

2022.5.31

신성장산업분석



2022 Aerospace Part 1. : 전쟁이 낳은 역설, 신성장산업의 등장

그린솔루션/항공우주/스물캡. 나승두, 3773-8891

2022 Aerospace Part 2. 대한민국, 우주 강국으로 가는 길

SK INDUSTRY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com.kr
02-3773-8891

2022 Aerospace Part 1

전쟁이 낳은 역설, 신성장산업의 등장

- 세계 각국 국방예산 증액 움직임 본격화, 미국 진짜 천조국(天兆國) 반열 올라
- 자국 우선/보호주의 확산 및 마중 갈등심화 속 우크라이나 전쟁까지 더해져
- 올해 연초부터 우리나라 방산 업체들, 해외 수출 소식 연이어 들리는 상황
- 해외 수출 증가하며 실적/주가 강세 보였던 2013~2016 년의 향수 자극
- 우크라이나 전쟁에서 부각된 우주(宇宙)의 가치, 새로운 성장 산업으로 부각될 것

Summary

올해 2 월 러시아의 우크라이나 침공 개시 이후 지금까지도 우크라이나 전쟁은 끝날 기미가 보이지 않습니다. 지난 2 년여의 시간 동안 코로나19 를 극복하기 위해 세계 각국에서 확장적 통화 정책을 실시함에 따라 물가 상승의 우려가 함께 커지고 있었는데, 우크라이나 전쟁의 발발과 지속은 불 난 집에 기름 붓는 물가 상승 압력을 높이는 계기로 작용하는 중입니다. 어느덧 '코로나'와 '전쟁'이라는 키워드가 이제는 익숙하게 느껴질 정도입니다.

표면적으로는 우크라이나 전쟁이 자리하고 있지만, 사실 세계 각국의 국방력 강화 움직임은 2010 년대 중반부터 시작되었습니다. 세계 최고 군사 강국으로 평가받는 미국은 자국 우선주의 기조 아래 2010 년대 후반부터 지금까지 국방예산을 꾸준히 증액해왔습니다. 그리고 미국과 중국의 갈등이 여전히 이어지면서 남중국해 및 필리핀해 주권 다툼이 더욱 거세 졌고, 이는 동남아시아 국가들의 국방예산 증액으로 이어지고 있습니다. 여기에 우크라이나 전쟁까지 발발하면서 유럽 지역 내 NATO 가입 국가 중심의 국방예산 증액 압력도 더욱 커지는 상황입니다.

이와 같은 상황은 우리나라 방산기업들에게는 긍정적인 요소로 작용 중인데, 실제로 올해 연초부터 해외 수출 소식이 연이어 전해지고 있습니다. 그만큼 해외에서도 우리나라의 국방 기술을 인정하기 시작했다는 것인데, 이는 해외 수출이 증가하면서 국내 방산 업체들의 실적 및 주가가 강세를 보였던 2013~2016 년을 떠올리게 합니다. 올해 우리나라 방산 기업들에 대한 관심을 높여야 하는 가장 큰 이유입니다.

전쟁은 인류에 큰 상처와 피해를 남기는, 있어서는 안 될 일임은 분명합니다. 하지만 역설적이게도 전쟁은 과학 기술의 발전을 야기하고, 새로운 성장 산업의 등장을 촉발하는 것도 사실입니다. 지금껏 인류가 치른 전쟁의 역사에서 확인할 수 있고, 앞으로 있을 전쟁도 역설적인 산물을 남길 것으로 예상됩니다. 현재 진행 중인 우크라이나 전쟁에서는 우주 통신/우주 데이터의 가치가 새롭게 부각되었고, 앞으로는 우주를 향한 경쟁이 더욱 치열해질 것으로 전망합니다.

2022 Aerospace Part 1. 전쟁이 낳은 역설, 신성장산업의 등장

2022 Aerospace Part 2. 대한민국, 우주 강국으로 가는 길

Contents

전쟁이 낳은 역설, 신성장산업의 등장

철기시대를 연 최초의 전쟁	3
컴퓨터와 인터넷의 등장	5
원자폭탄, 그리고 원자력 발전	7
익숙한 생필품들의 시초	9
전쟁을 승리로 이끈 기술들	10
더욱 가까워진 우주와의 거리	11

다시 시작된 군비경쟁

자국 우선주의의 확산 → 견제 확대 → 국방비 증가	14
미국이 움직인다	16
우크라이나 전쟁이 촉발한 유럽 국방비 증액	18
동남아시아도 치열한 눈치싸움 중	19
글로벌 시장의 문이 열린다(aka 대한민국의 기회)	20
우리나라 국방 계획의 현주소	22

기업분석

한화에어로스페이스 – 미래를 쏘아 올리는 힘	26
한국항공우주 – 세계로 뻗어 나가는 국산 전투기	35
LIG 넥스원 – 대한민국을 지키는 눈과 귀	44
현대로템 – 해외에서 인정받는 K 전차	52

Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 5 월 31 일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

전쟁이 낳은 역설, 신성장산업의 등장

철기시대를 연 최초의 전쟁

전쟁은 인류가 공동체 생활을
시작하면서 불가피하게
발생할 수밖에 없었고, 역설적이게도
전쟁은 새로운 성장산업의 시발점이
되었음

전쟁(戰爭)이란 사전적으로 '국가와 국가, 또는 단체와 단체간 무력을 사용하여 싸우는 것'이라 정의되어 있다. 지구 상에 인류가 등장한 이후 무리나 공동체를 이루어 생활하고, 보다 큰 집단이 결성되고, 국가라는 개념이 탄생하고 정착되는 과정에서 어찌 보면 전쟁은 불가피하게 수반될 수밖에 없는 당연한 것이었는지도 모른다. 예로부터 전쟁은 자연재해보다 더 무섭다는 말이 있을 정도로 우리 삶을 파괴하는 비극이었다. 생업을 포기해야 했고, 강제로 징용되어 죽거나 다치는 사람이 발생하고, 생활 기반 시설이 모두 파괴됨에 따라 전쟁을 하는 기간뿐만 아니라 그 이후 오랜 시간을 복구와 회복에 사용해야만 했다. 하지만 정말 역설적이게도 전쟁은 새로운 성장산업의 시발점이 되기도 했다. 전쟁이 낳은 역설에 대해 알아보기 위해서는 인류가 기록으로 남긴 최초의 전쟁, 기원전 13 세기에 벌어진 카데시 전투(Battle of Kadesh)로 거슬러 올라간다.

기록으로 남아 있는 인류 최초의
전투 '카데시 전투'는 '철'을 다루는
히타이트인들의 승리로 끝났음

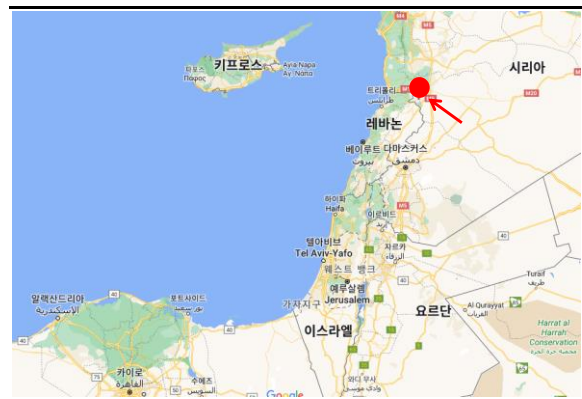
카데시 전투는 기원전 13 세기경 오늘날 레바논 국경과 가까운 시리아 카데시 지역에서 발생한 이집트(Egypt)와 히타이트(Hittite)의 간의 다툼이다. 아라비아 반도의 패권을 두고 다투던 이집트와 히타이트는 수많은 전투를 벌였지만, 카데시 전투가 오늘날 가장 많이 거론되는 이유는 기록으로 직접 확인할 수 있는 세계 최초의 전쟁이기 때문이다. 대부분 승자의 기록으로 후세에 전해지는 전쟁 역사의 특성 상 더 많은 기록이 남아있는 이집트가 전쟁을 승리한 것처럼 보일 수 있으나, 오늘날 카데시 전투와 이집트/히타이트 역사를 전공하는 역사학자들의 의견으로는 히타이트가 승리했을 가능성이 크다고 판단하고 있다. 가장 큰 이유는 당시 히타이트인들이 보유했던 '철기 제조 기술' 때문이다.

카데시 전투(Battle of Kadesh)



자료: ARCE(America Research Center in Egypt), SK 증권

카데시 전투 발생 지역



자료: 구글맵스 SK 증권

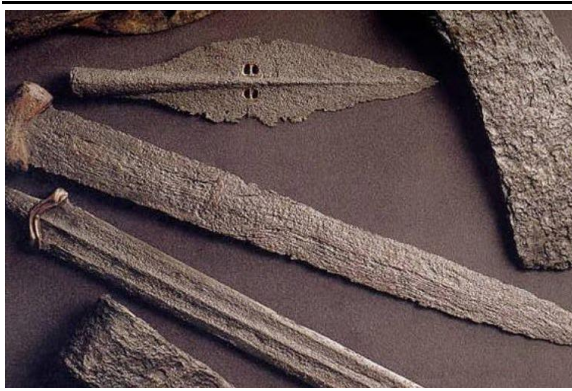
카데시 전투는 전쟁무기를 비롯한 일상 생활 도구들이 청동기에서 철기로 옮겨가는 과정을 설명해주는 전투

인류 최초의 철기시대를 찾아 거슬러 올라가다 보면 기원전 3 천년전까지도 흘러가게 된다. 고고학적 관점에서 편의적으로 구분한 석기/청동기/철기시대 중 청동기 시대가 보편적으로 기원전 2000 년에서부터 기원전 1500 년까지를 의미함을 감안한다면 청동기시대와 철기시대를 칼로 자르듯 구분할 수는 없다는 것을 의미하며, 이미 청동과 철을 다루는 기술은 어느정도 공존하고 있었음을 알 수 있다. 하지만 분명한 사실은 '철'이라는 물질이 '청동'이라는 물질보다 녹는점도 더 높고 다루기 어려운 물질이었음은 분명하고, 전쟁의 도구로 청동보다는 철을 사용했을 때 보다 유리했을 것이라는 점은 쉽게 유추해 볼 수 있다. 카데시 전투는 이집트는 청동무기를 사용했으니 불리하고, 히타이트는 철제무기를 사용했으니 유리해서 무조건 히타이트가 이겼다고만 해석하기 보다는 역사적 흐름의 관점에서 봤을 때, 전쟁무기를 비롯한 일상 생활 도구들의 주류가 청동기에서 철기로 전환되었음을 상징적으로 나타내고 있다고 해석하는 것이 옳을 것이다(물론 우리나라 국사시간에도 청동기를 다루던 고조선이 철을 다루는 한과의 전쟁에서 패배하고 멸망했다고 배운다).

히타이트의 철제 기술은 전쟁의 승리뿐만 아니라 향후 메소포타미아 문명의 부흥에도 큰 기여를 한 것으로 알려져

실제로 히타이트는 기원전 17 세기경부터 기원전 12 세기까지 약 500 여년간 철제 무기의 힘을 바탕으로 오리엔트 지역의 제국(Empire)으로 군림했으며, 이후 히타이트인들의 철을 다루는 기술은 주변국으로 확산되어 농기구 등을 제조하는데 사용되었다. 특히 히타이트인들은 단순히 철을 녹여 틀에 넣고 식혀서 사용하는 주조 형태 뿐만 아니라 철을 녹인 후 두드려 모양을 만드는 단조 기술까지 보유하고 있었던 것으로 알려져 있는데, 고순도의 철을 뽑아내는 기술까지는 없었다고 하더라도 단조 기술만으로도 독보적인 철제 기술을 보유했던 것으로 평가 받는다. 히타이트의 철제 기술은 향후 기원전 40 세기경 서아시아 메소포타미아 지역에서 시작된 메소포타미아 문명의 부흥에 큰 기여를 했던 것으로 알려져 있다. 결국 전쟁으로 시작된 기술 발전이 인류 문명의 부흥으로 연결된 것이다.

히타이트 철기 시대 무기



자료: Thinglink, SK 증권

기원전 1,300 년대 히타이트 제국(Hittite Empire)



자료: World History Encyclopedia, SK 증권

컴퓨터와 인터넷의 등장

흔히 알고 있는 최초의 컴퓨터

Eniac은 포탄 탄도의 정확한 계산을 위해 만들어진 거대한 공학용 계산기

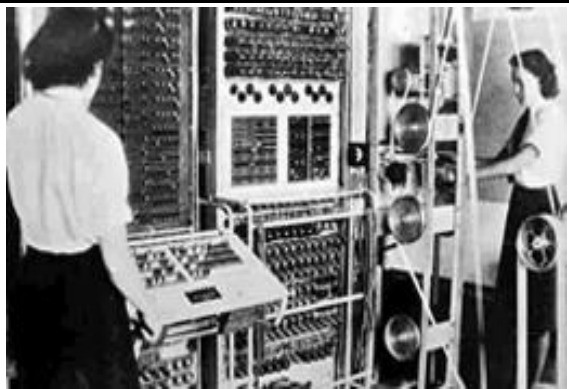
오늘날 없어서는 안 될 필수품으로 자리매김한 컴퓨터도 전쟁에서의 승리를 목적으로 처음 개발되었다. 1946 년 최초의 컴퓨터로 알려져 있는 에니악(Eniac)은 포탄의 탄도 계산을 위해 개발되었다. 길이는 25m, 높이는 2.5m, 총 무게는 약 30 톤에 달했다. 사실상 포탄의 탄도를 계산하는 거대한 공학용 계산기였던 것인데, 다양한 난수의 풀이나 기상 예측 등 다양한 용도로 사용되기도 했다.

'진짜' 최초의 전자식 컴퓨터는

2 차 세계대전 당시 독일군 암호를 해독하기 위해 만들어진 **Colossus**

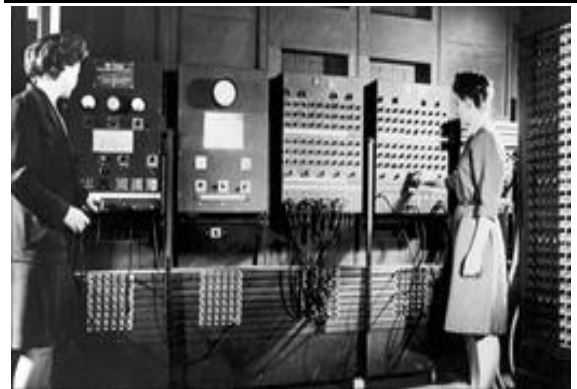
하지만 진짜 최초의 전자식 컴퓨터는 2 차 세계대전 중이던 1943 년 개발된 콜로서스(Colossus)라고 알려져 있다. 콜로서스는 독일군이 사용하던 에니그마(Enigma) 암호 체계를 해석하기 위한 용도로 개발되었다. 일반적으로 전쟁에서는 다양한 암호체계가 사용되지만, 특히 2 차 세계대전에서는 암호체계의 중요성이 더욱 크게 부각되었다. 1 차 세계대전 당시 독일군이 패배하게 된 가장 큰 이유가 바로 독일군의 암호문을 연합군 측에서 완벽하게 해석할 수 있었기 때문이다. 전쟁이 끝나고 나서야 암호체계가 간파 당했다는 사실을 알게 된 독일은 에니그마라는 기계식 암호체계를 만들어 도입했고, 이는 2 차 세계대전 발발 이후 대서양을 통해 영국으로 향하는 미국의 군수물자를 차단하는데 아주 중요한 역할을 했다. 콜로서스는 에니그마로 만들어진 독일군의 암호문을 해석하기 위해 만들어진 컴퓨터로 세계 최초의 전자식 컴퓨터이다. 1943 년 개발된 콜로서스 마크-1 은 약 1,500 여개의 진공관을 사용했으며, 1944 년 개발된 콜로서스 마크-2 는 약 2,400 개의 진공관을 사용하면서 마크-1 대비 5 배 빠른 처리 속도를 보여주었다. 연합군 측에서 콜로서스 컴퓨터의 존재를 철저히 비밀로 부침에 따라 세계 최초 컴퓨터의 지위를 인정받기까지 오랜 시간이 걸렸지만, 오늘날 콜로서스가 진공관을 활용한 최초의 전자식 컴퓨터였음을 부정하는 사람은 많지 않다. 결국 전쟁 승리를 위한 인간의 갈망이 오늘날 우리가 편하게 사용하는 '컴퓨터'의 시작이었던 것이다.

세계 최초 연산 컴퓨터 콜로서스(Colossus)



자료: 국립중앙박물관 SK 증권

세계 최초 진공관 컴퓨터 에니악(Eniac)



자료: 국립중앙박물관 SK 증권

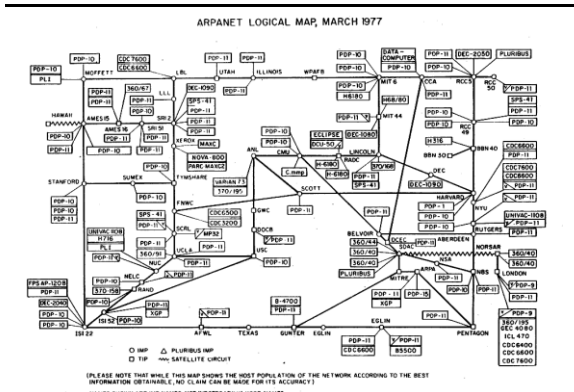
인터넷의 시초도 미국 국방부 내부 네트워크인 ARPAnet, 전쟁 등으로 인한 정보 소실을 방지하기 위해 정보를 빠르게 옮겨 별도 저장하기 위한 수단

전 세계를 하나로 엮는데 매우 중요한 역할을 하고 있는 인터넷(Internet)도 전쟁으로부터 시작되었다. 오늘날 우리가 사용하고 있는 인터넷의 시초는 미국 국방부 고등연구 계획국에서 만든 네트워크 아파넷(ARPAnet)이다. 1968 년 시작된 아파넷 프로젝트는 핵전쟁 등 유사시를 대비하여 정보를 빠르게 옮기고 저장하기 위한 수단으로써 몇몇 대학 연구소들을 케이블선으로 연결하는 것을 목표로 시작되었다. 이후 케이블선 구축 범위를 점점 확대해 나가면서 1970 년에는 미국 서부와 동부 지역간 정보 전송이 가능해졌고, 1970 년대 후반부터는 단순 양방향 통신이 아닌 다수의 컴퓨터가 동시에 접속하는 시스템도 구축되기 시작했다. 군사용으로만 사용되는 아파넷은 1983 년 일반인들에게도 공개되어 민간용 아파넷이 등장했고, 1990 년에 접어들면서 월드와이드웹(WWW)의 개념 등장과 함께 인터넷이라는 이름으로 확대 보급되었다. 1991 년 웹브라우저가 처음 등장한 이후 1994 년 넷스케이프가 등장하고, 이후 마이크로소프트의 익스플로러의 보급이 확대되면서 컴퓨터와 인터넷을 활용하는 사람은 기하급수적으로 늘어났다. 1990 년 30 만대에 불과했던 컴퓨터 보급대수는 10 년만에 1 억대를 넘어서는 성장 속도를 보였다.

오늘날 4차 산업혁명을 주도하고 있는 컴퓨터와 인터넷도 결국 전쟁으로 인해 개발되고, 전쟁 이후 크게 확산됨

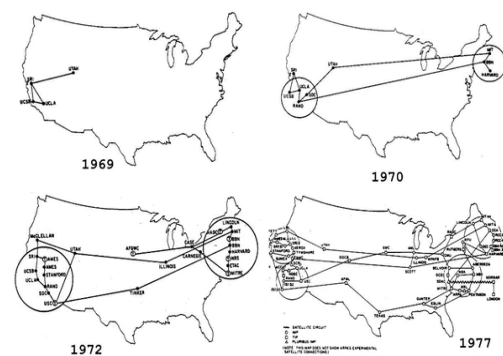
적국의 암호를 빠르게 해석하여 전쟁에서 승리하기 위한 갈망이 컴퓨터를, 전쟁으로 발생할 수 있는 피해를 미리 예방하기 위한 고민이 인터넷을 낳았다. 그리고 컴퓨터와 인터넷은 오늘날 필수불가결한 인프라로 자리매김했다. 특히 인간의 활동 범위가 오프라인에서 온라인으로 확대되고, 새로운 산업의 등장과 사업 기회들이 생겨나기 시작했다. 물론 또 다른 형태의 다툼과 전쟁 등이 생기고 새로운 갈등을 야기하기도 하지만, 전쟁에서부터 시작된 컴퓨터와 인터넷이 오늘날 4차 산업혁명을 주도하는 핵심이라는 것은 틀림없는 사실이다.

아파넷(ARPAnet) 논리지도(1977년)



자료: Computer History Museum, SK 증권

초기 아파넷 통신망의 확장



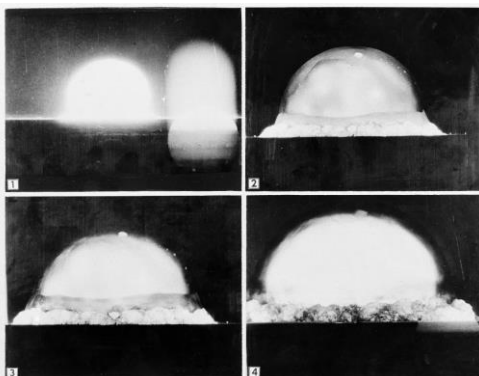
자료: Wikipedia, SK 증권

원자폭탄, 그리고 원자력 발전

2차 세계대전 당시 핵분열 반응을 통해 막대한 에너지를 만들어 낼 수 있음을 발견했고, 이를 무기로 만들기 위한 경쟁이 치열해짐

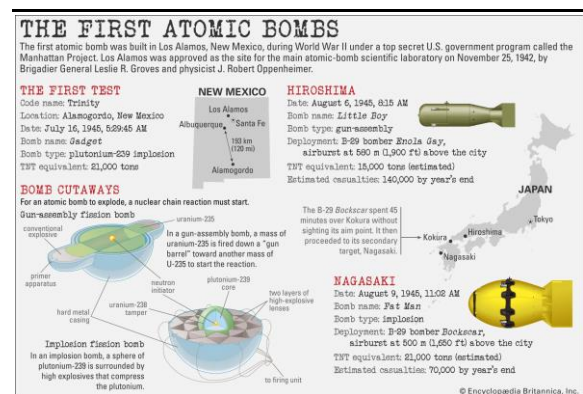
1938년 독일의 과학자 오토 한(Otto Hahn)과 프리츠 슈트라스만(Fritz Strassmann)은 우라늄 원자핵에 중성자를 발사하면 우라늄의 원자핵이 중성자에 의해 쪼개지면서 바륨이 생성된다는 사실을 발견했다. 그리고 리제 마이트너(Lise Meitner)는 이 사실을 토대로 우라늄 원자핵이 갈라지면서 발생하는 약 0.1%의 질량 손실은 원자핵 파편을 방출하는 운동에너지로 변환된다는 사실을 발견한다. 1905년 아인슈타인이 발표한 특수상대성 이론 중 질량과 에너지의 등가원리 $E=mc^2$ 공식에 의한 발견이었다. 여기에 퀴리 부인의 남편이자 물리학자인 프레데리크 졸리오 퀴리(Frederic Joliot Curie)가 2차 중성자 생성 사실을 발견하면서 핵분열 반응을 통해 막대한 에너지를 만들어 낼 수 있다는 사실이 입증되었고, 이는 2차 세계대전과 맞물려 가공할 만한 위력의 무기 개발 경쟁으로 이어졌다. 독일은 1939년 폴란드 침공과 함께 핵분열 무기 개발을 위한 우란프로젝트(Uranprojekt)를 시작했다. 이 소식을 접한 미국은 독일보다 먼저 핵분열 현상을 활용한 무기를 개발한다는 목표로 비밀리에 맨해튼 프로젝트(Manhattan Project)를 시작한다. 아인슈타인, 오펜하이머, 페르미 등 당대 최고 석학들이 참여했으며, 결국 우라늄과 플루토늄을 활용하는 두 가지 형태의 핵폭탄이 개발되었다. 1945년 7월, 뉴멕시코 앨러모고도 사막에서 인류 최초의 플루토늄 폭탄 실험(Trinity Atomic Test)이 성공적으로 마무리되었고, 1945년 8월 6일에는 우라늄 폭탄 리틀보이(Little Boy)가, 9일에는 플루토늄 폭탄 팻 맨(Fat Man)이 일본 히로시마와 나가사키에 각각 투하되었다. 히로시마는 인구 33만명 중 약 14만명이 사망하였으며, 나가사키는 인구 27만명 중 약 7만명이 사망한 것으로 알려졌다. 방사능 피폭 사망자 등이 포함되지 않은 초기 폭발로 인한 사망자만 10만명 내외에 달하는 재앙적 위력을 가진 무기가 세상에 등장한 것이다. 아직까지는 일본에 투하된 원자폭탄이 세계 최초이자 마지막 실전 사용으로 유지되고 있는 상황이다.

세계 최초 원자폭탄 시험 장면(1945년)



자료: AP 연합뉴스, SK 증권

원자폭탄 주요 일지



자료: Britannica, SK 증권

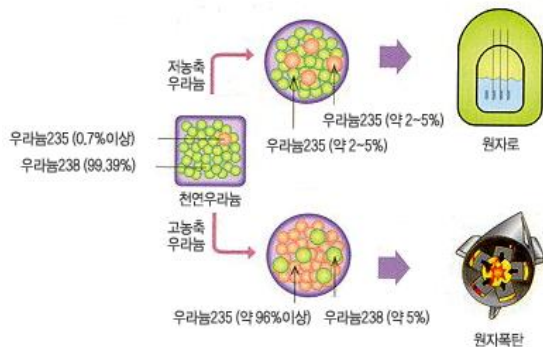
**핵분열 현상의 발견이 무기로만
사용된 것은 아님, 평화적 용도의 핵
에너지 사용연구 개발도 2 차
세계대전 종전 이후 본격화됨**

하지만 핵분열 현상의 발견이 수많은 사상자를 야기한 원자폭탄의 개발에만 국한되지는 않았다. 원자폭탄에 적용되는 동일한 원리를 활용하여 우리에게 필요한 에너지를 생산하는 원자력발전도 함께 개발/도입되었기 때문이다. 원자폭탄과 원자력발전의 가장 큰 차이는 핵분열이 일어나는 대상인 우라늄이나 플루토늄의 농도 차이이다. 자연 속에서도 존재하는 우라늄은 분열하면서 중성자를 방출하는 경우가 있는데, 우라늄의 양이 적으면 방출된 중성자나 에너지가 인체 등 다른 곳에 미치는 영향은 매우 미미하다. 즉, 우라늄의 농도를 조절함에 따라 우리에게 필요한 만큼의 에너지를 얻을 수 있다는 것이다. 특히 2 차 세계대전 종전 이후 원자폭탄을 개발한 과학자들을 중심으로 자성과 자책의 목소리가 나오면서 평화적 용도로 핵 에너지를 사용하는 것에 대한 연구 개발은 더욱 가속화되었다.

