

2024년 11월 26일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 조선/기계/방산/항공우주

2025년 조선/기계/방산/항공우주 연간전망

흔들려도 앞으로 전진

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



Contents

I. Summary	p.03
II. 2025 방위산업 전망	p.06
III. 2025 조선 전망	p.18
IV. 2025 전력기기 전망	p.30
V. 2025 건설기계 전망	p.42
VI. 기업분석	P.54
- 한국항공우주(047810)	
- 한화에어로스페이스(012450)	
- HD현대중공업(329180)	
- HD한국조선해양(009540)	
- HD현대일렉트릭(267260)	



[illegible]

트럼프 2.0 시대를 맞이하며

>>> 방산

- NATO 회원국의 방위비 지출 비중을 GDP의 2%에서 3%로 확대할 것을 요구, 글로벌 방산 수요 상승으로 이어질 것
- 러-우 전쟁의 종결 추진 중으로 종전 이후 소모된 무기들의 재고 확충 과정에서 방산 수요 확대 전망
- 중국에 대한 견제를 강화하며 중국과 군비 경쟁 돌입 예상, 아시아태평양 지역 주변국들의 국방력 강화 움직임으로 연결될 것

>>> 조선

- 대 중국 분쟁 심화로 미 해군 군사력 강화는 필연적, 국내 조선사의 미 함정 MRO 사업 참여 확대 기대
- 잠정적으로 보류되었던 LNG 수출 프로젝트의 승인 재개, 국내 조선사들의 핵심 주력 선종인 LNG선 발주 강세 전망
- 다만, 트럼프 정부의 보호무역주의 정책 기조로 중장기 글로벌 교역량 감소에 따라 신조선 발주 감소 우려 존재

>>> 전력기기

- 단기적으로 친환경 정책 축소 및 보조금 중단 등 신재생에너지 투자 위축에 따른 전력기기 수요 감소 우려 존재
- 현재 태양광, 풍력 등 신재생에너지 발전소 설치 비용은 화석연료 대비 저렴한 수준으로 중장기 신재생에너지 투자 증가 기조 견고
- 또한, 원자력 발전 확대 등 전력 인프라 확보에 대한 관심은 유효하기 때문에 전력 인프라에 대한 투자는 지속될 것으로 판단

>>> 건설기계

- 원자력 발전 등 전력 인프라 및 도로, 교량 등 전통적인 인프라에 대한 투자를 강조하며 인프라 투자 지속 전망
- 미국 중심의 공급망 재편 과정에서 리쇼어링 추세 강화 예상. 미국 내 생산 설비 투자 증가에 따른 수혜 발생 기대
- 모멘텀 측면에서 러-우 전쟁 종전 시 우크라이나 재건 수혜로 주목 받을 가능성 존재

Summary

>>> 방산: 무기 체계 라인업 확대 및 수출 지역 다변화로 방위산업 성장세 지속 전망

- 동유럽, 중동, 아시아태평양, 중남미 등 다양한 지역에서 국내 무기체계에 대한 관심 지속, 25년에도 다양한 수주 모멘텀 기대
- L-SAM, KF-21, LAH 등 신규 국내 무기 체계의 성공적인 개발 및 양산에 힘입어 수출 라인업 확대 긍정적
- 트럼프 당선의 영향으로 NATO 회원국의 국방비 지출 증가 및 러-우 종전 이후 무기 재고 확충에 따른 글로벌 방산 수요 성장 전망

>>> 조선: 핵심 선종인 가스선의 견조한 발주 및 특수선 사업부의 성장 모멘텀 기대

- 미국의 LNG 수출 프로젝트 승인 재개로 25년에도 국내 조선사의 핵심 선종인 LNG선의 발주 강세 기대
- 국내 조선사들은 약 3년치의 안정적인 수주잔고를 확보한 상황, 수익성 중심의 선별 수주 전략으로 중장기 실적 개선 전망
- 트럼프의 정책 기조에 따른 대 중국 갈등 심화의 영향으로 국내 조선사의 미 함정 MRO 사업 참여 기회 확대 예상

>>> 전력기기/건설기계: 25년 변압기 공급 부족으로 업황 호조 지속, 하반기 건기 수요 개선 기대

- 글로벌 전력기기 업체들의 증설에도 불구하고 미국의 신재생에너지&AI 데이터센터 투자 확대에 힘입어 변압기 수요 강세 지속
- 공급자 우위 시장이 형성되며 미국 중심으로 수주 단가 상승 지속, 유럽과 중동 지역까지 수주 단가 상승 트렌드 확대
- 수주잔고 내 수익성이 높은 미국 매출 비중의 점진적인 증가에 따라 중장기 실적 성장세 기대, 글로벌 전력기기 업체 대비 저평가
- 공급망 재편 과정에서 미국 내 설비 투자 증가와 금리 인하 사이클에 힘입어 25년 하반기부터 북미 건기 수요 점차 개선 전망
- 주요 국가의 경제 회복세에 유럽 지역의 수요 반등 기대, 중국은 정부의 부양책이 부동산 수요 개선으로 이어질 지 주목 필요

>>> Top-pick: 한국항공우주, HD현대중공업, HD현대일렉트릭

관심종목: 한화에어로스페이스, HD한국조선해양

II. 2025 방위산업 전망

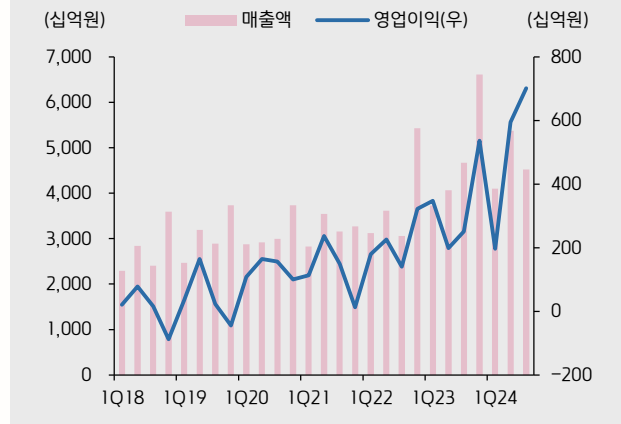


방산: 24년 Review

◎ 24년 방산 5사의 실적은 폴란드 등 해외 수출 비중의 증가로 큰 폭의 개선세 지속

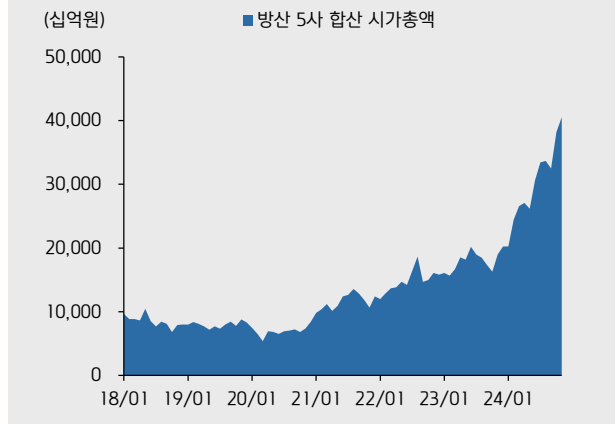
- 방산 5사의 3Q24 누적 매출액은 전년 동기간 대비 12.3% 성장, 영업이익은 87.1% 증가하며 수익성 큰 폭으로 개선
 - 2Q24부터 폴란드에 납품되는 K9/K2/천무 물량이 늘어나며 수익성 개선에 기여한 것으로 판단
 - 방산 원가 제도의 개선으로 전반적인 국내 양산 납품의 수익성이 상승한 부분도 긍정적
 - 24년 연간으로 방산 5사의 영업이익은 2조를 상회하며 역대 최대 실적을 달성할 것으로 전망
- 실적 개선 및 대규모 해외 수주 모멘텀에 힘입어 방산 5사의 합산 시가총액은 연초 대비 100.4% 증가
 - 올해 사우디/이라크 천궁II, 루마니아 K9, 폴란드 K9/천무 추가 물량 계약 등 해외 수주 모멘텀이 주가 상승 요인

방산 5사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

방산 5사 합산 시가총액 추이

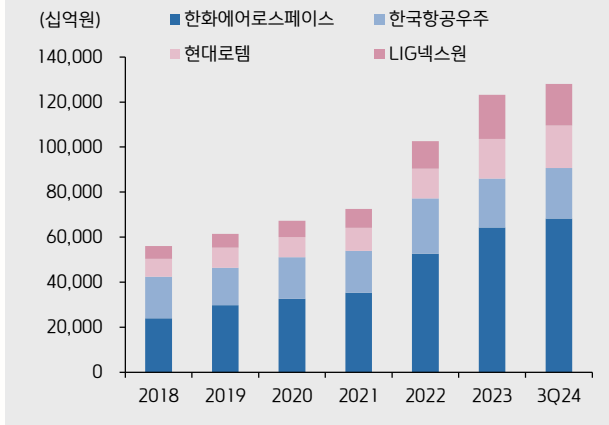


자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
 주: 한화시스템은 2019년 11월 상장

방산: 24년 건조한 수주 실적 달성 전망

- ◎ 연말까지 폴란드 K2 2차 계약, 이라크/UAE 수리온 사업, 우즈벡 FA-50 사업 등 다수의 수주 모멘텀 존재
- 3Q24 기준 방산 5사의 수주잔고는 약 128조원으로 23년말 대비 3.9% 성장
 - 신규수주는 약 19.5조원 달성, '22~'23년 대비 큰 폭으로 감소했지만 4분기 방산 성수기 효과 기대
 - 4분기 국내 사업에서 K2 4차 양산 사업 등 대규모 양산 사업 수주 기대
 - 해외 수주에서 폴란드 2차 계약, 이라크/UAE 수리온 사업 등 다수의 수주 건에 힘입어 수주잔고 성장세 지속 전망
 - 올해 예상 수주가 성공적으로 마무리 될 시 24년말 기준 수주잔고는 약 140조원 수준으로 23년말 대비 13.7% 성장 기대

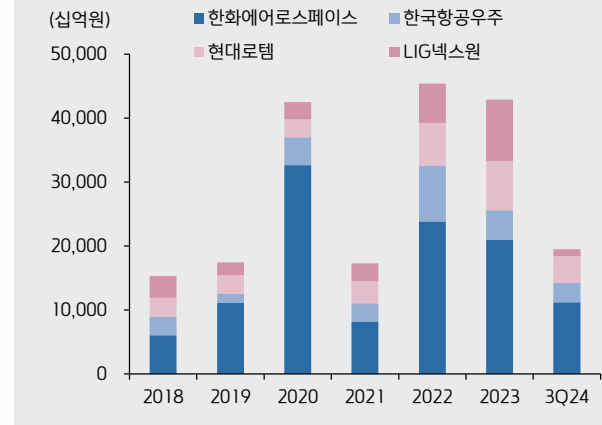
방산 5사 수주잔고 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

주1: 2024년 3분기 기준 / 주2: 한화시스템은 한화에어로스페이스에 포함

방산 5사 신규수주 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

주: 2024년 3분기 기준 / 주2: 한화시스템은 한화에어로스페이스에 포함

방산: 24년 수출 현황 점검 및 25년 수출 기대 사업

◎ 무기 체계 라인업 증가 및 수출 지역 다변화에 따라 25년 방산 수출 호조 지속 전망

- 연내 폴란드 K2 2차 계약, UAE/이라크 수리온 사업, 말레이시아 해군 사업 등 수주 기대
- 동유럽, 중동, 아시아태평양, 중남미 등 다양한 지역에서 국내 방산 무기체계에 대한 관심 증가
 - 루마니아의 신형 전차 및 보병전투장갑차 도입 사업에 K2, 레드백 후보군 거론
 - 페루는 전차, 전투기, 함정 등 다양한 국내 무기체계에 전반적인 관심 표명하며 수출 논의 중인 것으로 파악
- KF-21의 초도 양산 시작, 향후 6세대 유무인 복합 전투 체계까지 개발 로드맵 확장 계획으로 글로벌 관심 증가

2025년 국내 방산업체 기대 수출 사업

기업	무기	국가	내용
한화에어로스페이스	K9	인도	군 현대화 계획의 일환으로 K9 100문 추가 도입 추진
	K9	베트남	올해 2월 베트남 국방장관의 방한을 계기로 K9 도입 관심
	K9	미국	자주포 현대화 사업(SPH-M) 진행, 5개의 후보군 중 하나로 선정
	레드백	루마니아	약 300대규모의 보병전투장갑차(IFV) 도입 사업 추진
	레드백	폴란드, 브라질	IFV 도입 검토, 레드백 후보군 포함
한국항공우주	FA-50	이집트	36대 규모 수출 협상 진행 중, 25년 계약 체결 기대
	FA-50	우즈베키스탄	약 1.1조원 규모의 FA-50 14대 수주 예상
	FA-50	필리핀	2015년 이후 FA-50 12대 추가 도입 예상
	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
	KF-21	사우디아라비아, 필리핀, 폴란드, UAE	KF-21 사업 참여 희망
현대로템	K2	폴란드	잔여 물량 820대 중 2차 계약 체결 기대
	K2	루마니아	신형 전차 250~300대 도입, 약 50대 규모의 1차 수출 계약 체결 기대
	K2/K808	페루	군 현대화 사업의 일환으로 K2 및 K808 후속 물량 수출 계약 체결 기대
LIG넥스원	비공	미국	미 FCT 프로그램 통과, 25년 수출 계약 체결 기대
	해군	말레이시아	3척의 연안 초계함(LMS)에 탑재할 대공미사일로 도입 검토

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

방산: 트럼프의 당선이 방위산업에 미칠 영향

◎ 트럼프의 당선의 영향으로 글로벌 방산 수요 확대는 국내 방산업체의 기회 요인

- NATO의 방위비 분담 비중을 기존 GDP의 2%에서 3%로 확대 요구
 - NATO 회원국의 방위비 지출 증가에 따른 방산 수요 상승은 국내 방산업체의 기회 요인
- 우크라이나에 대한 지원 중단 및 러-우 전쟁 종결 추진
 - 러-우 전쟁 종전 시 단기적으로 방산 센티 부정적, 중장기적으로 소모된 무기의 재고 확충 과정에서 방산 수요 증가 불가피
- 중국과의 디커플링 강화에 따른 대 중국 분쟁 심화 가능성 상승
 - 중국과 미국의 군비 경쟁의 영향으로 주변 국가들의 국방력 강화 자극, 아시아태평양 지역에서 무기 수요 확대 예상

바이든 정부와 트럼프 정부의 주요 정책 변화 포인트 점검

구분	바이든	트럼프
친환경/에너지	<ul style="list-style-type: none"> - 친환경에너지 지원 확대로 에너지 가격 안정화 촉진 - IRA 지원 확대 추진 - 그린 뉴딜 정책 강화 	<ul style="list-style-type: none"> - 화석연료를 포함한 전통 에너지원에 대한 지원 증진 - IRA 법안에 포함된 인센티브 축소 및 파리 기후 협약 재탈퇴 - LNG 수출 프로젝트 승인 재개 - 핵에너지 사용 확대를 위한 SMR 기술 육성
인프라	<ul style="list-style-type: none"> - IIA, BIL 등 대규모 인프라 지원 법안 지속 추진 - CHIPS and Science Act, IRA 등 미국 내 첨단 제조업 투자 촉진 지속 	<ul style="list-style-type: none"> - 전국에 10개의 '자유도시'(Freedom City) 건설 - 노후화 도심 재개발, 공원 및 편의시설 개선 등 토건 사업 추진
무역	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 중심의 공급망 재편 추진 - 동맹국과 파트너 국가들과의 관계 강화 - 사안별로 유연하고 임의적인 (소)다자 협의회 구성 - 인도-태평양 경제 프레임워크(IPEF)의 제도화를 통해 국제표준 관련 협력 강화 	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 우선주의 무역 정책 복귀 - 모든 수입품에 일괄적으로 10% 관세를 추가 적용 - 트럼프 상호무역법(Trump Reciprocal Trade Act) 입법을 통해 관세율 차이 기계적 평등화 추진 - 인도-태평양 경제 프레임워크(IPEF) 취입 즉시 폐기
대 중국 정책 및 안보	<ul style="list-style-type: none"> - 우크라이나에 대한 지원 지속 - 중국과의 무역 거래 지속, 첨단 기술 및 핵심 분야는 탈중국화 추진 	<ul style="list-style-type: none"> - 러시아-우크라이나 사태 즉시 종결 - 중국의 '항구적 정상 무역관계(PNTR)' 지위 박탈 - NATO 동맹 재검토, 동맹국 방위비 분담 비중 확대

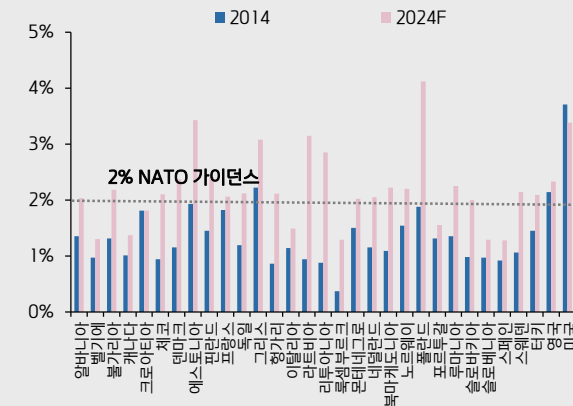
자료: 언론 보도, 백악관, Agenda47, 키움증권 리서치센터

방산: NATO 방위비 지출 추이 및 전망

◎ 트럼프 당선인의 NATO 방위비 분담금 가이드라인 상향 요구에 국방비 지출 증가 전망

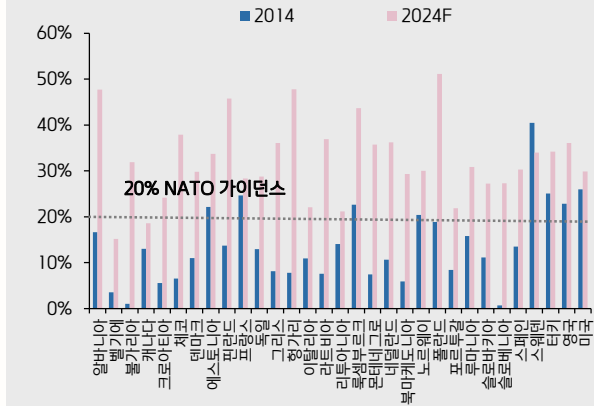
- 트럼프 당선인은 올해 초부터 NATO의 국방비 지출을 GDP의 3% 수준으로 올릴 것을 요구
 - 24년 기준 NATO의 2% 국방비 지출 가이드라인을 충족시키지 못하는 회원국은 NATO의 26% 차지
 - 트럼프 당선인이 요구하는 GDP의 3% 이상을 국방비로 지출하는 국가(미국 제외)는 13%에 불과
 - 24년 GDP의 3%로 국방비를 책정할 경우 올해 계획 대비 NATO의 국방비 예산은 48.7% 증가
- NATO는 국방비 내에서 무기체계 구입에 할당하는 비중을 20% 이상으로 가이드라인 제시
 - 트럼프의 요구에 맞춰 국방비 지출이 늘어날 경우 NATO 가입 국가의 무기체계에 대한 수요는 증가할 것

NATO 국가별 GDP 대비 국방비 지출 변화



자료: NATO, 키움증권 리서치센터

NATO 국가별 국방비 내 무기체계 구입비 비중 변화



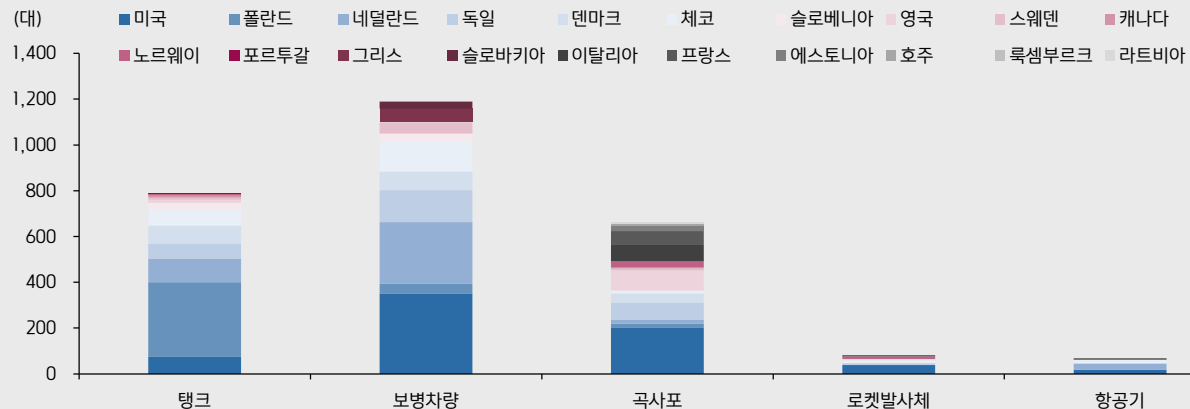
자료: NATO, 키움증권 리서치센터

방산: 러-우 전쟁 종전이 가져올 무기 확보 수요

◎ EU 지역은 러-우 전쟁 기간 구소련 무기 등을 제공하고 신규 무기로 교체를 추진

- 폴란드, 체코 등 동유럽 지역을 중심으로 소련제 구형 무기를 우크라이나에 지원하고 미국의 신무기로 교체
 - 폴란드, 체코, 슬로바키아, 덴마크 등에서 약 900대에 가까운 다양한 무기체계를 지원
 - 미국을 제외하고 유럽 지역에서 전차 700대 이상, 보병전투차량 800대 이상, 곡사포 450대 이상을 지원
- 미국의 방산 생산 능력을 고려할 때 소모된 물자를 모두 미국의 무기로 교체하는 것은 불가능
 - 러-우 전쟁 동안 미국의 무기 제공 등 군사적 지원 금액은 약 500억달러 규모
- 올해 초 집계된 우크라이나의 무기 손실은 약 7,100여대가 파괴, 손상, 잃어버리거나 강탈된 것으로 파악
 - 같은 기간 러시아는 약 19,000여대의 무기들이 소모됨

국가별 우크라이나 무기체계 지원 규모



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

방산: 베트남 전쟁 이후 미국의 국방비 지출 변화 시사점

◎ 베트남 전쟁 이후 미국의 국방비 지출은 10년 이상 증가 추세가 지속됨

- 1973년 베트남 전쟁이 종결된 이후 미국의 국방비 지출은 10년 이상 증가 추세를 유지
 - 1990년대까지 이어진 냉전 기간임을 감안해도 종전 후 방산 수요는 견조했던 것으로 판단
- 특히, 전쟁 기간 소모되었던 무기들의 재고 회복 및 성능 개량 과정에서 무기 구입비의 증가세가 두드러진 것으로 파악
 - 항공기, 미사일, 탱크 및 기갑차량 등을 확보하기 위한 무기 구입 예산은 전체 방위비 성장률을 아웃퍼폼
 - 러-우 전쟁 종전의 영향으로 단기 세티는 부정적일 수 있지만 이후에도 장기간 글로벌 방산 수요는 견조할 것으로 전망

