



Summary

평화에 대한 믿음이 깨진 시대다. 유럽 국가들은 자주 국방의 중요성을 뼈저리게 느꼈으며, 오랫동안 이어진 군축 계획을 대폭 수정하며 전열을 정비하고 있다. 가장 극심한 안보 위기에 처한 폴란드로부터의 대형 수주로 인해, 동사는 이전과 완전히 다른 기업이 되었다. 본 보고서에서는 이 수주가 발생하게 된 배경과 그 나비효과를 자세히 뜯어보면서, 동사가 꿀 수 있게 된 꿈의 크기를 구체적으로 가늠해보고자 한다. '23E BPS 17,832원에 Target PBR 3.76x를 적용한 67,000원을 목표주가로 제시한다.

폴란드가 뚫어 준 완제기 수출의 하늘길 - Main Point

러시아산 노후 전투기를 가능한 빨리 대체해야 했던 폴란드. 이때 누구보다 빨리 제품을 대령할 수 있었던, 그리고 절묘한 포지셔닝으로 폴란드의 필요를 저격한 항공기가 바로 동사의 FA-50이다. 이 계약과 함께 FA-50은 경공격기에서 경전투기로 진화하게 되었고, 동사는 유럽향 레퍼런스를 확보하였다. 이를 바탕으로 본 보고서에서는 명확한 근거를 들어 향후 완제기 수주가 사실상 확실시되는 다섯 국가를 제시한다.

단기 실적을 견인할 기체 부품 턴어라운드 - Sub Point

완제기 수출은 투자자로 하여금 꿈을 꾸게 하지만, 수주부터 실제 매출 인식까지는 상당한 시간이 소요되는 만큼 단기 실적에 대한 우려가 존재할 수 있다. 동사의 기체 부품 매출은 코로나19 이후 본격적인 추세 반전을 맞이, 안정적 매출원으로서 단기 실적을 든든하게 받쳐 줄 전망이다.

<Earning Table>

추정 손익계산서 (단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022E	2023E	2024E
매출액	2,072,249	2,786,024	3,110,158	2,825,136	2,562,284	640,671	668,471	608,949	2,895,950	4,576,983	4,248,880
YoY(%)	-29.7%	34.4%	11.6%	-9.2%	-9.3%	4.7%	-5.7%	36.8%	13.0%	58.0%	-7.2%
매출원가	2,097,187	2,411,539	2,630,154	2,493,250	2,255,327	550,512	583,112	513,071	2,503,953	3,781,037	3,564,413
매출총이익	(24,938)	374,484	480,004	331,886	306,957	90,159	85,358	95,878	391,997	795,946	684,467
GPM(%)	-1.2%	13.4%	15.4%	11.7%	12.0%	14.1%	12.8%	15.7%	13.5%	17.4%	16.1%
판매비와관리비	183,935	228,102	204,440	192,362	248,697	50,929	50,929	65,413	222,909	227,686	239,616
영업이익	(208,873)	146,383	275,564	139,524	58,259	39,230	34,430	30,466	169,088	568,260	444,851
OPM(%)	-10.1%	5.3%	8.9%	4.9%	2.3%	6.1%	5.2%	5.0%	5.8%	12.4%	10.5%
영업외손익	(3,728)	(7,617)	(47,838)	(10,141)	(3,865)	(543)	(1,897)	(2,439)	57,408	(10,570)	(10,570)
법인세비용차감전순이익	(320,282)	79,660	129,453	82,489	54,406	45,254	61,582	64,042	226,496	557,691	434,281
법인세비용	(85,096)	24,121	(38,839)	10,175	1,133	8,504	11,400	11,882	44,649	109,937	85,609
당기순이익	(235,186)	55,539	168,292	72,314	53,273	36,750	50,182	52,161	181,847	447,753	348,671
NPM(%)	-11.3%	2.0%	5.4%	2.6%	2.1%	5.7%	7.5%	8.6%	6.3%	9.8%	8.2%

Rating

Buy

목표주가: 67,000 원

현재주가: 47,000 원

상승여력: 42.6%

12M 주가추이

시가총액 4 조 5,813 억원



B/S data ('23F)

순자산 1 조 7382 억원

PBR 3.76x

ROE 25.8%

Earning data ('23F)

PER 14.59x

EPS 4,593 원

당기순이익 4,477 억원

주요 주주

한국수출입은행 26.41 %

국민연금공단 9.10 %

SMIC 1 팀

팀장 45 기 이동연

팀원 45 기 박영민

45 기 정지원

46 기 이동현

46 기 조성주

CONTENTS

1. 군비 증강의 Cycle이 다시 시작된다	03
2. 방산하면 항공기, 항공기 하면 KAI	05
3. 폴란드가 뚫어 준 완제기 수출의 하늘길 - Main Point	07
4. 단기 실적을 견인할 기체 부품 턴어라운드 - Sub Point	18
5. 매출 추정	22
6. Valuation	27
7. Appendix	34

1. 군비 증강의 Cycle이 다시 시작된다

1.1. 세계사를 다시 쓸 러-우 전쟁의 발발

대부분의 사람들은 전쟁에 대해 잊고 지냈다. 전쟁은 과거의 것, 더 높은 가치를 좇아 먼 길을 걸어온 이 세계에 다시는 일어날 수 없는 일처럼 느껴졌던 것이다. 그러나 러시아는 '22년 2월 우크라이나를 침공했고, 전 세계인은 경악 속에서 국제 사회의 잔인함을 목도한다.

국제 사회의 직접적인 대응은 없었다

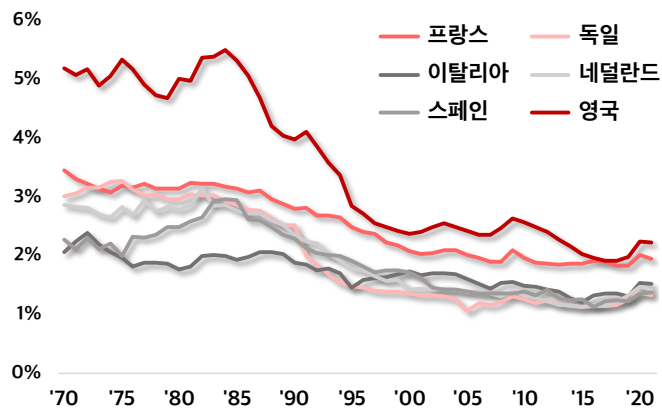
우크라이나는 이 전장에서 분명 혼자다. 불법적인 대규모 전면전이 시작되었음에도 불구하고, 국제 사회는 제3차 세계대전의 발발, 혹은 각자의 국익을 우려하며 적극적인 개입을 꺼렸다. 특히 우크라이나는 핵 폐기를 대가로 미/영/러 3국에 안전을 보장받는 '부다페스트 안전 보장 각서'를 체결한 바 있는데, 안전을 약속한 당국에 의해 침공을 당했으며 나머지 두 국가 역시 상황을 관망하고 있음은 국제적 조약의 무기력함을 단적으로 드러낸다.

자주 국방의 중요성

[그림 1-1] 참조

이를 지켜본 국가들은 모두 자주국방의 중요성을 뼈저리게 실감했다. 미국을 위시한 경제 제재나 무기 지원 등의 간접적인 방식들은 물론 일정 수준 도움이 되고 있지만, 어찌 됐든 *내 나라는 내 군대로 지켜야만 한다*. 특히 우크라이나는 러시아가 유럽의 심장까지 밀고 들어올 교두보가 될 수 있다는 점에서 유럽 전역이 바짝 긴장한 상태다. 이에 유럽 국가들은 수십년간 이어져 온 군비 감축을 중단, 관련 계획을 대폭 수정하며 전열을 정비하고 있다.

그림 1-1. 유럽 상위 6개국 GDP 대비 국방비 비중 추이



출처: SIPRI, SMIC 1팀

그림 1-2. 유럽과 러시아 간 교두보 역할을 하는 우크라이나



출처: SMIC 1팀

1.2. 세계 곳곳에 숨어 있던 갈등의 씨앗

여유부리던 강대국들
다급한 군비 증강

독일은 원래 NATO의 GDP 대비 국방 지출 기준조차 이행하지 않았으나, 전쟁 이후 130조의 특별방위기금을 조성했다. 일본은 수년간 일정하게 유지해온 방위비를 '27년까지 2배로 늘리겠다'는 계획을 밝혔다. 이는 러-우 전쟁이 촉발한 강대국의 군비 증강을 단적으로 보여준다.

러-우 전쟁은
부싷돌이었을 뿐

그러나 군비 증강은 이제 막 유럽에서 시작된 것이 아니다. 우리가 보지 못하던 세계 곳곳에서 피어오르던 갈등의 불씨를 새삼스럽지만 다시 한 번 짚어보는 과정을 통해 *군비 증강의*

거대한 흐름은 이미 서서히 진행되고 있었다는 점을 확인해볼 필요가 있다.

(1) 동남아시아
→ 남중국해 영토 분쟁

동남아시아는 남중국해를 둘러싼 영토 분쟁이 끊이지 않는 지역이다. 남중국해는 교통·군사의 요지이며 석유, 천연가스와 같은 자원도 풍부하다. 경제 성장에 속도를 내고 있는 베트남, 필리핀, 말레이시아도, 미국과의 맞대결을 위해 군사 요충지를 확보하고자 하는 중국도 모두 탐낼 수밖에 없다. 영유권 분쟁은 각국의 군비 증강으로 이어졌고, '21년 국방예산 증가율은 말레이시아 13.5%, 싱가포르 11.4%, 필리핀 9.6%로 견조한 증가 추세를 확인할 수 있다.

(2) 중동
→ 전통적 분쟁 지역

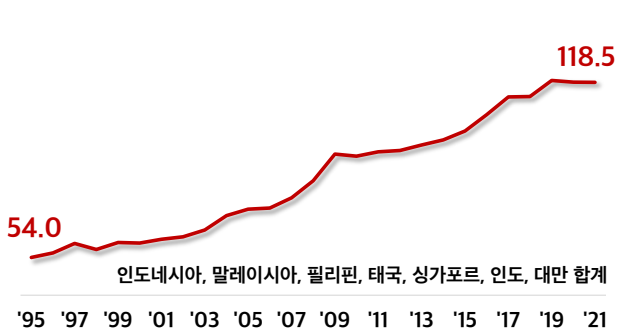
중동 지역은 이란·이라크 분쟁, 걸프 전쟁 등 오랜 기간 크고 작은 전쟁이 끊이지 않는 지역이다. 팔레스타인·이스라엘 분쟁은 그 대표격이다. 바로 얼마 전인 '22년 8월에도 이스라엘군은 가자지구를 공습했고 이로 인해 10명의 사망자가 발생하는 등 분쟁이 장기화되고 있다. '20년 대비 '21년 국방예산 증가율은 이란 55%, 쿠웨이트 30%, 이스라엘 11%로 가파른 증가세를 보인다.

(3) 중남미
→ 내전과 반란, 마약

중남미 지역은 내전과 반란의 역사가 깊다. 특히, 미국이 마약과의 전쟁을 선포한 이후 치솟는 마약 가격으로 자금을 모은 마약 카르텔들이 반군에 준하는 군사력을 갖추기 시작하면서 이를 진압하기 위한 군비 지출은 점차 증가하고 있다. '20년 대비 '21년 국방예산 증가율은 볼리비아 22%, 우루과이 15%, 콜롬비아 6.5%로 높은 수준을 보이며 최근 추세도 가파르다.

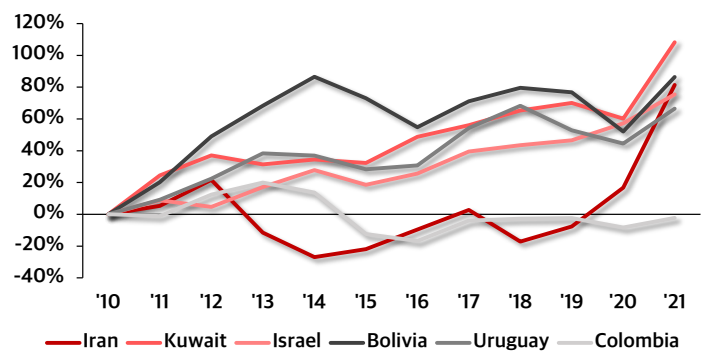
종합하자면, 우리의 눈이 미치지 못하는 곳에서 국지적 분쟁은 지속되어 왔으며 이제 러-우 전쟁을 기폭제로 강대국들마저 군비 증강을 선언하고 있다. 감히 주장하건대, 군축의 시대는 끝났다. 더욱 더 절실해진 자주국방의 필요성 위에서, 새로운 군비 증강의 Cycle이 시작된다.

그림 1-3. 인도태평양 주요 7개국 국방비 추이 (백만 달러)



출처: SIPRI, SMIC 1팀

그림 1-4. '10~'21 중동, 아프리카, 중남미 국방비 변화 (%)



출처: SMIC 1팀

2. 방산하면 항공기, 항공기하면 KAI

2.1. 국방을 지키는 가장 높은 힘, 공군

제공권 확보는
승리의 KEY

현대 전투에서 **제공권의 확보는 매우 중요하다**. K-9 자주포가 40kg의 폭탄을 발사하는 사이에 항공기는 **1t 이상의 폭탄**을 투하할 수 있기 때문이다. 또한 방어라인 너머에 있는 지휘부를 직접 공격할 수도 있다. 이러한 중요성은 전세계 무기거래 규모에서도 드러난다. '17~'21년까지 5년간의 전세계 무기 거래에서 **항공기는 무려 47%의 비중**을 차지했다.

전투기: 공대공
공격기: 공대지/공대함
훈련기: 훈련용

항공기에는 다양한 기종이 존재한다. 다만 본 보고서에서 중점적으로 다루는 전투기, 공격기, 훈련기에 대해 자세히 알아보도록 하자. 먼저, **전투기는 적군의 폭격기, 정찰기 등을 격추하기 위해 개발되었다**. 공격기는 주로 **지상, 해상의 적군, 적함**을 타격한다. 마지막으로 **훈련기**는 이러한 특수한 목적의 항공기를 타기 전의 **훈련목적용**이다. 그리고 최근에는 **전투기와 공격기의 역할을 동시에 수행하는 '멀티롤'** 항공기에 대한 관심이 커지고 있다.

록히드마틴은
동사와 One Team

이러한 **전투기의 대명사는 록히드마틴**이다. F-16, F-22, F-35 개발업체로, '19년 기준 전체 전투기 시장 중 41.4%, '29년 기준 47.8%의 점유율을 차지하여 독보적인 선두 지위를 점하고 있기 때문이다. 이들은 미국의 주력 기종이기도 해 방산업계에서 록히드마틴의 입지는 매우 공고하다. 그 **록히드마틴과 한 배를 탄 기업이 동사**이다. T-50을 공동개발했을 뿐만 아니라, 추후 서술할 미군의 대규모 훈련기 교체 프로그램의 납품을 위해 **'22년 One Team 공동마케팅 협약을 체결**한 바 있다.

2.2. 대한민국 공군 전력의 최전방, KAI

그림 2-1. 동사 제품군



T - 50



FA - 50



KUH - 1

구분	제품명	목적	개발 상태	속도	최대 선적 중량	장착 가능한 무기
고정익	KT-21	구형 훈련기	양산 가능	463km/h	550kg	.
	T-50	고등 훈련기				.
	TA-50	훈련기 및 공격기	양산 가능	마하 1.5(1,852km/h)	5,400kg	20mm 기관포, Aim-9 공대공 미사일
	FA-50	전투기 및 공격기				BLOCK 10, 20 개발에 따라 상이함
	KF-21	신형 전투기	개발 중	마하 1.83	7,700kg	BLOCK 10, 20, 30 개발에 따라 상이함
회전익	KUH-1	수송 및 공수 헬기	양산 가능	251km/h	3,572kg	7.62mm 기관총
	LAH-1	무장헬기		278km/h	2,301kg	20mm 기관포, 70mm로켓
기체부품	동체구조물, 주익, 미익	민간 항공사 부품	양산 가능	.	.	.

출처: 동사 IR, 동사 홈페이지, SMIC 1팀

2.2.1. 제품군 소개

고정익 + 회전익
+ 기체 부품

국내에서 유일하게 전투기를 만드는 동사의 제품군은 크게 **고정익, 회전익, 기체부품**으로 구분할 수 있다. 고정익은 날개가 고정된 항공기로서 일반적으로 떠올리는 전투기의 형태를 갖

는다. 회전익은 헬리콥터를, 기체부품은 민항기에 공급되는 기체구조물을 의미한다.

2.2.2. 매출 구성

동사의 매출은 크게 국내 사업, 완제기 수출, 기체 부품 매출로 구성된다.

국내 = 정부 수주

국내사업은 주로 정부 수주로 인해 발생하는 매출이다. 주요 수요자인 방위사업청과의 계약을 통해 제품(군용기)의 연구개발, 생산, 성능개량, 후속지원 등을 통해 매출이 발생한다. 따라서 안정적인 매출을 보장하지만 규모를 늘리기 어렵고 원가에 일정한 마진을 붙여 계약금액이 결정된다는 점에서 수익성이 제한된다는 점이 한계로 지적된다.