**상상할수 없는 역대급 인명 피해를
남긴 원자폭탄이 현재는 저렴한
가격에 에너지를 생성하는 원자력
발전소로 자리매김 했음**

아이러니하게도 핵 에너지를 비군사적 용도로 사용하기 위한 구체적 행동이 나타난 것은 1949 년 소련이 원자폭탄 개발에 성공하면서부터이다. 2 차 세계대전 이후 독일은 패망했지만, 소련의 급부상과 원자폭탄의 개발은 역설적으로 핵 에너지의 평화적 목적 사용에 대한 국가간 공감대 형성을 자극하는 요인이 되었다. 그리고 소련은 핵 에너지를 활용한 무기 개발은 물론 전력생산용 원자로 개발도 함께 진행하고 있었음이 알려지면서 다시 한번 미국은 속도전에 뛰어들고, 결국 1954 년 세계 최초의 상업용 원자력 발전소가 펜실베이니아 시핑포트에서 가동을 시작한다. 당시 미국의 원자력발전소는 여차 화력발전소의 발전 단가 대비 10 배 이상 비쌀 정도로 경제성이 떨어졌던 것으로 알려졌지만, 세계 최초 원자력발전소 구축 및 가동이라는 상징성과 함께 선점효과를 누리며 오늘날 원자로 설계 및 가동의 표준 기술로 자리매김했다. 역대급 인명 피해를 입혔던 전쟁 무기가, 인간이 사용하는 전기 에너지를 저렴한 가격에 생산하는 기술로 탈바꿈한 것이다.

원자로와 원자폭탄의 차이



자료: 국제원자력안전학교, SK 증권

우리나라 원자력발전소 현황

- ▶ 고리 - 2 호기, 3 호기, 4 호기
- ▶ 신고리 - 1 호기, 2 호기, 3 호기, 4 호기
- ▶ 월성 - 2 호기, 3 호기, 4 호기
- ▶ 신월성 - 1 호기, 2 호기
- ▶ 한빛 - 1 호기, 2 호기, 3 호기, 4 호기, 5 호기, 6 호기
- ▶ 한울 - 1 호기, 2 호기, 3 호기, 4 호기, 5 호기, 6 호기

총 24 기 중 정비중인 4 기 제외 19 기 운전 중

- ▶ 영구정지 - 고리 1 호기(2017.06.), 월성 1 호기(2019.12.)

자료: 한국수력원자력 SK 증권

익숙한 생필품들의 시초

오늘날 우리가 일상 생활에서
익숙하게 접하는 다양한 생필품 중
전쟁으로부터 시작된 것들이 상당히
많음

이 외에도 전쟁은 오늘날 우리가 일상 생활에서 익숙하게 접할 수 있는 다양한 생필품들이 만들어지는 데에도 큰 기여를 했다. 가장 대표적인 것이 통조림 등 가공식품이다. 보관이 편해야 하고 조리법이 간단해야 하는 전투식량을 개발하기 위한 노력은 오늘날 통조림, 가공햄 등과 같은 레토르트(Retort) 식품이 되었다. 우리가 자주 접하는 통조림 햄(SPAM)도 그 시작은 군인들에게 고기를 잘 먹일 수 있는 방법에 대한 고민으로부터 출발했다.

이제는 가정 필수품으로 자리매김한 전자레인지도 군용 레이더 기술 개발 과정에서 발명되었다. 미국의 대표적인 방산기업 연구원 퍼시 스펜서(Percy Spencer)는 새로운 레이더 기술 개발을 위해 마그네트론(Magnetron) 실험을 하던 중 우연히 주머니 속 초콜릿이 녹은 것을 확인하였다. 그리고 극초단파를 수분(水分)에 조사하여 음식을 데울 수 있는 기술에 대한 특허를 출원하였고, 이는 현재 우리가 사용하는 전자레인지가 되었다.

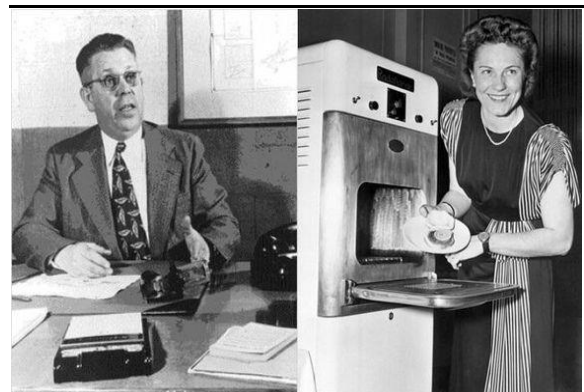
버터 대용으로 많이 사용하는 마가린도 1869 년 프로이센과 프랑스의 전쟁 과정에서 군용 버터 수요 증가를 대체하기 위한 제품으로, 선글라스는 공군 조종사를 태양광선으로부터 보호하기 위한 수단으로 1930 년대 개발되었다. 트렌치코트는 1 차 세계대전 당시 전장에서 비가 내릴 경우를 대비하여 방수 소재로 만든 군용 코트가, 카디건은 1853 년 크림전쟁 당시 만들어진 군용 재킷이 시초다.

스팸(SPAM)의 원조 Hormel Spiced Ham



자료: SPAM, SK 증권

전자레인지를 개발한 퍼시 스펜서(Percy Spencer)



자료: 언론발췌, SK 증권

전쟁을 승리로 이끈 기술들

전쟁 과정에서 개발/발명된 것은
아니지만, 전쟁을 승리로 이끈
기술들도 다양함

반면 전쟁으로 인해 새로 만들어진 기술이나 제품이라고 보기는 어렵지만, 전쟁을 승리로 이끄는 데 매우 중대한 역할을 한 기술들도 있다. 가장 대표적인 사례가 바로 증기기관이다. 탄광에 고인 물을 퍼내는 용도로 사용되기도 했던 증기기관은 면직물을 만드는 방직 기계로 확대 적용되면서 영국 면직물 산업 성장으로 이어진다. 모직물 생산 중심이었던 영국이 면직물 산업 중심으로 넘어가는 과정에서 발생한 영국과 청나라의 아편전쟁에서는 철을 두른 증기기관 함선을 바탕으로 영국이 압도적인 승리를 거두기도 했다.

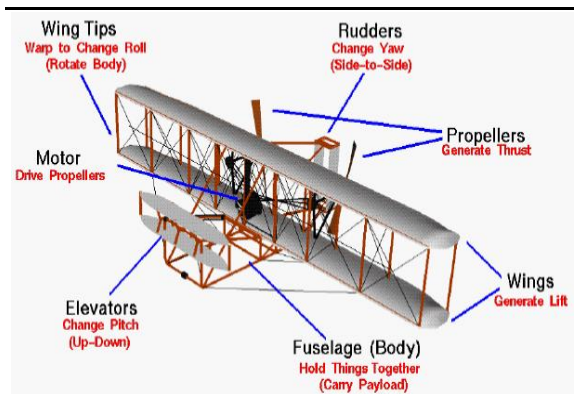
페니실린은 2 차 세계대전 당시
부상자 치료에 매우 중요한 역할을
함으로써 전력 손실 최소화에
기여함

1928 년 영국의 과학자 알렉산더 플레밍(Fleming)은 포도상구균 실험을 진행하던 중 우연히 발견한 푸른곰팡이(Penicillium Notatum)가 포도상구균을 제거했다는 사실을 발견한다. 푸른곰팡이로부터 얻게 된 화학물질인 페니실린(항생제)은 당시 청결하지 못한 생활 환경에서 발생하는 각종 감염으로 인한 사망률을 낮추는데 중요한 역할을 했고, 2 차 세계대전 당시 연합군 부상병을 치료하는데도 매우 중요한 역할을 했다.

라이트 형제가 발명한 동력식
비행기는 오늘날 제트 엔진식
전투기로 진화하였음

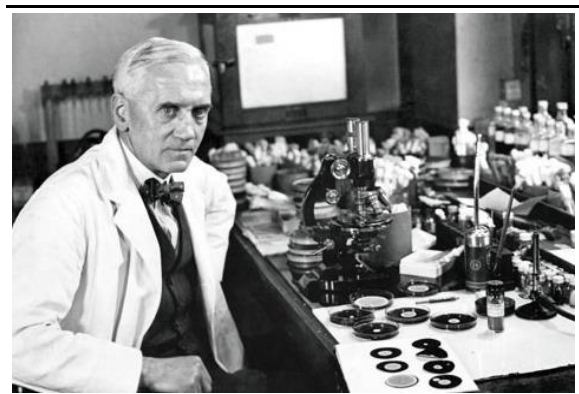
1903 년 라이트 형제의 세계 최초 동력 비행 성공은 오늘날 항공 산업 발전의 초석이 되었다. 라이트 형제가 만든 플라이어(Flyer)의 최초 비행은 불과 12 초에 불과했지만, 글라이더 형태가 아닌 별도의 동력(가솔린 엔진)을 갖춘 비행기라는 점에서 의미가 있다. 1914 년 발발한 1 차 세계대전에는 가솔린 엔진으로 프로펠러를 돌려 추진력을 얻는 형태의 전투기가 등장했고, 1939 년 발발한 2 차 세계대전에서는 쌍발 프로펠러 전투기와 함께 전투엔진 전투기가 처음으로 등장했다. 이후 오늘날 전투기는 첨단 기술의 상징이자 국방력을 가늠하는 바로미터로 자리매김했다.

라이트 형제가 개발한 최초 동력 비행기 Wright Flyer



자료: NASA, SK 증권

페니실린을 발견한 알렉산더 플레밍



자료: 언론발췌 SK 증권

더욱 가까워진 우주와의 거리

우크라이나-러시아 전쟁은 우주 산업의 새로운 중요성과 필요성을 전 세계에 알린 전쟁으로 기록될 것

러시아의 일방적인 우크라이나 침공으로 시작된 우크라이나-러시아 전쟁은 올해 2월 발발한 이후 3개월여의 시간이 지난 지금 이 순간에도 포성이 끊기지 않고 있다. 잠시 소강 상태에 접어들면서 전쟁 발발 초기보다는 우리들의 관심에서 살짝 멀어진 듯한 느낌이지만, 이번 우크라이나 전쟁은 우주 산업의 새로운 중요성과 필요성을 전 세계에 알린 전쟁으로 기록될 것이라는 판단이다.

2차 세계대전 이후 미국과 소련의 냉전 체제에서 우주 선점을 위한 경쟁이 치열하게 시작됨

우주를 선점하기 위한 경쟁은 2차 세계대전 이후 도래한 냉전시대 미국과 소련의 경쟁으로부터 시작되었다. 2차 세계대전이 끝나면서 미국과 소련은 독일의 미사일/로켓을 개발한 과학자를 포섭하기 위한 경쟁에 나섰고, 결국 소련이 1957년 인류 최초의 인공위성인 스푸트니크(Sputnik)를 먼저 발사하는데 성공했다. 인공위성 발사에 성공했다는 것은 언제든지 핵 탄두 탑재 미사일을 지구 반대편까지 날려 보낼 수 있다는 것을 의미했기에 경쟁국이 받는 압박감은 상상 이상이었다(러시아가 만든 코로나 19 백신에 스푸트니크라는 이름을 붙인 것도 경쟁국에 심리적 압박을 주기 위함이었을 것으로 보인다).

1991년 소련의 해체 이후 우주 경쟁은 소강상태에 접어들었지만 2000년대 후반부터 새로운 경쟁자가 부상함

위기 의식을 느낀 미국은 1958년 NASA를 설립하고 본격적인 우주 시장 개척에 나섰다. 1969년에는 세계 최초로 인류를 달에 보내는데 성공한다. 1960년대 약 4억달러 수준이었던 NASA의 예산을 1966년 59.3억달러까지 끌어올리며 치열하게 몰입한 결과물이었다. 하지만 1991년 12월, 냉전시대의 경쟁국인 소련이 해체되면서 우주를 향한 경쟁은 소강상태에 진입하게 된다. 우주 기술과 핵 기술을 동시 보유한 경쟁자가 사라지면서 막대한 비용 경쟁을 할 필요도 없는 1강으로 남게 되었기 때문이다. 하지만 2000년대 후반부터 다시금 새로운 경쟁자가 등장한다.

소련의 스푸트니크 위성 발사 장면



자료: 과학동아, SK 증권

소련 스푸트니크 위성 소식을 다룬 뉴욕타임즈



자료: NYT, SK 증권

**2003 년 달 탐사 프로젝트 시작한
중국은 인류 최초로 달 뒷면착륙에
성공하고, 2020 년에는 달 토양
샘플 채취 후 성공적으로 귀환함**

오늘날 G2 로 부상한 중국이 바로 그 주인공이다. 중국은 2003 년부터 달 탐사를 위한 창어(嫦娥) 프로젝트를 시작했고, 2007 년 창어 1 호가 달궤도 진입에 성공한다. 2010 년과 2013 년에 연이어 창어 2 호와 3 호를 발사했고, 2018 년에는 무인 달 탐사선 창어 4 호를 쏘아 올려 인류 최초로 달 뒷면 착륙에 성공했다. 2020 년에는 창어 5 호를 발사하여 달 토양 샘플을 채취한 뒤 성공적으로 지구로 귀환하기도 했다. 다시금 미국의 우주 안보를 위협하는 존재가 등장한 것이다.

**우주 프로젝트 막대한 비용
수반하지만, 민간 기업들의
적극적인 참여로 비용이 점점
낮아지고 있음**

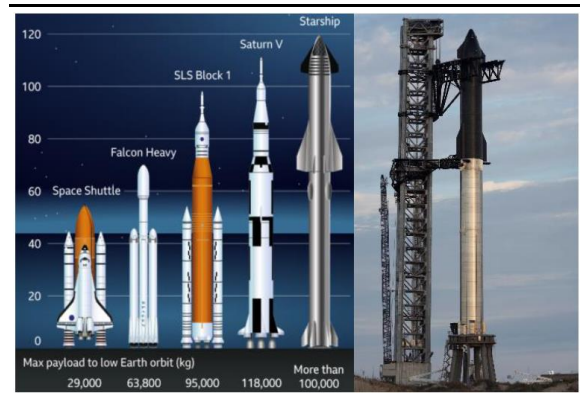
사실 우주 발사체를 비롯한 우주 프로젝트는 막대한 비용이 수반된다는 점에서 쉽게 참여하기도, 쉽게 포기하기도 어려운 것이 사실이다. 하지만 이러한 고민을 깨끗하게 해결하기 위한 시도가 민간 기업으로부터 시작되고 있다. 바로 Elon Musk 의 Space X, Jeff Bezos 의 Blue Origin, Richard Branson 의 Virgin Galactic 등이 그 주인공이다. 벌써 우주 여행 상품을 내놓을 정도로 민간 기업들의 경쟁은 치열하게 진행 중이다. 특히 Elon Musk 의 Space X는 그 동안 발사 후 바다에 빠져 폐기처분 되었던 1 단 발사체의 재활용에 적극적으로 나서면서 발사 비용을 획기적으로 줄이는데 성공했다. Blue Origin 의 Jeff Bezos 도 발사체 재사용 기술에 대한 특허를 주장하며 Space X 와 법정 다툼을 진행중이지만, 미국과 소련의 무한 경쟁이 인공위성 시대를 연 것처럼 Bezos 와 Musk 의 다툼은 상업용 우주 시대를 열고 있다. 실제로 Space X 의 대표 로켓인 Falcon 9 은 총 155 번의 발사가 있었고, 육지와 해상에서 115 번 성공적으로 회수(Landing) 되었으며, 가장 최근에 발사된 Falcon 9 로켓은 12 번째 재사용 발사에 투입되어 50 여개의 위성을 한꺼번에 지구 궤도에 안착시키는데 성공했다. 발사체 재사용이 가능해짐에 따라 위성 발사 비용은 과거 대비 10 분의 1 미만까지 줄어든 것으로 추정되며, 초소형 저궤도 인공위성 기술의 발달로 한 번에 많은 양의 위성을 쏘아 올리는 것이 가능해짐에 따라 우주 위성 사업도 드디어 경제성을 갖기 시작했다.

스페이스X 발사체 로켓 회수 장면



자료: Space X, SK 증권

화성 탐사 목적으로 개발 중인 스타십(Starship)



자료: BBC, Elon Musk Twitter, SK 증권

민간 중심 우주 위성 산업 개화하면서 위성 통신 및 위성 데이터 시장에 대한 관심 높아지는 추세

민간 중심의 우주 위성 산업이 개화하면서 위성 통신 및 데이터 시장에 대한 관심도 높아지는 추세다. 특히 우크라이나-러시아 전쟁에서 위성 통신과 위성 데이터의 중요성이 크게 부각되었다. 러시아의 폭격으로 우크라이나 통신 기간 시설이 파괴되자 우크라이나 부통령이 직접 Elon Musk 에게 Starlink 서비스 지원을 요청했고, Musk 는 이에 화답해 곧바로 Starlink 위성 안테나를 우크라이나로 보냈다. Starlink 란 Space X 가 영위하는 우주 통신/데이터 사업 부문으로, 총 3 만여개의 초소형 위성을 저궤도에 쏘아 올려 언제 어디서든 제약 없이 통신 서비스를 제공하는 것을 목표로 한다. 현재 약 2,000 여개 이상의 위성이 궤도에 안착한 것으로 알려져 있으며, 미국 등 일부 지역을 대상으로 서비스를 시작한 바 있다. 위성 영상 데이터 제공 및 분석 전문 업체 Maxar Technologies 의 러시아 전차 행렬 사진도 화제였다. 우크라이나를 향하는 러시아 전차들의 긴 행렬 모습, 러시아의 폭격으로 인해 폐허가 된 우크라이나 도심지의 모습, 우크라이나의 반격으로 파괴된 러시아 전차들의 모습 등을 위성으로 포착하여 세계에 알리는 역할을 수행했다.

과거 여러 전쟁들이 새로운 성장 산업의 등장을 야기한 것처럼 우크라이나 전쟁은 우주 산업을 본격적인 성장 산업으로 부각시킨 전쟁으로 기록될 것

사실 우주로부터 얻는 데이터의 가치는 조용히 커지고 있었다. 과거 미국 유통기업 Walmart 의 기업가치 분석을 위해 Walmart 주차장을 드나드는 차량 숫자를 위성으로 관찰한 사례가 있고, 인도의 한 은행에서는 농작물 담보 대출 검토를 위해 실제로 농작물이 잘 자라고 있는지를 파악하기 위한 용도로 위성 데이터를 활용한 바 있다. 심지어 유류 및 기타 저장창고에 자원이 얼마나 저장되어 있는지, 어떤 성분들로 구성되어 있는지도 이제는 위성을 통해 확인할 수 있는 시대를 맞이했다. 우크라이나와 러시아의 전쟁은 위성의 활용가치가 얼마나 큰 지 전 세계에 알린 계기가 된 것이 사실이다. 과거 여러 전쟁들이 새로운 성장 산업의 등장을 야기했던 것처럼, 이제는 우주 산업이 본격적인 성장 산업으로 대두되기 좋은 시점이라는 판단이다.

우크라이나 통신 서비스 지원에 나선 스타링크(Starlink)



자료: 우크라이나 부통령/Elon Musk Twitter, SK 증권

위성으로 촬영한 러시아 전차 행렬



자료: Maxar Technologies, SK 증권

다시 시작된 군비 경쟁

자국 우선주의의 확산 → 견제 확대 → 국방비 증가

우크라이나 전쟁으로 유럽 전역의 군사적 긴장감이 높아졌지만, 사실 그 이전부터 시작된 자국 우선주의의 확산이 국방예산 증가로 이어지고 있음

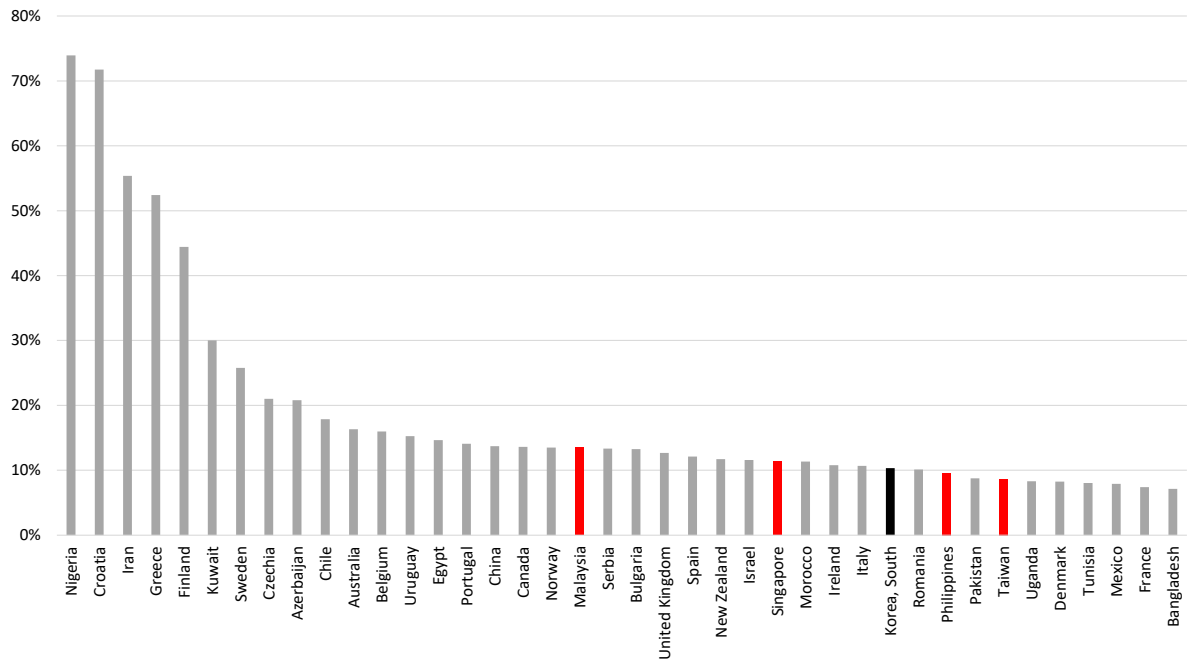
올해 2 월 러시아가 우크라이나를 침공하면서 유럽 전역의 군사적 긴장감이 높아졌고, 오랜 중립국이던 핀란드와 스웨덴마저 NATO(북대서양조약기구) 가입을 선언하는 등 국가별 군사적 행보가 발빠르게 이어지고 있다. 하지만 우크라이나 전쟁은 근래의 표면적인 이유일 뿐, 사실 각 국가별 군비 경쟁은 최근 5~10 년간 암묵적으로 꾸준히 진행되어 왔던 것이 사실이다. 가장 큰 이유는 자국 우선주의의 확산을 꼽을 수 있다. 2016 년 대선 후보로 등장한 트럼프는 1980 년대 레이건 대통령이 주장하던 'Make America Great Again'이라는 슬로건을 다시 들고 나와 미국 우선주의를 천명했고, 미국 제 45 대 대통령이 될 수 있었다. 비슷한 시기 영국도 EU 탈퇴(Brexit)에 대한 논의를 시작했다. 자국의 이익을 우선시하는 정책을 과감히 펼치기 위해서는 막강한 경제력과 국방력이 뒷받침되어야 하는데, 미국과 영국은 충분히 그런 힘이 있었고 결국 과감한 결정을 하기에 이른다.

중국을 향한 미국의 견제도 더욱 심화되면서 중국을 비롯한 동남아시아 지역의 긴장감이 높아지는 중, 동남아시아 주요국 국방예산도 증가

트럼프 대통령의 취임 이후 미국은 G2 로 떠오른 중국에 대한 집중 견제를 시작한다. 2018 년 3 월, 당시 트럼프 대통령은 중국 제품에 대한 관세를 높이는 행정명령에 서명하면서 본격적인 미중 무역전쟁의 막이 오른다. 특히 중국이 가장 민감하게 반응하는 요소 중 하나인 '대만'을 별도의 국가로 인정하는 듯한 발언과 행동을 계속하면서 중국의 심기를 불편하게 만들었고, 중국은 희토류 수출 제한 등의 조치로 반격에 나서기도 했다. 일부 부분적 합의를 통해 휴전한 듯 보이지만, 바이든 대통령 취임 이후에도 대중(對中) 정책 기조의 변화는 크게 나타나지 않고 오히려 더욱 압박하는 듯한 모습을 보이고 있다. 대표적인 것이 바로 2020 년 미국/인도/일본/호주 안보협의체 쿼드(Quad)의 공식 출범과 2021 년 미국/영국/호주 외교안보 3 자 협의체 오키우스(Aukus)의 출범이다. 국방 및 외교 협력을 위한 고위급 협의체라고 알려져 있지만, 사실은 남중국해를 비롯한 인도태평양 지역의 해양 안전선 구축을 통해 중국을 견제하기 위한 이라고 보는 것이 맞다. 최근 바이든 대통령의 방한과 함께 인도-태평양 경제 프레임 워크(IPEF)가 새로 출범한 것도 비슷한 맥락으로 해석할 수 있다.