베트남 전쟁 이후 미국의 국방비 지출 변화 추이

단위: 십억달러	1977	1980	1985	'77~'80 성장률	'80~'85 성장률
전체 방위비	159.2	171.2	235.7	7.5%	37.7%
병력	44.8	45.7	58.2	2.0%	27.4%
운영 및 유지	56.4	59.2	76.6	5.0%	29.4%
무기체계 구입비	33.6	41.3	63.8	22.9%	54.5%
항공기	11.8	15.8	25.2	33.9%	59.5%
미사일	5.7	6.5	10.4	14.0%	60.0%
탱크 및 기갑차량	1	1.9	3.5	90.0%	84.2%
탄약	1.2	1.7	1.6	41.7%	-0.6%
군함	5.3	6	8	13.2%	33.3%
기타	8.6	9.4	15.1	9.3%	60.6%
R&D	17.2	18.7	28.7	8.7%	53.4%

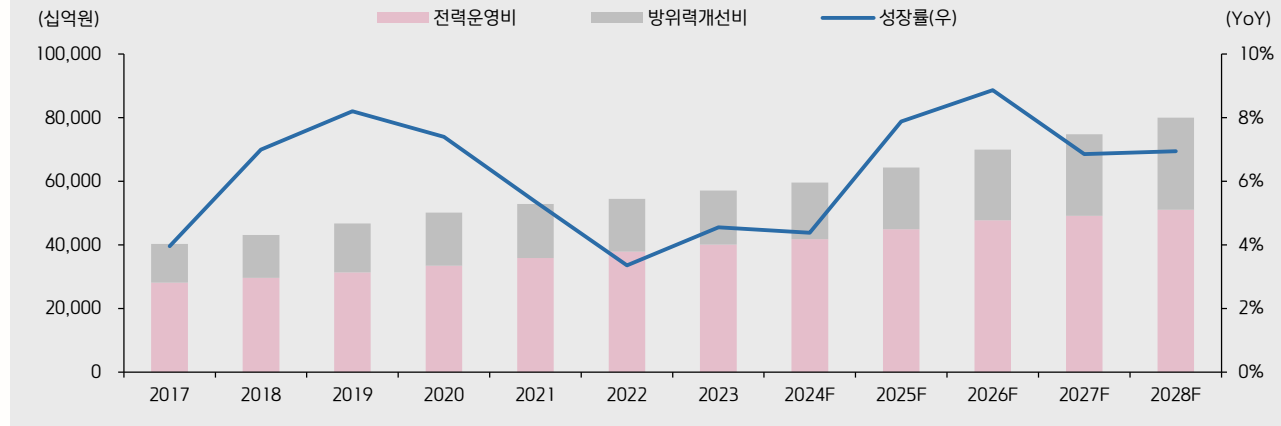
자료: U.S BLS, 키움증권 리서치센터

방산: 국내 방위력개선 사업은 계획대로 진행 중

◎ 탄탄한 국내 양산 사업 및 체계 개발 사업을 기반으로 수출 확대 기대

- 24년부터 28년까지 5년간 방위력개선비는 연평균 11.2% 고성장 전망
 - 트럼프의 당선으로 방위비 분담금의 비중이 증가하더라도 방위력개선비에 미치는 영향은 제한적
- 올해를 시작으로 LAMD, L-SAM II, M-SAM III, K2, KF-21 등 국내 주요 무기 체계 개발 및 양산 사업 진행 예정
- 또한, L-SAM, KF-21 등 차세대 무기 체계의 양산이 성공적으로 진행된다면 향후 수출 확대로 이어질 가능성 높다고 판단

국방비 지출 추이 및 전망



자료: 국방부, 키움증권 리서치센터

방산: 국내 방위력개선 사업은 계획대로 진행 중

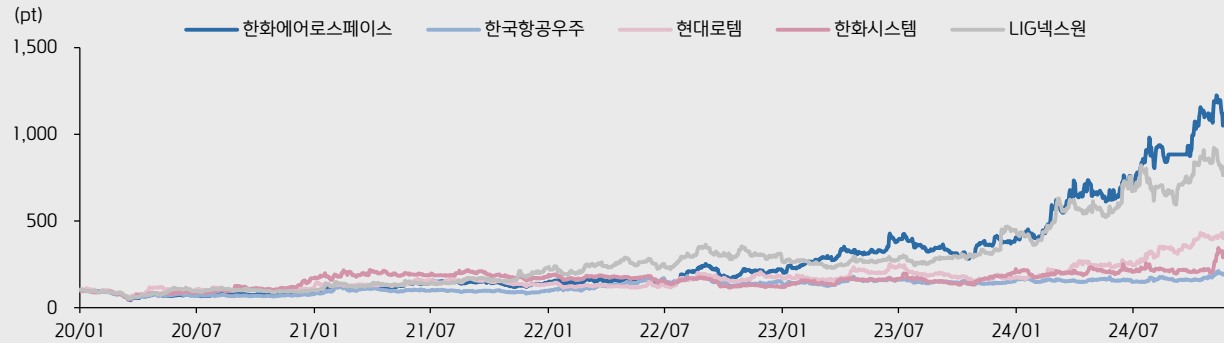
국내 주요 방위력개선 사업 추진 계획

사업명	관련 업체	기간	사업비	비고
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
한국형전투기(KF-21) 양산 사업	한국항공우주	'24년~'28년	약 7조 9,200억원	미래 전장 운영 개념에 부합하는 5세대 신형 전투기(KF-21) 양산 사업
소형무장헬기 공대지유도탄 사업	한화에어로스페이스	'24년~'31년	약 7,248억원	소형무장헬기에 탑재하여 운용할 공대지유도탄 확보 사업
K21 보병전투차량 2차 양산 사업	한화에어로스페이스	'24년~'28년	약 7,800억원	K21 보병전투차량 추가 양산으로 기존 장갑차(K200A1) 대체
중고도 정찰용 무인 항공기 사업	대한항공, LIG넥스원, 한화시스템	'06년~'28년	약 9,800억원	공군의 독자적인 감시 및 정찰을 위한 무인항공기 연구개발 후 양산 사업
연합 해상 전술 데이터링크 사업	한화시스템	'22년~'29년	약 4,300억원	Link-11을 항재밍 등 주요 성능 향상된 Link-22로 성능 개량
K9 자주포 2차 성능개량 사업	한화에어로스페이스	'23년~'34년	약 2조 3,600억원	K9 자주포 포탑 장전 자동화로 신속 타격 능력 보강 및 전투 효율성 향상을 위한 성능 개량
K2전차 양산 사업	현대로템	'24년~'28년	약 1조 9,400억원	K2전차 4차 양산 150대 확보

자료: 방위사업청, 키움증권 리서치센터

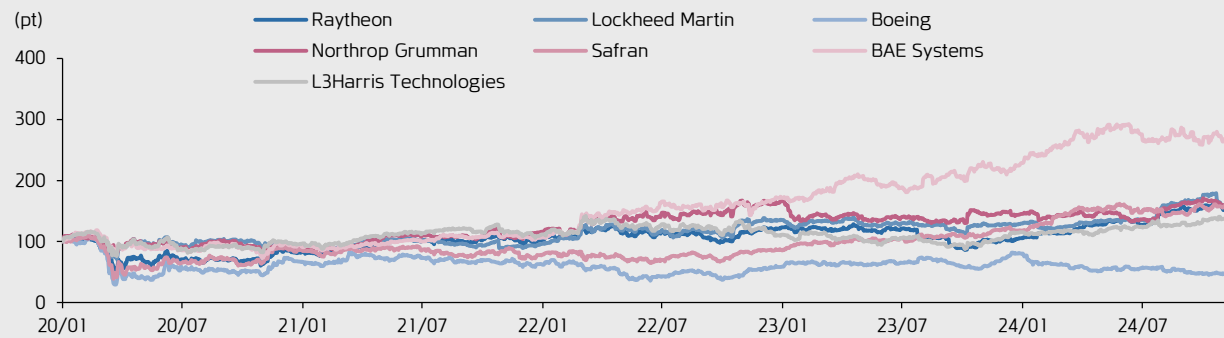
방산: 주가 추이

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		P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
		24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
국내															
한화에어로스페이스	14,563	10,410	11,559	1,330	1,564	12.8	13.5	21.2	14.9	3.7	3.0	19.2	22.3	9.9	8.2
한국항공우주	5,780	3,701	4,374	290	373	7.8	8.5	25.0	19.4	3.2	2.9	13.8	15.6	13.9	10.9
현대로템	5,686	4,193	5,447	443	654	10.6	12.0	15.1	10.6	2.8	2.2	20.4	23.4	9.9	6.2
한화시스템	4,487	2,775	3,084	214	243	7.7	7.9	34.2	21.3	2.0	1.9	6.0	9.2	12.9	11.0
LIG넥스원	4,477	2,994	3,652	234	322	7.8	8.8	22.8	16.8	3.7	3.2	17.5	20.4	14.5	10.1
글로벌															
Raytheon	221,297	112,039	118,909	13,963	15,500	12.5	13.0	21.3	19.4	2.6	2.5	13.1	13.0	15.3	13.7
LockheedMartin	173,347	100,063	103,977	11,797	12,467	11.8	12.0	19.6	18.6	18.9	18.7	92.9	95.2	14.4	13.8
Boeing	160,295	96,508	120,234	-11,757	3,812	-12.2	3.2	N/A	674.4	N/A	N/A	94.5	3,744.3	N/A	29.3
Airbus	160,843	100,909	111,123	7,930	10,739	7.9	9.7	28.1	19.8	5.6	4.7	21.4	25.6	12.6	9.8
Safran	136,831	39,913	45,424	6,040	7,133	15.1	15.7	32.8	26.5	7.2	6.2	23.5	24.7	16.9	14.4
Northrop Grumman	99,073	58,021	60,089	6,162	6,634	10.6	11.0	18.7	17.3	4.8	4.5	25.3	26.1	14.1	13.1
BAE Systems	68,866	49,464	53,385	5,210	5,782	10.5	10.8	19.1	16.9	3.4	3.2	18.5	19.1	12.0	10.9
L3Harris Technologies	63,946	29,909	30,970	4,619	4,892	15.4	15.8	18.4	16.8	2.4	2.3	10.7	12.4	14.4	13.2
Thales	42,876	29,345	31,452	3,461	3,903	11.8	12.4	16.9	15.0	3.8	3.4	22.4	21.9	10.3	8.9

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

III. 2025 조선 전망

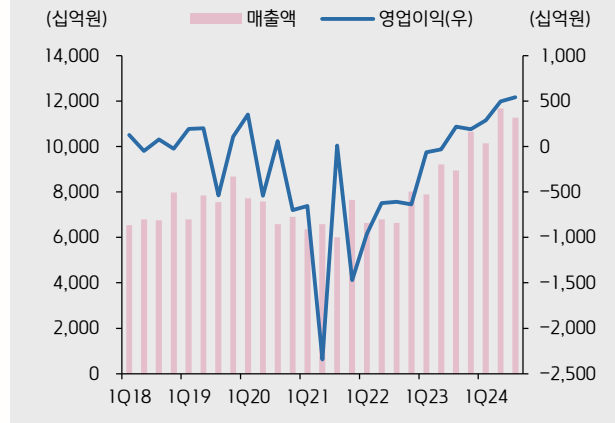


조선: 24년 Review

◎ 고가 선박의 매출 비중 확대와 생산성 개선에 힘입어 본격적인 실적 개선 시작

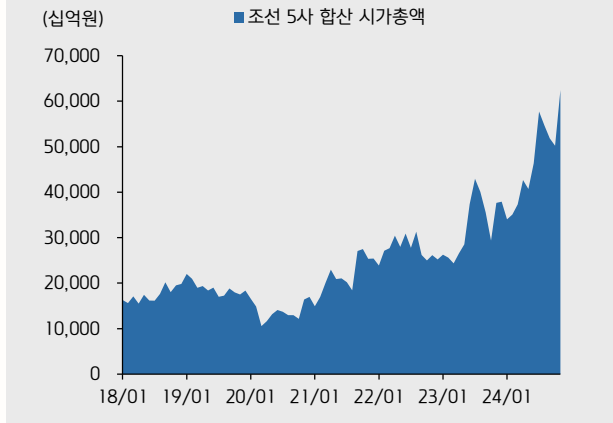
- 조선 5사의 3Q24 누적 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 27%, 942%로 가파른 성장세
 - 2Q24부터 고가 선박의 매출 비중 확대와 생산성 향상의 영향으로 수익성 개선 본격화
 - 분기별 영업이익률이 1Q24 2.9%, 2Q24 4.3%, 3Q24 4.8%로 점진적인 개선세 지속
 - 고환율 기조와 강재 가격의 하락세도 수익성 개선에 긍정적으로 기여한 것으로 판단
- 2Q24부터 본격화된 실적 개선에 힘입어 조선 5사 시가총액은 연초 대비 65% 상승
 - LNG운반선&VLAC 등 건조한 가스선 발주와 신조선 선가 강세로 업황 호황 지속

조선 5사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

조선 5사 합산 시가총액 추이



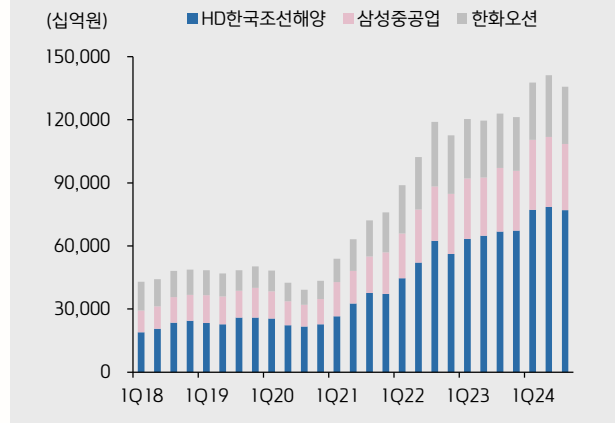
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
 주: HD현대중공업은 2021년 9월 상장

조선: 신조선 발주 호황에 안정적인 수주잔고 확보

◎ 가스선 중심의 신조선 발주 호황과 선가 강세로 3년치의 안정적인 일감 유지 중

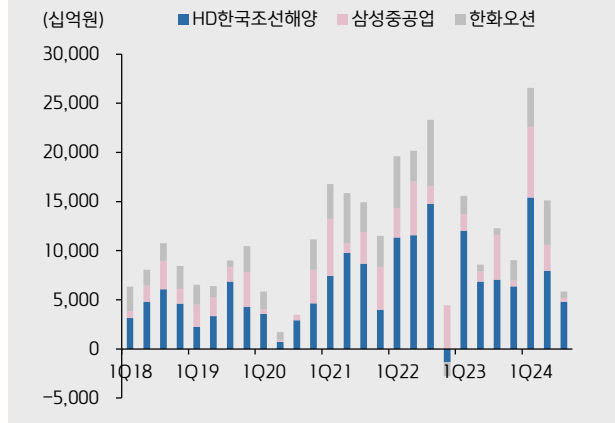
- 조선 5사의 3Q24 기준 수주잔고는 약 136조원으로 23년말 대비 11.9% 확대
 - 연초부터 LNG운반선, VLAC 등 가스선의 발주 강세와 견조한 컨테이너선 발주로 수주잔고 성장세 지속
 - 조선 5사의 도크는 약 3년치 신조선 건조 물량을 확보하며 안정적인 수주잔고 수준을 유지
 - 27년까지의 일감을 확보, 향후 신조선 선가 협상에서 조선사에 긍정적인 상황으로 판단
- 올해 HD현대 조선 그룹은 연간 수주 목표치 초과 달성이 유력, 삼성중공업도 무난하게 수주 목표 달성할 것으로 기대
 - 수주 목표를 제시하지 않은 한화오션도 전년 대비 신조선 수주가 큰 폭으로 증가
 - LNG운반선 등 핵심 선종들의 선가 강세 흐름이 이어지며 수주잔고의 질적 개선에 기여한 것으로 추정

조선 5사 분기별 수주잔고 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

조선 5사 분기별 신규수주 추이



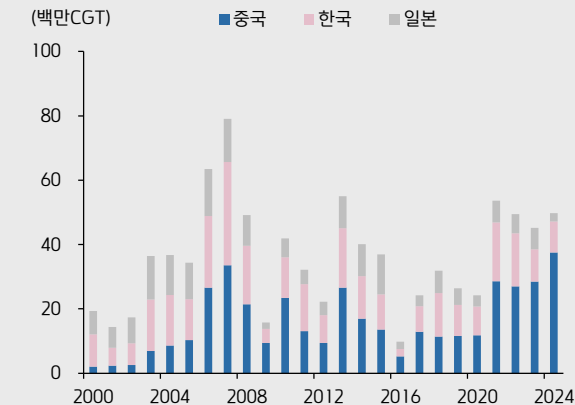
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

조선: 글로벌 수주 점유율은 감소, 고부가가치 선종 중심 수주로 차별화

◎ 중국 조선소들의 캐파 확장에 글로벌 수주 점유율은 밀렸지만, 고부가가치 선종에서의 격차 견고

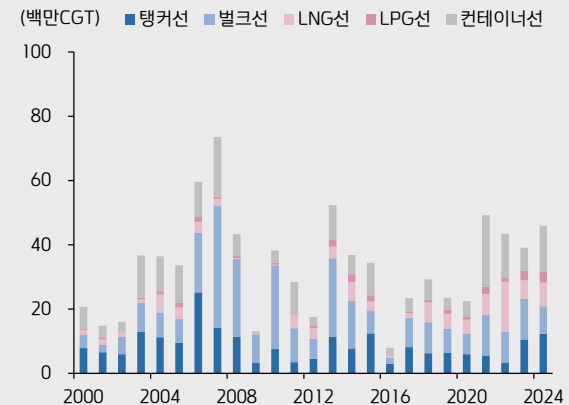
- 24년 10월 누적 글로벌 신조선 수주는 54.2백만 CGT로 전년 동기간 대비 31.9% 성장하며 업황 호조
 - LNG수출 확대, 친환경 선박으로의 선대 전환 수요 및 홍해 사태 등으로 톤마일 증가의 영향으로 추정
- 24년 10월 누적 기준으로 글로벌 신조선 수주 점유율은 중국이 69%, 한국이 18%를 기록
 - 23년 수주 점유율 중국 59%, 한국 21%와 비교해서 중국의 점유율 확대
 - 중국 조선소들의 생산 능력 확장으로 컨테이너선, 벌크선 등에서 대규모 수주를 확보한 영향으로 판단
 - 다만, 고부가가치 선종인 가스선에서는 한국의 수주 점유율이 70% 이상으로 여전히 격차를 유지 중

한중일 신조선 수주 추이



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터
주: '24년은 10월 누적 기준

선종별 신조선 수주 추이



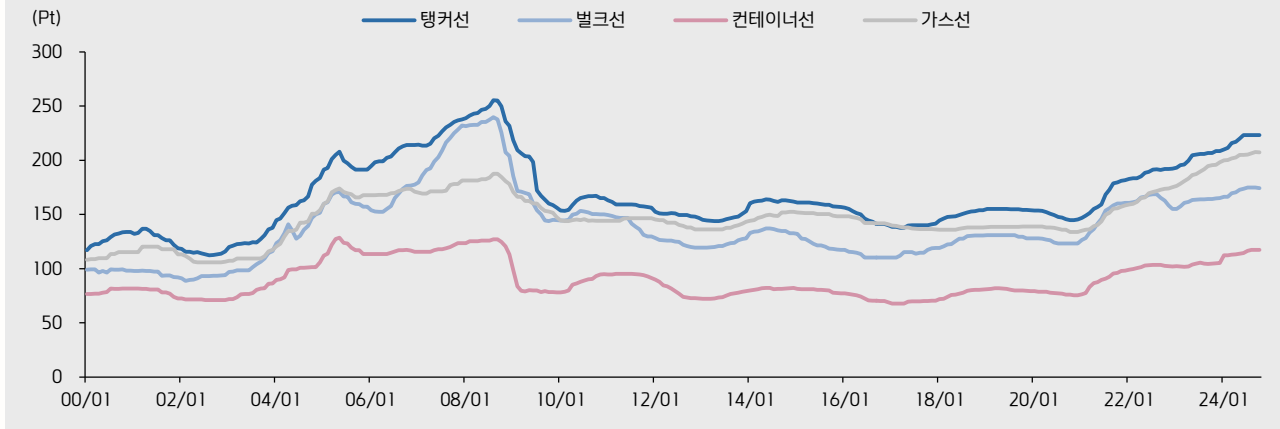
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터
주: '24년은 10월 누적 기준

조선: 최근 조정에도 불구하고 견조한 신조선가 지수

◎ 견조한 업황에 신조선가 지수는 과거 호황 사이클의 고점에 근접

- 24년 11월 4째주 신조선가 지수는 189.17pt로 5주간의 소폭 조정 이후 반등 성공
 - 중국의 생산 능력 확대의 영향으로 벌크선 선가 지수가 소폭 하락세였던 것이 영향을 미친 것으로 판단
 - LNG운반선 선가도 미국의 LNG 수출 승인 보류 결정으로 추가 발주 수요가 지연된 영향으로 하반기는 다소 부진
- 美 LNG 수출 재개로 인한 LNG운반선 발주 등 가스선의 강세와 견조한 컨테이너선 발주로 내년에도 신조선가 상승세 기대
 - 과거 호황 사이클 당시 신조선가 지수 고점은 191.58pt로 약 1.3%의 격차

주요 선종별 신조선가 추이



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

조선: 트럼프의 당선으로 조선업 수혜 전망

◎ 트럼프의 당선은 결과적으로 국내 조선업에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단

- 중국에 대한 견제 강화로 대 중국 분쟁 격화는 국내 조선사에 기회 요인
 - 중국을 견제하는 과정에서 미 해군 군사력 강화는 필연적, 국내 조선사의 미 함정 MRO 사업 참여 확대 전망
- 화석연료에 대한 지원 확대, 잠정적으로 보류되었던 LNG 수출 프로젝트 승인 재개
 - 미국의 LNG 수출 설비 증가에 힘입어 국내 조선사들의 핵심 선종인 LNG선의 발주 강세 기대
- 다만, 중장기적으로 트럼프 정부의 보호무역주의 정책은 글로벌 해상 물동량 감소를 야기할 가능성 존재
 - 17~20년 트럼프 1기 시절에도 글로벌 교역 감소의 영향으로 선박 발주가 감소했던 부분은 우려 요인

