

[조선/방위산업]

Overweight

# Fly, Eagles Fly

필리 조선소로 시작된 한화그룹의  
미국 조선&방위산업 스며들기



2025.06.05

In-Depth Report

[조선/방산]

변용진 2122-9181

Yongjin.byun@imfnsec.com



# CONTENTS

---

## 【산업분석】

I . Summary	4
II . 필리 조선소의 현재와 미래	5
III. 미국 방위산업, 뚫는 게 아니라 스며든다	20

---

## 【기업분석】

한화에어로스페이스(012450)	36
한화오션(042660)	42



---

## 산업분석

I. Summary

II. 필리 조선소의 현재와 미래

III. 미국 방위산업, 뚫는 게 아니라 스며든다

## I. Summary

5월, 한화그룹의 초청으로 한화그룹이 지난해 인수한 미국 버지니아 주 필리 조선소를 견학하고 한화에어로스페이스의 현지법인인 Hanwha Defense Global 및 Hanwha Defense USA와의 간담시간을 가졌다.

한화그룹은 국내 조선/방산 기업을 통틀어 가장 공격적인 투자를 진행하고 있는 기업이다. 두 산업 모두 국내 업체들이 잘 해왔으나 양적 측면에서의 성장성이 다소 제한된다고 여겨져 사세 확장을 위한 투자가 적극적으로 이루어지지 않았던 것도 사실이다. 그러나 이제 조선분야는 함정사업에서 새로운 기회가 열리고 있으며, 방위산업은 유럽발 수요 증가에 더불어 중동, 미국 등 전세계의 시장이 커지고 있다. 시장이 확대되는 시기에 점유율을 높일 수 있는 방법은 당연하게도 선제적인 투자이다.

지난 3월 발표된 한화에어로스페이스의 사상 최대규모의 유상증자에 시장은 놀라기도 했지만, 유상증자 대금의 투자계획 면면을 살펴보면 충분히 수긍이 가는 결정이다. 국내 방위산업에서 유사 사례가 없었기 때문에 다소 과감하다고 느껴질 수 있지만 글로벌 방산기업으로 시각을 넓혀 보면 이러한 투자는 드문 일이 아니다. 오히려 이제서야 국내 방산기업이 제대로 된 글로벌 기업으로 발돋움할 수 있는 중요한 단추를 끼우기 시작했다고 볼 수 있다. 유럽발 수요증가의 수혜를 독일의 방산기업들이 독식에 가깝게 받아내고 있는 가운데 한화그룹이 그 틈새를 공략하고 있으며, 과감하고 시의적절한 투자는 기회의 문이 닫히기 전에 시장 점유율을 높일 수 있는 중요한 전략이다. 특히 무기체계는 한번 쓰기 시작하면 쉽게 바꿀 수 없는 Lock-in 효과가 강하므로 투자를 통한 고객군 확장이 더더욱 중요한 시기이다.

필리 조선소의 설비와 생산능력은 당연하게도 한국 조선소에 비할 바는 아니었지만 한화그룹의 지원 아래 큰 폭의 개선과 실적 상승이 기대된다. 향후 미국에서 발주될 함정과 민간선박 모두 필리 조선소의 충분한 먹거리가 될 것이다. 필리 조선소로 시작된 한화그룹의 미국 진출은 투자는 오스탈 조선소로 이어지고 있으며 Radford 장약공장 현대화 사업 참여 등 방위산업으로도 확대되고 있다. 미국으로의 이러한 선제적 투자와 현지화 전략은 앞으로 미국에서 대규모로 발주될 차기 자주포 사업 및 함정 사업 등에서 한화그룹에게 유리한 고지를 선점하는 효과를 제공할 것이라는 판단이다. 한화그룹 조선&방위산업 기업인 한화에어로스페이스, 한화시스템, 한화오션의 중장기 성장성이 모두 기대되는 이유다. 2024년 미국 미식축구 슈퍼볼 우승팀인 Philadelphia Eagles를 보유한 필라델피아에 투자를 시작한 한화의 Eagles 야구단도 올해 역대 최고의 시즌을 구가하고 있다. 좋은 관계의 시작이다.

## II. 필리 조선소의 현재와 미래

### 어렴풋이 짐작되는 과거의 영광, 미래의 가능성에 보인다

필리 조선소는 예상보다 컸다.

작각이었다. 필리 조선소의 입구라고 생각했었던 The Navy Yard의 초입은 조선소 외곽 복합단지의 입구였고, 주변에 계류된 선박은 조선소에서 건조 중인 선박이 아니라 퇴역한 미해군 선박이었다. 필리 조선소는 그보다 한참 들어가 복합단지의 한쪽 구석에 작게 자리잡고 있었다.

그러나 필리 조선소로 착각했던 현재의 The Navy Yard 구역은 실제로 전성기에는 필리 조선소가 맞았다. 전성기의 필리 조선소에는 2차 세계대전 당시 최대 4만명의 인원이 근무했다고 알려진다. 그 부지는 구 필라델피아 해군기지까지 아우르며 면적은 약 490헥타르(490만 m<sup>2</sup>)에 달했다. 부지나 인원 모두 현재의 HD현대중공업 울산조선소에 맞먹는 대형 해군 조선소였다. 이후 조선소 기능은 점점 축소되었으며 많은 부분이 해군 기지로 전환되었고, 그 해군기지 마저도 냉전 종식 이후인 1996년 폐쇄되어 현재는 퇴역함정 보관 및 해군 지원 시설, 상업용 복합단지 등으로 구성된 The Navy Yard로 활용 중인 것이다.

현행 조선소가 차지하고 있는 부지는 전성기의 1/10이하이자 HD현대미포조선의 50~60% 정도인 약 45만 m<sup>2</sup> 수준이다. 현재 필리 조선소 내의 도크는 no.4와 no.5 두개뿐인데, 조선소의 동쪽 외부에서 지금은 폐쇄된 no.1,2,3도크의 흔적을 찾아볼 수 있다.

그림1. The Navy Yard 복합단지 입구



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림2. 필리조선소 입구



자료: iM증권 리서치본부

그림3. 필리 조선소 과거 전성기 모습 추정: 현재 사용 중인 것은 4,5도크뿐



자료: 구글맵, iM증권 리서치본부

그림4. 필리 조선소 현재 레이아웃: 파란색 테두리의 해군기지는 공식 폐쇄 후 해군 퇴역선박 보존 및 복합 단지로 사용 중



자료: 구글맵, iM증권 리서치본부

그림5. 2차대전 당시 필리 조선소: 현재는 폐쇄된 해군기지 부지까지 아우름



자료: 필리조선소, iM증권 리서치본부

그림6. 필리 조선소 레이아웃: 5도크는 현재 안벽으로 사용 중, 향후 재가동 계획



자료: 필리조선소, iM증권 리서치본부

## 현재 1~1.5척 연간 인도척수를 10년 내 10척으로 증대 목표: 하드웨어는 가능

현행 규모로도 2003년 이후 Jones Act법으로 규정되는 미국 선박의 50%를 건조했다는 설명이지만, 척수는 32척에 지나지 않는다. 작은 조선소다. 현재 건조능력으로는 연간 인도척수가 1~1.5척에 불과하다. 그러나 회사는 현재 안벽으로 사용 중인 5도크를 다시 도크로 조성하고, 블록공장 증설 및 기존 4도크 현대화 등을 통해 10년 내로 연간 인도척수를 10척까지 늘리겠다고 공언했다. 가능할까?

하드웨어 관점에서 건조량 증대의 핵심인 도크와 안벽을 고려했을 때, 불가능하지는 않아 보인다. 국내 조선소 기준으로 도크에 블록을 처음 적치하는 Keel Laying 단계부터 선체를 완성해 진수하는 Launching까지 도크의장 기간은 약 2~2.5개월이며, 도크 1개가 소화 가능한 수량은 5척이고, 도크 2개를 활성화한다면 연간 10척을 소화할 수 있다. 진수 이후 공정인 안벽의장에 필요한 안벽은 현재는 부족하지만, 조선소 내 가용한 부지를 모두 활용한다면 이론적으로 MR탱커급 이상의 선박 5척 이상을 동시 계류할 수 있는 안벽을 확보할 수 있다. 안벽의장 기간은 통상 5개월 정도이므로 한 개의 안벽에서 연간 2척을 소화하면 5개의 안벽으로 역시 연간 10척의 인도가 가능하다는 결론이 나온다. 필리 조선소의 부지 자체는 작지만 면적이 불과 2배 정도인 HD현대미포조선이 연간 50척 이상을 인도함을 감안하면 하드웨어적인 제약은 생각보다는 크지 않다는 판단이다. 옥내 작업장, 골리앗 크레인 등의 주요 설비도 비교적 잘 갖추고 있으며 특히 옥내 작업장의 비율은 크루즈를 만드는 유럽 조선사가 보유하고 있었던 만큼 오히려 국내 조선사보다도 높은 수준으로 확보하고 있었다. 물론 향후 제대로 된 건조량 증대를 위해서는 5도크에 골리앗 크레인, 신규 안벽에 크레인 및 전력/청수설비 등의 투자가 필수적이지만 상당 부분은 현재 미국에서 추진 중인 Ships Act를 통한 세액공제 등으로 지원받을 수 있을 것으로 보인다.

표1. 필리 조선소 설비 증설 시 연간 소화가능척수 추정

구분	도크	안벽
공정소요기간	2~2.5개월	5~6개월
보유개수(현재)	1개	1개
보유개수(예정, A)	2개	5개
1개당 연간 소화척수(B)	5척	2척
연간 전체 소화척수(C=AXB)	10척	10척

자료: iM증권 리서치본부

그림7. 필리 조선소 5도크: 계류안벽으로 사용 중



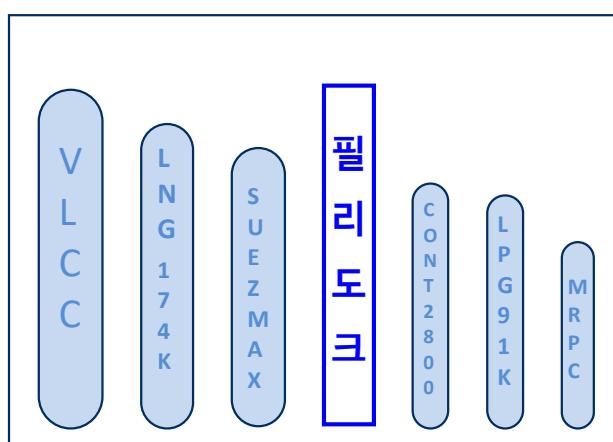
자료: 필리조선소, iM증권 리서치본부

그림8. 필리 조선소의 안벽으로 조성 가능한 부지 추정:  
모두 활용 시 MR탱커급 5척 이상 계류 가능할 것



자료: 구글맵, iM증권 리서치본부

그림9. 주요 선종 및 필리 조선소 도크 크기 비교



자료: iM증권 리서치본부

표2. 필리 조선소 도크의 주요 선종 수용가능여부

선종	크기	길이	너비	수용여부
필리 도크	NO.4 & NO.5	330	45	-
Container	2800 TEU	240	32	O
LPG	91K	230	37	O
Tanker	MR(50K)	180	32	O
LHA	아메리카급 상륙함	257	32	O
LPD	샌안토니오급 상륙함	208	32	O
DDG	알레이버크급 구축함	160	20	O

자료: iM증권 리서치본부

그림10. 필리 조선소 4도크: 골리앗크레인 1개, 안벽크레인 2개



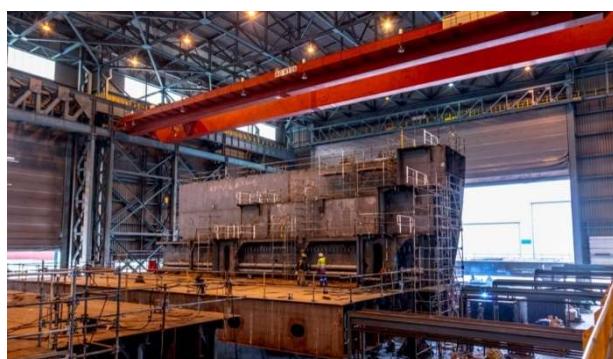
자료: 필리조선소, iM증권 리서치본부

그림12. 필리 조선소 5도크: 안벽으로 사용 중



자료: 필리조선소, iM증권 리서치본부

그림14. 필리 조선소 옥내 조립공장



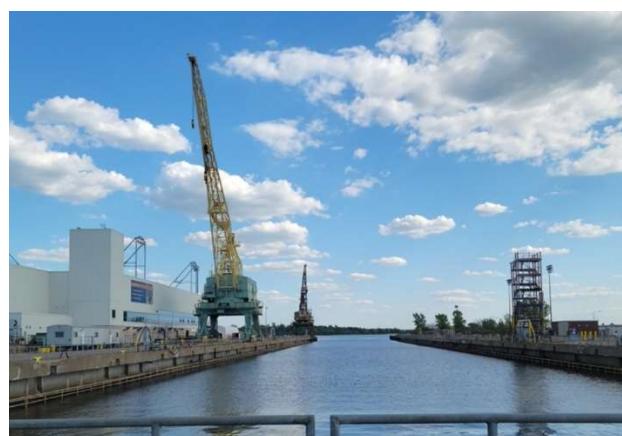
자료: 필리조선소, iM증권 리서치본부

그림11. 필리 조선소 4도크: 골리앗 크레인으로 대형블록 탑재 가능



자료: 필리조선소, iM증권 리서치본부

그림13. 필리 조선소 5도크: 골리앗 크레인 없음, 안벽크레인 1개



자료: 필리조선소, iM증권 리서치본부

그림15. 필리 조선소 옥내 조립공장

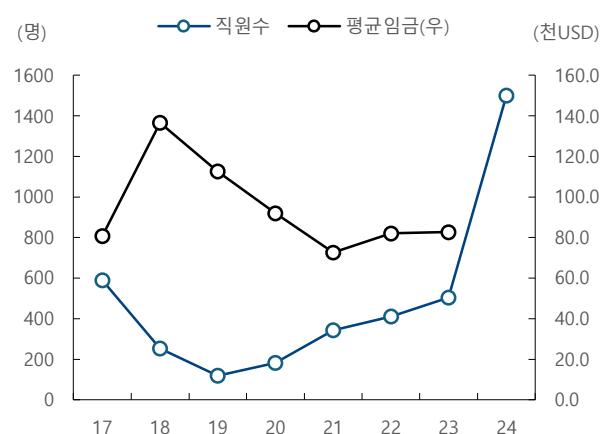


자료: 필리조선소, iM증권 리서치본부

## 소프트웨어가 관건, 작업자의 생산성과 숙련도 향상이 숙제: 한화그룹의 지원이 큰 힘이 될 것

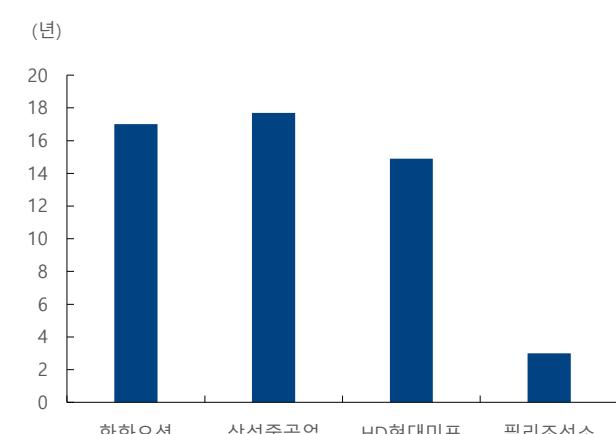
향후 관건은 소프트웨어, 즉 인력이다. 필리 조선소는 지난 몇 년간 어려운 시기를 겪어 왔다. 특히 COVID-19를 전후하여 극심한 인력난을 겪었으며 유의미한 규모의 인력을 확보한 것은 채 2년이 지나지 않는다. 고용인원은 2019~2020년에 200명 이하까지 급감하였으며, 2023년에도 500명 수준에 그쳤고, 2024년 이후에야 1,500명 수준의 인원을 갖추고 있다. 이에 따라 현재 고용된 인력의 평균 근속연수는 채 3년이 되지 않을 것으로 추정되며, 이는 국내 조선사 평균 근속연수인 15~17년보다 현저히 낮다. 작업 숙련도와 그에 따른 생산성이 가 높을 수 없는 인력 구조이다.