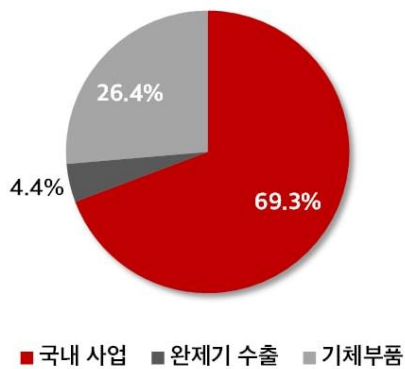
실질적인 주가
DRIVER 완제기 수출

완제기 수출은 앞서 고정익과 회전익으로 구분한 군용기 제품군들을 해외에 수출하는 것이다. 지금까지 매출 비중은 크지 않았지만 사실상의 주가 드라이버다. 완제기 자체뿐만 아니라 완제기에 필요한 수리부속류를 포함해 지속적인 후속 매출을 발생시킨다는 점이 중요하다.

보잉, 에어버스에
민항기 부품 납품

기체부품 매출은 보잉, 에어버스등 민항기 제조업체에 납품하는 날개, 기체구조물을 뜻한다. 동사의 사업부 중 가장 높은 수익률을 자랑하는 부문이다. 다만 해당 사업은 수주가 증가하더라도 실제 발주처의 구매 주문(Purchase Oder)이 발효되지 않으면, 매출이 발생하지 않는 구조이다. 즉, 수주지표만으로 시황 회복을 추정하기는 어렵다.

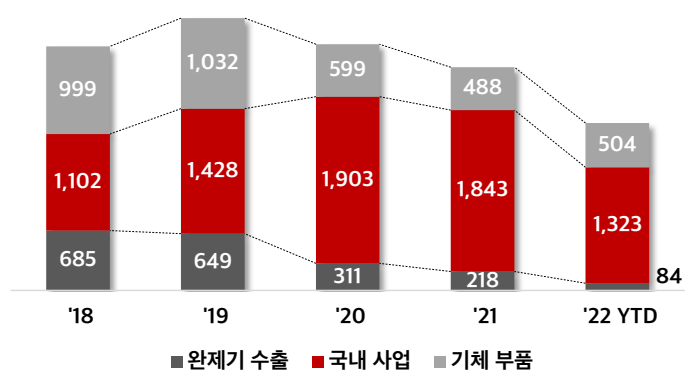
그림 2-2. '22 YTD 동사 사업부문 별 매출비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 2-3. 동사 매출 추이

(단위: 십억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

2.2.3. 매출 추이

완제기 신규수주 ↓
기체 부품 매출 ↓

'19년까지 꾸준한 탑라인 성장을 이어오던 동사는 '20년부터 부진을 겪기 시작했다. 최초의 국산 전투기 개발사업 KF-X를 포함한 국내사업의 성장에도 불구하고, 완제기 신규수주가 들어오지 않았기 때문이다. 완제기 수출은 '19년 6,489억에서 '20년 3,105억으로 급감했고 '21년에도 2,176억원에 그치는 등 역성장이 나타났다. 매출의 큰 비중을 차지하는 기체부품사업부 또한 '20년에 급감했다.

그러나 향후 두 부문 모두에서 급격한 성장 및 매출 턴어라운드 기대되는 바, 자세한 내용은 투자포인트에서 후술하는 것으로 한다.

3. 폴란드가 뚝어 준 완제기 수출의 하늘길 - Main Point

지금까지와는 차원이 다른 규모의 대형 수주가 터졌다. 동사는 9월 실행 계약 체결과 함께 폴란드로부터 총 48대의 FA-50 수주를 확정하였다. 이 수주로 인해, 동사는 이전과 완전히 다른 기업이 되었다. 이 수주가 불러온 나비효과를 자세히 뜯어보면서, 동사가 꿀 수 있게 된 꿈의 크기를 구체적으로 가늠해 보자.

짧게 말해, 팔 곳이 널리고 널렸다.

그림 3-1. 동사 T-50계열 완제기 수출 건별 수주 대수



출처: SIPRI, SMIC 1팀

그림 3-2. 3Q22 기준 국가별 전투기 채택 현황

미국 (F-16 등)	미국, 튀르키예, 이스라엘, 한국, 그리스, 타이완, UAE, 모로코, 파키스탄, 네덜란드, 싱가포르, 벨기에, 노르웨이, 요르단, 태국, 칠레, 덴마크, 이라크, 인도네시아, 오만, 포르투갈, 루마니아, 모로코, 바레인, 베네수엘라
러시아 (MiG-29 등)	러시아, 인도, 우크라이나, 벨라루스, 카자흐스탄, 북한, 알제리, 우즈베키스탄, 미얀마, 이란, 예멘, 페루, 시리아, 수단, 쿠바, 투르크메니스탄, 아제르바이잔, 세르비아, 방글라데시, 몽골, 에리트레아, 차드
혼용	이집트, 폴란드, 불가리아, 슬로바키아

출처: AviationWeek, SMIC 1팀

3.1. 고마워요 폴란드!

3.1.1. 폴란드는 왜 동사를 선택했나?

수주 배경을 이해하면 동사 경쟁력이 보인다

폴란드로부터 무려 48대의 FA-50을 수주한 것은 대단히 고무적인 일이다. 그러나 이 수주가 낳은 지각변동에 대해 이야기하기 전에, 먼저 가장 근본적인 의문을 해소하고 시작해야 한다. 미국, 러시아, 프랑스, 독일 등의 글로벌 Top-tier 사업자들이 포진해 있는 시장에서 폴란드는 왜 동사를 택했을까? 또 그 배경에서 파악되는 동사의 경쟁력은 무엇일까?

(1) 러시아산 노후 전투기를 가능한 빨리 대체해야 했던 폴란드

미국과 러시아가 양분한 전투기 시장

글로벌 방산 시장은 미국 무기체계(F-16 등)와 러시아 무기체계(MiG-29 등)가 사실상 양분하고 있다. 특히 미국은 NATO(북대서양 조약 기구) 회원국이나 한국 등 확실한 우방국에만 전투기를 수출하고 있어, 전투기 채택 현황은 사실상 국제적인 알력 다툼의 지형을 드러낸다.

폴란드는 혼용? NATO와 호환 필요!

[그림 1-2]에서 확인할 수 있듯이, 폴란드는 독특하게 미국과 러시아의 항공기를 혼용하고 있다. 과거 소련 영향권 하에서 러시아 항공기를 사용하던 폴란드가, 1990년 NATO 가입 이후 NATO와 호환되는 무기 체계를 갖추기 위해 미국 항공기 확보에 총력을 기울여 온 결과다.

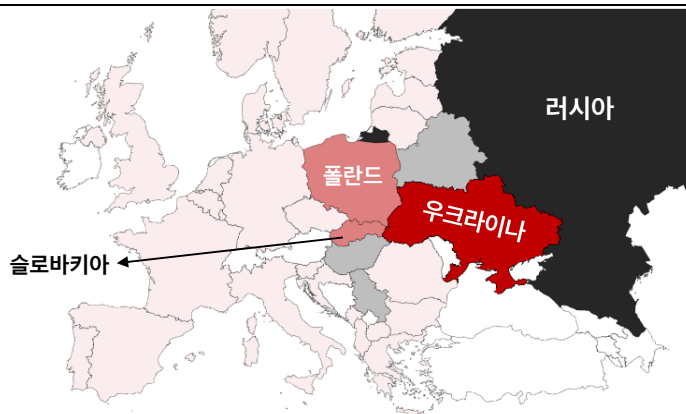
- ① 탑재 무기의 차이
② 조종사 훈련 필요

무기 체계 호환은 방위 기구 내 협력에 필수적이다. ① 먼저 서로 다른 종류의 전투기를 사용하고 있을 경우 탑재할 수 있는 무기가 호환되지 않는다는 치명적인 문제가 발생한다. ② 게다가 전투기를 지원받는 경우에도 조종 방식이 완전히 달라 파일럿이 처음부터 다시 훈련을 받아야 한다. 이에 폴란드는 F-16을 48대 확보한 상태이며, 아직 인도받지 못했으나 '20년에도 F-35A를 32대 주문했다. 기존 보유량 외 러시아 항공기는 신규 확보한 바가 없다.

무기체계 대체 가속화
[그림 3-3] 참조

그리고 러-우 전쟁은 폴란드가 보유하고 있던 MiG-29, 그리고 같은 러시아 공격기인 Su-22의 빠른 대체를 가속화시켰다. 21세기 들어 최악의 안보 위협을 느낀 폴란드는 이 러시아산 항공기들로 인한 전력 공백을 가능한 빨리 채워야 했다. 폴란드는 유럽연합에 있어 러시아의 서진을 막는 방파제와 같이 여겨져 왔는데, 이번 전쟁은 곧 러시아가 서쪽으로 내딛는 발걸음이었으며 그에 따른 이웃나라의 처참한 피해를 목격했기 때문이다.

그림 3-3. 유럽 지도로 파악하는 폴란드의 안보 위기



출처: SMIC 1팀

그림 3-4. 주문 당시 폴란드 전투기 보유 현황

기종	대수	분류	체계	비고
F-16	48	전투기	미	
MiG-29	31	전투기	러	퇴역 예정
Su-22*	48	공격기	러	퇴역 예정
CASA C-295	11	수송기		
C-130	6	수송기		
F-35A	12	전투기	미	인도 대기

*FA-50으로 대체

출처: 폴란드 공군 홈페이지, SMIC 1팀

b/c 노후 러시아 무기
부품 X = 전력 공백

폴란드가 보유하고 있던 러시아 기체들은 노후화 상태가 심했으며, 교체 부품을 통해 수명을 연장하기에는 생산국인 러시아로부터의 수입이 필요했다. 전쟁 이후 러시아 무기체계에 대한 미국의 제재가 강화되어 원천 불가능한 일일 뿐더러, 폴란드는 이에 대해 “아예 고려하지 않는 옵션”이라고 잘라 말하며 신규 항공기 도입의 의지를 분명히 했다.

이때 누구보다 빨리 제품을 대령할 수 있었던, 그리고 절묘한 포지셔닝으로 폴란드의 필요를 저격한 항공기가 바로 동사의 FA-50이다.

(2) 급하시다고요? 당장 보내줄 수 있는 건 KAI뿐

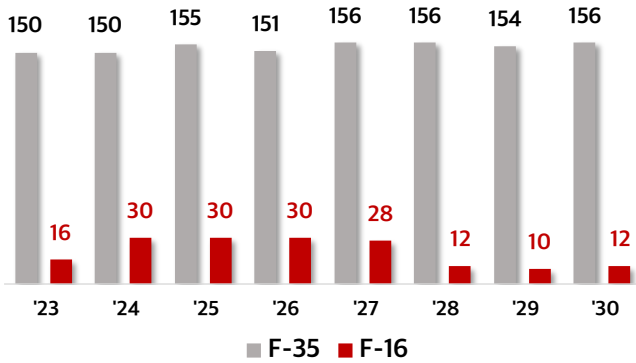
영프독: 낮은 제조역량
+ 자국 수요도 버겁다

이 전력 공백을 채우는 일은 적성국이 문 앞까지 다가온 폴란드에 있어 촌각을 다투는 사안이었으나 서방 국가들의 전투기 수급이 녹록치 않았다. 러시아를 제외하고는 미국, 영국, 프랑스, 독일 등이 경쟁력 있는 방산 업체를 보유하고 있으므로 애당초 선택지가 그리 많지 않다. ① 먼저 유럽 생산업체들(영국, 프랑스, 독일)은 수십 년간의 군축 및 방산물자 수요 감소를 거치며 제조 역량이 많이 떨어져 있는 상태였다. 게다가 자국 수요 조달에 총력을 기울이고 있는 상황으로 여타 국가에 적극적으로 전투기를 수출하기는 어려웠다.

미: F-16 추가 인도에
7-8년 소요

② 폴란드가 이미 보유하고 있는 F-16(미국)의 경우는 더욱 심각했다. 록히드마틴이 F-35를 주력 제품으로 전환하면서 F-16 생산 규모를 급격히 축소해 월에 3-4대밖에 생산할 수 없는 상태였기 때문에 실질적인 초도기 인도 시점은 7-8년 뒤가 될 것으로 파악된 것이다.

그림 3-5. F-35 및 F-16 예상 생산 대수



출처: Forecast International, NH투자증권, SMIC 1팀

그림 3-6. 1H22 주문 시 회사별 인도 예상 시점

	'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29
F-16 (미국)							
Griffin (스웨덴)							
Eurofighter (유럽)							
Rafale (프랑스)							
FA-50 (동사)	1차		2차				

출처: 각 사, SMIC 1팀

타사 대비 훨씬 빠른
납품 일정

[그림 3-6]은 폴란드가 각 제품을 가장 빠르게 인도받을 수 있었던 시점을 추정된 표다. F-16을 제외해도 Griffin, Eurofighter, Rafale 생산 업체와 비교해도 동사가 압도적으로 빠르다. '23년 중 12대의 1차 물량을, 그리고 '25년까지 남은 36대의 인도 완료를 약속한 것이다.

납기는 언제나 칼같이
지켜온 동사

폴란드는 무려 30%의 선수금과 함께 납기 준수를 재차 강조하기도 했다. 동사는 그간 수출 계약에서 납기를 칼같이 지켜 온 레퍼런스를 보유하고 있으며, 국군과 긴밀히 협의해 내수 물량을 수출 물량으로 돌리는 등 유연하게 대응하고 있어 문제없이 가능할 것으로 보인다.

(3) FA-50의 절묘한 포지셔닝

하지만 가장 빠르게 납품할 수 있다는 사실만으로 이처럼 큰 수주를 따낼 수는 없었을 것이다. FA-50이 매우 적절하게 포지셔닝하고 있었던 점도 수주 성공의 매우 중요한 요인이었다.

[그림 3-7] 참조

FA-50의 성공적인 포지셔닝은 T-50에서 저지른 패착을 발판으로 한다. T-50은 훈련기 치고는 성능이 지나치게 좋았고, 그만큼 가격이 비쌌다. 이에 '훈련기의 페라리'라는 오명을 얻기도 했으며, 각국 공군 훈련기 수주전에서 가성비를 앞세운 M346에 번번이 밀렸다.

① 가성비 좋은 공격기
② F-16 훈련기

그러나 여기다가 무장운용능력과 NATO 군사 전술자로 교환 네트워크, 그리고 실제 전투에 필요한 각종 장비를 탑재한 FA-50이 타겟팅할 수 있는 시장은 또 완전히 새로운 것이다. 훈련기 차원에서는 지나친 고스펙에 지나친 가격이었는지 모르나, 경공격기 차원으로 올라가면 오히려 가성비 좋은 고스펙 군용기가 되기 때문이다.

① 공대지 전투를 지원하거나 전투기를 보완하는 경공격기의 역할을 훌륭히 수행하면서도,
② F-16을 위한 훈련기로까지 활용 가능하다는 것은 FA-50이 가진 또 하나의 장점이다.

그림 3-7. T-50과 FA-50 비교

T-50
(+) 기본적인 무장운용능력 : 레이더, 기관총, 폭탄, 공대공 미사일 등
= TA-50
(+) LINK-16 : NATO의 군사 전술자료 교환 네트워크
(+) CMDS (Countermeasures Dispensing System) : 상대 레이더를 혼란시키는 미끼 채프/플레어 발사 장비
(+) RWR (Radar Warning Receiver) : 상대 레이더 전파를 수신해 탐지되고 있음을 경고하는 장비
= FA-50

출처: 동사 IR자료, SMIC 1팀

그림 3-8. 고도별 수행 임무 및 필요 항공기 수준

40,000피트 이상, High-end 전투기 빠르게 + 높이 날며 가능한 멀리서 전투기 상대 (공대공)
20,000-40,000피트 Low-end 전투기 중간 영역: 폴란드가 완벽히 채워진 구간이라 언급
지상-20,000피트, 경전투기/경공격기 육지에서 싸우는 군대를 지원 (공대지)



출처: 폴란드 군사전문지 Polska Zbrojna, SMIC 1팀

(1) 공격기로서의 역할
→ [그림 3-8] 참조

① FA-50이 수행하는 공격기로서의 기능은 **폴란드군의 특성과 공군 전력 현황**에 정확하게 부합한다. 폴란드가 러시아와 전쟁을 하게 될 경우에는 지리적으로 **지상전이 될 가능성이 높다**. 이 긴장의 끈을 놓지 않은 폴란드는 현재 유럽 최강으로 평가받는 지상군을 보유하고 있으며, 군대 내에서도 육군의 비율이 압도적이다.

육군 지원이 중요

그 결과 폴란드에서는 지상-20,000피트 고도에서 활동하며 **지상전을 치르는 육군을 지원할 공격기의 중요성**이 매우 높아진다. 폴란드에 의하면 20,000-40,000피트는 폴란드 공군이 보유한 F-16으로 완벽히 채우고 있는 공간이며, 40,000피트 이상은 현재 인도를 기다리고 있는 F-35의 영역이다. 그러나 현재 폴란드 공군이 보유하고 있는 Su-22가 MiG-29와 함께 퇴역하고 나면 **공격기 보유량이 전무해진다**. 이 빈자리를 FA-50이 채워 주게 되는 것이다.

가격 대비 무기 탑재
중량 최대!

[그림 3-9]에서 확인할 수 있듯이, FA-50은 경공격기 중에서도 스펙이 우수한 편이다. **가격 대비 성능**은 말할 것도 없다. FA-50은 경쟁사 제품과 비교할 때 **가격 대비 탑재 가능 중량이 가장 높다**. 이는 여러 가지 무기를 자유롭게 운용할 수 있다는 의미로, 이 가격에 각종 유도 폭탄까지 탑재가 가능하다는 점에서 경쟁력이 크다.

