



2025년 02월 26일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 방산 Overweight(Maintain)

AI들의 전쟁

조선/기계/방산/항공우주 이한결 gksruf9212@kiwoom.com

스몰캡 오현진 ohj2956@kiwoom.com



Contents



| | |
|--|-----------|
| AI들의 전쟁 | 2 |
| I. Investment Summary | 3 |
| > 방위 산업 투자의견: 비중확대(Overweight) 유지 | 3 |
| > 관련 종목 투자의견 및 투자포인트 | 12 |
| II. 미국 국방부의 AI 투자 확대 | 13 |
| > 변하고 있는 방산 시장 내 AI 기술 기반 업체의 입지 | 13 |
| > 2010년대 후반부터 글로벌 국가들은 방산 AI에 투자 시작 | 19 |
| III. 국내 방위 산업도 | |
| AI 기술 도입 본격화 | 25 |
| > 중장기 방위력 개선의 핵심인 AI 도입 | 25 |
| > 국내 방산 업체들의 AI 관련 사업 현황 | 32 |
| IV. 25년 방산 업종 투자 전략 | 42 |
| > 방위 산업 투자의견: 비중확대(Overweight) 유지 | 42 |
| > Appendix. Peer Table | 48 |
| 기업분석 | 50 |
| > 한화에어로스페이스 (012450) | 51 |
| > 현대로템 (064350) | 53 |
| > LIG넥스원 (079550) | 55 |
| > 한화시스템 (272210) | 57 |
| > 한국항공우주 (047810) | 59 |
| > 코난테크놀로지 (402030) | 61 |
| > 마음AI (377480) | 63 |
| Compliance Notice | |
| ■ 당사는 02월 26일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. | |
| ■ 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. | |
| ■ 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보 유하고 있지 않습니다. | |
| ■ 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. | |

AI들의 전쟁

>> 방산 AI에 대한 글로벌 투자 확대

미국 방위 산업 내 AI 관련 예산 지출은 24년 약 18억 달러를 기록하며 22년 대비 9배 가까이 성장하였다. 다양한 AI 관련 사업의 수주에도 불구하고 24년 기준 미국의 국방 예산에서 AI 관련 지출이 차지하는 비중은 1% 미만으로 여전히 성장 여력이 많이 남아 있다. 최근, 러-우 전쟁에서 AI 기술의 효용성이 입증되어 방산 AI 시스템에 대한 글로벌 투자는 이제 필수가 되어가고 있다. AI가 미래전의 핵심으로 떠오르면서 주요 글로벌 강대국들도 모두 국방 분야에서 AI 기술 적용 확대를 위해 국가 역량을 집중하고 있다. 방위 산업 분야에서 AI 기술에 주목할 시점이다.

>> 국내 방위 산업도 AI 도입 본격화

국 당국과 정부는 최근 국내 방위 산업의 경쟁력을 강화하기 위해 AI 기술 등 국방전략 기술에 대한 투자를 강화하겠다는 방침을 발표하였다. 한국의 구조적인 인구 감소 추세를 감안했을 때 방위력 개선을 위해서는 AI 기술 도입은 필수적인 상황이다. 방위 산업 내 AI 기술의 도입이 확대되고 그 중요성이 점차 증가할 것이다. 이에 국내 방산 업체들은 AI 기술 역량을 내재화 하기 위해 여러가지 개발 사업들을 진행하고 있고, 국내 AI SW 업체들에게도 사업 기회가 확대되고 있다.

>> 중요한 것은 실적과 수주의 방향성

올해도 국내 방산 업체들의 실적은 폴란드향 수출 물량을 중심으로 수출 비중 상승에 따른 수익성 개선 흐름이 지속될 가능성이 높다. 또한, 국내외 언론 보도를 종합해 봤을 때 25년 이후에도 유럽, 중동, 아태, 남미 지역을 중심으로 국내 방산 업체들의 수출 사업들은 활발하게 진행될 것으로 예상된다. 중장기적인 관점에서 국내 방산 업체들이 지속적으로 글로벌 시장에서 수출 경쟁력을 확보하기 위해서는 AI 기술 경쟁력을 갖춰야 할 필요가 있다고 판단한다.

>> Top Pick

방위 산업 Top pick으로 현대로템과 한국항공우주를 제시한다.

I. Investment Summary

>>> 방위 산업 투자의견: 비중확대(Overweight) 유지

미래 방위 산업의 핵심 기술인 AI에 대한 글로벌 투자 확대

24년 11월 트럼프의 당선 확정 이후 정부효율부(DOGE)의 수장인 일론 머스크는 국방 예산 감축의 필요성을 언급하였다. 첨단 기술로 무장한 값비싼 유인 전투기보다 저렴한 드론 등 무인기를 활용하는 것이 더 효율적이라는 점이 주된 이유였다. 실제로 방위 산업 내에서 AI 기반 방산테크 업체들은 24년부터 다양한 사업들을 수주하며 입지가 빠르게 상승 하고있다. 미국 방위 산업 내 AI 관련 예산 지출은 24년 약 18억달러를 기록하며 22년 대비 9배 가까이 성장하였다. 다양한 AI 관련 사업의 수주에도 불구하고 24년 기준 미국의 국방 예산에서 AI 관련 지출이 차지하는 비중은 1% 미만으로 여전히 성장 여력이 많이 남아 있는 것으로 판단한다.

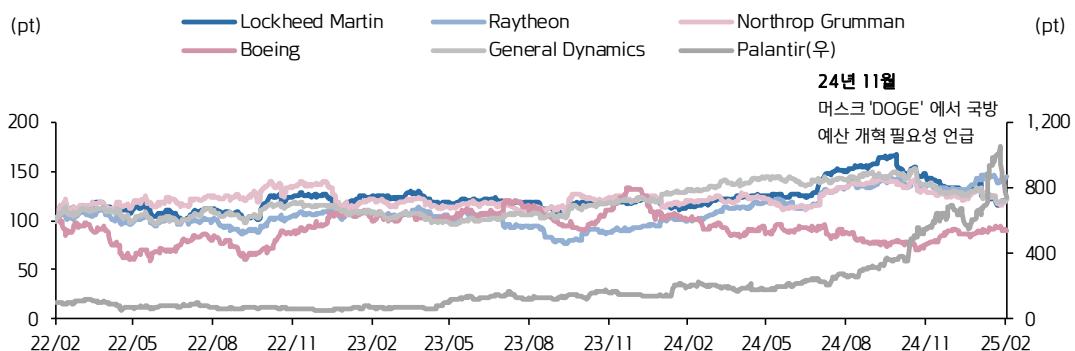
특히, 러-우 전쟁 과정에서 AI 기술의 효용성이 입증되고 다양한 전쟁 관련 데이터를 축적한 방산 AI 시스템에 대한 글로벌 투자는 이제 필수가 되어가고 있다. 다양한 AI 기술들이 방산 분야에 적용되면서 앞으로의 전쟁 양상은 AI 기술 역량을 얼마나 확보할 수 있는지가 중요해질 것으로 판단한다.

우크라이나군은 AI를 활용한 전술 프로그램은 'GIS 아르타'를 활용하여 효율적인 타격 작전을 수행할 수 있었다. 감시/정찰 드론을 활용하여 표적을 식별하면 GIS 아르타 프로그램은 타격이 가능한 최적의 경로를 찾아 가까운 주변 부대에 공격 또는 화력 지원을 명령한다. 육안으로 정찰부터 분석 판단까지 수십분이 걸리는 과정을 AI 전술 프로그램은 30초~2분 이내로 단축하면서 빠른 대응이 가능하였다. 이에 전쟁 초기 러시아의 기갑 부대의 침공을 효율적으로 억제하며 반격의 시간을 벌 수 있었다.

AI 기술이 미래전의 핵심으로 떠오르면서 미국과 미국을 견제하는 중국, 유럽 등 주요 강국들도 모두 국방 분야에서 AI 기술 적용 확대를 위해 국가 역량을 집중하고 있다. 2010년대 후반부터 글로벌 주요 국가들은 방위 산업 내 AI 기술의 전략적 가치에 주목을 하고 AI 관련 기술적 역량을 확보하기 위해 총력을 기울이고 있다. 최근 러-우 전쟁을 통해 실제 전쟁에서 AI 기술의 유용성도 입증되며 글로벌 국가들의 방산 역량 강화를 위한 AI 투자는 지속적으로 이루어질 가능성이 높다고 판단한다. 미국과 중국의 AI 기술 패권 경쟁과 그 외 지역에서도 AI 기술에 대한 주목도가 올라가고 있는 상황에서 방위 산업 분야에서도 AI 기술에 주목할 필요성이 높아지고 있다.

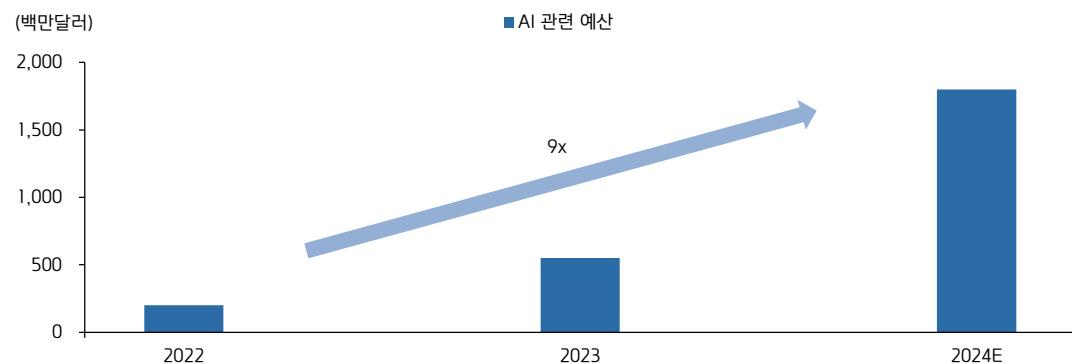
방위 산업 내 AI 기술의 도입으로 미래전은 AI 시스템의 데이터 수집 및 분석의 속도가 점차 중요해질 것으로 판단한다. 국방 분야에 AI 기술 도입 과정은 1) 군 작전 개념의 전반에 걸쳐 기능하는 AI 기술, 2) 부수적인 군대 내부의 행정관리를 위한 AI 기술 크게 2가지 부분으로 구분할 수 있다. 이러한 AI 기술 도입은 점진적으로 군 작전 수행 능력의 향상과 군대의 효율적인 관리에 기여할 것으로 전망한다.

러-우 전쟁 발발 이후 미국 방산 업체 및 팔란티어의 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 국방 예산 중 AI 관련 지출 추이



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

미국 AI SW 업체 또는 방산 테크 기업의 활동 내역

| 기업 | 내용 |
|--------------|---|
| Palantir | 미군 의사결정의 속도를 높여줄 수 있는 AI 데이터 플랫폼 서비스 제공 AI 기반 전장 인식, 병력 관리, 물자 관리, 표적 지정 등을 지원하는 방산용 AI 'Maven' 개발 |
| Open AI | Open AI의 AI 모델 활용하여 Anduril의 대 무인항공기시스템(CUAS) 개선 |
| Anduril | 감시 및 수색 작전에 활용 가능한 자율 드론 생산 및 납품 |
| Shield AI | 미 해안경비대와 해상 무인 항공기 시스템 서비스 제공 계약 체결 군용 및 산업용 항공기를 위한 자율 주행 시스템인 AI 파일럿 개발 |
| Scale AI | 군용 AI 솔루션을 제공할 수 있는 LLM 서비스 제공, 감시/정찰/탐지 등 분야에서 활용 |
| Clearview AI | 드론에 탑재하는 안면 인식 시스템으로 표적 식별 |

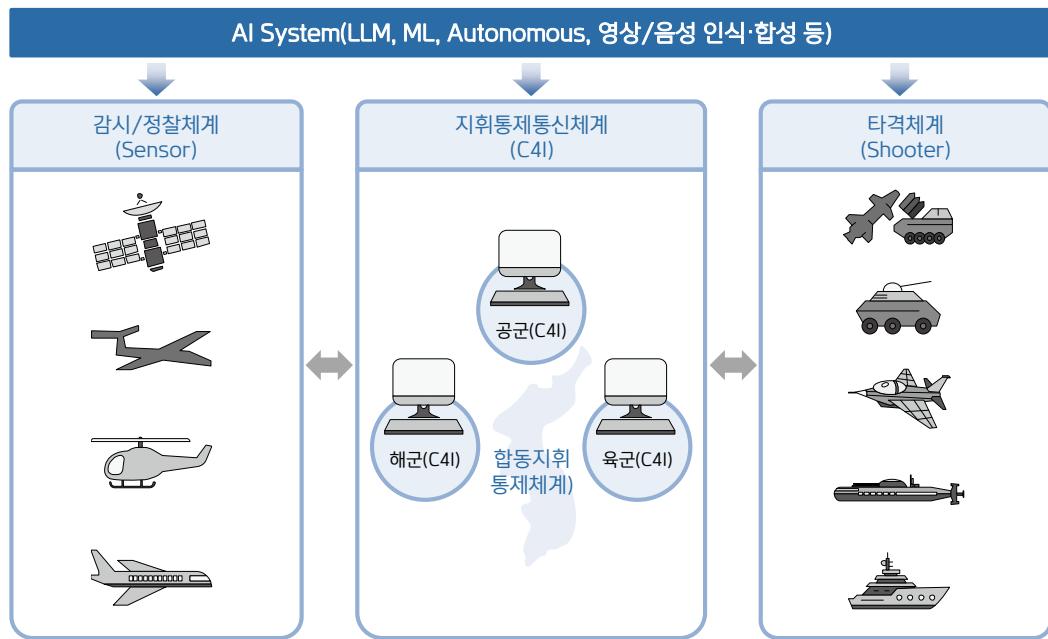
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

러시아-우크라이나 전쟁에서 활용되는 AI 기술 사례

| AI 적용 분야 | 내용 |
|------------|--|
| 전술 프로그램 | AI 전술 프로그램인 'GIS 아르타', 드론 등 표적을 식별하고 주변 부대에 공격, 화력 지원 등을 명령 |
| 데이터 분석 플랫폼 | 위성, 드론, 열 감지 등을 통해 얻은 군사 정보들을 미국의 군사용 AI '메이븐'을 통해 분석하여 적군의 위치를 정확히 추적 |
| 형상 인식 | 형상 인식 AI '클리어 뷰'를 통해 지상 물체의 형상을 인식 및 분석 후 군에 전달 |
| 음성 인식 | 음성 인식 AI '프라이머'를 통해 적군의 통신을 감청하여 내용 분석 |

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

군 작전 개념 하에 AI 활용도



자료: 키움증권 리서치센터

국내 방위 산업도 AI 도입 본격화

국방부는 중장기 국방력 개선을 위해 23년 국방혁신 4.0을 발표하면서 AI 기술 도입에 대한 계획을 언급하였다. AI 기반 첨단 전력 구축은 글로벌 방위 산업의 트렌드가 AI 기술 도입 확대로 변화하는 과정에서 필수적이다. 정부는 최근 AI, 우수 첨단소재 등 10대 국방전략 기술에 27년까지 3조원 이상을 투자하며 국내 방위산업의 경쟁력을 강화하겠다는 방침을 발표하였다.

중장기 한국의 방위력 개선의 관점에서 인구 감소라는 구조적인 문제를 해결하기 위해서 AI 기술 도입은 필수적이다. 현역병 가용 인구의 감소세는 2024년 이후 2040년대까지 지속되며 2034년 정도에는 병역 자원의 2차 부족 시점이 도래할 것으로 추정된다. 국방부에서 발표한 국방혁신 4.0에 따르면 AI 기반 첨단 기술 확보를 통해 병역 자원 부족 문제를 타개해 나갈 계획이다. AI 기술을 활용한 유무인 복합체계를 운용하면 병역 소요를 줄일 수 있을 것으로 판단한다. 또한, 전력지원체계 부문에서도 군수, 인사/행정, 의무 부문 등에 AI 기술을 도입하여 능률이 향상된다면 효율적인 병력 분배가 가능할 것으로 기대한다.

중장기적인 관점에서 국내 방산 업체들이 지속적으로 글로벌 시장에서 수출 경쟁력을 확보하기 위해서는 AI 기술 경쟁력을 갖춰야 할 필요가 있다고 판단한다. 군 당국과 국내 방산 업체들은 AI 기술 역량을 확보하고 무기체계에 적용하기 위한 국방 사업과 자체 투자를 더 확대할 것이다.

한국항공우주는 개발 완료된 4.5세대 전투기 KF-21 플랫폼에 무인기, 위성 등을 더해 유무인 복합체계를 완성할 계획이다. AI 파일럿 등 자체 SW 기술도 함께 개발하고 있어 공중 유무인 복합체계의 완성도를 높일 수 있을 것으로 전망한다. 또한, 이미 글로벌 베스트셀러로 인정받고 있는 한화에어로스페이스의 자주 포도 K9A3 성능 개량 사업을 통해 글로벌 시장에서 입지를 더욱 굳힐 수 있을 것으로 기대한다. 현대로템도 AI 기반 다목적 무인 차량, 4족 보행 로봇 체계 개발 등 전차 이외의 제품을 개발하며 향후 수출 파이프라인 확대가 기대된다.

감시/정찰, 지휘통제 부문 사업을 담당하는 LIG넥스원과 한화시스템 역시 AI 기술을 접목하여 수출 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 판단한다. 지휘통제 시스템은 유무인 체계를 구축하기 위한 핵심 기반으로 AI 기술을 접목하여 무기체계 플랫폼의 경쟁력을 확대할 수 있다.

방위 산업 내 AI 기술의 도입이 확대되며 그 중요성이 점차 증가할 것이다. 이에 국내 방산 업체들이 AI 기술 역량을 내재화 하기 위해 여러가지 개발 사업들을 진행하고 있고, 국내 AI SW 업체들에게도 사업 기회가 확대되고 있어 주목이 필요하다.

국방 분야의 AI 기술 발전 단계

※ 국방 AI 기능 발전단계



자료: 국방부, 국방과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

AI 기반 미래 국방 전략 기술

| 구분 | 내용 |
|--------------------|--|
| 지능형 전장인식/판단 | 다중/다종 수집 자산으로부터 수집된 자료 및 정보를 기반으로 AI를 활용하여 지능형 전장 상황 인식/판단 기술 |
| 지능형 통합 지휘결심 | 미래전의 복잡한 전장환경에서 지휘관의 효과적인 지휘결심을 위해 AI 기반 전장 상황 분석 및 판단 결과에 따른 최적의 방책을 제시하는 기술 |
| 스마트 전력 지원 | 첨단 무기체계 운용, 물자/탄약/수송 지원, 인사/행정/의료 등 다양한 전력 지원 활동으로부터 생성되는 방대한 데이터를 AI를 통해 분석하여 과학적, 효율적인 전투 지속을 지원 |
| 국방 AI 플랫폼 | 국방 AI 분야의 기능별 원천 기술을 확보/활용 가능하도록 하고, 데이터 수집, 관리, 활용 기반을 구축하여 목적에 맞춰 활용 가능한 AI 플랫폼 개발 기술 |
| 유무인 협업 | 유-무인 복합체계(MUM-T) 및 이종/다중의 무인 복합 체계의 협업을 기반으로 운용 개념 도출, 임무 통제 시스템 구성, 임무 분석/계획/할당 등 복합 체계 간 합동 임무를 수행하기 위한 기술 |
| 자율 임무수행 | 실시간 전장 상황 정보를 기반으로 자가 상태 및 탑재 임무 장비, 부여된 임무 등을 종합적으로 고려하여 적응형 임무계획/실행, 과업 할당/재할당, 경로 계획 등 로봇의 자율임무 수행을 위한 기술 |
| 차세대 워리어 플랫폼 | 전투원의 생존성 향상과 전장상황 인식, 의사결정, 정밀타격 능력을 지원하고, 첨단 기술을 적용한 개인장비를 통해 임무 수행 능력을 극대화함으로써 임무 지속성을 향상하기 위한 기술 |

자료: 방위사업청, 국방과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

국방혁신 4.0에 인구 절벽 대응 방안으로 언급된 유무인 전투체계



자료: 국방부, 키움증권 리서치센터

국내 방산 5사 AI 관련 사업 추진 현황

| 기업 | 추진 사업 | 내용 |
|-----------|--------------|---|
| 한화에어로스페이스 | AI 다목적 무인 차량 | AI 기반 다목적 무인 차량 '아리온스没钱' 개발 물자 운반, 부상자 후송과 같은 병력 보조 및 감시 정찰, 수색 등 임무에 활용 개인화기원격사격통제시스템(RCWS) 탑재 |
| | K9A3 | K9 자주포 원격 무인화 성능 개량 사업 추진 원격 통제 기술, 자율주행 기술, 원격 임무 수행 기술 등 개발 |
| 현대로템 | AI 다목적 무인 차량 | AI 기반 다목적 무인 차량 'HR-세르파' 개발 21년에 최초 군납 이후 꾸준한 성능 개량을 거쳐 현재 4세대 모델 개발 완료 휴전선 근처 GOP에서 물자 운송에 활용 |
| | 차세대 주력 전차 | AI 기반 차량운용체계와 정보통신 기술을 통한 유무인 복합 운용 적용 정찰용 드론, 원격사격통제체계(RCWS), 능동방어장치 탑재 |
| | 로봇 | 레인보우로보틱스와 협력하여 군용 4족 보행 로봇 개발 사업 수주 대테러작전전용 다축보행로봇 개발 로봇팔, 원격무장통제장치, 체온측정장치 등 다양한 임무 장비 탑재 |
| 한국항공우주 | 6세대 전투기 플랫폼 | 전투기와 무인기, 위성이 연계된 차세대 공중전투체계(NACS) 접목 AI 항전연구센터에서 AI 파일럿, 무인화, 자율주행 기술 등 내재화 KF-21 Block II 플랫폼을 기반으로 2030년대부터 본격 개발 추진 |
| | 무인항공기 | 차기 군단 무인기 Block II, 다목적 소형 무인기 등 개발 고정익, 회전익 등 전투기와 유무인 복합체계(MUM-T) 적용 |
| | AI 파일럿 | 임무 계획 및 실행을 자율적으로 결정하는 단계의 AI 조종사 개발 목표 27년 FA-50에 AI 파일럿 탑재해 실증 사업 추진 |
| LIG넥스원 | 무인수상정 | 방위사업청으로부터 정찰용 무인수상정 체계 개발 사업 수주 해군 전진기지와 주요 항만에 대한 감시 정찰 및 현장 대응 수행 해양 유·무인 복합 체계 '네이비 씨 고스트' 적용 15년부터 연구해온 '해검' 시리즈의 연장선으로 비궁 발사대 탑재 테스트 완료 |
| | 스마트 무장 솔루션 | 한국형 소총에 장착되는 다목적 발사기, 초소형 유도탄, 레이저 소총, 원격사격통제 체계(RCWS) 등 군 정예화를 위한 무장 솔루션 개발 |
| | 로봇 | 美 4족 보행 로봇 전문 기업 고스트로보틱스의 지분 60% 인수 방산용 4족 보행 로봇인 '비전60' 개발 탐색/구조/감시 등 다양한 분야에 활용, 무기 탑재를 통해 공격 임무 수행 가능 |
| 한화시스템 | 무인수상정 | 군집제어, 자율항해, 장애물 회피 기동 등 AI 기반 무인수상정 개발 연안/수중감시 및 탐색, 해양 환경 조사 등 군·민수용 복합 임무 수행 가능 |
| | 드론/ 대 드론 체계 | 군집/자율주행 등 기술 역량을 확보하고 소형 공격형 드론 체계 개발 다계층 복합방호/AI 식별 등 역량을 보유한 대 드론 방호 시스템 개발 |

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

중요한 것은 실적과 수주의 방향성

24년 11월 이후 국내 방산 5사의 주가는 불안정한 국내 정치 이슈 이후 조정 흐름을 보이다 4Q24 실적 서프라이즈와 해외 수주 모멘텀에 힘입어 반등하였다. 특히, 한화에어로스페이스와 현대로템은 기록적인 어닝 서프라이즈의 영향으로 주가가 강세를 보였다. 그럼에도 최근 러-우 전쟁 종전 협상의 영향으로 유럽의 방위비 지출 확대 움직임에 따른 글로벌 Peer의 밸류에이션 상승 폭을 감안할 때 국내 방산 업체들은 여전히 저평가 구간으로 판단한다. 국내 방위 산업에 대한 비중확대(Overweight) 의견을 유지하고 Top Pick으로 현대로템과 한국항공우주를 제시한다.

그동안 방산 업체들의 주가 상승을 견인했던 주요 요소는 실적 개선과 해외 수주 모멘텀이었다. 올해도 역시 가장 중점적으로 봐야할 부분은 실적 개선과 신규 해외 수주 파이프라인이라 판단한다. 지난 24년은 큰 폭의 실적 성장과 다양한 해외 수주 성과들을 달성하였다. 이러한 흐름은 25년에도 지속될 것으로 판단한다.

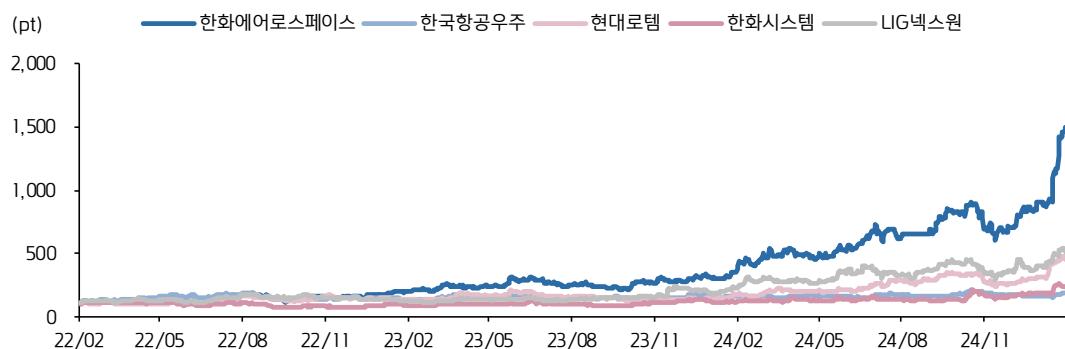
실적 측면에서 살펴보면 지난해 큰 폭의 실적 개선세가 나타난 것은 폴란드향 수출 사업들의 납품 물량이 증가한 영향으로 규모의 경제 효과가 나타난 부분이 주효했다고 판단한다. 미국의 록히드마틴의 사례를 살펴보더라도 방산 부문에서 규모의 경제 효과는 유효하다고 추정한다. 록히드마틴이 개발한 5세대 전투기 F-35는 개발 초기 시점에 대당 2.2억달러 수준에서 납품 계약이 체결되었다. 하지만 2011년 이후 F-35의 생산량이 가파르게 상승하면서 2022년에 대당 가격은 78백만달러 수준으로 개발 초기 시점 대비 약 64% 하락하였다.

한화에어로스페이스의 22년 이후 분기 실적과 폴란드향 K9/천무 납품 추이를 보면 폴란드향 납품이 늘어나는 구간에서 수익성이 큰 폭으로 개선된 것을 확인할 수 있다. 현대로템도 마찬가지로 22년 이후 분기 실적과 폴란드향 K2 납품 추이를 비교해 봤을 때 24년부터 본격적으로 생산 물량이 늘어나며 수익성의 개선세가 나타났다. 올해도 한화에어로스페이스와 현대로템의 폴란드향 수출 물량은 24년 대비 증가할 것으로 전망되기 때문에 수익성 개선 흐름은 지속될 가능성이 높은 상황이다.

무기체계 별로 경쟁 강도나 시장 상황에 따라 수익성의 차이는 있을 수 있지만 수출 확대의 영향으로 생산량이 증가하는 경우 국내 방산 업체들의 수익성 개선이 기대된다는 점은 긍정적이다. 국내 방산 5사의 기대 수출 사업들과 꾸준하게 확대되고 있는 수주잔고를 감안했을 때 지속적인 실적 성장세가 전망된다.

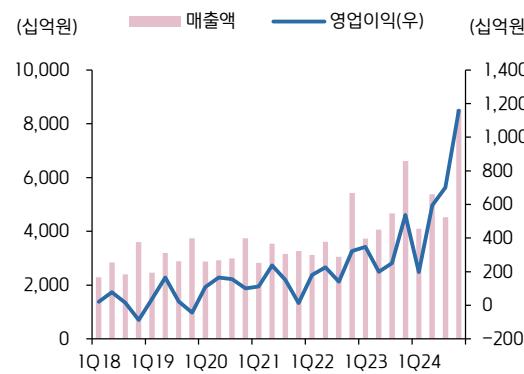
수주 측면에서 살펴보면 국내외 언론 보도를 종합해 봤을 때 25년 이후에도 유럽, 중동, 아태, 남미 일부 지역을 중심으로 국내 방산 업체들의 수출 사업들은 활발하게 진행될 것으로 예상된다. 또한, 레드백, 수리온, KF-21, L-SAM 등 새롭게 수출 라인업에 추가된 무기체계들도 늘어나고 있어 중장기적으로 국내 방위 산업에 긍정적인 영향이 기대된다.

