



## Overweight

### Top Picks 및 관심종목

\*CP 2026년 6월 2일

#### 한화에어로스페이스(012450)

BUY | TP 1,860,000원 | CP 1,070,000원

#### 한화시스템(272210)

BUY | TP 128,000원(신규) | CP 97,400원

#### 현대로템(064350)

BUY | TP 283,000원 | CP 203,000원

#### LIG디펜스앤에어로스페이스(079550)

BUY | TP 1,110,000원 | CP 726,700원

#### 한국항공우주(047810)

BUY | TP 230,000원 | CP 147,000원

#### HD건설기계(267270)

BUY | TP 192,000원(신규) | CP 147,800원

#### 두산밥캣(241560)

BUY | TP 82,000원(신규) | CP 65,200원



Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 6월 4일 | Industry Indepth

# 방산/기계

## 2026년 하반기 전망: 중요한 건 아직 꺾이지 않은 업사이클

### 방산: 중요한 건 아직 꺾이지 않은 업사이클

하반기 한국 방산은 정세, 실적, 밸류에이션 세 가지 측면에서 여전히 투자포인트 유효하다. 정세는 하반기에도 무기 수요 증가에 우호적인 환경이 지속될 전망이다. 글로벌 국방예산 증액 가속화가 유지될 것이기 때문이다. 유럽, 중동 지정학적 리스크가 완화된다면 미국은 중국 견제를 위해 아시아-태평양 지역에 더 집중할 수 있게 되고 이에 따라 동맹국에 대한 미국 안보우산 축소 기조는 유지될 수밖에 없다. 결국 미국 동맹국들의 자주국방은 스스로 방어할 수 있는 충분한 역량을 확보할 때까지 필연적이다. 실적은 상반기보다 하반기가 더 좋다. 합산 영업이익의 성장률은 상반기 YoY +18.7%, 하반기 YoY +56.1%로 추정한다. 약 100조원 수준의 합산 수주잔고를 고려하면 올해뿐만 아니라 내년에도 실적 성장은 걱정되지 않는다. 밸류에이션은 글로벌에서 한국 방산이 가장 높지만 높은 데에는 이유가 있다. 2026년, 2027년 한국 방산의 이익증가율이 가장 가파르며 한국증시 재평가 과정에서 동반 상승할 수 있기 때문이다. 기업별 하반기 영업이익의 성장률은 한화에어로스페이스 YoY +62.7%, 현대로템 YoY +22.5%, LIG디펜스앤에어로스페이스 YoY +27.0%, 한국항공우주 YoY +137.0%, 한화시스템 YoY +486.2%로 추정한다.

### 기계: 2000년 이후 세 번의 업황 주기. 길게 보면 네 번째 주기의 출발점

글로벌 건설기계 판매량은 2022년부터 감소세를 기록하다 2025년 상승 전환에 성공했다. 이에 2025년 한국 건설기계 업체들의 매출액도 동반 성장 전환했다. 다만 아직 판매자 우위 시장이 형성되지 않은 가운데 북미 관세 부담이 가중되며 영업이익은 아쉬운 모습이었다. 그럼에도 건설기계 업황 바닥이 확인됐다는 점에 주목한다. 2000년 이후 글로벌 건설기계 업황은 크게 세 번의 주기가 있었는데 2025년을 기점으로 네 번째 주기가 시작됐다고 판단한다. 글로벌 건설기계 판매량은 2025년에 이어 2026년에도 증가할 전망이다. 물론 중동 지정학적 리스크와 이에 따른 경기, 금리 등의 매크로 변수가 하반기 건설기계 수요에 미칠 영향도 무시할 수는 없다. 다만 영향은 업황 개선 기율기 수준에 그칠 것으로 보이며 업황 개선 자체가 뒤바뀔 가능성은 낮다고 판단한다. 북미 관세 부담은 그간 누적된 평가 인상 효과를 기반으로 점차 상쇄될 것이다. 최근 글로벌 건설기계 업체들이 추가적인 평가 인상을 계획하고 있는 것으로 추정되는 만큼 영업이익은 점진적으로 회복될 전망이다. 평가 인상에 견조한 수요를 고려하면 건설기계 시장은 구매자 우위에서 판매자 우위로 변화하기 시작했다는 판단이다. 기업별 하반기 영업이익 성장률은 HD건설기계 YoY +25.0%, 두산밥캣 YoY +4.4%로 추정한다.

## 목차

<b>1. 방산: 중요한 건 아직 꺾이지 않은 업사이클</b>	<b>4</b>
1) 1Q26 리뷰 종합: 합산 영업이익 YoY +19.2% 기록	4
2) 방산 하반기 전망: 합산 영업이익 YoY +56.1% 예상	7
3) 기업별 하반기 실적 코멘트와 주요 관전 포인트	9
4) 방산 멀티플에 우호적인 불안정한 국제정세는 지속될 전망	13
5) 트럼프 대통령이 아니어도 계속될 글로벌 국방비 증액 압력	16
6) 종전 우려로 소외받을 때는 항상 기회	18
<b>2. 기계: 2000년 이후 세 번의 업황 주기. 길게 보면 네 번째 주기의 출발점</b>	<b>20</b>
1) 2025년 글로벌 건설기계 판매량 성장 전환	20
2) 2026년에도 글로벌 건설기계 판매량 증가 예상	23
3) 북미: 3월 시작이 좋다	26
4) 유럽: 기저가 다른 지역보다 더 낮아 회복은 더욱 가파름	30
5) 자원국: 건설기계 수요가 늘어날 수밖에 없는 환경	32
6) 기계 하반기 전망: 합산 영업이익 YoY +12.9% 예상	34
<b>기업분석</b>	<b>36</b>
한화에어로스페이스(012450)	36
한화시스템(272210)	40
현대로템(064350)	44
LIG디펜스앤에어로스페이스(079550)	48
한국항공우주(047810)	52
HD건설기계(267270)	56
두산밥캣(241560)	60

# 1. 방산: 중요한 건 아직 꺾이지 않은 업사이클

## 1) 1Q26 리뷰 종합: 합산 영업이익 YoY +19.2% 기록

2026년 1분기 한국 방산 4사의 합산 영업이익은 1.1조원으로 전년대비 19.2% 증가했다. LIG디펜스앤에어로스페이스만 시장 컨센서스를 상회했으며 현대로템은 부합, 한화에어로스페이스와 한국항공우주는 하회했다. 실적 성장에 대한 시장의 기대를 높이는 전반적으로 아쉬운 실적이었다.

1분기 합산 영업이익에서 절대적인 기여도는 전년동기와 마찬가지로 한화에어로스페이스, 현대로템, LIG D&A, 한국항공우주 순으로 높았다. 다만 한화에어로스페이스 증익은 한화오션 실적 성장이 주도했으며 지상방산 부문만 살펴보면 시장의 기대가 높은 고마진 수출 매출은 역성장했다. 이에 따라 지상방산 영업이익은 역성장했다(1Q25 OP 3,019억원 → 1Q26 OP 2,087억원). 다만 이는 납기 일정의 하반기에 집중된 영향이기 때문에 일시적인 이슈로 간주할 수 있다.

영업이익의 증가율 측면에서 살펴보면 한화에어로스페이스 YoY +13.9%, 현대로템 10.5%, LIG D&A 50.6%, 한국항공우주 43.3%를 기록했다. 과거 업종 내에서 상대적으로 저조했던 LIG D&A와 한국항공우주의 높은 영업이익 성장률이 특징적이다. 공통적으로 실적 기저가 낮은 가운데 LIG D&A는 고마진 방산 수출 성장, 한국항공우주는 국내 완제기 양산 매출 인식이 본격화된 영향이다. 한화에어로스페이스와 현대로템은 실적 기저가 높아졌기 때문에 이익증가를 둔화는 불가피한 측면이 있었다.

도표 1. 1Q26 기업별 영업이익 컨센서스와 실제 영업이익 비교

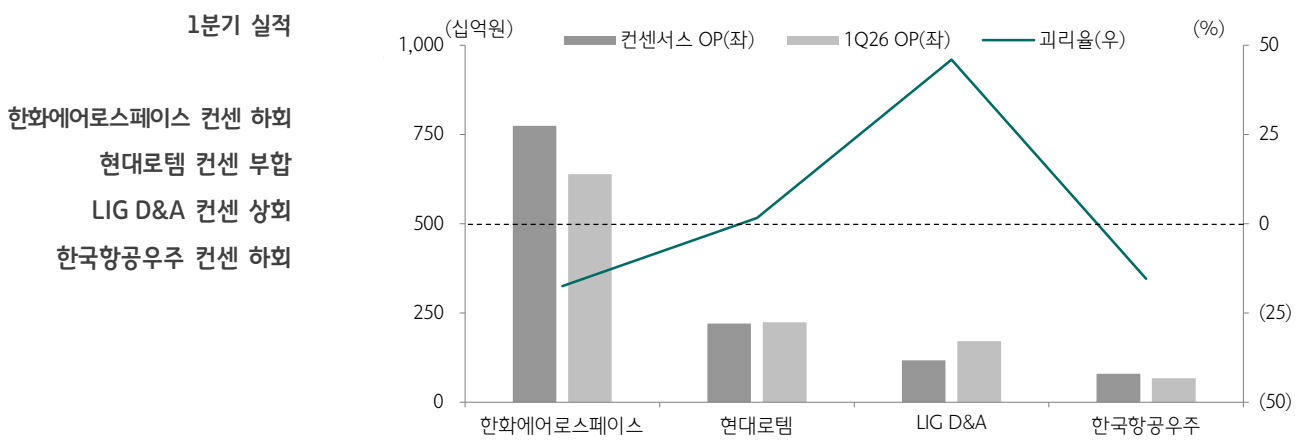


도표: Dart, Fnguide, 하나증권

도표 2. 방산 4사 합산 영업이익 1Q25 0.9조원 → 1Q26 1.1조원(YoY +19.2%)

2026년 1분기  
합산 영업이익 1.1조원

한화에어로 0.63조원  
현대로템 0.22조원  
LIG D&A 0.17조원  
한국항공우주 0.07조원

한화에어로 기여도 압도적

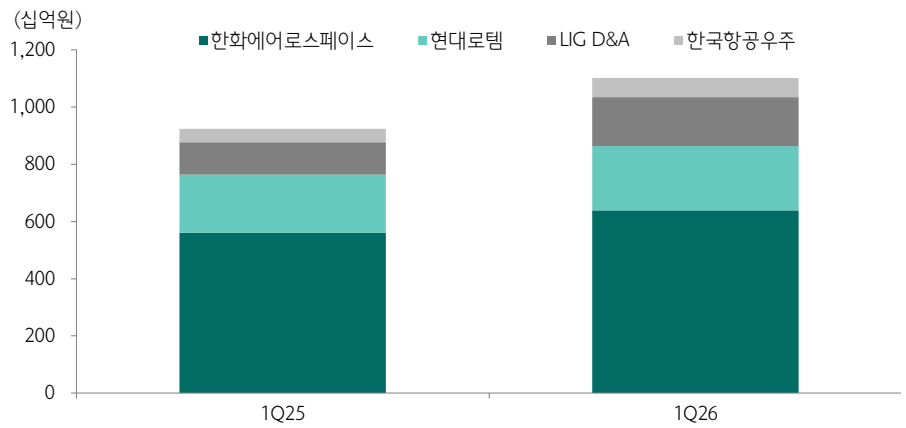


도표: Dart, 하나증권

도표 3. 1Q25, 1Q26 한화에어로스페이스 부문별 영업이익 비교

한화에어로스페이스  
2026년 1분기 영업이익  
6,389억원(YoY +20.6%)

한화오션 영업이익의 성장이 견인

지상방산은 전년대비 감익

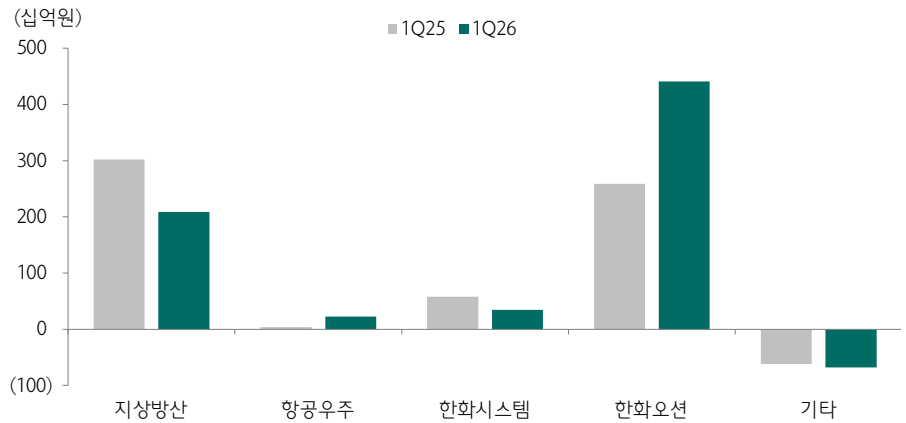


도표: Dart, 하나증권

도표 4. 1Q26 기업별 영업이익 YoY 증가율 비교

과거 상대적으로 저조했던  
LIG D&A, 한국항공우주의  
영업이익 증가율 높았음

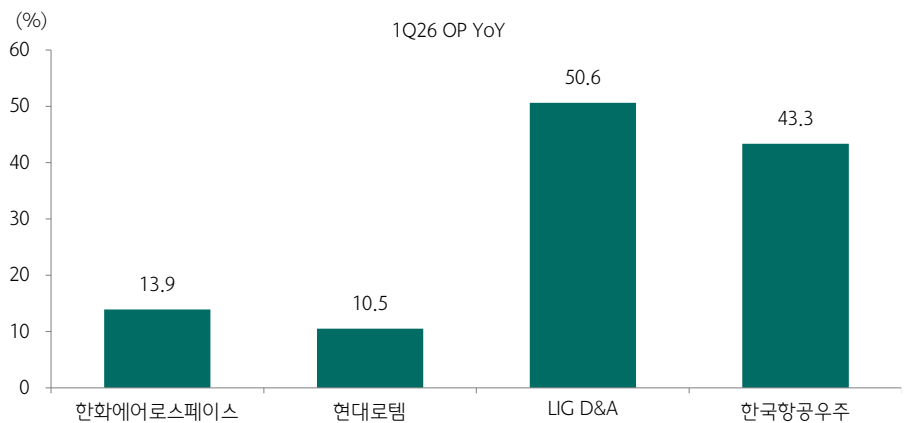


도표: Dart, 하나증권

1분기 4사의 방산 매출에서 수출이 차지하는 비중은 48.5%로 전년대비 0.2%p 개선됐다. 과거 대비 개선 폭은 미미했다. 과거 방산 수출 비중을 살펴보면 1Q23 32.0%, 1Q24 39.4%, 1Q25 48.3%로 가파르게 개선된 바 있다. 다만 방산 부문 수주잔고 내 수출 수주의 비중이 높다는 점을 고려하면 방산 수출매출 비중은 향후에도 점진적으로 증가할 전망이다. 1Q26 한화에어로스페이스의 수주잔고 39.7조원에서 수출 수주는 약 29.4조원(74%)이다. LIG D&A는 수주잔고 25.3조원 중 약 14.2조원(56%)이 수출 수주이다.

4사 합산 방산 수주잔고는 89.6조원을 기록하며 1Q25 대비 1.1% 감소했다. 기업별로 보면 한화에어로스페이스 38.2조원(QoQ +2.6%), 현대로템 10.1조원(QoQ -4.0%), LIG디펜스앤에어로스페이스 25.3조원(QoQ -3.5%), 한국항공우주 16.0조원(QoQ -3.8%)로 한화에어로스페이스를 제외하면 모두 전분기대비 감소했다.

도표 5. 기업별 방산 부문 수출매출 비중 추이

1Q26 방산 부문  
합산 수출매출 비중 48.5%

한화에어로스페이스 53.3%

현대로템 75.0%

LIG D&A 34.5%

한국항공우주 35.9%

수출비중 점진적인 우상향 기대

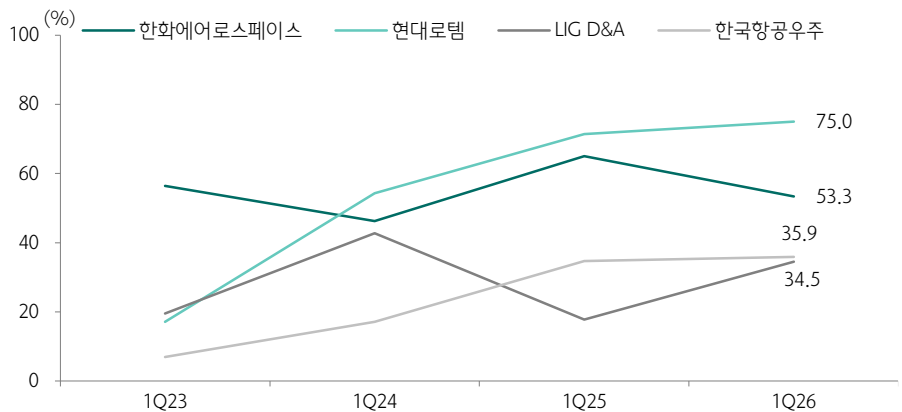


도표: Dart, 하나증권

도표 6. 1Q26, 4Q25 기업별 방산 수주잔고 변화

2026년 1분기에는  
한화에어로스페이스만  
방산 수주잔고 QoQ 증가

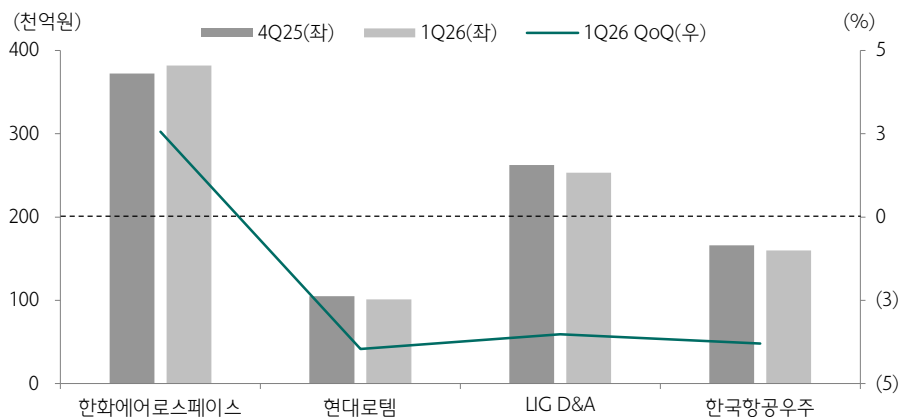


도표: Dart, 하나증권

## 2) 방산 하반기 전망: 합산 영업이익 YoY +56.1% 예상

2026년 하반기 방산 4사의 합산 영업이익은 3.9조원으로 전년대비 56.1% 증가할 전망이다. 다소 부진했던 상반기를 만회하는 성장 흐름이 예상된다. 이를 고려하면 하반기에는 분기 실적 발표 시점이 다가올수록 실적 성장 모멘텀이 부각될 가능성이 있다. 따라서 향후 종전 우려에 따른 주가 하락은 저가 매수 기회가 될 것으로 전망한다.

기업별로 살펴보면 하반기 한화에어로스페이스의 영업이익은 2.7조원(YoY +62.7%), 현대로템 0.7조원(YoY +22.5%), LIG D&A 0.2조원(YoY +27.0%), 한국항공우주 0.3조원(YoY +137.0%)을 기록할 것으로 추정한다. 공통적으로 전년대비 영업이익 규모는 우상향 하는 흐름이 지속될 전망이다.

도표 7. 반기별 합산 영업이익 추이 및 전망(2H26 YoY +56.1%)

2026년 하반기  
방산 4사 합산 영업이익  
3.9조원으로  
전년대비 56.1% 증가 전망

하반기  
실적 성장 모멘텀  
부각될 가능성 높음

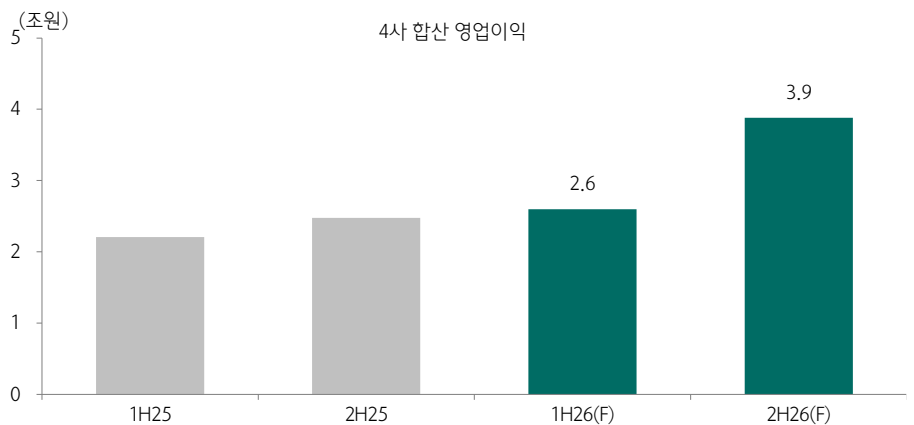


도표: Dart, 하나증권

도표 8. 기업별 반기 영업이익 추이 및 전망

2026년 하반기  
기업별 영업이익 전망

한화에어로스페이스 YoY +62.7%  
현대로템 YoY +22.5%  
LIG D&A YoY 27.0%  
한국항공우주 YoY +137.0%

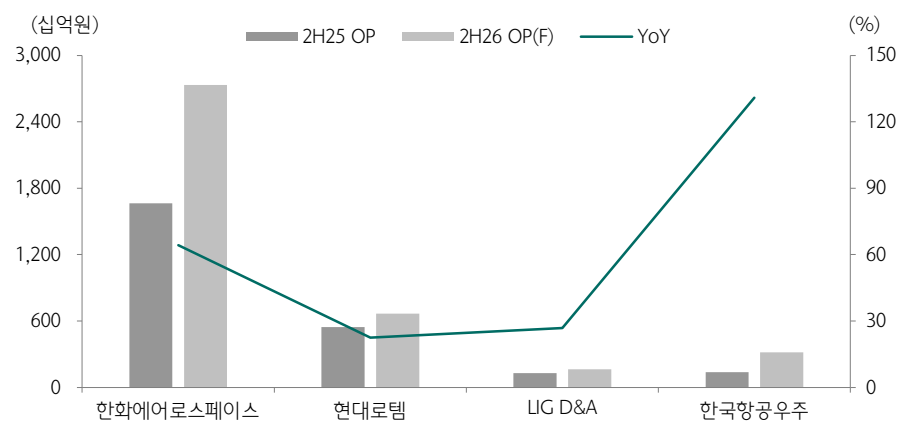


도표: Dart, 하나증권

성장을 측면에서 살펴보면 기업별로 일부 차이가 있다. 먼저 한화에어로스페이스와 한국항공우주의 하반기 영업이익 증가율은 1분기 성장률보다 대폭 개선될 것으로 예상한다(한화에어로스페이스 OP YoY 증가율: 1Q26 +10.5% → 2H26 +62.7%, 한국항공우주 +43.3% → +137.0%). 현대로템의 하반기 영업이익 성장률은 1분기와 유사한 성장률 지속(1Q26 +23.9% → 2H26 +22.5%) 예상, LIG디펜스앤에어로스페이스는 1분기보다 둔화되는 흐름을 전망한다(1Q26 +50.6% → 2H26 +27.0%). 성장률의 차이는 1) 수주 인도 일정, 2) 거저 실적의 높낮이 등의 영향에 기인한다. 단기적으로는 실적 성장률이 투자자들의 판단에 미치는 영향력이 크기 때문에 전략적인 측면에서 접근하면 2026년 하반기 한화에어로스페이스와 한국항공우주에 대한 시장의 관심은 점진적으로 확대될 가능성이 있다.

하반기 영업이익 성장률이 높은 한화에어로스페이스, KAI에 대한 시장 관심 확대 예상

도표 9. 2026년 기업별 분기 영업이익 추이 및 추정치

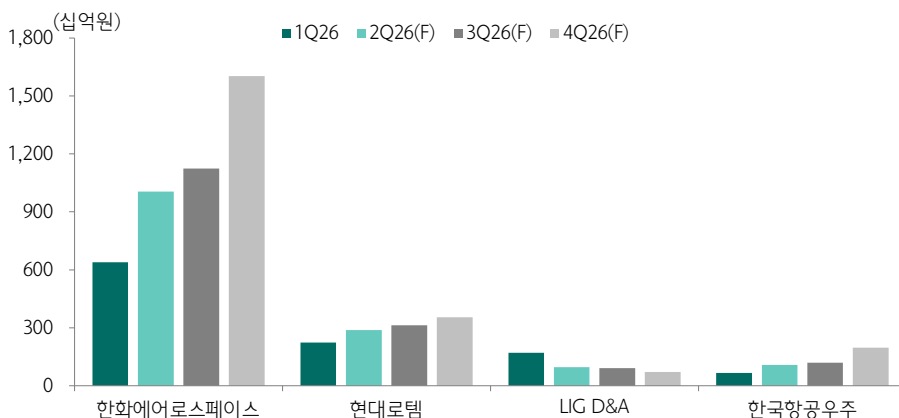


도표: Dart, 하나증권

LIG D&A와 KAI 제외하고 한화에어로와 현대로템은 실적 거저가 매우 높은 상황  
  
그럼에도 불구하고 한국 방산 기업들의 증익은 앞으로도 지속될 예정

도표 10. 기업별 연간 영업이익 추이 및 추정치

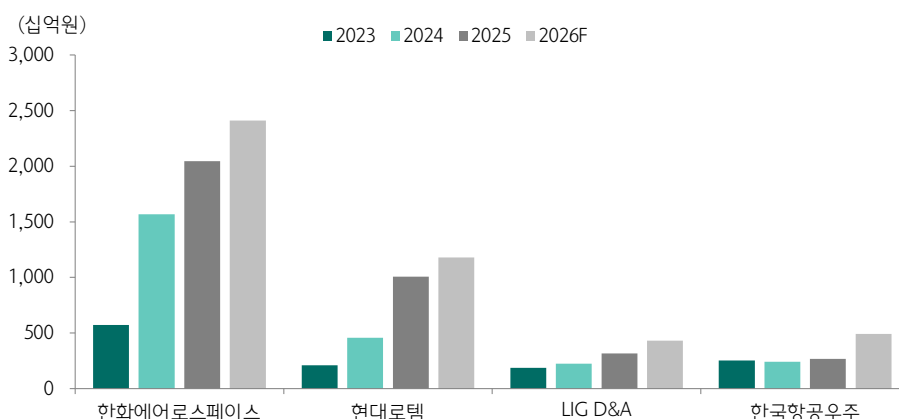


도표: Dart, 하나증권

주: 한화에어로스페이스 영업이익은 지상방산 부문. 나머지 기업은 전사 영업이익

### 3) 기업별 하반기 실적 코멘트와 주요 관전 포인트

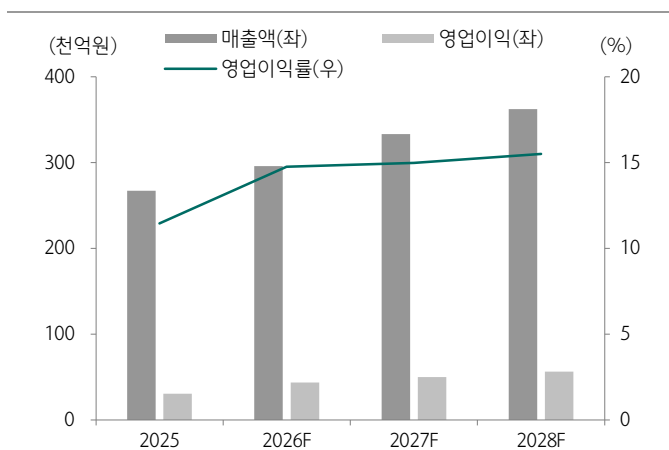
한화에어로스페이스의 하반기 영업이익은 2.7조원으로 전년대비 62.7% 성장할 전망이다. 지상방산 부문은 일반적으로 하반기에 인도일정이 집중되는 계절성을 보이는데 올해는 특히 상저하고의 실적 계절성이 더욱 뚜렷해질 것으로 예상된다. 하반기 지상방산 부문 매출에서 수출매출이 차지하는 비중은 58.0%로 추정하며 이는 2026년 1분기 53.3%, 2025년 하반기 54.3% 대비 증가한 수치이다. 2026년 상반기까지는 지상방산 내수, 이집트의 실적 기여도가 컸다면 하반기에는 다시 폴란드향 K9과 천무/미사일와 더불어 호주 K9 기여도가 확대될 전망이다. 1분기 지상방산 실적 저점을 확인한 상황이며 2~3분기 중으로 주요 수주파이프 라인인 사우디아라비아 지상무기, 스페인 자주포, 미국 자주포 사업 협상 진전이 기대된다.

도표 11. 한화에어로스페이스 지상방산 부문 국내외 수주잔고 납기일정

구분	2026년				2027년				2028년				2029년				수주 일자	납기	수주 잔액
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
1) 수출																			12.8조원
에스토니아 K9																	2018.06	2030.12	298억원
호주 K9																	2021.12	2033.03	0.8조원
이집트 K9																종료	2022.02	2029.12	1.7조원
호주 레드백																	2023.12	2033.07	3.3조원
루마니아 K9																종료	2024.07	2029.07	1.8조원
사우디 MSAM																	2024.12	2034.03	1.0조원
KOTRA																	2025.01	2031.01	0.4조원
인도 K9 2차										종료							2025.04	2028.10	0.4조원
중동 유도무기류										종료							2025.08	2028.10	0.3조원
이라크 MSAM																	2025.10	2033.01	0.6조원
에스토니아 천무																	2025.12	2030.12	0.4조원
노르웨이 천무																종료	2026.01	2029.07	1.4조원
2) 국내																			1.6조원
3) 기타 국내외																			23.8조원
폴란드 K9 1차				종료													2022.08	2026.09	-
폴란드 천무 1차										종료							2022.11	2027.11	-
폴란드 K9 2차																	2023.12	2031.11	-
폴란드 천무 2차																종료	2024.04	2029.10	-
수주잔고(①+②+③)																			38.2조원

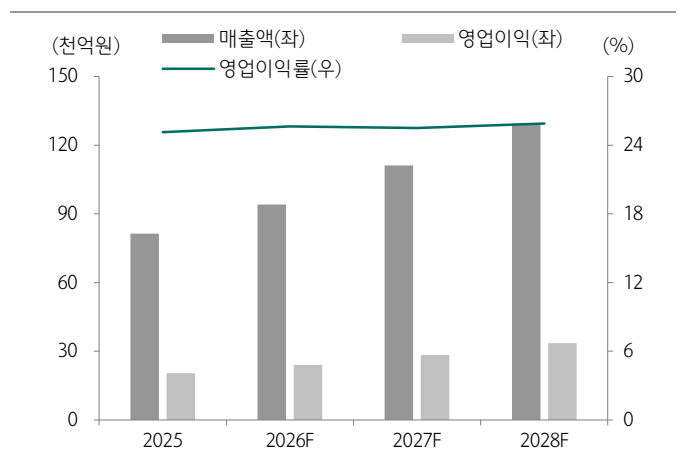
자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

도표 12. 한화에어로스페이스 영업실적 전망



자료: 하나증권

도표 13. 한화에어로스페이스 방산 부문 영업실적 전망



자료: 하나증권

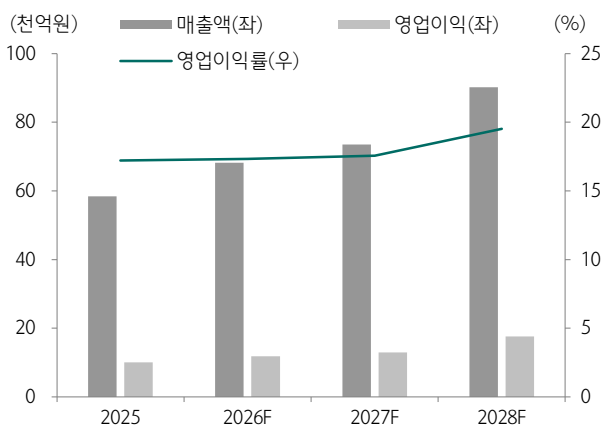
현대로템의 하반기 영업이익은 6,681억원으로 전년대비 22.5% 성장할 전망이다. 폴란드 EC2 계약 양산물량의 수익성이 얼마나 빠르게 회복될 수 있는지와 페루 총괄합의서의 후속 실행계약 체결 및 양산 시점이 연간 영업이익의 핵심 변수로 작용할 전망이다. 하반기 방산(디펜스솔루션 부문) 매출에서 수출매출이 차지하는 비중은 72.3%로 추정하며 이는 1분기 75.0%, 상반기 74.6% 대비 소폭 감소한 수치이다. 페루 후속 계약 체결시점에 따라 수출 매출비중과 연간 영업이익 추정치는 변동될 가능성이 있다. 2027년 실적에서 가장 중요한 변수는 2026년 하반기 내에 수주 확보를 목표하고 있는 이라크 수주가 될 것으로 예상된다. 이에 주가 역시 이라크 수주의 진척 사항이나 뉴스 흐름에 큰 영향을 받을 수 있다.

