

2025년 11월 25일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 조선/기계/방산 Overweight(Maintain)

2026 조선/기계/방산 산업 전망:

# 옥석 고르기

조선/기계/방산/항공우주 이한결

gksruf9212@kiwoom.com



# Contents

Summary .....	p.03
I. 2026 방위산업 전망 .....	p.05
II. 2026 조선 전망 .....	p.18
III. 2026 건설기계 전망 .....	p.32
IV. 2026 전력기기 전망 .....	p.44
V. 기업분석 .....	P.55

- 현대로템(064350)
- 한화에어로스페이스(012450)
- 한국항공우주(047810)
- HD현대중공업(329180)
- HD한국조선해양(009540)
- 한화오션(042660)
- HD현대건설기계(267270)



# Summary



# Summary

## >>> **방산: 이제는 대세가 된 K-방산, 26년 수주 기회들은 더욱 많아질 것**

- 미국의 전력 공백에 유럽과 중동의 전력 보강이 시급, 26년에도 유럽/중동에서 수주 기회는 더욱 확대될 것으로 전망
- 이 외에도 아태, 중남미 지역에서도 군 현대화 및 노후 무기 교체 수요로 지속적인 수주 파이프라인의 발굴 기대
- 베스트셀러 수출 제품의 선호도는 여전, L-SAM/KF-21 등 신규 무기 체계의 수출 성과에도 주목이 필요한 시점

## >>> **조선: 기다리던 LNG선 발주 재개와 특수선 수주 모멘텀 본격화 전망**

- 美 LNG 수출 프로젝트가 확대되며 26년 LNG선 발주 재개 예상, 현재 국내 조선사의 건조 캐파를 감안할 때 선가 상승 기대
- MASGA 프로젝트가 구체화되는 과정에서 미국과의 조선업 협력 강화, 미 군함 및 MRO 사업 기회 확대될 전망
- 미 군함 사업을 제외하고도 북미, 중남미, 아태, 유럽, 중동 등 다양한 지역에서 군함 건조 수요가 증가하며 특수선 성장 본격화

## >>> **건설기계/전력기기: 건설장비 수요 턴어라운드 시작, 구조적인 전력기기/엔진 성장세**

- 유럽/아프리카를 중심으로 건설장비 수출 턴어라운드 시작, 26년 건설장비 실적 성장 기조는 유지될 것으로 판단
- 올해 부진했던 북미 지역 수요는 관세 불확실성 완화와 금리 인하 마무리, 견조한 인프라 투자로 26년부터 반등할 것으로 기대
- AI 데이터센터 투자 확대에 따른 전력 수요 상승 기조 지속 전망, 전력기기와 발전용 엔진의 구조적인 성장세가 이어질 것
- 전력기기 수급 불균형이 미국에 이어 유럽으로 확산될 것으로 판단, 유럽 지역에서의 수주 확대가 나타나며 실적 성장세 지속

## >>> **Top-pick: 한화에어로스페이스, 현대로템, HD현대중공업, HD현대건설기계**

**관심종목: 한국항공우주, HD한국조선해양, 한화오션**

# I. 2026 방위산업 전망

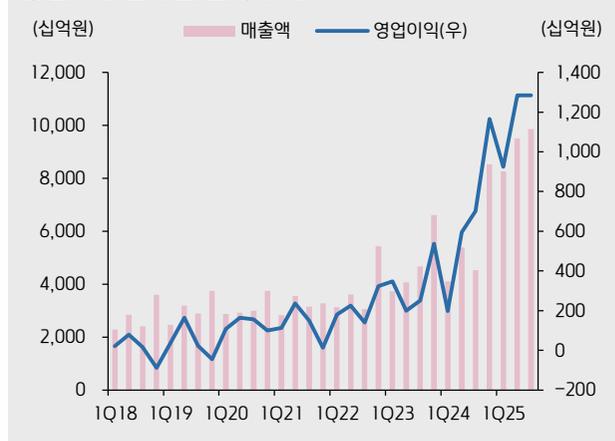


방산: 2025 Review

◎ 탄탄한 수주잔고에 기반한 수출 비중 확대로 호실적 지속

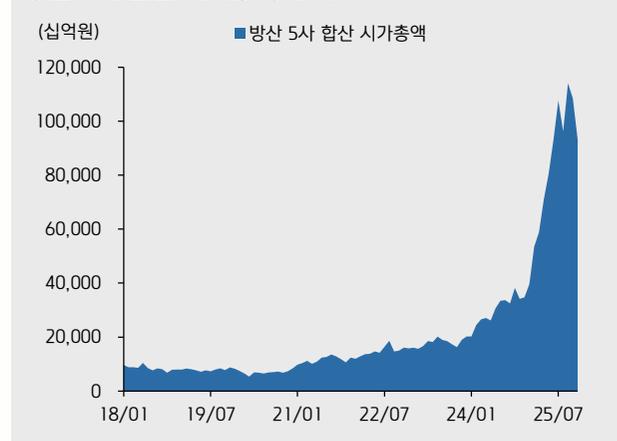
- 방산 5사의 3Q25 누적 매출액은 전년 동기 대비 97% 성장, 영업이익은 134% 증가하며 큰 폭의 실적 개선 지속
  - 22년 이후 수주했던 대규모 수출 사업들의 매출 인식이 늘어나며 큰 폭의 매출 성장과 이익 개선 견인
  - 국내 사업도 양산 사업의 견조한 성장세에 따른 매출 불륨 확대로 수익성 소폭 개선
  - 26년에도 수익성이 높은 수출 사업 비중이 늘어나지만 올해 성장 폭을 감안하면 이익 개선세 둔화는 불가피
- 실적 개선 및 글로벌 방산 지출 확대와 신규 수주 모멘텀에 힘입어 방산 5사의 합산 시가총액은 연초 대비 168% 증가
  - 다만, 3Q25 실적 발표 이후 일시적인 신규 수주 모멘텀 부재로 고점 대비 18% 조정 받으며 밸류에이션 매력도 상승

방산 5사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

방산 5사 합산 시가총액 추이

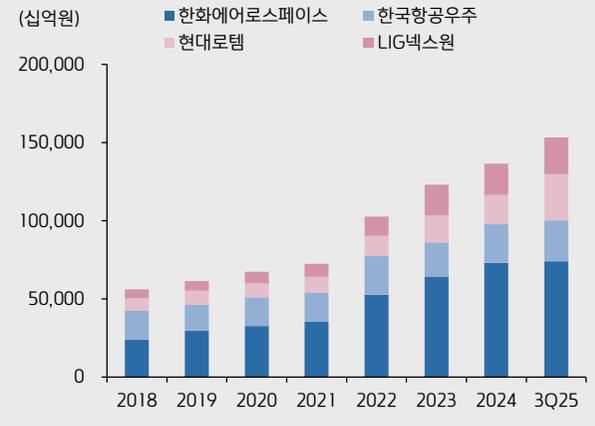


자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터  
 주: 한화시스템은 2019년 11월 상장

방산: K-방산 수주 경쟁력 강화, 수주잔고 확대 지속

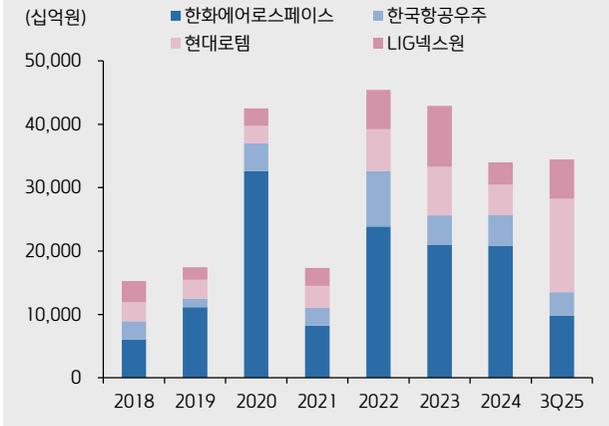
- ◎ 약 9조원 규모의 K2 2차 수출 계약 체결 등 올해도 견조한 신규 수주에 수주잔고 성장 흐름 유지
  - 3Q25 기준 방산 5사의 수주잔고는 약 153조원으로 24년말 대비 12.3% 성장
    - 신규수주는 약 34조원 달성, 24년 연간 신규수주와 유사한 규모로 견조한 수준으로 판단
  - 국내에서도 KF-21 후속 양산, L-SAM 양산, 전자기전 사업 등 다양한 사업들이 진행되며 국내 사업 뒷받침
  - 26년 이후 기대되는 방산 5사의 수주 파이프라인 고려할 때 수주잔고는 지속적으로 확대될 전망

방산 5사 수주잔고 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터  
 주: 한화에어로스페이스에 한화시스템 포함, 한화오션 미포함

방산 5사 신규수주 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터  
 주: 한화에어로스페이스에 한화시스템 포함, 한화오션 미포함

방산: 26년 기대 수출 파이프라인 점검

- ◎ 국내 무기 체계에 관심이 증가하며 26년 이후로도 다양한 해외 사업 파이프라인 발굴 예정
  - 동/북유럽, 중동, 아시아태평양, 중남미 등 다양한 지역에서 국내 방산 무기체계에 대한 관심 지속 증가
    - 사우디, 이라크, UAE 등 중동 지역에서 지상무기, 항공기, 방공망, 함정 등 국내 무기 체계 도입 전반에 관심
    - 루마니아의 신형 전차 및 보병전투장갑차 도입 사업에 K2 전차, 레드백 입찰 참여 예정
    - 페루도 전차, 전투기, 함정 등 다양한 국내 무기체계에 전반적인 관심 표명하며 공동 개발 등 협력 추진
    - 에스토니아, 노르웨이 등 동/북유럽 국가에서 천무 도입에 대한 관심 증가
  - KF-21의 순조로운 양산 진행 중, 공대공 탑재 무장 개발 속도가 앞당겨지며 중동 등 글로벌 관심 증가

국내 방산업체 기대 수출 파이프라인

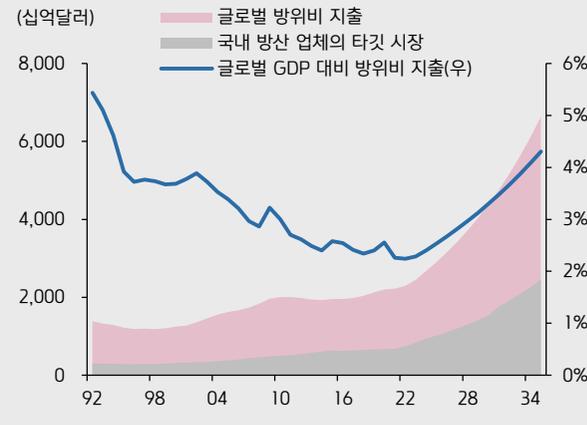
기업	무기	국가	내용
한화에어로스페이스	K9/천무/장갑차	사우디아라비아	사우디 군 현대화 사업에 참여, 26년초까지 우선협상대상자 선정 기대
	K9/천무	이라크	25년 4월 이라크 군 대표단이 한국을 방문하여 도입 논의
	K9	미국	자주포 현대화 사업(SPH-M) 진행, 5개의 후보군 중 하나로 선정
	천무	에스토니아, 노르웨이	빠른 납품을 원하는 북유럽 지역에서 천무 도입에 관심
	레드백	루마니아	약 300대 규모의 보병전투장갑차(IFV) 도입 사업 추진
한국항공우주	FA-50	이집트	36대 규모 수출 협상 진행 중(잠재 소요 100여대), 26년 계약 체결 기대
	FA-50	말레이시아	18대 규모의 2차 FA-50 도입 추진, 26년 계약 체결 기대
	FA-50	슬로바키아	조종사 양성을 위한 훈련기 교체 사업 기종으로 FA-50 도입 검토
	FA-50	페루	FA-50 20~24대 수주 계약 논의 중, KF-21에도 관심 표명
	수리온	UAE/이라크	총 1.7조원 규모의 회전익 최초 수출 계약 체결 기대
현대로템	KF-21	사우디아라비아, 필리핀, 폴란드, UAE	KF-21 사업 참여 희망
	K2	폴란드	26년 잔여 물량 640대 중 3차 계약 논의가 시작될 것으로 기대
	K2	이라크	약 250대 규모의 K2 전차 도입 검토
	K2	루마니아	신형 전차 216대 도입 확정, K2 전차가 유력 후보로 거론
LIG넥스원	K2/K808	페루	총 430대 규모의 전차/장갑차 도입 계획(145대 직도입, 285대 현지생산)
	L-SAM	사우디, UAE, 이라크	M-SAM에 이어 국내 방공망 체계 도입에 관심

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

방산: 글로벌 방위비 지출 증가에 잠재 수출 시장 확대

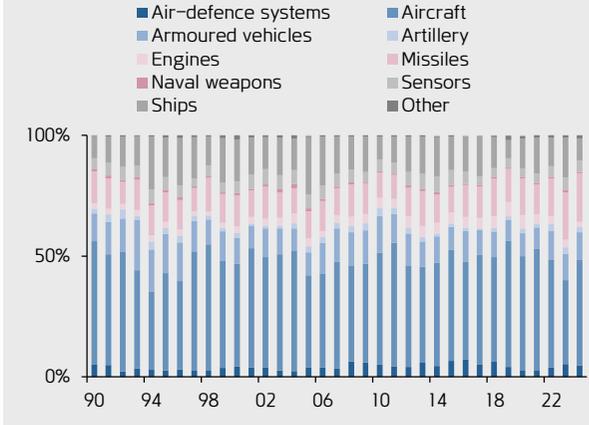
- ◎ 해소되기 어려운 글로벌 지정학적 긴장감, 향후 10년간 방위비 지출은 늘어날 것
  - 24년 글로벌 방위비 지출은 약 2.7조달러로 글로벌 총 GDP 대비 2.4% 수준으로 추정
  - 35년 글로벌 방위비 지출은 약 6.6조원으로 글로벌 총 GDP 대비 약 4.3%로 비중 확대가 나타날 전망
    - 러-우 전쟁 장기화와 미군 철수의 영향으로 유럽 지역과 중동 지역에서 방위비 지출이 큰 폭으로 증가할 전망
    - 특히, 미국의 요구와 NATO의 가이드라인을 고려하여 유럽은 중장기적으로 방산 지출이 GDP 대비 5%로 확대될 것
    - 미-중 갈등의 영향으로 중국의 방위비 지출 확대가 주변 국가를 자극하며 아/태 지역 방산 지출 경쟁 본격화
  - 국내 방산업체들의 잠재 수출 시장은 24년 940억달러에서 35년 2.4조달러로 161% 성장 전망
    - 유럽 지역 등 신규 수출 지역 확대와 수출 제품 라인업이 추가되며 시장 점유율 확대 기대
  - 최근 10년간 무기 체계별 시장 점유율은 항공기 44%, 지상, 화력 무기 31%, 함정 14%, 방공망 5%

글로벌 방위비 지출 전망 및 국내 방산 잠재 시장



자료: SIPRI, 키움증권 리서치센터  
 주) 국내 방산 업체의 타겟 시장은 아프리카, 중남미, 중동, 동/중앙유럽, 서유럽 일부, 아시아 일부 포함

글로벌 무기 체계별 시장 점유율 추이

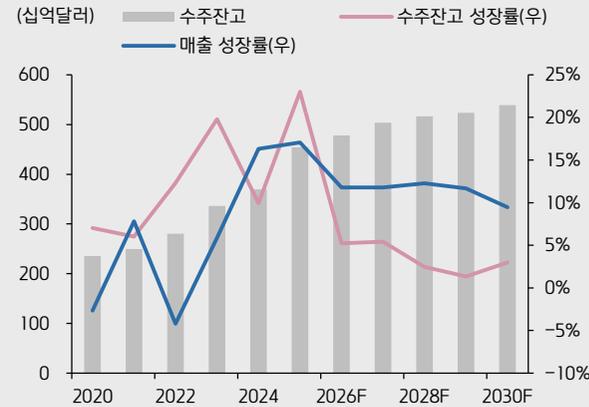


자료: SIPRI, 키움증권 리서치센터

방산: 미국/유럽 방산 업체의 수주잔고 성장세는 제한적

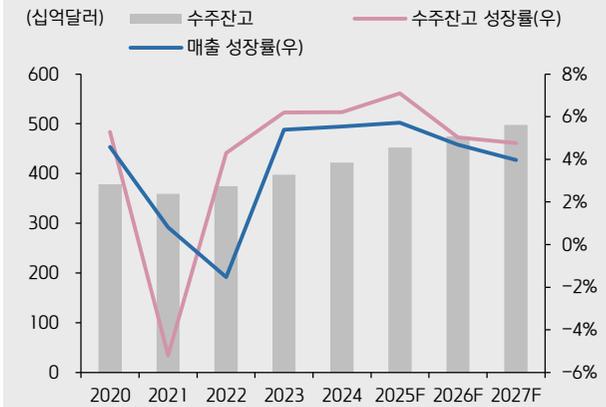
- ◎ 글로벌 방위비 지출이 늘어나며 방산 시장은 확대되나 미국/유럽의 방산 업체 생산 역량만으로 커버 불가능
  - 25~30년 방위비 지출 증가를 감안하면 미국/유럽 방산 업체의 신규 수주 전망치는 20% 이상 과소평가
    - 20~24년 기준 글로벌 무기 거래 시장에서 미국의 점유율 43%, 유럽 국가의 점유율 26.2%이 유지됨을 가정
    - 수주잔고의 회전율이 2.3~3년으로 유지되고 있는 점을 감안할 때, 미국/유럽 방산 업체의 생산 능력 확대가 제한적
  - 미국/유럽 방산 업체들은 자국 및 핵심 지역의 수요 대응만으로도 충분한 규모의 신규 수주 확보가 가능할 것으로 판단
  - 국내 방산 업체들은 미국/유럽 업체들의 대응이 어려운 지역에서 충분한 수주 성과를 확보할 수 있을 것으로 전망
    - 지난 20년간 증저가 무기 시장에서 점유율 20% 이상을 차지하던 러시아의 비중이 7% 수준으로 줄어든 점도 유호

유럽 주요 방산업체 수주잔고, 매출 성장률



자료: 각 사, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 주요 방산업체 수주잔고, 매출 성장률



자료: 각 사, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

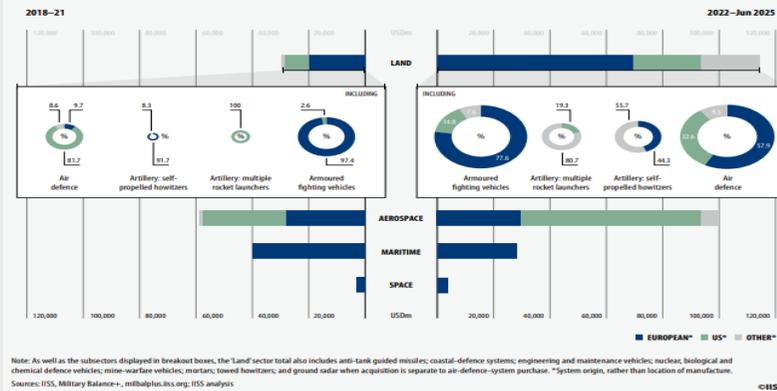
방산: 유럽/미국의 무기 공급망 차질 영향

◎ 납기가 중요한 방산 사업에서 미국/유럽의 공급망 차질은 시장 확대의 기회

- 러-우 전쟁을 전후로 유럽 지역에서 미국/유럽을 제외한 기타 지역의 사업 규모가 큰 폭으로 확대
  - 갑작스런 방위력 개선 수요 증가에 적시 납기를 맞춰 줄 수 있는 업체가 부재했던 영향으로 추정
- 러-우 전쟁 장기화로 탄약 등 소모품의 소비량이 급증하며 생산 능력 확대 요구
  - 미 국방부는 주요 미국 방산 업체들에게 탄약, 미사일 생산 능력을 4배 확대할 것을 요구했으나 목표 달성 불투명
- 지상무기, 항공기 등 다양한 무기 체계 전반에 공급망 병목 현상 심화
  - 필수 부품 확보에 어려움을 겪으며 지상무기 체계 가동률 저하, 항공기 인도 지연 등 발생
  - 일부 국가들은 납기 지연 우려에 북미/유럽 제품 외에 다른 국가의 무기 플랫폼 도입을 고려
- 유럽 방산 업체도 일부 핵심 부품을 미국에서 조달하고 있어 생산 능력 확대에 차질이 예상됨

러-우 전쟁을 전후로 유럽의 방산 사업 확대

Figure 4.1: NATO Europe: defence-procurement contracts, 2018-21 and 2022-Jun 2025 (USDm)



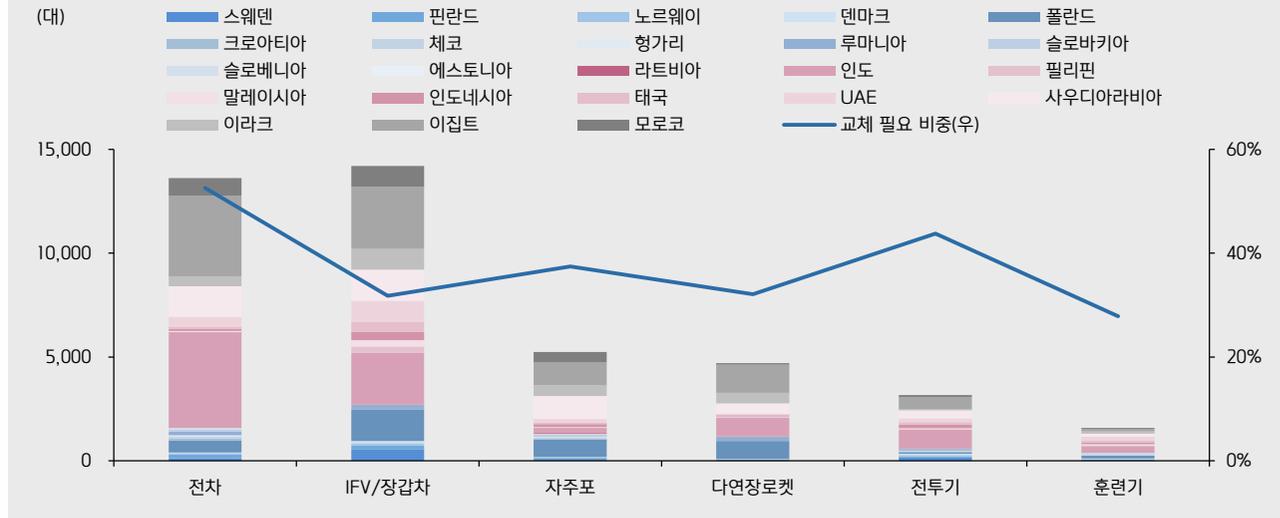
자료: IISS, 키움증권 리서치센터

방산: 노후 무기 교체 수요도 유효

◎ 주요 수출 지역인 동/북유럽, 중동, 아태 지역에서 노후 무기 교체 수요 충분

- 수출 타겟 시장의 규모는 전차 13,700여대, 자주포 5,300여문, 다연장로켓 4,900대, 전투기 3,200대, 훈련기 1,600대 추정  
- 이 중 2000년대 이전에 배치되어 교체 또는 성능 개량이 필요한 비중이 30~40% 수준으로 파악됨
- 동/북유럽 지역에서 지상무기, 전투기/훈련기 수출 기회 확대 전망  
- 폴란드, 루마니아, 슬로바키아, 에스토니아 등에서 지상무기와 전투기 도입에 관심
- 중동과 북아프리카는 대규모의 지상 전력 보유, 노후 무기 체계 비중이 높아 향후 수출 확대의 기회 요인
- 아시아태평양 지역은 상대적으로 전투기, 훈련기의 비중이 높아 공중 무기 체계의 수출 파이프라인 발굴 기대

주요 수출 타겟 지역 국가별 무기 보유 현황



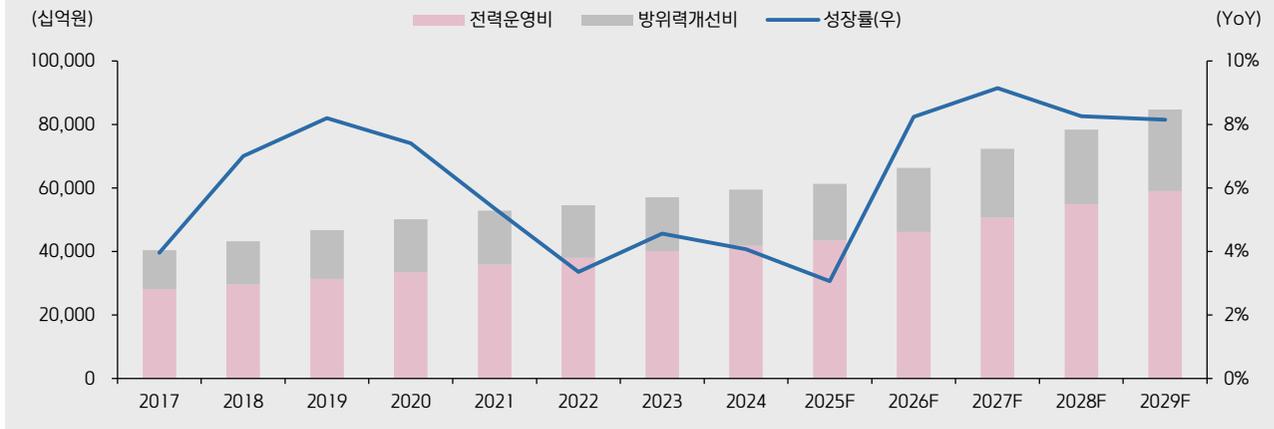
자료: 키움증권 리서치센터

## 방산: 국내 방산 사업은 견조한 성장세 지속

## ◎ 국내 양산 사업 및 체계 개발 사업도 순조롭게 진행 중

- 25년부터 29년까지 5년간 방위력개선비는 연평균 7.9%로 견조한 성장세 기대
  - 방위력개선비가 확대되며 방산 업체들의 내수 매출 성장세도 지속될 것으로 전망
- 한국형 3축 체계 구축 사업의 예산이 22% 늘어나며 핵심 전력 증강을 위한 국내 사업들이 전개될 것
  - KF-21 공대공 무장 통합, 방공망 시스템 구축 등 향후 5년간의 핵심 사업으로 주목
- 미래전을 대비하기 위한 방산 AI 사업 역시 점진적으로 확대될 것으로 전망
  - 무인차량, 무인수상정, 무인기 등 다양한 무인 무기 체계 개발 본격화
  - 향후, 지상/해양/공중 유무인 복합전투체계로 발전하며 글로벌 시장에서 경쟁력 향상 기대
  - 러-우 전쟁 이후 드론의 중요성이 부각됨에 따라 드론 및 대드론 시스템에 대한 개발 사업들도 확대될 것