그림16. 필리 조선소 직원수 및 평균임금 추이



자료: 필리조선소, iM증권 리서치본부

그림17. 조선사별 평균 근속연수 비교



자료: DART, iM증권 리서치본부

표3. 조선사별 인도량 및 인력 추이

(2024)		HD현대중공업	한화오션	삼성중공업	HD현대미포	필리조선소
인력	직영	11,194	10,202	9,837	4,003	500
	협력사	22,388	20,656	18,042	6,034	1,000
	합계	33,582	30,858	27,879	10,037	1,500
인도량	DWT	4,838,985	3,718,896	4,914,795	2,794,153	16,974
	GT	4,649,717	3,696,194	5,270,866	2,103,402	51,000
	CGT	2,638,897	1,959,845	2,993,010	1,457,432	40,000

자료: DART, iM증권 리서치본부

\*HD현대중공업은 조선/해양부문만 반영했으며(엔진 등 제외) 협력사 인원은 추정치 반영

\*삼성중공업은 조선/해양부문만 반영(토건 제외)

\*필리조선소 인도량은 NSMV 2척 기준으로 추정

필리 조선소의 생산성은 총톤수 기준으로 보나, 난이도를 감안한 CGT기준으로 보나 국내 조선사와 비교할 수 없이 낮은 수준이다. 2024년 매출과 인력 기준으로 추정한 필리 조선소의 생산성은 DWT기준 국내사 평균의 6~7%, CGT기준 27~29%수준으로 현격히 낮은 생산성을 보인다.

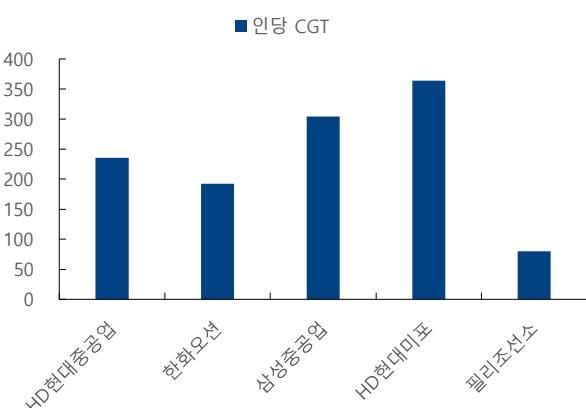
그러나 역으로 고경력자의 부재로 인한 낮은 생산성은 작업자의 경력이 쌓이면 자연스럽게 개선의 여지가 있으며, 여기에 한화그룹의 지원이 더해지면 생각보다 빠른 시간 내에 향상될 수 있을 것으로 판단된다. 한국 조선소도 불과 2년 전까지 극심한 인력난을 겪었으나 23년부터 투입되기 시작한 외국인력들의 생산성이 향상되면서 2년이 지난 현재 실적에 큰 기여를 하고 있다. 한화오션은 인수 이후 50여명의 조선업 전문가를 필리 조선소에 파견하여 작업성 향상을 지원하고 있으며, 기존 근로자들에 대한 교육과 더불어 자본과 시간이 필요한 대규모 투자 집행을 하지 않고 공정 노하우만으로도 개선할 수 있는 부분을 상당수 발굴 중인 바 필리 조선소의 생산성은 1~2년 내로 상당한 향상을 보일 것으로 기대한다.

표4. 조선사별 인당 생산성 추정

(2024)		HD현대중공업	한화오션	삼성중공업	HD현대미포	국내사 평균	필리조선소	국내사 대비
생산성 (직영)	인당 DWT	432	365	500	698	499	34	7%
	인당 GT	415	362	536	525	460	102	22%
	인당 CGT	236	192	304	364	274	80	29%
생산성 (직영+협력사)	인당 DWT	144	121	176	278	180	11	6%
	인당 GT	138	120	189	210	164	34	21%
	인당 CGT	79	64	107	145	99	27	27%

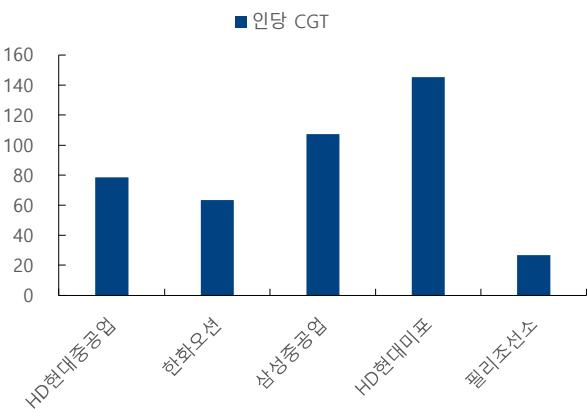
자료: DART, iM증권 리서치본부

그림18. 조선사별 생산성(직영, 인당 CGT)



자료: Bloomberg, 필리조선소, iM증권 리서치본부

그림19. 조선사별 생산성(직영+협력사, 인당CGT)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 실적 개선 속도, 예상보다 빠를 수도

필리 조선소는 2018~2024 7년 연속으로 적자를 냈다. 원인은 다양하지만 주로 신규수주 부족으로 인한 가동률 저하 및 작업량 감소/고정비 과잉, 이에 따른 작업자 감소, 이에 따라 경력자 부재로 인한 생산성 저하, 다시 이로 인한 비용 상승 등이 악순환으로 계속 이어졌다. 미국 조선업의 고질병을 그대로 투영했다고 볼 수 있다.

그러나 이제 상황은 달라지고 있다. 한화그룹 인수 이후인 2025년 1분기 영업손실률은 -1.3%에 그쳐 -10%이상의 손실을 숱하게 내던 과거에 비해 현저히 손실률이 감소하였다. 물론 거래종결 이전 실사 기간이었던 2024년 하반기 빅배스 성격으로 대규모 손실을 선제 인식한 것도 금번 실적 개선에 주효했다고 추정된다. 그러나 분명한 것은 한화그룹의 공정개선 의지 하에 향후 실적 개선의 가능성은 더 크다는 점이다. 사측은 보수적으로 2026년에 BEP달성을 언급하고 있으나 실제로는 그보다 빠른 실적 개선이 예상된다.

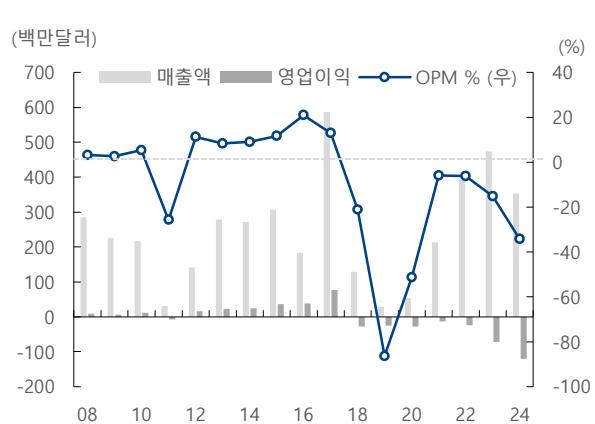
표5. 필리 조선소 연간 실적 추이

(백만USD)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	28.2	54.1	214.1	392.7	473.6	353.0
YoY %	-78.2	92.0	295.4	83.5	20.6	-25.5
영업이익	-24.4	-27.8	-12.5	-24.3	-71.4	-120.9
YoY %	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM %	-86.4	-51.3	-5.8	-6.2	-15.1	-34.2

자료: Bloomberg, 필리조선소, iM증권 리서치본부

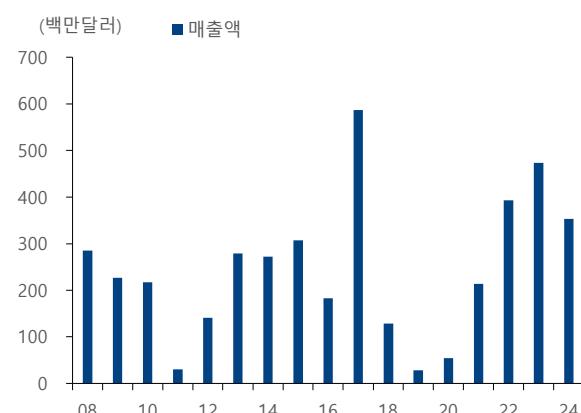
주: 1Q25~ 필리조선소의 매출·손익 할판시스템 실적에 반영

그림20. 필리 조선소 연간 실적 추이



자료: Bloomberg, 필리조선소, iM증권 리서치본부

그림21. 필리 조선소 연간 매출 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표6. Philly Shipyard 연도별 영업이익 악화요인

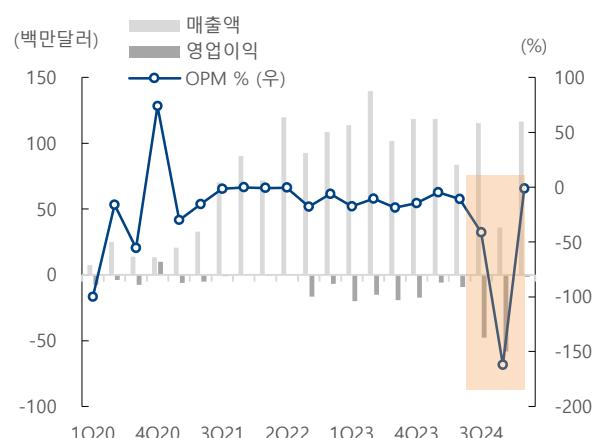
구분	세부내용
2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Matson 프로젝트 (Hull 029-030) 건조과정상의 설계변경 및 생산공정 상의 이슈로 추가비용 발생</li> <li>- TOTE Maritime의 CV3700 프로젝트 철회로 인한 약 1,760만 달러의 손상차손 발생</li> <li><b>- 신규수주 부족으로 인한 작업량 감소</b></li> </ul>
2019	<ul style="list-style-type: none"> <li>- CV3700 이후 신규 수주 부진</li> <li>- FSS Antares 프로젝트 초기단계에서 예상보다 높은 실행 비용 발생</li> <li><b>- 공장가동률 저하로 인한 고정비 과잉</b></li> </ul>
2020	<ul style="list-style-type: none"> <li>- NSMV 프로젝트 설계 및 초기 단계에서 예상보다 높은 비용 발생</li> <li>- FSS Pollux 유지보수 프로젝트 손실 발생</li> <li><b>- 팬데믹 영향으로 노동력 부족 및 생산성 저하 문제 발생</b></li> <li>- 신규 수주 부족으로 고정비 상쇄 여력 부족</li> </ul>
2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- NSMV 프로젝트 비용 지속적 증가, NSMV 1~2 진행과정에서의 설계 및 생산과정 비용 초과 원인</li> <li>- SRIV 프로젝트 초기 단계에서 기술적 리스크 및 비용 발생</li> <li><b>- 팬데믹 여파로 이속, 생산성 문제 및 공급망 차질 이슈 잔존</b></li> </ul>
2022	<ul style="list-style-type: none"> <li>- NSMV 프로젝트 비용초과 및 지속, SRIV프로젝트 손실 확대</li> <li><b>- 팬데믹 여파로 인한 비용상승 및 일정지연</b></li> <li>- CV 프로젝트 초기 단계에서의 높은 투자비용 발생</li> </ul>
2023	<ul style="list-style-type: none"> <li>- NSMV 2~5 진행 과정에서의 비용초과 및 일정지연 이슈 지속</li> <li>- SRIV 프로젝트, 일정 지연 및 생산성 저하로 손실 증가</li> <li>- CV 1~3 프로젝트 초기 투자비용 발생</li> <li><b>- 팬데믹 여파로 인한 공급망 및 노동력부족 문제 지속</b></li> </ul>

자료: 필리조선소, iM증권 리서치본부

표7. 필리 조선소 분기 실적 추이: 1Q25 손실규모 대폭 축소

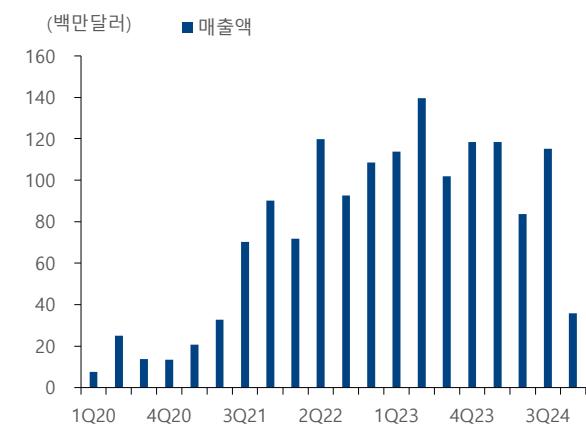
(백만USD)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
매출액	71.8	119.7	92.6	108.61	113.8	139.7	101.8	118.3	118.3	83.6	115.2	35.9	116.4
YoY %	-0.2	0.7	-0.2	0.2	0.0	0.2	-0.3	0.2	0.0	-0.3	0.4	-69.7	-
영업이익	-0.5	-0.4	-16.5	-6.91	-20	-15	-19.1	-17.3	-5.8	-9.2	-47.7	-58.2	-1.5
YoY %	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-
OPM %	-0.7	-0.33	-17.82	-6.36	-17.57	-10.74	-18.76	-14.62	-4.9	-11	-41.41	-162.1	-1.3

자료: Bloomberg, 필리조선소, iM증권 리서치본부

그림22. 필리 조선소 분기 실적 추이:  
한화그룹 편입이전 대규모 손실 인식

자료: Bloomberg, 필리조선소, iM증권 리서치본부

그림23. 필리 조선소 분기 매출 추이



자료: Bloomberg, 필리조선소, iM증권 리서치본부

## 앞으로의 일감: 전략상업선단, Ready Reserve Force

필리 조선소는 연간 약 2척의 인도 일정으로 현재 총 7척, 2027년까지의 수주잔고를 보유하고 있다. 수주잔고 구성은 미국 해사청(MARAD)에서 발주한 NSMV(다목적훈련선박) 3척, 사기업 Matson이 발주한 컨테이너 3척, 그리고 사기업 GLDD가 발주한 SRIV(해저 암반설치선) 1척이다. 이는 모두 한화그룹이 인수하기 전 수주한 물량이다.

