KYOBO 교보증권

총성(銃聲)이 멈추면

[:포성(砲聲)을 대비하는 서로 다른 이데올로기 국가들]

[조선/기계/방산]
안유동 책임연구원
20220081@iprovest.com
02-3771-9130

Summary

[방산 총성(銃聲)이 멈추면: 포성(砲聲)을 대비하는 서로 다른 이데올로기 국가들]

NATO 방위비는 24~30년 CAGR 6.2%~9.4%의 성장을 기대함. 24~30년 GDP 성장률은 IMF 추정치, NATO의 GDP 대비 방위비 부담은 3.5%(폴란드는 이미 4%를 넘겨 4.5%)~5.0%(미국은 3.5% 유지 가정)까지 증가할 것을 가정한 수치. 기간별 글로벌 방위비 지출의 CAGR을 살펴보면 77~92년 냉전시기 방위비 지출의 CAGR은 6.6% 수준. 냉전 해제 후 평화배당 시기인 93~99년 0.4%를 기록했으며, 01년 9.11테러, 07년 러시아의 CFE(유럽안보협력회의(CSCE)에서 체결된 유럽 재래식무기감축조약) 일방적 이행정지 등의 사건으로 인해 00~13년까지 6.3% 기록. 14년 러시아의 크림반도 합병부터 러시아-우크라이나 전쟁 전 21년까지 +2.1%. 22년 러시아 우크라이나 전쟁 발발로 22~24년 3.4% 기록. 참고로 미국을 제외한 NATO국의 기간별 방위비 CAGR은 14~21년 +3.1%, 22~24년 +17.5%이며 24~30년까지 국방비율 3.5%를 달성할 경우 해당기간 CAGR은 +11.8%, 5.0% 달성 경우+18.5%로 추정됨. **러시아-우크라이나 전쟁 이후 유래 없는 군비 무장의 시대로 돌입하고 있음**

24년 NATO국 국방비에서 무기획득 예산이 차지하는 비중의 평균은 약 32.4%. 폴란드의 경우 51%에 육박하기도 함(벨기에는 15.2%로 가장 낮음). NATO국 국방비 대비 무기획득 예산 비중은 14년 13.84%에서 24년 32.38%까지 증가한 것으로 추정됨. **30년까지 무기획득 예산 비중이 40%까지 증대될 것으로 가정(30년까지 국방비율 3.5% 기준)한다면 무기획득 예산 규모의 연평균 성장률은 24~30년 +11.1% 수준으로 추정됨**(14~21년 CAGR 5.5%). **미국을 제외한다면 24~30년 CAGR +16.3% 추정(14~21년 미국 제외한 무기획득 예산 CAGR +7.5%). 만약 30년까지 국방비율 5.0% 달성 기준으로 산정하면 무기획득예산의 24~30년 연평균 성장률은 14.4% 고성장. 미국 제외 시 같은 기간 +23.2% 고성장 기대**

이러한 상황에서 **현재 유럽이 발표한 무기 생산능력 기준으로 러시아의 중장기 무기 생산능력 감당이 불가능한 수준**. 특히 **미국의 생산능력을 제외 시 턱없이 부족**. 결국 **한국을 비롯한 우방국의 무기는 쓰일 수 밖에 없음**

Contents

Ⅰ 유래 없는 재무장 시대 ··· 5pg

Ⅱ 주요국 무기 소진 상황 및 재고, 생산량 증대 수준 점검→국내 업체 침투율 상승 가능 ··· 14pg

Ⅲ 제품 경쟁력 및 수출 파이프라인 정리 ··· 25pg

Ⅳ 기업분석 ··· 35pg

이 페이지는 편집상 공백입니다.

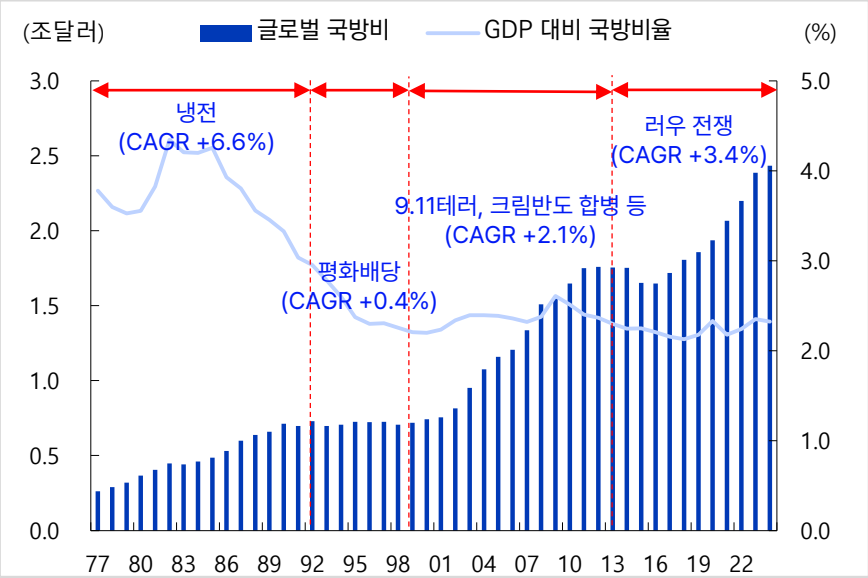
Part 01

유래 없는 재무장 시대

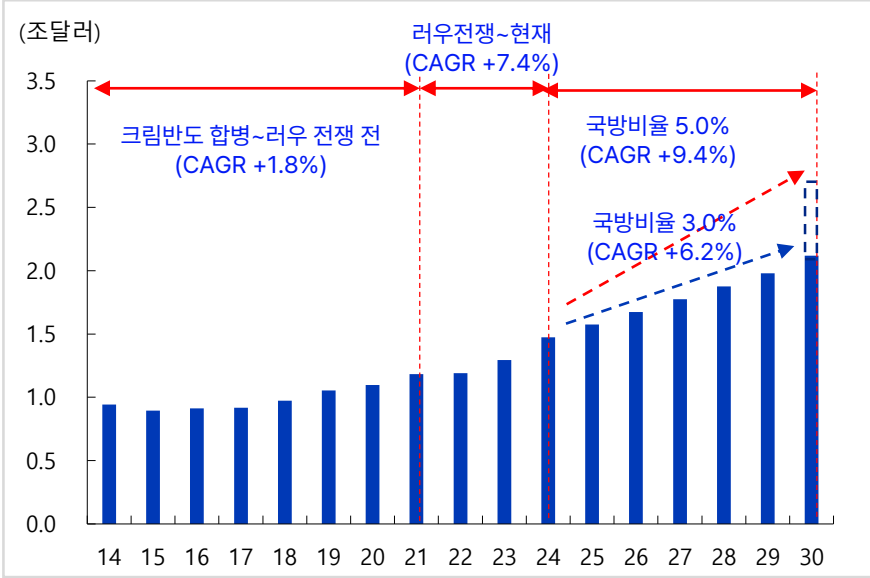
NATO 방위비 24~30년 CAGR 6.2%~9.4% 성장 기대(국방비율 3.5%~5.0%)

- NATO 방위비는 **24~30년 CAGR 6.2%~9.4%의 성장을 기대**함
- **24~30년 GDP 성장률은 IMF 추정치, NATO의 GDP 대비 방위비 부담은 3.5%(폴란드는 이미 4%를 넘겨 4.5%)~5.0%(미국은 3.5% 유지 가정)까지 증가할 것을 가정한 수치**
- 기간별 글로벌 방위비 지출의 CAGR을 살펴보면 **77~92년 냉전시기 방위비 지출의 CAGR은 6.6%** 수준. 냉전 해제 후 **평화배당 시기인 93~99년 0.4%를 기록**했으며, 01년 9.11테러, 07년 러시아의 CFE(유럽안보협력회의(CSCE)에서 체결된 유럽재래식무기감축조약) 일방적 이행정지 등의 사건으로 인해 **00~13년까지 6.3% 기록**. **14년 러시아의 크림반도 합병부터 러시아-우크라이나 전쟁 전 21년까지 +2.1%**. 22년 러시아 우크라이나 전쟁 발발로 **22~24년 3.4% 기록**
- **참고로 미국을 제외한 NATO국의 기간별 방위비 CAGR은 14~21년 +3.1%, 22~24년 +17.5%이며 24~30년까지 국방비율 3.5%를 달성할 경우 해당기간 CAGR은 +11.8%, 5.0% 달성 경우+18.5%로 추정됨**. 러시아-우크라이나 전쟁 이후 **유래 없는 군비 무장의 시대로 돌입하고 있음**

글로벌 국방비, GDP 대비 국방예산 비중 추이



NATO국 14~30년 국방비 추이 및 전망(국방비율 3.5%~5.0% 기준)



자료: SIPRI, World Bank, 교보증권 리서치센터

24년 기준 국방비율, 30년 국방비율 3.5% 달성 가정(폴란드만 4.5%)

국가별 방위비 of GDP(%)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Albania	2.03	2.3	2.5	2.8	3.0	3.3	3.5
Belgium	1.30	1.7	2.0	2.4	2.8	3.1	3.5
Bulgaria	2.18	2.4	2.6	2.8	3.1	3.3	3.5
Canada	1.37	1.7	2.1	2.4	2.8	3.1	3.5
Croatia	1.81	2.1	2.4	2.7	2.9	3.2	3.5
Czechia	2.10	2.3	2.6	2.8	3.0	3.3	3.5
Denmark	2.37	2.6	2.7	2.9	3.1	3.3	3.5
Estonia	3.43	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Finland	2.41	2.6	2.8	3.0	3.1	3.3	3.5
France	2.06	2.3	2.5	2.8	3.0	3.3	3.5
Germany	2.12	2.3	2.6	2.8	3.0	3.3	3.5
Greece	3.08	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4	3.5
Hungary	2.11	2.3	2.6	2.8	3.0	3.3	3.5
Italy	1.49	1.8	2.2	2.5	2.8	3.2	3.5
Latvia	3.15	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.5
Lithuania	2.85	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5
Luxembourg	1.29	1.7	2.0	2.4	2.8	3.1	3.5
Montenegro	2.02	2.3	2.5	2.8	3.0	3.3	3.5
Netherlands	2.05	2.3	2.5	2.8	3.0	3.3	3.5
North Macedonia	2.22	2.4	2.6	2.9	3.1	3.3	3.5
Norway	2.20	2.4	2.6	2.8	3.1	3.3	3.5
Poland	4.12	4.2	4.2	4.3	4.4	4.4	4.5
Portugal	1.55	1.9	2.2	2.5	2.8	3.2	3.5
Romania	2.25	2.5	2.7	2.9	3.1	3.3	3.5
Slovak Republic	2.00	2.3	2.5	2.8	3.0	3.3	3.5
Slovenia	1.29	1.7	2.0	2.4	2.8	3.1	3.5
Spain	1.28	1.7	2.0	2.4	2.8	3.1	3.5
Sweden	2.14	2.4	2.6	2.8	3.0	3.3	3.5
Türkiye	2.09	2.3	2.6	2.8	3.0	3.3	3.5
United Kingdom	2.33	2.5	2.7	2.9	3.1	3.3	3.5
United States	3.38	3.4	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5

자료:IMO, NATO, 교보증권 리서치센터

24년 기준 국방비율, 30년 국방비율 5.0% 달성 가정(미국만 3.5%)

국가별 방위비 of GDP(%)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Albania	2.03	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0
Belgium	1.30	1.9	2.5	3.1	3.8	4.4	5.0
Bulgaria	2.18	2.6	3.1	3.6	4.1	4.5	5.0
Canada	1.37	2.0	2.6	3.2	3.8	4.4	5.0
Croatia	1.81	2.3	2.9	3.4	3.9	4.5	5.0
Czechia	2.10	2.6	3.1	3.5	4.0	4.5	5.0
Denmark	2.37	2.8	3.2	3.7	4.1	4.6	5.0
Estonia	3.43	3.7	4.0	4.2	4.5	4.7	5.0
Finland	2.41	2.8	3.3	3.7	4.1	4.6	5.0
France	2.06	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0
Germany	2.12	2.6	3.1	3.6	4.0	4.5	5.0
Greece	3.08	3.4	3.7	4.0	4.4	4.7	5.0
Hungary	2.11	2.6	3.1	3.6	4.0	4.5	5.0
Italy	1.49	2.1	2.7	3.2	3.8	4.4	5.0
Latvia	3.15	3.5	3.8	4.1	4.4	4.7	5.0
Lithuania	2.85	3.2	3.6	3.9	4.3	4.6	5.0
Luxembourg	1.29	1.9	2.5	3.1	3.8	4.4	5.0
Montenegro	2.02	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0
Netherlands	2.05	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0
North Macedonia	2.22	2.7	3.1	3.6	4.1	4.5	5.0
Norway	2.20	2.7	3.1	3.6	4.1	4.5	5.0
Poland	4.12	4.3	4.4	4.6	4.7	4.9	5.0
Portugal	1.55	2.1	2.7	3.3	3.8	4.4	5.0
Romania	2.25	2.7	3.2	3.6	4.1	4.5	5.0
Slovak Republic	2.00	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0
Slovenia	1.29	1.9	2.5	3.1	3.8	4.4	5.0
Spain	1.28	1.9	2.5	3.1	3.8	4.4	5.0
Sweden	2.14	2.6	3.1	3.6	4.0	4.5	5.0
Türkiye	2.09	2.6	3.1	3.5	4.0	4.5	5.0
United Kingdom	2.33	2.8	3.2	3.7	4.1	4.6	5.0
United States	3.38	3.4	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5

자료:IMO, NATO, 교보증권 리서치센터

참고) CFE 조약 협의 및 파기까지의 타임라인, CFE의 무기 보유 제한 가이드라인

- 베를린 장벽 붕괴 1년 후인 1990년 11월 프랑스 파리에서 열린 유럽안보협력회의(CSCE)에서 유럽재래식무기감축조약(CFE)이 체결
- 냉전의 양대 축이었던 북대서양조약기구(NATO)와 바르샤바조약기구의 30개국이 참여한 이 조약은 전차, 야포, 장갑차, 전투기 등 재래식 무기의 보유 상한을 설정하고 엄격한 검증 절차를 거쳐 이를 초과하는 무기를 폐기하도록 함.
- CFE는 개정을 거치며 유럽 지역의 군비 경쟁을 억제하는 역할을 하면서 탈-냉전 동서 블록 대결 완화와 상호 신뢰 구축에 기여. 전 세계 국방예산의 규모는 경제가 성장함에 따라 지속적으로 성장해왔지만 냉전 종식 이후 약 30년간 GDP에서 차지하는 비중은 꾸준히 감소. 실제로 냉전 기간('70~'91년) 동안 국방예산이 GDP에서 차지하는 비중은 평균 4.0%에서 '92~'22년 평균 2.4%로 크게 감소. 유럽의 무기 재고 역시 2022년 기준 50% 이상 감소하게 되었음

CFE 무기 보유 제한

TABLE 1

[Maximum levels for holdings notified as of November 19, 1990]

State party	Battle tanks	ACV's	Artillery	Combat aircraft	Attack helicopters	Total
GROUP OF 16's						
Belgium	334	1,099	320	232	46	2,031
Canada	77	277	38	90	13	495
Denmark	353	316	553	106	12	1,340
France	1,306	3,820	1,292	800	352	7,570
Germany	4,166	3,446	2,705	900	306	11,523
Greece	1,735	2,534	1,878	650	18	6,815
Iceland	0	0	0	0	0	0
Italy	1,348	3,339	1,955	650	142	7,434
Luxembourg	0	0	0	0	0	0
Netherlands	743	1,080	607	230	69	2,729
Norway	170	225	527	100	0	1,022
Portugal	300	430	450	160	26	1,366
Spain	794	1,588	1,310	310	71	4,073
Turkey	2,795	3,120	3,523	750	43	10,231
United Kingdom	1,015	3,176	636	900	384	6,111
United States	4,006	5,372	2,492	784	518	13,172
Total	19,142	29,822	18,286	6,662	2,000	75,912
Overall limit (article IV(1))	20,000	30,000	20,000	6,800	2,000	
GROUP OF 6's						
Bulgaria	1,475	2,000	1,750	235	67	5,527
Czechoslovakia	1,435	2,050	1,150	345	75	5,055
Hungary	835	1,700	840	180	108	3,663
Poland	1,730	2,150	1,610	460	130	6,080
Romania	1,375	2,100	1,475	430	120	5,500
U.S.S.R.	13,150	20,000	13,175	5,150	1,500	52,975
Total	20,000	30,000	20,000	6,800	2,000	78,880
Overall limit: (article IV(1))	20,000	30,000	20,000	6,800	2,000	
Sufficiency rule limit: (article VI)	13,300	20,000	13,700	5,150	1,500	

CFE 조약 협의 및 파기까지의 타임라인

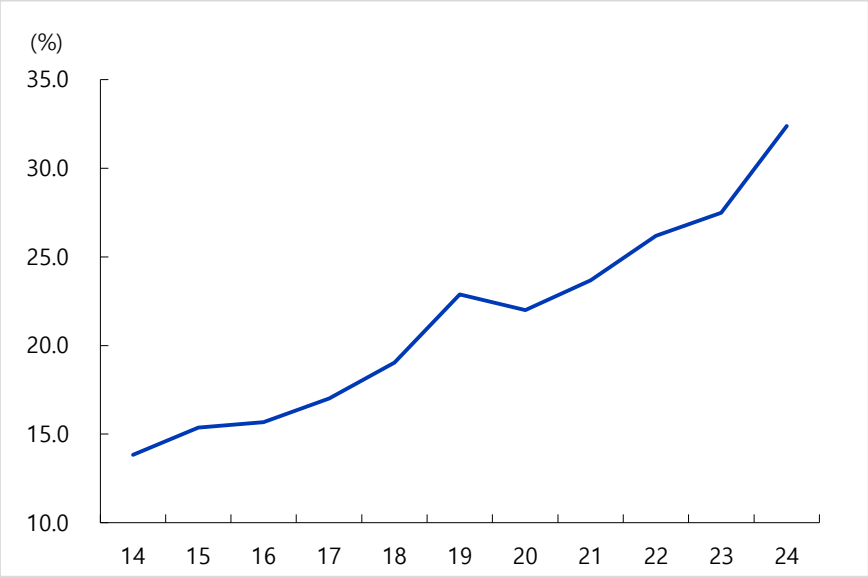
1990년 11월	조인
1992년 11월	발효
1997년 1월	냉전 해체로 인한 바르샤바조약 기구해체(1991년)와 북대서양조약기구(나토) 확장 등의 전략환경 변화를 반영하기 위해 수정 교섭 시작
1999년 11월	수정내용 합의
2007년	러시아 일방 이행정지(사실상 형해화)
2014년 3월	러시아, 크림반도 합병
2019년 8월	미국, 중거리핵전력조약(INF) 파기
2022년 2월	우크라이나 전쟁 시작
2023년 2~3월	미, 러 신전략무기감축협정(New START) 이행 중단
2023년 5월	러시아, CFE 탈퇴 절차 마무리
2023년 11월	러시아, 포괄적핵실험금지조약(CTBT) 비준 철회 러시아, CFE 탈퇴 공식 선언, 나토도 참여 정지 선언

자료: Nuke, 언론보도 취합, 교보증권 리서치센터

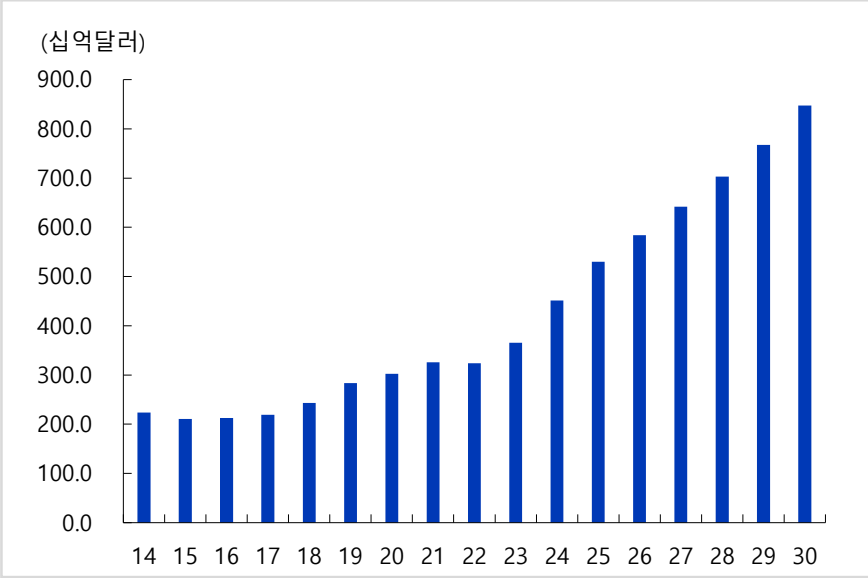
국방비 증가 → 무기획득 예산의 증가(국방비 증가율<무기획득 예산 증가율)

- **24년 NATO국 국방비에서 무기획득 예산이 차지하는 비중의 평균은 약 32.4%.** 폴란드의 경우 51%에 육박하기도 함(벨기에는 15.2%로 가장 낮음)
- NATO국 국방비 대비 무기획득 예산 비중은 **14년 13.84%에서 24년 32.38%까지 증가**한 것으로 추정됨
- **30년까지 무기획득 예산 비중이 40%까지 증대될 것으로 가정(30년까지 국방비율 3.5% 기준)**한다면 무기획득 예산 규모의 연평균 성장률은 **24~30년 +11.1%** 수준으로 추정됨(14~21년 CAGR 5.5%). **미국을 제외한다면 24~30년 CAGR +16.3% 추정**(14~21년 미국 제외한 무기획득 예산 CAGR +7.5%)
- **만약 30년까지 국방비율 5.0% 달성 기준으로 산정하면 무기획득예산의 24~30년 연평균 성장률은 14.4% 고성장. 미국 제외 시 같은 기간 +23.2% 고성장 기대**

NATO국 방위비 대비 무기획득 예산 비중 추이



NATO국 무기획득 예산 추이 및 전망(30년까지 국방비율 3.5% 가정)



자료: SIPRI, EDA, 교보증권 리서치센터

24년 기준 국방비율, 30년 국방비율 3.5% 달성 가정 기준 무기획득 예산(국방비 대비 40% 차지 가정)

