한화투자증권

리서치센터 기업분석팀

2026 산업전망

2025년 12월 2일

방산/기계 (Positive)

전쟁과 평화 II

기계/우주/방산/조선 배성조
seongjo.bae@hanwha.com
3772-7611

RA 김나우
now.kim@hanwha.com
3772-7710

선호주 한화에어로스페이스 | HD현대건설기계

목 차

03 Summary

05 [방위산업] 결국 고민은 수출 모멘텀으로 귀결

06 I. 재부상할 수출 모멘텀

16 II. 유럽과 중동에서의 기회

24 III. 기업분석 - 한화에어로스페이스

29 [건설기계] 마이닝 붐&엔진 붐

30 I. 마이닝 붐&엔진 붐

37 II. 유럽/중국 턴어라운드

45 III. 기업분석 - HD현대건설기계

Summary

❖ 투자전략: 러-우 휴전 관련 불확실성 속 방산과 기계 업종 모두에게 관심도를 높일 때

- **[방산]** 러-우 휴전 협상 기대감 상승으로 방산 업종은 최근 3~4개월 간 이미 멀티플을 조정 받아온 상황
- 한국 방산 업체들은 **비유럽(중동/미국 등)향으로의 대형 수출 계약이 다수 기대되는 상황으로, 최근 조정은 매수 기회**라고 판단
- **[기계]** 실제 휴전이 성사될 경우 **재건 및 러시아향 수출 제재 해제는 기계 업종, 특히 HD건설기계에게 강한 모멘텀**으로 작용할 전망
- 26년 1월 HD건설기계 합병법인 출범 예정이며, 현재 12MF P/E 약 8배로 **엔진 사업부 성장성 고려 시 Peer 대비 심각한 저평가**

❖ 방위산업: 결국 고민은 수출 모멘텀으로 귀결

- 한국 방산 업체들의 수주잔고 길이는 3.6~5.0년으로 가장 긴 수준이나 유럽/미국 Peer 대비 밸류에이션 매력도 높아진 상황
- 그러나 결국 방위산업 주가의 Key Factor는 수주잔고의 업사이드 포텐셜이며, 그 중에서도 **고수익성의 수출 모멘텀이 중요**
- 한국은 SAFE(무기 공동조달을 위한 1,500억 유로 EU 공동 대출 기금)에 참여 의향서 제출. 현지화를 통한 유럽산 우선 구매 극복 필요
- 유럽은 러시아의 재무장과 미국의 지원 축소를 경계하면서 재무장을 지속. 단기에는 연말 이후 **사우디/이라크 등 중동에서의 빅 딜에 주목**
- **최선호주: 한화에어로스페이스** – 폴란드(JV)/루마니아/호주/사우디(JV) 등 현지화에 가장 적극적. 연말연초 중동 대형 수주 모멘텀 기대

❖ 건설기계: 마이닝 붐&엔진 붐

- 건설기계는 **유럽, 중국 등 주요 지역 대부분에서 수요 턴어라운드 신호 포착되는 중**. 북미는 금리 인하 후 2H26부터 회복 기대
- 특히 유럽은 연속된 금리 인하 사이클 마무리되며 수요 회복세. 휴전 시 **우크라 재건 및 러시아 수출 재개 가능성은 추가 업사이드 요인**
- 최근 구리/금 가격 상승으로 아프리카, 아시아, 중남미 등 **광물 보유국 중심 마이닝 건설장비 수요 급증**. 26년 수요 견인할 것
- HD건설기계 엔진 사업부는 **발전기용 및 방산용 매출 비중 확대로 수익성 개선 지속 전망**. 4Q26 이후는 군산 공장 증설 효과 가시화
- **최선호주: HD현대건설기계** – 26년 1월 합병 법인 출범 후 마이닝 붐과 엔진 붐, 그리고 향후 휴전 모멘텀 모두 누릴 수 있는 업체가 될 것

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

방위산업

결국 고민은 수출 모멘텀으로 귀결

Ⅰ 재부상할 수출 모멘텀

Ⅱ 유럽과 중동에서의 기회

Ⅲ 기업분석

방위산업

I

재부상할 수출 모멘텀

잔고와 수출 비중 업사이드를 찾아서

수주잔고 대비 시총 한국은 잔고는 많고 밸류 부담은 줄어든 상황

[한화리서치센터]

❖ 대한민국 방산 체계 업체들의 **수주잔고 대비 시가총액은 0.4~0.7배**로, 유럽과 미국 대비 낮은 편

✓ 한국 업체들의 잔고 내 수출(수익성 ↑) 비중은 대체로 60% 이상에 도달

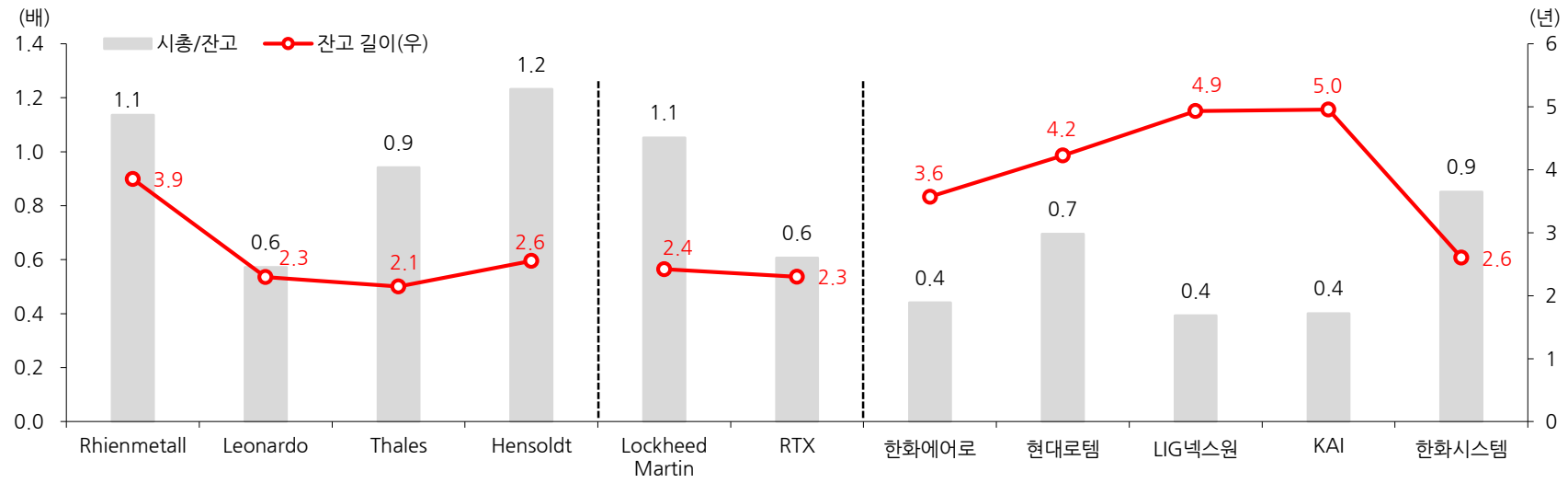
❖ 대한민국 방산 체계 업체들의 **수주잔고의 길이(수주잔고 ÷ 2026E 매출)는 3.6~5.0년**으로 유럽과 미국 대비 높은 편

✓ 한화에어로스페이스의 경우, 지상방산 사업부만 따로 계산하면 3.1년(= 31조/10조)

❖ 매출 대비 수주잔고를 많이 쌓아 놓았으나, 밸류에이션 부담은 상대적으로 줄어든 상태

✓ 한국 업체의 강점인 빠른 납기 고려 시 Peer 대비 병목 현상 ↓, **여전히 수주잔고의 업사이드 포텐셜이 큰 업체가 유리**

국내외 방산 업체들의 시총/잔고 및 잔고 길이 비교



주: 잔고 길이는 '26년 매출 컨센서스로 계산
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

밸류에이션 테이블 한국 업체들 상대적 저평가 구간

[한화리서치센터]

❖ 최근 수급 이동 및 휴전 협상 기대감으로 방산주 전반 주가 조정. 특히, 한국 기업은 P/E 배수 Peer 대비 저평가

❖ 추가 수출을 통한 수주잔고 성장 재개가 기대되는 국내 업체들 위주로 접근 유효하다는 판단. 특히, **유럽 외 미국/중동 등으로의 진출 가능성에 주목**

글로벌 방산 업체 밸류에이션 테이블

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	상대수익률(%)			P/E			P/B		
			1M	6M	1Y	25E	26E	27E	25E	26E	27E
한화에어로스페이스	한국	29.9	-9.4	-40.5	117.0	26.5	18.3	14.5	5.0	4.0	3.2
현대로템	한국	13.1	-19.9	-25.7	187.0	23.3	17.7	13.3	6.4	4.7	3.5
LIG넥스원	한국	5.7	-21.8	-56.3	34.4	27.2	21.5	16.3	6.6	5.4	4.4
한국항공우주	한국	7.2	9.7	-15.3	26.6	48.9	28.9	20.1	5.6	4.8	4.0
한화시스템	한국	5.9	-18.5	-43.8	40.1	38.3	30.0	23.4	2.6	2.5	2.3
Rheinmetall	독일	78.2	-13.7	-21.5	114.1	51.9	34.7	23.4	12.8	10.1	7.7
Thales	프랑스	53.9	-8.7	-20.5	47.0	23.8	20.5	18.3	5.8	5.1	4.5
BAE Systems	영국	65.6	-11.8	-24.0	17.2	21.8	19.6	17.6	4.0	3.7	3.4
Leonardo	이탈리아	31.5	-8.2	-21.6	54.4	24.4	20.4	17.6	2.8	2.6	2.3
Hensoldt	독일	9.2	-25.8	-24.8	65.2	46.1	35.6	27.8	8.2	7.3	6.2
Indra Sistemas	스페인	9.4	-6.2	11.2	135.5	22.8	20.0	17.2	5.3	4.2	3.4
Lockheed Martin	미국	105.9	-7.0	-20.9	-27.1	20.5	15.6	14.6	5.6	4.9	4.1
General Dynamics	미국	92.3	-1.1	6.8	6.7	22.2	19.8	18.1	3.7	3.6	3.4
Northrop Grumman	미국	81.7	-2.0	2.2	3.3	22.0	19.8	18.3	5.2	4.9	4.5
RTX	미국	234.5	-2.1	12.3	30.0	28.2	25.8	23.2	3.6	3.5	3.3
L3Harris	미국	52.1	-3.7	-1.8	-0.4	26.3	22.4	19.6	2.7	2.6	2.5

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

수출 파이프라인 점검 (1) 추가 수출 모멘텀이 업종의 핵심

[한화리서치센터]

국내 주요 방산 업체별 수출 파이프라인

기업명	무기체계	대상국가	대수	수주시점	계약금액(십억원)	비고
한화에어로스페이스	K9 자주포	폴란드(1차)	212	2022-08	3.2조원	기본계약 총 672문 중 212문 수주
		폴란드(2차)	152	2023-12	3.4조원	기본계약 672문 중 잔여 물량 460문 중 152문 수주(잔여물량 308문)
		루마니아(1차)	54	2024-07	1.4조원	K-9 자주포 54문 및 K-10 탄약운반장갑차 36대 수주
		인도(2차)	100	2025-04	3,700억원	자주포 구성품을 인도 L&T에 공급하면 L&T가 인도에서 완성품 만들어 인도 육군에 공급
		베트남	20	2025-07	3,500억원	공산국가로의 첫 자주포 수출 사례
		노르웨이	24	2025-08	7,000억원	2017년 K9 24문, 2022년 K9 4문에 이은 세 번째 계약. 계약금액은 추정치
		사우디	200+	1H26	4~5조원 이상	국가방위부와 합작법인 설립 및 장갑차, 자주포, 방공시스템 등 다수 무기체계 도입 검토 중인 것으로 추정됨
		폴란드(2-2차)	150~308	2H26	3.5조~7조원	잔여물량 308문 중 일부 수주할 것으로 예상. 현지 생산분 포함 예정
		루마니아(2차)	45~50	Unknown	1.2조원 이상	2024년 1차 계약 54문에 이어 2차도 45~50문 정도 도입할 것으로 기대
		캐나다	80~98	2026	2조원 이상	미국산 M777 견인포(기존 33문)를 대체하고자 총 50억 달러(약 7조원) 이상의 예산 투입 예정
		이라크	Unknown	Unknown	Unknown	이라크 포병 수장이 창원 공장과 서울 사옥을 방문해 K9 성능 시연 등을 참관했다는 보도 有
		에스토니아	12	2026	2,000억원 이상	에스토니아 국방부 장관과 한화에어로 사장이 만나 K9 자주포 추가 도입을 논의했다는 보도 有
	천무 다연장로켓	폴란드(1차)	218	2022-11	5조원	기본계약 290대 중 218대 계약
		사우디	Unknown	2022	1조원	2022년 사우디 국방부가 천무 체계를 8억 달러 규모로 도입했다는 보도 有
		폴란드(2차)	72	2024-04	2.3조원	기본계약 290대 중 잔여물량 전량 72대 계약
		사우디	Unknown	Unknown	Unknown	국가방위부와 합작법인 설립 및 장갑차, 자주포, 방공시스템 등 다수 무기체계 도입 검토 중인 것으로 추정됨
		루마니아	Unknown	Unknown	Unknown	루마니아 국방부는 2024년 한화에어로스페이스 무기 구매 목록에 천무 K239도 포함한 바 있음
		노르웨이	16+	26~27	6,000억원 이상	2028년까지 총 16대 이상의 장거리 로켓 도입 계획. 하이마스+독일 차량 결합 시스템과 천무 검토 중
		에스토니아	Unkown	1H26	Unknown	하이마스 6대가 22년 계약 후 25년 초에야 인도됐으며, 전력 증강을 위한 추가 협상 및 공급망 다변화 모색
		말레이시아	36	2026	1.2조원	브라질 구형 Astros-II 시스템 36대 교체 계획
		스웨덴	16~18	2028	6,000억원 이상	Saab와 천무 발사대에 장거리 정밀 유도무기 GLSDB 통합 추진 중, 30년까지 천무 도입 가능성
		이집트	Unknown	Unknown	Unknown	이집트 정부와 현지 생산 및 기술 이전 조건을 포함해 천무 계약을 협상 중
		프랑스	Unknown	Unknown	Unknown	프랑스 군사위원회가 하이마스 대체품으로 천무 및 인도 피나카를 고려 중이라는 보도 有

주: 음영 부분은 기 수주한 내역. **기 수주한 지역에 유도탄 등의 부속품 수출 계약도 지속 발생 가능**
자료: 각 사, 언론 보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

수출 파이프라인 점검 (2) 추가 수출 모멘텀이 업종의 핵심

[한화리서치센터]

국내 주요 방산 업체별 수출 파이프라인

기업명	무기체계	대상국가	대수	수주시점	계약금액	비고
한화에어로스페이스	레드백 장갑차	호주	129	2023-12	3.2조원	독일 라인메탈의 Lynx를 꺾고 호주 차기 장갑차로 최종 선정
		사우디	Unknown	Unknown	Unknown	국가방위부와 합작법인 설립 및 장갑차, 자주포, 방공시스템 등 다수 무기체계 도입 검토 중인 것으로 추정됨
		루마니아	246	1H26	4~5조원	1단계 IFV 246대 도입, 31년 이후 2단계 50대 이상 추가 도입. 11월 라인메탈이 선정됐다는 보도 있었으나 루마니아 정부는 아직 확정되지 않았다고 이를 정정
		브라질	78	~2040	1.1조원	2040년까지 최대 78대 보병전투차량(IFV) 구매 전망
현대로템	K2 전차	폴란드(1차)	180	2022-08	4.5조원	기본계약 총 1,000대 중 180대(GF)
		폴란드(2차)	180	2025-08	9조원	기본계약 총 1,000대 중 잔여물량 800대 중 180대 (GF 116대+PL 64대, 계열전차 81대도 수주)
		이라크	250	1H26	9조원	2028년까지 1차 물량 인도될 전망. 미군 철수 이후 독자적 방어 전력 빠르게 확보할 방법 모색
		루마니아	100	~2027	4~5조원	전체(전차 216대+파생전차 76대) 물량 중 1차 계약으로 100대 규모(4~5조원) 추진할 것으로 전망
		폴란드(3차)	200	1H27	9조원	기본계약 총 980대 중 잔여물량 620대. 이 중 200대 예상 (기본계약 중 GF 204대, PL 436대 남음)
		페루(1차)	46	2026	1.7조원	2026~2028년 K808 99대와 K2 46대 직도입, 2029~2040년 K808 181대, K2 104대 현지 생산 계획
		스웨덴	50+	Unknown	Unknown	스웨덴의 관심 표명 단계로 정확한 도입 규모나 수요는 파악 단계. 폴란드 부마르 생산공장 활용할 것으로 추정
		사우디	500+	Unknown	Unknown	사우디의 향후 대량 전차 구매 가능성 지속 제기
		모로코	Unknown	Unknown	Unknown	모로코 산업통상부 장관이 서울을 방문해 K2전차와 천궁 구매 의사를 공식 타진
		아르메니아	Unknown	Unknown	Unknown	아르메니아 국방장관이 방한(24.09 REAIM 고위급회의 참석)해 K2 전차 도입을 검토
LIG넥스원	천궁-II	UAE	10	2022-01	2.6조원	
		사우디	10	2023-11	4.3조원	**27~28년 사우디 추가 도입 가능성 有**
		이라크	8	2024-09	3.7조원	
		말레이시아	Unknown	Unknown	Unknown	말레이시아가 지속적으로 관심 갖고 있으며, 방산전시회에서도 프로모션 집중
		모로코	Unknown	Unknown	Unknown	모로코 산업통상부 장관이 서울을 방문해 K2전차와 천궁 구매 의사를 공식 타진
	L-SAM	UAE	8~10	2027	4조원 이상	M-SAM 도입국에 L-SAM 수출 가능성 높다고 평가 (25년 국내 양산 돌입, 28년 실전 배치)
		사우디	8~10	Unknown	4조원 이상	
		이라크	8~10	Unknown	4조원 이상	