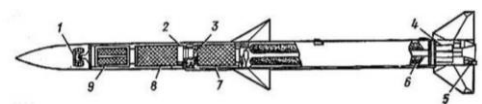
그림 3-9. 제작사별 경공격기 스펙 비교

	FA-50	M-346FA	Tejas	FC-1/JF-17
제작사	KAI(한국)	Leonardo(이탈리아)	HAL(인도)	CAIC(중국)
가격	\$ 30mn	\$ 26mn	\$ 51mn	\$ 27 mn
최대이륙중량 (kg)	13,500	9,600	13,500	12,400
공허중량 (kg)	6,454	4,900	6,500	6,411
탑재가능중량(kg)	7,046	4,700	7,000	5,989
최대속력	마하 1.5	마하 1 미만	마하 1.6	마하 1.6
실용상승한도 (m)	14,780	13,715	15,240	16,000

경공격기 중 가격 대비 탑재가능중량이 가장 높다!

출처: Forecast International, NH투자증권, SMIC 1팀

그림 3-10. AIM-120 AMRAAM의 구조



- 1 - antenna;
- 2 - inertial block;
- 3 - radar fuse;
- 4 - rudder drives;
- 5 - command line receiver antenna;
- 6 - engine;
- 7 - warhead;
- 8 - block of electronic equipment;
- 9 - transmitter and power supply batteries.

출처: BulgarianMilitary.com, SMIC 1팀

(2) 훈련기로서의 역할
→ F-16 과의 유사성

② 게다가 FA-50은 폴란드의 주력 전투기인 F-16을 위한 훈련기로도 활용될 수 있다. 애초에 F-16을 생산하는 **록히드마틴과 함께 개발한 기종**으로, **조종간의 형태가 F-16과 거의 동일**

하며 소프트웨어의 구동 방식 역시 유사하다. 이에 FA-50으로 충분한 훈련을 거친 조종사는 고작 9시간이면 F-16을 몰 수 있다고 알려진 바 있으며, 실제 국내 공군 커리큘럼에서도 10시간의 교육을 배정하고 있다. 일반 경공격기가 가질 수 있는 최고의 메리트다.

3.1.2. 미친 WIN-WIN: 폴란드 수주가 불러온 나비효과

폴란드로부터의 수주는 그 규모 자체로 동사에게 대형 호재였으나, 더욱 놀라운 것은 그 결과 일어난 동사의 변화다. 지금은 동사 앞에 수주의 '하늘길'이 뚫린 것이나 마찬가지다. 폴란드 수주가 낳은 동사의 변화는 크게 두 가지로 이야기할 수 있겠다.

첫째, FA-50의 진화. 경공격기에서 경전투기로!

FA-50에 암람을?
[그림 3-10] 참조

상술했듯이 폴란드가 공대지 전투 지원을 위해, 즉 경공격기로서의 기능 수행을 위해 FA-50을 도입하는 것은 사실이다. 하지만 폴란드는 **작금의 험악한 안보 상황을 고려해 FA-50의 역할에 있어 그 이상의 무언가를 함께 기대한 것이 분명하다.** FA-50에 발전형 중거리 공대공 미사일인 AIM-120 AMRAAM (Advanced Medium-Range Air-to-Air Missile, 통칭 암람) 장착을 요구해 온 것이다.

cf) 공격기: 공대지
전투기: 공대공

기존의 FA-50은 시계외교전(BVR, Beyond Vision Range)이 불가능해 경공격기로 분류되었다. 시계외교전이란 '시야 범위 밖, 혹은 지구의 둥근 부분 뒤로 들어가는 영역'과의 교전을 의미하는데, 동사는 암람과 관련 레이더를 장착하지 못해 공대공 전투 능력이 떨어졌기 때문이다. **암람 장착 여부는 오늘날 항공기의 공대공 전투 능력 평가에 있어 가장 직관적이고 중요한 평가 요소로 꼽히고 있는 만큼, FA-50에 대한 아쉬움 역시 짐작해 볼 수 있다.**

미국의 암람 장착
허가가 났다!

그러나 FA-50은 이번 계약 건부터 암람 장착에 성공, 경전투기로 진화하게 된다. 지금까지 FA-50에 암람 장착이 불가능했던 것은 '10년대 중반 이후로 미국이 외국 전투기에 미국산 암람 장착을 허가하지 않았기 때문인데, 미국에서 암람 장착 승인이 떨어진 것이다. ① FA-50의 판매 호조가 결국은 미국 기업인 록히드마틴과 이해관계를 같이한다는 점과 ② 같은 NATO 국가인 폴란드의 안보 상황을 고려해 승인이 떨어진 것으로 보인다.

훈련/공대지/공대공
올라운더로 거듭나다

앞서 언급했듯 동사는 무기 탑재 중량이 높아 경공격기로서도 경쟁사 대비 높은 성능을 자랑해 왔다. 이제 공중전에서의 약점마저 해결되었으며, 현재 F-16의 절반 가격에 70% 가량의 성능이 담보된다는 평을 받고 있다. **훈련기와 공격기로서의 Multi-role뿐만 아니라, 유사시에는 공대공 전투에도 무리가 없는 올라운더로 다시 태어난 것이다.** FA-50은 이 놀라운 범용성을 바탕으로 향후 여러 나라의 공군 전력 확충에 있어 훌륭한 선택지로 거듭날 전망이다.

둘째, 유럽향 레퍼런스 확보.

전 세계에 경쟁력과
생산 능력을 입증!

그간 동사의 완제기 수출 실적은 인도네시아, 이라크, 필리핀, 태국 등 **가격 경쟁력을 주로 어필할 수 있는 국가들을 중심으로 이루어져** 왔다. 이미 전 세계 항공기 시장은 상당 부분 포화된 상태였으며, 여기서 시장 점유율을 확보하기 위해 분투하는 과정 중에 있었기 때문이다. 그러나 동사는 이번 수주로 **유럽향 레퍼런스를 확실히 확보하게** 되었으며, 세계에 제품

경쟁력과 생산 능력을 입증하게 되었다.

폴란드에 생산 거점
마련해 유럽 공략 on

특히 동사는 이번 계약의 일부로 폴란드에 생산 거점을 마련하게 된다. 폴란드 정부 및 현지 업체와의 전략적 파트너십을 기반으로 FA-50을 위한 항공정비센터를 설립하고 현지 생산 능력을 확보하겠다는 계획이다. 동사는 이를 교두보로 삼아, 유럽 시장에서 빠르게 침투율을 높일 기반을 확보할 수 있게 되었다.

3.2. 팔 곳이 넓리고 넓혔다

3.1.에서는 폴란드와 대규모 계약을 체결하게 된 배경을 통해 동사의 경쟁력을 알아보고, 계약의 결과로 동사가 군용기 시장에서 완전히 새로운 입지를 갖게 되었음을 확인했다. 3.2.에서는 '그래서 실제로 어디다 팔 수 있는데?'라는 질문에 답하고자 한다.

본 보고서에서는 수주 가능성이 조금이라도 있는 국가들을 전수조사했다. 각국의 공군 및 전투기 현황, 정치권의 움직임, 국방 예산, 지정학적 리스크, 논의 현황 등을 면밀히 검토하였고 그 중 수주가 사실상 확실시되는 다섯 국가를 제시한다. 분명 큰 꿈이나, 또한 반드시 이루어질 꿈이다. 이어지는 내용을 통해 함께 확인해 보자.

3.2.1. 거대한 잠재 시장, 공포에 잠식된 유럽

그림 3-11. 유럽-러시아 지도



출처: SMIC 1팀

고립된 동유럽과
북유럽의 안보 위기

유럽은 현재 공포에 잠식된 시장이기에 동사의 잠재적인 고객들이 넘쳐난다. [그림 3-11]를 통해 동유럽과 북유럽에 감도는 긴장감을 즉각 이해할 수 있는데, 러시아와의 또 다른 분쟁이 발생할 경우, 동유럽과 북유럽은 사실상 고립될 수밖에 없는 지형이기 때문이다. 경우에 따라 친러시아 노선을 택할 수 있는 국가들이 동북과 남서에 포진해 있는 데다가, 서유럽의 강대국들이 강 건너 불을 끄러 와 주지 않는다는 사실은 이미 확인하고 말았기 때문이다.

폴란드라는 방파제마저 없는 발트3국과 스칸디나비아 반도 국가들이 느낄 위협은 상상을 초

월한다. '확정적인' 수주 기회를 선별하기 위해 투자포인트에서 구체적으로 다루지는 않았지만, 이들 역시 동사의 고객으로 맞이하게 될 개연성이 충분하다. 이 부분은 염두에만 두는 것으로 하고, 우선 충분히 논의가 진척된 슬로바키아와 아일랜드의 경우를 구체적으로 살펴보자.

(1) 슬로바키아: 러시아 바로 옆인데 전투기가 없어요

전투기가 없어요
아니 그냥 없어요

왜 군용기가 필요한가? 반드시 필요한가? 슬로바키아가 현재 마주한 안보 위기는 우크라이나와 국경을 맞대고 있다는 점에서 폴란드의 그것과 차이가 없다. 그러나 슬로바키아 공군은 그야말로 처참한 상태다. 슬로바키아는 현재 전투기가 문자 그대로 전무하여 사실상 공군력이 상실된 상황이다. 그나마 있던 MiG-29는 '22년 8월에 전량 퇴역했으며, '18년에 F-16을 14대 구매한 바 있으나 '24년이나 인도될 예정이기 때문이다. 노후화된 L-39 훈련기 7대가 슬로바키아 '공군력'의 모든 것이다.

폴란드와 체코
공군에 영공 순찰 의존

이에 인접국이자 같은 NATO 회원국인 폴란드와 체코가 공동으로 영공 순찰을 약속했으나 언제까지고 타국의 국방력에 의존할 수는 없는 법이다. 게다가 F-16의 인도 시점이 추가적으로 지연될 가능성 역시 존재한다. 애당초 '24년이라는 인도 시점도 '23년에 받았어야 했던 물량이 인도 지연된 것이기 때문이다. 즉 슬로바키아는 현재 **군용기 확충이 극도로 시급**하다.

왜 동사여야만 하는가?

공대지-공대공 가능한
범용성↑ 전투기 필요

① 우선 FA-50은 **공대지부터 공대공 전투까지** 폭넓게 수행할 수 있는 **범용성**을 가졌기 때문에 전투기가 극도로 부족한 슬로바키아 공군의 **전력을 빠르게 채워줄 수 있다**. 슬로바키아는 특히 폴란드처럼 러시아와 지상전을 치를 가능성이 높은데, 당장 '24년에 F-16이 들어온다고 해도 지상군을 지원할 공격기가 없어 FA-50의 중요성이 더욱 커질 것으로 보인다.

비용 효율적 + F-16을
위한 훈련기 가능

물론 F-16으로 공대지 전투가 불가능한 것은 아니나, 소 잡는 칼로 닭을 잡을 수는 없는 법이다. F-16은 동일 업무 수행에 FA-50 대비 **유지비용이 2배로** 들어간다. **비용 효율적으로** 공대지 업무를 수행하면서 유사시에 공대공 전투에서도 경쟁력을 발휘할 수 있는 FA-50이 반드시 필요하다. 심지어 F-16을 인도받은 이후 조종사들을 위한 **훈련기**로도 기능할 수 있다.

인접국에 필요 인프라
완비될 예정

② 바로 인접국인 폴란드에 **정비 및 생산 시설, 관련 교육훈련 시설이 들어선다는 것** 역시 슬로바키아에게 최적의 상황이다. 이로 인해 폴란드가 슬로바키아에 **동사 제품을 적극적으로 추천할 가능성이 높아지기도** 한다. 특히 슬로바키아군은 **공군 자체적으로 훈련 프로그램을 보유하지 못해** 민간에 맡기고 있는 상황으로, 동사의 훈련 시설이 더욱 반가울 것이다.

슬로바키아 국방부
장관과 협상 中

협상 및 계약의 현황은 어떠한가? 슬로바키아는 전쟁 이전부터 이미 FA-50에 관심을 보이고 있었다. '21년 말에 국영 방산업체 LOTN이 동사와 **FA-50 수출 업무 협약(MOU)**을 체결한 바 있으며, 올해 9월에도 국방부 장관이 방한해 동사 대표와 도입 협상한 이후로 논의가 진행 중이다. 슬로바키아에게 최적의 옵션임이 명확한 만큼 긍정적인 결과가 기대된다.

(2) 아일랜드: 영공 치안이 필요해요

아니 그냥 없어요 2
영국에 영공 순찰 의존

왜 군용기가 필요한가? 반드시 필요한가? 아일랜드는 '25년에 퇴역할 PC-9 훈련기 8기가 보유 군용기의 전부다. 현재 영국에 영공 방어를 의존하고 있는데, 러시아가 영국 방공의 빈틈을 조사하고 RAF(영국 왕립 공군)을 테스트하기 위해 아일랜드 영공을 종종 침범한다.

수송신기 끄면 탐지할
방법이 아예 X

이 러시아 군용기들이 송수신기(Transponder)를 끄고 아일랜드 영공에 진입할 경우, 기본 레이다 시스템이 없는 아일랜드는 이를 파악할 방법이 없다. 연간 무려 120만 대의 항공기가 아일랜드 영공을 지나는 만큼, 러시아 군용기와 민항기 사이 충돌이나 Hijack 위험이 크다는 것이다. 러시아가 아니더라도 개인 항공기를 통해 마약이나 무기를 밀반입할 수도 있다.

국방위가 가장
이상적이라 직접 명시

왜 동사여야만 하는가? 아일랜드는 전투가 아닌 영공 치안(Policing)을 목적으로 하고 있으므로 F-16이나 그 이상의 전투기는 필요로 하지 않는다. 의도한 목적을 달성할 성능이 충분할 뿐만 아니라, 추후 점진적으로 고성능 전투기를 도입하는 경우에 훈련기로도 기능할 수도 있다는 점에서 FA-50이 여러모로 적합하다. 아일랜드 국방군 위원회에서 작성한 보고서에서도 M345와 FA-50을 비교해 FA-50이 고속 대공 감시 및 요격, 그리고 항공 경찰 임무에 가장 이상적인 옵션이라고 직접 원을 그려 가며 표시하고 있다.

그림 3-12. 말레이시아 국방위 보고서에 명시된 FA-50



출처: 아일랜드 국방군 위원회 보고서, SMIC 1팀

그림 3-13. 동사 인도네시아 수출 실적 (단위: 백만 원)

수주연월	기종	금액	대수
11.05.	T-50	450,000	16
18.11.	T-50	70,056	레이더/기관총
18.11.	KT-1B	26,901	3
21.07.	T-50	274,488	6
인니 수출액 계		821,445	25

출처: DART, SMIC 1팀

3.2.2. 고마운 충성고객, 동남아시아

(3) 인도네시아: 안녕? 나 또 왔어

영유권 분쟁 중
: 훈련기 40 → 62 대

왜 군용기가 필요한가? 반드시 필요한가? 인도네시아는 남중국해를 둘러싼 중국과의 영유권 분쟁과 관련해 육지 경계를 효율적으로 보호하고자, MEF(Minimal Essential Force, 최소핵심 전략)을 발표한 바 있다. 이 중 '최소필수전력에 따른 국방장비별 필요수량'에 따르면 훈련기를 '24년까지 40대에서 62대까지 증가시키겠다는 계획이다.

F-16 > Su-27
호환 훈련기 필요↑

왜 동사여야만 하는가? 인도네시아의 주력 전투기는 F-16과 러시아 Su-27 2종이다. F-16을 33대, Su-27을 16대 보유하고 있으며 F-16의 도입 시점이 비교적 최근이기 때문에 F-16과 호환되는 훈련기의 필요성이 더 높다. 그런데 마침 인도네시아는 '11년부터 동사와 계약을 지속해 온 오랜 고객이다. 이에 인도네시아는 이미 동사의 T-50 훈련기를 22대 보유하고 있으

며, '11년 이후 동사 외 업체로부터 훈련기를 구매한 이력을 찾아볼 수 없었다.

KF-21이 차세대 주력 전투기: 훈련기 호환 必

또한 인도네시아는 동사가 개발 중인 차세대 전투기 KF-21 보라매의 공동개발국가다. 체계 개발 비용의 20%를 부담하고, 양산이 시작되면 초도 물량 50대를 수입한다는 계약이다. 50대라는 어마어마한 숫자는 인도네시아의 차세대 주력 전투기가 KF-21이 된다는 의미다. T-50은 마찬가지로 동사 제품인 KF-21과 호환성이 높아, 인도네시아는 사실상 여타 업체로부터 훈련기를 구매할 이유가 전혀 없다.

(4) 말레이시아: 전투기 교체하는데 입찰 받습니다

왜 군용기가 필요한가? 반드시 필요한가? 말레이시아는 노후화된 독일 군용기를 대체하며 10대의 경전투기, 8대의 전술입문 훈련기를 도입하기 위해 '21년 6월 Light Combat Aircraft / Fighter Lead-in-Trainer 프로그램 입찰을 공고했다.

[그림 3-15] 참조
(천음속: '거의' 음속)

왜 동사여야만 하는가? 말레이시아가 제시한 조건은 [그림 3-14]와 같으며, 해당 프로그램에 입찰한 기종 중 요구 조건을 통과한 기종은 MiG-35, FA-50, Tejas, JF-17B 4가지다. 폴란드 수주 이후로 중거리 공대공 미사일 탑재가 가능해지며 동사 역시 이 요구조건을 만족시킬 수 있게 되었다. 여러 정치적인 이유로 인해 결과적으로 도입될 기종은 FA-50일 것으로 보인다.