무기획득예산(백만달러)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Albania	516	588	662	739	817	897	993
Belgium	8,519	11,098	13,778	16,532	19,356	22,253	25,604
Bulgaria	2,325	2,601	2,889	3,184	3,484	3,791	4,167
Canada	30,495	39,089	47,950	57,085	66,489	76,155	87,316
Croatia	1,624	1,908	2,203	2,506	2,816	3,133	3,510
Czechia	6,834	7,718	8,642	9,587	10,550	11,536	12,734
Denmark	9,940	10,895	11,897	12,918	13,957	15,017	16,344
Estonia	1,437	1,465	1,496	1,525	1,554	1,583	1,635
Finland	7,308	7,981	8,686	9,405	10,136	10,882	11,820
France	64,271	72,967	81,913	91,125	100,588	110,295	121,968
Germany	97,686	110,116	122,901	136,063	149,581	163,444	180,198
Greece	7,684	7,985	8,308	8,630	8,952	9,279	9,754
Hungary	4,889	5,511	6,162	6,827	7,505	8,199	9,043
Italy	34,462	42,909	51,615	60,591	69,827	79,318	90,339
Latvia	1,421	1,471	1,524	1,577	1,630	1,683	1,763
Lithuania	2,300	2,425	2,558	2,692	2,828	2,965	3,152
Luxembourg	785	1,024	1,273	1,528	1,790	2,059	2,370
Montenegro	162	185	208	233	257	283	313
Netherlands	23,834	27,068	30,447	33,902	37,429	41,038	45,405
North Macedonia	353	393	434	477	521	565	620
Norway	10,606	11,838	13,128	14,444	15,787	17,159	18,843
Poland	34,975	36,076	37,262	38,440	39,611	40,790	42,614
Portugal	4,627	5,689	6,794	7,928	9,089	10,280	11,674
Romania	8,644	9,593	10,587	11,600	12,633	13,689	14,990
Slovak Republic	2,856	3,264	3,690	4,126	4,571	5,027	5,576
Slovenia	949	1,239	1,540	1,850	2,168	2,494	2,870
Spain	21,269	27,833	34,655	41,665	48,852	56,227	64,751
Sweden	13,428	15,081	16,809	18,574	20,375	22,216	24,463
Türkiye	22,776	25,743	28,843	32,012	35,245	38,554	42,571
United Kingdom	82,107	90,453	99,029	107,850	116,901	126,172	137,610
United States	970,453	992,645	1,015,018	1,037,738	1,060,638	1,083,632	1,122,608

자료:IMO, NATO, 교보증권 리서치센터

24년 기준 국방비율, 30년 국방비율 5.0% 달성 가정 기준 무기획득 예산(국방비 대비 40% 차지 가정)

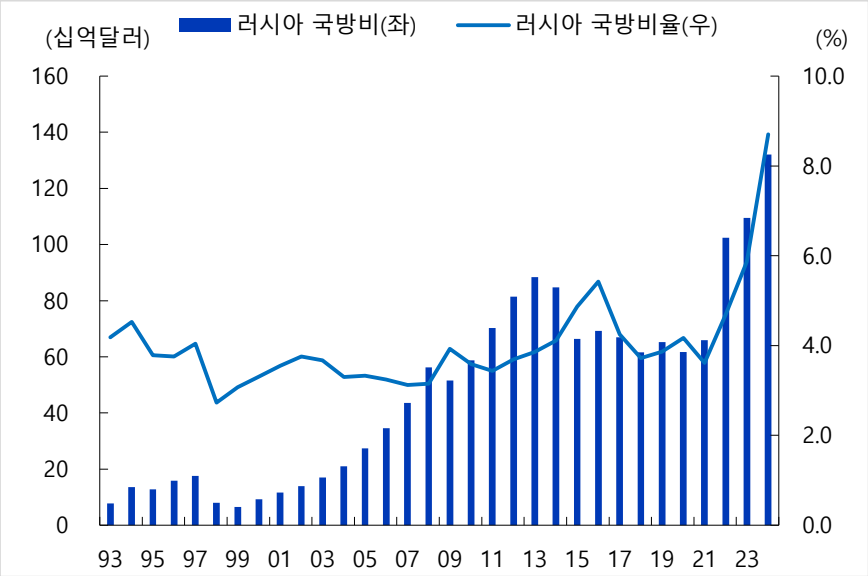
무기획득예산(백만달러)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Albania	516	652	794	939	1,088	1,241	1,419
Belgium	8,519	12,763	17,167	21,700	26,353	31,131	36,577
Bulgaria	2,325	2,872	3,441	4,025	4,623	5,236	5,953
Canada	30,495	44,768	59,494	74,686	90,334	106,431	124,737
Croatia	1,624	2,136	2,668	3,214	3,775	4,350	5,014
Czechia	6,834	8,547	10,328	12,157	14,030	15,952	18,191
Denmark	9,940	11,958	14,061	16,216	18,423	20,684	23,348
Estonia	1,437	1,571	1,712	1,855	2,001	2,150	2,336
Finland	7,308	8,749	10,251	11,790	13,366	14,981	16,885
France	64,271	80,899	98,039	115,710	133,896	152,586	174,241
Germany	97,686	121,835	146,726	172,385	198,791	225,926	257,425
Greece	7,684	8,620	9,599	10,598	11,618	12,661	13,934
Hungary	4,889	6,099	7,359	8,652	9,976	11,335	12,919
Italy	34,462	48,784	63,559	78,800	94,498	110,642	129,056
Latvia	1,421	1,586	1,757	1,933	2,111	2,294	2,519
Lithuania	2,300	2,630	2,976	3,328	3,689	4,058	4,502
Luxembourg	785	1,178	1,586	2,006	2,438	2,881	3,385
Montenegro	162	205	250	296	343	391	447
Netherlands	23,834	30,021	36,457	43,066	49,837	56,782	64,865
North Macedonia	353	433	516	602	690	780	885
Norway	10,606	13,064	15,622	18,247	20,936	23,693	26,918
Poland	34,975	36,794	38,725	40,670	42,630	44,621	47,348
Portugal	4,627	6,448	8,339	10,284	12,279	14,328	16,677
Romania	8,644	10,568	12,571	14,625	16,729	18,886	21,415
Slovak Republic	2,856	3,627	4,429	5,252	6,095	6,961	7,966
Slovenia	949	1,426	1,920	2,430	2,952	3,489	4,101
Spain	21,269	32,045	43,226	54,733	66,547	78,679	92,502
Sweden	13,428	16,672	20,047	23,511	27,060	30,699	34,948
Türkiye	22,776	28,512	34,478	40,603	46,879	53,315	60,815
United Kingdom	82,107	99,402	117,222	135,587	154,480	173,887	196,585
United States	970,453	992,645	1,015,018	1,037,738	1,060,638	1,083,632	1,122,608

자료:IMO, NATO, 교보증권 리서치센터

러시아는 더하면 더했다

- 러시아의 24년 국방비 예산지출은 약 1,321억달러 수준이며 GDP 대비 국방비율은 **8.7%**에 달하는 것으로 보임(6%로 추정하는 기관이나 보도가 많으나 2월 24일 타스통신, 아나돌루통신 등 푸틴 대통령 인터뷰에서 언급)
- EU 회원국들의 24년 국방비율은 약 1.8%, 국방비 약 3,000억달러인 점을 감안하면 상당한 규모(유럽 전체 약 4~5,000억달러, GDP 대비 국방비율 2.0% 유럽 NATO 회원국 약 3,700억달러, 국방비율 2.1%)
- **러시아 국방비 상세내역을 보면 무기 및 군수품 생산 항목에 가장 많은 예산을 할당(약 42%), 그 다음 병력 유지 32%, 군사 연구 및 개발 14%, 나머지 기타**
- **러시아의 무기획득 예산은 유럽전체(NATO 유럽 포함) 1/3수준**

러시아 국방비, 국방비율 추이



유럽과 러시아 무기획득 예산 전망 비교

단위: 십억달러	2024년	2025년 예상	2030년 예상
유럽 (NATO 포함)	150~170	180~200	200~220
러시아	50~60	55~65	45~60 (전쟁 지속 여부에 따라 변동)

자료: SIPRI, 언론보도 취합, 교보증권 리서치센터

Part 02

주요국 무기 소진 상황 및 재고, 생산량 증대 수준 점검
→국내 업체 침투율 상승 가능

주요 무기별 전쟁 전 후 재고 변화 – 서방(메인 전차)

- 21년(전쟁 이전) 기준, 러시아는 약 14,000대 이상의 MBT(T-72, T-80, T-90 등)를 보유하며 세계 최대 수준의 기갑 전력을 유지. 그러나 24년 현재, 우크라이나 전쟁에서 약 3,500대 이상 손실되었고, 저장고의 노후 전차(T-62, T-55 등) 일부를 복원하여 전선에 투입했지만 실전 전력으로 평가 가능한 MBT는 약 7,000대 수준으로 절반가량 줄어든 상황. 장기적으로는 부품 부족, 서방 제재, 산업 기반 한계로 인해 생산보다는 개량에 집중할 수밖에 없어, 5,000~6,000대 수준으로 정체 또는 감소할 가능성이 높다고 함.T-90M이 현재 가장 집중 생산되고 있으며, T-14 Armata는 양산 및 실전배치 불투명

- 21년 기준, 주요 서방국(미국, 독일, 프랑스, 영국, 폴란드 등)의 보유 MBT는 총 약 10,000대 수준으로 러시아보다 열세였지만, 대부분 고성능 기종(M1A2, Leopard 2, Leclerc 등)이었음. 24년 현재, 러시아와 반대로 전력은 오히려 증가 추세로, 미국은 약 4,500대, 독일은 300대 이상, 폴란드는 M1 Abrams와 K2 도입, 영국은 Challenger 3 개량 중, 총합 약 9,500~10,000대 수준으로 러시아와 비슷하거나 우세한 상황. 장기적으로, 미국의 M1E3 신형 전차, 독일의 Leopard 2A8 대량 생산, 폴란드의 K2PL 국산 조립, 프랑스의 Leclerc XLR 개량, 터키의 Altay 양산 확대 등으로 인해 전차 보유량이 약 12,000~13,000대까지 증가할 것으로 보임. **다만 미국이 더 이상 러시아와 적대국이 아니라는 가정 하에 24년 서방국 재고는 러시아 단일국 대비 열위인 상황. 유럽은 장기적으로도 미국 재고 5,500대를 제외하고 계산해야하는 상황이 올 수도**

러시아, 주요 서방국 MBT 기간별 재고 비교

국가	전차명	21년 재고	24년 재고	30년 전망	출처
러시아	T-72B/B3/B3M	약 8,000	약 3,500~4,000	약 2,500	Oryx 손실 DB + RUSI 보고서, 2024 Q4
	T-80BV/BVM	약 3,000	약 1,200~1,400	약 1,000	ISW 2024.11 분석, Kommersant
	T-90A/M	약 1,000	약 900~1,100	약 1,500	Izvestia 2024.10, RT UVZ 보도
	T-62M/MV	약 2,000(예비)	약 500~600 운용	0 (퇴역)	BBC 러 2024 Q3, 복원 중단 보도
	T-14 Armata	시제 <20	실전배치 없음	불투명	RUSI 2024.11, 실전 미배치 판단
러시아 총 대수		**약 14,000**	**약 7,000**	**약 5~6,000**	
미국	M1A2 SEPv2/3	~6,000	~4,500	↓ 3,000~4,000	GDLS Q3 2024, 미 육군 현대화 발표
	M1E3	–	개발 중	↑ 1,500+	AUSA 2023, Army Futures Cmd
독일	Leopard 2A6/A7	~250	~320	↓ 250 (일부 대체)	Rheinmetall Q4 2024 IR
	Leopard 2A8	–	초기 납품 중	↑ 500+	체코·리투아니아 포함 계약 (Rheinmetall 2024.12)
프랑스	Leclerc	~220	~200	↓ 0	Nexter, 프랑스 국방청 Q3 2024
	Leclerc XLR	–	50+ 개량 중	↑ 200~250	Nexter Scorpion 개량 사업
영국	Challenger 2	~227	~150	↓ 0 (퇴역)	RBSL 발표 (2024.4)
	Challenger 3	–	30~50 개량 중	↑ 140~148	UK MOD, 계약 완료 발표
폴란드	PT-91 / T-72	~800	~400	↓ 0	폴란드 국방부 2024 Q3
	K2 / K2PL	–	~100 (초도도입)+25년 26대	↑ 500	
	M1A2 Abrams	–	~116	↑ 366 (FMS 완료 시)	DSCA 발표, PL MOD 도입 현황 2024
터키	Leopard 2 / M60	~2,300	~2,200	↓ 점감	IISS 2024, BMC 양산 전환
	Altay	–	시범 생산 (2대)	↑ 300~500	IDEF 2023 + BMC 발표 (2024.10)
체코	T-72M4 / Leopard 2A4	~120	~70	↓ T-72 전면 퇴역	체코 국방부 2024
	Leopard 2A8	–	계약 체결	↑ 77	Rheinmetall 2024 Q4 발표
노르웨이	Leopard 2A4	~36	~36	↓ 0	KMW 계약 (54대 2A7NO)
스웨덴	Strv 122	~120	~120	유지 or A8 교체	Expressen 2024.10
핀란드	Leopard 2A4/A6	~100	~100	유지	핀란드 국방계획 2024
그리스	Leopard 2HEL / A4	~1,000	~1,000	유지	그리스 국방부 자료 2024
스페인	Leopard 2A4 / 2E	~300	280	유지	Spain MoD Q3 2024
주요 서방 총 대수		**약 10,000**	**약 9,500~10,000**	**약 12,000~13,000**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 생산능력 변화 – 서방(메인 전차)

- 21년 전쟁 이전, 러시아의 연간 전차 생산능력은 약 200~230대 수준으로, 대부분 T-72B3/B3M과 T-80BVM의 개량형 생산에 집중됨. 24년 현재, 생산능력은 약 250~300대 수준으로 소폭 증가했으며, T-90M이 주력 생산 기종. 하지만 T-14 Armata는 양산 중단, T-62 복원도 종료되면서 구조적 확대는 어렵고, 30년까지도 연간 250대 이하 수준의 정체 또는 감소 가능성이 높음.

- 21년, 서방 주요국 전체 전차 생산능력은 250~300대/년 수준으로, 전반적으로 유지 위주였습니다.2024년 현재, 미국(GDLS), 독일(Rheinmetall), 프랑스(Nexter), 폴란드(PGZ), 터키(BMC) 등을 중심으로 생산능력이 급증되어 총 600~650대 수준까지 확대. 특히 M1E3(미국), Leopard 2A8(독일), K2PL(폴란드) 등이 본격 양산 또는 조립 준비에 들어가며, 30년까지 최대 700~800대/년 이상 생산 가능할 것으로 전망됨. **다만 미국이 더 이상 러시아와 적대국이 아니라는 가정 하에 24년 서방국 생산능력은 러시아 단일국 대비 열위인 상황. 또한 장기적으로 유럽은 미국의 Capa를 제외하면 K2가 대안이 될 수 있음**

러시아, 주요 서방국 MBT 기간별 생산능력 비교(미국이 없다면 러시아 단일국 대비 열위)

국가	전차	2021년	2024년	2030년 전망	출처
러시아	T-72B3/B3M	100~120대	80~100대	50~80대	TASS, RT, UVZ 보고 (2024 Q3)
	T-80BVM	40~60대	50~80대	유지 또는 감소	Rostec 공식 보도자료 (2024 Q4), ISW 분석
	T-90M	50~80대	120~160대	최대 180대	Izvestia, RT 보도 (2024.11), RUSI 보고서
	T-62 복원	없음	최대 300대 (22~23) → 중단	0	BBC 러시아판, Kommersant (2024 Q3)
	T-14 Armata	시제 수준	<10대 시험생산	양산 불투명	RUSI 2024 Q4, Moscow Times
합계		**200~230대**	**250~300대**	**250대**	
미국	M1A2 SEPv3	약 120대	150~180대	유지 (~180대)	GDLS Q3 2024 IR
	M1E3	–	개발 중	2025~ 양산 (~100대/년 시작 예상)	AUSA 2023, 미 육군 발표
독일	Leopard 2A6/A7	20~30대	90~100대	최대 100대	Rheinmetall Q4 2024 IR
	Leopard 2A8	–	초도 생산 시작	100+대/년	체코·리투아니아 등 누적 300대 계약 (2024.12 기준)
프랑스	Leclerc (신규 없음)	중단	중단	중단	–
	Leclerc XLR (개량)	없음	연간 40~50대	최대 250대	Nexter Q3 2024 IR, 프랑스 국방청 Scorpion 사업
영국	Challenger 2	없음	퇴역 중	–	–
	Challenger 3 (개량)	없음	30~40대	총 148대 개량 후 종료	UK MOD & RBSL 발표 (2024 Q2 기준)
폴란드	K2PL	없음	조립 준비 중	최대 120대/년 추정	현대로템 + PGZ 생산설비 가동 (2026~2028 추정)
	M1A2 Abrams	–	미국 생산 인도 중	총 366대 도입 완료 후 종료	DSCA FMS 발표, PL MoD 도입현황 (2024 Q4)
튀르키예	Altay	시제 수준	연간 50~100대	최대 100대	BMC 공식 발표 (IDEF 2023 + 2024.10 업데이트)
합계		**250~300대**	**600~650대**	**최대 700~800대**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 재고 변화 – 서방(곡사포)

- 2021년, 러시아는 2S19, 2S3, 2S5 등 다양한 152mm 자주포 약 3,000~3,500대를 보유하며 양적으로 압도적인 전력을 유지했음. 그러나 2024년 현재, 전쟁으로 인한 손실, 포신 마모, 유지 불량 등의 영향으로 약 2,200~2,500대 수준까지 줄었으며,특히 노후 체계인 2S3·2S5의 실전 가용성이 급격히 저하. 2030년 전망으로는 일부 신형 자주포(2S35 Koalitsiya)의 양산 가능성이 있으나, 생산 능력과 부품 수급 제한으로 1,800~2,000대 수준으로 감소할 것으로 보임.

- 2021년 기준, 미국, 독일, 프랑스 등 주요 서방국의 155mm 자주곡사포 총 보유 수량은 약 1,200~1,300대 수준으로 러시아에 비해 열세. 하지만 2024년 현재, 우크라이나 전쟁 발발 이후 생산 확대와 신규 도입 계약이 본격화되며, 실전 배치 수량은 약 2,000대 수준까지 증가. 특히 프랑스(CAESAR), 독일(PzH 2000), 폴란드(Krab), 노르웨이·핀란드(K9), 체코(Zuzana 2) 등이 도입을 지속하고 있으며,2030년까지 총 2,500대 이상으로 증가할 전망. **다만 미국이 더 이상 러시아와 적대국이 아니라는 가정 하에 24년 서방국 재고는 러시아 단일국 대비 열위인 상황. 유럽은 장기적으로도 미국 재고 약 900대를 제외하고 계산해야하는 상황이 올 수도**

러시아, 주요 서방국 곡사포 기간별 재고 비교

국가	무기체계	2021 재고	2024 재고	2030 전망	출처
러시아(152mm)	2S19 Msta-S	약 1,000대	약 900대	↓ 600대	RUSI 2024 Q4, Oryx 손실 DB
	2S3 Akatsiya	약 1,500대	약 1,000대	↓ 600 이하	BBC 러시아판 2024 Q3, ISW
	2S5 Giatsint-S	약 700대	약 500대	유지 or 감소	Janes 2024 Q3
	2S35 Koalitsiya-SV	소량 시제	25대 이하	100~150대	TASS 2024.11, UVZ 개발 보도
합계		**약 3,000~3,500대**	**약 2,500대**	**약 2,000대**	
미국	M109A6 Paladin	~950대	~900대	유지 / 일부 교체	US Army IR 2024 Q3
독일	PzH 2000	~120대	~108대	유지 또는 대체	Rheinmetall Q4 2024
프랑스	CAESAR (트럭형)	~80대	~110대	↑ 180대 이상	Nexter Q3 2024 IR
영국	AS90	~117대	~80대	↓ 전량 교체	UK MOD 2024.9 / Mobile Fires Platform
폴란드	AHS Krab	~80대	~120대	↑ 170+	WB Group + 한국 수출분 기반 (2024 Q3)
	K9A1/K9PL	-	136대	672대	-
이탈리아	PzH 2000	~70대	~65대	유지	IISS 2024, Italy MoD
스페인	SIAC 155mm 견인포	~80대	~80대	유지	Spain MoD
스웨덴	Archer	~48대	~48대	유지 or 확장	Expressen 2024.10
노르웨이	K9 VIDAR	–	24대 도입 중	↑ 48대	Hanwha Q4 2024
핀란드	K9 FIN Moukari	48대	48대	유지	핀란드 국방부 2024
체코	Zuzana 2	–	16대 도입 중	↑ 52대	Slovak MoD, 2024 Q3
리투아니아	PzH 2000	–	21대 도입 중	유지	Rheinmetall 2024
합계		**약 1,300대**	**약 2,000대**	**↑ 2,500대**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 생산능력 변화 – 서방(곡사포)

- 러시아 곡사포 연간 생산능력은 2021년 약 120대 수준에서 2024년 현재 160대 수준으로 소폭 증가. 주력 생산은 2S19 Msta-S이며, 신형 자주포 2S35 Koalitsiya는 저속 시범 생산 단계에 머물고 있음. 산업기반 노후화, 전자장비 부족, 서방 제재로 인해 2030년까지 생산능력이 확대되기는 어려운 구조라고 언급
- 서방국 경우 2024년 기준 연간 약 300대 수준으로, 러시아 대비 우위. 2030년까지는 500대 수준의 연간 생산 가능성이 높아, 전력 유지뿐만 아니라 전시 재보충 능력에서도 압도적인 우위 확보가 예상됨.
- 다만 유럽만 볼 경우 곡사포 생산능력은 아직도 현저히 부족. 미국과 한국을 제외하면 러시아와 유사한 수준일 것으로 판단됨.

