MIRAE ASSET 미래에셋증권

2026 OUTLOOK REPORT

조선/방산 (비중확대/유지)

또 한번의 변곡점

정동호 dongho.jeong@miraeasset.com

탑픽 및 관심종목

HD현대중공업 (329180)
삼성중공업 (010140)
현대로템 (064350)
한화에어로스페이스 (012450)

CONTENTS

[요약] 내러티브가 실현되는 시기 03p

[조선] 군함 수출 및 LNGC 수주 기대 06p

[방산] 중동 개화로 빅딜 체결 기대 22p

종목 분석 38p

HD현대중공업 (329180) – 최선호주

삼성중공업 (010140) – 차선호주

현대로템 (064350) – 최선호주

한화에어로스페이스 (012450) – 차선호주

[요약] 내러티브가 실현되는 시기

조선/방산 투자포인트 요약

01
조선

군함 수출 및 LNGC 수주 기대

- **[결론]** 조선 투자의견 '비중확대' 유지. 군함과 LNGC 수주 시 증익 시계열 확장. 상선 이익성장은 지속
- **[26년 전망]** 군함 현대화 수요 1,000척+ 전망. 26~27년 군함 수출 타진 기대. 미국 LNG운반선 발주 50~100척 예상. FID 통과한 프로젝트 LNGC 수요만 117척, 한국 28~29년 LNGC 건조슬랏 105척 잔존
- **[투자전략]** 상선+α로 군함, 해양, 엔진 등 차별화 요소 있는 HD현대중공업, 삼성중공업 선호
- **[실적/밸류에이션]** 조선사 합산 영업이익 25F~27F CAGR +20%, 영업이익률 Mid-teens% 전망

02
방산

중동 개화로 빅딜 체결 기대

- **[결론]** 방산 투자의견 '비중확대' 유지. 중동 개화 시 수주잔고 및 이익 추정치 레벨업, 밸류 리레이팅 전망
- **[26년 전망]** 26년 수출 모멘텀 39조원 (+204% YoY), Bull case 기준 52조원 전망. 중동 개화가 관건. 주요 캐털리스트는 사우디, 이라크, UAE 등 빅딜 체결. 유럽은 폴란드 후속계약 및 루마니아 수주 기대
- **[투자전략]** 1) 26년 실적 성장, 2) 수출 모멘텀, 3) 이익 추정치 상향 기대되는 현대로템, 한화에어로 선호
- **[실적/밸류에이션]** 26년 매출액 성장률 +20%, 영업이익 성장률 +39.5% 전망. 수출+내수 동반성장

03
Top picks

조선: 현대중공업
방산: 현대로템

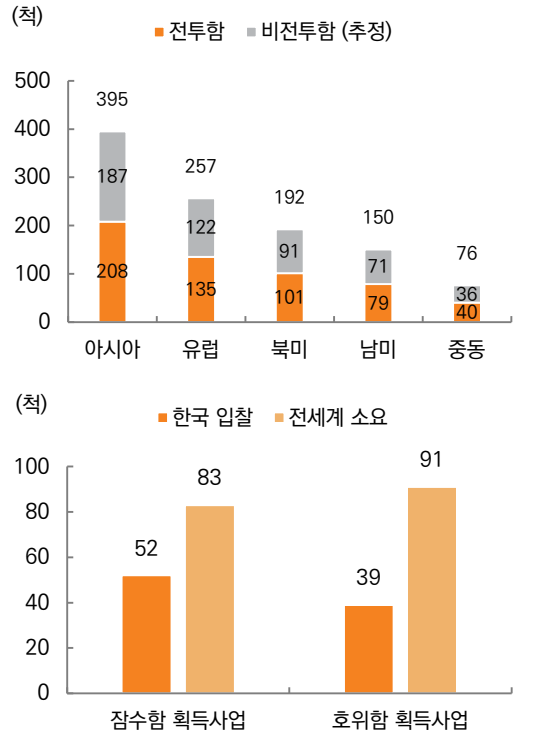
- **[조선]** HD현대중공업: 투자의견 '매수', 목표주가 740,000원 유지. 26년 영업이익 2.9조원 (+34.6% YoY, OPM 15.6%). 상선/엔진 사업부 생산성 향상 및 믹스개선 지속. LNGC 건조선가 +12%, 컨선 +18% 상승. 주요 캐털리스트는 1) 미국발 LNG운반선 발주, 2) MASGA 프로젝트 구체화, 3) 군함 수출 본격화
- **[방산]** 현대로템: 투자의견 '매수', 목표주가 300,000원 유지. 26년 영업이익 1.7조원 (+54.8% YoY, OPM 22.3%) 전망. K2 추가 수출 시 1) 수주잔고 6년치 확보, 2) ~27년 캐파 2배 증설 → 방산 실적 확대 예상. 주요 캐털리스트는 1H26 이라크 K2 계약체결. 그외 루마니아, 페루, 폴란드 EC3 등 체결

[조선 Key thesis] 상선+α

글로벌 군함 수출 기회 확대

- 26년 글로벌 해군 획득예산 230조원e
- **노후화 군함 교체수요 1,000척+** 추정
- 한국 조선사 군함 수출 파이프라인 풍부. 입찰 사업 기준 잠수함 52척, 호위함 39척

군함 수출 타진 → 이익 퀄리티 개선

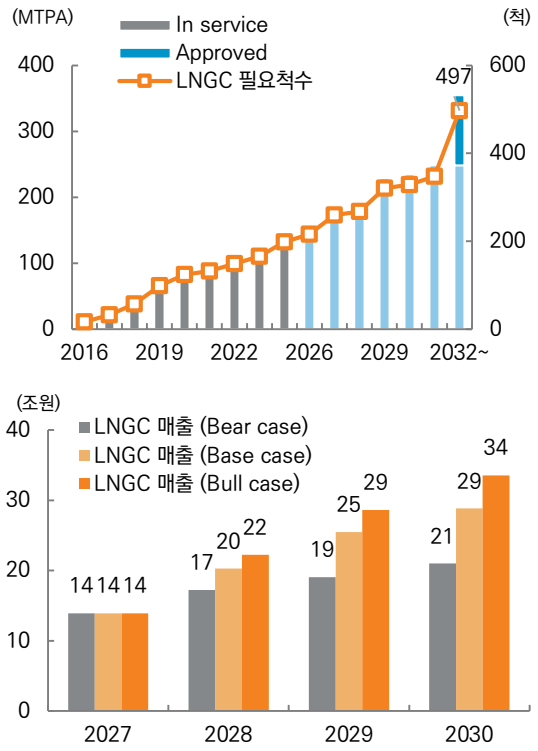


자료: IISS, 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

미국발 LNG운반선 발주 기대

- 미국 LNG 터미널 캐파 354MTPA 전망
- 해당 캐파에 **필요한 LNGC 척수 497척**
- FID 통과된 미국 LNG 수출 터미널 캐파 84MTPA (LNGC 117척e)로 역대 최대

미국 LNG운반선 발주 → 상선 실적 견인

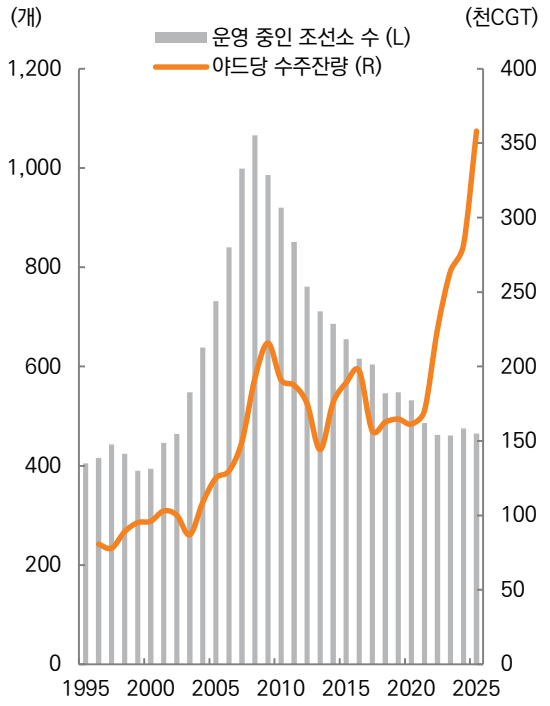


자료: Clarksons, EIA, 미래에셋증권 리서치센터 추정

상선 공급자우위 시장 지속

- 조선소당 수주잔량은 여전히 역대 최대
- 길고 완만한 호황 사이클 지속 전망
- 단, 발주 급증 시 신조선가 상승 불가피. 조선사에 유리한 공급자우위 시장 유지

야드당 수주잔량 역대 최대 → 공급자우위



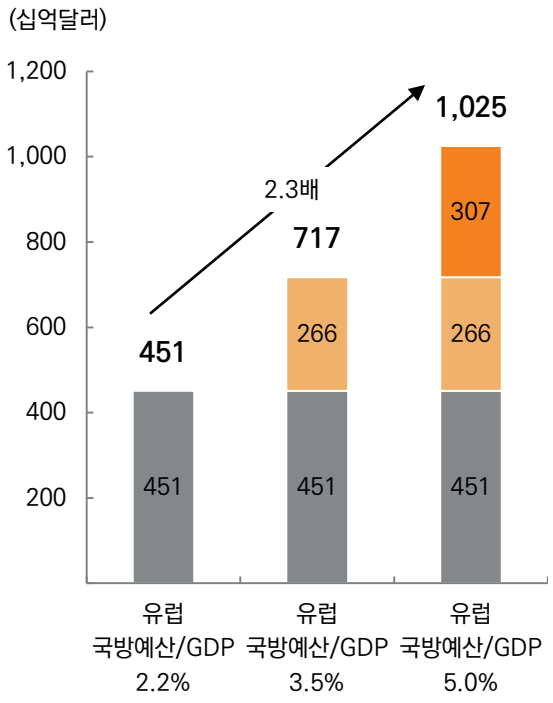
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

[방산 Key thesis] 견고한 펀더멘탈

방산 TAM 확대

- 유럽 '35년 국방예산/GDP 5% 목표
- **유럽 국방예산 1조달러 (+2.3배)** 추정
- 무기획득사업 급증→방산업체 실적 성장

NATO 국방비 5% 가정 시 TAM 2배 확대

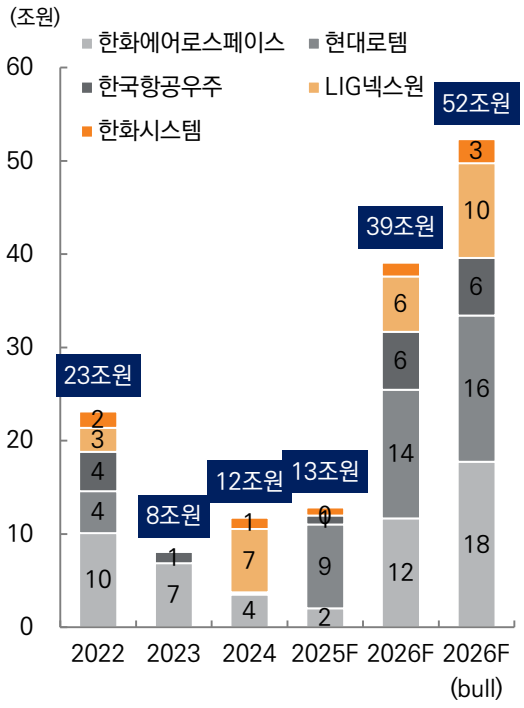


자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터 추정

수출 모멘텀 풍부

- 26년 한국 **방산 수출 모멘텀 39조원**
- 그중 현대로템 35%, 한화에어로 30%
- Bull case 기준 52조원 상회 기대
- 중동 수출 빅딜 체결 여부가 관건

26년 방산 수출 모멘텀 39조원 전망

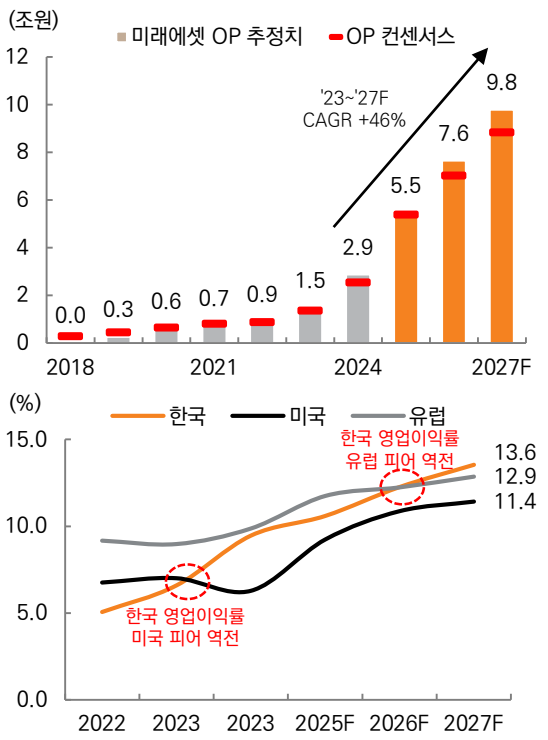


자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

중장기 이익성장 기대

- **방산5사 OP 5Y CAGR +46% 지속**
- 수출비중 증가에 따른 이익개선 유효
- 26년 유럽 방산 피어 영업이익률 역전
- 이익성장에 따른 멀티플 리레이팅 기대

OP CAGR +46%, 유럽 OPM 역전 예상



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 추정

I

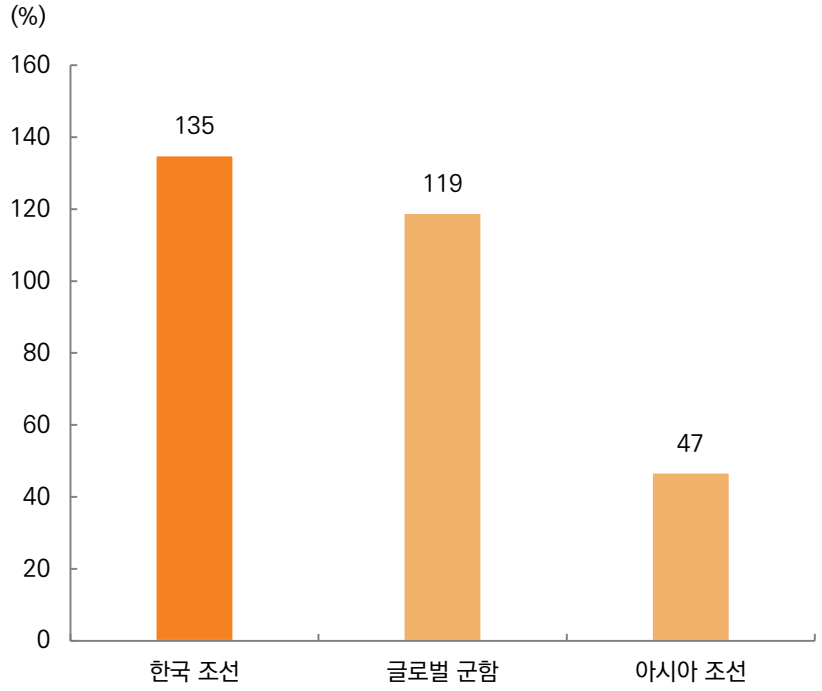
조선

I. 2025년 회고: 예상외로 군함 테마 강세

2025년 주가 수익률은 군함과 한국 피어가 강세

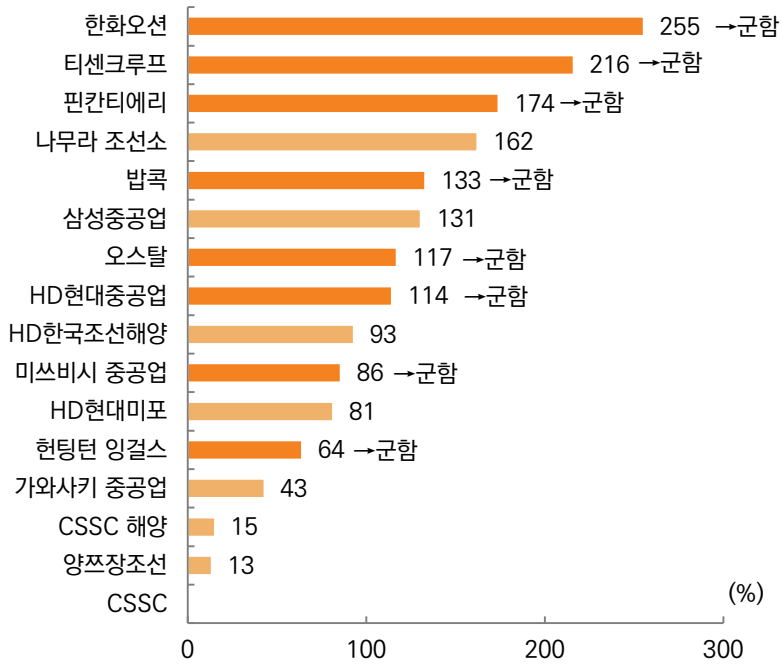
- 2025년 글로벌 조선주 YTD 수익률은 한국 +135% / 글로벌 군함 +119% / 아시아 조선 +47% 달성
- 글로벌 상선 발주는 3,789만CGT로 (-50.3% YoY) 감소했으나, 주가 영향은 크지 않았음
- 반면, 군함 관련 피어그룹의 수익률이 매우 아웃퍼폼. 특히, 유럽 조선주의 경우 재무장 기조 속 실제 군함 계약이 다수 논의되고 있고, 미국도 조선업 재건에 드라이브를 걸고 있기 때문
- 선진국은 군함을 핵심 안보 인프라로 인식하기 시작했으며, 당사는 2026년부터 본격적인 군함 내러티브의 원년이 될 가능성을 높게 점치고 있음. 자세한 내용은 후술

2025년은 한국 조선과 글로벌 군함 건조업체가 강세



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 조선주 내 YTD 수익률 상위 5개 중 4개가 군함업체



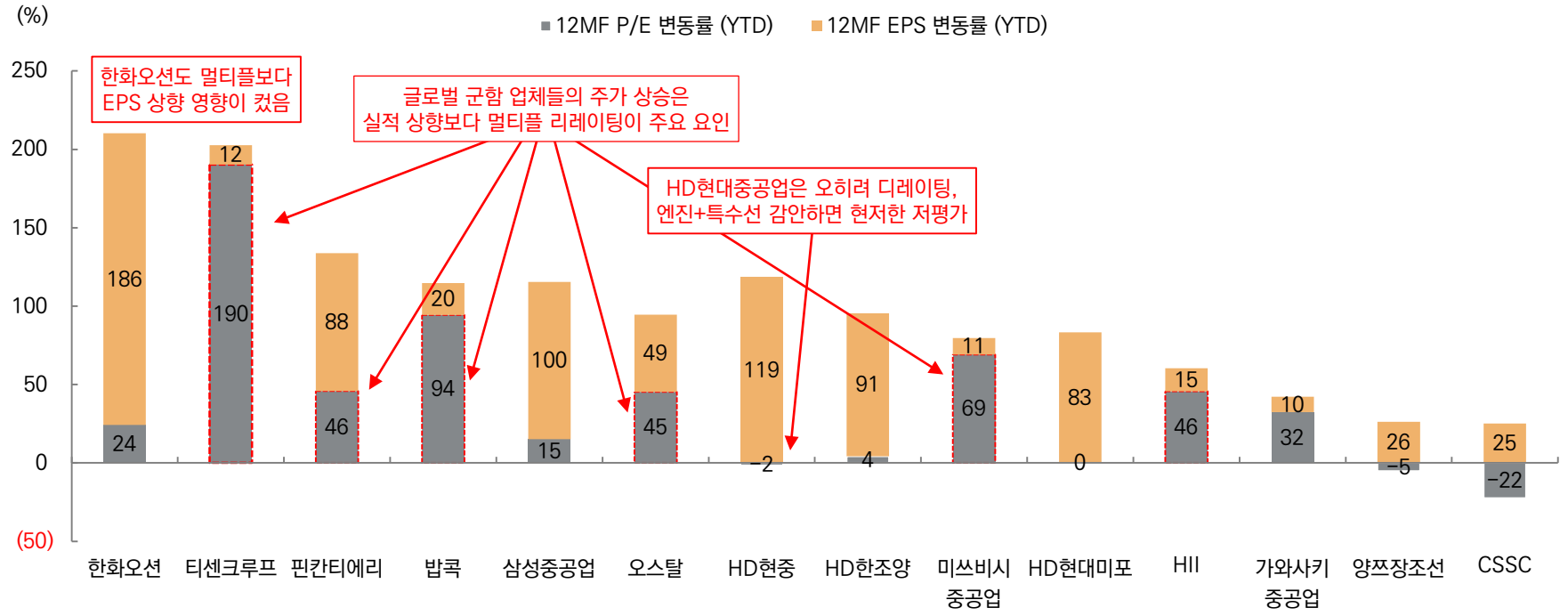
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2025년 회고: 밸류에이션 리레이팅을 준비

한국 조선사 실적 상향은 1등, 멀티플은 디레이팅?

- 군함 건조업체는 멀티플 리레이팅이 주가를 견인한 반면, 한국 조선사의 주가상승은 EPS 상승에 기인
- 한국 조선사는 한미 조선업 협력 등 리레이팅 요소가 충분했음에도 멀티플 상승은 미미
- HD현대중공업, HD현대미포 같은 경우에는 12MF P/E가 오히려 하락하는 모습을 보임
- 반대로 말하면, 한국 조선사의 멀티플 상승룸은 잔존. **26년은 LNGC, 특수선, 선진국간 조선업 협력 등에 따라 밸류에이션 리레이팅의 원년이 될 수 있을 것. 믹스개선에 따른 EPS 상승도 유효**

한국 조선사들은 EPS 상승이, 글로벌 군함 조선사들은 P/E (멀티플) 상승이 주가를 견인



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: 군함

한미 조선업 협력 본격화
미국 상선/군함 계약 기대

- 26년부터 한국 조선업은 미국과 상선/군함 관련 실질적인 본 계약 체결을 기대
- 한미 조선업 협력 1,500억달러 결정. MRO, 인력개발, 야드 현대화, 공급망 회복 등 포괄적 협력 예상
- 이는 미국의 상선/군함 건조 효율성 제고 목적이며, 한국 내 미 선박 건조 허가 가능성도 시사
- 미국은 한국의 핵추진잠수함 건조 승인. 우라늄 농축 및 핵연료재처리도 한국 권한 확대 가능성 존재
- 한편, 美 전쟁부는 인수전환전략 제시. 전시체제로 전환, 군수물자 인수속도 개선과 산업재건 명시

한미 조선업 협력 관련 계약 및 핵추진잠수함 건조 사업 기대

FURTHERING OUR MARITIME AND NUCLEAR PARTNERSHIP: The United States welcomed the ROK's commitment to contribute to modernizing and expanding the capacity of American shipbuilding industries, including through investments in U.S. shipyards and America's workforce. The ROK welcomed the United States' support for the ROK's civil and naval nuclear power programs.

