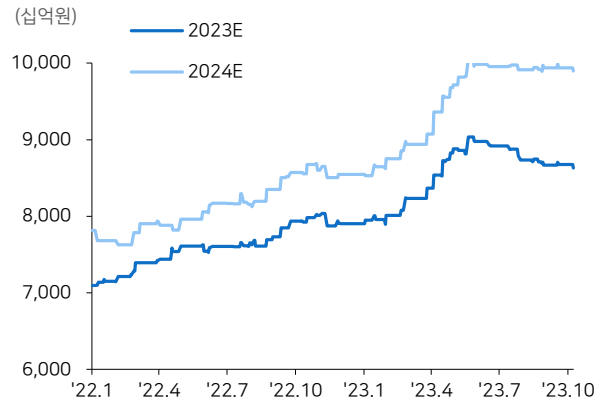
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림52 한화에어로스페이스 분기별 매출액 컨센서스 추이



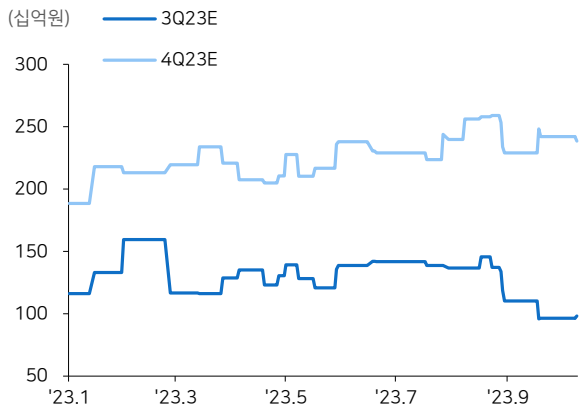
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림53 한화에어로스페이스 연간 매출액 컨센서스 추이



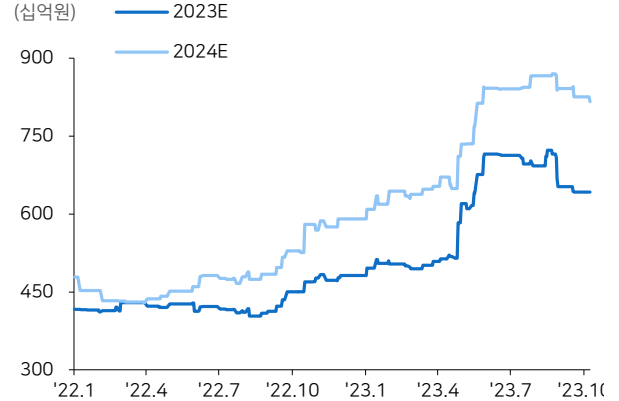
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림54 한화에어로스페이스 분기별 영업이익의 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림55 한화에어로스페이스 연간 영업이익의 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	5,541.4	6,539.6	8,481.1	9,800.5	10,646.4
매출액증가율(%)	4.1	18.0	29.7	15.6	8.6
매출원가	4,523.0	5,190.3	6,451.1	7,382.6	7,960.0
매출총이익	1,018.4	1,349.3	2,029.9	2,418.0	2,686.5
판매관리비	741.3	972.1	1,359.4	1,558.1	1,687.2
영업이익	277.1	377.2	670.6	859.9	999.3
영업이익률(%)	5.0	5.8	7.9	8.8	9.4
금융손익	45.8	-147.9	75.4	-81.2	-65.7
종속/관계기업손익	1.5	-21.0	-96.8	54.3	-4.0
기타영업외손익	-35.0	-33.7	-17.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	289.4	174.6	1,311.0	832.9	929.6
법인세비용	79.6	60.1	290.4	174.9	195.2
당기순이익	301.8	152.0	1,023.9	658.0	734.4
지배주주지분 손익	252.6	200.8	884.1	565.9	631.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	990.0	1,524.3	1,478.1	574.0	3,417.1
당기순이익(손실)	301.8	152.0	1,023.9	658.0	734.4
유형자산상각비	162.2	175.7	232.9	242.7	244.5
무형자산상각비	75.2	81.5	63.2	44.1	43.0
운전자본의 증감	311.0	793.6	581.0	-316.5	2,391.3
투자활동 현금흐름	-607.1	-1,224.9	-2,409.2	-588.2	-406.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-166.1	-196.7	-439.4	-520.0	-240.0
투자자산의 감소(증가)	-316.7	-365.1	-2,567.5	39.9	-80.5
재무활동 현금흐름	813.2	216.1	-57.1	-446.2	-86.1
차입금의 증감	294.3	787.7	16.8	-395.6	-35.5
자본의 증가	16.0	-211.7	-6.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,197.4	515.1	-999.8	-460.4	2,924.8
기초현금	1,330.7	2,528.1	3,043.2	2,043.4	1,582.9
기말현금	2,528.1	3,043.2	2,043.4	1,582.9	4,507.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,283.5	8,589.1	11,283.1	10,633.5	14,644.9
현금및현금성자산	2,528.1	3,043.2	2,043.4	1,582.9	4,507.7
매출채권	1,009.3	1,359.9	1,854.2	1,800.9	2,006.1
재고자산	1,604.8	2,014.2	3,559.6	3,457.3	3,851.3
비유동자산	4,762.3	6,568.3	9,199.7	9,484.7	9,513.8
유형자산	1,898.1	2,986.9	3,196.8	3,474.1	3,469.6
무형자산	1,977.2	2,120.6	2,150.6	2,143.9	2,100.9
투자자산	500.6	844.6	3,315.4	3,329.8	3,406.4
자산총계	11,045.8	15,157.3	20,482.8	20,118.2	24,158.7
유동부채	4,330.1	8,270.1	13,122.6	12,487.4	15,762.1
매입채무	429.6	546.5	938.9	842.3	1,110.6
단기차입금	407.3	856.1	1,184.8	1,132.8	1,132.8
유동성장기부채	375.4	733.2	1,114.9	1,074.9	1,074.9
비유동부채	2,784.2	2,963.4	2,487.8	2,150.9	2,232.9
사채	982.0	696.2	553.3	493.3	433.3
장기차입금	866.7	1,016.2	445.4	205.4	205.4
부채총계	7,114.3	11,233.5	15,610.4	14,638.3	17,995.0
자본금	265.7	265.7	265.7	265.7	265.7
자본잉여금	428.8	217.1	211.0	211.0	211.0
기타포괄이익누계액	385.0	362.2	369.2	369.2	369.2
이익잉여금	1,812.0	2,020.1	2,845.6	3,361.0	3,941.9
비지배주주지분	1,042.3	1,061.0	1,183.2	1,275.3	1,378.1
자본총계	3,931.6	3,923.8	4,872.4	5,479.9	6,163.7

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	109,449	129,165	167,510	193,572	210,279
EPS(지배주주)	4,989	3,967	17,461	11,177	12,474
CFPS	13,596	16,292	17,868	22,648	25,414
EBITDAPS	10,162	12,532	19,094	22,648	25,414
BPS	57,066	56,544	72,867	83,046	94,521
DPS	700	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.5	1.4	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	9.6	18.6	5.8	9.0	8.1
PCR	3.5	4.5	5.7	4.5	4.0
PSR	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	0.8	1.3	1.4	1.2	1.1
EBITDA(십억원)	514.5	634.5	966.7	1,146.7	1,286.7
EV/EBITDA	7.0	8.2	7.9	6.7	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.2	7.0	27.0	14.3	14.0
EBITDA 이익률	9.3	9.7	11.4	11.7	12.1
부채비율	181.0	286.3	320.4	267.1	292.0
금융비용부담률	1.1	1.2	1.7	1.4	1.2
이자보상배율(x)	4.4	4.7	4.7	6.5	8.1
매출채권회전율(x)	5.5	5.5	5.3	5.4	5.6
재고자산회전율(x)	3.5	3.6	3.0	2.8	2.9

Industry Indepth
2023. 10. 11

한국항공우주 047810

이륙 준비 완료

▲ 방위산업

Analyst 이지호
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

- ✓ 3Q23부터 폴란드향 FA-50GF 인도 실적에 반영, 하반기 실적 호조 전망
- ✓ 2024년 신규수주는 10조원 이상 전망, 금년수주 대비 2배 이상 성장을 기대
- ✓ KF-21 초도 양산 계약은 2024년 중순 예정, 2026년부터 노후화 전투기 대체
- ✓ 기체부품 정상화 시점은 2024년말~2025년초이나, 부분품 수출 증가 긍정적
- ✓ 적정주가 65,000원, 투자 의견 Buy를 제시하며 커버리지 개시

Buy (신규)

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **65,000 원**
 현재주가 (10.10) **49,850 원**
 상승여력 **+30.4%**

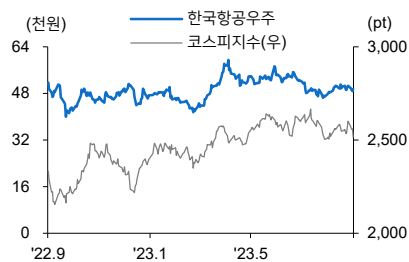
KOSPI	2,402.58pt
시가총액	48,591억원
발행주식수	9,748만주
유동주식비율	72.02%
외국인비중	25.39%
52주 최고/최저가	59,500원/40,000원
평균거래대금	260.6억원

주요주주(%)

한국수출입은행	26.41
국민연금공단	10.16
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 19	6.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.9	-1.5	6.9
상대주가	5.1	3.0	-0.7

주가그래프



폴란드향 수출효과를 확인하는 3Q23

3Q23부터 폴란드향 FA-50GF의 인도가 실적에 반영된다. 하반기 총 12대 반영 예정으로 분기 별 3Q 4대 / 4Q 8대의 인도가 예상됨에 따라 큰 폭의 실적 성장이 예상된다. 올해 12대의 갭필러 인도 후, 나머지 36대의 Block20 물량의 인도 시작 시점은 2025년 4분기를 예상, 연간 매출액 축소에 대한 우려 있으나 매출액 인식기준이 진행률로 변경될 가능성이 높아 투입기준으로 내년 4대 정도의 매출액이 선제 반영될 경우, 연간 매출액 감소의 폭은 제한적일 것으로 예상된다.

2024년의 높은 수주 기대감

2024년 동사의 긍정적인 수주 환경이 기대된다. 10조원 수준이 예상되며, 이는 폴란드향 대규모 수주가 있었던 2022년의 8.7조원보다 큰 수치로, 올해 수주 가이던스인 4.5조원 대비해서 2배 이상의 수치이다. 세부적으로 보면, 평년 수준의 수주에 KF-21 초도양산(3조원 이상, 40대/대당 8~900억원)과 항공산업 회복세에 따른 기체부품 수주 증가가 더해질 경우 충분히 달성 가능하다.

투자 의견 Buy, 적정주가 6.5만원 제시

완제기의 수출 확대와 항공산업의 회복을 통한 기체부품 실적 성장 트렌드에 주목한다. T-50 계열 중심으로 공격기/훈련기 수요가 꾸준히 발생, 이에 연간 수주 꾸준히 발생 중이며, 기체부품 또한 팬데믹의 영향에서 벗어나 2025년까지 꾸준한 정상화의 수순을 밟을 것으로 예상된다. 내년 매출액 감소에 대한 우려 일부 있으나, 이익은 오히려 성장하는 모습을 보이며 이러한 우려를 잠재울 수 있을 것으로 전망한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	2,562.3	58.3	63.9	656	-26.3	13,023	49.5	2.5	16.1	5.2	351.3
2022	2,786.9	141.6	118.5	1,215	117.6	14,648	41.9	3.5	14.2	8.8	434.8
2023E	3,711.3	244.2	220.5	2,263	85.4	16,661	22.0	3.0	11.3	14.5	403.2
2024E	3,635.6	261.5	244.1	2,504	11.1	18,915	19.9	2.6	7.7	14.1	359.8
2025E	4,032.7	317.4	306.3	3,143	25.5	21,807	15.9	2.3	5.6	15.4	336.5

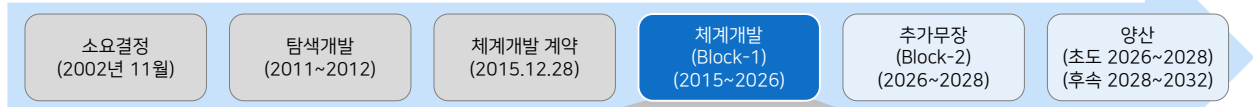
KF-21 양산을 통해 전투기 생산국으로 발돋움

KF-21은 지난 5월 잠정전투적합 판정을 받으며 상용화에 대한 기대감을 한 몸에 받았다. 이후 6월부터 사업타당성 조사 진행 중으로 10월 마무리 후 11월 예산결산특별위원회를 통해 예산에 편성, 내년 중순 최초 양산사업을 기대한다. 체계개발 완료 일정은 2026년이나, 양산사업은 선제적으로 착수되어 도입된 지 40년이 넘는 F-4/F-5 전투기를 대체할 예정이다.

KF-21의 초도 양산 물량은 40대로 추정, 대당 800억~900억 수준을 감안했을 때 3~3.5조원대의 규모일 가능성이 높다. 공군은 최종적으로 2032년까지 120대의 도입을 계획, 후속 양산까지 고려 했을 때 KF-21은 향후 동사의 국내사업부문 실적 성장의 큰 축이 될 전망이다.

그림56 KF-X 사업 일정 및 체계개발 일정

KF-X 사업 일정



체계개발 일정

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
주요 일정						시제기 출고	최초 비행		최초 양산 승인		종료
	요구도분석/기본설계		상세설계	시제작		지상시험			비행시험		

▼ 완료 ▽ 예정

자료: 방위사업청, 메리츠증권 리서치센터

표19 교체가 필요한 노후화된 전투기들

외관		
기종	F-5E/F	F-4E
도입 시기	1974년	1976~1978년
대수	40여대	40여대
비고	2025년까지 전량 퇴역	2024년까지 운용 예정

자료: 한국군 무기연감, 언론발췌, 메리츠증권 리서치센터

T-50 계열을 중심으로 완제기수출 사업 호조

현재 FA-50의 해외진출이 확대되고 있다. 22.7월 폴란드향 48대에 이어 23.2월 말레이시아향 18대의 수출 계약을 체결, 노후화된 경공격기 교체 수요의 흐름을 타고 있다. 말레이시아는 18대 추가도입('27~'28 예상)의 가능성이 매우 높으며, 이집트는 36대의 도입을 고려 중이다. 특히 이집트는 최대 100대까지 수출이 가능한 시장으로, 동사는 3차 공동생산 제안서를 제출했다. 유럽에서는 슬로바키아(TA-50)와 불가리아(FA-50)에서 사업을 적극적으로 전개 중이다.

폴란드 48대 중 36대,
말레이시아 18대 Block20 기준

이러한 FA-50의 해외진출 추세는 Block20 달성을 기점으로 더욱 빨라질 것이다. 주요 변경 사항은 AESA레이더와 공대공 미사일의 탑재로, 이를 통해 항공전 이 일부 가능해져 전투기의 높은 가격과 운용비용을 감당하기 부담스러운 국가들에게는 매력적인 옵션으로 작용할 가능성이 높다.

