

2025년 05월 27일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 조선/기계/방산 Overweight(Maintain)

2025 하반기 전망: 아직도 보여줄 게 많다

조선/기계/방산/항공우주 이한결

gksruf9212@kiwoom.com



Contents

I. Summary	p.03
II. 러-우 종전 시 예상되는 수혜	p.05
III. 2H25 방위산업 전망	p.19
IV. 2H25 조선 전망	p.29
V. 2H25 건설기계 전망	p.40
VI. 2H25 전력기기 전망	P.49
VII. 기업분석	P.60

- 현대로템(064350)
- 한화에어로스페이스(012450)
- HD현대미포(010620)
- 삼성중공업(010140)
- 두산밥캣(241560)
- HD현대인프라코어(042670)



I. Summary



Summary

>>> 방산: 러-우 종전 시 유럽 지역에서 수출 기회 확대 전망, 중동/아-태 지역에서도 수주 기대

- 현 상황에서 러-우 종전 시 EU+우크라이나 vs 러시아 구도 유력, 러시아 군사력 감안 시 유럽의 재무장 과정에서 사업 기회 확대
- 일부 국내 업체들의 경우 유럽 국가와 협력하여 현지 생산 거점 확보하며 유럽 지역 내 방산 수요 확대에 따른 수혜 전망
- 유럽 지역 이 외에도 중동/아시아태평양 지역에서 대규모 노후 무기 교체 수요에 힘입어 다양한 수주 파이프라인 발굴 기대

>>> 조선: 친환경 선대 전환 및 중국 조선업 제재로 견조한 업황에 미 군함 사업 모멘텀까지

- IMO의 탄소세 부과에 따른 친환경 선대 전환 가속화, 미국의 중국 조선업 제재, LNG운반선 발주 확대로 양질의 신조 수주 기대
- 미국의 중국 조선업 견제와 자국 조선업 재건 과정에서 동맹국으로서 국내 조선사에 미 군함 및 상선 사업 기회가 열릴 것
- 러-우 종전 시 러시아가 운영하던 그림자 선대 해체되며 Aframax, MR탱커의 발주 확대되며 국내 조선사 수혜 전망

>>> 건설기계/전력기기: 러-우 종전 시 재건 수혜 기대감 유효, 하반기 전력기기 수요 강세 전망

- 글로벌 매크로 불확실성 및 고금리&강달러 지속에 건설기계 수요 부진 지속, 하반기 불확실성 완화에 따른 업황 회복 기대
- 러-우 종전 시 우크라이나 재건 사업 추진에 따른 수혜 기대, 전쟁 장기화에 피해 규모 확대 영향으로 재건 사업 규모 상승 전망
- 러시아에 대한 경제 제재 조치가 해제된다면 약 5만대 규모로 추정되는 러시아 건설장비 시장 진출 재개에 따른 수혜 발생
- 연초 상호 관세 불확실성에도 불구하고 미국의 전력기기 수급 불균형에 따른 수요 강세가 이어지며 실적과 수주 성장세 지속
- AI 데이터센터 투자 확대에 따른 전력 수요 상승 기조 유효, 관세 영향에도 전력기기 업체들의 업황에 대한 자신감 표출에 주목

>>> Top-pick: 현대로템, HD현대미포, 두산밥캣

관심종목: 한화에어로스페이스, 삼성중공업, HD현대인프라코어

II. 러-우 종전 시 예상되는 수혜

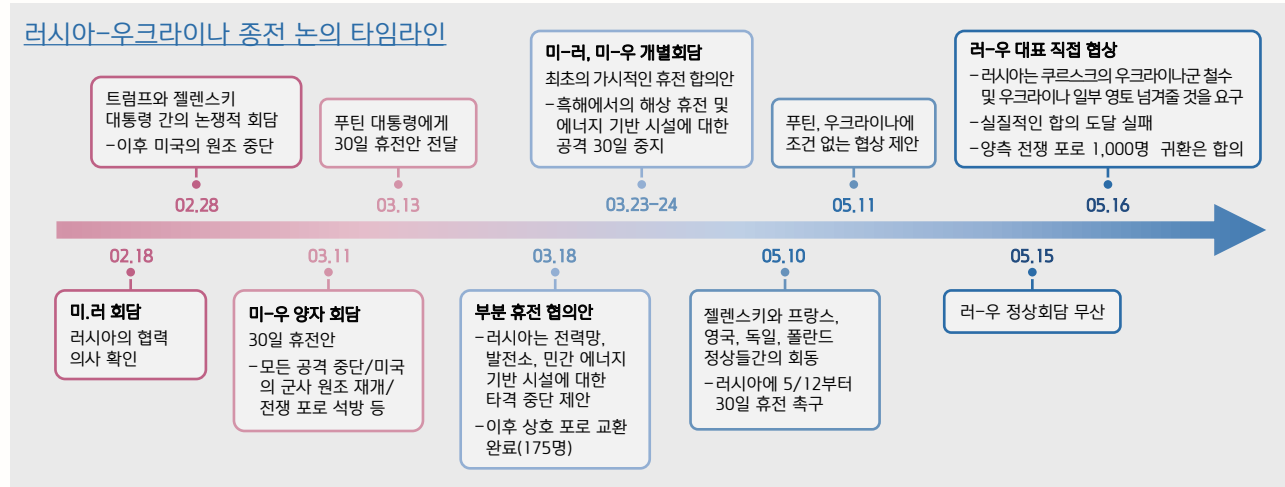


트럼프 대통령 당선 이후 러-우 평화 협상 추진

◎ 트럼프 대통령 당선 이후 러-우 전쟁 종전 협상 본격화

- 트럼프 대통령은 대선 당시 러-우 전쟁의 즉각적인 종전을 공약으로 내세움
 - 당선 직후 러시아의 푸틴 대통령과 통화 이후 러-우 종전 협상 본격적으로 추진
 - 미국은 러시아와 우크라이나 각각의 정상과 회담을 통해 종전 협상을 조율 중
- 다만, 러시아와 우크라이나의 종전에 대한 상반된 입장이 쉽게 좁혀지지 않는 상황
 - 러시아는 우크라이나의 중립화, 점령지에 대한 영토 인정 등을 요구하며 협상에 소극적
 - 우크라이나도 트럼프 대통령과의 회담에서 미국의 강력한 안보 보장을 요구하며 갈등
- 현재 미국과 우크라이나는 30일간의 임시 휴전안을 제안하였지만 보류 상태
 - 이스탄불에서 러-우 대표가 직접 회담을 진행하며 대규모 포로 교환에 합의하는 소기의 성과 달성

러시아-우크라이나 종전 논의 타임라인



자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

중전을 둘러싸고 러-우 이견 지속

◎ 양국의 평화 협상에 대한 입장 차이에 종전 이후에도 갈등 장기화될 것으로 전망

- 영국의 싱크탱크 Chatham House의 'John Lough'는 지난해 10월 4가지 종전 시나리오를 제시
 - 1) 전쟁 장기화 2) 동결된 갈등 3) 우크라이나의 승전 4) 우크라이나의 패배
 - '동결된 갈등'은 전선이 현재 상황에서 고착화되어 공식적인 평화 협정 없이 휴전하는 시나리오
- 22년 2월 24일 러시아의 침공 이후 3년 간의 전쟁 장기화로 양측의 사상자는 100만명을 넘어가며 휴전 가능성이 높은 상황
- 점령지 문제, NATO의 개입 여부 등 러-우간 입장 차이를 감안하면 '동결된 갈등'의 시나리오 우세
- 휴전 이후에도 국경이 불안정하여 충돌 재개 가능성이 높기 때문에 군사력 재정비 등 필요

러시아와 우크라이나의 종전 관련 입장 차이

구분	러시아	우크라이나
점령지 및 주요 분쟁 지역	<ul style="list-style-type: none"> • 돈바스 지역(도네츠크주, 루한스크주), 자포리자주, 헤르손주 • 마리오폴 	<ul style="list-style-type: none"> • 2024년 8월, 러시아 본토 쿠르스크 지역 기습공격 <ul style="list-style-type: none"> - 러시아가 북한군 투입해 2025년 4월 재탈환 • 2025년 3월, 러시아 본토 벨고로드 내 6개 지역 공격
사상자 수	사상자 약 70~80만명 이상(사망자수는 14만명~16만명 정도로 추정)	사상자 약 50만명(사망자수는 5만~10만명으로 추정)
종전 협상 요구 조건	<ul style="list-style-type: none"> - 러시아가 점령 선포한 4개 주(루한스크, 도네츠크, 자포리자, 헤르손) 전체에서 군대 철수하고, 해당 지역을 러시아 영토로 공식 인정 - 우크라이나의 나토 가입 포기 및 군사력 축소와 서방의 군사 지원 중단 - 서방의 대러시아 경제 제재 해제 	<ul style="list-style-type: none"> - 우크라이나의 종전 협상 참여 - 즉각적인 포로 석방 - 우크라이나의 NATO 가입 - 주요 국가들과의 안보 협정 확대 - 자주적이고 강력한 유럽 안보
협상 태도	<ul style="list-style-type: none"> - 강경한 태도로 요구 조건 고수 - 휴전 자체보다는 자국의 영향력 확대와 근본적 갈등 원인 제거에 중점 - 휴전안에 대해 신중한 입장. 서방의 군사지원 확대 및 우크라이나의 재무장 가능성에 대한 강한 우려 표명 	<ul style="list-style-type: none"> - 궁극적으로 영토 회복 및 안보 보장이 목표 - 휴전을 통해 민간 피해 복구, 주요 인프라 보호, 군사적 안정 확보라는 세 가지 목표를 동시에 달성할 수 있는 상황 전환을 기대 - 미국의 군사 지원 재개 및 정보 공유의 지속적 확보에 중점

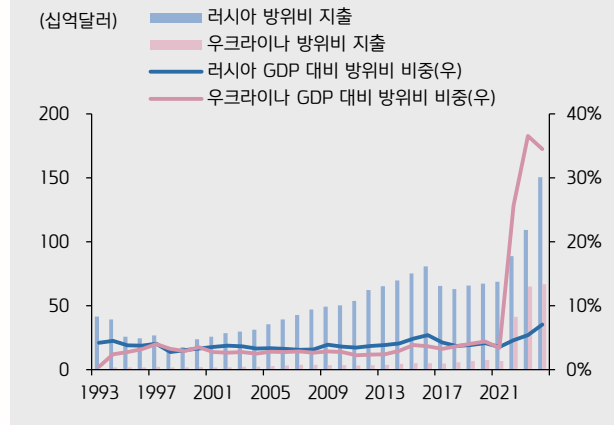
자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

방산: 러-우 중전 이후에도 방위비 지출은 지속될 것

◎ 전쟁 기간 러시아와 우크라이나의 방위비 지출 대폭 확대

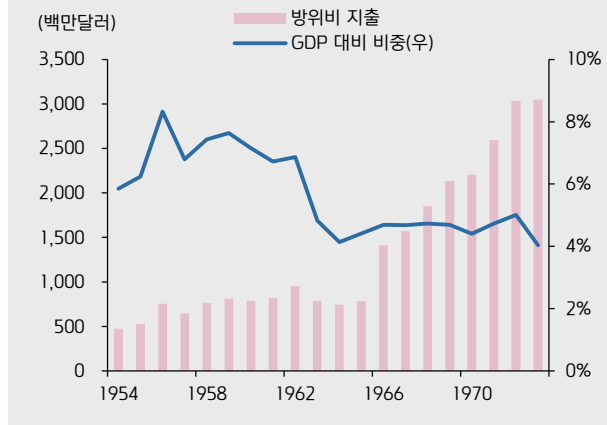
- 22년 러시아와 우크라이나간 전면전 발생 이후 양국의 방위비 지출은 큰 폭으로 상승
 - 러시아는 24년 약 1,500억달러 방위비 지출, 이는 21년 대비 119% 증가한 수준
 - GDP 대비 방위비 지출 비중도 7%로 전쟁 발발 이전 20년간 평균 3.8%를 크게 상회
 - 우크라이나 역시 24년 전면전 발생 직전 대비 약 10배 가까이 늘어난 667억달러 방위비 지출
- 한국전쟁 휴전 이후 한국은 10년간 평균 GDP 대비 6.8%의 방위비를 지출
 - 러시아와 우크라이나 역시 휴전 이후에도 갈등 상황이 지속적으로 유발될 가능성이 높다고 판단
 - 휴전 이후 전력 보강 과정에서 한동안 GDP 대비 높은 수준의 방위비 지출이 요구될 것으로 전망

러시아와 우크라이나의 방위비 지출 추이



자료: SIPRI, 키움증권 리서치센터

한국전쟁 이후 20년간 한국의 방위비 지출



자료: SIPRI, 키움증권 리서치센터

방산: 종전 이후 시작될 무기 축적 사이클

◎ 러시아와 우크라이나가 현재 기준으로 휴전할 경우 국경선은 1,200km 예상

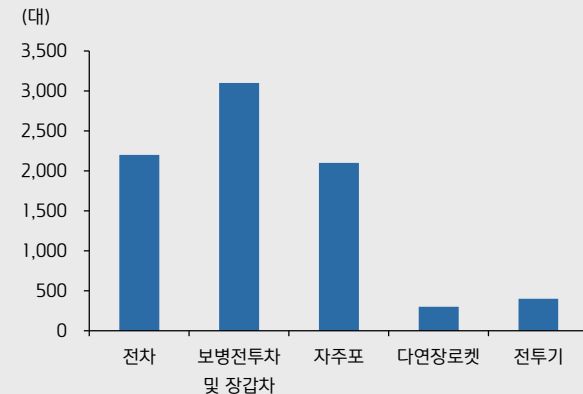
- 5.24일 기준 러시아군은 루한스크주, 도네츠크주, 자포리자주, 헤르손주의 상당 부분을 점령 중
 - 돈바스 지역(루한스크는 95% 이상, 도네츠크도 75~80% 점령)은 실질적으로 러시아가 지배
 - 자포리자주, 헤르손주도 일부 지역에 대한 점령을 유지하고 있음
 - 반면, 키이우, 체르니히우 등 지역은 우크라이나가 수복하여 러시아군 철수
- 현재 상황에서 휴전이 이루어진다면 도네츠크-자포리자-헤르손 지역을 따라 군사 경계선 형성 예상
- 한국과 북한의 군사 경계선은 약 250km
 - 한국은 현재 약 2,200대의 전차와 2,100문의 자주포, 300여대의 다연장로켓, 400대의 전투기 보유

러시아와 우크라이나의 국경 분쟁 현황



자료: ISW, 키움증권 리서치센터

한국의 무기 보유 현황



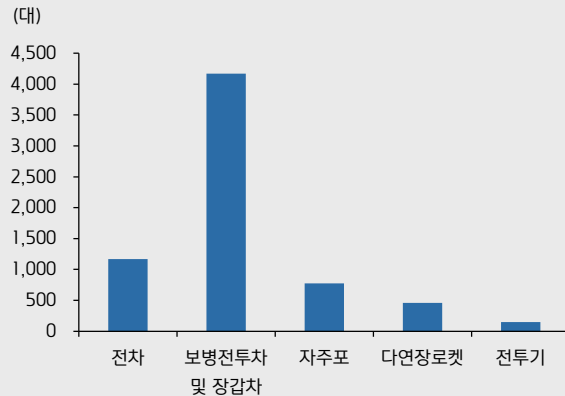
자료: 언론 보도, 국방백서, IISS, 키움증권 리서치센터

방산: 종전 이후 시작될 무기 축적 사이클

◎ 27년 러시아군의 예상 무기 보유량은 현재 우크라이나군의 약 3배 규모로 예상

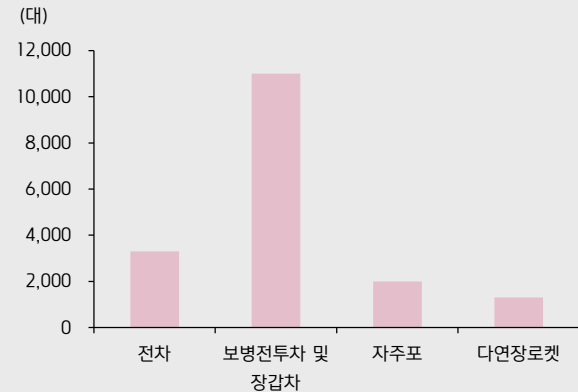
- 국제전략연구소(IISS)는 러-우 전쟁 기간 방산 투자로 러시아의 방산 물자 생산 능력이 확대되었을 것으로 추정
 - 24년 11월 기준 러시아군은 전차 2,900여대, IFV/장갑차 9,840대, 자주포 1,800문, 다연장로켓 1,200대 보유
 - 전쟁 기간을 거치며 향상된 러시아의 방산 생산 능력 및 국외 구매 여건 고려할 때,
27년 러시아군은 전차 3,300대, IFV/장갑차 11,000대, 자주포 2,000문, 다연장로켓 2,000대 보유할 것으로 예상
- 이는 우크라이나군이 현재 보유하고 있는 전력의 약 3배 규모
 - 현재 약 1,000~1,200대의 전차, IFV/장갑차 2,000여대, 자주포 800문, 다연장로켓 150~200대를 보유
- 러시아에 대응하여 우크라이나군 전력 확충 필요, 우크라이나의 가장 큰 무기 수입국은 1) 미국, 2) 독일, 3) 폴란드
 - 향후 폴란드 내 생산 거점을 활용하여 현대로템, 한화에어로스페이스의 우크라이나 방산 시장 진출 기대

우크라이나의 무기 보유 현황



자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

러시아의 27년 예상 무기 보유 추정치



자료: IISS, 키움증권 리서치센터

방산: 우크라이나+EU vs 러시아의 구도 유력

◎ 우크라이나를 둘러싸고 EU와 러시아 간 긴장감 고조

- 러시아의 군사 행동과 트럼프 당선 이후 미국의 독자적인 안보 노선에 유럽의 군사적 불안감 증가
 - EU 회원국의 24년 방위비 지출은 약 3,260억 유로(yoy +17%)로 EU 지역의 GDP 대비 1.9% 수준
 - EU는 최대 1,500억 유로 규모의 국방 투자 대출을 제공하는 대대적인 재무장 계획 발표
 - 2030년까지 전력 증강을 목표로 무기 체계 현대화 및 재고 확보, EU 지역 내 방위 산업 육성을 위한 지원 확대
 - 25년까지 탄약 2백만 발 공급, EU-우크라이나간 방위 산업 연계 등 우크라이나에 대한 지원 강화
- 특히, 러시아와 상대적으로 가까운 동, 북유럽 지역의 국가들의 방위비 지출 확대 움직임이 두드러지고 있음
 - 독일은 군 현대화를 목표로 지난 3월 1,000억 유로의 특별 기금 조성
 - 폴란드, 덴마크, 루마니아, 리투아니아, 에스토니아 등 동/북유럽 국가들은 방위비 지출을 GDP 대비 3~5%까지 확대 계획

유럽의 대대적인 재무장 추진

국가	24년 방위비 지출	GDP 대비 비중	주요 내용
독일	885억달러	2.1%	1,000억 유로의 군 현대화 특별 기금 조성 2032년까지 방위비를 GDP의 5%까지 확대 목표
영국	818억달러	2.3%	27년까지 방위비 지출을 GDP의 2.5%까지 확대 예정 국방 전략 검토를 통해 국내 방위군 창설 등 구조 개편 추진
프랑스	647억달러	2.1%	2024~2030년 군사계획법에 기반해 방위비 지출 확대 계획
폴란드	380억달러	4.2%	25년 방위비 지출을 GDP의 4.7%까지 확대 예정 미국과 한국과 협력하여 대규모 무기 도입 및 군 현대화 추진
스웨덴	120억달러	2.0%	28년까지 방위비 지출을 GDP의 2.6%까지 확대 예정
덴마크	99억달러	2.4%	25년 방위비 지출을 GDP의 3%로 확대 예정 25~26년 방위비 추가 지출을 위한 70억달러 규모의 기금 신설 계획
루마니아	87억달러	2.3%	방위비 지출을 GDP의 3.5%까지 확대 계획
리투아니아	26억달러	3.1%	25년 방위비 지출을 GDP의 3.9%까지 확대 독일과 협력하여 155mm 포탄 생산 공장 설립

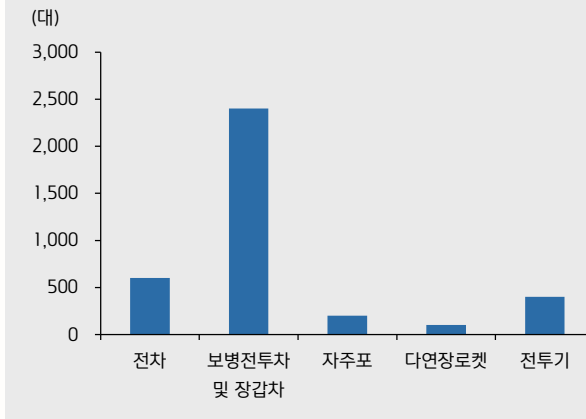
자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

방산: 우크라이나+EU vs 러시아의 구도 유력

◎ 미국의 안보 동맹 이탈로 EU 지역의 군사 부담 확대

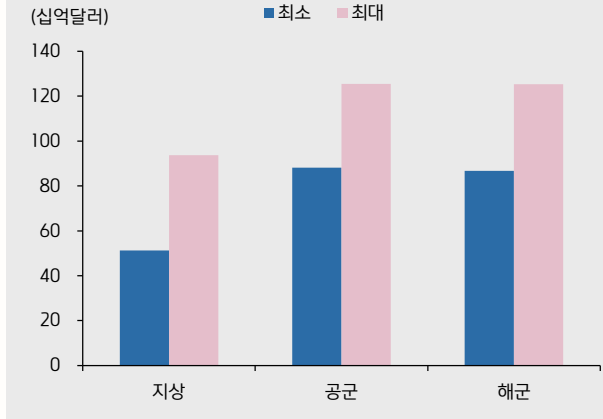
- 트럼프 대통령 당선 이후 미국은 유럽(우크라이나), 중동 지역에서 자국의 파견군 규모를 감축 시킬 것을 예고
 - 트럼프 대통령은 안보에 대한 책임 강화를 위해 지속적으로 NATO 국가들에게 방위비 지출 확대를 요구
- 국제전략연구소(IISS)는 미군 일부가 EU 지역에서 철수할 경우 전력 공백을 메우기 위해 대규모 비용이 필요할 것으로 추정
 - 미군 철수 시 전차 600대, IFV/장갑차 2,400대, 자주포 200문, 다연장로켓 100대, 전투기 400대가 추가적으로 필요
 - 무기 체계별 도입 비용을 고려할 때 최소 226억달러에서 최대 344억달러가 지출될 것으로 전망
- 한국은 최근 NATO의 중요한 안보 동맹 파트너로 부각
 - EU 지역의 역내 무기 도입 비용과 전력화 시기를 고려할 때 국내 방산 업체의 무기 체계에 대한 관심도 증가 전망

미국의 전력 공백을 메우기 위한 무기 수요



자료: IISS, 키움증권 리서치센터

전력체계별 무기 도입 비용 추정



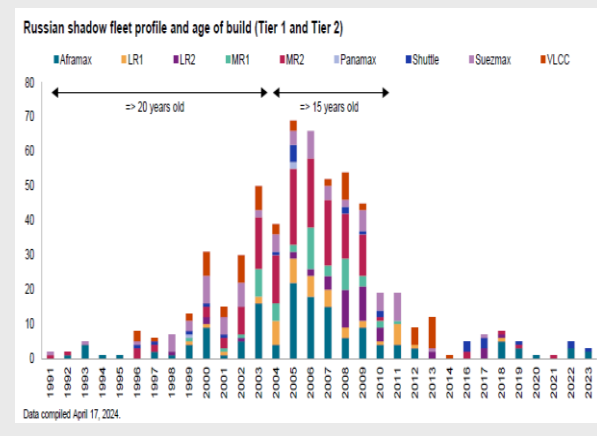
자료: IISS, 키움증권 리서치센터

조선: 러시아 제재 해제 시 그림자 선대 해체 전망

◎ 러시아와 우크라이나 평화 협상 완료 시 경제 제재 조치 해제로 그림자 선대 해체 전망

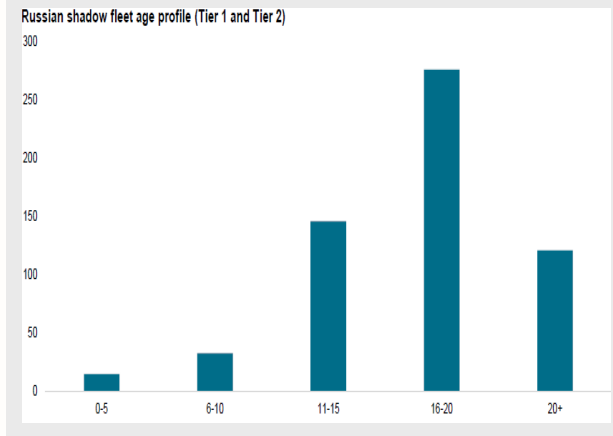
- 전쟁 발발 이후 서구권의 러시아 경제 활동 제재 영향으로 러시아는 그림자 선대 운영
 - 그림자 선대는 서구권의 제재를 피해 러시아의 정제유/원유를 수출하기 위해 구성된 비정상적 운송 네트워크
 - 주로 선령이 15~25년의 노후선으로 선박 보험에도 가입되어 있지 않아 정상적인 운영이 불가능한 선대
 - 러시아의 경제 제재가 해제된 이후 그림자 선대의 효용도 감소하여 선대 해체 후 폐선으로 이어질 것
- 그림자 선대는 약 591척으로, 그 중 MR 탱커의 비중이 가장 높은 것으로 추정
 - MR탱커 다음으로 높은 비중을 차지하는 것은 Aframax급 탱커
 - 선령 15년 이상의 노후 선박의 비중은 약 67% 추정