- Both countries committed to collaborate further through a shipbuilding working group, including on maintenance, repair, and overhaul, workforce development, shipyard modernization, and supply chain resilience.
- These initiatives will increase the number of U.S. commercial ships and combat-ready U.S. military vessels as quickly as possible, including the potential construction of U.S. vessels in the ROK.

한국의 미국 상선/군함 건조 가능성 시사

- Consistent with the bilateral 123 agreement and subject to U.S. legal requirements, the United States supports the process that will lead to the ROK's civil uranium enrichment and spent fuel reprocessing for peaceful uses.

핵추진잠수함 건조 승인

- The United States has given approval for the ROK to build nuclear-powered attack submarines. The United States will work closely with the ROK to advance requirements for this shipbuilding project, including avenues to source fuel.

자료: White house, 미래에셋증권 리서치센터

美 전쟁부는 생산능력 확대 집중, 국방조달시스템을 전시체제로 전환

Under this aggressive strategy, the Department will prioritize three overarching *outcomes for our transformed acquisition system*:

1. Field technology and modernize systems at a rate that outpaces our adversaries;

주요 군수물자 생산능력 확대 요구

2. Increase production capacity and deliver wartime surge capacity for key capabilities, systems, weapons, and munitions to the U.S. warfighter and priority allies and partners;

인수 시스템과 산업 기반을 전시체제로 전환

3. Put the entire acquisition system and the industrial base on a wartime footing with the urgency and mandate to accept more risk, transition from a culture of compliance to one of speed and execution and rapidly tackle the strategic challenges facing the nation.

In transforming the existing acquisition processes, there are five pillars with nested actions to achieve the President's direction:

Rebuild the Arsenal of Freedom: Rebuild the Defense Industrial Base

Elevate and Empower the Acquisition Workforce to Rapidly Deliver Capability

Maximize Acquisition Flexibility through Reduced Regulations and Process

Develop High Performance Systems through Rigorous Enterprise Technical Execution Excellence

Improve Lifecycle Risk Management

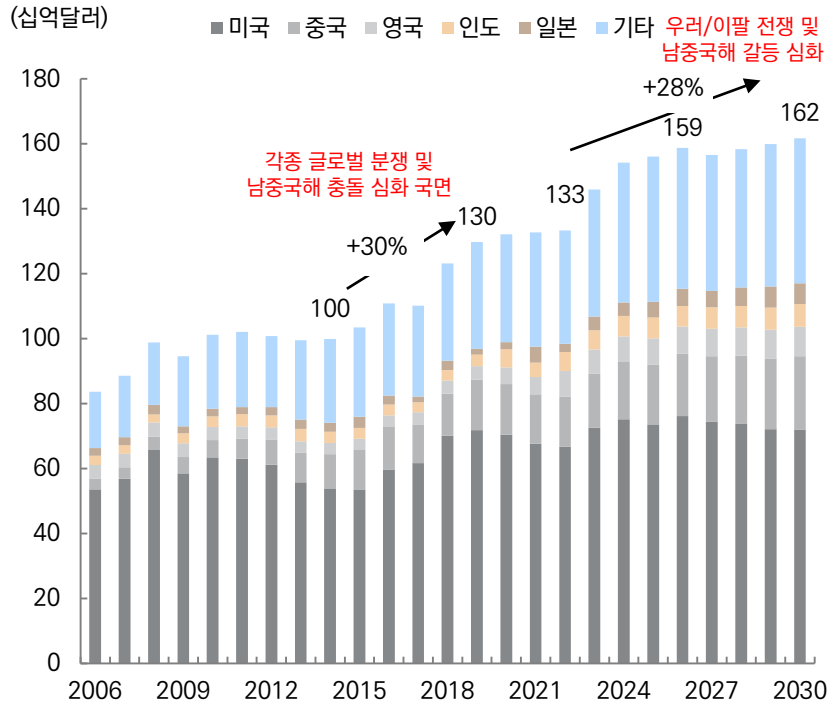
자료: DoW, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: 군함

해군 획득예산 증가
노후 군함 교체수요 多

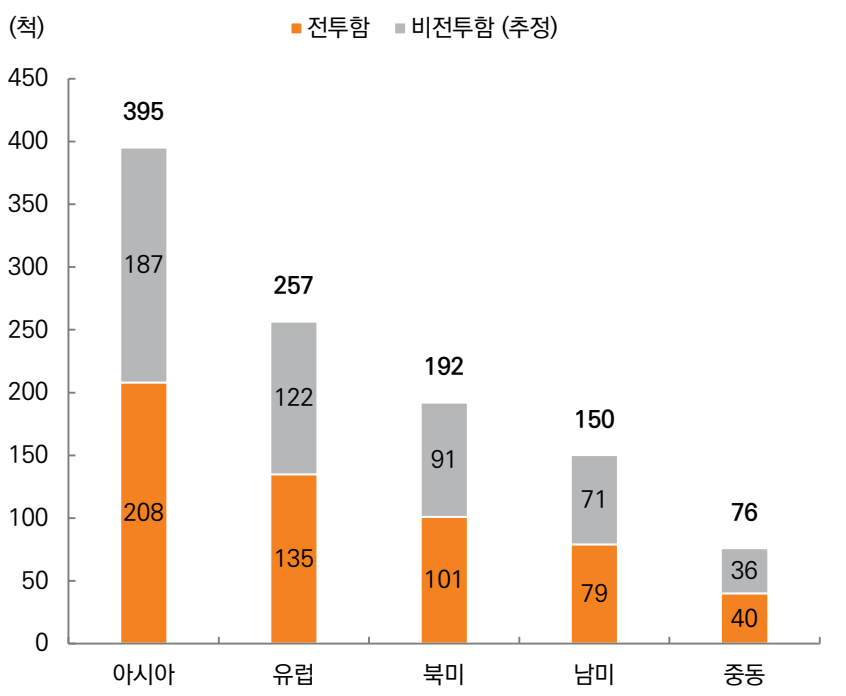
- **26년 전세계 해군 무기획득 예산은 1,590억달러 (230조원)로 추정**. 군함 수출 기회 많아질 전망
- 현재 작전 수행 중인 군함들은 대부분 2000년대 이전에 건조되어 최소 25년 이상된 노후 함정
- 노후화된 군함의 교체수요는 1,000척 이상일 것으로 추산. 전투함 기준 노후화율 56%
- 글로벌 지정학 리스크 심화에 따라 각 국은 해군력 강화를 위해 현대화 사업 본격 추진 예상

전세계 해군 무기획득 예산 집행 추이 및 전망



자료: IISS, SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터 추정

글로벌 군함 교체수요는 1,000척 이상일 것으로 추정



주: 비전투함은 전투함 규모의 0.9 비율로 추정. 교체수요는 26년+ 노후선 대상. 중국, 이란 등 수출 불가 지역 제외
자료: IISS, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: 군함

군함 수출 현실화 시 적지 않은 이익기여 예상

- 한국이 타겟하고 있는 주요 군함 시장인 잠수함과 호위함, 초계함에 대한 교체사업 규모 추정
- 함종별 예상 교체사업 규모는 **공격 잠수함 40.8조원 / 호위함 76.2조원 / 초계함 18.4조원**
- OPM 20~25% 기준 M/S 5~10%만 되어도 조단위 영업이익을 시현할 수 있을 전망
- 함종별 시장 규모 계산에 있어서 적당단가를 국내 양산가격 * 20%로 보수적 추정 진행. 통상 방산 수출사업에서 기대하는 수출 판매단가는 국내 양산가격의 2배. 실제 사업규모는 더 클 수 있음

함종별 예상 교체사업 규모 기반으로 기대 영업이익 추정 (한국이 주요 타겟하는 잠수함, 호위함, 초계함 위주)

공격 잠수함 예상 교체사업 규모 (십억원)

지역	교체수요	획득비	MRO	총 사업비
유럽	7	8,400	19,600	28,000
아시아	13	15,600	36,400	52,000
중동	2	2,400	5,600	8,000
남미	11	13,200	30,800	44,000
북미	1	1,200	2,800	4,000
합계	**34**	**40,800**	**95,200**	**136,000**

*척당단가는 국내 건조 1조원에 수출 고려하여 20% 할증
**MRO는 총 수명주기의 70%로 가정
***적대국 또는 자국 군함업체 보유국은 제외

호위함 예상 교체사업 규모 (십억원)

지역	교체수요	획득비	MRO	총 사업비
유럽	25	15,000	28,000	43,000
아시아	51	30,600	56,400	87,000
중동	13	7,800	14,200	22,000
남미	26	15,600	29,400	45,000
북미	12	7,200	13,800	21,000
합계	**127**	**76,200**	**141,800**	**218,000**

*척당단가는 국내 건조 5,000억원에 수출 고려하여 20% 할증
**MRO는 총 수명주기의 65%로 가정
***적대국 또는 자국 군함업체 보유국은 제외

초계함 예상 교체사업 규모 (십억원)

지역	교체수요	획득비	MRO	총 사업비
유럽	8	1,440	2,560	4,000
아시아	55	9,900	15,100	25,000
중동	13	2,340	3,660	6,000
남미	26	4,680	7,320	12,000
북미				
합계	**102**	**18,360**	**28,640**	**47,000**

*척당단가는 국내 건조 1,500억원에 수출 고려하여 20% 할증
**MRO는 총 수명주기의 60%로 가정
***적대국 또는 자국 군함업체 보유국은 제외

M/S 및 마진별 기대 영업이익 (십억원)

M/S \ OPM	10%	15%	20%	25%
5%	204	306	408	510
10%	408	612	816	1,020
15%	612	918	1,224	1,530
20%	816	1,224	1,632	2,040

*군함 획득비(건조비)만 포함. MRO는 미포함

M/S 및 마진별 기대 영업이익 (십억원)

M/S \ OPM	10%	15%	20%	25%
5%	381	572	762	953
10%	762	1,143	1,524	1,905
15%	1,143	1,715	2,286	2,858
20%	1,524	2,286	3,048	3,810

*군함 획득비(건조비)만 포함. MRO는 미포함

M/S 및 마진별 기대 영업이익 (십억원)

M/S \ OPM	10%	15%	20%	25%
5%	92	138	184	230
10%	184	275	367	459
15%	275	413	551	689
20%	367	551	734	918

*군함 획득비(건조비)만 포함. MRO는 미포함

자료: IISS, 미래에셋증권 리서치센터 추정

II. 2026년 전망: 군함

한국 조선사의 잠재 군함 파이프라인 다수

- 글로벌 잠수함, 호위함 획득소요는 각각 83척, 91척, 그중 한국 파이프라인은 52척, 39척 추정
- 한국 조선사의 주요 시장은 북미, 중동, 남미, 동남아. 유럽은 자국 군함업체 많아 진입장벽 높음
- 잠수함, 호위함 외에도 초계함, 원해경비함, 군수지원함 등 다양한 함종에서 획득사업 많아질 것
- 다만, 군함은 척당단가가 높고 첨단 전투체계가 탑재되는 복잡한 무기체계인 만큼 계약체결을 위한 최종 의사결정까지 긴 시간이 소요될 것. 주가에도 선반영 보다는 계약체결 후 반영 예상

한국 잠수함 수출 파이프라인

지역	국가	분류	수주업체	한국 참여	예상시점	건조척수
유럽	폴란드	잠수함	미정	O	2026	3
	이탈리아	잠수함	미정		2040	6
	덴마크	잠수함	미정		2026	6
	그리스	잠수함	미정	O	2027	8
	포르투갈	잠수함	미정	O	2027	2
중동	사우디	잠수함	미정	O	2027	5
	이집트	잠수함	미정		2026	4
	모로코	잠수함	미정	O	2027	3
북미	캐나다	잠수함	미정	O	2027	12
남미	칠레	잠수함	미정	O	TBD	2
	콜롬비아	잠수함	미정	O	TBD	2
	브라질	잠수함	미정		2026	12
	페루	잠수함	미정	O	2025	4
아시아	필리핀	잠수함	미정	O	TBD	2
	에콰도르	잠수함	미정	O	TBD	2
	방글라데시	잠수함	미정	O	TBD	6
	인도	잠수함	미정	X	2026	6
합계						**83**
한국 잠재 수주 파이프라인						**52**

자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

한국 호위함 수출 파이프라인

지역	국가	분류	계약업체	한국 참여	예상시점	건조척수
유럽	그리스	호위함	미정	O	2026	7
	뉴질랜드	호위함	미정		2028	2
	포르투갈	호위함	미정		2030	6
	네덜란드	호위함	미정		2028	4
	노르웨이	호위함	BAE시스템즈	O	2025	5
	덴마크	호위함	미정		2027	4
중동	사우디	호위함	미정	O	2026	5
	이집트	호위함	미정		TBD	2
북미	미국	호위함	미정		2027	14
남미	페루	호위함	HD현대중공업	O	2025	4
	칠레	호위함	미정	O	TBD	8
	인도	호위함	미정	O	2026	7
	방글라데시	호위함	미정	O	2030	6
아시아	호주	호위함	MHI	O	2025	11
	태국	호위함	미정	O	2026	2
	베트남	호위함	미정		2027	4
합계						**91**
한국 수주 파이프라인						**39**

자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: 군함

2022년 이후 글로벌 군함 현대화 프로젝트 계약체결 추이

구매국	함종	상태	사업분류	계약연도 년	척수 척	계약금액 백만달러	척당단가 백만달러	공급국가	체계업체
캐나다	공격 잠수함	잠재수주	양산사업	2027 (E)	12	14,286	1,191	미정	미정
덴마크	호위함	잠재수주	양산사업	2027 (E)	5	3,175	635	미정	미정
사우디	호위함	잠재수주	양산사업	2026 (E)	5	2,500	500	미정	미정
사우디	공격 잠수함	잠재수주	양산사업	2026 (E)	5	3,548	710	미정	미정
태국	호위함	잠재수주	양산사업	2026 (E)	2	1,000	500	미정	미정
노르웨이	호위함	계약완료	양산사업	2025	5	13,500	2,700	영국	BAE시스템즈
인도	공격 잠수함	잠재수주	양산사업	2025 (E)	6	10,000	1,667	미정 (독일 유력)	미정 (TKMS)
호주	호위함	잠재수주	양산사업	2025 (E)	11	6,500	591	일본	미쓰비시 중공업
인도네시아	호위함	계약완료	양산사업	2025	2	1,000	500	튀르키예	TAIS
스페인	함대 보급선	계약완료	양산사업	2025	1	700	700	스페인	나반티아
싱가포르	공격 잠수함	계약완료	양산사업	2025	2			독일	티센크루프
페루	호위함	계약완료	양산사업	2025	4	463	116	대한민국	HD현대중공업, SIMA
사우디아라비아	호위함	계약완료	양산사업	2024	3	1,090	363	스페인	나반티아
인도네시아	호위함	계약완료	양산사업	2024	2	1,277	638	이탈리아	핀칸티에리
UAE	원해경비함	계약완료	양산사업	2024	10	431	43	이탈리아, UAE	ADSB, 핀칸티에리
대한민국	호위함	계약완료	양산사업	2024	2	615	308	대한민국	한화오션
영국	보급함	계약완료	양산사업	2023	3	1,989	663	스페인, 영국	나반티아
스페인	해양 조사함	계약완료	양산사업	2023	2	172	86	스페인	나반티아
루마니아	기뢰함	계약완료	양산사업	2023	2	162	81	영국	밥콕 인터내셔널, AEUK
프랑스, 이탈리아	구축함	계약완료	성능개량	2023	4	1,622	406	프랑스, 이탈리아	핀칸티에리, 나발그룹, Eurosam
이스라엘	공격 잠수함	계약완료	양산사업	2022	3	3,162	1,054	독일	티센크루프
아일랜드	원해경비함	계약완료	양산사업	2022	2	43	22	뉴질랜드	밥콕 인터내셔널
필리핀	원해경비함	계약완료	양산사업	2022	6	621	103	대한민국	HD현대중공업

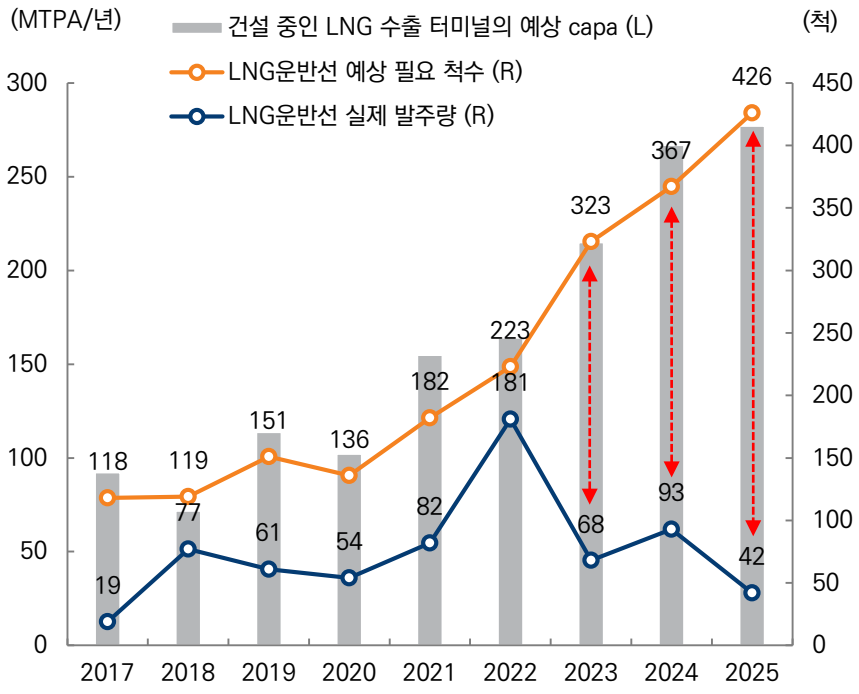
자료: IISS, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: LNGC

LNG 수출 터미널 확장
29년 건조슬랏 세일즈
LNG운반선 발주 기대

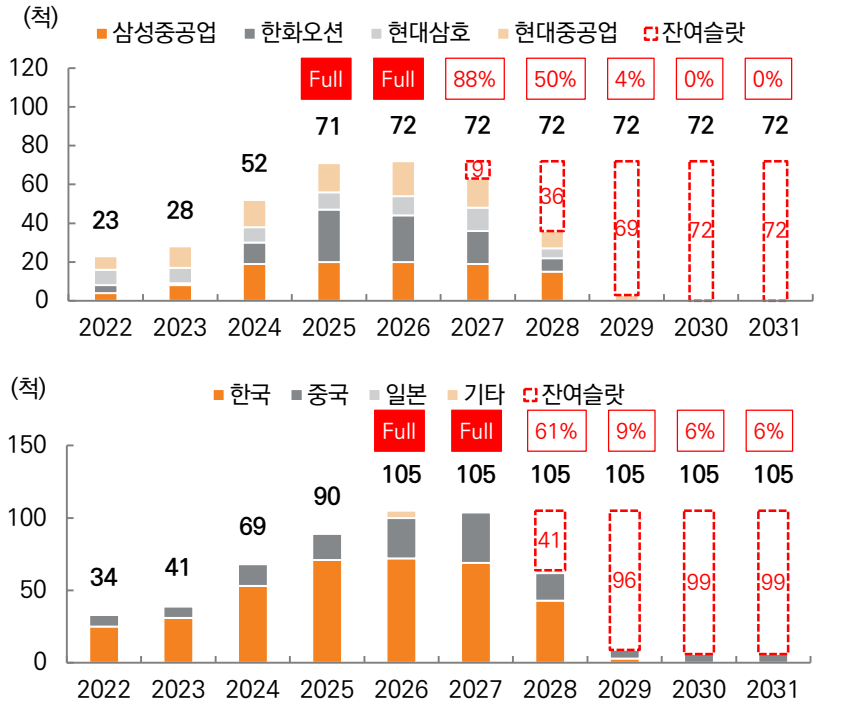
- **26년 한국 조선사 LNG운반선 100척 수주 전망**. 미국 LNG 수출 터미널 FID 및 29년 슬랏 오픈 영향
- 25년 기준 건설 중인 전세계 LNG 수출 터미널 CAPA는 277MTPA, LNG운반선 필요 척수는 426척
- 그러나, 지난 2년간 LNG운반선 발주량이 저조했던 이유 중 하나는 **조선소 유휴슬랏이 부족**했기 때문
- 22년 한해동안 24~26년 슬랏 채우고, 23~25년에 27~28년 슬랏 채웠음. 29년은 아직 세일즈 X
- 글로벌 LNG운반선 건조캐파 제한적. 또 하나의 LNGC 발주 부진 이유는 **프로젝트 FID 지연 (후술)**

글로벌 LNG 수출 터미널 CAPA 확장에 따라 LNG운반선 수요 증가



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

발주량 미진한 이유는 조선사의 LNG운반선 건조슬랏 부족에 기인



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

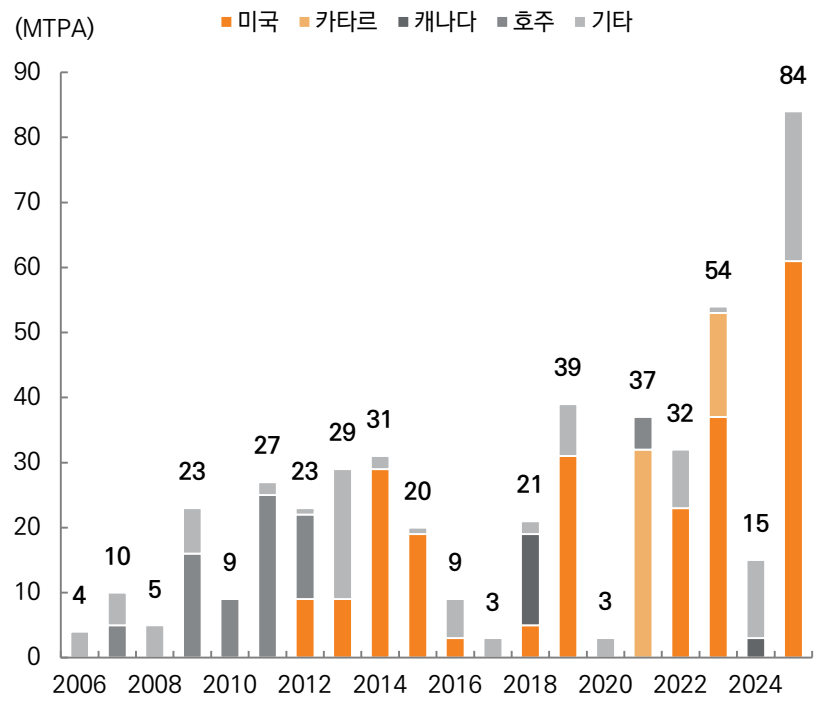
II. 2026년 전망: LNGC

미국 FID 통과 가속
모잠비크도 재개
남은 FID도 풍부

***FID (Final investment decision):**
포괄적인 타당성 조사로서 대규모 자본투자 전 리스크를 재확인하고 프로젝트 이행 여부를 결정하는 과정

- 통상 LNG 수출 터미널로 인한 LNG운반선 정기계약 발주는 FID* 단계 통과 이후 발생
- 최근까지 미국의 LNG 수출 터미널 FID 지연에 따라 LNG운반선 발주가 미진했으나, FID 재개 중
- 25년에만 **FID 통과된 미국 LNG 수출 터미널 캐파 84MTPA (LNGC 117척e)로 역대 최대**
- 이외에도 FID 통과 대기 중인 LNG 수출 터미널 프로젝트 다수. 총 122MTPA (LNGC 170척e) 수준
- 현지 정세 악화로 잠정 중단되었던 모잠비크 LNG 프로젝트도 재개. 13MTPA (17~18척e) 규모