장기적으로 T-50 계열에게는 대규모의 미국향 전술훈련기 사업이 남아있다. 미군은 총 4회에 나누어 전술훈련기 도입을 계획, 현재 공군 1차레(ATT)와 해군 2차레(UJTS / TSA)가 남아있다. 앞선 2018년 미 공군의 APT사업은 총 351대를 도입, 동사와 록히드마틴의 컨소시엄이 보잉-사브에 밀려 실주한 바 있다.

남은 세 차례의 사업 중 가장 임박한 사업은 해군향 UJTS 사업이다. 8월 RFI에 의하면 2026년에 계약 예정으로 최소 145대(연간 25대씩)를 도입할 예정이다. 보잉-사브의 T-7, 레오나르도의 M-346과 삼파전이 예상된다. 그러나, 해군은 전투기를 항공모함에서 운용하며 다양한 기능(수직이착륙, 함착 등) 탑재를 요구하기에 높은 사양이 필요하다. 3사 중 유일하게 운용 경험을 통해 검증된 기체로 입찰에 참여하는 동사의 수주 가능성을 높게 본다.

또한, UJTS는 요구하는 생산능력이 높는데, 보잉-사브는 기존 APT사업 물량을 약속된 시기에 인도가 불가능(2H24 → 2H26으로 연기)한 상황으로 신뢰도가 크게 훼손되었고, 레오나르도 컨소시엄은 미국에 생산설비가 없어 입찰에 어려움을 겪을 가능성이 높아 동사의 채택 가능성이 높게 점쳐진다.

표20 FA-50 수출 내역

수출국	계약	인도	비고
이라크	2013년 24대	2017~2018년	기지재건사업 함께 수주
필리핀	2014년 12대	2015~2017년	-
폴란드	2022년 48대	2023년: GF 12대 2025년~: 36대	-
말레이시아	2023년 18대	2026년~: 18대	추가적인 18대 도입 가능성

자료: 언론 발췌, 메리츠증권 리서치센터

그림57 UJTS의 요구사항: 1) 함착기능 & 2) 높은 생산능력

2 SPECIFIC ITEMS OF INTEREST

To understand how the USN and USMC can best satisfy the capability needs identified for the contemplated UJTS, NAVAIR is interested in obtaining the following information concerning the aircraft's ability to perform FCLP - which requires the capability to fly a constant Angle of Attack approach using the standard USN FCLP pattern to touch down with repeated landings:

2.2 Production Timeline

Please provide details on anticipated long lead items, necessary equipment (assuming no Government Furnished Equipment) and projected long lead timeframes, including production Non-Recurring Engineering (NRE) activity timelines. Additionally, please provide an estimated production lead time for aircraft build and a recommended Low-Rate Initial Production (LRIP) timeline to an eventual Full-Rate Production (FRP) cadence of 25 aircraft per year for a minimum of 145 total aircraft.

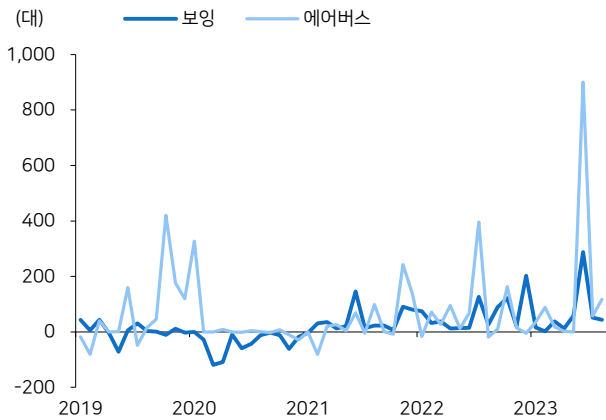
자료: Department of NAVY, 메리츠증권 리서치센터

항공산업 정상화는 아직, 그러나 회복세는 확인

동사는 항공기 Tier 1 부품 제조업체로 보잉과 에어버스 등에 주요 기체부품인 동체구조물, 연료시스템, 날개 등을 공급하고 있다. 항공기 제조산업은 팬데믹을 겪으며 크게 위축되었으나, 최근 수주 추이에서 확인할 수 있듯이 회복세에 접어들었다. 다만, 여전히 병목현상이 일부 남아있어 항공기 인도량이 코로나 이전 수준에는 미치지 못하고 있다.

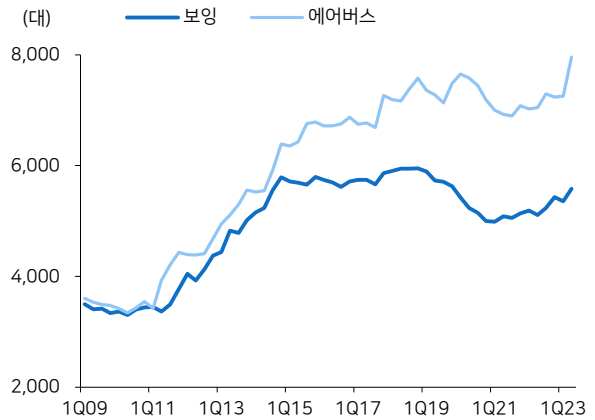
선제적인 기체부품 수주는 꾸준히 등장하고 있으며, 항공기 부분품 수출도 증가세에 접어들었다. 다만 연간 1조원 이상의 매출액을 기록하던 팬데믹 이전 수준의 회복 시점은 2025년이 될 것으로 전망하며, 2023E 7,800억원 / 2024E 9,100억원의 매출액을 기록할 것으로 추정한다.

그림58 보잉/에어버스의 월별 수주 추이



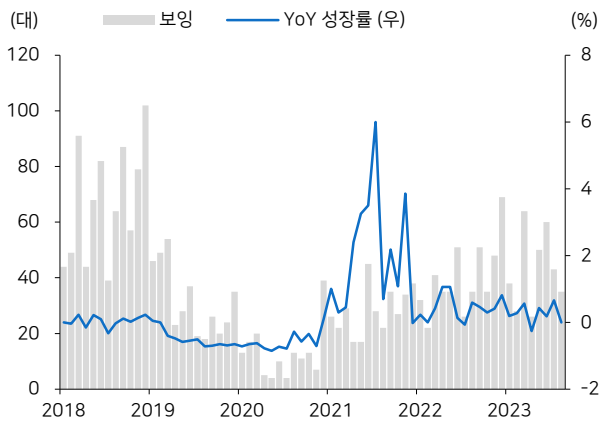
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림59 보잉/에어버스의 수주잔고 추이



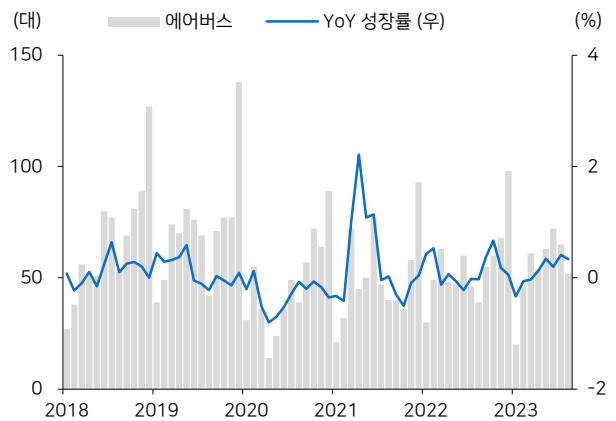
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림60 보잉의 월별 항공기 인도량 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림61 에어버스의 월별 항공기 인도량 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

실적전망

3Q23E 매출액 9,931억원 / 영업이익 944억원(OPM 9.5%)을 전망한다. 당분기 폴란드향 FA-50 4대가 최초로 인도됨에 따라 가파른 실적 성장을 예상한다. 이 흐름은 4분기까지 이어져 8대 인도 예정으로, 하반기 총 12대가 인도될 예정이다.

내년 폴란드향 FA-50 인도 공백으로 인한 실적 우려는 진행률 기준 인식 변경을 통해 일부 방어가능 할 것으로 예상되나, 진행률 전환을 통해 내년 중 반영될 물량은 약 4대 정도로 완제기수출 부문의 연간 역성장이 불가피하다. 그러나, KF-21의 초도 양산 계약을 통한 국내사업 성장, 그리고 꾸준한 회복세를 시현중인 기체부품 사업의 턴어라운드로 오히려 이익 체력은 성장하는 모습을 볼 수 있을 것으로 전망한다.

지난 9월 26일 동사는 브라질의 민항기 제조사 엠브라에르 사와의 4조원대 차세대 중형 민항기(TPNG) 주익 개발 및 공급계약 해지를 공시하였다. 그러나, 해당 수주에 대한 본격 매출액 발생 전이었으며 RSP 계약 구조로 다년간 손실이 불가피한 사업이라는 점을 감안했을 때, 오히려 수익성 측면에서는 개선될 요인이 있어 실적에 미치는 부정적인 요소는 없을 것으로 판단한다.

표21 한국항공우주 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	640.7	668.5	608.9	868.8	568.7	733.5	993.1	1,416.0	2,786.9	3,711.3	3,635.6
국내사업	410.2	497.1	416.1	573.1	363.5	486.5	391.4	537.8	1,896.5	1,779.2	2,042.2
완제기수출	55.9	2.4	25.3	43.4	27.2	53.4	400.4	663.0	127.1	1,144.0	683.4
기체부품	171.4	166.2	166.2	244.6	174.9	188.6	201.2	215.3	748.4	780.0	910.0
영업이익	39.2	34.4	30.5	37.5	19.4	8.4	94.4	122.0	141.6	244.2	261.5
% OP	6.1%	5.2%	5.0%	4.3%	3.4%	1.1%	9.5%	8.6%	5.1%	6.6%	7.2%
세전이익	45.3	61.6	64.0	-48.8	40.1	12.0	96.8	125.1	122.1	274.0	302.2
순이익(지배)	37.5	50.7	52.6	-22.4	30.6	10.7	78.2	101.4	118.5	220.9	244.1
% YoY											
매출액	4.7	-5.7	36.8	9.0	-11.2	9.7	63.1	63.0	8.8	33.2	-2.0
영업이익	367.1	-42.6	978.3	흑전	-50.6	-75.6	210.0	225.4	143.1	72.5	7.0
세전이익	151.8	5.9	391.4	적자확대	-11.3	-80.6	51.2	흑전	124.5	124.4	10.3
순이익(지배)	187.8	-6.5	567.5	적자확대	-18.3	-79.0	48.6	흑전	85.4	86.4	10.5
% QoQ											
매출액	-19.6	4.3	-8.9	42.7	-34.5	29.0	35.4	42.6			
영업이익	흑전	-12.2	-11.5	23.1	-48.3	-56.8	1,025.9	29.2			
세전이익	흑전	36.1	4.0	적전	흑전	-70.2	708.8	29.2			
순이익(지배)	흑전	35.3	3.7	적전	흑전	-65.2	632.9	29.6			

자료: 한국항공우주, 메리츠증권 리서치센터

Valuation: 투자의견 Buy, 적정주가 65,000원으로 커버리지 개시

한국항공우주에 대해 적정주가 65,000원, 투자의견 Buy를 제시한다. 적정주가는 2024년 EPS에 25.9배의 멀티플을 적용하여 산출했다.

향후 몇 년간 T-50계열의 완제기수출의 성장세가 예상된다. 특히 FA-50은 훈련기와 공격기 용도 모두로 사용이 가능하다는 장점이 있으며, 장기적으로 F-35/F-16 전투기 도입을 고려하는 국가는 높은 호환성으로 인해 조종사의 전환에 시간을 단축할 수 있어 매력도가 높게 평가된다. 실제로 폴란드도 기존에 운용하던 MiG-29 전투기를 우크라이나에 공여, 이후 F-16/F-35으로 전환하려는 계획을 보유하고 있으며 납기로 인한 공백기를 FA-50을 통해 메우기 위해 도입하는 것이다. 이러한 트렌드 속에서 동사의 수출 호조는 한동안 이어질 것으로 보여 그 성장성을 눈 여겨 볼만 하다.

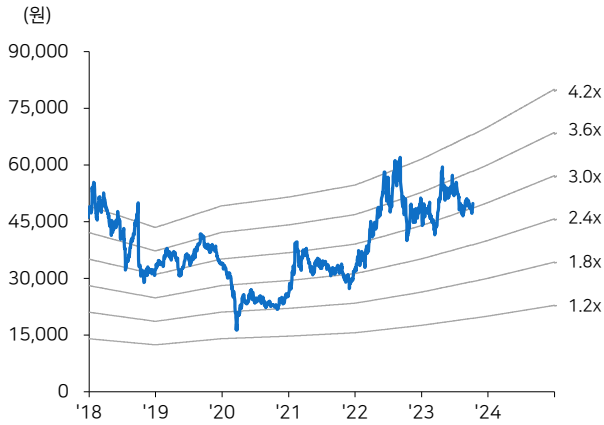
또한, 미국향 전술훈련기 수출 가능성을 높게 본다. 미국 진출로 쌓은 레퍼런스는 향후 추가적인 T-50 계열 수출은 물론 향후 KF-21의 수출에도 긍정적인 영향을 줄 수 있을 것으로 기대되며, 향후 전투기 수출까지 성공 시 동사에 적용 가능한 멀티플은 크게 상향될 것으로 예상된다.