## 국방비 지출 추이 및 전망



자료: 국방부, 키움증권 리서치센터

## 방산: 국내 방산 사업은 견조한 성장세 지속

## 국내 주요 방위력개선 사업 추진 계획

사업명	관련 업체	기간	사업비	비고전자
장거리 공대공 유도탄 사업	한국항공우주, 한화에어로스페이스, LIG넥스원, 현대로템	'26년~'33년	약 7,535억원	KF-21에 장착할 장거리 공대공 유도탄 확보
한국형 전투기 사업	한국항공우주	'15년~'28년	약 8조 8,142억원	28년 적용 예정이던 한국형전투기 공대지 능력을 27년 상반기 조기 확보
전자전기(Block-I) 사업	LIG넥스원, 대한항공	'25년~'34년	약 1조 9,206억원	주변국의 위협신호를 수집/분석하고 전자공격을 통해 적 무선지휘통신체계를 교란하는 전자전기 확보
장거리지대공유도무기(L-SAM) 양산 사업	LIG넥스원	'25년~'30년	약 1조 7,302억원	장거리 지대공 유도무기의 양산을 통해 적 항공기와 탄도탄에 대한 장거리 고고도 요격 능력 확보
장사정포요격체계(LAMD) 사업	LIG넥스원	'22년~'33년	약 2조 9,494억원	적국의 장사정포로부터 국가 및 군사 중요 시설의 대공 방어능력 확보
장거리 공대공 유도탄 사업	LIG넥스원, 한화에어로스페이스	'25년~'38년	약 1조 5,700억원	KF-21에 장착할 장거리 공대공 유도탄 확보, 기본 무장으로 탑재될 경우 수출 경쟁력 상승 기대
장거리 지대공 유도무기 II 고고도 요격 유도탄 체계개발 사업	LIG넥스원	'24년~'32년	약 1조 664억원	L-SAM의 고고도 요격 능력 향상 및 방어 범위 확장으로 다층 방어망 구축
중거리 지대공 유도무기 Block III 체계개발 사업	LIG넥스원	'24년~'34년	약 2조 8,015억원	M-SAM Block-II 보다 요격 성능, 교전 능력 등이 향상된 M-SAM Block-III 확보
소형무장헬기 공대지유도탄 사업	한화에어로스페이스	'24년~'31년	약 7,248억원	소형무장헬기에 탑재하여 운용할 공대지유도탄 확보 사업
중고도 정찰용 무인 항공기 사업	대한항공, LIG넥스원, 한화시스템	'06년~'28년	약 9,800억원	공군의 독자적인 감시 및 정찰을 위한 무인항공기 연구개발 후 양산 사업
K2전차 양산 사업	현대로템	'24년~'28년	약 1조 9,400억원	K2전차 4차 양산 150대 확보

자료: 방위사업청, 키움증권 리서치센터

방산: 미래전을 대비한 AI 사업도 진행 중

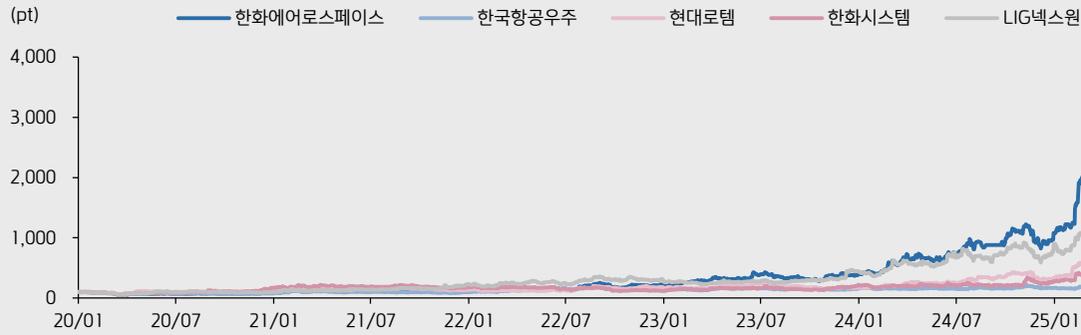
국내 방산업체 AI 기반 사업 추진

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

자료: 각 사, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

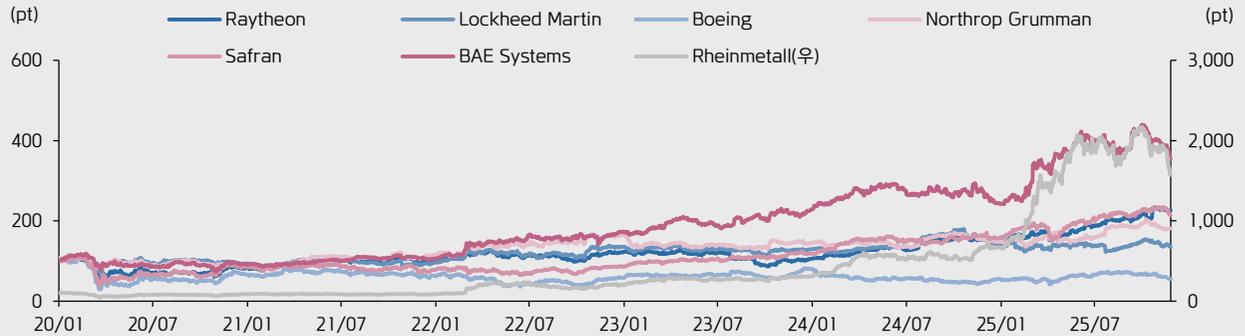
방산: 주가 추이

국내 방산 업체 주가 추이(2020.1.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 방산 업체 주가 추이(2020.1.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

방산: Peer Table

방위 산업 글로벌 Peer Table

(십억원, %, x)	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		EPS 성장률		P/E		P/B		ROE	
		25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
국내															
한화에어로스페이스	44,396	26,994	30,237	3,526	4,448	13.1	14.7	-38.3	53.4	28.1	18.3	5.0	4.0	22.3	24.4
현대로템	19,253	5,924	7,040	1,078	1,412	18.2	20.1	104.3	34.2	23.2	17.3	6.3	4.7	32.5	30.8
한국항공우주	10,615	3,817	5,300	322	492	8.4	9.3	35.2	61.2	45.6	28.3	5.6	4.8	12.9	18.5
한화시스템	8,728	3,624	4,269	167	313	4.6	7.3	-52.5	18.8	40.2	33.8	2.4	2.3	7.1	7.3
LIG넥스원	8,481	4,110	4,813	356	479	8.7	9.9	41.1	28.2	26.9	20.9	5.8	4.7	23.4	24.7
글로벌															
Raytheon	341,293	127,798	135,728	16,445	17,993	12.9	13.3	8.2	9.4	27.9	25.5	3.6	3.4	13.2	14.1
Boeing	200,084	129,384	143,003	-6,584	5,963	-5.1	4.2	54.5	122.9	N/A	84.2	N/A	N/A	102.5	-37.6
Airbus	268,424	127,067	142,030	11,942	14,305	9.4	10.1	29.7	22.5	30.5	24.9	7.1	6.0	24.3	25.6
Safran	202,680	52,936	59,765	8,815	10,113	16.7	16.9	13.2	28.6	34.2	26.6	9.9	8.3	32.3	32.0
LockheedMartin	153,388	108,970	113,665	11,187	13,648	10.3	12.0	-20.4	31.3	20.2	15.4	17.9	16.3	87.5	110.1
General Dynamic	134,194	75,710	79,303	7,794	8,584	10.3	10.8	12.7	12.4	22.0	19.6	3.7	3.5	18.2	19.0
Northrop Grumman	118,592	61,481	65,007	6,565	7,116	10.7	10.9	-0.2	11.1	21.7	19.6	5.1	4.8	24.0	25.1
Rheinmetall	113,629	21,029	28,228	3,293	4,870	15.7	17.3	58.6	50.4	51.6	34.3	12.7	10.1	26.5	31.3
BAE Systems	95,607	59,331	63,568	6,369	6,960	10.7	10.9	10.4	11.2	21.9	19.6	4.0	3.6	18.1	18.8

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

## II. 2026 조선 전망



조선: 2025 Review

◎ 고가 선박의 매출 비중 상승과 생산성 개선에 따라 실적 개선세 지속

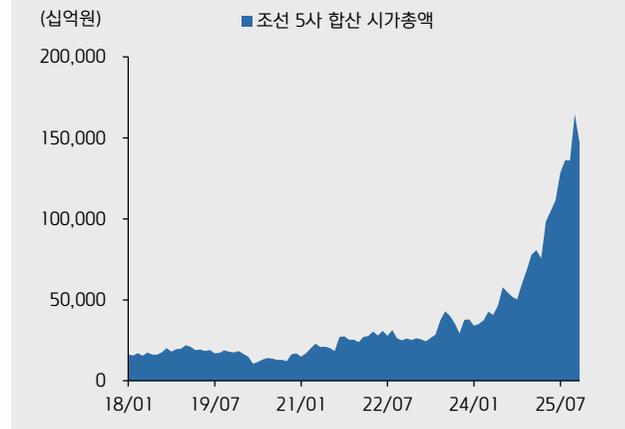
- 조선 5사의 3Q25 누적 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 18%, 227%로 가파른 성장세 지속
  - 지난해 부터 이어진 고가 선박의 매출 비중 확대와 생산성 개선 흐름이 여전히 유효한 구간
  - 분기별 영업이익률이 3Q24 4.8% → 4Q24 6.4% → 1Q25 10.0% → 2Q25 11.4% → 3Q25 11.9%로 개선세 지속
  - 고환율 기조와 후판 가격 안정화 등도 수익성 개선에 우호적인 영향을 미친 것으로 판단
- 실적 개선세 지속과 미국과의 조선업 협력 모멘텀의 영향으로 조선 5사 시가총액은 연초 대비 114.8% 상승
  - 친환경 선대 전환 기조 유지, 미국발 LNG운반선 발주 기대감 등 견고한 상선 업황 유지
  - MASGA와 미 군함 및 MRO 사업 확대 기대감에 밸류에이션 리레이팅

조선 5사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

조선 5사 합산 시가총액 추이



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터  
 주: HD현대중공업은 2021년 9월 상장

## 조선: 수주잔고 성장세 둔화되었으나, 수주 목표 달성 긍정적

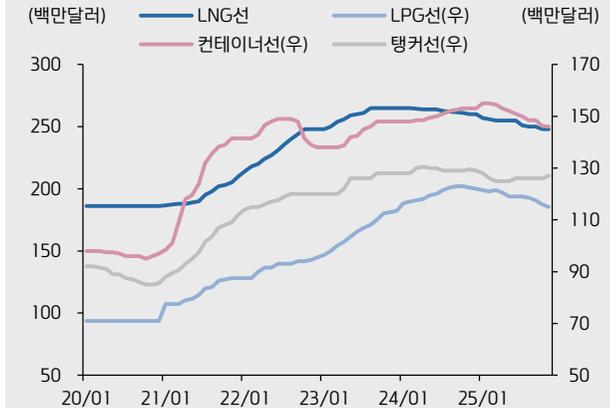
- ◎ 올해 수주 목표를 달성하며 3년치의 안정적인 수주잔고 유지, 수주잔고 내 고선가 물량의 실적 기여 확대
  - 조선 5사의 3Q25 기준 수주잔고는 약 135조원으로 24년말 대비 6.8% 감소
    - 최근 3년간의 신조 발주 호황에 올해 신조 수주 성장세 둔화와 생산성 개선 영향으로 수주잔고 소폭 감소
    - 다만, 여전히 조선 5사의 도크는 약 3년치 신조선 건조 물량을 확보하고 있어 선가 협상에 우위를 점하고 있음
    - 올해 글로벌 신조 발주 감소에도 불구하고 국내 조선사들은 연간 목표치를 무난하게 달성
  - 22년 이후 선가 상승이 본격화 되던 시기 수주했던 신조 물량들의 실적 기여도 점진적으로 상승할 것
    - 올해 국내 조선사의 매출에 가장 큰 비중을 차지하는 것은 22년 수주 물량으로 추정
    - 국내 조선사의 평균적인 23년 수주 선종의 선가는 22년 수주 선종 대비 10~15% 이상 상향
    - 올해 신조수주 선가의 경우 글로벌 선가 지표는 부진하나 국내 조선소의 수주 물량은 전년 대비 플랫 or 소폭 감소로 양호

조선 5사 분기별 수주잔고 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

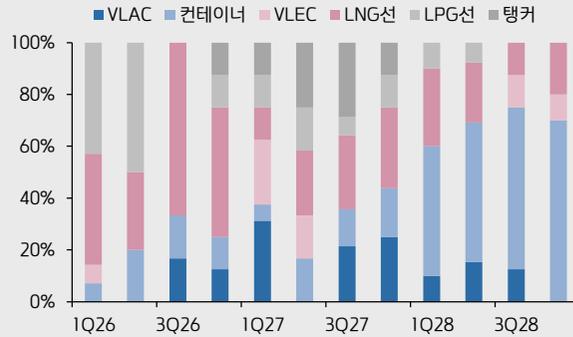
대표 선종별 신조선가 추이



자료: Clarkson Research, 키움증권 리서치센터  
주) 174cbm LNG선, 88~91 cbm LPG선, 13,000/14,000teu 컨테이너선, VLCC 기준

조선: 조선사 분기별 선종 매출 비중

HD현대중공업 분기별 선종 구성



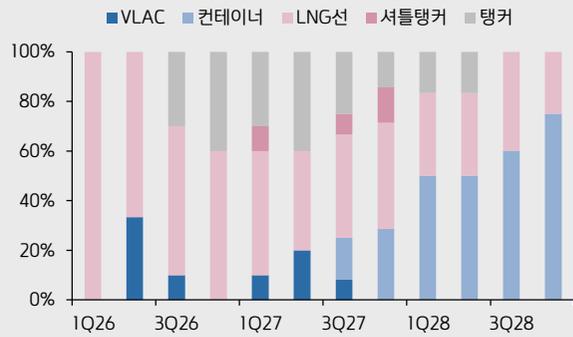
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

HD현대상호 분기별 선종 구성



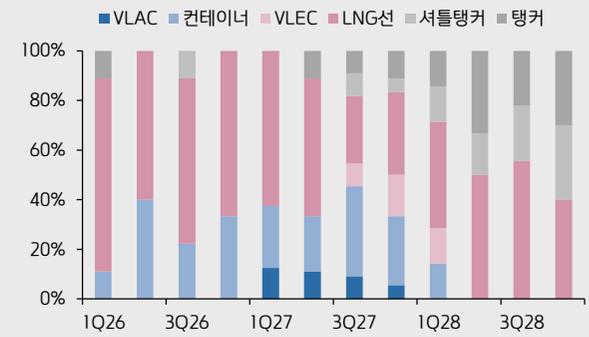
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

한화오션 분기별 선종 구성



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

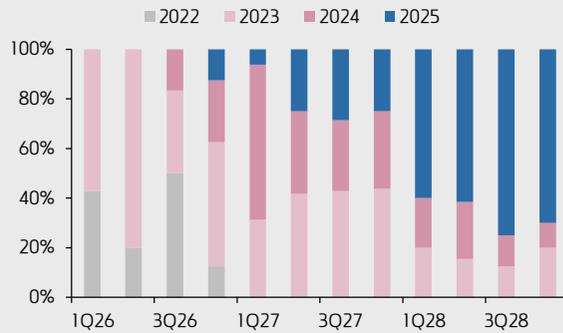
삼성중공업 분기별 선종 구성



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

조선: 조선사 분기별 수주년도 매출 비중

HD현대중공업 분기별 수주년도 구성



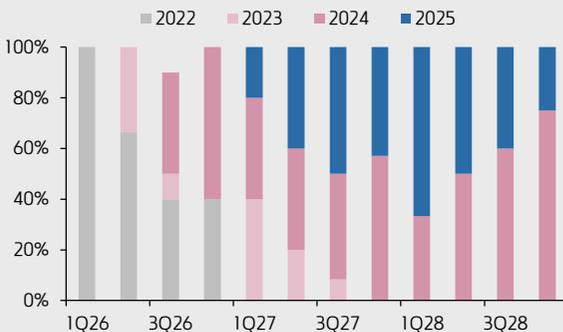
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

HD현대상호 분기별 수주년도 구성



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

한화오션 분기별 수주년도 구성



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

삼성중공업 분기별 수주년도 구성



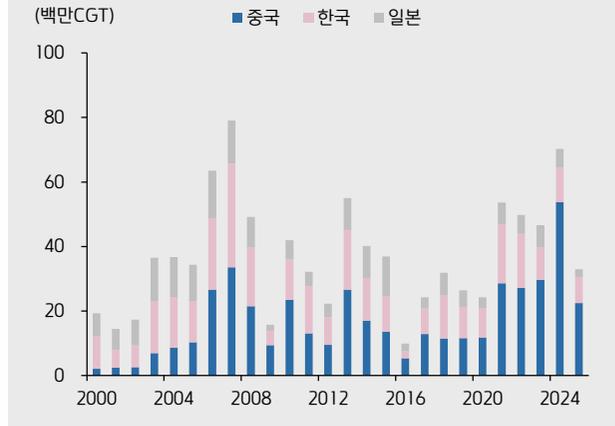
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

조선: 어려운 시장 환경에도 양호한 신조 수주 성과 기대

◎ 친환경 선대 전환 기조 지속, LNG운반선 발주 모멘텀 재개에 26년 견조한 신조수주 전망

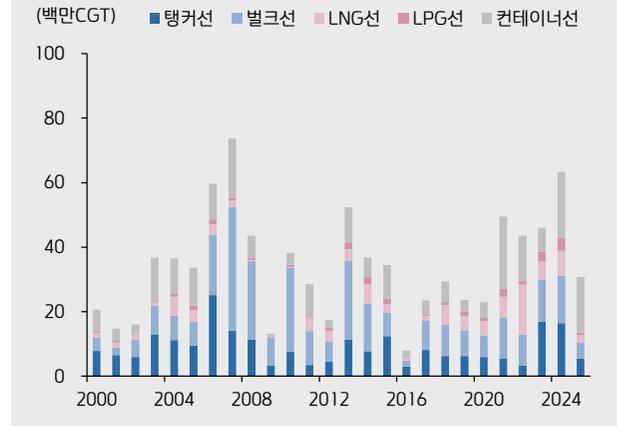
- 25년 10월 누적 글로벌 신조선 수주는 38.3백만 CGT로 전년 동기 대비 43.3% 감소하며 신조 발주 둔화
  - 최근 3년간의 신조 발주 호황에 따른 기저가 높았고, LNG선 발주가 늦어진 결과로 풀이
- 25년 10월 누적 기준으로 글로벌 신조선 수주 점유율은 중국이 68%, 한국이 24%를 기록
  - 24년 수주 점유율은 중국 70%, 한국 15%로 중국과의 격차가 벌어졌던 점 감안하면 긍정적인 성과
  - 미국의 중국 조선/해운업 제재로 선주들이 일부 중국항 발주 물량들을 국내로 선회한 영향으로 판단
- IMO의 탄소세 부과 연기에다 친환경 선대 전환 기조가 유지될 가능성이 높고 LNG선 발주 본격화에 26년 수주 기대감 유효
  - 26년에도 올해와 유사한 수준의 300~330억달러 수준의 신조수주 달성 전망

한중일 신조선 수주 추이



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터  
 주: '25년은 10월 누적 기준

선종별 신조선 수주 추이



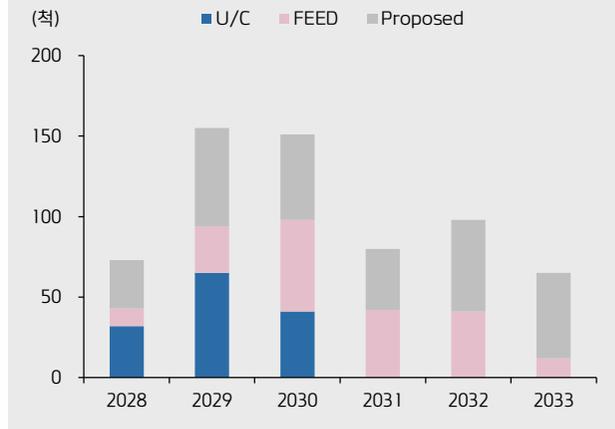
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터  
 주: '25년은 10월 누적 기준

조선: 본격화 될 LNG운반선 발주

◎ 미국의 신규 LNG 프로젝트 투자 활성화로 29년 인도 슬롯 수요 증가 전망

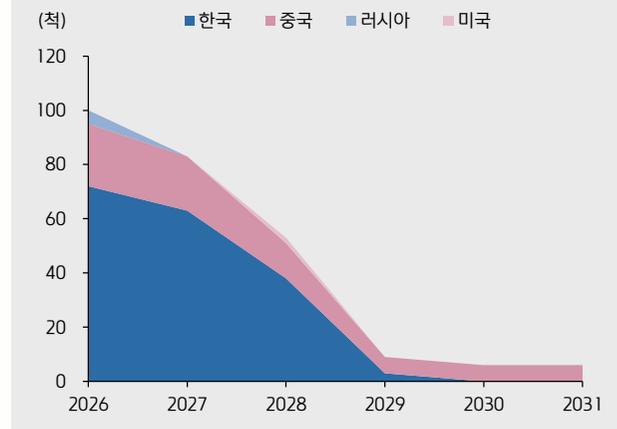
- 25년 연간 미국에서 다수의 신규 LNG 수출 프로젝트의 승인 완료, 최종투사의사결정(FID)가 확정된 프로젝트도 다수 확보
  - Commonwealth, Rio Grande, Venture Global 등 다수의 프로젝트 승인
- 현재 미국 내 건설 중이거나 새롭게 추진할 LNG 수출 프로젝트에서 발생하는 LNG운반선 신규 수요는 약 549척으로 추정
  - 해당 프로젝트의 원활한 가동을 위해서 29~33년 LNG운반선 발주 필요
- 24년말 기준 글로벌 LNG 액화 설비는 494.4mtpa 규모. 이를 운반하기 위해 약 1,000~1,200척의 LNG운반선 필요
  - 25년 11월 기준 글로벌 LNG운반선의 선대는 약 860척, 수주잔고는 277척 보유 중
  - 경제성이 떨어지는 스팀터빈 LNG선(약 213척)의 폐선까지 고려하면 글로벌 LNG선대 공급 과잉 우려는 기우
  - 미국에서 신규 LNG 프로젝트가 추가되는 만큼 LNG운반선의 발주가 필요할 것으로 판단

미국의 LNG 수출 프로젝트에 따른 LNG선 추가 수요



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

글로벌 LNG선 수주잔고 및 인도 시점

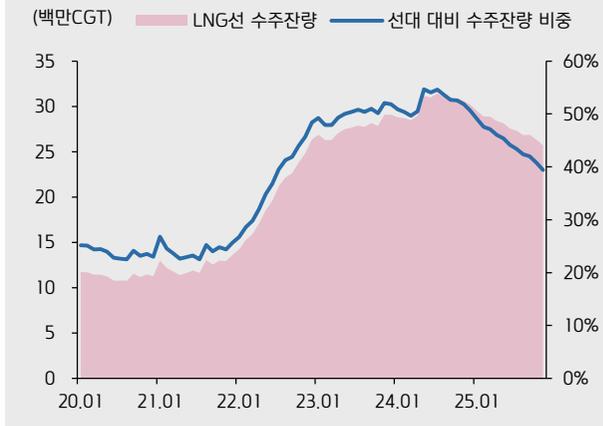


자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

## 조선: 본격화 될 LNG운반선 발주

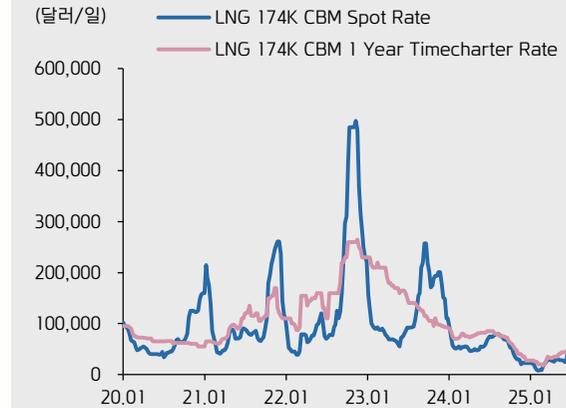
- ◎ 반가운 LNG선 스팟 운임 반등, 제한적인 LNG선 생산 캐파 감안하면 초과 수요로 선가 상승 기대
  - 올해 11월부터 LNG선 단기 운임의 가파른 반등, 정기 용선 운임도 반등세가 나타날지에 주목
    - 겨울철 난방 수요 증가를 앞두고 유럽/아시아 국가들의 LNG 수입 재고 확보로 수요 강세가 나타난 것으로 추정
    - 다만, 이는 일시적인 계절적 수요로 향후 다수의 LNG 수출 프로젝트에서 장기 용선 계약 체결이 필요
  - LNG선 수주잔량과 선대 대비 수주잔량 비중은 감소 추세로 공급 과잉 부담은 줄어들 것
    - 지난 24년초 LNG선의 선대 대비 수주잔량 비중은 50%를 넘어서며 공급 과잉 우려가 발생
    - 올해는 LNG선 신조발주가 20척 미만으로 전년 대비 급감하며 공급 과잉 부담은 다소 누그러진 상황
  - 26년 LNG선 신조 수요는 100척 내외로 추정, 국내 조선사의 LNG선 건조 캐파를 감안하면 초과 수요 국면
    - 올해 소폭 조정 받았던 LNG선 선가가 재차 상승 탄력을 받을 수 있을 것으로 기대