관건은 그 다음이다. 한화그룹 인수 이후 아직 신규수주가 없으며 일감을 무엇으로 채울 지가 중요하다. 한화그룹은 미국 정부의 움직임을 주시하며 향후 민간선박 및 해군 함정 모두를 수주 후보로 열어놓고 있으며 유연하게 대응한다는 입장이다. 그러나 필리 조선소는 아직까지 해군 함정 또는 해경정을 건조한 이력이 없어 우선적으로는 민간선박 위주의 수주를 계속할 가능성이 크다. 특히 우선적으로 미국이 10년 내로 250척을 확보할 계획인 ‘전략상업선단’ 선박의 건조가 거론된다. Ships for America Act의 일부에 포함된, 전시를 대비하여 국제 운송에 투입할 수 있는 상업용 선박의 확보 계획이며, 현재 MARAD에 등록된 미국 국적의 Jones Act 적용 선박(92척, 25년 3월기준)의 확대 계획이라고 볼 수 있다.

표8. Philly Shipyard 수주잔고

Name	Type	Size	Unit	Contract	Built	Company	비고
CV1	Container(LNG)	3,600	TEU	2022	2026	Matson	-
CV2	Container(LNG)	3,600	TEU	2022	2027	Matson	-
CV3	Container(LNG)	3,600	TEU	2022	2027	Matson	-
SRIV	Stone Dump /Fallpipe(SRIV)	15,037	GT	2021	2026	GLDD	일정지연으로 인한 피소
NSMV 3				2021	2025E		-
NSMV 4				2021	2025E		-
NSMV 5				2022	2026E		-

자료: 필리조선소, iM증권 리서치본부

표9. 신규 SHIPS 법안(2025년 4월 발의)의 핵심 조항 중 하나인 전략 상선단 프로그램(SCF, Strategic Commercial Fleet) 주요내용

구분	주요 내용
프로그램 목표	- 향후 10년간 국제 상업 해운에 투입될 미국 국적 선박 250척 확보
참여 요건	- 미국에서 건조되고, 미국 국적을 보유하며, 미국 선원이 승선한 상업용 선박
운영 계약 기간	- 기본 7년 계약, 최대 2회 갱신 가능 (최대 21년)
지원방식	- 선박 도입을 위한 자본 및 운영 비용을 보조하는 지원금 지급
외국 건조 선박 허용 관련	- 2029 회계연도까지 한시적으로 외국 건조 선박의 미국 국적 등록 허용 (미국 건조 선박으로 대체 예정)
우선순위 선박	- 미군 수송사령부(TRANSCOM)의 요구에 따라 유조선 등 특정 선박 유형 우선 도입
계약종료(해지) 보상	- 계약이 갱신되지 않을 경우, 선박의 잔여 사용 수명에 따른 보상금 지급
운영주체	- 미국 해사청(MARAD)이 프로그램 운영 및 참여 제안서 평가 담당

자료: 미 의회, iM증권 리서치본부

표10. 미국 SHIPS for America Act(미국의 번영과 안보를 위한 조선 및 항만 인프라법) 입법 경과

일자	세부내용	비고
2024.12.18	- 미 하원 Garamendi 의원(민주당)과 Trent Kelly 의원(공화당, SHIPS for America Act 첫 발의)	
2024.12.19	- 미 상원에서는 Mark Kelly 상원의원(민주당, 애리조나)과 Todd Young 상원의원(공화당, 인디애나)이 동 법안을 공동 발의	미표결, 회기종료
2025.04.09	- 트럼프 대통령, '미국의 해양우위 회복을 위한 행정명령(Executive Order 14269)'에 서명, SHIPS 법안·목적에 동의	
2025.04.30	- 미 상원 Mark Kelly 상원의원(민주당, 애리조나), Todd Young 상원의원(공화당, 인디애나)와 미 하원 Garamendi 의원(민주당, 캘리포니아), Trent Kelly 의원(공화당, 미시시피) 포함 초당적 의원들, SHIPS for America Act 법안과 Building SHIPS in America Act로 나누어 재발의	

자료: iM증권 리서치본부

표11. 신규 SHIPS 법안(2025년 4월 발의) 주요 내용

구분	주요 내용
Title 1: 해운정책 총괄과 관리 강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 백악관 내 해운 담당 특별 보좌관 신설</li> <li>- 해운 정책 조정 및 산업 발전 방향 설정</li> <li>- 관련 부처 간 협의 기구 구성</li> </ul>
Title 2: 해운 보안기금 신설	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 항만세, 벌금 등으로 재원을 마련한 전용 기금 설치</li> <li>- 중국, 러시아 등 우려국가 소속 선박에 추가세 부과</li> </ul>
Title 3: 전략적 해상운송능력 확보	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 미국 국적 전략선단 확보 의무화</li> <li>- 국가 물류계획에 해운 부문 포함</li> </ul>
Title 4: 미국 국적 선박 활성화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- '전략 상업선단' 창설(최대 250척 목표)</li> <li>- 해외에서 수리 시 관세 강화</li> <li>- 미국 정부 화물은 반드시 미국 선박으로 운송</li> </ul>
Title 5: 조선업 육성	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 선박 건조 보조금과 중소조선소 지원 확대</li> <li>- 선박금융 제도(Title XI) 개편해 투자 유도</li> </ul>
Title 6: 해운 인력 양성	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 선원 및 조선소 종사자 학자금 탕감 허용</li> <li>- 해운직 연방채용 시 우대</li> </ul>
Title 7: 세계 혜택 확대	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 선박 건조에 최대 40.5% 세액 공제</li> <li>- 해운 관련 보조금 비과세 처리</li> </ul>

자료: 미 의회, iM증권 리서치본부

표12. 기존 SHIPS 법안(2024년 12월 발의)과 신규 SHIPS 법안(2025년 4월 발의) 간 주요 차이

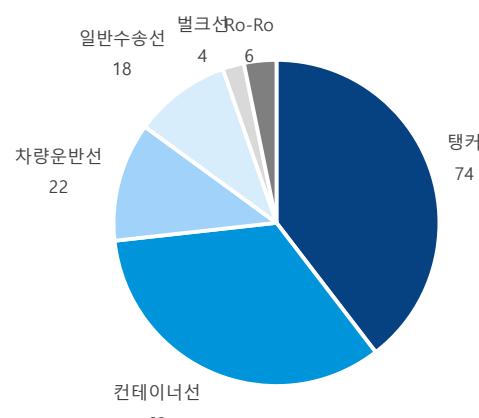
구분	기존 SHIPS 법안(2024년 12월 발의)	신규 SHIPS 법안(2025년 4월 발의)
중국 조선업 관련 301조 조사	- USTR의 301조 조사만 참고	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 조사 결과로 부과된 요금을 신설된 해양안보신탁기금에 납입하도록 명시</li> <li>- 해당 기금에는 '우려국가(country of concern)'에 연결된 선박 및 소유자에게 부과되는 별금성 요율(penalty rates)도 포함</li> </ul>
무과실 해지 보상	- 선박 조기 해지 시 정부가 50% 보상	- 보상률을 100%로 확대
SCF 선박의 정부화물 운송요건	- SCF(Strategic Commercial Fleet) 선박이 정부 화물을 운송 시 보조금 지급 없음. 해양청장이 예외 승인	- 교통부 장관이 면제 여부를 직접 결정(위임 불가)
SCF 선박 수리요건	- 미국 외 수리 시 추가 세금, 일부 프로그램은 10년 예외	- SCF 선박은 일정 비율 이상을 미국 내에서 수리해야 함
우선운송 규정 면제 결정권	- 화물 발송기관이 자체 판단하는 사례 존재	- 해양안보고문(Maritime Security Advisor)이 최종 결정
관세조정	- 관세 할인 또는 할증 논의만 있었음	- 외국 선박 수입품에 10% 자동 관세 할증 (단, 요율이 같을 경우 예외)
Ship America 프로그램	- 해양청에 Ship America Office 신설	- 검증 프로그램 추가: 자율 인증 기준 개발 요구
입법전략	- 단일 법안으로 추진	- 세제조항과 비세제 조항을 분리해 상무위원회/ 재무위원회에 병행 심사 추진
공동 발의자	- 일부 의원 중심	- 상·하원 초당적 공동 발의자 확대

자료: 미 의회, iM증권 리서치본부

현재 MARAD에 등록된 미국의 상선단 187척 중 Jones Act 적용 선박(미국에서 건조된 미국국적 선박)은 총 92척이며, 대부분은 탱커(55척)와 컨테이너선(24척)이다. 향후 250척을 어떤 선종으로 확보할지는 아직 공개되지 않았지만 전시 물자 수송이라는 기본 목적으로 기존 선대 구성과 크게 차이 나지 않는 탱커 및 컨테이너선 위주의 발주가 될 것으로 예상된다.

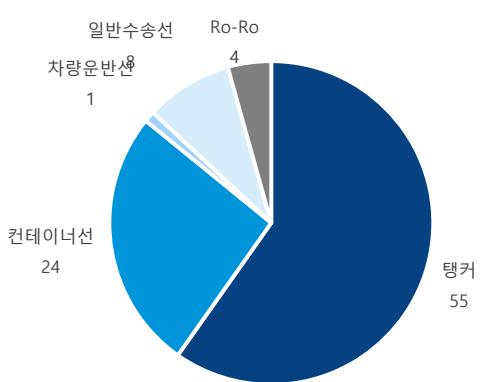
필리 조선소의 2003년 이후 건조 이력은 탱커와 컨테이너선에 집중되어 있으며 특히 2011년에는 MR보다 한 체급 큰 LR급(11만 DWT)의 탱커를 건조한 이력도 있다. 미국의 전략 상업선단 확보 계획의 상당 부분을 필리 조선소가 책임질 것이라고 예상할 수 있다.

그림24. 미국 상선단 구성(187척)



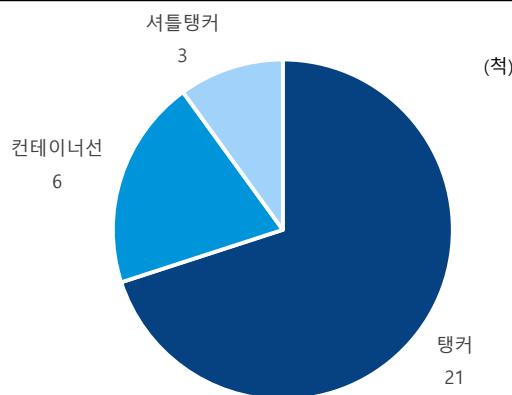
자료: MARAD, iM증권 리서치본부

그림25. 미국 상선단 중 Jones Act 적용선박 구성(92척)



자료: MARAD, iM증권 리서치본부

그림26. 필리조선소 2003년 이후 건조이력



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

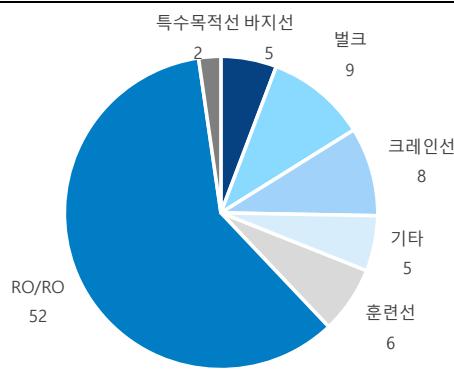
그림27. 필리조선소가 2011년 건조한 LR급 탱커



자료: Crowley, iM증권 리서치본부

또한 전략상업선단과 비슷한 성격의 Ready Reserve Force 역시 현재 현대화 및 교체가 추진되고 있으며, RRF의 대부분 구성은 RO-RO선임을 감안하면 향후 필리 조선소의 수주 대상 선종은 크게 탱커, 컨테이너선 및 RO-RO선이 될 것으로 예상된다. 필리 조선소의 건조이력상 탱커와 컨테이너선의 건조는 전혀 문제가 없으며, 현재의 설비로 MR급의 탱커와 3,000TEU급의 컨테이너선을 건조 가능하다. RO-RO선은 건조 경험이 없지만 비슷한 건조 난이도의 NSMV를 여러 척 건조하고 있는 바 큰 어려움은 없을 것으로 예상된다. RO-RO선은 건조 그 자체의 난이도가 높다기보다는 Roll-on, Roll-off를 위한 기계설비 구성 및 그에 따른 구조설계, 하중분석 등이 핵심이라고 볼 수 있는데 이는 한화그룹의 설계능력으로 충분히 보완이 가능하다.

