LIG넥스원 (KRX: 079550)

넥스원, The Next One

BUY

목표주가	266,000원
현재주가	204,500원
상승여력	30.07%

현대전을 이끌 Next Special One

동사의 2025E BPS 59,239에 Target PBR 4.49를 적용한 266,000원을 목표주가로 제시한다. 국제적 분쟁이 가속화되고 있는 현재, K-방산업은 전성기를 맞이하고 있다. 실적 개선은 물론 해외 수출 증가로 한국의 위상을 드높이는 국내 대표 산업으로 자리매김했다. 동사는 첨단화되고 고도화되는 현대전의 양상에 발맞춰 정밀유도무기 시장에서 점유율을 높여가고 있다. 동사의 무기는 더 이상 내수용이 아닌 세계 시장을 목표로 나아가고 있다. 중동 3국으로의 '천궁-II' 수출과 '비궁'의 국내 최초 미국 수출 도전은 동사 뿐 아니라 국내 방산업 전체의 크나큰 호재로 작용할 예정이다. 높은 부채비율과 분쟁 완화의 우려는 기우(杞憂)에 지나지 않는다. 동사는 한국을 넘어 글로벌 방산기업으로 도약할 것이다.

투자포인트 – 투자자들 맘을 정밀타격

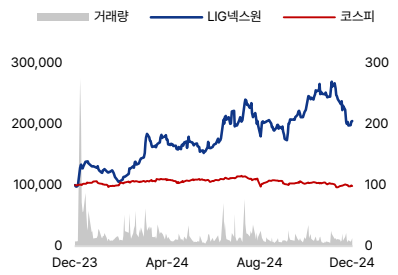
동사는 지속적인 실적 개선을 이뤄내고 있다. 2019년부터 2023년까지 최근 5년간의 매출액 CAGR은 12%이며 동기간 영업이익률의 CAGR은 60%에 달한다. 또한 23년 기준 영업이익률은 8.1%로 국내 대표 방산 4사 (동사, 한화에어로스페이스, 현대로템, KAI)중 가장 높다. 수주잔고 또한 5년 연속 증가세로, 23년 기준 약 19조에 달한다. 또한 동사는 해외 수출을 늘려가고 있다. 사우디와 이라크, UAE로 부터 '천궁-II'의 대규모 수주를 확보한 상황이며 '비궁'의 미국 수출도 유력한 상황이다. '비궁'의 미국 수출이 성공할 경우 국내 기업 최초로 미국에 무기를 수출하는 쾌거를 달성할 수 있다. 미국 수출 성공은 향후 미국의 우방국들과의 교류로도 이어질 수 있다. 동사의 이같은 성장세는 우연이 아니다. 동사의 주력 사업인 정밀유도무기는 현대전에 적합한 무기로 평가받으며 승승장구하고 있다. 러-우전과 중동전에서 활발히 사용되고 있으며, PGM(정밀유도무기)시장은 2030년이 넘어서까지 지속적으로 성장할 전망이다. 동사는 상승세에 접어든 정밀유도무기 시장에서 파이를 넓히며 탄탄대로를 걸어가고 있다.

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,221	2,309	2,811	3,983	4,694
영업이익	179	186	199	366	492
영업이익률 (%)	*8.1%*	*8.1%*	*7.1%*	*9.2%*	*10.5%*
순이익	123	175	196	277	387
BPS (원)	42,508	47,835	51,175	59,239	70,563
PBR (배)	2.2	2.7	3.5	4.5	5.4
ROE (%)	*14.5%*	*17.6%*	*17.41%*	*21.27%*	*24.94%*

Stock Data

시가총액 (보통주)	4조 2,658억원
발행주식수 (보통주)	2천 2백만주
유동주식비율	56.31%
외국인 보유비중	22.76%
52주 최고가	271,500원
52주 최저가	96,000원
평균거래대금(60일)	539억원
베타(52주)	1.08
배당수익률	1.01%

Stock Price Performance (Index)



주가상승률	1M	6M	12M
절대수익률(%)	-16.36	+23.71	+104.30
상대수익률(%)	+8.1	+67.8	+172.7

Major Shareholders

LIG(외 15인)	42.47%
국민연금공단	9.67%
GIC Private Limited	6.37%

Members

31기 곽효윤 (팀장, LD전공)
(yun36486@naver.com)
31기 장상혁 (부팀장, 경영학전공)
(0418elvin@naver.com)
32기 강주연 (팀원, LD전공)
(jykang25@hufs.ac.kr)
32기 이지민 (팀원, 노어과)
(dlwlals0331@gmail.com)
32기 정재형 (팀원, 국제통상학과)
(claud0427@gmail.com)

Table of Contents

1. 산업분석 3

- 국제 분쟁 현황
- 국방의 중요성
- 방위산업이란
- 현대전의 양상
- K-방산은 지금

2. 기업분석 12

- 기업 개요
- 사업 부문

3. 투자 포인트 17

- 지속적인 성장세
- 해외 수출 증가 및 미국 수출 가능성
- 현대전에 적합한 무기

4. 리스크 24

- 높은 부채 비율
- 분쟁 완화의 가능성

5. 밸류에이션 27

- Justified PBR 적용
- 12M Fwd ROE 산출을 위한 자본 추정
- 매출액 추정
- 영업외손익과 법인세비용 추정
- 추정손익계산서
- 최종 목표주가 산출

1. 산업분석

1. 국제 분쟁 현황

세계는 전쟁중

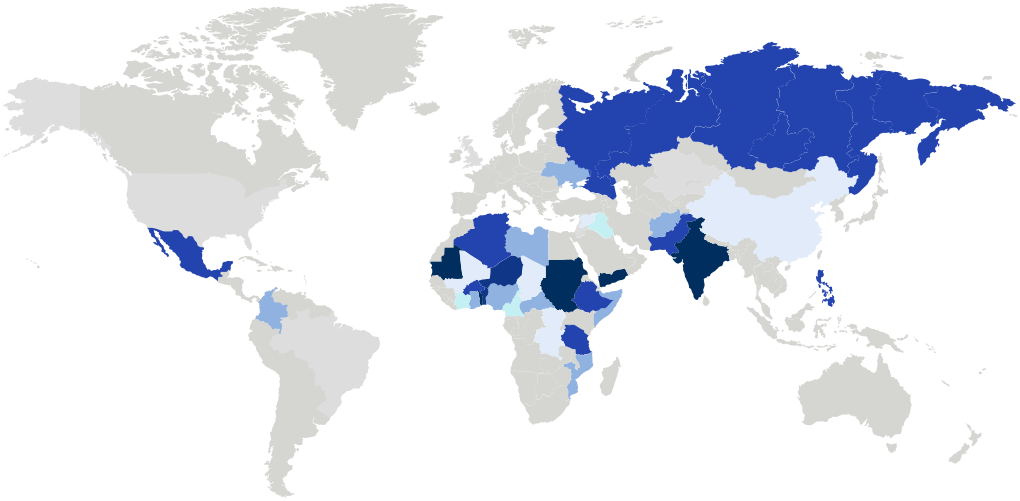
현재 분쟁 중인 국가는 39개국에 이른다. 유엔 승인국은 총 193개국, 이외 미승인 국가까지 총 204개의 국가가 존재한다는 걸 생각해보면 전 세계 국가의 19%가 분쟁 중인 셈이다. 물론 해당 국가 전체가 분쟁에 가담하는 것은 아니지만, 각국은 분쟁의 완화 및 재발 방지를 위해 정부 차원에서 큰 노력을 기울여야 할 것이다. 그 어느 때보다 국방의 중요성이 커진 시기라고 할 수 있다. 전 세계적으로 국방비 예산을 늘리고 있으며, 아직도 세계 곳곳에 분쟁의 위험이 도사리고 있는 상황이다.

러-우전과 중동전

가장 대표적인 분쟁으로는 러-우전과 중동전이 있다. 두 전쟁 모두 역사적으로 골이 깊다. 키예프 공국에 뿌리를 둔 러시아와 우크라이나는 지속적인 갈등을 겪었다. 1991년 소련이 해체된 후에도 우크라이나는 러시아에 대한 경제적 의존도가 높았고 계속해서 러시아의 압박을 받게 된다. 이후 크림반도 합병과 돈바스 지역 분리 독립 등 여러 갈등을 겪던 두 국가는 2022년 2월, 전면전에 돌입하게 된다. 러시아의 일방적인 승리로 끝날 것이라 예상됐던 전쟁은 장기화되어 2024년이 된 지금 우크라이나의 러시아 본토 공격과 북한군의 참전 등의 사건으로 인해 미궁 속으로 빠지고 있다.

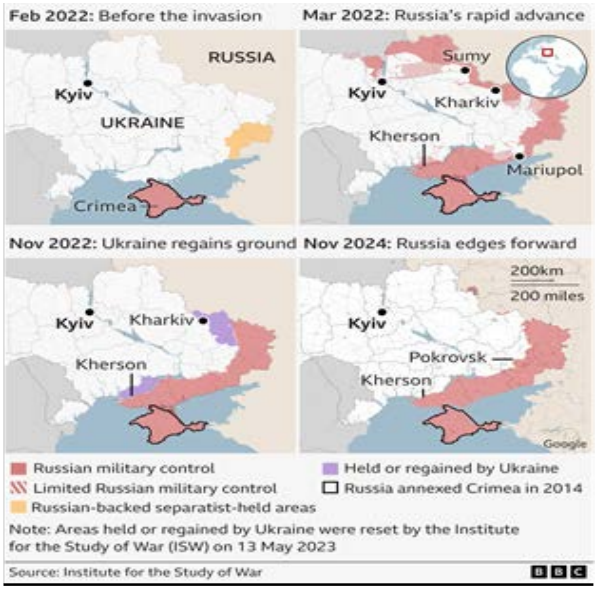
중동은 바람 잘 날 없는 날들이 지속되고 있다. 1948년부터 시작된 이스라엘과 팔레스타인 하마스와의 전쟁은 오늘날까지 이어지고 있으며 이스라엘과 레바논의 친이란 무장정파인 헤즈볼라도 전쟁 중이다. 하마스전의 경우 지난 10월 하마스의 이스라엘 공습으로 무려 5자 전쟁에 돌입했다. 헤즈볼라전의 경우 지난 11월 27일, 60일 간의 휴전에 합의했지만 곧바로 상호 공습을 이어가며 휴전은 협정은 사실상 유명무실화되었다.

자료 1. 분쟁 중인 국가들



자료: Date Pandas, Countries at War

자료 2. 러시아-우크라이나 전쟁



자료: BBC

자료 3. 이스라엘-팔레스타인(하마스) 전쟁

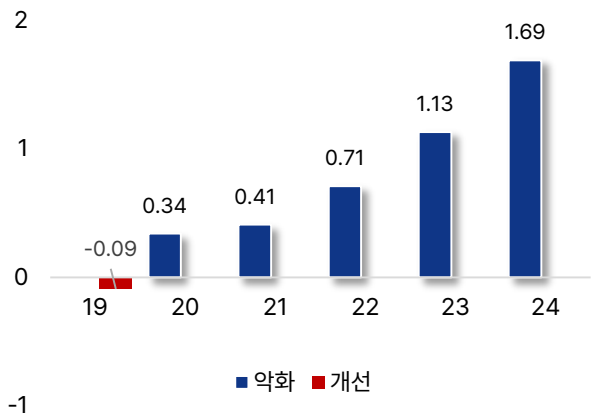
자료: BBC

세계 평화지수

평화와 관련된 객관적인 지표도 존재한다. 세계 평화 지수(Global Peace Index, GPI)는 군사 예산, 무기수출, 폭력범죄의 정도, 전쟁 사상자, 죄수 규모, 조직범죄 수준, 잠재적인 테러 공격 위험, 사회·정치적 갈등, 인접 지역이나 국가와의 상대적 관계 등 23개 지표를 종합하여 평화를 수치화한 것이다. 자료 4의 그래프는 2019년부터 평화 지수의 평균적인 누적변화량을 나타내고 있다. 자료에 따르면 세계 평화 지수는 2019년 약간의 개선을 보인 후 2024년 까지 계속해서 악화되고 있다. 조사대상국 163개국 중 60%에 해당하는 97개국의 평화 지수가 악화되었으며 지난 5년 간 직간접적으로 분쟁의 영향권에 속하게 된 국가는 100개국에 이른다. 23년 기준으로 GDP대비 군비 지출 비율이 증가한 국가는 86개국이며 1년 동안 최소 1회 이상의 폭력 시위가 발생한 국가는 무려 152개국이다.

국가별 순위를 살펴보면 아이슬란드가 1.124점으로 조사대상국들 중 가장 평화로운 나라로 선정되었다. 그 뒤를 아일랜드, 오스트리아 등이 이었으며 한국은 43위를 기록했다. 이외에도 팔레스타인이 140위, 이스라엘이 155위를 기록했고 러시아와 우크라이나가 각각 157,159등을 기록했다. 최하위는 3.448점의 아프가니스탄이다.

자료 4. 세계평화지수(GPI)



자료: IEP, 삼일 PwC 경영연구원

자료 5. 국가별 평화 지수

순위	국가	평화지수
1	아이슬란드	1.124
43	대한민국	1.763
140	팔레스타인	2.872
155	이스라엘	3.115
157	러시아	3.249
159	우크라이나	3.28

자료: IEP

2. 국방의 중요성

국방비는 증가 추세

이렇듯 세계는 그 어느 때보다 혼란스럽다. 폭력과 테러로부터 나라를 지키기 위해, 각국 정부는 국방비 예산을 늘리는 데에 열을 올리고 있다. 실제로 자료 1을 보면, 전 세계 국방비는 매년 증가하고 있다. 2019년부터 2028년까지 4.91%의 연평균성장률을 보일 것으로 전망되며 2024년의 경우 약 2조 2,520억 달러의 국방비 지출이 있을 것이라고 한다. 올해 국방비를 가장 많이 지출한 국가는 미국으로, 전체 국방비 지출의 40.1%에 해당하는 약 1조 110억 달러의 국방비를 지불했다. 미국 다음으로는 나토 회원국들이 전체의 17.3%를 차지했고 중국은 10%, 러시아는 4.8%에 해당하는 국방비 지출을 보였다.

