반등의 가능성, 증명의 시간

2026.11. 19. | 키움증권 리서치센터 | 산업분석 | 조선/방산/기계 | 조선/방산/기계/항공우주 이한결



키움증권

Contents

Summary p.03

I. 2027 방위산업 전망 p.05

II. 2027 조선 전망 p.21

III. 2027 건설기계 전망 p.38

IV. 기업분석 p.53

- 한국항공우주(047810)
- LIG D&A(079550)
- HD현대중공업(329180)
- 삼성중공업(010140)
- HD건설기계(267270)



Summary



Summary

>>> 방산: 해외 수주 사업 지연으로 주가 조정, 27년 신규 수주 확보 가시성이 높아 반등 기대

- 2H26 기대 수주 사업들의 계약 지연과 원화 강세에 따른 실적 조정을 계기로 주가는 큰 폭으로 조정을 받으며 저점 형성
- 27년 반등을 위해 기대 수주 파이프라인들이 실제 계약으로 이어지며 중장기 실적 성장 가시성을 높이는 성과 확인이 필요
- 중동 지역의 방위비 지출 확대가 본격화될 것으로 전망, 글로벌 방공 무기 공급 부족에 따른 한국 방공 무기의 수혜를 기대

>>> 조선: 중국과의 경쟁 심화에 따른 상선 업황 둔화 우려 반영, 신사업 모멘텀이 관건

- 중국의 설비 증설이 이어지며 중장기 상선 부문 경쟁 심화에 따른 업황 둔화 우려 반영, 주가는 큰 폭으로 조정을 받아 저점 형성
- 27년 상선 부문 신조 발주는 26년 대비 20~30% 감소가 불가피할 전망, 미국발 LNG선 발주 재개 여부가 핵심 조건
- 조선 업종 밸류에이션 리레이팅을 위해 상선 이외에 신성장 사업 확보가 필요, 미국 중간선거 이후 FDC 사업 가속화 기대

>>> 건설기계: 1H27 건설장비 수출 반등 전망, 엔진 부문의 구조적 성장 지속 기대

- 2H26 아프리카 지역 수출 감소로 상고하저의 실적 흐름 강화되며 주가가 큰 폭으로 조정을 받아 글로벌 Peer 대비 저평가 구간
- 아프리카 지역의 광산 개발 수요는 견조한 상황으로 1H27부터 수출 반등을 기대, 북미/유럽도 견조한 수요 회복 흐름 지속
- 엔진 부문은 미국 데이터센터 투자 지연에 따른 단기 우려가 존재하지만 중장기 관점에서 구조적인 성장세는 지속될 것으로 전망

>>> Top-pick: LIG D&A, 한국항공우주, 삼성중공업

관심종목: HD현대중공업, HD건설기계

I. 2027 방위산업 전망

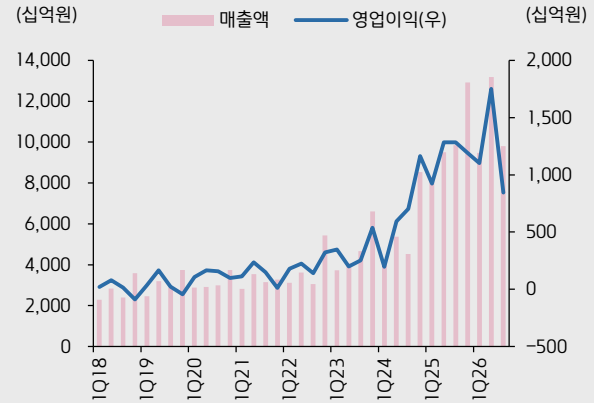


방산: 3Q26 Review

◎ 원화 강세 및 납기 스케줄 조정의 영향으로 2H26 실적 성장세 둔화

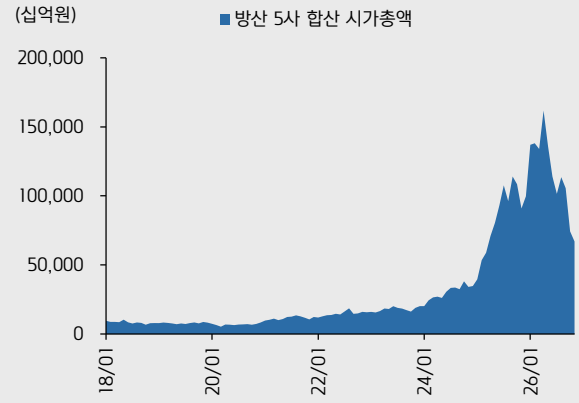
- 방산 5사의 3Q26 누적 매출액은 전년 동기 대비 17%, 영업이익은 6% 증가하며 견조한 성장세 지속
  - 다만, 3Q26 기준 영업이익은 YoY -34%, 영업이익률은 -4.4%p 감소하며 성장세가 큰 폭으로 둔화
  - 원화 강세 영향으로 대부분 방산 업체의 수출 사업 수익성이 하락한 영향으로 판단
  - 일부 업체들의 국내외 양산 납품 일정 조정으로 매출이 이연되며 성장 정체
- 올해 기대 수주 사업들의 일정 지연과 하반기 실적 부진 우려가 반영되며 방산 5사의 합산 시가총액은 연초 대비 33% 하락
  - 중동 전쟁 발발로 수주 기대감이 높던 4월 고점 대비 약 59% 하락하며 수주 지연과 실적 부진에 대한 우려는 대부분 반영

방산 5사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

방산 5사 합산 시가총액 추이



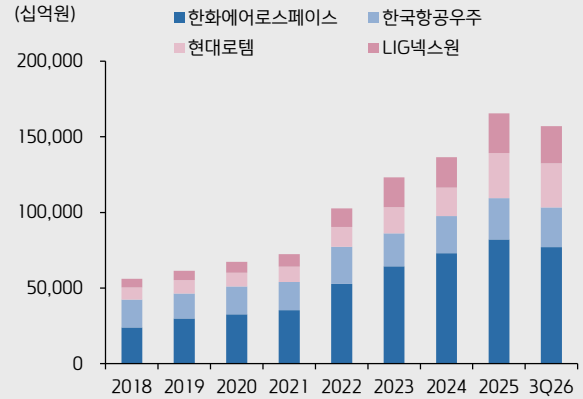
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주: 한화시스템은 2019년 11월 상장

방산: 중동 전쟁의 영향 등으로 대규모 수주 지연

◎ 3분기 누적 약 11조원의 신규 수주 달성, 26년 대규모 수주 확보 기대감을 크게 하회할 전망

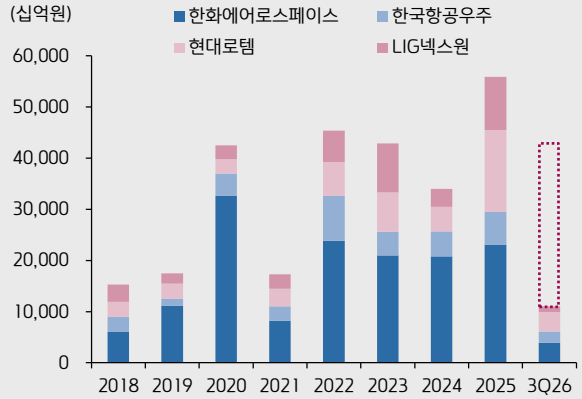
- 3Q26 기준 방산 5사의 수주잔고는 약 157조원으로 25년말 대비 5.2% 감소
  - 26년 연간 기대 신규수주 규모가 약 40~50조원임을 감안할 때 기대치를 크게 하회할 전망
  - 중동 전쟁의 영향으로 대규모 수주 사업들의 일정이 지연된 영향으로 판단
- 러-우 전쟁 장기화, 중동 전쟁 발발로 글로벌 무기 수요 자체는 견조, 해외 사업 일정 지연은 점차 해소될 것으로 기대
- 방산 5사의 수주잔고는 올해 성장 정체가 불가피하나, 내년부터 지연되었던 사업들의 성과가 확인되며 성장세로 전환

방산 5사 수주잔고 추이



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

방산 5사 신규수주 추이



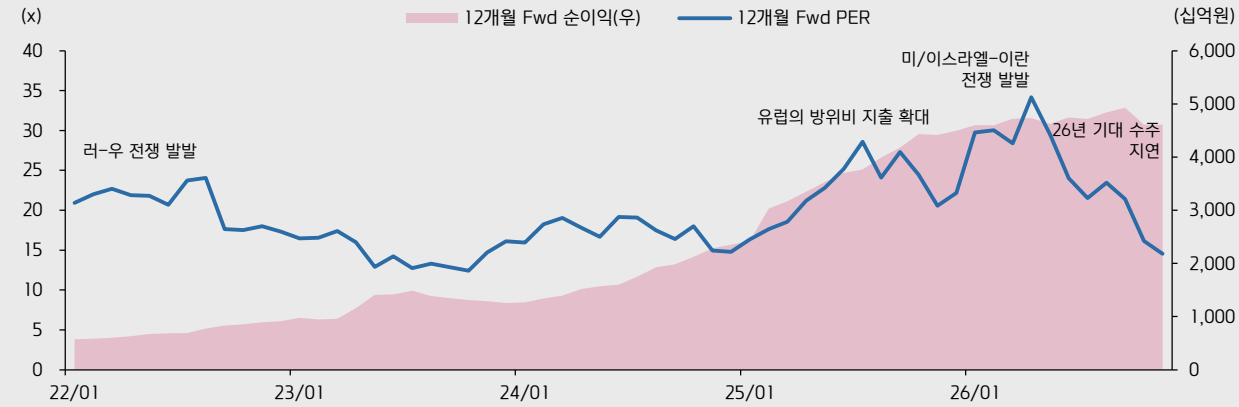
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터
주: 한화에어로스페이스에 한화시스템 포함, 한화오션 미포함

방산: 국내 방산 업종 밸류에이션 점검

◎ 26년 기대 수주 사업의 지연과 하반기 실적 둔화를 반영하여 밸류에이션 큰 폭으로 하락

- 올해 방산 5사의 평균 12개월 Fwd PER은 14~35배에서 등락을 보이며 변동성 확대 구간
  - 1H26 중동 전쟁 발발로 신규 수주 기대감이 반영되며 연중 밸류에이션 고점은 35배 수준까지 확대
  - 2H26 중동 수주 사업의 일정 지연과 실적 성장 둔화로 현재 밸류에이션은 14배로 축소
- 현재 밸류에이션은 과거 24년말 국내 정치적 불확실성이 확대되던 시기와 유사한 수준에서 저점 형성
  - 27년 기대 수출 파이프라인에서 수주 성과가 확인 될 시 밸류에이션 리레이팅이 나타날 것으로 기대

국내 방산 5사 12개월 Fwd PER 및 순이익 추이



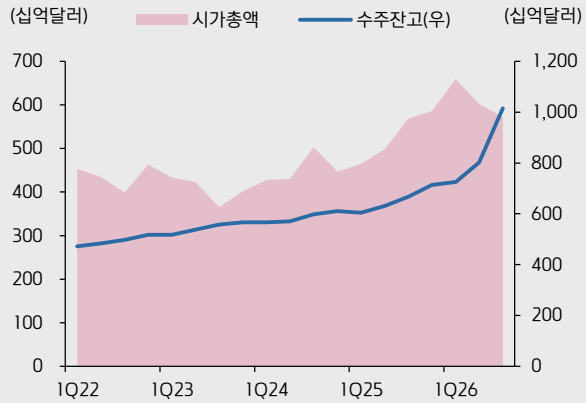
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

방산: 글로벌 방산 업체 수주 성장세 비교

◎ 글로벌 방산 업체 수주잔고 성장세가 기업가치 변동에 반영되는 흐름 지속

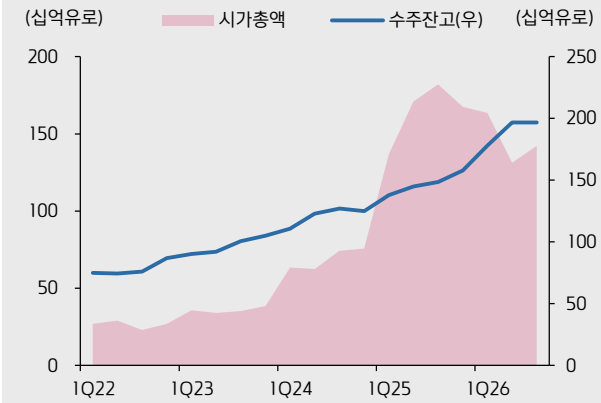
- 미국 방산은 올해 중동 전쟁의 영향으로 방공 미사일·유도무기·탄약 등의 수요가 급증하며 수주잔고 큰 폭으로 성장
  - 27F 국방 예산 YoY +50% 확대 계획 역시 중장기 수주 기대감을 높이며 2H25~1H26 기업가치 확대에 기여
  - 올해 들어 미 전쟁부와 6~7년 중장기 공급 계약을 체결하며 3Q26 기준 25년말 대비 수주잔고 +42% 성장
- 유럽 방산은 러-우 전쟁의 영향으로 22년 이후 수주잔고가 연 평균 +20% 수준으로 꾸준히 성장
  - 25년부터 유럽 방위비 확대 기조가 반영되며 수주 확대 기대감에 유럽 방산 기업가치 급등

미국 주요 방산 기업 시총과 수주잔고 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유럽 주요 방산 기업 시총과 수주잔고 추이



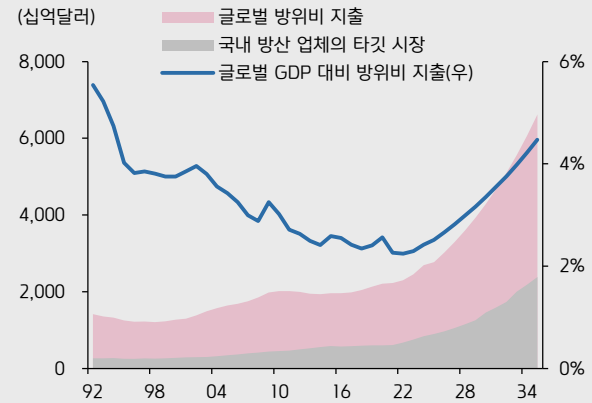
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

방산: 글로벌 방위비 지출 증가 기조 지속 전망

◎ 글로벌 지정학적 분쟁 장기화에 향후 10년간 방위비 지출은 뚜렷한 우상향 흐름

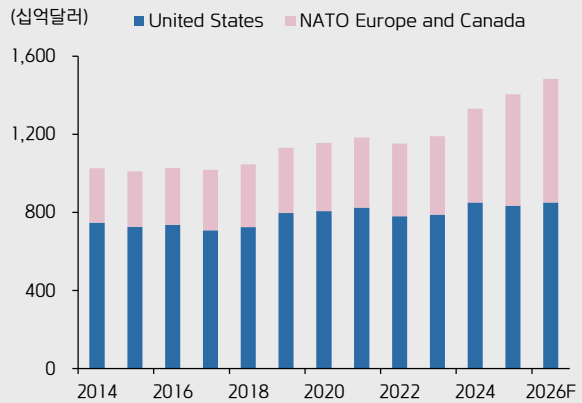
- 26년 글로벌 방위비 지출은 약 2.9조달러로 글로벌 총 GDP 대비 2.2% 수준으로 추정
- 35년 글로벌 방위비 지출이 약 6.6조달러로 확대되며 글로벌 총 GDP 대비 4~5% 비중을 차지할 것이라는 전망은 유지
  - 러-우 전쟁 장기화, 중동 전쟁 영향으로 유럽 지역과 중동 지역에서 방위비 지출이 큰 폭으로 증가할 전망
  - 특히, 미국의 요구와 NATO의 가이드라인을 고려하여 유럽의 방위비 지출은 점진적으로 GDP 대비 5%로 수렴할 것
  - 중국의 최근 3년간 방위비 지출이 매년 7% 증가하며 아-태 지역 방산 지출 경쟁 본격화
- 국내 방산업체들의 잠재 수출 시장은 26년 1조달러에서 35년 2.4조달러로 146% 확대 전망
- 글로벌 방산 시장에서 한국의 점유율은 23년 2.3%, 24년 3.6%, 25년 6%로 빠르게 성장 중

글로벌 방위비 지출 전망 및 국내 방산 잠재 시장



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

NATO 방위비 지출 추이 및 전망



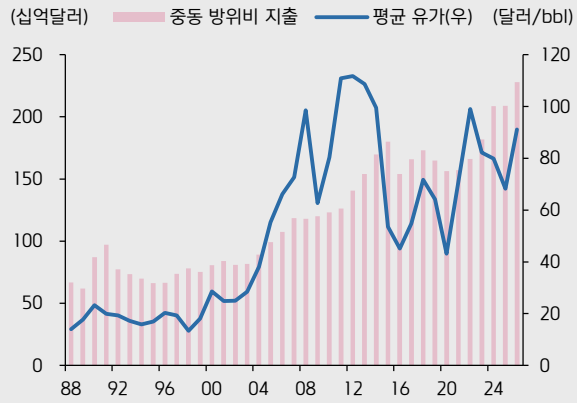
자료: NATO, 키움증권 리서치센터

방산: 중동의 방위비 지출 본격 확대 기대

◎ 중동 전쟁으로 주요 중동 국가의 방위비 지출 확대가 나타날 것

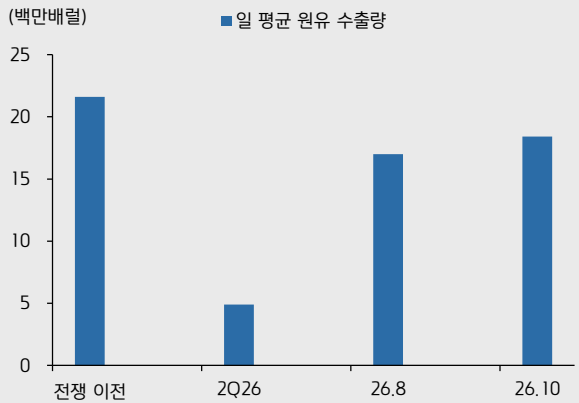
- 중동 지역 26년 방위비 지출은 약 2,280억달러로 지난해 대비 7.1% 성장, GDP 대비 4.6% 비중 차지할 전망
  - 중동 국가들은 재정 건전성 관리 차원에서 최근 2~3년간 국방 예산 확대에 조심스러운 기조 유지
  - 다만, 올해 중동 전쟁이 발발하며 중동 국가들의 미사일 재고 보충 수요 급증 등 방위비 지출 확대가 불가피
  - 기존 군사 기지 외에도 에너지 인프라 시설을 방어하기 위해 장기적인 관점에서 방공망 투자가 필요
- 중동 국가들의 재정 건전성은 유가와 밀접, 글로벌 에너지 기관들의 27년 예상 유가는 약 80~90달러/배럴로 추정
  - 27년 유가가 80달러/배럴 이상을 유지할 경우 대부분의 중동 국가는 재정 균형을 달성
- 또한, 호르무즈 해협 봉쇄의 영향으로 발생했던 원유 수출 차질도 점차 정상화되는 추세
  - 올해 8월 이후 우회 수출 등을 반영한 중동 국가의 원유 수출량은 전쟁 이전의 80% 이상을 회복

중동 방위비 지출과 유가 추이



자료: Bloomberg, SIPRI, 키움증권 리서치센터
주) 평균 유가는 브렌트유 기준

중동 국가의 원유 수출 정상화



자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

방산: 27년 이후 기대 수출 파이프라인

◎ 한국 무기 체계에 대한 관심 증가로 해외 사업 파이프라인 확대 기대감 유효한 구간

- 동/북유럽, 중동, 아시아태평양, 중남미 등 다양한 지역에서 국내 방산 무기체계에 대한 관심 지속 증가
  - 사우디, 이라크, UAE 등 중동 지역은 지상무기, 항공기, 방공망, 함정 등 국내 무기 체계 도입 전반에 관심 표명
  - 다만, 중동 전쟁 과정에서 주요 사업들의 논의 장기화, 가장 시급한 방공망을 중심으로 점차 수주가 확대될 것으로 기대
  - 동/북유럽 지역을 중심으로 국내 무기 체계의 현지 생산, 빠른 납기 일정에 대한 긍정적인 평가로 수주 파이프라인 확대
  - 아시아태평양 지역은 지리적 특성 상 항공기, 방공망, 함정을 중심으로 수요가 형성될 것으로 전망
- 국내 방산업체들은 검증된 무기 체계인 K9 자주포, 비궁을 중심으로 미국 수출 사업 추진 지속

국내 방산업체 기대 수출 파이프라인

기업	무기	국가	내용
한화에어로스페이스	K9/천무/장갑차	사우디아라비아	사우디 군 현대화 사업에 참여, 27년 중 우선협상대상자 선정 기대
	K9	폴란드	잔여 물량 약 300문에 대한 3차 계약 체결 기대
	K9	미국	차륜형 자주포 사업의 시제기 공급과 궤도형 자주포 사업 입찰 참여
	K9	UAE	UAE 방산 기업 Generation 5 Holding과 K9 현지 생산 추진
	K9	인도	인도 육군 K9 바즈라 300문 추가 도입 검토
한국항공우주	FA-50	이집트	36대 규모 수출 협상 진행 중(잠재 소요 100여대), 27년 계약 체결 기대
	FA-50	말레이시아	18대 규모의 2차 FA-50 도입 추진, 27년 계약 체결 기대
	KF-21	인도네시아	KF-21 16대 도입 계약 논의(기존 48대 대비 축소)
	KF-21	필리핀, 말레이시아, 사우디, UAE	KF-21 Block II 도입 또는 6세대 전투기 플랫폼 개발 사업 참여 희망
현대로템	K2	폴란드	26년 잔여 물량 640대 중 3차 계약 논의가 시작될 것으로 기대
	K2	이라크	약 250대 규모의 K2 전차 도입 검토
	K2	루마니아	신형 전차 216대 도입 확정, K2 전차가 유력 후보로 거론
	K2/K808	페루	군 현대화 사업의 일환으로 K2 및 K808 후속 물량 수출 계약 체결 기대
LIG D&A	M-SAM II	카타르, 쿠웨이트	중동 전쟁의 영향으로 M-SAM II에 중동 관심 확대, 추가 도입 기대
	L-SAM	사우디, UAE, 이라크	L-SAM 국내 양산 시작, 중동 지역 수출 추진 기대
	비궁	미국	파이어호크와 비궁 현지화를 통해 지대함/회전익 탑재 추진

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

방산: 미국 중간선거 결과가 방산 업종에 미칠 영향

◎ 미국 중간선거 결과가 방산 업종에 미치는 영향은 다소 제한적

- 미국 중간선거에서 민주당의 압승으로 미국 방산 업체의 수주 불확실성 확대, 한국 방산 업체에 미치는 영향은 중립
  - 트럼프 정부에서 요구한 FY27년 3,500억달러 규모의 예산에 대한 불확실성 증가
  - 추가 예산 확보 실패 시 골든돔, 트럼프급 전함 사업 등 일부 사업들의 일정 조정이 발생할 것으로 판단
- 글로벌 외교 측면에서 중동 전쟁의 장기전 가능성 축소와 우크라이나 지원 강화가 예상됨
  - 전쟁 수행을 위한 추가 예산안 승인이 거부될 가능성이 높아 이란을 상대로 대규모 군사작전 재개 가능성 감소 전망
  - 우크라이나 지원 확대 요구 가능성이 존재, 실제로 우크라이나에 군사적인 지원이 재개될 시 글로벌 방공망 쇼티지 심화