바이든 정부와 트럼프 정부의 주요 정책 변화 포인트 점검

구분	바이든	트럼프
친환경/에너지	<ul style="list-style-type: none"> - 친환경에너지 지원 확대로 에너지 가격 안정화 촉진 - IRA 지원 확대 추진 - 그린 뉴딜 정책 강화 	<ul style="list-style-type: none"> - 화석연료를 포함한 전통 에너지원에 대한 지원 증진 - IRA 법안에 포함된 인센티브 축소 및 파리 기후 협약 재탈퇴 - LNG 수출 프로젝트 승인 재개 - 핵에너지 사용 확대를 위한 SMR 기술 육성
인프라	<ul style="list-style-type: none"> - IIJA, BIL 등 대규모 인프라 지원 법안 지속 추진 - CHIPS and Science Act, IRA 등 미국 내 첨단 제조업 투자 촉진 지속 	<ul style="list-style-type: none"> - 전국에 10개의 '자유도시'(Freedom City) 건설 - 노후화 도심 재개발, 공원 및 편의시설 개선 등 토건 사업 추진
무역	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 중심의 공급망 재편 추진 - 동맹국과 파트너 국가들과의 관계 강화 - 사안별로 유연하고 임의적인 (소)다자 협의체 구성 - 인도-태평양 경제 프레임워크(IPEF)의 제도화를 통해 국제표준 관련 협력 강화 	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 우선주의 무역 정책 복귀 - 모든 수입품에 일괄적으로 10% 관세를 추가 적용 - 트럼프 상호무역법(Trump Reciprocal Trade Act) 입법을 통해 관세율 차이 기계적 평등화 추진 - 인도-태평양 경제 프레임워크(IPEF) 취임 즉시 폐기
대 중국 정책 및 안보	<ul style="list-style-type: none"> - 우크라이나에 대한 지원 지속 - 중국과의 무역 거래 지속, 첨단 기술 및 핵심 분야는 탈중국화 추진 	<ul style="list-style-type: none"> - 러시아-우크라이나 사태 즉시 종결 - 중국의 '항구적 정상 무역관계(PNTR)' 지위 박탈 - NATO 동맹 재검토, 동맹국 방위비 분담 비중 확대

자료: 언론 보도, 백악관, Agenda47, 키움증권 리서치센터

조선: 미국 군함 MRO 사업 확대로 특수선 사업부 성장 기대

◎ 특수선 사업부의 신규 사업으로 연간 20조원 규모의 美 해군 함정 MRO 사업 진출 본격화

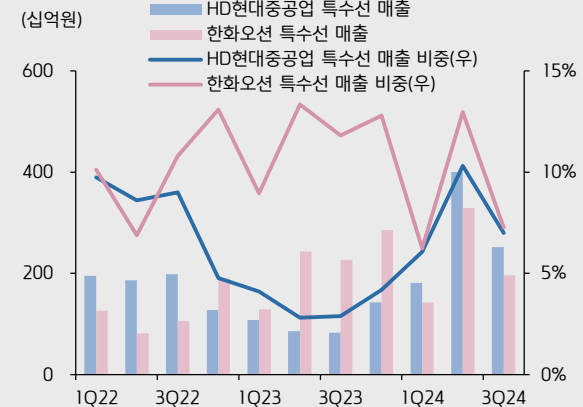
- 트럼프 당선인은 당선 직후 한국 조선업의 협력을 바란다고 언급
 - 트럼프 당선인의 정책 기조 상 미·중 갈등은 심화될 것, 이 과정에서 중국의 해군 전력에 대한 견제 필요
 - 한국은 조선업 강국으로 미 해군의 함정 MRO를 할 수 있는 대규모 시설을 갖추고 있기에 적합한 동맹국으로 부각
- HD현대중공업과 한화오션은 올해 미 해군과 함정정비협약(MSRA)을 체결하며 본격적으로 미 함정 MRO 사업 진출
 - 최근 2~3년간 HD현대중공업과 한화오션의 특수선 사업부의 매출 비중은 10~15% 내외
 - 미 함정 MRO 사업 내에서 점진적인 점유율 상승으로 향후 특수선 사업부의 매출은 2배 이상 상승 기대
 - 통상적으로 방산 MRO 사업의 수익성은 우수한 편으로 추정, 트랙 레코드가 쌓일수록 수익성은 개선 전망
 - 현재 한화오션은 올해 8월과 11월에 2건의 MRO 사업을 수주

중국과 미국의 선박 건조량 추이



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터
주: '24년은 10월 누적 기준

HD현대중공업&한화오션 특수선 매출 및 비중 추이



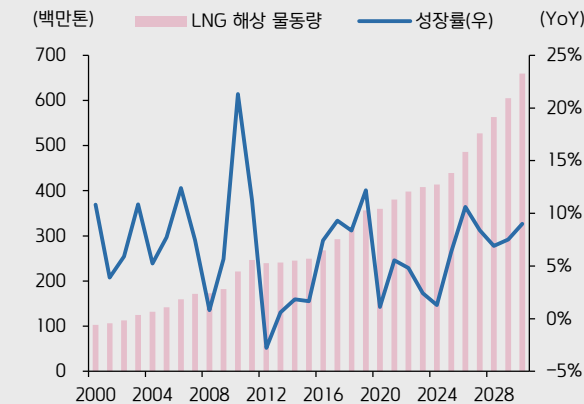
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

조선: 美 LNG 수출 승인 재개로 LNG운반선 발주 강세 전망

◎ 트럼프 당선인의 LNG 수출 프로젝트 승인 재개 공약으로 내년부터 LNG운반선 발주 강세 기대

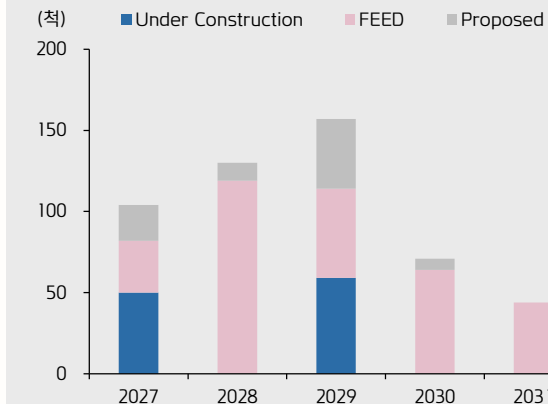
- 트럼프의 당선으로 1년간 보류되었던 미국의 신규 LNG 수출 프로젝트의 승인이 재개될 것
 - FEED 단계, 제안 단계에 머물러 있던 미국의 신규 LNG 프로젝트 규모는 전체 신규 LNG 프로젝트의 50% 수준
- 글로벌 LNG 해상 물동량은 25년부터 30년까지 향후 6년간 연평균 8%의 고성장세 전망
 - 러-우 전쟁의 영향으로 유럽의 LNG 수입 증가 등으로 인한 LNG 수요 상승
- 25년부터 미국의 LNG 수출 프로젝트 재가동으로 LNG선의 발주 강세가 다시 이어질 것으로 기대
 - 27~29년에 프로젝트 시작을 위해서 선박 건조 기간을 고려할 시 내년부터 발주가 필요한 상황으로 판단
 - 국내 조선사들의 연간 LNG선 건조 개파는 연간 약 60~70척 수준
 - 현재 발주가 기대되는 LNG선의 물량을 감안할 때 국내 조선사들의 연간 건조 물량 수준의 신조 수주가 기대됨

글로벌 LNG 해상 물동량 추이 및 전망



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

미국의 LNG 수출 프로젝트에 따른 LNG선 수요



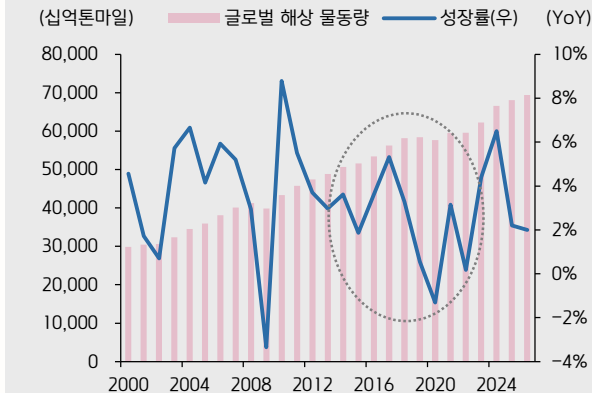
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

조선: 美 보호무역주의 강화에 글로벌 물동량 감소 우려

◎ 다만, 트럼프 당선인의 보호무역주의의 강화 정책은 글로벌 교역량 감소로 이어져 선박 발주 감소 우려 존재

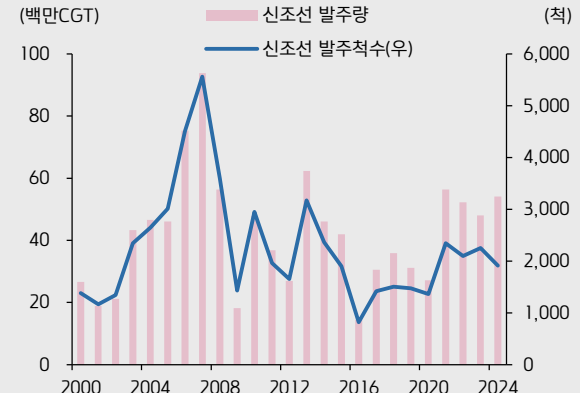
- 17~20년도 트럼프 1기 시절 보호무역주의 정책의 여파로 글로벌 교역 감소에 해상 물동량 성장률 둔화
 - 트럼프 임기 내 해상 물동량 성장률은 17년 5.3%, 18년, 3.3%, 19년 0.6%, 20년 -1.3%를 기록
 - 20년은 코로나 팬데믹 영향으로 제외하더라도 갈수록 해상 물동량의 둔화세가 나타남
- 같은 기간 해상 물동량 성장세의 둔화는 운임 감소로 이어져 신조선 발주도 감소세로 전환
 - 글로벌 신조선 발주 성장률은 17년 113.2%, 18년 17.6%, 19년 -13.2%, 20년 -13.1%로 점차 감소
 - 트럼프 2기도 관세 인상 등 강한 보호무역주의 정책 기조를 띄고 있어 중장기적으로 글로벌 교역량 감소가 우려됨

트럼프 1기 시절에 감소했던 해상 물동량



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

글로벌 신조선 발주 추이



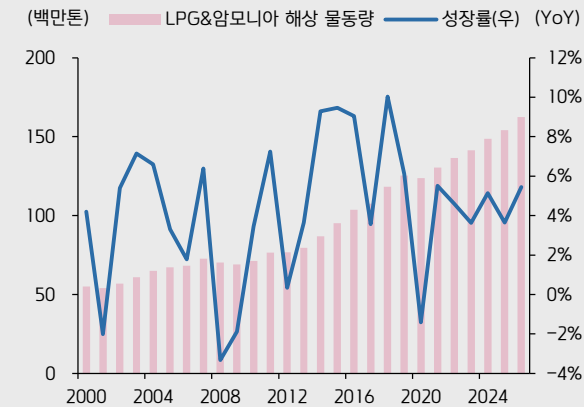
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

조선: 가스선 및 컨테이너선의 발주 전망

◎ 가스선의 견조한 발주 지속은 국내 조선사에게 긍정적, 일부 컨테이너선사들도 발주를 이어갈 것으로 전망

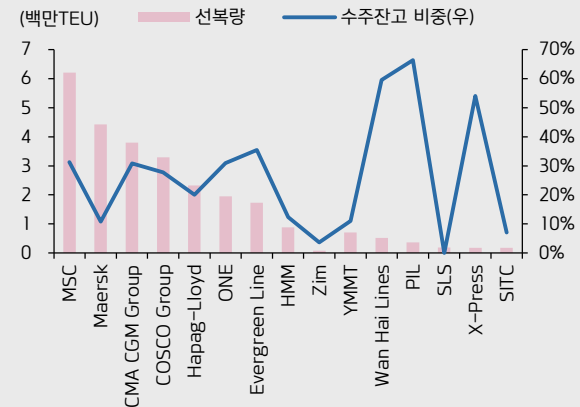
- 내년에도 VLGC와 VLAC 등 가스선의 발주는 견조할 것으로 전망
 - 25년 글로벌 LPG&암모니아 해상 물동량 성장률은 3.6%로 견조한 수준으로 전망
 - 암모니아 연료 추진선에 대한 개발이 순조롭게 진행되면서 친환경 선박인 VLAC에 대한 발주도 지속될 것으로 판단
 - 국내 조선사들의 수주잔고 내 가스선 비중은 60~70% 수준으로 견조한 가스선 업황은 긍정적인 요소
- 24년 대규모 컨테이너선 수주가 이어지며 25년 컨테이너선 발주 감소 불가피, 다만 일부 라이너들의 발주는 이어질 것
 - 24년 10월 누적 기준 글로벌 컨테이너선 신조 발주는 3.2백만 TEU 수준으로 23년 대비 약 2배 가까이 성장
 - 20~24년 컨테이너선 발주 호황으로 선복량이 크게 증가하며 홍해 사태 지속에도 불구하고 컨테이너선의 운임은 정상화
 - 다만, 글로벌 Top 15 라이너 중 일부 선사들은 충분한 수주잔고를 채우지 못해 여전히 발주는 이어질 것으로 판단

글로벌 LPG&암모니아 해상 물동량 추이 및 전망



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

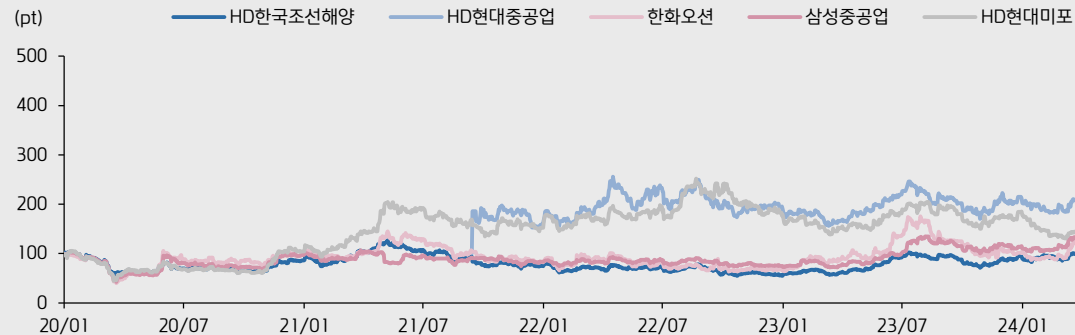
글로벌 Top 15 라이너 선복량 및 수주잔고 비중



자료: Alphaliner, 키움증권 리서치센터

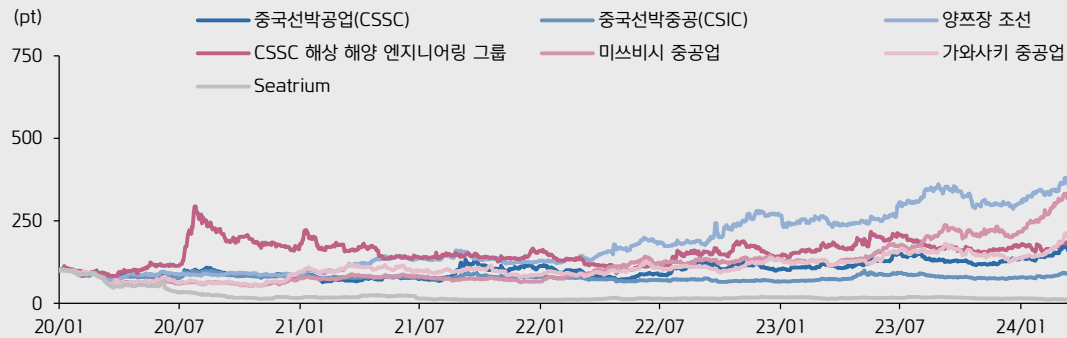
조선: 주가 추이

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		P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
		24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
국내															
HD한국조선해양	15,287	25,281	28,651	1,408	2,522	5.6	8.8	15.3	9.2	1.4	1.2	9.8	14.3	7.4	4.2
HD현대중공업	20,285	14,446	16,150	669	1,225	4.6	7.6	46.0	23.8	3.6	3.1	8.2	14.5	22.9	13.9
한화오션	10,402	9,938	11,258	476	783	4.8	7.0	39.2	19.2	2.6	2.3	7.2	12.9	16.9	11.5
삼성중공업	11,031	10,324	11,214	172	619	1.7	5.5	112.2	26.2	2.5	2.3	2.1	9.0	38.9	16.0
HD현대미포	5,001	4,408	5,005	84	316	1.9	6.3	66.7	20.5	2.4	2.2	3.8	11.3	31.8	12.2
글로벌															
중국선박공업(CSSC)	30,389	16,282	17,952	985	1,794	6.0	10.0	37.4	19.8	3.0	2.6	8.0	13.8	20.4	10.2
중국선박중공(CSIC)	20,901	9,415	11,474	347	867	3.7	7.6	67.9	27.9	N/A	N/A	2.0	4.5	N/A	N/A
양쯔강 조선	10,423	5,557	6,424	1,382	1,549	24.9	24.1	8.7	7.5	2.1	1.7	26.3	25.0	5.2	4.3
미쓰비시 중공업	69,346	45,142	48,199	3,504	3,957	7.8	8.2	28.8	25.2	3.2	2.9	11.4	12.3	15.3	13.7
가와사키 중공업	8,992	19,884	21,327	1,173	1,339	5.9	6.3	12.5	10.8	1.4	1.3	11.5	12.3	8.1	7.4
Seatrium	6,906	8,633	10,084	282	612	3.3	6.1	42.6	16.6	1.0	1.0	2.4	6.0	11.9	7.7

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

IV. 2025 전력기기 전망

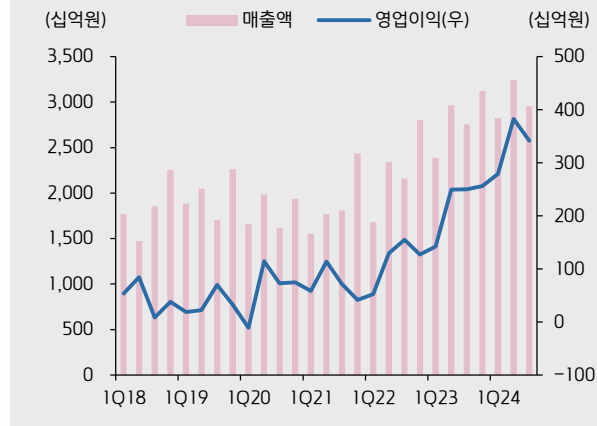


전력기기: 24년 Review

◎ 수익성이 좋은 북미 지역 매출 비중 상승에 따른 실적 개선과 주가 상승세

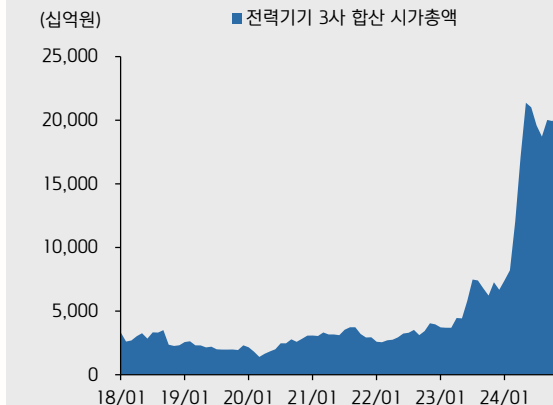
- 전력기기 3사의 3Q24 누적 매출액과 영업이익은 전년 동기간 대비 각각 11.2%, 56.2%으로 고성장 지속
 - 3Q23부터 수익성이 좋은 북미 지역의 매출 비중이 점진적으로 상승하며 가파른 실적 성장세 시현
- 가파른 실적 개선세와 AI 데이터센터 모멘텀에 전력기기 3사 시가총액은 연초 대비 212% 성장
 - 신재생에너지 투자 증가 및 AI 데이터센터의 개화가 북미 지역의 변압기 초과 수요를 이끌며 견조한 업황 지속
 - 북미 수주 증가와 실적 개선 반영에 따른 가파른 주가 상승에도 글로벌 전력기기 업체 대비 저평가

전력기기 3사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

전력기기 3사 합산 시가총액 추이



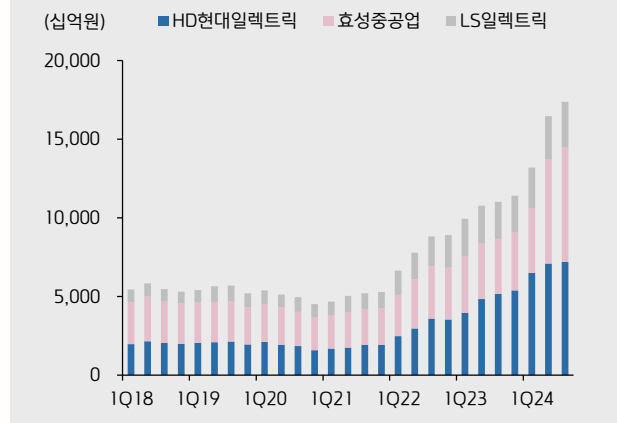
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터
 주: 효성중공업은 2018년 7월 상장

전력기기: 견조한 북미 변압기 수요에 힘입어 수주잔고 확대

◎ 글로벌 전력기기 수요 강세 지속에 전력기기 3사 수주잔고 성장세 지속

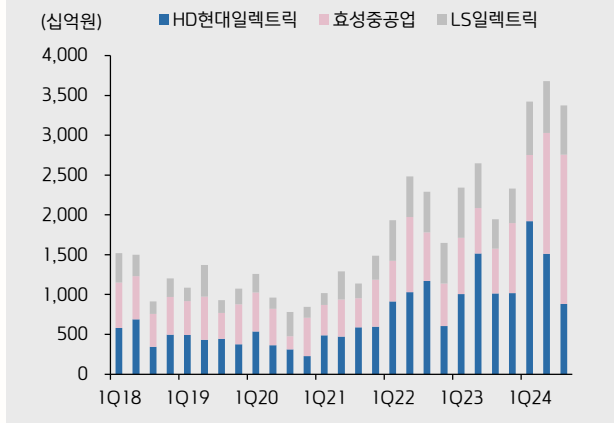
- 전력기기 3사의 3Q24 기준 수주잔고는 약 17조원으로 23년말 대비 52.4% 확대
 - 북미 지역을 중심으로 신재생에너지 투자, AI 데이터센터 개화, 교체 수요 등으로 전력기기 수요 강세 지속
 - 글로벌 전력기기 업체들의 초고압변압기 공급 능력 확대 계획에도 여전히 공급 부족 해소는 어려운 상황
 - 유럽, 중동 지역에서도 신재생에너지에 대한 투자가 증가하면서 변압기 수요 강세 트렌드 확대
- 공급 부족이 지속되는 초고압변압기를 중심으로 수주 단가 상승세 지속
 - 전력기기 3사의 3Q24 누적 신규 수주는 약 10.4조원으로 전년 동기간 대비 51.1% 성장
 - 북미를 시작으로 중동과 유럽에서도 수주 단가 상승세가 이어지며 전력기기 업황 호황 지속