표22 한국항공우주 PER 밸류에이션

항목	Fair Value	주요 가정
Peer Group PER (배)	25.9	글로벌 우주항공국방 2024E PER과 대형 항공기 부품사 2024E PER의 평균
Target PER (배)	25.9	
2024E EPS (원)	2,504	
주당 주주가치 (원)	64,853	
주당 적정가치 (원)	65,000	
현재가 (원)	49,850	
상승여력 (%)	30.4	

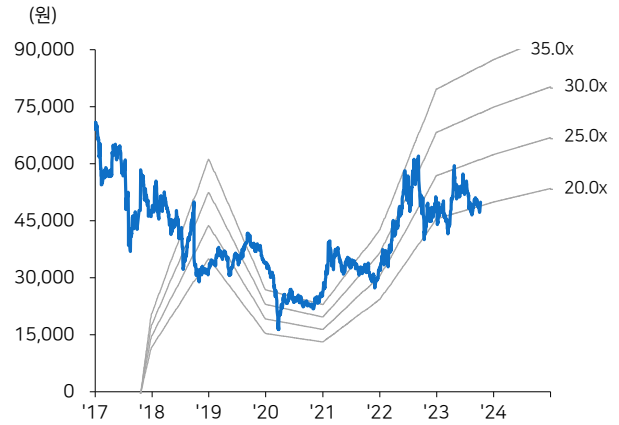
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림62 한국항공우주 12M Trailing PBR 밴드 차트



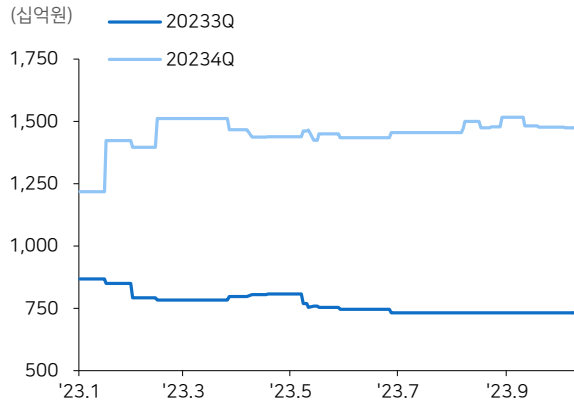
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림63 한국항공우주 12M Fwd PER 밴드 차트



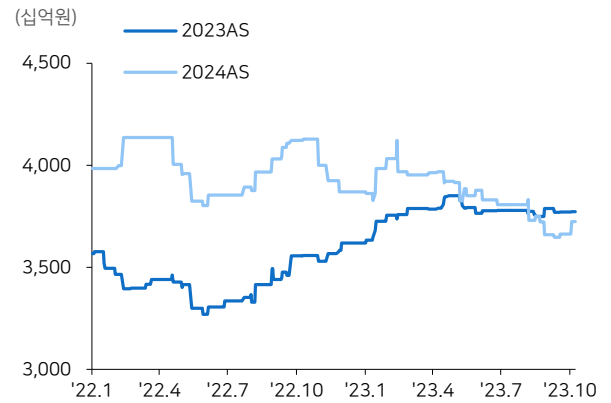
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림64 한국항공우주 분기별 매출액 컨센서스 추이



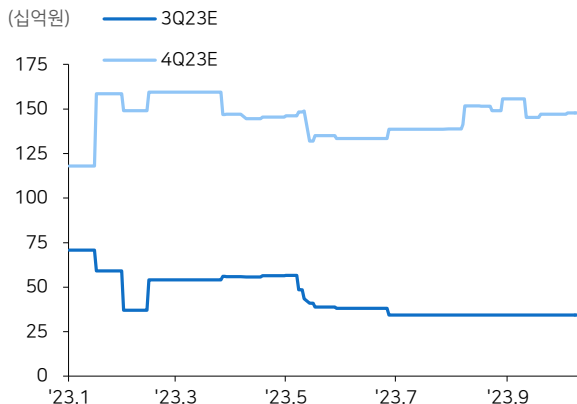
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림65 한국항공우주 연간 매출액 컨센서스 추이



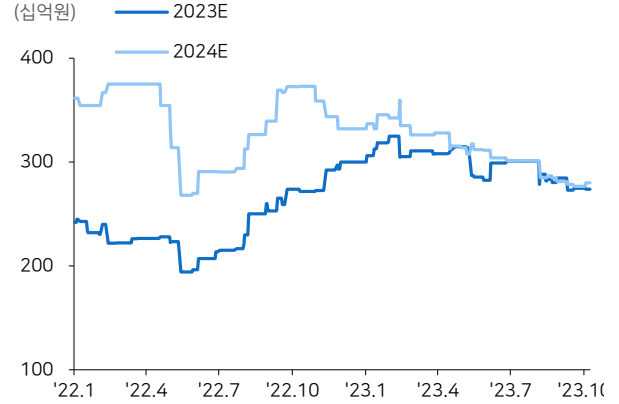
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림66 한국항공우주 분기별 영업이익의 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림67 한국항공우주 연간 영업이익의 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

한국항공우주 (047810)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,562.3	2,786.9	3,711.3	3,635.6	4,032.7
매출액증가율(%)	-9.3	8.8	33.2	-2.0	10.9
매출원가	2,255.3	2,413.1	3,169.8	3,069.8	3,377.7
매출총이익	307.0	373.8	541.5	565.9	655.0
판매관리비	248.7	232.2	297.3	304.4	337.6
영업이익	58.3	141.6	244.2	261.5	317.4
영업이익률(%)	2.3	5.1	6.6	7.2	7.9
금융손익	7.2	-22.6	27.5	40.7	61.9
종속/관계기업손익	0.4	-0.7	1.6	0.0	0.0
기타영업외손익	-11.5	3.8	0.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	54.4	122.1	274.0	302.2	379.3
법인세비용	1.1	6.2	59.2	63.5	79.7
당기순이익	53.3	115.9	214.9	238.7	299.6
지배주주지분 손이익	63.9	118.5	220.5	244.1	306.3

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	3,681.0	5,389.2	5,823.0	6,156.8	6,963.2
현금및현금성자산	886.6	2,023.7	1,213.0	2,228.8	2,723.8
매출채권	245.3	216.5	567.3	373.1	403.9
재고자산	1,324.7	1,593.1	2,117.9	1,393.1	1,507.9
비유동자산	2,174.2	2,383.2	2,448.3	2,386.7	2,349.1
유형자산	865.3	827.1	805.3	799.2	797.5
무형자산	625.7	745.8	760.8	721.0	682.7
투자자산	85.1	90.2	113.4	97.6	100.1
자산총계	5,855.2	7,772.4	8,271.3	8,543.5	9,312.3
유동부채	2,800.1	5,055.4	5,397.6	5,630.9	6,057.7
매입채무	192.2	243.1	492.6	324.0	350.7
단기차입금	6.5	18.9	16.4	16.4	16.4
유동성장기부채	92.7	527.0	595.4	435.4	435.4
비유동부채	1,757.7	1,263.8	1,229.9	1,054.5	1,121.1
사채	998.5	499.5	149.8	149.8	149.8
장기차입금	105.6	78.4	68.7	68.7	68.7
부채총계	4,557.8	6,319.2	6,627.5	6,685.4	7,178.8
자본금	487.4	487.4	487.4	487.4	487.4
자본잉여금	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3
기타포괄이익누계액	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
이익잉여금	674.8	833.1	1,029.3	1,249.0	1,531.0
비지배주주지분	28.0	25.4	19.8	14.4	7.7
자본총계	1,297.4	1,453.2	1,643.8	1,858.2	2,133.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	440.0	1,492.6	-185.0	1,274.0	625.5
당기순이익(손실)	53.3	115.9	214.9	238.7	299.6
유형자산상각비	101.6	90.8	89.9	90.1	89.7
무형자산상각비	47.2	44.4	37.8	39.7	38.3
운전자본의 증감	178.8	1,227.6	-587.4	905.4	197.8
투자활동 현금흐름	-416.0	-204.1	-302.0	-71.1	-106.6
유형자산의증가(CAPEX)	-83.9	-69.0	-66.4	-84.0	-88.0
투자자산의감소(증가)	-9.1	-5.8	-21.6	15.8	-2.5
재무활동 현금흐름	200.7	-102.8	-317.2	-187.1	-23.9
차입금의 증감	221.8	-76.1	-289.0	-162.7	0.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	224.7	1,137.1	-810.7	1,015.8	495.0
기초현금	661.9	886.6	2,023.7	1,213.0	2,228.8
기말현금	886.6	2,023.7	1,213.0	2,228.8	2,723.8

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	26,287	28,591	38,074	37,298	41,371
EPS(지배주주)	656	1,215	2,263	2,504	3,143
CFPS	3,244	2,991	4,327	4,014	4,570
EBITDAPS	2,124	2,840	3,816	4,014	4,570
BPS	13,023	14,648	16,661	18,915	21,807
DPS	200	250	250	250	250
배당수익률(%)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	49.5	41.9	22.0	19.9	15.9
PCR	10.0	17.0	11.5	12.4	10.9
PSR	1.2	1.8	1.3	1.3	1.2
PBR	2.5	3.5	3.0	2.6	2.3
EBITDA(십억원)	207.0	276.8	372.0	391.3	445.4
EV/EBITDA	16.1	14.2	11.3	7.7	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.2	8.8	14.5	14.1	15.4
EBITDA 이익률	8.1	9.9	10.0	10.8	11.0
부채비율	351.3	434.8	403.2	359.8	336.5
금융비용부담률	0.9	0.8	0.9	0.7	0.6
이자보상배율(x)	2.5	6.5	7.7	9.6	13.0
매출채권회전율(x)	10.5	12.1	9.5	7.7	10.4
재고자산회전율(x)	2.0	1.9	2.0	2.1	2.8

Industry Indepth
2023. 10. 11

현대로템 064350

술잔이 식기 전에

▲ 방위산업

Analyst 이지호
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

- ✓ 폴란드향 K2 인도는 점차 가속화: '23년 18대 → '24년 56대 → '25년 96대
- ✓ 폴란드 2차에 포함되지 않은 잔여물량(640대)은 추가 계약을 통해 이뤄질 것
- ✓ 레일솔루션은 저수익성 사업의 종료와 대규모 수주를 통한 실적 개선세
- ✓ 에코플랜트부문은 모회사 사업 호조에 따른 낙수효과를 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 3.8만원으로 커버리지 개시

Buy (신규)

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

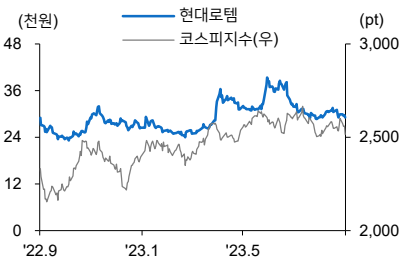
적정주가 (12개월) **38,000 원**
현재주가 (10.10) **28,200 원**
상승여력 **34.8%**

KOSPI	2,402.58pt
시가총액	30,778억원
발행주식수	10,914만주
유동주식비율	65.89%
외국인비중	10.45%
52주 최고/최저가	39,350원/23,200원
평균거래대금	565.2억원

주요주주(%)	
현대자동차 외 3 인	33.77
국민연금공단	7.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.1	7.2	11.9
상대주가	-2.6	12.1	4.0

주가그래프



성공적인 수출을 통한 실적 성장

폴란드향 K2의 인도가 순조롭게 진행 중이다. 현재 1차 계약물량 총 180대 중 21대의 인도가 완료 되었으며 3Q23에 7대의 인도가 추가적으로 반영될 예정이다. 이는 내년 56대, '25년 96대까지 확대될 전망이다. 폴란드향 2차 계약은 물량은 기존 820대에서 180대로 축소되었으나, 이는 금융지원 수준에 대한 협의에 따른 불가피한 조정으로 잔여물량은 추후 계약을 통해 확보될 것으로 보인다. 호조를 보이는 수출에 더해 국내사업도 지난 6월 체결된 차륜형지휘소용 차량 양산(7천억원)과 내년 등장할 K2 전차 4차양산(150대, 2조원)을 통해 매출액 성장을 시현할 것으로 기대된다.

방산 외 사업부문의 회복세

레일솔루션의 실적 개선에도 관심을 가질 필요가 있다. 동사는 지난 6월 호주와 1.2조원 규모의 QTMP전동차 사업을 수주했다. 이번 수주는 규모보다 국내 사업 대비 3배 이상 높은 단가에 대한 주목이 필요하다. 또한, 올해 4분기부터 창원 2공장의 인력을 방산부문으로 재배치, 효율화를 통한 고정비 절감효과가 기대된다. 에코플랜트 또한 최근 그룹사의 활발한 북미 진출 및 신규 공장 수요를 바탕으로 성장, 실적에 기여도가 높아질 것으로 보인다.

투자의견 Buy, 적정주가 38,000원 제시

방산수출 호조에 따른 수익성 성장이 고무적이다. 폴란드 수주 이후 수출이력 부재로 일부 Peak-Out 우려가 일부 존재하나 유럽의 전차 수요는 일회성이 아닌 장기적인 트렌드로 접근, 여전히 동사의 사업기회를 높게 판단한다. 기 확보된 수주를 바탕으로 약속된 실적 성장이 눈 앞에 있으며, 추가적인 수출 확보를 통해 국내사업 의존도가 낮아진다면 동사의 이익체력은 한 단계 더 성장할 수 있을 것으로 전망한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	2,872.5	80.2	66.5	609	100.4	11,847	34.1	1.8	27.3	5.0	223.8
2022	3,163.3	147.5	197.8	1,812	278.3	13,930	15.7	2.0	17.8	14.1	223.4
2023E	3,380.0	181.5	141.8	1,299	-29.1	15,305	21.7	1.8	13.7	8.9	177.0
2024E	3,980.3	320.7	270.9	2,482	91.2	17,787	11.4	1.6	6.9	15.0	176.6
2025E	4,430.8	410.2	352.1	3,226	30.0	21,013	8.7	1.3	4.7	16.6	162.6

성공적인 K2의 첫 유럽진출

K2 전차는 폴란드형 대규모 수출을 확정 지으며 최초로 해외에 진출하게 되었다. 국내사업의 매출액 비중이 100%에 가까웠던 동사의 디펜스솔루션 부문은 이번 수출을 계기로 큰 폭의 수익성 성장을 보여주었다.

K2는 유럽제 무기와의 높은 호환성과 준수한 성능을 보유하고 있음에도 저렴한 가격을 바탕으로 유럽시장을 공략하고 있다. 첫 진출이라는 점이 무색하게도 K2 전차는 세계 시장에서 크게 각광받고 있다. 실제로 폴란드에 이어 노르웨이의 수주가 거의 확실시 되었으나, 최종 경쟁에서 독일 라인메탈사의 Leopard2A7에 밀려 실주하고 말았다. 그러나 이러한 결정이 성능 측면이 아닌 유럽 내 협력 중요성이 이유였다는 점이 알려지면서 주변국에 긍정적인 레퍼런스로 작용했다.

현재 수출이 거론되는 국가로는 루마니아가 있다. 특히 루마니아는 미국의 에이브람스 전차 54대를 구매한 데에 이어 추가적인 250대 조달 계획을 보유 중으로, 동사는 기술이전 및 현지생산의 형태로 적극적인 공략 중이다. 폴란드와 인접해있어 해당 지역의 생산설비를 활용하는 방식의 접근 또한 가능하다는 점에서 가능성이 높아 보인다.

이러한 K2는 내년 국내 4차 양산을 앞두고 있다. 추정 도입규모는 150여대로 이를 통해 우리나라 군이 보유한 K2는 600대 이상이 될 전망이다. 폴란드와 국내 양산이 동시에 이뤄짐에 따라 생산설비 확보에 힘을 쏟고 있는 상황으로 추가적인 수출국 확보 시 규모의 경제 달성이 가능해 보인다. 후속 수주의 중요성이 여기에서 강조되며, 이를 달성 시, 높은 이익률의 확보 혹은 이를 활용한 가격 경쟁이 가능할 것으로 보여 앞으로도 K2에 대한 전망이 밝다.

그림68 루마니아의 전차 도입사업: K2 / Leopard2가 경쟁

Romania intends to buy more tanks. Will the K2 Black Panther conquer another European country?

K2 Black Panther and Leopard 2A8 may compete with M1A2 Abrams for 250 additional battle tanks in Romania

K2 tanks for Romania? South Korea enters the "battle for 300 tanks" and raises the bar to break the Abrams monopoly

자료: 언론 발췌

그림69 2조원 규모의 K2 4차양산은 내년에 예정

□ 'K2전차 양산 사업' 은 적 기갑전력 위협에 대비하고, 미래 전장 환경과 전투양상에 적합한 K2전차를 확보하는 사업입니다. 이번 방추위에서는 4차 양산계획(안)을 심의 의결 하였습니다.

○ 본 사업을 통해 K2전차를 추가 확보하여 기동군단의 공세기동전 수행 능력 향상에 크게 기여할 것으로 기대합니다.

* 4차 양산 사업기간(예정): '24~ '28년, 총사업비, 약 1조 9,400억 원

자료: 대한민국 정책브리핑

실적전망

3Q23E 매출액 8,981억원 / 영업이익 470억원(OPM 5.2%)를 전망한다. 당분기 K2 7대의 인도 예정에 따라 호실적을 기록하겠으나, 전분기 11대의 인도 대비 그 수가 줄어 QoQ 실적 감소는 불가피하다. 4Q23 또한 K2의 인도 공백기로 쉬어가는 분기가 될 가능성이 높다.