그림자 선대의 구성



자료: S&P Global Market Intelligence, 키움증권 리서치센터

그림자 선대의 연령대별 분포

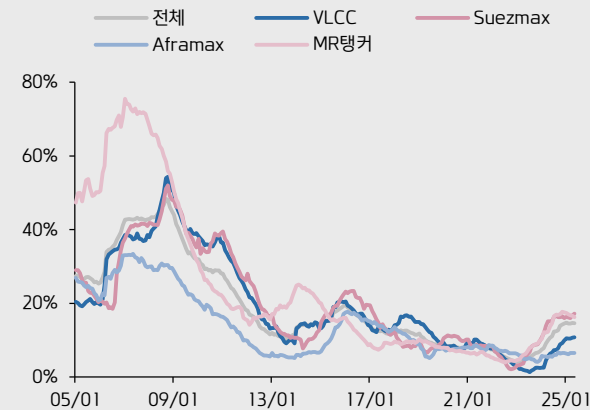


자료: S&P Global Market Intelligence, 키움증권 리서치센터

조선: 그림자 선대 해체로 탱커 발주 증가 기대

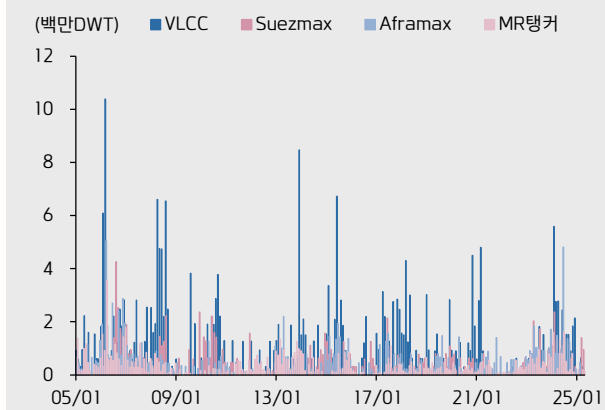
- ◎ 탱커의 경우 여전히 다른 선종 대비 낮은 수주잔고 비중 유지, 그림자 선대 해체에 따른 발주 확대 예상
- 탱커의 선복량 대비 수주잔고 비중은 7~17%으로 LNG선 46%, LPG선 41%, 컨테이너선 30% 대비 여전히 낮은 수준
 - VLCC 11%, Suezmax급 17%, Aframax급 7%, MR탱커 16%
 - 25년 4월 누적 기준 신조 발주도 약 4백만 Dwt 규모로 지난해 동 기간 대비 82% 감소
 - 그림자 선대 해체 시 노후 탱커선의 해체와 교체 발주가 이루어지며 선대 전환에 따른 발주 확대 기대
 - 그림자 선대의 선대 구성과 탱커의 선복량 대비 수주잔고 규모를 감안 했을 때 Aframax급과 MR탱커의 발주 확대 전망
 - MR탱커 발주 확대 시 HD현대미포의 수혜 예상, Aframax급은 삼성중공업이 다수의 건조 경험 보유

탱커선 선복량 대비 수주잔고 비중



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

탱커선 신조 발주 추이



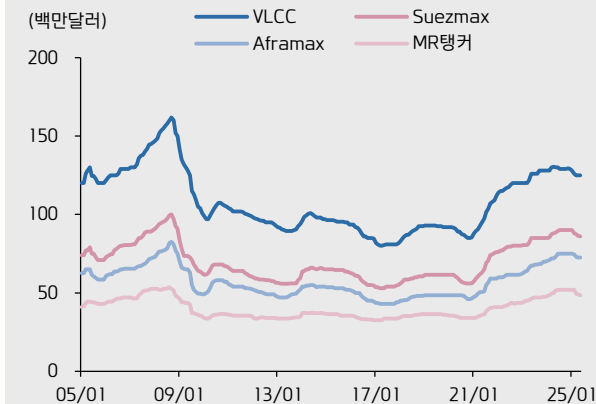
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

조선: 탱커 선가는 다시 상승 전환 예상

◎ 제한적인 수주 슬롯 확보 과정에서 탱커 선가 상승 전망

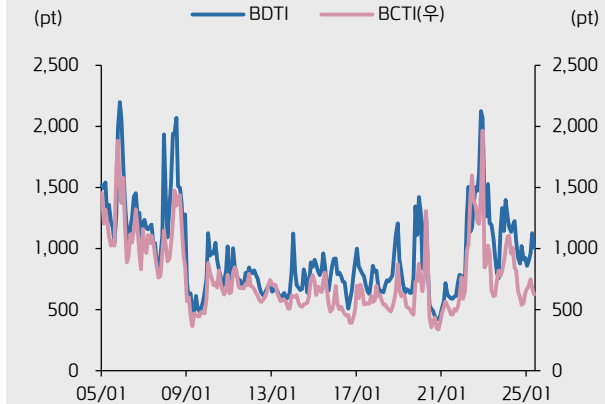
- 글로벌 조선사는 3년치 이상의 넉넉한 일감을 확보하며 제한적인 수주 슬롯만 판매 중
 - 국내 조선사는 약 3년치의 안정적인 일감을 확보하고 있어 전략적인 선별 수주 대응 입장 고수
 - 중국 조선사도 지난해 증설을 통해 27~28년 인도 슬롯을 판매하며 수주 슬롯은 제한적인 상황
- 최근, IMO의 탄소세 부과로 친환경 선대 전환 가속화 및 미국발 LNG선 발주 확대로 수주 슬롯 확보 경쟁 나타날 것
 - 탄 선종과의 슬롯 확보 경쟁 과정에서 탱커 선가 상승 전환 전망

탱커선 신조 선가 추이



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

탱커선 운임 지수 추이



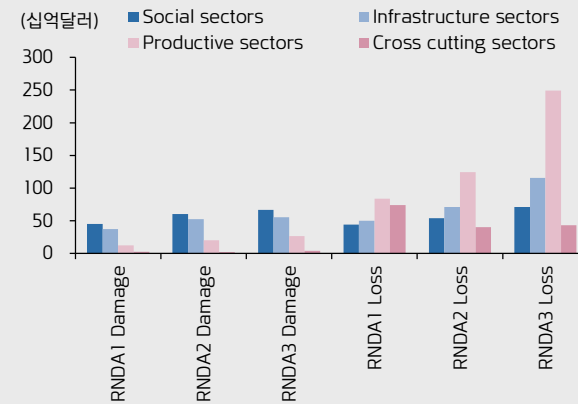
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

건설기계: 러-우 전쟁 장기화로 재건 사업 규모 확대

◎ 전쟁 장기화로 우크라이나 피해 및 손실 규모 확대와 재건 비용 상승

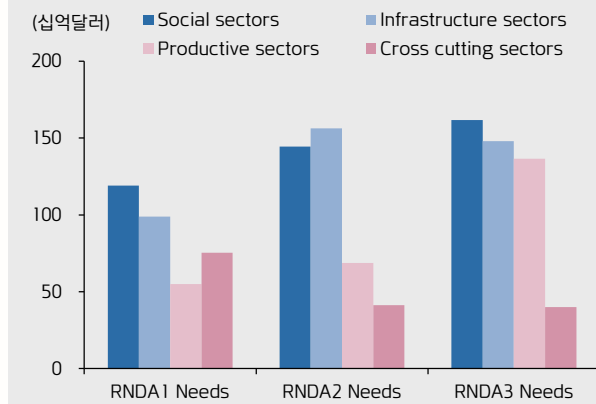
- 러-우 전쟁이 약 3년간 이어지면서 우크라이나 내부의 피해 및 손실 규모 확대
 - RDNA1은 22년 8월, RDNA2는 23년 3월, RDNA3은 24년 2월 각각 발간
 - 우크라이나의 피해 및 손실 추정 규모는 RDNA3에서 RDNA1 대비 각각 56%, 90% 확대됨
 - RDNA3 발간 이후로도 1년 이상 전쟁이 지속되어 현재 피해 및 손실 규모는 더욱 확대되었을 것으로 판단
- 피해 및 손실 규모 확대에 따라 재건에 필요한 재정 규모도 상승
 - RDNA3에서 추정한 우크라이나 재건에 필요한 금액은 4,862억달러, RDNA1 대비 40% 상승
 - 인프라 부문 재건에 1,480억달러가 필요할 것으로 추정, 전체 재건 규모의 30% 차지

전쟁 장기화에 피해 및 손실 규모 상승



자료: RDNA3, 키움증권 리서치센터

섹터별 재건 추정 금액



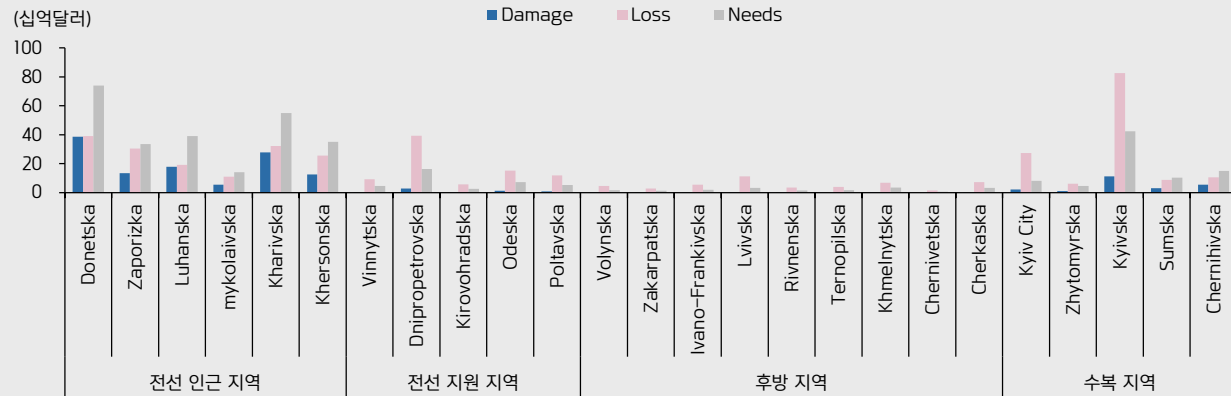
자료: RDNA3, 키움증권 리서치센터

건설기계: 전선 인근 및 수복 지역의 재건 필요

◎ 전선 인근 지역 및 수복 지역을 중심으로 재건 프로젝트 집중 예상

- 전선 인근 지역과 수복 지역에 집중적인 피해, 향후 재건 프로젝트의 중심이 될 것
 - 주요 전선이었던 도네츠크, 루한스크, 자포리자, 헤르손 등 지역의 복구에 2,506억달러 소요 예상
 - 다만, 이 지역은 대부분 현재 러시아군이 점령 중으로 종전 협상 결과에 따라 러시아 영토로 편입될 가능성 존재
- 이 외에도 키이우 등 러시아군에 점령되었던 수복 지역 재건에 808억달러의 비용이 필요할 것으로 추정

지역별 피해 규모 및 복구 추정 금액



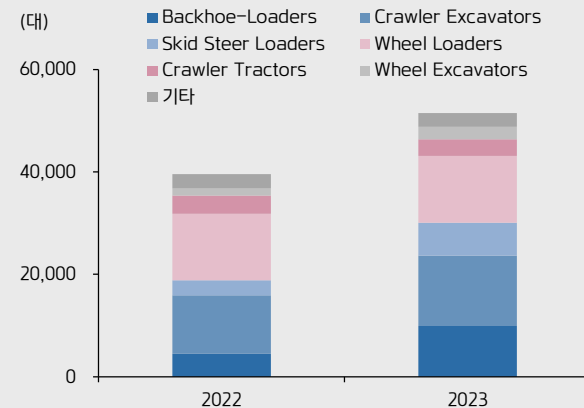
자료: RND43, 키움증권 리서치센터

건설기계: 러시아 제재 해제 시 건설장비 판매 확대 기대

◎ 러시아에 대한 경제 제재 해제 시 국내 건설장비 업체의 수혜 기대

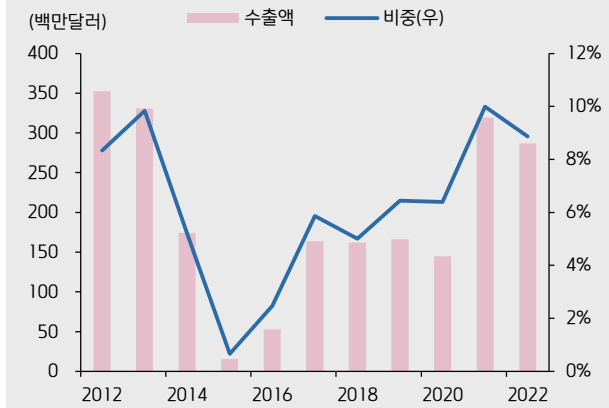
- 러시아에 대한 경제 제재가 강화되며 국내 건설장비 업체의 러시아 수출이 24년 2월부터 제한
 - 23년 러시아의 건설장비 시장은 약 5만대로 추정, 이중 굴삭기는 1.3~1.6만대 규모
 - 러시아 역시 점령지나 전선 인근 지역의 전후 재건 사업에 예상되기 때문에 건설장비 시장의 구조적인 성장 기대
- 과거 국내 건설장비 업체의 러시아 시장 점유율은 10~15%, 러시아 경제 제재 해제 시 수혜 예상
 - 러-우 전쟁 이전 러시아 시장은 전체 굴삭기 수출의 10%를 차지할 정도로 중요한 지역
 - 보수적으로 23년 수준의 시장 규모가 유지될 때, HD현대 2사 합산 약 4~5천억원 정도의 매출 확대 기대
 - 러시아 시장 내 중국 건설장비 업체의 점유율이 가파르게 상승하고 있는 점은 우려 요소이나, 국내 건설장비 업체 보다는 유럽 업체들의 타격이 더 큰 것으로 파악

러시아 건설장비 판매 대수 추이



자료: AEB, 키움증권 리서치센터

러-우 전쟁 이전 러시아향 굴삭기 수출 추이



자료: Trass, 키움증권 리서치센터

III. 2H25 방위산업 전망

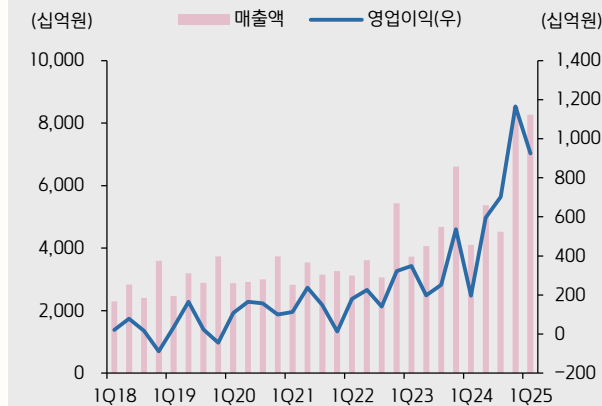


방산: 1Q25 Review

◎ 25년에도 수출 매출 확대에 따른 방산업종 실적 개선 기대감 유효

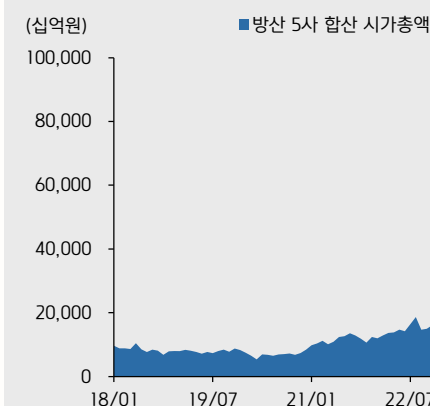
- 방산 5사의 1Q25 매출액은 전년 동기간 대비 101.7% 성장, 영업이익은 368.8% 증가하며 큰 폭의 실적 개선 지속
 - 지난 1Q24에 상대적으로 수출 비중이 낮았기 때문에 기저 영향이 컸던 것으로 판단
 - 안정적인 국내 양산 사업의 성장세로 국내 사업의 수익성도 개선되고 있는 점이 긍정적
 - 올해도 수익성이 높은 수출 비중의 확대에 힘입어 방산 업종의 실적 개선 흐름 이어질 것으로 전망
- 실적 개선 및 유럽의 재무장 움직임에 따른 모멘텀에 힘입어 방산 5사의 합산 시가총액은 연초 대비 126% 증가
 - 하반기에도 폴란드향 K2 2차 계약, 필리핀 FA-50 수출 등 해외 수주 모멘텀이 주가 상승 요인이 될 것
 - 러-우 종전 시 유럽과 우크라이나 지역의 방산 지출 확대에 따른 수혜 가능성 존재

방산 5사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

방산 5사 합산 시가총액 추이



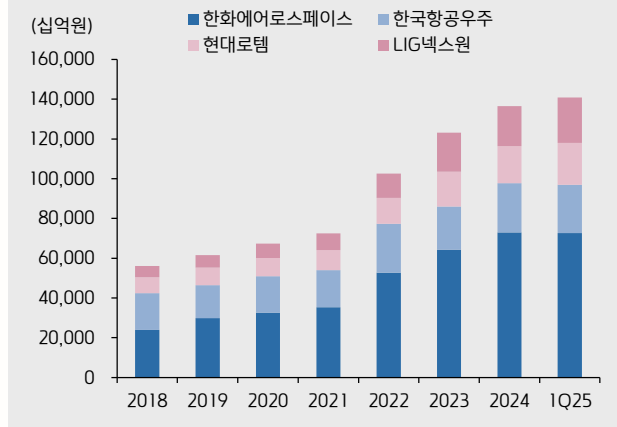
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
 주: 한화시스템은 2019년 11월 상장

방산: K-방산 관심 증가 속, 수주잔고 확대 지속 전망

◎ 하반기 폴란드 K2 2차 계약, 이라크/UAE 수리온 사업, 필리핀 FA-50 사업 등 다수의 수주 모멘텀 존재

- 1Q25 기준 방산 5사의 수주잔고는 약 140조원으로 24년말 대비 3.2% 성장
 - 신규수주는 약 13조원 달성, 하반기 기대 사업들 수주 성공 시 지난해와 비슷한 규모의 신규수주 기대
- 국내에서도 L-SAM 양산, KF-21 후속 양산 등 대규모 양산 사업 수주 이어질 것
- 방산 5사의 수주 파이프라인 감안할 때 수주잔고 성장세 지속 전망

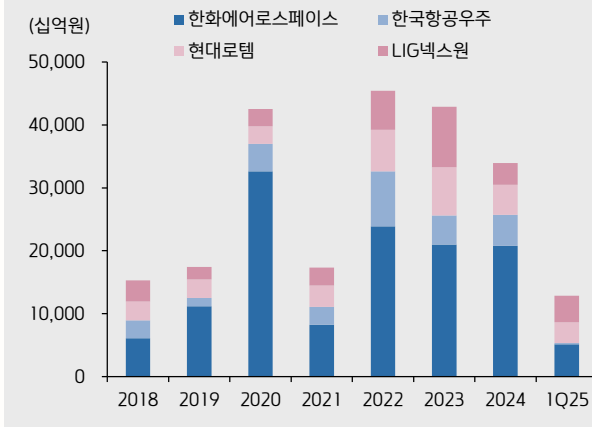
방산 5사 수주잔고 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

주: 한화시스템은 한화에어로스페이스에 포함

방산 5사 신규수주 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

주: 한화시스템은 한화에어로스페이스에 포함

방산: 25년 이후 기대 수출 파이프라인 점검

◎ 25년 해외 수출 호조 기대, 26년 이후로도 다양한 해외 사업 파이프라인이 발굴될 것

- 연내 폴란드 K2 2차 계약, UAE/이라크 수리온 사업, 필리핀 FA-50, 인도/베트남 K9 수출 사업 등 기대
- 동/북유럽, 중동, 아시아태평양, 중남미 등 다양한 지역에서 국내 방산 무기체계에 대한 관심 지속 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
 - 에스토니아, 노르웨이 등 동/북유럽 국가에서 천무 도입에 대한 관심 증가
- KF-21의 순조로운 양산 진행 중, 향후 6세대 유무인 복합 전투 체계까지 개발 로드맵 확장되며 중동 등 글로벌 관심 증가

국내 방산업체 기대 수출 파이프라인

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 20문 도입 추진
	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 300대규모의 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	필리핀	2015년 이후 1차 도입 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
현대로템	KF-21	사우디아라비아, 필리핀, 폴란드, UAE	KF-21 사업 참여 희망
	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
LIG넥스원	K2/K808	페루	군 현대화 사업의 일환으로 K2 및 K808 후속 물량 수출 계약 체결 기대
	비공	미국	미 FCT 프로그램 통과, 25년 수출 계약 체결 기대
	해궁	말레이시아	3척의 연안 초계함(LMS)에 탑재할 대공미사일로 도입 검토

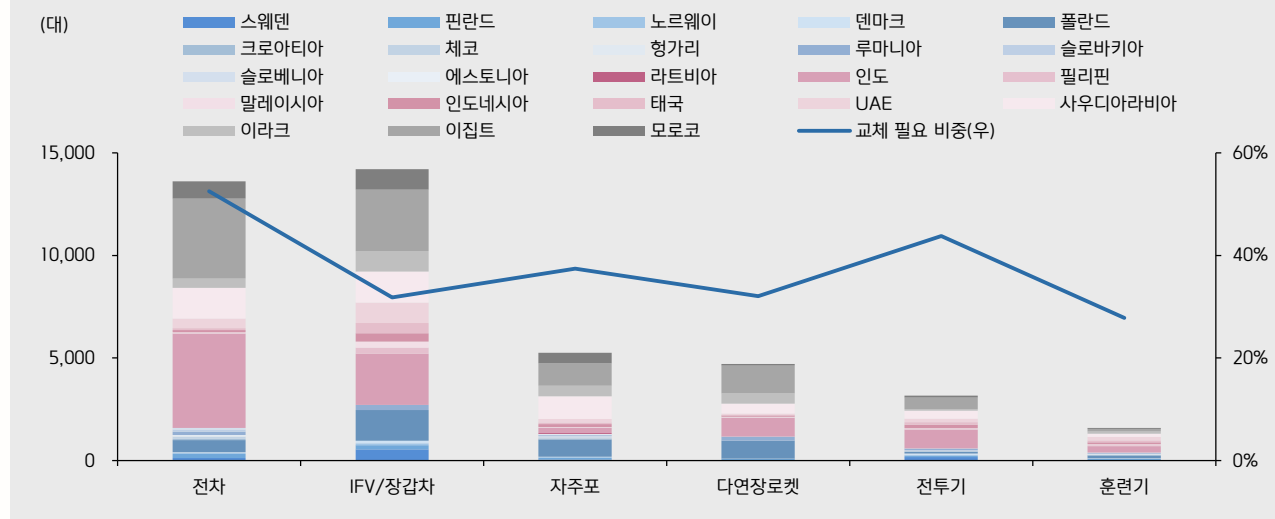
자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

방산: 전략적 수출 지역에서 여전히 수출 기회 존재

◎ 전략적 수출 지역인 동/북유럽, 중동, 아태 지역에서 잠재 수출 기회 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