주: 음영 부분은 기 수주한 내역. **기 수주한 지역에 유도탄 등의 부속품 수출 계약도 지속 발생 가능**
자료: 각 사, 언론 보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

수출 파이프라인 점검 (3) 계속해서 거론될 KAI의 미국/중동 포텐셜 [한화리서치센터]

❖ KAI에게는 미 해군 UJTS 훈련기 교체 사업 관련 **25년 12월 RFP 발행**(규모/대수/일정 확정) 이벤트가 가장 중요한 모멘텀

✓ 제안서 제출 2026.03, **최종선정 2027.01** 예상. KAI-록히드마틴 vs 보잉-사브 경쟁구도. 록히드마틴과의 배분 비율은 7:3 예상 (KAI가 7)

✓ TF-50N은 기체 내구성 및 운용 경험 등에서 경쟁 우위를 점하고 있다는 평가 다수. 다만, 셧다운 등으로 인한 일정 조정 가능성 일부 존재

❖ KF-21이 내년 하반기 국내 양산을 앞두고 있으며, 중동향(UAE/사우디 등) 수출 논의도 점차 가시화될 수 있다는 점에 주목

KAI 주요 수출 파이프라인

무기체계	대상국가	대수	수주시점	계약금액	비고
TA-50 / FA-50	폴란드	48	2022-09	4.2조원	폴란드 FA-50 실행계약: 1차(GF) 12대 23년 인도 완료, 2차(PL) 36대 27년부터 인도 예정
	말레이(1차)	18	2023-02	1.2조원	
	필리핀	12	2025-06	9,800억원	FA-50 Block 20 신규 12대 도입. 기존 FA-50PH(14년 12대 도입) 성능 개량 사업도 예정
	미 해군 UJTS	145~220	2027-01	10조원+	미 해군 고등훈련기 교체사업. 27년 1월 최종 기종 선정 예상
	이집트	36	2026	3조원	총 100대 소요 중 1차 물량 36대 예상. 잔여 물량은 현지 생산 논의 전망
	말레이(2차)	18	2027~2028	1.2조원	말레이시아 왕립공군이 FA-50M 1차(18대)에 이어 2차도 18대 주문할 것으로 기대
	우즈벡	14	2026~	1.1조원	정치 상황 및 미국 수출 허가 필요성 등 고려 시 수주 지연 가능성 有
KF-21	사우디	70+	2026	Unknown	미국이 F-35A 48대 도입을 사실상 승인했지만, 추가 부대 증강 제한(이스라엘의 질적 우위 보장 원칙)된 탓에 보조 세력 확보도 필요. 토네이도 노후 전투기 교체 사업 입찰 진행 중
	UAE	Unknown	Unknown	Unknown	24년 프랑스 라팔 전투기 80대를 계약했으나 별개로 F-16 블록 60(2005년 80대 도입)의 대체기로 KF-21이 검토될 것으로 예상되며, 향후 공동 개발 논의 가능성도 有
	필리핀	20	Unknown	Unknown	필리핀이 FA-50에 이어 KF-21 구매도 논의 중이라는 보도 有
	인니	48	Unknown	Unknown	공동개발 사업과 별개로 이후 IFX 48대 도입에 대한 협의 중
수리온 헬기	이라크(내무부 1차)	2	2025-03	1,350억원	이라크 내무부 특수 소방 형상
	이라크(내무부 2차)	2	2026	1,500억원	
	이라크(국방부)	30	2026	1.5조원	
	중앙아시아	2	4Q25~1Q26	1,500억원	소방 형상으로 예상
	UAE	12	2026~2027	6,000억원	

자료: KAI, 언론 보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

한화에어로 주요 수출 내역 폴란드 다음의 대형 수주는?

[한화리서치센터]

❖ 한화에어로스페이스는 내년까지 폴란드 K9/천무 관련 인도가 견조할 것으로 예상 (기수주 잔여 물량 K9 150대 이상, 천무 130대 이상)

❖ 27년 이후에도 수출 매출의 안정적인 성장을 위해서는 **폴란드 2-2차(3차) 및 사우디 대형 계약이 필요**

한화에어로스페이스 폴란드 K9 및 천무 인도대수

폴란드	K9(+155mm 탄약류)	천무(+유도탄+장사거리탄)
수주(폴란드 1차)	212	218
수주(폴란드 2차)	152	72
4Q22	24	0
1Q23	24	0
2Q23	0	0
3Q23	0	0
4Q23	18	17
1Q24	0	0
2Q24	6	18
3Q24	24	19
4Q24	40	12
2025년 가이던스	70+	80+
1Q25	20	24
2Q25	18	27
3Q25	18	9
4Q25E	21	30
누적(~4Q25E)	213	156
1~2차 잔여 인도물량	**151**	**134**

자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

한화에어로스페이스 주요 수출 계약 내역

폴란드	K9(+155mm 탄약류)	천무(+유도탄+장사거리탄)	계약일
폴란드 기본계약	672	290	2022.07
폴란드 1차	212	218	2022.11
계약가격	3.2조원	5조원	
잔여	460	72	
폴란드 2차	152	72	2023.12
계약가격	3.4조원	2.3조원	
잔여	**308**	**0**	
루마니아	**K9 자주포**	**K10 탄약운반장갑차**	
루마니아 1차	54	36	2024.07
계약가격	1.4조원		
호주	**K9 자주포**	**K10 탄약운반장갑차**	
호주 K9 계약	30	15	2021.12
계약가격	8,000억원		
이집트	**K9 자주포**	**K10 탄약운반+K11 사격지휘**	
이집트 K9 계약	216	39+51	2022.02
계약가격	2조원		
호주	**레드백 장갑차**		
LAND-400 Phase3	129		2023.12
계약가격	3.2조원		

자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

현대로템 주요 수출 내역 폴란드 다음의 대형 수주는?

[한화리서치센터]

❖ 현대로템은 폴란드 1차 K2GF 180대 납품 완료(25.11). 2차 K2GF 116대는 26년 31대, 27년 85대 납품 예상

❖ 26년에 2차 K2GF의 생산 자체는 80대 이상 예상하나, **이후 매출 공백 없으려면 추가 수출 필요(이라크, 폴란드 3차, 루마니아, 페루 등)**

현대로템 폴란드 K2 전차 인도대수 및 스케줄

폴란드 K2전차 납품	대수	비고
1차 실행계약 물량	**180**	
4Q22	10	
잔여	170	
1Q23	0	
2Q23	11	
3Q23	7	
4Q23	0	진행률 기준으로 변경
잔여	152	
1Q24	4	
2Q24	14	
3Q24	16	
4Q24	22	4Q24에 14대 조기 생산 / 인도는 25년에 한 것으로 가정
잔여	96	
1Q25	23	추정치
2Q25	26	6월까지 YTD 49대 납품 완료
3Q25E	27	9/19 기준 총 누적 160대 납품 완료
4Q25E	20	11/14 기준 1차 물량 180대 납품 완료

자료: 현대로템, 한화투자증권 리서치센터

현대로템 폴란드 K2 전차 주요 계약 내역

	대수	비고
폴란드 기본계약	1,000	GF 500대+PL 500대 물량 가정
1차 실행계약(GF)	180	
2022 인도	10	
2023 인도	18	
2024 인도	56	
2025 인도	96	
2차 실행계약(GF)	**116**	
2026 인도	31	생산 자체는 80대 이상 예상
2027 인도	85	생산 자체는 30~40대 내외 예상 **(추가 수출 필요)**
2차 실행계약(PL)	**64**	
2027 인도	3	테스트 물량 예상
2028 인도	미정	현지 생산 시작
기본계약 중 잔여	640	GF 약 204대 + PL 약 436대 가정

주: GF=Gap Filler(한국 양산분), PL=Poland(폴란드 현지생산분)
자료: 현대로템, 한화투자증권 리서치센터

수출 비중과 EPS 수출 비중이 증가하는 기업을 찾아라

[한화리서치센터]

❖ 2022년 러-우 전쟁 발발 이후 한국 방산 업체들은 매출 내 급격한 수출 비중 증가로 리레이팅

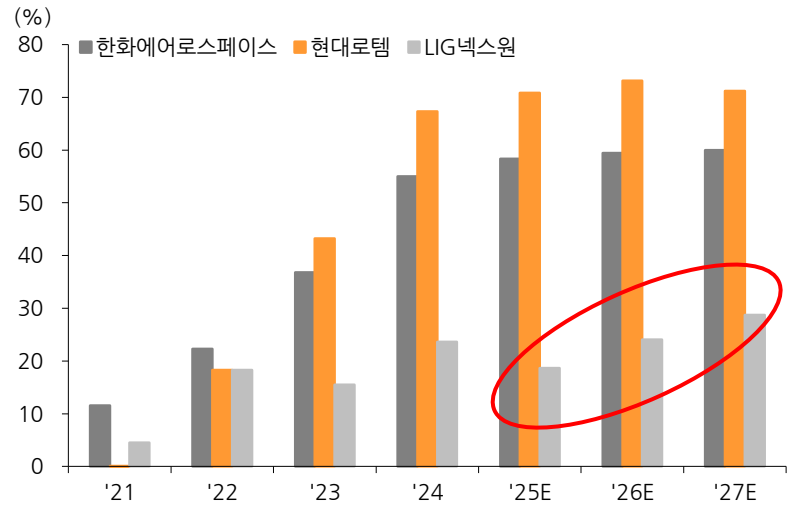
✓ 한화에어로스페이스, 현대로템 방산 수출 비중: [22년 **22.3%, 18.3%**] → [25년E **58.4%, 70.9%**]

❖ LIG넥스원의 경우, 25년 연간 수출 비중이 19% 수준에 불과 → **수출 비중 증가 본격화 측면에서 주목 (27년 29% 전망)**

✓ 인니 무전기 사업 등 저수익성 수출이 마무리되고, 중동향 천궁-II 등 고수익성 수출 비중 증가 중

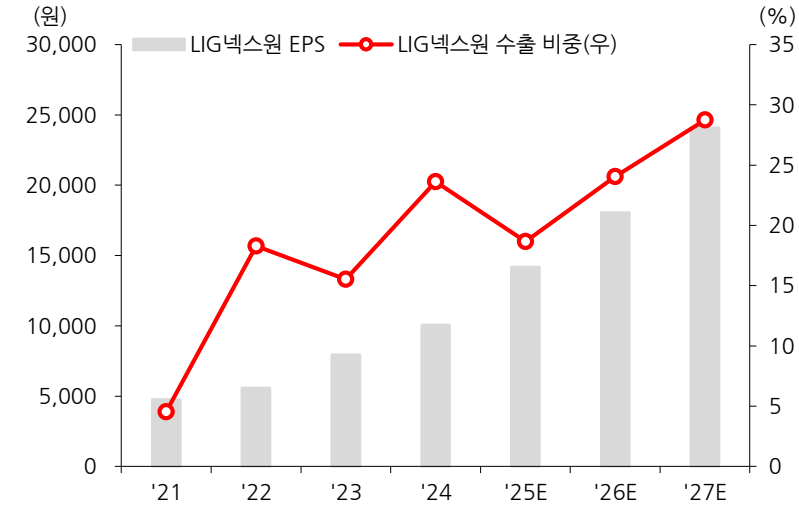
✓ **UAE 천궁-II는 25년 말부터 양산 Phase 돌입**, 사우디와 이라크도 1년 정도씩 후행하며 본격 가세할 예정

방산 Top Picks 3개사 수출 비중



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

LIG넥스원 EPS 및 수출 비중 전망



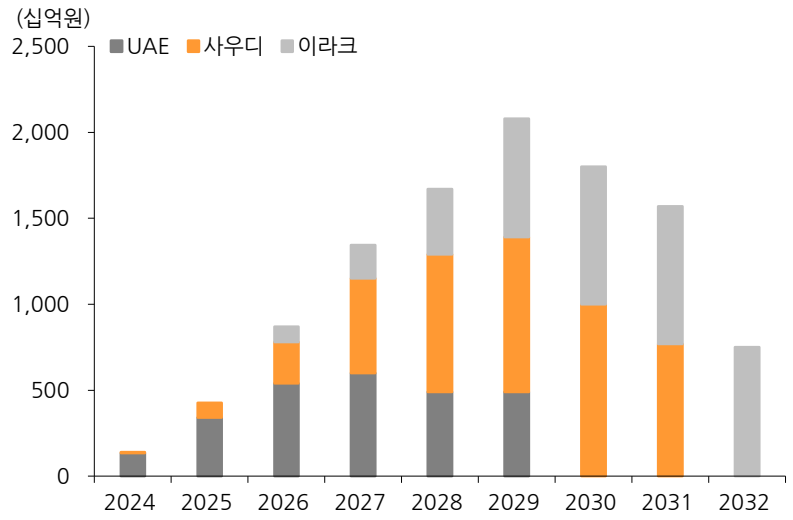
자료: LIG넥스원, 한화투자증권 리서치센터

LIG넥스원 주요 수출 내역 천궁-II 매출인식 가속화, 다음은?

[한화리서치센터]

- LIG넥스원은 2022년~2024년 UAE, 사우디, 이라크와 연달아 천궁-II 수출 계약 체결 (2.6조원, 4.3조원, 3.7조원 규모)
- 중동 3개국 천궁-II 관련 매출은 2029년 Peak를 향해 우상향할 것으로 전망
  - ✓ 25년 말부터 UAE 본격 양산/인도 Phase 돌입 (25년 11월 UAE향 천궁-II 시험발사 성공 보도 有)
  - ✓ 사우디는 26년 말, 이라크는 27년 말부터 양산 Phase 돌입 전망 →**매출인식 가속화**)
- 아직 LIG넥스원은 수출 OPM의 Peak를 경험해 보지 못 했으며, 수출 매출 비중도 20% 이하 →**수익성 서프라이즈 가능성 ↑**
  - ✓ UAE 천궁-II 개발을 기반으로 사우디와 이라크의 **양산 시점이 기존 시나리오보다 앞당겨질 가능성도 존재**

LIG넥스원 천궁-II 지역별 매출 발생 시나리오



자료: LIG넥스원, 한화투자증권 리서치센터

천궁-II 지역별 계약 규모 분석(가정)

	포대 (가정)	포대당 발사대 (가정)	발사대 개수	발사대당 유도탄	유도탄 최소 필요량	계약 규모 (십억 원)
UAE	10	4	40 (10*4)	8	320 (40x8)	2,597.4
사우디	10	8	80 (10*8)	8	640 (80x8)	4,339.8
이라크	8	6	48 (8*6)	8	384 (48*8)	3,713.5

자료: LIG넥스원, 한화투자증권 리서치센터

방위산업

II

유럽과 중동에서의 기회

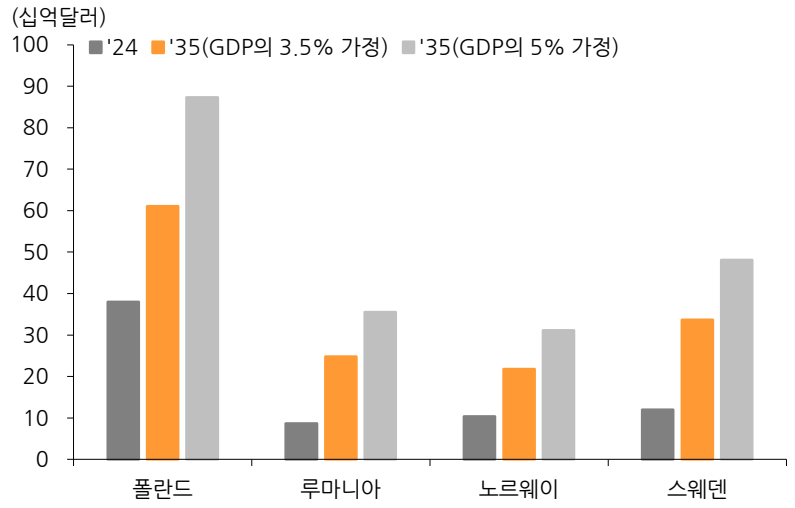
납기, 가격, 호환성, 그리고 현지화

유럽, 재무장은 이제 시작 (1) 러-우 전쟁 이후에도 재무장 지속

[한화리서치센터]