중간선거 결과로 예상되는 정책 변화와 방산 업종 영향

구분	예상 정책 변화	한국 방산 업종 영향
국방 예산	• FY2027 3,500억 달러 추가 예산 신청 반영 가능성 하락 • 골든돔, 트럼프급 전함 사업의 예산 및 사업 타당성 심사 강화 • F-47 등 대형 개발 사업 예산 재검토 가능 • 미사일·탄약·방공 무기 재고 보충 및 생산능력 확충에 대한 필요성은 초당적으로 유지될 것으로 전망	• FY2027 미 국방 예산, 50% 이상 대폭 확대 기대감 축소되나 한국 방산 업체에 미치는 영향은 중립적 • 골든돔, 트럼프급 전함 사업의 불확실성 확대로 관련 수주 모멘텀 약화 • 미사일·탄약·방공 무기에 할당된 추가 예산 조정 시 글로벌 방공 무기 체계 공급 부족 심화로 반사 수혜 기대
중동 외교	• 이란 전쟁 수행 비용 및 군사작전에 대한 의회 견제 • 종전 압박 강화 가능성 증가 • 약 700억달러 규모의 별도 전쟁 예산에 대한 심사 강화 • 이란의 위협에 대응한 중동 지역 내 동맹국 방공 협력은 지속될 것으로 판단	• 대 이란 군사작전 축소와 휴전 성사 시 중동 지역 내 정치적 불확실성 감소로 한국 방산 수출 사업의 추진 속도 상승 기대 • 이란 전쟁 추가 예산 확보 지연 시 미사일, 방공 무기 체계 신규 발주 속도 둔화
NATO, 러시아와 관계	• 민주당 주도의 대 우크라이나 군사 지원 확대 요구 가능성 존재 • NATO 동맹 협력 강화 논의	• 우크라이나 지원 확대 시 글로벌 방공 무기 체계, 미사일, 탄약 공급 부족이 심화

자료: 키움증권 리서치센터

방산: 국방비 초과 예산 배정의 조정 가능성 증가

◎ FY27년 추가 국방 예산 편성 조정 시 일부 미국 국방 사업의 차질은 불가피할 전망

- 트럼프 행정부에서 요구한 FY27 3,500억달러의 방위비 추가 예산에서 의회 예산결의안에 반영된 규모는 600억달러
  - 기존 행정부의 요청액의 약 17% 수준만 반영, 기본 예산안이 요청대로 통과되면 총 예산은 1조 2,100억달러 예상
  - 3,500억달러 추가 예산에 포함되어 있던 신규 사업의 우선 순위 조정될 가능성 존재
  - 신규 사업 중 탄약·유도무기 확보에 약 470억달러를 배정, 해당 예산이 축소될 경우 미국 방산 업체의 생산 일정 차질 발생
  - 중동 전쟁과 관련된 약 700억달러의 추가 경정 예산에 대한 통과 가능성도 미지수
- 단기적으로 26년 12월 중순까지 임시예산으로 운영되나 FY27 신규 사업에 대한 예산 집행 불확실성 존재

미국 FY27 국방비 요청 예산 세부 내역

구분	FY2027 요청액	내용
정규 국방예산	1조 1,500억달러	의회 연례 세출 법안
- 국방부	1조 1,100억달러	군 운영 및 무기 획득, R&D
- 에너지부 핵무기 등	420억달러	NNSA 등
- 기타 국방활동	120억달러	기타 연방기관
추가 예산 (Reconciliation)	3,500억달러	국방부 전용 추가 재원
총계	1조 5,000억달러	행정부 요청 기준

자료: DoW, CSIS, 키움증권 리서치센터

추가 요청 예산 3,500억달러의 구성

분야	요청액	세부 내용
방산 생산 기반 확보	1,130억 달러	핵심 광물 공급망 및 조달 안정성 확보 무기 체계 생산량 확대를 위한 설비 투자 핵심 부품 및 소재의 공급 제약 완화
차세대 기술·자율 체계	1,030억 달러	대량 운용 가능한 저비용 무인체계 확보 AI를 활용한 군사적 의사결정 기술 확보 대드론(C-UAS) 체계 대응 능력 개선
탄약·유도 무기	470억 달러	미사일 방어용 요격탄 정밀타격 무기 장거리 타격체계 및 포병 탄약 확보
군 시설 및 장병 복지	360억 달러	군사 시설 및 장병 무장 개선
기타	510억 달러	골든돔 사업 추진 예산액 약 180억달러

자료: DoW, CSIS, 키움증권 리서치센터

방산: 글로벌 방공 미사일 쇼티지 속 성장 기회

◎ 글로벌 방공 미사일 쇼티지 심화, 한국 방공망 무기 체계의 수출 기회 확대 기대

- 러-우 전쟁과 중동 전쟁을 거치면서 글로벌 방공 무기 재고 급감으로 공급 부족 현상 심화
  - CSIS는 탄도·순항 미사일의 소모량 급증과 대체재 부족으로 방공 미사일 공급 부족이 심화될 것을 우려
  - 실제로 최근 우크라이나는 미국과 PAC-3 MSE 500발에 대한 FMS 계약을 체결, 인도 시기는 30년 이후로 추정
- 대표적인 글로벌 방공 무기인 Patriot 요격탄의 경우 전쟁 이전 재고 회복은 2030년 이후로 가능할 전망
  - 미국은 Patriot 요격탄의 재고 확보 수준을 2030년 이후 약 5,000발에 가깝게 확대할 계획
  - 이에 Patriot 요격탄의 생산 능력을 현재 연간 약 600발에서 2030년까지 연간 2,000발 규모로 개선 추진
  - 한국 방공 무기인 천궁 II의 경우도 Patriot와 비슷한 조건을 적용할 시 연간 1,000발 규모의 탄 생산 필요할 것으로 추정

이란 전쟁 이후 미국의 주요 무기 체계 공급망 현황

Table 1: Warfighting Status of U.S. Munitions

Immediate detrimental effects in a Western Pacific contingency
Immediate detrimental effects with some mitigation possible
Detrimental effects in some scenarios
No significant constraints in most scenarios

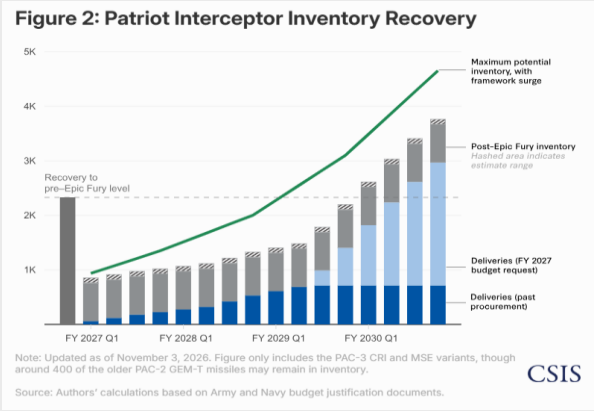
Category, with examples	Status
Ballistic missile defense *Patriot, THAAD, Standard Missile*	Heavily used, no substitutes
Short-range air and drone defense *APKWS, Stinger, Coyote*	Building capacity
Air-to-air *AIM-9, AIM-120*	Some recent usage, large previous inventories
Ground attack, long-range *Tomahawk, JASSM, PrSM*	Heavily used, some substitutes
Ground attack, short- and medium-range *JDAM, SDB I and II*	Prior wars built capacity
Bunker busters *"Mother of All Bombs," Massive Ordnance Penetrator*	Moving into mainstream
Anti-ship, long-range *LRASM, Maritime Strike Tomahawk*	Building from low level
Anti-ship, short- and medium-range *Harpoon, Naval Strike Missile, SM-6*	No significant recent usage, limited previous inventories
Ground munitions *Javelin, GMLRS, 155 mm artillery*	Rebuilding from Ukraine transfers

Note: Categories listed by order of discussion in this report.
Source: Authors' calculations. Methodology detailed in previous publications, "Last Rounds? Status of Key Munitions at the Iran War Ceasefire" and "Rebuilding U.S. Missile Inventory: A Multiyear Project."

CSIS

자료: CSIS, 키움증권 리서치센터

Patriot 요격탄 재고 회복은 2030년 이후



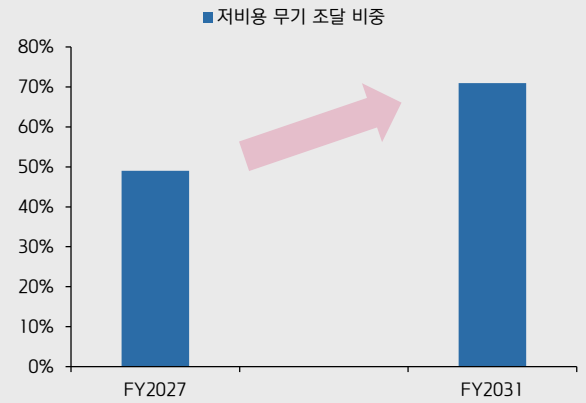
자료: CSIS, 키움증권 리서치센터

방산: 저가/대량 무기 체계 사업 확대

◎ 글로벌 저가/대량 무기 체계 운용 사업 점진적으로 증가 전망

- 러-우 전쟁과 중동 전쟁에서 드론 등 저가/대량 생산 무기 체계의 활용도가 지속 확대
  - 기존의 고가 방공 무기 체계의 효율성이 떨어지며, 새로운 저가/대량 무기 체계의 운용 필요성 증가
- 미국의 무기 포트폴리오가 저비용·대량생산 중심으로 점진적으로 변화할 것으로 판단
  - 유도무기 조달 요구 중 단가 60만달러 미만의 비중이 FY27년 약 49%에서 FY31년 70% 초과 예상
  - 자체 개발을 추진하는 저비용 무기 사업 확대 및 Merops 요격 드론 도입 등 검증된 해외 무기 체계 구입
  - 한국 역시 27년 대드론 역량 강화 예산을 약 8,000억원(YoY +18.8%) 배정하며 저가/대량 무기 체계 사업 확대 전망
  - LIG D&A의 '안티드론 미사일', '요격 드론', 한화시스템의 '천광' 등의 상용화에 주목

미 전쟁부 유도무기 조달 요구 중 60만달러 미만 비중



자료: CSIS, 키움증권 리서치센터

미국 주요 저비용 무기 사업

프로그램	주요 내용	규모/목표	비고
Drone Dominance	소형 군사용 드론 대량 생산	약 34만대	27년말
FAMM	저비용 공중발사 순항미사일	27,000발 이상	31년말
LCMM	컨테이너형 지상발사 순항미사일	약 1만발	30년 초
MACE	저비용 극초음속 공중발사 무기	약 4,500발 조달 요청 계획	31년말
Army LCI	저비용 방공 요격탄	발당 100만달러 미만 목표	개발/실증
MDA LCI	탄도·극초음속 위협 대응 요격탄	발당 75만달러 미만 목표	개발/실증

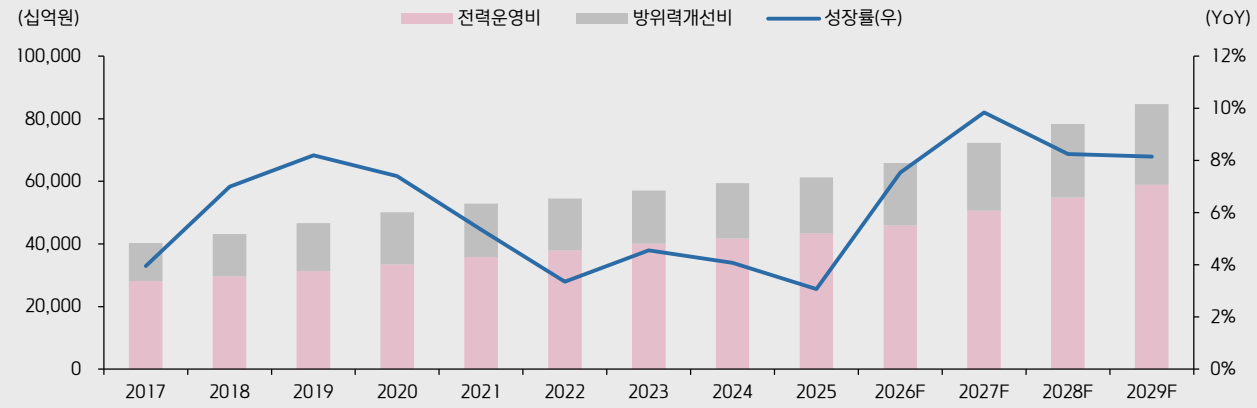
자료: CSIS, 키움증권 리서치센터

방산: 내수 방산 규모는 견조한 성장세 유지

◎ 국내 방산 사업은 견조한 성장세 지속 전망

- 26년부터 29년까지 4년간 국방비는 연평균 8.4%로 견조한 성장세 기대
  - 방위력개선비는 동 기간 연평균 9.6% 성장, 국방비 성장률을 상회할 전망
  - 방위력개선비가 확대되며 방산 업체들의 내수 매출 성장세도 지속될 것으로 판단
  - 미국은 한국의 국방비를 GDP 대비 3.5%까지 확대할 것을 요구(27~35년까지 연평균 7.7% 성장)
- 한국형 3축 체계 구축 사업의 예산은 약 12조원으로 핵심 전력 증강을 위한 국내 사업들이 전개될 것
  - KF-21 양산 및 핵추진 잠수함 사업 추진, 한국형 미사일 방어 체계 고도화, 전작권 전환 대비 공지통신무전기 성능개량 등
- 미래전을 대비하기 위한 AI 유무인 복합체계 전환, 대드론 역량 강화에 약 1조 5,700억원 투입 기대
  - 무인차량, 무인수상정, 무인기 등 다양한 무인 무기 체계 개발 및 대드론 체계 개발 본격화

국방비 지출 추이 및 전망



자료: 국방부, 키움증권 리서치센터

방산: 내수 방산 규모는 견조한 성장세 유지

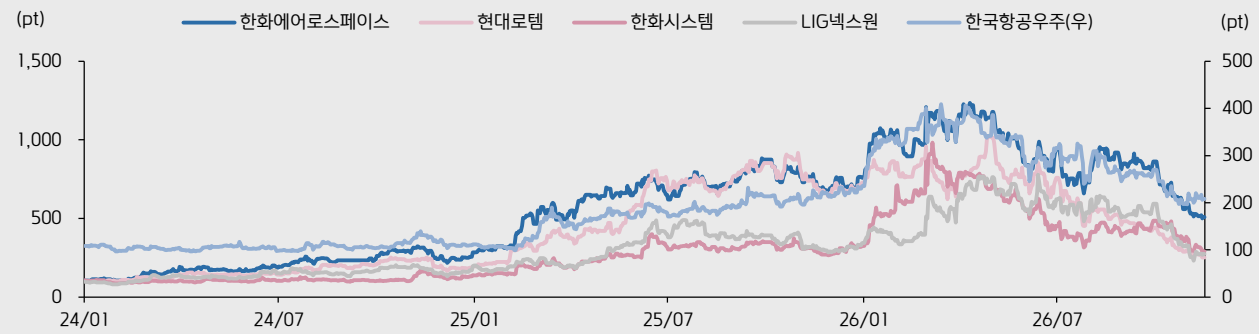
국내 주요 방위력개선 사업 추진 계획

사업명	관련 업체	기간	사업비	비고
수직이착륙형 정찰용무인항공기	대한항공, 한국항공우주, LIG D&A, 한화시스템	'27년~'36년	약 2조 1,600억원	고정익형 사단정찰용 무인항공기의 이·착륙 제한을 극복하고 작전 대응 능력을 향상한 무인항공기 확보
함대함유도탄 II	LIG D&A	'28~'39년	약 1조 6,300억원	함대함유도탄(해성) 대비 사거리 및 탐지·추적 능력 향상시켜 원거리 정밀타격 능력 강화
K2 전차 성능개량 사업	현대로템	'28년~'46년	약 3조 4,880억원	K2전차에 능동방호체계, 드론·급조폭발물 재머 및 원격사격통제체계 등 탑재
탄도수정신관 사업	한화에어로스페이스, 풍산	'26년~'35년	약 1조 5,916억원	155mm사거리연장탄의 정확도 향상을 위해 유도기능을 보유한 탄도수정신관 확보
한국형 전투기 사업	한국항공우주	'15년~'28년	약 8조 8,142억원	28년 적용 예정이던 한국형전투기 공대지 능력을 27년 상반기 조기 확보
장거리지대공유도무기(L-SAM) 양산 사업	LIG D&A	'25년~'30년	약 1조 7,302억원	장거리 지대공 유도무기의 양산을 통해 적 항공기와 탄도탄에 대한 장거리 고고도 요격 능력 확보
장사정포요격체계(LAMD) 사업	LIG D&A	'22년~'33년	약 2조 9,494억원	적국의 장사정포로부터 국가 및 군사 중요 시설의 대공 방어능력 확보
장거리 공대공 유도탄 사업	LIG D&A, 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	LIG D&A	'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	LIG D&A	'24년~'34년	약 2조 8,015억원	M-SAM Block-II 보다 요격 성능, 교전 능력 등이 향상된 M-SAM Block-III 확보
소형무장헬기 공대지유도탄 사업	한화에어로스페이스	'24년~'31년	약 7,248억원	소형무장헬기에 탑재하여 운용할 공대지유도탄 확보 사업

자료: 방위사업청, 키움증권 리서치센터

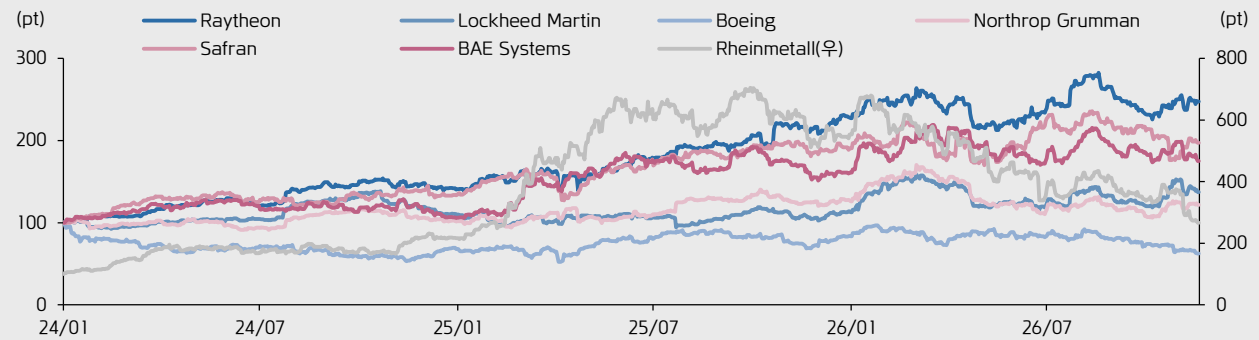
방산: 주가 추이

국내 방산 업체 주가 추이(2024.1.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 방산 업체 주가 추이(2024.1.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

방산: Peer Table

방위 산업 글로벌 Peer Table

(십억원, %, x)	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		EPS 성장률		P/E		P/B		ROE	
		26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
국내															
한화에어로스페이스	32,537	31,338	33,362	4,052	5,264	12.9	15.8	20.8	49.5	18.4	12.3	2.7	2.3	16.5	20.6
한국항공우주	10,128	5,144	6,628	331	574	6.4	8.7	9.6	101.1	49.7	24.7	5.0	4.3	10.6	18.7
한화시스템	9,266	4,184	4,516	298	448	7.1	9.9	-50.0	187.0	73.7	25.7	1.9	1.7	2.7	7.1
LIG D&A	8,162	4,967	5,910	411	576	8.3	9.7	23.6	50.9	25.7	17.0	4.5	3.7	19.5	24.0
현대로템	7,269	6,458	7,136	990	1,070	15.3	15.0	4.2	9.5	9.1	8.3	1.9	1.6	23.2	20.7
글로벌															
Raytheon	354,172	130,159	140,688	18,150	19,007	13.9	13.5	22.5	5.0	25.6	24.4	3.8	3.6	15.0	14.8
Safran	185,775	53,814	59,612	9,566	10,924	17.8	18.3	36.1	21.3	29.4	24.3	7.9	6.8	27.0	27.8
LockheedMartin	177,539	110,885	118,923	13,102	14,164	11.8	11.9	42.7	8.0	18.9	17.5	12.0	9.8	79.1	65.4
General Dynamic	125,372	75,913	80,077	7,972	8,662	10.5	10.8	12.5	9.4	20.1	18.4	3.4	3.2	17.7	17.9
Northrop Grumman	102,537	58,848	62,749	6,258	6,734	10.6	10.7	12.4	0.7	18.3	18.2	4.0	3.6	23.3	20.7
BAE Systems	95,779	58,855	64,045	6,408	7,171	10.9	11.2	12.5	13.8	21.6	19.0	4.3	4.0	19.9	21.2
Rheinmetall	50,791	19,764	26,396	3,773	4,967	19.1	18.8	47.7	48.5	22.6	15.2	5.6	4.4	26.6	32.5
Elbit Systems	43,519	12,201	14,110	1,217	1,480	10.0	10.5	33.3	19.7	41.1	34.3	7.5	6.4	18.1	20.2
SAAB	42,691	13,048	16,060	1,406	1,811	10.8	11.3	28.1	30.7	40.1	30.7	6.3	5.4	16.9	18.7

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

II. 2027 조선 전망

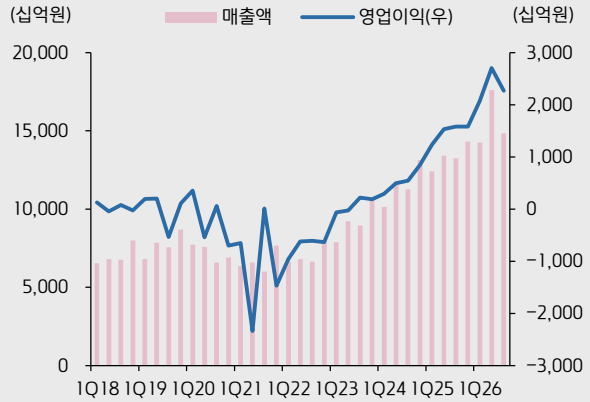


조선: 3Q26 Review

◎ 고가 선박의 비중 확대와 생산성 개선 기조 지속되나 원화 강세가 부정적으로 작용

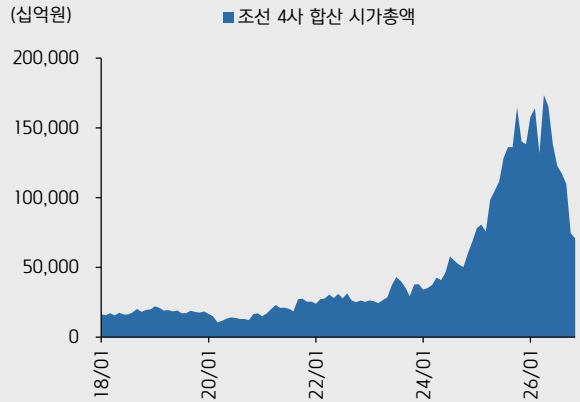
- 조선 4사의 3Q26 누적 매출액과 영업이익은 전년 동기간 대비 각각 20%, 62%로 가파른 성장세 지속
  - 24년부터 이어진 고가 선박의 매출 비중 확대와 생산성 개선 흐름 지속되며 상선 부문의 수익성 개선
  - 분기별 영업이익률이 3Q25 11.9% → 4Q25 11.1% → 1Q26 14.5% → 2Q26 15.4% → 3Q26 15.3%을 시현
  - 3Q26 원화 강세가 수익성에 부정적인 영향을 미쳤음을 감안하면 조선 4사의 제품 믹스 및 생산성 개선 기조는 유효
- 실적 개선 기조 지속에도 불구하고 중국과의 경쟁 심화, MASGA 모멘텀 부재로 4사 시가총액은 연초 대비 49% 감소
  - 밸류에이션 리레이팅을 위해 미 군함 건조 사업, 발전용 엔진 공급 확대, FDC 사업 본격화 등 신사업이 필요

