산업브리프

키움증권

2025. 10. 27

Overweight
(Maintain)

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

방산

3Q25 Preview: 꺾이지 않는 무기 수요

국내 방산 5사의 3분기 실적은 방산 부문의 수출 사업 확대에 따른 매출 성장과 이익 개선으로 대체적으로 호식절을 전망한다. 올해 국내 방산업체들의 수주 실적은 약 9조원 규모의 현대로템의 K2 전차 2차 계약 등이 성사되며 양호한 실적을 달성하였다. 향후 2~3년간 국내 방산업체들의 수출 제품 라인업 확대와 수출 지역 다각화에 힘입어 신규 수주 성장 기조는 지속될 것으로 판단한다.

>>> 전반적인 이익 개선 흐름 유효

커버리지 방산 5사의 3분기 실적은 대체적으로 방산 부문의 수출 사업 확대에 따른 매출 성장과 이익 개선으로 호실적을 전망한다. 다만, 일부 업체의 경우 자회사의 실적 부진, 납품 지연과 매출 인식 순연 등의 영향으로 부진한 실적이 예상된다.

대규모 공급 계약이 체결되었던 폴란드 지역을 중심으로 해외 매출이 늘어나는 한화에어로스페이스와 현대로템은 큰 폭의 실적 성장세가 지속될 것으로 전망한다. 이 외에 LIG넥스원, 한화시스템, 한국항공우주의 경우 내년 또는 내후년부터 해외 매출이 본격적으로 늘어나며 매출 성장과 이익 개선이 두드러질 것으로 판단한다. 다만, 한화시스템은 자회사인 필리조선소의 투자 비용 증가로 손실이 누적되고 있다. 한국항공우주는 국내 납품 지연과 해외 사업 매출 인식 순연으로 이번 분기 매출이 감소하며 부진한 실적이 예상된다.

>>> 방산 수주 성과 양호, 내년 수주는 더욱 늘어날 것

올해 국내 방산 업체들은 전반적으로 견조한 수주 성과를 달성하였다. 현대로템이 폴란드와 약 9조원 규모의 수출 계약으로 역대 최대 규모의 단일 계약을 성사시켰다. 이 외에도 필리핀 FA-50(약 1조원), 인도/베트남 K9(약 7천억원), 중동 유도무기(약 4천억원) 등 다양한 지역에서 여러 무기체계에 대한 수출 계약이 체결되었다. 국내에서도 KF-21 후속 양산(약 2.4조원), L-SAM 다기능레이더 양산(3,500억원) 등 주요 계약이 차질없이 진행되었다.

4Q25 이후 기대되는 해외 수주 규모는 더욱 확대될 전망이다. 한화에어로스페이스의 주요 수출 사업인 루마니아 차세대 장갑차, 사우디 지상군 현대화 사업은 수십조 규모의 수주 계약이 될 것으로 추정한다. 현대로템도 이라크, 루마니아, 사우디와 수십조원 규모의 K2 전차 공급 협상이 진행될 예정이다. 한국항공우주도 말레이시아, 이집트, 페루 등 여러 국가들과 FA-50 수출 협상을 추진할 것으로 전망한다. 또한, 올해 12월부터 미국 해군 고등훈련기(UJTS) 사업도 본격적으로 진행될 예정이다. LIG넥스원의 방공망 및 유도무기 체계에 대한 글로벌 지역의 관심도 중동을 중심으로 증가하고 있어 수조원 규모의 추가 수출이 기대된다. 국내 방산업체들의 수출 제품 라인업 확대와 지역 다변화를 감안하면 향후 2~3년간 신규 수주 성장 기조는 지속될 것으로 판단한다.

Compliance Notice
- 당사는 10월 24일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 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.

방산업종 투자 전략

방산업종에 대한 투자의견 Overweight을 유지한다. 1) 고수익 해외 사업의 매출 비중 확대에 이익 개선세 지속 2) 러-우 전쟁 장기화 등 지정학적 긴장감 지속에 따른 글로벌 방위비 지출 확대 기조 유효 3) 국내 업체들의 수출 제품 라인업 확대와 수출 지역 다변화로 해외 수주 모멘텀 발생 기대 4) 20~30년간 방산업종 생산 라인을 유지하여 생산 설비 확대 여력 충분한 점을 감안하면 방산업종의 상승 여력은 여전히 충분하다고 판단한다. 수주 모멘텀 지속과 생산 능력 확대에 따른 중장기 실적 개선이 기대된다.

Top Pick으로는 현대로템과 한화에어로스페이스를 제시한다. 폴란드 수출 사업을 중심으로 실적 개선세가 지속될 것으로 전망한다. 또한, 추가 수주 모멘텀이 비교 업체 대비 우월한 구간이다. 한화에어로스페이스의 경우 가장 다변화된 수출 제품 라인업을 보유하고 있어 사우디 군 현대화 사업 등 대규모 수주가 기대된다. 현대로템은 K2 전차 단일 품목에 가깝지만 가격과 납기 경쟁력을 기반으로 이라크, 루마니아, 사우디 등 여러 지역에서 수주 확대가 예상된다.

방산업종 3Q25 실적 Preview

회사명	구분(십억원)	3Q25F	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	컨센서스	차이
한화에어로스페이스	매출액	6,434.5	1,780.8	261.3%	6,311.0	2.0%	6,630.9	-3.0%
	영업이익	860.2	436.0	97.3%	864.5	-0.5%	884.0	-2.7%
	OPM	13.4%	24.5%	-11.1%	13.7%	-0.3%	13.3%	0.0%
	순이익	850.4	318.3	167.1%	286.4	196.9%	824.0	3.2%
현대로템	매출액	1,471.4	1,093.5	34.6%	1,417.6	3.8%	1,466.2	0.4%
	영업이익	268.6	137.4	95.4%	257.6	4.3%	265.4	1.2%
	OPM	18.3%	12.6%	5.7%	18.2%	0.1%	18.1%	0.2%
	순이익	228.2	103.8	119.8%	189.5	20.4%	214.0	6.6%
LIG넥스원	매출액	939.6	740.3	26.9%	945.4	-0.6%	987.2	-4.8%
	영업이익	76.0	51.9	46.3%	77.6	-2.1%	77.7	-2.2%
	OPM	8.1%	7.0%	1.1%	8.2%	-0.1%	7.9%	0.2%
	순이익	61.6	40.7	51.3%	100.6	-38.8%	64.9	-5.1%
한화시스템	매출액	880.0	639.0	37.7%	768.2	14.6%	899.1	-2.1%
	영업이익	48.0	60.3	-20.5%	33.5	43.3%	55.1	-12.9%
	OPM	5.5%	9.4%	-4.0%	4.4%	1.1%	6.1%	-0.7%
	순이익	14.8	8.1	82.3%	47.0	-68.4%	51.3	-71.1%
한국한공우주	매출액	785.4	907.2	-13.4%	828.3	-5.2%	994.5	-21.0%
	영업이익	62.1	76.3	-18.5%	85.2	-27.0%	77.7	-20.0%
	OPM	7.9%	8.4%	-0.5%	10.3%	-2.4%	7.8%	0.1%
	순이익	55.4	67.9	-18.4%	57.0	-2.9%	71.3	-22.3%

자료: 각 사, Fnguide, 키움증권 리서치센터

방위 산업 국내외 Peer Earnings table

(단위: 십억원, %)

	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
한국							
한화에어로스페이스	52,698	27,125	30,099	3,569	4,394	13.2	14.6
현대로템	25,921	5,713	6,978	1,067	1,375	18.7	19.7
LIG넥스원	10,725	4,024	4,835	355	482	8.8	10.0
한화시스템	10,409	3,659	4,309	201	328	5.5	7.6
한국항공우주	9,913	4,007	5,324	331	494	8.3	9.3
미국							
Raytheon	344,668	124,539	132,130	15,953	17,456	12.8	13.2
Boeing	240,843	123,668	137,196	-3,418	6,927	-2.8	5.0
Lockheed Martin	161,626	106,593	111,228	10,918	13,415	10.2	12.1
General Dynamics	136,340	73,824	77,129	7,617	8,330	10.3	10.8
Northrop Grumman	124,365	60,176	63,356	6,398	6,928	10.6	10.9
L3Harris Technologies	78,935	31,083	32,921	4,884	5,131	15.7	15.6
EU							
Airbus	276,284	123,871	138,413	11,524	13,646	9.3	9.9
Safran	215,799	52,037	58,461	8,601	9,880	16.5	16.9
Rheinmetall	136,139	20,896	28,256	3,224	4,715	15.4	16.7
BAE Systems	106,987	58,522	62,676	6,263	6,859	10.7	10.9
Thales	87,302	36,646	39,387	4,509	5,033	12.3	12.8
Leonardo	49,559	31,686	34,511	2,726	3,294	8.6	9.5
SAAB	43,420	11,542	13,499	1,129	1,395	9.8	10.3

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

방위 산업 국내외 Peer Valuation table

(단위: x, %)

	P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
한국								
한화에어로스페이스	33.1	21.6	6.0	4.5	23.3	25.7	15.2	12.5
현대로템	31.4	23.2	8.7	6.4	33.2	31.2	21.7	16.5
LIG넥스원	34.9	26.4	7.4	6.0	23.1	25.2	22.7	17.2
한화시스템	61.9	38.8	3.0	2.9	5.8	8.0	28.8	20.1
한국항공우주	40.5	26.0	5.2	4.5	13.6	18.6	24.3	17.6
미국								
Raytheon	29.2	26.5	3.7	3.6	12.8	13.7	19.5	17.8
Boeing	N/A	72.5	N/A	N/A	31.6	-118.9	N/A	24.9
Lockheed Martin	21.9	16.6	19.4	16.7	85.0	109.0	14.2	12.0
General Dynamics	23.0	20.5	3.9	3.7	18.2	19.0	16.1	14.8
Northrop Grumman	23.6	21.1	5.5	5.1	24.0	25.2	16.5	15.3
L3Harris Technologies	27.8	23.4	2.8	2.7	10.0	12.1	16.6	15.2
EU								
Airbus	32.0	26.1	7.3	6.1	24.2	25.6	15.3	13.2
Safran	37.1	28.9	10.0	8.5	32.2	32.8	19.2	16.8
Rheinmetall	60.9	41.0	15.3	12.0	27.0	31.5	33.7	23.6
BAE Systems	24.7	22.2	4.5	4.1	18.1	18.9	14.5	13.3
Thales	27.0	22.9	6.4	5.8	23.8	24.1	14.2	12.8
Leonardo	27.0	23.0	3.0	2.8	11.3	11.9	13.2	11.3
SAAB	48.9	39.7	6.9	6.0	15.1	16.3	27.1	22.6

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 3Q Preview

한화에어로스페이스의 3Q25 매출액은 6조 4,345억원(yoy +261.3%), 영업이익 8,602억원(yoy +97.3%, OPM 13.4%)를 달성하며 시장 기대치(8,840억원)에 부합할 것으로 전망한다. 지난 분기 대비 폴란드향 K9/천무 인도 물량 감소는 불가피하나 폴란드 이 외에 이집트 등 기타 지역 해외 사업 매출이 증가하며 방산 부문은 견조한 실적이 지속될 전망이다. 항공 부문도 군수와 민수 모두 실적 호조가 예상된다. 군수 부문에서 T-50/FA-50 계열의 수출 확대와 KF-21 엔진 양산 시작으로 견조한 성장세가 나타날 것으로 판단한다. 다만, GTF 엔진의 판매 확대로 RSP 손실 증가가 동반될 전망이다.

동사는 올해 상반기 인도/베트남 K9 공급 계약, 중동 수출 등 약 3조원의 신규 수주를 확보하였다. 이에 상반기말 기준 수주잔고는 약 32조원으로 4~5년치 일감을 확보하고 있다. 남은 하반기 기간 동안 루마니아 차세대 장갑차 사업, 사우디 대규모 수출 계약 체결 등이 기대되는 상황으로 수주잔고 확대 추세는 지속될 것으로 전망한다. 루마니아는 246대의 차세대 장갑차 도입 사업으로 4조원 이상을 투자할 예정으로 하반기 중 RFP가 진행되고 내년 상반기 사업자 선정이 예상된다. 또한 동사는 지난 9월 사우디에 중동/북아프리카 총괄 법인을 설립하고 노후 무기 교체 수요가 큰 중동 지역에서 수주를 확대하기 위해 노력하고 있다. 특히, 사우디와 K9, 천무, 장갑차 등 대규모 지상무기 체계를 공급하기 위한 논의를 진행 중인 것으로 파악된다.