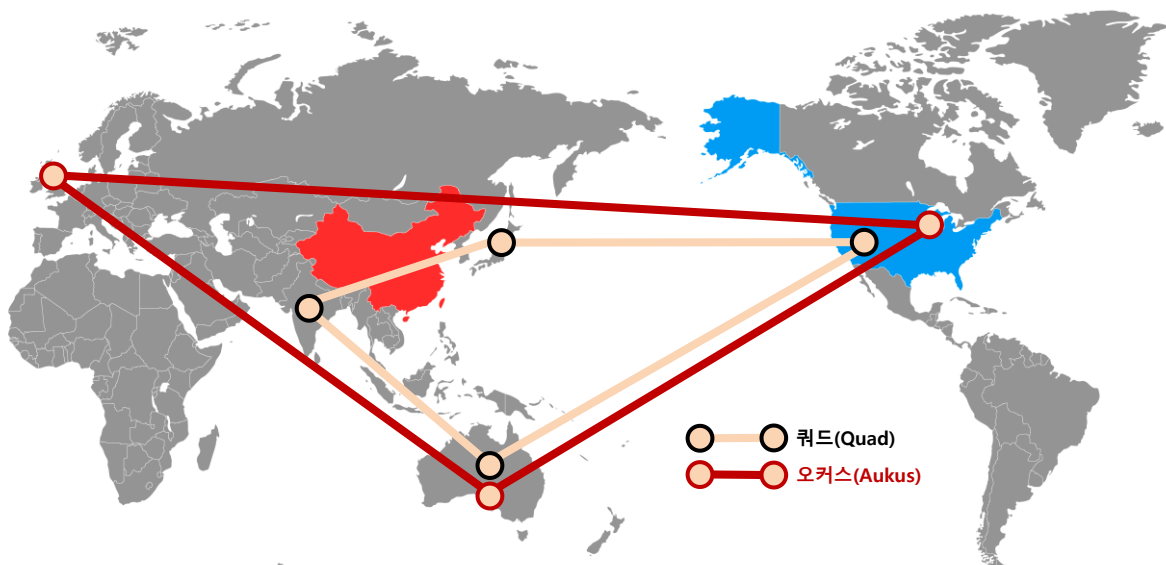
결국 미국/영국을 중심으로 한 자국 우선주의의 확산, 그리고 중국에 대한 견제는 미국/영국 주변국은 물론 동남아시아권 국가들의 국방비 강화로 조용히 이어지고 있던 와중 우크라이나 전쟁의 발발은 세계 각국 국방비 증액의 명분을 더해주는 중이다. 실제로 유럽 및 동남아시아 주요국은 연간 두 자릿수 이상의 국방예산 증가율을 기록 중이다. 그리고 이러한 자국 우선주의가 계속 확대되는 이상 국방력 강화 움직임이 단기 간에 쉽게 잦아들기는 어려울 것으로 판단한다.

주요 국가별 2020 년 대비 2021 년 국방예산 증가율



자료: SIPRI, SK 증권

중국을 둘러싼 쿼드(Quad), 오커스(Aukus) 협의체



자료: SK 증권

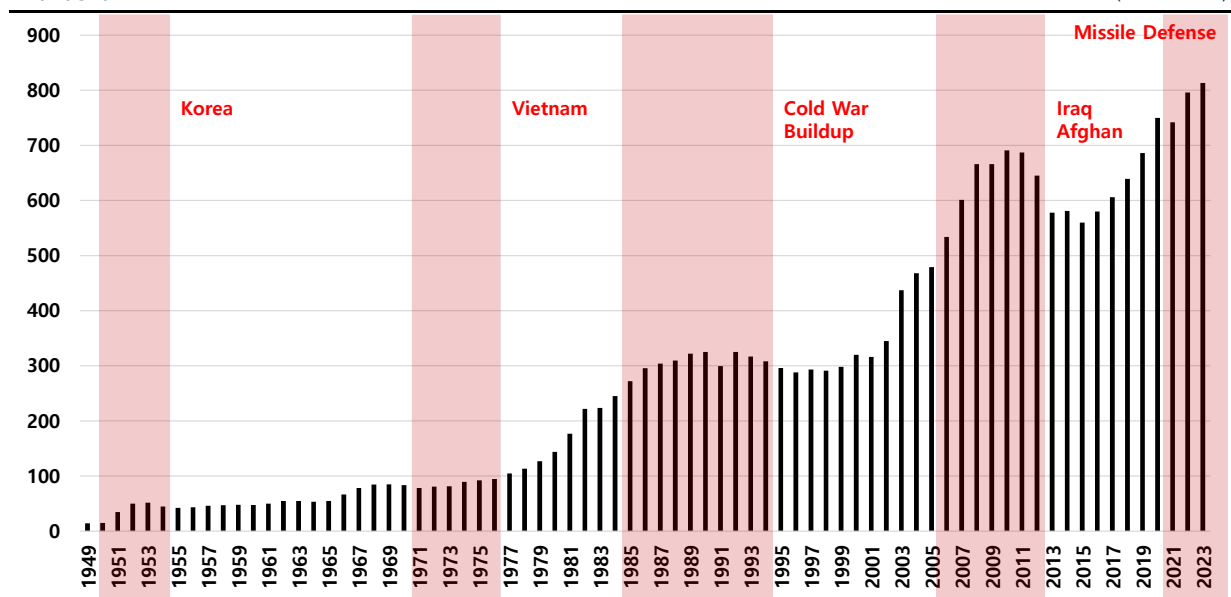
미국이 움직인다

2차 세계대전 이후 총 4번의
국방예산 상승 사이클 맞았던 미국,
2020년 접어들며 다시 한번
국방예산 증액 중

천조국, 미국을 지칭하는 인터넷 용어다. 국방비로만 우리나라 원화 기준으로 천조 원을 사용하는 국가라는 뜻에서 얻은 별칭(?)이다. 인터넷 상에서 천조국이라는 용어가 사용되기 시작했던 시점에는 미국의 막강한 경제력과 국방력을 상징하는 단어 정도로만 인식이 됐었는데, 이제는 정말 국방예산 천조 원 시대를 맞이하고 있다. 지난 3월 공개된 바이든 행정부의 2023년도 예산안에 따르면 국방부 예산은 7,730억 달러, 원자력에너지 방위비 및 기타 국방 관련 활동비를 모두 포함한 총 국가 방위예산은 8,133억 달러에 달한다. 5/25 일 기준 환율로 환산했을 때 기본 예산은 979조원, 총 국가 방위예산은 1,030조원에 달한다. 중요한 점은 전 세계에서 가장 많은 국방비를 사용하는 미국이 국방예산 규모를 다시금 확대해 가기 시작했다는 점이다. 2차 세계대전 종전 이후 미국이 국방예산을 눈의 띄게 증액했던 순간은 1950년대 미-소 대립과 한국전쟁이 발발했던 당시, 1960~70년대 베트남 전쟁 당시, 1980년대 후반부터 소련이 해체되기 전 냉전 당시, 그리고 9.11 테러 이후 2000년대 후반부터 이라크/아프가니스탄 등지에서 벌인 전쟁 당시까지 총 4차례 있었다. 2010년 글로벌 금융 위기를 겪으며 축소되었던 미국 국방예산은 2016~2017년을 기점으로 다시금 증가하는 모습을 보였으며, 2023년에는 사상 처음으로 8,000억 달러를 상회할 가능성이 높아진 상황이다. 자국 우선주의/자국 보호주의의 확산 여파와 러시아/중국/북한 등의 미사일 위협을 방어하기 위한 목적, 그리고 우주군(Aerospace Force) 확대 등의 영향 때문으로 해석된다.

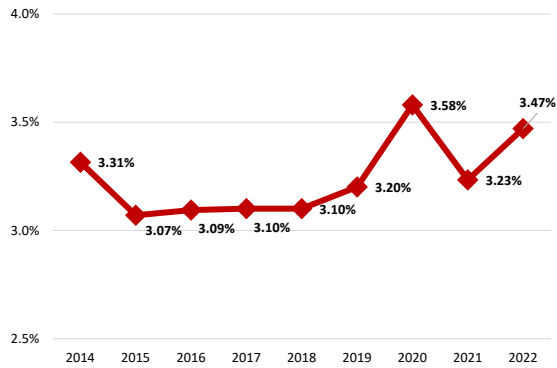
미국 국방예산 추이

(단위: 십억달러)



자료: 미 국방부, SK 증권

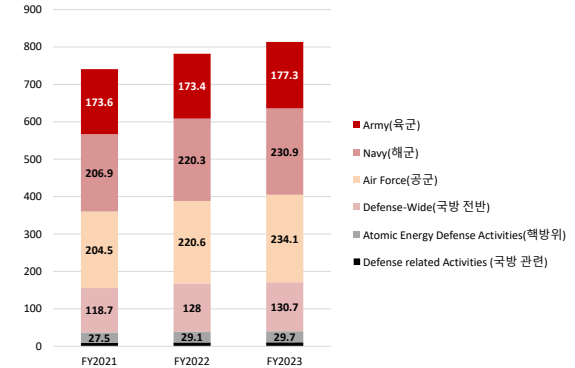
미국 2014 년 이후 GDP 대비 국방예산 비율 추이



자료: 세계은행, 미 국방부, SK 증권

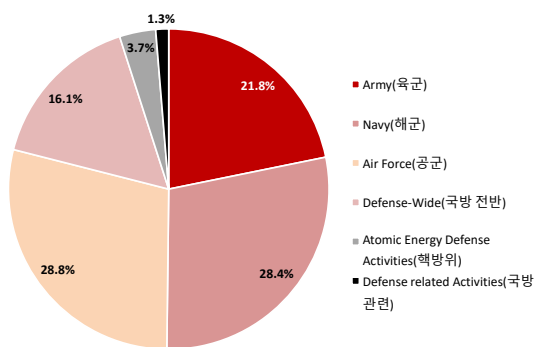
미국 최근 3 개년 부문별 국방예산 추이

(단위: 십억달러)



자료: 미 국방부, SK 증권

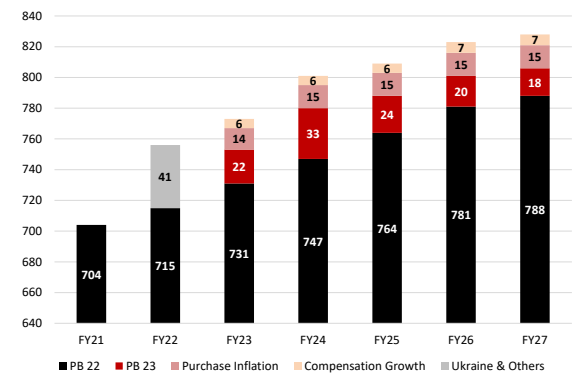
미국 2023 년 부문별 국방예산 비중



자료: 미 국방부, SK 증권

미국 국방예산안(President's Budget) 전망

(단위: 십억달러)



자료: 미 국방부, SK 증권

미국 FY2023 국방예산 주요 투자 계획

(단위: 십억달러)

구분	FY2022	FY2023	YoY
F-35 Joint Strike Fighter (Air Force, Marine Corps, Navy)	11.9	11.0	(0.9)
F-15EX (Air Force)	1.4	2.8	1.4
KC-46 Pegasus (Air Force)	2.4	2.9	0.5
COLUMBIA Class Ballistic Missile Submarine	5.1	6.3	1.2
VIRGINIA Class Submarine	6.9	7.3	0.4
B-21 Long Range Strike Bomber (Air Force)	3.0	5.0	2.0
Space Based OPIR Systems	2.5	4.7	2.2
JDAM (Navy, Air Force)	0.1	0.3	0.2
Small Diameter Bomb 2 (Navy, Air Force)	0.4	0.5	0.1
JASSM (Air Force)	0.8	1.0	0.2
LRASM (Air Force, Navy)	0.2	0.5	0.3

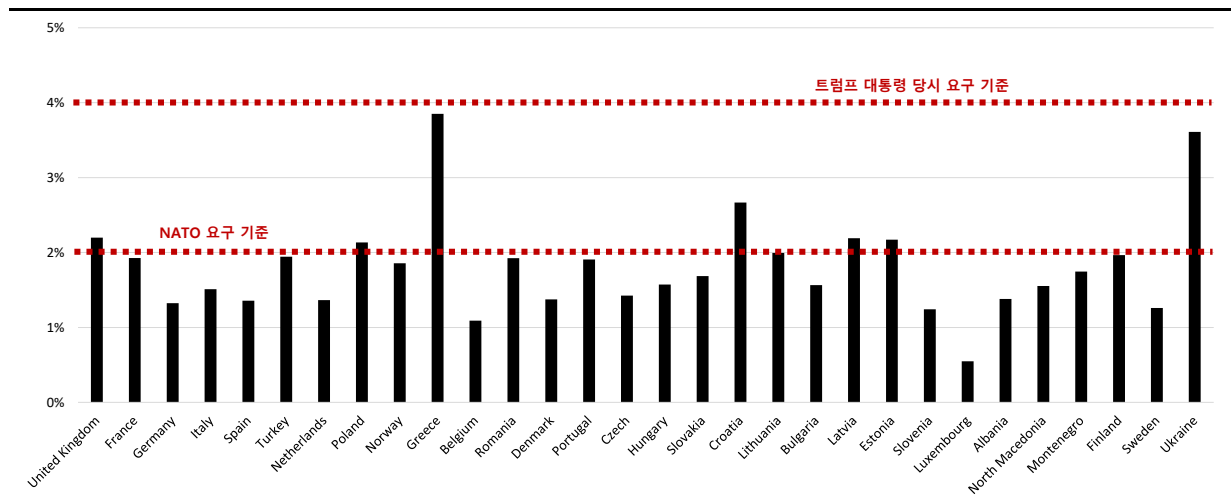
자료: 미 국방부, SK 증권

우크라이나 전쟁이 촉발한 유럽 국방비 증액

러시아의 우크라이나 침공으로 인해
유럽 내 NATO 가입국의 국방예산
증액 움직임 본격화, 중립국들의
NATO 가입 신청도 이어져

올해 2월 시작된 러시아의 우크라이나 침공이 여전히 끝나지 않은 상황에서 우크라이나 주변국을 비롯한 유럽 주요국가들은 국방력 강화를 위한 다양한 움직임을 이어가고 있다. 상징적인 포인트는 크게 세 가지다. 첫째, 오랜 시간 중립국 위치를 유지하고 있던 핀란드/스웨덴의 NATO(북대서양조약기구) 가입 신청이다. 러시아가 우크라이나 침공을 감행한 주된 이유가 우크라이나의 NATO 가입 시도였음을 감안한다면 핀란드와 스웨덴의 NATO 가입 신청은 러시아를 본격적으로 적대국으로써 배척하겠다는 선언과 다름이 없는 것으로 해석되고 있다. 둘째, NATO 가입국들의 GDP 대비 국방예산 비율 2% 추진 움직임이다. 2021년 기준 유럽의 NATO 가입 27개국 중 총 GDP의 2% 이상 국방예산을 사용하는 국가는 7곳에 불과했다. 미국의 국방예산 증액 요구에도 쉽게 움직이지 않았던 유럽 NATO 가입국들이 우크라이나 전쟁을 계기로 국방예산 증액을 본격적으로 검토하기 시작했다는 점에 주목할 필요가 있다. 셋째, 특히 세계대전 전범국으로 국방비에 상당히 조심스러운 행보를 보였던 독일이 가장 먼저 GDP 대비 2% 이상 수준으로 국방예산을 증액하겠다는 선언한 점이 중요하다. 독일의 2021년 연간 국방예산은 약 560억 달러로, GDP 대비 1.32% 수준이었다. 이를 2% 이상 수준으로 증액한다는 것은 향후 1~2년 내 최소 300억 달러 이상 증액될 가능성이 크다는 것을 의미한다. 올해 2월에 시작된 러시아의 우크라이나 침공이 3개월여의 시간이 지났지만 여전히 끝나지 않고 있다. 반대로 유럽 국가들의 안보 위기 의식은 점점 커지는 상황이다. 유럽도 국방예산 증가 사이클이 한동안 지속될 가능성이 높다고 판단하는 가장 큰 이유다.

2021년 유럽 NATO 가입국 GDP 대비 국방예산 비율



자료: IMF, SIPRI, SK 증권

동남아시아도 치열한 눈치싸움 중

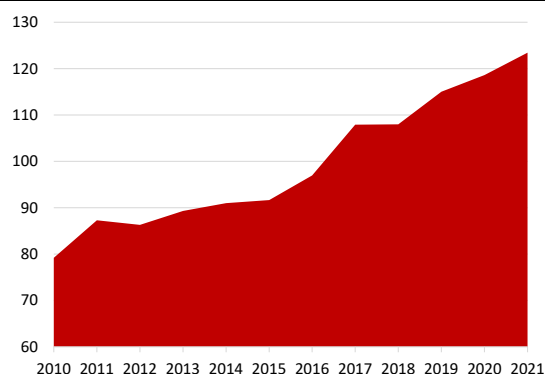
필리핀해/남중국해 긴장감
높아지면서 동남아시아 주요
국가들의 국방예산도 증가 중

동남아시아 국가들 각각의 국방예산 절대적인 금액 자체는 선진국과 크게 차이나 보이는 것이 사실이지만, 국방예산 증가 속도만큼은 어느 국가 못지 않다. 2020 년 대비 2021 년 국방예산 증가율을 살펴보면 미국은 2.9%, 일본은 4.1%, 우리나라가 10.3%, 영국이 12.7%를 기록한 반면 말레이시아 13.5%, 싱가포르 11.4%, 필리핀 9.6%, 대만 8.7% 등 인도태평양 지역 국가들의 국방예산 증가율이 상대적으로 높게 나타났다. 절대적인 금액 차이로 인해 증가율이 높게 나타나는 경향도 있으나 ① 필리핀해/남중국해 등 인도태평양 지역을 중심으로 대두되는 중국과의 갈등, ② 방위산업 현대화 추진 등이 동남아시아 주요 국가들의 주된 국방예산 증액 요인으로 해석된다.

동남아시아 국가들, 중국
견제하지만 미국에 무조건적인
호의를 보이는 것도 아니기 때문에
우리나라 무기에 대한 관심 높은 편

남중국해와 필리핀해 등은 중국이 해양으로 진출하기 위해 반드시 거쳐야 할 관문이다. 지속적으로 중국이 영해/영공을 넘어 도발을 감행하는 이유다. 지리적 특성상 동남아시아 국가들은 해군력과 공군력 강화에 보다 집중할 수밖에 없고, 따라서 차세대 군함/전투기 등에 대한 관심이 높은 것이 동남아시아 국가들의 특징이다. 중국을 견제하지만, 그렇다고 미국에 크게 의존하지 않는다는 점도 또 다른 특징이다. 남중국해 산호초 지대와 인공섬 등을 두고 중국과 해양 갈등을 겪고 있는 필리핀은 1900년대초부터 미군이 주둔했고 2014년 방위협력확대협정(EDCA)을 맺기도 했지만, 2020년 2월 두테르테 대통령은 방문군협정(VFA) 종료를 선언하면서 필리핀에 주둔 중인 미군 규모는 갈수록 축소되고 있다. 말레이시아/인도네시아/베트남 등도 중국을 견제하기 위한 군 현대화 추진에 적극적이지만 미국에 무조건적인 호의를 보이고 있는 상황은 아니다. 이러한 틈바구니 속에서 우리나라는 우리의 국방 기술을 강조할 수 있는 여러 기회들을 잘 포착해야 할 것이다.

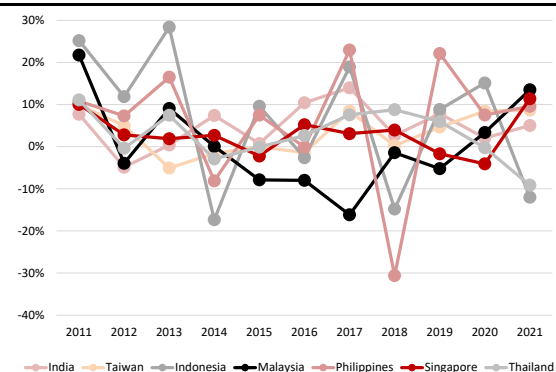
인도태평양 주요 7개국 국방예산 합계 추이 (단위: 십억달러)



자료: SIPRI, SK 증권

주: 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국, 싱가포르, 인도, 대만 합계

인도태평양 주요 7개국 국방예산 증감률 추이



자료: SIPRI, SK 증권

글로벌 시장의 문이 열린다(a.k.a 대한민국의 기회)

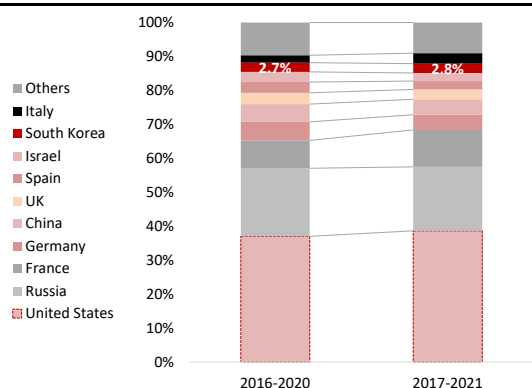
**2021 년우리나라 방산 수출 실적
역대 최고 수준, 최근 5 년간 수출
실적 증가율은 177%로 세계 1위**

전 세계적으로 국방예산이 증가하는 시기에 진입한 상황에서 우리나라 방위 산업은 해외 시장에서의 다양한 기회를 맞이할 수 있을 것으로 예상된다. 지난해 우리나라의 방산 수출 실적은 역대 최고 수준인 약 70 억 달러를 넘어섰다. 무기 수출액이 처음으로 무기 수입액을 상회했다. 여전히 전쟁을 치르고 있는(국민의 체감은 전혀 다르지만) 휴전국가(休戰國)인 우리나라가 무기 수출을 더 많이 했다는 점 자체만으로도 우리나라의 방산 기술이 얼마나 뛰어나고 세계에서 인정받고 있는지 알 수 있다. 2017 년부터 2021 년까지 5 년간 우리나라가 차지하는 글로벌 무기 수출 비중은 2.8%로 세계 9 위 수준이다. 하지만 2012 년부터 2016 년까지의 5 년간 수출 실적 대비 2017 년 이후 2021 년까지 5 년간의 수출 실적 증가율은 177%로 독보적인 증가율을 기록했다. 미사일/장갑차 등 글로벌 경쟁 제품 대비 기술력은 뒤떨어지지 않지만 상대적으로 가격은 저렴한 가성비와 최고의 경쟁력으로 작용했기 때문이다.

**올해 초부터 방산 해외 수출 소식
이어지는 중, 올해 방산 수출 실적
100 억 달러 상회 가능성도 있음**

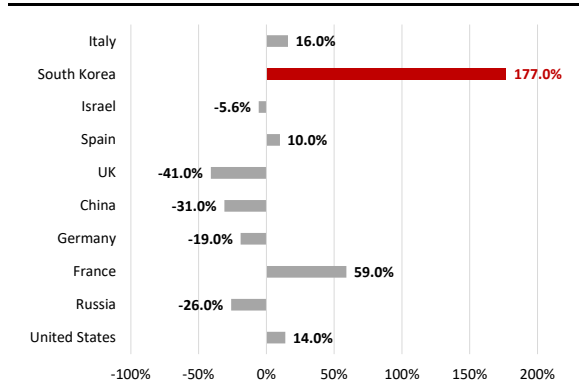
올해도 시작이 좋다. 지난해 12 월부터 K-9 자주포 및 K-10 탄약운반장갑차 등의 1 조원대 호주 수출 계약 소식이 전해졌었는데 올해 1 월에는 약 4 조원대의 천궁2 지대 공미사일 수출 계약 소식이, 2 월에는 2 조원대의 K-9 자주포 수출계약 소식이 전해졌다. 3 월에도 1 조원대의 방산물자 수출 계약 소식이 이어졌다. 국산 전차/장갑차/미사일 등의 호평이 이어지고 있어 국방예산 증액을 추진 중인 북미/유럽/동남아/중동 지역 국가들로부터 추가적인 수출 계약 소식은 얼마든지 전해질 가능성이 높다는 판단이다. 최근 미국 바이든 대통령의 방한을 계기로 한미 국방상호조달협정(RDP) 체결 논의가 시작된다는 점도 고무적이다. 올해 우리나라 방산 수출 실적이 100 억 달러를 상회할 가능성도 조심스럽게 예상해본다.

주요국가별 글로벌 무기 수출액 비중 변화



자료: SIPRI, SK 증권

주요국 최근 5 개년 무기 수출 증가율(12~16 년 대비)



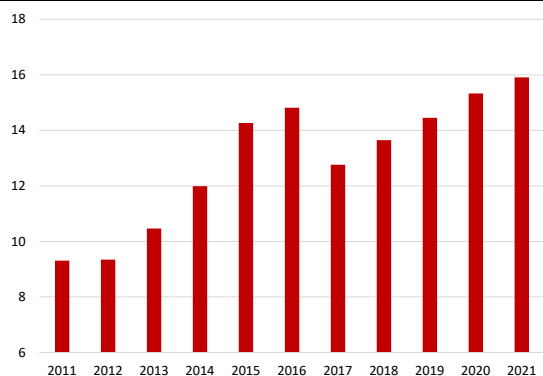
자료: SIPRI, SK 증권

2013~2016 년 방산 수출 호조 보이면서 관련 기업들의 실적 및 주가 좋았던 시절과 유사한 흐름 보일 가능성 높음

과거 우리나라 방산 업체들에 대한 관심이 높았던 2013~2016 년의 모습을 다시 복기해 볼 필요도 있는 시점이다. 우선 우리나라는 당시 군 복무기간 단축 추진과 출산율 감소로 인한 징집대상 인구 감소 등의 영향을 극복하기 위한 첨단 무기 도입이 추진되던 시점이다. 내수 시장은 이미 포화 상태라는 평가가 많았지만, 첨단 무기 도입 확대를 통해 내수 시장의 벽을 한 단계 뛰어 넘기 시작한 시점이다. 수출도 호조를 보이던 때다. 미국/유럽/동남아 국가 등 방산예산이 증가하던 시기였고, 실제로 우리나라는 폴란드에 K-9 자주포를, 태국에는 T-50 고등훈련기를, 이라크에는 FA-50 경공격기를 수출한 바 있다. 당시 국내 방산기업들의 주가는 실적 상승과 Multiple 상승 효과를 함께 누리며 좋은 주가 흐름을 보인 바 있다. 올해도 미국/유럽/동남아 등 글로벌 방산예산이 꾸준히 증가할 것으로 예상되는 가운데 우리나라 방산 기업들의 수출 소식도 이어지고 있다. 2013~2016 년 당시와 비슷한 평가를 받을 수 있는 배경은 충분히 조성되었다는 판단이다.

