

동사의 천장은 어디일까?

현 시점 투자자들이 가장 궁금해하는 “동사의 천장은 어디일까?”를 기반으로 본서의 핵심 논리를 전개하였다. 결국 동사에게 필요한 것은 현재 지상방산 수주 모멘텀이다.

Main Point. 수(水)주 들어올 때 노 젓기

유럽에서 착실하게 레퍼런스를 쌓아온 동사. 1차 모멘텀인 러우전쟁이 끝나더라도 트럼프가 쏟아올린 2차 모멘텀 유럽 재무장이 시작된다. 현재까지 발표된 재무장 계획을 바탕으로 동사에게 펼쳐진 전방의 규모를 확인하였다. 동사의 웅장한 제품 라인업과 레퍼런스가 만나 동유럽과 북유럽에서 퍼져 나가는 계약 소식에 주목해보자.

이제는 차세대 요격 미사일 L-SAM의 시간이다. 중동에서 THAAD와 함께하는 동사의 시너지 효과가 기대된다. 유럽과 중동 시장을 재패한 동사는 인도-태평양 시장에서 K9과 천무 신규 수주를 노리고 있으며, 고객들은 동사의 제품에 이끌려 이미 문전성시를 이루었다. 이제 문을 열 준비가 끝났다. 2호점 오픈이다.

Valuation - SOTP Method(with EV/EBITDA)

SOTP Method를 통해 도출한 동사의 목표 주가는 1,205,000원으로 투자이견 Buy를 제시한다. 우아한 위선의 시대는 가고 정직한 야만의 시대가 왔다. 각자도생 속, 동사의 무기는 계속해서 팔려나갈 것이고 동사의 지상방산 가치는 재평가받을 것이다.

연결 손익계산서 - Bull case								
(단위 : 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E(*)	2026E	2027E
매출액	5,321	5,541	7,060	7,890	11,240	27,038	32,335	35,681
YoY(%)	1.2%	4.1%	27.4%	11.7%	42.5%	140.5%	19.6%	10.3%
매출원가	4,251	4,523	5,549	6,462	8,370	21,879	25,029	26,953
매출총이익	1,070	1,018	1,512	1,428	2,870	5,159	7,306	8,728
GPM(%)	20.1%	18.4%	21.4%	18.1%	25.5%	19.1%	22.6%	24.5%
판매비와 관리비	826	741	1,111	834	1,138	2,126	2,443	2,638
영업이익	244	277	400	594	1,732	3,033	4,863	6,089
OPM(%)	4.6%	5.0%	5.7%	7.5%	15.4%	11.2%	15.0%	17.1%
금융손익	(75)	46	(151)	764	(121)	(416)	(365)	(356)
기타손익	5	(35)	(33)	(243)	932	3	(65)	(28)
지분법손익	(2)	1	(21)	16	105	135	169	206
법인세비용차감전순이익	172	289	195	1,131	2,647	2,756	4,603	5,912
법인세비용	7	80	75	232	136	587	981	1,259
중단영업이익	-	92	26	78	29	-	-	-
당기순이익	165	302	147	977	2,540	2,169	3,622	4,653
NPM(%)	3.1%	5.4%	2.1%	12.4%	22.6%	8.0%	11.2%	13.0%
지배지분순이익	121	253	195	818	2,299	2,016	3,368	4,326
비지배지분순이익	43	49	(49)	159	241	152	254	327

*필리핀조선소 수익 및 비용 미반영, 25년부터 한화오션 연결 편입 반영

연결 손익계산서 - Base case								
(단위 : 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E(*)	2026E	2027E
매출액	5,321	5,541	7,060	7,890	11,240	27,038	30,455	33,204
YoY(%)	1.2%	4.1%	27.4%	11.7%	42.5%	140.5%	12.6%	9.0%
매출원가	4,251	4,523	5,549	6,462	8,370	22,016	24,371	26,008
매출총이익	1,070	1,018	1,512	1,428	2,870	5,022	6,084	7,196
GPM(%)	20.1%	18.4%	21.4%	18.1%	25.5%	18.6%	20.0%	21.7%
판매비와 관리비	826	741	1,111	834	1,138	2,126	2,338	2,500
영업이익	244	277	400	594	1,732	2,896	3,746	4,695
OPM(%)	4.6%	5.0%	5.7%	7.5%	15.4%	10.7%	12.3%	14.1%
금융손익	(75)	46	(151)	764	(121)	(416)	(365)	(356)
기타손익	5	(35)	(33)	(243)	932	3	(65)	(28)
지분법손익	(2)	1	(21)	16	105	135	169	206
법인세비용차감전순이익	172	289	195	1,131	2,647	2,618	3,485	4,518
법인세비용	7	80	75	232	136	558	742	962
중단영업이익	-	92	26	78	29	-	-	-
당기순이익	165	302	147	977	2,540	2,060	2,743	3,556
NPM(%)	3.1%	5.4%	2.1%	12.4%	22.6%	7.6%	9.0%	10.7%
지배지분순이익	121	253	195	818	2,299	1,916	2,550	3,306
비지배지분순이익	43	49	(49)	159	241	145	193	250

*필리핀조선소 수익 및 비용 미반영, 25년부터 한화오션 연결 편입 반영

Rating

Buy

현재주가: 779,000 원

Bull Case: 1,851,000 원

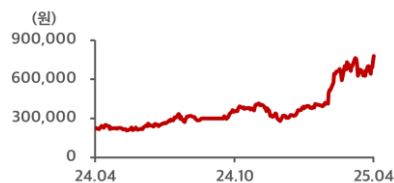
상승여력: 138%

Base Case: 1,205,000 원

상승여력: 55%

12M 주가추이

시가총액 35 조 5,077 억 원



Key Metrics

EPS(25E) 35,336 원

EPS(26E) 43,068 원

PER(25E) 22.05x

ROE(25E) 25.3%

자산 총계 40 조 2,425 억 원

부채 총계 27 조 8,500 억 원

자본 총계 12 조 3,925 억 원

주요 주주

한화 33.95%

국민연금공단 7.56%

SMIC 5 팀

팀장 50 기 주민재

팀원 50 기 최시아

51 기 강명수

51 기 심한결

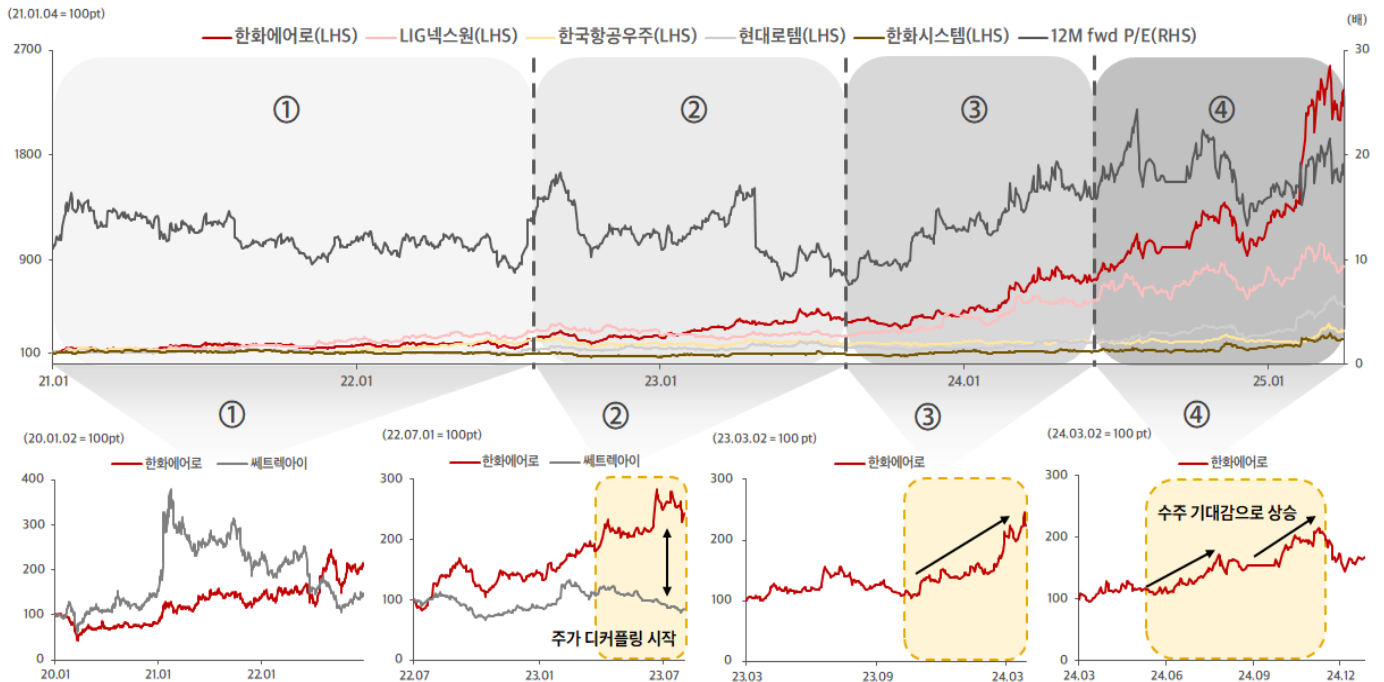
51 기 전지훈

CONTENTS

1. 동사의 천장은 어디일까? - Main Idea	03
2. 인간의 전쟁은 끝이 없고 군비 확장을 반복한다 - 산업분석	05
3. 준비하시고 쓰세요! - 기업분석	07
4. 수(水)주 들어올 때 노 젓기 - Main point	10
5. 신속한 해외 투자, 근데 이제 유상증자를 곁들인 - ISSUE & RISK	21
6. Valuation - SOTP Method(with EV/EBITDA)	22
7. Appendix	31

1. 동사의 천장은 어디일까 - Main Idea

도표 1-1. 국내 방산 기업 주가 추이



출처: KRX, Quantiwise, SMIC 5팀

러우 전쟁을 계기로
동사의 무기
수출길이 열린다

동사의 주가는 22년 7월 방산 사업부를 중심으로 사업부 개편을 발표한 뒤, 25년 4월까지 무려 1,370% 상승했다. 우크라이나의 패배로 단기간에 종전될 것만 같던 러우 전쟁의 장기화 속 세계 각국은 무기 재고를 비축하기 시작했다. 하지만 냉전 이후 무너진 방위 산업 재건은 단기간에 이루기 매우 어려운 작업이었고, 무기 보강이 시급한 국가들은 납기가 최대한 빠른 무기들로 자국의 무기 체계를 교체해 나가기 시작했다. 작은 내수 시장에 머물렀던 동사의 무기들은 해당 국가들로 불티나게 팔려 나갔고, 그 결과 동사의 방산 부문 수주잔고는 21년 5조 원에서 24년 40조 원으로 8배 증가했으며, 동사의 영업이익률 또한 5%에서 15.4%로 3배 이상 증가했다.

동사의 향후 주가를
예상하기 위해서
드라이버 파악 필요

[도표 1-1]에서 볼 수 있듯, 정점이 어디인지 모른 채 상승하는 동사를 보고 투자자들이 가장 궁금해하는 것은 '과연 여기서 주가가 더 오를까?'일 것이다. 이 질문에 답하기 위해서는 주가는 실적과 기대감의 함수라는 것을 토대로, 현재 동사의 주가의 드라이버가 증익일 것인지, 멀티플 상향일지, 혹은 두 요소 모두일지를 면밀히 따져봐야 할 것이다. 즉, 동사 주가가 어느 요소에 민감하게 반응할지 판단하기 위해서는 폭발적 주가 상승이 이루어졌던 과거를 돌아봐야 할 것이다.

항공우주 기업이었던
동사가 다시
방산 사업에 집중

① 방산 사업부 집중을 발표하기 전까지, 투자자들은 동사를 항공우주 기업으로 보았다. 그런 흐름은 21년 3월 30%의 지분 매입을 한 세트렉아이와 커플링되는 주가와 과거 누리호 발사 이슈들과 함께 주가가 움직였던 것을 보아 짐작할 수 있다. 주로 정부 부처와 거래하는 방위 산업 특성상 제품 가격은 거의 일정한 수준으로 낮게 유지되어 사실상 성장 여력을 찾아볼 수 없었다. 동사 또한 성장 엔진이 꺼져가는 방위 산업보다는 신사업인 항공우주 분야 개발에 몰두했다. 하지만 22년 7월, 동사의 잠정실적이 발표되면서 동사와 세트렉아이의 주가는 디커플링의 서막을 알렸다. 22년 7월은 동사가 다시 방산 사업 부문으로의 체제 집중을 선언한 달이었다.

22년 8월 폴란드향 대규모 수출로 인해 동사의 멀티플 상황

② 정확히 23년 4월 동사가 한화의 방산부문을 흡수합병 하면서, 시장은 동사를 다시 방위 기업체로 보기 시작했다. 이는 2년 동안 이어진 셰트랙라이와 동사의 주가 흐름이 디커플링되는 구간으로도 확인할 수 있다. 22년 8월에 성사된 폴란드향 K9 자주포, 천무 수출을 기점으로 그동안 올려있던 동사의 멀티플은 순간적으로 Re-rating되었다. 단기간에 급등한 멀티플은 재차 하락 후, 동사로 한화의 방산 부문이 편입되면서 동사의 증익이 예상되어 이전 수준을 회복했다.

동사의 멀티플은 수주 기대감이 가장 크게 작용

③ 1Q23 16.3%라는 역대 최대 방산 부문 이익률을 기록했음에도, 동사의 방산 부문 수주가 1Q23부터 2분기 연속 공백이 생기자 동사의 주가는 멀티플 하락과 함께 23년 10월까지 고점 대비 37% 하락했다. 결국, 동사의 멀티플은 동사의 증익 기대보다는 수주 기대감이 더 크게 작용한다는 것을 알 수 있다. 이는 23년 12월 폴란드와의 K9 2차 계약이 성사되면서 멀티플과 함께 주가가 상승하는 것에서도 검증할 수 있다.

대규모 수주 기대감은 쉽게 꺾이지 않음

④ 한 번 대규모 수주에 대한 기대감으로 상승한 멀티플은 쉽게 꺾이지 않는다. 이는 1Q24 K9 인도 지연으로 방산 부문 영업이익률이 -0.6%를 기록하며 영업이익이 컨센서스를 80% 하회했음에도, 오히려 주가 흐름은 견조했으며 추락한 실적을 멀티플이 바쳐준 흐름에서 확인할 수 있다. 다음 수주잔고를 채워줄 국가가 어디일지에 대한 불확실성을 24년 7월 루마니아가 해소해주면서 동사의 주가는 멀티플 re-rating과 함께 연중 신고가를 기록해 나갔다. 여기에 24년 10월 공개된 3Q24의 26.6%라는 사상 최고치 영업이익률은 동사의 주가 드라이버를 실적으로 바꿔 놓으며 시큐리티 부문 인적 분할이 이뤄진 직후 2개월 동안에만 41%의 주가 상승률을 기록했다.

현재의 상황에서는 증익보다는 멀티플 향상이 필요

동사의 주가를 실적과 멀티플이 번갈아가며 받치던 과거를 돌아보았을 때, 현재 동사의 주가가 다시 천장을 향해 솟아오르기 위해서는 이익의 성장률보다는 멀티플의 향상이 필요하다. 25년 4월 동사의 주가는 트럼프 정부의 NATO 가입국들에 대한 방위비 증대 압박과 탄탄한 실적에 힘입어 트럼프 취임일 이후 2개월 만에 주가 상승률이 100%를 기록한 후, 현재 횡보 구간에 들어서 있다. [도표 1-2]에서 확인할 수 있듯이, 동사는 이미 역대급 실적과 함께 OPM 또한 26%로 2분기 연속 견조한 수치를 유지하고 있다. 무기를 수출할수록 동사의 OPM은 지속 상승할 것으로 예상되지만, 4Q24처럼 투자자들을 놀래키는 OPM 성장률을 보일 확률은 낮다고 판단된다.

25년 하반기부터 예상되는 수주

‘여기서 주가가 더 오를 수 있을까?’ 라는 원초적 질문에 답하기 위해, 본 서는 이익 성장률보다는 25년 하반기부터 시작될 동사의 지상 방산 추가 수주를 통한 멀티플 re-rating이 이루어질 것임을 주장한다. 더 이상 동사가 해외 peer 방산 기업과 견주었을 때 저평가 받아야 할 이유는 없다. 잠재적 수출 국가를 다룬 투자 포인트로 동사의 주가 상승에 대한 확신을 가져보자.

도표 1-2. 동사 지상방산 부문 영업이익 & 주가

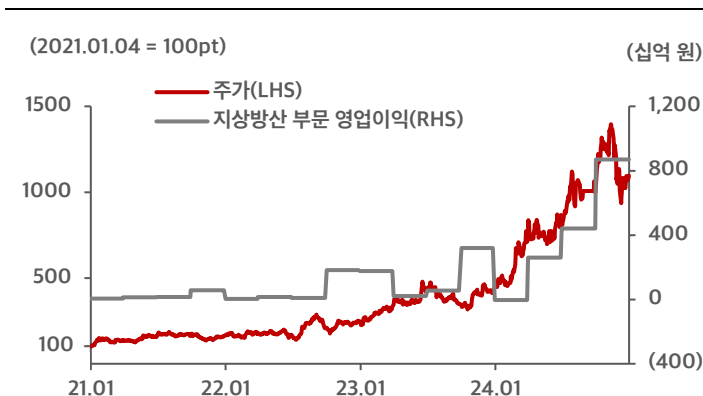


도표 1-3. 동사 방산 사업 재편 타임라인

일자	내용
22.07	한화 그룹 내 방산 부문들을 동사에 집중 시키는 사업 재편 발표
22.08	한화파워시스템 매각 완료
22.11	자회사 한화디펜스 흡수합병
23.04	지주사 한화의 방산 부문 흡수합병
23.05	동사가 대우조선해양(現한화오션) 제3자 배정 유상증자
24.08	한화정밀기계 인적분할 결정 후 분할
25.02	한화오션 지분 7.3% 추가 매입

*지상방산 부문 강화

출처: 언론종합, SMIC 5팀

2. 인간의 전쟁은 끝이 없고 군비 확장을 반복한다 - 산업분석

2.1. 지금까지의 K-방산

방위 산업:
공급이 수요에 후행

방위 산업은 국제 정세에 따라 각 국가의 방위비 증액 또는 감축이 이루어지며, 이에 후행하여 방산 기업의 공급이 결정되는 산업이다. 이러한 특성은 방위 산업의 주요 고객이 국가라는 점에서 비롯된다. 국가가 방위비를 통해 수요를 창출하면, 방산 기업은 주로 수의계약 방식으로 수주를 받아 공급을 수행한다. 국제 정세와 국가의 방위비는 방위 산업에서 수요를 나타내는 지표이다.

휴전국 한국 + 과점
→ 안정적 실적

방위 산업은 사업을 영위하기 위해 산업통상자원부 장관의 승인을 받아야 하는, 진입장벽이 매우 높은 산업이다. 또한 수출 시에는 방위사업청장의 허가를 받아야 하며, 국내외 대부분의 판매가 국가를 대상으로 하기 때문에 레퍼런스가 없는 신규 기업의 진입이 매우 어렵다. 국내 방위 산업은 4개의 기업이 휴전으로 인한 수요의 80% 이상을 과점하여 안정적인 실적을 낸다.

K-방산의 경쟁력:
가성비와 납기

방위 산업에서는 품질(Q), 가격(C), 납기(D)가 주요 경쟁력으로 작용한다. 국내 방산 기업들은 가격과 납기에 강점을 가지고 글로벌 시장에 도전하는 입장이다. 가격 대비 좋은 무기 성능으로 가성비 있는 무기를 생산할 뿐 아니라, 이례적으로 짧은 시간 내에 납품을 하기도 하며 빠른 납기라는 경쟁력을 가진다. 하나의 사례로, 폴란드는 22년 5월 HIMARS 500문을 구매하려 했으나, 요구된 납기에 맞출 수 없다고 미국에게 통보받았다. 이후 22년 11월에 동사의 천무(K-239) MLRS 218문을 구매하는 3.55억 달러 규모의 계약을 체결하여 일부 HIMARS와 함께 도입하였다.

2.2. 군비 확장과 함께 오는 방산의 모멘텀

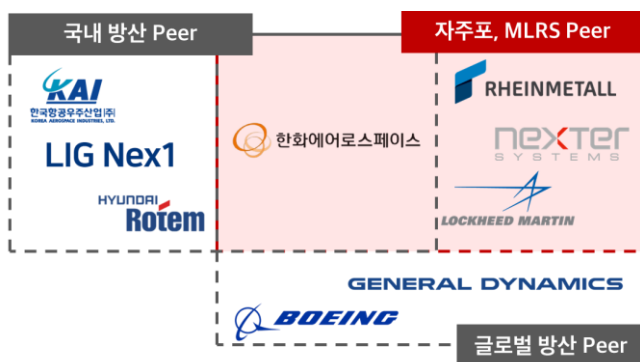
전쟁과 함께
긴장된 국제 정세

22년 2월 24일, 러시아-우크라이나 전쟁이 발발했다. 전쟁은 오랜시간 군비를 축소하던 유럽 전반에 군사적 긴장감을 주었고, 주변국들에 전쟁 확대에 대한 공포감을 조성하였다. 이로 인해 주변국인 동·북유럽 국가들은 급하게 무기 확충에 나섰다. 23년 10월 7일에는 이스라엘-하마스 전쟁도 시작되어 국제 사회에 진영 논리를 심화시키고, 국제 사회가 누리던 평화에 끝이 왔음을 선고했다. 이렇게 혼란스러운 국제 정세는 방산 기업들에게 막대한 수요를 쏟아내고 있다.

돌아온
군비 확장의 시대

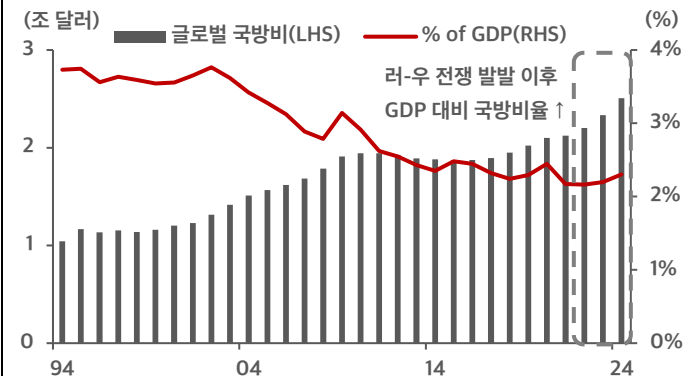
한 번 시작된 군비 경쟁은 결코 쉽게 끝나지 않는다. 한 국가의 방위비 증가는 주변국의 연쇄적인 방위비 증가를 부른다. 합의가 없으면 결코 감축이 없는, 끝없는 군비 확장이 이루어지는 것이다. 이전까지는 방위비 지출에 소극적이었던 유럽도 '유럽재무장계획'을 발표하며, 군비 확장 의지를 강하게 보이고 있다. 지금 불어오는 방산의 모멘텀은 결코 쉽게 끝나지 않을 것이다.