투자의견 BUY 유지, TP 1,400,000원 상향

투자의견 BUY를 유지하고 순이익 적용 시점을 25년에서 26년으로 변경, 자회사의 지분가치 상승을 반영하여 목표주가는 1,400,000원으로 상향한다. 폴란드, 이집트, 호주 등을 중심으로 지상방산 부문의 해외 매출 증가에 따른 실적 개선세가 지속될 것으로 판단한다. 또한, 동사는 다양한 제품 라인업을 기반으로 경쟁력 있는 수출 파이프라인을 보유하고 있어 내년에도 풍부한 수주 모멘텀이 이어질 것으로 판단한다. 유럽, 중동, 아시아태평양 지역을 중심으로 신규 수주 확대가 기대된다. 특히, 경쟁사의 납기 문제가 두드러지며 천무에 대한 북유럽 지역의 관심이 높아지고 있어 천무 수출이 늘어날 것으로 기대한다. 루마니아 장갑차 사업, 사우디 대규모 지상무기 체계 수출 사업도 주목할 필요가 있다.

이 외에도 동사는 미국 자주포 현대화 사업에도 참여하고 있다. 성공적인 사업 수주를 위해 차륜형 자주포를 개발 중이다. 미국 내 탄약 공장 건설도 추진 중이다. 러-우 전쟁이 장기화되며 탄약의 수요 대비 공급이 크게 부족한 상황에서 국내외 탄약 공장의 증설을 통해 수출이 크게 확대될 것으로 전망한다. 방산업종 내 최선호주 의견을 유지한다.

한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	1,848.3	2,786.0	1,780.8	4,825.0	5,484.2	6,311.0	6,434.5	9,307.2	11,240.1	27,536.8	31,819.5
(YoY)	11.7%	84.1%	9.6%	55.8%	196.7%	126.5%	261.3%	92.9%	42.5%	145.0%	15.6%
영업이익	37.4	358.8	436.0	899.7	560.7	864.5	860.2	1,097.8	1,731.9	3,383.3	4,539.8
(YoY)	-80.4%	781.5%	409.4%	224.7%	1398.9%	141.0%	97.3%	22.0%	191.4%	95.4%	34.2%
OPM	2.0%	12.9%	24.5%	18.6%	10.2%	13.7%	13.4%	11.8%	15.4%	12.3%	14.3%
순이익	2.6	159.9	318.3	2,059.0	209.3	286.4	850.4	1,042.3	2,539.9	2,388.5	3,648.9
(YoY)	-99.4%	-46.6%	4651.0%	941.0%	7901.3%	79.1%	167.1%	-49.4%	160.0%	-6.0%	52.8%
NPM	0.1%	5.7%	17.9%	42.7%	3.8%	4.5%	13.2%	11.2%	22.6%	8.7%	11.5%

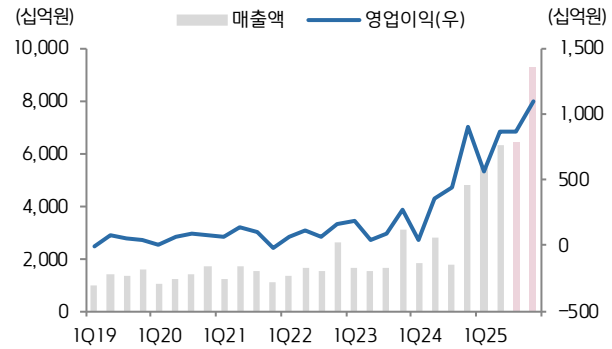
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 Valuation

SOTP Valuation (단위: 십억원)		비고
한화에어로스페이스 영업 가치(A)	57,235	
26F 순이익	2,044	
Target PER(배)	28	글로벌 방산업체 평균 26F PER 26 배의 10% 할증
지분가치 가치(B)	11,307	
한화시스템	3,591	직전 20 일 평균 시가총액 40% 할인 (지분율 47.2%)
한화오션	7,541	직전 20 일 평균 시가총액 40% 할인 (지분율 30.4%)
쎄트렉아이	175	직전 20 일 평균 시가총액 40% 할인 (지분율 33.6%)
순차입금(C)	-4,013	2025 년말 기준
총 기업가치(A+B-C)	72,555	
발행주식수(천주)	51,563	2025 년말 기준
목표주가(원)	1,400,000	
현재주가(원)	1,013,000	상승여력 38%

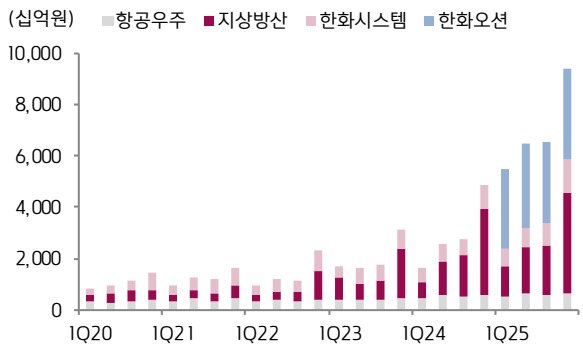
자료: 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



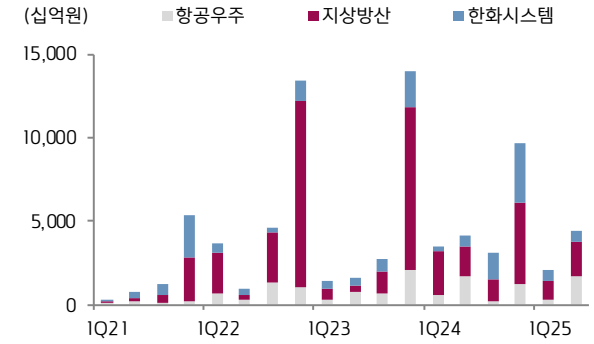
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 부문별 매출 추이 및 전망



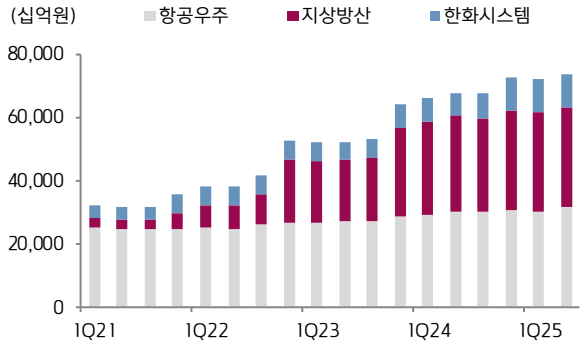
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 신규 수주 추이



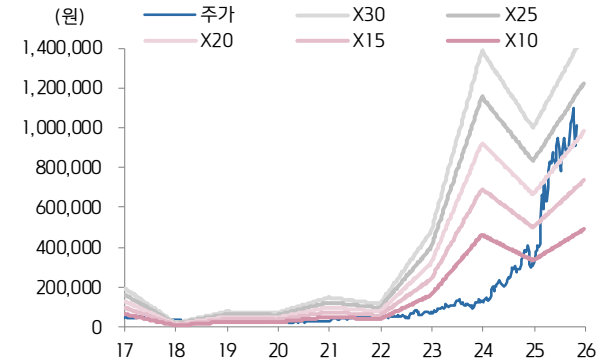
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 수주잔고 추이



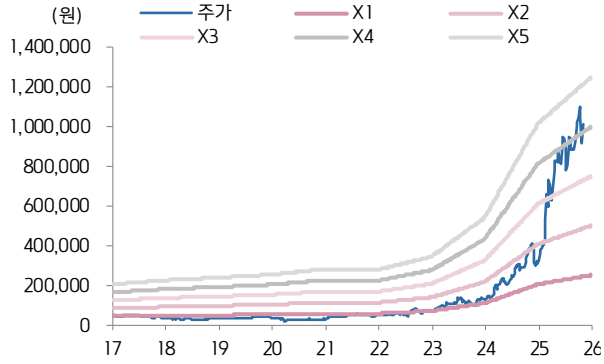
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,889.7	11,240.1	27,536.8	31,819.5	34,037.5
매출원가	6,461.5	8,370.3	22,153.7	24,861.9	25,875.9
매출총이익	1,428.2	2,869.9	5,383.2	6,957.7	8,161.6
판관비	833.8	1,138.0	1,999.9	2,417.9	2,861.3
영업이익	594.3	1,731.9	3,383.3	4,539.8	5,300.2
EBITDA	933.4	2,062.8	4,208.4	5,320.6	6,041.0
영업외손익	536.5	915.5	-155.8	274.1	690.7
이자수익	81.0	70.0	310.6	435.8	852.4
이자비용	149.6	242.5	242.5	242.5	242.5
외환관련이익	254.3	441.5	260.6	260.6	260.6
외환관련손실	249.8	349.0	186.1	186.1	186.1
종속 및 관계기업손익	15.8	105.3	105.3	105.3	105.3
기타	584.8	890.2	-403.7	-99.0	-99.0
법인세차감전이익	1,130.8	2,647.4	3,227.5	4,813.9	5,991.0
법인세비용	232.0	136.1	839.0	1,165.0	1,449.8
계속사업순손익	898.7	2,511.3	2,388.5	3,648.9	4,541.1
당기순이익	976.9	2,539.9	2,388.5	3,648.9	4,541.1
지배주주순이익	817.5	2,298.9	1,644.0	2,563.2	3,212.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.7	42.5	145.0	15.6	7.0
영업이익 증감율	48.4	191.4	95.4	34.2	16.7
EBITDA 증감율	40.8	121.0	104.0	26.4	13.5
지배주주순이익 증감율	318.5	181.2	-28.5	55.9	25.3
EPS 증감율	318.5	190.7	-28.0	47.3	25.3
매출총이익율(%)	18.1	25.5	19.5	21.9	24.0
영업이익률(%)	7.5	15.4	12.3	14.3	15.6
EBITDA Margin(%)	11.8	18.4	15.3	16.7	17.7
지배주주순이익률(%)	10.4	20.5	6.0	8.1	9.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,192.0	22,868.0	35,780.6	51,143.0	86,086.0
현금 및 현금성자산	1,806.4	2,967.7	14,427.6	20,394.8	40,235.0
단기금융자산	100.7	366.3	359.6	353.1	346.6
매출채권 및 기타채권	2,118.6	8,883.8	7,394.4	8,544.4	9,140.0
재고자산	2,868.6	6,290.3	5,326.8	6,155.2	6,584.3
기타유동자산	2,297.7	4,359.9	8,272.2	15,695.5	29,780.1
비유동자산	10,350.9	20,468.9	20,665.7	20,888.0	21,141.9
투자자산	3,905.6	2,297.2	2,799.6	3,302.0	3,804.4
유형자산	3,410.3	8,319.9	8,078.1	7,861.2	7,666.3
무형자산	2,202.8	7,744.2	7,680.4	7,617.3	7,563.7
기타비유동자산	832.2	2,107.6	2,107.6	2,107.5	2,107.5
자산총계	19,542.9	43,336.9	56,446.3	72,031.0	107,227.9
유동부채	12,076.6	25,516.1	32,267.4	44,325.2	75,103.0
매입채무 및 기타채무	1,879.3	4,269.9	11,021.1	23,078.9	53,856.8
단기금융부채	2,612.3	6,204.4	6,204.4	6,204.4	6,204.4
기타유동부채	7,585.0	15,041.8	15,041.9	15,041.9	15,041.8
비유동부채	2,782.1	6,456.4	6,456.4	6,456.4	6,456.4
장기금융부채	1,627.5	4,570.2	4,570.2	4,570.2	4,570.2
기타비유동부채	1,154.6	1,886.2	1,886.2	1,886.2	1,886.2
부채총계	14,858.7	31,972.6	38,723.8	50,781.6	81,559.4
지배지분	3,528.4	4,995.1	10,608.9	13,050.0	16,140.1
자본금	265.7	240.4	270.3	270.3	270.3
자본잉여금	191.8	206.7	4,268.6	4,268.6	4,268.6
기타자본	-2.2	-738.2	-738.2	-738.2	-738.2
기타포괄손익누계액	445.7	539.7	597.7	655.7	713.7
이익잉여금	2,627.4	4,746.5	6,210.4	8,593.5	11,625.6
비지배지분	1,155.9	6,369.2	7,113.7	8,199.4	9,528.4
자본총계	4,684.2	11,364.3	17,722.6	21,249.4	25,668.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,390.2	1,393.0	11,670.2	10,271.6	24,136.2
당기순이익	0.0	0.0	2,388.5	3,648.9	4,541.1
비현금항목의 가감	-67.7	4.5	2,084.3	2,240.8	2,069.0
유형자산감가상각비	260.8	259.0	623.0	582.6	546.3
무형자산감가상각비	78.3	71.9	202.0	198.2	194.4
지분법평가손익	-61.0	-1,257.2	-105.3	-105.3	-105.3
기타	-345.8	930.8	1,364.6	1,565.3	1,433.6
영업활동자산부채증감	462.0	-902.8	5,270.8	2,656.1	15,668.5
매출채권및기타채권의감소	-582.6	-1,096.9	1,489.4	-1,150.0	-595.6
재고자산의감소	-713.5	-882.3	963.5	-828.5	-429.1
매입채무및기타채무의증가	243.7	-77.7	6,751.2	12,057.8	30,777.9
기타	1,514.4	1,154.1	-3,933.3	-7,423.2	-14,084.7
기타현금흐름	995.9	2,291.3	1,926.6	1,725.8	1,857.6
투자활동 현금흐름	-3,029.1	-1,367.3	-2,999.7	-2,981.1	-2,972.7
유형자산의 취득	-453.4	-578.2	-381.2	-365.7	-351.5
유형자산의 처분	3.2	1.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-117.8	-149.0	-138.3	-135.0	-140.8
투자자산의감소(증가)	-3,034.8	1,713.7	-397.0	-397.0	-397.0
단기금융자산의감소(증가)	33.7	-265.6	6.7	6.6	6.5
기타	540.0	-2,089.9	-2,089.9	-2,090.0	-2,089.9
재무활동 현금흐름	367.8	1,065.7	3,854.1	-258.7	-258.7
차입금의 증가(감소)	490.6	1,283.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	4,091.9	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-19.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-50.6	-119.8	-159.1	-180.1	-180.1
기타	-72.2	-78.6	-78.7	-78.6	-78.6
기타현금흐름	7.7	70.1	-1,064.6	-1,064.6	-1,064.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-1,263.5	1,161.4	11,459.9	5,967.2	19,840.1
기초현금 및 현금성자산	3,069.8	1,806.4	2,967.7	14,427.7	20,394.9
기말현금 및 현금성자산	1,806.4	2,967.7	14,427.7	20,394.9	40,235.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	15,886	46,183	33,261	48,997	61,403
BPS	68,563	107,816	202,800	249,464	308,534
CFPS	17,667	51,113	90,492	112,589	126,359
DPS	1,800	3,500	3,500	3,500	3,500
주가배수(배)					
PER	7.7	7.0	27.4	18.6	14.9
PER(최고)	9.4	9.1	33.9		
PER(최저)	4.1	2.7	9.8		
PBR	1.79	2.98	4.50	3.66	2.96
PBR(최고)	2.17	3.88	5.56		
PBR(최저)	0.94	1.14	1.60		
PSR	0.80	1.42	1.64	1.50	1.40
PCFR	6.9	6.3	10.1	8.1	7.2
EV/EBITDA	10.5	13.9	11.9	8.5	4.4
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	9.3	6.3	7.5	4.9	4.0
배당수익률(%,보통주,현금)	1.4	1.1	0.4	0.4	0.4
ROA	5.6	8.1	4.8	5.7	5.1
ROE	25.6	53.9	21.1	21.7	22.0
ROIC	12.4	9.9	17.4	34.0	584.9
매출채권회전율	4.3	2.0	3.4	4.0	3.8
재고자산회전율	3.1	2.5	4.7	5.5	5.3
부채비율	317.2	281.3	218.5	239.0	317.7
순차입금비율	49.8	65.5	-22.6	-46.9	-116.1
이자보상배율	4.0	7.1	13.9	18.7	21.9
총차입금	4,239.9	10,774.6	10,774.6	10,774.6	10,774.6
순차입금	2,332.8	7,440.5	-4,012.7	-9,973.3	-29,807.0
NOPLAT	933.4	2,062.8	4,208.4	5,320.6	6,041.0
FCF	757.5	-251.9	8,080.2	6,377.3	19,934.6