동사의 본격 실적 성장은 2024년부터 이뤄진다. 올해 18대에서 내년에는 56대, 2025년에는 96대 인도로 점진적인 증가를 예상, 연간 꾸준한 매출액과 영업이익의 성장이 기대된다. 폴란드향 잔여물량의 매출액 인식은 진행률로 변경, 예상치 못한 인도 스케줄 변경에 따른 실적 불확실성이 사라진 점은 매우 긍정적이다.

민수부문인 레일솔루션의 실적 개선세도 기대된다. 6월 등장한 호주 QTMP사업은 1.2조원 규모로 국내사업 대비 3배 이상의 단가로 계약, 본격 양산 시점인 2026년부터 실적 개선에 유의미하게 기여할 전망이다. 또한 올 4분기부터 예정된 유희설비 효율화를 통해 고정비 절감효과를 확인할 수 있을 예정이다. 에코플랜트는 그룹사의 사업 호조에 따른 복미 진출에 동행, 신규 공장 수요 증가에 따른 수혜가 예상된다.

표23 현대로템 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	677.4	785.8	782.5	917.6	684.4	986.9	898.1	810.7	3,163.3	3,380.1	3,980.3
레일솔루션	433.1	489.0	462.8	393.9	369.2	392.5	466.2	498.9	1,778.8	1,726.8	1,738.4
디펜스솔루션	182.5	227.6	205.7	443.4	260.0	484.4	320.7	217.6	1,059.2	1,282.7	1,875.2
에코플랜트	61.8	69.2	114.0	80.3	55.2	110.0	111.2	94.2	325.3	370.6	366.7
영업이익	23.6	31.4	31.8	60.7	31.9	67.2	47.0	35.3	147.5	181.4	320.7
% OP	3.5%	4.0%	4.1%	6.6%	4.7%	6.8%	5.2%	4.4%	4.7%	5.4%	8.1%
세전이익	14.4	29.3	36.7	23.5	16.9	56.2	49.3	35.9	103.9	158.3	333.9
순이익(지배)	14.4	26.6	32.9	123.9	18.9	54.0	39.8	29.1	197.8	141.8	270.9
% YoY											
매출액	3.7	10.6	10.2	15.0	1.0	25.6	14.8	-11.7	10.1	6.9	17.8
영업이익	-8.7	99.4	301.8	97.4	35.5	113.8	47.7	-41.8	83.9	23.0	76.8
세전이익	128.8	95.2	431.9	231.7	17.2	92.0	34.2	53.1	194.4	52.4	110.9
순이익(지배)	86.6	64.6	377.5	246.5	31.3	103.4	20.7	-76.5	197.4	-28.3	91.1
% QoQ											
매출액	-15.1	16.0	-0.4	17.3	-25.4	44.2	-9.0	-9.7			
영업이익	-23.3	33.4	1.3	90.6	-47.4	110.6	-30.0	-25.0			
세전이익	103.8	103.0	25.4	-36.0	-28.0	232.6	-12.4	-27.0			
순이익(지배)	-59.8	84.7	23.9	276.2	-84.8	186.0	-26.4	-26.8			

자료: 메리츠증권 리서치센터

Valuation: 투자의견 Buy, 적정주가 3.8만원으로 커버리지 개시

현대로템에 대해 적정주가 38,000원, 투자의견 Buy를 제시한다. 적정주가는 2024년 BPS에 2.14배의 내재 멀티플을 적용하여 산출했다.

내수위주의 포트폴리오에서 폴란드향 수출을 통해 다각화를 이뤄낸 디펜스솔루션의 실적 향상이 고무적이다. 수출이 이뤄지기 전 디펜스솔루션의 영업이익이익률은 평균 6.0% 수준이었으나, 내년은 15.6%까지 크게 성장이 예상된다. 이는 추가적인 수출국 확보에 따라 점진적으로 증가할 가능성이 높으며, K808 장갑차 등 수출 품목의 확대까지 더해질 경우 이 효과는 극대화 될 것으로 전망한다.

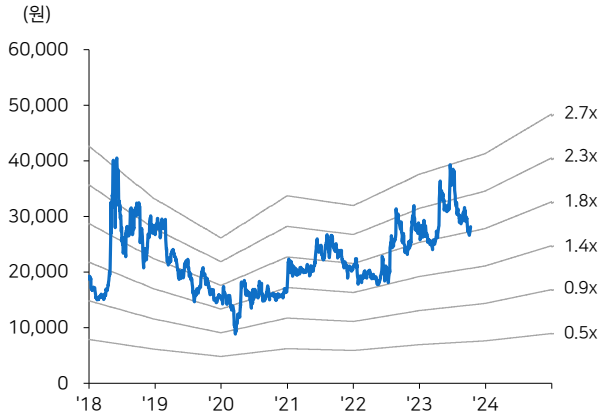
레이솔루션은 단기간 내 수익성 향상은 어렵겠으나 최근 긍정적인 수주의 퀄리티를 고려했을 때, 몇 년 내 체질 개선이 예상된다. 예코플랜트 부문 또한 그룹사의 해외 진출 전략에 변화가 없는 한 꾸준한 성장세를 예상한다.

표24 현대로템 PBR 밸류에이션

항목	Fair Value	주요 가정
자기자본비용 (COE) (%)	6.28	무위험수익률: 당사의 미국 10년 국채 수익률 3.73% 리스크 프리미엄: 당사 추정치 4.81% 조정 베타: 0.53
Sustainable ROE (%)	10.7	4년 평균 ROE 사용
Target PBR (배)	2.14	영구성장률: 글로벌 GDP 성장률 전망치 2.4%
2024E BPS (원)	17,787	
주당 주주가치 (원)	38,077	
주당 적정가치 (원)	38,000	
현재가 (원)	28,200	
상승여력 (%)	34.8 %	

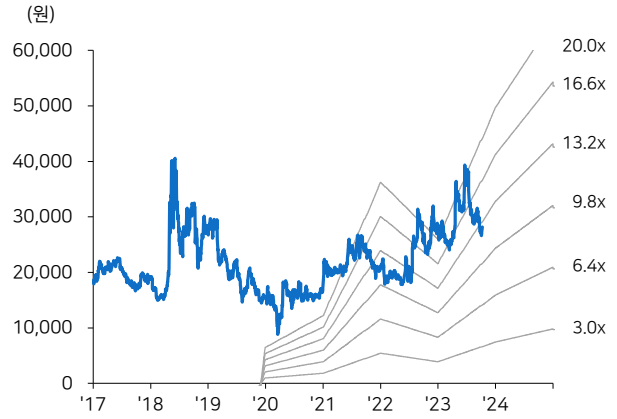
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림70 현대로템 12M Trailing PBR 밴드 차트



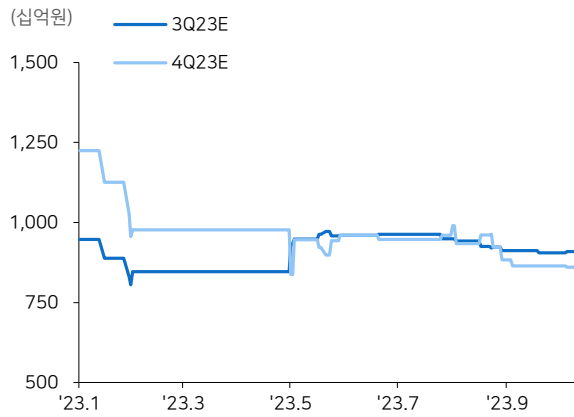
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림71 현대로템 12M Fwd PER 밴드 차트



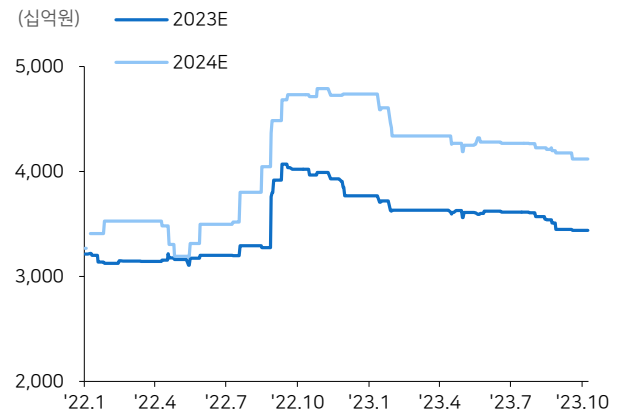
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림72 현대로템 분기별 매출액 컨센서스 추이



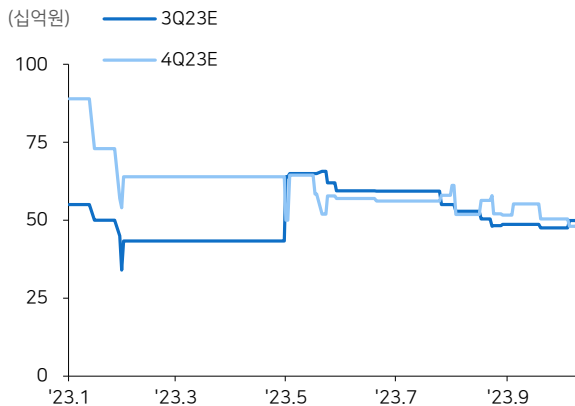
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림73 현대로템 연간 매출액 컨센서스 추이



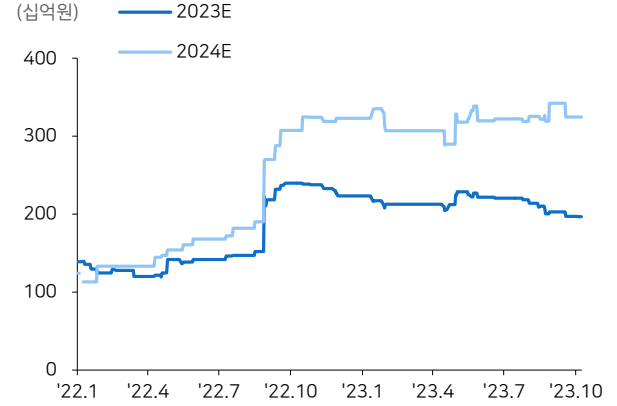
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림74 현대로템 분기별 영업이익의 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림75 현대로템 연간 영업이익의 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

현대로템 (064350)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,872.5	3,163.3	3,380.0	3,980.3	4,430.8
매출액증가율(%)	3.1	10.1	6.8	17.8	11.3
매출원가	2,619.7	2,797.9	2,992.3	3,410.7	3,742.0
매출총이익	252.8	365.4	387.7	569.6	688.9
판매관리비	172.6	217.9	206.3	248.9	278.7
영업이익	80.2	147.5	181.5	320.7	410.2
영업이익률(%)	2.8	4.7	5.4	8.1	9.3
금융손익	-45.1	-48.1	-7.9	13.2	23.9
종속/관계기업손익	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	4.6	-15.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	35.3	103.9	158.3	333.9	434.1
법인세비용	-16.1	-90.7	20.4	70.1	91.2
당기순이익	51.4	194.5	137.9	263.8	343.0
지배주주지분 손이익	66.5	197.8	141.8	270.9	352.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-62.7	716.2	343.6	629.2	408.8
당기순이익(손실)	51.4	194.5	137.9	263.8	343.0
유형자산상각비	22.1	25.5	27.1	28.8	29.7
무형자산상각비	12.9	12.8	12.4	11.1	9.6
운전자본의 증감	-204.6	497.4	132.5	325.6	26.6
투자활동 현금흐름	146.1	-429.1	-50.7	-193.4	-97.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-44.2	-32.5	-57.8	-100.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	-0.9	-8.2	-7.6	-5.7	-3.5
재무활동 현금흐름	-99.6	-97.1	-515.0	-49.6	-19.7
차입금의 증감	71.3	-84.4	-496.3	-49.6	-19.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.0	186.3	-221.7	386.3	292.0
기초현금	338.7	319.7	506.0	284.3	670.6
기말현금	319.7	506.0	284.3	670.6	962.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,679.8	3,318.6	2,998.3	3,655.8	4,285.7
현금및현금성자산	319.7	506.0	284.3	670.6	962.6
매출채권	266.6	268.1	390.1	478.8	533.0
재고자산	262.2	235.5	170.7	209.6	233.3
비유동자산	1,427.4	1,505.3	1,537.0	1,602.9	1,607.1
유형자산	1,186.1	1,200.3	1,235.3	1,306.5	1,316.9
무형자산	78.7	78.6	80.0	68.9	59.3
투자자산	43.5	51.5	58.9	64.6	68.1
자산총계	4,107.2	4,823.9	4,535.4	5,258.7	5,892.8
유동부채	2,090.7	2,572.7	2,263.0	2,691.7	2,953.5
매입채무	305.8	343.1	247.6	303.9	338.3
단기차입금	362.3	199.0	156.6	156.6	156.6
유동성장기부채	334.5	501.7	222.2	222.2	222.2
비유동부채	748.3	759.7	634.7	665.6	695.0
사채	412.3	187.6	69.8	69.8	69.8
장기차입금	124.4	260.4	200.9	150.9	130.9
부채총계	2,838.9	3,332.4	2,897.8	3,357.3	3,648.5
자본금	545.7	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8
기타포괄이익누계액	275.8	287.1	295.4	295.4	295.4
이익잉여금	-48.3	167.7	309.5	580.4	932.5
비지배주주지분	-24.8	-28.9	-32.8	-39.9	-49.1
자본총계	1,268.3	1,491.5	1,637.6	1,901.4	2,244.4

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	26,319	28,984	30,969	36,469	40,597
EPS(지배주주)	609	1,812	1,299	2,482	3,226
CFPS	1,546	2,325	2,190	3,304	4,118
EBITDAPS	1,056	1,702	2,025	3,304	4,118
BPS	11,847	13,930	15,305	17,787	21,013
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	34.1	15.7	21.7	11.4	8.7
PCR	13.5	12.2	12.9	8.5	6.8
PSR	0.8	1.0	0.9	0.8	0.7
PBR	1.8	2.0	1.8	1.6	1.3
EBITDA(십억원)	115.3	185.8	221.0	360.6	449.5
EV/EBITDA	27.3	17.8	13.7	6.9	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.0	14.1	8.9	15.0	16.6
EBITDA 이익률	4.0	5.9	6.5	9.1	10.1
부채비율	223.8	223.4	177.0	176.6	162.6
금융비용부담률	1.1	1.3	0.9	0.6	0.5
이자보상배율(x)	2.5	3.6	6.2	13.9	18.7
매출채권회전율(x)	9.5	11.8	10.3	9.2	8.8
재고자산회전율(x)	11.2	12.7	16.6	20.9	20.0

Industry Indepth
2023. 10. 11

한화시스템 272210

낭만주의 방산

▲ 방위산업

Analyst 이지호
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

- ✓ 방산: 수출 부품 수주 사이클 도래, 향후 기술 고도화에 따라 지위 높아질 전망
- ✓ ICT: 그룹사의 탄탄한 수요와 국방의 사업을 통한 매출처 다각화 기대
- ✓ 신사업: 확장성 높은 UAM/위성 사업은 기존 사업과 시너지 효과
- ✓ 탄탄한 방산/ICT를 바탕으로 적극적으로 미래사업 전개 중
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 1.7만원으로 커버리지 개선

Buy (신규)

(20 거래일 평균증가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **17,000 원**
현재주가 (10.10) **12,520 원**
상승여력 **45.1%**

KOSPI	2,402.58pt
시가총액	23,653억원
발행주식수	18,892만주
유동주식비율	35.02%
외국인비중	5.05%
52주 최고/최저가	17,450원/10,250원
평균거래대금	218.3억원

주요주주(%)

한화머어로스페이스 외 2 인	59.53
국민연금공단	5.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.9	-13.3	12.8
상대주가	-0.3	-9.3	4.8

주가그래프



재래식 무기부터 그 너머까지

동사는 감시정찰/지휘통제 시스템부터 고성능 레이더와 해양 시스템까지 방위 산업 전반적으로 필수적인 부품을 생산 중이다. 넓은 스펙트럼의 제품군을 바탕으로 재래식 무기부터 향후 고도화된 첨단 무기체계까지 담당하고 있다. 러-우 전쟁으로 인해 재래식 무기에 대한 필요와 관심이 다시 높아졌으나 무기 체계의 고도화는 필연적으로, 시간이 지남에 따라 기술력을 기반으로 한 동사의 시장 지위는 높아질 전망이다. 금번 폴란드형 무기에 탑재되는 부품의 기여도는 5% 수준으로 작으나, 향후 AESA레이더를 기반으로 한 KF-21과 천공 Block3 달성을 기점으로 기여도는 높아질 전망이다.