도표 2-1. Peer 그룹 구분



출처: SMIC 5팀

도표 2-2. 글로벌 국방비 및 GDP 대비 국방비율 추이



출처: World Bank, SIPRI, SMIC 5팀

- ① 동유럽, 북유럽: **동·북유럽은 NATO와 러시아 사이의 긴장이 팽배한 지역이다.** 러시아-우크라이나 전쟁이 재래식 전쟁 양상을 보여, 동·북유럽 국가들은 유사한 위협에 대비해 빠르게 지상 전력강화에 나서고 있다. 특히 MLRS와 자주포에 대한 수요가 강하다. 폴란드는 MLRS와 자주포에 130.5억, 50억 달러를 투입하였고, 루마니아는 12.5억, 9.2억 달러, 에스토니아는 5억, 1억 달러를 투입하였다.
- ② 중동: **중동은 종교적·역사적 이유로 주변국끼리 전쟁이 끊이지 않는 지역이다.** 중동 지역에서 전투는 주로 드론을 활용한 공격이나 공습으로 이루어지며, 이란과 이스라엘 등 미사일 공격에 강점이 있는 국가가 많다. 따라서 **중동 지역은 방공 무기에 대한 수요가 강하다.** 사우디아라비아와 UAE는 22년 이후 중고도 이상의 지대공 미사일에만 각각 200억, 72억 달러를 사용하였다.
- ③ 인도태평양: **인도태평양 지역은 중국의 9단선 주장으로 남중국해 영토 분쟁에 휘말려 있다.** 중국은 16년 국제중재재판소에서 패소한 결과를 무시하고, 해상 영향 확장을 위해 군사화를 지속 중이다. 이에 대응하기 위해 동남아시아 국가들은 **다층적 방어 역량 강화에 힘을 쏟고 있다.** 필리핀, 베트남, 말레이시아는 22년 이후 각각 무기 수입에 6.4억, 20억, 7억 달러를 사용했다.

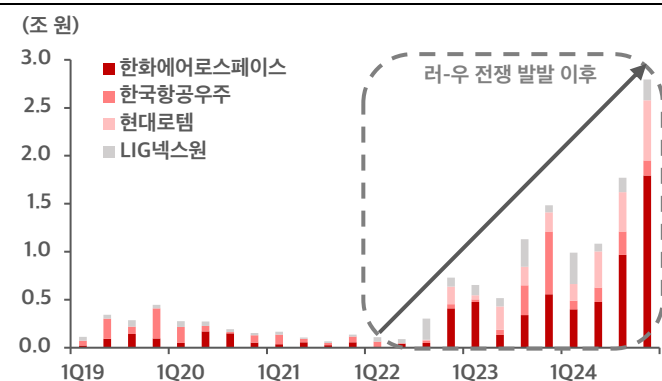
2.3. 모멘텀 속 K-방산의 성장

모멘텀 속 빛나는 K-방산의 경쟁력 긴장된 국제 정세 속에서 이미 무기 수요는 폭발적으로 증가하고 있다. 군비 확장의 시대는 폭발적인 수요가 단기간에 끝날 흐름이 아님을 보여주고 있다. 하지만 글로벌 방산 기업들은 쏟아지는 수요를 전부 받아내지 못하고, 납기 지연 혹은 처음부터 요구되는 것보다 긴 납기를 두고 있다. 이때 **국내 방산 기업들이 합리적인 가격과 가격 대비 높은 성능, 그리고 무엇보다 중요한 빠른 납기라는 경쟁력이 이전보다 더욱 중요하게 작용하여 빠르게 수출을 늘려가고 있다.**

러-우 전쟁 발발 후 K-방산의 성장 러시아-우크라이나 전쟁 발발을 기점으로 국내 방산 기업들의 방산 수주잔고 또한 급격히 늘어나기 시작했다. 전쟁 발발 이전 1Q22 24조 원이었던 수주잔고가 4Q24 72조 원을 달성하며, 3배 증가하였다. 전쟁 이후 수주잔고의 증가율도 커졌다. 전쟁 발발 이전 3년 간 국내 방산 기업들의 방산 수주잔고는 QoQ 평균 3.6%로 증가하고 있었으나, 전쟁 발발 이후 3년 간은 QoQ 평균 9.0%로 이전보다 방산 수주잔고 분기별 증가율이 2.5배 증가하였다.

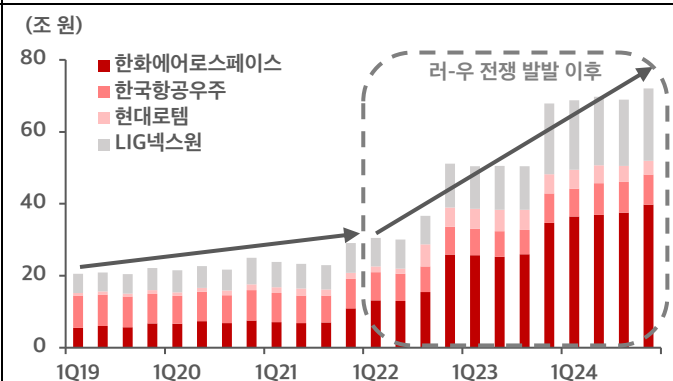
새 시대의 주인공, 한화에어로스페이스 동사는 긴장된 국제 정세에서 촉발된 군비 확장의 시대에서 가장 크게 발돋움하고 있는 기업이다. 동사는 **전쟁 발발 이후 방산 부문 수주잔고가 QoQ 평균 12.1% 증가하여, 국내 방산 기업 중 가장 큰 증가세를 보이고 있다.** 또한 육·해·공 모두를 아우르는 모습과 함께 진정한 ‘퓨어’ 방산 기업으로 거듭나, 방산 모멘텀의 수혜를 가장 크게 볼 수 있는 동사에 대해 자세히 알아보자.

도표 2-3. 국내 방산 기업 방산 부문 수출액 추이



출처: Dart, SMIC 5팀

도표 2-4. 국내 방산 기업 방산 부문 수주잔고 추이



출처: Dart, SMIC 5팀

3. 준비하시고 쏘세요! - 기업분석

3.1. 기업 개요 및 재무 분석

기업 연혁

동사는 크게 방산, 항공우주, ICT 부문의 사업을 영위하는 종합 방산 기업이다. 한화는 15년에 1977년 삼성정밀공업으로 시작한 동사를 인수한 후 지방방산 포트폴리오 확보를 위해 여러 M&A를 진행하였다. 삼성탈레스(현 한화시스템), 두산DST(전 한화디펜스), 대우조선해양(현 한화오션)을 인수하였다. 이후 22년부터 한화디펜스는 합병, 한화시스템은 연결 편입하고, 한화비전은 인적분할하여 동사를 방산사업의 중심으로 만들었다.

순수, 완전체 방산 기업

동사는 이제 순수 방산 기업이다. 24년 한화비전과 한화정밀기계를 인적분할하고, 한화오션을 연결 자회사로 편입하며, 방산 정체성을 강화한 것이다. **이로써 동사는 육·해·공·우주 통합 방산 솔루션 제공이 가능한 완전체 방산 기업으로 올라섰다.** 기존에 갖추고 있던 지상방산, 항공우주 역량에 더불어 해상 방산 부문도 얻은 것이다. 잠수함과 호위함, 군수지원함 등에 대한 개발 및 생산 역량은 동사가 가지고 있는 방산 레퍼런스와 시너지를 낼 것이라 전망된다.

한화오션 인수 과정

동사는 22년 자회사인 한화시스템 등과 함께 한화오션을 인수하였다. 이때 동사는 23.14%, 한화시스템은 11.57%의 지분을 인수하였다. 이후 23년 한화오션의 1.5조 원 규모 주주배정 유상증자에 참여하며 적극적인 투자를 이어가, 24년 흑자전환에 성공시켰다. 이후 3월 11일, 동사는 한화에너지 등이 보유한 한화오션 지분 7.3%를 추가로 매입하여 30.44%의 지분을 가지게 되었다. 동사의 자회사인 한화시스템의 보유 지분 11.57%와 합쳐서 42%의 지분을 확보한 것이다.

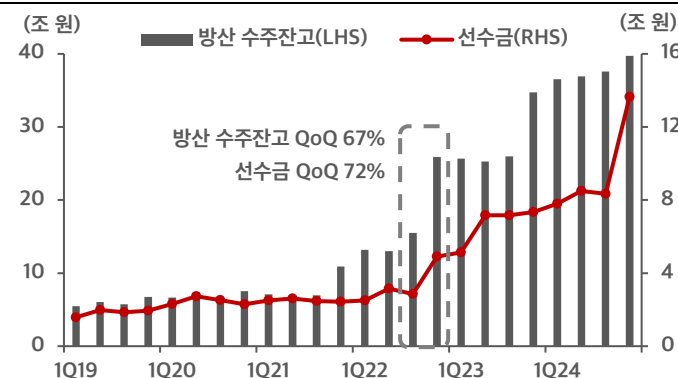
방산 수주 증가 → 선수금 증가 → 부채비율 증가

동사의 부채비율은 3Q24 397.4%까지 지속적으로 증가해왔다. 이는 방산 부문에서의 급격한 수주 증가에 따른 선수금 증가에 의한 것이므로, 걱정할 필요가 없다. 동사의 방산 부문 수주는 3Q22 15.5조 원에서 4Q22 25.9조 원으로 67% 증가하였다. 이때 수주 계약에 따른 선수금도 같이 증가하여, 2.9조 원에서 4.9조 원으로 72% 증가하였다. 같은 기간동안 부채총액은 7.8조 원에서 11.5조 원으로 44% 증가하여, 부채 증가는 수주와 선수금의 증가에 의한 것임을 보여준다. 이후 방산 수주의 지속적인 증가로 3Q24에는 자기자본 대비 선수금 비율 198%가 되었다.

부채비율의 변화

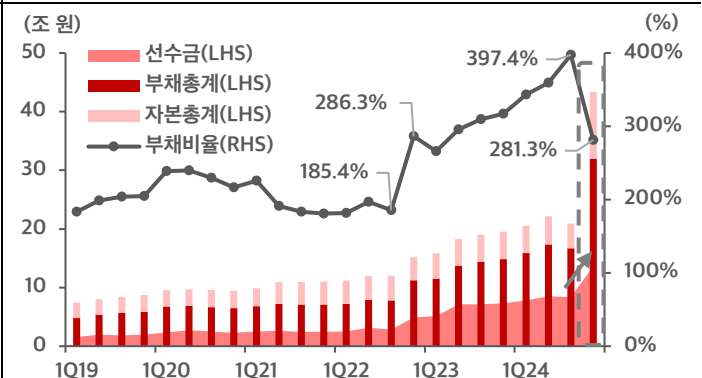
동사의 부채비율은 한화오션 연결 이후 4Q24 281.3%로 하락할 예정이다. 한화오션은 4Q24 기준 부채 13조 원과 자본 4.9조 원의 부채비율 267%를 가지고 있어, 연결 이후 동사의 부채비율을 크게 개선하는 효과를 만들 것이다. 반면 한화오션은 동사보다 선수금 비율이 낮아, 연결 이후 선수금의 증가보다 부채총액의 증가 폭이 커, 선수금 비율은 50%에서 43%로 하락할 것이다.

도표 3-1. 방산 부문 수주잔고 및 선수금 추이



출처: Dart, SMIC 5팀

도표 3-2. 선수금 및 부채비율 추이



출처: Dart, SMIC 5팀

3.2. 사업부 및 무기 라인업

사업부 구분

동사의 사업부는 크게 지상방산, 항공우주, 한화시스템 3가지로 구분된다. 지상방산 부문은 동사의 주력 사업부로, 자주포부터 MLRS, 장갑차, 대공미사일 발사대에 이르기까지 다양한 무기를 생산한다. 항공우주 부문은 항공기 엔진 및 부품 제조, 항공기 수리 서비스 제공 등을 한다. 한화시스템은 동사가 지분 46.73%를 보유하고 있어 연결된 자회사이다. 한화시스템은 레이더 등의 방산 부문과 전산시스템의 구축 및 운영을 담당하는 ICT 부문으로 나누어진다.

동사의 핵심 =
지상 방산 수출 증가

동사 매출액의 62%, 영업이익의 90%는 지상방산 부문에서 나온다. 또한 영업이익률도 22.4%로 전체 영업이익률 15.3%보다 높아, 명실상부 동사를 이끌어가는 주력 사업부이다. 지상방산에서의 내수 및 수출 물량 증가와 멈추지 않는 신규 수주는 부문 매출액 YoY 70%, 영업이익 YoY 173%라는 폭발적 성장을 이끌고 있다. 이는 수출액이 YoY 155% 증가하며 견인한 성장이다. 이전까지는 수출 비중 37%로 내수 중심이었으나, 24년 55%로 오르며 수출 중심 기업으로 바뀌었다. 지상방산 수주잔고도 68%가 수출으로, 앞으로도 수출 중심의 성장을 이룰 것이다.

지상방산의
핵심 무기

동사의 성장을 이끌어가는 '효자' 무기는 크게 K9과 천무, 천궁2(중고도 지대공미사일, M-SAM) 발사대이다. 재래식 전쟁에서 화력을 뽐낼 K9과 천무는 주로 동유럽 쪽에 수출되며, 천궁2는 중동에서 수요가 많다. 특히 K9은 많은 생산량, 지속적인 유지보수, 가성비를 앞세워 약 1,800문이 운용되는 중이다. 이는 글로벌 1위로, 400문 운용 중인 2위 PzH2000보다 4배 이상 많다.

도표 3-3. 동사 주요 무기 라인업



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

천궁 2 수주
→ 40~50% 수취

동사가 생산하는 천궁2 발사대는 동사가 국가에 직접 수주를 받지 않는다. 천궁2를 원하는 국가는 LIG넥스원에 수주를 주고, LIG넥스원이 다시 동사와 한화시스템에 각각 발사대와 레이더 수주를 넣는 방식으로 계약이 이루어진다. 지금까지 UAE, 사우디아라비아에 천궁2를 수출할 때, 총 수주액의 50%를 동사와 한화시스템이 가져갔다. 24년 9월에 계약된 이라크의 3.7조 원 규모 수주에서도 동사와 한화시스템은 50%인 1.8조원을 받을 전망이다.

해·공까지 가능한
완전체 방산 기업

동사는 지상방산 외에도 해군, 공군 무기도 생산하는 '완전체' 방산 기업이다. 공군 무기로는 항공우주 사업부를 통해 F-15K, FA-50, KF-21 전투기의 엔진을 라이선스 생산한다. 해군 무기는 한화오션 연결 자회사 편입을 통해 특수선으로 분류되는 호위함, 군수지원함 등과 잠수함의 개발역량과 생산능력을 갖추게 되었다. 이제 동사는 육·해·공 공격과 방어 무기 모두 가능하다.

3.3. 성장의 핵심, 해외 대형 수주

해외 대형 수주 ↑
→ OPM ↑

동사가 받는 수주는 단순히 증가하는 것을 넘어서, 수주의 질적 개선도 함께 이루어지고 있다. 양질의 수주는 동사에게 보다 많은 마진을 남겨준다. 22년 이후 동사는 단순히 수주잔고와 매출액만 증가하는 것에 그치지 않고 있다. 영업이익률이 1Q22 5.8%에서 4Q24 15.4%까지 올라, 수익성이 크게 개선되었다. 이는 양질의 수주인 해외 대형 수주를 많이 받기 시작했기 때문이다.

22년 이후
해외 대형 수주

22년 이후 동사가 받은 4천억 원 이상 규모의 해외 수주는 공개된 것이 11건이다. 이 수주들의 총액은 22.6조 원이며, K9 관련 10.8조 원, 천무 7.3조 원, 천궁2 1.3조 원, 레드백 3.2조 원으로 구성된다. 22년에 사우디아라비아에 천무를 수출한 것이 정황상 확실하나 세부 내역은 공개되어 있지 않고, 공시 유보 중인 수주 2건이 있어 실제 수주는 이보다 더 받았을 것이라 추정된다.

레퍼런스를 뚫어준
폴란드 수주

동사의 해외 대형 수주 증가에 있어 1등 공신은 폴란드이다. 22년 7월 폴란드와 체결한 K9 672문, 천무 290대 공급에 대한 기본계약은 동사에 큰 성장과 유럽으로 진출하는 길 모두를 안겨 주었다. 기본계약 후 받은 4번의 수주만으로도 14조 원의 규모이며, 아직 K9 308문에 대한 계약이 남아있다. 또한 폴란드로 증명한 K9의 성능과 납기를 보고, 인접국인 루마니아도 1.4조 원 규모의 K9 수주를 넣으며 동사가 유럽으로 확실히 진출하게 하는 교두보 역할을 하였다.

충분한 CAPA

쏟아지는 수주 속에서도 동사의 CAPA는 충분하다. K9 CAPA는 연간 200문 이상으로, 모든 기존 수주 내역에 대해 납기를 지킬 수 있다. 오히려 기한보다 빠르게 납품할 수 있고, 향후 추가될 K9 수주들을 처리하기에도 여력이 남아있다. 추가로 폴란드 및 루마니아 현지 공장 구축 완료 시 현지 생산을 통한 수주 증대와 납기 단축을 기대할 수 있다. 또한 4Q24 지상방산 가동률 89%이나, CAPEX 투자를 통해 다른 무기들의 수요 증가에도 선제적으로 대비하고 있다.

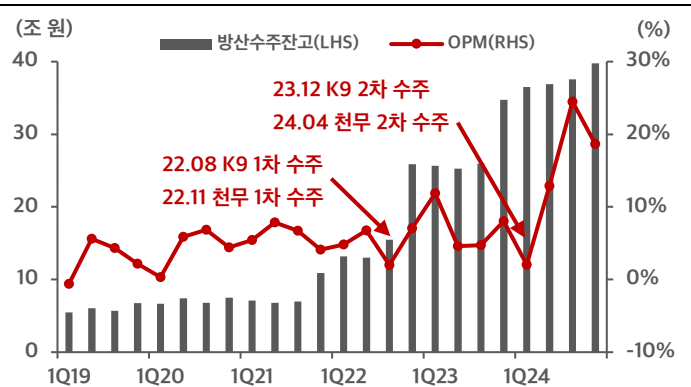
도표 3-4. 주요 해외 대형 수주

주요 해외 대형 수주			
국가	무기	계약금액(단위: 십억 원)	종료일자
핀란드	K9	397	17.03
에스토니아	K9	159	18.06
호주	K9	1,008	21.12
이집트	K9	2,060	22.02
폴란드	K9	3,204	22.08
폴란드	K9	3,447	23.12
루마니아	K9	1,383	24.07
인도	K9	371	25.04
폴란드	K9	403	25.04
폴란드	천무	5,048	22.11
폴란드	천무	2,253	24.04
UAE	천궁	3,889	22.01
사우디	천궁	947	24.12
호주	레드백	3,392	23.12

■ : 폴란드 ■ : 루마니아

출처: Dart, SMIC 5팀

도표 3-5. 방산 부문 수주잔고 및 OPM 추이



출처: Dart, SMIC 5팀

4. 수(水)주 들어올 때 노 젓기 - MAIN POINT

Main Idea에서 제시했듯, 현재 동사에게 가장 필요한 것은 추가적으로 무기를 수출할 수 있는 국가의 존재 여부다. 이를 명확히 하기 위해 유럽, 중동, 인도태평양 지역의 국가를 전수 조사했다. [Appx.1] 그리고 이들 국가의 수출이 현실화될 정도에 따라 Base와 Bull Case로 나누었다. 두 Case 모두 무기 조달 계약 시점이 26년 내로 도래할 가능성이 높은 국가로 한정했다. 무기의 노후화나 전력 공백으로 수요가 확실해도 26년 내로 계약될 거라 확신하기 어렵다면 배제했다.

4.0. Base Case와 Bull Case의 선정기준

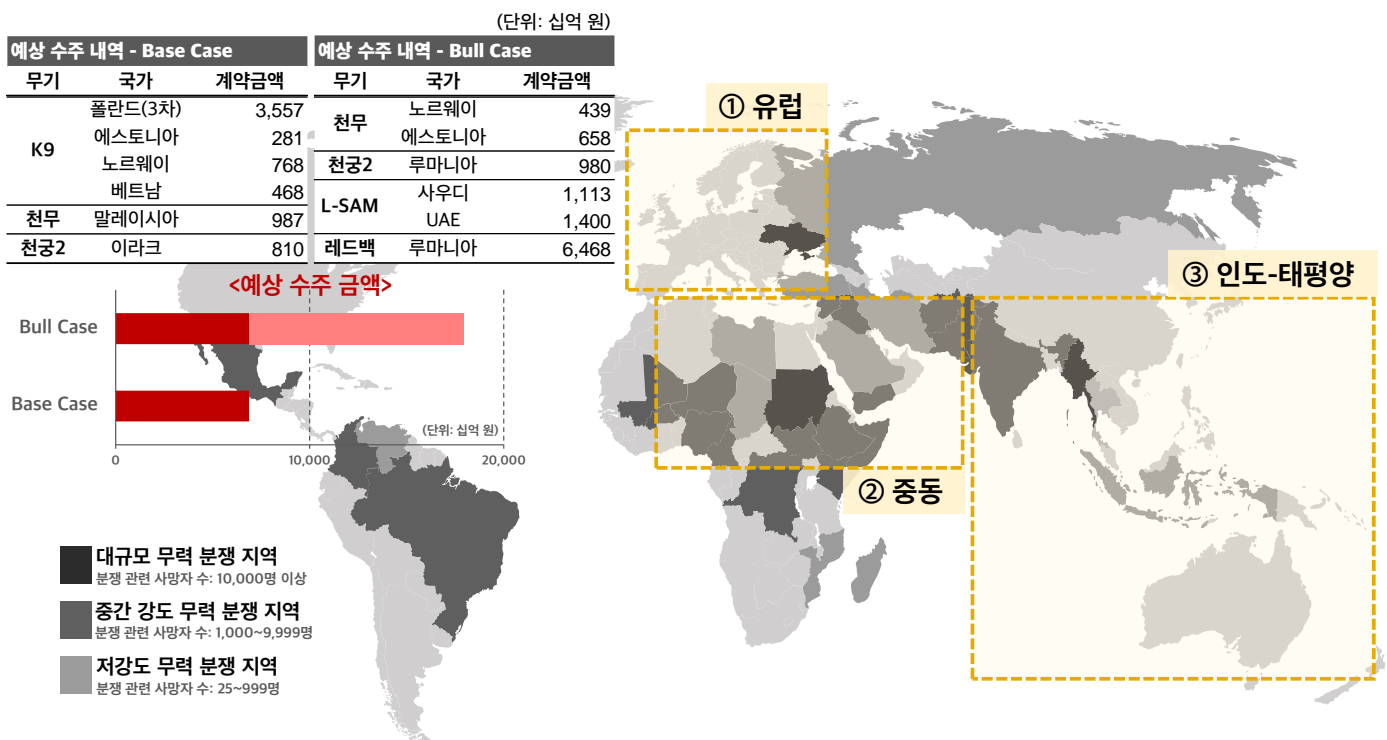
공식문서, 절차 있고
경쟁자 없으면 Base

Base Case는 ① 국가의 행정절차 또는 공식문서로 확인되는지 ② 경쟁자가 없는지의 기준으로 선정하였다. 동유럽에선 폴란드가 22년 체결한 기본계약 이후 남은 308문에 대한 3차 실행 계약이 26년까지 도래할 것으로 보았다. 북유럽에선 노르웨이와 에스토니아의 25년 국방 투자 계획에 K9 구매가 기재되어 있다. 중동의 이라크는 천궁2의 납기에 관한 세부 협의가 끝나면 계약 체결이 예정되어 있다. 인도태평양 지역의 베트남은 K9 수출을 위한 협상이 마무리 단계이며, 말레이시아는 천무 이외의 입찰 후보가 없다. 모두 기준을 만족하므로 Base Case로 선정하였다.