LNG선 선대 대비 수주잔량 비중 추이



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

LNG선 운임 추이



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

## 조선: 탱커선 업황 개선에 발주 기대감 유효

## ◎ 탱커선 노후 선대 교체 발주가 확대될 것으로 전망

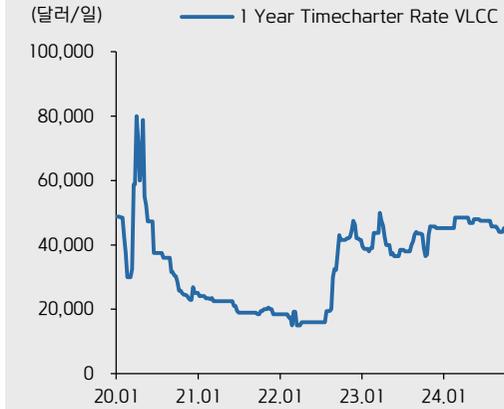
- 글로벌 탱커선 선대에서 선령이 20년 이상된 노후선의 비중이 20% 이상으로 추정되며 교체 발주가 필요
- 탱커선의 선대 대비 수주잔량 비중도 15% 수준으로 과거 20년 평균보다도 낮아 공급 과잉 우려도 부재
  - 탱커선도 친환경 선대로 교체가 필요, 양호한 업황을 감안하면 신조 발주가 본격화될 것으로 전망
- VLCC 선종의 운임이 연초 대비 55% 가까이 가파르게 상승하며 신조 발주에 대한 기대감 고조
  - OPEC 플러스 참여국의 단계적인 증산으로 원유 운송 수요 증가
  - 러시아산 원유 수입에 대한 경제 제재가 강화되며 인도의 중동 지역 선박 확보 증가 등의 영향으로 추정

탱커선 선대 대비 수주잔량 비중 추이



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

VLCC 운임 추이



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

조선: MASGA의 핵심 파트너가 될 국내 조선사

◎ MASGA 사업 본격화에 미국 조선업 재건 과정에서 국내 조선사들의 수혜 기대

- 한-미 관세 협상 과정에서 미국의 조선업 재건에 협력하는 MASGA 프로젝트가 핵심으로 부각
  - 국내 조선업체는 약 1,500억달러를 미국의 조선업 재건에 투자하며 미국과 조선 사업 협력 본격화
  - 미국 내 조선업 공급망 확보, 조선소 현대화, 인력 양성, MRO 협력 등으로 국내 조선사의 미국 사업 확대 예상
  - 또한, 한국의 핵추진 잠수함의 국내 건조 가능성도 높아진 상황으로 추정
- 다만, 현재로서는 구체적인 프로젝트 추진 이전에 미국 내부에서 법률적인 조정 과정이 필요
  - HD현대조선그룹과 한화오션 등은 미국 조선 기업들과 MOU 체결, 조선소 직접 투자 등을 통해 미국 사업 확대를 준비 중

최근 1~2년간 국내 조선사의 미국 내 MOU/투자 현황

기업	MOU	투자/인수
HD한국조선해양	미국 조선사 에디슨(ECO)와 컨테이너선 건조를 위한 MOU 체결 미국 방산 조선사 헌팅턴 잉글스(HII)와 상선 및 군함 건조 MOU체결 미국 방산 기자재 업체인 페어뱅크스 모스 디펜스(Fairbanks Morse Defense)와 함정 기자재 공급 협력 MOU 체결 미국선급(ABS)와 군함 건조를 위한 공동 개발 프로젝트 MOU 체결 미국 Si 기업 안두릴(Anduril)과 무인 수상정 개발에 관한 MOU 체결	미국 서버러스 캐피탈, 한국 산업은행과 약 50억달러 규모의 한미 조선 산업 공동 투자 프로그램 조성
한화오션	-	지난 24년 12월 약 1억달러를 투자해 미국 필리조선소 지분 인수 (한화시스템 60%, 한화오션 40%) 필리조선소에 약 50억달러를 투자해 생산능력을 20배 확대 계획 미국에 군함 조선소를 보유하고 있는 호주 조선사인 오스탈(Austral) 인수 추진
삼성중공업	미국 비거마린 그룹(Vigor Marine Group)과 미 해군 군수지원함 MRO 분야 협력 MOU 체결 국내 선박 기자재 회사인 다섹(DSEC)과 미국 내 조선소 현대화 및 상선 건조 협력 MOU 체결	-

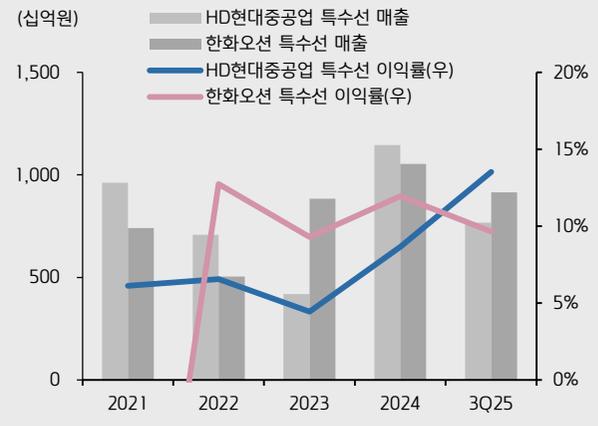
자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

조선: 중장기 성장을 책임질 특수선 사업

◎ 미 해군 함정 및 MRO 사업, 기타 해외 수출 사업 증가로 중장기 특수선 사업의 성장 기대

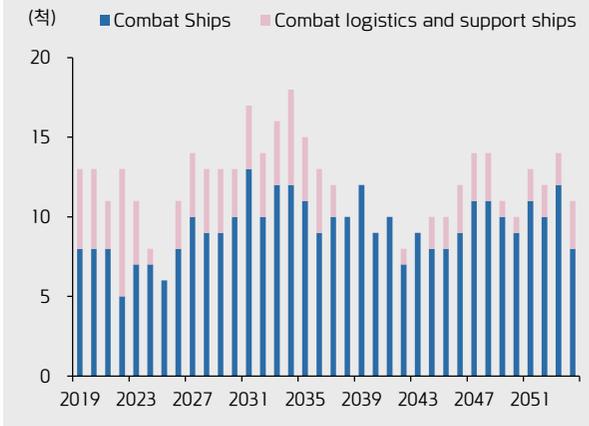
- 최근 5년간 HD현대중공업과 한화오션의 특수선 사업부의 연간 매출은 약 1조원 수준
  - HD현대중공업은 HD현대미포와의 합병을 통해 군함 건조에 최적화된 도크를 확보, 30년 매출 7조, 35년 매출 10조 목표
  - 한화오션은 잠수함 및 수상함 건조 캐파를 확대하고 있으며 30년 매출 4.3조원, 40년 매출 7.5조원 목표
  - 특수선 사업부의 매출이 7~10조원 규모로 성장할 경우, 해외 방산 사업의 수익성을 감안할 때 이익 기여도가 매우 높을 것
- 미 해군은 2025년부터 2054년까지 30년간 약 365척의 군함 및 군수지원함을 확보할 계획
  - 30년간 연 평균 12척 수준의 군함 발주가 필요, 이 중 소형 수상 전투함과 군수지원함이 차지하는 비중은 약 40%
  - 미국의 법률 개정으로 국내 조선소의 캐파를 활용할 수 있게 된다면 수익성 확보에도 용이할 것으로 기대

특수선 사업부 매출 및 이익 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

미 해군의 군함 및 지원선 구매 계획



자료: CBO, 키움증권 리서치센터

## 조선: 미 군함 및 MRO 사업을 제외해도 풍부한 특수선 수주

- ◎ 글로벌 합정 건조 수요가 확대되며 다양한 해외 수출 파이프라인 발굴
  - 북미, 중남미, 아태, 유럽, 중동 등 다양한 지역에서 군함 건조 수요가 증가하며 수주 파이프라인 확대
  - 한화오션과 HD현대중공업 원팀 구성을 통해 캐나다와 폴란드의 잠수함 사업 수주 경쟁 참여
    - 캐나다와 폴란드 잠수함 사업은 신조 건조만 19조원의 대규모 사업으로 26년 중 사업자 선정 기대
  - 중국의 방위비 지출 확대로 아태 지역에서 수상함 수요가 지속적으로 증가
    - 말레이시아, 태국, 필리핀 등 아태 지역에서 군함 확보 수요가 꾸준히 발생할 것으로 전망

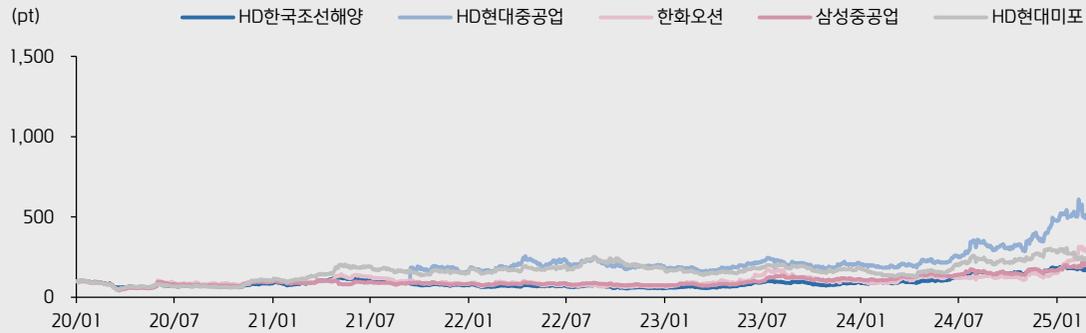
## 국내 조선사 해외 군함 기대 수출 파이프라인

기업	무기	국가	내용
한화오션	KSS-III	캐나다	약 60조원 규모(신조 16조, MRO 44조원 추정)의 캐나다 순찰 잠수함 건조프로젝트(CPSP) 사업에 독일의 TKMS와 함께 최종 후보로 선정, 26년 사업자 선정 기대
	KSS-III	폴란드	약 8조원 규모(신조 3조, MRO 5조원 추정)에 3000톤급 신형 잠수함 3척 도입하는 오르카 사업에 참여, 빠르면 25년 내 우선협상 대상자 선정 기대
	KSS-III	그리스, 필리핀, 칠레, 콜롬비아, 사우디아라비아, 모로코, 이집트	유럽, 중남미, 중동 등 여러 지역에서 3000톤급 잠수함 도입 관심
	OCEAN-40F	태국	태국 4000톤급 차세대 호위함 사업 도입 사업에 참여 예정
HD현대중공업	KSS-III	캐나다	캐나다 CPSP 사업에 한화오션과 원팀 협력
	KSS-III	폴란드	폴란드 오르카 프로젝트에 한화오션과 원팀 협력
	HDS-1500	페루	페루 국영 시마(SIMA) 조선소와 차세대 잠수함 공동 개발 및 건조 LOI 체결
	HDL-13000	말레이시아	말레이시아 다목적 지원선(MRSS) 2척 도입 사업에 참여
	HDF-3200, 3600, 4000	태국	태국 4000톤급 차세대 호위함 사업 도입 사업에 참여 예정

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

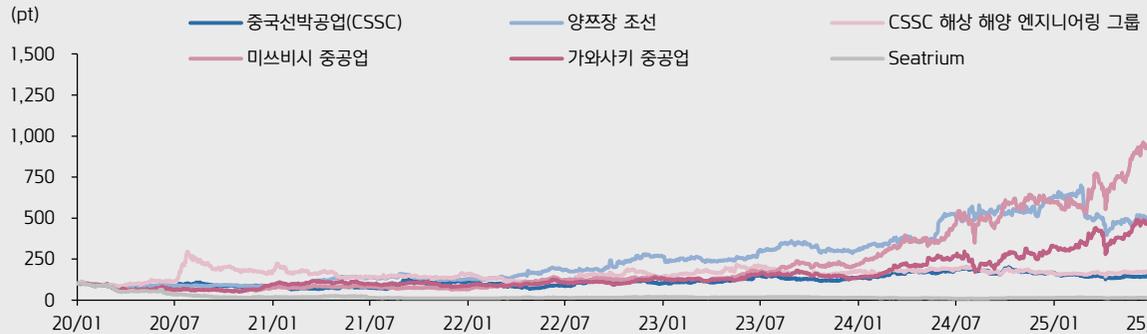
조선: 주가 추이

국내 조선 업체 주가 추이(2020.1.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 조선 업체 주가 추이(2020.1.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 조선: Peer Table

## 조선 산업 글로벌 Peer Table

(십억원, %, x)	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		EPS 성장률		P/E		P/B		ROE	
		25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
국내															
HD한국조선해양	29,831	29,579	33,281	3,937	5,139	13.3	15.4	94.6	45.2	13.1	9.0	2.3	1.9	19.1	23.3
HD현대중공업	48,736	17,082	18,901	2,076	2,744	12.2	14.5	123.8	43.6	35.0	24.4	7.3	5.8	22.0	26.5
한화오션	34,625	12,957	13,966	1,326	1,729	10.2	12.4	943.9	74.5	37.6	26.1	6.0	4.9	17.5	20.5
삼성중공업	21,780	10,744	12,429	873	1,432	8.1	11.5	74.4	43.9	32.7	18.7	4.9	3.9	16.2	23.5
HD현대미포	8,747	5,042	5,810	441	650	8.8	11.2	176.8	66.7	30.0	18.0	3.8	3.2	13.3	19.1
글로벌															
중국선박공업(CSSC)	54,436	26,762	33,342	2,439	3,834	9.1	11.5	16.2	30.1	24.7	15.0	2.5	2.3	15.3	18.4
양쯔장 조선	14,820	5,846	6,874	1,839	2,152	31.5	31.3	-17.7	42.3	8.6	7.6	2.2	1.9	28.5	26.6
미쓰비시 중공업	122,661	48,763	53,197	4,044	5,025	8.3	9.4	0.0	0.0	46.6	35.9	5.0	4.5	11.5	13.4
가와사키 중공업	15,458	21,765	23,277	1,351	1,611	6.2	6.9	74.9	64.2	19.5	15.8	2.1	1.9	11.2	12.9
Seatrium	7,903	11,619	11,608	558	744	4.8	6.4	N/A	N/A	21.6	13.8	1.1	1.0	5.1	7.4

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

### III. 2026 건설기계 전망

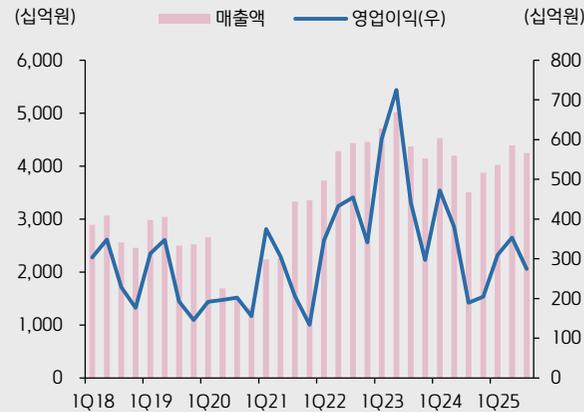


건설기계: 2025 Review

◎ 건기 수출 회복세에 실적 턴어라운드 시작

- 2Q25부터 유럽/아프리카 지역의 건기 수요 반등이 나타나며 수출이 성장세로 전환
  - 다만, 북미 지역은 관세와 금리 인하 지연 등 불확실성의 영향으로 수요 부진했으나 4Q25부터 수요 회복 기대
- 건설기계 3사의 3Q25 누적 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 3.5% 상승, 10% 감소
  - 분기별로 1Q25 영업이익 -34.5% YOY, 2Q25 영업이익 -6.9% YOY, 3Q25 영업이익 +45% YOY로 단계적인 개선
  - 유럽 지역의 인프라 투자 회복과 아프리카 지역의 마이닝 수요가 살아나며 건기 사업부 실적 개선에 기여
- 실적 턴어라운드 본격화되며 건설기계 3사의 시가총액은 연초 대비 42.7% 상승

건설기계 3사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

건설기계 3사 합산 시가총액 추이

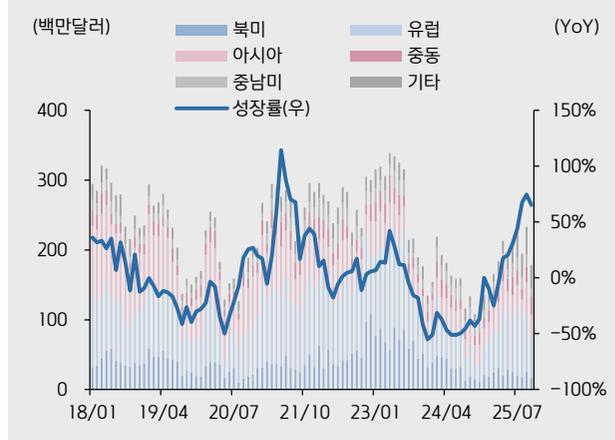


자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

건설기계: 굴삭기 수출 턴어라운드 시작

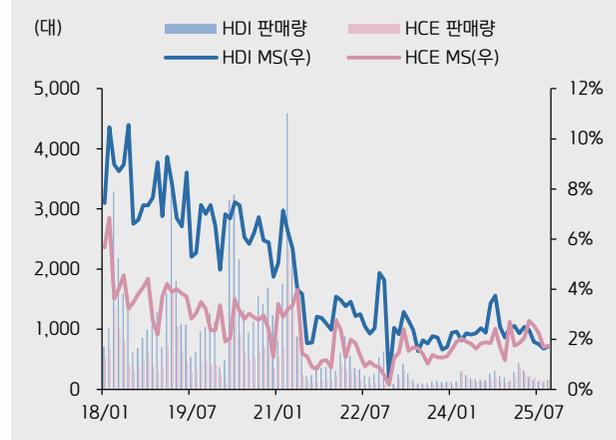
- ◎ 4월을 기점으로 굴삭기 수출은 성장 전환, 중국 시장도 견조한 회복세 지속
  - 25년 10월 누적 기준 굴삭기 수출액은 지난해 동기간 대비 22.3% 성장
    - 25년 4월부터 굴삭기 수출 실적은 평균적으로 전년 동기 대비 45%의 고성장 흐름 유지
    - 유럽/아프리카 지역을 중심으로 수출 호조가 나타나고 있으며 3분기부터 북미 지역도 소폭 회복세 확인
  - 중국 시장은 인프라 투자 지속과 교체 사이클, 해외 수출 확대의 영향으로 회복세
    - HD현대인프라코어와 HD현대건설기계의 10월 누적 판매 대수는 전년 동기간 대비 각각 24.4%, 43.5% 성장
    - 중국 시장의 10월 누적 굴삭기 판매량이 전년 동기간 대비 34% 증가한 점을 감안하면 시장 아웃퍼폼
    - 올해 중국 시장 전체 판매량은 약 120,000대 수준으로 24년 대비 20% 가까이 성장 전망

대륙별 굴삭기 수출 추이



자료: Trass, 키움증권 리서치센터

월별 중국 굴삭기 판매량 추이

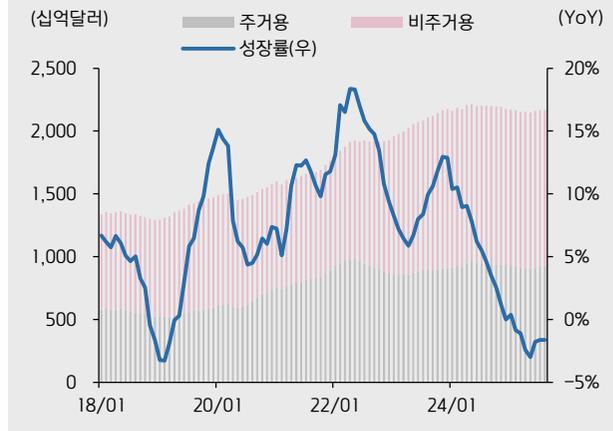


자료: HD현대사이트솔루션, 키움증권 리서치센터

건설기계: 26년 북미 시장 수요 회복 기대

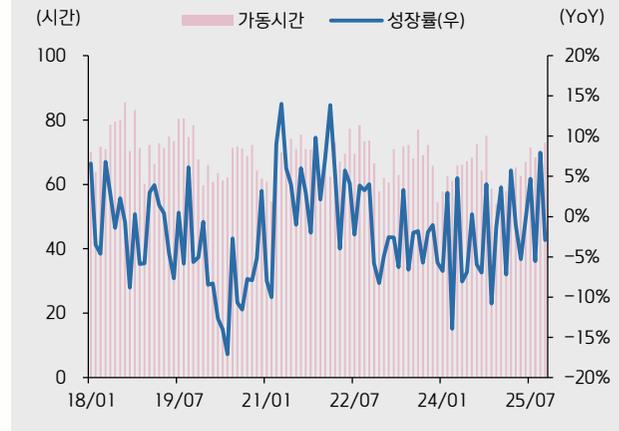
- ◎ 25년은 불확실한 매크로 환경에 수요 부진, 26년부터 본격적인 북미 수요 개선 기대
  - 올해는 상호 관세와 그에 따른 금리 인하 지연 등 매크로 불확실성으로 건기 수요 부진 지속
    - 25년부터 월 평균 북미 건설 지출 성장률이 감소세로 전환하였으나 4, 5월을 기점으로 감소세는 둔화
  - 26년부터 매크로 불확실성이 감소하고 금리 인하가 마무리되며 본격적인 수요 개선 기대
    - 관세 협상은 대부분 마무리, 관세 영향에 따른 부담 해소를 위해 북미 시장에서 건설 장비 판가 인상 추진 예정
    - 금리 인하와 관련된 불확실성이 여전히 존재하지만, 추가 금리 인하 시 주택 시장 수요도 개선될 것으로 판단
    - 트럼프 정부의 미국 내 인프라&주택 투자 공약을 뒷받침하는 행정 명령 등이 시행되며 건기 수요 회복을 이끌 것
    - 글로벌 기업들의 미국 내 설비 투자 증가 기조도 지속될 것으로 전망하고 있어 제조업 건설 지출이 늘어날 전망

미국 건설 지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

북미 굴삭기 월간 평균 가동시간



자료: Komatsu, 키움증권 리서치센터

건설기계: 주요 매크로 지표

미국 NAHB 주택시장지수 및 모기지 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규 및 기존 주택 판매 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규 주택 건축 허가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규 주택 착공 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

건설기계: 인프라 투자 활성화에 유럽 시장 반등

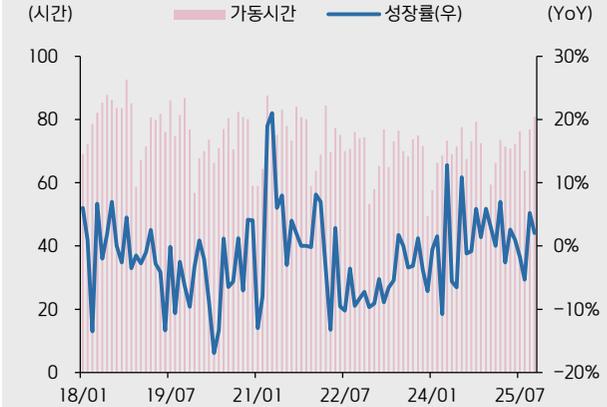
- ◎ 유럽 시장의 경제 회복에 따른 인프라 투자 증가로 유럽 시장 수요 회복 시작
  - 올해 유럽 지역은 일부 국가들의 경제 부진이 여전하지만 주요 국가의 경제 회복 영향으로 건설기계 수요 반등
    - 독일, 스페인, 네덜란드, 이탈리아 등 주요 국가의 에너지, 교통 등 핵심 인프라 투자 활성화
  - 26년에도 인프라 투자 기조가 이어지며 유럽 지역 수요 반등 흐름은 유지될 것으로 기대
    - 전력망, 철도, 신재생 에너지 파이프라인 구축 등 핵심 인프라 투자 기조가 지속될 것으로 전망
    - 스페인 등 일부 국가들은 경제 회복과 금리 인하의 영향으로 주택 시장에서도 강한 수요 반등 확인

유럽 건설 활동 동향 및 수주잔고 성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유럽 굴삭기 월간 평균 가동시간