그림28. 미국 Ready Reserve Fleet 구성 (25.4월기준)



자료: MARAD, 필리조선소, iM증권 리서치본부

그림29. 미국 Ready Reserve Fleet의 Ro/Ro선 “USNS Yano”호



자료: 미 해군, iM증권 리서치본부

그림30. Ro/Ro선 단면도 예시



자료: iM증권 리서치본부

그림31. 필리 조선소가 건조한 NSMV



자료: MARAD, iM증권 리서치본부

표13. RO-RO선과 NSMV의 주요 특성 비교

구분	RO-RO	NSMV
주 임무	차량·병력의 대량 해상수송	해양대학 훈련, 재난지원, 병원선
적재 방식	램프 통한 차량 적재 (Roll-on/Roll-off)	크레인/컨테이너 적재, 병상·헬기 이착륙 등
화물 형태	군용 전차, 트럭, 컨테이너	훈련생, 화물, 병원설비, 헬기 등
주요 특징	램프, 다층 차량 데크, 진동방지, 방화구획, 고속 하역 시스템	대형 크레인 (물류 지원), 병상, 병원 설비, 헬기 데크, 훈련 설비 (교실, 시뮬레이터)

자료: 필리조선소, iM증권 리서치본부

표14. RO-RO선과 NSMV의 건조 난이도 비교

구분	RO-RO	NSMV
설계 복잡도	고하중 이동 물체 (전차 등)에 맞춘 다층 갑판 설계 필요	다기능 공간 설계 (훈련+의료+숙소+물류)
기계·전기 시스템	대형 램프, 리프트, 고정 장치 등 복합 메커니즘 필요	의료, 공조, 크레인, 시뮬레이터 등 다양한 장비 통합
생산 난이도	비정형 구조 많고 조립 난이도 높음	내부 설비가 많아 설치/통합 공정이 복잡

자료: 필리조선소, iM증권 리서치본부

## 개선과 상승만을 앞두고 있다: 향후 미국 비즈니스의 마중물이 될 필리 조선소

결론적으로, 7년 연속 적자를 내며 존폐의 기로에 있었던 필리 조선소는 한화그룹의 인수 이후 앞으로 개선과 상승만을 앞두고 있다. 생산성은 향상될 것이고, 공정에는 속도가 붙을 것이다. 실적은 그에 따라 예상보다 빠르게 개선될 전망이다. 향후 미국이 자체적으로 발주할 물량 만으로도 수주는 골라서 받을 수준이 될 것이다. 미국내 다른 조선소가 없는 것은 아니지만, 이렇게 선제적인 투자를 통해 체질을 개선 중인 조선소는 단연코 필리 조선소가 유일하다.

향후 필리 조선소의 실적과 수주 상승분은 일차적으로는 연결 모회사인 한화시스템의 실적으로 반영될 예정이다. 그러나 그것은 시작일 뿐이다. 미국에 투자하여 미국 내의 고용을 창출하고 지역경제를 활성화한 이력은 이후 미국과의 비즈니스 관계 확대에 있어 큰 도움이 될 것이다. 특히 Give & Take를 중시하는 사업가인 트럼프 정권 하에서 먼저 미국에 손을 내민 이러한 우호적 제스처는 향후 미국에서 쏟아져 나올 조선 및 방위산업 관련된 수많은 발주에서 한화그룹을 우선순위에 둘 수 있는 중요한 마중물이 될 전망이다.

### III. 미국 방위산업, 뚫는 게 아니라 스며든다

#### 방위산업의 현지화, 선택이 아닌 필수

러-우 전쟁 이후 전세계는 방위력 증강에 힘을 쏟고 있으나 대부분의 국가는 여전히 불가피한 경우가 아닌 이상 자국산 무기를 선호하며, 수입 무기를 사용할 경우 가능한 최대한의 현지화를 요구한다. 2022년 한국으로부터 사상 최대의 무기 수입계약을 체결한 폴란드의 경우도 납기가 급했던 1차 물량은 한국 생산분을 그대로 수입했지만 2차 계약 물량부터는 현지 생산을 목표하고 있으며 이에 따라 협의기간이 길어지고 있다.

현지화는 단순히 자국의 이익을 확보하기 위한 목적뿐 아니라 수입한 무기의 유지/보수/정비를 위해서도 필요하다. 통상 30년 이상을 사용하는 무기체계의 전력 가용성을 유지하고 전비태세를 확보하기 위해서는 특히나 현지에서 직접 무기체계를 관리할 수 있는 설비와 인력이 필수적이다. 첨단무기의 경우 기술이전 및 보안의 문제로 현지화가 제대로 이루어지지 않고 수출/수입이 이루어지는 사례가 많으며 이로 인해 운용과정에서 부품부족 및 정비 문제가 솔하게 발생한다. 민간 제품에 비해 관리기준이 엄격하고 까다로운 군용 제품은 당연하게도 제품 그 자체보다도 유지/보수/정비의 중요성이 더 크다고도 볼 수 있으며, 이를 잘 알고 있는 무기 수입국들은 무기체계의 효과적 운용을 위해 점점 더 높은 레벨의 현지화를 요구하고 있는 추세다.

그림32. F-35 정비문제를 지적하는 기사



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림33. F-15, F-16 부품 부족을 지적하는 기사

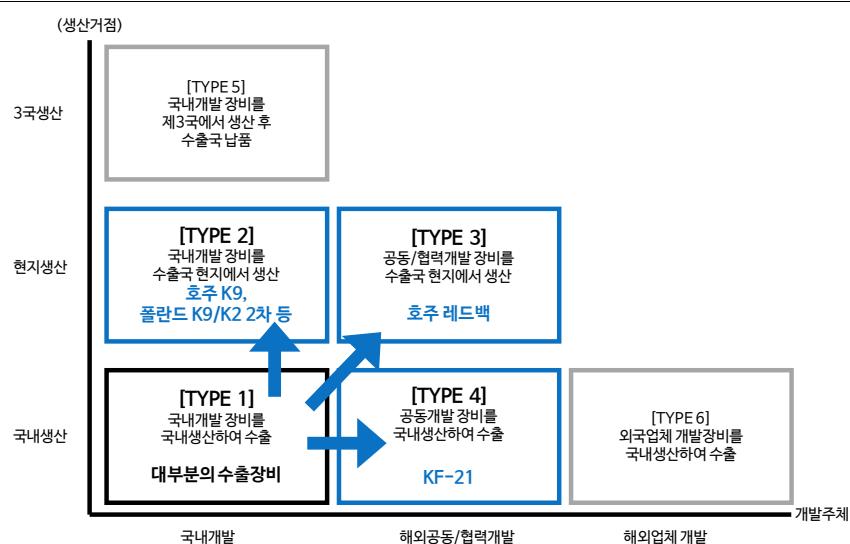


자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

한화그룹은 국내 조선/방산 기업 중 글로벌화에 가장 적극적이다. 특히 방위산업의 경우 그룹사 한화에어로스페이스를 필두로 각국의 현지화 요구에 맞춰 현지 법인을 설립하고 생산 거점을 확보하는 등 앞선 행보를 보이고 있다. 이미 무기를 수출 중인 폴란드에 현지 합작법인을 통해 천무 미사일 생산을 추진하고 있으며, 사우디에도 합작법인 설립 및 현지 생산거점 확보를 추진하고 있다. 호주에는 현지 공장을 직접 신설하여 이미 레드백 장갑차 및 K9자주포를 현지 생산하고 있다.

금번 미국 방문에서는 한화그룹의 미국 진출 현황을 살펴보았다. 현재 회사는 미국 Radford 장약공장의 현대화 사업을 수주하여 진행 중이며 향후 스마트 탄약공장 설립을 추진하고, 자주포 등의 현지 생산도 염두에 두고 사업을 전개 중이다.

그림34. 방산수출 방식 변화에 따른 해외 진출유형 - TYPE 1에서 TYPE 2,3,4로 진화 중



자료: 한국방위산업진흥회, iM증권 리서치본부

그림35. 한화에어로스페이스의 글로벌 진출 현황



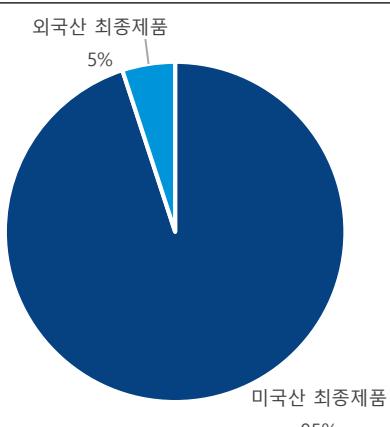
자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

## 미국은 무기를 수입하지 않는 나라, 뚫는 게 어렵다면 스며든다

세계 최강 미군의 존재로 인해 미국의 방위산업 역시 세계 최대의 규모로 알려져 있지만, 실상 미국은 해외 무기를 거의 수입하지 않는다. 미군 FY2023 국방 구매액 중 해외제품의 비중은 단 5%에 불과하며, 그 품목을 자세히 살펴보면 유류 및 기타 제품이 60%를 넘는다. 5%의 무기 수입액 중에서도 실제 무기에 해당하는 제품은 30% 수준이다.

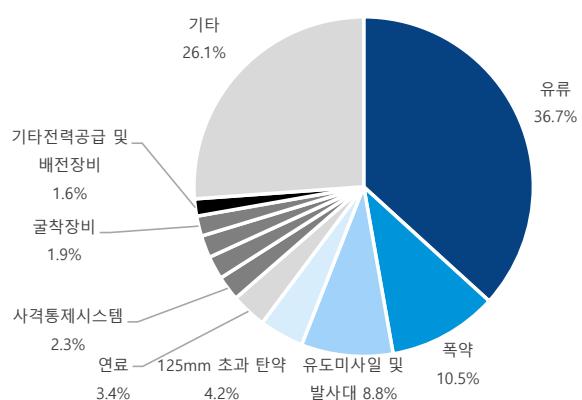
즉, 미국의 국방 구매액 중 실질적인 해외 무기 수입액은 전체 구매비의 1.5%에 그친다. 미국은 무기를 수입하지 않는 나라이다.

그림36. 미군 FY2023 국방 총 구매액 중 해외제품 비중



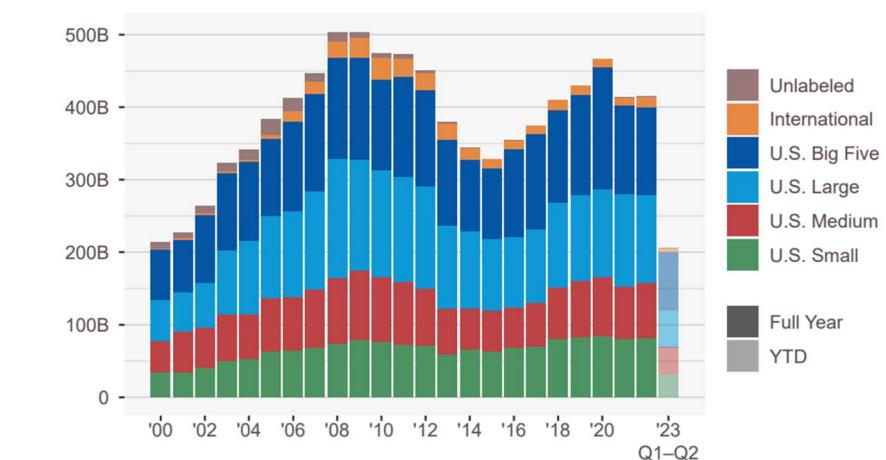
자료: 미 국방부, iM증권 리서치본부

그림37. 미군 FY2023 국방 해외구매금액의 품목별 비중



자료: 미 국방부, iM증권 리서치본부

그림38. 미 국방부 구매계약의 공급처 추이



자료: CSIS, iM증권 리서치본부

특히 우리나라의 경우 대부분 미국의 우방국가가 체결하고 있는 RDP(Reciprocal Defense Procurement Program, 국방상호조달협정)를 아직까지 체결하고 있지 않아 방산관련 단순 제품의 수출도 어렵다. RDP를 체결하지 않은 국가의 방산관련 제품에 대해서는 미국산 우선 구매법 및 베리 수정법 등에 의해 50%의 가격 폐널티를 부과하거나 아예 수입을 제한하고 있기 때문이다. 물론 FCT(Foreign Comparative Testing) 프로그램에 의해 미국 내 유사기술이 없고 해외에서 이미 개발이 완료되어 기술이 성숙한 무기에 한해 일부 예외를 적용하기도 하나, 이는 우리나라의 비궁 등 극히 일부 무기에 한한다. 이러한 예외를 제외하면 한국 업체가 일반적인 수출모델로 미국의 방위산업 시장을 뚫는 것은 사실상 불가능에 가깝다고 볼 수 있다.

때문에 금번 방문 시 현지에서 이뤄진 Hanwha Global Defense 및 Hanwha Defense USA 경영진과의 간담에서 필자의 질문은 이러한 어려운 상황에서 어떻게 미국 방위산업에 진출할지였고, 한화그룹의 대답은 ‘완벽한 현지화’ 였다. 즉, ‘뚫기’가 아니라 ‘스며들기’라는 것이며, 완벽한 현지화를 통해 미국의 방산업체로 간주되면, 수출이 아니라 내수의 형태로 미국 방위산업에 진출할 수 있게 되는 것이다. 간담회에 참석한 Hanwha Global Defense의 CEO, Mr. Michael Coulter의 이력을 보면 이러한 한화그룹의 전략방향이 어림짐작 된다. General Dynamics 등 방산회사는 물론 미군, 국방부, 국무부, 상원 등 미국 방위산업의 주요 의사결정에 관여하는 여러 기관에 두루 근무한 경험이 있는 인물이다. Hanwha Global Defense는 미국뿐 아니라 한화그룹 방위산업의 전세계 진출을 모두 총괄하지만 특히 미국 중심의 경력을 가진 Mr. Michael Coulter를 CEO로 임명했다는 점에서 향후 회사가 미국에 큰 비중을 두고 사업을 전개할 것임을 예상할 수 있다.

그림39. Michael Coulter, Hanwha Global Defense 사장



자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

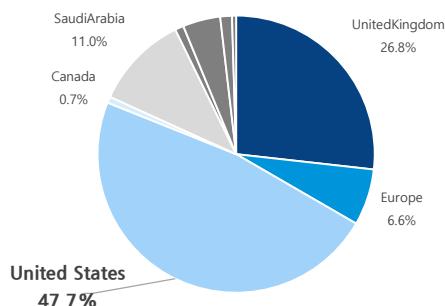
그림40. Michael Coulter의 주요 경력

소속	상세
미 상원	국가안보 및 외교정책 보좌관
미 국무부	정치-군사 부차관보, 연합작전 조정관
미 국방부	국제안보담당 차관보, 전략계획 및 정책 부차관보 등
미 해군	EA-18G 조종 및 전투/지휘직무 다수
General Dynamics	국제사업개발 총괄
Leonardo	인터내셔널 사장/사업개발 수석부사장 등

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

이러한 스며들기 전략의 대표적인 회사가 영국의 BAE Systems이다. 동사는 영국 최대의 방산회사지만 실제로는 미국에서 더 많은 매출을 올리고 있다. 24년 동사의 매출 중 영국 자국비중은 26.8%였지만 미국의 비중은 47.7%로 자국의 비중을 훨씬 넘을 뿐 아니라 단일 국가로 최대의 비중을 차지하였다. 동사는 과거 미국의 방산회사들을 여러 차례 인수하며 현재는 미국의 주력 무기 중 하나인 M109A7 자주포 및 브래들리 장갑차 등을 생산 중이고, 동사의 미국 법인은 미국 정부와 특수 보안협정(Special Security Agreement)을 맺어 외국 소유 기업임에도 불구하고 미국의 민감한 방위 프로그램에 참여할 수 있는 등 실질적인 미국 기업으로 간주된다. 지상무기 뿐 아니라 탄약, 함정 등 미국 방위산업의 여러 분야에 깊이 관여하고 있다. 호주 Austal도 자국보다 미국의 매출 비중이 높으며 이탈리아의 Fincantieri, 독일 Rheinmetall도 미국 사업 비중을 확대하고 있다. 현지화 스며들기를 통한 미국 조선/방위사업 진출은 이제 한국도 시작이며, 그 선봉에 한화그룹이 있다.