가닥이 잡혀가는 신사업

매 분기 영업적자를 기록하는 신사업은 동사의 실적추정 불안요소 중 하나이나, 점차 성과가 보이고 있다. 지난 7월, 저궤도 위성을 활용한 기간통신사업자 신청이 승인되었으며, UAM 또한 연말 시제기 제작 완료 후 내년 초 비행 테스트가 진행될 예정이다. 두 사업 모두 장기적으로 기존 사업과 발생할 시너지가 기대되며, 본격적인 민수 사업에 앞서 선제적으로 군과 사업을 전개할 예정으로 그 상용화까지의 공백을 일부 채울 수 있을 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 1.7만원 제시

동사는 중장기 국내 방산기업들의 기술경쟁력 제고에 필수적인 기업으로, 탄탄한 방산/ICT 부문의 실적을 바탕으로 적극적인 미래사업을 전개하고 있다. 향후 발생 가능성이 높은 소요(무인기체, UAM 등)에 선제적인 투자/개발을 진행 중으로, 이는 민/군수 모두에 적용이 가능해 그 확장성에 주목한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	2,089.5	112.1	98.3	630	-17.3	11,764	25.4	1.4	7.4	6.0	73.9
2022	2,188.0	24.0	-76.6	-405	적전	10,588	-26.0	1.0	7.6	-3.6	95.4
2023E	2,394.0	82.7	308.3	1,632	흑전	11,887	7.7	1.1	9.9	14.5	112.2
2024E	2,537.8	122.3	140.9	746	-55.4	12,385	16.8	1.0	8.6	6.1	86.1
2025E	2,691.2	160.6	144.1	763	2.6	12,900	16.4	1.0	6.8	6.0	87.4

시차를 두고 올라오는 수주 Cycle

동사는 통합전장시스템 제품을 생산 증으로 주로 무기체계에 탑재되는 레이더, 통제컴퓨터, 상태감지시스템 및 디스플레이 장치 등을 담당한다. 3Q23을 기점으로 폴란드향 K9과 K2 갭필러 물량이 종료됨에 따라, PL 물량 생산을 위한 부품 수주가 이루어질 것으로 예상된다. K2와 K9에 탑재되는 사격통제시스템 및 디스플레이 장치 등을 제공 중이며 그 규모는 크지 않으나(기여도 5% 수준), 향후 지상 무기체계의 고도화가 진행됨에 따라 그 기여도는 점차 높아질 전망이다.

보통 체계기업과 도입국사이의 수주가 우선적으로 체결된 후 3~6개월 정도의 간격을 두고 부품사에게 수주가 발생한다. 그러나, 금번 폴란드 수주에는 갭필러 물량이 있어 부품 주문이 더 지연되었고, 해당 수주는 올해 말~내년 초 등장을 예상한다.

현재 국내 방산기업들의 수출 주력 품목 대부분에 한화시스템의 제품이 탑재되고 있다. 그 중에서도 천궁II, KF-21, 그리고 해양체계에 동사의 기여도가 높다. 천궁II는 다기능레이더(MFR) 차량 1대 / 교전통제소 차량 1대 / 발사대 차량 4대로 구성되며 이 중 MFR을 현재 한화시스템이 생산, 그 기여도가 높다.

2024년부터 양산계약이 예상되는 KF-21 전투기에는 AESA(능동위상배열) 레이더 및 6종의 전장장비가 탑재될 예정으로 해당 단가의 10~20% 수준의 기여도를 예상한다. 최근 관심이 높아진 함정/잠수함에도 전투체계 탑재 및 레이더와 통신장비는 필수적이기에 향후 캐나다/폴란드 등과 계약 체결 시 수혜가 기대된다.

현재 방산부문 매출액의 중심은 TICN 4차 양산과 군위성통신체계 II 사업이나, 고도화/첨단화되는 무기체계에 따라 동사가 산업 내에서 활약할 여지가 크다.



자료: 한화시스템, 메리츠증권 리서치센터

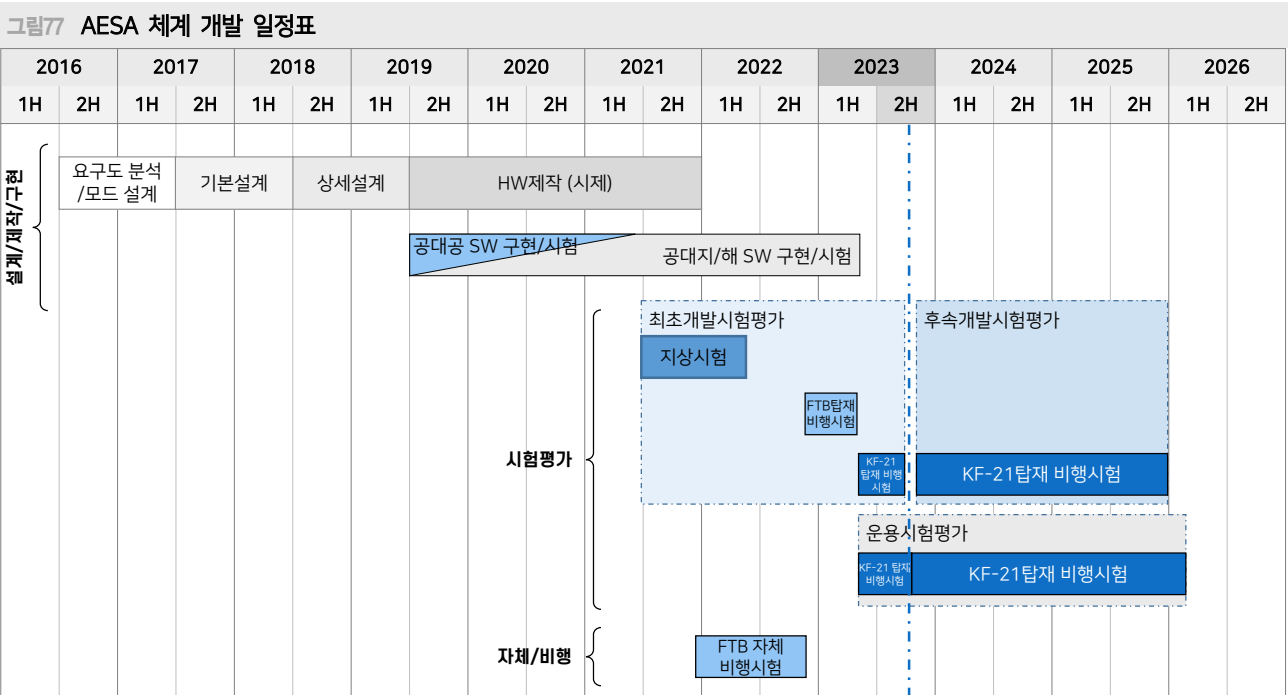
방산부문 실적 성장의 Key, AESA레이더

앞서 언급된 AESA레이더를 기반으로 산업 내 확장성을 높게 평가한다. AESA레이더는 주로 전투기에 탑재되는 항전센서로 공중/지상 표적에 대한 탐지/추적/영상 형성 등 다양한 임무의 수행을 가능하게 한다. 또한, 임의의 방향으로 임의의 주파수를 가진 전파를 발사할 수 있어 레이더 추적 미사일의 공격을 받을 확률을 낮추는 역할 또한 수행할 수 있다. 항공기에서 전투능력 향상에 필수적인 제품이나 현재는 외국 제품에 의존하고 있다.

현재 AESA레이더의 국산화 사업이 진행 중으로, 동사는 KF-21 탑재 용도로 개발 중이다. 2026년 6월까지 예정된 개발사업은 현재 탑재비행시험을 진행했으며 잠정 전투용 적합판정까지 받은 점으로 보아 순조롭게 진행중임을 알 수 있다. KF-21의 초도 양산사업은 내년 중순에 등장할 예정이나 실제 생산 시작 시점은 더 빠르게 진행될 것으로 예상, 이에 대한 매출은 1Q24부터 반영되기 시작할 것으로 예상된다.

순조로운 개발 일정을 증명하듯 동사는 이탈리아의 방산기업인 레오나르도사와 AESA 수출 협력 MOU를 체결, 수출의 가능성을 높이고 있다. AESA 생산능력을 가진 국가의 수가 적기 때문에 향후 이러한 수출 가능성은 꾸준히 제기될 것이다.

항공기 용도뿐만 아니라 향후 천궁II가 Block3로 업그레이드 됨에 따라 MFR에 탑재되는 레이더 또한 기존 기계식레이더(MESA)에서 AESA로 대체될 예정이다. 이미 천궁II 도입을 결정한 UAE도 해당 스펙을 요구하는 것으로 보여 향후 업그레이드 수요 까지 예상, 동사의 방산부문 실적 성장에 크게 기여할 전망이다.



자료: 국방과학연구소, 메리츠증권 리서치센터

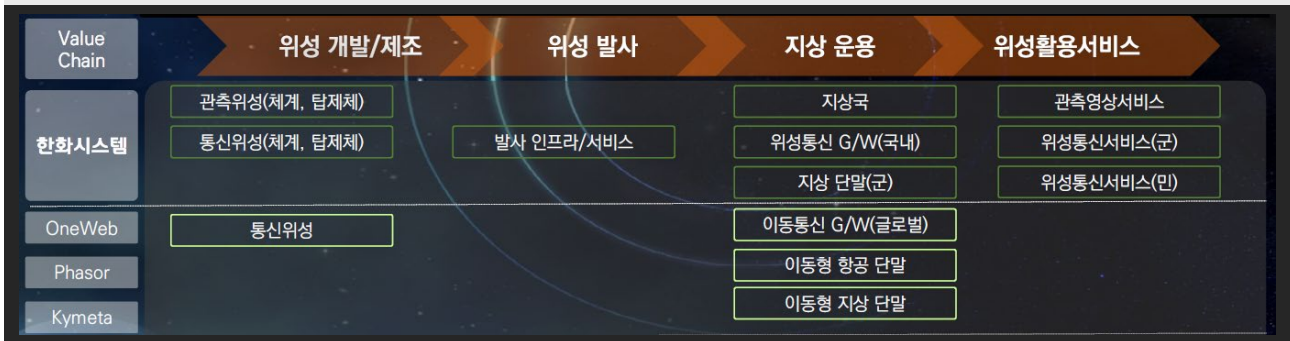
본업과 시너지가 발생하는 신사업

동사는 위성과 UAM 사업을 적극적으로 전개하고 있다. 위성과 UAM 모두 기본적으로 군/민수용 모두 같은 하드웨어를 활용하기에 확장성이 높다.

위성은 관측위성(감시)과 통신위성으로 크게 구분 가능하며 현재 가시적인 성과는 통신위성에서 관측되고 있다. 민간 저궤도 위성을 활용한 군 통신체계가 신속연구개발 대상으로 선정되며 그 가능성을 확인했으며, 기간통신사업자 등록까지 완료하면서 동사의 통신위성사업은 안정적으로 진행되고 있다. 향후, 원웹(지분율 8.8%)과의 시너지 효과 기대되며, 자회사를 통해 안테나 사업까지 준비되어 향후 국내 위성통신 사업 내 전 밸류 체인을 담당할 준비를 마쳤다.

또한 동사는 미국의 UAM(Urban Air Mobility) 제조업체인 Overair의 지분 45%를 보유, 전기추진 수직이착륙기(eVTOL)를 공동개발하고 있다. 연말까지 시제기 완성, 내년 초 비행테스트 진행 예정으로 본격적인 민수용도의 양산은 2026년이 될 전망이다. 그러나 선제적으로 군과 사업을 진행, 민간 사업 진행 전까지의 공백을 일부 채울 것으로 예상된다.

그림78 위성 개발/제조부터 서비스까지 전 Value-Chain 구상증



자료: 한화시스템

그림79 민간 저궤도 위성을 활용한 군 통신체계 연구개발

민간 저궤도위성을 활용한 군 통신체계 신속연구개발로 추진

- '23년 1차 신속연구개발 2개사업 선정 및 제도개선 -

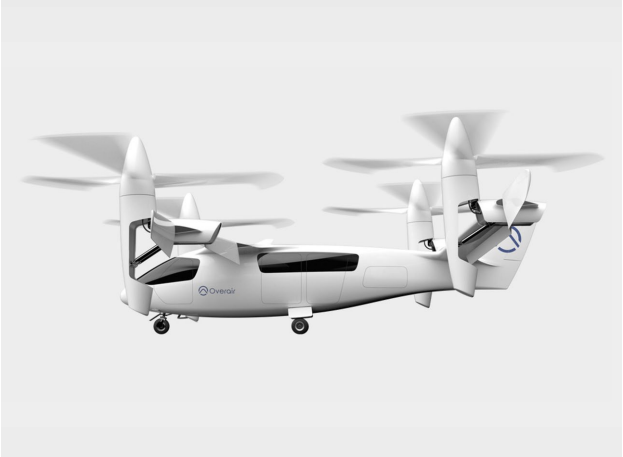
- 방위사업청(청장 엄동환)은 신속시범사업추진위원회 심의를 거쳐 '23년 1차 신속연구개발 대상사업 2개를 선정하였다고 밝혔다.
- *신속연구개발사업 : 신기술 등을 적용하여 시제품을 2년 이내 신속히 연구개발, 군에서 시범운용을 통해 군사적 활용성을 확인하는 사업

【 '23년 1차 신속연구개발사업 】

사업명	시범운용 軍
빅데이터를 이용한 AI 기반 자동기뢰탐지체계	해군
상용 저궤도위성기반 통신체계	육군, 해군, 공군

자료: 방위사업청

그림80 Overair의 기체 예상도



자료: Overair

실적전망

3Q23E 매출액 5,326억원 / 영업이익 245억원(OPM 4.6%)를 전망한다. 건조한 TICN 4차 양산, 군위성통신체계II에 더해 이르면 연말부터 폴란드향 K2/K9의 부품 매출액이 더해질 전망이다.