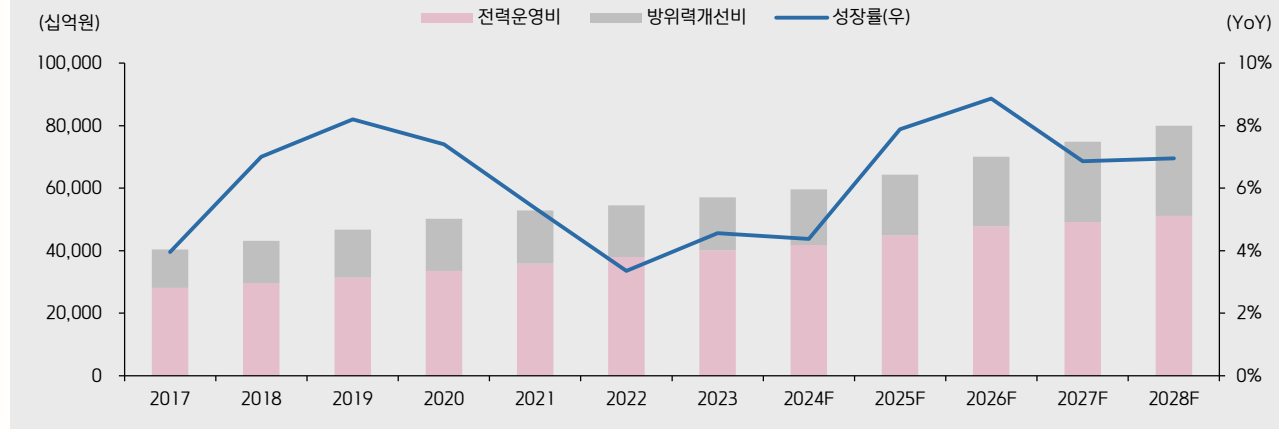
자료: 키움증권 리서치센터

방산: 견조한 국내 방위력개선 사업 성장세

◎ 국내 양산 사업 및 체계 개발 사업도 순조롭게 진행 중

- 24년부터 28년까지 5년간 방위력개선비는 연평균 11.2% 고성장 전망
 - 견조한 방위력개선비 성장세에 방산 업체들의 국내 사업 원활하게 진행될 것으로 기대
- 올해 L-SAM 양산, KF-21 후속 양산 사업 등 주요 양산 사업 진행 예정
 - 특히, L-SAM과 KF-21은 성공적인 양산 완료 시, 수출 확대로 이어질 가능성 높을 것
- 미래전을 대비하기 위한 방산 AI 사업 역시 점진적으로 확대될 것으로 전망
 - 무인차량, 무인수상정, 무인기 등 다양한 무인 무기 체계 개발 본격화
 - 항후, 지상/해양/공중 유무인 복합전투체계로 발전하며 글로벌 시장에서 경쟁력 향상 기대
 - 러-우 전쟁 이후 드론의 중요성 부각됨에 따라 드론 및 대드론 시스템에 대한 개발 사업들도 확대될 것

국방비 지출 추이 및 전망



자료: 국방부, 키움증권 리서치센터

방산: 견조한 국내 방위력개선 사업 성장세

국내 주요 방위력개선 사업 추진 계획

사업명	관련 업체	기간	사업비	비고
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
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
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: 미래전을 대비한 AI 사업도 진행 중

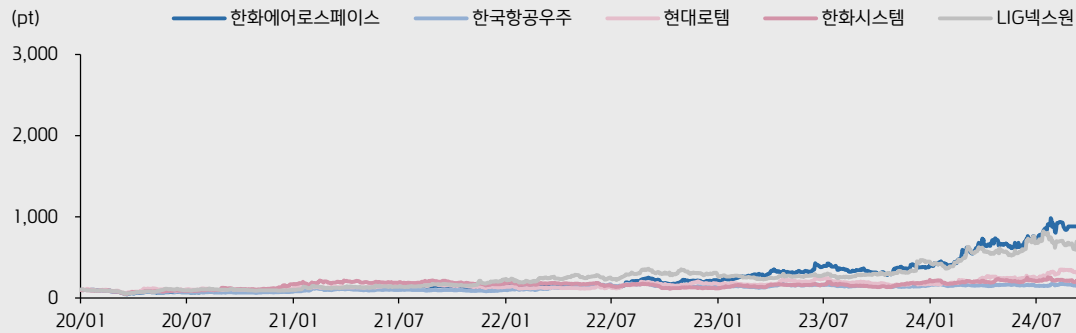
국내 방산업체 AI 기반 사업 추진

기업	추진 사업	내용
한화에어로스페이스	AI 다목적 무인 차량	AI 기반 다목적 무인 차량 '아리온스넷' 개발 물자 운반, 부상자 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
한화시스템	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
현대로템	로봇	레인보우로보틱스와 협력하여 군용 4족 보행 로봇 개발 사업 수주 대테러작전전용 다족보행로봇 개발 로봇팔, 원격무장통제장치, 체온측정장치 등 다양한 임무 장비 탑재
	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
한국항공우주	AI 파일럿	임무 계획 및 실행을 자율적으로 결정하는 단계의 AI 조종사 개발 목표 27년 FA-50에 AI 파일럿 탑재해 실증 사업 추진
	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 15년부터 연구해온 '해검' 시리즈의 연장선으로 비공 발사대 탑재 테스트 완료
	스마트 무장 솔루션	한국형 소총에 장착되는 다목적 발사기, 초소형 유도탄, 레이저 소총, 원격사격통제체계(RCWS) 등 군 정예화를 위한 무장 솔루션 개발
LIG넥스원	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
	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

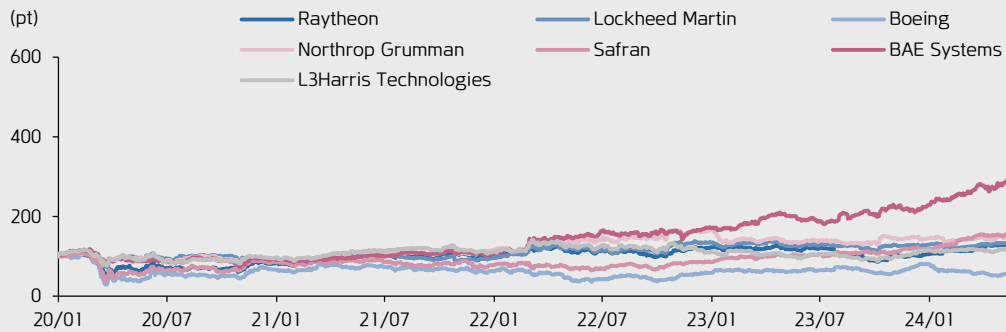
방산: 주가 추이

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		P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
		25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
국내															
한화에어로스페이스	42,818	25,025	27,154	2,906	3,415	11.6	12.6	27.2	21.1	5.4	4.3	26.6	24.3	15.4	12.7
한국항공우주	8,685	4,090	5,353	320	483	7.8	9.0	36.5	23.2	4.6	3.9	13.5	18.1	21.5	15.1
현대로템	15,411	5,573	6,123	930	1,021	16.7	16.7	20.3	18.3	5.6	4.3	31.1	25.8	13.9	12.4
한화시스템	8,709	3,703	4,262	241	328	6.5	7.7	46.3	31.0	3.3	3.0	7.3	10.3	21.6	17.2
LIG넥스원	9,801	3,923	4,610	339	456	8.7	9.9	33.6	24.9	6.7	5.6	20.9	23.4	22.1	16.2
글로벌															
Raytheon	242,701	115,558	122,218	14,765	16,487	12.8	13.5	22.3	20.1	2.8	2.7	12.7	13.8	15.9	14.2
Lockheed Martin	150,794	103,963	107,863	12,619	13,095	12.1	12.1	17.1	15.7	16.3	15.3	97.4	98.7	12.0	11.7
Boeing	209,438	114,180	133,143	2,091	7,725	1.8	5.8	N/A	59.3	N/A	N/A	25.0	101.4	47.3	21.6
Airbus	200,043	118,443	131,891	11,111	13,076	9.4	9.9	24.9	20.4	5.7	4.8	24.5	25.5	11.7	10.1
Safran	170,594	48,368	53,898	7,649	8,818	15.8	16.4	32.8	25.9	8.9	7.6	29.7	31.6	17.3	15.1
Rheinmetall	133,652	19,829	26,567	3,075	4,544	15.5	17.1	64.4	43.3	16.3	12.9	27.3	31.6	34.5	24.2
BAE Systems	105,658	56,648	60,470	6,144	6,662	10.8	11.0	25.1	22.5	4.6	4.3	18.5	18.9	14.9	13.8
General Dynamic	101,221	68,816	71,766	7,109	7,768	10.3	10.8	18.4	16.4	3.2	3.0	18.2	19.2	13.1	12.0
Northrop Grumman	93,142	58,492	61,350	6,119	6,745	10.5	11.0	18.7	16.4	4.4	4.1	23.5	25.7	13.8	12.5

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

IV. 2H25 조선 전망

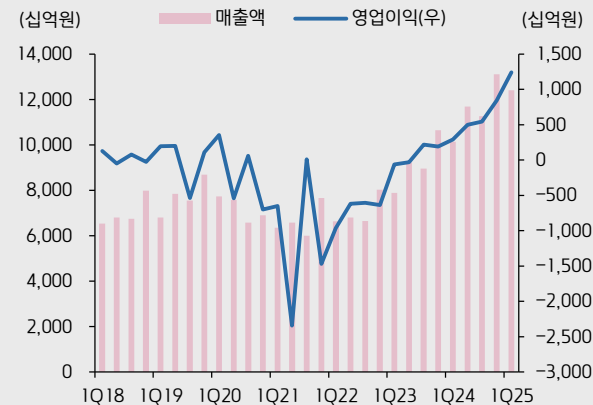


조선: 1Q25 Review

◎ 고가 선박의 매출 비중 상승과 생산성 개선에 따라 실적 개선 폭 확대

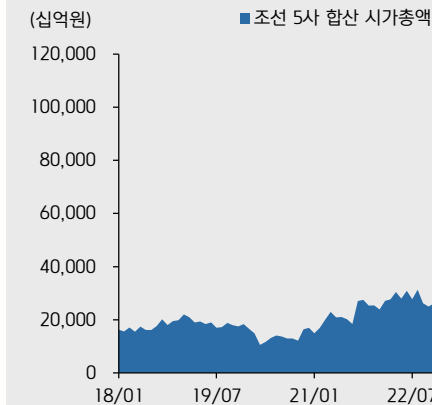
- 조선 5사의 1Q25 매출액과 영업이익은 전년 동기간 대비 각각 22.3%, 326.5%로 가파른 성장세 지속
 - 지난해 부터 이어진 고가 선박의 매출 비중 확대와 생산성 개선의 영향이 큰 것으로 판단
 - 분기별 영업이익률이 1Q24 2.9% → 2Q24 4.3% → 3Q24 4.8% → 4Q24 6.4% → 1Q25 10%로 개선 폭 확대
 - 고환율 기조와 외주 인건비 상승세의 둔화도 수익성 개선에 긍정적으로 기여한 것으로 판단
- 실적 개선세 지속과 미국과의 조선업 협력 모멘텀의 영향으로 조선 5사 시가총액은 연초 대비 44.6% 상승
 - 친환경 선대 전환 가속화, 중국 조선업 제재, 미국발 LNG운반선 발주 기대감 등 견고한 업황 지속

조선 5사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

조선 5사 합산 시가총액 추이



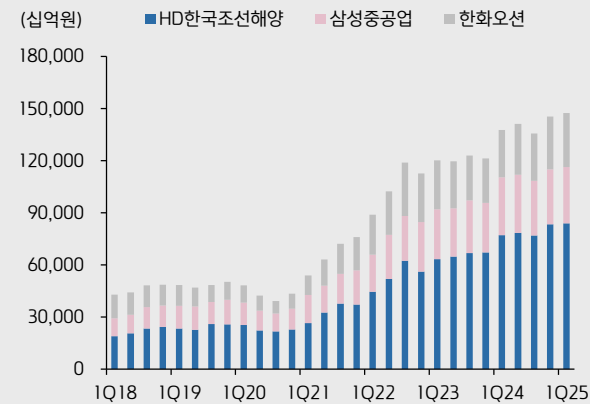
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
 주: HD현대중공업은 2021년 9월 상장

조선: 수주잔고 내 고선가 물량의 매출 인식 본격화

◎ 3년치의 안정적인 수주잔고 보유, 수주잔고 내 고선가 물량의 실적 기여는 더욱 확대될 것

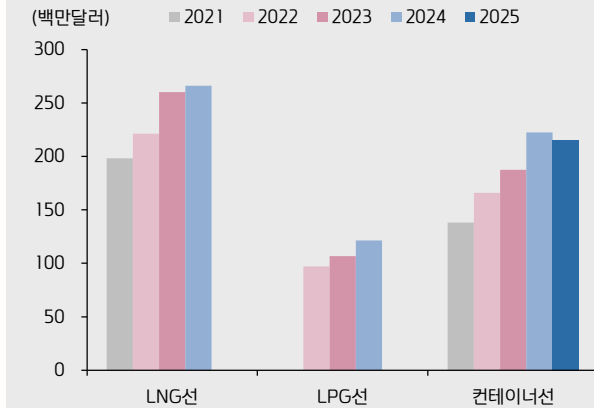
- 조선 5사의 1Q25 기준 수주잔고는 약 147조원으로 24년말 대비 1.3% 확대
 - 최근 3년간의 신조 발주 호황 영향으로 올해 신조 수주가 둔화되며, 수주잔고의 성장세도 감소
 - 다만, 여전히 조선 5사의 도크는 약 3년치 신조선 건조 물량을 확보하고 있어 선가 협상에 우위를 점하고 있음
 - 올해도 4월까지 건조한 신조 발주 수요 확인, 국내 조선사의 연간 목표치는 무난하게 달성할 것으로 전망
- 22년 이후 선가 상승이 본격화 되던 시기 수주했던 신조 물량들의 실적 기여도 점진적으로 상승할 것
 - 올해 국내 조선사의 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

조선 5사 분기별 신규 수주 및 수주잔고 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

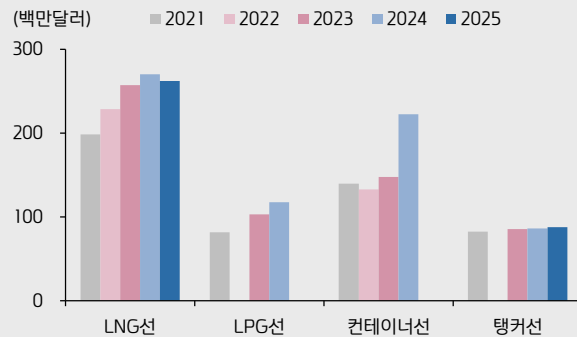
HD현대중공업 신조 발주 선가 추이



자료: HD현대중공업, 키움증권 리서치센터

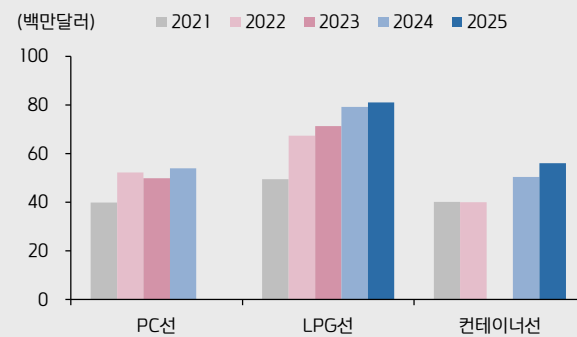
조선: 수주잔고 내 고선가 물량의 매출 인식 본격화

HD현대삼호 신조 발주 선가 추이



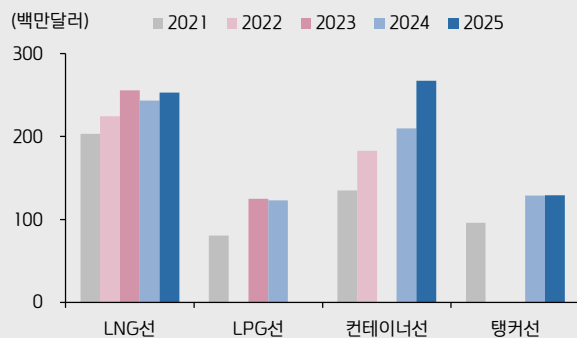
자료: HD한국조선해양, 키움증권 리서치센터

HD현대미포 신조 발주 선가 추이



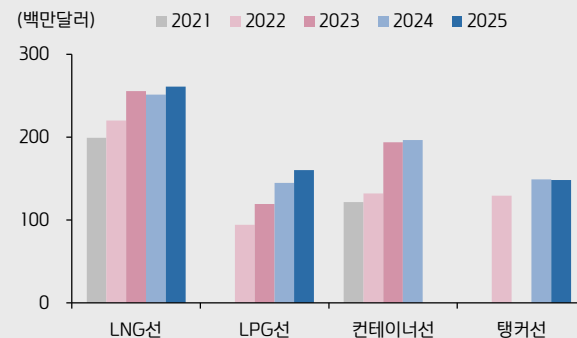
자료: HD현대미포, 키움증권 리서치센터

한화오션 신조 발주 선가 추이



자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

삼성중공업 신조 발주 선가 추이



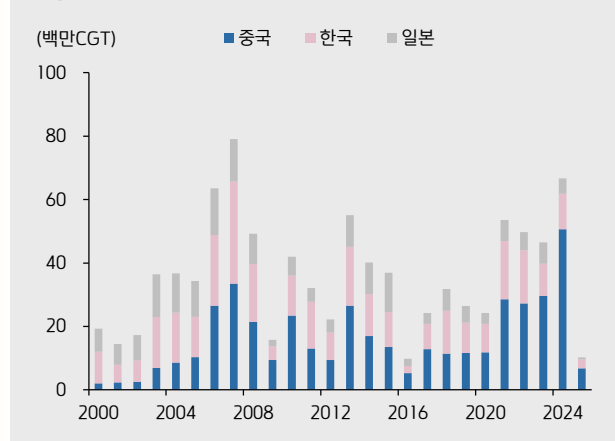
자료: 삼성중공업, 키움증권 리서치센터

조선: 친환경 선대 전환 가속화에 견조한 신조 수주

◎ 친환경 선대 전환 가속화에 견조한 신조 수주, 중국 조선소 제재의 반사 수혜

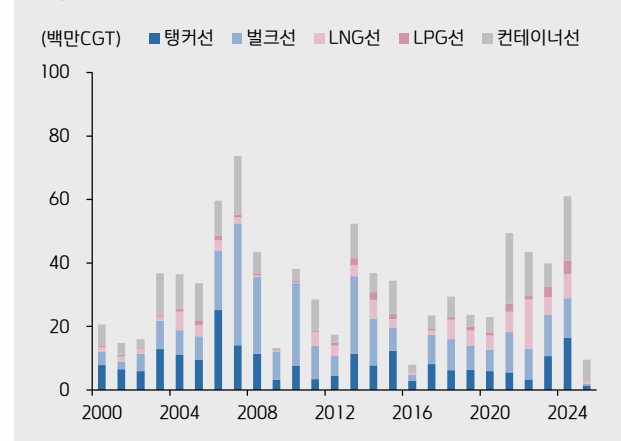
- 25년 4월 누적 글로벌 신조선 수주는 12.6백만 CGT로 전년 동기 대비 49.7% 감소하며 신조 발주 둔화
 - 최근 3년간의 신조 발주 호황에 따른 기저가 높았고, 상반기 기대했던 LNG선 발주가 늦어진 결과로 풀이
 - 다만, 최근 IMO의 탄소세 부과에 따른 친환경 선대 전환 가속화와 하반기 LNG선 발주 본격화 기대감 유효
- 25년 4월 누적 기준으로 글로벌 신조선 수주 점유율은 중국이 54%, 한국이 22%를 기록
 - 24년 수주 점유율은 중국 70%, 한국 15%로 중국과의 격차가 벌어졌던 점 감안하면 긍정적인 성과
 - 미국의 중국 조선/해운업 제재로 선주들이 일부 중국항 발주 물량들을 국내로 선회한 영향으로 판단

한중일 신조선 수주 추이



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터
 주: '25년은 4월 누적 기준

선종별 신조선 수주 추이



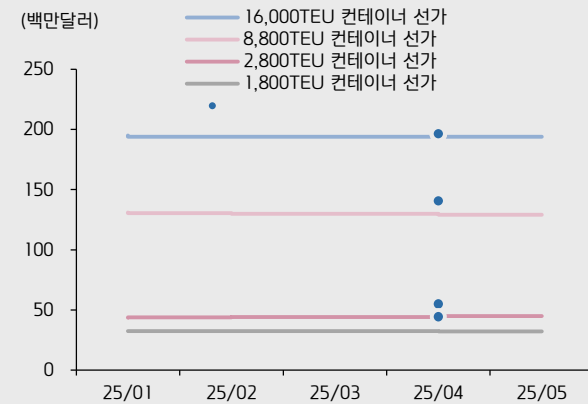
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터
 주: '25년은 4월 누적 기준

조선: 중국의 조선업 제재 이후 한국 조선소 프리미엄 발생

◎ 미국이 중국에서 건조된 선박에 항만세를 부과하며 한국 조선소의 상대적인 가치 상승

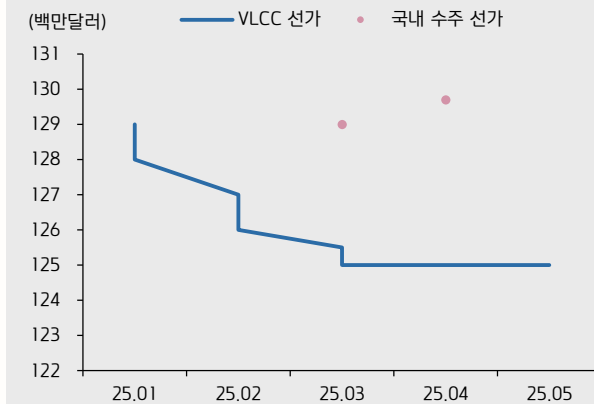
- 미국의 무역대표부(USTR)는 지난 4월 17일 중국의 조선/해운 산업에 대한 제재 조치 발표
 - 중국 국적 선박 운영자와 중국에서 건조된 선박을 운용하는 모든 선주에게 항만 서비스 요금 부과
 - 항만세는 25년 10월부터 부과되기 시작하여 28년까지 단계적으로 상승
 - 초기에 논의되었던 제재 방안 대비 다소 완화된 조치에도 불구하고 선주들의 비용 부담 우려 존재
- 글로벌 선주들의 중국 조선소에 대한 우려가 확대되며 한국 조선소의 상대적인 프리미엄 부여 구간
 - 일반적으로 중국 조선소가 제시하는 선가는 국내 조선소 대비 10% 이상 할인되었지만 큰 의미가 없어짐
 - 중국 조선소와 논의하던 발주 물량을 한국 조선소로 돌리는 움직임도 점차 나타나고 있는 것으로 파악
 - USTR의 제재 조치 부과 이후 국내 조선소의 컨테이너&탱커선 수주 선가는 글로벌 시장 선가 대비 높은 가격에 형성

국내 컨테이너선 신조 수주 선가와 글로벌 선가 비교



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

국내 탱커 신조 수주 선가와 글로벌 선가 비교



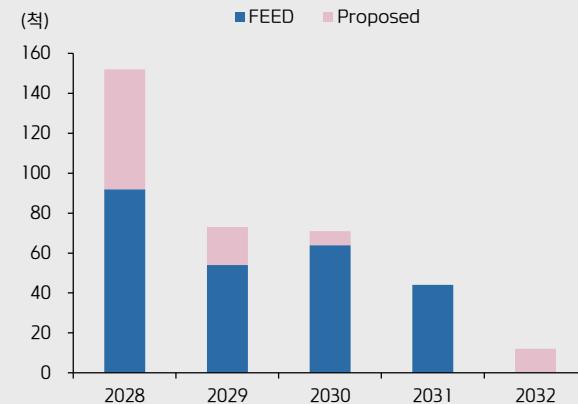
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

조선: 하반기 본격화 될 미국 LNG운반선 발주

◎ 트럼프 행정부의 LNG 수출 재개, 하반기 미국발 LNG운반선 발주 기대

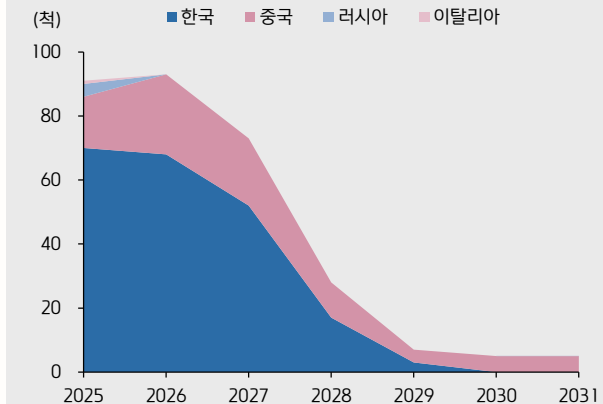
- 트럼프 대통령은 당선 이후 1년간 보류되었던 미국의 신규 LNG 수출 프로젝트의 승인 재개
 - Commonwealth, Delfin, Rio Grande, Venture Global 등 다수의 프로젝트 승인
- 현재 미국 내 추진 중인 LNG 수출 프로젝트에서 발생하는 LNG운반선 신규 수요는 약 352척으로 추정
 - 해당 프로젝트의 원활한 가동을 위해서 28~32년 LNG운반선 발주 필요
- 24년말 기준 글로벌 LNG 액화 설비는 494.4mtpa 규모. 이를 운반하기 위해 약 1,000~1,200척의 LNG운반선 필요
 - 25년 5월 기준 글로벌 LNG운반선의 선대는 약 820척, 수주잔고는 340척 보유 중
 - 경제성이 떨어지는 스팀터빈 LNG선(약 220척)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: 미국의 조선업 재건 계획, 새로운 기회가 될 것

