K-방산을 넘어 K-우주로

우주 시장은 커질 수밖에

Part Ⅰ 다윗과 골리앗이 불러온 호황
Part Ⅱ 무한한 공간 저 너머로
Part Ⅲ 투자전략 및 종목의견

eBEST 이베스트투자증권

이베스트투자증권 **이승웅**입니다.

방산·우주 업종에 대해 **Overweight** 의견으로 커버리지를 개시합니다.

러시아-우크라이나 전쟁이 당초 예상과 다르게 장기화되고 에너지 안보 등 다양한 영역으로 영향을 미치며
세계 각국의 국방비 강화 기조로 이어지고 있습니다.
이에 따른 신규 무기 수요와 전쟁 지원으로 인한 소모품 수요가 증가하고 있습니다
23년에도 국내 방산 업체의 해외 수주와 기수주기반의 실적성장이 지속될 것으로 전망됩니다.

더불어 우주개발은 Old Space에서 New Space 시대로 접어들면서
발사체와 위성 제조 시장이 민간 주도로 전환되며 빠르게 시장이 성장하고 있습니다.

국내는 Mid Space 구간을 통과하면서 정부에서 민간 중심으로 이전되고 있습니다.
27년 예정된 누리호 6차 발사가 마무리되면 민간 주도의 국내 발사체 운용과 발사 서비스가 본격화될 것입니다.
따라서 24-25년부터 국내 위성제조 수요가 증가하고 28년부터는 발사체 수요도 폭증할 것으로 예상돼
우주 산업에 관심을 가져할 시점으로 판단됩니다.

방산·우주 업종 내 Top-Pick으로 **한화에어로스페이스(005930)**를 선정하고
한국항공우주(047810), LIG넥스원(079550)에 대해 커버리지를 개시합니다.

통신/지주/방산/우주
Analyst **이승웅**
02 3779 8756
sw.lee@ebestsec.co.kr

철강/비철금속
Analyst **안회수**
02 3779 8897
hoesoo@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **3 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 다윗과 골리앗이 불러온 호황]

세계 각국의 국방비 증가에 따른 신규 무기와 러시아-우크라이나 전쟁 지원에 따른
무기 및 소모품 수요 증가로 국내 방산 업체에 수혜가 예상됩니다.
23 년 K-2(루마니아, 폴란드 이집트), FA-50(말레이시아), 레드백(호주, 폴란드), FA-50(콜롬비아),
K-9(폴란드, 핀란드, 루마니아), 천궁-Ⅱ(UAE, 사우디아라비아), 비호-Ⅱ(사우디아라비아) 등 해외 수주가 기대되며
미국 국방부와 탄약 수출 협상이 진행 중인 것으로 확인돼 국내 방산업체의 중장기 실적 성장이 예상됩니다.

[Part II. 무한한 공간 저 너머로]

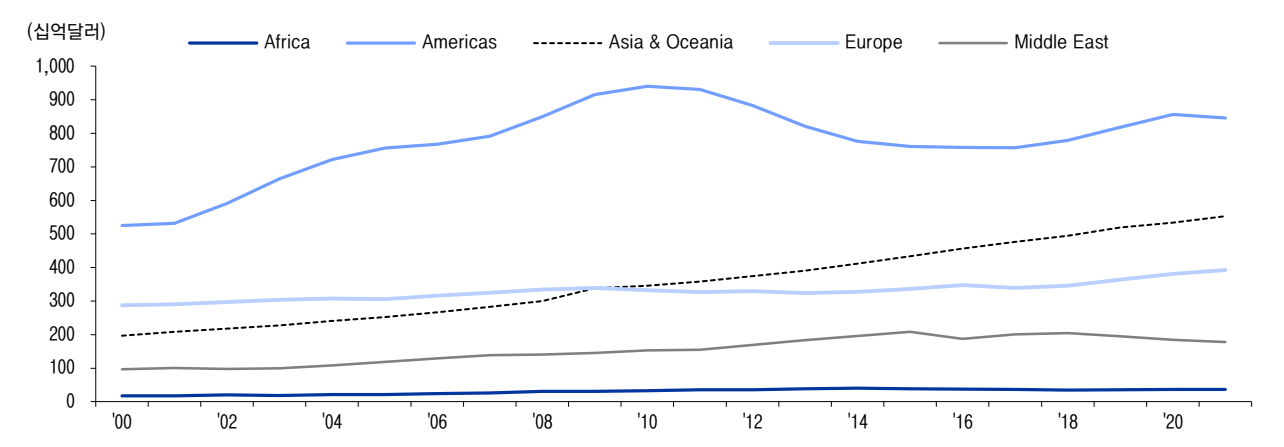
우주산업은 New Space 시대로 접어들며
발사체와 위성 제조 시장이 민간 주도로 전환되며 빠르게 시장이 성장하고 있습니다.
발사 비용 하락으로 글로벌 위성 시장은 저궤도 위성을 중심으로 소형화, 군집화, 상업화가 빠르게 진행 중입니다.
국내 우주산업은 Mid Space 구간으로 발사체와 위성 개발이 민간 영역으로 이전되고 있습니다.
당사는 저궤도 위성통신을 시작으로 New Space 시대가 본격화될 것으로 전망합니다.
망구축 비용 절감과 기존 통신망 보완 용도로 저궤도 위성통신 서비스 수요가 확실하기 때문입니다.

[Part III. 투자전략 및 종목의견]

방산·우주 업종에 대해 Overweight 의견으로 커버리지를 개시합니다.
22 년 역대 최대 방산 수주 기반의 이익 성장(단기)과 23 년 수주 기대감(중기)이 유효하며
미래성장 동력(장기)을 확보한 기업에 주목해야 합니다.
높아진 지상방산 부문의 수주잔고와 본격화되는 해외 수출, 항공 부문의 수요 회복 그리고 누리호 고도화 사업 등
단기 실적 성장과 중장기 성장동력을 확보한 한화에어로스페이스를 업종 내 Top-Pick 으로 선정합니다.
한국항공우주, LIG 넥스원에 대해 커버리지를 개시하고 관심종목으로 인텔리안테크를 제시합니다.

Key Charts

전세계 지역별 무기지출 규모 추이



자료: SIPRI, 이베스트투자증권 리서치센터

- **00 년 이후 아시아&오세아니아 무기지출 규모 181%로 증가, 반면 유럽은 37% 증가**
- **러시아-우크라이나 전쟁 장기화로 주요국 국방력 강화 위한 지출 확대하기 시작**

우크라이나 지원으로 인한 미국의 무기 소모품 재고 보충 소요기간

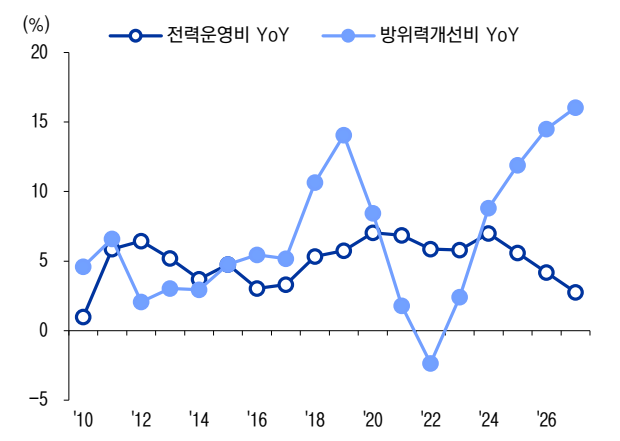
(개, 월)	품목	우크라이나 지원수	연간 생산량	생산 리드타임	생산 기간	총 소요기간
5년 이상 소요	155mm 포탄(최근 기준)	1,074,000	93,000			
	155mm 포탄(생산확대시)		240,000	12-18	44	59
	155mm 유도탄 Excalibur(최근 기준)	5,200	1,000	22	56	84
	155mm 유도탄 Excalibur(CAPA확대시)		2,400		23	48
	대전차미사일 Javelin(최근 기준)	8,500	1,000	24	12	149
	대전차미사일 Javelin(CAPA확대시)		2,100		12	56
	지대공미사일 Stinger(최근 기준)	1,600	100?	24+	192	216
	지대공미사일 Stinger(과거 기준)		350?		55	79

자료: CSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

- **미국 우크라이나 전쟁 이전의 재고 수준 회복 위해 최소 3-5 년 이상 소요**
- **미국 국방부와 국내 업체간 탄약 수출 협상 중이며, 휴대용 미사일 현궁, 신궁도 수출 기대**

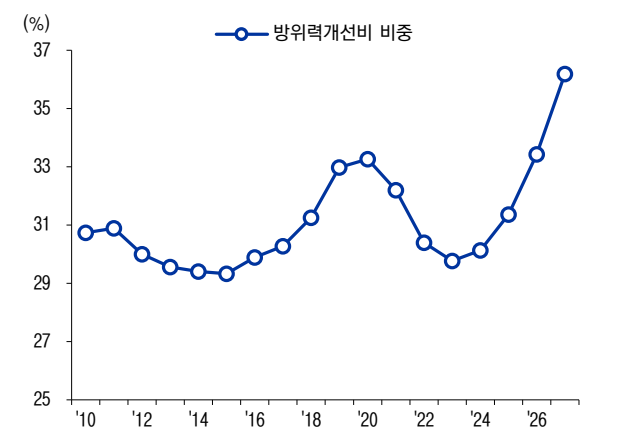
Key Charts

전력운영비 및 방위력개선비 증가율 추이



자료: 국방부, 이베스트투자증권 리서치센터

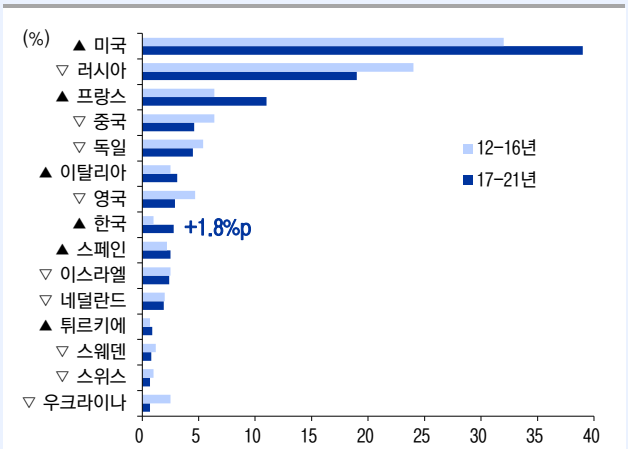
국방비 내 방위력개선비 비중 추이



자료: 국방부, 이베스트투자증권 리서치센터

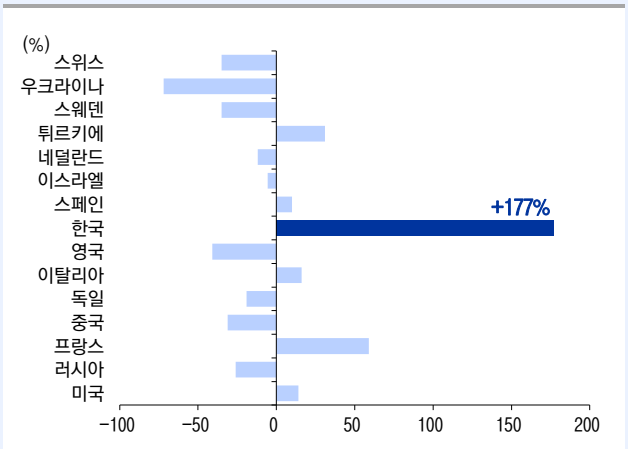
- **27 년까지 방위력개선비 107.4 조원(CAGR +10.6%) 투입해 국방비 내 비중 36.2%까지 확대 계획**
- **방위력개선비의 약 80% 이상 국내 지출, 국내 방산업체의 내수 매출 증가로 이어질 것**

12-16 년 및 17-21 년 주요국 무기수출 점유율



자료: 국방기술진흥연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

12-16 년 및 17-21 년 주요국 무기수출 증감율



자료: 국방기술진흥연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

- **17-21 년 한국 무기수출 점유율 2.8%(12-16 년대비 +1.8%p), 수출규모 +177% 증가**
- **글로벌 무기거래에서 비중이 큰 항공, 미사일 등 분야에서의 해외 수주 확대**

Key Charts

향후 예상되는 해외 수주 품목 및 내용

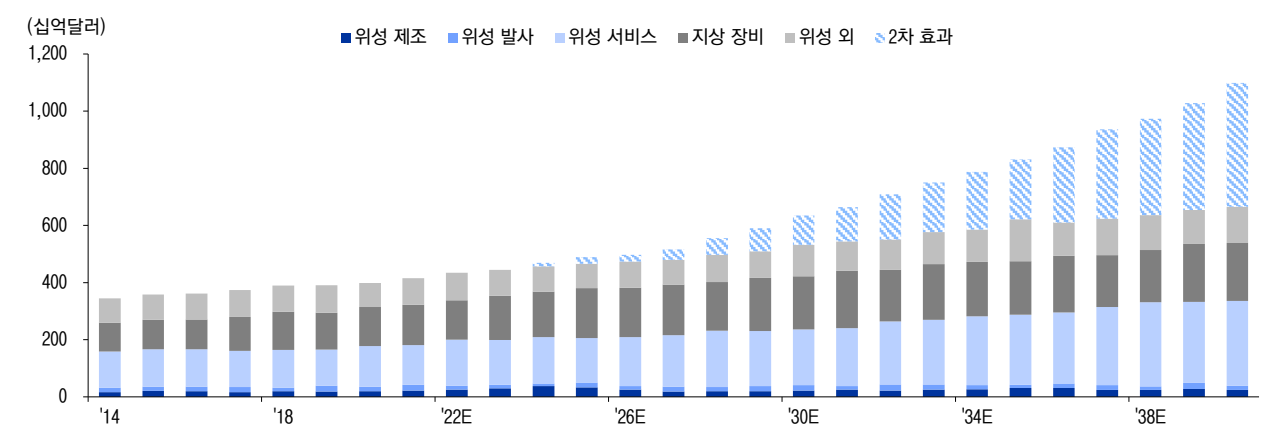
기업	품목	상대국	내용
한화에어로	레드백	호주	차세대 장갑차 도입 사업(LAND 400 Phase3), 총 450여대 도입 예정, 약 10조원 규모 (장비도입 5조원). 독일 Rheinmetall의 KF41 Lynx와 경쟁중
	레드백	폴란드	차기 IFV '보르숙' 1,400대 도입 사업 추진 중, 보완 수단으로 레드백 검토, 논의 초기단계
	K-9	폴란드 2차	기본계약 중 잔여물량, 26년부터 폴란드 현지 양산(22년 1차 이행계약 212문, 3.2조원 규모)
	K-9	루마니아	M142 HIMARS와 함께 운용할 자주포 도입 추진
	K-9	인도	인도 국방부가 K-9 100문 추가 조달 절차 착수
	천무	폴란드 2차	23년 내 2차 실행계약 예정. 현지업체와 사격통제시스템, 운반용 트럭, 체계조립 분야 협력 예정
	비호-II	사우디아라비아	이란 미사일 위협에 중동 공동 대응 위한 방공 무기 관심
KAI	FA-50	콜롬비아	A-37 공격기 17대, T-37 30여대 교체 사업. 최소 FA-50 20대, 6억달러(약 7,600억원) 규모
	FA-50	말레이시아	23년 2월 FA-50 경공격기 18대 수출 계약 체결, 1.2조원 규모. 26년 초도물량 납품 예정. 말레이시아는 18대 추가 도입하는 2차 사업 계획 중
LIG 넥스원 한화에어로 한화시스템	천궁-II	UAE	22년 1월 35억달러(약 4.8조원) 수출 계약에 이은 추가 수출 가능성
	천궁-II	사우디아라비아	관심
	천궁-II	말레이시아	공군 신형 중거리 지대공미사일 도입 사업 추진 중, 1차 1개 포대, 2차 4개 포대까지 확대

자료: 언론 정리, 이베스트투자증권 리서치센터

- **23 년에도 국내 방산업체의 해외수주 호조세는 이어질 것**
- **동남아, 중동 등 다양한 지역에서의 장갑차, 전투기, 유도무기 등 수주 기대**

Key Charts

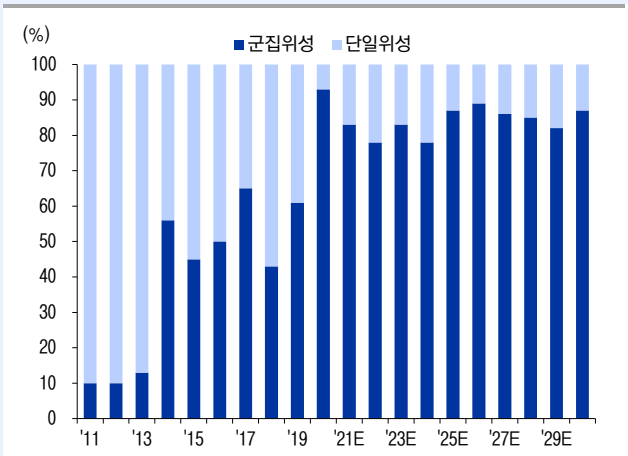
글로벌 우주산업 시장규모 추이 및 전망



자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

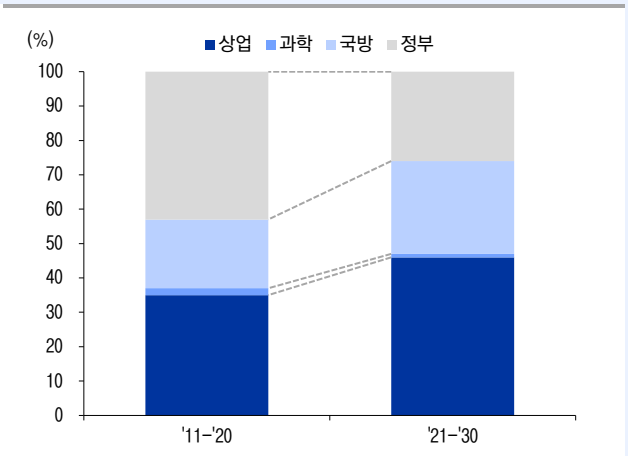
- **우주개발 시장, 민간 주도로 재편되는 New Space 시대 진입**
- **글로벌 우주산업 규모는 20 년 3,710 억달러 → 40 년 1.1 조달러, CAGR +3.1% 전망**

발사 위성 중 단일 위성 및 군집위성 비중 추이



자료: Euroconsult, 이베스트투자증권 리서치센터

21-30 년 용도별 발사 위성 비중

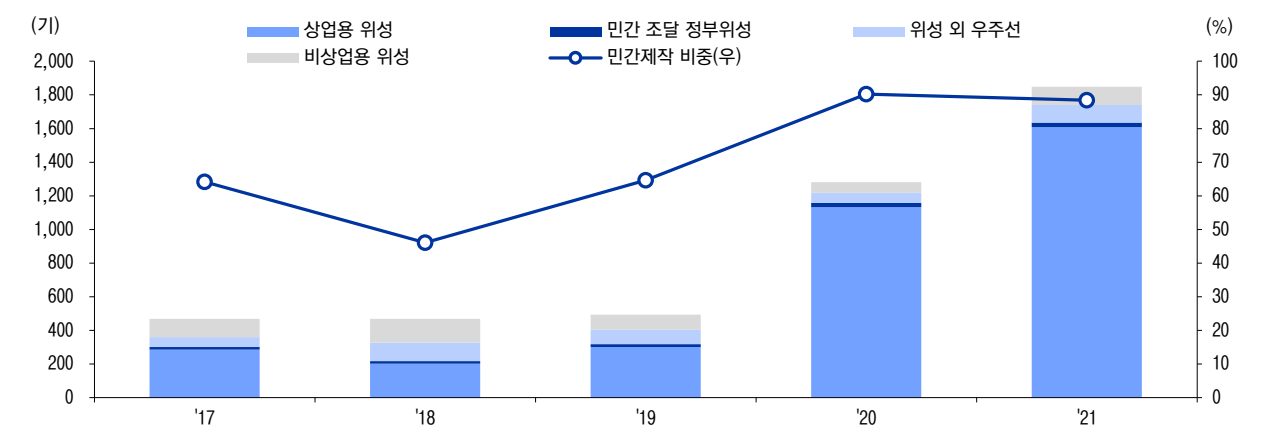


자료: Euroconsult, 이베스트투자증권 리서치센터

- **21-30 년 전세계 소형 위성수는 연평균 1,392 기 증가, 군집위성 비중은 80% 상회**
- **비용 하락으로 글로벌 위성 시장은 저궤도 위성을 중심으로 소형화, 군집화, 상업화가 빠르게 진행 중**

Key Charts

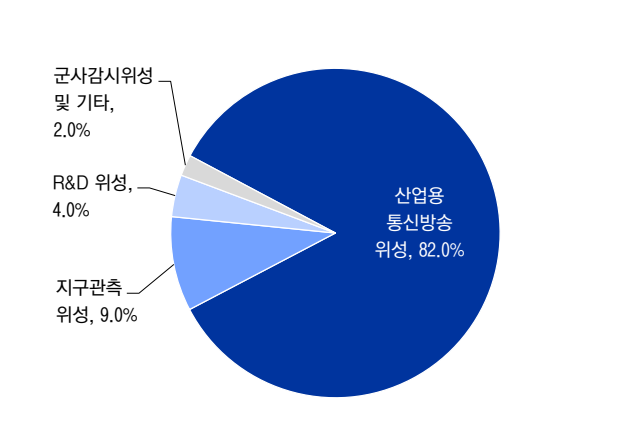
전세계 용도별 위성체 발사수 추이



자료: SIA, 이베스트투자증권 리서치센터

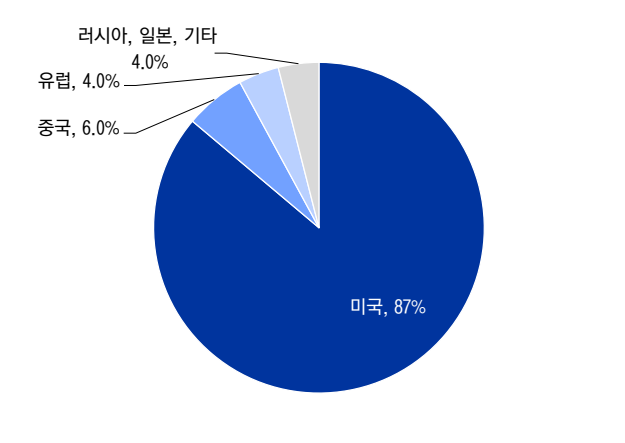
- **21 년 전세계 위성체 발사 중 민간 제작 비중 88%, 위성 제작분야는 이미 민간이 주도**
- **19 년 이후 Starlink, OneWeb 등으로 촉발된 저궤도 위성통신 서비스가 시장 성장을 견인**

21 년 민간제작 위성의 분야별 비중



자료: SIA, 이베스트투자증권 리서치센터

21 년 민간 제작 위성의 국가별 비중

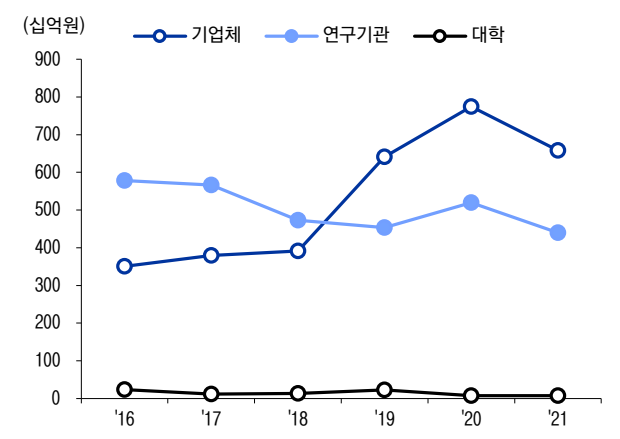


자료: SIA, 이베스트투자증권 리서치센터

- **21 년 민간 제작 위성의 82%는 통신 위성, 20 년부터 Stalink 및 Oneweb 의 군집 위성 발사 본격화**
- **중기적으로 저궤도, 소형 위성 중심 시장 고성장 전망**

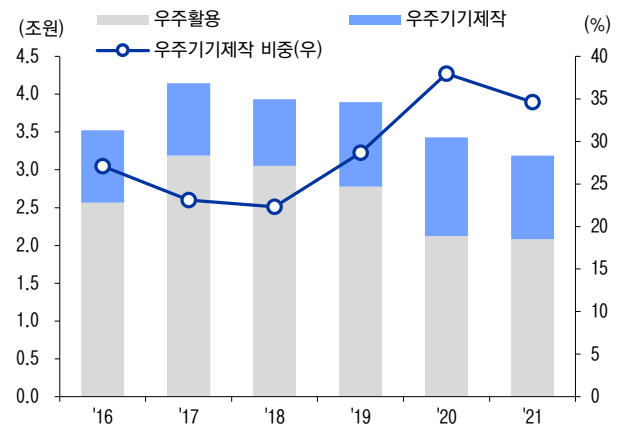
Key Charts

국내 기관별 우주기기제작 규모



자료: 22년 우주산업실태조사, 이베스트투자증권 리서치센터

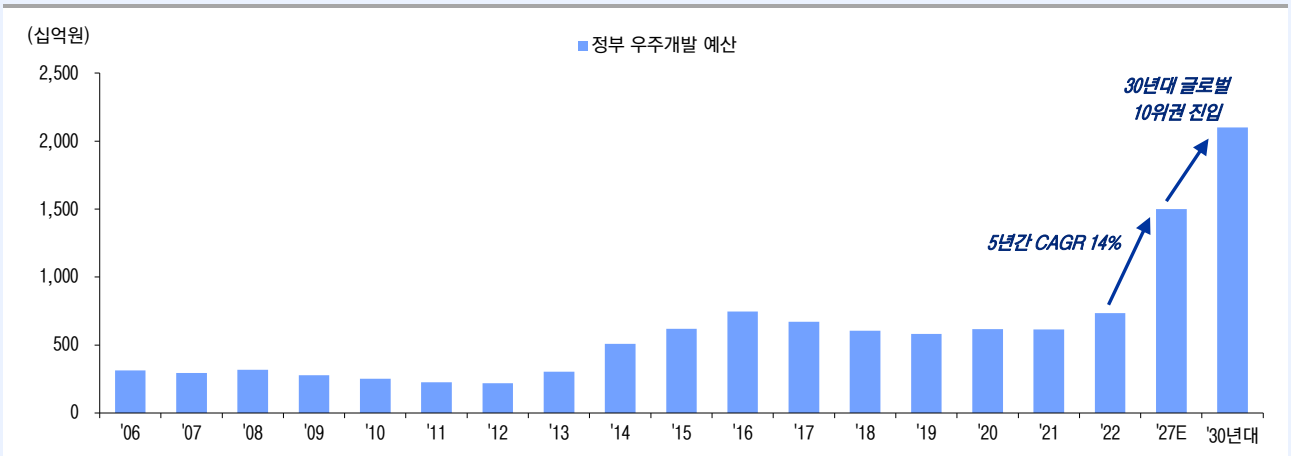
국내 우주활용 및 우주기기제작 규모 추이



자료: 22년 우주산업실태조사, 이베스트투자증권 리서치센터

- **21년 국내 우주산업 내 우주기기 제작 비중 35%, 우주기기 제작 내 민간 기업 비중 59.6%**
- **국내 우주산업은 Old Space와 New Space 중간 지점인 Mid Space 구간 통과 중**

정부 우주개발 예산 추이 및 전망

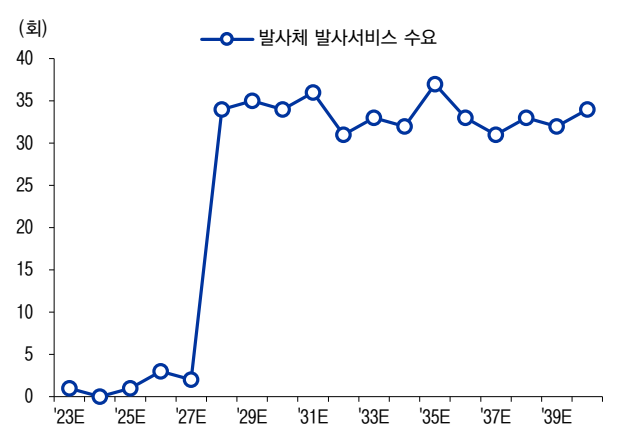


자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

- **민간 역량 강화 위해 정부 우주개발 투자규모 27년 1.5조원으로, 30년대 2.1조원까지 확대**
- **발사체 및 위성 개발 분야는 민간으로 이전, 우주산업 육성과 우주탐사에 투자 확대 계획**

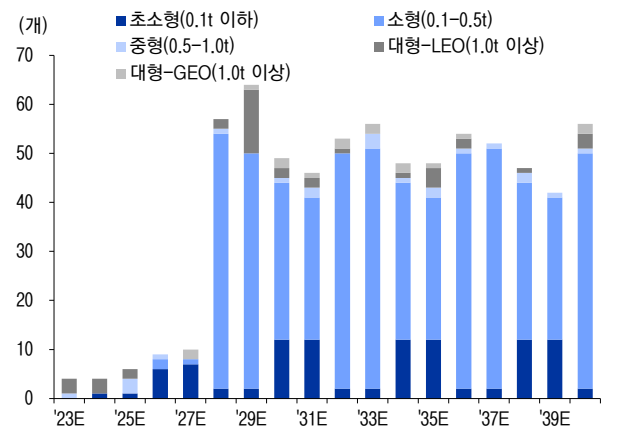
Key Charts

국내 발사체 발사서비스 수요 전망



자료: 제4차 우주개발진흥 기본계획, 이베스트투자증권 리서치센터

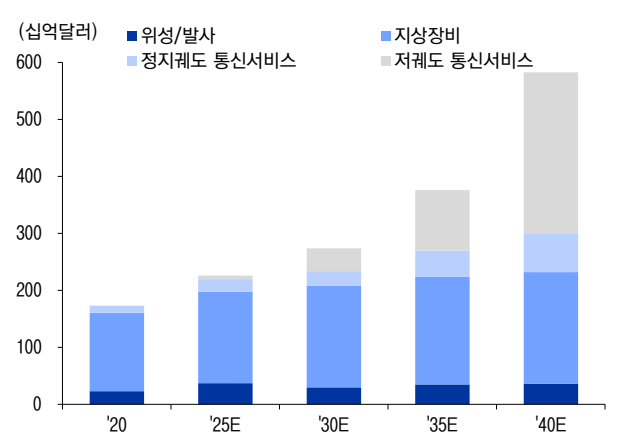
국내 위성체 발사 수요 전망



자료: 제4차 우주개발진흥 기본계획, 이베스트투자증권 리서치센터

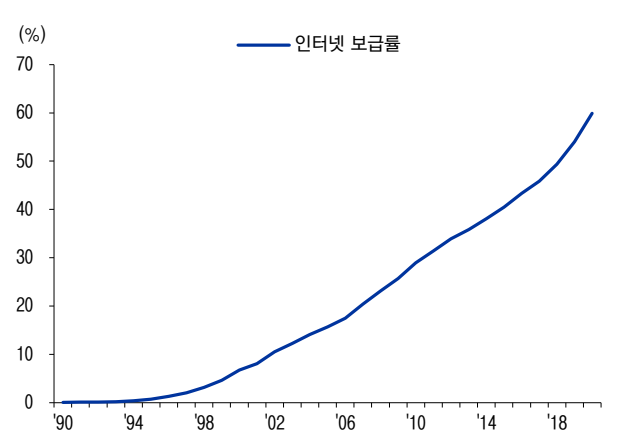
- **국내 발사체 개발 로드맵 감안시 28 년부터 대부분의 위성 탑재 가능할 전망**
- **국내 위성체 제작 수요는 이보다 앞선 24-25 년부터 증가할 것**

글로벌 위성통신 시장 추이 및 전망



자료: SIA, 이베스트투자증권 리서치센터

전세계 유무선 인터넷 보급률



자료: Our World in Data, 이베스트투자증권 리서치센터

- **40 년 위성통신 시장 5,820 억달러, 저궤도 통신서비스 비중 48.7%까지 확대될 전망**
- **저궤도 위성통신 활용시 유선망 구축 비용, 유지보수 비용 절감, 이동통신 영역 해상, 상공으로 확대**

Initiate

방산/우주

Overweight

K-방산을 넘어 K-우주로

우주 시장은 커질 수 밖에

Contents

Part I	다윗과 골리앗이 불러온 호황	12
Part II	무한한 공간 저 너머로	34
Part III	투자전략 및 종목의견	50

기업분석

한화에어로스페이스 (012450)	58
한국항공우주 (047810)	67
LIG 넥스원 (079550)	75
풍산 (103140)	82
인텔리안테크 (189300)	87

Part I

다윗과 골리앗이 불러온 호황

다윗과 골리앗이 불러온 호황

장기화된 다윗과 골리앗의 싸움

22년 2월 블라디미르 푸틴 러시아 대통령의 특별 군사작전 개시 명령으로 우크라이나를 침공하며 러시아-우크라이나 전쟁이 발발했다. 산술적으로 우크라이나 대비 병력은 4.3배, 군항기 13.1배, 군함은 15.9배로 군사력 세계 2위 수준인 러시아가 가용병력의 95%를 투입해 시작한 전쟁이라는 점에서 다윗과 골리앗의 싸움과 다름없다. 하지만 당초 예상과 달리 전쟁이 장기화되고 국가와 에너지 안보 등 다양한 영역으로 영향을 미치며 세계 각국의 국방력 강화 기조가 현실화됐다.

표1 **러시아-우크라이나 군사력, 단순 비교시 2-15배 차이**

(만명, 대, 문, x)		러시아	우크라이나	러시아/우크라이나
병력	정규군	85	20	4.3
	예비군	200	90	2.2
군항기		4,173	318	13.1
군함		605	38	15.9
전차		12,420	2,596	4.8
전투기		772	69	11.2
호위함		11	1	11.0
장갑차		30,122	12,303	2.4
공격헬기		544	34	16.0
구축함		15	0	-
야포		7,571	2,040	3.7

자료: BBC, Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

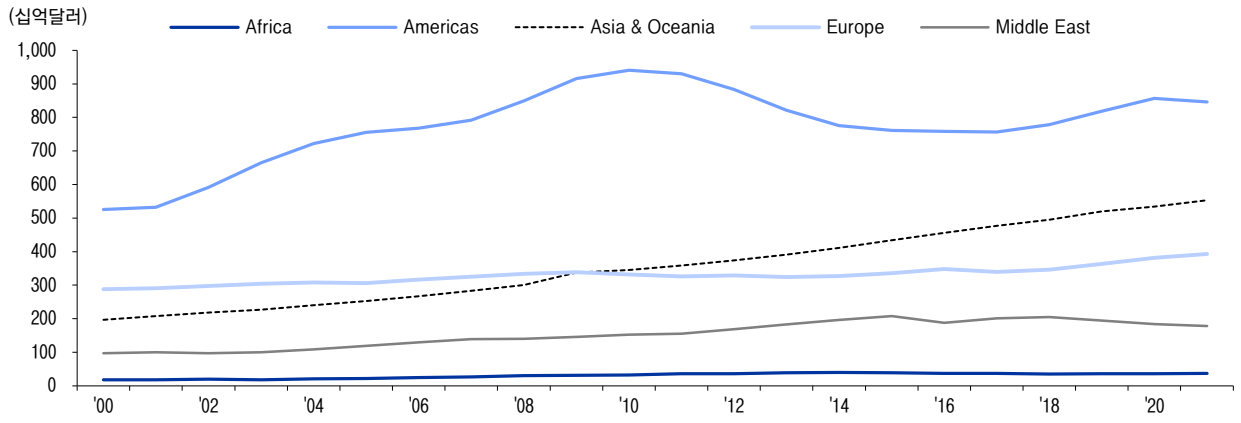
그림1 **22년 및 23년 2월 러시아-우크라이나 전쟁 전황 비교**

자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

지속되는 글로벌 무기 수요 증가

23년에도 국내 방산 업체의 해외 수주와 실적 성장은 지속될 전망이다. 러시아-우크라이나 전쟁이 장기화되며 지정학적 리스크는 확대됐고 주변국을 비롯한 전세계의 국방비 지출이 증가하고 있기 때문이다. 글로벌 무기 수요는 당분간 증가추세가 이어질 것이다. 전세계 무기지출 규모는 21년 2조달러를 넘어섰다. 00년 이후 전세계 무기 지출 규모는 79% 증가했으며 지역별로는 아시아&오세아니아 +181%, 아프리카 +111%, 중동 84%, 아메리카 +61%, 유럽 +37%이다. 증가율이 가장 낮았던 유럽은 냉전시대 이후 이어졌던 국방비 축소 기조를 끝내고 국방력 강화를 위한 지출을 확대하기 시작했다. 우크라이나 주변국인 폴란드, 핀란드, 에스토니아 등 국가가 GDP 대비 국방비를 2%대에서 3% 수준까지 확대하기로 결정했고 영국과 독일 역시 GDP 대비 국방비를 최소 2% 유지하거나 2% 수준까지 끌어올리기로 결정했다.