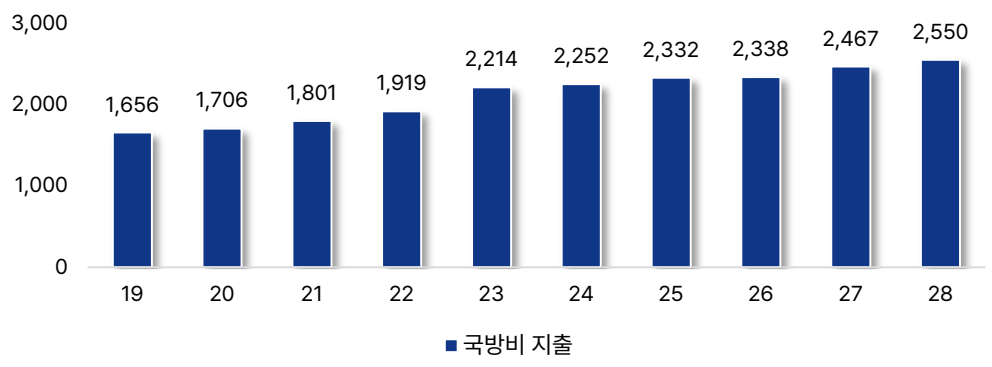
스톡홀름 평화 연구소에 따르면 지난 해 모든 권역에서 군비 지출이 증가하였으며, 국방비 증가 폭이 가장 컸던 국가는 우크라이나로 자그마치 827%의 증가율을 보였다고 한다. 2위인 키르기스스탄이 199%의 증가율을 보였다는 것을 감안하면 압도적인 수치라고 할 수 있다. 세계 국방비 지출은 꾸준히 증가하여 2028년에는 약 2조 5,500억 달러에 이를 것으로 예상된다.

증가하는 한국의 방위개선비

그렇다면 한국의 국방 예산 추이는 어떠할까. 자료 2에 그 답이 나와있다. 국방부와 통계청에 따르면 한국의 국방비 예산은 2017년부터 2027년까지 6.82%의 연평균성장률을 보이며 꾸준히 성장할 전망이다. 24년 현재는 약 61조원의 국방비 예산을 편성 중이며 27년에는 76조원까지 상승할 것으로 보고 있다. 정부가 계획 중인 "24~28 국방중기계획"에 따르면 정부는 향후 5년 동안 국방비 예산으로 총 348조원을 투자할 예정이라고 한다.

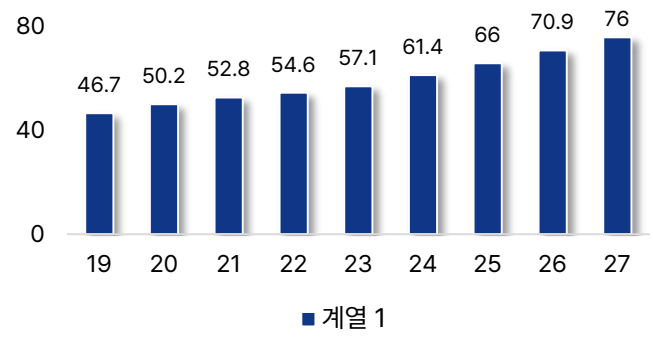
국방비 예산 중 가장 눈여겨봐야 할 부분은 방위력개선비다. 국방비는 크게 전력운영비와 방위력개선비로 나뉘는데, 전력운영비는 기존의 전력을 운영하는 데에 사용되는 비용이며 방위력개선비는 새로운 전력을 획득하기 위해 사용하는 비용이다. 방위력개선비의 변화 추이를 보면 21년에서 22년 소폭 하락한 것을 제외하고는 꾸준하게 상승하는 것을 확인할 수 있다. 24년 현재는 18.5조원 가량을 사용하고 있고, 27년에는 27.5조원 까지 늘어날 전망이다. 23년 이후로는 단순히 증가하는 것에 그치지 않고 증가 폭 자체도 계속해서 증가하고 있다. 한국도 국제 정세를 따라 국방력을 강화하는 데에 열을 올리고 있는 모습이다.

자료 1. 세계 국방비 지출 (단위: USD bn)



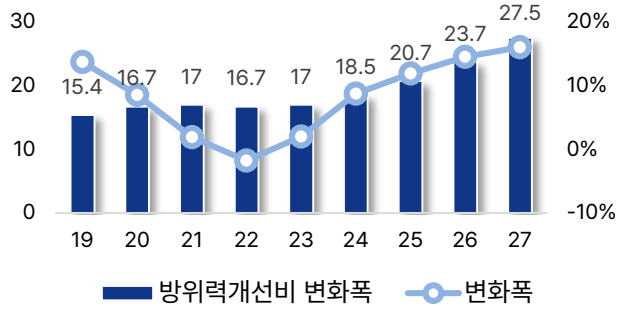
자료: precedence research

자료 2. 한국의 연간 국방비 예산 (단위: 조원)



자료: 국방부, 통계청

자료 3. 한국의 방위력개선비 (단위: 조원,%)



자료: 국방부, 통계청

3. 방위산업이란

방위산업이란

방위산업은 국가 안보와 군사적 자주권을 확보하기 위해 무기와 군사 장비를 연구, 개발, 생산하는 산업이다. 방위산업의 밸류 체인은 연구개발(R&D), 생산, 시험 및 인증, 운영과 유지보수(MRO), 그리고 폐기의 단계를 포함한다. 연구개발 단계에서는 최첨단 기술을 바탕으로 무기 체계를 설계하고 개발하며, 생산 단계에서는 고도의 기술력을 활용해 대량 생산과 조립이 이루어진다. 이후 제품은 철저한 시험 및 인증 과정을 통해 군사적 신뢰성을 확보하고, 실전 배치 후에는 유지보수 및 성능 개선을 통해 수명을 연장한다. 최근 방위산업에서는 유지보수(MRO) 시장이 새로운 성장 동력으로 주목받고 있으며, 노후화된 장비를 안전하게 폐기하거나 재활용하는 과정도 점점 중요해지고 있다.

방위산업의 특징

방위산업은 민수사업과는 목적과 구조 면에서 큰 차이가 있다. 방위산업은 국가 안보를 중심으로 정부 주도로 운영되며, 주요 고객이 군과 정부라는 점에서 민간 시장을 겨냥하는 민수사업과 다르다. 또한 방위산업에서 개발된 첨단 기술은 민수사업으로 이전되며, 항공, 자동차, 정보통신 등 다양한 분야에서 응용되어 기술 발전에 기여한다.

자료 1. 방위산업과 민수산업의 특징 비교

구분		민수사업	방위산업
투자	투자비 규모	시장원리의 적정투자	목표 우위의 대규모 투자
	투자비 회수	회임기간 최소화	회임기간 장기화
	기술정보	단순화, 정밀도 낮음	복잡화, 정밀도 높음
	투자 위험성	소요예측 판단으로 확률 낮음	무기체계 진부화 등으로 높음
제품	목표	기업이윤 추구	성능 우위에 우선
	제조결정	시장성에 의존	무기체계에 의존
	신뢰성	수익성과 밀접한 관계	전투 시 군 사기에 영향
	형태	단순	다약,복잡
	정밀,정확도	상대적으로 낮음	초고도
	단가	저가, 경제성	고가, 비경제성
생산	연구기간	단기	장기
	비밀성	업체기밀	국가기밀
	시설	단순, 한정	복잡, 무한
	물량	예측에 의한 계획생산	정부계획에 의한 수주생산
구매	납기	업체통제(경제성에 영향)	정부통제(전력에 영향)
	구매자 선정	가능(수요자 다수)	불가(정부 유일)
	가격	저가(시장성)	고가(정부 예측)
	계약	경쟁계약	수의계약
파급효과		국가 경제 윤택	기술집약산업 선도

자료: 하이투자증권

K-방산의 히트작들

대표적인 방산 제품으로는 현대로템의 'K2 흑표 전차', 한국항공우주산업(KAI)의 'FA-50 경공격기', 한화에어로스페이스의 'K9 자주포', 그리고 LIG넥스원의 '천궁-II 미사일'이 있다. K2 흑표 전차는 뛰어난 화력과 방호력을 갖춘 대한민국의 주력 전차로 세계적으로 인정받고 있다. FA-50 경공격기는 다목적 임무 수행 능력을 보유한 경전투기로, 공중 작전의 핵심 장비로 자리 잡고있다. K9 자주포는 세계적인 수준의 기동성과 정밀 사격 능력을 자랑하며, 천궁-II 미사일은 고도의 방공 능력을 제공하는 중거리 지대공 미사일로 알려져 있다.

방위산업의 trend

방위산업의 최근 트렌드는 기술적, 사회적, 국제적 변화와 맞물려 발전하고 있다. 먼저 ESG(환경/사회/지배구조) 경영이 중요한 이슈로 부상하며, 방위산업도 지속가능성을 고려한 경영 방식으로 리스크를 완화하려는 노력을 기울이고 있다. 예를 들어, 탄소 배출 감소나 재활용 소재의 활용 등 친환경 요소를 제품 개발 과정에 반영하려는 움직임이 확대되고 있다. 또한, 유지보수(MRO) 시장이 빠르게 성장하며 기존 군사 장비의 수명을 연장하고 성능을 개선하는 사업이 주목받고 있다.

뿐만 아니라 방위산업은 수출 확대를 통해 글로벌 시장에서 경쟁력을 높이고 있다. 한국의 방산 제품은 아시아, 유럽 등에서 많은 관심을 받고 있으며, 최근 체계적인 마케팅과 품질 향상으로 수출 규모가 크게 증가하고 있다. 마지막으로 정밀유도무기, 인공지능(AI), 자율주행, 드론 기술과 같은 첨단 기술을 활용한 무인 무기체계 개발이 방위산업의 트렌드로 자리 잡고 있다. 이러한 시스템은 병력 손실을 최소화하고 작전의 효율성을 극대화할 수 있어 앞으로의 방위산업을 이끄는 중요한 요소가 될 것이다.

자료 2. K-방산의 대표 무기들

한화에어로스페이스사의 'K-9 자주포'

한국항공우주사의 'FA-50'

현댜로템사의 'K-2 흑표 전차'

넥스원사의 '천궁-II'

자료: 각사 IR자료, 보도자료

4. 현대전의 양상

현대의 전장은 더욱더 고도화되고 있다. 과거의 단순한 물리적 충돌에서 벗어나, 기술 발전과 다차원적 전략이 결합된 복합적인 양상을 보이고 있다. 전통적인 전쟁의 틀을 넘어 정밀 유도 무기, 무인 시스템, 사이버 전쟁, 첨단 감시 체계 등 다양한 첨단 기술의 활용으로 효율화되고 있으며 비대칭전과 하이브리드전 그리고 다영역 작전이 펼쳐지는 등 첨단 기술과 전략의 융합으로 전쟁의 개념이 근본적으로 변화하고 있다.

정밀 타격을 통한 효율화

먼저 정밀 타격을 위한 유도무기는 높은 정확성과 효율성을 갖춰 현대전에 적합한 무기로 평가받는다. 특히 병력 손실을 줄이면서도 작전 성공률을 높이며, 민간 피해를 최소화한다는 점에서 큰 의미를 갖는다. 실제로 러-우전과 중동전에서도 정밀유도무기가 적극 사용되고 있다. 최근 이스라엘군이 '벙커버스터'라 불리는 폭탄을 활용한 정밀 공습을 통해 헤즈볼라의 최고 지도자 나스랄라를 암살한 사건도 있었다.

무인체계의 중요성

비슷한 맥락에서 무인 시스템 또한 현대전의 필수적인 요소이다. 무인항공기(드론), 무인지상차량, 무인수중장비 등이 전장에서 활발히 운용되고있다. 이들은 정찰, 타격, 지원 임무에 투입되어 병력 손실의 위험을 최소화하고 전장의 효율성을 높일 수 있다. 예를 들어동사의 '소형 정찰 타격 복합형 드론'은 적의 위치를 파악하고 직접 타격할 수 있는 강력한 무기다. 최근 러-우전에서는 우크라이나가 전쟁 초기 폭탄 투하 및 미사일 발사가 가능한 'TB-2 바이락타르' 를 사용했으며 가미카제(자폭) 드론까지 활용 중이다. 러시아는 이란산 '샤헤드-136'과 같은 자폭 드론 수천 대를 우크라이나의 군사 및 민간 목표물을 공격하는 데에 활용 중이다.

이젠 온라인에서 딸깍

현대전은 물리적 공간을 넘어 사이버 공간에서의 전투를 강조하고 있다. 지능형 통합 지휘통제 체계와 같은 기술을 통해 사이버 공간에서 적군의 주요 인프라를 마비시키거나 정보를 탈취하는 사이버 공격이 빈번히 발생한다. 물리적 전투 없이도 상대의 방어체계를 무너뜨리고 큰 피해를 입힐 수 있다는 점에서 현대전의 승패를 결정하는 핵심 요소로 자리잡고 있다. 실제로 최근 러-우전에서는 어느 때보다 활발한 사이버 전쟁이 벌어지고 있다. 양측 모두 수천 명 규모의 사이버 특수부대를 운영하여 적의 드론과 통신 장치를 무력화하고 적의 미사일 공격을 방어하고 있다. 러시아군은 '지텔'이라는 시스템을 활용하여 반경 10km 이상의 적의 모든 통신을 무력화할 수 있으며 '시포브닉-에어로' 유닛을 통해 10km 밖에서도 드론을 격추할 수 있고 드론 조종사의 위치를 파악해 포병 부대에 해당 좌표를 전송할 수도 있다.