조선 4사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

조선 4사 합산 시가총액 추이



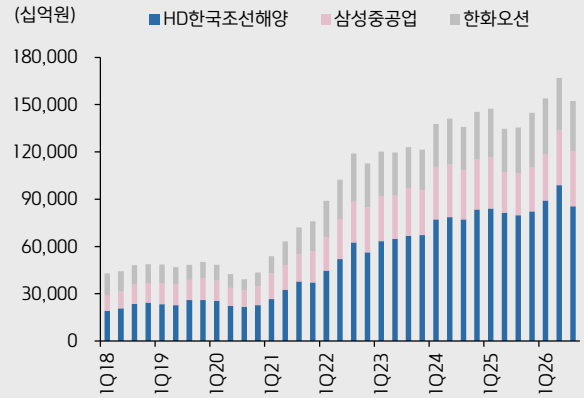
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주: HD현대중공업은 2021년 9월 상장

조선: 26년은 기대 이상의 수주 성과 달성

◎ 올해 수주 목표 초과 달성으로 안정적인 수주잔고 확보

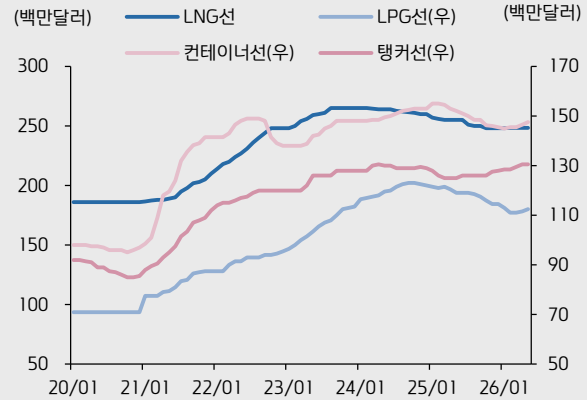
- 조선 4사의 3Q26 기준 수주잔고는 약 152조원으로 25년말 대비 5.2% 증가
  - 최근 3년간의 신조 발주 호황에 조선 4사의 도크는 약 3년치 안정적인 신조선 건조 물량을 보유
  - 올해 에너지 공급망 전환에 따른 글로벌 신조 발주 호조에 국내 조선사들은 연간 수주 목표치 초과 달성
- LNG선을 제외한 컨테이너선, 탱커선, LPG선의 선가가 소폭 상승하며 전반적인 믹스 개선 기조 장기화 기대
  - 1H26 원화 약세 구간에서 수주한 선박의 경우 환율 영향으로 실질 선가가 10% 이상 높은 것으로 추정

조선 4사 분기별 수주잔고 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

대표 선종별 신조선가 추이



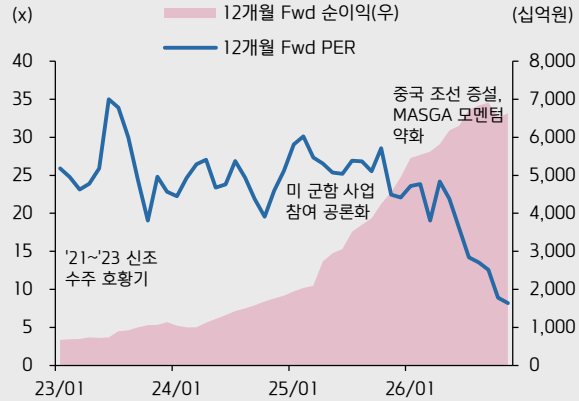
자료: Clarkson Research, 키움증권 리서치센터
주) 174cbm LNG선, 88-91 cbm LPG선, 13,000/14,000teu 컨테이너선, VLCC 기준

조선: 국내 조선 업종 밸류에이션 점검

◎ 밸류에이션은 상선 업황 둔화를 조기 반영

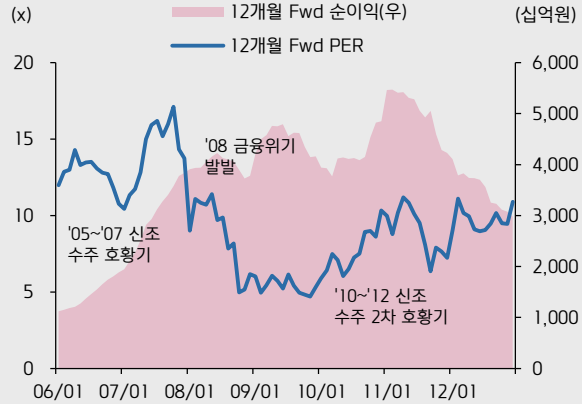
- 올해 조선 대형 3사의 12개월 Fwd PER은 8~24배에서 등락하며 변동성 심화
  - 1H26 미 군함 및 캐나다 CPSP 수주 기대감으로 밸류에이션은 20~24배 구간에 형성
  - 2H26 중국 조선업 증설 우려, MASGA 모멘텀 약화, 캐나다 CPSP 실주 등이 반영되며 밸류에이션 8배 구간까지 하락
- 과거 05~07년 수주 호황기 시기 조선 대형 3사의 밸류에이션 하단은 8배 수준
  - '05~'07 호황 사이클, '10~'12 호황 사이클 당시 조선 3사의 밸류에이션을 감안하면 현재 8배 수준은 저점으로 판단
  - 다만, 향후 밸류에이션의 재차 상향을 위해서 특수선, 엔진, FDC 등 신규 성장 모멘텀이 필요

대형 3사 12개월 Fwd PER 및 순이익 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

대형 3사 '05~'07 호황 사이클 밸류에이션 비교



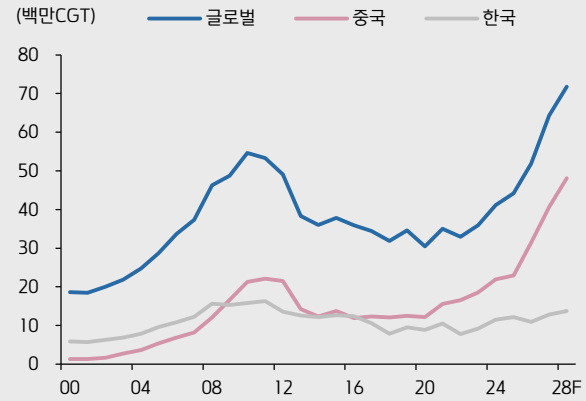
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

조선: 29년 이후 상선 업황 둔화 전망

◎ 중국의 조선 생산량 확대로 중장기 수주 경쟁 심화 우려

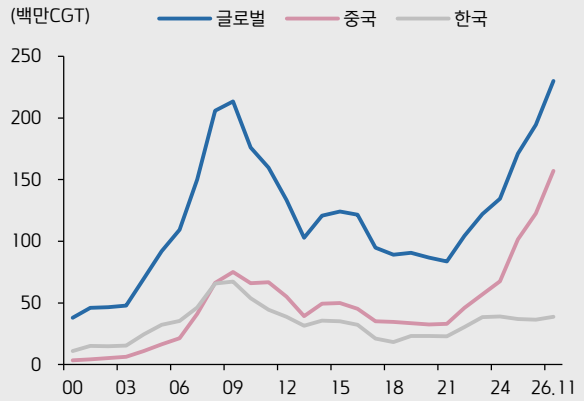
- 최근 3년간 신조 발주 호황에 중국 조선소는 민간 조선소 중심으로 설비 증설 및 유휴 도크 재가동을 추진
  - 특히, 증설 규모가 가장 큰 헝리 중공업의 경우 26년 대비 28년 선박 인도 척수(80척 → 160척) 2배 확대
- 27~28년 선박 인도 계획 상 한국 조선업은 유지, 중국 조선업은 26년 대비 약 40% 확대
- 한국 조선사는 약 3년 정도의 수주잔량을 유지하는 기조, 중국 조선사는 과거 09년 고점을 2배 가까이 상회
- 글로벌 신조 발주 감소 시 중국과의 수주 경쟁 심화로 중장기 상선 업황 둔화 가능성 존재
  - 올해 역대 2번째로 큰 규모의 신조 발주가 나왔음을 감안할 때 향후 신조 발주 규모는 감소할 것으로 전망

한국/중국 선박 인도량 추이 및 전망



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

한국/중국 선박 수주잔고 추이



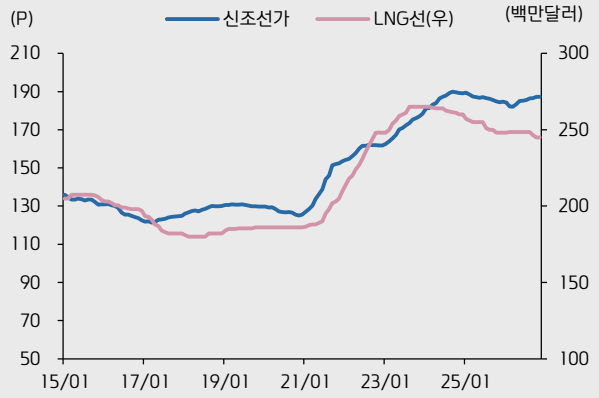
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터
주) 연초 기준

조선: 29년 이후 상선 업황 둔화 전망

◎ 원화 강세로 실질적인 수주 선가는 하락

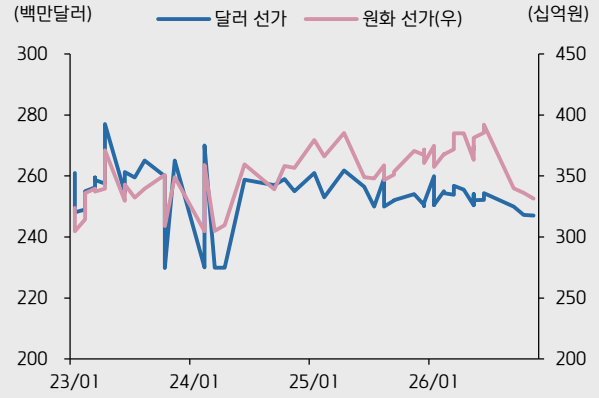
- 올해 들어 수주 호황에 신조선가 지수가 단기 저점에서 반등하며 185p~187p 수준을 유지
  - LNG선의 경우 26년 대비 발주 증가에도 불구하고 중국 조선사와 경쟁 심화로 선가 소폭 하락
- 한국 조선사 상선 매출의 약 40~50%를 차지하는 대표 선종인 LNG선의 선가는 25년 이후로 정체
  - 다만, 25년 이후 원화 약세의 영향으로 한국 조선사의 원화 기준 선가는 1H26까지 우상향 흐름을 유지
  - 2H26부터 원화 강세로 전환, 달러 선가가 소폭 감소하며 LNG선의 선가는 상반기 고점 대비 10~15% 하락
  - 27년 환율 1350원 전망 기준, LNG선 선가가 270백만달러 이상이 되어야 재차 상승세로 전환

신조선가의 정체



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

한국 조선 빅3의 달러/원화 기준 LNG선 선가 추이



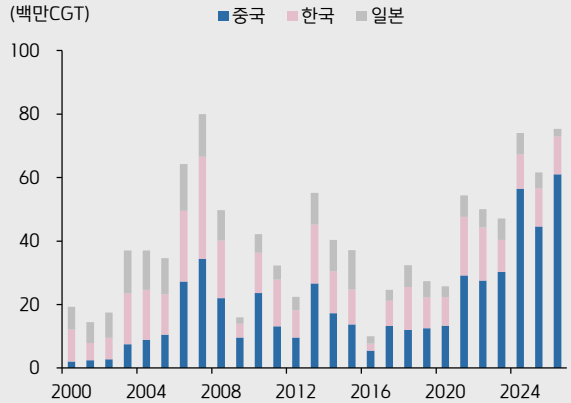
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터
주) 수주 공시 시점 환율 기준

조선: 27년 신조 수주는 견조하나 26년 대비 감소 불가피

◎ 26년 역대 최대 규모에 근접하는 수주 성과 달성, 27년 신조 발주 감소 예상

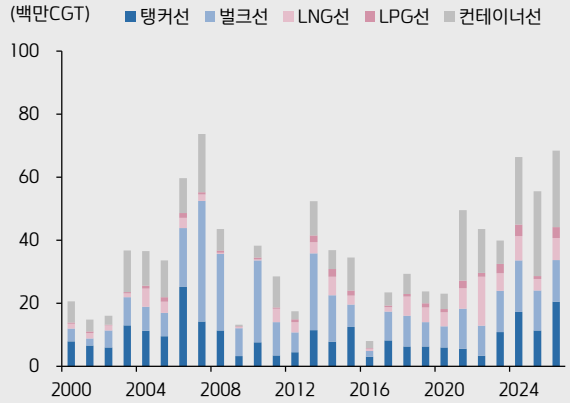
- 26년 10월 누적 글로벌 신조선 수주는 79.7백만 CGT로 올해 연간으로 역대 2위 이상 달성이 유력
  - 최근 3년간의 신조 발주 호황에 따른 높은 기저에도 불구하고 중동 전쟁의 영향으로 신조 발주 증가
  - 호르무즈 해협 봉쇄로 중동 에너지 공급 차질에 따른 해상 운송 톤마일 증가가 긍정적으로 작용
- 26년 10월 누적 기준으로 글로벌 신조선 수주 점유율은 중국이 77%, 한국이 15%를 기록
  - 한국은 LNG선, LPG선 중심의 가스선 수주 호조와 탱커선 수주 호황에 신조 수주 확대
  - 다만, 중국이 탱커선, 컨테이너선을 중심으로 대규모 신규 수주를 확보하며 글로벌 점유율은 소폭 하락
- 26년 10월 누적 신규 수주 금액은 약 370억달러로 올해 수주 전망치 350억달러를 초과 달성
  - 미국 LNG선 발주 재개, 가스선 및 탱커선 호황 지속으로 27년 신조 수주는 약 300~330억달러 전망

한중일 신조선 수주 추이



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터
주: '26년은 10월 누적 기준

선종별 신조선 수주 추이



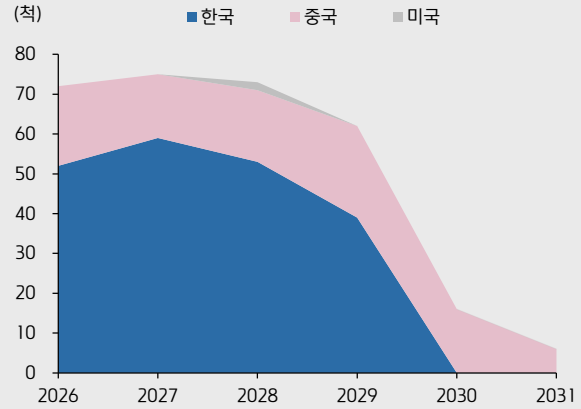
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터
주: '26년은 10월 누적 기준

조선: 미국 LNG운반선 발주가 시작될 것

◎ 미국발 LNG선 발주 모멘텀 재개 기대

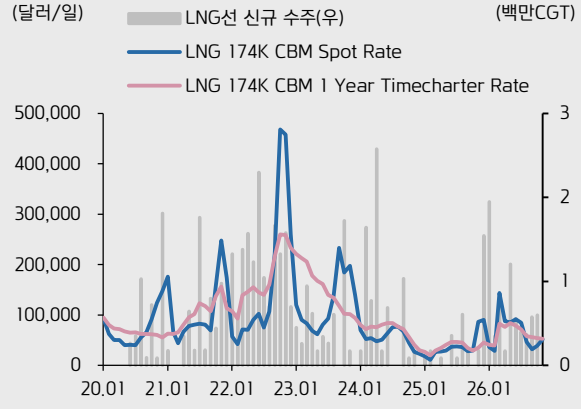
- 중동의 LNG 공급망 회복까지 시간이 걸리는 가운데 미국은 다수의 LNG 수출 프로젝트 FID 진행
  - 미국의 2030년 가동 예정인 신규 LNG 파이프라인 규모는 약 32백만톤, 60~65척의 신규 LNG선 필요
  - 30년 가동을 목표로 하는 FID 프로젝트를 감안하면 약 30척의 LNG선 추가 발주 가능
- 29년 슬롯은 약 70% 가까이 소진된 것으로 파악, 29년 잔여 납기 슬롯과 30년 납기 슬롯의 수주 본격화 전망
- LNG선 단기 운임은 단기 공급 과잉 우려에도 최근 저점에서 반등, 중장기 운임은 7만달러 이상에서 견조하게 유지
  - 중동의 지정학적 불확실성 감소 시 단기 공급 과잉도 해소되며 LNG선 업황 개선 기대

글로벌 LNG선 수주잔고 및 인도 시점



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

LNG선 운임 및 신규 수주 추이



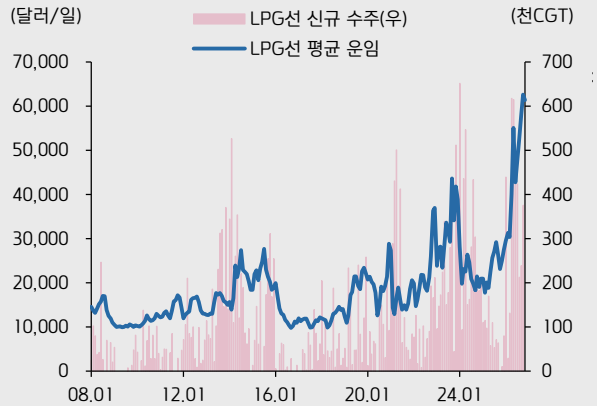
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

조선: 운임 하락 반전에도 견조한 발주 기대

◎ 가스선, 탱커선 운임 조정에도 신조 발주는 견조할 것

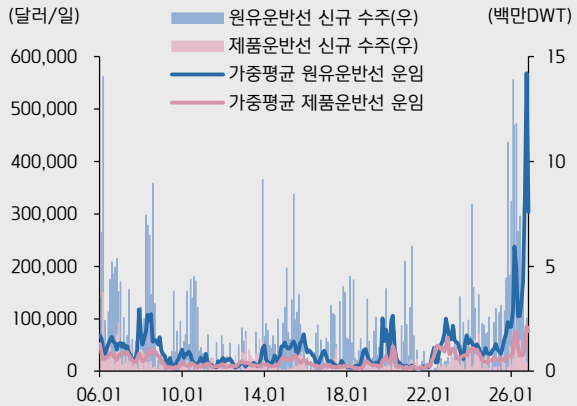
- 올해 가스선 운임은 연초 대비 2배 이상 증가하며 역대 최고 수준을 유지 중
- 올해 탱커선의 운임은 연초 대비 원유운반선이 255%, 제품운반선이 154% 증가
  - 원유운반선의 경우 고점 대비 47% 가까이 조정을 받았음에도 여전히 높은 수준을 유지
  - 2H26 이후 운임 증가 폭이 더욱 확대되며 중동 전쟁에 따른 불확실성과 에너지 공급망 다변화의 수혜 발생
- 가스선과 탱커선의 높은 운임이 장기화되며 27년 발주 여건에 긍정적으로 작용할 것으로 판단
  - 가스선, 탱커선의 업황 호조에 선가도 소폭 상승하고 있어 선종 수익성도 상향될 것으로 기대

가스선 운임 및 가스선 신규 수주 추이



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

탱커선 운임 및 탱커선 신규 수주 추이



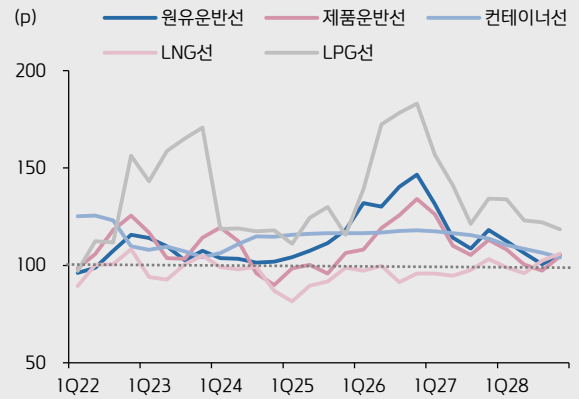
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

조선: 운임 하락 반전에도 견조한 발주 기대

◎ 가스선과 탱커선의 초과 수요는 지속될 전망

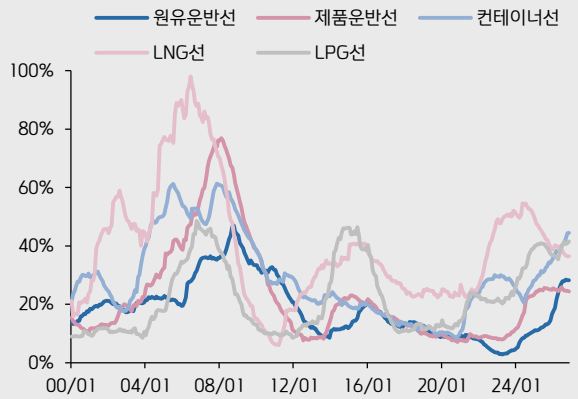
- 선종별 공급-수요의 변화를 감안하면 탱커선과 가스선은 27~28년 초과 수요 국면 유지
  - 특히, LPG선의 초과 수요가 27년 상반기까지 강하게 나타나며 발주 확대 전망
  - 컨테이너선도 최근 2~3년간 대규모 발주에 따른 선복량 증가에도 불구하고 28년까지 초과 수요 국면 지속
  - LNG선은 4Q27부터 초과 수요 국면으로 전환 예상
- 누적된 신조 발주 호황에 대부분의 선종에서 선복량 대비 수주잔량 비중이 증가
  - 탱커선종의 수주잔량 비중은 30% 미만, 가스선과 컨테이너선은 약 40% 수준
  - 다만, 선대 확장 국면에서 여전히 신조 발주 여력은 충분

선종별 공급-수요 지수 전망



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

선종별 선복량 대비 수주잔량 비중 추이



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

조선: 미국 중간선거 결과가 조선 업종에 미칠 영향

◎ 미국 중간선거 결과가 한국 조선 업종에 미치는 영향은 다소 혼재된 상황

- LNG 수출 신규 승인 지연, 미 군함 해외 건조 가능성 축소, AI 데이터센터 투자 속도 둔화 등은 부정적으로 작용
  - LNG 수출 프로젝트의 환경 평가 강화 등으로 신규 승인 지연 시 미국발 LNG선 신조 발주 둔화 우려 존재
  - 미 군함의 현지 건조 가능성 축소로 MASGA 기대감 후퇴, 다만 미국 조선소를 활용한 신규 사업 기회는 지속
  - AI 데이터센터 투자 속도 둔화 시 발전용 엔진의 공급 불확실성이 확대될 것으로 전망
- 다만, 하이퍼스케일러 고객사가 육상 데이터센터의 대안으로 FDC 도입을 빠르게 추진할 경우 반사 수혜 기대
  - FDC 건조 규모가 확대될 경우 향후 상선 업황 둔화를 대체할 수 있는 신성장 사업으로 자리매김할 전망