러-우 전쟁 발발 이후 국내 방산 5사 주가 추이



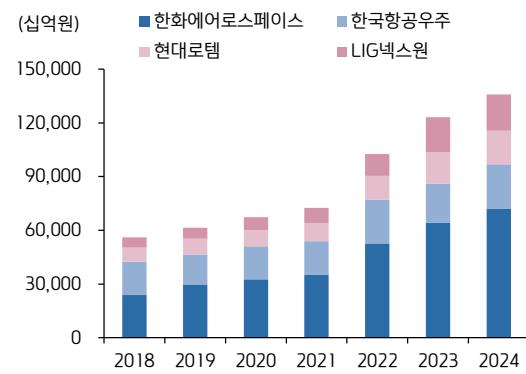
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

방산 5사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

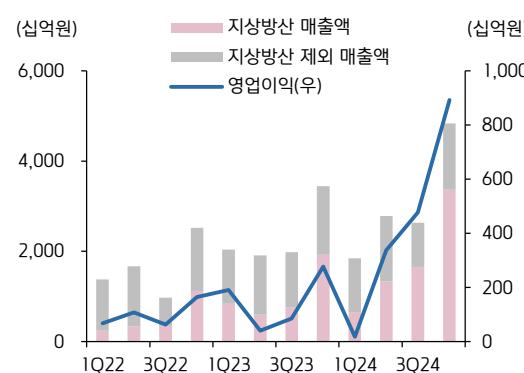
방산 5사 수주잔고 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

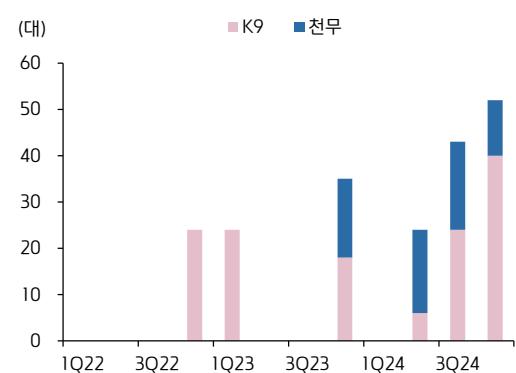
주) 한화시스템은 한화에어로스페이스에 포함

한화에어로스페이스 분기별 실적 추이



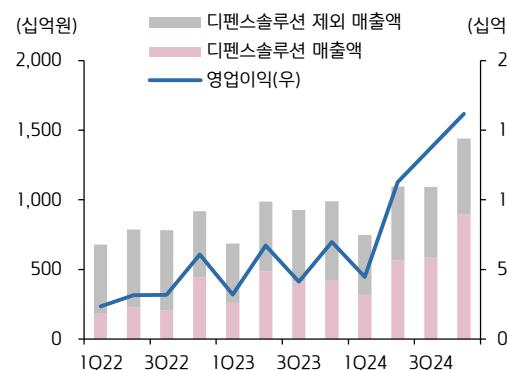
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 폴란드향 K9/천무 납품 추이



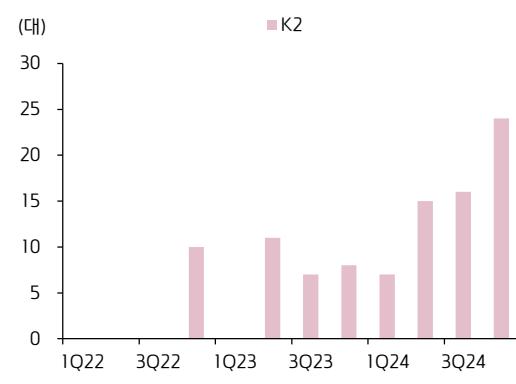
자료: 한화에어로스페이스, 언론보도, 키움증권 리서치센터

현대로템 분기별 실적 추이



자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

현대로템 폴란드향 K2 납품 추이



자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

2025년 이후 국내 방산업체 기대 수출 사업

| 기업 | 무기 | 국가 | 내용 |
|-----------|---------|--------------------|--|
| 한화에어로스페이스 | K9 | 인도 | 군 현대화 계획의 일환으로 K9 100문 추가 도입 추진 |
| | | 베트남 | 올해 2월 베트남 국방장관의 방한을 계기로 K9 도입 관심 |
| | | 미국 | 자주포 현대화 사업(SPH-M) 진행, 5개의 후보군 중 하나로 선정 |
| | 천무 | 이집트 | 이집트 국방생산부(MoMP)와 천무 수출 협상 중 |
| | | 노르웨이 | 28년까지 총 16대의 장거리 로켓 도입 계획, 천무 유력 후보 |
| | | 에스토니아 | 美 HIMARS 공급 차질에 대한 대안으로 천무 검토 |
| | | 중동 | 사우디, UAE 등에서 운용 중으로 추가 구매 논의 |
| | 레드백 | 루마니아 | 약 300대 규모의 보병전투장갑차량(IFV) 도입 사업 추진 |
| | | 폴란드, 브라질 | IFV 도입 검토, 레드백 후보군 포함 |
| 한국항공우주 | FA-50 | 이집트 | 36대 규모 수출 협상 진행 중, 26년 계약 체결 기대 |
| | | 우즈베키스탄 | 약 1.1 조원 규모의 FA-50 14대 수주 기대 |
| | | 필리핀 | 2015년 이후 FA-50 12대 추가 도입 예상 |
| | | 페루 | FA-50 20~40대 수주 계약 논의 중, KF-21에도 관심 표명 |
| | | 말레이시아 | FA-50 18대 규모의 2차 사업 추진 |
| | 수리온 | UAE/이라크 | 총 1.7조원 규모의 회전익 수출 계약 체결 기대 |
| | | 사우디, 필리핀, 폴란드, UAE | KF-21 사업 참여 희망 |
| | | | |
| 현대로템 | K2 | 폴란드 | 상반기 내 잔여 물량 820대 중 약 180대 규모의 2차 계약 기대 |
| | | 루마니아 | 신형 전차 250~300대 도입, 약 50대 규모의 1차 수출 계약 기대 |
| | | 중동 | 중동 지역용 K2 전차 성능 개량 사업 진행하며 수출 추진 |
| | K2/K808 | 페루 | 군 현대화 사업의 일환으로 K2 및 K808 후속 물량 수출 계약 기대 |
| LIG넥스원 | 비공 | 미국 | 미 FCT 프로그램 통과, 25년 수출 계약 체결 기대 |
| | 해공 | 말레이시아 | 3척의 연안 초계함(LMS)에 탑재할 대공미사일로 도입 검토 |
| | L-SAM | 중동 | 25년 L-SAM 국내 양산 계약 체결 이후 수출 추진 전망 |

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

>>> 관련 종목 투자의견 및 투자포인트

관련 종목 투자의견 및 투자포인트

| 종목 | 투자의견 | 목표주가 | 투자포인트 |
|-----------|---------------------------|-----------|--|
| 한화에어로스페이스 | Buy (Maintain) | 810,000원 | <ul style="list-style-type: none"> - 아리온스앳, K9A3 등 AI 기반 지상무기 체계 개발 진행 중 - 폴란드향 수출 납품 물량의 증가로 올해도 수익성 개선 지속 전망 - K9/천무/레드백 등 다양한 제품 라인업을 토대로 해외 수주 확대 기대 |
| 현대로템 | Buy (Maintain) | 125,000원 | <ul style="list-style-type: none"> - 4세대 HR-세르파, 차세대 전차, 4족 보행 로봇 등 AI 기반 지상무기 체계 확보 - 폴란드향 수출 매출의 확대로 올해도 수익성 개선 흐름 지속 전망 - 폴란드향 K2 2차 계약 등 풍부한 해외 수주 모멘텀, Top pick 제시 |
| LIG넥스원 | Buy (Maintain) | 380,000원 | <ul style="list-style-type: none"> - 무인수상정, 스마트 무인 솔루션, 4족 보행 로봇 등 다양한 AI 솔루션 확보 - UAE/사우디향 수출 매출의 확대로 견조한 실적 개선세 지속 전망 - L-SAM, 미국 비공 사업 등 신규 수주 기대 |
| 한화시스템 | Outperform (Downgrade) | 36,000원 | <ul style="list-style-type: none"> - 무인수상정, 드론 및 대 드론 체계 등 풍부한 AI 기반 신규 사업 추진 - 방산 부문 수출 비중 확대와 ICT 부문의 캡티브 수요로 견조한 성장세 지속 - 다만, 올해부터 연결 실적으로 반영되는 필리조선소의 실적 회복 속도가 관건 |
| 한국항공우주 | Buy (Maintain) | 74,000 원 | <ul style="list-style-type: none"> - 6세대 공중전투체계 플랫폼, AI 파일럿, 무인항공기 등 공중전 AI 솔루션 개발 - 폴란드/말레이시아향 매출 확대 및 기체 부품 부문의 회복세로 수익성 개선 - 약 8.5 조원의 신규 수주와 KF-21의 수출 경쟁력 상승 전망, Top pick 제시 |
| 코난테크놀로지 | Not rated | Not rated | <ul style="list-style-type: none"> - 이미지, 음성, 텍스트 기반 AI 서비스 기술 보유 - 비전 AI 제품인 '코난 와치'로 방위사업청과 프로젝트 진행 중 - 국방 부문 수주 레퍼런스는 경쟁사들에 진입장벽으로 작용 |
| 마음AI | Not rated | Not rated | <ul style="list-style-type: none"> - 언어, 음성, 시각 3대 파운데이션 모델 기반의 AI 플랫폼 업체 - SUDA 및 WoRV 기술을 통한 신사업 부문 성과가 성장 견인할 전망 - LIG 넥스원과 AI 개발 프로젝트 시작, 향후 추가적인 국방 분야 성과 기대 |

자료: 키움증권 리서치센터

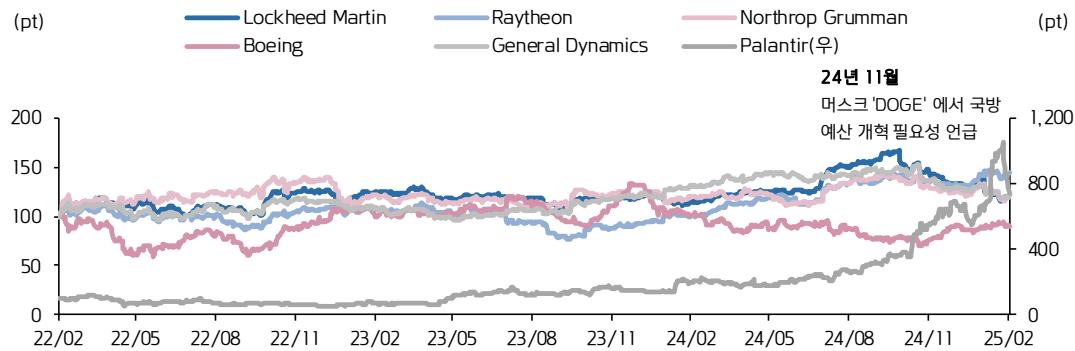
II. 미국 국방부의 AI 투자 확대

>>> 변하고 있는 방산 시장 내 AI 기반 기관 업체의 입지

전통 방산 업체와 글로벌 AI SW 업체의 엇갈린 분위기

24년 11월 트럼프의 당선 확정 이후 정부효율부(DOGE)의 수장인 일론 머스크는 국방 예산 감축의 필요성을 언급하였다. 기존 미국의 전통 방산 업체들이 개발에 참여하던 첨단 무기체계의 효용성에 의문을 제기하며 그 예로 F-35 전투기를 거론하였다. 첨단 기술로 무장한 값비싼 유인 전투기보다 저렴한 드론 등 무인기를 활용하는 것이 더 효율적이라는 점이 주된 이유였다. 이후 기존 미국의 첨단 무기 개발을 담당하던 전통 무기체계 업체들은 미국 방산 시장에서의 입지가 불안정해지며 주가가 하락세를 보이고 있다. 반대로 최근 들어 미국 방산 시장 내에서 여러 차례 주요 계약을 수주하며 중요성이 점차 올라가고 있는 대표적인 AI SW 업체인 팔란티어의 주가는 가파르게 상승하는 흐름을 보였다.

러-우 전쟁 발발 이후 미국 방산 업체 및 팔란티어의 주가 추이

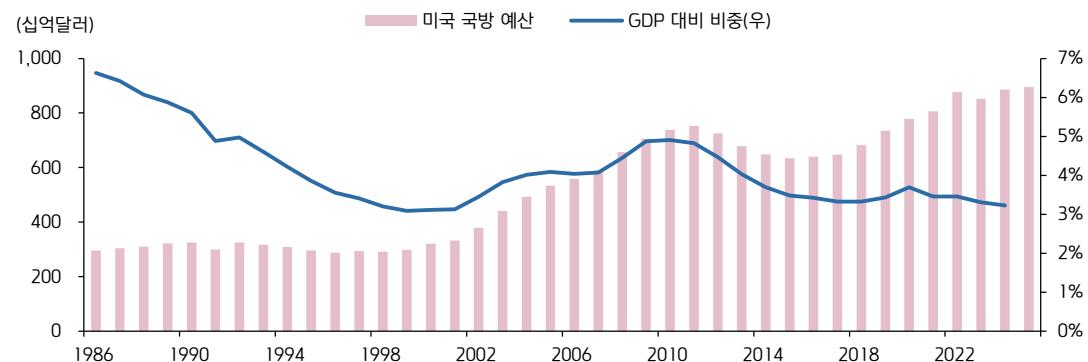


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

실제로 방위 산업 내에서 AI 기반 방산테크 업체들은 24년부터 다양한 사업들을 수주하며 입지가 빠르게 상승하고 있다. **미국 방위 산업 내 AI 관련 예산 지출은 24년 약 18억달러를 기록하며 22년 대비 9배 가까이 성장하였다.** 미국의 대표적인 AI SW 업체인 팔란티어는 미군에 Maven Smart System이라는 AI 분석 플랫폼을 제공하고 있다. 초기 육군과의 계약을 시작으로 현재는 AI 분석 플랫폼의 제공 범위가 전군으로 확대되고 있다. 드론 관련 AI 기술을 보유하고 있는 안드루스의 경우도 미국의 각 군과 대 드론 방어 시스템을 체결하는 등 방위 산업 내에서 입지가 상승하고 있다. 이 외에도 다양한 AI SW 업체들이 주요 방산 사업을 수주하는 사례가 늘어나고 있다.

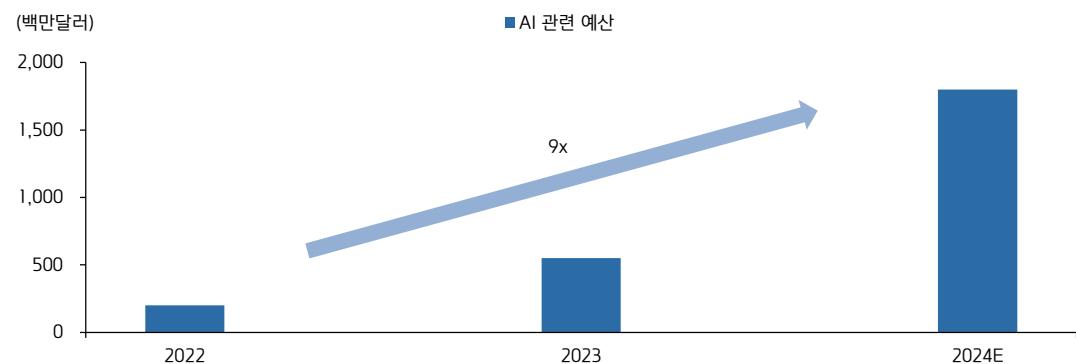
다양한 AI 관련 사업의 수주에도 불구하고 24년 기준 미국의 국방 예산에서 AI 관련 지출이 차지하는 비중은 1% 미만으로 여전히 성장 여력이 많이 남아 있는 것으로 판단한다. 특히, 22년 4월 발발한 러-우 전쟁에서 AI 기술의 효용성이 입증되며 앞으로 방위 산업 내 AI 기술을 도입하려는 시도는 더욱 늘어날 것으로 전망한다. 최근 미국이 국방 예산을 30년까지 매년 8%씩 감축한다는 방침을 발표하며 사업 축소에 대한 우려가 있다. 다만, 이번 국방 예산 감축의 중점적인 부분은 우크라이나 전쟁을 담당하고 있는 유럽 사령부와 중동 지역을 담당하는 중부 사령부 등 아시아태평양 지역을 제외한 글로벌 지역에서 치안 유지 활동을 축소하는 것이다. 인도·태평양 사령부와 우주 관련 예산은 오히려 확대되었고 핵과 미사일 방어 현대화, 드론 관련 예산은 삭감 대상에서 제외되었다는 점을 감안하면 미래전의 핵심 기술인 AI 관련 사업들에 미치는 영향은 최소화될 것으로 판단한다.

최근 20년간 미국 국방비 지출 및 GDP 대비 비중 추이



자료: SIPRI, 키움증권 리서치센터

미국 국방 예산 중 AI 관련 지출 추이



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

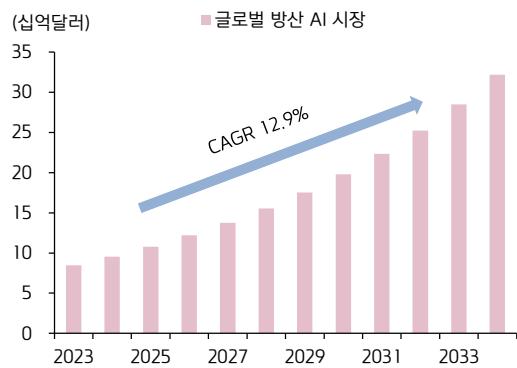
미국 내 방산 관련 AI 사업 계약 사례

| 기업 | 계약 대상 | 금액 | 시기 | 내용 |
|--------------|----------|-----------|-------|---|
| Palantir | 육군 | 59백만달러 | 22.10 | 방대한 양의 데이터 분석 후 지휘관에 정보 제공하는 소프트웨어 개발 |
| | 육군 | 250백만달러 | 23.09 | 인공 지능 및 머신 러닝 관련 연구 개발 사업 |
| | 전군 | 480백만달러 | 24.05 | Maven Smart System에 대한 운용을 전군으로 확대 |
| | 전군 | 100백만달러 | 24.09 | Maven Smart System에 대한 운용을 전군으로 확대 |
| | 특수작전사령부 | 36.8백만달러 | 24.12 | 미 특수작전사령부의 임무 지휘 체계(MCS) 솔루션 강화 |
| Anduril | 육군 | 619백만달러 | 24.12 | 육군 데이터 플랫폼(ADP)을 지원하는 'Army Vantage' 기능을 제공하기 위한 연장 계약 체결 |
| | 특수작전사령부 | 1,000백만달러 | 22.01 | 대 드론 방어를 위한 시스템 통합 파트너로 선정 |
| | 국방부 | 250백만달러 | 24.10 | 미군의 대 무인 항공 시스템(UAS) 방어 체계 구축 |
| Shield AI | 해군 | 200백만달러 | 24.11 | 해군방공시스템(MADIS) 개선을 위한 시스템 구축 |
| | 해군 | - | 24.03 | AI 파일럿 SW 체계 통합 |
| Clearview AI | 해안경비대 | 198백만달러 | 24.07 | V-BAT 무인 항공 시스템(UAS) 제공 |
| | 육군 범죄수사대 | - | 21~23 | AI 안면 인식 라이선스 계약 |

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

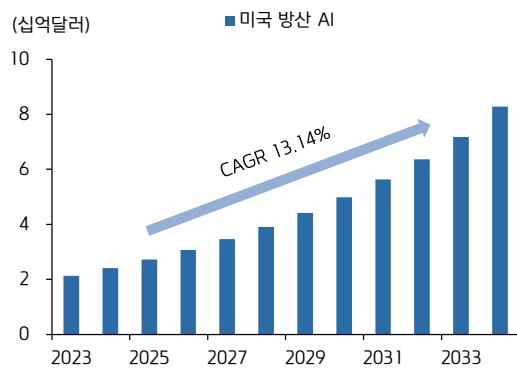
AI 기반 국방 데이터 플랫폼, 대 드론 방어 시스템, 객체 인식 등의 AI 기술을 활용하는 방산 사업들이 점차 증가하면서 글로벌 방산용 AI 시장은 24년 약 95억달러에서 2034년 약 321억달러로 237% 증가할 것으로 전망한다. 글로벌 방산용 AI 시장에서 가장 큰 시장인 북미 지역은 약 36%의 점유율을 보이고 있고 유럽과 아태 지역이 각각 30%, 24%를 차지하고 있다. 이에 중장기 관점에서 방위 산업 내에서 AI 기반 테크 업체에 대한 주목이 필요한 시점으로 판단한다.

글로벌 방산용 AI 시장 추이 및 전망



자료: Precedence Research, 키움증권 리서치센터

미국 방산용 AI 시장 추이 및 전망



자료: Precedence Research, 키움증권 리서치센터

미국 AI SW 업체 또는 방산 테크 기업의 활동 내역

| 기업 | 내용 |
|--------------|---|
| Palantir | 미군 의사결정의 속도를 높여줄 수 있는 AI 데이터 플랫폼 서비스 제공 AI 기반 전장 인식, 병력 관리, 물자 관리, 표적 지정 등을 지원하는 방산용 AI 'Maven' 개발 |
| Open AI | Open AI의 AI 모델 활용하여 Anduril의 대 무인항공기시스템(CUAS) 개선 |
| Anduril | 감시 및 수색 작전에 활용 가능한 자율 드론 생산 및 납품 |
| Shield AI | 미 해안경비대와 해상 무인 항공기 시스템 서비스 제공 계약 체결 군용 및 산업용 항공기를 위한 자율 주행 시스템인 AI 파일럿 개발 |
| Scale AI | 군용 AI 솔루션을 제공할 수 있는 LLM 서비스 제공, 감시/정찰/탐지 등 분야에서 활용 |
| Clearview AI | 드론에 탑재하는 안면 인식 시스템으로 표적 식별 |

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

러시아-우크라이나 전쟁 과정에서 입증된 AI 기술의 유용성

22년 2월 러-우 전쟁의 발발 이후 3년 간 전쟁이 지속되고 있다. 보유하고 있는 무기와 군대의 규모 면에서 상대적으로 약소국인 우크라이나의 선전은 미국과 EU를 중심으로 대규모의 지원도 있었지만, 전쟁에 AI 기술을 다수 도입하여 효율적인 전략 및 전술을 수행한 결과라고 판단한다.

우크라이나군은 AI를 활용한 전술 프로그램은 'GIS 아르타'를 활용하여 효율적인 타격 작전을 수행할 수 있었다. 감시/정찰 드론을 활용하여 표적을 식별하면 GIS 아르타 프로그램은 타격이 가능한 최적의 경로를 찾아 가까운 주변 부대에 공격 또는 화력 지원을 명령한다. 육안으로 정찰부터 분석 판단까지 수십분이 걸리는 과정을 AI 전술 프로그램은 30초~2분 이내로 단축하면서 빠른 대응이 가능하였다. 이에 전쟁 초기 러시아의 기갑 부대의 침공을 효율적으로 억제하며 반격의 시간을 벌 수 있었다.

이 외에도 미국 AI SW 업체인 팔란티어는 러-우 전쟁 기간 동안 군사용 AI Maven Smart System을 제공하였다. 위성, 드론, 센서, SNS 등을 활용하여 얻은 정보들을 AI 시스템을 활용하여 실시간으로 분석하고 러시아군의 위치를 정확하게 추적하며 소규모 인원으로도 적군에게 타격을 줄 수 있게 되었다.

또한, 이번 러-우 전쟁에서 드론은 매우 중요한 무기체계로 떠올랐다. 상대적으로 저렴한 무기 체계인 드론에 AI 기술을 접목하여 타격 능력을 향상시키며 전략적인 가치가 크게 상승하였다. 형상 인식 AI 기술 기반 정확한 객체 식별, AI 자율주행 기술 등을 활용하여 드론의 직접 타격 명중률을 전쟁 초기 50%에서 최근 80%까지 끌어올렸다.

글로벌 각 국가들은 AI 기술이 처음으로 크게 활약한 이번 전쟁의 결과에 주목하고 있다. 현대전에서 효용성이 입증되고 다양한 전쟁 관련 데이터를 축적한 방산 AI 시스템에 대한 글로벌 투자는 이제 필수 가 되어가고 있다. 다양한 AI 기술들이 방산 분야에 적용되면서 앞으로의 전쟁 양상은 AI 기술 역량을 얼마나 확보할 수 있는지가 중요해질 것으로 판단한다.

러시아-우크라이나 전쟁에서 활용되는 AI 기술 사례

| AI 적용 분야 | 내용 |
|------------|--|
| 전술 프로그램 | AI 전술 프로그램인 'GIS 아르타', 드론 등 표적을 식별하고 주변 부대에 공격, 화력 지원 등을 명령 |
| 데이터 분석 플랫폼 | 위성, 드론, 열 감지 등을 통해 얻은 군사 정보들을 미국의 군사용 AI '메이븐'을 통해 분석하여 적군의 위치를 정확히 추적 |
| 형상 인식 | 형상 인식 AI '클리어 뷰'를 통해 지상 물체의 형상을 인식 및 분석 후 군에 전달 |
| 음성 인식 | 음성 인식 AI '프라이머'를 통해 적군의 통신을 감청하여 내용 분석 |

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

우크라이나의 자율 공격 드론 'Saker'



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

AI 드론을 활용한 적군 장비 식별



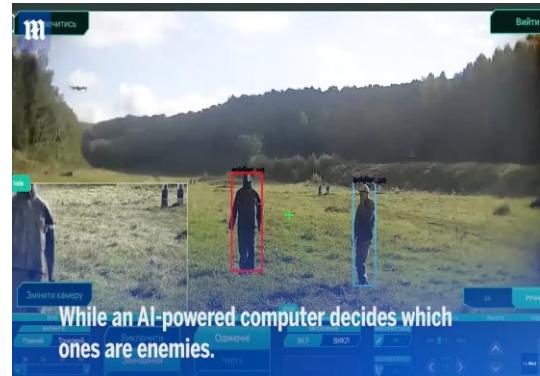
자료: Youtube, 언론보도, 키움증권 리서치센터

우크라이나의 AI 기관총



자료: Youtube, 언론보도, 키움증권 리서치센터

AI 카메라를 활용한 적군/아군 식별



자료: Youtube, 언론보도, 키움증권 리서치센터

>>> 2010년대 후반부터 글로벌 국가들은 방산 AI에 투자 시작

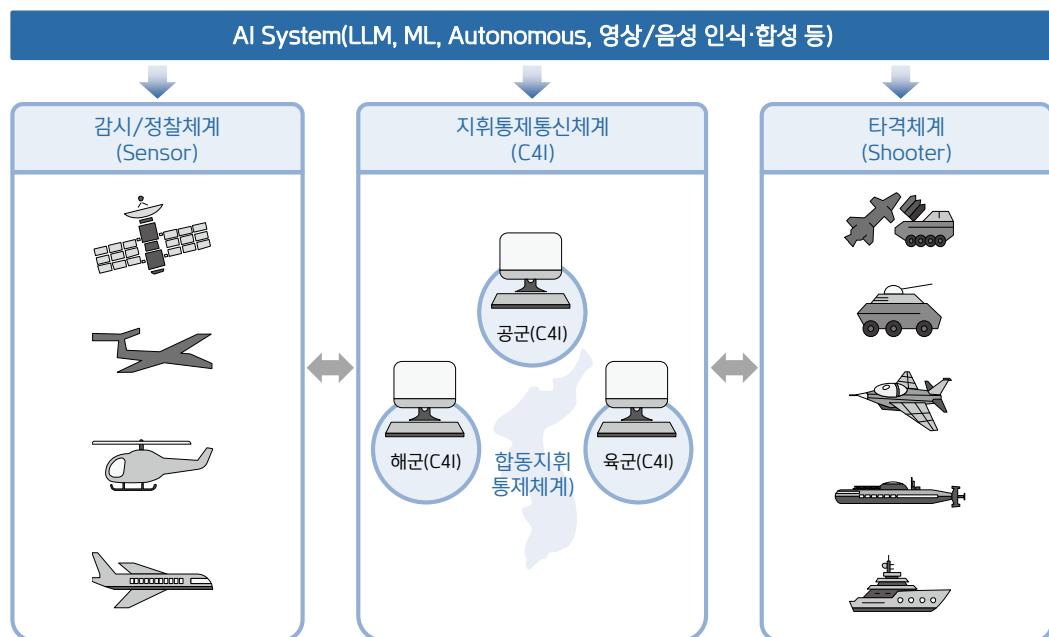
방위 산업 내 AI 도입으로 작전 능률 향상 및 군 구조 효율성 개선 기대

방위 산업 내 AI 기술의 도입으로 미래전은 AI 시스템의 데이터 수집 및 분석의 속도가 점차 중요해질 것으로 판단한다. 국방 분야에 AI 기술 도입 과정은 1) 군 작전 개념의 전반에 걸쳐 기능하는 AI 기술, 2) 부수적인 군대 내부의 행정관리를 위한 AI 기술 크게 2가지 부분으로 구분할 수 있다. 이러한 AI 기술 도입은 점진적으로 군 작전 수행 능력의 향상과 군대의 효율적인 관리에 기여할 것으로 전망한다. 국방 분야에서 AI 기술의 발전이 계속된다면 군 작전 수행의 판단에 도움을 주는 수준에서 궁극적으로는 자율적인 의사결정 단계까지 나아가며 무인시스템의 활용도가 더욱 늘어날 것이다.

AI 기술은 군 작전 개념의 전반적인 과정에서 기능할 수 있다. 군 작전 개념은 감시/정찰로 수집한 데이터를 지휘통제통신체계로 전달하고 최종적으로 육/해/공 무기체계에 타격 명령을 전달하는 것이다. 이러한 과정에서 감시/정찰 단계에서는 정찰용 무인시스템에 탑재되는 영상/음성 인식 AI, 자율주행 AI 기술 등이 필요하다. 이후 지휘통제통신체계에서는 AI 데이터 분석 플랫폼을 활용함으로써 수집한 정보를 빠르게 분석하여 타격체계에 명령을 전달할 수 있다. 미래전의 알고리즘을 담당하는 핵심적인 AI 기술이다. 마지막으로 타격체계에는 감시/정찰 단계와 유사하게 작전 수행 능력 향상을 위한 LLM, ML, 영상/음성 인식 및 합성, 자율주행 기술 등이 활용될 수 있다.

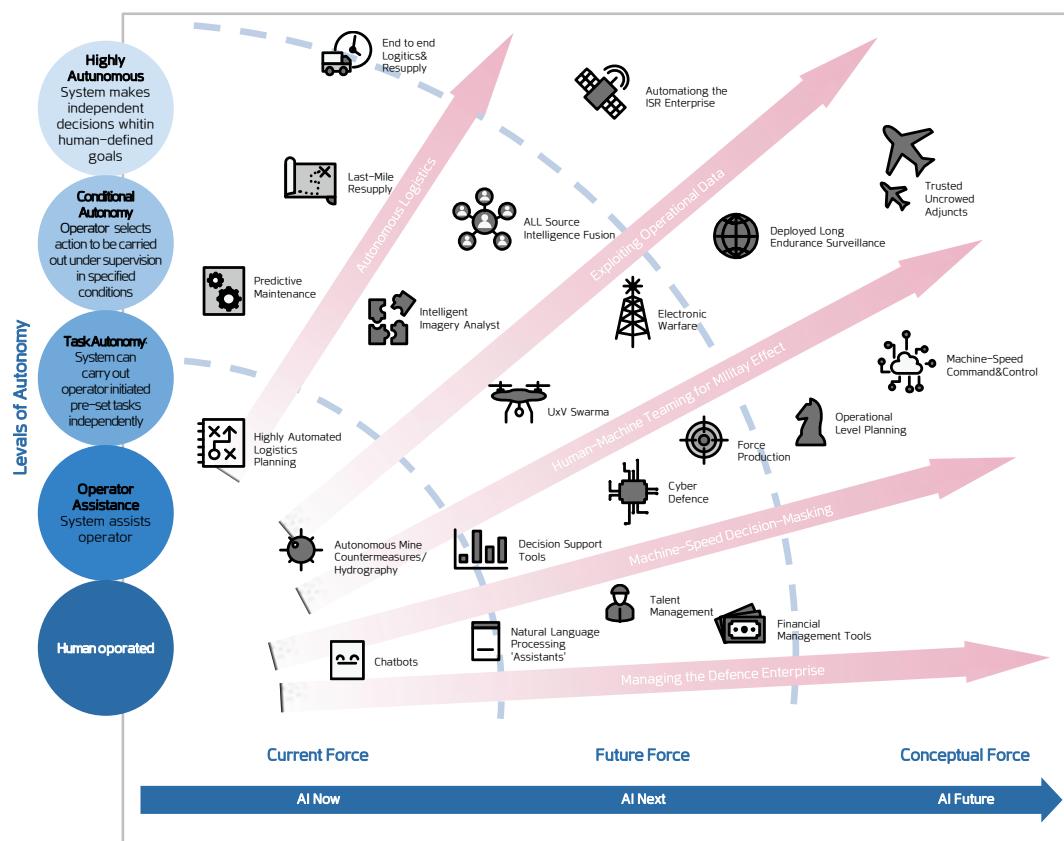
두번째로 전반적인 군대 조직의 효율적인 관리 차원에서 AI 기술은 효용성이 높다. LLM, ML 등을 활용하여 군대의 보급, 인사/행정, 의무 등 전반적인 관리 영역의 효율성을 개선할 수 있을 것으로 전망한다. 군수 물자 보급과 관련하여 군대 내의 데이터를 수집하고 분석하여 보급이 필요한 시기와 수량 등을 판단하는 의사결정에 도움을 줄 수 있다. 또한, 인사/행정 분야에서도 효율적인 인력의 배치와 진급 관리 등에 활용될 수 있다. 의무 분야에서도 군 병력의 건강 상태 진단 등에 적용되며 효과적인 병력 관리가 가능할 것이다.

군 작전 개념 하에 AI 활용도



자료: 키움증권 리서치센터

방위 산업 분야에서 AI의 적용 및 발전 방향성



자료: UK MoD, 키움증권 리서치센터

최초로 DARPA에서 방위 산업 내 AI 적용 필요성을 제기

2018년 미국의 국방고등연구계획국(Defense Advanced Research Project Agency)은 처음으로 AI 중요도와 활용성을 언급하며 차세대 인공지능(AI Next) 캠페인을 제시하며 약 50개의 새로운 프로그램과 기존 AI 연구 개발 프로그램에 20억달러 이상을 투자할 것을 발표하였다. 이때부터 AI 시스템의 견고함과 신뢰성 확보, 추론형 AI 등을 포함한 다양한 AI 관련 개발 사업들이 본격적으로 진행되었다. 또한, 이렇게 확보된 AI 핵심 기술을 기반으로 국방 분야에서 자율화 기능을 무기체계에 적용하기 위한 논의를 시작하였다.

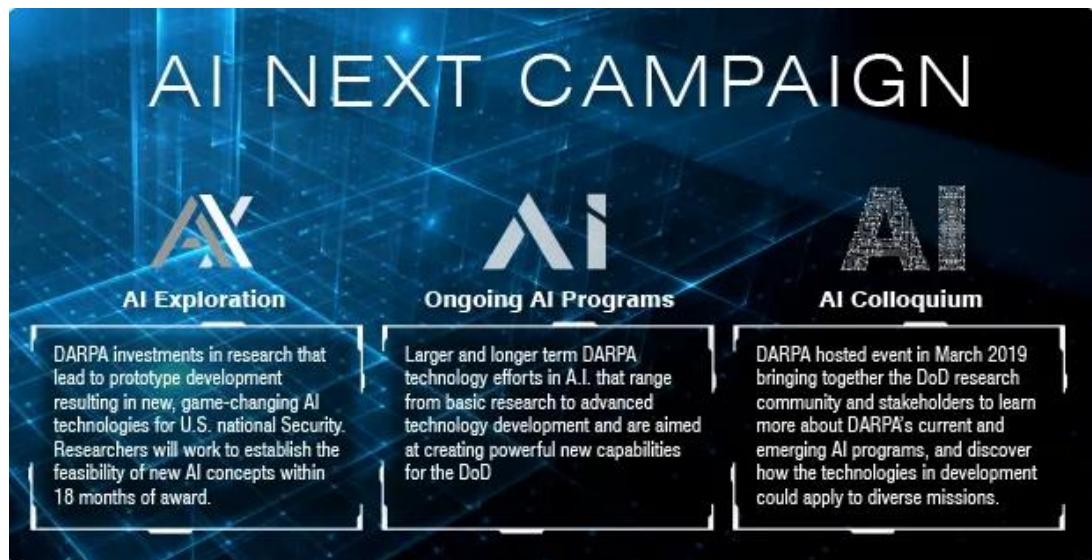
이에 미 국방부는 AI 기술에 대한 중요성과 향후 발생할 수 있는 군사 문제에 대해 정의할 필요성을 인식하였다. 같은 해 미 국방부는 AI를 합법적이고 윤리적으로 사용하기 위한 원칙을 설명한 AI 전략을 발표하였다. 이러한 과정의 일환으로 미 국방부의 CIO 예하에 AI 분야를 총괄 관리하고 감독하는 합동인공지능센터(Joint Artificial Intelligence Center)를 설립하였다. JAIC는 AI 기술을 활용한 국방 혁신을 목표로 관련한 법적 기반을 마련하고 있다.