그림41. 영국 BAE Systems의 국가별 매출 비중



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림43. 영국 BAE Systems: 미국 매출 44%, 고용 34%



자료: BAE Systems, iM증권 리서치본부

그림42. 미육군 M109A7 자주포: BAE가 생산



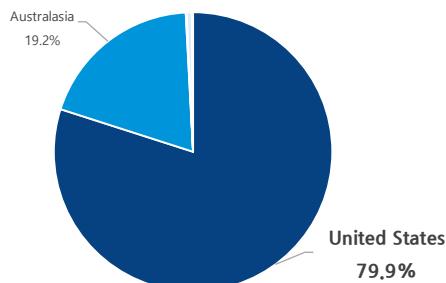
자료: BAE Systems, iM증권 리서치본부

표15. 영국 BAE Systems의 미국 내 주요 공장/생산시설

위치	기능
Radford Army Ammunition Plant	미육군 소유 탄약 공장, BAE가 운영
Holston Army Ammunition Plant	폭발물 및 추진제 공장
Jacksonville, FL	미해군 비핵선 수리·정비를 위한 조선소
Norfolk, VA	미해군 함정 수리 및 개조 사업지
San Diego, CA	비핵함정 수리 및 유지보수
Falls Church, VA	BAE Systems Inc. 본사 및 계열사 등록지
Nashua, NH	BAE Systems Information & Electronic Systems Integration Inc.의 시설
Broomfield, CO	Space & Mission Systems 본부 소재지

자료: BAE Systems, iM증권 리서치본부

그림44. 호주 Austal의 국가별 매출 비중



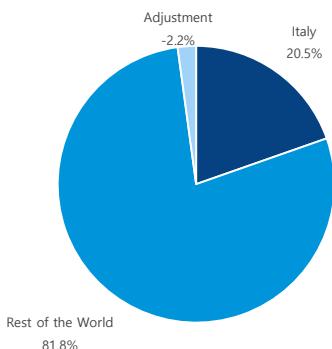
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림45. Austal 미국 조선소: LCS Independence급 실내 건조



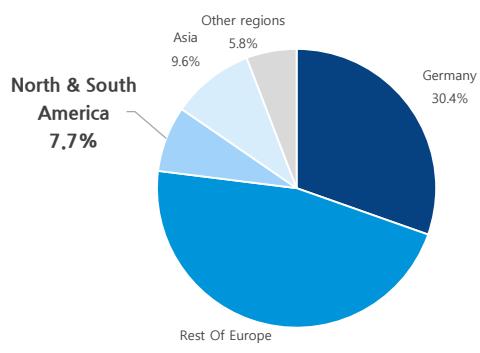
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림46. 이탈리아 Fincantieri의 국가별 매출 비중



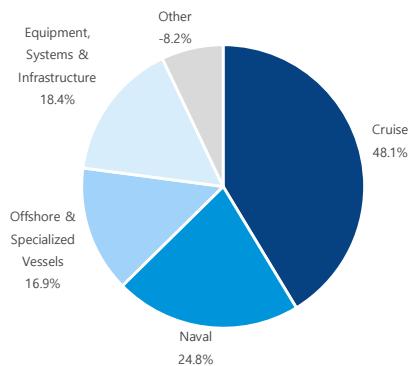
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림47. 독일 Rheinmetall의 국가별 매출 비중



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림48. Fincantieri의 방산 매출 비중



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림49. Fincantieri, 미국에서 1,500명 추가 고용 계획

## BUSINESS

## Italian Shipbuilder Fincantieri to Hire Up to 1,500 Workers in U.S., CEO Says

Fincantieri owns shipyards in Wisconsin where it builds combat ships and frigates for the U.S. Navy

By Cristina Gallardo [\[Follow\]](#)  
Feb. 6, 2025 7:46 am ET

자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

## 미국 자주포 사업 진출 가능성, 충분히 승산이 있다

물론 BAE Systems는 미국의 최우방 Five Eyes 국가의 하나인 영국 회사라는 점에서, 우방국이지만 Five Eyes도 NATO 회원국도 아닌 우리나라의 방산회사가 미국 방위산업에 당장 이 정도로 깊이 진출할 것이라고 기대하기는 힘들다.

그러나 먹거리는 많다. 먼저 한화에어로스페이스의 주력 제품인 자주포 사업에서 미국 진출 가능성이 있다. 미국은 노후화된 M109계열 자주포의 현대화를 위해 수 년 전부터 후속 모델 개발에 힘써 왔으나 주된 기술적 목표였던 사거리 연장이 포신 마모 등의 이유로 사실상 실패하면서 자체 개발계획을 폐기하였고, 현재 타국 업체들을 초청하여 차세대 자주포 사업을 재개하고 있다. 자국의 General Dynamics 및 독일의 Rheinmetall, 영국의 BAE Systems, 이스라엘의 Elbit Systems과 한화에어로스페이스의 경쟁 상대이며 기본적으로 모든 회사가 미국 현지법인을 통해 경쟁 중이다.

표16. 미국 차세대 자주포 사업 진행 현황

시기	주요 단계	세부 내용
2018~2023	ERCA 프로그램 개발	M109A7 기반의 M1299 자주포 개발 추진. 58 구경장 XM907 포신을 장착하여 사거리 70km 이상 목표. 2020년 시험사격에서 70km 사거리 달성.
2024년 3월	ERCA 프로그램 취소	포신 마모 등 기술적 문제로 인해 프로그램 중단 결정.
2024년 8월	SPH-M 프로그램 RFI 발행	기존 시스템을 활용한 자주포 도입을 위해 업계에 정보 요청.
2024년 10월	SPH-M 시연 참가 업체 선정	Hanwha Defense USA (K9A2), BAE Systems Bofors (Archer), American Rheinmetall Vehicles (RCH 155), General Dynamics Land Systems, Elbit Systems USA 등 5개 업체 선정.
2024년 11~12월	성능 시연 진행	미국 및 해외에서 각 업체의 자주포 시스템 성능 시연 실시.
2025년 2월	SPH-M 정식 RFP 발행	1 단계 요청서 발행
2025년 7~9월	1차 업체 선정 및 후속 테스트 착수	1 차 선정된 업체들과의 계약 체결 및 추가 테스트 시작 예정.
2026년	추가 실증 테스트 예정	정밀 사격, 기동성, 정비성 등 평가 예정.
2027년 초	최종 업체 선정 및 양산 계약 체결 예정	생산 계약 체결 (총 규모 미정)
2030년경	초도 배치 목표	차세대 자주포 미국군 첫 실전배치 예정.

자료: iM증권 리서치본부

한화에어로스페이스는 이미 K9A1 자주포에 미국의 155mm 사거리연장 정밀유도포탄인 M982 Excalibur를 장착하고 실사격 테스트를 성공하여 미국 탄약체계와의 호환성을 입증한 바 있다. 대한민국 자체적으로도 기존 40km에서 연장된 60km 사거리를 확보한 155mm 사거리연장탄 개발에 성공하였으며 2025년부터 양산 예정이다.

한화에어로스페이스는 K9A1의 차기 모델인 K9A2 및 K9에 기반한 차륜형 자주포를 모두 제안할 것으로 예상되며 미국이 요구하는 바를 기술적으로는 물론 가격/납기/현지화 측면에서 모두 우수하게 충족할 수 있는 솔루션을 제공할 것으로 판단된다. Rheinmetall은 납기를 맞추기가 어렵고, BAE Systems와 General Dynamics는 기술사양이 다소 부족하고, Elbit Systems는 경험과 존재감이 미약하며 공통적으로 가격도 모두 우리 제품보다 높을 것으로 예상된다. 예상할 수 없는 정치/외교적인 요인을 제외한다면 한화에어로스페이스의 승산은 충분하다.

그림50. 미국 Excalibur 사거리연장탄 발사시험에 성공한 K9자주포



자료: Army Recognition, iM증권 리서치본부

그림51. 한화에어로스페이스의 차륜형 자주포 컨셉



자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표17. 미국 차세대 자주포 사업 경쟁 후보군 비교

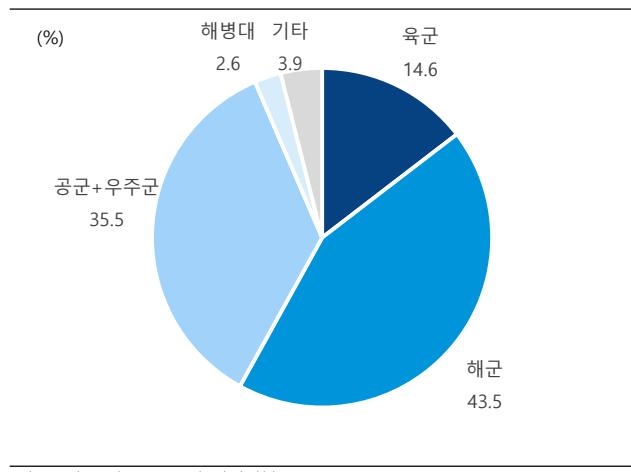
업체	국적	제안 모델	주요 특징	강점	약점
한화에어로스페이스	한국	K9A2 및 K9 기반 차륜형 자주포	자동포탑, 50km 사거리, 3인승	기술성숙도 ↑, 글로벌 실적 2,000 대 이상, 미국 맞춤형 현지화 전략	(현재로서는) 미국산 무기 아님
Rheinmetall	독일	RCH 155 (차륜형), PzH2000 개량형	독일제 155mm 고성능 포탑, Boxer 기반 차륜형	NATO 핵심국 신뢰도, 디지털 사격통제	고비용, 현지화 전략 부족
BAE Systems	영국	AMPV 기반 자주포 개량안	미국산 플랫폼 활용, 팔라딘 계열 연장 발전	기존 조달 경험, 로비력 우위	기술 진보 부족, 자동화 미흡
Elbit Systems	이스라엘	SIGMA 155mm 차륜형	완전자동화 포탑, 소형화 설계	우수한 자동화, 경량화 이점	미국 내 존재감 미약, 운용 실적 적음
General Dynamics	미국	XM1299 개량형 또는 신규 플랫폼	ERCA 일부 기술 재활용	미국 기업, 높은 정치적 접근성	ERCA 실패 이미지, 기술 완성도 불확실

자료: iM증권 리서치본부

## 미국 함정 사업: 한국의 참여는 선택 아닌 필수, 주력함정도 불가능하지 않아

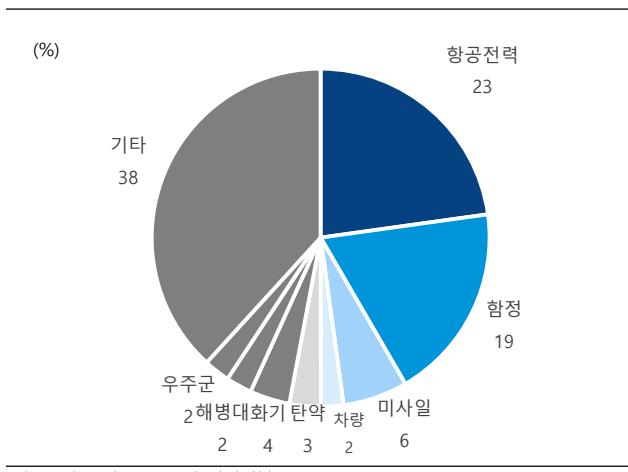
지상군보다도 급하고 규모가 클 미 해군의 함정 건조 사업 역시 한화그룹이 큰 역할이 할 수 있을 것으로 기대된다. 전세계 제해권을 장악 중인 미국의 국방 구매예산은 해군이 43.5%로 가장 큰 비중을 차지하며, 단일품목으로는 항공전력에 이어 함정이 두 번째로 큰 비중을 차지한다. 잘 알려졌다시피 미국은 중국의 급격한 해군력 성장에 위협을 느끼고 있으며 이에 따라 대규모의 함대 재건 계획을 추진 중이다. 그러나 낙후된 자국의 조선업으로 미국의 함정 건조 계획은 큰 차질을 빚고 있으며 함종에 따라 다르지만 2~3년의 건조 지연은 기본이고 이에 따라 전력공백이 심각한 상황이다.