도표 14. 현대로템 디펜스솔루션 부문 국내외 수주잔고 납기일정

구분	2026년				2027년				2028년				2029년				수주 일자	납기	수주 총액	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
<b>1) 수출</b>																				
폴란드 K2 1차								종료										2022.08	2027.12	4.5조원
튀르키예 알타이								종료										2023.02	2027.12	0.2조원
폴란드 K2 2차																		2025.08	2033.12	9.0조원
<b>2) 국내</b>																				
K2 창정비 개발					종료													2021.11	2027.02	0.1조원
차륜형 대공포 2차				종료														2023.02	2026.12	0.2조원
차륜형 지휘소 2차			종료															2023.06	2026.11	0.7조원
K1 계열 외주정비				종료														2023.06	2026.12	0.2조원
차륜형 장갑차 4차				종료														2023.11	2026.11	0.2조원
K1 계열 전차 PBL												종료						2023.11	2028.09	0.1조원
K1 전차 외주정비				종료														2024.06	2026.11	0.2조원
K1A2 외주정비								종료										2024.07	2027.12	0.2조원
K2 차체포탑 PBL																종료		2024.12	2029.09	0.1조원
방위사업청 비닉															종료			2024.12	2029.03	-
장애물개척전차2차																	종료	2025.12	2029.12	0.3조원

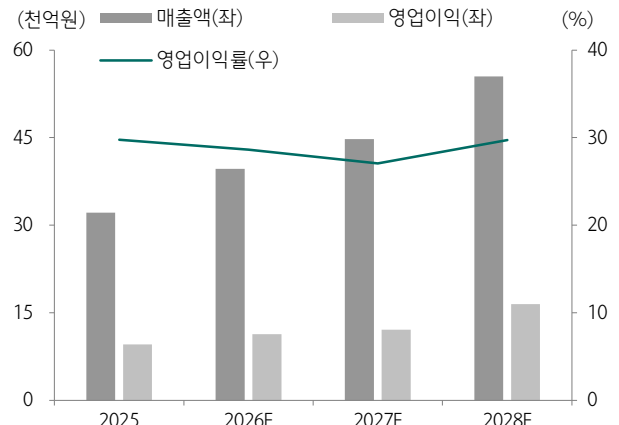
자료: 현대로템, 하나증권

도표 15. 현대로템 영업실적 전망



자료: 하나증권

도표 16. 현대로템 디펜스솔루션 부문 영업실적 전망



자료: 하나증권

LIG D&A의 하반기 영업이익은 1,628억원으로 전년대비 27.0% 성장할 전망이다. 1분기 유일하게 어닝 서프라이즈를 시현했다. 호실적의 원인이 1) 중등 정세 불안에 따른 무기 수요 증가, 2) 전자공시시스템상 확인되지 않는 비닉 수출 매출의 고성장이었던 점을 고려하면 연간 영업이익 추정치는 향후 중등 정세의 변화와 비닉 수주의 실적 인식 금액에 따라 상향 조정될 가능성이 있다. 하반기 전체 매출에서 수출매출이 차지하는 비중은 27.8%로 추정하며 이는 가이던스를 소폭 초과하는 수치이다. 통상 상고하자 영업이익 흐름으로 인해 1분기 영업이익은 연중 최고점이 될 가능성이 높다. 다만 언론에서 언급되는 중등 천공-II 신규 수주와 미국항 비공 수출 등이 현실화된다면 실적 기대감은 재차 확산될 가능성이 있다.

도표 17. LIG디펜스앤에어로스페이스 국내외 수주잔고 납기일정

구분	2026년				2027년				2028년				2029년				수주 일자	납기	수주 총액	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
<b>1) 수출</b>																				
UAE 천공-II																	2022.01	-	2.6조원	
사우디 천공-II																	2024.02	-	4.3조원	
이라크 천공-II																	2024.09	-	3.7조원	
기타																	-	-	4.2조원(잔고)	
<b>2) 국내 연구개발</b>																				
KDDX 소나 체계																	종료	2020.12	2029.11	486억원
KDDX 소나 송수신																	종료	2020.12	2029.11	481억원
백두체계 2차				종료														2022.04	2026.12	0.4조원
경어뢰-II																	종료	2022.08	2029.07	0.2조원
함정용전자전-II																	종료	2022.12	2029.12	0.3조원
장거리공대지 시제									종료									2022.12	2028.09	477억원
초소형위성 군지상																		2023.05	2030.11	0.1조원
130mm 유도-II								종료										2023.06	2027.12	0.1조원
해군음향정보-II													종료					2023.10	2028.10	644억원
KPS 검증 시스템													종료					2023.10	2028.12	575억원
함대공유도탄-II																		2024.03	2030.12	0.3조원
정찰용무인수상정								종료										2024.12	2027.12	399억원
정지궤도 위성																		2025.04	2031.12	0.3조원
장사정포요격체계													종료					2025.04	2028.11	0.1조원
LSAM-II 체계 시제													종료					2025.05	2028.10	0.1조원
기뢰탐색음탐기																	종료	2025.09	2029.11	0.1조원
정지궤도 탑재체																		2025.10	2031.12	0.3조원
MSAM Block-III 종합																		2025.12	2030.06	0.1조원
MSAM Block-III 통제소																		2025.12	2030.06	0.1조원
전자전기 Block-I																		2025.12	2034.06	1.6조원
단거리공대공-II																		2025.12	2032.11	0.1조원
장보고-II 성능개량																		2025.12	2033.12	0.2조원
<b>3) 국내 양산</b>																				
소나체계								종료										2019.12	2027.09	0.1조원
해상감시레이저-II									종료									2021.05	2027.12	0.2조원
군위성통신체계2				종료														2021.09	2026.12	0.2조원
CIWS 외 15항목																		2021.11	2030.12	0.3조원
소나체계													종료					2021.12	2028.12	684억원
원거리 음향센서				종료														2021.12	2026.10	0.2조원
국지방공 후속양산								종료										2021.12	2027.04	0.2조원
성능개량 위성통신장비																		2021.12	2026.12	0.2조원
대함유도탄방어2차																		2022.12	2027.12	0.4조원
중어뢰-II 2차																		2022.12	2027.12	0.3조원
유도탄 2차 외				종료														2023.06	2026.12	0.1조원
함대함 5차																		2023.06	2027.12	0.2조원
130mm 유도 3차																		2023.11	2027.12	0.1조원
천공-II 유도탄 2차																		2023.12	2027.12	0.5조원
MUAV 지상통제기								종료										2023.12	2027.07	0.1조원
무전기세트 외				종료														2023.12	2026.10	643억원
2023년 TMMR													종료					2023.12	2028.01	0.1조원
TMMR 2차				종료														2023.12	2026.10	0.9조원
공기통신무전기 성능																		2023.12	2027.12	0.2조원
청상어 검사장비 PBL																	종료	2024.06	2029.06	0.1조원
2024년 현공																		2024.06	2027.11	0.1조원
KF-21 전자전																		2024.10	2027.12	0.2조원
KF-21 항전								종료										2024.10	2027.07	0.1조원
2024년 현공 4차																		2024.12	2028.03	0.1조원
2025년 신공 외																		2025.06	2029.12	0.1조원
대포병탐지-II PBL																		2025.06	2030.06	0.1조원
천공-II 유도탄 훈련용																		2025.09	2031.12	0.1조원
LSAM 양산 외																		2025.11	2030.12	0.2조원
LAH 공대지 2차													종료					2025.12	2028.11	0.1조원

자료: LIG디펜스앤에어로스페이스, 하나증권

한국항공우주의 하반기 영업이익은 3,212억원으로 전년대비 137.0% 성장할 전망이다. 국내 방산 4사 중 가장 높은 영업이익 성장률을 기록할 것으로 예상하며 이에 따라 2026년 증익 모멘텀이 가장 큰 기업이다. 하반기 방산 매출(국내사업+완제기수출)에서 수출매출이 차지하는 비중은 27.6%로 추정한다. 2026년 1분기 35.9%, 2025년 하반기 34.0% 대비 오히려 낮은 수치이다. 이는 2026년 증익의 상당 부분이 내수에서 발생하기 때문이다. 내수 매출은 KF-21과 LAH 국내 양산이 주도할 전망이다. 연내 목표로 하는 KF-21 수출은 3분기 내에 가시적인 성과가 기대되는 상황이다. 최근 시장에서는 민영화에 대한 기대감이 존재하고 있는 것으로 보인다. 이와 관련하여 향후 관전 포인트는 1) 최대주주의 민영화 결정 여부, 2) 민영화 결정 시 인수 경쟁 강도가 될 것으로 전망한다.

도표 18. 한국항공우주 방산 국내외 주요 수주잔고 납기일정

구분	2026년				2027년				2028년				2029년				수주 일자	납기	수주 총액	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
<b>1) 수출</b>																				
인도네시아 T50i		종료																2022.08	2026.06	0.3조원
폴란드 FA-50 계열																		2022.11	2029.03	4.2조원
말레이 FA-50 계열																		2023.03	2029.08	1.2조원
이라크 수리온																		2025.06	2030.06	0.1조원
필리핀 FA-50 계열																		2025.06	2030.06	1.0조원
필리핀 FA-50 성능																		2025.12	2029.05	0.1조원
필리핀 FA-50 PBL																		2026.02	2029.02	0.1조원
<b>2) 국내 양산</b>																				
LAH 2차																		2023.12	2028.12	1.3조원
KF-21 최초								종료										2024.06	2027.08	2.0조원
KF-21 최초 잔여																		2025.06	2028.12	2.4조원
중형급 신규헬기																		2025.09	2028.12	0.1조원
<b>3) 국내 개발</b>																				
425사업 SAR위성체		종료																2018.12	2026.04	0.5조원
백두체계 2차				종료														2021.12	2026.12	0.7조원
상륙공격헬기				종료														2022.10	2026.12	0.4조원
소해헬기				종료														2022.12	2026.11	0.3조원

자료: 한국항공우주, 하나증권

도표 19. 한국항공우주 영업실적 전망

2025년 OP 0.27조원  
 2026년 OP 0.49조원  
 2027년 OP 0.67조원  
 2028년 OP 0.83조원  
 예상

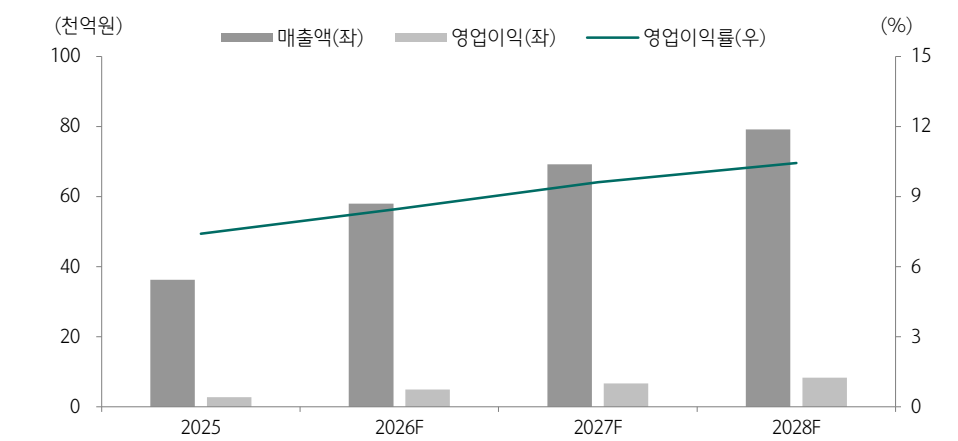


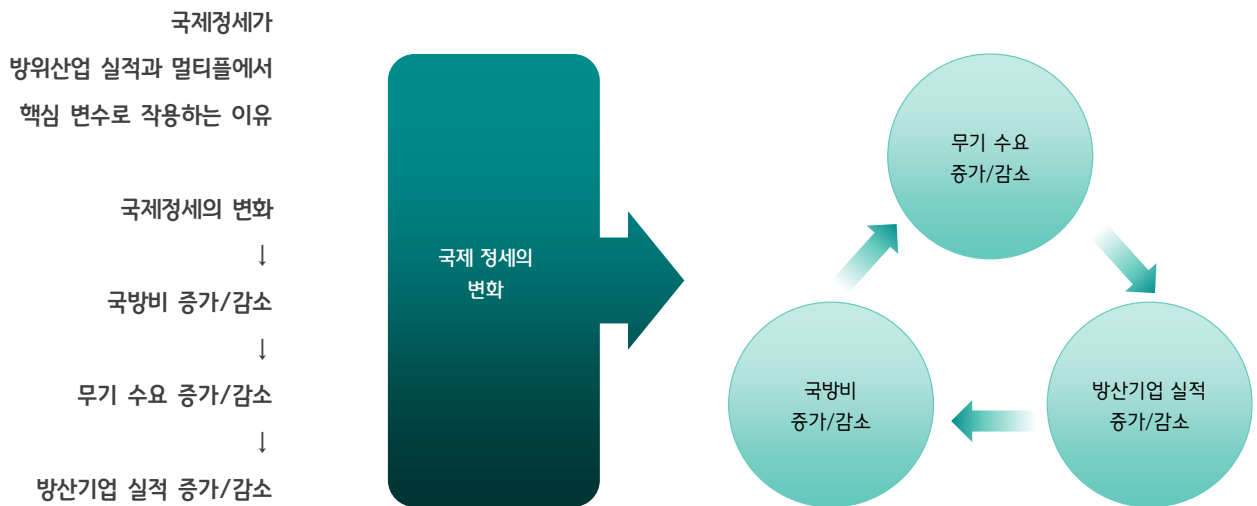
도표: Dart, 하나증권

#### 4) 방산 멀티플에 우호적인 불안정한 국제정세는 지속될 전망

하반기에도 방위산업 투자에 우호적인 국제정세가 지속될 전망이다. 국제정세는 방위산업의 실적과 밸류에이션 멀티플에 큰 영향을 미치는 핵심 변수이다. 자주국방은 외부 위협으로부터 국민과 영토를 보호하기 위한 국가 안보의 가장 기본적인 요소이며 정세 불안은 자주국방의 중요성을 더욱 부각시킨다. 지정학적 불확실성이 높아질수록 각국의 국방비 증액 필요성은 커지고 이에 따라 무기 수요와 방산 수주 기대도 함께 확대된다.

전 세계에서 미국의 영향력은 여전히 압도적이다. 미국은 글로벌 GDP의 26%를 차지하고 있으며 2025년 세계 국방비에서 미국이 차지하는 비중은 약 33%에 달한다. 세계 외환보유액 중 달러 비중은 57%, 글로벌 주식시장 내 미국 비중은 41% 수준이다. 경제, 금융, 군사 등 대부분 영역에서 미국은 여전히 국제질서를 좌우할 수 있는 핵심 국가이다.

도표 20. 방위산업의 순환구조



자료: 하나증권

도표 21. 경제, 금융, 군사 등 대부분의 영역에서 압도적인 미국의 영향력

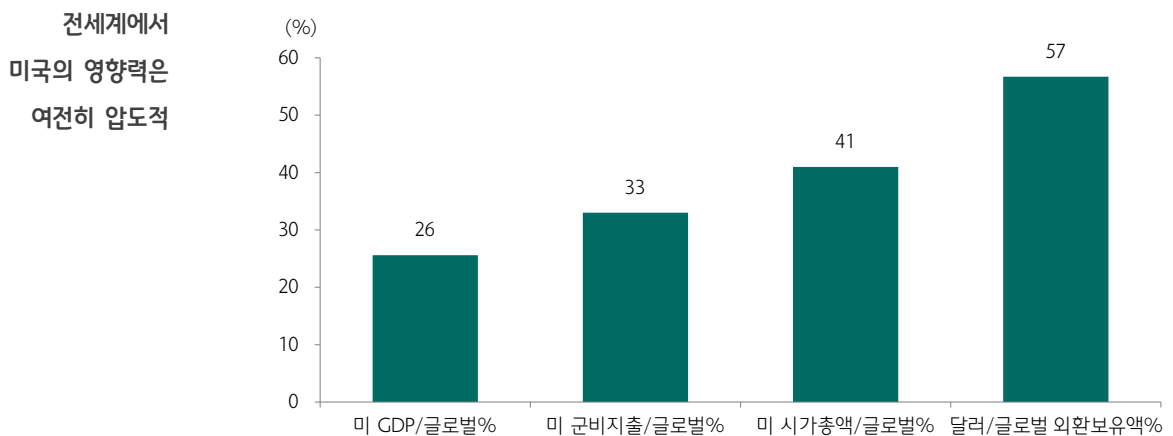


도표: IMF, SIPRI, SIFMA, 하나증권

국제정세에서도 미국의 대외정책은 오랜 기간 핵심 변수로 작용해왔다. 냉전기에는 미-소 대립이 국제질서의 기본 구도를 형성했고 냉전 종식 이후에는 미국 주도의 세계화와 다자주의 질서가 상대적으로 안정적인 대외환경을 만들어냈다. 그러나 이 과정에서 미국의 대 중국 관여 정책은 중국의 경제, 군사적 부상을 충분히 억제하지 못했다. 현재 중국의 경제력과 군사력은 1970~1980년대와 비교할 수 없을 정도로 확대됐으며 미국은 중국을 장기 전략경쟁자로 인식하고 있다.

이에 따라 미국의 대외정책은 과거와 달리 국제질서 전반의 안정 유지보다는 제한된 전략 자원을 핵심지역과 위협, 즉 아시아-태평양에 우선 배분하는 방향으로 변화하고 있다. 그 결과 미국의 안보 제공이 과거처럼 무조건적이고 안정적인 상수로 인식되기 어려워졌고 주요 동맹국들의 자주국방 및 국방비 증액 필요성은 더욱 커지고 있다.

따라서 불안정한 국제정세와 글로벌 국방비 증액 가속화 흐름은 단기 이벤트에 그치지 않을 가능성이 높다. 미-중 경쟁의 장기화, 러-우 전쟁 이후 유럽의 재무장, 중동 지역의 안보 위협, 그리고 미국의 동맹국 방위비 분담 압박이 맞물리면서 방위산업에 우호적인 수요 환경은 상당 기간 지속될 전망이다.

도표 22. 미-중 GDP 추이 비교

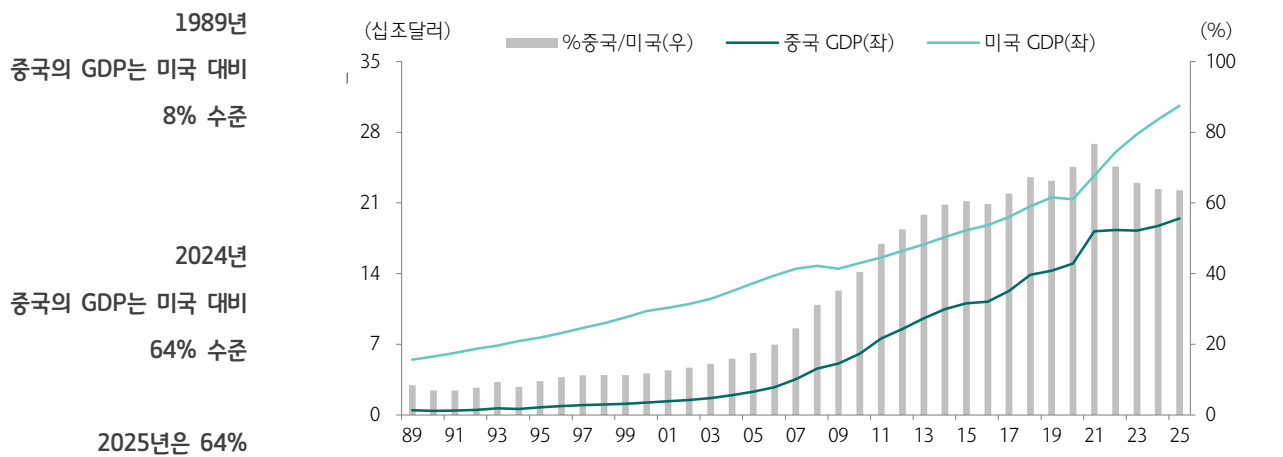
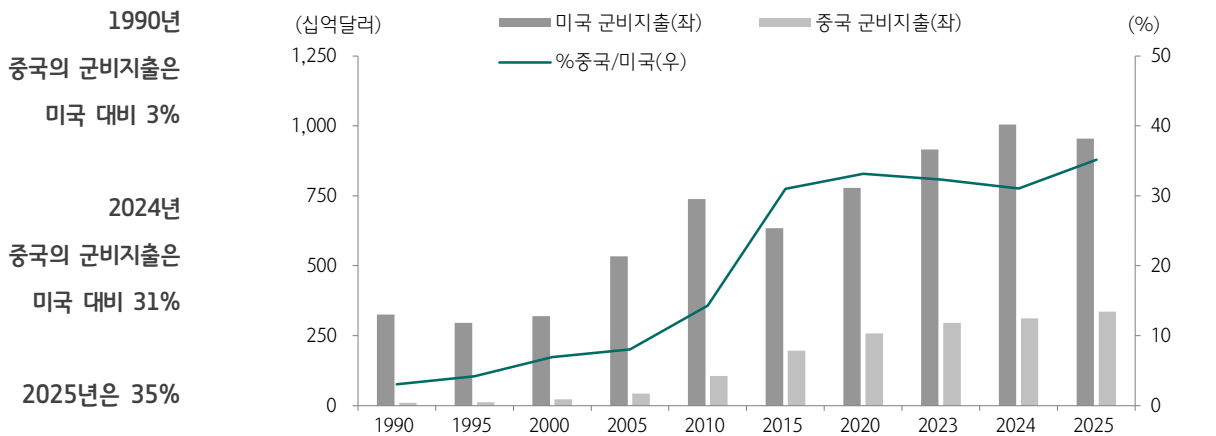


도표: SIPRI, 하나증권

도표 23. 미-중 군비지출 추이 비교



자료: SIPRI, 하나증권

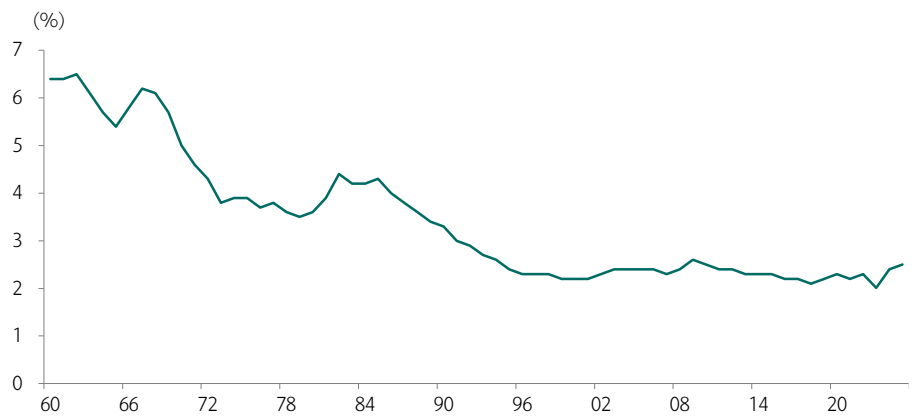
도표 24. 트럼프 대통령의 동맹국 압박은 경제 논리(방위비 분담)에서 군사 영역(미국 전쟁 지원)으로 전환 중

일자	주요 내용
2017년 1월	미국은 상당 수의 국가를 보호해야하지만 우리에게 비용을 지불하고 있지 않다. 미국에게 매우 불공평하다(TIME인터뷰)
2017년 4월	동맹국들은 GDP 대비 2%를 국방비로 지출하는 지침을 이행해야 한다(NATO 사무총장과 공동 기자회견)
2018년 11월	NATO 동맹국들은 국방비를 GDP 대비 4%까지 늘려야 한다(NATO 정상회담)
2025년 3월	NATO 동맹국들이 국방비를 충분하게 지출하지 않는다면 미국은 유럽을 방어하지 않을 것이다(기자회견)
2017년 4월	사우디가 미국을 공정하게 대하지 않았다. 사우디 방위에 엄청난 돈을 잃고 있다(로이터 인터뷰)
2017년 4월	사드 비용 10억 달러는 한국이 내야한다(로이터인터뷰)
2025년 3월	우리는 일본을 지켜야 하지만 일본은 우리를 지킬 의무가 없다. 불균형한 딜이다(백악관)
2025년 7월	한국은 미국이 제공하는 안보에 대해 비용을 더 내야한다(로이터인터뷰)
2026년 3월	NATO가 미국을 위해 있지 않는데 왜 미국이 NATO를 위해 있어야 하냐(FBI PRIORITY Miami 2026)
2026년 3월	미국의 NATO 탈퇴를 고려하고 있다(The Telegraph 인터뷰)

자료: 언론보도, 하나증권

도표 25. 글로벌 GDP 대비 군비지출 비중 추이

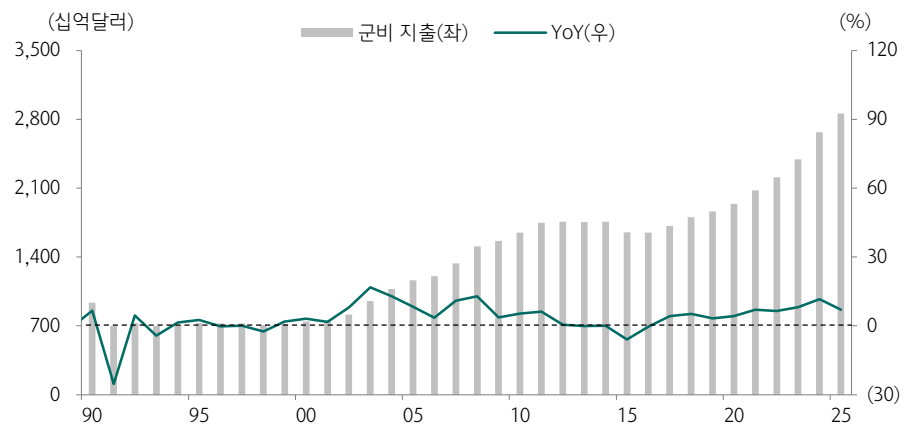
글로벌 GDP 대비 군비지출 비중  
 2024년 2.4%  
 2025년 2.5%



자료: SIPRI, 하나증권

도표 26. 글로벌 군비지출 추이

글로벌 군비지출 증가율은  
 여전히 우상향 중



자료: SIPRI, 하나증권

### 5) 트럼프 대통령이 아니어도 계속될 글로벌 국방비 증액 압력

글로벌 국방비 증액 가속화는 하반기 이후에도 지속될 전망이다. 미국의 대중국 견제는 트럼프 행정부에 국한된 일회성 정책이 아니라 공화당과 민주당을 초월한 초당적 대외전략으로 자리 잡았다. 대중국 견제의 정책적 기반은 트럼프 1기보다 앞선 오바마 행정부의 아시아 재균형 전략에서 형성되기 시작했다. 이후 트럼프 1기 국가안보전략에서 중국은 미국에 도전하는 전략경쟁자로 명확히 규정됐으며 바이든 행정부 역시 이를 되돌리지 않았다. 오히려 바이든 행정부는 중국을 국제질서를 재편할 의도와 능력을 가진 유일한 경쟁자로 규정하며 대중국 견제를 산업정책, 기술통제, 공급망 재편, 동맹 네트워크 강화로 제도화했다.

도표 27. 미국의 글로벌 개입 지지 여론 추이

미국이 국제문제를 해결에서  
주도적, 주요 역할을 하길  
원하는 비중

2003년 79%에서  
2025년 66%  
2026년 64%

지속적인 감소세



자료: Gallup, 하나증권

도표 28. 클린턴, 부시, 오바마 행정부의 대중국 전략 비교

항목	클린턴 행정부 (1993년~2001년)	부시 행정부 (2001년~2009년)	오바마 행정부 (2009년~2017년)
국가안보전략 발표년도	√ 1999년 √ 2000년	√ 2002년 √ 2006년	√ 2010년 √ 2015년
대중국 핵심 전략	√ 관여와 통합 √ 중국을 세계경제 규범 속으로 끌어들이기 변화 유도	√ 테러와의 전쟁 우선 √ 조건부 협력: 중국의 체제 전환과 책임 있는 이해당사자 역할 촉구	√ 경쟁과 협력 병행: 경쟁은 피할 수 없지만 충돌은 아님 √ 규범 준수와 동맹 네트워크로 관리
톤과 규정	√ 중국의 WTO 편입이 미국 이익이며 중국 내부 개혁의 최선의 경로 √ 대화, 투명성, 무역 확대 강조	√ 자유화 유도 √ 2006년엔 환율, 지적재산권, 군 현대화 투명성 등 구체적인 요구 강화	√ 안정적, 평화적, 번영하는 중국 부상 환영 √ 규칙 준수 요구(해양, 무역, 인권) √ 경쟁은 힘의 위치에서 관리
핵심 수단	√ WTO 가입 지지 √ 정상무역관계 유지 √ 비확산, 군사 투명성 대화 √ 대만해협 평화적 해결 원칙	√ 동맹 및 연합 구축 √ 경제 규범 압박(환율 유연화) √ 책임 있는 이해당사자 프레이밍 확산	√ 재균형, 인도-태평양 동맹 현대화 √ TPP 추진
요약	√ 중국 WTO 협상 진전 √ 협력, 협상 중심	√ 9-11 이후 대테러 최우선 √ 대중국 톤은 낙관에서 요구 강화로 변화	√ 재균형(중동과 유럽에서 아시아로) √ 규범 수호 프레임으로 경쟁 구조화

자료: White House, 하나증권

물론 대중국 견제가 초당적인 이슈라고 해서 공화당과 민주당 양당의 방법론이 동일한 것은 아니다. 공화당의 대중국 전략은 트럼프 1기와 2기의 대외정책을 고려할 때 글로벌 개입 축소와 동맹국 방위비 부담 압박을 통해 미국의 전략자원을 인도-태평양에 집중하는 방향에 가깝다. 반면 민주당의 대외정책은 오바마와 바이든 행정부의 전략에서 확인되듯 동맹국과의 협력, 다자 안보체계 등을 통해 중국을 압박하는 방식에 가깝다. 접근법은 다르지만 중국을 미국의 장기 전략 경쟁자로 인식한다는 점에서는 이견이 크지 않다.

트럼프 2기 임기는 아직 상당 기간 남아 있으며 이후 정권 변화의 방향성을 예단하기도 쉽지 않다. 그러나 미국 동맹국들은 이미 트럼프 1기와 2기를 거치며 반복적인 방위비 증액 압박, NATO 방위공약에 대한 불확실성과 탈퇴 위협 속에서 미국 우선주의 외교의 변동성을 경험했다. 이 과정에서 미국의 안보우산을 과거처럼 무조건적이고 안정적인 상수로 보기 어려워졌고 자주국방과 자체 방위역량 강화의 필요성은 더욱 분명해졌다.

결국 트럼프 행정부의 집권 여부와 무관하게 공화당이든 민주당이든 미국의 대중국 견제는 장기화될 가능성이 높다. 이에 따라 동맹국의 방위비 부담 확대와 글로벌 국방비 증액 압력 역시 구조적으로 지속될 전망이다.