중간선거 결과로 예상되는 정책 변화와 조선 업종 영향

구분	예상 정책 변화	한국 조선 업종 영향
MASGA	• 미국 조선업 생산 능력 확대 및 중국 의존도 축소 정책에 대한 초당적 공감대 유지 • FY2027 추가 국방 예산 3,500억달러 확보 불확실성이 확대되며 신규 함정 예산 심사 강화 • 미국 내 일자리·제조업 보호 기조에 따라 해외 군함 건조 허용에 대한 견제 지속	• 기존 미 군함 사업에서 기대하던 한국 건조 시나리오에 대한 가능성이 축소되어 MASGA 사업 기대감 후퇴 • 한국 조선사들은 미 현지 조선소 확보 등으로 사업 전략을 선회할 것으로 전망 • 미 해군 MRO 사업 기회는 지속적으로 발생할 것으로 기대
LNG 수출	• 민주당의 환경·기후 관련 심사 강화 요구 가능 • 신규 LNG 수출 프로젝트에 대한 FID 과정의 불확실성 확대 가능성 존재 • 다만, 기존에 완료된 LNG 수출 승인 및 건설 프로젝트는 변동 없이 추진될 전망	• 신규 LNG 수출 프로젝트 승인 지연 시 중장기 LNG선 발주 속도 둔화 가능성 존재 • 미국 LNG선 발주가 감소될 경우 중국과의 수주 경쟁 심화로 상선 업황에 부정적으로 작용할 전망
AI 데이터센터	• AI 산업 경쟁력 확보 기조는 유지 • 텍사스, 오하이오, 조지아 등 데이터센터 집중 지역에서 신규 데이터센터 개발 및 승인 유예 가능성 존재 • 데이터센터가 소비하는 전력과 수도에 대한 비용 증가를 민간에 전가하는 것을 규제 • 데이터센터 건설을 위한 부지 선정, 환경 영향 평가 강화	• 미국 내 AI 데이터센터 투자 속도가 둔화될 경우 발전용 엔진 공급 불확실성 확대 • 다만, 데이터센터의 자가 발전 의무 강화는 엔진 수요에 긍정적으로 작용할 전망 • 육상 데이터센터의 부지 확보가 어려워지며 대안으로 FDC(Floating Data Center) 상업화가 빨라질 것으로 기대

자료: 키움증권 리서치센터

조선: MASGA 모멘텀은 미국 현지 사업 중심으로 전환

◎ 미 군함의 국내 건조 가능성 축소, 현지 수주 기대감은 여전히 유효

- 트럼프 행정부와 미 해군은 군함 확보를 위해 동맹국 건조의 필요성을 지속 강조
  - 26.5월 미 해군의 Navy Shipbuilding plan 발표, 해외 조선소의 모듈 제작 필요성을 언급
  - 26.7월 행정부는 군함과 지원함을 최대 2척까지 해외에서 건조할 수 있도록 허용할 것을 의회에 요구
  - 26.8월 트럼프 대통령은 면책 조항을 활용하여 미국 내 조선소에 투자한 기업을 대상으로 핀란드 모델 적용을 발표
- 다만, 그럼에도 미 의회는 27년 NDAA 심사 과정에서 아직까지 군함의 해외 건조에 보수적인 입장을 유지
  - 상원은 군함이 아닌 보조함의 경우 해외 건조를 허용할 수 있다는 중립적인 입장을 표명

미 조선업 재건을 놓고 행정부와 의회의 입장 차이

	트럼프 행정부/Navy	미 의회
문제 인식	미국 조선소만으로 함대 확대 목표치를 달성하기 어렵다고 판단	미국 조선산업의 기반 자체가 약해졌다는 점이 문제라고 판단
해결 방안	초기 함정 건조에 있어서 동맹국의 생산능력 활용	미국 조선소에 물량을 줘 생산 능력 회복
군함 해외 건조 허용	전투함은 초도 물량 최대 2척 허용, 보조함은 해외 건조 적극 활용	상원은 보조함의 해외 건조는 허용 가능하다는 입장 하원은 전투함, 보조함 모두 해외 건조 불가능하다는 입장
후속함	미국 내 건조	미국 내 건조
법적 수단	현행법 10 USC §8679에 대통령 면책 조항을 활용	NDAA에서 대통령 면책 조항을 축소/제거하여 예산 사용 금지
대표 모델	핀란드 모델	내수 중심의 생산 모델

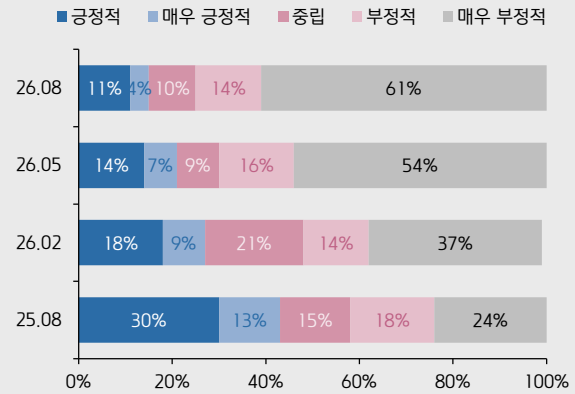
자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

조선: 육상 데이터센터의 대체재로 부각될 FDC

◎ 미국의 육상 AI 데이터센터 추가 승인 불확실성 확대, FDC가 대안으로 고려될 것

- 육상 데이터센터의 소음, 전력/수도 비용 증가로 주민들의 건설 반대 여론이 증가
  - 올해 8월 여론조사에 따르면 데이터센터 건설에 부정적인 응답이 75%로 25년 대비 33%p 대폭 증가
- 미국의 중간선거 이후 텍사스, 오하이오, 조지아주 등 데이터센터 밀집 지역의 신규 건설 승인 유예 가능성 상승
  - 향후 육상 데이터건설을 위한 입지 선정, 환경 평가, 주민 민원 강화 등의 영향으로 투자 지연 발생 예상
  - FDC의 경우 육상 부지가 필요하지 않고 냉각도 해수면을 활용하기 때문에 육상 데이터센터의 대안으로 부각
  - 또한, 건설 기간이 상대적으로 짧고 데이터센터 수요처의 변동이나 지정학적 리스크 발생 시 이동이 가능하다는 것도 장점

미국 내 데이터센터 건설 반대 여론 증가



자료: Heatmap, 키움증권 리서치센터

육상 데이터센터와 FDC 차이점

구분	육상 DC	FDC 전력망 연결형	FDC LNG 자가발전형
설치 장소	육상 부지	항만/연안 해역	
구조물	철근콘크리트, 철골 건물	바지선, 해상 플랫폼	바지선, 발전 플랫폼
전력 공급	육상 전력망	육상 전력망, 해저 케이블	LNG 엔진, 연료전지
냉각 방식	공랭, 수랭, 액체냉각	해수 열교환, 액체 냉각	
전력 인프라	변전소, 송배전망	육상 전력망, 해저 케이블	LNG 저장 및 연료 공급 설비
건설 기간	통상 3년 이상	2~3년	

자료: 키움증권 리서치센터

조선: 국내 조선사의 FDC 사업 본격화

◎ 국내 조선사들은 FDC 프로젝트를 새로운 성장 사업으로 추진 중

- 국내 조선 3사 중 삼성중공업이 FDC 사업화를 가장 빠르게 진행 중으로 2Q28 상용화를 목표
  - 미국의 DC 개발 업체인 Musterion과 '제우스' 프로젝트에 100MW FDC 공급 계약 논의
  - 계약 체결 시 신조 형태로 50MW FDC 2척을 건조하여 2Q28까지 납품 계획
  - 50MW와 200MW급 FDC 설계에 대한 ABS(미국 선급) AiP 인증을 확보
- HD한국조선해양과 한화오션은 각각 100MW, 60MW급 FDC 설계 인증 확보하며 사업화 초기 단계 진입
  - 그룹사 내 에너지 발전 인프라 역량을 보유하고 있어, 공급 범위 확대 가능

조선 3사 FDC 사업 전략 비교

	삼성중공업	HD한국조선해양	한화오션
사업 단계	2Q28 상용화 목표	개발 및 사업화 초기 단계	개발 및 사업화 초기 단계
공개 모델	50MW FDC, 200MW FDC	100MW FDC	60MW FDC
플랫폼 형태	신조 바지선형 FDC	신조 + 기존선 개조 가능성 검토	부유식 FDC
인증	ABS(미국), LR(영국) 50MW/200MW AiP	ABS(미국) 100MW AiP	ABS(미국) 60MW AiP
주요 파트너	ABB, Supermicro, Musterion, Capital Clean Energy	Schneider Electric 등	ABB 등
특징	Musterion과 28년 상반기 공급을 목표로 '제우스' 프로젝트에 100MW FDC 공급 계약 논의 중	그룹사 및 협력 파트너를 활용하여 전력 인프라 통합 모델 개발 하이퍼스케일러 고객사와 계약 논의 중	모돌형 고객 맞춤 솔루션 제공

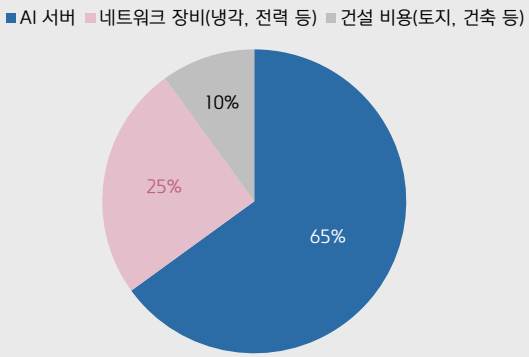
자료: 각 사, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

조선: FDC 사업이 상선 성장의 정체를 대체할 수 있을까?

◎ 100MW FDC의 선박 건조 가치는 VLCC와 유사한 수준으로 추정

- 최근 미국의 육상 AI 데이터센터 건설 비용은 약 $12/W에서 형성
  - AI 데이터센터의 전체 구축 비용에서 토지 확보 및 건축이 차지하는 비중은 약 10% 내외로 추정
  - 이를 감안할 때 100MW FDC 건조 비용에서 선박 플랫폼이 차지하는 금액은 약 1.2억달러 내외 예상
  - FDC에 탑재되는 네트워크 장비를 포함할 때 전체 EPC 규모는 약 4억달러까지 상승
- 삼성중공업이 공개한 50MW FDC 선박의 사이즈는 길이 190m, 폭 60m
  - 100MW 건조를 기준으로 20,000TEU 컨테이너선과 유사한 크기
  - 선박의 폭을 감안할 때 VLCC 건조가 가능한 도크도 활용할 수 있을 것으로 판단
  - 잠재적으로 연간 1GW 규모의 FDC를 공급한다고 추정했을 때 VLCC 선박 9~10척에 해당하는 수준으로 추정

AI 데이터센터 비용 구성



자료: 키움증권 리서치센터

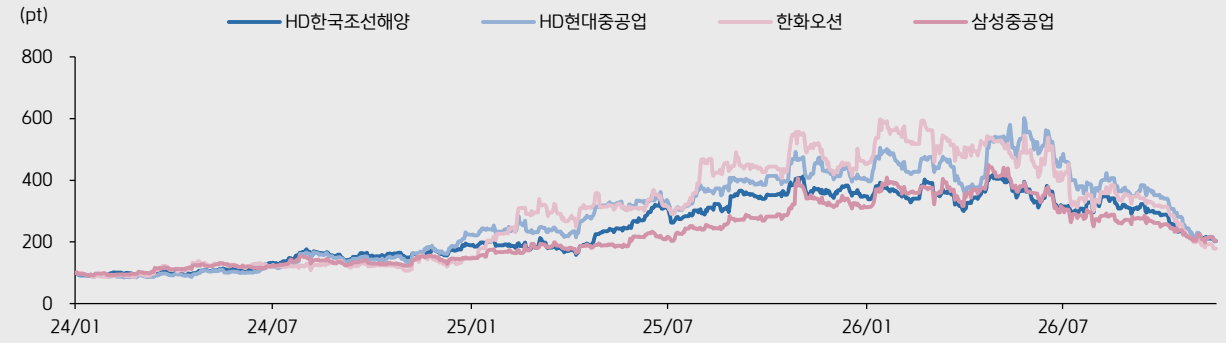
삼성중공업 50MW FDC와 선박 사이즈 비교

선종	길이	폭
50MW FDC	190m	60m
MR탱커	180~186m	32m
VLCC	320~330m	58~60m
15,000TEU 컨테이너선	366~368m	51m
20,000TEU 컨테이너선	400m	58~60m
174,000cbm LNG선	290~300m	45m

자료: 키움증권 리서치센터

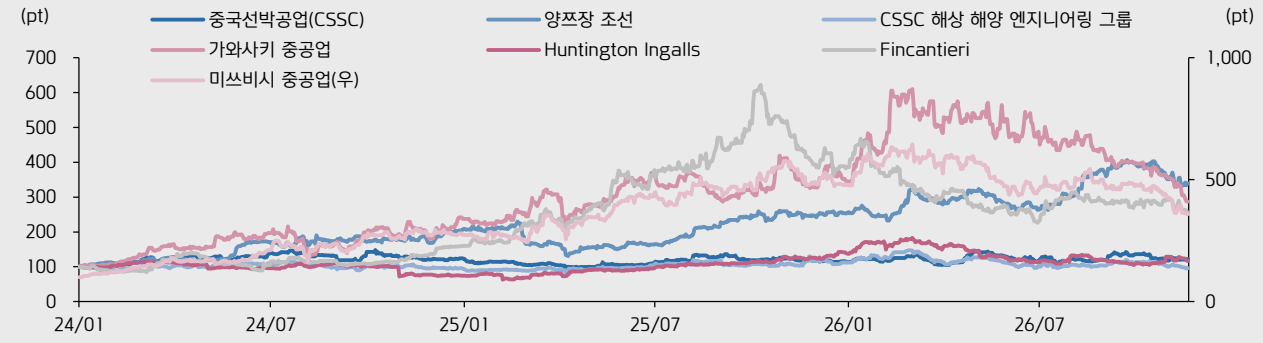
조선: 주가 추이

국내 조선 업체 주가 추이(2024.1.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 조선 업체 주가 추이(2024.1.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

조선: Peer Table

조선 산업 글로벌 Peer Table

(십억원, %, x)	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		EPS 성장률		P/E		P/B		ROE	
		26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
국내															
HD한국조선해양	16,349	34,604	37,129	6,006	6,869	17.4	18.5	71.9	17.8	4.4	3.7	1.0	0.9	25.7	25.5
HD현대중공업	27,447	24,438	26,251	3,874	4,393	15.9	16.7	68.6	22.8	9.8	8.0	2.4	2.0	26.9	27.6
삼성중공업	14,212	12,837	14,776	1,369	1,982	10.7	13.4	64.0	-7.8	13.1	9.4	2.6	2.0	22.6	24.5
한화오션	13,789	15,725	14,719	2,243	2,199	14.3	14.9	98.3	39.3	7.2	7.8	1.7	1.4	26.4	19.7
글로벌															
중국선박공업(CSSC)	52,128	37,203	43,449	4,436	5,942	11.9	13.7	112.5	36.7	13.2	9.6	1.6	1.4	12.8	15.4
양쯔장 조선	17,708	7,207	8,215	2,427	2,768	33.7	33.7	27.3	14.1	8.1	7.1	2.3	1.9	31.4	29.9
미쓰비시 중공업	80,903	48,325	52,572	5,173	6,202	10.7	11.8	37.2	19.6	21.2	17.7	2.8	2.5	13.6	14.3
가와사키 중공업	12,221	21,530	22,893	1,588	1,756	7.4	7.7	8.0	14.2	12.0	10.5	1.4	1.3	12.6	12.7
Huntington	15,084	18,226	19,352	1,077	1,227	5.9	6.3	20.0	4.6	14.6	13.9	2.0	1.9	14.8	13.6
Fincantieri	6,139	13,699	15,237	625	835	4.6	5.5	291.3	43.8	20.9	14.5	2.4	2.1	13.8	15.0
Austal	1,592	1,946	2,214	136	159	7.0	7.2	0.0	18.5	17.4	14.7	1.3	1.2	7.2	7.9
Seatrium	5,985	11,289	10,141	864	744	7.7	7.3	64.7	-3.8	11.0	11.5	0.8	0.8	7.5	6.7

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

III. 2027 건설기계 전망

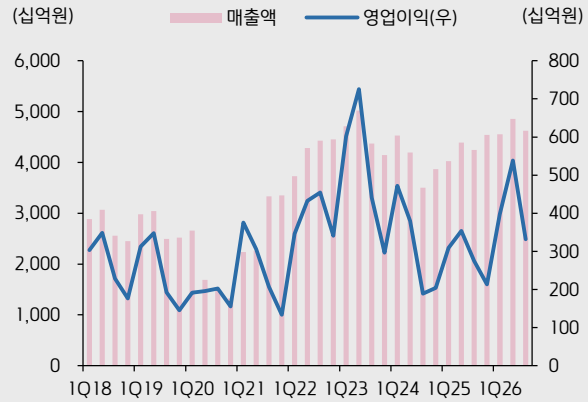


건설기계: 3Q26 Review

◎ 하반기 아프리카의 일시적인 부진, 북미/유럽 시장 수요 회복으로 견조한 성장

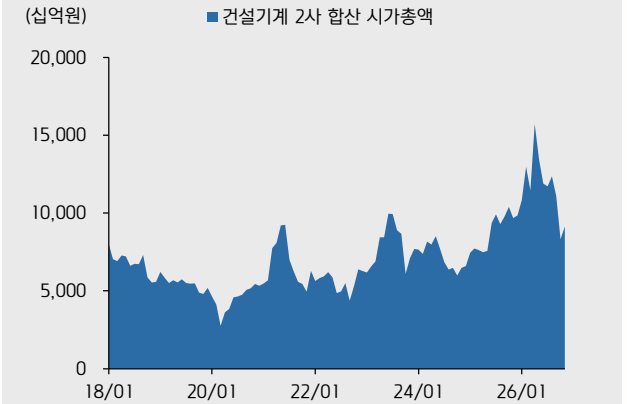
- 2H25부터 유럽/아프리카 지역의 건기 수요 반등이 나타나며 건설기계 수출 성장 지속
  - 다만, 2H26부터 디젤유 수급 차질 영향으로 건설장비 가동률이 둔화되며 일시적으로 아프리카 지역 수출 감소
  - 북미/유럽 지역은 연초 예상 대비 수요 회복이 빠르게 나타나며 수출 성장세가 긍정적
- 건설기계 2사의 3Q26 누적 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 10.8%, 35.2% 증가
  - 3Q25 OPM 6.5%, 4Q25 OPM 4.7%, 1Q26 OPM 8.7%, 2Q26 OPM 11.1%, 3Q26 OPM 7.2%를 시현
  - 건기 수요 회복에 따른 매출 볼륨 증가 및 중대형 제품 판매 증가에 따른 믹스 개선으로 수익성 회복 기조
  - 3Q26은 계절성 반영에 따른 매출 감소와 원화 강세 영향으로 수익성이 전 분기 대비 하락
- 상고하저의 실적 흐름이 나타나며 건설기계 2사의 시가총액은 연초 대비 7% 감소

건설기계 2사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

건설기계 2사 합산 시가총액 추이



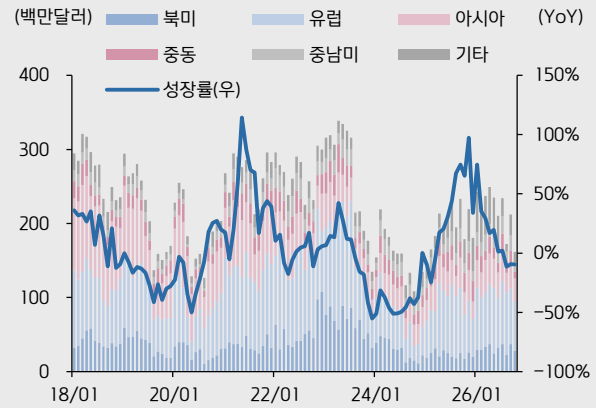
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

건설기계: 26년 굴삭기 수출은 상저하고 흐름

◎ 북미/유럽 선진 시장의 수출 성장세 지속, 하반기 아프리카와 중동 지역의 부진

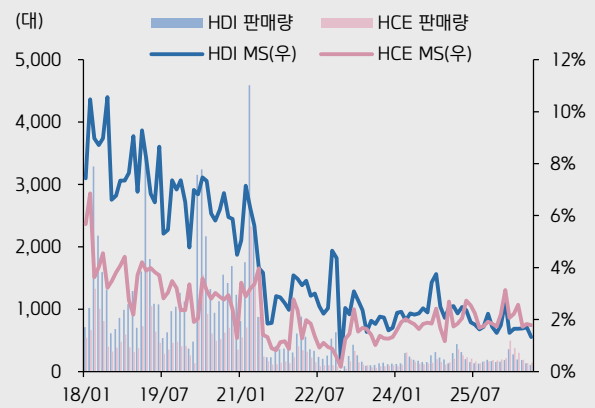
- 26년 10월 누적 기준 굴삭기 수출액은 지난해 동기간 대비 12.2% 성장
  - 올해 들어 굴삭기 수출 실적은 평균적으로 전년 동기 대비 15%의 견조한 성장 흐름 유지
  - 북미/유럽의 선진 지역에서 데이터센터 건설 지출 및 인프라 투자 확대로 견조한 수요 회복 지속
  - 다만, 8월 이후 아프리카 지역의 부진으로 전반적인 수출 성장세가 역성장으로 전환
- 중국 시장은 인프라 투자 지속과 노후 장비 교체 사이클, 해외 수출 확대의 영향으로 지난해와 유사한 수준의 수요 확인
  - HD건설기계의 양 브랜드 중국 시장 점유율은 1~2%p 소폭 반등
  - 올해 중국 시장 전체 판매량은 약 100,000 ~ 120,000대 수준을 전망

대륙별 굴삭기 수출 추이



자료: Trass, 키움증권 리서치센터

월별 중국 굴삭기 판매량 추이



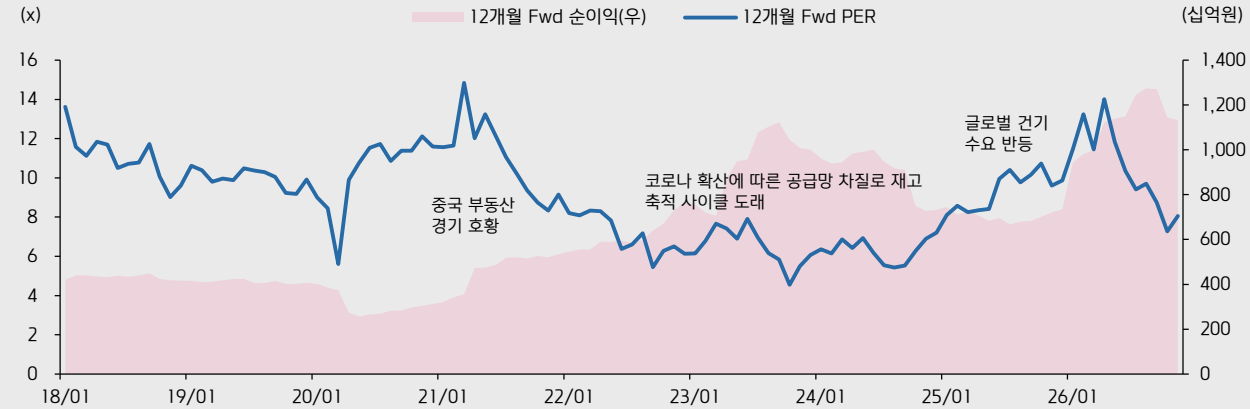
자료: HD현대사이트솔루션, 키움증권 리서치센터

건설기계: 국내 건설기계 업종 밸류에이션 점검

◎ 하반기 건기 성장세 둔화에 밸류에이션 조정 발생

- 올해 건설기계 2사의 12개월 Fwd PER은 7~14배에서 등락
  - 1H26 건설장비 수출 성장세 호조에 힘입어 밸류에이션은 11~14배 수준으로 Peer와 유사하게 형성
  - 2H26 건설장비 수출 역성장 및 원화 강세에 따른 수익성 우려가 반영되며 밸류에이션이 7배까지 하락
- HD건설기계의 경우 엔진 사업부의 성장세에 따라 추가적인 상승 여력 존재
  - 캐터필러, 커민스 등 미국 엔진 업체들의 경우 20배 이상의 높은 밸류에이션 부여
  - 다만, 미국 중간선거 이후 AI 데이터센터 투자 둔화에 대한 우려가 제기되며 밸류에이션 하향 조정