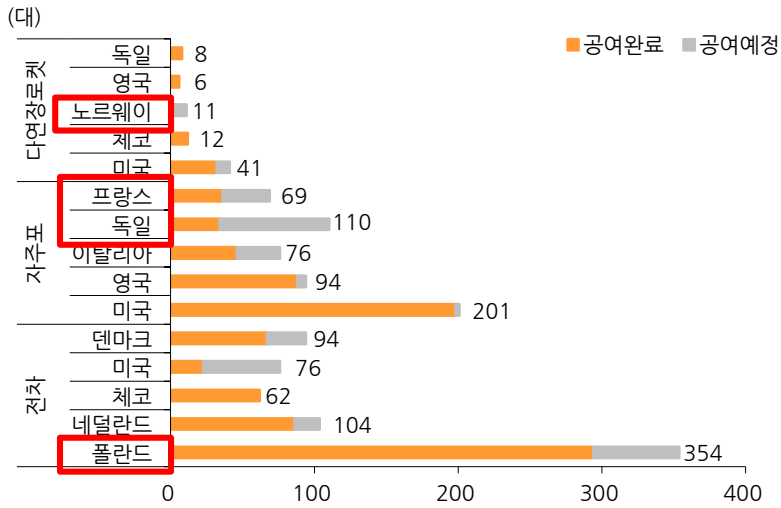
- 한국 방산 업체들의 경쟁력 3가지는 앞으로도 변하지 않을 것 → **① 납기, ② 가격, ③ NATO 품질기준에 맞는 호환성**
- 아울러, 러-우 전쟁이 휴전 국면에 접어들더라도 **유럽의 재무장 여부는 우려 대상이 아님**
  - ✓ NATO 사무총장은 25년 6월 러시아가 **5년 이내**에 동맹국에 무력을 사용할 준비가 될 수 있다고 경고
  - ✓ 유럽 주둔 미군은 2014년 러시아 크림반도 점령으로 10만명까지 증원됐으나 향후 2014년 수준(약 6만명) 이하로 줄어들 수 있을 것으로 전망됨
- 앞으로 유럽 시장에서는 **유럽산 무기 우선 구매 기조를 현지 공동 생산 등을 통해 녀어설 수 있느냐**가 가장 중요할 것
  - ✓ 유럽은 25년부터 5년간 최대 8,000억 유로(1,500억 유로는 SAFE 자금, 6,500억 유로는 회원국 분담금으로 충당) 방위 투자 자금 조달 계획
  - ✓ SAFE(Security Action for Europe): 재정 지원 지속가능성을 위해 무기 공동조달을 위한 **1,500억 유로의 EU 공동 대출 기금** 담당

유럽과 주요국 국방비 증액 전망



자료: NATO, 한화투자증권 리서치센터

우크라이나 무기체계별 지원 현황 및 전망



주: 25년 10월 기준
자료: Kiel Institute, 한화투자증권 리서치센터

미군 철수 시 유럽의 지상방산 무기 필요 규모

지상방산 플랫폼 유형	예시	필요수량	최소단가 (백만달러)	최대단가 (백만달러)	최소비용 (십억달러)	최대비용 (십억달러)
주력전차	K2 흑표; 레오파르트 2A8; M1A2 에이브람스	600	20	30	12	18
보병 전투차량(IFV)	ASCOD; CV90; 링스(Lnyx); 퓨마(Puma)	800	10	15	8	12
차륜형 보병 전투차량 (Wheeled IFV)	AMV; 박서(Boxer); 프레치아(Freccia); 피라냐(Piranha); 로소막(Rosomak)	250	5	15	1.3	3.8
장갑 수송차(APC)	AMPV; ASCOD	900	5	7	5	6
차륜형 장갑차(Wheeled APC)	박서(Boxer); CAVS; 판두르(Pandur); 스트라이커(Stryker)	450	1.5	7	0.7	3.2
방호 차량 (Protected mobility vehicle)	부시마스터(Bushmaster); 딩고 2(Dingo 2); 이글 V(Eagle V); 호크아이(Hawkei) 등	4,200	0.5	1.5	2	6
수륙양용 장갑차	AAV-7A1; ACV	30	4	10	0.1	0.3
차륜형 자주포	아처(Archer); ATMOS 2000; 세자르(CAESAR)	100	4	7	0.4	0.7
궤도형 자주포	K9; 크랍(Krab); PzH 2000	100	12	22	1.2	2.2
다연장 로켓 발사기	천무(Chunmoo); 하이마스(HIMARS); PULS	100	15	30	1.5	3
단거리 탄도미사일	CTM-290; ATACMS; PRSM; 프레데터 호크(Predator Hawk)	400	1	4	0.4	1.6
지상발사형 순항미사일	MdCN&토마호크(Tomahawk)와 동일한 미사일 비용 가정	20	3	5	0.1	0.1
전역 미사일 방어 시스템	L-SAM; 이지스 어쇼어(Aegis Ashore); 사드(THAAD)	3	2,000	3000	6	9
장거리 지대공 미사일 시스템	천궁-II; 패트리엇(Patriot); SAMP/T	24	500	1000	12	24
자주형 대공포 및 미사일 시스템	스카이랭어(Skyranger); 스트라이커(Stryker)	110	9	30	1	3.3

자료: IISS, 한화투자증권 리서치센터

유럽, 재무장은 이제 시작 [2] 현지생산이 중요해 질 것

[한화리서치센터]

❖ 한국 정부는 올해 SAFE 프로그램 참여 희망 공식 의향서(Formal Request) 제출

❖ SAFE 예산은 폴란드가 전체의 29%에 해당하는 437억 유로(약 71조 원)을, 루마니아가 11%에 해당하는 167억 유로(약 27조 원)를 배정받음

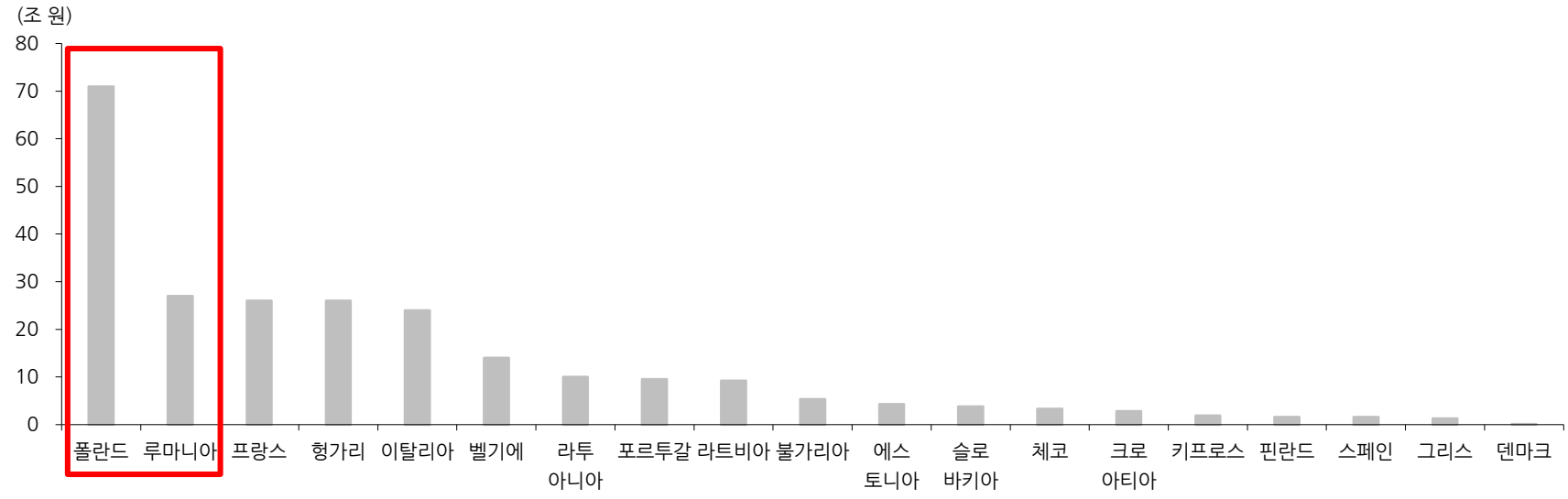
✓ 집행위 심사 등 거쳐 26년 1월 이사회 실행 결정, 2월 대출 협상과 최대 15%의 사전 자금 조달 시작

❖ 대출금으로 구매하는 무기의 제3국산 부품 비율이 35%를 넘을 수 없음 → **현지 생산 거점 확보가 중요 (한화에어로 폴란드/루마니아, 현대로템 폴란드)**

✓ 한국처럼 EU와 안보/방위 파트너십을 체결한 제3국은 집행위와 별도 양자 협정 체결 시 공동구매에 참여 가능

✓ 제3국 업체의 경우에도 유럽 내 생산시설을 두고 있어야 하며 참여 국가 재정 기여 등의 조건이 붙음 (**최소 2개 회원국과 공동구매 팀을 꾸려야 함**)

EU SAFE(Security Action For Europe) 회원국별 배분 액수



자료: EU 집행위원회, 한화투자증권 리서치센터

유럽, 재무장은 이제 시작 (3) 지금 세계는 포탄 부족

[한화리서치센터]

❖ 우크라이나는 하루 5,000발 이상(월 최대 20만발)의 포탄을 소진하고 있는 것으로 알려져 있으며, 이에 **155mm 포탄 쇼티지 심화**

✓ 독일 라인메탈은 우크라이나 내 155mm 포탄 생산을 위해 JV를 설립(2024.02)한 바 있으며, **27년 155mm 포탄 생산량 목표 110만발**

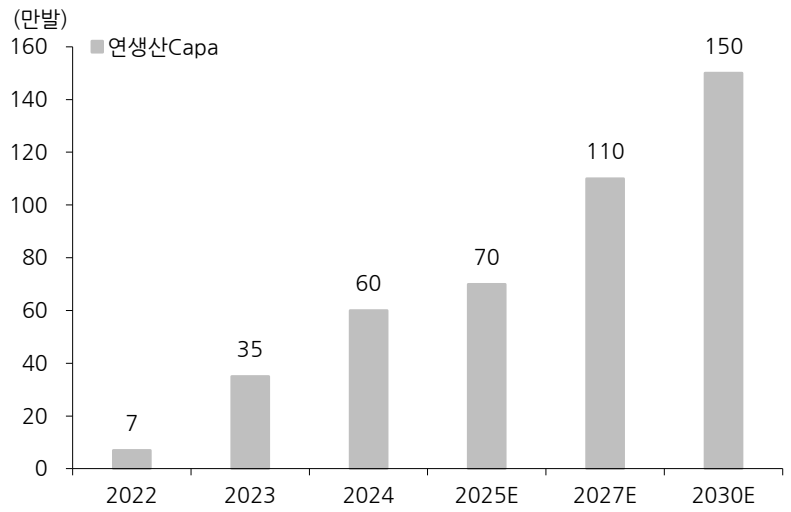
✓ 미국 육군은 **26년까지 155mm 포탄 월 생산량을 10만발까지** 늘리는 것을 목표 (General Dynamics, Nammo 등 라인 증설)

❖ 현재 EU의 연간 155mm 포탄 생산량은 약 50~60만발에 그치는 것으로 파악되며 이는 **특히 모듈화 추진장약 부족에 기인**

✓ 한화에어로는 영국, 스웨덴에 NATO 사용 규격 추진장약을 수출했으며, **최근 폴란드/독일 PGM 사업도 진행 중인 것으로 보이며, 미국 공장도 계획**

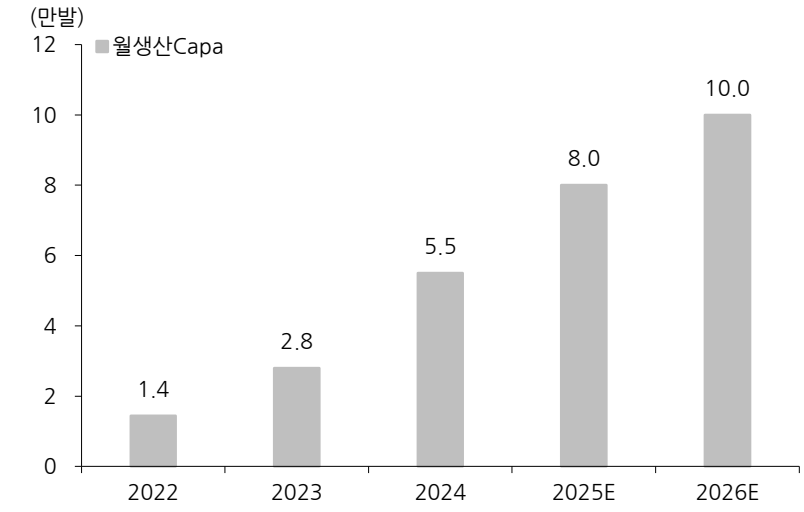
✓ 2027년부터는 수출용 MCS 스마트팩토리 투자(6,673억원, 2026.12 구축)를 통한 추진장약 수출 확대 예상 (**현재 대비 Capa 2배 예상**)

라인메탈 155mm 포탄 연간 생산 Capa 추이 및 전망



자료: Rheinmetall, 한화투자증권 리서치센터

미국 155mm 포탄 월 생산 Capa 추이 및 전망



자료: 미 국방부, 언론 보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

중동, 넥스트 빅 딜 (1) 사우디에서의 대규모 계약 기대

[한화리서치센터]

❖ 방사청장은 올해 사우디 군수산업청(GAMI) 청장과 4번 공식 회동, 국가방위부 등과 **전력증강 및 JV/현지화 관련 사업** 가시화 예상

✓ 사우디는 Vision 2030을 통해 2030년까지 군수품의 50% 이상 현지화(현지생산 및 공동개발 포함)를 목표로 하고 있음

✓ 연말연초 한화에어로스페이스를 필두로 한 사우디(비유럽)과의 대규모 방산 계약이 업종 투자심리 개선에 결정적인 역할을 할 것으로 기대

사우디아라비아 주요 무기체계별 보유 현황

운용 군	구분	모델명	보유대수(추정)	수출국	도입대수(추정)	비교대상(한국)
육군	주력전차	M-1A2S Abrams	575	미국	94년 315; 14년 59; 17년 314; 22년 153	K-2
육군	주력전차	AMX-30	140	프랑스	82년 290	K-2
육군	보병전투장갑차	AMX-10P	380	프랑스	83년 201; 83년 293	AS-21 레드백
육군	보병전투장갑차	M2A2 Bradley	380	미국	92년 200; 93년 200	AS-21 레드백
육군	보병전투장갑차	VAB Mk3	100	프랑스	20년 100	AS-21 레드백
국가방위대	보병전투장갑차	LAV-25	635	캐나다	01년 384; 09년 132; 15년 120±	AS-21 레드백
국가방위대	보병전투장갑차	LAV 700	650	캐나다	22년 119; 23년 385; 23년 65+	AS-21 레드백
육군	병력수송장갑차	M113A4	1,190	미국	07년 128; 10년 300; 13년 312; 15년 320; 17년 350	AS-21 레드백
육군	병력수송장갑차	Panhard M3	150	프랑스	73년 150	AS-21 레드백
국가방위대	병력수송장갑차	LAV-A/AC/CC/PC	514		01년 384; 04년 140; 09년 132; 15년 155; 23년 385	AS-21 레드백
육군	155mm 자주포	AU-F-1	60	프랑스	80년 51; +α	K-9
육군	155mm 자주포	M109A1B/A2	110	미국	82년 87; 85년 24	K-9
육군	155mm 자주포	PLZ-45	54	중국	09년 54	K-9
국가방위대	155mm 자주포	CAESAR	132	프랑스	11년 80; 15년 32; 18년 24	K-9
육군	다연장로켓	ASTROS II Mk3	60	브라질	92년 76; 16년 10	K239 천무
육군	다연장로켓	TOS-1A	10	러시아	19년 10	K239 천무
방공군	대공시스템(중거리)	I-Hawk		미국	68년 10; 81년 6; 85년 10 (23년 천궁-II 10 발주)	M-SAM 천궁-II

자료: 언론 보도 종합, IISS, SIPRI, 한화투자증권 리서치센터

중동, 넥스트 빅 딜 (2) K2 전차의 다음 수출국은 이라크?