레퍼런스, 우위 있고
리스크 없으면 Bull

Bull Case는 ① 동사의 레퍼런스가 있는지 ② 경쟁자에 대한 확실한 우위가 있는지, ③ 정치적 상황이 동사에 우호적인지의 기준으로 선정하였다. 동유럽에선 루마니아가 K9 레퍼런스가 있으며, 레드백과 천궁이 경쟁 제품 대비 확실한 우위가 있다고 판단하였다. 북유럽에선 노르웨이와 에스토니아에 K9 레퍼런스가 있으며, 천무가 HIMARS 대비 납기에서 확실한 우위에 있다. 중동에선 천궁의 레퍼런스가 있으며, 사용목적에 고려할 때 L-SAM이 경쟁 제품 대비 우위에 있다고 판단된다. 동사가 새로운 수출의 기회를 찾고 있는 유럽에 대해 살펴보자.

도표 4-1. 세계 무력분쟁지도 및 26년 내 예상 수주 내역



4.1. 강력한 성장 모멘텀, 유럽 시장

(1) 지금 유럽 방산 시장은

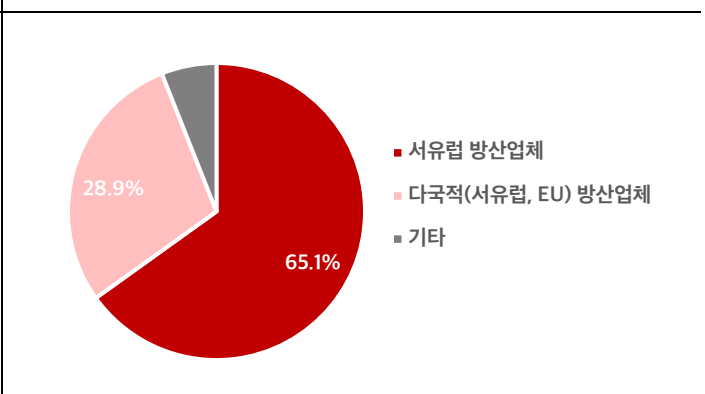
트럼프 당선이 부른 나비효과, EU 재무장	트럼프의 당선 이후 미국은 NATO의 소극적인 방위비 지출을 비판하며, 동유럽 주둔 미군 축소를 검토했다. 이에 유럽 전반에 군사적 긴장감이 증대됐고, EU집행위원회는 3월 4일 8,000억 유로 규모의 유럽 재무장 계획을 발표했다. 계획의 핵심은 ① 국방비 증액 시 EU 재정준칙 적용을 유예하여 각국의 국방비 지출을 GDP의 1.5%씩 늘려 총 6,500억 유로를 조성한다. ② 이른바 Buy European으로, 1,500억 유로를 공동 차입하여 유럽산 무기 대출금을 지원하는 것이다.
Buy European? 수출에 악영향 있나?	Buy European이 동사 수출에 미칠 영향에 대한 우려가 많지만 이는 불필요한 걱정이다. EU는 35년까지 역내 무기 조달 비중을 60%로 확대하는 목표를 세우고, 실행계획으로 25년 3월 SAFE(Security Action For Europe)를 발표했다. 65% 이상 유럽산 부품 사용을 의무화하여 사실상 역외 조달을 막으려는 의도를 보였지만 안보동반자 국가엔 제한적으로 참여를 허용한다. 그리고 한국은 24년 11월 EU와 안보동반자 협정 체결로 SAFE 참여 자격을 획득했다.
동사는 이미 현지 생산 노력 중이다	그러나 이를 위해선 65% 이상의 유럽산 부품을 사용하여 역내 조달로 인정받아야 한다. 동사는 이미 폴란드와 루마니아에서 현지 생산을 추진하고, 현지 부품 통합을 확대 중이다. 또한 역내 조달을 인정받지 못해도 역외 조달을 예외조항으로 두어 허용한 과거 사례도 있다. 23년 7월 도입된 탄약생산지원법(ASAP)은 EU의 생산능력 부족으로 인해 역외 조달을 예외조항으로 두었다.
자국 방산이 있고, 니즈가 다른 서유럽	현실적으로 서유럽엔 동사의 무기 수주가 어렵다. 서유럽엔 영국의 BAE Systems, 프랑스의 Nexter와 AMX, 독일의 Rheinmetall과 KMW, 이탈리아의 Leonardo 그리고 서유럽 합작회사인 MBDA 등 거대 방산업체가 있기 때문이다. 서유럽은 원하는 무기도 동유럽이나 북유럽과는 차이가 있다. 이들은 NATO의 최전선이 아니므로 후방에서 신속하게 병력을 전개·재배치해야 한다.
자주포로 알아보는 각국의 무기 니즈	일례로 서유럽이 선호하는 차륜형 자주포는 궤도형에 비해 민간도로 운행이 용이하여 장거리 기동 및 신속한 전개·재배치 등 유연성이 뛰어나다. 프랑스의 CAESAR, 독일의 RCH-155 등이 대표적인 차륜형 자주포이다. 전면전을 상정하여 화력과 내구성에 집중한 궤도형 자주포 K9은 서유럽엔 부적합하다. 실제로 영국의 자주포 도입 입찰에서 RCH-155에 패배했다. 그러나 K9은 러시아와 국경을 맞댄 동유럽과 북방이라는 극한 환경에서 병력을 운용하는 북유럽엔 전면전을 대비하기 위한 매력적 무기다. 따라서 동사의 주요 시장은 동유럽과 북유럽이 될 것으로 판단된다.

도표 4-2. EU 무기조달 시 자금 지원 정책

유럽의 재무장 계획	
정책명	정책내용
ASAP	EU 내 탄약 생산 능력을 확대하기 위해 발의 탄약, 폭발물, 미사일 생산 위해 5억 유로 예산 책정
EDF	EU의 방위 연구 및 개발을 지원하기 위해 발의 21~27년 73억 유로 배정
EDIP	장기적으로 EU 방위 산업 준비태세, 공급망 보완 25~27년 15억 유로 배정
NDIP	NATO의 기술적 우위 유지를 위한 방위 혁신 자금 10억 유로 투자하여 EU 내 방위 스타트업 지원

출처: EU, SMIC 5팀

도표 4-3. 유럽 방산 매출의 서유럽 방산업체 편중



출처: SIPRI, SMIC 5팀

(2) 잠자던 거인, 유럽

재무장 계획 반영한 수출 가능 시장 산출	동사가 수출 가능한 유럽 방산 시장 규모를 알아보기 위해 TAM과 SAM을 추정해보았다. EU의 경제성장률을 반영한 25~28년 GDP대비 국방비를 평균 1.5% 증액한다고 가정하고 Buy European으로 무기 조달 시 지원할 1,500억 유로를 4년 간 감소 추이를 반영하여 더해주었다. 상술했듯 동사의 적극적인 현지 생산과 기술 이전 등으로 인해 지원에서 배제될 가능성은 낮다.
무기조달에 지원되는 EU, NATO 기금 반영	유럽 방위기금(EDF)은 25년 중 10.7억 유로가 할당됐으므로 이후 연도 수치에 flat하게 적용해 주었다. 여기에 유럽 방위 산업 프로그램(EDIP)은 25~27년 매년 5억 유로씩 지원하므로 각 연도에 할당하였다. NATO 안보 투자 프로그램(NDIP)의 경우, 25년 17억, 26년 22억에서 30년까지 58.3억 유로까지 확대가 예상되므로 27~28년 수치는 CAGR로 증가시켜 주었다. NATO 군사 예산은 25년 23억, 26년 27.6억에서 30년까지 46.6억 유로까지 확대가 예상되므로 동일하게 27~28년 수치는 CAGR로 증가시켜 주었다.
TAM은 EU 전체 무기 조달 예산	동사의 TAM은 EU 국가 전체의 무기 조달 예산이다. EU의 23년 무기 조달 비용은 720억 유로로 국방비의 26%이며 YoY 17% 증가했다. 이 중에서도 에스토니아 49%, 폴란드 45% 등 안보 위협이 더 심각한 동유럽 및 북유럽 국가들의 비율이 높다. 24년에는 1,020억 유로를 무기 조달에 사용했으며, 이는 국방비의 31.2%이다. 25년부터 무기 조달을 위한 EU 공동 차입 1,500억 유로가 4년간 지급되므로 총 국방비의 6.1%에 해당하는 금액을 무기 조달 예산에 추가했다. 두 비율을 단순 합산하여 25년부터 국방비의 37%를 무기 조달 예산으로 사용한다고 가정한다.
SAM은 서유럽 제외 무기 조달 예산	서유럽은 앞서 말했듯이 자국 방위산업체가 존재하므로 동사가 수주를 받기 매우 어렵다. 24년 기준 대표적 서유럽 국가인 프랑스, 독일, 이탈리아, 스페인, 네덜란드 5개국이 EU 국방비에서 차지하는 비중은 52.1%이다. 이를 제외하고 동사의 무기를 구매할 가능성이 있는 국가의 국방비 비중을 보수적으로 45%로 가정하였다. 따라서 동사의 SAM은 서유럽 국가를 제외한 EU 무기 조달 예산이며 4년 간 4,187억, 연 평균 1,047억 달러(153조 원)로 추정된다. 이는 한국의 역사상 최대 방산수출인 22년 173억 달러(25조 원)의 6배에 달하는 금액이다.

도표 4-4. 유럽 방산 수출 가능 시장 추정

유럽 방산 시장 TAM-SAM 추정 Table					
(단위: 십억 달러)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
EU GDP	19,400	19,575	19,809	20,067	20,288
YoY(%)	0.0%	0.9%	1.2%	1.3%	1.1%
GDP대비 국방비 (%)	1.8%	2.3%	2.7%	3.1%	3.3%
EU 재무장 적용시 국방비 (g) = (a) + (b) + (c) + (d) + (e) + (f)	359	522	597	674	723
EU 국방비 (a)	359	450	535	622	669
EU 차관 도입 (b)	-	55	44	33	33
유럽 방위 기금(EDF) (c)	-	11.7	11.7	11.7	11.7
유럽 방위 산업 프로그램(EDIP) (d)	-	0.7	0.7	0.7	0.7
NATO 안보 투자 프로그램(NDIP) (e)	-	1.9	2.4	3.1	3.9
NATO 군사 예산 (f)	-	2.5	3.1	3.5	3.9
EU 무기 조달 비용(TAM) (h) = (g) x 37%	133	193	221	249	267
YoY(%)	0.0%	45.5%	14.3%	13.0%	7.2%
수출 가능 시장(SAM) (i) = (h) x 45%	60	87	99	112	120

출처: EU, NATO, SMIC 5팀

(3) 납기의 민족, K-방산

냉전 종식 후 급감한
방산 수요&생산능력

유럽의 주요 방산 업체인 독일의 KMW, Rheinmetall과 프랑스의 Nexter는 생산능력에서 한국에 크게 뒤처진다. 냉전 종식 후 유럽은 전면전을 고려하지 않아서 지상군 전력을 크게 감축시켰다. 이에 GDP 대비 국방비 비율도 냉전기 3% 수준에서 2000년대 1% 수준으로 감소하여 내수 무기 수요 또한 크게 감소했다. 이는 곧 방산업체의 생산능력 축소로 이어졌는데, 일례로 KMW와 Rheinmetall의 Leopard 전차 생산능력은 냉전기 연간 300대에서 현재 50대까지 감소했다.

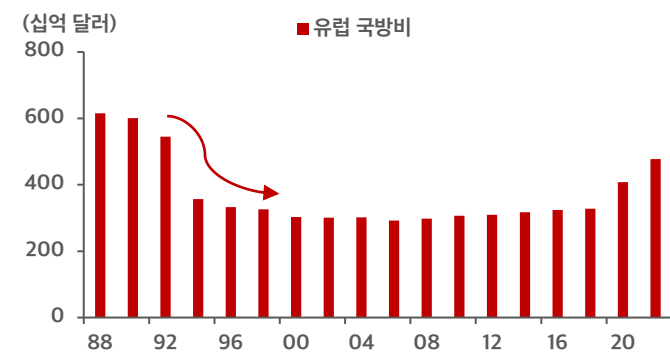
팀플을 선택한 EU
결과는 공급망 병목

내수 무기 수요 감소에 대한 대비책으로, 유럽은 각국의 독자적인 무기 개발이 아닌 EU 내 공동 개발과 양산으로 노선을 변경했다. 그러나 국가별로 방위 산업이 분산되어 있어 공급망 관리가 되지 못하고, 요구 사항 조율로 인한 지연과 과도한 물류운반비, 인건비 등 비효율성을 야기하였다. 결과적으로 규모의 경제를 형성하지 못하여 제품 단가는 비싸지고, 납기를 맞추지 못하여 수출 경쟁력도 떨어지는 악순환에 빠졌다. 러우전쟁 이후 급증한 수요를 충족시키기 위해 생산을 확대하려 했지만 신속한 대응이 어려웠다. 이미 부품을 만드는 EU 각지의 중소기업이 도산하여 해당 부품이 단종된 경우도 있기 때문이다. 공급망 병목은 단기간에 해결되는 문제가 아니다.

필요할 때 있어주는
천무를 택한 폴란드

따라서 납기는 동사의 제품이 다른 경쟁 제품들에 대해 가지는 특징점이다. 무기는 성능도 중요하지만 필요한 때 쓸 수 있어야 한다. 일례로 폴란드는 22년 미국 Lockheed Martin의 HIMARS 500대 추가 구매를 추진했으나 당시 미국도 우크라이나 공여로 인해 HIMARS 수량이 부족했다. 28년까지 500대 이상의 HIMARS가 필요한 미군 수요와 러우 전쟁으로 인한 납기 지연 문제로 폴란드는 구매 계획을 철회하는 대신 동사의 천무를 도입하기로 결정했다. HIMARS는 이후 24년까지 연간 생산량을 48대에서 96대로 증가시켰지만, 현재까지도 HIMARS를 수령하기까지 최대 5년이 걸린다. 그에 반해 천무의 납기는 1.5~2년으로 생산 속도의 우위를 보여준다.

도표 4-5. 냉전 이후 유럽 국방비 지출 변화



출처: NATO, SMIC 5팀

도표 4-6. 천무 경쟁제품 비교

	K-239 천무	M142 HIMARS
제조사	동사	Lockheed Martin
운용국가	한국, 폴란드 등	미국, 폴란드, 루마니아 등
로켓장전량	6발x2포드	6발x1포드
재장전 시간	4~5분	5분
미사일 사거리	450km	480km
최대 속도	80km/h	85km/h
기동성	차륜형	차륜형

출처: 각 사, SMIC 5팀

(4) 유럽의 방패, 동유럽

K-방산의 결정체,
폴란드 22년 수출

앞서 말했던 동사의 제품이 가지는 성능과 납기라는 특징점이 극대화되어 해외 대형 수주가 이뤄진 대표적인 사례는 폴란드이다. K9과 천무는 우크라이나 점령 시 러시아와 전면전을 벌이며 최전선을 방어해야 하는 폴란드가 요구하는 화력과 내구성이라는 성능을 정확하게 충족했다. 또한 폴란드는 HIMARS의 납기가 늦어서 생기는 안보위험을 우려하여 천무를 선택했다. 폴란드와 상황이 유사한 동유럽과 북유럽의 국가들은 이 수주로 인해 동사에 주목하게 됐다.

폴란드는 레퍼런스에
3차 계약까지 준다

무기는 레퍼런스가 매우 중요하다. 일례로 KAI의 T-50도 인도네시아에 11년 처음 수출되고, 이후 14년 태국, 15년 필리핀 등 인접국으로 수주가 퍼져 나갔다. 그리고 16년 FA-50이 최초로 필리핀에서 반군 공습으로 실전에 투입되어 성능을 입증하였다. 그러자 17년 태국 8기, 21년 인도네시아 6기, 22년 폴란드 48기, 23년 말레이시아 18기로 인접국가, 심지어는 동유럽에서도 폭발적으로 수주가 나왔다. 이처럼 폴란드 수주는 인접국 수주로 이어지는 단단한 교두보가 될 것이다. 또한 아직 폴란드엔 K9 308문 실행계약이 남아있고, 26년 내로 일부 계약이 체결될 것으로 전망한다. 최근 안보 상황을 고려하면 보수적으로도 2차의 152문보다 더 큰 수주가 예상된다.

종합선물세트가 될
루마니아 방산 수출

다음은 러시아에 맞서 최전선에서 유럽의 방패가 될 루마니아를 알아보자. 루마니아는 인접국 폴란드의 22년 수주의 뒤를 이어 24년 7월 K9 54문과 K10 36대를 1.4조원 규모로 계약한 레퍼런스가 있다. 자주포를 구매한 루마니아가 다음으로 구매할 가능성이 높은 무기체계는 IFV와 M-SAM이다. 동사의 제품 중 레드백과 천궁2가 이에 해당된다. 동사는 이에 대비해 루마니아 생산공장의 25년 말 착공, 27년 말 준공을 목표로 하고 있다. 이는 K9, K10의 생산뿐만 아니라 부품생산 및 MRO(Maintenance, Repair, Operation) 거점으로서 유럽의 방산허브를 구축하고, 다른 제품도 수출하기 위한 포석이다. 따라서 레드백과 천궁2의 루마니아 수출 가능성을 살펴보자.

레드백 호주 수출
당시 상황의 데자뷰

루마니아는 25년 하반기 4.3조 원 규모 차세대 기계화보병전투차(IFV) 298대의 조달절차를 시작할 것이다. 31년까지 1단계 246대, 2단계 52대를 구매한다. 루마니아의 IFV 수주 경쟁 상황은 호주 레드백 수출 당시의 상황과 닮아있다. 먼저 경쟁후보가 General Dynamics의 ASCOD, BAE Systems의 CV90, Rheinmetall의 KF41 Lynx로 똑같다. 19~23년 진행되었던 호주의 IFV 입찰에선 레드백이 다른 경쟁후보에 비해 성능, 가격, 목적적합성에서 더 좋은 평가를 받았다. 19년 9월 ASCOD는 상륙함과 수송기 적재에 부적합한 크기, CV90은 높은 가격을 이유로 탈락이 결정되고, 이후 20년 말까지 레드백과 Lynx만 시제품 3대를 호주로 보내 1년간 성능 테스트를 받았다.

호주에서의 성공전략
루마니아에도 통한다

동사는 22~24년 기준에 수주받은 K9, K10의 생산을 목적으로 호주 질롱에 H-ACE공장을 건설하며, 동시에 IFV 입찰에도 참여하고 있었다. 그러던 중 23년 7월 Lynx의 입찰가가 더 낮음에도 불구하고 성능에서 우수한 평가를 받아 레드백이 최종 선정되었다. 이후 동사는 H-ACE 공장의 레드백 생산을 위해 Stage2 확장을 결정했고 26년 완공 후 129대를 양산하여 28년까지 호주군에 납품한다. 방산 계약 시 절충교역이 법적 의무인 루마니아의 특성상, 동사는 레드백 선정 시의 호주의 사례와 같이 신속한 현지생산이 가능하다는 점에서 경쟁제품 대비 우위가 확실하다. 또한 당시에는 레드백의 실물도 없던 것을 고려하면 지금이 동사에 더 유리한 상황이다.


도표 4-7. 레드백 경쟁제품 비교



	레드백	KF41 Lynx	CV90	Ajax
제조사	동사	Rheinmetall	BAE Systems	General Dynamics
운용국가	호주	헝가리	스웨덴, 덴마크, 핀란드, 노르웨이 등	영국
최대속도	70	70	70	70
항속거리	520	500	600	500
중량(t)	42~47	34~50	23~35	38~42
승무원+탑승병력	3+8	3+8	3+8	2+4

출처: 각 사, SMIC 5팀

도표 4-8. 천궁 경쟁제품 비교



	천궁	VL-MICA	SPYDER-MR/LR	NASAMS
제조사	LIG Nex1	MBDA	Rafael, IAI	Kongsberg, RTX
운용국가	한국, UAE, 사우디아라비아 등	모로코, 태국, 조지아, 보츠와나 등	인도, 싱가포르, 페루, 체코 등	미국, 네덜란드, 호주, 노르웨이 등
탄도미사일 요격	가능	불가능	제한적 가능	가능
사거리	70~80km	20~40km	35km/70km	50km
요격고도	20km	9~15km	16km/20km	15~20km
미사일 속도	마하 4~5	마하 3~4	마하 4	마하 4
발사 방향	수직발사	수직발사	수직발사	수평발사
기동성	우수	고정식	우수	고정식
레이더	PESA	AESA	AESA	AN/MPQ

출처: 각 사, SMIC 5팀

K9과 파워팩을
공유하는 형제 사이

레드백은 K9과 파워팩을 공유하여 유지보수비용을 절감하고, 기존 K9과의 상호운용성도 높다. K9 레퍼런스가 있던 호주에서도 이 점이 동사의 사업자 선정에 유리하게 작용하였다. 다른 경쟁 후보들에 비해 높은 성능, MRO까지 가능한 현지 생산공장, 기존의 K9 레퍼런스 등을 종합적으로 고려하였을 때 사업자 선정 가능성이 매우 높다. K9 구매 당시 23년 4월 의회의 자주포 사업 승인 이후 24년 7월 계약 체결되었으므로 조달 절차도 1년 내로 도래할 것으로 예상된다.

루마니아에 천궁도
10 대나 갈 수 있다?