◎ 미국의 최우선 과제는 자국 조선업을 재건하고 해군력을 보강하는 것

- 미국의 중국에 대한 견제 강화를 위해 미 해군력의 보강은 반드시 필요한 과제
 - 다만, 미국의 조선업의 쇠퇴로 인해 자체적으로 중국의 해군력을 견제하기 어려운 상황
- 미 의회는 미국의 조선업 재건을 위해 SHIPS Act, Readiness Act 등의 지원 법안 발의
 - 상선과 군함의 증장기 선대 목표치를 안정적으로 확보하기 위한 제도와 재정적인 지원 활용 계획
- 해군 준비태세 보장법은 군함 건조 시 반드시 자국 내 조선소를 이용해야 하는 제한을 동맹국에 한해 예외적인 허용 주장
 - 국내 조선사에 미국 군함 및 지원함 건조 신사업 진출 기회가 열릴 것으로 기대

미국의 조선업 재건을 위한 법안 발의

구분	미 조선업 강화법(SHIPS for America Act)	해군 준비태세 보장법(Ensuring Naval Readiness Act)
법안 발의 배경	중국의 조선업 견제 및 미국 조선업의 공급망 자립	미 해군 함정 증강 차질, 정비 지연 해결
제정 목적	미국 내 조선업 역량 강화, 조선/해양 인프라 개선	해군 전력 유지 및 함정 가동률 확보
적용 대상	미국 상선 및 조선소	미 해군 소속 함정 및 군용 선박 유지보수
중점 수단	선박 건조 보조금, 세제 혜택, 미국산 선박 의무 비율 도입	동맹국 조선소 활용, 수리 정비 예산 확대, 인력 보강
주요 내용	미국 상선 규모를 향후 10년 내 250척으로 확대 연방정부 자금 보조 및 세제 혜택 제공 조선소 투자의 25%, 미국에서 선박 건조 시 33% 세액 공제 미국 내 건조 시 우선 발주 및 노후 선박 대체 사업에 우선 적용 조선소 인력 양성을 위한 교육 인프라 지원 중국산 선박에 대한 항만세 및 벌금 부과	2054년까지 약 360척의 미 해군 함정 확보 목표 외국 조선소의 함정 건조 및 부품 제조를 NATO 회원국과 미국과 상호방위조약을 체결한 인도-태평양 국가에 한해 허용 외국 조선소의 건조 비용은 미국 조선소 대비 낮아야 함 외국 조선소는 미 해군의 기술·보안 기준 충족 조선소가 중국 기업에 의해 소유·운영 되지 않음을 입증

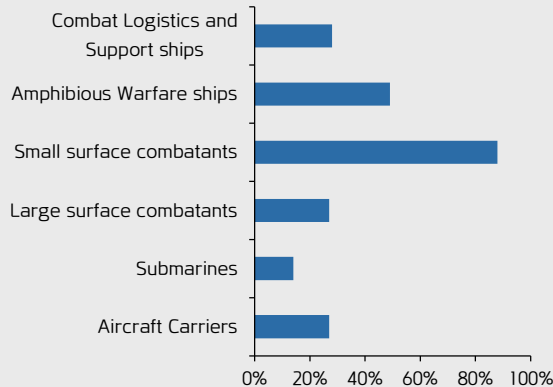
자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

조선: 미국 군함 건조 사업 진출 가능성 충분

◎ 미국의 재정적인 여건과 납기를 고려 했을 때 국내 업체의 군함 건조 사업 진출 가능성은 충분

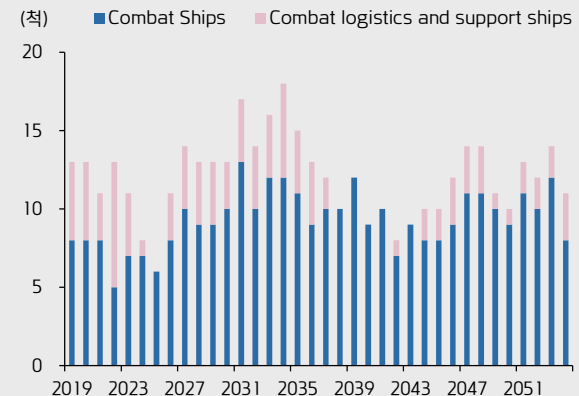
- 미 해군은 2025년부터 2054년까지 30년간 약 365척의 군함 및 군수지원함을 확보할 계획
 - 30년간 연 평균 12척 수준의 군함 발주가 필요, 이중 소형 수상 전투함과 군수지원함이 차지하는 비중은 약 40%
- 증가하는 군함 건조 비용과 자국 내 조선소 활용 시 늘어지는 납기를 감안하면 해외 조선소 활용도 충분히 고려 대상
 - 미 의회 예산국(CBO)는 군함의 건조 비용이 지난 40년간 평균적으로 25% 상승했다고 밝힘
 - 또한, 미 해군이 예상하는 함정 구매 비용 대비 CBO는 평균적으로 19% 비용이 더 발생할 것으로 전망
 - 구매 척수가 많고 건조 비용이 크게 증가한 소형 수상정이나 군수지원함의 경우 해외 조선소 활용 가능성 충분

지난 40년간 미국의 군함 건조 비용 증가



자료: CBO, 키움증권 리서치센터

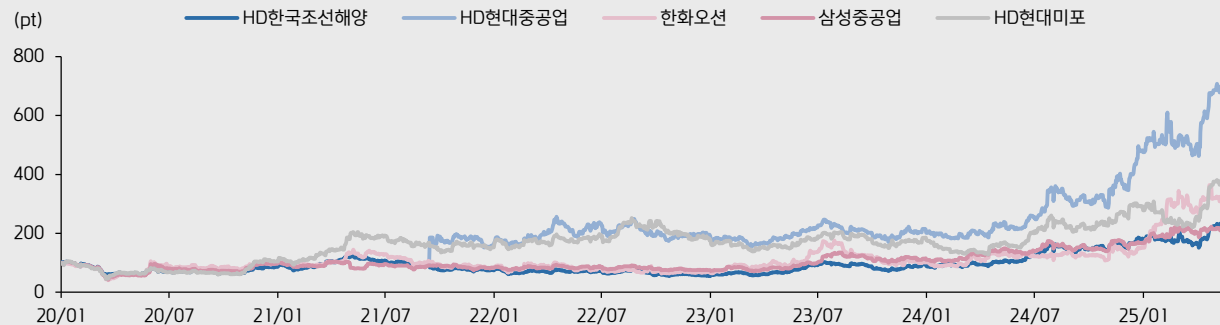
미 해군의 군함 및 지원선 구매 계획



자료: CBO, 키움증권 리서치센터

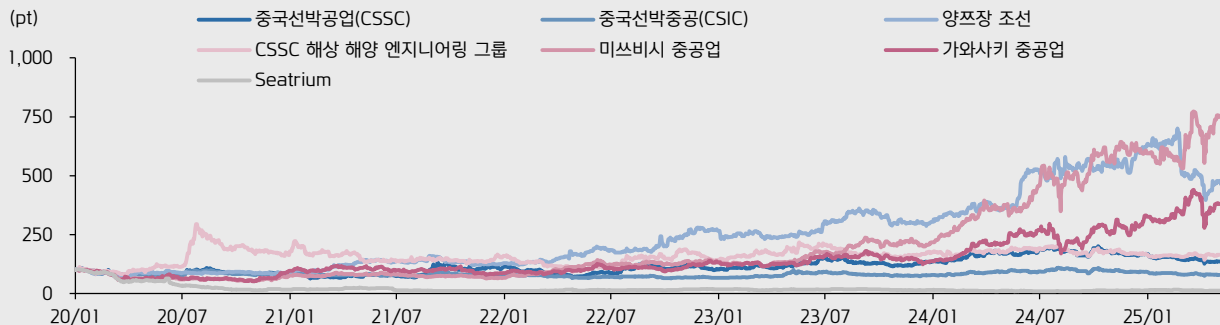
조선: 주가 추이

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	
		25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
국내															
HD한국조선해양	20,949	28,871	32,048	3,302	4,219	11.4	13.2	10.2	7.9	1.6	1.4	16.8	19.4	5.2	3.8
HD현대중공업	36,575	16,468	18,168	1,769	2,245	10.7	12.4	29.3	21.8	5.4	4.5	20.0	22.5	18.1	13.6
한화오션	24,145	12,509	13,232	908	1,137	7.3	8.6	36.4	27.6	4.4	3.8	12.7	14.3	26.2	20.1
삼성중공업	14,388	10,901	12,162	748	1,138	6.9	9.4	28.4	17.9	3.2	2.7	12.4	16.8	16.5	11.3
HD현대미포	7,561	5,062	5,686	336	530	6.6	9.3	30.5	18.9	3.3	2.9	11.4	16.0	18.3	11.8
글로벌															
중국선박공업(CSSC)	26,351	17,755	19,996	1,719	2,358	9.7	11.8	18.3	13.5	2.4	2.1	13.4	16.1	9.5	6.3
중국선박중공(CSIC)	18,974	11,739	13,864	887	1,366	7.6	9.9	25.6	15.6	N/A	N/A	4.5	6.6	N/A	N/A
양쯔강 조선	8,651	5,859	6,572	1,540	1,740	26.3	26.5	6.2	5.6	1.5	1.3	25.3	24.0	2.4	1.7
미쓰비시 중공업	105,806	51,988	55,947	4,273	4,979	8.2	8.9	36.5	30.7	4.1	3.7	12.0	12.9	19.2	16.8
가와사키 중공업	15,955	22,314	23,801	1,435	1,623	6.4	6.8	18.3	15.8	2.1	1.9	12.4	13.1	10.1	9.1
Seatrium	7,406	10,068	10,922	538	735	5.3	6.7	18.5	12.7	1.0	1.0	5.8	7.9	8.1	6.1

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

V. 2H25 건설기계 전망

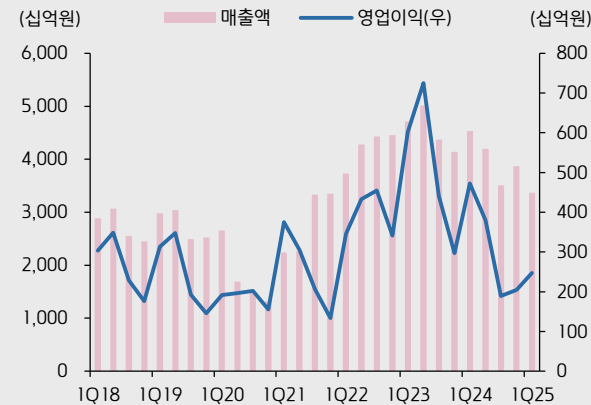


건설기계: 1Q25 Review

◎ 1분기 실적 바닥, 하반기 실적 개선 기대

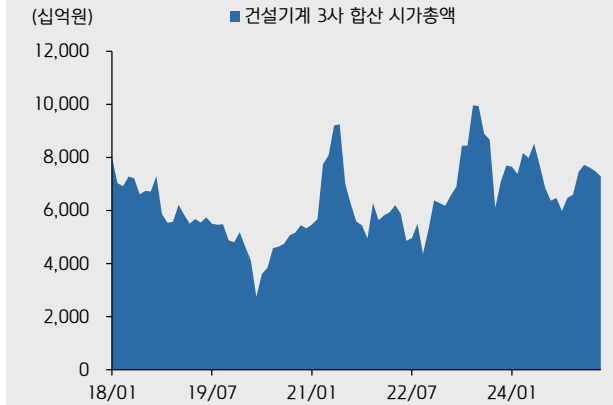
- 올해도 글로벌 매크로 불확실성의 영향으로 선진/신흥 시장의 전반적인 수요 부진 지속
 - 다만, 인도의 견조한 인프라 투자와 중국의 회복세 지속은 긍정적인 요소
- 건설기계 3사의 1Q25 매출액과 영업이익은 전년 동기간 대비 각각 25.6%, 47.7% 감소
 - 선진 시장에서 딜러들의 재고는 정상 수준으로 회복된 것으로 추정, 시장 수요 반등 시 매출 확대 기대
 - 하반기는 불안정한 매크로로 영향이 줄어들고, 미국의 금리 인하 등이 마무리되며 수요 회복 전망
- 실적 부진은 지속되었으나 러-우 재건 기대감 등의 영향으로 건설기계 3사의 시가총액은 연초 대비 10.4% 상승

건설기계 3사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

건설기계 3사 합산 시가총액 추이



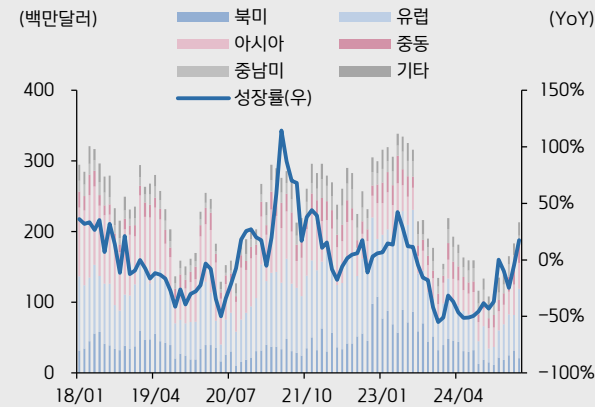
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

건설기계: 4월 굴삭기 수출 성장 전환

◎ 굴삭기 수출 실적은 4월 반등, 중국 시장 회복세도 지속

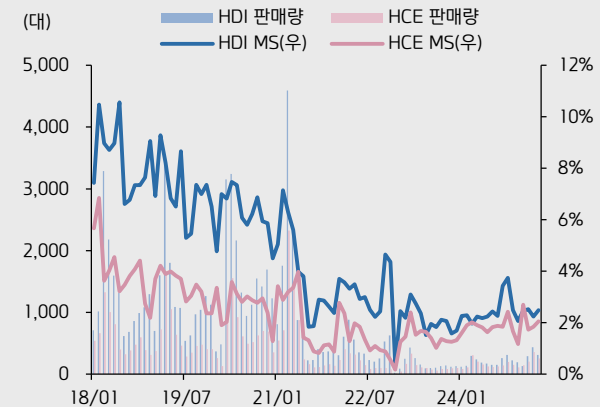
- 25년 4월 누적 기준 굴삭기 수출액은 지난해 동기간 대비 6.3% 감소
 - 25년 1월, 2월, 3월, 4월 수출 실적은 전년 동기 대비 각각 -9.8%, -24.7%, -4.9%, 17.4% 기록
 - 1분기 바닥을 통과하여 4월부터 수출 실적의 반등이 나오며 하반기 실적 개선 기대감 유효
- 중국 시장은 인프라 투자 지속과 교체 사이클의 영향으로 강한 회복세
 - HD현대인프라코어와 HD현대건설기계의 4월 누적 판매 대수는 전년 동기간 대비 각각 47.9%, 36.1% 성장
 - 중국 시장의 4월 누적 굴삭기 판매량이 전년 동기간 대비 32% 증가한 점을 감안하면 시장 아웃퍼폼

대륙별 굴삭기 수출 추이



자료: Trass, 키움증권 리서치센터

월별 중국 굴삭기 판매량 추이



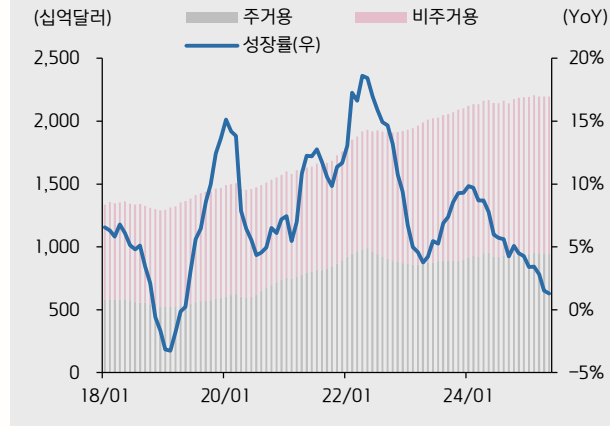
자료: HD현대사이트솔루션, 키움증권 리서치센터

건설기계: 좀처럼 회복되지 않는 북미 시장 수요

◎ 상호 관세, 금리 인하 지연 등 불확실성 영향에 건기 수요 부진

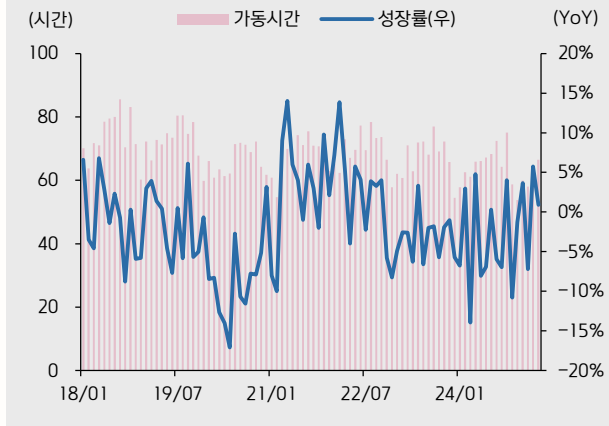
- 올해 초 상호 관세와 그에 따른 금리 인하 지연 등 매크로 불확실성으로 건기 수요 감소세 지속
 - 25년 월 평균 북미 건설 지출 성장률은 2.5% 수준으로 둔화 흐름 유지
- 하반기 상호 관세 등 매크로 불확실성 감소와 금리 인하 마무리 시 수요 반등 기대
 - 중국과 미국의 상호 관세 유예 협의 및 관세율 대폭 감소 등 글로벌 매크로 환경은 긍정적인 방향성
 - 각 국가와의 관세 협상이 어느 정도 마무리된 이후 트럼프 당선인의 미국 내 인프라&주택 투자 공약들이 본격화될 것

미국 건설 지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

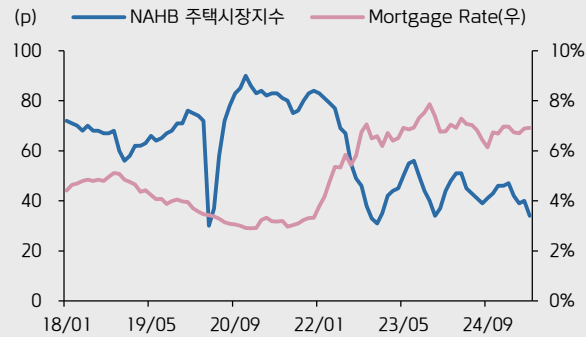
북미 굴삭기 월간 평균 가동시간



자료: Komatsu, 키움증권 리서치센터

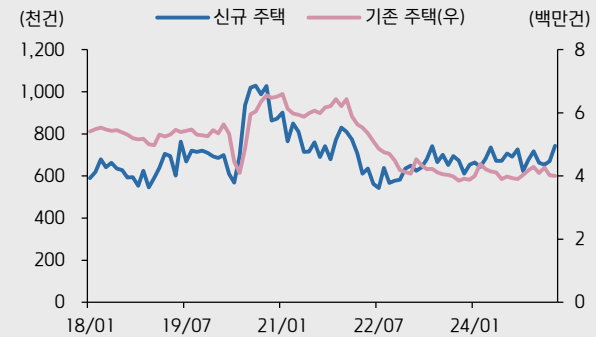
건설기계: 주요 매크로 지표

미국 NAHB 주택시장지수 및 모기지 금리 추이



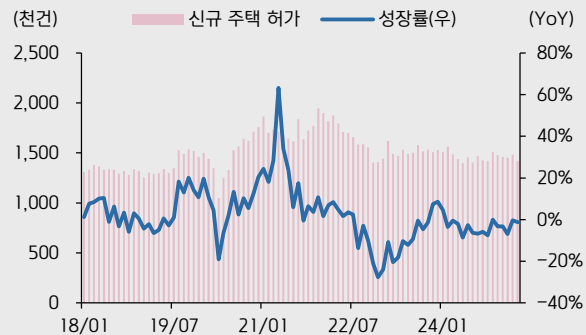
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규 및 기존 주택 판매 추이



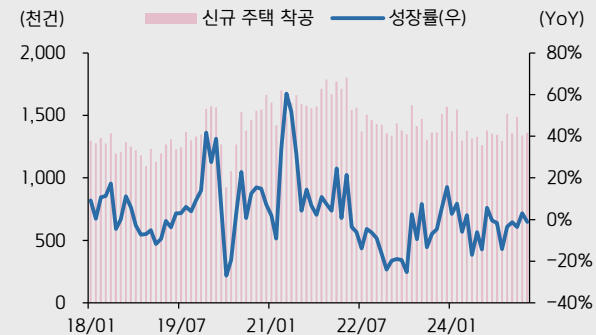
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규 주택 건축 허가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규 주택 착공 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

건설기계: 바닥을 다져가는 유럽 시장

◎ 길었던 부진 속 유럽 시장의 바닥 확인 기대감

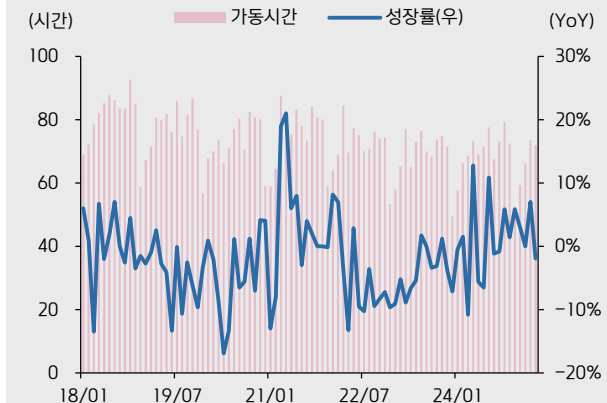
- 올해도 유럽 지역은 주요 국가의 경제 부진의 영향으로 건설기계 수요 역시 부진한 흐름 지속
 - 주요 국가의 경제 지표는 여전히 위축되어 있으나 건설 활동 동향 및 수주잔고 감소세는 둔화하며 바닥 기대감 형성
- 25년 하반기부터 유럽 지역 수요는 점진적인 회복세를 나타낼 것으로 기대
 - 러-우 전쟁 종전 시 EU의 우크라이나 지원 부담이 줄어들면서 경제 회복이 탄력을 받을 것으로 기대

유럽 건설 활동 동향 및 수주잔고 성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유럽 굴삭기 월간 평균 가동시간



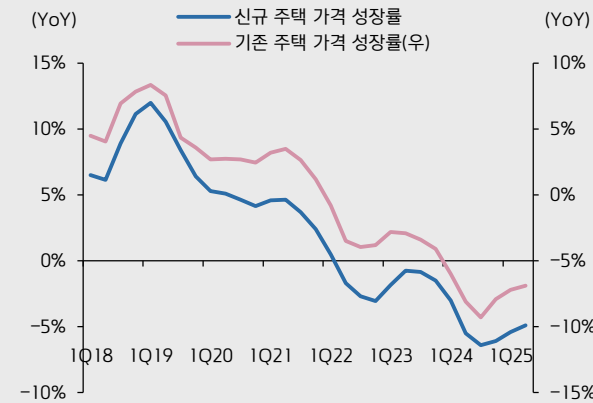
자료: Komatsu, 키움증권 리서치센터

건설기계: 본격적인 성장을 위해선 부동산 시장의 회복 필요

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

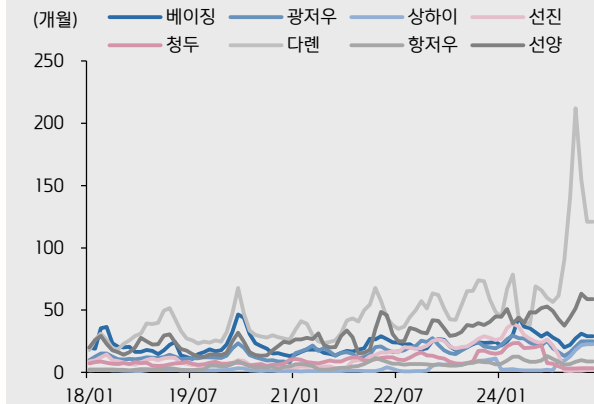
- 중앙 및 지방 정부의 건조한 인프라 투자가 지속되며 중국 건설기계 시장 회복세 본격화
 - 1Q25 중국 신규 및 기존 주택 가격 하락세가 반전된 부분은 긍정적
 - 다만, 아직까지 일부 주요 도시의 경우 부동산 재고가 쌓여 있는 상황으로 부동산 가격 상승 제한적
- 지방 정부의 농촌 개발 프로젝트 등 소형 제품의 수요 개선과 중대형 제품의 교체 주기 도래에 따른 점진적인 회복세 전망
 - 정부의 부동산 부양책 등 지원 정책의 영향에 따라 회복 속도가 더욱 가팔라질 가능성 존재