[한화리서치센터]

❖ 현대로템의 다음 수출국으로 유력한 후보는 이라크 → 언론 보도에 따르면 **250대(65억 달러, 약 9조 원) 도입 검토 중**

✓ 연말까지 최종 도입 결정을 내리고 승인 시 2~3년 내 첫 물량을 인도받을 가능성이 높아 보인다는 보도 有

✓ 이라크는 현재 미국 지원 M1A1 에이브람스 전차 135대, 러시아산 T-72 약 180대, T-90S 73대 등을 운용하는 것으로 추정됨

✓ 세 기종의 부품 조달망이 달라 유지보수 및 훈련에 비효율 발생, **내년 주둔 미군과 국제 연합군 철수 이후 단일 플랫폼 전환 불가피할 것으로 판단**

❖ 이라크는 11월 11일 총선에서 현 총리 무함마드 시아 알수다니가 이끄는 <재건과 개발> 선거연합이 승리, 총리 연임 가능성 생김

✓ 과반 의석을 확보하지는 못 해 **다른 정파와 연합해 연립정부를 구성하려면 시간이 필요.** 이에 불확실성은 있겠으나 여전히 1H26 내 전차 수주 기대

이라크 주력전차 보유 현황

구분	모델명	보유대수(추정)	수출국	비교대상(한국)
주력전차	M1A1 Abrams	135	미국	K-2
주력전차	T-72M/M1	178	구소련제	K-2
주력전차	T-55	50	구소련제	K-2
주력전차	T-90S	73	러시아	K-2
보병전투장갑차	BMP-1	400	구소련제	AS-21 레드백
보병전투장갑차	BMP-3M	90	러시아	AS-21 레드백
보병전투장갑차	BTR-4	60	구소련제	AS-21 레드백
보병전투장갑차	BTR-80A	100	구소련제	AS-21 레드백
병력수송장갑차	M113A2/Talha	500	미국	AS-21 레드백
병력수송장갑차	MT-LB	400	구소련제	AS-21 레드백
155mm 자주포	M109A1/A5	30	미국	K-9
다연장로켓	BM-21 Grad		구소련제	K239 천무
다연장로켓	TOS-1A	6	러시아	K239 천무
대공시스템	96K6 Pantsir-S1	24	러시아	M-SAM 천궁-II
대공시스템	S-75/125		구소련제	M-SAM 천궁-II
대공시스템	Kvadrat		구소련제	M-SAM 천궁-II

자료: IISS, 언론 보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

중동형 K2 전차 (K2ME)

자료: 현대로템, 한화투자증권 리서치센터

중동, 넥스트 빅 딜 (3) 천궁-II 다음 L-SAM까지 수출을 노린다

[한화리서치센터]

❖ UAE, 사우디, 이라크 등 중동 국가들은 앞으로도 대공방어 시스템 구축이 필요

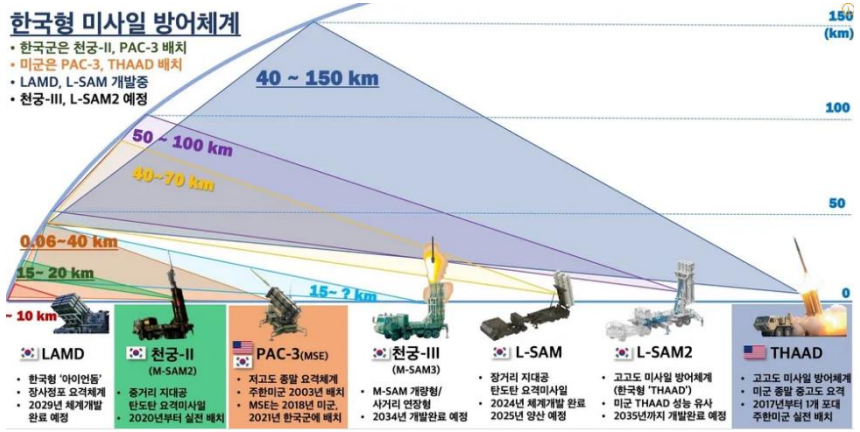
✓ 중동 주요국은 서로 국경을 맞대고 있어 **한국형 미사일 방어체계 컨셉을 차용하기 좋은 구조**

✓ 천궁-II는 납기/가격/호환성 면에서 경쟁 제품 대비 우위에 있으며 향후 **L-SAM도 도입할 가능성 매우 높다고 판단**

✓ **L-SAM의 국내 양산 계약이 마무리**된 바, 2028년 국내 전력화가 예상되나 수출 논의는 그 전에도 가능

❖ 보도에 따르면, LIG넥스원은 사우디에 천궁-II 추가 수출뿐 아니라 지대지 탄도미사일 현무 수출도 추진 중인 것으로 파악됨

한국형 미사일 방어체계 개념도



자료: 아산정책연구원, 한화투자증권 리서치센터

천궁-II 등 중거리 지대공 미사일 제원 비교

제품	천궁-II	Barak 8	NASAMS	PAC-3 (Patriot)
개발국가	한국	이스라엘/인도	노르웨이/미국	미국
제조사	LIG넥스원, 한화에어로, 한화시스템 등	Bharat, Rafael 등	Kongsberg, Raytheon 등	Lockheed Martin, Raytheon 등
한발당비용($m)	1.7+	1.7+	1.0+	4.0+
유효사거리(km)	50	(mrad) 35 (Irad) 75 (ER) 150	(II) 50+ (III) 120+	15~70+ (MSE) 90
요격고도 (km)	15~40	16+ (ER) 30+	(II) 21 (III / ER) 35+	25 (MSE) 40+
최고속도 (마하)	5.0	3.0+	4.0	5.0+

자료: 각 사, 언론 보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

방위산업

III

기업분석

한화에어로스페이스

한화에어로스페이스 (012450) 밸류에이션, 수주, 실적 3박자

[한화리서치센터]

Buy (유지)
목표주가(유지): 1,350,000원

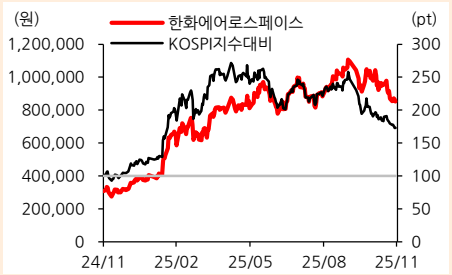
Stock Data

현재 주가(11/28)	852,000원
상승여력	▲ 58.5%
시가총액	439,320억원
발행주식수	51,563천주
52주 최고가/최저가	1,107,000/274,733원
90일 일평균 거래대금	1,980.27억원
외국인 지분율	43.7%

주주 구성

한화 (외 6인)	35.8%
국민연금공단	7.9%
한화에어로스페이스 우리사주	1.3%

Stock Price



여전히 앞으로가 기대된다

- 3분기 지상방산 부문 실적은 매출액 2조 1,098억원(YoY +27.4%, 이하 YoY), 영업이익 5,726억원(+30.2%, OPM 27.1%)
- 3분기 폴란드향 K9, 천무는 각각 18문, 9대 인도 매출 인식. 천무 발사대 인도가 예상 대비 적었으나 탄/부속품 등이 빈자리 메움
- 4분기 지상방산 부문 실적은 매출액 3조 4,619억원(+2.9%), 영업이익 9,171억원(+5.2%, OPM 26.5%)으로 추정
- 4분기 폴란드향 K9, 천무 인도 대수는 각각 20문, 30대 내외 기록할 것으로 추정. 폴란드향 부속품도 QoQ 증익에 기여할 전망

밸류에이션, 수주, 실적 3박자

- 투자의견 Buy와 목표주가 1,350,000원 유지. 동사는 현재 밸류에이션, 수주, 실적 3가지에 대한 매력도를 모두 충족
- 최근에도 중동 무기류, 노르웨이 K9 자주포 추가, 스웨덴 MCS 2차, 이라크 천궁-II 등 다양한 품목의 수출 관련 계약이 이어짐
- 지역/제품 파이프라인 다변화의 위력이 재차 확인되는 중이며, 적극적인 현지화 전략이 가장 강력한 투자 포인트가 될 것
- 특히, 연말연초 사우디 등 중동에서의 대형 계약이 방산 업종 투자심리 개선에 결정적인 역할을 할 것으로 기대
- 26E PER 17배 수준으로 글로벌 Peer 대비 밸류에이션 매력도 높으며, 비유럽향 대형 계약 가능성까지 고려하면 저평가 구간

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,890	11,240	26,962	29,784	34,764
영업이익	594	1,732	3,560	4,340	5,703
EBITDA	933	2,063	4,360	5,222	6,667
지배주주순이익	818	2,299	1,488	2,529	3,443
EPS	15,886	49,621	29,735	49,165	66,913
순차입금	2,350	7,536	7,440	7,346	7,899
PER	8.1	6.6	28.7	17.3	12.7
PBR	1.8	3.0	6.5	4.8	3.6
EV/EBITDA	9.3	10.9	11.8	9.8	7.8
배당수익률(%)	1.4	1.1	0.5	0.6	0.8
ROE	25.6	53.9	25.2	31.9	32.3

자료: 한화투자증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450) 밸류에이션, 수주, 실적 3박자

[한화리서치센터]

한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

(십억 원, %, % YoY)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**5,484**	**6,311**	**6,486**	**8,680**	**5,788**	**7,180**	**7,340**	**9,476**	**11,240**	**26,962**	**29,784**	**34,764**
항공우주	531	649	604	663	593	686	655	726	2,045	2,446	2,661	2,895
내수	227	278	220	288	254	296	240	316	901	1,013	1,106	1,205
수출	304	371	384	375	339	390	415	410	1,144	1,434	1,555	1,691
지상방산	1,157	1,773	2,110	3,462	1,316	2,317	2,790	3,791	7,006	8,502	10,215	11,320
내수	405	690	913	1,533	426	826	1,106	1,784	3,152	3,540	4,142	4,532
수출	753	1,083	1,197	1,929	890	1,491	1,685	2,006	3,855	4,962	6,072	6,788
한화시스템	690	768	808	1,345	793	897	984	1,556	2,804	3,611	4,231	5,185
쎄트렉아이	40	44	50	66	58	65	59	74	171	201	256	306
한화오션	3,143	3,294	3,023	3,249	3,129	3,320	2,935	3,409	10,776	12,710	12,793	15,366
영업이익	**561**	**865**	**856**	**1,278**	**665**	**1,041**	**1,109**	**1,525**	**1,732**	**3,560**	**4,340**	**5,703**
영업이익률	10.2	13.7	13.2	14.7	11.5	14.5	15.1	16.1	15.4	13.2	14.6	16.4
항공우주	4	-12	3	-49	-22	-20	-14	2	-47	-54	-54	-68
영업이익률	0.7	-1.8	0.5	-7.4	-3.8	-2.9	-2.2	0.3	-2.3	-2.2	-2.0	-2.4
지상방산	302	554	573	917	357	648	779	1,007	1,568	2,346	2,791	3,136
영업이익률	26.1	31.3	27.1	26.5	27.1	28.0	27.9	26.6	22.4	27.6	27.3	27.7
한화시스템	58	34	23	51	39	62	75	128	219	165	304	477
영업이익률	8.4	4.4	2.8	3.8	4.9	6.9	7.6	8.2	7.8	4.6	7.2	9.2
쎄트렉아이	2	2	2	4	3	5	4	7	-3	11	19	32
영업이익률	4.4	4.6	4.9	6.6	6.0	7.5	6.7	9.1	-1.8	5.3	7.4	10.6
한화오션	259	372	290	382	345	391	304	423	238	1,302	1,463	2,291
영업이익률	8.2	11.3	9.6	11.8	11.0	11.8	10.4	12.4	2.2	10.2	11.4	14.9
YoY 성장률												
매출액	278.4	170.3	146.5	79.9	5.5	13.8	13.2	9.2	42.5	139.9	10.5	16.7
항공우주	23.5	19.6	26.4	11.5	11.7	5.8	8.5	9.6	27.0	19.6	8.8	8.8
지상방산	76.6	33.4	27.4	2.9	13.7	30.7	32.3	9.5	69.5	21.4	20.1	10.8
영업이익	3,059.3	156.4	79.5	42.1	18.6	20.4	29.5	19.3	191.4	105.5	21.9	31.4

주: 한화오션 실적은 2025년부터 반영 시작
자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450) 밸류에이션, 수주, 실적 3박자

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,890	11,240	26,962	29,784	34,764
매출총이익	1,428	2,870	6,114	7,349	9,018
영업이익	594	1,732	3,560	4,340	5,703
EBITDA	933	2,063	4,360	5,222	6,667
순이자손익	-69	-172	-271	-218	-211
외화관련손익	5	92	-398	6	-3
지분법손익	-28	1,240	2	0	0
세전계속사업손익	1,131	2,647	2,680	4,106	5,658
당기순이익	977	2,540	2,088	3,113	4,236
지배주주순이익	818	2,299	1,488	2,529	3,443
증가율(%)					
매출액	11.7	42.5	139.9	10.5	16.7
영업이익	48.4	191.4	105.5	21.9	31.4
EBITDA	40.8	121.0	111.4	19.8	27.7
순이익	566.6	160.0	-17.8	49.1	36.1
이익률(%)					
매출총이익률	18.1	25.5	22.7	24.7	25.9
영업이익률	7.5	15.4	13.2	14.6	16.4
EBITDA이익률	11.8	18.4	16.2	17.5	19.2
세전이익률	14.3	23.6	9.9	13.8	16.3
순이익률	12.4	22.6	7.7	10.5	12.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,192	22,868	25,189	27,057	30,843
현금성자산	1,909	3,654	3,571	3,546	2,993
매출채권	2,119	8,884	2,976	4,124	5,650
재고자산	2,869	6,290	7,546	8,267	11,058
비유동자산	10,351	20,469	20,903	21,924	23,385
투자자산	4,738	4,405	4,192	4,263	4,336
유형자산	3,410	8,320	9,037	9,824	10,974
무형자산	2,203	7,744	7,674	7,837	8,075
자산총계	19,543	43,337	46,093	48,981	54,228
유동부채	12,077	25,516	26,449	26,152	28,239
매입채무	1,879	4,270	4,073	4,747	6,803
유동성이자부채	2,616	6,566	6,160	5,154	5,154
비유동부채	2,782	6,456	6,561	7,448	7,448
비유동이자부채	1,644	4,623	4,850	5,738	5,738
부채총계	14,859	31,973	33,010	33,600	35,687
자본금	266	240	270	270	270
자본잉여금	192	207	668	668	668
이익잉여금	2,627	4,747	6,039	8,337	11,496
자본조정	443	-198	-187	-187	-187
자기주식	-2	-21	-21	-21	-21
자본총계	4,684	11,364	13,083	15,381	18,541

한화에어로스페이스 (012450) 밸류에이션, 수주, 실적 3박자

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	1,390	1,393	2,172	2,227	2,154
당기순이익	977	2,540	2,088	3,113	4,236
자산상각비	339	331	800	882	963
운전자본증감	462	-903	-819	-1,184	-2,252
매출채권 감소(증가)	-583	-1,097	-1,406	-1,148	-1,526
재고자산 감소(증가)	-714	-882	-1,449	-721	-2,792
매입채무 증가(감소)	244	-78	1,320	673	2,056
투자현금흐름	-3,029	-1,367	-1,834	-1,902	-2,424
유형자산처분(취득)	-450	-577	-1,196	-1,517	-1,948
무형자산 감소(증가)	-118	-149	-299	-314	-403
투자자산 감소(증가)	-10	-372	-95	0	0
재무현금흐름	368	1,066	1	-351	-283
차입금의 증가(감소)	445	1,233	236	-119	0
자본의 증가(감소)	-51	-139	1,160	-232	-283
배당금의 지급	-51	-120	-159	-232	-283
총현금흐름	909	2,544	3,556	3,411	4,406
(-)운전자본증가(감소)	-1,047	2,443	1,065	1,184	2,252
(-)설비투자	453	578	1,206	1,517	1,948
(+)자산매각	-115	-147	-290	-314	-403
Free Cash Flow	1,388	-624	996	396	-197
(-)기타투자	3,036	-1,270	-2	70	73
잉여현금	-1,648	646	998	326	-270
NOPLAT	472	1,643	2,774	3,290	4,270
(+) Dep	339	331	800	882	963
(-)운전자본투자	-1,047	2,443	1,065	1,184	2,252
(-)Capex	453	578	1,206	1,517	1,948
OpFCF	1,405	-1,047	1,304	1,470	1,034

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	15,886	49,621	29,735	49,165	66,913
BPS	69,689	109,587	131,693	176,259	237,536
DPS	1,771	3,443	4,500	5,500	7,000
CFPS	17,667	54,919	70,916	66,155	85,449
ROA(%)	4.7	7.3	3.3	5.3	6.7
ROE(%)	25.6	53.9	25.2	31.9	32.3
ROIC(%)	13.9	16.4	15.9	17.2	19.3
Multiples(x,%)					
PER	8.1	6.6	28.7	17.3	12.7
PBR	1.8	3.0	6.5	4.8	3.6
PSR	0.8	1.3	1.6	1.5	1.3
PCR	7.3	5.9	12.0	12.9	10.0
EV/EBITDA	9.3	10.9	11.8	9.8	7.8
배당수익률	1.4	1.1	0.5	0.6	0.8
안정성(%)					
부채비율	317.2	281.3	252.3	218.4	192.5
Net debt/Equity	50.2	66.3	56.9	47.8	42.6
Net debt/EBITDA	251.8	365.3	170.6	140.7	118.5
유동비율	76.1	89.6	95.2	103.5	109.2
이자보상배율(배)	4.0	7.1	8.8	14.8	20.1
자산구조(%)					
투하자본	32.4	67.7	69.9	72.2	76.6
현금+투자자산	67.6	32.3	30.1	27.8	23.4
자본구조(%)					
차입금	47.6	49.6	45.7	41.5	37.0
자기자본	52.4	50.4	54.3	58.5	63.0