그림 3-14. 말레이시아 LCA/FLIT 프로그램 조건

그림 3-15. LCA/FLIT 프로그램 입찰 기종별 결격사유

조건	결격사유			
	국가	가격(bn 링깃)	비고	
① 구매물량의 30% 이상을 말레이시아에서 생산	MiG-35	러시아	6.50	미국 제재
② 중거리 공대공 미사일 운용 필요	FA-50	한국	4.02	0
③ 계약 체결 후 36개월 이내 인도	M-346FA	러시아	3.92	⑤ 천음속기
④ 공중급유 가능	Tejas	인도	3.79	이스라엘제 장비 (팔레스타인 지지)
⑤ 초음속	JF-17 B	중국	3.26	영유권 분쟁 등 정치적 관계 나쁨
	Hurjet	터키	2.91	③ 기한 내 인도 불가

회색 표시: 말레이시아 요구조건을 통과한 기종

출처: AviacionLine, SMIC 1팀

출처: AviacionLine, SMIC 1팀

멀지 않은 과거에 중국 사건사고 有

① 중국에서 제작한 JF-17B의 경우, 남중국해 영유권 분쟁을 포함한 정치적 불화로 인해 채택이 어렵다. 특히 비교적 최근인 '21년 5월에 중국 공군기들이 말레이시아 방공식별구역에 침범하고 영공에 근접한 사건이 있었던 만큼 아예 탈락으로 생각해도 좋다.

이스라엘에서 부품 받기 싫어요

② 인도의 Tejas는 레이더를 포함한 전장 상당수가 이스라엘제다. 말레이시아는 같은 이슬람 국가인 팔레스타인을 지지하고 있어 이스라엘과 외교적 교류가 전무하며, 아예 여행 금지국으로 지정하고 있을 정도로 불화가 심하다. 전투기는 구매 이후 지속적인 사후 조치 및 부품 수급이 필요한 만큼 Tejas 기용은 불가능해 보인다.

미국의 러시아 제재

③ 러시아의 MiG-35는 미국의 제재로 인해 기용이 어렵다. 말레이시아는 미국과 꾸준히 우호적인 관계를 유지해 오고 있어, 러시아 무기체계와 관련된 제재에 순응할 것으로 보인다.

실사 및 가격협상 완료 협상 및 계약의 현황은 어떠한가? 말레이시아 언론 The Edge에서 내부적으로는 FA-50으로 거의 확정된 상황이라는 보도가 있었다. 이에 올해 10월 17일 말레이시아 평가단이 방한해 직접 비행 성능을 확인했고, 가격협상까지 마친 뒤 재무부에 보고를 올려 승인을 기다리고 있는 것으로 파악된다. 여타 경쟁업체에는 평가단이 방문하지 않았다.

미뤄도 다시 한 번 이변은 없다 다만 말레이시아는 그 당시 임시 정부 체제였기 때문에, 경쟁 입찰자였던 중국 등에서 이러한 주요 계약을 임시 정부에서 처리해도 되는지 항의하여 일정이 지연되었다. 하지만 현재는 총리가 정상적으로 당선된 상황이고, 상술한 바 여타 경쟁업체들이 사실상 수주가 원천 불가능하므로 예정대로 18대를 수주하게 될 것이다.

3.2.3. 중남미도 공략 들어갑니다

(5) 콜롬비아: 얹어진 줄 알았지?

T-37: T-50 과 대응 왜 군용기가 필요한가? 반드시 필요한가? 콜롬비아 역시 전투기들의 노후화가 심한 상태다. A-37: FA-50 과 대응 '20년에 A-37B(경공격기) 7대, '21년에 T-37(훈련기) 13대가 퇴역했으며 주력 전투기 Kfir 역시 '22년 말 퇴역 예정이다. 즉 주력 전투기와 훈련기/경공격기의 교체가 필요한 상황이다.

왜 동사여야만 하는가? 이미 '21년에 콜롬비아 공군 제2부사령관이 방한해 T-50과 FA-50을 살펴보고, 그 해 8월에 양국 공군이 MOU를 체결했다. '22년 4월 콜롬비아는 최소 20기의 FA-50에 대한 구매 결정을 내렸으며, 콜롬비아 국가예산 심의기구인 CONPES를 통과했다.

좌파 집권, 반미 노선 채택 가능성에 기대↓ 협상 및 계약의 현황은 어떠한가? 그러나 올해 8월 중남미 지역에 좌파 정권이 우후죽순 들어서며 많은 이들이 콜롬비아 수주는 사실상 좌초된 것으로 보고 있었다. ① 니카라과, 쿠바, 베네수엘라를 축으로 친러시아 진영의 구축이 우려되는 와중에, 전통적인 친미 국가인 콜롬비아에도 좌파 정권이 들어서며 반미 노선을 택할 가능성이 엿보인 것이다. 콜롬비아가 향후 친러시아 행보를 보이게 되면 수출이 사실상 불가능해지기 때문에 동사에게는 대형 악재였다.

② 게다가 콜롬비아의 새 대통령 구스타보 페트로가 '이처럼 어려운 경제 상황에 전투기보다는 민생을 위해 자원을 사용하는 것이 옳다.'는 내용을 골자로 하는 트윗을 올리면서 수주 좌초에 대한 판단은 확신으로 바뀌었다.

미국-콜롬비아 우호 관계 유지 전망 *But,* ① 페트로 대통령의 행보를 몇 달간 지켜본 결과 각국 언론 모두 미국과 콜롬비아가 우호적인 관계를 이어 나갈 것으로 평가하고 있다. 콜롬비아와 칠레 양국이 친러시아 진영에 반하는 태도를 명확히 했기 때문이다. 특히 페트로는 South Carolina National Guard F-16 8기가 콜롬비아에서 운용되는 것에 동의하기도 했다. 지난 '11월 30일에는 양국 국방부 장관이 펜타곤에서 만남을 가지며 향후 협력에 대해 논의했다.

전투기 구매 Reactivate 선언 ② 또한 콜롬비아 공군 참모총장이 공군 전력 공백 상황의 심각성을 읊소하여 대통령을 설득하는 데 성공했고, 페트로 대통령은 새로운 전투기 구입을 'Reactivate'하겠다고 발표했다. 이에 콜롬비아 수주 좌초 리스크는 사실상 해소된 것으로 판단한다. '4월에 이미 기종 채택이 완료된 상태인 만큼, 약간의 지연이 있더라도 결과적으로는 동사의 수주가 확정될 전망이다.

전술한 슬로바키아, 아일랜드, 인도네시아, 말레이시아, 그리고 콜롬비아는 본 보고서의 리서치 결과 **완제기 수주가 확실시되는 국가들**로, 수주 예상액을 향후 매출 추정에 반영하였다.

7. Appendix 참조

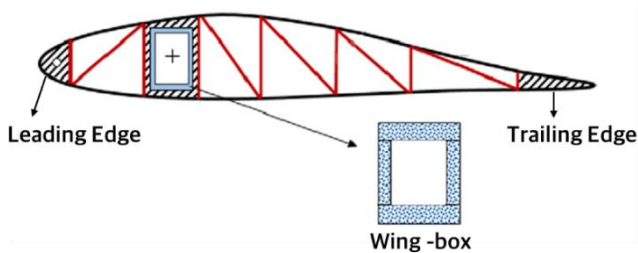
이에 더해 7. Appendix의 [7-5]에는 수주 Potential이 있지만 매출추정에는 반영하지 않은 국가들을, [7-6]에는 리서치 결과 수주가 발생하기 어렵다고 추정되는 국가들을 List up하여 별도로 첨부함으로써 투자 의사결정에 도움이 되고자 한다.

4. 단기 실적을 견인할 기체 부품 턴어라운드 - Sub Point

앞서 다룬 완제기 수출은 투자자로 하여금 꿈을 꾸게 하지만, 수주부터 실제 매출 인식까지는 상당한 시간이 소요되는 만큼 단기 실적에 대한 우려가 존재할 수 있다. 이때 동사의 기체 부품 매출은 코로나19 이후 본격적인 추세 반전을 맞이, 안정적 매출원으로서 단기 실적을 든든하게 받쳐 줄 전망이다.

4.1. 코로나19와 추락 사고로 인한 기체 부품 매출 감소

그림 4-1. B787 Trailing Edge, Wing Box



출처: Researchgate, SMIC 1팀

그림 4-2. 보잉, 에어버스형 기체부품 품목

제작업체	기종	공급 부품
보잉	B737	Raked Wing Tip
	B747-8	Frame & Upper Panel & Trailing Edge
	B767	HS Trailing Edge & Frame & Upper Panel Assy & Sub Assy
	B777-9	Wing&VF Rib & Fixed Leading Edge
B787	Pivot Bulk Head & Wing Center Box & Fixed Trailing Edge	
에어버스	A319	Wing Top Panel Assembly
	A320	Wing Bottom Panel Assembly
	A321	Fuselage Section 16A Shell
	A330	Wing Machined Ribs & Wing Machined Stringer
	A340	Wing Machined Ribs & Wing Machined Stringer
	A350	Nose Landing Gear Bay
A380	Wing Machined Panel	

출처: 동사 홈페이지, SMIC 1팀

기체부품 매출
∝ 민항기 인도량

동사는 여객기 시장을 양분하고 있는 보잉과 에어버스를 양대 고객사로, 민항기에 들어가는 기체 부품을 납품하고 있다. 동사 기체 부품 매출 내 각 고객사가 차지하는 비중은 3Q22 기준 보잉 36.7%, 에어버스 50.6% 가량이다.

동사가 이들 민항기 업체에 납품하는 ‘부품’은 단순한 볼트&너트가 아니다. 동사는 기종별 공급 부품을 구체적으로 공시하고 있는데, [그림 4-2]에서 확인할 수 있듯 항공기 날개 및 동체 구조물 등이다. 항공기 수와 그 날개/동체의 수는 자연스레 비례하기 때문에, 동사의 기체 부품 매출은 보잉과 에어버스의 민항기 인도량과 거의 직접적으로 연동된다.

완제기 수주 대비
안정적인 매출

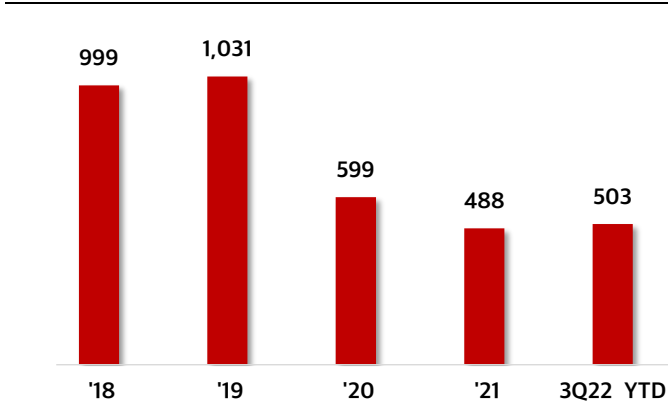
‘20년 이전까지 동사의 기체 부품 매출은 간헐적인 완제기 수주 대비 비교적 안정적인 매출을 담보해 준다는 점에서 그 의미가 컸다. 민항기 수요의 견조한 상승과 함께 보잉과 에어버스는 점점 더 많은 민항기를 생산했고, 이에 ‘18년에는 기체 부품 매출이 동사 전체 매출의 35.9%를 차지하기도 했다.

코로나 19 락다운으로
민항기 수요 파괴

그러나 기체부품 매출은 ‘20년과 ‘21년에 급격한 역성장을 기록하며 (시원하게 반토막이 나며) 동사 주가 하락에 기여했다. 코로나19에 따른 각국의 Lock-down은 전 세계적인 여객수요를 크게 감소시켰고, 이는 항공사들의 민항기 발주를 완전히 꺾어버렸다. 보잉과 에어버스의 민항기 실질인도량, 연이어 동사의 기체 부품 매출이 처참한 수준으로 떨어진 것은 당연한 수순이었다.

그림 4-3. 기체부품 매출액 추이

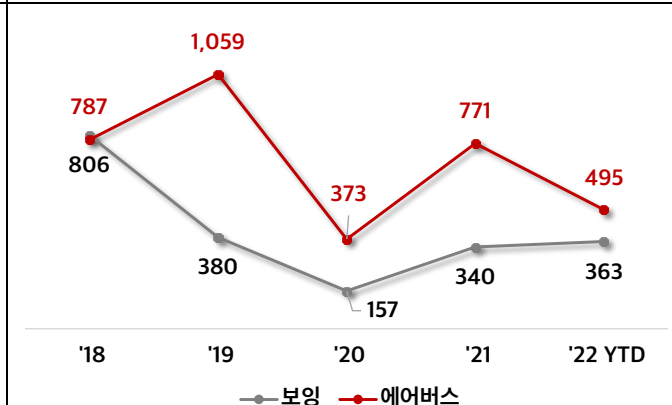
(단위: 십억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 4-4. 보잉, 에어버스 실질 인도량 추이

(단위: 대)



출처: Statista, SMIC 1팀

B737 : 추락

B787 : 엔진결함

또한 [그림 4-4]를 보면 보잉의 경우 팬데믹 이전부터 하락세가 시작되었음을 확인할 수 있다. 그 대신 에어버스의 인도량이 크게 증가하며 동사의 '19년 매출을 방어한 것이다. 보잉은 '18년, '19년에 연달아 주력 기종인 B737-MAX가 추락하면서 전세계적으로 B737 인도가 중단되는 대형 악재를 겪었다.

옆친데 덮친 격으로, 또 다른 주력 기종인 B787 역시 엔진 결함으로 인해 미국 내 인도 중지 결정을 내렸다. 각 기종이 전체 매출에서 각각 80%, 9%를 차지하던 기종인 만큼 매우 치명적인 사건이었다. 중국은 이 사건을 빌미 삼아 미국 기업인 보잉 항공기 수입 중지를 내리기에 이른다.

4.2. 턴어라운드는 이미 시작되었다

하지만 사실상의 코로나19 종식을 맞이한 지금, 보잉과 에어버스는 다시 하늘 높이 날아오를 준비가 되어 있다.

코로나-19 완화

→여행수요 회복

현재 중국을 제외한 세계 각국에서는 코로나19와 관련된 제한 조치가 대부분 해제된 상태이며, 그로 인해 억눌려 있던 여행 수요가 폭발하고 있다. [그림 4-5]에서 파악할 수 있듯이 '22년 민항기 승객 수는 YoY 73% 증가할 전망이다. 또한 '24년이면 코로나 이전 수준을 넘어설 것으로 전망되는 바, 보잉과 에어버스의 민항기 인도량 회복은 기정사실이나 마찬가지이다. 에어버스는 보잉, 에어버스 양사의 민항기 실질 인도량이 '23년 들어 각각 YoY 24.9%, 34.8% 증가할 것으로 전망하고 있다.

이미 턴어라운드는 시작되었다

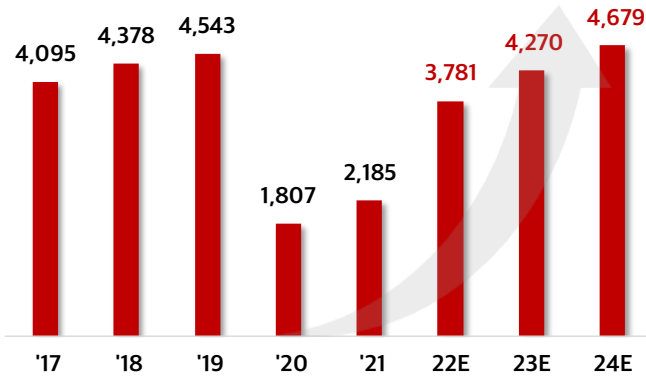
기다릴 필요 없이 턴어라운드는 이미 시작되었다. 보잉과 에어버스 모두 올해 들어 실질 인도량 측면에서 명확한 개선세를 보여 주고 있는데, '22년 3분기 누적 실적이 이미 전년 실적을 넘어섰거나(에어버스) 그와 유사한 수준(보잉)이다.

인도 및 운항 재개
[그림 4-4] 참조

특히 보잉은 에어버스보다 더 깊은 늪에 빠졌던 만큼 회복세가 더욱 가파르다. B737-MAX의 결함문제가 해결되어 '20년 12월부터 항공사를 대상으로 인도가 재개되었으며 B787의 경우에도 '22년 8월 미국 항공당국의 인도 중지 결정이 해제되었다. 일각의 우려에도 불구하고

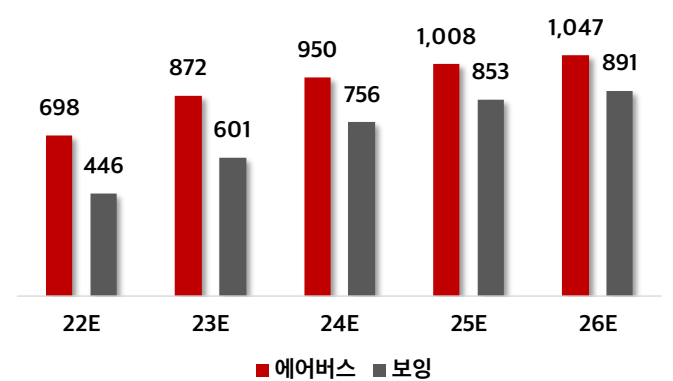
최근 보잉의 두 기종 인도량은 인도 중단 이전 수준을 거의 회복한 상태다.