루마니아는 23년 12월 5.5조 원 규모의 차세대 중고도 대공방어체계 조달절차를 시작했다. 5년간 1단계와 2단계로 나눠 도입할 예정이다. 총액이 크지만 국토 면적이 루마니아의 10배인 사우디보다 조달 대수가 더 많지는 않을 것으로 예상된다. 보수적으로 사우디와 같은 10개 포대가 납품된다고 가정하면 25년 계약 완료 후 26~28년 1단계 6개 포대, 29~30년 2단계 4개 포대가 인도될 것으로 전망한다. 천궁2의 최종선정 가능성 또한 높다. 경쟁후보는 노르웨이 Kongsberg의 NASAMS, 프랑스 MBDA의 VL-MICA NG, 이스라엘 Rafael의 SPYDER-MR/LR이 있다.

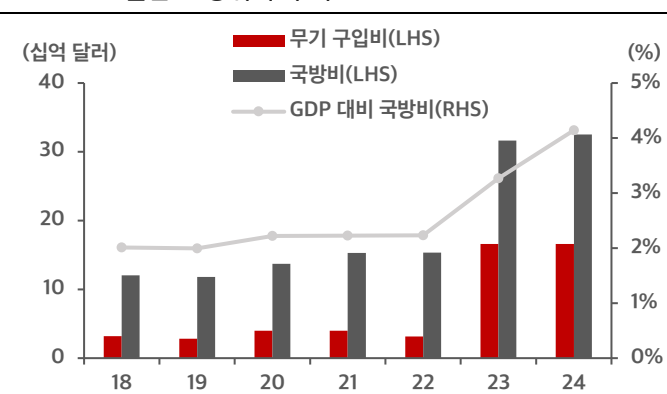
경쟁 제품은 모두 다
결격 사유가 있다

경쟁후보들 모두 러시아의 항공기, 탄도탄 위협에 대하여 긴급한 대응이 어려운 결격 사유가 있다. NASAMS는 납기가 최대 5년까지 밀려 있으므로 대공방어체계의 보충이 시급한 루마니아가 선정할 가능성이 낮다. VL-MICA NG는 원형이 될 공대공 미사일인 MICA-NG가 26년에야 개발이 완료될 예정으로 아직 실물이 없으므로 선정 가능성이 낮다. SPYDER-MR/LR은 강력한 경쟁 상대지만 공대공미사일 Python과 Derby 기반이므로 탄도탄 요격능력이 부족하여 선정 가능성이 낮다. 이는 체코에서 SPYDER-MR/LR을 구입할 당시 체코 국방부가 지적한 사항이다.

한국에서 쓰면 성능,
상호운용성 다 증명

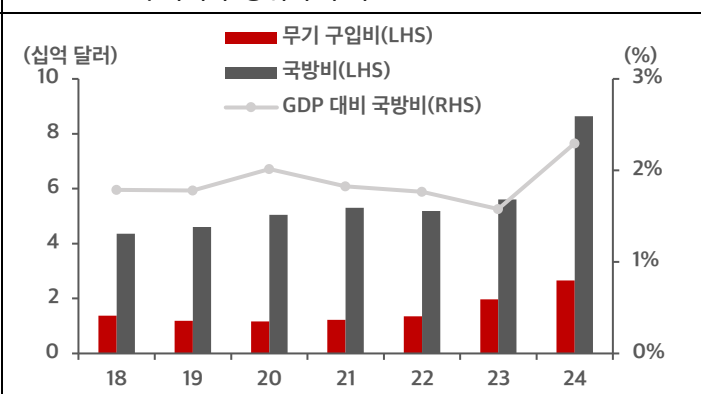
그러나 천궁2는 북한을 상대하는 한국군 요구성능으로 인해 항공기뿐만 아니라 탄도탄 요격능력을 확보하고 있다. 현재까지 100%의 명중률로 성능이 가장 뛰어나며 납기도 빠르다. 또한 프랑스와 이스라엘은 각각 해당 제품들을 자국 군대에서 운용하지 않거나 운용한지 1년밖에 되지 않았다. 그러나 천궁2는 한국에서 PAC-2와 함께 10년 이상 운용하여 상호운용성이 증명됐다. PAC-2를 현재 운용중인 루마니아에서도 천궁2가 최종 선정될 가능성이 높다.

도표 4-9. 폴란드 방위비 추이



출처: NATO, SMIC 5팀

도표 4-10. 루마니아 방위비 추이



출처: NATO, SMIC 5팀

(5) 발트해를 지켜라, 북유럽

노르웨이는 이미
오래 K9 써왔다

다음은 K9을 운용한지 오래된 노르웨이를 살펴보자. 노르웨이는 기존에 17년 K9 24문과 K10 6대, 22년 K9 4문과 K10 8대를 각각 2,132억 원과 2,448억 원 규모로 계약한 레퍼런스가 있다. 현재 노르웨이가 구매할 가능성이 높은 무기체계는 K9과 천무이다. 노르웨이는 핀마르크 지역을 통해 러시아와 국경을 맞대고 있기 때문에 최근 포병화력 강화에 집중하고 있다.

자주포 비었으면
K9으로 채워야지

노르웨이는 155mm 곡사포의 전력공백을 채우기 위해 25년 7,684억 규모로 K9 24문을 추가 도입할 예정이다. 기존에 K9을 도입하면서 퇴역한 M109A3 56문 중 22문을 우크라이나에 공여하였기 때문이다. 노르웨이의 K9 구매의사는 25년 국방투자안에 대한 노르웨이 국회결의안에서 볼 수 있다. 결의안에선 K9이 주요 전투부대인 노르드 여단에서 운용되면서 보인 능력에 대해 높은 만족도가 드러난다. 또한 노르웨이는 러시아와 인접한 전략적 요충지인 핀마르크 지역 방어를 위해 핀마르크 여단을 설립하여 K9 추가 도입분을 배치할 계획이라 밝혔다.

HIMARS 또 너야?
천무 16대 간다!

천무 수출의 경우, 노르웨이는 28년까지 16대의 MLRS를 도입할 계획으로, 25년 우선협상대상자를 선정할 예정이다. 24년 MLRS 구매를 위해 노르웨이 국방물자청은 동사에 정보제공요청서(RFI)를 보냈으며, HIMARS가 주요 경쟁후보이다. 그러나 HIMARS는 폴란드의 사례에서 볼 수 있듯 납기 지연 문제가 심각하여 최종 선정 가능성이 낮다. 또한 동사는 노르웨이의 Kongsberg와 MOU를 체결하여 현지 부품 통합이 가능하므로 선정 가능성이 높다.

반려성향 강한
에스토니아도 간다

다음으로 소련강점기를 겪어서 반려성향이 강한 에스토니아인데, 현재 수출 가능성이 높은 무기 체계는 노르웨이와 동일한 K9과 천무이다. 러시아와 국경을 접하고 있어서 육로가 막혀 있으며, 사실상 섬처럼 고립된 탓에 전선을 지키기 위한 화력 강화에 집중하고 있기 때문이다. 에스토니아도 기존에 18,19,23년 3회의 구매를 통해 K9을 36문 공급한 레퍼런스가 있다.

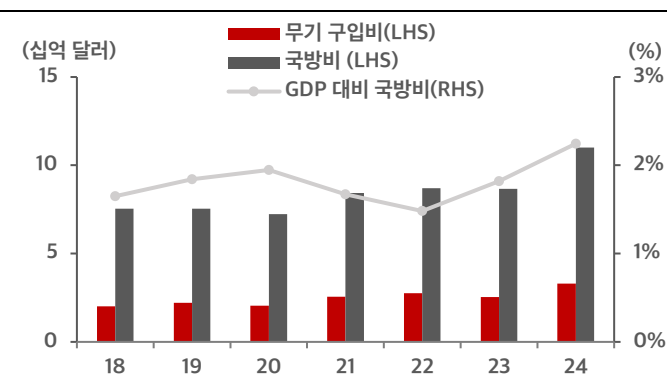
155mm 견인포
비었으니 K9 주문

에스토니아는 25년부터 29년까지 이뤄지는 7.9억 유로 규모의 국방 투자 계획에 K9 추가 도입을 포함시켰다. 공식 발표된 금액은 없으나 K9 12문을 추가 도입하여 새로운 포병대대를 창설할 예정이다. 23년 마지막 계약 직후 155mm FH70 견인포 총 24문을 우크라이나에 공여했으므로 전력 강화가 시급한 상황이다. 따라서 계약은 25년 내로 체결될 전망이다.

HIMARS 2차 주문
안하고 천무로 가자

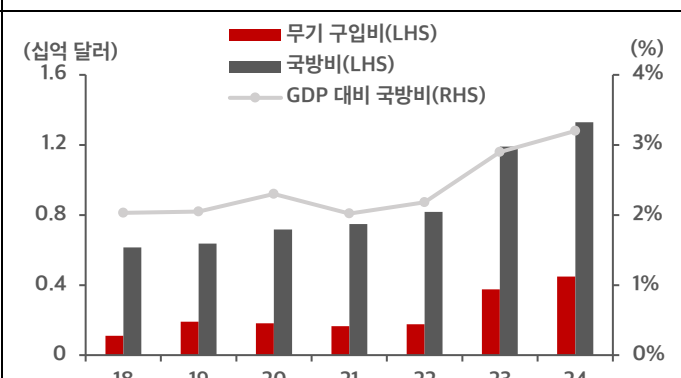
에스토니아는 이미 22년에 HIMARS를 6대 계약했지만 2차 MLRS 구매에선 천무를 선택할 가능성이 높은 상황이다. 22년 11월 계약했음에도 현재까지 1대도 인도받지 못하고 있기 때문이다. 에스토니아 국방장관은 최근 HIMARS의 납기가 너무 길다는 불만을 표했다. 그는 2차 주문에서 다른 대안을 선택할 수 있다며 동사를 언급했다. 에스토니아는 장거리 무기예산 2.4조 원을 HIMARS 구매에 사용하려 했다. 22년 계약 규모가 5,000억임을 고려하면 HIMARS의 2차 주문 물량은 24대일 것으로 추정된다. 천무의 가격이 HIMARS의 절반에 달하는 것을 고려할 때 보수적으로 추정해도 동일한 수량까진 계약할 것이며, 그 시점은 25년 내로 도래할 것으로 판단했다.

도표 4-11. 노르웨이 방위비 추이



출처: NATO, SMIC 5팀

도표 4-12. 에스토니아 방위비 추이



출처: NATO, SMIC 5팀

4.2. 하늘에서 'L-SAM'이 빛받는다, 중동시장

중동 지역의
메가 히트 제품, 방공

최근 중동 방산 시장에서 최고의 효자 상품은 방공망이다. 22년 UAE와 35억 달러 규모의 천궁2 계약을 시작으로, 사우디와 32억 달러, 이라크와 26억 달러의 계약을 연이어 체결했다. 이들은 폴란드 K9 계약과 함께 동사를 지금의 '방산 대장주'로 만든 일등공신이다. 또한 동사는 천궁2의 성공에 힘입어, 23년에는 장거리 지대공 미사일인 L-SAM을 공개했고, 양산 전부터 중동의 관심이 뜨겁다. 이처럼 동사가 중동에서 선전하고 있는 이유는 중동 지역만의 특수성 때문이다.

중동만의 전쟁 방식
공습전

중동에서의 분쟁은 대부분 공습전의 양상을 띤다. 상대적으로 약한 전력을 가진 테러집단은 군사적 격차를 극복하기 위해 비대칭성 미사일 공습을 선호한다. 공습 공격은 적은 비용과 노력으로도 인구 밀집 지역, 석유 관련 시설과 같은 주요 시설에 큰 피해를 입힐 수 있다. 테러로부터 재산을 지키기 위해 중동 국가들은 다른 무기보다도 방공 시스템 마련을 최우선으로 여긴다.

방공망의 증명된
성능, 문제는 비용

방공 시스템은 전쟁의 양상을 완전히 바꿨다. 이스라엘은 아이언돔, 다비드 슬링, Arrow-3 등으로 구성된 5중 방공망으로 24년 한 해동안 하마스나 헤즈볼라의 공습 90% 이상을 요격했다. 전문가들은 이란의 미사일이 이스라엘의 방공망을 충분히 무너뜨릴 것이라고 생각했으나, 이란 미사일의 99%를 요격하며 그들의 전망을 크게 뛰어넘었다. 이는 역사에 남을 성공적 작전이었지만, 국방비의 6%를 하루만에 사용하고, 방공망 공급 부족 문제에 직면할 수밖에 없게 되었다. 이를 지켜본 주변 국가들은 지속성, 뛰어난 요격 능력 그리고, 가성비를 갖춘 무기를 찾아나섰다.

가성비와 성능 모두
합격, 천궁 2

그들의 눈에 동사의 천궁2가 포착되었다. '천궁2'는 중거리 지대공 유도 미사일로 15~40km 고도의 미사일 공격 방어를 목적으로 개발되었다. 천궁2는 중동 국가들이 보유하고 있는 'Patriot PAC-3'와 유사한 기능을 수행함에도 가격은 절반, 발사 비용은 4분의 1에 불과하기에 관심을 끌기 충분했다. 또한 요격 사거리가 PAC-3보다 3배 이상 길어서 더 효율적인 방공망을 구성할 수 있다. 분쟁의 횡수가 늘어나는 국면에서, 충분한 지대공 미사일 비축분을 보유하고 싶은 중동 국가들은 합리적인 가격과 뛰어난 기술력을 모두 갖춘 천궁2에 주목할 수밖에 없었다.

천궁 2는 시작,
L-SAM으로 도약
기대

이제는 천궁2보다 더 높은 하늘을 지킬 L-SAM도 중동의 하늘을 조준하고 있다. L-SAM은 한국형 THAAD라 불리며, 40~70km 고도의 미사일 방어를 담당하고, 수냉식 레이더 시스템을 갖추어 중동의 더위 속에서도 안정적으로 이용이 가능하다. 게다가 미국과 이스라엘만이 상용화에 성공한 '직격자율비행기술'을 탑재하여 사람의 개입 없이도 스스로 표적 타격이 가능한 것도 특장점이다. L-SAM의 기술력을 본 국가들은 개발 완료 전부터도 뜨거운 관심을 보이고 있다.

도표 4-13. 이스라엘에서 보는 방공망, 비용

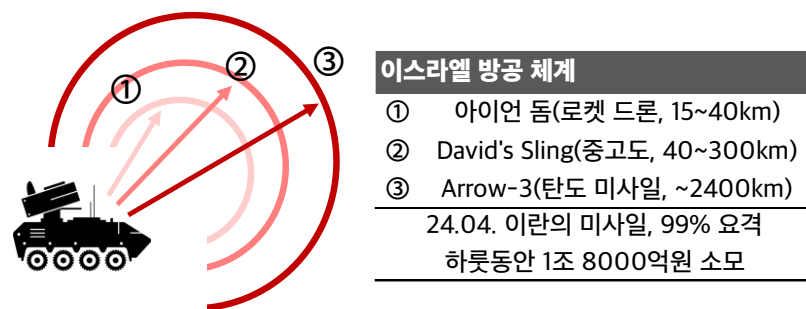


도표 4-14. PAC-3와 천무 비교

PAC-3와 천무 비교		
(단위: 달러)	PAC-3	천궁2
개발 국가	미국	대한민국
포대당 가격	12~15억	5~6억
미사일 가격	400~500만	120~160만
요격 고도	25~40km	15~40km
사거리	35~40km	40~150km
양산 시점	2010년대 초	2022년

출처: 언론 종합, SMIC 5팀

출처: 언론 종합, SMIC 5팀

중동 국가의
뜨거운 관심 받는
L-SAM

L-SAM에 가장 큰 관심을 보이는 국가는 사우디아라비아와 UAE이다. 두 국가는 THAAD를 가지고 있음에도 L-SAM의 개발 완료 전부터 구매 의사를 공식적으로 표명했다. 23년부터 양국은 L-SAM에 대한 구매 의향서와 정보요청서를 요구했고, 방위사업청은 올해 1월, 이에 대한 예비 수출까지 승인했다. 실전 배치까지 2년여가 남았음에도, 벌써부터 양국은 방공망 구축의 필요성을 강하게 드러내고 있다. 왜 그들은 이렇게까지 L-SAM에 관심을 갖게 되었을까?

초과 수요가 불러온
미국의 납기 지연

첫째로, 두 국가는 미국으로 인해 납기 문제를 겪은 적이 있다. 사우디는 17년에 15억 달러의 THAAD 시스템 구매 계약을 체결했으나 이스라엘 지역에 긴급 배치되며 26년 말로 납품 일정이 지연되었다. UAE도 PAC-3 미사일 추가 계약을 체결했으나, 러우 전쟁으로 인해 납기가 지연되고 있다. 게다가 PAC-3와 THAAD가 모두 도입되어 있었음에도 후티 반군의 공습을 막지 못해 지속적인 피해가 발생하고 있다. 미국의 장비만으로 방공에 부족함을 느낀 두 국가는 천궁2를 공격적으로 도입했고, 이제는 L-SAM에도 관심을 기울인다. 또한 K-방산은 경쟁사들을 납기 측면에서 압도하며, 내수용 물량을 수출용으로 전환하면서까지 고객들을 만족시켜 왔다.

너무 비싼 미국의
방공 시스템

둘째로, 미국의 장비는 지속성이 떨어진다. 후티 반군은 점차 내륙 지역까지 공습 횟수를 늘리고 있다. 실제 상황에 완벽하게 대응하기 위해서는 상시 운용이 가능한 장비가 필요하다. 그러나 THAAD 미사일은 발사 1회에 110억원이 소모되고, 발사대의 가격도 L-SAM의 2배 이상이다. 그에 비해 L-SAM의 발사 비용은 THAAD의 절반 수준이며, 수랭식 레이더를 사용해 중동의 환경에 적응하기 용이하다. 물론 THAAD의 요격 범위가 더 넓기 때문에 L-SAM의 단독 운용보다는 중고도는 L-SAM, 고고도는 THAAD가 요격을 맡는 식의 운용 방식이 효율적일 것이다.

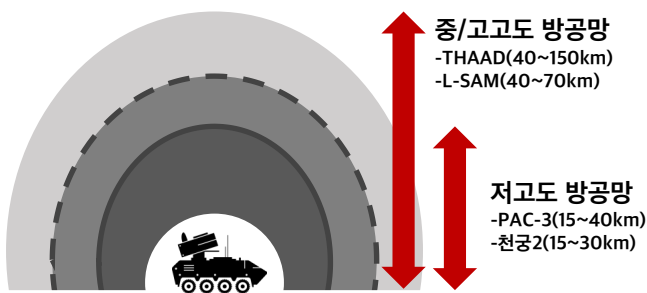
미국 방공 체계의
빈틈 발생

셋째로, 미국의 방공망만으로는 공백이 발생한다. PAC-3의 요격 고도는 25~40km이며, THAAD의 요격 고도는 40~150km이다. 사우디와 UAE는 PAC-3를 보완하기 위해 천궁2를 도입했으나, 40km 이상 고도에서는 THAAD를 보완할 무기가 아직 없다. 만일 THAAD의 고장이나 장비 점검 등으로 운용하지 못하는 상황이 발생하면 고도 40km 이상의 미사일을 방어할 방법이 없다.

자충수를 던지는
경쟁 국가들

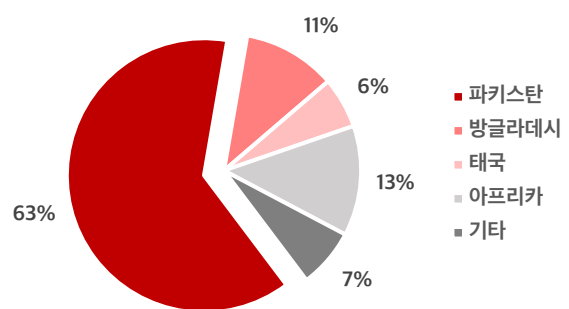
넷째로, 동사의 경쟁자는 중동에 납품할 여력이 없다. 장거리 지대공 미사일을 개발한 국가는 미국, 중국, 러시아, 대한민국, 이스라엘 5개국이다. 이 중, 이스라엘은 종교적 차이로, 러시아는 전쟁 상황으로 인해 무기 수출이 어렵다. 남은 경쟁자인 중국은 잦은 고장과, 기대에 못미치는 품질로 인해 글로벌 시장에서 점유율을 잃고 있다. 또한 수출의 대부분이 파키스탄과 같은 우호국에 집중되어서 객관적인 성능 평가가 어렵다. 게다가 중동에서 동사와의 수주 경쟁에서 3연패하고, 고객에게 불량 제품을 납품한 이력이 빈번하기에 중국에 대한 시장의 평가는 참혹하다.

도표 4-15. THAAD의 보완재, L-SAM



출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

도표 4-16. 중국의 무기 수출 국가 비중



출처: SIPRI, SMIC 5팀

Why now L-SAM?
후티의 공격을
막아라

중국제 무기의 실패를 지켜 본 중동 국가들이 HQ-19 대신 L-SAM을 선택할 것임은 자명하다. 그렇다면 사우디아와 UAE는 왜 지금 L-SAM에 관심을 가질까? 15년부터 수니파에 속하는 사우디아와 UAE는 시아파인 후티 반군과의 분쟁을 계속하고 있다. 후티 반군은 최근까지도 월 평균 28~38건의 공습을 시도하고 있으며, 그 중 40% 이상의 공격이 탄도 미사일에 의해서 이루어지고 있다. 이러한 상황에서 록히트 마틴 사의 제한적인 생산역량과 유럽에서의 폭발적 수요가 겹치며, 미국 제품의 납기가 점차 지연되고 있다. Lockheed Martin 측에서도 이미 5년차 물량이 쌓여있다고 언급하는 만큼, 사우디아와 UAE는 대체제를 찾을 수밖에 없는 상황에 처했다.

한국-중동
상부상조하는
L-SAM

L-SAM의 도입은 동사와 사우디/UAE의 니즈를 모두 만족시켜 줄 수 있다. K-방산은 빠른 납기와 우수한 성능으로 전세계의 찬사를 받고 있지만, 실전 경험의 부족을 지적 받고 있다. 그러나 이는 예멘과 분쟁 중인 사우디아와 UAE에 납품함으로써 충분히 해결할 수 있는 문제이다. 한편, 사우디아와 UAE 모두 국방 자급률 향상을 목표로 하는데, 동사는 올해 UAE 방위사업청과 현지화 MOU를 체결하고, 사우디아와는 JV 설립을 논의 중이다. '지피지기면 백전백승'이라는 말이 있듯이, 자신과 고객이 원하는 것을 정확히 판단하고 있는 동사는, 수주 싸움에서 패배하기 어렵다.

돈은 준비됐다
무기만 나오

사우디아와 UAE의 강력한 구매 의향은 이미 확인되었으며, 이제는 규모에 대해 논할 차례다. 25년 사우디아와 UAE는 국방비로 각각 780억 달러와 264억 달러를 배정했는데, 이는 역대 최대 금액이다. 또한 각국은 국방 예산의 10% 이상을 무기 구입에 사용하는 만큼, 신무기 도입에 굉장히 우호적이다. 그렇기에 THAAD의 절반 가격으로 L-SAM을 도입하여 방공망을 강화할 수 있다. 당장이라도 돈을 쓸 준비가 되어있으며, 이는 양국에 큰 부담이 되지 않는 수준의 금액이다.