전력기기 3사 분기별 수주잔고 추이



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

전력기기 3사 분기별 신규수주 추이



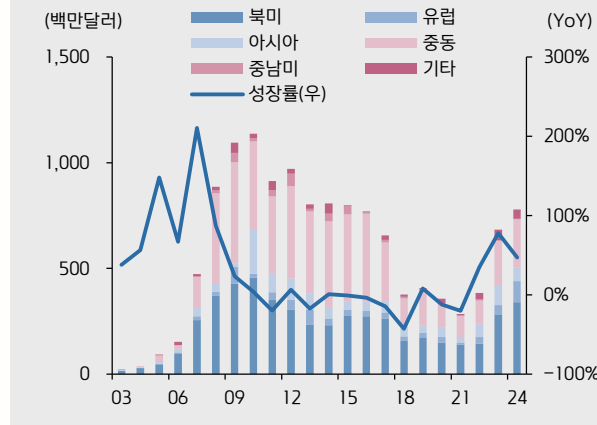
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터
주: 효성중공업 건설 사업 부문 제외

전력기기: 북미를 중심으로 변압기 수출 호조 지속

◎ 북미와 중동 지역의 강한 전력기기 수요에 유럽까지 더해지며 변압기 수출 호조

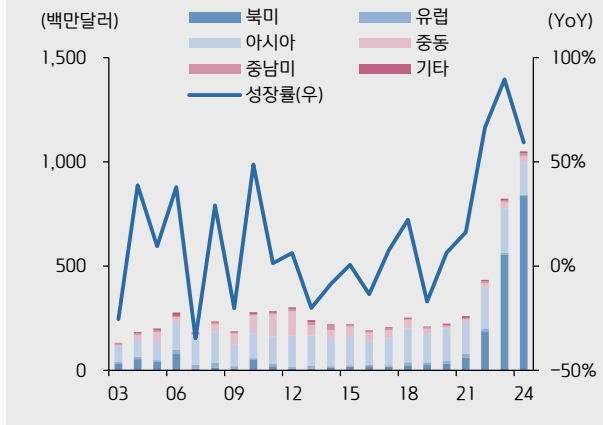
- 24년 10월 누적 기준으로 대형변압기 수출은 47.3% 성장하며 수출 호조 지속
 - 북미, 중동 지역 수출은 각각 71.2%, 25.9% 성장
 - 이 외에도 올해 들어 유럽 지역에서 수출이 201%로 가파르게 성장하는 부분은 긍정적
- 24년 10월 누적 기준으로 중소형변압기 수출은 59.4% 성장하며 전년도의 높은 기저에도 고성장세 유지
 - 전체 수출 지역에서 북미 비중 79.5%로 23년 67.1% 대비 큰 폭으로 확대

대륙별 대형변압기 수출 추이



자료: Trass, 키움증권 리서치센터
주: '24년은 10월 누적 기준

대륙별 중소형변압기 수출 추이



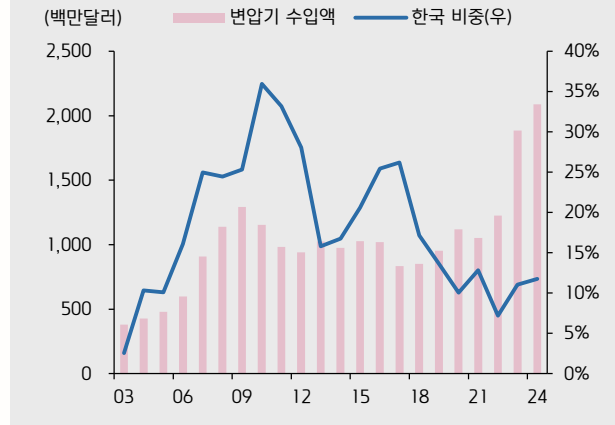
자료: Trass, 키움증권 리서치센터
주: '24년은 10월 누적 기준

전력기기: 미국 내 변압기 공급 부족으로 수입 증가

◎ 미국 내 가파른 전력기기 수요 상승으로 구조적인 변압기 수입 증가

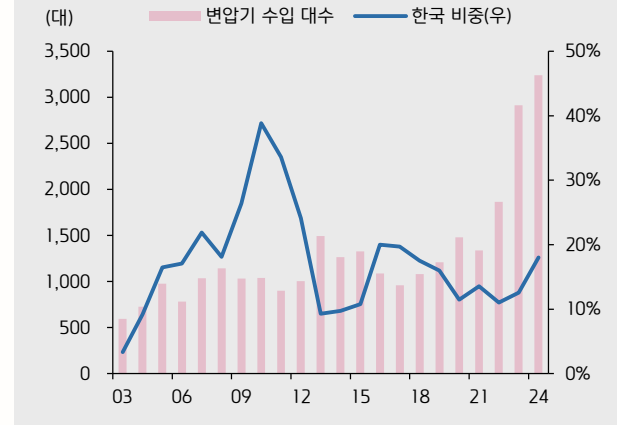
- 미국 내 신재생에너지 투자, 노후 변압기 교체, AI 데이터센터 투자 증가 등으로 변압기 초과 수요 심화
 - 자국 내 생산 능력 부족으로 22년부터 변압기 수입 증가세 지속
 - 인력 확보 및 생산성 개선 등의 한계로 글로벌 업체들의 투자에도 공급 능력 확대는 제한적
- 3Q24 누적 기준 미국의 대형변압기 수입액은 전년 동기 대비 62.9% 성장
 - 한국 수입액 비중은 23년 10% → 3Q24 11.8%로 확대

미국 대형변압기 수입액 추이



자료: USITC, 키움증권 리서치센터
주: 24년은 9월 누적 기준

미국 대형변압기 수입 대수 추이



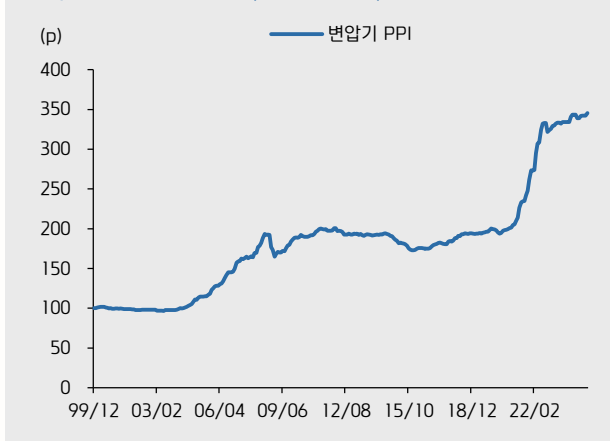
자료: USITC, 키움증권 리서치센터
주: 24년은 9월 누적 기준

전력기기: 변압기 생산 비용 역대 최고 레벨 갱신

◎ 글로벌 변압기 생산 비용 증가에 따른 수주 단가 상승세 지속

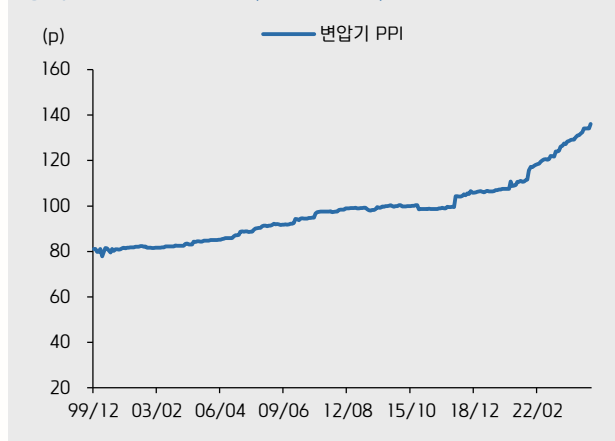
- 올해 10월 미국의 변압기 PPI는 345.4p로 연초의 고점을 갱신
 - 미국 내 인건비 상승 및 하반기 구리, 전기강판 등 원재료 가격의 회복에 따라 생산 비용 증가세 지속
- 이 외에도 영국 등 유럽 지역의 변압기 생산 비용도 계속해서 증가하는 추세
 - 영국 변압기 PPI도 올해 10월 136.1p로 역사적 고점 갱신
- 공급자 우위 시장에서 글로벌 변압기 생산 비용 증가는 수주 단가 상승으로 이어질 것
 - 올해 신규 수주 건들은 22~23년 수주 물량 대비 수익성이 큰 폭으로 상승한 것으로 파악됨
 - 그럼에도 불구하고 여전히 국내 업체들의 초고압변압기 수주 단가 상승세는 지속되는 것으로 추정

미국 변압기 PPI 추이(1999=100)



자료: FRED, 키움증권 리서치센터

영국 변압기 PPI 추이(2015=100)



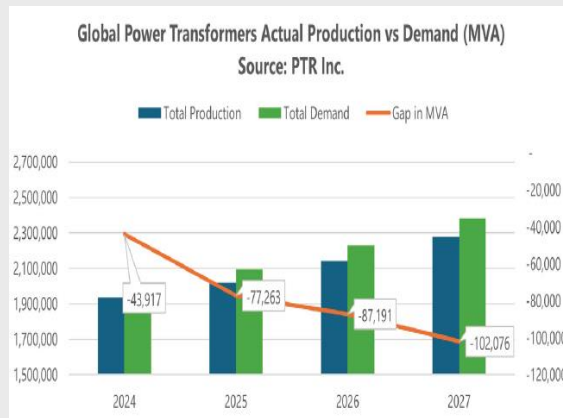
자료: National Statistics, 키움증권 리서치센터

전력기기: 글로벌 변압기 공급 부족 지속 전망

◎ 24년부터 27년까지 글로벌 변압기 초과 수요 지속 전망

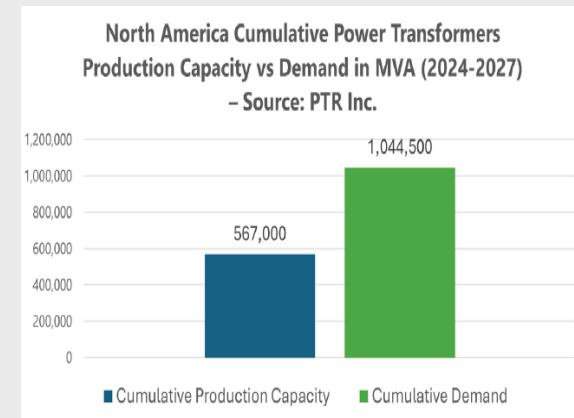
- PTR에 따르면 글로벌 전력 변압기 수요는 24년부터 27년까지 연평균 6.3% 성장 전망
 - 같은 기간 숙련 인력 확보, 공급망 등의 이슈로 공급은 연평균 5.5% 성장 예상
 - 24년부터 27년까지 글로벌 전력 변압기는 약 3% 수준의 초과 수요가 이어질 것으로 판단
- 특히, 미국의 전력 변압기 공급 부족 현상이 가장 큰 영향을 미칠 것으로 추정
 - 24년부터 27년까지 누적된 미국의 전력 변압기 수요는 예상되는 공급량의 약 2배 수준

글로벌 전력 변압기 수요 및 공급 전망



자료: PTR Inc., 키움증권 리서치센터

북미 전력 변압기 초과 수요 전망



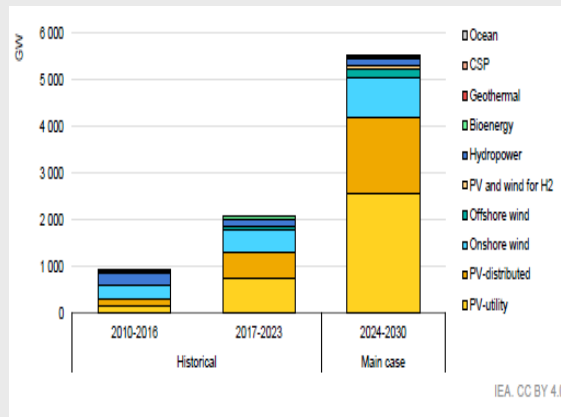
자료: PTR Inc., 키움증권 리서치센터

전력기기: 신재생에너지 투자는 계속될 것

◎ 미국의 신재생에너지 투자 방향성에는 변함이 없을 것

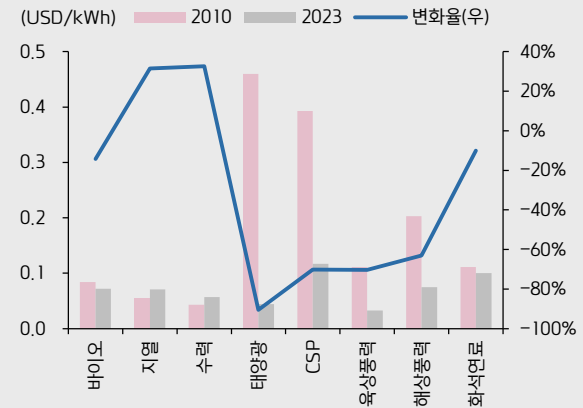
- 트럼프 당선인의 친 화석연료 정책으로 신재생에너지 투자에 대한 우려 존재
 - 트럼프 당선인의 IRA 법안에 부정적인 의견 표출 등으로 단기적으로 신재생에너지 투자에 대한 불확실성 확대 예상
 - 다만, 신재생에너지 투자 확대에 대한 기조 자체에는 큰 변함이 없을 것으로 판단
 - 신재생에너지의 90%를 차지하는 태양광과 풍력 대비 화석 연료의 LCOE가 약 2~3배 더 높은 것으로 추정
- IEA에 따르면 24~30년까지 글로벌 발전용 신재생에너지 설비는 지난 6년 대비 2.6배 증가할 것으로 전망
 - 미국은 24~30년까지 약 500 GW의 신재생에너지 설비 확대 예상, 이는 17~23년도 설비 투자 규모의 2.5배 수준

발전용 신재생에너지 Capa 추이 및 전망



자료: IEA, 키움증권 리서치센터

주요 재생에너지 및 화석연료의 LCOE 변화



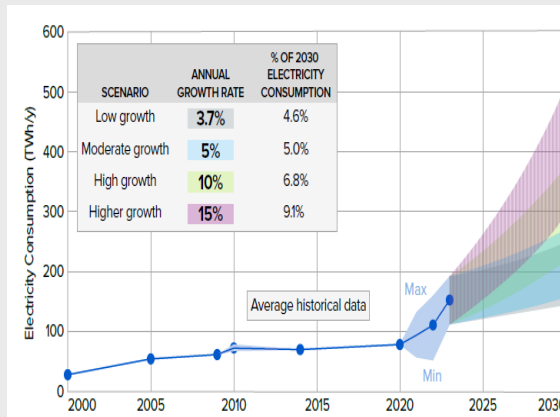
자료: IRENA, 키움증권 리서치센터

전력기기: AI 데이터센터의 증가는 변압기 수요에 긍정적

◎ 북미의 데이터센터 증가의 영향으로 전력 수요는 더욱 증가할 것으로 전망

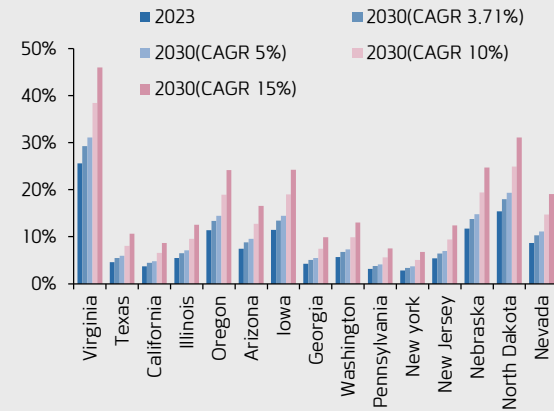
- AI 활용이 점차 고도화 됨에 따라 미국의 데이터센터에 대한 투자도 가파르게 증가
 - EPRI는 미국 데이터센터의 성장 속도가 증가할수록 전력 수요에 대한 부담이 큰 폭으로 확대될 것으로 전망
 - 미국의 데이터센터가 연평균 15% 성장할 시 2030년에는 미국 전력 수요의 9%를 차지할 것으로 예상됨
- 특히, 데이터센터의 증설이 많은 버지니아주의 경우 전력 수요에 대한 부담이 더욱 커질 것으로 판단
 - 연평균 15% 성장을 가정할 시 버지니아 주 내의 전력 수요에서 데이터센터가 차지하는 비중은 40%를 초과
- 데이터센터의 증설 속도에 따라 필수적으로 전력망을 확충해야 할 것으로 판단
 - 북미의 AI 및 데이터센터에 대한 투자 증가에 힘입어 전력망 구축 수요도 동반 상승할 것으로 전망

미국의 데이터센터 성장 속도 시나리오별 전력 수요



자료: EPRI, 키움증권 리서치센터

주별 데이터센터 성장 속도에 따른 전력 소모 비중



자료: EPRI, 키움증권 리서치센터

전력기기: AI 데이터센터의 증가는 변압기 수요에 긍정적

◎ 데이터센터 투자 증가에 따른 전력기기 수요 성장 기대

- 글로벌 데이터센터 시장은 23년부터 26년까지 연평균 13% 성장할 것으로 전망
 - 인프라 부문에서 전력기기 부문과 발전 부문은 동기간 20% 성장 기대
- 글로벌 데이터센터 시장 성장에 따라 전력기기 수요도 함께 성장할 것으로 판단
 - 특히, 전력기기 부문은 전체 시장에서 점유율이 점차 상승할 것으로 추정
 - 24~26년 데이터센터 시장 내 전력기기 부문 점유율은 7.3%에서 8.4%로 점진적으로 성장

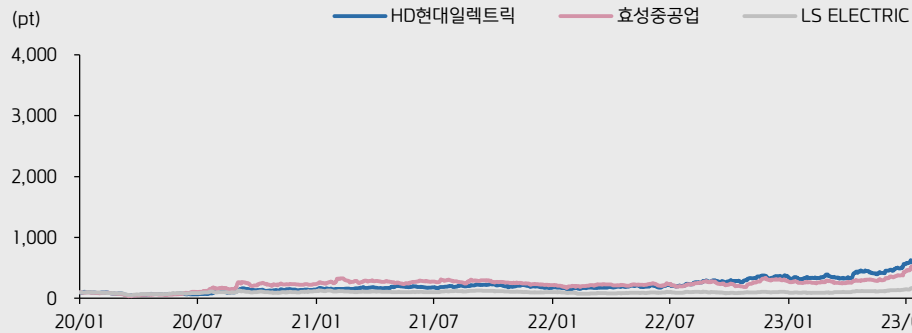
글로벌 데이터센터 시장별 세부 전망

단위: 십억달러	2022	2023	2024F	2025F	2026F	'23~'26 성장률
IT 장비	155	160	179	199	218	11%
서버	130	134	151	168	184	11%
네트워킹	18	20	22	24	26	9%
스토리지	8	7	7	7	8	5%
인프라	49	55	66	79	94	20%
건설 및 설치	24	26	29	33	38	14%
전기	13	15	18	22	26	20%
열관리	6	7	9	13	18	39%
발전기	4	5	6	7	9	20%
엔지니어링	2	3	3	3	3	11%
총합	204	215	245	278	311	13%

자료: BofA Global Research, 키움증권 리서치센터

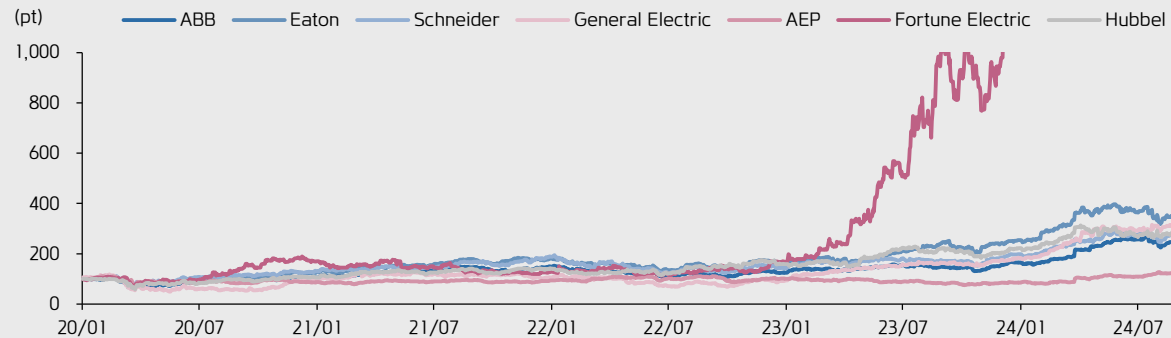
전력기기: 주가 추이

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		P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
		24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
국내															
HD현대일렉트릭	13,157	3,529.0	4,142.4	714.7	918.1	20.3	22.2	24.9	19.0	8.5	6.1	40.9	37.4	17.1	13.0
호성중공업	3,720	4,802.7	5,361.2	356.4	494.8	7.4	9.2	18.8	12.3	3.0	2.4	16.5	21.6	10.9	7.9
LS ELECTRIC	4,359	4,341.2	4,738.4	366.0	440.6	8.4	9.3	17.8	13.9	2.3	2.1	13.7	15.5	9.6	8.0
글로벌															
Schneider	202,867	55,327.3	59,752.7	9,731.0	10,960.7	17.6	18.3	29.5	25.7	4.7	4.3	16.3	17.2	19.0	16.6
Eaton	208,462	35,144.6	37,875.9	6,653.0	7,514.5	18.9	19.8	34.9	31.3	7.8	7.2	21.8	23.4	26.9	24.0
ABB	146,738	46,111.3	48,649.8	7,583.5	8,477.5	16.4	17.4	24.2	22.6	6.9	6.0	28.2	27.4	16.7	14.9
Hitachi	156,563	85,876.4	92,942.7	8,412.6	9,994.1	9.8	10.8	25.8	21.2	2.9	2.7	10.8	13.1	12.8	11.2
Emerson	105,998	25,711.9	26,989.9	5,495.8	6,025.1	21.4	22.3	22.3	20.6	3.2	3.0	13.8	14.3	15.8	14.8
GE Vernova	126,990	49,185.6	52,028.7	1,035.5	2,806.6	2.1	5.4	93.5	50.4	8.5	7.2	14.8	15.8	40.3	25.0
AEP	73,161	28,402.7	29,811.4	6,713.2	7,262.7	23.6	24.4	17.5	16.6	1.9	1.8	11.2	11.2	12.0	11.6
Legrand	36,877	12,472.7	13,269.0	2,476.9	2,675.4	19.9	20.2	20.6	19.2	3.5	3.2	17.3	17.3	13.8	12.5
Hubbell	34,863	8,011.5	8,433.6	1,680.4	1,801.9	21.0	21.4	28.1	26.0	7.6	6.7	27.3	26.2	19.8	18.3
Siemens AG	57,723	54,701.4	59,758.4	1,915.6	4,190.2	3.5	7.0	61.6	22.4	4.0	3.4	5.2	16.4	12.6	8.2
Fortune Electric	6,933	853.8	1,115.2	217.4	326.0	25.5	29.2	36.8	24.8	18.4	12.6	56.2	57.1	30.3	20.1