그림 4-5. 민항기 이용 승객 수 전망 (단위: 백만 명)



출처: Statista, IATA, SMIC 1팀

그림 4-6. 보잉, 에어버스 실질 인도량 전망 (단위: 대)



출처: Airbus, SMIC 1팀

매출과 수익성의
동반 상승 전망

보잉과 에어버스의 재도약은 지극히 당연하게 동사의 매출 성장으로 연결된다. 특히 기체 부품 부문이 동사 사업부 중 가장 수익성이 높은 사업부라는 점에서, 턴어라운드에 따른 동사의 OPM 마진 상승 역시 기대된다.

4.3. 큰 거 온다, ATT & UJTS

동사는 다시 한 번 록히드마틴과 손잡고, 미 공군향 ATT(Advanced Tactical Trainer)와 미 해군향 UJTS(Undergraduate Jet Training System)라는 거대 수주를 바라보고 있다. 지난 수 주 경쟁에서는 동사가 보잉-사브 컨소시엄에 패배하였으나, 이번에는 이야기가 다르다.

4.3.1. T-7A의 실수는 곧 동사의 기회

매출과 수익성의
동반 상승 전망

미 공군은 '18년에 사용 기간이 50년에 달하는 T-38 고등훈련기를 대체하기 위해 T-X 프로그램을 진행한 바 있다. 이때 보잉-사브 컨소시엄이 제시한 T-7A가 최종 선정되며, 록히드마틴과 동사의 컨소시엄이 제시한 T-50은 탈락의 고배를 마셔야 했다.

- ① 원가 절감 기대
- ② 보잉을 살려주자

T-7A가 선정된 이유는 크게 두 가지였다. 첫째, T-7A는 오직 T-X 프로그램만을 위해 새롭게 설계된 기체로, T-50 대비 예산을 40%가량 크게 절약할 수 있으리라는 기대를 받았다. 두 번째는 다소 정치적인데, 미 정부 입장에서는 오랜 기간 이렇다 할 수주를 따내지 못해 위기에 처한 보잉을 살려줄 필요가 있었다. 보잉의 몰락으로 인해 록히드마틴의 독점적 지위가 지나치게 공고해지는 것은 여러모로 곤란하기 때문이다.

안정성 문제 발생
→ 다른 옵션 OPEN

하지만 T-7A는 수주 당시의 기대를 만족시키는 데 실패한다. 개발 과정에서 시제기 비행 없이 시뮬레이션만을 활용하여 비행 안정성과 관련한 기술적 결함이 발생한 것이다. 이로 인해 실질적인 전력화 일정이 1년 이상 연기되었고, 미 공군은 이 공백을 메우기 위해 훈련기 임대 프로그램 진행까지 고민하는 등 골머리를 앓았다. 이제 미 공군은 다음 사업에서 다른 선택지 또한 고려하고 있다.

사실상의 양강구도
보잉의 실패는 곧..?

미 공군 입장에서는 자국 기업에 이처럼 큰 국가적인 사업을 발주할 유인이 크기 때문에, 이 사업은 사실상 보잉과 록히드마틴의 양강구도라는 평가를 받고 있다. 이러한 상황에서 유일한 경쟁자인 보잉의 실수는 동사에게 있어 더없이 반가운 일이다.

4.3.2. 미 공군의 ATT(Advanced Tactical Trainer)

고등전술훈련기로
전투기 유지비용 ↓

훈련 과정에 High-end 전투기인 F-22A나 F-35A를 사용하게 되면 그 유지 비용이 상상을 초월한다. 미 공군은 이러한 훈련의 일부를, 저렴하면서도 전술 훈련 시뮬레이션이 가능한 기체로 대체하여 유지 비용을 감소시키겠다 선언했다. 이에 최대 400대의 고등전술훈련기(ATT)를 도입하는 사업을 추진하기로 결정, '21년 10월 ATT 사업에 대한 RFI(Request For Information, 정보요청서)를 제시하며 입찰 공고를 띄웠다. 미국은 해당 RFI에서 초기 전술 훈련이나 가상 적기 역할뿐만 아니라, 조종사 훈련의 마지막 과정인 F-35 실전 훈련 과정까지 수행할 수 있는 ATT를 원한다고 못박고 있다.

요구 성능 ↑↑↑

T-7A는 경량화 모델,
조건 맞춘 개량 불가

현재 개발중인 T-7A를 약간의 개량을 통해 ATT로서 활용할 수 있었거나, 혹은 지금껏 사업이 차질없이 진행되더라도 했다면 ATT 역시 보잉의 후속 수주가 되었을지 모른다. 그러나 '18년 수주가 절실했던 보잉은 요구된 사양에 겨우 부합하는 '경량화'모델로서 T-7A를 제시하여 수주를 따낸 것이다. 때문에 이번 ATT 요건을 충족하기 위한 각종 장비를 부착할 여력이 되지 못하며, 이에 당사는 "이번 ATT 프로그램에서 추가된 성능을 모두 만족시키려면 아예 계약된 엔진을 재설계해야 한다"고 우려를 표한 바 있다.

4.3.3. 미 해군의 UJTS(Undergraduate Jet Training System)

ATT와 마찬가지로
T-7A는 만족 X

미 해군 역시 도입한지 30년 이상 지난 T-45를 대체할 200여 대의 새 훈련기 도입이 필요하다. 이에 '20년 5월 RFI를 공개했는데, ATT와 마찬가지로 고등 훈련기를 넘어 전투 비행 훈련 시에 가상 적기 역할을 할 수 있는 제원까지 요구하였다. **상술한 것과 같은 이유로 T-7A가 만족시키기 어려운 조건이다.**

한시가 급한 해군

또한 UJTS의 경우 지난 '21년 3월과 '22년 8월에 노후화된 T-45가 각 1기씩 추락하는 사고가 발생한 바 있어 **시간적 제약이 특히나 급박하다.** 보잉이 T-7A의 해군형 버전인 T-7B를 개발 중에 있으나, 미 해군 입장에서 해당 모델이 완성될 때까지 기다릴 여유가 없는 것이다. 또한 보잉은 기존에 수주 받은 T-7A마저도 '23년 11월까지 양산 결정을 받는 것을 목표로 하고 있다. **한시가 급한 해군은 동사와 록히드마틴 쪽으로 손을 뻗을 가능성이 높다.**

4.3.4. 소결

전술한 상황으로 추정컨대 동사는 **훈련기의 성능 면에서나 납기 면에서나 상당한 우위를 점하고 있는 것으로 보인다.** 동사가 실제로 선정된다면, 미국의 관련 정책으로 인해 완제가 아닌 **기체 부품 매출**이 발생할 가능성이 높다. 구체적인 매출 규모는 록히드마틴과의 협상에 따라 결정될 것이므로 현재로서는 추정이 불가능하다. 하지만 장기적으로 기체부품 매출의 퀀텀 점프, 그리고 미국향 레퍼런스 확보를 낳을 ATT와 UJTS 프로그램 소식에 반드시 귀 기울일 필요가 있다.

5. 매출 추정

5.1. 매출 추정 결과

매출 추정 (단위 : 백만원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
총 매출액	2,786,108	3,108,624	2,811,967	2,548,320	637,472	665,678	607,627	985,173	2,895,950	4,576,983	4,248,880	5,238,237	5,805,564
YoY(%)	34.4%	11.6%	-9.5%	-9.4%	4.7%	-5.7%	36.8%	23.6%	13.6%	58.0%	-7.2%	23.3%	10.8%
완제기 수출	684,881	648,912	310,573	217,617	55,865	2,447	25,344	60,514	144,170	1,671,993	1,017,468	1,266,052	1,771,465
국내 사업	1,101,834	1,428,150	1,902,512	1,842,766	410,173	497,078	416,119	741,211	2,064,581	2,042,859	2,243,981	2,901,480	2,922,142
기체부품	999,393	1,031,562	598,882	487,937	171,434	166,153	166,164	183,448	687,199	862,131	987,430	1,070,706	1,111,957

동사 매출은 완제기 수출, 국내 사업, 기체부품으로 나누어 추정하였다. 완제기 수출의 경우 각 국으로의 동사의 완제기 수출 및 후속 발생 매출을, 국내 사업은 방위사업청, 조달청 등 국내 기관향으로 발생하는 매출을, 기체부품은 민간 및 군수용 항공기제조사에 납품하는 부품 매출을 의미한다. 동사가 영위하는 사업의 특성상 현 수주량 및 잠재 수주량을 기반으로 매출을 추정하는 것이 가장 합리적이라 판단하였고, '26년까지의 매출을 추정하였다.

5.2. 완제기 수출

완제기 수출 대수																				
기종	국가	금액(십억 원)	대수	시작연월	종료연월	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
KT-1	페루	230	20	12.11.	16.12.	20														
T-50	이라크	1,186	24	18.03.	20.06.	1	2	11	10											
FA-50	필리핀	443	12	14.05.	17.07.	10	2													
T-50	태국 1차	109	4	15.09.	18.03.	1	1	2												
KT-1	세네갈	70	4	20.05.	21.12.					2	2									
T-50	태국	291	8	19.01.	20.05.				2	6										
T-50	태국 (후속)	36	16개월	18.07.	19.10.		6개월	10개월												
T-50	인도네시아 (후속)	70	36개월	19.01.	22.01.			11개월	12개월		12개월	1개월								
KT-1B	인도네시아	27	3	19.01.	22.04.				1	1	1									
T-50	태국 (후속)	62	30개월	19.05.	21.10.			8개월	12개월		10개월									
T-50	인도네시아	274	6	22.08.	25.06.								1	3	2					
T-50	태국	90	2	21.07.	23.11.						2									
T-50	이라크 (후속)	427	36개월	22.01.	24.12.							12개월	12개월	12개월						
FA-50	폴란드	4,208	48	22.11.	28.09.								12			12	12	12		
FA-50	슬로바키아	510	10	23.xx.	24.12.								2	8						
FA-50	아일랜드	408	8	29.xx.	30.12.														2	6
T-50	인도네시아	594	22	23.xx.	25.12.							5	5	12						
FA-50	말레이시아	1,180	18	25.xx.	26.12.										10	8				
FA-50/T-50	콜롬비아	780	20	23.xx.	26.12.								5	5	5	5				
연간 수출 대수 계						32	5	13	13	9	5	0	25	21	29	25	12	12	2	6
완제기 수출 매출액																				
기종	국가	금액(십억 원)	대수	시작연월	종료연월	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
KT-1	페루	230	20	12.11.	16.12.	230														
T-50	이라크	1,186	24	18.03.	20.06.	49	99	543	494											
FA-50	필리핀	443	12	14.05.	17.07.	369	74													
T-50	태국 1차	109	4	15.09.	18.03.	27	27	54												
KT-1	세네갈	70	4	20.05.	21.12.					35	35									
T-50	태국 2차	291	8	19.01.	20.05.				73	218										
T-50	태국 후속	36	군수패키지	18.07.	19.10.			13	22											
T-50	인도네시아	70	레이더/기관총	19.01.	22.01.				21	23	23	2								
KT-1B	인도네시아	27	3	19.01.	22.04.				9	9	9									
T-50	태국 후속	62	군수패키지	19.05.	21.10.				17	25	21									
T-50	인도네시아 2차	274	6	22.08.	25.06.								46	137	91					
T-50	태국 3차	90	2	21.07.	23.11.						90									
T-50	이라크 (후속)	427	CLS/교육훈련	22.01.	24.12.								142	142	142					
FA-50	폴란드	4,208	48	22.11.	28.09.								1,052			1,052	1,052	1,052		
FA-50	슬로바키아	510	10	23.xx.	24.12.								102	408						
FA-50	아일랜드	408	8	29.xx.	31.12.														102	306
T-50	인도네시아	594	22	23.xx.	24.12.							135	135	324						
FA-50	말레이시아	1,180	18	23.xx.	25.12.										656	524				
FA-50/T-50	콜롬비아	780	20	23.xx.	25.12.								195	195	195	195				
연간 수출 매출액 계						675	200	611	636	310	178	144	1,672	1,017	1,266	1,771	1,052	1,052	102	306

본 보고서의 논리에 따라 (1) 향후 수출 계약 체결이 예상되는 국가별 기종별 수주 대수를 추정하였다. 이에 (2) T-50 및 FA-50의 추정ASP를 곱하여 향후 체결될 계약으로부터 발생할 수출액을 추정하였다. 이후 이를 동사의 기존 수주 내역과 합산하여 (3) 연간 수출액을 산출, 상기된 두 표에 나타내었다. 상세 내역은 아래와 같다.

(1) 향후 발생할 수주 대수 추정

① **슬로바키아**: '21년 슬로바키아 국영 방산업체와 업무협약(MOU)을 맺을 당시 10대의 FA-50을 원하고 있다는 언론 보도를 바탕으로 예상 수주 대수를 10대로 추정하였다.

② **아일랜드**: 아일랜드 국방위에서 발간된 보고서에서 제시하는 FA-50 도입 대수가 8개임을 감안하여 예상 수주 대수를 8대로 추정하였다.

③ **인도네시아**: MEF 정책에서 '24년까지 요구되는 훈련기 대수가 62대인데 '22년 현재 40대임을 고려해 예상 수주 대수를 22대로 추정하였다.

④ **말레이시아**: LCA/FLIT Program 입찰 공고에 총 18대의 경전투기를 수주할 것임을 명시하고 있기 때문에 예상 수주 대수를 18대로 추정하였다.

⑤ **콜롬비아**: '20년 세스나 A-37B 7대, '21년 세스나 T-37 Tweet 13대가 이미 퇴역하였음을 고려하면 최소 20대의 고등 훈련기 및 경전투기 보충 수요가 발생할 것으로 예상된다. 따라서 보수적으로 예상 수주 대수를 20대로 추정하였다. 이는 콜롬비아가 최소 20대의 TA-50/FA-50을 원하고 있다는 다수의 언론 보도와도 합치된다. 다만 구체적인 TA-50 및 FA-50의 대수를 확인할 수 없으므로 각 10대씩 수주할 것으로 추정하였다.

(2) T-50 및 FA-50의 추정ASP

군용기는 계약마다 기체에 탑재되는 장비와 기능이 상이하고, 이에 따라 지금까지 이루어진 각 계약도 같은 기종 내에서 ASP 편차가 최대 80%에 달한다. 따라서 아직 이루어지지 않은 계약에 대한 정확한 ASP 추정은 불가능하나, 과거 또는 이미 체결이 거의 완료된 계약에서의 ASP를 기준으로 향후 ASP를 산출하였다.

T-50: 역사적으로 동사 T-50 수출 계약에서의 ASP 중 가장 낮은 값인 270억 원을 사용하였다. 인도네시아는 공격기 기능이 탑재되지 않은 단순 전술훈련기의 용도로 T-50을 도입하고자 한다. 또한, 콜롬비아는 FA-50은 경전투기의 용도로, T-50은 단순 전술훈련기로서의 용도로 도입하기에 해당 추정이 합리적이라고 판단하였다.

FA-50: 과거 FA-50 수출 계약은 '14년 필리핀 이후에 '22년 폴란드 계약이 전부다. 추가로 말레이시아 계약은 공개 입찰 방식이라는 특성 때문에 정확한 대수와 금액을 알 수 있었다. 이에 필리핀 계약과 현 진행중인 말레이시아 계약의 ASP를 평균하여 향후 발생할 수주에 적용하였다. 폴란드의 경우 암람 및 AESA 레이더가 탑재되고, 그 개발 비용이 계약에 포함되어 계약금액이 매우 높게 책정되어 향후 발생할 수주의 ASP 추정에 반영하지 않았다.

(3) 연간 완제기 수출액 산출

(단위: 십억 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
실제 수출액	695	171	685	649	311	218
추정액	675	200	611	636	310	178
과리율	2.8%	-16.7%	10.7%	1.9%	0.1%	18.4%

완제기 인도 계약은 인도일을 기준으로, 후속 매출은 기간에 걸쳐 수익이 인식된다. 이에 따라 수주로 인해 발생한 과거 매출을 배분하여 추정하였을 때 상기된 표와 같은 과리율을 보였다. 본 보고서에서 논의한 바에 따르면 5개국에서 완제기 수주가 추가로 발생할 예정이다. 이에 동사의 Capa를 고려하여 각 국가별로 기체를 필요로 하는 도입시기에 따라 인도일을 분배하고, 기존 수주내역과 합산하여 연간 수출액을 산출하였다.

5.3. 국내 사업

국가 안보와 관련된 방위산업의 특성상 국내 사업의 수익 인식 시기는 각 계약별로 천차만별이라는 점 이외에 합리적인 추정에 유의미한 정보를 전혀 확인할 수 없었다. 이에 5.1. 완제기 수출과 같은 논리로 수익을 한 시점에 인식하는 경우와 기간에 걸쳐 인식하는 경우로 구분하여 추정하고자 했으나, 금액적 중요성이 매우 큰 연도별 인도 대수에 관한 정보 역시 추정할 수 없었다.

이에 부득이하게 계약기간에 걸쳐 수익을 인식한 것으로 가정, '10년부터 동사의 국내 사업 수주액을 계약기간에 따라 안분하였다. 그 결과 분식회계 이슈가 발생했던 '17년 이외에는 비교적 오차범위가 크지 않았다. 이에 기수주액과 다음의 2개의 추가 수주 예상액을 계약기간에 안분하여 국내 사업 매출을 추정하였다.