자료 : 키움증권 리서치센터

현대로템 3Q Preview

현대로템의 3Q25 매출액은 1조 4,714억원(yoy +34.6%), 영업이익 2,686억원(yoy +95.4%, OPM 18.3%)를 달성하며 시장 기대치(2,654억원)에 부합할 것으로 전망한다. 올해 상반기까지 약 3.4조원 규모의 폴란드향 수출 매출이 인식된 것으로 추정한다. 남은 1조 중 약 6천억원 정도의 폴란드향 매출이 이번 분기에 인식되었을 것으로 판단한다. 이에 디펜스 부문의 매출 성장세가 이어지며 전사 이익 개선을 이끌 전망이다. 이 외에 철도 및 에코플랜트 사업 부문도 지난 분기에 이어 견조한 실적을 달성할 것으로 예상한다.

동사는 올해 상반기 폴란드와 약 9조원 규모의 K2 전차 2차 수출 계약을 마무리하였다. 이에 4Q25부터 2차 사업의 일부 물량이 생산될 예정이다. 또한, 올해 중으로 이라크와 K2 전차 추가 수출 협상이 마무리될 것으로 기대한다. 언론 보도에 따르면 이라크 국방부는 65억달러를 투입해 250대의 K2 전차 도입을 추진하고 있다. 이는 폴란드 2차 사업과 유사한 규모이다. 이라크 군 수뇌부는 연내 동사의 의왕 및 창원 생산 공장을 방문하여 사업을 점검할 예정으로 수출 계약 체결 시 28년부터 K2 전차 인도가 시작될 것으로 전망한다.

투자의견 BUY 유지, TP 300,000원 상향

투자의견 BUY를 유지하고 26F EPS 10,754원에 Target PER 28배(Peer 평균 대비 10% 할증)을 적용하여 목표주가는 300,000원으로 상향한다. 올해 폴란드 K2 전차 1차 사업의 납품이 마무리되고 내년부터는 본격적으로 2차 사업의 매출 반영이 시작될 것으로 전망한다. 지난 계약 대비 2차 계약의 단가 상승과 폴란드 이외에 추가 수출 성사 시 조기 생산 가능성이 높다는 점을 감안하면 디펜스 부문의 매출 성장세는 지속될 것으로 전망한다.

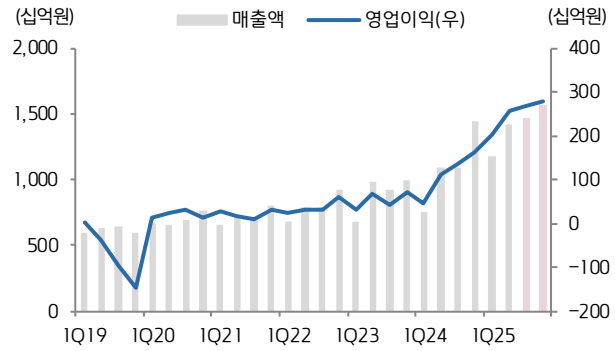
내년에는 루마니아 수출 사업이 본격적으로 추진될 것으로 기대한다. 루마니아 국방부는 올해 10월 초 약 65억유로를 투입하는 216대의 차세대 전차 및 파생 전차 76대 도입 사업을 추진하기로 결정하며 의회에 승인을 요청하였다. 루마니아가 원하는 납기나 현지 생산 조건을 감안할 때 경쟁사 대비 사업 수주에 유리한 상황으로 파악된다. 이 외에도 올해 중동 시장을 타겟으로 개량하고 있는 K2ME의 개발이 마무리되면 본격적인 마케팅 활동을 시작할 계획으로 중동/북아프리카 지역에서의 수주 확대가 기대된다. 이에 방산업종 최선호주 의견을 유지한다.

현대로템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	747.8	1,094.5	1,093.5	1,440.8	1,176.1	1,417.6	1,471.4	1,568.0	4,376.6	5,633.2	7,084.0
(YoY)	9.3%	10.9%	18.0%	45.7%	57.3%	29.5%	34.6%	8.8%	22.0%	28.7%	25.8%
영업이익	44.7	112.8	137.4	161.7	202.9	257.6	268.6	278.8	456.6	1,007.8	1,400.6
(YoY)	40.0%	67.7%	234.3%	131.7%	354.0%	128.4%	95.4%	72.4%	117.4%	120.7%	39.0%
OPM	6.0%	10.3%	12.6%	11.2%	17.2%	18.2%	18.3%	17.8%	10.4%	17.9%	19.8%
순이익	55.6	100.8	103.8	145.0	157.1	189.5	228.2	236.6	405.3	811.4	1,164.4
(YoY)	207.5%	91.9%	159.8%	214.0%	182.5%	88.0%	119.8%	63.1%	158.5%	100.2%	43.5%
NPM	7.4%	9.2%	9.5%	10.1%	13.4%	13.4%	15.5%	15.1%	9.3%	14.4%	16.4%

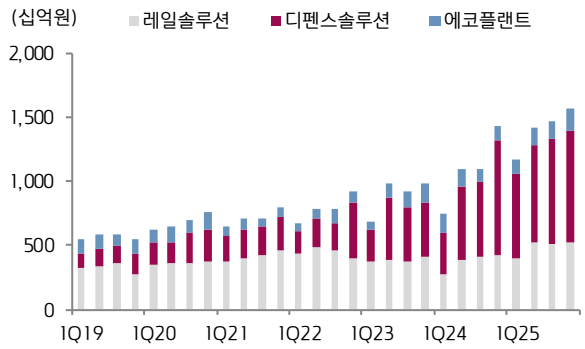
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

현대로템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



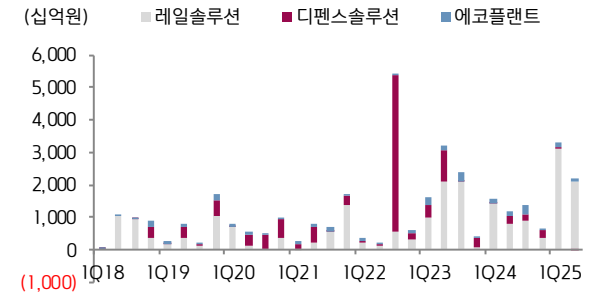
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

현대로템 부문별 매출 추이 및 전망



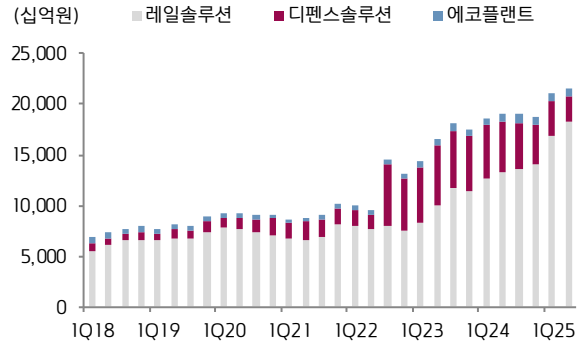
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

현대로템 신규 수주 추이



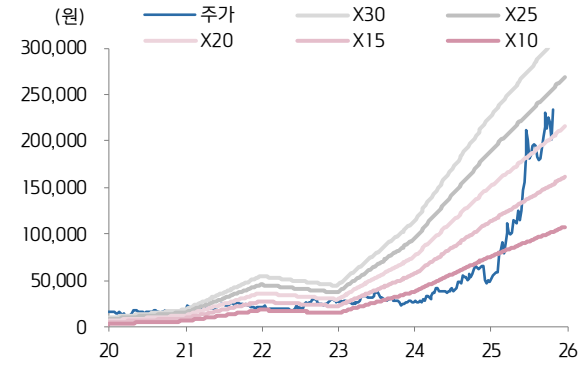
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