국내 건설기계 2사 12개월 Fwd PER 및 순이익 추이



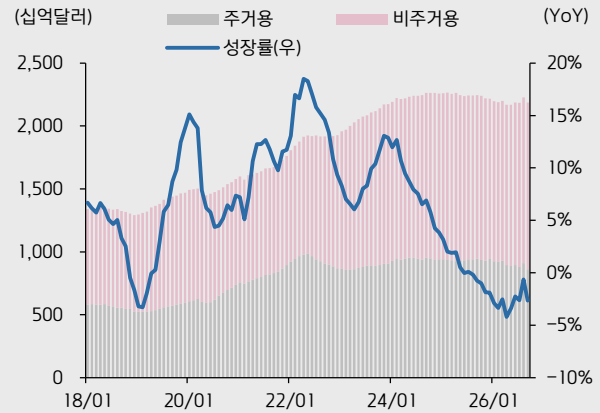
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

건설기계: 비주택 부문의 견조한 수요로 미국 시장 회복세

◎ 비주택 부문의 견조한 회복 흐름이 전반적인 수요 개선 견인

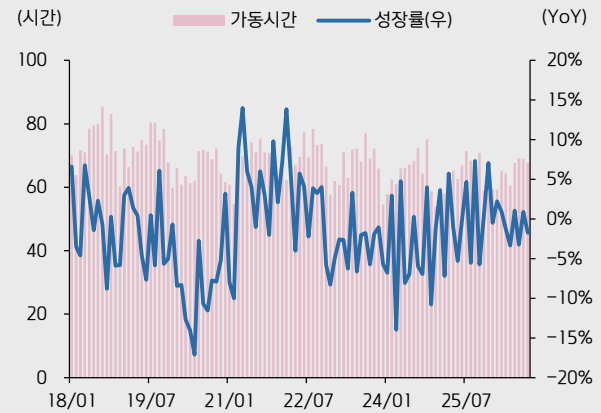
- 북미 인프라 투자, 데이터센터 확대, 설비 투자 증가 등에 힘입어 건기 수요 회복 시작
  - 2Q26 이후로 북미 비주택 건설 지출이 성장세로 전환
- 주택 부문은 금리 인상 기조로 전환되며 부진이 장기화되는 흐름
  - 중동 전쟁의 영향으로 4월 이후 CPI, PPI 지수가 예상치를 상회하며 금리 인상 기조로 변화
  - 미국 주택담보대출 금리도 지난 9월 이후 재차 7%를 상회하며 주택 시장 심리 지표가 매우 부진
- 27년 상반기까지 주택 시장 부진과 비주택 시장 성장 기조는 유효할 것으로 판단

미국 건설 지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

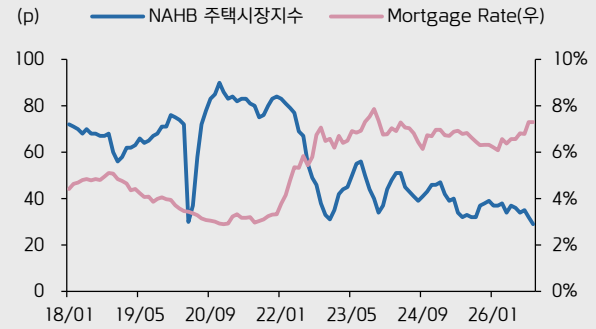
북미 굴삭기 월간 평균 가동시간



자료: Komatsu, 키움증권 리서치센터

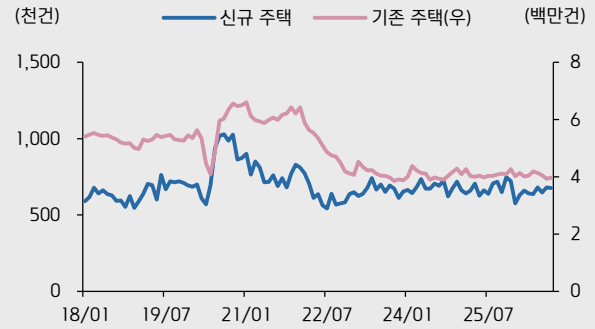
건설기계: 주요 매크로 지표

미국 NAHB 주택시장지수 및 모기지 금리 추이



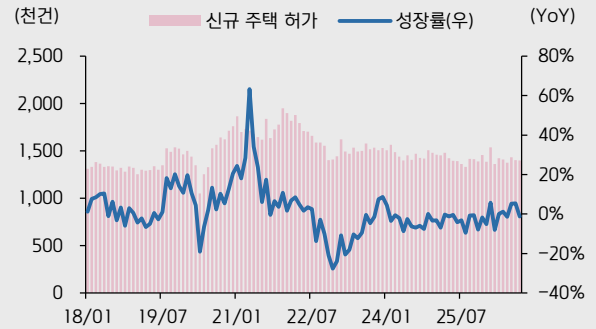
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규 및 기존 주택 판매 추이



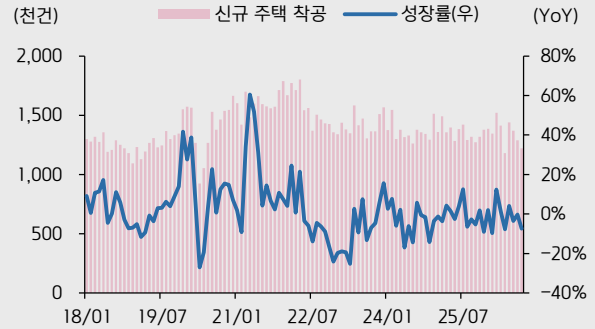
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규 주택 건축 허가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규 주택 착공 추이



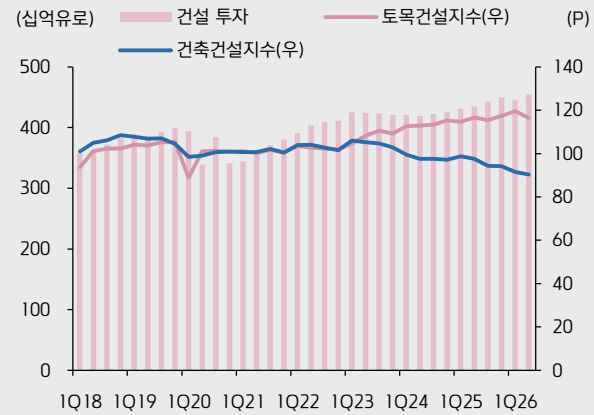
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

건설기계: 인프라 투자 활성화가 유럽 시장 수요 견인

◎ 유럽 지역은 경기 회복에 따른 인프라 투자 증가 기조 지속 전망

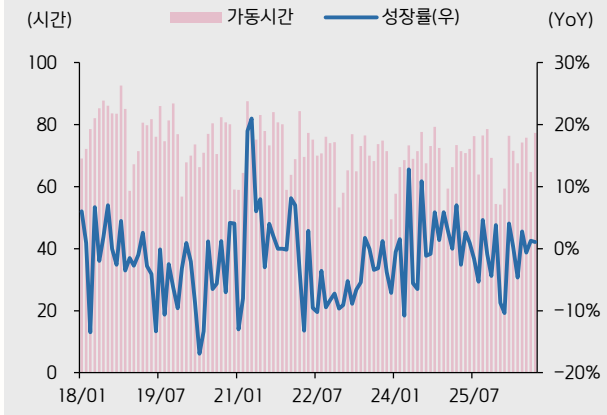
- 유럽 지역 26년 GDP 성장률 전망은 약 1.4%로 완만한 회복세 지속, 27년 GDP 성장률 전망도 1.4%로 견조
  - 독일, 덴마크, 네덜란드 등 주요 국가의 에너지, 교통 등 핵심 인프라 투자 활성화
  - 다만, 잠재적으로 프랑스의 재정적자 및 정치적 불안정성에 대한 우려 존재
- 27년에도 유럽 지역의 견조한 경제 성장에 힘입어 인프라 투자가 지속되며 수요 반등 흐름 유지될 것으로 기대
  - 전력망, 신재생 발전소 등 에너지 인프라와 철도 등 교통 인프라 투자 기조가 지속될 것으로 전망

유럽 건설 투자 및 건설지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유럽 굴삭기 월간 평균 가동시간



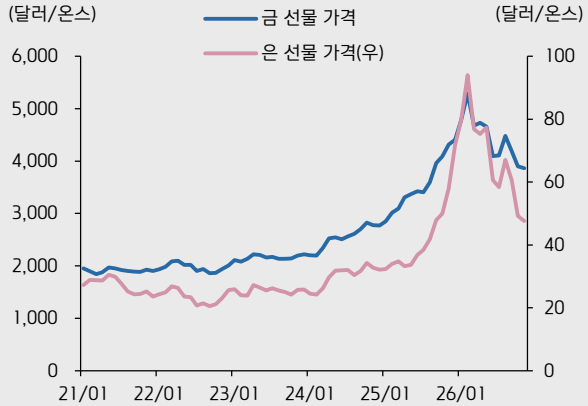
자료: Komatsu, 키움증권 리서치센터

건설기계: 하반기 아프리카 지역 수출 부진 불가피

◎ 하반기 아프리카 지역 수출 부진은 일시적, 내년부터 수요 회복세 본격화 기대

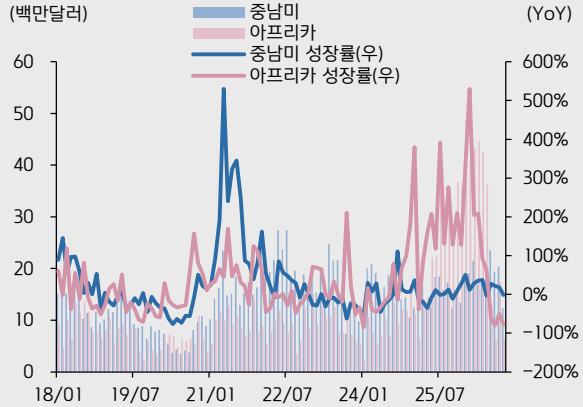
- 하반기 금/은 가격 급락에도 과거 평균 대비 높은 수준을 유지하고 있어 광산 개발 수요 확대 지속
  - 금/은 가격은 각각 지난 2월 고점 대비 27%, 49% 하락했음에도 과거 5년 평균 대비 1.5배로 높은 수준을 유지
  - 자원국의 광산 개발 수요 확대가 중대형 장비 수요 성장으로 이어지며 제품 믹스 개선 기대
- 26년 10월 누적으로 아프리카 지역 굴삭기 수출은 전년 동기 대비 36% 성장
  - 중동 전쟁으로 인한 디젤유 공급 차질로 장비 가동률이 하락하며 7월 이후 굴삭기 수출 급감
  - 아프리카 지역 시장 수요는 견조, 중동 지역 지정학적 불확실성 해소 시 장비 가동률 상승으로 수출 반등 전망
  - 중남미 지역은 굴삭기 수출은 26년 10월 누적으로 전년 동기 대비 22% 견조한 성장세 시현

금/은 선물 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

아프리카, 중남미 등 자원국 수출 성장세 지속



자료: Trass, 키움증권 리서치센터

건설기계: 중장기 자원국 건설장비 수요는 견조

◎ 광산 개발 일정을 감안할 때 자원국 마이닝 수요는 향후 2~3년간 견조할 전망

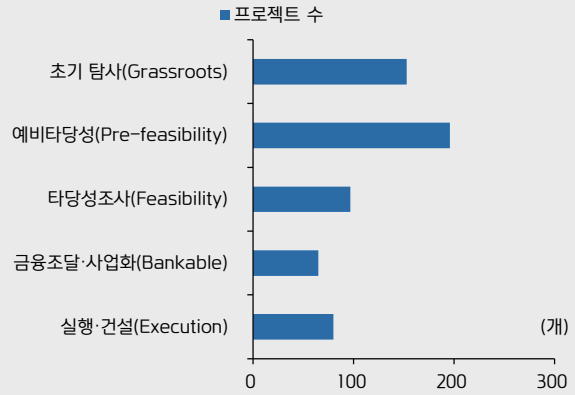
- 평균적인 광산 개발 프로세스를 감안하면 광산 개발을 위한 인프라 구축에 약 2.3년 소요
  - 국내 건설장비 업체의 장비들은 광산 가동 시점보다 이른 인프라 구축 단계에 투입되는 장비가 대부분
  - 2H25부터 금 가격 상승으로 아프리카 지역의 마이닝 수요가 본격화된 점을 감안하면 27년 건설장비 수요는 견조할 전망
- 1H26기준 아프리카 지역에서 인프라 구축 단계 또는 사업화 직전인 프로젝트는 약 140개로 추정
  - 27년 이후 광산 인프라 구축이 시작되는 프로젝트 건수가 65개로 FID 완료 시 광산 장비 수요 확대 기대
  - 중장기 관점에서 개발 타당성 조사 프로젝트 건수는 400개를 상회
  - 금 가격이 3,000달러를 상회하는 수준에서 대부분 신규 광산 프로젝트의 채산성은 충분한 수준으로 파악

광산 개발 프로세스

단계	구분	기간	비고
1단계	탐사 및 타당성 조사	약 12년	시추·탐사 장비 중심, 대규모 건설장비 수요 제한적
2단계	최종 투자결정 (FID)	약 1.5년	금융조달·설계·발주 준비 단계 일부 선행 공사 가능
3단계	광산 인프라 구축	약 2.3년	굴착기·불도저·휠로더·운반장비 등 건설장비 수요 집중
4단계	상업 생산 시작	광산 수명에 따라 상이	채굴·운반장비 운영, 유지보수 및 증설 수요 발생

자료: EY, 키움증권 리서치센터

아프리카 광산 개발 프로젝트 수



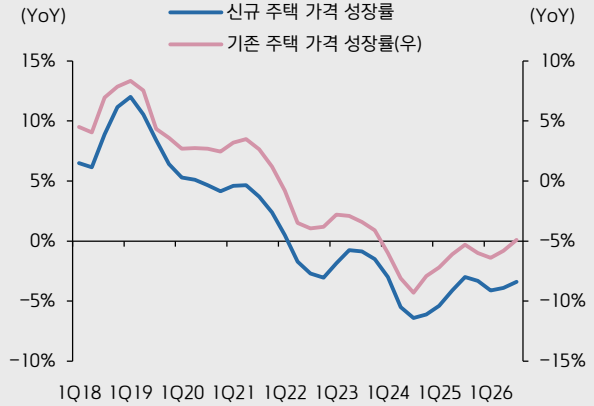
자료: AMIQ, 키움증권 리서치센터

건설기계: 중국 시장의 저성장 장기화

◎ 중국 부동산 시장의 장기 부진으로 건기 수요 회복은 제한적

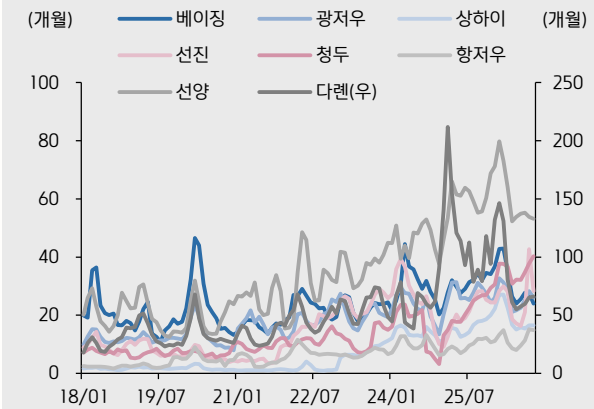
- 중앙 및 지방 정부의 견조한 인프라 투자가 지속되며 중국 건설기계 시장 회복세 지속
  - 3Q26 중국 신규 및 기존 주택 가격 하락 폭이 둔화되며 주택 시장의 업황 소폭 개선
  - 여전히 주요 도시의 경우 부동산 재고가 높은 수준으로 유지되며 중국 부동산 시장의 회복에는 시간이 필요
- 인프라 투자 확대 및 노후 장비 교체 수요로 건설기계 시장 수요는 소폭 회복되나 현지 업체의 경쟁 심화는 우려 요소
  - 중국 반도체 등 IT 수출 호조의 영향으로 국내 투자 유인이 감소하며 시장 규모는 25~26년 수준을 유지할 것으로 전망

중국 신규 및 기존 주택 가격 성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 주요 도시 부동산 재고 소진율 추이



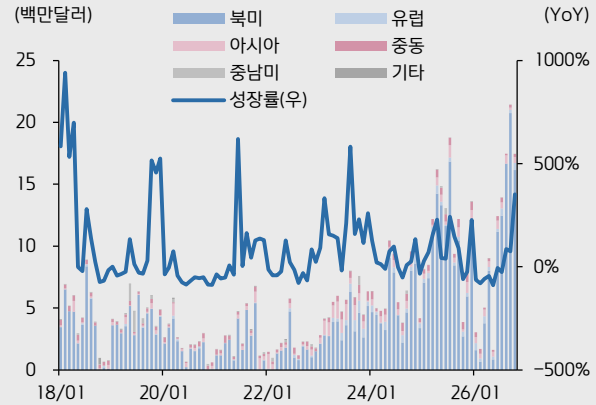
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

건설기계: 미국향 엔진 수출의 구조적 성장세 기대

◎ 미국 데이터센터 발전용 엔진 수출은 점진적으로 성장할 것으로 기대

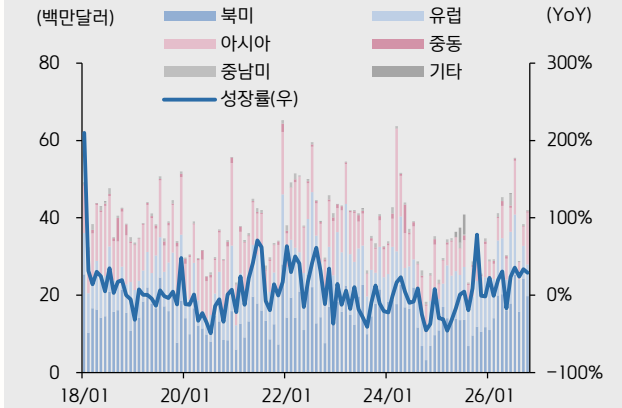
- 3Q26 가스엔진 수출 반등, 디젤엔진의 견조한 성장세 지속
  - 올해 10월까지 누적 가스 엔진 수출은 전년 동기 대비 12% 감소하며 부진
  - 다만, 올해 8월부터 주요 고객사향 납품 일정이 시작되며 수출의 급격한 반등 확인
  - 같은 기간 디젤 엔진 수출은 전년 동기 대비 20.1% 증가
  - 유럽향 발전용 엔진 수출 증가와 건설장비 생산 볼륨 확대로 성장세 지속될 것으로 판단
- 1Q27 대형 가스엔진 생산이 시작되고, 4Q27 인천공장 신규 증설 라인이 가동되며 구조적인 수출 성장세 지속 전망

대륙별 가스엔진 수출 추이



자료: Trass, 키움증권 리서치센터

대륙별 디젤엔진 수출 추이



자료: Trass, 키움증권 리서치센터

건설기계: 미국 중간선거 결과가 건기 업종에 미칠 영향

◎ 미국 중간선거 결과는 한국 건기 업종에 단기에는 부정적이지만 중장기 관점에서는 중립

- 미국 내 AI 데이터센터 투자 속도 둔화는 단기적으로 부정적으로 작용할 전망
  - 올해 미국 시장의 건설장비 수요 성장 회복에는 데이터센터 건설 확대의 기여도가 높았던 것으로 추정
  - 향후 미국 내 주요 데이터센터 시설 밀집 지역의 추가 건설이 제한될 시 데이터센터 건설 지출 감소 불가피
  - 데이터센터용 비상 발전 엔진 공급의 불확실성이 존재하는 점도 부담스러운 요소
- 다만, 중간선거 이후 민주당의 전반적인 정책 변화를 감안할 때 중장기 관점에서는 건기 업종에 미치는 영향은 중립
  - 기존 인프라 투자법(IIJA)의 집행 및 감독 강화로 공공 토목 프로젝트가 확대되며 데이터센터 건설 지출 감소를 상쇄할 전망

중간선거 결과로 예상되는 정책 변화와 건기 업종 영향

구분	예상 정책 변화	한국 건기 업종 영향
인프라 투자	• 민주당의 도로·교량·철도 등 공공 인프라 투자 확대 요구 가능 • 기존 인프라 투자법(IIJA) 관련 사업의 집행 및 감독 강화 • 미국 내 제조업 육성에 대한 초당적인 공감대 유지	• 공공 토목 프로젝트 중심의 건설기계 수요 지속 • 공장 및 산업시설 건설에 필요한 중대형 건설장비 수요 확대 전망
주택·비주택 건설	• 주택 공급 확대 및 주거비 안정 정책 추진 가능성 존재 • 공공시설·교육·의료 인프라 투자 확대 요구	• 주택 착공 증가, 공공시설 투자 확대 시 소형 건설 장비 수요 확대 전망
AI 데이터센터	• AI 산업 경쟁력 확보 기조는 유지 • 텍사스, 오하이오, 조지아 등 데이터센터 집중 지역에서 신규 데이터센터 개발 및 승인 유예 가능성 존재 • 데이터센터가 소비하는 전력과 수도에 대한 비용 증가를 민간에 전가하는 것을 규제 • 데이터센터 건설을 위한 부지 선정, 환경 영향 평가 강화	• 미국 내 AI 데이터센터 투자 속도가 둔화될 경우 발전용 엔진 공급 불확실성 확대 • 다만, 데이터센터의 자가 발전 의무 강화는 엔진 수요에 긍정적으로 작용할 전망 • 육상 데이터센터 건설 속도 둔화 시 건설장비 수요에 부정적으로 작용할 전망

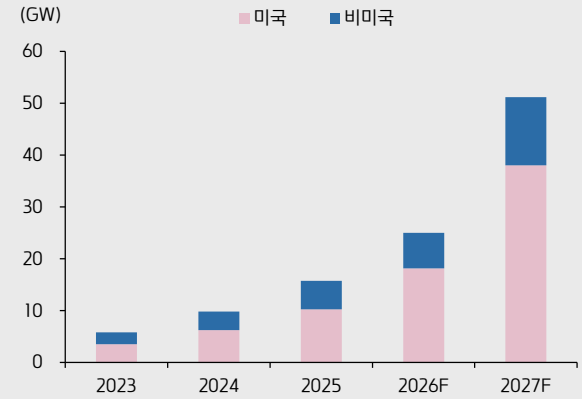
자료: 키움증권 리서치센터

건설기계: 데이터센터 투자 지연 시 선진 시장 성장 정체 우려

◎ 데이터센터 투자 지연 시 단기적으로 비주택 부문의 건설 지출 성장세는 둔화 예상

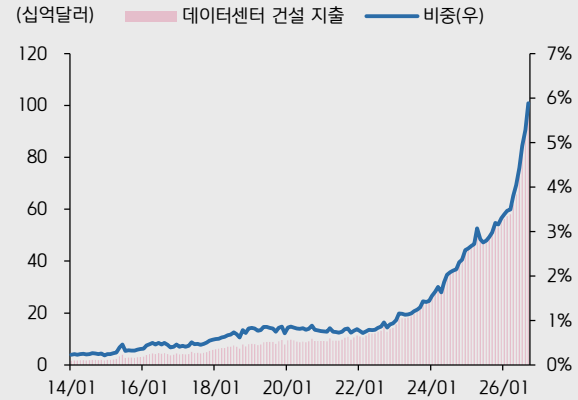
- 27년 미국 데이터센터 신규 설치 규모는 26년 대비 약 2배 확대 전망
  - 미국 중간선거 이후 27년 초 민주당 중심의 의회가 구성되며 데이터센터 건설이 지연될 가능성 존재
- 데이터센터 건설 지출은 올해 평균 40% 고성장세 유지, 미국 건설 지출에서 차지하는 비중 확대
  - 올해 3Q26 누적 기준 데이터센터 건설 지출은 25년 연간 지출 규모를 상회
  - 일부 프로젝트의 신규 설치 승인이 지연될 경우 미국의 데이터센터 건설 지출 둔화가 불가피할 것으로 전망