자료: Date Pandas, Countries at War

쉿, 감시중

첨단 감시 체계 또한 현대전에서 적극 사용되고 있다. 위성, 고성능 카메라, 드론 등을 활용한 24시간 감시 체계는 현대전에서의 작전 수행과 적군 파악을 위한 필수적 요소로 자리 잡았다. 이는 미국과 중국의 군사 경쟁을 통해 확인해볼 수 있다. 중국은 고해상도 위성과 고성능 정찰 드론을 통해 인도-태평양 지역에서 실시간으로 미군의 움직임을 추적하고 있으며 미군은 '글로벌 호크'와 같은 고고도 정찰 드론을 통해 적국의 군사적 활동을 감시하며, 인공지능 기반 감시 체계를 구축하여 은밀한 작전 감시를 가능케 하고 있다.

비대칭전과 다영역 작전

현대전은 기술적인 발전뿐 아니라, 전략적 부분에서도 새로운 모습을 보여준다. 현대의 전장은 비대칭 전력의 효과가 극대화된 전쟁 양상으로 변화하고 있다. 소규모 병력과 낮은 비용으로도 적에게 큰 피해를 줄 수 있는 비대칭 전력은 테러리즘, 자폭 공격, 드론 공격 등으로 구체화되고 있다. 예컨대, 소형 보트의 자폭 공격으로 대형 함정에 치명타를 가하거나, 드론을 활용한 정밀 타격이 이를 잘 보여준다. 이와 함께 대드론 통합 체계나 휴대용 지대공 유도무기인 동사의 '신궁'과 같은 무기체계는 저고도 다층 대공망의 핵심으로 자리 잡아, 비대칭 전력에 대한 효과적인 방어를 가능하게 하고 있다. 또한, 핵무기, 생화학 무기와 같은 대량살상무기의 위협이 여전히 존재하며, 이로 인해 비대칭전의 치명성이 더욱 부각되고 있다.

또한 현대전은 전투의 영역이 확장되며 다영역 작전이 핵심 전략으로 떠오르고 있다. 육지, 바다, 공중 뿐 아니라 우주와 사이버 공간까지 전장이 확대되었으며, 이들 영역에서 동시에 작전이 진행되는 것이 현대전의 특징이다. 우주 공간에서는 위성과 GPS 기술이 전쟁 수행의 필수 요소로 자리 잡고 있으며, 사이버 공간에서는 적의 정보 시스템과 방어 체계를 무력화하려는 공격이 빈번하다.

자료 1. 현대전의 무기들

이스라엘의 '벙커버스터'

미국의 '글로벌 호크'

한국의 사이버전

우크라이나의 전파 포착 센서

자료: BBC, 각사 IR자료

5. K-방산은 지금

국내 방산업 현황

한국의 대표 방산 기업으로는 한화에어로스페이스, 한국항공우주산업(KAI), 현대로템 그리고 동사, 이렇게 4개 기업을 뽑을 수 있다. 규모면에서는 한화에어로스페이스가 가장 크지만, 주력 분야가 조금씩 다르다. 한화에어로스페이스의 경우 유도무기와 전차, 탄약 등을 주로 만들고, 현대로템은 전차와 철도 계열을 제작하며 KAI는 전투기와 항공기 계열을 다룬 다. 동사의 경우 정밀유도무기를 가장 주력으로 한다.

자료 1. 국내 4대 방산 기업

기업명	한화에어로스페이스	KAI	현대로템	LIG 넥스원
로고	Hanwha Aerospace	KAI 한국항공우주산업주식회사 KOREA AEROSPACE INDUSTRIES, LTD.	HYUNDAI Rotem	LIG Nex1
사업 내용	유도무기, 탄약 및 각종 수중감시장비 개발	항공기, 우주선, 위성체, 발사체 및 부품에 대한 설계, 제조, 판매, 정비	K계열 전차와 철도차량 제작	정밀유도무기, 감시정찰, 지휘통제·통신 등 다양한 첨단 무기체계를 연구, 개발 및 양산
주요 제품	K9	FA 50	K2 흑표	천궁-II
시가총액	14조 390억 원	5조 6,146억 원	5조 2,170억원	4조 2,658억 원
매출액(3Q24)	56,678억원	29,924억원	15,781억원	23,086억원
영업이익률(3Q24)	7.38%	6.48%	5.85%	8.07%
현재 주가 (24.12.04)	335,000원	57,600원	51,300원	204,500원
52주 최고/최저	425,000원 / 127,033원	70,600원 / 46,650원	69,500원 / 25,400원	271,500원 / 96,700원
대표 수주	4조원 규모의 폴란드 K9 자주포 수출계약	폴란드와 FA-50 48대 수출계약	폴란드와 K2 전차 980대 수출계약	4조원 규모의 UAE 천궁 II 수출계약

자료:각사 IR자료

국내 방산업 현황

글로벌 방산 시장에서 존재감을 키우고 있는 K-방산 기업들은 올해 3분기에도 긍정적인 실적을 올렸다. 러-우전과 중동전이 지속되는 등 지정학적 위험이 도사리는 시대로 접어들자, 이젠 한국도 세계에 무기를 팔아 돈을 버는 나라가 됐다. 그간 내수용으로 평가받아 온 한국의 무기들은 대표 수출 상품으로 거듭나며 주식시장에서도 큰 주목을 받고 있다. 방산업계에 따르면 앞서 언급한 국내 4대 방산 기업의 올 3분기 합산 영업이익은 7,538억원으로 추산됐다. 전년 동기 대비 무려 223.1%나 증가한 수치이다. 또한 3분기 합산 매출 추정치는 총 5조 3602억원으로 전년 대비 30.9% 증가할 것으로 보인다. 영업이익률 또한 우상향을 그리고 있다.

방산업체 중 가장 규모가 큰 한화에어로스페이스의 3분기 매출은 2조 6312억원으로 전년 대비 61.9% 증가했고 영업이익은4772억원으로 457.5% 증가했다. 지난 2022년 폴란드 군비청과 'k-9' 672문과 천무 288대를 수출하기 위한 기본계약을 체결한 이후 시행계약이 이어지며 실적으로 이어졌다. 특히 3분기에는 폴란드로 인도된 'k-9' 24문과 '천무' 12대 등이 반영돼 호실적을 기록했다. 3분기 누적 수주 잔고는 지상 방산 분야에서만 29조 9천억원에 달한다.

'K-2전차'를 앞세운 현대로템은 3분기 매출이 전년 대비 18% 증가한 1조 935억원을 기록했다. 동기간 영업이익은 1,375억원으로 역시 233.7% 증가했다. 현대로템은 지난 2022년 폴란드와 1000대 규모의 'k-2전차' 수출 기본계약을 맺은 데 이어 1차 계약분으로 180대 계약을 완료했다. 현재 2차 계약 체결을 위해 협상을 진행중이다. 현대로템의 수주 잔고는 19조원에 육박하고 추가 수주 가능성도 높게 점쳐진다.

한국형 초음속 전투기 'KF-21'과 다목적 전투기 'FA-50' 등을 생산하는 KAI는 3분기에 전년 대비 9.9% 감소한 9,072억원의 매출을 기록했다. 영업이익은 16.7% 증가한 763억원이다. 태국 'T-50TH' 전투기 납품과 폴란드 납품 예정인 'FA-50PL' 등이 해외 실적을 이끌었다. KAI의 수주 잔고는 22조 4천억원으로 우즈베키스탄과 필리핀으로의 추가 수출도 기대된다.

유도 무기 전문 업체인 동사의 3분기 매출은 7,283억원으로 전년 대비 35.9% 성장할 것으로 추산된다. 영업이익은 628억원으로 52.8% 증가할 전망이다. 동사 역시 19조원에 달하는 안정적인 수주 잔고를 바탕으로 성장세를 이어가고 있다. 지난 9월에는 이라크와 3조 7천억 규모의 중거리 지대공 유도무기 체계 '천궁-II' 수출 계약을 맺으며 글로벌 시장에서 외연 확장에 나섰다. 25년부터는 해외 수주의 본격적인 매출 인식으로 확실한 성장세를 보일 전망이다. 또한 올해 최종 테스트를 통과한 유도 로켓 '비궁'의 미국 수출도 내년 성사될 가능성이 높은 것으로 예상된다.

2. 기업분석

1. 기업개요

LIG Nex1

LIG넥스원의 탄생

동사의 모태가 되는 금성정밀공업은 1976년 자주국방의 기치 아래 설립되었다. 동사는 방위사업청, 국방과학연구소, 국방기술품질원 등과의 긴밀한 공조를 기반으로 정밀유도무기, 감시정찰, 지휘통제·통신, 항공전자, 전자전에 이르는 다양한 첨단 무기체계를 연구, 개발 및 양산 해 온 대한민국을 대표하는 종합방위산업체이다. 끊임없는 기술개발과 혁신으로 해외수출을 통해 대한민국 방위산업의 위상을 알리며 내일의 평화를 지키는 글로벌 방산업체로 도약하고 있다.

꾸준한 성장세

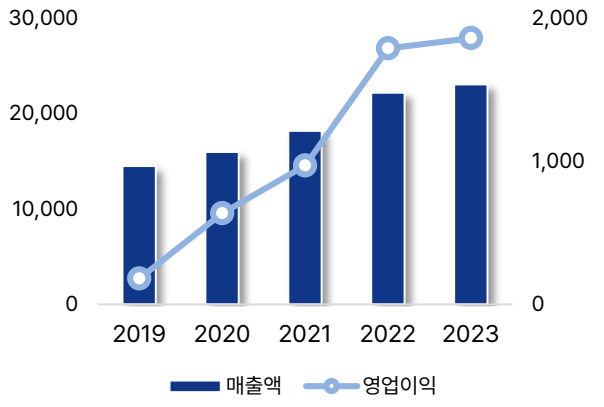
동사의 매출액과 영업이익은 2019년부터 2023년까지 지속적인 성장세를 보였다. 매출액의 경우 2019년 1조 4,567억원에서 2023년 2조 3,086억원까지 CAGR 12%로 꾸준히 성장해왔다. 영업이익률의 경우에도 2019년 약 181억원에서 2023년 1,864억원까지 CAGR 60%로 꾸준한 상승세이다. 2024년의 경우 국내사업의 변동성과 세종연구소 매입으로 인한 고정비와 자체적 경상개발비 증가가 반영되어 컨센서스를 소폭 상회하는 분기 실적도 있었다. 하지만 결과적으로 23년도를 상회하는 실적을 달성할 것으로 예상된다. 25년부터는 UAE와 사우디 '천궁-II' 수주 매출이 , 26년부터는 이라크 '천궁-II' 수주 매출이 일부 반영되어 안정적인 상승세를 이어갈 것으로 예상된다.

자료 1. 요약 재무제표 (단위: 억원)

구분	2021	2022	2023	3Q24
매출액	18,222	22,208	23,086	21,085
영업이익	972	1,791	1,864	1,680
당기순이익	1,051	1,229	1,750	1,470
자산총계	25,758	30,127	38,158	58,042
부채총계	18,135	20,775	27,634	46,321
자본총계	7,633	9,352	10,524	11,720

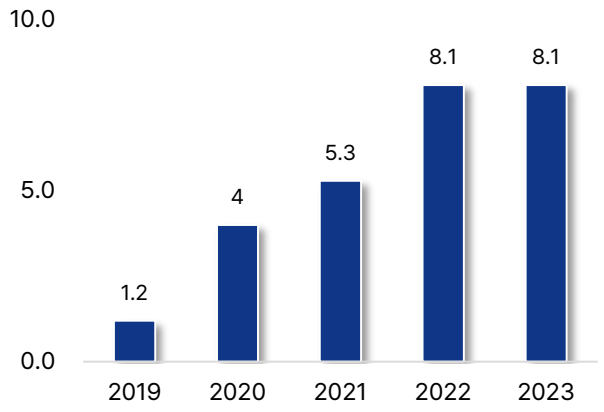
자료: Dart

자료 2. 매출액 추이 (단위: 억원)



자료: DART

자료 3. 영업이익률 추이 (단위: %)



자료: DART

이젠 글로벌 기업으로

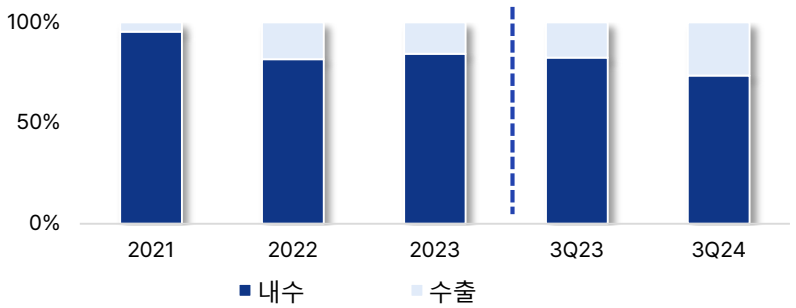
동사는 또한 글로벌 기업으로의 도약을 목표로 하며 수출 비중을 늘려가고 있다. 24년 3분기 누적 매출액의 수출 비중은 26.4%로 23년 3분기 누적 수출 비중인 17.5%와 23년 연간 수출 비중인 15.5%를 모두 상회하는 수준을 보이고 있다. 또한 25년부터 매출에 일부 반영될 굵직한 해외 수주들이 남아있는 상태이기 때문에, 매출액 중 수출비중은 계속해서 상승할 것으로 예상된다. 이외에도 비궁의 미국 수출이 유력한 상황이며 루마니아로의 '신궁' 수출과 '천궁-II' 수출과 사우디의 '천궁-II' 2차 수출 가능성도 열려있는 상태다. '비궁'의 미국 수출이 성공할 경우 미국과 우호관계에 있는 국가들에게도 수출 가능성이 열린 것으로 볼 수 있어 수출 비중은 더 큰 폭으로 늘어날 여지가 있다.