현대로템 수주잔고 추이



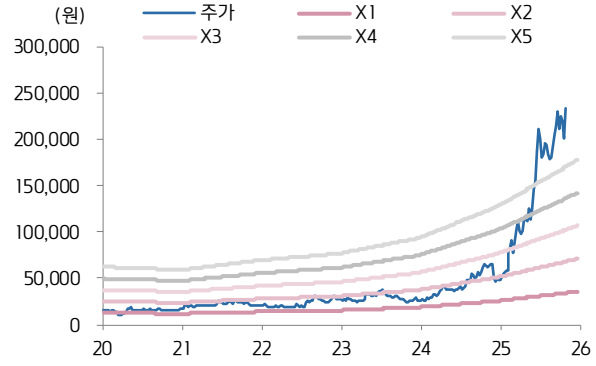
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

현대로템 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

현대로템 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,587.4	4,376.6	5,633.2	7,084.0	8,663.3
매출원가	3,123.0	3,547.6	4,181.2	5,165.7	6,182.4
매출총이익	464.4	829.0	1,452.0	1,918.4	2,480.9
판관비	254.4	372.5	444.2	517.8	588.2
영업이익	210.0	456.6	1,007.8	1,400.6	1,892.7
EBITDA	250.0	503.6	1,058.3	1,461.2	1,972.1
영업외손익	-29.2	53.0	26.8	54.9	88.6
이자수익	29.3	28.1	35.7	53.8	87.6
이자비용	28.9	16.6	16.6	16.6	16.6
외환관련이익	78.9	115.5	115.5	115.5	115.5
외환관련손실	98.1	97.8	97.8	97.8	97.8
종속 및 관계기업손익	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-10.2	23.9	-9.9	0.1	0.0
법인세차감전이익	180.8	509.6	1,034.6	1,455.5	1,981.3
법인세비용	24.1	104.3	223.3	291.1	396.3
계속사업순손익	156.8	405.3	811.4	1,164.4	1,585.0
당기순이익	156.8	405.3	811.4	1,164.4	1,585.0
지배주주순이익	161.0	406.9	817.8	1,173.7	1,597.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	13.4	22.0	28.7	25.8	22.3
영업이익 증감율	42.4	117.4	120.7	39.0	35.1
EBITDA 증감율	34.6	101.4	110.1	38.1	35.0
지배주주순이익 증감율	-18.6	152.7	101.0	43.5	36.1
EPS 증감율	-18.6	152.7	101.0	43.5	36.1
매출총이익율(%)	12.9	18.9	25.8	27.1	28.6
영업이익률(%)	5.9	10.4	17.9	19.8	21.8
EBITDA Margin(%)	7.0	11.5	18.8	20.6	22.8
지배주주순이익률(%)	4.5	9.3	14.5	16.6	18.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,690.2	3,686.3	4,316.1	5,283.3	6,706.7
현금 및 현금성자산	396.1	472.3	664.2	1,134.1	2,020.0
단기금융자산	602.0	276.8	289.8	303.5	317.7
매출채권 및 기타채권	405.1	965.3	1,242.4	1,562.4	1,910.7
재고자산	268.7	315.6	406.3	510.9	624.8
기타유동자산	2,018.3	1,656.3	1,713.4	1,772.4	1,833.5
비유동자산	1,551.3	1,599.1	1,705.2	1,905.8	2,116.5
투자자산	51.0	55.2	56.0	56.7	57.5
유형자산	1,234.4	1,292.0	1,390.0	1,580.9	1,783.0
무형자산	92.1	104.1	111.5	120.5	128.3
기타비유동자산	173.8	147.8	147.7	147.7	147.7
자산총계	5,241.5	5,285.4	6,021.3	7,189.1	8,823.2
유동부채	3,204.7	3,019.9	3,009.4	3,094.2	3,224.6
매입채무 및 기타채무	1,012.1	669.9	659.5	744.2	874.7
단기금융부채	338.6	328.6	328.6	328.6	328.6
기타유동부채	1,854.0	2,021.4	2,021.3	2,021.4	2,021.3
비유동부채	389.8	256.5	256.5	256.5	256.5
장기금융부채	256.4	22.4	22.4	22.4	22.4
기타비유동부채	133.4	234.1	234.1	234.1	234.1
부채총계	3,594.5	3,276.3	3,265.9	3,350.6	3,481.1
지배지분	1,679.9	2,045.0	2,797.8	3,890.2	5,406.5
자본금	545.7	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	297.1	290.8	258.6	226.3	194.1
이익잉여금	317.2	688.6	1,473.7	2,598.3	4,146.9
비지배지분	-32.9	-35.9	-42.4	-51.7	-64.4
자본총계	1,647.0	2,009.1	2,755.5	3,838.5	5,342.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	734.2	142.5	492.7	886.7	1,348.6
당기순이익	156.8	405.3	811.4	1,164.4	1,585.0
비현금항목의 가감	155.8	282.2	331.5	391.3	481.6
유형자산감가상각비	27.4	32.6	34.2	43.1	60.6
무형자산감가상각비	12.5	14.4	16.3	17.5	18.9
지분법평가손익	-1.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	116.9	235.3	281.1	330.8	402.2
영업활동자산부채증감	437.4	-541.1	-446.2	-415.3	-392.8
매출채권및기타채권의감소	-93.4	-552.5	-277.1	-320.0	-348.3
재고자산의감소	130.8	-152.5	-90.6	-104.6	-113.9
매입채무및기타채무의증가	212.1	77.4	-10.4	84.7	130.5
기타	187.9	86.5	-68.1	-75.4	-61.1
기타현금흐름	-15.8	-3.9	-204.0	-253.7	-325.2
투자활동 현금흐름	-270.4	232.6	-147.3	-252.6	-282.1
유형자산의 취득	-54.7	-81.0	-132.2	-234.0	-262.7
유형자산의 처분	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-26.1	-29.8	-23.7	-26.5	-26.7
투자자산의감소(증가)	-7.7	-4.3	-0.9	-0.9	-0.9
단기금융자산의감소(증가)	-197.2	325.2	-13.0	-13.6	-14.3
기타	14.9	22.4	22.5	22.4	22.5
재무활동 현금흐름	-576.3	-299.7	-24.9	-35.8	-52.2
차입금의 증가(감소)	-576.0	-285.7	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-10.9	-21.8	-32.7	-49.1
기타	-0.3	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1
기타현금흐름	2.6	0.7	-128.4	-128.4	-128.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-109.9	76.1	192.0	469.9	885.9
기초현금 및 현금성자산	506.0	396.1	472.3	664.3	1,134.1
기말현금 및 현금성자산	396.1	472.3	664.3	1,134.1	2,020.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,475	3,728	7,493	10,754	14,639
BPS	15,391	18,737	25,635	35,643	49,537
CFPS	2,864	6,298	10,471	14,254	18,935
DPS	100	200	300	450	450
주가배수(배)					
PER	18.0	13.3	26.9	18.7	13.8
PER(최고)	27.3	18.6	31.2		
PER(최저)	15.6	6.8	6.6		
PBR	1.73	2.65	7.86	5.65	4.07
PBR(최고)	2.62	3.71	9.11		
PBR(최저)	1.50	1.36	1.94		
PSR	0.81	1.24	3.90	3.10	2.54
PCFR	9.3	7.9	19.2	14.1	10.6
EV/EBITDA	9.9	9.9	20.2	14.3	10.1
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	7.0	5.4	4.0	4.2	3.1
배당수익률(%,보통주,현금)	0.4	0.4	0.1	0.2	0.2
ROA	3.1	7.7	14.4	17.6	19.8
ROE	10.1	21.8	33.8	35.1	34.4
ROIC	11.9	26.4	38.6	42.8	47.1
매출채권회전율	10.1	6.4	5.1	5.1	5.0
재고자산회전율	14.2	15.0	15.6	15.4	15.3
부채비율	218.2	163.1	118.5	87.3	65.2
순차입금비율	-24.5	-19.8	-21.9	-28.3	-37.2
이자보상배율	7.3	27.5	60.6	84.3	113.9
총차입금	594.9	351.1	351.1	351.1	351.1
순차입금	-403.2	-398.0	-603.0	-1,086.5	-1,986.7
NOPLAT	250.0	503.6	1,058.3	1,461.2	1,972.1
FCF	594.3	-196.4	238.8	505.3	911.4

자료 : 키움증권 리서치센터

LIG넥스원
3Q Preview

LIG넥스원의 3Q25 매출액은 9,396억원(yoy +26.9%), 영업이익 760억원(yoy +46.3%, OPM 8.1%)를 달성하며 시장 기대치(777억원)에 부합할 것으로 전망한다. 후기 차수의 국내 양산 사업들이 안정적으로 진행되며 견조한 매출과 이익의 성장세를 이끈 것으로 판단한다. 또한, 해외 매출도 점진적으로 성장하고 있는 것으로 추정한다. 다만, 상반기에 덜 집행된 개발비가 하반기에 반영되며 올해 연간 실적은 상고하저의 흐름을 보일 것으로 판단한다.

동사는 올해 상반기 기준 신규 수주 5.7조원(이라크 천궁 사업 3.7조원 포함)을 기록하며 양호한 성과를 달성하였다. 이에 상반기 기준 수주잔고는 지난해말 대비 17% 증가한 23조원으로 확대되었다. 약 4~5년치 일감을 확보한 상황에서 견조한 수주잔고의 확대 추세는 지속될 것으로 전망한다. 올해 하반기 L-SAM 양산, 전자전기 사업 등 국내 사업과 동남아향 KGGB 등 해외 사업 수주 가능성이 높은 상황이다. 이 외에도 비궁, 신궁 등 다양한 유도무기 제품에 대한 글로벌 각 지역의 관심이 증가하고 있어 수출이 늘어날 것으로 기대한다.

투자의견 BUY 유지,
TP 600,000원 상향

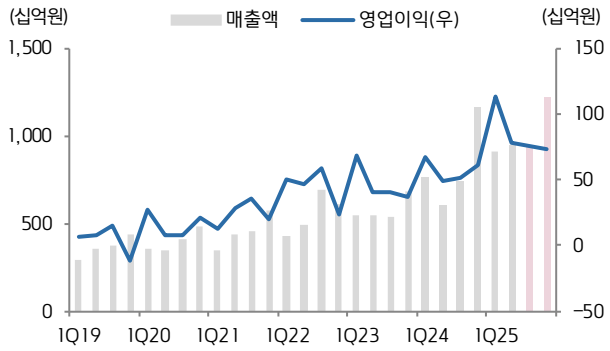
투자의견 BUY를 유지하고 26~27년 평균 EPS 22,742원에 Target PER 26배(Peer 평균)을 적용하여 목표주가는 600,000원으로 상향한다. 내년부터 해외 사업의 양산 납품이 본격적으로 시작되며 해외 매출 비중 상승에 따른 이익 개선세가 나타날 전망이다. 해외 수주 역시 견조한 성장세가 지속될 것으로 전망한다. 올해부터 L-SAM 양산이 시작되며 중동을 중심으로 해외 국가들의 관심이 증가하고 있다. 기존에 M-SAM2를 수출한 국가를 중심으로 L-SAM 추가 도입이 기대된다. 미국 비궁 사업에 대한 기대감도 여전히 유효하다. 글로벌 주요 지역에서 지정학적 긴장감이 이어지며 동사의 방공망 체계와 유도무기에 대한 관심이 꾸준히 확인되고 있는 점도 고무적이다.