러시아, 주요 서방국 곡사포 기간별 생산능력 비교

국가	무기체계	생산기업	2021 생산능력	2024 생산능력	2030 전망	출처
러시아	2S19 Msta-S	Uraltransmash (Uralvagonzavod 산하)	약 100대	70~90대	60~80대	TASS 2024.10, RUSI 보고서 2024
	2S3 Akatsiya (복원)	정비창 (BTRZ 등)	중단	복원/재가동 30~50대	중단 예정	ISW + BBC 러시아판 2024 Q3
	2S5 Giatsint-S	중단됨	소량 복원	중단 예정	중단	RUSI 2024
	2S35 Koalitsiya-SV	UVZ	시제 생산 (10 이하)	20~25대 (2024 기준)	최대 50~60대	RT 2024.11, UVZ 발표
합계			**약 120대**	**약 160대**	**약 180대**	
미국	M109A7 Paladin	BAE Systems Inc(미국 자회사)	60~80대	약 72~80대	유지	BAE Q3 2024 IR, 미 육군 조달보고
독일	PzH 2000	KMW + Rheinmetall	20~30대	약 30대	유지 또는 전환	Rheinmetall Q4 2024
프랑스	CAESAR (트럭형)	Nexter	30~40대	약 72대	↑ 100대 이상	Nexter Q3 2024 IR, 프랑스 국방청
폴란드	AHS Krab	HSW (WB Group 계열)	20~30대	약 50대	60~70대	HSW 생산 보고서 (2024 Q3), 국방부 발표
	K9PL	한화에어로스페이스	-	-	150+ 대	현지생산 Capa 미정
체코/슬로바키아	Zuzana 2	Konstrukta Defence	–	약 20~25대	유지	Slovak MoD 2024
스웨덴	Archer	BAE Systems Bofors(스웨덴 자회사)	10~12대	12~16대	유지 또는 소폭 증가	Expressen 2024.10 보도
합계			**약 200대**	**약 270대**	**약 500대**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 재고 변화 – 서방(MLRS)

- 2021년, 러시아는 약 3,700~4,000대의 MLRS를 보유하며 양적 우위. 대부분 BM-21 Grad, BM-27 Uragan, BM-30 Smerch 등 구형 체계였으며,Tornado-G/S 등 개량형은 제한적인 상황. 2024년 현재, 전쟁 손실 및 노후화로 인해 2,600~3,000대 수준으로 감소하였으며, 일부는 여전히 저장고 기반이며 정비 여력에도 한계가 있음. 2030년까지는 점진적 개량과 Tornado 시리즈 확대로 재고를 2,800대 내외로 유지할 계획

- 2021년, 서방국의 MLRS 보유량은 약 1,300~1,400대 수준으로, 러시아에 비해 수적으로 열세. 하지만 2022년 이후 **HIMARS·K239 등 도입이 급격히 증가하면서** 2024년 현재 약 1,500~1,600대 이상으로 증가하였고, 정밀타격·네트워크 통합 등 질적 우위를 확보하고 있음. 2030년까지는 2,000~2,300대 수준으로 확대될 전망이며, 폴란드, 루마니아, 북유럽 국가들을 중심으로 **HIMARS + K239 복합운용 체계가 주력으로 자리 잡을 것으로 판단됨. 러시아의 경우 서방국 무기 대비 기술적 열위에 있지만 미국을 제외할 경우 양적에서 크게 열세. 한화에어로스페이스 K239가 대안**

러시아, 주요 서방국 MLRS 기간별 재고 비교

국가	무기체계	2021 재고	2024 재고	2030 전망	출처
러시아	BM-21 Grad (122mm)	~2,500대	1,800대	↓퇴역 및 감축	ISW, RUSI 2024 Q4
	BM-27 Uragan (220mm)	~800대	600대	유지 또는 부분 퇴역	Janes, BBC 러 2024 Q3
	BM-30 Smerch (300mm)	~300대	300대	유지 또는 증가	RUSI, Izvestia 2024.11
	9K515 Tornado-S (300mm 개량형)	~40대	120대	↑200대 이상	TASS, Rostec 2024 Q4
	9K51M Tornado-G (122mm 개량형)	~100대	300대	↑500대 이상	Rostec, Russian MoD 2024
	합계	**4,000대**	**3,000대**	**유지 또는 부분 증가**	**종합 (2024 Q4 기준)**
미국	M270A1 / M142 HIMARS	~1,200 (합산)	1,100	유지 또는 확대	US Army, Lockheed IR 2024 Q4
독일	MARS II (M270 개량형)	~40	~36	유지	Rheinmetall, Bundeswehr
프랑스	LRU (M270 개량형)	~13	~13	유지 또는 신규도입	France MoD
영국	M270B1	~44	~44	유지 or 개량	UK MOD 2024
이탈리아	M270	~22	20	유지	Italy MoD
폴란드	WR-40 Langusta (122mm)	~80	~80	유지 또는 감축	Polish MoD
	M142 HIMARS	–	~20 (초도 납품 중)	↑ 최대 500대 (FMS + 현지생산 포함)	Lockheed / PGZ
	K239 천무	–	23년 17대+24년 55대	↑ 288대 이상	한화에어로스페이스 2024 Q4
핀란드	M270	~22	~20	유지	Finnish MoD
노르웨이	HIMARS	–	계약 체결	↑ 8대	US DSCA / NATO
에스토니아	HIMARS	–	계약 체결	↑ 6대	Lockheed Q3
리투아니아	HIMARS	–	계약 체결	↑ 8대	Lockheed
루마니아	HIMARS	–	~54대	유지	Janes, DSCA
주요 서방	**합계**	**1,300~1,400대**	**1,500~1,600대**	**2,000~2,300대**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 생산능력 변화 – 서방(MLRS)

- 2021년 기준 러시아는 연간 약 70~90대 수준의 MLRS를 생산하며, 주로 Tornado-G/S와 Smerch 계열 위주로 제한적 생산을 유지함. 2024년 현재는 일부 생산이 확대되어 연간 100~120대 수준으로 올라섰으나, 여전히 Tornado 시리즈 위주, 구형 BM 계열은 신규 생산 없이 퇴역 또는 복원에 의존하는 상황. 2030년까지는 최대 150대 수준의 생산력 유지가 가능

- 2021년에는 러시아와 비슷하게 연간 약 70~90대 수준으로 HIMARS·M270 위주의 제한적 생산에 머물렀음. 그러나 2024년 현재, 미국 Lockheed Martin의 HIMARS 생산 확대와 한화에어로스페이스의 K239 천무 수출 개시(폴란드), 영국·독일의 M270 개량 등이 맞물리며 서방 전체 연간 생산능력은 150~180대로 증가. 2030년 전망으로는 미국 + 폴란드 현지 생산 + 한국의 K239 수출 확대에 따라 연간 250~300대 이상 생산 가능할 것으로 예상되며, 양적·질적으로 러시아를 압도할 수 있음. 다만 미국을 제외하면 K239가 대안

러시아, 주요 서방국 곡사포 기간별 생산능력 비교

국가	무기체계	생산기업	2021 생산능력	2024 생산능력	2030 전망	출처
러시아	BM-21 Grad (신규 생산 없음)	–	중단	중단	퇴역 예정	RUSI, ISW 2024
	BM-27 Uragan	Splav NPO	~20대	15대 (복원 포함)	↓ 중단 예정	Janes, BBC 러 2024
	BM-30 Smerch	Splav NPO	15대	20대	유지 또는 감소	RUSI, Izvestia 2024
	Tornado-G (122mm)	Rostec / Splav	~30대	60대	↑ 80~100대	Rostec 발표 (2024 Q4)
	Tornado-S (300mm)	Rostec / Splav	15대	25대	↑ 40~60대	TASS, RT 2024
	합계		**약 70~90대/년**	**약 100~120대/년**	**↑ 최대 150대**	**종합 (2024 Q4 기준)**
미국	M142 HIMARS	Lockheed Martin	60대	120대	↑ 120~140대	Lockheed IR Q4 2024
	M270A2 (개량 생산)	Lockheed / BAE	~20대	30대	유지	US Army, Defense News
독일	MARS II (M270 개량)	KMW	소량	개량 중심	유지	Bundeswehr
영국	M270B1 개량	Lockheed UK	–	개량 10~20대/년	유지	UK MOD 2024
폴란드 (향후 HIMARS 현지 생산 포함)	K239 천무	한화에어로스페이스	없음	55대	↑ 최대 60~70대	한화에어로스페이스 4Q24
	Lockheed + PGZ	없음	생산 준비 중	↑ 50~100대	PGZ / Lockheed 계약	-
루마니아 등 기타	HIMARS 도입 중심	Lockheed	–	포함	유지	Janes, US DSCA
주요 서방국	**합계**		**70~90대**	**150~180대**	**250~300대**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 재고 변화 – 서방(IFV)

- 러시아는 2021년까지 약 13,000~14,000대 수준의 BMP 계열 IFV를 보유하며 양적 우위 보유. 그러나 우크라이나 전쟁으로 인한 대량 손실, 노후화, 정비 한계로 인해 2024년 현재 실전 가용 재고는 약 5,500~6,000대 수준으로 감소. 2030년까지도 Kurganets-25 등 신형이 본격 배치되지 않는 이상,수량은 정체되거나 점진적 감소 예상

- 서방 주요국(미국, 독일, 프랑스, 폴란드 등)은 2024년 현재 실전 가용 IFV 약 6,700~6,800대 수준으로 수량 면에서 러시아와 비슷하거나 소폭 앞선 상황. 다만, 노후 차량(Bradley, Marder, BWP-1 등)은 감축 중이며,Puma, CV90, Boxer, Borsuk, XM30 등 신형 IFV의 본격 도입이 진행 중. 2030년경에는 신형 도입 확대를 통해 8,000대 수준까지 확대될 가능성이 있지만 미국을 제외할 경우 큰 폭 감소 예상

러시아, 주요 서방국 IFV 기간별 재고 비교

국가	무기체계	2021 재고	2024 재고	2030 전망	최신 출처
러시아	BMP-1	~7,000	2,000	↓ 대부분 퇴역	Oryx 손실, RUSI (2024 Q4)
	BMP-2	~4,000	3,000	↓ 일부 유지	ISW, RUSI
	BMP-3	~800	700	유지 또는 소폭 증가	UVZ 발표, TASS
	BMD-2/3/4 (공수용)	~1,000	900	유지	Russian VDV 관련 발표
	Kurganets-25	시험 생산	소량 (<50)	↑ 최대 수백 대	RUSI, Rostec (2024.11)
	합계(실전 가용)	**약 14,000대**	**약 6,000대**	**약 5,000대**	**종합 (2024 Q4 기준)**
미국	M2 Bradley	~4,500	~3,500	↓ 교체 예정	US Army (2024), NGCV 프로그램
	XM30 (후속)	–	시험 중	↑ 2,000+	AUSA, Futures Cmd
독일	Puma	~350	~350	↑ 500+	Rheinmetall / KMW IR 2024
	Marder	~1,000	~400	↓ 퇴역	German MoD
프랑스	VBCI	~630	~630	유지	Nexter
영국	Warrior	~600	~200	↓ 전량 퇴역 예정	UK MOD 2024
	Boxer (IFV형 포함)	–	도입 중	↑ 600+	ARTEC, Rheinmetall UK
폴란드	BWP-1	~1,000	~500	↓ 전량 교체	PL MOD
	Borsuk	–	양산 시작	↑ 1,000+	HSW, 2024 Q3
이탈리아	Dardo	~200	~200	유지	Italy MoD
스웨덴	CV90	~550	~550	유지	FMV, BAE Hägglunds
노르웨이	CV90	~140	~140	유지	Norwegian Army
핀란드	CV9030	~100	~100	유지	Finnish MoD
주요 서방국	**합계(실전 가용)**	**약 10,000**	**약 7,000대**	**약 8,000대**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 생산능력 변화 – 서방(IFV)

- 2021년부터 2024년까지, 러시아는 연간 약 300~350대 수준의 IFV 생산능력을 유지. 생산은 대부분 BMP-2M, BMP-3에 집중되어 있으며, 신형 Kurganets-25는 소량 시제 생산 수준에 머물러 있음. 기술·부품 조달 제한과 시설 노후화로 인해 2030년까지도 큰 생산 확대는 어려울 전망이며, 연간 400대 이하 수준에서 유지될 전망
- 2021년까지는 연간 약 250~300대 수준으로 러시아와 유사했지만,2024년 현재에는 약 350~400대 수준으로 소폭 우위를 확보. 특히 미국의 XM30 후속 플랫폼, 독일 Puma, 영국 Boxer, 폴란드 Borsuk 등 신형 IFV의 양산 체계가 본격화되며, 2030년까지는 연간 500~600대 이상 생산 가능성이 높아 양적·질적으로 모두 러시아를 앞지르게 될 전망
- **다만 미국을 제외 시 러시아 대비 열위**

러시아, 주요 서방국 IFV 기간별 생산능력 비교

국가	무기체계	생산기업	2021 생산	2024 생산	2030 전망	출처
러시아	BMP-2M	Kurganmashzavod	~200대	180대	유지 또는 감소	RUSI, TASS (2024 Q4)
	BMP-3	Kurganmashzavod	~100대	120대	유지	Rostec, TASS
	BMD 시리즈 (공수용)	Volgograd	~50대	~50대	유지	Russian VDV 발표
	Kurganets-25	Kurganmashzavod	시제 수준	<50대	↑ 최대 150대	RUSI 2024.11, RT
	합계		**약 300대**	**약 300~350대**	**약 400대**	
미국	M2 Bradley	BAE Systems	중단 예정	소량 유지	퇴역	US Army, AUSA
	XM30 후속	GDLS / BAE / Oshkosh 참여	–	시제	↑ 300~500대	NGCV 프로그램, AUSA 2024
독일	Puma	Rheinmetall / KMW	~50대	~60대	↑ 80~100대	Rheinmetall IR (2024 Q4)
	Marder (개량)	–	제한적	종료 예정	–	Bundeswehr
프랑스	VBCI	Nexter	~50대	생산 완료	유지	Nexter
영국	Boxer (IFV 포함)	ARTEC / Rheinmetall UK	도입 시작	60대	↑ 80~100대	UK MOD, Rheinmetall UK
폴란드	Borsuk	HSW	–	양산 시작 (~50대/년)	↑ 최대 100~150대	HSW / PGZ (2024 Q3)
스웨덴	CV90	BAE Systems Hägglunds	~30대	40대	유지 또는 소폭 증가	FMV / BAE
핀란드	CV90	정비·유지 위주	–	유지	–	Finnish MoD
노르웨이	CV90	유지 중심	–	유지	–	Norwegian Army
주요 서방국	**합계**		**약 250~300대**	**약 350~400대**	**약 500~600대**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 생산능력 변화 – 서방(탄)

- 한화에어로스페이스, 24년 9월 25일 탄 관련 증설 계획 발표했으며 투자 금액은 6,673억원 수준
- 해당 투자로 인한 순증분(Q)은 50~70만발 수준일 것으로 추정되며 매출 기인 효과는 약 1조원 수준일 것으로 추정

러시아, 주요 서방국 IFV 기간별 생산능력 비교

국가	생산기업	2021 생산	2024 생산	2030 전망	최신 출처
러시아	**국영 탄약 공장(Ulyanovsk 외)**	**150만 발**	**200만 발**	**↑ 최대 250만 발**	**RUSI, ISW, Kommersant (2024 Q4)**
미국	GD-OTS / Army Ammunition Plant	~300만 발	155만 발	↑ 500만 발 목표	미 육군, CSIS (2024 Q4)
독일	Rheinmetall	~6만 발	~15만 발	↑ 70~100만 발	Rheinmetall IR (2024 Q4)
프랑스	Nexter	~2만 발	23만 발	↑ 5~10만 발	Nexter IR, Le Monde
폴란드	Dezamet (PGZ)	~1만 발	23만 발	↑ 10만 발 이상	PGZ, MoD 2024
체코	STV Group	~2만 발	35만 발	↑ 10만 발	Euractiv, STV
핀란드	Nammo	~1만 발	~2만 발	유지	Nammo 발표
EU 공동	다국적	–	–	↑ 200만 발 이상	EU ASAP, EDIRPA
서방	**총합**	**200~300만발**	**250~400만발**	**800~1000만발**	

자료: 교보증권 리서치센터

중동도 있다

무기체계	국가	운용 중 무기 (도입 시기)	운용 수량	예상 교체 수요	교체 수요 근거	국내 제품	보도 내용	실제 보도 기준 경쟁국	경쟁제품	보도 내용
전차	이집트	M1A1 (1992–2004)	약 1,300대	300~500대	30년 이상 운용, 일부 가동 불능, 현지 생산 종료	K2	현대로템, 이집트에 K2 제안. 현지 조립·생산 모델 협의 중	러시아 (Ural)	T-90MS	T-90MS 이집트 면허생산 논의보도
	사우디	M1A2S, AMX-30 (1980~2000s)	약 600대	200~300대	AMX-30 퇴역, 개량 여력 한계	K2	현대로템, K2를 사우디에 전시 및 실사 진행	보도 없음	–	–
	UAE	Leclerc (1994–1998)	약 388대	100~150대	25년 이상 운용, 개량 어려움	K2	-	보도 없음	–	–
자주포	이집트	M109A2/A5, G5 (1980–90s)	약 600문	100~200문	60% 이상 정비 불능, 노후	K9A1	K9, EDEX 2021·2023 실물 전시 및 시연. 정부 협의 진행 중	프랑스 (Nexter)	CAESAR	Nexter, CAESAR를 이집트에 제안. 2021·2023 EDEX 참가
	UAE	G6 (1990s)	약 100문	50~100문	G6 개량 한계, 정밀탄 부재	K9A1	K9, IDEX 2023 전시 및 UAE 방산청과 논의 진행	스웨덴 (BAE Bofors)	Archer	Archer 등은 전시 사례 있으나 UAE 대상 공식 제안 보도는 없음
MLRS	사우디	M270, ASTROS II	약 100문	100+	정밀 유도탄 없음, 천무 제안 중	K239 + KTSSM	한화, 사우디에 천무+KTSSM 패키지 제안. 데모 운용까지 진행	미국 (Lockheed Martin)	HIMARS	사우디, HIMARS 구매 협의 중. MLRS 재구축 사업 공식 언급
IFV	이집트	BMP-1/2, M113 (1970–80s)	약 3,000대	1,000+	70% 노후, NATO 통합 필요	K808 / K21	K808 실물 전시 및 실사 진행. K21 시연	터키 (FNSS)	Kaplan	FNSS, Kaplan을 이집트에 전시·협의. 공동생산 고려
FA-50	이집트	MiG-21, Mirage V (1970–80s)	100기+	30~50기	대부분 노후, 정비 불가	FA-50 Block 20	KAI, FA-50 이집트 공군 대상 시연 추진. 고등훈련기/경전투기 패키지 제안	중국 (AVIC)	L-15	AVIC, 이집트에 L-15 고등훈련기 공식 제안. 시범비행 실시
	이라크	F-16IQ, Su-25 (2000–2010s)	30~40기	30~40기	유지비·정비 한계, 경전투기 필요	FA-50	FA-50, 이라크 국방부 대상 제안서 제출. T-50A로도 패키지 구성	파키스탄 (PAC)	JF-17	PAC, 이라크에 JF-17 블록 III 공급 협의
	사우디	Hawk, T-6 (1980–90s)	수십 기	50+	고등훈련기 부족, 통합 수요	FA-50 / T-50	FA-50/T-50, 사우디 공군 훈련기 교체사업에 제안	이탈리아 (Leonardo)	M-346	M-346, 사우디 고등훈련기 교체 사업에 공식 제안 중
탄약 /유도탄	사우디	미제/러제 혼용	–	수백만 발	NATO 전환 필요, 재고 부족	155mm / KTSSM	한화·풍산, 155mm 포탄을 사우디에 제안. KTSSM 연계 옵션 포함	미국 (GD OTS)	M795, Excalibur	사우디, 미국과 155mm 정밀탄 수출 협의 다수
함정	이집트	Type-209, 초계함	약 10척	5~10	노후함 대체 필요	울산급 Batch-III	한화오션, 현대중공업이 코르벳급 (울산급 등) 제안	프랑스 (Naval Group)	Gowind	이집트, Gowind 코르벳 4척 도입 완료. 추가 협상 중

자료: 언론보도 취합, 교보증권 리서치센터

Part 03

제품 경쟁력 및 수출 파이프라인 정리

제품 경쟁력 – K2 흑표

- 중량기준 K2는 경쟁 전차보다 10t 이상 가벼워, 한국, 폴란드 등 산악, 하천, 부교 작전에 최적. 기동성이 더 뛰어남
- 엔진은 동일 스펙, 출력 역시 충분히 동급. 사격통제 기준은 자동 표적 추적, 기능은 유럽, 미국 최신형과 비교해도 뒤처지지 않음.
- 방호력에서 역시 K2 기본형은 ERA 장착, K2PL은 APS (능동방호장치) 추가해 유럽 MBT와 동급 수준 . Leopard 2A7은 Trophy 선택 옵션이라 운용국가에 따라 다름
- 속도 역시 K2가 최고속도 70km/h로 가장 빠름.
- 그러나 가격 경쟁 제품보다 기본형은 1/3, 폴란드 형(PL)은 ½ 가격.K2PL이 Leopard 2A7보다 장갑, APS 면에서 밀리지 않는데 가격은 훨씬 저렴함

K2 흑표와 주요 경쟁 제품 비교

구분	K2 Black Panther (기본형)	K2PL (폴란드형)	Leopard 2A7+ (독일)	M1A2 SEPv3 (미국)	Leclerc XLR (프랑스)	Challenger 3 (영국)
중량	약 55t	약 60t	67.5t	66.8t	57.4t	66t
엔진	1,500마력 디젤	동일 (개선형)	1,500마력 MTU	1,500마력 가스터빈	1,500마력 디젤	1,500마력 디젤
주포	120mm L/55	120mm L/55 (탄수 확대)	120mm L/55	120mm L/44	120mm L/52	120mm L/55
방호	복합장갑+ERA	복합장갑+APS+ERA	모듈식 장갑+APS 선택	복합장갑+Trophy APS	복합장갑+ERA	APS+모듈 장갑
사격통제	자동표적추적, 3세대 열상	개선형	고급형	고급형	디지털	디지털
최고속도	70 km/h	68 km/h	63 km/h	67 km/h	72 km/h	60 km/h
가격 (대당)	약 150~200억원	약 300억원 이상 추정	약 450억원 (3.4억 달러)	약 200억원 (1.5억 달러)	약 250억원 (1.9억 달러)	약 200억원 이상 (1.5억 달러+)
경쟁력	경량 고성능, 비용 우위	방호 강화, 현지화	신뢰성, 고가	강력한 생존성, 유지비↑	경량, 유럽 내 인기	방호력 최상, 무거움