2022년에는 국방부 전체의 AI 데이터 분석, 디지털 서비스를 총괄하는 최고 디지털인공지능국(Chief Digital and Artificial Intelligence Office)을 신설하며 전략적인 국방 분야 AI 개발을 위한 거버넌스 구조를 확립하였다. 이후 AI 윤리 원칙을 공식화하기 위해 RAI S&P(Responsible Artificial Intelligence Strategy&Implementation Path)를 발표하였다. 이후 AI 개발 프로젝트의 투자를 확대하며 AI 기술 확보를 위한 산학연 협력 체계를 구축하고 국방 분야에서 AI 도입을 본격화 하고 있다.

미국은 국방 분야에서 핵심 AI 사업으로 AI SW 업체인 팔란티어와 협력하여 AI 데이터 플랫폼인 Maven Smart System을 개발하였다. Maven 시스템은 전장 인식, 병력 관리, 물자 관리, 표적 지정 등 군 병력을 운용하는 과정에서 인간의 의사 결정을 지원하는 AI 데이터 플랫폼이다. 최근 러-우 전쟁에서 우크라이나군을 지원하며 군 작전의 수행 능력을 크게 향상시키며 전략적인 가치를 입증하고 있다. 종장기적으로 미 국방부는 AI 데이터 플랫폼의 성능 향상을 통해 자율 임무 수행 체계 구축을 목표로 하고 있다. 또한, 이 외에도 다양한 AI 기술을 국방 분야에 도입하면서 국방 혁신을 위한 과정을 밟아 나가고 있다.

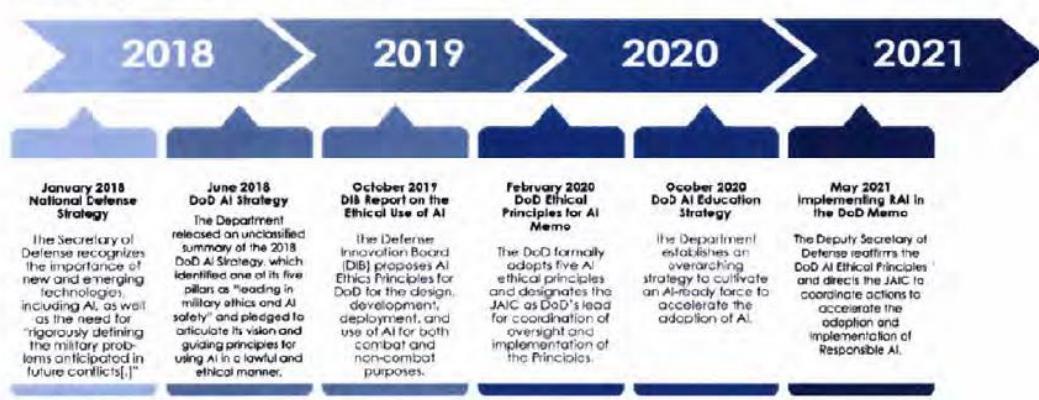
2024년 10월 미국 바이든 대통령은 AI에 관한 국가 안보 각서(NSM)에 서명을 하며 AI 기술에 대한 전략 자산화를 공식화하였다. 이는 AI 기술에 대한 적대국의 접근을 차단하고 기술 유출을 방지하기 위한 것으로 판단한다. 또한, 적대국의 AI 기술이 미국의 안보를 위협하는 것을 방지하기 위해 미국의 AI 기술이 지속적인 글로벌 경쟁 우위를 가져갈 수 있도록 투자를 지속할 것으로 예상된다. 이러한 상황에서 국방력 강화를 위한 미국의 방위 산업 내 AI 기술 도입은 더욱 확대될 것으로 전망한다.

2018년 DARPA는 ‘AI NEXT’ 캠페인 제시



자료: DARPA, 키움증권 리서치센터

미 국방부의 AI 도입 과정 및 전략



자료: DoD, 키움증권 리서치센터

글로벌 주요 국가들의 방위력 개선을 위한 AI 활용 전략

AI 기술이 미래전의 핵심으로 떠오르면서 미국과 미국을 견제하는 중국, 유럽 등 주요 강국들도 모두 국방 분야에서 AI 기술 적용 확대를 위해 국가 역량을 집중하고 있다. 중국도 마찬가지로 AI 기술의 발전이 국방력 강화에 미치는 영향에 주목하고 있다. 중국은 최근 국방 백서에 군사 지능화의 통합 개발을 언급하며 인민해방군을 강화하기 위한 AI 기술 도입을 적극적으로 추진하고 있다. 특히, 국방 분야에서 활용 가능한 다양한 AI 기술 중에서도 무인시스템 역량을 중점적으로 확보할 계획이다. 중국은 15년 AI 기술 확보를 국가적 우선순위로 설정하고 군사력 강화를 위해 중앙군사/민간발전 중앙위원회(CCIMCD)에서 AI 혁신을 지원하고 있다. AI 기술 확보 경쟁에서 주도권을 갖기 위해 전 국가적 역량을 집중하며 국가 차원에서 산학연 협의체를 조직하고 재정 및 정책적인 지원을 쏟아붓고 있다.

미국의 주요 우방국인 영국과 호주 역시도 국방 AI 기술 도입에 큰 관심을 가지고 있다. 영국은 자율적으로 작동하고 지능적인 의사결정을 할 수 있는 무기체계 도입에 초점을 맞추고 있다. 18년 AI 관련 정책 방향 설정 및 개발을 총괄하는 국방 AI 자율 유닛(DAU)를 설립하고 AI 기술 개발 전략을 담당하는 국방AI센터(DAIC)를 신설하였다. 호주도 19년에 방산 분야에 AI 적용 확대를 위해 국방인공지능센터(DAIC)를 설립하고 AI, ML 등 기술을 개발하고 적용하고 있다. 영국과 호주는 선두 국가에 비해 AI 기술 경쟁에서 상대적으로 뒤처져 있기 때문에 내부적으로 AI 개발 역량을 끌어올리기 위한 투자 외에 글로벌 AI SW 업체들과의 협력을 통해 방위력 강화를 위한 프로젝트도 진행하고 있다.

이 외에도 글로벌 주요 국가들은 국방 강화를 위해 전략적으로 AI 투자를 확대하고 있다. 일본은 24년 방위성에서 AI의 군사적 활용에 대한 기본 방안을 발표하였다. 탐지 및 식별, 정보 수집 및 분석, 무인 군사 자산 관리 등 7개 주요 분야에서 AI 기술을 활용하기로 결정하였다. 다만, 완전 자율적인 치명적인 무기 시스템 개발에 대한 부분을 제한하는 방침을 고수하고 있다. 이탈리아도 19년 이탈리아 육군 총계획국(GPDPO)에서 '2035년 이후 미래 작전 환경' 문서를 발행하며 AI 기술의 필요성 언급하였다. 이후 국방부 총 사무국(GSD)와 국가군비국(NDA)에서 군사용 AI 기술의 개발을 감독하며 자율 감시, 자동 표적 인식, 유무인 자율 복합 무기 체계 등 관련 기술 개발을 추진하고 있다.

2010년대 후반부터 글로벌 주요 국가들은 방위 산업 내 AI 기술의 전략적 가치에 주목을 하고 AI 관련 기술적 역량을 확보하기 위해 총력을 기울이고 있다. 최근 러-우 전쟁을 통해 실제 전쟁에서 AI 기술의 유용성도 입증되며 글로벌 국가들의 방산 역량 강화를 위한 AI 투자는 지속적으로 이루어질 가능성이 높다고 판단한다. 미국과 중국의 AI 기술 패권 경쟁과 그 외 지역에서도 AI 기술에 대한 주목도가 올라가고 있는 상황에서 방위 산업 분야에서도 AI 기술에 주목할 필요성이 높아지고 있다.

국가별 국방 분야에 AI 도입 방향성

| 국가 | 국방 AI 발전 전략 |
|------|--|
| 미국 | <p>2018년 미 국방부는 국방 전 분야에 AI 적용을 확산하고 AI 중심 합동전력체계를 구축하는 국방인공지능 전략서 발표 합동인공지능센터(JAIC) 설립 후 AI를 국방 업무에 적극적으로 도입하고 법적 기반 마련</p> <p>2022년 국방부 전체의 AI 데이터 분석, 디지털 서비스를 총괄하는 최고 디지털인공지능국(CDAO) 신설 전장 인식, 병력 관리, 물자 관리, 표적 지정 등 인간의 의사 결정을 지원하는 AI 데이터 플랫폼 'Maven' 운용 중</p> |
| 중국 | <p>2015년 AI 기술 확보를 국가적 우선순위로 설정하고 지도부는 AI를 활용하여 군사력 강화 계획 인민해방군(PLA)의 경쟁력 향상을 위한 민간 기술 분야의 신속한 활용을 목표로 중앙군사/민간발전 중앙위원회 (CCIMCD)에서 AI 혁신 지원</p> <p>AI 기술 획득을 위해 국가 차원의 산/학/연 협의체를 조직하고 재정 및 정책적 지원을 강화 방위 산업 내 AI의 다양한 응용 분야 중에서도 무인 시스템의 확보를 중점적으로 추진</p> |
| 영국 | <p>국방 AI 전략 상 자율적으로 작동하고 지능적인 의사결정을 할 수 있는 무기체계 도입에 초점</p> <p>2018년 AI 관련 정책 방향 설정 및 AI 개발, 채택, 관리를 담당하는 국방 AI 자율 유닛(DAU) 설립 이 외에도 AI 기술개발 전략을 담당하는 국방AI센터(DAIC) 신설</p> <p>2022년 영국 국방부와 국방과학연구소(DSTL)은 공동으로 'Defence Artificial Intelligence Strategy' 발표</p> |
| 호주 | <p>2019년 방산 분야에 AI 적용을 가속화하기 위해 국방군 총사령관(CDF) 내 국방인공지능센터(DAIC) 설립 DAIC는 호주방위군의 작전과 의사결정을 지원하는 AI, ML 기술 등을 개발하고 적용</p> <p>2021년 DAIC에서 국방데이터 전략/왕립해군 AI 전략을 제시</p> |
| 이탈리아 | <p>2019년 이탈리아 육군 총계획국(GPDPO)에서 '2035년 이후 미래 작전 환경' 문서를 발행하며 AI 기술의 필요성 언급 이탈리아 국방부 내 국방부 총 사무국(GSD)와 국가군비국(NDA)에서 군사용 AI 기술의 개발을 감독</p> <p>자율 감시, 자동 표적 인식, 유무인 자율 복합 무기 체계 등 관련 기술 확보 목표</p> |
| 인도 | <p>2025년 '국방개혁의 해' 지정하며 AI, 로봇 등 첨단 기술 도입 집중 국방 분야에서 AI 기술 적용과 발전을 위해 국방AI위원회(DAIC), 국방AI계획국(DAIPA)를 설립</p> <p>2022년 국방부에서 국방 분야 75개의 AI 시스템을 개발하여 발표</p> |
| 일본 | <p>2024년 일본 방위성(MoD)에서 AI의 군사적 활용에 대한 기본 정책 발표 탐지 및 식별, 정보 수집 및 분석, 무인 군사 자산 관리 등 7개 주요 분야에서 AI 기술 활용</p> <p>완전 자율적인 치명적인 무기 시스템 개발에 대한 부분은 제한</p> |

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

III. 국내 방위 산업도 AI 기술 도입 본격화

>>> 중장기 방위력 개선의 핵심인 AI 도입

국방력 개선을 위한 방위 산업 내 AI 발전 로드맵 제시

국방부는 중장기 국방력 개선을 위해 23년 국방혁신 4.0을 발표하면서 AI 기술 도입에 대한 계획을 언급하였다. 국방혁신 4.0은 AI 과학기술강군 육성을 목표로 AI 기반 핵심 첨단 전력을 확보하고 군 구조 및 교육훈련 혁신, 군사전략/작전개념 발전, 북 핵·미사일 대응 능력 강화 등을 중점적으로 추진할 예정이다. AI 기반 첨단 전력 구축은 글로벌 방위 산업의 트렌드가 AI 기술 도입 확대로 변화하는 과정에서 필수적이다. 이에 정부는 최근 AI, 우수 첨단소재 등 10대 국방전략 기술에 27년까지 3조원 이상을 투자하며 국내 방위산업의 경쟁력을 강화하겠다는 방침을 발표하였다.

이에 국방 분야에서 AI 기능은 3단계에 걸쳐 단계적으로 발전해 나갈 것으로 전망된다. 가장 AI 기술 도입이 빠른 분야는 감시/정찰 체계로 AI 영상/음성 인식 기술을 기반으로 객체 식별 기능에 초점을 맞출 것이다. 현재 수준에서도 국내의 AI 영상/음성 기술 수준은 선진 시장에 크게 뒤쳐지지 않기 때문에 상대적으로 빠르게 적용이 가능할 것으로 판단한다. 이후 판단 지능에 해당하는 자율주행, 유무인 복합체계, 군집체계 등의 핵심 기술을 확보해 나갈 것을 전망한다. 자율 판단과 관련된 AI 기술의 격차는 약 3년 정도 수준으로 기술 확보까지 다소 시간이 걸릴 것으로 판단한다. 마지막으로 3단계는 1, 2단계의 AI 기능을 기반으로 최종적으로 임무 수행에 대한 판단을 내리는 결심 지능이다. 지휘결심 기능에 적용되는 AI 임무계획 및 할당 기술도 선진 시장과 약 3년 정도의 차이를 보이고 있어 꾸준한 연구 개발 투자가 필요하다.

중장기적으로 꾸준한 연구 개발 및 투자를 거쳐 미래 한국군이 확보해야 하는 AI 기반 미래 국방 기술은 1) 지능형 전장인식/판단, 2) 지능형 통합 지휘결심, 3) 스마트 전력 지원, 4) 국방 AI 플랫폼, 5) 유무인 협업, 6) 자율 임무수행 7) 차세대 워리어 플랫폼이다.

국방 분야의 AI 기술 발전 단계

※ 국방 AI 기능 발전단계



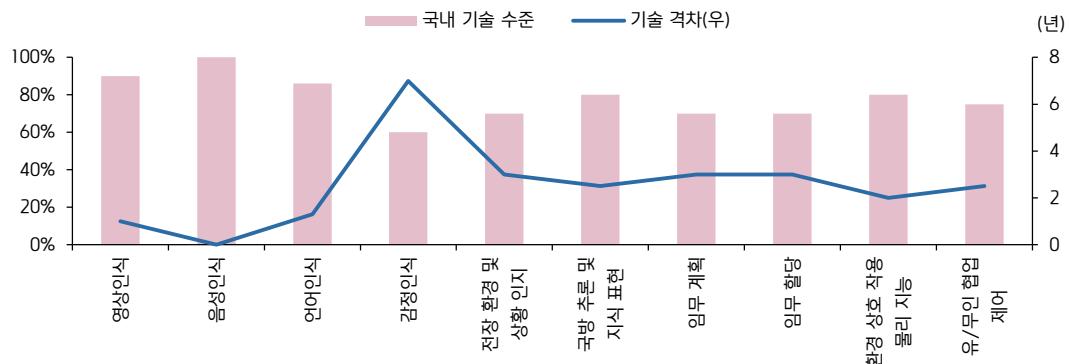
자료: 국방부, 국방과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

AI 기반 미래 국방 전략 기술

| 구분 | 내용 |
|-------------|--|
| 지능형 전장인식/판단 | 다중/다종 수집 자산으로부터 수집된 자료 및 정보를 기반으로 AI를 활용하여 지능형 전장 상황 인식/판단 기술 |
| 지능형 통합 지휘결심 | 미래전의 복잡한 전장환경에서 지휘관의 효과적인 지휘결심을 위해 AI 기반 전장 상황 분석 및 판단 결과에 따른 최적의 방책을 제시하는 기술 |
| 스마트 전력 지원 | 첨단 무기체계 운용, 물자/단약/수송 지원, 인사/행정/의료 등 다양한 전력 지원 활동으로부터 생성되는 방대한 데이터를 AI를 통해 분석하여 과학적, 효율적인 전투 지속을 지원 |
| 국방 AI 플랫폼 | 국방 AI 분야의 기능별 원천 기술을 확보/활용 가능하도록 하고, 데이터 수집, 관리, 활용 기반을 구축하여 목적으로 맞춰 활용 가능한 AI 플랫폼 개발 기술 |
| 유무인 협업 | 유-무인 복합체계(MUM-T) 및 이종/다종의 무인 복합 체계의 협업을 기반으로 운용 개념 도출, 임무 통제 시스템 구성, 임무 분석/계획/할당 등 복합 체계 간 협동 임무를 수행하기 위한 기술 |
| 자율 임무수행 | 실시간 전장 상황 정보를 기반으로 자가 상태 및 탐재 임무 장비, 부여된 임무 등을 종합적으로 고려하여 적응형 임무계획/실행, 과업 할당/재할당, 경로 계획 등 로봇의 자율임무 수행을 위한 기술 |
| 차세대 워리어 플랫폼 | 전투원의 생존성 향상과 전장상황 인식, 의사결정, 정밀타격 능력을 지원하고, 첨단 기술을 적용한 개인장비를 통해 임무 수행 능력을 극대화함으로써 임무 지속성을 향상하기 위한 기술 |

자료: 방위사업청, 국방과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

국방 분야의 국내 AI 기술의 수준



자료: 국방과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

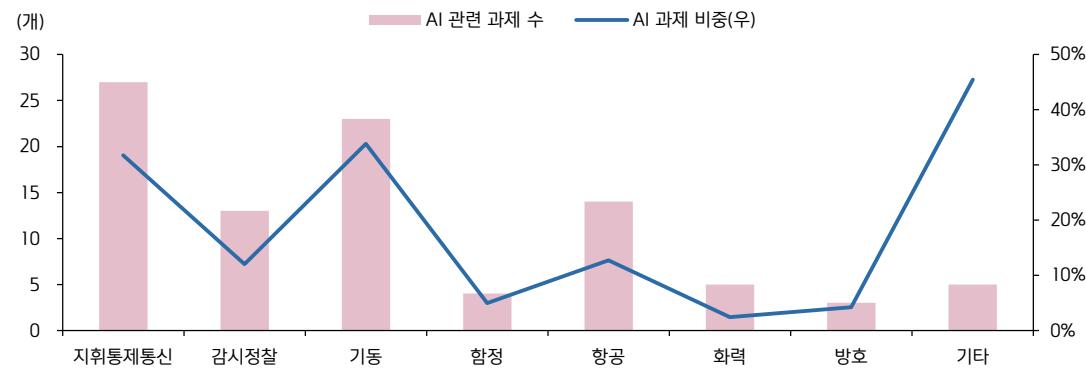
국방 분야의 AI 기술은 무기체계에 적용되는 AI 기술과 전력지원체계에 적용되는 AI 기술로 구분된다. 무기체계 관련 AI 기술들은 지휘통제, 유무인 복합체계에 집중되어 있다. 다만, 감시/정찰과 사이버 및 기타 부문도 종류는 적어도 미래의 정보전에 핵심 기술로 기능할 것으로 전망된다. 특히, 지휘통제통신과 기동 무기체계는 현재 진행 중인 개발 과제 중 AI 기술 관련 과제들이 30% 이상의 비중을 차지하며 AI 기술 역량 확보가 필수적이다. 이 외에도 감시/정찰, 항공 무기체계들이 10% 이상으로 상대적으로 AI 기술 역량이 중요한 무기체계로 판단된다. 전력지원체계와 관련된 AI 기술들은 인사/행정, 군수, 의무 분야이다. 이 중에서도 군수 부문이 스마트 물류센터, MRO 수요 예측 등으로 AI 기술 도입에 따른 개선 효과가 기대되는 부분이다.

국방 분야 무기체계 AI 기술 목록

| 분류 | 종수 | AI 적용 체계 명 |
|----------|----|---|
| 감시정찰 | 6 | 지능형 지상감시체계, 지능형 해양감시체계, 지능형 공중감시체계, 지능형 레이더, 차기 정찰 무인기, 차기 조기 경보 레이더 |
| 지휘통제 | 11 | 차기 합동 C4I 체계, 차기 지상 C4I 체계, 차기 해군 C4I 체계, 차기 공중 C4I 체계, 지능형 전출처 정보체계, 이동형 지휘결심차량, 지능형 지상전투체계, 지능형 해양전투체계, 통합 스펙트럼 관리체계, 지능형 전술통신체계, 지능형 방공 관제 통제 체계 |
| 유무인 복합 | 8 | 지상형 무인전투로봇, 통합 유무인 드론 체계, 유무인 복합 구조 헬기, 군집형 드론, 유무인 통합 전투기, 해양 무인 통합 통제체계, 회전익 유무인 복합체계, 지능형 무인 화생방 탐지 분석 체계 |
| 사이버 및 기타 | 5 | 지능형 통합 사이버전 관리체계, 지능형 전자전체계, 지능형 작전계획분석모델, 지능형 LVC 합성전장 훈련체계, 합동 통제 개인전투체계 |

자료: 국방부, 국방과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

국방 무기체계 별 AI 과제 수 및 비중



자료: 국방과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

국방 분야 전력지원체계 AI 기술 목록

| 분류 | 종수 | AI 적용 체계 명 |
|------------------------------|----|--|
| 인사/행정 (인사, 교육, 지식관리, 정보화) | 6 | 디지털 진급심사 체계, 스마트 인재관리 시스템, 정신전력교육 지원시스템, 온라인 정보분석 시스템, 국방 정보검색 체계, 국방 민원 콜센터 |
| 군수 | 7 | 스마트 팩토리, 스마트 물류센터, 수리부속 수요예측 시스템, 상태기반 정비체계, 스마트 수송운영관리체계, 전/평시 의무물자 소요산정 모델, 군 시설 안전 예측 시스템 |
| 의무 | 4 | 영상판독 시스템, 스마트 마인드 케어 시스템, 맞춤형 체력관리 시스템, 콜든타임 자킴이 시스템 |

자료: 국방부, 국방과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

감시정찰체계 AI 기술 발전 중장기 로드맵

| 분야 | AI 적용 예상체계 | 기술분야 | 단기(현재~5년) | 중기(5년~10년) | 장기(10년~15년) |
|------|---|------|---|--|--------------------------------------|
| 감시정찰 | - 지능형 지상감시체계 - 지능형 해양감시체계 - 지능형 공중감시체계 - 지능형 레이더 - 차기 정찰 무인기 - 차기 초기경보 레이더 | 영상인식 | 고정항공 하 사전설정된 범주의 객체탐지 및 추적 기술 (감시-1, 7, 8, 14, 17, 18), (유무인-25) | 동적 환경에서 일반적인 객체 탐지 기술 (감시-11) | 동적 환경에서 일반적인 객체 탐지 기술 (감시-11) |
| | | | 장면 외로 사라진 객체 재추적 기술 (감시-19) | 가려진 객체에 대한 장면정보 추론 기술 | 가려진 객체에 대한 장면정보 추론 기술 |
| | | | 학습된 일반적인 대중객체 추적 기술 | 학습하지 않은 범주의 대중객체 추적 기술 | 학습하지 않은 범주의 대중객체 추적 기술 |
| | | | 다수 센서 수집정보 기반 하위표적 식별 | 메타인자 기반 하위표적 식별 및 제거 | 메타인자 기반 하위표적 식별 및 제거 |
| | | | 학습데이터와 유사한 범주의 영상 품질향상 및 생성 기술 (감시-6) | 시나리오 수준의 일반화 영상 품질향상 및 생성 기술 | 시나리오 수준의 일반화 영상 품질향상 및 생성 기술 |
| | | 음성인식 | 다수의 이중센서 복합활용 기술 (감시-3, 13), (유무인-25) | 태스크에 맞는 이중센서 적응적 선택 기술 | 태스크에 맞는 이중센서 적응적 선택 기술 |
| | | | 단일모달 표적데이터 기반 데이터 구축 | 제한된 다중모델에서 수신 정보상보 활용 기술 (감시-3, 15) | 광역 다중모델에서 멀티모델 수신 데이터 융합 기술 |
| | | | 원거리 김첨환경에서의 전처리(화자인식, 음향분류 등) 기술 (감시-2, 5) | 초원거리 김첨환경에서의 전처리(화자인식, 음향분류 등) 기술 | 각대일 파티 문제를 해소하는 전처리(화자인식, 음향분류 등) 기술 |
| | | | 통신 드래피 가벨링 기술 | | 통신 드래피 완전 자율 가벨링 기술 |
| | | | 실시간 신호분석을 통한 저피팅 형체 탐지 기술 | 다수레이디션 신호통합 및 사용자와 교류를 통한 저피팅 형체 탐지 기술 | 제로샷 학습 기반 저피팅 형체 탐지 기술 |
| | 감정인식 | 온정인식 | 원거리 학습 데이터 기반 충성탐지 기술 | 초원거리 학습을 통한 충성과 기타집을 분류 기술 | 충격전 환경 하 피아식별이 가능한 충성 탐지 기술 |
| | | | 무선채널 특성 확득 및 학습을 위한 알고리즘 | 실 운용조건의 무선채널 특성 데이터 수집을 위한 채널 추정 알고리즘 (감시-9, 10) | 통신링크 및 주변환경에 따라 최적의 데이터를 수집하는 알고리즘 |
| | | | 부상정도에 따른 표정 및 생체신호 데이터 분석을 통한 강정인식 기술 | | 웨어러블 장비를 이용한 강정 Early Detection 기술 |
| | | | | | |

자료: 국방과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

지휘통제체계 AI 기술 발전 중장기 로드맵

| 분야 | AI 적용 예상체계 | 기술분야 | 단기(현재~5년) | 중기(5년~10년) | 장기(10년~15년) |
|------|--|---------------------|---|--|---|
| 지휘통제 | - 차기 합동 C4I 체계 - 차기 기상 C4I 체계 - 차기 해상 C4I 체계 - 차기 공중 C4I 체계 - 지능형 전출지 정把握체계 - 이동형 지휘감상차량 - 지능형 지상감시체계 - 통합 스마트형 관리체계 - 지능형 전술통신체계 - 지능형 방공전체 통제체계 | 전장환경 및 상황인식 | 단일모달 데이터에 대한 자가지도학습을 통한 정보분석 기술 다중센서 통합 SLAM 기술 (감시-13), (지통-5, 7, 8, 11, 21, 22), (유무인-6, 16, 24, 25, 26) | 다중모달 데이터에 대한 자가지도학습을 통한 표적 정보분석 기술 동적 환경간 대개체 표적자 SLAM 기술 (지통-12), (유무인-7, 8) | 다중모달센서 간 모델리피리에 대한 다중통합을 담당하는 복합지능형상 수집정보 분석 기술 |
| | | | 다중센서 음성 학습환경 지도 생성 기술 (지통-10, 17) | 다개체 업그레이드 학습환경 지도 생성 기술 | 전체 환경의 다수개체 표적자 분석 기술 |
| | | | 정보환경 하 시냅스간 경합보단은 인지 기술 (지통-7, 25), (유무인-3, 6, 15, 17, 18, 24, 26) | 비정형 환경 하 시냅스간 경합보단 인지 기술 (유무인-17, 18) | 다개체 업그레이드 기반 전략환경 지도 생성 기술 |
| | | | 대규모 전쟁에서 음성 테스트를 기반 상관관계 추출 및 생성 기술 임무의 제작조건과 고려한 최적화 기반 기술 (지통-10, 15, 19) | 김첨학습 기반 상황학 생성 기술 (지통-26) | 동적 환경변화에 감안한 대상화 기술 생성 기술 |
| | | | 자기기반 전장 상황분석을 통한 표적상태 및 위협분석 기술 (지통-16, 17, 19, 25), (유무인-15, 17, 18, 24, 25), (사통-1, 2, 11, 12, 16, 17, 20) | 스코어 단일 범주 내 경쟁 상황인지 및 방어주체 기술 전장환경에서 감안한 상황분석을 통한 표적식별 및 위협분석 기술 | 상호협력 기반 대규모 교집 내 경쟁 상황인지 및 방어주체 기술 |
| | | 국방 추론 및 지시표현 & 언어표현 | 부상에 대한 학습데이터(부상정도 등) 기술 (지통-5) | 사전 학습된 범주에 기반한 구조 우선순위 경쟁 기술 | 경화학습 기반 실시간 전장인지를 통한 표적식별 및 위협분석 기술 |
| | | | 고정된 환경에서 사전 학습된 최적화된 표류 기술 (지통-5) | 비정형 환경에서 일체화 학습을 통한 표류 기술 | 실시간 표조차 분석에 따른 구조 우선순위 선정 기술 |
| | | | 사전 학습된 논리 기반의 위협분석 및 대응방해 추천 기술 (지통-5), (지통-25) | 상식과 인과관계 등을 기반으로 추론된 사전모델을 통한 위협분석 및 대응방해 추천/설득 기술 | 언제나 유해한 영향을 미치는 디자인의 위협분석 기술 |
| | | | 만도학 기반 딘 층류, 벌사치점 및 단학점 추론 기술 정형 및 비정형 국방 지식총수/학습을 통한 국방 국방 지식베이스 구축 기술 (지통-9), (지통-25) | 만도학 및 험지식별 모델을 결합한 벌사치점 및 단학점 예측 기술 하이브리드 국방 지식추출/학습을 통한 국방 지식베이스 구축 기술 | 제작인자에 따라 스스로 필요한 자료를 자동수집하여 벌사치점 및 단학점 실시간 예측 기술 알디오날의 복합자는 국방지식 추출/학습을 통한 국방 지식베이스 구축 기술 |
| | | | 단일 김체제에서 속성화 정형/비정형 사전 추출 및 전사상황 지식베이스 구축 기술 (지통-19), (유무인-19) 전술교리, 과거 교전경과 등 유허/공포 분명도 등을 전술 지식베이스 구축 기술 (지통-13, 25, 26) | 다수 김체제에서 수신한 하이브리드 사전 추출 및 김체지식 지식베이스 구축 기술 (지통-26) 전술교리, 과거 교전경과 등 유허/공포 분명도 등을 전술지식 지식베이스 구축 기술 전술지식 간 관계성 예측 기술 | 전체 김체제에서 수신한 알디오날의 하이브리드 사전 추출 및 김체지식 지식베이스 구축 기술 전술교리, 과거 교전경과 등 유허/공포 분명도 등을 전술지식 지식베이스 및 자료를 자동 생성 기술 |
| | | 임무계획 | 사전 학습하는 논리 기반의 일정 예측 기술 (지통-8, 10, 15, 16, 18, 21, 25) | 상식과 인과관계 등을 기반으로 추론된 사전모델을 통한 일정 예측 기술 (유무인-10, 21) | 미처의 환경에서 고이비노의 활용임무를 위한 일정 예측 기술 |
| | | | 사전 정의된 전술방법 전파 경력 기반의 통신 주파수 및 통신경로 선택 기술 (지통-15, 24), (유무인-12) | 실시간으로 전장 통신환경 변화를 인식하고 적극적 전술방법 전파경력 수립 및 설득 기술 | 미처의 환경에서 고이비노의 활용임무를 위한 일정 예측 기술 |
| | | | Next Hop 인을 고려한 최적 통신경로 결정 기술 (지통-11) (유무인-12) | 전체 내부 워크의 End-to-End 경로를 고려한 최적 통신경로 결정 기술 (유무인-17) | 동적 상정변화에 대응하는 실시간 End-to-End 최적 통신경로 설정 기술 |
| | | | 국소지역에 대한 화학물질 확산경로 추정 기술 | 다수 물体质 기반의 기상정보 및 지형정보를 융합한 경역지역에 화학물질 확산경로 예측 기술 | 동적 상정변화에 대응하는 실시간 End-to-End 최적 통신경로 설정 기술 |
| | | | 정형환경에서의 비용성상에 기반한 화학물질 확산경로 추정 기술 (유무인-26) | 비정형환경에서의 비용성상에 기반한 경로계획 수립 기술 | 국한환경에서의 비용성상에 기반한 동적 경로계획 기술 |

자료: 국방과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

유/무인 복합체계 AI 기술 발전 중장기 로드맵

| 분야 | AI 적용 예상체계 | 기술분야 | 단기(현재~5년) | 중기(5년~10년) | 장기(10년~15년) |
|-----------|------------|-----------|---|---|---|
| 유무인 복합 | 임무할당 | 임무할당 | 사전 학습한 논리 기반의 어군 자산분석 및 무장 할당 (유무인-18) | 상식과 인과관계 등을 기반으로 추론된 지식모델을 통한 어군 자산분석 및 무장 할당 (유무인-20) | 미지의 환경에서 고난이도의 협력임무를 위한 새로운 어군 무장합동 및 망책생성 기술 |
| | | | 정책/동적 환경 하 동일 플랫폼 내의 자율적 임무계획화 및 분할 기술 (유무인-7, 13, 15, 20, 24) | 동적 환경 하 임무종류를 고려한 이종 플랫폼간 자율적 임무계획화 및 분할 기술 (유무인-7, 15) (유무인-20) | |
| | | | 소규모 군집에 대한 동적 임무할당 기술 (유무인-1, 6, 10, 13, 14, 15, 18, 20, 24) | 대규모 군집의 동적 임무계획 및 임무할당 기술 (유무인-10, 15, 18, 20, 21) | 대규모 군집의 동적 임무 재설정 및 작업 재할당 기술 |
| | | | 정형환경에서의 비용생성에 기반한 동적 임무할당 기술 | 비정형환경에서의 비용생성에 기반한 동적 임무할당 기술 | 극한환경에서의 비용생성에 기반한 동적 임무 재할당 기술 |
| | | | 정형환경에서 단일 무인기에 대한 자율비행 기술 (유무인-3) | 제한된 전장환경에서 무인기 판단에 대한 자율비행 기술 (유무인-21) | 전장환경에서 소형 무인기 군집에 대한 자율비행 기술 |
| | 유무인 협업 체어 | 유무인 협업 체어 | 운용자의 명령에 따른 주요임무 원격 수행 기술 (유무인-2, 5, 10, 14, 23, 24) | 운용자의 감독하의 주요임무 자율 수행 기술 (유무인-10) | 타격임무를 제외한 임무에 대한 원천 자율 수행 기술 |
| | | | 정형환경에서 외부 동적 장애를 회피 기술 | 비정형 환경에서 외부 동적 장애를 회피 기술 | 극한 환경에서 고난이도 임무수행 간 외부 동적 장애를 회피 기술 |
| | | | 동종의 군집 플랫폼에 대한 정적 상황조건에 맞는 교전단계별 솔루션 제공 기술 (유무인-10) | 이종의 군집 플랫폼에 대한 정적 상황조건에 맞는 교전단계별 솔루션 제공 기술 (유무인-10) | 이종의 군집플랫폼에 대하여 임무분석결과를 반영한 동적 상황조건에 맞는 교전단계별 솔루션 제공 기술 |
| | | | 정형환경에서 소규모 개체간 수집정보 공유 및 군집데이터 실시간 정합 기술 (유무인-2, 4, 8, 10, 15, 18, 19, 20, 24, 25) | 비정형 환경에서의 계층별, 그룹별 수집정보 취합 및 후처리 기술 (유무인-7, 8, 10, 18, 20) | 극한 환경에서의 완전 분산형 군집정보 처리 및 의미론적 상황인식 기술 |
| | | | 영화한 전자기 환경에서 동적 및 제스처를 통한 군집 지휘통제 기술 (유무인-2) | 영악한 전자기 환경에서 AR 그림 및 음성인식을 통한 군집 지휘통제 기술 | 웨어러블 다중강각 피드백 모듈을 통한 군집 지휘통제 기술 |
| | 행동지능 | 행동지능 | 요소기술을 조합하여 한정된 기능을 수행하는 플리지능 기술 (유무인-9, 11) | 요소기술을 조합하여 다양한 기능을 수행하는 물리지능 기술 | 극한환경에서 다양한 기능을 수행하는 물리지능 기술 |

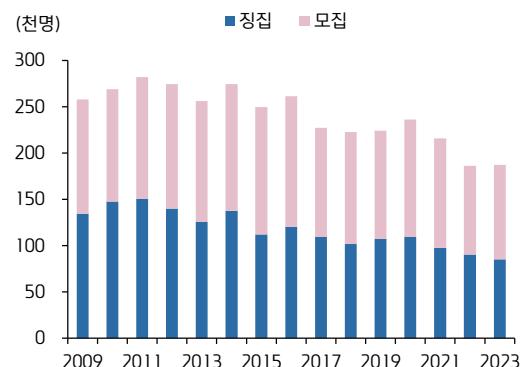
자료: 국방과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

인구 감소 극복과 방위력 개선을 위해 필수적인 AI 기술 개발

중장기 한국의 방위력 개선의 관점에서 인구 감소라는 구조적인 문제를 해결하기 위해서 AI 기술 도입은 필수적이다. 한국의 인구는 2020년 5,183만명으로 정점을 찍은 후 꾸준히 감소하며 2072년에는 3,600만명으로 2024년 대비 30.8%의 인구 감소가 예상된다. 2023년 현역병 입영 인구는 약 19만명으로 15년 전 대비 27.4% 감소하며 현재의 군 병력을 유지하기 위한 병역 자원이 부족해지기 시작했다. 이러한 현역병 가용 인구의 감소세는 2024년 이후 2040년대까지 지속되며 2034년 정도에는 병역 자원의 2차 부족 시점이 도래할 것으로 추정된다.