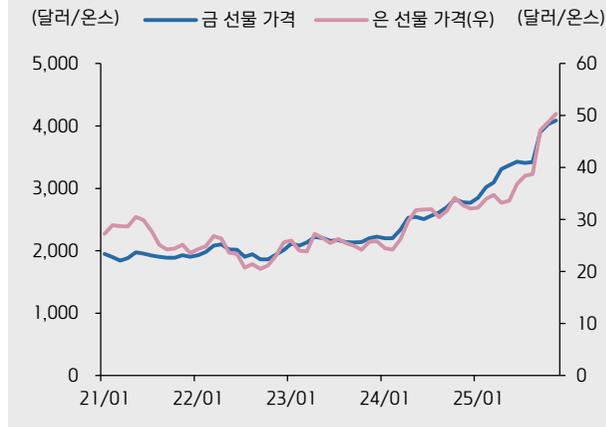
자료: Komatsu, 키움증권 리서치센터

건설기계: 금광 개발 수요에 직수출 큰 폭으로 성장

◎ 신항 자원국을 중심으로 금광 개발 등 마이닝 수요가 살아나며 굴삭기 수출 성장세 확대

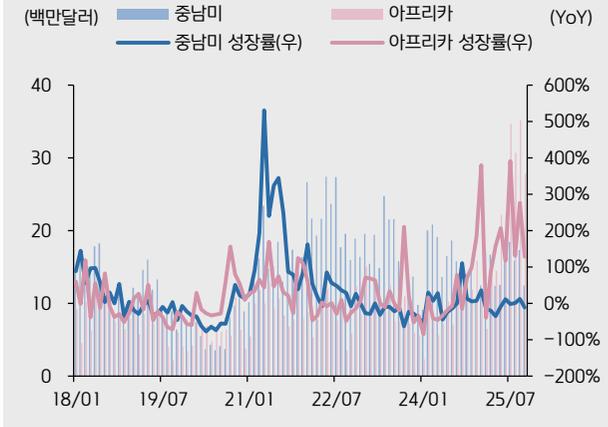
- 금 가격 상승세 장기화로 주요 자원국의 광산 개발 수요 확대가 지속될 것으로 전망
  - 글로벌 각 국가의 중앙은행 금 매입이 꾸준히 늘어나며 금 가격 상승세 장기화 흐름이 유지될 것
  - 자원국의 광산 개발 수요 확대가 중대형 장비 수요 성장으로 이어지며 제품 믹스 개선 기대
- 최근 2~3년간 아프리카 지역에서 딜러 네트워크 개선 작업에 집중하며 아프리카 시장에서 점유율 확대
  - 25년 10월 누적으로 아프리카 지역 굴삭기 수출은 전년 동기 대비 3배 가까이 늘어나며 큰 폭으로 상승

금/은 선물 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

아프리카, 중남미 등 자원국 수출 성장세 지속

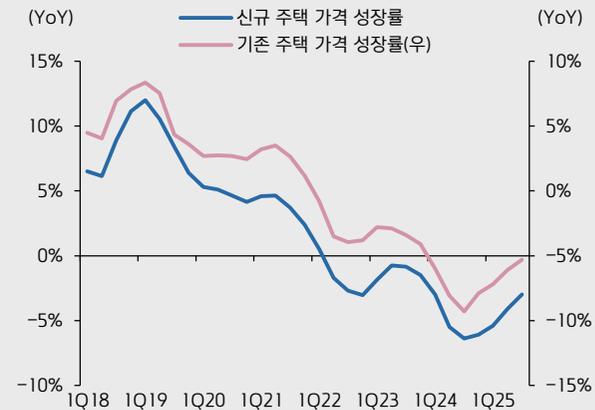


자료: Trass, 키움증권 리서치센터

건설기계: 견조한 중국 시장의 회복세

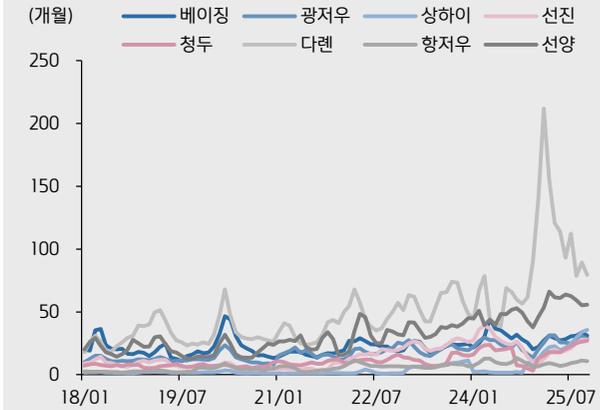
- ◎ 정부의 인프라 투자 지속 및 중국 건설 업체의 해외 사업 발굴에 힘입어 건설장비 시장 회복 흐름 유지
  - 중앙 및 지방 정부의 견조한 인프라 투자가 지속되며 중국 건설기계 시장 회복세 지속
    - 3Q25 중국 신규 및 기존 주택 가격 하락 폭 둔화는 중장기 주택 시장 개선 관점에서 긍정적
    - 다만, 아직까지 주요 도시의 경우 부동산 재고가 높은 수준으로 유지되며 부동산 가격의 의미 있는 상승은 제한적
  - 중대형 제품의 교체 주기 도래와 중국 건설 업체의 해외 사업 확대에 따른 수출 성장으로 점진적인 회복세 유지될 것
    - 정부의 부동산 부양책 등 지원 정책의 영향에 따라 회복 속도가 더욱 가팔라질 가능성 존재

중국 신규 및 기존 주택 가격 성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 주요 도시 부동산 재고 소진율 추이

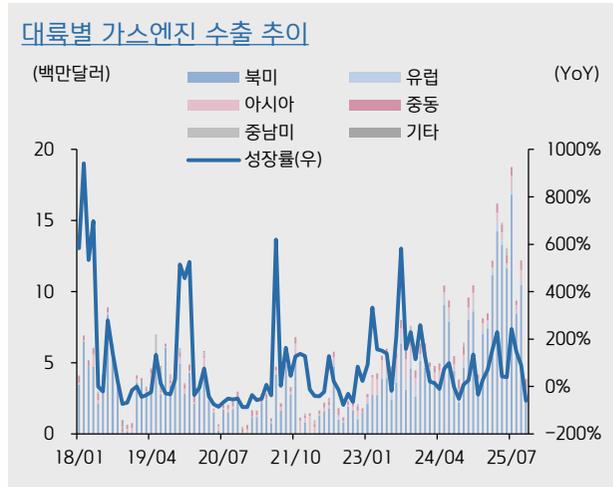


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

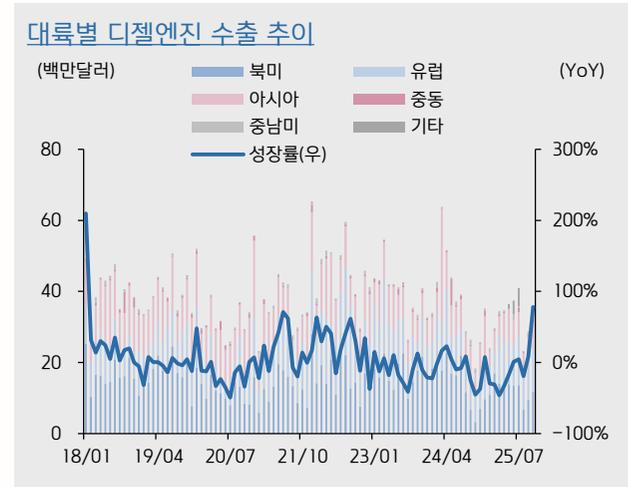
건설기계: 북미 데이터센터발 엔진 수요 증가로 수출 호조

◎ 북미의 데이터센터 투자 확대 영향으로 비상 발전용 엔진 수출의 호조 기대

- 데이터센터의 비상 발전용 전력원으로 가스 엔진 및 디젤 엔진을 활용, 최근 데이터센터 투자 확대 영향으로 수출 대폭 성장
  - 올해 10월까지 누적 가스 엔진 수출은 전년 동기 대비 77% 고성장
  - 디젤 엔진 수출은 상반기 건설장비 수요 부진으로 전년 동기 대비 16.5% 감소
  - 글로벌 빅테크 업체의 북미 데이터센터 투자 가속화로 엔진 수출 성장세 지속될 것으로 전망
- 미국의 전력 고객사와 디젤 엔진 공급 계약을 체결하며 발전용 엔진 제품 라인업 확대 긍정적



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



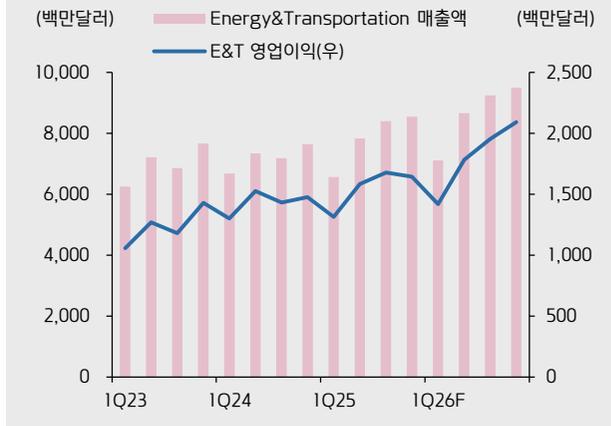
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

건설기계: 북미 엔진 업체의 발전 사업 부문 호실적 지속

◎ 미국 내 발전용 엔진 공급 부족, 구조적인 발전용 엔진 수출 성장세 지속 전망

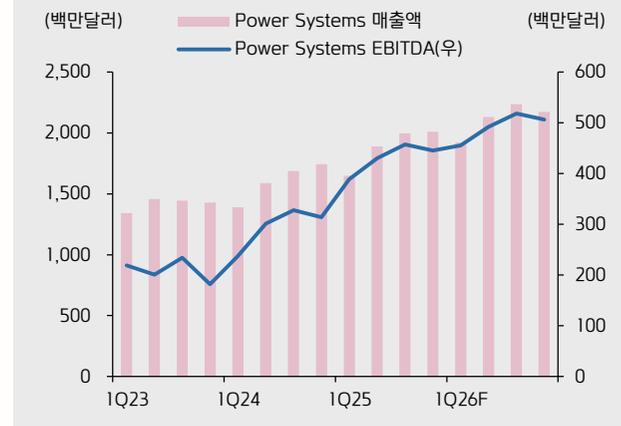
- 미국 내 발전용 엔진을 공급하는 캐터필러, 커민스의 발전 사업 부문 실적 호조 지속
  - 캐터필러, 커민스의 3Q25 발전 사업 매출은 각각 33%, 27% 성장
  - 발전 사업의 매출 성장세는 데이터센터용 엔진 수요 증가의 영향이라고 언급
  - 25년 연간으로 우호적인 가격 정책이 이어지며 관세 부담에도 불구하고 수익성 개선세 지속
- 미국의 주요 엔진 공급 업체의 수주잔고는 27년까지 확보되어 있어 빠른 납기를 원하는 고객들의 수주가 확대될 것으로 전망

캐터필러 발전 사업 부문 실적 추이



자료: CAT, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

커민스 발전 사업 부문 실적 추이



자료: CMI, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

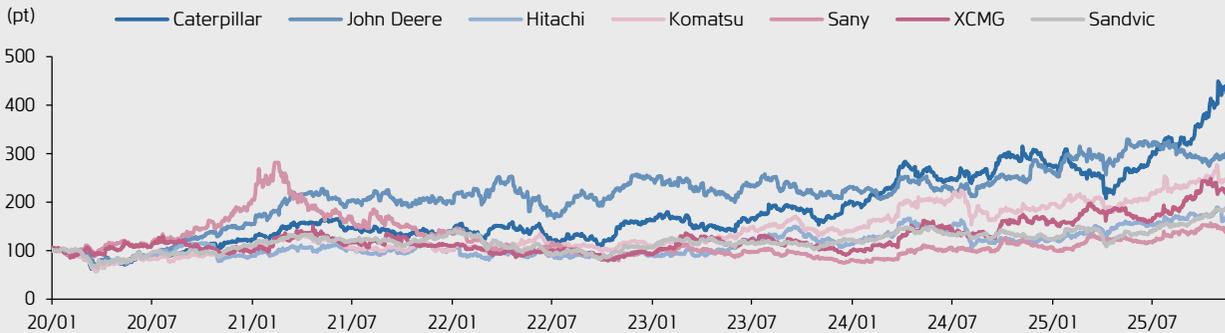
건설기계: 주가 추이

국내 건설기계 업체 주가 추이(2020.1.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 건설기계 업체 주가 추이(2020.1.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

건설기계: Peer Table

건설기계 글로벌 Peer Table

(십억원, %, x)	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		EPS 성장률		P/E		P/B		ROE	
		25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
국내															
두산밥캣	5,282	8,624	9,014	730	789	8.5	8.8	-17.8	19.6	11.9	10.0	0.7	0.7	6.4	7.3
HD현대인프라코어	2,719	4,444	4,819	337	412	7.6	8.6	65.3	49.6	15.7	10.5	1.3	1.2	9.0	12.0
HD현대건설기계	1,609	3,714	4,079	169	243	4.6	6.0	-10.9	77.3	18.6	10.5	0.9	0.8	5.0	8.3
글로벌															
Caterpillar	384,764	92,712	100,304	16,471	19,370	17.8	19.3	-15.1	20.1	30.1	25.1	14.1	12.7	50.1	55.3
John Deere	193,516	55,793	59,318	8,206	9,261	14.7	15.6	-28.1	8.5	26.5	24.4	6.2	6.0	24.6	24.7
Komatsu	45,059	36,974	38,369	5,154	5,520	13.9	14.4	-16.2	9.5	12.7	11.6	1.4	1.3	11.1	11.3
Sandvik	54,103	18,084	19,477	3,219	3,685	17.8	18.9	4.2	15.5	22.7	19.6	3.5	3.3	15.3	17.1
Sany	38,450	18,562	21,318	2,015	2,540	10.9	11.9	42.0	25.1	20.4	16.3	2.3	2.1	11.3	13.1
Kubota	22,954	27,957	29,244	2,301	2,472	8.2	8.5	-27.5	9.3	14.9	13.6	0.9	0.9	6.4	6.8
XCMG	25,069	20,852	23,564	1,773	2,274	8.5	9.7	28.0	27.4	15.8	12.4	1.9	1.7	12.1	14.3
Zoomlion	13,768	10,355	11,813	1,147	1,408	11.1	11.9	34.6	20.7	14.4	11.9	1.2	1.1	7.9	9.1
Hitachi	8,988	12,597	13,017	1,270	1,423	10.1	10.9	-7.4	18.4	12.6	10.6	1.1	1.0	9.1	10.1
Terex	4,347	7,920	8,244	817	905	10.3	11.0	-20.1	14.9	9.2	8.0	1.4	1.2	16.8	16.5
LiuGong	4,747	6,915	7,962	444	595	6.4	7.5	27.8	33.3	12.9	9.7	1.2	1.1	9.5	11.5

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

## IV. 2026 전력기기 전망



전력기기: 2025 Review

◎ 미국 상호 관세 부담에도 견조한 실적 성장세 지속, 데이터센터 Capex 축소 우려 해소

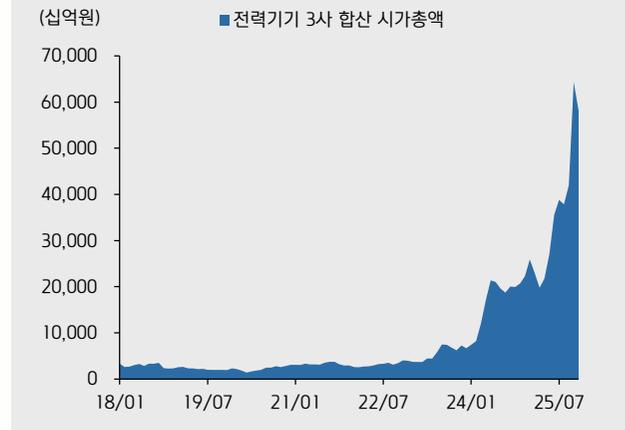
- 전력기기 3사의 3Q25 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 17.3%, 45.4% 상승하며 견조한 성장세 지속
  - 북미 지역의 매출 비중과 고마진 프로젝트의 매출 비중이 점진적으로 상승하며 관세 부담에도 분기별 이익률 상승세 유지
  - 분기별 영업이익률이 3Q24 11.6% → 4Q24 11.2% → 1Q25 13.1% → 2Q25 13.3% → 3Q25 14.8%로 개선
- 견조한 실적과 상호 관세 불확실성에도 불구하고 수주 증가세에 힘입어 전력기기 3사 시가총액은 연초 대비 161% 성장
  - 연초에 불거졌던 상호 관세, 글로벌 빅테크의 AI 데이터센터 Capex 축소 우려도 해소되며 밸류에이션 부담 감소

전력기기 3사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

전력기기 3사 합산 시가총액 추이



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터  
 주: 효성중공업은 2018년 7월 상장

전력기기: 변압기 수요 강세 지속에 수주 확대 추세 유지

◎ 상호 관세 우려가 무색한 견조한 수주 성장세 확인

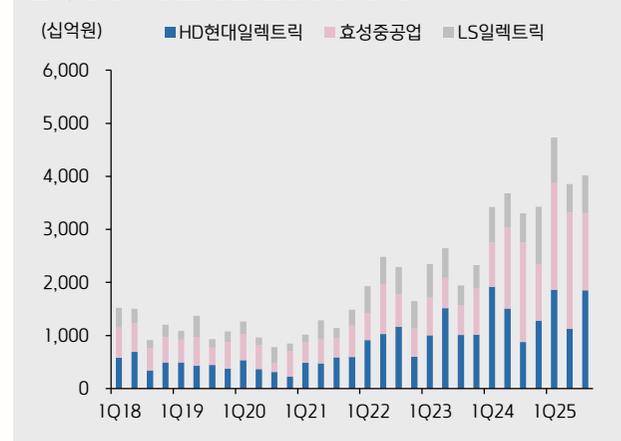
- 전력기기 3사의 3Q25 기준 수주잔고는 약 24.7조원으로 24년말 대비 21.9% 확대
  - 북미 지역을 중심으로 AI 데이터센터 투자 증가, 신재생에너지 투자 확대, 교체 수요 등으로 전력기기 수요 강세 지속
  - 2030년까지의 강한 변압기 수요 전망에 국내외 전력기기 업체들의 초고압변압기 추가 증설 고려
  - 유럽 지역에서도 전력망 투자가 본격화되며 변압기 수요 확대
- 공급 부족이 지속되는 초고압변압기의 경우 고객사와의 협상을 통해 상호 관세 부담 최소화
  - 전력기기 3사의 3Q25 신규 수주는 약 12.6조원으로 전년 동기간 대비 21% 성장
  - 상호 관세에 따른 불확실성 확대에도 불구하고 변압기 공급 부족으로 수주 성장세 지속

전력기기 3사 분기별 수주잔고 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터  
 주: 효성중공업 건설 사업 부문 제외

전력기기 3사 분기별 신규수주 추이



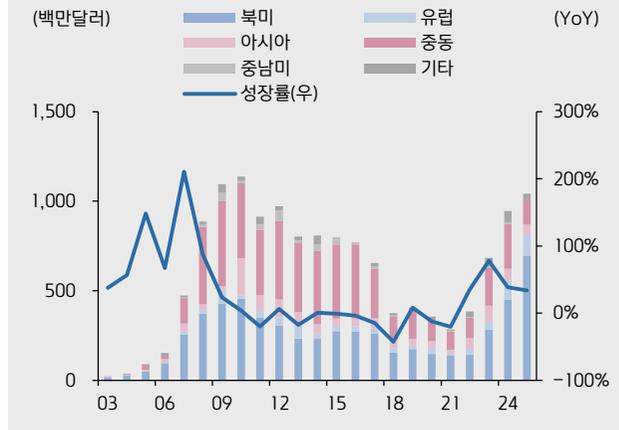
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터  
 주: 효성중공업 건설 사업 부문 제외

전력기기: 견고한 수주잔고에 기반한 변압기 수출 성장세

◎ 높은 기저의 영향으로 수출 성장세는 다소 둔화

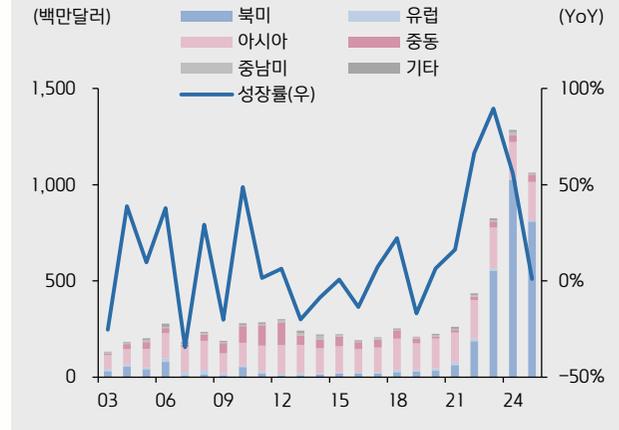
- 25년 10월 누적 기준으로 대형변압기 수출은 33.8% 증가하며 견조한 성장세 유지
  - 북미 지역 수출은 105% 성장하며 탄탄한 수주잔고를 기반으로 여전히 고성장세 지속
  - 중동 지역의 수출이 전년 동기 대비 40% 감소하였으나, 유럽 지역에서 14% 성장한 점은 긍정적
- 25년 10월 누적 기준으로 중소형변압기 수출은 10.3% 성장하며 성장 폭 크게 둔화
  - 전체 수출 지역에서 북미 비중 76.1%로 24년 79% 대비 소폭 감소

대륙별 대형변압기 수출 추이



자료: Trass, 키움증권 리서치센터  
주: '25년은 10월 누적 기준

대륙별 중소형변압기 수출 추이



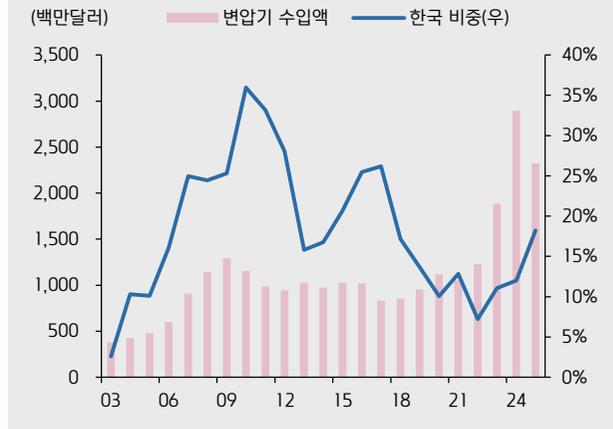
자료: Trass, 키움증권 리서치센터  
주: '25년은 10월 누적 기준

전력기기: 미국의 변압기 쇼티지 장기화

◎ 미국 내 가파른 전력 수요 상승으로 변압기 공급 부족 지속, 수입 단가 증가

- 미국 내 AI 데이터센터 및 신재생에너지 투자 확대, 노후 변압기 교체 등으로 변압기 초과 수요 심화
  - 자국 내 생산 능력 부족으로 22년부터 변압기 수입 증가세 지속
  - 국내외 업체들의 미국 생산 시설 증설 시작되었지만 생산성 개선을 위해 인력 확보 및 숙련 시간 필요
- 25년 7월 기준 미국의 대형변압기 수입액은 전년 동기간 대비 52.3% 성장
  - 한국 수입액 비중은 24년 12% → 25년 7월 18.2%로 확대

미국 대형변압기 수입액 추이



자료: USITC, 키움증권 리서치센터  
 주: 25년은 7월 누적 기준

미국 대형변압기 수입 대수 추이



자료: USITC, 키움증권 리서치센터  
 주: 25년은 7월 누적 기준

전력기기: 관세 영향에 변압기 단가 상승 전망

◎ 글로벌 변압기 생산 비용 증가에 따른 수주 단가 상승세 지속

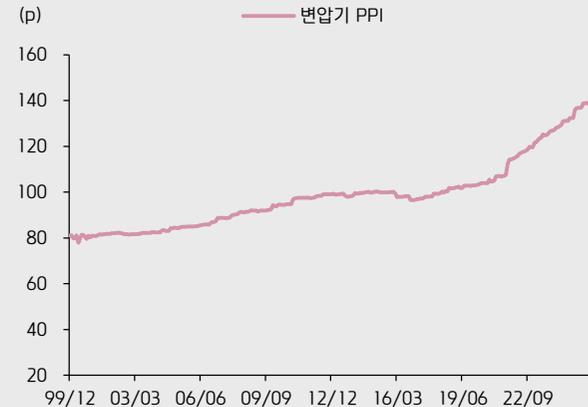
- 올해 8월 미국의 변압기 PPI는 351.192p로 최고점 재갱신
  - 보편 관세 및 상호 관세 부과 등의 영향으로 미국 내 변압기 생산 비용 증가
- 이 외에도 영국 등 유럽 지역의 변압기 생산 비용도 계속해서 증가하는 추세
  - 영국 변압기 PPI도 올해 10월 138.8p로 역사적 고점 갱신
- 공급자 우위 시장에서 관세 등의 영향에 따른 생산 비용 증가는 고객사의 부담으로 돌아갈 것
  - 트럼프 행정부의 상호 관세 부과 결정 이후 수주 단가 상승과 관련하여 고객사와 우호적인 협상이 진행된 것으로 파악됨
  - 관세 비용 부담은 올해를 기점으로 점진적으로 해소될 것으로 기대

미국 변압기 PPI 추이(1999=100)



자료: FRED, 키움증권 리서치센터

영국 변압기 PPI 추이(2015=100)



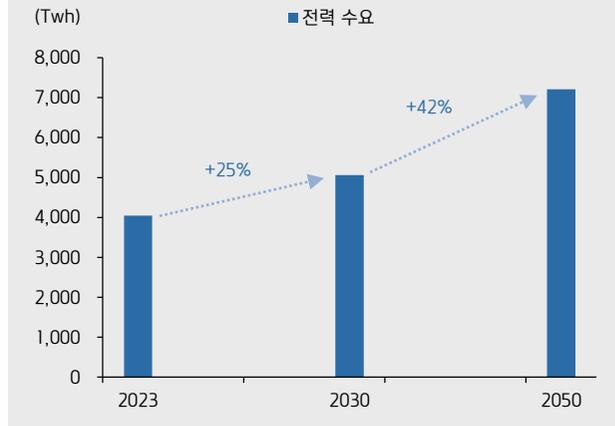
자료: National Statistics, 키움증권 리서치센터

전력기기: 데이터센터가 이끄는 미국의 전력 수요 성장

◎ AI 데이터센터 투자가 증가하며 전력 수요 급증

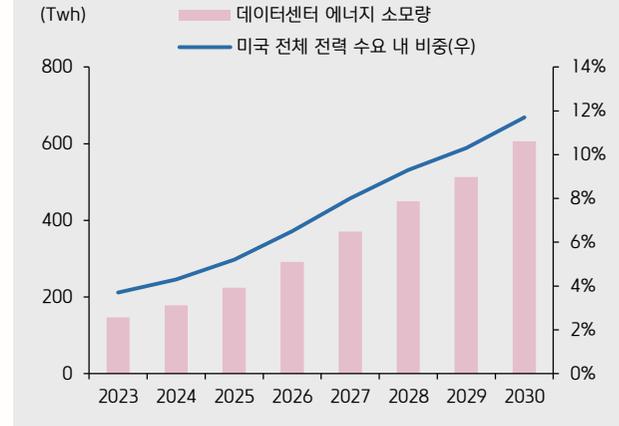
- AI 데이터센터 확대, 전기화 트렌드 등으로 미국 전력 수요는 23~30년 25%, 30~50년 42%의 고성장 전망
- 미국 내 전력 수요에서 데이터센터의 비중은 점진적으로 상승할 것
  - 미국 내 데이터센터의 소비 전력은 23년 147Twh에서 30년 606Twh로 8년간 평균 22.5% 성장할 것으로 예상
  - 24년 미국의 전력 수요는 약 4,106Twh로 추정, 데이터센터가 전력 수요에서 차지하는 비중은 4.3%에 불과
  - 다만, 데이터센터의 소비 전력의 급증으로 30년에 전체 전력 수요의 11.7%까지 비중 확대될 것
- AI 발전과 디지털 가속화에 따라 2030년까지 50~60GW의 전력 인프라 구축이 필요