그림52. 미군 FY2025 국방 구매예산의 군종별 비중



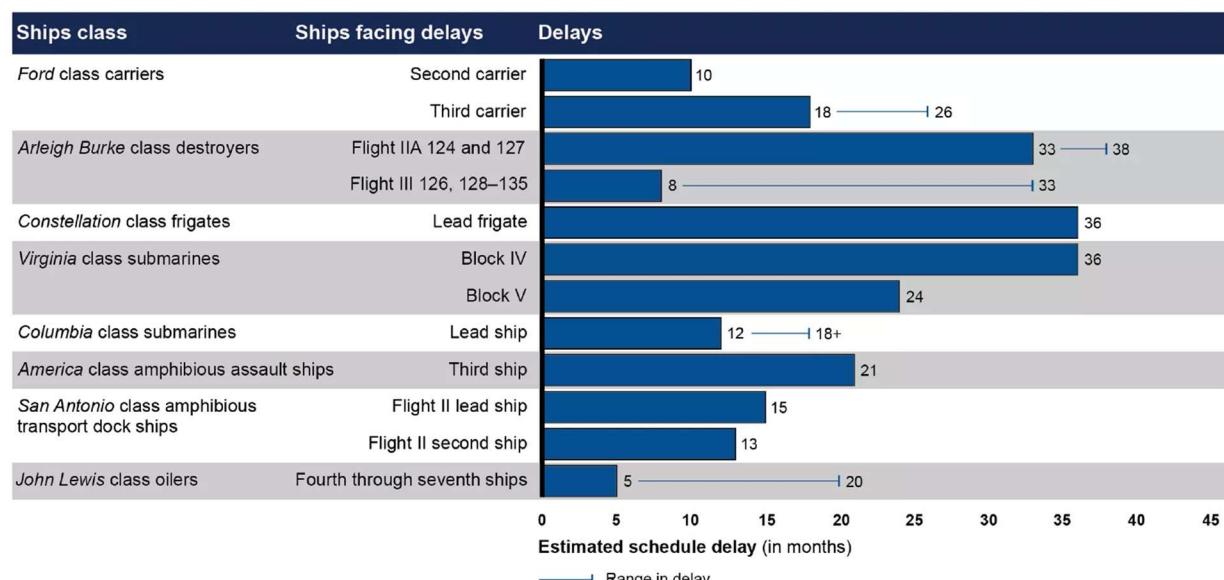
자료: 미 국방부, iM증권 리서치본부

그림53. 미군 FY2025 국방 구매예산의 품목별 비중



자료: 미 국방부, iM증권 리서치본부

그림54. 미국 함정 건조 지연 현황



자료: GAO, iM증권 리서치본부

미국이 2025년 1월 발표한 함정 건조계획에 따르면 향후 30년간 약 1조 달러의 비용을 들여 함정을 추가 건조할 계획이다. 여기에서 항공모함과 원자력 잠수함 등 타국에서 실질적으로 건조할 수 없는 전략자산을 제외하면 발주 함종은 크게 구축함(DDG계열), 호위함(FF계열), 상륙함 및 강습함(LPD,LSM등 계열)로 좁힐 수 있다. 이 함종들의 향후 발주 예상 척수는 212척이며, 현재 미국에서 건조 중인 GD Bath Iron Works등의 기존 건조량으로 101척을 소화할 수 있을 것으로 예상된다. 이제 212척 중 101척을 제외한 나머지 111척은 해외 발주가 불가피할 것으로 보이며, 30년간 발주물량이므로 연평균 발주척수는 3.7척, 연평균 발주금액은 46억(해군추정)~58억(의회추정) 달러, 한화로 6.7~7.8조원로 추산된다. 우방국 중 함정 건조능력을 가진 일본으로 약 30%의 물량이 배정된다고 가정하면 한국으로의 수혜 가능성은 연간 약 4.7~5.4조원의 발주액으로 좁혀진다.

표18. 미해군 발주예정물량 중 해외발주 규모 추정:  
함모, 핵잠 등 제외하고 연평균 3.7척, 46~58억불

(십억달러)	선종별 필요척수(A)	총 가능척수 (B)	건조 잔여척수 (C=B-A)		연평균 척수			예상건조총액	
			연평균 척수	미 해군 추정	연평균 척수	미 해군 추정	연평균 척수	미 해군 추정	예상건조총액
DDG-51	23								
DDG(X)	28	51	45	6	0.2	0.6	0.7		
FFG-62	24								
FFG-62 Flight2	57	81	27	54	1.8	1.9	2.6		
LHA-6	8								
LPD-17	7								
LPD(X)	10	80	29	51	1.7	2.1	2.5		
LSM	55								
<b>총계</b>	<b>212</b>	<b>212</b>	<b>101</b>	<b>111</b>	<b>3.7</b>	<b>4.6</b>	<b>5.8</b>		

자료: CDO, iM증권 리서치본부

그림55. 대한민국 정조대왕급 이지스 구축함



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

표19. 미 해군 함정건조계획 주요 내용

구분	세부내용
발간기관	미 의회예산국(CDO)
발간월	2025년 1월
목표함대규모	2054년까지 함정수를 295척에서 390척으로 확대
예산추정	- 연평균 건조 비용 : 400억달러 - 30년간 총 건조비용 1조 750달러
함정도입계획	- 총 364척 신규 함정 건조 - 293척 전투함(항공모함, 잠수함, 구축함, 소형 수상전투함, 상륙함 포함) - 71척 전투지원 및 물류함
노후함정퇴역	2027년까지 283척으로 감소한 후 다시 증가 예정
예산증가	2054년까지 미 해군 전체 예산을 현재 2,550억달러에서 3,400억 달러로 증액 전망
특이사항	중국 조선소 및 중국 기업이 운영하는 조선소와 협력금지

자료: CDO, iM증권 리서치본부

그림56. 미국 알레이버크급 이지스 구축함



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

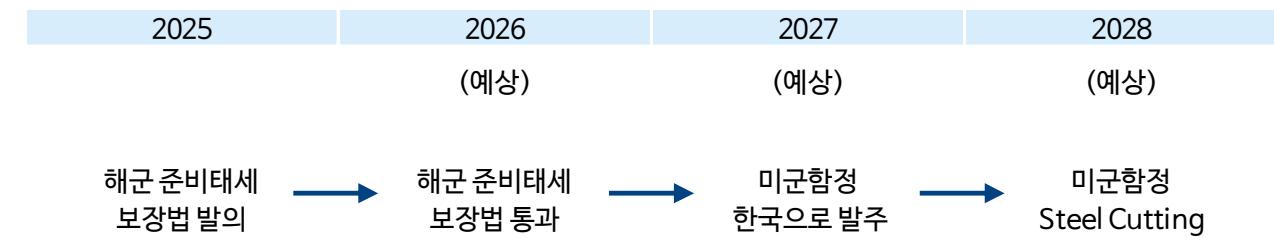
일각에서는 국내에서 미국 전투함정의 건조는 어려울 것이라고 얘기하지만, 전혀 불가능한 시나리오는 아니다. 기술적으로 이지스 시스템의 베전을 제외하면 한국의 정조대왕함급 이지스함과 미국 알레이버크급 이지스함의 주요 시스템은 공통점이 많다. 물론 최신 이지스 시스템을 보유한 주력 알레이버크급 구축함의 건조는 안보상 해외 조선소의 건조가 쉽지 않으며, 건조계획 상으로도 현재 제작사인 HII와 Bath Iron Works의 생산능력을 심각하게 초과하는 수준은 아니기 때문에 국내 조선소로 발주할 가능성은 높지 않다. 그러나 그 이하의 호위함급, 그리고 상륙함 계열의 발주 가능성은 충분하다. 수요-공급 측면에서도 구축함 계열보다는 호위함 및 상륙함 계열의 공급이 현저히 부족한 상황이기 때문에 해외발주 가능성이 크다. 현재 한국과 미국의 이지스함 건조 비용 차이(약 90~138%)를 감안하면, 타 선종 건조 비용 역시 한국에서 건조할 경우 대규모의 비용 절감이 가능하며, 이보다 중요한 것은 납기를 단축할 수 있을 것이라는 점이다. 한국 입장에서는 건조비용 차이를 감안하여 수주 선가에 높은 마진을 붙이더라도 여전히 미국보다 낮은 비용에 건조가 가능하므로 높은 이익률을 확보할 수 있을 것이다. 현재 미국에서 발의된 해군 준비태세 보장법의 통과 여부에 따라, 빠르면 2027년에 발주, 2028년부터 건조를 기대해볼 수 있다.

표20. 정조대왕급 vs 알레이버크급 이지스 구축함 주요 제원

구분	정조대왕급	알레이버크급
국가	대한민국	미국
크기	170×21m	160×20m
만재배수량	12,000톤	10,000톤
엔진	GE(美) LM2500	GE(美) LM2500
이지스 시스템	록히드 마틴(美) Baseline KII	록히드 마틴(美) Mk.7
함포	현대워아 5인치포	BAE(美) Mk.45 5인치포
CIWS	RTX(美) 팰렁스	RTX(美) 팰렁스
미사일	RTX(美) SM-2, SM-3, SM-6	RTX(美) SM-2, SM-3, SM-6
사통레이더	RTX(美) AN/SPG-62	RTX(美) AN/SPG-62
건조 비용	1.3~2조원	3.1~3.8조원(22~27억 달러)

자료: iM증권 리서치본부

그림57. 미 해군 함정발주 예상 Timeline



자료: iM증권 리서치본부

## 지금 방위사업은 속도전: 러시아 위협 잔존, 빠르고 과감한 투자가 성패를 가를 것

3년째 이어지고 있는 러-우 전쟁 이후 전세계는 국방력 증대를 외치고 있지만 실제로 행동에 옮기고 있는 국가는 손에 꼽는다. 유럽국가 중에서도 가장 적극적이고 실제적으로 방위력 증대를 꾀하고 있는 독일은 앞으로 수출보다는 내수에 더 우선순위를 두고 자국의 국방력 강화를 먼저 추진할 것으로 전망된다. 서방권 국가의 수요는 증가했지만 공급이 실제로 늘지 않는 상황이며, 특히 방위산업 생산량이 크게 늘어난 러시아의 전쟁 수행능력은 러-우 전쟁이 끝나더라도 유럽에 대해 심각한 위협으로 잔존할 것이다. 독일은 최근 러시아의 4년 내 추가 침공 가능성은 언급하며 유럽국가의 빠른 행동을 촉구하였다.

표21. 2025년 2월 발간된 Kiel 연구소의 'Defending Europe Without the US: First Estimates of What is Needed' 주요 내용:  
러시아의 생산력 대폭 향상, 유럽은 현재 수준을 훨씬 뛰어넘는 규모의 전력 충원이 요구됨.

1. 러시아의 군사력 현황 (2024년 기준)		
구분	내용	비고
러시아군 우크라이나 주둔 병력	약 70만명	2022년 대비 대규모 증가
(연간) 전차(Tank) 생산 및 정비	1,550대	2022년 대비 +220% 증가
(연간) 장갑차 생산 및 정비	5,700대	2022년 대비 +150% 증가
(연간) 포병 장비 생산 및 정비	450문	2022년 대비 +150% 증가
장거리 드론(Lancet) 배치	1,800기	2022년 대비 +435% 증가

2. 유럽의 군사력 현황 (2024년 기준)		
구분	내용	비고
유럽연합 (영국 포함) 협 병력	약 147만명	SIPRI 기준
필요 충원 병력	30만명	미군 철수 대비
필요 여단 수	약 50여개 여단	미국 전력 기준
독일이 추가적으로 확보해야 할 병력	약 10만명	독일 GDP 및 규모 고려
NATO의 미군 배치 가정 시	미군 주둔 10만명, 유럽연합 증원 20만명	-

3. 유럽연합 필요 군수장비		
구분	내용	비고
필요 전차(Tank)	+1,400대	- 총 예상가 약 40억유로(단가 그대로 적용시) - 미 III 군단 수준
필요 보병전투차량(IFV)	+2,000대	동부전선 대비
필요 포병(155mm 포함)	+700문	고강도 전투 90일 기준
필요 포탄(155mm)	+10만발	고강도 전투 90일 기준
연간 드론 필요 생산량	약 2,000기	러시아와 대등 수준 확보 목적

자료: Kiel, iM증권 리서치본부

그림58. 독일국방부의 비공개 시나리오 문건에서 유출된 가상의 군사충돌 시나리오(Alliance Defence 2025).

→ 러시아와 NATO 간의 긴장이 고조되어 2025년 중반 대규모 군사충돌이 일어나는 상황을 가정한 것으로 NATO의 공식작전계획은 아니며 독일이 자체적으로 준비한 위기대응 시뮬레이션임. 러시아의 전략적 목표를 수발기 회랑 장악으로 봄. 폴란드와 리투아니아 사이의 수발기 회랑을 장악하여 칼리닌그라드와 벨라루스를 연결하려 할 것이라는 것



자료: MailOnline, iM증권 리서치본부

그림59. 러시아가 4년 내로 NATO를 공격할 것이라고 경고하는 독일 국방장관 인터뷰

### Russia may attack Nato in next four years, German defence chief warns



자료: BBC, iM증권 리서치본부

그림60. 영국에서 보도된 러시아의 NATO회원국 공격 시나리오



자료: MailOnline, iM증권 리서치본부

이러한 시점에서 한화그룹의 적극적 투자 행보는 매우 적절한 전략적 판단이라고 생각된다. 대규모의 유상증자 발표로 한때 시장을 떠들썩하게 했지만 회복된 주가는 투자의 정당성을 증명하기도 한다. 한화그룹은 미국에 1.3조원, 사우디 및 폴란드에 9천억원 등의 투자계획을 밝혔으며 향후 4년간 총 11조원의 대규모 투자로 조선/방위산업에서의 입지를 굳혀 갈 계획이다.

표22. 한화에어로스페이스 유상증자 조달자금 세부사용내역 (3차 정정 증권신고서 기준)

우선 순위	자금용도		세부내용		자금 사용시기	금액(억원)
1	시설자금	생산능력 증대	MCS 스마트팩토리 구축	25~26년	6,000	
		사업장 운영투자	사업장/설비 운영 투자	25~28년	1,000	
	타법인 증권취득자금	해외 생산능력 확보	해외 방산 생산능력 구축	25~28년	13,001	
		해외 방산 JV	해외 방산 JV 지분투자	25~28년	9,188	
소계(A)		주주 배정 유상증자 재원 투자 합계				<u>29,188</u>
2	시설자금	생산능력 확보	무인기 체계/엔진 개발 및 양산시설 구축	25~26년	3,000	
		사업장 운영투자	항공우주 설비/운영 투자	25~28년	2,000	
	타법인 증권취득자금	해외 조선소 확보	해외 조선업체 지분투자	26년	8,000	
		제3차 배정 유상증자 재원 투자 합계				<u>13,000</u>
		총계(A+B)				<u>42,188</u>

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표23. 타법인 증권취득자금 사용계획 세부내용 (3차 정정 증권신고서 기준)

(억원)	투자국가	주요 투자 내용	2025년	2026년	2027년	2028년	총계
해외 생산능력 확보	미국	해외 방산 생산능력 구축	1,572	6,861	4,117	450	13,000
해외 방산 JV	-	해외 방산 JV 지분투자	300	3,600	3,200	2,088	9,188
	사우디아라비아	- 사우디 방산협력 JV(계획)	300	1,500	1,200	1,188	4,188
	동유럽	- 천무 현지생산 JV(계획)	-	2,100	2,000	900	5,000
총계			1,872	10,461	7,317	2,538	22,188

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표24. 한화에어로스페이스 중장기 투자 계획: 총 11조원, 이중 금번 유상증자(일반증자 2.9조 + 제3자배정 1.3조)로 4.2조 충당