도표 29. 트럼프 행정부 1기와 바이든 행정부 국가안보전략 비교

구분	2017년 국가안보전략(트럼프)	2022년 국가안보전략(바이든)
전략 방향 설정	<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 힘을 통한 평화</li> <li>√ 군사력 재건·우위 유지로 경쟁 억제</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 결정적 10년 규정</li> <li>√ 경쟁국을 앞지르기 위해 국내 투자(산업, 인프라, 공급망)</li> <li>√ 동맹 네트워크를 동력으로 삼는 전면적 경쟁</li> </ul>
위협, 경쟁 구도	<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 중국과 러시아를 미국의 권력, 영향력, 이익을 침식하는 도전자로 규정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 러시아는 즉각적 위협</li> <li>√ 중국은 국제질서를 재편할 의지와 점증하는 역량을 가진 유일한 경쟁자로 명시</li> </ul>
대중 전략	<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 인도-태평양에서 군사태세 유지</li> <li>√ 대만 방위지원</li> <li>√ 인도와의 안보협력 강화 등 경쟁적 관여</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 투자-정렬-경쟁 3축 접근</li> <li>√ 글로벌 규범·기술·경제 영역까지 경쟁 범위 확대</li> </ul>
동맹, 파트너	<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 동맹의 공정한 부담분담 요구</li> <li>√ 미국 우위 하 동맹력 증폭</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 동맹 재건, 확대가 핵심 수단</li> <li>√ NATO 결속 강화, AUKUS, 쿼드, IPEF 등 협력 중시</li> </ul>
규범·가치	<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 미국 영향력 확대와 가치 옹호를 병행하되 주권과 실용주의 강조</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 국내 민주주의 강화와 국제 민주연대를 핵심 축으로 명시</li> </ul>
인도-태평양 지역	<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 전진배치, 미사일방어</li> <li>√ 대만 방위지원, 인도와의 방산협력 강화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 자유롭고 개방된 인도-태평양 천명</li> </ul>

자료: White House, 하나증권

### 6) 종전 우려로 소외받을 때는 항상 기회였다

단기적으로 방산주 멀티플은 전쟁의 발발이나 종전 가능성에 민감하게 반응해 왔다. 이는 전쟁이 발발하면 무기 수요가 증가하고 종전이 현실화되면 무기 수요가 감소할 수 있다는 논리에 근거한다. 전쟁이 무기 수요 증가의 직접적인 촉매로 작용한다는 점은 시대를 막론하고 반복되어 온 현상이다. 다만 종전이 곧바로 무기 수요 감소로 이어지는지는 당시의 안보 환경과 군비 재편 흐름을 함께 고려해야 한다고 판단한다.

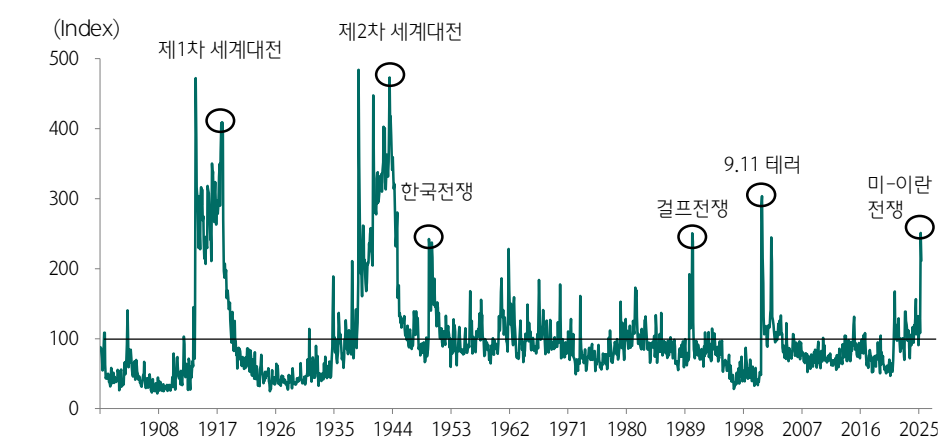
1990년대 초반 냉전 종식은 주요국의 군비 축소를 가능하게 한 대표적인 평화 국면이었다. 미국과 소련의 대립 구도가 완화되면서 다수 국가는 전면전 또는 진영 간 군사 충돌에 대한 우려를 낮출 수 있었고 이에 따라 국방비 부담을 줄일 수 있는 환경이 조성됐다. 그리고 이 환경을 주도한 것은 앞서 언급한 미국의 대외정책 변화였다. 물론 현재 진행 중인 유럽과 중동의 지정학적 리스크가 완화된다면 단기적으로는 평화 무드가 형성될 가능성이 있다. 하지만 1990년대 초반과 같은 구조적인 평화 국면이 재현되기는 어렵다고 판단한다. 핵심은 미-중 패권 경쟁이 여전히 지속되고 있다는 점이다. 따라서 유럽과 중동의 분쟁이 완화되더라도 미국이 핵심 전략 자원을 아시아-태평양에 집중해야 한다는 방향성은 크게 달라지기 어렵다. 오히려 유럽과 중동의 지정학적 불확실성이 낮아질수록 미국은 중국 견제에 더 집중할 수 있는 환경을 확보하게 된다. 이 경우 유럽과 중동 국가들의 자주국방 수요는 전쟁 종료 이후에도 구조적으로 유지될 가능성이 높다.

도표 30. 지정학적 리스크 지표 추이

검은색 선은 평균값 100

냉전 이후  
전반적으로 지표값은  
안정화 국면

러-우 전쟁 이후  
지표값은 평균값을  
상회하는 중



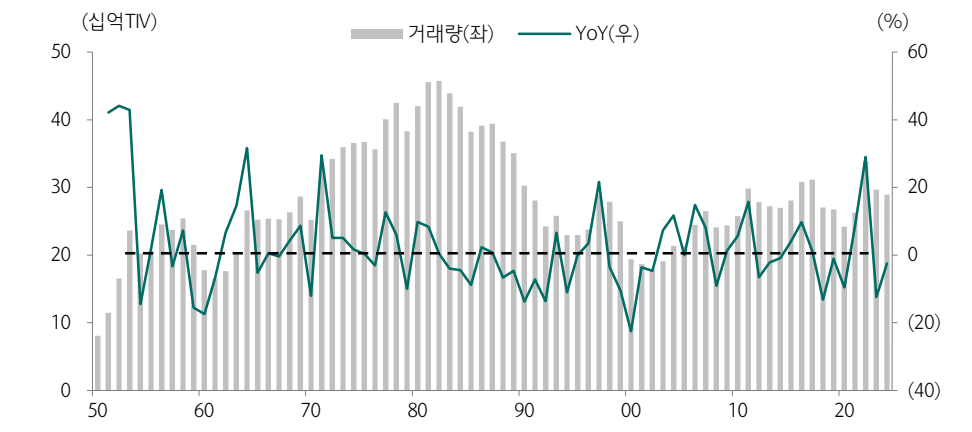
자료: matteocioviello, 하나증권

정량적인 측면에서도 무기 교체 사이클 도래가 향후 구조적인 무기 수요 증가를 뒷받침한다. 글로벌 무기 수출입 규모는 1980년대 냉전기 고점을 기록한 이후 장기간 낮은 수준을 유지해 왔다. 이는 상당수 국가가 신규 무기 도입보다는 기존 장비의 개량과 수명 연장을 통해 전력을 유지해 왔기 때문으로 판단된다. 하지만 개량과 수명연장에도 한계가 있다. 무기체계는 냉전기 대비 훨씬 첨단화됐고 노후 장비만으로는 현대전에서 요구되는 생존성, 정밀타격, 네트워크전, 대공방어 능력을 담보하기 어렵다. 따라서 국제정세가 일시적으로 안정되더라도 페루의 전차 도입과 같은 노후 장비 교체 수요는 사이클상 지속될 가능성이 높다.

단기적으로는 하반기로 갈수록 상반기보다 가팔라질 실적 성장세에 주목한다. 중장기적으로는 무기 수요가 구조적으로 증가할 수 있다는 점과 이미 확보한 수주잔고만으로도 영업 실적이 꾸준히 우상향할 수 있다는 점이 핵심이다. 이러한 관점을 바탕으로 볼 때 종전 우려에 따른 주가 하락은 장기 투자 관점에서 적합한 매수 기회가 될 수 있다고 판단한다.

도표 31. 글로벌 무기 거래량 추이

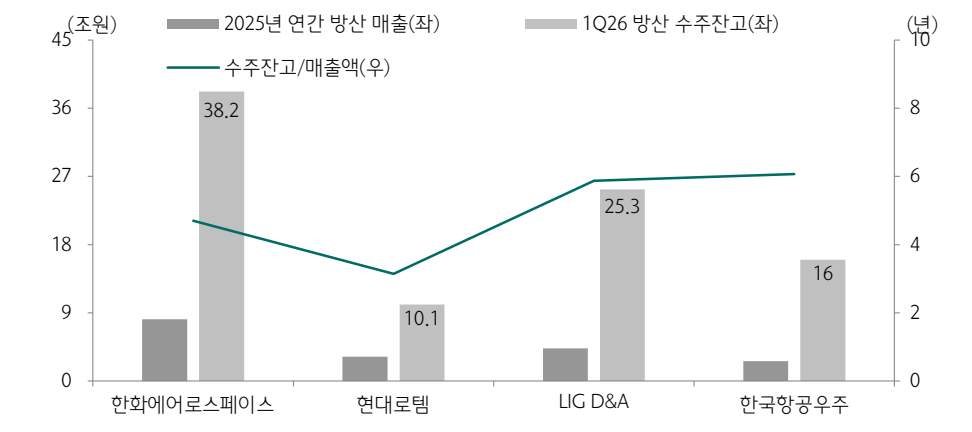
글로벌 무기 거래량은  
1980년대 정점 기록  
  
이후 오랜 기간  
상대적으로 낮은 수준에서 유지  
  
무기 교체 사이클 도래는  
향후 구조적인 무기 수요 증가를  
뒷받침하는 근거



자료: SIPRI, 하나증권

도표 32. 기업별 방산 부문 매출과 수주잔고 비교

여전히 많은 수주잔고 규모  
  
한화에어로스페이스 5년치  
현대로템 3년치  
LIG D&A 6년치  
한국항공우주 6년치  
일감 보유  
  
갈 길이 멀다



자료: 각 사, 하나증권

## 2. 기계: 2000년 이후 세 번의 업황 주기. 길게 보면 네 번째 주기의 출발점

### 1) 2025년 글로벌 건설기계 판매량 성장 전환

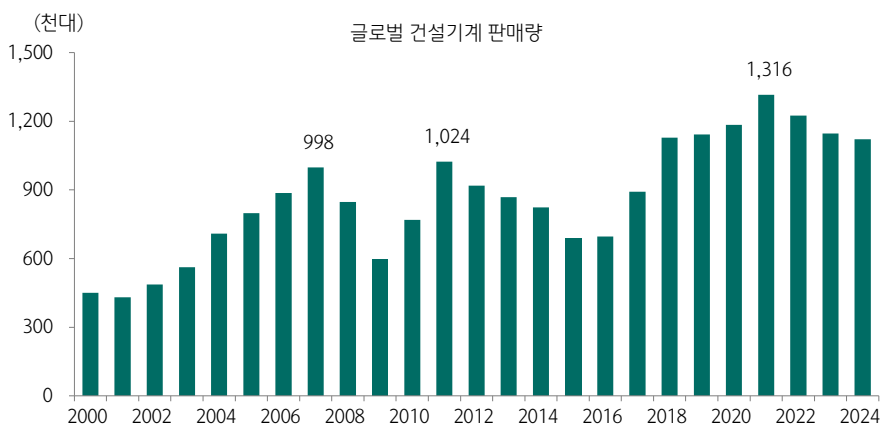
건설기계 산업은 전방 주택, 채광, 제조업 등의 업황 변동에 큰 영향을 받는 사이클 산업이다. 공통적으로 전방 산업들은 경기라는 큰 틀 안에서 변동하게 된다. 이 가운데 산업별 호황과 불황을 결정하는 핵심 변수를 살펴보면 주택은 금리 수준, 채광은 원자재 가격 흐름, 제조업은 경제 주체별 소비량과 각 국 정부의 투자 관련 세제 혜택, 법인세 인하 등의 정책 기조이다. 물론 핵심 변수 이외에도 건설기계의 전방 산업은 지정학적 변수, 산업 트렌드의 변화 등 다양한 요인들에 의해 복합적으로 움직인다.

2000년 이후 글로벌 건설기계 판매량은 총 세번의 상승/하락 주기가 있었다. 1) 선진국 주택 착공 호황과 중국 도시화 사이클(2001~2009년), 2) 글로벌 금융위기 이후 경기부양 사이클(2009~2015년), 3) 글로벌 경기회복과 코로나 대응 경기부양 사이클(2016~2024년)이다. 먼저 첫번째 2001~2009년 사이클은 일본을 제외한 글로벌 대부분 지역에서 건설기계 판매량이 증가하는 가운데 중국의 가파른 도시화에 따른 건설기계 판매량 급증(2020년 약 3.5만대 → 2009년 24.7만대)이 특징적이었다. 두번째 2009~2015년 사이클은 글로벌 금융위기 이후 경기 침체를 극복하기 위한 각 국의 경기부양책 시행으로 형성됐다. 이에 글로벌 건설기계 판매량은 2009년 59.6만대 저점을 기록한 이후 반등했다. 세번째 2016~2024년 사이클은 중앙은행들의 완화적인 통화정책이 시차를 두고 경기 회복으로 이어지며 만들어진 사이클이다. 이때부터 전세계 건설기계 판매량에서 중국 비중이 낮아졌다. 반면 선진국과 자원국(중동, 동남아시아, 남미, 아프리카 등) 비중은 상승했다.

도표 33. 글로벌 건설기계 판매량 추이

#### 세 번의 사이클과 핵심 모멘텀

- 1) 2001~2009년  
선진국 주택 호황, 중국 도시화
- 2) 2009~2015년  
금융위기 이후 경기부양
- 3) 2016~2024년  
글로벌 경기회복, 코로나 부양책

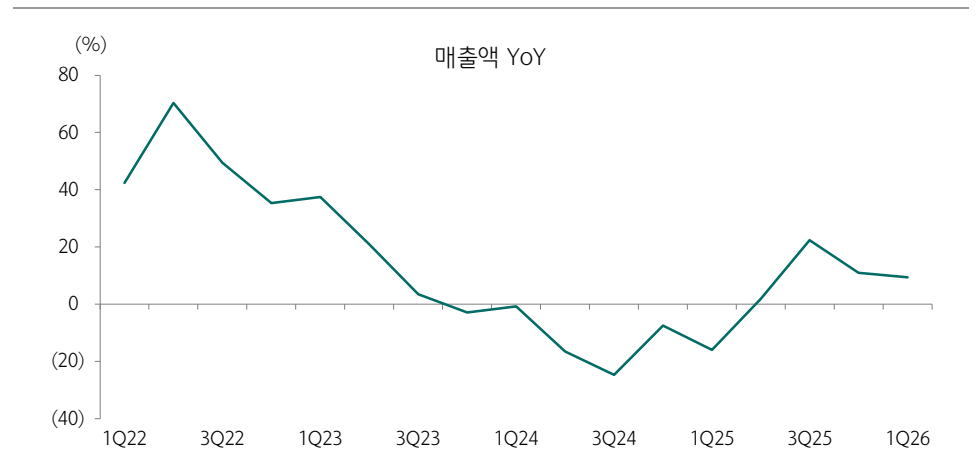


자료: Off-Highway Research, 하나증권

현재 글로벌 건설기계 업황은 2016~2024년 세번째 상승/하락 주기의 끝자락에 와있다고 판단한다. 2021년 글로벌 건설기계 판매량은 약 131.6만대로 세번째 사이클 정점을 기록했다. 이후 판매량은 2024년까지 매년 전년대비 감소하며 업황 둔화세가 지속됐다. 2025년이 되어서야 글로벌 건설기계 판매량은 전년대비 약 2% 증가하며 성장 전환에 성공했다. 과거 Off-highway Research(글로벌 건설기계 리서치 기관)는 2026년부터 업황 회복세가 시작될 것으로 추정한 바 있다. 이를 고려하면 예상보다 건설기계 업황 회복이 빠른 속도로 진행 중인 것으로 보인다.

글로벌 건설기계 업황 정점이던  
2022년에  
두산밥캣 분기 매출 YoY%는  
고점 기록  
  
1Q25 마지막 역성장 이후  
전년대비 성장세  
유지 중

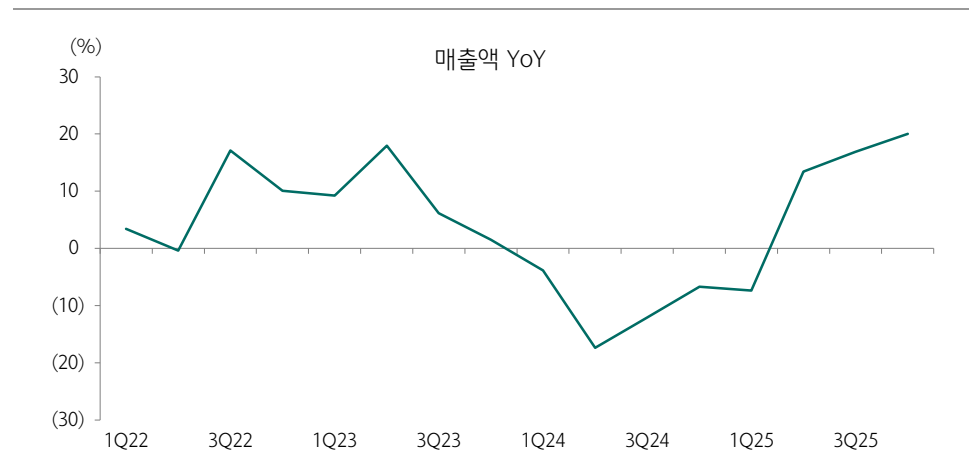
도표 34. 두산밥캣 분기별 매출액 YoY 성장률 추이



자료: 두산밥캣, 하나증권

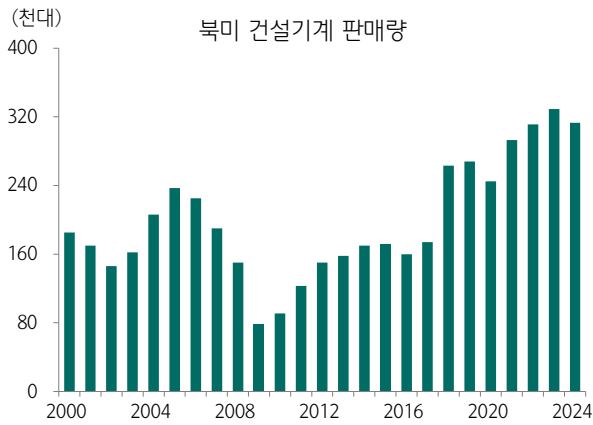
HD건설기계(합병 전)도  
1Q25 마지막 역성장 이후  
전년대비 성장세  
유지 중

도표 35. HD건설기계 합병 전 분기별 매출액 YoY 성장률 추이



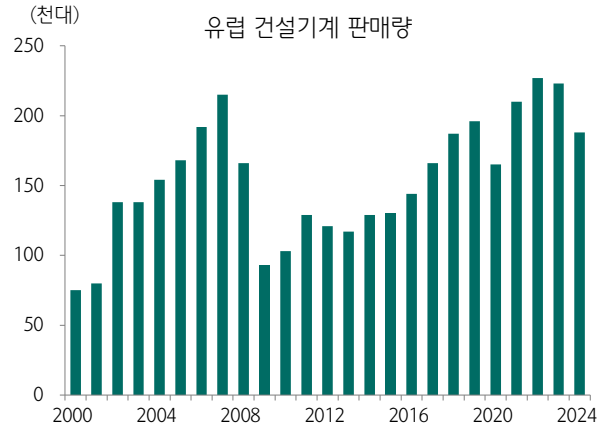
자료: HD건설기계, 하나증권

도표 36. 북미 건설기계 판매량 추이



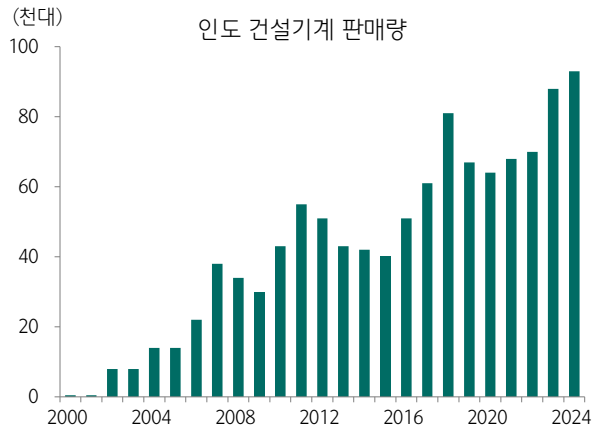
자료: Off-Highway Research, 하나증권

도표 37. 유럽 건설기계 판매량 추이



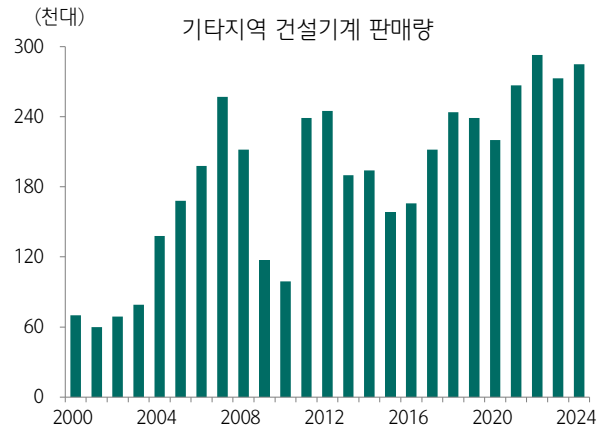
자료: Off-Highway Research, 하나증권

도표 38. 인도 건설기계 판매량 추이



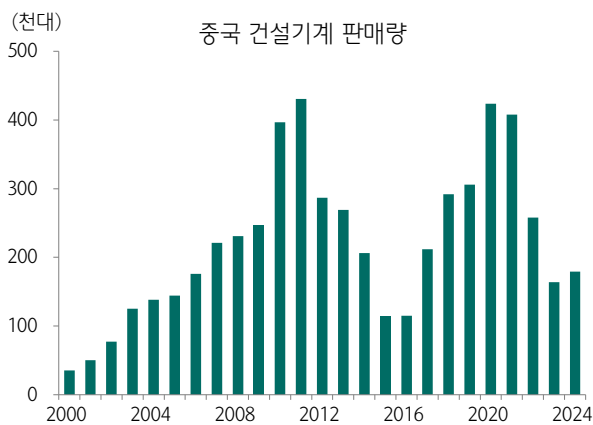
자료: Off-Highway Research, 하나증권

도표 39. 기타지역 건설기계 판매량 추이



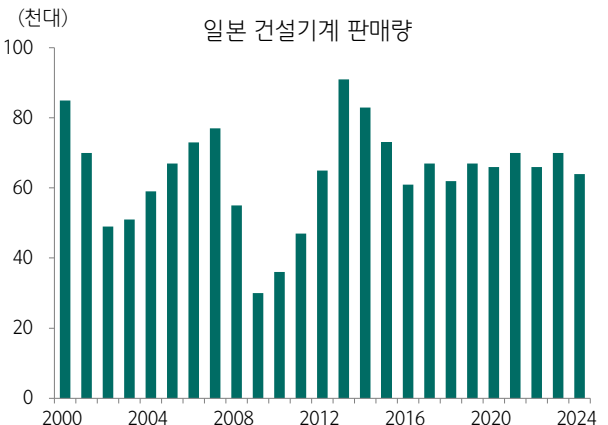
자료: Off-Highway Research, 하나증권

도표 40. 중국 건설기계 판매량 추이



자료: Off-Highway Research, 하나증권

도표 41. 일본 건설기계 판매량 추이



자료: Off-Highway Research, 하나증권

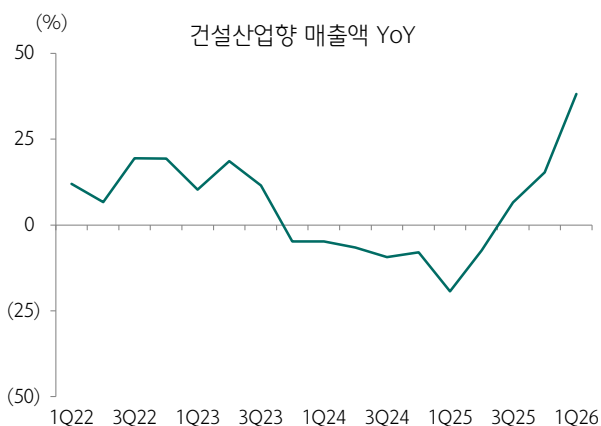
## 2) 2026년에도 글로벌 건설기계 판매량 증가 예상

2026년 글로벌 건설기계 판매량은 2년 연속으로 완만한 성장이 가능할 것으로 전망한다. 기존 예상과 달리 2025년 글로벌 건설기계 판매량이 성장 전환에 성공한 것에 이어 최근 글로벌 업체들의 실적 발표에서도 건설기계 수요에서 긍정적인 변화가 감지되고 있다.

글로벌 건설기계 1위 업체 Caterpillar에 따르면 2026년 건설기계 수요는 북미를 중심으로 성장세를 이어갈 것이라고 언급했다. 1Q26 실적 발표에서 핵심 내용은 1) 앞으로도 건설산업향 북미지역 수요는 IIIA 법안을 기반으로 인프라투자와 데이터센터 투자 증가세 지속되며 긍정적인 것으로 전망, 2) 자원산업향 건설기계는 금, 구리 등 채광 수요로 견조한 수요를 예상하는 것으로 요약할 수 있다. 북미지역 관세 불확실성과 관련해 하반기에 비용 완화 조치를 확대할 것으로 예상한다고 밝혔다. 판가인상을 염두에 두고 있는 것으로 추정된다. Caterpillar의 2026년 지역별 건설산업향 건설기계 수요 전망은 북미 전년대비 증가, 유럽 증가, 남미 증가, 중국 증가, 중동 감소, 아시아-태평양(중국 제외) 감소이다. 자원산업향 건설기계의 수요는 전년대비 증가할 것으로 예상하고 있다.

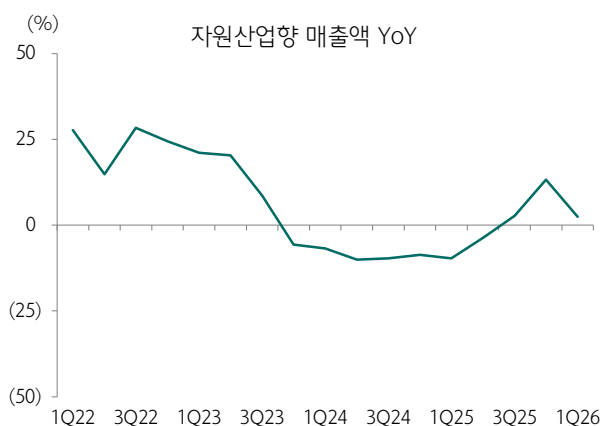
글로벌 건설기계 2위 업체 Komatsu의 건설기계 수요 전망치도 Caterpillar의 추정과 크게 다르지 않지만 다소 보수적이다. 특히 광산장비향 수요는 Caterpillar와 달리 중동의 지정학적 리스크에 따른 영향과 아시아/중동 지역 석탄 수요 부진, 북미/오세아니아 수요 감소로 전년대비 감소할 것으로 예상했다. 반대로 보면 중동 지정학적 리스크가 완화된다면 2026년 광산장비향 수요 전망은 상향 조정될 가능성이 있다. 반면 2026년 건설산업향 건설기계 수요는 북미는 전년대비 증가, 유럽 증가, 남미 증가, 중동 감소, 아시아-태평양 감소로 Caterpillar와 유사하다.

도표 42. Caterpillar 건설산업향 장비 분기별 매출액 YoY 추이



자료: Caterpillar, 하나증권

도표 43. Caterpillar 자원산업향 장비 분기별 매출액 YoY 추이

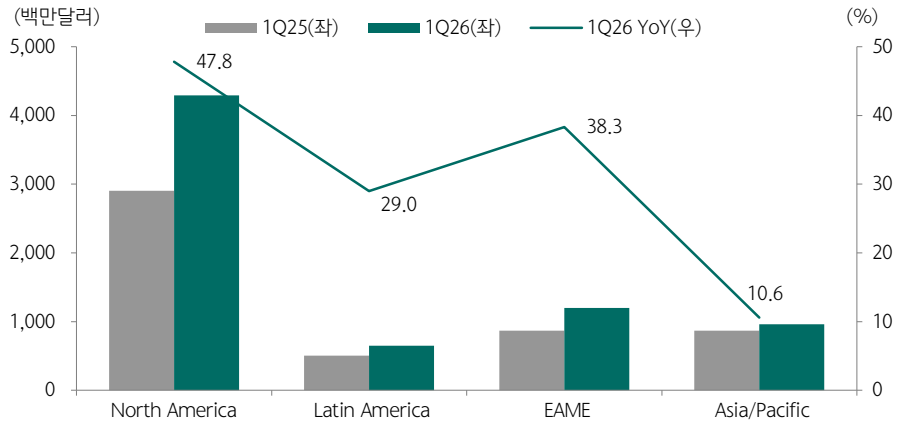


자료: Caterpillar, 하나증권

도표 44. Caterpillar 건설산업향 장비 1Q25, 1Q26 지역별 매출액 비교

1Q26 Caterpillar  
건설산업향 장비 매출액  
YoY +38.1%

리테일 수요 5분기 연속 성장  
달러 재고축적 수요 증가로  
높은 성장률 기록

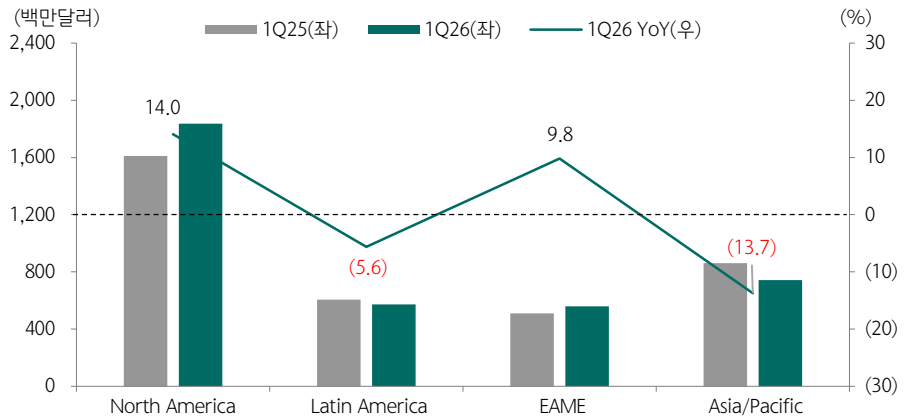


자료: Caterpillar, 하나증권

도표 45. Caterpillar 자원산업향 장비 1Q25, 1Q26 지역별 매출액 비교

1Q26 Caterpillar  
자원산업향 장비 매출액  
YoY +2.4%(레일 제외 시)

리테일 수요 성장에도 불구하고  
단기 생산 지연 따른 출하 감소  
할인 판매 영향



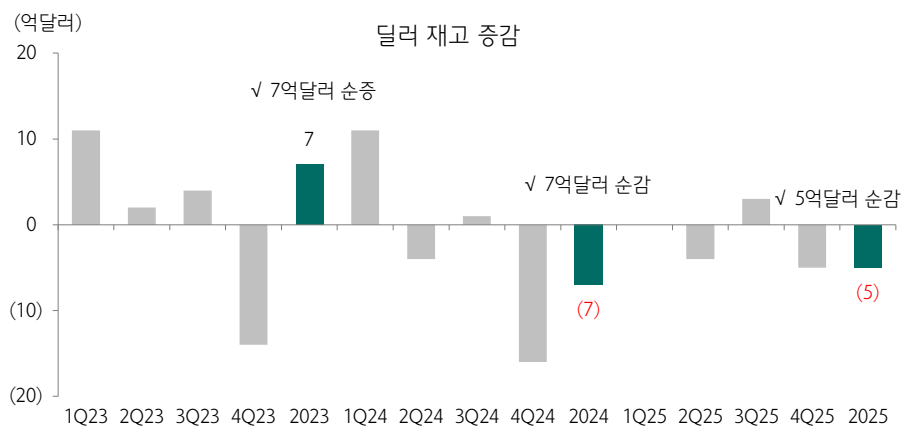
자료: Caterpillar, 하나증권

도표 46. Caterpillar 건설산업/자원산업향 장비 달러재고 순증감 추이

2023년 7억달러 순증  
2024년 7억달러 순감  
2025년 5억달러 순감

건설/자원 장비  
달러 재고 2년 연속 순감

재고부담 낮아짐



자료: Caterpillar, 하나증권

HD건설기계와 두산밥캣의 1Q26 실적 발표를 통해 2026년 건설기계 시장 수요가 이전 예상보다 견조할 수 있다는 점을 확인했다. HD건설기계의 2026년 글로벌 건설기계 시장 수요 전망치는 연간 사업계획을 작성한 당시보다 증가한 58.4만대로 상향 조정됐다(굴착기와 중대형 휠로더 기준). 두산밥캣 역시 북미 관세 불확실성이 존재하지만 2분기에도 현재의 수요 회복 기조가 지속될 가능성이 있다고 안내했다. 종합하면 북미지역 관세와 중동지역 지정학적 리스크 증가에 따른 불확실성이 존재하지만 2026년 글로벌 건설기계 수요는 예상보다 견조한 흐름이 이어질 가능성이 있다.