그림2 **00 년 이후 아시아&오세아니아 무기지출 규모 181%로 증가, 반면 유럽은 37% 증가에 그쳤음**



자료: SIPRI, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 **주요국 국방비 증가 계획 및 목표**

국가	내용
미국	23년 국방예산 8,580억달러 +10% YoY, 24년 국방비 8,350억달러(약 1,110조원), 기존 계획대비 +2.3% 증가
중국	23년 국방예산 1.45조위안(약 273.5조원), +7.2% YoY
영국	향후 2년간 국방비 50억파운드(약 7.9조원) 확대. GDP 대비 국방비 최소 2% 유지
독일	22년 6월 1,000억유로(약 140조원) 특별방위기금 조성, 소진 이후 GDP 대비 국방비(22년 1.44%) 2% 수준 유지
프랑스	국방예산 19-25년 2,950억유로(약 395조원), 24-30년 4,000억유로(약 553조원), 7년간 36% 증액 계획
폴란드	22년 GDP 대비 국방비 23년 3.0%(22년 2.1%)로 확대
핀란드	23년 국방예산 61억유로(약 8.4조원), +20% YoY. GDP 대비 국방비 2.25%로 확대(22년 1.96%)
에스토니아	23년 국방예산 +42% YoY, GDP 대비 국방비 2.8%, 24년까지 3.2% 확대 계획

자료: 언론 정리, 이베스트투자증권 리서치센터

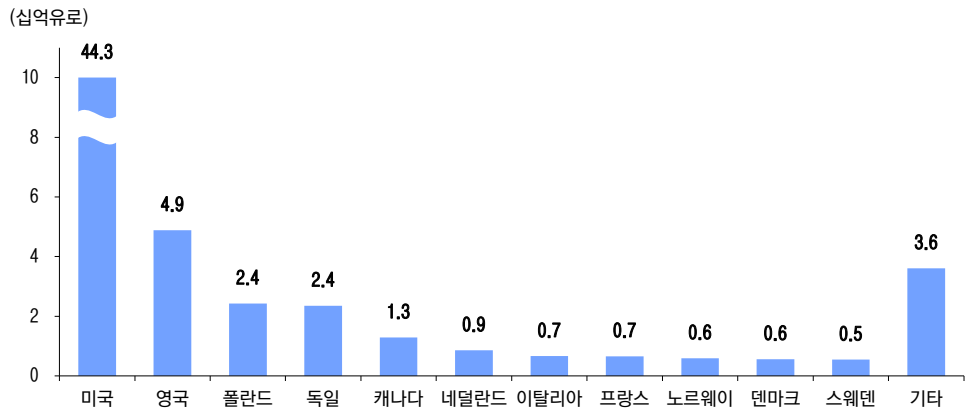
세계 각국의 국방비 증가에 따른 신규 무기체계 수요와 더불어 러시아-우크라이나 전쟁 지원으로 인한 무기 및 소모품에 대한 수요가 당분간 방산 시장 성장을 견인할 것이다.

22년 1월 24일부터 23년 1월 15일까지 전세계의 우크라이나 무기지원 규모는 62.2억유로로 파악된다. 국가별로는 미국 44.3억유로(비중 71.0%), 영국 4.9억유로(7.9%), 폴란드 2.4억유로(3.9%) 등을 지원했다. 무기지원의 대부분을 차지하는 미국은 155mm 곡사포 230여문(155mm 144문, 105mm 56문, 미확인 30여문 등), HIMARS 38문, M113 장갑차 300대 등을 지원했으며 소모품의 경우 155mm 포탄 100만발, 125mm 포탄 10만발, Javelin 8,500발, Stinger 1,600발 등을 제공했다.

최근 미국 CSIC(전략국제문제연구소)는 미국의 155mm 포탄, 대전차미사일 Javelin 등 재고 부족을 언급했다. 현재 미국의 생산 CAPA 고려시 우크라이나 전쟁 전의 재고 수준을 회복하기 위해서는 최소 3-5년 이상이 소요될 것으로 파악된다. 여전히 전쟁이 진행 중이고 포탄 소모가 상당하다는 것을 감안하면 전쟁이 종료된 이후에도 상당기간 동안 재고 보충을 위한 수요는 높은 수준에서 유지될 것이다.

실제로 미국 국방부와 국내 업체간 탄약 수출 협상이 진행되는 것으로 확인됐다. 국내 155mm 포탄의 탄두는 풍산, 장약과 신관은 한화방산(한화에어로스페이스 자회사)이 생산하고 있어 수혜가 기대된다. 더불어 이번 러-우 전쟁에서 우크라이나는 러시아의 대전차미사일을 활용한 기갑전력 무력화 전략이 유효하게 작용하며 휴대용 대전차미사일에 대한 글로벌 시장 관심이 높아졌다. 따라서 LIG넥스원의 한국판 Javelin과 Stinger인 현궁, 신궁에 대한 관심도 높아지고 있어 국내 수출품목 확대가 가능할 것이다.

그림3 **주요 국가별 우크라이나 무기지원 규모**



자료: Kiel Institute for the World Economy, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 **우크라이나 지원으로 인한 미국의 무기 소모품 재고 보충에 대부분 5 년 이상 소요**

(개, 월)	품목	우크라이나 지원수	연간 생산량	생산 리드타임	생산기간	총 소요기간
5 년 이상 소요	155mm 포탄(최근 기준)	1,074,000	93,000			
	155mm 포탄(생산확대시)		240,000	12-18	44	59
	155mm 유도탄 Excalibur(최근 기준)	5,200	1,000	22	56	84
	155mm 유도탄 Excalibur(CAPA확대시)		2,400		23	48
	대전차미사일 Javelin(최근 기준)	8,500	1,000	24	12	149
	대전차미사일 Javelin(CAPA확대시)		2,100		12	56
	지대공미사일 Stinger(최근 기준)	1,600	100?	24+	192	216
	지대공미사일 Stinger(과거 기준)		350?		55	79
5 년 미만 소요	다연장로켓 HIMARS(최근 기준)	20	20	26	12	37
	다연장로켓 HIMARS(CAPA확대시)		72+		5	30
불확실	다연장유도로켓 GMLRS	수천여개	5,000	17+	?	?
	다연장유도로켓 GMLRS(CAPA확대시)		10,000+		?	?

자료: CSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 **미국 휴대용 대전차미사일 Javelin**

자료: Lockheed Martin, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 **한국 휴대용 대전차미사일 현궁**

자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 **미국 휴대용 지대공미사일 Stinger**

자료: Lockheed Martin, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 **한국 휴대용 지대공미사일 신궁**

자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

우크라이나 무기 지원으로 발생한 전력 공백을 보충하기 위한 무기 구매도 증가하고 있다. 지원국가 중에서 눈에 띄는 국가는 폴란드다. 우크라이나의 강력한 우방으로 유럽의 NATO 회원국 중 가장 적극적으로 우크라이나에 군사적 지원을 하고 있다. 이미 보병전투차량 BMP-1 40대, 전차(T-72계열) 240대, 자주포(AHS Krab) 18대, 박격포(LMP-2017) 100문 등을 지원했으며 전차(T-91 Twardy) 60대, 자주포(AHS Krab) 36문, 전투기(MiG-29) 12대 등을 추가 지원할 예정으로 파악된다.

22년 폴란드는 우크라이나 지원으로 인한 전력 공백을 보충하기 위해 신속하게 도입이 가능한 한국산 무기를 선택했다. 23년 7월 27일 폴란드 군비청은 국내 방산기업들과 K-2(현대로템) 980대, K-9(한화에어로스페이스) 648문, FA-50 경공격기(한국항공우주) 48대 등을 구매하는 약 20조원 규모(폴란드 연간 국방비 약 19조원)의 총괄계약(Framework Contract)을 맺었다. 22년 8월 26일 1차 수출물량인 K-2 180대, K-9 212문 등 57.6억달러(약 7.7조원) 규모의 이행계약을 체결하면서 한국산 무기의 유럽시장 진출이 본격화됐다. 뒤이어 22년 9월에는 FA-50 경공격기 48대에 대한 1차 이행계약이 체결됐고 11월에는 천무 200여대에 대한 1차 이행계약을 체결하면서 역대 최대 규모의 무기 수출 계약을 기록했다.

표4 **폴란드의 우크라이나 무기 지원 목록**

지원품목	수량(대, 문, 개)	비고
보병전투차(BMP-1)	40	
전차(T-72A, T-72M1/M1R)	240	
전차(T-91 Twardy)	60	지원예정
155mm 자주포(AHS Krab)	18	
155mm 자주포(AHS Krab)	36	지원예정
60mm 박격포(LMP-2017)	100	
152mm 포탄	1,170	
60mm 박격포탄(LMP-2017)	1,500	
5.56mm, 23mm 대공포탄(ZU-23-2)	30,000	
전투기(MiG-29)	12	지원예정
방탄모	42,000	
휴대용 방공무기(Piorun)	비공개	
대전차 무기	비공개	
자폭드론	비공개	
무인기	비공개	
대전차 미사일(Javelin)	비공개	

자료: Kiel Institute for the World Economy, 이베스트투자증권 리서치센터

끝나지 않는 대세, K-방산

국내 방위력개선비 증가와 글로벌 무기 시장점유율 확대로 국내 방산업체의 실적 성장이 중장기적으로 지속될 전망이다.

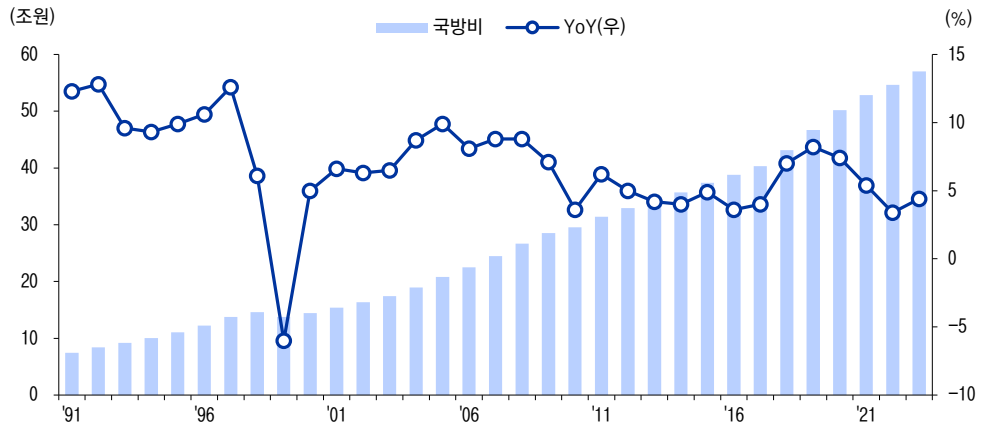
22년 역대 최대 무기 수출 수주계약은 휴전국으로서 방위 산업의 기술 개발과 양산을 지속해온 결과물이다. 한국전쟁 이후 70년이 넘는 시간 동안 지정학적 리스크로 인해 국가 안보를 위한 방위력 개선 투자를 확대해왔다. 21년 기준 한국의 GDP 대비 국방비 비중은 2.6%로 주요국 대비 높은 수준이며 국방비는 99년 IMF 시절을 제외하고 지속적으로 증가했다. 특히 무기체계의 개발, 성능개량 등에 투자하는 방위력개선비는 전력운영비 대비 높은 증가율을 보이며 국방비에서 차지하는 비중 30% 수준까지 확대됐다. 국방부는 27년까지 방위력 개선비를 107.4조원(CAGR +10.6%)을 투입해 국방비에서 차지하는 비중을 36.2%까지 확대할 계획이다. 방위력개선비의 약 80% 이상이 국내 지출인 것으로 파악되는 만큼 국내 방산업체의 내수 매출 증가로 이어질 것이다.

표5 휴전국인 한국의 국방예산은 1 인당 GDP 대비 2.6%로 높은 수준

(십억달러, %)	국방예산(억달러)	국민1인당 국방비(달러)	GDP 대비 국방비(%)
사우디아라비아	46.7	1,342.0	5.5
이스라엘	20.3	2,310.0	5.1
미국	754.0	2,251.0	3.3
싱가포르	11.6	1,972.0	3.1
러시아	45.8	322.0	2.8
대한민국	**43.7**	**844.0**	**2.6**
영국	71.6	1,084.0	2.3
호주	34.3	1,329.0	2.1
대만	16.2	688.0	2.1
프랑스	59.3	872.0	2.0
이집트	4.8	45.0	1.6
독일	56.1	701.0	1.3
태국	7.3	105.0	1.3
터키	10.2	123.0	1.3
중국	207.3	148.0	1.2
캐나다	23.2	612.0	1.2
말레이시아	3.9	116.0	1.1
일본	49.3	395.0	1.0

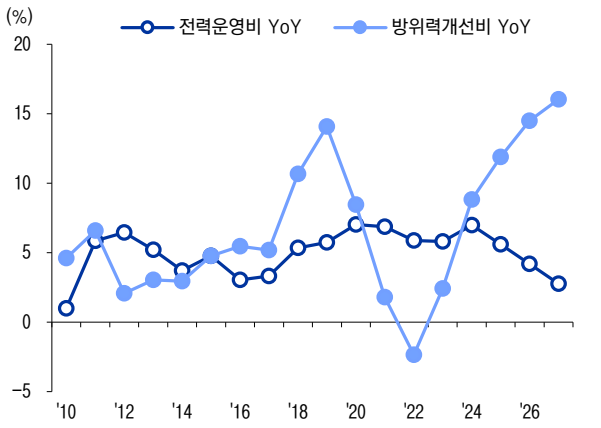
자료: 국제전략문제연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 91 년 이후 국방비는 IMF 시절 제외 지속 증가



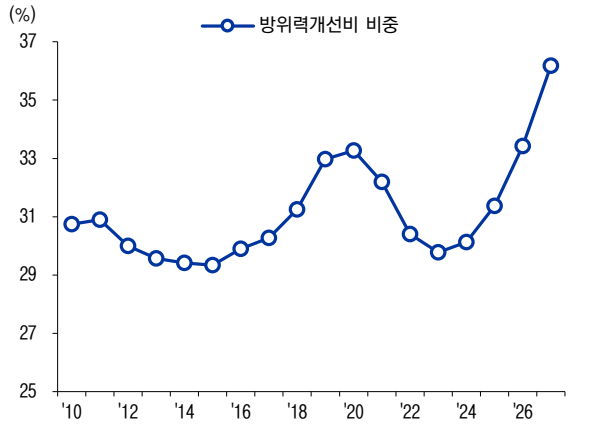
자료: 국방기술진흥연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 27 년까지 방위력개선비 CAGR +10.6%



자료: 국방부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 27 년 방위력개선비 비중 36.2%까지 확대

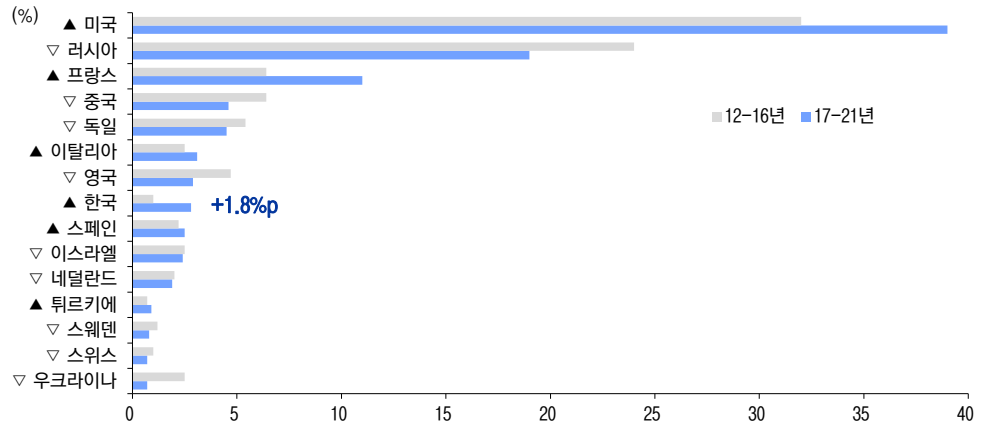


자료: 국방부, 이베스트투자증권 리서치센터

한국 무기의 세계시장에서의 지위도 지속적으로 강화되고 있다. 17-21년 한국의 글로벌 무기수출 시장 점유율은 2.8%로 12-16년 대비 +1.8%p 확대됐으며 증가율은 177%로 주요국 중 가장 높았다. 특히 21년에는 무기 수출 및 판매액 기준 전세계 10위로 도약했다. 70년대 탄약, 부품류 수출로 시작한 한국의 방산 수출은 17년 이후 청상어 어뢰, T-50, FA-50, K-2 전차 등 유도무기, 항공과 같은 첨단무기로 품목이 확대되며 글로벌 경쟁력이 강화된 것으로 분석된다.

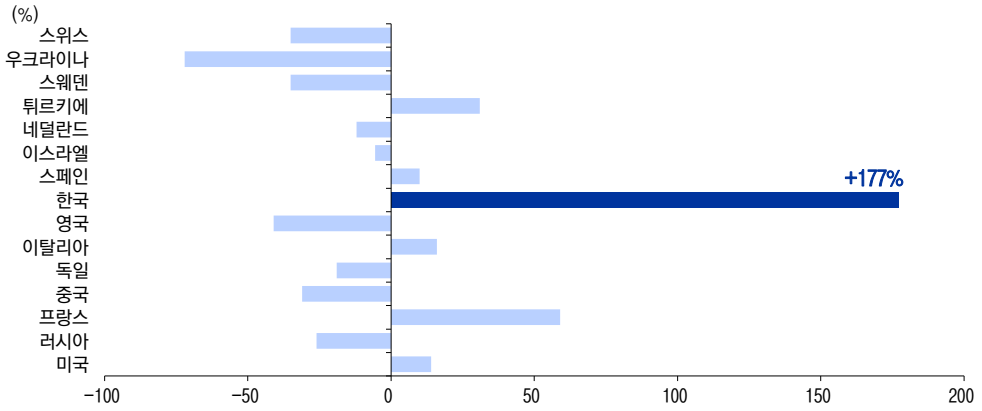
글로벌 무기거래에서 비중이 큰 항공, 미사일 등 분야에서의 해외 수주가 확대되고 있다는 점도 향후 한국 방산업체의 해외 수출 성장이 기대되는 부분이다. 23-27년 국방중기계획에 따르면 4.5세대 한국산 다목적전투기(KF-21)의 전력화, 군 독자 정찰위성, 천무 추가 전력화 등과 UAV, 폭발물 탐지 로봇 등 무인체계 강화, 천궁-Ⅱ 전력화, KAMD 구축 등이 포함돼 국내 방산업체의 개발-양산-MRO 전반에 걸친 실적 성장이 중장기적으로 지속될 것이다.

그림11 **17-21 년 한국 무기수출 점유율 2.8%, 12-16 년대비 +1.8%p**



자료: 국방기술진흥연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 **17-21 년 한국 무기수출 12-16 년대비 +177% 증가**



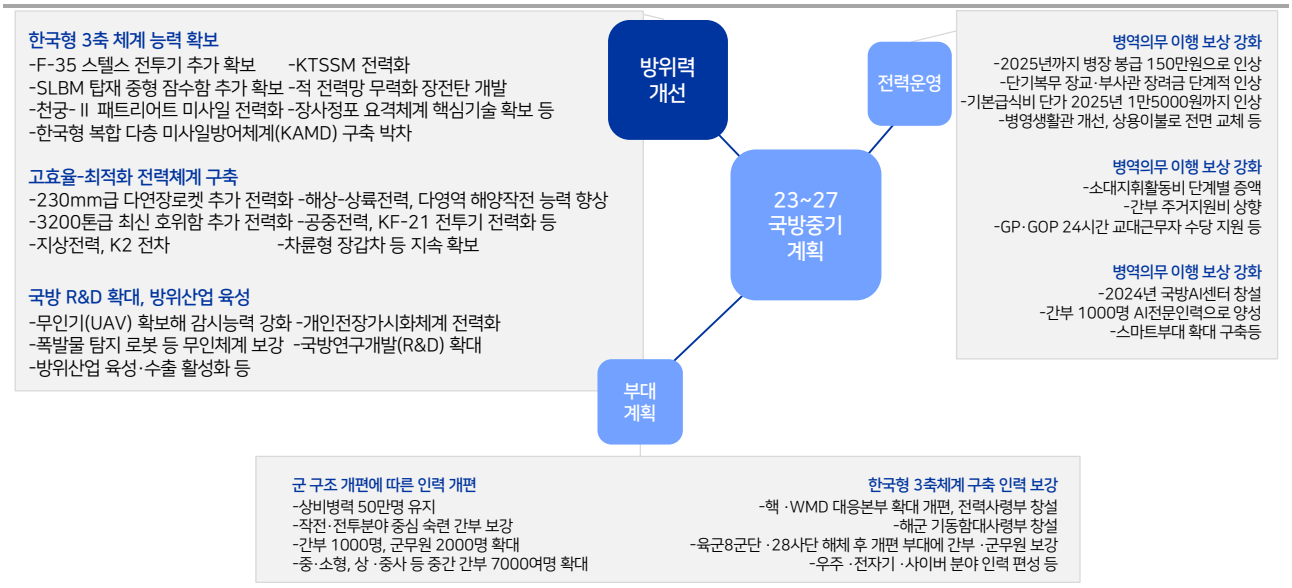
자료: 국방기술진흥연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 100 대 방산기업 국가별 무기판매액 및 비중

순위	국가	기업수	판매액(십억달러)	19 년대비 증가율(%)	비중
1	미국	41	285.0	1.9	54.0
2	중국	5	66.8	1.5	13.0
3	영국	7	37.5	6.2	7.1
4	러시아	9	26.4	-6.5	5.0
5	프랑스	6	24.7	-7.7	4.7
6	이탈리아	2	13.8	-2.9	2.6
7	이스라엘	3	10.4	3.3	2
8	일본	5	9.9	2.7	1.9
9	독일	4	8.9	1.3	1.7
10	한국	4	6.5	4.6	1.2
11	인도	3	6.5	1.7	1.2
	기타	11			5.6

자료: 국방기술진흥연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 23-27 년 국방 중기계획 개요



자료: 국방부, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 23-27 년 국 중기계획 중 국방예산 및 전력 증강 부분

(조원)	22 년	27 년
국방예산	54.6	76.0
방위력개선비 비중	31%	36%
전력증강		
정찰위성	민간위성 활용	군 독자위성 보유
스텔스전투기	보유	수량확대
4.5 세대 국산 다목적전투기	개발 중	전력화
국방 R&D 예산	8.8%	9.5%

자료: 국방부, 이베스트투자증권 리서치센터

23년에도 국내 방산업체의 해외수주 호조세는 이어질 것이다. 22년에는 천궁-Ⅱ(1월 UAE), K-9(2월 이집트, 8월 폴란드), 원양경비함(6월 필리핀), K2(8월 폴란드), FA-50(9월 폴란드), 천무(11월 폴란드) 등 역사상 최대 규모인 173억달러의 방산수출 실적을 기록했다. 대부분의 계약이 폴란드와 체결된 계약이지만 23년에는 동남아, 중동 등 다양한 지역에서의 장갑차, 전투기, 유도무기 등 수주가 기대된다.

최근 언론보도를 종합해보면 K-2(루마니아, 폴란드 2차, 이집트), FA-50(말레이시아), 레드백(호주, 폴란드), K-9(폴란드 2차, 핀란드, 루마니아), 천궁-Ⅱ(UAE, 사우디아라비아), FA-50(콜롬비아), 비호-Ⅱ(사우디아라비아) 등 해외 수주가 예상되고 있으며 지난 2월 한국항공우주는 말레이시아와 FA-50 경전투기 18대, 9.2억달러(약 1.2조원) 규모의 수출 계약을 체결했다. 기대했던 노르웨이의 신형 전차 수주가 무산된 점은 아쉬우나 2월 폴란드와의 2차 이행계약을 위한 컨소시엄 기본합의서가 체결되는 등 해외 수주 계약이 지속적으로 이루어지며 국내 방산업체의 중장기 실적 성장에 밑거름이 될 것이다.

표8 **17-22 년 주요 방산 수출품목**

년도	품목
'17	K-9 자주포, T-50
'18	K-9 자주포, T-50, 청상어 어뢰, KT-1B
'19	K-9 자주포, 잠수함, 해성 미사일
'20	K-9 자주포
'21	K-9 자주포, T-50, 초계함
'22	K-9 자주포, K2 전차, 천궁-Ⅱ, 원양경비함, FA-50, 천무

자료: 국방부, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 **향후 예상되는 해외 수주 품목 및 내용**

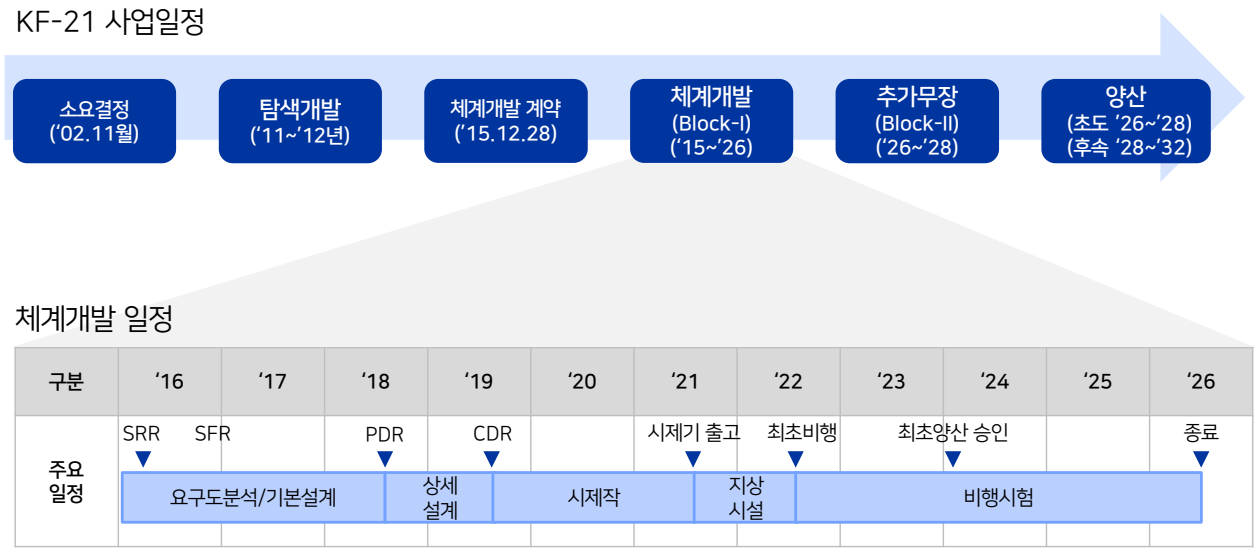
기업	품목	상대국	내용
한화에어로	레드백	호주	차세대 장갑차 도입 사업(LAND 400 Phase3), 총 450여대 도입 예정, 약 10조원 규모 (장비도입 5조원). 독일 Rheinmetall의 KF41 Lynx와 경쟁중
	레드백	폴란드	차기 IFV '보르숙' 1,400대 도입 사업 추진 중, 보완 수단으로 레드백 검토, 논의 초기단계
	K-9	폴란드 2차	기본계약 중 잔여물량, 26년부터 폴란드 현지 양산(22년 1차 이행계약 212문, 3.2조원 규모)
	K-9	루마니아	M142 HIMARS와 함께 운용할 자주포 도입 추진
	K-9	인도	인도 국방부가 K-9 100문 추가 조달 절차 착수
	천무	폴란드 2차	23년 내 2차 실행계약 예정. 현지업체와 사격통제시스템, 운반용 트럭, 체계조립 분야 협력 예정
	비호-Ⅱ	사우디아라비아	이란 미사일 위협에 중동 공동 대응 위한 방공 무기 관심
KAI	FA-50	콜롬비아	A-37 공격기 17대, T-37 30여대 교체 사업. 최소 FA-50 20대, 6억달러(약 7,600억원) 규모
	FA-50	말레이시아	23년 2월 FA-50 경공격기 18대 수출 계약 체결, 1.2조원 규모. 26년 초도물량 납품 예정. 말레이시아는 18대 추가 도입하는 2차 사업 계획 중
LIG 넥스원	천궁-Ⅱ	UAE	22년 1월 35억달러(약 4.8조원) 수출 계약에 이은 추가 수출 가능성
한화에어로	천궁-Ⅱ	사우디아라비아	관심
한화시스템	천궁-Ⅱ	말레이시아	공군 신형 중거리 지대공미사일 도입 사업 추진 중, 1차 1개 포대, 2차 4개 포대까지 확대
현대로템	K-2	폴란드 2차	26-30년 800여대 공급분 (22년 1차 이행계약 180대, 4.5조원 규모)
	K-2	루마니아	T-72 60여대를 우크라이나 지원, 전력 보충 목적, 루마니아 정부 국방예산의 40%인 28억달러를 무기구매 예산으로 편성. 현대로템과는 협의 초기단계, 500대 수출 목표(약 10-12조원)
	K-2	이집트	M-60, T-80, T-62, T-55 등 노후 전차 3,000여대 교체 수요, 기술이전 및 생산라인 이전 요구

자료: 언론 정리, 이베스트투자증권 리서치센터

이제 항공우주로 가자

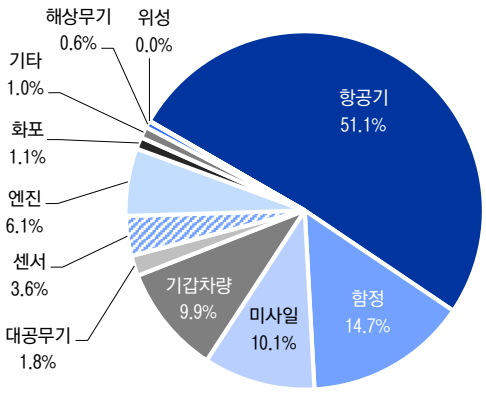
국내 방산 기술은 T-50/FA-50에 이어 KF-21 개발을 통해 지상, 유도무기 중심에서 항공우주로 확장되고 있다. 엔진 등 핵심기술은 여전히 기술 개발이 필요하지만 국산화가 상당부분 진행됐다. KF-21 시제 1호기의 국산화율은 65%에 달하며 향후 80%까지 높일 예정이다. 20년 11월 실전 배치된 탄도탄 요격 미사일 체계인 천궁-Ⅱ는 21년 8월 본격적으로 양산한지 6개월도 되지 않아 UAE와 35억달러(약 4.8조원) 수출 계약을 체결했다. 사실상 양산과 동시에 수출 계약이 이루어져 국내 방산기술에 대한 글로벌 경쟁력과 신뢰도를 확인할 수 있었다. 따라서 KF-21 역시 국내 실전 배치와 동시에 수출도 기대가 가능하다. 이미 T-50/FA-50을 필리핀, 태국, 인도, 인도네시아, 폴란드 등에 수출해 한국산 항공기에 대한 신뢰도 충분하다. 21년 글로벌 무기 시장에서 항공기는 51.1%로 가장 큰 비중을 차지하고 있어 FA-50, KF-21 기반의 K-방산의 경쟁력이 항공우주분야로 확대될 것이다.