구분	2025	2026	2027	2028	계	비고
<b>1. 매출증대를 위한 해외 추가 투자</b>	<b>7,278</b>	<b>31,618</b>	<b>17,704</b>	<b>6,053</b>	<b>62,653</b>	
- 해외 방산 생산능력 구축	1,572	6,861	4,117	450	13,000	증자재원
- 해외 방산 JV 지분투자	300	3,600	3,200	2,088	9,188	증자재원
- 해외 조선업체 지분투자	-	8,000	-	-	8,000	제3자배정 유상증자 재원
- 상기 외 해외 추가 투자	5,406	13,157	10,387	3,515	32,465	
<b>2. 신규시장 진출 위한 R&amp;D 투자</b>	<b>3,676</b>	<b>4,832</b>	<b>3,864</b>	<b>3,216</b>	<b>15,588</b>	
- 무인기 체계/엔진 개발 및 양산시설 구축	1,490	1,740	1,390	1,590	6,210	
*제3자배정 유상증자 투자분	1,490	1,510	-	-	3,000	제3자배정 유상증자 재원
*제3자배정 유상증자 투자분 외	-	230	1,390	1,590	3,210	
- 상기 외 R&D 추가 투자	2,186	3,092	2,474	1,626	9,378	
<b>3. 지상방산 인프라투자</b>	<b>8,587</b>	<b>8,917</b>	<b>3,473</b>	<b>1,941</b>	<b>22,918</b>	
- MCS 스마트팩토리 구축	2,000	4,000	-	-	6,000	증자재원
- 증자 재원 지상방산 인프라 투자	-	-	-	400	400	증자재원
- 상기 외 지상방산 인프라 추가 투자	6,587	4,917	3,473	1,541	16,518	
<b>4. 항공우주사업 인프라투자</b>	<b>3,102</b>	<b>2,551</b>	<b>2,313</b>	<b>1,575</b>	<b>9,541</b>	
*증자 재원 투자분	300	300	-	-	600	증자재원
*제3자배정 유상증자 투자분	351	750	300	600	2,001	제3자배정 유상증자 재원
*증자 재원 투자분 외	2,451	1,501	2,013	975	6,940	
<b>총계</b>	<b>22,643</b>	<b>47,918</b>	<b>27,354</b>	<b>12,785</b>	<b>110,701</b>	
<b>증자재원 투자 계</b>	<b>4,172</b>	<b>14,761</b>	<b>7,317</b>	<b>2,938</b>	<b>29,188</b>	
<b>제3자배정 유상증자 투자 계</b>	<b>1,841</b>	<b>10,260</b>	<b>300</b>	<b>600</b>	<b>13,001</b>	
<b>증자재원 외 투자 계</b>	<b>16,630</b>	<b>22,897</b>	<b>19,737</b>	<b>9,247</b>	<b>68,511</b>	

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부



---

## 기업분석

한화에어로스페이스 (012450)

투자로 기회의 문을 연다

한화오션 (042660)

미국발 특수선 수혜는 우리가 먼저

# 한화에어로스페이스

## (012450)

2025.06.05

### 투자로 기회의 문을 연다

[조선/방산] 변용진  
2122-9181 yongjin.byun@imfnsec.com

#### 4년간 11조원의 투자 계획

한화에어로스페이스는 3월 20일 처음 발표한 3.6조원 유상증자 계획에서 향후 대규모의 투자를 예고하였으며, 이후 5월 21일 다시 제출한 정정신고서를 통해 2028년까지 총 11조원의 투자 계획을 밝혔다.

최초 3.6조원의 유상증자 계획은 그간의 주가 상승으로 총 4.2조원이 될 예정이다. (계열사를 대상으로 한 제3자배정 유상증자 1.3조원 + 주주배정 유상증자 2.9조원) 11조원에서 유상증자 4.2조원을 제한 나머지 6.8조원은 향후 발생할 영업현금흐름과 회사채 발행/금융기관 차입으로 충당할 계획이라고 밝혔다. 동사의 연결 영업이익은 25년 3조원/26년 3.9조원/27년 4.5조원으로 추정되는 바 다소 공격적으로 보일 수 있지만 무리한 수준의 투자는 아니라는 판단이다. 투자 내용은 이미 알려진대로 필리조선소 및 오스탈/Dynamac 등 해외 조선업체 인수 및 투자, MCS 스마트팩토리 구축, 사우디 및 폴란드/미국 생산거점 확보 및 JV 설립 등이 포함된다. (상세 내용 보고서 뒷면 참조)

#### 현재 방위산업은 속도전, 기민하고 과감한 한화그룹

유럽 주도의 방위산업 전방위 수요 증가가 기대되는 상황에서 선제적으로 공급을 늘리고 시장을 선점하기 위한 투자는 필수적이라고도 볼 수 있다. 특히 무기체계의 적시 인도가 중요한 현 시점에서 무엇보다도 중요한 것은 속도이다. 한화그룹은 이를 위해 시장을 놀라게 하더라도 과감하고 빠른 결단을 통한 정공법을 택했다. 유럽 국가들이 방위비 증액을 위한 논의를 3년째 이어가는 와중에 한화그룹은 말보다 행동에 먼저 나선 것이다. 시의 적절하고 영민한 의사결정이다.

#### 투자의견 BUY, 목표주가 996,000원 상향, 방위산업 Top Picks

동사의 투자의견 BUY를 유지하며 자회사의 시가총액 증가 및 유상증자 대금 증가분을 감안하여 SOTP 산정한 목표주가를 기존 980,000원에서 996,000원으로 상향한다. 현대로템과 함께 방위산업 Top Picks를 유지한다. 현재 우크라이나 특수로 인해 수출 비중이 70%를 차지하고 있는 독일의 경쟁사 Rheinmetall은 26F P/E 33.2배로 전세계 방산주 중 최고 수준의 밸류에이션을 유지하고 있다. 그러나 올해 Rheinmetall이 수주한 Frame 계약의 90%가 독일의 내수 발주임을 감안하면 향후 Rheinmetall은 수출보다 독일 자국의 국방력 강화로 우선순위를 전환할 가능성이 높으며, 그 틈을 파고드는 한화에어로스페이스와의 밸류에이션 갭은 줄어들 것이라는 판단이다.

#### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	996,000원(상향)
종가(2025.06.04)	845,000원
상승여력	17.9 %
<hr/>	
Stock Indicator	
자본금	240십억원
발행주식수	4,730만주
시가총액	39,965십억원
외국인지분율	45.1%
52주 주가	206,500~890,000원
60일평균거래량	369,475주
60일평균거래대금	275.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.3	20.5	152.2	300.5
상대수익률	-4.9	11.0	139.8	296.4

#### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	11,240	26,375	29,138	30,697
영업이익(십억원)	1,732	3,084	3,939	4,516
순이익(십억원)	2,299	2,863	3,536	4,041
EPS(원)	46,942	62,811	77,586	88,666
BPS(원)	109,587	172,662	250,512	339,441
PER(배)	7.0	13.5	10.9	9.5
PBR(배)	3.0	4.9	3.4	2.5
ROE(%)	53.9	44.5	36.7	30.1
배당수익률(%)	1.1	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	10.6	9.6	7.3	5.7

주-K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 한화에어로스페이스 유상증자 조달자금 세부사용내역 (3차 정정 증권신고서 기준)

우선 순위	자금용도		세부내용		자금 사용시기	금액(억원)
1	시설자금	생산능력 증대	MCS 스마트팩토리 구축		25~26년	6,000
		사업장 운영투자	사업장/설비 운영 투자		25~28년	1,000
	타법인 증권취득자금	해외 생산능력 확보	해외 방산 생산능력 구축		25~28년	13,001
		해외 방산 JV	해외 방산 JV 지분투자		25~28년	9,188
소계(A)		주주 배정 유상증자 재원 투자 합계				<u>29,188</u>
2	시설자금	생산능력 확보	무인기 체계/엔진 개발 및 양산시설 구축		25~26년	3,000
		사업장 운영투자	항공우주 설비/운영 투자		25~28년	2,000
	타법인 증권취득자금	해외 조선소 확보	해외 조선업체 지분투자		26년	8,000
		소계(B)	제3자 배정 유상증자 재원 투자 합계			<u>13,000</u>
총계(A+B)						<u>42,188</u>

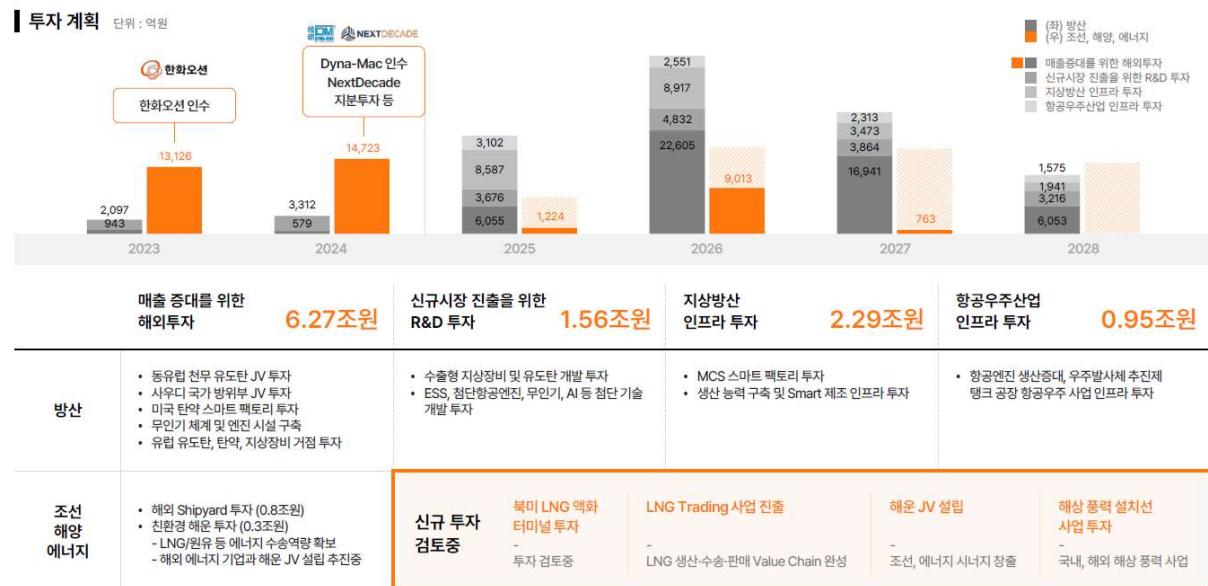
자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표2. 타법인 증권취득자금 사용계획 세부내용 (3차 정정 증권신고서 기준)

(억원)	투자국가	주요 투자 내용	2025년	2026년	2027년	2028년	총계
해외 생산능력 확보	미국	해외 방산 생산능력 구축	1,572	6,861	4,117	450	13,000
해외 방산 JV	-	해외 방산 JV 지분투자	300	3,600	3,200	2,088	9,188
	사우디아라비아	- 사우디 방산협력 JV(계획)	300	1,500	1,200	1,188	4,188
	동유럽	- 천무 현지생산 JV(계획)	-	2,100	2,000	900	5,000
총계			1,872	10,461	7,317	2,538	22,188

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

그림1. 한화에어로스페이스 투자 계획 Outline



자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표3. 한화에어로스페이스 투자 계획 상세: 총 11조원, 이중 금번 유상증자(일반증자 2.9조 + 제3자배정 1.3조)로 4.2조 충당  
(3차 증권신고서 기준)

구분	~2025	2026	2027	2028	계	비고
<b>1. 매출증대를 위한 해외 추가 투자</b>	<b>7,278</b>	<b>31,618</b>	<b>17,704</b>	<b>6,053</b>	<b>62,653</b>	
- 해외 방산 생산능력 구축	1,572	6,861	4,117	450	13,000	증자재원
- 해외 방산 JV 지분투자	300	3,600	3,200	2,088	9,188	증자재원
- 해외 조선업체 지분투자	-	8,000	-	-	8,000	제3자배정 유상증자 재원
- 상기 외 해외 추가 투자	5,406	13,157	10,387	3,515	32,465	
<b>2. 신규시장 진출 위한 R&amp;D 투자</b>	<b>3,676</b>	<b>4,832</b>	<b>3,864</b>	<b>3,216</b>	<b>15,588</b>	
- 무인기 체계/엔진 개발 및 양산시설 구축	1,490	1,740	1,390	1,590	6,210	
*제3자배정 유상증자 투자분	1,490	1,510	-	-	3,000	제3자배정 유상증자 재원
*제3자배정 유상증자 투자분 외	-	230	1,390	1,590	3,210	
- 상기 외 R&D 추가 투자	2,186	3,092	2,474	1,626	9,378	
<b>3. 지상방산 인프라투자</b>	<b>8,587</b>	<b>8,917</b>	<b>3,473</b>	<b>1,941</b>	<b>22,918</b>	
- MCS 스마트팩토리 구축	2,000	4,000	-	-	6,000	증자재원
- 증자 재원 지상방산 인프라 투자	-	-	-	400	400	증자재원
- 상기 외 지상방산 인프라 추가 투자	6,587	4,917	3,473	1,541	16,518	
<b>4. 항공우주사업 인프라투자</b>	<b>3,102</b>	<b>2,551</b>	<b>2,313</b>	<b>1,575</b>	<b>9,541</b>	
*증자 재원 투자분	300	300	-	-	600	증자재원
*제3자배정 유상증자 투자분	351	750	300	600	2,001	제3자배정 유상증자 재원
*증자 재원 투자분 외	2,451	1,501	2,013	975	6,940	
총계	22,643	47,918	27,354	12,785	<b>110,701</b>	
증자재원 투자 계	4,172	14,761	7,317	2,938	<b>29,188</b>	
제3자배정 유상증자 투자 계	1,841	10,260	300	600	<b>13,001</b>	
증자재원 외 투자 계	16,630	22,897	19,737	9,247	68,511	

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표4. 한화에어로스페이스 목표주가 산출: SOTP Valuation

구분		(십억원)	비고
영업가치	지상방산+항공우주	44,697	25~27F 영업이익 평균, 법인세율 24% 적용
	NOPLAT	1,490	
	Target P/E	30	Rheinmetall 26F P/E 10% 할인
비영업가치	소계	7,057	
	한화오션	4,219	각 회사 지분율 및 할인율 30% 적용
	한화시스템	2,713	
	쎄트렉아이	125	
순차입금		400	유상증자 4.2 조원 반영
기업가치		51,354	
발행주식수	(천주)	51,563	유상증자 주식수 반영
적정주가	(원)	995,938	
목표주가	(원)	996,000	
현재주가	(원)	845,000	
상승여력		17.9%	