미국 LNG 수출 터미널 FID 규모 84MTPA로 역대 최대



자료: GTT, IEA, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

이외에도 FID 통과가 예상되는 프로젝트도 많이 남아있음

분류	프로젝트명	국가	운영사	MTPA
25년 YTD 승인된 FID	Argentina Ph1 – FLNG 1	아르헨티나	사우스턴 에너지	2.4
	CP2 Phase 1	미국	벤처글로벌	14.4
	Corpus Christi Midscale Trains 8&9	미국	셰니어	5
	Argentina Ph1 – FLNG 2	아르헨티나	골라/YPF	3.5
	Coral Norte FLNG	모잠비크	ENI	3.4
	Woodside Louisiana Phase 1	미국	우드사이드	16.5
	Rio Grande Train 4	미국	넥스트 데케이드	5.9
	Port Arthur Phase 2	미국	셈프라	13.5
	Rio Grande Train 5	미국	넥스트 데케이드	5.9
	Mozambique LNG-1	모잠비크	토탈에너지	13.1
25~26년 예상 FID	Genting FLNG	인도네시아	Genting	1.2
	Woodfibre	캐나다	퍼시픽 O&G	2.1
	Qatar North Field West	카타르	카타르 에너지	16
	Sabine Pass Stage 5 Phase 1	미국	셰니어	7
	Delfin FLNG1	미국	델핀	3.3
기타 잠재 FID 리스트	Argentina Ph2 – 2 FLNGs	아르헨티나	YPF/쉘	12
	Lake Charles	미국	Energy Transfer	16.4
	Sabine Pass Stage 5 Phase 2	미국	셰니어	12
	커먼웰스 LNG	미국	커먼웰스 LNG	9.5
	CP2 Phase 2	미국	벤처글로벌	5.5
	LNG Canada Phase 2	캐나다	쉘 (Shell)	14
	PNG expansion	PNG	토탈/엑손	4.2
	Sur LNG	오만	오만 LNG	3.8
	Saguaro Energía Phase 1 & 2	멕시코	멕시코 퍼시픽	15

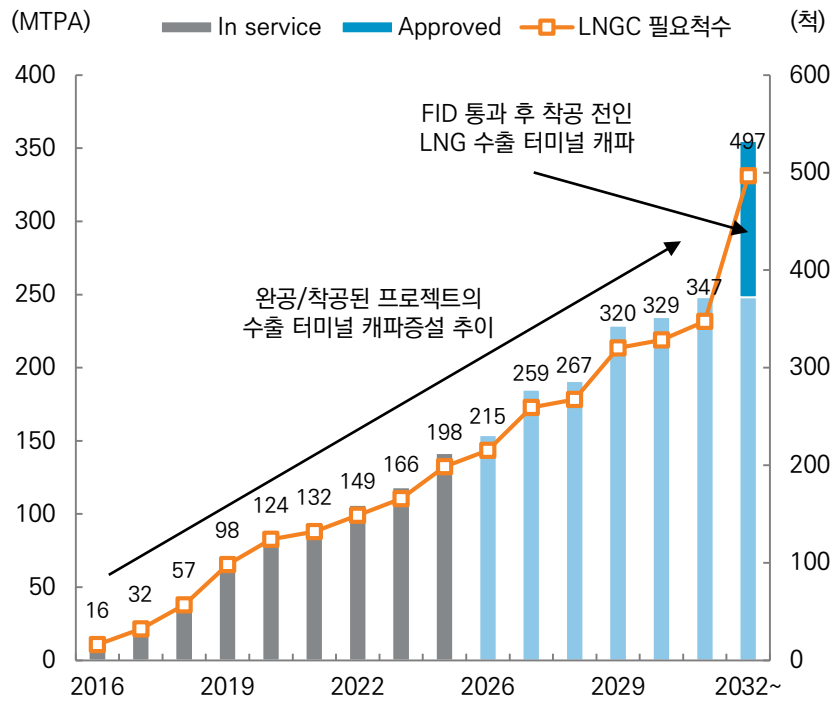
자료: GTT, IEA, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

II. 2026년 전망: LNGC

한국 조선사의 증익 시계열이 길어진다

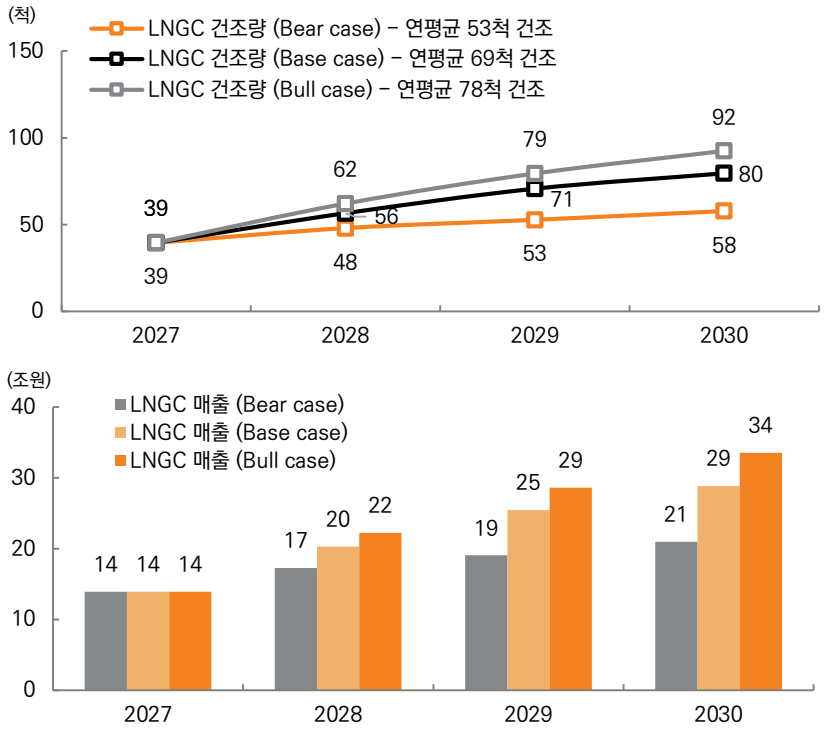
- 미국 LNG 수출 터미널 완공/착공된 프로젝트 LNGC 수요 347척, FID 통과 후 착공 전인 프로젝트까지 포함하면 총 497척 필요. 정기계약에 따른 LNG운반선 발주 수요는 풍부
- 한국 LNG운반선 연평균 건조량은 50~70척. 건조량별 Bear/Base/Bull case를 나누어 매출 추정
- [Bear case] LNG운반선 연평균 건조량 53척, 매출은 28F 17조원 / 29F 19조원 / 30F 21조원
- [Base case] LNG운반선 연평균 건조량 69척, 매출은 28F 20조원 / 29F 25조원 / 30F 29조원
- [Bull case] LNG운반선 연평균 건조량 78척, 매출은 28F 22조원 / 29F 29조원 / 30F 34조원

미국 LNG 수출 터미널 캐파증설 계획상 LNGC 497척 필요



자료: EIA, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

건조량별 한국 조선사 LNG운반선 매출 추정



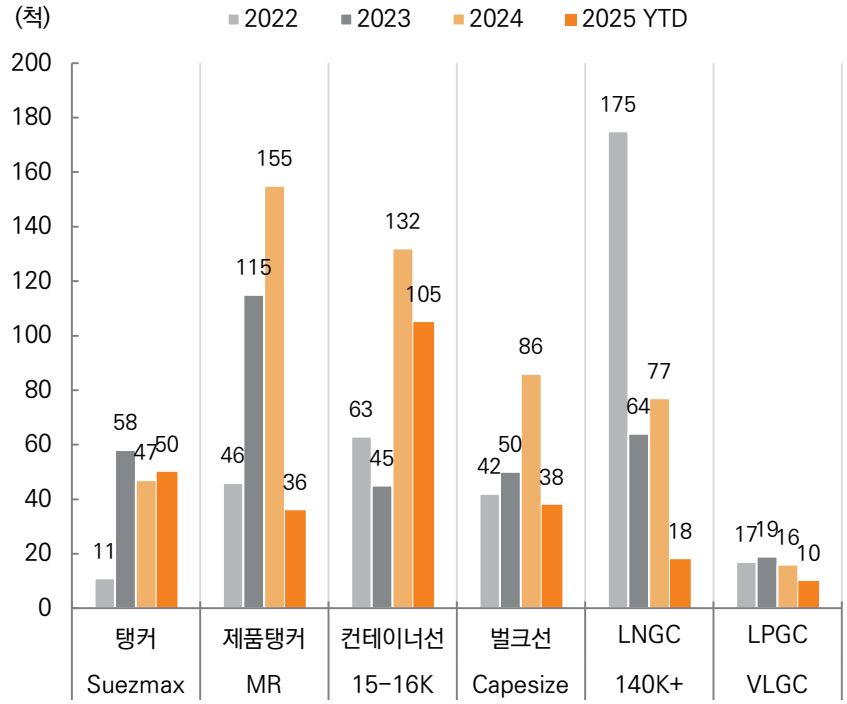
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

II. 2026년 전망: 상선

물동 수요 제한적
선별적 발주 지속

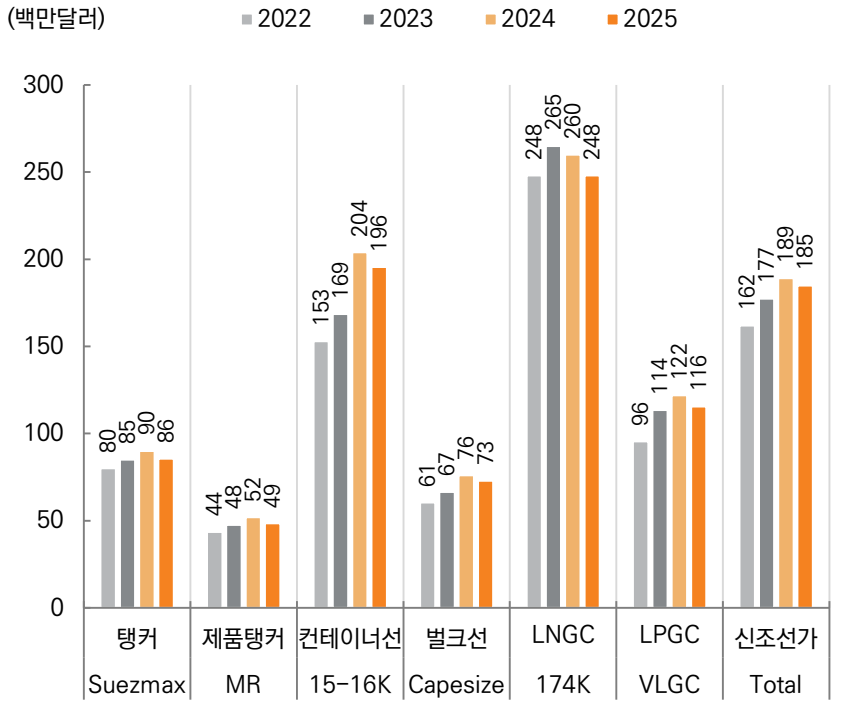
- 현재 경기침체 및 지정학 이슈로 물동 수요 제한적. 유의미한 상선 발주하기 어려울 것
- 26년도 해운 시황과 지정학 이슈에 따라 유연한 발주 대응 예상. LNGC 발주 전망 긍정적
- [LNGC] 미국 LNG 수출 터미널 FID 통과 가속화 및 모잠비크 사업 재개로 발주개시 기대
- [컨테이너선] 시황은 중형 컨선에 우호적. 대형 컨선도 글로벌 Liner 선대 경쟁에 따라 발주 지속
- [탱커] 용선료 및 운임 강세. 노후선 비중 43%, 선대 대비 수주잔량 16%. 발주 증가 전망

연도별 선종별 신조 발주량 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

연도별 선종별 신조선가 추이



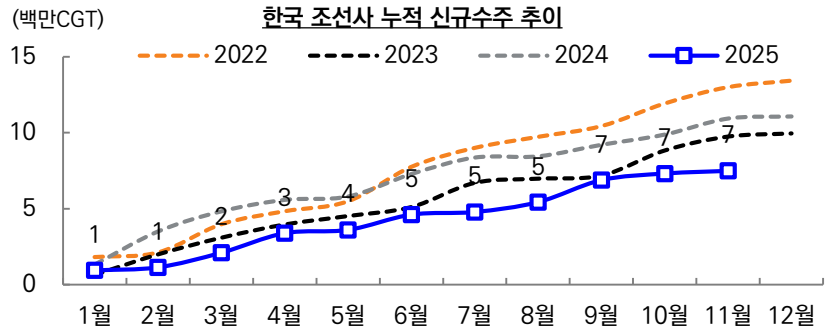
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

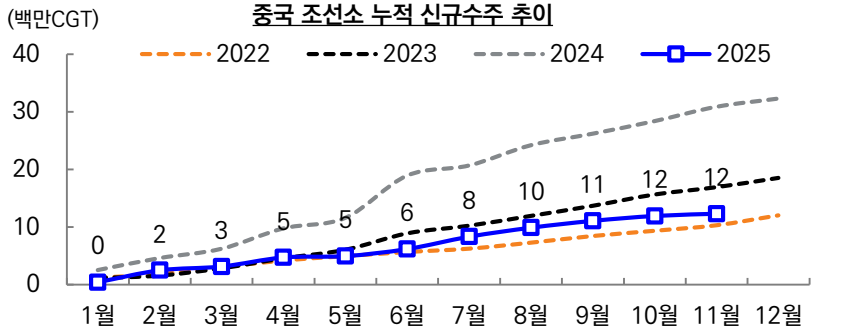
II. 2026년 전망: 상선

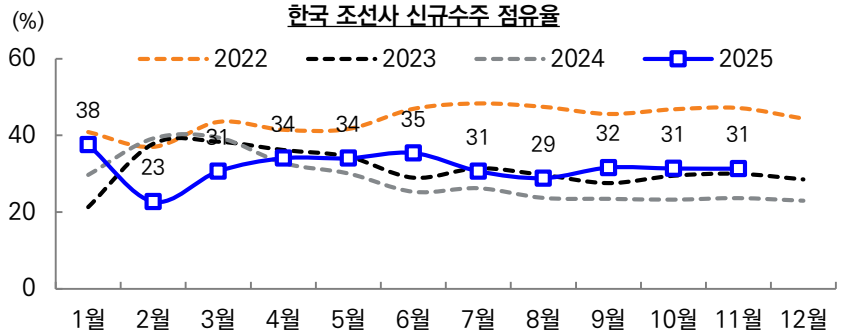
26년 미국 LNGC 발주로 한국 점유율 역전 기대

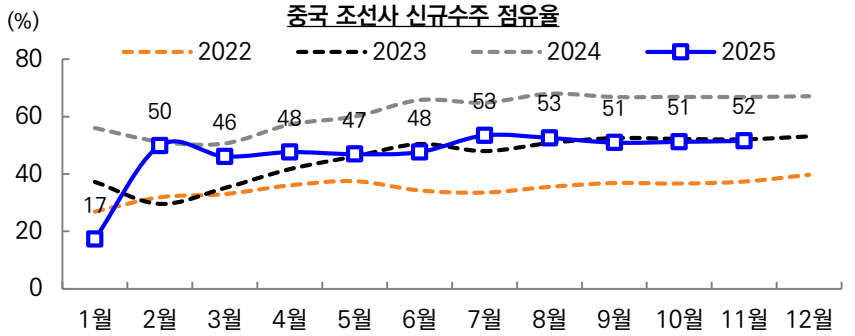
- **26년 한국의 상선 수주 점유율은 미국 LNG운반선 발주재개 기점으로 크게 역전할 가능성 존재**
- 당사는 클락슨 수주 데이터를 1) 자국발주 제외, 2) 한중 경쟁선종으로 분류하여 재가공
- 25년 1~11월 누적 신규수주 YoY 증감률은 한국 -32% / 중국 -60% / 일본 -52%
- 한중 수주 점유율의 경우, 한국이 31% (YoY +8.3%pt), 중국이 52% (YoY -15.5%pt) 기록
- 글로벌 선사들의 발주 관망세 지속. 1) 고선가 지속, 2) 규제 불확실성, 3) 지정학 리스크 등 때문

월별 한국-중국 조선사 누적 신규수주 및 수주 점유율 추이









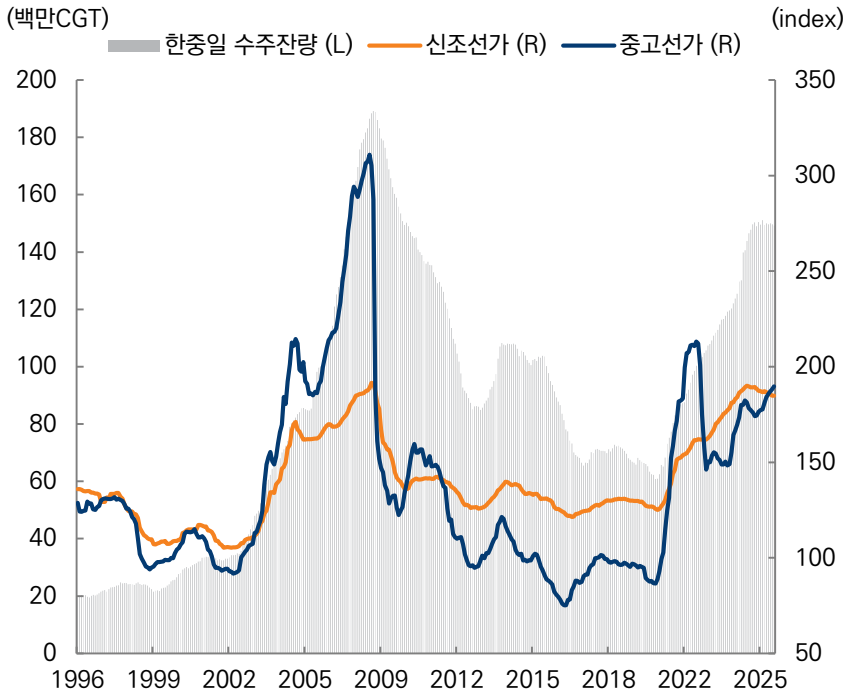
주: 1) 자국발주 제외. 2) 한-중 경쟁선종 수주 데이터만 포함
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: 상선

오랫동안 유지될 공급자우위 시장

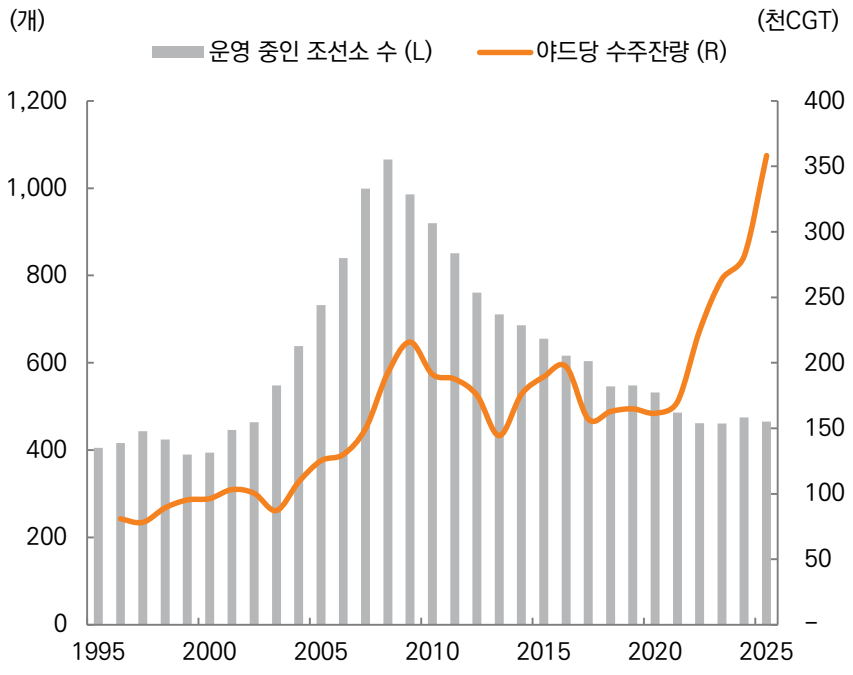
- 한중일 조선사 수주잔량 1,492만CGT (-0.3% YoY). 제한적 발주환경 및 조선사 Full 슬랏 영향
- 이에, 신조선가는 184.9pt로 전년 대비 -2.3% 하락했으나, 중고선가는 189.7pt로 +7.8% 상승
- 해운 시황 부진에 따라 조선소 캐파증설은 당분간 없을 것. 약 2~3년치 일감 유지할 전망
- 상선 발주 수요가 크지 않음에도 전세계 조선소당 수주잔량은 여전히 역대 최대. 길고 완만한 호황 사이클 지속 전망. 단, 발주 급증 시 신조선가 상승 불가피. 조선사에 유리한 공급자우위 시장 유지