글로벌 데이터센터 순증 추이 및 전망



자료: Semianalysis, 키움증권 리서치센터

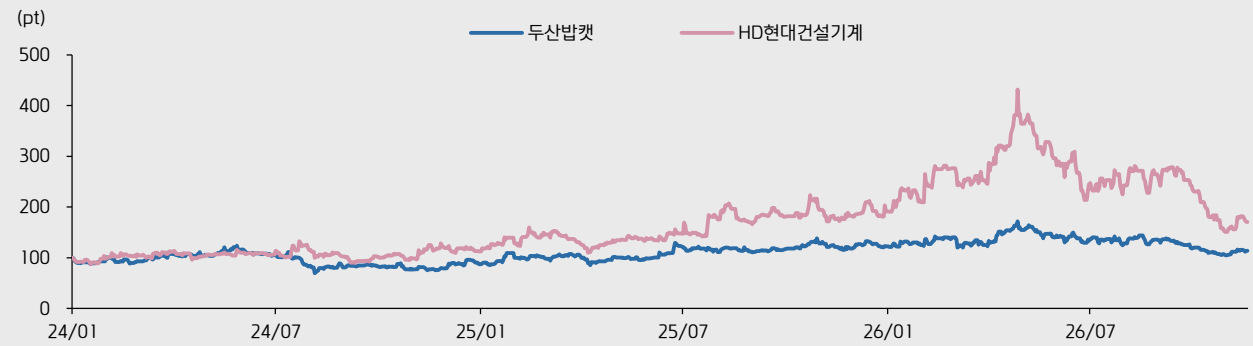
미국 데이터센터 건설비 지출과 비중 추이



자료: Census, 키움증권 리서치센터

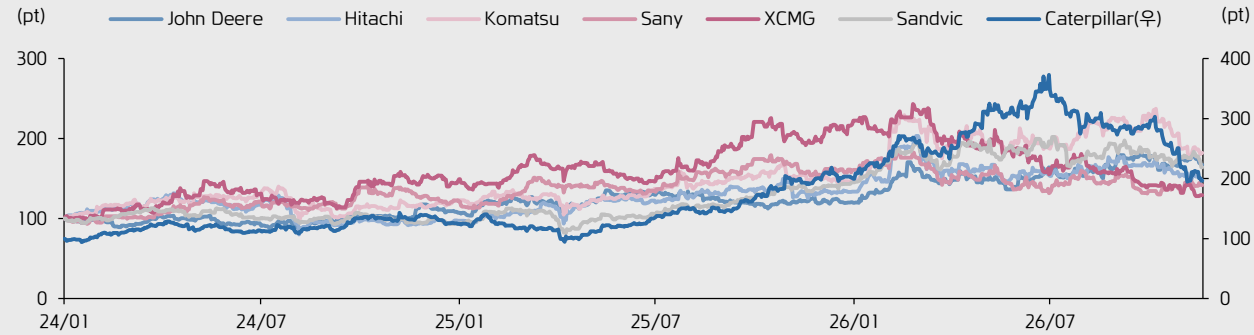
건설기계: 주가 추이

국내 건설기계 업체 주가 추이(2024.1.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 건설기계 업체 주가 추이(2024.1.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

건설기계: Peer Table

건설기계 글로벌 Peer Table

(십억원, %, x)	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		EPS 성장률		P/E		P/B		ROE	
		26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
국내															
두산밥캣	4,965	9,312	9,196	842	792	9.0	8.6	39.1	4.0	8.9	8.5	0.6	0.6	7.4	7.3
HD건설기계	4,337	9,107	9,953	751	859	8.2	8.6	82.4	30.1	8.9	6.9	0.9	0.8	12.6	12.1
글로벌															
Caterpillar	339,963	102,230	114,524	20,493	24,424	20.0	21.3	41.9	19.2	20.7	17.3	11.8	10.1	61.0	65.7
John Deere	231,137	55,040	59,765	7,673	9,542	13.9	16.0	-2.2	26.1	35.6	28.3	7.0	6.5	18.0	21.8
Sandvik	54,759	19,321	21,967	3,978	4,534	20.6	20.6	47.6	13.7	18.6	16.4	3.8	3.3	21.2	21.4
Komatsu	44,366	37,304	39,343	5,037	5,475	13.5	13.9	7.7	10.1	13.1	11.9	1.4	1.3	11.0	11.5
Sany	33,910	20,876	23,748	2,454	3,106	11.8	13.1	14.0	30.2	16.9	12.9	1.8	1.7	11.2	13.5
Kubota	22,768	27,733	28,827	3,314	3,032	11.9	10.5	52.6	-9.1	9.6	10.6	1.0	0.9	10.3	8.7
XCMG	15,242	22,781	25,917	1,840	2,384	8.1	9.2	17.0	30.9	9.8	7.5	1.2	1.0	12.0	14.3
Zoomlion	9,785	11,510	12,973	1,153	1,377	10.0	10.6	-0.5	24.5	10.9	8.7	0.9	0.8	7.9	9.7
Hitachi	8,735	12,541	13,050	1,328	1,491	10.6	11.4	28.2	15.3	11.1	9.6	1.1	1.0	10.1	11.0
Terex	8,043	10,961	11,495	1,143	1,333	10.4	11.6	-0.2	19.1	10.9	9.2	1.5	1.3	20.6	20.2
LiuGong	3,217	7,470	8,350	425	530	5.7	6.3	3.9	27.3	9.5	7.5	0.8	0.8	8.4	10.0

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

IV. 기업분석

- 한국항공우주(047810)
- LIG D&A(079550)
- HD현대중공업(329180)
- 삼성중공업(010140)
- HD건설기계(267270)



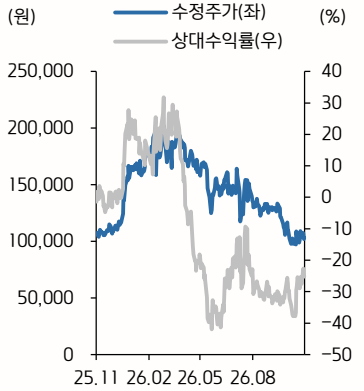
한국항공우주(047810): 27년 성장 기대주

BUY (Maintain)

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결

목표주가: 185,000원
주가(11/19): 103,900원

KOSPI (11/19)		5,137.89pt
시가총액		10조 1,277억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	202,000원	97,300원
최고/최저가대비	-48.6%	6.8%
주가수익률	절대	상대
1M	-10.9%	0.0%
6M	-35.8%	-9.1%
1Y	-3.2%	-24.5%
발행주식수		97,475천주
일평균 거래량(3M)		306천주
외국인 지분율		23.9%
배당수익률(2026E)		0.5%
BPS(2026E)		20,547원
주요 주주	한국수출입은행	26.4%



◎ 27년까지 실적 성장 본격화

- 27년 매출 6조 5,948억원(yoy +25.5%), 영업이익 6,133억원(yoy +67.9%, OPM 9.3%) 달성 전망
- KF-21, LAH 등 국내 양산 사업 진행과 말레이시아 FA-50 인도가 시작되며 국내 및 완제기 수출 부문의 실적 개선 폭 확대 기대
- 완제기 수출 부문의 매출 비중 상승과 원화 강세가 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 것으로 판단

◎ KF-21 수출 확대 전망

- 4Q26 중 인도네시아와 KF-21 수출 계약 체결 기대. 계약 규모는 약 30억달러로 KF-21 16대 납품을 논의 중인 것으로 파악
- 국내 전력화 일정도 진행 중으로 28년까지 40대의 KF-21 인도 예정
- 27년부터 아시아태평양, 중동 지역을 중심으로 KF-21 수출 논의가 확대될 것으로 전망

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 185,000원 유지

- 아태, 중동 지역 중심으로 KF-21 수출 확대 기대 및 실적 개선 본격화로 업종 Top Pick 제시

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,633.7	3,696.4	5,252.9	6,594.8	7,420.7
영업이익	240.7	269.2	365.2	613.3	767.2
EBITDA	344.6	380.2	492.7	750.2	922.5
세전이익	197.1	202.3	269.7	581.3	728.0
순이익	170.9	187.3	235.8	473.2	592.6
지배주주지분순이익	172.1	185.9	234.0	469.6	598.6
EPS(원)	1,765	1,907	2,400	4,818	6,141
증감률(%,YoY)	-23.2	8.0	25.9	100.7	27.5
PER(배)	31.1	60.0	42.9	21.4	16.8
PBR(배)	3.14	6.09	5.01	4.16	3.41
EV/EBITDA(배)	18.3	35.1	22.9	15.8	13.1
영업이익률(%)	6.6	7.3	7.0	9.3	10.3
ROE(%)	10.4	10.5	12.2	21.3	22.3
순차입금비율(%)	53.4	111.5	57.2	69.0	66.6

자료: 키움증권 리서치

한국항공우주(047810) 재무제표

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,633.7	3,696.4	5,252.9	6,594.8	7,420.7
매출원가	3,152.3	3,088.3	4,461.7	5,490.0	6,101.5
매출총이익	481.5	608.1	791.2	1,104.8	1,319.2
판관비	240.8	338.9	426.0	491.5	552.1
영업이익	240.7	269.2	365.2	613.3	767.2
EBITDA	344.6	380.2	492.7	750.2	922.5
영업외손익	-43.6	-66.9	-95.5	-31.9	-39.1
이자수익	10.7	5.0	111.7	72.3	50.5
이자비용	33.4	66.4	81.6	81.6	81.6
외환관련이익	106.4	109.4	47.7	47.7	47.7
외환관련손실	110.5	105.0	47.3	47.3	47.3
종속 및 관계기업손익	-2.5	-4.5	-4.5	-4.5	-4.5
기타	-14.3	-5.4	-121.5	-18.5	-3.9
법인세차감전이익	197.1	202.3	269.7	581.3	728.0
법인세비용	26.2	15.0	33.9	108.1	135.4
계속사업순손익	170.9	187.3	235.8	473.2	592.6
당기순이익	170.9	187.3	235.8	473.2	592.6
지배주주순이익	172.1	185.9	234.0	469.6	598.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-4.9	1.7	42.1	25.5	12.5
영업이익 증감율	-2.8	11.8	35.7	67.9	25.1
EBITDA 증감율	-6.5	10.3	29.6	52.3	23.0
지배주주순이익 증감율	-23.2	8.0	25.9	100.7	27.5
EPS 증감율	-23.2	8.0	25.9	100.7	27.5
매출총이익율(%)	13.3	16.5	15.1	16.8	17.8
영업이익률(%)	6.6	7.3	7.0	9.3	10.3
EBITDA Margin(%)	9.5	10.3	9.4	11.4	12.4
지배주주순이익률(%)	4.7	5.0	4.5	7.1	8.1

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,439.0	7,595.2	8,379.0	8,839.0	9,401.3
현금 및 현금성자산	114.7	60.9	1,491.8	961.1	665.4
단기금융자산	37.0	6.7	8.1	9.9	11.9
매출채권 및 기타채권	428.4	749.8	1,065.6	1,337.8	1,505.4
재고자산	2,359.0	3,637.0	2,388.2	2,794.5	3,144.5
기타유동자산	2,499.9	3,140.8	3,425.3	3,735.7	4,074.1
비유동자산	2,586.5	2,775.0	2,871.4	3,018.4	3,099.3
투자자산	103.4	112.5	110.0	107.5	104.9
유형자산	912.5	993.8	1,052.5	1,175.3	1,243.8
무형자산	845.7	943.7	984.0	1,010.7	1,025.6
기타비유동자산	724.9	725.0	724.9	724.9	725.0
자산총계	8,025.5	10,370.3	11,250.4	11,857.4	12,500.5
유동부채	4,914.7	6,351.3	6,557.1	6,752.1	6,864.0
매입채무 및 기타채무	981.9	1,029.3	1,235.1	1,430.2	1,542.0
단기금융부채	448.2	820.3	820.3	820.3	820.3
기타유동부채	3,484.6	4,501.7	4,501.7	4,501.6	4,501.7
비유동부채	1,383.6	2,121.6	2,621.6	2,621.6	2,621.6
장기금융부채	626.3	1,363.6	1,863.6	1,863.6	1,863.6
기타비유동부채	757.3	758.0	758.0	758.0	758.0
부채총계	6,298.4	8,472.9	9,178.7	9,373.8	9,485.7
지배지분	1,705.9	1,830.2	2,002.8	2,411.0	2,948.2
자본금	487.4	487.4	487.4	487.4	487.4
자본잉여금	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3
기타자본	-22.1	-22.1	-22.1	-22.1	-22.1
기타포괄손익누계액	1.2	1.2	-11.4	-24.0	-36.6
이익잉여금	1,111.0	1,235.4	1,420.6	1,841.5	2,391.3
비지배지분	21.3	67.2	69.0	72.6	66.6
자본총계	1,727.2	1,897.3	2,071.7	2,483.6	3,014.9

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-728.2	-903.3	1,344.2	-57.1	130.5
당기순이익	170.9	187.3	235.8	473.2	592.6
비현금항목의 가감	270.7	321.7	257.9	380.9	448.5
유형자산감가상각비	82.1	93.5	108.6	117.2	135.1
무형자산감가상각비	21.8	17.5	18.9	19.7	20.3
지분법평가손익	-4.0	-6.2	-4.5	-4.5	-4.5
기타	170.8	216.9	134.9	248.5	297.6
영업활동자산부채증감	-1,165.9	-1,314.6	854.3	-793.8	-744.1
매출채권및기타채권의감소	-6.5	-306.5	-315.7	-272.2	-167.5
재고자산의감소	-628.7	-1,265.7	1,248.8	-406.3	-350.0
매입채무및기타채무의증가	149.6	101.5	205.8	195.1	111.9
기타	-680.3	156.1	-284.6	-310.4	-338.5
기타현금흐름	-3.9	-97.7	-3.8	-117.4	-166.5
투자활동 현금흐름	-189.0	-185.8	-242.7	-303.0	-255.6
유형자산의 취득	-161.3	-128.6	-167.3	-239.9	-203.6
유형자산의 처분	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-86.0	-61.2	-59.1	-46.5	-35.1
투자자산의감소(증가)	-17.0	-13.6	-2.0	-2.0	-2.0
단기금융자산의감소(증가)	75.6	30.3	-1.4	-1.7	-2.1
기타	-0.8	-12.8	-12.9	-12.9	-12.8
재무활동 현금흐름	369.5	1,029.9	442.3	-57.7	-57.7
차입금의 증가(감소)	424.7	1,087.6	500.0	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	-48.7	-48.7	-48.7	-48.7	-48.7
기타	-6.5	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0
기타현금흐름	4.3	5.4	-112.9	-112.9	-112.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-543.4	-53.8	1,430.9	-530.7	-295.8
기초현금 및 현금성자산	658.1	114.7	60.9	1,491.8	961.1
기말현금 및 현금성자산	114.7	60.9	1,491.8	961.1	665.4

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	1,765	1,907	2,400	4,818	6,141
BPS	17,500	18,776	20,547	24,735	30,246
CFPS	4,531	5,222	5,065	8,762	10,681
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	31.1	60.0	42.9	21.4	16.8
PER(최고)	40.0	63.4	89.8		
PER(최저)	27.1	25.7	39.6		
PBR	3.14	6.09	5.01	4.16	3.41
PBR(최고)	4.03	6.44	10.49		
PBR(최저)	2.73	2.61	4.62		
PSR	1.47	3.02	1.91	1.52	1.35
PCFR	12.1	21.9	20.3	11.8	9.6
EV/EBITDA	18.3	35.1	22.9	15.8	13.1
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	28.5	26.0	20.7	10.3	8.2
배당수익률(%,보통주,현금)	0.9	0.4	0.5	0.5	0.5
ROA	2.3	2.0	2.2	4.1	4.9
ROE	10.4	10.5	12.2	21.3	22.3
ROIC	7.9	6.0	8.2	12.5	12.8
매출채권회전율	8.5	6.3	5.8	5.5	5.2
재고자산회전율	1.8	1.2	1.7	2.5	2.5
부채비율	364.7	446.6	443.0	377.4	314.6
순차입금비율	53.4	111.5	57.2	69.0	66.6
이자보상배율,현금)	7.2	4.1	4.5	7.5	9.4
총차입금	1,074.6	2,183.9	2,683.9	2,683.9	2,683.9
순차입금	922.8	2,116.2	1,184.0	1,712.9	2,006.6
NOPLAT	344.6	380.2	492.7	750.2	922.5
FCF	-1,114.2	-1,177.1	1,074.6	-444.1	-203.0

자료: 키움증권 리서치

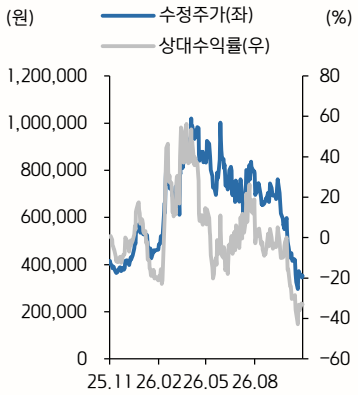
LIG D&A(079550): 높아진 수주 가시성이 반등을 견인

BUY (Maintain)

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결

목표주가: 950,000원
주가(11/19): 371,000원

KOSPI (11/19)		5,137.89pt
시가총액		8조 1,620억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	1,020,000원	297,000원
최고/최저가대비	-63.6%	24.9%
주가수익률	절대	상대
1M	-37.9%	-30.2%
6M	-57.0%	-39.1%
1Y	-8.7%	-30.2%
발행주식수		22,000천주
일평균 거래량(3M)		130천주
외국인 지분율		27.7%
배당수익률(2026E)		0.8%
BPS(2026E)		74,428원
주요 주주	엘아이지 외 8인	38.2%



◎ 27년 중동 3국향 천궁II 납품이 진행되며 실적 개선 폭 확대 전망

- 27년 매출 5조 8,990억원(yoy +22.2%), 영업이익 6,265억원(yoy +60.2%, OPM 10.6%) 달성 전망
- 중동 3국(UAE, 사우디, 이라크)향 천궁II 납품이 본격적으로 진행되며 수출 사업 비중이 약 30%(yoy +5%p) 수준으로 확대. 수출 사업 비중 상승에 따른 수익성 개선 기대
- 26년 발생한 UAE향 천궁II 이연 물량은 27년 중으로 반영되며 실적 개선 폭 확대

◎ 글로벌 방공 미사일 공급 부족 심화로 수주 가시성 향상

- 중동 전쟁의 영향으로 글로벌 방공 무기 공급 부족 심화. 최근 우크라이나가 미국으로부터 구매한 PAC-3 MSE 500발은 30년 인도가 유력한 것으로 추정
- 중동 국가들의 방위비 지출 확대 과정에서 우선순위로 방공 무기를 고려할 가능성이 높을 것으로 판단. 올해 상반기 추가 증설 결정으로 납기에 여유가 있는 동사의 수주 가시성이 증가하며 수혜 기대
- 천궁II 외에도 해궁, 비궁 등 다양한 미사일 체계를 보유하고 있어 중동 외 지역 수주 기회 확대 전망

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 950,000원 유지

- 중동 지역의 방위력 개선 우선순위로 방공 무기 확보 가능성이 높아 동사의 수혜 기대, Top Pick 제시

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,276.3	4,306.9	4,828.3	5,899.0	6,840.6
영업이익	223.4	319.4	391.0	626.5	881.8
EBITDA	309.1	443.6	553.9	819.8	1,105.4
세전이익	203.2	278.4	303.8	641.2	909.9
순이익	212.8	237.5	243.3	500.2	709.7
지배주주지분순이익	219.4	253.4	265.2	500.2	702.6
EPS(원)	9,974	11,516	12,053	22,735	31,938
증감률(%,YoY)	25.4	15.5	4.7	88.6	40.5
PER(배)	22.1	36.6	29.2	15.5	11.0
PBR(배)	4.01	6.48	4.72	3.72	2.84
EV/EBITDA(배)	15.6	23.0	15.8	10.6	7.5
영업이익률(%)	6.8	7.4	8.1	10.6	12.9
ROE(%)	19.4	19.2	17.3	26.9	29.3
순차입금비율(%)	-6.3	60.3	60.0	42.4	17.3

자료: 키움증권 리서치

LIG D&A(079550) 재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,276.3	4,306.9	4,828.3	5,899.0	6,840.6
매출원가	2,823.7	3,644.2	4,050.6	4,843.9	5,485.8
매출총이익	452.6	662.8	777.7	1,055.1	1,354.8
판관비	229.2	343.3	386.7	428.6	472.9
영업이익	223.4	319.4	391.0	626.5	881.8
EBITDA	309.1	443.6	553.9	819.8	1,105.4
영업외손익	-20.2	-41.0	-87.2	14.8	28.1
이자수익	10.4	5.0	1.6	4.9	18.2
이자비용	12.0	12.6	12.6	12.6	12.6
외환관련이익	85.1	35.4	35.4	35.4	35.4
외환관련손실	48.4	33.1	33.1	33.1	33.1
종속 및 관계기업손익	0.1	0.9	0.9	0.9	0.9
기타	-55.4	-36.6	-79.4	19.3	19.3
법인세차감전이익	203.2	278.4	303.8	641.2	909.9
법인세비용	-9.5	41.0	60.5	141.1	200.2
계속사업순손익	212.8	237.5	243.3	500.2	709.7
당기순이익	212.8	237.5	243.3	500.2	709.7
지배주주순이익	219.4	253.4	265.2	500.2	702.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	41.9	31.5	12.1	22.2	16.0
영업이익 증감율	19.9	43.0	22.4	60.2	40.8
EBITDA 증감율	21.1	43.5	24.9	48.0	34.8
지배주주순이익 증감율	25.4	15.5	4.7	88.6	40.5
EPS 증감율	25.4	15.5	4.7	88.6	40.5
매출총이익율(%)	13.8	15.4	16.1	17.9	19.8
영업이익률(%)	6.8	7.4	8.1	10.6	12.9
EBITDA Margin(%)	9.4	10.3	11.5	13.9	16.2
지배주주순이익률(%)	6.7	5.9	5.5	8.5	10.3