자료: 교보증권 리서치센터

제품 경쟁력 – K806/K808 장갑차

- K808 기준 중량은 경쟁 제품 대비 10t 가벼워, 한국 특성 (산악, 도로망)에서 기동성 유리
- 엔진/출력은 Boxer, Patria 등 고출력 장갑차에 비해 낮지만, 중량 대비 충분한 성능
- 방호력은 Patria, VBCI 대비 약간 부족 (Level 3~4), 다만 장갑 모듈화 가능
- 무장은 Boxer처럼 고급화 가능하나, 기본형은 상대적으로 경량 무장
- 가격은 경쟁 제품보다 ½~1/3 가격, 특히 Boxer/Stryker 대비 비용 효율성 우위(Boxer: 400만 달러 (52억 원), K808: 140만 달러 (20억 원))

차륜형장갑차 주요 경쟁 제품 비교

항목	K806 (6x6)	K808 (8x8)	Boxer 8x8	Patria AMV	Stryker	VBCI 8x8
중량	16t	20t	36.5t	19~27t	19t	25t
엔진	420마력	420마력	최대 720마력	540마력	350마력	550마력
속도	100 km/h	100 km/h	103 km/h	100 km/h	97 km/h	100 km/h
방호력	STANAG 2~3	STANAG 3~4	최대 Level 6	Level 4+	Level 3~4	Level 4
무장	12.7mm	12.7mm+40mm	30mm+모듈	다양 (최대 120mm)	12.7mm, 30mm	25mm, 40mm
탑승	2+9	3+9	3+8	3+10	2+9	3+8
가격	12억원 (90만달러)	20억원 (140만달러)	52억원 (400만달러)	39억원 (300만달러)	65억원 (500만달러)	59억원 (450만달러)

자료: 교보증권 리서치센터

제품 경쟁력 – K9 Thunder

- 사거리는 PzH 2000과 동일한 최대 40km
- 기동성 기준 최고속도 67km/h로 가장 빠름
- 가격은 경쟁 제품 대비 가성비 매우 우수, PzH 2000 대비 절반 수준.
- K9PL은 K9 기본형 기반에 폴란드 통신·사격통제 시스템 적용, 대량 도입

K9 Thunder와 주요 경쟁 제품 비교

항목	K9 Thunder (기본형)	PzH 2000 (독일)	M109A7 Paladin (미국)
주포 구경	155mm/52	155mm/52	155mm/39
최대 사거리	최대 40km	최대 40km	최대 24km
발사속도	분당 6~8발	분당 10발	분당 4발
엔진 출력	1,000마력	986마력	600마력
최고속도	67km/h	60km/h	61km/h
중량	47톤	55톤	35톤
대당 가격(탄 제외)	약 50억원 (400만달러)	약 90억 원 (700만 달러)	약 45억 원 (360만 달러)
기본 탑재 탄	약 48발	60발	39발
탄약 가격	3만달러	유사	유사

자료: 교보증권 리서치센터

제품 경쟁력 – K239 천무

- 다구경 탄 발사 가능 (유일) → 탄약 조달 유연성
- 기동성, 사거리 동급 이상
- 탄약 포함 총 비용 기준으로도 M270 대비 30% 이상 저렴

K239와 주요 경쟁 제품 비교

항목	천무 (K239)	M270 MLRS (미국)	BM-30 Smerch (러시아)
발사관 구성	130mm 20발, 227mm 6발, 239mm 6발	227mm 12발	300mm 12발
최대 사거리	최대 80km (239mm)	최대 70km	최대 90km
재장전 시간	약 10분	약 5분	약 20분
차량 속도	80km/h	64km/h	60km/h
대당 가격(탄 제외)	약 30억원 (240만달러)	약 40억원 (320만달러)	약 35억원 (280만달러)
탄약 가격(239mm 기준)	약 12~16만달러	약 15~20만달러	-

자료: 교보증권 리서치센터

제품 경쟁력 – FA(T)50 경공격기

- 성능 대비 초음속(M1.5) 가능 → M-346FA, L-15B보다 우위
- 무장 탑재량은 4,500kg → 비슷한 급 기종 중 상위권. 다목적 운용 (공대공, 공대지, 정밀유도 JDAM 포함)
- 가격은 M-346, L-15B보다 비싸지만 성능 차이로 가성비 우위. FA-50PL(폴란드형)은 AESA 레이더, 공중급유 기능 추가, F-16 대체용으로도 활용 가능
- 기본형 레이더 (EL/M-2032) 스펙은 일부 경쟁 제품 AESA 대비 구형(FA-50PL에서 해결 중)
- 탑재 가능 엔진 출력은 상급 전투기 (Gripen 등) 대비 약간 부족

FA-50와 주요 경쟁 제품 비교

항목	FA-50 (기본형)	FA-50PL (폴란드형)	F-16 Block 70/72 (미국)	T-7A (미국)	M-346FA (이탈리아)	L-15B (중국)	Gripen C (스웨덴)
기체 유형	경공격기/훈련기	경공격기 (F-16급으로 업그레이드)	다목적 전투기	고등훈련기	경공격기/훈련기	경공격기	다목적 전투기
엔진	F404-GE-102 (17,700lbs)	동일	F110-GE-132 (32,500lbs)	F404-GE-103 (17,700lbs)	F124-GA-200 (12,600lbs)	AI-222K-25F ×2 (총 16,500lbs)	Volvo RM12 (18,100lbs)
최대 속도	마하 1.5	마하 1.5	마하 2.0	마하 1.2	마하 1.2	마하 1.4	마하 2.0
전투행동반경	1,850km	2,000km (공중급유 가능)	2,200km+	1,800km	1,070km	1,600km	1,500km
무장 탑재량	4,500kg	4,500kg (AIM-120, JDAM 지원)	7,700kg	3,000kg	3,000kg	3,500kg	5,300kg
레이더	EL/M-2032 펄스도플러	AESA 레이더 (ELTA)	AESA 레이더 (APG-83)	AESA 예정	그리포-M346 펄스도플러	KLJ-7A AESA	PS-05/A 펄스도플러
주요 무장	JDAM, AIM-9, AGM-65	AIM-120, JDAM, AGM-65 등	AIM-120, JDAM, Harpoon 등	제한적	JDAM, AIM-9	AAM, 공대지	METEOR, JDAM
스텔스 기능	없음	없음	RCS 감소 (부분 스텔스)	없음	없음	없음	없음
탑승 인원	2인	2인	1 or 2인	2인	2인	2인	1인
대당 가격	3,000~3,500만 달러	5,830~6,380만 달러	8,000만~9,000만 달러	2,900만 달러	2,500~3,000만 달러	2,500만 달러	6,000만 달러
운용국	한국, 필리핀 외	폴란드 (48대 계약)	미/NATO 다수	미 공군 (훈련기)	이탈리아 외	중국, 파키스탄	스웨덴, 헝가리 등

자료: 교보증권 리서치센터

제품 경쟁력 – KF21 차세대 전투기

- 성능은 마하 1.8의 최대 속도와 7,700kg의 무장 탑재 능력을 보유한 4.5세대 전투기로, 최신 AESA 레이더 장착으로 탐지 및 추적 능력 제공
- 가격 경쟁력은 대당 약 6,500만 달러로, 동급 전투기 대비 매우 경쟁력 있는 가격대를 형성할 것으로 기대
- 완전한 스텔스 기능은 아니지만, 레이더 반사 면적(RCS)을 감소시켜 제한적인 스텔스 성능을 제공 중
- 향후 내부 무장창 도입 등 추가적인 성능 개량이 예정되어 있어, 장기적인 운용 및 업그레이드 가능성이 높음

KF21 차세대 전투기 주요 경쟁 제품 비교

항목	KF-21 보라매	F-35A 라이트닝 II	F-22 랩터	라팔 (Rafale)	유로파이터 타이푼
제조사	한국항공우주산업(KAI)	록히드 마틴	록히드 마틴	다소 항공	유로파이터 GmbH
세대	4.5세대	5세대	5세대	4.5세대	4.5세대
엔진	F414-GE-400K ×2	F135-PW-100	F119-PW-100 ×2	M88-2 ×2	EJ200 ×2
최대 추력	총 44,000파운드	43,000파운드	총 70,000파운드	총 34,000파운드	총 40,000파운드
최대 속도	마하 1.8	마하 1.6	마하 2.25	마하 1.8	마하 2.0
전투행동반경	약 2,900km	약 2,220km	약 2,000km	약 1,850km	약 2,900km
무장 탑재량	최대 7,700kg	최대 8,160kg	최대 8,200kg	최대 9,500kg	최대 7,500kg
레이더	AESA 레이더	AESA 레이더	AN/APG-77 AESA	RBE2-AA AESA	CAPTOR-E AESA
스텔스 성능	제한적 (RCS 감소)	우수	우수	제한적	제한적
대당 가격	약 6,500만 달러	약 1억 5,000만~2억 달러	약 1억 4,300만 달러	약 1억 1,500만~ 1억 2,400만 달러	약 1억 1,700만~ 1억 2,400만 달러

자료: 교보증권 리서치센터

제품 경쟁력 – 천궁2

- PAC-3와 비교 시, 사거리(약 40km)와 요격 능력 우수. 가격은 절반 수준

MSAM-II 주요 경쟁 제품 비교

항목	천궁-II	PAC-3
사거리	약 40km	약 20km
요격 대상	탄도미사일, 항공기	탄도미사일
유도 방식	능동 레이더 유도	능동 레이더 유도
배치 국가	대한민국, UAE, 사우디 등	미국, 일본 등
대당 가격	약 1,500만~2,000만 달러	약 3,000만~4,000만 달러

자료: 교보증권 리서치센터

제품 경쟁력 – 현궁

- FGM-148 재블린 대비 사거리(2.5km)와 '발사 후 망각'(fire-and-forget) 기능에서 동등한 수준을 유지하면서도, 가격이 1/3~1/4 수준
- 900mm 이상의 관통력을 보유해 3세대 전차 방호체계에도 대응 가능하며, 스파이크-LR과 비교해도 관통력, 적외선 유도 정확성에서 경쟁력이 있음

휴대용 대전차 미사일 주요 경쟁 제품 비교

항목	현궁	재블린	스파이크-LR
사거리	2.5km	2.5km	4km
유도 방식	적외선 유도	적외선 유도	전기광학 및 적외선 유도
관통력	최대 900mm RHA	약 600~800mm RHA	약 700mm RHA
배치 국가	대한민국, 사우디아라비아 등	미국, 영국 등	이스라엘, 독일 등
대당 가격	약 2만~3만 달러	약 8만~10만 달러	약 5만~6만 달러

자료: 교보증권 리서치센터

국내 방산업체 수출 파이프라인 정리

업체명	제품	국가	사업단계	계약시점	예상금액(십억원)	예상수량(Unit)	ASP(십억원)
한화에어로스페이스	K-9 자주포	폴란드 (2차)	계약체결	1H24	3,430	152	23
		호주	계약체결	2020	1,000	30	25
		이집트	계약체결	2022	2,000	200	6.0
		루마니아 (1차)	계약체결	1H24	1,242	54	23
		인도	RFI 발행	2025	900	100	9.0
		폴란드 (3차)	후속사업	2026	7,084	308	23
		베트남	관심표명	TBD	972	108	9.0
		미국	관심표명	TBD	TBD	2,000	TBD
	천무 다연장로켓	폴란드 (2차)	계약체결	1H24	2,268	72	32
		말레이시아 (1차)	협상단계	2025	567	18	32
		루마니아	MOU	TBD	TBD	TBD	TBD
		에스토니아	TBD	TBD	TBD	TBD	TBD
		노르웨이	TBD	TBD	TBD	TBD	TBD
	레드백 IFV	호주	계약체결	2023	3,165	129	25
		루마니아	RFP 제출	2025	3,750	150	25
		폴란드	RFP 제출	2025	3,000	150	20
현대로템	K-2 전차	폴란드 (2차)	계약임박	1H25	9,000	180	50
		루마니아 (1차)	시험평가	2025	4,500	100	45
		폴란드 (3차)	후속사업	2026	21,120	640	33
		슬로바키아	관심표명	2026	2,600	104	25
		페루	MOU	2026	1,250	50	25
		루마니아 (2차)	후속사업	TBD	4,950	150	33
		사우디	관심표명	TBD	8,100	324	25
	K808 차륜형 장갑차	페루 (1차)	계약체결	2Q24	83	30	3
		페루 (2차)	후속사업	2026	190	69	3
		폴란드	RFP 제출	2026	2,500	250	10
LIG넥스원	천궁-II	사우디	계약체결	2023	4,320	10	432
		이라크	계약체결	2024	3,715	8	464
		사우디	후속사업	2027	8640	20	432
	비궁	미국	시험평가	2025	1,000	25,000	0.04
	해궁	말레이시아	RFP 제출	2025	356	240	1
한국항공우주	KUH-1 회전익	이라크	최종협상	2025	1,141	25	46
		UAE	최종협상	2025	621	12	52
		말레이시아	TBD	TBD	360	12	30
	FA-50 공격기	필리핀	계약임박	2025	1,029	12	86
		슬로바키아	RFP 제출	2025	857	10	86
		이집트	RFP 제출	2025	3,086	36	86
		페루	RFP 제출	2025	1,608	24	67
		말레이시아 (2차)	후속사업	2026	1,206	18	67
		콜롬비아	최종선정	2026	1,340	20	67
		미 해군 UJTS	RFI 발행	2027	5,050	145	35
		미 공군 ATT	RFI 발행	2028	4,458	128	35
		미 해군 TSA	RFI 발행	2028	2,229	64	35
		루마니아	관심표명	TBD	608	15	41
		일본	RFI 발행	TBD	7,000	200	35
		호주	RFI 발행	2028	3,375	34	99
	KF-21	페루	MOU	TBD	TBD	TBD	TBD
		필리핀	RFI 발행	TBD	TBD	TBD	TBD
		사우디	논의단계	TBD	TBD	TBD	TBD
		폴란드	관심표명	TBD	TBD	TBD	TBD

자료: 언론보도 취합, 교보증권 리서치센터

Part 4

기업분석

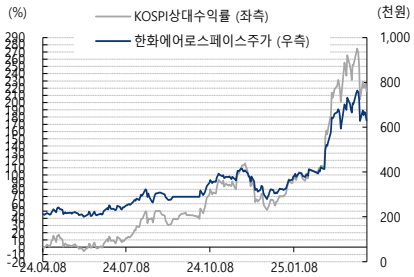
1. 한화에어로스페이스
2. 현대로템
3. 한국항공우주
4. LIG넥스원

한화에어로스페이스 (012450) : 러시아 대비 유럽의 MLRS, 양적으로 크게 열위

Buy 유지
TP 800,000원 상향

Company Data	
현재가(03/28)	630,000 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	764,000 원
52주 최저가(보통주)	201,000 원
KOSPI (11/03)	2,557.98p
KOSDAQ (11/03)	693.76p
자본금	2,404 억원
시가총액	287,161 억원
발행주식수(보통주)	4,558 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	63.3 만주
평균거래대금(60일)	4,317 억원
외국인지분(보통주)	46.83%
주요주주	한화 외 2인 33.98% 국민연금공단 7.56%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.1	98.7	203.6
상대주가	5.0	105.9	225.9

▶ 1Q25 Preview: 매출 1조 9,315억원(YoY +33.3%), 영업이익 2,569억원(OPM +13.3%)(한화오션 연결 미반영 기준)

- 한화에어로스페이스의 1Q25 매출은 1조 9,315억원(YoY +33.3%), 영업이익 2,569억원(OPM +13.3%)을 기록할 것으로 추정됨. 현지 보도에 따르면 1분기 기준 폴란드 인도된 K9은 8문인 것으로 추정됨. 천무의 경우 작년 4분기에 인도는 되었지만 매출인식에 반영되지 않은 6문이 이번 1분기로 이연되어 매출 인식되었을 것으로 추정함.
- 2025년은 매출액 13조 6,392억원(YoY +21.3%), 영업이익 2조 2,497억원(YoY +30.4%, OPM +16.5%)을 기록할 것으로 추정됨(한화오션 연결 미반영 기준)
- 2021년 기준 러시아는 연간 약 70~90대 수준의 MLRS를 생산하며, 주로 Tornado-G/S와 Smerch 계열 위주로 제한적 생산을 유지함. 2024년 현재는 일부 생산이 확대되어 연간 100~120대 수준으로 올라섰으나, 여전히 Tornado 시리즈 위주, 구형 BM 계열은 신규 생산 없이 퇴역 또는 복원에 의존하는 상황. 2030년까지는 최대 150대 수준의 생산력 유지가 가능. 주요 서방국의 경우 2021년에는 러시아와 비슷하게 연간 약 70~90대 수준으로 HIMARS, M270 위주의 제한적 생산에 머물렀음. 그러나 2024년 현재, 미국 Lockheed Martin의 HIMARS 생산 확대와 한화에어로스페이스의 K239 천무 수출 개시(폴란드), 영국·독일의 M270 개량 등이 맞물리며 서방 전체 연간 생산능력은 150~180대로 증가. 2030년 전망으로는 미국 + 폴란드 현지 생산 + 한국의 K239 수출 확대에 따라 연간 250~300대 이상 생산 가능할 것으로 예상되며, 양적·질적으로 러시아를 압도할 수 있음. 다만 미국을 제외(140대)하면 K239가 대안일 것

▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 800,000원으로 상향

- 기존 목표주가 760,000원에서 800,000원으로 상향 조정. 주식 수 증가(13%)에 따른 EPS 희석효과에도 불구, 순이익 추정치 상향 조정에 따라 목표주가 상향 조정. 목표주가 산출은 12M Fwd BPS에 Implied PBR 3.52배를 적용하여 산출. PER로 환산 시 20.8배 수준

Forecast earnings & Valuation

12결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액 (십억원)	**7,890**	**11,240**	**13,639**	**15,729**	**17,555**
YoY(%)	11.7	42.5	21.3	15.3	11.6
영업이익(십억원)	**594**	**1,732**	**2,250**	**2,731**	**3,336**
OP마진(%)	7.5	15.4	16.5	17.4	19.0
순이익(십억원)	**977**	**2,540**	**1,901**	**2,268**	**2,803**
EPS(원)	16,147	46,942	34,361	39,831	49,230
YoY(%)	318.5	190.7	-26.8	15.9	23.6
PER(배)	7.7	7.0	18.3	15.8	12.8
PCR(배)	8.4	6.9	19.2	15.4	12.0
PBR(배)	1.8	3.0	3.2	2.6	2.2
EV/EBITDA(배)	10.4	13.7	16.5	15.7	14.1
ROE(%)	25.6	53.9	22.5	18.2	18.8

한화에어로스페이스, 연간 실적 추이 및 전망

- 한화에어로스페이스의 1Q25 매출은 1조 9,315억원(YoY +33.3%), 영업이익 2,569억원(OPM +13.3%)을 기록할 것으로 추정됨. 현지 보도에 따르면 1분기 기준 폴란드 인도된 K9은 8문인 것으로 추정됨. 천무의 경우 작년 4분기에 인도는 되었지만 매출인식에 반영되지 않은 6문이 이번 1분기로 이연되어 매출 인식되었을 것으로 추정함.
- 2025년은 매출액 13조 6,392억원(YoY +21.3%), 영업이익 2조 2,497억원(YoY +30.4%, OPM +16.5%)을 기록할 것으로 추정됨(한화오션 연결 미반영 기준)
- 2021년 기준 러시아는 연간 약 70~90대 수준의 MLRS를 생산하며, 주로 Tornado-G/S와 Smerch 계열 위주로 제한적 생산을 유지함. 2024년 현재는 일부 생산이 확대되어 연간 100~120대 수준으로 올라섰으나, 여전히 Tornado 시리즈 위주, 구형 BM 계열은 신규 생산 없이 퇴역 또는 복원에 의존하는 상황. 2030년까지는 최대 150대 수준의 생산력 유지가 가능. 주요 서방국의 경우 2021년에는 러시아와 비슷하게 연간 약 70~90대 수준으로 HIMARS, M270 위주의 제한적 생산에 머물렀음. 그러나 2024년 현재, 미국 Lockheed Martin의 HIMARS 생산 확대와 한화에어로스페이스의 K239 천무 수출 개시(폴란드), 영국·독일의 M270 개량 등이 맞물리며 서방 전체 연간 생산능력은 150~180대로 증가. 2030년 전망으로는 미국 + 폴란드 현지 생산 + 한국의 K239 수출 확대에 따라 연간 250~300대 이상 생산 가능할 것으로 예상되며, 양적·질적으로 러시아를 압도할 수 있음. 다만 재고상황과 미국을 제외(140대)하면 K239가 대안일 것

한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	3Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
전체	1,449.1	2,334.8	2,631.2	4,831.1	1,931.5	2,955.0	3,270.1	5,482.7	7,889.7	11,246.2	13,639.2
YoY	*(12.4)*	*54.3*	*61.9*	*56.0*	*33.3*	*26.6*	*24.3*	*13.5*	*20.6*	*42.5*	*21.3*
항공우주	429.7	542.7	477.9	595.2	449.7	564.4	499.1	625.3	1,610.5	2,045.5	2,138.5
지상방산	655.3	1,329.6	1,656.0	3,364.7	1,030.9	1,587.7	2,021.6	3,772.8	4,132.5	7,005.6	8,413.0
한화시스템	544.2	687.0	639.0	933.5	707.1	863.1	813.5	1,143.7	2,453.1	2,803.7	3,527.4
기타 및 연결조정	(180.0)	(224.6)	(141.7)	(62.3)	(256.2)	(60.2)	(64.1)	(59.2)	(306.5)	(608.7)	(439.7)
영업이익	17.7	337.2	477.2	892.5	256.9	523.1	579.6	892.5	704.9	1,732.0	2,249.7
영업이익률	*1.2%*	*14.4%*	*18.1%*	*18.5%*	*13.3%*	*17.7%*	*17.7%*	*16.2%*	*8.9%*	*15.3%*	*16.5%*

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 재고 변화 – 서방(곡사포)

- 2021년, 러시아는 2S19, 2S3, 2S5 등 다양한 152mm 자주포 약 3,000~3,500대를 보유하며 양적으로 압도적인 전력을 유지했음. 그러나 2024년 현재, 전쟁으로 인한 손실, 포신 마모, 유지 불량 등의 영향으로 약 2,200~2,500대 수준까지 줄었으며,특히 노후 체계인 2S3·2S5의 실전 가용성이 급격히 저하. 2030년 전망으로는 일부 신형 자주포(2S35 Koalitsiya)의 양산 가능성이 있으나, 생산 능력과 부품 수급 제한으로 1,800~2,000대 수준으로 감소할 것으로 보임.