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

V. 2025 건설기계 전망

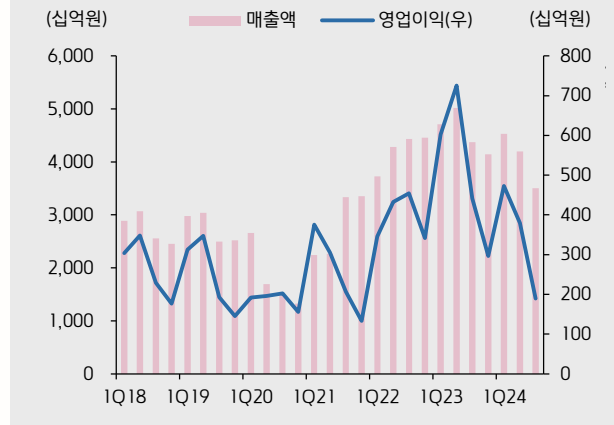


건설기계: 24년 Review

◎ 불안정한 매크로 환경에 글로벌 건기 수요 부진이 길어지며 실적 감소 지속

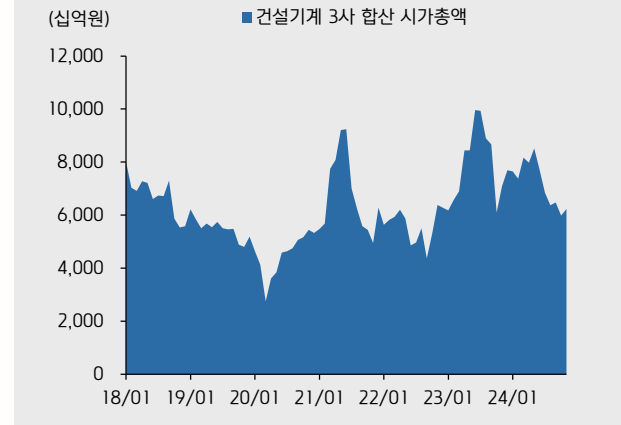
- 24년 글로벌 건설기계 시장은 고금리 및 강달러의 영향으로 선진/신흥 시장의 전반적인 수요 감소로 부진 심화
 - 다만, 인도&브라질의 인프라 투자 증가는 긍정적, 중국도 하반기 점차 회복세가 나타나는 것으로 파악
- 건설기계 3사의 3Q24 누적 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 13.2%, 41.1% 감소
 - 선진 시장에서 달러들의 재고 조정은 어느 정도 마무리되었으나 시장 수요 부진 지속
 - 하반기 수요 부진은 금리 인하 지연 및 미 대선 등 매크로 불확실성이 부정적인 영향을 미친 것으로 추정
- 실적 부진이 지속되며 건설기계 3사의 시가총액은 연초 대비 19% 하락, 글로벌 건설기계 업체 대비 저평가 구간으로 판단

건설기계 3사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

건설기계 3사 합산 시가총액 추이



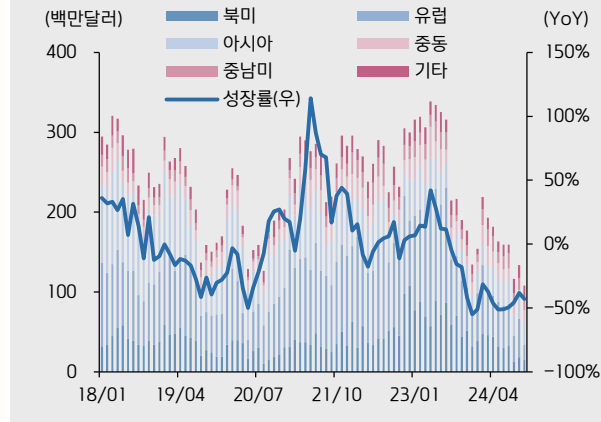
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

건설기계: 굴삭기 수출 부진 지속, 중국 판매량은 회복세

◎ 굴삭기 수출 부진은 지속되고 있으나 중국 판매는 하반기 점차 회복세

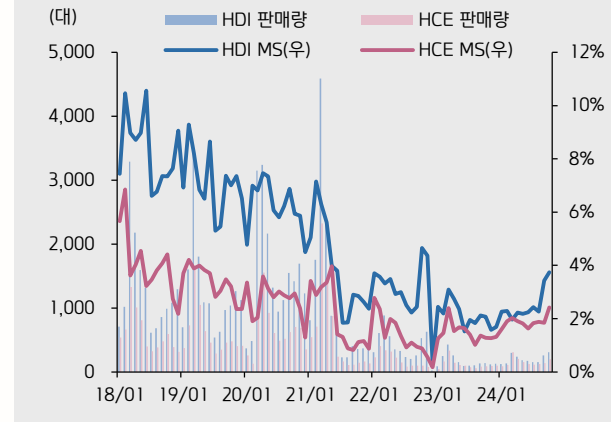
- 24년 10월 누적 기준 굴삭기 수출액은 지난해 동기간 대비 44.8% 감소하며 부진 지속
 - 1H23 높은 기저와 하반기 불안정한 매크로 환경에 선진/신흥 시장에서 건기 수요 부진 심화
 - 미국 금리 인하 시기의 지연과 대선의 영향으로 글로벌 건설 기계 수요 반등 시기 지연
- 중국 시장은 일부 인프라 투자는 지속되고 있고 하반기 부양 정책의 발표로 점차 회복세
 - HD현대인프라코어와 HD현대건설기계의 10월 누적 판매 대수는 전년 동기간 대비 각각 15.7%, 30.5% 성장
 - 중국 시장의 10월 누적 굴삭기 판매량이 전년 동기간 대비 9.8% 증가한 점을 감안하면 시장 아웃퍼폼

대륙별 굴삭기 수출 추이



자료: Trass, 키움증권 리서치센터

월별 중국 굴삭기 판매량 추이



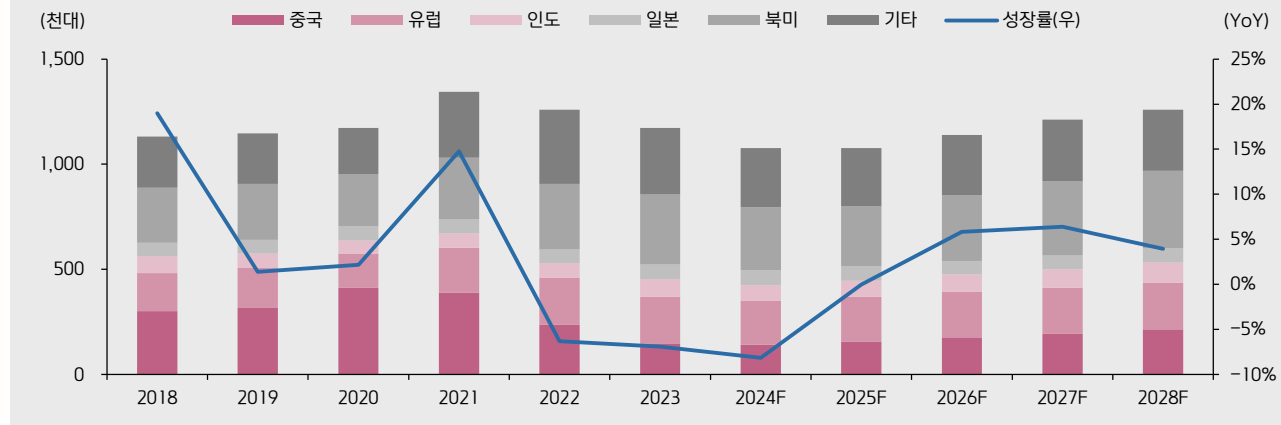
자료: HD현대사이트솔루션, 키움증권 리서치센터

건설기계: 글로벌 건설기계 수요 25년 하반기부터 반등 기대

◎ 24년 건설기계 시장은 전반적으로 부진, 25년 하반기부터 판매량 성장 추세로 전환 전망

- 북미 시장은 금리 인하 시기 지연과 대선 불확실성에 하반기 수요가 감소
 - 내년까지 미국 금리 인하 사이클 지속되며 억눌려있던 부동산 경기 활성화에 힘입어 수요 반등 기대
- 유럽 시장은 주요 국가의 경제 침체로 올해 수요 부진 지속
- 신흥 시장도 강달러, 고금리 영향으로 전반적으로 수요 부진이 심화됨
 - 다만, 일부 자원국을 중심으로 광산 개발 수요 확대에 따른 성장세 기대
 - 인도 시장은 모디 정부 연임의 결과로 인프라 투자 활성화에 따른 수요 성장세 지속 전망
- 중국 시장은 중앙 및 지방 정부의 인프라 투자 등에 힘입어 하반기부터 점진적인 회복세가 나타나고 있는 것으로 파악

글로벌 건설기계 판매 추이 및 전망



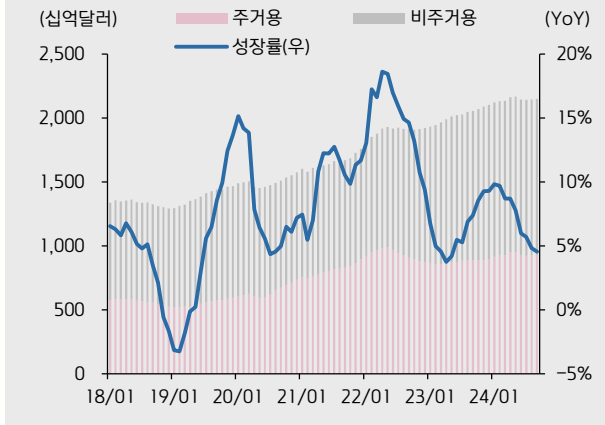
자료: Off-Highway, 키움증권 리서치센터

건설기계: 매크로 불확실성에 복미 시장 수요 둔화

◎ 하반기 금리 인하 시기 지연과 대선 불확실성에 건기 수요 부진

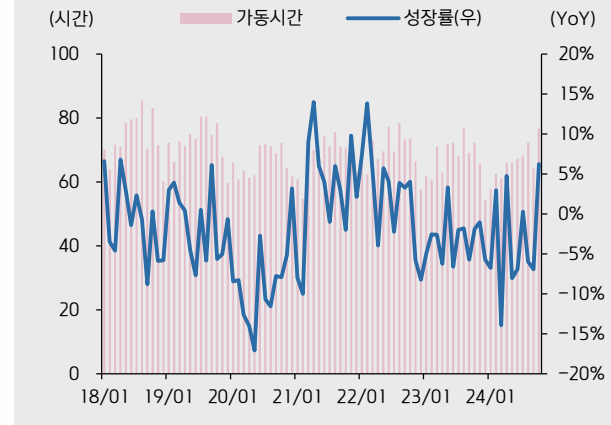
- 하반기 9월 미국의 금리 인하가 시작되었음에도 대선 불확실성으로 건기 수요 감소세 지속
 - 24년 하반기에 들어서 복미 건설 지출 성장세 지속적으로 둔화 흐름
- 미국 대선 결과 트럼프가 47대 대통령으로 당선이 확정되면서 불확실성 해소
 - 그동안 불확실성 해소를 기다리던 대기 수요들이 금리 인하와 맞물려 조금씩 나올 것으로 판단
 - 트럼프 당선인 역시 미국 내 인프라 투자에 우호적인 상황으로 멈춰있던 투자들이 재개될 것으로 전망

미국 건설 지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

북미 굴삭기 월간 평균 가동시간



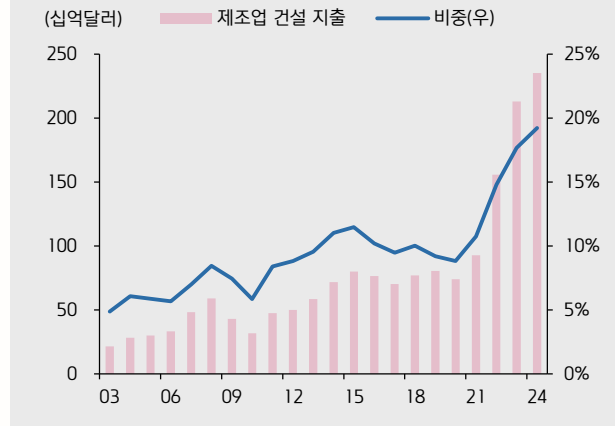
자료: Komatsu, 키움증권 리서치센터

건설기계: 미국 중심 공급망 재편과 금리 인하에 따른 수요 개선 기대

◎ 미국 내 설비 투자의 증가와 주택 경기 활성화에 힘입어 건설기계 수요 반등 기대

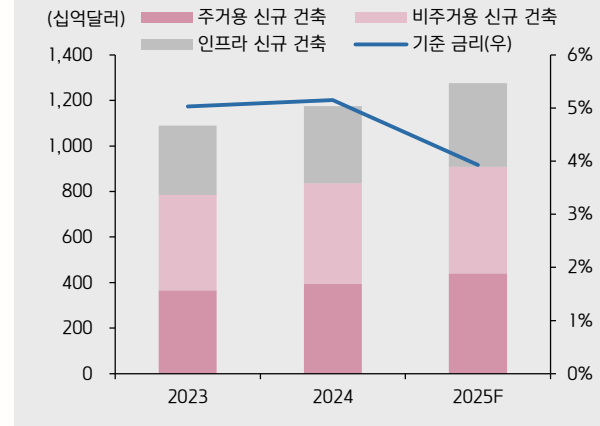
- 미국 중심의 공급망 재편이 진행되며 글로벌 기업들의 미국 내 생산 시설 투자 확대
 - 24년 미국 제조업 건설 지출 비중은 19.2%로 23년 17.7% 대비 소폭 상승
 - 트럼프 당선인의 미국 우선주의 정책 시행으로 글로벌 기업들의 미국 내 설비 투자는 지속적으로 증가할 것으로 전망
- 9월부터 금리 인하 시작, 내년에도 금리 인하 사이클 이어지며 미국 부동산 경기도 활성화로 건설기계 수요 개선 기대
 - 현재, 미국 부동산 시장은 고금리 환경으로 수요가 억눌려 있는 구간이라 판단
 - NAHB에 따르면 25년 미국 기준 금리는 4% 수준으로 감소 예상, 이에 주거용 건설 시장도 11.5% 성장 기대
 - 미국 부동산 경기가 활성화된다면 Compact 시장에서 강한 입지를 가지고 있는 두산발켓 수혜 전망

미국 비거주용 제조업 건설 지출 추이 및 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

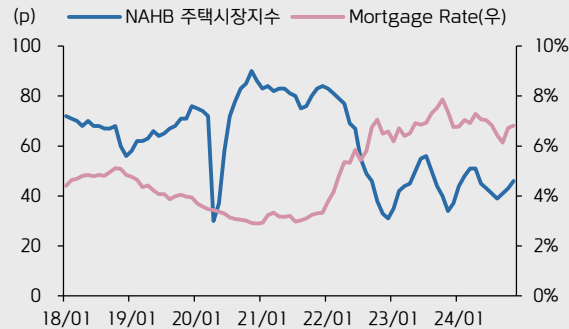
북미 신규 건축 규모 및 기준 금리 전망



자료: Dodge Construction Network, NAHB, 키움증권 리서치센터

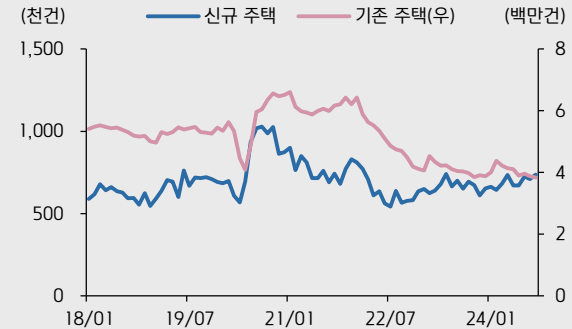
건설기계: 주요 매크로 지표

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



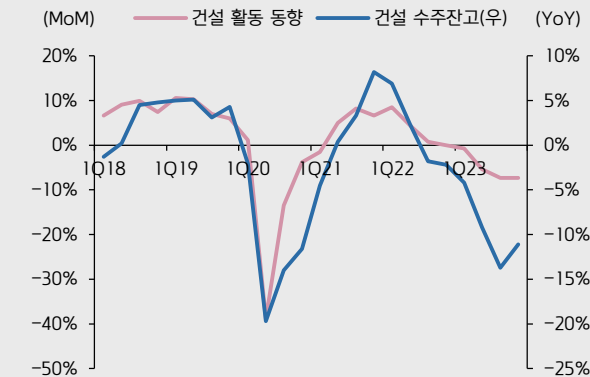
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

건설기계: 유럽 시장의 부진 지속, 25년 반등 기대

◎ 주요 국가의 경제 침체로 유럽 시장의 수요 부진 지속, 추가적인 감소는 제한적

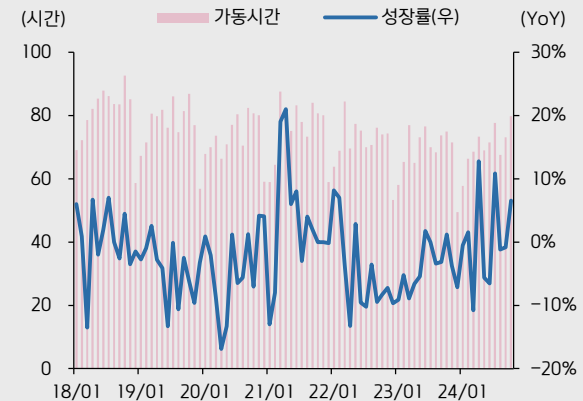
- 올해 유럽 지역은 주요 국가의 경제 침체가 지속되며 건설기계 수요가 큰 폭으로 하락
 - 주요 국가의 경제 지표는 소폭 회복되고 있으나 건설 활동 동향 및 수주잔고 감소세 지속
- 25년 하반기부터 유럽 지역 수요는 점진적인 회복세를 나타낼 것으로 기대
 - 올해 6월부터 ECB가 금리 인하를 시작하였지만 주요 국가의 경제 회복 속도가 더딘 상황
 - 러-우 전쟁 종전 시 EU의 우크라이나 지원 부담이 줄어들면서 경제 회복에 탄력을 받을 것으로 기대

유럽 건설 활동 동향 및 수주잔고 성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유럽 굴삭기 월간 평균 가동시간



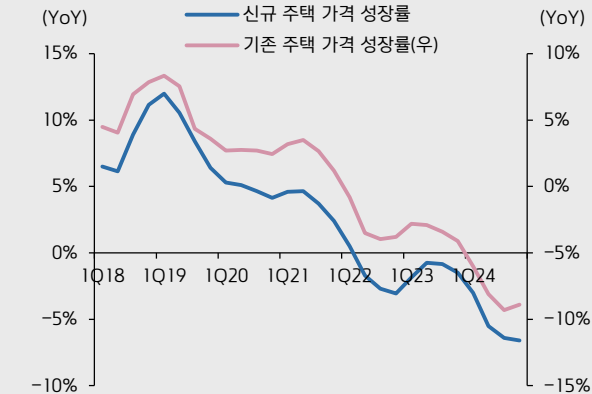
자료: Komatsu, 키움증권 리서치센터

건설기계: 중국 시장의 턴어라운드 시작

◎ 정부의 인프라 투자 지속 및 교체 수요에 힘입어 건설기계 판매량 회복세

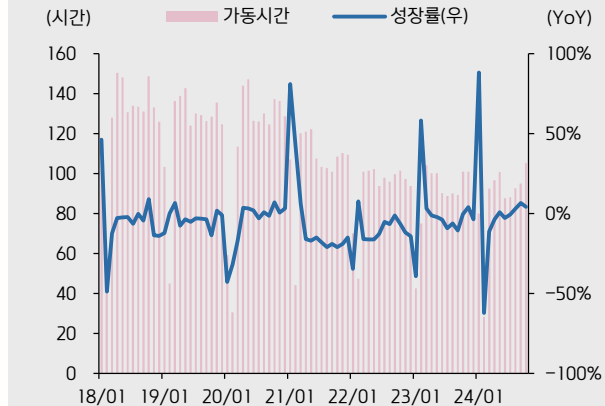
- 중앙 및 지방 정부의 견조한 인프라 투자가 지속되며 중국 건설기계 시장 턴어라운드 시작
 - 3Q24에도 중국 신규 및 기존 주택 가격은 하락세 지속되었지만 하락폭은 둔화
 - 중국 내 굴삭기 가동시간도 하반기부터 반등세가 이어지고 있음
- 지방 정부의 농촌 개발 프로젝트 등 소형 제품의 수요 개선과 중대형 제품의 교체 주기 도래에 따른 점진적인 회복세 전망
 - 24년 중국 건설기계 판매 대수는 약 10만대 수준으로 23년 대비 소폭 증가할 것으로 기대

중국 신규 및 기존 주택 가격 성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 굴삭기 월간 평균 가동시간