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	951.9	-584.3	457.2	699.7	1,006.3
당기순이익	212.8	237.5	243.3	500.2	709.7
비현금항목의 가감	183.5	334.4	392.5	500.2	576.3
유형자산감가상각비	68.1	88.8	123.9	157.8	191.1
무형자산감가상각비	17.6	35.4	39.0	35.6	32.5
지분법평가손익	-0.1	-0.9	0.0	0.0	0.0
기타	97.9	211.1	229.6	306.8	352.7
영업활동자산부채증감	605.4	-1,105.4	-107.1	-151.9	-85.1
매출채권및기타채권의감소	-83.1	-758.9	-67.0	-137.6	-121.0
재고자산의감소	-106.2	-234.5	-71.8	-147.4	-129.7
매입채무및기타채무의증가	256.0	162.4	275.6	390.8	437.7
기타	538.7	-274.4	-243.9	-257.7	-272.1
기타현금흐름	-49.8	-50.8	-71.5	-148.8	-194.6
투자활동 현금흐름	-975.3	-276.0	-382.1	-418.8	-421.4
유형자산의 취득	-497.0	-169.8	-344.2	-375.0	-369.1
유형자산의 처분	0.0	4.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-70.3	-73.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-21.5	-7.4	-4.6	-4.6	-4.6
단기금융자산의감소(증가)	0.8	-9.6	-13.7	-19.6	-28.1
기타	-387.3	-19.6	-19.6	-19.6	-19.6
재무활동 현금흐름	120.2	439.1	-86.9	-86.9	-86.9
차입금의 증가(감소)	180.8	513.8	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	-42.5	-52.3	-64.4	-64.4	-64.4
기타	-18.1	-22.4	-22.5	-22.5	-22.5
기타현금흐름	4.6	-0.5	-109.4	-109.4	-109.4
현금 및 현금성자산의 순증가	101.5	-421.8	-121.2	84.6	388.6
기초현금 및 현금성자산	445.4	546.9	125.2	4.0	88.6
기말현금 및 현금성자산	546.9	125.2	4.0	88.6	477.2

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,894.6	5,622.2	5,897.4	6,544.3	7,483.8
현금 및 현금성자산	546.9	125.2	4.0	88.6	477.3
단기금융자산	22.0	31.6	45.3	64.9	93.1
매출채권 및 기타채권	424.6	553.4	620.4	758.0	879.0
재고자산	363.5	593.1	664.9	812.3	942.0
기타유동자산	2,537.6	4,318.9	4,562.8	4,820.5	5,092.4
비유동자산	2,297.3	2,442.6	2,628.4	2,814.6	2,964.6
투자자산	80.0	87.4	92.0	96.6	101.1
유형자산	1,371.4	1,532.9	1,753.2	1,970.4	2,148.3
무형자산	695.9	647.2	608.2	572.6	540.1
기타비유동자산	150.0	175.1	175.0	175.0	175.1
자산총계	6,191.9	8,064.8	8,525.7	9,358.8	10,448.4
유동부채	4,616.5	6,215.5	6,491.1	6,881.8	7,319.6
매입채무 및 기타채무	726.9	1,418.1	1,693.6	2,084.4	2,522.1
단기금융부채	273.6	732.9	732.9	732.9	732.9
기타유동부채	3,616.0	4,064.5	4,064.6	4,064.5	4,064.6
비유동부채	311.5	373.2	373.2	373.2	373.2
장기금융부채	215.6	313.6	313.6	313.6	313.6
기타비유동부채	95.9	59.6	59.6	59.6	59.6
부채총계	4,928.0	6,588.7	6,864.2	7,255.0	7,692.7
지배지분	1,209.3	1,430.1	1,637.4	2,079.7	2,724.5
자본금	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
자본잉여금	142.2	153.4	153.4	153.4	153.4
기타자본	-5.3	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
기타포괄손익누계액	57.6	64.8	71.4	77.9	84.5
이익잉여금	904.9	1,105.9	1,306.6	1,742.4	2,380.6
비지배지분	54.5	46.0	24.1	24.1	31.2
자본총계	1,263.9	1,476.1	1,661.5	2,103.8	2,755.7

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	9,974	11,516	12,053	22,735	31,938
BPS	54,970	65,005	74,428	94,533	123,841
CFPS	18,010	25,994	28,901	45,472	58,454
DPS	2,400	2,950	2,950	2,950	2,950
주가배수(배)					
PER	22.1	36.6	29.2	15.5	11.0
PER(최고)	27.2	56.4	92.8		
PER(최저)	10.4	18.1	23.2		
PBR	4.01	6.48	4.72	3.72	2.84
PBR(최고)	4.94	10.00	15.02		
PBR(최저)	1.89	3.20	3.76		
PSR	1.48	2.15	1.60	1.31	1.13
PCFR	12.2	16.2	12.2	7.7	6.0
EV/EBITDA	15.6	23.0	15.8	10.6	7.5
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	24.6	27.1	26.5	12.9	9.1
배당수익률(%,보통주,현금)	1.1	0.7	0.8	0.8	0.8
ROA	4.3	3.3	2.9	5.6	7.2
ROE	19.4	19.2	17.3	26.9	29.3
ROIC	21.7	15.1	13.2	18.3	23.3
매출채권회전율	8.9	8.8	8.2	8.6	8.4
재고자산회전율	11.1	9.0	7.7	8.0	7.8
부채비율	389.9	446.4	413.1	344.8	279.2
순차입금비율	-6.3	60.3	60.0	42.4	17.3
이자보상배율,현금)	18.7	25.3	31.0	49.7	69.9
총차입금	489.2	1,046.5	1,046.5	1,046.5	1,046.5
순차입금	-79.8	889.7	997.2	893.0	476.2
NOPLAT	309.1	443.6	553.9	819.8	1,105.4
FCF	333.8	-970.2	24.8	155.2	457.3

자료: 키움증권 리서치

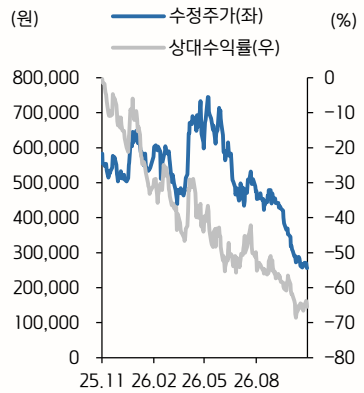
HD현대중공업(329180): 본업도 잘하지만 신사업도 잘한다

BUY (Maintain)

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결

목표주가: 580,000원(하향)
주가(11/19): 261,500원

KOSPI (11/19)		5,137.89pt
시가총액		27조 4,474억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	745,000원	255,000원
최고/최저가대비	-64.9%	2.3%
주가수익률	절대	상대
1M	-24.3%	-15.0%
6M	-56.3%	-38.1%
1Y	-54.4%	-65.2%
발행주식수		104,961천주
일평균 거래량(3M)		285천주
외국인 지분율		13.9%
배당수익률(2026E)		3.0%
BPS(2026E)		107,816원
주요 주주	에이치디한국조선해양 외 1인	69.3%



◎ 전 사업 부문에서 실적 호조 지속 전망

- 27년 매출 26조 2,613원(yoy +6.9%), 영업이익 4조 5,216억원(yoy +20.3%, OPM 17.2%) 달성 전망
- 고가 선박의 매출 비중 확대, 생산성 개선 기조가 지속되며 수익성 개선 흐름은 유지될 것으로 판단
- 엔진 사업부도 친환경 D/F 엔진 비중 증가와 판가 인상, 발전용 엔진 공급 증가 등이 반영되어 성장 폭 확대

◎ 상선 부문에서 미국 LNG선 발주 기대, 신성장 사업으로 엔진 역할이 중요

- 27년 글로벌 상선 발주 규모가 전년 대비 20~30% 가까이 줄어들 전망. 다만, 미국발 LNG선 발주 본격화 시 견조한 신조 수주 성과 달성 전망
- 특수선 부문의 미 군함 국내 건조 기대감은 미국의 중간선거 이후로 축소
- 데이터센터향 발전용 엔진 수주가 이어지며 28년 이후 연간 3GW 이상의 납품이 본격화되며 엔진 사업부의 실적 개선 폭 확대 전망

◎ 투자의견 BUY 유지, 목표주가 580,000원으로 하향

- 목표주가는 Target PER을 17배에서 15배로 하향 조정. 엔진 사업 기대감으로 부여한 프리미엄 축소

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	14,486.5	17,580.6	24,577.5	26,261.3	28,152.8
영업이익	705.2	2,037.5	3,758.0	4,521.6	5,299.7
EBITDA	1,011.0	2,370.9	4,178.2	4,948.5	5,734.8
세전이익	798.1	1,800.9	3,760.0	4,629.4	5,615.5
순이익	621.5	1,415.5	2,754.4	3,472.1	4,211.7
지배주주지분순이익	621.5	1,415.5	2,754.4	3,472.1	4,211.7
EPS(원)	7,001	15,702	26,242	33,079	40,126
증감률(%,YoY)	2,417.7	124.3	67.1	26.1	21.3
PER(배)	41.1	32.4	9.7	7.7	6.4
PBR(배)	4.47	5.72	2.37	1.91	1.54
EV/EBITDA(배)	25.0	21.3	5.7	4.1	2.3
영업이익률(%)	4.9	11.6	15.3	17.2	18.8
ROE(%)	11.4	18.8	26.7	27.4	26.8
순차입금비율(%)	-3.6	-30.9	-25.4	-46.2	-77.8

자료: 키움증권 리서치

HD현대중공업(329180) 재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	14,486.5	17,580.6	24,577.5	26,261.3	28,152.8
매출원가	12,992.5	14,616.4	19,779.7	20,603.4	21,627.9
매출총이익	1,493.9	2,964.2	4,797.8	5,657.9	6,525.0
판관비	788.7	926.7	1,039.8	1,136.2	1,225.3
영업이익	705.2	2,037.5	3,758.0	4,521.6	5,299.7
EBITDA	1,011.0	2,370.9	4,178.2	4,948.5	5,734.8
영업외손익	92.9	-236.6	2.0	107.8	315.9
이자수익	53.8	104.9	104.3	210.1	418.2
이자비용	149.7	96.5	96.5	96.5	96.5
외환관련이익	784.0	486.7	399.1	399.1	399.1
외환관련손실	371.4	687.6	603.7	603.7	603.7
종속 및 관계기업손익	-0.2	-4.4	-4.4	-4.4	-4.4
기타	-223.6	-39.7	203.2	203.2	203.2
법인세차감전이익	798.1	1,800.9	3,760.0	4,629.4	5,615.5
법인세비용	176.6	385.4	1,005.5	1,157.4	1,403.9
계속사업순손익	621.5	1,415.5	2,754.4	3,472.1	4,211.7
당기순이익	621.5	1,415.5	2,754.4	3,472.1	4,211.7
지배주주순이익	621.5	1,415.5	2,754.4	3,472.1	4,211.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	21.1	21.4	39.8	6.9	7.2
영업이익 증감율	294.8	188.9	84.4	20.3	17.2
EBITDA 증감율	121.4	134.5	76.2	18.4	15.9
지배주주순이익 증감율	2,417.6	127.8	94.6	26.1	21.3
EPS 증감율	2,417.7	124.3	67.1	26.1	21.3
매출총이익율(%)	10.3	16.9	19.5	21.5	23.2
영업이익률(%)	4.9	11.6	15.3	17.2	18.8
EBITDA Margin(%)	7.0	13.5	17.0	18.8	20.4
지배주주순이익률(%)	4.3	8.1	11.2	13.2	15.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,883.9	3,510.4	1,523.5	5,379.7	8,864.0
당기순이익	621.5	1,415.5	2,754.4	3,472.1	4,211.7
비현금항목의 가감	207.8	945.2	1,644.4	1,697.0	1,743.7
유형자산감가상각비	292.8	315.2	397.4	403.2	410.6
무형자산감가상각비	13.0	18.2	22.9	23.6	24.5
지분법평가손익	-0.2	-4.4	-4.4	-4.4	-4.4
기타	-97.8	616.2	1,228.5	1,274.6	1,313.0
영업활동자산부채증감	2,113.5	1,157.7	-1,877.6	1,254.5	3,990.7
매출채권및기타채권의감소	-155.7	-82.4	-681.8	-164.1	-184.3
재고자산의감소	-201.1	-329.1	-802.6	-193.1	-217.0
매입채무및기타채무의증가	222.8	36.6	2,225.6	3,210.2	6,243.8
기타	2,247.5	1,532.6	-2,618.8	-1,598.5	-1,851.8
기타현금흐름	-58.9	-8.0	-997.7	-1,043.9	-1,082.1
투자활동 현금흐름	-499.1	-2,039.6	-496.0	-528.6	-537.2
유형자산의 취득	-463.5	-511.9	-457.2	-479.1	-478.0
유형자산의 처분	11.7	15.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-33.1	-24.3	-28.2	-30.1	-30.3
투자자산의감소(증가)	0.1	-323.4	-264.0	-264.0	-264.0
단기금융자산의감소(증가)	2.0	-1,571.2	-122.7	-131.5	-141.0
기타	-16.3	376.1	376.1	376.1	376.1
재무활동 현금흐름	-2,048.8	-860.3	-1,077.9	-1,314.2	-1,314.2
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-15.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-333.9	-567.0	-803.4	-803.4
기타	-2,048.8	-510.9	-510.9	-510.8	-510.8
기타현금흐름	-6.1	1.5	-90.4	-63.3	-63.3
현금 및 현금성자산의 순증가	329.8	612.1	-140.8	3,473.6	6,949.2
기초현금 및 현금성자산	928.0	1,257.9	1,869.9	1,729.1	5,202.7
기말현금 및 현금성자산	1,257.9	1,869.9	1,729.1	5,202.7	12,151.9

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,403.1	14,980.0	18,855.8	24,416.5	33,759.8
현금 및 현금성자산	1,257.9	1,869.9	1,729.2	5,202.8	12,152.0
단기금융자산	131.4	1,702.6	1,825.3	1,956.8	2,097.7
매출채권 및 기타채권	1,659.1	1,713.1	2,394.9	2,558.9	2,743.3
재고자산	1,510.9	2,016.8	2,819.4	3,012.5	3,229.5
기타유동자산	5,843.8	7,677.6	10,087.0	11,685.5	13,537.3
비유동자산	8,987.8	11,183.0	11,507.8	11,849.6	12,182.3
투자자산	11.7	330.7	590.3	849.9	1,109.4
유형자산	6,609.8	8,780.7	8,840.5	8,916.3	8,983.7
무형자산	128.1	161.1	166.5	172.9	178.7
기타비유동자산	2,238.2	1,910.5	1,910.5	1,910.5	1,910.5
자산총계	19,390.9	26,163.0	30,363.5	36,266.2	45,942.1
유동부채	11,796.2	15,332.6	17,558.2	20,768.3	27,012.2
매입채무 및 기타채무	2,310.9	3,294.8	5,520.4	8,730.5	14,974.4
단기금융부채	412.4	173.1	173.1	173.1	173.1
기타유동부채	9,072.9	11,864.7	11,864.7	11,864.7	11,864.7
비유동부채	1,890.3	1,488.8	1,488.8	1,488.8	1,488.8
장기금융부채	771.7	509.0	509.0	509.0	509.0
기타비유동부채	1,118.6	979.8	979.8	979.8	979.8
부채총계	13,686.5	16,821.4	19,047.0	22,257.2	28,501.0
지배지분	5,704.4	9,341.6	11,316.5	14,009.0	17,441.1
자본금	443.9	524.8	524.8	524.8	524.8
자본잉여금	3,122.5	5,129.6	5,129.6	5,129.6	5,129.6
기타자본	-1.6	-42.9	-42.9	-42.9	-42.9
기타포괄손익누계액	851.4	1,336.3	1,360.1	1,383.9	1,407.7
이익잉여금	1,288.3	2,393.9	4,344.9	7,013.6	10,421.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,704.4	9,341.6	11,316.5	14,009.0	17,441.1

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	7,001	15,702	26,242	33,079	40,126
BPS	64,259	89,001	107,816	133,468	166,167
CFPS	9,342	26,187	41,909	49,247	56,739
DPS	2,090	5,661	7,656	7,656	7,656
주가배수(배)					
PER	41.1	32.4	9.7	7.7	6.4
PER(최고)	42.7	40.8	29.2		
PER(최저)	15.4	17.3	9.5		
PBR	4.47	5.72	2.37	1.91	1.54
PBR(최고)	4.65	7.19	7.10		
PBR(최저)	1.68	3.05	2.30		
PSR	1.76	2.61	1.09	1.02	0.95
PCFR	30.8	19.4	6.1	5.2	4.5
EV/EBITDA	25.0	21.3	5.7	4.1	2.3
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	29.9	40.1	29.2	23.1	19.1
배당수익률(%,보통주,현금)	0.7	1.1	3.0	3.0	3.0
ROA	3.4	6.2	9.7	10.4	10.2
ROE	11.4	18.8	26.7	27.4	26.8
ROIC	10.6	31.2	36.7	43.6	76.0
매출채권회전율	9.5	10.4	12.0	10.6	10.6
재고자산회전율	10.3	10.0	10.2	9.0	9.0
부채비율	239.9	180.1	168.3	158.9	163.4
순차입금비율	-3.6	-30.9	-25.4	-46.2	-77.8
이자보상배율,현금)	4.7	21.1	38.9	46.8	54.9
총차입금	1,184.2	682.1	682.1	682.1	682.1
순차입금	-205.1	-2,890.4	-2,872.4	-6,477.5	-13,567.7
NOPLAT	1,011.0	2,370.9	4,178.2	4,948.5	5,734.8
FCF	2,598.1	2,909.4	810.3	4,563.4	7,892.4

자료: 키움증권 리서치

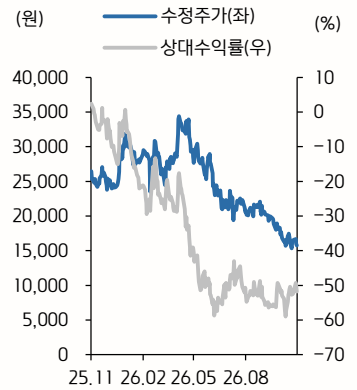
삼성중공업(010140): FDC 신사업 확장에 주목

BUY (Maintain)

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결

목표주가: 34,000원
주가(11/19): 16,150원

KOSPI (11/19)		5,137.89pt
시가총액		14조 2,120억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	34,400원	15,320원
최고/최저가대비	-53.1%	5.4%
주가수익률	절대	상대
1M	-11.7%	-0.9%
6M	-43.4%	-19.9%
1Y	-36.3%	-51.3%
발행주식수		880,000천주
일평균 거래량(3M)		3,239천주
외국인 지분율		28.6%
배당수익률(2026E)		0.0%
BPS(2026E)		5,727원
주요 주주	삼성전자 외 9인	20.8%



◎ 가장 안정적인 성장세를 보여줄 것으로 기대

- 27년 매출 15조 682원(yoy +17.2%), 영업이익 2조 322억원(yoy +50.9%, OPM 13.5%) 달성 전망
- 상선 및 해양 부문의 믹스 개선과 글로벌 오퍼레이션 확장이 반영되며 실적 우상향 흐름 지속
- 조선 업종 내에서 100% 환 헷지 전략으로 가장 안정적인 실적 성장세를 보여줄 것으로 기대

◎ 견조한 상선 수주 지속 및 FDC 신사업 모멘텀 본격화 전망

- 26년 연간 수주 목표를 대폭 초과하는 성과를 달성. 다만, 27년은 전반적인 신조 발주 규모가 줄어들 전망으로 지난해 대비 신조 수주 감소 불가피. 미국발 LNG선 발주 재개로 상선 수주는 견조한 흐름 지속
- 미국 중간선거 이후 육상 데이터센터 투자 지연 우려 부각. 대안으로 FDC 도입 속도가 빨라질 것으로 판단. 동사는 조선 업종 내에서 가장 빠른 상용화 일정을 제시하고 있어 FDC 수주 모멘텀 본격화 전망
- 해양 부문에서도 연내 1~2기의 FLNG 수주 사업 추진 기대

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 34,000원 유지

- 상선 업황 둔화 우려 속 신성장 모멘텀으로 FDC 사업 부각 예상, 조선 업종 내 Top Pick 제시

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	9,903.1	10,650.0	12,852.8	15,068.2	16,281.5
영업이익	502.7	862.2	1,346.5	2,032.2	2,440.8
EBITDA	791.9	1,146.2	1,628.5	2,327.5	2,737.8
세전이익	-315.5	650.5	1,380.5	1,961.3	2,465.0
순이익	53.9	535.8	1,048.8	1,471.0	1,848.8
지배주주지분순이익	63.9	545.5	1,068.0	1,497.8	1,882.5
EPS(원)	73	620	1,213	1,702	2,139
증감률(%,YoY)	흑전	754.1	95.8	40.3	25.7
PER(배)	155.7	38.9	13.0	9.3	7.4
PBR(배)	2.62	5.11	2.75	2.18	1.72
EV/EBITDA(배)	15.6	19.5	9.0	6.0	4.6
영업이익률(%)	5.1	8.1	10.5	13.5	15.0
ROE(%)	1.8	13.7	23.2	26.3	26.1
순차입금비율(%)	66.1	28.3	18.3	1.3	-16.0

자료: 키움증권 리서치

삼성중공업(010140) 재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	9,903.1	10,650.0	12,852.8	15,068.2	16,281.5
매출원가	8,982.5	9,275.7	10,940.1	12,414.7	13,171.3
매출총이익	920.6	1,374.3	1,912.7	2,653.5	3,110.2
판관비	417.9	512.1	566.2	621.3	669.3
영업이익	502.7	862.2	1,346.5	2,032.2	2,440.8
EBITDA	791.9	1,146.2	1,628.5	2,327.5	2,737.8
영업외손익	-818.2	-211.7	34.0	-70.9	24.2
이자수익	21.1	24.9	30.4	48.3	77.6
이자비용	213.2	140.2	140.2	140.2	140.2
외환관련이익	420.4	211.7	164.8	164.8	164.8
외환관련손실	311.5	336.7	269.7	269.7	269.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-735.0	28.6	248.7	125.9	191.7
법인세차감전이익	-315.5	650.5	1,380.5	1,961.3	2,465.0
법인세비용	-369.4	114.7	331.7	490.3	616.3
계속사업순손익	53.9	535.8	1,048.8	1,471.0	1,848.8
당기순이익	53.9	535.8	1,048.8	1,471.0	1,848.8
지배주주순이익	63.9	545.5	1,068.0	1,497.8	1,882.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	23.6	7.5	20.7	17.2	8.1
영업이익 증감율	115.4	71.5	56.2	50.9	20.1
EBITDA 증감율	67.1	44.7	42.1	42.9	17.6
지배주주순이익 증감율	흑전	753.7	95.8	40.2	25.7
EPS 증감율	흑전	754.1	95.8	40.3	25.7
매출총이익율(%)	9.3	12.9	14.9	17.6	19.1
영업이익률(%)	5.1	8.1	10.5	13.5	15.0
EBITDA Margin(%)	8.0	10.8	12.7	15.4	16.8
지배주주순이익률(%)	0.6	5.1	8.3	9.9	11.6

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,370.0	7,407.1	8,409.4	10,016.3	12,002.3
현금 및 현금성자산	956.0	772.6	947.7	1,680.6	2,922.4
단기금융자산	109.4	375.7	451.7	543.0	652.9
매출채권 및 기타채권	1,186.2	1,421.6	1,715.7	2,011.4	2,173.4
재고자산	452.5	489.6	590.9	692.8	748.6
기타유동자산	6,665.9	4,347.6	4,703.4	5,088.5	5,505.0
비유동자산	7,824.7	7,541.8	7,689.8	7,712.0	7,754.1
투자자산	102.4	168.4	168.4	168.4	168.4
유형자산	5,115.9	5,107.1	5,260.6	5,287.4	5,333.2
무형자산	27.8	32.0	26.5	22.0	18.2
기타비유동자산	2,578.6	2,234.3	2,234.3	2,234.2	2,234.3
자산총계	17,194.6	14,948.9	16,099.2	17,728.3	19,756.3
유동부채	12,029.2	9,422.2	9,699.8	10,034.0	10,389.3
매입채무 및 기타채무	945.6	1,022.5	1,300.1	1,634.3	1,989.6
단기금융부채	3,146.5	1,796.0	1,796.0	1,796.0	1,796.0
기타유동부채	7,937.1	6,603.7	6,603.7	6,603.7	6,603.7
비유동부채	1,415.9	1,431.6	1,431.6	1,431.6	1,431.6
장기금융부채	397.1	510.5	510.5	510.5	510.5
기타비유동부채	1,018.8	921.1	921.1	921.1	921.1
부채총계	13,445.2	10,853.8	11,131.4	11,465.6	11,820.9
지배지분	3,794.6	4,148.9	5,040.9	6,362.6	8,069.1
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	1,524.7	1,345.9	1,169.8	993.8	817.7
이익잉여금	-2,136.0	-1,602.8	-534.9	963.0	2,845.5
비지배지분	-45.1	-53.9	-73.1	-99.9	-133.7
자본총계	3,749.5	4,095.0	4,967.8	6,262.7	7,935.4