수주잔량과 신조선가 횡보, 중고선가는 상승



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

조선소당 수주잔량은 여전히 역대 최대



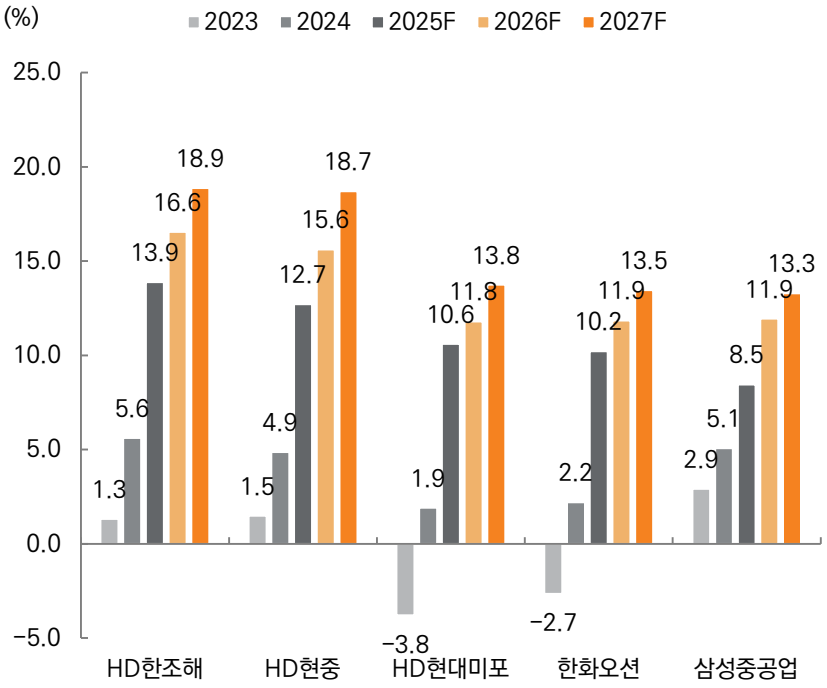
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

III. 투자전략 및 밸류에이션: 이익성장 순항

조선 비중확대 유지
믹스 개선→증익 가속

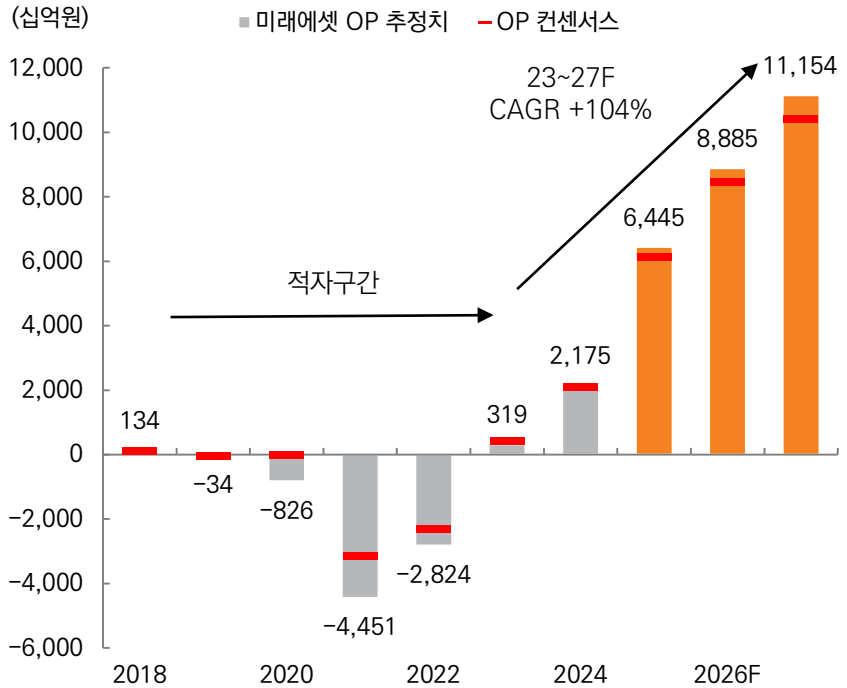
- 26년도 조선사의 증익이 주가의 핵심 동인이 될 전망. qoq 성장폭이 관건. 어닝 플레이 유효
- 상선+엔진 조합으로 견조한 실적이 기대되는 **HD현대중공업** 최선호, **삼성중공업**도 4Q25부터 FLNG 건조비중이 상승하며 수익성이 안정적으로 개선될 것이라 판단하여 차선호
- 조선사 합산 영업이익은 23년 턴어라운드 기점으로 약 20배 증가. 25F~27F 연평균 20%의 성장률 유지 전망. 단, 멀티플 리레이팅과 28년 이후 성장을 위해선 **LNGC와 특수선 수주가 관건**

한국 조선사별 영업이익률



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

한국 조선사 합산 영업이익



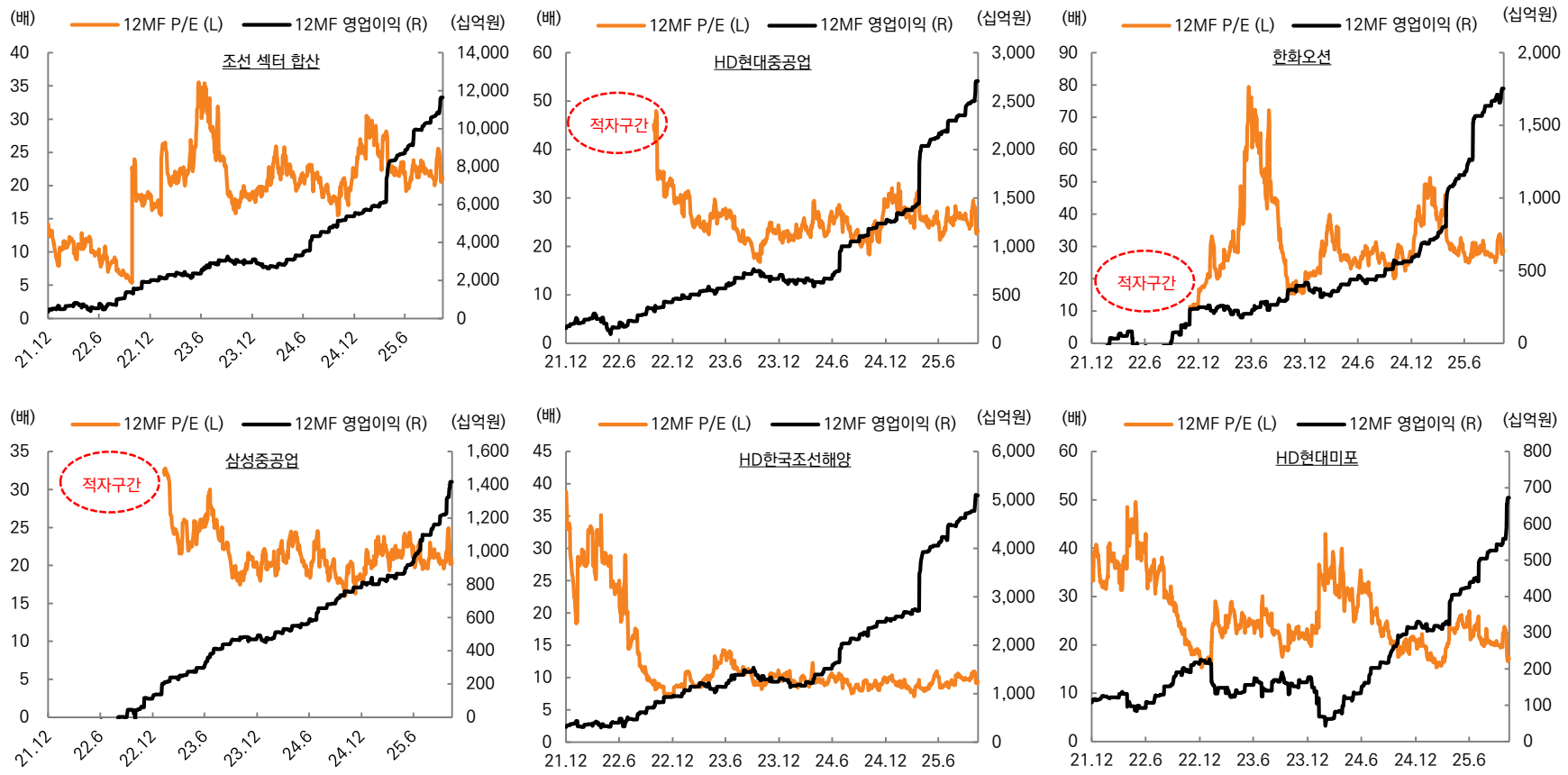
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

III. 투자전략 및 밸류에이션: 실적 상향 속도 〉 멀티플 리레이팅

조선: 멀티플은 디레이팅, 실적 추정치 상향은 가속

- 한국 조선업종 12MF P/E 21.0배. 25년초 대비 -3%, 2H25 대비 -5%
- 한국 조선업종 12MF 영업이익 11.6조원. 25년초 대비 +109%, 2H25 대비 +34%

한국 조선사 12개월 선행 P/E vs. 12개월 선행 영업이익 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

II

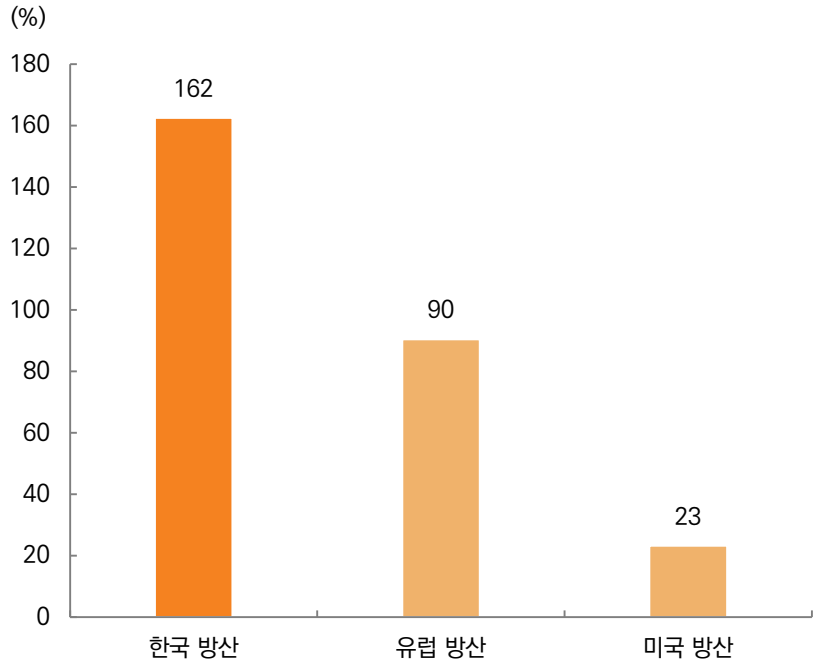
방산

I. 2025년 회고: 주가 수익률은 한국의 압승

2025년 한국 방산주 YTD 수익률 +185%

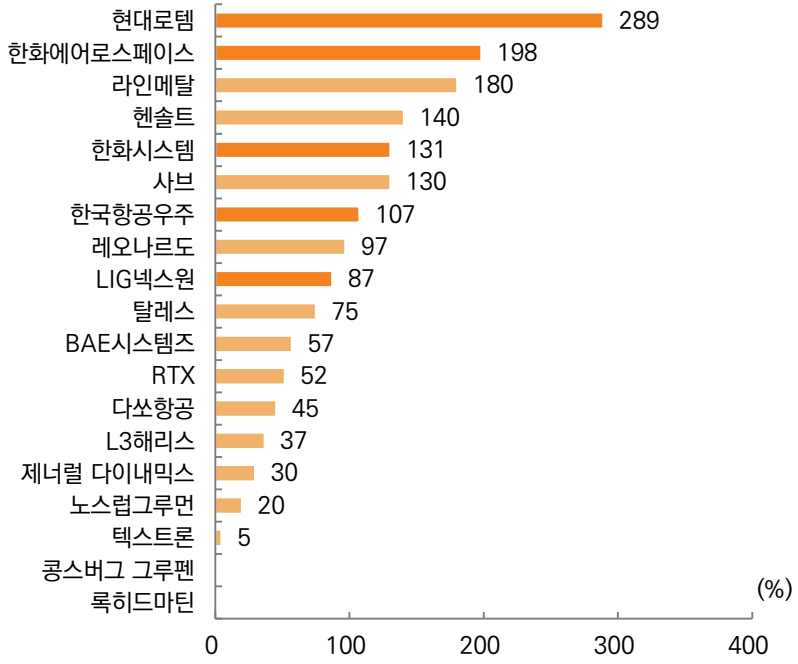
- 2025년 글로벌 방산주 주가 YTD 수익률은 한국 +162% / 유럽 +90% / 미국 +23% 달성
- 유럽의 재무장 기대감으로 유럽 방산 주가가 선전했으나, 한국 방산이 여전히 성과 우위
- 개별종목으로 보면 글로벌 방산주 주가 YTD 수익률 상위 5개 기업 중 3개가 한국 업체

한국 방산주가 YTD +185%로 가장 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 방산주 내 YTD 수익률 상위 5개 중 3개가 한국 기업



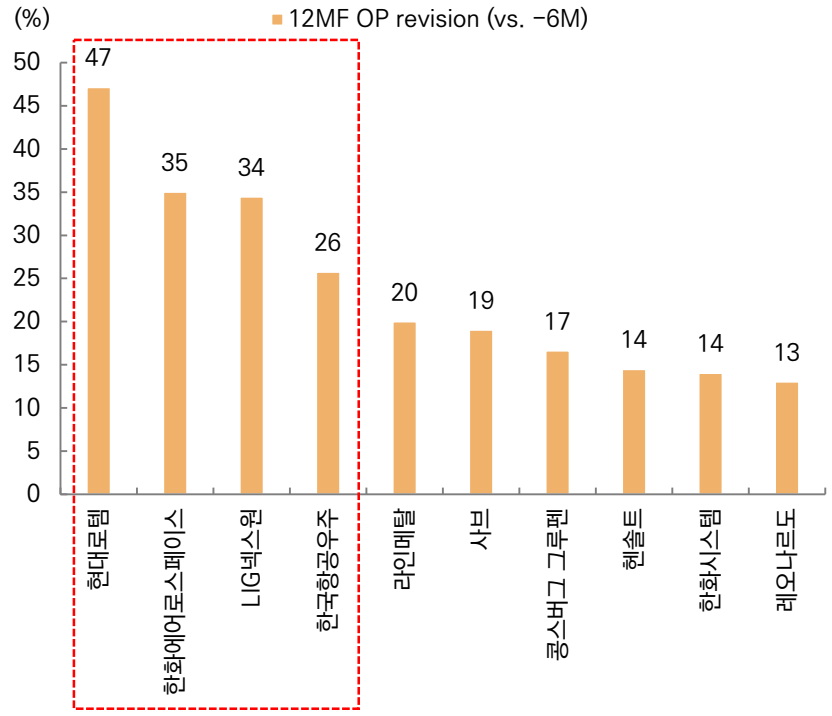
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2025년 회고: 멈추지 않는 실적 성장 때문

한국의 아웃퍼폼 배경은 높은 이익 성장과 저평가

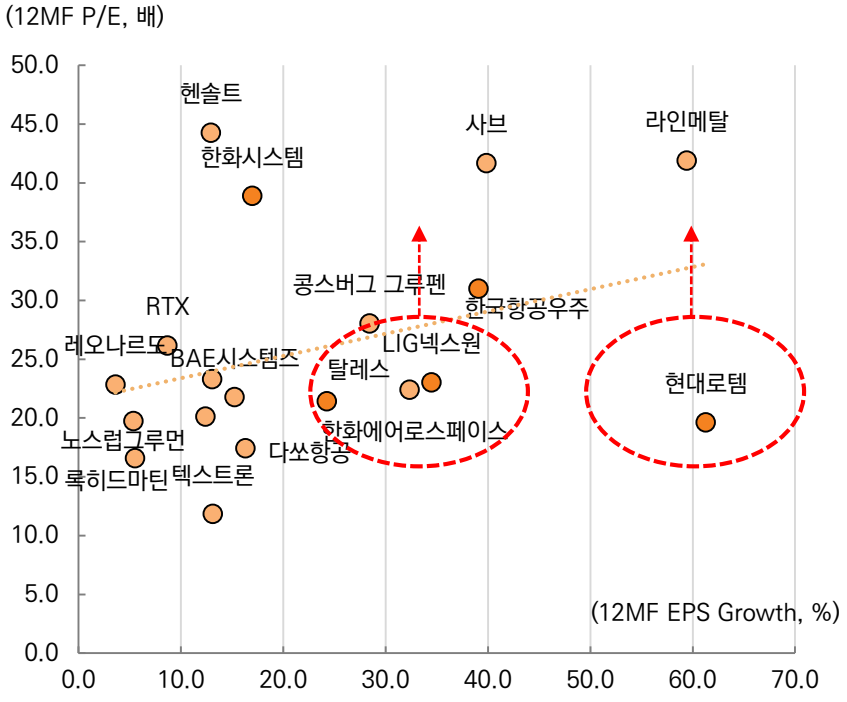
- 한국 방산의 주가 수익률이 견조했던 이유는 실적 추정치 상향이 주요했음
- 12개월 영업이익 변화율 (vs. 6개월 전)을 살펴보면 한국 방산업체의 추정치가 여전히 빠르게 상향
- 한국 방산업체의 높은 주가 상승에도 EPS 성장률 대비 P/E 밸류에이션은 1배 미만으로 저평가
- 즉, 실적 대비 밸류에이션 매력도가 높아 추가 업사이드 잔존

영업이익 추정치 변동



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

EPS 성장률 30%+, P/E 30배 언더로 PEG 1배 미만 = 저평가



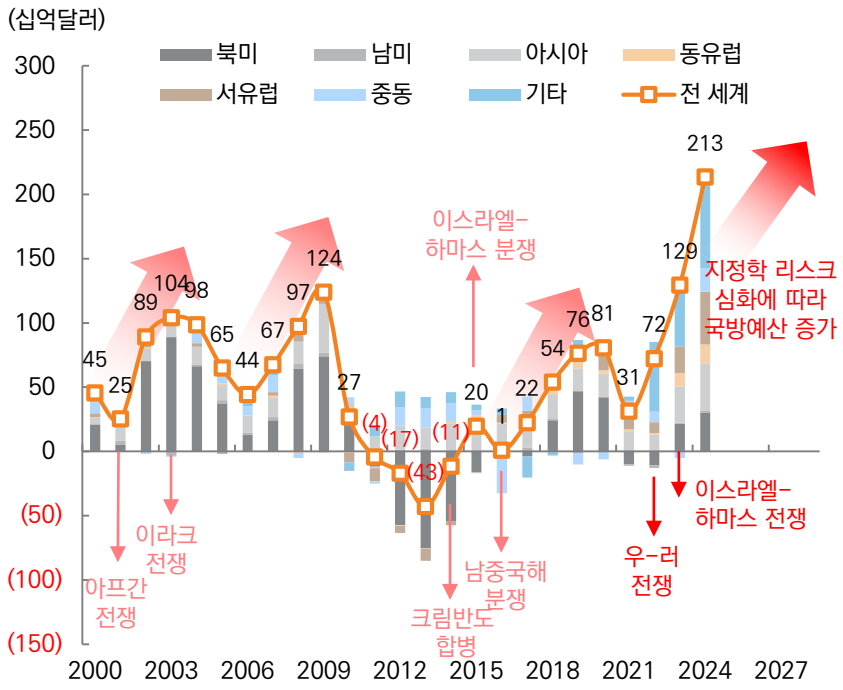
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: 방산 TAM 본격 확장

글로벌 군비증강 트렌드 =방산 TAM 확대로 연결

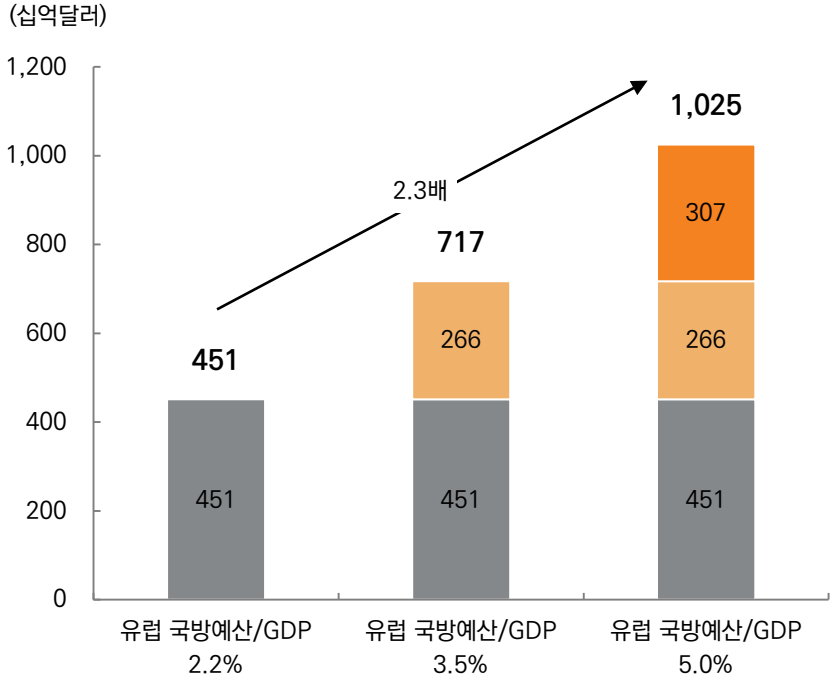
- 글로벌 국방예산은 전세계 1) 군사위협, 2) 군수물자 부족 등으로 인해 증가세를 이어갈 전망
- 2000년대 초 아프간/이라크 전쟁 때는 미국 중심으로, 2010년대 초중반은 크림반도 합병, 이스라엘-하마스 분쟁, 남중국해 분쟁들로 인해 중동과 아시아 중심으로 글로벌 국방예산이 늘어난 바 있음
- 미국은 NATO 회원국 국방예산/GDP 비율을 기존 2%에서 5% 확대 추진. 유럽에서만 5,740억달러 추가지출 필요. 미국, 아시아 동맹국도 마찬가지. → **글로벌 방산업체 TAM 확대, 수주 및 매출 고성장**