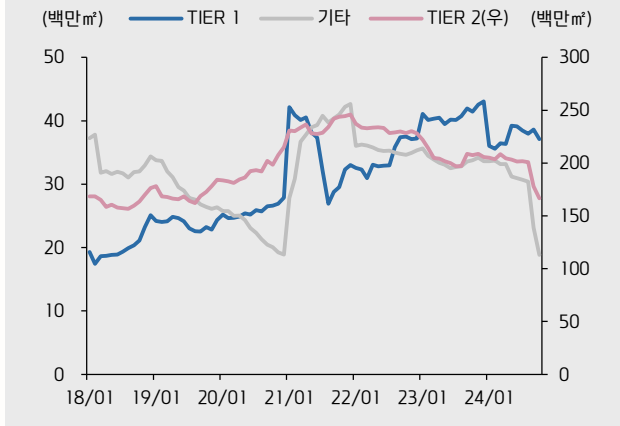
자료: Komatsu, 키움증권 리서치센터

건설기계: 아직은 지켜봐야하는 중국 부양책의 영향

◎ 중국의 부양책 발표 긍정적, 실질적으로 건설 시장의 성장으로 이어질 지는 확인이 필요

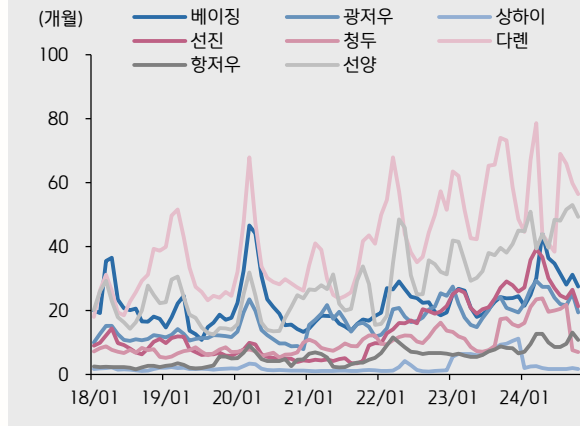
- 중국은 10월 8일 2천억위안(약 38조원) 규모의 재정 부양책을 발표
 - 추가로, 11월 8일 지방 정부의 부채 해소를 위한 10조위안(약 1,930조원)의 추가 부양책 발표
 - 경제 성장 목표치 5% 달성을 목표로 지방 정부의 재정 지출을 독려
- 부동산 침체 장기화로 쌓인 지방 정부의 부채 상환에 힘입어 중국 건설 시장 회복세가 나타날 지 주목
 - 다만, 여전히 중국 주요 도시의 부동산 재고는 높은 수준으로 부담
 - 경제 성장 둔화에 따른 가계 소득 감소가 소비 심리를 위축, 아직 신규 주택 구매 수요 개선까지 연결 고리가 미흡

중국 부동산 재고 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

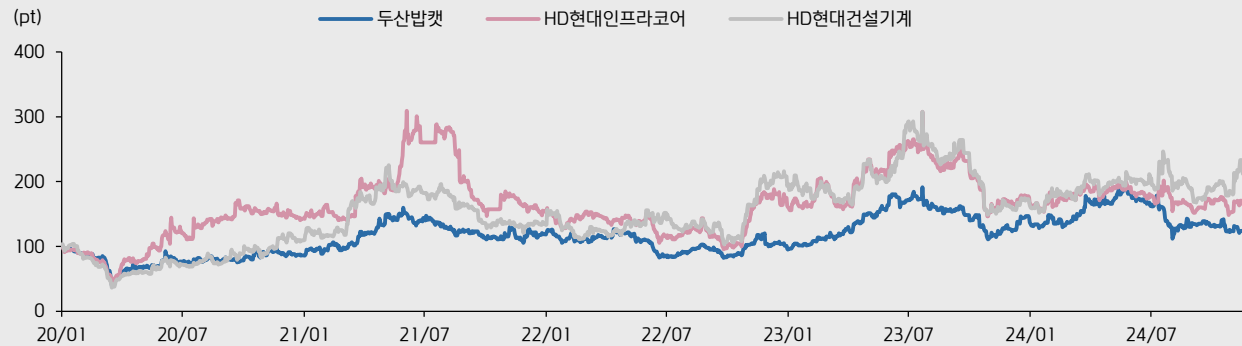
중국 주요 도시 부동산 재고 소진율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

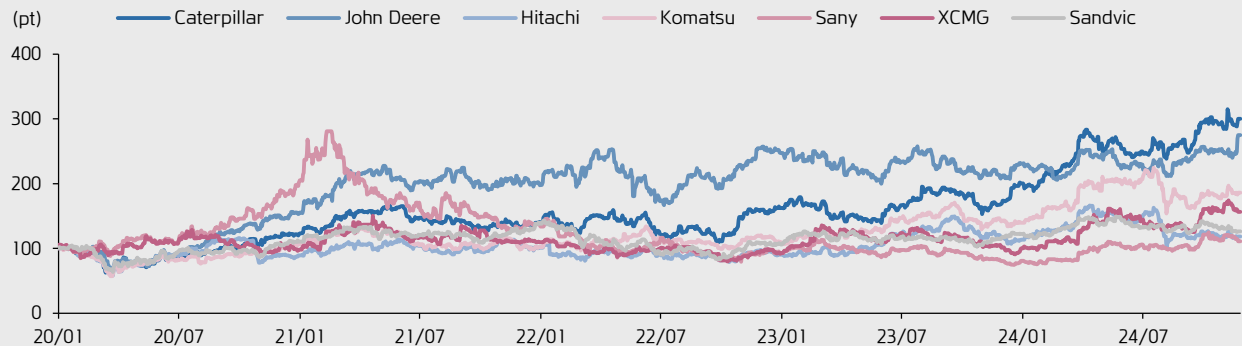
건설기계: 주가 추이

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		P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
		24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
국내															
두산밥캣	3,925	8,409	8,502	855	845	10.2	9.9	7.0	6.6	0.6	0.6	8.9	8.3	3.3	3.0
HD현대인프라코어	1,501	4,152	4,343	250	297	6.0	6.8	11.1	8.0	0.8	0.7	7.4	9.6	5.1	4.3
HD현대건설기계	1,212	3,496	3,645	198	216	5.7	5.9	10.4	8.7	0.7	0.7	6.9	7.9	5.0	4.3
글로벌															
Caterpillar	274,339	88,107	88,920	18,986	18,716	21.5	21.0	18.6	18.4	10.6	9.5	62.1	55.0	12.9	13.1
John Deere	177,326	58,069	61,120	9,921	10,296	17.1	16.8	22.7	20.2	6.1	5.8	29.8	33.0	17.0	15.8
Komatsu	36,187	35,880	36,226	5,426	5,546	15.1	15.3	10.1	9.8	1.2	1.1	12.5	12.2	6.1	5.9
Sandvik	32,382	15,625	16,322	2,640	3,002	16.9	18.4	18.2	15.2	2.8	2.5	14.6	17.4	10.6	9.2
Sany	27,887	15,251	17,078	1,384	1,792	9.1	10.5	23.4	18.2	2.0	1.9	8.6	10.4	14.5	11.9
Kubota	20,590	27,104	27,567	2,875	2,912	10.6	10.6	9.9	9.7	1.0	0.9	10.0	9.8	8.9	8.6
XCMG	17,673	18,751	21,058	1,415	1,826	7.5	8.7	14.0	10.9	1.5	1.4	11.0	12.8	8.4	7.1
Zoomlion	10,863	9,473	10,883	913	1,191	9.6	10.9	14.9	11.7	1.0	1.0	7.0	8.5	9.4	7.1
Hitachi	6,669	12,358	12,594	1,390	1,425	11.3	11.3	8.3	7.9	0.9	0.9	11.2	11.1	5.2	4.8
Terex	5,242	7,173	7,484	833	843	11.6	11.3	9.2	9.9	1.9	1.9	23.3	19.3	5.9	7.1
LiuGong	4,293	5,886	6,807	411	558	7.0	8.2	14.2	10.5	1.3	1.2	8.8	11.0	11.0	8.2

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

VI. 기업분석

- 한국항공우주(047810)
- 한화에어로스페이스(012450)
- HD현대중공업(329180)
- HD한국조선해양(009540)
- HD현대일렉트릭(267260)



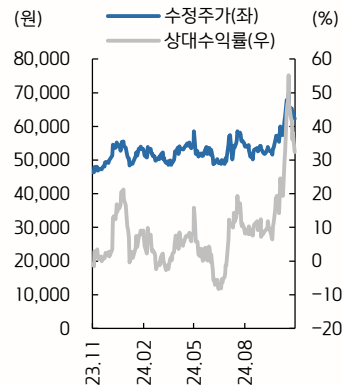
한국항공우주(047810): 25년을 향한 힘찬 비행

BUY (Maintain)

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

주가(11/26): 59,300원/TP: 78,000원

KOSPI (11/26)	2,520.36pt
시가총액	5조
52주 주가동향	최고가 7,803억원 최저가 69,700원 46,350원
최고/최저가대비	-14.9% 27.9%
주가수익률	절대 상대
1M	3.7% 6.3%
6M	10.0% 17.3%
1Y	27.9% 26.7%
발행주식수	97,475천주
일평균 거래량(3M)	768천주
외국인 지분율	35.4%
배당수익률(2024E)	1.1%
BPS(2024E)	17,928원
주요 주주	한국수출입은행 26.4%



◎ 폴란드&말레이시아 수출 매출 확대에 따른 실적 개선세 전망

- 25년 하반기부터 예정된 FA-50 납품을 위해 25년 폴란드향 수출 매출은 24년 대비 2~3배 가까이 증가할 것으로 판단. 폴란드 사업의 수익성이 높은 것으로 추정되기 때문에 이익 개선에 기여할 것으로 기대
- 말레이시아향 수출 사업도 본격적으로 진행되면서 24년 대비 매출 인식 규모가 늘어날 것으로 전망

◎ T-50/FA-50, 수리온, KF-21 등 수출 라인업 다변화를 통한 주주 모멘텀 기대

- 당사는 현재 여러 국가와 T-50/FA-50 수출을 위해 논의 중인 것으로 파악. 우즈베크, 이집트, 페루 등 다양한 지역에서 관심을 가지고 수주까지 이어질 것으로 기대
- UAE/이라크 수리온 사업도 진행 중으로 연내 수주 달성 기대. 최초의 회전익 수출이기 때문에 수출 라인업 확대에 의미가 있다고 판단
- 하반기부터 양산에 들어간 KF-21에 대한 글로벌 관심도 증가하고 있는 것으로 추정. KF-21 플랫폼을 기반으로 6세대 유무인 복합 체계 개발 사업에 참여 가능성 존재

◎ 투자 의견 BUY, 목표주가 78,000원 유지

- 고수익 수출 프로젝트의 매출 비중 확대에 따른 실적 개선과 수주 확대 전망에 업종 Top Pick 제시

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,786.9	3,819.3	3,672.5	4,430.6	4,915.5
영업이익	141.6	247.5	291.8	426.5	488.4
EBITDA	276.8	368.5	411.7	584.7	676.2
세전이익	122.1	268.7	291.9	423.8	485.6
순이익	115.9	221.4	238.6	336.5	385.5
지배주주지분순이익	118.5	224.0	241.4	340.5	390.1
EPS(원)	1,215	2,298	2,476	3,493	4,002
증감률(% YoY)	85.4	89.1	7.7	41.1	14.6
PER(배)	41.9	21.8	23.3	16.5	14.4
PBR(배)	3.47	3.05	3.22	2.82	2.45
EV/EBITDA(배)	14.2	12.9	13.7	10.3	9.0
영업이익률(%)	5.1	6.5	7.9	9.6	9.9
ROE(%)	8.8	14.8	14.4	18.2	18.2
순차입금비율(%)	-72.0	-8.3	-1.2	17.5	19.6

자료: 키움증권 리서치

한국항공우주(047810) 재무제표

포괄손익계산서					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,786.9	3,819.3	3,672.5	4,430.6	4,915.5
매출원가	2,413.1	3,355.5	3,138.2	3,732.3	4,135.1
매출총이익	373.8	463.9	534.3	698.3	780.4
판매비	232.2	216.3	242.5	271.8	292.0
영업이익	141.6	247.5	291.8	426.5	488.4
EBITDA	276.8	368.5	411.7	584.7	676.2
영업외손익	-19.5	21.2	0.1	-2.7	-2.9
이자수익	18.4	45.2	38.6	16.7	10.9
이자비용	21.7	29.1	29.1	29.1	29.1
외환관련이익	88.3	65.6	41.0	41.0	41.0
외환관련손실	110.5	57.6	20.9	20.9	20.9
총속 및 관계기업손익	-0.7	0.3	0.3	0.3	0.3
기타	6.7	-3.2	-29.8	-10.7	-5.1
법인세차감전이익	122.1	268.7	291.9	423.8	485.6
법인세비용	6.2	47.3	53.4	87.3	100.0
계속사업순손익	115.9	221.4	238.6	336.5	385.5
당기순이익	115.9	221.4	238.6	336.5	385.5
지배주주순이익	118.5	224.0	241.4	340.5	390.1
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	8.8	37.0	-3.8	20.6	10.9
영업이익 증감률	143.1	74.8	17.9	46.2	14.5
EBITDA 증감률	33.7	33.1	11.7	42.0	15.6
지배주주순이익의 증감률	85.4	89.0	7.8	41.1	14.6
EPS 증감률	85.4	89.1	7.7	41.1	14.6
매출총이익률(%)	13.4	12.1	14.5	15.8	15.9
영업이익률(%)	5.1	6.5	7.9	9.6	9.9
EBITDA Margin(%)	9.9	9.6	11.2	13.2	13.8
지배주주순이익률(%)	4.3	5.9	6.6	7.7	7.9

현금흐름표					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,492.6	-700.4	404.6	125.1	332.8
당기순이익	115.9	221.4	238.6	336.5	385.5
비현금항목의 가감	175.7	270.6	177.6	271.7	319.8
유형자산감가상각비	90.8	90.7	87.2	123.3	151.4
무형자산감가상각비	44.4	30.3	32.7	34.8	36.4
자본법평가손익	-3.3	-4.4	-2.4	-2.4	-2.4
기타	43.8	154.0	60.1	116.0	134.4
영업활동자산부채증감	1,227.6	-1,217.6	31.0	-384.7	-255.7
매출채권및기타채권의감소	28.0	-135.7	16.2	-83.7	-53.6
재고자산의감소	-242.7	-152.7	66.8	-344.7	-220.5
매입채무및기타채무의증가	59.0	115.2	4.4	89.0	64.8
기타	1,383.3	-1,044.4	-56.4	-45.3	-46.4
기타현금흐름	-26.6	-25.2	-42.6	-98.4	-116.8
투자활동 현금흐름	-204.1	-107.9	-410.6	-380.0	-313.9
유형자산의 취득	-69.0	-77.9	-338.5	-318.3	-265.1
유형자산의 처분	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-160.7	-97.8	-84.8	-73.7	-60.2
투자자산의감소(증가)	-5.8	1.7	0.4	0.4	0.4
단기금융자산의감소(증가)	23.0	61.9	8.4	7.7	7.2
기타	8.3	4.0	3.9	3.9	3.8
재무활동 현금흐름	-102.8	-546.4	-53.6	-65.8	-65.8
차입금의 증가(감소)	-78.7	-517.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-19.5	-24.4	-48.7	-60.9	-60.9
기타	-4.6	-4.9	-4.9	-4.9	-4.9
기타현금흐름	-48.6	-10.8	-44.8	-44.8	-44.8
현금 및 현금성자산의 순증가	1,137.1	-1,365.6	-104.5	-365.5	-91.7
기초현금 및 현금성자산	886.6	2,023.7	658.1	553.6	188.1
기말현금 및 현금성자산	2,023.7	658.1	553.6	188.1	96.4

자료: 키움증권 리서치

재무상태표					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유지자산	5,389.2	4,681.0	4,529.3	4,629.8	4,851.3
현금 및 현금성자산	2,023.7	658.1	553.6	188.1	96.4
단기금융자산	174.5	112.6	104.3	96.5	89.4
매출채권 및 기타채권	229.4	421.9	405.7	489.4	543.0
재고자산	1,593.1	1,736.5	1,669.7	2,014.4	2,234.9
기타유동자산	1,368.5	1,751.9	1,796.0	1,841.4	1,887.6
비유동자산	2,383.2	2,458.6	2,762.0	2,995.9	3,133.4
투자자산	90.2	88.8	88.8	88.7	88.6
유형자산	827.1	814.6	1,066.0	1,261.0	1,374.7
무형자산	745.8	804.2	856.3	895.2	919.0
기타비유동자산	720.1	751.0	750.9	751.0	751.1
자산총계	7,772.4	7,139.6	7,291.3	7,625.6	7,984.7
유동부채	5,055.4	4,400.3	4,404.7	4,493.8	4,558.5
매입채무 및 기타채무	649.6	687.5	691.9	781.0	845.8
단기금융부채	548.8	403.6	403.6	403.6	403.6
기타유동부채	3,857.0	3,309.2	3,309.2	3,309.2	3,309.1
비유동부채	1,263.8	1,119.3	1,119.3	1,119.3	1,119.3
장기금융부채	603.9	233.1	233.1	233.1	233.1
기타비유동부채	659.9	886.2	886.2	886.2	886.2
부채총계	6,319.2	5,519.6	5,524.0	5,613.1	5,677.9
자본총계	1,427.8	1,597.4	1,747.6	1,996.8	2,295.7
자본금	487.4	487.4	487.4	487.4	487.4
자본잉여금	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3
기타자본	-22.1	-22.1	-22.1	-22.1	-22.1
기타포괄손익누계액	1.1	1.2	-29.1	-59.4	-89.7
이익잉여금	833.1	1,002.6	1,183.1	1,462.6	1,791.8
비지배자본	25.4	22.5	19.7	15.7	11.2
자본총계	1,453.2	1,619.9	1,767.3	2,012.5	2,306.8

투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,215	2,298	2,476	3,493	4,002
BPS	14,648	16,388	17,928	20,485	23,551
CFPS	2,991	5,048	4,269	6,239	7,236
DPS	250	500	625	625	625
주가배수(배)					
PER	41.9	21.8	23.3	16.5	14.4
PER(최고)	52.6	26.5	24.2		
PER(최저)	26.1	18.1	19.3		
PBR	3.47	3.05	3.22	2.82	2.45
PBR(최고)	4.36	3.72	3.35		
PBR(최저)	2.17	2.53	2.67		
PSR	1.78	1.28	1.53	1.27	1.15
PCFR	17.0	9.9	13.5	9.3	8.0
EV/EBITDA	14.2	12.9	13.7	10.3	9.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	21.0	22.0	25.5	18.1	15.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.5	1.0	1.1	1.1	1.1
ROA	1.7	3.0	3.3	4.5	4.9
ROE	8.8	14.8	14.4	18.2	18.2
ROIC	14.2	18.4	11.4	13.4	12.8
매출채권회전율	11.7	11.7	8.9	9.9	9.5
재고자산회전율	1.9	2.3	2.2	2.4	2.3
부채비율	434.8	340.7	312.6	278.9	246.1
순차입금비용	-72.0	-8.3	-1.2	17.5	19.6
이자보상배율(현금)	6.5	8.5	10.0	14.7	16.8
총지입금	1,152.7	636.8	636.8	636.8	636.8
순이익	-1,045.6	-134.0	-21.1	352.1	451.0
NOPLAT	276.8	368.5	411.7	576.2	676.2
FCF	1,291.9	-1,034.5	-34.0	-279.9	-5.4

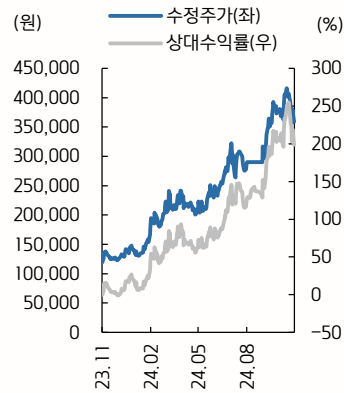
한화에어로스페이스(012450): 성장은 계속된다

BUY (Maintain)

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

주가(11/26): 319,500원/TP: 450,000원

KOSPI (11/26)	2,520.36pt
시가총액	14조
52주 주가동향	최고가 5,632억원 최저가 416,000원
최고/최저가대비	-23.2% 169.8%
주가수익률	절대 상대
1M	-15.5% -13.4%
6M	51.4% 63.6%
1Y	169.8% 167.2%
발행주식수	45,581천주
일평균 거래량(3M)	324천주
외국인 지분율	43.0%
배당수익률(2024E)	0.5%
BPS(2024E)	88,156원
주요 주주	한화 외 2인 34.0%



◎ 폴란드형 납품 물량의 증가에 실적 개선세 지속 전망

- 24년 기준 K9 60문 이상, 천무 30대 이상의 납품 예정. 25년에는 24년 대비 납품 물량이 더욱 증가할 것으로 전망. 고수익 폴란드 물량의 납품 확대에 따른 실적 성장세 지속 기대
- 이 외에도 이집트 K9, 에스토니아 K9, 노르웨이 K10 등 수출 사업이 진행되면서 지상 방산 부문의 수출 비중은 지속적으로 증가할 것으로 판단

◎ K9/천무/레드백/탄약 등 가장 다각화된 포트폴리오가 동사의 강점

- 최근에 인도, 베트남 등에서 K9 도입에 관심을 표명. 또한, 미국의 자주포 현대화 사업에도 4곳의 경쟁업체와 함께 후보군에 포함되면서 11월 시험 평가 진행 예정
- 약 300대 규모의 루마니아 전투보병장갑차량(IFV) 도입 사업에 레드백 참여 계획. 최근, 루마니아 현지 법인 설립을 통해 MRO 사업 등 현지화 추진
- 천무도 동유럽, 중동 지역에서 지속적으로 관심을 보이고 있어 추가 수출 기대

◎ 투자의견 BUY 유지, 목표주가 450,000원 유지

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,060.4	9,359.0	11,099.8	11,763.2	13,063.0
영업이익	400.3	691.1	1,445.9	1,723.0	2,064.4
EBITDA	663.1	1,030.2	1,800.0	2,072.7	2,410.1
세전이익	195.4	1,214.8	1,123.7	1,774.2	2,225.6
순이익	146.6	976.9	912.7	1,344.9	1,687.0
지배주주지분순이익	195.4	817.5	850.2	1,225.3	1,533.4
EPS(원)	3,858	16,147	17,360	26,882	33,641
증감률(% YoY)	-22.7	318.5	7.5	54.8	25.1
PER(배)	19.1	7.7	21.2	13.7	10.9
PBR(배)	1.30	1.79	4.17	3.42	2.75
EV/EBITDA(배)	8.0	9.5	11.4	9.5	7.8
영업이익률(%)	5.7	7.4	13.0	14.6	15.8
ROE(%)	6.8	25.6	22.5	27.5	27.8
순차입금비율(%)	12.7	50.0	47.7	26.5	8.6