중국 신규 및 기존 주택 가격 성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

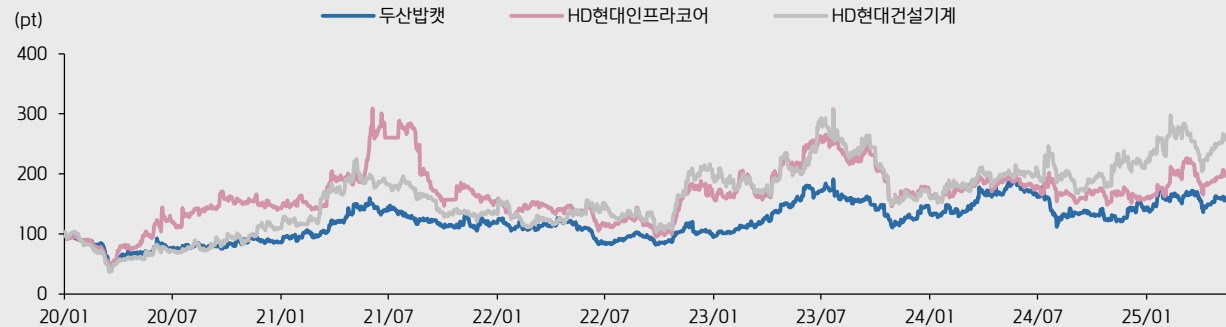
중국 주요 도시 부동산 재고 소진율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

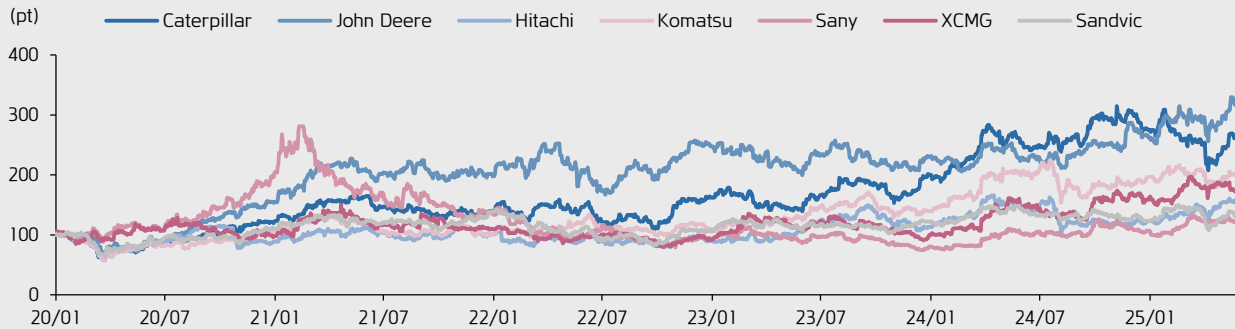
건설기계: 주가 추이

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	
		25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
국내															
두산밥캣	4,390	8,777	9,092	821	919	9.4	10.1	8.4	7.1	0.6	0.6	7.8	8.7	3.5	4.0
HD현대인프라코어	1,658	4,356	4,718	239	324	5.5	6.9	11.2	8.0	0.8	0.8	7.5	9.9	6.2	4.8
HD현대건설기계	1,208	3,544	3,898	178	243	5.0	6.2	10.7	7.2	0.7	0.6	6.8	8.9	6.3	4.7
글로벌															
Caterpillar	221,717	85,380	89,671	15,898	17,545	18.6	19.6	18.3	16.3	8.9	8.3	56.6	59.7	12.6	11.6
John Deere	190,054	53,301	57,736	8,170	9,994	15.3	17.3	27.2	22.7	6.7	6.3	26.3	29.0	20.3	17.3
Komatsu	39,697	38,980	40,642	5,717	6,121	14.7	15.1	10.4	9.5	1.2	1.1	11.7	12.0	6.5	5.9
Sandvik	37,869	17,233	17,986	3,082	3,293	17.9	18.3	16.6	15.4	2.6	2.4	15.8	16.3	10.2	9.4
Sany	29,778	16,954	19,409	1,854	2,297	10.9	11.8	18.6	14.9	2.0	1.9	11.0	12.7	12.5	9.9
Kubota	17,256	28,794	30,012	2,575	2,845	8.9	9.5	9.4	8.4	0.7	0.7	7.5	8.1	9.9	9.0
XCMG	18,135	19,980	22,614	1,744	2,226	8.7	9.8	11.8	9.4	1.5	1.3	12.6	14.5	7.9	6.5
Zoomlion	11,244	9,770	11,283	1,108	1,338	11.3	11.9	12.8	10.6	1.0	1.0	8.1	9.4	9.9	8.1
Hitachi	8,863	13,309	13,795	1,434	1,550	10.8	11.2	10.9	9.8	1.1	1.0	9.8	10.5	5.8	5.2
Terex	4,018	7,280	7,607	768	855	10.6	11.2	9.5	8.0	1.4	1.2	15.5	16.4	7.1	6.4
LiuGong	3,773	6,641	7,700	507	669	7.6	8.7	9.6	7.3	1.0	0.9	10.8	12.8	6.9	4.5

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

VI. 2H25 전력기기 전망

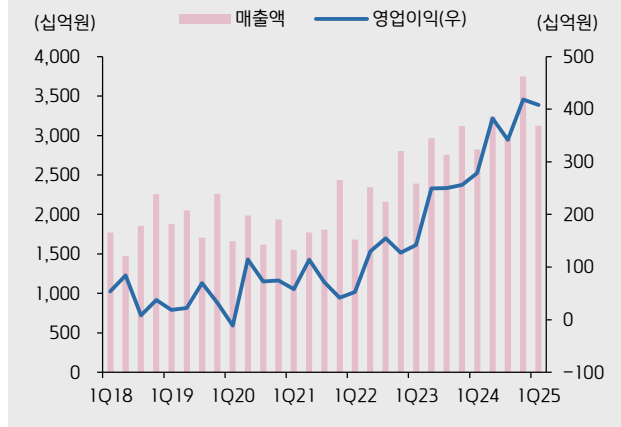


전력기기: 1Q25 Review

◎ 견조한 실적 성장세 지속, 데이터센터 Capex 축소 등 우려의 영향으로 주가 혼조세

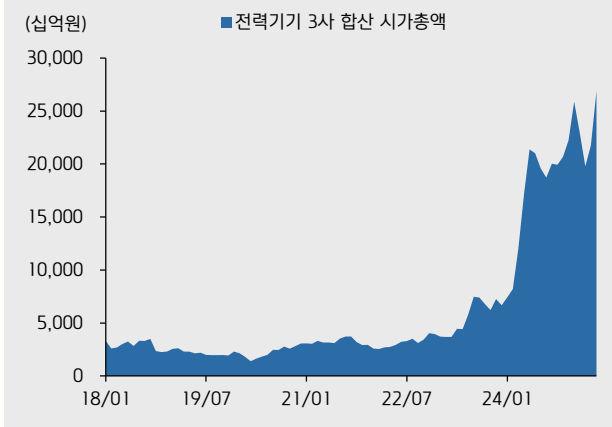
- 전력기기 3사의 1Q25 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 10.6%, 46.4% 상승하며 견조한 성장세 지속
 - 수익성이 좋은 북미 지역의 매출 비중이 점진적으로 상승하며 분기별 이익률 상승세 유지
- 견조한 실적과 상호 관세 불확실성에도 불구하고 수주 증가세에 힘입어 전력기기 3사 시가총액은 연초 대비 20.8% 성장
 - 다만, 글로벌 빅테크의 AI 데이터센터 Capex 축소, 상호 관세 불확실성 우려 등의 부정적인 영향으로 3, 4월은 주가 부진

전력기기 3사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

전력기기 3사 합산 시가총액 추이



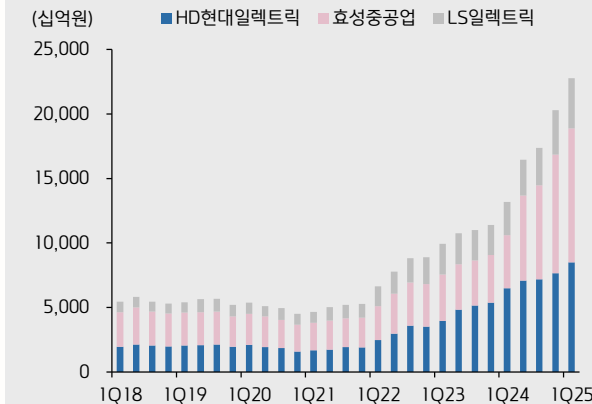
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
주: 효성중공업은 2018년 7월 상장

전력기기: 매크로 불확실성에도 수주 확대 추세 지속

◎ 불확실한 영업 환경에도 강한 전력기기 수요 확인

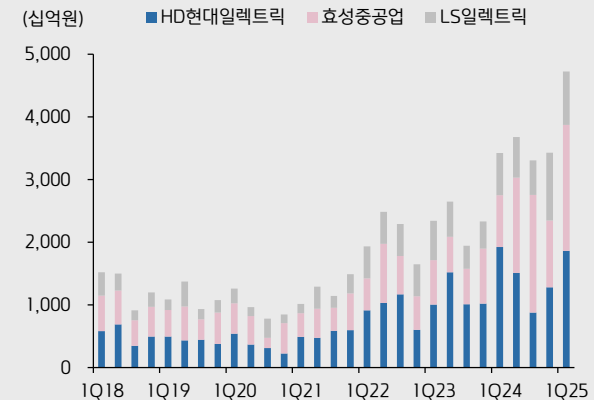
- 전력기기 3사의 1Q25 기준 수주잔고는 약 23조원으로 24년말 대비 12.3% 확대
 - 북미 지역을 중심으로 AI 데이터센터 투자 증가, 신재생에너지 확대, 교체 수요 등으로 전력기기 수요 강세 지속
 - 2030년까지의 강한 변압기 수요 전망에 국내외 전력기기 업체들의 초고압변압기 증설 결정
 - 글로벌 전동화 트렌드에 유럽, 중동 지역에서도 전력 수요가 증가하며 변압기 수요 확대
- 공급 부족이 지속되는 초고압변압기의 경우 상호 관세에 따른 손해 최소화
 - 전력기기 3사의 1Q25 신규 수주는 약 4.7조원으로 전년 동기간 대비 38% 성장
 - 상호 관세에 따른 불확실성 확대에도 불구하고 변압기 수주 성장세 지속

전력기기 3사 분기별 수주잔고 추이



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

전력기기 3사 분기별 신규수주 추이



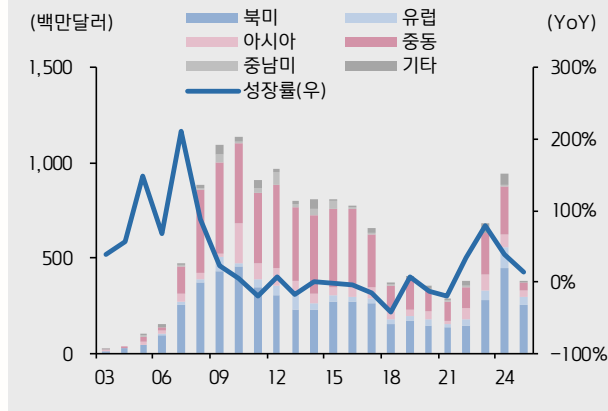
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터
주: 효성중공업 건설 사업 부문 제외

전력기기: 건조한 변압기 수출 성장세

◎ 높은 기저의 영향으로 수출 성장세는 다소 둔화

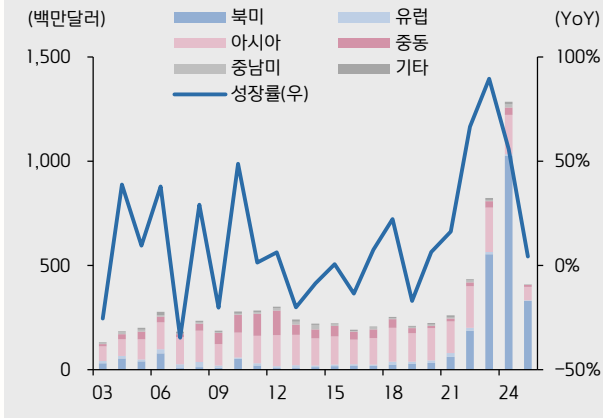
- 25년 4월 누적 기준으로 대형변압기 수출은 14.3% 증가하며 건조한 성장세 유지
 - 북미 지역 수출은 120% 성장하며 여전히 고성장세 지속
 - 북미 이 외 지역에서 매크로 불확실성의 영향으로 단기 수출 부진한 것으로 추정
- 25년 4월 누적 기준으로 중소형변압기 수출은 4.4% 성장하며 성장 폭 크게 둔화
 - 전체 수출 지역에서 북미 비중 80.4%로 24년 79% 대비 소폭 개선

대륙별 대형변압기 수출 추이



자료: Trass, 키움증권 리서치센터
주: '25년은 4월 누적 기준

대륙별 중소형변압기 수출 추이



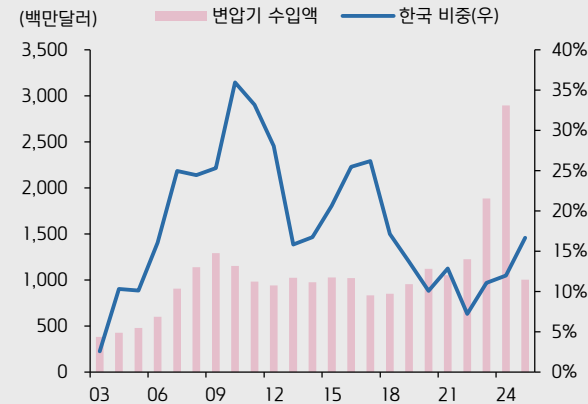
자료: Trass, 키움증권 리서치센터
주: '25년은 4월 누적 기준

전력기기: 여전한 공급난에 미국의 변압기 수입 증가

◎ 미국 내 가파른 전력 수요 상승으로 변압기 수요 확대, 부족한 현지 공급에 수입 증가세 지속

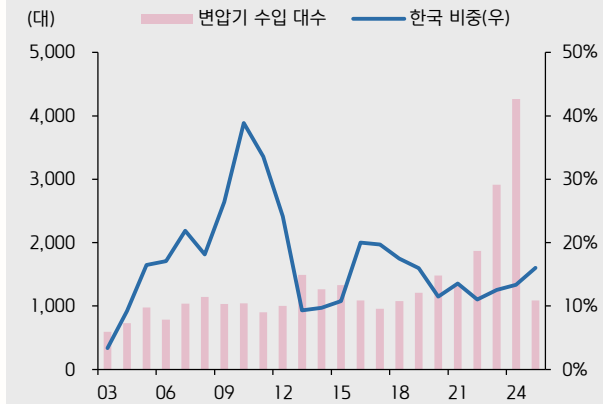
- 미국 내 AI 데이터센터 및 신재생에너지 투자 확대, 노후 변압기 교체 등으로 변압기 초과 수요 심화
 - 자국 내 생산 능력 부족으로 22년부터 변압기 수입 증가세 지속
 - 국내외 업체들의 미국 생산 시설 증설 시작되었지만 생산성 개선을 위해 인력 확보 및 숙련 시간 필요
- 1Q25 기준 미국의 대형변압기 수입액은 전년 동기 대비 68.4% 성장
 - 한국 수입액 비중은 24년 12% → 1Q25 16.7%로 확대

미국 대형변압기 수입액 추이



자료: USITC, 키움증권 리서치센터
주: 25년은 3월 누적 기준

미국 대형변압기 수입 대수 추이



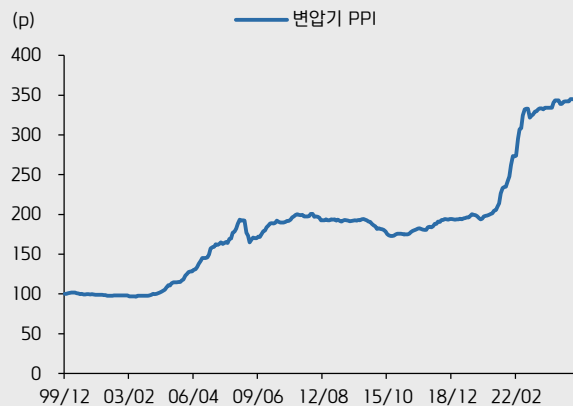
자료: USITC, 키움증권 리서치센터
주: 25년은 3월 누적 기준

전력기기: 관세 영향에 변압기 생산 비용 상승 전망

◎ 글로벌 변압기 생산 비용 증가에 따른 수주 단가 상승세 지속

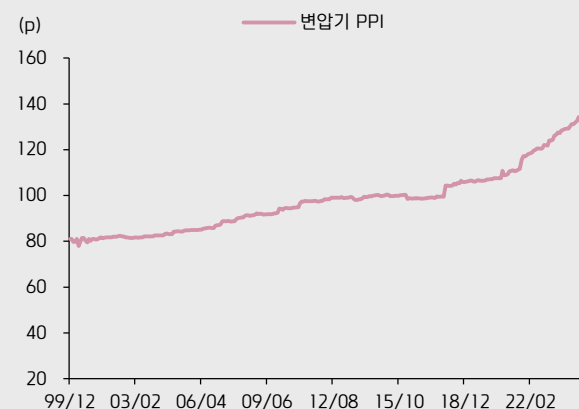
- 올해 3월 미국의 변압기 PPI는 350p로 최고점 갱신
 - 보편 관세 및 상호 관세 부과 등의 영향으로 미국 내 변압기 생산 비용 증가
- 이 외에도 영국 등 유럽 지역의 변압기 생산 비용도 계속해서 증가하는 추세
 - 영국 변압기 PPI도 올해 1월 136.9p로 역사적 고점 갱신
- 공급자 우위 시장에서 관세 등의 영향에 따른 생산 비용 증가는 고객사의 부담으로 돌아갈 것
 - 트럼프 행정부의 상호 관세 부과 결정 이후 수주 단가 상승과 관련하여 고객사와 우호적인 협상 진행된 것으로 파악됨

미국 변압기 PPI 추이(1999=100)



자료: FRED, 키움증권 리서치센터

영국 변압기 PPI 추이(2015=100)



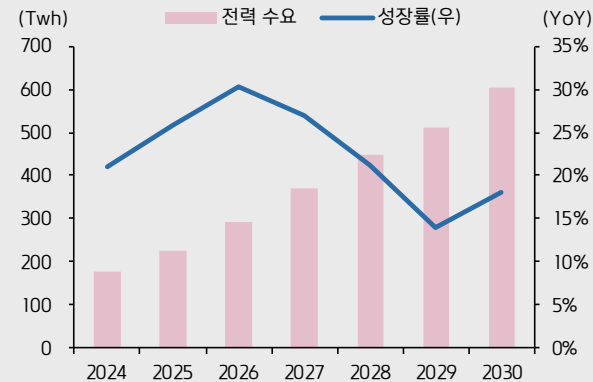
자료: National Statistics, 키움증권 리서치센터

전력기기: 데이터센터 확대가 이끄는 미국의 전력 수요 성장

◎ AI 데이터센터의 확대에 따른 전력 수요 급증은 전력 인프라에 큰 부담

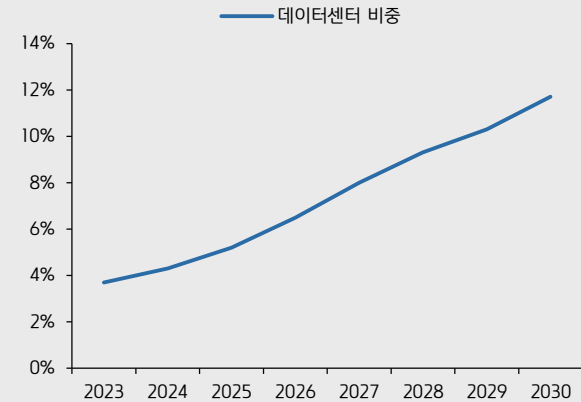
- 미국 내 전력 수요에서 데이터센터의 비중 점진적으로 상승 전망
 - 미국 내 데이터센터의 소비 전력은 23년 147Twh에서 30년 606Twh로 8년간 평균 22.5% 성장할 것으로 예상
 - 24년 미국의 전력 수요는 약 4,106Twh로 추정, 데이터센터가 전력 수요에서 차지하는 비중은 4.3%에 불과
 - 다만, 데이터센터의 소비 전력의 급증으로 30년에 전체 전력 수요의 11.7%까지 비중 확대될 것
- AI 발전과 디지털 가속화에 따라 2030년까지 50~60GW의 전력 인프라 구축이 필요

미국 데이터센터 전력 수요 전망



자료: Mckinsey, 키움증권 리서치센터

미국 전체 전력 수요 중 데이터센터 비중 전망



자료: Mckinsey, 키움증권 리서치센터

전력기기: 전력 인프라 투자 기회로 연결

◎ 데이터센터 전력 수요 증가를 지원하기 위해 송전과 배전 인프라에 대한 대규모 투자 필요

- 버지니아 등 전통적인 데이터센터 시장 외의 지역에서 데이터센터 개발 기회 확대
 - 밀집 지역이 아닌 곳에서는 안정적이고 저렴한 전력을 확보할 수 있어 운용 비용 감소 기대
 - 기존에 활용하던 전력망 이외에 신규 송배전망이 구축되어야 하기 때문에 전력 인프라 투자 확대 기대
- 데이터센터 구축과 전력망 연결 간 시차 발생, 전력망에 대한 선제적인 투자가 필요
 - 미국 시장 내 초고압변압기 리드타임이 2년, 전체 송전망 구축에 7~10년 정도 소요되는 것을 감안
 - 단기적으로 모듈형 발전소 등으로 대응 가능

미국의 데이터센터 성장에 따른 발전소 확대 전망



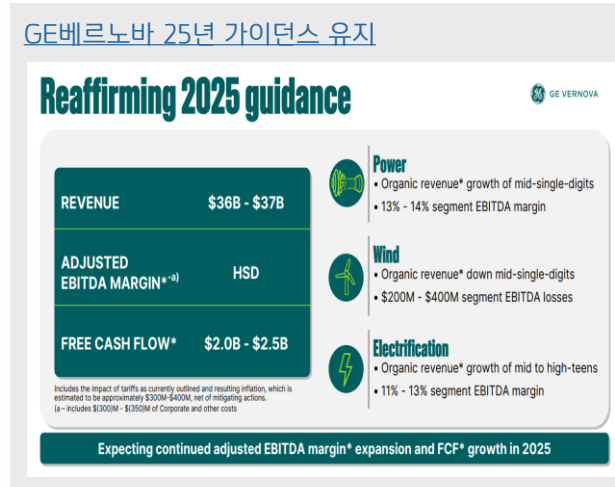
자료: McKinsey, 키움증권 리서치센터

전력기기: 관세 불확실성에도 견고한 업황

◎ 상호 관세 불확실성에도 글로벌 Peer의 업황에 대한 자신감 긍정적

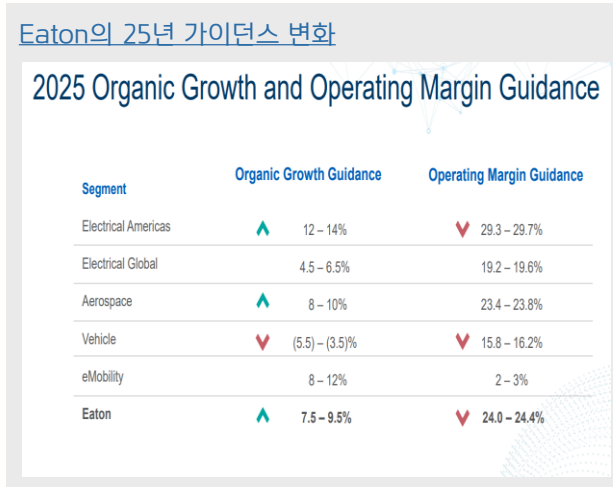
- 미국 에너지, 전력기기 업체들은 1분기 실적 발표에서 상호 관세의 영향으로 비용 증가가 예상됨을 밝힘
 - GE베르노바의 경우 관세의 영향으로 연간 3~4억달러의 비용 증가 예상
 - ETN도 마찬가지로 관세 영향으로 비용 증가가 예상되지만 공급망 투자, 비용 전가 등을 통해 상쇄
- 그럼에도, 견고한 업황의 영향으로 25년 실적 가이드선의 변화는 미미
 - GE베르노바는 1분기 실적 발표에서 25년 가이드선 유지를 재차 확인
 - ETN은 유기적인 매출 성장을 상향 조정과 수익성 하향 조정을 통해 순이익 변동은 거의 없는 것으로 안내
- 북미를 중심으로 신규 수주 역시 증가세가 지속되고 있어 중장기 실적 성장세 기대감 유효