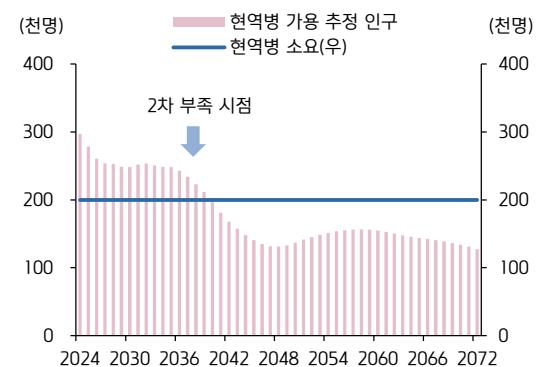
방위력 개선을 위해서 인구 감소에 따른 병역 자원 부족 문제를 해소할 필요가 있다. 국방부에서 발표한 국방혁신 4.0에 따르면 AI 기반 첨단 기술 확보를 통해 병역 자원 부족 문제를 타개해 나갈 계획이다. AI 기술을 활용한 유무인 복합체계를 운용하면 병역 소요를 줄일 수 있을 것으로 판단한다. 또한, 전력지원체계 부문에서도 군수, 인사/행정, 의무 부문 등에 AI 기술을 도입하여 능률이 향상된다면 효율적인 병력 분배가 가능할 것으로 기대한다.

최근 15년간 현역병 입영 현황



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

24년 이후 현역병 가용 추정 인구 전망



자료: 통계청, 국방과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

국방혁신 4.0에 인구 절벽 대응 방안으로 언급된 유무인 전투체계



자료: 국방부, 키움증권 리서치센터

>>> 국내 방산 업체들의 AI 관련 사업 현황

한화에어로스페이스

한화에어로스페이스는 AI 다목적 무인 차량 '아리온스멧'을 개발하였다. 아리온스멧은 물자 운반, 부상자 후송과 같은 병력 보조 및 감시/정찰 수색 등 다양한 임무에 활용될 수 있는 AI 기반 무인 차량이다. 원격사격통제시스템(RCWS)과 각종 센서 장비가 탑재되어 있어 주변 환경을 식별하고 이에 따른 자율적인 전투 상황 판단이 가능하다. 센서 장비의 경우 AI 영상/음성 인식 기술을 기반으로 아군과 적군의 식별이 가능하고 원격사격통제시스템은 식별된 정보에 맞춰 자동 조준이 가능하다. 또한, 자율주행 기술이 적용되어 장애물을 회피하고 지정된 경로로 자율 탐색 및 기동을 할 수 있다.

또한, 2030년 완성을 목표로 AI 자주포인 'K9A3' 성능 개량 사업을 추진하고 있다. AI 다목적 무인 차량과 마찬가지로 원격사격통제시스템과 자율주행 기술, 원격 임무 수행 기술 등이 탑재되어 기존 자주포의 탑승 인원인 5명에서 대폭 감소한 1명의 인원 또는 무인으로 운영이 가능할 것으로 기대된다.

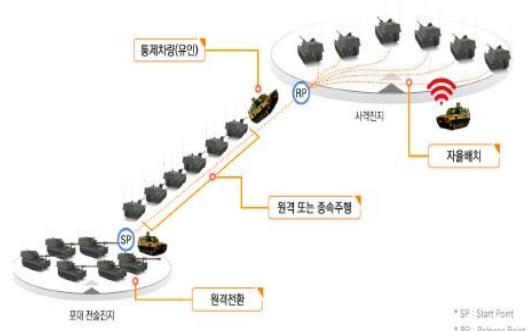
궁극적으로 지상 유무인 복합체계는 무인 지상 차량, 자동화 로봇체계, 유인 지상무기체계 등으로 구성된 기갑부대, 보병부대가 기지 방호, 수색 정찰, 화력 투사 및 지원 등의 임무를 복합적으로 수행하며 지상군의 작전 능력을 큰 폭으로 상승 시킬 것으로 기대된다.

AI 다목적 무인 차량 '아리온스멧'



자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

K9 자주포 원격 무인화 개념도



자료: 국방과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

현대로템

현대로템도 AI 다목적 무인 차량인 'HR-셰르파' 시리즈를 개발 및 생산하고 있다. 21년도에 최초로 한국군에 AI 다목적 무인 차량을 납품한 레퍼런스를 보유하고 있고, 휴전선 근처의 GOP에서 물자 운송에 활용되고 있는 것으로 파악된다. 지속적인 성능 개량을 거쳐 현재는 4세대 모델을 개발 완료하였고 운용거리, 최고속력, 자율주행능력, 방호력 등 전 분야에서 성능이 크게 개선되었다. 자율주행, 원격사격통제체계, 화생방탐지 등 AI 기술을 통해 감시/정찰, 물자 운송, 기동 타격 등 다양한 임무 수행이 가능하다. 올해 한국군의 다목적 무인 차량 양산 사업의 사업자 선정이 예상되는 가운데 체계 개발을 수행한 현대로템의 수주가 기대된다.

또한, K2 전차의 후속 모델로 2030년을 목표로 차세대 전차(가칭 'K3')를 개발 완료할 예정이다. 차세대 전차는 AI 기반 사격통제장치를 적용하여 표적에 대한 타격 능력을 개선할 계획이다. 또한, 130mm 대구경 활강포, 스텔스 기능, 자율주행 기술, 다목적 정찰용 드론, 능동방어장치를 탑재하고 AI 기반의 유무인 복합 운용을 적용하여 다양한 작전 수행 과정에서 상황 대응 능력을 대폭 향상 시킬 예정이다. 차세대 전차는 향후 지상군의 유무인 복합체계에서 핵심 역할을 할 것으로 기대된다. 현재 차세대 전차 사업은 기초 개발 단계를 넘어서 담당 업체인 현대로템이 연구를 담당하는 2단계 개발 사업을 진행하고 있다.

지난 22년 레인보우로보틱스와 협력하여 군용 4족 보행 로봇을 개발하는 사업도 수주하였다. 이번 사업은 대테러작전전용 다족보행로봇 개발하는 것으로 레인보우로보틱스의 민수용 다족보행로봇 플랫폼을 기반으로 현대로템이 체계 종합을 맡았다. 로봇팔, 원격무장통제장치, 체온측정장치 등 다양한 임무 장비 탑재하여 다목적으로 활용이 가능하다.

AI 다목적 무인 차량 'HR-셰르파' 4세대



자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

AI 기술이 적용된 차세대 K3 전차



자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

한국항공우주

한국항공우주는 4.5세대 전투기 KF-21 플랫폼을 기반으로 무인기와 위성이 연계된 차세대 공중전투체계를 탑재한 6세대 전투기를 개발할 계획이다. 다만, KF-21 초도 양산이 이제 막 진행되고 있어 Block II 성능 개량 사업이 마무리되는 2030년까지 다소 시간이 필요할 것으로 판단한다. 6세대 전투 플랫폼은 한국항공우주의 주력 전투기와 무인전투기(UCAV), 감시/정찰/타격이 가능한 다목적무인기(AAP), 감시/정찰 위성 등 항공우주의 모든 전투 체계가 연계된 통합체계이다. 또한, 고정익뿐 아니라 회전익 역시 유무인 복합체계를 적용할 것으로 기대된다.

공중 유무인 복합체계의 고도화를 위해 동사는 코난테크놀로지와 협력하여 AI 파일럿 개발을 진행 중이다. AI 디지털 트윈 기술 및 시뮬레이션 등을 활용하여 단계별 검증을 거쳐 27년 FA-50에 탑재되어 실증 사업이 진행될 것으로 기대한다. 궁극적으로 임무 계획 및 실행을 자율적으로 결정하는 AI 파일럿 시스템을 개발하는 것이 목표이다. AI 파일럿은 기존 유인 전투기에서 파일럿의 조종을 보조하거나 무인기에서 단독 운행을 할 수 있다. 기존 무인기는 사전에 입력된 비행 경로나 사람이 조종을 해야하기 때문에 작전 반경이 제한되지만 AI 파일럿을 활용하면 임무 수행을 위한 자율적인 판단과 대응이 가능하기 때문에 전략적인 가치가 매우 클 것으로 판단한다.

또한, 이 과정에서 한국항공우주는 차기 군단 무인기 Block II, 다목적 소형 무인기 등 개발 사업을 진행할 예정이다. 동사가 기존에 보유하고 있던 고정익 및 회전익 전투체계에 자체 개발한 무인기를 통합하여 공중 유무인 복합체계를 완성할 수 있을 것으로 기대한다.

고정익 유무인 복합 전투체계 개념도



자료: 한국과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

회전익 유무인 복합 전투체계 개념도



자료: 한국과학기술진흥연구소, 키움증권 리서치센터

KF-21 기반 6세대 전투기 개발 로드맵



자료: 언론보도, 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원

LIG넥스원은 주력 사업 분야 중 감시/정찰, 지휘통제(C4I)가 포함되어 있기 때문에 다양한 AI 기술 기반 신규 사업들을 추진하고 있다. 동사는 지난해 방위사업청으로부터 정찰용 무인수상정 체계 개발 사업을 수주하였다. 이는 15년부터 이어져온 '해검' 시리즈의 연장선으로 27년까지 12m급 무인수상정 두 척을 개발할 계획이다. 무인수상정은 해군 전진기지 및 주요 항만에 대한 감시/정찰 임무를 수행할 예정이다. 다만, 지난해 미군과의 림팩 훈련에서 소형 무인수상정에 탑재 가능한 발사대를 통해 비궁 사격 테스트가 진행되었음을 감안하면 향후 다양한 임무 장비 탑재를 통해 공격 임무도 수행할 수 있을 것으로 기대한다. LIG넥스원이 개발한 무인수상정은 향후 해양 유무인 복합체계인 '네이비 씨 고스트'를 구성하게 될 것으로 전망한다.

또한, AI 자율 임무 수행의 핵심적인 기술인 AI 기반 지휘통제체계 시스템 등의 개발 사업이 진행될 것으로 기대한다. AI 기반 드론 운용통제기술 및 대 드론 대응 체계 개발도 향후 중요한 사업이 될 것으로 전망한다. 이 외에도 동사는 군 정예화 사업의 일환으로 원격사격통제체계 등 스마트 무장 솔루션 개발도 추진하고 있다.

동사가 지난해 지분을 60% 인수한 고스트로보틱스에서 생산하는 4족 보행 군용 로봇인 '비전60'도 미래전에서 쓰임새가 점차 커질 것으로 기대한다. 비전60은 탑재하는 임무 장비에 따라 감시/정찰, 지뢰 탐지, 탐색/구조, 타격 등 다양한 임무를 수행할 수 있을 것으로 판단한다. 향후 미래전에서 AI 기술을 탑재하여 성능이 향상된 드론, 로봇 등의 전략적 가치는 더욱 커질 것으로 전망한다.

무인수상정 ‘해검’



자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

AI 기반 드론 운용통제기술



자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

지상무인체계용 통신/감시 장치



자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

자회사 고스트로보틱스의 ‘비전60’



자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

한화시스템

한화시스템도 감시/정찰, 지휘통제(C4I) 사업을 영위하고 있어 AI 기술 도입 확대에 따른 기회가 클 것으로 전망한다. 동사는 군집제어, 자율항해, 장애물 회피 기동 등 AI 기반 기술을 탑재한 무인수상정 '해령'을 독자적으로 개발하였다. 연안 수중 감시 및 탐색, 해양 환경 조사 등 군/민수용 복합 임무 수행이 가능하다. 또한, 한화시스템은 군집무인수상정을 개발하고 있다. 군집무인수상정은 다수의 적 수상 침투 세력에 대한 신속한 대응과 기뢰 탐색 등이 가능하여 감시/정찰 및 소해작전 등에 활용될 수 있을 것으로 기대한다. 동사가 개발하는 다양한 무인수상정은 미래 해양 유무인 복합체계의 주요 구성 요소가 될 것으로 전망한다.

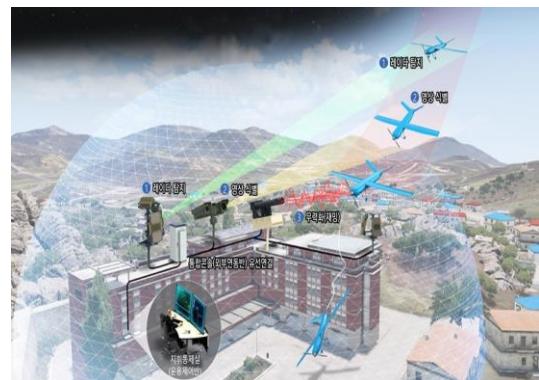
또한, 동사가 AI 기술을 적용하여 동사가 보유하고 있는 드론 체계 역량을 강화할 수 있을 것으로 판단한다. 군집 및 자율주행 등 AI 기술 역량을 확보를 통해 소형 공격형 드론 체계 개발을 추진할 것으로 기대한다. 다계층 복합방호, AI 영상/음성 식별 등을 활용한 대 드론 방호 시스템의 개발도 기대되는 부분이다. 러-우 전쟁을 거치면서 드론은 전략적인 가치를 지닌 무기체계로 발전하고 있다. AI 기반 드론 및 대 드론 대응 체계를 확보하게 된다면 사업의 확대가 가능할 것으로 전망한다.

군집무인수상정 USV



자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

지능형 대 드론 통합체계



자료: 언론보도, 한화시스템, 키움증권 리서치센터

국내 AI SW 업체

방위 산업 내 AI 기술의 도입이 확대되고 그 중요성이 점차 증가하고 있다. 이에 국내 방산 업체들이 AI 기술 역량을 내재화 하기 위해 여러가지 개발 사업들을 진행하고 있고, 국내 AI SW 업체들에게도 사업 기회가 확대되고 있어 주목이 필요하다.

코난테크놀로지는 현재 국내 AI SW 업체 중에서 가장 많은 방산 관련 수주를 확보하고 있다. 동사는 자체 LLM, 영상/음성 인식, 디지털 트윈 등 AI 기술을 확보하고 있다. 보유하고 있는 AI 기술 역량을 기반으로 21년 국방부 내 검색 엔진 구축을 시작으로 점차 방산 수주가 확대되고 있다. 또한, 한국항공우주가 지분의 약 7.8%의 지분을 확보하여 한국항공우주와 AI 파일럿 개발 등 유무인 복합 체계 관련 사업들을 함께 진행하고 있다.

영상/음성 인식 AI를 드론에 탑재하여 객체 식별 성능을 향상시키거나, 디지털 트윈 기술을 활용해 AI 파일럿 개발을 진행하는 등 방위 산업 내에서 동사의 AI 기술 활용한 사업은 더욱 늘어날 것으로 전망한다. 동사가 보유한 LLM, 코난 와처 등을 활용하면 최종적으로 드론 등 무인기를 활용하여 영상 정보를 수집한 이후 수집한 데이터를 분석하고 최종적으로 의사 결정을 도와주는 유무인 통합 체계를 구축할 수 있다. 동사는 22년 국방부의 스마트 인재관리 사업을 수주한 이력도 있어 추후 군수, 의무 분야 등 다른 전력지원체계 사업 수주 가능성도 높은 상황이라고 판단한다.

마음AI도 유사하게 LLM, 음성 인식, 자율주행 등 방위 산업 내에서 활용도가 높은 AI 기술을 보유하고 있다. 아직 방위 산업 내 수주 레퍼런스는 보유하고 있지 않지만 방위 산업 내 AI 기술의 적용이 확대되는 과정에서 사업 기회가 열릴 것으로 기대한다. 특히, 동사는 LIG넥스원이 개발하는 무인수상정의 지뢰 탐지 관련 AI 솔루션 개발에 참여하고 있어 관련 사업 기회가 확대될 것으로 전망한다.

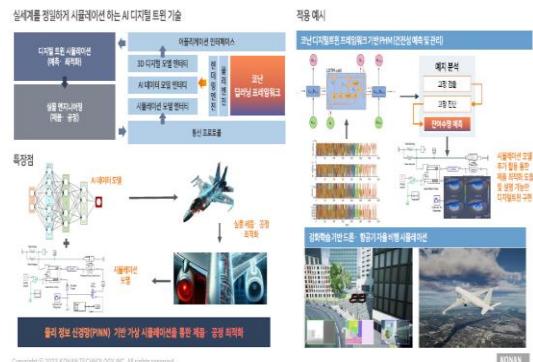
비전 카메라를 활용하는 AI 자율주행 기술 WoRV도 방위 산업 내에 적용 가능한 분야가 많기 때문에 향후 드론/로봇 등 분야에서 수주 성장세가 기대된다. 점차 감소하는 인구의 영향으로 앞으로 무인 시스템의 수요는 큰 폭으로 확대될 것으로 전망한다. 동사가 보유한 자율주행 기술은 무인 시스템을 운용하기 위한 핵심 요소이기 때문에 관련 사업에서 수주 가능성이 높을 것으로 판단한다.

국방 분야에서 활용되는 코난테크놀로지 비전 AI



자료: 코난테크놀로지, 키움증권 리서치센터

AI 파일럿 개발에 활용되는 디지털 트윈 기술



자료: 코난테크놀로지, 키움증권 리서치센터

국내 방위 산업 AI 개발 로드맵과 코난테크놀로지의 보유 AI 역량



자료: 코난테크놀로지, 키움증권 리서치센터

코난테크놀로지 국방 분야 주요 수주 내역

| 연도 | 대상 | 주요 내용 |
|------|-------------|---|
| 2021 | 국방부 | 검색 엔진 국방 납품 |
| 2022 | 국방부 | 스마트 인재관리 구축 계약 |
| | 한국항공우주 등 | 영상 인식 AI 코난 와처 납품 |
| 2023 | 육군교육사령부 | AI 기반 화력운용시스템 개발 및 실증 사업 수주 |
| | 국방부 | 국방 지능형 플랫폼 구축 계약 |
| | 한국항공우주 등 | 영상 인식 AI 코난 와처 납품 |
| 2024 | 방위사업청 | 디지털 트윈을 활용한 인공지능 파일럿 개발 및 무인기 탑재 실증 과제 수주 |
| | 공군전력체계지원사업단 | AI 기반 ACMI 수집분석체계구축 계약 |
| | 해병대사령부 | AI 기반 공중무인체계 영상 통합분석 기술 실증 사업 수주 |

자료: 코난테크놀로지, 키움증권 리서치센터

무인 드론/로봇 등에 적용될 수 있는 마음AI의 AI 자율 주행 기술 'WoRV'

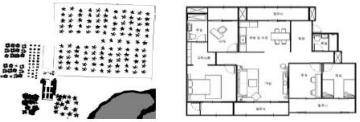
사소한 환경 변화 만으로도 map 재스캔이 필요한 기존 자율 주행



point-to-point 형태의 주행을 하기 때문에 UI/UX가 복잡함

정확한 map이 필요하기 때문에 사소한 것이 바뀌어도 재스캔 필요
(지도의 점 하나 때문에 주행이 고이는 경우 有)

간단한 약도 만으로도 원활히 주행하는 WoRV 자율 주행



대략적인 라이다 스캔지도, 혹은 구하기 쉬운 약도형태의 이미지를 업로드하여 주행 가능

경로를 참고하여 주행하면서 지도상에 표시되어 있지 않은 장애물을 피할 수 있어, map 재스캔의 번거로움을 줄임



지뢰 구간의 지면 1~2m에서 X-ray로 지뢰 탐지

지뢰 탐지 정보 및 수상한 움직임 등을 중앙관제센터로 전송

자료: 마음AI, 키움증권 리서치센터

IV. 25년 방산 업종 투자 전략

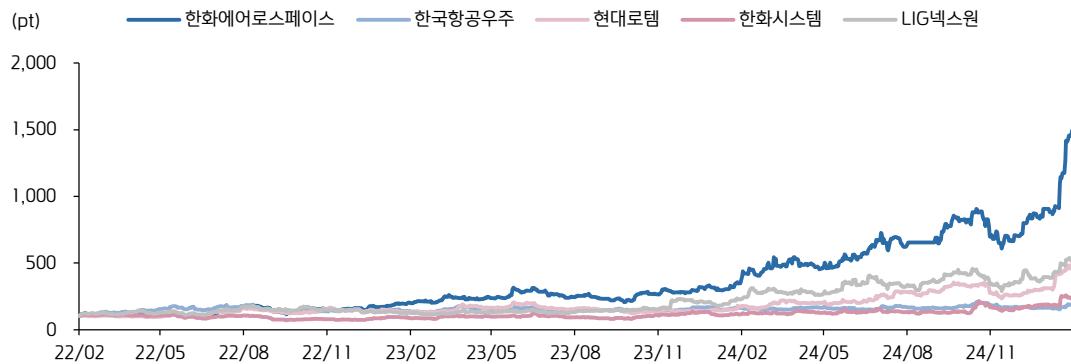
>>> 방위 산업 투자 의견: 비중확대(Overweight) 유지

4Q24 Review

4Q24 방산 5사의 매출액은 8.5조원(YoY +29.1%), 영업이익은 1.1조원(YoY + 115.9%)을 기록하며 최초로 분기 영업이익 1조원을 넘어섰다. 4Q24 영업이익률은 13.6%로 4Q23 8.1%, 4Q22 5.9% 대비 수출 물량의 확대에 힘입어 점진적인 개선세가 지속되고 있다. 특히, 폴란드 수출 물량의 수익성이 매우 좋은 것으로 추정되는 가운데 K2/K9/천무의 납품이 확대된 영향이 큰 것으로 파악된다. 방산 5사의 수주잔고도 약 136조원을 기록하며 23년말 대비 10% 확대되었다. 올해도 국내외 언론에서 거론되고 있는 국내 방산 5사의 전반적인 수주 파이프라인을 감안했을 때 수주잔고 확대 흐름이 이어질 것으로 판단한다.

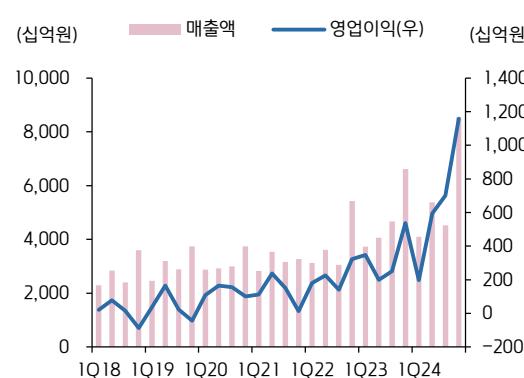
24년 11월 이후 국내 방산 5사의 주가는 불안정한 국내 정치 이슈 이후 조정 흐름을 보이다 4Q24 실적 서프라이즈와 해외 수주 모멘텀에 힘입어 반등하였다. 특히, 한화에어로스페이스와 현대로템은 기록적인 어닝 서프라이즈의 영향으로 주가가 강세를 보였다. 그럼에도 최근 러-우 전쟁 종전 협상의 영향으로 유럽의 방위비 지출 확대 움직임에 따른 글로벌 Peer의 밸류에이션 상승 폭을 감안할 때 국내 방산 업체들은 여전히 저평가 구간으로 판단한다. 국내 방위 산업에 대한 비중확대(Overweight) 의견을 유지하고 Top Pick으로 현대로템과 한국항공우주를 제시한다.

러-우 전쟁 발발 이후 국내 방산 5사 주가 추이



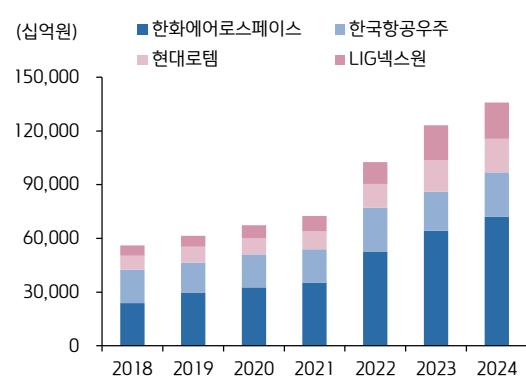
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

방산 5사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

방산 5사 수주잔고 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

주) 한화시스템은 한화에어로스페이스에 포함

25년에도 역시 중요한 것은 실적과 신규 수주

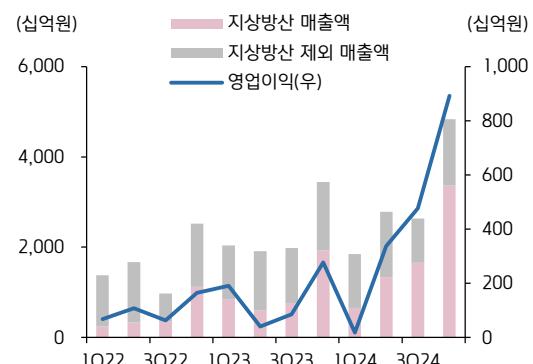
그동안 방산 업체들의 주가 상승을 견인했던 주요 요소는 실적 개선과 해외 수주 모멘텀이었다. 올해도 역시 가장 중점적으로 봐야할 부분은 실적 개선과 신규 해외 수주 파이프라인이라 판단한다. 지난 24년은 큰 폭의 실적 성장과 다양한 해외 수주 성과들을 달성하였다. 이러한 흐름은 25년에도 지속될 것으로 판단한다. 실적 측면에서 국내 방산 5사 모두 지난해 대비 수출 사업의 비중이 증가할 것으로 전망된다. 또한, 수주 측면에서도 연초부터 개별 업체들의 해외 수주 모멘텀이 지속적으로 나타나고 있고, 최근에는 중동의 방산전시회(IDEX 2025) 참여하며 중동 지역과의 방산 협력 강화가 기대된다.

지난해 큰 폭의 실적 개선세가 나타난 것은 폴란드향 수출 사업들의 납품 물량이 증가한 영향으로 규모의 경제 효과가 나타난 부분이 주효했다고 판단한다. 한화에어로스페이스의 22년 이후 분기 실적과 폴란드향 K9/천무 납품 추이를 보면 폴란드향 납품이 늘어나는 구간에서 수익성이 큰 폭으로 개선된 것을 확인할 수 있다. 현대로템도 마찬가지로 22년 이후 분기 실적과 폴란드향 K2 납품 추이를 비교해 봤을 때 24년부터 본격적으로 생산 물량이 늘어나며 수익성의 개선세가 나타났다. 올해도 한화에어로스페이스와 현대로템의 폴란드향 수출 물량은 24년 대비 증가할 것으로 전망되기 때문에 수익성 개선 흐름은 지속될 가능성이 높은 상황이다.

미국 록히드마틴의 사례를 살펴보더라도 방산 부문에서 규모의 경제 효과는 유효하다고 추정한다. 록히드마틴이 개발한 5세대 전투기 F-35는 개발 초기 시점에 대당 2.2억달러 수준에서 납품 계약이 체결되었다. 하지만 2011년 이후 F-35의 생산량이 가파르게 상승하면서 2022년에 대당 가격은 78백만달러 수준으로 개발 초기 시점 대비 약 64% 하락하였다. 동일 기간 록히드마틴의 전투기 사업 부문의 수익성은 꾸준히 10~12% 수준을 유지했던 점을 감안하면 규모의 경제 영향으로 수익성을 유지하며 잠재적인 F-35의 타깃 시장을 넓힐 수 있는 수준으로 가격을 낮춘 것으로 파악된다.

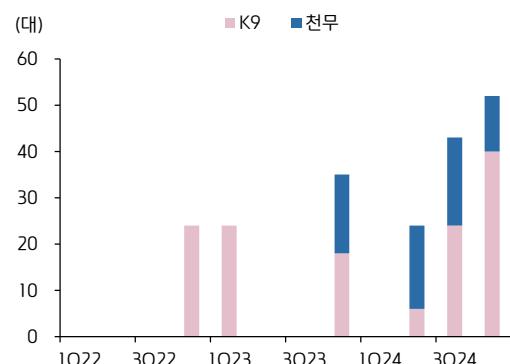
무기체계 별로 경쟁 강도나 시장 상황에 따라 수익성의 차이는 있을 수 있지만 수출 확대의 영향으로 생산량이 증가하는 경우 국내 방산 업체들의 수익성 개선이 기대된다는 점은 긍정적이다. 국내 방산 5사의 기대 수출 사업들과 꾸준하게 확대되고 있는 수주잔고를 감안했을 때 지속적인 실적 성장세가 전망된다. 유럽을 중심으로 방위비 지출 확대가 기대되는 상황에서 국내 업체들의 수주 기회도 늘어날 것으로 예상되기 때문에 여전히 국내 방위 산업은 상승 여력이 충분하다고 판단한다.