LIG넥스원 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	763.5	604.7	740.3	1,167.8	907.6	945.4	939.6	1,221.4	3,276.3	4,014.0	4,765.5
(YoY)	39.6%	10.8%	38.1%	71.7%	18.9%	56.3%	26.9%	4.6%	41.9%	22.5%	18.7%
영업이익	67.0	49.1	51.9	61.7	113.6	77.6	76.0	73.6	229.8	340.7	453.6
(YoY)	-1.8%	22.2%	26.5%	67.2%	69.6%	57.9%	46.3%	19.2%	23.3%	48.3%	33.1%
OPM	8.8%	8.1%	7.0%	5.3%	12.5%	8.2%	8.1%	6.0%	7.0%	8.5%	9.5%
순이익	60.6	45.7	40.7	69.7	82.8	100.6	61.6	59.7	216.6	304.7	392.5
(YoY)	1.4%	44.5%	20.3%	40.0%	36.7%	120.3%	51.3%	-14.3%	23.8%	40.7%	28.8%
NPM	7.9%	7.6%	5.5%	6.0%	9.1%	10.6%	6.6%	4.9%	6.6%	7.6%	8.2%

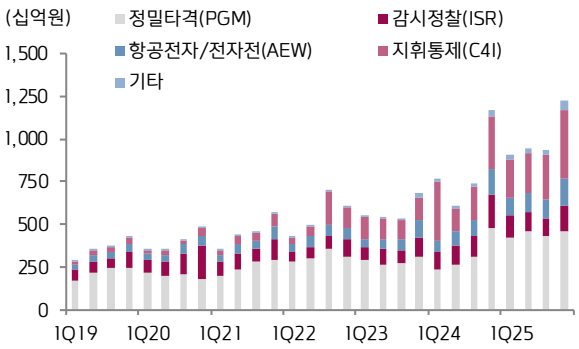
자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



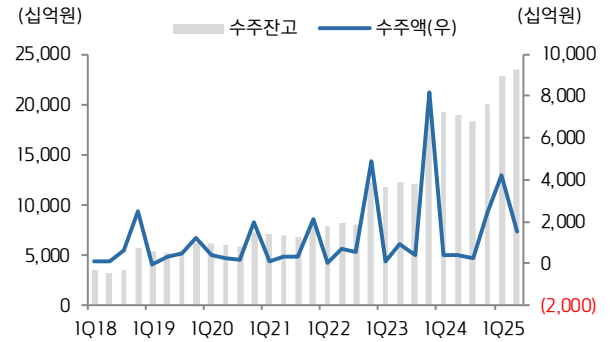
자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 부문별 매출 추이 및 전망



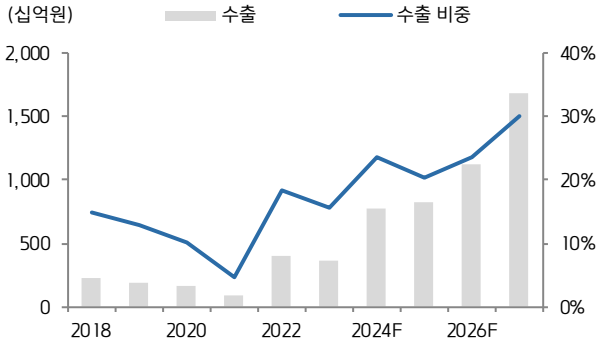
자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 신규 수주 및 수주잔고 추이



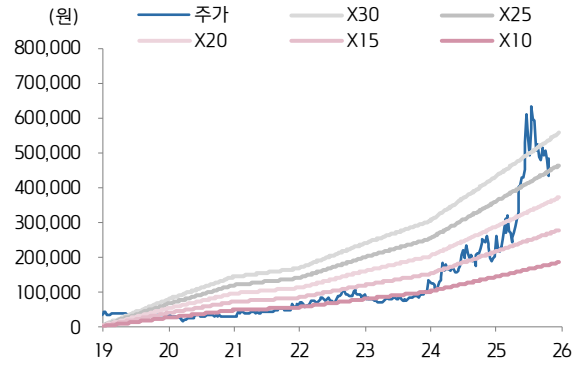
자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 수출 추이 및 전망



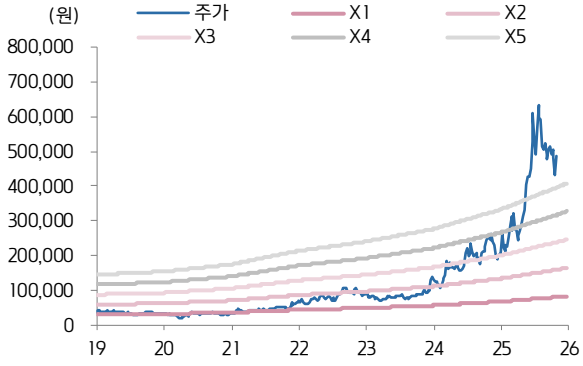
자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,308.6	3,276.3	4,014.0	4,765.5	5,612.4
매출원가	1,961.8	2,823.7	3,375.3	3,971.8	4,556.8
매출총이익	346.8	452.6	638.7	793.6	1,055.6
판관비	160.4	222.8	297.9	340.1	385.7
영업이익	186.4	229.8	340.7	453.6	669.9
EBITDA	255.2	309.1	429.7	544.3	762.5
영업외손익	-1.4	-20.2	37.5	40.1	46.7
이자수익	3.9	10.4	10.2	11.4	15.4
이자비용	9.7	12.0	12.0	12.0	12.0
외환관련이익	25.2	85.1	85.1	85.1	85.1
외환관련손실	15.7	48.4	48.4	48.4	48.4
종속 및 관계기업손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	-5.2	-55.4	2.5	3.9	6.5
법인세차감전이익	185.0	209.6	378.2	493.7	716.6
법인세비용	10.0	-7.0	73.5	101.2	146.9
계속사업순손익	175.0	216.6	304.7	392.5	569.7
당기순이익	175.0	216.6	304.7	392.5	569.7
지배주주순이익	175.0	221.7	313.9	408.2	592.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.0	41.9	22.5	18.7	17.8
영업이익 증감율	4.1	23.3	48.3	33.1	47.7
EBITDA 증감율	9.6	21.1	39.0	26.7	40.1
지배주주순이익 증감율	42.3	26.7	41.6	30.0	45.1
EPS 증감율	42.3	26.7	41.6	30.0	45.2
매출총이익율(%)	15.0	13.8	15.9	16.7	18.8
영업이익률(%)	8.1	7.0	8.5	9.5	11.9
EBITDA Margin(%)	11.1	9.4	10.7	11.4	13.6
지배주주순이익률(%)	7.6	6.8	7.8	8.6	10.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,535.9	3,894.6	4,236.1	4,668.4	5,290.5
현금 및 현금성자산	445.4	546.9	532.6	593.0	806.9
단기금융자산	22.9	22.0	25.0	28.4	32.2
매출채권 및 기타채권	308.9	424.6	520.2	617.5	727.3
재고자산	228.9	363.5	445.4	528.8	622.7
기타유동자산	1,529.8	2,537.6	2,712.9	2,900.7	3,101.4
비유동자산	1,279.9	2,230.7	2,239.1	2,248.8	2,259.8
투자자산	58.5	80.0	82.3	84.7	87.0
유형자산	893.7	1,371.4	1,392.6	1,414.4	1,436.5
무형자산	188.2	629.2	614.0	599.7	586.2
기타비유동자산	139.5	150.1	150.2	150.0	150.1
자산총계	3,815.8	6,125.3	6,475.2	6,917.3	7,550.4
유동부채	2,650.7	4,616.5	4,731.2	4,850.5	4,983.5
매입채무 및 기타채무	460.5	726.9	841.6	960.8	1,093.9
단기금융부채	244.5	264.4	264.4	264.4	264.4
기타유동부채	1,945.7	3,625.2	3,625.2	3,625.3	3,625.2
비유동부채	112.7	271.3	271.3	271.3	271.3
장기금융부채	53.8	215.6	215.6	215.6	215.6
기타비유동부채	58.9	55.7	55.7	55.7	55.7
부채총계	2,763.4	4,887.8	5,002.6	5,121.8	5,254.9
지배지분	1,052.4	1,210.7	1,454.9	1,793.5	2,316.4
자본금	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
자본잉여금	142.1	142.2	142.2	142.2	142.2
기타자본	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3
기타포괄손익누계액	77.6	56.7	39.4	22.1	4.8
이익잉여금	727.9	907.1	1,168.7	1,524.6	2,064.7
비지배지분	0.0	26.8	17.6	1.9	-20.9
자본총계	1,052.4	1,237.4	1,472.6	1,795.4	2,295.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	467.3	951.9	263.0	341.6	498.6
당기순이익	175.0	216.6	304.7	392.5	569.7
비현금항목의 가감	119.7	179.6	271.8	300.1	343.7
유형자산감가상각비	59.2	68.1	73.7	76.4	79.2
무형자산감가상각비	9.6	11.2	15.2	14.3	13.5
지분법평가손익	-0.1	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
기타	51.0	100.8	183.4	209.9	251.5
영업활동자산부채증감	213.4	605.4	-238.2	-249.2	-271.3
매출채권및기타채권의감소	-72.0	-83.1	-95.6	-97.4	-109.8
재고자산의감소	-16.5	-106.2	-81.8	-83.4	-94.0
매입채무및기타채무의증가	106.8	256.0	114.7	119.2	133.1
기타	195.1	538.7	-175.5	-187.6	-200.6
기타현금흐름	-40.8	-49.7	-75.3	-101.8	-143.5
투자활동 현금흐름	-97.0	-978.0	-490.4	-494.0	-497.6
유형자산의 취득	-59.4	-497.0	-94.9	-98.1	-101.3
유형자산의 처분	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-23.7	-70.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-4.8	-21.4	-2.3	-2.3	-2.3
단기금융자산의감소(증가)	-2.7	0.8	-3.0	-3.4	-3.8
기타	-6.8	-390.1	-390.2	-390.2	-390.2
재무활동 현금흐름	-176.5	121.9	-68.8	-68.8	-68.8
차입금의 증가(감소)	-127.1	180.8	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	-32.7	-42.5	-52.3	-52.3	-52.3
기타	-16.7	-16.4	-16.5	-16.5	-16.5
기타현금흐름	-1.2	5.7	281.7	281.7	281.7
현금 및 현금성자산의 순증가	192.5	101.5	-14.5	60.5	213.9
기초현금 및 현금성자산	252.9	445.4	546.9	532.5	593.0
기말현금 및 현금성자산	445.4	546.9	532.5	593.0	806.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	7,953	10,078	14,266	18,553	26,931
BPS	47,835	55,031	66,134	81,523	105,291
CFPS	13,392	18,010	26,204	31,480	41,520
DPS	1,950	2,400	2,400	2,400	2,400
주가배수(배)					
PER	16.4	21.9	30.4	23.4	16.1
PER(최고)	18.4	26.9	45.6		
PER(최저)	8.4	10.3	14.6		
PBR	2.73	4.01	6.55	5.32	4.12
PBR(최고)	3.07	4.93	9.83		
PBR(최저)	1.40	1.89	3.15		
PSR	1.24	1.48	2.38	2.00	1.70
PCFR	9.7	12.2	16.5	13.8	10.4
EV/EBITDA	10.6	15.5	22.1	17.3	12.0
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	24.3	24.1	17.2	13.3	9.2
배당수익률(%,보통주,현금)	1.5	1.1	0.6	0.6	0.6
ROA	5.1	4.4	4.8	5.9	7.9
ROE	17.6	19.6	23.5	25.1	28.8
ROIC	15.4	19.0	24.0	25.8	32.0
매출채권회전율	8.5	8.9	8.5	8.4	8.3
재고자산회전율	10.0	11.1	9.9	9.8	9.7
부채비율	262.6	395.0	339.7	285.3	228.9
순차입금비율	-16.2	-7.2	-5.3	-7.9	-15.6
이자보상배율	19.3	19.2	28.5	37.9	56.0
총차입금	298.3	480.0	480.0	480.0	480.0
순차입금	-170.0	-89.0	-77.6	-141.4	-359.1
NOPLAT	255.2	309.1	429.7	544.3	762.5
FCF	342.2	293.7	30.3	104.0	252.6

자료 : 키움증권 리서치센터

한화시스템
3Q Preview

한화시스템의 3Q25 매출액은 8,880억원(yoy +37.7%), 영업이익 480억원(yoy -20.5%, OPM 5.5%)를 달성하며 시장 기대치(551억원)를 하회할 것으로 전망한다. 자회사인 필리조선소의 정상화 과정에서 투자 비용과 회계 처리 변경에 따른 추가 원가 등을 반영하여 지난 분기와 유사한 규모의 손실이 발생했을 것으로 추정한다. 방산 부문과 ICT 사업 부문 모두 견조한 성장세가 지속되고 있다는 점은 긍정적이다. 방산 부문은 국내 사업과 해외 사업 모두 호조를 보이며 매출 성장세가 이어질 것으로 추정한다. 다만, 상반기 대비 하반기에 개발비의 반영이 늘어나며 수익성 개선은 제한적일 것으로 판단한다.

동사는 약 3,500억원 규모의 L-SAM 다기능레이더 양산 사업 등 다양한 신규 사업을 수주하였다. 올해 상반기까지 방산 부문의 신규 수주는 약 1조원을 기록하였다. 이에 상반기말 수주잔고는 약 8.4조원으로 24년말 대비 1.4% 성장하였다. 하반기에 K2 전차 2차 사업 부품 공급 계약, 이라크 M-SAM2 레이다 공급 계약 등이 마무리된다면 수주잔고 성장세는 지속될 전망이다. ICT 부문도 캡티브 물량을 중심으로 수주잔고 확대가 나타나고 있다. 자회사인 필리조선소는 중장기 관점에서 미국 내 조선업 재건과 관련하여 수혜가 기대된다.