그림14 **KF-21 Block-Ⅰ 체계개발 일정**



자료: 방위사업청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 **21년 전세계 무기시장에서 항공기 비중 51%**



자료: SIPRI, 이베스트투자증권 리서치센터

Appendix: K-방산, 주요 수출품목 및 경쟁자들

표10 K-9 및 해외 주요 자주포

	K-9	PzH 2000	PLZ05	M109A7	AS90
제작국가	대한민국	독일	중국	미국	영국
제작년도	1999	1998	2008	2018	1993
가격(백만$)	3.04	-	-	3.9	-
중량(t)	47.0	55.0	35.0	35.4	45.0
전장(m)	12.0	11.7	12.0	9.7	9.9
전폭(m)	3.4	3.5	3.6	3.9	3.4
전고(m)	2.7	3.4	3.0	3.7	3.0
탑승인원(명)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
구경(mm)	155	155	155	155	155
탄약중량(kg)	48	43.5	43-48	43.5	43.5
최대사거리(km)	54	56	39	30	30
발사속도(rpm)	6	9	8-10	4	6
급속발사속도	15초이내 3발	10초이내 3발	-		
연사속도	3분간 분당 6발	3분간 20발	-		
지속발사속도	1시간동안 분당 2발	1시간동안 분당 3발	-		
엔진종류	MTU MT 881 Ka500 diesel	MTU MT 881 Ka500 diesel	Deutz disel	Cummins VTA-903-T600 diesel	Cummins VTA-903-T600 diesel
엔진마력(hp)	1,000	1,000	800	600	660
최고속도(km)	66	60	55	61	55
항속거리(km)	480	420	550	~332	350
운용국가	대한민국, 튀르키예, 폴란드, 핀란드, 인도, 노르웨이, 에스토니아, 오스트레일리아, 이집트	독일, 이탈리아, 네덜란드, 그리스	중국	미국	영국

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 한국 K-9 자주포

자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 **독일 PzH 2000**

자료: Defense Brief, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 **중국 PLZ05**

자료: China Military, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 **미국 M109A7**

자료: US Army Acquisition Center, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 **영국 AS90**

자료: Czechia Post, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 K-2 및 해외 주요 전차

	K2	ABRAMS M1A2	LEOPARD 2A7	CHALLENGER 2	LECLERC
제작국가	대한민국	미국	독일	영국	프랑스
제작년도	2016	1992	2014	1994	1992
가격(백만$)	8.5('09 USD)	8.92('16 inflation adjusted)	14-16('07)	5.04	16('22)
중량(t)	55.0	62.5	67.5	62.5	54.6
전장(m)	10.0	9.8	11.0	11.6	9.9
전폭(m)	3.6	3.5	4.0	3.5	3.7
전고(m)	2.5	2.4	3.0	2.5	2.9
탑승인원(명)	3.0	4.0	4.0	4.0	3.0
구경(mm)	120	120	120	120	120
탄약적재량(발)	40	40	42	50	40
엔진종류	MTU MB 883 Ka501 diesel	Honeywell AGT1500 gas turbine	MTU MB-873 Ka-501 diesel	Perkins CV12 TCA diesel	VD V8X-1500 diesel
엔진마력(hp)	1,500	1,500	1,500	1,200	1,500
최고속도(km)	70	67	172	56	71
항속거리(km)	400-430	425	450	500	550
도섭수심(m)	4.1(도섭)	2(도하)	2.25	2	1.1
도하수심(M)	-	-	5.5	4~5	4
전면장갑	고강도 강철, 복합장갑, 비활성반응 장갑	강철구조, 복합장갑	금속제 증가장갑, 강철, 복합장갑	강철구조, 복합장갑	-
측면장갑	고강도 강철, 복합장갑, 비활성반응 장갑	강철구조, 복합장갑	금속제 증가장갑	강철구조, 복합장갑	-
상부장갑	고강도 강철, 폭발반응장갑	강철구조, 복합장갑	강철, 경량 소재 증가장갑	강철구조	-
증가장갑	폭발반응 장갑	비활성 폭발반응장갑	경량소재	비활성 폭발반응장갑	-
방어수단	연막탄 발사기, MMW레이더, 레이저경보수신기	연막탄 발사기, 소프트킬 능동방어	연막탄 발사기	연막탄 발사기	재머, 레이저경보 시스템
운용국가	대한민국, 폴란드	미국, 쿠웨이트, 사우디, 폴란드, 우크라이나	독일, 헝가리, 덴마크, 카타르	영국, 오만, 우크라이나	프랑스, 아랍에미리트, 요르단

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 한국 K-2 전차

자료: 방위산업전략포럼, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 **미국 ABRAMS M1A2**

자료: Military.com, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 **독일 LEOPARD 2A7**

자료: Fighting vehicles, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 **영국 CHALLENGER 2**

자료: The British Army, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 **프랑스 LECLERC**

자료: The National Interest, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 레드백(AS-21) 및 해외 주요 보병전투차

	레드백(AS-21)	Lynx(KF-41)	Stryker(M1126 ICV)
제조국가	대한민국	독일	미국
제작년도	2022	2015	2002
전장(m)	7.7	7.7	6.95
전폭(m)	3.6	3.6	2.72
전고(m)	3.7	3.3	2.64
중량(t)	42	44	16.47
탑승인원	승무원3+보병8	승무원3+보병8	승무원2+보병9
엔진	MTU MT 881 Ka-500 디젤	Liebherr diesel	Caterpillar 3126 diesel
최대출력(마력)	1,000	1,140	350
최대속도(km)	70	70	100
항속거리(km)	560	500	530
주무장	30mm 기관포 1문, 대전차 미사일	35mm Wotan 기관포, 대전차 미사일	12.77mm 브라우닝 기관총, Mk19 grenades launcher
부무장	RWS 12.7mm 기관총, 7.62mm 기관총	7.62mm 기관총	7.62기관총

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 한국 레드백(AS-21)

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 독일 링스(KF-41)

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 미국 스트라이커(M1126 ICV)

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 천무 및 해외 주요 지대지 미사일체계

	K-239(천무)	M270 MLRS	M142 HIMARS	BM30
제조국가	대한민국	미국	미국	러시아
제작년도	2015	1983	2010	1989
길이(m)	9	7	7	12.4
폭(m)	2.9	3	2.4	3.1
높이(m)	3.3	2.6	3.2	3.1
중량(t)	31	24	16.3	43.7
승무원(명)	3	3	3	3
최대구경(mm)	239	227		300
연사속도(로켓기준)	6rds/30sec	12rds/40sec		-
최대유효사거리(km)	36, 45, 80	32, 45, 92	32, 45, 84	70, 90
발사관수	12	12	6	12

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 한국 천무(K-239)

자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 미국 M270 MLRS

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 미국 M142 HIMARS

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 러시아 BM30

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 천궁-II 및 주요 지대공 미사일체계

	천궁- II	Patriot PAC-3	Iron Dome	TOR M2K
제조국가	대한민국	미국	이스라엘	러시아
제작년도	2016	2001	2011	2013
미사일 중량(kg)	400	315	90	167
미사일 지름(m)	0.28	0.4	0.16	0.23
미사일 탄두종류		Kinetic energy, HE-FRAG	타미르 요격미사일	HE-FRAG
미사일 탄두중량(kg)	120	90	-	14.8
미사일 탑재수량	8	16	20	8
사거리(km)	40	40	40-70	15
발사고도(km)	15	20	-	10
최고속도(마하)	4	5+	2.2	2.9
레이더 종류	active radar(GPS-aided INS)	AN/MPQ-65 PESA(TVM방식)	EL/M-2084	-
운용국가	대한민국, 아랍에미리트, 폴란드	대한민국, 일본, 독일, 사우디아라비아, 카타르, 요르단, 루마니아, 그리스, 쿠웨이트, 대만, 스페인, 네덜란드, 스웨덴, 폴란드, 스위스, 우크라이나	이스라엘	러시아

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 한국 천궁-II

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 미국 Patriot PAC-3

자료: Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 이스라엘 Iron Dome

자료: THE TIMES OF ISRAEL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 러시아 TOR M2K

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 휴대용 대전차미사일, 한국 현궁 및 미국 Javelin 비교

	Javelin	현궁
제조국가	미국	한국
제조기업	Raytheon & Lockheed Martin	국방과학연구소, LIG넥스원
제작년도	1996	2017
발당 가격(억원)	2.9	1
Armor penetration(mm)	800	900
사거리(km)	2.5	2.5
발사대 길이(m)	1.1	1.5
미사일 길이(m)	1.2	-
휴대중량(kg)	22.3	-
조준방식	적외선 영상 유도	적외선 유도
유도방식	Fire and foreget	Fire and foreget

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 미국 Javelin

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 한국 현궁

자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 휴대용 지대공 미사일, 한국 신궁 및 미국 Stinger 비교

	Stinger	신궁
제조국가	미국	한국
제조기업	Raytheon Missiles & Defense	국방과학연구소, LIG넥스원
제작년도	1981	2005
발당 가격(억원)	4	2
미사일길이(m)	1.52	1.6
미사일지름(m)	0.07	-
Fin Span(m)	0.09	-
미사일무게(kg)	10.1	-
발사기무게(kg)	3	-
사정거리(km)	4~8	7
조준방식	Infra homing	Dual seeker infra homing
유도방식	Fire and foreget	Fire and foreget

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 미국 Stinger

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 한국 신궁

자료: 방위산업전략포럼, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 한국 FA-50/T-50 및 주요 고등훈련기/경공격기

	FA-50 Fighting Eagle	T-50 Golden Eagle	M-346	YAK-130
제조국가	대한민국	대한민국	이탈리아	러시아
제작년도	2011	2005	2011	1996
가격(백만$)	40('22)	20-25	25('22)	-
승무원	2	2	2	2
전장(m)	13.14	13.14	11.49	11.49
기폭(m)	9.45	9.45	9.72	9.72
기고(m)	4.94	4.94	4.98	4.76
날개면적(㎡)	23.69	23.69	23.52	23.52
자체중량(kg)	6,454	6,454	4,610	4,600
최대이륙중량(kg)	13,500	13,500	9,500	9,000
연료량(kg)	2,500	2,500	2,000	-
엔진	1x F404-GE-102	1x F404-GE-102	2 x Honeywell F-124-GA-200 turbofans	2x 클리모프 RD-35
최고추력(lbf)	11,933	17,700		14,330
최고속도(마하)	1.5	1.6	1	0.85
항속거리(km)	1,852	1,852	1,890	2,546
하드포인트	7	7	7	9
운용국가	대한민국, 이라크, 인도, 필리핀	대한민국, 인도네시아, 이라크, 필리핀, 태국	이탈리아, 싱가포르, 폴란드, 이스라엘	러시아, 알제리, 리비아, 베트남, 중국, 이탈리아, 아랍에미리트, 벨라루스, 미얀마

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 한국 FA-50

자료: 한국항공우주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 한국 T-50

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 이탈리아 M-346

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 이탈리아 YAK-130

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 KF-21 및 주요 4.5세대 전투기

	KF-21	EuroFighter Typhoon	Rafale	SU-35S
제조국가	대한민국	EU	프랑스	러시아
제작년도	26년 예정	2003	2000	2014
가격(백만$)	-	40('08)	29('15)	-
승무원	1(단좌) 2(복좌)	1(단좌) 2(복좌)	1(단좌) 2(복좌)	1
전장(m)	16.9	15.96	15.27	21.9
기폭(m)	11.2	10.95	10.8	15.3
기고(m)	4.7	5.28	5.34	5.9
날개면적(㎡)	46.5	51.2	45.7	62
자체중량(kg)	12,000	11,000	9,500	19,000
최대이륙중량(kg)	26,000	23,500	24,500	34,500
연료량(kg)	5,500	5,000	4,600	11,500
엔진	2 × F414-GE-400K 애프터버닝 터보팬 쌍발 엔진	2 × 유로젯 EJ200 애프터버닝 터보팬	SNECMA M88-2E4 * 2	2 × Saturn AL-41F1S afterburning turbofan engines
최고추력(lbf)	22,000	20,230	17,000	30,900
최고속도(마하)	1.81	1.5	1.8	1.96
항속거리(km)	2,900	2,900	1,800	1,600
하드포인트	12	13	14	12
운용국가	-	영국, 독일, 이탈리아, 스페인, 오스트리아, 오만, 사우디아라비아	프랑스, 카타르, 이집트, 인도	러시아

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 한국 KF-21

자료: 한국항공우주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 유럽 EuroFighter Typhoon

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 프랑스 Rafale

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 러시아 SU-35S

자료: Military Today, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

무한한 공간 저 너머로

무한한 공간 저 너머로

정부에서 민간 중심으로, New Space

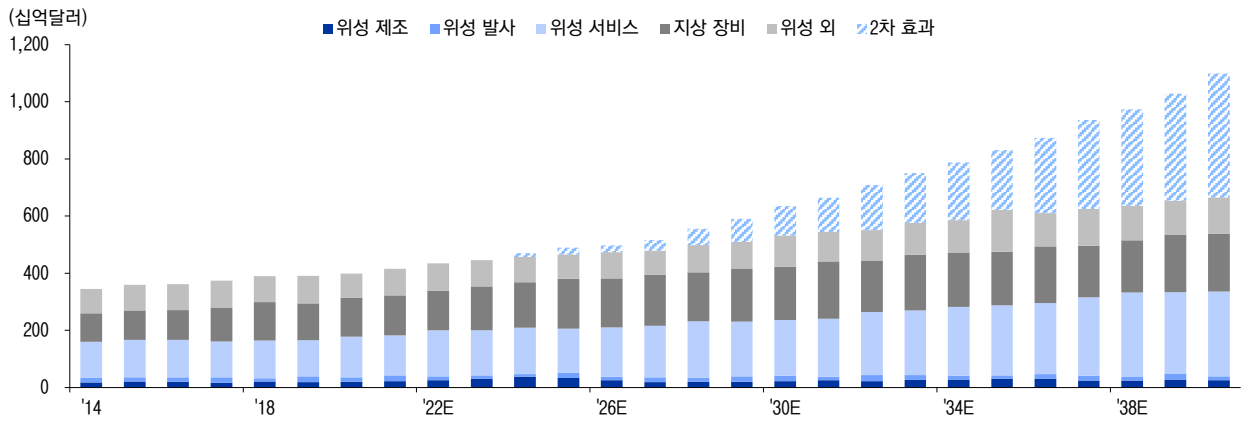
최근 우주개발은 민간 주도로 재편되는 New Space 시대로 접어들었다. 국가 주도로 과학기술, 인프라 등을 위해 전개되던 우주사업은 민간 자본이 유입되며 다양한 영역으로 활용범위를 확장하고 비즈니스 모델이 새롭게 나타나고 있다. 글로벌 우주산업 규모는 20년 3,710억달러(약 420조원)에서 40년 1.1조달러(약 1,300조원)로 CAGR +3.1% 성장할 전망이다. 우주산업의 성장이 예상되는 이유는 기술 발전에 따른 발사 비용 및 위성 단가 하락 그리고 활용 영역 확대이다. 특히 SpaceX가 16년 로켓 회수 후 재사용에 성공하며 발사체 시장의 가격 파괴를 주도했다. SpaceX의 로켓 재사용으로 발사 비용은 1kg당 기존 1.3만달러에서 2,700달러 수준으로 감소했으며 소형화 및 고기능/다기능화, 저전력화에 따른 수명 연장 등으로 위성 제작비용은 5억달러에서 50만달러로 하락했다. 장기적으로는 발사비용 1/40, 위성 제작비는 1/1000 수준까지 하락할 것으로 전망된다.

표19 민간 중심의 New Space 시대 도래

	Old Space	New Space
목표	국가적 (군사, 안보, 경제, 과학, 지식, 국가 위상 제고)	상업적 (시장 개척)
개발기간	장기	단기
개발주체	국가 연구기관, 대기업	중소기업, 스타트업
비용	고비용	저비용
자금출처	정부(공공 자본)	민간(상업 자본)
특징	위험 회피, 신뢰성	위험 감수, 고위험
대표사례	아폴로 프로젝트, 우주왕복선	SpaceX, Blue Origin
주요시장	우주 인프라	재사용 로켓, 위성 통신, 관광 등

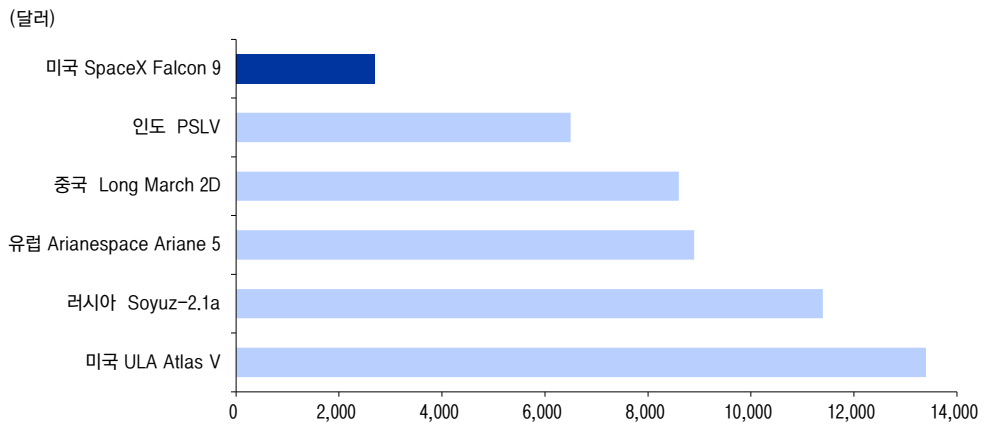
자료: 과학기술정책연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 글로벌 우주산업 시장규모 추이 및 전망



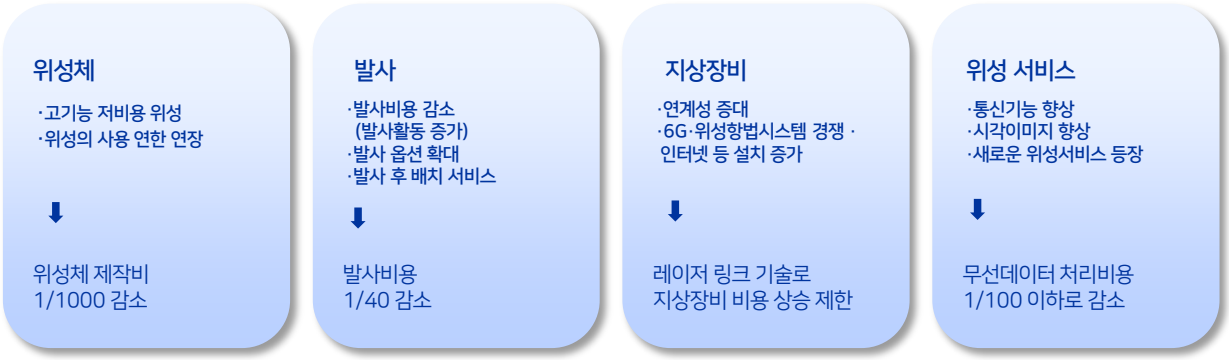
자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

표20 SpaceX 의 로켓 회수, 재사용으로 발사체 시장 가격 파괴



자료: Economist, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 위성 제작, 발사 등 우주 관련 비용 큰 폭으로 감소 예상



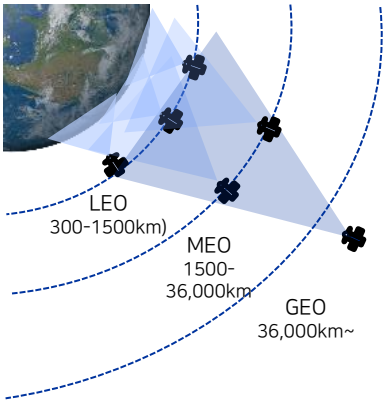
자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 SpaceX 의 Falcon 9 회수 장면

자료: Teslarati, 이베스트투자증권 리서치센터

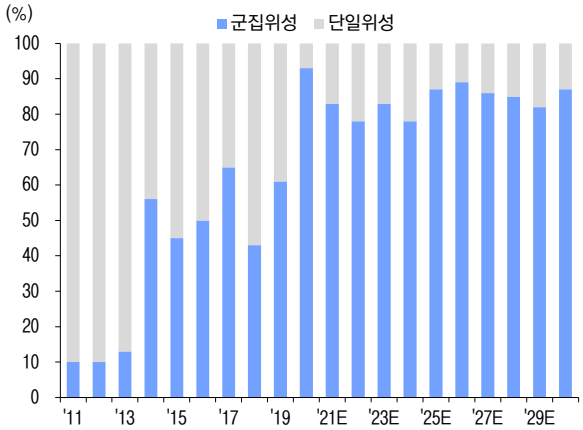
발사 비용 하락으로 글로벌 위성 시장은 저궤도 위성을 중심으로 소형화, 군집화, 상업화가 빠르게 진행 중이다. 21-30년 전세계 소형 위성수는 연평균 1,392기 증가(11-20년 연평균 296기 증가)하고 군집위성의 비중은 80%를 상회할 것으로 예상된다. 저궤도 위성(LEO, Low Earth Orbit)은 위성 고도 300-1,500km에 위성을 띄우는 것으로 현재 Starlink, OneWeb, Telset, Amazon 등이 위성통신을 중심으로 시장을 형성하고 있다. 이러한 위성통신을 중심으로 전세계 위성시장에서 상업화 비중은 11-20년 35%에서 21-30년 46%까지 확대될 전망이다.

그림52 **궤도별 위성 비교**

구분	LEO(저궤도)	MEO(중궤도)	정지궤도(GEO)
위성고도	300-1,500km	1,500-36,000km	36,000km
평균 통신 지연율(ms)	최소 10	평균 100	240
공전주기(분)	88-127	127-1,440	1,440
위성무게(kg)	150	700	3,500
대표사업자	SpaceX, OneWeb, Amazon	SES Networks	NASA 등 정부기관
궤도별 커버리지 범위			

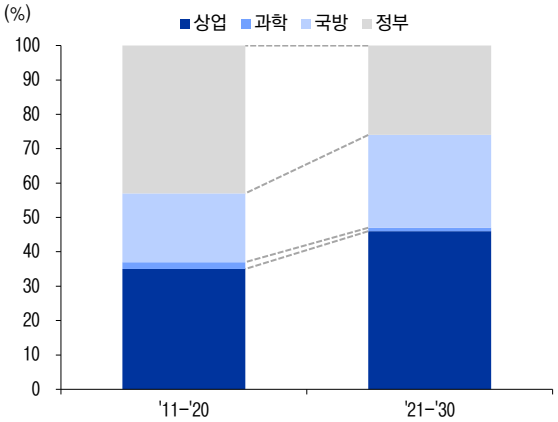
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 **21-30 년 발사될 위성의 80% 이상이 군집위성**



자료: Euroconsult, 이베스트투자증권 리서치센터

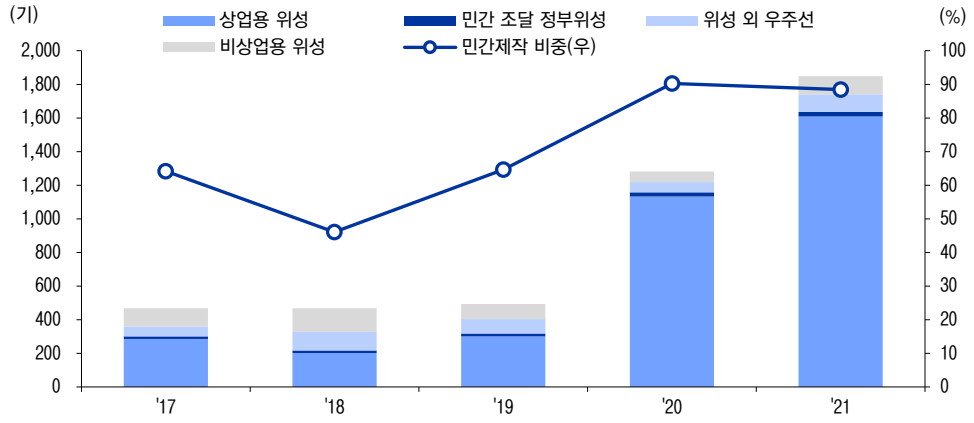
그림54 **21-30 년 발사 위성의 46%가 상업 용도**



자료: Euroconsult, 이베스트투자증권 리서치센터

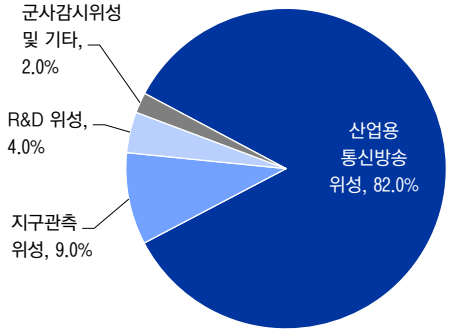
글로벌 시장에서 위성 제작분야는 이미 민간이 주도하고 있다. 19년 이후 Starlink, OneWeb 등으로 촉발된 저궤도 위성통신 서비스가 시장 성장을 견인하고 있다. 전세계 위성 발사 중 상업용은 17-19년 연평균 263기이었으나 20-21년 각각 1,132기, 1,608기로 급격히 증가했다. 같은 기간 민간에서 제작한 위성의 비중은 58%에서 90%까지 확대됐으며 21년 민간에서 제작한 위성의 82%는 산업용 통신 위성이다. 20년부터 Starlink의 군집위성 발사가 본격화됐고 1단계 4,425기(고도 540-570km), 2단계 7,518기(고도 330-340km), 3단계 30,000기(고도 340-614 km)로 총 42,000기의 위성을 운용할 계획이다. 경쟁자인 Oneweb 역시 23년 1월까지 총 542기(고도 1,200km)의 저궤도 위성을 발사했으며 최종적으로 약 7,000기의 군집위성을 운용할 예정이다. 따라서 중기적으로 저궤도, 소형 위성을 중심으로 시장이 고성장할 것이다.

그림55 **21 년 전세계 위성체 발사 중 민간 제작 비중 88%**



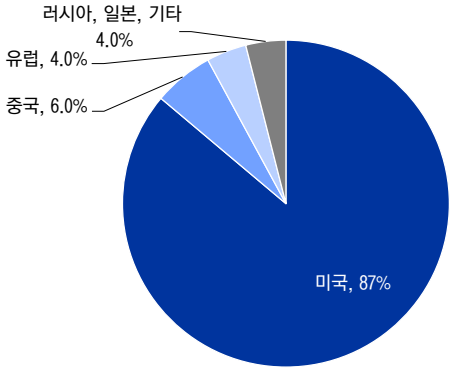
자료: SIA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 **21 년 민간제작 위성 대부분이 저궤도 위성통신용**



자료: SIA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 **21 년 민간 제작 위성 대부분이 미국**



자료: SIA, 이베스트투자증권 리서치센터

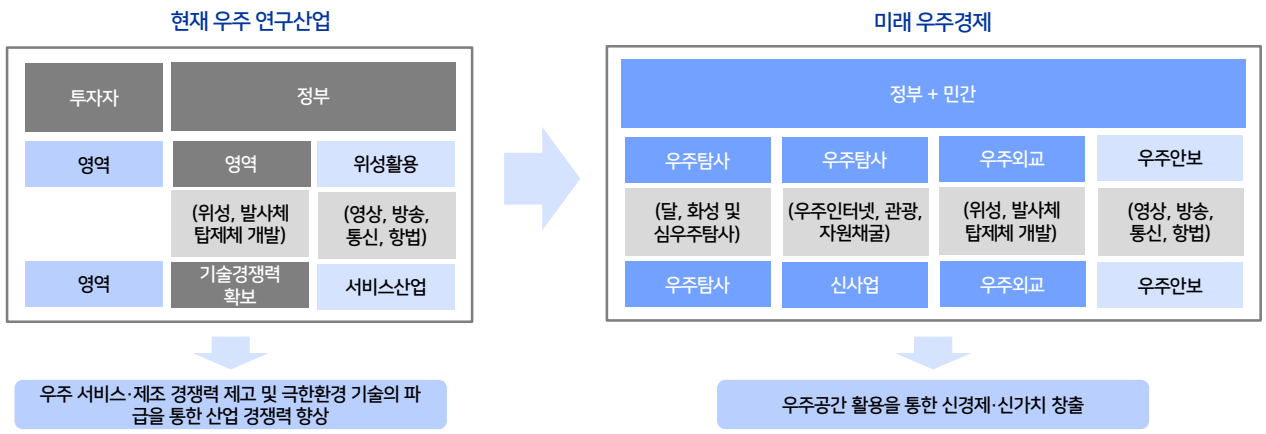
주요국 정부의 우주개발 관련 정책도 민간 중심으로 전환하고 있다. 미국은 우주 민간산업을 장려, 지원하기로 했으며 일본은 우주기반의 경제성장을 추진하는 방향으로 정책을 변경했다. 더불어 유럽, 중국, 러시아 등 주요국들도 우주 산업의 육성과 상업화 확대 중심으로 우주개발 정책을 마련하고 있다. 즉, 기존에는 정부 주체의 국가 기술경쟁력 확보에 있었다면 New Space 시대로 접어들면서 정부와 민간이 공동으로 투자하고 산업화를 통해 신경제, 신가치를 창출하는데 있다.

표21 **주요국 우주 정책은 기술 경쟁력 확보 → 우주 산업화를 통한 신경제, 신가치 창출**

국가	기존	현재
미국	'10 국가 우주정책 - 경쟁력 있는 국내 우주산업 활성화 - 우주 활용의 안정성 강화 - 유인 및 무인 활동에서 주도권 추구	'20 국가 우주정책 - 민간산업을 장려하고 지원, 인간의 경제활동을 심우주로 확장 - 안전, 안정적, 지속가능한 우주 환경 조성 - 미국의 선두 지위를 보존하고 확장
일본	'15 우주정책 기본계획 3차 - 우주안보 확보, 민생 분야 우주이용 촉진, 우주 산업, 과학 기술기반 강화	'20 우주정책 기본계획 4차 - 다양한 국익의 공헌(우주안전보장확보, 우주과학 및 탐사강화, 우주기반 경제 성장 등) - 우주활동의 자립성 확보를 위한 산업 및 과학기술 기반 강화
EU	'16 유럽을 위한 우주전략 - 경제발전 위한 우주산업 이점 극대화 - 우주에서의 안정성 확보 및 자율성 강화 - 국제협력 강화	'21.04 유럽 우주 프로그램 - 우주활동에서 유럽의 리더십 확보 - 우주기반 응용프로그램 등 혁신사업 육성 및 우주에 대한 자율적 접근 보호 - 거버넌스 단순화
중국	'16-20 제13차 5개년 계획 - 큰 우주발사체 및 더 진보된 위성 개발 등 기반시설 구축 집중	'21-25 제14차 5개년 계획 - 우주정거장 '텐궁' 등 우주탐사 활동, 발사 서비스 산업 등 우주산업 전반에 대한 발전계획 제시
러시아	'16-25 Federal Space Program - 통신 대역폭 1.3배 확대 - 지구관측위성 증가(8기 → 23기) - 23년 신형 소유즈 발사체 개발 등	'20 푸틴 대통령 정책 방향 제시 - 초대형 발사체 개발에 중점을 둔 유인우주 탐사 - 세계 발사 서비스 시장에서 입지 강화 등 상업화 확대에 초점(세계시장 점유율 4-5% → '30 9%)
인도	'12-16 12차 5개년 계획 - 통신, 방송, 광대역 서비스, 위성항법 서비스 지속 제공 - 지구관측 위성 용량 확충 - 화성탐사 및 행성탐사 임무 추진	'Spacecom Policy 2020 - 인도 상공 민간 통신위성에 대한 승인 및 감시 - 우주 자산에 대한 보호 - 우주산업에 대한 민간 참여 활성화 - 통신위성 산업 진흥 위한 적절한 규제 환경 조성

자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 **국내 우주 정책 역시 정부+민간 투자로 전환**

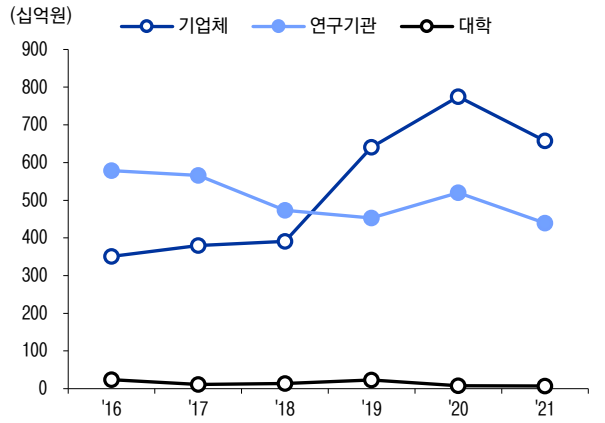


자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

국내는 Mid Space 구간 통과 중

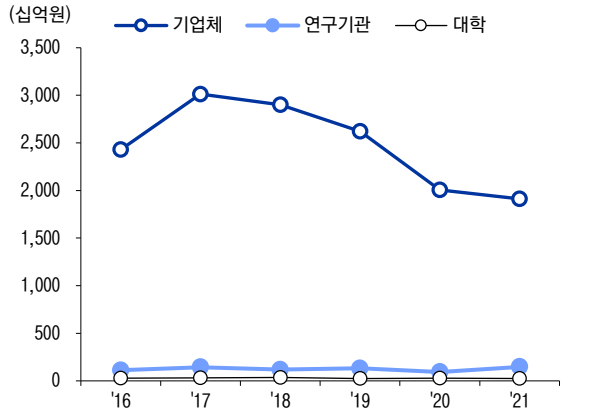
국내 우주산업은 Old Space와 New Space 중간 지점인 Mid Space 구간을 통과하고 있다. 06년부터 22년까지 3차에 걸친 우주개발진흥기본계획을 통해 7.2조원을 투자하고 위성과 발사체 개발역량 확보에 집중했었다. 반대로 국내 기업의 우주산업 내 역할은 주로 방송, 통신과 같은 서비스 분야에 집중됐었다. 하지만 19년 이후 우주기기 제작 분야에서 민간 기업이 차지하는 비중은 지속적으로 확대돼 21년 59.6%로 국내 시장을 주도하고 있다. 민간 기업의 참여가 활발해지면서 국내 우주산업에서 우주기기 제작이 차지하는 비중도 16년 27%에서 21년 35% 수준까지 확대됐다. 과거 정부 주도로 개발한 첨단기술이 민수로 이전되며 시장이 폭발적으로 성장해온 점을 감안하면 민간 주도의 우주산업 고성장이 예상된다.

그림59 **국내 우주기기제작 기업체 중심으로 전환**



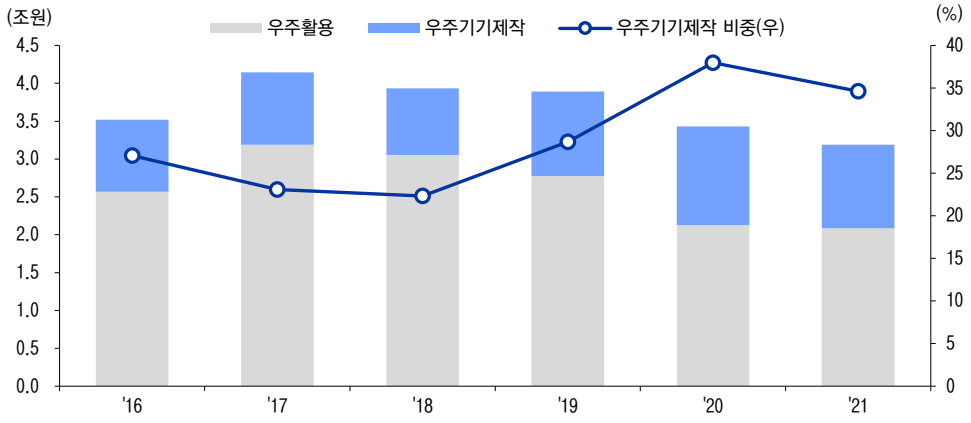
자료: 22년 우주산업실태조사, 이베스트투자증권 리서치센터
*기업체 매출액, 연구기관 예산액, 대학 연구비 합산

그림60 **국내 우주활용 시장은 방송, 통신 기업체 중심**



자료: 22년 우주산업실태조사, 이베스트투자증권 리서치센터
*기업체 매출액, 연구기관 예산액, 대학 연구비 합산

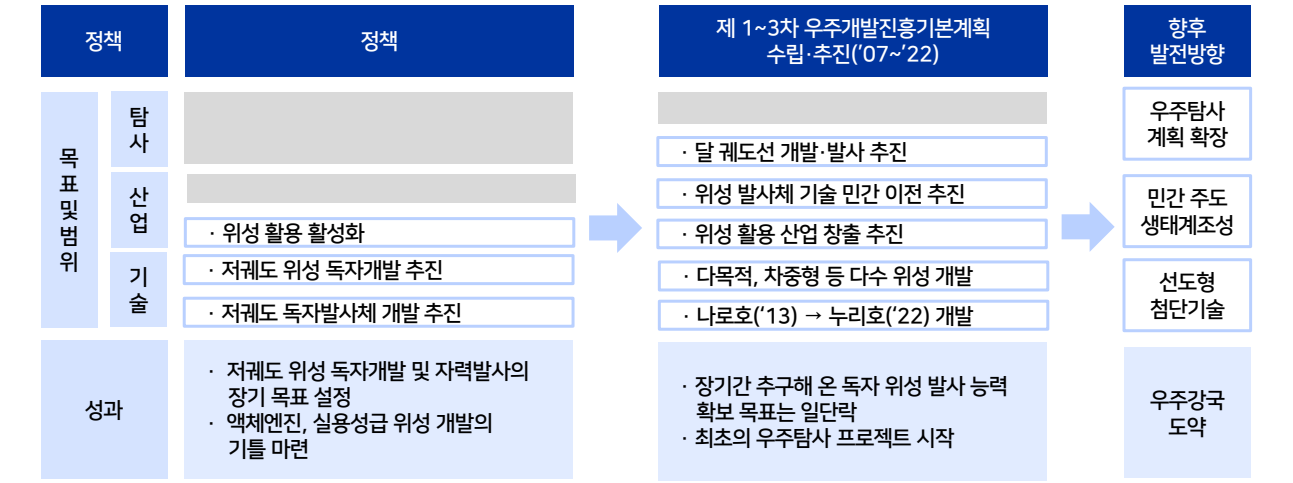
그림61 **국내 우주산업에서 우주기기제작 비중 35%까지 확대**



자료: 22년 우주산업실태조사, 이베스트투자증권 리서치센터

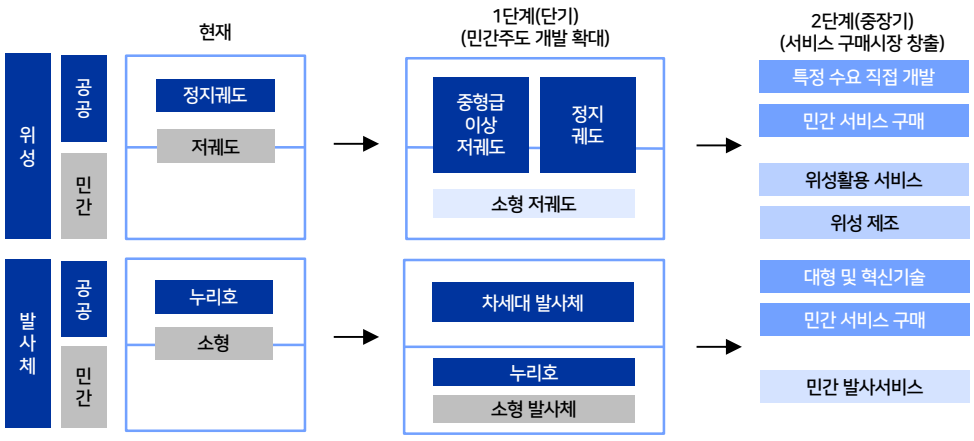
국내 우주산업은 아직 민간의 역량 강화가 필요하기 때문에 정부 차원에서의 투자를 통해 드라이브를 걸고 있다. 정부는 기존 목표였던 독자 위성 발사 능력을 확보했기 때문에 발사체 및 위성 개발 분야는 민간으로 이전하고 우주산업 육성과 우주탐사에 투자를 확대할 계획이다. 22년말 확정된 4차 우주개발진흥기본계획의 골자도 민간 주도의 우주산업 생태계 구축이다. 민간 역량 강화를 위해 정부는 연간 우주개발 투자규모를 22년 0.7조원에서 27년 1.5조원으로, 30년대에는 2.1조원까지 확대할 계획이다. 위성과 발사체 사업은 단기적으로 민간 주도의 개발을 확대하고 중장기적으로는 민간의 위성제조와 활용 서비스, 발사 서비스로 시장을 조성한다. 더불어 우주개발 R&D는 비중은 발사체/위성개발(비중 60%) 중심에서 우주탐사, 위성활용 등 민간 주도로 포트폴리오를 변화시킬 예정이다.