- 2021년 기준, 미국, 독일, 프랑스 등 주요 서방국의 155mm 자주곡사포 총 보유 수량은 약 1,200~1,300대 수준으로 러시아에 비해 열세. 하지만 2024년 현재, 우크라이나 전쟁 발발 이후 생산 확대와 신규 도입 계약이 본격화되며, 실전 배치 수량은 약 2,000대 수준까지 증가. 특히 프랑스(CAESAR), 독일(PzH 2000), 폴란드(Krab), 노르웨이·핀란드(K9), 체코(Zuzana 2) 등이 도입을 지속하고 있으며,2030년까지 총 2,500대 이상으로 증가할 전망. **다만 미국이 더 이상 러시아와 적대국이 아니라는 가정 하에 24년 서방국 재고는 러시아 단일국 대비 열위인 상황. 유럽은 장기적으로도 미국 재고 약 900대를 제외하고 계산해야하는 상황이 올 수도**

러시아, 주요 서방국 곡사포 기간별 재고 비교

국가	무기체계	2021 재고	2024 재고	2030 전망	출처
러시아(152mm)	2S19 Msta-S	약 1,000대	약 900대	↓ 600대	RUSI 2024 Q4, Oryx 손실 DB
	2S3 Akatsiya	약 1,500대	약 1,000대	↓ 600 이하	BBC 러시아판 2024 Q3, ISW
	2S5 Giatsint-S	약 700대	약 500대	유지 or 감소	Janes 2024 Q3
	2S35 Koalitsiya-SV	소량 시제	25대 이하	100~150대	TASS 2024.11, UVZ 개발 보도
합계		**약 3,000~3,500대**	**약 2,500대**	**약 2,000대**	
미국	M109A6 Paladin	~950대	~900대	유지 / 일부 교체	US Army IR 2024 Q3
독일	PzH 2000	~120대	~108대	유지 또는 대체	Rheinmetall Q4 2024
프랑스	CAESAR (트럭형)	~80대	~110대	↑ 180대 이상	Nexter Q3 2024 IR
영국	AS90	~117대	~80대	↓ 전량 교체	UK MOD 2024.9 / Mobile Fires Platform
폴란드	AHS Krab	~80대	~120대	↑ 170+	WB Group + 한국 수출분 기반 (2024 Q3)
	K9A1/K9PL	-	136대	672대	-
이탈리아	PzH 2000	~70대	~65대	유지	IISS 2024, Italy MoD
스페인	SIAC 155mm 견인포	~80대	~80대	유지	Spain MoD
스웨덴	Archer	~48대	~48대	유지 or 확장	Expressen 2024.10
노르웨이	K9 VIDAR	–	24대 도입 중	↑ 48대	Hanwha Q4 2024
핀란드	K9 FIN Moukari	48대	48대	유지	핀란드 국방부 2024
체코	Zuzana 2	–	16대 도입 중	↑ 52대	Slovak MoD, 2024 Q3
리투아니아	PzH 2000	–	21대 도입 중	유지	Rheinmetall 2024
합계		**약 1,300대**	**약 2,000대**	**↑ 2,500대**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 생산능력 변화 – 서방(곡사포)

- 러시아 곡사포 연간 생산능력은 2021년 약 120대 수준에서 2024년 현재 160대 수준으로 소폭 증가. 주력 생산은 2S19 Msta-S이며, 신형 자주포 2S35 Koalitsiya는 저속 시범 생산 단계에 머물고 있음. 산업기반 노후화, 전자장비 부족, 서방 제재로 인해 2030년까지 생산능력이 확대되기는 어려운 구조라고 언급
- 서방국 경우 2024년 기준 연간 약 300대 수준으로, 러시아 대비 우위. 2030년까지는 500대 수준의 연간 생산 가능성이 높아, 전력 유지뿐만 아니라 전시 재보충 능력에서도 압도적인 우위 확보가 예상됨.
- 다만 유럽만 볼 경우 곡사포 생산능력은 아직도 현저히 부족. 미국과 한국을 제외하면 러시아와 유사한 수준일 것으로 판단됨.

러시아, 주요 서방국 곡사포 기간별 생산능력 비교

국가	무기체계	생산기업	2021 생산능력	2024 생산능력	2030 전망	출처
러시아	2S19 Msta-S	Uraltransmash (Uralvagonzavod 산하)	약 100대	70~90대	60~80대	TASS 2024.10, RUSI 보고서 2024
	2S3 Akatsiya (복원)	정비창 (BTRZ 등)	중단	복원/재가동 30~50대	중단 예정	ISW + BBC 러시아판 2024 Q3
	2S5 Giatsint-S	중단됨	소량 복원	중단 예정	중단	RUSI 2024
	2S35 Koalitsiya-SV	UVZ	시제 생산 (10 이하)	20~25대 (2024 기준)	최대 50~60대	RT 2024.11, UVZ 발표
합계			**약 120대**	**약 160대**	**약 180대**	
미국	M109A7 Paladin	BAE Systems Inc(미국 자회사)	60~80대	약 72~80대	유지	BAE Q3 2024 IR, 미 육군 조달보고
독일	PzH 2000	KMW + Rheinmetall	20~30대	약 30대	유지 또는 전환	Rheinmetall Q4 2024
프랑스	CAESAR (트럭형)	Nexter	30~40대	약 72대	↑ 100대 이상	Nexter Q3 2024 IR, 프랑스 국방청
폴란드	AHS Krab	HSW (WB Group 계열)	20~30대	약 50대	60~70대	HSW 생산 보고서 (2024 Q3), 국방부 발표
	K9PL	한화에어로스페이스	-	-	150+ 대	현지생산 Capa 미정
체코/슬로바키아	Zuzana 2	Konstrukta Defence	–	약 20~25대	유지	Slovak MoD 2024
스웨덴	Archer	BAE Systems Bofors(스웨덴 자회사)	10~12대	12~16대	유지 또는 소폭 증가	Expressen 2024.10 보도
합계			**약 200대**	**약 270대**	**약 500대**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 재고 변화 – 서방(MLRS)

- 2021년, 러시아는 약 3,700~4,000대의 MLRS를 보유하며 양적 우위. 대부분 BM-21 Grad, BM-27 Uragan, BM-30 Smerch 등 구형 체계였으며,Tornado-G/S 등 개량형은 제한적인 상황. 2024년 현재, 전쟁 손실 및 노후화로 인해 2,600~3,000대 수준으로 감소하였으며, 일부는 여전히 저장고 기반이며 정비 여력에도 한계가 있음. 2030년까지는 점진적 개량과 Tornado 시리즈 확대로 재고를 2,800대 내외로 유지할 계획

- 2021년, 서방국의 MLRS 보유량은 약 1,300~1,400대 수준으로, 러시아에 비해 수적으로 열세. 하지만 2022년 이후 **HIMARS·K239 등 도입이 급격히 증가하면서** 2024년 현재 약 1,500~1,600대 이상으로 증가하였고, 정밀타격·네트워크 통합 등 질적 우위를 확보하고 있음. 2030년까지는 2,000~2,300대 수준으로 확대될 전망이며, 폴란드, 루마니아, 북유럽 국가들을 중심으로 **HIMARS + K239 복합운용 체계가 주력으로 자리 잡을 것으로 판단됨. 러시아의 경우 서방국 무기 대비 기술적 열위에 있지만 미국을 제외할 경우 양적에서 크게 열세. 한화에어로스페이스 K239가 대안**

러시아, 주요 서방국 MLRS 기간별 재고 비교

국가	무기체계	2021 재고	2024 재고	2030 전망	출처
러시아	BM-21 Grad (122mm)	~2,500대	1,800대	↓퇴역 및 감축	ISW, RUSI 2024 Q4
	BM-27 Uragan (220mm)	~800대	600대	유지 또는 부분 퇴역	Janes, BBC 러 2024 Q3
	BM-30 Smerch (300mm)	~300대	300대	유지 또는 증가	RUSI, Izvestia 2024.11
	9K515 Tornado-S (300mm 개량형)	~40대	120대	↑200대 이상	TASS, Rostec 2024 Q4
	9K51M Tornado-G (122mm 개량형)	~100대	300대	↑500대 이상	Rostec, Russian MoD 2024
	합계	**4,000대**	**3,000대**	**유지 또는 부분 증가**	**종합 (2024 Q4 기준)**
미국	M270A1 / M142 HIMARS	~1,200 (합산)	1,100	유지 또는 확대	US Army, Lockheed IR 2024 Q4
독일	MARS II (M270 개량형)	~40	~36	유지	Rheinmetall, Bundeswehr
프랑스	LRU (M270 개량형)	~13	~13	유지 또는 신규도입	France MoD
영국	M270B1	~44	~44	유지 or 개량	UK MOD 2024
이탈리아	M270	~22	20	유지	Italy MoD
폴란드	WR-40 Langusta (122mm)	~80	~80	유지 또는 감축	Polish MoD
	M142 HIMARS	–	~20 (초도 납품 중)	↑ 최대 500대 (FMS + 현지생산 포함)	Lockheed / PGZ
	K239 천무	–	23년 17대+24년 55대	↑ 288대 이상	한화에어로스페이스 2024 Q4
핀란드	M270	~22	~20	유지	Finnish MoD
노르웨이	HIMARS	–	계약 체결	↑ 8대	US DSCA / NATO
에스토니아	HIMARS	–	계약 체결	↑ 6대	Lockheed Q3
리투아니아	HIMARS	–	계약 체결	↑ 8대	Lockheed
루마니아	HIMARS	–	~54대	유지	Janes, DSCA
주요 서방	**합계**	**1,300~1,400대**	**1,500~1,600대**	**2,000~2,300대**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 생산능력 변화 – 서방(MLRS)

- 2021년 기준 러시아는 연간 약 70~90대 수준의 MLRS를 생산하며, 주로 Tornado-G/S와 Smerch 계열 위주로 제한적 생산을 유지함. 2024년 현재는 일부 생산이 확대되어 연간 100~120대 수준으로 올라섰으나, 여전히 Tornado 시리즈 위주, 구형 BM 계열은 신규 생산 없이 퇴역 또는 복원에 의존하는 상황. 2030년까지는 최대 150대 수준의 생산력 유지가 가능

- 2021년에는 러시아와 비슷하게 연간 약 70~90대 수준으로 HIMARS·M270 위주의 제한적 생산에 머물렀음. 그러나 2024년 현재, 미국 Lockheed Martin의 HIMARS 생산 확대와 한화에어로스페이스의 K239 천무 수출 개시(폴란드), 영국·독일의 M270 개량 등이 맞물리며 서방 전체 연간 생산능력은 150~180대로 증가. 2030년 전망으로는 미국 + 폴란드 현지 생산 + 한국의 K239 수출 확대에 따라 연간 250~300대 이상 생산 가능할 것으로 예상되며, 양적·질적으로 러시아를 압도할 수 있음. 다만 미국을 제외하면 러시아 대비 열위 K239가 대안

러시아, 주요 서방국 곡사포 기간별 생산능력 비교

국가	무기체계	생산기업	2021 생산능력	2024 생산능력	2030 전망	출처
러시아	BM-21 Grad (신규 생산 없음)	–	중단	중단	퇴역 예정	RUSI, ISW 2024
	BM-27 Uragan	Splav NPO	~20대	15대 (복원 포함)	↓ 중단 예정	Janes, BBC 러 2024
	BM-30 Smerch	Splav NPO	15대	20대	유지 또는 감소	RUSI, Izvestia 2024
	Tornado-G (122mm)	Rostec / Splav	~30대	60대	↑ 80~100대	Rostec 발표 (2024 Q4)
	Tornado-S (300mm)	Rostec / Splav	15대	25대	↑ 40~60대	TASS, RT 2024
	합계		**약 70~90대/년**	**약 100~120대/년**	**↑ 최대 150대**	**종합 (2024 Q4 기준)**
미국	M142 HIMARS	Lockheed Martin	60대	120대	↑ 120~140대	Lockheed IR Q4 2024
	M270A2 (개량 생산)	Lockheed / BAE	~20대	30대	유지	US Army, Defense News
독일	MARS II (M270 개량)	KMW	소량	개량 중심	유지	Bundeswehr
영국	M270B1 개량	Lockheed UK	–	개량 10~20대/년	유지	UK MOD 2024
폴란드 (향후 HIMARS 현지 생산 포함)	K239 천무	한화에어로스페이스	없음	55대	↑ 최대 60~70대	한화에어로스페이스 4Q24
	Lockheed + PGZ	없음	생산 준비 중	↑ 50~100대	PGZ / Lockheed 계약	-
루마니아 등 기타	HIMARS 도입 중심	Lockheed	–	포함	유지	Janes, US DSCA
주요 서방국	**합계**		**70~90대**	**150~180대**	**250~300대**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 재고 변화 – 서방(IFV)

- 러시아는 2021년까지 약 13,000~14,000대 수준의 BMP 계열 IFV를 보유하며 양적 우위 보유. 그러나 우크라이나 전쟁으로 인한 대량 손실, 노후화, 정비 한계로 인해 2024년 현재 실전 가용 재고는 약 5,500~6,000대 수준으로 감소. 2030년까지도 Kurganets-25 등 신형이 본격 배치되지 않는 이상,수량은 정체되거나 점진적 감소 예상

- 서방 주요국(미국, 독일, 프랑스, 폴란드 등)은 2024년 현재 실전 가용 IFV 약 6,700~6,800대 수준으로 수량 면에서 러시아와 비슷하거나 소폭 앞선 상황. 다만, 노후 차량(Bradley, Marder, BWP-1 등)은 감축 중이며,Puma, CV90, Boxer, Borsuk, XM30 등 신형 IFV의 본격 도입이 진행 중. 2030년경에는 신형 도입 확대를 통해 8,000대 수준까지 확대될 가능성이 있지만 미국을 제외할 경우 큰 폭 감소 예상

러시아, 주요 서방국 IFV 기간별 재고 비교

국가	무기체계	2021 재고	2024 재고	2030 전망	최신 출처
러시아	BMP-1	~7,000	2,000	↓ 대부분 퇴역	Oryx 손실, RUSI (2024 Q4)
	BMP-2	~4,000	3,000	↓ 일부 유지	ISW, RUSI
	BMP-3	~800	700	유지 또는 소폭 증가	UVZ 발표, TASS
	BMD-2/3/4 (공수용)	~1,000	900	유지	Russian VDV 관련 발표
	Kurganets-25	시험 생산	소량 (<50)	↑ 최대 수백 대	RUSI, Rostec (2024.11)
	합계(실전 가용)	**약 14,000대**	**약 6,000대**	**약 5,000대**	**종합 (2024 Q4 기준)**
미국	M2 Bradley	~4,500	~3,500	↓ 교체 예정	US Army (2024), NGCV 프로그램
	XM30 (후속)	–	시험 중	↑ 2,000+	AUSA, Futures Cmd
독일	Puma	~350	~350	↑ 500+	Rheinmetall / KMW IR 2024
	Marder	~1,000	~400	↓ 퇴역	German MoD
프랑스	VBCI	~630	~630	유지	Nexter
영국	Warrior	~600	~200	↓ 전량 퇴역 예정	UK MOD 2024
	Boxer (IFV형 포함)	–	도입 중	↑ 600+	ARTEC, Rheinmetall UK
폴란드	BWP-1	~1,000	~500	↓ 전량 교체	PL MOD
	Borsuk	–	양산 시작	↑ 1,000+	HSW, 2024 Q3
이탈리아	Dardo	~200	~200	유지	Italy MoD
스웨덴	CV90	~550	~550	유지	FMV, BAE Hägglunds
노르웨이	CV90	~140	~140	유지	Norwegian Army
핀란드	CV9030	~100	~100	유지	Finnish MoD
주요 서방국	**합계(실전 가용)**	**약 10,000**	**약 7,000대**	**약 8,000대**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 생산능력 변화 – 서방(IFV)

- 2021년부터 2024년까지, 러시아는 연간 약 300~350대 수준의 IFV 생산능력을 유지. 생산은 대부분 BMP-2M, BMP-3에 집중되어 있으며, 신형 Kurganets-25는 소량 시제 생산 수준에 머물러 있음. 기술·부품 조달 제한과 시설 노후화로 인해 2030년까지도 큰 생산 확대는 어려울 전망이며, 연간 400대 이하 수준에서 유지될 전망
- 2021년까지는 연간 약 250~300대 수준으로 러시아와 유사했지만,2024년 현재에는 약 350~400대 수준으로 소폭 우위를 확보. 특히 미국의 XM30 후속 플랫폼, 독일 Puma, 영국 Boxer, 폴란드 Borsuk 등 신형 IFV의 양산 체계가 본격화되며, 2030년까지는 연간 500~600대 이상 생산 가능성이 높아 양적·질적으로 모두 러시아를 앞지르게 될 전망
- **다만 미국을 제외 시 러시아 대비 열위**

러시아, 주요 서방국 IFV 기간별 생산능력 비교

국가	무기체계	생산기업	2021 생산	2024 생산	2030 전망	출처
러시아	BMP-2M	Kurganmashzavod	~200대	180대	유지 또는 감소	RUSI, TASS (2024 Q4)
	BMP-3	Kurganmashzavod	~100대	120대	유지	Rostec, TASS
	BMD 시리즈 (공수용)	Volgograd	~50대	~50대	유지	Russian VDV 발표
	Kurganets-25	Kurganmashzavod	시제 수준	<50대	↑ 최대 150대	RUSI 2024.11, RT
	합계		**약 300대**	**약 300~350대**	**약 400대**	
미국	M2 Bradley	BAE Systems	중단 예정	소량 유지	퇴역	US Army, AUSA
	XM30 후속	GDLS / BAE / Oshkosh 참여	–	시제	↑ 300~500대	NGCV 프로그램, AUSA 2024
독일	Puma	Rheinmetall / KMW	~50대	~60대	↑ 80~100대	Rheinmetall IR (2024 Q4)
	Marder (개량)	–	제한적	종료 예정	–	Bundeswehr
프랑스	VBCI	Nexter	~50대	생산 완료	유지	Nexter
영국	Boxer (IFV 포함)	ARTEC / Rheinmetall UK	도입 시작	60대	↑ 80~100대	UK MOD, Rheinmetall UK
폴란드	Borsuk	HSW	–	양산 시작 (~50대/년)	↑ 최대 100~150대	HSW / PGZ (2024 Q3)
스웨덴	CV90	BAE Systems Hägglunds	~30대	40대	유지 또는 소폭 증가	FMV / BAE
핀란드	CV90	정비·유지 위주	–	유지	–	Finnish MoD
노르웨이	CV90	유지 중심	–	유지	–	Norwegian Army
주요 서방국	**합계**		**약 250~300대**	**약 350~400대**	**약 500~600대**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 생산능력 변화 – 서방(탄)

- 한화에어로스페이스, 24년 9월 25일 탄 관련 증설 계획 발표했으며 투자 금액은 6,673억원 수준
- 해당 투자로 인한 순증분(Q)은 50~70만발 수준일 것으로 추정되며 매출 기인 효과는 약 1조원 수준일 것으로 추정

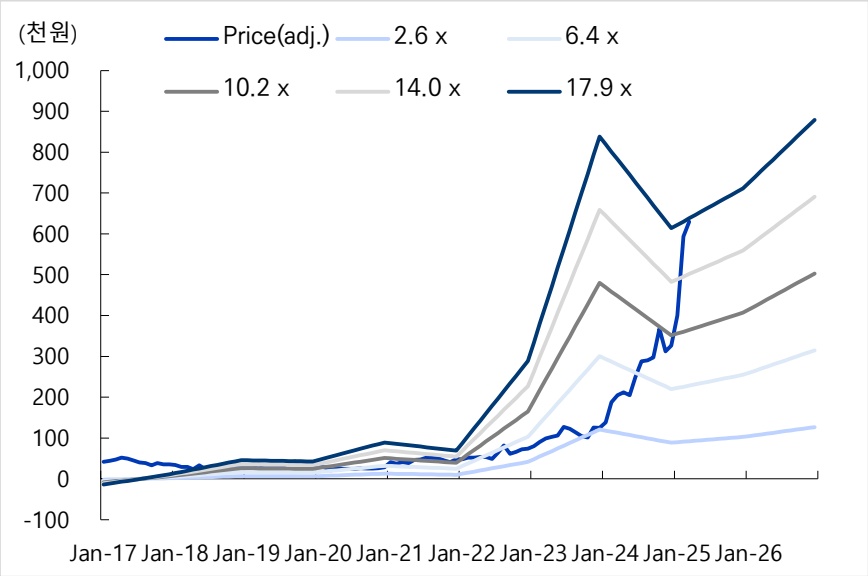
러시아, 주요 서방국 IFV 기간별 생산능력 비교

국가	생산기업	2021 생산	2024 생산	2030 전망	최신 출처
러시아	**국영 탄약 공장(Ulyanovsk 외)**	**150만 발**	**200만 발**	**↑ 최대 250만 발**	**RUSI, ISW, Kommersant (2024 Q4)**
미국	GD-OTS / Army Ammunition Plant	~300만 발	155만 발	↑ 500만 발 목표	미 육군, CSIS (2024 Q4)
독일	Rheinmetall	~6만 발	~15만 발	↑ 70~100만 발	Rheinmetall IR (2024 Q4)
프랑스	Nexter	~2만 발	23만 발	↑ 5~10만 발	Nexter IR, Le Monde
폴란드	Dezamet (PGZ)	~1만 발	23만 발	↑ 10만 발 이상	PGZ, MoD 2024
체코	STV Group	~2만 발	35만 발	↑ 10만 발	Euractiv, STV
핀란드	Nammo	~1만 발	~2만 발	유지	Nammo 발표
EU 공동	다국적	–	–	↑ 200만 발 이상	EU ASAP, EDIRPA
서방	**총합**	**200~300만발**	**250~400만발**	**800~1000만발**	