건설기계

마이닝 붐&엔진 붐

Ⅰ 마이닝 붐&엔진 붐

Ⅱ 유럽/중국 턴어라운드

Ⅲ 기업분석

건설기계

I

마이닝 붐&엔진 붐

새로운 성장 동력으로 자리매김

마이닝 붐 (1) 구리와 금이 이끄는 채굴 수요

[한화리서치센터]

❖ 아프리카, 아시아, 중남미 광물 보유국 중심 마이닝 수요 급증. 구리 및 금 가격 급증에 기인

- 구리: 올해 구리 가격은 전력선/배선용 구리 소비 급증에도 주요 광산(콩고/칠레/인니 등)의 잇단 중단 사태로 YTD +20% 이상 상승
- 금: 올해 금 가격은 인플레이션 우려, 중앙은행의 대규모 매입, FED 금리 인하 등으로 인해 YTD +45% 이상 상승

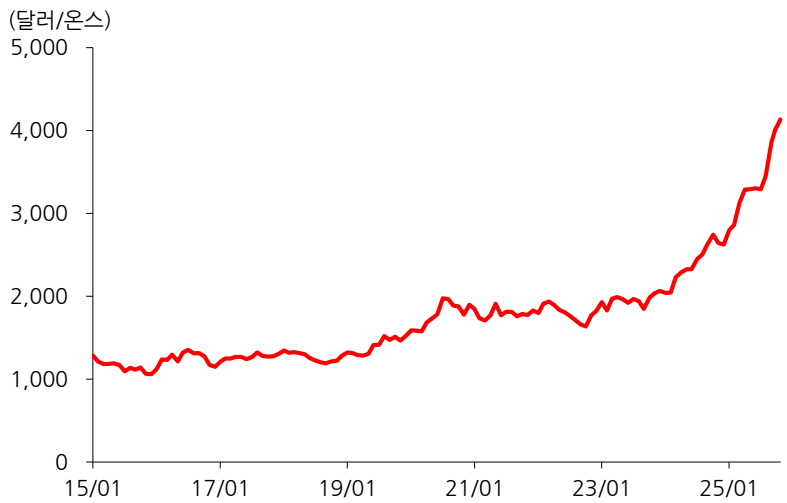
❖ 최근 미-중 무역 합의 결과에 주목하며 산업금속 성격의 구리 가격은 상승, 안전자산 성격의 금 가격은 하락하는 등 변동성 확대

- 변동성 감안하더라도 여전히 두 광물 모두 연초 대비 높은 가격에 위치해 있으며, 고정비 지출이 큰 채굴 기업들의 생산성 개선 나타나는 중
- 이에 광산 채굴 수요 증가하며 광물 보유국에서 굴착기 등 건설장비 수요 또한 강세

구리 선물가격(3M) 추이

주: '25년 11월 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

금 가격 추이



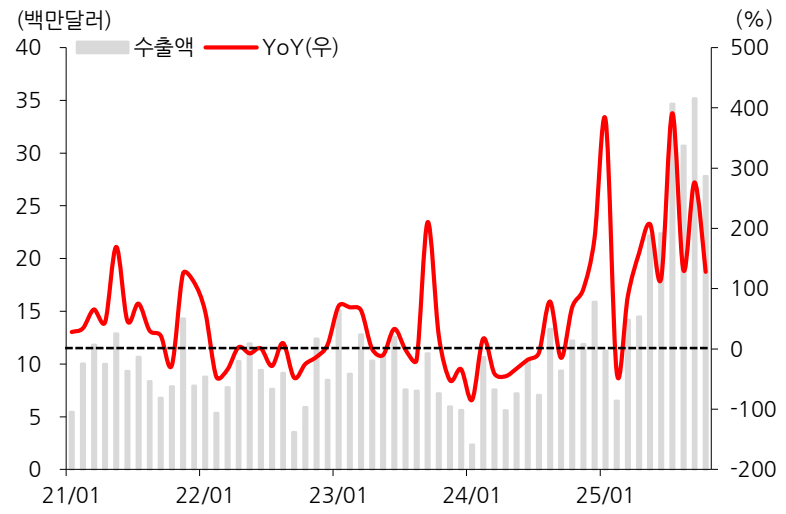
주: '25년 11월 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

마이닝 붐 (2) 아프리카 중심 수출 데이터 호조

[한화리서치센터]

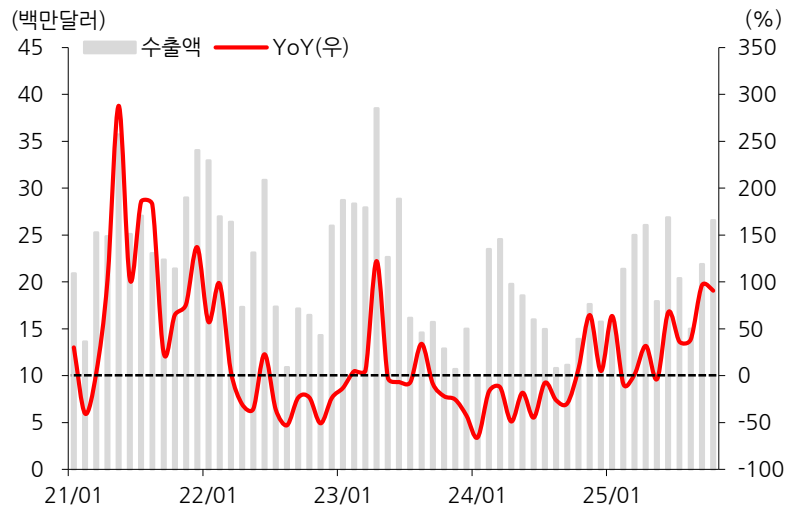
- ❖ 올해 아프리카 중심 굴착기 수출 데이터 호조
  - 3분기 아프리카 YoY +238.5%, 중동 YoY +55.2%, 아시아 YoY +24.1%, 중남미 YoY +3.7%
- ❖ 금/구리 수요 증가로 인해 에티오피아 등 아프리카 광산 굴착기 판매량 증가세는 내년에도 지속될 것으로 전망
  - 아프리카 마이닝 현장에서 쓰이는 굴착기는 대부분 36톤급 이상의 대형 장비(판가/수익성 ↑)
  - 중남미의 페루/칠레/에콰도르 등은 광산 규모가 아프리카보다 커 80~100톤 장비 판매를 통해 향후 수익성 기여도 높을 것으로 전망
- ❖ 금광이 많은 지역 주변 인프라 건설 수요도 동반 증가하며 20~30톤급 중형 장비 수요 또한 견조

국내 아프리카향 굴착기 월별 수출액 추이



주: HS Code 842952 기준
자료: 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

국내 중동향 굴착기 월별 수출액 추이



주: HS Code 842952 기준
자료: 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

마이닝 붐 (3) 채굴 장비 업체 신규 수주 증가세 포착

[한화리서치센터]

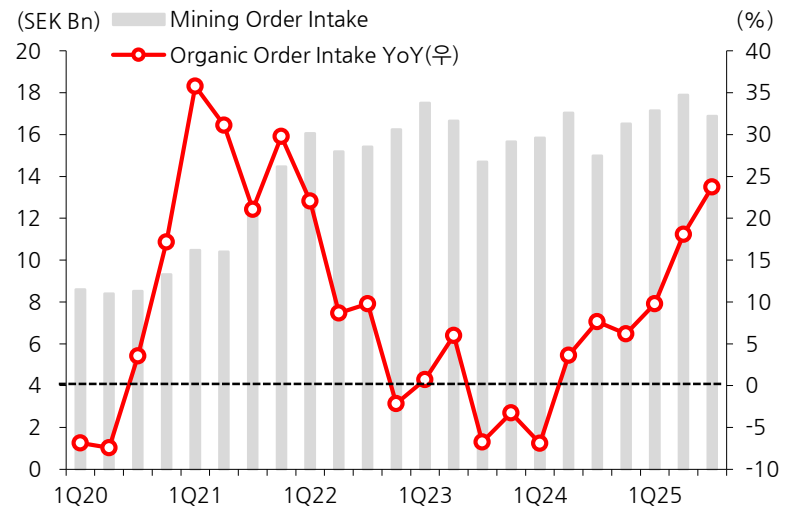
❖ 스웨덴 Sandvik 등 채굴 장비(드릴, 파쇄기, 운반차 등) 업체의 신규 수주 증가세 포착되는 중

- 마이닝 사업부 Organic Order Intake 1Q25 YoY +9.8%, 2Q25 YoY +18.1%, 3Q25 YoY +23.8% 증가
- 3Q25 실적발표에서 Sandvik은 마이닝 사업부 전체 수요의 35%가 금, 25%가 구리에서 발생 중이라고 언급

❖ 금 강세와 실물 공급 부족 영향으로 백금 수요 또한 견조

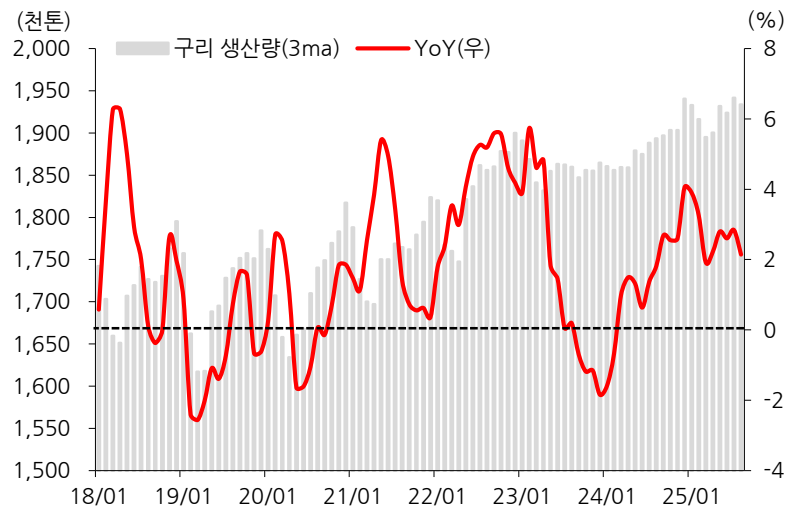
- 주요 산지인 남아공 전력난 및 채굴 설비/장비 유지보수 지연으로 인해 공급 압박 심화

Sandvik 마이닝 사업부 신규 수주 추이



자료: Sandvik, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 구리 생산량 추이



주: '25년 8월 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

엔진 붐 (1) 엔진 내 긍정적 믹스 변화 감지

[한화리서치센터]

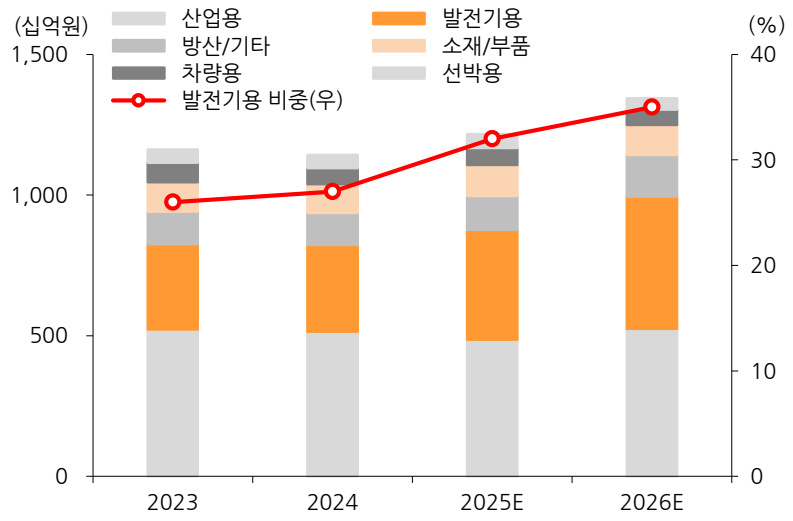
❖ HD현대인프라코어의 엔진 사업부 내 믹스가 기존 산업용(두산밥캣/농기계/지게차 등) 위주에서 점차 개선되고 있다고 판단

- 고수익성(OPM 15~20% 이상 추정)의 발전기용 및 방산용 비중 확대 기대
- 발전기용 엔진의 매출 비중은 2023년 26%에서 2026년 35% 수준으로 증가할 것으로 추정

❖ 발전기용은 오일&가스 필드(천연가스 개발 및 석유 시추 등) 및 데이터센터/마이크로그리드 수요가 모두 강세

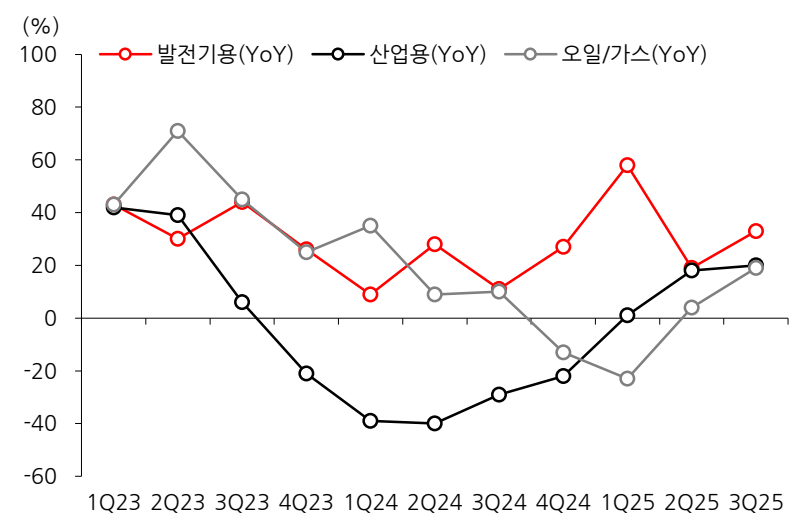
- 캐터필러 Power Generation(발전기 세트 및 엔진 등) 리테일 판매 YoY도 1Q25 +58%, 2Q25 +19%, 3Q25 +33%

HD현대인프라코어 엔진 매출 추이 및 전망



주: 사외매출 기준
자료: HD현대인프라코어, 한화투자증권 리서치센터

Caterpillar E&T 사업부 주요 제품 리테일 판매 추이



주: E&T 사업부는 Power Generation, Industrial, Transportation, Oil&Gas로 구성
자료: Caterpillar, 한화투자증권 리서치센터

엔진 붐 (2) 북미 발전기용 가스 엔진 호황

[한화리서치센터]

❖ HD현대인프라코어의 엔진 사업부 수익성 개선은 북미 발전기용 가스 엔진 수출 증가에 기인하는 것으로 추정 (디젤 엔진 대비 수익성 ↑)

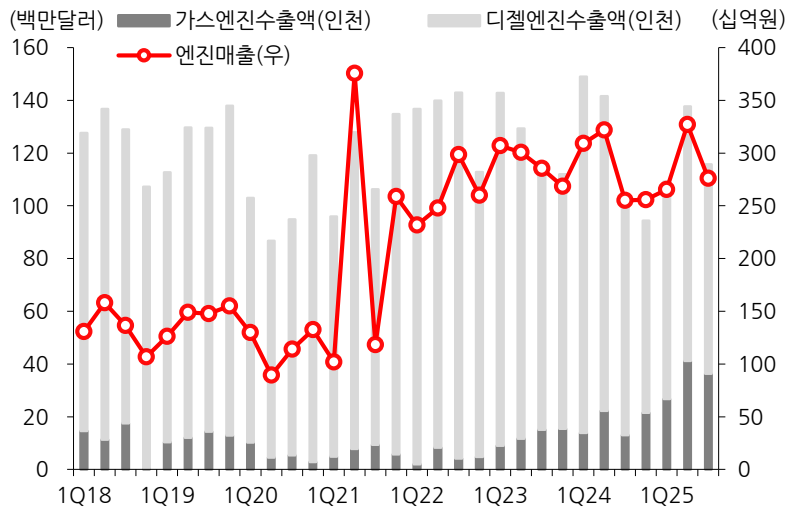
- 인천 지역 발전기용/산업용 엔진 수출액 중 가스 엔진 수출액은 25년 1~10월 누계 $107.3M 기록, YoY +86% 증가

❖ 가스 엔진이 단가가 디젤 대비 높지만 미국 내 가스 파이프라인 등 인프라가 잘 되어 있어 운영비가 낮고, 친환경 수요에 적합해 수요 높은 것으로 판단