투자의견 Outperform 유지,
TP 61,000원 상향

투자의견 Outperform을 유지하고 27F EPS 2,318원에 Target PER 26배(Peer 평균)을 적용하여 목표주가는 61,000원으로 상향한다. 내년부터 중동향 수출 제품의 본격적인 양산이 시작되며 방산 부문의 수출 비중이 증가할 것으로 판단한다. 이에 방산 부문의 매출 성장과 이익 개선은 내년에도 지속될 것으로 전망한다. ICT 부문 역시 견조한 실적 성장세가 기대된다. 동사는 다양한 지상무기, 방공망, 항공기, 함정 체계에 전자 부품 및 레이더 등을 납품하고 있다. 국내 주요 체계 업체들의 수출 실적이 늘어나고 있어 동사의 부품 수출도 동반 성장이 예상된다.

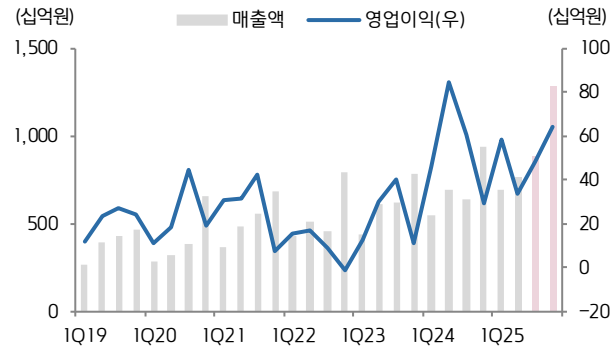
이 외에도 동사는 안티 드론 사업을 전략적으로 육성하고 있다. 올해 초 계열사의 레이저 사업부를 인수하여 대 드론 레이저 무기 체계를 확보했다. 기존에 보유하고 있던 감시 장비, 전파 교란, 그물 포획 드론 등을 활용해 드론 대응 다계층 복합방호체계를 완성할 계획이다. 최근 전쟁에서 드론의 활용도가 늘어나며 반대 급부로 드론 방어에 대한 수요가 급증하고 있다. 특히, 드론의 경제성을 감안하면 레이저 무기가 새로운 방어 수단으로 떠오르고 있어 수혜가 기대된다.

한화시스템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	544.2	687.0	639.0	933.5	690.1	768.2	880.0	1,279.3	2,803.7	3,617.6	4,333.7
(YoY)	23.8%	12.5%	2.9%	19.4%	26.8%	11.8%	37.7%	37.0%	14.3%	29.0%	19.8%
영업이익	45.5	84.4	60.3	29.1	58.2	33.5	48.0	64.0	219.3	203.6	365.1
(YoY)	269.9%	182.3%	52.0%	164.7%	27.8%	-60.4%	-20.5%	119.9%	136.1%	-7.2%	79.3%
OPM	8.4%	12.3%	9.4%	3.1%	8.4%	4.4%	5.5%	5.0%	7.8%	5.6%	8.4%
순이익	50.3	27.0	8.1	359.9	41.0	47.0	14.8	23.9	445.4	126.9	330.6
(YoY)	-72.8%	-63.9%	-80.2%	752.9%	-18.6%	73.9%	82.3%	-93.4%	29.8%	-71.6%	161.0%
NPM	9.2%	3.9%	1.3%	38.6%	5.9%	6.1%	1.7%	1.9%	15.9%	3.5%	7.6%

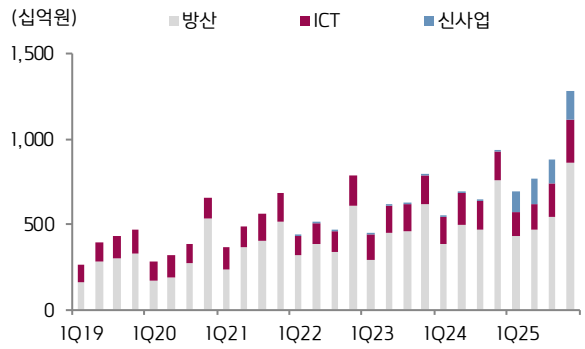
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



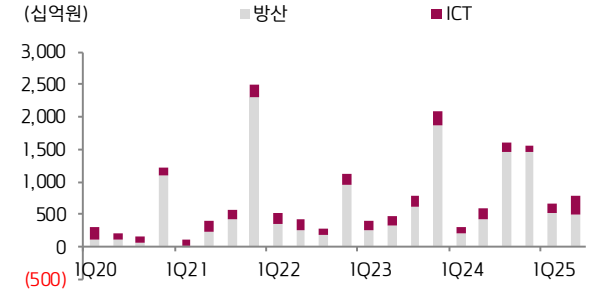
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



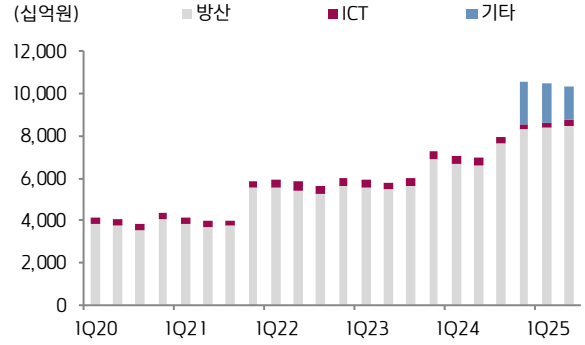
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 신규 수주 추이



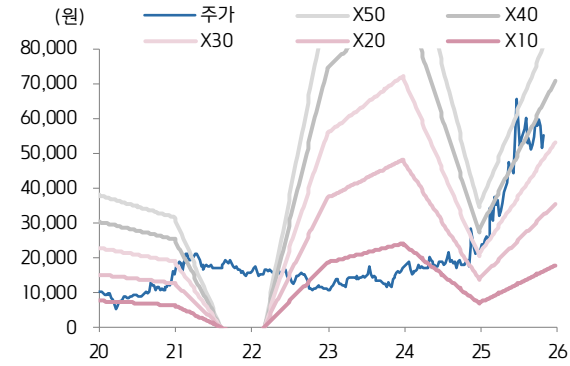
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 수주잔고 추이



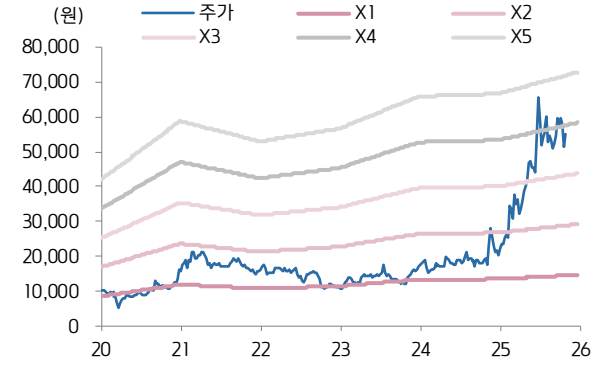
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452.5	2,803.7	3,617.6	4,333.7	4,813.4
매출원가	2,148.4	2,387.9	3,175.3	3,682.4	3,979.2
매출총이익	304.1	415.8	442.3	651.4	834.2
판관비	181.6	196.4	238.6	286.3	326.2
영업이익	122.6	219.3	203.6	365.1	508.0
EBITDA	244.5	333.5	362.6	496.8	646.1
영업외손익	321.3	362.1	-38.4	38.1	54.2
이자수익	26.6	14.6	10.9	26.9	43.1
이자비용	14.0	22.3	22.3	22.3	22.3
외환관련이익	4.9	33.4	11.2	11.2	11.2
외환관련손실	3.4	17.1	16.5	16.5	16.5
종속 및 관계기업손익	-30.2	-12.6	-11.3	-11.3	-11.3
기타	337.4	366.1	-10.4	50.1	50.0
법인세차감전이익	443.9	581.4	165.2	403.2	562.2
법인세비용	57.4	104.3	45.4	72.6	101.2
계속사업순손익	386.4	477.2	119.8	330.6	461.0
당기순이익	343.1	445.4	126.9	330.6	461.0
지배주주순이익	349.2	454.3	129.5	333.9	438.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	12.1	14.3	29.0	19.8	11.1
영업이익 증감율	213.7	78.9	-7.2	79.3	39.1
EBITDA 증감율	69.7	36.4	8.7	37.0	30.1
지배주주순이익 증감율	흑전	30.1	-71.5	157.8	31.2
EPS 증감율	흑전	30.1	-71.5	157.9	31.2
매출총이익율(%)	12.4	14.8	12.2	15.0	17.3
영업이익률(%)	5.0	7.8	5.6	8.4	10.6
EBITDA Margin(%)	10.0	11.9	10.0	11.5	13.4
지배주주순이익률(%)	14.2	16.2	3.6	7.7	9.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,890.1	2,286.1	2,635.7	3,413.3	4,145.3
현금 및 현금성자산	476.1	199.8	65.9	344.2	593.4
단기금융자산	32.3	121.2	173.0	247.0	352.6
매출채권 및 기타채권	204.2	312.7	403.5	483.4	536.9
재고자산	501.1	610.1	787.2	943.0	1,047.4
기타유동자산	676.4	1,042.3	1,206.1	1,395.7	1,615.0
비유동자산	2,593.1	3,437.9	3,455.8	3,554.0	3,633.7
투자자산	1,480.5	1,902.9	1,980.3	2,057.6	2,134.9
유형자산	347.6	570.0	501.1	515.2	512.3
무형자산	558.9	762.2	771.7	778.4	783.7
기타비유동자산	206.1	202.8	202.7	202.8	202.8
자산총계	4,483.2	5,724.0	6,091.5	6,967.3	7,778.9
유동부채	1,951.4	2,677.1	3,017.6	3,662.9	4,113.5
매입채무 및 기타채무	301.0	436.4	777.0	1,422.2	1,872.9
단기금융부채	191.1	109.2	109.2	109.2	109.2
기타유동부채	1,459.3	2,131.5	2,131.4	2,131.5	2,131.4
비유동부채	377.7	630.5	630.5	630.5	630.5
장기금융부채	139.0	364.0	364.0	364.0	364.0
기타비유동부채	238.7	266.5	266.5	266.5	266.5
부채총계	2,329.1	3,307.6	3,648.2	4,293.4	4,744.1
지배지분	2,139.8	2,490.1	2,519.5	2,753.4	3,091.3
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,100.1	1,092.0	1,092.0	1,092.0	1,092.0
기타자본	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1
기타포괄손익누계액	-83.2	-101.7	-136.3	-170.9	-205.4
이익잉여금	212.5	589.3	653.3	921.8	1,294.3
비지배지분	14.3	-73.6	-76.2	-79.5	-56.4
자본총계	2,154.1	2,416.4	2,443.3	2,673.9	3,034.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	83.4	132.6	237.6	725.0	715.3
당기순이익	343.1	445.4	126.9	330.6	461.0
비현금항목의 가감	-83.2	-59.8	258.6	242.4	261.3
유형자산감가상각비	98.7	92.3	137.7	109.6	115.3
무형자산감가상각비	23.2	21.8	21.3	22.2	22.8
지분법평가손익	-45.9	-450.6	-11.3	-11.3	-11.3
기타	-159.2	276.7	110.9	121.9	134.5
영업활동자산부채증감	-167.8	-217.6	-91.1	220.0	73.5
매출채권및기타채권의감소	5.8	-92.2	-90.8	-79.9	-53.5
재고자산의감소	-128.4	-106.4	-177.1	-155.8	-104.4
매입채무및기타채무의증가	42.4	1.8	340.6	645.2	450.7
기타	-87.6	-20.8	-163.8	-189.5	-219.3
기타현금흐름	-8.7	-35.4	-56.8	-68.0	-80.5
투자활동 현금흐름	-863.7	-442.0	106.9	31.8	12.3
유형자산의 취득	-132.3	-239.8	-68.9	-123.7	-112.4
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-27.0	-25.4	-30.8	-28.9	-28.0
투자자산의감소(증가)	-919.4	-435.1	-88.7	-88.7	-88.7
단기금융자산의감소(증가)	-9.7	-88.9	-51.8	-74.0	-105.6
기타	224.6	347.1	347.1	347.1	347.0
재무활동 현금흐름	26.7	35.1	-96.5	-96.5	-96.5
차입금의 증가(감소)	102.2	118.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-46.7	-52.4	-65.4	-65.4	-65.4
기타	-28.8	-31.0	-31.1	-31.1	-31.1
기타현금흐름	1.5	-1.9	-382.0	-382.0	-382.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-752.1	-276.2	-134.0	278.4	249.1
기초현금 및 현금성자산	1,228.2	476.1	199.8	65.9	344.2
기말현금 및 현금성자산	476.1	199.8	65.9	344.2	593.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,849	2,405	685	1,767	2,318
BPS	11,327	13,181	13,336	14,574	16,363
CFPS	1,376	2,041	2,041	3,033	3,823
DPS	280	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	9.4	9.4	74.9	29.0	22.1
PER(최고)	9.6	12.6	102.4		
PER(최저)	5.5	6.2	32.9		
PBR	1.53	1.71	3.85	3.52	3.14
PBR(최고)	1.56	2.29	5.26		
PBR(최저)	0.90	1.13	1.69		
PSR	1.34	1.52	2.68	2.24	2.01
PCFR	12.6	11.1	25.1	16.9	13.4
EV/EBITDA	12.7	13.0	27.2	19.1	14.2
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	15.3	14.7	51.6	19.8	14.2
배당수익률(%,보통주,현금)	1.6	1.5	0.7	0.7	0.7
ROA	8.1	8.7	2.1	5.1	6.3
ROE	16.9	19.6	5.2	12.7	15.0
ROIC	20.1	29.4	16.3	36.4	60.6
매출채권회전율	11.8	10.8	10.1	9.8	9.4
재고자산회전율	5.6	5.0	5.2	5.0	4.8
부채비율	108.1	136.9	149.3	160.6	156.3
순차입금비율	-8.3	6.3	9.6	-4.4	-15.6
이자보상배율	8.8	9.8	9.1	16.3	22.7
총차입금	330.1	473.2	473.2	473.2	473.2
순차입금	-178.3	152.2	234.4	-118.0	-472.7
NOPLAT	244.5	333.5	362.6	496.8	646.1
FCF	-88.8	-141.5	116.0	498.5	487.6