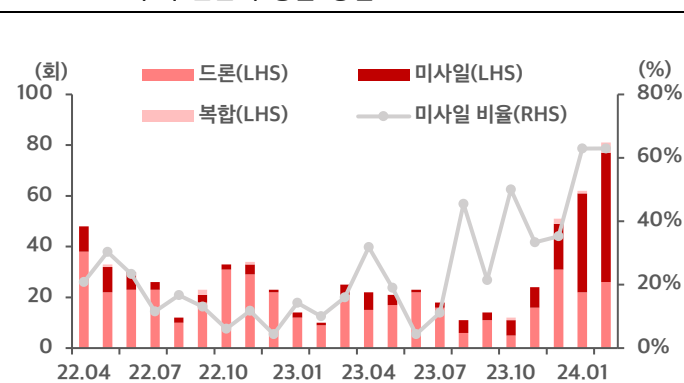
THAAD 가는 곳에
L-SAM 따라간다!

L-SAM은 THAAD를 도와 완벽한 방공망을 만들 것이다. 신규 방공망을 배치할 때는 상호 지원과 화력 중첩을 위해 기존 방공 포대의 위치를 최우선적으로 고려한다. 따라서 L-SAM도 독자적인 장소에 배치되기 보다는, THAAD 인근에 도입되어 시너지 효과를 노릴 것이다. 위의 논리에 입각하여 본 서에서는 THAAD가 배치된 지역을 바탕으로, L-SAM의 수주 규모를 추정한다.

사우디 L-SAM 5 대
UAE L-SAM 2 대
수주 예상

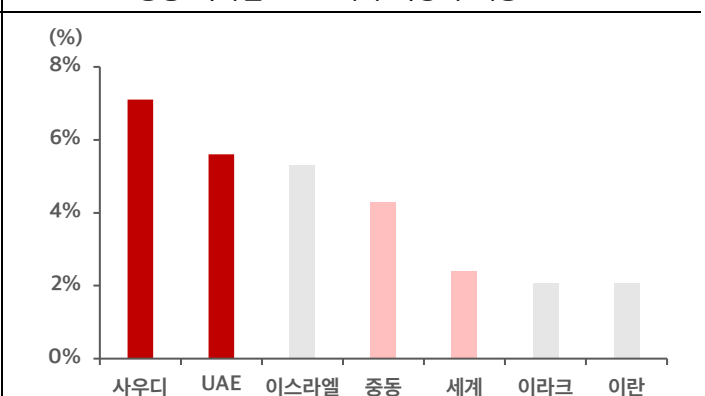
L-SAM은 사우디에 5포대, UAE에는 2포대가 도입될 것이라고 주장한다. 안보 분석 기관 Jane's는 사우디가 THAAD를 통해, 걸프만 그리고 수도 인근 지역에 총 7포대를 배치할 예정이며 UAE는 2포대를 배치했다고 밝혔다. 따라서 사우디의 경우 THAAD가 배치될 지역 중, 공습을 받은 이력이 있는 5곳에 L-SAM이 배치될 것으로 추정한다. 예멘 폭격으로 막대한 피해를 입은 UAE도 같은 기준으로 공습 피해 지역 2곳에 L-SAM이 배치될 것이다. 추후 비축분과 교체 수요, 그리고 공습의 지속성까지 감안하면, L-SAM 수요는 최소 7대 이상일 것으로 추정한다.

도표 4-17. 후티 반군의 공습 방법



출처: IISS, SMIC 5팀

도표 4-18. 중동 국가별 GDP 대비 국방비 비중



출처: ACLED, SMIC 5팀

4.3 떠오르는 분쟁 유망주, 인도/태평양 시장

라이징 분쟁 스타
인도-태평양
범인은 중국

중국과의 영토 논란이 지속되며 인도 태평양 지역도 새로운 분쟁 지역으로 부상했다. 역사적으로 중국과 분쟁이 빈번했던 인도, 베트남에 더해 남중국해 연안의 인도네시아, 말레이시아 등도 신규 무기 도입과 국방비 증액에 속도를 내고 있다. 동사는 25년 4월 글로벌 무기 수입국 1위 인도에서 100문의 K9 수주에 성공했고 태국과의 장갑차 개조 MOU를 체결하는 등 영업망 확장에 박차를 가하고 있다. 이와 함께 베트남과 말레이시아에서도 긍정적인 행보가 예상된다.

(1) 베트남

늘어서 굴리기도
힘든 소련제
자주포

베트남이 운용하던 180여문의 자주포는 70년대 이전 소련제로, 노후화가 상당하다. 베트남은 구식 무기 교체를 위해 25년부터 29년까지 46억 달러의 국방 예산을 배정했으며, 이 중 7억 달러를 신규 포병 시스템 도입에 사용한다. 소련제 무기에 의존도가 컸던 베트남은 서방의 무기 도입을 시도하고, QUAD 훈련에 참여하는 등 새로운 국제 질서에 발맞춰 가기 위해 노력하고 있다.

동남아에서도 뜨거운
K9 사랑

동사는 베트남의 국방 개혁안의 최대 수혜자가 될 가능성이 크다. 23년 베트남 국방부 장관이 한국군 훈련을 참관하면서부터 K9에 대한 관심을 드러냈다. 작년 4월에는 국방부 차관이 K9의 빠른 조달 요구 의사를 표명하며 계약에 가시성을 더했다. 이에 더해 24년 말부터 베트남 현지 언론에서도 약 4,000억원 규모의 K9 20대 계약이 납기 협상 단계에 도달했다고 밝히며, 계약의 마무리가 목전이다. 동사는 자체 엔진 개발 이후 공산권 국가에서의 최초 수주를 기대하고 있다.

(2) 말레이시아

멈출 줄 모르는 천무
이제는 말레이까지

말레이시아는 25년 국방비 48억 달러 중, 신무기 구입 및 현대화 작업에 13억 달러를 배정했다. 이 중, 구형 MLRS 교체 작업은 무기 현대화 작업의 약 30%를 차지한다. 당국은 26년 상반기까지 36대의 구형 Astros 2를 현대화하기 위한 입찰을 올해 2분기에 마감한다. 현재까지 확인된 입찰은 천무가 유일하며, 경쟁사가 들어오더라도 납기와 기능 모두에서 천무는 비교우위에 있다.

납기와 연식에서
비교우위를 갖는
천무

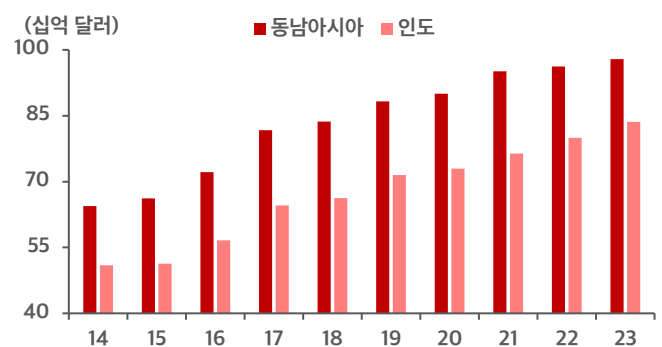
천무의 경쟁자인 TOS-1A와 미국의 M270은 80년대부터 사용된만큼 연식이 오래되었다. 유럽제 MLRS인 EuroPULS는 유럽 내 수요를 감당하기에도 벅차고, HIMARS는 수주 잔고가 이미 29년까지 쌓여있다. 한편 말레이시아도 국방 자급률 향상을 목표로 하고 있기 때문에 현지 업체와 유일하게 MOU를 체결한 기업이 동사라는 것도 매우 긍정적 요인이다. FA-50과 동사의 보병전투차량을 구매한 이력이 있는만큼, K-방산에 대한 말레이 정부의 시각도 매우 호의적인 상황이다.

도표 4-19. 인도/동남아시아 지역 군사적 충돌

지역	중국과의 분쟁 내용
인도	아루나찰프라데시주 인근 '몽둥이 충돌'(2022~) 아루나찰프라데시 지역 내 지명 중국식으로 변경(2024) 스프레틀리 군도 충돌(2013~)
베트남	중국의 통킹만 실탄 군사훈련(2025) 중국의 파리셀 군도 점유권 주장(1972~) 스프레틀리 군도 충돌(2023~)
필리핀	필리핀 EEZ 내 스카러버 암초 영유권 주장(2012~) 중국 해안경비대의 물대포 공격(2024)
말레이시아	루코니아 암초 영유권 주장(2024~)
남중국해	중국이 주장하는 영해, 구단선(1947~)

출처: 언론 종합, SMIC 5팀

도표 4-20. 동남아시아, 인도 연간 국방비 추이



출처: SIPRI, SMIC 5팀

5. 신속한 해외 투자, 근데 이제 유상증자를 결들인 - Issue & Risk

논란의 유상증자

한화그룹의 지배구조[Appx.2]는 한화를 중심으로 6개의 자회사, 5개의 손자회사, 2개의 증손회사로 구성된다. 동사는 한화의 자회사이며, 아래에 연결 자회사 한화시스템과 한화오션을 두고 있는 지배구조 내 최중요 회사이다. 3월 20일, 동사는 투자 목적의 3.6조 원 규모 주주배정 유상증자를 발표했지만, 증여세 절감을 위한 것이라며, 주주들과 언론, 정치권의 거센 비난을 받았다.

승계는 끝, 결국 규모도 축소

3월 31일, 김승연 회장은 보유한 한화 지분의 절반인 11.32%를 세 아들에게 증여하며, 논란을 정면돌파했다. 이를 통해 장남은 한화에너지의 간접지분과 합산하여 20.85%의 지분을 가진 한화 최대주주가 되어 승계를 끝마치게 된다. 이후 4월 8일, 동사는 유상증자 규모를 2.3조 원으로 축소한다고 정정 공시하였다. 다른 조건은 동일하나, 한화에너지 등에 1.3조 원 규모의 제3자 배정 증자를 추가로 진행하여 소액 주주의 가치를 증대하고, 부담을 경감하겠다고 발표했다.

유상증자 이유 ①: 부채비율 관리

동사가 견조한 영업현금흐름을 가지고 있음에도, 유상증자를 통해 자금을 조달한 이유는 두 가지가 있다. 첫째는 부채비율을 높이지 않기 위해서이다. 해외 수주 시 부채비율이 중요 지표로 평가받기 때문에 유상증자라는 자본성 조달을 선택한 것이다. 차입을 통해 자본을 조달하면 부채비율이 높아져 해외 수주에서 경쟁력이 떨어지지만, 유상증자는 부채비율을 낮추기 때문이다.

유상증자 이유 ②: 신속한 해외 투자

둘째는 방산의 해외 투자를 신속히 진행해야 하기 때문이다. 현재 세계 곳곳에서 방산 수주가 급격히 증가하였지만, EU의 '바이유러피안' 정책 등 현지화 또는 현지생산이 강하게 요구되고 있다. 글로벌 경쟁자들의 생산능력이 올라오지 않아 동사에게 기회가 주어지고 있는 상황에서 동사는 적극적이고, 선제적인 해외 투자를 통해 경쟁력을 더욱 확고히 하고자 하는 것이다.

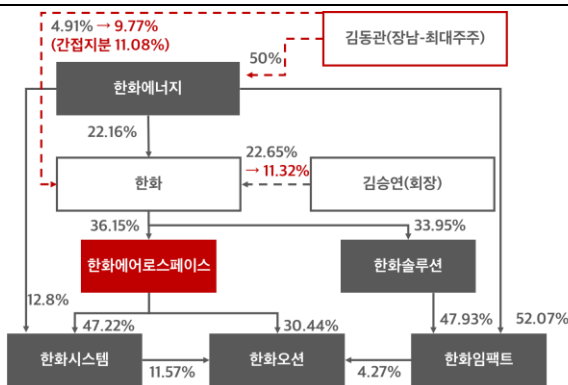
방산에 10조 원 투자 → 5.2조 원은 해외

동사가 자금을 조달하는 이유는 신속한 해외 생산 기지 확보와 사업 포트폴리오 확대이다. 증자를 통해 조달할 3.6조 원과 이후 발생할 영업현금흐름 등을 합하여 총 11조 원의 투자 계획을 가지고 있다. 이중 방산에는 해외 법인 투자 및 CAPA 증설에 총 10조 원을 투자할 계획이다. 특히 해외 투자에 5.2조 원을 투자할 계획으로, 수출 경쟁력에 대한 강력한 의지를 보이고 있다. 유럽 및 중동에 현지 생산거점을 확보하여, 중장기 지속성장 기반을 구축할 전망이다.

육각형 방산 기업 → 밸류 상승 도모

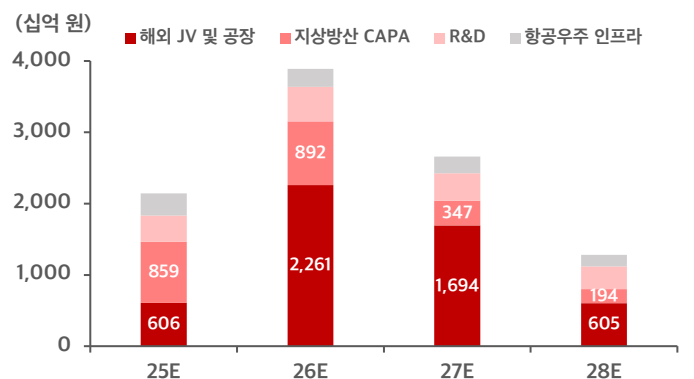
방산 R&D, 기존 공장 CAPA 증설, 항공우주에 투자하는 4.8조 원 외에도 동사는 조선·해양에도 1조 원을 투자할 계획이다. 해외 조선소에 8,000억 원, 친환경 해운에 3,000억 원을 투자하여 해양방산 역량에도 집중할 것이다. 라인메탈은 지상방산에 집중된 회사이지만, 동사는 지상방산 외에도 해양방산, 항공우주, 전장까지 잘하는 기업이 되어 밸류에이션 갭을 줄이고자 한다.

도표 5-1. 동사 지배구조



출처: SMIC 5팀

도표 5-2. 유상증자 자본 활용 계획



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

6. Valuation

6.1. 매출 추정

(1) 한화에어로스페이스(별도) 매출 추정

한화에어로스페이스의 별도 매출 추정은 지상방산, 항공, 그리고 비공개 및 미공시 수주에 따른 기타 부문으로 나누어 진행하였다. 동사는 22년 11월 (주)한화디펜스를, 23년 4월 (주)한화방산을 흡수합병하였다. 이에 과거 동사의 매출액에서 정확히 비교·참고할 수 있는 해는 24년뿐이다.

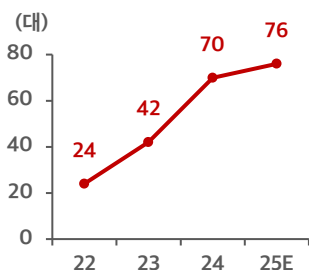
보고서 논리에 따라 지상방산 부문, 그중에서도 주요 수출 프로젝트에 중점을 두어 Base와 Bull Case로 나누어 추정하였다. 26년 내에 받을 수 있는 수주를 현실화 정도에 따라, 두 케이스로 분류하였다. Base Case는 '기존 수주 + 계약이 확실시되는 수주', Bull Case는 'Base Case + 상황적 근거로 계약 가능성이 높은 수주'를 의미한다. 상기 논의를 종합한 매출 Table은 아래와 같다.

한화에어로스페이스(별도) 매출 추정 - Base Case							
(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,225	1,957	4,979	7,935	11,227	13,224	14,846
YoY(%)	15.6%	59.8%	154.5%	59.4%	41.5%	17.8%	12.3%
지상방산				4,005	5,732	7,482	9,042
% of sales				50.5%	51.1%	56.6%	60.9%
항공				2,080	3,385	3,334	3,056
% of sales				26.2%	30.1%	25.2%	20.6%
기타				1,849	2,110	2,408	2,748
% of sales				23.3%	18.8%	18.2%	18.5%

한화에어로스페이스(별도) 매출 추정 - Bull Case							
(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,225	1,957	4,979	7,935	11,227	14,694	16,753
YoY(%)	15.6%	59.8%	154.5%	59.4%	41.5%	30.9%	14.0%
지상방산				4,005	5,732	8,953	10,948
% of sales				50.5%	51.1%	60.9%	65.4%
항공				2,080	3,385	3,334	3,056
% of sales				26.2%	30.1%	22.7%	18.2%
기타				1,849	2,110	2,408	2,748
% of sales				23.3%	18.8%	16.4%	16.4%

*22.11 (주)한화디펜스, 23.04 (주)한화방산 흡수합병

<폴란드 K9 인도물량>



① 지상방산 부문 - 주요 수출 프로젝트

동사는 수출 대상국으로 무기체계가 인도될 때, 매출을 인식한다. 이에 무기체계의 연간 인도 물량을 기준으로 매출을 추정하였다. 인도 계획이 명시되어 있는 사업의 경우 해당 일정을 고려하였고, 그렇지 않은 경우에는 연간 인도 물량이 공개되어 있는 폴란드 K9 수출 건을 proxy로 반영하였다. 차체와 부체계 수출 사업은 타 기업에 납품하는 형식으로, 인도 물량을 합리적으로 추정할 수 없다고 판단하여, 계약 기간(월)에 따라 안분하여 매출 인식을 해주었다.

25년 폴란드 K9 수출 물량의 경우, 올해 가이던스로 70대 이상을 제시함과 26년부터 2차 계약 건이 배치됨에 따라 76대 인도된다고 가정하였다. 또한, 인도 물량 증가 추세를 반영하여 2차 계약의 인도 물량을 추정하였다. 이집트와 호주의 K9 수출은 맞춤형 설계 및 현지 생산 준비에 따라 25년부터 본격적으로 인도됨을 반영하였다. 루마니아의 경우, 계약 체결 후 30개월 후에 첫 번째 인도가 이루어지며, 3번에 나누어 진행된다는 일정을 기반으로 매출을 추정하였다.

주요 수출 프로젝트 - 기존 수주						
계약 내용	계약기간	계약금액(십억 원)	2024	2025E	2026E	2027E
핀란드 K9 수출	17.03~25.12	397	61	185	-	-
폴란드 K9 수출 (1차)	22.08~26.09	3,204	1,058	1,149	-	-
폴란드 K9 수출 (2차)	23.12~31.11	3,447	-	-	1,860	1,588
이집트 K9 수출	22.02~29.12	2,060	183	213	372	620
호주 K9 수출	21.12~33.03	1,008	86	177	295	320
루마니아 K9 수출	24.07~29.07	1,226	-	-	153	358
에스토니아 K9 수출	18.06~30.12	159	26	26	-	-
인도 K9 부품 수출	25.04~30.09	371	-	46	68	68
폴란드 K9 차체 수출	25.04~31.12	403	-	40	60	60
폴란드 천무 수출 (1차)	22.11~27.11	5,048	1,135	1,412	1,551	556
폴란드 천무 수출 (2차)	24.04~29.10	2,253	-	-	-	1,533
UAE 천궁2 부체계 수출	22.01~29.12	389	49	49	49	49
사우디 천궁2 부체계 수출	24.12~34.03	947	-	119	119	119
호주 레드백 수출	23.12~33.07	3,392	177	247	663	1,105

폴란드향 천무는 작년 49대가 납품되었으나, 올해 1분기에만 24대가 인도되었다. 작년 한 개 분기 평균 인도 물량이 12대임을 고려할 때, 12대 더 인도됨을 확인할 수 있다. 이에 보수적으로 나머지 분기는 작년과 동일하다 가정하여, 25년 인도 물량으로 61대를 추정하였다. 이후 인도 물량은 폴란드향 K9 수출과 동일한 추이를 보인다고 가정하였다. 호주 레드백의 경우, 현지 공장 설립에 따라 26년부터 본격적으로 인도되며, 이전에는 개발비만 인식됨을 반영하였다.

주요 무기체계 가격	
(단위: 십억 원)	ASP
K9	23
천무	27
레드백	26
천궁2	449
L-SAM	700

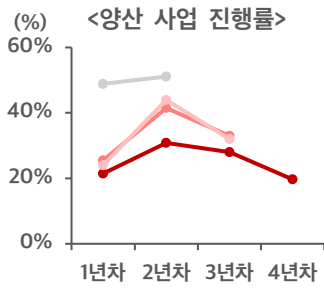
신규 수주는 투자포인트에서 추정했던 수주 계약을 기반으로, '추정 물량 x ASP'로 계약 금액을 산출하였다. ASP는 과거 수주 기반으로 계산하였다. 정확한 인도 기간이 나와있지 않은 경우, 인도 개시 후 평균 인도 기간인 4년을 가정하였고, 폴란드향 K9 인도 물량 proxy 사용해 추정하였다. 이라크 계약은 'LIG넥스원이 이라크로부터 수주받은 금액 x 천궁2 내 동사 부체계 비중(21.8%)'을 통해 계약 금액을 산출한 후, 이를 연도별로 안분하여 매출로 인식하였다.

주요 수출 프로젝트 - Base Case					
계약 내용	계약기간	계약금액(십억 원)	2025E	2026E	2027E
폴란드 K9 수출 (3차)	26.01~30.01	3,557	-	-	445
에스토니아 K9 수출	25.06~28.06	281	63	105	114
노르웨이 K9 수출	25.06~29.06	768	87	152	254
베트남 K9 수출	25.06~29.06	468	53	93	155
말레이시아 천무 수출	26.01~30.01	987	-	112	196
이라크 천궁2 부체계 수출	25.06~33.03	810	45	90	90

Bull Case 또한, 같은 방식으로 추정하였다. 특히 L-SAM 수출의 경우, '추정 포대 수 x ASP x 동사 부체계 비중(31.8%)'으로 계약 금액을 산출하였다. 천궁2와 달리, 발사대 외에도 대탄도탄 미사일 생산을 담당함으로써 전체 체계 내 비중이 커짐을 반영했다. 천궁2와 L-SAM 계약은 과거 사우디 계약(10포대)을 기반으로, 포대 수와 비례하여 계약 기간을 산출했다. 루마니아의 경우는, 호주와 상황이 유사함을 반영하여 초반 2년 동안 개발비(10~15%)만을 인식해 주었다.