- 가스 엔진의 경우 비상 발전뿐 아니라 병렬 연결을 통해 상시 발전에도 쓰일 수 있는 것으로 파악됨 (마이크로그리드 등에서의 수요 ↑)
- 발전기 세트 업체 대비 엔진 업체가 제한적인 상황으로, 납기가 HD 그룹의 경쟁력으로 작용하고 있는 것으로 판단

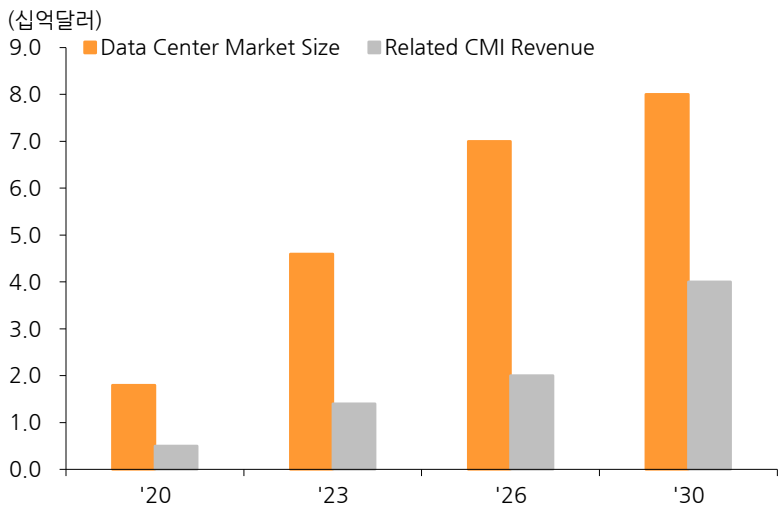
❖ 엔진의 경우, 북미 관세 영향을 발전기 세트 업체에게 대부분 전가할 수 있어 영향 제한적일 것으로 전망

인천 지역 가스/디젤 엔진 수출액 및 HDI 엔진 매출



주: 차량/선박/항공기/철도차량용 엔진 제외한 HS Code 840790, 840890 (발전기용/산업용 엔진 등) 사용
자료: KITA, HD현대인프라코어, 한화투자증권 리서치센터

Cummins의 데이터센터 Power Generation 수요 및 관련 매출 전망



주: CMI Revenue는 데이터센터 관련 Power Systems+Distribution 부문 매출
자료: Cummins, 한화투자증권 리서치센터

엔진 붐 (3) 군산 공장 증설으로 발전기/방산 수요 대응

[한화리서치센터]

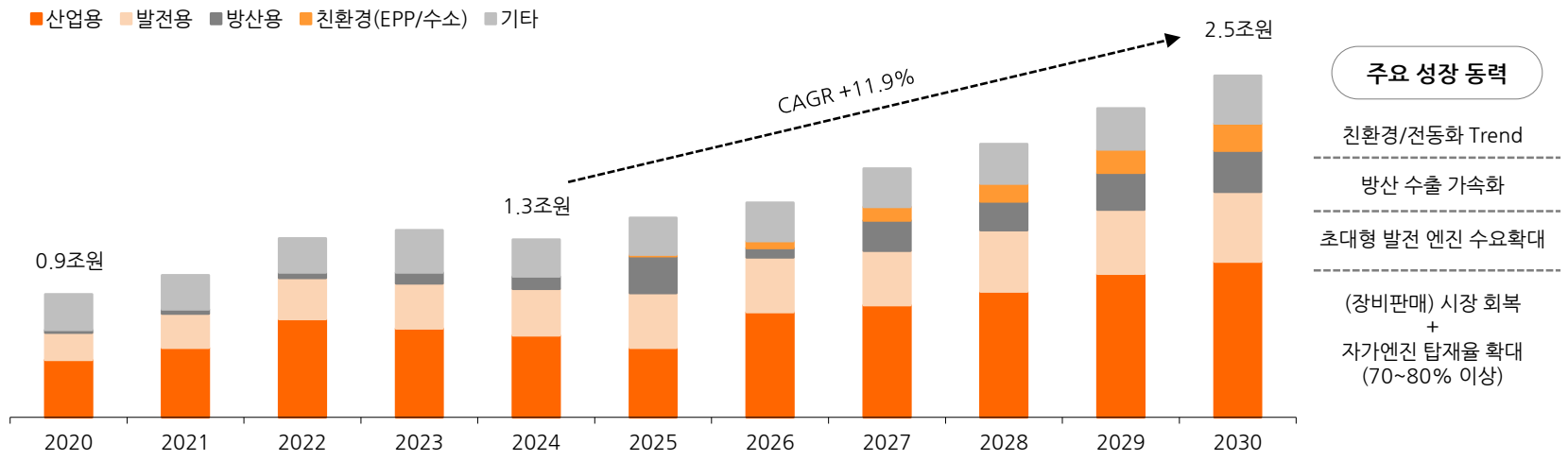
❖ HD현대인프라코어는 24년 12월 군산 엔진 공장 증설을 위해 1,412억원의 시설 투자 공시 (244억원은 인천공장 전용 설비 투자 비용)

- 26년 하반기부터 K2 전차용 방산 엔진(26년 말 예상), 초대형 발전기용 엔진(27년 초 예상), 상용차 및 산업용 배터리팩 양산에 돌입할 전망
- 신규 군산공장은 방산 엔진을 연간 120대(기존 인천 Capa도 120대 수준), 초대형 발전용 엔진(최대 3MW급)을 연간 1,250대 생산 가능
- 방산용 엔진은 현대로템 K2 전차 수출 확대 및 튀르키예 알타이 전차향 수출로 인해 27년 매출 25년 대비 50% 이상 성장 전망

❖ HD그룹은 합병 법인 출범 후 자가엔진 탑재율도 70~80% 이상으로 확대하며 30년 매출 2.5조원 목표 제시

- 발전기용/방산용 엔진의 성장성 감안 시 목표 초과 달성 가능할 것으로 기대

HD건설기계 엔진 사업 중장기 성장 계획



주: 엔진사업 총매출 기준
자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

건설기계

II

유럽/중국 턴어라운드

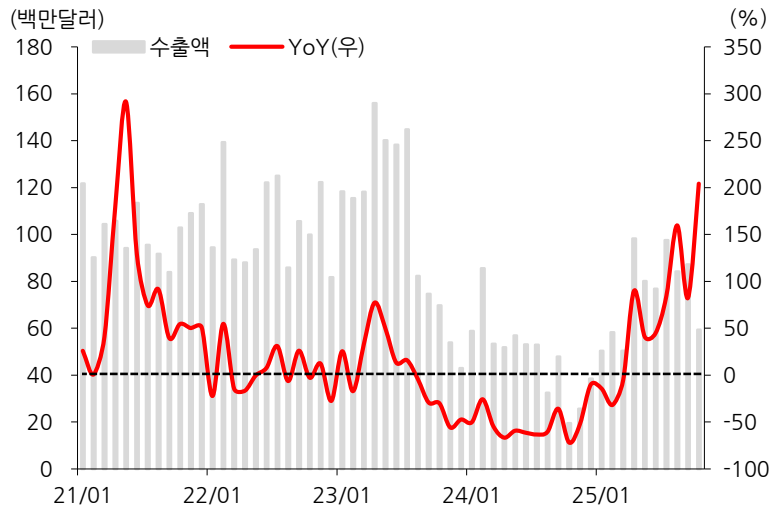
부진했던 시장들의 수요 저점 통과

유럽 (1) 금리 인하 효과 나타나며 턴어라운드

[한화리서치센터]

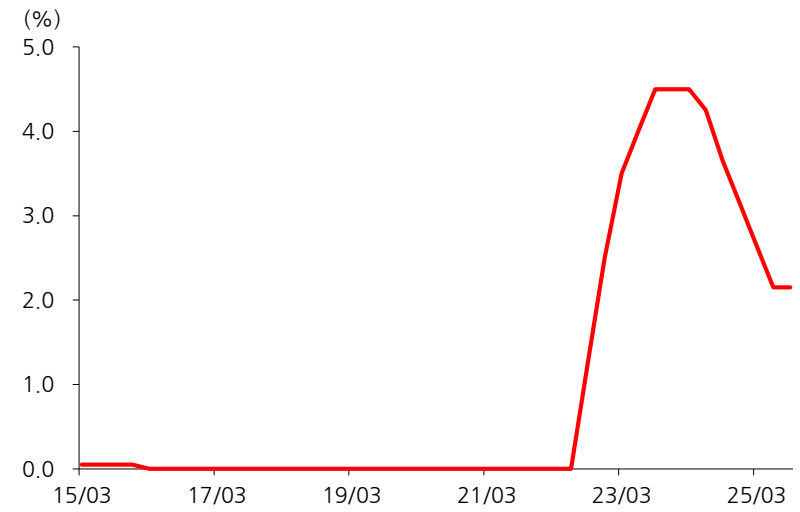
- ❖ 국내 유럽향 굴착기 월별 수출액 2분기 YoY +58%, 3분기 YoY +102%, 10월 YoY +204% 반등. 수요의 저점 통과 뚜렷
- ❖ ECB의 연속된 금리 인하 사이클이 마무리 단계에 접어들면서 수요 반등이 포착되는 중
  - 영국, 이탈리아 및 베네룩스(벨기에/네덜란드/룩셈부르크) 등 서유럽 중심의 수요 회복으로 판단
  - 향후 독일 등 주요국에서의 재정정책 확대 및 인프라 투자 재개 영향이 나타난다면 1년 이상의 반등세 유지 가능할 전망
- ❖ HD건설기계의 경우 24년부터 꾸준히 진행한 딜러 확장 및 교체, Customization Center 등을 통해 시장을 아웃퍼폼 중

국내 유럽향 굴착기 월별 수출액 추이



주: HS Code 842952 기준
자료: 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

분기별 ECB 중앙은행 금리 추이



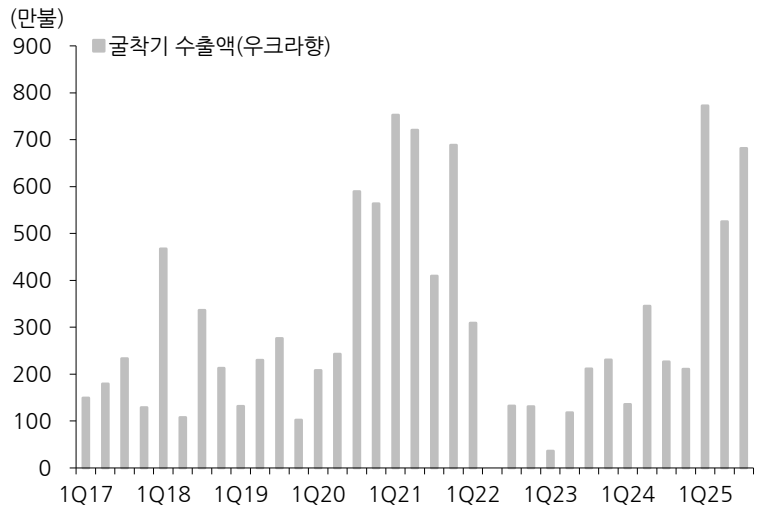
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

유럽 (2) 우크라 수출 반등 중, 휴전 시 러시아 회복도 기대

[한화리서치센터]

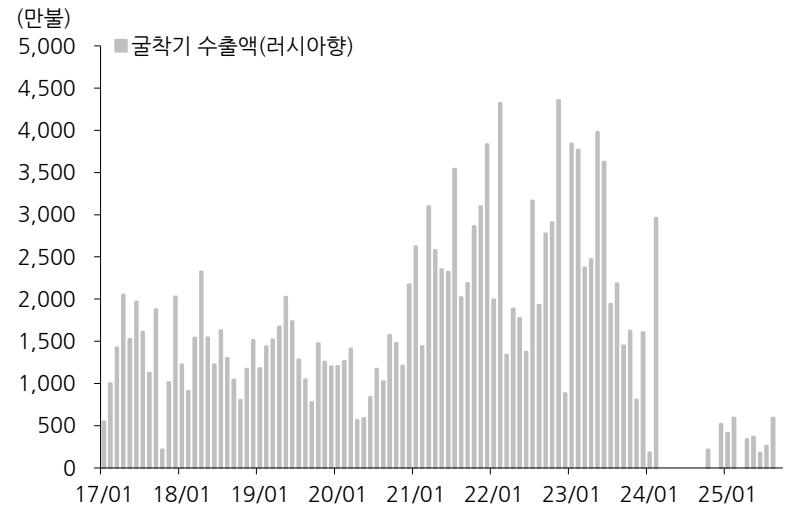
- 러-우 전쟁의 휴전 협상 성사 여부는 여전히 불확실하나, 미래 우크라이나 재건 사업은 여전히 잠재적인 업사이드 요인
- 올해 1~9월 누계 국내 우크라이나향 굴착기 수출액은 $19.8M 기록, YoY +180% 증가
  - 이는 전쟁 발발 이전인 2019년 1~9월 누계액보다 5% 많은 수준으로 이미 우크라이나에 장비 투입되기 시작한 것으로 추정
  - 올해 9월에도 우크라 영토개발부 차관 등 정부 관계자들이 HD현대건설기계 울산캠퍼스를 방문해 재건 협력 방안을 논의
  - 향후 전후 재건 시 HD건설기계 합병법인 기준 연간 1,000억원 이상 매출 기록할 수 있을 것으로 기대
- 24년 2월부터 대러 수출 통제 강화로 러시아향 굴착기 수출은 여전히 미미한 상황. 종전 시 제재 해제 가능성 높을 것으로 기대

우크라이나 굴착기 수출액 추이



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

러시아 굴착기 수출액 추이



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

중국/인도 (1) 내년에도 중국 실적을 기대하는 이유

[한화리서치센터]

❖ HD건설기계 합병법인 기준 중국 내 판매량 점유율은 25년 10월 기준 4.2%로 과거와 큰 차이 없으나 실적 회복세 지속 전망

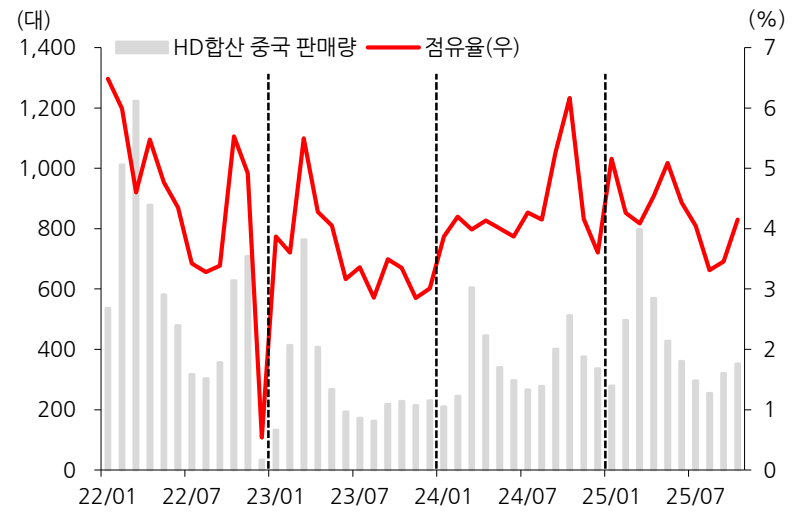
- 점유율은 기종(크기)을 고려하지 않은 단순 판매량 집계로 계산한 것으로, HD그룹은 중국 로컬 대비 중대형~대형에 강점 보유
- 16년~20년에 판매된 장비의 재구매 시점도 26년부터 도래할 것으로 판단, 내년부터 교체수요 발생할 것으로 전망

❖ 올해 하반기부터 HD현대건설기계의 강소법인 생산을 중단하고 HD현대인프라코어의 연태법인으로 통합 생산 시작

- 24년 연태법인 가동률 36%에 불과했으나 통합 시 가동률은 58%로 계산되며, 26년에는 가동률 65% 이상 달성할 것으로 전망

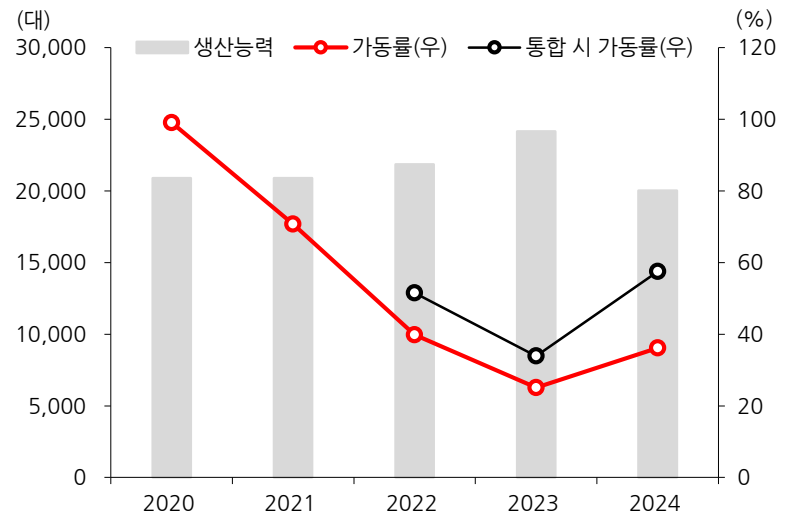
❖ HD그룹의 강점은 광산용 대형 장비와 중국 건설사들의 해외 시공 프로젝트에 대형 장비 위주로 참여하는 데서 발생