한화에어로스페이스 분기별 실적 추이



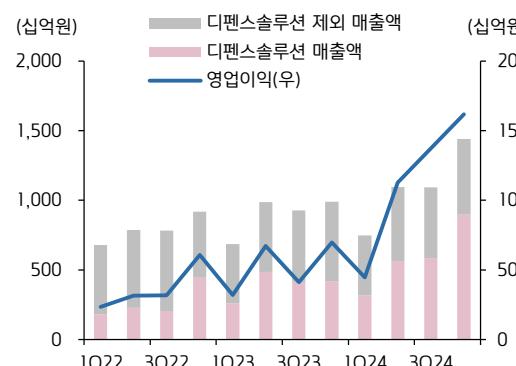
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 폴란드향 K9/천무 납품 추이



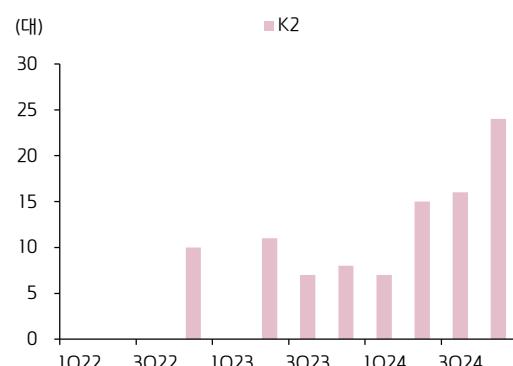
자료: 한화에어로스페이스, 언론보도, 키움증권 리서치센터

현대로템 분기별 실적 추이



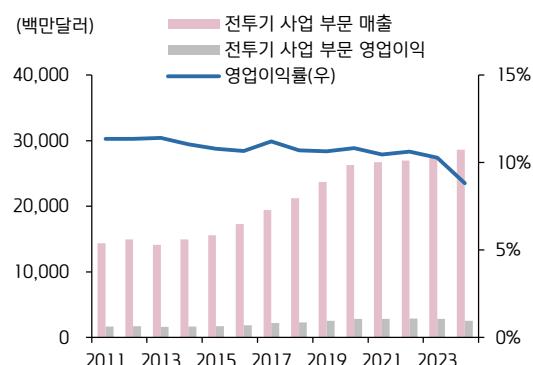
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

현대로템 폴란드향 K2 납품 추이



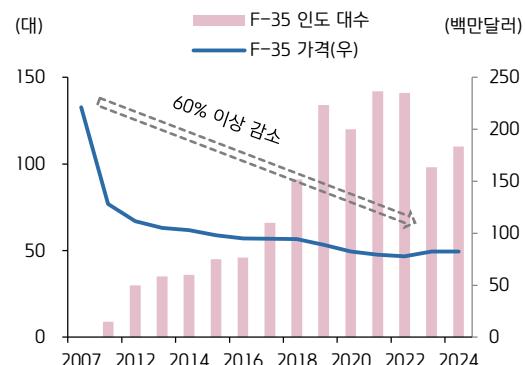
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

록히드마틴 전투기 사업 부문 실적 추이



자료: Bloomberg, LMT, 키움증권 리서치센터

연도별 F-35 인도 대수 추이 및 가격 변화



자료: LMT, JSF, 키움증권 리서치센터

국내외 언론 보도를 종합해 봤을 때 25년 이후에도 유럽, 중동, 아태, 남미 일부 지역을 중심으로 국내 방산 업체들의 수출 사업들은 활발하게 진행될 것으로 예상된다. 또한, 레드백, 수리온, KF-21, L-SAM 등 새롭게 수출 라인업에 추가된 무기체계들도 늘어나고 있어 중장기적으로 국내 방위 산업에 긍정적인 영향이 기대된다.

2025년 이후 국내 방산업체 기대 수출 사업

| 기업 | 무기 | 국가 | 내용 |
|-----------|-------|--------------------|--|
| 한화에어로스페이스 | 천무 | 인도 | 군 현대화 계획의 일환으로 K9 100문 추가 도입 추진 |
| | | 베트남 | 올해 2월 베트남 국방장관의 방한을 계기로 K9 도입 관심 |
| | | 미국 | 자주포 현대화 사업(SPH-M) 진행, 5개의 후보군 중 하나로 선정 |
| | | 이집트 | 이집트 국방생산부(MoMP)와 천무 수출 협상 중 |
| | | 노르웨이 | 28년까지 총 16대의 장거리 로켓 도입 계획, 천무 유력 후보 |
| | 레드백 | 에스토니아 | 美 HIMARS 공급 차질에 대한 대안으로 천무 검토 |
| | | 중동 | 사우디, UAE 등에서 운용 중으로 추가 구매 논의 |
| | | 루마니아 | 약 300대 규모의 보평전투장갑차량(IFV) 도입 사업 추진 |
| | | 폴란드, 브라질 | IFV 도입 검토, 레드백 후보군 포함 |
| | | 이집트 | 36대 규모 수출 협상 진행 중, 26년 계약 체결 기대 |
| 한국항공우주 | FA-50 | 우즈베키스탄 | 약 1.1 조원 규모의 FA-50 14대 수주 기대 |
| | | 필리핀 | 2015년 이후 FA-50 12대 추가 도입 예상 |
| | | 페루 | FA-50 20~40대 수주 계약 논의 중, KF-21에도 관심 표명 |
| | | 말레이시아 | FA-50 18대 규모의 2차 사업 추진 |
| | | 수리온 | UAE/이라크 총 1.7조원 규모의 회전익 수출 계약 체결 기대 |
| | KF-21 | 사우디, 필리핀, 폴란드, UAE | KF-21 사업 참여 희망 |
| | | 폴란드 | 상반기 내 잔여 물량 820대 중 약 180대 규모의 2차 계약 기대 |
| | | 루마니아 | 신형 전차 250~300대 도입, 약 50대 규모의 1차 수출 계약 기대 |
| | | 중동 | 중동 지역용 K2 전차 성능 개량 사업 진행하며 수출 추진 |
| | | 페루 | 군 현대화 사업의 일환으로 K2 및 K808 후속 물량 수출 계약 기대 |
| LIG넥스원 | 비궁 | 미국 | 미 FCT 프로그램 통과, 25년 수출 계약 체결 기대 |
| | 해궁 | 말레이시아 | 3척의 연안 초계함(LMS)에 탑재할 대공미사일로 도입 검토 |
| | L-SAM | 중동 | 25년 L-SAM 국내 양산 계약 체결 이후 수출 추진 전망 |

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

AI 기술을 접목시켜 강화될 수출 경쟁력

러-우 전쟁 이후 글로벌 방위 산업의 핵심은 AI 기술 역량이다. 중장기적인 관점에서 국내 방산 업체들이 지속적으로 글로벌 시장에서 수출 경쟁력을 확보하기 위해서는 AI 기술 경쟁력을 갖춰야 할 필요가 있다고 판단한다. 군 당국과 국내 방산 업체들은 AI 기술 역량을 확보하고 무기체계에 적용하기 위한 국방 사업과 자체 투자를 더 확대할 것이다.

향후 AI 기술 개발 사업들이 순조롭게 진행되어 무기체계에 적용된다면 KF-21의 수출 경쟁력이 크게 상승할 것으로 전망한다. 한국항공우주는 개발 완료된 4.5세대 전투기 KF-21 플랫폼에 무인기, 위성 등을 더해 유무인 복합체계를 완성할 계획이다. 전투기, 무인 시스템, 위성 등 항공우주 전 부문을 아우르는 사업이기 때문에 글로벌 시장에서 경쟁력 확보할 수 있을 것으로 기대한다. AI 파일럿 등 자체 SW 기술도 함께 개발하고 있어 공중 유무인 복합체계의 완성도를 높일 수 있을 것으로 전망한다.

또한, 이미 글로벌 베스트셀러로 인정받고 있는 한화에어로스페이스의 자주포도 K9A3 성능 개량 사업을 통해 글로벌 시장에서 입지를 더욱 굳힐 수 있을 것으로 전망한다. K9A3은 상황에 따라 소수의 인원 또는 무인으로 운영이 가능하기 때문에 지난 모델 대비 비교 우위를 가질 수 있을 것으로 판단한다. 현대로템도 AI 기반 다목적 무인 차량, 4족 보행 로봇 체계 개발 등 전차 이외의 제품을 개발하며 향후 수출 파이프라인 확대가 기대된다.

감시/정찰, 지휘통제 부문 사업을 담당하는 LIG넥스원과 한화시스템 역시 AI 기술을 접목하여 수출 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 판단한다. 지휘통제 시스템은 유무인 체계를 구축하기 위한 핵심 기반으로 AI 기술을 접목하여 무기체계 플랫폼의 경쟁력을 확대할 수 있다. 최근 전략적인 가치가 증가하고 있는 드론 관련 사업들도 점차 확대될 것으로 전망한다. 무인 드론 운영 체계, 대 드론 방어 체계 등은 AI 기술이 가장 빠르게 채택되고 있는 분야이다. 중장기적으로 드론 사업 부문의 성장세가 기대된다. 이 외에도 무인수상정 제품을 확보하고 있어 해양 유무인 복합체계 사업이 확대된다면 기회가 될 것이다.

국내 방산 5사 AI 관련 사업 추진 현황

| 기업 | 추진 사업 | 내용 |
|-----------|--------------|---|
| 한화에어로스페이스 | AI 다목적 무인 차량 | AI 기반 다목적 무인 차량 '아리온스텟' 개발 물자 운반, 부상자 후송과 같은 병력 보조 및 감시 정찰, 수색 등 임무에 활용 개인화기원격사격통제시스템(RCWS) 탑재 |
| | K9A3 | K9 자주포 원격 무인화 성능 개량 사업 추진 원격 통제 기술, 자율주행 기술, 원격 임무 수행 기술 등 개발 |
| 현대로템 | AI 다목적 무인 차량 | AI 기반 다목적 무인 차량 'HR-세르파' 개발 21년에 최초 군납 이후 꾸준한 성능 개량을 거쳐 현재 4세대 모델 개발 완료 휴전선 근처 GOP에서 물자 운송에 활용 |
| | 차세대 주력 전차 | AI 기반 차량운용체계와 정보통신 기술을 통한 유무인 복합 운용 적용 정찰용 드론, 원격사격통제체계(RCWS), 능동방어장치 탑재 |
| | 로봇 | 레인보우로보틱스와 협력하여 군용 4족 보행 로봇 개발 사업 수주 대테러작전전용 다족보행로봇 개발 로봇팔, 원격무장통제장치, 체온측정장치 등 다양한 임무 장비 탑재 |
| 한국항공우주 | 6세대 전투기 플랫폼 | 전투기와 무인기, 위성이 연계된 차세대 공중전투체계(NACS) 접목 AI·항전연구센터에서 AI 파일럿, 무인화, 자율주행 기술 등 내재화 KF-21 Block II 플랫폼을 기반으로 2030년대부터 본격 개발 추진 |
| | 무인항공기 | 차기 군단 무인기 Block II, 다목적 소형 무인기 등 개발 고정익, 회전익 등 전투기와 유·무인 복합체계(MUM-T) 적용 |
| | AI 파일럿 | 임무 계획 및 실행을 자율적으로 결정하는 단계의 AI 조종사 개발 목표 27년 FA-50에 AI 파일럿 탑재해 실증 사업 추진 |
| LIG넥스원 | 무인수상정 | 방위사업청으로부터 정찰용 무인수상정 체계 개발 사업 수주 해군 전진기지와 주요 항만에 대한 감시 정찰 및 현장 대응 수행 해양 유·무인 복합 체계 '네이비 씨 고스트' 적용 15년부터 연구해온 '해감' 시리즈의 연장선으로 비공 발사대 탑재 테스트 완료 |
| | 스마트 무장 솔루션 | 한국형 소총에 장착되는 다목적 발사기, 초소형 유도탄, 레이저 소총, 원격사격통제체계(RCWS) 등 군 정예화를 위한 무장 솔루션 개발 |
| | 로봇 | 美 4족 보행 로봇 전문 기업 고스트로보틱스의 지분 60% 인수 방산용 4족 보행 로봇인 '비전60' 개발 탐색/구조/감시 등 다양한 분야에 활용, 무기 탑재를 통해 공격 임무 수행 가능 |
| 한화시스템 | 무인수상정 | 군집제어, 자율항해, 장애물 회피 기동 등 AI 기반 무인수상정 개발 연안/수중감시 및 탐색, 해양 환경 조사 등 군·민수용 복합 임무 수행 가능 |
| | 드론/ 대 드론 체계 | 군집/자율주행 등 기술 역량을 확보하고 소형 공격형 드론 체계 개발 다계층 복합방호/AI 식별 등 역량을 보유한 대 드론 방호 시스템 개발 |

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

>>> Appendix. Peer Table

방위 산업 국내외 Peer Earnings table

(단위: 십억원, %)

| | 시가총액 | 매출액 | | 영업이익 | | 영업이익률 | |
|-----------------------|---------|---------|---------|--------|--------|-------|-------|
| | | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| 한국 | | | | | | | |
| 한화에어로스페이스 | 30,631 | 18,281 | 20,329 | 2,388 | 2,826 | 13.1 | 13.9 |
| 현대로템 | 9,343 | 5,593 | 6,027 | 794 | 818 | 14.2 | 13.6 |
| LIG 넥스원 | 6,468 | 3,764 | 4,493 | 317 | 422 | 8.4 | 9.4 |
| 한화시스템 | 5,979 | 3,415 | 3,922 | 234 | 312 | 6.9 | 8.0 |
| 한국항공우주 | 5,849 | 4,239 | 5,326 | 331 | 468 | 7.8 | 8.8 |
| 미국 | | | | | | | |
| Raytheon | 243,253 | 120,971 | 127,858 | 15,826 | 17,441 | 13.1 | 13.6 |
| Boeing | 191,748 | 120,885 | 140,392 | 1,921 | 8,428 | 1.6 | 6.0 |
| Lockheed Martin | 151,375 | 106,369 | 110,445 | 12,878 | 13,399 | 12.1 | 12.1 |
| General Dynamics | 96,886 | 71,883 | 75,057 | 7,427 | 8,192 | 10.3 | 10.9 |
| Northrop Grumman | 95,696 | 60,612 | 63,296 | 6,915 | 6,933 | 11.4 | 11.0 |
| L3Harris Technologies | 55,080 | 31,607 | 32,886 | 4,836 | 5,214 | 15.3 | 15.9 |
| EU | | | | | | | |
| Airbus | 196,023 | 113,269 | 126,734 | 10,593 | 12,799 | 9.4 | 10.1 |
| Safran | 156,485 | 46,597 | 51,736 | 7,346 | 8,498 | 15.8 | 16.4 |
| BAE Systems | 74,620 | 55,320 | 58,739 | 5,975 | 6,440 | 10.8 | 11.0 |
| Rheinmetall | 63,114 | 14,981 | 19,001 | 2,111 | 2,952 | 14.1 | 15.5 |
| Thales | 58,793 | 30,229 | 32,482 | 3,540 | 4,004 | 11.7 | 12.3 |
| Leonardo | 32,026 | 27,553 | 29,163 | 2,316 | 2,715 | 8.4 | 9.3 |
| SAAB | 22,799 | 9,952 | 11,460 | 958 | 1,178 | 9.6 | 10.3 |

자료: Bloomberg (2/26) consensus, 키움증권 리서치센터

방위 산업 국내외 Peer Valuation table

(단위: x, %)

| | P/E | | P/B | | ROE | | EV/EBITDA | |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-----------|-------|
| | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| 한국 | | | | | | | | |
| 한화에어로스페이스 | 20.5 | 16.8 | 4.3 | 3.5 | 24.4 | 23.5 | 11.8 | 9.5 |
| 현대로템 | 14.6 | 13.8 | 3.5 | 2.8 | 27.1 | 22.8 | 9.5 | 8.7 |
| LIG 넥스원 | 23.1 | 17.5 | 4.5 | 3.7 | 21.2 | 23.8 | 15.3 | 11.1 |
| 한화시스템 | 29.4 | 21.7 | 2.3 | 2.1 | 8.5 | 10.5 | 15.3 | 12.5 |
| 한국항공우주 | 21.3 | 15.3 | 3.0 | 2.6 | 14.4 | 18.1 | 12.8 | 9.6 |
| 미국 | | | | | | | | |
| Raytheon | 20.8 | 18.7 | 2.7 | 2.6 | 13.1 | 14.1 | 14.8 | 13.4 |
| Boeing | N/A | 44.1 | N/A | N/A | 4.7 | -151.5 | 40.9 | 18.5 |
| Lockheed Martin | 16.3 | 15.1 | 14.8 | 13.2 | 93.6 | 94.3 | 11.8 | 11.2 |
| General Dynamics | 16.8 | 14.9 | 2.9 | 2.7 | 18.1 | 19.4 | 12.1 | 11.0 |
| Northrop Grumman | 16.4 | 15.9 | 4.2 | 4.0 | 25.8 | 25.1 | 12.6 | 12.3 |
| L3Harris Technologies | 16.7 | 14.9 | 1.9 | 1.9 | 10.5 | 12.1 | 12.4 | 11.4 |
| EU | | | | | | | | |
| Airbus | 24.8 | 20.4 | 5.7 | 4.9 | 24.8 | 26.0 | 12.0 | 10.2 |
| Safran | 29.8 | 24.8 | 7.5 | 6.5 | 26.5 | 27.4 | 16.4 | 14.1 |
| BAE Systems | 17.9 | 16.1 | 3.3 | 3.0 | 18.7 | 19.1 | 11.3 | 10.5 |
| Rheinmetall | 45.8 | 32.4 | 10.7 | 8.6 | 24.8 | 29.2 | 23.5 | 17.3 |
| Thales | 22.6 | 20.2 | 5.1 | 4.6 | 23.6 | 23.1 | 13.4 | 11.6 |
| Leonardo | 21.5 | 18.3 | 2.3 | 2.0 | 11.0 | 11.7 | 10.2 | 9.0 |
| SAAB | 30.8 | 25.0 | 4.2 | 3.7 | 14.2 | 15.6 | 16.9 | 13.5 |

자료: Bloomberg (2/26) consensus, 키움증권 리서치센터



기업분석

한화에어로스페이스 (012450) BUY(Maintain)/목표주가 810,000원
탄탄한 수주 파이프라인

현대로템 (064350) BUY(Maintain)/목표주가 125,000원
달리는 전차에 올라타기

LIG넥스원 (079550) BUY(Maintain)/목표주가 380,000원
견고한 펀더멘털

한화시스템 (272210) Outperform(Downgrade)/목표주가 36,000원
올해도 이어지는 성장세

한국항공우주 (047810) BUY(Maintain)/목표주가 74,000원
날아오르기 위한 준비

코난테크놀로지 (402030) Not Rated
25년, 국방 AI 사업 성과 주목

마음AI (377480) Not Rated
국방으로도 진출하는 WoRV

한화에어로스페이스 (012450)



BUY(Maintain)

목표주가 810,000원(상향)

주가(2/26) 672,000원

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결
gksruf9212@kiwoom.com

동사는 AI 다목적 무인 차량 '아리온스멘', K9 자주포 성능 개량 모델인 'K9A3' 등 AI 기술을 도입한 무기체계를 꾸준히 개발하고 있다. 올해 초부터 K9/천무/레드백 등 동사의 다양한 수출 제품 라인업을 기반으로 여러 해외 사업들이 진행되고 있다. 유럽, 중동, 아시아태평양 지역에서 동사의 무기체계에 대한 관심이 증가하고 있다. 목표주가를 810,000원으로 상향하고 투자의견 BUY를 유지한다.

Stock Data

| | |
|--------------|---------------------------|
| KOSPI (2/26) | 2,641.09pt |
| 시가총액 | 306,305억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 최저가 |
| | 680,000 원 154,100원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -1.2% 336.1% |
| 주가수익률 | 절대 상대 |
| 1M | 63.3% |
| 6M | 142.2% |
| 1Y | 304.3% |
| | 56.9% 147.4% 305.2% |

Company Data

| | |
|-------------|-----------|
| 발행주식수 | 45,581 천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 482천주 |
| 외국인 지분율 | 45.5% |
| 배당수익률(24E) | 0.6% |
| BPS(24E) | 119,846원 |
| 주요 주주 | 한화 외 2인 |
| | 34.0% |

Price Trend



탄탄한 수주 파이프라인

>>> 꾸준히 진행중인 AI 기반 사업들

동사는 AI 다목적 무인 차량 '아리온스멘'을 개발하였다. 아리온스멘은 원격사격통제시스템과 각종 센서 장비가 탑재되어 있어 주변 환경을 식별하고 이에 따른 자율적인 전투 상황 판단이 가능하다. 또한, 2030년 완성을 목표로 AI 자주포인 'K9A3' 성능 개량 사업을 추진하고 있다. 원격사격통제시스템과 자율주행 기술, 원격 임무 수행 기술 등이 탑재되어 있다. K9A3은 탑승인원이 1명 또는 무인으로 운영되기 때문에 기존 자주포의 탑승 인원인 5명 대비 효율적인 운영이 가능하다.

>>> 가장 풍부한 수출 파이프라인 보유

올해 초부터 K9/천무/레드백 등 동사의 다양한 수출 제품 라인업을 기반으로 다양한 해외 수주 사업들이 진행되고 있다. 유럽, 중동, 아시아태평양 지역에서 동사의 제품에 관심을 가지고 있어 해외 수주 확대가 기대된다. K9은 베트남, 인도 등이 거론되고 있고, 천무는 중동, 에스토니아, 노르웨이, 아랍에미리트 등이 관심을 가지고 있다. 레드백 또한 루마니아 IFV 사업에 참여하고 있어 수주가 기대된다. 탄약도 부족한 글로벌 재고로 인해 관심이 증가하고 지상방산 부문의 전반적인 수출 상승세가 전망된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 810,000원

| (십억원, IFRS 연결) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025F | 2026F |
|----------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 7,060.4 | 9,359.0 | 11,246.2 | 26,254.7 | 28,516.7 |
| 영업이익 | 400.3 | 691.1 | 1,724.7 | 2,844.7 | 3,593.8 |
| EBITDA | 663.1 | 1,030.2 | 2,078.8 | 3,194.4 | 3,939.5 |
| 세전이익 | 195.4 | 1,214.8 | 2,649.2 | 2,760.0 | 3,592.5 |
| 순이익 | 146.6 | 976.9 | 2,545.1 | 2,092.1 | 2,723.1 |
| 지배주주지분순이익 | 195.4 | 817.5 | 2,294.6 | 1,650.3 | 2,044.9 |
| EPS(원) | 3,858 | 16,147 | 50,340 | 36,207 | 44,863 |
| 증감률(% YoY) | -22.7 | 318.5 | 211.8 | -28.1 | 23.9 |
| PER(배) | 19.1 | 7.7 | 6.5 | 18.8 | 15.2 |
| PBR(배) | 1.30 | 1.79 | 2.72 | 4.57 | 3.65 |
| EV/EBITDA(배) | 8.0 | 9.5 | 8.3 | 11.1 | 8.7 |
| 영업이익률(%) | 5.7 | 7.4 | 15.3 | 10.8 | 12.6 |
| ROE(%) | 6.8 | 25.6 | 51.0 | 27.0 | 26.8 |
| 순차입금비율(%) | 12.7 | 50.0 | 13.5 | 30.2 | 6.6 |

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|----------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 7,060.4 | 9,359.0 | 11,246.2 | 26,254.7 | 28,516.7 |
| 매출원가 | 5,548.6 | 7,221.2 | 7,853.8 | 21,175.8 | 22,323.0 |
| 매출총이익 | 1,511.8 | 2,137.8 | 3,392.4 | 5,079.0 | 6,193.8 |
| 판관비 | 1,111.4 | 1,446.7 | 1,667.7 | 2,234.2 | 2,599.9 |
| 영업이익 | 400.3 | 691.1 | 1,724.7 | 2,844.7 | 3,593.8 |
| EBITDA | 663.1 | 1,030.2 | 2,078.8 | 3,194.4 | 3,939.5 |
| 영업외손익 | -205.0 | 523.7 | 924.5 | -84.7 | -1.4 |
| 이자수익 | 48.0 | 84.8 | 147.7 | 73.1 | 156.5 |
| 이자비용 | 85.1 | 169.8 | 169.8 | 169.8 | 169.8 |
| 외환관련이익 | 231.3 | 296.9 | 270.8 | 270.8 | 270.8 |
| 외환관련손실 | 280.1 | 288.9 | 244.2 | 244.2 | 244.2 |
| 종속 및 관계기업손익 | -21.0 | 15.8 | 15.8 | 15.8 | 15.8 |
| 기타 | -98.1 | 584.9 | 904.2 | -30.4 | -30.5 |
| 법인세차감전이익 | 195.4 | 1,214.8 | 2,649.2 | 2,760.0 | 3,592.5 |
| 법인세비용 | 74.7 | 237.9 | 104.1 | 667.9 | 869.4 |
| 계속사업손손익 | 120.7 | 976.9 | 2,545.1 | 2,092.1 | 2,723.1 |
| 당기순이익 | 146.6 | 976.9 | 2,545.1 | 2,092.1 | 2,723.1 |
| 지배주주순이익 | 195.4 | 817.5 | 2,294.6 | 1,650.3 | 2,044.9 |
| 증감율 및 수익성 (%) | | | | | |
| 매출액 증감율 | 27.4 | 32.6 | 20.2 | 133.5 | 8.6 |
| 영업이익 증감율 | 44.5 | 72.6 | 149.6 | 64.9 | 26.3 |
| EBITDA 증감율 | 28.9 | 55.4 | 101.8 | 53.7 | 23.3 |
| 지배주주순이익 증감율 | -22.6 | 318.4 | 180.7 | -28.1 | 23.9 |
| EPS 증감율 | -22.7 | 318.5 | 211.8 | -28.1 | 23.9 |
| 매출총이익률(%) | 21.4 | 22.8 | 30.2 | 19.3 | 21.7 |
| 영업이익률(%) | 5.7 | 7.4 | 15.3 | 10.8 | 12.6 |
| EBITDA Margin(%) | 9.4 | 11.0 | 18.5 | 12.2 | 13.8 |
| 지배주주순이익률(%) | 2.8 | 8.7 | 20.4 | 6.3 | 7.2 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동 현금흐름 | 1,524.3 | 1,390.2 | 2,655.9 | -478.3 | 3,067.5 |
| 당기순이익 | 0.0 | 0.0 | 2,545.1 | 2,092.1 | 2,723.1 |
| 비현금항목의 가감 | 678.3 | -67.7 | -243.8 | 390.2 | 504.3 |
| 유형자산감가상각비 | 180.7 | 260.8 | 272.0 | 263.5 | 256.1 |
| 무형자산감가상각비 | 82.1 | 78.3 | 82.1 | 86.2 | 89.6 |
| 지분법평가손익 | -21.0 | -61.0 | -15.8 | -15.8 | -15.8 |
| 기타 | 436.5 | -345.8 | -582.1 | 56.3 | 174.4 |
| 영업활동자산부채증감 | 793.6 | 462.0 | -734.0 | -3,410.7 | -492.0 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -305.0 | -582.6 | -427.2 | -3,397.5 | -512.0 |
| 재고자산의감소 | -277.3 | -713.5 | -578.4 | -1,631.8 | -437.6 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 225.9 | 243.7 | 473.5 | 1,848.9 | 709.1 |
| 기타 | 1,150.0 | 1,514.4 | -201.9 | -230.3 | -251.5 |
| 기타현금흐름 | 52.4 | 995.9 | 1,088.6 | 450.1 | 332.1 |
| 투자활동 현금흐름 | -1,224.9 | -3,029.1 | 137.2 | 131.4 | 118.5 |
| 유형자산의 취득 | -196.7 | -453.4 | -223.7 | -221.2 | -219.0 |
| 유형자산의 처분 | 5.2 | 3.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -148.0 | -117.8 | -141.5 | -135.8 | -131.7 |
| 투자자산의감소(증가) | -404.5 | -3,034.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | -36.5 | 33.7 | -37.6 | -51.6 | -70.8 |
| 기타 | -444.4 | 540.0 | 540.0 | 540.0 | 540.0 |
| 재무활동 현금흐름 | 216.1 | 367.8 | -188.5 | -154.1 | -154.1 |
| 차입금의 증가(감소) | 298.5 | 490.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본금·자본잉여금의 증가(감소) | 0.0 | 0.0 | -25.2 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -35.4 | -50.6 | -91.0 | -81.8 | -81.8 |
| 기타 | -47.0 | -72.2 | -72.3 | -72.3 | -72.3 |
| 기타현금흐름 | 26.2 | 7.7 | -1,227.4 | -1,227.4 | -1,227.4 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | 541.8 | -1,263.5 | 1,377.2 | -1,728.3 | 1,804.5 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 2,528.1 | 3,069.8 | 1,806.4 | 3,183.6 | 1,455.3 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 3,069.8 | 1,806.4 | 3,183.6 | 1,455.3 | 3,259.8 |

자료: 기금증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 유동자산 | 8,507.7 | 9,192.0 | 11,823.4 | 15,406.3 | 18,482.8 |
| 현금 및 현금성자산 | 3,069.8 | 1,806.4 | 3,183.5 | 1,455.3 | 3,259.8 |
| 단기금융자산 | 134.4 | 100.7 | 138.3 | 189.8 | 260.6 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,542.7 | 2,118.6 | 2,545.8 | 5,943.3 | 6,455.3 |
| 재고자산 | 2,163.0 | 2,868.6 | 3,447.0 | 5,078.8 | 5,516.3 |
| 기타유동자산 | 1,597.8 | 2,297.7 | 2,508.8 | 2,739.1 | 2,990.8 |
| 비유동자산 | 6,644.1 | 10,350.9 | 10,377.8 | 10,400.9 | 10,421.7 |
| 투자자산 | 855.0 | 3,905.6 | 3,921.4 | 3,937.2 | 3,952.9 |
| 유형자산 | 3,018.0 | 3,410.3 | 3,362.0 | 3,319.7 | 3,282.6 |
| 무형자산 | 2,132.6 | 2,202.8 | 2,262.3 | 2,311.9 | 2,354.0 |
| 기타비유동자산 | 638.5 | 832.2 | 832.1 | 832.1 | 832.2 |
| 자산총계 | 15,151.8 | 19,542.9 | 22,201.2 | 25,807.2 | 28,904.5 |
| 유동부채 | 8,222.9 | 12,076.6 | 12,550.1 | 14,398.9 | 15,108.1 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,300.9 | 1,879.3 | 2,352.8 | 4,201.6 | 4,910.8 |
| 단기금융부채 | 1,785.9 | 2,615.1 | 2,615.1 | 2,615.1 | 2,615.1 |
| 기타유동부채 | 5,136.1 | 7,582.2 | 7,582.2 | 7,582.2 | 7,582.2 |
| 비유동부채 | 3,010.6 | 2,782.1 | 2,782.1 | 2,782.1 | 2,782.1 |
| 장기금융부채 | 1,917.1 | 1,635.3 | 1,635.3 | 1,635.3 | 1,635.3 |
| 기타비유동부채 | 1,093.5 | 1,146.8 | 1,146.8 | 1,146.8 | 1,146.8 |
| 부채총계 | 11,233.5 | 14,858.7 | 15,332.1 | 17,181.0 | 17,890.1 |
| 지배자분 | 2,857.4 | 3,528.4 | 5,462.7 | 6,778.1 | 8,488.1 |
| 자본금 | 265.7 | 265.7 | 240.4 | 240.4 | 240.4 |
| 자본잉여금 | 217.1 | 191.8 | 191.8 | 191.8 | 191.8 |
| 기타자본 | -2.2 | -2.2 | -2.2 | -2.2 | -2.2 |
| 기타포괄손익누계액 | 362.2 | 445.7 | 192.5 | -60.6 | -313.7 |
| 이익잉여금 | 2,014.6 | 2,627.4 | 4,840.1 | 6,408.7 | 8,371.7 |
| 비지배자분 | 1,061.0 | 1,155.9 | 1,406.4 | 1,848.1 | 2,526.3 |
| 자본총계 | 3,918.3 | 4,684.2 | 6,869.1 | 8,626.3 | 11,014.4 |

투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|-----------------|---------|---------|---------|----------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 3,858 | 16,147 | 50,340 | 36,207 | 44,863 |
| BPS | 56,436 | 69,689 | 119,846 | 148,705 | 186,219 |
| CFPS | 16,292 | 17,957 | 50,489 | 54,458 | 70,805 |
| DPS | 1,000 | 1,800 | 1,800 | 1,800 | 1,800 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 19.1 | 7.7 | 6.5 | 18.8 | 15.2 |
| PER(최고) | 22.5 | 9.4 | 8.4 | | |
| PER(최저) | 10.6 | 4.1 | 2.5 | | |
| PBR | 1.30 | 1.79 | 2.72 | 4.57 | 3.65 |
| PBR(최고) | 1.54 | 2.17 | 3.55 | | |
| PBR(최저) | 0.72 | 0.94 | 1.04 | | |
| PSR | 0.53 | 0.67 | 1.32 | 1.18 | 1.09 |
| PCFR | 4.5 | 6.9 | 6.5 | 12.5 | 9.6 |
| EV/EBITDA | 8.0 | 9.5 | 8.3 | 11.1 | 8.7 |
| 주요비율(%) | | | | | |
| 배당성향(%보통주,현금) | 34.5 | 9.3 | 3.2 | 3.9 | 3.0 |
| 배당수익률(%보통주,현금) | 1.4 | 1.4 | 0.6 | 0.3 | 0.3 |
| ROA | 1.1 | 5.6 | 12.2 | 8.7 | 10.0 |
| ROE | 6.8 | 25.6 | 51.0 | 27.0 | 26.8 |
| ROI | 3.9 | 14.4 | 37.6 | 33.2 | 32.3 |
| 매출채권회전율 | 5.5 | 5.1 | 4.8 | 6.2 | 4.6 |
| 재고자산회전율 | 3.7 | 3.7 | 3.6 | 6.2 | 5.4 |
| 부채비율 | 286.7 | 317.2 | 223.2 | 199.2 | 162.4 |
| 순차입금비율 | 12.7 | 50.0 | 13.5 | 30.2 | 6.6 |
| 이자보상배율,현금 | 4.7 | 4.1 | 10.2 | 16.8 | 21.2 |
| 총차입금 | 3,703.0 | 4,250.5 | 4,250.5 | 4,250.5 | 4,250.5 |
| 순차입금 | 498.7 | 2,343.4 | 928.7 | 2,605.4 | 730.1 |
| EBITDA | 663.1 | 1,030.2 | 2,078.8 | 3,194.4 | 3,939.5 |
| FCF | 886.0 | 841.0 | 911.7 | -1,261.8 | 2,227.1 |

현대로템 (064350)



BUY(Maintain)

목표주가 125,000원(상향)

주가(2/26) 85,600원

조선/기계/방산/항공우주 **Analyst** 이한결
gksruf9212@kiwoom.com

동사는 AI 다목적 무인 차량 'HR-세르파'를 한국군에 납품한 레퍼런스를 보유하고 있다. 또한, 최근 4세대로 성능 개량한 HR-세르파를 앞세워 한국군의 다목적 무인 차량 양산 사업 수주가 기대된다. 4족 보행 로봇 개발 사업도 추진하고 있어 다양한 제품 라인업 확보가 예상된다. 연내 폴란드와 2차 계약 체결도 긍정적인 상황이다. 목표주를 125,000원으로 상향하고 투자의견 BUY를 유지한다.