도표 47. 1Q26 기업별 영업이익의 컨센서스와 실제 영업이익 비교

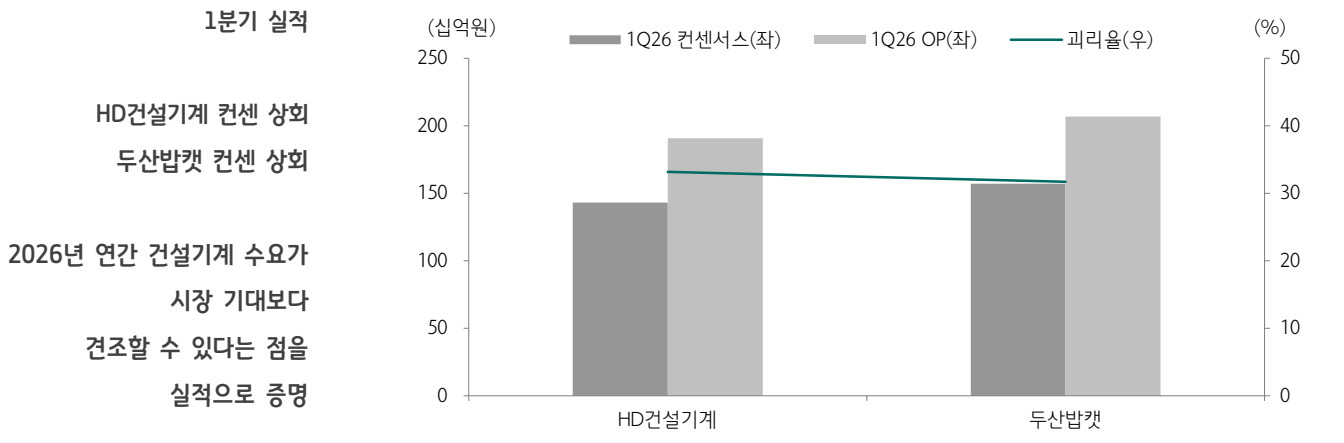
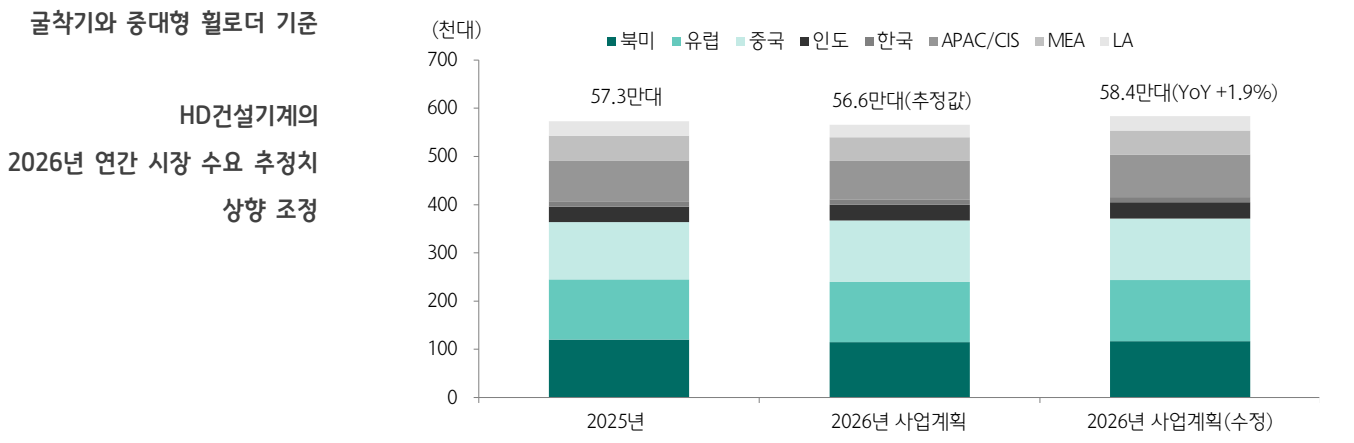


도표 48. HD건설기계의 글로벌 건설기계 시장 전망 변화



### 3) 북미: 3월 시작이 좋다

건설지출 금액은 건설기계 수요 동향과 지속성을 가늠할 수 있는 중요한 지표이다. 2025년 미국 연간 건설지출은 약 2.2조달러로 전년대비 1.1% 감소했다. 세부 항목별로 보면 주택 건설지출과 비주택 건설지출은 각각 0.9조달러, 1.3조달러를 기록하며 전년대비 2.0%, 0.5% 감소했다. 주택 건설지출 금액 감소는 모기지 금리가 높은 수준에서 유지되는 가운데 주택 착공 물량이 줄어든 영향이다. 비주택 건설지출액 감소는 공공지출 증가에도 불구하고 제조업 공장 투자 감소, 상업용 부동산 착공 부진에 기인한다.

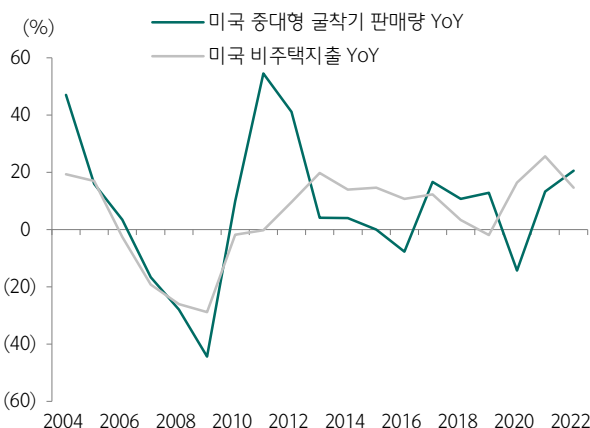
미국의 건설지출은 팬데믹 이후 2024년까지 가파른 성장세를 기록했다. 주택 건설지출은 2022년 모기지 금리가 급등하기 전까지는 높은 성장률을 보여왔으나(2020년 YoY +16.4%, 2021년 +25.6%, 2022년 +15.3%) 이후 주택 착공이 둔화되며 증감을 반복 중이다. 비주택 건설지출은 인프라투자법, 인플레이션 감축법, 반도체 지원법 등 정책에 따른 제조업 투자 확대로 2022년부터 가파르게 증가했다(2022년 YoY +14.9%, 2023년 +23.2%). 다만 정권 교체 영향과 프로젝트들이 마무리 국면에 진입하면서 2025년 역성장을 기록했다.

도표 49. 건설지출의 구성(미국, 2025년 기준)

총건설지출(2.2조달러)	주택 건설지출(0.9조달러) + 비주택 건설지출(1.2조달러)		
비주택지출(1.2조달러)	상업(0.12조달러)	서비스 산업 관련 건물과 구조물	상업용 주차장, 슈퍼마켓, 베이커리, 백화점 등
	제조(0.22조달러)	제조 현장 관련 건물과 구조물	식음료, 담배, 의류, 화학, 컴퓨터, 전자기기 등
	도로(0.14조달러)	도로 관련 인프라	고속도로, 도로, 배수로, 인도, 교량, 육교 등
	전력(0.16조달러)	전력망 관련 인프라	화력발전소, 신재생발전소, 변전소 등
	기타(0.57조달러)	사회 인프라 등	사무실, 학교, 종교시설, 철도, 터미널 등

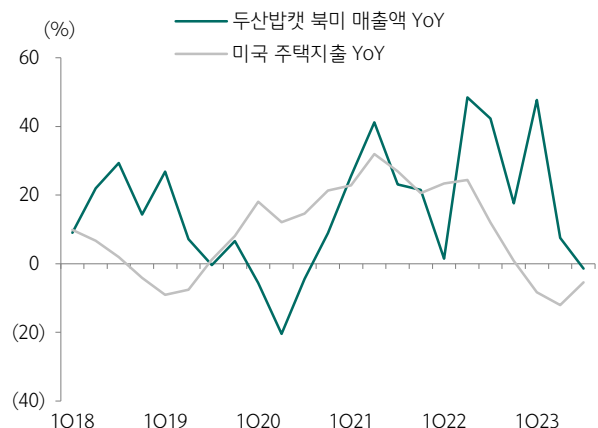
자료: U.S Census Bureau, 하나증권

도표 50. 북미 중대형 굴착기 판매량과 미국 비주택지출 성장률 추이



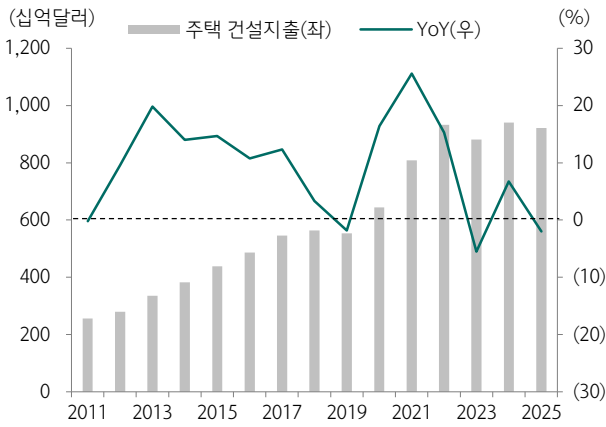
자료: Off Highway Research, U.S Census Bureau, 하나증권

도표 51. 두산밥캣 북미 매출액 증감률과 미국 주택지출 성장률 추이



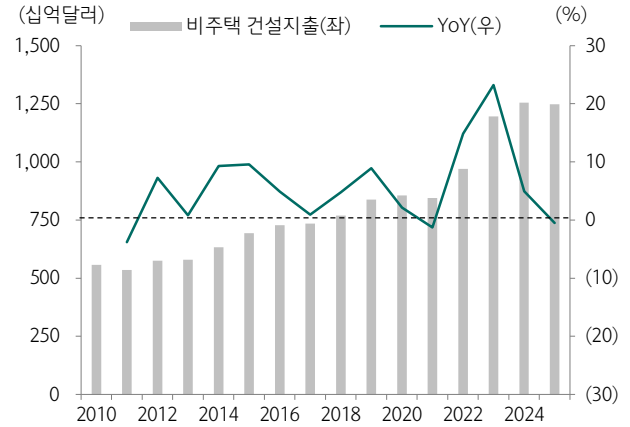
주: 두산밥캣 산업차량 매출액은 제외  
자료: U.S Census Bureau, 두산밥캣, 하나증권

도표 52. 연간 미국 주택 건설지출 추이(2025년 YoY -2.0%)



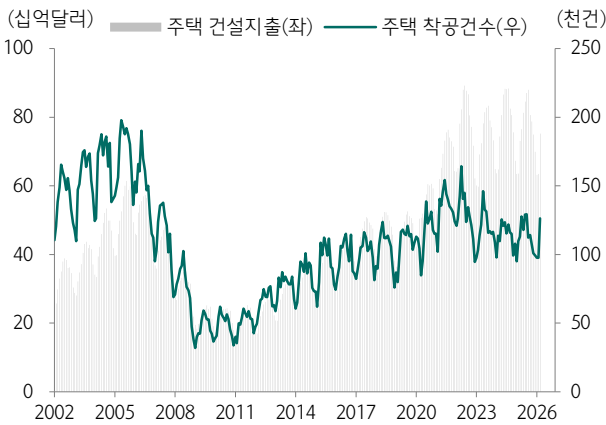
자료: U.S Census Bureau, 하나증권

도표 53. 연간 미국 비주택 건설지출 추이(2025년 YoY -0.5%)



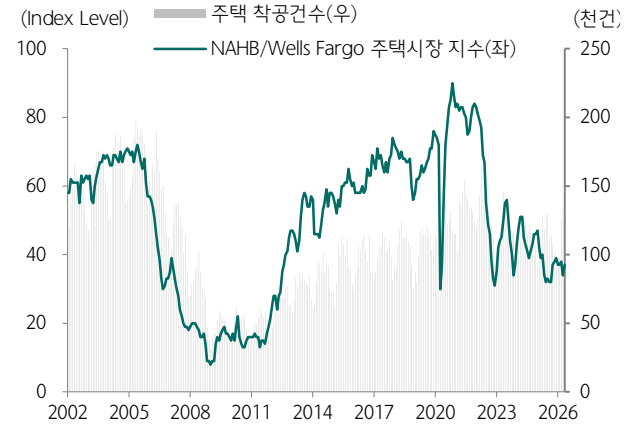
자료: U.S Census Bureau, 하나증권

도표 54. 미국 주택 건설지출과 착공건수 추이



자료: U.S Census Bureau, 하나증권

도표 55. 미국 주택 착공건수와 NAHB/Wells Fargo 주택시장 지수 추이



자료: U.S Census Bureau, 하나증권

최근 월별 건설지출 금액 추이를 고려하면 2026년 하반기 미국 건설지출은 전년대비 성장세로 전환할 가능성이 있다. 월별 건설지출 전년대비 증감률은 2024년 12월부터 감소세를 기록했다. 다만 2026년 1월부터 감소폭이 확연히 줄어드는 것이 확인됐고 3월 건설지출은 전년대비 성장 전환했다. 3월 건설지출 규모는 당해년도 공사활동 규모를 가늠해 볼 수 있는 지표이기 때문에 상당히 중요하다. 통상 겨울철에는 건설공사 활동이 적고 봄철 공사활동이 본격적으로 시작되기 때문이다. 봄철 첫 건설공사 활동이 시작되는 달이 3월이다. 실제로 2002년 이후 미국 3월 건설지출 금액이 전년대비 증가했던 해는 16번이 있었으며 모두 해당년도 건설지출 금액은 전년대비 증가했다. 반대로 3월 건설지출 금액이 전년대비 감소했던 해는 7번 있었으며 이 중 6번은 당해년도 건설지출 금액이 전년대비 감소했다. 다만 1) 하반기 모기지 금리, 고용률, 인플레이션 압력 등 매크로 지표 변화에 따른 주택 착공 추이와 2) 제조업 공장 투자 감소, 상업용 부동산 착공 부진을 정부 투자와 데이터센터 착공 규모가 얼마나 상쇄할 수 있을지가 변수이다.

물론 NAHB/Wells Fargo 주택시장 지표값이 50을 하회하고 있는 점을 고려하면 미국 단독 주택 업자들이 미국 주택시장을 바라보는 뷰는 여전히 불확실성이 큰 것으로 보인다. 다만 기대볼 수 있는 구석도 존재한다. 2020년 이후 NAHB/Wells Fargo 주택시장 심리지표는 현재 수준에서 바닥을 형성한 이후 주택착공건수와 함께 반등해왔다는 점이다. 3월 미국 건설지출 금액과 함께 고려하면 하반기 미국 건설기계 업황은 예상보다 더 긍정적인 상황이 이어질 가능성이 있다.

도표 56. 미국 건설지출 월간 순증감액(당해년도 해당월 건설지출액-전년동월 건설지출액) 추이(2003년~2014년)

(단위:)

구분	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년
1월	361	5,057	7,524	9,942	(3,391)	(970)	(10,303)	(12,089)	(4,439)	5,625	2,539	8,724
2월	(62)	5,612	8,956	9,287	(3,880)	(580)	(10,442)	(12,211)	(4,036)	5,994	2,236	8,176
3월	<b>724</b>	<b>8,732</b>	<b>8,553</b>	<b>10,563</b>	<b>(4,933)</b>	<b>(4,037)</b>	<b>(10,936)</b>	<b>(11,174)</b>	<b>(3,900)</b>	<b>4,682</b>	<b>2,734</b>	<b>9,863</b>
4월	134	8,716	9,678	9,024	(3,412)	(4,552)	(13,592)	(8,666)	(5,028)	5,477	3,967	10,325
5월	1,089	9,263	9,968	8,158	(2,172)	(6,374)	(16,091)	(7,945)	(3,591)	6,834	3,938	9,907
6월	3,195	9,555	10,746	6,099	(1,757)	(7,138)	(15,307)	(7,393)	(2,428)	5,154	3,785	9,812
7월	4,108	10,643	10,261	3,275	(371)	(6,545)	(15,883)	(10,074)	(1,764)	6,137	6,419	8,312
8월	5,731	10,973	11,289	1,145	975	(9,207)	(15,490)	(7,987)	372	4,255	6,017	6,567
9월	7,299	8,697	12,144	(1,580)	1,642	(7,441)	(14,861)	(6,300)	(21)	3,662	6,761	7,518
10월	7,423	7,449	13,457	(3,318)	3,592	(7,704)	(16,272)	(6,671)	376	6,661	6,602	8,469
11월	6,553	8,479	11,954	(4,498)	1,084	(8,841)	(14,211)	(4,274)	836	5,051	6,975	6,648
12월	7,066	6,683	10,924	(3,626)	(706)	(7,213)	(12,196)	(4,018)	1,896	3,633	8,208	6,387
연간 건설지출 YoY	<b>5.1</b>	<b>11.2</b>	<b>12.7</b>	<b>4.0</b>	<b>(1.1)</b>	<b>(6.2)</b>	<b>(15.4)</b>	<b>(10.8)</b>	<b>(2.7)</b>	<b>8.0</b>	<b>7.0</b>	<b>11.0</b>

자료: U.S Census Bureau, 하나증권

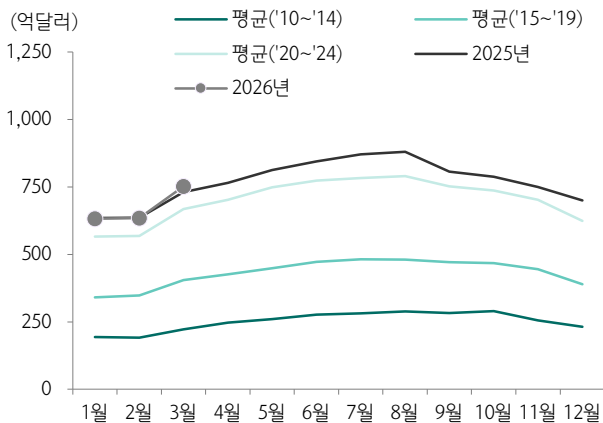
도표 57. 미국 건설지출 월간 순증감액(당해년도 해당월 건설지출액-전년동월 건설지출액) 추이(2015년~2026년)

(단위: 백만달러)

구분	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년
1월	5,280	6,625	7,394	6,538	(2,042)	14,327	7,207	14,526	11,785	15,024	(373)	(386)
2월	6,396	8,398	6,972	6,289	(2,789)	14,391	4,433	18,810	10,745	16,072	(2,756)	(290)
3월	8,505	8,766	7,376	5,859	(2,210)	14,844	9,302	21,591	9,180	13,455	(2,404)	2,191
4월	9,335	5,704	6,823	7,363	(121)	9,247	13,249	24,942	8,815	15,920	(4,673)	-
5월	10,965	5,231	8,649	6,731	53	7,117	15,551	27,197	11,277	14,157	(5,842)	-
6월	14,154	5,335	5,276	5,383	2,981	7,974	16,178	25,964	13,441	11,121	(3,550)	-
7월	13,070	4,480	5,942	5,363	7,218	5,833	16,841	24,049	13,547	11,328	(1,766)	-
8월	13,400	5,459	4,982	6,117	7,561	5,936	16,389	23,923	16,924	8,978	(1,768)	-
9월	12,322	5,482	3,826	3,562	10,129	6,971	14,088	21,463	17,624	5,969	(1,812)	-
10월	8,228	6,930	3,274	2,311	10,809	7,686	12,619	19,277	20,244	5,046	(2,306)	-
11월	8,143	10,327	3,752	(600)	12,932	6,766	14,661	14,834	20,567	1,540	(1,397)	-
12월	7,027	8,292	2,429	(1,573)	13,333	7,440	13,290	12,749	19,324	(33)	3,551	-
연간 건설지출 YoY	11.5	7.2	5.5	4.2	4.3	7.8	10.3	15.1	9.1	5.7	(1.1)	????

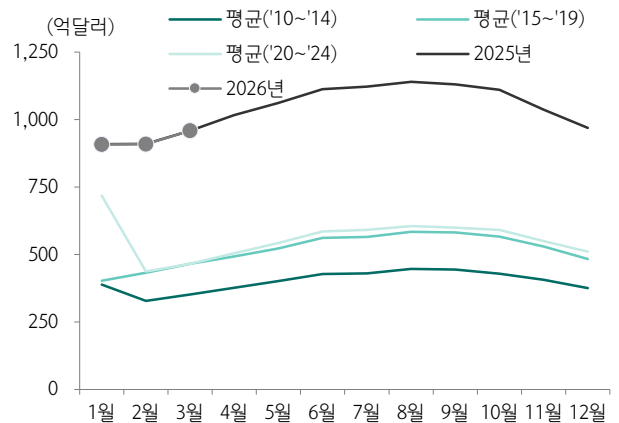
자료: U.S Census Bureau, 하나증권

도표 58. 미국 주택 건설지출 추이(3월 YoY +2.9%)



자료: U.S Census Bureau, 하나증권

도표 59. 미국 비주택 건설지출 추이(3월 YoY +0.1%)



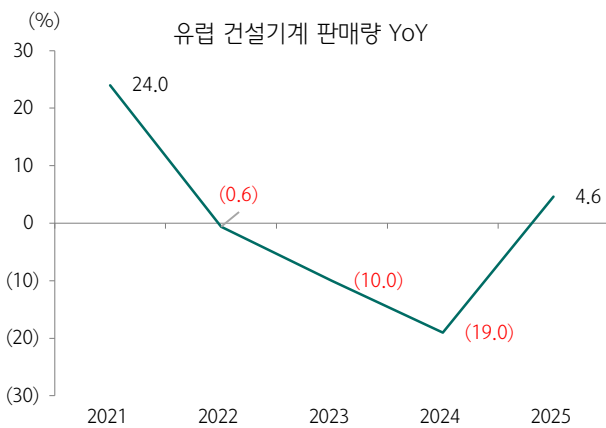
자료: U.S Census Bureau, 하나증권

#### 4) 유럽: 기저가 다른 지역보다 더 낮아 회복은 더욱 가파름

유럽지역 건설기계 판매량 고점은 북미보다 1년 앞선 2022년에 형성됐다. 이후 2023년, 2024년 판매량은 연속으로 감소했고 2025년에는 성장 전환했다. 하지만 절대적인 판매량은 여전히 2022년 대비 낮은 수준인 것으로 추정된다. 반면 북미지역 건설기계 판매량은 2023년 고점 형성 이후 2024년부터 감소하기 시작해 유럽 대비 하락 사이클이 늦게 나타났다. 이 같은 차이는 2022년 러-우 전쟁이 정책금리, 원자재 가격, 건설비용이 급등으로 이어져 두 지역 건설기계 수요에 모두 부정적인 영향을 미쳤지만 북미는 IRA, CHIPS Act, IIJA에 따른 제조업 공장, 인프라 투자 등 비주택 건설이 주택 건설 부진을 상쇄한 것에 기인한다. 유럽 역시 토목, 인프라 등 공공 중심 비주택 건설지출이 증가했지만 주택 건설지출 부진과 비주택 건설지출 중 비주거 항목(상업용 부동산, 공장 등) 부진을 상쇄하지 못했다.

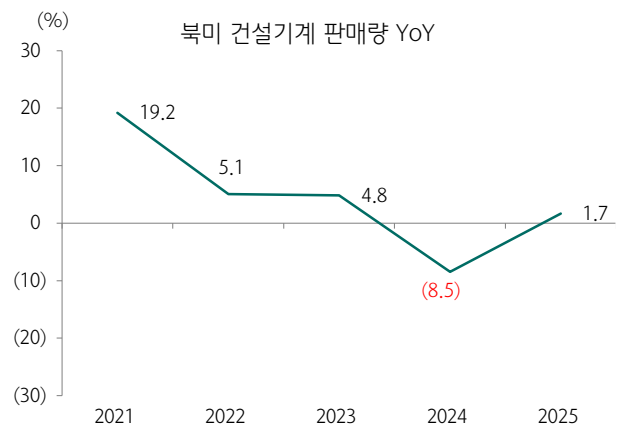
2025년 유럽의 건설기계 판매량(YoY +4.6%)이 북미(YoY +1.7%)보다 강하게 회복했다. 업황 둔화가 먼저 시작한 영향도 있지만 하강 속도 역시 미국보다 빨랐던 영향이 컸던 것으로 보인다. 2026년 1분기 HD건설기계와 두산밥캣의 유럽지역 매출이 가파르게 올라온 점을 고려하면 3년 간의 업황 둔화기에서 주요 건설기계 딜러들은 재고를 많이 줄여냈던 것으로 추정된다. 이에 따라 유럽 건설기계 딜러들은 전방 건설 업황이 조금만 개선되도 재고를 축적해야 하는 상황으로 간주할 수 있다.

도표 60. 유럽 건설기계 판매량 증감률(YoY) 추이



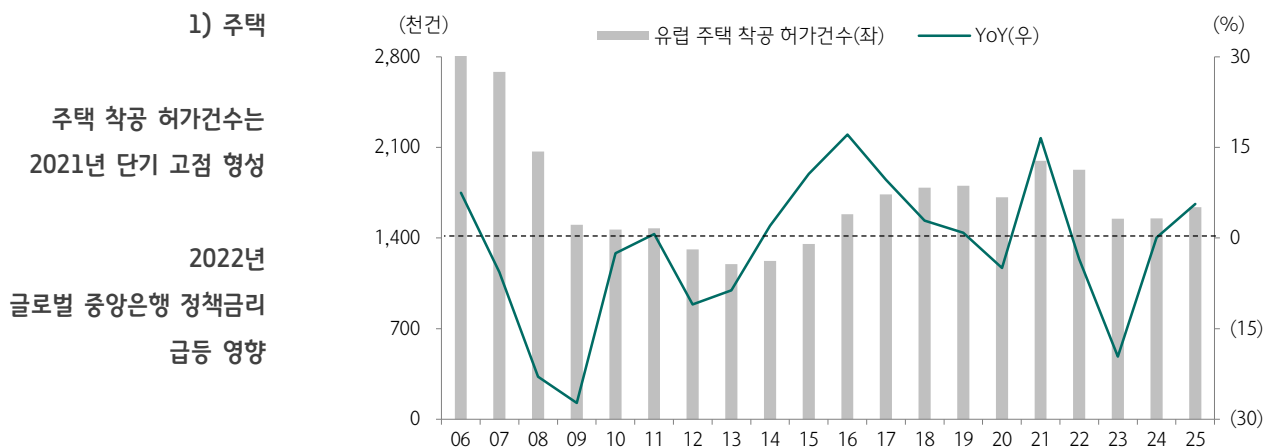
자료: CECE, 하나증권

도표 61. 북미 건설기계 판매량 증감률(YoY) 추이



자료: Off-Highway Research, 하나증권

도표 62. 유럽 주요 27개국 연간 주택 착공 허가건수 추이



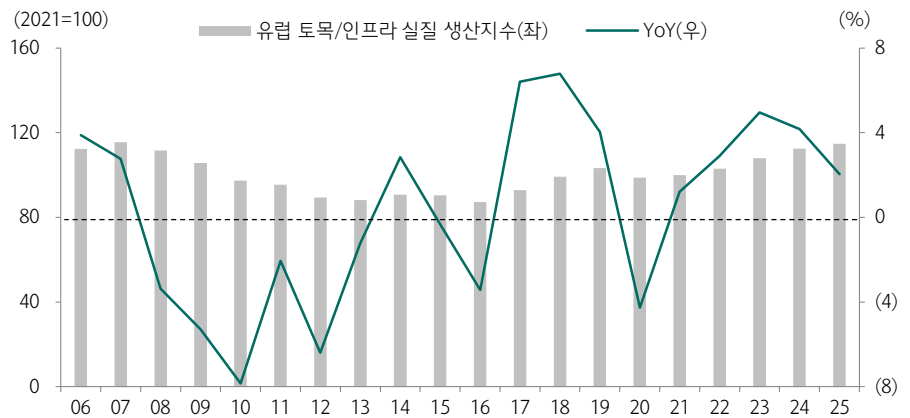
자료: Eurostat, 하나증권

2026년 유럽 건설기계 판매량은 낮은 기저를 기반으로 성장세를 이어갈 전망이다. 건설기계 전방 건설지출을 부문별로 살펴보면 비주택 건설지출에서는 공공 중심의 토목/인프라 성장이 지속되는 가운데 상업용 부동산, 공장 등의 비주거 부문에서의 지출도 성장세로 전환이 예상된다. 주택 건설지출은 금리 불확실성이 존재하지만 그간 가파르게 업황이 둔화돼 기저가 낮아진 만큼 완만한 성장을 기대해볼 수 있다. 전방 주택 부문과 비주거부문에 핵심 변수인 유럽 기준금리가 하향 조정세인 점을 고려하면 2027년에도 건설기계 업황은 회복기조를 유지할 것으로 전망한다.

도표 63. 유럽 주요 27개국 연간 토목/인프라(비주택) 실질 생산지수 추이

2) 비주택\_토목/인프라

공공재(정부예산) 성격이 강한 토목/인프라 지표는 지속 성장



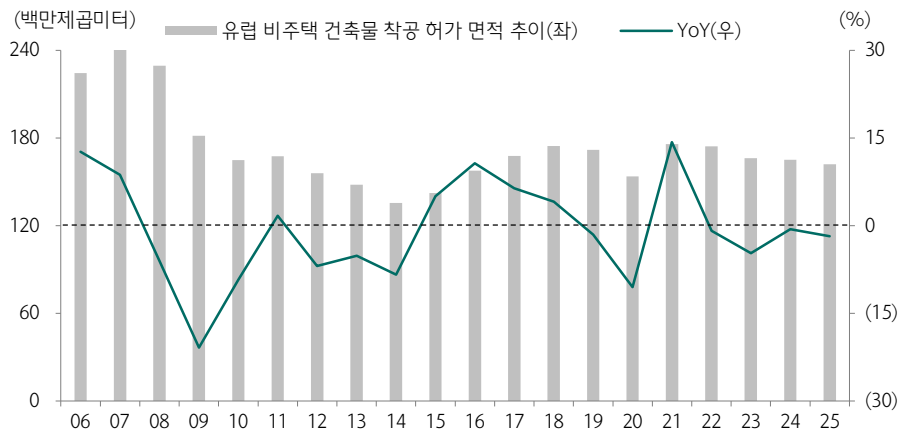
자료: Eurostat, 하나증권

도표 64. 유럽 주요 27개국 연간 비주택 건축물 착공 허가 면적 추이

2) 비주택\_비주거 건축물

민간 중심의 비주택 건축물 착공 허가 면적은 2022년부터 부진

비주택 건축물에는 오피스, 상업시설, 공장, 호텔, 학교, 병원, 리테일 등이 포함



자료: Eurostat, 하나증권

### 5) 자원국: 건설기계 수요가 늘어날 수밖에 없는 환경

2025년 자원국 건설기계 수요는 전반적인 부진보다는 지역, 광종별 차별화가 두드러졌다. 글로벌 금속 광물과 비금속 광물의 대부분이 노천 채광 방식으로 진행된다는 점을 고려하여 Parker Bay의 PBCo Mining Equipment Index 지표를 활용했다.