미국 전력 수요 전망



자료: EIA, ICF, 키움증권 리서치센터

미국 전체 전력 수요 중 데이터센터 비중 전망



자료: Mckinsey, 키움증권 리서치센터

전력기기: 늘어날 수 밖에 없는 전력 인프라 투자

- ◎ 미국/유럽 지역에서 글로벌 빅테크 업체의 AI 데이터센터 건설이 확대되며 전력망 인프라 투자 가속화 기대
  - 최근 1~2년간 글로벌 빅테크 업체의 AI 관련 Capex 투자는 연간 약 4,000억달러 수준으로 추정
    - 향후 5년간 글로벌 빅테크 업체의 AI 인프라 누적 투자 규모는 약 3조달러에 이를 것으로 예상
    - 이 중 30%는 AI 데이터센터 인프라에 활용될 예정으로 AI 데이터센터 관련 투자 확대가 나타날 것으로 판단
    - 데이터센터 구축 비용에서 전력망 시스템이 차지하는 비중은 약 7%로 향후 5년간 630억달러 투자 기대
  - 글로벌 빅테크 업체들의 유럽 내 데이터센터 투자도 활발해지며 유럽 지역 전력망 인프라 구축 속도도 빨라질 전망

미국/유럽의 빅테크 업체 데이터센터 주요 투자 현황

기업	미국	유럽
Amazon	23년 1월 버지니아주 데이터센터 확장에 40년까지 350억달러 투자 24년 1월 미시시피주에 100억달러를 투자해 2개의 데이터센터 건설 24년 12월 오하이오주 데이터센터 건설에 30년까지 100억달러 투자 25년 1월 조지아주 AI 인프라에 110억달러 투자 계획 25년 6월 데이터센터 단지 건설을 위해 노스캐롤리나주 100억달러, 펜실베이니아주에 200억달러 투자 계획	24년 5월 향후 10년간 스페인 데이터센터 건설을 위해 157억유로 투자 24년 9월 향후 5년간 영국 데이터센터 구축을 위해 80억파운드 투자 24년 11월 이탈리아의 데이터센터 확장을 위해 12억유로 투자 25년 9월 뉴질랜드에 44억달러를 투자해 데이터센터 구축 계획
Google	24년 4월 데이터센터 건설을 위해 인디애나주 20억달러 투자 25년 7월 향후 2년간 PJM 지역에서 데이터센터에 250억달러 투자 25년 8월 26년까지 버지니아주에 AI 인프라 확장을 위해 90억달러 투자 25년 8월 향후 2년간 오클라호마에 AI 인프라를 위해 90억달러 투자	24년 1월 영국의 데이터센터 확장을 위해 10억달러 투자 24년 5월 핀란드 데이터센터 확장을 위해 10억유로 투자 25년 11월 29년까지 독일에 데이터센터 구축을 위해 55억 유로 투자
Meta	23년 11월 일리노이주에 10억 달러 규모의 데이터센터 건설 24년 8월 앨라바마, 사우스캐롤라이나주에 각각 8억달러 투자 24년 12월 루이지애나주에 100억달러 규모의 데이터센터 투자 25년 10월 텍사스주에 15억달러 규모의 데이터센터 투자	23년 3월 스페인에 데이터센터 건설을 위해 10억유로 투자
Microsoft	24년 6월 인디애나주에 10억달러 규모의 데이터센터 투자 25년 9월 위시콘주에 70억달러 규모의 데이터센터 투자	23년 10월 로마에 데이터센터 건설을 위해 10억달러 투자 23년 11월 영국에 AI 인프라 구축을 위해 25억파운드 투자 24년 5월 프랑스에 데이터센터 구축을 위해 40억유로 투자 24년 5월 스페인에 데이터센터 건설을 위해 67억유로 투자 25년 11월 포르투갈에 데이터센터 구축을 위해 100억달러 투자

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

전력기기: 점점 더 길어지는 전력망 투자 사이클

◎ 장기적인 관점에서 전력망 투자에 접근, 사이클 장기화 전망

- 글로벌 전력망 투자는 과거 10년 대비 향후 10년 더욱 늘어날 것으로 기대
  - 글로벌 전력망 투자는 지난 13~24년 10년간 연평균 약 2.5% 증가
  - 최근 들어 전력 수요가 급증하며 향후 24~35년의 10년간 전력망 투자는 연평균 5% 성장 전망
  - 35년 연간 전력망 투자 금액은 6,500억달러 수준으로 추정
- 노후 전력망 교체 수요도 동반되어 전력망 투자 사이클은 장기화 가능성이 높은 상황
  - 북미 지역은 20년 이상으로 노후화된 전력망의 비중이 50% 이상으로 점진적인 교체 수요 발생 전망
  - 유럽 지역도 마찬가지로 노후화된 전력망의 비중이 50% 수준으로 전력망 현대화가 시급

전력망 투자 추이 및 전망

Figure 3.27 ▶ Average annual grid investment by economic grouping in the CPS to 2035



IEA, CC BY 4.0.

Grid investment rises in nearly all regions to modernise and expand transmission and distribution to meet rising electricity demand and to connect new sources of generation

자료: IEA, 키움증권 리서치센터

지역별 전력망 노후도

Figure 3.24 ▶ Grid length by type, age and region/country, 2024



IEA, CC BY 4.0.

Many advanced economies have ageing grid infrastructure in need of modernisation, emerging market and developing economies have newer grids

자료: IEA, 키움증권 리서치센터

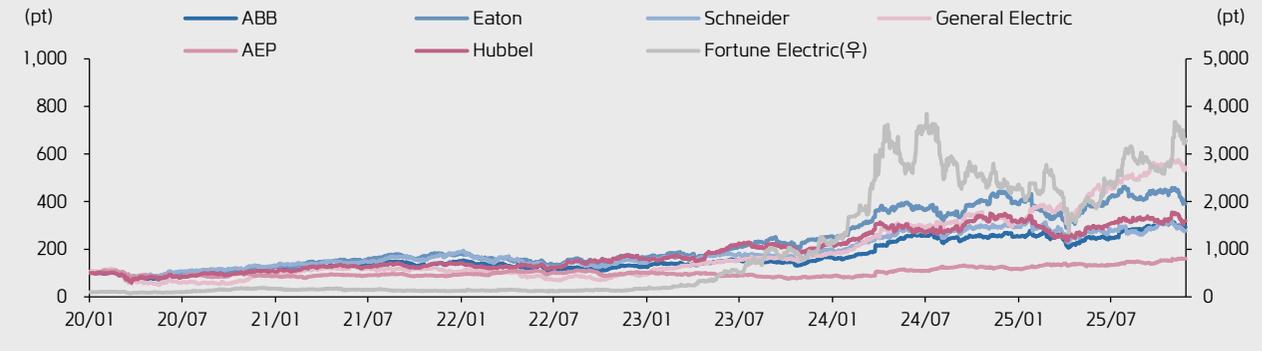
전력기기: 주가 추이

국내 전력기기 업체 주가 추이(2020.1.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 전력기기 업체 주가 추이(2020.1.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

전력기기: Peer Table

전력기기 산업 글로벌 Peer Table

(십억원, %, x)	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		EPS 성장률		P/E		P/B		ROE	
		25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
국내															
HD현대일렉트릭	28,081	4,025	4,792	926	1,183	23.0	24.7	38.8	31.8	40.3	30.6	14.2	10.6	40.1	39.6
호성중공업	18,099	5,931	6,842	698	987	11.8	14.4	119.2	46.7	37.0	25.2	7.7	6.1	22.8	26.8
LS ELECTRIC	13,185	4,889	5,707	428	571	8.7	10.0	21.1	39.5	44.9	32.2	6.5	5.6	15.0	18.6
글로벌															
Schneider	217,723	67,671	72,123	11,836	13,174	17.5	18.3	3.7	14.2	25.8	22.6	4.3	3.9	16.3	18.2
Eaton	188,556	40,361	44,268	7,959	9,524	19.7	21.5	12.0	13.7	27.3	24.0	6.6	5.9	23.2	24.3
GE Vernova	231,397	54,854	60,949	2,806	5,857	5.1	9.6	362.6	76.2	77.9	44.2	15.4	12.3	20.7	30.6
Hitachi	202,388	96,752	104,215	10,519	12,301	10.9	11.8	33.0	14.3	26.4	23.1	3.5	3.2	13.5	14.2
ABB	186,767	51,315	53,912	9,163	10,228	17.9	19.0	22.9	11.6	26.4	23.6	7.9	6.5	30.2	30.2
Emerson	106,163	27,816	29,256	6,490	6,893	23.3	23.6	6.8	9.5	20.1	18.3	3.4	3.3	18.2	26.7
AEP	95,764	31,302	33,397	7,739	8,643	24.7	25.9	6.7	5.4	20.3	19.3	2.2	2.0	11.6	11.2
Legrand	56,794	16,031	17,448	3,253	3,589	20.3	20.6	16.1	12.3	24.9	22.2	4.2	3.9	16.9	17.4
Hubbell	33,112	8,590	9,250	1,900	2,101	22.1	22.7	9.0	9.3	23.5	21.5	6.0	5.1	26.0	24.2
Fortune Electric	10,050	1,195	1,454	292	379	24.4	26.1	15.9	37.7	43.3	31.4	19.8	15.1	49.3	52.7
Powell Industries	5,331	1,736	1,841	334	358	19.2	19.5	3.5	6.4	19.5	18.3	4.5	3.6	26.3	22.3

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

## V. 기업분석

- 현대로템(064350)
- 한화에어로스페이스(012450)
- 한국항공우주(047810)
- HD현대중공업(329180)
- HD한국조선해양(009540)
- 한화오션(042660)
- HD현대건설기계(267270)



현대로템(064350): 수출 지역 다변화 기대

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

목표주가: 300,000원  
 주가(11/25): 177,200원

KOSPI (11/25)	3,857.78pt		
시가총액	19조 3,400억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	244,500원	44,450원	
최고/최저가대비	-27.5%	298.7%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-24.4%	-22.8%
	6M	41.3%	-5.1%
	1Y	195.3%	94.0%
발행주식수	109,142천주		
일평균 거래량(3M)	762천주		
외국인 지분율	33.0%		
배당수익률(2025E)	0.2%		
BPS(2025E)	25,587원		
주요 주주	현대자동차 외 3인	33.8%	



◎ 폴란드 2차 계약 체결 완료로 27년까지 실적 개선세 지속 전망

- 약 9조원 규모의 폴란드 K2 전차 2차 납품 계약을 체결하며 27년까지 실적 개선세가 이어질 것
- 지난 1차 사업 대비 수주단가가 2배 가까이 상승하여 수익성 개선에 기여 확대
- 철도 사업 부문도 수출 매출 비중의 증가로 점진적인 이익 회복세가 나타날 전망

◎ 26년 기대할 수 있는 다수의 수출 파이프라인 보유

- 216대 규모의 루마니아 차세대 전차 사업 도입 결정, 빠르면 26년 중 사업자 선정 기대
- 약 250대 규모의 이라크 전차 도입 사업에 K2 전차가 유력 후보군으로 거론
- 이 외에도 페루와의 150대 규모의 K2 전차 수출 계약 체결 예정
- K2 전차의 성능 개선을 통해 26년부터 중동 지역 마케팅 본격화. 중동 지역에서 대규모의 구형 전차 교체 필요, K2 전차의 중동 수출 기회 확대 전망

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 300,000원 유지

- 이라크, 루마니아, 사우디, 페루 등 K2 전차 수출 지역 다변화 전망에 업종 Top Pick 제시

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,587.4	4,376.6	5,762.1	7,092.6	8,892.7
영업이익	210.0	456.6	1,017.3	1,403.1	1,975.0
EBITDA	250.0	503.6	1,067.9	1,463.7	2,054.5
세전이익	180.8	509.6	1,043.1	1,457.8	2,064.3
순이익	156.8	405.3	806.2	1,166.2	1,651.5
지배주주지분순이익	161.0	406.9	812.7	1,175.6	1,664.7
EPS(원)	1,475	3,728	7,446	10,771	15,252
증감률(% YoY)	-18.6	152.7	99.7	44.7	41.6
PER(배)	18.0	13.3	23.5	16.2	11.5
PBR(배)	1.73	2.65	6.84	4.91	3.49
EV/EBITDA(배)	9.9	9.9	17.3	12.3	8.3
영업이익률(%)	5.9	10.4	17.7	19.8	22.2
ROE(%)	10.1	21.8	33.6	35.2	35.6
순차입금비율(%)	-24.5	-19.8	-20.8	-28.2	-37.1

자료: 키움증권 리서치

현대로템(064350) 재무제표

포괄손익계산서		(단위 : 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	3,587.4	4,376.6	5,762.1	7,092.6	8,892.7	
매출원가	3,123.0	3,547.6	4,215.3	5,128.8	6,315.0	
매출총이익	464.4	829.0	1,546.8	1,963.8	2,577.8	
판매비	254.4	372.5	529.5	560.7	602.8	
영업이익	210.0	456.6	1,017.3	1,403.1	1,975.0	
EBITDA	250.0	503.6	1,067.9	1,463.7	2,054.5	
영업외손익	-29.2	53.0	25.7	54.7	89.3	
이자수익	29.3	28.1	34.6	53.7	88.3	
이자비용	28.9	16.6	16.6	16.6	16.6	
외환관련이익	78.9	115.5	115.5	115.5	115.5	
외환관련손실	98.1	97.8	97.8	97.8	97.8	
총속 및 관계기업손익	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
기타	-10.2	23.9	-9.9	0.0	0.0	
법인세차감전이익	180.8	509.6	1,043.1	1,457.8	2,064.3	
법인세비용	24.1	104.3	236.8	291.6	412.9	
계속사업순이익	156.8	405.3	806.2	1,166.2	1,651.5	
당기순이익	156.8	405.3	806.2	1,166.2	1,651.5	
지배주주순이익	161.0	406.9	812.7	1,175.6	1,664.7	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	13.4	22.0	31.7	23.1	25.4	
영업이익 증감률	42.4	117.4	122.8	37.9	40.8	
EBITDA 증감률	34.6	101.4	112.1	37.1	40.4	
지배주주순이익의 증감률	-18.6	152.7	99.7	44.7	41.6	
EPS 증감률	-18.6	152.7	99.7	44.7	41.6	
매출총이익률(%)	12.9	18.9	26.8	27.7	29.0	
영업이익률(%)	5.9	10.4	17.7	19.8	22.2	
EBITDA Margin(%)	7.0	11.5	18.5	20.6	23.1	
지배주주순이익률(%)	4.5	9.3	14.1	16.6	18.7	
현금흐름표	(단위 : 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	734.2	142.5	462.5	911.9	1,372.2	
당기순이익	156.8	405.3	806.2	1,166.2	1,651.5	
비현금항목의 가감	155.8	282.2	346.2	392.0	497.5	
유형자산감가상각비	27.4	32.6	34.2	43.1	60.6	
무형자산감가상각비	12.5	14.4	16.3	17.5	18.9	
자본법평가손익	-1.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
기타	116.9	235.3	295.8	331.5	418.1	
영업활동자산부채증감	437.4	-541.1	-471.2	-392.0	-435.7	
매출채권및기타채권의감소	-93.4	-552.5	-305.6	-293.5	-397.0	
재고자산의감소	130.8	-152.5	-99.9	-96.0	-129.8	
매입채무및기타채무의증가	212.1	77.4	2.3	72.9	152.3	
기타	187.9	86.5	-68.0	-75.4	-61.2	
기타현금흐름	-15.8	-3.9	-218.7	-254.3	-341.1	
투자활동 현금흐름	-270.4	232.6	-157.6	-264.3	-295.2	
유형자산의 취득	-54.7	-81.0	-132.2	-234.0	-262.7	
유형자산의 처분	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 손취득	-26.1	-29.8	-23.7	-26.5	-26.7	
투자자산의감소(증가)	-7.7	-4.3	-0.9	-0.9	-0.9	
단기금융자산의감소(증가)	-197.2	325.2	-23.3	-25.3	-27.4	
기타	14.9	22.4	22.5	22.4	22.5	
재무활동 현금흐름	-576.3	-299.7	-24.9	-35.8	-52.2	
차입금의 증가(감소)	-576.0	-285.7	0.0	0.0	0.0	
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
배당금지급	0.0	-10.9	-21.8	-32.7	-49.1	
기타	-0.3	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1	
기타현금흐름	2.6	0.7	-128.4	-128.4	-128.4	
현금 및 현금성자산의 순증가	-109.9	76.1	151.6	483.4	896.4	
기초현금 및 현금성자산	506.0	396.1	472.3	623.8	1,107.2	
기말현금 및 현금성자산	396.1	472.3	623.8	1,107.2	2,003.6	

자료: 키움증권 리서치



재무상태표		(단위 : 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
유동자산	3,690.2	3,686.3	4,323.8	5,280.8	6,792.5	
현금 및 현금성자산	396.1	472.3	623.8	1,107.2	2,003.6	
단기금융자산	602.0	276.8	300.1	325.4	352.8	
매출채권 및 기타채권	405.1	965.3	1,270.8	1,564.3	1,961.3	
재고자산	268.7	315.6	415.6	511.5	641.3	
기타유동자산	2,018.3	1,656.3	1,713.5	1,772.4	1,833.5	
비유동자산	1,551.3	1,599.1	1,705.2	1,905.8	2,116.5	
투자자산	51.0	55.2	56.0	56.7	57.5	
유형자산	1,234.4	1,292.0	1,390.0	1,580.9	1,783.0	
무형자산	92.1	104.1	111.5	120.5	128.3	
기타비유동자산	173.8	147.8	147.7	147.7	147.7	
자산총계	5,241.5	5,285.4	6,029.0	7,186.7	8,909.0	
유동부채	3,204.7	3,019.9	3,022.2	3,095.0	3,247.3	
매입채무 및 기타채무	1,012.1	669.9	672.2	745.1	897.3	
단기금융부채	338.6	328.6	328.6	328.6	328.6	
기타유동부채	1,854.0	2,021.4	2,021.4	2,021.3	2,021.4	
비유동부채	389.8	256.5	256.5	256.5	256.5	
장기금융부채	256.4	22.4	22.4	22.4	22.4	
기타비유동부채	133.4	234.1	234.1	234.1	234.1	
차입총계	3,594.5	3,276.3	3,278.6	3,351.5	3,503.7	
자본지분	1,679.9	2,045.0	2,750.8	3,886.9	5,470.2	
자본금	545.7	545.7	545.7	545.7	545.7	
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8	
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타포괄손익누계액	297.1	290.8	258.6	226.3	194.1	
이익잉여금	317.2	688.6	1,468.5	2,595.0	4,210.5	
비자본지분	-32.9	-35.9	-42.3	-51.7	-64.9	
차입총계	1,647.0	2,009.1	2,750.3	3,835.2	5,405.3	
투자지표	(단위 : 원, 백 %)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
주당지표(원)						
EPS	1,475	3,728	7,446	10,771	15,252	
BPS	15,391	18,737	25,587	35,613	50,120	
CFPS	2,864	6,298	10,559	14,277	19,690	
DPS	100	200	300	450	450	
주기배수(배)						
PER	18.0	13.3	23.5	16.2	11.5	
PER(최고)	27.3	18.6	33.5			
PER(최저)	15.6	6.8	6.7			
PBR	1.73	2.65	6.84	4.91	3.49	
PBR(최고)	2.62	3.71	9.75			
PBR(최저)	1.50	1.36	1.94			
PSR	0.81	1.24	3.31	2.69	2.15	
PCFR	9.3	7.9	16.6	12.3	8.9	
EV/EBITDA	9.9	9.9	17.3	12.3	8.3	
주요비율(%)						
배당성향(% , 보통주, 현금)	7.0	5.4	4.1	4.2	3.0	
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	
ROA	3.1	7.7	14.3	17.6	20.5	
ROE	10.1	21.8	33.6	35.2	35.6	
ROIC	11.9	26.4	38.2	42.7	48.8	
매출채권회전율	10.1	6.4	5.2	5.0	5.0	
재고자산회전율	14.2	15.0	15.8	15.3	15.4	
부채비율	218.2	163.1	119.2	87.4	64.8	
순차입금비용	-24.5	-19.8	-20.8	-28.2	-37.1	
이자보상배율(현금)	7.3	27.5	61.2	84.4	118.8	
총자입금	594.9	351.1	351.1	351.1	351.1	
순자입금	-403.2	-398.0	-572.9	-1,081.5	-2,005.3	
NOPLAT	250.0	503.6	1,067.9	1,463.7	2,054.5	
FCF	594.3	-196.4	209.8	530.6	934.4	

한화에어로스페이스(012450): 풍부한 수주 파이프라인

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

목표주가: 1,400,000원  
 주가(11/25): 859,000원

KOSPI (11/25)	3,857.78pt		
시가총액	44조 2,930억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	1,107,000원	274,733원	
최고/최저가대비	-22.4%	212.7%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-15.2%	-13.4%
	6M	3.5%	-30.5%
	1Y	143.0%	59.6%
발행주식수	51,563천주		
일평균 거래량(3M)	203천주		
외국인 지분율	44.1%		
배당수익률(2025E)	0.4%		
BPS(2025E)	196,830원		
주요 주주	한화 외 6인	35.8%	



◎ 순조로운 폴란드항 K9/천무 인도에 따른 방산 부문 실적 성장세 지속

- 25년 기준 K9 70문 이상, 천무 80대 이상 납품 예정으로 4Q25에 K9 14문, 천무 20대 이상이 인도될 것으로 전망하며 지상방산 부문의 호실적 기조가 이어질 것
- 3Q25부터 폴란드 외에도 이집트/호주 등 수출 사업이 진행되면서 지상 방산 부문의 수출 비중 확대
- 폴란드 외의 해외 사업들도 양호한 수준의 수익성을 시현하고 있어 방산 부문 이익 개선 지속 전망

◎ 다양한 무기 체계에서 발굴되는 수주 파이프라인이 최대 강점

- 사우디와 K9/천무/장갑차/탄약 등 지상무기 체계 전반을 포괄하는 대규모 납품 계약 체결 기대
- 약 4~5조원 규모의 루마니아 전투보병장갑차량(IFV) 도입 사업에 레드백 참여, 26년 중 사업자 선정 예상
- 동유럽, 중동 지역에서 천무에 대한 관심이 강화되고 있어 추가 수출 기대
- 국내 모듈형 장약 설비 증설 및 북미/유럽 지역에서의 추가 증설을 통해 장약 수출도 점진적으로 확대 전망

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 1,400,000원 유지

풍부한 수주 파이프라인을 기반으로 신규 수주 확대 기대감에 업종 Top Pick 제시

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,889.7	11,240.1	27,281.8	31,250.7	33,849.2
영업이익	594.3	1,731.9	3,439.0	4,540.3	5,472.4
EBITDA	933.4	2,062.8	4,264.1	5,321.0	6,213.1
세전이익	1,130.8	2,647.4	2,687.1	4,811.4	6,160.5
순이익	976.9	2,539.9	2,075.6	3,647.1	4,669.6
지배주주지분순이익	817.5	2,298.9	1,331.7	2,619.2	3,321.8
EPS(원)	15,886	46,183	26,942	50,069	63,499
증감률(% YoY)	318.5	190.7	-41.7	85.8	26.8
PER(배)	8.0	7.0	36.0	19.4	15.3
PBR(배)	1.85	2.98	4.93	3.97	3.17
EV/EBITDA(배)	10.5	13.9	12.5	9.1	4.8
영업이익률(%)	7.5	15.4	12.6	14.5	16.2
ROE(%)	25.6	53.9	17.4	22.7	23.1
순차입금비율(%)	49.8	65.5	-21.7	-47.0	-116.5