HD건설기계 합병법인 기준 중국 판매량 추이



주: 25년 10월 기준
자료: HD현대사이트솔루션, 한화투자증권 리서치센터

중국 연태법인 통합 생산 시 가동률 변화



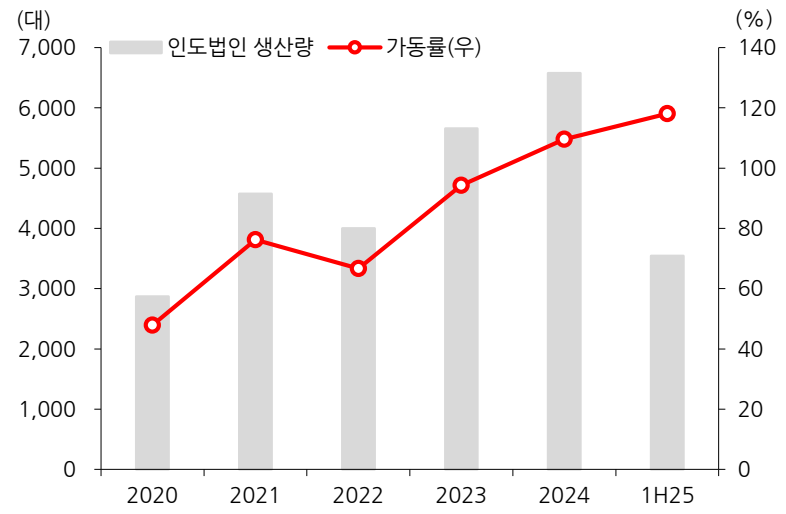
주: 중국 통합 생산 효과 매출 약 1,600억원(굴착기+휠로더 2,000대 수준)
자료: HD현대인프라코어, 한화투자증권 리서치센터

중국/인도 (2) 인도법인 생산성 개선을 통해 중국과의 경쟁력 제고

[한화리서치센터]

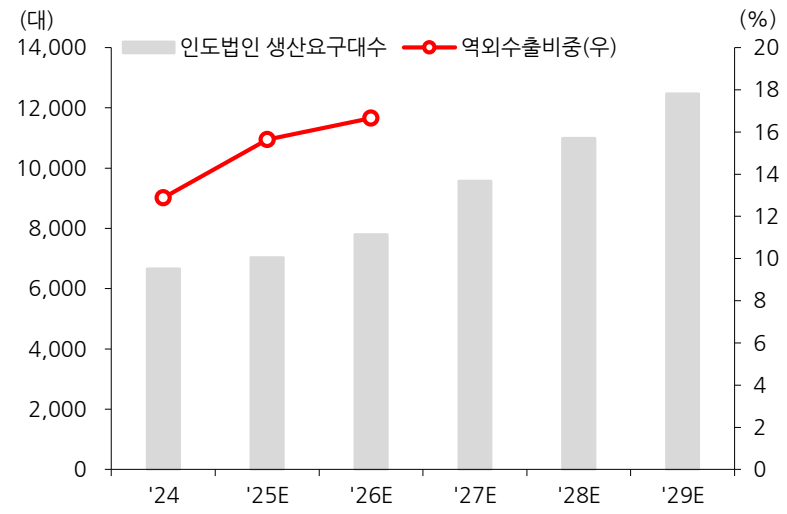
- HD현건기 인도법인은 27년까지 연 1.3만대 이상 생산 체계 구축 목표(현재 Full Capa 약 0.8만대 추정)
  - HD현건기는 인도법인 생산 요구 대수가 24년 6,662대에서 27년 9,577대, 29년 12,475대로 늘어날 것으로 전망
  - HD현건기 인도법인의 가동률은 24년부터 이미 100%를 넘어선 상황
- 권역별 종합서비스센터 구축, 딜러 커버리지 확대, MEX 라인업 추가 등을 통해 MS를 현재 17% 수준에서 27년 20%까지 확대할 것으로 전망
- 인도법인에서 Cost Leadership이 확보된 제품은 신흥 지역으로의 수출을 추진해 내년 생산 물량의 15% 이상을 역외 수출할 것으로 기대
  - 25년 2~3분기 인도는 지방정부 자금 이슈 및 몬순 영향으로 수요가 소폭 둔화됐으나 내년에도 인프라 투자 지속을 통해 4%대 시장 성장 기대

HD현대건설기계 인도법인 생산량 및 가동률



자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

HCE 인도법인 생산요구대수 및 역외수출 전망



자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

북미 [1] 관세 영향으로 선수요 발생했으나 부정적이지만은 않은 상황

[한화리서치센터]

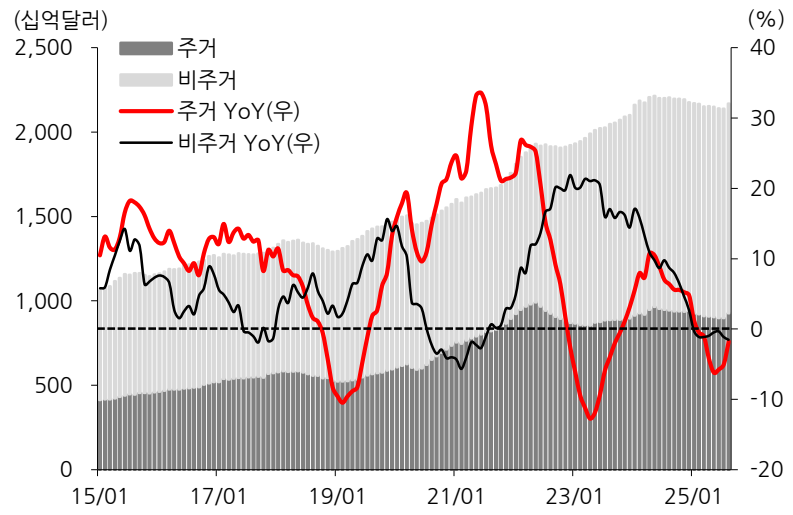
❖ 25년 7월까지 미국 건설지출은 매월 전년 동기 대비 감소하면서 부진. 그러나 국내 미국향 굴착기 수출액은 8월부터 반등하기 시작

- 관세 영향(8월부터 상호 관세 15%, 철강 함량분 원가의 약 10%에는 50% 관세 적용)으로 인해 3분기에 이어 연말/연초에 ASP 상승 가능성 ↑
- 북미 내 생산 비중이 높고 주력 제품 내 MS가 높은 업체들(Caterpillar, 두산밥캣 등) 일부를 제외하면 모두 비슷한 상황일 것으로 판단
- ASP 상승으로 인한 시장 지위의 큰 변화는 기대하지 않으며, 올해 하반기 수출 증가는 판가 상승에 대비한 선수요의 영향이 있었을 것

❖ 25년 하반기 미국 건설지출이 비주거(인프라 투자 등) 위주로 반등하고 달러 재고도 낮아진다면, 내년 북미 시장은 하반기부터 점진적 회복 기대

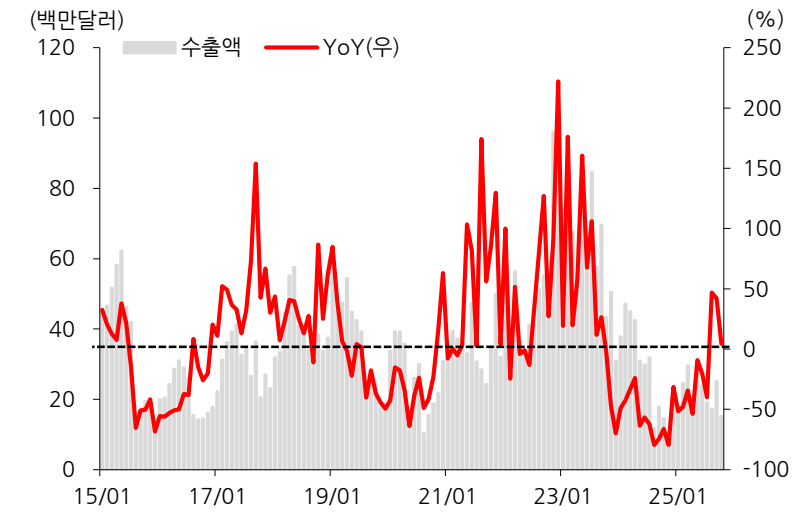
- 데이터센터 및 공장 등의 대형 프로젝트 착공 증가 가능성에 주목. 금리 인하 추세 또한 긍정적

미국 건설지출(주거/비주거) 추이



주: '25년 8월, 계절조정 연간 환산 기준(SAAR)
자료: Census Bureau, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

국내 미국향 굴착기 월별 수출액 추이



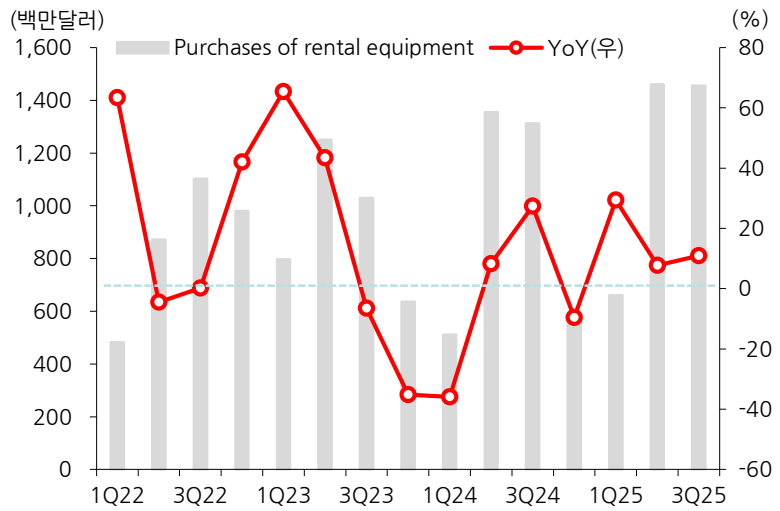
주: '25년 10월, HS Code 842952 기준
자료: 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

북미 (2) 대형 프로젝트 증가로 렌탈 수요 증가 중

[한화리서치센터]

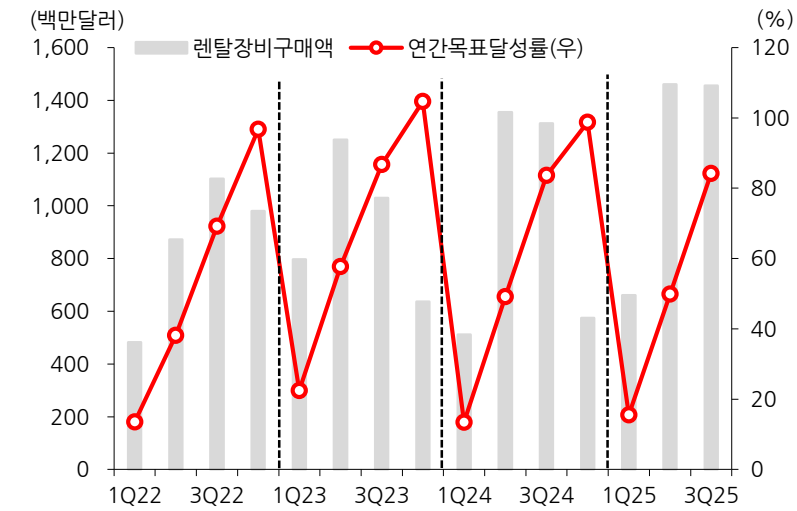
- ❖ 북미 최대 건설장비 렌탈 업체 United Rentals의 3Q25 렌탈 장비 구매액은 $1,455M(YoY +11%)으로 견조
  - 25년 연간 렌탈 장비 구매액을 기존 $3,550M~$4,050M에서 $3,950M~$4,250M으로 상향
- ❖ United Rentals는 3분기 실적발표에서 데이터센터뿐 아니라 전통 인프라, 반도체 공장, 병원, LNG 시설, 공항 등에서의 대형 프로젝트 증가를 언급
  - 금리 인하 영향이 본격적으로 반영될 경우 전반적인 북미 수요는 회복 가능. 관세 영향에 따른 선수요 이후 수요 위축은 일시적일 것으로 판단
- ❖ United Rentals의 3Q25 매출은 $4,229M(YoY +5.9%), 임대 매출은 $3,665M(YoY +5.8%) 기록
  - 렌탈 업체 장비 구매액 증가는 건설장비 업체 실적 개선에 1~2개 분기 선행하는 성격 지님
  - Caterpillar 수주잔고도 3Q25 $0.6B 증가하며 역대 최대 $39.8B 수주잔고를 기록

United Rentals 분기별 렌탈 장비 구매 추이



자료: United Rentals, 한화투자증권 리서치센터

United Rentals 렌탈장비구매액 및 목표달성률 추이



자료: United Rentals, 한화투자증권 리서치센터

북미 (3) 모기지 금리의 추세적 하락이 마지막 열쇠

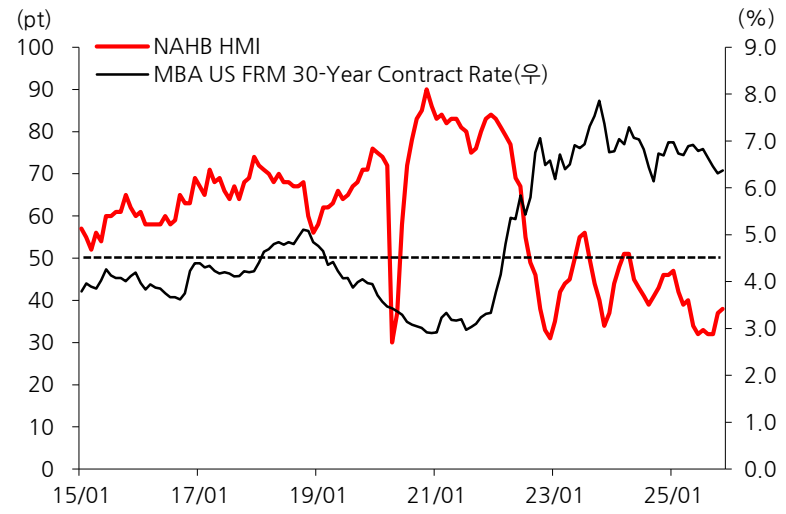
[한화리서치센터]

❖ 미국 건설지출의 완연한 회복을 위해서는 모기지 금리의 추세적 하락을 통한 주거용 건설지출의 반등이 필요

- 3분기 들어 모기지 금리는 하락 추세 전환했으나 11월에는 다시 소폭 반등

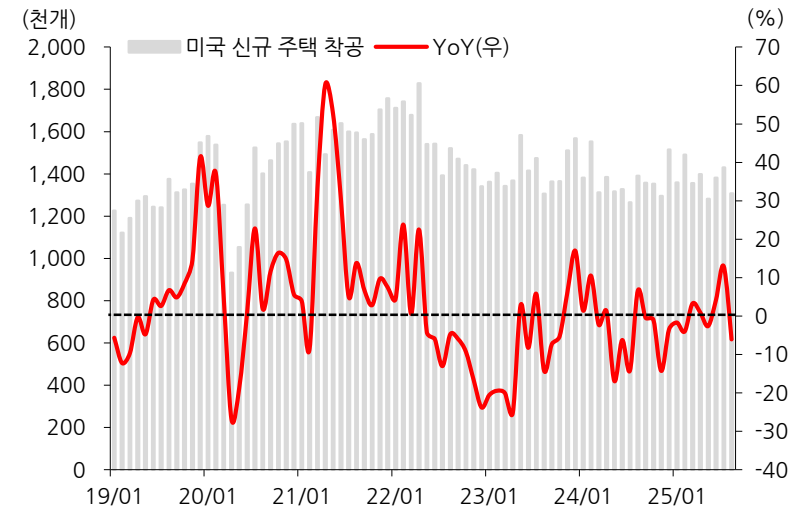
❖ 신규 주택 착공 데이터가 3~4개월 연속 유의미한 반등을 나타낼 경우 소형 장비 위주의 수요 회복을 기대

미국 NAHB 주택시장지수 및 30년 모기지 금리



주: '25년 11월 기준, (HMI) 기준점: 50
자료: 전미주택건설업협회, MBA, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

미국 신규 주택 착공 추이



주: '25년 8월 기준, US New Privately Owned Housing Units Started
자료: Census Bureau, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

건설기계

III

기업분석

HD현대건설기계

HD현대건설기계 (267270) 마이닝 붐과 엔진 붐 모두 누린다

[한화리서치센터]