자료 4. 주요 해외 수주 (단위: 백만원)

	제품	계약 대상	계약 금액	시작일
DART 공시	M-SAM(천궁-II)	이라크 국방부	3,713,490	-
	M-SAM(천궁-II)	사우디 국방부	4,339,821	2023(2027)
	M-SAM(천궁-II)	UAE	2,597,376	2021(2026)
	경찰 통신시스템 공급사업	인도네시아 경찰	159,185	2020
	경찰 헬기 수리부속 사업	인도네시아 경찰	198,437	2023
	경찰 보안용 통신망 구축사업	인도네시아 경찰	205,741	2022

자료: Dart, 동사 IR자료

자료 5. 수출 비중 (단위: %)



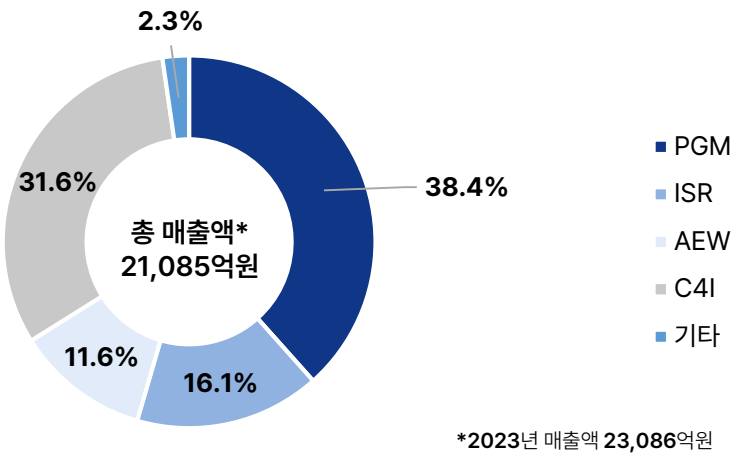
자료: Dart

2. 사업부문

만능 방산기업의 면모

자료 1. 주요 제품별 매출액 비중 (3Q24 기준)

(단위: 억원, %)



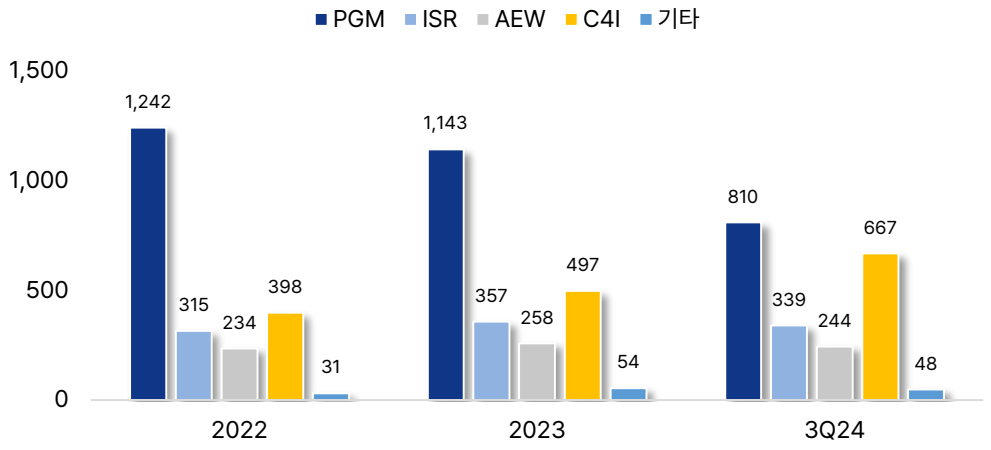
자료: DART

동사의 사업 부문은 PGM(정밀유도무기), ISR(감시정찰), AEW(항공전자/전자전), C4I(지휘통제/통신), 기타로 이루어져있다. PGM 부문이 38.4%로 전체 매출액 중 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 AEW부문의 경우 11.6%로 가장 적은 비중을 차지하고 있다. 동사는 여타 국내 방산업체들과 다르게 방산업에만 집중한다는 점이 특징적이다. 한화에어로스페이스의 경우 총 매출의 54.94% 만이 방산업이며 현대로템의 경우에도 방산업 관련 매출이 전체 매출의 47.9%에 불과하다.

제품별 매출액을 보면 역시 PGM 부문의 매출액이 대부분을 차지한다. PGM 부문 매출이 소폭 하락한 것은 국내 수요의 변동성으로 인한 것이며, 곧 매출액에 반영될 해외 수주들을 통해 다시 상승세에 접어들 것이다. C4I의 경우 최근 인도네시아향 수출이 이루어지며 우상향하는 모습을 보여주고 있다.

자료 2. 제품별 매출액 추이

(단위: 억원)



자료: Dart, 동사 IR자료

'정밀 타격을 통한 효율화

PGM 제품은 동사의 주력 제품군으로 대공, 대함/대잠, 대지, 공대지, 수중무기 등의 제품으로 구성되어 있으며, 각종 유도무기 체계 장비와 탐색기 등의 핵심 부품을 개발 및 생산하고 있다. 대표적인 제품으로는 '천궁-II', '현궁', '해궁', '비궁' 등이 있다.
'천궁-II'는 중거리 지대공 유도무기(M-SAM)로 가격은 발당 15억에서 17억 정도이다. 한국형 패트리엇으로 불리며 항공기 교전 능력을 강화하고 요격능력을 구현해 적의 공중 위협에 대응하기가 용이하다. '해궁'은 대공유도무기로, 아군 함정을 향해 날아오는 대함유도탄뿐 아니라 항공기, 수상함 등 다양한 표적에 동시 대응 가능하다. 가격은 발당 약 10억원 정도이다. '현궁'은 적 전차의 위협에 효과적으로 대응할 수 있는 3세대 대전차 유도무기이다. 휴대 혹은 차량 거치가 가능한 보병용 무기이며 발당 약 3천만원이다. '비궁'은 지대함 유도무기로 해안으로 고속 기습 상륙하는 다수의 적항공기부양정을 타격할 수 있으며 발당 약 4천만원 정도로 저렴하다. 이후 투자포인트에서 더욱 자세히 다루겠지만, 최근 미국 수출 가능성이 높아진 상태이다. 이는 국내 최초 미국향 수출이며 이는 한국의 방산업에 큰 이정표를 남길 수 있다.

다양한 방산업 포트폴리오

동사의 사업 부문 중 두 번째로 큰 비중을 차지하는 것이 바로 C4I(지휘통제/통신)이다. 동사는 통신단말기, 무전기, 전투체계 등 을 개발 및 생산 중이다. 대표 제품으로는 '군위성 통신체계-II'가 있다. 이 제품은 군 위성을 이용해 지역의 제약 없이 대용량 데이터를 실시간으로 송수신 할 수 있는 다양한 형태의 위성통신단말이다. 21년에는 1,592억원 규모의 인도네시아 경찰 통신시스템 공급 사업을 진행하기도 하였다.

또한 동사는 ISR(감시정찰) 관련 사업도 진행 중이다. 동사는 감시 및 정찰 임무를 위한 무기체계를 개발 및 생산하고 있으며 탐색레이더, 추적레이더, 영상레이더, 전자광학장비, 수중감시체계 등을 보유 중이다. 동사의 대표 제품으로는 '초소형위성체계'와 '천경-II'가 있다.'초소형 위성체계'의 경우 초소형 위성군을 사용하여 북핵 및 주변국의 전방위 위협에 대한 대비가 가능하며 다수의 영상레이다(SAR), 전자광학(EO) 위성 등 최적의 위성군을 활용해 신속한 징후감시 및 조기경보가 가능하다. '천경-II'를 통해 적 포탄을 탐지 및 추적하고 그 궤도를 역계산하여 화포 위치 및 탄착 위치를 아군 포병부대에 전송할 수 있다. 또한 국내 최초로 AESA 레이다 기술이 적용된 다기능/다목적 레이다(MFR)이다.

동사는 또한 AEW(항공전자/전자전) 관련 사업도 진행중이다. 항공전자, 함정용/항공기용 전자전, 육군용 전자전 등 각종 전자체계 제품을 생산 중이다. 대표 제품으로는 '소형정찰 타격 복합형 드론'이 있다. 해당 드론은 주/야간 감시정찰 및 정밀 표적좌표 획득이 가능한 조립식 경량 드론이다. 드론은 현대전에서 주목받고 있는 제품군인 만큼 앞으로 활발한 연구 및 개발이 필요하다.

자료 3. PGM(정밀유도무기) 부문 주요 제품

제품명	천궁II	해궁	현궁	비궁
사진				
종류	중거리 지대공 유도무기	다양한 표적에 동시 대응하는 대공유도무기	3세대 대전차 유도무기(보병용)	지대함 유도무기
가격(발당)	발당 약 15~17억원	발당 약 10억원	발당 약 3000만원	발당 약 4000만원
기능	항공기 교전 능력 강화하고 탄도탄 요격능력을 구현해 적의 공중 위협에 대응	아군 함정을 향해 날아오는 적의 대함유도탄 항공기 등 다양한 표적에 동시 대응	전술적 환경에 따라 휴대 및 차량 거치하여 전차 위협에 대응	해안으로 고속/기습 상륙하는 다수의 적 항공기부양정 타격

자료: 동사 iR자료

자료 4. 이외 사업 부문의 주요 제품들

제품명	천경-II	초소형 위성체계	소형 정찰/타격 복합형 드론
사진			
종류	ISR(감시정찰)	ISR(감시정찰)	AEW(항공전자/전자전)
기능	적 포탄 탐지/추적하고 궤적 역계산하여 위치 및 탄착 위치 정보 포병부대에 전송, AESA기반의 다기능레이다(MFR)	북핵 및 주변국의 전방위 위협 대비, 다수의 영상레이다(SAR), 전자광학(EO) 위성 등을 활용한 신속한 징후감시 및 조기경보	대대급 이하 제대의 감시정찰 및 핵심표적 정밀타격에 적합한 수직이착륙 고정익 드론

자료: 동사 iR자료

3. 투자포인트

1 . 지속적인 성장세

영업이익률은 한 수 위

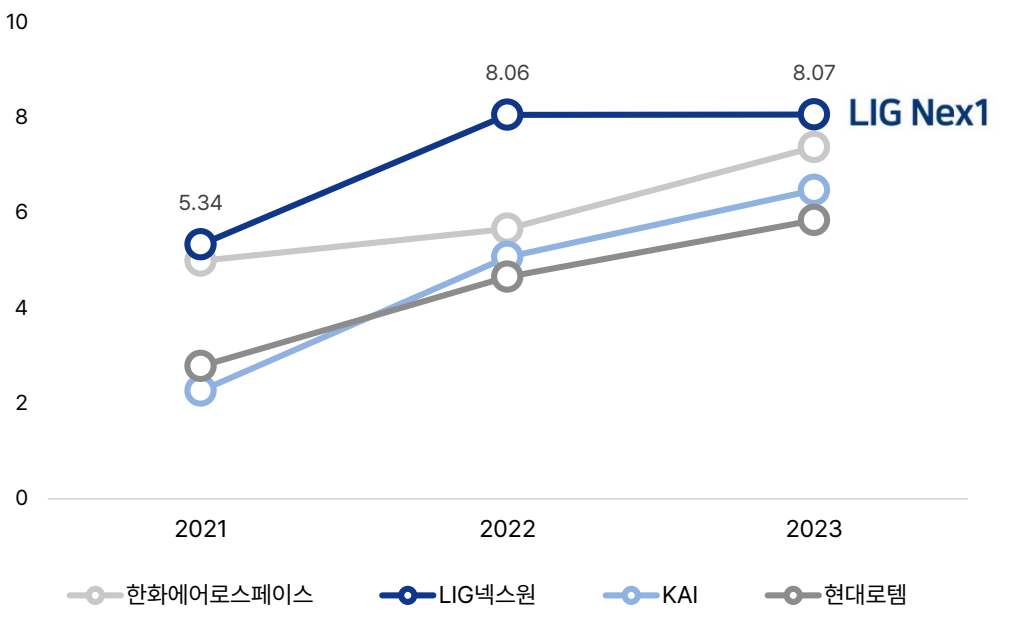
동사는 매년 실적이 개선되는 추세로 안정적인 수익성을 보이고 있다. 특히 23년 영업이익은 19년 대비 12%, 23년 당기 순이익은 19년 대비 172% 증가하며 큰 성장세를 보이고 있다. '21~'23 영업이익률은 각 5.34%, 8.06%, 8.07%로 국내 방산 4사 중 (동사,한화에어로스페이스, KAI, 현대로템) 3년 연속 가장 높은 수치를 기록하였다. 내년부터는 UAE와 사우디 '천궁-II' 수주가, 26년부터는 이라크 '천궁-II' 수주가 매출에 일부 반영되며 상승세를 이어갈 것으로 예상된다.