내년부터 KF-21 초도 양산으로 AESA레이더의 매출이 반영된다. KF-21에 탑재되는 부품의 기여도 10~20% 수준임을 감안 시, 총 3,500억원~7,000억원 수준의 매출처가 확보되어 향후 매출액 성장을 견인할 수 있을 것으로 예상된다.

UAE향 천궁II는 2024년말부터 사업 본격화, 2026년부터 실질적인 양산을 예상한다. 추가적으로 사우디향 신규 수주까지 등장할 시 방산부문의 실적은 크게 성장할 수 있을 것으로 보인다. 이는 향후 M-SAM Block3 이후 MFR레이더의 고도화에 따른 업그레이드 수요까지 연결될 가능성이 높다.

ICT부문은 그룹사향 캡티브 매출만으로도 향후 몇 년간 꾸준한 매출액을 기록할 것으로 예상된다. 한화오션의 그룹사 편입 및 다수의 한화큐셀의 해외법인 설립에 따른 시스템 통합 수요는 단기간에 해소되지 않기에 꾸준한 실적이 기대된다.

표25 한화시스템 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	429.6	510.5	459.4	788.5	439.5	610.7	532.6	811.2	2,188.0	2,394.0	2,537.8
방산부문	315.6	382.7	334.8	607.7	292.4	448.1	394.5	658.2	1,640.8	1,793.1	1,877.8
ICT	113.9	127.6	124.3	180.8	147.0	162.4	138.1	153.1	546.6	600.6	660.0
영업이익	15.2	16.4	0.5	-8.1	8.4	25.9	24.5	23.8	24.0	82.7	122.2
% OP	3.5%	3.2%	0.1%	-1.0%	1.9%	4.2%	4.6%	2.9%	1.1%	3.5%	4.8%
세전이익	17.2	-38.0	9.2	-45.4	224.6	108.9	26.2	28.3	-57.0	388.1	171.0
순이익(지배)	11.6	-45.5	3.6	-46.2	186.4	76.3	22.7	22.9	-76.6	308.3	140.9
% YoY											
매출액	17.1	5.1	-17.6	16.0	2.3	19.6	15.9	2.9	4.7	9.4	6.0
영업이익	-50.6	-47.7	-98.7	적전	-44.7	57.9	4,429.7	흑전	-78.6	244.2	47.9
세전이익	-45.6	적전	-78.2	적전	1,203.6	흑전	184.6	흑전	적전	흑전	-55.9
순이익(지배)	-51.3	적전	-88.6	적전	1,504.7	흑전	536.1	흑전	적전	흑전	-54.3
% QoQ											
매출액	-36.8	18.8	-10.0	71.6	-44.3	38.9	-12.8	52.3			
영업이익	106.3	8.3	-96.7	적전	흑전	209.2	-5.4	-2.8			
세전이익	-32.5	적전	흑전	적전	흑전	-51.5	-75.9	7.9			
순이익(지배)	-45.5	적전	흑전	적전	흑전	-59.0	-70.2	0.8			

자료: 메리츠증권 리서치센터

Valuation: 투자의견 Buy, 적정주가 17,000원으로 커버리지 개시

한화시스템에 대해 적정주가 17,000원, 투자의견 Buy를 제시한다. 적정주가는 2024년 EPS에 23배의 멀티플을 적용하여 산출했다. 적용된 멀티플은 글로벌 C4I사업(지휘통제체계)을 영위하는 기업과 위성개발/제조 및 서비스 기업의 평균을 사용했다.

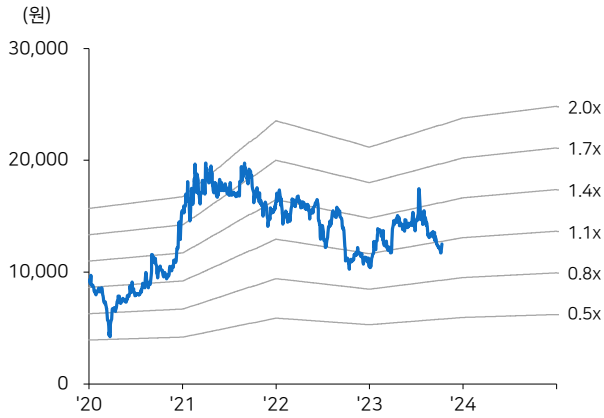
천궁II 사업 본격화 및 수출 확대와 해외 완제기 업체로의 AESA레이더 납품 본격화를 통한 수출 비중의 점진적 확대를 예상한다. 또한 그룹사에 편입된 한화오션이 방산사업에 대해 강한 의지를 표명하고 있어 동사의 해양체계 탑재를 통한 시너지 효과가 기대된다.

신사업의 성장세도 주목할 만 하다. 지난 7월 기간통신사업자 등록을 마쳐 B2G/B2B용 위성통신 사업에 대한 준비를 마쳤다. 또한 군의 민간 저궤도위성 기반 통신체계는 신속연구개발 대상사업으로 선정, 향후 사업의 확장 가능성이 높아졌다. Overair사는 연말 UAM 시제기 최초 조립 완료와 내년 초 비행테스트를 앞두고 있다. 성공적인 결과가 나올 시, 그간 인정받지 못하던 신사업에 대한 평가를 받을 수 있을 것으로 기대된다. 위성과 UAM 사업 모두 본업인 방산부문과 시너지가 크게 발생, 기술의 고도화와 함께 국내 방위산업 내 지위가 점차 높아질 전망이다.

표26 한화시스템 PER 밸류에이션		
항목	Fair Value	주요 가정
Peer Group PER (배)	23.0	글로벌 C4I Peer와 위성 개발/제조 Peer의 평균치 사용
Target PER (배)	23.0	
2024E EPS (원)	738	
주당 주주가치 (원)	16,974	
주당 적정가치 (원)	17,000	
현재가 (원)	12,520	
상승여력 (%)	45.1	

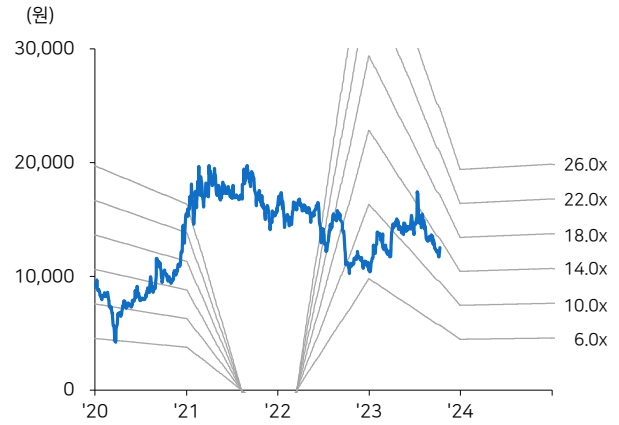
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림81 한화시스템 12M Trailing PBR 밴드 차트



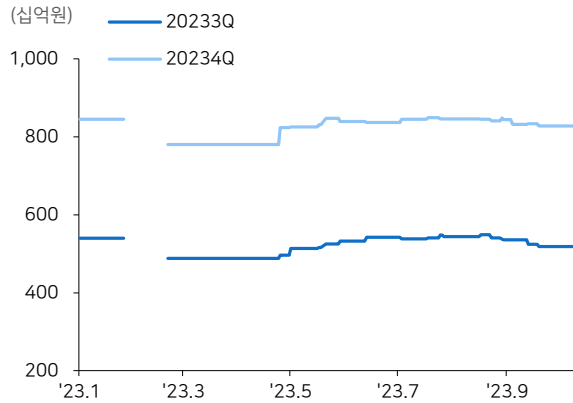
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림82 한화시스템 12M Fwd PER 밴드 차트



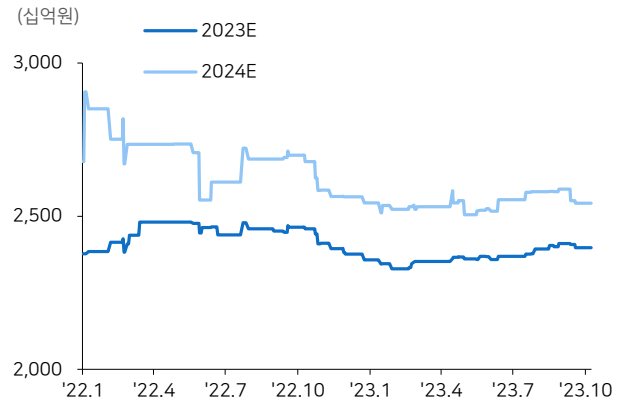
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림83 한화시스템 분기별 매출액 컨센서스 추이



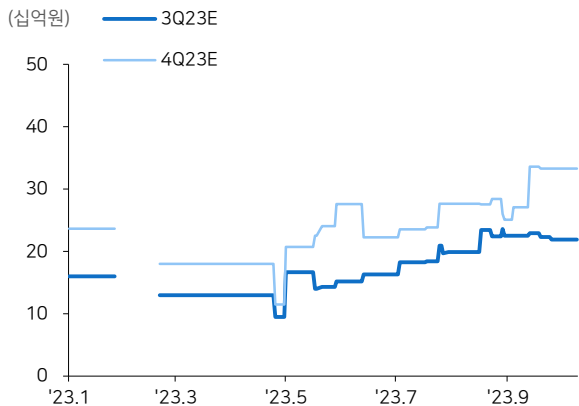
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림84 한화시스템 연간 매출액 컨센서스 추이



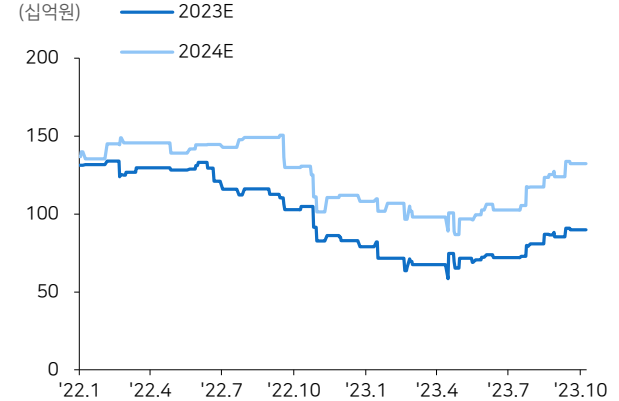
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림85 한화시스템 분기별 영업이익의 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림86 한화시스템 연간 영업이익의 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

한화시스템 (272210)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,089.5	2,188.0	2,394.0	2,537.8	2,691.2
매출액증가율(%)	27.2	4.7	9.4	6.0	6.0
매출원가	1,805.9	1,934.7	2,053.5	2,138.0	2,236.3
매출총이익	283.6	253.3	340.5	399.8	454.9
판매관리비	171.6	229.3	257.8	277.6	294.3
영업이익	112.1	24.0	82.7	122.3	160.6
영업이익률(%)	5.4	1.1	3.5	4.8	6.0
금융손익	6.0	23.2	20.6	11.2	14.9
종속/관계기업손익	-10.3	-26.7	-44.3	37.6	0.0
기타영업외손익	20.3	-77.5	329.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	128.1	-57.0	388.1	171.0	175.5
법인세비용	30.2	23.7	85.3	35.9	36.9
당기순이익	97.9	-80.8	302.8	135.1	138.6
지배주주지분 손이익	98.3	-76.6	308.3	140.9	144.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,676.1	2,326.8	2,415.7	2,011.5	2,227.8
현금및현금성자산	1,636.8	1,228.2	726.0	690.1	826.4
매출채권	176.6	198.0	186.9	146.2	155.0
재고자산	406.1	373.0	628.6	491.6	521.3
비유동자산	1,218.2	1,618.8	2,378.7	2,356.8	2,344.1
유형자산	256.9	274.4	304.8	300.6	297.8
무형자산	562.2	557.8	549.3	537.9	527.1
투자자산	212.4	591.3	1,396.5	1,390.1	1,391.0
자산총계	3,894.3	3,945.6	4,794.4	4,368.4	4,571.8
유동부채	1,363.2	1,618.5	2,153.5	1,701.6	1,799.7
매입채무	85.1	117.8	107.1	83.7	88.8
단기차입금	0.0	80.0	80.0	80.0	80.0
유동성장기부채	30.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	291.4	308.1	381.4	318.9	332.5
사채	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,654.5	1,926.7	2,534.9	2,020.5	2,132.1
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,084.9	1,085.5	1,088.1	1,088.1	1,088.1
기타포괄이익누계액	2.4	-112.6	-131.4	-131.4	-131.4
이익잉여금	224.7	116.9	378.4	472.6	569.9
비지배주주지분	17.3	18.6	13.9	8.1	2.6
자본총계	2,239.8	2,019.0	2,259.5	2,347.9	2,439.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	316.5	268.6	187.0	48.5	263.6
당기순이익(손실)	97.9	-80.8	302.8	135.1	138.6
유형자산상각비	66.0	77.2	82.1	84.2	82.9
무형자산상각비	29.9	27.8	20.4	11.4	10.8
운전자본의 증감	98.2	104.4	-15.0	-144.5	31.4
투자활동 현금흐름	-268.0	-679.4	-638.1	-30.8	-82.0
유형자산의증가(CAPEX)	-80.1	-48.3	-97.7	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	-160.4	-405.6	-849.5	43.9	-0.9
재무활동 현금흐름	1,048.3	-2.7	-53.5	-53.7	-45.2
차입금의 증감	-24.8	54.4	-7.9	-7.0	1.5
자본의 증가	1,150.3	0.6	2.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,097.0	-408.6	-502.2	-36.0	136.4
기초현금	539.9	1,636.8	1,228.2	726.0	690.1
기말현금	1,636.8	1,228.2	726.0	690.1	826.4

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,384	11,582	12,672	13,433	14,245
EPS(지배주주)	630	-405	1,632	746	763
CFPS	1,517	921	1,115	1,153	1,346
EBITDAPS	1,332	683	980	1,153	1,346
BPS	11,764	10,588	11,887	12,385	12,900
DPS	160	250	250	250	250
배당수익률(%)	1.0	2.4	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	25.4	-26.0	7.7	16.8	16.4
PCR	10.5	11.4	11.2	10.9	9.3
PSR	1.2	0.9	1.0	0.9	0.9
PBR	1.4	1.0	1.1	1.0	1.0
EBITDA(십억원)	208.0	129.0	185.2	217.8	254.3
EV/EBITDA	7.4	7.6	9.9	8.6	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	-3.6	14.5	6.1	6.0
EBITDA 이익률	10.0	5.9	7.7	8.6	9.4
부채비율	73.9	95.4	112.2	86.1	87.4
금융비용부담률	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	26.7	4.1	8.2	12.0	15.7
매출채권회전율(x)	12.6	11.7	12.4	15.2	17.9
재고자산회전율(x)	5.4	5.6	4.8	4.5	5.3

Industry Indepth
2023. 10. 11

LIG 넥스원 079550

치타는 웃고 있다

▲ 방위산업

Analyst 이지호
02. 6454-48854885
jiholee@meritz.co.kr

- ✓ 2023~2027년 방위력개선비 CAGR +10.3% → 100% 군수기업인 동사에 수혜
- ✓ 주력제품인 천공II는 중동향 추가 수출 가능성 높아, 중장기 성장동력 확보
- ✓ 미국과도 수출 논의 중으로, 확정 시 향후 글로벌 진출에 유리한 레퍼런스 확보
- ✓ 국내사업 중심의 포트폴리오에서 수출 비중 확대되는 실적 성장 국면 초입
- ✓ 적정주가 120,000원, 투자이견 Buy를 제시하며 커버리지 개시

Buy (신규)

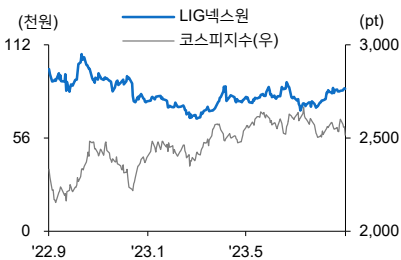
(20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **120,000 원**
현재주가 (10.10) **91,700 원**
상승여력 **39.2%**

KOSPI	2,402.58pt
시가총액	20,174억원
발행주식수	2,200만주
유동주식비율	54.65%
외국인비중	14.35%
52주 최고/최저가	106,500원/67,700원
평균거래대금	118.1억원
주요주주(%)	
엘아이지 외 11 인	42.54
국민연금공단	13.50

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.1	26.3	1.8
상대주가	14.7	32.1	-5.4

주가그래프



한국형 미사일 방어체계의 핵심 기업

국내 유일 순수 방산기업으로 부문별로는 정밀타격/감시정찰/항공전자, 전자전/지휘통제로 구분이 가능하다. 동사의 주력 사업은 정밀타격 부문으로 연간 50% 이상의 매출액 기여도를 보인다. 앞선 유도무기 분야의 기술력을 바탕으로 KAMD(한국형 미사일방어체계)에서 M-SAM과 LAMD의 체계종합을 담당, L-SAM에서는 대항공기 유도탄 체계개발을 담당한다. 미사일 방어체계 국산화에 핵심 기업으로 해외기술 의존도를 낮추는 데 큰 역할을 하고 있다.