주요 수출 프로젝트 - Bull Case					
계약 내용	계약기간	계약금액(십억 원)	2025E	2026E	2027E
노르웨이 천무 수출	25.12~29.12	439	-	50	87
에스토니아 천무 수출	25.12~29.12	658	-	75	130
루마니아 천궁2 부체계 수출	25.12~30.12	980	-	196	196
사우디 L-SAM 부체계 수출	26.06~31.04	1,113	-	115	230
UAE L-SAM 부체계 수출	26.06~29.07	1,400	-	227	454
루마니아 레드백 수출	26.01~31.12	6,468	-	808	808

② 지상방산 부문 - 기타 수주



기타 수주의 경우, 크게 ① 양산 ② PBL ③ 정비 사업으로 나눌 수 있다. 대부분을 차지하는 양산 사업의 경우, 과거 수주 계약의 매출을 바탕으로 진행률을 역산하였다. 해당 수치를 활용하여, 남은 기간의 매출을 인식해 주었다. 기존 수주의 매출 추정 Table은 [Appx.3]에 첨부하였다.

신규 수주로는 제166회 방위사업추진위원회 결과에 따라, 사업 계획이 제시된 국내 L-SAM 양산 사업을 반영하였다. 구체적인 계획이 나오지 않은 내수 사업을 예측하는 것은 어렵다 판단하여, 해당 계약 건 외에는 과거 평균적인 계약 수주 추이를 활용하였다. PBL과 정비 사업과 달리, 양산 사업은 매년 2~3개 수주 공시가 나오며, 계약 기간도 2~4년 사이임을 확인했다. 연간 평균 양산 부문 신규 수주 총액이 8,810억임을 반영하여, 진행률을 활용해 매출[Appx.3]을 추정했다.

지상방산 부문 매출 추정							
(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Base Case 매출				4,005	5,732	7,482	9,042
Bull Case 매출				4,005	5,732	8,953	10,948
주요 수출 프로젝트(기존)				2,773	3,662	5,191	6,376
주요 수출 프로젝트(Base)				-	248	551	1,252
주요 수출 프로젝트(Bull)				-	-	1,471	1,906
기타 수주				1,232	1,822	1,740	1,414

③ 항공 부문 및 기타

항공 부문은 기존 수주내역 기반으로, 기간에 따라 안분하여 매출 인식을 해주었다. 항공 부문 수주 계약은 신규 수주가 많이 나오기보다는 장기적인 계약이 많았고, 이에 합리적인 추정이 어려우며, 신규 수주의 영향도 적을 것이라 판단하였다. 따라서 사업 계획 및 금액이 발표된 국내 KF-21 양산 사업만을 신규로 반영하였다. 항공 부문 매출 추정 Table은 [Appx.4]에 첨부하였다.

기타 부문은 방위 산업 특성에 의해 발생하는 비공개 수주와 미공시 수주에 따른 매출로 구성된다. 동사의 경우, 매출의 2.5% 미만인 계약은 공시 대상이 아니다. 전체 매출이 늘어날수록 해당 수주도 늘어나는 경향이 있으며, 최근 6개월 간 매출액 2.5% 이상의 비공개 수주만 2건이 나온 것으로 볼 때, 기타 부문 매출은 성장할 것으로 보인다. 다만, 정확한 추정이 어려운 부분이기때, 보수적으로 최근 4년간 수주총액 증가율 중 가장 작은 값을 연간 증가율로 반영하였다.

(2) 한화시스템 매출 추정

동사 매출 추정은 방산, ICT, 기타 부문으로 나누어 진행하였다. 24년 기준, 매출의 75%에 해당하는 방산 부문에 유의하여 추정하였으며, 보고서 논리에 따라 Base와 Bull로 나누어 추정하였다. 상기 논의를 종합한 Base 매출 Table은 아래와 같으며, Bull Case는 [Appx.5]에 첨부하였다.

한화시스템 매출 추정 - Base Case							
(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,090	2,187	2,452	2,804	3,167	3,567	3,744
YoY(%)	27.2%	4.7%	12.1%	14.3%	13.0%	12.6%	5.0%
방산	1,514	1,641	1,817	2,099	2,469	2,827	2,964
% of sales	72.4%	75.0%	74.1%	74.9%	77.9%	79.3%	79.2%
ICT	576	547	634	695	695	734	774
% of sales	27.6%	25.0%	25.8%	24.8%	21.9%	20.6%	20.7%
기타	0	(0)	2	10	4	5	6
% of sales	0.0%	0.0%	0.1%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%

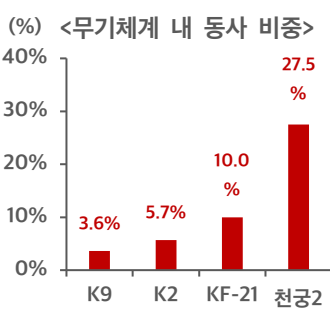
*필리핀선소 연결 전 기준

방산 부문은 크게 기존 수주와 신규 수주로 나누어 추정하였다. 기존 수주의 경우, 19년 12월 이후 공시된 수주를 계약 기간(월)을 기준으로 안분하여 매출을 인식하였다. [Appx.6] 동사가 비상장 상태였던 19년 12월 이전 수주 계약은 공시되지 않았기 때문에, 확인할 수 없다.

과거 실제 매출액과 위 방식으로 인식된 매출액의 차액을 기타(비공개 및 미공시 수주) 매출로 가정하였다. 19년 12월 이전 수주 계약은 대부분 만료된 것으로 보이며, 전체 수주총액이 증가하면서 비공개 및 미공시 수주도 함께 성장할 것으로 추정되나, 보수적으로 flat 처리해주었다.

방산 부문 신규 수주 매출 추정 - Base Case					
계약 내용	계약기간	계약금액(십억 원)	2025E	2026E	2027E
신규 수주 매출 추정	-	-	318	1,051	1,511
국내 K2 4차 양산용 부체계	25.03~28.09	111	24	32	32
이라크 천궁2 수출용 다기능레이더	25.06~33.03	1,021	66	132	132
장사정포 체계 개발 사업	25.06~29.06	160	20	40	40
국내 L-SAM 다기능레이더 분야 양산	25.06~30.12	476	43	87	87
폴란드 K9 (3차) 수출용 부체계	26.01~30.01	129	32	32	32
에스토니아 K9 수출용 부체계	25.06~29.06	10	1	3	3
노르웨이 K9 수출용 부체계	25.06~29.06	28	3	7	7
베트남 K9 수출용 부체계	25.06~29.06	17	2	4	4
KF-21 2차 초도 생산용 AESA레이더 및 부품	25.06~28.12	56	8	16	16
KF-21 엔진 후속 양산용 AESA레이더 및 부품	26.06~32.01	222	-	20	40
폴란드 K2 수출용 부체계	25.12~27.12	497	-	249	249
루마니아 K2 수출용 부체계	26.06~28.06	257	-	64	128
25년 국방부 산하 및 협력기관향 수주	25.06~30.07	1,118	118	235	235
26년 국방부 산하 및 협력기관향 수주	26.06~31.07	1,242	-	131	261
27년 국방부 산하 및 협력기관향 수주	27.06~32.03	1,162	-	-	245

방산 부문 신규 수주 매출 추정 - Bull Case					
계약 내용	계약기간	계약금액(십억 원)	2025E	2026E	2027E
신규 수주 매출 추정	-	-	-	409	571
루마니아 천궁2 수출용 다기능레이더	25.12~30.12	1,236	-	247	247
사우디 L-SAM 수출용 다기능레이더	26.06~31.04	963	-	100	199
UAE L-SAM 수출용 다기능레이더	26.06~29.07	385	-	62	125



신규 수주는 ① 국내 방산 4사항 부체계 납품 수주와 ② 그 외 내수 수주로 구분된다. ①의 경우, (1)에서 언급했던 계약 중 동사가 부체계를 공급하는 무기(K9, 천궁2, L-SAM)의 수주 건들과 현대로템향 K2, KAI향 KF-21 사업을 포함하였다. 특히 25년 3월 현대로템으로부터 수주를 받은 비공개 계약의 경우, 국내 K2 4차 양산 사업으로 추정되어 매출에 반영하였다. 국내 방산 4사에게 받는 계약금액은 '전체 무기체계 계약금액 x 무기체계 내 동사 비중(%)'을 통해 산출하였다.

②의 경우, 방위사업추진위원회 결과에 따라 사업계획이 확정된 건들과 과거 수주 추이를 통해 추정하였다. 국내 방산 4사항을 제외하면, 동사의 수주 대부분은 국방부 산하 및 협력기관향이다. 공시된 수주를 모두 확인한 결과, 매년 평균 8건 정도의 국방부 산하 및 협력기관향 계약이 공시되었다. 3개년 이동평균을 사용하여, 국방부로부터 받는 연간 수주 총액을 추정하였다.

방산 부문 매출 추정 - Base Case							
(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,514	1,641	1,817	2,099	2,469	2,827	2,964
기존 수주	504	1,025	1,044	1,650	1,702	1,327	1,003
신규 수주	-	-	-	-	318	1,051	1,511
기타	1,010	616	773	449	449	449	449

방산 부문 매출 추정 - Bull Case							
(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,514	1,641	1,817	2,099	2,469	3,236	3,535
기존 수주	504	1,025	1,044	1,650	1,702	1,327	1,003
신규 수주	-	-	-	-	318	1,460	2,082
기타	1,010	616	773	449	449	449	449

6.2. Valuation - SOTP Method

(1) Why SOTP Method?

종속 및 관계기업을 제외한, 동사의 Pure 지상방산 사업부의 적정 가치는 얼마인지를 보다 명확히 논하기 위해 동사의 Valuation 방식을 SOTP Method로 채택하였다. 동사는 25년 2월 한화오션 지분 추가매입을 함으로써, 이제 동사의 Top-Line에 지대한 영향을 끼치는 회사는 한화시스템, 한화오션, 씨트렉아이로 넓혀졌다. 연일 발간되는 보고서에서는 주로 동사의 전통적인 밸류에이션 방식이었던 PBR Method나 종속회사 신규 편입 및 지상방산 부문 실적 호조로 인해 급증하는 동사의 당기순이익을 반영하기 위한 PER Method가 채택되고 있다.

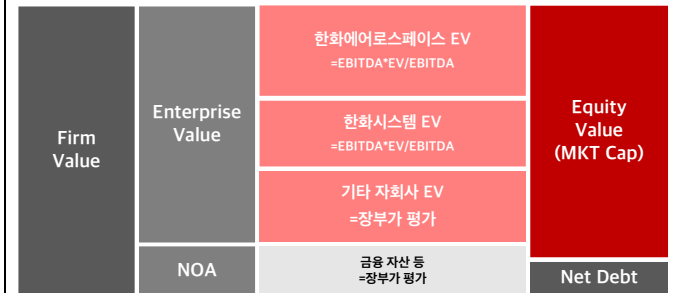
그러나, PER/PBR Method와 같이 동일한 Multiple을 동사 내 모든 사업부문에 적용하는 것은 비합리적이라 판단된다. 이전 동사 주가 랠리에서 관찰할 수 있었듯, 시장은 현재 항공우주 분야도, 조선 분야도 아닌 지상방산 무기 사업 부문의 성장성과 수익성에 주목하고 있다. 한화오션 연결 편입으로 인해 지상방산 부문의 가치가 가려질 수 있는 상황 속, 역설적이게도 현재의 주가가 추가적으로 오르기 위해서는 지상방산 부문의 온전한 가치에 더 집중해야 한다. 이에 사업부별로 상이한 Multiple을 부여하여, 사업부의 가치를 온전하게 반영할 수 있는 SOTP Method가 현재 동사의 적정 가치를 평가하기에 가장 적합한 Valuation Method라고 판단하였다.

도표 6-1. 본 보고서 개요



출처: SMIC 5팀

도표 6-2. 본 보고서 SOTP Method 구조도



출처: SMIC 5팀

게다가, SOTP Method는 본 보고서의 논리 구조도와 일치하는 Valuation 방식이다. 본 보고서는 투자 포인트를 통해 향후 증가할 지상 무기 수요를 지역별, 무기 종류별로 구체화했다. 하지만 [산업 분석]에서 다루었듯, 지상 무기의 종류별로 각 사업부에 전해지는 수혜의 정도는 다르다. 즉, 이런 정성적 요소들을 반영해 정량적으로 각 사업부별 가치 증대를 표현하기 위해서는, PER/PBR이 아닌 SOTP Method이다.

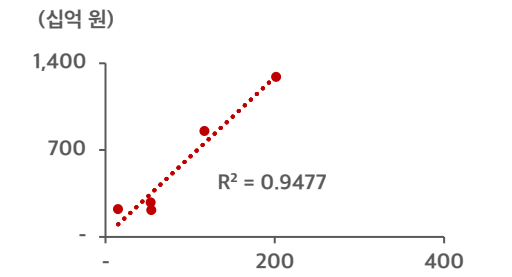
한편, 동사의 영업가치를 구성하는 자회사들의 Valuation을 위해 EV/EBITDA로 통일해 기업 가치 선정을 진행했다. 이유는 다음과 같다. ① 현재 동사는 전방위적 수요에 대응하기 위해, 23년부터 대규모 Capex 기조를 이어오고 있다. 또한 최근 사측에서 제시한 유상증자 자금 사용 계획을 보면 28년까지 생산시설 구축에만 2.2조 원을 사용 예정으로, 기존 시설의 유지 Capex까지 감안한다면 불가피하게 향후 감가상각비가 크게 증가할 것으로 보인다. 이에 증대될 감가상각비로 동사의 우수한 현금창출능력을 왜곡시키는 것을 방지하기 위해 EV/EBITDA를 선택하였다.

② 또한 동사는 자주포, IFV, 천궁, 천무 등 다양한 방산 제품 라인업을 보유한 만큼 국내에서 Peer를 찾기 어렵다. 그러므로 해외 상장기업을 Peer로 삼아야 하는데, 국가별 상이한 자본구조, 감가상각 방법, 법인세율의 영향에서 자유로운 EBITDA를 활용하는 것이 적합하다고 판단했다.

(2) 한화에어로스페이스(별도)

EBITDA 추정 한화에어로스페이스(별도)-Base Case							
(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,225	1,957	4,979	7,935	11,227	13,224	14,846
YoY(%)	15.6%	59.8%	154.5%	59.4%	41.5%	17.8%	12.3%
매출원가	1,158	1,659	4,012	5,676	7,715	8,880	9,895
매출원가율(%)	94.5%	84.8%	80.6%	71.5%	68.7%	67.1%	66.7%
GPM(%)	5.5%	15.2%	19.4%	28.5%	31.3%	32.9%	33.3%
원재료비	730	1,110	2,511	3,716	4,946	5,653	6,253
% of sales	59.6%	56.7%	50.4%	46.8%	44.1%	42.8%	42.1%
종업원급여	178	228	666	947	1,354	1,446	1,623
% of sales	14.5%	11.7%	13.4%	11.9%	12.1%	10.9%	10.9%
감가상각비	29	31	79	89	148	214	268
% of sales	2.4%	1.6%	1.6%	1.1%	1.3%	1.6%	1.8%
무형자산상각비	9	10	16	15	17	18	13
% of sales	0.8%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
사용권자산상각비	0	-	1	2	3	3	3
% of sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
외주용역비	102	143	344	460	616	802	901
% of sales	8.3%	7.3%	6.9%	5.8%	5.5%	6.1%	6.1%
기타비용	109	137	395	446	632	744	835
% of sales	8.9%	7.0%	7.9%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
판매비와관리비	85	151	448	760	1,153	1,384	1,495
판매비율(%)	6.9%	7.7%	9.0%	9.6%	10.3%	9.4%	8.9%
OPM(%)	-1.5%	7.5%	10.4%	18.9%	21.0%	23.4%	24.4%
종업원급여	45	50	188	343	491	543	610
% of sales	3.7%	2.5%	3.8%	4.3%	4.4%	4.1%	4.1%
감가상각비	2	3	4	4	10	15	19
% of sales	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
무형자산상각비	1	3	12	12	17	18	13
% of sales	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
사용권자산상각비	2	3	7	8	10	10	10
% of sales	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
연구개발비	9	22	92	95	203	288	230
% of sales	0.7%	1.1%	1.9%	1.2%	1.8%	2.2%	1.6%
기타비용	26	71	144	298	421	510	613
% of sales	2.1%	3.6%	2.9%	3.8%	3.8%	3.5%	3.7%
영업이익	(18)	147	519	1,500	2,359	2,960	3,456
감가상각비	32	33	82	93	159	228	287
무형자산상각비	10	13	28	27	34	36	25
사용권자산상각비	2	3	8	10	13	13	13
EBITDA	26	196	637	1,630	2,564	3,237	3,781

도표 6-3. Capex-인건비 추정



출처: SMIC 5팀

Bull case Multiple 선정		
Peer	4Q24 EV/EBITDA	1Q25 EV/EBITDA
Otokar	20.1x	13.0x
Rheinmetall	11.7x	24.3x
Average	15.9x	18.7x
Target Multiple	20.5x	

Bull case Valuation - EV/EBITDA(2026E)	
2026E EBITDA(단위: 십억 원)	4,134
Target EV/EBITDA	20.5x
Target EV	84,572

Base case Multiple 선정		
Peer	4Q24 EV/EBITDA	1Q25 EV/EBITDA
Otokar	20.1x	13.0x
Target Multiple	16.6x	

Base case Valuation - EV/EBITDA(2026E)	
2026E EBITDA(단위: 십억 원)	3,237
Target EV/EBITDA	16.6x
Target EV	53,709

별도 재무제표를 이용해 동사 별도 기준 매출원가 및 판매비 추정 후, 최종적으로 EV 산출에 사용될 EBITDA를 도출하였다. 금액적 중요성을 띄는 원재료비, 종업원급여, 외주용역비와 금액적 중요성은 낮지만 향후 대규모의 Capex가 예정되어 있기 때문에, 감가상각비는 별도 추정하였다. 동사의 원재료는 통상적인 원자재가 아닌, 타 회사들이 제작하는 부품으로 중간재적 성격을 가져 합리적 추정에 어려움이 있다. 다만, 동사는 22년부터 무기를 수출함과 동시에 지속적으로 원재료비 비중이 감소 중에 있다. 향후에는 현재보다 더 수출이 가속화될 것과 수출되는 무기의 ASP가 지속적으로 증가 추세에 있다는 것을 반영해 % of sales 감소를 선형적으로 반영해주었다.

인건비의 경우, 동사 별도 기준 직원 수는 명확하게 파악되지 않아 합리적 추정에 어려움이 있다. 이에 시설 투자의 간접 지표인 25~27년 예상 Capex에 종업원급여를 연동시켜주었다. 과거 회귀분석 결과 결정계수가 0.9447이라는 높은 값을 얻었기에 무리한 추정은 아니라고 판단된다.

외주용역비의 경우, 협력 업체에게 지급하는 부품 가공 및 조립 비용으로, 3개년 % of sales의 평균값을 적용해주었다. 지속적인 % of sales의 하락 추이에도, 향후 현재보다 더 무기 인도량이 많아져 비용이 증가하는 경우를 감안해 보수적으로 추정하였다. 상각비의 경우, 잔존 유형자산 및 무형자산의 잔존 내용연수를 고려하여 정액법으로 추정하였다. 사측 사업보고서 및 투자 계획을 반영해 확장 CAPEX를, 기존 3개년 자산 취득 계정을 유지 CAPEX로 상정한 후 이를 감가상각비에 반영해주었다. 그 외 기타 비용은 계정의 성격을 반영하여 변동비와 고정비로 분류한 후, 매출 연동 및 3개년 avg flat 적용하여 추정하였다.

Valuation은 투자 포인트를 반영하기 위해 Base case와 Bull case를 나누어 Target Multiple을 선정하였다. 먼저, Base case의 경우 터키의 방산기업인 Otokar의 4Q24~1Q25 기간 동안의 평균 12m fwd EV/EBITDA인 16.6x를 Target Multiple로 선정하였다. 주요 논리는 다음과 같다.

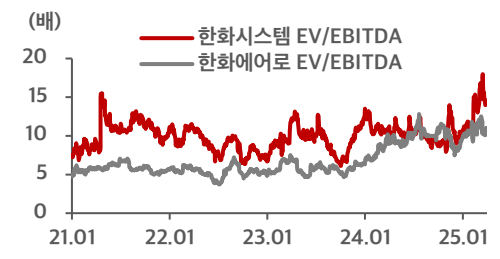
Otokar는 지상 장갑차를 생산하는 업체로 23년 10월 에스토니아 국방부와 1억 3천만 유로의 장갑차 공급 계약을 맺으면서 동유럽에 판로를 마련하였다. 이후 24년 11월에는 루마니아 국방부와 8억 5,700만 유로에 달하는 공급 계약을 맺으면서, 동유럽향 수출 확대에 대한 기대감을 받았다. 그 결과, Otokar는 EV/EBITDA 기준 멀티플이 3Q24 10.63x에서 4Q24 20.1x까지 상승했다. 현재 동사는 K9과 천무를 필두로 동유럽 국가들을 상대로 수주 계약을 따내고 있다는 점에서 Otokar와 상황적으로 유사하다. 여기에 더해 Otokar보다 더 다양한 무기를 동유럽으로 수출하고 있다는 점에서, 동사가 Otokar보다 낮은 멀티플을 받을 이유가 전혀 없다고 판단된다.

Bull case의 경우, Otokar의 4Q24~1Q25, Rheinmetall의 1Q25 평균인 20.5x를 Target Multiple로 선정하였다. Rheinmetall은 방위비를 증가시킨 서유럽 국가들로의 납품 기대 아래 멀티플이 4Q24 11.6x에서 1Q25 24.25x까지 상승했다. 상술한 논리에 따라 Bull case의 실현은 동사가 동유럽에서 라인메탈과 같은 입지를 충분히 확보하는 시나리오다. 더불어 중동, 동남아시아로까지의 추가 판로 확대는 명백한 동사의 멀티플 상향 근거다. 다만, 서유럽과 동유럽 사이의 GDP 차이를 고려한다면 동사에게 할당될 수 있는 수주 규모는 Rheinmetall의 경우보다 작다고 판단된다. 이에, 할인율 차원에서 같은 동유럽 시장을 겨냥하는 Otokar까지 Peer로 선정하였다.