글로벌 군비증강 본격화로 무기획득 수요 계속될 전망



자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

NATO 유럽 국방예산 비율 5% 도달 시 TAM 2배 확대



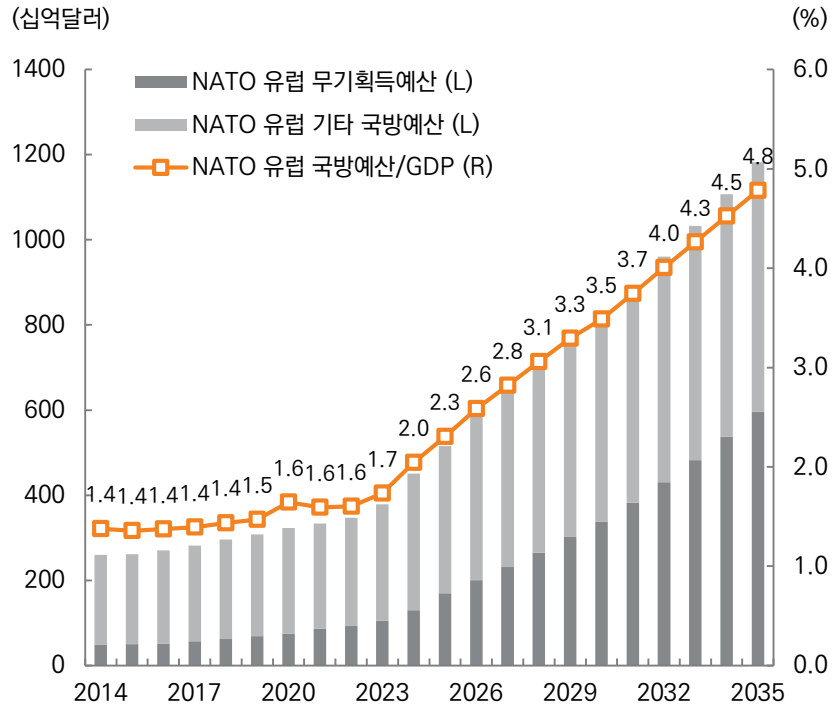
주: 2024년 국방예산 기준. 3.5%, 5.0% 등 비율 가정만 변경하여 추정
자료: NATO, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: 방산 TAM 본격 확장

26년은 유럽 재무장 기조가 진행되는 첫 해

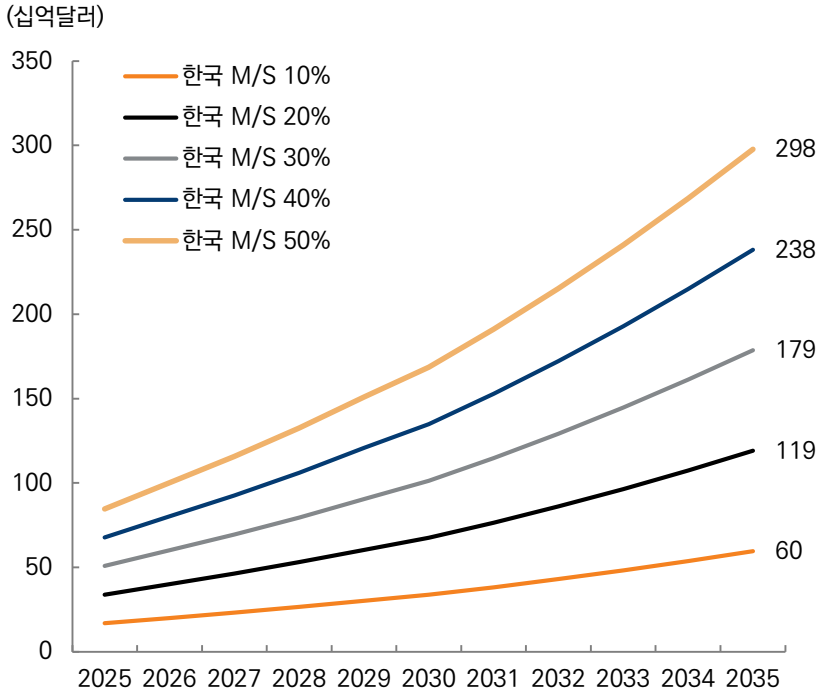
- 25년초 유럽 재무장 선언. NATO 회원국 26~35년 본격적인 국방예산 증액 전망
- 국방예산/GDP 가이드라인은 1차 3.5% / 2차 5%로 설정. 도달 시점은 국가별로 목표 상이
- 가이드라인 기반으로 NATO 유럽 국방예산은 **연평균 670억달러 (97조원)씩 지출** 예상
- 35년까지 무기획득 비율 50% 달성 가정 시 유럽 무기획득예산은 현재 1,694억달러 → 35년 5,956억달러 규모로 252% 확대. 즉, 획득사업 급증에 따른 방산업체 실적 성장 유효

NATO 유럽 국방예산 및 무기획득예산 증액 규모 추정



주: GDP 성장률은 매년 1%로 고정. 무기획득 비율은 35년까지 50% 달성 가정
자료: NATO, 미래에셋증권 리서치센터 추정

유럽 방산시장 내 한국 M/S별 잠재 계약 규모 추정



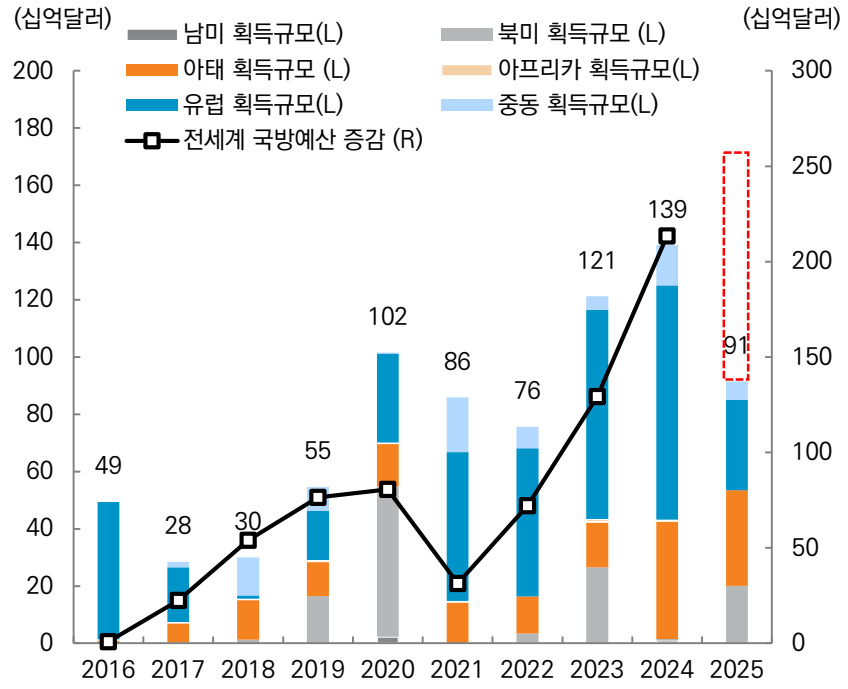
자료: NATO, 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

II. 2026년 전망: 획득사업 급증 전망

국방예산 확대에 따라 많아질 무기획득 사업

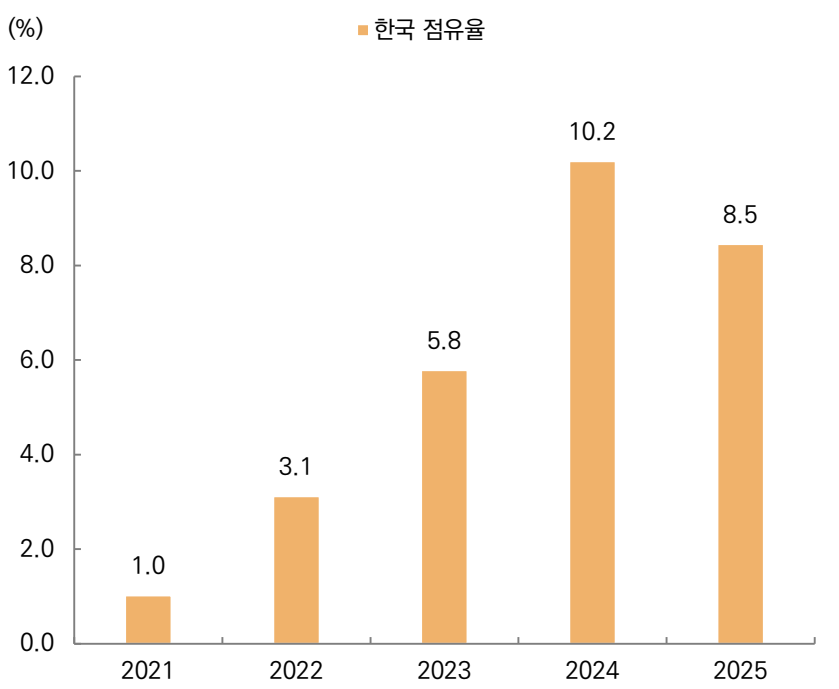
- 전세계 국방예산 증감과 획득사업 규모는 1년 시차를 두고 동행. 국방예산 증액 후 획득사업 체결
- 25년은 국방예산 대비 획득사업이 덜 집행. 비닉사업이 존재할 수 있으나, 감안해도 낮은 수준
- 이유는 유럽 재무장 이니셔티브 출범 후 국가간 합의, 가이드라인 미비, SAFE 대출 프로그램 자금집행 미진 등 절차상 문제 때문이라 판단. 26년에 순연된 획득사업 본격 체결될 것으로 예상
- 연도별 글로벌 획득사업 내 한국 방산업체의 수출계약 점유율도 10%대 이상 상회 전망

전세계 획득규모는 국방예산 증액에 맞춰 늘어날 전망



자료: IISS, SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터 추정

글로벌 실질 획득사업 내 한국 방산업체 계약 점유율



자료: IISS, 미래에셋증권 리서치센터 추정

II. 2026년 전망: 획득사업 급증 전망

주요 방산 수요국가는 유럽, 지상방산 단일계약 중 폴란드 K2 EC2 사업 규모가 가장 컸음

계약일자	명칭	수량 (대, 척)	계약금액 (십억원)	ASP (십억원)	도메인	분류	구매국	판매국	체계업체
2025년 11월	KF41 링스	21	481	23	지상	IFV	이탈리아	독일, 이탈리아	LRMV
2025년 10월	유로파이터 타이푼	20	5,735	287	항공	전투기	독일	독일, 이탈리아, 스페인, 영국	유로파이터
2025년 10월	KC-390	4	1,065	266	항공	전투기	스웨덴	브라질	엠브라에르
2025년 10월	유로파이터 타이푼	20	10,151	508	항공	전투기	튀르키예	영국	유로파이터
2025년 10월	Luchs 2 (Piranha 6x6)	274	4,588	17	지상	정찰용 장갑차	독일	독일, 스위스	제너럴 다이내믹스
2025년 10월	M3 EVO	36	376	10	지상	수륙양용 교량차	영국	독일	제너럴 다이내믹스
2025년 10월	M3 EVO		85		지상	수륙양용 교량차	독일	독일	제너럴 다이내믹스
2025년 9월	고스트 샤크		1,518		해양	무인잠수함	호주	미국	안두릴
2025년 9월	PRC Type-039A/B (Yuan)	1	565	565	해양	잠수함	태국	중국	CSSC
2025년 9월	H225M	10			항공	중형 수송 헬리콥터	모로코	프랑스	에어버스
2025년 9월	A330 MRTT	1	499	499	항공	수송기	태국	스페인	에어버스
2025년 9월	H225M	2	136	68	항공	전투 수색 구조 헬리콥터	태국	프랑스	에어버스
2025년 9월	Jackal 3	18	109	6	지상	다목적 장갑차	체코	체코, 영국	LPP, VTÚ
2025년 9월	M3 EVO				지상	수륙양용 교량차	덴마크	독일	제너럴 다이내믹스
2025년 9월	**K9 자주포**	**24**	**741**	**31**	**지상**	**155mm 자주포**	**노르웨이**	**대한민국**	**한화에어로스페이스**
2025년 9월	레오파르트 2A8	44	2,093	48	지상	주력전차	체코	독일	KNDS
2025년 9월	SAR 위성		242		우주	위성	핀란드	핀란드	ICEYE
2025년 8월	그리펜E, 그리펜F	4	696	174	항공	전투기	태국	스웨덴	사브
2025년 8월	EMB-314 슈퍼 투카노	4	111	28	항공	훈련기	파나마	브라질	엠브라에르
2025년 8월	**K2 Black Panther**	**261**	**9,230**	**35**	**지상**	**주력전차**	**폴란드**	**대한민국**	**현대로템**
2025년 8월	CAMM (Land Ceptor)	6	222	37	지상	단거리 지대공 미사일	영국	영국	MBDA
2025년 7월	Hisar (MILGEM)	4	1,450	363	해양	순찰함	튀르키예	튀르키예	ASFAT
2025년 7월	Istif (MILGEM)	2	1,400	700	해양	호위함	인도네시아	튀르키예	TAIS Shipyards
2025년 7월	칸 (Kaan)	48	21,300	444	항공	전투기	인도네시아	튀르키예	TAI
2025년 7월	MQ-9B Sky Guardian	4	563	141	항공	무인기	덴마크	미국	제너럴 아토믹스
2025년 7월	피오룬		394		지상	휴대용 지대공 방공 시스템	스웨덴	폴란드	MESKO
2025년 7월	Titus	24	249	10	지상	보호 순찰차	체코	체코, 프랑스	ELDIS
2025년 7월	T-122				지상	122mm MLRS	튀르키예	튀르키예	로켓산
2025년 7월	IRIS-T SLM	6	426	71	지상	중거리 지대공 미사일	슬로베니아	독일	디엘 디펜스
2025년 7월	RBS 70 NG	24	244	10	지상	휴대용 대공 미사일	체코	스웨덴	사브
2025년 7월	CAVS 6x6	129	390	3	지상	병력수송 장갑차	덴마크	핀란드	Patria
2025년 7월	NASAMS	3	411	137	지상	단거리 지대공 미사일	덴마크	노르웨이	노르웨이 정부
2025년 7월	IRIS-T SLM	3	411	137	지상	중거리 지대공 미사일	덴마크	독일	디엘 디펜스
2025년 7월	VL MICA	4	411	103	지상	단거리 지대공 미사일	덴마크	프랑스	MBDA
2025년 7월	RBS 70 NG		197		지상	휴대용 대공 미사일	스웨덴	스웨덴	사브
2025년 7월	Govsat-2	1			우주	통신위성	룩셈부르크	프랑스, 이탈리아	탈레스

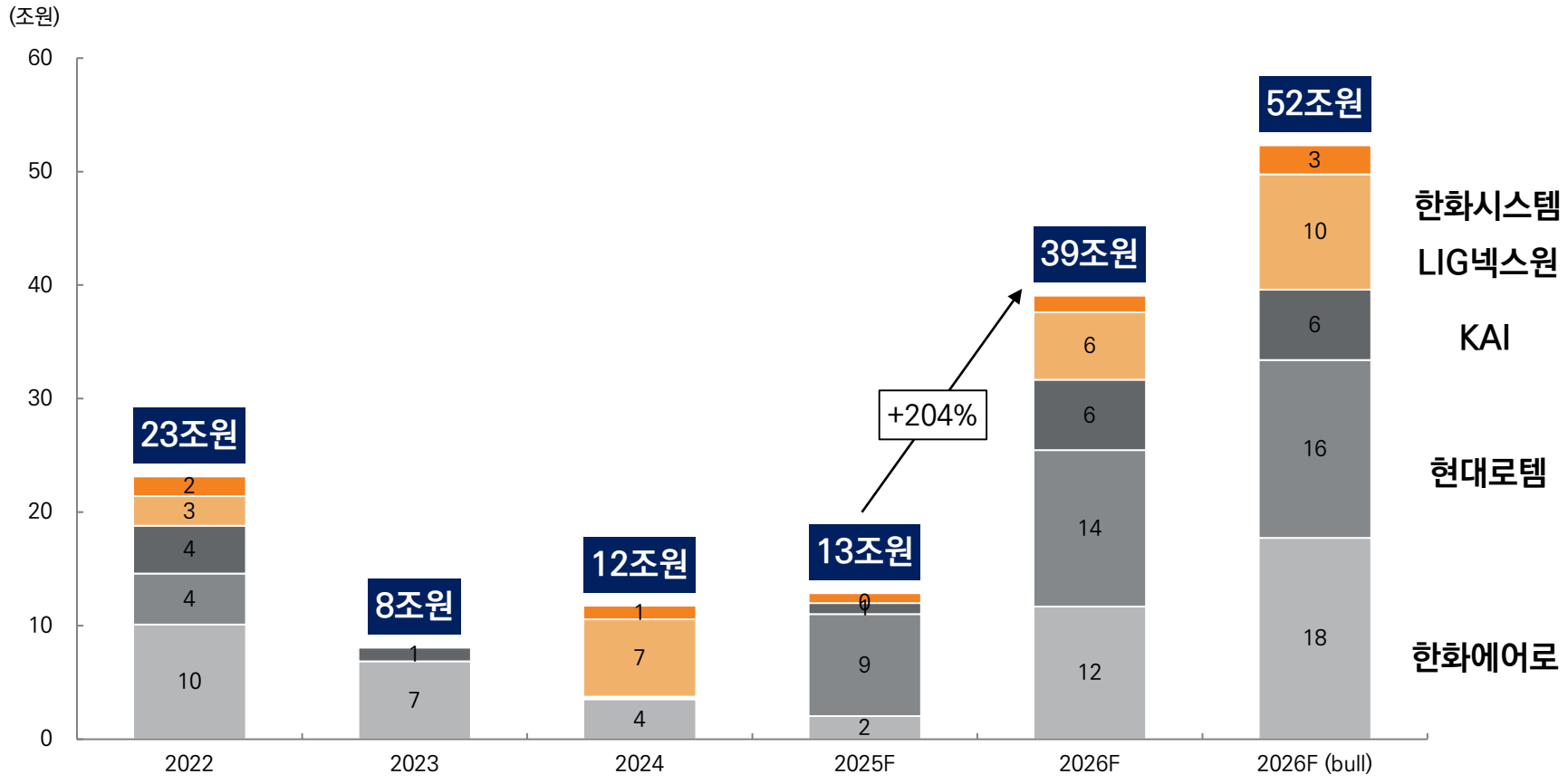
방산 수요는 여전히 유럽에서 집중적으로 발생

주: 달러를 1,400원으로 일괄 환산하여 원화로 표기
자료: IISS, 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

II. 2026년 전망: K-방산 수출 모멘텀 지속

방산업체별 수출 모멘텀 여전히 풍부

K-방산 26년 수출 모멘텀 39조원 (+204% YoY) 추정



자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

II. 2026년 전망: K-방산 수출 모멘텀 지속

해외 수출 파이프라인 확장 지속. 중동 빅딜 체결 여부가 관건

한국 주요 방산업체 연간 예상수주 타임라인

기업명	품목	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	2H26	잠재사업
한화에어로	K9 자주포	루마니아 (수주완료)	폴란드 2차 실행계약	인도	노르웨이		폴란드 3차 사우디	베트남, 루마니아 2차, 불가리아
	천무	폴란드 2차 (수주완료)			노르웨이 ----▶	노르웨이		루마니아, 불가리아
	레드백				루마니아 폴란드 ----▶	루마니아		브라질, 라트비아
현대로템	K2 전차				폴란드 EC2	이라크 페루	폴란드 EC3 루마니아	사우디, 모로코, 크로아티아, 인도
	차륜형장갑차	페루 EC1 (수주완료)				페루 EC2		칠레
LIG넥스원	천궁-II		이라크 (수주완료)				말레이시아	사우디 2차
	L-SAM				중동A ----▶	UAE	사우디	이라크
	비궁				미국 (FCT)			미국
	해궁						말레이시아	
한국항공우주	FA-50			필리핀 (수주완료)	페루 ----▶	페루	이집트	불가리아, 아일랜드, 세네갈, 일본
	수리온			UAE, 이라크	----------▶		UAE, 이라크	
	KF-21							폴란드, 사우디, 필리핀, 말레이시아, 페루