자료 1. 손익계산서 (단위: 백만원)

	2019	2020	2021	2022	2023
매출	1,451,894	1,599,434	1,822,194	2,220,751	2,308,571
YoY(%)	-	*10%*	*14%*	*22%*	*4%*
영업이익	18,099	64,052	97,226	179,111	186,378
YoY(%)		*254%*	*52%*	*84%*	*4%*
당기순이익	3,185	57,881	105,055	122,939	174,962
YoY(%)		*1717%*	*82%*	*17%*	*42%*

자료: DART 사업보고서

자료 2. '21~'23 기준 방산 4사 영업이익률 (단위: %)

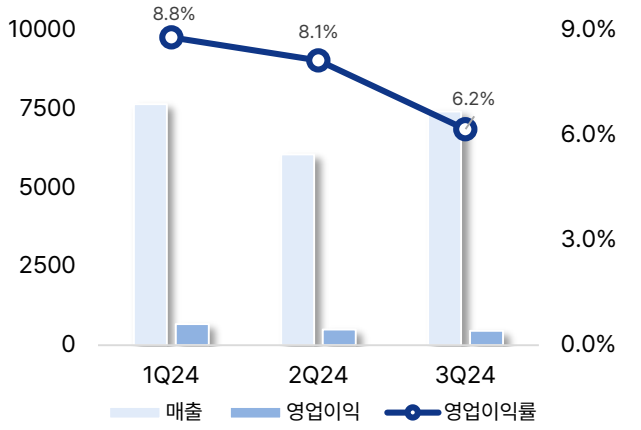


자료: DART 사업보고서

장기적 성장 기대

또한 동사는 미래 성장을 위한 투자도 지속 중이다. 24년 4월 R&D 인프라 확보를 위해 세종연구소 성남 부지 매입을 공시했다. 향후 증가할 체계 개발 사업에 대응하기 위한 것이다. 뿐만 아니라 구미 생산시설을 매입하고 김천 2공장을 짓는 등 대폭 늘어난 수주잔고를 소화하기 위해 생산 능력 확충에도 나서고 있다. 이러한 투자 지출에도 불구하고 회사는 안정적인 수익성을 보이고 있다. 또한 이러한 투자들은 양산 매출, 미래 전장 기술 확보와 직결되어 장기적인 성장이 기대된다.

자료 3. 1Q24~3Q24 수익성 추이 (단위: 억원, %)



자료: DART

자료 4. '24년 투자 현황

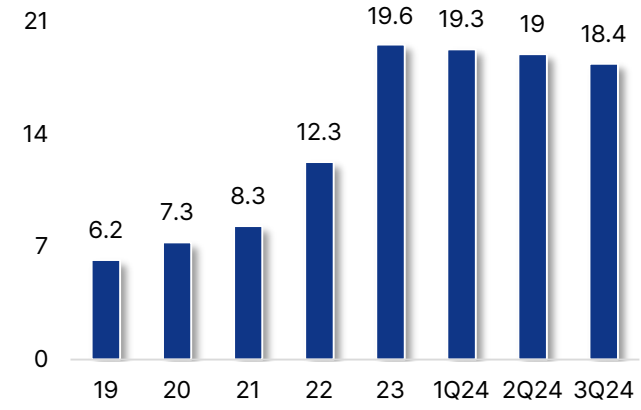
투자	기간	소요자금	기대효과
김천 2공장 투자	'24.10 ~ '25.12	455억	유도무기 개발/생산 역량 및 수주 경쟁력확보
위성/레이저 체계조립동 건구축 투자	'23.12 ~ '25.05	497.7억	위성/레이저 체계조립동 확보에 따라 미래 첨단 산업의 경쟁력 제고
구미 생산 시설 투자	'25.03 ~ '26.03	496억	미래사업 대비 Infra 사전확보

자료: DART

탄탄한 수주잔고 및 추가 수주 가능성

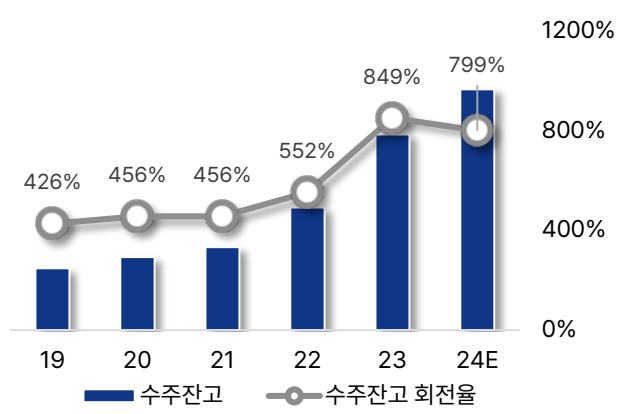
동사의 수주잔고는 5년 연속 증가세로 안정적인 수주 잔고를 바탕으로 향후 매출이 급증할 가능성이 높다. 방위산업에 있어서 수주잔고는 향후 매출로 실현될 금액으로서, 향후 수익창출 가능성을 나타내는 지표이다. 동사의 수주잔고 회전율은 지속적으로 증가하여 23년 기준 849%를 기록하였으며, 이는 현재의 매출이 지속된다고 가정할 경우, 현재의 매출을 약 8.5년 동안 지속할 수 있다는 의미이다. 뿐만 아니라 사우디아라비아는 '천궁-II'에 대한 추가 도입을 검토 중이며, 이 밖에도 말레이시아, 싱가포르, 인도네시아 등 동남아시아 국가에서도 천궁-II에 대한 수주 가능성이 높다는 관측이 나온다.

자료 5. 수주잔고 추이 (단위: 조원)



자료: DART

자료 6. 수주잔고 회전율 추이 (단위:조원, %)



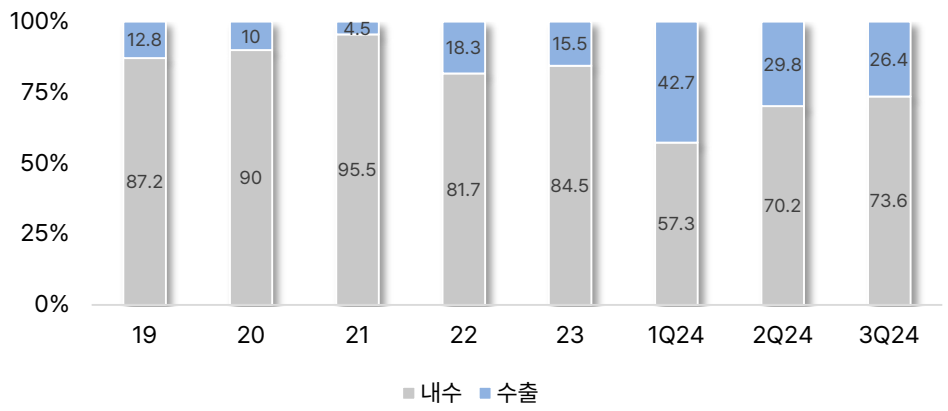
자료: DART

2. 해외 수출 증가 및 미국 수출 가능성

글로벌 기업으로 도약 중

동사의 중거리 지대공 유도무기(M-SAM) '천궁-II'는 22년 아랍에미리트(UAE)로의 첫 수출을 시작으로 올해 2월에는 사우디아라비아와, 9월에는 이라크 국방부와 3조 7천 135억원 규모의 수출을 체결했다. 이는 세번째 조 단위 대형 수출이며 '천궁-II'는 중동 3개국 방공망에 배치되며 해당 국가로 장거리 지대공 유도무기(L-SAM)에 대한 추가 수출 가능성도 커질 것으로 기대되고 있다. 24년 1분기 수출 비중은 전체 매출의 42.7%로 지난해 1분기(19.5%)와 비교해도 약 2배 증가한 수치이며, 24년 1분기 수주잔고는 19조 2876억원으로 전년 1분기(11조 8261억원) 대비 63.1% 증가했다.

자료 1. 내수 및 수출 비중 추이 (단위: %)



자료: DART

자료 2. 수주 계약 현황

분류	공시명	공시 일자	계약 기간 (분기)	계약 금액 (십억원)
정밀타격 (PGM)	**M-SAM(천궁-II) 수출 계약(이라크)**	**2024-09-20**	**-**	**3713.5**
	24년 현궁 / 24.06-27.11	2024-06-25	14	144
	청상어 검사정비 PBL / 24.06-29.06	2024-06-25	20	84
	함대공유도탄-II 체계개발 / 24.03-30.12	2024-03-14	27	300.6
	사우디향 천궁-II 수출	**2024-02-07**		**4339.8**
	근접방어무기체계(CIWS)-II 외 15항목 / 21.11-30.12 [정정]	2023-12-06	37	322.9
	천궁II (철매-II 성능개량) 유도탄 2차 양산 / 23.12-27.05	**2023-12-06**	**15**	**515.7**
	130mm 유도로켓 3차 양산 / 23.11-27.12	2023-11-29	17	93.6
	피아식별장비 성능개량사업(천궁/천궁II) / 19.07-24.06 [정정]	2023-10-26	20	57.7
	폴란드 K2전차 수출사업 / 23.09-25.12	2023-09-21	9	84.8
	130mm 유도로켓-II 체계개발 / 23.06-27.12	2023-06-29	18	111.1
	함대함유도탄 5차 양산 외 5항목 / 23.06-27.12	2023-06-26	18	220.6
	유도탄 2차 양산 외 6항목 / 23.06-26.12	2023-06-26	14	133.5
	장공지 체계통합부 시제 / 22.12-28.09	2022-12-29	23	43.4
	중어뢰-II 2차 양산 / 22.12-27.12	2022-12-28	20	319.8
	대함유도탄방어유도탄 2차 양산 / 22.12-27.12	2022-12-28	20	350.8
	자항기뢰 후속양산 / 21.12-23.12 [정정]	2022-12-20	8	84.4
	철매-II 성능개량 양산사업 / 18.09-24.05 [정정]	2022-12-15	23	478.3
	대함유도탄방어유도탄 최초양산 / 19.12-23.07 [정정]	2022-11-29	15	75.5
	장사정포요격체계 탐색개발 체계종합 / 22.11-24.07	2022-11-16	8	10.3
	현궁 체계 3-2차 양산 / 22.11-25.12	2022-11-04	13	86
	경어뢰-II 체계개발 / 22.08-29.07	2022-08-11	29	140.8

정밀타격 (PGM)	19년 보병용중거리유도무기(현궁) 체계 3차 양산 / 19.12-25.12 [정정]	2022-06-24	24	524.5
	M-SAM(천궁-II) 수출 계약 (UAE)	2022-01-17		2597.4
	130mm 유도로켓 2차양산 외 / 21.12-25.12 [정정]	2021-12-29	16	63.7
	소형무장헬기 공대지유도탄 계약 / 15.12-22.12 [정정]	2020-12-30	28	33.2
	20년 2.75인치 유도로켓 3차양산 / 20.12-24.12	2020-12-23	16	44.5
	17년 보병용중거리유도무기(현궁) 체계 2차 양산 / 17.12-20.08 [정정]	2020-05-27	11	217.9
	무기체계 시제 / 20.03-24.11	2020-03-16	19	44.1
	중어뢰-II 최초양산 / 20.03-22.12	2020-03-13	11	87.4
	L-SAM 체계개발 체계종합 시제 / 19.12-24.10	2019-12-30	20	82.4
	피아식별장비 성능개량사업(신궁 등) / 19.09-24.12	2019-09-27	21	172.3
	장거리지대공유도무기계약 / 15.12-19.09 [정정]	2019-02-28	15	41.5
	30mm 복합대공화기 (신궁 등) / 18.12-24.12	2018-12-27	24	81
	자항기뢰 / 18.12-21.12	2018-12-19	12	72.2
	18년 비호 창정비 / 18.12-22.12	2018-12-18	16	44.2
	30mm 복합대공화기 2차 양산 / 18.12-24.12	2018-12-18	24	76.7
	신궁 양산 / 15.12-22.11 [정정]	2018-12-18	28	141.1
	유도탄외 21항목 / 18.12-22.12	2018-12-17	16	147.9
	장거리대잠어뢰(홍상어) 3차 양산 / 18.11-21.12	2018-11-08	13	49.2
	제어부, 유도탄용 (천무 관련) / 18.04-20.12	2018-04-11	11	198
	16년 보병용 중거리 유도무기(현궁) 체계 초도양산 / 16.12-18.01 [정정]	2017-12-15	6	32.7
	전술함대지유도탄 계약 / 15.11-19.03	2015-11-26	14	98.9
	항공관제레이더(par) 후속 양산 / 20.11-24.03 [정정]	2023-10-13	14	35.4
	해군음향정보관리체계-II 사업 / 23.10-28.10	2023-10-06	20	58.5
	FA-50 폴란드 GF 사업용 RADAR / 23.06-25.11	2023-06-14	10	60.5
	초소형위성체계 군지상체 / 23.05-30.11	2023-05-18	31	90.1
	광개토-III Batch-II 통합소나체계 체계종합/함상장비 시제 / 16.12-24.10 [정정]	2023-01-17	32	62.4
	대포병탐지레이더-II 양산사업 / 18.08-24.04 [정정]	2022-06-14	24	249
	국지방공레이더 후속양산사업 / 21.12-27.04	2021-12-24	22	230.3
	원거리탐지용 음향센서 외 4항목 / 21.12-26.06	2021-12-23	18	167.1
감시정찰 (ISR)	소나체계 / 19.12-27.09 [정정]	2021-12-13	31	103.9
	소나체계 / 21.12-28.12	2021-12-13	28	62.2
	해상감시레이더-II 양산사업 외 / 21.05-26.09	2021-05-14	22	163.9
	구축함(KDDX) 소나체계 예인소나 송수신장비 시제 / 20.12-29.11	2020-12-23	36	43.8
	구축함(KDDX) 소나체계 체계통합/함상장비 시제 / 20.12-29.11	2020-12-23	36	44.2
	장보고-I 성능개량 후속양산 사업 / 20.12-24.12	2020-12-21	16	71.8
	항만감시체계 체계종합/육상부 시제 / 15.11-19.12 [정정]	2019-10-28	17	61.3
	항만감시체계 수중부 시제 / 15.11-19.12 [정정]	2019-10-28	17	41.6
	자재거래개별계약(선체고정형음탐기 외 4종) / 19.05-23.08	2019-05-16	18	59.6
	국지방공레이더 / 18.12-21.12	2018-12-19	12	59.2
	공지통신무전기 성능개량사업용 SATURN/HQ RADIO / 23.12-27.12	2024-01-02	16	139.5
	인도네시아 경찰 헬기 수리부속 사업 / 23.04-26.06 [정정]	2023-12-22	13	198.4
	MUAV 지상통제기기 등 장비 3종 / 23.12-27.07	2023-12-20	15	95.7
	KPS 검증용 지상시스템 장비제작 및 체계종합 용역 / 23.10-28.12	2023-10-25	21	52.3
항공/전자 (AEW)	KF-21 최초양산 항전장비 7종 / 24.10-27.07	2024-10-31		10.1
	KF-21 최초양산 통합전자전장비 2종 / 24.10-27.12	2024-10-31		15.6
	상륙기동헬기 양산계약 / 16.12-23.10 [정정]	2023-08-29	28	40.8
	함정용전자전장비-II 체계개발사업 / 22.12-29.12	2022-12-20	28	242.9
	백두체계능력보강 2차사업 구성품 개발 / 22.04-26.12	2022-04-08	19	314.1
	훈련기 사업용 구매품 / 19.12-23.07	2019-12-13	15	84.7
	수리온3차 양산계약 / 16.12-22.02	2016-12-30	21	108.5
	KF-X 체계개발 EW Suite / 16.10-26.06	2016-10-31	39	114.6
	인도네시아 경찰 보안용 통신망 구축사업 / 22.12-25.12 [정정]	2024-01-02	12	205.7
	인도네시아 경찰 다대역 통신망 구축사업 / 22.12-25.12 [정정]	2024-01-02	12	192.9
	23년 TMMR(차량탑재형, 군용 무전기) / 23.12-26.11	2023-12-22	12	71.8
	TMMR 2차 양산 / 23.12-25.12	2023-12-22	8	856.6
	23년 무전기세트 외 3항목 / 23.12-26.10	2023-12-22	12	64.3
	고성능 성능개량 단말 등 4종 / 21.12-25.12	2021-12-27	16	163.7
지휘통제 (C4I)	인도네시아 경찰 통신시스템 공급사업 / 20.05-23.12 [정정]	2021-12-08	15	159.2
	무전기세트 외 1항목 / 21.11-23.08	2021-11-17	8	47
	군위성통신체계-II(함정용) 납품 계약 / 21.04-24.12 [정정]	2021-11-03	15	10.4
	군위성통신체계2(다대역 등) 외 17항목 / 21.09-25.12	2021-09-15	17	214.6
	20년 (기동)FM무전기세트 / 20.12-23.06	2020-12-21	10	46.6
	TICN Block 1-2 TMMR 최초양산 / 20.12-21.12	2020-12-18	4	10.6
	작전/교전통제소 시제 / 20.02-24.10	2020-02-25	20	69.3