그림62 **우주개발진흥 기본계획, 1-3 차 독자 위성 발사 능력 확보→ 4 차 민간 주도 생태계 조성**



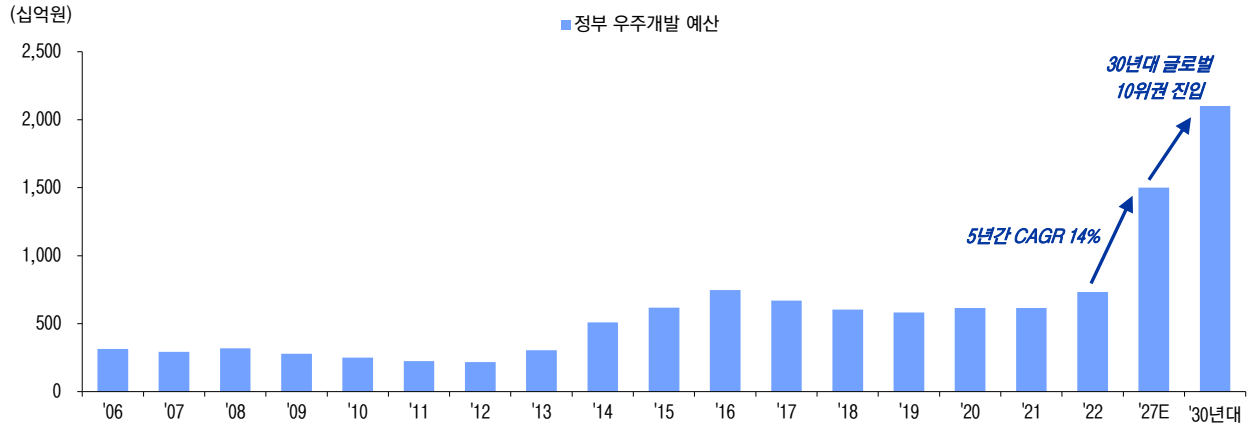
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 **1 단계 위성과 발사체의 민간주도 개발확대, 2 단계 위성 제조/활용, 발사 서비스 시장 조성**



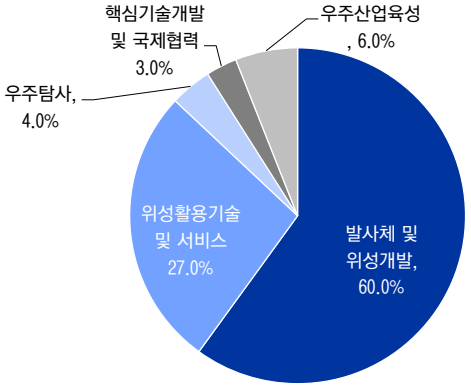
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 정부 우주개발 예산 27 년까지 CAGR +14%, 30 년대 글로벌 10 위권 진입 목표



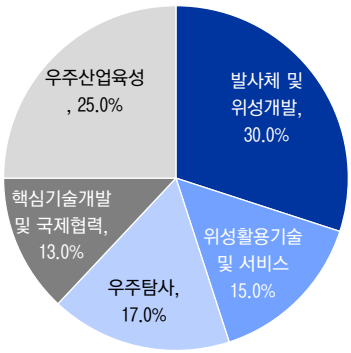
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 22 년 우주 R&D 중 발사체, 위성개발 비중 60%



자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 향후 우주산업육성 및 우주탐사 비중 확대



자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

표22 19-20 년 주요 신규 우주개발 사업 대부분이 민간 주도

(십억원)	사업기간	총사업비(예타기준)	참여기업
한국형위성항법시스템 개발(KPS)	'22-'35	3,724	LIG넥스원, AP위성, 대한항공 등
한국형발사체 고도화	'22-'27	687	한화에어로스페이스, 한국항공우주 등
정지궤도공공복합통신위성개발	'21-'27	412	AP위성, 제노코 등
초소형위성군집시스템개발	'20-'27	122	쎄트렉아이
차세대중형위성개발(2 단계)	'19-'25	307	한국항공우주, 쎄트렉아이, AP위성, 제노코 등

자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

중기적으로 위성체와 발사체를 중심으로 국내 우주 시장은 성장할 것이다. 정부 중심으로 추진됐던 발사체와 위성 개발은 이미 민간 영역으로 이전되고 있는 것으로 파악된다. 22년 한화에어로스페이스는 누리호 체계종합기업으로 선정돼 2,857억원 규모의 공급계약을 체결했다. 한화에어로스페이스는 23년 3차 발사부터 27년 6차 발사까지 누리호의 제작을 주관하고 총괄관리를 수행한다. 누리호 사업에는 300개 이상 기업이 참여한 것으로 파악되며 한화그룹은 추력기 시스템, 배관, 기체 공급계, 엔진 총조립 등을 담당했고 한국항공우주는 체계 총조립과 1단 추진계 탱크를 맡았다. 27년 예정된 6차 발사가 마무리되면 28년부터 누리호를 비롯한 고체/액체 소형발사체를 통한 국내 발사체 운용과 서비스가 본격화될 전망이다.

표23 누리호 개발 참여기업 목록

분야	기업명	분야	기업명
발사대 발사 관제 설비	제넥	동체	한국화이바, 테크항공, 에스엔케이항공
발사대 추진제 공급 설비	한양이엔지	탱크 연결부	두원중공업, 에스엔케이항공
발사대 구축 총괄	현대중공업	고압탱크	이노컴
발사대 지상 기계 설비	건창신기	파이로락	한화
발사대 기반 시설	영민종합건설, 대선이엔씨, 유한티유	체계 총조립	한국항공우주
페어링	한화, 한국화이바	1단 추진제 탱크	한국항공우주
위성항법	덕산넵코어스	엔진 총조립	한화에어로스페이스
전자탑재	단암시스템즈, 기가알에프	연소기, 가스발생기	비츠로넥스텍
임무제어	한화	산화제 펌프, 연료펌프	한화에어로스페이스, 에스엔케이항공
추력기 시스템	한화에어로스페이스, 스페이스솔루션	터빈	한화에어로스페이스
2,3 단 추진제 탱크	두원중공업	터빈 배기부	비츠로넥스텍
배관 조합체	한화에어로스페이스	파이로 시동기	한화
제어 계측계	이엔이	추력기 시스템	한화에어로스페이스
기체 공급계	한화에어로스페이스, 스페이스솔루션, 하이록코리아, 네오스펙	연소기 점화기	네오스펙
열제어 화재 안전계	한야잉엔지, 지브이엔지니어링, 에너베스트	엔진 공급계	한화에어로스페이스, 한화, 비츠로넥스텍, 하이록코리아, 스페이스솔루션, 네오스펙, 삼양화학
전자 탑재	단암시스템즈, 기가알에프	추진 기관 시험설비	한화에어로스페이스, 현대로템
롤 제어 구동 장치 시스템	한화에어로스페이스	지상 제어 시스템	유콘시스템
하니스	카프마이크로	모델링,설계	제이투제이코리아

자료: 한국항공우주연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

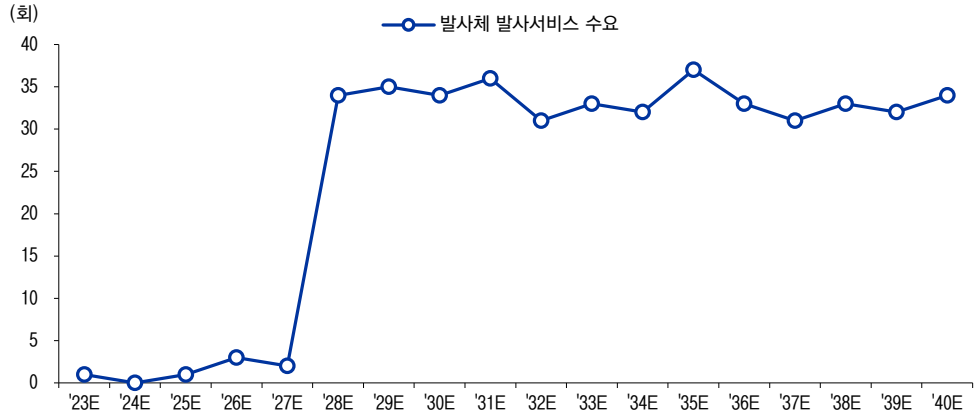
표24 28 년 이후 민간 주도 발사서비스 본격화

구분	발사 서비스 시작 시기	발사위성
누리호	'28- 민간 주도 발사서비스 시작	차소, 초소형군집 등
고체/액체 소형발사체	'28- 민간 주도 발사서비스 시작(고체)	소형군집, 안보위성 등
차세대발사체	'32- 민간 주도 발사 서비스 시작	다목적, 정지궤도, 달/행성 탐사선 등
차세대발사체 확장형	'38- 민간서비스 시작	달착륙/귀환선, 화성 착륙선, 유인우주선 등

자료: 제4차 우주개발진흥 기본계획, 이베스트투자증권 리서치센터

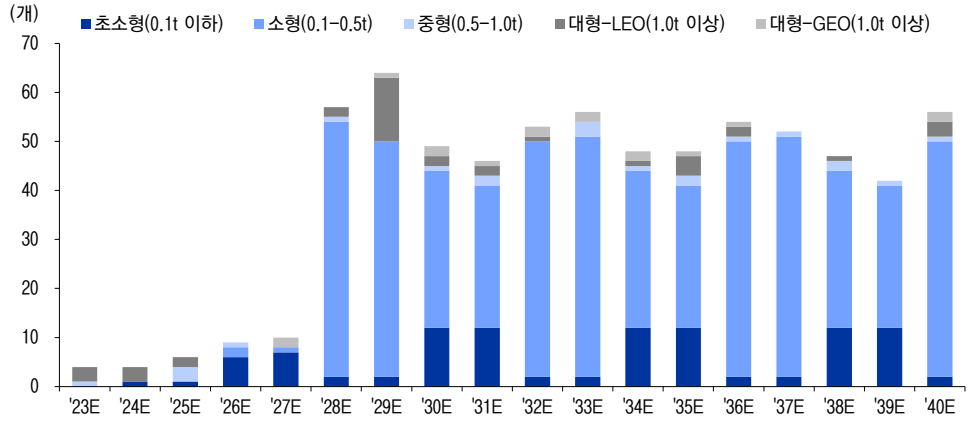
이에 맞춰 국내 발사체 발사서비스 수요는 28년부터 폭증할 것으로 전망된다. 27년까지 국내 발사체 발사서비스는 국내 위성 발사 수요와 맞물려 연간 발사수가 1-3건에 그칠 것으로 예상된다. 28년부터는 KPS 6기, 초소형 군집위성 20기 등 소형(0.1-0.5t) 위성 중심의 발사 수요가 폭증할 전망이다. 발사체 개발 로드맵을 감안했을 때 28년부터 저궤도, 정지궤도, 소형, 중형 등 대부분의 위성 탑재가 가능할 것으로 전망된다. 따라서 이보다 앞선 24-25년부터는 국내 위성제작 수요도 증가할 것이다. 다만 현시점에서의 수요 전망치는 대부분 정부 중심인 것으로 파악되며 민간 영역에서의 발사 수요가 발생한다면 발사체 및 위성 발사 수요는 더욱 늘어날 것이다.

그림67 **28 년부터 발사체 발사서비스 수요 큰 폭 증가**



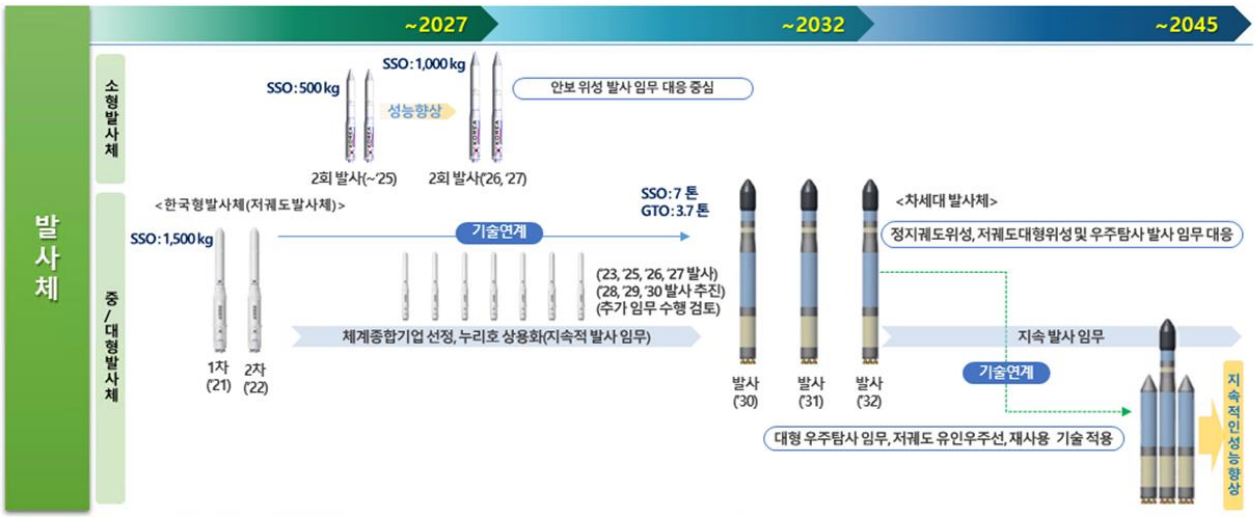
자료: 제4차 우주개발진흥 기본계획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 **28 년 이후 소형/초소형 중심으로 위성 발사 수요 대폭 증가**



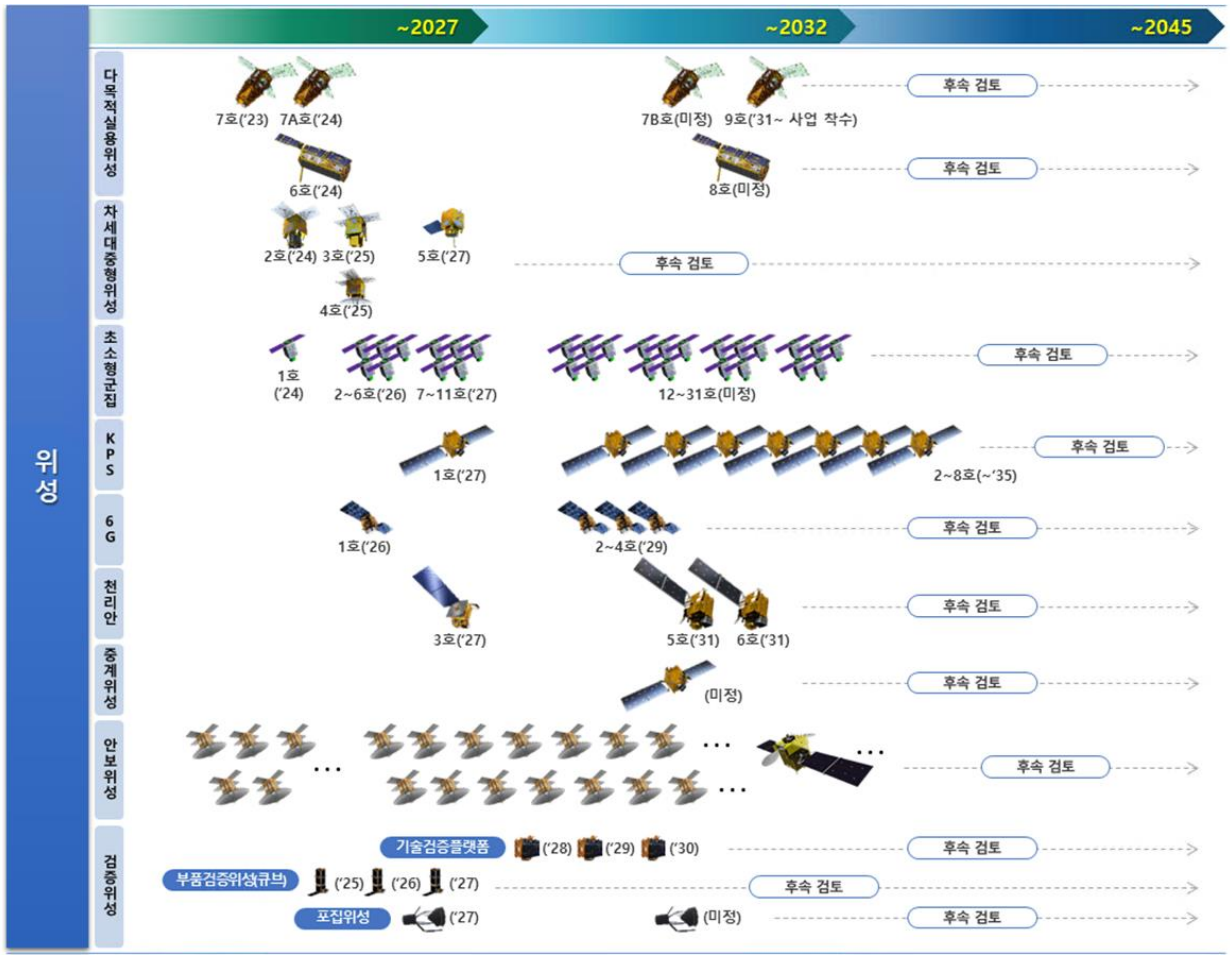
자료: 제4차 우주개발진흥 기본계획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 28 년 이후부터는 저궤도/정지궤도, 소형/중형/대형 등 대부분의 위성 탑재 가능



자료: 제4차 우주개발진흥 기본계획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 28 년부터 국내 위성 발사수 큰 폭 증가, 이보다 앞선 24-25 년부터 위성 제조 수요 증가 예상



자료: 제4차 우주개발진흥 기본계획, 이베스트투자증권 리서치센터

표25 다목적위성(아리랑 위성) 개발 및 운용현황

구분	다목적실용위성(아리랑 위성)					
	3 호	3A 호	5 호	6 호	7 호	7A 호
개발목적	지구정밀관측 (광학)	지구정밀관측 (광학+적외선)	전천후지구관측 (영상레이더)	전천후지구관측 (영상레이더)	지구정밀관측 (광학+적외선)	지구정밀관측 (광학+적외선)
위성형상						-
개발기간	'04.08~'12.8	'06.12~'15.12	'05.06~'15.6	'12~'22	'16.8~'23.3	'20.2~'25.6
중량	980kg	1,000kg 내외	1,400kg 내외	1,750kg	1,500~1,800kg	~2,000kg
임무수명	4 년	4 년	5 년	5 년	5 년	5 년
해상도	흑백 0.7m	흑백	레이더	레이더	흑백	-
발사체	H2-A(일본)	Dnepr(러시아)	Dnepr(러시아)	Vega-C(프랑스)	Vega-C(프랑스)	-
발사장	다네가시마(일본)	Yasny(러시아)	Yasny(러시아)	기아나쿠르(프랑스랭)	기아나쿠르(프랑스랭)	-
발사일	'12.5.18	'15.3.26	'13.8.22	'23(연기)	'23(연기)	'24(예정)
운용현황	임무수행중	임무수행중	임무수행중	제작완료	총조립시험 진행 중	개발중

자료: 한국항공우주연구원(KARI), 이베스트투자증권 리서치센터

표26 차세대중형위성 개발 및 운용현황

구분	차세대중형위성(CAS500)				
	1 호	2 호	3 호	4 호	5 호
개발목적	지구관측 (광학)	지구관측 (광학)	우주과학/기술 검증	농산림 관측	환경 감시
위성형상			-	-	-
개발기간	'15~'21	'18~'20	'21~'23	'19~'23	'22~'25
중량	500kg 급				
임무수명	4 년	4 년	1 년	5 년	4 년
위성체개발	항우연/KAI 공동개발	KAI			
발사체	Soyuz-2(러시아)	Soyuz-2(러시아)	-	-	-
발사장	Baikonur(카자흐스탄)	Baikonur(카자흐스탄)	-	-	-
발사일	'21.3.22	'22(예정)	-	-	-
운용현황	임무수행중	개발중	개발중	개발중	개발중

자료: 한국항공우주연구원(KARI), 이베스트투자증권 리서치센터

표27 차세대소형위성/초소형위성 개발 및 운용현황

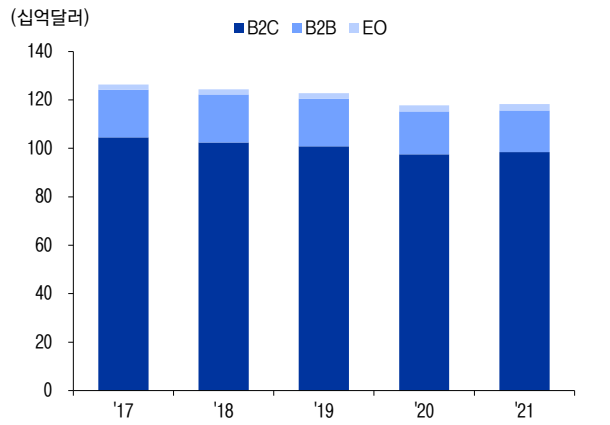
구분	차세대소형위성		초소형위성
	1 호	2 호	초소형군집
개발목적	우주 핵심기술 검증	우주 핵심기술 검증	고빈도 정밀 감시체계 구축
위성형상			-
개발기간	'12.6~'18.12	'17.3~'22.12	'20.5~'27.12
중량	100kg	150kg	~100kg
임무수명	2 년	2 년	2 년
위성체개발	KAIST 인공위성연구소	KAIST 인공위성연구소	KAIST 인공위성연구소
발사체	Falcon9(미국)	KSLV-II(한국)	-
발사장	반덴버그 공군기지(미국)	나로호 우주센터	-
발사일	'18.12.14	'23(예정)	-
운용현황	임무수행 중	개발 중	개발중

자료: 한국항공우주연구원(KARI), 이베스트투자증권 리서치센터

저궤도 위성통신으로 시작되는 New Space 시대

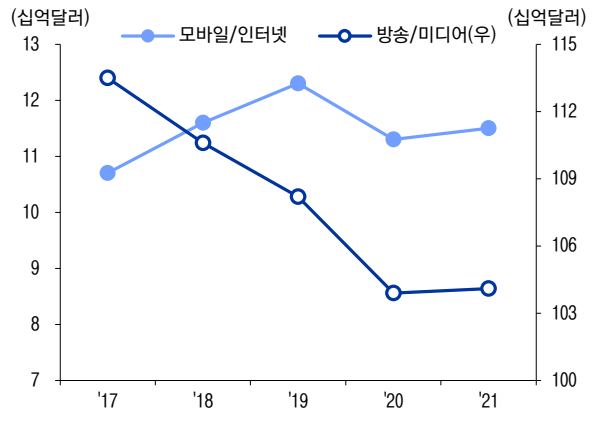
위성 활용서비스 시장은 통신 서비스를 중심으로 재편될 전망이다. 글로벌 위성체 및 발사 서비스 수요가 가파르게 증가하는 이유는 위성을 활용한 서비스 시장이 확대되고 있기 때문이다. 위성 활용 서비스 시장은 전세계 2.1억명에 달하는 위성TV 가입자를 중심으로 성장했으나 최근 감소세가 이어지고 있다. 통신망 고도화와 OTT의 등장으로 코드커팅 현상이 나타나고 있는 것으로 파악된다. 다만 모바일/인터넷 분야는 20-21년 코로나 영향으로 해상/항공 위성인터넷 수요가 일시적으로 감소한 점을 제외하면 지속적으로 성장 중이다.

그림71 **전세계 위성활용 서비스 시장 감소**



자료: SIA, 이베스트투자증권 리서치센터

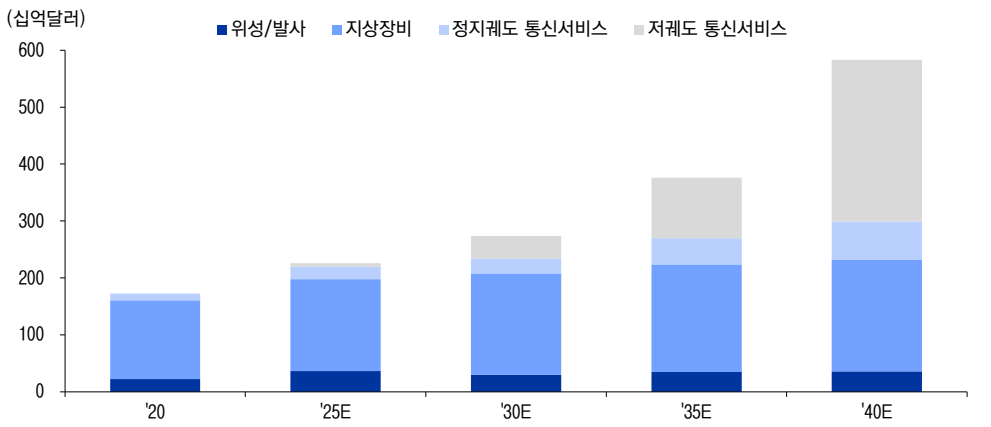
그림72 **방송/미디어는 감소, 모바일/인터넷은 증가**



자료: SIA, 이베스트투자증권 리서치센터

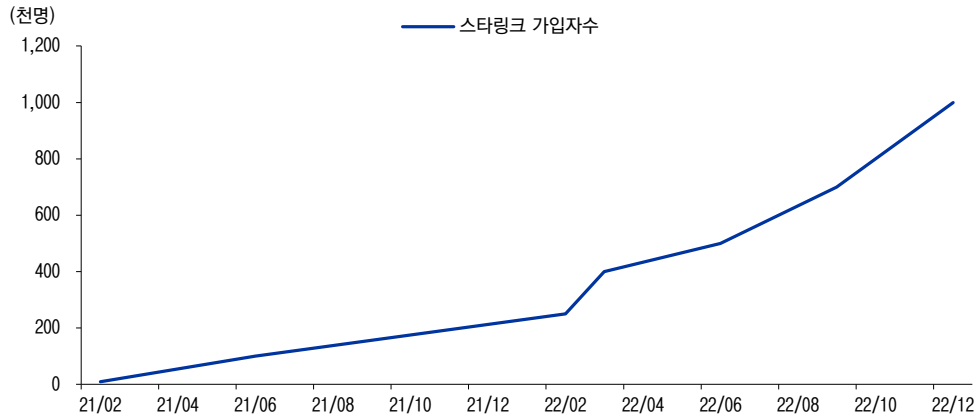
Starlink로 촉발된 저궤도 위성통신 서비스 시장이 개화되면서 빠르게 성장하고 있다. 21년 서비스를 시작한 Starlink는 서비스지역을 지속적으로 확장하며 22년말 기준 가입자수 100만명을 넘어선 것으로 파악된다. 위성통신 시장은 20년 1,730억달러에서 40년 5,820억달러로 3배 이상 성장하고 저궤도 통신서비스가 차지하는 비중은 40년 48.7%까지 확대될 전망이다. 더불어 안테나를 포함한 지상 장비 시장 규모 역시 40년 1,960억달러 규모, 20년 대비 42% 성장할 것으로 예상된다.

그림73 **저궤도 통신서비스가 위성통신시장 성장 견인할 전망**



자료: SIA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 **스타링크 가입자수 추이**

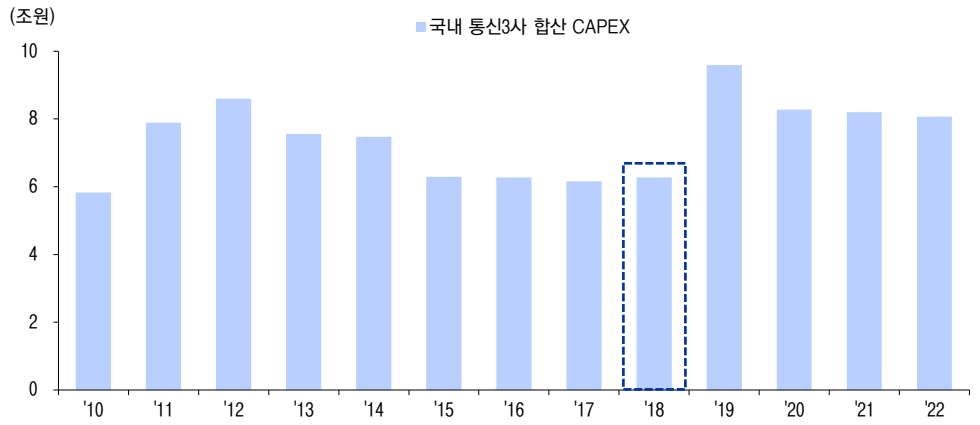


자료: 언론정리, 이베스트투자증권 리서치센터

저궤도 통신 서비스 시장이 커지는 이유는 수요가 확실하기 때문이다.

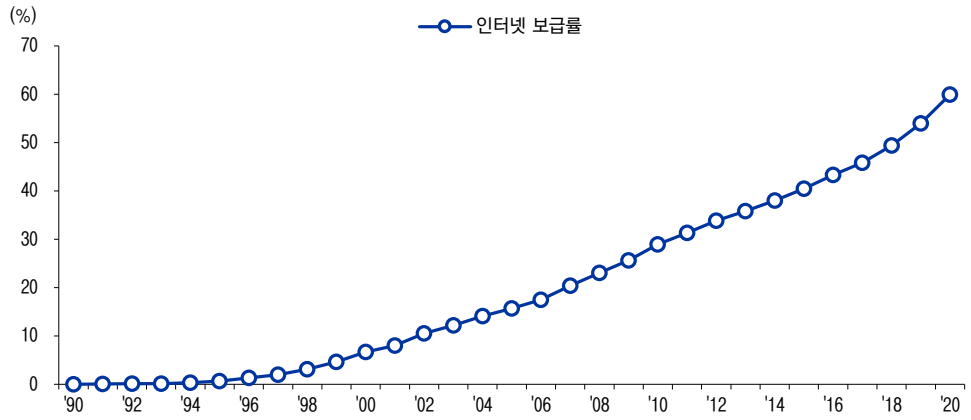
저궤도 위성 통신을 활용할 경우 유선망 구축 비용과 유지보수 비용 절감이 가능하다. 글로벌 모바일 데이터 시대가 본격화된 3G서비스가 상용화된지 20년이 지나 5G 성숙기에 접어들었지만 전세계 유무선 인터넷 보급률은 20년 기준 60%에 그치고 있다. 유선망 구축에 대한 막대한 CAPEX 및 유지보수 비용이 수반되기 때문이다. 5G 상용화 전 유무선 통신망 유지보수를 위한 최소한의 투자를 집행했을 것으로 예상되는 18년 국내 통신3사의 CAPEX는 6.3조원에 달한다. 국내 면적은 전세계 109위(100,266㎢)에 불과하고 광케이블 보급률은 84% 수준인데 OECD 보급률(29%)을 감안한다면 전세계 인터넷 보급률 100%를 위해서는 유무선망 구축와 유지보수에 천문학적인 비용이 수반될 것이다. 기존의 위성인터넷과 달리 저궤도 위성인터넷은 속도와 품질면에서 우수해 인구밀도가 낮고 지형적인 이유로 유무선 통신망 구축이 어려운 지역에서 수요가 발생할 것이다.

그림75 **유무선통신망 유지보수에도 막대한 CAPEX 수반**



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

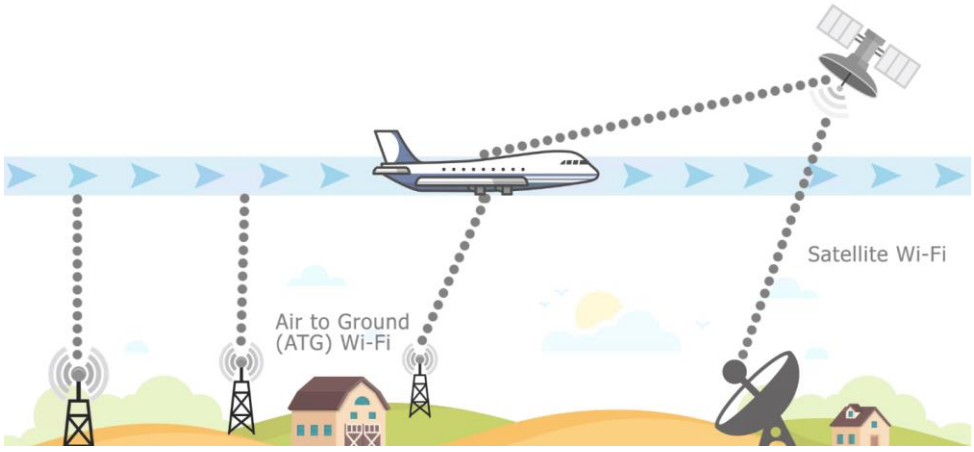
그림76 **전세계 인터넷 보급률 60%, 유무선 망구축이 어려운 지역에 저궤도 위성통신 수요 발생**



자료: Our World in Data, 이베스트투자증권 리서치센터

한편, 비교적 유무선 통신망 인프라가 잘 갖추어진 선진국에서도 저궤도 위성 통신 수요는 유효할 것이다. 저궤도 위성통신이 기존 유무선 통신망을 대체하는 것이 아닌 보완의 용도로 사용될 것이기 때문이다. 현재 육지를 제외한 해상, 상공에서는 이동통신 사용이 자유롭지 않다. 최근 기내 무료 인터넷 서비스를 제공하는 항공사가 증가하고 있다. 미국과 중국은 국내선에서 지상 기지국 방식을 주로 사용했으나 최근 위성 방식의 기내 인터넷을 확대하고 있다. 델타항공은 Viasat과, 대한항공은 PAC와, 하와이안항공은 Starlink와 협업해 기내 무료인터넷 서비스를 시작할 예정이다. 따라서 저궤도 위성 인터넷으로 인해 인터넷 사용지역이 해상과 상공으로 확대될 것이다.