Parker Bay에 따르면 2025년 출하대수와 출하가치는 각각 전년대비 6%, 9% 감소했다. 지역별 출하가치는 아프리카와 라틴아메리카가 각각 14%, 13% 증가했으나, 북미 -24%, 러시아/CIS -26%, Australasia -12%의 감소가 이를 상쇄했다. 광종별로는 석탄향 장비 출하가 전년대비 36% 급감하며 전체 시장 부진의 핵심 요인으로 작용했다. 2025년 석탄 가격은 전년대비 20% 하락했으며 에너지 전환과 석탄발전 비중 축소에 따른 구조적 수요 둔화도 장비 투자 위축으로 이어진 것으로 판단된다. 반면 구리와 금은 평균가격이 각각 9%, 44.1% 상승했음에도 관련 장비 출하가 감소했다. 이는 원자재 가격보다 광산 CAPEX 집행 시차, 장비 주문인도 지연, 2024년 높은 기저효과가 더 크게 작용했기 때문으로 해석된다.

도표 65. PBCo Mining Equipment Index 지수 요약

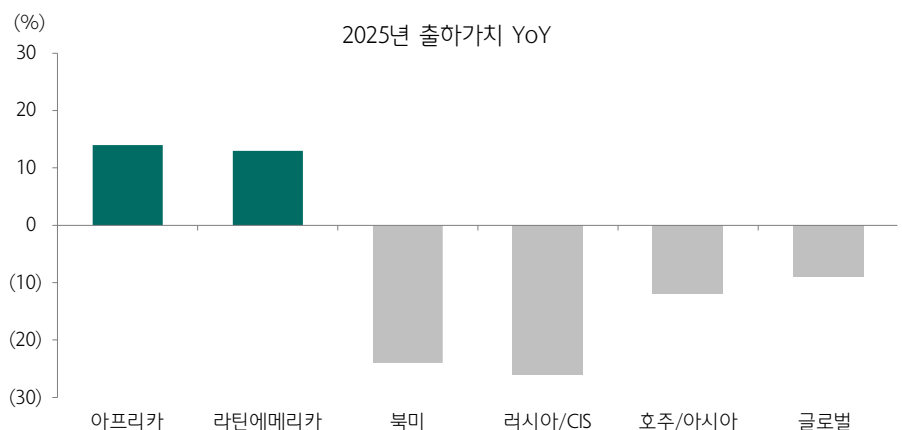
구분	요약
정의	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 전 세계 노천광산(surface mining) 장비 출하의 분기별 변화를 보여주는 지수</li> <li>✓ 광산용 트럭·유압셔블/굴착기·휠로더·도저 등 주요 대형 노천광산 장비를 포괄하되 dragline은 제외</li> </ul>
산출방식	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 단순 출하 대수가 아니라 장비 출하의 가치(value) 기준으로 산출</li> <li>✓ 예를 들어 1,000만 달러짜리 굴착기 1대와 200만 달러짜리 트럭 5대를 같은 비중으로 반영</li> </ul>
지표의 시사점	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 광산업체들이 대형 노천광산 장비를 얼마나 새로 도입하고 있는지를 보여줌</li> <li>✓ 글로벌 광산 CAPEX와 채광장비 수요 사이클을 읽는 지표로 간주</li> <li>✓ 장비가격 상승분은 반영하지 않도록 설계</li> <li>✓ 따라서 지수가 오르면 장비가 비싸져서가 아니라 실질적인 장비 출하 규모가 증가했다는 의미</li> </ul>

자료: Parkerbaymining, 하나증권

도표 66. 2025년 글로벌 노천광산 장비 출하가치 증가율(글로벌 YoY -9%)

2025년 글로벌 노천광산 장비  
지역별 출하가치 증가율

- 아프리카 YoY +14%
- 라틴아메리카 +13%
- 북미 -24%
- 러시아/CIS -26%
- 호주/아시아 -12%



자료: Parkerbaymining, 하나증권

2026년 자원국 건설기계 수요는 2025년 부진에서 벗어나 완만한 회복세를 보일 전망이다. 수요 회복의 핵심적인 근거는 광종별 가격 환경 개선이다. World Bank에 따르면 2026년 전체 원자재 가격지수는 전년대비 16%, 에너지 가격지수는 24%, 금속/광물 가격지수는 17% 상승할 것으로 전망하고 있다. 자원국 건설기계 수요와 직접적으로 연결되는 석탄, 구리, 금은 각각 20%, 21%, 37% 상승, 반면 철광석은 3% 하락할 것으로 전망된다.

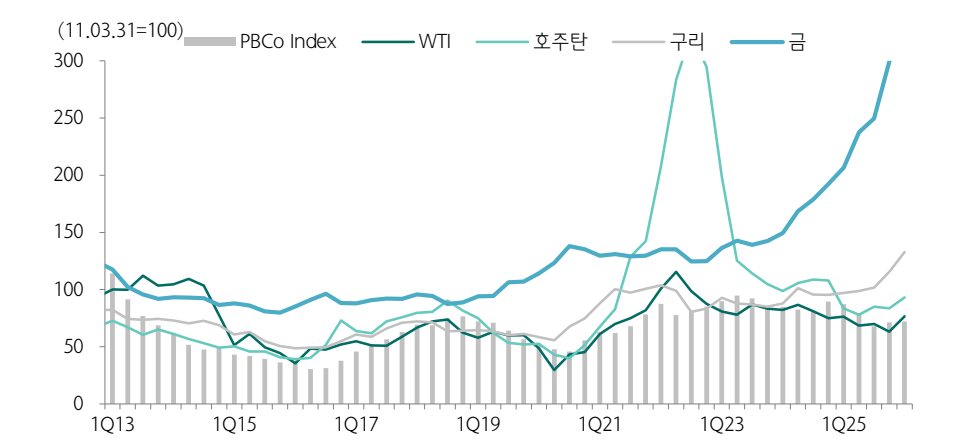
2년 연속으로 상승할 것으로 예상되는 구리와 금 가격에 주목한다. 2025년에 이어 2026년에도 가격이 추가 상승할 것으로 예상되는 만큼 2025년에 이연됐던 장비 발주와 인도가 점진적으로 회복될 가능성이 높다는 판단이다. 이에 따라 라틴아메리카와 아프리카향 수요는 2025년에 이어 상대적으로 견조한 흐름을 이어갈 것으로 판단한다. 석탄은 석탄발전 축소라는 구조적 부담이 있기 때문에 낮은 기저와 노후 장비 교체 수요 중심으로 호주/인니 지역의 건설기계 수요는 완만한 회복이 기대된다. 러시아/CIS 지역의 건설기계 수요는 제재 영향으로 전년대비 감소할 것으로 보이며 북미지역은 2025년 급감에서 일부 회복될 것으로 예상된다.

도표 67. PBCo Mining Equipment Index와 주요 원자재 가격 추이

주요 원자재 가격은  
과거 대비 여전히 높은 수준

금, 구리 가격 주목

라틴/아프리카  
건설기계 수요  
견조할 것으로 예상



자료: Parkerbaymining, 하나증권

### 6) 기계 하반기 전망: 합산 영업이익 YoY +12.9% 예상

2026년 하반기 건설기계 2사의 합산 영업이익은 0.5조원으로 전년대비 12.9% 증가할 전망이다. 향후 추가적인 북미 관세 부담 증가 가능성이 있음에도 불구하고 업황 회복기 진입과 업계 전반적인 판가인상 기초가 맞물리며 이익 성장세는 지속될 것으로 예상된다. 2026년에 이어 2027년에도 글로벌 건설기계 판매량 증가세가 이어질 가능성이 높은 점을 감안하면 국내 건설기계 업체들의 증익 모멘텀은 2027년에 더욱 확장될 것으로 전망한다.

기업별로 살펴보면 하반기 HD건설기계의 영업이익은 2,524억원(YoY +25.0%), 두산밥캣은 2,988억원(YoY +4.4%)을 기록할 것으로 예상된다. 중동 지정학적 리스크가 예상보다 길어질 가능성과 이에 따른 예측 불가능한 경기, 금리 등 매크로 변수의 불확실성을 고려하여 보수적으로 추정했다. 다만 이 같은 변수들은 글로벌 건설기계 업황 회복의 기울기를 변화시킬 수는 있어도 업황 회복 여부 자체를 바꾸기는 어렵다는 판단이다. 이에 건설기계 2사 하반기 영업이익 규모는 공통적으로 전년대비 우상향 하는 흐름을 예상한다.

도표 68. 반기별 합산 영업이익 추이 및 전망(2H26 YoY +12.9%)

2026년 하반기  
건설기계 2사 합산 영업이익  
0.5조원으로  
전년대비 12.9% 증가 전망  
  
여러 변수들이 존재하지만  
전년대비 우상향 기초는  
지속될 것으로 예상

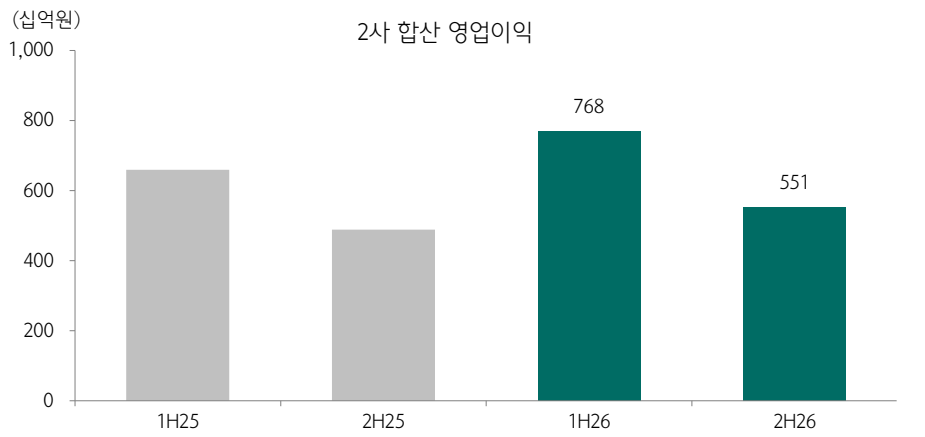


도표: Dart, 하나증권

주: HD건설기계 1H25, 2H25 영업이익은 합병 전 HD현대건설기계, HD인프라코어의 실적 단순 합산

도표 69. 기업별 반기 영업이익 추이 및 전망

2026년 하반기  
기업별 영업이익 전망  
  
HD건설기계 YoY +25.0%  
두산밥캣 YoY +4.4%

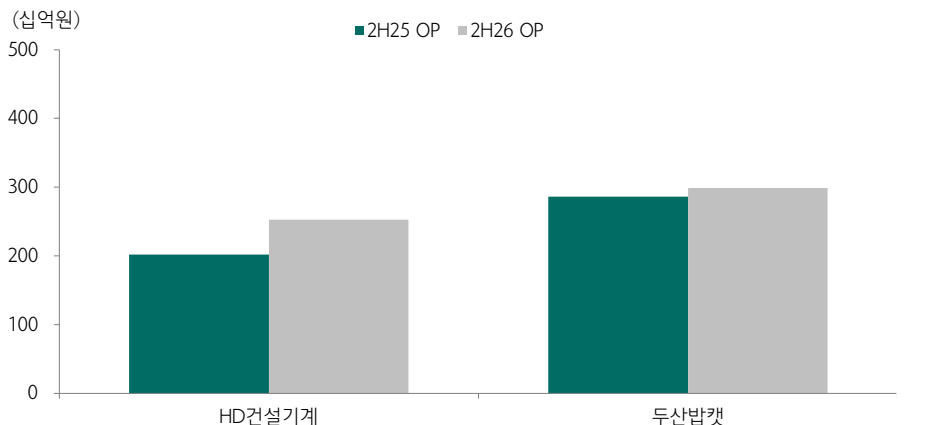


도표: Dart, 하나증권

주: HD건설기계 2H25 영업이익은 합병 전 HD현대건설기계, HD인프라코어의 실적 단순 합산

## 기업분석

한화에어로스페이스(012450)	36
한화시스템(272210)	40
현대로템(064350)	44
LIG디펜스앤에어로스페이스(079550)	48
한국항공우주(047810)	52
HD건설기계(267270)	56
두산밥캣(241560)	60

2026년 6월 4일 | 기업분석\_Update

## BUY (유지)

목표주가(12M) 1,860,000원(유지)  
현재주가(6.2) 1,070,000원

### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	8,801.49
52주 최고/최저(원)	1,537,000/779,000
시가총액(십억원)	55,172.8
시가총액비중(%)	0.76
발행주식수(천주)	51,563.4
60일 평균 거래량(천주)	244.2
60일 평균 거래대금(십억원)	335.0
외국인지분율(%)	45.29
주요주주 지분율(%)	
한화 외 6 인	35.78
국민연금공단	7.92

### Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	30,035.2	34,308.5
영업이익(십억원)	4,244.5	5,445.4
순이익(십억원)	3,189.2	4,085.3
EPS(원)	41,659	53,613
BPS(원)	224,162	269,094

### Stock Price



### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	11,240.1	26,702.9	29,721.4	34,047.1
영업이익	1,731.9	3,089.3	4,332.5	5,180.4
세전이익	2,647.4	2,209.9	4,262.0	4,988.9
순이익	2,298.9	1,405.0	2,232.9	2,654.1
EPS	46,183	28,573	43,303	51,472
증감률	190.72	(38.13)	51.55	18.86
PER	6.96	32.93	24.71	20.79
PBR	2.97	5.00	4.62	3.96
EV/EBITDA	14.00	15.23	14.62	12.77
ROE	53.94	19.14	20.66	20.54
BPS	108,270	188,233	231,787	270,289
DPS	3,443	7,000	13,000	15,000



Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

# 한화에어로스페이스 (012450)

## 하반기에 다시 강해지는 실적 모멘텀

### 목표주가 1,860,000원, 투자의견 매수 유지

한화에어로스페이스 목표주가 1,860,000원과 투자의견 매수 유지한다. 1분기 실적은 컨센서스를 하회했지만 하반기에 실적 성장세가 재개되며 시장의 관심이 확대될 것으로 예상된다. 하반기 영업이익 성장률은 62.7%로 추정하며 상반기 16.5% 대비 대폭 개선될 전망이다. 상반기 상대적으로 실적 기여도가 작을 것으로 예상되는 폴란드형 K9과 천무 매출 인식이 하반기에 다시 본격화될 것으로 예상하기 때문이다. 더구나 작년에는 방산 수출 매출에서 폴란드형이 대부분을 차지했었지만 올해부터는 이집트, 호주 등 폴란드 외 물량의 실적 반영이 큰 폭으로 늘어날 전망이다. 따라서 올해도 방산 증익은 문제가 없다는 판단이다. 38조원에 육박하는 수주잔고를 고려하면 2027년, 2028년에도 이익 증가세는 지속될 전망이다. 1분기 인도 일정상의 이슈로 감소했던 방산 실적은 하반기에 집중되어 더 큰 폭의 성장을 기대할 수 있는 환경이 됐다. 하반기 핵심 포인트는 국내 방산업종 내에서 상대적으로 높은 영업이익 성장률(YoY +62.7%)이 기대된다는 점과 수주 파이프라인들의 가시화 시점이 멀지 않았다는 점이다. 현재 주가 기준 2026년, 2027년 PER은 각각 24.7배, 20.8배이다.

### 하반기 매출액 17.2조원(YoY +15.5%), 영업이익 2.7조원(YoY +62.7%) 전망

하반기 매출액은 17.2조원으로 전년 대비 15.5% 증가할 전망이다. 한화오션과 한화시스템 매출액은 각각 6.9조원, 2.7조원으로 전년 대비 11.0%, 24.2% 성장할 것으로 예상된다. 한화시스템은 방산과 기타(필리조선소) 부문에서 11.8조원 규모 수주잔고를 기반으로 당분간 20% 전후 매출 성장이 지속될 전망이다. 항공우주 매출액은 1.5조원으로 전년 대비 9.2% 증가할 것으로 추정된다. 하반기에도 내수 완제기항 군용 엔진 납품 확대가 성장세를 주도할 전망이다. 한국항공우주의 완제기 생산대수가 매년 증가하는 구간에 진입한 점을 고려하면 동사 항공우주 매출 성장세는 2027년에도 지속될 것으로 예상된다. 핵심 사업부 지상방산 매출액은 6.3조원으로 전년 대비 20.3% 증가할 전망이다. 상반기에 실적 기여도가 적을 것으로 추정되는 폴란드형 K9, 호주 K9 매출이 하반기에 대폭 반영될 것으로 추정한다. 여기에 폴란드형 천무/천무미사일, 이집트 K9 매출 인식 규모가 올해 상반기뿐만 아니라 전년 대비로도 모두 증가할 것으로 예상된다. 이에 따라 하반기 지상방산 수출 매출은 3.6조원, 내수는 2.6조원으로 각각 전년 대비 28.6%, 10.5% 성장할 전망이다. 영업이익은 2.7조원으로 전년 대비 62.7% 증가할 것으로 추정한다. 영업이익 성장률이 매출 증가율 대비 높은 이유는 고마진 지상방산 수출의 실적 기여도 확대, 전년 동기 연결 자회사들의 낮은 실적 기저(한화오션 일회성 비용 반영과 한화시스템 필리조선소 영업손실/PPA 상각) 배경에서 올해 하반기 실적 정상화에 기인한다.

도표 70. 한화에어로스페이스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2025				2026F				2H26 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QF	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>5,484</b>	<b>6,311</b>	<b>6,486</b>	<b>8,421</b>	<b>5,751</b>	<b>6,750</b>	<b>7,250</b>	<b>9,970</b>	<b>15.5</b>	<b>37.7</b>
지상방산	1,158	1,773	2,110	3,093	1,221	1,930	2,402	3,857	20.3	98.6
항공	531	649	604	729	661	671	678	778	9.2	9.3
한화시스템	690	768	808	1,398	807	852	948	1,791	24.2	65.1
한화오션	3,143	3,294	3,023	3,228	3,210	3,463	3,339	3,598	11.0	4.0
기타(썬트렉아이, HOESS, 연결조정)	(37)	(173)	(59)	(122)	(148)	(166)	(116)	(55)	-	-
<b>영업이익</b>	<b>561</b>	<b>865</b>	<b>856</b>	<b>808</b>	<b>639</b>	<b>986</b>	<b>1,113</b>	<b>1,594</b>	<b>62.7</b>	<b>66.7</b>
<b>세전이익</b>	<b>261</b>	<b>469</b>	<b>812</b>	<b>667</b>	<b>555</b>	<b>937</b>	<b>1,035</b>	<b>1,735</b>	<b>87.2</b>	<b>85.6</b>
<b>순이익</b>	<b>87</b>	<b>199</b>	<b>487</b>	<b>632</b>	<b>261</b>	<b>499</b>	<b>550</b>	<b>923</b>	<b>31.7</b>	<b>94.0</b>
영업이익률(%)	10.2	13.7	13.2	9.6	11.1	14.6	15.4	16.0	-	-
세전이익률(%)	4.8	7.4	12.5	7.9	9.6	13.9	14.3	17.4	-	-
순이익률(%)	1.6	3.2	7.5	7.5	4.5	7.4	7.6	9.3	-	-

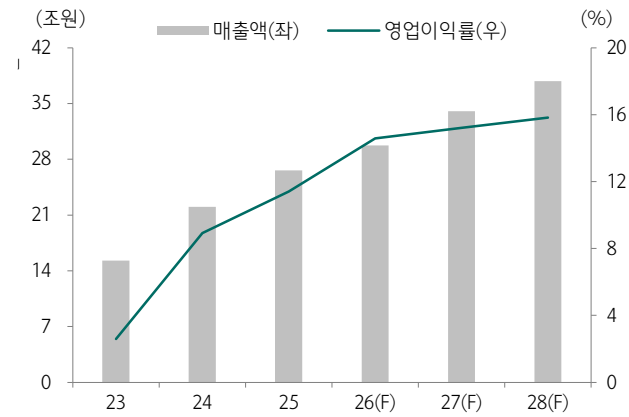
자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

도표 71. 한화에어로스페이스 지상방산 부문 국내외 수주잔고 납기일정

구분	2026년				2027년				2028년				2029년				수주 일자	납기	수주 잔액
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
<b>1) 수출</b>																			<b>12.8조원</b>
에스토니아 K9																	2018.06	2030.12	298억원
호주 K9																	2021.12	2033.03	0.8조원
이집트 K9																종료	2022.02	2029.12	1.7조원
호주 레드백																	2023.12	2033.07	3.3조원
루마니아 K9																종료	2024.07	2029.07	1.8조원
사우디 MSAM																	2024.12	2034.03	1.0조원
KOTRA																	2025.01	2031.01	0.4조원
인도 K9 2차										종료						2025.04	2028.10	0.4조원	
중동 유도무기류										종료						2025.08	2028.10	0.3조원	
이라크 MSAM																2025.10	2033.01	0.6조원	
에스토니아 천무																2025.12	2030.12	0.4조원	
노르웨이 천무															종료	2026.01	2029.07	1.4조원	
<b>2) 국내</b>																			<b>1.6조원</b>
<b>3) 기타 국내외</b>																			<b>23.8조원</b>
폴란드 K9 1차			종료														2022.08	2026.09	-
폴란드 천무 1차									종료								2022.11	2027.11	-
폴란드 K9 2차																	2023.12	2031.11	-
폴란드 천무 2차															종료		2024.04	2029.10	-
<b>수주잔고(①+②+③)</b>																			<b>38.2조원</b>

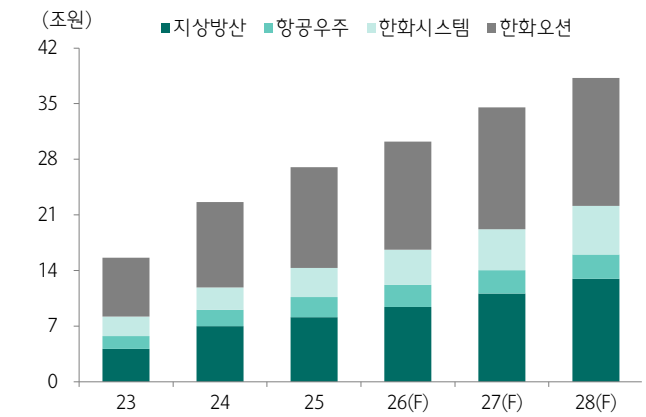
자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

도표 72. 한화에어로스페이스 영업실적 추이 및 전망



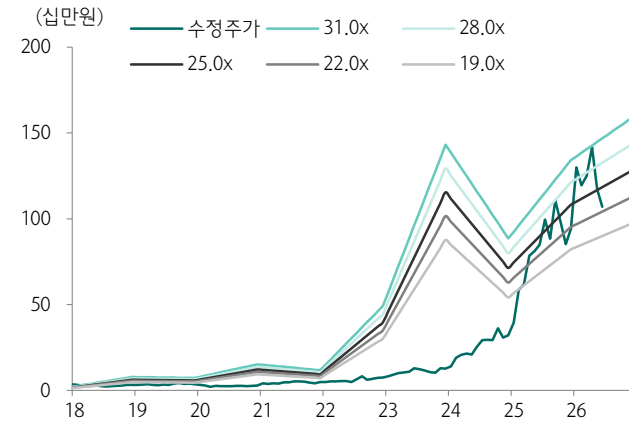
자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

도표 73. 한화에어로스페이스 부문별 영업실적 추이 및 전망



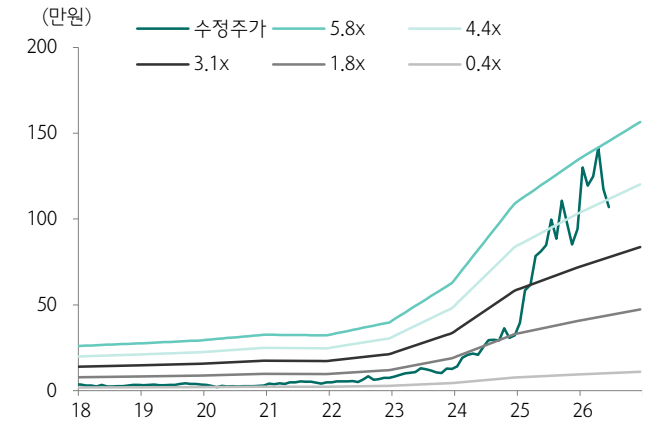
자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

도표 74. 한화에어로스페이스 12M Fwd PER



자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

도표 75. 한화에어로스페이스 12M Fwd PBR



자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
<b>매출액</b>	<b>11,240.1</b>	<b>26,702.9</b>	<b>29,721.4</b>	<b>34,047.1</b>	<b>37,820.5</b>	
매출원가	8,370.3	21,252.4	22,367.9	25,462.3	28,159.7	
매출총이익	2,869.8	5,450.5	7,353.5	8,584.8	9,660.8	
판매비	1,138.0	2,361.1	3,021.1	3,404.4	3,676.6	
<b>영업이익</b>	<b>1,731.9</b>	<b>3,089.3</b>	<b>4,332.5</b>	<b>5,180.4</b>	<b>5,984.2</b>	
금융손익	(121.3)	(325.1)	(136.3)	(194.2)	(218.5)	
종속/관계기업손익	105.3	(83.3)	(21.7)	0.1	(35.0)	
기타영업외손익	931.5	(471.1)	87.5	2.7	(107.0)	
<b>세전이익</b>	<b>2,647.4</b>	<b>2,209.9</b>	<b>4,262.0</b>	<b>4,988.9</b>	<b>5,623.7</b>	
법인세	136.1	7.9	918.4	1,197.3	1,349.7	
계속사업이익	2,511.3	2,202.0	3,343.6	3,791.6	4,274.0	
중단사업이익	28.6	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>당기순이익</b>	<b>2,539.9</b>	<b>2,202.0</b>	<b>3,343.6</b>	<b>3,791.6</b>	<b>4,274.0</b>	
비배주주지분 손이익	240.9	797.0	1,110.8	1,137.5	1,282.2	
<b>지배주주순이익</b>	<b>2,298.9</b>	<b>1,405.0</b>	<b>2,232.9</b>	<b>2,654.1</b>	<b>2,991.8</b>	
지배주주지분포괄이익	2,375.7	1,437.2	2,375.3	2,340.9	2,638.7	
NOPAT	1,642.8	3,078.3	3,398.9	3,937.1	4,548.0	
EBITDA	2,062.8	3,962.1	5,263.9	6,186.4	7,069.2	
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율	42.47	137.57	11.30	14.55	11.08	
NOPAT증가율	247.76	87.38	10.41	15.83	15.52	
EBITDA증가율	121.00	92.07	32.86	17.53	14.27	
영업이익증가율	191.42	78.38	40.24	19.57	15.52	
(지배주주)순이익증가율	181.21	(38.88)	58.93	18.86	12.72	
EPS증가율	190.72	(38.13)	51.55	18.86	12.73	
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률	25.53	20.41	24.74	25.21	25.54	
EBITDA이익률	18.35	14.84	17.71	18.17	18.69	
영업이익률	15.41	11.57	14.58	15.22	15.82	
계속사업이익률	22.34	8.25	11.25	11.14	11.30	

투자지표		(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
<b>주당지표(원)</b>						
EPS	46,183	28,573	43,303	51,472	58,022	
BPS	108,270	188,233	231,787	270,289	313,344	
CFPS	54,278	88,520	111,892	122,979	137,025	
EBITDAPS	41,440	80,579	102,086	119,976	137,098	
SPS	225,800	543,072	576,406	660,295	733,475	
DPS	3,443	7,000	13,000	15,000	17,000	
<b>주기지표(배)</b>						
PER	6.96	32.93	24.71	20.79	18.44	
PBR	2.97	5.00	4.62	3.96	3.41	
PCFR	5.92	10.63	9.56	8.70	7.81	
EV/EBITDA	14.00	15.23	14.62	12.77	11.54	
PSR	1.42	1.73	1.86	1.62	1.46	
<b>재무비율(%)</b>						
ROE	53.94	19.14	20.66	20.54	19.91	
ROA	7.29	2.88	3.72	3.86	3.99	
ROIC	16.42	18.02	19.22	19.83	19.45	
부채비율	279.06	221.38	225.85	205.37	191.77	
순부채비율	65.31	28.10	17.69	19.18	21.74	
이자보상비율(배)	7.14	6.31	7.04	7.85	9.05	

자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
<b>유동자산</b>	<b>22,981.7</b>	<b>30,705.4</b>	<b>40,637.1</b>	<b>43,212.1</b>	<b>47,392.0</b>	
금융자산	3,684.5	8,293.6	13,804.7	12,924.1	11,593.4	
현금성자산	2,967.7	7,713.4	13,117.7	12,182.1	10,765.7	
매출채권	2,990.5	3,075.9	3,949.2	4,660.2	6,131.0	
재고자산	6,404.1	7,741.7	9,165.2	10,815.4	13,147.4	
기타유동자산	9,902.6	11,594.2	13,718.0	14,812.4	16,520.2	
<b>비유동자산</b>	<b>20,580.2</b>	<b>23,248.2</b>	<b>25,370.8</b>	<b>28,184.8</b>	<b>31,043.2</b>	
투자자산	2,419.9	4,148.1	5,061.7	5,281.8	5,625.2	
금융자산	1,454.0	1,958.0	2,468.8	2,481.4	2,500.9	
유형자산	8,385.9	9,524.4	10,975.3	13,896.4	16,702.9	
무형자산	<b>7,756.3</b>	<b>7,497.8</b>	<b>7,260.3</b>	<b>6,933.2</b>	<b>6,641.7</b>	
기타비유동자산	<b>2,018.1</b>	<b>2,077.9</b>	<b>2,073.5</b>	<b>2,073.4</b>	<b>2,073.4</b>	
<b>자산총계</b>	<b>43,561.9</b>	<b>53,953.7</b>	<b>66,007.9</b>	<b>71,397.0</b>	<b>78,435.2</b>	
<b>유동부채</b>	<b>25,516.1</b>	<b>29,976.4</b>	<b>36,312.9</b>	<b>38,450.7</b>	<b>41,786.0</b>	
금융부채	6,566.4	7,178.0	9,557.7	9,576.2	9,605.2	
매입채무	1,708.3	2,175.8	2,575.9	2,782.0	3,103.7	
기타유동부채	17,241.4	20,622.6	24,179.3	26,092.5	29,077.1	
<b>비유동부채</b>	<b>6,553.8</b>	<b>7,189.1</b>	<b>9,437.6</b>	<b>9,566.1</b>	<b>9,766.7</b>	
금융부채	<b>4,623.3</b>	<b>5,832.4</b>	<b>7,831.4</b>	<b>7,831.4</b>	<b>7,831.4</b>	
기타비유동부채	1,930.5	1,356.7	1,606.2	1,734.7	1,935.3	
<b>부채총계</b>	<b>32,069.9</b>	<b>37,165.5</b>	<b>45,750.5</b>	<b>48,016.8</b>	<b>51,552.7</b>	
<b>지배주주지분</b>	<b>4,995.1</b>	<b>9,684.9</b>	<b>11,930.7</b>	<b>13,915.9</b>	<b>16,136.0</b>	
자본금	240.4	270.3	270.3	270.3	270.3	
자본잉여금	206.7	3,604.4	3,613.1	3,613.1	3,613.1	
자본조정	(738.2)	(738.2)	(738.2)	(738.2)	(738.2)	
기타포괄이익누계액	539.7	565.6	946.2	946.2	946.2	
이익잉여금	4,746.5	5,982.7	7,839.3	9,824.6	12,044.7	
<b>비지배주주지분</b>	<b>6,496.9</b>	<b>7,103.3</b>	<b>8,326.7</b>	<b>9,464.2</b>	<b>10,746.4</b>	
<b>자본총계</b>	<b>11,492.0</b>	<b>16,788.2</b>	<b>20,257.4</b>	<b>23,380.1</b>	<b>26,882.4</b>	
순금융부채	7,505.3	4,716.8	3,584.4	4,483.6	5,843.2	

현금흐름표		(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,393.0</b>	<b>4,049.8</b>	<b>3,989.7</b>	<b>4,125.7</b>	<b>4,535.8</b>	
당기순이익	2,539.9	2,202.0	3,343.6	3,791.6	4,274.0	
조정	(244.1)	1,277.2	1,263.0	1,037.1	1,116.1	
감가상각비	330.9	872.7	931.5	1,006.0	1,085.0	
외환거래손익	(11.4)	9.3	(138.3)	0.0	0.0	
지분법손익	(1,239.7)	75.1	47.1	0.0	0.0	
기타	676.1	320.1	422.7	31.1	31.1	
영업활동 자산부채변동	(902.8)	570.6	(616.9)	(703.0)	(854.3)	
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(1,367.3)</b>	<b>(4,020.8)</b>	<b>(2,619.8)</b>	<b>(3,875.1)</b>	<b>(4,029.2)</b>	
투자자산감소(증가)	7,969.7	(1,645.0)	(913.6)	(220.1)	(343.4)	
자본증가(감소)	(578.2)	(1,691.4)	(1,874.2)	(3,600.0)	(3,600.0)	
기타	(8,758.8)	(684.4)	168.0	(55.0)	(85.8)	
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>6,090.8</b>	<b>4,681.6</b>	<b>4,048.0</b>	<b>(681.4)</b>	<b>(773.9)</b>	
금융부채증가(감소)	6,928.1	1,818.4	4,378.7	18.6	28.9	
자본증가(감소)	(10.4)	3,427.6	8.6	0.0	0.0	
기타재무활동	(735.9)	(369.3)	20.8	(31.2)	(31.1)	
배당지급	(91.0)	(195.1)	(360.1)	(668.8)	(771.7)	
<b>현금의 증감</b>	<b>6,116.4</b>	<b>4,745.6</b>	<b>5,539.5</b>	<b>(935.6)</b>	<b>(1,416.4)</b>	
Unlevered CFO	2,701.9	4,352.6	5,769.6	6,341.2	7,065.4	
Free Cash Flow	814.8	2,339.3	2,115.2	525.7	935.8	

2026년 6월 4일 | 기업분석\_Initiation

## BUY (신규)

목표주가(12M) 128,000원  
현재주가(6.2) 97,400원

### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	8,801.49
52주 최고/최저(원)	162,700/42,800
시가총액(십억원)	18,400.7
시가총액비중(%)	0.26
발행주식수(천주)	188,919.4
60일 평균 거래량(천주)	1,398.1
60일 평균 거래대금(십억원)	187.9
외국인지분율(%)	9.29
주요주주 지분율(%)	
한화에어로스페이스 외 3인	59.53
국민연금공단	7.19

### Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	4,354.1	4,989.8
영업이익(십억원)	285.0	491.2
순이익(십억원)	196.7	441.6
EPS(원)	1,193	2,387
BPS(원)	29,954	35,265

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,803.7	3,664.2	4,398.3	5,159.0
영업이익	219.3	119.9	248.8	482.5
세전이익	581.4	115.0	251.3	602.4
순이익	454.3	242.2	140.3	320.5
EPS	2,405	1,282	742	1,696
증감률	30.07	(46.69)	(42.12)	128.57
PER	9.40	42.43	131.27	57.43
PBR	1.69	2.10	3.56	3.39
EV/EBITDA	13.16	38.47	51.72	32.94
ROE	19.62	6.60	2.81	6.09
BPS	13,361	25,849	27,383	28,733
DPS	350	500	350	700



Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

# 한화시스템 (272210)

## 방산, 우주, 조선이 결합된 복합 방산 플랫폼 업체로 성장

### 목표주가 128,000원과 투자이건 매수 커버리지 개시

한화시스템 목표주가 128,000원과 투자이건 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출했으며 PER 배수를 적용했다. 한화시스템의 사업부문은 크게 방산, ICT, 기타로 구분된다. 2025년 기준 매출비중은 각각 66.6%, 17.8%, 15.7%이다. 매출비중이 가장 높은 방산 부문의 핵심 경쟁력은 플랫폼이 아닌 전장전자에 있다. 국내 주요 무기체계에 탑재되는 레이더, 전자광학, 전투체계, 지휘통제, 통신, 항공전자, 사격통제장치를 주로 공급한다. 천궁-II와 L-SAM에는 동사의 다기능레이더가 탑재되고 KF-21에는 AESA 레이더와 항공전자 장비가 적용된다. K2, K9, K21 등 지상무기체계에는 사격통제장치와 전자광학 장비가 들어가며 함정에는 전투체계와 함정용 레이더, 데이터링크가 탑재된다. 이에 국내 방산업체들의 양산 및 수출 확대는 한화시스템 방산부문 매출 증가로 연결되는 구조이다. 2026년 1분기 기준 전체 수주잔고는 12.2조원으로 이 중 방산 수주잔고는 9.3조원 수준이다. 3.8년치 일감에 해당하는 규모이다. 향후 한화에어로스페이스의 K9/천무, 현대로템의 K2, 한국항공우주의 KF-21/FA-50, 한화오션의 함정 사업이 확대될수록 동사의 전장전자 물량도 함께 증가할 것으로 전망한다.