자료: 교보증권 리서치센터

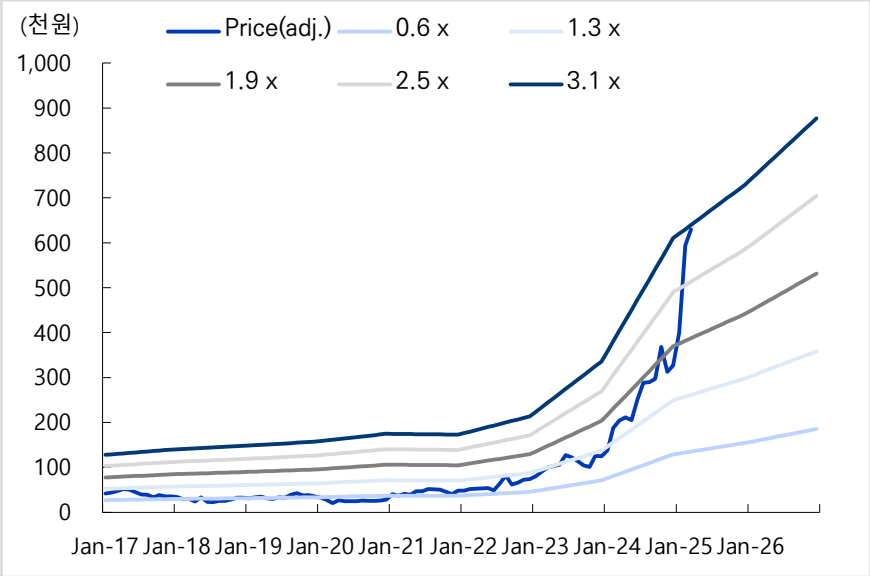
12M Fwd PER, PBR 밴드 추이

12M Fwd PER 밴드 추이



자료: 교보증권 리서치센터

12M Fwd PBR 밴드 추이



자료: 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

포괄손익계산서 단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,890	11,240	13,639	15,729	17,555
매출원가	6,462	8,370	9,112	10,399	11,375
매출총이익	1,428	2,870	4,528	5,330	6,180
매출총이익률 (%)	18.1	25.5	33.2	33.9	35.2
판매비와관리비	834	1,138	2,278	2,600	2,844
영업이익	594	1,732	2,250	2,731	3,336
영업이익률 (%)	7.5	15.4	16.5	17.4	19.0
EBITDA	933	2,063	2,602	3,119	3,771
EBITDA Margin (%)	11.8	18.4	19.1	19.8	21.5
영업외손익	536	916	-276	-370	-411
관계기업손익	16	105	105	105	105
금융수익	1,131	374	348	253	213
금융비용	-367	-495	-481	-472	-464
기타	-243	932	-249	-257	-266
법인세비용차감전순손익	1,131	2,647	1,973	2,360	2,925
법인세비용	232	136	101	121	150
계속사업순손익	899	2,511	1,872	2,239	2,774
중단사업순손익	78	29	29	29	29
당기순이익	977	2,540	1,901	2,268	2,803
당기순이익률 (%)	12.4	22.6	13.9	14.4	16.0
비지배지분순이익	159	241	180	215	266
지배지분순이익	818	2,299	1,720	2,053	2,537
지배순이익률 (%)	10.4	20.5	12.6	13.0	14.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-158	58	-21	8	-3
포괄순이익	819	2,598	1,879	2,276	2,800
비지배지분포괄이익	69	222	161	195	239
지배지분포괄이익	750	2,376	1,718	2,081	2,560

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,192	22,868	29,631	28,376	29,492
현금및현금성자산	1,806	2,968	8,111	3,859	2,232
매출채권 및 기타채권	2,119	8,884	9,505	10,940	12,202
재고자산	2,869	6,290	6,820	7,865	8,778
기타유동자산	2,399	4,726	5,196	5,712	6,280
비유동자산	10,351	20,469	24,508	29,237	32,804
유형자산	3,410	8,320	9,665	11,406	13,197
관계기업투자금	3,204	964	3,569	5,175	6,280
기타금융자산	739	1,453	1,494	1,539	1,589
기타비유동자산	2,998	9,733	9,779	11,117	11,738
자산총계	19,543	43,337	54,139	57,612	62,296
유동부채	12,077	25,516	24,561	23,711	22,910
매입채무 및 기타채무	1,879	4,270	4,567	4,875	5,143
차입금	1,374	5,153	4,638	4,174	3,756
유동성채무	1,165	965	917	871	827
기타유동부채	7,659	15,128	14,439	13,791	13,183
비유동부채	2,782	6,456	6,212	5,991	5,793
차입금	759	2,458	2,335	2,218	2,107
사채	642	1,707	1,621	1,540	1,463
기타비유동부채	1,381	2,292	2,256	2,233	2,222
부채총계	14,859	31,973	30,773	29,702	28,703
지배지분	3,528	4,995	10,270	12,268	14,766
자본금	266	240	270	270	270
자본잉여금	192	207	3,777	3,777	3,777
이익잉여금	2,627	4,747	6,308	8,167	10,499
기타자본변동	-2	-738	-738	-738	-738
비지배지분	1,156	6,369	13,095	15,642	18,828
자본총계	4,684	11,364	23,365	27,910	33,594
총차입금	4,182	10,741	9,989	9,302	8,675

현금흐름표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,390	1,393	2,008	1,110	1,976
당기순이익	0	0	1,901	2,268	2,803
비현금항목의 가감	-68	5	-82	61	170
감가상각비	261	259	283	320	368
외환손익	19	-11	-77	-62	-47
지분법평가손익	-16	-105	-105	-105	-105
기타	-331	-138	-183	-92	-46
자산부채의 증감	462	-903	338	-977	-708
기타현금흐름	996	2,291	-150	-242	-290
투자활동 현금흐름	-3,029	-1,367	-4,045	-3,547	-3,155
투자자산	-2,423	-602	-2,500	-1,500	-1,000
유형자산	-453	-578	-1,465	-1,960	-2,060
기타	-152	-187	-80	-87	-95
재무활동 현금흐름	368	1,066	2,591	-979	-933
단기차입금	404	927	-515	-464	-417
사채	140	638	-85	-81	-77
장기차입금	299	300	-123	-117	-111
자본의 증가(감소)	0	0	3,600	0	0
현금배당	-51	-120	-159	-193	-206
기타	-425	-679	-127	-124	-122
현금의 증감	-1,263	1,161	5,143	-4,251	-1,627
기초 현금	3,043	1,806	2,968	8,111	3,859
기말 현금	1,780	2,968	8,111	3,859	2,232
NOPLAT	472	1,643	2,134	2,590	3,164
FCF	820	493	1,360	41	832

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	16,147	46,942	34,361	39,831	49,230
PER	7.7	7.0	18.3	15.8	12.8
BPS	69,689	109,587	199,297	238,061	286,539
PBR	1.8	3.0	3.2	2.6	2.2
EBITDAPS	18,436	42,120	51,983	60,521	73,172
EV/EBITDA	10.4	13.7	16.5	15.7	14.1
SPS	155,830	229,509	272,434	305,236	340,667
PSR	0.8	1.4	2.3	2.1	1.8
CFPS	16,197	10,062	27,169	803	16,138
DPS	1,800	3,500	3,750	4,000	4,250

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	11.7	42.5	21.3	15.3	11.6
영업이익 증가율	48.4	191.4	29.9	21.4	22.2
순이익 증가율	566.6	160.0	-25.2	19.3	23.6
수익성					
ROIC	12.7	16.7	11.9	11.4	11.1
ROA	4.7	7.3	3.5	3.7	4.2
ROE	25.6	53.9	22.5	18.2	18.8
안정성					
부채비율	317.2	281.3	131.7	106.4	85.4
순차입금비율	21.4	24.8	18.5	16.1	13.9
이자보상배율	4.0	7.1	10.0	13.1	17.2

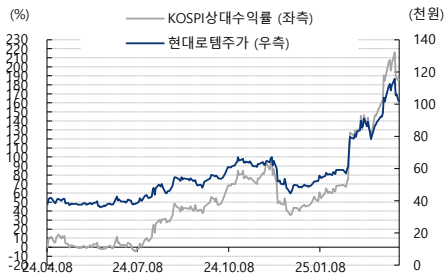
KYOBO research center 46

현대로템 (064350) : 폴란드를 거점으로 유럽 침투율 상승 기대

Buy 유지
TP 150,000원 유지

Company Data	
현재가(01/09)	74,700 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	95,000 원
52주 최저가(보통주)	48,550 원
KOSPI (11/03)	2,557.98p
KOSDAQ (11/03)	693.76p
자본금	4,874 억원
시가총액	72,814 억원
발행주식수(보통주)	9,748 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	263.0 만주
평균거래대금(60일)	2,139 억원
외국인지분(보통주)	37.32%
주요주주	한국수출입은행 외 3인 26.41% 국민연금공단 8.31%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	30.1	88.3	195.6
상대주가	28.8	95.1	217.3

▶ 1Q25 Preview: 매출 1.4 조원(YoY +87.2%), 영업이익 2,373억원(OPM +17.0)

- 현대로템의 1Q25 매출은 1.4조원(YoY +87.2%), 영업이익 2,373억원(OPM +17.0%)을 기록할 것으로 추정됨. 현지 보도에 따르면 1분기 기준 폴란드 인도된 K2는 26문인 것으로 추정됨. 이로서 K2의 1차 계약분 잔여물량은 약 54문 정도 남은 것으로 추정됨.
- 2025년은 매출액 6조 680억원(YoY +38.6%), 영업이익 1조 190억원(OPM +16.8%)을 기록할 것으로 추정됨. 폴란드 2-1차 계약이 이뤄지고 180문 중 2/3 수준을 차지할 것으로 추정되는 기존 1차 형상과 동일한 물량이 하반기부터 진행률로 매출인식 될 것을 가정함. 2025년 국내 공장 Full Capa 가정. 27년에는 현지 생산 본격화를 가정하며 큰 폭의 Q 효과를 기대함(폴란드 현지 Capa 120문 가정).
- 21년 전쟁 이전, 러시아의 연간 전차 생산능력은 약 200~230대 수준으로, 대부분 T-72B3/B3M과 T-80BVM의 개량형 생산에 집중됨. 24년 현재, 생산능력은 약 250~300대 수준으로 소폭 증가했으며, T-90M이 주력 생산 기종. 하지만 T-14 Armata는 양산 중단, T-62 복원도 종료되면서 구조적 확대는 어렵고, 30년까지도 연간 250대 이하 수준의 정체 또는 감소 가능성이 높음. 21년, 서방 주요국 전체 전차 생산능력은 250~300대/년 수준으로, 전반적으로 유지 위주였습니다.2024년 현재, 미국(GDLS), 독일(Rheinmetall), 프랑스(Nexter), 폴란드(PGZ), 터키(BMC) 등을 중심으로 생산능력이 급증되어 총 600~650대 수준까지 확대. 특히 M1E3(미국), Leopard 2A8(독일), K2PL(폴란드) 등이 본격 양산 또는 조립 준비에 들어가며, 30년까지 최대 700~800대/년 이상 생산 가능할 것으로 전망됨. 다만 미국이 더 이상 러시아와 적대국이 아니라는 가정 하에 24년 서방국 생산능력은 러시아 단일국 대비 열위인 상황. 또한 장기적으로 유럽은 미국의 Capa를 제외하면 K2가 대안이 될 수 있음

▶ 투자의견 Buy, 목표주가 150,000원 유지

- 목표주가 산출은 12M Fwd BPS에 Implied PBR 5.50배를 적용하여 산출. PER로 환산 시 19.6배 수준

Forecast earnings & Valuation

12결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액 (십억원)	**3,587**	**4,377**	**6,068**	**7,488**	**10,017**
YoY(%)	13.4	22.0	38.6	23.4	33.8
영업이익(십억원)	**210**	**457**	**1,019**	**1,181**	**1,824**
OP마진(%)	5.9	10.4	16.8	15.8	18.2
순이익(십억원)	**157**	**405**	**724**	**867**	**1,419**
EPS(원)	1,475	3,728	6,657	7,978	13,050
YoY(%)	-18.6	152.7	78.6	19.8	63.6
PER(배)	18.0	13.3	15.3	12.7	7.8
PCR(배)	9.2	7.9	10.8	9.5	6.2
PBR(배)	1.7	2.7	4.0	3.1	2.2
EV/EBITDA(배)	9.8	9.9	9.3	7.3	3.8
ROE(%)	10.1	21.8	30.3	27.5	33.2

현대로템, 연간 실적 추이 및 전망

- 현대로템의 1Q25 매출은 1.4조원(YoY +87.2%), 영업이익 2,373억원(OPM +17.0%)을 기록할 것으로 추정됨. 현지 보도에 따르면 1분기 기준 폴란드 인도된 K2는 26문인 것으로 추정됨. 이로서 K2의 1차 계약분 잔여물량은 약 54문 정도 남은 것으로 추정됨.
- 2025년은 매출액 6조 680억원(YoY +38.6%), 영업이익 1조 190억원(OPM +16.8%)을 기록할 것으로 추정됨. 폴란드 2-1차 계약이 이뤄지고 180문 중 2/3 수준을 차지할 것으로 추정되는 기존 1차 형상과 동일한 물량이 하반기부터 진행률로 매출인식 될 것을 가정함. 2025년 국내 공장 Full Capa 가정. 27년에는 현지 생산 본격화를 가정하며 큰 폭의 Q 효과를 기대함(폴란드 현지 Capa 120문 가정).
- 21년 전쟁 이전, 러시아의 연간 전차 생산능력은 약 200~230대 수준으로, 대부분 T-72B3/B3M과 T-80BVM의 개량형 생산에 집중됨. 24년 현재, 생산능력은 약 250~300대 수준으로 소폭 증가했으며, T-90M이 주력 생산 기종. 하지만 T-14 Armata는 양산 중단, T-62 복원도 종료되면서 구조적 확대는 어렵고, 30년까지도 연간 250대 이하 수준의 정체 또는 감소 가능성이 높음. 21년, 서방 주요국 전체 전차 생산능력은 250~300대/년 수준으로, 전반적으로 유지 위주였습니다.2024년 현재, 미국(GDLS), 독일(Rheinmetall), 프랑스(Nexter), 폴란드(PGZ), 터키(BMC) 등을 중심으로 생산능력이 급증되어 총 600~650대 수준까지 확대. 특히 M1E3(미국), Leopard 2A8(독일), K2PL(폴란드) 등이 본격 양산 또는 조립 준비에 들어가며, 30년까지 최대 700~800대/년 이상 생산 가능할 것으로 전망됨. 다만 미국이 더 이상 러시아와 적대국이 아니라는 가정 하에 24년 서방국 생산능력은 러시아 단일국 대비 열위인 상황. 또한 장기적으로 유럽은 미국의 Capa를 제외하면 K2가 대안이 될 수 있음

현대로템 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	3Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
전체	747.8	1,094.5	1,093.5	1,440.8	1,400.1	1,555.8	1,551.5	1,560.3	3,587	4,377	6,068
YoY	*9.3%*	*10.9%*	*18.0%*	*45.7%*	*87.2%*	*42.1%*	*41.9%*	*8.3%*	*13.4%*	*22.0%*	*38.6%*
디펜스	318	565	585	898	857	911	892	909	1,550	2,365	3,569
레일	276	391	408	419	426	505	498	490	1,554	1,496	1,919
에코플랜트	153	139	101	123	118	139	162	161	456	516	580
영업이익	45	113	137	162	237.3	258.2	257.6	265.8	210	457	1,019
영업이익률	*6.0%*	*10.3%*	*12.6%*	*11.2%*	*17.0%*	*16.6%*	*16.6%*	*17.0%*	*5.9%*	*10.4%*	*16.8%*

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 재고 변화 – 서방(메인 전차)

- 21년(전쟁 이전) 기준, 러시아는 약 14,000대 이상의 MBT(T-72, T-80, T-90 등)를 보유하며 세계 최대 수준의 기갑 전력을 유지. 그러나 24년 현재, 우크라이나 전쟁에서 약 3,500대 이상 손실되었고, 저장고의 노후 전차(T-62, T-55 등) 일부를 복원하여 전선에 투입했지만 실전 전력으로 평가 가능한 MBT는 약 7,000대 수준으로 절반가량 줄어든 상황. 장기적으로는 부품 부족, 서방 제재, 산업 기반 한계로 인해 생산보다는 개량에 집중할 수밖에 없어, 5,000~6,000대 수준으로 정체 또는 감소할 가능성이 높다고 함.T-90M이 현재 가장 집중 생산되고 있으며, T-14 Armata는 양산 및 실전배치 불투명

- 21년 기준, 주요 서방국(미국, 독일, 프랑스, 영국, 폴란드 등)의 보유 MBT는 총 약 10,000대 수준으로 러시아보다 열세였지만, 대부분 고성능 기종(M1A2, Leopard 2, Leclerc 등)이었음. 24년 현재, 러시아와 반대로 전력은 오히려 증가 추세로, 미국은 약 4,500대, 독일은 300대 이상, 폴란드는 M1 Abrams와 K2 도입, 영국은 Challenger 3 개량 중, 총합 약 9,500~10,000대 수준으로 러시아와 비슷하거나 우세한 상황. 장기적으로, 미국의 M1E3 신형 전차, 독일의 Leopard 2A8 대량 생산, 폴란드의 K2PL 국산 조립, 프랑스의 Leclerc XLR 개량, 터키의 Altay 양산 확대 등으로 인해 전차 보유량이 약 12,000~13,000대까지 증가할 것으로 보임. **다만 미국이 더 이상 러시아와 적대국이 아니라는 가정 하에 24년 서방국 재고는 러시아 단일국 대비 열위인 상황. 유럽은 장기적으로도 미국 재고 5,500대를 제외하고 계산해야하는 상황이 올 수도**

러시아, 주요 서방국 MBT 기간별 재고 비교

국가	전차명	21년 재고	24년 재고	30년 전망	출처
러시아	T-72B/B3/B3M	약 8,000	약 3,500~4,000	약 2,500	Oryx 손실 DB + RUSI 보고서, 2024 Q4
	T-80BV/BVM	약 3,000	약 1,200~1,400	약 1,000	ISW 2024.11 분석, Kommersant
	T-90A/M	약 1,000	약 900~1,100	약 1,500	Izvestia 2024.10, RT UVZ 보도
	T-62M/MV	약 2,000(예비)	약 500~600 운용	0 (퇴역)	BBC 러 2024 Q3, 복원 중단 보도
	T-14 Armata	시제 <20	실전배치 없음	불투명	RUSI 2024.11, 실전 미배치 판단
러시아 총 대수		**약 14,000**	**약 7,000**	**약 5~6,000**	
미국	M1A2 SEPv2/3	~6,000	~4,500	↓ 3,000~4,000	GDLS Q3 2024, 미 육군 현대화 발표
	M1E3	–	개발 중	↑ 1,500+	AUSA 2023, Army Futures Cmd
독일	Leopard 2A6/A7	~250	~320	↓ 250 (일부 대체)	Rheinmetall Q4 2024 IR
	Leopard 2A8	–	초기 납품 중	↑ 500+	체코·리투아니아 포함 계약 (Rheinmetall 2024.12)
프랑스	Leclerc	~220	~200	↓ 0	Nexter, 프랑스 국방청 Q3 2024
	Leclerc XLR	–	50+ 개량 중	↑ 200~250	Nexter Scorpion 개량 사업
영국	Challenger 2	~227	~150	↓ 0 (퇴역)	RBSL 발표 (2024.4)
	Challenger 3	–	30~50 개량 중	↑ 140~148	UK MOD, 계약 완료 발표
폴란드	PT-91 / T-72	~800	~400	↓ 0	폴란드 국방부 2024 Q3
	K2 / K2PL	–	~100 (초도도입)+25년 26대	↑ 500	
	M1A2 Abrams	–	~116	↑ 366 (FMS 완료 시)	DSCA 발표, PL MOD 도입 현황 2024
터키	Leopard 2 / M60	~2,300	~2,200	↓ 점감	IISS 2024, BMC 양산 전환
	Altay	–	시범 생산 (2대)	↑ 300~500	IDEF 2023 + BMC 발표 (2024.10)
체코	T-72M4 / Leopard 2A4	~120	~70	↓ T-72 전면 퇴역	체코 국방부 2024
	Leopard 2A8	–	계약 체결	↑ 77	Rheinmetall 2024 Q4 발표
노르웨이	Leopard 2A4	~36	~36	↓ 0	KMW 계약 (54대 2A7NO)
스웨덴	Strv 122	~120	~120	유지 or A8 교체	Expressen 2024.10
핀란드	Leopard 2A4/A6	~100	~100	유지	핀란드 국방계획 2024
그리스	Leopard 2HEL / A4	~1,000	~1,000	유지	그리스 국방부 자료 2024
스페인	Leopard 2A4 / 2E	~300	280	유지	Spain MoD Q3 2024
주요 서방 총 대수		**약 10,000**	**약 9,500~10,000**	**약 12,000~13,000**	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 무기별 전쟁 전 후 생산능력 변화 – 서방(메인 전차)

- 21년 전쟁 이전, 러시아의 연간 전차 생산능력은 약 200~230대 수준으로, 대부분 T-72B3/B3M과 T-80BVM의 개량형 생산에 집중됨. 24년 현재, 생산능력은 약 250~300대 수준으로 소폭 증가했으며, T-90M이 주력 생산 기종. 하지만 T-14 Armata는 양산 중단, T-62 복원도 종료되면서 구조적 확대는 어렵고, 30년까지도 연간 250대 이하 수준의 정체 또는 감소 가능성이 높음.