그림77 **기내 인터넷 서비스는 지상국 방식 → 위성 방식으로 변화 중**



자료: Upgraded Points, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

투자전략 및 종목의견

투자전략 및 종목의견

방산·우주 업종에 대해 Overweight으로 커버리지 개시

23년 국내 국내 방산·우주 업종에 대해 Overweight으로 커버리지를 개시한다.

방산업종을 긍정적으로 보는 이유는 세계 각국의 국방비 증가에 따른 신규 무기 수요와 더불어 러시아-우크라이나 전쟁 지원으로 인한 무기 및 소모품에 대한 수요 증가로 국내 방산 업체에 수혜가 예상되기 때문이다. 우주업종에 주목하는 이유는 New Space 시대로 접어들면서 발사체와 위성 제조 시장이 민간 주도로 전환되며 빠르게 시장이 성장하고 있고 저궤도 위성통신 서비스가 본격화되기 때문이다.

미국의 생산 CAPA 고려시 우크라이나 전쟁 이전 재고수준을 회복하기 위해서는 최소 3-5년 이상이 소요될 것으로 파악된다. 하지만 전쟁이 여전히 진행 중이고 포탄 소모가 상당한 점을 감안한다면 전쟁이 종료된 이후에도 상당기간 동안 재고 보충을 위한 수요는 높은 수준에서 유지될 것이다.

23년에도 국내 방산업체의 해외수주 호조세는 이어질 것이다. K-2(루마니아, 폴란드 2차, 이집트), FA-50(말레이시아), 레드백(호주, 폴란드), K-9(폴란드 2차, 핀란드, 루마니아), 천궁-Ⅱ(UAE, 사우디아라비아), FA-50(콜롬비아), 비호-Ⅱ(사우디아라비아) 등 해외 수주가 예상되고 있다.

국내 우주산업은 Old Space와 New Space 중간 지점인 Mid Space 구간을 통과하고 있다. 발사체와 위성 개발은 이미 민간 영역으로 이전되고 있는 것으로 파악된다. 28년부터 누리호를 비롯한 고체/액체 소형 발사체를 통한 민간 주도의 운용과 서비스가 본격화될 전망이다. 이보다 앞선 24-25년부터는 국내 위성제작 수요도 증가할 것이다.

당사는 저궤도 위성통신을 시작으로 New Space 시대가 본격화될 것으로 전망한다. 21년 서비스를 시작한 Starlink는 서비스지역을 지속적으로 확장하며 22년말 기준 가입자수 100만명을 넘어선 것으로 파악된다. 위성통신 시장은 20년 1,730억달러에서 40년 5,820억달러로 3배 이상 성장하고 저궤도 통신서비스가 차지하는 비중은 40년 48.7%까지 확대될 전망이다. 더불어 안테나를 포함한 지상 장비 시장 규모 역시 40년 1,960억달러 규모, 20년 대비 42% 성장할 것으로 예상된다. 저궤도 통신 서비스 시장이 커지는 이유는 수요가 확실하기 때문이다.

방산·우주 업종 내에서 22년 대규모 수주의 매출 인식으로 인한 실적 성장과 23년 추가 해외 수주 기대감이 높고 민간 우주개발 시장을 주도할 수 있는 미래 성장동력을 보유한 종목에 주목한다. Top-pick으로 한화에어로스페이스를 선정하고 관심종목으로 한국항공우주, LIG넥스원, 인텔리안테크를 제시한다.

표28 당사 커버리지 종목의 향후 해외 수주 예상

기업	품목	상대국	내용
한화에어로	레드백	호주	차세대 장갑차 도입 사업(LAND 400 Phase3), 총 450여대 도입 예정, 약 10조원 규모(장비도입 5조원). 독일 Rheinmetall의 KF41 Lynx와 경쟁중
	레드백	폴란드	차기 IFV '보르숙' 1,400대 도입 사업 추진 중, 보완 수단으로 레드백 검토, 논의 초기단계
	K-9	폴란드 2차	기본계약 중 잔여물량, 26년부터 폴란드 현지 양산(22년 1차 이행계약 212문, 3.2조원 규모)
	K-9	루마니아	M142 HIMARS와 함께 운용할 자주포 도입 추진
	K-9	인도	인도 국방부가 K-9 100문 추가 조달 절차 착수
	천무	폴란드 2차	23년 내 2차 실행계약 예정. 현지업체와 사격통제시스템, 운반용 트럭, 체계조립 분야 협력 예정
	비호-II	사우디아라비아	이란 미사일 위협에 중동 공동 대응 위한 방공 무기 관심
KAI	FA-50	콜롬비아	A-37 공격기 17대, T-37 30여대 교체 사업. 최소 FA-50 20대, 6억달러(약 7,600억원) 규모
	FA-50	말레이시아	23년 2월 FA-50 경공격기 18대 수출 계약 체결, 1.2조원 규모. 26년 초도물량 납품 예정. 말레이시아는 18대 추가 도입하는 2차 사업 계획 중
LIG 넥스원	천궁-II	UAE	22년 1월 35억달러(약 4.8조원) 수출 계약에 이은 추가 수출 가능성
한화에어로	천궁-II	사우디아라비아	관심
한화시스템	천궁-II	말레이시아	공군 신형 중거리 지대공미사일 도입 사업 추진 중, 1차 1개 포대, 2차 4개 포대까지 확대

자료: 언론 정리, 이베스트투자증권 리서치센터

표29 22 년 이후 한화에어로스페이스 방산부문 수출 계약

국가	계약 내용	계약규모(십억원)	계약기간	'22	'23	'24	'25	'26	'27	'28
UAE	천궁-II 발사대 및 탄약운반차량	389	22/01-28/12							
이집트	K-9 및 탄약운반차 등	1,995	미확인							
대한민국	30mm 차륜형 대공포 2차 양산	844	23/12-26/12							
대한민국	K-21 수리부속 성과기반계약	209	22/04-26/09							
폴란드	K-9 등 수출 실행계약 체결	3,204	22/08-26/09							
폴란드	천무 수출 1차 실행계약 체결	5,048	22/11-27/11							
대한민국	30mm 차륜형대공포 2차 양산	844	23/12-26/30							
대한민국	120mm 자주박격포 후속양산	508	23/10-25/12							

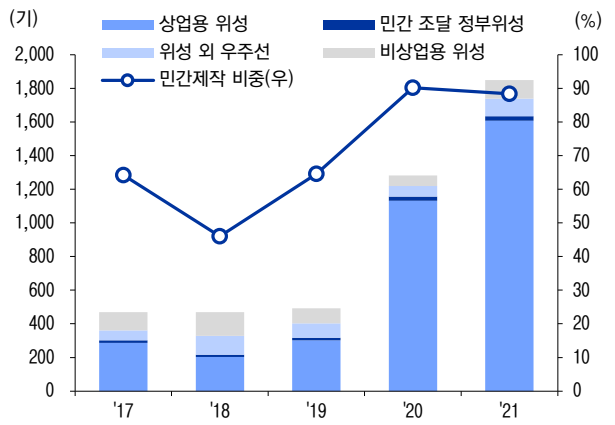
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표30 22 년 이후 한국항공우주 완제기 수출 계약

국가	내용	대수	계약규모(십억원)	계약기간	'21	'22	'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29
태국	T-50TH 4단계	2	90	21/07-23/11									
인도네시아	T-50i 추가 도입	6	274	22/08-25/06									
폴란드	FA-50	48	4,208	22/11-28/09									
말레이시아	FA-50	18	1,195	23/02-29/08									

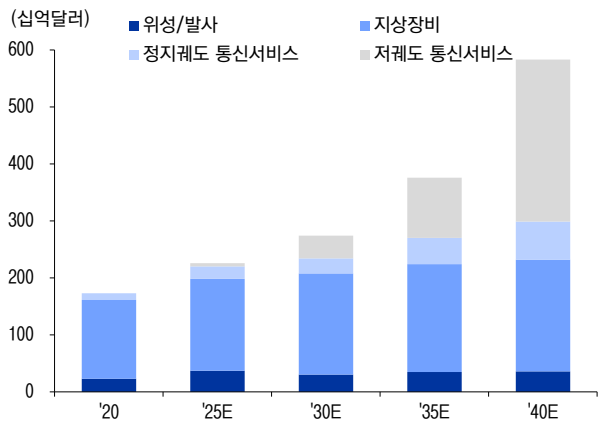
자료: 한국항공우주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 21 년 전세계 위성체 발사 중 민간 제작 비중 88%



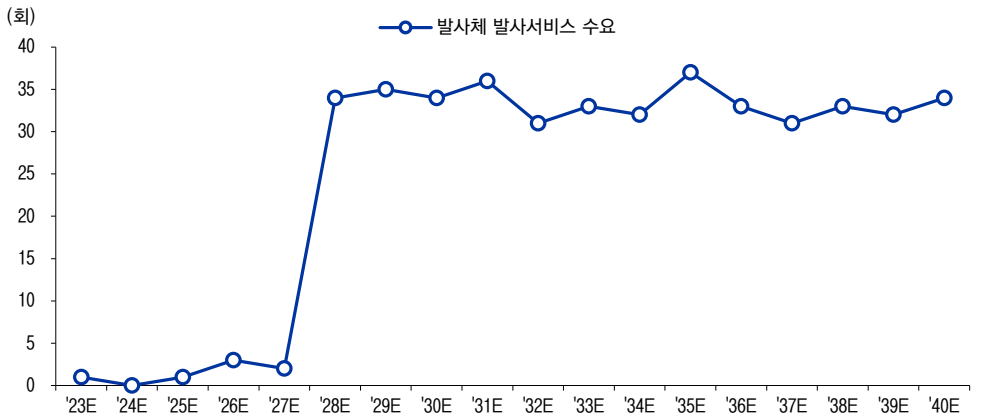
자료: SIA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 저궤도 통신서비스가 위성 통신시장 성장 견인



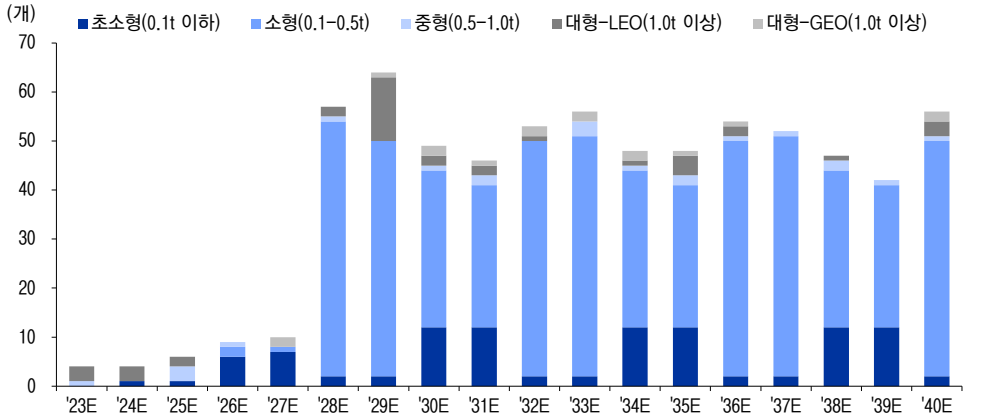
자료: SIA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 28 년부터 국내 발사체 발사서비스 수요 큰 폭 증가



자료: 제4차 우주개발진흥 기본계획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 28 년 이후 소형/초소형 중심으로 국내 위성 발사 수요 대폭 증가



자료: 제4차 우주개발진흥 기본계획, 이베스트투자증권 리서치센터

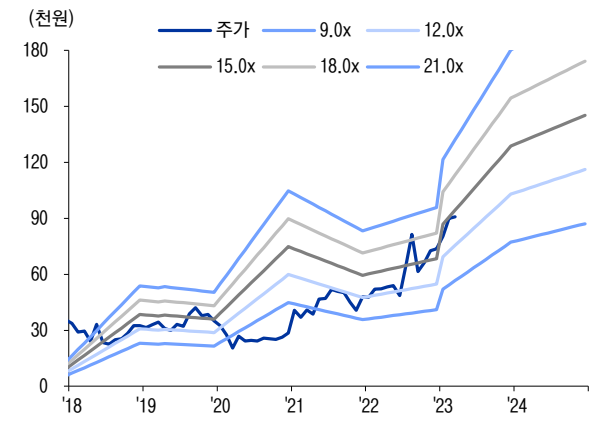
방산·우주 업종 내 Top-Pick: 한화에어로스페이스

한화에어로스페이스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 12만원으로 커버리지를 개시하며 방산·우주 업종 내 Top-Pick으로 제시한다. 현주가 기준 12M fwd PER은 14.8x, PBR 1.1x이다. PBR은 역사적 평균(1.4x)을 하회하고 있어 저평가 상태이다. 높아진 지상방산 부문의 수주잔고와 본격화되는 해외 수출, 항공 부문의 수요 회복, 누리호 고도화 사업 등 감안시 단기 실적 성장과 중장기 성장동력을 확보한 것으로 판단한다.

22년말 지상방산의 수주잔고는 19.8조원(+14.9조원 YoY) 으로 대폭 증가했다. 공시 기준 22년 신규수주 13.0조원 중 10.6조원(비중 82%)이 폴란드(K-9, 천무), UAE(천궁-Ⅱ), 이집트(K-9) 등 해외 수주로 파악된다. 해외 수출의 이익률이 높다는 점을 감안한다면 26-28년까지 지상방산의 이익 증가가 지속될 것이다. 23년에도 방산부문에서의 수주 기대감은 유효하다. 폴란드향 2차 이행계약 체결, 호주 차세대 장갑차 도입 사업은 1H23 우선협상대상자를 선정할 예정이다. 더불어 폴란드도 레드백을 검토하고 있는 것으로 파악돼 폴란드향 수출 품목 확대 가능성도 존재한다. 이외에도 인도의 K-9 추가 조달, 유도무기의 해외 수주도 기대된다.

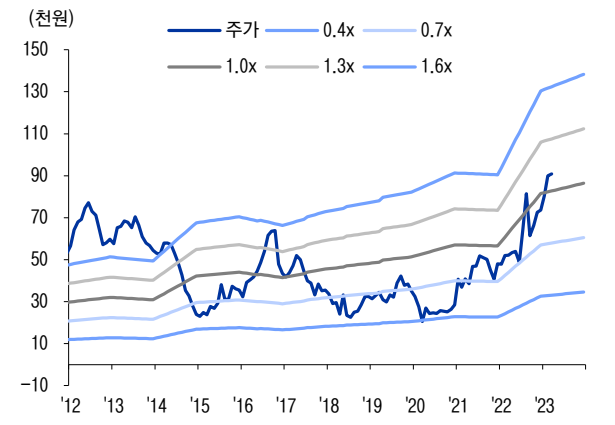
23년 연결 매출액은 9.3조원(+42.3% YoY), 영업이익은 5,567억원(+48.3% YoY)으로 큰 폭의 성장이 예상된다. 한화방산의 연결 편입 효과를 제외한 23년 매출액은 7.9조원(+20.2% YoY), 영업이익(+33.9% YoY)로 추정한다. 지상방산(구 한화디펜스) 부문이 성장을 견인할 것이다. 다만 전방수요 회복으로 RSP 손실이 재차 확대될 전망이다. 따라서 한화방산의 연결 편입과 지상방산의 해외 수주 부분의 매출 인식으로 23년 이익규모은 대폭 증가하나 이익률 개선폭은 상대적으로 제한적일 전망이다.

그림82 **한화에어로스페이스 12M fwd PER 밴드**



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 **한화에어로스페이스 12M fwd PBR 밴드**



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

한화에어로스페이스 (012450)	58
한국항공우주 (047810)	67
LIG 넥스원 (079550)	75
풍산 (103140)	82
인텔리안테크 (189300)	87

Universe

종목명	투자판단	목표주가
한화에어로스페이스	Buy(신규)	120,000 원(신규)
한국항공우주	Buy(신규)	58,000 원(신규)
LIG 넥스원	Buy(신규)	86,000 원(신규)
풍산	Buy(유지)	50,000 원(유지)
인텔리안테크	Not Rated	Not Rated

한화에어로스페이스 (005930)

2023. 3. 28 | 방산·우주

Analyst 이승웅
02-3779-8756
sw.lee@ebestsec.co.kr

말이 필요없는 K-방산우주 대표주자

Buy (신규)

목표주가 (신규)	120,000 원
현재주가	92,900 원
상승여력	29.2%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

K-방산우주 대표주자

22년 한화디펜스를 흡수합병하며 디스카운트 요인을 제거하고 방산·우주 종합 기업으로 자리매김할 전망이다. 최근 사업구조 개편으로 한화그룹 내 모든 방산 사업을 영위하게 됐다. 또한 누리호 체계종합 기업으로 선정돼 27년 누리호 6차 발사까지 제작과 총괄관리를 수행하게 되면서 대표 우주기업으로 거듭나고 있다.

든든한 수주 잔고, 23년에도 이어질 수주

22년말 지상방산의 수주잔고는 19.8조원(+14.9조원 YoY) 으로 대폭 증가했다. 공시 기준 22년 신규수주 13.0조원 중 10.6조원(비중 82%)이 폴란드(K-9, 천무), UAE(천궁-Ⅱ), 이집트(K-9) 등 해외 수주로 파악된다. 해외 수출의 이익률이 높다는 점을 감안한다면 26-28년까지 지상방산의 이익 증가가 지속될 것이다. 23년에도 방산부문에서의 수주 기대감은 유효하다. 폴란드향 2차 이행계약 체결, 호주 차세대 장갑차 도입 사업은 1H23 우선협상 대상자를 선정할 예정이다. 더불어 폴란드도 레드백을 검토하고 있는 것으로 파악돼 폴란드향 수출 품목 확대 가능성도 존재한다. 이외에도 인도의 K-9 추가 조달, 유도무기의 해외 수주도 기대된다.

23년 한화방산 편입 효과+수출 본격화

23년 연결 매출액은 9.3조원(+42.3% YoY), 영업이익은 5,567억원(+48.3% YoY)으로 큰 폭의 성장이 예상된다. 한화방산의 연결 편입 효과를 제외한 23년 매출액은 7.9조원(+20.2% YoY), 영업이익(+33.9% YoY)로 추정한다. 지상방산(구 한화디펜스) 부문이 성장을 견인할 것이다. 다만 전방수요 회복으로 RSP 손실이 재차 확대될 전망이다. 따라서 한화방산의 연결 편입과 지상방산의 해외 수주 부분의 매출 인식으로 23년 이익규모은 대폭 증가하나 이익률 개선폭은 상대적으로 제한적일 전망이다.

방산·우주 업종 내 Top-Pick 로 제시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 12만원으로 커버리지를 개시한다. 현주가 기준 12M fwd PER은 14.8x, PBR 1.1x이다. PBR은 역사적 평균(1.4x)을 하회하고 있어 저평가 상태이다. 높아진 지상방산 부문의 수주잔고와 본격화되는 해외 수출, 항공 부문의 수요 회복, 누리호 고도화 사업 등 감안시 단기 실적 성장과 중장기 성장동력을 확보한 것으로 판단하며 방산·우주업종 내 최선호주로 제시한다.

Stock Data

KOSPI (3/27)		2,409.22 pt
시가총액		47,035 억원
발행주식수		50,630 천주
52 주 최고가/최저가		99,300 / 41,650 원
90 일 일평균거래대금		674.22 억원
외국인 지분율		30.7%
배당수익률(23.12E)		0.8%
BPS(23.12E)		60,855 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	4.1%
	6 개월	34.6%
	12 개월	79.1%
주주구성	한화(외 4 인)	34.0%
	국민연금공단(외 1 인)	9.9%
	Orbis Investment Management	5.1%

Stock Price

Financial Data

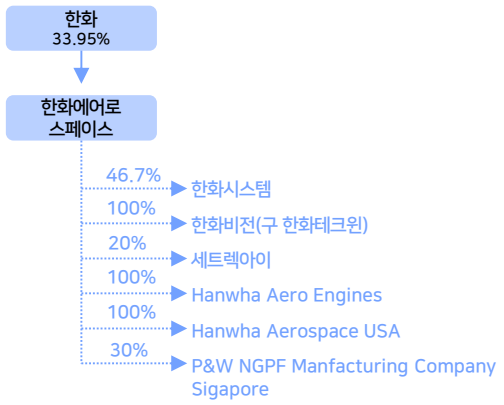
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2021	5,541	277	289	302	4,995	108.2	515	9.6	5.0	0.8	9.2
2022	6,540	377	175	152	3,971	-20.5	634	18.5	6.5	1.3	7.0
2023E	9,309	557	391	282	4,566	15.0	900	20.3	5.4	1.5	7.8
2024E	9,880	688	515	371	6,015	31.7	1,036	15.4	4.6	1.4	9.5
2025E	9,965	679	502	362	5,863	-2.5	1,033	15.8	4.4	1.3	8.5

자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

K-방산우주 대표주자

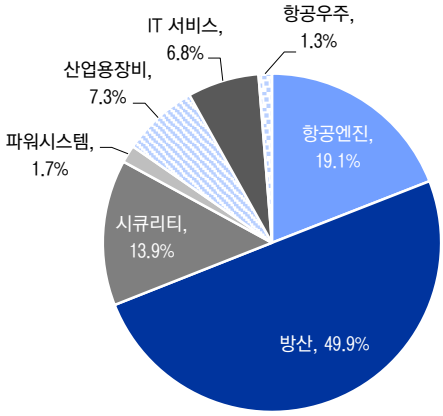
동사는 77년 삼성정밀공업으로 설립, 15년 6월 한화그룹에 편입됐으며 18년 3월 한화테크윈에서 한화에어로스페이스로 사명을 변경하였다. 22년말 기준 지분 구조는 한화 34.0%, 국민연금공단 9.7%이다. 주요계열사로는 한화시스템, 한화비전(구 한화테크윈), 쎄트릭아이를 보유하고 있다. 사업부문으로는 항공엔진, 군사장비, 보안장비, 파워시스템, 산업용장비, IT서비스 등을 영위하고 있으며 22년 연결 매출액 비중은 항공엔진 19%, 방산 50%, 시큐리티 14%이다. 주요 제품으로 K-9, 천무 등이 있다. K-9의 경우 22년 9월 기준 세계 자주포 시장 점유율 52%를 차지하고 있다. 최근 한화디펜스를 흡수합병하고 한화방산과 대우조선해양을 인수하면서 한화그룹 내 모든 방산사업을 영위하게 됐다. 또한 22년말 누리호 체계종합 기업으로 선정돼 27년 누리호 6차 발사까지 제작과 총괄관리를 수행하게 되면서 대한민국 대표 우주기업으로 거듭나고 있다.

그림84 **한화에어로스페이스 지배구조**



자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 **22 년 연결 기준 부문별 매출액 비중**



자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

표31 **주요제품 현황**

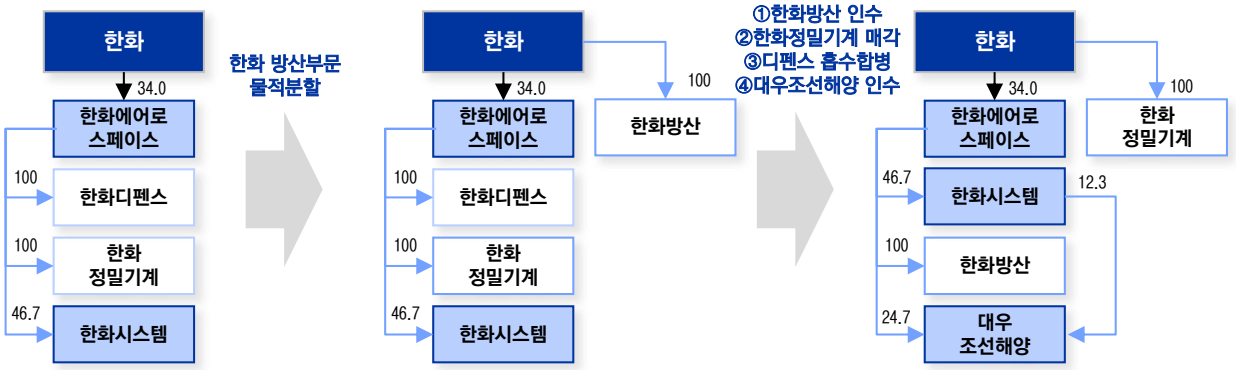
사업부문	사업부문명	주요제품
항공엔진	한화에어로스페이스 항공엔진	T50/FA50, F100, LM2500, KUH, KF-X, KT-1, Blade, Case, Vane
방산	한화에어로스페이스, 한화시스템, 방산	K-9, K-10, 천무, KM-SAM MRF, TAS-815K, KSAM PBL, L-SAM MFR
시큐리티	한화비전(구 한화테크윈)	Wisenet Series, Smart Home Camera, Baby Monitor
파워시스템	한화파워시스템	SM/SE/SA/SM100
산업용장비	한화정밀기계	DECAN Series, SM Series
IT 서비스	한화시스템 ICT	-
항공우주	쎄트릭아이	LabelEarth, Ovision

자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

22년 대대적인 사업개편으로 일부 디스카운트 요인을 제거했으며 방산·우주 종합 기업으로 자리매김할 전망이다. 22년 한화로부터 물적분할한 한화방산을 인수하고 한화정밀기계를 한화에 매각하며 그룹 내 방산사업을 일원화했다. 22년 11월에는 100% 자회사였던 한화디펜스를 지상방산 부문으로 흡수합병해 IPO 가능성에 대한 디스카운트 요인을 제거한 것으로 판단한다. 또한 23년 4월 한화로부터 인수한 100% 자회사 한화방산을 흡수합병할 예정이다. 한화방산의 실적은 1Q23부터 연결 편입될 예정이다. 한화방산은 155mm 탄약부터 유도무기 등을 개발, 생산하고 있다. K-9, 천무 등 해외 수출 확대시 패키지 판매도 기대가 가능해 시너지 효과가 기대된다.

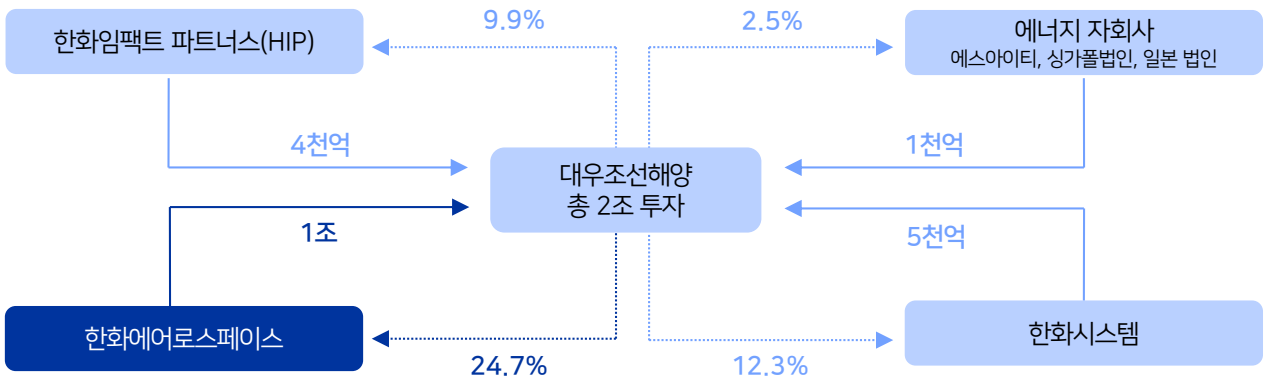
22년 9월 한화그룹은 대우조선해양 유상증자에 참여해 대우조선해양 신주 1.4억주를 2조원(인수 후 한화그룹 지분 49.4%)에 인수하기로 결정했다. 동사는 1조원을 투자해 지분 24.7%를 확보하고, 자회사 한화시스템은 5,000억원을 투자해 지분 12.3%를 보유하게 된다. 따라서 동사는 직간접적으로 대우조선해양 지분 37.0%를 확보하게 된다. 현재 튀르키예, 영국, 일본, 베트남, 중국으로부터 기업결합 승인을 받았으며 3월 내 싱가포르, 4월 EU 승인이 예상된다. 동사의 방산 사업영역 확대로 해양 전투체계와의 시너지 그리고 그룹 차원의 LNG, 수소, 암모니아 등 에너지 운송에서 시너지가 기대된다.

그림86 **한화에어로스페이스 사업구조 개편**



자료: 한화, 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 **한화그룹의 대우조선해양 인수**



자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

든든한 수주 잔고, 23년에도 이어질 수주

22년말 동사의 수주잔고는 항공우주(에어로스페이스) 24.9조원(+4,484억원 YoY), 지상방산(구 한화디펜스) 19.8조원(+14.9조원 YoY), 한화시스템 6.0조원(+1,640억원YoY)이다. 특히 지상방산은 공시 기준 22년 신규수주 13.0조원 중 10.6조원(비중 82%)이 폴란드(K-9, 천무), UAE(천궁-Ⅱ), 이집트(K-9) 등 해외 수주로 파악된다. 해외 수출의 이익률이 높다는 점을 감안한다면 26-28년까지 지상방산의 이익 증가가 지속될 것이다.

표32 22 년 이후 한화에어로스페이스 방산부문 수출 계약

국가	계약 내용	계약규모(십억원)	계약기간	'22	'23	'24	'25	'26	'27	'28
UAE	천궁-II 발사대 및 탄약운반차량 수출	389	22/01-28/12							
이집트	K-9 및 탄약운반차 등 수출	1,995	미확인							
대한민국	30mm 차륜형 대공포 2차 양산	844	23/12-26/12							
대한민국	K-21 수리부속 성과기반계약	209	22/04-26/09							
폴란드	K-9 등 수출 실행계약 체결	3,204	22/08-26/09							
폴란드	천무 수출 1차 실행계약 체결	5,048	22/11-27/11							
대한민국	30mm 차륜형대공포 2차 양산	844	23/12-26/30							
대한민국	120mm 자주박격포 후속양산	508	23/10-25/12							

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

23년에도 방산부문에서의 수주 기대감은 유효하다. 22년에 이어 23년에도 폴란드향 K-9, 천무의 잔여물량에 대한 2차 이행계약 체결이 예상되며, 사업 규모가 5-10조원으로 추정되는 호주 차세대 장갑차 도입 사업은 1H23 우선협상 대상자를 선정할 예정이다. 더불어 폴란드도 신형 보병전투차 사업에서 보완 수단으로 레드백을 검토하고 있는 것으로 파악돼 폴란드향 수출 품목 확대 가능성도 존재한다. 이외에도 인도의 K-9 추가 조달, 비호-Ⅱ, 천궁-Ⅱ 등 유도무기의 해외 수주도 기대된다.

표33 한화에어로스페이스 해외수주 기대

품목	상대국	내용
레드백	호주	차세대 장갑차 도입 사업(LAND 400 Phase3), 총 450여대 도입 예정, 약 10조원 규모(장비도입 5조원). 독일 Rheinmetall의 KF41 Lynx와 경쟁중
레드백	폴란드	차기 IFV '보르숙' 1,400대 도입 사업 추진 중, 보완 수단으로 레드백 검토, 논의 초기단계
K-9	폴란드 2차	기본계약 중 잔여물량, 26년부터 폴란드 현지 양산(22년 1차 이행계약 212문, 3.2조원 규모)
K-9	루마니아	M142 HIMARS와 함께 운용할 자주포 도입 추진
K-9	인도	인도 국방부가 K-9 100문 추가 조달 절차 착수
천무	폴란드 2차	23년 내 2차 실행계약 예정. 현지업체와 사격통제시스템, 운반용 트럭, 체계조립 분야 협력 예정
비호-II	사우디아라비아	이란 미사일 위협에 중동 공동 대응 위한 방공 무기 관심
천궁-II	UAE	22년 1월 35억달러(약 4.8조원) 수출 계약에 이은 추가 수출 가능성
천궁-II	사우디아라비아	관심
천궁-II	말레이시아	공군 신형 중거리 지대공미사일 도입 사업 추진 중, 1차 1개 포대, 2차 4개 포대까지 확대

자료: 언론 정리, 이베스트투자증권 리서치센터

23년 한화방산 편입 효과+수출 본격화

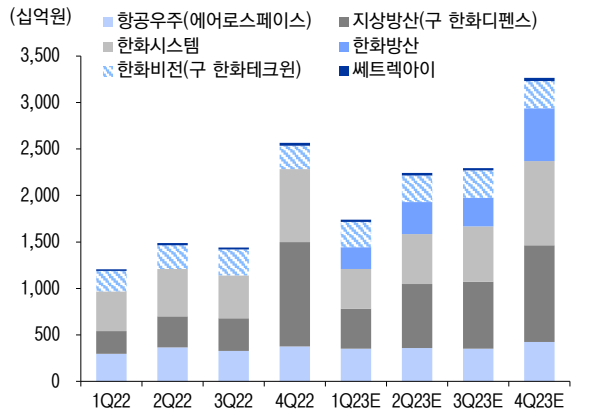
23년 연결 매출액은 9.3조원(+42.3% YoY), 영업이익은 5,567억원(+48.3% YoY)으로 큰 폭의 성장이 예상된다. 한화방산의 연결 편입 효과를 제외한 23년 매출액은 7.9조원(+20.2% YoY), 영업이익(+33.9% YoY)로 추정한다. 22년 11월 흡수합병한 지상방산(구 한화디펜스) 부문이 성장을 견인할 것이다. 폴란드향 K-9 1차 잔여물량과 천무 1차 물량이 반영될 예정이다. 다만 코로나19 영향을 받았던 항공 여객 사업 정상화에 다른 전방수요 회복으로 RSP 손실이 재차 확대될 전망이다. 당사는 23년 RSP 손실 규모를 19년 수준이 900억원으로 추정하며 24년부터 점진적으로 감소할 것으로 전망한다. 따라서 한화방산의 연결 편입과 지상방산의 해외 수주 부분의 매출 인식으로 23년 이익규모은 대폭 증가하나 이익률 개선폭은 상대적으로 제한적일 전망이다.