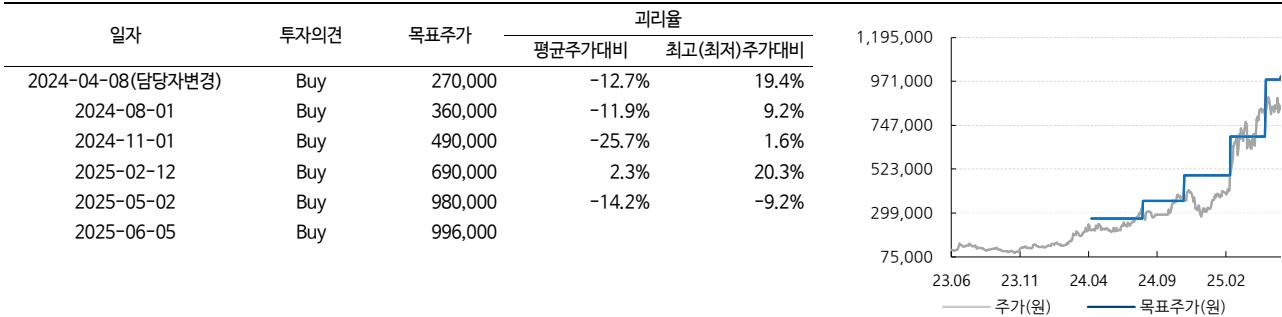
자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	22,868	29,004	33,908	39,107	매출액	11,240	26,375	29,138	30,697
현금 및 현금성자산	2,968	12,314	15,842	20,178	증가율(%)	42.5	134.6	10.5	5.3
단기금융자산	366	458	572	716	매출원가	8,370	19,191	20,690	21,491
매출채권	9,062	5,453	6,005	6,317	매출총이익	2,870	7,183	8,448	9,206
재고자산	6,290	6,594	7,285	7,674	판매비와관리비	1,138	4,099	4,510	4,690
비유동자산	20,469	19,849	19,296	18,841	연구개발비	102	-	-	-
유형자산	8,320	7,697	7,178	6,746	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	7,744	7,542	7,352	7,174	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	43,337	48,853	53,204	57,947	영업이익	1,732	3,084	3,939	4,516
유동부채	25,516	27,742	28,143	28,387	증가율(%)	191.4	78.1	27.7	14.7
매입채무	1,708	4,008	4,428	4,665	영업이익률(%)	15.4	11.7	13.5	14.7
단기차입금	5,153	5,122	5,110	5,110	이자수익	70	421	542	690
유동성장기부채	965	919	907	907	이자비용	243	378	368	358
비유동부채	6,456	6,572	6,602	6,624	지분법이익(손실)	105	105	105	105
사채	1,707	1,768	1,780	1,791	기타영업외손익	932	890	886	884
장기차입금	2,458	2,513	2,531	2,542	세전계속사업이익	2,647	4,162	5,141	5,875
부채총계	31,973	34,314	34,745	35,012	법인세비용	136	999	1,234	1,410
지배주주지분	4,995	7,870	11,419	15,472	세전계속이익률(%)	23.6	15.8	17.6	19.1
자본금	240	240	240	240	당기순이익	2,540	3,163	3,907	4,465
자본잉여금	207	207	207	207	순이익률(%)	22.6	12.0	13.4	14.5
이익잉여금	4,747	7,450	10,828	14,710	지배주주귀속 순이익	2,299	2,863	3,536	4,041
기타자본항목	-198	-27	144	315	기타포괄이익	58	171	171	171
비지배주주지분	6,369	6,669	7,040	7,463	총포괄이익	2,598	3,334	4,078	4,636
자본총계	11,364	14,539	18,458	22,936	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-
현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,393	12,778	6,966	7,787	주당지표(원)				
당기순이익	2,540	3,163	3,907	4,465	EPS	46,942	62,811	77,586	88,666
유형자산감가상각비	259	623	519	432	BPS	109,587	172,662	250,512	339,441
무형자산상각비	72	202	190	178	CFPS	53,699	80,912	93,134	102,059
지분법관련손실(이익)	105	105	105	105	DPS	3,500	3,500	3,500	3,500
투자활동 현금흐름	-1,367	-2,281	-2,254	-2,283	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-577	-	-	-	PER	7.0	13.5	10.9	9.5
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	3.0	4.9	3.4	2.5
금융상품의 증감	1,714	-100	-50	-50	PCR	6.1	10.4	9.1	8.3
재무활동 현금흐름	1,066	-199	-232	-216	EV/EBITDA	10.6	9.6	7.3	5.7
단기금융부채의증감	345	-77	-24	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	938	116	30	22	ROE	53.9	44.5	36.7	30.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	18.4	14.8	15.9	16.7
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	281.3	236.0	188.2	152.7
현금및현금성자산의증감	1,161	9,346	3,528	4,337	순부채비율	61.1	-16.9	-33.0	-46.0
기초현금및현금성자산	1,806	2,968	12,314	15,842	매출채권회전율(x)	2.0	3.6	5.1	5.0
기밀현금및현금성자산	2,968	12,314	15,842	20,178	재고자산회전율(x)	2.5	4.1	4.2	4.1

자료 : 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

## 한화에어로스페이스 투자의견 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 본 위원은 한화에어로스페이스(012450)로부터 일부 비용을 지원받아 미국 필리 조선소 탐방 및 Hanwha Defense USA, Hanwha Defense Global 현지 간담회 (2025.05.12~2025.05.16)에 참석하였습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

매수	증립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

# 한화오션 (042660)

2025.06.05

## 미국발 특수선 수혜는 우리가 먼저

[조선/방산] 변용진  
2122-9181 yongjin.byun@imfnsec.com

### 한국 조선업 미국 진출의 첨병

한화오션에서는 현재 50여명의 조선업 전문가가 필리 조선소 현지에 파견되어 기술지원 및 공정 정상화를 돋고 있다. 적은 인원이라고 생각될 수 있지만 직접 작업자가 아닌 관리자이자 교육 목적의 인원이며, 필리 조선소의 상대적으로 작은 규모를 감안하면 적지 않다. 생산성이 한국 조선소의 1/3 이하인 필리 조선소는 이러한 한화그룹의 전폭적 지원 아래 생각보다 빠른 시간 내에 팔목할 생산성 개선을 이룰 수 있을 것으로 기대된다. 물론 동 조선소는 한화시스템이 60%, 한화오션이 40%를 투자하여 한화시스템의 연결실적으로 인식되는 바 실적 개선이 당장 한화오션의 직접 수혜로 돌아오기는 힘들다. 그러나 한화오션과 한화그룹의 이러한 투자는 더 큰 미래를 위한 투자라고 볼 수 있다. 즉 추후 미국에서 발주될 함정 건조 및 MRO등의 사업에서 한화오션을 우선순위에 둘 수 있는 초석을 다지는 단계라는 생각이다. 단순하게는 미국에 투자를 해서 그에 대한 보상이 있을 것이라는 기대도 있겠지만, 그보다도 일찍부터 미국과의 비즈니스 신뢰 관계를 구축하고, 미국의 선박 건조 프로세스와 미국사업의 의사 결정 과정에 대한 이해도와 경험치를 높이는 무형적인 효과가 향후 미국발 사업에 대한 수주 가능성을 상승시키는 중요한 요인이라고 판단한다.

### 미국발 함정 수주, 2028년 이후 실적을 보장할 수 있어

미국의 관세 협상이 조금씩 매듭지어지고 있고 USTR의 중국 제재조치도 확정되는 등 매크로 불확실성이 점차 얇어 지면서 하반기 전세계 선박 발주량 회복에 대한 기대가 유효하다. 그러나 여전히 신조선가는 24년 10월부터 완만하게 하락세를 유지하고 있으며 25년 상반기 전세계 선박 발주량은 저조한 상태이다. 하반기 회복이 가시적이지 않다면 하락한 선가와 발주량은 2028년에 조선사 실적에 영향을 미칠 수 있다.

미국의 함정 발주는 자칫 감소할 수 있는 동사의 2028년 이후 곳간을 채워줄 수 있는 일감이 될 수 있다. 올해 초 발의된 미국의 해군 준비태세 보장법이 상임위 및 상/하원을 거쳐 통과된다면, 빠르면 2026~2027년 사이에 미국의 함정 발주가 현실화될 수 있다. 이 경우 설계기간 등을 고려하더라도 실제 착공은 2028년을 충분히 기대할 수 있는 바 든든한 수주 Pool로 작용할 전망이다.

### 목표주가 91,000원 유지, 투자의견 BUY로 상향

동사의 목표주가 91,000원을 유지하고 최근의 주가 하락을 반영하여 투자의견을 BUY로 상향한다. 한 차례 블록딜을 거쳐 산업은행이 아직 15.25%보유중인 동사의 지분이 오번행으로 주가를 다소 짓누르고 있지만 1분기 실적에서 보여준 이익 체력과 향후 발주 회복에 대한 기대, 그리고 함정 발주에 대한 기대 등 실적과 수주 편더멘탈 모두 탄탄하다.

### Buy (Upgrade)

목표주가(12M)	91,000원(유지)
종가(2025.06.04)	76,800원
상승여력	18.5 %

#### Stock Indicator

자본금	1,537십억원
발행주식수	30,641만주
시가총액	23,533십억원
외국인지분율	12.7%
52주 주가	26,750~89,900원
60일평균거래량	3,819,417주
60일평균거래대금	288.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.7	-9.8	127.6	156.9
상대수익률	-10.9	-19.3	115.1	152.8

#### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	10,776	12,610	13,643	14,211
영업이익(십억원)	238	1,126	1,632	2,004
순이익(십억원)	528	803	1,206	1,524
EPS(원)	1,724	2,622	3,937	4,973
BPS(원)	15,857	18,612	22,683	27,789
PER(배)	21.7	29.3	19.5	15.4
PBR(배)	2.4	4.1	3.4	2.8
ROE(%)	11.5	15.2	19.1	19.7
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	38.6	20.0	15.1	11.7

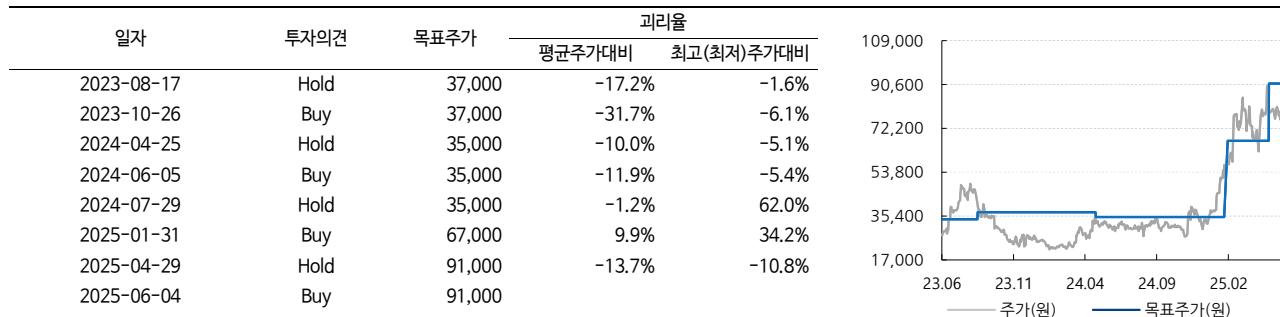
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,246	12,444	13,581	15,204	매출액	10,776	12,610	13,643	14,211
현금 및 현금성자산	588	1,472	2,087	3,464	증가율(%)	45.5	17.0	8.2	4.2
단기금융자산	48	19	7	3	매출원가	10,092	11,000	11,488	11,661
매출채권	1,160	961	1,018	1,049	매출총이익	684	1,610	2,155	2,549
재고자산	2,780	3,253	3,519	3,666	판매비와관리비	446	484	523	545
비유동자산	6,598	6,520	6,549	6,554	연구개발비	63	-	-	-
유형자산	4,648	4,459	4,288	4,134	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	394	333	361	349	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	17,844	18,964	20,130	21,758	영업이익	238	1,126	1,632	2,004
유동부채	10,347	10,622	10,541	10,604	증가율(%)	흑전	373.5	44.9	22.8
매입채무	985	1,153	1,247	1,299	영업이익률(%)	2.2	8.9	12.0	14.1
단기차입금	3,195	3,182	3,160	3,160	이자수익	64	49	69	114
유동성장기부채	73	233	251	251	이자비용	173	194	194	194
비유동부채	2,634	2,634	2,634	2,634	자본법이익(손실)	15	15	15	15
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	403	404	404	404
장기차입금	2,028	2,028	2,028	2,028	세전계속사업이익	181	992	1,527	1,929
부채총계	12,980	13,256	13,175	13,238	법인세비용	-347	188	321	405
지배주주지분	4,859	5,703	6,950	8,515	세전계속이익률(%)	1.7	7.9	11.2	13.6
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	당기순이익	528	803	1,207	1,524
자본잉여금	119	119	119	119	순이익률(%)	4.9	6.4	8.8	10.7
이익잉여금	236	1,040	2,246	3,770	지배주주귀속 순이익	528	803	1,206	1,524
기타자본항목	634	675	716	756	기타포괄이익	40	41	41	41
비지배주주지분	5	5	5	5	총포괄이익	568	844	1,248	1,565
자본총계	4,863	5,708	6,955	8,520	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-
현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-2,905	235	136	901	주당지표(원)				
당기순이익	528	803	1,207	1,524	EPS	1,724	2,622	3,937	4,973
유형자산감가상각비	173	189	171	154	BPS	15,857	18,612	22,683	27,789
무형자산상각비	6	61	-28	13	CFPS	2,310	3,437	4,404	5,519
지분법관련손실(이익)	15	15	15	15	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,110	-417	-435	-442	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-372	-	-	-	PER	21.7	29.3	19.5	15.4
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	2.4	4.1	3.4	2.8
금융상품의 증감	-520	-157	-157	-157	PCR	16.2	22.3	17.4	13.9
재무활동 현금흐름	2,803	85	-67	-63	EV/EBITDA	38.6	20.0	15.1	11.7
단기금융부채의증감	2,658	148	-4	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	208	-	-	-	ROE	11.5	15.2	19.1	19.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	3.9	10.9	13.0	15.3
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	266.9	232.2	189.4	155.4
현금및현금성자산의증감	-1,211	884	615	1,377	순부채비율	95.8	69.3	48.1	23.2
기초현금및현금성자산	1,799	588	1,472	2,087	매출채권회전율(x)	12.2	11.9	13.8	13.8
기말현금및현금성자산	588	1,472	2,087	3,464	재고자산회전율(x)	3.8	4.2	4.0	4.0

자료 : 한화오션, iM증권 리서치본부

## 한화오션 투자의견 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여.

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 본 위원은 한화오션(042660)으로부터 일부 비용을 지원받아 미국 필리 조선소 탐방 및 Hanwha Defense USA, Hanwha Defense Global 현지 간담회 (2025.05.12~2025.05.16)에 참석하였습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 하가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

## 종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

## 신입추천 투자등급

시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%