국내 방산업체 총 매출액 추이

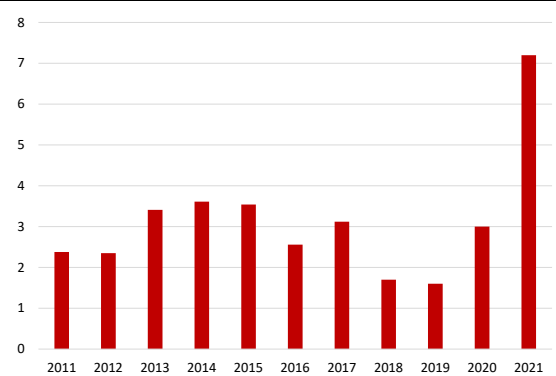
(단위: 조원)



자료: 방위산업진흥회(방위산업 실태조사 및 경영실태 현황), SK 증권
주: 85 개 방산업체 방산부문 매출액 합계

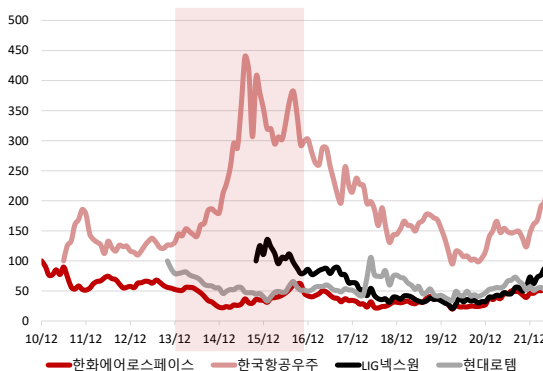
국산 무기장비 수출 추이

(단위: 십억달러)



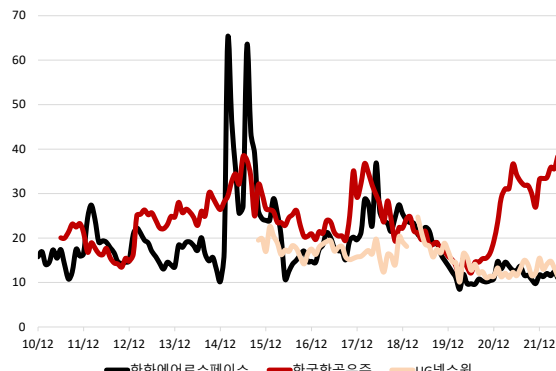
자료: 정부 발표 및 언론 종합, SK 증권

주요 방산업체 주가 추이(2010 년 이후)



자료: Quantwise, SK 증권 / 주: 기준일 및 상장일 당시 100 기준

주요 방산업체 12m fwd P/E 추이(2010 년 이후)



자료: Quantwise, SK 증권

우리나라 국방 계획의 현주소

윤석열 정부 출범 이후 국방개혁 2.0을 대체할 국방혁신 4.0 발표될 예정, 110대 국정과제에서는 제2창군 수준의 국방 태세 전반 재설계 천명

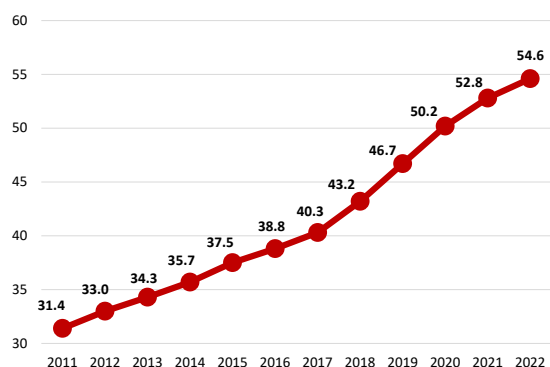
윤석열 정부가 새롭게 출범한 우리나라는 문재인 정부 시절 국방 정책의 기준이 되었던 '국방개혁 2.0(2018년 7월 발표)'을 대체할 '국방혁신 4.0'이 곧 발표될 예정이다. 대통령직인수위원회에서 발표한 110대 국정과제 속에서 힌트를 찾자면 국방혁신 4.0은 제2창군 수준으로 국방 태세 전반을 재설계하고, AI 과학기술강군을 육성하는 것을 목표로 하고 있다. 전투 현장에서의 드론, 로봇 등을 활용하여 전투인원의 인명 손실을 최소화하기 위해 2023년까지 원격제어, 2027년까지 반자율, 2027년 이후 완전자율 형태의 유/무인 복합 전투체계 구축을 추진한다. 그리고 북한의 핵미사일 위협에 대응하기 위해 다층 미사일 방어체계를 구축하고, 군사적 초격차 기술 및 무기체계 연구개발에 더욱 속도를 낼 것으로 보인다. 바이든 대통령의 방한을 계기로 한미 군사동맹은 더욱 강화될 것으로 판단하는데 이미 국방상호조달협정 추진 움직임이 시작되었다.

2차 추경예산 검토 과정에서 올해 국방예산 소폭 줄어든 것은 아쉬운 부분, 방위 산업 특성 상 오늘 뿌린 씨앗이 5~10년 후 열매 맺는다는 사실 항상 기억해야 할 부분

한 가지 아쉬운 점은 국방중기계획에 의거하여 우리나라 국방예산이 점진적으로 상향되고 있는 가운데, 올해 정부 2차 추가경정예산 증액 과정에서 국방예산이 약 1조 5천억원 삭감되었다는 점이다. 코로나 19를 극복해 가는 과정에서 산업 및 중소기업, 에너지 안보 확보를 위한 예산 증액이 크게 이뤄지다 보니 불가피한 선택이었다고는 하지만 아쉬움이 남는 것은 사실이다. 코로나 19라는 특수한 상황이었었고, 당장의 군사 대비태세에는 큰 문제가 없다 하더라도 방위 산업 특성 상 오늘 뿌린 씨앗이 5~10년 뒤 싹을 틔우고 열매를 맺는다는 점에서 양보보다는 최우선 검토 대상이 되어야 함은 분명한 사실이다.

우리나라 국방예산 추이

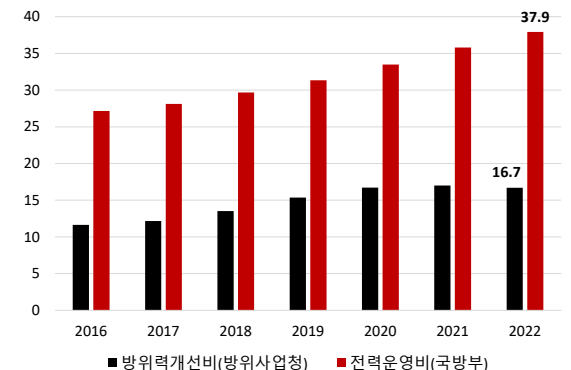
(단위: 조원)



자료: 국방부, SK 증권

국방예산 구성 추이(방위력개선비 및 전력운영비)

(단위: 조원)



자료: 국방부, SK 증권

2021~2025 국방중기계획

(단위: 조원)

구분	2020		대상기간					
	본예산	추경	2021	2022	2023	2024	2025	합계
국방비	50.2	48.4	53.2	56.5	59.8	63.6	67.6	300.7
(증가율, %)	(7.4)	(3.6)	(6.0)	(6.3)	(5.9)	(6.3)	(6.3)	(6.1)
전력운영비	33.5	32.6	36.1	38.3	40.1	42.0	44.0	200.6
(증가율, %)	(6.9)	(4.1)	(7.8)	(6.3)	(4.7)	(4.7)	(4.8)	(5.6)
방위력개선비	16.7	15.8	17.1	18.2	19.7	21.6	23.6	100.1
(증가율, %)	(8.5)	(2.5)	(2.5)	(6.2)	(8.4)	(9.5)	(9.3)	(7.2)

자료: 국방부 국방중기계획(2020.10.06), SK 증권

2022년 국방예산안

(단위: 조원)

구분	2021년 예산 (A)	2022년 예산		증감		
		정부안(B)	최종(C)	전년대비 (C-A)	(%)	국회증감 (C-B)
국방비	52.8	55.2	54.6	1.8	(3.4)	-0.6
전력운영비	35.8	37.9	37.9	2.1	(5.8)	0.02
방위력개선비	17.0	17.3	16.7	-0.3	(-1.8)	-0.6

<방위력개선비 주요내용>

- 2022년 주요 신규사업

: 경항공모함 72억원, 초소형 위성체계 112억원, 장자성포요격체계 189억원, 소형무장헬기 양산 905억원 F-35A 성능개량 200억원
대형수송기 2차 158억원 등 32개 사업 반영

- 주요 증액 내역

: 차륜형지휘소용차량 60억원, 편제장비보강 18억원, 한국형 기동헬기후속양산 83억원, 국방기술품질원 방위산업기술보호센터 설립 5.6억원 등

- 주요 감액 내역

: 대형기동헬기-II 353억원, 특수전지원함 224억원, 검독수리 B Batch-II 120억원, 이동형장거리레이더 180억원 등

자료: 국방부, SK 증권

2차 추경안에 따른 12대 분야별 총지출 변화

(단위: 조원)

구분	2022년도 본예산	2022년도 1차 추경(A)	2022년도 2차 추경안(B)	증감(B-A)
총 지출	607.7	624.3	676.7	52.4
보건 / 복지 / 고용	217.7	221.0	227.1	6.1
교육	84.2	84.2	95.0	10.9
문화 / 체육 / 관광	9.1	9.2	9.0	-0.2
환경	11.9	11.9	11.5	-0.4
R&D	29.8	29.8	29.5	-0.3
산업 / 중소 / 에너지	31.3	43.8	69.0	25.2
SOC	28.0	28.1	27.5	-0.6
농림 / 수산 / 식품	23.7	23.7	23.5	-0.2
국방	54.6	54.6	53.1	-1.5
외교/통일	6.0	6.0	5.8	-0.2
공공질서 / 안전	22.3	22.3	22.2	-0.1
일반 / 지방행정	98.1	98.1	110.8	12.7

자료: 국회예산정책처, SK 증권

2 차 추정안 국방분야 주요 감액사업(300 억원 이상)

(단위: 억원)

구분	세부사업	예산	감액	감액비율(예산대비)
전력운영 분야 (9개)	일반지원시설	11,275	-1,750	-15.5%
	관사 및 간부숙소	4,514	-1,036	-22.9%
	항공장비(유지)	16,328	-1,006	-6.2%
	방위비분담금 인건비	6,009	-739	-12.3%
	방위비분담금 군사시설개선	4,454	-730	-16.4%
	병영생활관	1,885	-551	-29.2%
	방위비분담금 군수지원	2,010	-467	-23.3%
	기동장비(유지) 등	6,933	-411	-5.9%
	일반훈련	520	-331	-63.7%
	소계	53,926	-7,021	-13.0%
방위력 개선 사업분야 (5개)	해상초계기-II	3,052	-1,359	-44.5%
	무기체계 운용성 향상 지원	2,567	-777	-30.3%
	피아식별장비 성능개량	2,421	-575	-23.8%
	해상작전헬기	2,692	-526	-19.6%
	잠수함구조함-II	1,003	-400	-39.9%
	소계	11,734	-3,638	-31.0%

자료: 국방부, 방위사업청, 국회예산정책처, SK 증권

글로벌 주요 방산 업체 연간 매출 및 기업순위 변화

(단위: 백만달러)

Rank (2020)	Rank (2019)	Company	Country	Arms Sales(2020)	Arms Sales(2019)	YoY
1	1	Lockheed Martin Corp.	United States	58,210	53,230	9.4%
2	2	Raytheon Technologies	United States	36,780	38,421	-4.3%
3	3	Boeing	United States	32,130	33,580	-4.3%
4	4	Northrop Grumman Corp.	United States	30,420	29,220	4.1%
5	5	General Dynamics Corp.	United States	25,840	24,500	5.5%
6	6	BAE Systems	United Kingdom	24,020	22,240	8.0%
7	8	NORINCO	China	17,930	15,580	15.1%
8	7	AVIC	China	16,980	16,710	1.6%
9	9	CETC	China	14,610	15,090	-3.2%
10	10	L3Harris Technologies	United States	14,190	13,920	1.9%
11	13	Airbus	Trans-European	11,990	11,290	6.2%
12	11	CASIC	China	11,870	11,850	0.2%
13	14	Leonardo	Italy	11,160	11,110	0.5%
14	16	Thales	France	9,050	9,390	-3.6%
50	52	Hanwha Aerospace	South Korea	2,250	2,260	-0.4%
63	62	Korea Aerospace Industries	South Korea	1,720	1,760	-2.3%
73	81	LIG Nex1	South Korea	1,360	1,250	8.8%
85	97	Hanwha Corp.	South Korea	1,170	990	18.2%

자료: SIPRI, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com.kr
02-3773-8891

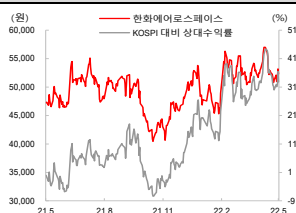
Company Data

자본금	2,657 억원
발행주식수	5,063 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	26,479 억원
주요주주	
한화(외3)	33.98%
국민연금공단	12.28%
외국인지분율	21.20%
배당수익률	1.30%

Stock Data

주가(22/05/30)	53,800 원
KOSPI	2669.66 pt
52주 Beta	0.94
52주 최고가	57,000 원
52주 최저가	40,450 원
60일 평균 거래대금	246 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.2%	-0.2%
6개월	21.5%	35.2%
12개월	10.7%	32.8%

한화에어로스페이스(012450/KS | 매수(신규편입) | T.P 75,000 원(신규편입))

미래를 쏘아 올리는 힘

- 항공기/전투기의 심장인 엔진 및 부품 생산/정비 전문 업체
- 누리호 75t 급 액체연료 엔진, T-50/KF-21 한국형 전투기 엔진 생산 담당
- 계열회사 통해 CCTV, 산업용 압축기, 공작기계, 방산, 항공우주 사업 등 영위
- K-9 자주포, Redback 장갑차 등 방산 부문 해외 수출 증가 기대감 고조
- 투자 의견 매수, 목표주가 75,000 원 제시하며 신규 커버리지 개시

투자 의견 매수, 목표주가 75,000 원 커버리지 개시

투자 의견 매수, 목표주가 75,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 75,000 원은 2022~2024 년 평균 EPS 에 2013~2016 년 Historical 12m fwd P/E 평균값을 35% 할인한 14.3X 를 적용하여 산출했다. 탄탄한 주주 잔고는 안정적 실적의 기반이 될 것으로 판단하며, 방산 부문에서의 수출 확대와 올해부터 새롭게 연결 실적으로 반영되는 항공우주 부문(쎈트레아이, 지분율 30%)은 실적 성장성을 주도할 것으로 판단한다. 지난해 12 월 K-9 자주포 및 K-10 탄약운반장갑차의 약 1 조원대 호주 수출 계약 소식에 이어 올해 2 월에는 K-9 자주포의 약 2 조원대 이집트 수출 계약 소식이 이어졌다. 하반기에는 호주 Redback 장갑차 수출 기대감이 높고, K-30 비호복합체계는 사우디 등으로부터 높은 관심을 받고 있는 것으로 알려졌다. 세계 각국 국방 예산이 증액되는 시점이라는 점에서 방산 부문의 수출 증가를 충분히 기대해 볼 만하다.

주가 모멘텀 풍부한 하반기

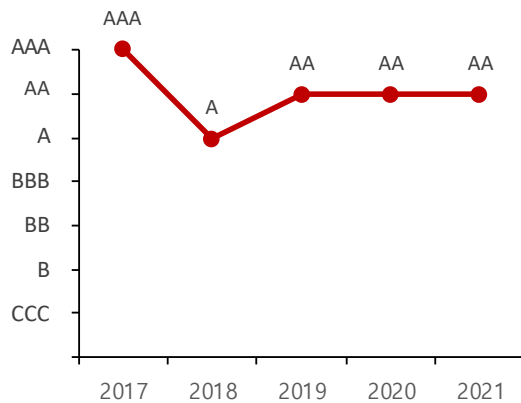
하반기 주가 모멘텀도 다양하다. 한화에어로스페이스의 75t 급 액체연료 엔진이 적용된 누리호의 2 차 발사가 6 월 예정되어 있으며, 7 월에는 한국형 전투기 KF-21 보라매의 시험 비행이 예정되어 있다. 항공기 엔진 부문은 이미 24 조원 이상의 수주잔고를 보유하고 있지만, 일상생활 회복과 함께 항공기 수요가 증가함에 따라 항공기 부품 및 엔진 수요는 지속적으로 우상향 할 가능성이 높다. 한국형 미사일 방어체계 강화 추진도 긍정적이다. 한미 미사일지침 폐기 이후 고체연료를 활용한 새로운 무기 체계 개발 가능성도 높다. 어느 때보다도 한화에어로스페이스에 대한 관심을 높여야 할 시점이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	52,641	53,214	64,151	69,056	75,397	83,397
yoy	%	18.2	1.1	20.6	7.7	9.2	10.6
영업이익	억원	1,652	2,439	3,830	3,859	4,418	5,096
yoy	%	210.7	47.6	57.0	0.7	14.5	15.3
EBITDA	억원	3,840	4,896	6,205	6,446	7,394	7,970
세전이익	억원	1,563	1,718	4,053	3,541	4,047	4,693
순이익(지배주주)	억원	1,322	1,214	2,526	2,256	2,625	3,114
영업이익률%	%	3.1	4.6	6.0	5.6	5.9	6.1
EBITDA%	%	7.3	9.2	9.7	9.3	9.8	9.6
순이익률	%	3.1	3.1	4.7	3.9	4.1	4.3
EPS(계속사업)	원	2,555	2,388	4,989	4,455	5,184	6,151
PER	배	13.7	11.9	9.6	11.7	10.1	8.5
PBR	배	0.7	0.6	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	10.3	7.4	6.9	7.2	6.0	5.2
ROE	%	5.5	4.8	9.2	7.6	8.3	9.0
순차입금	억원	10,525	10,900	1,546	1,332	-823	-4,299
부채비율	%	205.0	216.6	181.0	190.3	185.1	181.2

ESG 하이라이트

한화에어로스페이스 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
한화에어로스페이스 종합 등급	AA	B-	46.64
환경(Environment)	52.6	A	23.56
사회(Social)	51.9	C+	20.62
지배구조(Governance)	63.5	C	95.54

<비교업체 종합 등급>

한국항공우주	A	D+	44.00
LG 넥스원	AA	N/A	40.78
현대로템	BBB	N/A	65.40

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 한화에어로스페이스 ESG 평가

한화에어로스페이스는 탄소 등 유해물질을 배출하지 않는 차세대 고효율 전기식 작동기(EMA)의 개발 등 친환경 지속가능 제품 개발에 앞장서고 있다.

이사회의 다양성을 위해 여성임원을 선임하고, 독립성을 보장한 전원 사외이사로 구성된 ESG 위원회를 설립하는 등 ESG 경영을 강화하고 있다.

자료: SK 증권

한화에어로스페이스 ESG 채권 발행 내역 (단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
2021/04/28	녹색채권	260,000	1.615

자료: KRX, SK 증권

한화에어로스페이스 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.11.30	ESG(종합)	한국경영인증원으로부터 '준법경영시스템' 및 '부패방지경영시스템' 국제인증서 획득
2022.04.06	ESG(종합)	생산성경영시스템(PMS) 인증심사에서 국내 최고 수준인 '레벨 8' 획득

자료: 주요 언론사, SK 증권

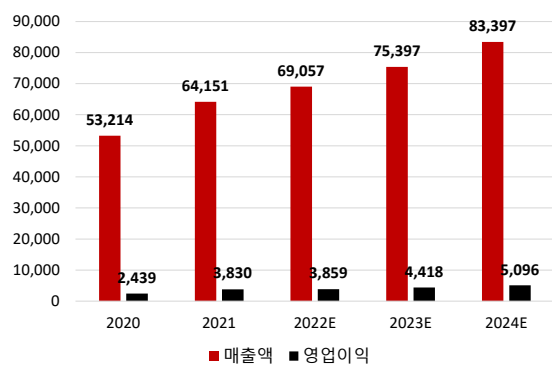
항공기 엔진 및 부품 제조 업체

항공기 및 우주 발사체 엔진 및 부품, CCTV 등 모니터링 장치, 산업용 압축기, ICT 컨설팅, 항공우주, 방위 사업 등 영위

한화에어로스페이스는 항공기의 심장이라 할 수 있는 엔진과 부품 등을 생산하고 정비하는 사업을 영위 중이다. 그 외에도 핵심 계열회사를 통해 CCTV 등 모니터링 장치(한화테크윈, 지분율 100%), 산업용 기어식 압축기(한화파워시스템, 100%), 칩마운터 및 공작기계(한화정밀기계, 100%), ICT 컨설팅 및 SI(한화시스템, 49.9%) 사업과 자주포/장갑차/탄약운반차/대공유도무기(한화디펜스, 100%/한화시스템) 등의 방위 사업도 함께 영위 중이다. 올해부터는 항공우주 사업 부문(썬트렉아이, 30%)도 추가되었다. 전 세계적으로 항공기 터보 제트엔진을 만들 수 있는 회사는 GE, PWC, 롤스로이스 세 곳뿐인데, 동사는 각 엔진 제조회사에 주력 부품 등을 생산/공급하고 있다. 한화에어로스페이스가 생산하는 부품과 엔진은 민간 항공기에도 적용되지만, 우리나라에서 독자 개발한 국산 전투기(T-50, KF-21 등)에도 적용된다. 그리고 오는 6월 15일 예정되어 있는 누리호 2차 발사에 사용되는 75t 급 액체연료 엔진도 한화에어로스페이스가 생산했다.

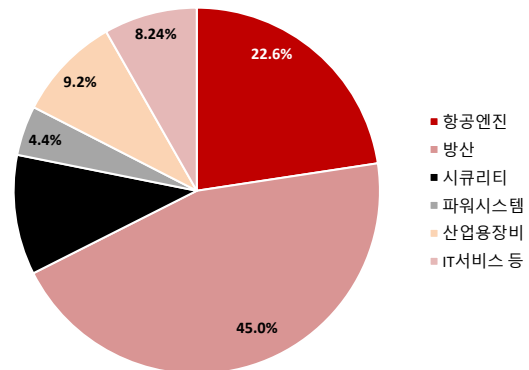
한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)



자료: 한화에어로스페이스, SK 증권 추정

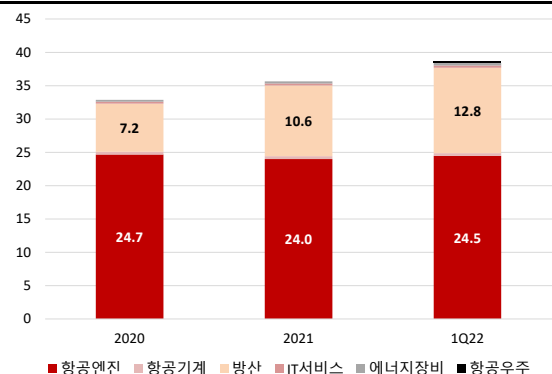
주요 사업 부문별 매출 비중(2021년 기준)



자료: 한화에어로스페이스, SK 증권 / 주: 2022년부터 항공우주 부문 추가

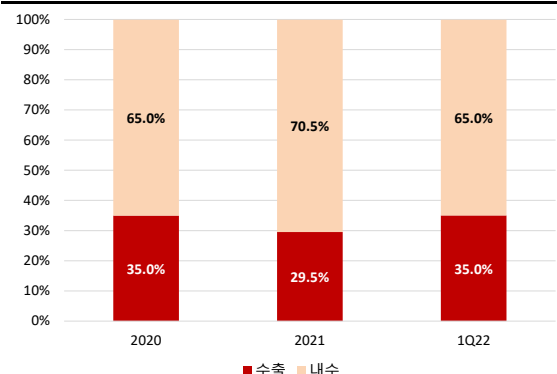
수주잔고 추이

(단위: 조원)



자료: 한화에어로스페이스, SK 증권

수출/내수 비중 추이



자료: 한화에어로스페이스, SK 증권

세계에서, 유럽이 인정한 K-9 자주포

한화디펜스(지분율 100%)의 K-9 자주포, 올해 초 수주 소식 연달아 이어져, Redback 장갑차 올 하반기 수출 가능성 높은 상황

지난해 12 월, 우리나라의 K-9 자주포 및 K-10 탄약운반장갑차의 약 1 조원대 호주 수출 계약 소식이 전해졌다. 이어 올해 2 월에는 K-9 자주포의 약 2 조원 대 이집트 수출 계약 소식까지 이어졌다. 더불어 올 하반기에는 국산 Redback 장갑차의 호주 추가 수출 기대감이 높은 상황이다. 당초 올해 상반기 중 호주 육군용 보병전투차 프로그램 일정에 따라 수주 소식이 전해질 것으로 예상했으나, 5 월 호주 총선 등의 영향으로 인해 전반적인 일정이 하반기로 다소 연기된 것으로 보인다. 독일 Rheinmetall 社の Lynx KF41 장갑차와 함께 우리나라의 Redback(AS-21) 장갑차가 최종 후보군에 포함된 것으로 알려져 있는데, 내부적으로 상당히 높은 평가를 받은 것으로 전해졌다. 지난해 말부터 연이어 수출 소식이 들린 K-9 자주포, K-10 탄약운반장갑차, Redback 장갑차는 한화디펜스에서 제작/판매한다.