표34 한화에어로스페이스 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	'21	'22	'23E
연결 매출액	**1,167**	**1,457**	**1,398**	**2,518**	**1,688**	**2,191**	**2,237**	**3,192**	**6,415**	**6,540**	**9,309**
YoY %	*-3.8*	*-13.6*	*-9.4*	*27.6*	*44.7*	*50.3*	*60.0*	*26.8*	*20.6*	*1.9*	*42.3*
항공우주(에어로스페이스)	298	367	329	376	353	358	351	423	1,450	1,369	1,484
지상방산(구 한화디펜스)	242	333	352	1,121	431	690	721	1,042	1,468	2,048	2,884
한화시스템	430	511	459	789	427	538	596	907	2,090	2,188	2,468
한화방산					234	342	305	566			1,447
한화비전(구 한화테크윈)	217	256	279	250	273	287	297	294	680	1,002	1,152
쎄트렉아이	18	21	23	29	21	26	24	33	73	91	105
연결 영업이익	**47**	**87**	**64**	**177**	**69**	**138**	**154**	**195**	**383**	**375**	**557**
YoY %	*-28.4*	*-34.2*	*-37.7*	*117.2*	*46.5*	*58.3*	*139.7*	*10.5*	*57.0*	*-2.0*	*48.3*
항공우주(에어로스페이스)	-6	23	15	-20	-9	-9	-8	-16	1	13	-42
지상방산(구 한화디펜스)	3	15	9	183	25	78	70	155	91	210	328
한화시스템	15	16	1	-8	12	23	38	13	112	24	86
한화방산					9	13	13	19			54
한화비전(구 한화테크윈)	33	36	40	35	34	34	42	25	78	144	135
쎄트렉아이	2	-2	0	-9	0	1	1	2	1	-10	3
OPM %	***4.0***	***6.0***	***4.6***	***7.0***	***4.1***	***6.3***	***6.9***	***6.1***	***6.0***	***5.7***	***6.0***
항공우주(에어로스페이스)	*-1.9*	*6.3*	*4.6*	*-5.3*	*-2.5*	*-2.6*	*-2.3*	*-3.7*	*0.1*	*0.9*	*-2.8*
지상방산(구 한화디펜스)	*1.4*	*4.5*	*2.6*	*16.3*	*5.7*	*11.3*	*9.7*	*14.9*	*6.2*	*10.3*	*11.4*
한화시스템	*3.5*	*3.2*	*0.1*	*-1.0*	*2.9*	*4.2*	*6.3*	*1.5*	*5.4*	*1.1*	*3.5*
한화방산					*3.8*	*3.9*	*4.4*	*3.3*			*3.7*
한화비전(구 한화테크윈)	*15.3*	*13.9*	*14.2*	*14.2*	*12.3*	*11.9*	*14.2*	*8.4*	*11.5*	*14.4*	*11.7*
쎄트렉아이	*10.1*	*-11.5*	*-1.4*	*-31.0*	*-2.1*	*2.4*	*5.0*	*5.4*	*1.7*	*-11.0*	*3.0*

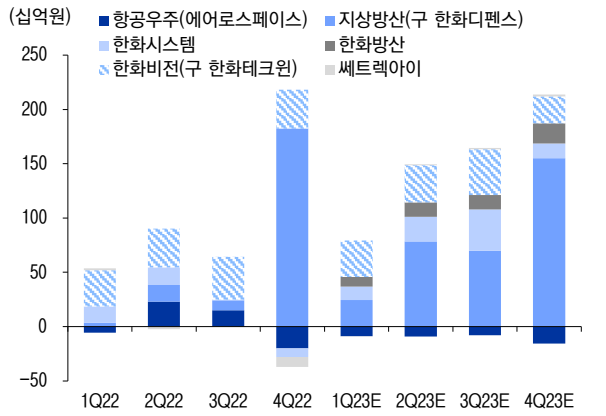
자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 한화에어로스페이스 부문별 매출액 추이



자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 한화에어로스페이스 부문별 영업이익 추이



자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

표35 항공우주부문 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	'21	'22	'23E
매출액	298	367	329	376	353	358	351	423	1,450	1,369	1,484
영업이익	-6	23	15	-20	-9	-9	-8	-16	1	13	-42
OPM %	*-3.8*	*1.8*	*0.2*	*1.1*	*-1.9*	*6.3*	*4.6*	*-5.3*	*0.1*	*0.9*	*-2.8*
RSP	-14	-5	-7	-3	-19	-21	-23	-27	-48	-28	-90
RSP 제외 영업이익	8	28	22	-17	10	12	15	11	49	41	48
RSP 제외 OPM %	*2.8*	*7.6*	*6.7*	*-4.6*	*2.9*	*3.3*	*4.3*	*2.6*	*3.4*	*3.0*	*3.3*

자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

표36 지상방산부문 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	'21	'22	'23E
매출액	242	333	352	1,121	431	690	721	1,042	1,468	2,048	2,884
내수									1,299	1,591	816
수출									169	457	2,068
매출 비중 %											
내수									*88.5*	*77.7*	*28.3*
수출									*11.5*	*22.3*	*71.7*
영업이익	3	15	9	183	25	78	70	155	91	210	328
OPM %	*1.4*	*4.5*	*2.6*	*16.3*	*5.7*	*11.3*	*9.7*	*14.9*	*6.2*	*10.3*	*11.4*

자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

표37 한화시스템 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	'21	'22	'23E
매출액	**430**	**511**	**459**	**789**	**427**	**538**	**596**	**907**	**2,090**	**2,188**	**2,468**
방산									1,514	1,641	1,853
ICT									576	547	615
영업이익	**15**	**16**	**1**	**-8**	**12**	**23**	**38**	**13**	**112**	**24**	**86**
OPM %	*3.5*	*3.2*	*0.1*	*-1.0*	*2.9*	*4.2*	*6.3*	*1.5*	*5.4*	*1.1*	*3.5*

자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

표38 한화방산, 한화비전, 쎄트렉아이 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	'21	'22	'23E
한화방산(1Q23부터 반영)											
매출액					234	342	305	566	1,419	1,405	1,447
영업이익					9	13	13	19	91	56	54
OPM %					*3.8*	*3.9*	*4.4*	*3.3*	*6.4*	*4.0*	*3.7*
한화비전(구 테크윈)											
매출액	217	256	279	250	273	287	297	294	680	1,002	1,152
영업이익	33	36	40	35	34	34	42	25	78	144	135
OPM %	*15.3*	*13.9*	*14.2*	*14.2*	*12.3*	*11.9*	*14.2*	*8.4*	*11.5*	*14.4*	*11.7*
쎄트렉아이(1Q22부터 연결)											
매출액	18	21	23	29	21	26	24	33	73	91	105
영업이익	2	-2	0	-9	0	1	1	2	1	-10	3
OPM %	*10.1*	*-11.5*	*-1.4*	*-31.0*	*-2.1*	*2.4*	*5.0*	*5.4*	*1.7*	*-11.0*	*3.0*

자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

방산·우주 업종 내 최선호주로 제시

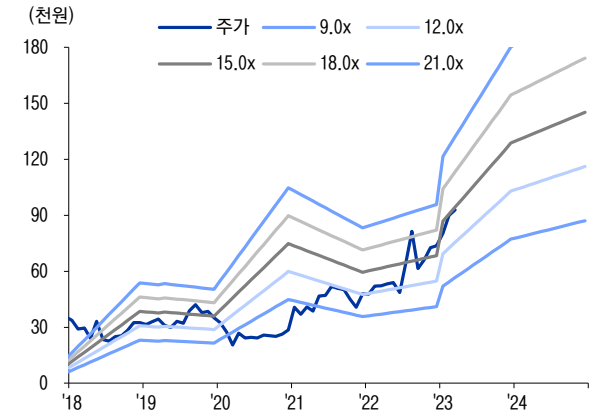
동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 12만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd 예상 EPS(대우조선해양 포함) 6,382원에 Target PER(글로벌 Peer 평균) 19.0x를 적용해 산출했다. 현주가 기준 12M fwd PER은 14.8x, PBR 1.1x이다. PBR은 역사적 평균(1.4x)을 하회하고 있으며 PER 역시 글로벌 peer 평균 대비 25.8% 낮은 수준으로 저평가 상태이다. 22년 높아진 지상방산 부문의 수주잔고와 23년 본격화되는 해외 수출, 항공우주 부문의 수요 회복, 누리호 고도화 사업 등을 감안할 때 단기 실적 성장과 중장기 성장동력을 확보한 것으로 판단하며 방산·우주업종 내 최선호주로 제시한다.

표39 **한화에어로스페이스 목표 주가 산출**

(십억원, 원, x, 백만주)	내용	비고
Target PER	19.0	글로벌 Peer 평균
EPS	6,294	12m fwd 예상 EPS(대우조선해양 포함)
적정 주가(원)	**119,586**	
발행 주식수	51.6	
적정 시가총액	6,166	
목표주가(원)	**120,000**	
상승여력	29.2%	

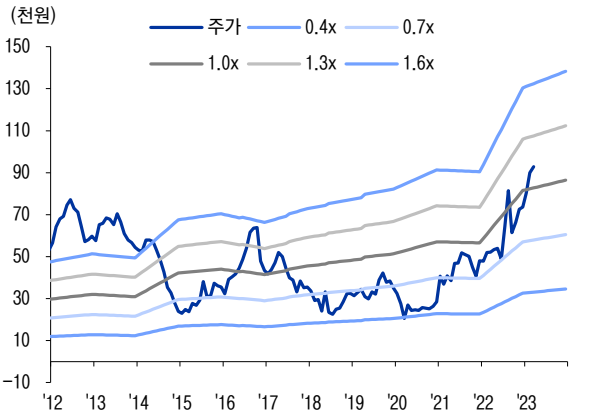
자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 **한화에어로스페이스 12M fwd PER 밴드**



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 **한화에어로스페이스 12M fwd PBR 밴드**



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,284	8,589	9,172	9,794	10,173
현금 및 현금성자산	2,528	3,043	3,494	3,742	3,946
매출채권 및 기타채권	1,037	1,438	1,399	1,514	1,547
재고자산	1,605	2,014	2,099	2,271	2,321
기타유동자산	1,114	2,094	2,179	2,267	2,359
비유동자산	4,762	6,568	6,710	6,867	7,024
관계기업투자등	457	791	823	856	891
유형자산	1,898	2,987	3,005	3,039	3,072
무형자산	1,977	2,121	2,185	2,247	2,306
자산총계	**11,046**	**15,157**	**15,882**	**16,661**	**17,197**
유동부채	4,330	8,270	8,700	9,233	9,549
매입채무 및 기타재무	887	1,263	1,305	1,412	1,443
단기금융부채	816	1,653	1,823	2,023	2,073
기타유동부채	2,627	5,354	5,572	5,798	6,033
비유동부채	2,784	2,963	3,040	3,017	2,976
장기금융부채	1,965	1,915	1,965	1,915	1,845
기타비유동부채	819	1,048	1,074	1,102	1,131
부채총계	**7,114**	**11,234**	**11,740**	**12,250**	**12,526**
지배주주지분	2,889	2,863	3,081	3,350	3,611
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	429	217	217	217	217
이익잉여금	1,812	2,020	2,216	2,484	2,745
비지배주주지분(연결)	1,042	1,061	1,061	1,061	1,061
자본총계	**3,932**	**3,924**	**4,142**	**4,411**	**4,672**

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**5,541**	**6,540**	**9,309**	**9,880**	**9,965**
매출원가	4,523	5,190	7,678	8,036	8,098
매출총이익	1,018	1,349	1,631	1,844	1,867
판매비 및 관리비	741	972	1,074	1,156	1,187
영업이익	**277**	**377**	**557**	**688**	**679**
(EBITDA)	515	634	900	1,036	1,033
금융손익	-58	-83	-112	-119	-123
이자비용	62	80	134	141	146
관계기업등 투자손익	-29	-21	-23	-23	-23
기타영업외손익	99	-98	-31	-31	-31
세전계속사업이익	**289**	**175**	**391**	**515**	**502**
계속사업법인세비용	80	60	110	144	141
계속사업이익	210	115	282	371	362
중단사업이익	92	37	0	0	0
당기순이익	302	152	282	371	362
지배주주	253	201	231	304	296
총포괄이익	**348**	**152**	**282**	**371**	**362**
매출총이익률 (%)	18.4	20.6	17.5	18.7	18.7
영업이익률 (%)	5.0	5.8	6.0	7.0	6.8
EBITDA 마진률 (%)	9.3	9.7	9.7	10.5	10.4
당기순이익률 (%)	5.4	2.3	3.0	3.8	3.6
ROA (%)	2.5	1.5	1.5	1.9	1.8
ROE (%)	9.2	7.0	7.8	9.5	8.5
ROIC (%)	5.3	6.9	11.5	14.0	13.6

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**990**	**1,524**	**780**	**667**	**798**
당기순이익(손실)	302	152	282	371	362
비현금수익비용가감	387	673	365	331	339
유형자산감가상각비	162	176	260	263	266
무형자산상각비	75	82	83	85	88
기타현금수익비용	149	293	21	-17	-14
영업활동 자산부채변동	311	794	134	-36	97
매출채권 감소(증가)	33	-305	39	-114	-33
재고자산 감소(증가)	7	-277	-85	-172	-50
매입채무 증가(감소)	91	226	42	107	31
기타자산, 부채변동	180	1,150	138	144	149
투자활동 현금	**-607**	**-1,225**	**-514**	**-534**	**-539**
유형자산처분(취득)	-161	-192	-279	-296	-299
무형자산 감소(증가)	-159	-148	-147	-147	-147
투자자산 감소(증가)	-273	-725	-60	-62	-63
기타투자활동	-15	-160	-27	-28	-29
재무활동 현금	**813**	**216**	**185**	**115**	**-55**
차입금의 증가(감소)	226	263	220	150	-20
자본의 증가(감소)	-32	-35	-35	-35	-35
배당금의 지급	-30	-35	-35	-35	-35
기타재무활동	619	-11	0	0	0
현금의 증가	**1,197**	**515**	**451**	**248**	**204**
기초현금	1,331	2,528	3,043	3,494	3,742
기말현금	2,528	3,043	3,494	3,742	3,946

자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	9.6	18.5	20.3	15.4	15.8
P/B	0.8	1.3	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.0	6.5	5.4	4.6	4.4
P/CF	3.5	4.5	7.3	6.7	6.7
배당수익률 (%)	1.5	1.0	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
매출액	4.1	18.0	42.3	6.1	0.9
영업이익	13.6	36.1	47.6	23.6	-1.3
세전이익	68.4	-39.7	124.0	31.7	-2.5
당기순이익	83.2	-49.6	85.3	31.7	-2.5
EPS	108.2	-20.5	15.0	31.7	-2.5
안정성 (%)					
부채비율	181.0	286.3	283.4	277.7	268.1
유동비율	145.1	103.9	105.4	106.1	106.5
순차입금/자기자본(x)	3.9	9.9	3.7	1.1	-3.9
영업이익/금융비용(x)	4.4	4.7	4.2	4.9	4.6
총차입금 (십억원)	2,781	3,569	3,789	3,939	3,919
순차입금 (십억원)	155	390	153	50	-180
주당지표 (원)					
EPS	4,995	3,971	4,566	6,015	5,863
BPS	57,066	56,544	60,855	66,164	71,321
CFPS	13,596	16,292	12,764	13,876	13,848
DPS	700	700	700	700	700

한국항공우주 (047810)

2023. 3. 28 | 방산·우주

Analyst 이승웅
02-3779-8756
sw.lee@ebestsec.co.kr

K-방산의 차기 기대주

FA-50의 신뢰도 제고, KF-21 수출 기대

동사는 22년 9월 폴란드와, 23년 2월 말레이시아와 FA-50 수출 계약을 체결했다. 현재 파악된 T-50/FA-50 수출 물량은 최소 70여대, 5.7조원에 달한다. 최근에는 미국 공군의 ATT(고등훈련기) 사업 수주를 목표로 F-50 단좌형 개발을 결정했다. Lockheed Martin과 컨소시움으로 사업을 진행할 계획이다. 사업규모는 100-400대로 추정되며 미국 해군의 TSA(전술대체항공기), UJTS(신규 훈련기) 사업까지 수주할 경우 전체 미국향 물량은 400-600대까지 확대될 가능성도 존재한다. 미 공군과 해군 사업은 24-25년 시작될 것으로 예상돼 수주에 성공할 경우 동사의 중장기 성장폭 확대가 예상된다. 동사가 24년 양산을 목표로 개발 중인 한국의 4.5세대 전투기 KF-21도 기대된다. T-50/FA-50 수출 경험으로 한국산 항공기에 대한 신뢰는 충분하다. 21년 글로벌 무기 시장에서 항공기는 51.1%로 가장 큰 비중을 차지하고 있어 FA-50, KF-21의 해외 수주를 통한 동사의 중장기 실적 성장으로 이어질 것이다.

23년 매출 성장과 이익률 개선이 동시에 발현

23년 연결 매출액은 3.8조원(+35.1% YoY), 영업이익은 2,810억원(+7.5% YoY)으로 추정한다. 22년 폴란드 FA-50 계약과 기체부품 등으로 8.7조원의 신규 수주를 달성했다. 폴란드향 FA-50은 23년 12월까지 12대가 납품될 것으로 예상된다. 완제기 수출의 이익률은 두자릿수로 파악돼 완제기 수출증가에 따른 실적 성장이 예상된다. 더불어 코로나19 이후 항공산업 정상화에 따른 항공기 수요 증가로 기체부품 매출도 성장세를 이어갈 것이다. 국내 사업에서는 KF-21 개발과 425 위성 체계개발, KUH 4차 납품, 백두체계 성능개량 등 매출이 발생할 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 58,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 58,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd BPS 16,347원에 Target PBR 3.5x(역사적 평균)을 적용해 산출했다. 현주가 수준에서 12M fwd PBR은 2.7x로 역사적 평균을 하회하고 있다. 15년 T-50 이라크 생산, FA-50 필리핀 납품 등 완제기 수출과 Boeing, Airbus 등 기체부품 매출이 동반 성장했던 시기와 유사한 상황으로 주가 상승 여력이 충분한 것으로 판단한다.

Buy (신규)

목표주가 (신규)	58,000 원
현재주가	43,900 원
상승여력	32.1 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (3/27)		2,409.22 pt
시가총액		42,792 억원
발행주식수		97,475 천주
52 주 최고가/최저가		62,000 / 40,000 원
90 일 일평균거래대금		483.06 억원
외국인 지분율		23.5%
배당수익률(22.12)		0.5%
BPS(22.12)		14,648 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-2.4%
	6 개월	-14.6%
	12 개월	12.9%
주주구성	한국수출입은행(외 1 인)	26.4%
	국민연금공단(외 1 인)	9.1%
	한국항공우주우리사주	1.6%

Stock Price

Financial Data

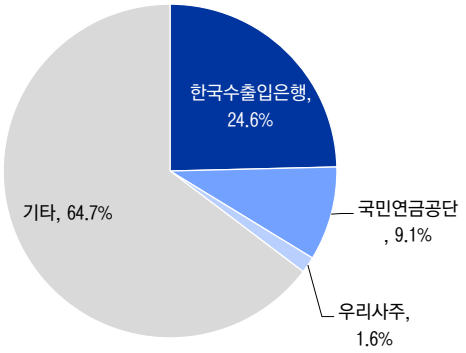
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2021	2,562	58	54	53	656	-62.5	207	49.5	16.3	2.5	5.2
2022	2,787	142	122	116	1,215	85.4	277	41.9	14.2	3.5	8.8
2023E	3,765	281	258	207	2,164	78.0	441	20.3	6.8	2.6	13.8
2024E	4,039	327	293	234	2,450	13.2	496	17.9	5.6	2.3	13.8
2025E	4,085	318	284	227	2,377	-3.0	497	18.5	5.3	2.1	12.0

자료: 한국항공우주, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

차기 K-방산 대장인 항공분야의 절대 강자

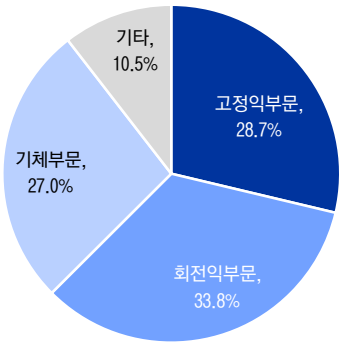
99년 설립돼 고정익, 회전익 등 항공기와 기체부품, 위성체, 발사체 등 사업을 영위하고 있다. 22년말 기준 지분 구조는 한국수출입은행이 지분 26.4% 보유하고 있으며 국민연금이 9.1% 지분을 보유 중이다. 주요 계열사로는 한국항공서비스, 에스앤케이항공이 있다. 사업부문은 총 3가지로 고정익부문, 회전익부문, 기체부문, 기타부문으로 나누어지며 22년 기준 매출비중은 고정익부문 28.7%, 회전익부문 33.8%, 기체부문 27.0%, 기타 10.5%이다. 주요제품으로는 KT1, T50, FA-50, 수리온 기동헬기, 송골매 무인기 등이 있으며 KF-21 및 LAH/LCH 개발 중에 있다.

그림92 22 년말 기준 한국항공우주 주주 현황



자료: 한국항공우주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 22 년 연결 기준 부문별 매출액 비중



자료: 한국항공우주, 이베스트투자증권 리서치센터

표40 주요제품 현황

	품목	설명
고정익부문	T-50/KF-21	한국 공군 훈련기, T-50 기반 경공격기 양산 사업, KF-21 한국형 전투기 개발 사업
	정부방산	시뮬레이터, PBL사업, 창정비등 군수단품류 사업
회전익부문	KUH/LAH	한국 육군 노후헬기 대체 위한 기동헬기 개발 및 양산사업 / 소형무장헬기 및 소형민수헬기 개발 사업
	정부방산	PBL사업 등 군수단품류 사업, 민관헬기 등
기체부문	기체부품 및 수출	Boeing, Airbus, Vought 등 기체구조물 제작, 납품 사업 민수, 수출 등
기타	정부방산 기타	위성사업, UAV, 시뮬레이터, PBL사업
	T-50/KF-21	T-50, T-50기반 경공격기 해외수출
	KT-1	기본훈련기 수출 사업
	기체부품 및 민수, 수출	수출 기타

자료: 한국항공우주. 이베스트투자증권 리서치센터

FA-50의 신뢰도 제고, KF-21 수출 기대

동사 주도로 K-방산 영역이 항공 분야로 확대되고 있다. 22년 9월 폴란드와의 FA-50 48대 공급 계약으로 시장을 유럽으로 확장했다. 23년 2월 말레이시아와 FA-50 18대 수출 계약을 체결했다. 현재 공시를 통해 파악된 T-50/FA-50 수출 물량은 최소 70여대, 5.7조원에 달한다. 더불어 최근 28년을 목표로 F-50 단좌형 개발을 결정했다. 해당 모델은 미국 공군의 ATT(고등훈련기) 사업 수주를 위한 것으로 Lockheed Martin과 컨소시움으로 사업을 진행할 계획이다. 사업규모는 100-400대로 추정되며 미국 해군의 TSA(전술대체항공기), UJTS(신규 훈련기) 사업까지 수주할 경우 전체 미국향 물량은 400-600대까지 확대될 가능성도 존재한다. 미 공군과 해군 사업은 24-25년 시작될 것으로 예상돼 수주에 성공할 경우 동사의 중장기 성장폭 확대가 예상된다.

동사가 24년 양산을 목표로 개발 중인 한국의 4.5세대 전투기 KF-21은 상당부분 국산화가 상당부분 진행됐다. KF-21 시제 1호기의 국산화율은 65%에 달하며 향후 80%까지 높일 예정이다. 이미 T-50/FA-50을 필리핀, 태국, 인도, 인도네시아, 폴란드 등에 수출해 한국산 항공기에 대한 신뢰도 충분하다. 21년 글로벌 무기 시장에서 항공기는 51.1%로 가장 큰 비중을 차지하고 있어 FA-50, KF-21의 해외 수주를 통한 동사의 중장기 실적 성장으로 이어질 것이다.

표41 22 년 이후 한국항공우주 완제기 수출 계약

국가	내용	대수	계약규모(십억원)	계약기간	'21	'22	'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29
태국	T-50TH 4단계	2	90	21/07-23/11									
인도네시아	T-50i 추가 도입	6	274	22/08-25/06									
폴란드	FA-50	48	4,208	22/11-28/09									
말레이시아	FA-50	18	1,195	23/02-29/08									

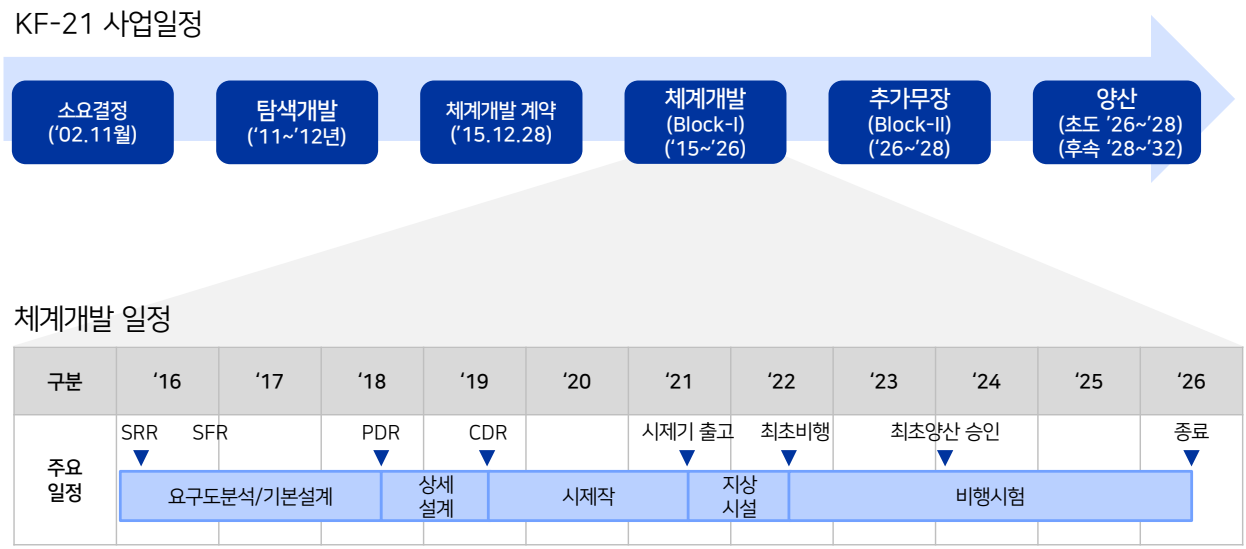
자료: 한국항공우주, 이베스트투자증권 리서치센터

표42 한국항공우주 예상 해외수주 사업수주

기업	품목	상대국	내용
KAI	FA-50	콜롬비아	A-37 공격기 17대, T-37 30여대 교체 사업. 최소 FA-50 20대, 6억달러(약 7,600억원) 규모
	FA-50	말레이시아	23년 2월 FA-50 경공격기 18대 수출 계약 체결, 1.2조원 규모. 26년 초도물량 납품 예정. 말레이시아는 18대 추가 도입하는 2차 사업 계획 중

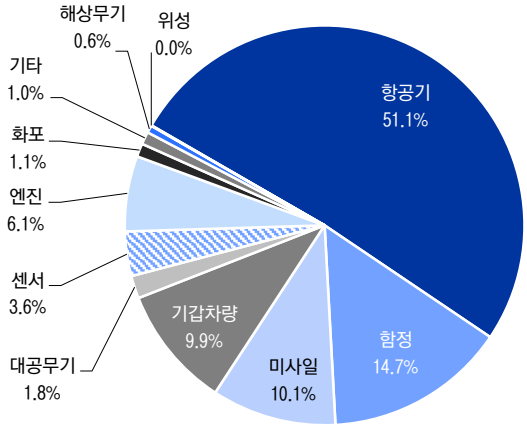
자료: 언론 정리, 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 **KF-21 Block- I 체계개발 일정**



자료: 방위사업청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 **21 년 전세계 무기별 거래 비중**



자료: SIPRI, 이베스트투자증권 리서치센터

23년 매출 성장과 이익률 개선이 동시에 발현

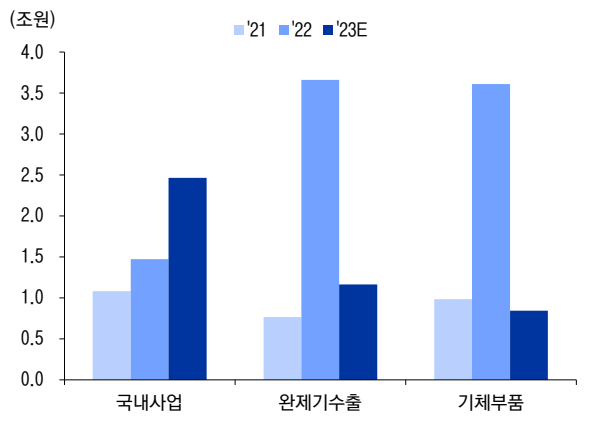
23년 연결 매출액은 3.8조원(+35.1% YoY), 영업이익은 2,810억원(+7.5% YoY)으로 추정한다. 22년 폴란드와의 FA-50 공급계약과 전방 산업 정상화에 따른 기체부품 신규수주 등으로 총 8.7조원의 신규 수주를 달성했다. 폴란드향 FA-50은 8월 초도기 2대를 시작으로 12월까지 12대가 납품될 것으로 예상된다. 완제기 수출의 이익률은 두자릿수로 파악돼 완제기 수출증가에 따른 실적 성장이 예상된다. 더불어 코로나19 이후 항공산업 정상화에 따른 항공기 수요 증가로 기체부품 매출도 성장세를 이어갈 것이다. 국내 사업에서는 KF-21 개발과 425 위성 체계개발, KUH 4차 납품, 백두체계 성능개량 등 매출이 발생할 것이다.

표43 한국항공우주 연결 실적 및 수주 추이(23 년 수주는 가이던스)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	'21	'22	'23E
연결 매출액	**641**	**669**	**609**	**869**	**762**	**854**	**861**	**1,288**	**2,562**	**2,787**	**3,765**
YoY %	*4.7*	*-5.7*	*36.8*	*9.0*	*19.0*	*27.8*	*41.4*	*48.3*	*-9.3*	*8.8*	*35.1*
국내사업	405	492	412	588	404	486	303	613	1,843	1,897	1,806
완제기수출	56	2	25	44	115	173	345	518	218	127	1,152
기체부품	177	171	171	230	240	192	210	152	488	748	794
영업이익	**39**	**34**	**31**	**38**	**52**	**64**	**69**	**96**	**58**	**142**	**281**
YoY %	*366.7*	*-42.7*	*977.7*	*-389.6*	*32.6*	*84.6*	*127.1*	*156.8*	*-58.2*	*143.0*	*98.5*
OPM %	6.1	5.1	5.0	4.3	6.8	7.4	8.0	7.5	2.3	5.1	7.5
신규수주	**230**	**133**	**3,495**	**4,886**					**2,835**	**8,744**	***4,477***
국내사업	12	80	21	1,360					1,084	1,473	*2,464*
완제기수출	179	2	3,473	9					766	3,663	*1,167*
기체부품	39	52	1	3,518					985	3,609	*846*
수주잔고	**18,263**	**17,775**	**20,664**	**24,596**					**18,656**	**24,596**	***25,376***
국내사업	9,328	7,931	7,546	8,325					18,656	24,596	*9,096*
완제기수출	111	1,114	4,562	5,003					18,656	24,596	*4,954*
기체부품	8,824	8,730	8,556	11,268					18,656	24,596	*11,326*

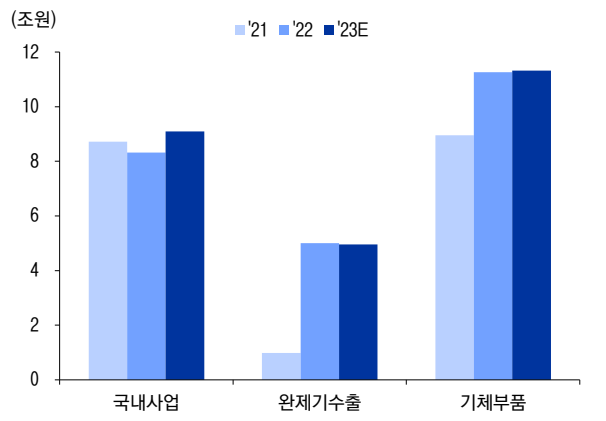
자료: 한국항공우주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 한국항공우주 사업부문별 신규수주 추이



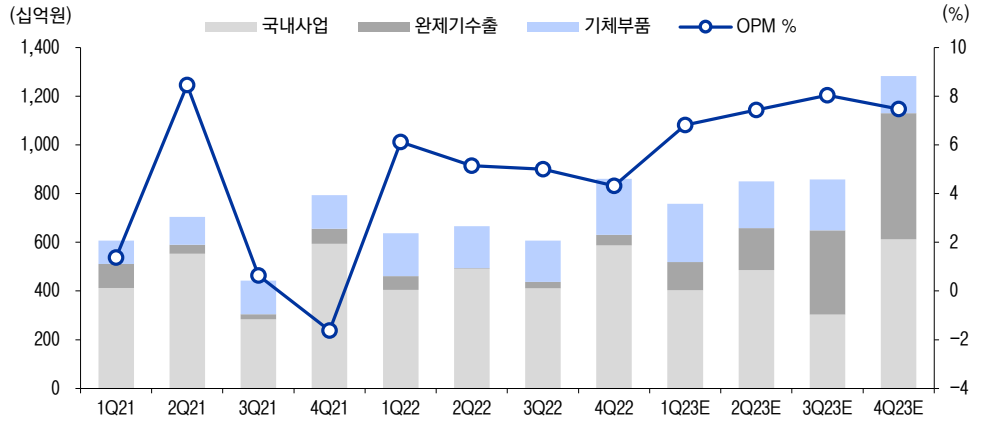
자료: 한국항공우주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 한국항공우주 사업부문별 수주잔고 추이



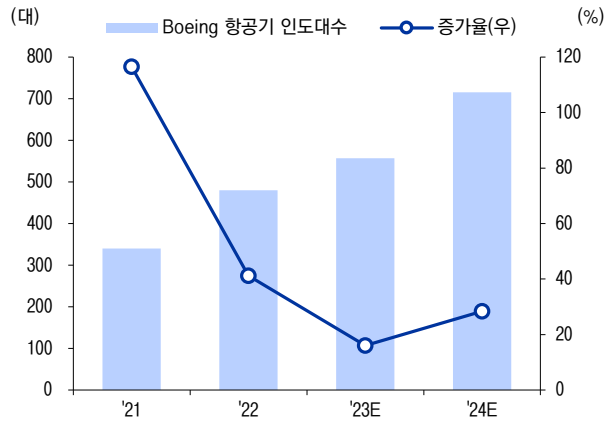
자료: 한국항공우주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 한국항공우주 사업부문별 매출액 및 영업이익률 추이



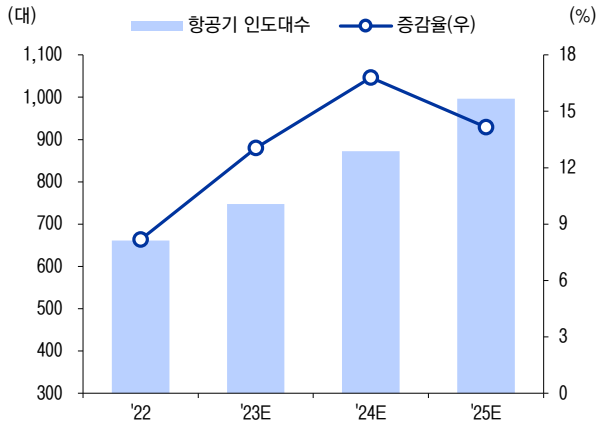
자료: 한국항공우주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 Boeing 항공기 인도대수 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 Airbus 항공기 인도대수 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 58,000원으로 커버리지 개시

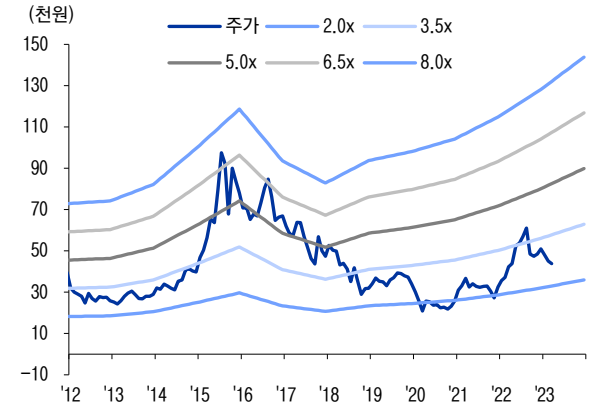
동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 58,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd 예상 BPS 16,347원에 Target PBR 3.5x(역사적 평균)을 적용해 산출했다. 현주가 수준에서 12M fwd PBR은 2.7x로 역사적 평균을 하회하고 있다. 국내 KF-21 개발 사업이 순조롭게 진행되고 있으며 FA-50의 폴란드, 말레이시아 수출 계약으로 국내 방산 경쟁력이 지상무기 중심에서 항공 분야로 확장되고 있다. 단기적으로 전방 산업 회복에 따른 기체부품 수요 증가와 완제기 수출 증가로 매출액 성장과 이익률 개선이 동시에 이루어질 전망이다. 중장기적으로도 FA-50 수출에 따른 해외시장 신뢰도 확보로 KF-21 수출 가능성도 높아진 것으로 분석된다. 15년 T-50 이라크 생산, FA-50 필리핀 납품 등 완제기 수출과 Boeing, Airbus 등 기체부품 매출이 동반 성장했던 시기와 유사한 상황으로 주가 상승 여력이 충분한 것으로 판단한다.