수출확대를 통한 포트폴리오 다변화

탄탄한 국내 사업에 해외 수출이 더해지고 있다. 동사는 지난해 UAE항 천공II 수출을 성사시켰으며, 사우디항 수출까지 노리고 있다. 긍정적인 레퍼런스를 바탕으로 현재 개발중인 제품에 대한 문의까지 있는 수준으로 향후 중동 지역에서의 점유율이 점차 높아질 것으로 전망된다. 또한, 동사의 2.75인치 유도 로켓인 '비궁'은 미국의 FCT(Foreign Comparative Test)를 진행, 현재 시험발사 단계로 수주가 확정될 경우 긍정적인 레퍼런스와 높은 범용성을 바탕으로 더 넓은 시장에 도전 가능할 것이다.

투자이견 Buy, 적정주가 12만원 제시

국내사업과 해외수출 모두 전망이 밝다. 방위력개선비와 동행하는 국내사업은 2027년까지 연간 10% 수준의 견조한 성장세를 보일 것으로 전망되며, 수출 사업은 천공II를 중심으로 점진적으로 실적 개선에 기여, 양산이 본격화되는 2026년부터는 수익성이 크게 상승할 전망이다. Peer 대비 부진했던 주가 흐름은 최근 해소 국면에 돌입, 수익성 성장과 높아지는 해외 수출 비중에 따라 점차 격차는 줄어들 것으로 전망한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,822.2	97.2	105.1	4,775	81.5	34,696	14.4	2.0	12.7	14.6	237.6
2022	2,220.8	179.1	122.9	5,588	17.0	42,508	16.5	2.2	9.1	14.5	222.2
2023E	2,405.7	177.4	147.1	6,684	19.6	47,676	13.7	1.9	8.3	14.8	262.3
2024E	2,731.3	212.9	174.9	7,950	18.9	54,140	11.5	1.7	6.8	15.6	229.5
2025E	3,163.7	280.1	235.0	10,681	34.4	63,334	8.6	1.4	4.8	18.2	224.4

정밀유도무기 시장의 성장

동사의 주력 사업부는 정밀타격 부문으로 2Q23 기준 매출액의 49%를 담당하고 있다. 전략적 타격 및 미사일 방어의 핵심이 되는 다양한 종류의 유도무기를 개발/생산 중으로, 지상/해상/공중/수중 등 다양한 형태를 보유하고 있어 현대전에서 방어체계로서의 중요한 역할을 수행할 수 있다. 이러한 추세에 힘입어 동사의 정밀 타격 부문의 성장세는 더욱 빨라질 것으로 예상된다.

지난해 1월 UAE와의 2.6조원대 중거리 지대공 유도무기(M-SAM)인 천궁II 공급 계약을 체결하며, 대규모의 해외 수출에 성공했다. 이를 기반으로 주변국인 사우디아라비아로의 진출도 눈앞에 두고 있다. 사우디의 넓은 국토와 내전이라는 상황을 고려했을 때, UAE 계약규모의 2배 수준까지도 기대 가능하다.

국산 유도무기체계에 대한 관심은 M-SAM에서 그치지 않는다. 중동 지역은 현재 개발이 완료되지 않은 장거리 지대공 유도무기(L-SAM)에도 높은 관심을 표하고 있는 상황이다. L-SAM은 현재 개발 진행중으로 내년 11월에 체계개발 완료 후, 2025년 중 양산사업이 기대된다. 따라서, 중동지역에 대한 L-SAM 수출도 이르면 2025~2026년에 등장할 것으로 예상된다.

또한, 동사의 2.75인치 유도무기인 비궁은 지난해 10월 FCT(해외비교성능시험, Foreign Comparative Test) 대상장비로 선정, 현재도 시험발사를 진행 중이다. 남중국해의 높아지는 지정학적 리스크에 대비하는 차원에서 이뤄지는 것으로 판단되며, 도입이 결정될 시 중국 해군에 대응할 수 있을 정도의 대량의 수주가 발생할 것으로 기대된다. 미국으로의 유도무기 수출은 금액뿐만이 아니라 추후 수출에 대한 레퍼런스 확보 차원에서 동사의 글로벌 지위를 한 단계 높일 수 있는 이벤트로 사료된다.



자료: 조선일보, 메리츠증권 리서치센터



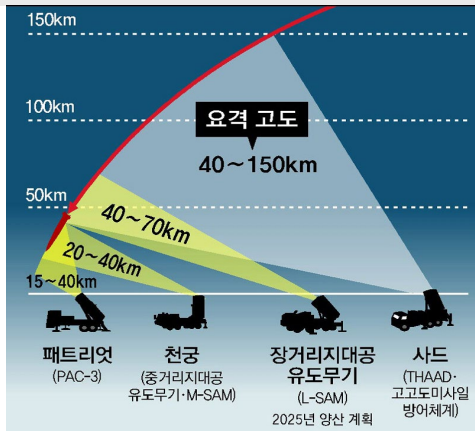
자료: NAVAL News

한국형 미사일 방어체계(KAMD)의 핵심 기업

앞서 나열된 동사의 M-SAM/L-SAM은 한국형 미사일 방어체계에서 핵심을 담당하고 있다. 미사일 방어체계는 말 그대로 적국의 발사체가 목표물에 도달하기 전에 요격할 수 있도록 설계된 방어무기로 최종적으로는 장사정포 요격체계인 LAMD까지 국산화를 완료하여 패트리엇(PAC-3)와 주한미군의 THAAD에 대한 의존도를 낮출 전망이다.

동사는 KAMD의 국산무기체계 중 LAMD와 M-SAM의 체계 종합을 담당하고 있으며, L-SAM에서는 대항공기 유도탄 체계개발을 담당한다. L-SAM의 체계개발 완료 시점은 '24년 10월, LAMD는 2029년으로 예정되어있다. M-SAM Block3와 L-SAM Block2의 개발사업은 각각 2.5조원 이상으로 내년 중 등장할 예정이며, 내년 말 개발완료 된 L-SAM Block1은 2025년 양산사업 등장을 기대한다.

그림89 KAMD 구성 체계 별 요격 가능 범위



자료: 동아일보, 메리츠증권 리서치센터

표27 방위력개선비 증 유도무기 할당 금액 증가

항목 (조원)	2023 예산	2024 예산	증감률(%)
지휘정찰	2.60	2.34	-10.3
기동화력	3.07	3.43	+11.6
합정	2.23	2.19	-1.6
항공기	2.49	3.30	+32.9
유도무기	2.45	2.73	+11.7
정책지원 및 기타	4.07	3.80	-6.5

자료: <2023~2027 국방중기계획>, 정책브리핑, 메리츠증권 리서치센터

그림90 153회 방추위를 통해 M/L-SAM에 대한 사업추진 의결 (예상 사업기간: 2024~)

- ‘중거리지대공유도무기 (M-SAM) Block-III 사업’ 은 北 미사일에 효과적으로 대응하기 위해 M-SAM Block-II 보다 요격성능, 교전능력 등이 향상된 M-SAM Block-III를 확보하는 **사업추진기본전략(안)**을 심의 의결하였습니다.
- ‘장거리지대공유도무기 (L-SAM)-II 사업’ 은 기존 L-SAM 유도탄 대비 요격고도가 상향된 고고도 요격유도탄과 공력비행 미사일을 장거리에서 요격 가능한 활공단계 요격유도탄을 확보하는 **사업추진기본전략(안)**을 심의 의결하였습니다.

자료: 대한민국 정책브리핑, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy, 적정주가 12만원 제시

3Q23E 매출액 6,255억원 / 영업이익 450억원(OPM 7.2%)을 전망한다. 올해 수출 비중 가이드선스 18%를 감안시, 하반기 중 인도네시아향 TRS 및 무전기 사업의 비중 증가를 예상한다. 방위산업의 특성상 4분기에는 국내사업수주 다수 포진, 이로 인한 선제적인 충당금 설정을 예상한다.

내년 수출 비중 가이드선스는 20% 후반(올해 상반기 15.8%)으로 점차 수출 비중이 높아질 것으로 예상된다. 특히 높아지는 수출 비중을 통한 본격적인 수익성 성장은 UAE향 천궁II 사업의 본격화 시기인 2024년 말을 예상, 실질적인 양산이 시작되는 2026년부터는 가파른 성장을 기대한다.

내수도 탄탄하다. 동사의 국내사업 실적은 2023~2027 방위력개선비와 동반성장, 2024년에는 M-SAM Block3 / L-SAM Block2 개발사업이 그 중심이다. 이후에는 L-SAM 양산사업(2025년)의 등장 가능성도 열려있다. 기 확정된 국내사업만으로도 유의미한 수주잔고 증가를 예상, 안정적인 실적 성장세를 예상한다.

표28 LIG넥스원 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	427.2	490.3	695.5	607.8	546.8	545.8	625.5	687.7	2,220.8	2,405.7	2,731.3
영업이익	50.5	47.2	58.3	23.1	68.2	40.2	45.0	24.0	179.1	177.4	212.9
% OP	11.8%	9.6%	8.4%	3.8%	12.5%	7.4%	7.2%	3.5%	8.1%	7.4%	7.8%
세전이익	52.4	56.1	98.1	-48.8	76.4	39.6	44.7	24.1	157.8	184.7	215.9
순이익(지배)	41.7	44.2	75.5	-38.5	59.7	31.6	36.2	19.5	122.9	147.1	174.9
% YoY											
매출액	21.9	11.5	51.6	6.1	28.0	11.3	-10.1	13.1	21.9	8.3	13.5
영업이익	294.5	63.8	64.4	14.9	35.1	-14.7	-22.9	3.8	84.3	-1.0	20.0
세전이익	87.9	115.6	86.0	적전	45.7	-29.4	-54.4	흑전	22.2	17.1	16.9
순이익(지배)	109.8	96.7	85.6	적전	43.1	-28.4	-52.0	흑전	17.0	19.6	18.9
% QoQ											
매출액	-25.5	14.8	41.9	-12.6	-10.0	-0.2	14.6	9.9			
영업이익	150.9	-6.6	23.7	-60.4	195.0	-41.0	11.9	-46.7			
세전이익	133.1	7.0	75.0	적전	흑전	-48.2	13.0	-46.1			
순이익(지배)	89.4	5.8	71.0	적전	흑전	-47.1	14.6	-46.1			

자료: 메리츠증권 리서치센터

Valuation: 투자의견 Buy, 적정주가 120,000원으로 커버리지 개시

LIG넥스원에 대해 적정주가 120,000원, 투자의견 Buy를 제시한다. 적정주가는 2024년 BPS에 2.21배의 멀티플을 적용하여 산출했다.

국내 유일의 군수 100% 기업으로 타 기업 대비 방위력개선비의 성장세에 더욱 민감하게 반응, 2024년을 기점으로 본격 성장하는 방위력개선비의 수혜를 가장 크게 입을 것으로 예상된다.

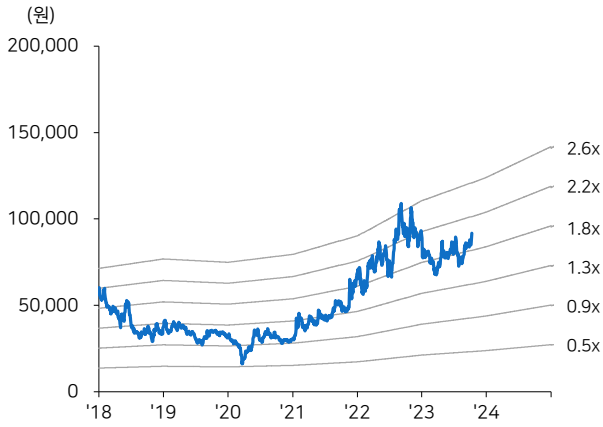
UAE향 천궁II 외에도 논의 중인 수출이 다수 존재한다. 가장 가시성이 높은 것은 사우디향 천궁II로 UAE 대비 2배의 규모까지도 예상되고 있다. 또한 미국향 비궁도 수출 가능성을 높게 평가한다. 사우디향 천궁II와 미국향 비궁의 수출까지 추가된다면 동사의 증장기 수출 비중 확대로 그간의 디스카운트를 해소할 수 있을 것으로 예상된다.