우리나라 K-9 자주포에 대한 글로벌 신뢰도는 매우 높은 편, 유럽 지역 reference 탄탄하고 추가 수출 가능성도 열려 있음

현재 우리나라 육군에서 K-9 자주포 약 1,100 여문, 해병대에서 약 150 문을 운영 중인 것으로 알려져 있으며, 수출 준비 중인 Redback 장갑차의 근간인 K-21 장갑차는 육군에서 약 450 여대를 운용 중인 것으로 알려져 있다. 우리나라 K-9 자주포는 기존 K-55 자주포를 대체하고 화력/기동력/방어력 강화를 목적으로 개발되어 2000 년대 부터 실전 배치/운용 중이다. 8m 에 달하는 장포신(長砲身)을 탑재했음에도 탄 취급 장치 자동화, 유압작동식 격발기구 등을 통해 발사속도와 반응성, 기동성을 높였다. 현재 세계 자주포 수출 시장의 절반 이상의 점유율 차지하고 있는 핵심 아이템이다. 터키/폴란드/인도/핀란드/노르웨이/에스토니아/호주 등에 수출한 바 있다. 우크라이나-러시아 전쟁 발발 이후 유럽 NATO 가입국을 중심으로 국방예산 증액 움직임이 나타나고 있는 점은 추가 수출에 대한 기대감을 높이는 요소다.

K-9 자주포 수출 사례

국가	수량	시기	수출 규모
터키	350 문	2001 년	약 10 억 달러
폴란드	120 문	2014 년	약 3 억 2 천만 달러
핀란드	48 문	2017 년	약 1 억 6 천만 달러
인도	100 문	2017 년	약 3 억 8 천만 달러
노르웨이	24 문	2017 년	약 2 억 3 천만 달러
에스토니아	12 문	2018 년	미공개
호주	30 문	2021 년	약 1 조 900 억
이집트	미공개	2022 년	약 2 조원

자료: 국토교통부, 언론종합, SK 증권

한화디펜스 Redback(AS-21) 장갑차



자료: 한화디펜스 SK 증권

우리나라도 ICBM, SLBM 가능하다

한미 미사일지침 완전 폐지 이후
ICBM/SLBM 같은 장거리 미사일
개발 운용도 실질적으로 가능해짐,
한국형 미사일 방어체계 강화도
동사에는 긍정적

지난해 한미 미사일지침이 완전 폐기되면서 이론적으로는 우리나라도 대륙간탄도미사일(ICBM), 잠수함발사탄도미사일(SLBM) 등의 개발/운용이 가능해졌다. 이론적이라는 표현을 사용한 이유는 우리나라가 실제 기술력이 부족하다는 뜻이 아니라, ICBM 이나 SLBM 은 주변국과의 이해관계가 아주 밀접하게 작용하기 때문이다. 이미 우리나라는 2020년 7월, 한미 미사일지침 4차 개정을 통해 고체연료 사용제한이 해제된 이후 고체 추진 발사체 개발에 적극적으로 뛰어 들었다. 2021년 5월 미사일지침 완전 해제 합의 약 1년여만인 지난 3월에는 고체 추진 우주발사체 성능 검증을 위한 첫 시험발사에도 성공했다. 우리나라의 대표적인 지대공 유도무기인 천궁과 천궁 2가 고체연료를 이용하는데, 이제는 더 무겁고 먼 거리를 날아가는 새로운 무기 체계 개발이 가능해질 전망이다. 특히 윤석열 정부에서 강조하는 '3축 체계(KAMD, KMPR, Kill Chain)'의 강화에 고체연료 엔진은 핵심적인 역할을 할 것으로 예상됨에 따라 한화에어로스페이스의 엔진 기술의 중요성도 더욱 커질 전망이다.

한미 미사일지침 개정 과정

구분	내용
1979년 10월	박정희 정부
2001년 01월	김대중 정부
2012년 10월	이명박 정부
2017년 09월	문재인 정부
2020년 07월	
2021년 05월	
	사거리 180km 이상 미사일 보유 제한 지침 자발적 채택
	1차 개정 - 사거리 제한 300km로 확대, 탑재중량 500kg 미만
	2차 개정 - 사거리 제한 800km로 확대
	3차 개정 - 사거리 800km, 탄두중량 제한 해제
	4차 개정 - 우주 발사체에 대한 고체연료 로켓 허용
	한미 미사일지침 폐지

자료: 대한민국 정책브리핑, SK 증권

액체연료 및 고체연료 발사체별 특징 비교

액체연료	고체연료
<장점> - 고체연료 대비 추진력 강해서 장거리 발사에 유리 - 연료 재주입 등 발사체 재사용 가능(ex 스페이스X) - 펄프 활용해 추력 조절 및 재시동/재점화 등 조절 가능	<장점> - 액체연료 대비 간결한 구조, 추진체 무게 및 크기 감소 - 제작비 저렴, 연료 누출 및 폭발 위험성 낮음 - 연료 저장 및 저장 후 이동 용이, 신속한 발사 가능
<단점> - 추진체 무게 및 크기 증가, 디자인 및 내부 구성 복잡 - 연료 주입에 장시간 필요, 이후 장시간 대기 불가능 - 추진체 연소가스 누출 및 독성 위험, 폭발 위험성	<단점> - 액체연료 대비 낮은 추진력, 연소시간 짧음 - 추력 조절 및 재시동 불가능 - 재사용 불가 일회용

자료: SK 증권

고체/액체연료 발사체 기술도 확보

고체/액체연료 발사체 기술 모두
보유하게 된 우리나라, 향후
하이브리드 연료 발사체 진출 가능,
누리호 액체연료 엔진은
한화에어로스페이스가 담당

발사체에 사용되는 고체연료와 액체연료는 각각의 장단점이 있고, 무엇이 무조건적으로 좋다고 언급하기는 어려운 것이 사실이다. 우리나라는 한미 미사일지침으로 인해 먼 거리를 날아가는 발사체에 고체연료를 적용할 수 없었기 때문에 부득이하게 액체연료 발사체에 집중할 수밖에 없었다. 액체연료는 고체연료보다 추진력이 강해서 장거리 발사에 유리하고, 연료 재주입이나 재활용이 가능하다는 점이 장점이다. 대표적으로 스페이스 X의 1단 발사체가 액체연료를 사용한다. 하지만 내부 구성이 복잡하고 연료 주입 후 장시간 대기가 불가능하다는 단점이 있다. 반면 고체연료는 액체연료 대비 구조가 단순하고 폭발 위험성이 낮다는 장점이 있다. 하지만 추력 조절이나 재시동이 불가능하다는 단점이 있다. 그래서 추력의 조절이나 재시동/재사용이 필요 없는 미사일 발사체에 주로 고체연료가 적용된다. 우리나라는 누리호를 통해 액체연료 발사체 기술 검증이 끝났고, 지난해 고체연료 발사체 시험 검증도 성공적으로 마무리함에 따라 선택적 활용이 가능한 발사체 강국의 반열에 올라섰다는 판단이다. 그리고 이는 우리나라 우주 산업의 확장에 한화에어로스페이스 및 한화 그룹의 역할이 크다는 것을 의미한다.

누리호 개발 국내 주요 산업체 참여 현황

구분		참여 업체
체계종합	체계총조립	한국항공우주
	지상제어시스템, 하니스, 시험장치 등	유콘시스템, 카프마이크로, 우레아텍, 한양이엔지
추진기관 / 엔진	엔진총조립	한화에어로스페이스
	터보펌프	한화테크윈, 스페이스솔루션, 에스엔에이치
	연소기/가스발생기	비츠로넥스텍, 네오스펙
	추진기관 공급계	한화에어로스페이스 , 한화, 하이록코리아, 네오스펙, 테바코퍼레이션, 비츠로넥스텍, 한양이엔지, 스페이스솔루션, 엔케이에테르, 삼양화학, 평창테크
	배관조합체	한화에어로스페이스 , 한양이엔지, 하이록코리아
구조체	계측시스템	이앤이
	탱크, 동체, 엄빌리칼 등	한국항공우주, 두원중공업, 이노컴, 에스엔케이항공, 한국화이바, 데크항공, 태일A&P, 하이록코리아, 제이투제이
유도제어 / 전자	가속, 역추진모터 등	한화
	구동장치시스템 등	한화에어로스페이스 , 스페이스솔루션
	GPS 수신기	넵코어스
	전자탐재시스템	단암시스템즈, 기가알에프, 시스코어
열 / 공력	임무제어시스템	한화
열제어, 화재안전 등	열제어, 화재안전 등	한양이엔지, 지브이엔지니어링, 마스텍, 에너베스트
	발사대(착화장치 등 포함)	현대중공업, 한양이엔지, 한화, 하이록코리아
시험설비	설비 구축	한화, 한화에어로스페이스 , 현대로템, 한양이엔지, 비츠로넥스텍, 이엠코리아, 신성이엔지, 플렉스시스템
	토목, 건축	한진중공업, 계룡건설, 동일건설, 대우산업개발

자료: 한국항공우주연구원 SK 증권

투자의견 매수, 목표주가 75,000 원 제시

탄탄한 수주 잔고는 안정적 실적
성장의 기반이 될 것이며, 방산
부문의 수출 증가 및 항공우주
부문의 추가는 향후 성장성을 이끌
것으로 판단

투자의견 매수, 목표주가 75,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 75,000 원은 2022~2024 년 평균 EPS 5,263 원에 2013~2016 년 Historical 12m fwd P/E 평균값을 35% 할인한 14.3X 를 적용하여 산출했다. 203~2016 년은 삼성테크윈에서 한화테크윈으로 사명이 변경되고, 두산 DST(현 한화디펜스)를 인수하는 등 외형을 확대하던 시기였고, 현재는 여러 계열회사들을 통해 다양한 사업을 영위하는 사실상 중간 지주회사 역할을 한다는 점에서 Target P/E 할인을 적용했다. 24 조원을 상회하는 항공 엔진 부문에서의 수주 잔고를 비롯한 탄탄한 수주 잔고는 안정적 실적의 기반이 될 것으로 판단하며, 방산 부문에서의 수출 확대와 올해부터 새롭게 연결 실적으로 반영되는 항공우주 부문(썬트레이)은 실적의 성장성을 주도할 것으로 판단한다. 올 하반기 주가 모멘텀은 다양하다. 6 월 누리호 2 차 발사에 이어 7 월 한화에어로스페이스의 엔진 기술/부품이 적용된 KF-21 의 시험비행, 그리고 호주 육군용 보병전투차 프로그램 우선협상대상자 선정에 이어 K-30 비호복합체계의 수출 가능성도 조금씩 피어오르고 있다. K-30 비호복합체계는 자주대공포 비호에 신궁 단거리 대공유도탄을 탑재한 신형 무기체계로, 사우디 등으로부터 높은 관심을 받고 있는 것으로 알려졌다. 한화디펜스를 중심으로 수출 비중이 다시금 높아질 가능성이 높은 시점이며, 일상생활 회복과 함께 항공기 관련 부품 수요가 증가할 시점이고, 한국형 우주 발사체에 대한 기대감이 높아지는 시점이라는 점에서 한화에어로스페이스를 주목해야 한다는 판단이다.

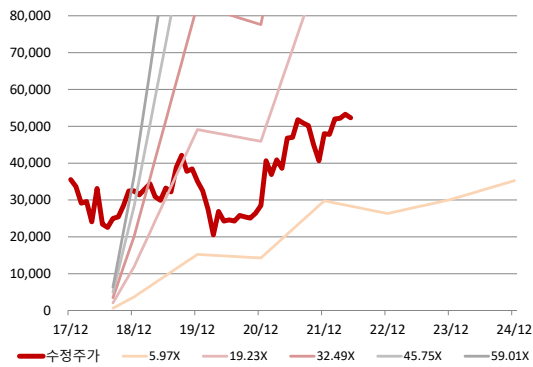
한화에어로스페이스 목표주가 산출(P/E Multiple)

(단위: 억원)

구분	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	53,214	64,151	69,057	75,397	83,397
항공엔진	12,877	14,497	15,162	16,998	19,112
방산	25,040	28,843	30,384	33,170	37,062
시큐리티	5,288	6,794	7,814	8,441	8,911
파워시스템	2,158	2,819	3,031	3,133	3,370
산업용장비	3,528	5,917	6,210	6,830	7,268
IT서비스 등	4,323	5,281	5,498	5,712	6,197
항공우주	-	-	957	1,113	1,477
영업이익	2,439	3,830	3,859	4,418	5,096
(OPM)	(4.6%)	(6.0%)	(5.6%)	(5.9%)	(6.1%)
EPS(원)	2,388	4,989	4,455	5,184	6,151
Target P/E(배)	14.3		13~16년 12m fwd P/E 평균값 35% 할인		
주당가치(원)	75,266		2022~2024년 예상 EPS 평균값 * Target P/E		
목표주가(원)	75,000				
현재주가(원)	53,800				
Upside	39.4%				

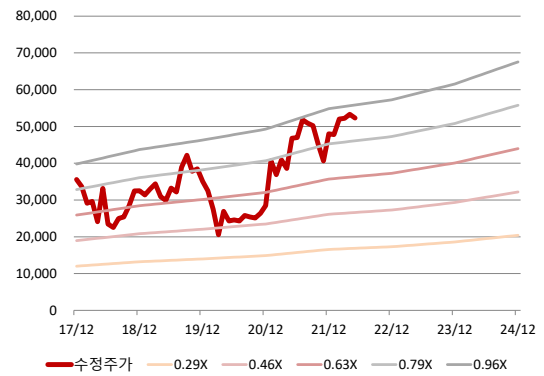
자료: 한화에어로스페이스, SK 증권 추정 / 주: 현재주가 5/30 종가 기준

한화에어로스페이스 P/E Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

한화에어로스페이스 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.05.31	매수	75,000원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 5 월 31 일 기준)

매수	91.47%	중립	8.53%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	51,227	62,835	68,563	73,747	81,189
현금및현금성자산	13,307	25,281	26,434	27,841	30,446
매출채권및기타채권	10,406	10,322	11,020	11,978	12,665
재고자산	15,906	16,048	16,618	16,964	17,930
비유동자산	43,421	47,623	53,187	54,857	55,960
장기금융자산	975	3,181	7,151	7,151	7,151
유형자산	18,977	18,981	19,031	18,370	17,718
무형자산	18,955	19,772	21,211	21,923	22,724
자산총계	94,648	110,458	121,750	128,603	137,149
유동부채	39,004	43,301	48,856	51,706	55,217
단기금융부채	7,295	8,159	8,357	9,427	9,703
매입채무 및 기타채무	4,914	5,929	7,287	7,956	8,801
단기충당부채	860	689	775	846	936
비유동부채	25,747	27,842	30,949	31,784	33,160
장기금융부채	17,572	19,651	22,778	23,254	24,499
장기매입채무 및 기타채무	2,171	2,259	2,600	2,600	2,600
장기충당부채	483	553	622	874	967
부채총계	64,751	71,143	79,805	83,489	88,377
지배주주지분	25,977	28,892	30,324	33,067	36,299
자본금	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
자본잉여금	4,128	4,288	3,699	3,699	3,699
기타자본구성요소	-5	-22	-22	-22	-22
자기주식	-5	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	15,812	18,120	19,696	21,993	24,778
비지배주주지분	3,920	10,423	11,621	12,047	12,474
자본총계	29,897	39,316	41,945	45,114	48,773
부채외자본총계	94,648	110,458	121,750	128,603	137,149

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	4,829	10,390	8,417	6,051	7,380
당기순이익(손실)	1,718	4,053	2,822	3,067	3,557
비현금성항목등	4,760	3,866	4,061	4,326	4,413
유형자산감가상각비	1,709	1,622	1,789	2,091	1,931
무형자산상각비	748	752	799	884	943
기타	1,776	540	251	-45	-45
운전자본감소(증가)	-1,220	3,110	3,029	-364	545
매출채권및기타채권의 감소(증가)	229	325	-72	-958	-687
재고자산감소(증가)	-2,951	69	-397	-346	-966
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-311	914	1,161	669	844
기타	1,812	1,802	2,337	271	1,354
법인세납부	-429	-640	-1,495	-979	-1,136
투자활동현금흐름	-2,852	-5,927	-8,723	-5,114	-5,182
금융자산감소(증가)	408	-2,070	-6,748	-2,294	-2,391
유형자산감소(증가)	-1,873	-1,605	-1,499	-1,430	-1,279
무형자산감소(증가)	-1,390	-1,588	-1,839	-1,596	-1,744
기타	3	-664	1,363	206	232
재무활동현금흐름	1,372	7,499	1,420	470	407
단기금융부채증가(감소)	-1,594	-344	-176	1,070	276
장기금융부채증가(감소)	4,022	2,606	2,603	476	1,244
자본의증가(감소)	-257	-17	0	0	0
배당금의 지급	-174	-433	-329	-329	-329
기타	-625	5,687	-678	-747	-784
현금의 증가(감소)	3,306	11,974	1,154	1,407	2,605
기초현금	10,001	13,307	25,281	26,434	27,841
기말현금	13,307	25,281	26,434	27,841	30,446
FCF	1,418	6,640	5,143	2,935	4,259

자료 : 한화에어로스페이스, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	53,214	64,151	69,056	75,397	83,397
매출원가	42,511	51,198	54,996	59,941	66,242
매출중이익	10,704	12,953	14,060	15,456	17,155
매출총이익률 (%)	20.1	20.2	20.4	20.5	20.6
판매비와관리비	8,264	9,123	10,202	11,038	12,059
영업이익	2,439	3,830	3,859	4,418	5,096
영업이익률 (%)	4.6	6.0	5.6	5.9	6.1
비영업손익	-721	223	-317	-372	-403
순금융비용	520	501	533	541	552
외환관련손익	-56	23	187	140	120
관계기업투자등 관련손익	-25	-286	-17	-16	-16
세전계속사업이익	1,718	4,053	3,541	4,047	4,693
세전계속사업이익률 (%)	3.2	6.3	5.1	5.4	5.6
계속사업법인세	71	1,036	843	979	1,136
계속사업이익	1,647	3,018	2,698	3,067	3,557
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,647	3,018	2,698	3,067	3,557
순이익률 (%)	3.1	4.7	3.9	4.1	4.3
지배주주	1,214	2,526	2,256	2,625	3,114
지배주주귀속 순이익률(%)	2.28	3.94	3.27	3.48	3.73
비지배주주	433	492	443	443	443
총포괄이익	1,760	3,567	3,129	3,498	3,988
지배주주	1,362	3,076	2,702	3,071	3,561
비지배주주	398	491	427	427	427
EBITDA	4,896	6,205	6,446	7,394	7,970

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	1.1	20.6	7.7	9.2	10.6
영업이익	47.6	57.0	0.7	14.5	15.3
세전계속사업이익	9.9	135.9	-12.6	14.3	16.0
EBITDA	27.5	26.7	3.9	14.7	7.8
EPS(계속사업)	-6.5	108.9	-10.7	16.4	18.7
수익성 (%)					
ROE	4.8	9.2	7.6	8.3	9.0
ROA	1.8	2.9	2.3	2.5	2.7
EBITDA마진	9.2	9.7	9.3	9.8	9.6
안정성 (%)					
유동비율	131.3	145.1	140.3	142.6	147.0
부채비율	216.6	181.0	190.3	185.1	181.2
순차입금/자기자본	36.5	3.9	3.2	-1.8	-8.8
EBITDA/이자비용(배)	7.4	9.7	9.0	9.9	10.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,388	4,989	4,455	5,184	6,151
BPS	51,308	57,066	59,894	65,311	71,695
CFPS	7,220	9,678	9,566	11,061	11,828
주당 현금배당금	600	700	650	650	650
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.9	11.0	12.8	11.0	9.3
PER(최저)	6.3	6.0	10.2	8.7	7.4
PBR(최고)	0.7	1.0	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	0.3	0.5	0.8	0.7	0.6
PCR	4.0	5.0	5.5	4.7	4.4
EV/EBITDA(최고)	8.2	7.5	7.6	6.4	5.5
EV/EBITDA(최저)	6.0	5.5	6.6	5.6	4.8

SK COMPANY Analysis



Analyst
남승두

nsdoo@sk.com.kr
02-3773-8891

Company Data

자본금	4,874 억원
발행주식수	9,748 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	50,005 억원
주요주주	
한국수출입은행	26.41%
국민연금공단	9.36%
외국인지분율	19.40%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(22/05/30)	51,800 원
KOSPI	2669.66 pt
52주 Beta	1.08
52주 최고가	51,800 원
52주 최저가	27,300 원
60일 평균 거래대금	530 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.5%	20.0%
6개월	73.3%	94.8%
12개월	50.0%	81.9%

한국항공우주 (047810/KS | 매수(신규편입) | T.P 70,000 원(신규편입))

세계로 뻗어 나가는 국산 전투기

- 자국 우선주의, 미국·중국의 갈등, 유럽 지역 전쟁 등 글로벌 국방예산은 증가 중
- T-50 계열 완제기, 지난해부터 동남아 지역 중심 수출 시작, 올해도 기대감 높아
- 1Q22 항공기 기체 부품 매출 YoY +80% 증가, 항공기 수요 확대 기대감도 증가
- 6/15 누리호 2차 발사, 7월 KF-21 보라매 시험비행 등 예정
- 투자 의견 매수, 목표주가 70,000 원 제시하며 신규 커버리지 개시

투자 의견 매수, 목표주가 70,000 원 커버리지 개시

투자 의견 매수, 목표주가 70,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 70,000 원은 2022~2024 년 평균 EPS 에 2013~2016 년 Historical 12m fwd P/E 상단값 38.4X 를 반영하여 산출했다. 2013 년을 기점으로 미국/동남아시아 등 글로벌 국방예산은 상승기에 진입했고, 동사는 같은 기간 이라크 등과 T-50 고등훈련기 수출 계약을 맺은 바 있다. 2020 년대에 진입하면서 글로벌 국방예산은 다시금 상승기에 진입하고 있다. 자국 우선/보호주의의 등장과 미국/중국의 갈등, 유럽 지역의 전쟁 발발 등 글로벌 국방예산은 향후 몇년간 꾸준히 상승할 가능성이 높다. 이 와중에 한국항공우주는 지난해부터 완제기 수출 재개와 함께 올해도 추가 적인 수출 계약 기대감이 높은 상황이다. 충분히 과거의 향수를 자극할 수 있는 요인들을 갖추었다는 판단이다.

다양한 성장 모멘텀 보유

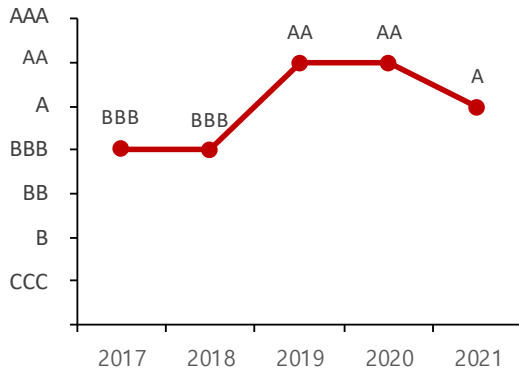
항공기 기체 부품 수요 증가, 6 월 15 일 누리호 2 차 발사, 7 월 KF-21 보라매 시험비행 등 시장 기대감을 높일 수 있는 모멘텀이 다양하게 있다는 점도 긍정적이다. 글로벌 주요 항공기 메이커인 Airbus 와 Boeing 은 오는 2040 년까지 각각 4 만대 이상의 신규 항공기 수요를 전망하고 있다. 실제로 지난해 말부터 시작된 일상생활 회복 움직임과 함께 항공기 수요가 조금씩 증가하면서 올해 1 분기 동사의 기체 부품 실적은 전년 동기 대비 80% 상승하는 모습을 보였다. 6 월 15 일 2 차 발사 예정인 누리호의 체계 총 조립 및 종합 관리를 담당하고 있다. 향후 이어질 한국형 발사체 시험 및 실전 발사에서 총괄 임무를 계속해서 수행할 가능성이 높다. 4 월 시제기가 공개된 KF-21 보라매 전투기는 7 월부터 시험비행을 시작하여 2032 년 약 120 대를 실전배치 할 계획이다. 중장기 성장성에 대한 기대감이 높은 가장 큰 이유다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	31,102	28,251	25,623	29,018	31,003	37,111
yoy	%	11.6	-9.2	-9.3	13.3	6.8	19.7
영업이익	억원	2,756	1,395	583	1,613	2,106	2,760
yoy	%	88.3	-49.4	-58.2	176.9	30.6	31.0
EBITDA	억원	3,921	2,739	2,070	3,165	3,859	4,584
세전이익	억원	1,295	825	544	1,339	1,992	2,839
순이익(지배주주)	억원	1,704	746	639	1,191	1,720	2,408
영업이익률%	%	8.9	4.9	2.3	5.6	6.8	7.4
EBITDA%	%	12.6	9.7	8.1	10.9	12.5	12.4
순이익률	%	5.4	2.6	2.1	3.8	5.2	6.2
EPS(계속사업)	원	1,748	766	656	1,222	1,765	2,471
PER	배	19.5	33.7	49.5	42.0	29.1	20.8
PBR	배	2.9	2.1	2.5	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	배	11.1	12.3	18.5	17.5	13.4	10.4
ROE	%	15.8	6.4	5.2	9.0	11.7	14.3
순차입금	억원	5,307	3,233	1,504	316	-3,428	-7,320
부채비율	%	269.1	318.0	351.3	358.7	340.8	341.5

ESG 하이라이트

한국항공우주 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
한국항공우주 종합 등급	A	D+	44.00
환경(Environment)	52.8	D+	31.20
사회(Social)	39.4	C-	22.82
지배구조(Governance)	59.1	D	77.84

<비교업체 종합 등급>

한화에어로스페이스	AA	B-	46.64
LG 넥스원	AA	N/A	40.78
현대로템	BBB	N/A	65.40

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 한국항공우주 ESG 평가

한국항공우주는 탄소중립 실현을 위한 대기, 수질, 폐기물 등의 지속 관리 방침을 보유 중이다.