자료: 키움증권 리서치

한화에어로스페이스(012450) 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	7,889.7	11,240.1	27,281.8	31,250.7	33,849.2	
매출원가	6,461.5	8,370.3	21,999.2	24,466.8	25,748.8	
매출총이익	1,428.2	2,869.9	5,282.6	6,783.9	8,100.4	
판매비	833.8	1,138.0	1,843.6	2,243.6	2,627.9	
영업이익	594.3	1,731.9	3,439.0	4,540.3	5,472.4	
EBITDA	933.4	2,062.8	4,264.1	5,321.0	6,213.1	
영업외손익	536.5	915.5	-751.9	271.2	688.0	
이자수익	81.0	70.0	305.7	432.9	849.8	
이자비용	149.6	242.5	242.5	242.5	242.5	
외환관련이익	254.3	441.5	260.6	260.6	260.6	
외환관련손실	249.8	349.0	186.1	186.1	186.1	
총속 및 관계기업손익	15.8	105.3	105.3	105.3	105.3	
기타	584.8	890.2	-994.9	-99.0	-99.1	
법인세차감전이익	1,130.8	2,647.4	2,687.1	4,811.4	6,160.5	
법인세비용	232.0	136.1	611.5	1,164.4	1,490.8	
계속사업순이익	898.7	2,511.3	2,075.6	3,647.1	4,669.6	
당기순이익	976.9	2,539.9	2,075.6	3,647.1	4,669.6	
지배주주순이익	817.5	2,298.9	1,331.7	2,619.2	3,321.8	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	11.7	42.5	142.7	14.5	8.3	
영업이익 증감률	48.4	191.4	98.6	32.0	20.5	
EBITDA 증감률	40.8	121.0	106.7	24.8	16.8	
지배주주순이익 증감률	318.5	181.2	-42.1	96.7	26.8	
EPS 증감률	318.5	190.7	-41.7	85.8	26.8	
매출총이익률(%)	18.1	25.5	19.4	21.7	23.9	
영업이익률(%)	7.5	15.4	12.6	14.5	16.2	
EBITDA Margin(%)	11.8	18.4	15.6	17.0	18.4	
지배주주순이익률(%)	10.4	20.5	4.9	8.4	9.8	
<b>현금흐름표</b> (단위: 십억원)						
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	1,390.2	1,393.0	11,436.3	10,367.0	24,146.7	
당기순이익	0.0	0.0	2,075.6	3,647.1	4,669.6	
비현금항목의 가감	-67.7	4.5	1,861.8	2,243.1	2,112.7	
유형자산감가상각비	260.8	259.0	623.0	582.6	546.3	
무형자산감가상각비	78.3	71.9	202.0	198.2	194.4	
지분법평가손익	-61.0	-1,257.2	-105.3	-105.3	-105.3	
기타	-345.8	930.8	1,142.1	1,567.6	1,477.3	
영업활동자산부채증감	462.0	-902.8	5,349.9	2,753.3	15,550.6	
매출채권및기타채권의감소	-582.6	-1,096.9	1,557.9	-1,065.8	-697.8	
재고자산의감소	-713.5	-882.3	1,012.9	-767.8	-502.7	
매입채무및기타채무의증가	243.7	-77.7	6,712.5	12,010.1	30,835.7	
기타	1,514.4	1,154.1	-3,933.4	-7,423.2	-14,084.6	
기타현금흐름	995.9	2,291.3	-2,149.0	-1,723.5	1,813.8	
투자활동 현금흐름	-3,029.1	-1,367.3	-2,999.7	-2,981.1	-2,972.7	
유형자산의 취득	-453.4	-578.2	-381.2	-365.7	-351.5	
유형자산의 처분	3.2	1.7	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 손취득	-117.8	-149.0	-138.3	-135.0	-140.8	
투자자산의감소(증가)	-3,034.8	1,713.7	-397.0	-397.0	-397.0	
단기금융자산의감소(증가)	33.7	-265.6	6.7	6.6	6.5	
기타	540.0	-2,089.2	-2,089.9	-2,090.0	-2,089.9	
재무활동 현금흐름	367.8	1,065.7	3,854.1	-258.7	-258.7	
차입금의 증가(감소)	490.6	1,283.1	0.0	0.0	0.0	
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	4,091.9	0.0	0.0	
자기주식처분(취득)	0.0	-19.0	0.0	0.0	0.0	
배당금지급	-50.6	-119.8	-159.1	-180.1	-180.1	
기타	-72.2	-78.6	-78.7	-78.6	-78.6	
기타현금흐름	7.7	70.1	-1,064.6	-1,064.6	-1,064.6	
현금 및 현금성자산의 순증가	-1,263.5	1,161.4	11,226.1	6,062.6	19,850.7	
기초현금 및 현금성자산	3,069.8	1,806.4	2,967.7	14,193.8	20,256.4	
기말현금 및 현금성자산	1,806.4	2,967.7	14,193.8	20,256.4	40,107.1	

자료: 키움증권 리서치



재무상태표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
유형자산	9,192.0	22,868.0	35,429.2	50,742.0	85,871.3	
현금 및 현금성자산	1,806.4	2,967.7	14,194.0	20,256.6	40,107.3	
단기금융자산	100.7	366.3	359.6	353.1	346.6	
매출채권 및 기타채권	2,118.6	8,883.8	7,325.9	8,391.7	9,089.4	
재고자산	2,868.6	6,290.3	5,277.4	6,045.2	6,547.8	
기타유동자산	2,297.7	4,359.9	8,272.3	15,695.4	29,780.2	
비유동자산	10,350.9	20,468.9	20,665.7	20,888.0	21,141.9	
투자자산	3,905.6	2,297.2	2,799.6	3,302.0	3,804.4	
유형자산	3,410.3	8,319.9	8,078.1	7,861.2	7,666.3	
무형자산	2,202.8	7,744.2	7,680.4	7,617.3	7,563.7	
기타비유동자산	832.2	2,107.6	2,107.6	2,107.5	2,107.5	
자산총계	19,542.9	43,336.9	56,094.9	71,630.0	107,013.2	
유동부채	12,076.6	25,516.1	32,228.6	44,238.7	75,074.4	
매입채무 및 기타채무	1,879.3	4,269.9	10,982.4	22,992.5	53,828.2	
단기금융부채	2,612.3	6,204.4	6,204.4	6,204.4	6,204.4	
기타유동부채	7,585.0	15,041.8	15,041.8	15,041.8	15,041.8	
비유동부채	2,782.1	6,456.4	6,456.4	6,456.4	6,456.4	
장기금융부채	1,627.5	4,570.2	4,570.2	4,570.2	4,570.2	
기타비유동부채	1,154.6	1,886.2	1,886.2	1,886.2	1,886.2	
부채총계	14,858.7	31,972.6	38,685.0	50,695.1	81,530.8	
자본지분	3,528.4	4,995.1	10,296.6	12,793.8	15,993.5	
자본금	265.7	240.4	270.3	270.3	270.3	
자본잉여금	191.8	206.7	4,268.6	4,268.6	4,268.6	
기타자본	-2.2	-738.2	-738.2	-738.2	-738.2	
기타포괄손익누계액	445.7	539.7	597.7	655.7	713.7	
이익잉여금	2,627.4	4,746.5	5,898.1	8,337.3	11,479.0	
비지배자본	1,155.9	6,369.2	7,113.1	8,140.9	9,488.7	
자산총계	4,684.2	11,364.3	17,409.7	20,934.7	25,482.2	
<b>투자지표</b> (단위: 원 배, %)						
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
주당지표(원)						
EPS	15,886	46,183	26,942	50,069	63,499	
BPS	68,563	107,816	196,830	244,566	305,732	
CFPS	17,667	51,113	79,658	112,597	129,651	
DPS	1,800	3,500	3,500	3,500	3,500	
주기배수(배)						
PER	8.0	7.0	36.0	19.4	15.3	
PER(최고)	9.7	9.1	41.8			
PER(최저)	4.2	2.7	12.1			
PBR	1.85	2.98	4.93	3.97	3.17	
PBR(최고)	2.24	3.88	5.73			
PBR(최저)	0.97	1.18	1.65			
PSR	0.83	1.42	1.76	1.62	1.50	
PCFR	7.2	6.3	12.2	8.6	7.5	
EV/EBITDA	10.5	13.9	12.5	9.1	4.8	
주요비율(%)						
배당성향(%), 보통주 현금	9.3	6.3	8.7	4.9	3.9	
배당수익률(%), 보통주 현금	1.4	1.1	0.4	0.4	0.4	
ROA	5.6	8.1	4.2	5.7	5.2	
ROE	25.6	53.9	17.4	22.7	23.1	
ROIC	12.4	9.9	18.5	34.5	728.4	
매출채권회전율	4.3	2.0	3.4	4.0	3.9	
재고자산회전율	3.1	2.5	4.7	5.5	5.4	
부채비율	317.2	281.3	222.2	242.2	320.0	
순차입금비용	49.8	65.5	-21.7	-47.0	-116.5	
이자보상배율(현금)	4.0	7.1	14.2	18.7	22.6	
총자입금	4,239.9	10,774.6	10,774.6	10,774.6	10,774.6	
순자입금	2,332.8	7,440.5	-3,779.1	-9,835.1	-29,679.3	
NOPLAT	933.4	2,062.8	4,264.1	5,321.0	6,213.1	
FCF	757.5	-251.9	8,311.8	6,474.9	19,947.2	

한국항공우주(047810): 26년은 도약의 시기

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

목표주가: 150,000원  
 주가(11/25): 108,600원

KOSPI (11/25)	3,857.78pt		
시가총액	10조 5,858억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	115,000원	49,850원	
최고/최저가대비	-5.6%	117.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	6.9%	17.4%
	6M	24.0%	-10.4%
	1Y	83.1%	28.7%
발행주식수	97,475천주		
일평균 거래량(3M)	756천주		
외국인 지분율	32.7%		
배당수익률(2025E)	0.5%		
BPS(2025E)	19,383원		
주요 주주	한국수출입은행	26.4%	



◎ 26년부터 국내 양산 납품 및 해외 사업 비중 증가로 실적 개선 전망

- KF-21, LAH 등 국내 양산 납품의 증가로 26년부터 내수 사업 부문의 매출 성장과 이익 기여 확대
- 해외 사업에서 폴란드형 FA-50PL 양산 납품 시기가 이연된 점은 아쉽지만 폴란드, 말레이시아 사업의 개발 매출 규모 확대로 수익성 개선 기대

◎ FA-50 수출 확대 전망, UJTS 사업과 KF-21 수출 가능성에도 주목

- 26년 FA-50 수출 사업은 말레이시아 2차 사업과 이집트 수출 사업의 수주 확보 기대. 말레이시아 2차 사업으로 FA-50 18대 도입 고려. 이집트 1차 사업은 36대의 FA-50 수출 계약 체결 전망. 잠재적인 사업 규모는 100대로 확대 예상
- 내년 중으로 미 해군 고등훈련기(UJTS) 도입 사업이 본격화될 것으로 판단
- 중동 지역에서 KF-21에 대한 관심 증가, 공대공 무장 통합 속도도 빨라지고 있어 수출 가능성 상승에 주목

◎ 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 150,000원으로 상향

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,819.3	3,633.7	3,884.8	5,226.0	7,005.5
영업이익	247.5	240.7	308.0	511.9	783.6
EBITDA	368.5	344.6	417.9	654.5	944.0
세전이익	268.7	197.1	297.7	497.6	777.1
순이익	221.4	170.9	245.4	405.1	632.6
지배주주지분순이익	224.0	172.1	247.1	407.9	636.9
EPS(원)	2,298	1,765	2,535	4,184	6,534
증감률(% YoY)	89.1	-23.2	43.6	65.0	56.2
PER(배)	21.8	31.1	39.4	23.9	15.3
PBR(배)	3.05	3.14	5.16	4.36	3.47
EV/EBITDA(배)	12.9	18.3	24.4	16.1	11.1
영업이익률(%)	6.5	6.6	7.9	9.8	11.2
ROE(%)	14.8	10.4	13.7	19.8	25.3
순차입금비율(%)	-8.3	53.4	23.4	35.6	24.5

자료: 키움증권 리서치

한국항공우주(047810) 재무제표

포괄손익계산서 (단위 : 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,819.3	3,633.7	3,884.8	5,226.0	7,005.5
매출원가	3,355.5	3,152.3	3,283.3	4,354.8	5,780.6
매출총이익	463.9	481.5	601.6	871.2	1,224.9
판매비	216.3	240.8	293.6	359.3	441.3
영업이익	247.5	240.7	308.0	511.9	783.6
EBITDA	368.5	344.6	417.9	654.5	944.0
영업외손익	21.2	-43.6	-10.2	-14.3	-6.5
이자수익	45.2	10.7	44.5	19.4	27.1
이자비용	29.1	33.4	33.4	33.4	33.4
외환관련이익	65.6	106.4	38.2	38.2	38.2
외환관련손실	57.6	110.5	31.2	31.2	31.2
총속 및 관계기업손익	0.3	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
기타	-3.2	-14.3	-25.8	-4.8	-4.7
법인세차감전이익	268.7	197.1	297.7	497.6	777.1
법인세비용	47.3	26.2	52.3	92.6	144.5
계속사업손익	221.4	170.9	245.4	405.1	632.6
당기순이익	221.4	170.9	245.4	405.1	632.6
지배주주손익	224.0	172.1	247.1	407.9	636.9
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	37.0	-4.9	6.9	34.5	34.1
영업이익 증감률	74.8	-2.7	28.0	66.2	53.1
EBITDA 증감률	33.1	-6.5	21.3	56.6	44.2
지배주주손익의 증감률	89.1	-23.2	43.6	65.1	56.1
EPS 증감률	89.1	-23.2	43.6	65.0	56.2
매출총이익률(%)	12.1	13.3	15.5	16.7	17.5
영업이익률(%)	6.5	6.6	7.9	9.8	11.2
EBITDA Margin(%)	9.6	9.5	10.8	12.5	13.5
지배주주순이익률(%)	5.9	4.7	6.4	7.8	9.1

현금흐름표 (단위 : 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-700.4	-728.2	1,025.2	105.2	529.2
당기순이익	221.4	170.9	245.4	405.1	632.6
비현금항목의 가감	270.6	270.7	238.1	336.1	398.1
유형자산감가상각비	90.7	82.1	86.9	118.3	135.0
무형자산감가상각비	30.3	21.8	23.0	24.4	25.4
지분법평가손익	-4.4	-4.0	-2.5	-2.5	-2.5
기타	154.0	170.8	130.7	195.9	240.2
영업활동자산부채증감	-1,217.6	-1,165.9	576.7	-535.6	-356.9
매출채권및기타채권의감소	-135.7	-6.5	-29.6	-158.1	-209.8
재고자산의감소	-152.7	-628.7	592.8	-609.8	-592.5
매입채무및기타채무의증가	115.2	149.6	240.0	479.3	714.8
기타	-1,044.4	-680.3	-226.5	-247.0	-269.4
기타현금흐름	-25.2	-3.9	-35.0	-100.4	-144.6
투자활동 현금흐름	-107.9	-189.0	-399.0	-309.5	-271.0
유형자산의 취득	-77.9	-161.3	-318.3	-242.0	-215.5
유형자산의 처분	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손취득	-97.8	-86.0	-73.8	-60.4	-47.9
투자자산의감소(증가)	1.7	-17.0	-2.4	-2.4	-2.4
단기금융자산의감소(증가)	61.9	75.6	-3.7	-4.1	-4.5
기타	4.0	-0.8	-0.8	-0.6	-0.7
재무활동 현금흐름	-546.4	-369.5	-6.5	-55.2	-55.2
차입금의 증가(감소)	-517.1	424.7	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-24.4	-48.7	0.0	-48.7	-48.7
기타	-4.9	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5
기타현금흐름	-10.8	4.3	-147.2	-98.4	-98.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-1,365.6	-543.4	472.5	-357.9	104.6
기초현금 및 현금성자산	2,023.7	658.1	1,147.7	587.3	229.4
기말현금 및 현금성자산	658.1	114.7	587.3	229.4	334.0

자료: 키움증권 리서치



재무상태표 (단위 : 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,681.0	5,439.0	5,578.6	6,239.7	7,420.5
현금 및 현금성자산	658.1	114.7	587.3	229.4	334.0
단기금융자산	112.6	37.0	40.7	44.8	49.3
매출채권 및 기타채권	421.9	428.4	458.0	616.1	825.9
재고자산	1,736.5	2,359.0	1,766.3	2,376.0	2,968.5
기타유동자산	1,751.9	2,499.9	2,726.3	2,973.4	3,242.8
비유동자산	2,458.6	2,586.5	2,868.7	3,028.3	3,131.2
투자자산	88.8	103.4	103.3	103.2	103.1
유형자산	814.6	912.5	1,143.9	1,267.6	1,348.1
무형자산	804.2	845.7	896.5	932.5	955.0
기타비유동자산	751.0	724.9	725.0	725.0	725.0
자산총계	7,139.6	8,025.5	8,447.3	9,268.0	10,551.7
유동부채	4,400.3	4,914.7	5,154.8	5,634.1	6,348.9
매입채무 및 기타채무	687.5	981.9	1,222.0	1,701.3	2,416.1
단기금융부채	403.6	448.2	448.2	448.2	448.2
기타유동부채	3,309.2	3,484.6	3,484.6	3,484.6	3,484.6
비유동부채	1,119.3	1,383.6	1,383.6	1,383.6	1,383.6
장기금융부채	233.1	626.3	626.3	626.3	626.3
기타비유동부채	886.2	757.3	757.3	757.3	757.3
차입총계	5,519.6	6,298.4	6,538.4	7,017.7	7,732.5
자본지분	1,597.4	1,705.9	1,889.3	2,233.5	2,806.8
자본금	487.4	487.4	487.4	487.4	487.4
자본잉여금	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3
기타자본	-22.1	-22.1	-22.1	-22.1	-22.1
기타포괄손익누계액	1.2	1.2	-13.7	-28.6	-43.5
이익잉여금	1,002.6	1,111.0	1,309.4	1,668.5	2,256.7
비지배자본	22.5	21.3	19.6	16.8	12.5
차입총계	1,619.9	1,727.2	1,908.9	2,250.3	2,819.2

투자지표 (단위 : 원 백 %)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,298	1,765	2,535	4,184	6,534
BPS	16,388	17,500	19,383	22,914	28,795
CFPS	5,048	4,531	4,960	7,604	10,574
DPS	0	0	500	500	500
주기배수(배)					
PER	21.8	31.1	39.4	23.9	15.3
PER(최고)	26.5	40.0	46.9		
PER(최저)	18.1	27.1	19.3		
PBR	3.05	3.14	5.16	4.36	3.47
PBR(최고)	3.72	4.03	6.13		
PBR(최저)	2.53	2.73	2.53		
PSR	1.28	1.47	2.51	1.87	1.39
PCFR	9.9	12.1	20.2	13.2	9.5
EV/EBITDA	12.9	18.3	24.4	16.1	11.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주 현금)	0.0	0.0	19.9	12.0	7.7
배당수익률(% , 보통주 현금)	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5
ROA	3.0	2.3	3.0	4.6	6.4
ROE	14.8	10.4	13.7	19.8	25.3
ROI	18.4	7.9	9.0	13.8	17.7
매출채권회전율	11.7	8.5	8.8	9.7	9.7
재고자산회전율	2.3	1.8	1.9	2.5	2.6
부채비율	340.7	364.7	342.5	311.8	274.3
순차입금비율	-8.3	53.4	23.4	35.6	24.5
이자보상배율(현금)	8.5	7.2	9.2	15.3	23.5
총자입금	636.8	1,074.6	1,074.6	1,074.6	1,074.6
순자입금	-134.0	922.8	446.6	800.4	691.2
NOPLAT	368.5	344.6	419.7	654.5	944.0
FCF	-1,034.5	-1,114.2	548.3	-278.6	178.0

BUY (Maintain)

HD현대중공업(329180): 상선, 특수선 모두 좋다

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

목표주가: 810,000원  
 주가(11/25): 548,000원

KOSPI (11/25)	3,857.78pt		
시가총액	48조 6,477억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	624,000원	208,000원	
최고/최저가대비	-12.2%	163.5%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-7.7%	-5.7%
	6M	40.9%	-5.3%
	1Y	126.4%	48.8%
발행주식수	88,773천주		
일평균 거래량(3M)	256천주		
외국인 지분율	10.8%		
배당수익률(2025E)	0.8%		
BPS(2025E)	74,485원		
주요 주주	에이치디한국조선해양 외 1인 74.1%		



◎ 상선과 엔진의 이익 개선세 지속 전망

- 고가 선박의 매출 비중 확대, 생산성 개선에 힘입어 상선 부문의 이익 개선 흐름이 지속될 것으로 판단
- 엔진 사업부도 평가 인상과 고가 제품의 매출 비중 상승으로 가파른 수익성 개선세 지속

◎ LNG선 발주 재개와 MASGA 모멘텀 기대

- 26년 LNG선 발주 전망은 약 100척 수준으로 국내 조선사의 한정적인 건조 캐파를 감안할 때 양질의 수주 확보 가능성이 높을 것으로 기대. 올해 소폭 조정 받았던 LNG선 선가도 재차 상승 탄력을 받을 것으로 기대
- MASGA 프로젝트 본격화에 따른 미국 조선업 투자와 군함 사업의 확대 전망. HD현대미포와 합병을 통해 특수선 건조 캐파 확보. 향후 미국과의 조선업 협력이 강화되면서 전략상선단 등 군함 사업의 확대 가능성이 높을 것으로 판단. 중장기 관점에서 특수선 사업부의 고성장 기대

◎ 투자의견 BUY 유지, 목표주가 810,000원으로 상향

- 긍정적인 LNG선 발주 기대감과 HD현대미포와 합병 이후 군함 사업 확대 전망에 업종 Top Pick 제시

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,963.9	14,486.5	16,973.9	19,120.0	20,717.3
영업이익	178.6	705.2	2,109.7	2,969.1	3,593.8
EBITDA	456.7	1,011.0	2,438.2	3,305.2	3,942.1
세전이익	34.4	798.1	1,862.9	3,298.9	3,974.9
순이익	24.7	621.5	1,402.7	2,474.2	2,981.2
지배주주지분순이익	24.7	621.5	1,402.7	2,474.2	2,981.2
EPS(원)	278	7,001	15,801	27,871	33,582
증감률(% YoY)	흑전	2,417.7	125.7	76.4	20.5
PER(배)	463.9	41.1	34.9	19.8	16.4
PBR(배)	2.20	4.47	7.41	5.84	4.59
EV/EBITDA(배)	29.7	25.0	20.0	14.5	11.8
영업이익률(%)	1.5	4.9	12.4	15.5	17.3
ROE(%)	0.5	11.4	22.8	33.0	31.3
순차입금비율(%)	40.5	-3.6	-3.3	-12.5	-22.2

자료: 키움증권 리서치

# HD현대중공업(329180) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,963.9	14,486.5	16,973.9	19,120.0	20,717.3
매출원가	11,309.1	12,992.5	13,990.0	15,204.3	16,107.4
매출총이익	654.9	1,493.9	2,983.9	3,915.6	4,609.9
판매비	476.2	788.7	874.2	946.5	1,016.1
영업이익	178.6	705.2	2,109.7	2,969.1	3,593.8
EBITDA	456.7	1,011.0	2,438.2	3,305.2	3,942.1
영업외손익	-144.3	92.9	-246.8	329.8	381.1
이자수익	49.0	53.8	54.3	86.3	137.6
이자비용	131.9	149.7	149.7	149.7	149.7
외환관련이익	348.1	784.0	457.1	457.1	457.1
외환관련손실	337.8	371.4	255.0	255.0	255.0
총속 및 관계기업손익	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-71.7	-223.6	-353.3	191.3	191.3
법인세차감전이익	34.4	798.1	1,862.9	3,298.9	3,974.9
법인세비용	9.7	176.6	460.2	824.7	993.7
계속사업순이익	24.7	621.5	1,402.7	2,474.2	2,981.2
당기순이익	24.7	621.5	1,402.7	2,474.2	2,981.2
지배주주순이익	24.7	621.5	1,402.7	2,474.2	2,981.2
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	32.3	21.1	17.2	12.6	8.4
영업이익 증감률	폭전	294.8	199.2	40.7	21.0
EBITDA 증감률	폭전	121.4	141.2	35.6	19.3
지배주주순이익 증감률	폭전	2,416.2	125.7	76.4	20.5
EPS 증감률	폭전	2,417.7	125.7	76.4	20.5
매출총이익률(%)	5.5	10.3	17.6	20.5	22.3
영업이익률(%)	1.5	4.9	12.4	15.5	17.3
EBITDA Margin(%)	3.8	7.0	14.4	17.3	19.0
지배주주순이익률(%)	0.2	4.3	8.3	12.9	14.4

현금흐름표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	168.8	2,883.9	454.3	1,516.1	2,221.4
당기순이익	24.7	621.5	1,402.7	2,474.2	2,981.2
비현금항목의 가감	292.2	207.8	609.4	949.6	1,079.4
유형자산감가상각비	268.0	292.8	313.2	319.6	330.4
무형자산감가상각비	10.1	13.0	15.3	16.5	17.9
자본법평가손익	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	14.1	-97.8	281.1	613.7	731.3
영업활동자산부채증감	-77.4	2,113.5	-1,002.3	-1,019.5	-833.5
매출채권및기타채권의감소	-228.1	-	-284.9	-245.8	-182.9
재고자산의감소	66.8	-201.1	-259.4	-223.8	-166.6
매입채무및기타채무의증가	370.7	222.8	316.5	283.9	229.6
기타	-286.8	2,247.5	-774.5	-833.8	-713.6
기타현금흐름	-70.7	-58.9	-555.5	-888.2	-1,005.7
투자활동 현금흐름	-477.9	-499.1	-419.0	-473.5	-492.0
유형자산의 취득	-478.2	-463.5	-379.3	-430.7	-447.2
유형자산의 처분	9.7	11.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손취득	-35.7	-33.1	-25.3	-28.4	-30.3
투자자산의감소(증가)	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	31.8	2.0	2.0	2.0	1.9
기타	-5.2	-16.3	-16.4	-16.4	-16.4
재무활동 현금흐름	502.8	-2,048.8	-2,234.4	-2,419.9	-2,605.4
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	-185.5	-371.1	-556.6
기타	502.8	-2,048.8	-2,048.9	-2,048.8	-2,048.8
기타현금흐름	-9.8	-6.1	2,216.3	2,204.5	2,204.5
현금 및 현금성자산의 순증가	183.9	329.8	17.2	827.2	1,328.4
기초현금 및 현금성자산	744.1	928.0	1,257.9	1,275.0	2,102.3
기말현금 및 현금성자산	928.0	1,257.9	1,275.0	2,102.3	3,430.7