표29 LIG넥스원 PBR 밸류에이션

항목	Fair Value	주요 가정
자기자본비용 (COE) (%)	7.6	무위험수익률: 당사의 미국 10년 국채 수익률 3.73% 리스크 프리미엄: 당사 추정치 4.81% 조정 베타: 0.75
Sustainable ROE (%)	13.7	5년 평균 ROE 사용
Target PBR (배)	2.21	영구성장률: 대한민국 GDP 성장률 전망치 2.1%
2024E BPS (원)	54,140	
주당 주주가치 (원)	119,770	
주당 적정가치 (원)	120,000	
현재가 (원)	91,700	
상승여력 (%)	39.2%	

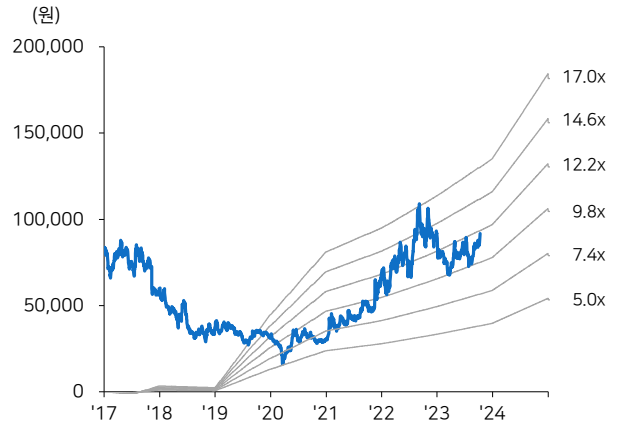
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림91 LIG넥스원 12M Trailing PBR 밴드 차트



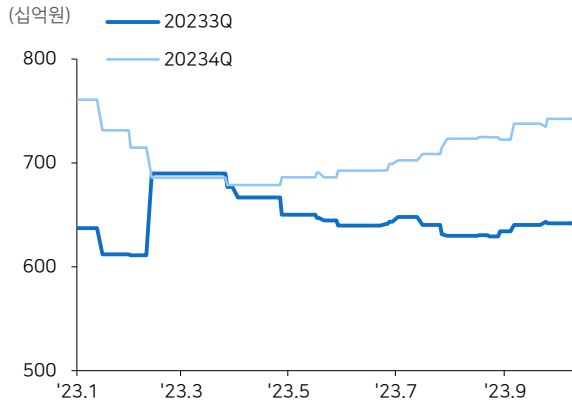
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림92 LIG넥스원 12M Fwd PER 밴드 차트



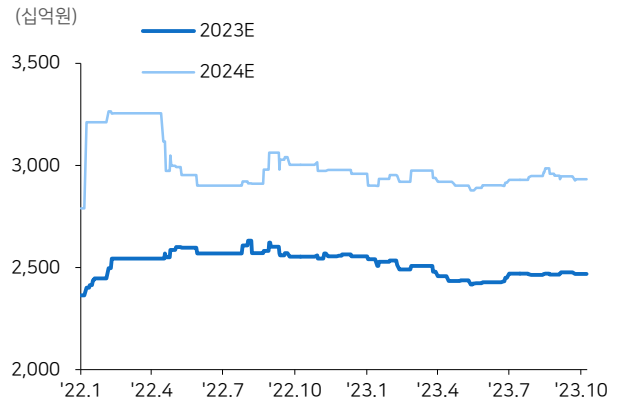
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림93 LIG넥스원 분기별 매출액 컨센서스 추이



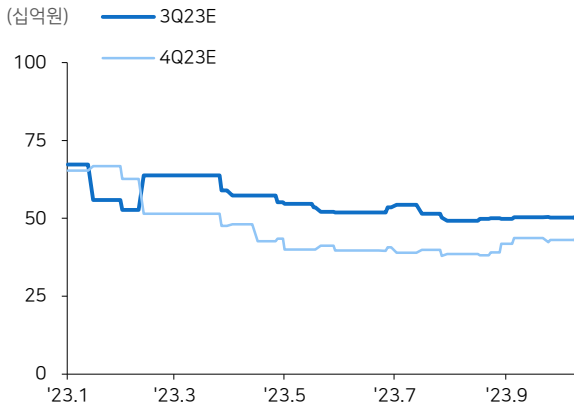
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림94 LIG넥스원 연간 매출액 컨센서스 추이



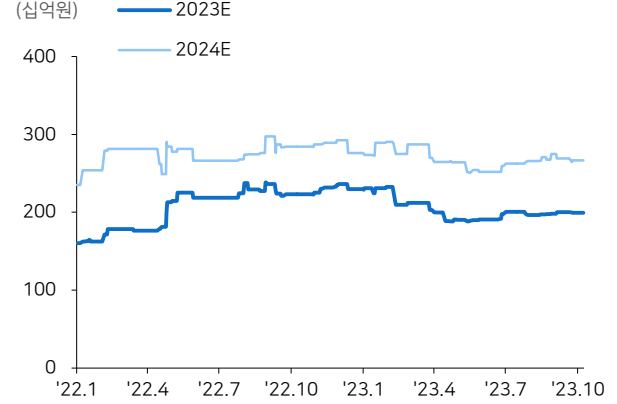
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림95 LIG넥스원 분기별 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림96 LIG넥스원 연간 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

LIG 넥스원 (079550)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,822.2	2,220.8	2,405.7	2,731.3	3,163.7
매출액증가율(%)	13.9	21.9	8.3	13.5	15.8
매출원가	1,590.6	1,894.2	2,061.0	2,313.6	2,646.3
매출총이익	231.6	326.5	344.7	417.7	517.3
판매관리비	134.4	147.4	167.3	204.9	237.3
영업이익	97.2	179.1	177.4	212.9	280.1
영업이익률(%)	5.3	8.1	7.4	7.8	8.9
금융손익	-7.7	-1.9	-4.7	3.1	10.0
중속/관계기업손익	3.1	2.2	-0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	36.6	-21.6	12.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	129.1	157.8	184.7	215.9	290.1
법인세비용	24.1	34.8	37.7	41.0	55.1
당기순이익	105.1	122.9	147.1	174.9	235.0
지배주주지분 손이익	105.1	122.9	147.1	174.9	235.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	135.3	456.5	207.6	242.7	325.6
당기순이익(손실)	105.1	122.9	147.1	174.9	235.0
유형자산상각비	40.8	46.1	58.9	60.4	60.4
무형자산상각비	16.3	7.6	9.1	8.3	8.0
운전자본의 증감	-50.1	209.6	-10.8	-1.0	22.3
투자활동 현금흐름	24.7	-33.4	-87.3	-67.7	-74.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-32.2	-45.9	-55.3	-68.0	-68.0
투자자산의 감소(증가)	-17.7	67.1	-4.3	0.1	-2.2
재무활동 현금흐름	-136.6	-244.6	-154.2	-32.9	-29.0
차입금의 증감	-109.8	-182.6	-91.7	-0.2	3.7
자본의 증가	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	23.5	178.4	-33.8	142.1	222.4
기초현금	51.0	74.5	252.9	219.1	361.2
기말현금	74.5	252.9	219.1	361.2	583.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,485.9	1,823.0	2,579.1	2,704.6	3,298.0
현금및현금성자산	74.5	252.9	219.1	361.2	583.6
매출채권	129.5	187.2	320.8	318.6	369.0
재고자산	218.6	230.8	279.2	277.2	321.1
비유동자산	1,090.9	1,189.8	1,220.7	1,219.9	1,221.7
유형자산	743.2	856.2	884.0	891.6	899.2
무형자산	147.7	171.5	180.2	171.9	163.9
투자자산	120.7	53.6	57.9	57.8	60.0
자산총계	2,576.9	3,012.7	3,799.8	3,924.5	4,519.7
유동부채	1,481.2	1,899.5	2,607.4	2,590.3	2,971.9
매입채무	138.1	36.3	179.3	178.0	206.2
단기차입금	13.2	0.9	101.0	101.0	101.0
유동성장기부채	207.7	233.9	78.6	78.6	78.6
비유동부채	332.4	178.1	143.6	143.1	154.4
사채	249.6	50.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	68.4	44.8	31.8	31.8	31.8
부채총계	1,813.5	2,077.6	2,750.9	2,733.4	3,126.3
자본금	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
자본잉여금	142.1	142.1	142.1	142.1	142.1
기타포괄이익누계액	72.6	127.8	127.8	127.8	127.8
이익잉여금	443.9	560.6	674.3	816.5	1,018.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	763.3	935.2	1,048.9	1,191.1	1,393.4

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	82,827	100,943	109,349	124,151	143,803
EPS(지배주주)	4,775	5,588	6,684	7,950	10,681
CFPS	8,979	11,509	11,658	12,801	15,836
EBITDAPS	7,016	10,581	11,156	12,801	15,836
BPS	34,696	42,508	47,676	54,140	63,334
DPS	1,200	1,500	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	16.5	13.7	11.5	8.6
PCR	7.6	8.0	7.9	7.2	5.8
PSR	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
PBR	2.0	2.2	1.9	1.7	1.4
EBITDA(십억원)	154.4	232.8	245.4	281.6	348.4
EV/EBITDA	12.7	9.1	8.3	6.8	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.6	14.5	14.8	15.6	18.2
EBITDA 이익률	8.5	10.5	10.2	10.3	11.0
부채비율	237.6	222.2	262.3	229.5	224.4
금융비용부담률	0.8	0.6	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	7.0	13.5	22.1	26.4	34.4
매출채권회전율(x)	13.0	14.0	9.5	8.5	9.2
재고자산회전율(x)	8.2	9.9	9.4	9.8	10.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

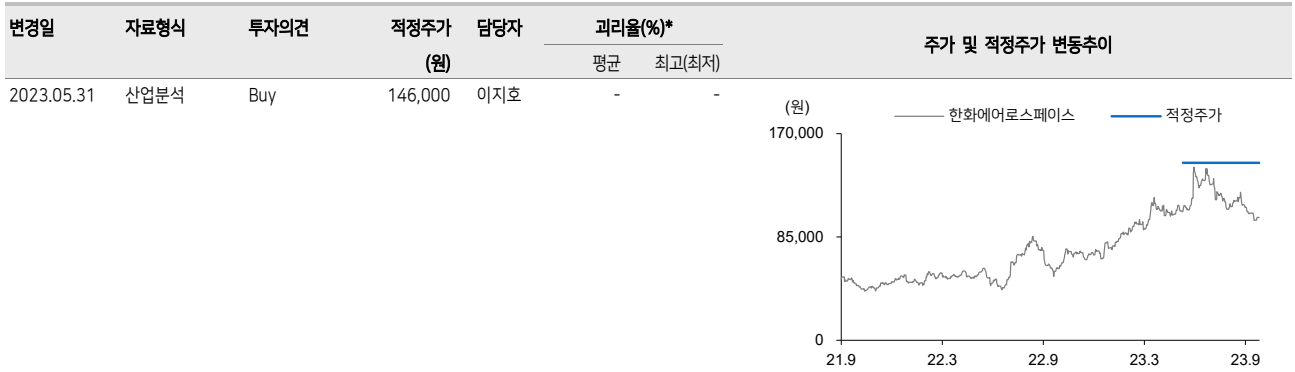
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

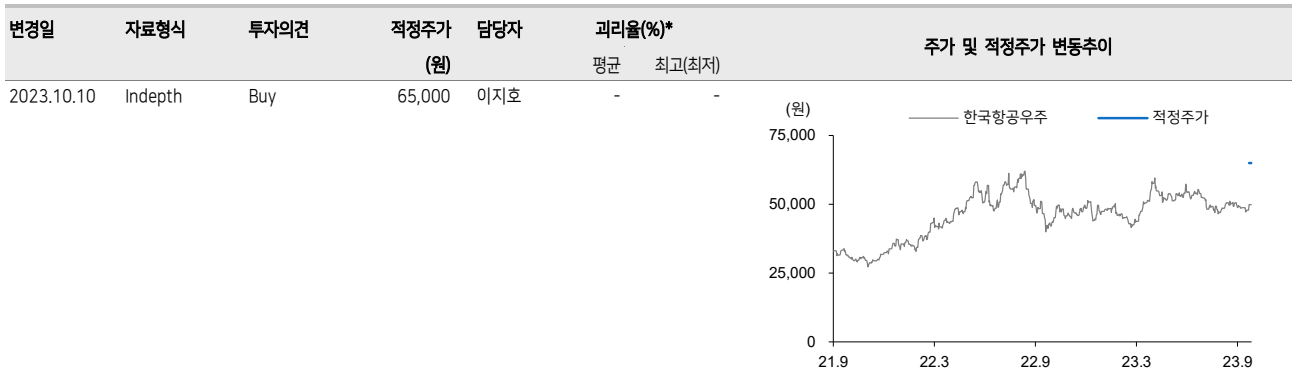
한화에어로스페이스 (012450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



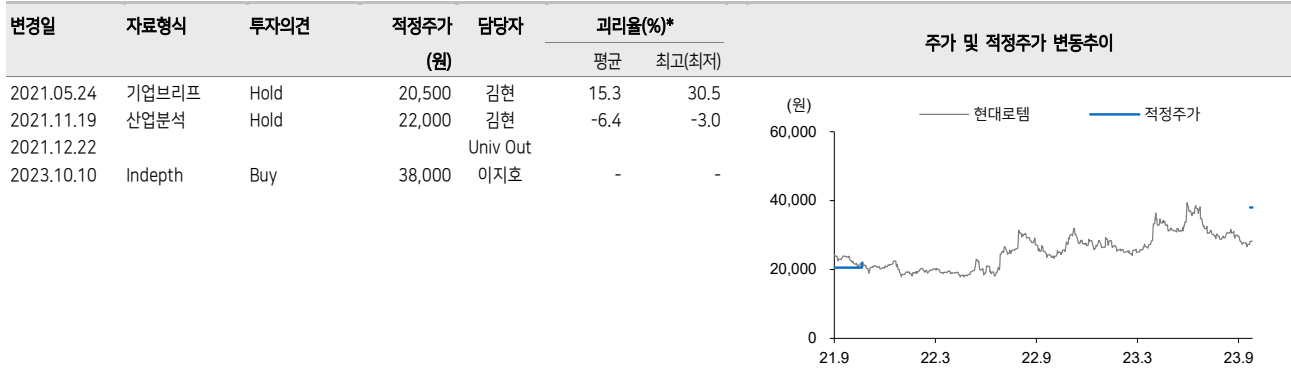
한국항공우주 (047810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

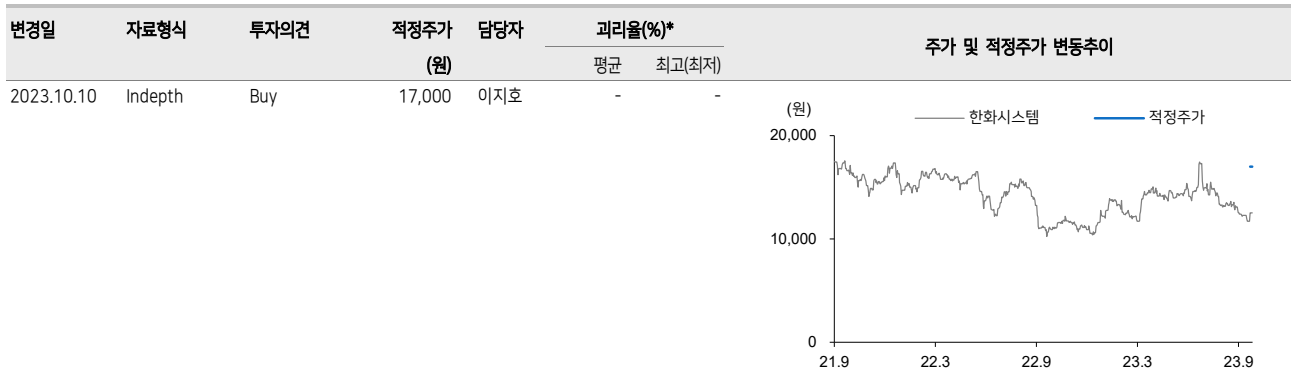


현대로템 (064350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

**한화시스템 (272210) 투자등급변경 내용**

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

**LIG 넥스원 (079550) 투자등급변경 내용**

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