Stock Data

| | |
|--------------|---|
| KOSPI (2/26) | 2,641.09pt |
| 시가총액 | 93,426억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 91,000 원 최저가 30,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -5.9% 185.3% |
| 주가수익률 | 절대 상대 1M 44.6% 6M 59.4% 1Y 155.9% |
| | 38.9% 62.8% 156.5% |

Company Data

| | |
|-------------|------------|
| 발행주식수 | 109,142 천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 2,020천주 |
| 외국인 지분율 | 31.8% |
| 배당수익률(24E) | 0.4% |
| BPS(24E) | 18,907원 |
| 주요 주주 | 현대자동차 외 3인 |
| | 33.8% |

Price Trend



달리는 전차에 올라타기

>>> AI 무인 차량, 로봇 등 신사업 확대

동사는 AI 다목적 무인 차량 'HR-세르파' 시리즈를 개발 및 생산하고 있다. 21년도에 최초로 한국군에 납품한 레퍼런스를 보유하고 있고 지속적인 성능 개량을 거쳐 현재는 4세대 모델을 개발 완료하였다. 4세대 HR-세르파는 자율주행, 원격사격통제체계 등을 탑재해 감시/정찰, 물자 운송, 기동 타격 등 다양한 임무 수행이 가능하다. 올해 한국군의 다목적 무인 차량 양산 사업의 사업자 선정이 예상되는 가운데 수주가 기대된다. 또한, 동사는 렌인보우로보틱스와 협력하여 군용 4족 보행 로봇을 개발하고 있다.

>>> 상반기 내 폴란드 2차 계약 체결 기대

폴란드가 최근 EU 기금을 활용해 무기 구매 확대를 검토하고 있는 것으로 파악된다. 또한, 올해 2월 폴란드 군 관계자가 현지 K2 전차 생산 공장에 대한 실사를 마친 것으로 보도되고 있다. 상반기 내 폴란드와의 2차 계약 체결을 기대한다. 2차 계약은 180대 규모의 K2 전차와 81대의 지원 차량으로 구성될 것으로 추정한다. 2차 계약이 체결된다면 디펜스솔루션 부문의 수주잔고는 3배 가까이 확대될 것으로 전망된다. 이에 26년에도 폴란드 향 수출 매출 증가에 힘입어 중장기 실적 개선세가 지속될 것으로 판단한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 125,000원

| (실현률, IFRS 연결) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025F | 2026F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 3,163.3 | 3,587.4 | 4,376.6 | 5,345.8 | 6,723.8 |
| 영업이익 | 147.5 | 210.0 | 456.6 | 854.7 | 1,098.1 |
| EBITDA | 185.8 | 250.0 | 501.2 | 902.8 | 1,150.6 |
| 세전이익 | 103.9 | 180.8 | 509.6 | 876.2 | 1,140.0 |
| 순이익 | 194.5 | 156.8 | 405.3 | 700.9 | 912.0 |
| 지배주주지분순이익 | 197.8 | 161.0 | 406.8 | 703.5 | 915.3 |
| EPS(원) | 1,812 | 1,475 | 3,728 | 6,446 | 8,387 |
| 증감률(% YoY) | 197.4 | -18.6 | 152.6 | 72.9 | 30.1 |
| PER(배) | 15.7 | 18.0 | 13.3 | 13.8 | 10.6 |
| PBR(배) | 2.04 | 1.73 | 2.63 | 3.56 | 2.70 |
| EV/EBITDA(배) | 17.8 | 9.9 | 9.5 | 9.4 | 6.8 |
| 영업이익률(%) | 4.7 | 5.9 | 10.4 | 16.0 | 16.3 |
| ROE(%) | 14.1 | 10.1 | 21.7 | 29.3 | 28.9 |
| 순차입금비율(%) | 16.4 | -24.5 | -31.7 | -42.9 | -52.1 |

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 3,163.3 | 3,587.4 | 4,376.6 | 5,345.8 | 6,723.8 |
| 매출원가 | 2,797.9 | 3,123.0 | 3,547.5 | 4,064.8 | 5,157.8 |
| 매출총이익 | 365.4 | 464.4 | 829.1 | 1,281.1 | 1,566.0 |
| 판관비 | 217.9 | 254.4 | 372.5 | 426.4 | 467.9 |
| 영업이익 | 147.5 | 210.0 | 456.6 | 854.7 | 1,098.1 |
| EBITDA | 185.8 | 250.0 | 501.2 | 902.8 | 1,150.6 |
| 영업외손익 | -43.6 | -29.2 | 53.0 | 21.5 | 41.9 |
| 이자수익 | 8.9 | 29.3 | 36.4 | 51.5 | 71.9 |
| 이자비용 | 41.2 | 28.9 | 28.9 | 28.9 | 28.9 |
| 외환관련이익 | 107.5 | 78.9 | 78.9 | 78.9 | 78.9 |
| 외환관련손실 | 119.0 | 98.1 | 98.1 | 98.1 | 98.1 |
| 종속 및 관계기업손익 | -0.1 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.2 |
| 기타 | 0.3 | -10.2 | 64.9 | 18.3 | 18.3 |
| 법인세차감전이익 | 103.9 | 180.8 | 509.6 | 876.2 | 1,140.0 |
| 법인세비용 | -90.7 | 24.1 | 104.3 | 175.2 | 228.0 |
| 계속사업순손익 | 194.5 | 156.8 | 405.3 | 700.9 | 912.0 |
| 당기순이익 | 194.5 | 156.8 | 405.3 | 700.9 | 912.0 |
| 지배주주순이익 | 197.8 | 161.0 | 406.8 | 703.5 | 915.3 |
| 증감율 및 수익성 (%) | | | | | |
| 매출액 증감율 | 10.1 | 13.4 | 22.0 | 22.1 | 25.8 |
| 영업이익 증감율 | 83.9 | 42.4 | 117.4 | 87.2 | 28.5 |
| EBITDA 증감율 | 61.2 | 34.6 | 100.5 | 80.1 | 27.4 |
| 지배주주순이익 증감율 | 197.4 | -18.6 | 152.7 | 72.9 | 30.1 |
| EPS 증감율 | 197.4 | -18.6 | 152.6 | 72.9 | 30.1 |
| 매출총이익률(%) | 11.6 | 12.9 | 18.9 | 24.0 | 23.3 |
| 영업이익률(%) | 4.7 | 5.9 | 10.4 | 16.0 | 16.3 |
| EBITDA Margin(%) | 5.9 | 7.0 | 11.5 | 16.9 | 17.1 |
| 지배주주순이익률(%) | 6.3 | 4.5 | 9.3 | 13.2 | 13.6 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름 | 716.2 | 734.2 | 363.7 | 661.0 | 859.5 |
| 당기순이익 | 194.5 | 156.8 | 405.3 | 700.9 | 912.0 |
| 비현금항목의 가감 | 59.2 | 155.8 | 168.0 | 227.3 | 264.1 |
| 유형자산감가상각비 | 25.5 | 27.4 | 29.9 | 33.1 | 36.9 |
| 무형자산감가상각비 | 12.8 | 12.5 | 14.7 | 15.0 | 15.7 |
| 지분법평가손익 | 0.1 | -1.0 | -0.2 | -0.2 | -0.2 |
| 기타 | 20.8 | 116.9 | 123.6 | 179.4 | 211.7 |
| 영업활동자산부채증감 | 497.4 | 437.4 | -112.9 | -114.6 | -131.6 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -48.8 | -93.4 | -89.1 | -109.5 | -155.6 |
| 재고자산의감소 | 167.5 | 130.8 | -59.1 | -72.6 | -103.2 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 42.2 | 212.1 | 213.7 | 259.7 | 339.9 |
| 기타 | 336.5 | 187.9 | -178.4 | -192.2 | -212.7 |
| 기타현금흐름 | -34.9 | -15.8 | -96.7 | -152.6 | -185.0 |
| 투자활동 현금흐름 | -429.0 | -270.4 | -98.2 | -112.6 | -120.2 |
| 유형자산의 취득 | -32.5 | -54.7 | -67.9 | -78.2 | -83.0 |
| 유형자산의 처분 | 1.0 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -15.2 | -26.1 | -16.5 | -19.2 | -20.6 |
| 투자자산의감소(증가) | -1.6 | -7.7 | -0.4 | -0.4 | -0.4 |
| 단기금융자산의감소(증가) | -387.6 | -197.2 | -28.3 | -29.6 | -31.0 |
| 기타 | 6.9 | 14.9 | 14.9 | 14.8 | 14.8 |
| 재무활동 현금흐름 | -97.1 | -576.3 | -11.2 | -22.1 | -33.1 |
| 차입금의 증가(감소) | -92.9 | -576.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본금·자본잉여금의 증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | 0.0 | 0.0 | -10.9 | -21.8 | -32.7 |
| 기타 | -4.2 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.4 |
| 기타현금흐름 | -3.8 | 2.6 | -42.2 | -42.2 | -42.2 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | 186.3 | -109.9 | 212.0 | 484.0 | 664.1 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 319.7 | 506.0 | 396.1 | 608.2 | 1,092.2 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 506.0 | 396.1 | 608.2 | 1,092.2 | 1,756.3 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|--------------------|---------|---------|---------|----------|---------------|
| 유동자산 | 3,318.6 | 3,690.2 | 4,246.1 | 5,123.1 | 6,273.3 |
| 현금 및 현금성자산 | 506.0 | 396.1 | 608.2 | 1,092.2 | 1,756.3 |
| 단기금융자산 | 404.8 | 602.0 | 630.3 | 659.9 | 690.9 |
| 매출채권 및 기타채권 | 308.6 | 405.1 | 494.3 | 603.7 | 759.3 |
| 재고자산 | 235.5 | 268.7 | 327.8 | 400.4 | 503.6 |
| 기타유동자산 | 1,863.7 | 2,018.3 | 2,185.5 | 2,366.9 | 2,563.2 |
| 비유동자산 | 1,505.3 | 1,551.3 | 1,591.3 | 1,640.9 | 1,692.2 |
| 투자자산 | 43.5 | 51.0 | 51.3 | 51.5 | 51.8 |
| 유형자산 | 1,200.3 | 1,234.4 | 1,272.3 | 1,317.4 | 1,363.6 |
| 무형자산 | 78.6 | 92.1 | 93.9 | 98.1 | 103.1 |
| 기타비유동자산 | 182.9 | 173.8 | 173.8 | 173.9 | 173.7 |
| 자산총계 | 4,823.9 | 5,241.5 | 5,837.4 | 6,764.0 | 7,965.5 |
| 유동부채 | 2,572.7 | 3,204.7 | 3,418.3 | 3,678.0 | 4,017.9 |
| 매입채무 및 기타채무 | 505.4 | 1,012.1 | 1,225.8 | 1,485.5 | 1,825.4 |
| 단기금융부채 | 702.9 | 338.6 | 338.6 | 338.6 | 338.6 |
| 기타유동부채 | 1,364.4 | 1,854.0 | 1,853.9 | 1,853.9 | 1,853.9 |
| 비유동부채 | 759.7 | 389.8 | 389.8 | 389.8 | 389.8 |
| 장기금융부채 | 452.5 | 256.4 | 256.4 | 256.4 | 256.4 |
| 기타비유동부채 | 307.2 | 133.4 | 133.4 | 133.4 | 133.4 |
| 부채총계 | 3,332.4 | 3,594.5 | 3,808.2 | 4,067.8 | 4,407.8 |
| 자본부분 | 1,520.3 | 1,679.9 | 2,063.6 | 2,733.1 | 3,598.0 |
| 자본금 | 545.7 | 545.7 | 545.7 | 545.7 | 545.7 |
| 자본잉여금 | 519.8 | 519.8 | 519.8 | 519.8 | 519.8 |
| 기타자본 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타포괄손익누계액 | 287.1 | 297.1 | 295.9 | 294.6 | 293.3 |
| 이익잉여금 | 167.7 | 317.2 | 702.2 | 1,373.0 | 2,239.2 |
| 비자본부분 | -28.9 | -32.9 | -34.4 | -37.0 | -40.3 |
| 자본총계 | 1,491.5 | 1,647.0 | 2,029.2 | 2,696.1 | 3,557.7 |
| 투자지표 | | | | | |
| | | | | | (단위: 원, %, 배) |
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,812 | 1,475 | 3,728 | 6,446 | 8,387 |
| BPS | 13,930 | 15,391 | 18,907 | 25,042 | 32,967 |
| CFPS | 2,325 | 2,864 | 5,253 | 8,505 | 10,775 |
| DPS | 0 | 100 | 200 | 300 | 450 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 15.7 | 18.0 | 13.3 | 13.8 | 10.6 |
| PER(최고) | 18.1 | 27.3 | 18.6 | | |
| PER(최저) | 9.7 | 15.6 | 6.8 | | |
| PBR | 2.04 | 1.73 | 2.63 | 3.56 | 2.70 |
| PBR(최고) | 2.36 | 2.62 | 3.68 | | |
| PBR(최저) | 1.27 | 1.50 | 1.34 | | |
| PSR | 0.98 | 0.81 | 1.24 | 1.82 | 1.45 |
| PCFR | 12.2 | 9.3 | 9.5 | 10.5 | 8.3 |
| EV/EBITDA | 17.8 | 9.9 | 9.5 | 9.4 | 6.8 |
| 주요비율(%) | | | | | |
| 배당성향(%), 보통주, 현금) | 0.0 | 7.0 | 5.4 | 4.7 | 5.4 |
| 배당수익률(%), 보통주, 현금) | 0.0 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.5 |
| ROA | 4.4 | 3.1 | 7.3 | 11.1 | 12.4 |
| ROE | 14.1 | 10.1 | 21.7 | 29.3 | 28.9 |
| ROI | 2.2 | 11.9 | 26.2 | 44.6 | 51.9 |
| 매출채권회전율 | 10.8 | 10.1 | 9.7 | 9.7 | 9.9 |
| 재고자산회전율 | 12.7 | 14.2 | 14.7 | 14.7 | 14.9 |
| 부채비율 | 223.4 | 218.2 | 187.7 | 150.9 | 123.9 |
| 순차입금비율 | 16.4 | -24.5 | -31.7 | -42.9 | -52.1 |
| 이자보상배율, 현금 | 3.6 | 7.3 | 15.8 | 29.6 | 38.0 |
| 총차입금 | 1,155.4 | 594.9 | 594.9 | 594.9 | 594.9 |
| 순차입금 | 244.6 | -403.2 | -643.6 | -1,157.2 | -1,852.3 |
| EBITDA | 185.8 | 250.0 | 501.2 | 902.8 | 1,150.6 |
| FCF | 536.7 | 594.3 | 210.6 | 519.8 | 695.8 |

LIG넥스원 (079550)



BUY(Maintain)

목표주가 380,000원

주가(2/26) 294,000원

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결
gksruf9212@kiwoom.com

동사는 무인수상정, 대 드론 체계, 로봇 등 다양한 AI 기반 신사업을 추진하고 있다. 24년말 기준 동사의 수주잔고는 약 20.1조원으로 23년말 대비 9.5% 성장하였다. 지난해 수주한 이라크 천궁II 사업이 반영되지 않았다. 현재 수주잔고로도 약 6년치 일감이 확보되어 있어 점진적인 수출 비중 상승에 따른 중장기 실적 개선세가 기대된다. 목표주가 380,000원과 투자의견 BUY를 유지한다.

Stock Data

| | |
|--------------|-----------------------|
| KOSPI (2/26) | 2,641.09pt |
| 시가총액 | 64,680억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 최저가 |
| | 312,500 원 133,400원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -5.9% 120.4% |
| 주가수익률 | 절대 상대 |
| 1M | 27.5% 22.5% |
| 6M | 51.9% 55.2% |
| 1Y | 117.8% 118.3% |

Company Data

| | |
|-------------|-----------|
| 발행주식수 | 22,000 천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 331천주 |
| 외국인 지분율 | 26.5% |
| 배당수익률(24E) | 1.1% |
| BPS(24E) | 54,420원 |
| 주요 주주 | 엘아이지 외 8인 |
| | 38.2% |

Price Trend



견고한 펀더멘털

>>> 다양한 AI 기반 방산 사업 확대

동사의 사업 분야 중 감시/정찰, 지휘통제 부문은 AI 기술 역량 확보가 중요하기 때문에 다양한 신사업들이 추진되고 있는 것으로 파악된다. 지난해 정찰용 무인수상정 체계 개발 사업을 수주하였다. 또한, AI 기반 드론 운용통제기술 및 대 드론 체계 개발도 향후 중요한 사업이 될 것으로 판단한다. 군 정예화 사업의 일환으로 원격사격통제체계 등 스마트 무장 솔루션도 개발하고 있다. 동사의 자회사인 고스트로보틱스에서 생산하는 군용 4족 보행 로봇인 '비전60'도 점차 쓰임새가 커질 것으로 기대한다.

>>> 탄탄한 수주잔고에 견조한 성장세 기대

24년말 기준 동사의 수주잔고는 약 20.1조원으로 23년말 대비 9.5% 성장하였다. 동사의 24년 매출은 약 3.2조원으로 6년치 이상의 일감이 확보되어 있다. 4Q24에 수주하였으나 수주잔고에 미반영된 이라크 천궁II 사업이 포함된다면 수주잔고는 24조원 수준이다. 양질의 수주를 기반으로 중장기 실적 성장세가 기대된다. 올해부터 UAE향 수출이 확대되고 내년부터는 사우디향 수출이 본격화 될 예정이다. 점진적인 수출 비중 상승에 힘입어 수익성 개선세가 지속될 것으로 판단한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 380,000원

| (십억원, IFRS 연결) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025F | 2026F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 2,220.8 | 2,308.6 | 3,277.1 | 3,778.6 | 4,547.4 |
| 영업이익 | 179.1 | 186.4 | 230.8 | 315.4 | 432.2 |
| EBITDA | 232.8 | 255.2 | 305.0 | 391.6 | 510.5 |
| 세전이익 | 157.8 | 185.0 | 210.6 | 318.2 | 438.1 |
| 순이익 | 122.9 | 175.0 | 217.7 | 253.0 | 348.3 |
| 지배주주지분순이익 | 122.9 | 175.0 | 222.3 | 265.6 | 358.7 |
| EPS(원) | 5,588 | 7,953 | 10,103 | 12,075 | 16,305 |
| 증감률(% YoY) | 17.0 | 42.3 | 27.0 | 19.5 | 35.0 |
| PER(배) | 16.5 | 16.4 | 30.3 | 25.3 | 18.8 |
| PBR(배) | 2.17 | 2.73 | 5.62 | 4.86 | 4.04 |
| EV/EBITDA(배) | 9.1 | 10.6 | 15.7 | 16.7 | 12.1 |
| 영업이익률(%) | 8.1 | 8.1 | 7.0 | 8.3 | 9.5 |
| ROE(%) | 14.5 | 17.6 | 19.8 | 20.6 | 23.5 |
| 순차입금비율(%) | 10.0 | -16.2 | -4.9 | -12.3 | -32.7 |

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 2,220.8 | 2,308.6 | 3,277.1 | 3,778.6 | 4,547.4 |
| 매출원가 | 1,894.2 | 1,961.8 | 2,850.6 | 3,243.0 | 3,870.2 |
| 매출총이익 | 326.5 | 346.8 | 426.5 | 535.7 | 677.2 |
| 판관비 | 147.4 | 160.4 | 195.8 | 220.3 | 245.0 |
| 영업이익 | 179.1 | 186.4 | 230.8 | 315.4 | 432.2 |
| EBITDA | 232.8 | 255.2 | 305.0 | 391.6 | 510.5 |
| 영업외손익 | -21.3 | -1.4 | -20.2 | 2.8 | 5.9 |
| 이자수익 | 10.2 | 3.9 | 3.0 | 3.9 | 6.9 |
| 이자비용 | 13.2 | 9.7 | 9.7 | 9.7 | 9.7 |
| 외환관련이익 | 48.2 | 25.2 | 25.2 | 25.2 | 25.2 |
| 외환관련손실 | 37.4 | 15.7 | 15.7 | 15.7 | 15.7 |
| 종속 및 관계기업손익 | 2.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 기타 | -31.3 | -5.2 | -23.1 | -1.0 | -0.9 |
| 법인세차감전이익 | 157.8 | 185.0 | 210.6 | 318.2 | 438.1 |
| 법인세비용 | 34.8 | 10.0 | -7.1 | 65.2 | 89.8 |
| 계속사업순손익 | 122.9 | 175.0 | 217.7 | 253.0 | 348.3 |
| 당기순이익 | 122.9 | 175.0 | 217.7 | 253.0 | 348.3 |
| 지배주주순이익 | 122.9 | 175.0 | 222.3 | 265.6 | 358.7 |
| 증감율 및 수익성 (%) | | | | | |
| 매출액 증감율 | 21.9 | 4.0 | 42.0 | 15.3 | 20.3 |
| 영업이익 증감율 | 84.3 | 4.1 | 23.8 | 36.7 | 37.0 |
| EBITDA 증감율 | 50.8 | 9.6 | 19.5 | 28.4 | 30.4 |
| 지배주주순이익 증감율 | 17.0 | 42.4 | 27.0 | 19.5 | 35.1 |
| EPS 증감율 | 17.0 | 42.3 | 27.0 | 19.5 | 35.0 |
| 매출총이익률(%) | 14.7 | 15.0 | 13.0 | 14.2 | 14.9 |
| 영업이익률(%) | 8.1 | 8.1 | 7.0 | 8.3 | 9.5 |
| EBITDA Margin(%) | 10.5 | 11.1 | 9.3 | 10.4 | 11.2 |
| 지배주주순이익률(%) | 5.5 | 7.6 | 6.8 | 7.0 | 7.9 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름 | 456.5 | 467.3 | 76.8 | 312.3 | 572.6 |
| 당기순이익 | 122.9 | 175.0 | 217.7 | 253.0 | 348.3 |
| 비현금항목의 가감 | 130.3 | 119.7 | 109.6 | 183.0 | 206.6 |
| 유형자산감가상각비 | 46.1 | 59.2 | 63.7 | 66.3 | 69.0 |
| 무형자산감가상각비 | 7.6 | 9.6 | 10.5 | 9.9 | 9.4 |
| 지분법평가손익 | -33.1 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 109.7 | 51.0 | 35.4 | 106.8 | 128.2 |
| 영업활동자산부채증감 | 209.6 | 213.4 | -250.9 | -52.7 | 110.2 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -92.4 | -72.0 | -129.6 | -67.1 | -102.9 |
| 재고자산의감소 | 33.3 | -16.5 | -96.0 | -49.7 | -76.2 |
| 매입채무및기타채무의증가 | -108.2 | 106.8 | 288.4 | 428.4 | 725.9 |
| 기타 | 376.9 | 195.1 | -313.7 | -364.3 | -436.6 |
| 기타현금흐름 | -6.3 | -40.8 | 0.4 | -71.0 | -92.5 |
| 투자활동 현금흐름 | -33.4 | -97.0 | -95.2 | -98.6 | -102.1 |
| 유형자산의 취득 | -45.9 | -59.4 | -85.6 | -88.5 | -91.5 |
| 유형자산의 처분 | 0.0 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -28.8 | -23.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 67.1 | -5.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | -2.1 | -2.7 | -3.1 | -3.5 | -4.0 |
| 기타 | -23.7 | -6.6 | -6.5 | -6.6 | -6.6 |
| 재무활동 현금흐름 | -244.6 | -176.5 | -59.3 | -69.1 | -69.1 |
| 차입금의 증가(감소) | -209.7 | -127.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본금·자본잉여금의 증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -26.2 | -32.7 | -42.5 | -52.3 | -52.3 |
| 기타 | -8.7 | -16.7 | -16.8 | -16.8 | -16.8 |
| 기타현금흐름 | -0.1 | -1.2 | -37.5 | -37.5 | -37.5 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | 178.4 | 192.5 | -115.2 | 107.2 | 363.9 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 74.5 | 252.9 | 445.4 | 330.2 | 437.4 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 252.9 | 445.4 | 330.2 | 437.4 | 801.3 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 유동자산 | 1,823.0 | 2,535.9 | 2,953.3 | 3,545.1 | 4,528.6 |
| 현금 및 현금성자산 | 252.9 | 445.4 | 330.3 | 437.4 | 801.3 |
| 단기금융자산 | 20.2 | 22.9 | 26.0 | 29.5 | 33.5 |
| 매출채권 및 기타채권 | 233.6 | 308.9 | 438.4 | 505.5 | 608.4 |
| 재고자산 | 230.8 | 228.9 | 325.0 | 374.7 | 450.9 |
| 기타유동자산 | 1,085.5 | 1,529.8 | 1,833.6 | 2,198.0 | 2,634.5 |
| 비유동자산 | 1,189.8 | 1,279.9 | 1,291.2 | 1,303.5 | 1,316.7 |
| 투자자산 | 53.6 | 58.5 | 58.5 | 58.5 | 58.5 |
| 유형자산 | 856.2 | 893.7 | 915.6 | 937.8 | 960.4 |
| 무형자산 | 171.5 | 188.2 | 177.7 | 167.8 | 158.4 |
| 기타비유동자산 | 108.5 | 139.5 | 139.4 | 139.4 | 139.4 |
| 자산총계 | 3,012.7 | 3,815.8 | 4,244.5 | 4,848.6 | 5,845.3 |
| 유동부채 | 1,899.5 | 2,650.7 | 2,939.1 | 3,367.5 | 4,093.5 |
| 매입채무 및 기타채무 | 231.5 | 460.5 | 748.9 | 1,177.3 | 1,903.3 |
| 단기금융부채 | 245.4 | 244.5 | 244.5 | 244.5 | 244.5 |
| 기타유동부채 | 1,422.6 | 1,945.7 | 1,945.7 | 1,945.7 | 1,945.7 |
| 비유동부채 | 178.1 | 112.7 | 112.7 | 112.7 | 112.7 |
| 장기금융부채 | 120.9 | 53.8 | 53.8 | 53.8 | 53.8 |
| 기타비유동부채 | 57.2 | 58.9 | 58.9 | 58.9 | 58.9 |
| 부채총계 | 2,077.5 | 2,763.4 | 3,051.8 | 3,480.3 | 4,206.2 |
| 자본부분 | 935.2 | 1,052.4 | 1,192.7 | 1,368.3 | 1,639.1 |
| 투자지표 | | | | | |
| | | | | | (단위: 원, %, 배) |
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 5,588 | 7,953 | 10,103 | 12,075 | 16,305 |
| BPS | 42,508 | 47,835 | 54,420 | 62,977 | 75,764 |
| CFPS | 11,509 | 13,392 | 14,878 | 19,819 | 25,223 |
| DPS | 1,500 | 1,950 | 2,400 | 2,400 | 2,400 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 16.5 | 16.4 | 30.3 | 25.3 | 18.8 |
| PER(최고) | 20.4 | 18.4 | 26.9 | | |
| PER(최저) | 10.0 | 8.4 | 10.3 | | |
| PBR | 2.17 | 2.73 | 5.62 | 4.86 | 4.04 |
| PBR(최고) | 2.68 | 3.07 | 4.99 | | |
| PBR(최저) | 1.32 | 1.40 | 1.91 | | |
| PSR | 0.91 | 1.24 | 2.05 | 1.78 | 1.48 |
| PCFR | 8.0 | 9.7 | 20.6 | 15.4 | 12.1 |
| EV/EBITDA | 9.1 | 10.6 | 15.7 | 16.7 | 12.1 |
| 주요비율(%) | | | | | |
| 배당성향(%), 보통주, 현금) | 26.6 | 24.3 | 24.0 | 20.7 | 15.0 |
| 배당수익률(%), 보통주, 현금) | 1.6 | 1.5 | 1.1 | 0.8 | 0.8 |
| ROA | 4.4 | 5.1 | 5.4 | 5.6 | 6.5 |
| ROE | 14.5 | 17.6 | 19.8 | 20.6 | 23.5 |
| ROI | 16.8 | 15.4 | 24.0 | 22.4 | 31.1 |
| 매출채권회전율 | 11.3 | 8.5 | 8.8 | 8.0 | 8.2 |
| 재고자산회전율 | 9.9 | 10.0 | 11.8 | 10.8 | 11.0 |
| 부채비율 | 222.2 | 262.6 | 255.9 | 254.4 | 256.6 |
| 순차입금비율 | 10.0 | -16.2 | -4.9 | -12.3 | -32.7 |
| 이자보상배율, 현금 | 13.5 | 19.3 | 23.9 | 32.6 | 44.7 |
| 총차입금 | 366.3 | 298.3 | 298.3 | 298.3 | 298.3 |
| 순차입금 | 93.2 | -170.0 | -57.9 | -168.6 | -536.4 |
| EBITDA | 232.8 | 255.2 | 305.0 | 391.6 | 510.5 |
| FCF | 362.9 | 342.2 | -31.4 | 185.8 | 440.6 |

한화시스템 (272210)



Outperform(Downgrade)

목표주가 36,000원(상향)

주가(2/26) 31,650원

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결

gksruf9212@kiwoom.com

동사는 방위 산업 내 AI 기술 도입에 따라 신사업 확대 기회가 클 것으로 전망한다. 동사가 독자적으로 개발한 무인수상정 '해령'은 군집제어, 자율항해, 장애물 회피 기동 등 AI 기반 기술을 탑재하고 있다. 동사가 개발하고 있는 다양한 무인수상정은 미래 해양 유무인 복합체계의 주요 구성 요소가 될 것으로 전망한다. 또한, 드론 및 대 드론 방어 체계 관련 사업도 확대될 것으로 판단한다. 올해도 실적은 방산과 ICT 전 사업 부문에서 견조한 성장세가 기대된다. 목표주가 36,000원으로 상향하나 최근 주가 상승을 반영해 투자 의견은 Outperform으로 하향한다.