### 필리조선소 26년 적자 축소, 27년 흑자 전환, 28년 완전 정상화를 기대하며

필리조선소는 영업적자를 기록하고 있기 때문에 단기적으로 연결 실적에 부담 요인이다. 2026년 1분기 필리조선소가 대부분 차지하는 기타부문의 영업손실은 466억원을 기록했다. 기존 저수익 선종, 원가 재산정, 정상화 비용 등이 복합적으로 반영된 결과로 판단된다. 필리조선소의 실적 개선은 2026년 하반기부터 점진적으로 확인될 전망이다. 기존 저수익, 적자 선종 부담은 2026년 중 상당 부분 해소될 것으로 예상된다. 이후 Matson 컨테이너선, MR탱커, LNG 운반선, 미 해군 관련 사업으로 건조 믹스가 전환될 경우 손실 규모는 점진적으로 축소될 가능성이 높다. 필리조선소의 흑자전환 시점을 2027년, 완전한 영업 정상화 시점을 2028년으로 가정한다. 이 경우 방산 본업 성장과 적자 축소 효과가 동시에 반영되며 한화시스템의 연결 영업이익 규모는 구조적으로 높아질 수 있다. 중장기적으로 필리조선소는 단순한 상선 조선소가 아니라 미국 조선업 재건 정책에 대응할 수 있는 현지 생산거점이 될 전망이다. 한화오션의 조선 역량과 한화시스템의 전장전자 역량을 결합해 미 해군 사업 진입 가능성은 점진적으로 높아질 전망이다.

### 2026년 연간 매출액 4.4조원, 영업이익 2,488억원 전망

방산 전장전자 업체에서 우주, 조선이 결합된 복합 방산 플랫폼 업체로 재평가되고 있다. 단기적으로는 필리조선소 적자가 연결 실적의 부담으로 작용하고 있으나 2028년 정상화가 확인될 경우 한화시스템의 전사 이익성장에 대한 기대감은 본격적으로 확대될 전망이다.

## Valuation 및 투자의견

한화시스템 목표주가 128,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출했으며 PER 배수를 적용했다.

한화시스템의 사업부문은 크게 방산, ICT, 기타로 구분된다. 2025년 기준 매출비중은 각각 66.6%, 17.8%, 15.7%이다. 매출비중이 가장 높은 방산 부문의 핵심 경쟁력은 플랫폼이 아닌 전장전자에 있다. 국내 주요 무기체계에 탑재되는 레이더, 전자광학, 전투체계, 지휘통제, 통신, 항공전자, 사격통제장치를 주로 공급한다. 천궁-II와 L-SAM에는 동사의 다기능레이더가 탑재되고 KF-21에는 AESA 레이더와 항공전자 장비가 적용된다. K2, K9, K21 등 지상무기 체계에는 사격통제장치와 전자광학 장비가 들어가며 함정에는 전투체계와 함정용 레이더, 데이터링크가 탑재된다. 이에 국내 방산업체들의 양산 및 수출 확대는 한화시스템 방산부문 매출 증가로 연결되는 구조이다. 2026년 1분기 기준 전체 수주잔고는 12.2조원으로 이 중 방산 수주잔고는 9.3조원 수준이다. 3.8년치 일감에 해당하는 규모이다. 향후 한화에어로스페이스의 K9/천무, 현대로템의 K2, 한국항공우주의 KF-21/FA-50, 한화오션의 함정 사업이 확대될수록 동사의 전장전자 물량도 함께 증가할 것으로 전망한다.

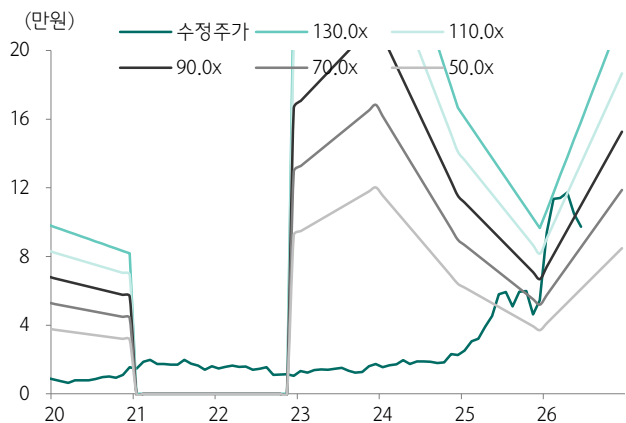
현재 주가 기준 2027년, 2028년 PER은 각각 57.4배, 48.9배이다.

도표 76. 한화시스템 목표주가 산정

구분		비고	
방산 부문 영업가치(조원)	21.6(a)	2028년 순이익(0.4조원)*Target PER(50배)*현재가치 할인 방산 커버리지 4사 평균 PER 32배에 우주 프리미엄 60% 할중	
ICT 영업가치(조원)	0.9(b)	2026년 순이익(0.1조원)*Target PER(17배) 삼성SDS, LG씨엔에스, 롯데이노베이트 평균 PER 17배	
상장사 지분가치(조원)	1.3(c)	한화오션, 한국항공우주 지분 50% 할인(6월 2일 기준)	
기타 지분가치(조원)	0.3(d)	HS USA Holdings Corp. 50%, HAA No.1 Pty Ltd. 20% 할인	
기업가치(조원)	24.2(e)	(a)+(b)+(c)+(d)	
발행 주식 수(천주)	188,919(f)		
목표주가 산정(e/f)	128,000원	<b>목표주가(원)</b>	<b>128,000원</b>
상승여력(%)	30.9%	현재주가(원)	97,400원

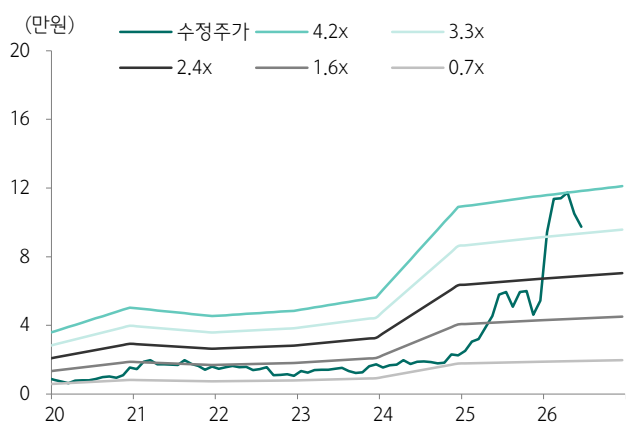
자료: 한화시스템, 하나증권

도표 77. 한화시스템 12M Fwd PER



자료: 한화시스템, 하나증권

도표 78. 한화시스템 12M Fwd PBR



자료: 한화시스템, 하나증권

### 2026년 연간 매출액 4.4조원, 영업이익 2,488억원 전망

방산 전장전자 업체에서 우주, 조선이 결합된 복합 방산 플랫폼 업체로 재평가되고 있다. 단기적으로는 필리조선소 적자가 연결 실적의 부담으로 작용하고 있으나 2028년 정상화가 확인될 경우 한화시스템의 전사 이익성장에 대한 기대감은 본격적으로 확대될 전망이다.

필리조선소는 영업적자를 기록하고 있기 때문에 단기적으로 연결 실적에 부담 요인이다. 2026년 1분기 필리조선소가 대부분 차지하는 기타부문의 영업손실은 466억원을 기록했다. 기존 저수익 선종, 원가 재산정, 정상화 비용 등이 복합적으로 반영된 결과로 판단된다. 필리조선소의 실적 개선은 2026년 하반기부터 점진적으로 확인될 전망이다. 기존 저수익, 적자 선종 부담은 2026년 중 상당 부분 해소될 것으로 예상된다. 이후 Matson 컨테이너선, MR탱커, LNG 운반선, 미 해군 관련 사업으로 건조 믹스가 전환될 경우 손실 규모는 점진적으로 축소될 가능성이 높다. 필리조선소의 흑자전환 시점을 2027년, 완전한 영업 정상화 시점을 2028년으로 가정한다. 이 경우 방산 본업 성장과 적자 축소 효과가 동시에 반영되며 한화시스템의 연결 영업이익 규모는 구조적으로 높아질 수 있다. 중장기적으로 필리조선소는 단순한 상선 조선소가 아니라 미국 조선업 재건 정책에 대응할 수 있는 현지 생산거점이 될 전망이다. 한화오션의 조선 역량과 한화시스템의 전장전자 역량을 결합해 미 해군 사업 진입 가능성은 점진적으로 높아질 전망이다.

도표 79. 한화시스템 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2025				2026F				2H26 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QF	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>6,901</b>	<b>7,682</b>	<b>8,077</b>	<b>13,981</b>	<b>8,071</b>	<b>8,521</b>	<b>9,480</b>	<b>17,911</b>	<b>24.2</b>	<b>65.1</b>
방산	4,303	4,702	4,814	10,569	4,712	5,231	5,824	14,168	30.0	101.1
ICT	1,415	1,471	1,556	2,084	1,723	1,631	1,763	2,255	10.4	19.8
기타	1,183	1,509	1,705	1,328	1,636	1,660	1,893	1,487	11.4	2.5
<b>영업이익</b>	<b>336</b>	<b>325</b>	<b>206</b>	<b>332</b>	<b>343</b>	<b>487</b>	<b>668</b>	<b>990</b>	<b>208.2</b>	<b>99.7</b>
방산	503	525	498	765	690	624	643	832	16.8	12.3
ICT	108	108	120	172	134	172	169	85	(13.0)	(16.9)
기타	(275)	(308)	(412)	(605)	(481)	(308)	(144)	73	적지	적지
<b>세전이익</b>	<b>223</b>	<b>780</b>	<b>970</b>	<b>(1,026)</b>	<b>(1,224)</b>	<b>676</b>	<b>826</b>	<b>2,168</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>
<b>순이익</b>	<b>279</b>	<b>409</b>	<b>1,517</b>	<b>118</b>	<b>(550)</b>	<b>360</b>	<b>439</b>	<b>1,154</b>	<b>(2.6)</b>	<b>흑전</b>
영업이익률(%)	4.9	4.2	2.6	2.4	4.2	5.7	7.0	5.5	-	-
세전이익률(%)	3.2	10.1	12.0	(7.3)	(15.2)	7.9	8.7	12.1	-	-
순이익률(%)	4.0	5.3	18.8	0.8	(6.8)	4.2	4.6	6.4	-	-

자료: 한화시스템, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,803.7	3,664.2	4,398.3	5,159.0	6,143.3
매출원가	2,387.9	3,272.4	3,835.0	4,307.1	5,038.5
매출총이익	415.8	391.8	563.3	851.9	1,104.8
판매비	196.4	271.8	314.5	369.4	436.9
영업이익	219.3	119.9	248.8	482.5	668.0
금융손익	8.7	6.9	13.7	9.8	10.1
종속/관계기업손익	(12.6)	(5.3)	(12.5)	(10.1)	(9.3)
기타영업외손익	366.0	(6.5)	1.2	120.3	38.3
세전이익	581.4	115.0	251.3	602.4	707.1
법인세	104.3	(85.7)	61.4	144.6	169.7
계속사업이익	477.2	200.7	189.9	457.8	537.4
중단사업이익	(31.8)	8.4	(6.7)	0.0	0.0
당기순이익	445.4	209.1	183.2	457.8	537.4
비배주주지분 손익	(8.9)	(33.1)	42.9	137.4	161.2
지배주주순이익	454.3	242.2	140.3	320.5	376.2
지배주주지분포괄이익	419.7	2,398.5	575.9	638.3	749.3
NOPAT	180.0	209.3	188.0	366.7	507.7
EBITDA	333.5	300.4	423.0	659.3	847.3
성장성(%)					
매출액증가율	14.32	30.69	20.03	17.30	19.08
NOPAT증가율	68.70	16.28	(10.18)	95.05	38.45
EBITDA증가율	36.40	(9.93)	40.81	55.86	28.52
영업이익증가율	78.87	(45.33)	107.51	93.93	38.45
(지배주주)순이익증가율	30.10	(46.69)	(42.07)	128.44	17.38
EPS증가율	30.07	(46.69)	(42.12)	128.57	17.39
수익성(%)					
매출총이익률	14.83	10.69	12.81	16.51	17.98
EBITDA이익률	11.89	8.20	9.62	12.78	13.79
영업이익률	7.82	3.27	5.66	9.35	10.87
계속사업이익률	17.02	5.48	4.32	8.87	8.75

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,405	1,282	742	1,696	1,991
BPS	13,361	25,849	27,383	28,733	30,032
CFPS	2,041	1,871	3,229	4,331	4,853
EBITDAPS	1,765	1,590	2,239	3,490	4,485
SPS	14,841	19,395	23,281	27,308	32,518
DPS	350	500	350	700	1,000
주가지표(배)					
PER	9.40	42.43	131.27	57.43	48.92
PBR	1.69	2.10	3.56	3.39	3.24
PCFR	11.07	29.08	30.16	22.49	20.07
EV/EBITDA	13.16	38.47	51.72	32.94	25.42
PSR	1.52	2.80	4.18	3.57	3.00
재무비율(%)					
ROE	19.62	6.60	2.81	6.09	6.82
ROA	8.83	3.00	1.25	2.47	2.50
ROIC	22.52	19.87	15.71	29.50	40.16
부채비율	136.60	106.50	126.36	142.46	166.03
순부채비율	6.20	22.55	18.55	12.10	5.69
이자보상배율(배)	9.82	3.15	3.31	6.25	8.63

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,286.1	2,928.5	4,212.4	5,757.2	7,822.4
금융자산	321.0	488.2	1,005.0	1,310.4	1,666.4
현금성자산	199.8	325.5	796.6	1,039.7	1,306.8
매출채권	308.7	449.5	575.9	805.5	1,150.6
재고자산	610.1	810.7	1,119.7	1,678.1	2,397.1
기타유동자산	1,046.3	1,180.1	1,511.8	1,963.2	2,608.3
비유동자산	3,524.2	7,398.7	7,833.8	8,097.0	8,460.5
투자자산	1,902.9	5,638.6	5,952.5	6,192.5	6,535.3
금융자산	1,878.4	5,090.2	5,249.8	5,280.0	5,323.0
유형자산	635.9	822.7	973.7	1,034.3	1,085.3
무형자산	733.9	709.8	675.7	638.3	608.0
기타비유동자산	251.5	227.6	231.9	231.9	231.9
자산총계	5,810.4	10,327.3	12,046.2	13,854.2	16,283.0
유동부채	2,677.1	3,334.9	4,284.0	5,393.1	6,977.5
금융부채	109.2	425.6	577.9	587.3	600.6
매입채무	154.0	253.2	324.3	421.2	559.5
기타유동부채	2,413.9	2,656.1	3,381.8	4,384.6	5,817.4
비유동부채	677.5	1,991.4	2,440.5	2,747.0	3,184.8
금융부채	364.0	1,190.4	1,414.3	1,414.3	1,414.3
기타비유동부채	313.5	801.0	1,026.2	1,332.7	1,770.5
부채총계	3,354.6	5,326.3	6,724.4	8,140.1	10,162.3
지배주주지분	2,490.1	4,849.2	5,139.1	5,394.2	5,639.4
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,092.0	1,123.0	1,124.2	1,124.2	1,124.2
자본조정	(34.1)	(34.1)	(34.1)	(34.1)	(34.1)
기타포괄이익누계액	(101.7)	2,107.1	2,349.0	2,349.0	2,349.0
이익잉여금	589.3	708.7	755.5	1,010.5	1,255.8
비지배주주지분	(34.3)	151.8	182.6	319.9	481.2
자본총계	2,455.8	5,001.0	5,321.7	5,714.1	6,120.6
순금융부채	152.2	1,127.8	987.2	691.2	348.5

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	132.6	78.7	693.2	934.2	1,223.2
당기순이익	445.4	209.1	183.2	457.8	537.4
조정	(95.2)	80.3	300.8	176.8	179.3
감가상각비	114.1	180.5	174.1	176.8	179.3
외환거래손익	(22.1)	2.1	(10.5)	0.0	0.0
지분법손익	(325.2)	(21.4)	6.9	0.0	0.0
기타	138.0	(80.9)	130.3	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(217.6)	(210.7)	209.2	299.6	506.5
투자활동 현금흐름	(442.0)	(1,170.4)	(493.7)	(502.3)	(631.8)
투자자산감소(증가)	(420.7)	(3,577.2)	(306.8)	(240.0)	(342.8)
자본증가(감소)	(239.8)	(298.9)	(275.7)	(200.0)	(200.0)
기타	218.5	2,705.7	88.8	(62.3)	(89.0)
재무활동 현금흐름	82.4	1,108.2	360.0	(56.1)	(117.6)
금융부채증가(감소)	142.8	1,142.7	376.3	9.3	13.3
자본증가(감소)	(8.1)	31.0	1.2	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	(0.1)	76.0	0.0	0.0
배당지급	(52.4)	(65.4)	(93.5)	(65.4)	(130.9)
현금의 증감	(227.0)	16.5	454.0	243.1	267.1
Unlevered CFO	385.5	353.4	610.0	818.2	916.8
Free Cash Flow	(107.2)	(220.2)	417.4	734.2	1,023.2

2026년 6월 4일 | 기업분석\_Update

## BUY (유지)

목표주가(12M) 283,000원(유지)  
현재주가(6.2) 203,000원

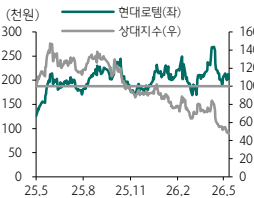
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	8,801.49
52주 최고/최저(원)	269,000/152,000
시가총액(십억원)	22,155.9
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	109,142.3
60일 평균 거래량(천주)	849.4
60일 평균 거래대금(십억원)	182.6
외국인지분율(%)	36.51
주요주주 지분율(%)	
현대자동차 외 2인	33.77
국민연금공단	8.08

### Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	6,919.3	8,152.2
영업이익(십억원)	1,159.4	1,570.5
순이익(십억원)	927.4	1,243.0
EPS(원)	8,482	11,369
BPS(원)	36,076	47,017

### Stock Price



### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	4,376.6	5,839.0	6,854.8	7,427.7
영업이익	456.6	1,005.6	1,180.5	1,293.2
세전이익	509.6	1,004.3	1,330.1	1,375.0
순이익	406.9	769.9	1,009.3	1,047.4
EPS	3,728	7,055	9,248	9,597
증감률	152.75	89.24	31.08	3.77
PER	13.33	26.63	21.95	21.15
PBR	2.65	6.66	5.50	4.42
EV/EBITDA	9.87	18.14	16.80	14.82
ROE	21.85	30.05	28.40	23.18
BPS	18,737	28,211	36,902	45,899
DPS	200	600	600	780



Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

# 현대로템 (064350)

## 오히려 종전이 기대되는 이유가 많아진다

### 목표주가 283,000원, 투자의견 매수 유지

현대로템 목표주가 283,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 하반기에는 폴란드형 K2 전차 수익성이 개선되며 마진에 대한 우려들이 해소될 전망이다. 이를 감안하여 하반기 영업이익 성장률은 전년 대비 22.5% 증가할 것으로 추정한다. 상반기 영업이익 증가율 11.3% 대비 이익 증가 속도가 개선될 것으로 예상한다. 한편 2025년 하반기 이후 주가는 박스권에서 머무르고 있는 상황이다. 하단에서는 상대적으로 저렴한 밸류에이션 매력에 매수세를 자극하고 상단에서는 2027년, 2028년 영업실적의 기울기를 좌우할 수 있는 이라크 수주 확보 시점에 대한 이슈가 매도세를 불러오고 있는 것으로 보인다. 이라크의 K2 전차 도입 의지는 여전히 높은 것으로 파악되나 최근 예산과 관련된 이슈가 붉어지는 모습이다. 다만 이라크는 국가 재정의 상당 부분을 원유 수출로 충족하는 만큼 미국/이스라엘-이란 간의 종전 협상이 긍정적으로 전개된다면 관련 우려는 줄어들 여지가 있다. 이를 고려하여 종전 수혜주가 될 수 있다는 관점을 유지한다. 2026년 1분기 기준 디펜스솔루션 수주잔고는 10.1조원으로 약 3.2년치 매출에 해당하는 일감을 확보하고 있다. 현재 주가 기준 2026년, 2027년 PER은 각각 22.0배, 21.2배이다.

### 하반기 매출액 3.7조원(YoY +14.2%), 영업이익 0.7조원(YoY +22.5%) 전망

하반기 매출액은 3.7조원으로 전년 대비 14.2% 증가할 것으로 예상된다. 레일솔루션과 에코플랜트 부문의 매출액은 각각 1.3조원, 0.3조원으로 전년 대비 9.6% 증가, 3.3% 감소할 것으로 추정한다. 레일솔루션 부문은 18.9조원 규모의 수주잔고를 기반으로 안정적인 성장세가 기대된다. 과거 레일솔루션 부문의 수주잔고 규모는 2019년~2022년 6~7조원 구간에서 2023년 11조원, 2024년 14조원, 2025년 18조원대로 대폭 확대됐다. 국내보다 해외 수주 계약 체결의 기여도가 컸다. 2023년~2024년 확보한 수주잔고의 매출인식이 점진적으로 늘어날 전망이다. 상대적으로 마진이 좋기 때문에 이익 기여도도 확대될 것으로 예상된다. 핵심 사업부인 디펜스솔루션 부문의 매출액은 2.2조원으로 전년 대비 20.0% 성장할 것으로 추정한다. 지역별로 보면 내수와 수출 매출액은 각각 0.6조원, 1.6조원으로 전년 대비 30.9%, 16.3% 성장할 전망이다. 내수는 하반기 차륜형 지휘소용차량 2차 양산 등 다수 사업들의 계약 종료를 앞두고 있지만 수주 공시된 사업들의 기여도가 점진적으로 높아지며 통상적인 상저하고의 흐름이 이어질 전망이다. 수출은 폴란드형 K2 EC2 사업의 매출 성장이 주도할 것으로 추정한다. 영업이익은 6,681억원, 영업이익률은 18.0%로 각각 전년 대비 22.5% 증가, 1.2%p 개선될 전망이다. 폴란드형 EC2 사업이 초기 국면을 지나가며 상반기보다 수익성이 개선될 수 있다는 점이 핵심 포인트다. 레일솔루션 부문은 고마진 해외 매출비중의 확대 영향으로 믹스개선세가 지속되며 상반기보다 수익성이 개선될 것으로 가정했다.

도표 80. 현대로템 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2025				2026F				2H26 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	1,176	1,418	1,620	1,626	1,457	1,691	1,756	1,950	14.2	17.7
디펜스솔루션	658	761	936	860	804	1,004	1,016	1,139	20.0	19.2
레이솔루션	403	527	541	619	543	539	607	664	9.6	17.5
에코플랜트	116	129	143	147	110	148	133	147	(3.3)	8.4
영업이익	203	258	278	267	224	288	314	355	22.5	30.4
세전이익	203	251	263	272	276	316	343	396	34.1	24.8
순이익	158	191	198	208	201	243	264	301	34.1	27.0
영업이익률(%)	17.2	18.2	17.1	16.4	15.4	17.0	17.9	18.2	-	-
세전이익률(%)	17.2	17.7	16.2	16.7	18.9	18.7	19.5	20.3	-	-
순이익률(%)	13.5	13.4	12.3	12.8	13.8	14.4	15.0	15.4	-	-

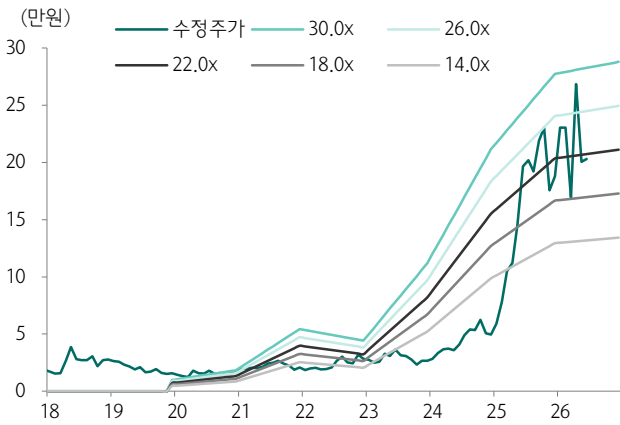
자료: 현대로템, 하나증권

도표 81. 현대로템 디펜스솔루션 부문 국내외 수주잔고 납기일정

구분	2026년				2027년				2028년				2029년				수주 일자	납기	수주 총액	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
1) 수출																				
폴란드 K2 1차								종료										2022.08	2027.12	4.5조원
튀르키예 알타이								종료										2023.02	2027.12	0.2조원
폴란드 K2 2차																		2025.08	2033.12	9.0조원
2) 국내																				
K2 창정비 개발					종료													2021.11	2027.02	0.1조원
차륜형 대공포 2차				종료														2023.02	2026.12	0.2조원
차륜형 지휘소 2차			종료															2023.06	2026.11	0.7조원
K1 계열 외주정비				종료														2023.06	2026.12	0.2조원
차륜형 장갑차 4차				종료														2023.11	2026.11	0.2조원
K1 계열 전차 PBL											종료							2023.11	2028.09	0.1조원
K1 전차 외주정비				종료														2024.06	2026.11	0.2조원
K1A2 외주정비							종료											2024.07	2027.12	0.2조원
K2 차체포탑 PBL															종료			2024.12	2029.09	0.1조원
방위사업청 비닉													종료				2024.12	2029.03	-	
장애물개척전차2차																	종료	2025.12	2029.12	0.3조원