(3) 한화시스템(연결)

EBITDA 추정_한화시스템-Base case							
(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,090	2,188	2,452	2,804	3,167	3,567	3,744
YoY(%)	27.2%	4.7%	12.1%	14.3%	13.0%	12.6%	5.0%
매출원가	1,806	1,933	2,148	2,388	2,674	2,988	3,122
매출원가율(%)	86.4%	88.3%	87.6%	85.2%	84.4%	83.8%	83.4%
GPM(%)	13.6%	11.7%	12.4%	14.8%	15.6%	16.2%	16.6%
원재료비	1,065	1,078	1,109	1,304	1,453	1,636	1,717
% of sales	51.0%	49.3%	45.2%	46.5%	45.9%	45.9%	45.9%
종업원급여	328	370	451	537	611	663	673
% of sales	15.7%	16.9%	18.4%	19.2%	19.3%	18.6%	18.0%
감가상각비	38	44	64	54	67	77	87
% of sales	1.8%	2.0%	2.6%	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%
무형자산상각비	16	15	16	20	24	29	35
% of sales	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%
사용권자산상각비	15	16	18	21	22	23	23
% of sales	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
지급수수료	279	307	373	332	353	397	417
% of sales	13.3%	14.1%	15.2%	11.8%	11.1%	11.1%	11.1%
기타	64	101	118	119	145	163	171
% of sales	3.1%	4.6%	4.8%	4.3%	4.6%	4.6%	4.6%
판매비와관리비	172	216	182	196	225	238	245
판매비율(%)	8.2%	9.9%	7.4%	7.0%	7.1%	6.7%	6.5%
OPM(%)	5.4%	1.8%	5.0%	7.8%	8.5%	9.5%	10.1%
종업원급여	90	116	113	126	134	135	137
% of sales	4.3%	5.3%	4.6%	4.5%	4.2%	3.8%	3.7%
감가상각비	4	7	2	2	2	3	3
% of sales	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
무형자산상각비	14	12	6	1	1	2	2
% of sales	0.7%	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
사용권자산상각비	8	9	9	10	11	12	12
% of sales	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
보험료	2	3	3	3	4	4	4
% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
지급수수료	25	28	20	25	31	35	37
% of sales	1.2%	1.3%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
행사비	1	3	5	4	4	4	5
% of sales	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
기타	28	38	23	25	38	43	45
% of sales	1.4%	1.7%	1.0%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%
영업이익	112	39	123	219	268	340	377
감가상각비	42	51	66	56	69	80	90
무형자산상각비	30	28	23	21	25	31	36
사용권자산상각비	24	25	26	32	33	35	35
EBITDA	208	143	237	328	395	486	538

도표 6-4. 한화시스템, 한화에어로 멀티플 비교



출처: Quantiwise, SMIC 5팀

Bull case Multiple 선정

Peer	12m fwd EV/EBITDA(1Q25)
Elbit Systems	22.7x
할인율	15.5%
Target Multiple	19.2x

Bull case Valuation - EV/EBITDA(2026E)

2026E EBITDA(단위: 십억 원)	599
Target EV/EBITDA	19.2x
Target EV	11,514

Base case Multiple 선정

Peer	12m fwd EV/EBITDA(Target)
한화에어로스페이스	16.6x
할증률	8.0%
Target Multiple	17.9x

Base case Valuation - EV/EBITDA(2026E)

2026E EBITDA(단위: 십억 원)	486
Target EV/EBITDA	17.9x
Target EV	8,708

한화시스템의 영업비용 중 금액적 중요성을 띄는 계정은 원재료비, 종업원급여, 지급수수료다. 원재료비의 경우, 한화시스템의 원재료는 부품이기 때문에 통상적인 원자재 가격과 동행 관계를 찾을 수 없었다. 합리적 추정이 불가하다고 판단하여, 2개년 평균 % of sales flat 적용해주었다. 종업원급여의 경우, 동사 사업보고서 상의 직원 수와 1인당 mixed 급여를 구한 후, 25~27년에 예상되는 종업원 수에 곱해서 추정해주었다. 예상 종업원 수는 25년 10월 준공되는 제주도 한화 우주센터가 26년 상반기까지 300명 채용 계획을 반영하였다. 또한 25년 7월 준공되는 구미 신 공장에 필요한 예상 인력 250명도 반영하였다. 감가상각비의 경우, 동사의 설비 투자 계획을 토 대로 확장 Capex와 각 계정의 3개년 평균 취득 금액을 유지 Capex로 나누어 엄밀히 추정한 후, 매출원가와 판관비에 안분하였다. 지급수수료의 경우, 감소하는 % of sales의 추이를 반영하고자 했지만 합리적 추정이 어려워 보수적으로 비중 flat 처리해 추정하였다.

Valuation의 경우 Base case에서는 본 서에서 주장하는 한화에어로스페이스(별도)의 Target Multiple에 할증을 8%를 곱한 17.9x를 한화시스템의 Target Multiple로 제시한다. 할증률은 4Q24~1Q25 동안 한화시스템이 한화에어로스페이스 대비 12m fwd EV/EBITDA에서 받은 할증률의 평균값이다. 먼저 Peer Valuation을 진행하지 않은 이유는 국내에서는 “방산 전자” Peer를 찾을 수 없었고, 동사의 Peer로 여길 수 있는 BAE Systems(영국), Thales Group(프랑스), L3 Harris technology(미국), Elbit Systems(이스라엘) 모두 자국뿐만 아니라 타국 국방부와 활발한 수주 계약을 맺고 있어 한화시스템과 차별점을 가진다. 또한 이들의 멀티플을 할인할 마땅한 근거가 없어 EV 왜곡 우려에 따라 해당 Valuation을 진행하지 않았다.

Valuation 주요 논리는 다음과 같다. 한화시스템의 경우, 현재 K9에 들어가는 사격통제시스템을 제조하고 있다. 본 서는 동사(별도) Valuation을 진행할 때 K9을 이유로 Peer만큼 Multiple을 받아야 한다고 상술했다. K9에 대한 수요가 올라가면, 동사뿐만 아니라 K9에 핵심 부품을 공급하는 한화시스템의 멀티플 또한 상향되어야 한다. 다만, 그동안의 12MF EV/EBITDA 추이를 참고하면, 한화시스템은 “방산 전자” 사업을 운영하면서 동사 Multiple 대비 할증을 받은 Multiple이 적용되어 왔었다. 따라서 한화시스템의 Multiple 할증 프리미엄이 유지된다는 가정 하에, 본 보고서의 동사 Target Multiple에 할증해주어 EV를 산정했다.

Bull case에서는 [Main point]에서 K9이외에도 한화시스템의 부품이 들어가는 천궁2, L-SAM의 수주 가능성을 논하였다. K9에 이어 해당 무기들까지 수주 계약이 성사된다면, 동사는 납품 국가 다변화를 통해 글로벌 Peer들과 어깨를 맞출 수 있다. 다만, Elbit systems를 제외한 3사는 모두 유럽 자국 기업으로 한화시스템과 상황적 유사성이 현저히 떨어진다. 반면, Elbit systems은 24년 10월 세르비아와 3억 3,500만 달러 규모의 다연장 로켓 공급 계약을 체결하면서 유럽향 무기 납품 기대감을 받고 있는 상황이다. 다만, Elbit systems가 한화시스템과 가지는 기술 경쟁력이 멀티플에 반영되어 있으며, 이 격차는 단기간에 좁혀지기 어려울 것으로 판단한다. Peer Target Multiple에 1Q25 기간 동안 Elbit과 한화시스템 간의 평균 멀티플 할인율인 15.5%를 반영하였다.

(4) 최종 SOTP Valuation 및 소고

최종 SOTP Valuation Table은 아래와 같다. 상술했듯이, 본 서는 과연 동사의 주가가 여기서 더 상승할 수 있을지에 대한 물음에서부터 시작하였다. [Main Idea]에서는 결국 OPM의 성장률의 쿼터점프가 한 번 이뤄진 현재 구간에서 추가적인 주가 상승은 결국 지상방산 수주 모멘텀을 통한 Multiple 향상이 이루어져야 함을 주장했다. [Main point]에서는 결국 동사가 수주 모멘텀을 받을 수 있는지를 정성적으로 확인하였으며, 최종 [매출 추정]에서는 [Main Point]의 내용을 숫자로 정량화하는 작업을 거쳤다. 이후 [Valuation]에서는 상술한 내용들로 수주 모멘텀이 입증된 지금, 동사의 Multiple은 Peer와 견주어 보았을 때 마땅히 상향받아야 함을 보이고자 하였다.

Valuation_SOTP Method - Base Case						
(단위: 십억 원)						
(A) 핵심영업가치		EBITDA	EV/EBITDA	지분율	평가액	비고
지상방산	한화에어로스페이스(별도)	3,237	16.6x	100%	53,709	Otokar 4Q24~1Q25 12MF EV/EBITDA
방산 전자 장비	한화시스템(연결)	486	17.9x	47%	4,069	한화에어로스페이스(별도) Target 12MF EV/EBITDA; 할증 적용
	합계				57,778	
(B) 기타영업가치		장부가	할인율	지분율	평가액	비고
주요 상장사	한화오션(상장, 연결)	23,778	50%	30%	3,619	25.04.11 종가 기준
	썬트렉아이(상장, 연결)	480	50%	34%	81	25.04.11 종가 기준
주요 비상장사	Hanwha Futureproof corp.	671	50%	50%	168	4Q24 연결 기준 장부가
	Hanwha Ocean SG Holdings Pte. Ltd.	642	50%	73%	234	4Q24 연결 기준 장부가
	Hanwha Aerospace USA Co.,	178	50%	100%	89	4Q24 연결 기준 장부가
	한화에비에이션	110	50%	100%	55	4Q24 연결 기준 장부가
	Hanwha Aero Engines Co., Ltd.	85	50%	100%	42	4Q24 연결 기준 장부가
	합계				4,288	
(C) 비영업가치		장부가	할인율	평가액		
기타비영업자산	금융자산 등		1,457	50%	728	4Q24 연결 기준 장부가
	합계				728	
(D) 순차입금					2,887	4Q24 별도 기준 장부가
(E) 목표시가총액					59,907	(A) + (B) + (C) - (D)
(F) 발행주식수					49,733,748	유통주식수 + 유상증자 물량
목표주가(단위: 원)					1,205,000	(E) / (F)
현재주가(2025.04.11)					779,000	
상승여력					54.7%	
Implied PER	26F PER				23.5x	26F 지배주주 당기순이익 기준
	27F PER				18.1x	27F 지배주주 당기순이익 기준

Target EV/EBITDA를 영업가치에 해당하는 사업부문의 26F EBITDA에 부여한 이유는 다음과 같다. 본 서가 가정한 동사의 수주 가능액은 Base case의 경우 25년, 26년 1.4조 원과 4조 원이며, Bull case의 경우 25년, 26년 각각 7.8조와 15.3조에 달한다. 본 서가 주장하는 멀티플의 상향이 이루어지기 위해서는 대규모 금액의 수주 기대감이 필요한데, Base와 Bull 모두의 경우에서 수주 가능 금액이 더 높은 26년의 EBITDA를 Target으로 잡는 것이 본 서의 논조와 일치된다.

상기 논의를 종합해 Base case의 경우 목표 주가 1,205,000원, 상승여력 55%로 투자 의견 **Buy**를, Bull case의 경우 목표 주가 1,851,000원, 상승여력 138%로 투자 의견 **Strong Buy**를 제시한다. Valuation의 적정 여부 판단을 위해 26F implied PER을 도출했다. 23.5x라는 배수는 Rheinmetall의 최근 34.2x에 비해 여전히 낮은 수치로, 무리한 밸류에이션이 아니라고 판단한다.

(5) 최종 연결 손익계산서

영업 가치에 해당하는 두 회사의 직접적인 비용 추정 이외에도, 본 SOTP 밸류에이션이 적정한지를 판단하기 위해 동사(연결) 별도 비용 추정을 진행해 최종 연결 추정 손익 계산서를 도출하였다. 25년부터 필리조선소가 한화시스템에 연결되어, 동사의 연결 손익계산서에도 반영해주는 것이 마땅하지만 해당 부문에 대한 매출 및 비용 정보가 없어 합리적 반영이 어렵다고 판단했다.

연결 손익계산서 - Base case								
(단위 : 십억 원)								
매출액	2020	2021	2022	2023	2024	2025E(*)	2026E	2027E
	5,321	5,541	7,060	7,890	11,240	27,038	30,455	33,204
YoY(%)	1.2%	4.1%	27.4%	11.7%	42.5%	140.5%	12.6%	9.0%
매출원가	4,251	4,523	5,549	6,462	8,370	22,016	24,371	26,008
매출총이익	1,070	1,018	1,512	1,428	2,870	5,022	6,084	7,196
GPM(%)	20.1%	18.4%	21.4%	18.1%	25.5%	18.6%	20.0%	21.7%
판매비와 관리비	826	741	1,111	834	1,138	2,126	2,338	2,500
영업이익	244	277	400	594	1,732	2,896	3,746	4,695
OPM(%)	4.6%	5.0%	5.7%	7.5%	15.4%	10.7%	12.3%	14.1%
금융손익	(75)	46	(151)	764	(121)	(416)	(365)	(356)
기타손익	5	(35)	(33)	(243)	932	3	(65)	(28)
지분법손익	(2)	1	(21)	16	105	135	169	206
법인세비용차감전순이익	172	289	195	1,131	2,647	2,618	3,485	4,518
법인세비용	7	80	75	232	136	558	742	962
중단영업이익	-	92	26	78	29	-	-	-
당기순이익	165	302	147	977	2,540	2,060	2,743	3,556
NPM(%)	3.1%	5.4%	2.1%	12.4%	22.6%	7.6%	9.0%	10.7%
지배지분순이익	121	253	195	818	2,299	1,916	2,550	3,306
비지배지분순이익	43	49	(49)	159	241	145	193	250

*필리조선소 수익 및 비용 미반영, 25년부터 한화오션 연결 편입 반영

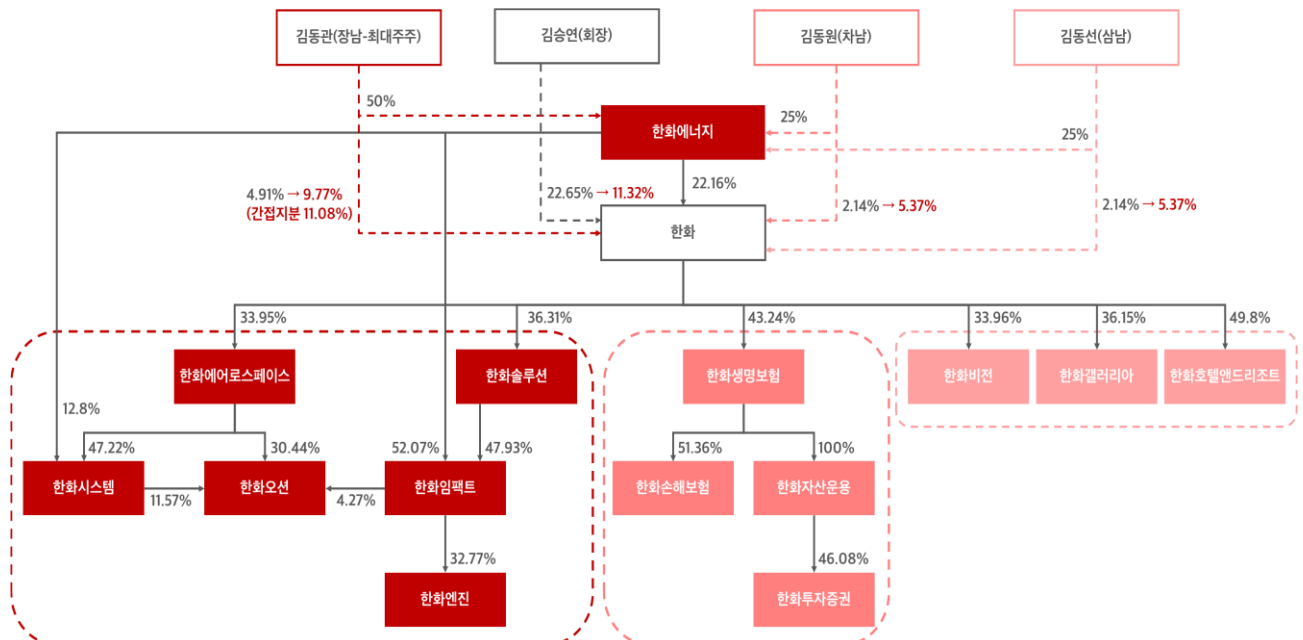
Appendix.

Appx 1. 국가별 동사 무기체계 도입 가능성 전수조사 결과

국가별 동사 무기체계 도입 가능성 전수조사 결과					
지역	국가	K9	천무	천궁	레드백
동유럽	폴란드			Patriot 도입	자국 IFV 있음
	루마니아		교체 수요 예상되나, 근거 부족		
	우크라이나		국가 정책(대외무역법) 상 분쟁 지역 무기 수출 금지		
	벨라루스		친러 독재자 집권국. 외교 문제 상 수출 불가		
	체코	Caesar 도입	BM-21 개량해서 사용 중	SPYDER 21년 계약, 24년 수령	CV90 도입
북유럽	슬로바키아	자체 개발 자주포 있음	RM-70 개량 모델 사용 중	Patriot 고려 중	CV90 도입
	헝가리		집권 중인 정권의 정치적 리스크		
	불가리아	차량형 선호	교체 수요 예상되나, 근거 부족	IRIS-T SLM 도입	차량형 선호
발트3국	에스토니아			IRIS-T SLM 도입	CV90 도입
	라트비아	M-109 도입	HIMARS 도입	IRIS-T SLM 도입	ASCOD 도입
	리투아니아	Caesar, PzH2000 도입	HIMARS 도입	NASAMS 도입	CV90 도입
	노르웨이			NASAMS 개발국	CV90 도입
중동	스웨덴	Archer 자주포 24년 추가 주문	HIMARS 도입	Patriot 도입	CV90 도입
	덴마크	ATMOS2000 도입	PULS 도입	도입 후보군에 천궁 없음	CV90 도입
	핀란드	교체 수요 예상되나, 근거 부족	M270A2 개량 완료. Patria에서 조달	NASAMS 도입	기존 IFV 30년까지 운용 예정
	시리아		국가 정책(대외무역법) 상 분쟁 지역 무기 수출 금지		
	레바논		국가 정책(대외무역법) 상 분쟁 지역 무기 수출 금지		
	팔레스타인		국가 정책(대외무역법) 상 분쟁 지역 무기 수출 금지		
	이스라엘		국가 정책(대외무역법) 상 분쟁 지역 무기 수출 금지		
	이란		국가 정책(대외무역법) 상 분쟁 지역 무기 수출 금지		
	사우디	Caesar와 중국 자주포 발주			교체 수요 예상되나, 근거 부족
	UAE	교체 수요 예상되나, 근거 부족			BMP-3 652대, ACV-136대 최근 수주
인도태평양	이라크	공장 방문도 있었으나, 시점 불명확	소련, 중국, 러시아제 MLRS 다량 보유		
	이집트		구룡 미사일, M270 운용 중	18년 IRIS-T SLM 구매	M1A1SA 555대 승인
	터키	국산 라인업 존재	국산 라인업 존재	국산 라인업 존재	국산 라인업 존재
	베트남		소련제 MLRS 개량하여 사용	동남아 지역 특수성	자국 생산 모델 XCV-01 존재
	말레이시아	Global Komited의 EVA 155mm 수주		8km 지대공 미사일 보유, 천궁은 오버스펙	교체 수요 예상되나, 근거 부족
남미	인도네시아	12년, 프랑스 CAESAR 도입	20년 Astros-2 도입	동남아 지역 특수성	Cobra IFV를 자국에서 생산 발표
	필리핀	교체 수요 예상되나, 근거 부족	교체 수요 예상되나, 근거 부족	값싼 저고도 방공 미사일 구매 계획 밝힘	미국, 영국, 이스라엘제 IFV 다수
	인도		국산 라인업 존재	국산 라인업 존재	국산 라인업 존재
페루	미국제 자주포 운용 중	MLRS 국제 입찰에 동사 참여했으나 결과 불확실	중국제 Type-90B 운용	K-2 전차 구매	

■ : 본문에 기재 □ : 정치·외교적 이유로 수주 불가

Appx 2. 한화 그룹 지배구조



Appx 3. 한화에어로스페이스(별도) 지상방산 부문 기타 수주 매출 추정 Table

지상방산 부문 기타 수주 (기존)						
계약 내용	계약기간	계약금액(십억 원)	2024	2025E	2026E	2027E
기존 수주 매출 추정	-	-	1,232	1,548	1,050	433
자주도하장비 양산	21.08~27.01	508	95	162	148	104
차량형 화생방정찰차 양산	21.12~25.12	688	193	135	-	-
120밀리 사격지휘차 양산	22.12~25.12	76	32	25	-	-
120밀리 자주박격포 양산	22.12~25.12	507	223	162	-	-
차륜형대공포 양산(1차)	22.12~26.12	847	218	237	167	-
230mm 다련장 3차 양산	23.04~26.12	369	-	180	188	-
30밀리 복합대공화기 2차양산	18.11~24.12	196	9	-	-	-
K56 탄약운반장갑운차 5차 양산	23.11~25.12	80	74	6	-	-
K105A1 자주포 3차양산(주장비) 외 20항목	23.12~26.08	166	39	73	53	-
230mm급 다련장 3차 양산(발사대 및 탄운차)	24.11~26.12	347	-	75	107	97
K21 보병전투차량 4차양산	24.12~28.09	709	-	152	219	199
K21보병전투차량 PBL	22.04~26.09	209	31	71	71	-
K9 자주포 PBL 2차 사업	23.09~28.09	165	21	34	34	34
K9A1 외주정비 ('22년 계약)	22.12~25.12	119	16	86	-	-
KAHV-P 외주정비	20.12~24.11	69	18	-	-	-
K10 정비 ('22년)	22.12~24.12	72	26	-	-	-
천마외주정비 ('23년 계약)	23.06~26.11	182	53	59	64	-
MDS사업부 전기추진체계 관련 수주	-	275	185	90	-	-
지상방산 부문 기타 수주 (신규)						
계약 내용	계약기간	계약금액(십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E
25년 예상 양산 수주	25.01~27.12	881	225	366	291	-
26년 예상 양산 수주	26.01~28.12	881	-	225	366	291
27년 예상 양산 수주	27.01~29.12	881	-	-	225	366
28년 예상 양산 수주	28.01~30.12	881	-	-	-	225
국내 L-SAM 발사대, 대탄도탄 미사일 분야 양산	25.06~30.12	550	50	100	100	100