(1) 소형무장헬기 양산 사업: 지난 11월 28일 방위사업청은 제147회 방위사업추진위원회에서 2031년까지 총 사업비 5조 7,500억원을 투입해 소형무장헬기(LAH)를 양산하는 계획을 심의 및 의결하였다. 이는 아직 동사와 수주 계약만 이루어지지 않았을 뿐, 근시일 내 동사에 발주가 들어올 것이 확실하다. 따라서 '23년 하반기부터 기간에 안분하여 동사의 매출에 반영하였다.

(2) KF-21 양산 사업: KF-21은 대한민국 공군이 노후 전투기 대체를 위해 개발 중인 전투기로, '15년부터 '28년까지 투입예정인 8조 원에 달하는 금액이 동사에 수주된 바 있다. 우리 군은 이에 더해 '26년부터 '32년까지 9조 2,000억원을 투입하여 KF-21 120여 대를 양산 및 전력화할 계획이다. 이는 장기적으로 동사의 매출을 견인할 전망이며, '26년 매출 추정에 반영하였다.

국내사업 매출액				2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
계약의 내용	금액(십억 원)	시작연월	종료연월															
FA-50 경공격기 초도양산 계약	711	11.12.	14.12.	178	178	178												
FA-50 성과기반군수지원(PBL) 사업	17	12.11.	14.12.	6	6	6												
정지계도 복합위성 핵심부품 개발사업	35	12.11.	17.12.	6	6	6	6	6	6									
KF-16 모의훈련장비 양산사업	47	12.12.	14.12.		24	24												
FA-50 후속양산 및 훈련체계 납품	1,119	13.05.	16.1.		373	373	373											1,119
T-50계열 항공기 수리부속 PBL 계약	46	13.07.	16.11.		11	11	11	11										
FA-50 후속양산 사업의 수리부속(PBL) 계약	41	13.09.	16.12.		8	8	8	8	8									
FA-50 창정비 요소 납품	90	13.12.	17.06.			22	22	22	22									
수리온(KUH) 2차 후속양산 지원장비 공급	35	13.12.	17.06.			9	9	9	9									
수리온(KUH) 초도양산 중도확정계약	134	10.12.	14.12.	27	27	27												
FA-50 무장운용 추가영역확장 사업	20	14.02.	16.08.			7	7	7										
T-50B 항공기 추가 양산 계약	49	14.05.	15.12.			25	25											
수리온 양산 후속군수지원	11	14.07.	15.12.			6	6											
의무후송전용헬기 체계개발 사업	32	14.08.	16.12.			11	11	11										
군단급 UAV(무인기) PBL 사업	29	14.09.	18.12.			6	6	6	6	6								
소형무장헬기(LAH) 체계개발 사업	581	15.06.	22.11.				73	73	73	73	73	73	73	73				
KT/A-1 항공기 수리부속 PBL 2차 사업	52	15.07.	20.07.				9	9	9	9	9	9						
KUH-1P(수리온) 경찰청헬기 공급계약	22	15.10.	17.10.				7	7	7									
한국형전투기(KF-X) 체계개발사업 계약	7,921	15.12.	26.12.					720	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720
KUH 체계결빙 운용능력 입증사업	11	14.02.	16.07.			4	4											
KUH(수리온) 해양경찰헬기 공급계약	49	16.12.	19.11.						16	16	16							
상륙기동헬기 성과기반 군수지원(PBL)	29	16.12.	23.12.						4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
상륙기동헬기(MUH) 초도양산	633	16.12.	23.11.						90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
KUH(수리온) 경찰헬기 공급	71	17.12.	20.02.							24	24	24						
KUH(수리온) 산림청헬기 공급계약	21	15.12.	18.05.						7	7	7							
KUH-1 수리온(2차양산) 항공기 조달	1,722	13.12.	18.05.			344	344	344	344	344								
KUH(수리온) 제주소방 다목적헬기 공급계약	25	15.12.	18.05.					8	8	8								
다목적실용위성 6호 장착물 제작	21	13.07.	18.12.			3	3	3	3	3	3							
425사업 SAR위성체	588	18.12.	25.09.									84	84	84	84	84	84	84
의무후송전용헬기 항공기 등 16항목	203	18.12.	20.12.									102	102					
수리온(KUH-1) 창정비 요소개발 사업(기체외)	72	18.12.	24.12.									12	12	12	12	12	12	12
국내개발 군단UAV 3차 PBL사업(정비/보급)	30	19.03.	23.12.									6	6	6	6	6	6	6
KUH-1(수리온) 후속양산(3차)	1,521	16.12.	22.02.						253	253	253	253	253	253	253	253	253	253
FA-50 IFF/Link-16 성능개량	76	19.12.	25.12.									13	13	13	13	13	13	13
전술입문용훈련기 2차(TA-50 Block2) 사업	688	20.06.	24.06.									138	138	138	138	138	138	138
KT/A-1 항공기 수리부속 PBL 3차 사업	61	20.08.	25.07.									10	10	10	10	10	10	10
KUH-1P(수리온) 경찰청헬기 공급계약	47	20.08.	23.02.									12	12	12	12			
KUH(수리온) 소방헬기 공급계약	45	20.10.	22.10.									15	15	15				
수리온(KUH-1) 수리부속 1차 PBL	112	21.01.	25.12.									22	22	22	22	22	22	22
수리온(KUH-1) 4차 양산	1,057	20.12.	24.12.									264	264	264	264	264	264	264
Link-K(완성형) 항공기 체계통합	141	20.12.	24.11.									35	35	35	35	35	35	35
KUH(수리온) 해양경찰헬기 공급계약	50	21.08.	24.07.									12	12	12	12	12	12	12
T-50계열 수리부속 PBL 2차 사업	207	16.12.	21.11.						41	41	41	41	41					
T-50계열 기체 수리부속 PBL 3차 사업	181	21.12.	25.07.											45	45	45	45	45
백두체계능력보강 2차	806	21.12.	26.12.											161	161	161	161	161
상륙공격헬기 체계개발	438	22.10.	26.08.											88	88	88	88	88
차기군단 정찰용 무인항공기(UAV) 체계개발	65	12.12.	23.11.			6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
소형무장헬기 양산 사업(예정)	5,750	23.xx.	31.xx.													319	639	639
KF-21 양산 사업(예정)	9,200	26.xx.	32.xx.															1,314
국내사업 매출액 계				216	637	1,080	934	1,266	1,622	1,605	1,440	1,611	1,812	2,065	2,043	2,244	2,901	2,922
국내사업 실제 매출액				763	1,139	1,234	1,169	1,133	816	1,102	1,428	1,903	1,843					

5.4. 기체부품

기체부품 매출액													
(단위 : 백만원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
기체부품 계	999,393	1,031,562	598,882	487,937	171,434	166,153	166,164	183,448	687,199	862,131	987,430	1,070,706	1,111,957
Boeing 계열	492,933	545,056	316,083	213,468	54,055	65,420	60,918	65,688	246,081	331,674	417,268	470,764	492,162
Airbus 계열	454,654	473,662	252,310	238,447	96,190	81,466	84,018	95,680	357,354	446,693	486,399	516,178	536,031
록히드마틴 등	51,806	12,844	30,489	36,022	21,189	19,267	21,228	22,080	83,764	83,764	83,764	83,764	83,764

동사의 기체부품 매출은 크게 보잉, 에어버스, 그외 민항기 및 록히드마틴을 비롯한 군용업체로부터 발생한다. 이때, 에어버스가 제시한 23년 이후 보잉과 에어버스의 민항기 인도 예상치를 바탕으로 각각의 인도량 증가율을 산출했다. 4.1.에서 서술한 바와 같이 동사의 보잉 및 에어버스 계열 기체부품 매출은 민항기 제조업체의 인도량에 직접적으로 연동되므로,

향후 인도량 증가율을 동사의 '22년 매출 가이드스에 곱해 추정하였다.

4.3.에서 언급한 ATT, UJTS 프로그램의 경우 하나 이상의 프로그램에서 대규모 수주가 발생할 가능성이 매우 높다. 그러나 현재로서는 계약의 형태가 완제기 납품일지, 부품 납품일지 알 수 없고, 나아가 동사와 록히드마틴의 수익 배분 구조의 향방을 전혀 예상하기 어려워 부득이하게 매출추정에는 포함하지 않았다. 보수적인 추정을 위해 록히드마틴 등 군용업체향 부품 매출은 '22년 매출 가이드스를 flat하게 적용하였다.

6. Valuation

6.1. 매출원가 추정

매출원가										
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022E	2023E	2024E
매출액	2,786,024	3,110,158	2,825,136	2,562,284	640,671	668,471	608,949	2,895,950	4,576,983	4,248,880
원재료비	1,366,785	1,345,269	1,311,289	1,137,238	272,653	309,139	227,363	1,221,668	1,930,818	1,792,407
%	49.1%	43.3%	46.4%	44.4%	42.6%	46.2%	37.3%	42.2%	42.2%	42.2%
재고자산의 변동	245,904	52,766	(6,310)	(110,591)	(42,134)	(48,447)	(163,146)			
원부재료 및 저장품 매입액	1,120,882	1,292,503	1,317,599	1,247,829	314,786	357,586	390,509			
외주가공비	302,045	331,948	263,246	187,206	46,574	48,900	52,849	223,939	353,931	328,559
통상급여	467,524	595,162	526,237	540,939	140,073	136,836	137,302	625,379	988,397	917,543
종업원급여 및 퇴직급여	406,814	519,008	445,086	461,506	118,578	119,196	113,914			
복리후생비	60,710	76,154	81,151	79,433	21,495	17,639	23,388			
감가상각비 및 무형자산상각비	83,006	103,416	129,760	140,986	31,875	30,581	30,567	151,032	172,103	200,627
지급수수료	77,088	90,585	74,410	74,624	22,633	17,430	22,643	81,273	128,450	119,242
%	2.8%	2.9%	2.6%	2.9%	3.5%	2.6%	3.7%	2.8%	2.8%	2.8%
기술개발비	159,248	178,151	200,415	176,589	26,940	35,534	12,287	189,162	189,162	189,162
여비교통비	11,600	9,737	5,083	7,050	2,032	2,913	2,669	11,500	18,175	16,872
%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
기타비용	(55,756)	(24,114)	(17,190)	(9,305)	7,733	1,780	27,391	-	-	-
매출원가 합계	2,411,539	2,630,154	2,493,250	2,255,327	550,512	583,112	513,071	2,503,953	3,781,037	3,564,413
GPM	13.4%	15.4%	11.7%	12.0%	14.1%	12.8%	15.7%	13.5%	17.4%	16.1%

(1) 원재료비/외주가공비: 생산실적에 직접적으로 연동된다. 사업부별 별도 추정하는 것이 합리적이거나 각 사업부별 원가 구조가 명시되지 않아 추정이 불가했고, 이에 매출액 변화에 연동하여 추정했다. 마진이 높은 완제기 수출 및 기체부품 사업부의 매출 비중이 높아질 것으로 예상되는 만큼, 현재의 매출대비 비중을 그대로 유지하는 것은 보수적 추정으로 판단된다.

(2) 통상급여: 종업원급여 및 퇴직급여, 복리후생비를 합산하여 산출하였다. 동사가 밝힌 생산능력이 인원수 기준으로 산정되어 있는 만큼, 매출액에 인건비가 직접적으로 연동된다고 추정하는 것이 합리적이라 판단하였다.

(3) 감가상각비 및 무형자산상각비: 동사가 밝힌 시설투자계획에 따라 별도 추정하였다. 감가상각비 추정 표는 Appendix에 수록하였다.

(4) 지급수수료/여비교통비: 매출에 연동되는 추세가 확인되어 향후 매출액 변화분에 연동하여 추정하였다.

(5) 기술개발비: 무형자산으로 인식되는 개발비와 비용 인식되는 개발비를 합산하여 총 개발비를 도출하였다. '19~'21년도 총 개발비가 매출에 관계없이 일정한 수준에 머무른다는 점에 착안하여 최근 3개년의 총 개발비 평균을 향후 총 개발비로 flat하게 추정하고, 기존 비율에 따라 무형자산 및 비용 인식하였다.

(6) 기타비용: 매출에 연동되는 추세가 확인되지 않고, 변동성이 크며 합리적 추정이 불가해 0으로 추정하였다.

6.2. 판매비와관리비 추정

판매비와관리비										
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022E	2023E	2024E
매출액	2,786,024	3,110,158	2,825,136	2,562,284	640,671	668,471	608,949	2,895,950	4,576,983	4,248,880
통상급여	61,347	62,279	66,866	75,979	19,703	20,752	21,449	84,073	93,029	102,939
급여	45,087	49,234	50,009	57,094	14,809	16,293	15,975			
퇴직급여	8,107	4,877	6,477	7,222	1,841	1,754	1,774			
복리후생비	8,153	8,167	10,381	11,663	3,053	2,705	3,700			
수선비	73,929	26,637	18,340	43,368	7,006	4,167	5,698	29,448	29,448	29,448
감가상각비	1,968	1,960	2,427	3,441	819	812	849	3,591	3,991	4,453
지급수수료	12,569	12,785	18,552	31,098	3,893	3,970	3,517	15,173	15,173	15,173
무형자산상각비	7,569	11,112	2,157	4,351	562	373	278	4,934	5,915	7,474
대손상각비(환입)	831	9,424	18,588	9,302	(1,575)	(2,435)	(3,214)	(7,225)	-	-
경상개발비	42,013	49,859	43,286	48,391	11,692	13,277	24,869	51,837	51,837	51,837
기타잡비	27,876	30,383	22,144	32,767	8,829	10,013	11,967	41,078	28,293	28,293
판매비와관리비 합계	228,102	204,440	192,362	248,697	50,929	50,929	65,413	222,909	227,686	239,616

(1) 통상급여: 급여, 퇴직급여, 복리후생비 계정을 합산하여 산출하였다. 매출액과 직접적으로 연동되지 않으나 최근 증가하는 추세가 확인되어 '22년도의 연간 통상급여 증가율이 '23~'24년에도 그대로 이어진다는 가정 하에 추정하였다.

(2) 수선비/지급수수료: 매출액과 직접적으로 연동되지 않고 변동성이 커 최근 3개년 평균, '22년도 3개 분기 추세를 고려하여 flat하게 추정하였다. (3) 감가상각비/무형자산상각비: 동사가 밝힌 시설투자계획에 따라 별도 추정하였다. 감가상각비 추정 표는 Appendix에 수록하였다.

(4) 대손상각비(환입): 합리적 추정이 불가해 '22년도의 경우 3분기까지 발생한 비용만 반영하고 이후로는 0으로 추정하였다. (5) 경상개발비: 매출원가에서 서술한 바와 같이 별도 추정하였다. (6) 기타잡비: 매출액과 직접적으로 연동되지 않고 합리적 추정이 불가해 '22년도의 경우 3분기까지 발생한 비용으로 추정하였고, 이후로는 직전 4개년도 평균값을 적용하였다.

6.3. 영업외손익 (Other Incomes (Expenses) net.) 추정

영업외손익										
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022E	2023E	2024E
기타수익	7,378	11,558	41,958	29,676	4,464	4,528	2,163	21,930	20,272	20,272
수입수수료	5	3	2	2	0	1	23	24	2	2
임대수수료	319	321	327	455	60	-	131	191	368	368
잡이익	6,847	9,923	41,209	21,630	4,336	4,340	451	19,902	19,902	19,902
기타 처분이익 및 손상차손환입	207	1,311	420	7,589	68	187	1,558	1,812	-	-
기타비용	55,955	153,336	62,593	41,186	533	966	418	14,303	13,865	13,865
기부금	2,823	2,376	7,707	5,004	142	356	371	4,477	4,477	4,477
잡손실	8,401	5,669	8,896	14,582	315	247	47	9,387	9,387	9,387
기타 처분손실 및 손상차손	44,731	145,291	45,991	21,600	75	363	0	439	-	-
금융손익	33,023	42,918	45,814	53,849	16,066	43,642	63,215	49,781	(16,978)	(16,978)
이자손익	(22,199)	(13,581)	(17,316)	(20,036)	(4,624)	(1,803)	(2,276)	(16,978)	(16,978)	(16,978)
외환차손익	9,887	13,857	4,845	10,957	780	6,193	9,262	16,235	-	-
외화환산손익	385	(5,023)	(26,259)	16,897	6,728	18,862	24,367	49,956	-	-
파생상품평가손익	-	-	(63)	(1,480)	-	-	-	-	-	-
당기손익-공정가치측정금융상품평가손익	(5,929)	347	4,809	887	(118)	28	657	568	-	-
당기손익-공정가치측정금융상품처분손익	-	11	-	-	-	-	-	-	-	-
기타의 금융손익	-	-	(2,436)	-	-	-	-	-	-	-
지분법손익	(289)	56	19	431	(674)	311	(179)	-	-	-
영업외손익	(66,722)	(146,111)	(57,035)	(3,854)	6,024	27,153	33,577	57,408	(10,570)	(10,570)

기타수익 - (1) 수입수수료/임대수수료/잡이익: 합리적 추정이 불가해 '22년도의 경우 3분기 까지 발생한 비용만 반영하고 이후로는 직전 3개년 평균값으로 추정하였다. (2) 기타처분이익 및 손상차손환입: 합리적 추정이 불가해 '22년도 3분기까지 발생한 비용만 반영하고 이후로는 0으로 추정하였다.