자료: DART, 하나증권

국내무기 최초 미국 진출

한편, 동사의 유도로켓 '비궁'은 국내 개발 무기체계 최초로 미국 수출 가능성이 높다. 비궁은 2020년 4월 국내 개발 유도무기 중 최초로 FCT(해외비교성능시험) 프로그램을 통과했다. 명중률 또한 FCT시험 전 단계에서 100%를 기록하였다. '비궁'은 양산 시 로켓 1발당 가격은 4000만원 수준으로, 미군의 주력 미사일인 록히드마틴의 '헬파이어' 대비 3분의 1 수준이다. 뿐만 아니라 비궁은 포드 당 4발 밖에 못다는 헬파이어 대신 포드 당 19발씩 연사가 가능하다. 최초 도입규모는 미지수이나 최종 규모는 약 4조원 수준으로 추산된다. 미국 수출은 미국을 교두보로 미국 상호협력국 FVEY(미국, 영국, 캐나다, 호주, 뉴질랜드) 혹은 AUKUS(미국, 호주, 영국)으로의 진출 효과를 기대할 수 있기 때문에 더욱 의미가 있다.

자료 3. 비궁

자료: 매일경제 보도자료

3. 현대전에 적합한 무기

현대전 대세는 정밀유도무기(PGM)

앞서 산업분석에서 언급했듯, 현대전에서는 병력 손실을 줄이면서도 작전 성공률을 높이며, 민간 피해를 최소화할 수 있는 정밀유도무기(PGM)가 적극 활용되고 있다.

러-우 전쟁에서 사용된 대전차 미사일 '재블린' 물량이 부족해지면서 이와 유사한 무기체계인 동사의 '현궁'이 전세계적으로 주목 받았다. 현궁 은 중동에서 재블린보다 우수한 미사일로 큰 호평을 받고 있다. 재블린보다 반응 속도가 빠르며 대당 납품가도 반값 정도이다.

최근 중동전쟁에서는 이스라엘군이 '벙커버스터'라 불리는 폭탄을 활용한 정밀 공습을 통해 헤즈볼라의 지도자 나스랄라를 암살한 사건이 있었다. 또한 미사일, 항공, 드론 등 공중 공격을 막기 위한 미사일 방어체계를 구축에 대한 중요성이 커지고 있다. 지난 3월 이스라엘은 '아이언 돔'이라는 방공체계를 통해 이란이 폭격한 300대 가량의 드론과 미사일 중 99%가량 막아냈다.

천궁-II로 'K-방공망 벨트' 형성

동사의 '천궁-II'는 항공기와 탄도미사일을 모두 요격할 수 있는 무기 체계로 최대 음속의 5배로 날아가 표적에 직접 부딪혀 파괴한다. 이러한 요격체계는 전 세계적으로 일부 국가에서만 개발에 성공한 최첨단 기술이 적용되었을 뿐만 아니라 수출국 현지 상황에 맞춰 개량할 수 있다는 점 역시 매력적이다. 지난 해 UAE에 수출된 천궁-II 역시 중동 현지 환경에 맞춰 개량된 버전이다. 동사는 UAE, 사우디, 이라크에 천궁-II 수출에 성공해 중동 주요 3국 하늘을 지키는 'K-방공망 벨트'를 완성하게 되었다. 과거 세계 최고 수준의 미국 방산업체도 중동 무기 현지화 5년 넘게 걸렸지만, 동사는 1년 만에 성공했다. 천궁-II는 가격 또한 상대적으로 저렴하다. 요격 미사일 한 발 가격이 15억 원으로, 성능이 동급인 미국 '패트리엇(PAC-3) 미사일'의 3분의 1 수준이다.

자료 1. 이스라엘 방어체계 '아이언돔'

자료: 매일경제 보도자료

자료 2. 이스라엘 '벙커버스터'

자료: 연합뉴스 보도자료

자료 3. 현궁 및 재블린 비교

제품명	FGM-148 재블린	AT-1K 현궁
사진		
개발 업체	미국 록히드마틴, 레이시온 테크놀로지스	LIG넥스원, 한화
개발 연도	1999년	2015년
유효 사거리	2km	2.5km
중량	28.7kg	13kg
화력	900km 장갑 격파 가능	900km 장갑 격파 가능
탄두	이중성형작약(탠덤) 탄두	이중성형작약(탠덤) 탄두
조준방식	냉각식 적외선 CCD, 발사까지 30초 소요	비냉각식 적외선 CCD, 즉각 발사 가능

자료: 각사 IR자료, 보도 자료

자료 4. 천궁-II 및 주요 경쟁제품 비교

	PAC-3	SM-3	천궁-II
사거리	20~40km	500km	40km
유효고도	40~50km	160km	40~50km 이상
속도	마하 5	마하8	마하 4~5
요격대상	전투기, 순형미사일, 탄도미사일	탄도미사일	탄도미사일
요격방식	직접충돌요격	직접충돌요격	직접충돌요격
가격(한발당)	40~60억원	150억원 이상	15~17 억원

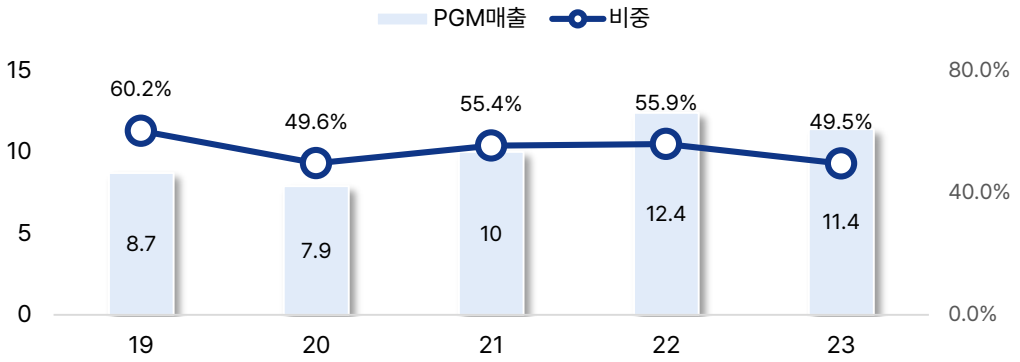
자료: 각사 IR자료, 보도 자료

유망한 정밀유도무기 시장

동사의 주력상품인 정밀유도무기(PGM)는 전체 매출 부문의 약 54% ('19년~'23년 평균)을 차지하고 있으며 매출액도 성장세를 보이고 있다. 세계 정밀유도무기(PGM) 시장규모는 2023년 386억 달러에서 2033년 739억달러로 CAGR 6.7% 성장할 것으로 예상된다.

자료 5. PGM 부문 매출 및 비중 추이

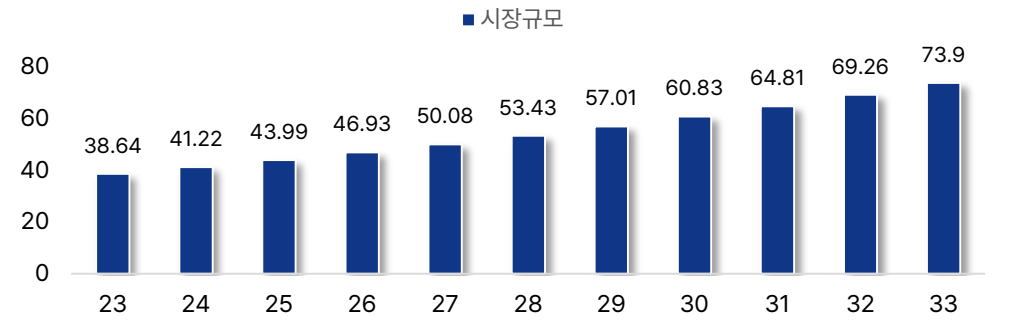
(단위: 조원,%)



자료: DART 사업보고서

자료 6. 세계 PGM 시장규모 전망

(단위: USD bn)



자료: precedence research

미래전을 선도할 동사

동사는 미래전에 대비한 무인 무기체계에 대한 개발도 진행중이다. 지난 2015년부터 무인수상정 '해검'을 개발해 왔으며 '비궁'은 소형 무인수상정에 탑재가 가능하다. 특히 '해검'은 이번 9월 방위사업청이 공고한 '정찰용 무인수상정 체계개발사업'에서 최종 우선협상대상자로 선정되어 국내 무인수상정 개발을 선도하게 되었다. 또한 동사는 미국 다족보행로봇 전문기업 '고스트로보틱스'의 총 지분 중 60%를 인수했다. 고스트로보틱스가 개발한 로봇 강아지 '비전60'은 미 육·공군 등에서 실제 작전에 동원되고 있으며 대한민국을 비롯해 영국, 일본, 이스라엘, 독일 군대에서 시범 도입 및 시험운용을 진행 중이다. 최근 현대전 양상을 통해 알 수 있듯 전장의 무인화는 급속하게 진행 중이며 이러한 무인 무기체계에 대한 수요 역시 급증할 전망이다.

자료 7. 임무수행 중인 '비전60'

자료: 조선비즈 보도자료, 미 국방부 제공

자료 8. 무인수상정 '해검'

자료: 한국경제 보도자료

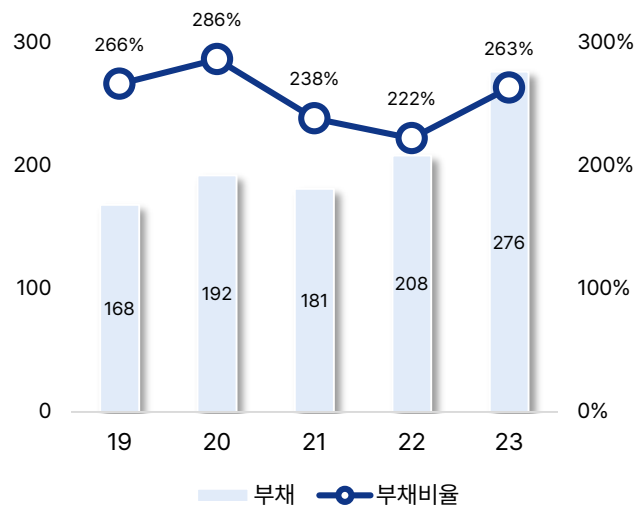
4. 리스크

1. 높은 부채비율

높은 부채비율, 걱정은 금물

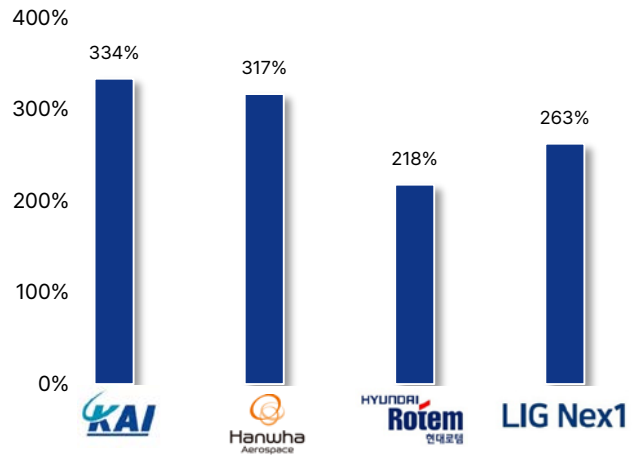
동사의 23년 기준 부채는 약 2조 7633억 원이며 부채비율은 263%로 부채 위험이 큰 듯 보인다. 일반적으로 부채비율이 높다는 것은 기업이 자산을 운용하는 데 있어 자본보다 부채에 더욱 의존하고 있음을 의미한다. 이 경우 재무 안정성 저하나 도산 위험의 증가와 같은 리스크에 노출될 우려가 있다. 하지만 선수금의 비중이 높은 방산업의 특성상, 높은 부채비율은 방산 기업의 리스크라 보기 힘들다. 방산 기업들은 주로 수주 계약을 체결하여 선수금을 수취하고, 제품을 제작하여 납품한 뒤 잔금을 수취한다. 따라서 부채비율 중 선수금의 비중이 크다면 앞서 언급한 리스크를 우려하지 않아도 된다. 동사의 부채비율은 23년 기준으로 국내 방산 4사 (동사, KAI, 한화에어로스페이스, 현대로템)와 비교했을 때 2번째로 낮다. 하지만 동사의 전체 부채 중 선수금이 차지하는 비율은 약 63%로 4사 중 가장 높다. 국내 방산 4사 중 가장 효율적인 운영을 하고 있는 셈이다.