자료: 키움증권 리서치

한화에어로스페이스(012450) 재무제표

포괄손익계산서					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,060.4	9,359.0	11,099.8	11,763.2	13,063.0
매출원가	5,548.6	7,221.2	7,808.4	8,099.9	8,875.7
매출총이익	1,511.8	2,137.8	3,291.4	3,663.2	4,187.3
판매비	1,111.4	1,446.7	1,845.5	1,940.3	2,122.9
영업이익	400.3	691.1	1,445.9	1,723.0	2,064.4
EBITDA	663.1	1,030.2	1,800.0	2,072.7	2,410.1
영업외손익	-205.0	523.7	-322.2	51.3	161.2
이자수익	48.0	84.8	77.9	115.4	159.9
이자비용	85.1	169.8	169.8	169.8	169.8
외환관련이익	231.3	296.9	270.8	270.8	270.8
외환관련손실	280.1	288.9	244.2	244.2	244.2
충족 및 관계기업손익	-21.0	15.8	33.8	111.9	177.3
기타	-98.1	584.9	-290.7	-32.8	-32.8
법인세차감전이익	195.4	1,214.8	1,123.7	1,774.2	2,225.6
법인세비용	74.7	237.9	210.9	429.4	538.6
계속사업순손익	120.7	976.9	912.7	1,344.9	1,687.0
당기순이익	146.6	976.9	912.7	1,344.9	1,687.0
지배주주순이익	195.4	817.5	850.2	1,225.3	1,533.4
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	27.4	32.6	18.6	6.0	11.0
영업이익 증감률	44.5	72.6	109.2	19.2	19.8
EBITDA 증감률	28.9	55.4	74.7	15.2	16.3
지배주주순이익 증감률	-22.6	318.4	4.0	44.1	25.1
EPS 증감률	-22.7	318.5	7.5	54.8	25.1
매출총이익률(%)	21.4	22.8	29.7	31.1	32.1
영업이익률(%)	5.7	7.4	13.0	14.6	15.8
EBITDA Margin(%)	9.4	11.0	16.2	17.6	18.4
지배주주순이익률(%)	2.8	8.7	7.7	10.4	11.7

현금흐름표					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,524.3	1,390.2	1,087.1	2,041.1	2,193.8
당기순이익	0.0	0.0	912.7	1,344.9	1,687.0
비현금항목의 가감	678.3	-67.7	-67.2	109.4	170.1
유형자산감가상각비	180.7	260.8	272.0	263.5	256.1
무형자산감가상각비	82.1	78.3	82.1	86.2	89.6
자본법평가손익	-21.0	-61.0	-15.8	-15.8	-15.8
기타	436.5	-345.8	-405.5	-224.5	-159.8
영업활동자산부채증감	793.6	462.0	-670.4	-144.2	-329.6
매출채권및기타채권의감소	-305.0	-582.6	-394.1	-150.2	-294.2
재고자산의감소	-277.3	-713.5	-533.6	-203.3	-398.4
매입채무및기타채무의증가	225.9	243.7	459.1	439.7	614.6
기타	1,150.0	1,514.4	-201.8	-230.4	-251.6
기타현금흐름	52.4	995.9	912.0	731.0	666.3
투자활동 현금흐름	-1,224.9	-3,029.1	137.2	131.4	118.5
유형자산의 취득	-196.7	-453.4	-223.7	-221.2	-219.0
유형자산의 처분	5.2	3.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손취득	-148.0	-117.8	-141.5	-135.8	-131.7
투자자산의감소(증가)	-404.5	-3,034.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-36.5	33.7	-37.6	-51.6	-70.8
기타	-444.4	540.0	540.0	540.0	540.0
재무활동 현금흐름	216.1	367.8	-188.5	-154.2	-154.2
차입금의 증가(감소)	298.5	490.6	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-25.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-35.4	-50.6	-91.0	-81.9	-81.9
기타	-47.0	-72.2	-72.3	-72.3	-72.3
기타현금흐름	26.2	7.7	-1,227.4	-1,227.4	-1,227.4
현금 및 현금성자산의 순증가	541.8	-1,263.5	-191.6	791.0	930.8
기초현금 및 현금성자산	2,528.1	3,069.8	1,806.4	1,614.8	2,405.7
기말현금 및 현금성자산	3,069.8	1,806.4	1,614.8	2,405.7	3,336.5

자료: 키움증권 리서치

재무상태표					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,507.7	9,192.0	10,176.7	11,603.1	13,548.9
현금 및 현금성자산	3,069.8	1,806.4	1,614.9	2,405.8	3,336.6
단기금융자산	134.4	100.7	138.3	189.8	260.6
매출채권 및 기타채권	1,542.7	2,118.6	2,512.7	2,662.8	2,957.1
재고자산	2,163.0	2,868.6	3,402.1	3,605.5	4,003.9
기타유동자산	1,597.8	2,297.7	2,508.7	2,739.2	2,990.7
비유동자산	6,644.1	10,350.9	10,377.8	10,400.9	10,421.7
투자자산	855.0	3,905.6	3,921.4	3,937.2	3,952.9
유형자산	3,018.0	3,410.3	3,362.0	3,319.7	3,282.6
무형자산	2,132.6	2,202.8	2,262.3	2,311.9	2,354.0
기타비유동자산	638.5	832.2	832.1	832.1	832.2
자산총계	15,151.8	19,542.9	20,554.5	22,004.0	23,970.6
유동부채	8,222.9	12,076.6	12,535.7	12,975.4	13,590.0
매입채무 및 기타채무	1,300.9	1,879.3	2,338.4	2,778.1	3,392.7
유형부채	1,785.9	2,615.1	2,615.1	2,615.1	2,615.1
기타유동부채	5,136.1	7,582.2	7,582.2	7,582.2	7,582.2
비유동부채	3,010.6	2,782.1	2,782.1	2,782.1	2,782.1
장기금융부채	1,917.1	1,635.3	1,635.3	1,635.3	1,635.3
기타비유동부채	1,093.5	1,146.8	1,146.8	1,146.8	1,146.8
부채총계	11,233.5	14,858.7	15,317.8	15,757.4	16,372.0
자본금	2,857.4	3,528.4	4,018.3	4,908.5	6,106.9
자본잉여금	265.7	265.7	240.4	240.4	240.4
자본잉여금	217.1	191.8	191.8	191.8	191.8
기타자본	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2
기타포괄손익누계액	362.2	445.7	445.7	-60.6	-313.7
이익잉여금	2,014.6	2,627.4	3,395.7	4,539.1	5,990.5
비지배자본	1,061.0	1,155.9	1,218.4	1,338.0	1,491.5
자산총계	3,918.3	4,684.2	5,236.7	6,246.5	7,598.5

투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,858	16,147	17,360	26,882	33,641
BPS	56,436	69,689	88,156	107,688	133,979
CFPS	16,292	17,957	17,264	31,905	40,743
DPS	1,000	1,800	1,800	1,800	1,800
주기배수(배)					
PER	19.1	7.7	21.2	13.7	10.9
PER(최고)	22.5	9.4	22.8		
PER(최저)	10.6	4.1	7.2		
PBR	1.30	1.79	4.17	3.42	2.75
PBR(최고)	1.54	2.17	4.48		
PBR(최저)	0.72	0.94	1.41		
PSR	0.53	0.67	1.62	1.43	1.28
PCFR	4.5	6.9	21.3	11.5	9.0
EV/EBITDA	8.0	9.5	11.4	9.5	7.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	34.5	9.3	9.0	6.1	4.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.4	1.4	0.5	0.5	0.5
ROA	1.1	5.6	4.6	6.3	7.3
ROE	6.8	25.6	22.5	27.5	27.8
ROIC	3.9	14.4	26.9	27.3	31.1
매출채권회전율	5.5	5.1	4.8	4.5	4.6
재고자산회전율	3.7	3.7	3.5	3.4	3.4
부채비율	286.7	317.2	292.5	252.3	215.5
순차입금비용	12.7	50.0	47.7	26.5	8.6
이자보상배율(현금)	4.7	4.1	8.5	10.1	12.2
총차입금	3,703.0	4,250.5	4,250.5	4,250.5	4,250.5
순차입금	498.7	2,343.4	2,497.4	1,654.8	653.2
NOPLAT	663.1	1,030.2	1,800.0	2,072.7	2,410.1
FCF	886.0	841.0	492.9	1,154.5	1,230.3

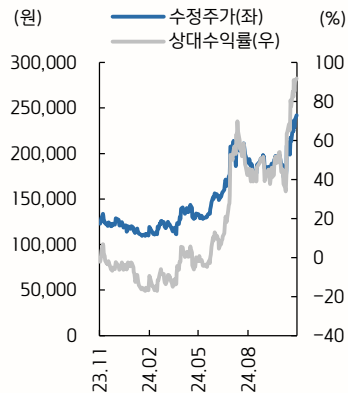
HD현대중공업(329180): LNG선과 특수선 사업 기대

BUY (Maintain)

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

주가(11/26): 228,500원/TP: 300,000원

KOSPI (11/26)	2,520.36pt
시가총액	20조
52주 주가동향	최고가 2,847억원 최저가 242,000원
최고/최저가대비	-5.6% 108.5%
주가수익률	절대 상대
1M	15.3% 18.2%
6M	71.8% 85.6%
1Y	84.0% 82.2%
발행주식수	88,773천주
일평균 거래량(3M)	245천주
외국인 지분율	10.7%
배당수익률(2024E)	0.5%
BPS(2024E)	63,552원
주요 주주	에이치디한국조선해양 외 1인 75.0%



◎ 고가 선박의 매출 비중 상승에 따른 수익성 개선 지속 전망

- 2Q24부터 고가 선박의 매출 비중 확대와 외국인 인력들의 숙련도 향상에 따른 생산성 개선으로 본격적인 실적 개선 시작
- 3Q24 기준으로 23년도 수주 건들의 매출 비중은 아직 10% 미만으로 25년부터 23년 수주 물량이 본격적으로 반영되기 시작하면 실적 개선폭은 더욱 확대될 것으로 판단

◎ LNG선 발주 강세와 특수선 사업 확대의 기회 긍정적

- 트럼프가 미국 47대 대통령으로 당선. 미국과 중국의 갈등 심화에 따라 미 함정 MRO 시장이 개화하기 시작. 동사는 올해 7월 미 해군과 함정정비협약(MSRA) 체결. 연간 20조원 규모의 미 함정 MRO 시장에 새롭게 진출하며 특수선 사업부의 매출 확대 기대
- 트럼프의 당선으로 잠정적으로 보류되었던 미국의 LNG 수출 프로젝트의 재개 기대. 25년 LNG운반선 발주 강세 전망

◎ 투자의견 BUY 유지, 목표주가 300,000원 상향

- 고가 선박 매출 비중 확대에 따른 실적 개선과 견조한 LNG선 수주 전망에 업종 Top Pick 제시

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,045.5	11,963.9	14,495.3	16,470.9	17,688.8
영업이익	-289.2	178.6	678.8	1,193.8	1,674.9
EBITDA	-34.9	456.7	978.8	1,500.4	1,988.5
세전이익	-421.5	34.4	563.2	1,211.4	1,708.4
순이익	-352.1	24.7	438.5	908.6	1,281.3
지배주주지분순이익	-352.1	24.7	438.4	908.5	1,281.2
EPS(원)	-3,966	278	4,939	10,234	14,432
증감률(% YoY)	적지	흑전	1,676.1	107.2	41.0
PER(배)	N/A	463.9	42.9	20.7	14.7
PBR(배)	1.95	2.20	3.34	2.91	2.49
EV/EBITDA(배)	-345.1	29.7	21.7	14.1	10.5
영업이익률(%)	-3.2	1.5	4.7	7.2	9.5
ROE(%)	-6.5	0.5	8.1	15.0	18.3
순차입금비율(%)	32.9	40.5	43.6	37.3	27.3

자료: 키움증권 리서치

HD현대중공업(329180) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	9,045.5	11,963.9	14,495.3	16,470.9	17,688.8
매출원가	8,882.6	11,309.1	13,237.3	14,638.0	15,333.4
매출총이익	162.9	654.9	1,258.0	1,832.9	2,355.5
판매비	452.0	476.2	579.1	639.0	680.6
영업이익	-289.2	178.6	678.8	1,193.8	1,674.9
EBITDA	-34.9	456.7	978.8	1,500.4	1,988.5
영업외손익	-132.3	-144.3	-115.6	17.6	33.5
이자수익	45.6	49.0	32.8	35.1	51.0
이자비용	106.1	131.9	131.9	131.9	131.9
외환관련이익	611.6	348.1	328.3	328.3	328.3
외환관련손실	588.9	337.8	252.5	252.5	252.5
총속 및 관계기업손익	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-93.1	-71.7	-92.3	38.6	38.6
법인세차감전이익	-421.5	34.4	563.2	1,211.4	1,708.4
법인세비용	-69.4	9.7	124.8	302.9	427.1
계속사업손익	-352.1	24.7	438.5	908.6	1,281.3
당기순이익	-352.1	24.7	438.5	908.6	1,281.3
지배주주손익	-352.1	24.7	438.4	908.5	1,281.2
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	8.8	32.3	21.2	13.6	7.4
영업이익 증감률	폭전	-161.8	280.1	75.9	40.3
EBITDA 증감률	폭전	-1,408.6	114.3	53.3	32.5
지배주주순이익의 증감률	폭전	-107.0	1,674.9	107.2	41.0
EPS 증감률	폭전	폭전	1,676.1	107.2	41.0
매출총이익률(%)	1.8	5.5	8.7	11.1	13.3
영업이익률(%)	-3.2	1.5	4.7	7.2	9.5
EBITDA Margin(%)	-0.4	3.8	6.8	9.1	11.2
지배주주순이익률(%)	-3.9	0.2	3.0	5.5	7.2

현금흐름표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	71.2	168.8	-63.0	437.6	860.8
당기순이익	-352.1	24.7	438.5	908.6	1,281.3
비현금항목의 가감	119.6	292.2	528.2	710.7	826.0
유형자산감가상각비	246.4	268.0	289.1	294.8	300.7
무형자산감가상각비	7.9	10.1	10.9	11.8	12.8
자본법평가손익	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-133.3	14.1	228.2	404.1	512.5
영업활동자산부채증감	343.9	-77.4	-805.8	-782.0	-738.5
매출채권및기타채권의감소	-250.7	-228.1	-292.8	-228.5	-140.9
재고자산의감소	-478.5	66.8	-277.1	-216.3	-133.3
매입채무및기타채무의증가	-248.0	370.7	361.2	311.2	240.4
기타	1,321.1	-286.8	-597.1	-648.4	-704.7
기타현금흐름	-40.2	-70.7	-223.9	-399.7	-508.0
투자활동 현금흐름	-517.9	-477.9	-348.6	-363.5	-416.9
유형자산의 취득	-484.5	-478.2	-349.4	-356.5	-403.3
유형자산의 처분	12.9	9.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손익	-29.2	-35.7	-19.7	-22.6	-25.2
투자자산의감소(증가)	-0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-11.1	31.8	25.7	20.7	16.7
기타	-5.9	-5.2	-5.2	-5.1	-5.1
재무활동 현금흐름	-932.8	502.8	502.8	414.0	325.2
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	0.0	-88.8	-177.5
기타	-932.8	502.8	502.8	502.8	502.7
기타현금흐름	-13.7	-9.8	-417.5	-417.5	-407.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-1,393.2	183.9	-326.3	70.7	361.5
기초현금 및 현금성자산	2,137.4	744.1	928.0	601.8	672.4
기말현금 및 현금성자산	744.1	928.0	601.8	672.4	1,033.9

자료: 키움증권 리서치

재무상태표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유지자산	8,000.9	8,799.7	9,526.2	10,580.5	11,815.4
현금 및 현금성자산	744.1	928.0	601.9	672.6	1,034.0
단기금융자산	165.2	133.5	107.8	87.1	70.3
매출채권 및 기타채권	1,131.7	1,384.0	1,676.8	1,905.3	2,046.2
재고자산	1,377.1	1,309.8	1,586.9	1,803.2	1,936.6
기타유동자산	4,582.8	5,044.4	5,552.8	6,112.3	6,728.3
비유동자산	8,288.5	8,333.9	8,403.1	8,475.6	8,590.5
투자자산	11.7	12.0	12.0	12.0	12.0
유형자산	6,237.4	6,452.1	6,514.2	6,574.0	6,676.6
무형자산	100.5	108.4	117.3	128.2	140.5
기타비유동자산	1,938.9	1,761.4	1,761.4	1,761.4	1,761.4
자산총계	16,289.4	17,133.6	17,929.3	19,056.1	20,405.9
유동부채	9,072.0	9,945.0	10,306.3	10,617.5	10,857.9
매입채무 및 기타채무	1,573.6	2,024.9	2,386.2	2,697.4	2,937.8
단기금융부채	1,457.8	1,572.1	1,572.1	1,572.1	1,572.1
기타유동부채	6,040.6	6,348.0	6,348.0	6,348.0	6,348.0
비유동부채	1,929.6	1,981.2	1,981.2	1,981.2	1,981.2
장기금융부채	1,190.3	1,596.0	1,596.0	1,596.0	1,596.0
기타비유동부채	739.3	385.2	385.2	385.2	385.2
부채총계	11,001.6	11,926.2	12,287.4	12,598.6	12,839.0
자본	5,287.8	5,207.4	5,641.7	6,457.2	7,566.4
자본금	443.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	3,118.4	3,123.2	3,123.2	3,123.2	3,123.2
기타자본	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타포괄손익누계액	881.8	869.1	953.7	1,038.4	1,132.7
이익잉여금	845.4	772.8	1,122.5	1,853.4	2,868.3
비지배자본	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3
자본총계	5,287.8	5,207.4	5,641.7	6,457.2	7,566.4

투자지표 (단위: 원 배, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-3,966	278	4,939	10,234	14,432
BPS	59,566	58,660	63,552	72,739	85,233
CFPS	-2,618	3,569	10,890	18,240	23,738
DPS	0	0	1,000	2,000	3,000
주가배수(배)					
PER	N/A	463.9	42.9	20.7	14.7
PER(최고)	N/A	538.3	45.1		
PER(최저)	N/A	329.0	21.8		
PBR	1.95	2.20	3.34	2.91	2.49
PBR(최고)	2.71	2.55	3.50		
PBR(최저)	1.56	1.56	1.70		
PSR	1.14	0.96	1.30	1.14	1.06
PCFR	-44.3	36.1	19.5	11.6	8.9
EV/EBITDA	-345.1	29.7	21.7	14.1	10.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	20.2	19.5	20.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.5	0.9	1.4
ROA	-2.2	0.1	2.5	4.9	6.5
ROE	-6.5	0.5	8.1	15.0	18.3
ROIC	-4.5	1.4	7.4	11.3	14.4
매출채권회전율	8.4	9.5	9.5	9.2	9.0
재고자산회전율	7.9	8.9	10.0	9.7	9.5
부채비율	208.1	229.0	217.8	195.1	169.7
순차입금비율	32.9	40.5	43.6	37.3	27.3
이자보상배율(현금)	-2.7	1.4	5.1	9.1	12.7
총자입금	2,648.1	3,168.1	3,168.1	3,168.1	3,168.1
순자입금	1,738.7	2,106.6	2,458.4	2,408.4	2,063.7
NOPLAT	-34.9	456.7	978.8	1,500.4	1,988.5
FCF	-200.0	-205.0	-346.6	40.9	402.7

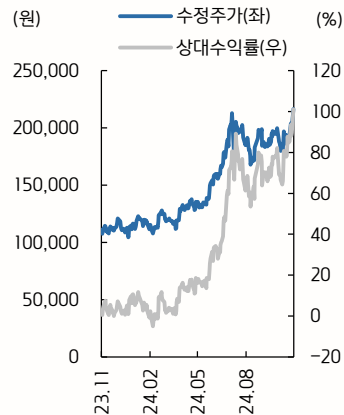
HD한국조선해양(009540): HD현대삼호의 높은 경쟁력

BUY (Maintain)

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

주가(11/26): 216,000원/TP: 290,000원

KOSPI (11/26)	2,520.36pt
시가총액	15조
52주 주가동향	최고가 2,870억원 최저가 216,500원
최고/최저가대비	-0.2% 111.8%
주가수익률	절대 상대
1M	8.1% 10.8%
6M	60.8% 73.8%
1Y	103.8% 101.8%
발행주식수	70,773천주
일평균 거래량(3M)	292천주
외국인 지분율	31.9%
배당수익률(2024E)	1.5%
BPS(2024E)	152,374원
주요 주주	에이치디현대 외 8인 36.7%



◎ 핵심 자회사의 높은 경쟁력에 실적 성장세 지속

- 3Q24 기준으로 HD현대삼호는 23년도 수주 물량의 매출 비중이 30%를 상회하며 고가 선박의 매출 전환이 빠르게 나타나고 있음. 효율적인 인력 관리와 기자재 수급에 힘입어 생산성이 빠르게 개선된 영향으로 판단
- 25년에도 고가 선박의 매출 비중 확대와 생산성 개선이 지속되며 실적 개선폭은 확대될 것으로 기대
- HD현대중공업, HD현대미포, HD현대마린엔진 등 대부분의 자회사의 실적 개선 전망

◎ 25년 가스선 중심의 선별 수주로 양호한 수주 성과 달성 기대

- 트럼프의 당선으로 잠정적으로 보류되었던 미국의 LNG 수출 프로젝트의 재개 기대. 25년 LNG운반선 발주 강세 전망, 주요 자회사의 핵심 선종인 LNG운반선의 발주 강세는 긍정적
- 연초부터 발주가 지속된 VLAC 등 가스선은 25년에도 견조한 발주 기대. 암모니아 연료 추진선에 대한 개발이 꾸준히 진행되면서 VLAC에 대한 기대감 유효

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 290,000원 유지

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	17,302.0	21,296.2	25,516.0	29,336.8	31,506.6
영업이익	-355.6	282.3	1,425.7	2,492.7	3,418.0
EBITDA	65.6	754.2	1,927.7	2,988.3	3,906.7
세전이익	-431.1	-8.0	1,487.5	2,603.1	3,608.6
순이익	-295.2	144.9	1,151.7	1,952.4	2,706.4
지배주주지분순이익	-216.9	221.7	1,072.3	1,717.7	2,359.6
EPS(원)	-3,065	3,133	15,152	24,270	33,341
증감률(% YoY)	적지	흑전	383.7	60.2	37.4
PER(배)	N/A	38.6	12.8	8.0	5.8
PBR(배)	0.52	0.86	1.27	1.13	0.99
EV/EBITDA(배)	119.3	13.8	7.9	4.8	3.3
영업이익률(%)	-2.1	1.3	5.6	8.5	10.8
ROE(%)	-2.2	2.3	10.4	15.0	18.2
순차입금비율(%)	1.9	-4.9	-8.3	-14.9	-23.8