또한 부패방지경영시스템을 기반으로 경영진단팀을 구성/운영 중이며, 2021년 기준 4년 연속 ESG 평가 A 등급을 획득함에 따라 우수한 ESG 평가를 받고 있다.

자료: SK 증권

한국항공우주 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

한국항공우주 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2020.10.21	ESG(종합)	방산업체 최초 3년 연속 ESG 평가 A 등급 획득
2022.04.11	ESG(종합)	이사회를 거쳐 ESG 위원회 공식 출범

자료: 주요 언론사, SK 증권

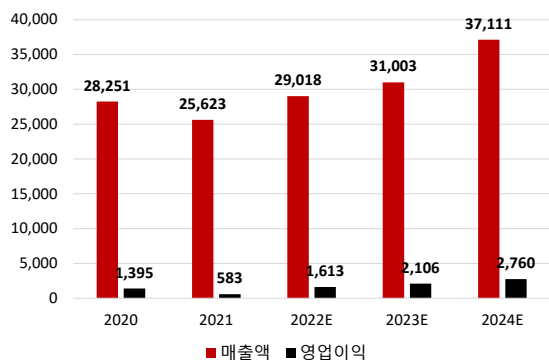
한국형 전투기/훈련기/헬기 개발 및 생산 전문 기업

군용 전투기/훈련기/헬기 등
고정익/회전익 완제기 및 부품,
민항기 기체 구조물 등 생산 전문
업체, T-50 고등훈련기 및 KF-21
한국형 전투기 생산 담당

한국항공우주는 군용 전투기/훈련기/군용 헬기 등 고정익 및 회전익 완제기의 개발/생산 전문업체다. 국산 기술로 처음 개발/제작한 초음속 고등훈련기인 T-50을 비롯하여 TA-50/FA-50 경공격기, KT-100 비행실습 훈련기와 한국형 헬리콥터 사업의 일환으로 개발된 KUH 수리온 헬기(중형 기동헬리콥터) 등을 생산한다. 지난 4월 공개된 한국형 전투기 KF-21 보라매의 개발/생산도 한국항공우주에서 담당한다. Airbus A350, Boeing B787과 같은 민항기의 기체 구조물 및 부품도 생산 중이며, 2014년부터는 한국형발사체 체계 총 조립업체로 선정되어 한국형 우주 발사체 관련 체계조립 및 종합 관리를 담당하고 있다. 지난해 별도 기준 주요 사업 부문별 매출 비중은 고정익 부문 36.4%, 회전익 부문 29.4%, 민수 기체부품 부문 19.1%, 그 외 기타 15.1%로 구성되어 있다.

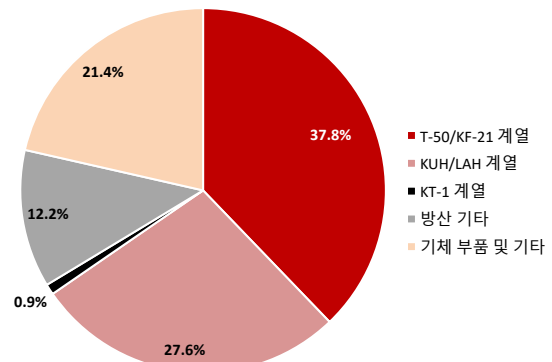
한국항공우주 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)



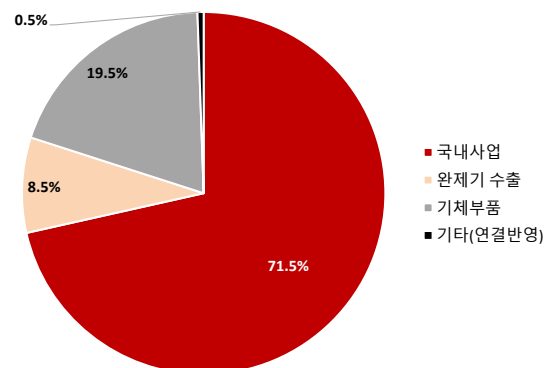
자료: 한국항공우주, SK 증권 추정

주요 사업부문별 매출 비중(2021년 기준)



자료: 한국항공우주, SK 증권

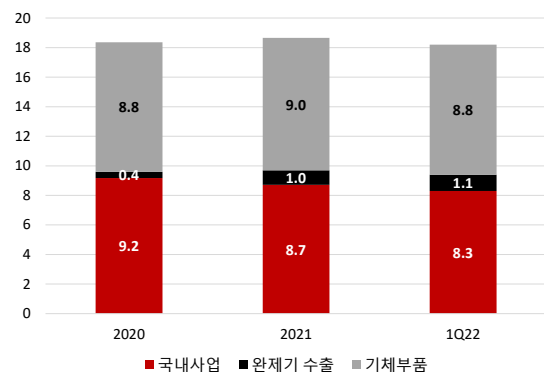
내수 및 수출 비중(2021년 기준)



자료: 한국항공우주, SK 증권

수주잔고 추이

(단위: 조원)



자료: 한국항공우주, SK 증권

한국항공우주 사업 영역 정리

구분			사업영역
군수	고정익	전투기	FA-50 경공격기 생산/수출, KF-X 전투기 개발/생산/수출
		훈련기	KT-1 기본훈련기, T-50 고등훈련기 생산/수출, KT-100 비행실습 훈련기 생산
		무인기	차기군단 UAV 개발/생산, 군단UAV 성능개량 및 파생형 개발
	회전익	중대형	KUH 기동헬기 생산/수출, KUH 파생형(관용/상륙기동/의무후송 등) 개발/생산/수출
		소형	LAH 소형무장헬기 및 LCH 소형민수헬기 개발/생산/수출
	성능개량	전술기	C-130 수송기 성능개량, KA-1 성능개량
민수	MRO	PBL(후속지원)	국산항공기 PBL(T-50/KT-1/UAV 등)
		창정비	P-3 해상초계기 창정비, 해외 군용기 창정비(H-53 등), 군용기/민항기 창정비
	완제기	중형기	한국형 중형항공기 개발
		소형기	KC-100 소형항공기 생산/판매
	기체구조물	국제공동개발	국제공동개발사업 참여, Airbus A350 / Boeing B787 후속 개발 및 생산
		구조물 제작	민항기/군용기 기체구조물, Airbus/Boeing 기체 구조물, F-15 주익/동체, AH-64 동체 등
	우주	위성개발	다목적실용위성, 정지궤도복합위성, 차세대 중형위성, 한국형 발사체 개발 및 양산/수출

누리호 개발 국내 주요 산업체 참여 현황

구분		참여 업체
체계종합	체계총조립	한국항공우주
	지상제어시스템, 하니스, 시험장치 등	유콘시스템, 카프마이크로, 우레아텍, 한양이엔지
추진기관 / 엔진	엔진총조립	한화에어로스페이스
	터보펌프	한화테크윈, 스페이스솔루션, 에스엔에이치
	연소기/가스발생기	비츠로넥스텍, 네오스펙
	추진기관 공급계	한화에어로스페이스, 한화, 하이록코리아, 네오스펙, 테바코퍼레이션, 비츠로넥스텍, 한양이엔지, 스페이스솔루션, 엔케이에테르, 삼양화학, 평창테크
	배관조합체	한화에어로스페이스, 한양이엔지, 하이록코리아
	계측시스템	이앤이
구조체	탱크, 동체, 엄빌리칼 등	한국항공우주 , 두원중공업, 이노컴, 에스엔케이항공, 한국화이버, 데크항공, 태일A&P, 하이록코리아, 제이투제이
	가속, 역추진모터 등	한화
유도제어 / 전자	구동장치시스템 등	한화에어로스페이스, 스페이스솔루션
	GPS 수신기	넵코어스
	전자탐재시스템	단암시스템즈, 기가알에프, 시스코어
	임무제어시스템	한화
열 / 공력	열제어, 화재안전 등	한양이엔지, 지브이엔지니어링, 마스텍, 에너베스트
지상장비	발사대(착화장치 등 포함)	현대중공업, 한양이엔지, 한화, 하이록코리아
시험설비	설비 구축	한화, 한화에어로스페이스, 현대로템, 한양이엔지, 비츠로넥스텍, 이엠코리아, 신성이엔지, 플렉스시스템
	토목, 건축	한진중공업, 계룡건설, 동일건설, 대우산업개발

자료: 한국항공우주연구원 SK 증권

다시 열리는 해외 시장의 문

지난해 T-50 고등훈련기 및 파생형 전투기 해외 수출 재개 이후 올해도 해외 수출 가능성 높은 상황

과거 미국의 최신형 전투기 F-35의 훈련기로 T-50이 적극 검토되었던 것만으로도 기술력은 충분히 입증

한국항공우주의 T-50(골든이글)은 1980~90년대부터 미국 고등훈련기 시장 진입과 더불어 노후 전투기를 대체할 경공격기 확보를 목적으로 개발이 시작된 초음속 고등훈련기이다. 한국형 훈련기 사업인 KTX-2 프로젝트에 따라 개발 및 생산이 진행되었다. 2003년 초음속 돌파 비행에 성공한 이후 2005년부터 본격적인 양산이 시작되었으며, 공군이 본격적으로 운용하기 시작한 것은 2006년부터다. 약간의 개량 및 무기 탑재 등을 통해 TA-50 전술훈련기 및 FA-50 경공격기 등으로 파생 생산도 가능하다. 현재 우리나라 공군은 T-50 기초훈련기는 47대, T-50B 블랙이글 곡예전투기 10대, TA-50 전환훈련기 22대, FA-50 경공격기 60대 등 약 140여대의 T-50 파생 전투기를 운용 중인 것으로 알려져 있다. 국내는 2020년 방위사업청과 6,883억원 규모의 TA-50 2차 양산 계약을 체결하여 납품 중이며, 기한은 2024년까지이다. 해외는 인도네시아/이라크/필리핀/태국 등에 약 70여대의 완제기를 수출한 바 있다. 2013~2015년 이후 잠시 주춤했던 해외 수출 실적이 지난해 인도네시아/태국 등 수출에 성공하면서 다시금 살아나고 있다는 점이 고무적이다. 콜롬비아/말레이시아 등과의 수출 계약 가능성도 언론에서 지속적으로 화자되는 중이다. 우리나라 T-50 고등훈련기는 크게 두 가지 측면에서 좋은 기회를 맞이할 것으로 판단된다. 첫째, 2018년 미국 차세대 고등훈련기 사업 입찰 경쟁에서 아쉽게 탈락했지만, 미국이 주력으로 운용중인 F-35 전투기 훈련기종으로 T-50 고등훈련기를 선택할 수 있다는 가능성을 보여준 것 만으로도 큰 성과라 판단이다. F-35 전투기를 도입한 여타 국가들의 선택지에 T-50은 항상 포함될 것이기 때문이다. 둘째, 글로벌 군비경쟁 속 특히 동남아시아 지역의 긴장감 상승은 큰 기회로 작용할 전망이다. T-50 파생형 경공격기인 FA-50의 뛰어난 가격대비 성능은 동남아시아 국가들에게 큰 매력으로 작용할 가능성이 높기 때문이다.

F-35와 T-50 기본 제원 비교



자료: Lockheed Martin, 한국항공우주, SK 증권

KF-21 보라매 시제기 모습



자료: 한국항공우주, SK 증권

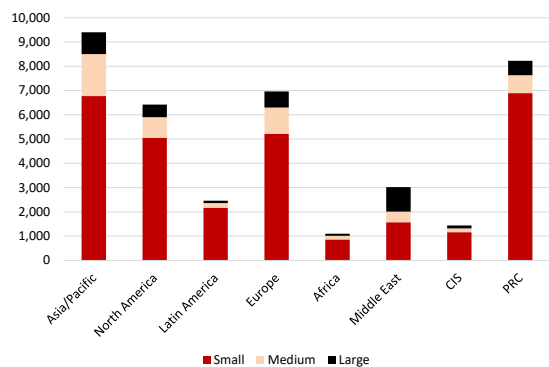
항공기 부품 수요 회복, 이익을 개선에 도움될 것

1Q22 영업이익 상승 주도한 민항기
부품, 주요 고객사인 Airbus와
Boeing 2040년까지 약 4만대 이상
신규 항공기 수요 전망 중, 점진적
실적 증가 기대

올해 1분기 한국항공우주의 영업이익은 전년동기 대비 367% 증가한 392억원을 기록했다. 무엇보다도 전년 동기 대비 80% 증가한 기체 부품 사업 부문의 매출 증가에 따른 이익 증가 기여도가 크게 작용했다는 판단이다. 동사는 Airbus와 Boeing 주요 기종의 날개 뼈대 및 구조물 등을 생산 납품한다. 코로나 19 확산으로 인해 큰 감소세를 보였던 글로벌 항공 시장은 일상생활 회복과 함께 올해를 기점으로 Turn-Around 할 가능성이 높게 점쳐지고 있다. Airbus는 향후 2040년까지 약 39,000대의 신규 항공기 수요가 발생할 것으로 예상했으며, Boeing은 2040년까지 약 49,000대의 신규 항공기 수요를 예상했다. 이에 동사의 기체 부품 사업 부문 매출도 점진적인 회복세를 보일 것으로 전망하며, 올해 연간 7,000억원대의 매출 회복 이후 향후 1~2년 내 코로나 이전의 매출 수준으로 회복이 가능할 것으로 판단한다.

에어버스 항공기 수요 전망(2021~2040)

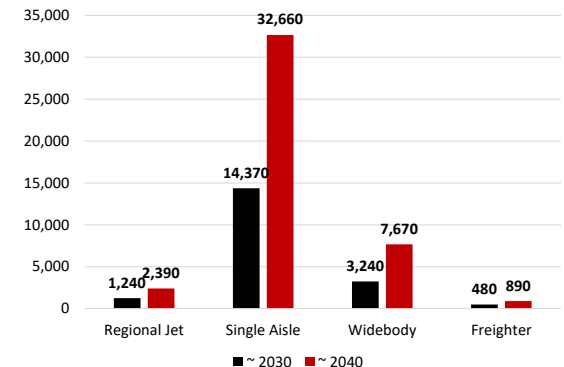
(단위: 대)



자료: Airbus, SK 증권

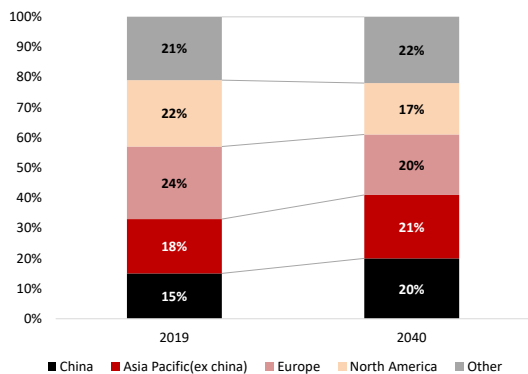
보잉 항공기 수요 전망

(단위: 대)



자료: Boeing, SK 증권

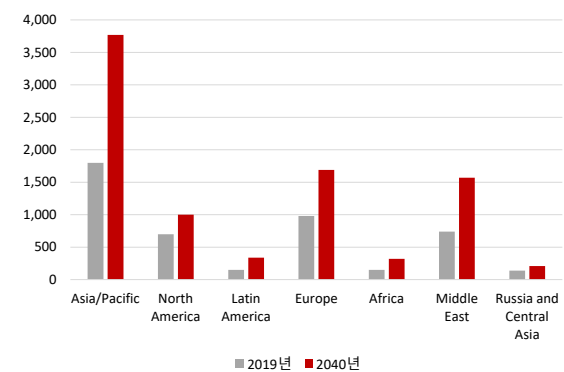
지역별 승객 트래픽 변화 예상



자료: Boeing, SK 증권

보잉 Widebody 항공기 수요 전망

(단위: 대)



자료: Boeing, SK 증권 / 주: Boeing B787급 Widebody 항공기 기준

투자의견 매수, 목표주가 70,000 원 제시

과거 해외 수출 비중 증가하던
당사와 유사한 흐름, 고등훈련기 및
경공격기 추가 수출 가능성 높고
6월 누리호 발사 및 7월 KF-21
시험 비행 등은 긍정적 모멘텀으로
작용할 것

투자의견 매수, 목표주가 70,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 70,000 원은 2022~2024 년 평균 EPS 1,819 원에 2013~2016 년 Historical 12m fwd P/E 상단값인 38.4X 를 적용하여 산출했다. 수출 중심의 실적 반등은 2013~2016 년 당사를 다시금 떠올리게 한다는 점에 주목할 필요가 있다. 2013 년을 기점으로 미국을 중심으로 한 글로벌 국방예산은 상승기에 진입했었고, 우리나라 방산업체들의 실적도 2013 년 이후 2016 년까지 줄곧 증가한 바 있다. 한국항공우주는 2013 년 12 월 이라크와 약 1 조원대 T-50 수출 계약을 맺은 이후 지난해 인도네시아/태국 등과의 계약을 통해 다시 수출을 재개했고, 올해는 콜롬비아/말레이시아 등과의 추가 수출 기대감이 높은 시점이다. 내수 시장은 TA-50 의 2 차 양산이 진행 중이고, 최근 국산 기동헬기 수리온에 대한 제한형식증명(RTC)을 획득하며 민간 분야에서의 KUH 수요 증가도 기대된다. 일상생활 회복에 따른 민항기 부품 수요 증가, 6 월 15 일로 예정되어 있는 누리호 2 차 발사, 7 월로 예정되어 있는 KF-21 보라매 전투기 시험 비행 등 시장 기대감을 높일 수 있는 모멘텀이 다양하게 있다는 점에서 반드시 주목해야 할 시점이다.

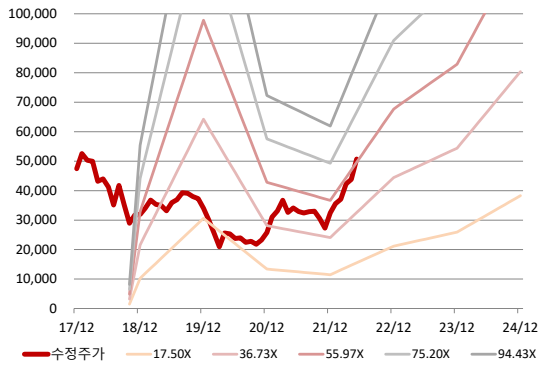
한국항공우주 목표주가 산출(P/E Multiple)

(단위: 억원)

구분	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	28,251	25,623	29,018	31,003	37,111
국내	18,932	18,316	19,277	20,189	23,464
완제기 수출	3,106	2,176	2,507	3,157	3,238
기체부품	6,082	4,991	7,096	7,508	10,223
기타	131	140	138	149	185
영업이익	1,395	583	1,613	2,106	2,760
(OPM)	(4.9%)	(2.3%)	(5.6%)	(6.8%)	(7.4%)
EPS(원)	766	656	1,222	1,765	2,471
Target P/E(배)	38.4		2013~2015년 12m fwd P/E 상단값		
주당가치(원)	69,808		2022~2024년 예상 EPS 평균값 * Target P/E		
목표주가(원)	70,000				
현재주가(원)	51,800				
Upside	35.1%				

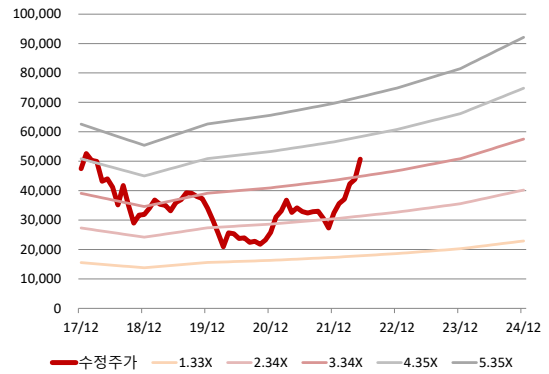
자료: 한국항공우주, SK 증권 추정 / 주: 현재주가 5/30 종가 기준

한국항공우주 P/E Band Chart



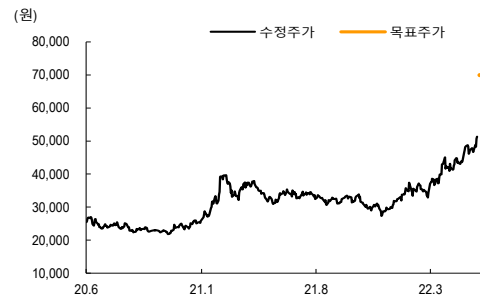
자료: Quantwise, SK 증권

한국항공우주 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.05.31	매수	70,000원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 5 월 31 일 기준)

매수	92.91%	중립	7.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	31,523	36,810	41,157	44,088	52,654
현금및현금성자산	6,619	8,866	10,595	14,632	19,438
매출채권및기타채권	2,694	2,486	2,766	2,955	3,537
재고자산	11,971	13,247	14,111	13,672	14,882
비유동자산	20,068	21,742	22,898	25,039	27,185
장기금융자산	700	665	663	663	663
유형자산	9,171	8,653	8,147	7,987	7,784
무형자산	5,135	6,256	7,453	8,593	9,711
자산총계	51,591	58,552	64,055	69,127	79,839
유동부채	26,234	28,001	31,237	33,342	39,915
단기금융부채	3,374	1,028	1,233	1,286	1,544
매입채무 및 기타채무	2,722	2,742	3,050	3,258	3,900
단기충당부채	1,427	820	912	974	1,166
비유동부채	13,014	17,577	18,852	20,103	21,838
장기금융부채	6,713	11,277	12,280	13,044	14,369
장기매입채무 및 기타채무	564	757	1,004	1,004	1,004
장기충당부채	1,118	1,163	1,293	1,688	2,021
부채총계	39,248	45,578	50,089	53,445	61,753
지배주주지분	11,954	12,694	13,791	15,612	18,121
자본금	4,874	4,874	4,874	4,874	4,874
자본잉여금	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283
기타자본구성요소	-221	-221	-221	-221	-221
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	6,009	6,748	7,549	9,075	11,288
비지배주주지분	388	280	175	70	-35
자본총계	12,343	12,974	13,966	15,682	18,086
부채외자본총계	51,591	58,552	64,055	69,127	79,839

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	8,647	4,454	4,069	6,897	7,046
당기순이익(손실)	723	533	1,088	1,617	2,305
비현금성항목등	3,724	2,630	2,187	2,242	2,278
유형자산감가상각비	951	1,015	971	1,019	985
무형자산감가상각비	392	472	581	733	839
기타	1,843	1,103	184	-48	-160
운전자본감소(증가)	3,904	1,683	1,133	3,412	2,996
매출채권및기타채권의 감소(증가)	676	-89	-68	-189	-582
재고자산감소(증가)	-328	-1,773	-896	439	-1,209
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-62	-201	571	209	642
기타	3,618	3,746	1,526	2,953	4,146
법인세납부	296	-392	-339	-374	-533
투자활동현금흐름	-3,775	-3,955	-3,309	-3,196	-3,325
금융자산감소(증가)	524	-1,483	-665	-524	-668
유형자산감소(증가)	-2,529	-838	-678	-860	-782
무형자산감소(증가)	-2,085	-1,853	-2,022	-1,873	-1,957
기타	314	219	56	61	82
재무활동현금흐름	1,084	1,748	970	336	1,085
단기금융부채증가(감소)	-1,697	-2,767	161	53	258
장기금융부채증가(감소)	3,369	4,897	1,060	764	1,325
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-390	-195	-195	-195	-195
기타	-198	-187	-56	-286	-303
현금의 증가(감소)	5,925	2,247	1,729	4,037	4,807
기초현금	694	6,619	8,866	10,595	14,632
기말현금	6,619	8,866	10,595	14,632	19,438
FCF	2,404	1,327	1,151	4,142	4,322

자료 : 한국항공우주, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	28,251	25,623	29,018	31,003	37,111
매출원가	24,933	22,553	24,938	26,260	31,210
매출총이익	3,319	3,070	4,080	4,743	5,901
매출총이익률 (%)	11.8	12.0	14.1	15.3	15.9
판매비와관리비	1,924	2,487	2,466	2,637	3,141
영업이익	1,395	583	1,613	2,106	2,760
영업이익률 (%)	4.9	2.3	5.6	6.8	7.4
비영업손익	-570	-39	-274	-115	79
순금융비용	173	200	210	224	221
외환관련손익	-214	279	20	64	142
관계기업투자등 관련손익	0	4	-3	-3	-3
세전계속사업이익	825	544	1,339	1,992	2,839
세전계속사업이익률 (%)	2.9	2.1	4.6	6.4	7.7
계속사업법인세	102	11	252	374	533
계속사업이익	723	533	1,088	1,617	2,305
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	723	533	1,088	1,617	2,305
순이익률 (%)	2.6	2.1	3.8	5.2	6.2
지배주주	746	639	1,191	1,720	2,408
지배주주귀속 순이익률(%)	2.64	2.49	4.1	5.55	6.49
비지배주주	-23	-106	-103	-103	-103
총포괄이익	891	827	1,381	1,911	2,599
지배주주	916	935	1,486	2,016	2,704
비지배주주	-25	-108	-105	-105	-105
EBITDA	2,739	2,070	3,165	3,859	4,584

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-9.2	-9.3	13.3	6.8	19.7
영업이익	-49.4	-58.2	176.9	30.6	31.0
세전계속사업이익	-36.3	-34.0	146.2	48.7	42.5
EBITDA	-30.1	-24.4	52.9	21.9	18.8
EPS(계속사업)	-56.2	-14.4	86.3	44.5	40.0
수익성 (%)					
ROE	6.4	5.2	9.0	11.7	14.3
ROA	1.5	1.0	1.8	2.4	3.1
EBITDA마진	9.7	8.1	10.9	12.5	12.4
안정성 (%)					
유동비율	120.2	131.5	131.8	132.2	131.9
부채비율	318.0	351.3	358.7	340.8	341.5
순차입금/자기자본	26.2	11.6	2.3	-21.9	-40.5
EBITDA/이자비용(배)	12.7	8.9	12.2	13.5	15.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	766	656	1,222	1,765	2,471
BPS	12,264	13,023	14,148	16,016	18,590
CFPS	2,144	2,182	2,813	3,563	4,342
주당 현금배당금	200	200	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	44.4	60.5	42.0	29.1	20.8
PER(최저)	21.4	41.0	26.2	18.1	12.9
PBR(최고)	2.8	3.0	3.6	3.2	2.8
PBR(최저)	1.3	2.1	2.3	2.0	1.7
PCR	12.0	14.9	18.2	14.4	11.8
EV/EBITDA(최고)	15.2	21.9	17.5	13.4	10.4
EV/EBITDA(최저)	8.9	15.9	11.6	8.5	6.3

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com.kr
02-3773-8891

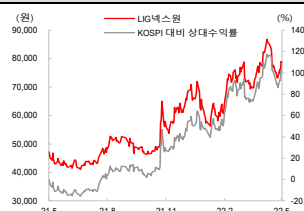
Company Data

자본금	1,100 억원
발행주식수	2,200 만주
자사주	21 만주
액면가	5,000 원
시가총액	17,314 억원
주요주주	
엘아이지(와15)	47.08%
국민연금공단	13.47%
외국인지분률	8.70%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(22/05/30)	79,300 원
KOSPI	2669.66 pt
52주 Beta	0.86
52주 최고가	86,800 원
52주 최저가	41,050 원
60일 평균 거래대금	300 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.6%	2.8%
6개월	41.3%	58.8%
12개월	66.7%	102.2%

LIG 넥스원 (079550/KS | 매수(신규편입) | T.P 110,000 원(신규편입))

대한민국을 지키는 눈과 귀

- 각종 유도무기 및 감시체계/레이더 등 개발 제작하는 종합 방위산업 전문 업체
- 올해 1 월, 2 조 6 천억원 규모 천궁 2 UAE 수출 계약, 해외 첫 수출 사례
- 러시아 핵 위협, 북한 ICBM 미사일 등 미사일 방어체계 중요성 부각
- 글로벌 방위비 증액 사이클 도래, 윤석열 정부 '3 축 체계 강화 및 보강 추진
- 투자의견 매수, 목표주가 110,000 원 제시하며 신규 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 110,000 원 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 110,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 110,000 원은 2022~2024 년 평균 EPS 에 2015 년 신규 상장 이후 부터 2016 년까지 historical 12m fwd P/E 평균값인 18.3X 를 적용하여 산출했다. 수주 잔고의 상승이 눈에 띈다. 올해 1 월 약 2 조 6 천억원 수준의 천궁 2 UAE 수출 계약을 맺었는데, 이를 반영할 경우 작년말 8 조 3 천억원 수준이었던 수주잔고는 올해 11 조원에 달할 것으로 추정한다. 올해 1 분기부터 전체 매출 중 수출 비중이 11%까지 상승했는데, 수출 비중이 상승은 이익률 개선에도 직접적인 영향을 주는 요인으로 작용하기에 올해 연간 실적에 대한 기대감도 높은 상황이다. 미국/유럽/동남아시아 등 글로벌 주요 국가들이 국방예산을 증액하는 시기에 진입한 가운데 올해 초 우리나라 대표 지대공 유도무기인 천궁 2 의 첫 수출에도 성공함에 따라 추가적인 해외 수주 기대감도 높은 상황이다. LIG 넥스원이 신규 상장하던 2015 년, 글로벌 방위비 증액 사이클과 함께 국내 방산 업체들의 매출이 호조를 보이면서 당시 유사 기업과의 비교를 통해 산정했던 할인 Multiple 이 23~35X 에 달했다는 점을 감안하면 추가적인 주가 상승 여지는 충분하다는 판단이다.