자료 1. 부채 및 부채비율 추이 (단위: 십억원,%)



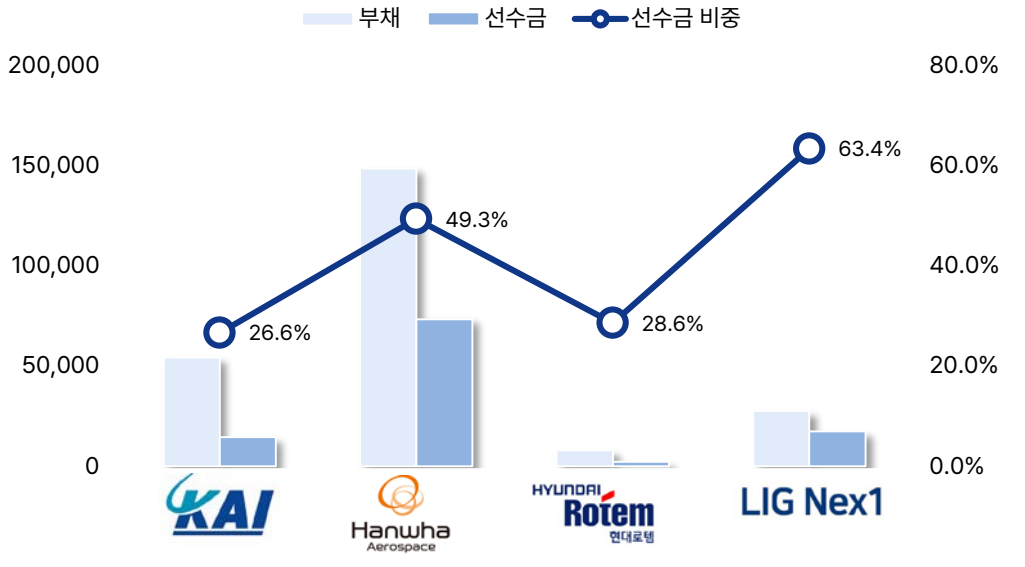
자료: DART 사업보고서

자료 2. '23 기준 방산 4사 부채비율 비교 (단위: %)



자료: DART 사업보고서

자료 3. '23 기준 방산 4사 부채 대비 선수금 비중 (단위: 억원,%)



자료: DART 사업보고서

2. 분쟁 완화의 가능성

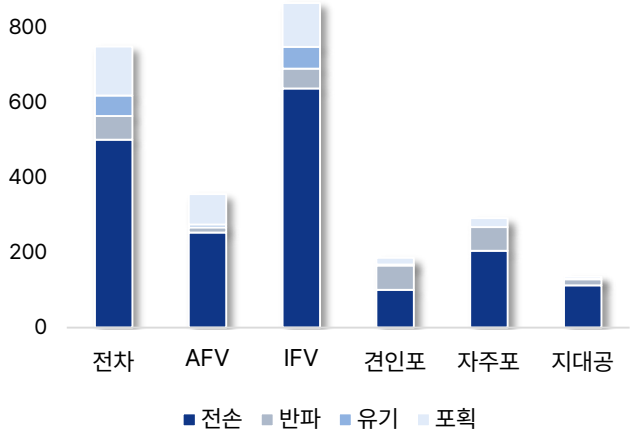
끝이 보이지 않는 갈등

러-우 전쟁, 중동 전쟁, 미-중 갈등 등 세계 안보환경이 악화되면서 국내 방위산업은 역사상 최대 호황을 누리고 있다. 이에 따라 분쟁 기조가 완화될 시 방위산업의 성장이 둔화될 것이라는 우려가 제기된다. 3년째 지속중인 러-우 전쟁 전망과 관련해서 협상에 의한 휴전 혹은 국제전으로의 확전의 가능성이 거론된다. 협상에 의한 휴전을 하더라도 한국의 6·25전쟁 당시 정전 협상이 2년 1개월만에 타결된 사례를 보아 협상, 결렬, 재협상을 반복하는 과정을 거칠 가능성이 농후하며 조기 타결은 어려울 것으로 예상된다.

또한 한국도 휴전 이후 지속적인 국방비 지출이 나타났듯, 휴전 이후에도 우크라이나를 비롯한 주변국들 역시 무기에 대한 수요는 지속될 것으로 예상된다. 자료1의 러-우전 중 우크라이나측 무기 손실량만 보더라도 전후 재건 과정에서 상당한 무기 수요가 지속될 것임을 예상할 수 있다. 또한 이스라엘-헤즈볼라는 지난 26일 60일 동안의 휴전에 합의했지만, 중동국들 간의 종파 갈등은 40년 이상 지속되고 있기에, 분쟁은 쉽게 종결되지 않을 것으로 예상된다. 실제로 이스라엘은 휴전 발효 이틀만에 헤즈볼라를 공습하였고 양측이 서로 상대방이 먼저 휴전합의를 어겼다고 주장하면서 휴전이 무효화될 우려가 높아지고 있다.

자료 1. 러-우전 중 우크라이나측 무기 손실량

(단위: 대)



구분	전차	AFV	IFV	견인포	자주포	지대공
전손	501	254	637	101	205	113
반파	63	13	53	65	63	16
유기	54	8	58	2	-	1
포회	131	81	117	18	24	6
총합	749	356	865	186	292	136

자료: ORXY, 하이투자증권 리서치본부

자료 2. 러-우 전쟁 중 러시아의 공습

자료: BBC 뉴스

자료 3. 이스라엘-헤즈볼라 휴전 중 공습

자료: 한국경제 보도자료

트럼프 당선: 방산 수출의 도전이자 기회

한편, 트럼프 당선에 따라 동맹국과의 안보 협력보다는 자국 중심의 방위산업 공급망을 강조할 것으로 전망됨에 따라 일부 방산 수출 리스크도 예상되는 상황이다. 그러나 이러한 자국 우선주의는 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어질 가능성이 있다. 지정학적 리스크가 확대된 국가는 자체적인 방어 시스템을 구축하기 위해 방위비를 증액할 것이며, 이는 방산 수출의 기회로 이어지게 되는 것이다.

5. 밸류에이션

1. Justified PBR 방식 적용

방산업 맞춤 가치평가

동사의 비교가치 평가법으로는 Justified PBR을 적용하였다. 방산업은 자본집약적 성격을 띄고 있으며 수주를 받은 후 그것을 실제 매출과 영업이익으로 인식하기까지 오랜 기간이 소요된다. 또한 안정적인 기업 운영에 있어 자본건전성이 중요하기에 ROE(자기자본이익률)을 고려할 필요가 있다. 따라서 Justified PBR의 공식에 따라 ROE를 활용하여 기업가치를 산출하였다. ROE는 듀퐁 분석에 따라 매출액순이익률, 총자산회전율, 부채비율로 세분화하여 고려하였다. 이를 통해 기업의 수익성, 활동성, 안정성을 종합적으로 반영하여 기업의 내재가치를 산출할 수 있다.

수식 1. 듀퐁 분석에 따른 ROE 계산식

$$\boldsymbol{ROE} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{자기자본}} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{매출액}} \times \frac{\text{매출액}}{\text{총자산}} \times \frac{\text{총자산}}{\text{자기자본}}$$

$$= \text{매출액순이익률} \times \text{총자산회전율} \times (1+\text{부채비율})$$

고마워요 고든씨

Justified PBR의 계산식은 'Gordon Growth Model'에 근거하여 유도하였다. 해당 모델을 통해 기업의 ROE와 성장률(g), 요구수익률(r)과 같은 재무지표들을 연결하여 PBR이 기업의 수익성과 성장성, 리스크 등을 반영하도록 유도할 수 있다.

수식 2. Gordon Growth Model에 근거한 Justified PBR 공식 유도

$$P_0 = \frac{D_1}{r-g}$$

$$b = 1 - \frac{D_1}{E_1} \qquad g = b \times ROE$$

$$ROE = \frac{E_1}{B_0} \qquad E_1 = B_0 \times ROE$$

$$P_0 = \frac{D_1}{r-g} = \frac{E_1(1-b)}{r-g} = \frac{B_0 \cdot ROE(1-b)}{r-g}$$

$$\boldsymbol{Justified\ PBR = \frac{P_0}{B_0} = \frac{ROE - ROE \cdot b}{r-g} = \frac{ROE - g}{r-g}}$$

P_0 : 0기 주가
D_1 : 1기 배당금
r : 요구수익률(K_e)
b : 유보율
g : 성장률
E_1 : 1기 EPS
B_0 : 0기 BPS

요구수익률의 추정

또한 주식의 요구수익률(K_e) 즉, 자기자본비용(Cost of Equity, COE)을 도출하기 위해 CAPM 계산식을 활용하였다. 해당 계산식을 통해 기업의 위험과 시장의 위험을 반영하여 정당한 요구수익률을 산출할 수 있다.

수식 3. CAPM 계산식

$$E(R_i) = R_f + B_i[E(R_m) - R_f]$$

- 주식의 요구수익률(K_e) 즉, 자기자본비용(Cost of Equity, COE)을 도출하는 모형
- R_f 는 무위험 이자율, B_i 는 주식의 베타를 의미
- $E(R_m)$은 시장의 기대수익률, $E(R_m) - R_f$ 는 시장 위험 프리미엄을 의미

2. 12M Fwd ROE 산출을 위한 자본 추정

향후 ROE 계산

Justified PBR의 계산식에 따라 12M Fwd ROE를 사용해 12개월 후 목표주가를 산출하고자 한다. 따라서 추정 손익계산서를 통해 25년 추정 당기순이익을 산출하고 25년 추정 자기자본을 산출하여 12M Fwd ROE를 산출하였다.

자본총계 추정 방식은 다음과 같다. 먼저 23년 기말 자본을 24년 기초 자본으로 두고, 24년 추정당기순이익에 유보율을 곱하여 24년 기말 자본을 구하였다. 25년의 경우에도 동일한 방식으로 계산하였다. 이후 25년 추정 기초자본과 기말자본의 평균잔액을 25년 추정 자기자본으로 사용하였다. 유보율의 경우 동사가 IR자료에서 발표한 목표 배당성향 25%를 이용하여 75% (1-0.25)로 산정하였다.

3. 매출액 추정

매출은 순항 중

매출액의 경우 내수와 수출로 나누어 추정하였다. 내수 매출의 경우 동사의 기존 매출액에 동사의 국내 방위력개선비 대비 점유율 성장세를 가산하였고, 수출의 경우 25년부터 인식하게 될 동사의 해외 수주 매출을 산술평균하여 가산하였다. 3가지의 주요 해외 수주 모두 PGM 부문에 해당하므로 이외의 사업 부문은 국내 매출액만을 반영하여 추정하였다.

24년 매출액의 경우 이미 3분기 실적 발표가 나왔고 이전 19년부터 23년까지 5개년의 매분기 매출액을 분석해본 결과 계절성이 파악되지 않아 3분기 누적 매출액을 3으로 산술평균한 후 4로 곱하여 추정하였다.

내수 매출액 추정 과정은 다음과 같다. 앞서 언급했듯 국내 방위력개선비는 점차 증가하는 추세이며 대내외 상황을 고려하면 앞으로도 증가할 전망이다. 이렇듯 증가하는 국내 방위력개선비에 대비한 동사의 매출액을 통해 동사의 국내 방산업 시장 점유율을 계산하였다. 동사의 점유율은 19년 7.47%에서 23년 10.67%까지 성장하며 국내 방위력개선비의 증가세보다 빠르게 증가하였다. 따라서 국내 방위력개선비 대비 점유율의 과거 5개년 CAGR인 9.32%를 적용하여 향후 국내 매출액을 추정하였다.