자료: 키움증권 리서치



재무상태표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유형자산	8,799.7	10,403.1	11,551.5	13,494.6	15,884.2
현금 및 현금성자산	928.0	1,257.9	1,275.0	2,102.3	3,430.6
단기금융자산	133.5	131.4	129.5	121.5	125.6
매출채권 및 기타채권	1,384.0	1,659.1	1,944.0	2,189.8	2,372.7
재고자산	1,309.8	1,510.9	1,770.3	1,994.2	2,160.8
기타유동자산	5,044.4	5,843.8	6,432.7	7,080.9	7,794.5
비유동자산	8,333.9	8,987.8	9,067.3	9,186.5	9,315.5
투자자산	12.0	11.7	11.5	11.3	11.1
유형자산	6,452.1	6,609.8	6,675.9	6,787.0	6,903.9
무형자산	108.4	128.1	138.1	150.0	162.4
기타비유동자산	1,761.4	2,238.2	2,238.2	2,238.2	2,238.1
자산총계	17,133.6	19,390.9	20,615.2	22,681.1	25,199.7
유동부채	9,945.0	11,796.2	12,112.7	12,396.6	12,626.2
매입채무 및 기타채무	2,024.9	2,310.9	2,627.4	2,911.3	3,140.9
단기금융부채	1,572.1	412.4	412.4	412.4	412.4
기타유동부채	6,348.0	9,072.9	9,072.9	9,072.9	9,072.9
비유동부채	1,981.2	1,890.3	1,890.3	1,890.3	1,890.3
장기금융부채	1,596.0	771.7	771.7	771.7	771.7
기타비유동부채	385.2	1,118.6	1,118.6	1,118.6	1,118.6
부채총계	11,926.2	13,686.5	14,003.0	14,286.9	14,516.5
자본지분	5,207.4	5,704.4	6,612.3	8,394.3	10,683.3
자본금	443.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	3,123.2	3,123.2	3,123.2	3,123.2	3,123.2
기타자본	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타포괄손익누계액	869.1	851.4	727.6	592.0	456.4
이익잉여금	772.8	1,288.3	2,319.9	4,237.5	6,662.1
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	5,207.4	5,704.4	6,612.3	8,394.3	10,683.3

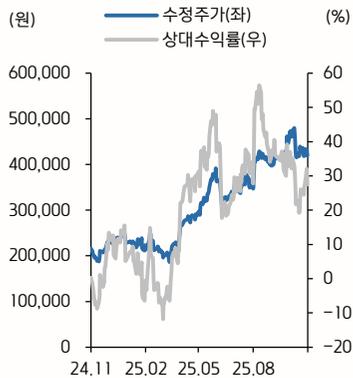
투자지표 (단위: 원, 백, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당이익(원)					
EPS	278	7,001	15,801	27,871	33,582
BPS	58,660	64,259	74,485	94,559	120,344
CFPS	3,569	9,342	22,665	38,567	45,742
DPS	0	2,090	4,180	6,270	6,270
주기배수(배)					
PER	463.9	41.1	34.9	19.8	16.4
PER(최고)	538.3	42.7	40.5		
PER(최저)	329.0	15.4	17.2		
PBR	2.20	4.47	7.41	5.84	4.59
PBR(최고)	2.55	4.65	8.59		
PBR(최저)	1.56	1.68	3.65		
PSR	0.96	1.76	2.89	2.56	2.37
PCFR	36.1	30.8	24.4	14.3	12.1
EV/EBITDA	29.7	25.0	20.0	14.5	11.8
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주 현금	0.0	29.9	26.5	22.5	18.7
배당수익률(%), 보통주 현금	0.0	0.7	0.8	1.1	1.1
ROA	0.1	3.4	7.0	11.4	12.5
ROE	0.5	11.4	22.8	33.0	31.3
ROIC	1.4	10.6	25.4	31.1	33.2
매출채권회전율	9.5	9.5	9.4	9.3	9.1
재고자산회전율	8.9	10.3	10.3	10.2	10.0
부채비율	229.0	239.9	211.8	170.2	135.9
순차입금비용	40.5	-3.6	-3.3	-12.5	-22.2
이자보상배율(현금)	1.4	4.7	14.1	19.8	24.0
총자입금	3,168.1	1,184.2	1,184.2	1,184.2	1,184.2
순이자입금	2,106.6	-205.1	-220.2	-1,045.5	-2,372.0
NOPLAT	456.7	1,011.0	2,438.2	3,305.2	3,942.1
FCF	-205.0	2,598.1	510.1	1,084.4	1,732.6

HD한국조선해양(009540): MASGA 수혜 기대

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

목표주가: 600,000원  
 주가(11/25): 420,000원

KOSPI (11/25)	3,857.78pt	
시가총액	29조 7,247억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	479,500원	186,200원
최고/최저가대비	-12.4%	125.6%
주가수익률	절대	상대
	1M	-6.0%
	6M	45.6%
	1Y	94.0%
발행주식수	70,773천주	
일평균 거래량(3M)	280천주	
외국인 지분율	32.7%	
배당수익률(2025E)	2.4%	
BPS(2025E)	180,275원	
주요 주주	에이치디현대 외 7인	36.7%



◎ 조선 자회사의 실적 개선이 지속될 전망

- HD현대중공업, HD현대삼호, HD현대미포의 이익 성장세 지속 전망. LNG선 중심으로 고가 선박의 매출 비중 확대와 생산성 개선에 힘입어 견조한 이익 개선세가 나타날 것으로 판단
- 엔진 사업 역시 상선 부문의 업황 호조와 친환경 선박 선호 현상이 두드러지며 수익성이 큰 폭으로 개선될 것으로 기대

◎ HD현대 그룹 조선업 투자의 중심 역할 수행

- 당사는 HD현대 그룹의 조선사 지배 구조 개편 과정에서 미국 투자의 중심 역할을 수행할 예정. 향후 MASGA 프로젝트가 구체화되는 과정에서 HD한국조선해양의 수혜 기대
- 또한, 당사는 HD현대 그룹의 조선 사업을 총괄하는 중간 지주사 역할 수행. 중장기 관점에서 배당 성향 70%를 목표로 하고 있어 이익 개선과 함께 배당 매력도가 높다는 점이 긍정적

◎ 투자의견 BUY 유지, 목표주가 600,000원으로 상향

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	21,296.2	25,538.6	29,984.7	33,461.1	36,244.7
영업이익	282.3	1,434.1	4,064.6	5,568.9	6,650.2
EBITDA	754.2	1,959.9	4,653.3	6,140.2	7,199.4
세전이익	-8.0	1,822.7	4,109.2	5,686.2	6,871.7
순이익	144.9	1,454.6	3,154.2	4,264.6	5,153.7
지배주주지분순이익	221.7	1,172.3	2,559.3	3,274.1	3,931.0
EPS(원)	3,133	16,565	36,162	46,261	55,543
증감률(% YoY)	흑전	428.8	118.3	27.9	20.1
PER(배)	38.6	13.8	12.0	9.4	7.8
PBR(배)	0.86	1.45	2.41	2.08	1.76
EV/EBITDA(배)	13.8	7.9	6.3	4.7	3.8
영업이익률(%)	1.3	5.6	13.6	16.6	18.3
ROE(%)	2.3	11.2	21.5	23.8	24.4
순차입금비율(%)	-4.9	-26.4	-29.7	-35.0	-41.0

자료: 키움증권 리서치

# HD한국조선해양(009540) 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	21,296.2	25,538.6	29,984.7	33,461.1	36,244.7	
매출원가	20,248.2	22,943.2	24,591.2	26,441.0	28,050.6	
매출총이익	1,048.0	2,595.4	5,393.5	7,020.1	8,194.1	
판매비	765.8	1,161.3	1,328.9	1,451.2	1,544.0	
영업이익	282.3	1,434.1	4,064.6	5,568.9	6,650.2	
EBITDA	754.2	1,959.9	4,653.3	6,140.2	7,199.4	
영업외손익	-290.3	388.6	44.6	117.3	221.5	
이자수익	202.0	213.1	255.9	328.6	432.8	
이자비용	193.9	206.3	206.3	206.3	206.3	
외환관련이익	751.3	1,522.9	946.9	946.9	946.9	
외환관련손실	701.9	664.4	480.7	480.7	480.7	
총속 및 관계기업손익	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
기타	-347.9	-476.6	-471.1	-471.1	-471.1	
법인세차감전이익	-8.0	1,822.7	4,109.2	5,686.2	6,871.7	
법인세비용	-153.0	368.1	954.9	1,421.5	1,717.9	
계속사업손익	144.9	1,454.6	3,154.2	4,264.6	5,153.7	
당기순이익	144.9	1,454.6	3,154.2	4,264.6	5,153.7	
지배주주손익	221.7	1,172.3	2,559.3	3,274.1	3,931.0	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	23.1	19.9	17.4	11.6	8.3	
영업이익 증감률	육전	408.0	183.4	37.0	19.4	
EBITDA 증감률	1,049.4	159.9	137.4	32.0	17.3	
지배주주손익의 증감률	육전	428.8	118.3	27.9	20.3	
EPS 증감률	육전	428.8	118.3	27.9	20.1	
매출총이익률(%)	4.9	10.2	18.0	21.0	22.6	
영업이익률(%)	1.3	5.6	13.6	16.6	18.3	
EBITDA Margin(%)	3.5	7.7	15.5	18.4	19.9	
지배주주순이익률(%)	1.0	4.6	8.5	9.8	10.8	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	2,081.6	4,288.7	1,574.8	2,661.5	3,872.9	
당기순이익	144.9	1,454.6	3,154.2	4,264.6	5,153.7	
비현금항목의 가감	434.0	385.2	924.7	1,301.1	1,471.2	
유형자산감가상각비	459.3	504.1	557.3	543.7	525.0	
무형자산감가상각비	12.6	21.7	31.4	27.6	24.2	
자본법평가손익	-48.6	-60.9	-0.1	-0.1	-0.1	
기타	10.7	-79.7	336.1	729.9	922.1	
영업활동자산부채증감	1,509.9	2,368.8	-1,630.3	-1,636.7	-1,292.3	
매출채권및기타채권의감소	-372.9	-2.7	-284.5	-222.5	-178.1	
재고자산의감소	199.0	-126.5	-388.6	-303.8	-243.3	
매입채무및기타채무의증가	332.5	264.7	833.1	867.1	957.6	
기타	1,351.3	2,233.3	-1,790.3	-1,977.5	-1,828.5	
기타현금흐름	-7.2	80.1	-873.8	-1,267.5	-1,459.7	
투자활동 현금흐름	-1,266.9	-1,232.8	-951.8	-965.7	-1,077.9	
유형자산의 취득	-822.0	-891.0	-421.8	-356.7	-373.9	
유형자산의 처분	23.7	24.5	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 손취득	-60.1	-57.6	0.0	0.0	0.0	
투자자산의감소(증가)	-73.2	139.4	-16.2	-16.2	-16.2	
단기금융자산의감소(증가)	-289.2	-324.5	-390.2	-469.2	-564.1	
기타	-46.1	-123.6	-123.6	-123.6	-123.7	
재무활동 현금흐름	-485.2	-2,359.0	-2,718.6	-3,079.2	-3,439.9	
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
배당금지급	-3.1	-1.0	-360.6	-721.3	-1,081.9	
기타	-482.1	-2,358.0	-2,358.0	-2,357.9	-2,358.0	
기타현금흐름	-8.3	2.0	2,840.7	2,840.7	2,840.7	
현금 및 현금성자산의 순증가	321.2	698.9	745.1	1,457.2	2,195.8	
기초현금 및 현금성자산	2,697.2	3,018.4	3,717.3	4,462.4	5,919.6	
기말현금 및 현금성자산	3,018.4	3,717.3	4,462.4	5,919.6	8,115.4	

재무상태표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
유동자산	17,735.1	20,431.4	23,669.4	27,738.9	32,748.7	
현금 및 현금성자산	3,018.4	3,717.3	4,462.4	5,919.6	8,115.4	
단기금융자산	1,603.7	1,928.3	2,318.5	2,787.7	3,351.8	
매출채권 및 기타채권	1,452.0	1,634.2	1,918.8	2,141.2	2,319.3	
재고자산	2,005.7	2,232.1	2,620.7	2,924.5	3,167.8	
기타유동자산	9,655.3	10,919.5	12,349.0	13,965.9	15,794.4	
비유동자산	14,507.4	16,287.8	16,136.9	15,938.3	15,779.1	
투자자산	546.3	406.7	422.8	438.8	454.9	
유형자산	10,503.5	11,110.9	10,975.4	10,788.3	10,637.2	
무형자산	190.8	374.7	343.2	315.7	291.5	
기타비유동자산	3,266.8	4,395.5	4,395.5	4,395.5	4,395.5	
자산총계	32,242.6	36,719.1	39,806.3	43,677.2	48,527.8	
유동부채	17,497.9	19,325.1	20,158.1	21,025.2	21,982.9	
매입채무 및 기타채무	3,203.6	3,883.7	4,716.8	5,583.9	6,541.5	
단기금융부채	2,251.3	592.8	592.8	592.8	592.8	
기타유동부채	12,043.0	14,848.6	14,848.5	14,848.5	14,848.6	
비유동부채	2,374.6	3,238.3	3,238.3	3,238.3	3,238.3	
장기금융부채	1,762.6	1,319.0	1,319.0	1,319.0	1,319.0	
기타비유동부채	612.0	1,919.3	1,919.3	1,919.3	1,919.3	
부채총계	19,872.5	22,563.3	23,396.4	24,263.5	25,221.1	
차입비율	9,903.7	11,099.4	12,758.6	14,771.9	17,442.0	
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9	
자본잉여금	2,459.7	2,599.8	2,599.8	2,599.8	2,599.8	
기타자본	-8,609.9	-8,609.0	-8,609.0	-8,609.0	-8,609.0	
기타포괄손익누계액	1,325.6	1,670.9	1,492.1	1,313.2	1,134.3	
이익잉여금	14,374.5	15,083.9	16,921.9	19,114.0	21,963.1	
비차입비율	2,466.4	3,056.4	3,651.3	4,641.8	5,864.6	
자산총계	12,370.1	14,155.8	16,409.9	19,413.7	23,306.6	

투자지표		(단위: 원 백 %)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
주당지표(원)						
EPS	3,133	16,565	36,162	46,261	55,543	
BPS	139,936	156,831	180,275	208,721	246,450	
CFPS	8,180	25,995	57,633	78,642	93,609	
DPS	0	5,100	10,200	15,300	15,300	
주기배수(배)						
PER	38.6	13.8	12.0	9.4	7.8	
PER(최고)	41.5	14.4	13.7			
PER(최저)	21.7	6.3	5.1			
PBR	0.86	1.45	2.41	2.08	1.76	
PBR(최고)	0.93	1.52	2.74			
PBR(최저)	0.49	0.66	1.03			
PSR	0.40	0.63	1.02	0.92	0.85	
PCFR	14.8	8.8	7.5	5.5	4.6	
EV/EBITDA	13.8	7.9	6.3	4.7	3.8	
주요비율(%)						
배당성향(% , 보통주 현금)	0.0	24.8	22.9	25.4	21.0	
배당수익률(% , 보통주 현금)	0.0	2.2	2.4	3.5	3.5	
ROA	0.5	4.2	8.2	10.2	11.2	
ROE	2.3	11.2	21.5	23.8	24.4	
ROIC	-49.9	14.7	28.7	34.9	38.2	
매출채권회전율	17.3	16.5	16.9	16.5	16.3	
재고자산회전율	10.1	12.1	12.4	12.1	11.9	
부채비율	160.6	159.4	142.6	125.0	108.2	
순차입금비용	-4.9	-26.4	-29.7	-35.0	-41.0	
이자보상배율(현금)	1.5	7.0	19.7	27.0	32.2	
총자입금	4,014.0	1,911.8	1,911.8	1,911.8	1,911.8	
순이자입금	-608.2	-3,733.8	-4,869.1	-6,795.5	-9,555.4	
NOPLAT	754.2	1,959.9	4,653.3	6,140.2	7,199.4	
FCF	-4,184.5	3,454.6	1,656.6	2,754.6	3,870.6	

자료: 키움증권 리서치



한화오션(042660): 한-미 조선 협력의 중심

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

목표주가: 150,000원  
 주가(11/25): 113,000원

KOSPI (11/25)	3,857.78pt	
시가총액	34조 6,247억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	141,000원	29,850원
최고/최저가대비	-19.9%	278.6%
주가수익률	절대	상대
	1M	-16.4%
	6M	48.7%
	1Y	213.9%
발행주식수	306,413천주	
일평균 거래량(3M)	2,769천주	
외국인 지분율	10.2%	
배당수익률(2025E)	0.0%	
BPS(2025E)	19,129원	
주요 주주	한화에너지스페이스외 1인	42.0%

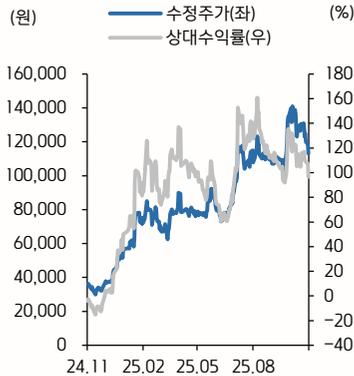
◎ 상선 부문을 중심으로 실적 개선세 지속 전망

- 고가 선박의 매출 비중 상승 기조가 이어지며 상선 부문의 이익 개선세 지속 전망
- 수출 비중이 높은 조선업 특성상 고효율 기조도 실적 개선에 우호적으로 작용할 것으로 기대

◎ 한-미 조선 협력의 핵심으로 MASGA 최대 수혜주

- 한화 그룹은 미국의 필리조선소 인수 완료, 호주의 오스탈 조선소 인수를 추진하며 미국 내 조선소에 가장 적극적으로 투자. 동사는 한화 그룹의 미국 조선업 협력 과정에서 군함 및 상선 수주 확보에 용이한 환경으로 판단. 향후 MASGA 프로젝트가 구체화되는 과정에서 최대 수혜주가 될 것으로 기대
- 잠수함 및 수상함 건조 캐파 확대를 통해 중장기 관점에서 특수선 사업부의 매출이 큰 폭으로 확대될 것으로 전망. 캐나다(약 60조원, 잠수함 신조 건조 16조원, MRO 44조원)와 폴란드(약 8조원, 신조 건조 3조원, MRO 5조원)의 차세대 잠수함 도입 사업에 참여. 26년 사업자 선정 기대

◎ 투자 의견 BUY, 목표주가 150,000원으로 상향



(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408.3	10,776.0	13,000.3	14,429.4	15,633.2
영업이익	-196.5	237.9	1,362.9	1,956.6	2,310.8
EBITDA	-50.5	417.5	1,612.9	2,130.5	2,532.5
세전이익	-116.3	181.0	1,078.0	1,914.7	2,451.9
순이익	160.0	528.2	961.7	1,436.0	1,838.9
지배주주지분순이익	159.9	528.1	961.7	1,436.0	1,838.9
EPS(원)	757	1,724	3,138	4,686	6,002
증감률(% YoY)	흑전	127.6	82.1	49.3	28.1
PER(배)	33.1	21.7	37.9	25.3	19.8
PBR(배)	1.79	2.36	6.21	4.96	3.95
EV/EBITDA(배)	-159.1	38.8	25.1	18.3	14.5
영업이익률(%)	-2.7	2.2	10.5	13.6	14.8
ROE(%)	6.3	11.5	17.9	21.8	22.2
순차입금비율(%)	7.9	97.8	69.8	35.2	3.5

자료: 키움증권 리서치

한화오션(042660) 재무제표

포괄손익계산서		(단위 : 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	7,408.3	10,776.0	13,000.3	14,429.4	15,633.2	
매출원가	7,309.5	10,092.1	11,068.5	11,846.0	12,646.9	
매출총이익	98.8	683.9	1,931.8	2,583.4	2,986.2	
판매비	295.3	446.0	568.9	626.8	675.4	
영업이익	-196.5	237.9	1,362.9	1,956.6	2,310.8	
EBITDA	-50.5	417.5	1,612.9	2,130.5	2,532.5	
영업외손익	80.2	-56.8	-284.9	-42.0	141.1	
이자수익	117.8	64.3	131.3	283.6	511.9	
이자비용	159.0	172.5	172.5	172.5	172.5	
외환관련이익	382.9	621.6	377.2	377.2	377.2	
외환관련손실	366.5	487.7	231.5	231.5	231.5	
총속 및 관계기업손익	1.5	15.5	15.5	15.5	15.5	
기타	103.5	-98.0	-404.9	-314.3	-359.5	
법인세차감전이익	-116.3	181.0	1,078.0	1,914.7	2,451.9	
법인세비용	-276.3	-347.2	116.3	478.7	613.0	
계속사업손익	160.0	528.2	961.7	1,436.0	1,838.9	
당기순이익	160.0	528.2	961.7	1,436.0	1,838.9	
지배주주손익	159.9	528.1	961.7	1,436.0	1,838.9	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	52.4	45.5	20.6	11.0	8.3	
영업이익 증감률	폭전	폭전	472.9	43.6	18.1	
EBITDA 증감률	폭전	-926.7	286.3	32.1	18.9	
지배주주손익의 증감률	폭전	230.3	82.1	49.3	28.1	
EPS 증감률	폭전	127.6	82.1	49.3	28.1	
매출총이익률(%)	1.3	6.3	14.9	17.9	19.1	
영업이익률(%)	-2.7	2.2	10.5	13.6	14.8	
EBITDA Margin(%)	-0.7	3.9	12.4	14.8	16.2	
지배주주순이익률(%)	2.2	4.9	7.4	10.0	11.8	
현금흐름표		(단위 : 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	-1,939.2	-2,904.6	509.4	1,310.3	2,111.3	
당기순이익	160.0	528.2	961.7	1,436.0	1,838.9	
비현금항목의 가감	-821.9	-174.2	-196.7	-62.7	-108.9	
유형자산감가상각비	145.7	173.3	189.3	201.8	208.9	
무형자산감가상각비	0.3	6.3	60.7	-27.9	12.9	
지분법평가손익	-93.4	-17.0	-15.5	-15.5	-15.5	
기타	-874.5	-336.8	-431.2	-221.1	-315.2	
영업활동자산부채증감	-1,195.4	-3,157.8	-99.1	303.6	653.8	
매출채권및기타채권의감소	25.1	-290.5	-184.2	-118.3	-99.7	
재고자산의감소	-803.3	-339.7	-573.8	-368.6	-310.5	
매입채무및기타채무의증가	259.8	210.0	669.5	801.2	1,074.7	
기타	-677.0	-2,737.6	-10.6	-10.7	-10.7	
기타현금흐름	-81.9	-100.8	-156.5	-366.6	-272.5	
투자활동 현금흐름	196.7	-1,110.1	-793.0	-765.5	-839.4	
유형자산의 취득	-130.7	-373.6	-318.0	-274.1	-321.9	
유형자산의 처분	0.5	1.4	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 손취득	-2.8	-5.1	0.0	0.0	0.0	
투자자산의감소(증가)	1.7	-519.7	-156.8	-156.8	-156.8	
단기금융자산의감소(증가)	367.2	76.9	-28.1	-44.6	-70.7	
기타	-39.2	-290.0	-290.1	-290.0	-290.0	
재무활동 현금흐름	2,885.2	2,803.0	-62.8	-62.8	-62.8	
차입금의 증가(감소)	-551.6	2,865.8	0.0	0.0	0.0	
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	3,497.1	0.0	0.0	0.0	0.0	
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	-60.3	-62.8	-62.8	-62.8	-62.8	
기타현금흐름	-3.2	0.7	981.4	981.4	981.4	
현금 및 현금성자산의 순증가	1,139.6	-1,211.0	635.1	1,463.4	2,190.6	
기초현금 및 현금성자산	659.7	1,799.3	588.3	1,223.3	2,686.8	
기말현금 및 현금성자산	1,799.3	588.3	1,223.3	2,686.8	4,877.4	