GE베르노바 25년 가이드선 유지



자료: GEV, 키움증권 리서치센터

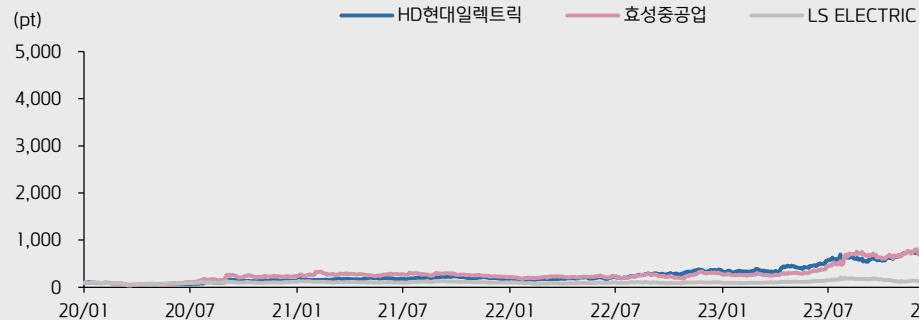
Eaton의 25년 가이드선 변화



자료: ETN, 키움증권 리서치센터

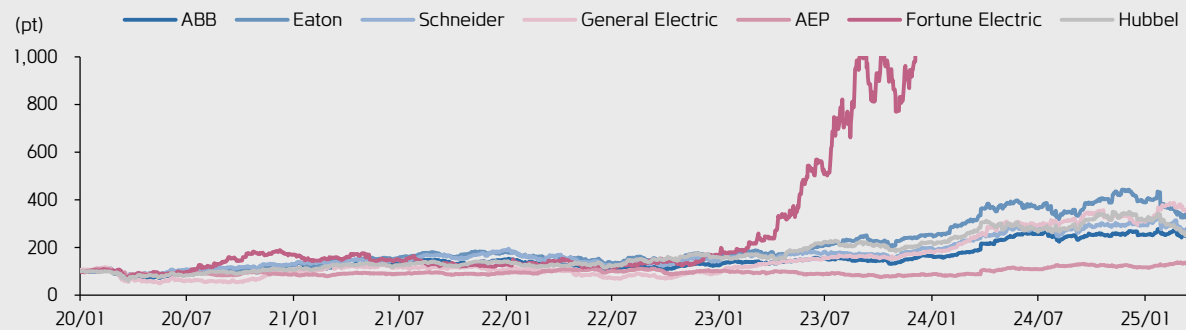
전력기기: 주가 추이

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	
		25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
국내															
HD현대일렉트릭	14,149	4,114	4,664	925	1,095	22.5	23.5	20.6	17.3	7.1	5.4	39.0	35.4	13.8	11.4
호성중공업	5,679	5,462	6,069	515	629	9.4	10.4	17.0	13.8	2.7	2.2	16.8	17.6	10.7	8.5
LS ELECTRIC	7,785	5,088	5,760	460	570	9.0	9.9	24.4	19.3	3.8	3.3	16.2	18.2	14.0	11.5
글로벌															
Schneider	199,819	63,129	67,524	11,494	12,698	18.2	18.8	24.6	21.9	3.8	3.5	16.3	16.5	15.6	13.9
Eaton	172,447	37,203	40,697	7,249	8,503	19.5	20.9	26.7	23.7	6.4	5.9	23.7	25.1	20.7	18.6
GE Vernova	173,981	50,452	54,749	2,516	4,573	5.0	8.4	66.5	41.9	11.9	9.7	19.7	26.7	37.2	25.0
Hitachi	171,887	99,558	106,662	10,388	12,015	10.4	11.3	22.7	20.2	2.9	2.6	13.1	13.5	12.0	10.6
ABB	147,149	46,908	49,371	8,161	8,789	17.4	17.8	23.3	21.4	6.8	5.8	29.4	28.6	16.0	14.6
Emerson	91,295	25,210	26,425	5,707	6,220	22.6	23.5	19.8	18.5	3.1	3.0	14.5	15.9	15.7	14.5
AEP	75,438	29,628	30,723	7,155	7,909	24.2	25.7	17.5	16.4	1.9	1.8	11.3	11.3	11.9	11.3
Legrand	44,281	14,440	15,253	2,909	3,084	20.1	20.2	21.8	20.4	3.5	3.3	16.2	16.1	14.3	13.2
Hubbell	28,615	8,109	8,579	1,723	1,872	21.3	21.8	22.4	20.6	5.7	5.0	25.7	26.1	15.8	14.4
Siemens AG	104,038	60,466	65,763	2,918	5,698	4.8	8.7	60.5	28.8	6.5	5.5	10.6	20.6	17.8	11.5
Fortune Electric	6,246	1,146	1,390	293	364	25.6	26.2	25.0	20.9	12.8	8.8	49.9	45.6	19.8	15.2

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

VII. 기업분석

- 현대로템(064350)
- 한화에어로스페이스(012450)
- HD현대미포(010620)
- 삼성중공업(010140)
- 두산밥캣(241560)
- HD현대인프라코어(042670)



BUY (Maintain)

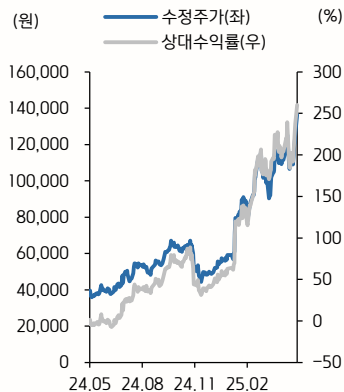
현대로템(064350): 멈추지 않는 전차의 진격

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

목표주가: 175,000원

주가(5/27): 141,200원

KOSPI (5/27)		2,637.22pt	
시가총액		15조 4,109억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		141,200원	35,950원
최고/최저가대비		0.0%	292.8%
주가수익률		절대	상대
1M	24.2%	19.9%	
6M	171.5%	157.7%	
1Y	261.6%	273.3%	
발행주식수		109,142천주	
일평균 거래량(3M)		1,570천주	
외국인 지분율		31.6%	
배당수익률(2025E)		0.3%	
BPS(2025E)		25,541원	
주요 주주		현대자동차 외 3인	33.8%



◎ 폴란드 1차 계약 납품 확대에 따른 실적 개선세 전망

- 2, 3분기 폴란드 1차 계약 납품 물량 집중 생산에 따른 실적 성장세 지속
- 연내 폴란드 2차 계약 체결 시 4분기부터 일부 생산 시작되며 수출 공백은 최소화될 것

◎ 폴란드 이 외에도 다양한 수출 파이프라인 발굴 중

- 약 250대 규모의 루마니아의 차세대 전차 사업 수주 기대
- K2 전차의 성능 개선을 통해 26년부터 중동 지역 마케팅 본격화. 중동 지역에서 대규모의 구형 전차 교체 필요, K2 전차의 중동 수출 기회 확대 전망
- 러-우 전쟁 종전 이후 유럽 지역에서 대대적인 군비 증강이 나타날 것으로 판단. 폴란드 현지 생산 시설을 거점으로 K2 전차의 유럽 지역 침투 확대 기대

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 175,000원으로 상향

- 연내 K2 2차 계약 체결 기대와 실적 개선 지속 전망에 업종 Top Pick 제시

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,587.4	4,376.6	6,071.4	6,946.2	7,638.3
영업이익	210.0	456.6	988.2	1,146.7	1,317.9
EBITDA	250.0	503.6	1,038.8	1,207.3	1,397.3
세전이익	180.8	509.6	1,011.6	1,194.5	1,388.1
순이익	156.8	405.3	804.3	955.6	1,110.4
지배주주지분순이익	161.0	406.9	807.6	959.4	1,114.9
EPS(원)	1,475	3,728	7,399	8,791	10,215
증감률(% YoY)	-18.6	152.7	98.5	18.8	16.2
PER(배)	18.0	13.3	15.4	13.0	11.1
PBR(배)	1.73	2.65	4.46	3.39	2.65
EV/EBITDA(배)	9.9	9.9	11.4	9.5	7.8
영업이익률(%)	5.9	10.4	16.3	16.5	17.3
ROE(%)	10.1	21.8	33.4	29.7	26.7
순차입금비율(%)	-24.5	-19.8	-18.6	-24.8	-32.1

자료: 키움증권 리서치

현대로템(064350) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 실억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,587.4	4,376.6	6,071.4	6,946.2	7,638.3
매출원가	3,123.0	3,547.6	4,620.5	5,238.9	5,690.8
매출총이익	464.4	829.0	1,450.9	1,707.2	1,947.5
판매비	254.4	372.5	462.6	560.6	629.7
영업이익	210.0	456.6	988.2	1,146.7	1,317.9
EBITDA	250.0	503.6	1,038.8	1,207.3	1,397.3
영업외손익	-29.2	53.0	23.4	47.8	70.2
이자수익	29.3	28.1	32.3	46.8	69.1
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	0.1
법인세차감전이익	180.8	509.6	1,011.6	1,194.5	1,388.1
법인세비용	24.1	104.3	207.3	238.9	277.6
계속사업손익	156.8	405.3	804.3	955.6	1,110.4
당기순이익	156.8	405.3	804.3	955.6	1,110.4
지배주주손익	161.0	406.9	807.6	959.4	1,114.9
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	13.4	22.0	38.7	14.4	10.0
영업이익 증감률	42.4	117.4	116.4	16.0	14.9
EBITDA 증감률	34.6	101.4	106.3	16.2	15.7
지배주주순이익의 증감률	-18.6	152.7	98.5	18.8	16.2
EPS 증감률	-18.6	152.7	98.5	18.8	16.2
매출총이익률(%)	12.9	18.9	23.9	24.6	25.5
영업이익률(%)	5.9	10.4	16.3	16.5	17.3
EBITDA Margin(%)	7.0	11.5	17.1	17.4	18.3
지배주주순이익률(%)	4.5	9.3	13.3	13.8	14.6

현금흐름표 (단위: 실억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	734.2	142.5	400.7	789.6	1,046.1
당기순이익	156.8	405.3	804.3	955.6	1,110.4
비현금항목의 가감	155.8	282.2	319.0	346.2	381.4
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	268.6	285.7	302.0
영업활동자산부채증감	437.4	-541.1	-531.2	-303.6	-220.8
매출채권및기타채권의감소	-93.4	-552.5	-373.8	-192.9	-152.7
재고자산의감소	130.8	-152.5	-122.2	-63.1	-49.9
매입채무및기타채무의증가	212.1	77.4	32.8	27.9	42.9
기타	187.9	86.5	-68.0	-75.5	-61.1
기타현금흐름	-15.8	-3.9	-191.4	-208.6	-224.9
투자활동 현금흐름	-270.4	232.6	-147.3	-254.0	-282.1
유형자산의 취득	-54.7	-81.0	-132.2	-232.4	-262.7
유형자산의 처분	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손익	-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	-13.0	-13.6	-14.3
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	100.0	372.8	583.4
기초현금 및 현금성자산	506.0	396.1	472.3	572.3	945.0
기말현금 및 현금성자산	396.1	472.3	572.3	945.0	1,528.4

자료: 키움증권 리서치

재무상태표 (단위: 실억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유지자산	3,690.2	3,686.3	4,352.4	5,053.9	5,915.2
현금 및 현금성자산	396.1	472.3	572.3	945.0	1,528.4
단기금융자산	602.0	276.8	289.8	303.5	317.7
매출채권 및 기타채권	405.1	965.3	1,339.1	1,532.0	1,684.7
재고자산	268.7	315.6	437.9	501.0	550.9
기타유동자산	2,018.3	1,656.3	1,713.3	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	6,057.6	6,959.7	8,031.7
유동부채	3,204.7	3,019.9	3,052.7	3,080.6	3,123.5
매입채무 및 기타채무	1,012.1	669.9	702.7	730.6	773.5
단기금융부채	338.6	328.6	328.6	328.6	328.6
기타유동부채	1,854.0	2,021.4	2,021.4	2,021.4	2,021.4
비유동부채	389.8	256.5	256.5	256.5	256.5
장기금융부채	256.4	224.1	22.4	22.4	22.4
기타비유동부채	133.4	234.1	234.1	234.1	234.1
부채총계	3,594.5	3,276.3	3,309.2	3,337.0	3,379.9
자본지분	1,679.9	2,045.0	2,787.6	3,665.6	4,699.2
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	1,463.4	2,373.7	3,439.5
비지배지분	-32.9	-35.9	-39.1	-43.0	-47.5
부채총계	1,647.0	2,009.1	2,748.4	3,622.7	4,651.7

투자지표 (단위: 원 배, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,475	3,728	7,399	8,791	10,215
BPS	15,391	18,737	25,541	33,586	43,056
CFPS	2,864	6,298	10,292	11,927	13,669
DPS	100	200	300	450	450
주가배수(배)					
PER	18.0	13.3	15.4	13.0	11.1
PER(최고)	27.3	18.6	17.2		
PER(최저)	15.6	6.8	6.7		
PBR	1.73	2.65	4.46	3.39	2.65
PBR(최고)	2.62	3.71	5.00		
PBR(최저)	1.50	1.36	1.95		
PSR	0.81	1.24	2.05	1.79	1.63
PCFR	9.3	7.9	11.1	9.5	8.3
EV/EBITDA	9.9	9.9	11.4	9.5	7.8
주요비율(%)					
배당성향(%:보통주, 현금)	7.0	5.4	4.1	5.1	4.4
배당수익률(%:보통주, 현금)	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
ROA	3.1	7.7	14.2	14.7	14.8
ROE	10.1	21.8	33.4	29.7	26.7
ROIC	11.9	26.4	37.6	34.7	34.0
매출채권회전율	10.1	6.4	5.3	4.8	4.7
재고자산회전율	14.2	15.0	16.1	14.8	14.5
부채비율	218.2	163.1	120.4	92.1	72.7
순차입금비용	-24.5	-19.8	-18.6	-24.8	-32.1
이자보상배율(현금)	7.3	27.5	59.5	69.0	79.3
총지입금	594.9	351.1	351.1	351.1	351.1
순지입금	-403.2	-398.0	-511.0	-897.4	-1,495.1
NOPLAT	250.0	503.6	1,038.8	1,207.3	1,397.3
FCF	594.3	-196.4	149.2	413.9	623.6

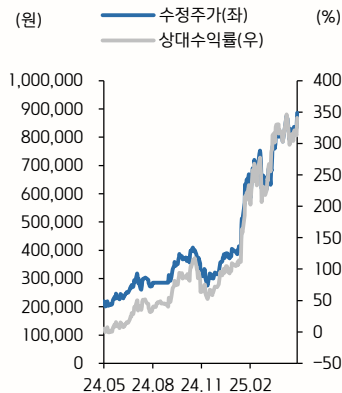
BUY (Maintain)

한화에어로스페이스(012450): 가장 다변화된 수출 라인업 보유

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

목표주가: 1,100,000원
주가(5/27): 887,000원

KOSPI (5/27)	2,637.22pt	
시가총액	41조 9,517억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	887,000원	200,880원
최고/최저가대비	0.0%	341.6%
주가수익률	절대	상대
	1M	9.3% 5.5%
	6M	179.3% 165.1%
	1Y	326.9% 340.8%
발행주식수	47,296천주	
일평균 거래량(3M)	411천주	
외국인 지분율	45.1%	
배당수익률(2025E)	0.4%	
BPS(2025E)	181,508원	
주요 주주	한화 외 6인	35.8%



◎ 연초 폴란드향 납품 가이던스 상향 조정에 따른 실적 개선세 지속 전망

- 25년 기준 K9 70문 이상, 천무 50대 이상의 납품 예정. 1분기에만 천무가 24대 인도되며 연초 납품 계획인 50대 이상을 초과 달성할 것으로 전망. 고수익의 폴란드 수출 확대에 따른 실적 성장세 지속 기대
- 폴란드 이 외에도 이집트 K9 등 수출 사업이 진행되면서 지상 방산 부문의 수출 비중 확대 전망

◎ 동/북유럽, 중동, 아시아태평양 지역에서 동사 무기체계에 대한 관심 증가

- 폴란드와 루마니아의 현지 생산 거점을 활용하여 K9, 천무 생산 확대 전망. 러-우 종전 이후 유럽의 재무장 강화 움직임은 동사의 지상무기 체계 수출 확대 기회 요인이 될 것
- 약 300대 규모의 루마니아 전투보병장갑차량(IFV) 도입 사업에 레드백 참여 예상
- 동유럽, 중동 지역에서 천무에 대한 관심 강화되고 있어 추가 수출 기대

◎ 투자의견 BUY 유지, 목표주가 1,100,000원으로 상향

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,889.7	11,240.1	27,660.5	30,633.1	32,736.4
영업이익	594.3	1,731.9	3,200.8	4,279.9	4,870.0
EBITDA	933.4	2,062.8	4,025.9	5,060.7	5,610.7
세전이익	1,130.8	2,647.4	3,004.6	4,517.5	5,517.6
순이익	976.9	2,539.9	2,289.0	3,424.3	4,182.3
지배주주지분순이익	817.5	2,298.9	1,868.8	2,743.9	3,332.8
EPS(원)	16,147	46,942	39,104	55,046	66,859
증감률(% YoY)	318.5	190.7	-16.7	40.8	21.5
PER(배)	7.7	7.0	20.4	14.5	11.9
PBR(배)	1.79	2.98	4.39	3.40	2.67
EV/EBITDA(배)	10.5	13.9	10.2	7.0	3.0
영업이익률(%)	7.5	15.4	11.6	14.0	14.9
ROE(%)	25.6	53.9	26.6	26.5	25.1
순차입금비율(%)	49.8	65.5	-13.2	-43.0	-119.6

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	27,660.5	30,633.1	32,736.4
매출원가	6,461.5	8,370.3	22,115.6	23,512.9	24,538.3
매출총이익	1,428.2	2,869.9	5,544.9	7,120.2	8,198.1
판매비	833.8	1,138.0	2,344.0	2,840.4	3,328.1
영업이익	594.3	1,731.9	3,200.8	4,279.9	4,870.0
EBITDA	933.4	2,062.8	4,025.9	5,060.7	5,610.7
영업외손익	536.5	915.5	-196.2	237.6	647.6
이자수익	81.0	70.0	270.2	399.4	809.3
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	-403.7	-99.1	-99.0
법인세차감전이익	1,130.8	2,647.4	3,004.6	4,517.5	5,517.6
법인세비용	232.0	136.1	715.5	1,093.2	1,335.3
계속사업순손익	898.7	2,511.3	2,289.0	3,424.3	4,182.3
당기순이익	976.9	2,539.9	2,289.0	3,424.3	4,182.3
지배주주순이익	817.5	2,298.9	1,868.8	2,743.9	3,332.8
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	11.7	42.5	146.1	10.7	6.9
영업이익 증감률	48.4	191.4	84.8	33.7	13.8
EBITDA 증감률	40.8	121.0	95.2	25.7	10.9
지배주주순이익의 증감률	318.5	181.2	-18.7	46.8	21.5
EPS 증감률	318.5	190.7	-16.7	40.8	21.5
매출총이익률(%)	18.1	25.5	20.0	23.2	25.0
영업이익률(%)	7.5	15.4	11.6	14.0	14.9
EBITDA Margin(%)	11.8	18.4	14.6	16.5	17.1
지배주주순이익률(%)	10.4	20.5	6.8	9.0	10.2

현금흐름표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,390.2	1,393.0	11,538.4	10,453.0	23,812.9
당기순이익	0.0	0.0	2,289.0	3,424.3	4,182.3
비현금항목의 가감	-67.7	4.5	2,001.3	2,205.6	1,997.6
유형자산감가상각비	260.8	259.0	623.0	582.6	546.3
무형자산감가상각비	78.3	71.9	202.0	198.2	194.4
자본법평가손익	-61.0	-1,257.2	-105.3	-105.3	-105.3
기타	-345.8	930.8	1,281.6	1,530.1	1,362.2
영업활동자산부채증감	462.0	-902.8	5,238.5	3,062.2	15,704.1
매출채권및기타채권의감소	-582.6	-1,096.9	1,456.2	-798.2	-564.8
채고자산의감소	-713.5	-882.3	939.6	-575.0	-406.9
매입채무및기타채무의증가	243.7	-77.7	6,770.0	11,858.7	30,760.4
기타	1,514.4	1,154.1	-3,927.3	-7,423.3	-14,084.6
기타현금흐름	995.9	2,291.3	-2,009.6	-1,760.9	1,928.9
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 순취득	-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	-2,089.9	-2,089.9	-2,090.0	-2,089.9
재무활동 현금흐름	367.8	1,065.7	2,062.3	-252.7	-252.7
차입금의 증가(감소)	490.6	1,283.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	2,300.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-19.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-50.6	-119.8	-159.1	-174.1	-174.1
기타	-72.2	-78.6	-78.6	-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	9,536.3	6,154.6	19,522.9
기초현금 및 현금성자산	3,069.8	1,806.4	2,967.7	12,504.1	18,658.7
기말현금 및 현금성자산	1,806.4	2,967.7	12,504.1	18,658.7	38,181.6

자료: 키움증권 리서치

재무상태표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유형자산	9,192.0	22,868.0	33,914.2	48,858.7	83,431.5
현금 및 현금성자산	1,806.4	2,967.7	12,504.1	18,658.7	38,181.6
단기금융자산	100.7	366.3	359.6	353.1	346.6
매출채권 및 기타채권	2,118.6	8,883.8	7,427.6	8,225.8	8,790.6
채고자산	2,868.6	6,290.3	5,350.7	5,925.7	6,332.6
기타유동자산	2,297.7	4,359.9	8,272.2	15,695.4	29,780.1
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	54,579.9	69,746.8	104,573.5
유동부채	12,076.6	25,516.1	32,286.2	44,144.9	74,905.3
매입채무 및 기타채무	1,879.3	4,269.9	11,039.9	22,898.6	53,659.1
단기금융부채	2,612.3	6,204.4	6,204.4	6,204.4	6,204.4
기타유동부채	7,585.0	15,041.8	15,041.9	15,041.9	15,041.8
비유동부채	2,782.1	6,456.4	6,456.4	6,456.4	6,456.4
청기금융부채	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	38,742.6	50,601.3	81,361.7
자본지분	3,528.4	4,995.1	9,047.9	11,675.8	14,892.5
자본금	265.7	240.4	261.7	261.7	261.7
자본잉여금	191.8	206.7	2,485.4	2,485.4	2,485.4
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	6,441.2	9,011.1	12,169.8
비지배지분	1,155.9	6,369.2	6,789.4	7,469.8	8,319.3
자본총계	4,684.2	11,364.3	15,837.3	19,145.5	23,211.8

투자지표 (단위: 원, 백, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	16,147	46,942	39,104	55,046	66,859
BPS	69,689	109,587	181,508	234,226	298,756
CFPS	17,957	51,953	89,774	112,939	123,974
DPS	1,800	3,500	3,500	3,500	3,500
주가배수(배)					
PER	7.7	7.0	20.4	14.5	11.9
PER(최고)	9.4	9.1	22.0		
PER(최저)	4.1	2.7	8.5		
PBR	1.79	2.98	4.39	3.40	2.67
PBR(최고)	2.17	3.88	4.75		
PBR(최저)	0.94	1.14	1.82		
PSR	0.80	1.42	1.38	1.30	1.21
PCFR	6.9	6.3	8.9	7.1	6.4
EV/EBITDA	10.5	13.9	10.2	7.0	3.0
주요비율(%)					
배당성향(%:보통주, 현금)	9.3	6.3	7.6	5.1	4.2
배당수익률(%:보통주, 현금)	1.4	1.1	0.4	0.4	0.4
ROA	5.6	8.1	4.7	5.5	4.8
ROE	25.6	53.9	26.6	26.5	25.1
ROIC	12.4	9.9	16.9	32.6	1,225.2
매출채권회전율	4.3	2.0	3.4	3.9	3.8
채고자산회전율	3.1	2.5	4.8	5.4	5.3
부채비율	317.2	281.3	244.6	264.3	350.5
순차입금비용	49.8	65.5	-13.2	-43.0	-119.6
이자보상배율(현금)	4.0	7.1	13.2	17.6	20.1
총자입금	4,239.9	10,774.6	10,774.6	10,774.6	10,774.6
순자입금	2,332.8	7,440.5	-2,089.1	-8,237.2	-27,753.6
NOPLAT	933.4	2,062.8	4,025.9	5,060.7	5,610.7
FCF	757.5	-251.9	7,982.6	6,586.4	19,644.0

HD현대미포(010620): 다시 빠르게 채워질 곳간

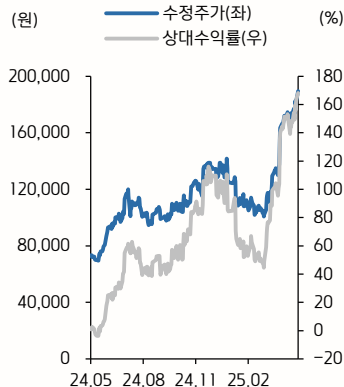
BUY (Maintain)