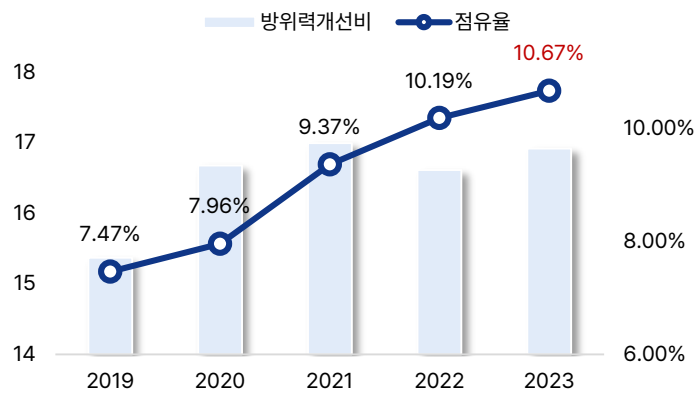
자료 1. 국내 매출액 추정

(단위: 백만원)

구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
국내 매출액	1,266,530	1,439,757	1,739,580	1,814,791	1,950,124	2,067,784	2,260,501	2,471,180
YoY		*13.68%*	*20.82%*	*4.32%*	*7.46%*	*6.03%*	*9.32%*	*9.32%*

자료: Dart, 자본시장연구회 3팀

자료 2. 국내 방위력개선비 및 동사 점유율 추이



자료: 국방부, 통계청 (단위: 조원,%)

자료 3. 24~27년 한국 국방비 추정치

연도	24	25	26	27	28
국방비	59.4	61.6	70.0	74.8	80.0
방위력 개선비	17.7	18.7	22.3	25.6	28.9
방위력 개선비 비중	29.8	30.7	31.9	34.2	36.1

자료: 국방부, 통계청 (단위: 조원,%)

기대되는 25년

수출의 경우 향후 인식하게 될 3가지의 주요 해외 수주 매출액을 추정하였다. 이는 모두 '천궁-II'에 대한 수주로, 해외 수주에 대한 수주 기간 및 진행률이 기밀사항인 관계로 공개되지 않아 과거 동사의 '철매-II(KM-SAM) 성능개량 양산사업'의 수주기간인 약 6년을 기준 삼아 자체적으로 추정하였다. '철매-II'는 천궁-II의 프로토 타입으로 이를 통해 천궁-II의 납기일을 예측해볼 수 있다. 또한 다만 이번 천궁-II 수주는 첫 대규모 해외수주라는 점을 감안하여 보수적 추정치인 7년으로 가정하였다. 25년부터 천궁-II의 본격적인 양산이 예상된다는 언론 보도와 UAE와 사우디부터 순차적으로 납기할 것이라는 가장 하에 아래와 같이 추정하였다. UAE와 사우디는 25년부터 31년까지, 이라크는 26년부터 32년 까지 순차적으로 납기가 완료될 것으로 보았다. 결과적으로 25년부터 32년까지 전체 수주 금액을 7로 산술 평균한 값을 매년 매출로 인식할 것이라고 추정하였다.

자료 3. 연도별 해외 수주 매출 인식 추정 (단위: 억원)

상대국	전체 금액	25	26	27	28	29	30	31	32
UAE	26,000	3,714.29	3,714.29	3,714.29	3,714.29	3,714.29	3,714.29	3,714.29	-
사우디	44,000	6,285.71	6,285.71	6,285.71	6,285.71	6,285.71	6,285.71	6,285.71	-
이라크	37,000	-	5,285.71	5,285.71	5,285.71	5,285.71	5,285.71	5,285.71	5,285.71
합계	107,000	10,000	15,286	15,286	15,286	15,286	15,286	15,286	5,286

자료: Dart, 자본시장연구회 3팀

지속적인 매출 성장세

최종적으로 추정한 동사의 매출액은 다음과 같다. 동사는 25년의 경우 본격적인 해외수주 매출 인식을 통해 24년 대비 44.89%에 이르는 매출액 성장세를 보일 것으로 예상된다. 26년 매출액도 전년 대비 20.01% 상승할 것으로 예상되어 향후 지속적인 매출액 성장이 예상된다.

자료 4. 매출액 추정 (단위: 백만원)

구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,452,651	1,600,344	1,822,194	2,220,752	2,308,571	2,811,356	4,073,285	4,888,188
YoY	*-1.68%*	*10.17%*	*13.86%*	*21.87%*	*3.95%*	*21.78%*	*44.89%*	*20.01%*
PGM	874,499	793,870	1,009,166	1,241,571	1,142,759	1,079,751	2,180,349	2,818,891
ISR	284,211	479,014	372,801	315,462	357,447	452,467	494,622	540,705
AEW	140,669	191,741	211,830	234,439	257,721	325,357	355,670	388,807
C4I	128,830	106,874	197,437	398,007	496,981	889,940	972,854	1,063,493
기타	24,442	28,845	30,960	31,273	53,663	63,841	69,789	76,291

자료: Dart, 자본시장연구회 3팀

4. 매출원가 및 판매비와관리비 추정

자료 1. 매출원가 및 판매비와관리비 추정

(단위: 백만원)

구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,452,651	1,600,344	1,822,194	2,220,752	2,308,571	2,811,356	3,983,370	4,694,481
매출원가	1,314,677	1,410,664	1,590,624	1,894,210	1,961,779	2,402,613	3,351,050	3,887,587
매출원가율	*90.50%*	*88.15%*	*87.29%*	*85.30%*	*84.98%*	*85.46%*	*84.13%*	*82.81%*
판매관리비	119,868	125,939	134,369	147,430	160,414	184,650	248,668	273,855
% of sales	*8.25%*	*7.87%*	*7.37%*	*6.64%*	*6.95%*	*6.57%*	*6.24%*	*5.83%*
인건비	53,501	60,005	65,109	68,044	76,152	83,809	86,994	90,300
YoY	*-2.92%*	*12.16%*	*8.50%*	*4.51%*	*11.92%*	*10.05%*	*3.80%*	*3.80%*
광고선전비	5,297	4,425	6,551	7,768	10,021	9,972	14,217	16,755
YoY	*25.07%*	*-16.45%*	*48.04%*	*18.57%*	*29.01%*	*-0.49%*	*42.57%*	*17.85%*
감가상각비	3,921	4,107	4,356	5,741	8,579	9,543	9,771	10,393
YoY	*53.40%*	*4.74%*	*6.06%*	*31.81%*	*49.43%*	*11.24%*	*2.39%*	*6.37%*
경상연구개발비	35,005	34,469	34,134	34,134	32,895	23,583	74,878	88,245
YoY	*16.60%*	*-1.53%*	*-0.97%*	*0.00%*	*-3.63%*	*-28.31%*	*217.51%*	*17.85%*
지급수수료	9,819	9,795	9,591	12,971	9,909	17,572	21,112	24,881
YoY	*-1.09%*	*-0.24%*	*-2.08%*	*35.24%*	*-23.61%*	*77.33%*	*20.14%*	*17.85%*
기타 판관비	12,325	13,137	14,629	18,772	22,857	40,171	41,697	43,282
YoY	*-18.83%*	*6.59%*	*11.35%*	*28.33%*	*21.76%*	*75.75%*	*3.80%*	*3.80%*

자료: Dart, 자본시장연구회 3팀

먼저 매출원가의 경우 19년부터 23년 까지의 과거 5개년 CAGR인 -1.56%를 적용하여 추정하였다. 동사의 최근 5개년 매출원가율은 감소세이며, 25년 '천궁-II'의 대규모 양산으로 더욱 개선될 것으로 전망된다. 국내 매출과 달리 매출원가율 개선폭이 보다 자유로운 해외매출의 비중이 증가한다는 점도 긍정적인 요소이다.

동사의 주요 판관비 항목인 경상연구개발비의 경우 19년부터 23년까지 5년 간 큰 변동을 보이지 않았으나 지속적인 R&D가 예상되고 향후 매출에 영향을 미칠 것으로 판단하여 과거 5개년 매출액 대비 경상연구개발비를 산술평균하여 매출액의 1.88%를 적용하였다.

기타 항목의 추정은 다음과 같다. 인건비의 경우 임금상승률 3.8%를 적용하였으며 기타 판관비는 물가상승률 3.8%를 적용하였다. 광고선전비와 지급수수료는 각각 과거 5개년 매출액 대비 비중을 산술평균하여 매출액의 0.36%와 0.53%를 적용하였다. 감가상각비의 경우 유형자산상각비와 무형자산상각비로 나누어 각각 과거 5개년 CAGR인 6.52%와 -2.06%를 적용한 후 합산하였다.

5. 영업외손익과 법인세비용 추정

영업외손익의 큰 변동성

최종적으로 금융손익과 기타손익을 합산하여 영업외손익으로 분류하였다. 금융손익과 기타손익 모두 증권 및 외환시장의 영향을 받는다는 점과 최근 5년 간의 변동성이 매우 컸다는 점을 고려하여 각각 5개년 평균값을 적용하여 추정하였다. 즉 금융손익은 약 -23억 6천5백만원을, 기타손익은 약 -28억 2천6백만원이 매년 동일하게 발생할 것으로 추정하였다. 법인세비용의 경우 동사의 영업이익에 해당하는 지방세 포함 적정 법인세율인 26.4%를 적용하여 계산하였다.

6. 추정손익계산서

앞선 추정치를 모두 반영하여 최종적으로 산정한 추정손익계산서는 자료 1과 같다.

자료 1. 추정손익계산서 (단위: 백만원)

구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,452,651	1,600,344	1,822,194	2,220,752	2,308,571	2,811,356	4,073,285	4,888,188
매출원가	1,314,677	1,410,664	1,590,624	1,894,210	1,961,779	2,402,613	3,351,050	3,887,587
매출총이익	**137,974**	**189,680**	**231,570**	**326,542**	**346,792**	**408,743**	**632,320**	**806,894**
판매비와관리비	119,868	125,939	134,369	147,430	160,414	184,650	248,668	273,855
영업이익(손실)	**18,106**	**63,741**	**97,201**	**179,112**	**186,378**	**224,093**	**383,652**	**533,039**
영업외손익	(4,350)	(24,856)	31,924	(21,340)	(1,376)	(14,633)	(5,191)	(5,191)
법인세차감전순이익(손실)	**13,756**	**38,886**	**129,125**	**157,772**	**185,002**	**209,460**	**378,461**	**527,848**
법인세비용(수익)	(10,571)	18,996	(24,069)	(34,832)	(10,040)	(13,506)	(101,284)	(140,722)
당기순이익(손실)	**3,185**	**57,881**	**105,055**	**122,940**	**174,962**	**195,954**	**277,176**	**387,126**

자료: Dart, 자본시장연구회 3팀

7. 최종 목표주가 산출

Justified PBR 계산식으로 주가 산출

Justified PBR 계산식을 사용하여 Target PBR을 산출하였다. 시장요구수익률의 경우 WMI500 연평균 수익률('01~'24)인 8.90%를 가정하였다.

자료 1. Target PBR 산출

항목	산출내역 (%,배)	비고
COE	**7.22**	
무위험수익률	2.90	최근 3개년 국고채 3년물 금리 평균
시장위험 프리미엄	6.00	시장요구수익률 – 무위험수익률
베타	0.72	당사 5년 월평균 베타
ROE	**21.27**	25E Fwd ROE
영구성장률	**3.20**	IMF 글로벌 GDP 성장률 전망치
Target PBR	**4.49**	

앞서 구한 25E Fwd 자본총계와 동사의 발행 주식 수를 이용해 25E Fwd BPS를 산출하였다. 최종적으로 적용 BPS와 Target PBR을 곱하여 동사의 12M 목표주가를 산출하였으며 동사에 대한 투자의견은 다음과 같다.

자료 2. 최종 목표주가(12M) 산출

항목	산출내역 (원, 억원, 주, 배)	비고
적용 BPS	**59,239**	25E Fwd BPS
25E Fwd 자본총계	13,033	
발행주식수	22,000,000	
Target PBR	**4.49**	
주당가치	**266,251**	적용 BPS X Target PBR
목표주가(12M)	**266,000**	

(주)LIG넥스원에 대한 투자의견

구 분	내 용
투자의견	BUY
목표주가(12M)	266,000원
종가(2024.12.04)	204,500원
상승여력	30.07%

End of Document

감사합니다.

Disclaimer

본 보고서는 소속 학회원들의 학습 목적으로 한국외국어대학교 경영대학 소속 금융학회 자본시장연구회(이하 "자본시장연구회")에 의해 작성되었으며, 그 외 다른 목적으로 사용될 수 없습니다.

본 보고서는 게시일 이전까지 신뢰할 수 있는 출처로부터 얻은 공개된 자료를 바탕으로 제작되었으며, 언급된 회사에 대한 내부 정보는 어떠한 형태로도 취득하거나 사용하지 않았습니다. 따라서, 자본시장연구회는 본 보고서에 포함된 자료 및 정보의 공정성, 정확성, 신뢰성에 대해 어떠한 보증도 제공하지 않으며 본 보고서 또는 그 내용의 사용으로 인해 발생하는 어떠한 손실에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

본 보고서에는 미래에 대한 추정치가 포함되어 있으며, 이는 과거가 아닌 미래 사건과 관계된 사항으로 다양한 가정에 기초한 예측일 뿐 실제 결과와 다를 수 있습니다. 이는 향후 경영환경의 변화 등에 따라 영향을 받으며, 본질적으로 불확실성을 내포하고 있는 바, 본 보고서에 기재되거나 암시된 어떠한 정보 및 견해도 투자 또는 의사결정의 근거로 활용될 수 없습니다.

본 보고서의 저작권은 전적으로 자본시장연구회에 귀속되며, 사전 허가 없이 본 보고서의 전부 또는 일부를 복제, 배포, 전송, 또는 상업적 목적으로 사용하는 행위는 엄격히 금지됩니다. 또한, 자본시장연구회 학회원을 제외한 제3자는 사전 동의 없이 본 보고서를 인용하거나 활용할 수 없습니다.

CMRC 자본시장연구회

E-mail: hufscmrc.official@gmail.com
Website: https://hufscmrc.wixsite.com/mysite
Instagram: hufs_cmrc