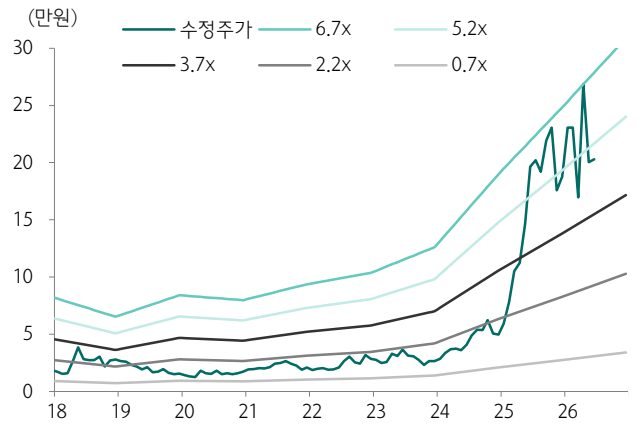
자료: 현대로템, 하나증권

도표 82. 현대로템 12M Fwd PER



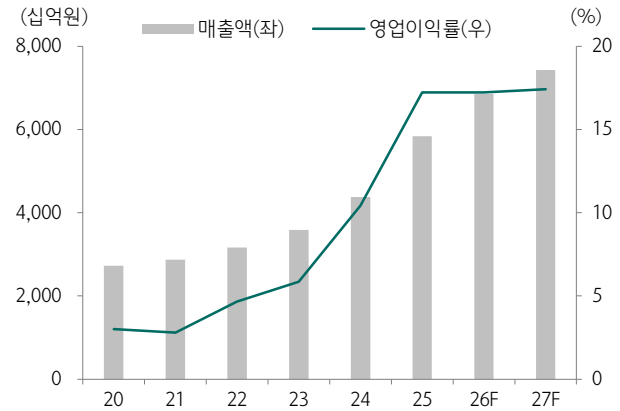
자료: 현대로템, 하나증권

도표 83. 현대로템 12M Fwd PBR



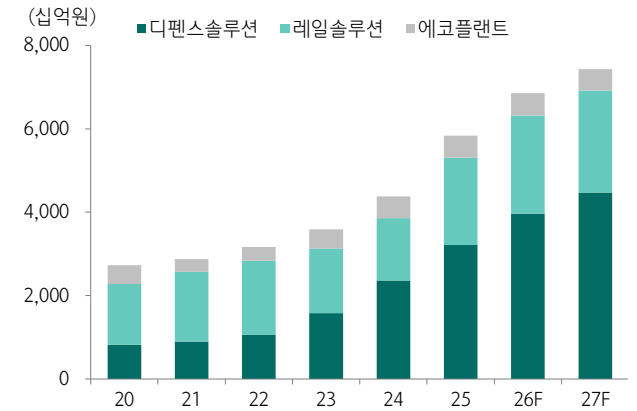
자료: 현대로템, 하나증권

도표 84. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: 현대로템, 하나증권

도표 85. 연간 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 현대로템, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	<b>4,376.6</b>	<b>5,839.0</b>	<b>6,854.8</b>	<b>7,427.7</b>	<b>9,031.5</b>
매출원가	3,547.6	4,447.0	5,181.0	5,582.7	6,634.1
매출총이익	829.0	1,392.0	1,673.8	1,845.0	2,397.4
판매비	372.5	386.4	493.2	551.9	636.0
<b>영업이익</b>	<b>456.6</b>	<b>1,005.6</b>	<b>1,180.5</b>	<b>1,293.2</b>	<b>1,761.4</b>
금융손익	23.3	37.1	207.1	90.7	62.7
종속/관계기업손익	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타영업외손익	29.8	(38.4)	(57.5)	(8.9)	(10.8)
<b>세전이익</b>	<b>509.6</b>	<b>1,004.3</b>	<b>1,330.1</b>	<b>1,375.0</b>	<b>1,813.4</b>
법인세	104.3	233.8	326.0	330.0	435.2
계속사업이익	405.3	770.5	1,004.1	1,045.0	1,378.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>405.3</b>	<b>770.5</b>	<b>1,004.1</b>	<b>1,045.0</b>	<b>1,378.2</b>
비배주주지분 손이익	(1.6)	0.5	(5.2)	(2.4)	(4.2)
<b>지배주주순이익</b>	<b>406.9</b>	<b>769.9</b>	<b>1,009.3</b>	<b>1,047.4</b>	<b>1,382.4</b>
지배주주지분포괄이익	376.0	1,076.6	1,005.3	1,042.1	1,374.4
NOPAT	363.1	771.5	891.2	982.8	1,338.7
EBITDA	503.6	1,065.2	1,247.6	1,368.1	1,836.5
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	22.00	33.41	17.40	8.36	21.59
NOPAT증가율	99.40	112.48	15.52	10.28	36.21
EBITDA증가율	101.44	111.52	17.12	9.66	34.24
영업이익증가율	117.43	120.24	17.39	9.55	36.20
(지배주주)순이익증가율	152.73	89.21	31.09	3.77	31.98
EPS증가율	152.75	89.24	31.08	3.77	31.98
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	18.94	23.84	24.42	24.84	26.54
EBITDA이익률	11.51	18.24	18.20	18.42	20.33
영업이익률	10.43	17.22	17.22	17.41	19.50
계속사업이익률	9.26	13.20	14.65	14.07	15.26

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,728	7,055	9,248	9,597	12,666
BPS	18,737	28,211	36,902	45,899	57,785
CFPS	6,298	10,442	12,631	12,229	15,861
EBITDAPS	4,614	9,760	11,431	12,535	16,827
SPS	40,100	53,499	62,806	68,056	82,750
DPS	200	600	600	780	1,020
<b>주기지표(배)</b>					
PER	13.33	26.63	21.95	21.15	16.03
PBR	2.65	6.66	5.50	4.42	3.51
PCFR	7.89	17.99	16.07	16.60	12.80
EV/EBITDA	9.87	18.14	16.80	14.82	10.62
PSR	1.24	3.51	3.23	2.98	2.45
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	21.85	30.05	28.40	23.18	24.43
ROA	7.73	10.54	9.73	8.44	9.94
ROIC	25.21	135.45	(251.57)	(190.02)	(265.16)
부채비율	163.07	206.39	186.96	169.90	130.50
순부채비율	(20.88)	(37.64)	(37.22)	(43.69)	(46.70)
이자보상비율(배)	27.47	127.73	264.00	288.05	387.01

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>3,686.3</b>	<b>7,163.0</b>	<b>9,065.3</b>	<b>10,769.9</b>	<b>11,820.9</b>
금융자산	770.5	1,277.0	1,616.1	2,302.8	3,055.9
현금성자산	472.3	908.4	1,174.0	1,800.3	2,569.9
매출채권	909.4	3,391.9	4,407.4	5,009.8	5,346.6
재고자산	315.6	503.0	653.5	742.9	792.8
기타유동자산	1,690.8	1,991.1	2,388.3	2,714.4	2,625.6
<b>비유동자산</b>	<b>1,599.1</b>	<b>2,155.0</b>	<b>2,366.8</b>	<b>2,626.5</b>	<b>2,600.1</b>
투자자산	55.2	76.8	72.8	87.3	86.1
금융자산	53.9	75.6	71.4	85.7	84.5
유형자산	1,292.0	1,819.9	2,035.1	2,235.3	2,233.5
무형자산	<b>104.1</b>	<b>111.0</b>	<b>121.6</b>	<b>136.5</b>	<b>113.2</b>
기타비유동자산	<b>147.8</b>	<b>147.3</b>	<b>137.3</b>	<b>167.4</b>	<b>167.3</b>
<b>자산총계</b>	<b>5,285.4</b>	<b>9,318.0</b>	<b>11,432.1</b>	<b>13,396.4</b>	<b>14,421.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,019.9</b>	<b>5,776.4</b>	<b>6,863.3</b>	<b>7,778.6</b>	<b>7,529.1</b>
금융부채	328.6	56.0	56.7	57.8	57.5
매입채무	432.0	689.3	826.8	939.8	909.0
기타유동부채	2,259.3	5,031.1	5,979.8	6,781.0	6,562.6
<b>비유동부채</b>	<b>256.5</b>	<b>500.4</b>	<b>584.9</b>	<b>654.5</b>	<b>635.5</b>
금융부채	<b>22.4</b>	<b>76.5</b>	<b>76.4</b>	<b>76.4</b>	<b>76.4</b>
기타비유동부채	234.1	423.9	508.5	578.1	559.1
<b>부채총계</b>	<b>3,276.3</b>	<b>6,276.8</b>	<b>7,448.2</b>	<b>8,433.0</b>	<b>8,164.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2,045.0</b>	<b>3,079.0</b>	<b>4,027.6</b>	<b>5,009.5</b>	<b>6,306.7</b>
자본금	<b>545.7</b>	<b>545.7</b>	<b>545.7</b>	<b>545.7</b>	<b>545.7</b>
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	290.8	579.2	584.0	584.0	584.0
이익잉여금	688.6	1,434.2	2,378.0	3,360.0	4,657.2
<b>비지배주주지분</b>	<b>(35.9)</b>	<b>(37.8)</b>	<b>(43.8)</b>	<b>(46.1)</b>	<b>(50.3)</b>
<b>자본총계</b>	<b>2,009.1</b>	<b>3,041.2</b>	<b>3,983.8</b>	<b>4,963.4</b>	<b>6,256.4</b>
순금융부채	(419.4)	(1,144.6)	(1,483.0)	(2,168.5)	(2,922.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>142.5</b>	<b>904.3</b>	<b>4,410.8</b>	<b>1,575.0</b>	<b>1,255.0</b>
당기순이익	405.3	770.5	1,004.1	1,045.0	1,378.2
조정	278.3	254.2	142.3	74.9	75.1
감가상각비	47.0	59.6	67.0	74.9	75.2
외환거래손익	9.3	(26.0)	(10.4)	0.0	0.0
지분법손익	0.1	0.1	(0.0)	0.0	0.0
기타	221.9	220.5	85.7	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채변동	(541.1)	(120.4)	3,264.4	455.1	(198.3)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>232.6</b>	<b>(231.8)</b>	<b>(382.2)</b>	<b>(394.9)</b>	<b>(32.3)</b>
투자자산감소(증가)	(33.5)	(21.6)	4.0	(14.5)	1.2
자본증가(감소)	(81.0)	(129.0)	(260.5)	(250.0)	(50.0)
기타	347.1	(81.2)	(125.7)	(130.4)	16.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(254.8)</b>	<b>(237.1)</b>	<b>(4.3)</b>	<b>(64.4)</b>	<b>(85.4)</b>
금융부채증가(감소)	(243.8)	(218.7)	0.7	1.1	(0.3)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.1)	3.4	60.5	0.0	(0.0)
배당지급	(10.9)	(21.8)	(65.5)	(65.5)	(85.1)
<b>현금의 증감</b>	<b>120.3</b>	<b>436.2</b>	<b>259.7</b>	<b>626.3</b>	<b>769.7</b>
Unlevered CFO	687.4	1,139.6	1,378.5	1,334.7	1,731.1
Free Cash Flow	61.5	775.1	4,150.2	1,325.0	1,205.0

2026년 6월 4일 | 기업분석\_Update

## BUY (유지)

목표주가(12M) 1,110,000원(유지)  
현재주가(6.2) 726,000원

### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	8,801.49
52주 최고/최저(원)	1,020,000/364,500
시가총액(십억원)	15,972.0
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	22,000.0
60일 평균 거래량(천주)	414.0
60일 평균 거래대금(십억원)	346.3
외국인지분율(%)	24.03
주요주주 지분율(%)	
엘이이지 외 8 인	38.21
국민연금공단	10.06

### Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	5,134.2	6,093.0
영업이익(십억원)	451.1	616.5
순이익(십억원)	351.5	491.9
EPS(원)	16,554	22,992
BPS(원)	78,945	98,569

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,276.3	4,306.9	5,001.1	5,824.7
영업이익	223.4	319.4	430.2	621.9
세전이익	203.2	278.4	421.0	617.7
순이익	219.4	253.4	354.7	535.2
EPS	9,974	11,516	16,123	24,329
증감률	25.41	15.46	40.01	50.90
PER	22.11	36.56	45.03	29.84
PBR	3.99	6.46	9.24	7.34
EV/EBITDA	15.63	23.00	35.94	26.91
ROE	19.40	19.20	22.49	27.48
BPS	55,211	65,186	78,542	98,901
DPS	2,400	2,950	3,998	6,093



Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

# LIG디펜스앤에어로스페이스 (079550)

방공, 유도무기, 해양, 무인체계, 전자전, 우주 다 있다

## 목표주가 1,110,000원, 투자 의견 매수 유지

LIG디펜스앤에어로스페이스 목표주가 1,110,000원과 투자 의견 매수를 유지한다. 1분기 국내 방산업종에서 유일하게 어닝 서프라이즈를 달성하며 가장 높은 영업이익 성장률(YoY +50.6%)을 증명했다. 하반기에도 영업이익은 전년대비 성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 다만 개발 사업 수주 증가에 따른 손실충당금 인식, 개발비 증가 등의 영향으로 연중 1분기 영업이익이 가장 높을 것으로 추정한다. 통상적인 상고하저 계절성을 고려하면 전분기대비 영업이익의 증감률보다 전년대비 성장률의 관점에서 접근하는 것이 적절하다고 판단한다. 한편 글로벌 방공미사일 공급부족은 상당 기간 지속될 전망이다. 최근 사례들을 고려하면 미국의 Patriot는 요격미사일 뿐만 아니라 체계 전반에서 공급 병목이 발생하고 있는 것으로 추정된다. 천공-II는 상대적으로 빠른 납기와 실전 검증을 바탕으로 추가 수출 가능성이 높다는 판단이다. 중장기 투자포인트는 천공-II에만 국한되지 않는다. 동사 수주잔고에는 방공, 유도무기뿐만 아니라 해양, 무인체계, 전자전, 우주 관련 개발 과제가 다수 포함되어 있다. 개발 사업은 단기적으로 비용 부담과 수익성 변동성을 유발할 수 있으나 향후 양산 매출과 수출 품목 다변화로 연결될 수 있는 선형 수주라는 점에서 긍정적이다. 결국 중장기 실적 성장의 방향성은 기존 천공-II 중심의 수출 성장에서 장거리 방공체계, 해양 전투체계, 무인체계, 전자전, 우주 영역으로 확장될 가능성이 높다. 2026년 1분기 기준 수주잔고는 26.2조원으로 약 6.1년치 매출에 해당하는 일감을 확보하고 있다. 현재 주가 기준 2026년, 2027년 PER은 각각 45.0배, 29.8배이다.

## 하반기 매출액 2.7조원(YoY +9.6%), 영업이익 1,629억원(YoY +27.0%) 전망

하반기 매출액은 2.7조원으로 전년대비 9.6% 성장할 전망이다. 지역별로 보면 내수와 수출은 각각 1.9조원, 0.8조원으로 전년대비 1.2%, 40.0% 성장할 것으로 추정한다. 고마진 수출 위주의 성장이 지속되는 흐름이다. 하반기 수출 매출 비중은 27.8%로 예상된다. 전년 동기 대비로는 6.0%p 개선되며 상반기 대비로는 2.4%p 감소하는 수치이다. 다만 1분기 수출 매출에서 2천억원 규모 알려지지 않은 비닉 수주 매출의 성장세가 하반기에도 이어진다면 실적 추정치는 상향 조정될 수 있다. 하반기 수출 매출을 주도하는 사업은 UAE형 천공-II 매출과 알려지지 않은 비닉 수주매출로 추정한다. 영업이익과 영업이익률은 각각 1,629억원, 6.1%로 전년대비 27.0% 증가, 0.8%p 개선될 전망이다. 개발비와 고스트로보틱스의 영업 손실 규모, 개발사업 손실충당금 규모가 예상보다 줄어든다면 추정치는 상향 조정될 여지가 있다. 이외에도 1분기 비닉 수주 수출 매출의 성장세가 지속된다면 영업이익 상고하저의 기을기는 완만해질 가능성이 있다.

도표 86. LIG디펜스앤에어로스페이스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2025				2026F				2H26 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	908	945	1,049	1,405	1,168	1,143	1,151	1,540	9.6	16.4
내수	747	785	883	1,036	790	822	792	1,150	1.2	20.5
수출	161	160	166	368	378	321	358	389	40.0	7.0
영업이익	114	78	90	39	171	96	91	72	27.0	(39.1)
세전이익	103	123	69	(16)	177	109	94	42	156.5	(52.6)
순이익	84	105	59	5	140	87	75	53	99.6	(43.8)
영업이익률(%)	12.5	8.2	8.5	2.8	14.7	8.4	7.9	4.7	-	-
세전이익률(%)	11.3	13.0	6.6	(1.1)	15.1	9.5	8.2	2.7	-	-
순이익률(%)	9.3	11.1	5.7	0.3	12.0	7.6	6.5	3.4	-	-

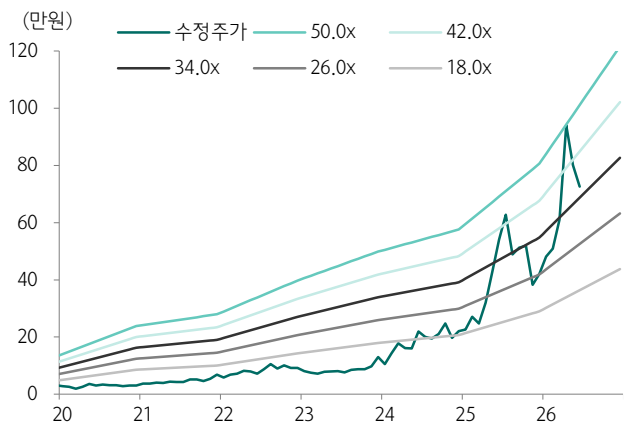
자료: LIG디펜스앤에어로스페이스, 하나증권

도표 87. LIG디펜스앤에어로스페이스 국내외 수주잔고 납기일정

구분	2026년				2027년				2028년				2029년				수주 일자	납기	수주 총액
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
1) 수출																			
UAE 천궁-II																		2022.01	
사우디 천궁-II																		2024.02	
이라크 천궁-II																		2024.09	
기타																	-	-	
알 수 없음																		4.2조원(잔고)	
2) 국내 연구개발																			
KDDX 소나 체계																	종료	2020.12	
KDDX 소나 송수신																	종료	2020.12	
백두체계 2차				종료														2022.04	
경어뢰-II																	종료	2022.08	
합정용전자전-II																	종료	2022.12	
창거리공대지 시제									종료									2022.12	
초소형위성 군지상																		2023.05	
130mm 유도-II								종료										2023.06	
해군음향정보-II																	종료	2023.10	
KPS 검증 시스템																	종료	2023.10	
함대공유도탄-II																		2024.03	
정찰용무인수상정																	종료	2024.12	
정지궤도 위성																		2025.04	
장사정포요격체계																	종료	2025.04	
LSAM-II 체계 시제																	종료	2025.05	
기뢰탐색음탐기																		2025.09	
정지궤도 탑재체																		2025.10	
MSAM Block-III 종합																		2025.12	
MSAM Block-III 통제소																		2025.12	
전자전기 Block-I																		2025.12	
단거리공대공-II																		2025.12	
장보고-II 성능개량																		2025.12	
3) 국내 양산																			
소나체계								종료										2019.12	
해상감시레이저-II									종료									2021.05	
군위성통신체계2				종료														2021.09	
CIWS 외 15항목																		2021.11	
소나체계																	종료	2021.12	
원거리 음향센서				종료														2021.12	
국지방공 후속양산					종료													2021.12	
성능개량 위성통신장비				종료														2021.12	
대함유도탄방어2차																	종료	2022.12	
중어뢰-II 2차																	종료	2022.12	
유도탄 2차 외				종료														2023.06	
함대함 5차																	종료	2023.06	
130mm 유도 3차																	종료	2023.11	
천궁-II 유도탄 2차																	종료	2023.12	
MUAV 지상통제기								종료										2023.12	
무전기세트 외				종료														2023.12	
2023년 TMMR																	종료	2023.12	
TMMR 2차				종료														2023.12	
공지통신무전기 성능																	종료	2023.12	
정상어 검사장비 PBL																	종료	2024.06	
2024년 현공																		2024.06	
KF-21 전자전																	종료	2024.10	
KF-21 항전								종료										2024.10	
2024년 현공 4차																	종료	2024.12	
2025년 신공 외																		2025.06	
대포병탐지-II PBL																	종료	2025.06	
천궁-II 유도탄 훈련용																		2025.09	
LSAM 양산 외																		2025.11	
LAH 공대지 2차																	종료	2025.12	

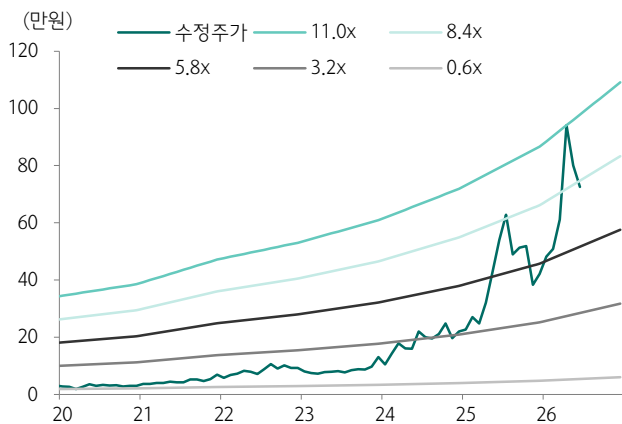
자료: LIG디펜스앤에어로스페이스, 하나증권

도표 88. LIG디펜스앤에어로스페이스 12M Fwd PER



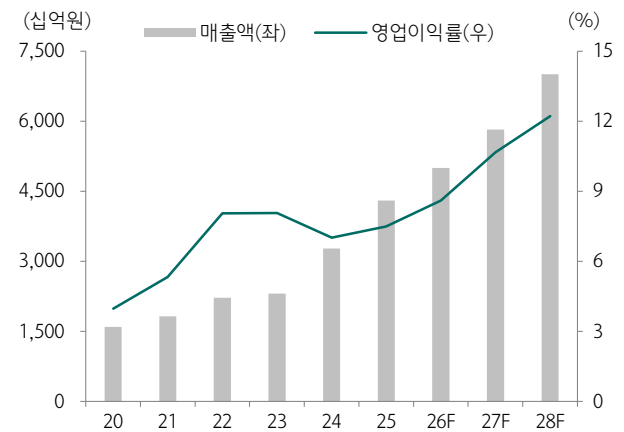
자료: LIG디펜스앤에어로스페이스, 하나증권

도표 89. LIG디펜스앤에어로스페이스 12M Fwd PBR



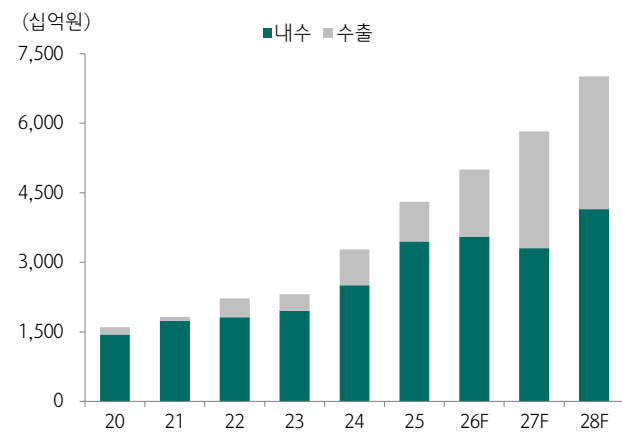
자료: LIG디펜스앤에어로스페이스, 하나증권

도표 90. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: LIG디펜스앤에어로스페이스, 하나증권

도표 91. 연간 지역별 매출액 추이 및 전망



자료: LIG디펜스앤에어로스페이스, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	<b>3,276.3</b>	<b>4,306.9</b>	<b>5,001.1</b>	<b>5,824.7</b>	<b>7,006.3</b>
매출원가	2,823.7	3,644.2	4,152.4	4,693.5	5,547.6
매출총이익	452.6	662.7	848.7	1,131.2	1,458.7
판매비	229.2	343.3	418.4	509.3	602.5
<b>영업이익</b>	<b>223.4</b>	<b>319.4</b>	<b>430.2</b>	<b>621.9</b>	<b>856.2</b>
금융손익	(56.7)	38.9	(4.5)	6.0	7.9
종속/관계기업손익	0.1	0.9	1.5	1.4	1.4
기타영업외손익	36.5	(80.8)	(6.3)	(11.6)	(15.5)
<b>세전이익</b>	<b>203.2</b>	<b>278.4</b>	<b>421.0</b>	<b>617.7</b>	<b>850.0</b>
법인세	(9.5)	41.0	81.7	109.5	118.8
계속사업이익	212.8	237.5	339.2	508.2	731.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>212.8</b>	<b>237.5</b>	<b>339.2</b>	<b>508.2</b>	<b>731.2</b>
비배주주지분 손이익	(6.7)	(15.9)	(15.5)	(27.1)	(38.8)
<b>지배주주순이익</b>	<b>219.4</b>	<b>253.4</b>	<b>354.7</b>	<b>535.2</b>	<b>770.0</b>
지배주주지분포괄이익	199.3	260.5	349.2	512.8	737.9
NOPAT	233.8	272.5	346.7	511.6	736.6
EBITDA	309.1	443.6	588.1	772.6	995.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	41.92	31.46	16.12	16.47	20.29
NOPAT증가율	32.61	16.55	27.23	47.56	43.98
EBITDA증가율	21.12	43.51	32.57	31.37	28.80
영업이익증가율	19.85	42.97	34.69	44.56	37.67
(지배주주)순이익증가율	25.37	15.50	39.98	50.89	43.87
EPS증가율	25.41	15.46	40.01	50.90	43.87
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	13.81	15.39	16.97	19.42	20.82
EBITDA이익률	9.43	10.30	11.76	13.26	14.20
영업이익률	6.82	7.42	8.60	10.68	12.22
계속사업이익률	6.50	5.51	6.78	8.72	10.44

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	9,974	11,516	16,123	24,329	35,002
BPS	55,211	65,186	78,542	98,901	127,853
CFPS	18,010	25,994	26,288	34,924	44,170
EBITDAPS	14,048	20,163	26,734	35,118	45,232
SPS	148,925	195,770	227,321	264,758	318,470
DPS	2,400	2,950	3,998	6,093	8,846
<b>주기지표(배)</b>					
PER	22.11	36.56	45.03	29.84	20.74
PBR	3.99	6.46	9.24	7.34	5.68
PCFR	12.24	16.20	27.62	20.79	16.44
EV/EBITDA	15.63	23.00	35.94	26.91	20.18
PSR	1.48	2.15	3.19	2.74	2.28
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	19.40	19.20	22.49	27.48	30.92
ROA	4.39	3.55	4.04	5.38	6.44
ROIC	23.97	15.14	13.95	19.47	27.77
부채비율	389.91	446.35	438.77	378.03	384.81
순부채비율	(5.94)	60.69	42.61	19.77	(8.68)
이자보상비율(배)	18.67	25.32	10.08	13.74	18.67

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>3,894.6</b>	<b>5,622.2</b>	<b>6,901.2</b>	<b>7,740.5</b>	<b>10,915.9</b>
금융자산	569.0	156.8	909.9	1,240.6	1,969.3
현금성자산	546.9	125.2	875.2	1,203.0	1,917.9
매출채권	364.5	510.6	559.7	607.2	890.8
재고자산	363.5	593.1	650.2	705.3	964.3
기타유동자산	2,597.6	4,361.7	4,781.4	5,187.4	7,091.5
<b>비유동자산</b>	<b>2,297.3</b>	<b>2,442.6</b>	<b>2,580.1</b>	<b>2,683.7</b>	<b>2,555.7</b>
투자자산	80.0	87.4	91.1	93.5	104.4
금융자산	76.6	77.9	80.7	82.1	88.9
유형자산	1,371.4	1,532.9	1,720.7	1,868.0	1,770.0
무형자산	<b>695.9</b>	<b>647.2</b>	<b>628.7</b>	<b>582.7</b>	<b>541.8</b>
기타비유동자산	<b>150.0</b>	<b>175.1</b>	<b>139.6</b>	<b>139.5</b>	<b>139.5</b>
<b>자산총계</b>	<b>6,191.9</b>	<b>8,064.8</b>	<b>9,481.3</b>	<b>10,424.2</b>	<b>13,471.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,616.5</b>	<b>6,215.5</b>	<b>7,007.8</b>	<b>7,524.8</b>	<b>9,950.9</b>
금융부채	275.6	732.9	1,004.6	1,016.7	1,073.1
매입채무	363.8	508.5	557.4	604.8	826.8
기타유동부채	3,977.1	4,974.1	5,445.8	5,903.3	8,051.0
<b>비유동부채</b>	<b>311.5</b>	<b>373.2</b>	<b>713.7</b>	<b>718.7</b>	<b>742.0</b>
금융부채	<b>218.3</b>	<b>319.7</b>	<b>655.1</b>	<b>655.1</b>	<b>655.1</b>
기타비유동부채	93.2	53.5	58.6	63.6	86.9
<b>부채총계</b>	<b>4,928.0</b>	<b>6,588.7</b>	<b>7,721.5</b>	<b>8,243.5</b>	<b>10,692.9</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,209.4</b>	<b>1,430.1</b>	<b>1,723.9</b>	<b>2,171.8</b>	<b>2,808.8</b>
자본금	<b>110.0</b>	<b>110.0</b>	<b>110.0</b>	<b>110.0</b>	<b>110.0</b>
자본잉여금	142.2	153.4	153.4	153.4	153.4
자본조정	(5.3)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
기타포괄이익누계액	57.6	64.8	68.4	68.4	68.4
이익잉여금	904.9	1,105.9	1,396.2	1,844.1	2,481.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>54.5</b>	<b>46.0</b>	<b>35.9</b>	<b>8.8</b>	<b>(30.0)</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,263.9</b>	<b>1,476.1</b>	<b>1,759.8</b>	<b>2,180.6</b>	<b>2,778.8</b>
순금융부채	(75.1)	895.8	749.9	431.2	(241.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>951.9</b>	<b>(584.3)</b>	<b>306.0</b>	<b>660.6</b>	<b>877.9</b>
당기순이익	212.8	237.5	339.2	508.2	731.2
조정	133.7	283.6	164.6	150.7	138.9
감가상각비	85.7	124.1	157.9	150.7	138.9
외환거래손익	(29.7)	(5.5)	(15.7)	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	(0.9)	(0.4)	0.0	0.0
기타	77.8	165.9	22.8	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	605.4	(1,105.4)	(197.8)	1.7	7.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(975.3)</b>	<b>(276.0)</b>	<b>(318.3)</b>	<b>(257.3)</b>	<b>(24.7)</b>
투자자산감소(증가)	34.7	(7.4)	(3.3)	(2.3)	(10.9)
자본증가(감소)	(497.0)	(165.6)	(279.1)	(252.0)	0.0
기타	(513.0)	(103.0)	(35.9)	(3.0)	(13.8)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>152.9</b>	<b>439.1</b>	<b>635.4</b>	<b>(75.3)</b>	<b>(76.7)</b>
금융부채증가(감소)	195.3	558.7	607.1	12.0	56.4
자본증가(감소)	0.1	11.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	(78.6)	92.7	0.0	0.0
배당지급	(42.5)	(52.3)	(64.4)	(87.3)	(133.1)
<b>현금의 증감</b>	<b>129.6</b>	<b>(421.8)</b>	<b>752.8</b>	<b>327.9</b>	<b>714.9</b>
Unlevered CFO	396.2	571.9	578.3	768.3	971.7
Free Cash Flow	455.0	(754.1)	26.9	408.6	877.9

2026년 6월 4일 | 기업분석\_Update

## BUY (유지)

목표주가(12M) 230,000원(유지)  
현재주가(6.2) 147,000원

### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	8,801.49
52주 최고/최저(원)	202,000/83,800
시가총액(십억원)	14,328.8
시가총액비중(%)	0.20
발행주식수(천주)	97,475.1
60일 평균 거래량(천주)	725.0
60일 평균 거래대금(십억원)	128.7
외국인지분율(%)	26.54
주요주주 지분율(%)	
한국수출입은행	26.41
국민연금공단	8.12

### Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	5,705.9	6,754.4
영업이익(십억원)	473.2	672.8
순이익(십억원)	346.0	512.3
EPS(원)	3,544	5,247
BPS(원)	21,841	26,253

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,598.4	3,625.2	5,812.3	6,920.7
영업이익	242.9	268.3	497.3	665.5
세전이익	206.2	212.1	467.6	671.3
순이익	179.6	192.7	402.9	584.0
EPS	1,842	1,977	4,134	5,992
증감율	(22.44)	7.33	109.10	44.94
PER	29.80	57.87	35.56	24.53
PBR	3.06	5.94	6.31	5.23
EV/EBITDA	18.29	35.64	31.17	24.09
ROE	10.63	10.63	19.42	23.31
BPS	17,924	19,264	23,310	28,102
DPS	500	500	1,200	1,500



Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

# 한국항공우주 (047810)

## 하반기 영업이익 “YoY +137%” 성장 전망

### 목표주가 230,000원, 투자의견 매수 유지

한국항공우주 목표주가 230,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 2025년 4분기부터 국내 방산업종 내에서 상대적으로 높은 매출/영업이익 성장률을 기록하고 있다. 이러한 흐름은 하반기에 더욱 가속화될 전망이다. 하반기 영업이익 성장률은 전년 대비 137.0% 증가할 것으로 추정한다. 상반기 성장률 32.6%를 상회하는 수치이다. 하반기 실적 성장의 핵심 포인트는 KF-21 내수 양산이다. 9월부터 인도가 시작될 예정되며 인도대수는 3분기보다 4분기에 더 늘어난다. 2026년 연간 매출에서 KF-21 양산이 차지하는 매출비중은 약 14% 수준이 될 것으로 추정한다. 이외에도 소형무장헬기 양산, 폴란드/말레이시아 FA-50 계열 개발매출 인식, FA-50 상환기 등의 방산 수주사업 매출이 전년 대비 증가할 것으로 예상된다. 수주잔고의 납기일정을 고려하면 2027년, 2028년에도 이익 증가세는 지속될 것으로 전망한다. 한편 최근 주가 흐름은 민영화 관련 이슈에 의해 많은 영향을 받고 있는 모습이다. 만약 최대주주의 민영화 결정이 현실화된다면 2030년대에도 우상향 가능성이 있는 실적 흐름 감안 시 다수 기업들이 관심을 가질 가능성이 있다. 2026년 1분기 기준 수주잔고는 26.6조원으로 약 7.3년치 매출에 해당하는 일감을 확보하고 있다. 2026년, 2027년 PER은 35.6, 24.5배이다.