자료 : 키움증권 리서치센터

한국항공우주 3Q Preview

한국항공우주의 3Q25 매출액은 7,854억원(yoy -13.4%), 영업이익 621억원(yoy -18.5%, OPM 7.9%)를 달성하며 시장 기대치(777억원)을 큰 폭으로 하회할 것으로 전망한다. 회전익 사업 부문에서 LAH 인도 지연과 폴란드향 수출 매출이 다음 분기로 이연된 영향으로 추정한다. 이번 분기 지연된 LAH 납품과 폴란드향 수출 매출 인식은 4Q25에 정상적으로 진행될 것으로 판단한다. 이에 올해 연간 매출은 4.1조원을 기록하며 가이던스를 충족시킬 것으로 전망한다.

동사는 올해 수주 목표로 약 8.5조원을 제시하였다. 이중 약 3.5조원이 해외 수주로 상반기에 약 1조원 규모의 필리핀 FA-50 수출 계약을 마무리하였다. 남은 사업들 중 중동향 1.7조원 규모의 수리온 수출 사업이 다소 지연되며 내년으로 순연될 가능성이 높아지고 있어 올해 수주 목표 달성이 어려워진 점은 다소 아쉽다. 다만, 중동 회전익 수주 프로젝트에서 실주를 한 것은 아니기 때문에 회전익 사업 부문의 수출 확대 기대감은 여전히 유효하다.

투자의견 BUY, TP 135,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 135,000원을 유지한다. 지연되었던 국내 납품 및 해외 사업의 매출이 4분기 정상적으로 인식된다면 올해도 매출과 이익의 개선세가 지속될 것으로 전망한다. 또한, 내년에는 올해보다 신규 수주가 더 확대될 것으로 기대한다. FA-50 계열에서 말레이시아, 이집트 수출 사업이 진행되며 올해 대비 수출 규모가 늘어날 것으로 판단한다. 이집트 수출 사업은 최대 100대까지 공급이 늘어날 수 있는 대규모 사업이 될 것이다.

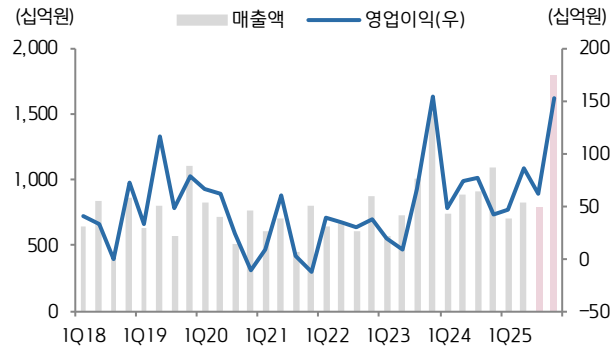
올해 12월 중순부터 미 해군 고등훈련기 사업(UJTS)의 RFP 입찰이 진행될 것으로 기대한다. 27년초 사업자 선정을 앞두고 사업 규모와 훈련기 세부 요구 사항 등이 확정될 것이다. 동사는 록히드마틴과의 컨소시엄을 통해 선제적인 개발 투자 등을 진행하고 있고 경쟁사의 경우 기체 개발 난항 등으로 과거 공군 고등훈련기 사업 대비 수주 가능성이 높은 상황이다. 이 외에도 KF-21의 양산이 본격화될 예정이고 추가 무장 개발 속도가 빨라지고 있어 중동을 중심으로 KF-21 도입에 대한 관심이 증가하고 있는 점도 긍정적이다.

한국항공우주 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	739.9	891.8	907.2	1,094.8	699.3	828.3	785.4	1,800.3	3,633.7	4,113.2	5,465.6
(YoY)	30.1%	21.6%	-9.9%	-27.5%	-5.5%	-7.1%	-13.4%	64.4%	-4.9%	13.2%	32.9%
영업이익	48.0	74.3	76.3	42.1	46.8	85.2	62.1	151.9	240.7	346.1	553.9
(YoY)	147.4%	785.6%	16.7%	-72.7%	-2.5%	14.7%	-18.5%	260.6%	-2.8%	43.8%	60.1%
OPM	6.5%	8.3%	8.4%	3.8%	6.7%	10.3%	7.9%	8.4%	6.6%	8.4%	10.1%
순이익	35.2	55.4	67.9	12.4	29.2	57.0	55.4	128.5	170.9	270.0	436.6
(YoY)	18.6%	462.0%	28.2%	-90.4%	-17.2%	2.9%	-18.4%	938.8%	-22.8%	58.0%	61.7%
NPM	4.8%	6.2%	7.5%	1.1%	4.2%	6.9%	7.0%	7.1%	4.7%	6.6%	8.0%

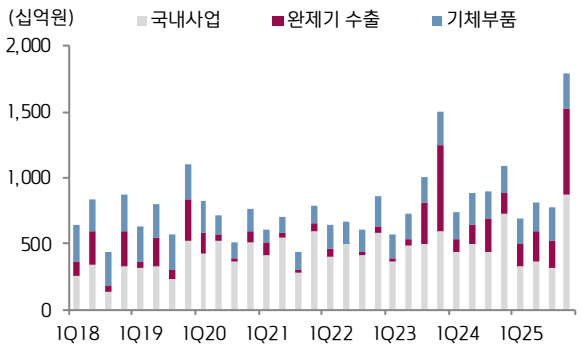
자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



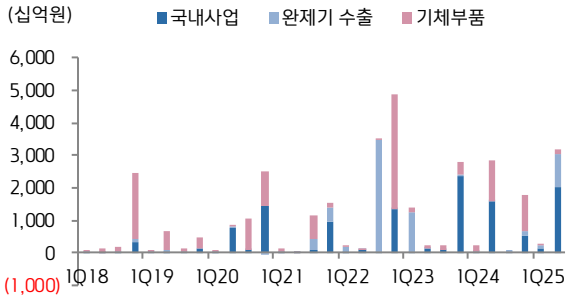
자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 부문별 매출 추이 및 전망



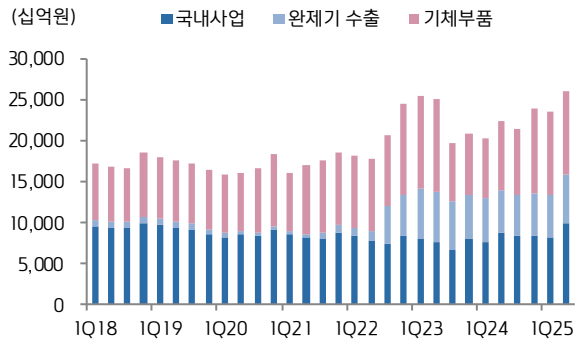
자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 신규 수주 추이



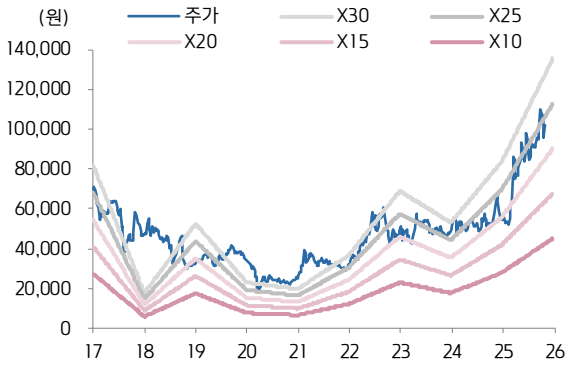
자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 수주잔고 추이