자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: K-방산 수출 모멘텀 지속

업체명	제품	국가	사업단계	계약시점	금액	수량	ASP	비고
한화에어로스페이스	K9 자주포	폴란드 EC2	계약체결	2024	3,447	152	23	수주완료
		루마니아 EC1	계약체결	2024	1,270	54	24	수주완료
		인도	계약체결	2025	370	100	4	수주완료
		베트남	계약체결	2025	350	20	18	수주완료
		노르웨이	계약체결	2025	768	24	32	수주완료
		폴란드 EC3	협상단계	2026	7,100	308	23	기본계약 672문 중 잔여 308문. 폴란드 현지생산 계획
		사우디	관심표명	2026	4,600	200	23	한국-사우디 방산협력 하에 K9 자주포 200문 수출 전망
		루마니아 EC2	MOU	2027	1,100	46	23	1차 계약 54대에 이어 2차 계약 46대로 총 100대 예상
		스페인	관심표명	2027	3,000	128	23	기존 M109A5E 102문 교체사업. 차륜형 86대, 궤도형 128대. 사거리 40km+, 기동성, 자동화, 적은 승무원 강조
		불가리아	관심표명	TBD	TBD	TBD	TBD	불가리아 현대화 계획. 155mm 자주포 조달 사업 공식화. 일정 및 규모 미정. 2.8억달러로 추산
		덴마크	계약체결	2023	TBD	TBD	TBD	우크라에 지원한 세자르 19대 교체사업. 엘빗社 ATMOS 계약. 공정성 이슈에도 이스라엘과 계약추진 분위기
	천무 다연장로켓	폴란드 EC2	계약체결	2024	2,252	72	31	수주완료
		말레이시아	협상단계	2026	600	18	31	아스트로스2 교체사업. 총 사업규모 36문. 1/2차사업 나눠서 각각 18문 구매 예정
		노르웨이	협상단계	2026	500	16	31	2028년까지16대 장거리 로켓 도입 계획. 2025년 다연장로켓 우선협상대상자 선정 예정
		루마니아	MOU	TBD	TBD	TBD	TBD	루마니아 MLRS 우크라 공여로 전력공백 존재. 천무 도입 가능성 有
		프랑스	관심표명	TBD	800	26	31	LRU 교체사업. 美HIMARS는 가격, 佛FLP-T는 개발단계. Foudre 역시 개발단계 (25년 9월 구매결정)
		에스토니아	MOU	TBD	TBD	TBD	TBD	하이마스 인도지연에 따른 대안으로 천무 고려
		이집트	협상단계	TBD	TBD	TBD	TBD	이집트 군수생산부는 한화에어로스페이스와 기술이전(TOT) 계약과 천무 조달협상 진행 중인 것으로 파악
		불가리아	관심표명	TBD	TBD	TBD	TBD	불가리아 현대화 계획. 다연장 로켓 시스템 (MLRS) 사업 공식화. 일정 및 규모는 미정
		덴마크	계약체결	2023	TBD	TBD	TBD	엘빗社 다연장 로켓 PULS 계약. 공정성 이슈에도 이스라엘과 계약추진 분위기
	레드백 IFV	호주	계약체결	2023	3,165	129	25	수주완료
		루마니아	RFP 제출	2026	3,540	246	14	2023~'31년 IFV 298대 도입. 1,2차 나눠서 진행. 독일 링스와 경합 예상. 24.5월부터 논의 시작
		폴란드	관심표명	2026	2,500	174	14	해외 중형 IFV 자체에 자국포탑 ZSSW-30 탑재 희망. 2024~2025년 계약체결 예상. 2027-2029년 인도계획
		인도	관심표명	TBD	14,000	1,750	8	미래 보병 전투 차량(FICV) 프로그램. 80년대 도입한 노후 BMP-II 교체사업. 가격 최우선순위
		브라질	관심표명	TBD	1,100	78	14	2040년까지 최대 78대 구매 예상. 이스라엘·영국 등 검토
	MCS	영국	계약체결	2023	176			수주완료
		스웨덴	계약체결	2025	150			수주완료
	잠재 수출규모				38,840	2,990		
현대로템	K2 주력전차	폴란드 EC2	계약체결	2025	8,981	261	34	K2GF 116대, K2PL 64대, 계열전차 81대
		이라크	계약임박	1H26	6,125	245	25	노후전차 200대 교체 . 미군 철수로 국방력 증강 필요
		루마니아 EC1	시험평가	2026	1,900	76	25	노후 TR-85M1 비조눌 전차 교체. 단독입찰. 24년 5월 사격테스트 완료. 총 사업규모 300~500대 예상
		페루 EC1	MOU	2026	1,150	46	25	1차 K2GF 46대, 2차 현지조립 104대, 총 150대 사업
		폴란드 EC3	관심표명	2026	6,300	180	35	140대는 현대로템 공급. 나머지 500대는 현지생산
		사우디	관심표명	2027	12,500	500	25	총 사업규모 500대+. Leopard2는 정치적 이유로 탈락. 기술이전/현지생산 요구 예상
		루마니아 EC2	시험평가	2027	7,500	150	50	TR-85M1 교체. 24년 5월 테스트 완료. 총 300~500대
		폴란드 EC4~	관심표명	2027	16,100	460	35	140대는 현대로템 공급. 나머지 500대는 현지생산
		페루 EC2	MOU	2028	3,120	104	30	1차 K2 갭필러 46대, 2차 현지조립 104대, 총 150대 사업
		모로코	협상단계	TBD	10,000	400	25	노후전차 교체수요 640대 이상. 23년 이스라엘 메르카바 전차 200대 도입 시도 불발. 최대 도입물량 400대 기대
		크로아티아	후속사업	TBD	1,250	50	25	교체수요 44대. Leopard2A8 40~50대 검토한 바 있음
		오만	계약보류	TBD	1,900	76	25	K2 최종선정 되었으나, 코로나 영향 및 정치 문제로 연기
		슬로바키아	관심표명	TBD	2,600	104	25	주력전차 104대 획득계획. 경전차로 선회. 레오파르트와 K2를 후보에서 제외한다는 소식
		이집트	계약체결	TBD	12,500	500	25	500대 규모. 기술이전 및 현지생산 요구 예상 -> 에이브람스 555대 성능개량 추진
	K808 차륜형 장갑차	페루 EC1	계약체결	2024	83	30	3	수주완료
		페루 EC2	후속계약	2026	190	69	3	페루 육군 차륜형장갑차 1차 도입수량 99대
		페루 EC3	후속계약	2028	498	181	3	2차 현지조립 181대. FAME 조립공장 활용. 주요 부품 중 30%는 페루사에서 공급
		칠레	RFI 발행	TBD	110	40	3	1차사업 40대. 총 사업규모 200대. 80년대 배치된 Piranha 160대 교체사업
		말레이시아	RFI 준비	TBD	1,100	400	3	노후 UR425 Condor와 AFSV90을 대체할 6x6 장갑차 400대 조달. K806 입찰참여. 2025년말 RFI 발행 예상
		폴란드	RFP 제출	TBD	1,000	250	4	폴란드는 '28~35년 도입 목표. 로템은 차세대 차륜형 장갑차(NWAV) 제안
	잠재 수출규모				73,343	3,331		

자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

II. 2026년 전망: K-방산 수출 모멘텀 지속

업체명	제품	국가	사업단계	계약시점	금액	수량	ASP	비고
LIG넥스원	천궁-II	사우디	계약체결	2023	4,340	10	434	수주완료
		이라크	계약체결	2024	3,715	8	464	수주완료
		말레이시아	RFI 발행	2026	TBD	TBD	TBD	RMAF 2025년 예산에 MERAD 조달자금 요청
		루마니아	RFP 제출	TBD	3,038	7	434	제출서류 누락으로 입찰참여 실패
	L-SAM	UAE	예비승인	2026	4,200	8	521	수출예비승인요청
		사우디	예비승인	2026	5,600	10	557	수출예비승인요청
		이라크	관심표명	TBD	4,200	8	521	
	비궁	미국 EC1	시험평가	TBD	1,500	30,000	0.05	24년 시험평가 2차례 진행 예정. 2025년 수출계약 확정 기대. 트럼프 정부 이후 사업 보류 중이라는 소식
		미국 EC2	시험평가	TBD	3,500	70,000	0.05	미 국방부 예산 문제로 1,2,3차 사업으로 분할체결 예상. 트럼프 정부 이후 사업 보류 중이라는 소식
	해궁	말레이시아	RFP 제출	2026	356	240	1	말레이시아가 24.6월에 계약한 LMS의 VLS 2개에 각각 8발씩 탑재 예상
		태국	관심표명	2026				
	잠재 수출규모				19,356			
한국항공우주	KUH-1 회전익	이라크	최종협상	2026	1,100	25	44	평가비행 완료. 최종협상 진행 중. 군 외에도 정부기관에서 긴급소요로 추가 수출 가능성 有
		UAE	최종협상	2026	600	12	50	해군용 다목적 헬기 도입 프로그램. 수리온 최종협상 앞두고 있는 것으로 파악
		말레이시아	TBD	TBD	360	12	30	말레이시아 다목적 헬기 사업 참여 예정. 미국 시코르스키사 S61A-4 교체 사업
	T-50/FA-50	필리핀	계약체결	2025	975	12	81	수주완료
		이집트	RFP 제출	2026	2,900	36	81	24년 36대 직도입, 70여대 현지생산 예상. 23년 최종계약 예정이었으나, 국가 재정상태 악화로 보류
		페루	RFP 제출	2026	1,600	24	67	FA-50 24대와 조종사 훈련프로그램 포함 10억달러. M-346, Yak-130, L-15와 경합
		슬로바키아	RFP 제출	2026	800	10	81	노후 L-39 훈련기 교체 겸 공여한 Mig-29 전력공백 소요. FA-50 유력했으나, 체코 L-39 재구매 부상
		말레이시아	정부승인	2027	1,200	18	67	FA-50 2차 도입. 말레이시아 정부 및 국방부 승인 상태
		미 해군 UJTS	RFI 발행	2027	5,100	145	35	UJTS 사업 2년 연기. 기존 25/26년에서 27/28년으로 변경
		미 공군 ATT	RFI 발행	2028	4,500	128	35	UJTS 사업 연기에 따라 기존 26년에서 28년 이후로 변경 예상
		미 해군 TSA	RFI 발행	2028	2,200	64	35	UJTS 사업 연기에 따라 기존 26년에서 28년 이후로 변경 예상
		우즈베키스탄	RFP 제출	2027	1,100	14	79	FA-50 RFP 제출 완료. Mig-29 교체 사업. 우즈벡과 미국 관계진전 필요
		아일랜드	관심표명	TBD	504	12	42	아일랜드 국방군 위원회서 FA-50 제안. 최대 24기로 도입 확대 가능성 존재
		루마니아	관심표명	TBD	630	15	42	노후 고등 훈련기 IAR 99 교체 필요. T-50과 M-346이 유력 후보
		일본	RFI 준비	TBD	7,000	200	35	노후 고등훈련기 T-4 200대 교체사업. T-7A 또는 미일 공동개발 유력했으나, 납기문제로 T-50 고려 가능
		콜롬비아	계약체결	2025	1,340	20	67	세스나 A-37 교체 사업. 사브의 그리펜 최종선정
	KF-21 전투기	페루	MOU	TBD	TBD	TBD	TBD	24.11월 페루 공군에 FA-50과 KF-21 패키지 제안. 페루 국영기업인 SEMAN과 KF-21 부품현지생산 MOU 체결
		필리핀	RFI 발행	TBD	TBD	TBD	TBD	필리핀 다목적 전투기 도입사업 (MRF)에 FA-50과 KF-21 도입 제안
		사우디	논의단계	TBD	TBD	TBD	TBD	사우디 6세대 전투기 개발사업으로 KF-21 제안
		폴란드	관심표명	TBD	TBD	TBD	TBD	2024년초 엄동환 방사청장 폴란드 KF-21 사업참여 가능성 언급
	잠재 수출규모				29,594	715		

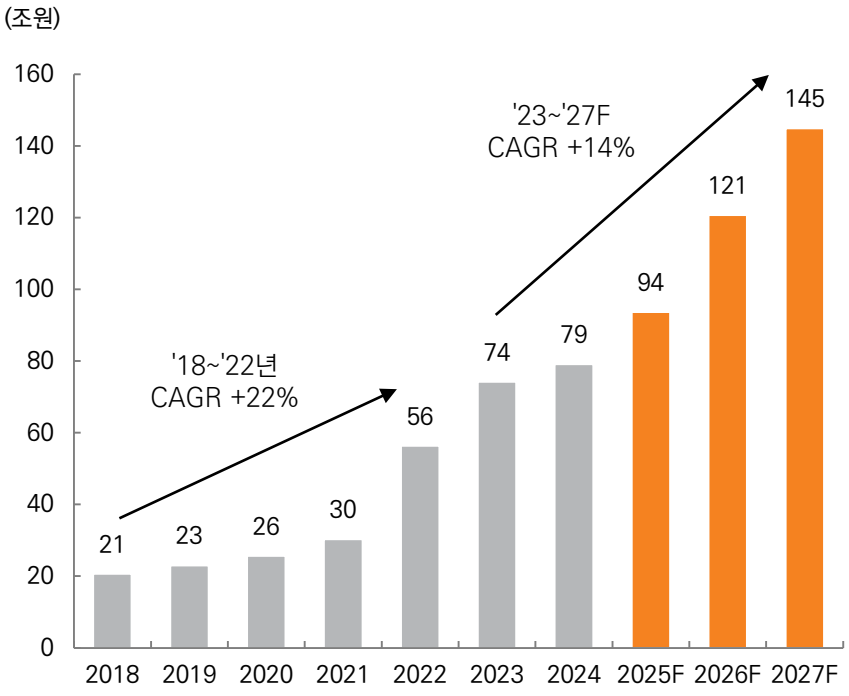
자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

III. 투자전략 및 밸류에이션: 펀더멘탈 견조

방산 비중확대 유지
펀더멘탈 여전히 견조

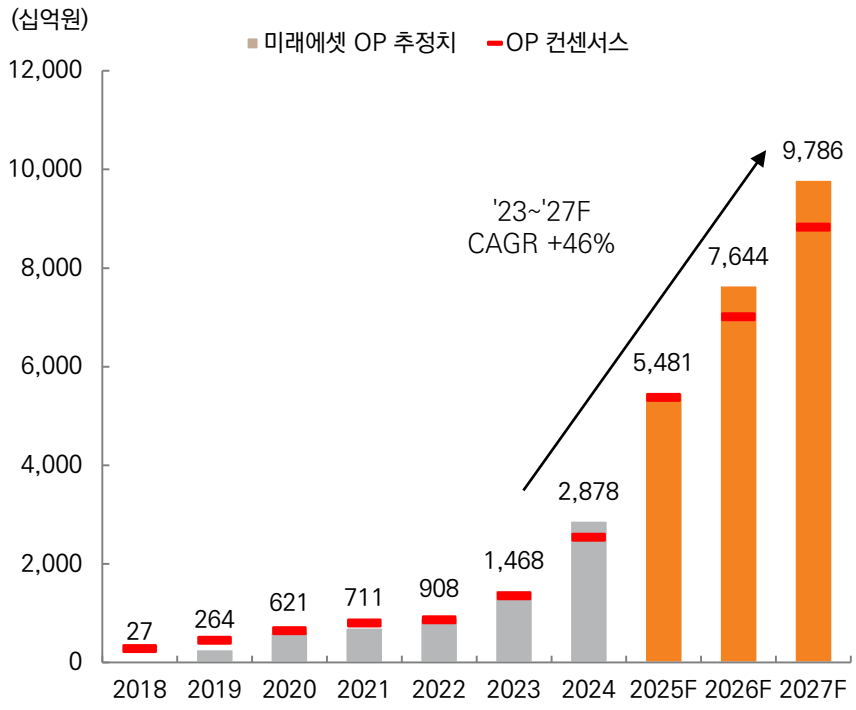
- 방산 비중확대 의견. 수출 커버리지 확대 및 영업레버리지 효과로 펀더멘탈 개선 지속 기대
- 1) 4Q25 및 26년 어닝 모멘텀 강하고, 2) 유럽/중동 등 수출 모멘텀 풍부한 개별종목 압축 플레이
- **현대로템 최선호, 한화에어로스페이스 차선호**. 실적 추정치 상향 여지 있는 종목에 집중
- 26년 방산 5사의 방산 부문 수주잔고는 121조원 (+29% YoY) 달성 전망. 수출 모멘텀 유효
- 26년 매출액 성장률 +20%, 영업이익 성장률 +39.5% 전망. 방산 수출과 내수 동반성장 구간

K-방산 대형 5사 방산 수주잔고 5Y CAGR +14%



자료: 각 사 IR, 미래에셋증권 리서치센터 추정

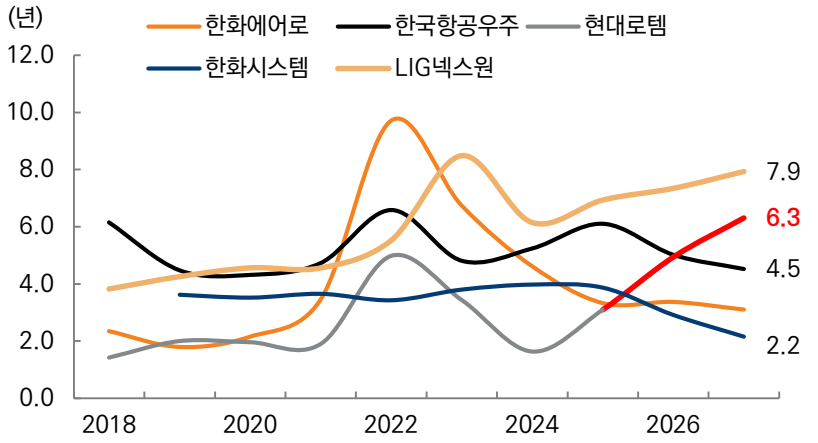
K-방산 대형 5사 영업이익 5Y CAGR +49%



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

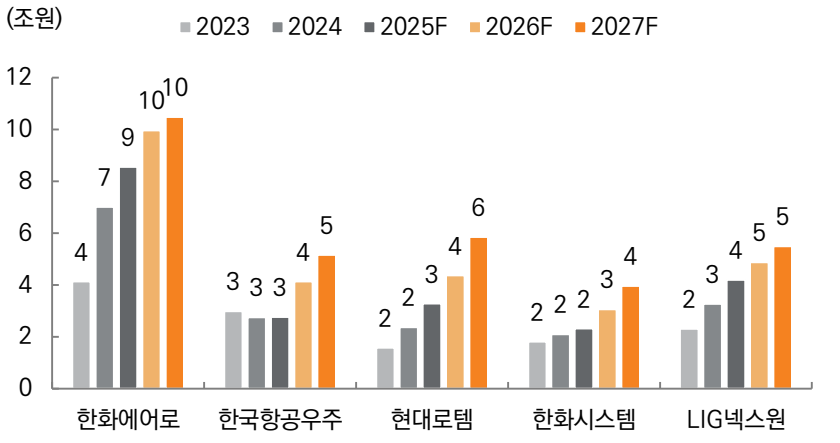
III. 투자전략 및 밸류에이션: 펀더멘탈 견조

방산5사 방산 수주잔고 길이 추이



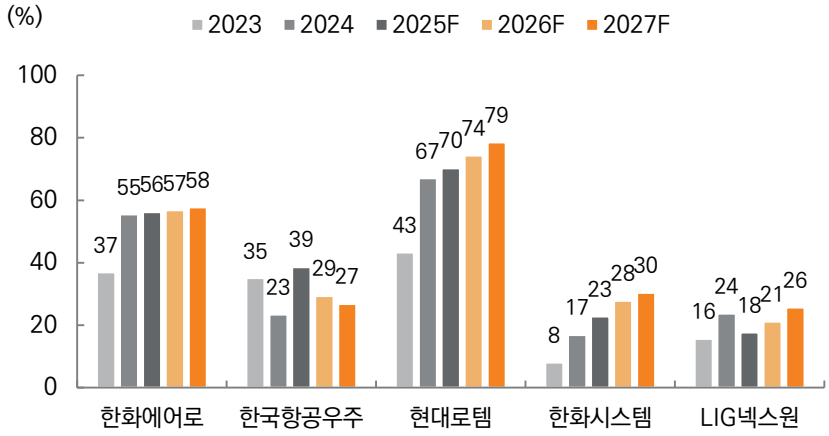
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

방산5사 방산 매출액 추이



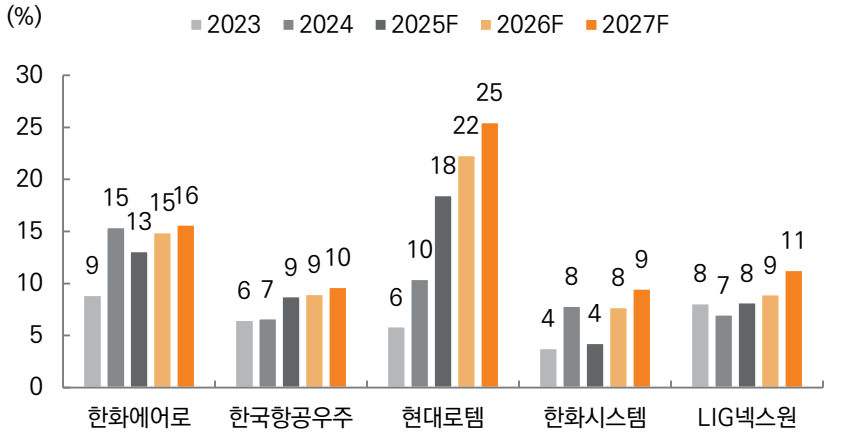
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

방산5사 방산 수출비중 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

방산5사 전사 영업이익률 추이



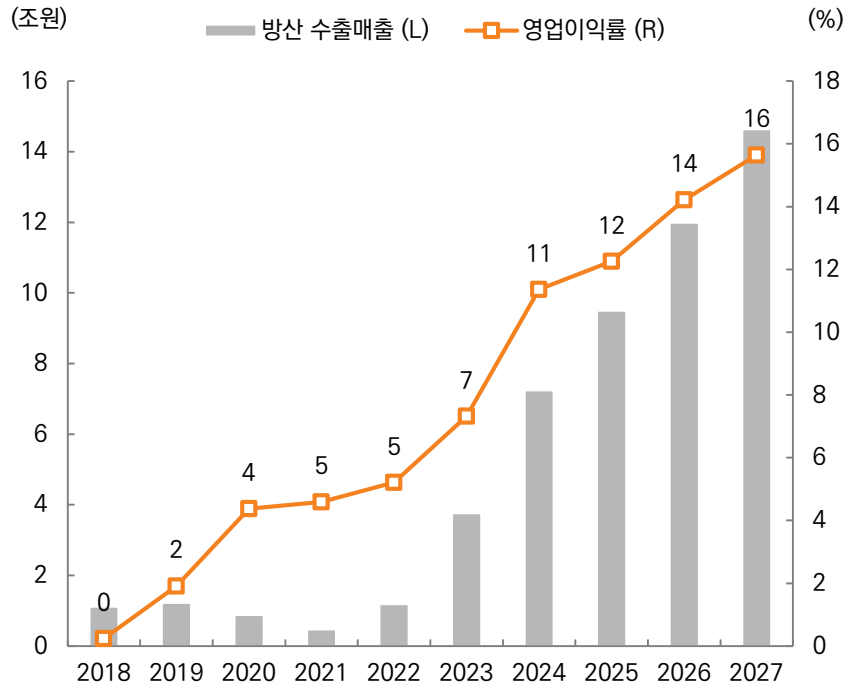
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

III. 투자전략 및 밸류에이션: 멀티플은 피어 대비 저평가 지속

수출비중 증가
이익개선 지속

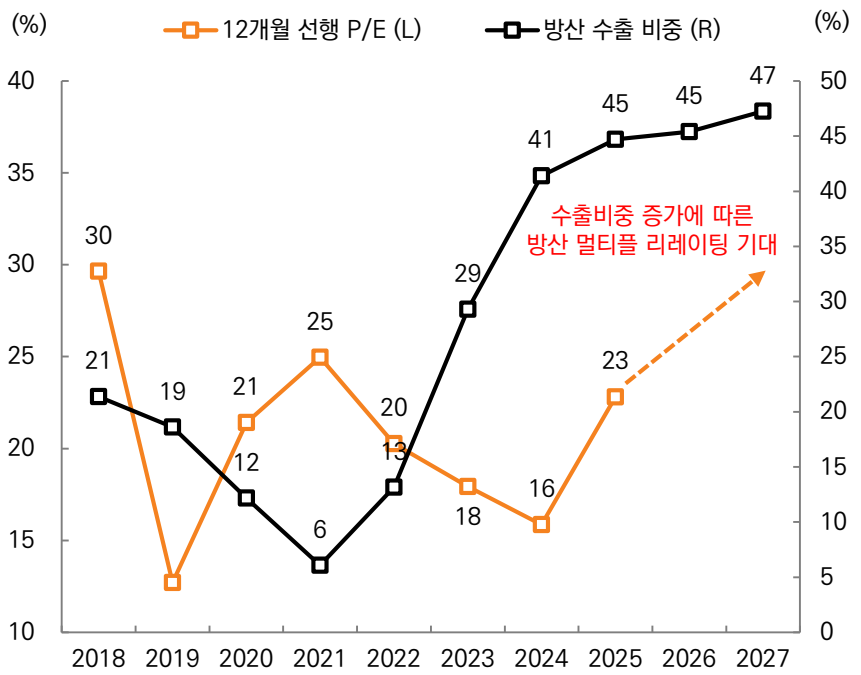
- 26년 수출비중 45.4% (YoY +0.5%pt) 예상. KAI 내수 비중 증가 영향. 그럼에도, 이익개선은 유효
- 27년부터는 수출비중이 다시 47%로 YoY +2%pt 상승하며 속도 붙을 전망, 중장기 60% 상회 예상
- 멀티플은 수출비중 5~15% 시기와 비슷. EPS 상향 속도가 여전히 더 빠른 상황. 저평가 지속