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

목표주가: 230,000원

주가(5/27): 189,300원

KOSPI (5/27)	2,637.22pt		
시가총액	7조 5,610억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	189,600원	69,600원	
최고/최저가대비	-0.2%	172.0%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	15.8%	11.8%
	6M	50.0%	42.4%
	1Y	160.0%	168.5%
발행주식수	39,942천주		
일평균 거래량(3M)	398천주		
외국인 지분율	20.1%		
배당수익률(2025E)	1.0%		
BPS(2025E)	55,391원		
주요 주주	에이치디한국조선해양 외 2인 42.8%		



◎ 생산성 향상에 따른 기대 이상의 실적 개선 속도

- 외주 인력의 생산성 개선과 24년 고가 선박의 매출의 점진적인 비중 확대로 1Q25부터 빠르게 실적 개선이 나타나고 있음
- 하반기에도 생산성 개선 지속 및 24년 고가 선박의 매출 비중 확대로 실적 개선폭은 더욱 확대될 것

◎ 컨테이너, MR P/C, LNG BV 등 다양한 선종에서 수주 기회 확대 긍정적

- 미국의 조선업 제재 및 IMO의 탄소세 부과 영향으로 중소형 컨테이너선의 신조 수주 확대, 기존에 중국에 발주 하려던 물량들이 한국 조선소로 선회하면서 반사 수혜 발생. 중국 조선소 대비 한국 조선소의 프리미엄이 정당화되며 글로벌 시장 선가 대비 5~10% 높은 수준에서 신조 선가 형성 긍정적
- 친환경 선대 전환 가속화의 영향으로 LNG추진선 확대에 따른 LNG BV 선박 발주 강세 전망
- 러-우 종전 시 그림자 선대 해체에 따른 MR P/C 발주 확대 기대

◎ 투자의견 BUY 유지, 목표주가 230,000원으로 상향

- 긍정적인 중소형 컨테이너, MR P/C, LNG BV 등 수주 전망과 실적 개선 본격화에 업종 Top Pick 제시

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,039.1	4,630.0	5,151.4	5,776.8	6,087.8
영업이익	-152.9	88.5	342.4	490.3	671.8
EBITDA	-83.6	166.7	432.6	586.4	773.4
세전이익	-156.9	146.2	335.9	523.5	781.2
순이익	-139.0	113.2	258.8	392.6	585.9
지배주주지분순이익	-142.9	105.5	241.6	362.3	549.4
EPS(원)	-3,579	2,642	6,049	9,069	13,755
증감률(% YoY)	적지	흑전	128.9	49.9	51.7
PER(배)	N/A	50.8	22.8	15.2	10.0
PBR(배)	1.72	2.62	2.49	2.23	1.89
EV/EBITDA(배)	-44.0	32.8	12.5	8.4	5.2
영업이익률(%)	-3.8	1.9	6.6	8.5	11.0
ROE(%)	-7.0	5.3	11.3	15.5	20.4
순차입금비율(%)	12.1	2.5	-8.0	-26.5	-53.5

자료: 키움증권 리서치

HD현대미포(010620) 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 실억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	4,039.1	4,630.0	5,151.4	5,776.8	6,087.8	
매출원가	4,069.7	4,382.1	4,631.5	5,094.4	5,207.9	
매출총이익	-30.7	247.9	519.8	682.4	879.9	
판매비	122.2	159.4	177.4	192.1	208.1	
영업이익	-152.9	88.5	342.4	490.3	671.8	
EBITDA	-83.6	166.7	432.6	586.4	773.4	
영업외손익	-4.0	57.7	-6.5	33.2	109.4	
이자수익	15.9	16.3	35.1	74.9	151.1	
이자비용	13.8	19.5	19.5	19.5	19.5	
외환관련이익	176.9	300.3	214.9	214.9	214.9	
외환관련손실	149.0	154.1	117.7	117.7	117.7	
총속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	-34.0	-85.3	-119.3	-119.4	-119.4	
법인세차감전이익	-156.9	146.2	335.9	523.5	781.2	
법인세비용	-17.9	33.0	77.1	130.9	195.3	
계속사업순손익	-139.0	113.2	258.8	392.6	585.9	
당기순이익	-139.0	113.2	258.8	392.6	585.9	
지배주주순이익	-142.9	105.5	241.6	362.3	549.4	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	8.7	14.6	11.3	12.1	5.4	
영업이익 증감률	폭전	-157.9	286.9	43.2	37.0	
EBITDA 증감률	폭전	-299.4	159.5	35.6	31.9	
지배주주순이익의 증감률	폭전	-173.8	129.0	50.0	51.6	
EPS 증감률	폭전	폭전	128.9	49.9	51.7	
매출총이익률(%)	-0.8	5.4	10.1	11.8	14.5	
영업이익률(%)	-3.8	1.9	6.6	8.5	11.0	
EBITDA Margin(%)	-2.1	3.6	8.4	10.2	12.7	
지배주주순이익률(%)	-3.5	2.3	4.7	6.3	9.0	

현금흐름표		(단위: 실억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	-533.3	360.9	389.3	680.6	1,164.9	
당기순이익	-139.0	113.2	258.8	392.6	585.9	
비현금항목의 가감	43.6	65.4	105.9	125.9	119.6	
유형자산감가상각비	69.1	77.8	89.6	95.6	101.1	
무형자산감가상각비	0.1	0.4	0.5	0.5	0.5	
자본법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	-25.6	-12.8	15.8	29.8	18.0	
영업활동자산부채증감	-438.5	187.6	86.0	237.5	523.0	
매출채권및기타채권의감소	-71.7	34.3	-14.8	-17.7	-8.8	
재고자산의감소	63.5	-30.3	-30.5	-36.6	-18.2	
매입채무및기타채무의증가	-148.7	29.6	293.1	461.7	700.3	
기타	-281.6	154.0	-161.8	-169.9	-150.3	
기타현금흐름	0.6	-5.3	-61.4	-75.4	-63.6	
투자활동 현금흐름	-111.6	-149.2	-148.7	-149.8	-149.8	
유형자산의 취득	-117.4	-144.6	-150.1	-151.2	-151.2	
유형자산의 처분	1.4	0.2	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 순취득	-10.3	-6.7	0.0	0.0	0.0	
투자자산의감소(증가)	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0	
단기금융자산의감소(증가)	13.9	0.7	0.7	0.7	0.7	
기타	-0.2	0.7	0.7	0.7	0.7	
재무활동 현금흐름	463.6	-363.1	-391.5	-419.8	-448.1	
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	-28.3	-56.6	-85.0	
기타	463.6	-363.1	-363.2	-363.2	-363.1	
기타현금흐름	1.2	6.5	387.4	387.4	387.4	
현금 및 현금성자산의 순증가	-180.1	-144.9	236.5	498.4	954.4	
기초현금 및 현금성자산	490.1	310.0	165.1	401.6	900.0	
기말현금 및 현금성자산	310.0	165.1	401.6	900.0	1,854.4	

자료: 키움증권 리서치

재무상태표		(단위: 실억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
유형자산	2,799.4	2,786.5	3,201.1	3,894.7	5,025.6	
현금 및 현금성자산	310.0	165.1	401.6	900.0	1,854.4	
단기금융자산	39.1	38.4	37.7	37.0	36.3	
매출채권 및 기타채권	164.8	131.2	146.0	163.7	172.6	
재고자산	230.2	270.8	301.3	337.9	356.1	
기타유동자산	2,055.3	2,181.0	2,314.5	2,456.1	2,606.2	
비유동자산	2,109.7	2,322.3	2,382.3	2,437.4	2,487.0	
투자자산	14.5	14.0	14.0	14.0	14.0	
유형자산	1,756.8	1,861.5	1,922.1	1,977.7	2,027.8	
무형자산	14.7	20.9	20.4	19.9	19.4	
기타비유동자산	323.7	425.9	425.8	425.8	425.8	
자산총계	4,909.1	5,108.9	5,583.4	6,332.1	7,512.7	
유동부채	2,735.4	2,705.6	2,998.7	3,460.4	4,160.7	
매입채무 및 기타채무	567.4	753.6	1,046.7	1,508.4	2,208.7	
단기금융부채	482.8	164.1	164.1	164.1	164.1	
기타유동부채	1,685.2	1,787.9	1,787.9	1,787.9	1,787.9	
비유동부채	158.5	296.9	296.9	296.9	296.9	
장기금융부채	109.5	91.7	91.7	91.7	91.7	
기타비유동부채	49.0	205.2	205.2	205.2	205.2	
부채총계	2,893.9	3,002.4	3,295.5	3,757.2	4,457.5	
자본지분	1,970.1	2,048.2	2,212.4	2,469.0	2,912.8	
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7	
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3	
기타자본	-40.9	-40.9	-40.9	-40.9	-40.9	
기타포괄손익누계액	300.5	308.5	287.5	267.1	246.4	
이익잉여금	1,428.4	1,498.6	1,683.5	1,960.8	2,425.3	
비지배자본	45.1	58.3	75.4	105.8	142.3	
자본총계	2,015.2	2,106.4	2,287.9	2,574.9	3,055.1	

투자지표		(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
주당지표(원)						
EPS	-3,579	2,642	6,049	9,069	13,755	
BPS	49,324	51,278	55,391	61,816	72,926	
CFPS	-2,388	4,472	9,130	12,981	17,663	
DPS	0	710	1,420	2,130	2,130	
주가배수(배)						
PER	N/A	50.8	22.8	15.2	10.0	
PER(최고)	N/A	53.9	23.9			
PER(최저)	N/A	22.3	16.4			
PBR	1.72	2.62	2.49	2.23	1.89	
PBR(최고)	1.96	2.78	2.61			
PBR(최저)	1.28	1.15	1.80			
PSR	0.84	1.16	1.07	0.95	0.90	
PCFR	-35.6	30.0	15.1	10.6	7.8	
EV/EBITDA	-44.0	32.8	12.5	8.4	5.2	
주요비율(%)						
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	25.0	21.9	21.6	14.5	
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.5	1.0	1.5	1.5	
ROA	-2.9	2.3	4.8	6.6	8.5	
ROE	-7.0	5.3	11.3	15.5	20.4	
ROIC	-9.0	4.1	12.2	18.0	29.7	
매출채권회전율	32.1	31.3	37.2	37.3	36.2	
재고자산회전율	15.5	18.5	18.0	18.1	17.5	
부채비율	143.6	142.5	144.0	145.9	145.9	
순차입금비용	12.1	2.5	-8.0	-26.5	-53.5	
이자보상배율(현금)	-11.1	4.5	17.6	25.2	34.5	
총자입금	592.3	255.7	255.7	255.7	255.7	
순이자입금	243.2	52.3	-183.5	-681.2	-1,634.9	
NOPLAT	-83.6	166.7	432.6	586.4	773.4	
FCF	-665.9	202.4	289.9	550.1	977.3	

BUY (Maintain)

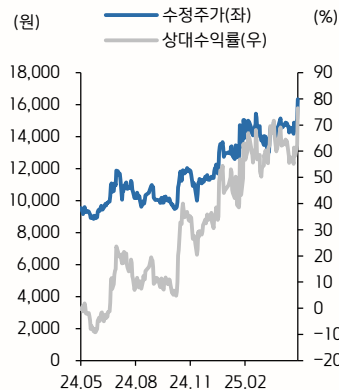
삼성중공업(010140): 경쟁력 있는 LNG 밸류체인 보유

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

목표주가: 22,000원

주가(5/27): 16,350원

KOSPI (5/27)		2,637.22pt	
시가총액		14조 3,880억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		16,350원	8,860원
최고/최저가대비		0.0%	84.5%
주가수익률		절대	상대
1M	11.1%	7.2%	
6M	37.4%	30.4%	
1Y	70.8%	76.4%	
발행주식수		880,000천주	
일평균 거래량(3M)		10,703천주	
외국인 지분율		30.7%	
배당수익률(2025E)		0.0%	
BPS(2025E)		5,278원	
주요 주주		삼성전자 외 7인	20.9%



◎ 상대적으로 생산성 개선 더디지만 실적 개선 방향성은 동일

- 경쟁 업체와 달리 유의미한 생산성 개선에 따른 공기 단축 등이 나타나고 있지는 않지만, 고가 선박의 매출 비중 확대에 따른 실적 개선 방향성은 유호
- 하반기부터 수익성이 좋은 해양 부문의 매출 비중 상승하며 실적 개선폭은 확대될 것으로 기대

◎ 하반기 LNG운반선, FLNG 수주 모멘텀 기대

- 미국의 LNG 수출 프로젝트의 승인이 재개되며 하반기 LNG운반선 발주 기대. 미국에서 추진 중인 LNG 수출 프로젝트의 규모를 감안할 때 현재 운항 중인 LNG운반선 선대와 수주잔고로 대응하기 어려운 수준. 다시 LNG운반선 발주 강세 예상
- 중국의 조선소 제재의 영향으로 글로벌 FLNG 건조 시장에서 독보적인 입지를 구축. 올해 수주가 유력한 코랄, 델핀 FLNG 프로젝트 이 외에도 추가 수주 기대

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 22,000원으로 상향

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	8,009.4	9,903.1	10,639.9	12,781.7	13,948.4
영업이익	233.3	502.7	702.8	1,225.5	1,475.4
EBITDA	474.0	791.9	983.9	1,505.5	1,754.3
세전이익	-295.7	-315.5	708.4	1,307.8	1,591.6
순이익	-155.6	53.9	553.2	980.9	1,193.7
지배주주분순이익	-148.3	63.9	564.3	1,000.5	1,217.6
EPS(원)	-168	73	641	1,137	1,383
증감률(% YoY)	적지	흑전	783.4	77.3	21.7
PER(배)	N/A	155.7	22.3	12.6	10.3
PBR(배)	1.98	2.62	2.71	2.12	1.69
EV/EBITDA(배)	20.7	15.6	15.1	9.0	6.7
영업이익률(%)	2.9	5.1	6.6	9.6	10.6
ROE(%)	-4.2	1.8	13.4	18.9	18.2
순차입금비용(%)	88.0	66.1	50.2	16.5	-10.2

자료: 키움증권 리서치

삼성중공업(010140) 재무제표

포괄손익계산서					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,009.4	9,903.1	10,639.9	12,781.7	13,948.4
매출원가	7,364.0	8,982.5	9,490.2	11,079.6	11,966.7
매출총이익	645.5	920.6	1,149.7	1,702.0	1,981.7
판매비	412.1	417.9	446.9	476.5	506.3
영업이익	233.3	502.7	702.8	1,225.5	1,475.4
EBITDA	474.0	791.9	983.9	1,505.5	1,754.3
영업외손익	-529.1	-818.2	5.7	82.3	116.2
이자수익	32.9	21.1	24.6	51.1	85.0
이자비용	178.6	213.2	213.2	213.2	213.2
외환관련이익	203.6	420.4	329.1	329.1	329.1
외환관련손실	166.9	311.5	216.9	216.9	216.9
총속 및 관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-420.0	-735.0	82.1	132.2	132.2
법인세차감전이익	-295.7	-315.5	708.4	1,307.8	1,591.6
법인세비용	-140.2	-369.4	155.2	327.0	397.9
계속사업순손익	-155.6	53.9	553.2	980.9	1,193.7
당기순이익	-155.6	53.9	553.2	980.9	1,193.7
지배주주순이익	-148.3	63.9	564.3	1,000.5	1,217.6
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	34.7	23.6	7.4	20.1	9.1
영업이익 증감률	폭전	115.5	39.8	74.4	20.4
EBITDA 증감률	폭전	67.1	24.2	53.0	16.5
지배주주순이익의 증감률	폭전	-143.1	783.1	77.3	21.7
EPS 증감률	폭전	폭전	783.4	77.3	21.7
매출총이익률(%)	8.1	9.3	10.8	13.3	14.2
영업이익률(%)	2.9	5.1	6.6	9.6	10.6
EBITDA Margin(%)	5.9	8.0	9.2	11.8	12.6
지배주주순이익률(%)	-1.9	0.6	5.3	7.8	8.7

현금흐름표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-516.5	654.5	338.1	1,496.4	1,873.0
당기순이익	-155.6	53.9	553.2	980.9	1,193.7
비현금항목의 가감	498.8	716.7	802.3	946.5	982.5
유형자산감가상각비	237.8	285.6	277.5	276.8	276.1
무형자산감가상각비	2.9	3.6	3.7	3.2	2.8
자본법평가손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	258.2	427.5	521.1	666.5	703.6
영업활동자산부채증감	-716.3	117.6	-673.9	58.0	222.8
매출채권및기타채권의감소	235.0	-618.9	-88.3	-256.5	-139.7
채고자산의감소	43.3	1,384.2	-1,186.1	-329.8	-179.7
매입채무및기타채무의증가	125.1	-624.8	54.7	143.3	82.2
기타	-1,119.7	-22.9	545.8	501.0	460.0
기타현금흐름	-143.4	-233.7	-343.5	-489.0	-526.0
투자활동 현금흐름	-194.7	310.5	-281.2	-282.1	-283.2
유형자산의 취득	-153.4	-173.4	-270.0	-270.0	-270.0
유형자산의 처분	1.7	383.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.5	-15.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-37.9	116.1	-10.3	-11.3	-12.4
기타	-3.6	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8
재무활동 현금흐름	376.0	-599.2	-195.6	-195.6	-195.6
차입금의 증가(감소)	489.0	-403.6	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	0.0	0.0
기타	-113.0	-195.6	-195.6	-195.6	-195.6
기타현금흐름	-0.2	6.3	305.2	305.2	305.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-335.4	372.2	166.5	1,323.8	1,699.4
기초현금 및 현금성자산	919.2	583.8	956.0	1,122.5	2,446.3
기말현금 및 현금성자산	583.8	956.0	1,122.5	2,446.3	4,145.7

자료: 키움증권 리서치

재무상태표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유지자산	9,245.5	9,370.0	10,275.4	11,695.9	13,267.1
현금 및 현금성자산	583.8	956.0	1,122.5	2,446.3	4,145.7
단기금융자산	225.5	109.4	119.7	131.0	143.4
매출채권 및 기타채권	545.4	1,186.2	1,274.4	1,531.0	1,670.7
채고자산	1,729.2	452.5	1,638.5	1,968.3	2,148.0
기타유동자산	6,161.6	6,665.9	6,120.3	5,619.3	5,159.3
비유동자산	6,347.9	7,824.7	7,813.5	7,803.6	7,794.6
투자자산	87.4	102.4	102.4	102.4	102.4
유형자산	5,208.7	5,115.9	5,108.4	5,101.6	5,095.5
무형자산	27.0	27.8	24.2	21.0	18.2
기타비유동자산	1,024.8	2,578.6	2,578.5	2,578.6	2,578.5
자산총계	15,593.4	17,194.6	18,088.9	19,499.5	21,061.8
유동부채	11,231.9	12,029.2	12,083.9	12,227.2	12,309.4
매입채무 및 기타채무	1,147.3	945.6	1,000.3	1,143.6	1,225.8
단기금융부채	3,066.2	3,146.5	3,146.5	3,146.5	3,146.5
기타유동부채	7,018.4	7,937.1	7,937.1	7,937.1	7,937.1
비유동부채	952.3	1,415.9	1,415.9	1,415.9	1,415.9
차기금융부채	743.5	397.1	397.1	397.1	397.1
기타비유동부채	208.8	1,018.8	1,018.8	1,018.8	1,018.8
부채총계	12,184.2	13,445.2	13,499.9	13,643.2	13,725.4
자본지분	3,439.3	3,749.6	4,645.3	5,932.1	7,436.1
자본금	880.1	880.1	880.1	880.1	880.1
자본잉여금	4,496.0	4,496.0	4,496.0	4,496.0	4,496.0
기타자본	-970.3	-970.3	-970.3	-970.3	-970.3
기타포괄손익누계액	1,202.1	1,524.7	1,811.1	2,097.5	2,383.8
이익잉여금	-2,168.7	-2,136.0	-1,571.7	-571.2	646.4
비지배지분	-30.1	-45.1	-56.2	-75.8	-99.7
자산총계	3,409.2	3,749.5	4,589.1	5,856.3	7,336.4

투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-168	73	641	1,137	1,383
BPS	3,908	4,311	5,278	6,740	8,449
CFPS	390	876	1,540	2,190	2,473
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	N/A	155.7	22.3	12.6	10.3
PER(최고)	N/A	169.3	24.7		
PER(최저)	N/A	96.2	17.5		
PBR	1.98	2.62	2.71	2.12	1.69
PBR(최고)	2.42	2.85	3.00		
PBR(최저)	1.23	1.62	2.13		
PSR	0.85	1.00	1.18	0.98	0.90
PCFR	19.9	12.9	9.3	6.5	5.8
EV/EBITDA	20.7	15.6	15.1	9.0	6.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-1.0	0.3	3.1	5.2	5.9
ROE	-4.2	1.8	13.4	18.9	18.2
ROIC	-0.4	-6.3	8.0	12.9	15.9
매출채권회전율	12.1	11.4	8.6	9.1	8.7
채고자산회전율	4.9	9.1	10.2	7.1	6.8
부채비율	357.4	358.6	294.2	233.0	187.1
순차입금비율	88.0	66.1	50.2	16.5	-10.2
이자보상배율(현금)	1.3	2.4	3.3	5.7	6.9
총자입금	3,809.7	3,543.6	3,543.6	3,543.6	3,543.6
순차입금	3,000.4	2,478.3	2,301.5	966.3	-745.5
NOPLAT	474.0	791.9	983.9	1,505.5	1,754.3
FCF	-653.4	216.5	-113.9	987.1	1,338.3

BUY (Maintain)

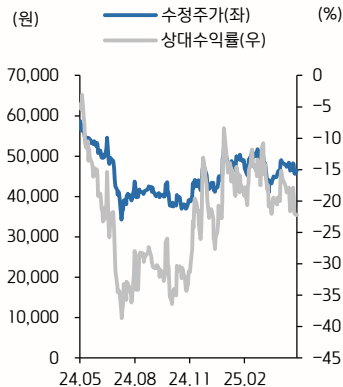
두산밥캣(241560): 하반기 북미 시장 수요 반등 기대

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

목표주가: 63,000원

주가(5/27): 45,800원

KOSPI (5/27)	2,637.22pt		
시가총액	4조 3,902억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	61,500원	34,250원	
최고/최저가대비	-25.5%	33.7%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-1.2%	-4.6%
	6M	17.7%	11.7%
	1Y	-25.5%	-23.1%
발행주식수	95,856천주		
일평균 거래량(3M)	230천주		
외국인 지분율	35.8%		
배당수익률(2025E)	3.5%		
BPS(2025E)	73,649원		
주요 주주	두산에너지리티외 4인	48.2%	



◎ 실적은 바닥을 다져가는 중

- 올해 초 매크로 불확실성 확대와 고금리&강달러 기조에 글로벌 건설장비 수요 부진 지속
- 그럼에도 지난해 하반기부터 이어진 선제적인 재고 조정의 영향으로 수익성 훼손 최소화 되며 실적은 바닥을 통과하고 있는 것으로 판단

◎ 상호 관세 등 불확실성 완화와 미국의 인프라&주택 투자 기대감에 하반기 업황 개선 전망

- 하반기에는 상호 관세 등 매크로 불확실성의 부정적인 영향 감소와 미국의 인프라&주택 투자가 재개됨에 따라 건설장비 수요 반등 기대
- 북미 지역의 재고는 정상 수준으로 관리되고 있어 하반기 수요 개선에 따른 건설장비 판매 확대 전망
- 동사는 미국 내 생산 비중이 약 60~70% 수준으로 높은 편이기 때문에 상호 관세에 따른 불확실성 영향이 최소화되는 부분도 긍정적

◎ 투자 의견 BUY, 목표주가 63,000원 유지

- 하반기 북미 시장 수요 반등에 따른 실적 개선 기대감에 업종 Top Pick 제시

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,758.9	8,551.2	8,633.2	9,043.0	9,463.9
영업이익	1,389.9	871.4	792.5	883.1	964.3
EBITDA	1,635.1	1,165.1	1,142.9	1,235.3	1,332.4
세전이익	1,257.3	798.4	743.9	871.3	970.9
순이익	921.5	563.4	544.0	653.5	728.2
지배주주지분순이익	921.5	563.4	544.0	653.5	728.2
EPS(원)	9,192	5,620	5,636	6,837	7,618
증감률(% YoY)	43.1	-38.9	0.3	21.3	11.4
PER(배)	5.5	7.5	8.1	6.7	6.0
PBR(배)	0.85	0.61	0.62	0.60	0.57
EV/EBITDA(배)	3.1	3.8	3.7	3.2	2.6
영업이익률(%)	14.2	10.2	9.2	9.8	10.2
ROE(%)	16.8	8.8	7.8	9.1	9.8
순차입금비율(%)	0.2	2.7	-1.6	-6.1	-12.5