- 21년, 서방 주요국 전체 전차 생산능력은 250~300대/년 수준으로, 전반적으로 유지 위주였습니다.2024년 현재, 미국(GDLS), 독일(Rheinmetall), 프랑스(Nexter), 폴란드(PGZ), 터키(BMC) 등을 중심으로 생산능력이 급증되어 총 600~650대 수준까지 확대. 특히 M1E3(미국), Leopard 2A8(독일), K2PL(폴란드) 등이 본격 양산 또는 조립 준비에 들어가며, 30년까지 최대 700~800대/년 이상 생산 가능할 것으로 전망됨. **다만 미국이 더 이상 러시아와 적대국이 아니라는 가정 하에 24년 서방국 생산능력은 러시아 단일국 대비 열위인 상황. 또한 장기적으로 유럽은 미국의 Capa를 제외하면 K2가 대안이 될 수 있음**

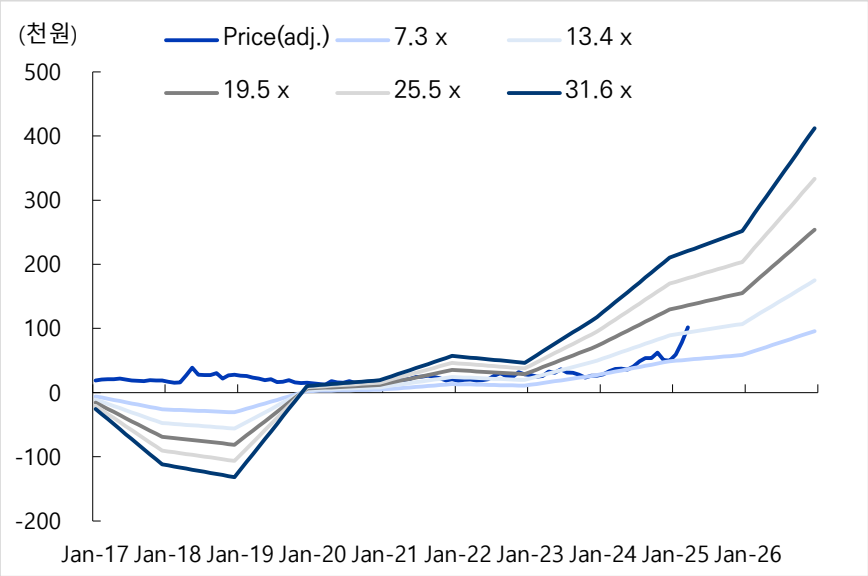
러시아, 주요 서방국 MBT 기간별 생산능력 비교(미국이 없다면 러시아 단일국 대비 열위)

국가	전차	2021년	2024년	2030년 전망	출처
러시아	T-72B3/B3M	100~120대	80~100대	50~80대	TASS, RT, UVZ 보고 (2024 Q3)
	T-80BVM	40~60대	50~80대	유지 또는 감소	Rostec 공식 보도자료 (2024 Q4), ISW 분석
	T-90M	50~80대	120~160대	최대 180대	Izvestia, RT 보도 (2024.11), RUSI 보고서
	T-62 복원	없음	최대 300대 (22~23) → 중단	0	BBC 러시아판, Kommersant (2024 Q3)
	T-14 Armata	시제 수준	<10대 시험생산	양산 불투명	RUSI 2024 Q4, Moscow Times
합계		**200~230대**	**250~300대**	**250대**	
미국	M1A2 SEPv3	약 120대	150~180대	유지 (~180대)	GDLS Q3 2024 IR
	M1E3	–	개발 중	2025~ 양산 (~100대/년 시작 예상)	AUSA 2023, 미 육군 발표
독일	Leopard 2A6/A7	20~30대	90~100대	최대 100대	Rheinmetall Q4 2024 IR
	Leopard 2A8	–	초도 생산 시작	100+대/년	체코·리투아니아 등 누적 300대 계약 (2024.12 기준)
프랑스	Leclerc (신규 없음)	중단	중단	중단	–
	Leclerc XLR (개량)	없음	연간 40~50대	최대 250대	Nexter Q3 2024 IR, 프랑스 국방청 Scorpion 사업
영국	Challenger 2	없음	퇴역 중	–	–
	Challenger 3 (개량)	없음	30~40대	총 148대 개량 후 종료	UK MOD & RBSL 발표 (2024 Q2 기준)
폴란드	K2PL	없음	조립 준비 중	최대 120대/년 추정	현대로템 + PGZ 생산설비 가동 (2026~2028 추정)
	M1A2 Abrams	–	미국 생산 인도 중	총 366대 도입 완료 후 종료	DSCA FMS 발표, PL MoD 도입현황 (2024 Q4)
튀르키예	Altay	시제 수준	연간 50~100대	최대 100대	BMC 공식 발표 (IDEF 2023 + 2024.10 업데이트)
합계		**250~300대**	**600~650대**	**최대 700~800대**	

자료: 교보증권 리서치센터

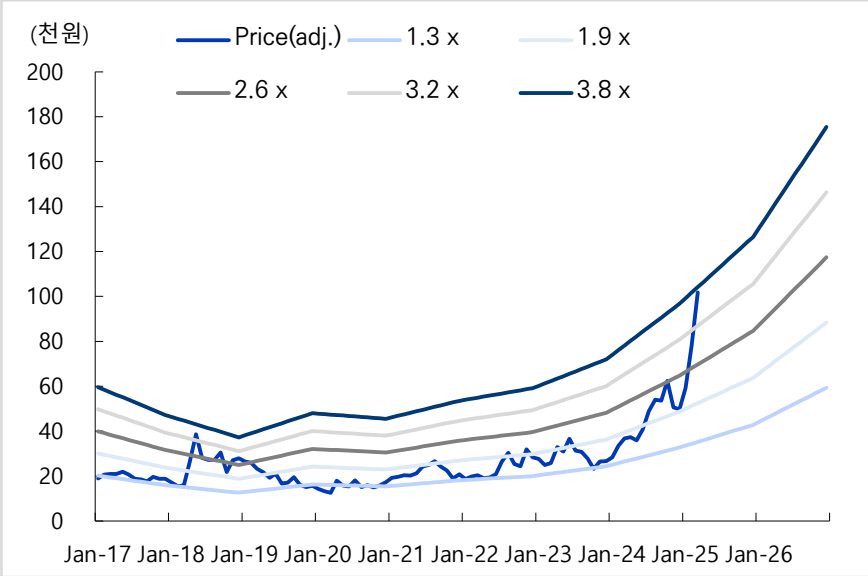
12M Fwd PER, PBR 밴드 추이

12M Fwd PER 밴드 추이



자료: 교보증권 리서치센터

12M Fwd PBR 밴드 추이



자료: 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

포괄손익계산서 단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,587	4,377	6,068	7,488	10,017
매출원가	3,123	3,548	4,585	5,782	7,491
매출총이익	464	829	1,483	1,705	2,526
매출총이익률 (%)	12.9	18.9	24.4	22.8	25.2
판매비와관리비	254	372	463	524	702
영업이익	210	457	1,019	1,181	1,824
영업이익률 (%)	5.9	10.4	16.8	15.8	18.2
EBITDA	250	504	1,061	1,219	1,858
EBITDA Margin (%)	7.0	11.5	17.5	16.3	18.6
영업외손익	-29	53	-109	-91	-40
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	48	75	63	102	174
금융비용	-47	-52	-77	-90	-104
기타	-29	30	-95	-103	-111
법인세비용차감전순손익	181	510	910	1,091	1,784
법인세비용	24	104	186	223	365
계속사업순손익	157	405	724	867	1,419
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	157	405	724	867	1,419
당기순이익률 (%)	4.4	9.3	11.9	11.6	14.2
비지배지분순이익	-4	-2	-3	-3	-6
지배지분순이익	161	407	727	871	1,424
지배순이익률 (%)	4.5	9.3	12.0	11.6	14.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-32	-32	-32	-32
포괄순이익	156	373	691	835	1,386
비지배지분포괄이익	-4	-3	-6	-7	-11
지배지분포괄이익	160	376	697	842	1,398

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,690	3,686	5,059	6,479	9,042
현금및현금성자산	396	472	1,375	2,414	4,337
매출채권 및 기타채권	405	965	600	712	933
재고자산	269	316	440	535	716
기타유동자산	2,620	1,933	2,644	2,819	3,058
비유동자산	1,551	1,599	1,602	1,717	1,683
유형자산	1,234	1,292	1,362	1,485	1,459
관계기업투자금	0	1	2	3	4
기타금융자산	54	54	54	54	54
기타비유동자산	262	252	184	176	166
자산총계	5,241	5,285	6,661	8,197	10,726
유동부채	3,205	3,020	3,509	3,867	4,404
매입채무 및 기타채무	1,012	670	978	1,129	1,430
차입금	83	60	44	32	24
유동성채무	253	262	272	282	292
기타유동부채	1,857	2,028	2,215	2,424	2,658
비유동부채	390	256	450	800	1,424
차입금	132	3	0	0	0
사채	115	0	0	0	0
기타비유동부채	144	254	450	800	1,424
부채총계	3,595	3,276	3,959	4,667	5,828
지배지분	1,680	2,045	2,750	3,593	4,985
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
이익잉여금	317	689	1,393	2,237	3,628
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	-33	-36	-48	-63	-87
자본총계	1,647	2,009	2,701	3,530	4,897
총차입금	591	345	355	391	467

현금흐름표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	734	142	1,526	1,064	1,567
당기순이익	157	405	724	867	1,419
비현금항목의 가감	156	282	315	313	384
감가상각비	27	33	30	28	25
외환손익	8	9	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	120	240	286	286	359
자산부채의 증감	437	-541	628	26	-19
기타현금흐름	-16	-4	-141	-143	-217
투자활동 현금흐름	-270	233	57	-71	40
투자자산	-5	-2	-1	-1	-1
유형자산	-55	-81	-100	-150	0
기타	-210	316	158	80	41
재무활동 현금흐름	-576	-300	-34	-32	-34
단기차입금	-146	-26	-16	-12	-9
사채	45	0	0	0	0
장기차입금	0	0	-3	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	-11	-22	-27	-33
기타	-475	-263	7	7	7
현금의 증감	-110	76	903	1,039	1,923
기초 현금	506	396	472	1,375	2,414
기말 현금	396	472	1,375	2,414	4,337
NOPLAT	182	363	810	940	1,450
FCF	605	-212	1,380	853	1,466

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,475	3,728	6,657	7,978	13,050
PER	18.0	13.3	15.3	12.7	7.8
BPS	15,391	18,737	25,194	32,922	45,672
PBR	1.7	2.7	4.0	3.1	2.2
EBITDAPS	2,290	4,614	9,717	11,171	17,026
EV/EBITDA	9.8	9.9	9.3	7.3	3.8
SPS	32,869	40,100	55,595	68,603	91,781
PSR	0.8	1.2	1.8	1.5	1.1
CFPS	5,541	-1,942	12,646	7,818	13,432
DPS	100	200	250	300	350

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	13.4	22.0	38.6	23.4	33.8
영업이익 증가율	42.4	117.4	123.2	15.9	54.4
순이익 증가율	-19.4	158.5	78.6	19.8	63.6
수익성					
ROIC	102.9	94.3	61.6	48.9	69.4
ROA	3.2	7.7	12.2	11.7	15.1
ROE	10.1	21.8	30.3	27.5	33.2
안정성					
부채비율	218.2	163.1	146.6	132.2	119.0
순차입금비율	11.3	6.5	5.3	4.8	4.4
이자보상배율	7.3	27.5	60.7	58.9	77.6

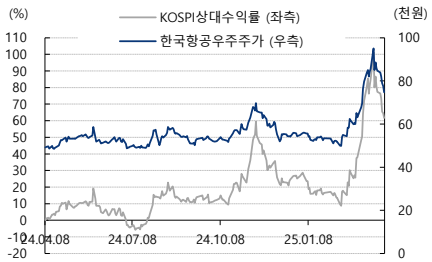
KYOBO research center 52

한국항공우주 (047810) : 26년 본격 실적 성장, 생각보다 즐비한 파이프라인

Buy 유지
TP 91,000원 상향

Company Data	
현재가(01/09)	74,700 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	95,000 원
52주 최저가(보통주)	48,550 원
KOSPI (11/03)	2,557.98p
KOSDAQ (11/03)	693.76p
자본금	4,874 억원
시가총액	72,814 억원
발행주식수(보통주)	9,748 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	263.0 만주
평균거래대금(60일)	2,139 억원
외국인지분(보통주)	37.32%
주요주주	한국수출입은행 외 3인 26.41% 국민연금공단 8.31%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.4	40.9	48.2
상대주가	17.2	46.0	59.1

▶ 1Q25 Preview: 매출 9,960억원(YoY +34.6%), 영업이익 729억원(OPM +7.3)

- 한국항공우주의 1Q25 매출은 9,960조원(YoY +34.6%), 영업이익 729억원(OPM +7.3%)을 기록할 것으로 추정됨.
- 2025년은 매출액 4조 1,181억원(YoY +13.3%), 영업이익 3,526억원(OPM +8.6%)을 기록할 것으로 추정됨. 26년은 공장이 바쁘게 가동될 것. 먼저 완제기 수출 부문의 경우 폴란드, 말레이시아 사업 등의 매출인식이 커짐과 동시에 수익성도 크게 개선될 것으로 기대. 국내사업 부문에서도 LAH 납품 대수 증가, KF-21 납품, FA-50 GF 12대 상환 등으로 인해 큰 폭의 매출 성장 기대. 기체부품 사업 역시 코로나 이전 평년 수준 매출(약 1조원 수준)을 회복할 것으로 기대. 24년 대비 25년의 실적 개선보다 25년 대비 26년 실적 개선 폭이 클 것으로 기대. 타 국내방산업체와 달리 폴란드 물량이 저수익성 구간(본격적 원가 투입구간은 올해, 24년에는 개발매출 인식)을 거치며 전사 영업이익에서 당장에는 악영향을 주고 있는 것으로 추정됨. 그러나 한국항공우주를 비롯한 전투기 업체들의 핵심모델은 플랫폼을 팔아놓고 따라 오는 후속사업들임. 예를 들어 PBL 사업이나 MRO, 업그레이드 사업, 심지어 항공기 추가 도입하는 사업은 엄청난 고수익성 사업일 것으로 기대(예를 들어 이라크 CLS 사업의 경우 마진율이 30~40% 수준인 것으로 추정됨). 폴란드 사업의 의의도 개발한 전투기 형상을 다른 나라 판매에 적용해서 수익성 적용하는 그림

▶ 투자의견 Buy, 목표주가 91,000원 상향

- 목표주가 산출은 26년 BPS에 Implied PBR 3.80배를 적용하여 산출. PER로 환산 시 20.4배 수준

Forecast earnings & Valuation

12결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액 (십억원)	**3,819**	**3,634**	**4,118**	**5,773**	**6,457**
YoY(%)	37.0	-4.9	13.3	40.2	11.8
영업이익(십억원)	**248**	**241**	**353**	**524**	**676**
OP마진(%)	6.5	6.6	8.6	9.1	10.5
순이익(십억원)	**221**	**171**	**291**	**431**	**563**
EPS(원)	2,298	1,765	3,001	4,454	5,811
YoY(%)	89.1	-23.2	70.0	48.4	30.5
PER(배)	21.8	31.1	24.9	16.8	12.9
PCR(배)	9.9	12.1	13.3	10.0	8.4
PBR(배)	3.1	3.1	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA(배)	12.9	18.3	15.3	10.7	8.2
ROE(%)	14.8	10.4	16.0	20.3	22.0

한국항공우주, 연간 실적 추이 및 전망

- 한국항공우주의 1Q25 매출은 9,960조원(YoY +34.6%), 영업이익 729억원(OPM +7.3%)을 기록할 것으로 추정됨.
- 2025년은 매출액 4조 1,181억원(YoY +13.3%), 영업이익 3,526억원(OPM +8.6%)을 기록할 것으로 추정됨. 26년은 공장이 바쁘게 가동될 것. 먼저 완제기 수출 부문의 경우 폴란드, 말레이시아 사업 등의 매출인식이 커짐과 동시에 수익성도 크게 개선될 것으로 기대. 국내사업 부문에서도 LAH 납품 대수 증가, KF-21 납품, FA-50 GF 12대 상환 등으로 인해 큰 폭의 매출 성장 기대. 기체부품 사업 역시 코로나 이전 평년 수준 매출(약 1조원 수준)을 회복할 것으로 기대
- 24년 대비 25년의 실적 개선보다 25년 대비 26년 실적 개선 폭이 클 것으로 기대. 타 국내방산업체와 달리 폴란드 물량이 저수익성 구간(본격적 원가 투입 구간은 올해, 24년에는 개발매출 인식)을 거치며 전사 영업이익에서 당장에는 악영향을 주고 있는 것으로 추정됨. 그러나 한국항공우주를 비롯한 전투기 업체들의 핵심모델은 플랫폼을 팔아놓고 따라 오는 후속사업들임. 예를 들어 PBL 사업이나 MRO, 업그레이드 사업, 심지어 항공기 추가 도입하는 사업은 엄청난 고수익성 사업일 것으로 기대(예를 들어 이라크 CLS 사업의 경우 마진율이 30~40% 수준인 것으로 추정됨). 폴란드 사업의 의의도 개발한 전투기 형상을 다른 나라 판매에 적용해서 수익성 적용하는 그림

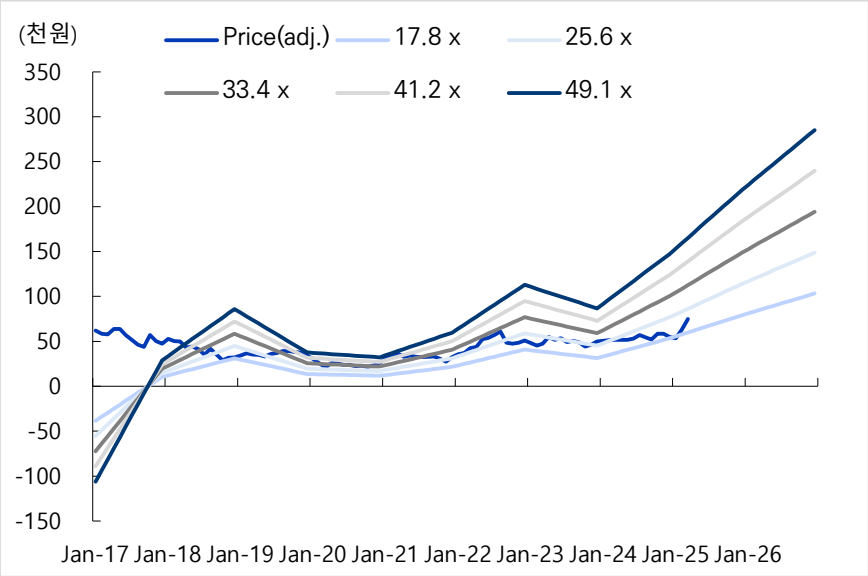
한국항공우주 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	3Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
전체	739.9	891.8	907.2	1,094.8	996.0	858.7	975.9	1,287.5	3,819.3	3,633.7	4,118.1
YoY	*30.1%*	*21.6%*	*-9.9%*	*-27.5%*	*34.6%*	*-3.7%*	*7.6%*	*17.6%*	*37.0%*	*-4.9%*	*13.3%*
국내	438.6	498.2	442.6	727.4	394.6	448.2	398.2	472.7	1,945	2,106.8	1,713.7
완제기 수출	90.6	156.0	243.4	155.8	372.9	168.6	340.7	524.1	1,047	645.8	1,406.4
기체부품	205.0	230.9	211.2	204.1	228.5	241.9	237.0	290.6	806	851.2	998.0
영업이익	48.0	74.3	76.3	42.1	72.9	66.5	89.1	124.1	247.5	240.7	352.6
영업이익률	*6.5%*	*8.3%*	*8.4%*	*3.8%*	*7.3%*	*7.7%*	*9.1%*	*9.6%*	*6.5%*	*6.6%*	*8.6%*

자료: 교보증권 리서치센터

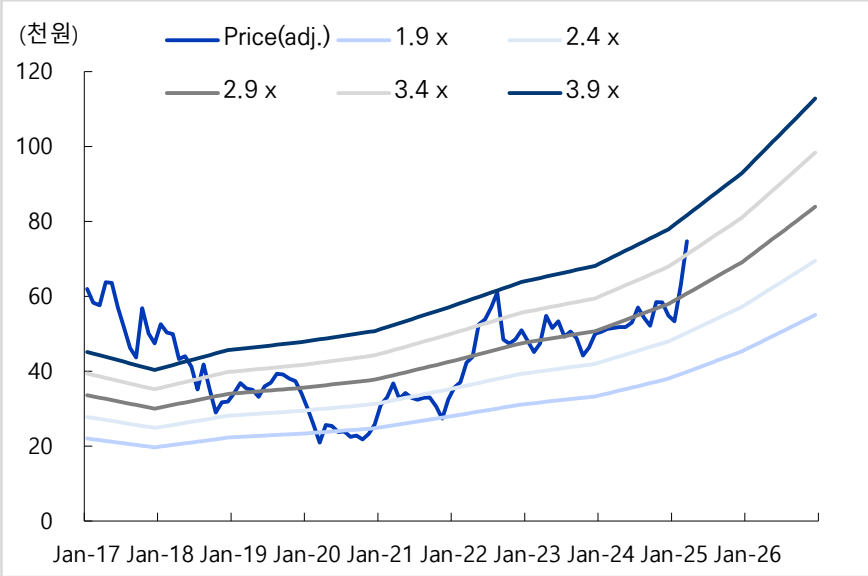
12M Fwd PER, PBR 밴드 추이

12M Fwd PER 밴드 추이



자료: 교보증권 리서치센터

12M Fwd PBR 밴드 추이



자료: 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

포괄손익계산서 단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,819	3,634	4,118	5,773	6,457
매출원가	3,355	3,152	3,526	4,886	5,388
매출총이익	464	481	592	886	1,068
매출총이익률 (%)	12.1	13.3	14.4	15.4	16.5
판매비와관리비	216	241	240	362	393
영업이익	248	241	353	524	676
영업이익률 (%)	6.5	6.6	8.6	9.1	10.5
EBITDA	369	345	458	637	777
EBITDA Margin (%)	9.6	9.5	11.1	11.0	12.0
영업외손익	21	-44	15	21	37
관계기업손익	0	-2	2	2	2
금융수익	112	121	165	179	208
금융비용	-88	-144	-152	-166	-180
기타	-4	-18	0	6	7
법인세비용차감전순손익	269	197	368	546	712
법인세비용	47	26	77	115	150
계속사업순손익	221	171	291	431	563
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	221	171	291	431	563
당기순이익률 (%)	5.8	4.7	7.1	7.5	8.7
비지배지분순이익	-3	-1	-2	-3	-4
지배지분순이익	224	172	293	434	566
지배순이익률 (%)	5.9	4.7	7.1	7.5	8.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-30	-15	-15	-15	-15
포괄순이익	191	156	276	416	548
비지배지분포괄이익	-3	-1	-2	-3	-4
지배지분포괄이익	194	157	278	420	552