자료: 키움증권 리서치



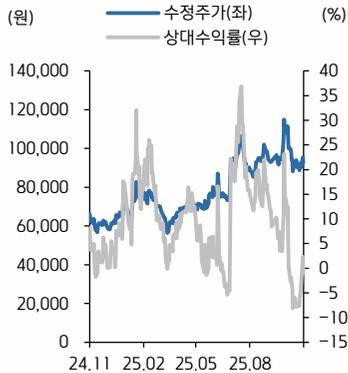
재무상태표		(단위 : 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
유동자산	9,217.5	11,246.0	12,677.9	14,683.6	17,365.8	
현금 및 현금성자산	1,799.3	588.3	1,223.3	2,686.7	4,877.4	
단기금융자산	125.1	48.2	76.3	120.9	191.6	
매출채권 및 기타채권	332.4	892.3	1,076.5	1,194.9	1,294.5	
재고자산	2,890.8	2,779.7	3,353.5	3,722.1	4,032.6	
기타유동자산	4,069.9	6,937.5	6,948.3	6,959.0	6,969.7	
비유동자산	4,727.2	6,597.8	6,838.0	7,110.4	7,382.8	
투자자산	43.7	578.9	751.1	923.3	1,095.5	
유형자산	4,062.2	4,648.4	4,777.0	4,849.3	4,962.3	
무형자산	4.3	394.1	333.5	361.4	348.5	
기타비유동자산	617.0	976.4	976.4	976.4	976.4	
자산총계	13,944.8	17,843.8	19,515.9	21,794.1	24,748.6	
유동부채	7,459.4	10,346.6	11,016.1	11,817.4	12,892.1	
매입채무 및 기타채무	1,497.7	2,048.2	2,717.7	3,518.9	4,593.6	
단기금융부채	549.7	3,268.2	3,268.2	3,268.2	3,268.2	
기타유동부채	5,412.0	5,030.2	5,030.2	5,030.3	5,030.3	
비유동부채	2,173.2	2,633.8	2,633.8	2,633.8	2,633.8	
장기금융부채	1,716.1	2,126.4	2,126.4	2,126.4	2,126.4	
기타비유동부채	457.1	507.4	507.4	507.4	507.4	
부채총계	9,632.6	12,980.5	13,650.0	14,451.2	15,525.9	
자본지분	4,307.5	4,858.7	5,861.3	7,338.2	9,218.1	
자본금	1,536.8	1,537.1	1,537.1	1,537.1	1,537.1	
자본잉여금	2,740.2	118.7	118.7	118.7	118.7	
기타자본	6.8	6.5	6.5	6.5	6.5	
기타포괄손익누계액	559.0	627.2	668.1	709.0	750.0	
이익잉여금	-2,868.2	236.4	1,198.1	2,634.1	4,473.0	
비지배자본	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	
부채총계	4,312.2	4,863.3	5,866.0	7,342.9	9,222.7	
투자지표		(단위 : 원, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
주당지표(원)						
EPS	757	1,724	3,138	4,686	6,002	
BPS	14,060	15,857	19,129	23,949	30,084	
CFPS	-3,135	1,156	2,497	4,482	5,646	
DPS	0	0	0	0	0	
주기배수(배)						
PER	33.1	21.7	37.9	25.3	19.8	
PER(최고)	58.5	23.8	48.3			
PER(최저)	20.6	12.2	11.6			
PBR	1.79	2.36	6.21	4.96	3.95	
PBR(최고)	3.15	2.59	7.93			
PBR(최저)	1.11	1.33	1.90			
PSR	0.72	1.06	2.80	2.52	2.33	
PCFR	-8.0	32.3	47.6	26.5	21.0	
EV/EBITDA	-159.1	38.8	25.1	18.3	14.5	
주요비율(%)						
배당성향(%, 보통주 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
배당성향(%, 보통주 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
ROA	1.2	3.3	5.1	7.0	7.9	
ROE	6.3	11.5	17.9	21.8	22.2	
ROIC	0.2	-1.5	13.3	16.1	19.9	
매출채권회전율	20.1	17.6	13.2	12.7	12.6	
재고자산회전율	2.9	3.8	4.2	4.1	4.0	
부채비율	223.4	266.9	232.7	196.8	168.3	
순차입금비용	7.9	97.8	69.8	35.2	3.5	
이자보상배율(현금)	-1.2	1.4	7.9	11.3	13.4	
총자입금	2,265.8	5,394.6	5,394.6	5,394.6	5,394.6	
순이자입금	341.5	4,758.2	4,095.0	2,586.9	325.7	
NOPLAT	-50.5	417.5	1,612.9	2,130.5	2,532.5	
FCF	-1,174.9	-3,457.1	1,048.7	1,670.8	2,286.7	

HD현대건설기계(267270): 지나친 저평가 구간

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

목표주가: 136,000원  
 주가(11/25): 92,700원

KOSPI (11/25)	3,857.78pt		
시가총액	1조 6,091억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	114,900원	56,400원	
최고/최저가대비	-19.3%	64.4%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-15.6%	-13.7%
	6M	30.9%	-12.0%
	1Y	40.0%	-8.5%
발행주식수	17,358천주		
일평균 거래량(3M)	171천주		
외국인 지분율	16.1%		
배당수익률(2025E)	0.5%		
BPS(2025E)	100,748원		
주요 주주	HD현대사이트솔루션외 5인	41.0%	



◎ 유럽/아프리카의 수출 성장세로 실적 턴어라운드

- 지난 4월부터 유럽/아프리카를 중심으로 굴삭기 수출이 큰 폭으로 성장하며 실적 턴어라운드에 기여. 26년에도 유럽/아프리카의 수출 성장세는 지속될 것으로 판단
- 25년 북미 굴삭기 수출 부진이 지속되고 있으나, 관세 및 금리 인하 관련 불확실성 해소에 힘입어 26년부터 수요 반등이 나타날 것으로 기대

◎ HD현대인프라코어와 합병을 통해 엔진 사업부의 구조적 성장 수혜 기대

- 동사는 HD현대인프라코어와 합병을 통해 건설장비 사업 부문에서 시너지 기대. 원재료 구매력 강화, 생산 공정 최적화, R&D 등 중폭 투자 감소와 같은 시너지 효과가 발생할 전망. 2개의 브랜드 체제로 운영하며 딜러망은 유지할 계획
- 엔진 사업 부문은 발전용 엔진과 방산용 엔진의 구조적인 성장 속에 이익 개선 기여도가 확대될 것으로 기대. 발전용 엔진은 데이터센터용 수요가 꾸준히 증가하며 올해부터 큰 폭의 수출 확대가 나타나고 있는 것으로 추정. 북미 시장의 데이터센터 투자 확대의 영향으로 엔진 사업부의 성장세 가속화 전망

◎ 투자 의견 BUY, 목표주가 136,000원 유지

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,825.0	3,438.1	3,750.6	4,146.3	4,393.3
영업이익	257.2	190.4	193.0	284.9	315.6
EBITDA	324.4	259.1	272.6	359.7	384.3
세전이익	190.2	121.5	128.0	271.9	307.7
순이익	127.5	86.0	90.0	193.0	218.4
지배주주지분순이익	139.4	100.0	99.0	212.3	240.3
EPS(원)	7,077	5,277	5,520	12,209	13,817
증감률(% YoY)	25.0	-25.4	4.6	121.2	13.2
PER(배)	7.3	11.0	20.1	9.1	8.0
PBR(배)	0.65	0.64	1.10	0.99	0.88
EV/EBITDA(배)	4.6	5.9	8.6	6.1	5.2
영업이익률(%)	6.7	5.5	5.1	6.9	7.2
ROE(%)	9.2	6.2	5.8	11.4	11.6
순차입금비율(%)	15.6	17.8	15.3	8.2	-1.0

자료: 키움증권 리서치

# HD현대건설기계(267270) 재무제표

포괄손익계산서					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,825.0	3,438.1	3,750.6	4,146.3	4,393.3
매출원가	3,100.4	2,787.2	3,073.4	3,337.6	3,521.9
매출총이익	724.6	650.8	677.1	808.6	871.4
판매비	467.3	460.4	484.1	523.7	555.9
영업이익	257.2	190.4	193.0	284.9	315.6
EBITDA	324.4	259.1	272.6	359.7	384.3
영업외손익	-67.0	-68.9	-65.0	-13.0	-7.9
이자수익	11.1	9.8	10.6	13.7	18.9
이자비용	45.8	43.0	43.0	43.0	43.0
외환관련이익	87.9	79.0	60.5	60.5	60.5
외환관련손실	61.6	58.5	41.2	41.2	41.2
총속 및 관계기업손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-58.6	-56.1	-51.8	-2.9	-3.0
법인세차감전이익	190.2	121.5	128.0	271.9	307.7
법인세비용	62.7	35.5	38.0	78.8	89.2
계속사업손익	127.5	86.0	90.0	193.0	218.4
당기손익	127.5	86.0	90.0	193.0	218.4
지배주주손익	139.4	100.0	99.0	212.3	240.3
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	8.8	-10.1	9.1	10.6	6.0
영업이익 증감률	50.8	-26.0	1.4	47.6	10.8
EBITDA 증감률	38.0	-20.1	5.2	32.0	6.8
지배주주손익의 증감률	25.0	-28.3	-1.0	114.4	13.2
EPS 증감률	25.0	-25.4	4.6	121.2	13.2
매출총이익률(%)	18.9	18.9	18.1	19.5	19.8
영업이익률(%)	6.7	5.5	5.1	6.9	7.2
EBITDA Margin(%)	8.5	7.5	7.3	8.7	8.7
지배주주손익률(%)	3.6	2.9	2.6	5.1	5.5

현금흐름표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	318.2	260.6	118.0	189.7	265.6
당기손익	127.5	86.0	90.0	193.0	218.4
비현금항목의 가감	246.2	190.1	184.5	217.4	216.5
유형자산감가상각비	54.2	56.4	67.7	63.0	56.6
무형자산감가상각비	12.9	12.2	11.9	11.9	12.1
자본법평가손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	179.1	121.6	105.0	142.6	147.9
영업활동자산부채증감	39.3	66.6	-86.0	-112.7	-56.0
매출채권및기타채권의감소	74.3	13.4	-47.7	-60.4	-37.7
재고자산의감소	111.4	-1.1	-102.6	-129.9	-81.1
매입채무및기타채무의증가	-99.8	83.0	56.9	69.9	55.8
기타	-46.6	-28.7	7.4	7.7	7.0
기타현금흐름	-94.8	-82.1	-70.5	-108.0	-113.3
투자활동 현금흐름	-64.9	-194.6	-56.7	-42.6	-44.5
유형자산의 취득	-116.0	-173.3	-36.6	-20.8	-22.3
유형자산의 처분	0.8	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손취득	-13.2	-14.5	-11.9	-13.2	-13.2
투자자산의감소(증가)	-0.7	-0.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	170.0	7.4	6.9	6.4	6.0
기타	-105.8	-15.1	-15.1	-15.0	-15.0
재무활동 현금흐름	-222.9	-253.8	-221.2	-220.8	-220.8
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-1.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-30.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-32.7	-12.7	-8.8	-10.0	-10.0
기타	-190.2	-210.8	-210.8	-210.8	-210.8
기타현금흐름	4.2	24.3	198.3	198.3	198.3
현금 및 현금성자산의 순증가	34.6	-163.4	38.5	124.6	198.6
기초현금 및 현금성자산	393.1	427.7	264.2	302.7	427.3
기말현금 및 현금성자산	427.7	264.2	302.7	427.3	625.9

자료: 키움증권 리서치



재무상태표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,199.2	2,112.8	2,286.2	2,586.9	2,891.3
현금 및 현금성자산	427.7	264.2	302.7	427.3	625.8
단기금융자산	112.0	104.6	97.7	91.3	85.3
매출채권 및 기타채권	500.5	524.8	572.5	632.9	670.6
재고자산	1,059.1	1,128.7	1,231.3	1,361.2	1,442.3
기타유동자산	99.9	90.5	82.0	74.2	67.3
비유동자산	1,097.8	1,211.8	1,186.0	1,136.0	1,106.3
투자자산	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3
유형자산	817.3	903.1	872.0	829.8	795.5
무형자산	92.7	93.2	93.1	94.4	95.5
기타비유동자산	187.1	214.9	215.0	215.0	215.0
자산총계	3,297.0	3,324.6	3,466.7	3,726.5	3,997.5
유동부채	1,014.2	1,063.5	1,120.5	1,190.4	1,246.2
매입채무 및 기타채무	394.6	536.4	593.3	663.2	719.0
단기금융부채	441.7	348.2	348.2	348.2	348.2
기타유동부채	177.9	178.9	179.0	179.0	179.0
비유동부채	511.7	467.3	467.3	467.3	467.3
장기금융부채	373.6	339.2	339.2	339.2	339.2
기타비유동부채	138.1	128.1	128.1	128.1	128.1
부채총계	1,525.9	1,530.8	1,587.7	1,657.6	1,713.4
자본	1,771.1	1,793.8	1,879.1	2,068.9	2,284.2
자본잉여금	803.2	838.5	841.5	841.5	841.5
기타자본	-82.1	-77.8	-77.8	-77.8	-77.8
기타포괄손익누계액	151.5	147.8	154.0	161.6	168.5
이익잉여금	605.3	655.0	744.0	946.3	1,176.5
비지배자본	194.6	136.0	127.0	107.7	85.9
부채총계	1,771.1	1,793.8	1,879.1	2,068.9	2,284.2

투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당이익(원)					
EPS	7,077	5,277	5,520	12,209	13,817
BPS	80,021	90,564	100,748	112,775	126,410
CFPS	18,964	14,575	15,300	23,602	25,012
DPS	700	500	600	600	600
주가배수(배)					
PER	7.3	11.0	20.1	9.1	8.0
PER(최고)	13.1	13.5	21.3		
PER(최저)	6.2	8.5	10.1		
PBR	0.65	0.64	1.10	0.99	0.88
PBR(최고)	1.16	0.78	1.17		
PBR(최저)	0.55	0.50	0.55		
PSR	0.27	0.32	0.53	0.47	0.44
PCFR	2.7	4.0	7.3	4.7	4.4
EV/EBITDA	4.6	5.9	8.6	6.1	5.2
주요비율(%)					
배당성향(%, 보통주 현금)	10.0	10.3	11.2	5.2	4.6
배당수익률(%, 보통주 현금)	1.4	0.9	0.5	0.5	0.5
ROA	3.8	2.6	2.7	5.4	5.7
ROE	9.2	6.2	5.8	11.4	11.6
ROI	8.5	6.0	6.2	9.0	9.7
매출채권회전율	8.2	6.7	6.8	6.9	6.7
재고자산회전율	3.5	3.1	3.2	3.2	3.1
부채비율	86.2	85.3	84.5	80.1	75.0
순차입금비용	15.6	17.8	15.3	8.2	-1.0
이자보상배율(현금)	5.6	4.4	4.5	6.6	7.3
총자입금	815.2	687.4	687.4	687.4	687.4
순자입금	275.6	318.5	287.0	168.8	-23.8
NOPLAT	324.2	251.9	272.6	359.7	384.3
FCF	155.6	78.0	80.8	130.5	201.2

# 투자의견 변동내역 및

## 목표주가 그래프

### ◎ Compliance Notice

- > 당사는 11월 25일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > "캐터필러" 종목은 11월 24일, "메타 플랫폼스" 종목은 10월 27일, "마이크로소프트" 종목은 11월 10일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

### ◎ 고지사항

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

### ◎ 투자의견 적용기준

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

### ◎ 투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

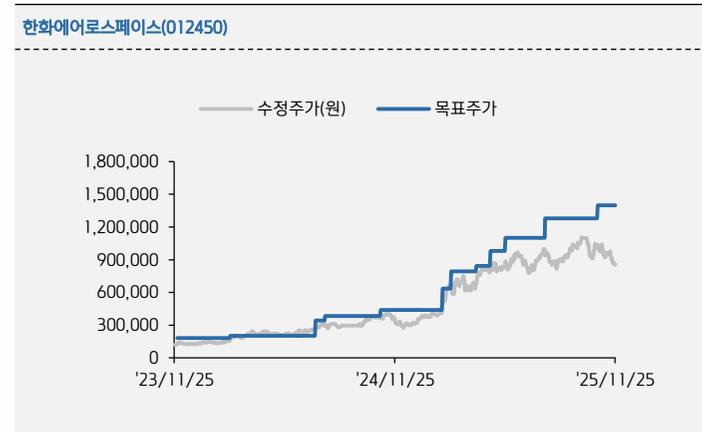
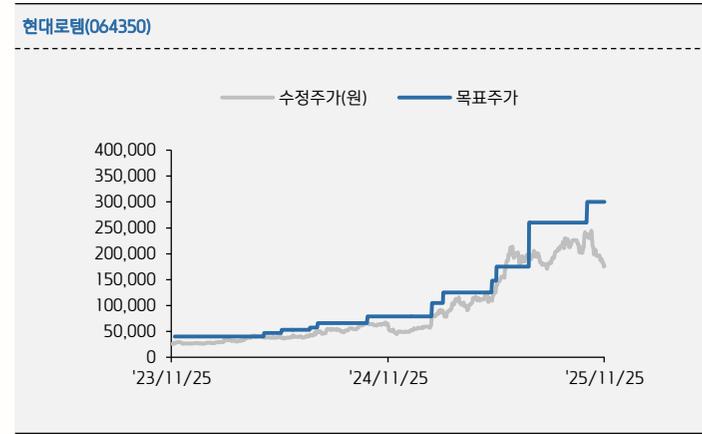
## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 \* 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
현대로템 (064350)	2023-11-30	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-33.81	-25.63
	2024-02-01	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-22.35	4.63
	2024-04-29	Buy(Maintain)	47,000원	6개월	-18.94	-15.53
	2024-05-29	Buy(Maintain)	53,000원	6개월	-26.72	-18.96
	2024-07-16	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-22.03	-15.88
	2024-07-29	Buy(Maintain)	66,000원	6개월	-18.35	1.67
	2024-10-21	Buy(Maintain)	79,000원	6개월	-29.04	-15.06
	2025-01-23	Buy(Maintain)	79,000원	6개월	-28.38	-9.49
	2025-02-07	Buy(Maintain)	105,000원	6개월	-19.76	-13.33
	2025-02-26	Buy(Maintain)	125,000원	6개월	-16.56	0.32
	2025-05-19	Buy(Maintain)	148,000원	6개월	-17.58	-7.70
	2025-05-27	Buy(Maintain)	175,000원	6개월	4.26	22.29
	2025-07-21	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-21.34	-7.12
	2025-10-27	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-31.11	-18.50
2025-11-25	Buy(Maintain)	300,000원	6개월			

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
한화에어로 스페이스 (012450)	2023-11-30	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-24.12	-11.42
	2024-02-26	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	9.44	33.72
	2024-07-16	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-13.94	-4.28
	2024-08-01	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-17.31	0.89
	2024-11-01	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-13.09	-7.11
	2024-11-26	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-18.46	11.20
	2025-02-12	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-6.53	5.12
	2025-02-26	Buy(Maintain)	810,000원	6개월	-16.22	-5.23
	2025-04-09	Buy(Maintain)	860,000원	6개월	-6.43	-3.02
	2025-05-02	Buy(Maintain)	1,000,000원	6개월	-15.55	-10.57
	2025-05-27	Buy(Maintain)	1,100,000원	6개월	-19.54	-9.27
	2025-08-01	Buy(Maintain)	1,280,000원	6개월	-24.41	-13.52
	2025-10-27	Buy(Maintain)	1,400,000원	6개월	-30.37	-25.57
	2025-11-13	Buy(Maintain)	1,400,000원	6개월	-32.08	-25.57
2025-11-25	Buy(Maintain)	1,400,000원	6개월			

## 목표주가추이(2개년)



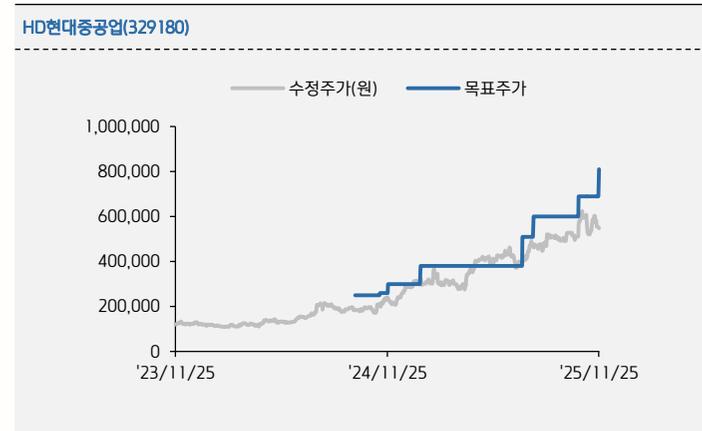
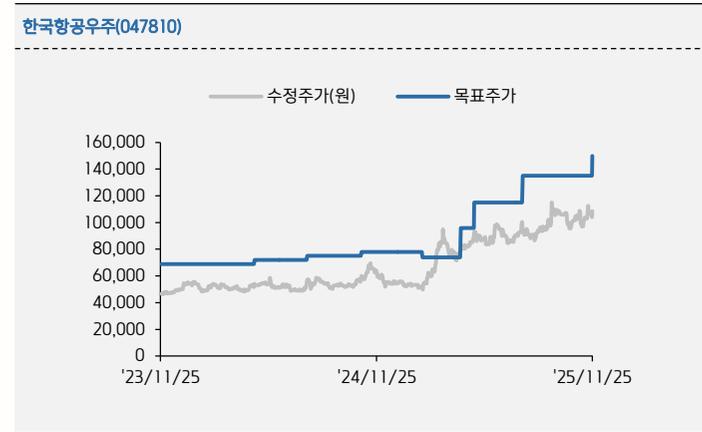
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 \* 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
한국항공우주 (047810)	2023-11-30	Buy(Maintain)	69,000원	6개월	-26.55	-19.57
	2024-02-13	Buy(Maintain)	69,000원	6개월	-26.17	-19.57
	2024-04-19	Buy(Maintain)	69,000원	6개월	-26.10	-19.57
	2024-05-02	Buy(Maintain)	72,000원	6개월	-24.89	-18.61
	2024-05-29	Buy(Maintain)	72,000원	6개월	-27.29	-18.61
	2024-07-16	Buy(Maintain)	72,000원	6개월	-27.77	-18.61
	2024-07-30	Buy(Maintain)	75,000원	6개월	-27.89	-21.87
	2024-10-30	Buy(Maintain)	78,000원	6개월	-19.21	-10.64
	2024-11-26	Buy(Maintain)	78,000원	6개월	-27.09	-10.64
	2025-02-10	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-22.98	-15.68
	2025-02-26	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-2.14	28.38
	2025-04-16	Buy(Maintain)	96,000원	6개월	-13.51	-8.02
	2025-05-09	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-21.84	-12.61
	2025-07-30	Buy(Maintain)	135,000원	6개월	-26.96	-14.81
2025-10-27	Buy(Maintain)	135,000원	6개월	-25.99	-14.81	
2025-11-25	Buy(Maintain)	150,000원	6개월			

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
HD현대중공업 (329180)	2024-09-30	Buy(Initiate)	250,000원	6개월	-24.36	-15.20
	2024-11-12	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-13.96	-6.92
	2024-11-26	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-11.96	4.67
	2025-01-21	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-5.43	21.97
	2025-07-16	Buy(Maintain)	510,000원	6개월	-13.77	-3.82
	2025-08-04	Buy(Maintain)	600,000원	6개월	-16.95	-12.00
	2025-10-21	Buy(Maintain)	690,000원	6개월	-17.13	-9.57
	2025-11-25	Buy(Maintain)	810,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



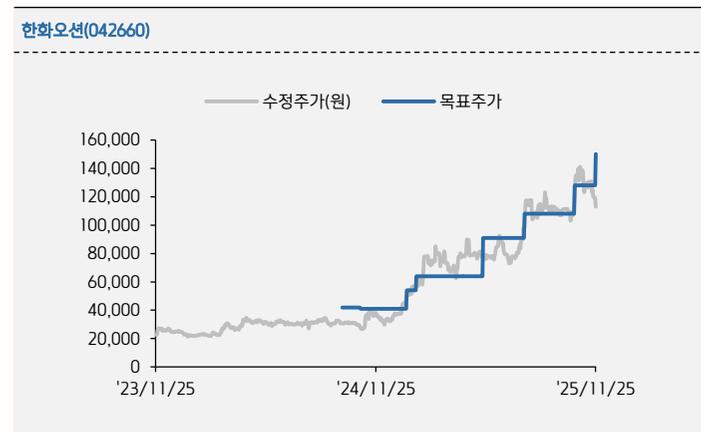
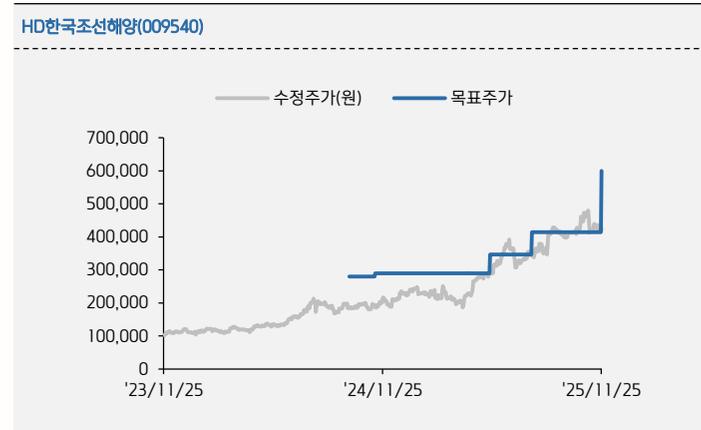
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 \* 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
HD한국조선해양 (009540)	2024-09-30	Buy(Initiate)	280,000원	6개월	-32.30	-28.61
	2024-11-12	Buy(Maintain)	290,000원	6개월	-32.22	-25.34
	2024-11-26	Buy(Maintain)	290,000원	6개월	-22.87	-1.03
	2025-05-23	Buy(Maintain)	347,000원	6개월	-3.12	12.97
	2025-08-04	Buy(Maintain)	414,000원	6개월	-1.16	15.82
	2025-11-25	Buy(Maintain)	600,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
한화오션 (042660)	2024-09-30	Buy(Initiate)	42,000원	6개월	-27.07	-24.52
	2024-10-30	Buy(Maintain)	41,000원	6개월	-13.05	16.95
	2025-01-15	Outperform (Downgrade)	54,000원	6개월	-0.19	5.00
	2025-01-31	Outperform (Maintain)	64,000원	6개월	16.59	40.47
	2025-05-22	Outperform (Maintain)	91,000원	6개월	-10.82	7.25
	2025-07-30	Outperform (Maintain)	108,000원	6개월	2.89	14.07
	2025-10-21	Outperform (Maintain)	128,000원	6개월	1.36	10.16
	2025-11-25	Buy(Upgrade)	150,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 \* 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
HD현대건설기계 (267270)	2023-11-30	Buy(Initiate)	74,000원	6개월	-33.51	-29.46
	2024-01-16	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-33.31	-23.38
	2024-02-27	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-30.56	-22.16
	2024-03-25	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-29.52	-20.54
	2024-04-25	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-28.73	-19.32
	2024-08-06	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-29.08	-22.84
	2024-10-24	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-12.39	3.86
	2025-02-07	Outperform (Downgrade)	82,000원	6개월	-10.69	21.46
	2025-08-06	Buy(Upgrade)	126,000원	6개월	-25.38	-15.48
	2025-09-08	Buy(Maintain)	126,000원	6개월	-23.61	-8.81
	2025-10-31	Buy(Maintain)	136,000원	6개월	-31.44	-26.47
	2025-11-25	Buy(Maintain)	136,000원	6개월		

## 목표주가추이(2개년)