기타비용 - (1) 기부금/잡손실: 합리적 추정이 불가해 직전 3개년 평균값을 향후 추정에 적용하였다. (2) 기타처분손실 및 손상차손: 합리적 추정이 불가해 '22년도 3분기까지 발생한 비용만 반영하고 이후로는 0으로 추정하였다.

금융손익 - (1) 이자손익: 향후 예정된 설비투자액이 현금창출능력 대비 과도하지 않아 순차입금의 급격한 변동이 없을 것으로 예상되고, 방위산업 육성 관련 차입금의 비중이 높아 금리 상승에 따른 이자비용 부담 증가가 크지 않을 것으로 판단되어 직전 3개년 평균값을 향후 추정에 적용하였다. (2) 기타 외환 및 금융상품 관련 손익: 합리적 추정이 불가해 '22년도 3분기까지 발생한 비용만 반영하고 이후로는 0으로 추정하였다.

지분법손익 - 전체 비용 대비 크기가 미미하고, 합리적 추정이 불가해 0으로 추정하였다.

6.4. 법인세비용 (Provision for income taxes) 추정

법인세비용 (단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022E	2023E	2024E
법인세차감전순이익	(320,282)	79,660	129,453	82,489	54,406	45,254	61,582	226,496	557,691	434,281
법인세비용	24,121	(38,839)	10,175	1,133	8,504	11,400	11,882	44,649	109,937	85,609
유효세율	-7.5%	-48.8%	7.9%	1.4%	15.6%	25.2%	19.3%	19.7%	19.7%	19.7%

유효법인세율의 변동폭이 크고 세액공제, 비과세수익/비용으로 인한 조정, 이연법인세 효과 등 추정이 불가한 변수를 고려하기 어려워 최근 3개분기의 가중평균 유효법인세율을 향후 추정에 그대로 적용해주었다.

6.5. Valuation - Historical PBR Method

6.5.1. Valuation Method 선정 논리

PBR Method:

① BM의 특징: 동사가 영위하는 항공기 설계, 제조, 판매, 정비 사업은 **장치산업의 특성을 띤다**. 대규모 생산설비를 구비해야 하고, 이로 인해 **고정비 비중이 높다**. 또한 **수주산업에 속하기도 하는데**, 체계개발, 완제기 양산 및 판매 등 대형 수주가 매출을 결정짓는다. 매출액 변동성은 높은 고정비와 결합되어 더 큰 이익 변동성으로 이어지고, NPM, ROE 등 이익성을 나타내는 지표 또한 등락폭이 크다.

② 주가의 Key Driver: 주가 변화의 가장 핵심적인 원동력은 “신규 수주”이다. 대규모 장치산업의 특성상 수익성이 급격히 개선되거나 악화될 수 있는데, **고마진 대형 사업의 수주는 가장 확실한 증익 모멘텀이 되기 때문이다**. 과거 주가 추이는 이를 증명하는데, 동사의 주가 상

승은 늘 KF-X, LAH, APT 사업 등 신규 수주에 대한 기대감과 함께였다. 특히 수익성이 좋은 완제기 수출 소식은 매년 주가를 부양하곤 했다.

③ **최종 선정 이유:** 동사가 영위하는 사업의 특징과 주가 추이를 종합적으로 고려하여 PBR Method를 선정했다. 장기 프로젝트 진행 상황, 완제기 인도 계약에 따라 변동성이 큰 당기 순이익에 단일 멀티플을 적용하여 기업 가치를 설명하기 어렵다는 판단을 했고, 동사의 Valuation이 관행적으로 PBR Method에 의해 이루어졌다는 점도 하나의 근거가 되었다. 다만 향후 지속적으로 이익이 발생할 것으로 추정되는 만큼 이익 성장에 대한 기대감을 반영할 수 있는 PER Method 또한 보조 Valuation으로 제시하고자 한다.

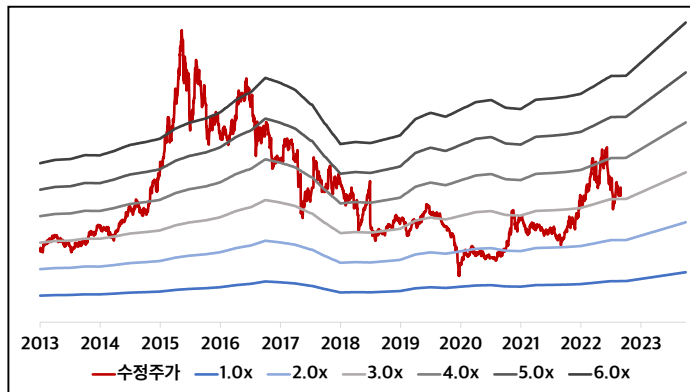
Historical: 타 산업과 차별화되는 방위산업의 특수성, 그 중에서도 동사가 주력제품으로 삼는 헬기 및 고등훈련기, 경전투기의 독특한 포지션을 고려하면 시장 참여자들이 동사에게 갖는 기대감이 다른 기업들과 공유되지 않는다고 판단하였다. 따라서 과거 동사의 Multiple Re-rating 사례를 참고하여 현재 동사의 가치가 재평가되어야 함을 주장하고자 한다.

6.5.2. Target Multiple 선정과 최종 Valuation

2023E Target PBR Multiple: 3.76x

'22년도 7월 19일 폴란드향 FA-50 수출계약 언론보도 이후 2주 동안의 PBR Multiple 평균 값이었던 3.76x를 '23년 Target Multiple로 제시한다.

['13~'22 Trailing PBR 및 주가 추이]



동사의 주가는 '17년 방산비리 파동 이후로 '21년 이전까지 하락세를 이어갔다. 신규 사업 수주와 같은 주가에 긍정적인 이벤트가 전무했고, 악재가 거듭되었기 때문이다. 마린온 추락사건('18.07)이 발생하고 유력시되던 APT 수주마저 수포로 돌아갔다('18.09). '20년엔 팬데믹으로 고마진 기체부품 사업부가 휘청이기 시작했다. 성장동력이 부재하고 주가 상승은 요원하던 시기였다. 그러나 '22년 2월, 러시아가 우크라이나를 침공하며 상황은 달라지기 시작했다.

전쟁 이후 군비 증강에 대한 기대감으로 방위산업에 속한 기업들의 주가가 동시 상승했다. 동사 역시 그 수혜를 입었으나 주가가 가장 높아졌던 시기는 폴란드향 FA-50 수출이 본격 진행되기 시작한 '22년 7~8월이었다. 군비 증강에 대한 기대감이 실체화되면서 Multiple Re-rating이 이루어졌기 때문이다. 동사의 PBR Multiple은 Target 기간에 평균 3.76x, 8월 중

4.0x 이상으로 상승했다.

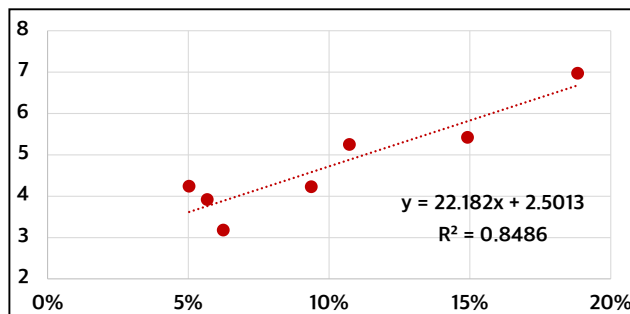
특히 Target 기간('22.07.19~'22.07.29)은 Multiple Re-rating의 조건을 발견할 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있다. 폴란드향 수출의 구체적인 조건이 실린 언론보도 직후 주가는 3일간 정체되어 있다가 이후 가파른 상승을 보이기 시작했는데, 폴란드 수출 소식에 더해 말레이시아, 콜롬비아 등 추가 수출 가능성이 제기되며 본격적인 상승세가 시작되었다는 점을 확인할 수 있었다.

이처럼 ① 기대감이 존재하던 수주의 가시화는 ② 추가 수출 가능성에 대한 이목 집중으로 이어져 Multiple Re-rating의 조건이 되는데, 현재 동사는 여러 수주의 가시화를 목전에 두고 있고, 추가 수출의 가능성은 Target 기간보다 훨씬 크다.

이에 대한 근거는 본 보고서의 핵심 논리에 녹아들어 있다. 폴란드 수출을 통해 얻어낸 유럽향 레퍼런스, 그리고 경전투기로의 진화는 Multi-role 전투기로서의 가능성을 열어주며 전에 없던 전방 수요를 만들어냈다. 이에 따라 본 보고서는 수주 가능성이 매우 높은 [슬로바키아, 아일랜드, 인도네시아, 말레이시아, 콜롬비아]에 더해 12개국의 수출 가능성을 제시하였고 현재 동사는 폴란드향 수출의 첫 발걸음을 내딛던 7월보다 훨씬 크고 거대한 성장성을 내포하고 있음을 주장한다.

심지어 2023년에는 UJTS, ATT 사업이라는 대형 이벤트마저 모멘텀으로 작용할 수 있다. 이에 본 보고서는 곧 다가올 새로운 수주 가시화의 시기에 3.76x 이상의 Multiple Re-rating이 충분히 가능하다고 판단하였다.

[보조 근거 - '13~'21 동사 ROE-PBR 분석]



ROE-PBR 분석은 신규 수주-증익 기대감-주가 상승의 고리를 엿볼 수 있는 효과적인 방법이다. 높은 ROE는 생산설비의 효율적 활용을 의미하며, 생산설비에 대한 기대감이 반영된 PBR Multiple과 직관적으로 연결된다. 이에 '13~'21년 기간에 ROE-PBR 상관분석을 시행하였는데, 주가의 상승세가 지나치게 가팔랐던 '15년, 방산비리 이슈가 있었던 '17년을 제외하면 높은 상관성이 나타난다는 것을 확인할 수 있었다.

도출된 관계식에 '23년도 예상 ROE 25.8%를 대입하면 PBR은 8.22x로 계산된다. 이는 본 보고서가 제시하는 Multiple 3.76x보다 매우 높은 수치이다. 이에 현재 동사의 Multiple이 저평가되어 있다는 주장의 추가적인 근거로 상기한 ROE-PBR 분석 결과를 제시하고자 한다.

6.5.3. 목표주가 및 투자의견

PBR Method (2023E)	
지배지분 기말자본 (단위: 백만 원)	1,738,164
유통가능주식수 (단위: 천 주)	97,475
2023E BPS (단위: 원)	17,832
Target PBR	3.76x
ROE (%)	25.8%
목표주가 (단위: 원)	67,000
Implied PER	14.59
현재주가 (단위: 원)	47,000
상승여력	42.6%

논의를 종합하여, 2023년 Target Multiple 3.76배, 목표주가 67,000원, 현재가 47,000원 대비 상승여력 42.6%로 투자의견 BUY를 제시한다.

6.6. 보조 Valuation - Peer PER Method

P/E Ratio	2023E		
	22E	23E	24E
Raytheon	20.1	18.2	15.2
Lockheed Martin	21.3	17.8	17
Boeing	N/A	33.6	19.7
Northrop Grumman	22.2	22.6	20.6
Airbus	22.1	17	13.7
General Dynamics	20.6	17.9	15.9
L3Harris	18.9	18	16.6
Safran	30.8	22.7	18.6
BAE Systems	15.5	14.1	13.2
Thales	18.1	16.5	15.1
평균	21.1	19.8	16.6

출처: Factset, NH투자증권 리서치센터 / '22.11.14 기준

PER Method (2023E)	
2023E 당기순이익 (단위: 백만 원)	447,753
유통가능주식수 (단위: 천 주)	97,475
2022E EPS (단위: 원)	4,594
Target PER	14.10x
목표주가 (단위: 원)	64,800
현재주가 (단위: 원)	47,000
상승여력	37.9%

PER Method (2023E)	
2023E 당기순이익 (단위: 백만 원)	447,753
유통가능주식수 (단위: 천 주)	97,475
2022E EPS (단위: 원)	4,594
Target PER	19.80x
목표주가 (단위: 원)	91,000
현재주가 (단위: 원)	47,000
상승여력	93.6%

6.5.1에서 상술하였듯이, PER Method로 보조 Valuation을 진행하였다. Historical PER의 경우 변동성이 심해 Peer PER Method를 사용하였다. Peer는 방위 산업 혹은 전투기 제조 기업으로 선정되었으나 각 기업마다 사업 모델이 매우 다르다. 유사성을 통한 Valuation 검증이 불가능하다는 판단 하에 Peer 내 최소 PER과 평균 PER을 대입하여 목표주가를 산정하였다.

Peer 내 2023E 최소 PER은 BAE Systems의 14.1x, 평균 PER은 19.8x로 두 값을 대입한 목표주가는 현재가 대비 37.9%, 93.6%의 상승여력을 가진 것으로 계산되었다. 이에 PBR Valuation을 통해 제시한 42.6%의 상승여력과 PER Method를 통한 검증이 큰 괴리를 보이지 않는다는 점을 근거로 본 보고서가 최종적으로 제시한 목표주가는 무리한 추정이 아님을 재차 강조하고자 한다.

6.7. 투자전략

동사에 투자하기 전 수주산업의 특성에 대해 알아야 할 필요가 있다. 상술하였듯, 동사 주가의 Driver는 지속적인 성장이 아닌 대형 프로젝트 신규 수주에 대한 기대감이다. 따라서 간헐적으로 나타나는 대형 수주에 대한 기대감이 동사의 주가를 끌어올리고, 이후 조정과정이 나타나는 것은 필연적인 결과이다.

흥미로운 것은, 대형 수주가 확정에 가까워질수록 오히려 주가가 하락하는 경우가 많다는 것이다. 이는 많은 시장참여자들이 정확한 계약내용이나 시점이 공시되기 전 기대감을 가질 때 주식을 매수했다가 공시 이후에 매도하는 Sell on News 전략을 사용하기 때문이다. '22년도 9월 폴란드향 수출이 계약 확정 단계에 접어들자 주가가 오히려 하락한 이유이다.

FA-50 이후엔 KF-21 양산이 시작되는 만큼 동사의 장기적 성장은 담보되어 있고 주가도 우상향할 것으로 예상된다. 다만 그 과정에서 주가의 진동은 피할 수 없으며, 투자자들 역시 이점에 유의하여 투자할 필요가 있다.

7. Appendix

[7-1, '19~3Q22 재무상태표]

연결재무상태표				
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	3Q22
자산				
유동자산	2,654,781	3,152,282	3,680,987	3,807,434
현금및현금성자산	69,401	661,888	886,587	577,554
단기금융상품	120,157	17,018	118,005	0
당기손익-공정가치 측정 금융상품	1,003	1,001	71,349	100,066
매출채권	342,057	243,280	245,286	260,212
계약자산	172,175	156,948	110,789	191,623
기타금융자산	6,504	33,727	11,692	16,360
재고자산	1,200,362	1,197,137	1,324,666	1,556,706
당기법인세자산	59,589	362	80	27
기타자산	683,534	840,922	903,358	1,094,009
매각예정비유동자산	-	-	9,176	10,878
비유동자산	1,712,355	2,006,789	2,174,237	2,300,467
당기손익-공정가치 측정 금융상품	39,747	59,713	65,783	66,119
매출채권	-	29,111	39,425	40,037
계약자산	-	16,609	78,156	68,895
기타장기금융자산	30,517	17,354	11,444	15,839
관계기업 및 공동기업	-	351	13,111	15,329
유형자산	746,252	917,149	865,262	835,197
무형자산	412,743	513,519	625,645	725,741
이연법인세자산	345,230	371,713	380,653	371,841
기타자산	137,867	81,269	94,758	161,470
자산총계	4,367,136	5,159,071	5,855,224	6,107,901
부채				
유동부채	2,202,892	2,623,417	2,800,070	3,054,429
매입채무	219,029	211,930	192,149	111,482
기타금융부채	293,930	193,031	191,560	292,670
계약부채	574,993	943,372	1,015,375	1,031,915
단기차입금	293,777	273,456	26,959	38,141
유동성사채	99,968	60,121	72,206	269,931
당기법인세부채	14,429	26,992	6,921	13,564
총당부채	80,608	139,297	78,399	56,330
기타부채	625,517	774,514	1,215,911	1,239,982
파생금융부채	641	704	590	414
비유동부채	981,083	1,301,374	1,757,710	1,636,178
장기차입금	95,256	77,823	105,565	83,158
사채	229,810	568,794	998,446	799,146
기타장기금융부채	75,357	98,204	107,738	206,446
순확정급여부채	409,357	426,649	408,680	428,564
총당부채	141,909	85,183	88,937	71,047
기타비유동부채	26,948	42,347	44,585	44,278
이연법인세부채	2,447	2,374	2,397	2,176
파생금융부채	-	-	1,362	1,362
부채총계	3,183,975	3,924,791	4,557,780	4,690,606
자본				
지배기업의 소유지분	1,141,856	1,195,431	1,269,425	1,391,044
자본금	487,376	487,376	487,376	487,376
주식발행초과금	124,077	124,077	124,077	124,077
이익잉여금	548,292	600,939	674,842	796,208
기타자본항목	(17,889)	(16,960)	(16,870)	(16,618)
비지배지분	41,304	38,849	28,019	26,251
자본총계	1,183,161	1,234,280	1,297,444	1,417,294
자본과부채총계	4,367,136	5,159,071	5,855,224	6,107,901