미사일 위협에 대응하는 미사일 방어체계 더욱 강화

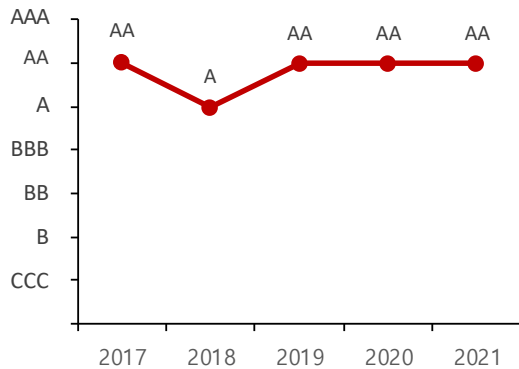
'22~'26 국방중기계획에 따르면 우리나라 방위력개선편비는 2022 년 16.7 조원에서 2026 년 25.4 조원까지 52% 이상 증가할 예정이다. 새롭게 출범한 윤석열 정부는 북 핵/미사일 위협에 대응하기 위해 110 대 국정과제를 통해 '3 축 체계(KAMD, KMPR, Kill Chain)'의 보강계획을 발표한 바 있다. 대한민국을 지키는 눈과 귀를 담당하는 LIG 넥스원의 역할이 더욱 부각될 환경이 조성되었다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	14,527	16,003	18,222	19,514	23,717	26,429
yoy	%	-1.7	10.2	13.9	7.1	21.5	11.4
영업이익	억원	181	637	972	1,352	1,715	1,906
yoy	%	-24.8	252.0	52.5	39.1	26.8	11.2
EBITDA	억원	724	1,153	1,543	1,952	2,374	2,557
세전이익	억원	138	389	1,291	1,337	1,691	1,924
순이익(지배주주)	억원	32	579	1,051	1,086	1,374	1,564
영업이익률%	%	1.3	4.0	5.3	6.9	7.2	7.2
EBITDA%	%	5.0	7.2	8.5	10.0	10.0	9.7
순이익률	%	0.2	3.6	5.8	5.6	5.8	5.9
EPS(계속사업)	원	145	2,631	4,775	4,938	6,246	7,108
PER	배	218.3	11.6	14.4	15.9	12.6	11.1
PBR	배	1.1	1.0	2.0	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	배	17.1	10.3	12.7	10.9	8.7	7.7
ROE	%	0.5	8.9	14.6	13.7	15.7	15.7
순차입금	억원	5,213	4,799	4,565	4,494	3,829	2,681
부채비율	%	265.6	286.0	237.6	247.9	263.5	251.8

ESG 하이라이트

LIG 넥스원 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
LIG 넥스원 종합 등급	AA	N/A	40.78
환경(Environment)	45.6	N/A	16.34
사회(Social)	52.8	N/A	22.82
지배구조(Governance)	62.3	N/A	83.02
<비교업체 종합 등급>			
한화에어로스페이스	AA	B-	46.64
한국항공우주	A	D+	44.00
현대로템	BBB	N/A	65.40

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 LIG 넥스원 ESG 평가

최근 수소에너지와 배터리를 동력으로 하는 친환경적인 비행체의 개발을 진행 중에 있으며, 이를 통해 군사적 용도 외에 고립 지역에 대한 효율적인 구호활동 등으로의 확대도 기대된다.

또한 자체적인 사회공헌 전담조직을 운영하며 지역상생과 지역 사회 봉사를 통한 사회공헌 활동을 이어가고 있다.

자료: SK 증권

LIG 넥스원 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

LIG 넥스원 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.05.18.	Environment(환경)	수소연료전지 기반 탑재중량 200kg 급 수송드론 개발 수행기관 선정
2021.07.22.	ESG(종합)	방위산업에 특화된 ESG 경영활동을 위해 ESG 위원회 신설
2021.09.01.	Social(사회)	협력업체에 대한 금융지원을 확대하기 위해 신한은행과 100 억원 규모의 상생펀드 조성

자료: 주요 언론사, SK 증권

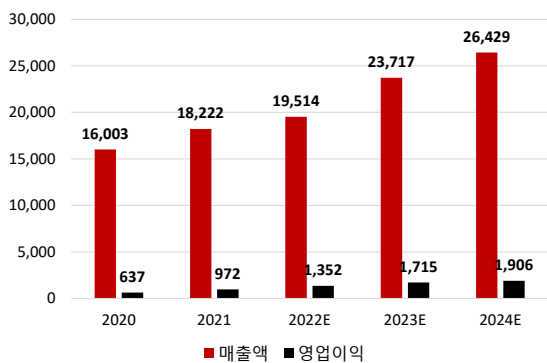
유도무기, 감시체계 등 종합 방위산업 전문 업체

각종 유도무기 및 전투 체계장비,
감시체계 및 레이더 등 개발/제작,
대표적 제품으로 한국형미사일
방어체계 구축에 주력으로 사용되는
지대공 유도무기 천궁 2 등이 있음

LIG 넥스원은 각종 유도무기 및 전투 체계장비, 감시체계 및 레이더 등을 개발/제작하는 종합 방위산업 전문 업체다. 지난해 기준 주요 사업부문별 매출 비중은 정밀타격(PGM) 55.4%, 감시정찰(ISR) 20.5%, 항공전자/전자전(AEW) 11.6%, 지휘통제/통신(C4I) 10.8%, 기타 1.7%로 구성되어 있다. 주요 생산 제품은 중거리/중고도 지대공 유도무기 천궁 2, 대잠 유도무기 청상어/홍상어, 각종 지휘통제체계 등이 있다. 올해 1분기는 매출액 4,272억원(+YoY 21.9%), 영업이익 505억원(YoY +294.5%)을 기록하며 큰 폭의 영업이익 성장세를 보였다. 일부 사업의 계약금액 증가 및 예정 원가 감소, 손실 충당금 환입 등의 영향이 있었지만, 상대적으로 이익률이 좋은 수출 비중이 전체 매출의 두 자릿수까지 증가했다는 점이 고무적이다.

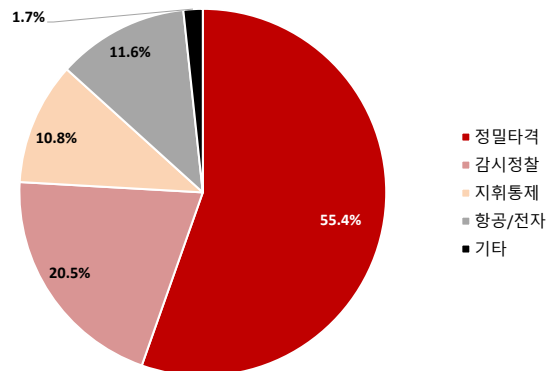
LIG 넥스원 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)



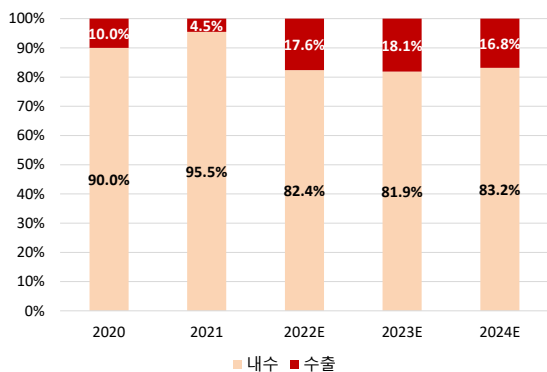
자료: LIG 넥스원 SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중(2021년 기준)



자료: LIG 넥스원 SK 증권

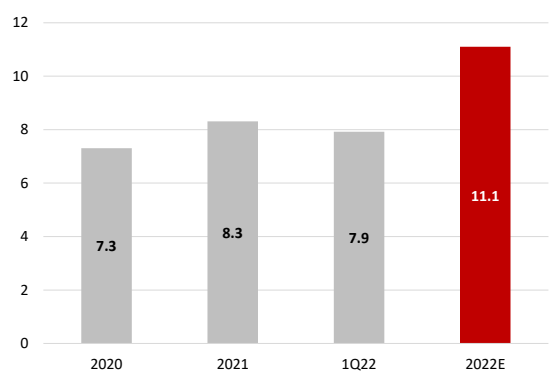
내수 및 수출 비중 추이



자료: LIG 넥스원 SK 증권 추정

수주잔고 추이 및 전망

(단위: 조원)



자료: LIG 넥스원 SK 증권 추정

글로벌 시장에 데뷔한 천궁 2

22~26 국방중기계획에 따르면
방위력개선비 2026년까지 50%
이상 증가할 예정, 한국형 미사일
방어체계 구축 및 독자적
감시/경보체계 구축 예정, 감시정찰
및 육해공 유도무기 담당하는
LIG 넥스원 역할 부각될 것

LIG 넥스원은 북 핵/미사일 위협으로부터 우리나라를 방어하기 위한 한국형 미사일 방어체계 구축에 가장 핵심적인 역할을 수행한다. 우선 우리나라 방위력개선비 및 전력 운영비는 꾸준히 우상향 중이다. '22~'26 국방중기계획에 따르면 우리나라의 방위력개선비는 2022년 16.7조원에서 2026년 25.4조원까지 52% 이상 증가할 예정이다. 한국형미사일 방어체계 구축을 위한 탄도탄 방어능력을 강화하고 전략표적타격 능력을 보강하는 것, 그리고 북한의 잠재적 위협에 대한 독자적 감시와 위협 조기 정보 체계를 구축하는 것이 주요 골자다. 한국형 미사일방어체계(KAMD)에서는 중거리/중고도 지대공 유도무기인 천궁 2와 함대공 유도무기 해공 등이, 전략표적 타격시스템(공격형 방위시스템)인 Kill Chain에서는 중장거리 레이더 및 육해공 감시레이더 등이 핵심 역할을 할 것으로 보인다. 모두 LIG 넥스원이 담당하는 영역으로, 각종 감시정찰 레이더 및 육해공 유도무기 등을 개발/제작하는 LIG 넥스원의 역할은 더욱 부각될 전망이다.

올해 1월 UAE와 2조 6천억원 대
천궁 2 수출 계약은 해외 수출 첫
사례, 우리나라 유도무기체계에
대한 해외 관심은 지금부터

해외에서 우리나라 유도무기체계에 대한 관심이 높아지는 점도 고무적이다. 올해 1월에는 UAE와 2조 6천억원 수준의 천궁 2 수출 계약을 체결했다. 2017년 개발 완료 이후 지난해 품질인증사격시험에 통과한 천궁 2의 첫 해외 수출 사례다. 한국형 패트리엇 미사일이라 불리는 천궁 2는 20km 내외의 고도에서 날아오는 적의 미사일이나 항공기를 격추하는 중고도 지대공 유도무기이다. 인도-이스라엘 합작 개발 지대공 미사일인 Barak 8과 이탈리아-프랑스 합작 개발 지대공 미사일 Aster 30과의 경쟁을 이겨내고 UAE의 최종 선택을 받은 천궁 2는 이번 수출을 계기로 국제 사회 경쟁 무대에 성공적으로 진입했다는 판단이다. 특히 자국 우선/보호주의, 미중 갈등 및 러시아의 우크라이나 침공으로 인한 유럽 및 동남아시아 지역의 긴장감 증가 등의 영향으로 당분간 세계 각국의 국방 예산이 증가하는 시기에 진입하기 시작했다는 점은 동사에 더욱 큰 기회로 작용할 전망이다. 러시아의 핵 위협과 북한의 ICBM 미사일 발사 등으로 미사일 방어체계 구축 중요성이 커지는 점도 LIG 넥스원의 향후 수출 비중 증가를 예상하는 이유 중 하나다.

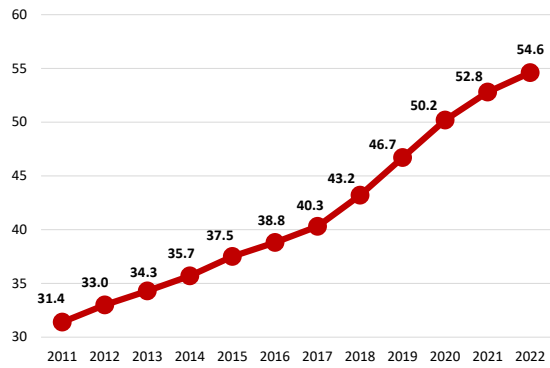
윤석열정부 110대 국정과제 중 미사일 위협대응 보강계획

구분	내용
Kill Chain	- 북 핵/미사일 사용 징후 명백한 경우 자위권 차원 강력한 군사적 대응 개념/계획 발전 및 능력 확보, 위협 근원 제거 가능한 무기체계 연구개발
다층 미사일 방어체계	- 북 미사일 위협에 적시 대응하기 위한 다층방어 개념 및 체계 발전, 기술도약적 무기개발 추진
압도적 대량 응징보복 능력	- 북 핵/미사일 사용 억제방안 발전 및 북 전쟁지도부와 핵심시설에 대한 고위력/초정밀 타격 능력 확충

자료: 윤석열정부 110대 국정과제, SK 증권

우리나라 국방예산 추이

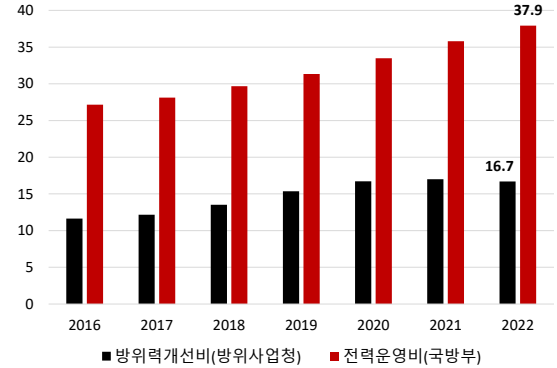
(단위: 조원)



자료: 국방부, SK 증권

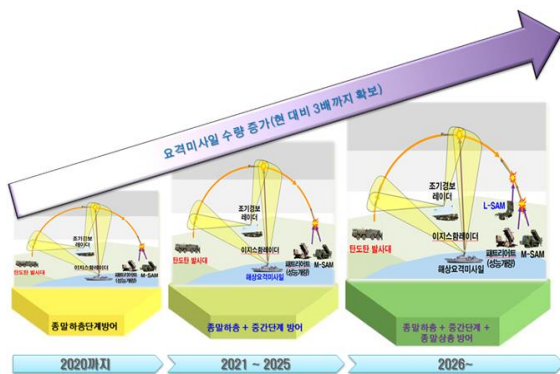
국방예산 구성 추이(방위력개선비 및 전력운영비)

(단위: 조원)



자료: 국방부, SK 증권

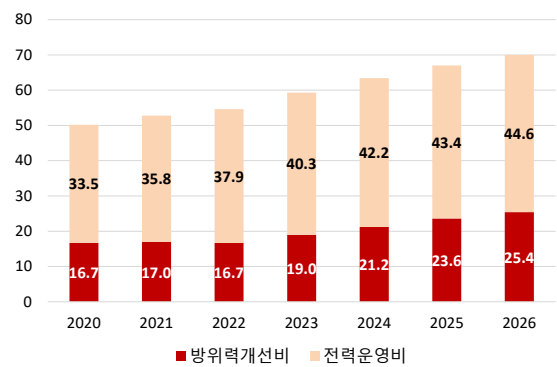
'21~'25 국방중기계획 - 미사일 탐지/지휘통제/요격 부문



자료: 국방부, SK 증권

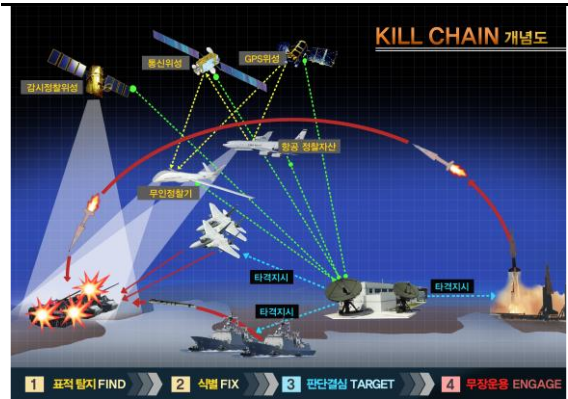
국방예산 전망('22~'26 국방중기계획 기준)

(단위: 조원)



자료: 국방부, SK 증권 / 주 2022 년은 추가경정예산 심의 이전 기준

전략표적 타격 Kill Chain 개념도



자료: 국방부, SK 증권

한국형 미사일방어체계 KAMD 개념도



자료: 국방부, SK 증권

투자의견 매수, 목표주가 110,000 원 제시

수출 비중 증가에 따른 이익률
개선세 이어질 전망, 글로벌
국방예산 증가 사이클과 더불어
미사일 방어체계 구축에 대한 관심
높아지면서 수출 소식 이어질
가능성 높아

투자의견 매수, 목표주가 110,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 110,000 원은 2022~2024 년 평균 EPS 6,097 원에 LIG 넥스원이 신규 상장했던 2015 년 10 월 이후 2016 년까지의 Historical 12m fwd P/E 평균값인 18.3X 를 적용하여 산출했다. 실적의 기반이 되는 수주 잔고가 꾸준히 우상향 하고 있다는 점에 주목한다. 올해 1 분기 기준 수주잔고는 7 조 9,212 억원으로 지난해 말 8 조 3,073 억 대비 소폭 감소 했지만, 올해 1 월 UAE 천궁 2 수출 계약 금액 2 조 6 천억원이 아직 수주 잔고에 반영되지 않은 수치다. 이를 반영할 경우 올해 연말 수주 잔고는 약 11 조원에 달할 것으로 추정한다. 수출 비중이 증가함에 따른 이익률 개선세도 연간 지속될 가능성이 높아 보인다. 미국/유럽/동남아시아 등을 중심으로 글로벌 국방예산이 증가하는 사이클에 진입했고, 국산 유도무기의 첫 수출을 통해 해외로부터 기술력을 인정받기 시작했다는 점에서 추가적인 해외 수주 가능성은 열려 있다. LIG 넥스원이 2015 년 상장하던 당시 유사 기업과의 비교를 통해 산정했던 할인 Multiple 이 23~35X 에 달했다는 점을 감안한다면 추가적인 상승 여지는 충분하다는 판단이다.

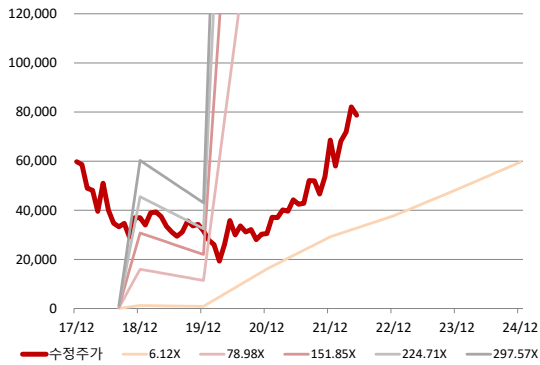
LIG 넥스원 목표주가 산출(P/E Multiple)

(단위: 억원)

구분	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	16,003	18,222	19,514	23,717	26,429
정밀타격	7,938	10,095	12,860	15,345	17,760
감시정찰	4,785	3,735	2,986	3,546	3,726
지휘통제	1,072	1,968	1,444	1,945	1,771
항공/전자	1,920	2,114	1,873	2,467	2,669
기타	288	310	353	413	492
영업이익	637	972	1,352	1,715	1,906
(OPM)	(4.0%)	(5.3%)	(6.9%)	(7.2%)	(7.2%)
EPS(원)	2,631	4,775	4,938	6,246	7,108
Target P/E(배)	18.3		2015~2016년 12m fwd P/E 평균값		
주당가치(원)	110,460		2022~2024년 예상 EPS 평균값 * Target P/E		
목표주가(원)	110,000				
현재주가(원)	79,300				
Upside	38.7%				

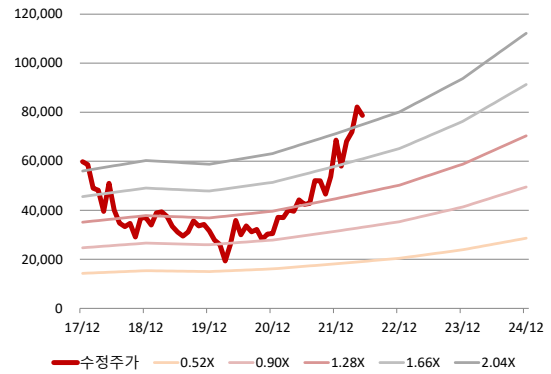
자료: LIG 넥스원 SK 증권 추정 / 주: 현재주가 5/30 종가 기준

LIG 넥스원 P/E Band Chart



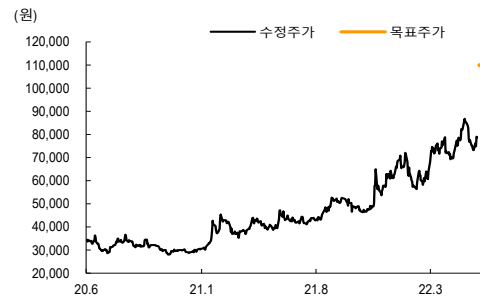
자료: Quantwise, SK 증권

LIG 넥스원 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.05.31	매수	110,000원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 5 월 31 일 기준)

매수	92.91%	중립	7.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	15,457	14,859	17,668	22,823	26,355
현금및현금성자산	510	745	2,349	3,799	4,848
매출채권및기타채권	1,786	1,595	1,720	2,090	2,329
재고자산	2,272	2,186	2,357	2,865	3,192
비유동자산	10,499	10,909	10,863	11,048	11,016
장기금융자산	279	671	614	614	614
유형자산	7,432	7,432	7,315	7,180	6,875
무형자산	1,268	1,476	1,717	1,913	2,087
자산총계	25,956	25,768	28,531	33,871	37,371
유동부채	13,804	14,811	17,415	21,668	24,195
단기금융부채	1,629	2,258	3,882	5,220	5,866
매입채무 및 기타채무	1,820	1,735	1,870	2,273	2,533
단기충당부채	286	350	377	459	511
비유동부채	5,427	3,324	2,915	2,885	2,553
장기금융부채	4,960	3,232	3,259	3,175	2,825
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	85	85	91	140	156
부채총계	19,231	18,135	20,331	24,554	26,748
지배주주지분	6,725	7,633	8,200	9,317	10,623
자본금	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
자본잉여금	1,407	1,421	1,421	1,421	1,421
기타자본구성요소	-85	-53	-53	-53	-53
자기주식	-85	-53	-53	-53	-53
이익잉여금	3,580	4,439	4,995	6,108	7,410
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,725	7,633	8,200	9,317	10,623
부채외자본총계	25,956	25,768	28,531	33,871	37,371