자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 12M Forward P/B 밴드 차트

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,819.3	3,633.7	4,113.2	5,465.6	7,602.7
매출원가	3,355.5	3,152.3	3,470.3	4,551.5	6,286.7
매출총이익	463.9	481.5	643.0	914.0	1,316.0
판관비	216.3	240.8	296.9	360.1	447.3
영업이익	247.5	240.7	346.1	553.9	868.7
EBITDA	368.5	344.6	456.0	696.6	1,029.1
영업외손익	21.2	-43.6	-15.5	-17.6	-15.2
이자수익	45.2	10.7	39.2	16.0	18.5
이자비용	29.1	33.4	33.4	33.4	33.4
외환관련이익	65.6	106.4	38.2	38.2	38.2
외환관련손실	57.6	110.5	31.2	31.2	31.2
종속 및 관계기업손익	0.3	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
기타	-3.2	-14.3	-25.8	-4.7	-4.8
법인세차감전이익	268.7	197.1	330.6	536.3	853.6
법인세비용	47.3	26.2	60.5	99.8	158.8
계속사업순손익	221.4	170.9	270.0	436.6	694.8
당기순이익	221.4	170.9	270.0	436.6	694.8
지배주주순이익	224.0	172.1	271.9	439.6	699.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	37.0	-4.9	13.2	32.9	39.1
영업이익 증감율	74.8	-2.7	43.8	60.0	56.8
EBITDA 증감율	33.1	-6.5	32.3	52.8	47.7
지배주주순이익 증감율	89.1	-23.2	58.0	61.7	59.1
EPS 증감율	89.1	-23.2	58.0	61.7	59.2
매출총이익율(%)	12.1	13.3	15.6	16.7	17.3
영업이익률(%)	6.5	6.6	8.4	10.1	11.4
EBITDA Margin(%)	9.6	9.5	11.1	12.7	13.5
지배주주순이익률(%)	5.9	4.7	6.6	8.0	9.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,681.0	5,439.0	5,634.9	6,329.1	7,621.7
현금 및 현금성자산	658.1	114.7	512.8	181.6	211.7
단기금융자산	112.6	37.0	40.7	44.8	49.3
매출채권 및 기타채권	421.9	428.4	484.9	644.3	896.3
재고자산	1,736.5	2,359.0	1,870.1	2,484.9	3,221.6
기타유동자산	1,751.9	2,499.9	2,726.4	2,973.5	3,242.8
비유동자산	2,458.6	2,586.5	2,868.7	3,028.3	3,131.2
투자자산	88.8	103.4	103.3	103.2	103.1
유형자산	814.6	912.5	1,143.9	1,267.6	1,348.1
무형자산	804.2	845.7	896.5	932.5	955.0
기타비유동자산	751.0	724.9	725.0	725.0	725.0
자산총계	7,139.6	8,025.5	8,503.6	9,357.4	10,752.9
유동부채	4,400.3	4,914.7	5,186.4	5,667.3	6,431.7
매입채무 및 기타채무	687.5	981.9	1,253.6	1,734.5	2,498.9
단기금융부채	403.6	448.2	448.2	448.2	448.2
기타유동부채	3,309.2	3,484.6	3,484.6	3,484.6	3,484.6
비유동부채	1,119.3	1,383.6	1,383.6	1,383.6	1,383.6
장기금융부채	233.1	626.3	626.3	626.3	626.3
기타비유동부채	886.2	757.3	757.3	757.3	757.3
부채총계	5,519.6	6,298.4	6,570.1	7,050.9	7,815.3
지배지분	1,597.4	1,705.9	1,914.1	2,290.0	2,925.9
자본금	487.4	487.4	487.4	487.4	487.4
자본잉여금	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3
기타자본	-22.1	-22.1	-22.1	-22.1	-22.1
기타포괄손익누계액	1.2	1.2	-13.7	-28.6	-43.5
이익잉여금	1,002.6	1,111.0	1,334.2	1,725.0	2,375.9
비지배지분	22.5	21.3	19.5	16.4	11.6
자본총계	1,619.9	1,727.2	1,933.6	2,306.5	2,937.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-700.4	-728.2	950.7	131.9	454.7
당기순이익	221.4	170.9	270.0	436.6	694.8
비현금항목의 가감	270.6	270.7	251.6	346.7	421.0
유형자산감가상각비	90.7	82.1	86.9	118.3	135.0
무형자산감가상각비	30.3	21.8	23.0	24.4	25.4
지분법평가손익	-4.4	-4.0	-2.5	-2.5	-2.5
기타	154.0	170.8	144.2	206.5	263.1
영업활동자산부채증감	-1,217.6	-1,165.9	477.6	-540.5	-493.6
매출채권및기타채권의감소	-135.7	-6.5	-56.5	-159.4	-252.0
재고자산의감소	-152.7	-628.7	488.9	-614.8	-736.7
매입채무및기타채무의증가	115.2	149.6	271.7	480.8	764.4
기타	-1,044.4	-680.3	-226.5	-247.1	-269.3
기타현금흐름	25.2	-3.9	-48.5	-110.9	-167.5
투자활동 현금흐름	-107.9	-189.0	-399.0	-309.5	-271.0
유형자산의 취득	-77.9	-161.3	-318.3	-242.0	-215.5
유형자산의 처분	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-97.8	-86.0	-73.8	-60.4	-47.9
투자자산의감소(증가)	1.7	-17.0	-2.4	-2.4	-2.4
단기금융자산의감소(증가)	61.9	75.6	-3.7	-4.1	-4.5
기타	4.0	-0.8	-0.8	-0.6	-0.7
재무활동 현금흐름	-546.4	369.5	-55.2	-55.2	-55.2
차입금의 증가(감소)	-517.1	424.7	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-24.4	-48.7	-48.7	-48.7	-48.7
기타	-4.9	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5
기타현금흐름	-10.8	4.3	-98.4	-98.4	-98.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-1,365.6	-543.4	398.1	-331.2	30.1
기초현금 및 현금성자산	2,023.7	658.1	114.7	512.8	181.6
기말현금 및 현금성자산	658.1	114.7	512.8	181.6	211.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,298	1,765	2,789	4,510	7,177
BPS	16,388	17,500	19,637	23,493	30,017
CFPS	5,048	4,531	5,351	8,036	11,447
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	21.8	31.1	34.3	21.2	13.3
PER(최고)	26.5	40.0	42.6		
PER(최저)	18.1	27.1	17.6		
PBR	3.05	3.14	4.87	4.07	3.18
PBR(최고)	3.72	4.03	6.05		
PBR(최저)	2.53	2.73	2.50		
PSR	1.28	1.47	2.27	1.70	1.23
PCFR	9.9	12.1	17.9	11.9	8.4
EV/EBITDA	12.9	18.3	21.6	14.6	9.9
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	22.0	28.5	18.0	11.2	7.0
배당수익률(%,보통주,현금)	1.0	0.9	0.5	0.5	0.5
ROA	3.0	2.3	3.3	4.9	6.9
ROE	14.8	10.4	15.0	20.9	26.8
ROIC	18.4	7.9	9.8	14.4	18.7
매출채권회전율	11.7	8.5	9.0	9.7	9.9
재고자산회전율	2.3	1.8	1.9	2.5	2.7
부채비율	340.7	364.7	339.8	305.7	266.0
순차입금비율	-8.3	53.4	26.9	36.8	27.7
이자보상배율	8.5	7.2	10.4	16.6	26.0
총차입금	636.8	1,074.6	1,074.6	1,074.6	1,074.6
순차입금	-134.0	922.8	521.0	848.1	813.5
NOPLAT	368.5	344.6	456.0	696.6	1,029.1
FCF	-1,034.5	-1,114.2	478.1	-249.2	110.5

자료 : 키움증권 리서치센터

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
한화에어로스페이스	2023-11-30	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-34.47	-21.56
(012450)	2024-02-26	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	8.44	32.50
	2024-07-16	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-14.72	-5.15
	2024-08-01	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-16.87	3.42
	2024-11-01	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-13.50	-7.56
	2024-11-26	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-18.85	10.67
	2025-02-12	BUY(Maintain)	650,000원	6개월	-6.98	4.62
	2025-02-26	BUY(Maintain)	810,000원	6개월	-16.62	-5.68
	2025-04-09	BUY(Maintain)	860,000원	6개월	-6.88	-3.49
	2025-05-02	BUY(Maintain)	1,000,000원	6개월	-17.24	-12.36
	2025-05-27	BUY(Maintain)	1,100,000원	6개월	-19.54	-9.27
	2025-08-01	BUY(Maintain)	1,280,000원	6개월	-24.49	-13.52
	2025-10-27	BUY(Maintain)	1,400,000원	6개월		
한화시스템	2023-11-01	BUY(Maintain)	17,500원	6개월	-16.84	-9.71
(272210)	2023-11-30	Outperform (Downgrade)	18,000원	6개월	-5.74	7.50
	2024-04-11	BUY(Upgrade)	21,000원	6개월	-16.37	-5.05
	2024-04-29	BUY(Maintain)	25,000원	6개월	-24.78	-11.00
	2024-07-31	BUY(Maintain)	26,500원	6개월	-29.81	-26.00
	2024-10-31	BUY(Maintain)	26,500원	6개월	-20.68	12.64
	2025-02-10	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	5.57	15.16
	2025-02-26	Outperform (Downgrade)	36,000원	6개월	-0.70	17.50
	2025-04-30	Outperform (Maintain)	46,000원	6개월	-4.17	2.93
	2025-05-22	Outperform (Maintain)	51,500원	6개월	6.17	33.20
	2025-10-27	Outperform (Maintain)	61,000원	6개월		
한국항공우주	2023-11-14	BUY(Maintain)	69,000원	6개월	-32.76	-31.88
(047810)	2023-11-30	BUY(Maintain)	69,000원	6개월	-27.65	-19.57
	2024-02-13	BUY(Maintain)	69,000원	6개월	-26.84	-19.57
	2024-04-19	BUY(Maintain)	69,000원	6개월	-26.74	-19.57
	2024-05-02	BUY(Maintain)	72,000원	6개월	-24.89	-18.61
	2024-05-29	BUY(Maintain)	72,000원	6개월	-27.29	-18.61
	2024-07-16	BUY(Maintain)	72,000원	6개월	-27.77	-18.61
	2024-07-30	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-27.89	-21.87
	2024-10-30	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-19.21	-10.64
	2024-11-26	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-27.09	-10.64
	2025-02-10	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-22.98	-15.68
	2025-02-26	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-2.14	28.38
	2025-04-16	BUY(Maintain)	96,000원	6개월	-13.51	-8.02
	2025-05-09	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-21.84	-12.61
	2025-07-30	BUY(Maintain)	135,000원	6개월	-27.01	-14.81
	2025-10-27	BUY(Maintain)	135,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
현대로템	2023-10-27	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-36.86	-34.00
(064350)	2023-11-30	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-33.81	-25.63
	2024-02-01	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-25.25	4.63
	2024-04-29	BUY(Maintain)	47,000원	6개월	-18.94	-15.53
	2024-05-29	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-26.72	-18.96
	2024-07-16	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-23.09	-15.88
	2024-07-29	BUY(Maintain)	66,000원	6개월	-18.76	1.67
	2024-10-21	BUY(Maintain)	79,000원	6개월	-29.04	-15.06
	2025-01-23	BUY(Maintain)	79,000원	6개월	-28.38	-9.49
	2025-02-07	BUY(Maintain)	105,000원	6개월	-19.76	-13.33
	2025-02-26	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-16.56	0.32
	2025-05-19	BUY(Maintain)	148,000원	6개월	-17.58	-7.70
	2025-05-27	BUY(Maintain)	175,000원	6개월	4.01	22.29
	2025-07-21	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-21.58	-7.12
	2025-10-27	BUY(Maintain)	300,000원	6개월		
LIG넥스원	2023-10-30	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-29.37	-17.67
(079550)	2023-11-30	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-25.34	15.42
	2024-02-08	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	11.65	30.93
	2024-04-29	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-10.91	14.05
	2024-07-29	Outperform (Downgrade)	250,000원	6개월	-13.30	7.60
	2024-11-11	Outperform (Maintain)	295,000원	6개월	-26.38	-9.83
	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	12.44	40.22
	2025-10-27	BUY(Maintain)	600,000원	6개월		

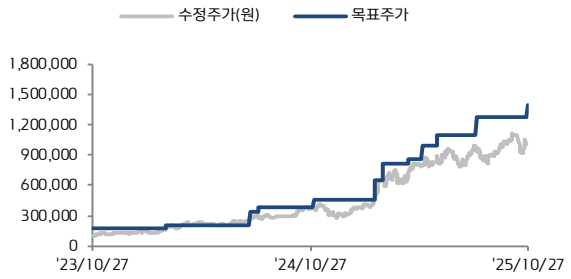
*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

고지사항

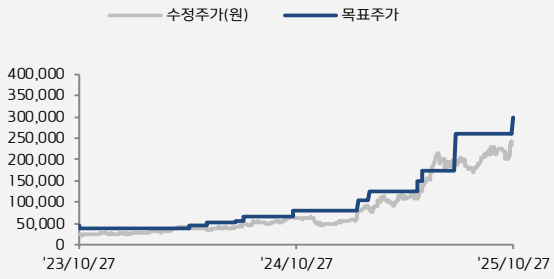
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

목표주가 추이 (2개년)

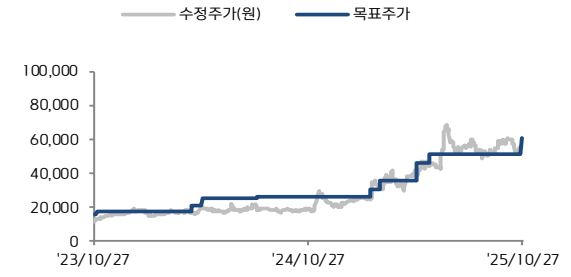
한화에어로스페이스



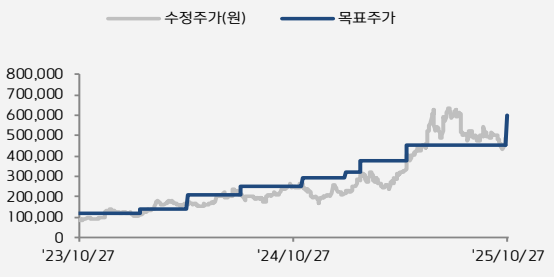
현대로템



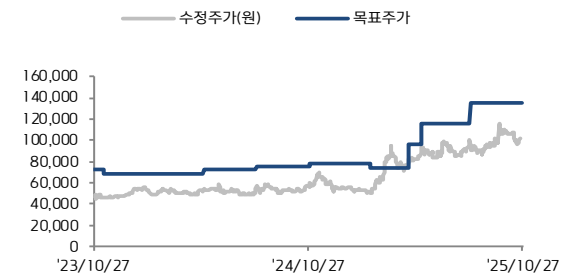
한화시스템



LIG넥스원



한국항공우주



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%