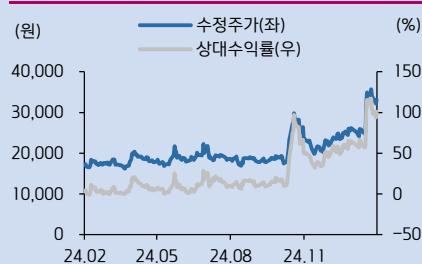
Stock Data

| | |
|--------------|---------------------|
| KOSPI (2/26) | 2,641.09pt |
| 시가총액 | 59,793억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 최저가 |
| | 35,700 원 16,220원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -11.3% 95.1% |
| 주가수익률 | 절대 상대 |
| 1M | 20.8% 16.0% |
| 6M | 70.1% 73.7% |
| 1Y | 84.4% 83.3% |

Company Data

| | |
|-------------|-------------------|
| 발행주식수 | 188,919 천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 5,249천주 |
| 외국인 지분율 | 6.4% |
| 배당수익률(24E) | 1.2% |
| BP(24E) | 13,486원 |
| 주요 주주 | 한화에어로스페이스 외 2인 |
| | 59.5% |

Price Trend



올해도 이어지는 성장세

>>> AI 기술 역량 확보에 집중

동사는 감시/정찰, 지휘통제(C4I) 사업을 영위하고 있어 향후 AI 기술 도입에 따른 신사업 확대 기회가 클 것으로 전망한다. 동사가 독자적으로 개발한 무인수상정 '해령'은 군집제어, 자율항해, 장애물 회피 기동 등 AI 기반 기술을 탑재하고 있다. 동사가 개발하고 있는 다양한 무인수상정은 미래 해양 유무인 복합체계의 주요 구성 요소가 될 것으로 전망한다. 또한, 드론 체계에 대한 관심이 증가하고 있어 관련 사업이 확대될 것으로 기대한다. 동사는 소형 공격형 드론 체계 개발을 추진하고 있고 다계층 복합방호, AI 영상/음성 식별 등을 활용한 대 드론 방호 시스템도 개발을 진행하고 있다.

>>> 올해도 실적 성장세 지속 전망

올해도 동사는 방산과 ICT 전 사업 부문에서 견조한 성장세가 기대된다. 방산 부문은 UAE/사우디 사업들의 매출 확대로 수출 비중 증가에 따른 수익성 개선이 나타날 것으로 전망한다. ICT 사업 부문도 견조한 캡티브 수요에 사외 매출도 증가하며 실적 성장세가 나타날 것으로 전망한다. 다만, 올해부터 연결 실적으로 반영될 美 필리조선소의 실적이 관건이다. 올해는 매출 비중에서 특수목적선 대비 상선의 비중이 증가하며 적자 폭이 크게 축소될 것으로 전망한다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 36,000원

| (십억원, IFRS 연결) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025F | 2026F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 2,188.0 | 2,453.1 | 2,803.7 | 3,736.7 | 4,080.6 |
| 영업이익 | 39.1 | 92.9 | 219.3 | 258.1 | 327.2 |
| EBITDA | 144.0 | 214.8 | 340.0 | 389.8 | 457.6 |
| 세전이익 | -42.0 | 413.4 | 581.4 | 306.7 | 391.0 |
| 순이익 | -80.8 | 343.1 | 445.2 | 251.5 | 320.7 |
| 지배주주지분순이익 | -76.6 | 349.2 | 454.2 | 276.7 | 327.1 |
| EPS(원) | -405 | 1,849 | 2,404 | 1,465 | 1,731 |
| 증감률(% YoY) | 적전 | 흑전 | 30.1 | -39.1 | 18.2 |
| PER(배) | -26.0 | 9.4 | 9.4 | 22.6 | 19.1 |
| PBR(배) | 1.00 | 1.53 | 1.68 | 2.25 | 2.04 |
| EV/EBITDA(배) | 6.7 | 14.5 | 11.1 | 14.5 | 11.7 |
| 영업이익률(%) | 1.8 | 3.8 | 7.8 | 6.9 | 8.0 |
| ROE(%) | -3.6 | 16.9 | 19.4 | 10.4 | 11.2 |
| 순차입금비율(%) | -51.6 | -8.3 | -20.0 | -21.6 | -29.2 |

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 2,188.0 | 2,453.1 | 2,803.7 | 3,736.7 | 4,080.6 |
| 매출원가 | 1,932.6 | 2,148.8 | 2,364.0 | 3,064.7 | 3,279.8 |
| 매출총이익 | 255.4 | 304.3 | 439.7 | 672.0 | 800.8 |
| 판관비 | 216.3 | 211.4 | 220.4 | 413.9 | 473.6 |
| 영업이익 | 39.1 | 92.9 | 219.3 | 258.1 | 327.2 |
| EBITDA | 144.0 | 214.8 | 340.0 | 389.8 | 457.6 |
| 영업외손익 | -81.1 | 320.6 | 362.1 | 48.6 | 63.9 |
| 이자수익 | 24.9 | 26.8 | 44.3 | 48.8 | 64.1 |
| 이자비용 | 5.7 | 14.3 | 14.3 | 14.3 | 14.3 |
| 외환관련이익 | 10.2 | 4.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 |
| 외환관련손실 | 6.3 | 3.4 | 2.9 | 2.9 | 2.9 |
| 종속 및 관계기업손익 | -26.7 | -29.8 | -41.7 | -37.5 | -37.5 |
| 기타 | -77.5 | 336.4 | 372.8 | 50.6 | 50.6 |
| 법인세차감전이익 | -42.0 | 413.4 | 581.4 | 306.7 | 391.0 |
| 법인세비용 | 23.7 | 57.4 | 136.2 | 55.2 | 70.4 |
| 계속사업순손익 | -65.8 | 356.1 | 445.2 | 251.5 | 320.7 |
| 당기순이익 | -80.8 | 343.1 | 445.2 | 251.5 | 320.7 |
| 지배주주순이익 | -76.6 | 349.2 | 454.2 | 276.7 | 327.1 |
| 증감율 및 수익성 (%) | | | | | |
| 매출액 증감율 | 4.7 | 12.1 | 14.3 | 33.3 | 9.2 |
| 영업이익 증감율 | -65.1 | 137.6 | 136.1 | 17.7 | 26.8 |
| EBITDA 증감율 | -30.8 | 49.2 | 58.3 | 14.6 | 17.4 |
| 지배주주순이익 증감율 | -177.9 | -555.9 | 30.1 | -39.1 | 18.2 |
| EPS 증감율 | 적전 | 흑전 | 30.1 | -39.1 | 18.2 |
| 매출총이익률(%) | 11.7 | 12.4 | 15.7 | 18.0 | 19.6 |
| 영업이익률(%) | 1.8 | 3.8 | 7.8 | 6.9 | 8.0 |
| EBITDA Margin(%) | 6.6 | 8.8 | 12.1 | 10.4 | 11.2 |
| 지배주주순이익률(%) | -3.5 | 14.2 | 16.2 | 7.4 | 8.0 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|------------------------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 영업활동 현금흐름 | 268.6 | 83.4 | 185.5 | -82.8 | 124.6 |
| 당기순이익 | -80.8 | 343.1 | 445.2 | 251.5 | 320.7 |
| 비현금화목의 가감 | 254.8 | -83.2 | -81.0 | -159.6 | -161.0 |
| 유형자산감가상각비 | 77.2 | 98.7 | 97.4 | 107.2 | 105.1 |
| 무형자산감가상각비 | 27.8 | 23.2 | 23.3 | 24.5 | 25.4 |
| 지분법평가손익 | -27.1 | -45.9 | -41.7 | -37.5 | -37.5 |
| 기타 | 176.9 | -159.2 | -160.0 | -253.8 | -254.0 |
| 영업활동자산부채증감 | 104.4 | -167.8 | -72.5 | -153.9 | -14.5 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -29.1 | 5.8 | -29.2 | -77.7 | -28.6 |
| 재고자산의감소 | 34.5 | -128.4 | -9.2 | -169.8 | -62.6 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 39.6 | 42.4 | 72.7 | 129.1 | 114.0 |
| 기타 | 59.4 | -87.6 | -106.8 | -35.5 | -37.3 |
| 기타현금흐름 | -9.8 | -8.7 | -106.2 | -20.8 | -20.6 |
| 투자활동 현금흐름 | -679.4 | -863.7 | 54.7 | 68.8 | 57.8 |
| 유형자산의 취득 | -48.3 | -132.3 | -120.0 | -102.3 | -106.1 |
| 유형자산의 처분 | 0.2 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -32.5 | -27.0 | -35.6 | -33.3 | -32.1 |
| 투자자산의감소(증가) | -405.6 | -919.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 4.1 | -9.7 | -13.8 | -19.7 | -28.1 |
| 기타 | -197.3 | 224.2 | 224.1 | 224.1 | 224.1 |
| 재무활동 현금흐름 | -2.7 | 26.7 | -81.2 | -81.2 | -81.2 |
| 차입금의 증가(감소) | 48.9 | 102.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본금·자본잉여금의 증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -29.9 | -46.7 | -52.4 | -52.4 | -52.4 |
| 기타 | -21.7 | -28.8 | -28.8 | -28.8 | -28.8 |
| 기타현금흐름 | 4.9 | 1.5 | 160.4 | 160.4 | 160.4 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | -408.6 | -752.1 | 319.4 | 65.3 | 261.6 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 1,636.8 | 1,228.2 | 476.1 | 795.5 | 860.8 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 1,228.2 | 476.1 | 795.5 | 860.8 | 1,122.4 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 2,326.8 | 1,890.1 | 2,295.6 | 2,663.6 | 3,081.8 |
| 현금 및 현금성자산 | 1,228.2 | 476.1 | 795.5 | 860.8 | 1,122.4 |
| 단기금융자산 | 22.6 | 32.3 | 46.1 | 65.8 | 93.9 |
| 매출채권 및 기타채권 | 211.6 | 204.2 | 233.4 | 311.1 | 339.7 |
| 재고자산 | 373.0 | 501.1 | 510.3 | 680.2 | 742.7 |
| 기타유동자산 | 491.4 | 676.4 | 710.3 | 745.7 | 783.1 |
| 비유동자산 | 1,618.8 | 2,593.1 | 2,586.2 | 2,552.6 | 2,522.8 |
| 투자자산 | 591.3 | 1,480.5 | 1,438.7 | 1,401.2 | 1,363.7 |
| 유형자산 | 274.4 | 347.6 | 370.2 | 365.3 | 366.4 |
| 무형자산 | 557.8 | 558.9 | 571.2 | 580.0 | 586.7 |
| 기타비유동자산 | 195.3 | 206.1 | 206.1 | 206.1 | 206.0 |
| 자산총계 | 3,945.6 | 4,483.2 | 4,881.8 | 5,216.3 | 5,604.7 |
| 유동부채 | 1,618.5 | 1,951.4 | 1,951.2 | 2,080.3 | 2,194.3 |
| 매입채무 및 기타채무 | 219.4 | 301.0 | 373.7 | 502.8 | 616.9 |
| 단기금융부채 | 103.5 | 191.1 | 191.1 | 191.1 | 191.1 |
| 기타유동부채 | 1,295.6 | 1,459.3 | 1,386.4 | 1,386.4 | 1,386.3 |
| 비유동부채 | 308.1 | 377.7 | 377.7 | 377.7 | 377.7 |
| 장기금융부채 | 105.2 | 139.0 | 139.0 | 139.0 | 139.0 |
| 기타비유동부채 | 202.9 | 238.7 | 238.7 | 238.7 | 238.7 |
| 부채총계 | 1,926.7 | 2,329.1 | 2,328.8 | 2,458.0 | 2,572.0 |
| 자비자분 | 2,000.3 | 2,139.8 | 2,547.8 | 2,778.2 | 3,058.9 |
| 자본금 | 944.6 | 944.6 | 944.6 | 944.6 | 944.6 |
| 자본잉여금 | 1,085.5 | 1,100.1 | 1,100.1 | 1,100.1 | 1,100.1 |
| 기타자본 | -34.1 | -34.1 | -34.1 | -34.1 | -34.1 |
| 기타포괄손익누계액 | -112.6 | -83.2 | -77.1 | -71.1 | -65.0 |
| 이익잉여금 | 116.9 | 212.5 | 614.3 | 838.6 | 1,113.4 |
| 비자비자분 | 18.6 | 14.3 | 5.3 | -19.9 | -26.3 |
| 자본총계 | 2,019.0 | 2,154.1 | 2,553.0 | 2,758.3 | 3,032.7 |

투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|--------------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | -405 | 1,849 | 2,404 | 1,465 | 1,731 |
| BPS | 10,588 | 11,327 | 13,486 | 14,705 | 16,192 |
| CFPS | 921 | 1,376 | 1,928 | 486 | 845 |
| DPS | 250 | 280 | 280 | 280 | 280 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | -26.0 | 9.4 | 9.4 | 22.6 | 19.1 |
| PER(최고) | -45.4 | 9.6 | 12.6 | | |
| PER(최저) | -25.0 | 5.5 | 6.2 | | |
| PBR | 1.00 | 1.53 | 1.68 | 2.25 | 2.04 |
| PBR(최고) | 1.74 | 1.56 | 2.24 | | |
| PBR(최저) | 0.96 | 0.90 | 1.11 | | |
| PSR | 0.91 | 1.34 | 1.52 | 1.67 | 1.53 |
| PCFR | 11.4 | 12.6 | 11.7 | 68.1 | 39.2 |
| EV/EBITDA | 6.7 | 14.5 | 11.1 | 14.5 | 11.7 |
| 주요비율(%) | | | | | |
| 배당성향(%), 보통주, 현금) | -57.9 | 15.3 | 11.8 | 20.8 | 16.3 |
| 배당수익률(%), 보통주, 현금) | 2.4 | 1.6 | 1.2 | 0.8 | 0.8 |
| ROA | -2.1 | 8.1 | 9.5 | 5.0 | 5.9 |
| ROE | -3.6 | 16.9 | 19.4 | 10.4 | 11.2 |
| ROI | 5.9 | 15.5 | 23.7 | 25.1 | 28.8 |
| 매출채권회전율 | 11.1 | 11.8 | 12.8 | 13.7 | 12.5 |
| 재고자산회전율 | 5.6 | 5.6 | 5.5 | 6.3 | 5.7 |
| 부채비율 | 95.4 | 108.1 | 91.2 | 89.1 | 84.8 |
| 순차입금비율 | -51.6 | -8.3 | -20.0 | -21.6 | -29.2 |
| 이자보상배율, 현금 | 6.8 | 6.5 | 15.3 | 18.0 | 22.8 |
| 총차입금 | 208.6 | 330.1 | 330.1 | 330.1 | 330.1 |
| 순차입금 | -1,042.2 | -178.3 | -511.5 | -596.5 | -886.2 |
| EBITDA | 144.0 | 214.8 | 340.0 | 389.8 | 457.6 |
| FCF | 162.2 | -115.6 | 60.5 | 53.9 | 246.1 |

한국항공우주 (047810)



BUY(Maintain)

목표주가 74,000원

주가(2/26) 60,000원

조선/기계/방산/항공우주 **Analyst** 이한결
gksruf9212@kiwoom.com

동사는 KF-21, 무인기, 위성을 연계하는 차세대 공중전투체계를 탑재한 6세대 전투기를 개발할 계획이다. 또한, 공중 유무인 복합체계 고도화를 위해 AI 파일럿을 개발 진행 중이다. KF-21의 미래 수출 경쟁력의 큰 폭으로 향상될 것으로 기대 한다. 올해 실적 측면에서는 폴란드/말레이시아향 수출 사업의 매출 확대와 기체 부품의 회복세에 힘입어 수익성 개선세가 지속될 것으로 전망한다. 목표주가 74,000원과 투자의견 BUY를 유지한다.

Stock Data

| | |
|--------------|---|
| KOSPI (2/26) | 2,641.09pt |
| 시가총액 | 58,485억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 최저가 69,700 원 48,550원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -13.9% 23.6% |
| 주가수익률 | 결대 상대 1M 12.4% 7.9% 6M 9.1% 11.4% 1Y 12.8% 12.1% |

Company Data

| | |
|-------------|---------------|
| 발행주식수 | 97,475 천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 965천주 |
| 외국인 지분율 | 32.1% |
| 배당수익률(24E) | 1.1% |
| BPS(24E) | 17,226원 |
| 주요 주주 | 한국수출입은행 26.4% |

Price Trend



날아오르기 위한 준비

>>> KF-21의 수출 경쟁력 향상 기대

동사는 2030년까지 4.5세대 전투기 KF-21 플랫폼을 기반으로 무인기와 위성이 연계된 차세대 공중전투체계를 탑재한 6세대 전투기를 개발할 계획이다. 6세대 전투 플랫폼은 한국항공우주의 주력 전투기와 무인전투기, 다목적무인기, 감시/정찰 위성 등 모든 체계가 연계된 통합체계이다. 또한, 공중 유무인 복합체계 고도화를 위해 AI 파일럿 개발을 진행 중이다. AI 파일럿은 임무 수행을 위한 자율적인 판단과 대응이 가능하기 때문에 전략적인 가치가 매우 클 것으로 판단한다. 이에 KF-21의 미래 수출 경쟁력도 크게 향상될 것으로 기대한다.

>>> 수출 사업 확대에 따른 성장세 기대

올해도 폴란드/말레이시아향 수출 사업의 매출 확대와 기체 부품의 회복세에 힘입어 수익성 개선세가 지속될 것으로 전망한다. 또한, KF-21 체계 개발 등 국내 개발 사업과 양산 사업들이 원활하게 진행된다면 견조한 실적 성장세가 나타날 것으로 판단한다. 수주 측면에서도 약 8.5조원의 신규 수주가 기대된다. 이 중 완제기 수출 수주는 약 3.5조원 수준이다. 지난해부터 이연된 일부 사업들과 신규 사업들이 더해지며 해외 수주 확대가 전망된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 74,000원

| (실적원, IFRS 연결) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025F | 2026F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 2,786.9 | 3,819.3 | 3,633.7 | 4,090.2 | 5,162.7 |
| 영업이익 | 141.6 | 247.5 | 240.7 | 335.1 | 535.2 |
| EBITDA | 276.8 | 368.5 | 360.6 | 493.3 | 722.9 |
| 세전이익 | 122.1 | 268.7 | 197.1 | 358.7 | 548.0 |
| 순이익 | 115.9 | 221.4 | 170.9 | 284.8 | 435.1 |
| 지배주주지분순이익 | 118.5 | 224.0 | 172.9 | 288.1 | 440.3 |
| EPS(원) | 1,215 | 2,298 | 1,774 | 2,956 | 4,517 |
| 증감률(% YoY) | 85.4 | 89.1 | -22.8 | 66.7 | 52.8 |
| PER(배) | 41.9 | 21.8 | 31.0 | 20.4 | 13.4 |
| PBR(배) | 3.47 | 3.05 | 3.19 | 3.14 | 2.65 |
| EV/EBITDA(배) | 14.2 | 12.9 | 15.0 | 12.0 | 8.6 |
| 영업이익률(%) | 5.1 | 6.5 | 6.6 | 8.2 | 10.4 |
| ROE(%) | 8.8 | 14.8 | 10.6 | 16.2 | 21.5 |
| 순차입금비율(%) | -72.0 | -8.3 | 1.7 | 1.6 | 12.7 |

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 2,786.9 | 3,819.3 | 3,633.7 | 4,090.2 | 5,162.7 |
| 매출원가 | 2,413.1 | 3,355.5 | 3,151.3 | 3,490.1 | 4,330.6 |
| 매출총이익 | 373.8 | 463.9 | 482.4 | 600.1 | 832.1 |
| 판관비 | 232.2 | 216.3 | 241.7 | 265.0 | 296.9 |
| 영업이익 | 141.6 | 247.5 | 240.7 | 335.1 | 535.2 |
| EBITDA | 276.8 | 368.5 | 360.6 | 493.3 | 722.9 |
| 영업외손익 | -19.5 | 21.2 | -43.6 | 23.5 | 12.8 |
| 이자수익 | 18.4 | 45.2 | 35.7 | 35.6 | 20.8 |
| 이자비용 | 21.7 | 29.1 | 29.1 | 29.1 | 29.1 |
| 외환관련이익 | 88.3 | 65.6 | 41.0 | 41.0 | 41.0 |
| 외환관련손실 | 110.5 | 57.6 | 20.9 | 20.9 | 20.9 |
| 종속 및 관계기업손익 | -0.7 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 기타 | 6.7 | -3.2 | -70.6 | -3.4 | 0.7 |
| 법인세차감전이익 | 122.1 | 268.7 | 197.1 | 358.7 | 548.0 |
| 법인세비용 | 6.2 | 47.3 | 26.2 | 73.9 | 112.9 |
| 계속사업순손익 | 115.9 | 221.4 | 170.9 | 284.8 | 435.1 |
| 당기순이익 | 115.9 | 221.4 | 170.9 | 284.8 | 435.1 |
| 지배주주순이익 | 118.5 | 224.0 | 172.9 | 288.1 | 440.3 |
| 증감율 및 수익성 (%) | | | | | |
| 매출액 증감율 | 8.8 | 37.0 | -4.9 | 12.6 | 26.2 |
| 영업이익 증감율 | 143.1 | 74.8 | -2.7 | 39.2 | 59.7 |
| EBITDA 증감율 | 33.7 | 33.1 | -2.1 | 36.8 | 46.5 |
| 지배주주순이익 증감율 | 85.4 | 89.0 | -22.8 | 66.6 | 52.8 |
| EPS 증감율 | 85.4 | 89.1 | -22.8 | 66.7 | 52.8 |
| 매출총이익률(%) | 13.4 | 12.1 | 13.3 | 14.7 | 16.1 |
| 영업이익률(%) | 5.1 | 6.5 | 6.6 | 8.2 | 10.4 |
| EBITDA Margin(%) | 9.9 | 9.6 | 9.9 | 12.1 | 14.0 |
| 지배주주순이익률(%) | 4.3 | 5.9 | 4.8 | 7.0 | 8.5 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|------------------------|---------|----------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름 | 1,492.6 | -700.4 | 355.2 | 497.0 | 178.3 |
| 당기순이익 | 115.9 | 221.4 | 170.9 | 284.8 | 435.1 |
| 비현금화목의 가감 | 175.7 | 270.6 | 153.3 | 239.3 | 322.8 |
| 유형자산감가상각비 | 90.8 | 90.7 | 87.2 | 123.3 | 151.4 |
| 무형자산감가상각비 | 44.4 | 30.3 | 32.7 | 34.8 | 36.4 |
| 지분법평가손익 | -3.3 | -4.4 | -2.4 | -2.4 | -2.4 |
| 기타 | 43.8 | 154.0 | 35.8 | 83.6 | 137.4 |
| 영업활동자산부채증감 | 1,227.6 | -1,217.6 | 49.4 | 38.9 | -459.7 |
| 매출채권및기타채권의감소 | 28.0 | -135.7 | 20.5 | -50.4 | -118.5 |
| 재고자산의감소 | -242.7 | -152.7 | 84.4 | 73.5 | -413.9 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 59.0 | 115.2 | 0.8 | 61.2 | 119.1 |
| 기타 | 1,383.3 | -1,044.4 | -56.3 | -45.4 | -46.4 |
| 기타현금흐름 | -26.6 | 25.2 | -18.4 | -66.0 | -119.9 |
| 투자활동 현금흐름 | -204.1 | -107.9 | -410.6 | -380.0 | -313.9 |
| 유형자산의 취득 | -69.0 | -77.9 | -338.5 | -318.3 | -265.1 |
| 유형자산의 처분 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -160.7 | -97.8 | -84.8 | -73.7 | -60.2 |
| 투자자산의감소(증가) | -5.8 | 1.7 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 23.0 | 61.9 | 8.4 | 7.7 | 7.2 |
| 기타 | 8.3 | 4.0 | 3.9 | 3.9 | 3.8 |
| 재무활동 현금흐름 | -102.8 | -546.4 | -53.6 | -65.8 | -65.8 |
| 차입금의 증가(감소) | -78.7 | -517.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본금·자본잉여금의 증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -19.5 | -24.4 | -48.7 | -60.9 | -60.9 |
| 기타 | -4.6 | -4.9 | -4.9 | -4.9 | -4.9 |
| 기타현금흐름 | -48.6 | -10.8 | -44.8 | -44.8 | -44.8 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | 1,137.1 | -1,365.6 | -153.9 | 6.3 | -246.2 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 886.6 | 2,023.7 | 658.1 | 504.3 | 510.6 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 2,023.7 | 658.1 | 504.3 | 510.6 | 264.4 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 5,389.2 | 4,681.0 | 4,458.1 | 4,478.9 | 4,804.4 |
| 현금 및 현금성자산 | 2,023.7 | 658.1 | 504.4 | 510.6 | 264.4 |
| 단기금융자산 | 174.5 | 112.6 | 104.3 | 96.5 | 89.4 |
| 매출채권 및 기타채권 | 229.4 | 421.9 | 401.4 | 451.8 | 570.3 |
| 재고자산 | 1,593.1 | 1,736.5 | 1,652.1 | 1,578.6 | 1,992.6 |
| 기타유동자산 | 1,368.5 | 1,751.9 | 1,795.9 | 1,841.4 | 1,887.7 |
| 비유동자산 | 2,383.2 | 2,458.6 | 2,762.0 | 2,995.9 | 3,133.4 |
| 투자자산 | 90.2 | 88.8 | 88.8 | 88.7 | 88.6 |
| 유형자산 | 827.1 | 814.6 | 1,066.0 | 1,261.0 | 1,374.7 |
| 무형자산 | 745.8 | 804.2 | 856.3 | 895.2 | 919.0 |
| 기타비유동자산 | 720.1 | 751.0 | 750.9 | 751.0 | 751.1 |
| 자산총계 | 7,772.4 | 7,139.6 | 7,220.1 | 7,474.8 | 7,937.8 |
| 유동부채 | 5,055.4 | 4,400.3 | 4,401.1 | 4,462.3 | 4,581.4 |
| 매입채무 및 기타채무 | 649.6 | 687.5 | 688.4 | 749.5 | 868.6 |
| 단기금융부채 | 548.8 | 403.6 | 403.6 | 403.6 | 403.6 |
| 기타유동부채 | 3,857.0 | 3,309.2 | 3,309.1 | 3,309.2 | 3,309.2 |
| 비유동부채 | 1,263.8 | 1,119.3 | 1,119.3 | 1,119.3 | 1,119.3 |
| 장기금융부채 | 603.9 | 233.1 | 233.1 | 233.1 | 233.1 |
| 기타비유동부채 | 659.9 | 886.2 | 886.2 | 886.2 | 886.2 |
| 부채총계 | 6,319.2 | 5,519.6 | 5,520.5 | 5,581.6 | 5,700.7 |
| 지배자분 | 1,427.8 | 1,597.4 | 1,679.1 | 1,876.0 | 2,225.0 |
| 자본금 | 487.4 | 487.4 | 487.4 | 487.4 | 487.4 |
| 자본잉여금 | 128.3 | 128.3 | 128.3 | 128.3 | 128.3 |
| 기타자본 | -22.1 | -22.1 | -22.1 | -22.1 | -22.1 |
| 기타포괄손익누계액 | 1.1 | 1.2 | -29.1 | -59.4 | -89.7 |
| 이익잉여금 | 833.1 | 1,002.6 | 1,114.6 | 1,341.8 | 1,721.2 |
| 비지배자분 | 25.4 | 22.5 | 20.5 | 17.1 | 12.0 |
| 자본총계 | 1,453.2 | 1,619.9 | 1,699.6 | 1,893.1 | 2,237.0 |

투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A | 2024P | 2025F | 2026F |
|--------------------|----------|----------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,215 | 2,298 | 1,774 | 2,956 | 4,517 |
| BPS | 14,648 | 16,388 | 17,226 | 19,246 | 22,826 |
| CFPS | 2,991 | 5,048 | 3,326 | 5,377 | 7,776 |
| DPS | 250 | 500 | 625 | 625 | 625 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 41.9 | 21.8 | 31.0 | 20.4 | 13.4 |
| PER(최고) | 52.6 | 26.5 | 39.8 | | |
| PER(최저) | 26.1 | 18.1 | 27.0 | | |
| PBR | 3.47 | 3.05 | 3.19 | 3.14 | 2.65 |
| PBR(최고) | 4.36 | 3.72 | 4.10 | | |
| PBR(최저) | 2.17 | 2.53 | 2.77 | | |
| PSR | 1.78 | 1.28 | 1.47 | 1.44 | 1.14 |
| PCFR | 17.0 | 9.9 | 16.5 | 11.2 | 7.8 |
| EV/EBITDA | 14.2 | 12.9 | 15.0 | 12.0 | 8.6 |
| 주요비율(%) | | | | | |
| 배당성향(%), 보통주, 현금) | 21.0 | 22.0 | 35.7 | 21.4 | 14.0 |
| 배당수익률(%), 보통주, 현금) | 0.5 | 1.0 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| ROA | 1.7 | 3.0 | 2.4 | 3.9 | 5.6 |
| ROE | 8.8 | 14.8 | 10.6 | 16.2 | 21.5 |
| ROI | 14.2 | 18.4 | 10.0 | 11.6 | 15.7 |
| 매출채권회전율 | 11.7 | 11.7 | 8.8 | 9.6 | 10.1 |
| 재고자산회전율 | 1.9 | 2.3 | 2.1 | 2.5 | 2.9 |
| 부채비율 | 434.8 | 340.7 | 324.8 | 294.8 | 254.8 |
| 순차입금비율 | -72.0 | -8.3 | 1.7 | 1.6 | 12.7 |
| 이자보상배율, 현금 | 6.5 | 8.5 | 8.3 | 11.5 | 18.4 |
| 총차입금 | 1,152.7 | 636.8 | 636.8 | 636.8 | 636.8 |
| 순차입금 | -1,045.6 | -134.0 | 28.1 | 29.6 | 283.0 |
| EBITDA | 276.8 | 368.5 | 360.6 | 493.3 | 722.9 |
| FCF | 1,291.9 | -1,034.5 | -45.4 | 71.1 | -172.4 |

코난테크놀로지 (402030)



Not Rated

주가(2/26) 23,900원

스몰캡 Analyst 오현진

ohj2956@kiwoom.com

이미지, 음성, 텍스트 기반 AI 서비스 기술을 보유. 비전 AI 제품인 '코난 와처'로 방위사업청과 디지털 트윈 및 AI 파일럿 적용 확대를 위한 프로젝트 진행 중. 국방 부문 수주 레퍼런스는 경쟁사들에게 진입장벽 역할을 할 것으로 판단. 향후 관련 산업 내 선도적 입지 확보 전망

Stock Data

| | |
|---------------|------------------|
| KOSDAQ (2/26) | 771.41pt |
| 시가총액 | 2,741억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 최저가 |
| | 34,400 원 13,010원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -30.5% 83.7% |
| 주가수익률 | 절대 상대 |
| 1M | 16.9% 10.4% |
| 6M | 63.7% 62.7% |
| 1Y | -30.5% -21.9% |

Company Data

| | |
|-------------|------------|
| 발행주식수 | 11,467 천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 217천주 |
| 외국인 지분율 | 0.4% |
| 배당수익률(2023) | 0.0% |
| BPS(2023) | 2,751원 |
| 주요 주주 | 김영선 외 12 인 |
| | 37.9% |

Price Trend



25년, 국방 AI 사업 성과 주목

>>> 언어 및 영상 AI 기술 전문 기업

동사는 AI 소프트웨어 전문 업체로, 이미지, 음성, 텍스트를 기반으로 하는 AI 서비스 기술을 보유 중이다. 비정형 빅데이터 분석을 통해 250억건의 데이터를 축적하였으며, SK텔레콤과 한국항공우주가 전략적 투자자로 각각 지분을 20.66%, 7.78% 보유 중이다. 사업 부문은 코난 서치 및 챗봇 등을 포함한 '텍스트 AI' 부문과 코난 와처 및 리스너 중심의 '비전 AI' 부문으로 나뉘며, 3Q24 누적 매출액 기준 텍스트 AI가 91.3%, 비전 AI가 8.7%를 차지한다.

잠정 실적 기준 24년 매출액은 263억원(YoY 8%), 영업 이익 -141억원(적자지속)을 기록하였다. 생성형 AI 개발 및 제품화에 따른 비용 투자가 지속되었으나, 25년은 높은 수주잔고 기반의 안정적인 실적 성장을 전망한다.