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,681	5,439	5,818	6,413	7,184
현금및현금성자산	658	115	1,308	1,483	1,935
매출채권 및 기타채권	422	428	480	604	563
재고자산	1,736	2,359	1,177	1,050	922
기타유동자산	1,864	2,537	2,854	3,277	3,764
비유동자산	2,459	2,587	2,600	2,657	2,565
유형자산	815	913	938	1,007	926
관계기업투자금	13	15	19	24	29
기타금융자산	76	89	89	89	89
기타비유동자산	1,555	1,571	1,553	1,537	1,521
자산총계	7,140	8,026	8,418	9,069	9,749
유동부채	4,400	4,915	5,075	5,357	5,539
매입채무 및 기타채무	688	982	962	1,055	1,039
차입금	21	414	420	426	433
유동성채무	378	29	29	28	28
기타유동부채	3,313	3,490	3,664	3,847	4,039
비유동부채	1,119	1,384	1,369	1,358	1,351
차입금	58	43	41	39	37
사채	150	549	522	496	471
기타비유동부채	911	791	806	823	842
부채총계	5,520	6,298	6,444	6,715	6,890
지배지분	1,597	1,706	1,950	2,325	2,824
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	1,003	1,111	1,355	1,731	2,229
기타자본변동	-22	-22	-22	-22	-22
비지배지분	23	21	24	29	35
자본총계	1,620	1,727	1,974	2,354	2,859
총차입금	634	1,069	1,047	1,027	1,008

현금흐름표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-700	-728	932	75	261
당기순이익	221	171	291	431	563
비현금항목의 가감	271	271	276	320	331
감가상각비	91	82	84	92	81
외환손익	12	11	5	15	25
지분법평가손익	0	2	-2	-2	-2
기타	168	175	189	216	227
자산부채의 증감	-1,218	-1,166	429	-586	-530
기타현금흐름	25	-4	-64	-91	-102
투자활동 현금흐름	-108	-189	-306	-364	-205
투자자산	12	-48	-2	-2	-2
유형자산	-78	-161	-110	-160	0
기타	-42	21	-193	-202	-202
재무활동 현금흐름	-546	369	-79	-87	-95
단기차입금	3	390	6	6	6
사채	-500	49	-27	-26	-25
장기차입금	9	15	-2	-2	-2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-24	-49	-49	-58	-68
기타	-33	-36	-7	-7	-7
현금의 증감	-1,366	-543	1,193	174	452
기초 현금	2,024	658	115	1,308	1,483
기말 현금	658	115	1,308	1,483	1,935
NOPLAT	204	209	279	414	534
FCF	-971	-1,015	703	-219	105

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,298	1,765	3,001	4,454	5,811
PER	21.8	31.1	24.9	16.8	12.9
BPS	16,388	17,500	20,002	23,856	28,967
PBR	3.1	3.1	3.7	3.1	2.6
EBITDAPS	3,781	3,535	4,697	6,531	7,969
EV/EBITDA	12.9	18.3	15.3	10.7	8.2
SPS	39,183	37,279	42,248	59,221	66,238
PSR	1.3	1.5	1.8	1.3	1.1
CFPS	-9,957	-10,409	7,215	-2,251	1,079
DPS	500	500	600	700	800

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	37.0	-4.9	13.3	40.2	11.8
영업이익 증가율	74.8	-2.7	46.5	48.7	28.8
순이익 증가율	91.0	-22.8	70.0	48.4	30.5
수익성					
ROIC	28.6	12.1	15.0	24.1	29.0
ROA	3.0	2.3	3.6	5.0	6.0
ROE	14.8	10.4	16.0	20.3	22.0
안정성					
부채비율	340.7	364.7	326.5	285.2	241.0
순차입금비율	8.9	13.3	12.4	11.3	10.3
이자보상배율	8.5	7.2	6.7	10.3	13.5

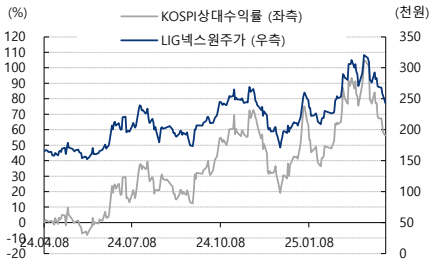
KYOBO research center 56

LIG넥스원 (079550) : 26년 본격 실적 성장, 생각보다 즐비한 파이프라인

Buy 유지
TP 310,000원 유지

Company Data	
현재가(01/09)	243,000 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	320,500 원
52주 최저가(보통주)	152,400 원
KOSPI (11/03)	2,557.98p
KOSDAQ (11/03)	693.76p
자본금	1,100 억원
시가총액	53,460 억원
발행주식수(보통주)	2,200 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	35.5 만주
평균거래대금(60일)	1,018 억원
외국인지분(보통주)	28.24%
주요주주	LIG 외 8인 38.21% 국민연금공단 10.12%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.2	15.4	37.4
상대주가	-11.1	19.6	47.5

▶ 1Q25 Preview: 매출 8,964억원(YoY +17.4%), 영업이익 700억원(OPM +7.8)

- LIG넥스원의 1Q25 매출은 9,960조원(YoY +34.6%), 영업이익 729억원(OPM +7.3%)을 기록할 것으로 추정됨.
- 2025년은 매출액 3조 7,845억원(YoY +26.9%), 영업이익 3,041억원(OPM +8.0%)을 기록할 것으로 추정됨. 장기적(30년 이후)으로도 LAMD(29~33년 전력화 예상), L-SAM2(L-SAM 양산, 29년 LSAM2 체계개발 완료 기대) 등의 프로젝트로 인해 내수 및 해외 수주가 이어질 것으로 기대함. 또한 수주 가능성이 높아진 비궁 역시 미해군 전력 증강계획을 감안 시 규모가 작지 않을 것으로 기대. 실적 역시 현재 수주잔고를 기반으로 2025년에 성장이 가속화될 것으로 기대함. 필자는 UAE 천궁2, 사우디아라비아 천궁2 매출 인식이 25~26년에 걸쳐서 본격화될 것으로 추정

▶ 투자의견 Buy, 목표주가 310,000원 유지

- 목표주가 산출은 12M Fwd BPS에 Implied PBR 4.13배를 적용하여 산출. PER로 환산 시 19.7배 수준

Forecast earnings & Valuation

12결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액 (십억원)	**2,309**	**3,276**	**3,784**	**4,658**	**5,386**
YoY(%)	4.0	41.9	15.5	23.1	15.6
영업이익(십억원)	**186**	**230**	**304**	**411**	**507**
OP마진(%)	8.1	7.0	8.0	8.8	9.4
순이익(십억원)	**175**	**217**	**259**	**365**	**462**
EPS(원)	7,953	10,078	12,035	16,995	21,503
YoY(%)	42.3	26.7	19.4	41.2	26.5
PER(배)	16.4	21.9	20.2	14.3	11.3
PCR(배)	9.7	12.1	11.0	9.0	7.7
PBR(배)	2.7	4.0	3.8	3.1	2.5
EV/EBITDA(배)	10.3	15.3	12.7	9.3	7.1
ROE(%)	17.6	19.6	20.1	23.6	24.3

LIG넥스원, 연간 실적 추이 및 전망

- LIG넥스원의 1Q25 매출은 9,960조원(YoY +34.6%), 영업이익 729억원(OPM +7.3%)을 기록할 것으로 추정됨.
- 2025년은 매출액 3조 7,845억원(YoY +26.9%), 영업이익 3,041억원(OPM +8.0%)을 기록할 것으로 추정됨. 장기적(30년 이후)으로도 LAMD(29~33년 전력화 예상), L-SAM2(L-SAM 양산, 29년 LSAM2 체계개발 완료 기대) 등의 프로젝트로 인해 내수 및 해외 수주가 이어질 것으로 기대함. 또한 수주 가능성이 높아진 비궁 역시 미해군 전력 증강계획을 감안 시 규모가 작지 않을 것으로 기대. 실적 역시 현재 수주잔고를 기반으로 2025년에 성장이 가속화될 것으로 기대함. 필자는 UAE 천궁2, 사우디아라비아 천궁2 매출 인식이 25~26년에 걸쳐서 본격화될 것으로 추정

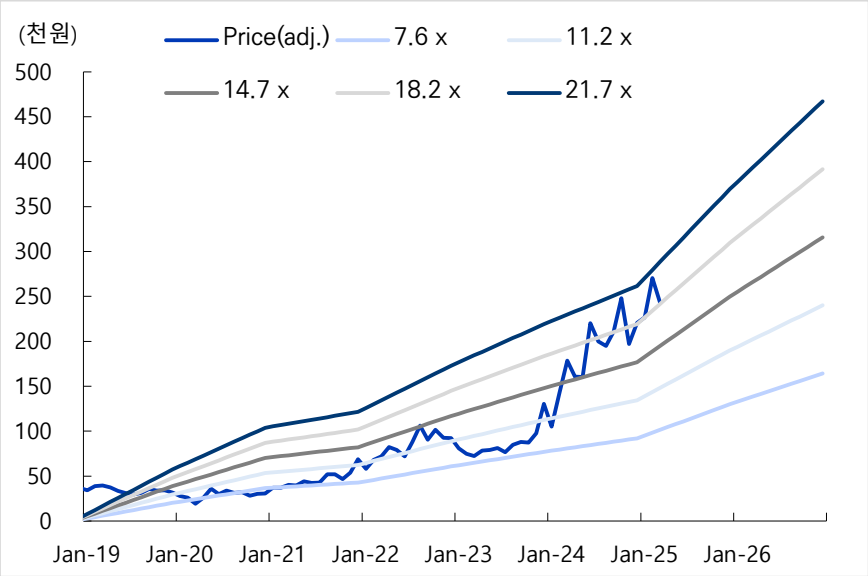
LIG넥스원 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	3Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
전체	763.5	604.7	740.3	1,168.6	896.4	767.1	939.2	1,181.8	2,308.6	2,983.2	3,784.5
YoY	*39.6%*	*10.8%*	*38.1%*	*71.8%*	*17.4%*	*26.9%*	*26.9%*	*1.1%*	*4.0%*	*29.2%*	*26.9%*
영업이익	67.0	49.1	51.9	79.2	70.0	77.7	89.8	66.6	186.4	247.2	304.1
영업이익률	*8.8%*	*8.1%*	*7.0%*	*6.8%*	*7.8%*	*10.1%*	*9.6%*	*5.6%*	*8.1%*	*8.3%*	*8.0%*

자료: 교보증권 리서치센터

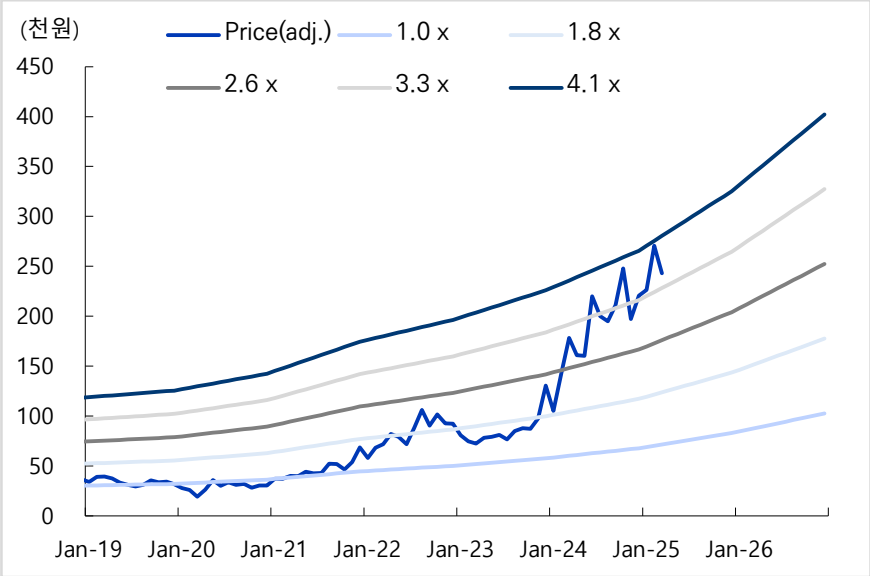
12M Fwd PER, PBR 밴드 추이

12M Fwd PER 밴드 추이



자료: 교보증권 리서치센터

12M Fwd PBR 밴드 추이



자료: 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

포괄손익계산서 단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,309	3,276	3,784	4,658	5,386
매출원가	1,962	2,824	3,243	3,982	4,590
매출총이익	347	453	541	676	795
매출총이익률 (%)	15.0	13.8	14.3	14.5	14.8
판매비와관리비	160	223	237	265	289
영업이익	186	230	304	411	507
영업이익률 (%)	8.1	7.0	8.0	8.8	9.4
EBITDA	255	309	392	507	609
EBITDA Margin (%)	11.1	9.4	10.4	10.9	11.3
영업외손익	-1	-20	-54	-58	-59
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	10	28	33	40	49
금융비용	-15	-85	-77	-88	-99
기타	4	36	-10	-10	-10
법인세비용차감전순손익	185	210	250	354	447
법인세비용	10	-7	-8	-12	-15
계속사업순손익	175	217	259	365	462
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	175	217	259	365	462
당기순이익률 (%)	7.6	6.6	6.8	7.8	8.6
비지배지분순이익	0	-5	-6	-9	-11
지배지분순이익	175	222	265	374	473
지배순이익률 (%)	7.6	6.8	7.0	8.0	8.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-25	-17	-17	-17	-17
포괄순이익	150	200	242	349	446
비지배지분포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
지배지분포괄이익	150	201	243	350	447

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,536	3,895	4,457	5,233	6,140
현금및현금성자산	445	547	799	1,106	1,546
매출채권 및 기타채권	309	425	465	563	647
재고자산	229	364	398	490	567
기타유동자산	1,553	2,560	2,796	3,074	3,380
비유동자산	1,280	2,231	2,297	2,356	2,409
유형자산	894	1,371	1,444	1,509	1,567
관계기업투자금	1	3	4	4	5
기타금융자산	58	77	78	79	81
기타비유동자산	328	779	771	763	756
자산총계	3,816	6,125	6,754	7,589	8,548
유동부채	2,651	4,617	5,029	5,537	6,072
매입채무 및 기타채무	460	727	761	853	930
차입금	108	163	179	197	216
유동성채무	75	41	37	33	30
기타유동부채	2,007	3,686	4,052	4,454	4,895
비유동부채	113	271	271	272	273
차입금	20	51	56	62	68
사채	0	137	137	137	137
기타비유동부채	93	83	78	73	69
부채총계	2,763	4,888	5,300	5,808	6,345
지배지분	1,052	1,211	1,423	1,743	2,156
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	142	142	142	142	142
이익잉여금	728	907	1,120	1,439	1,852
기타자본변동	-5	-5	-5	-5	-5
비지배지분	0	27	31	39	48
자본총계	1,052	1,237	1,455	1,781	2,203
총차입금	237	422	437	456	477

현금흐름표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	467	952	996	1,053	1,171
당기순이익	175	217	259	365	462
비현금항목의 가감	120	180	222	221	217
감가상각비	59	68	77	85	92
외환손익	-8	-30	10	10	10
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	69	141	135	126	115
자산부채의 증감	213	605	504	447	462
기타현금흐름	-41	-50	11	19	30
투자활동 현금흐름	-97	-978	-602	-602	-603
투자자산	-6	-3	-1	-1	-1
유형자산	-59	-497	-150	-150	-150
기타	-31	-478	-452	-452	-452
재무활동 현금흐름	-177	122	-51	-51	-54
단기차입금	107	51	16	18	20
사채	-200	82	0	0	0
장기차입금	0	71	5	6	6
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-33	-42	-52	-54	-60
기타	-51	-40	-21	-20	-20
현금의 증감	193	102	252	307	440
기초 현금	253	445	547	799	1,106
기말 현금	445	547	799	1,106	1,546
NOPLAT	176	237	314	425	524
FCF	399	425	756	817	938

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	7,953	10,078	12,035	16,995	21,503
PER	16.4	21.9	20.2	14.3	11.3
BPS	47,835	55,031	64,688	79,207	97,986
PBR	2.7	4.0	3.8	3.1	2.5
EBITDAPS	11,600	14,048	17,811	23,029	27,671
EV/EBITDA	10.3	15.3	12.7	9.3	7.1
SPS	104,935	148,925	172,022	211,706	244,797
PSR	1.2	1.5	1.4	1.1	1.0
CFPS	18,140	19,325	34,382	37,141	42,623
DPS	1,950	2,400	2,500	2,750	3,000

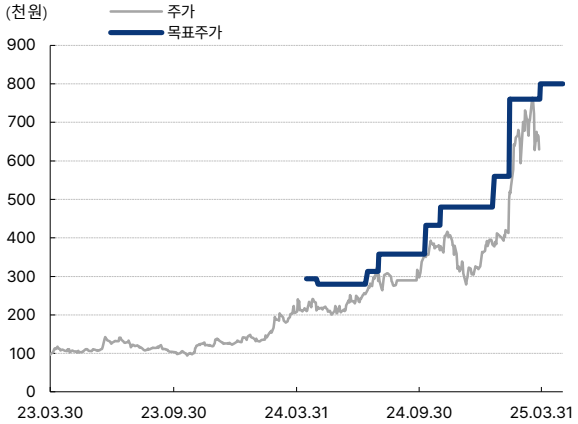
주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	4.0	41.9	15.5	23.1	15.6
영업이익 증가율	4.1	23.3	32.3	35.3	23.2
순이익 증가율	42.3	23.8	19.4	41.2	26.5
수익성					
ROIC	64.1	115.4	50.8	43.9	53.3
ROA	5.1	4.5	4.1	5.2	5.9
ROE	17.6	19.6	20.1	23.6	24.3
안정성					
부채비율	262.6	395.0	364.3	326.1	288.0
순차입금비율	6.2	6.9	6.5	6.0	5.6
이자보상배율	19.3	19.2	24.4	31.6	37.1

KYOBO research center 60

KYOBO Securities

한화에어로스페이스 최근 2년간 목표주가 변동추이

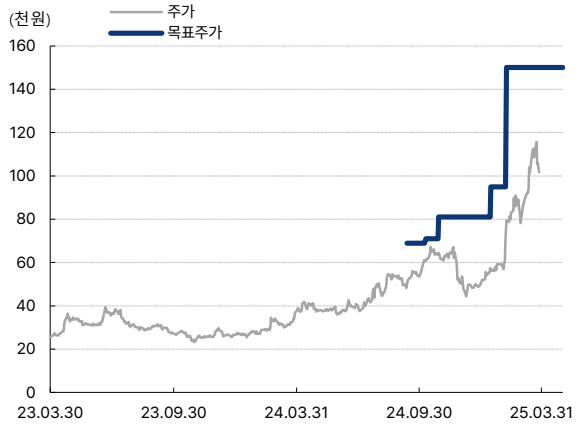


자료: 교보증권 리서치센터

한화에어로스페이스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2024-04-15	매수	294,000	(22.43)	(17.86)					
2024-05-02	매수	280,000	(19.46)	(8.39)					
2024-07-15	매수	313,000	(7.37)	3.04					
2024-08-01	매수	358,000	(17.55)	1.82					
2024-10-10	매수	433,000	(13.10)	(9.24)					
2024-11-01	매수	480,000	(26.48)	(13.33)					
2025-01-20	매수	560,000	(26.72)	(11.07)					
2025-02-12	매수	760,000	(12.36)	0.53					
2025-03-30	매수	800,000							

현대로템 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

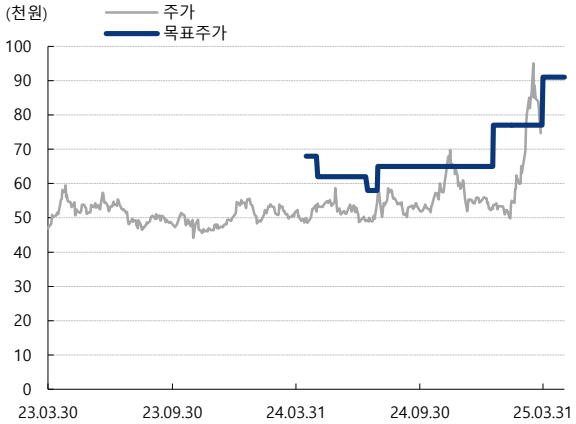
현대로템 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2024-09-12	매수	69,000	(19.26)	(11.59)					
2024-10-10	매수	71,000	(9.60)	(5.49)					
2024-10-29	매수	81,000	(31.74)	(17.16)					
2025-01-15	매수	95,000	(37.84)	(24.74)					
2025-02-07	매수	150,000							

KYOBO research center 61

KYOBO Securities

한국항공우주 최근 2년간 목표주가 변동추이

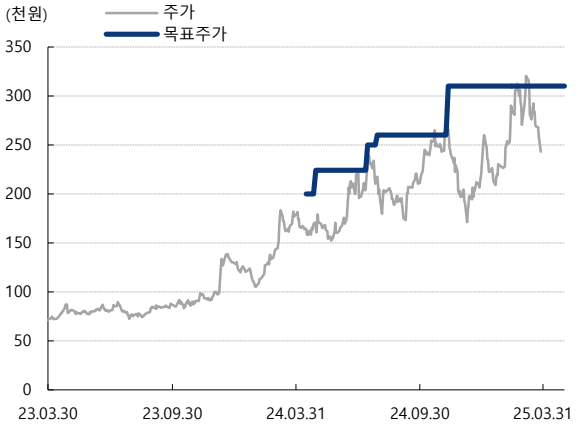


자료: 교보증권 리서치센터

한국항공우주 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2024-04-15	매수	68,000	(25.09)	(21.03)					
2024-05-02	매수	62,000	(15.37)	(5.48)					
2024-07-15	매수	58,000	(13.51)	(5.86)					
2024-07-30	매수	65,000	(16.72)	(9.85)					
2024-10-30	매수	65,000	(13.66)	7.23					
2025-01-17	매수	77,000	(31.50)	(29.61)					
2025-02-10	매수	77,000	(13.49)	23.38					
2025-03-31	매수	91,000							

LIG넥스원 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

LIG넥스원 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2024-04-15	매수	200,000	(18.88)	(15.25)					
2024-04-29	매수	224,000	(19.13)	(1.34)					
2024-07-15	매수	250,000	(8.58)	(4.20)					
2024-07-29	매수	260,000	(16.17)	3.46					
2024-11-11	매수	310,000							

KYOBO research center 62

KYOBO Securities

감사합니다.

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 시가 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2024.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)		Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.9	2.5	0.6	0.0	96.9

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하