자료: 키움증권 리서치

두산밥캣(241560) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,758.9	8,551.2	8,633.2	9,043.0	9,463.9
매출원가	7,382.4	6,560.0	6,599.9	6,806.9	7,034.6
매출총이익	2,376.5	1,991.2	2,033.3	2,236.1	2,429.3
판매비	986.6	1,119.8	1,240.7	1,353.0	1,465.0
영업이익	1,389.9	871.4	792.5	883.1	964.3
EBITDA	1,635.1	1,165.1	1,142.9	1,235.3	1,332.4
영업외손익	-132.6	-73.0	-48.6	-11.8	6.6
이자수익	38.8	67.3	78.0	90.0	108.3
이자비용	112.4	107.1	107.1	107.1	107.1
외환관련이익	76.0	148.9	68.9	68.9	68.9
외환관련손실	88.4	130.6	47.8	47.8	47.8
총속 및 관계기업손익	0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-47.1	-51.4	-40.5	-15.7	-15.6
법인세차감전이익	1,257.3	798.4	743.9	871.3	970.9
법인세비용	335.8	235.1	200.0	217.8	242.7
계속사업손익	921.5	563.4	544.0	653.5	728.2
당기순이익	921.5	563.4	544.0	653.5	728.2
지배주주순이익	921.5	563.4	544.0	653.5	728.2
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	13.2	-12.4	1.0	4.7	4.7
영업이익 증감률	29.7	-37.3	-9.1	11.4	9.2
EBITDA 증감률	26.3	-28.7	-1.9	8.1	7.9
지배주주순이익의 증감률	43.1	-38.9	-3.4	20.1	11.4
EPS 증감률	43.1	-38.9	0.3	21.3	11.4
매출총이익률(%)	24.4	23.3	23.6	24.7	25.7
영업이익률(%)	14.2	10.2	9.2	9.8	10.2
EBITDA Margin(%)	16.8	13.6	13.2	13.7	14.1
지배주주순이익률(%)	9.4	6.6	6.3	7.2	7.7

현금흐름표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,279.9	783.7	1,142.4	1,234.8	1,379.6
당기순이익	910.2	607.2	544.0	653.5	728.2
비현금항목의 가감	650.2	626.5	659.0	666.6	689.1
유형자산감가상각비	179.6	217.7	263.7	265.3	281.0
무형자산감가상각비	65.6	76.0	86.7	86.9	87.0
자본법평가손익	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	405.5	332.9	308.7	314.5	321.2
영업활동자산부채증감	96.5	-94.2	168.6	149.7	204.0
매출채권및기타채권의감소	41.9	204.2	-5.0	-25.2	-25.9
채고자산의감소	-163.7	105.7	-19.0	-95.1	-97.7
매입채무및기타채무의증가	278.1	-335.0	200.3	282.9	341.8
기타	-59.8	-69.1	-7.7	-12.9	-14.2
기타현금흐름	-377.0	-355.8	-229.2	-235.0	-241.7
투자활동 현금흐름	-248.7	-622.8	-591.7	-654.5	-623.4
유형자산의 취득	-170.4	-295.7	-270.5	-333.2	-302.0
유형자산의 처분	4.0	4.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손익	-89.6	-99.8	-90.2	-90.2	-90.2
투자자산의감소(증가)	-4.8	-4.9	-3.8	-3.8	-3.8
단기금융자산의감소(증가)	0.6	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0
기타	11.5	-226.3	-226.4	-226.4	-226.4
재무활동 현금흐름	-347.0	164.0	-221.7	-210.3	-210.3
차입금의 증가(감소)	-128.1	462.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-2.3	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-2.5	-65.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-155.0	-173.2	-159.1	-150.0	-150.0
기타	-61.4	-60.2	-60.3	-60.3	-60.3
기타현금흐름	4.6	-64.2	-33.9	-38.9	-38.9
현금 및 현금성자산의 순증가	688.8	260.7	295.1	331.0	507.0
기초현금 및 현금성자산	711.2	1,596.1	1,856.8	2,151.9	2,482.9
기말현금 및 현금성자산	1,400.0	1,856.8	2,151.9	2,482.9	2,989.9

자료: 키움증권 리서치

재무상태표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유형자산	3,885.6	4,486.8	4,818.6	5,283.8	5,929.7
현금 및 현금성자산	1,400.0	1,856.8	2,152.0	2,483.0	2,990.0
단기금융자산	6.6	7.4	8.2	9.1	10.2
매출채권 및 기타채권	563.8	526.1	531.2	556.4	582.3
채고자산	1,814.1	1,985.0	2,004.0	2,099.2	2,196.8
기타유동자산	101.1	111.5	123.2	136.1	150.4
비유동자산	6,486.2	7,522.8	7,536.8	7,611.8	7,639.6
투자자산	18.9	23.7	27.3	31.0	34.7
유형자산	1,259.0	1,652.6	1,659.4	1,727.4	1,748.4
무형자산	4,984.7	5,587.2	5,590.7	5,594.1	5,597.2
기타비유동자산	223.6	259.3	259.4	259.3	259.3
자산총계	10,371.8	12,009.6	12,355.4	12,895.6	13,569.3
유동부채	2,410.8	2,466.8	2,667.1	2,950.0	3,291.8
매입채무 및 기타채무	1,789.2	1,733.4	1,933.7	2,216.7	2,558.5
단기금융부채	149.8	245.5	245.5	245.5	245.5
기타유동부채	471.8	487.9	487.9	487.8	487.8
비유동부채	2,006.1	2,648.4	2,648.4	2,648.4	2,648.4
장기금융부채	1,270.0	1,803.4	1,803.4	1,803.4	1,803.4
기타비유동부채	736.1	845.0	845.0	845.0	845.0
부채총계	4,416.9	5,115.1	5,315.4	5,598.4	5,940.2
자본	5,954.8	6,894.5	7,039.9	7,297.1	7,629.0
자본금	55.6	63.4	61.0	61.0	61.0
자본잉여금	1,907.7	2,174.9	2,174.9	2,174.9	2,174.9
기타자본	-232.4	-327.9	-327.9	-327.9	-327.9
기타포괄손익누계액	-318.7	-630.6	-876.8	-1,123.1	-1,369.3
이익잉여금	4,542.7	5,614.8	6,008.7	6,512.2	7,090.3
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,954.8	6,894.5	7,039.9	7,297.1	7,629.0

투자지표 (단위: 원 배, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,192	5,620	5,636	6,837	7,618
BPS	59,400	68,774	73,649	76,340	79,812
CFPS	15,678	11,869	12,463	13,811	14,827
DPS	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
주가배수(배)					
PER	5.5	7.5	8.1	6.7	6.0
PER(최고)	7.3	11.1	9.5		
PER(최저)	3.5	5.9	7.2		
PBR	0.85	0.61	0.62	0.60	0.57
PBR(최고)	1.13	0.91	0.73		
PBR(최저)	0.54	0.48	0.55		
PSR	0.52	0.49	0.51	0.48	0.46
PCFR	3.2	3.5	3.7	3.3	3.1
EV/EBITDA	3.1	3.8	3.7	3.2	2.6
주요비율(%)					
배당성향(%:보통주, 현금)	17.4	28.2	27.6	23.0	20.6
배당수익률(%:보통주, 현금)	3.2	3.8	3.5	3.5	3.5
ROA	9.4	5.0	4.5	5.2	5.5
ROE	16.8	8.8	7.8	9.1	9.8
ROIC	15.5	8.7	7.6	8.8	9.8
매출채권회전율	16.5	15.7	16.3	16.6	16.6
채고자산회전율	5.6	4.5	4.3	4.4	4.4
부채비율	74.2	74.2	75.5	76.7	77.9
순차입금비용	0.2	2.7	-1.6	-6.1	-12.5
이자보상배율(현금)	12.4	8.1	7.4	8.2	9.0
중지입금	1,419.8	2,048.9	2,048.9	2,048.9	2,048.9
순차입금	13.1	184.8	-111.2	-443.2	-951.3
NOPLAT	1,635.1	1,165.1	1,142.9	1,235.3	1,332.4
FCF	1,093.9	428.8	737.8	740.7	903.1

BUY (Maintain)

HD현대인프라코어(042670): 종전 이후 재건 모멘텀 기대

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

목표주가: 11,000원
주가(5/27): 8,610원

KOSPI (5/27)	2,637.22pt		
시가총액	1조 6,582억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	9,830원	6,490원	
최고/최저가대비	-12.4%	32.7%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	5.5%	1.9%
	6M	12.7%	7.0%
	1Y	3.6%	3.5%
발행주식수	192,591천주		
일평균 거래량(3M)	1,835천주		
외국인 지분율	12.2%		
배당수익률(2025E)	0.8%		
BPS(2025E)	10,530원		
주요 주주	HD현대사이트솔루션외 2인 34.2%		



◎ 건설장비 부문의 부진, 엔진 부문의 성장세로 선방

- 건설장비 부문은 북미/유럽 선진 시장의 수요 부진 장기화로 매출 감소세 지속. 다만, 지난 하반기부터 이어진 재고 조정이 어느정도 마무리되며 추가적인 수익성 악화 가능성은 낮을 것으로 판단
- 엔진 부문에서 전방 시장 수요 감소로 산업용 엔진 판매가 부진하며 매출 볼륨은 감소했지만, 수익성이 좋은 방산, 발전용 엔진의 판매 확대에 따른 수익성 개선 발생

◎ 러-우 종전 시 재건 수혜 기대감 유호

- 러-우 종전 시 우크라이나의 재건 사업 진행에 따른 수혜 기대. 전쟁이 3년 이상으로 장기화되며 피해 및 손실 규모가 확대됨에 따라 재건 사업의 규모도 더욱 커질 것으로 전망. 다만, 피해가 집중된 전선 지역이 러시아의 영토로 편입될 가능성 존재
- 러시아 역시 점령 지역 및 전선 인근 피해 지역에서 재건 사업이 진행될 것으로 기대. 당사는 과거 러시아 건설장비 시장에서 10~15% 점유율 차지 했었음. 러시아 제재 해제 시 약 2~3천억의 매출 회복 기대

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 11,000원으로 상향

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,659.6	4,114.2	4,400.8	4,839.8	5,087.0
영업이익	418.3	184.2	240.0	385.3	432.3
EBITDA	569.8	340.8	406.7	556.0	627.5
세전이익	342.4	160.8	207.7	351.6	401.8
순이익	230.7	108.4	147.5	250.0	285.7
지배주주지분순이익	230.7	108.4	147.4	249.9	285.6
EPS(원)	1,158	550	772	1,328	1,517
증감률(% YoY)	-0.4	-52.5	40.3	71.9	14.3
PER(배)	7.0	12.5	11.1	6.5	5.7
PBR(배)	0.89	0.72	0.82	0.73	0.65
EV/EBITDA(배)	4.1	6.0	6.0	4.5	3.7
영업이익률(%)	9.0	4.5	5.5	8.0	8.5
ROE(%)	13.4	5.9	7.7	11.9	12.1
순차입금비율(%)	39.3	39.7	39.0	38.3	26.6

자료: 키움증권 리서치

HD현대인프라코어(042670) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,659.6	4,114.2	4,400.8	4,839.8	5,087.0
매출원가	3,536.0	3,185.4	3,361.7	3,607.2	3,756.6
매출총이익	1,123.6	928.7	1,039.1	1,232.6	1,330.4
판매비	705.3	744.6	799.1	847.3	898.2
영업이익	418.3	184.2	240.0	385.3	432.3
EBITDA	569.8	340.8	406.7	556.0	627.5
영업외손익	-75.9	-23.4	-32.3	-33.6	-30.5
이자수익	9.6	7.8	7.1	5.8	9.0
이자비용	69.4	57.0	57.0	57.0	57.0
외환관련이익	97.1	133.6	73.4	73.4	73.4
외환관련손실	89.8	81.9	42.9	42.9	42.9
총속 및 관계기업손익	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	-23.3	-25.6	-12.6	-12.6	-12.7
법인세차감전이익	342.4	160.8	207.7	351.6	401.8
법인세비용	111.7	52.4	60.3	101.6	116.1
계속사업순이익	230.7	108.4	147.5	250.0	285.7
당기순이익	230.7	108.4	147.5	250.0	285.7
지배주주순이익	230.7	108.4	147.4	249.9	285.6
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-2.0	-11.7	7.0	10.0	5.1
영업이익 증감률	25.8	-56.0	30.3	60.5	12.2
EBITDA 증감률	17.7	-40.2	19.3	67.7	12.9
지배주주순이익의 증감률	0.4	-53.0	36.0	69.5	14.3
EPS 증감률	-0.4	-52.5	40.3	71.9	14.3
매출총이익률(%)	24.1	22.6	23.6	25.5	26.2
영업이익률(%)	9.0	4.5	5.5	8.0	8.5
EBITDA Margin(%)	12.2	8.3	9.2	11.5	12.3
지배주주순이익률(%)	5.0	2.6	3.3	5.2	5.6

현금흐름표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	447.5	443.3	296.8	345.8	485.8
당기순이익	230.7	108.4	147.5	250.0	285.7
비현금항목의 가감	407.8	339.3	407.1	453.9	489.7
유형자산감가상각비	102.2	110.9	120.9	129.2	156.2
무형자산감가상각비	49.4	45.7	45.8	41.6	39.0
자본법평가손익	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	256.3	183.0	240.7	283.4	294.8
영업활동자산부채증감	-104.4	141.7	-147.8	-205.4	-125.5
매출채권및기타채권의감소	303.5	177.8	-50.1	-76.8	-43.2
재고자산의감소	-88.8	88.4	-95.0	-145.6	-82.0
매입채무및기타채무의증가	-273.4	28.1	-11.4	9.7	-6.4
기타	-45.7	-152.6	8.7	7.3	6.1
기타현금흐름	-86.6	-146.1	-110.0	-152.7	-164.1
투자활동 현금흐름	-121.8	-172.0	-264.3	-397.0	-294.5
유형자산의 취득	-116.5	-131.7	-158.3	-251.2	-125.6
유형자산의 처분	5.3	5.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-27.9	-38.4	-31.4	-32.6	-34.1
투자자산의감소(증가)	8.9	-1.2	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-297.0	156.5	87.7	49.1	27.5
기타	-305.4	-162.3	-162.3	-162.3	-162.3
재무활동 현금흐름	-387.5	-274.3	-39.9	-35.2	-35.2
차입금의 증가(감소)	-320.9	-174.3	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-4.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-56.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-47.9	-21.9	-13.4	-13.2	-13.2
기타	-18.7	-22.1	-22.1	-22.0	-22.0
기타현금흐름	2.8	22.3	57.4	57.4	57.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-58.9	19.3	50.1	-28.9	213.5
기초현금 및 현금성자산	298.4	239.5	258.8	308.8	279.9
기말현금 및 현금성자산	239.5	258.8	308.8	279.9	493.4

자료: 키움증권 리서치

재무상태표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유자산	2,833.4	2,596.3	2,695.4	2,832.5	3,137.7
현금 및 현금성자산	239.5	258.8	308.9	279.9	493.4
단기금융자산	355.8	199.3	111.6	62.5	35.0
매출채권 및 기타채권	748.1	719.4	769.5	846.2	889.5
재고자산	1,425.5	1,364.3	1,459.4	1,605.0	1,686.9
기타유동자산	64.5	54.5	46.0	38.9	32.9
비유동자산	1,585.0	1,690.9	1,713.6	1,826.3	1,790.5
투자자산	3.6	4.5	4.2	4.0	3.7
유형자산	1,187.9	1,227.5	1,264.9	1,386.9	1,356.2
무형자산	160.5	160.9	146.5	137.4	132.6
기타비유동자산	233.0	298.0	298.0	298.0	298.0
자산총계	4,418.4	4,287.2	4,409.1	4,658.8	4,928.2
유동부채	1,803.4	1,674.8	1,663.4	1,673.2	1,666.8
매입채무 및 기타채무	826.3	797.4	786.0	795.8	789.4
유형부채	667.5	570.5	570.5	570.5	570.5
기타유동부채	309.6	306.9	306.9	306.9	306.9
비유동부채	801.7	765.2	765.2	765.2	765.2
장기금융부채	641.0	621.4	621.4	621.4	621.4
기타비유동부채	160.7	143.8	143.8	143.8	143.8
부채총계	2,605.1	2,440.0	2,428.6	2,438.4	2,432.0
자본	1,813.3	1,847.2	1,980.4	2,220.5	2,496.2
자본금	199.6	199.6	195.2	195.2	195.2
자본잉여금	340.0	340.2	340.2	340.2	340.2
기타자본	-1,580.7	-1,580.7	-1,580.7	-1,580.7	-1,580.7
이익잉여금	251.1	264.8	268.0	271.2	274.5
이익잉여금	2,605.1	2,625.4	2,759.6	2,996.4	3,268.8
비지배지분	-1.8	-2.1	-2.0	-1.9	-1.8
자본총계	1,813.3	1,847.2	1,980.4	2,220.5	2,496.2

투자지표 (단위: 원, 백, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,158	550	772	1,328	1,517
BPS	9,094	9,599	10,530	11,805	13,269
CFPS	3,206	2,274	2,906	3,739	4,119
DPS	110	70	70	70	70
주가배수(배)					
PER	7.0	12.5	11.1	6.5	5.7
PER(최고)	12.7	16.6	13.2		
PER(최저)	5.7	11.4	8.8		
PBR	0.89	0.72	0.82	0.73	0.65
PBR(최고)	1.62	0.95	0.97		
PBR(최저)	0.73	0.65	0.65		
PSR	0.35	0.33	0.37	0.33	0.32
PCFR	2.5	3.0	3.0	2.3	2.1
EV/EBITDA	4.1	6.0	6.0	4.5	3.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.5	12.4	8.9	5.3	4.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.4	1.0	0.8	0.8	0.8
ROA	5.0	2.5	3.4	5.5	6.0
ROE	13.4	5.9	7.7	11.9	12.1
ROIC	10.7	3.6	6.3	9.3	9.7
매출채권회전율	4.4	5.6	5.9	6.0	5.9
재고자산회전율	3.4	2.9	3.1	3.2	3.1
부채비율	143.7	132.1	122.6	109.8	97.4
순차입금비용	39.3	39.7	39.0	38.3	26.6
이자보상배율(현금)	6.0	3.2	4.2	6.8	7.6
총자입금	1,308.5	1,191.9	1,191.9	1,191.9	1,191.9
순자입금	713.2	733.9	771.4	849.5	663.5
NOPLAT	569.8	340.8	406.7	556.0	627.5
FCF	203.5	227.0	-0.3	-44.5	217.4

투자의견 변동내역 및

목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- ▶ 당사는 05월 27일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ "GE베르노바" 종목은 05월 26일 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 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

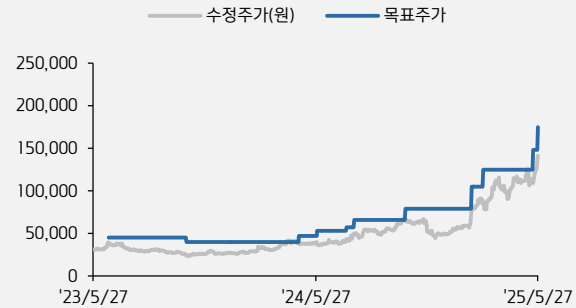
투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
현대로템 (064350)	2023-06-21	Outperform(Initiate)	45,000원	6개월	-18.24	-14.33
	2023-07-18	Buy(Upgrade)	45,000원	6개월	-20.87	-14.33
	2023-07-27	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-30.30	-14.33
	2023-10-13	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-31.46	-14.33
	2023-10-27	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-36.86	-34.00
	2023-11-30	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-33.81	-25.63
	2024-02-01	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-25.25	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	-23.09	-15.88
	2024-07-29	Buy(Maintain)	66,000원	6개월	-18.76	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		

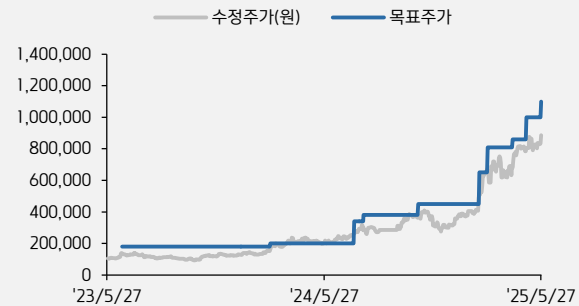
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
*담당자 변경	2023-06-21	Buy(Reinitiate)	180,000원	6개월	-26.88	-21.56
한화에어로 스페이스 (012450)	2023-07-28	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-35.35	-21.56
	2023-11-30	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-34.47	-21.56
	2024-02-26	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	8.44	32.50
	2024-07-16	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	-18.85	10.67
	2025-02-12	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-6.98	4.62
	2025-02-26	Buy(Maintain)	810,000원	6개월	-16.62	-5.68
	2025-04-09	Buy(Maintain)	860,000원	6개월	-6.88	-3.49
	2025-05-02	Buy(Maintain)	1,000,000원	6개월	-17.24	-12.36
	2025-05-27	Buy(Maintain)	1,100,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

현대로템(064350)



한화에어로스페이스(012450)



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

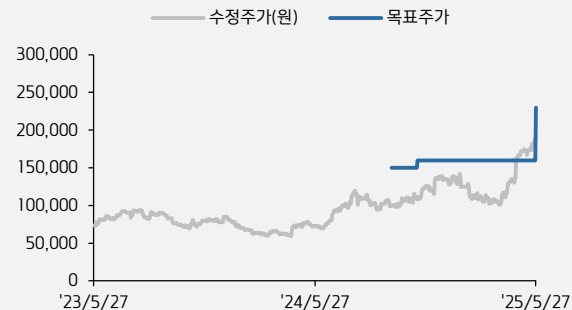
투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
HD현대미포 (010620)	2024-09-30	Buy(Initiate)	150,000원	6개월	-30.06	-22.93
	2024-11-12	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-21.47	9.13
	2025-05-27	Buy(Maintain)	230,000원	6개월		

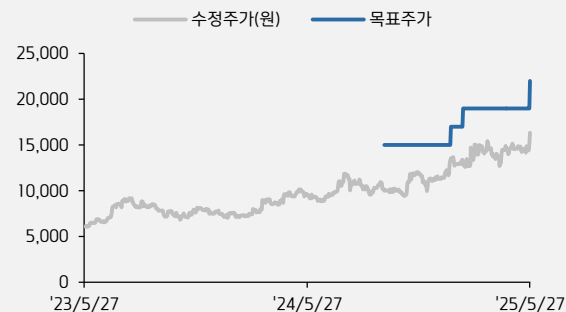
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
삼성중공업 (010140)	2024-09-30	Buy(Initiate)	15,000원	6개월	-33.19	-31.67
	2024-10-25	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-27.09	-11.00
	2025-01-17	Buy(Maintain)	17,000원	6개월	-22.68	-19.59
	2025-02-06	Buy(Maintain)	19,000원	6개월	-25.30	-18.74
	2025-05-27	Buy(Maintain)	22,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

HD현대미포(010620)



삼성중공업(010140)



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

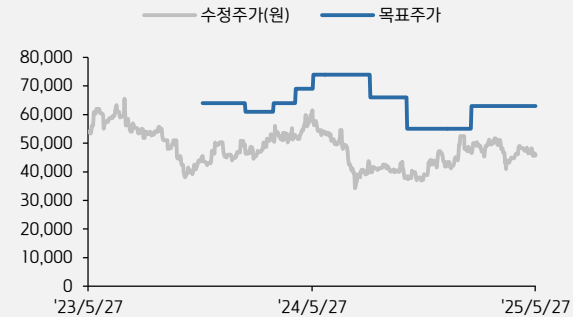
투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
두산밥캣 (241560)	2023-11-30	Buy(Initiate)	64,000원	6개월	-27.07	-20.47
	2024-02-08	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-20.68	-12.79
	2024-03-25	Buy(Maintain)	64,000원	6개월	-17.85	-12.34
	2024-04-30	Buy(Maintain)	69,000원	6개월	-19.44	-10.87
	2024-05-29	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-35.58	-22.03
	2024-08-30	Buy(Maintain)	66,000원	6개월	-38.11	-34.02
	2024-10-29	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-21.66	-4.55
	2025-02-11	Buy(Maintain)	63,000원	6개월	-24.22	-17.94
	2025-05-27	Buy(Maintain)	63,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
HD현대인프라코어 (042670)	2023-11-30	Buy(Initiate)	12,000원	6개월	-35.32	-31.67
	2024-01-16	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-35.88	-30.00
	2024-02-05	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-34.78	-28.58
	2024-03-25	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-34.21	-28.58
	2024-04-30	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-33.60	-27.25
	2024-05-29	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-34.20	-29.50
	2024-07-23	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-37.07	-26.42
	2024-10-29	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-28.02	-20.40
	2025-02-05	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-21.68	-1.70
	2025-05-27	Buy(Maintain)	11,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

두산밥캣(241560)



HD현대인프라코어(042670)