>>> 국방 AI: 선제적 레퍼런스 확보 주목

동사의 비전 AI 제품 '코난 와처'는 영상처리에 특화된 AI 컴퓨터 플랫폼으로, 객체 인식 및 이상 감지를 통해 국방 등 다양한 AI 서비스 구축이 가능하다. 이에 국방부와 AI 기반 화력 운용 시스템을 개발하였다. 동사 화력 운용 시스템을 통해 적의 전투 장비 식별 뿐 아니라 상황별 최적의 화력 추천 모델 등도 가능하다. 최근에는 방위사업청과 디지털트윈 및 AI 파일럿 적용 확대를 위한 프로젝트를 진행 중이며, 해병대 사령부 대상 AI 기반 공중무인 체계 영상 통합분석 기술 실증도 수주하였다. 국가 보안 등의 이유로 국방 관련 수주 레퍼런스는 그 자체로 경쟁사에게 진입장벽 역할을 할 것으로 판단됨에 따라 향후 관련 산업 내 선도적 입지를 전망한다.

| (억 원, IFRS 연결) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------|------|--------|--------|-------|-------|
| 매출액 | 0 | 140 | 178 | 154 | 244 |
| 영업이익 | 0 | 10 | 22 | -40 | -110 |
| EBITDA | 0 | 16 | 29 | -40 | -110 |
| 세전이익 | 0 | 15 | 19 | -33 | -97 |
| 순이익 | 0 | 15 | 19 | -33 | -98 |
| 자배주주지분순이익 | 0 | 15 | 19 | -33 | -98 |
| EPS(원) | 0 | 186 | 234 | -323 | -864 |
| 증감률(% YoY) | N/A | N/A | 25.9 | 적전 | 적지 |
| PER(배) | N/A | 0.0 | 0.0 | N/A | N/A |
| PBR(배) | N/A | 0.00 | 0.00 | 3.95 | 11.85 |
| EV/EBITDA(배) | N/A | 0.00 | 0.00 | -30.2 | -32.1 |
| 영업이익률(%) | N/A | 7.1 | 12.4 | -26.0 | -45.1 |
| ROE(%) | N/A | 33.8 | 20.2 | -11.9 | -27.3 |
| 순차입금비율(%) | N/A | -102.3 | -116.8 | -94.1 | -63.1 |

자료: 키움증권 리서치센터

키움증권

| 포괄손익계산서 | | (단위: 억 원) | | | | |
|----------------------|--|-----------|-------|-------|--------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A |
| 매출액 | | 0 | 140 | 178 | 154 | 244 |
| 매출원가 | | 0 | 85 | 92 | 103 | 194 |
| 매출총이익 | | 0 | 55 | 87 | 51 | 50 |
| 판관비 | | 0 | 45 | 64 | 91 | 160 |
| 영업이익 | | 0 | 10 | 22 | -40 | -110 |
| EBITDA | | 0 | 16 | 29 | -40 | -110 |
| 영업외손익 | | 0 | 5 | -3 | 8 | 13 |
| 이자수익 | | 0 | 1 | 1 | 9 | 16 |
| 이자비용 | | 0 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 외환관련이익 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환관련손실 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 증속 및 관계기업손익 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | | 0 | 5 | -3 | 0 | -1 |
| 법인세차감전이익 | | 0 | 15 | 19 | -33 | -97 |
| 법인세비용 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 |
| 계속사업순손익 | | 0 | 15 | 19 | -33 | -98 |
| 당기순이익 | | 0 | 15 | 19 | -33 | -98 |
| 지배주주순이익 | | 0 | 15 | 19 | -33 | -98 |
| 증감율 및 수익성 (%) | | | | | | |
| 매출액 증감율 | | NA | NA | 27.1 | -13.5 | 58.4 |
| 영업이익 증감율 | | NA | NA | 120.0 | -281.8 | 175.0 |
| EBITDA 증감율 | | NA | NA | 81.3 | -237.9 | 175.0 |
| 지배주주순이익 증감율 | | NA | NA | 26.7 | -273.7 | 197.0 |
| EPS 증감율 | | NA | NA | 25.9 | 적전 | 적지 |
| 매출총이익율(%) | | 0.0 | 39.3 | 48.9 | 33.1 | 20.5 |
| 영업이익율(%) | | 0.0 | 7.1 | 12.4 | -26.0 | -45.1 |
| EBITDA Margin(%) | | 0.0 | 11.4 | 16.3 | -26.0 | -45.1 |
| 지배주주순이익율(%) | | 0.0 | 10.7 | 10.7 | -21.4 | -40.2 |

| 현금흐름표 | | (단위: 억 원) | | | | |
|------------------------|--|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A |
| 영업활동 현금흐름 | | 0 | 26 | 43 | -47 | -68 |
| 당기순이익 | | 0 | 15 | 19 | -33 | -98 |
| 비현금항목의 가감 | | 0 | 2 | 7 | 5 | 31 |
| 유형자산감가상각비 | | 0 | 6 | 6 | 0 | 0 |
| 무형자산감가상각비 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법평가손익 | | 0 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | | 0 | -1 | 1 | 5 | 31 |
| 영업활동자산부채증감 | | 0 | 9 | 17 | -23 | -13 |
| 매출채권및기타채권의감소 | | 0 | 1 | 4 | -5 | -21 |
| 재고자산의감소 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무및기타채무의증가 | | 0 | 2 | -2 | 0 | 24 |
| 기타 | | 0 | 6 | 15 | -18 | -16 |
| 기타현금흐름 | | 0 | 0 | 0 | 4 | 12 |
| 투자활동 현금흐름 | | 0 | -11 | -22 | -171 | -41 |
| 유형자산의 취득 | | 0 | -2 | -3 | -10 | -74 |
| 유형자산의 처분 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산의 순취득 | | 0 | 0 | 0 | -1 | -1 |
| 투자자산의감소(증가) | | 0 | -1 | 0 | -12 | 0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | | 0 | -40 | -20 | -148 | 37 |
| 기타 | | 0 | 32 | 1 | 0 | -3 |
| 재무활동 현금흐름 | | 0 | 3 | 73 | 284 | -36 |
| 차입금의 증가(감소) | | 0 | 7 | -4 | -5 | -26 |
| 자본금·자본잉여금의 증가(감소) | | 0 | 0 | 81 | 293 | 4 |
| 자기주식처분(취득) | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | | 0 | -4 | -4 | -4 | -14 |
| 기타현금흐름 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.00 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | | 0 | 18 | 95 | 66 | -146 |
| 기초현금 및 현금성자산 | | 0 | 31 | 49 | 143 | 209 |
| 기말현금 및 현금성자산 | | 0 | 49 | 143 | 209 | 64 |

자료: 키움증권 리서치센터

| 재무상태표 | | (단위: 억 원) | | | | |
|-----------------|--|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A |
| 유동자산 | | 0 | 119 | 231 | 455 | 330 |
| 현금 및 현금성자산 | | 0 | 49 | 143 | 209 | 64 |
| 단기금융자산 | | 0 | 40 | 59 | 207 | 170 |
| 매출채권 및 기타채권 | | 0 | 22 | 19 | 24 | 48 |
| 재고자산 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동자산 | | 0 | 8 | 10 | 15 | 48 |
| 비유동자산 | | 0 | 23 | 19 | 44 | 151 |
| 투자자산 | | 0 | 1 | 1 | 13 | 13 |
| 유형자산 | | 0 | 14 | 10 | 20 | 122 |
| 무형자산 | | 0 | 1 | 1 | 1 | 3 |
| 기타비유동자산 | | 0 | 7 | 7 | 10 | 13 |
| 자산총계 | | 0 | 142 | 250 | 499 | 481 |
| 유동부채 | | 0 | 51 | 66 | 69 | 140 |
| 매입채무 및 기타채무 | | 0 | 24 | 29 | 23 | 59 |
| 단기금융부채 | | 0 | 12 | 13 | 29 | 15 |
| 기타유동부채 | | 0 | 15 | 24 | 17 | 66 |
| 비유동부채 | | 0 | 47 | 41 | 24 | 27 |
| 장기금융부채 | | 0 | 30 | 22 | 5 | 20 |
| 기타비유동부채 | | 0 | 17 | 19 | 19 | 7 |
| 부채총계 | | 0 | 98 | 107 | 93 | 167 |
| 자비자분 | | 0 | 44 | 143 | 406 | 314 |
| 자본금 | | 0 | 20 | 22 | 28 | 57 |
| 자본잉여금 | | 0 | 73 | 152 | 438 | 416 |
| 기타자본 | | 0 | 0 | 1 | 3 | 9 |
| 기타포괄손익누계액 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | | 0 | -49 | -31 | -63 | -168 |
| 비자비자분 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | | 0 | 44 | 143 | 406 | 314 |

| 투자지표 | | (단위: 원, %, 배) | | | | |
|--------------------|--|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A |
| 주당지표(원) | | | | | | |
| EPS | | | 186 | 234 | -323 | -864 |
| BPS | | | 550 | 1,610 | 3,574 | 2,751 |
| CFPS | | | 212 | 317 | -278 | -588 |
| DPS | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 주가배수(배) | | | | | | |
| PER | | | 0.0 | 0.0 | -43.7 | -37.7 |
| PER(최고) | | | 0.0 | 0.0 | | |
| PER(최저) | | | 0.0 | 0.0 | | |
| PBR | | | 0.00 | 0.00 | 3.95 | 11.85 |
| PBR(최고) | | | 0.00 | 0.00 | | |
| PBR(최저) | | | 0.00 | 0.00 | | |
| PSR | | | 0.00 | 0.00 | 9.32 | 15.19 |
| PCFR | | | 0.0 | 0.0 | -50.7 | -55.4 |
| EV/EBITDA | | | | | -30.2 | -32.1 |
| 주요비율(%) | | | | | | |
| 배당성향(%), 보통주, 현금) | | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당수익률(%), 보통주, 현금) | | | | | 0.0 | 0.0 |
| ROA | | | 10.5 | 9.7 | -8.8 | -20.1 |
| ROE | | | 33.8 | 20.2 | -11.9 | -27.3 |
| ROI | | | 66.9 | 521.9 | -333.0 | -156.8 |
| 매출채권회전율 | | | 12.5 | 8.6 | 7.1 | 6.8 |
| 재고자산회전율 | | | | | | |
| 부채비율 | | | 222.3 | 74.7 | 22.8 | 53.1 |
| 순차입금비율 | | | -102.3 | -116.8 | -94.1 | -63.1 |
| 이자보상배율, 현금 | | | 6.9 | 19.9 | -32.1 | -49.3 |
| 총차입금 | | 0 | 43 | 35 | 34 | 35 |
| 순차입금 | | 0 | -45 | -167 | -382 | -198 |
| EBITDA | | 0 | 16 | 29 | -40 | -110 |
| FCF | | 0 | 22 | 42 | -74 | -198 |

마음AI (377480)



Not Rated

주가(2/26) 22,100원

스몰캡 Analyst 오현진

ohj2956@kiwoom.com

언어, 음성, 시각 3대 파운데이션 모델 기반의 AI 플랫폼 업체. 온디바이스 AI 솔루션을 제공한다는 점이 특징적. SUDA 및 WoRV 기술을 통한 신사업 부문 성과가 동사 성장 견인할 전망. LIG넥스원과 기뢰전 관련 AI 기술 개발 프로젝트 시작. 향후 추가적인 국방 분야 성과 기대

Stock Data

| | |
|---------------|---|
| KOSDAQ (2/26) | 771.41pt |
| 시가총액 | 1,415억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 최저가 27,850 원 10,130원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -20.6% 118.2% |
| 주가수익률 | 절대 상대 1M 9.7% 3.6% 6M 91.7% 90.5% 1Y -20.2% -10.3% |

Company Data

| | |
|-------------|-----------|
| 발행주식수 | 6,350 천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 622천주 |
| 외국인 지분율 | 0.0% |
| 배당수익률(2023) | 0.0% |
| BPS(2023) | 3,271원 |
| 주요 주주 | 유태준 외 7 인 |
| | 18.5% |

Price Trend



국방으로도 진출하는 WoRV

>>> AI 플랫폼 및 Embodied AI 전문 업체

동사는 3대 파운데이션 모델(언어, 음성, 시각) 기반의 AI 플랫폼 업체이다. 언어 모델 'MAAL'은 망분리 보안 우려 없는 온프레미스 LLM으로 기업 내 업무 프로세스 효율화를 도우며, 모델 경량화를 통해 가격경쟁력을 갖췄다. 음성 대화 기술 'SUDA'는 네트워크 관계없이 사용 가능한 온디바이스 AI 솔루션을 제공한다. 이에 전자제품 및 로봇 등에 탑재하여 음성 대화 및 자동 제어를 가능케 한다. 또 다른 파운데이션 모델 'WoRV'는 시각 정보를 바탕으로 자율 주행 솔루션을 가능케하는 기술이다. 사물을 언어적으로 해석하여 기존 자율 주행 기술과 다르게 상황에 맞는 대처가 가능하다. 아직 매출의 대부분은 LLM 관련 서비스로 3Q24 누적 매출 기준 AI SYSTEM 구축이 69%, AI 컨설팅이 23%, AI API가 9%를 차지한다. 잠정 실적 기준 24년 매출액은 78억원(YoY -24%), 영업이익 -70억원(적자지속)을 기록하였다.

>>> 국방AI: 자율주행 드론 통한 지뢰 탐지

동사의 SUDA 및 WoRV 기술을 통한 신규 사업 부문 성과가 동사의 성장을 이끌 것으로 판단된다. WoRV 기술 기반의 자율주행 농기계로 농업 부문에 진출했으며, 최근 LIG넥스원과 함께 기뢰전 관련 AI 기술 개발 프로젝트를 시작하였다. 동사는 자율주행 드론을 통한 지뢰 탐지 기술을 보유하였으며, 이에 국방에 특화된 LLM을 활용해 기뢰 탐지, 데이터 분석 및 실시간 의사결정을 지원할 것으로 기대한다. 국내 통신사 항육군본부 지능형 스마트부대 시범 구축 사업도 수주하는 등 추가적인 국방 분야 성과 가능성도 클 것으로 전망한다.

| (억 원, IFRS 연결) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 106 | 100 | 70 | 82 | 102 |
| 영업이익 | -70 | -29 | -68 | -55 | -39 |
| EBITDA | -24 | -18 | -59 | -46 | -27 |
| 세전이익 | -171 | -194 | 16 | -51 | -56 |
| 순이익 | -174 | -204 | 15 | -48 | -56 |
| 지배주주지분순이익 | -171 | -198 | 15 | -47 | -55 |
| EPS(원) | -3,373 | -3,673 | 276 | -769 | -903 |
| 증감률(% YoY) | N/A | 적지 | 흑전 | 적전 | 적지 |
| PER(배) | 0.0 | 0.0 | 113.1 | N/A | -28.8 |
| PBR(배) | 0.00 | 0.00 | 6.34 | 4.13 | 7.95 |
| EV/EBITDA(배) | 0.00 | 0.00 | -29.6 | -23.0 | -61.0 |
| 영업이익률(%) | -66.0 | -29.0 | -97.1 | -67.1 | -38.2 |
| ROE(%) | 48.9 | 44.3 | -12.2 | -16.9 | -24.2 |
| 순차입금비율(%) | -129.2 | -115.4 | -52.7 | -0.4 | 25.4 |

자료: 키움증권 리서치센터

| 포괄손익계산서 | | (단위: 억 원) | | | | |
|------------------------|--|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A |
| 매출액 | | 106 | 100 | 70 | 82 | 102 |
| 매출원가 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출총이익 | | 106 | 100 | 70 | 82 | 102 |
| 판관비 | | 176 | 129 | 137 | 137 | 141 |
| 영업이익 | | -70 | -29 | -68 | -55 | -39 |
| EBITDA | | -24 | -18 | -59 | -46 | -27 |
| 영업외손익 | | -102 | -165 | 84 | 3 | -17 |
| 이자수익 | | 2 | 2 | 1 | 3 | 6 |
| 이자비용 | | 1 | 1 | 0 | 0 | 2 |
| 외환관련이익 | | 0 | 0 | 2 | 1 | 0 |
| 외환관련손실 | | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 종속 및 관계기업손익 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | | -103 | -165 | 81 | -1 | -21 |
| 법인세차감전이익 | | -171 | -194 | 16 | -51 | -56 |
| 법인세비용 | | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 계속사업순손익 | | -170 | -194 | 16 | -52 | -56 |
| 당기순이익 | | -174 | -204 | 15 | -48 | -56 |
| 지배주주순이익 | | -171 | -198 | 15 | -47 | -55 |
| 증감율 및 수익성 (%) | | | | | | |
| 매출액 증감율 | | NA | -5.7 | -30.0 | 17.1 | 24.4 |
| 영업이익 증감율 | | NA | -58.6 | 134.5 | -19.1 | -29.1 |
| EBITDA 증감율 | | NA | -25.0 | 227.8 | -22.0 | -41.3 |
| 지배주주순이익 증감율 | | NA | 15.8 | -107.6 | -413.3 | 17.0 |
| EPS 증감율 | | NA | 적자 | 흑전 | 적전 | 적자 |
| 매출총이익률(%) | | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 영업이익률(%) | | -66.0 | -29.0 | -97.1 | -67.1 | -38.2 |
| EBITDA Margin(%) | | -22.6 | -18.0 | -84.3 | -56.1 | -26.5 |
| 지배주주순이익률(%) | | -161.3 | -198.0 | 21.4 | -57.3 | -53.9 |
| 현금흐름표 | | (단위: 억 원) | | | | |
| 12월 결산, IFRS 연결 | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A |
| 영업활동 현금흐름 | | -11 | -22 | -62 | -41 | 3 |
| 당기순이익 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비현금화목의 가감 | | 158 | 183 | -66 | 10 | 39 |
| 유형자산감가상각비 | | 8 | 9 | 8 | 8 | 10 |
| 무형자산감가상각비 | | 38 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 지분법평가손익 | | 0 | -5 | 0 | -4 | 0 |
| 기타 | | 112 | 176 | -75 | 5 | 28 |
| 영업활동자산부채증감 | | 6 | -1 | -11 | -5 | 17 |
| 매출채권및기타채권의감소 | | 6 | -4 | 2 | 11 | -10 |
| 재고자산의감소 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무및기타채무의증가 | | -4 | 4 | 2 | -16 | 2 |
| 기타 | | 4 | -1 | -15 | 0 | 25 |
| 기타현금흐름 | | -175 | -204 | 15 | -46 | -53 |
| 투자활동 현금흐름 | | -68 | -6 | -60 | -126 | -121 |
| 유형자산의 취득 | | -13 | -7 | -60 | -88 | -162 |
| 유형자산의 처분 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산의 순취득 | | -11 | 0 | -2 | -1 | -1 |
| 투자자산의감소(증가) | | -57 | 1 | -3 | -32 | 74 |
| 단기금융자산의감소(증가) | | -1 | 0 | 0 | -5 | 5 |
| 기타 | | 14 | 0 | 5 | 0 | -37 |
| 재무활동 현금흐름 | | 172 | -9 | 197 | 80 | 212 |
| 차입금의 증가(감소) | | 0 | 0 | 27 | 80 | 202 |
| 자본금·자본잉여금의 증가(감소) | | 0 | 0 | 175 | 0 | 0 |
| 자기주식처분(취득) | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | | 173 | -9 | -5 | 0 | 10 |
| 기타현금흐름 | | -3 | -1 | 1 | 1 | 0.18 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | | 90 | -38 | 76 | -86 | 94 |
| 기초현금 및 현금성자산 | | 59 | 152 | 115 | 191 | 104 |
| 기말현금 및 현금성자산 | | 149 | 115 | 191 | 104 | 199 |

| 재무상태표 | | (단위: 억 원) | | | | |
|--------------------|--|---------------|---------|--------|--------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A |
| 유동자산 | | 176 | 139 | 222 | 137 | 239 |
| 현금 및 현금성자산 | | 149 | 115 | 191 | 104 | 199 |
| 단기금융자산 | | 1 | 0 | 1 | 5 | 0 |
| 매출채권 및 기타채권 | | 14 | 15 | 15 | 9 | 7 |
| 재고자산 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동자산 | | 12 | 9 | 15 | 19 | 33 |
| 비유동자산 | | 98 | 87 | 132 | 241 | 318 |
| 투자자산 | | 57 | 56 | 60 | 92 | 18 |
| 유형자산 | | 6 | 8 | 61 | 144 | 296 |
| 무형자산 | | 11 | 4 | 2 | 3 | 2 |
| 기타비유동자산 | | 24 | 19 | 9 | 2 | 2 |
| 자산총계 | | 274 | 226 | 354 | 378 | 556 |
| 유동부채 | | 309 | 308 | 25 | 111 | 17 |
| 매입채무 및 기타채무 | | 12 | 17 | 19 | 9 | 10 |
| 단기금융부채 | | 289 | 283 | 5 | 98 | 1 |
| 기타유동부채 | | 8 | 8 | 1 | 4 | 6 |
| 비유동부채 | | 307 | 464 | 31 | 11 | 338 |
| 장기금융부채 | | 304 | 462 | 29 | 11 | 249 |
| 기타비유동부채 | | 3 | 2 | 2 | 0 | 89 |
| 부채총계 | | 616 | 772 | 56 | 122 | 356 |
| 자비자분 | | -348 | -547 | 298 | 256 | 201 |
| 자본금 | | 15 | 15 | 30 | 30 | 31 |
| 자본잉여금 | | 43 | 44 | 854 | 262 | 278 |
| 기타자본 | | 7 | 5 | 10 | 9 | 9 |
| 기타포괄손익누계액 | | -4 | -4 | -4 | -5 | -20 |
| 이익잉여금 | | -409 | -608 | -592 | -41 | -96 |
| 비자비자분 | | 7 | 1 | 0 | 0 | -1 |
| 자본총계 | | -342 | -546 | 298 | 256 | 201 |
| 투자지표 | | (단위: 원, %, 배) | | | | |
| 12월 결산, IFRS 연결 | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A |
| 주당지표(원) | | | | | | |
| EPS | | -3,373 | -3,673 | 276 | -769 | -903 |
| BPS | | -6,452 | -10,124 | 4,928 | 4,213 | 3,271 |
| CFPS | | -304 | -391 | -923 | -615 | -267 |
| DPS | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 주가배수(배) | | | | | | |
| PER | | 0.0 | 0.0 | 113.1 | -22.6 | -28.8 |
| PER(최고) | | 0.0 | 0.0 | 155.6 | | |
| PER(최저) | | 0.0 | 0.0 | 97.5 | | |
| PBR | | 0.00 | 0.00 | 6.34 | 4.13 | 7.95 |
| PBR(최고) | | 0.00 | 0.00 | 8.73 | | |
| PBR(최저) | | 0.00 | 0.00 | 5.47 | | |
| PSR | | 0.00 | 0.00 | 24.61 | 12.83 | 15.58 |
| PCFR | | 0.0 | 0.0 | -33.9 | -28.3 | -97.2 |
| EV/EBITDA | | | | -29.6 | -23.0 | -61.0 |
| 주요비율(%) | | | | | | |
| 배당성향(%), 보통주, 현금) | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당수익률(%), 보통주, 현금) | | | | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROA | | -63.3 | -81.6 | 5.1 | -13.0 | -11.9 |
| ROE | | 48.9 | 44.3 | -12.2 | -16.9 | -24.2 |
| ROI | | -148.7 | -77.7 | -121.0 | -44.6 | -15.9 |
| 매출채권회전율 | | 15.2 | 6.9 | 4.7 | 7.0 | 12.4 |
| 재고자산회전율 | | | | | | |
| 부채비율 | | -180.2 | -141.3 | 18.7 | 47.7 | 177.3 |
| 순차입금비율 | | -129.2 | -115.4 | -52.7 | -0.4 | 25.4 |
| 이자보상배율, 현금 | | -104.1 | -43.0 | -258.7 | -532.5 | -16.0 |
| 총차입금 | | 592 | 745 | 34 | 109 | 250 |
| 순차입금 | | 442 | 630 | -157 | -1 | 51 |
| EBITDA | | -24 | -18 | -59 | -46 | -27 |
| FCF | | -42 | -26 | -132 | -141 | -177 |

자료: 키움증권 리서치센터

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

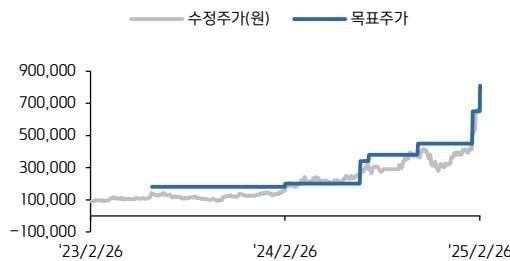
투자의견 변동내역 (2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표 주가 | 목표 가격 대상 시점 | | 괴리율(%) | | 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표 주가 | 목표 가격 대상 시점 | | 괴리율(%) | |
|---------------------------------------|------------|------------------------|----------|-------------|----------|----------|----------|------------|------------------------|---------------|---------|-------------|----------|----------|----------|
| | | | | 평균 주가 대비 | 최고 주가 대비 | 평균 주가 대비 | 최고 주가 대비 | | | | | 평균 주가 대비 | 최고 주가 대비 | 평균 주가 대비 | 최고 주가 대비 |
| 답당자변경 <u>한화에어로스페이스</u> (012450) | 2023-06-21 | BUY(Reinitiate) | 180,000원 | 6개월 | -26.88 | -21.56 | | 한화시스템 | 2023-03-03 | BUY(Maintain) | 16,000원 | 6개월 | -24.91 | -8.75 | |
| | 2023-07-28 | BUY(Maintain) | 180,000원 | 6개월 | -35.35 | -21.56 | (272210) | 2023-08-31 | BUY(Maintain) | 16,000원 | 6개월 | -21.53 | -14.75 | | |
| | 2023-11-30 | BUY(Maintain) | 180,000원 | 6개월 | -34.47 | -21.56 | | 2023-11-01 | BUY(Maintain) | 17,500원 | 6개월 | -16.84 | -9.71 | | |
| | 2024-02-26 | BUY(Maintain) | 200,000원 | 6개월 | 8.44 | 32.50 | | 2023-11-30 | Outperform (Downgrade) | 18,000원 | 6개월 | -5.74 | 7.50 | | |
| | 2024-07-16 | BUY(Maintain) | 340,000원 | 6개월 | -14.72 | -5.15 | | 2024-04-11 | BUY(Upgrade) | 21,000원 | 6개월 | -16.37 | -5.05 | | |
| | 2024-08-01 | BUY(Maintain) | 380,000원 | 6개월 | -16.87 | 3.42 | | 2024-04-29 | BUY(Maintain) | 25,000원 | 6개월 | -24.78 | -11.00 | | |
| | 2024-11-01 | BUY(Maintain) | 450,000원 | 6개월 | -13.50 | -7.56 | | 2024-07-31 | BUY(Maintain) | 26,500원 | 6개월 | -29.81 | -26.00 | | |
| | 2024-11-26 | BUY(Maintain) | 450,000원 | 6개월 | -18.85 | 10.67 | | 2024-10-31 | BUY(Maintain) | 26,500원 | 6개월 | -20.68 | 12.64 | | |
| | 2025-02-12 | BUY(Maintain) | 650,000원 | 6개월 | -6.98 | 4.62 | | 2025-02-10 | BUY(Maintain) | 31,000원 | 6개월 | 5.57 | 15.16 | | |
| | 2025-02-26 | BUY(Maintain) | 810,000원 | 6개월 | | | | 2025-02-26 | Outperform (Downgrade) | 36,000원 | 6개월 | | | | |
| 현대로템 (064350) | 2023-06-21 | Outperform (Initiate) | 45,000원 | 6개월 | -18.24 | -14.33 | 한국항공우주 | 2023-04-10 | BUY(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | -16.33 | -8.46 | | |
| | 2023-07-18 | BUY(Upgrade) | 45,000원 | 6개월 | -20.87 | -14.33 | (047810) | 2023-05-09 | BUY(Maintain) | 74,000원 | 6개월 | -29.02 | -22.57 | | |
| | 2023-07-27 | BUY(Maintain) | 45,000원 | 6개월 | -30.30 | -14.33 | | 2023-08-08 | BUY(Maintain) | 72,000원 | 6개월 | -32.28 | -28.61 | | |
| | 2023-10-13 | BUY(Maintain) | 45,000원 | 6개월 | -31.46 | -14.33 | | 2023-11-14 | BUY(Maintain) | 69,000원 | 6개월 | -32.76 | -31.88 | | |
| | 2023-10-27 | BUY(Maintain) | 40,000원 | 6개월 | -36.86 | -34.00 | | 2023-11-30 | BUY(Maintain) | 69,000원 | 6개월 | -27.65 | -19.57 | | |
| | 2023-11-30 | BUY(Maintain) | 40,000원 | 6개월 | -33.81 | -25.63 | | 2024-02-13 | BUY(Maintain) | 69,000원 | 6개월 | -26.84 | -19.57 | | |
| | 2024-02-01 | BUY(Maintain) | 40,000원 | 6개월 | -25.25 | 4.63 | | 2024-04-19 | BUY(Maintain) | 69,000원 | 6개월 | -26.74 | -19.57 | | |
| | 2024-04-29 | BUY(Maintain) | 47,000원 | 6개월 | -18.94 | -15.53 | | 2024-05-02 | BUY(Maintain) | 72,000원 | 6개월 | -24.89 | -18.61 | | |
| | 2024-05-29 | BUY(Maintain) | 53,000원 | 6개월 | -26.72 | -18.96 | | 2024-05-29 | BUY(Maintain) | 72,000원 | 6개월 | -27.29 | -18.61 | | |
| | 2024-07-16 | BUY(Maintain) | 57,000원 | 6개월 | -23.09 | -15.88 | | 2024-07-16 | BUY(Maintain) | 72,000원 | 6개월 | -27.77 | -18.61 | | |
| | 2024-07-29 | BUY(Maintain) | 66,000원 | 6개월 | -18.76 | 1.67 | | 2024-07-30 | BUY(Maintain) | 75,000원 | 6개월 | -27.89 | -21.87 | | |
| | 2024-10-21 | BUY(Maintain) | 79,000원 | 6개월 | -29.04 | -15.06 | | 2024-10-30 | BUY(Maintain) | 78,000원 | 6개월 | -19.21 | -10.64 | | |
| | 2025-01-23 | BUY(Maintain) | 79,000원 | 6개월 | -28.38 | -9.49 | | 2024-11-26 | BUY(Maintain) | 78,000원 | 6개월 | -27.09 | -10.64 | | |
| | 2025-02-07 | BUY(Maintain) | 105,000원 | 6개월 | -19.76 | -13.33 | | 2025-02-10 | BUY(Maintain) | 74,000원 | 6개월 | -22.98 | -15.68 | | |
| | 2025-02-26 | BUY(Maintain) | 125,000원 | 6개월 | | | | 2025-02-26 | BUY(Maintain) | 74,000원 | 6개월 | | | | |
| LIG넥스원 (079550) | 2023-06-26 | BUY(Initiate) | 120,000원 | 6개월 | -31.68 | -23.58 | | | | | | | | | |
| | 2023-10-13 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월 | -31.06 | -23.58 | | | | | | | | | |
| | 2023-10-30 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월 | -29.37 | -17.67 | | | | | | | | | |
| | 2023-11-30 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월 | -25.34 | 15.42 | | | | | | | | | |
| | 2024-02-08 | BUY(Maintain) | 140,000원 | 6개월 | 11.65 | 30.93 | | | | | | | | | |
| | 2024-04-29 | BUY(Maintain) | 210,000원 | 6개월 | -10.91 | 14.05 | | | | | | | | | |
| | 2024-07-29 | Outperform (Downgrade) | 250,000원 | 6개월 | -13.30 | 7.60 | | | | | | | | | |
| | 2024-11-11 | Outperform (Maintain) | 295,000원 | 6개월 | -26.38 | -9.83 | | | | | | | | | |
| | 2025-01-23 | BUY(Upgrade) | 320,000원 | 6개월 | -21.53 | -4.38 | | | | | | | | | |
| | 2025-02-18 | BUY(Maintain) | 380,000원 | 6개월 | -18.97 | -17.76 | | | | | | | | | |
| | 2025-02-26 | BUY(Maintain) | 380,000원 | 6개월 | | | | | | | | | | | |

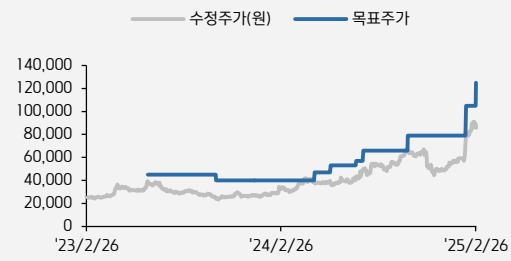
*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

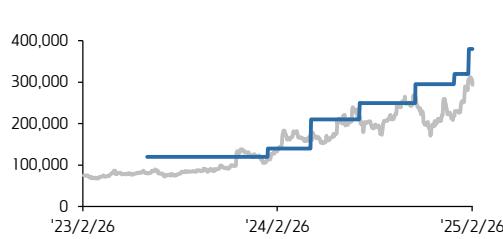
한화에어로스페이스 (012450)



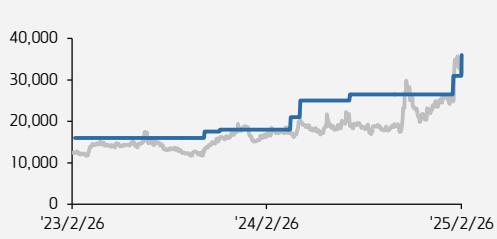
현대로템 (064350)



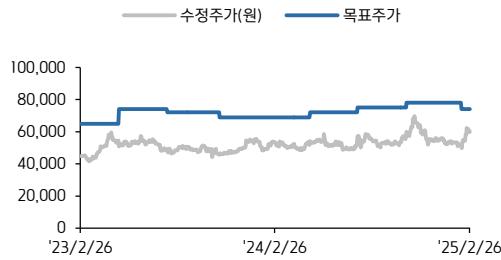
LIG넥스원 (079550)



한화시스템 (272210)



한국항공우주 (047810)



투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) | 업종 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|--------------------|----------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 | Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 | Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 | Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 | | |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 | | |

투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

| 매수 | 중립 | 매도 |
|--------|-------|-------|
| 96.37% | 3.63% | 0.00% |