방산 수출매출 증가에 따른 이익개선 지속 전망



자료: 각 사 IR, 미래에셋증권 리서치센터 추정

방산 수출비중 확대된 반면 멀티플은 과거와 비슷한 수준 유지



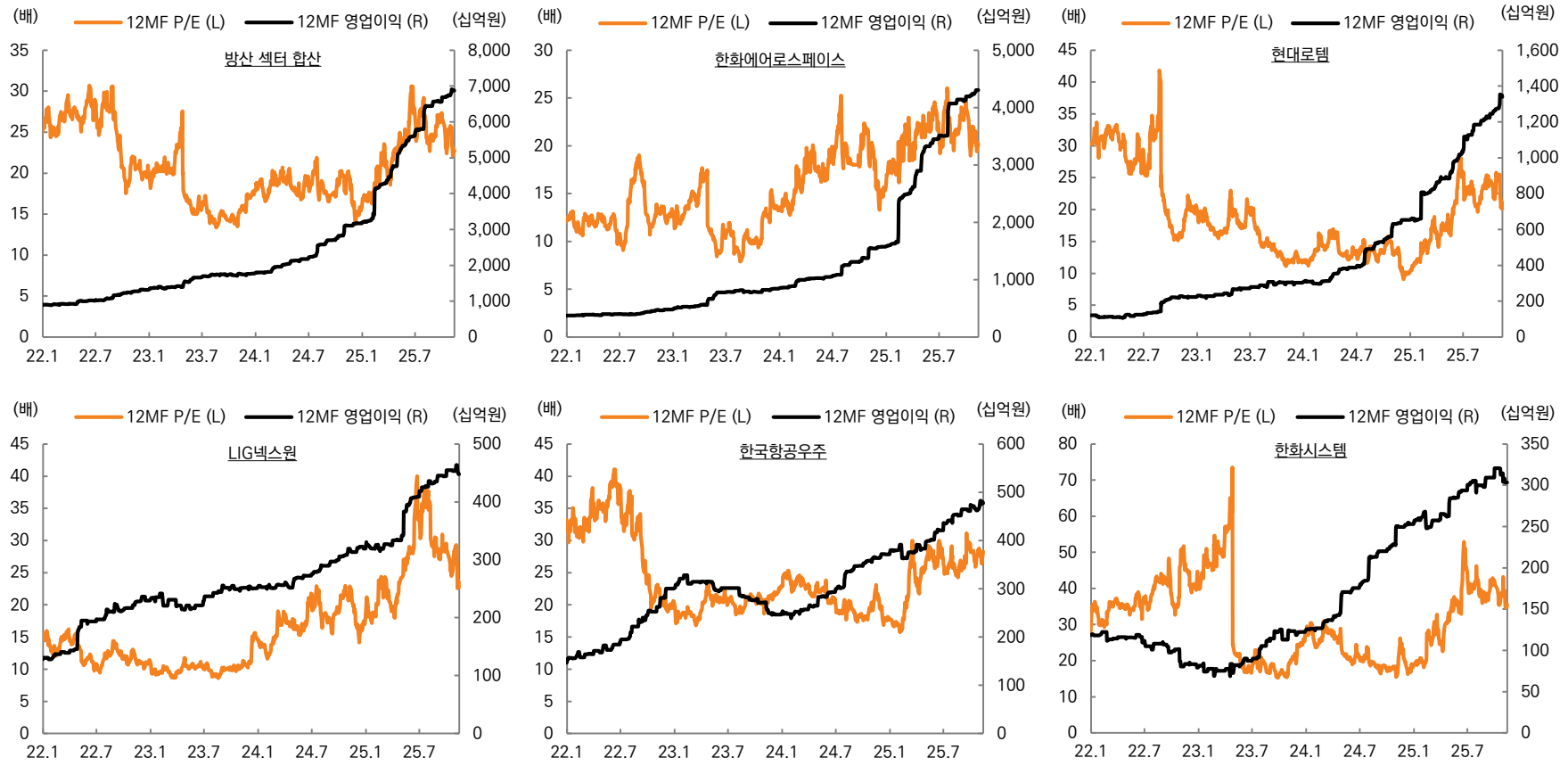
자료: 각 사 IR, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

III. 투자전략 및 밸류에이션: 실적 상향 속도 〉 멀티플 리레이팅

방산: 멀티플 리레이팅보다 실적 추정치 상향이 더 빠름

- 한국 방산업종 12MF P/E 22.8배. 25년초 대비 +35%, 2H25 대비 −16% 변동
- 한국 방산업종 12MF 영업이익 6.9조원. 25년초 대비 +114%, 2H25 +22% 변동

한국 방산업체 12개월 선행 P/E vs. 12개월 선행 영업이익 추이



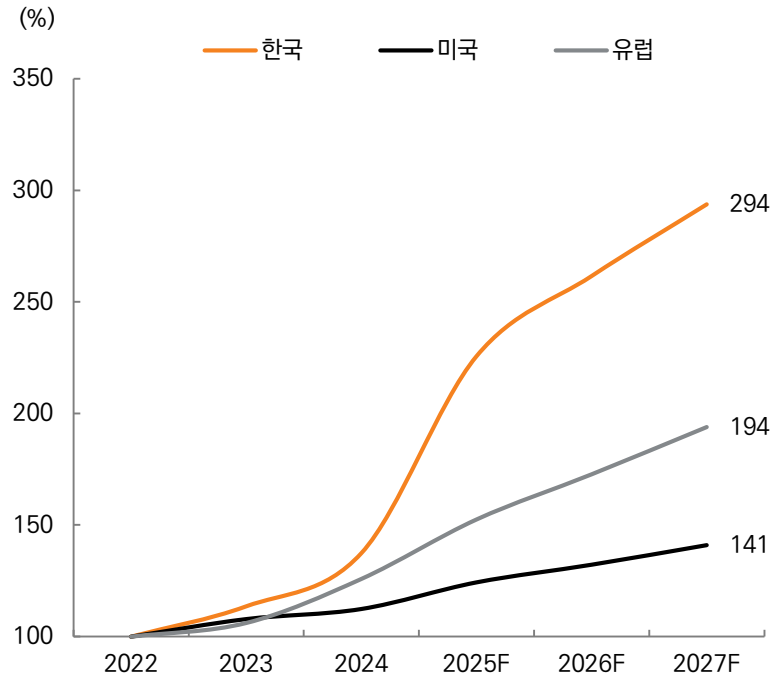
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

III. 투자전략 및 밸류에이션: 디레이팅 이유는 없음

실적 측면에선 이미 디레이팅 이유 없음

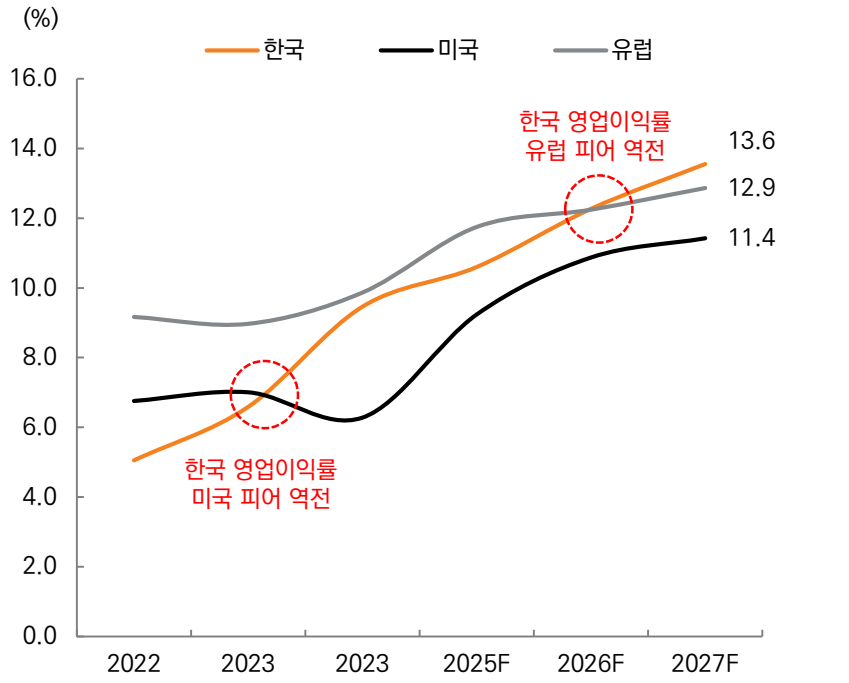
- 우-러 전쟁 발발 및 폴란드 수출이 성사된 22년을 기점으로 한국 방산업체는 폭발적인 성장률 달성
- 한국 방산업종 22~27F 누적 매출액 성장률 +194% / 유럽 +94% / 미국 +41% 기록 예상
- 한국 방산 영업이익률은 23년에 미국 피어그룹을 상회했고, 26년에는 유럽을 역전할 전망
- 펀더멘탈 측면에서는 이미 멀티플 디레이팅의 이유는 없음. 앞으로 수년간 한국이 수출 커버리지 확대, 외교 및 글로벌 네트워킹 강화됨에 따라 Main player로 올라서면서 점차 리레이팅될 것

국가/지역별 방산업체 매출액 성장률



주: 25~27년 추정치는 블룸버그 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 추정

영업이익률도 26년 기점으로 한국이 유럽을 상회할 전망



주: 25~27년 추정치는 블룸버그 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 추정

COMPANY

—

종목 분석

HD현대중공업 (329180)

Top Pick

조선 세계 챔피언

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	740,000원
현재주가(25/11/18)	603,000원
상승여력	22.7%

영업이익(25F,십억원)	2,198
Consensus 영업이익(25F,십억원)	2,096
EPS 성장률(25F,%)	140.7
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	35.8
MKT P/E(25F,x)	14.4
KOSPI	3,953.62
시가총액(십억원)	53,530
발행주식수(백만주)	105
유동주식비율(%)	25.8
외국인 보유비중(%)	10.9
베타(12M) 일간수익률	0.68
52주 최저가(원)	208,000
52주 최고가(원)	624,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	18.5	43.7	165.1
상대주가	12.3	-4.5	65.5

투자포인트

- 투자의견 '매수', 목표주가 740,000원 유지
- 26년 매출액 18.7조원 (+9.5% YoY), 영업이익 2.9조원 (+34.6% YoY, OPM 15.6%) 전망
- 상선/엔진 사업부 생산성 향상 및 믹스개선 지속. LNGC 건조선가 +12%, 컨선 +18% 상승
- 주요 캐털리스트는 1) 미국발 LNG운반선 발주, 2) MASGA 프로젝트 구체화, 3) 군함 수출 본격화

Risk 요인

- 상선 선가 및 발주 미진
- 중국 조선사 수주 점유율 확대

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	11,964	14,486	17,174	18,893	21,017
영업이익 (십억원)	179	705	2,198	2,976	3,961
영업이익률 (%)	1.5	4.9	12.8	15.8	18.8
순이익 (십억원)	25	622	1,496	2,154	2,898
EPS (원)	278	7,001	16,852	24,269	32,643
ROE (%)	0.5	11.4	23.5	27.8	30.6
P/E (배)	463.9	41.1	35.8	24.8	18.5
P/B (배)	2.2	4.5	7.6	6.3	5.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	1.1	1.5	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대중공업 (329180)

Top Pick

영업실적 전망치

항목	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고	전체	45,979	46,329	43,957	46,932	49,634	46,344	45,018		46,932	51,522	55,546	60,553
	조선	34,832	34,838	32,776	33,937	35,644	33,261	32,189		33,937			
	해양플랜트	3,517	3,516	3,184	3,630	3,473	3,020	2,842		3,630			
	기타	7,630	7,974	7,997	9,365	10,517	10,063	9,987		9,365			
매출액	전체	2,988	3,884	3,609	4,006	3,823	4,147	4,418	4,786	14,486	17,174	18,893	21,017
	조선	2,155	2,840	2,605	3,024	2,743	2,850	3,055	3,311	10,623	11,959	12,474	13,589
	해양플랜트	113	158	176	203	159	246	281	295	649	980	1,213	1,456
	엔진기계	703	865	810	757	901	1,029	1,060	1,147	3,134	4,137	5,064	5,858
성장률 (%)	전체	13.5	26.7	26.5	17.4	27.9	6.8	22.4	19.5	21.1	18.6	10.0	11.2
	조선	22.0	44.2	38.1	32.6	27.3	0.4	17.3	9.5	34.4	12.6	4.3	8.9
	해양플랜트	-75.6	-43.2	-30.8	-26.7	41.3	55.4	60.0	45.3	-48.9	51.0	23.8	19.9
	엔진기계	80.9	8.7	16.7	-9.0	28.2	18.9	30.9	51.6	15.7	32.0	22.4	15.7
영업이익		21	196	206	282	434	472	557	735	705	2,198	2,976	3,961
YoY (%)		흑자전환	185.5	1,496.8	103.5	1,940.0	141.0	170.3	160.6	294.8	211.6	35.4	33.1
OPM (%)		0.7	5.0	5.7	7.0	11.3	11.4	12.6	15.4	4.9	12.8	15.8	18.8
지배순이익		29	154	72	367	284	211	431	570	622	1,496	2,154	2,898
YoY (%)		흑자전환	540.3	흑자전환	1,082.5	893.0	36.9	496.7	55.5	2,417.3	140.7	44.0	34.5
NPM (%)		1.0	4.0	2.0	9.2	7.4	5.1	9.8	11.9	4.3	8.7	11.4	13.8

자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대중공업 (329180)

Top Pick

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**14,486**	**17,174**	**18,893**	**21,017**
매출원가	**12,993**	**14,186**	**15,450**	**16,756**
매출총이익	**1,493**	**2,988**	**3,443**	**4,261**
판매비와관리비	**789**	**791**	**468**	**299**
조정영업이익	**705**	**2,198**	**2,976**	**3,961**
영업이익	**705**	**2,198**	**2,976**	**3,961**
비영업손익	**93**	**-215**	**-120**	**-120**
금융손익	-96	-22	12	60
관계기업등 투자손익	0	49	312	365
세전계속사업손익	798	1,983	2,856	3,841
계속사업법인세비용	177	487	701	943
계속사업이익	622	1,496	2,154	2,898
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**622**	**1,496**	**2,154**	**2,898**
지배주주	622	1,496	2,154	2,898
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**498**	**1,665**	**2,154**	**2,898**
지배주주	498	1,665	2,154	2,898
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,011	2,518	3,318	4,324
FCF	2,420	1,618	2,180	3,054
EBITDA 마진율 (%)	7.0	14.7	17.6	20.6
영업이익률 (%)	4.9	12.8	15.8	18.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.3	8.7	11.4	13.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**10,403**	**12,613**	**15,059**	**18,596**
현금 및 현금성자산	1,258	1,685	3,030	4,976
매출채권 및 기타채권	1,647	1,968	2,166	2,452
재고자산	1,511	1,805	1,987	2,250
기타유동자산	5,987	7,155	7,876	8,918
비유동자산	**8,988**	**9,420**	**9,809**	**10,235**
관계기업투자등	1	1	1	2
유형자산	6,610	7,118	7,395	7,650
무형자산	128	125	109	95
자산총계	**19,391**	**22,032**	**24,869**	**28,831**
유동부채	**11,796**	**13,977**	**15,350**	**17,332**
매입채무 및 기타채무	1,776	2,122	2,336	2,645
단기금융부채	1,514	1,690	1,824	2,018
기타유동부채	8,506	10,165	11,190	12,669
비유동부채	**1,890**	**1,021**	**1,035**	**1,057**
장기금융부채	1,766	872	872	872
기타비유동부채	124	149	163	185
부채총계	**13,686**	**14,997**	**16,385**	**18,389**
지배주주지분	**5,704**	**7,035**	**8,484**	**10,442**
자본금	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	1,288	2,450	3,899	5,857
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**5,704**	**7,035**	**8,484**	**10,442**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	41.1	35.8	24.8	18.5
P/CF (x)	30.8	21.0	16.5	12.8
P/B (x)	4.5	7.6	6.3	5.1
EV/EBITDA (x)	26.3	21.2	15.7	11.6
EPS (원)	7,001	16,852	24,269	32,643
CFPS (원)	9,342	28,702	36,524	47,226
BPS (원)	64,259	79,249	95,565	117,624
DPS (원)	0	6,726	8,952	8,952
배당성향 (%)	29.9	45.4	43.6	32.4
배당수익률 (%)	0.0	1.1	1.5	1.5
매출액증가율 (%)	21.1	18.6	10.0	11.2
EBITDA증가율 (%)	121.4	149.1	31.7	30.3
조정영업이익증가율 (%)	294.8	211.6	35.4	33.1
EPS증가율 (%)	2,417.7	140.7	44.0	34.5
매출채권 회전율 (회)	11.6	11.2	10.8	10.8
재고자산 회전율 (회)	10.3	10.4	10.0	9.9
매입채무 회전율 (회)	9.2	8.4	8.0	7.8
ROA (%)	3.4	7.2	9.2	10.8
ROE (%)	11.4	23.5	27.8	30.6
ROIC (%)	9.2	34.9	42.1	56.3
부채비율 (%)	239.9	213.2	193.1	176.1
유동비율 (%)	88.2	90.2	98.1	107.3
순차입금/자기자본 (%)	18.7	-3.8	-18.7	-33.6
조정영업이익/금융비용 (x)	4.7	21.8	28.6	36.6

자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

편안한 상승곡선

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**31,000원**
현재주가(25/11/18)	25,300원
상승여력	22.5%

영업이익(25F,십억원)	931
Consensus 영업이익(25F,십억원)	872
EPS 성장률(25F,%)	1,049.8
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	30.3
MKT P/E(25F,x)	14.4
KOSPI	3,953.62
시가총액(십억원)	22,264
발행주식수(백만주)	880
유동주식비율(%)	76.2
외국인 보유비중(%)	30.8
베타(12M) 일간수익률	1.10
52주 최저가(원)	9,990
52주 최고가(원)	30,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	12.2	73.9	116.4
상대주가	6.4	15.5	35.2

투자포인트

- 투자의견 '매수', 목표주가 31,000원 유지
- 26년 매출액 12.7조원 (+15.7% YoY), 영업이익 1.5조원 (+63.3% YoY, OPM 11.9%) 전망
- 26년 상선 믹스개선 (컨선 건조선가 +17%, 탱커 +16% 등) 및 FLNG 2기 건조로 이익성장 기대
- 주요 캐털리스트는 1) FLNG 수주, 2) 미국발 LNG운반선 발주, 3) MASGA 프로젝트 구체화

Risk 요인

- 상선 선가 및 발주 미진
- 중국 조선사 수주 점유율 확대

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	8,009	9,903	11,002	12,725	13,874
영업이익 (십억원)	233	503	931	1,520	1,845
영업이익률 (%)	2.9	5.1	8.5	11.9	13.3
순이익 (십억원)	-148	64	734	1,221	1,501
EPS (원)	-168	73	834	1,387	1,706
ROE (%)	-4.2	1.8	18.6	25.9	24.7
P/E (배)	-	155.7	30.3	18.2	14.8
P/B (배)	1.5	2.1	4.4	3.5	2.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

영업실적 전망치

항목	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고	전체	33,246	33,357	31,412	31,535	32,313	25,700	26,730		31,535	33,634	37,344	40,717
	조선해양	32,865	32,337	30,540	30,841	31,770	25,279	25,875		30,841			
	토건	381	1,020	872	694	543	465	855		694			
매출액	전체	2,348	2,532	2,323	2,700	2,494	2,683	2,635	3,190	9,903	11,002	12,725	13,874
	조선해양	2,165	2,205	2,359	2,581	2,399	2,522	2,613	2,870	9,310	10,404	11,865	12,973
	토건	183	327	112	171	145	161	197	320	792	823	860	901
성장률 (%)	전체	46.3	30.1	14.7	11.0	6.2	6.0	13.4	18.1	23.6	11.1	15.7	9.0
	조선해양	53.1	24.4	26.8	17.5	10.8	14.4	10.8	11.2	28.5	11.8	14.0	9.3
	토건	-4.1	89.5	-32.3	-27.6	-21.0	-50.7	77.0	87.7	3.7	4.0	4.4	4.8
영업이익		78	131	120	174	123	205	238	365	503	931	1,520	1,845
YoY (%)		298.1	121.9	58.0	120.5	58.1	56.7	98.6	109.4	115.4	85.1	63.3	21.4
OPM (%)		3.3	5.2	5.2	6.5	4.9	7.6	9.0	11.4	5.1	8.5	11.9	13.3
지배순이익		10	77	74	-97	92	214	142	286	64	734	1,221	1,501
YoY (%)		-12.9	199.1	94.2	적자지속	825.6	179.6	91.9	흑자전환	143.1	1,049.7	66.2	23.0
NPM (%)		0.4	3.0	3.2	-3.6	3.7	8.0	5.4	9.0	0.6	6.7	9.6	10.8