표44 한국항공우주 목표 주가 산출

(십억원, 원, x, 백만주)	내용	비고
Target PBR	3.5	역사적 평균
BPS	16,510	12M fwd 예상 BPS
적정 주가(원)	**57,541**	
발행 주식수	97.5	
적정 시가총액	5,609	
목표주가(원)	**58,000**	
상승여력	32.1%	

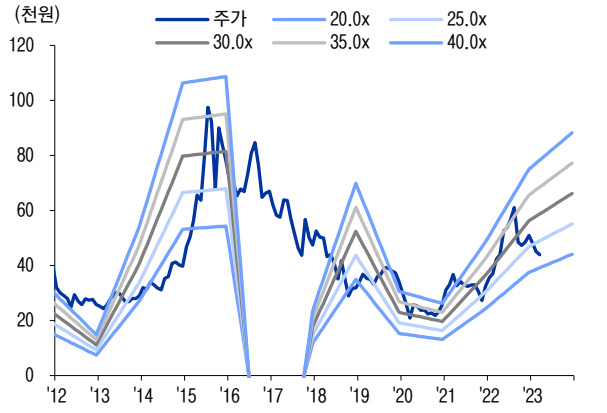
자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 한국항공우주 12M fwd PBR 밴드



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 한국항공우주 12M fwd PER 밴드



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

한국항공우주 (047810)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	3,681	5,389	5,648	5,921	6,194
현금 및 현금성자산	887	2,024	2,293	2,473	2,638
매출채권 및 기타채권	249	229	282	287	294
재고자산	1,325	1,593	1,553	1,580	1,617
기타유동자산	1,221	1,543	1,520	1,581	1,646
비유동자산	2,174	2,383	2,510	2,629	2,764
관계기업투자등	79	83	86	90	94
유형자산	865	827	852	883	911
무형자산	626	746	830	908	980
자산총계	**5,855**	**7,772**	**8,158**	**8,551**	**8,959**
유동부채	2,800	5,055	5,231	5,389	5,575
매입채무 및 기타재무	425	650	663	675	691
단기금융부채	103	549	554	538	538
기타유동부채	2,272	3,857	4,013	4,176	4,346
비유동부채	1,758	1,264	1,283	1,302	1,323
장기금융부채	1,128	605	605	605	605
기타비유동부채	630	659	677	697	717
부채총계	**4,558**	**6,319**	**6,514**	**6,692**	**6,897**
지배주주지분	1,269	1,428	1,619	1,834	2,036
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	675	833	1,025	1,239	1,441
비지배주주지분(연결)	28	25	25	25	25
자본총계	**1,297**	**1,453**	**1,645**	**1,859**	**2,061**

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**2,562**	**2,787**	**3,765**	**4,039**	**4,085**
매출원가	2,255	2,413	3,163	3,357	3,420
매출총이익	307	374	602	682	666
판매비 및 관리비	249	232	321	355	347
영업이익	58	142	281	327	318
(EBITDA)	207	277	441	496	497
금융손익	8	-26	-29	-40	-41
이자비용	23	22	34	45	46
관계기업등 투자손익	0	-1	-1	-1	-1
기타영업외손익	-12	7	7	7	7
세전계속사업이익	**54**	**122**	**258**	**293**	**284**
계속사업법인세비용	1	6	52	59	57
계속사업이익	53	116	207	234	227
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	53	116	207	234	227
지배주주	64	118	211	239	232
총포괄이익	**53**	**116**	**207**	**234**	**227**
매출총이익률 (%)	12.0	13.4	16.0	16.9	16.3
영업이익률 (%)	2.3	5.1	7.5	8.1	7.8
EBITDA 마진률 (%)	8.1	9.9	11.7	12.3	12.2
당기순이익률 (%)	2.1	4.2	5.5	5.8	5.6
ROA (%)	1.2	1.7	2.6	2.9	2.6
ROE (%)	5.2	8.8	13.8	13.8	12.0
ROIC (%)	3.9	15.1	73.7	97.4	89.1

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**440**	**1,493**	**577**	**516**	**516**
당기순이익(손실)	53	116	207	234	227
비현금수익비용가감	263	176	183	194	204
유형자산감가상각비	102	91	98	102	105
무형자산상각비	47	44	61	68	73
기타현금수익비용	114	-40	23	25	26
영업활동 자산부채변동	179	1,228	187	87	84
매출채권 감소(증가)	-9	28	-53	-5	-7
재고자산 감소(증가)	-177	-243	40	-27	-37
매입채무 증가(감소)	-20	59	14	11	16
기타자산, 부채변동	385	1,383	186	108	112
투자활동 현금	**-416**	**-204**	**-294**	**-296**	**-321**
유형자산처분(취득)	-84	-69	-123	-132	-134
무형자산 감소(증가)	-185	-161	-146	-146	-146
투자자산 감소(증가)	-179	17	-10	-11	-11
기타투자활동	32	9	-15	-7	-30
재무활동 현금	**201**	**-103**	**-14**	**-40**	**-29**
차입금의 증가(감소)	220	-83	5	-16	0
자본의 증가(감소)	-19	-19	-19	-24	-29
배당금의 지급	-19	-19	-19	-24	-29
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	225	1,137	269	180	166
기초현금	662	887	2,024	2,293	2,473
기말현금	887	2,024	2,293	2,473	2,638

자료: 한국항공우주, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	49.5	41.9	20.3	17.9	18.5
P/B	2.5	3.5	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	16.3	14.2	6.8	5.6	5.3
P/CF	10.0	17.0	11.0	10.0	9.9
배당수익률 (%)	0.6	0.4	0.6	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액	-17.6	8.8	35.1	7.3	1.1
영업이익	-78.9	143.1	98.5	16.3	-2.6
세전이익	-58.0	124.5	111.7	13.2	-3.0
당기순이익	-68.3	117.6	78.4	13.2	-3.0
EPS	-62.5	85.4	78.0	13.2	-3.0
안정성 (%)					
부채비율	318.0	351.3	434.8	396.1	360.0
유동비율	120.2	131.5	106.6	108.0	109.9
순차입금/자기자본(x)	26.1	16.8	-70.4	-78.7	-80.5
영업이익/금융비용(x)	2.5	6.5	8.4	7.2	7.0
총차입금 (십억원)	1,230	1,154	1,159	1,143	1,143
순차입금 (십억원)	218	-1,024	-1,294	-1,497	-1,669
주당지표 (원)					
EPS	656	1,215	2,164	2,450	2,377
BPS	13,023	14,648	16,611	18,811	20,888
CFPS	3,244	2,991	3,999	4,396	4,424
DPS	200	200	250	300	300

LIG 넥스원 (079550)

2023. 3. 28 | 방산·우주

Analyst 이승웅
02-3779-8756
sw.lee@ebestsec.co.kr

성장의 기반을 다지는 한해

수출이 기대되는 휴대용 미사일

동사의 휴대용 미사일인 현궁과 신궁에 대한 해외 관심도가 높아지고 있어 수출 확대가 기대된다. 최근 미국 CSIC(전략국제문제연구소)는 대전차미사일 Javelin 등 재고 부족을 언급했다. 현재 미국의 포탄 생산CAPA 고려시 우크라이나 이전의 재고수준으로 회복하기 위해서는 최소 3-5년 이상이 소요될 것으로 파악된다. 하지만 전쟁이 여전히 진행 중이고 포탄 소모가 상당한 점을 감안한다면 전쟁이 종료된 이후에도 상당기간 동안 재고 보충을 위한 수요는 높은 수준에서 유지될 것이다. 특히 이번 러-우 전쟁에서 우크라이나는 러시아의 대전차 미사일을 활용한 기갑전력 무력화 전략이 유효하게 작용하며 휴대용 대전차미사일에 대한 관심도가 높아진 점을 감안한다면 Javelin과 Stinger의 대체제로 동사의 신궁과 현궁이 부상할 가능성이 높다.

중장기적으로 수주 증가추세 지속

23년 매출액은 2.3조원(+2.7% YoY), 영업이익은 1,380억원(+6.0% YoY)으로 전망한다. 22년 최대 수주인 UAE 천궁-II 수주에 대한 매출 인식은 26년 이후에 본격화될 것으로 예상된다. 23년 체계개발 사업 비중 증가에 따라 이익률 관점에서는 다소 보수적으로 접근할 필요가 있으나, 중장기적으로 이어질 양산사업과 수출 가능성까지 고려하면 긍정적. 23년 신규수주에 대해 보수적으로 접근하더라도 UAE향 천궁이 커스터마이징 후 본격적인 납품이 시작될 것으로 예상되는 26년 이전까지 수주잔고 증가추세는 유지될 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 86,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 86,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd 예상 EPS 5,654원에 Target PER 15.2x(글로벌 Peer 평균에서 20% 할인)을 적용해 산출했다. 23년 동사 실적은 개발매출 비중 증가로 인해 성장세가 다소 둔화될 것으로 예상된다. 다만 22년말 수주잔고는 12.3조원으로 역대 최대치를 기록했으며 체계개발 이후 양산과 수출이 이어진다는 점을 감안한다면 중장기적 실적 성장 추세는 유지할 것이다. 더불어 러시아-우크라이나 전쟁으로 휴대용 미사일에 대한 관심이 높아짐에 따라 동사의 수출 품목 확대가 기대되는 시점이다. 현주가 기준 동사의 12M fwd PBR 1.5x, PER 12.1x로 저평가 상태이다. 매수 전략이 유효하다.

Buy (신규)

목표주가 (신규)	86,000 원
현재주가	68,500 원
상승여력	25.5%

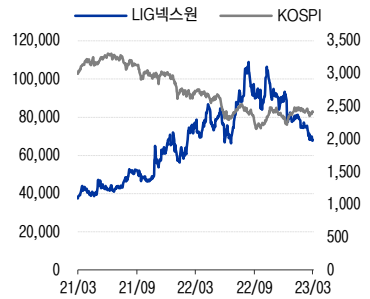
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (3/27)		2,409.22 pt
시가총액		15,070 억원
발행주식수		22,000 천주
52 주 최고가/최저가		109,000 / 66,300 원
90 일 일평균거래대금		192.55 억원
외국인 지분율		12.8%
배당수익률(23.12E)		1.8%
BPS(23.12E)		44,027 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-8.8%
	6 개월	-32.3%
	12 개월	1.2%
주주구성	엘아이지(외 13 인)	42.6%
	국민연금공단(외 1 인)	12.7%
	LIG 넥스원우리사주(외 1 인)	1.9%

Stock Price



Financial Data

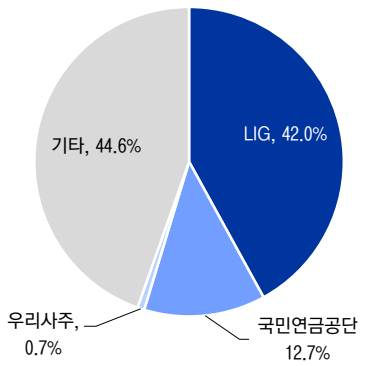
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2021	1,822	97	129	105	4,820	80.5	154	14.2	12.7	2.0	14.6
2022	2,221	179	148	113	5,641	17.0	233	16.3	9.1	2.2	14.5
2023E	2,282	138	149	115	5,271	-6.6	206	13.0	7.5	1.6	12.1
2024E	2,759	185	199	153	7,015	33.1	254	9.8	5.8	1.4	14.8
2025E	2,910	181	195	150	6,877	-2.0	250	10.0	5.5	1.2	13.0

자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

국내 유일 100% 방산 기업

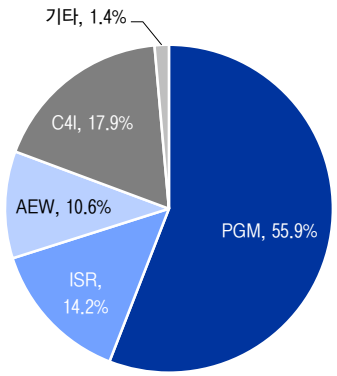
76년 설립된 금성정밀공업이 모태로 04년 LG이노텍의 방산 사업부가 분사해 넥스원퓨처로 설립돼 07년 LIG넥스원으로 사명을 변경했다. 22년말 기준 최대주주는 지분 42%를 보유한 LIG이며 국민연금공단이 12.7%를 소유하고 있다. 주요사업은 PGM(정밀타격), ISR(감시정찰), AEW(항공전자/전자전), C4I(지휘통제/통신)으로 구성돼 국내 유일 100% 방산 사업만 영위하는 상장사이다. 22년말 매출액 비중은 PGM 55.9%, ISR 14.2%, AEW 10.6%, C4I 17.9%이다. 주로 국내 무기체계 개발을 중심으로 사업을 전개해 내수 의존도가 80%를 상회한다. 22년 1월 UAE와의 천궁-Ⅱ 공급 계약으로 수출 비중 확대에 대한 기대감이 높아지고 있다.

그림107 **LIG 넥스원 지배구조**



자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림108 **22 년 연결 기준 부문별 매출액 비중**



자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

표45 **주요제품 현황**

	분야	항목
PGM(정밀유도)	지상발사	천궁, 천마, 신궁, 비호, 현궁, 비궁
	함정/공중발사	KGGB, 해궁, 해성, 비룡, 해룡
	수중발사	청상어, 홍상어, 범상어, 자항식기만기, 자항기뢰
ISR(감시정찰)	레이다	AESA, 국지방송레이다, 장거리레이다, 해상감시레이다 PAR, 울산-I급 탐색 레이다, 검독수리급 탐색레이다
	전자광학/영상레이다	다목적 실용위성 SAR, 초소형위성체계, EOSS, EOTS
	소나/센서	HMS, 광개토-III Batch-II, 통합소나체계, KDDX 소나체계, 장보고-III 소나체계, HUSS
AEW(항공전자)	유인기	KFX-SMC, ETU T/FA-50-HUD, RADAR, U/VHF-AM Radio, LAH-SMC, Link-K DLP, IDMC, 수리온-IDMC, MC, MFD
	무인기	SAR, EO/IR, 가시선 데이터링크, GCS
AEW(전자)	전술전자전	TLQ-200K, SLQ-200, ALQ-200, 국가중요시설 드론 방어시스템
	신호수집	MTB-EWT
	전파관리	전파측정시스템
C4I(지휘통제)	지휘통제체계	BTCS, 무인기 및 차량지휘통제체계, 장보고급 잠수함 통합전투체계, LINCS, 소해함TDS
	전술통신/항법	군 위성통신체계-II, TMMR

자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

수출이 기대되는 휴대용 미사일

동사의 휴대용 미사일인 현궁과 신궁에 대한 해외 관심도가 높아지고 있어 수출 확대가 기대된다. 최근 미국 CSIC(전략국제문제연구소)는 대전차미사일 Javelin 등 재고 부족을 언급했다. 현재 미국의 포탄 생산CAPA 고려시 우크라이나 이전의 재고수준으로 회복하기 위해서는 최소 3-5년 이상이 소요될 것으로 파악된다. 하지만 전쟁이 여전히 진행 중이고 포탄 소모가 상당한 점을 감안한다면 전쟁이 종료된 이후에도 상당기간 동안 재고 보충을 위한 수요는 높은 수준에서 유지될 것이다. 특히 이번 러-우 전쟁에서 우크라이나는 러시아의 대전차 미사일을 활용한 기갑전력 무력화 전략이 유효하게 작용하며 휴대용 대전차미사일에 대한 관심도가 높아진 점을 감안한다면 Javelin과 Stinger의 대체제로 동사의 신궁과 현궁이 부상할 가능성이 높다.

표46 우크라이나 지원으로 인한 미국 무기 소모품 재고 보충 소요기간

(개, 월)	품목	우크라이나 지원수	연간 생산량	생산 리드타임	생산기간	총 소요기간
5년 이상 소요	155mm 포탄(최근 기준)	1,074,000	93,000	12-18	44	59
	155mm 포탄(생산확대시)		240,000		56	84
	155mm 유도탄 Excalibur(최근 기준)	5,200	1,000	22	23	48
	155mm 유도탄 Excalibur(CAPA확대시)		2,400		12	149
	대전차미사일 Javelin(최근 기준)	8,500	1,000	24	12	56
	대전차미사일 Javelin(CAPA확대시)		2,100		192	216
	지대공미사일 Stinger(최근 기준)	1,600	100?	24+	55	79
	지대공미사일 Stinger(과거 기준)		350?			
5년 미만 소요	다연장로켓 HIMARS(최근 기준)	20	20	26	12	37
	다연장로켓 HIMARS(CAPA확대시)		72+		5	30
불확실	다연장유도로켓 GMLRS	수천여개	5,000	17+	?	?
	다연장유도로켓 GMLRS(CAPA확대시)		10,000+		?	?

자료: CSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 LIG 넥스원의 휴대용 지대공미사일 신궁

자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 LIG 넥스원의 휴대용 대전차미사일 현궁

자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

중장기적으로 수주 증가추세 지속

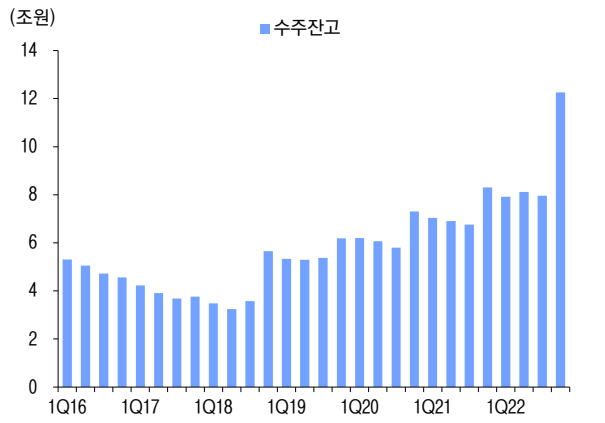
23년 매출액은 2.3조원(+2.7% YoY), 영업이익은 1,380억원(+6.0% YoY)으로 전망한다. 22년 최대 수주인 UAE 천궁-Ⅱ 수주에 대한 매출 인식은 26년 이후에 본격화될 것으로 예상되며 올해는 개발 매출 비중 증가로 인해 성장세가 다소 둔화될 것으로 전망된다. 다만 22년말 수주잔고는 역대 최대인 12.3조원을 기록해 중장기적 실적 성장 추세는 유지된다. 22년 신규수주 규모는 6.1조원으로 해외에서는 UAE 천궁-Ⅱ, 인도네시아 경찰 통신망을 수주했고, 국내에서는 현궁 2차 양산, 대함유도탄방어유도탄 2차 양산, 중어뢰2 2차양산 등 양산과 경어뢰2, 장사정포요격체계, 함정용전자전장비2 등 체계개발 사업도 다수 수주했다. 23년 체계개발 사업 비중 증가에 따라 이익률 관점에서는 다소 보수적으로 접근할 필요가 있으나, 중장기적으로 이어질 양산사업과 수출 가능성까지 고려하면 긍정적. 23년 신규수주에 대해 보수적으로 접근하더라도 UAE향 천궁이 커스터마이징 후 본격적인 납품이 시작될 것으로 예상되는 26년 이전까지 수주잔고 증가추세는 유지될 것이다.

표47 한국항공우주 연결 실적 및 수주 추이(23 년 수주는 가이던스)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	'21	'22	'23E
연결 매출액	**427**	**490**	**696**	**608**	**469**	**537**	**626**	**650**	**1,822**	**2,221**	**2,282**
YoY %	*21.9*	*11.5*	*51.6*	*6.1*	*9.7*	*9.5*	*-9.9*	*6.9*	*13.9*	*21.9*	*2.7*
내수	380	444	475	515	398	462	489	602	1,740	1,815	1,950
수출	47	46	221	93	71	75	137	48	83	406	331
영업이익	**50**	**47**	**58**	**23**	**31**	**35**	**40**	**32**	**97**	**179**	**138**
YoY %	*294.4*	*63.8*	*64.4*	*14.8*	*-39.2*	*-26.5*	*-30.7*	*39.7*	*52.5*	*84.2*	*-22.9*
OPM %	11.8	9.6	8.4	3.8	6.5	6.5	6.5	5.0	5.3	8.1	6.0
방위력개선비									16,996	16,692	17,000
내수매출/방위력개선비 %									**10.2**	**10.9**	**11.5**
수주잔고	**7,921**	**8,112**	**7,956**	**12,265**					**8,307**	**12,265**	

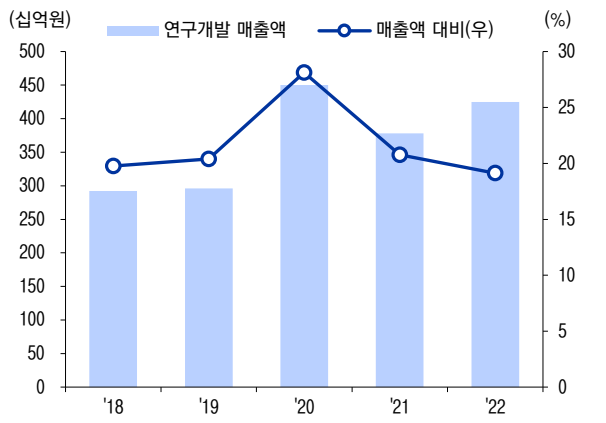
자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 LIG 넥스원 수주잔고 추이



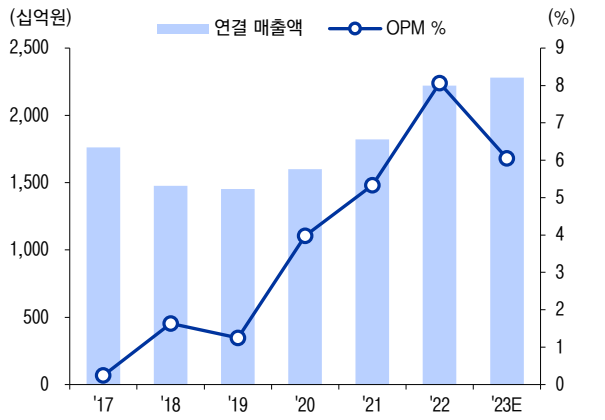
자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 연구개발 매출 추이



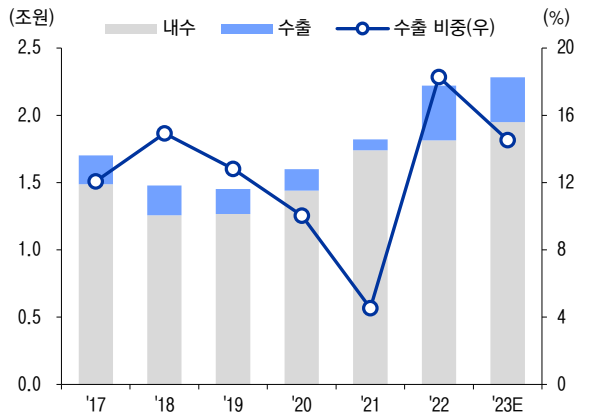
자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림113 LIG 넥스원 매출액 및 영업이익률 추이



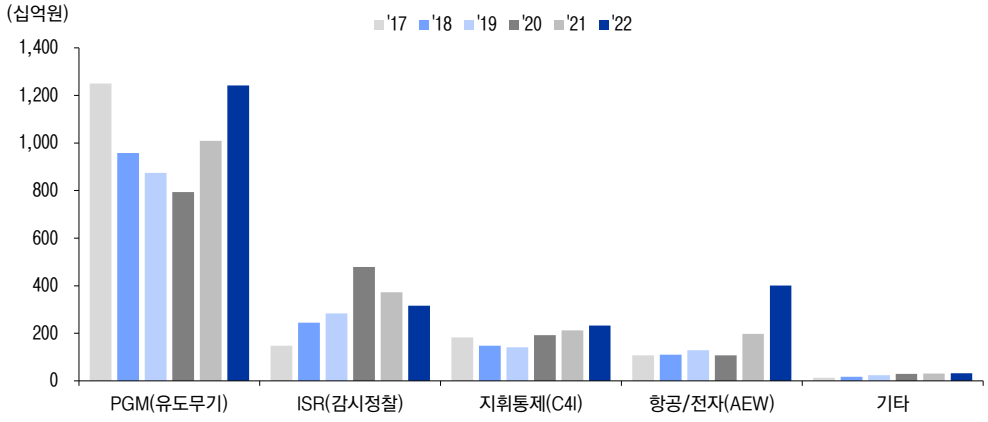
자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림114 LIG 넥스원 내수 및 수출 매출 추이



자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림115 LIG 넥스원 사업부문별 매출액 추이



자료: LIG넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 86,000원으로 커버리지 개시

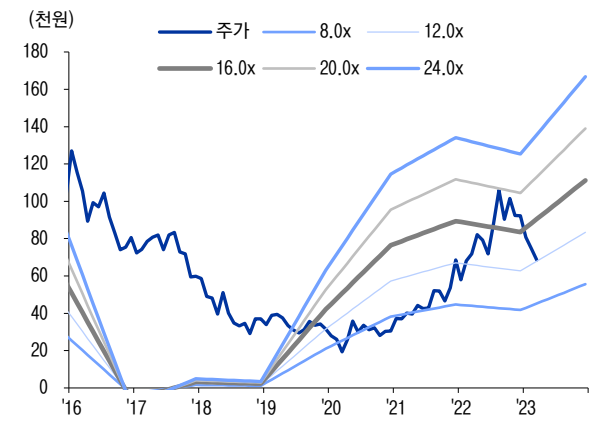
동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 86,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd 예상 EPS 5,654원에 Target PER 15.2x(글로벌 Peer 평균에서 20% 할인)을 적용해 산출했다. 23년 동사 실적은 개발매출 비중 증가로 인해 성장세가 다소 둔화될 것으로 예상된다. 다만 22년말 수주잔고는 12.3조원으로 역대 최대치를 기록했으며 체계개발 이후 양산과 수출이 이어진다는 점을 감안한다면 중장기적 실적 성장 추세는 유지할 것이다. 더불어 러시아-우크라이나 전쟁으로 휴대용 미사일에 대한 관심이 높아짐에 따라 동사의 수출 품목 확대가 기대되는 시점이다. 현주가 기준 동사의 12M fwd PBR 1.5x, PER 12.1x로 저평가 상태이다. 매수 전략이 유효하다.

표48 LIG 넥스원 목표주가 산출

(십억원, 원, x, 백만주)	내용	비고
Target PER	15.2	글로벌 Peer 평균 19.0x에서 20% 할인
BPS	5,654	12M fwd 예상 EPS
적정 주가(원)	**85,936**	
발행 주식수	22.0	
적정 시가총액	1,891	
목표주가(원)	**86,000**	
상승여력	25.5%	

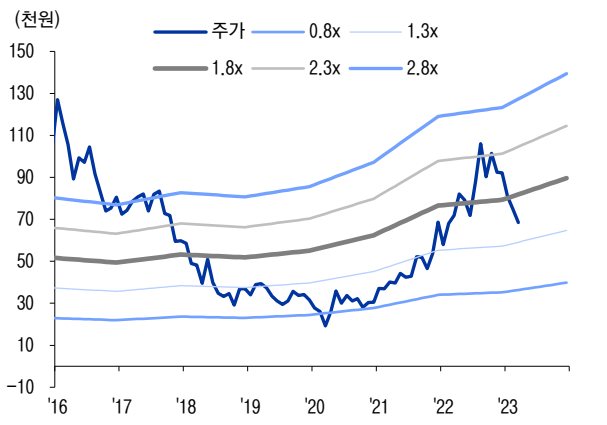
자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림116 LIG 넥스원 12M fwd PBR 밴드



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 LIG 넥스원 12M fwd PER 밴드



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

LIG 넥스원 (079550)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,486	1,823	1,970	2,209	2,405
현금 및 현금성자산	75	253	324	385	488
매출채권 및 기타채권	160	234	249	315	338
재고자산	219	231	246	312	334
기타유동자산	1,033	1,106	1,150	1,197	1,246
비유동자산	1,091	1,190	1,201	1,219	1,239
관계기업투자등	119	45	46	48	50
유형자산	743	856	849	851	855
무형자산	148	171	183	193	202
자산총계	**2,577**	**3,013**	**3,170**	**3,428**	**3,644**
유동부채	1,481	1,899	2,014	2,145	2,228
매입채무 및 기타재무	332	232	281	355	381
단기금융부채	226	245	252	249	244
기타유동부채	923	1,423	1,480	1,540	1,603
비유동부채	332	178	188	188	197
장기금융부채	323	121	129	126	133
기타비유동부채	9	57	59	62	64
부채총계	**1,814**	**2,078**	**2,202**	**2,333**	**2,425**
지배주주지분	763	935	969	1,095	1,219
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	142	142	142	142	142
이익잉여금	444	561	649	776	900
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**763**	**935**	**969**	**1,095**	**1,219**

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,822**	**2,221**	**2,282**	**2,759**	**2,910**
매출원가	1,591	1,894	1,992	2,408	2,540
매출총이익	232	327	290	351	370
판매비 및 관리비	134	147	152	166	189
영업이익	**97**	**179**	**138**	**185**	**181**
(EBITDA)	154	233	206	254	250
금융손익	-12	-3	-6	-4	-4
이자비용	14	13	11	10	10
관계기업등 투자손익	3	-29	0	0	0
기타영업외손익	40	1	17	17	17
세전계속사업이익	**129**	**148**	**149**	**199**	**195**
계속사업법인세비용	24	35	34	46	45
계속사업이익	105	113	115	153	150
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	105	113	115	153	150
지배주주	105	123	115	153	150
총포괄이익	**105**	**113**	**115**	**153**	**150**
매출총이익률 (%)	12.7	14.7	12.7	12.7	12.7
영업이익률 (%)	5.3	8.1	6.0	6.7	6.2
EBITDA 마진률 (%)	8.5	10.5	9.0	9.2	8.6
당기순이익률 (%)	5.8	5.1	5.0	5.5	5.2
ROA (%)	4.1	4.4	3.7	4.6	4.2
ROE (%)	14.6	14.5	12.1	14.8	13.0
ROIC (%)	7.4	13.1	10.9	14.4	13.6

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**135**	**457**	**161**	**181**	**217**
당기순이익(손실)	105	123	115	153	150
비현금수익비용가감	92	130	14	71	72
유형자산감가상각비	41	46	47	47	47
무형자산상각비	16	8	20	21	23
기타현금수익비용	35	21	-54	1	1
영업활동 자산부채변동	-50	210	32	-43	-5
매출채권 감소(증가)	68	-92	-16	-66	-22
재고자산 감소(증가)	-1	33	-15	-65	-22
매입채무 증가(감소)	-14	-108	49	75	25
기타자산, 부채변동	-104	377	14	14	15
투자활동 현금	**25**	**-33**	**-79**	**-88**	**-90**
유형자산처분(취득)	-32	-46	-40	-49	-51
무형자산 감소(증가)	-42	-29	-31	-31	-31
투자자산 감소(증가)	103	52	-2	-2	-2
기타투자활동	-4	-11	-5	-5	-5
재무활동 현금	**-137**	**-245**	**-11**	**-32**	**-24**
차입금의 증가(감소)	-117	-218	15	-6	2
자본의 증가(감소)	-20	-26	-26	-26	-26
배당금의 지급	-20	-26	-26	-26	-26
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**24**	**178**	**71**	**61**	**103**
기초현금	51	75	253	324	385
기말현금	75	253	324	385	488

자료: LIG 넥스원, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	14.2	16.3	13.0	9.8	10.0
P/B	2.0	2.2	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	12.7	9.1	7.5	5.8	5.5
P/CF	7.6	8.0	11.7	6.7	6.8
배당수익률 (%)	1.7	1.3	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
매출액	13.9	21.9	2.7	20.9	5.5
영업이익	52.5	84.3	-22.9	34.0	-2.4
세전이익	232.1	14.6	0.8	33.1	-2.0
당기순이익	81.5	7.7	1.5	33.1	-2.0
EPS	80.5	17.0	-6.6	33.1	-2.0
안정성 (%)					
부채비율	237.6	222.2	227.3	213.0	198.9
유동비율	100.3	96.0	97.8	103.0	108.0
순차입금/자기자본(x)	59.8	10.0	3.8	-2.9	-10.9
영업이익/금융비용(x)	7.0	13.5	12.5	18.7	18.5
총차입금 (십억원)	549	366	381	375	377
순차입금 (십억원)	456	93	36	-32	-133
주당지표 (원)					
EPS	4,820	5,641	5,271	7,015	6,877
BPS	34,696	42,508	44,027	49,788	55,412
CFPS	8,979	11,509	5,865	10,158	10,082
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200

풍산 (103140)

2023. 3. 28 | 철강금속

2023년 높아지는 방산 기대감

Analyst 안회수
02-3779-8897
hoesoo@ebestsec.co.kr

1Q23 Preview: 컨센서스 상회 예상

1Q23년 실적은 연결기준 매출액 1조 290억원(-2.1%YoY, -9.2%QoQ), 영업이익 640억원(-7.7%YoY, +49.3%QoQ)으로 컨센서스(532억원) 20% 상회를 예상한다. 1) 신동: 구리가격은 4Q22 $8,060/mt → 1Q23 $8,975/mt로 지난 12월부터 반등 흐름을 보였다. 높은 메탈게인 이익이 더해져 마진율이 4Q22 1.0% → 1Q23 3.7%으로 개선될 것으로 추정된다. 2) 방산: 내수와 수출 모두 견조한 실적이 이어져 매출 2,070억원, 마진율 1Q23 15%를 예상한다. UAE와 유럽향 수출이 늘어난 것이기 때문이다. 3) 신동부문 자회사들은 Metal Loss 영향에서 벗어나 안정적인 흑자 궤도로 돌아올 전망이다.