Buy (유지)
목표주가(유지): 150,000원

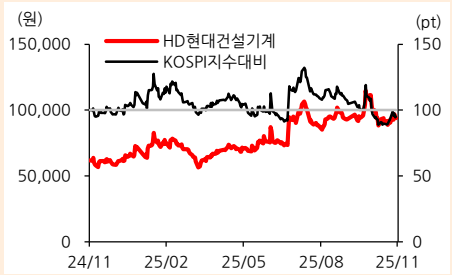
Stock Data

현재 주가(11/28)	93,800원
상승여력	▲ 59.9%
시가총액	16,281억원
발행주식수	17,358천주
52주 최고가/최저가	114,900/56,400원
90일 일평균 거래대금	169.27억원
외국인 지분율	16.0%

주주 구성

HD현대사이트솔루션 (외 5인)	41.0%
국민연금공단	13.5%
현대건설기계우리사주	0.1%

Stock Price



3Q25 Review: 시장 기대치 큰 폭으로 상회

- 3분기 매출 9,547억원(YoY +16.9%), 영업이익 558억원(YoY +29.8%, OPM 5.8%)으로 OP 기준 컨센서스 29% 상회
- 올 하반기 중국 강소법인 구조조정 비용 약 150억원이 추가 발생할 것으로 예상되었으나 3Q에 15억원만 발생, 4Q는 30억원 추정
- 북미는 YoY +8% 성장했으나 관세 영향에 따른 판가 인상 전 선수요 효과도 일부 반영된 것으로 추정. 인건 비 낮은 남부 수요↑
- 유럽은 YoY +32%로 크게 성장. 항만 물류 정상화와 EU CUP 운영 안정화 효과 나타나는 중. 금리 인하 사이클 이후 수요 반등

마이닝 붐과 엔진 붐 모두 누린다

- 3분기 직수출 YoY +33%. 특히, 34톤급 이상 광산용 장비 판매 증가가 수익성 개선으로 이어짐. 금광 지역 딜러망에서 강점 보유
- HD현대인프라코어와의 합병 기일은 26.01.01, 합병 신주 상장 예정일 26.01.26. 합병법인은 엔진 붐까지 같이 누리게 될 것
- 부품 사업은 Valumate(AM용 경제형 부품 세컨 브랜드) 라인업 확대 및 오일 판매 등을 통해 내년에도 수익성 개선 기여 전망

투자의견 Buy, 목표주가 150,000원 유지

- 26E PER 캐터필러 26배, 고마츠 13배, SANY 16배, 동사 8배로 글로벌 건설기계 Peer들 대비 PER 현저히 저평가된 상태

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,825	3,438	3,788	4,152	4,449
영업이익	257	190	182	260	293
EBITDA	324	259	249	334	372
지배주주순이익	139	100	115	209	239
EPS	7,077	5,461	6,598	12,273	14,353
순차입금	261	357	275	77	-15
PER	7.3	10.7	14.2	7.6	6.5
PBR	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.9	5.5	7.7	5.1	4.3
배당수익률(%)	1.4	0.9	0.5	0.6	0.6
ROE	9.2	6.2	6.6	10.9	11.2

자료: 한화투자증권 리서치센터

HD현대건설기계 (267270) 마이닝 붐과 엔진 붐 모두 누린다

[한화리서치센터]

실적 추정

(십억 원, %, % YoY)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**907**	**968**	**955**	**959**	**1,047**	**1,086**	**1,013**	**1,007**	**3,438**	**3,788**	**4,152**
직수출	251	325	336	297	337	376	371	310	1,014	1,209	1,394
인도/브라질	211	167	158	196	213	173	165	201	712	733	752
중국	72	81	51	67	85	97	61	77	212	271	320
북미	186	228	220	220	187	234	227	224	860	853	872
유럽	96	101	128	119	130	136	123	128	392	443	518
국내	91	65	62	60	95	70	66	66	248	278	297
건설기계	706	768	759						2,631		
산업차량	108	103	106						478		
A/S 및 기타	93	97	90						329		
영업이익	**42**	**40**	**56**	**44**	**68.0**	**76**	**58**	**57**	**190**	**182**	**260**
영업이익률	4.6	4.1	5.8	4.6	6.5	7.0	5.8	5.7	5.5	4.8	6.3
% YoY											
매출액	**-7.4**	**13.4**	**16.9**	**21.5**	**15.4**	**12.3**	**6.1**	**5.0**	**-10.1**	**10.2**	**9.6**
직수출	-18.3	31.6	33.3	43.6	33.9	15.8	10.3	4.5	-25.1	19.3	15.3
인도/브라질	10.1	-5.5	-2.4	8.6	1.1	3.4	4.0	2.6	17.0	3.0	2.6
중국	32.1	76.7	3.9	6.9	18.0	19.3	18.9	14.8	23.9	27.8	17.8
북미	-19.8	1.1	8.1	10.1	0.4	2.7	3.4	1.9	-12.5	-0.8	2.2
유럽	-8.7	0.6	31.8	32.0	35.7	34.9	-3.6	8.0	-16.4	13.0	16.8
국내	2.6	14.6	16.4	21.1	5.0	7.0	7.0	10.0	3.0	12.0	7.0
영업이익	**-22.2**	**-31.7**	**29.8**	**25.5**	**63.1**	**91.1**	**4.4**	**29.5**	**-26.0**	**-4.6**	**43.0**

자료: 한화투자증권 리서치센터

HD현대건설기계 (267270) 마이닝 붐과 엔진 붐 모두 누린다

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,825	3,438	3,788	4,152	4,449
매출총이익	725	651	733	813	898
영업이익	257	190	182	260	293
EBITDA	324	259	249	334	372
순이자손익	-35	-33	-28	-20	-20
외화관련손익	26	21	-11	64	68
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	190	121	139	250	285
당기순이익	127	86	100	188	216
지배주주순이익	139	100	115	209	239
증가율(%)					
매출액	8.8	-10.1	10.2	9.6	7.1
영업이익	50.8	-26.0	-4.6	43.0	12.6
EBITDA	37.9	-20.1	-4.0	34.3	11.4
순이익	28.2	-32.5	15.8	89.2	14.6
이익률(%)					
매출총이익률	18.9	18.9	19.3	19.6	20.2
영업이익률	6.7	5.5	4.8	6.3	6.6
EBITDA이익률	8.5	7.5	6.6	8.0	8.4
세전이익률	5.0	3.5	3.7	6.0	6.4
순이익률	3.3	2.5	2.6	4.5	4.8

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,199	2,113	2,303	2,526	2,750
현금성자산	555	370	522	720	813
매출채권	500	525	511	655	554
재고자산	1,059	1,129	1,166	1,047	1,279
비유동자산	1,098	1,212	1,298	1,344	1,391
투자자산	188	216	186	186	186
유형자산	817	903	1,018	1,062	1,106
무형자산	93	93	94	96	99
자산총계	3,297	3,325	3,601	3,870	4,141
유동부채	1,014	1,064	1,044	1,113	1,155
매입채무	395	536	606	674	716
유동성이자부채	442	389	305	305	305
비유동부채	512	467	623	623	623
비유동이자부채	374	339	492	492	492
부채총계	1,526	1,531	1,667	1,736	1,778
자본금	99	94	94	94	94
자본잉여금	803	839	839	839	839
이익잉여금	605	655	733	933	1,162
자본조정	69	70	148	148	148
자기주식	-76	-40	-21	-21	-21
자본총계	1,771	1,794	1,934	2,134	2,363

HD현대건설기계 (267270) 마이닝 붐과 엔진 붐 모두 누린다

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	318	261	233	327	229
당기순이익	127	86	100	188	216
자산상각비	67	69	67	74	80
운전자본증감	39	67	-4	44	-90
매출채권 감소(증가)	74	13	-39	-144	100
재고자산 감소(증가)	111	-1	-67	120	-232
매입채무 증가(감소)	-100	83	91	68	42
투자현금흐름	-65	-195	-117	-120	-126
유형자산처분(취득)	-115	-172	-126	-113	-119
무형자산 감소(증가)	-13	-14	-7	-7	-8
투자자산 감소(증가)	65	-9	16	0	0
재무현금흐름	-223	-254	95	-9	-10
차입금의 증가(감소)	-13	-12	-6	0	0
자본의 증가(감소)	-33	-43	-9	-9	-10
배당금의 지급	-33	-13	-9	-9	-10
총현금흐름	374	276	251	283	319
(-)운전자본증가(감소)	73	-5	-26	-44	90
(-)설비투자	116	173	127	113	119
(+)자산매각	-12	-14	-7	-7	-8
Free Cash Flow	172	94	143	207	102
(-)기타투자	-111	-63	29	0	0
잉여현금	283	157	114	207	102
NOPLAT	172	135	130	196	221
(+) Dep	67	69	67	74	80
(-)운전자본투자	73	-5	-26	-44	90
(-)Capex	116	173	127	113	119
OpFCF	51	35	95	201	92

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	7,077	5,461	6,598	12,273	14,353
BPS	80,021	90,564	104,497	118,392	134,549
DPS	700	500	500	600	600
CFPS	18,964	15,083	14,479	16,634	19,129
ROA(%)	4.1	3.0	3.3	5.6	6.0
ROE(%)	9.2	6.2	6.6	10.9	11.2
ROIC(%)	8.6	6.4	6.0	8.9	9.7
Multiples(x,%)					
PER	7.3	10.7	14.2	7.6	6.5
PBR	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
PCR	2.7	3.9	6.5	5.6	4.9
EV/EBITDA	3.9	5.5	7.7	5.1	4.3
배당수익률	1.4	0.9	0.5	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	86.2	85.3	86.2	81.4	75.2
Net debt/Equity	14.7	19.9	14.2	3.6	-0.6
Net debt/EBITDA	80.5	138.0	110.7	23.1	-4.0
유동비율	216.8	198.7	220.6	227.0	238.2
이자보상배율(배)	5.6	4.4	5.5	10.3	11.4
자산구조(%)					
투하자본	73.2	78.6	75.7	70.9	70.2
현금+투자자산	26.8	21.4	24.3	29.1	29.8
자본구조(%)					
차입금	31.5	28.9	29.2	27.2	25.2
자기자본	68.5	71.1	70.8	72.8	74.8

Compliance Notice

(공표일: 2025년 12월 01일)

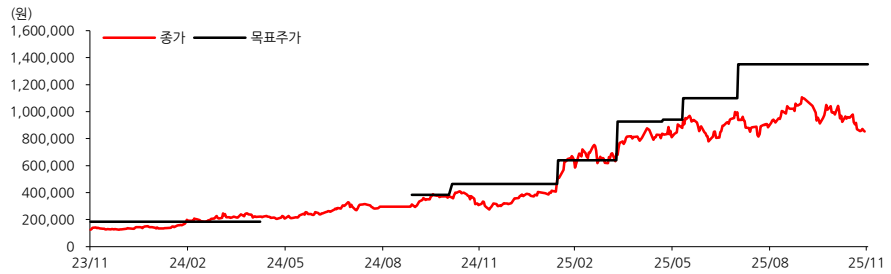
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조, 김나우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

한화에어로스페이스는 당사와 '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

한화에어로스페이스(012450)



투자의견 변동내역

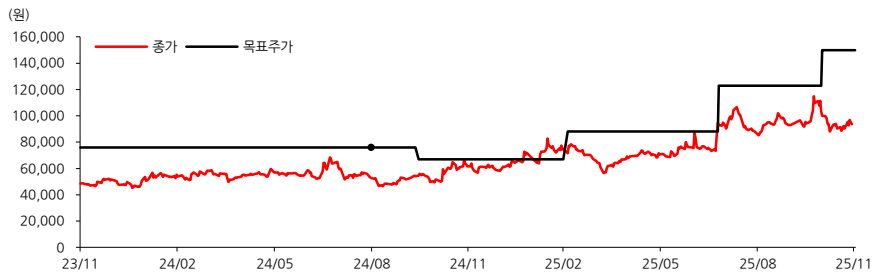
일 시	2016.08.12	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.26	2024.02.29	2024.03.29
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2024.04.26	2024.09.27	2024.09.27	2024.11.04	2024.11.28	2024.11.29
투자의견	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	배성조	390,000	470,000	470,000	470,000
일 시	2024.12.27	2025.01.21	2025.01.24	2025.02.12	2025.02.28	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	470,000	470,000	470,000	650,000	650,000	650,000
일 시	2025.04.09	2025.04.25	2025.05.02	2025.05.30	2025.06.10	2025.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	940,000	940,000	940,000	940,000	1,100,000	1,100,000
일 시	2025.07.25	2025.08.01	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.31	2025.11.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,100,000	1,350,000	1,350,000	1,350,000	1,350,000	1,350,000
일 시	2025.11.28	2025.12.01				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	1,350,000	1,350,000				

목표주가 변동 내역별 괴리율 (한화에어로스페이스)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.09.27	Buy	384,035	-6.91	0.77
2024.11.04	Buy	462,812	-22.58	5.96
2025.02.12	Buy	640,059	2.05	17.54
2025.04.09	Buy	925,623	-11.80	-2.23
2025.06.10	Buy	1,100,000	-18.68	-9.27
2025.08.01	Buy	1,350,000		

HD현대건설기계 (267270)



투자의견 변동내역

일 시	2023.11.29	2023.12.11	2023.12.28	2024.01.09	2024.01.26	2024.02.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000
일 시	2024.02.29	2024.03.13	2024.03.29	2024.04.11	2024.04.25	2024.04.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000
일 시	2024.05.23	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.28	2024.07.11	2024.07.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000
일 시	2024.07.26	2024.08.29	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.14	2024.10.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	76,000	76,000	76,000	76,000	67,000	67,000
일 시	2024.10.25	2025.02.28	2025.03.04	2025.04.29	2025.07.02	2025.07.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	67,000	67,000	88,000	88,000	88,000	123,000
일 시	2025.10.31	2025.12.01				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	150,000	150,000				

목표주가 변동 내역별 괴리율 (HD현대건설기계)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.10.14	Buy	67,000	-6.20	23.58
2025.03.04	Buy	88,000	-18.90	7.50
2025.07.25	Buy	123,000	-21.94	-6.59
2025.10.31	Buy	150,000		

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 (기준일: 2025년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

한화투자증권 리.서.치.센.터

리서치센터장

박영훈

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
안현국	수석연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김수연	연구위원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
임혜윤	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	책임연구원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
최규호	책임연구원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	연구원	차익거래	3772-7737	shhan1229@hanwha.com

[기업분석팀]

김소혜	팀장	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
김성래	수석연구위원	자동차/부품	3772-7751	sr.kim@hanwha.com
송유림	수석연구위원	건설/건자재/유틸리티	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com
김도하	연구위원	은행/보험	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
이진협	연구위원	유통/의류	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
이용욱	책임연구원	에너지/화학/2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
배성조	책임연구원	조선/방산/우주/기계	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
권지우	연구원	철강	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com
고예진	연구원	반도체/에너지/화학/2차전지/음식료/화장품/엔터/레저/운송 RA	3772-7701	yejinko@hanwha.com
김나우	연구원	인터넷/게임/미디어/유통/의류/방산/우주/기계/은행/보험 RA	3772-7710	now.kim@hanwha.com
김예인	연구원	ESG/건설/건자재/유틸리티/자동차/부품 RA	3772-8420	yein.kim@hanwha.com

[글로벌리서치팀]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
임해인	책임연구원	미국주식//자산배분	3772-7799	haein.lim@hanwha.com
박유진	연구원	중국주식	3772-8217	yujin.park@hanwha.com
박제인	연구원	해외/중국/신흥국/미국주식 RA	3772-7380	jane8314@hanwha.com

[디지털자산리서치팀]

박영훈	팀장	Energy	3772-7614	houn0715@hanwha.com
김유민	책임연구원	대체자산	3772-7392	yumin.kim@hanwha.com

2026 산업전망

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

본 · 지점망

서울

본 사	02) 3772-7000	노 원 지 점	02) 931-2711
강남WM센터	02) 6975-2000	목동WM센터	02) 2654-2300
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	송 파 지 점	02) 449-3677
금융플라자63지점	02) 308-6363	영 업 부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	중 앙 지 점	02) 743-7311

인천/경기

분당WM센터	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

대전/충청

공 주 지 점	041) 856-7233	타임월드지점	042) 488-7233
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200
청 주 지 점	043) 224-3300		

광주/전라

광 주 지 점	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000
순 천 지 점	061) 724-6400		

제주

제 주 지 점	064) 800-7500

대구/경북

대구WM센터	053) 741-3211	영 천 지 점	054) 331-5000
문 경 지 점	054) 550-3500	포 항 지 점	054) 231-4111
영 주 지 점	054) 633-8811		

부산/울산/경남

거 창 지 점	055) 943-3000	언 양 지 점	052) 262-9300
마린시티지점	051) 751-8321	창 원 지 점	055) 285-2211
부 산 지 점	051) 465-7533	거제브랜치	055) 730-0400
울산WM센터	052) 265-0505		

한화투자증권 | 본사 02)3772-7000 (代) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234