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**9,903**	**11,002**	**12,725**	**13,874**
매출원가	**8,983**	**9,630**	**10,693**	**11,542**
매출총이익	**920**	**1,372**	**2,032**	**2,332**
판매비와관리비	**418**	**441**	**512**	**488**
조정영업이익	**503**	**931**	**1,520**	**1,845**
영업이익	**503**	**931**	**1,520**	**1,845**
비영업손익	**-819**	**-150**	**-120**	**-120**
금융손익	-192	-126	-121	-105
관계기업등 투자손익	0	238	373	384
세전계속사업손익	-316	781	1,400	1,725
계속사업법인세비용	-369	54	186	231
계속사업이익	54	727	1,214	1,494
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**54**	**727**	**1,214**	**1,494**
지배주주	64	734	1,221	1,501
비지배주주	-10	-7	-7	-7
총포괄이익	**340**	**284**	**1,214**	**1,494**
지배주주	355	288	1,225	1,508
비지배주주	-15	-4	-11	-14
EBITDA	792	1,218	1,817	2,143
FCF	481	897	1,088	1,341
EBITDA 마진율 (%)	8.0	11.1	14.3	15.4
영업이익률 (%)	5.1	8.5	11.9	13.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.6	6.7	9.6	10.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**9,370**	**7,387**	**8,840**	**9,956**
현금 및 현금성자산	956	440	1,350	1,815
매출채권 및 기타채권	1,186	841	891	968
재고자산	452	569	739	804
기타유동자산	6,776	5,537	5,860	6,369
비유동자산	**7,825**	**8,197**	**8,161**	**8,286**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	5,116	5,116	4,973	4,929
무형자산	28	30	26	22
자산총계	**17,195**	**15,584**	**17,001**	**18,243**
유동부채	**12,029**	**10,678**	**10,874**	**10,610**
매입채무 및 기타채무	724	802	849	923
단기금융부채	5,212	3,576	3,314	2,628
기타유동부채	6,093	6,300	6,711	7,059
비유동부채	**1,416**	**846**	**853**	**864**
장기금융부채	1,312	723	723	723
기타비유동부채	104	123	130	141
부채총계	**13,445**	**11,524**	**11,727**	**11,475**
지배주주지분	**3,794**	**4,109**	**5,329**	**6,830**
자본금	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	-2,136	-1,402	-181	1,320
비지배주주지분	**-45**	**-49**	**-55**	**-62**
자본총계	**3,749**	**4,060**	**5,274**	**6,768**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	155.7	30.3	18.2	14.8
P/CF (x)	12.9	25.7	13.3	10.8
P/B (x)	2.1	4.4	3.5	2.9
EV/EBITDA (x)	16.9	20.2	12.8	10.3
EPS (원)	73	834	1,387	1,706
CFPS (원)	876	983	1,908	2,335
BPS (원)	5,414	5,771	7,157	8,863
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	23.6	11.1	15.7	9.0
EBITDA증가율 (%)	67.1	53.8	49.2	17.9
조정영업이익증가율 (%)	115.4	85.2	63.3	21.4
EPS증가율 (%)	흑전	1,049.8	66.2	23.0
매출채권 회전율 (회)	14.0	12.7	17.4	17.7
재고자산 회전율 (회)	9.1	21.5	19.5	18.0
매입채무 회전율 (회)	12.3	14.8	15.3	15.3
ROA (%)	0.3	4.4	7.5	8.5
ROE (%)	1.8	18.6	25.9	24.7
ROIC (%)	-1.5	15.7	32.3	39.3
부채비율 (%)	358.6	283.9	222.4	169.5
유동비율 (%)	77.9	69.2	81.3	93.8
순차입금/자기자본 (%)	92.4	58.6	21.3	-2.4
조정영업이익/금융비용 (x)	2.4	6.7	10.9	14.2

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

현대로템 (064350)

Top Pick

임계점 돌파 목전

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**300,000원**
현재주가(25/11/18)	187,300원
상승여력	60.2%

영업이익(25F,십억원)	1,084
Consensus 영업이익(25F,십억원)	1,066
EPS 성장률(25F,%)	96.1
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	25.6
MKT P/E(25F,x)	14.4
KOSPI	3,953.62
시가총액(십억원)	20,442
발행주식수(백만주)	109
유동주식비율(%)	66.2
외국인 보유비중(%)	32.8
베타(12M) 일간수익률	1.75
52주 최저가(원)	44,450
52주 최고가(원)	244,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.0	64.4	193.1
상대주가	-11.9	9.3	83.1

투자포인트

- 투자의견 '매수', 목표주가 300,000만원 유지
- 26년 매출액 7.6조원 (+27.8% YoY), 영업이익 1.7조원 (+54.8% YoY, OPM 22.3%) 전망
- K2 추가 수출 시 1) 수주잔고 6년치 확보, 2) ~27년 캐파 2배 증설 추진하며 방산 실적 확대 예상
- 주요 캐털리스트는 1H26 이라크 K2 계약체결. 그외 루마니아, 페루, 폴란드 EC3 등 체결

Risk 요인

- K2 추가 수출 지연 및 불발
- 휴전 및 종전 이슈 부각

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	3,587	4,377	5,861	7,558	9,843
영업이익 (십억원)	210	457	1,084	1,686	2,509
영업이익률 (%)	5.9	10.4	18.5	22.3	25.5
순이익 (십억원)	161	407	798	1,250	1,855
EPS (원)	1,475	3,728	7,312	11,452	17,000
ROE (%)	10.1	21.8	30.7	33.2	35.1
P/E (배)	18.0	13.3	25.6	16.4	11.0
P/B (배)	1.7	2.7	6.5	4.7	3.3
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

현대로템 (064350)

Top Pick

영업실적 전망치

항목	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고	전체	18,589	18,773	18,993	18,758	21,119	21,637	29,609	29,450	18,758	29,450	45,048	67,528
	레일솔루션	12,709	13,101	13,656	14,065	16,861	18,256	18,003	18,465	14,065	18,465	22,761	29,720
	디펜스솔루션	5,230	5,013	4,476	3,873	3,399	2,544	10,790	10,165	3,873	10,165	21,581	36,916
	에코플랜트	650	659	862	821	859	837	816	820	821	820	705	892
매출액	전체	748	1,095	1,094	1,441	1,176	1,418	1,620	1,647	4,377	5,861	7,558	9,843
	레일솔루션	276	391	408	419	403	527	541	538	1,496	2,009	2,560	3,287
	디펜스솔루션	318	565	585	898	658	761	936	924	2,365	3,280	4,364	5,855
	에코플랜트	153	139	101	123	116	129	143	185	516	573	634	701
성장률 (%)	전체	9.3	10.9	18.0	45.7	57.3	29.5	48.1	14.3	22.0	33.9	29.0	30.2
	레일솔루션	-25.1	-0.3	7.3	2.0	45.6	34.7	32.4	28.3	-3.7	34.3	27.4	28.4
	디펜스솔루션	22.3	16.5	41.2	114.1	106.9	34.9	60.1	2.9	49.9	38.7	33.1	34.2
	에코플랜트	177.9	26.0	-23.9	-22.2	-24.6	-6.9	42.2	50.1	13.2	11.0	10.8	10.6
영업이익		45	113	137	162	203	258	278	346	457	1,084	1,686	2,509
YoY (%)		40.0	67.7	234.3	131.6	354.0	128.4	102.1	113.8	117.3	137.4	55.6	48.8
OPM (%)		6.0	10.3	12.6	11.2	17.2	18.2	17.1	21.0	10.4	18.5	22.3	25.5
지배순이익		56	101	104	145	158	191	198	251	407	798	1,250	1,855
YoY (%)		197.7	87.5	153.0	209.4	181.6	88.1	90.5	72.6	152.7	96.1	56.6	48.4
NPM (%)		7.5	9.3	9.5	10.1	13.5	13.4	12.3	15.2	9.3	13.6	16.5	18.8

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

현대로템 (064350)

Top Pick

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**4,377**	**5,861**	**7,558**	**9,843**
매출원가	**3,548**	**4,293**	**5,366**	**6,722**
매출총이익	**829**	**1,568**	**2,192**	**3,121**
판매비와관리비	**372**	**484**	**506**	**612**
조정영업이익	**457**	**1,084**	**1,686**	**2,509**
영업이익	**457**	**1,084**	**1,686**	**2,509**
비영업손익	**53**	**-37**	**-36**	**-60**
금융손익	11	31	59	70
관계기업등 투자손익	0	-61	-96	-130
세전계속사업손익	510	1,047	1,650	2,449
계속사업법인세비용	104	253	405	601
계속사업이익	405	795	1,245	1,849
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**405**	**795**	**1,245**	**1,849**
지배주주	407	798	1,250	1,855
비지배주주	-2	-3	-5	-7
총포괄이익	**373**	**1,123**	**1,245**	**1,849**
지배주주	376	1,127	1,248	1,852
비지배주주	-3	-4	-2	-3
EBITDA	504	1,141	1,750	2,588
FCF	61	546	711	737
EBITDA 마진율 (%)	11.5	19.5	23.2	26.3
영업이익률 (%)	10.4	18.5	22.3	25.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.3	13.6	16.5	18.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**3,686**	**4,605**	**6,420**	**8,591**
현금 및 현금성자산	472	435	1,018	1,712
매출채권 및 기타채권	965	1,158	1,756	2,197
재고자산	316	599	847	1,325
기타유동자산	1,933	2,413	2,799	3,357
비유동자산	**1,599**	**2,155**	**2,380**	**2,751**
관계기업투자등	1	1	2	2
유형자산	1,292	1,875	2,063	2,399
무형자산	104	122	143	174
자산총계	**5,285**	**6,760**	**8,800**	**11,342**
유동부채	**3,020**	**3,368**	**4,108**	**4,737**
매입채무 및 기타채무	525	598	701	878
단기금융부채	329	35	-53	-51
기타유동부채	2,166	2,735	3,460	3,910
비유동부채	**256**	**285**	**361**	**447**
장기금융부채	22	20	20	20
기타비유동부채	234	265	341	427
부채총계	**3,276**	**3,653**	**4,470**	**5,184**
지배주주지분	**2,045**	**3,147**	**4,375**	**6,209**
자본금	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520
이익잉여금	689	1,466	2,694	4,528
비지배주주지분	**-36**	**-40**	**-44**	**-51**
자본총계	**2,009**	**3,107**	**4,331**	**6,158**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	13.3	25.6	16.4	11.0
P/CF (x)	7.9	18.7	12.4	8.3
P/B (x)	2.7	6.5	4.7	3.3
EV/EBITDA (x)	9.9	17.1	10.8	7.0
EPS (원)	3,728	7,312	11,452	17,000
CFPS (원)	6,298	9,991	15,152	22,525
BPS (원)	18,737	28,835	40,087	56,887
DPS (원)	200	200	200	200
배당성향 (%)	5.4	2.7	1.8	1.2
배당수익률 (%)	0.4	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	22.0	33.9	29.0	30.2
EBITDA증가율 (%)	101.4	126.6	53.3	47.9
조정영업이익증가율 (%)	117.4	137.4	55.6	48.8
EPS증가율 (%)	152.7	96.1	56.6	48.4
매출채권 회전율 (회)	7.0	5.8	5.4	5.2
재고자산 회전율 (회)	15.0	12.8	10.5	9.1
매입채무 회전율 (회)	7.9	9.3	10.2	10.6
ROA (%)	7.7	13.2	16.0	18.4
ROE (%)	21.8	30.7	33.2	35.1
ROIC (%)	22.7	38.7	46.0	50.6
부채비율 (%)	163.1	117.6	103.2	84.2
유동비율 (%)	122.1	136.7	156.3	181.4
순차입금/자기자본 (%)	-20.9	-29.0	-35.4	-35.5
조정영업이익/금융비용 (x)	27.5	138.4	2,580.0	-1,562.0

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450)

믿고 가는 K-방산의 대명사

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**1,400,000원**
현재주가(25/11/18)	921,000원
상승여력	52.0%

영업이익(25F,십억원)	3,562
Consensus 영업이익(25F,십억원)	3,486
EPS 성장률(25F,%)	-26.6
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	27.2
MKT P/E(25F,x)	14.4
KOSPI	3,953.62
시가총액(십억원)	47,490
발행주식수(백만주)	52
유동주식비율(%)	62.6
외국인 보유비중(%)	44.3
베타(12M) 일간수익률	0.90
52주 최저가(원)	274,733
52주 최고가(원)	1,107,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.0	11.2	138.3
상대주가	-4.2	-26.1	48.8

투자포인트

- 투자의견 '매수', 목표주가 1,400,000만원 유지
- 26년 매출액 31.5조원 (+15.6% YoY), 영업이익 4.7조원 (+31.6% YoY, OPM 14.9%) 전망
- 3Q25 기준 방산 수출마진 41% 달성. 26년 이집트, 호주 등 매출인식 시작되며 매출성장 기대
- 주요 캐털리스트는 1) 사우디 다수 계약 가시화, 2) 루마니아 레드백 체결, 3) 미국 K9 및 MCS, 스페인 K9, 프랑스 천무 등 선진국향 수출 타진

Risk 요인

- K9, 천무, 레드백 추가 수출 지연 및 불발
- 휴전 및 종전 이슈 부각

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	7,890	11,240	27,201	31,456	35,198
영업이익 (십억원)	594	1,732	3,562	4,689	5,508
영업이익률 (%)	7.5	15.4	13.1	14.9	15.6
순이익 (십억원)	818	2,299	1,617	2,853	3,472
EPS (원)	15,886	46,183	33,886	57,233	69,660
ROE (%)	25.6	53.9	27.1	34.5	30.8
P/E (배)	8.0	7.0	27.2	16.1	13.2
P/B (배)	1.8	3.0	6.4	4.9	3.7
배당수익률 (%)	1.4	1.1	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450)

영업실적 전망치

항목	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고	전체	66,103	66,485	67,120	73,951	104,876	106,847	107,701	106,369	73,951	106,369	118,332	128,056
	항공우주	28,897	28,944	28,995	30,512	31,092	31,143	31,122	31,358	30,512	31,358	32,103	32,962
	지상방산	29,815	30,270	29,928	32,370	31,734	31,736	31,000	28,489	32,370	28,489	33,621	32,543
	한화시스템	7,050	6,968	7,924	10,558	10,520	10,365	11,174	11,273	10,558	11,273	11,498	10,533
	쎄트렉아이	340	303	274	511	489	455	420	660	511	660	771	886
	한화오션					31,040	33,149	33,986	34,588		34,588	40,338	51,133
매출액	전체	1,449	2,335	2,631	4,831	5,484	6,273	6,487	8,915	11,246	27,159	31,435	35,170
	항공우주	444	562	478	595	531	649	604	648	2,079	2,432	2,862	3,109
	지상방산	657	1,333	1,656	3,365	1,157	1,773	2,110	3,511	7,010	8,552	9,967	10,478
	한화시스템	543	658	628	946	690	768	808	1,326	2,776	3,592	3,793	5,411
	쎄트렉아이	32	47	44	48	40	44	50	59	171	194	240	243
	한화오션					3,143	3,294	3,023	3,547		13,008	14,609	16,287
성장률 (%)	전체	-12.4	54.3	61.9	56.0	278.4	168.7	146.5	84.5	42.5	141.5	15.7	11.9
	항공우주	13.7	40.0	22.5	38.9	19.7	15.4	26.4	8.9	29.1	17.0	17.7	8.6
	지상방산	-22.0	122.0	117.1	74.4	76.3	33.1	27.4	4.4	69.6	22.0	16.6	5.1
	한화시스템	23.6	7.8	3.6	21.4	27.1	16.7	28.6	40.1	14.0	29.4	5.6	42.6
	쎄트렉아이	32.5	21.9	75.4	28.4	26.3	-6.2	15.4	23.0	36.5	13.6	23.7	1.0
	한화오션					37.6	29.9	11.8	9.0		20.7	12.3	11.5
영업이익		18	337	477	892	561	864	856	1,281	1,725	3,562	4,689	5,508
YoY (%)		-90.7	727.8	457.7	222.1	3,060.4	156.3	79.5	43.5	145.8	106.5	31.6	17.5
OPM (%)		1.2	14.4	18.1	18.5	10.2	13.8	13.2	14.4	15.3	13.1	14.9	15.7
지배순이익		-13	147	318	1,846	87	201	533	862	2,299	1,683	2,852	3,472
YoY (%)		적자전환	-44.1	흑자전환	1,048.7	흑자전환	36.3	67.4	-53.3	181.2	-26.8	69.5	21.7
NPM (%)		-0.9	6.3	12.1	38.2	1.6	3.2	8.2	9.7	20.4	6.2	9.1	9.9

자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**11,240**	**27,201**	**31,456**	**35,198**
매출원가	**8,370**	**20,848**	**23,859**	**26,456**
매출총이익	**2,870**	**6,353**	**7,597**	**8,742**
판매비와관리비	**1,138**	**2,790**	**2,908**	**3,233**
조정영업이익	**1,732**	**3,562**	**4,689**	**5,508**
영업이익	**1,732**	**3,562**	**4,689**	**5,508**
비영업손익	**915**	**-802**	**-412**	**-303**
금융손익	-173	-305	-211	-70
관계기업등 투자손익	105	140	168	-232
세전계속사업손익	2,647	2,760	4,277	5,205
계속사업법인세비용	136	484	525	640
계속사업이익	2,511	2,276	3,752	4,566
중단사업이익	29	0	0	0
당기순이익	**2,540**	**2,276**	**3,752**	**4,566**
지배주주	2,299	1,617	2,853	3,472
비지배주주	241	660	899	1,093
총포괄이익	**2,598**	**2,251**	**3,752**	**4,566**
지배주주	2,376	1,448	2,536	3,086
비지배주주	222	803	1,216	1,479
EBITDA	2,063	4,355	5,470	6,261
FCF	815	2,861	3,861	4,686
EBITDA 마진율 (%)	18.4	16.0	17.4	17.8
영업이익률 (%)	15.4	13.1	14.9	15.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	20.5	5.9	9.1	9.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**22,868**	**28,776**	**36,062**	**45,562**
현금 및 현금성자산	2,968	5,070	8,931	13,659
매출채권 및 기타채권	8,876	3,383	4,006	5,253
재고자산	6,290	7,921	8,915	10,278
기타유동자산	4,734	12,402	14,210	16,372
비유동자산	**20,469**	**21,477**	**21,844**	**22,199**
관계기업투자등	964	1,300	1,660	1,780
유형자산	8,320	8,714	8,689	8,845
무형자산	7,744	7,631	7,584	7,559
자산총계	**43,337**	**50,254**	**57,906**	**67,761**
유동부채	**25,516**	**29,337**	**32,889**	**37,785**
매입채무 및 기타채무	2,874	1,845	2,094	2,345
단기금융부채	6,566	6,932	7,654	8,025
기타유동부채	16,076	20,560	23,141	27,415
비유동부채	**6,456**	**7,239**	**7,759**	**8,324**
장기금융부채	4,558	4,939	5,149	5,401
기타비유동부채	1,898	2,300	2,610	2,923
부채총계	**31,973**	**36,576**	**40,648**	**46,108**
지배주주지분	**4,995**	**6,936**	**9,617**	**12,919**
자본금	240	249	249	249
자본잉여금	207	690	690	690
이익잉여금	4,747	6,168	8,850	12,151
비지배주주지분	**6,369**	**6,742**	**7,641**	**8,734**
자본총계	**11,364**	**13,678**	**17,258**	**21,653**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	7.0	27.2	16.1	13.2
P/CF (x)	6.3	9.6	8.5	7.6
P/B (x)	3.0	6.4	4.9	3.7
EV/EBITDA (x)	13.9	13.9	10.7	8.9
EPS (원)	46,183	33,886	57,233	69,660
CFPS (원)	51,113	95,511	108,396	120,473
BPS (원)	108,270	143,265	187,032	251,093
DPS (원)	3,443	3,443	3,443	3,443
배당성향 (%)	6.3	7.5	4.6	3.8
배당수익률 (%)	1.1	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	42.5	142.0	15.6	11.9
EBITDA증가율 (%)	121.0	111.1	25.6	14.5
조정영업이익증가율 (%)	191.4	105.7	31.6	17.5
EPS증가율 (%)	190.7	-26.6	68.9	21.7
매출채권 회전율 (회)	2.1	4.8	9.9	8.7
재고자산 회전율 (회)	2.5	3.8	3.7	3.7
매입채무 회전율 (회)	6.4	11.7	12.1	11.9
ROA (%)	8.1	4.9	6.9	7.3
ROE (%)	53.9	27.1	34.5	30.8
ROIC (%)	15.1	19.3	21.9	25.0
부채비율 (%)	281.3	267.4	235.5	212.9
유동비율 (%)	89.6	98.1	109.6	120.6
순차입금/자기자본 (%)	65.7	47.4	20.5	-2.8
조정영업이익/금융비용 (x)	7.1	7.4	9.3	10.2

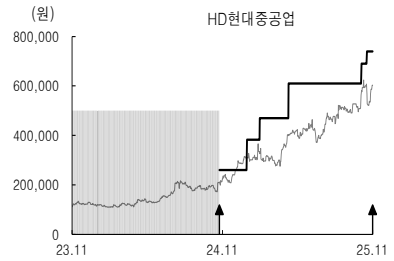
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

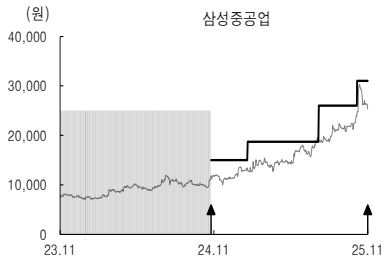
Compliance

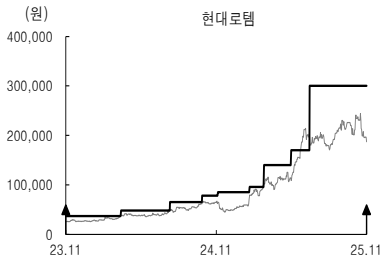
투자의견 및 목표주가 변동추이

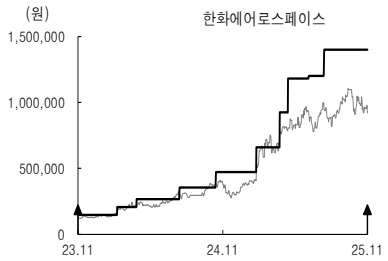
제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
HD현대중공업 (329180)				
2025.11.04	매수	740,000	-	-
2025.10.22	매수	690,000	-13.32	-9.57
2025.04.28	매수	610,000	-25.75	-7.70
2025.02.17	매수	470,000	-32.80	-14.26
2025.01.17	매수	383,000	-17.21	-4.44
2024.11.11	매수	260,000	-3.44	20.77
삼성중공업 (010140)				
2025.10.24	매수	31,000	-	-
2025.07.25	매수	26,000	-19.79	-7.31
2025.02.06	매수	18,700	-17.99	4.65
2024.11.11	매수	15,000	-21.09	-8.87
현대로템 (064350)				
2025.07.03	매수	300,000	-	-
2025.05.19	매수	170,000	0.63	25.88
2025.03.14	매수	140,000	-22.95	-10.43
2025.02.07	매수	96,000	-9.61	8.33
2024.11.22	매수	85,000	-37.44	-15.88
2024.10.15	매수	78,000	-18.15	-13.97
2024.07.29	매수	65,000	-18.77	-4.62
2024.04.01	매수	48,000	-17.53	-0.10
2023.09.20	매수	37,000	-24.25	-0.54
한화에어로스페이스 (012450)				
2025.08.01	매수	1,400,000	-	-
2025.06.23	매수	1,200,000	-26.75	-16.83
2025.05.02	매수	1,181,647	-26.48	-17.91
2025.04.11	매수	925,623	-13.67	-11.70
2025.02.11	매수	659,753	-0.62	14.03
2024.11.01	매수	472,659	-24.63	-12.40
2024.08.01	매수	354,494	-10.20	9.17
2024.04.15	매수	265,870	-9.21	23.56
2024.02.26	매수	206,788	-0.62	18.72
2023.09.20	매수	147,706	-13.97	8.97

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함









Compliance

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성중공업, 한화에어로스페이스, 현대로템, HD현대중공업 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 HD현대중공업의 지급보증·배서·담보제공·채무인수 등의 방법으로 채무이행을 직·간접적으로 보장하는 업무를 수행 중입니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.