[7-2, '19~3Q22 현금흐름표]

연결현금흐름표					
(단위 : 백만 원)		2019	2020	2021	3Q22
영업활동현금흐름		354,539	732,408	439,965	(188,019)
영업에서 창출된 현금흐름		432,718	718,501	495,036	(162,412)
당기순이익		168,292	72,314	53,273	139,093
조정		317,820	372,412	262,957	85,838
영업활동 관련 자산·부채의 변동		(53,394)	273,775	178,806	(387,343)
이자수취		2,623	4,117	2,851	8,049
이자지급		(15,605)	(19,787)	(18,749)	(17,250)
배당금의 수취		588	-	-	-
법인세 환급액(부담액)		(65,786)	29,577	(39,172)	(16,407)
투자활동 현금흐름		(386,556)	(353,337)	(415,973)	(96,301)
단기금융상품의 순증감		(25,716)	103,138	(90,983)	118,005
당기손익-공정가치 측정 금융상품의 취득		(8,408)	(15,254)	(75,672)	(230,578)
당기손익-공정가치 측정 금융상품의 처분		406	99	110	202,002
기타금융자산의 증가		(10,831)	(10,382)	(7,516)	(8,115)
기타금융자산의 감소		110	3,159	8,136	2,572
관계기업투자주식의 취득		-	(333)	(12,328)	(2,760)
관계기업투자주식의 처분		257	-	-	-
유형자산의 취득		(187,261)	(252,954)	(83,928)	(55,455)
유형자산의 처분		1,587	33	143	110
무형자산의 취득		(195,676)	(208,772)	(185,311)	(124,306)
무형자산의 처분		-	282	1	-
정부보조금의 수취		48,701	27,646	31,373	2,224
연결실체 변동으로 인한 현금의 증가		(9,726)	-	-	-
재무활동 현금흐름		(44,194)	216,497	200,668	(34,474)
단기차입금의 차입		992,675	1,380,500	101,000	-
단기차입금의 상환		(882,234)	(1,403,185)	(350,000)	-
장기차입금의 차입		14,736	43,936	53,671	-
유동성 장기차입금의 상환		(16,957)	(58,704)	(20,538)	(10,965)
사채의 발행		69,859	498,733	501,095	44
사채의 상환		(200,000)	(202,306)	(60,267)	(653)
배당금지급		(19,495)	(38,990)	(19,495)	(19,495)
리스부채의 상환		(2,778)	(3,488)	(4,797)	(3,406)
현금및현금성자산의 증감		(76,211)	595,568	224,660	(318,795)
외화표시 현금 및 현금성자산의 환율변동효과		1,779	(3,081)	40	9,762
기초현금및현금성자산		143,832	69,401	661,888	886,587
기말현금및현금성자산		69,401	661,888	886,587	577,554

[7-3, '19~'23E 자본변동표]

추정자본변동표									
단위: 백만 원)		지배기업 소유주 귀속분					비지배지분	자본총계	ROE (%)
		자본금	주식발행초과금	이익잉여금	기타자본구성요소	소계			
2019	기초잔액	487,376	124,077	415,993	(18,023)	1,009,422	43,484	1,052,906	14.2%
	당기순이익(손실)	-	-	170,403	-	170,403	(2,111)	168,292	
	기타 자본의 변동	-	-	(18,608)	134	(18,474)	(69)	(18,543)	
	배당금지급	-	-	19,495	-	19,495	-	19,495	
	기말잔액	487,376	124,077	548,292	(17,889)	1,141,856	41,304	1,183,161	
2020	기초잔액	487,376	124,077	548,292	(17,889)	1,141,856	41,304	1,183,161	5.9%
	당기순이익(손실)	-	-	74,619	-	74,619	(2,305)	72,314	
	기타 자본의 변동	-	-	17,017	929	17,946	(150)	17,795	
	배당금지급	-	-	38,990	-	38,990	-	38,990	
	기말잔액	487,376	124,077	600,939	(16,960)	1,195,431	38,849	1,234,280	
2021	기초잔액	487,376	124,077	600,939	(16,960)	1,195,431	38,849	1,234,280	4.1%
	당기순이익(손실)	-	-	63,900	-	63,900	(10,628)	53,273	
	기타 자본의 변동	-	-	29,498	91	29,588	(202)	29,387	
	배당금지급	-	-	19,495	-	19,495	-	19,495	
	기말잔액	487,376	124,077	674,842	(16,870)	1,269,425	28,019	1,297,444	
2022E	기초잔액	487,376	124,077	674,842	(16,870)	1,269,425	28,019	1,297,444	12.8%
	당기순이익	-	-	181,847	-	181,847	-	181,847	
	기타 자본의 변동	-	-	-	-	-	-	-	
	배당금지급	-	-	54,554	-	54,554	-	54,554	
	기말잔액	487,376	124,077	802,135	(16,618)	1,396,718	28,019	1,424,737	
2023E	기초잔액	487,376	124,077	802,135	(16,618)	1,396,718	28,019	1,424,737	25.8%
	당기순이익	-	-	447,753	-	447,753	-	447,753	
	기타 자본의 변동	-	-	-	-	-	-	-	
	배당금지급	-	-	134,326	-	134,326	-	134,326	
	기말잔액	487,376	124,077	1,115,562	(16,618)	1,710,145	28,019	1,738,164	

[7-4, 감가상각비]

감가상각비 추정 (1)							감가상각비 추정 (2)							
(단위: 백만 원)							(단위: 백만 원)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
기초취득원가	토지	92,252	106,230	108,891	108,891	108,891	감가상각비	토지	-	-	-	-	-	-
	건물	392,467	498,102	613,417	629,264	657,092		건물	13,834	18,039	21,277	21,225	22,745	25,177
	구축물	53,781	54,961	72,324	71,509	74,672		구축물	1,740	2,380	2,400	2,412	2,585	2,861
	기계장치	381,356	442,492	467,495	482,350	498,289		기계장치	32,385	32,418	32,502	34,322	37,094	41,242
	공기구비품	317,153	349,785	436,535	439,542	521,741		공기구비품	21,507	34,912	38,480	43,258	50,594	57,354
	차량운반구	5,568	6,506	7,330	8,331	8,331		차량운반구	596	583	645	667	667	667
	항공기		10,611	10,611				항공기	221	1,326	742	-	-	-
	건설중인자산	47,925	57,444	54,720	82,674	82,674		건설중인자산	-	-	-	-	-	-
	항공기리스자산(*)		10,568	10,568				항공기리스자산(*)	881	2,114	1,265	-	-	-
	사용권자산		9,610	32,695	30,813	30,813		사용권자산	2,823	3,375	4,238	4,112	4,112	4,112
	미착기계	97	26	36	-	-		미착기계	-	-	-	-	-	-
	산업재산권	1,712	1,982	2,123	2,293	2,449		산업재산권	156	154	159	166	177	188
	소프트웨어	115,661	152,162	163,520	172,782	183,091		소프트웨어	25,523	29,177	29,241	35,587	37,649	39,711
	시설이용권	603	597	826	1,248	1,574		시설이용권	66	91	131	171	211	250
	장기개발투자	146,477	146,477	146,477	146,477	146,477		장기개발투자	11,511	3,977	8,649	8,046	8,046	8,046
	개발비	550,750	661,278	827,269	956,523	1,091,781		개발비	4,738	5,062	6,626	7,169	8,116	9,063
	회원권	580	856	35	35	35		회원권	-	-	-	-	-	-
	영업권	2,640	4,186	4,186	4,186	4,186		영업권	-	-	-	-	-	-
	고객관계자산	-	4,254	4,254	4,254	4,254		고객관계자산	-	213	213	213	213	213
	기타의무형자산	10,163	10,163	10,401	10,401	10,401		기타의무형자산	508	524	2,210	2,210	2,210	2,210
	건설중인자산	9,596	4,350	2,792	17,268	17,268		건설중인자산	-	-	-	-	-	-
취득/처분/대체 등	토지	13,978	2,662	-	-	-	상각률	토지	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	건물	105,636	115,315	15,847	27,828	64,318		건물	3.1%	3.2%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%
	구축물	1,180	17,363	(814)	3,162	7,309		구축물	3.2%	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
	기계장치	61,135	25,004	14,855	15,939	63,256		기계장치	7.9%	7.1%	6.8%	7.0%	7.0%	7.0%
	공기구비품	32,632	86,750	3,007	82,199	80,826		공기구비품	6.4%	8.9%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
	차량운반구	938	824	1,001	-	-		차량운반구	9.9%	8.4%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
	항공기	10,611	-	(10,611)	-	-		항공기	4.2%	12.5%	14.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	건설중인자산	9,519	(2,724)	27,954	-	-		건설중인자산	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	항공기리스자산(*)	10,568	-	(10,568)	-	-		항공기리스자산(*)	16.7%	20.0%	23.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	사용권자산	9,610	23,085	(1,882)	-	-		사용권자산	58.8%	16.0%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
	미착기계	(72)	11	(36)	-	-		미착기계	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	산업재산권	269	141	170	156	156		산업재산권	8.4%	7.5%	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%
	소프트웨어	36,501	11,358	9,261	10,310	10,310		소프트웨어	19.1%	18.5%	17.4%	20.0%	20.0%	20.0%
	시설이용권	(6)	229	422	326	326		시설이용권	11.0%	12.8%	12.6%	12.1%	12.1%	12.1%
	장기개발투자	-	-	-	-	-		장기개발투자	7.9%	2.7%	5.9%	5.5%	5.5%	5.5%
	개발비	110,527	165,992	129,254	135,258	135,258		개발비	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
	회원권	276	(821)	-	-	-		회원권	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	영업권	1,546	-	-	-	-		영업권	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	고객관계자산	4,254	-	0	-	-		고객관계자산	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	기타의무형자산	-	238	-	-	-		기타의무형자산	5.0%	5.1%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%
	건설중인자산	(5,247)	(1,558)	14,476	-	-		건설중인자산	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
기말취득원가	토지	106,230	108,891	108,891	108,891	108,891	유형자산감가상각비	매출원가	72,026	92,721	98,108	102,404	113,805	126,961
	건물	498,102	613,417	629,264	657,092	721,410		판매비와관리비	1,960	2,427	3,441	3,591	3,991	4,453
	구축물	54,961	72,324	71,509	74,672	81,981		무형자산감가상각비	31,390	37,039	42,878	48,628	58,297	73,666
	기계장치	442,492	467,495	482,350	498,289	561,545		매출원가	11,112	2,157	4,351	4,934	5,915	7,474
	공기구비품	349,785	436,535	439,542	521,741	602,567		판매비와관리비	-	-	-	-	-	-
	차량운반구	6,506	7,330	8,331	8,331	8,331								
	항공기	10,611	10,611											
	건설중인자산	57,444	54,720	82,674	82,674	82,674								
	항공기리스자산(*)	10,568	10,568											
	사용권자산	9,610	32,695	30,813	30,813	30,813								
	미착기계	26	36											
	산업재산권	1,982	2,123	2,293	2,449	2,604								
	소프트웨어	152,162	163,520	172,782	183,091	193,401								
	시설이용권	597	826	1,248	1,574	1,900								
	장기개발투자	146,477	146,477	146,477	146,477	146,477								
	개발비	661,278	827,269	956,523	1,091,781	1,227,038								
	회원권	856	35	35	35	35								
	영업권	4,186	4,186	4,186	4,186	4,186								
	고객관계자산	4,254	4,254	4,254	4,254	4,254								
	기타의무형자산	10,163	10,401	10,401	10,401	10,401								
	건설중인자산	4,350	2,792	17,268	17,268	17,268								

[7-5, 잠재적 판매가능 국가]

대륙	국가명	기종	대수	Potential & Risk
유럽	크로아티아	FA-50		P1: 과거 주력 전투기 대체를 위한 공개 입찰에서 후보로 FA-50이 거론됨. 훈련기가 없고, 유지비 부담 큰 라팔을 보조할 로우급 전투기 필요 R1: 구체적인 협상 내지는 입찰이 이루어지고 있지는 않음
	체코			P1: 노후화된 경공격기 L-159 대체 수요 및 인도될 F-16과의 시너지 효과 기대된다는 점에서 FA-50 수주 예측 가능함 P2: 폴란드 최우방국 R1: 구체적인 협상 및 입찰 레퍼런스를 찾을 수 없음
중동/아프리카	이집트	FA-50	70대 ↑	P1: '23년 기종 선정을 목표로 고등훈련기 도입 사업 추진중. 올해 블랙 이글스팀이 외국팀 최초로 피라미드 상공에서 공연을 펼침 P2: F-16 보유량 전세계 4위급. 그런데 훈련기는 브라질, 유럽, 중국제라 FA-50 도입시 부품 공용화에 따른 유지비 절감 예상됨 P3: 11월 30일에 FA-50 이집트 현지 생산을 위한 협약을 체결함 R1: 생산 시설만 제공하는 것인지 실제 이집트로 수출까지 연결되는 것인지 불분명함
	세네갈	FA-50		P1: '20-'21년 세네갈 맞춤형 KT-1을 4대수출한 바 있음. 당시 세네갈 공군의 장비 교육 및 항공기 정비 시스템을 구축해주어 인식 매우 좋음 P2: 올해 9월에 L-39NG 도입 계획 무산에 따른 대체재로서 FA-50이 고려될 수 있음 R1: 구체적인 협상 내지는 입찰이 이루어지고 있지 않음
	모로코	FA-50		P1: 노후화된 훈련기인 T-6C 24대의 교체 수요가 있음. R1: 구체적인 협상 내지는 입찰이 이루어지고 있지 않음.
	오만			P1: F-16 23대를 운용중이며, 이중 6대는 훈련용 P2: '22.7.7. 93명의 조종사들 중 81명을 유럽에서 교육시키고, 12명을 국내에서 훈련시키는데, 실질적인 제트 훈련기가 존재하지 않음 R1: 한국 항공기를 주문한 적이 한 번도 없다는 점에서 수주 규모를 예측하기 어려움
	바레인			P1: F-16 16대 '24년 인도예정이지만 제트훈련기 없음 P2: 국방백서에서 우주항공을 최우선 순위로 설정함 R1: 한국 항공기 주문 레퍼런스 없음 R2: '19년 부터 국방비 지속적 감소중
	이라크			P1: 이미 T-50 24대를 판매한 레퍼런스 P2: '21년, IS 진압작전의 출격횟수에서 전투기가 9%, 훈련기가 91%를 차지하여 훈련기 의존도가 높음 R1: 코로나 19로 인해 '20년을 기점으로 국방예산이 감소하여, 신규 수주시기를 예측하기 어려울 것이라고 판단함
	UAE			P1: 노후화된 고등훈련기 교체 사업 진행중. 중국의 L-15와 F-50이 가장 유력한 후보로 거론되고 있다는 언론 보도 있음. P2: 올해 3월에 UAE 국방특임 장관이 FA-50관련 협상을 위해 방한할 것이라는 언론 보도 있음. R1: 올해 2월 중국 L-15를 일부 도입하겠다는 언론 보도 및 최근 미국과의 관계 불확실성 상존함.
중남미	우루과이			P1: A-37 드래곤 플라이 공격기가 노후됨에 따른 대체 수요 있음. P2: 올해 10월 한덕수 국무총리가 우루과이를 방문했고, 정부가 마약 운반 퇴치를 위해 LIFT이자 경공격기인 TA-50에 관심을 보였다는 보도. R1: 구체적인 협상 내지는 입찰이 이루어지고 있지 않음.
	페루			P1: '21.11.01. 페루 대통령의 한국과의 방산협력 통한 현대화 기대 언급 P2: '21년 기준 24대 규모의 초음속 경공격기 수주사업 계획중 P3: '12년 KT-1 훈련기 계약 체결한 바 있음 R1: '21년 긍정적 뉴스 이후 별다른 협상, 접촉 레퍼런스를 찾을 수 없음 R2: '19년부터 국방비 감소추세
동남아시아	필리핀	FA-50	12대 ↑	P1: 중국과의 영토 분쟁으로 '23년 다목적 전투기 도입 목표를 갖고 약 1조 4천억 규모의 사업 진행중임 P2: 이미 '14년에 FA-50 12대 구매한 레퍼런스 보유 R1: 수리용 예비 부품 수급 이슈가 있어 현재 일부 FA-50이 운용되지 못하고 있음

[7-6, 수주가 발생하기 어려운 국가]

대륙	국가명	기종	대수	Potential & Risk
유럽	불가리아			P1: MIG-29 11대, Su-25 8대, L-39 6대를 대체할 공격기 겸 고등훈련기 대체 수요 있음 R1: 구체적인 협상 및 입찰 레퍼런스를 찾을 수 없음
	오스트리아			P1: 주력 전투기(유로파이터 타이푼)의 유지비가 너무 비싸고, 제대로 된 훈련기가 없음 P2: 과거 유로파이터 타이푼의 경쟁 후보였을 정도로 성능 인정받은 바 있음 R1: 구체적인 협상 내지는 입찰이 이루어지고 있지는 않음.
	핀란드			P1: 우크라이나를 끼고 러시아에 접한 폴란드와 달리 러시아와 직접 국경을 맞대고 있음 R1: 이미 F/A-18을 55대 보유했으며, '21.12.10. HX 프로그램을 통해 F-35 64대 인도 계약을 체결함 R2: 초급 훈련기인 G115 28대, 고급 훈련기인 Hawk Jet Trainer 37대 보유중이기 때문에 훈련기에 대한 수요가 적음

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.