높아지는 방산 기대감

2023년은 방산 수출이 이익 성장을 이끄는 한 해가 될 것이다. 방산부문의 매출 비중은 30% 내외이지만, 영업이익률은 10% 중반대로 신동부문에 비해 훨씬 높기 때문이다. 러-우 전쟁 장기화로 글로벌 탄약 쇼티지가 지속되고 있으며, 우크라이나 지원을 위한 미국과 EU의 탄약 수입 가능성이 높아지고 있다. 실제 공시로 나온 내용과 정부 발표를 통해 파악되는 내용을 정리하면 다음과 같다. 1) 4Q22 공시된 한화에어로스페이스, 현대로템 향 대구경탄약 수주는 연간 약 1,000억원 이상의 유럽향 방산 수출 증가 효과를 가져다 줄 것으로 판단한다. 2) 미국 국방부와 우리 국방부 사이에 포탄 판매 협의가 진행 중이다. 3) 폴란드에 우리 방산업체의 탄약공장을 건설하는 논의가 추진 중이다. 폴란드에 수출한 전차 및 자주포에 필요한 소모품으로써 지속적인 수요가 발생하기 때문이다. 4) EU는 우크라이나에 12개월간 100만발의 155mm 포탄을 지원하기로 합의 했는데, 역외 기업은 일단 배제되었지만, 유럽 내 생산 역량 부족으로 방산 제조역량 관련 투자 확대 시 풍산의 공장 해외 진출이 가속화 될 수 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 50,000원 유지

최근 주가는 12M Fwd P/B 0.5x 수준으로 역사적 P/B 밴드 평균을 하회하고 있다. 방산부문 성장에 따른 구조적인 이익성, ROE(2023년 예상 10.9%) 개선에 주목하며 목표 Multiple을 0.7x로 상향 적용한다. 이는 구리가격 상승 cycle과 함께 이익률이 급격히 상승했던 2016~2017년의 평균 P/B를 20% 할인 적용한 것이다. 할인 적용의 이유는, 동사의 주가와 밀접한 구리가격이 급반등 이후 횡보할 것으로 예상하기 때문이다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	50,000 원
현재주가	36,600 원
상승여력	36.6 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (3/27)		2,409.22 pt
시가총액		10,257 억원
발행주식수		28,024 천주
52 주 최고가/최저가		38,900 / 23,550 원
90 일 일평균거래대금		84.18 억원
외국인 지분율		13.0%
배당수익률(23.12E)		2.7%
BPS(23.12E)		71,485 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	0.4%
	6 개월	35.8%
	12 개월	20.5%
주주구성	풍산홀딩스(외 4 인)	38.0%
	국민연금공단(외 1 인)	8.2%
	자사주(외 1 인)	2.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	2,594	121	99	72	2,567	0.0	222	10.9	6.6	0.5	5.1
2021	3,509	314	307	243	8,686	238.4	412	3.6	4.1	0.5	15.6
2022	4,373	232	220	175	6,252	-28.0	326	5.9	5.7	0.6	9.9
2023E	4,149	282	267	209	7,455	19.2	375	4.9	4.4	0.5	10.9
2024E	3,986	250	229	179	6,375	-14.5	340	5.7	4.2	0.5	8.6

자료: 풍산, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표49 풍산 1Q23 Preview

(십억원)	1Q22	4Q22	1Q23E	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
매출액	1,051	1,133	1,029	-9.2%	-2.1%	1,015	1.3%
영업이익	69	43	64	49.3%	-7.7%	53	20.6%
영업이익률	6.6%	3.8%	6.2%	2.4%p	-0.4%p	5.2%	1.0%p
세전이익	64	14	61	331.4%	-4.4%	47	32.2%
순이익	43	48	48	-1.1%	10.4%	32	49.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표50 풍산 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
연결 매출액	1,051	1,161	1,028	1,133	1,029	1,041	1,016	1,063	3,509	4,373	4,149
yoy	*0.0%*	*0.0%*	*16.2%*	*16.1%*	*-2.1%*	*-10.3%*	*-1.2%*	*-6.2%*	*35.3%*	*24.6%*	*-5.1%*
qoq	*7.7%*	*10.5%*	*-11.4%*	*10.2%*	*-9.2%*	*1.2%*	*-2.5%*	*4.6%*			
별도	768	873	756	859	774	797	782	833	2,556	3,257	3,186
신동	603	661	558	534	566	553	543	516	1,816	2,356	2,178
방산	166	212	198	325	207	245	240	317	740	901	1,008
-수출	88	152	138	141	130	135	143	146	373	518	555
-내수	77	61	60	184	77	110	97	171	367	383	454
자회사	283	288	272	274	255	244	234	230	953	1,116	963
영업이익	69	90	30	43	64	83	63	72	314	232	282
yoy	*10.9%*	*-15.8%*	*-63.0%*	*-33.5%*	*-7.7%*	*-7.3%*	*111.5%*	*67.9%*	*159%*	*-26%*	*22%*
qoq	*7.6%*	*29.4%*	*-66.6%*	*43.1%*	*49.3%*	*29.9%*	*-23.8%*	*13.6%*			
별도	49	76	31	47	52	71	50	61	234	203	234
신동	33	43	0	5	21	31	11	10	20	81	73
방산	16	32	32	42	31	39	40	52	65	122	162
자회사	20	13	-1	-4	12	13	14	11	80	28	49
OPM(%)	*6.6%*	*7.7%*	*2.9%*	*3.8%*	*6.2%*	*8.0%*	*6.2%*	*6.8%*	*9.0%*	*5.3%*	*6.8%*
별도	*6.4%*	*8.7%*	*4.1%*	*5.4%*	*6.7%*	*8.8%*	*6.4%*	*7.4%*	*9.1%*	*6.2%*	*7.3%*
신동	*5.4%*	*6.5%*	*0.0%*	*1.0%*	*3.7%*	*5.7%*	*2.0%*	*1.8%*	*7.4%*	*3.4%*	*3.3%*
방산	*9.8%*	*15.0%*	*16.1%*	*13.0%*	*15.0%*	*16.0%*	*16.5%*	*16.5%*	*12.8%*	*13.6%*	*16.1%*
자회사	*7.0%*	*4.6%*	*-0.4%*	*-1.4%*	*4.7%*	*5.1%*	*5.8%*	*4.6%*	*8.4%*	*2.5%*	*5.0%*
세전이익	64	103	38	14	61	83	59	63	307	220	266
당기순이익	43	68	23	48	48	64	46	49	243	183	208
당기순이익률	4.1%	5.8%	2.3%	4.3%	4.7%	6.2%	4.6%	4.6%	6.9%	4.2%	5.0%
주요가정											
신동 판매량(톤)	49,050	49,531	45,556	44,654	47,750	47,750	47,750	47,750	190,397	188,791	191,000
구리가격($/mt)	9,997	9,513	7,745	8,060	8,975	8,900	8,900	8,500	9,319	8,829	8,819

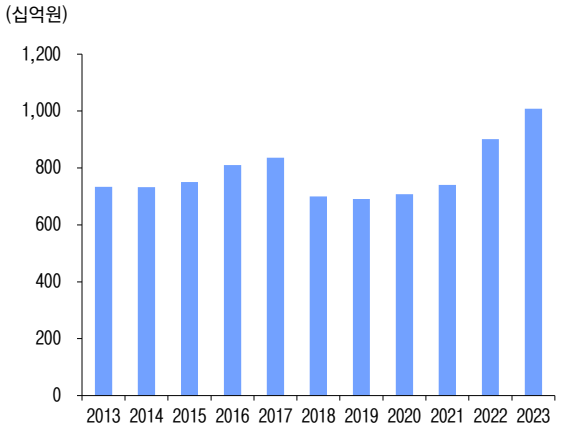
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표51 실적 변경 내역

	1Q23E			2023E		
	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액	978	1,029	5.2%	3,990	4,149	4.0%
영업이익	61	64	4.8%	327	282	-13.7%
영업이익률	5.60%	6.2%	0.6%p	8.2%	6.8%	-1.4%p
세전이익	60	61	2.5%	322	266	-17.3%
순이익	47	48	2.0%	251	208	-17.3%

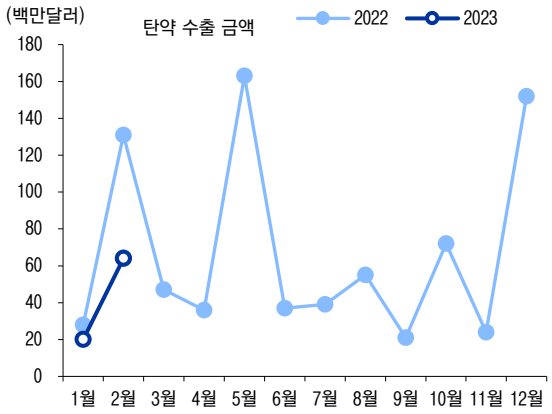
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2023년 실적 변경은 수익 추정 방식 수정으로 인해 과대추정 되었던 부분을 수정한 것

그림120 풍산 방산부문 매출 추이



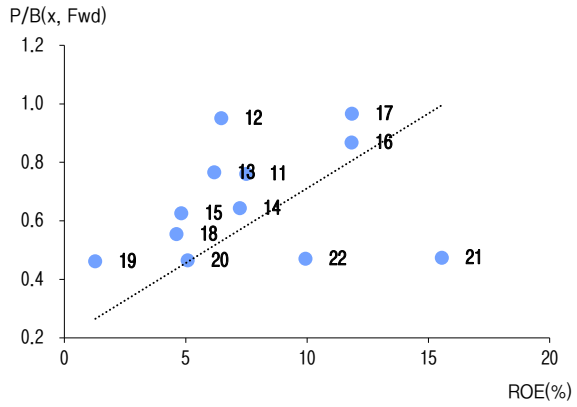
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2023년은 추정치

그림121 한국 탄약 수출 금액 추이



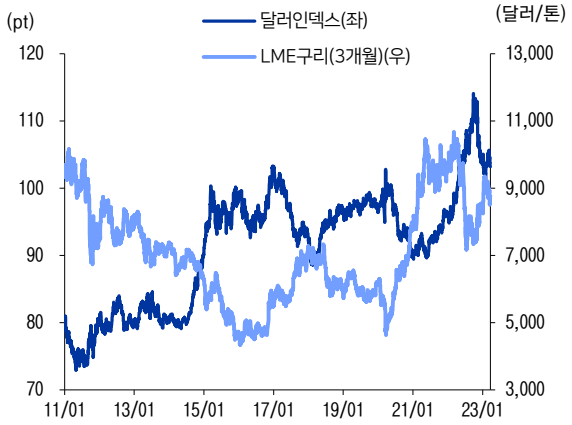
자료: kstat, 이베스트투자증권 리서치센터

그림122 풍산 PBR-ROE



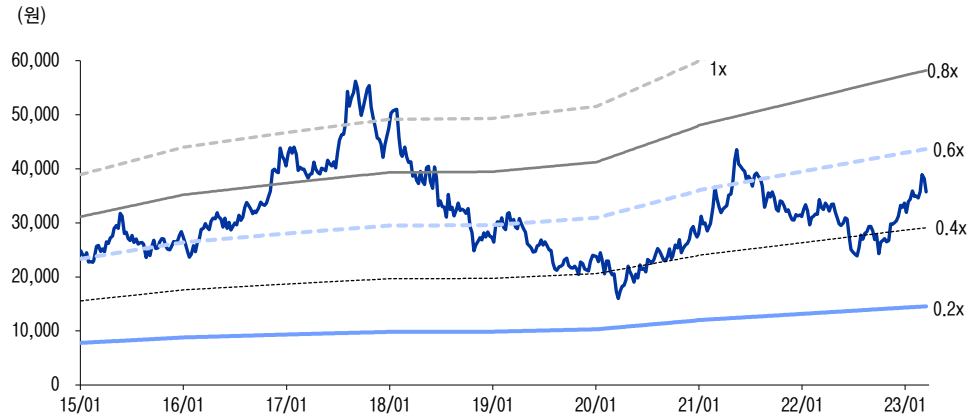
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림123 달러인덱스와 구리 가격



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림124 풍산 12M Fwd P/B Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

풍산 (103140)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	1,302	1,859	2,013	2,571	2,983
현금 및 현금성자산	79	126	155	718	1,221
매출채권 및 기타채권	403	523	600	568	490
재고자산	790	1,183	1,204	1,229	1,214
기타유동자산	29	27	54	56	58
비유동자산	1,250	1,289	1,382	1,347	1,327
관계기업투자등	13	12	19	20	21
유형자산	1,075	1,099	1,138	1,095	1,067
무형자산	17	15	11	10	8
자산총계	**2,552**	**3,148**	**3,395**	**3,918**	**4,310**
유동부채	747	1,109	1,118	1,074	912
매입채무 및 기타재무	200	265	252	250	200
단기금융부채	487	681	675	625	504
기타유동부채	60	163	192	199	207
비유동부채	358	354	435	839	1,242
장기금융부채	274	263	333	733	1,133
기타비유동부채	85	90	102	105	109
부채총계	**1,106**	**1,463**	**1,553**	**1,913**	**2,154**
지배주주지분	1,444	1,684	1,840	2,003	2,154
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	810	1,034	1,195	1,376	1,526
비지배주주지분(연결)	2	2	2	2	2
자본총계	**1,446**	**1,686**	**1,842**	**2,006**	**2,156**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	**2,594**	**3,509**	**4,373**	**4,149**	**3,986**
매출원가	2,323	3,010	3,911	3,634	3,504
매출총이익	**271**	**500**	**462**	**514**	**482**
판매비 및 관리비	150	185	230	232	232
영업이익	**121**	**314**	**232**	**282**	**250**
(EBITDA)	222	412	326	375	340
금융손익	-26	-1	-21	-32	-37
이자비용	21	19	32	36	37
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	3	-7	9	17	15
세전계속사업이익	**99**	**307**	**220**	**267**	**229**
계속사업법인세비용	27	63	44	59	50
계속사업이익	72	243	175	209	179
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**72**	**243**	**175**	**209**	**179**
지배주주	72	243	175	209	179
총포괄이익	**57**	**259**	**175**	**209**	**179**
매출총이익률 (%)	10.5	14.2	10.6	12.4	12.1
영업이익률 (%)	4.7	9.0	5.3	6.8	6.3
EBITDA 마진률 (%)	8.6	11.7	7.5	9.0	8.5
당기순이익률 (%)	2.8	6.9	4.0	5.0	4.5
ROA (%)	2.8	8.5	5.4	5.7	4.3
ROE (%)	5.1	15.6	9.9	10.9	8.6
ROIC (%)	4.2	10.9	7.2	8.4	7.6

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**115**	**-19**	**137**	**300**	**322**
당기순이익(손실)	72	243	175	209	179
비현금수익비용가감	153	168	172	79	93
유형자산감가상각비	98	95	93	91	88
무형자산상각비	3	3	2	2	2
기타현금수익비용	53	70	34	-39	-14
영업활동 자산부채변동	-103	-430	-110	13	50
매출채권 감소(증가)	-45	-107	-94	33	78
재고자산 감소(증가)	-20	-384	-11	-25	15
매입채무 증가(감소)	40	20	-24	-2	-50
기타자산, 부채변동	-77	42	18	6	7
투자활동 현금	**-54**	**-114**	**-141**	**-58**	**-71**
유형자산처분(취득)	-50	-90	-117	-48	-60
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	2	-22	-2	-2
기타투자활동	-3	-25	-2	-9	-9
재무활동 현금	**-46**	**172**	**30**	**322**	**252**
차입금의 증가(감소)	-46	172	53	350	280
자본의 증가(감소)	0	0	-50	-28	-28
배당금의 지급	0	0	28	28	28
기타재무활동	0	0	28	0	0
현금의 증가	**9**	**47**	**29**	**564**	**503**
기초현금	70	79	126	155	718
기말현금	79	126	155	718	1,221

자료: 풍산, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	10.9	3.6	5.9	4.9	5.7
P/B	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.6	4.1	5.7	4.4	4.2
P/CF	3.5	2.1	3.0	3.6	3.8
배당수익률 (%)	2.1	3.2	2.7	2.7	2.7
성장성 (%)					
매출액	5.8	35.3	24.6	-5.1	-3.9
영업이익	194.6	159.2	-26.3	21.8	-11.4
세전이익	275.6	210.0	-28.4	21.7	-14.5
당기순이익	308.0	238.5	-28.0	19.1	-14.5
EPS	308.1	238.4	-28.0	19.2	-14.5
안정성 (%)					
부채비율	84.3	84.3	95.4	99.9	n/a
유동비율	180.1	180.1	239.4	327.2	n/a
순차입금/자기자본(x)	45.1	45.1	30.7	18.2	n/a
영업이익/금융비용(x)	5.8	16.7	7.1	7.8	6.7
총차입금 (십억원)	760	945	1,008	1,358	1,638
순차입금 (십억원)	670	811	831	617	392
주당지표 (원)					
EPS	2,567	8,686	6,252	7,455	6,375
BPS	51,539	60,074	65,659	71,485	76,859
CFPS	8,035	14,670	12,403	10,257	9,705
DPS	600	1,000	1,000	1,000	1,000

인텔리안테크 (189300)

2023. 3. 28 | 방산·우주

Analyst 이승웅
02-3779-8756
sw.lee@ebestsec.co.kr

국내 유일 저궤도 위성통신 수혜주

위성통신 안테나 전문기업

04년 설립돼 위성통신 안테나 사업을 영위하고 있다. 지분 구조는 성상엽 대표이사가 21.1%, 인텔리안시스템즈가 7.9%를 보유하고 있다. 22년 연결 기준 부문별 매출액 비중은 위성통신안테나 72.5%, 위성방송 수신안테나 5.3%, 기타 23.3%이다. 해상용 VSAT 안테나 글로벌 점유율 58.9%로 1위이며 Oneweb의 파트너로서 유저 터미널을 개발해 저궤도 위성통신으로 사업영역을 확대하고 있다.

VSAT 안테나 성장 지속

23년에도 VSAT 안테나 수요 증가추세가 이어질 것이다. 20년 코로나로 인해 감소했던 해상용 VSAT 안테나 수요가 회복되고 있는 것으로 파악된다. 더불어 경쟁사인 Cobham의 구조조정으로 동사의 글로벌 점유율 확대도 지속될 전망이다. 현재 전세계 선박 VSAT 보급률은 30%에 불과한 것으로 파악돼 성장여력도 충분하다. 저궤도 위성통신 서비스 개화로 선박의 위성안테나 수요는 견조한 증가세를 유지할 것이다.

위성통신 안테나 시장 주도권 확보

저궤도 위성통신 시장 성장으로 동사의 수혜가 예상된다. Starlink의 경쟁사인 Oneweb은 3/26 36개 위성을 발사하며 총 618개의 1차 위성을 배치를 완료하고 글로벌 저궤도위성통신 서비스 준비를 마쳤다. 동사는 이미 4Q22부터 Oneweb향 안테나 제품을 생산하고 있으며 23년 Oneweb향 매출 비중은 30%까지 확대될 전망이다. 또한 세계 최대 위성통신 서비스 사업자인 SES에 중궤도 위성통신 서비스를 위한 안테나를 공급할 예정이다. 따라서 저궤도부터 중궤도, 정지궤도까지 사실상 모든 위성통신 안테나 사업으로 영역을 확장했으며 지상 게이트웨이 안테나도 개발 중으로 저궤도 위성통신 시장의 본격적인 개화에 따른 장기적인 실적 성장이 전망된다.

NR

목표주가	NR
현재주가	86,800 원
상승여력	-

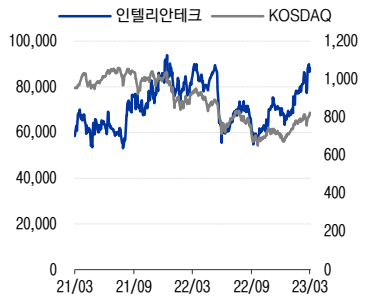
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (3/27)		827.69 pt
시가총액		7,971 억원
발행주식수		9,184 천주
52 주 최고가/최저가		90,000 / 54,800 원
90 일 일평균거래대금		104.14 억원
외국인 지분율		7.4%
배당수익률(22.12)		0.1%
BPS(22.12)		19,382 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	0.8%
	6 개월	25.4%
	12 개월	5.8%
주주구성	성상엽(외 1 인)	30.3%
	자사주(외 1 인)	2.5%
	인텔리안테크우리사주	2.1%

Stock Price



Financial Data

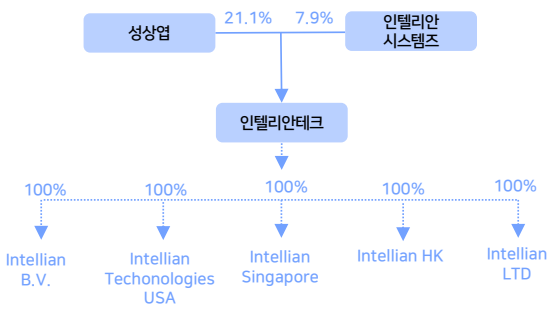
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	110	8	8	8	1,041	12.2	13	12.1	8.0	1.3	11.6
2019	118	7	6	7	928	-10.8	15	36.9	18.5	3.3	9.7
2020	110	3	-2	1	75	-91.9	13	1,156.6	65.4	8.6	0.7
2021	138	2	7	6	672	794.8	13	129.3	61.3	4.9	5.0
2022	206	7	14	16	1,752	160.9	21	49.5	23.3	4.5	9.2

자료: 인텔리안테크, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

기업 개요

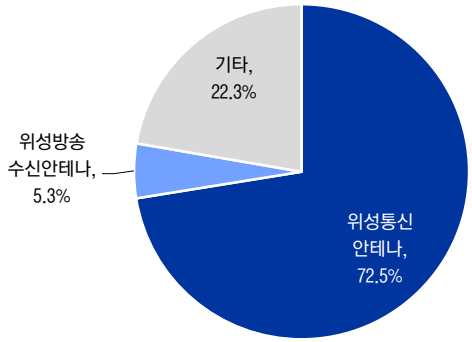
동사는 04년 설립돼 위성통신 안테나 사업을 영위하고 있다. 지분 구조는 성상엽 대표이사가 21.1%, 인텔리안시스템즈가 7.9%를 보유하고 있다. 22년 연결 기준 부문별 매출액 비중은 위성통신안테나 72.5%, 위성방송 수신안테나 5.3%, 기타 23.3%이다. 주요제품으로는 위성통신안테나 부문의 해양용 위성 통신안테나인 NX·Compact Maritime VSAT·GX Maritime Terminal·Iridium Certus Terminal, 국방용 위성 통신안테나인 Mil-spec VSAT, 안테나 관리 솔루션Mediators가 있으며 위성 TV안테나 부문의 i·t·New t-Series가 있다. 해상용 VSAT 안테나 글로벌 점유율 58.9%로 1위이며 Oneweb의 파트너로서 유저 터미널을 개발해 저궤도 위성통신으로 사업영역을 확대하고 있다.

그림125 **인텔리안테크 지배구조**



자료: 인텔리안테크, 이베스트투자증권 리서치센터

그림126 **22 년 연결기준 연간 매출액 비중**



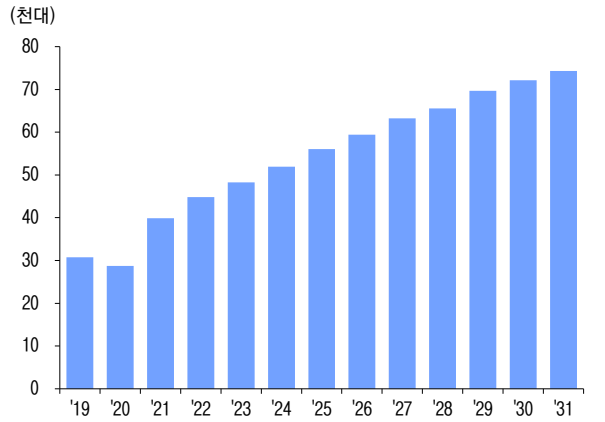
자료: 인텔리안테크, 이베스트투자증권 리서치센터

표52 **주요 제품 현황**

사업군	품목	주요 제품
위성통신안테나	해양용 위성 통신안테나	NX·Compact Maritime VSAT, GX Maritime Terminal, Iridium Certus Terminal
	국방용 위성 통신안테나	Mil-spec VSAT
	안테나 관리 솔루션	Mediators
위성 TV 안테나	-	i-Series, New t-Series, t-Series

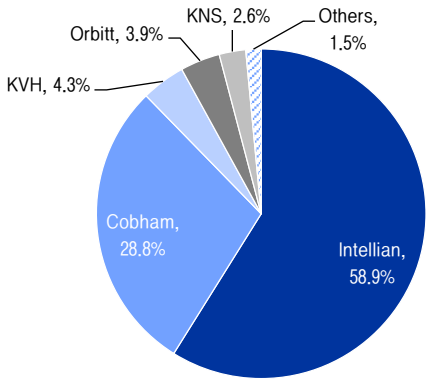
자료: 인텔리안테크, 이베스트투자증권 리서치센터

그림127 전세계 VSAT 설치 선박수 추이 및 전망



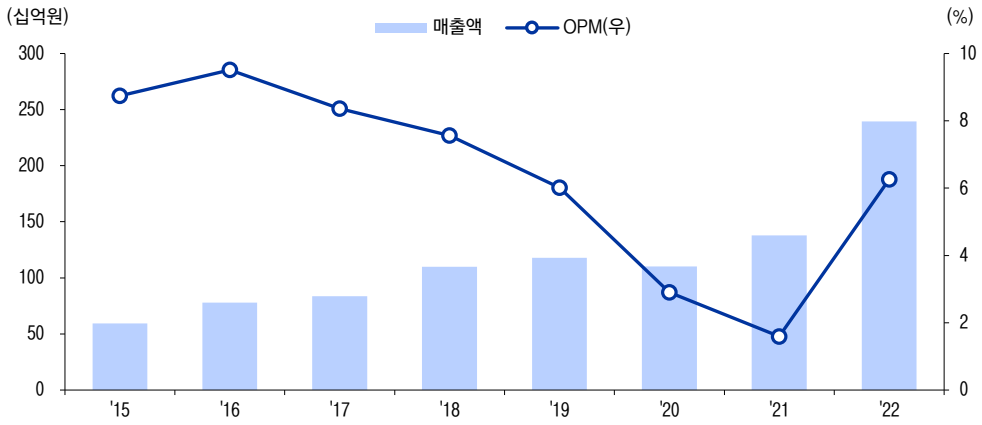
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림128 해상용 VSAT 안테나 M/S 58.9%, 1위



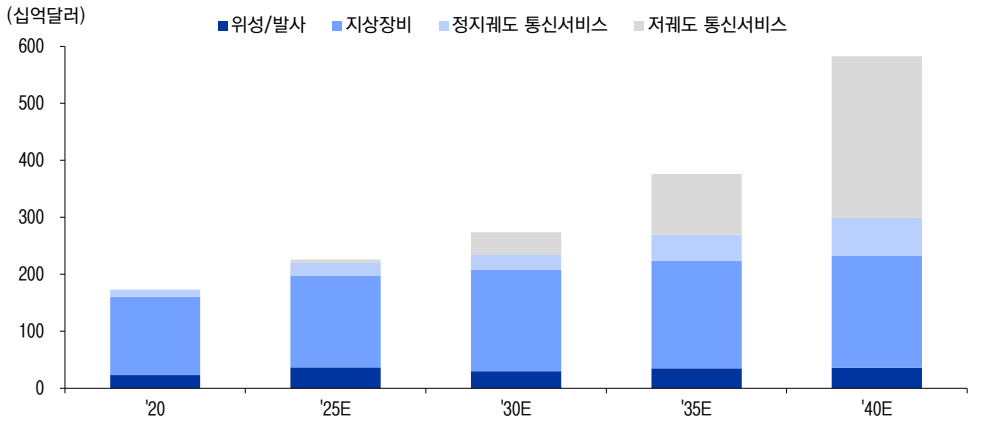
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림129 인텔리안테크 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 인텔리안테크, 이베스트투자증권 리서치센터

그림130 글로벌 위성통신 서비스 시장 전망

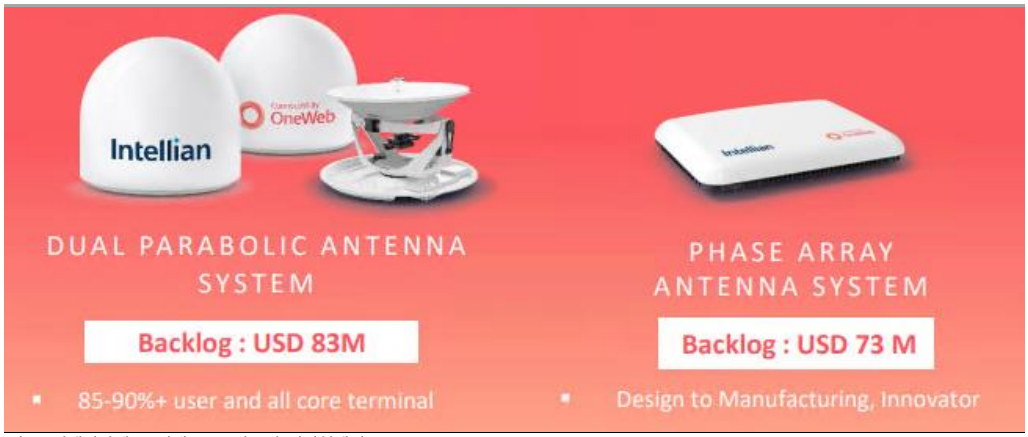


자료: SIA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림131 인텔리안테크 주요 제품 및 고객사

자료: 인텔리안테크, 이베스트투자증권 리서치센터

그림132 Oneweb 과 1.6 억달러 규모의 저궤도 위성안테나 공급계약



자료: 인텔리안테크, 이베스트투자증권 리서치센터

그림133 SES 와 6,000 만달러 규모의 중궤도 위성안테나 공급계약

자료: 인텔리안테크, 이베스트투자증권 리서치센터

인텔리안테크 (189300)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	81	76	73	155	532
현금 및 현금성자산	16	25	13	23	385
매출채권 및 기타채권	33	27	27	44	46
재고자산	21	20	28	47	69
기타유동자산	12	4	5	42	32
비유동자산	42	61	80	106	145
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	19	29	40	65	96
무형자산	13	19	17	17	19
자산총계	**124**	**137**	**153**	**261**	**678**
유동부채	23	28	50	67	102
매입채무 및 기타재무	15	15	18	26	33
단기금융부채	6	12	27	31	55
기타유동부채	1	1	5	10	14
비유동부채	32	31	27	32	51
장기금융부채	23	21	15	19	38
기타비유동부채	9	10	11	13	14
부채총계	**55**	**59**	**76**	**99**	**153**
지배주주지분	69	78	77	162	178
자본금	4	4	4	5	5
자본잉여금	38	42	42	119	120
이익잉여금	30	37	36	41	56
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**69**	**78**	**77**	**162**	**178**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	**110**	**138**	**206**	**208**	**210**
매출원가	58	81	123	122	123
매출총이익	52	57	83	86	87
판매비 및 관리비	49	55	75	85	88
영업이익	**3**	**2**	**7**	**1**	**-1**
(EBITDA)	13	13	21	21	23
금융손익	2	1	-5	5	15
이자비용	1	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-3	0	0	-7
세전계속사업이익	**-2**	**7**	**14**	**-5**	**-7**
계속사업법인세비용	-3	1	-1	0	-1
계속사업이익	1	6	16	-5	-6
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1	6	16	-5	-6
지배주주	1	6	16	-5	-6
총포괄이익	**1**	**6**	**16**	**-5**	**-6**
매출총이익률 (%)	47.5	41.5	40.1	41.5	41.5
영업이익률 (%)	2.9	1.6	3.5	0.5	-0.3
EBITDA 마진률 (%)	11.4	9.3	10.1	10.0	10.8
당기순이익률 (%)	0.5	4.3	7.6	-2.2	-3.0
ROA (%)	0.4	2.9	3.3	-0.9	-3.5
ROE (%)	0.7	5.0	9.2	-2.7	-3.7
ROIC (%)	2.5	1.6	2.8	0.4	-0.2

현금흐름표

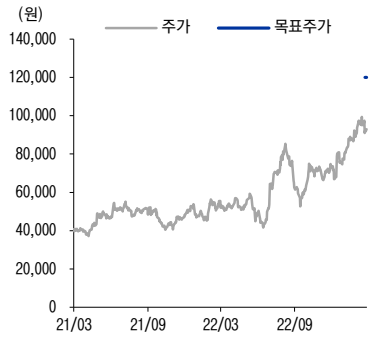
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	**11**	**19**	**12**	**-10**	**360**
당기순이익(손실)	8	7	1	6	16
비현금수익비용가감	7	12	17	14	362
유형자산감가상각비	2	5	5	6	9
무형자산상각비	2	3	4	4	4
기타현금수익비용	3	4	8	4	331
영업활동 자산부채변동	-4	1	-6	-29	-17
매출채권 감소(증가)	-1	7	-4	-14	14
재고자산 감소(증가)	1	1	-6	-18	-18
매입채무 증가(감소)	-4	-4	3	5	-3
기타자산, 부채변동	-1	-3	1	-1	-9
투자활동 현금	**-20**	**-12**	**-28**	**-66**	**-34**
유형자산처분(취득)	-4	-11	-14	-28	-36
무형자산 감소(증가)	-5	-7	-6	-5	-6
투자자산 감소(증가)	-11	7	-7	-31	10
기타투자활동	0	-1	-1	-2	-2
재무활동 현금	**11**	**2**	**6**	**84**	**35**
차입금의 증가(감소)	11	2	6	5	35
자본의 증가(감소)	-1	-1	-2	78	-1
배당금의 지급	-1	-1	-1	-1	-1
기타재무활동	0	1	1	1	1
현금의 증가	**2**	**9**	**-12**	**10**	**362**
기초현금	14	16	25	13	23
기말현금	16	25	13	23	385

자료: 인텔리안테크, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022
투자지표 (x)					
P/E	12.1	36.9	1,156.6	129.3	49.5
P/B	1.3	3.3	8.6	4.9	4.5
EV/EBITDA	8.0	18.5	65.4	61.3	23.3
P/CF	6.4	14.3	38.4	39.4	2.1
배당수익률 (%)	0.8	0.3	0.1	0.1	0.1
성장성 (%)					
매출액	-6.9	7.4	-6.7	25.3	49.1
영업이익	16.5	-14.1	-54.5	-31.3	221.2
세전이익	39.1	-28.1	적전	흑전	118.5
당기순이익	7.5	-6.9	-92.0	938.7	160.9
EPS	12.2	-10.8	-91.9	794.8	160.9
안정성 (%)					
부채비율	99.3	61.4	86.1	89.7	94.5
유동비율	147.5	230.3	522.2	162.2	n/a
순차입금/자기자본(x)	35.2	-4.4	-175.5	31.7	246.0
영업이익/금융비용(x)	9.9	6.3	3.4	2.8	6.6
총차입금 (십억원)	30	33	42	51	93
순차입금 (십억원)	5	9	27	-7	-312
주당지표 (원)					
EPS	1,041	928	75	672	1,752
BPS	9,487	10,391	10,142	17,640	19,382
CFPS	1,972	2,397	2,258	2,204	41,145
DPS	95	95	95	100	100

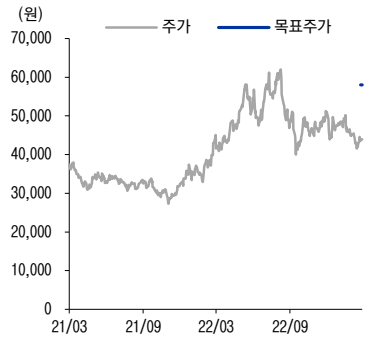
한화에어로스페이스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2023.03.28	신규	이승웅									
2023.03.28	Buy	120,000									

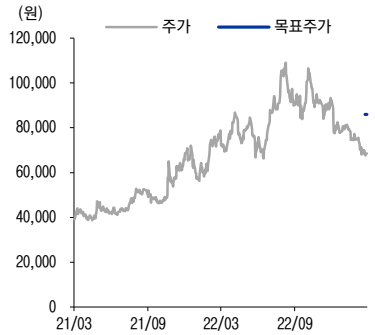
한국항공우주 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2023.03.28	신규	이승웅									
2023.03.28	Buy	58,000									

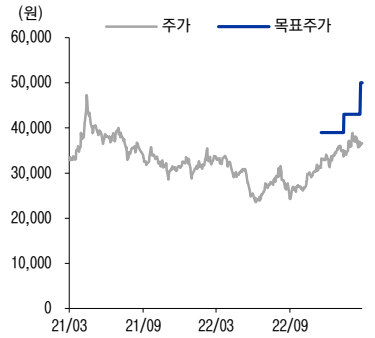
LIG 넥스원 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2023.03.28	신규	이승웅									
2023.03.28	Buy	86,000									

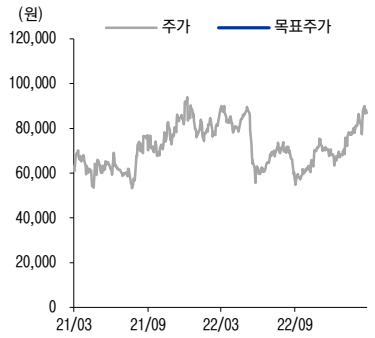
풍산 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2022.12.15	변경	안회수									
2022.12.15	Buy	39,000	-7.6		-13.2						
2023.02.10	Buy	43,000	-10.0		-15.0						
2023.03.23	Buy	50,000									

인텔리안테크 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2023.03.28	NR	이승웅									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이승웅, 안회수).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 F_BOYU.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	93.0%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	7.0%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)