자료: 키움증권 리서치

HD한국조선해양(009540) 재무제표

포괄손익계산서					
(단위: 실억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	17,302.0	21,296.2	25,516.0	29,336.8	31,506.6
매출원가	16,935.6	20,248.2	23,163.8	25,824.6	27,004.8
매출총이익	366.4	1,048.0	2,352.2	3,512.3	4,501.8
판매비	722.0	765.8	926.6	1,019.6	1,083.7
영업이익	-355.6	282.3	1,425.7	2,492.7	3,418.0
EBITDA	65.6	754.2	1,927.7	2,988.3	3,906.7
영업외손익	-75.5	-290.3	61.8	110.5	190.5
이자수익	134.1	202.0	223.5	272.1	352.2
이자비용	165.8	193.9	193.9	193.9	193.9
외환관련이익	1,321.4	751.3	827.5	827.5	827.5
외환관련손실	1,150.5	701.9	536.9	536.9	536.9
총속 및 관계기업손익	-1.5	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	-213.2	-347.9	-258.5	-258.4	-258.5
법인세차감전이익	-431.1	-8.0	1,487.5	2,603.1	3,608.6
법인세비용	-135.9	-153.0	335.8	650.8	902.1
계속사업순이익	-295.2	144.9	1,151.7	1,952.4	2,706.4
당기순이익	-295.2	144.9	1,151.7	1,952.4	2,706.4
지배주주순이익	-216.9	221.7	1,072.3	1,717.7	2,359.6
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	11.7	23.1	19.8	15.0	7.4
영업이익 증감률	폭전	-179.4	405.0	74.8	37.1
EBITDA 증감률	폭전	1,049.7	155.6	55.0	30.7
지배주주순이익의 증감률	폭전	-202.2	383.7	60.2	37.4
EPS 증감률	폭전	폭전	383.7	60.2	37.4
매출총이익률(%)	2.1	4.9	9.2	12.0	14.3
영업이익률(%)	-2.1	1.3	5.6	8.5	10.8
EBITDA Margin(%)	0.4	3.5	7.6	10.2	12.4
지배주주순이익률(%)	-1.3	1.0	4.2	5.9	7.5
현금흐름표					
(단위: 실억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	462.2	2,081.6	914.9	1,736.6	2,601.7
당기순이익	-295.2	144.9	1,151.7	1,952.4	2,706.4
비현금항목의 가감	292.5	434.0	721.8	981.7	1,146.1
유형자산감가상각비	411.2	459.3	487.1	482.0	476.2
무형자산감가상각비	10.0	12.6	14.9	13.7	12.5
자본법평가손익	-32.1	-48.6	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-96.6	10.7	219.9	486.1	657.5
영업활동자산부채증감	480.9	1,509.9	-659.3	-631.9	-513.9
매출채권및기타채권의감소	38.5	-372.9	-287.7	-260.5	-147.9
재고자산의감소	-644.7	199.0	-397.4	-359.8	-204.3
매입채무및기타채무의증가	-430.1	332.5	365.3	329.5	181.2
기타	1,517.2	1,351.3	-339.5	-341.1	-342.9
기타현금흐름	-16.0	-7.2	-299.3	-565.6	-736.9
투자활동 현금흐름	-1,339.5	-1,266.9	-921.1	-986.5	-1,016.1
유형자산의 취득	-666.9	-822.0	-434.0	-421.8	-356.7
유형자산의 처분	23.6	23.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손익	-38.7	-60.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	47.9	-73.2	-88.2	-88.2	-88.2
단기금융자산의감소(증가)	-651.3	-289.2	-352.9	-430.5	-525.2
기타	-54.1	-46.1	-46.0	-46.0	-46.0
재무활동 현금흐름	-977.3	-485.2	-482.1	-694.2	-906.4
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	-2.8	-3.1	0.0	-212.1	-424.3
기타	-974.5	-482.1	-482.1	-482.1	-482.1
기타현금흐름	-15.7	-8.3	627.7	627.7	627.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-1,870.2	321.2	139.4	683.5	1,306.9
기초현금 및 현금성자산	4,567.5	2,697.2	3,018.4	3,157.8	3,841.3
기말현금 및 현금성자산	2,697.2	3,018.4	3,157.8	3,841.3	5,148.2

자료: 키움증권 리서치

재무상태표					
(단위: 실억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유지자산	15,775.9	17,735.1	19,039.9	20,903.2	23,218.2
현금 및 현금성자산	2,697.2	3,018.4	3,157.9	3,841.4	5,148.2
단기금융자산	1,314.5	1,603.7	1,956.6	2,387.1	2,912.3
매출채권 및 기타채권	1,016.2	1,452.0	1,739.7	2,000.2	2,148.2
재고자산	2,203.3	2,005.7	2,403.1	2,762.9	2,967.3
기타유동자산	8,544.7	9,655.3	9,782.6	9,911.6	10,042.2
비유동자산	14,107.6	14,507.4	14,527.6	14,542.0	14,498.3
투자자산	473.0	546.3	634.6	722.8	811.0
유형자산	10,143.1	10,503.5	10,450.4	10,390.2	10,270.7
무형자산	163.7	190.8	175.9	162.2	149.7
기타비유동자산	3,327.8	3,266.8	3,266.7	3,266.8	3,266.9
자산총계	29,883.5	32,242.6	33,567.5	35,445.3	37,716.5
유동부채	15,033.5	17,497.9	17,863.1	18,192.7	18,373.9
매입채무 및 기타채무	2,912.8	3,203.6	3,568.9	3,898.4	4,079.6
단기금융부채	2,732.9	2,251.3	2,251.3	2,251.3	2,251.3
기타유동부채	9,387.8	12,043.0	12,042.9	12,043.0	12,043.0
비유동부채	2,537.9	2,374.6	2,374.6	2,374.6	2,374.6
장기금융부채	1,509.0	1,762.6	1,762.6	1,762.6	1,762.6
기타비유동부채	1,028.9	612.0	612.0	612.0	612.0
부채총계	17,571.3	19,872.5	20,237.7	20,567.2	20,748.5
자본지분	9,714.9	9,903.7	10,784.0	12,097.5	13,840.8
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	2,467.5	2,459.7	2,459.7	2,459.7	2,459.7
기타자본	-8,700.9	-8,607.6	-8,607.6	-8,607.6	-8,607.6
기타포괄손익누계액	1,294.1	1,323.2	1,343.0	1,363.5	1,383.6
이익잉여금	14,300.4	14,374.5	15,234.7	16,528.1	18,251.3
비지배지분	2,597.2	2,466.4	2,545.7	2,780.4	3,127.2
자본총계	12,312.1	12,370.1	13,229.7	14,877.9	16,968.0
투자지표					
(단위: 원 배, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-3,065	3,133	15,152	24,270	33,341
BPS	137,268	139,936	152,374	170,934	195,566
CFPS	-38	8,180	26,471	41,457	54,434
DPS	0	0	3,000	6,000	9,000
주가배수(배)					
PER	N/A	38.6	12.8	8.0	5.8
PER(최고)	N/A	41.5	14.1		
PER(최저)	N/A	21.7	6.9		
PBR	0.52	0.86	1.27	1.13	0.99
PBR(최고)	0.75	0.93	1.40		
PBR(최저)	0.50	0.49	0.68		
PSR	0.29	0.40	0.54	0.47	0.44
PCFR	-1,863.5	14.8	7.3	4.7	3.6
EV/EBITDA	119.3	13.8	7.9	4.8	3.3
주요비율(%)					
배당성향(%:보통주, 현금)	0.0	0.0	18.4	21.7	23.5
배당수익률(%:보통주, 현금)	0.0	0.0	1.5	3.1	4.6
ROA	-1.0	0.5	3.5	5.7	7.4
ROE	-2.2	2.3	10.4	15.0	18.2
ROIC	-3.3	-49.9	11.0	17.9	24.0
매출채권회전율	16.6	17.3	16.0	15.7	15.2
재고자산회전율	9.2	10.1	11.6	11.4	11.0
부채비율	142.7	160.6	151.8	138.2	122.3
순차입금비용	1.9	-4.9	-8.3	-14.9	-23.8
이자보상배율(현금)	-2.1	1.5	7.4	12.9	17.6
총자입금	4,242.0	4,014.0	4,014.0	4,014.0	4,014.0
순이자입금	230.2	-608.2	-1,100.5	-2,214.5	-4,046.6
NOPLAT	65.6	754.2	1,927.7	2,988.3	3,906.7
FCF	-152.2	-4,184.5	512.5	1,311.4	2,181.6

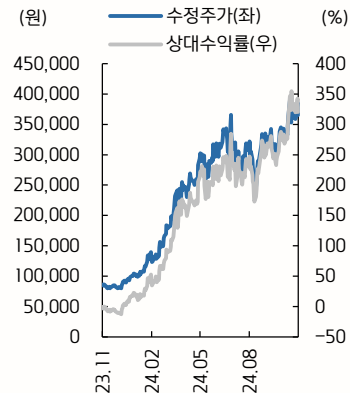
BUY (Maintain)

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

HD현대일렉트릭(267260): 북미의 변압기 수요 강세 지속

주가(11/26): 365,000원/TP: 480,000원

KOSPI (11/26)	2,520.36pt
시가총액	13조
52주 주가동향	최고가 390,000원 최저가 80,000원
최고/최저가대비	-6.4% 356.3%
주가수익률	절대 상대
1M	5.8% 8.4%
6M	24.4% 34.4%
1Y	324.4% 320.3%
발행주식수	36,047천주
일평균 거래량(3M)	380천주
외국인 지분율	36.2%
배당수익률(2024E)	0.3%
BPS(2024E)	43,163원
주요 주주	에이치디현대 외 4인 38.9%



◎ 북미 지역의 점진적인 매출 비중 상승에 따라 실적 개선 기대

- 동사의 수주잔고 내 북미 지역의 비중은 60%로 추정. 3Q24 기준 북미 지역의 매출 비중은 36% 수준으로 파악. 북미 지역의 매출 비중은 점진적인 우상향 흐름을 보일 것으로 판단
- 북미 지역의 수익성이 매우 높은 것으로 추정되기 때문에 북미 지역의 매출 비중 상승에 따라 수익성은 지속적으로 개선될 것으로 기대
- 북미 지역의 변압기 초과 수요로 수주 단가 상승세 지속. 중동, 유럽 지역에서도 점차 수주 단가 상승 중

◎ 미국의 신재생에너지 투자 지속, AI 데이터센터 증가로 전력 수요 급증

- 미국에서 태양광, 풍력 등을 활용한 신재생에너지의 투자는 지속적으로 증가할 것으로 전망. AI 데이터센터의 증설에 전력 수요 급증으로 변압기 수요 강세는 당분간 유지될 것으로 판단
- 글로벌 업체들의 증설에도 불구하고 북미의 변압기 수급 불균형 해소는 어려운 상황

◎ 투자 의견 BUY, 목표주가 480,000원 유지

- 북미 매출 비중 확대에 따른 실적 개선과 초고압변압기 초과 수요 지속에 업종 Top Pick 제시

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,104.5	2,702.8	3,488.8	4,127.1	4,714.0
영업이익	133.0	315.2	739.9	969.8	1,192.6
EBITDA	179.9	367.6	802.0	1,030.7	1,252.4
세전이익	163.9	310.5	725.3	967.1	1,207.4
순이익	162.0	259.5	556.4	744.7	929.7
지배주주지분순이익	162.5	259.2	557.5	745.4	930.6
EPS(원)	4,508	7,189	15,466	20,679	25,816
증감률(% YoY)	흑전	59.5	115.1	33.7	24.8
PER(배)	9.4	11.4	22.3	16.7	13.4
PBR(배)	1.86	2.83	7.99	5.52	3.97
EV/EBITDA(배)	10.8	9.6	15.7	11.8	9.3
영업이익률(%)	6.3	11.7	21.2	23.5	25.3
ROE(%)	22.1	27.7	42.8	39.2	34.6
순차입금비율(%)	48.5	51.3	11.6	-10.4	-26.9

자료: 키움증권 리서치

HD현대일렉트릭(267260) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,104.5	2,702.8	3,488.8	4,127.1	4,714.0
매출원가	1,768.2	2,092.4	2,400.0	2,755.0	3,082.2
매출총이익	336.3	610.4	1,088.8	1,372.0	1,631.7
판매비	203.3	295.2	348.9	402.2	439.1
영업이익	133.0	315.2	739.9	969.8	1,192.6
EBITDA	179.9	367.6	802.0	1,030.7	1,252.4
영업외손익	30.9	-4.7	-14.6	-2.7	14.8
이자수익	3.6	5.8	16.1	28.0	45.5
이자비용	24.3	39.2	39.2	39.2	39.2
외환관련이익	86.1	53.4	45.5	45.5	45.5
외환관련손실	86.7	51.5	38.7	38.7	38.7
총속 및 관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	52.3	26.9	1.8	1.8	1.8
법인세차감전이익	163.9	310.5	725.3	967.1	1,207.4
법인세비용	1.9	51.1	168.9	222.4	277.7
계속사업손익	162.0	259.5	556.4	744.7	929.7
당기순이익	162.0	259.5	556.4	744.7	929.7
지배주주순이익	162.5	259.2	557.5	745.4	930.6
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	16.5	28.4	29.1	18.3	14.2
영업이익 증감률	1,266.0	137.0	134.7	31.1	23.0
EBITDA 증감률	242.3	104.3	118.2	28.5	21.5
지배주주순이익의 증감률	흑전	59.5	115.1	33.7	24.8
EPS 증감률	흑전	59.5	115.1	33.7	24.8
매출총이익률(%)	16.0	22.6	31.2	33.2	34.6
영업이익률(%)	6.3	11.7	21.2	23.5	25.3
EBITDA Margin(%)	8.5	13.6	23.0	25.0	26.6
지배주주순이익률(%)	7.7	9.6	16.0	18.1	19.7

현금흐름표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-124.1	-22.4	467.4	521.7	716.8
당기순이익	162.0	259.5	556.4	744.7	929.7
비현금항목의 가감	81.4	106.7	257.5	297.9	334.6
유형자산감가상각비	40.7	44.4	53.5	53.5	53.5
무형자산감가상각비	6.2	8.0	8.6	7.4	6.4
자본법평가손익	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
기타	34.5	54.3	195.5	237.1	274.8
영업활동자산부채증감	-347.4	-346.7	-154.5	-287.2	-276.1
매출채권및기타채권의감소	-35.5	-142.9	-191.8	-155.7	-143.2
재고자산의감소	-264.0	-219.9	-11.0	-157.5	-144.8
매입채무및기타채무의증가	56.0	23.5	101.0	89.2	87.8
기타	-103.9	-7.4	-52.7	-63.2	-75.9
기타현금흐름	-20.1	-41.9	-192.0	-233.7	-271.4
투자활동 현금흐름	-57.6	-93.3	-55.8	-55.9	-56.0
유형자산의 취득	-33.3	-75.4	-53.4	-53.4	-53.4
유형자산의 처분	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 취득	-7.8	-13.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.9	-2.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-1.5	-1.6	-1.7	-1.8	-1.9
기타	-16.2	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7
재무활동 현금흐름	-1.9	118.2	-49.3	-49.3	-49.3
차입금의 증가(감소)	7.8	149.5	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	-18.0	-36.0	-36.0	-36.0
기타	-9.7	-13.3	-13.3	-13.3	-13.3
기타현금흐름	1.6	0.9	-3.1	-3.1	-3.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-182.1	3.4	359.3	413.5	608.4
기초현금 및 현금성자산	354.8	172.7	176.1	535.4	948.8
기말현금 및 현금성자산	172.7	176.1	535.4	948.8	1,557.3

자료: 키움증권 리서치

재무상태표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유지자산	1,548.3	1,973.0	2,589.3	3,381.0	4,355.2
현금 및 현금성자산	172.7	176.1	535.4	948.8	1,557.3
단기금융자산	22.9	24.5	26.2	28.0	29.9
매출채권 및 기타채권	505.5	659.4	851.2	1,006.9	1,150.1
재고자산	627.8	849.7	860.7	1,018.2	1,163.0
기타유동자산	219.4	263.3	315.8	379.1	454.9
비유동자산	886.7	937.2	928.5	920.9	914.4
투자자산	5.2	7.4	7.4	7.3	7.2
유형자산	536.9	624.3	624.2	624.2	624.1
무형자산	65.5	70.0	61.4	54.0	47.6
기타비유동자산	279.1	235.5	235.5	235.4	235.5
자산총계	2,435.0	2,910.2	3,517.8	4,301.9	5,269.7
유동부채	1,411.1	1,497.4	1,598.4	1,687.6	1,775.4
매입채무 및 기타채무	365.9	405.3	506.2	595.4	683.2
단기금융부채	465.4	451.9	451.9	451.9	451.9
기타유동부채	579.8	640.2	640.3	640.3	640.3
비유동부채	192.7	355.7	355.7	355.7	355.7
장기금융부채	133.3	290.8	290.8	290.8	290.8
기타비유동부채	59.4	64.9	64.9	64.9	64.9
부채총계	1,603.9	1,853.1	1,954.1	2,043.3	2,131.1
자본	822.6	1,048.1	1,555.9	2,251.6	3,132.5
자본금	180.2	180.2	180.2	180.2	180.2
자본잉여금	401.8	401.8	401.8	401.8	401.8
기타자본	-15.2	-15.2	-15.2	-15.2	-15.2
기타포괄손익누계액	83.8	84.7	71.0	57.2	43.5
이익잉여금	171.9	396.6	918.1	1,627.5	2,522.1
비지배지분	8.6	8.9	7.8	7.0	6.1
자본총계	831.2	1,057.0	1,563.7	2,258.6	3,138.6

투자지표 (단위: 원 배, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,508	7,189	15,466	20,679	25,816
BPS	22,820	29,077	43,163	62,463	86,899
CFPS	6,754	10,158	22,577	28,922	35,073
DPS	500	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	9.4	11.4	22.3	16.7	13.4
PER(최고)	9.9	12.6	24.2		
PER(최저)	3.5	5.0	5.1		
PBR	1.86	2.83	7.99	5.52	3.97
PBR(최고)	1.95	3.12	8.68		
PBR(최저)	0.69	1.23	1.84		
PSR	0.73	1.10	3.56	3.01	2.64
PCFR	6.3	8.1	15.3	11.9	9.8
EV/EBITDA	10.8	9.6	15.7	11.8	9.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	11.1	13.9	6.5	4.8	3.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.2	1.2	0.3	0.3	0.3
ROA	7.0	9.7	17.3	19.0	19.4
ROE	22.1	27.7	42.8	39.2	34.6
ROIC	15.8	23.2	36.7	42.5	45.2
매출채권회전율	4.4	4.6	4.6	4.4	4.4
재고자산회전율	4.3	3.7	4.1	4.4	4.3
부채비율	193.0	175.3	125.0	90.5	67.9
순차입금비용	48.5	51.3	11.6	-10.4	-26.9
이자보상배율(현금)	5.5	8.0	18.9	24.7	30.4
총자입금	598.7	742.7	742.7	742.7	742.7
순자입금	403.1	542.1	181.1	-234.2	-844.5
NOPLAT	179.9	367.6	802.0	1,030.7	1,252.4
FCF	-204.8	-86.9	421.8	467.0	648.6

투자의견 변동내역 및

목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- ▶ 당사는 11월 26일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ “이턴 코퍼레이션” 종목은 11월 25일 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 초과수익 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 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

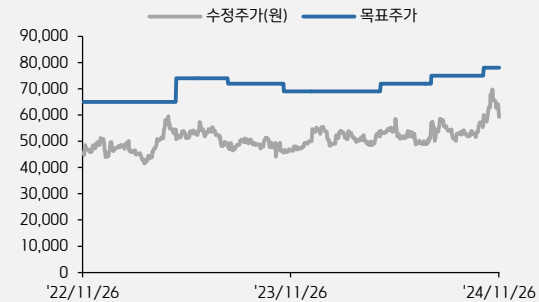
투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
한국항공우주 (047810)	2023-01-13	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-25.81	-22.77
	2023-02-15	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-28.42	-21.69
	2023-04-10	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-25.40	-8.46
	2023-05-09	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-29.02	-22.57
	2023-08-08	Buy(Maintain)	72,000원	6개월	-32.28	-28.61
	2023-11-14	Buy(Maintain)	69,000원	6개월	-32.76	-31.88
	2023-11-30	Buy(Maintain)	69,000원	6개월	-27.65	-19.57
	2024-02-13	Buy(Maintain)	69,000원	6개월	-26.84	-19.57
	2024-04-19	Buy(Maintain)	69,000원	6개월	-26.73	-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		

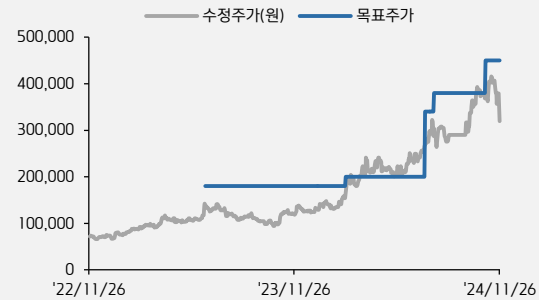
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
*담당자 변경 한화에어로 스페이스 (012450)	2023-06-21	Buy (Reinitiate)	180,000원	6개월	-26.88	-21.56
	2023-07-28	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-35.35	-21.56
	2023-11-30	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-34.47	-21.56
	2024-02-26	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	8.44	32.50
	2024-07-16	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-14.72	-5.15
	2024-08-01	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-16.87	3.42
	2024-11-01	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-13.50	-7.56
	2024-11-26	Buy(Maintain)	450,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

한국항공우주(047810)



한화에어로스페이스(012450)



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

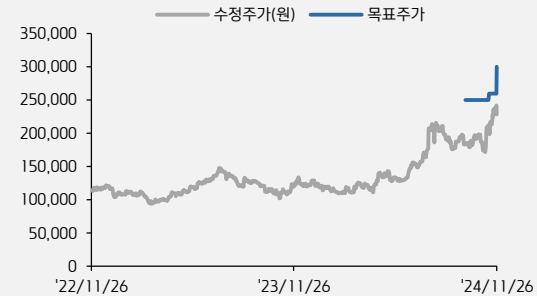
투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
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		

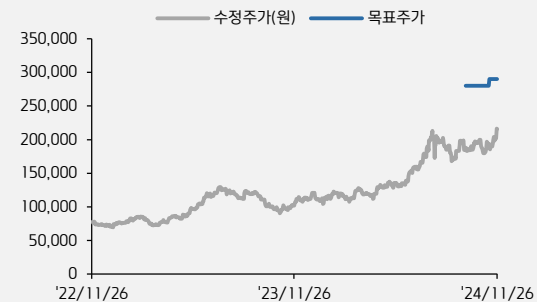
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
HD한국조선해양 (009540)	2024-09-30	Buy(Initiate)	280,000원	6개월	-32.30	-28.61
	2024-11-12	Buy(Maintain)	290,000원	6개월	-32.22	-25.34
	2024-11-26	Buy(Maintain)	290,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

HD현대중공업(329180)



HD한국조선해양(009540)



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
HD현대일렉트릭 (267260)	2023-11-30	Buy(Initiate)	110,000원	6개월	-23.14	-15.55
	2024-01-15	Buy(Maintain)	120,000원	6개월	0.95	38.75
	2024-03-25	Buy(Maintain)	210,000원	6개월	-0.88	16.19
	2024-04-24	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-4.87	15.33
	2024-07-24	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-32.33	-18.78
	2024-10-28	Buy(Maintain)	480,000원	6개월	-26.52	-18.75
	2024-11-26	Buy(Maintain)	480,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

HD현대일렉트릭(267260)