Appx 4. 한화에어로스페이스(별도) 항공 부문 매출 추정

항공 부문 수주 매출추정						
계약 내용	계약기간	계약금액(십억 원)	2024	2025E	2026E	2027E
항공 부문 매출 추정	-	-	2,080	3,385	3,334	3,056
GE GEnx RSP	-	1,061	83	83	83	83
GE LM2500 LPT 모듈	19.06~26.12	312	68	18	18	-
GE 기타 엔진부품	17.12~30.12	3,429	60	380	380	380
KF-21 최초양산 엔진	24.06~27.12	592	-	197	197	197
KF-X 엔진/APU 체계개발	16.06~26.06	365	7	55	55	-
KUH 4차 양산	20.12~24.08	304	9	-	-	-
KUH 관용헬기1	19.02~24.12	161	57	-	-	-
KUH 창정비 요소개발	18.12~24.12	40	0	-	-	-
KUH/상륙기동 등 예비엔진	23.11~26.12	65	-	32	32	-
Leap & LM2500 HPT Disk 공급계약	16.12~25.12	144	44	75	-	-
Leap Disk 공급계약	16.01~24.12	81	15	-	-	-
LM6000 LPT모듈 공급계약	16.1~26.12	169	11	56	56	-
PBL-FA50 엔진 및 APU	21.12~25.07	214	61	30	-	-
PBL-GEM42	16.08~25.12	46	4	20	-	-
PBL-KUH 상륙기동 엔진	16.12~26.12	36	1	10	10	-
PW 엔진부품	17.11~31.12	3,577	178	401	401	401
RR 엔진부품	-	3,821	126	126	126	126
개발과제	19.03~26.11	276	73	23	23	-
공군정비	23.12~27.12	387	52	43	43	43
공군조립	19.12~27.08	916	71	323	323	162
군수 기타	19.03~25.11	6	-	6	-	-
기타 항공 MRO 사업	24.12~27.12	30	-	10	10	10
독자엔진	18.12~26.12	251	15	93	93	-
민수 기타	-	3,318	149	149	149	149
수출MRO	17.12~26.11	47	9	7	7	-
엔진, 유압, 연료계통 부품 등(舊 항공기계)	-	2,058	40	40	40	40
육군정비	19.08~27.11	466	44	24	24	24
육군조립	23.04~27.12	180	22	49	49	49
차세대발사체개발사업 발사체 총괄 주관 제작	24.05~32.12	951	3	118	118	118
추진기관	14.01~29.12	528	22	40	40	40
한국형발사체 고도화 사업 발사체 총괄 주관 제작	22.12~27.12	286	71	61	61	61
한화테크윈(주), 국제공동개발사업 계약 (PW GTF RSP)	15.05~60.12	11,761	203	313	313	313
항공기 엔진 부품	-	3,778	383	383	383	383
항공기 엔진부품 공급 계약(RR)	16.12~35.12	376	12	17	17	17
해군정비	22.12~26.12	122	25	25	25	-
해군조립	16.08~27.11	773	163	100	100	100
KF-21 엔진 2차 초도 생산 계약	25.06~28.12	556	556	79	159	159
KF-21 엔진 후속 생산 계약	26.06~32.01	2,225	2,225	-	-	202

Appx 4. 한화시스템 매출 추정 - Bull Case

한화시스템 매출 추정 - Bull Case							
(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,090	2,187	2,452	2,804	3,167	3,976	4,315
YoY(%)	27.2%	4.7%	12.1%	14.3%	13.0%	25.5%	8.5%
방산	1,514	1,641	1,817	2,099	2,469	3,236	3,535
% of sales	72.4%	75.0%	74.1%	74.9%	77.9%	81.4%	81.9%
ICT	576	547	634	695	695	734	774
% of sales	27.6%	25.0%	25.8%	24.8%	21.9%	18.5%	17.9%
기타	0	(0)	2	10	4	5	6
% of sales	0.0%	0.0%	0.1%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%

*필리핀소 연결 전 기준

Appx 5. 한화시스템 기존 수주 매출 추정

방산 부문 기존 수주 매출 추정									
계약 내용	계약기간	계약금액(십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
기존 수주 매출 추정	-	-	504	1,025	1,044	1,650	1,702	1,327	1,003
K21 보병전투차량 4차양산 물품구매계약(CP24113)	25.03-28.09	158	-	-	-	-	34	45	45
MCS Plant 지능화 물류 시스템 구축	25.03-27.03	97	-	-	-	-	36	48	12
-	25.03-28.09	-	-	-	-	-	-	-	-
이집트 K9/K11 자동사격통제장치, C2장치 물품구매계약	24.12-28.12	82	-	-	-	-	21	21	21
울산급 Batch-IV(1,2번함) 전투체계 외 8항목	24.12-30.12	187	-	-	-	-	31	31	31
K2 전자 사물장치 성과기반계약(PBL) 외 3항목	24.12-29.09	112	-	-	-	-	24	24	24
KDX-II 성능개량 전투체계 체계개발사업 외 1항목	24.12-33.12	197	-	-	-	-	22	22	22
전기/기계장치	24.12-28.05	85	-	-	-	-	25	25	25
천마PBL	24.12-29.09	205	-	-	-	-	43	43	43
MC, MFD, ACCS, IRST	24.11-26.12	62	-	-	-	2	30	30	-
TOD-III형 수리부속 PBL 사업 외 6항목	24.08-29.06	84	-	-	-	6	17	17	17
SA-MSAM 사업 다기능레이더 분야 양산	24.07-34.03	1,195	-	-	-	52	124	124	124
KF-21 최초양산 AESA레이더	24.06-27.09	115	-	-	-	18	35	35	26
24년 전술정보통신(TICN) 체계 PBL사업	24.06-29.04	142	-	-	-	15	29	29	29
LAH 2차양산	24.03-27.06	164	-	-	-	38	50	50	25
JTDLS(완성형) 함정7종 체계개발사업	23.12-29.12	84	-	-	-	14	14	14	14
함정재정찰용/서북도서용 무인항공기 체계개발사업	23.12-28.12	143	-	-	-	29	29	29	29
설계종합	23.12-28.05	82	-	-	-	19	19	19	19
전기/기계장치	23.12-28.05	340	-	-	-	77	77	77	77
TICN Block-I-2(TMMR) 2차 양산	23.12-25.11	230	-	-	-	120	110	-	-
공지통신무전기 성능개량사업(LYNX 등 5종)	23.12-27.12	96	-	-	-	32	32	32	-
철매-II 성능개량 다기능레이더(2차 양산)	23.12-27.07	57	-	-	-	16	16	16	9
폴란드 K2 전자 수출사업 조준경 등 17종 계약	23.12-25.12	257	-	-	-	129	129	-	-
K1계열전자 사물장치 성과기반계약(PBL) 외 3항목	23.11-28.09	147	-	-	3	30	30	30	30
에어로스페이스 차세대 One ERP 구축단계(3/3) 프로젝트	23.11-25.03	73	-	-	5	54	14	-	-
23년 천마체계 외주정비(방산) '탐지추적장치' 물품구매계약	23.09-26.11	99	-	-	8	31	31	86	-
울산급 Batch-III 후속함(2-6번) 전투체계	23.07-28.06	399	-	-	34	81	81	81	81
C-130H 성능개량(2차) 사업	23.06-27.11	74	-	-	8	17	17	17	15
검독수리-B Batch-II 전투체계(CFCS, EOTS)	22.12-27.11	59	-	-	12	12	12	12	11
대형수송함 1번함 성능개량 체계개발 사업 (전투체계)	22.12-27.01	58	-	-	14	14	14	14	1
대형수송함 1번함 성능개량 체계개발 사업 (대공레이더)	22.12-27.11	55	-	-	11	11	11	11	10
Link-22 함정/육상 16종 체계개발 사업	22.12-29.06	210	-	-	32	32	32	32	32
장사정포요격체계 탐색개발 레이더 시제	22.11-24.07	51	-	3	31	18	-	-	-
조준장치, PAS-18K	22.11-25.11	160	-	4	53	53	49	-	-
포병관측장비(TAS-1) PBL 1차	22.08-26.12	52	-	4	12	12	12	12	-
국내 수상함 전투체계 외주정비	22.06-25.05	90	-	15	31	31	13	-	-
중앙방공통제소(MCRC) 성능개량사업	22.03-26.12	185	-	29	39	39	39	39	-
30mm 차륜형 대공포 후속양산	22.02-24.12	85	-	25	30	30	-	-	-
천공II 다기능레이더 수출*	-	1,302	-	163	163	163	163	163	163
천공 다기능레이더 PBL 1차	21.12-26.01	47	-	12	12	12	12	1	-
TICN 4차 양산	21.12-25.03	606	-	186	186	186	47	-	-
용역제공	21.11-24.12	59	2	19	19	19	-	-	-
연합군사정보처리체계(MIM-C) 성능개발사업	21.11-24.12	59	2	19	19	19	-	-	-
지뢰탐지기-2 양산	21.10-25.11	58	2	14	14	14	13	-	-
군위성통신체계2 외 36항목	21.09-25.12	36	2	8	8	8	8	-	-
항법용 FLIR, 레이저정보수신기, 통제시현장치	21.06-23.08	42	10	19	13	-	-	-	-
K2전자 3차 양산 포수 조준경 외 11항목	21.06-23.12	81	16	32	32	-	-	-	-
구축함(KDDX) 전투체계 체계 종합 및 전투관리체계	20.12-29.10	236	27	27	27	27	27	27	27
JTDLS(완성형) 체계종합 시제	20.12-26.11	133	23	23	23	23	23	21	-
방공지휘통제경보(C2A)체계 2차 양산	20.12-25.12	194	49	49	49	49	49	49	-
구축함(KDDX) 전투체계 다기능위성배열레이더 시제	20.12-29.10	302	34	34	34	34	34	34	34
30mm 차륜형 대공포 최초 양산	20.09-22.12	56	25	25	-	-	-	-	-
천마 외주 정비	20.06-23.11	152	44	44	41	-	-	-	-
잠수함 전투체계	19.12-27.09	65	8	8	8	8	8	8	6
KF-X 탑재 AESA 레이더 TA/TF 모드 개발	19.12-26.05	52	8	8	8	8	8	3	-
L-SAM 체계개발 다기능레이더 시제	19.12-24.10	222	-	46	46	38	-	-	-
KF-X 체계개발 TFC	19.12-26.06	63	10	10	10	10	10	5	-
TICN(NCS/TIPS) 창정비 요소개발(용역)	19.12-23.12	12	3	3	3	-	-	-	-
TICN(NCS/TIPS) 창정비 요소개발(방산)	19.12-23.12	24	6	6	6	-	-	-	-
PKX-B 후속함	19.12-22.12	54	18	18	-	-	-	-	-
전술정보통신체계(TICN) 3차 양산	19.12-22.12	510	170	170	-	-	-	-	-

*동사의 단일판매-공급계약 공시는 19년 12월 이후 체결 계약 건에 대해서만 확인 가능

**UAE 천공 수출건으로 추정됨에 따라, 계약기간 22.01-29.12 반영

Appx 6. SOTP Valuation Bull case

Valuation_SOTP Method - Bull Case

(단위: 십억 원)		EBITDA	EV/EBITDA	지분율	평가액	비고
(A) 핵심영업가치						
지상방산	한화에어로스페이스(별도)	4,134	20.5x	100%	84,572	Rheinmetall, Otokar 4Q24~1Q25 12MF EV/EBITDA
방산 전자 장비	한화시스템(연결)	599	19.2x	47%	5,380	Elbit Systems 1Q25 12MF EV/EBITDA; 할인 적용
	합계				89,953	
(B) 기타영업가치						
		장부가	할인율	지분율	평가액	비고
주요 상장사	한화오션(상장, 연결)	23,778	50%	30%	3,619	25.04.11 총가 기준
	세트렉아이(상장, 연결)	480	50%	34%	81	25.04.11 총가 기준
주요 비상장사	Hanwha Futureproof corp.	671	50%	50%	168	4Q24 연결 기준 장부가
	Hanwha Ocean SG Holdings Pte. Ltd.	642	50%	73%	234	4Q24 연결 기준 장부가
	Hanwha Aerospace USA Co.,	178	50%	100%	89	4Q24 연결 기준 장부가
	한화에비에이션	110	50%	100%	55	4Q24 연결 기준 장부가
	Hanwha Aero Engines Co., Ltd.	85	50%	100%	42	4Q24 연결 기준 장부가
	합계				4,288	
(C) 비영업가치						
기타비영업자산	금융자산 등		장부가	할인율	평가액	
			1,457	50%	728	4Q24 연결 기준 장부가
	합계				728	
(D) 순차입금						
					2,887	
(E) 목표시가총액						
					92,082	(A) + (B) + (C) - (D)
(F) 발행주식수						
					49,733,748	유통주식수 + 유상증자 물량
목표주가					1,851,000	(E) / (F)
현재주가(2025.04.11)					779,000	
상승여력					137.6%	
Implied PER	26F PER				27.3x	26F 지배주주 당기순이익 기준
	27F PER				21.3x	27F 지배주주 당기순이익 기준

EBITDA 추정_한화에어로스페이스(별도) -Bull Case

(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
매출액	1,225	1,957	4,979	7,935	11,227	14,694	16,753	
	YoY(%)	15.6%	59.8%	154.5%	59.4%	41.5%	30.9%	14.0%
매출원가	1,158	1,659	4,012	5,676	7,618	9,496	10,661	
	매출원가율(%)	94.5%	84.8%	80.6%	71.5%	67.9%	64.6%	63.6%
	GPM(%)	5.5%	15.2%	19.4%	28.5%	32.1%	35.4%	36.4%
원재료비	730	1,110	2,511	3,716	4,884	6,165	6,903	
	% of sales	59.6%	56.7%	50.4%	46.8%	43.5%	42.0%	41.2%
종업원급여	178	228	666	947	1,354	1,581	1,803	
	% of sales	14.5%	11.7%	13.4%	11.9%	12.1%	10.8%	10.8%
감가상각비	29	31	79	89	148	224	225	
	% of sales	2.4%	1.6%	1.6%	1.1%	1.3%	1.5%	1.3%
무형자산상각비	9	10	16	15	17	18	13	
	% of sales	0.8%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
사용권자산상각비	0	-	1	2	3	3	3	
	% of sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
외주용역비	102	143	344	460	580	678	773	
	% of sales	8.3%	7.3%	6.9%	5.8%	5.2%	4.6%	4.6%
기타비용	109	137	395	446	632	827	943	
	% of sales	8.9%	7.0%	7.9%	5.6%	5.6%	5.6%	
판매비외관리비	85	151	448	760	1,097	1,350	1,463	
	판매비율(%)	6.9%	7.7%	9.0%	9.6%	9.8%	9.2%	8.7%
	OPM(%)	-1.5%	7.5%	10.4%	18.9%	22.4%	26.2%	27.6%
종업원급여	45	50	188	343	439	513	585	
	% of sales	3.7%	2.5%	3.8%	4.3%	3.9%	3.5%	3.5%
감가상각비	2	3	4	4	10	16	16	
	% of sales	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
무형자산상각비	1	3	12	12	13	14	10	
	% of sales	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
사용권자산상각비	2	3	7	8	10	10	10	
	% of sales	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
연구개발비	9	22	92	95	203	288	230	
	% of sales	0.7%	1.1%	1.9%	1.2%	1.8%	2.0%	1.4%
기타비용	26	71	144	298	421	510	613	
	% of sales	2.1%	3.6%	2.9%	3.8%	3.8%	3.5%	3.7%
영업이익	(18)	147	519	1,500	2,512	3,849	4,629	
감가상각비	32	33	82	93	159	240	240	
무형자산상각비	10	13	28	27	30	32	22	
사용권자산상각비	2	3	8	10	13	13	13	
EBITDA	26	196	637	1,630	2,713	4,134	4,904	

EBITDA 추정_한화시스템-Bull case

(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
매출액	2,090	2,188	2,452	2,804	3,167	3,976	4,315	
	YoY(%)	27.2%	4.7%	12.1%	14.3%	13.0%	25.5%	8.5%
매출원가	1,806	1,933	2,148	2,388	2,671	3,267	3,525	
	매출원가율(%)	86.4%	88.3%	87.6%	85.2%	84.3%	82.2%	81.7%
	GPM(%)	13.6%	11.7%	12.4%	14.8%	15.7%	17.8%	18.3%
원재료비	1,065	1,078	1,109	1,304	1,453	1,793	1,946	
	% of sales	51.0%	49.3%	45.2%	46.5%	45.9%	45.1%	45.1%
종업원급여	328	370	451	537	611	723	760	
	% of sales	15.7%	16.9%	18.4%	19.2%	19.3%	18.2%	17.6%
감가상각비	38	44	64	54	67	77	87	
	% of sales	1.8%	2.0%	2.6%	1.9%	2.1%	1.9%	2.0%
무형자산상각비	16	15	16	20	24	29	35	
	% of sales	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%
사용권자산상각비	15	16	18	21	22	23	23	
	% of sales	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
임차료	4	5	6	7	7	9	10	
	% of sales	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
지급수수료	279	307	373	332	353	443	481	
	% of sales	13.3%	14.1%	15.2%	11.8%	11.1%	11.1%	11.1%
여비교통비	14	19	24	27	28	35	37	
	% of sales	0.7%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
기타	46	77	88	86	107	135	146	
	% of sales	2.2%	3.5%	3.6%	3.1%	3.4%	3.4%	
판매비외관리비	172	216	182	196	225	256	273	
	판매비율(%)	8.2%	9.9%	7.4%	7.0%	7.1%	6.4%	6.3%
	OPM(%)	5.4%	1.8%	5.0%	7.8%	8.6%	11.4%	12.0%
종업원급여	90	116	113	126	134	148	155	
	% of sales	4.3%	5.3%	4.6%	4.5%	4.2%	3.7%	3.6%
감가상각비	4	7	2	2	2	3	3	
	% of sales	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
무형자산상각비	14	12	6	1	1	2	2	
	% of sales	0.7%	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
사용권자산상각비	8	9	9	10	11	12	12	
	% of sales	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
세금과공과	2	2	2	2	3	3	4	
	% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
보험료	2	3	3	3	4	5	5	
	% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
여비교통비	4	7	5	6	7	9	10	
	% of sales	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
지급수수료	25	28	20	25	31	35	40	
	% of sales	1.2%	1.3%	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
임차료	1	2	1	1	2	2	2	
	% of sales	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
행사비	1	3	5	4	4	5	5	
	% of sales	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
기타	21	27	16	16	26	32	35	
	% of sales	1.0%	1.2%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
영업이익	112	39	123	219	271	454	518	
감가상각비	42	51	66	56	69	80	90	
무형자산상각비	30	28	23	21	25	31	36	
사용권자산상각비	24	25	26	32	33	35	35	
EBITDA	208	143	237	328	398	599	679	

Appx 7. BS & CF

연결재무상태표(한화오션 편입 전)					연결현금흐름표(한화오션 편입 전)				
(단위:십억 원)					(단위:십억 원)				
	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
자산	11,046	15,152	19,543	43,337	영업활동현금흐름	990	1,524	1,390	1,393
유동자산	6,284	8,508	9,192	22,868	영업으로부터 창출된 현금흐름	1,103	1,710	1,609	1,799
현금및현금성자산	2,528	3,070	1,806	2,968	이자수취	14	41	78	68
기타유동금융자산	98	121	93	354	이자지급	(63)	(81)	(157)	(256)
매출채권및기타채권	1,037	1,556	2,126	8,896	법인세납부	(64)	(147)	(140)	(219)
재고자산	1,605	2,163	2,869	6,290	투자활동현금흐름	(607)	(1,225)	(3,029)	(1,367)
파생상품자산	0	13	2	6	단기금융상품의 감소	194	221	110	83
기타유동자산	944	1,540	2,251	4,309	장기금융상품의 감소	1	0	2	2
비유동자산	4,762	6,644	10,351	20,469	대여금의 감소	1	3	8	5
기타금융자산	280	715	652	1,103	임차보증금의 감소	3	3	14	6
장기매출채권및기타채권	46	59	144	408	당기손익인식금융자산의 처분	1	2	13	36
파생상품자산	29	27	37	82	기타포괄손익-공정가치측정금융자산의 처분	-	-	1	31
기타비유동자산	37	190	227	212	종속기업에 대한 투자자산의 처분	-	188	-	-
유형자산	1,898	3,018	3,410	8,320	유형자산의 순증감	(161)	(192)	(450)	(577)
무형자산 및 영업권	1,977	2,133	2,203	7,744	무형자산의 순증감	(159)	(148)	(118)	(149)
관계기업및공동기업투자	182	88	3,204	964	매각예정 비유동자산	0	-	-	-
이연법인세자산	163	251	243	1,215	파생상품의 감소(증가)	1	7	18	69
사용권자산	149	164	231	421	배당금수취	3	17	3	4
부채	7,114	11,234	14,859	31,973	단기금융상품의 취득	(217)	(295)	(71)	(250)
유동부채	4,330	8,223	12,077	25,516	장기금융상품의 취득	(5)	48	(13)	(11)
매입채무및기타채무	887	1,301	1,879	4,270	관계기업에 대한 투자자산의 취득	(73)	(6)	(2,374)	(397)
리스부채	33	44	71	81	당기손익인식금융자산의 취득	(122)	(325)	(55)	(72)
차입금및사채	783	1,735	2,538	6,118	기타포괄손익-공정가치측정금융자산의 취득	(57)	(371)	(7)	(200)
파생상품부채	0	19	3	362	기타비유동자산의 증감	0	0	(1)	13
종업원급여부채	-	5	6	97	대여금의 증가	(3)	(7)	(10)	(5)
미지급법인세	97	84	131	379	임차보증금의 증가	(8)	(30)	(11)	(7)
기타유동부채	2,505	5,032	7,445	14,203	사업결함으로 인한 현금유출입	(6)	(355)	3	57
기타유동금융부채	-	2	3	5	사업부문자산 등의 취득	-	(14)	75	6
매각예정 부채	25	-	-	-	영업양수도로 인한 현금유출입	-	-	-	-
비유동부채	2,784	3,011	2,782	6,456	재무활동현금흐름	813	216	368	1,066
장기매입채무및기타채무	249	399	342	440	단기차입금의 순증감	68	394	404	927
리스부채	116	134	160	329	장기차입금의 순증감	132	236	299	300
차입금및사채	1,849	1,712	1,401	4,165	사채의 증가	399	38	468	1,158
종업원급여부채	499	606	668	851	유동성차입금(Nego)의 순증감	32	5	(33)	-
파생상품부채	0	8	16	53	유동성차입금(기타)의 감소	(134)	(155)	(319)	(582)
이연법인세부채	67	76	121	496	사채의 감소	(238)	(220)	(328)	(520)
기타비유동부채	3	10	7	46	금융리스부채의 감소	(32)	(36)	(46)	(50)
기타비유동금융부채	-	64	67	76	상환전환우선주부채의 상환	-	-	(2)	-
자본	3,932	3,918	4,684	11,364	임대보증금의 순증감	-	-	(0)	(1)
지배기업의 소유주에게 귀속	2,889	2,857	3,528	4,995	배당금지급	(30)	(35)	(51)	(120)
자본금	266	266	266	240	자기주식의 취득으로 인한 현금의 유출	(2)	-	-	(19)
자본잉여금	429	217	192	(510)	비지배지분의 변동	619	(11)	(24)	248
자본조정	(2)	(2)	(2)	(21)	인적분할로 인한 현금 유출입	-	-	-	(276)
기타포괄손익누계액	385	362	446	540	현금및현금성자산의 순증가(감소)	1,196	516	(1,271)	1,091
이익잉여금	1,812	2,015	2,627	4,747	기초현금및현금성자산	1,331	2,528	3,070	1,806
비지배자본	1,042	1,061	1,156	6,369	현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	8	26	8	70
자본 및 부채 총계	11,046	15,152	19,543	43,337	매각예정자산집단에 포함된 현금성자산	(6)	-	-	-
					기말현금및현금성자산	2,528	3,070	1,806	2,968

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. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.