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	2,067	1,485	1,194	1,751	1,994
당기순이익(손실)	579	1,051	1,086	1,374	1,564
비현금성항목등	733	925	917	1,000	993
유형자산감가상각비	407	408	424	445	414
무형자산감가상각비	109	163	176	214	236
기타	-193	316	-21	-69	-69
운전자본감소(증가)	856	-501	-823	-306	-202
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-678	684	-621	-370	-239
재고자산감소(증가)	-963	-5	-187	-508	-328
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	231	-141	-128	403	260
기타	2,266	-1,039	113	169	104
법인세납부	-101	11	14	-317	-360
투자활동현금흐름	-1,633	273	-771	-1,091	-742
금융자산감소(증가)	-551	1,026	-114	-470	-395
유형자산감소(증가)	-317	-322	-242	-311	-109
무형자산감소(증가)	-428	-418	-410	-410	-410
기타	-336	-12	-5	100	173
재무활동현금흐름	-210	-1,524	1,181	790	-203
단기금융부채증가(감소)	-596	-284	1,527	1,338	646
장기금융부채증가(감소)	776	-887	75	-84	-350
자본의증가(감소)	-85	0	0	0	0
배당금의 지급	-132	-195	-262	-262	-262
기타	-173	-158	-160	-202	-238
현금의 증가(감소)	224	235	1,604	1,450	1,049
기초현금	287	510	745	2,349	3,799
기말현금	510	745	2,349	3,799	4,848
FCF	1,667	743	942	1,025	1,478

자료 : LIG넥스원 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	16,003	18,222	19,514	23,717	26,429
매출원가	14,107	15,906	16,787	20,444	22,811
매출총이익	1,897	2,316	2,726	3,273	3,618
매출총이익률 (%)	11.9	12.7	14.0	13.8	13.7
판매비와관리비	1,259	1,344	1,374	1,558	1,712
영업이익	637	972	1,352	1,715	1,906
영업이익률 (%)	4.0	5.3	6.9	7.2	7.2
비영업손익	-249	319	-16	-24	18
순금융비용	141	116	121	102	65
외환관련손익	-282	314	38	9	14
관계기업투자등 관련손익	4	31	-2	0	0
세전계속사업이익	389	1,291	1,337	1,691	1,924
세전계속사업이익률 (%)	2.4	7.1	6.9	7.1	7.3
계속사업법인세	-190	241	250	317	360
계속사업이익	579	1,051	1,086	1,374	1,564
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	579	1,051	1,086	1,374	1,564
순이익률 (%)	3.6	5.8	5.6	5.8	5.9
지배주주	579	1,051	1,086	1,374	1,564
지배주주귀속 순이익률(%)	3.62	5.77	5.57	5.79	5.92
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	603	1,057	1,090	1,378	1,568
지배주주	603	1,057	1,090	1,378	1,568
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,153	1,543	1,952	2,374	2,557

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	10.2	13.9	7.1	21.5	11.4
영업이익	252.0	52.5	39.1	26.8	11.2
세전계속사업이익	182.7	232.1	3.5	26.5	13.8
EBITDA	59.3	33.8	26.5	21.6	7.7
EPS(계속사업)	1,717.1	81.5	3.4	26.5	13.8
수익성 (%)					
ROE	8.9	14.6	13.7	15.7	15.7
ROA	2.4	4.1	4.0	4.4	4.4
EBITDA마진	7.2	8.5	10.0	10.0	9.7
안정성 (%)					
유동비율	112.0	100.3	101.5	105.3	108.9
부채비율	286.0	237.6	247.9	263.5	251.8
순차입금/자기자본	71.4	59.8	54.8	41.1	25.2
EBITDA/이자비용(배)	6.9	11.0	12.6	11.7	10.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,631	4,775	4,938	6,246	7,108
BPS	30,569	34,696	37,274	42,350	48,287
CFPS	4,977	7,373	7,665	9,242	10,064
주당 현금배당금	900	1,200	1,200	1,200	1,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.9	14.4	17.6	13.9	12.2
PER(최저)	6.1	6.3	11.4	9.0	7.9
PBR(최고)	1.2	2.0	2.3	2.1	1.8
PBR(최저)	0.5	0.9	1.5	1.3	1.2
PCR	6.1	9.3	10.3	8.5	7.8
EV/EBITDA(최고)	11.5	12.7	11.9	9.5	8.3
EV/EBITDA(최저)	7.6	7.3	8.4	6.6	5.7

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com.kr
02-3773-8891

Company Data

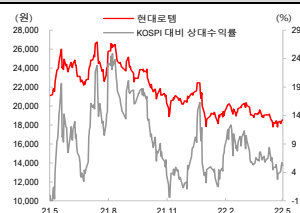
자본금	5,457 억원
발행주식수	10,914 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	20,246 억원
주요주주	
현대자동차(외3)	33.77%

외국인지분률	4.90%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/05/30)	18,900 원
KOSPI	2669.66 pt
52주 Beta	1.21
52주 최고가	26,750 원
52주 최저가	17,800 원
60일 평균 거래대금	81 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.3%	-1.3%
6개월	-8.6%	1.7%
12개월	-12.3%	5.2%

현대로템 (064350/KS | 매수(유지) | T.P 25,000 원(유지))

해외에서 인정받는 K 전차

- 1Q22 레일솔루션 부문 생산성 증가 효과로 매출, 영업이익 모두 증가
- K2 전차 2 차 양산 사업 종료됐지만, 3 차 양산 진행 중, 주요 창정비 수주도 지속
- 하반기 K2 전차 노르웨이, 폴란드 등 해외 수출 기대감 고조
- 우크라이나-러시아 전쟁 발발 이후 NATO 가입국 국방예산 증액 움직임 긍정적
- 뛰어난 산악지역 기동능력, 상대적으로 저렴한 가격 등 K2 전차 경쟁력 충분해

레일솔루션 수익성 개선 집중 효과 드러난 1 분기

현대로템의 1 분기 매출액은 6,774 억원으로 전년동기 대비 3.7% 증가했으며, 영업이익은 236 억원으로 전년동기 대비 8.5% 감소했다. 사업부문별 매출 비중은 레일솔루션 63.9%, 디펜스솔루션 26.9%, 에코플랜트 9.1%로 구성되어 있다. 레일솔루션 부문은 아일랜드 디젤동차, GTX 전동차 등 국내외 프로젝트 생산성 증가 효과로 매출과 영업이익이 모두 전년동기 대비 증가했다. 저수익/역마진이 우려되는 프로젝트 발주 참여는 지양하고, 수익성 개선에 꾸준히 집중한 성과가 나타나고 있다는 판단이다. 디펜스솔루션은 안정적인 수주잔고를 유지 중이지만 K2 전차 2 차 양산사업 종료 등의 영향으로 매출과 영업이익이 소폭 감소했다.

하반기 K2 전차 수출 기대감 고조

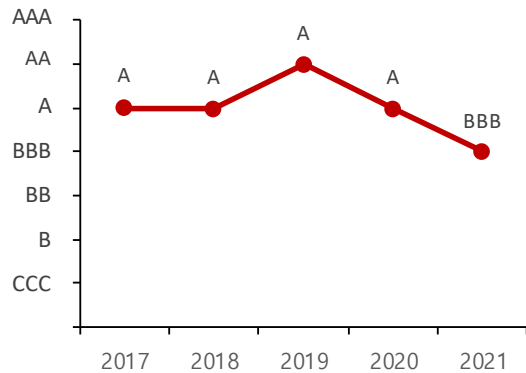
하반기에는 동력분산식 고속열차 및 국내 GTX, 호주/이집트 등 해외 고속열차 신규 수주 등이 기대되지만, 무엇보다도 K2 전차 해외 수출 기대감이 크게 작용할 전망이다. 현재 폴란드, 노르웨이 등에서 우리나라 K2 흑표 전차 도입에 대한 논의가 활발히 진행 중인 것으로 알려졌다. 특히 노르웨이의 경우 필드테스트를 진행했고, 이르면 올해 안 사업자 선정 결과가 발표될 것으로 보인다. 가장 강력한 경쟁 상대는 독일 Krauss Maffei 社の 레오파드(Leopard 2A7) 전차다. 하지만 뛰어난 기동능력과 저렴한 가격 등에서 경쟁 우위에 있는 것으로 보인다. 우크라이나-러시아 전쟁 발발 이후 유럽 지역의 NATO 가입국을 중심으로 국방비 증액 움직임이 이어지고 있는 부분도 긍정적이다. 우리나라 기술로 만든 국산 K 전차가 유럽 전장을 누빌 날도 머지않았다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	24,593	27,853	28,725	30,812	32,754	40,452
yoy	%	2.0	13.3	3.1	7.3	6.3	23.5
영업이익	억원	-2,799	821	802	1,290	1,520	1,900
yoy	%	적지	흑전	-2.3	60.9	17.8	25.1
EBITDA	억원	-1,961	1,263	1,153	1,658	1,897	2,267
세전이익	억원	-3,494	150	353	706	971	1,322
순이익(지배주주)	억원	-3,543	310	665	653	890	1,207
영업이익률%	%	-11.4	3.0	2.8	4.2	4.6	4.7
EBITDA%	%	-8.0	4.5	4.0	5.4	5.8	5.6
순이익률	%	-14.5	0.8	1.8	2.1	2.7	3.0
EPS(계속사업)	원	-4,168	284	609	599	816	1,106
PER	배	N/A	60.5	34.1	31.0	22.8	16.8
PBR	배	1.6	1.4	1.8	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	-12.7	20.0	27.5	17.4	15.0	12.2
ROE	%	-37.9	2.8	5.0	4.9	6.3	7.9
순차입금	억원	10,788	6,226	9,036	8,779	8,386	7,592
부채비율	%	362.6	211.8	223.9	231.5	237.1	237.1

ESG 하이라이트

현대로템 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
현대로템 종합 등급	BBB	N/A	65.40
환경(Environment)	52.8	N/A	63.55
사회(Social)	37.1	N/A	45.31
지배구조(Governance)	55.2	N/A	87.24
<비교업체 종합 등급>			
한화에어로스페이스	AA	B-	46.64
한국항공우주	A	D+	44.00
LG 넥스원	AA	N/A	40.78

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 현대로템 ESG 평가

현대로템은 제품 생산에 있어서 친환경 저탄소화를 위해 수소 밸류체인을 구축하고, 수소전기트램, 자기부상열차 등 미래 지속가능한 수송수단 개발에 열중하고 있다.

레이솔루션, 디펜스솔루션 그리고 에코플랜트 등 모든 부문에서 친환경 통합솔루션을 제공하고 적극적인 수소 생산 인프라에 대한 투자를 통해 미래 친환경 경영의 확대가 기대된다.

자료: SK 증권

현대로템 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

현대로템 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.04.19	Environment(환경)	'달리는 공기청정기' 수소트램 국내 첫 개발 성공
2021.10.28	ESG(종합)	한국기업지배구조원에서 첫 ESG 통합 A 등급 획득

자료: 주요 언론사, SK 증권

세계 시장 등장 앞둔 K2 흑표 전차

우리나라 K2 흑표 전차, 전통 전차
강국 독일 경쟁 모델과의
비교에서도 호평 받고 있는 것으로
알려져, 유럽 지역 내 NATO 가입국
국방예산 증액 움직임은 긍정적

우리나라 육군은 약 2,500 여대의 전차를 운용 중이며, 이중 K1/K1E 전차가 1,030 여대, K1A1/K2 전차는 480 여대를 운용 중인 것으로 알려져 있다. K1 전차 후속 모델로 개발된 K2 전차는 2014 년부터 실전 배치되어 주력 전차로써 임무를 수행 중이다. 현재 K2 전차 3 차 양산 사업(50 여대, 2020~2023 년)이 진행 중이며, 4 차 양산 물량은 아직 정해지지 않았다. 해외에 K2 흑표 전차의 이름이 알려지기 시작한 것은 2008 년 터키로부터 K2 전차 기술 수출 계약을 체결하면서부터다. 유럽 지역 전통 전차 강국인 독일을 제치고 전차 기술을 수출했다는 점에서 전 세계의 이목이 집중된 바 있다. 올해는 폴란드, 노르웨이 등 유럽 국가로의 완제품 수출 기대감이 높아지고 있다. 일단 주변 환경은 긍정적이다. 러시아의 우크라이나 침공 이후 유럽 지역의 NATO 가입국을 중심으로 국방예산 증액 움직임이 적극적으로 나타나고 있기 때문이다. 강력한 경쟁 상대는 독일 Krauss Maffei 社의 레오파드(Leopard 2A7) 전차다. NATO 가입국의 상당수가 독일 전차를 주력으로 사용하고 있다는 점이 걸리지만 산악지역 기동능력이 뛰어난 K2 흑표 전차 만의 장점과 저렴한 가격 등은 막강한 경쟁력으로 작용할 전망이다. 이르면 올해 하반기 해외 수주 소식을 접할 수 있을 것으로 기대한다.

글로벌 주요 전차 제원비교

전차명	개발/제조사	전장(m)	전폭(m)	전고(m)	무게(t)	최고속도(km/h)	항속거리(km)	무장
K2 흑표 (Black Panther)	현대로템 (한국)	10.8	3.6	2.4	55.0	70.0	450	- 120mm 55구경 활강포 - 12.7mm K-6 기관총 등
Leopard 2A7+	Krauss-Maffei (독일)	9.9	3.7	2.6	67.5	72.0	450	- 120mm 55/44 구경장 - 7.62mm 기관총
Abrams M1A2	GDLS (미국)	9.8	3.7	2.4	62.5	66.8	426	- M256 120mm 활강포 - M-212.7mm 중기관총
Challenger 2	Royal Ordnance (영국)	11.5	3.5	2.5	62.5	56.0	450	- 55구경 120mm 강선포 - 7.62mm L37A2 기관총
Merkava Mk.4	Mantak (이스라엘)	9.0	3.7	2.7	65.0	64.0	500	- MG253 120mm 활강포 - 60mm 박격포
Type 10 (TK-X)	Mitsubishi (일본)	9.4	3.2	2.3	44.0	70.0	440	- L44 120mm 활강포 - 74식 7.62mm 기관총
AMX-56 Leclerc	Nexter (프랑스)	9.9	3.7	2.5	54.5	71.0	550	- 40구경 120mm 활강포 - 12.7mm M2HB동축기관총
T-90MS	UVZ (러시아)	9.9	3.7	2.5	54.5	71.0	550	- 40구경 120mm 활강포 - 12.7mm M2HB동축기관총
Oplot-M (Modernised)	KMDB (우크라이나)	9.7	3.5	2.8	51.0	70.0	500	- KBA-3 125mm 활강포 - 12.7mm 대공기관총
Type 99 (ZTZ-99)	Norinco (중국)	11.0	3.5	3.0	58.0	80.0	400	- 120mm 활강포 - 85식 중기관총

자료: 각 사, 언론종합, SK 증권

수주 기반 안정적 실적 유지, 9 개 분기 연속 흑자 달성

탄탄한 수주잔고 기반 안정적 실적 유지 중, 사업 부문별 이익개선 노력 이어지며 9 개 분기 연속 흑자 기록 중, 방산 부문에서의 수출 비중 증가 기대감 높은 상황

현대로템의 1 분기 매출액은 6,774 억원으로 전년동기 대비 3.7% 증가했으며, 영업이익은 236 억원으로 전년동기 대비 8.5% 감소했다. 사업부문별로는 레일솔루션 부문이 매출과 영업이익 모두 각각 YoY +15.0%, 14.4% 상승한 반면 디펜스솔루션 부문은 매출과 영업이익 모두 각각 YoY -7.2%, -26.9% 감소했다. 레일솔루션 부문은 아일랜드 디젤동차, GTX 전동차 등 국내외 프로젝트 생산성 증가 효과로 매출과 영업이익이 증가했으며, 디펜스솔루션 부문은 K2 전차 2 차 양산사업 종료 등의 영향으로 매출과 영업이익이 소폭 감소했다. 연간으로는 동력분산식 고속열차 및 GTX 신규 수주 및 K2 전차 3 차 양산 및 주요 창정비 사업, 스마트팩토리 설비 신규 수주 등을 기반으로 안정적인 실적 성장세를 이어갈 수 있을 전망이다. 올해 연간 신규 수주는 약 3 조 5 천 억원을 넘어설 것으로 기대한다. 수주를 기반으로 한 연간 매출 3 조원, 영업이익 1 천 억원을 상회할 것이라는 기존 전망과 투자의견 매수, 목표주가 25,000 원을 유지한다.

현대로템 실적 추이 및 전망

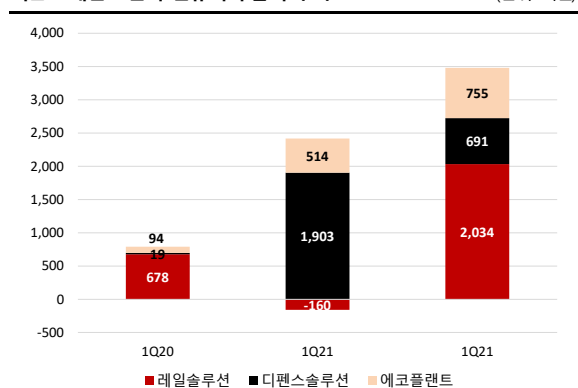
(단위: 억원)

구분	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	27,853	28,725	30,812	32,754	40,452
레일솔루션	14,520	16,755	18,965	20,120	22,507
디펜스솔루션	8,225	8,965	8,246	8,462	11,090
에코플랜트	4,536	3,005	3,601	4,171	6,855
기타	573	-	-	-	-
영업이익	821	802	1,290	1,520	1,900
(OPM)	(2.9%)	(2.8%)	(4.2%)	(4.6%)	(4.7%)

자료: 현대로템 SK 증권 추정

최근 3 개년 1 분기 신규 수주금액 추이

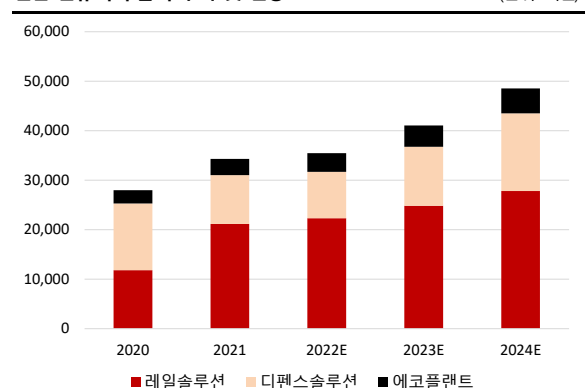
(단위: 억원)



자료: 현대로템 SK 증권

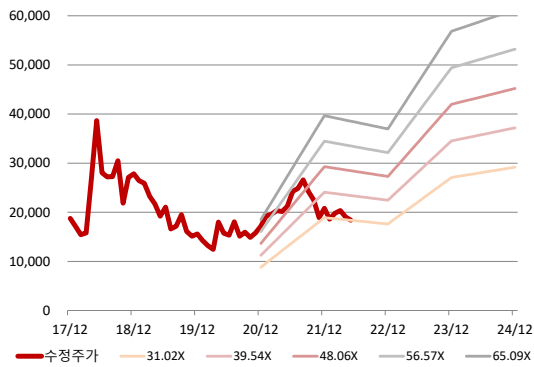
연간 신규 수주금액 추이 및 전망

(단위: 억원)



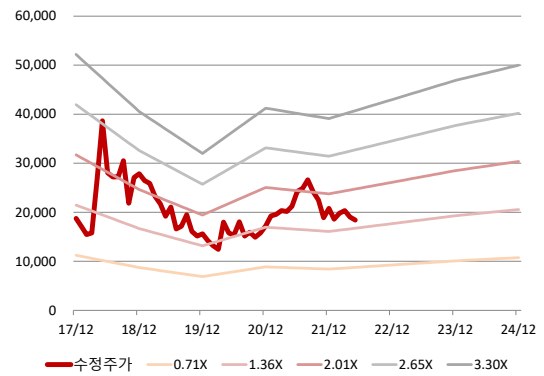
자료: 현대로템 SK 증권 추정

현대로템 P/E Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

현대로템 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.05.31	매수	25,000원	6개월		
2022.02.16	매수	25,000원	6개월	-23.24%	-18.60%
2021.09.08	Not Rated				
2021.02.04	Not Rated				
2020.07.09	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 5 월 31 일 기준)

매수	92.19%	중립	7.81%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	27,783	26,798	29,854	33,688	37,690
현금및현금성자산	3,387	3,197	4,161	6,164	6,696
매출채권및기타채권	3,790	2,788	2,991	3,180	3,927
재고자산	2,510	2,621	2,812	2,989	3,692
비유동자산	14,191	14,274	14,513	14,599	14,827
장기금융자산	326	336	349	349	349
유형자산	11,615	11,861	11,892	11,927	11,851
무형자산	829	787	739	707	680
자산총계	41,974	41,072	44,367	48,287	52,517
유동부채	22,303	20,907	22,497	24,502	27,100
단기금융부채	8,089	6,995	7,574	8,696	8,672
매입채무 및 기타채무	4,165	3,517	3,772	4,010	4,952
단기충당부채	535	464	497	529	653
비유동부채	6,209	7,483	8,487	9,462	9,839
장기금융부채	3,604	5,412	5,930	6,664	6,580
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1,006	828	1,014	1,078	1,331
부채총계	28,512	28,389	30,983	33,964	36,939
지배주주지분	13,635	12,931	13,659	14,624	15,905
자본금	5,457	5,457	5,457	5,457	5,457
자본잉여금	5,198	5,198	5,198	5,198	5,198
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-1,199	-483	171	1,061	2,268
비지배주주지분	-173	-248	-275	-301	-328
자본총계	13,462	12,682	13,384	14,322	15,578
부채외자본총계	41,974	41,072	44,367	48,287	52,517

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	877	-366	842	1,091	1,404
당기순이익(손실)	224	514	640	877	1,194
비현금성항목등	528	1,174	1,136	1,020	1,073
유형자산감가상각비	297	221	246	264	258
무형자산감가상각비	145	129	121	113	109
기타	-757	521	-28	-144	-144
운전자본감소(증가)	120	-2,046	-878	-711	-734
매출채권및기타채권의 감소(증가)	5	757	-683	-189	-747
재고자산감소(증가)	73	-348	-183	-177	-703
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	469	-338	294	238	942
기타	-426	-2,116	-306	-583	-227
법인세납부	4	-7	-56	-94	-128
투자활동현금흐름	-727	1,500	-682	-586	-356
금융자산감소(증가)	-1,968	1,903	-397	-247	-154
유형자산감소(증가)	-299	-439	-233	-299	-181
무형자산감소(증가)	-145	-81	-81	-81	-81
기타	1,684	118	29	41	61
재무활동현금흐름	-552	-1,296	789	1,498	-516
단기금융부채증가(감소)	-3,881	-4,513	-423	1,123	-24
장기금융부채증가(감소)	3,778	5,093	1,476	734	-83
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-105	-68	0	0	0
기타	-344	-1,807	-264	-359	-408
현금의 증가(감소)	-438	-190	964	2,003	532
기초현금	3,825	3,387	3,197	4,161	6,164
기말현금	3,387	3,197	4,161	6,164	6,696
FCF	1,085	-470	501	658	1,085

자료 : 현대로템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	27,853	28,725	30,812	32,754	40,452
매출원가	25,408	26,197	27,981	29,528	36,326
매출총이익	2,445	2,528	2,831	3,226	4,126
매출총이익률 (%)	8.8	8.8	9.2	9.9	10.2
판매비와관리비	1,624	1,726	1,541	1,706	2,226
영업이익	821	802	1,290	1,520	1,900
영업이익률 (%)	3.0	2.8	4.2	4.6	4.7
비영업손익	-670	-449	-584	-549	-578
순금융비용	328	282	300	318	348
외환관련손익	-643	-132	-429	-373	-373
관계기업투자등 관련손익	106	-1	-2	-2	-2
세전계속사업이익	150	353	706	971	1,322
세전계속사업이익률 (%)	0.5	1.2	2.3	3.0	3.3
계속사업법인세	-74	-161	66	94	128
계속사업이익	224	514	640	877	1,194
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	224	514	640	877	1,194
순이익률 (%)	0.8	1.8	2.1	2.7	3.0
지배주주	310	665	653	890	1,207
지배주주귀속 순이익률(%)	1.11	2.32	2.12	2.72	2.98
비지배주주	-86	-151	-13	-13	-13
총포괄이익	3,096	799	702	938	1,255
지배주주	3,144	874	728	965	1,282
비지배주주	-48	-75	-26	-26	-26
EBITDA	1,263	1,153	1,658	1,897	2,267

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	13.3	3.1	7.3	6.3	23.5
영업이익	흑전	-2.3	60.9	17.8	25.1
세전계속사업이익	흑전	134.9	100.2	37.5	36.1
EBITDA	흑전	-8.7	43.8	14.4	19.5
EPS(계속사업)	흑전	114.4	-1.8	36.2	35.6
수익성 (%)					
ROE	2.8	5.0	4.9	6.3	7.9
ROA	0.5	1.2	1.5	1.9	2.4
EBITDA마진	4.5	4.0	5.4	5.8	5.6
안정성 (%)					
유동비율	124.6	128.2	132.7	137.5	139.1
부채비율	211.8	223.9	231.5	237.1	237.1
순차입금/자기자본	46.3	71.3	65.6	58.6	48.7
EBITDA/이자비용(배)	3.5	3.6	5.0	5.3	5.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	284	609	599	816	1,106
BPS	12,493	11,847	12,515	13,399	14,573
CFPS	689	931	935	1,161	1,441
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	65.1	43.9	37.5	27.5	20.3
PER(최저)	31.1	31.0	29.7	21.8	16.1
PBR(최고)	1.5	2.3	1.8	1.7	1.5
PBR(최저)	0.7	1.6	1.4	1.3	1.2
PCR	25.0	22.4	19.8	16.0	12.9
EV/EBITDA(최고)	20.3	33.1	20.0	17.3	14.1
EV/EBITDA(최저)	11.1	25.7	17.0	14.6	11.9

memo