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	654.5	1,562.8	864.7	1,325.4	1,874.2
당기순이익	53.9	535.8	1,048.8	1,471.0	1,848.8
비현금항목의 가감	716.7	591.0	730.3	884.3	982.6
유형자산감가상각비	285.6	279.2	276.5	290.7	293.2
무형자산감가상각비	3.6	4.8	5.5	4.5	3.8
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	427.5	307.0	448.3	589.1	685.6
영업활동자산부채증감	117.6	576.8	-473.7	-448.4	-279.0
매출채권및기타채권의감소	-618.9	-275.0	-294.0	-295.7	-162.0
재고자산의감소	1,384.2	-36.7	-101.3	-101.9	-55.8
매입채무및기타채무의증가	-624.8	-30.4	277.5	334.2	355.3
기타	-22.9	918.9	-355.9	-385.0	-416.5
기타현금흐름	-233.7	-140.8	-440.7	-581.5	-678.2
투자활동 현금흐름	310.5	-480.4	-459.4	-362.3	-402.3
유형자산의 취득	-173.4	-216.3	-430.0	-317.6	-339.0
유형자산의 처분	383.7	21.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-15.0	-66.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	116.1	-266.3	-76.0	-91.4	-109.9
기타	-0.9	46.7	46.6	46.7	46.6
재무활동 현금흐름	-599.2	-1,266.5	-82.2	-82.2	-82.2
차입금의 증가(감소)	-403.6	-1,183.3	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	-1.1	0.0	0.0	0.0
기타	-195.6	-82.1	-82.2	-82.2	-82.2
기타현금흐름	6.3	0.7	-148.0	-148.0	-148.0
현금 및 현금성자산의 순증가	372.2	-183.3	175.1	732.9	1,241.8
기초현금 및 현금성자산	583.8	956.0	772.6	947.7	1,680.6
기말현금 및 현금성자산	956.0	772.6	947.7	1,680.6	2,922.4

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	73	620	1,213	1,702	2,139
BPS	4,311	4,714	5,727	7,229	9,168
CFPS	876	1,280	2,021	2,676	3,217
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	155.7	38.9	13.0	9.3	7.4
PER(최고)	169.3	52.4	29.1		
PER(최저)	96.2	18.1	12.6		
PBR	2.62	5.11	2.75	2.18	1.72
PBR(최고)	2.85	6.89	6.17		
PBR(최저)	1.62	2.38	2.66		
PSR	1.00	1.99	1.08	0.92	0.85
PCFR	12.9	18.8	7.8	5.9	4.9
EV/EBITDA	15.6	19.5	9.0	6.0	4.6
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	0.3	3.3	6.8	8.7	9.9
ROE	1.8	13.7	23.2	26.3	26.1
ROIC	-6.3	13.0	17.8	24.3	27.4
매출채권회전율	11.4	8.2	8.2	8.1	7.8
재고자산회전율	9.1	22.6	23.8	23.5	22.6
부채비율	358.6	265.0	224.1	183.1	149.0
순차입금비율	66.1	28.3	18.3	1.3	-16.0
이자보상배율,현금)	2.4	6.1	9.6	14.5	17.4
총차입금	3,543.6	2,306.5	2,306.5	2,306.5	2,306.5
순차입금	2,478.3	1,158.3	907.1	82.9	-1,268.8
NOPLAT	791.9	1,146.2	1,628.5	2,327.5	2,737.8
FCF	216.5	1,439.7	401.3	1,053.5	1,509.6

자료: 키움증권 리서치

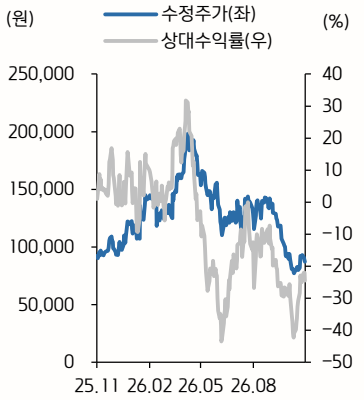
HD건설기계(267270): 저평가 메리트 부각

BUY (Maintain)

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결

목표주가: 175,000원
주가(11/19): 91,300원

KOSPI (11/19)		5,137.89pt
시가총액		4조 3,365억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	198,100원	77,200원
최고/최저가대비	-53.9%	18.3%
주가수익률	절대	상대
1M	-3.0%	8.9%
6M	-43.4%	-19.9%
1Y	-1.1%	-22.9%
발행주식수		47,497천주
일평균 거래량(3M)		257천주
외국인 지분율		14.6%
배당수익률(2026E)		0.6%
BPS(2026E)		101,830원
주요 주주	HD현대사이트솔루션외 6인	37.5%



◎ 1H27 건설장비 실적 반등 전망

- 27년 매출 9조 8,480원(yoy +9.3%), 영업이익 8,867억원(yoy +22.9%, OPM 9.2%) 달성 전망
- 건설기계 부문은 1H27 아프리카 지역의 수출 회복 및 선진 시장 수요 호조로 실적 개선 기대
- 엔진 부문은 2H26부터 수출 성장세 본격화. 27년에는 군산 신규 공장 가동과 인천 공장 추가 증설 라인의 생산이 시작되며 구조적인 성장세가 나타날 것으로 판단

◎ 엔진 부문의 구조적인 성장 및 중동 지역 재건 모멘텀 기대

- 엔진 사업 부문의 발전용 엔진 생산 능력 확대는 순조롭게 진행. 26년 5,000억원을 초과하는 엔진 수주를 달성. 추가 수주 문의도 활발하게 진행 중인 것으로 파악. 중장기 엔진 부문의 성장 폭 확대 기대
- 미국 중간선거 이후 육상 데이터센터 투자 지연에 대한 우려 존재. 다만, FDC와 같은 육상 데이터센터를 대체할 신규 사업이 추진될 경우 엔진 수요에 대한 불확실성은 해소될 것으로 판단
- 26년 중동 지역 수출은 약 40% 감소. 중동 전쟁 종전 시 재건 수요 확대로 수출이 큰 폭으로 개선 기대

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 175,000원 유지

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,438.1	3,776.5	9,009.5	9,848.0	10,551.7
영업이익	190.4	170.9	721.7	886.7	999.7
EBITDA	259.1	237.3	796.1	1,060.8	1,172.2
세전이익	121.5	118.2	578.7	836.4	955.9
순이익	86.0	87.0	437.0	593.9	678.7
지배주주지분순이익	100.0	99.4	437.0	593.9	678.7
EPS(원)	5,277	5,613	9,118	12,392	14,162
증감률(%,YoY)	-25.4	6.4	62.4	35.9	14.3
PER(배)	11.0	17.5	9.6	7.0	6.2
PBR(배)	0.64	0.95	0.86	0.76	0.68
EV/EBITDA(배)	5.9	9.2	5.6	3.9	3.1
영업이익률(%)	5.5	4.5	8.0	9.0	9.5
ROE(%)	6.2	5.7	13.1	11.5	11.6
순차입금비율(%)	17.8	17.9	4.1	-2.5	-9.8

자료: 키움증권 리서치

HD건설기계(267270) 재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,438.1	3,776.5	9,009.5	9,848.0	10,551.7
매출원가	2,787.2	3,045.8	6,926.1	7,442.4	7,923.6
매출총이익	650.8	730.8	2,083.4	2,405.6	2,628.1
판관비	460.4	559.9	1,361.8	1,519.0	1,628.3
영업이익	190.4	170.9	721.7	886.7	999.7
EBITDA	259.1	237.3	796.1	1,060.8	1,172.2
영업외손익	-68.9	-52.7	-142.9	-50.2	-43.9
이자수익	9.8	5.7	23.1	27.6	34.0
이자비용	43.0	35.4	89.1	89.1	89.1
외환관련이익	79.0	67.9	59.4	59.4	59.4
외환관련손실	58.5	61.6	52.8	52.8	52.8
종속 및 관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-56.1	-29.3	-83.5	4.7	4.6
법인세차감전이익	121.5	118.2	578.7	836.4	955.9
법인세비용	35.5	31.1	141.8	242.6	277.2
계속사업순손익	86.0	87.0	437.0	593.9	678.7
당기순이익	86.0	87.0	437.0	593.9	678.7
지배주주순이익	100.0	99.4	437.0	593.9	678.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-10.1	9.8	138.6	9.3	7.1
영업이익 증감율	-26.0	-10.2	322.3	22.9	12.7
EBITDA 증감율	-20.1	-8.4	235.5	33.2	10.5
지배주주순이익 증감율	-28.3	-0.6	339.6	35.9	14.3
EPS 증감율	-25.4	6.4	62.4	35.9	14.3
매출총이익율(%)	18.9	19.4	23.1	24.4	24.9
영업이익률(%)	5.5	4.5	8.0	9.0	9.5
EBITDA Margin(%)	7.5	6.3	8.8	10.8	11.1
지배주주순이익률(%)	2.9	2.6	4.9	6.0	6.4

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,112.8	2,251.6	6,021.3	6,757.1	7,563.1
현금 및 현금성자산	264.2	337.9	1,546.4	1,920.0	2,422.1
단기금융자산	104.6	89.3	189.8	161.9	138.2
매출채권 및 기타채권	524.8	665.4	1,587.4	1,735.2	1,859.2
재고자산	1,128.7	1,084.1	2,586.3	2,827.0	3,029.0
기타유동자산	90.5	74.9	111.4	113.0	114.6
비유동자산	1,211.8	1,351.1	2,764.2	2,752.5	2,741.7
투자자산	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
유형자산	903.1	944.9	2,352.7	2,336.4	2,322.3
무형자산	93.2	89.7	95.0	99.5	102.9
기타비유동자산	214.9	316.1	316.1	316.2	316.1
자산총계	3,324.6	3,602.7	8,785.5	9,509.5	10,304.8
유동부채	1,063.5	1,124.5	2,303.7	2,421.2	2,525.1
매입채무 및 기타채무	536.4	586.3	1,217.6	1,335.0	1,439.0
단기금융부채	348.2	381.3	929.3	929.3	929.3
기타유동부채	178.9	156.9	156.8	156.9	156.8
비유동부채	467.3	547.9	1,169.9	1,169.9	1,169.9
장기금융부채	339.2	390.6	1,012.6	1,012.6	1,012.6
기타비유동부채	128.1	157.3	157.3	157.3	157.3
부채총계	1,530.8	1,672.4	3,780.7	3,898.1	4,002.1
지배지분	1,657.8	1,805.2	4,879.9	5,486.4	6,177.8
자본금	94.2	94.0	246.8	246.8	246.8
자본잉여금	838.5	838.5	685.7	685.7	685.7
기타자본	-77.8	-49.7	-49.7	-49.7	-49.7
기타포괄손익누계액	147.8	229.0	268.1	307.1	346.2
이익잉여금	655.0	693.4	3,729.0	4,296.5	4,948.8
비지배지분	136.0	125.1	125.1	125.1	125.1
자본총계	1,793.8	1,930.3	5,004.9	5,611.5	6,302.9

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	260.6	166.0	-1,253.8	559.5	691.6
당기순이익	86.0	87.0	437.0	593.9	678.7
비현금항목의 가감	190.1	203.1	346.5	542.3	569.0
유형자산감가상각비	56.4	58.9	67.2	166.3	164.1
무형자산감가상각비	12.2	7.5	7.3	7.8	8.3
지분법평가손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	121.6	136.7	272.0	368.2	396.6
영업활동자산부채증감	66.6	-77.3	-1,829.4	-272.6	-223.7
매출채권및기타채권의감소	13.4	-151.2	-922.0	-147.7	-124.0
재고자산의감소	-1.1	53.9	-1,502.2	-240.7	-202.0
매입채무및기타채무의증가	83.0	31.5	631.3	117.5	103.9
기타	-28.7	-11.5	-36.5	-1.7	-1.6
기타현금흐름	-82.1	-46.8	-207.9	-304.1	-332.4
투자활동 현금흐름	-194.6	-132.2	-1,585.9	-132.4	-135.7
유형자산의 취득	-173.3	-144.4	-1,475.0	-150.0	-150.0
유형자산의 처분	1.0	4.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-14.5	-10.0	-12.6	-12.4	-11.7
투자자산의감소(증가)	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	7.4	15.3	-100.5	27.8	23.7
기타	-15.1	2.1	2.2	2.2	2.3
재무활동 현금흐름	-253.8	33.8	1,151.1	37.1	37.1
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	1,114.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-30.3	-20.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-12.7	-8.8	-26.3	-26.4	-26.4
기타	-210.8	63.4	63.4	63.5	63.5
기타현금흐름	24.3	6.0	2,897.3	-90.7	-90.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-163.4	73.7	1,208.7	373.5	502.2
기초현금 및 현금성자산	427.7	264.2	337.9	1,546.5	1,920.1
기말현금 및 현금성자산	264.2	337.9	1,546.5	1,920.1	2,422.2

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	5,277	5,613	9,118	12,392	14,162
BPS	90,564	104,002	101,830	114,487	128,914
CFPS	14,575	16,390	16,349	23,710	26,035
DPS	500	550	550	550	550
주가배수(배)					
PER	11.0	17.5	9.6	7.0	6.2
PER(최고)	13.5	21.4	23.9		
PER(최저)	8.5	10.0	8.3		
PBR	0.64	0.95	0.86	0.76	0.68
PBR(최고)	0.78	1.15	2.14		
PBR(최저)	0.50	0.54	0.75		
PSR	0.32	0.46	0.46	0.42	0.40
PCFR	4.0	6.0	5.3	3.7	3.4
EV/EBITDA	5.9	9.2	5.6	3.9	3.1
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	10.3	30.3	6.0	4.4	3.9
배당수익률(%,보통주,현금)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
ROA	2.6	2.5	7.1	6.5	6.9
ROE	6.2	5.7	13.1	11.5	11.6
ROIC	6.0	6.8	14.0	11.1	12.0
매출채권회전율	6.7	6.3	8.0	5.9	5.9
재고자산회전율	3.1	3.4	4.9	3.6	3.6
부채비율	85.3	86.6	75.5	69.5	63.5
순차입금비율	17.8	17.9	4.1	-2.5	-9.8
이자보상배율,현금)	4.4	4.8	8.1	9.9	11.2
총차입금	687.4	771.8	1,941.8	1,941.8	1,941.8
순차입금	318.5	344.7	205.6	-140.1	-618.5
NOPLAT	259.1	237.3	796.1	1,060.8	1,172.2
FCF	78.0	-10.0	-2,697.7	368.7	496.9

자료: 키움증권 리서치

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- 당사는 11월 19일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 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 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2025/10/01~2026/09/30)

매수	중립	매도
97.09%	2.43%	0.48%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

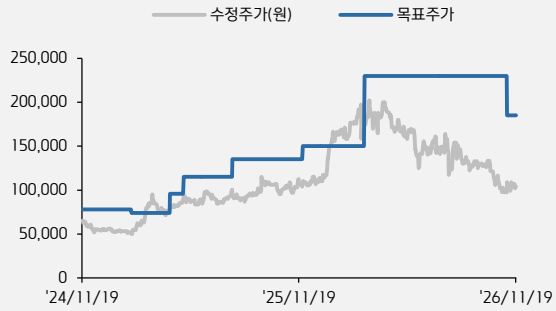
* 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
한국항공우주(047810)	2024-11-26	Buy(Maintain)	78,000원	6개월	-29.90	-21.79
	2025-02-10	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-22.98	-15.68
	2025-02-26	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-2.14	28.38
	2025-04-16	Buy(Maintain)	96,000원	6개월	-13.51	-8.02
	2025-05-09	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	-21.84	-12.61
	2025-07-30	Buy(Maintain)	135,000원	6개월	-26.96	-14.81
	2025-10-27	Buy(Maintain)	135,000원	6개월	-25.99	-14.81
	2025-11-25	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-3.33	31.73
	2026-03-09	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-19.13	-12.17
	2026-04-22	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-27.80	-12.17
	2026-07-21	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-31.11	-12.17
	2026-09-29	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-50.99	-41.96
	2026-11-04	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-43.68	-41.08
	2026-11-19	Buy(Maintain)	185,000원	6개월		

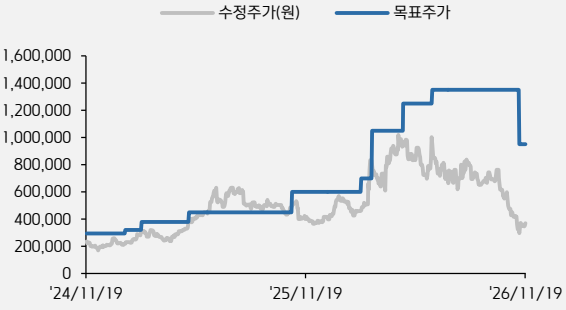
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
LIG D&A(079550)	2025-01-23	Buy(Upgrade)	320,000원	6개월	-21.53	-4.38
	2025-02-19	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-18.97	-17.76
	2025-02-26	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-24.14	-1.97
	2025-05-09	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	12.38	40.22
	2025-10-27	Buy(Maintain)	600,000원	6개월	-25.22	-5.00
	2026-02-19	Buy(Maintain)	700,000원	6개월	-16.46	19.14
	2026-03-09	Buy(Maintain)	1,050,000원	6개월	-22.21	-2.86
	2026-04-30	Buy(Maintain)	1,250,000원	6개월	-24.25	-21.36
	2026-05-08	Buy(Maintain)	1,250,000원	6개월	-29.01	-21.36
	2026-05-21	Buy(Maintain)	1,250,000원	6개월	-32.46	-19.84
	2026-06-17	Buy(Maintain)	1,350,000원	6개월	-44.13	-29.63
	2026-08-07	Buy(Maintain)	1,350,000원	6개월	-45.41	-29.63
	2026-09-29	Buy(Maintain)	1,350,000원	6개월	-49.55	-29.63
	2026-11-09	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-63.38	-60.84
	2026-11-19	Buy(Maintain)	950,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

한국항공우주(047810)



LIG D&A(079550)



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

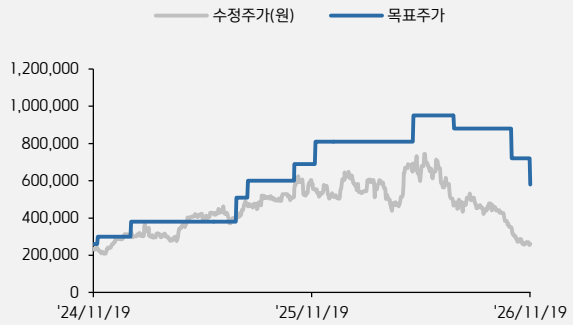
* 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
HD현대중공업	2024-11-26	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-11.96	4.67
(329180)	2025-01-21	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-5.43	21.97
	2025-07-16	Buy(Maintain)	510,000원	6개월	-13.77	-3.82
	2025-08-04	Buy(Maintain)	600,000원	6개월	-16.95	-12.00
	2025-10-21	Buy(Maintain)	690,000원	6개월	-17.13	-9.57
	2025-11-25	Buy(Maintain)	810,000원	6개월	-30.95	-20.00
	2026-02-11	Buy(Maintain)	810,000원	6개월	-30.60	-20.00
	2026-03-09	Buy(Maintain)	810,000원	6개월	-32.09	-20.00
	2026-04-17	Buy(Maintain)	810,000원	6개월	-30.69	-14.44
	2026-05-08	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-30.86	-22.84
	2026-05-21	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-33.45	-21.58
	2026-07-15	Buy(Maintain)	880,000원	6개월	-46.23	-43.41
	2026-07-30	Buy(Maintain)	880,000원	6개월	-48.48	-39.55
	2026-10-19	Buy(Maintain)	720,000원	6개월	-57.31	-52.01
	2026-10-29	Buy(Maintain)	720,000원	6개월	-60.86	-52.01
	2026-11-19	Buy(Maintain)	580,000원	6개월		

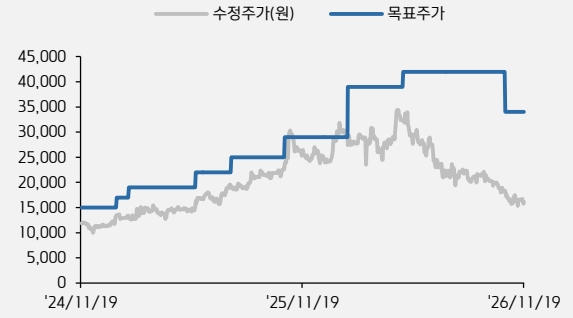
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
삼성중공업	2025-01-17	Buy(Maintain)	17,000원	6개월	-22.68	-19.59
(010140)	2025-02-06	Buy(Maintain)	19,000원	6개월	-25.30	-18.74
	2025-05-27	Buy(Maintain)	22,000원	6개월	-21.68	-11.05
	2025-07-25	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-17.14	-9.60
	2025-10-21	Buy(Maintain)	29,000원	6개월	-8.11	9.83
	2026-02-02	Buy(Maintain)	39,000원	6개월	-28.19	-20.90
	2026-04-17	Buy(Maintain)	39,000원	6개월	-26.28	-11.79
	2026-05-04	Buy(Maintain)	42,000원	6개월	-35.48	-19.17
	2026-07-15	Buy(Maintain)	42,000원	6개월	-37.13	-19.17
	2026-07-27	Buy(Maintain)	42,000원	6개월	-43.96	-19.17
	2026-10-19	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-50.26	-46.18
	2026-10-30	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-51.21	-46.18
	2026-11-19	Buy(Maintain)	34,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

HD현대중공업(329180)



삼성중공업(010140)



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

* 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
HD건설기계	2025-02-07	Outperform (Downgrade)	82,000원	6개월	-10.69	21.46
(267270)	2025-08-06	Buy(Upgrade)	126,000원	6개월	-25.38	-15.48
	2025-09-08	Buy(Maintain)	126,000원	6개월	-23.61	-8.81
	2025-10-31	Buy(Maintain)	136,000원	6개월	-31.65	-26.47
	2025-11-25	Buy(Maintain)	136,000원	6개월	-27.03	-10.22
	2026-01-19	Buy(Maintain)	161,000원	6개월	-27.06	-15.59
	2026-02-09	Buy(Maintain)	161,000원	6개월	-17.69	1.06
	2026-04-13	Buy(Maintain)	210,000원	6개월	-16.73	-5.67
	2026-04-28	Buy(Maintain)	245,000원	6개월	-26.90	-20.00
	2026-05-21	Buy(Maintain)	245,000원	6개월	-37.85	-20.00
	2026-07-09	Buy(Maintain)	245,000원	6개월	-40.04	-20.00
	2026-07-30	Buy(Maintain)	214,000원	6개월	-39.30	-32.80
	2026-10-15	Buy(Maintain)	187,000원	6개월	-51.44	-49.68
	2026-10-27	Buy(Maintain)	175,000원	6개월	-52.40	-46.86
	2026-11-19	Buy(Maintain)	175,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

HD건설기계(267270)