### 하반기 매출액 3.5조원(YoY +64.5%), 영업이익 3,213억원(YoY +137.0%) 전망

하반기 매출액은 3.5조원으로 전년 대비 64.5% 성장할 전망이다. 모든 사업의 매출 규모가 전년 대비 성장할 것으로 예상된다. 국내사업, 완제기수출, 기체구조물 부문의 매출액은 각각 2.1조원, 0.8조원, 0.6조원으로 전년 대비 99.6%, 47.4%, 6.6% 증가할 것으로 추정한다. 국내사업과 완제기수출 즉, 방산 부문의 매출 증가가 전사 실적 성장을 견인하는 모습이다. 국내사업 부문에서 전년 대비 매출 증분의 상당 부분은 KF-21 양산 매출이 될 것이다. 작년 하반기 KF-21 체계개발 매출이 약 2,500억원 잡힌 반면 올해 하반기에는 체계개발 매출이 빠지고 KF-21 양산매출 약 8,000억원이 인식될 것으로 추정한다. 나머지 매출 증분은 소형무장헬기 양산 사업, FA-50 상환기 등으로 충분히 설명된다. 완제기수출 부문은 폴란드/말레이시아 FA-50 계열 개발매출 성장이 주도한다. 특히 말레이시아 FA-50 계열은 4분기 양산 매출로의 전환이 기대된다. 기체구조물은 약 9.8조원 수준의 대규모 수주잔고를 기반으로 10% 안팎의 꾸준한 성장을 예상된다. 영업이익과 영업이익률은 각각 3,213억원, 9.2%로 전년 대비 137.0% 증가, 2.8%p 개선될 전망이다. 내수 중심의 성장이기 때문에 국내 방산업종에서 상대적으로 수익성은 낮다. 다만 절대적인 영업이익 규모 증가에 주목한다. 2026년 하반기 영업이익 규모는 2025년 연간 영업이익보다 크다.

도표 92. 한국항공우주 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2025				2026F				2H26 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>6,928</b>	<b>8,173</b>	<b>6,781</b>	<b>14,370</b>	<b>10,777</b>	<b>12,552</b>	<b>13,624</b>	<b>21,170</b>	<b>64.5</b>	<b>49.1</b>
국내사업	3,221	3,632	2,693	7,554	5,479	6,044	6,778	13,673	99.6	77.5
완제기수출	1,711	2,273	1,638	3,650	3,071	3,583	3,793	4,003	47.4	17.2
기체구조물	1,996	2,268	2,450	3,166	2,228	2,775	2,802	3,183	6.6	19.6
연결반영	65	110	240	297	150	150	251	312	4.8	87.5
<b>영업이익</b>	<b>494</b>	<b>834</b>	<b>599</b>	<b>756</b>	<b>688</b>	<b>1,072</b>	<b>1,201</b>	<b>2,012</b>	<b>137.0</b>	<b>82.5</b>
<b>세전이익</b>	<b>401</b>	<b>685</b>	<b>464</b>	<b>571</b>	<b>556</b>	<b>1,038</b>	<b>1,203</b>	<b>1,878</b>	<b>197.6</b>	<b>93.3</b>
<b>순이익</b>	<b>325</b>	<b>562</b>	<b>396</b>	<b>645</b>	<b>445</b>	<b>903</b>	<b>1,047</b>	<b>1,634</b>	<b>157.7</b>	<b>98.8</b>
영업이익률(%)	7.1	10.2	8.8	5.3	6.4	8.5	8.8	9.5	-	-
세전이익률(%)	5.8	8.4	6.8	4.0	5.2	8.3	8.8	8.9	-	-
순이익률(%)	4.7	6.9	5.8	4.5	4.1	7.2	7.7	7.7	-	-

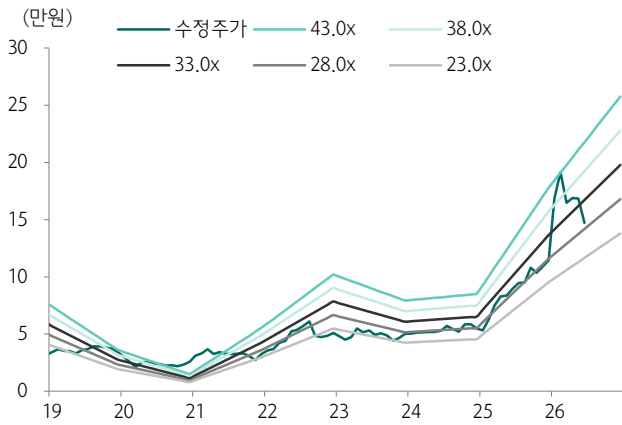
자료: 한국항공우주, 하나증권

도표 93. 한국항공우주 방산 국내외 주요 수주잔고 납기일정

구분	2026년				2027년				2028년				2029년				수주 일자	납기	수주 총액	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
<b>1) 수출</b>																				
인도네시아 T50i		종료															2022.08	2026.06	0.3조원	
폴란드 FA-50 계열														종료			2022.11	2029.03	4.2조원	
말레이 FA-50 계열															종료		2023.03	2029.08	1.2조원	
이라크 수리온																	2025.06	2030.06	0.1조원	
필리핀 FA-50 계열																	2025.06	2030.06	1.0조원	
필리핀 FA-50 성능															종료		2025.12	2029.05	0.1조원	
필리핀 FA-50 PBL															종료		2026.02	2029.02	0.1조원	
<b>2) 국내 양산</b>																				
LAH 2차															종료		2023.12	2028.12	1.3조원	
KF-21 최초							종료										2024.06	2027.08	2.0조원	
KF-21 최초 잔여															종료		2025.06	2028.12	2.4조원	
중형급 신규헬기															종료		2025.09	2028.12	0.1조원	
<b>3) 국내 개발</b>																				
425사업 SAR위성체		종료															2018.12	2026.04	0.5조원	
백두체계 2차				종료													2021.12	2026.12	0.7조원	
상륙공격헬기				종료													2022.10	2026.12	0.4조원	
소해헬기				종료													2022.12	2026.11	0.3조원	

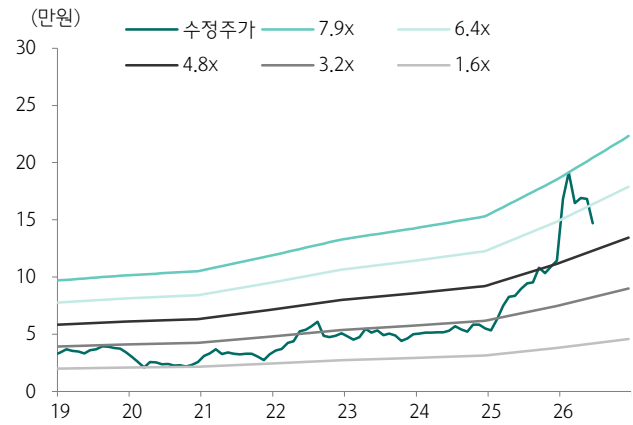
자료: 한국항공우주, 하나증권

도표 94. 한국항공우주 12M Fwd PER



자료: 한국항공우주, 하나증권

도표 95. 한국항공우주 12M Fwd PBR



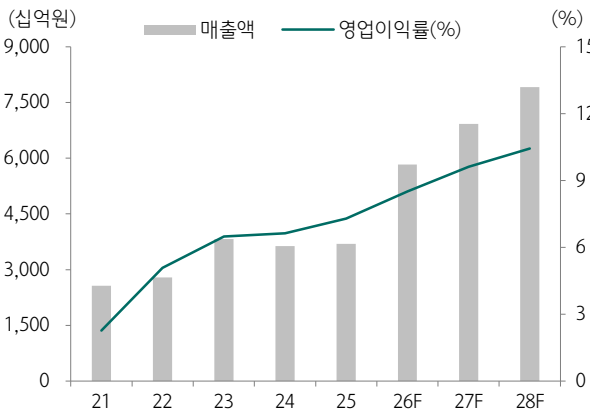
자료: 한국항공우주, 하나증권

도표 96. 한국항공우주 P/E 최고, 최저, 평균 추이

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
P/E 최고	52.7	52.8	84.2	33.1	40.1	32.3	-	96.3	24.1	45.3	62.5	52.6	26.5	40.0
P/E 최저	23.7	31.2	59.7	20.2	14.1	20.9	-	47.6	17.3	21.1	39.5	26.1	18.1	27.1
P/E 평균	41.7	37.5	73.0	25.7	26.6	26.3	-	70.7	20.6	32.5	50.1	38.4	21.5	30.5

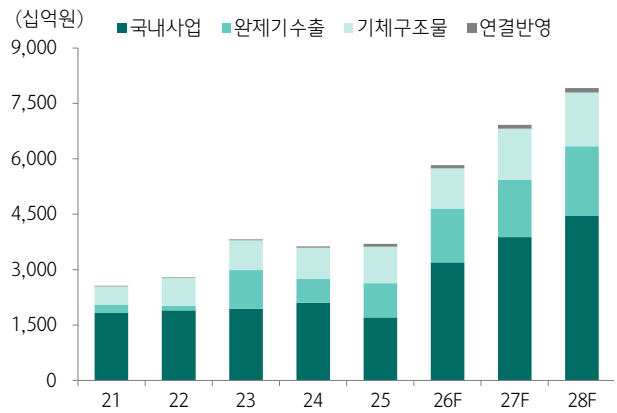
자료: 한국항공우주, 하나증권

도표 97. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: 한국항공우주, 하나증권

도표 98. 연간 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 한국항공우주, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	<b>3,598.4</b>	<b>3,625.2</b>	<b>5,812.3</b>	<b>6,920.7</b>	<b>7,913.0</b>
매출원가	3,123.0	3,031.8	4,929.4	5,745.2	6,479.9
매출총이익	475.4	593.4	882.9	1,175.5	1,433.1
판매비	232.5	325.1	385.5	510.0	607.8
<b>영업이익</b>	<b>242.9</b>	<b>268.3</b>	<b>497.3</b>	<b>665.5</b>	<b>825.3</b>
금융손익	(18.7)	(51.0)	(30.7)	12.0	2.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(18.0)	(5.2)	0.9	(6.2)	(7.1)
<b>세전이익</b>	<b>206.2</b>	<b>212.1</b>	<b>467.6</b>	<b>671.3</b>	<b>820.9</b>
법인세	26.6	19.4	64.6	87.3	106.7
계속사업이익	179.6	192.7	402.9	584.0	714.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>179.6</b>	<b>192.7</b>	<b>402.9</b>	<b>584.0</b>	<b>714.2</b>
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>179.6</b>	<b>192.7</b>	<b>402.9</b>	<b>584.0</b>	<b>714.2</b>
지배주주지분포괄이익	165.4	179.4	402.9	584.0	714.2
NOPAT	211.5	243.8	428.6	579.0	718.0
EBITDA	340.8	371.3	600.8	760.5	912.5
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(5.27)	0.74	60.33	19.07	14.34
NOPAT증가율	1.05	15.27	75.80	35.09	24.01
EBITDA증가율	(7.72)	8.95	61.81	26.58	19.99
영업이익증가율	(4.22)	10.46	85.35	33.82	24.01
(지배주주)순이익증가율	(22.42)	7.29	109.08	44.95	22.29
EPS증가율	(22.44)	7.33	109.10	44.94	22.28
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	13.21	16.37	15.19	16.99	18.11
EBITDA이익률	9.47	10.24	10.34	10.99	11.53
영업이익률	6.75	7.40	8.56	9.62	10.43
계속사업이익률	4.99	5.32	6.93	8.44	9.03

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,842	1,977	4,134	5,992	7,327
BPS	17,924	19,264	23,310	28,102	33,929
CFPS	4,460	5,068	7,114	9,332	10,977
EBITDAPS	3,496	3,809	6,164	7,802	9,361
SPS	36,916	37,191	59,629	71,000	81,180
DPS	500	500	1,200	1,500	1,500
<b>주기지표(배)</b>					
PER	29.80	57.87	35.56	24.53	20.06
PBR	3.06	5.94	6.31	5.23	4.33
PCFR	12.31	22.57	20.66	15.75	13.39
EV/EBITDA	18.29	35.64	31.17	24.09	19.62
PSR	1.49	3.08	2.47	2.07	1.81
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	10.63	10.63	19.42	23.31	23.62
ROA	2.39	2.12	3.23	3.76	4.59
ROIC	8.40	6.76	9.40	11.42	13.96
부채비율	354.78	443.07	550.57	495.78	346.75
순부채비율	50.52	110.83	101.78	69.64	45.12
이자보상비율(배)	8.08	4.31	3.57	4.16	4.51

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>5,412.5</b>	<b>7,504.5</b>	<b>12,092.7</b>	<b>13,709.5</b>	<b>12,285.5</b>
금융자산	135.9	15.6	1,060.2	1,865.9	1,579.8
현금성자산	103.5	13.1	556.2	1,361.5	1,076.1
매출채권	392.7	705.9	1,039.9	1,116.4	955.3
재고자산	2,343.9	3,608.6	5,316.0	5,706.9	5,454.3
기타유동자산	2,540.0	3,174.4	4,676.6	5,020.3	4,296.1
<b>비유동자산</b>	<b>2,532.9</b>	<b>2,692.8</b>	<b>2,689.4</b>	<b>2,610.4</b>	<b>2,489.4</b>
투자자산	169.5	234.8	303.6	319.6	285.9
금융자산	86.9	96.8	100.4	101.5	99.2
유형자산	807.2	859.5	807.1	730.0	660.2
무형자산	<b>838.9</b>	<b>888.5</b>	<b>885.2</b>	<b>867.4</b>	<b>849.9</b>
기타비유동자산	<b>717.3</b>	<b>710.0</b>	<b>693.5</b>	<b>693.4</b>	<b>693.4</b>
<b>자산총계</b>	<b>7,945.4</b>	<b>10,197.3</b>	<b>14,782.0</b>	<b>16,319.9</b>	<b>14,775.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,849.2</b>	<b>6,254.7</b>	<b>9,150.7</b>	<b>10,141.5</b>	<b>8,197.0</b>
금융부채	413.8	769.9	1,100.8	1,501.5	800.1
매입채무	510.9	611.3	900.5	966.7	827.3
기타유동부채	3,924.5	4,873.5	7,149.4	7,673.3	6,569.6
<b>비유동부채</b>	<b>1,349.1</b>	<b>2,064.8</b>	<b>3,359.2</b>	<b>3,439.1</b>	<b>3,270.7</b>
금융부채	<b>604.7</b>	<b>1,326.9</b>	<b>2,272.0</b>	<b>2,272.0</b>	<b>2,272.0</b>
기타비유동부채	744.4	737.9	1,087.2	1,167.1	998.7
<b>부채총계</b>	<b>6,198.3</b>	<b>8,319.6</b>	<b>12,509.9</b>	<b>13,580.6</b>	<b>11,467.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,747.1</b>	<b>1,877.7</b>	<b>2,272.2</b>	<b>2,739.2</b>	<b>3,307.2</b>
자본금	<b>487.4</b>	<b>487.4</b>	<b>487.4</b>	<b>487.4</b>	<b>487.4</b>
자본잉여금	128.3	128.3	168.6	168.6	168.6
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	1,131.4	1,262.0	1,616.2	2,083.3	2,651.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,747.1</b>	<b>1,877.7</b>	<b>2,272.2</b>	<b>2,739.2</b>	<b>3,307.2</b>
순금융부채	882.6	2,081.2	2,312.6	1,907.6	1,492.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(728.2)</b>	<b>(899.9)</b>	<b>(109.3)</b>	<b>548.2</b>	<b>506.2</b>
당기순이익	179.6	192.7	402.9	584.0	714.2
조정	252.8	205.6	101.5	95.0	87.2
감가상각비	97.9	103.0	103.5	95.0	87.2
외환거래손익	11.2	(4.1)	(10.8)	0.0	0.0
지분법손익	0.5	1.2	0.0	0.0	0.0
기타	143.2	105.5	8.8	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(1,160.6)	(1,298.2)	(613.7)	(130.8)	(295.2)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(175.7)</b>	<b>(220.7)</b>	<b>(612.5)</b>	<b>(16.3)</b>	<b>34.3</b>
투자자산감소(증가)	(14.1)	(65.3)	(68.8)	(16.0)	33.7
자본증가(감소)	(148.3)	(120.9)	(29.3)	0.0	0.0
기타	(13.3)	(34.5)	(514.4)	(0.3)	0.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>367.7</b>	<b>1,024.6</b>	<b>1,324.6</b>	<b>283.7</b>	<b>(847.6)</b>
금융부채증가(감소)	416.4	1,078.1	1,276.1	400.6	(701.4)
자본증가(감소)	0.0	0.0	40.3	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(4.8)	56.9	0.1	(0.0)
배당지급	(48.7)	(48.7)	(48.7)	(117.0)	(146.2)
<b>현금의 증감</b>	<b>(536.2)</b>	<b>(90.4)</b>	<b>489.9</b>	<b>805.4</b>	<b>(285.5)</b>
Unlevered CFO	434.7	494.0	693.4	909.6	1,070.0
Free Cash Flow	(876.5)	(1,020.8)	(138.6)	548.2	506.2

2026년 6월 4일 | 기업분석\_Initiation

## BUY (신규)

목표주가(12M) 192,000원(신규)  
현재주가(6.2) 147,800원

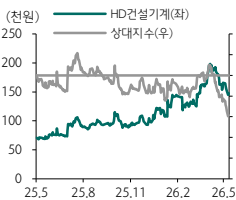
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	8,801.49
52주 최고/최저(원)	198,100/68,700
시가총액(십억원)	7,082.9
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	47,921.9
60일 평균 거래량(천주)	394.6
60일 평균 거래대금(십억원)	62.4
외국인지분율(%)	20.93
주요주주 지분율(%)	
HD현대시트슬루션 외 6인	37.16
국민연금공단	12.35

### Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	9,062.6	9,925.3
영업이익(십억원)	682.1	850.8
순이익(십억원)	507.6	615.1
EPS(원)	10,757	12,857
BPS(원)	89,294	99,561

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,438.1	3,776.5	9,058.2	10,011.2
영업이익	190.4	170.9	618.5	771.3
세전이익	121.5	118.2	644.4	739.7
순이익	100.0	99.4	510.0	588.7
EPS	5,277	5,613	10,657	12,284
증감률	(25.43)	6.37	89.86	15.27
PER	11.05	17.53	13.87	12.03
PBR	0.63	0.95	0.93	0.87
EV/EBITDA	6.02	9.22	8.70	7.61
ROE	6.18	5.74	10.81	7.48
BPS	92,774	104,012	159,759	169,557
DPS	500	550	2,500	3,000



Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

# HD건설기계 (267270)

## 넓고 촘촘한 지역 커버리지와 고마진 엔진의 안정적 성장

### 목표주가 192,000원과 투자의견 매수 커버리지 개시

HD건설기계 목표주가 192,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS에 PER 18배를 적용하여 산출했다. 동사는 글로벌 건설기계 판매량 회복과 자원국 중심의 수요 개선에 실적이 연동되는 건설기계/엔진 업체다. 글로벌 건설기계 판매량은 2022년 이후 금리 상승, 중국 부진, 선진국 재고조정 영향으로 다운사이클을 경험했으나 2025년을 기점으로 저점 통과 흐름이 확인되고 있다. 특히 자원국 건설기계 수요는 광산 투자와 원자재 가격 흐름에 민감하게 반응하는데 최근 구리, 금, 철광석 등 주요 광종 가격이 견조하게 유지되면서 중동, 중남미, 아프리카, CIS 등 자원국 중심의 장비 수요 회복 가능성이 높아지고 있다. 이에 따라 2분기까지는 신흥국 판매 회복과 호호적인 환율, 엔진 사업부 실적 개선 효과를 바탕으로 양호한 실적 흐름이 이어질 것으로 예상된다. 다만 하반기에는 미국 관세 부담, 선진국 금리 하락 지연, 중국 내수 회복 강도, 원자재 가격 변동성이 실적의 주요 변수로 작용할 전망이다. 엔진 사업부는 과거 건설기계용 캡티브 수요와 산업용, 발전기용 엔진 중심으로 안정적인 이익을 창출해왔으나 최근에는 데이터센터 전력 인프라, 발전기, 방산, 선박용 엔진 등으로 수요처가 확대되고 있다. 건설기계 업황 회복에 더해 엔진 사업부의 구조적 성장성이 부각될 경우 중장기 실적 가시성은 더욱 높아질 수 있다. 현재 주가 기준 2026년, 2027년 PER은 각각 13.9배, 12.0배이다.

### 하반기 매출액 4.4조원(YoY +8.6%), 영업이익 2,524억원(YoY +25.0%) 전망

하반기 매출액은 4.4조원으로 전년대비 8.6% 성장할 것으로 예상된다. 부문별로 살펴보면 건설기계와 엔진 부문 매출액은 각각 3.8조원, 0.7조원으로 전년대비 9.8%, 7.6% 증가할 것으로 추정한다. 건설기계 부문은 모든 지역에서 전년대비 성장세를 예상한다. 전반적으로 수요 기저가 낮아 전년대비 실적 성장에서 부담이 적은 상황이다. 지역별 성장률은 America +9.0%, EMEA +14.9%, APAC/CIS +9.4%이다. EMEA는 중동 지정학적 불확실성이 존재하지만 낮은 기저를 기반으로 유럽 주도의 성장세가 기대된다. 유럽과 중동/아프리카 지역 매출 성장률은 각각 25.1%, 5.0% 추정했다. America는 미국 관세 불확실성에도 불구하고 중남미 자원국향 판매 확대와 인프라투자 수요가 지속될 것으로 예상되는 상황이다. 북미와 중남미 지역은 각각 1.6%, 17.2% 성장할 것으로 추정한다. APAC/CIS도 마찬가지로 자원국향 수요, 인도지역 인프라투자 성장세가 여전히 유효하다. 이에 한국, 중국, 인도, SEA/CIS/OC 지역의 성장률은 각각 5.6%, 5.0%, 18.1%, 12.4%로 추정한다. 엔진 부문은 건설기계 업황 회복에 따른 산업용 수요 증가, 고마진 발전기용 매출 확대, 방산 엔진 부문 성장세가 지속될 것으로 예상된다. 영업이익은 2,524억원, 영업이익률은 5.7%를 기록할 전망이다. 엔진 부문에서 고마진 발전기용 기여도 확대로 믹스개선 기대되지만 상고하저의 건설기계 매출 계절성과 이에 따른 비용 부담 증가, 미국 관세 불확실성 등을 반영했다.

## Valuation 및 투자의견

HD건설기계 목표주가 192,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS에 PER 18배를 적용하여 산출했다. 동사는 글로벌 건설기계 판매량 회복과 자원국 중심의 수요 개선에 실적이 연동되는 건설기계/엔진 업체다.

글로벌 건설기계 판매량은 2022년 이후 금리 상승, 중국 부진, 선진국 재고조정 영향으로 다운사이클을 경험했으나 2025년을 기점으로 저점 통과 흐름이 확인되고 있다. 특히 자원국 건설기계 수요는 광산 투자와 원자재 가격 흐름에 민감하게 반응하는데 최근 구리, 금, 철광석 등 주요 광종 가격이 견조하게 유지되면서 중동, 중남미, 아프리카, CIS 등 자원국 중심의 장비 수요 회복 가능성이 높아지고 있다. 이에 따라 2분기까지는 신흥국 판매 회복과 우호적인 환율, 엔진 사업부 실적 개선 효과를 바탕으로 양호한 실적 흐름이 이어질 것으로 예상된다. 다만 하반기에는 미국 관세 부담, 선진국 금리 하락 지연, 중국 내수 회복 강도, 원자재 가격 변동성이 실적의 주요 변수로 작용할 전망이다. 엔진 사업부는 과거 건설기계용 캡티브 수요와 산업용, 발전기용 엔진 중심으로 안정적인 이익을 창출해왔으나 최근에는 데이터센터 전력 인프라, 발전기, 방산, 선박용 엔진 등으로 수요처가 확대되고 있다. 건설기계 업황 회복에 더해 엔진 사업부의 구조적 성장성이 부각될 경우 중장기 실적 가시성은 더욱 높아질 수 있다.

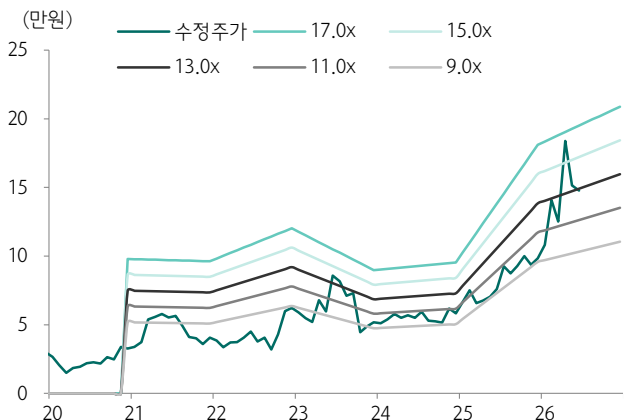
현재 주가 기준 2026년, 2027년 PER은 각각 13.9배, 12.0배이다.

도표 99. HD건설기계 목표주가 산정

구분		비고	
주당순이익(원)	10,657	2026년 예상 EPS	
적정PER(배)	18.0	해외 3개 업체 FWD PER 평균 21.3배에 15% 할인 (Caterpillar, Komatsu, Hitachi Construction Machinery)	
목표주가 산정	192,000원	<b>목표주가(원)</b>	<b>192,000원</b>
상승여력(%)	29.9%	현재주가(원)	147,800원

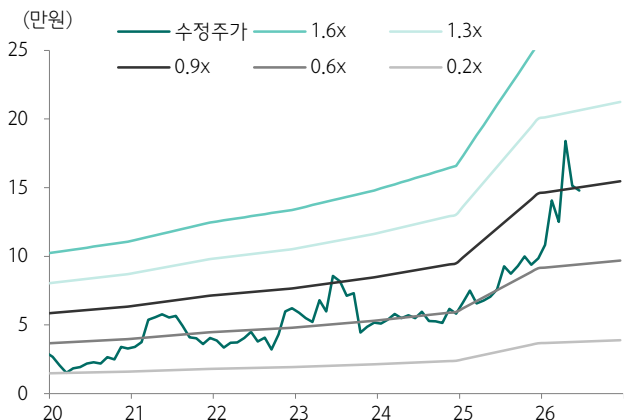
자료: HD건설기계, 하나증권

도표 100. HD건설기계 12M Fwd PER



자료: HD건설기계, 하나증권

도표 101. HD건설기계 12M Fwd PBR



자료: HD건설기계, 하나증권

**하반기 매출액 4.4조원(YoY +8.6%), 영업이익 2,524억원(YoY +25.0%) 전망**

하반기 매출액은 4.4조원으로 전년대비 8.6% 성장할 것으로 예상된다. 부문별로 살펴보면 건설기계와 엔진 부문 매출액은 각각 3.8조원, 0.7조원으로 전년대비 9.8%, 7.6% 증가할 것으로 추정한다. 건설기계 부문은 모든 지역에서 전년대비 성장세를 예상된다. 전반적으로 수요 기저가 낮아 전년대비 실적 성장에서 부담이 적은 상황이다. 지역별 성장률은 America +9.0%, EMEA +14.9%, APAC/CIS +9.4%이다. EMEA는 중등 지정학적 불확실성이 존재하지만 낮은 기저를 기반으로 유럽 주도의 성장세가 기대된다. 유럽과 중동/아프리카 지역 매출 성장률은 각각 25.1%, 5.0% 추정했다. America는 미국 관세 불확실성에도 불구하고 중남미 자원국향 판매 확대와 인프라투자 수요가 지속될 것으로 예상되는 상황이다. 북미와 중남미 지역은 각각 1.6%, 17.2% 성장할 것으로 추정한다. APAC/CIS도 마찬가지로 자원국향 수요, 인도지역 인프라투자 성장세가 여전히 유효하다. 이에 한국, 중국, 인도, SEA/CIS/OC 지역의 성장률은 각각 5.6%, 5.0%, 18.1%, 12.4%로 추정한다. 엔진 부문은 건설기계 업황 회복에 따른 산업용 수요 증가, 고마진 발전기용 매출 확대, 방산 엔진 부문 성장세가 지속될 것으로 예상된다.

영업이익은 2,524억원, 영업이익률은 5.7%를 기록할 전망이다. 엔진 부문에서 고마진 발전기용 기여도 확대로 믹스개선 기대되지만 상호하저의 건설기계 매출 계절성과 이에 따른 비용 부담 증가, 미국 관세 불확실성 등을 반영했다.

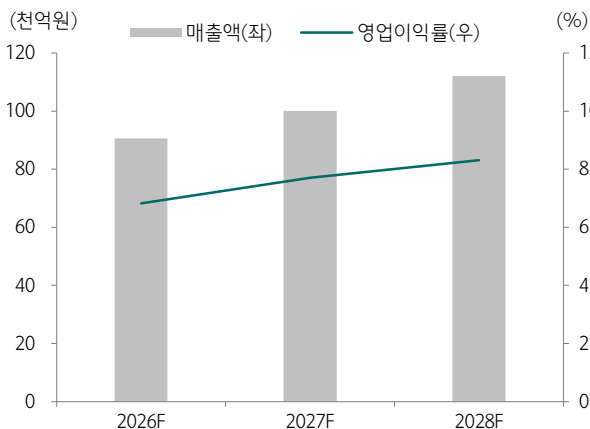
도표 102. HD건설기계 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2026F				2027F				2H26 증감률(%)	
	1Q	2QF	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	2,305	2,361	2,184	2,208	2,594	2,619	2,390	2,409	8.6	(5.8)
영업이익	191	175	133	120	230	219	173	150	-	(31.0)
세전이익	224	184	137	99	216	220	176	128	-	(42.2)
순이익	174	147	109	79	173	176	139	101	-	(41.2)
영업이익률(%)	8.3	7.4	6.1	5.4	8.9	8.4	7.2	6.2	-	-
세전이익률(%)	9.7	7.8	6.3	4.5	8.3	8.4	7.4	5.3	-	-
순이익률(%)	7.5	6.2	5.0	3.6	6.7	6.7	5.8	4.2	-	-

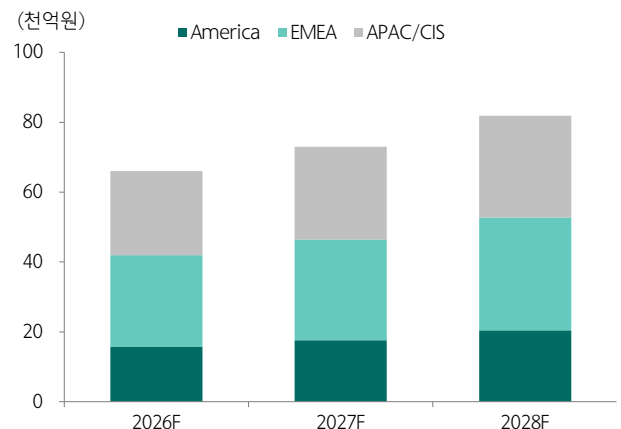
자료: HD건설기계, 하나증권

도표 103. HD건설기계 영업실적 전망



자료: HD건설기계, 하나증권

도표 104. HD건설기계 건설기계 제품 지역별 매출 전망



자료: HD건설기계, 하나증권  
주: 건설기계 부문, 산업차량 제외

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	<b>3,438.1</b>	<b>3,776.5</b>	<b>9,058.2</b>	<b>10,011.2</b>	<b>11,207.6</b>
매출원가	2,787.2	3,045.8	7,128.2	7,863.6	8,733.0
매출총이익	650.9	730.7	1,930.0	2,147.6	2,474.6
판매비	460.4	559.9	1,311.5	1,376.3	1,542.8
<b>영업이익</b>	<b>190.4</b>	<b>170.9</b>	<b>618.5</b>	<b>771.3</b>	<b>931.8</b>
금융손익	(13.6)	(24.9)	(9.6)	(47.8)	(31.8)
중속/관계기업손익	(0.1)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타영업외손익	(55.2)	(27.8)	35.6	16.2	18.0
<b>세전이익</b>	<b>121.5</b>	<b>118.2</b>	<b>644.4</b>	<b>739.7</b>	<b>918.0</b>
법인세	35.5	31.1	134.5	151.0	205.8
계속사업이익	86.0	87.0	509.9	588.7	712.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>86.0</b>	<b>87.0</b>	<b>509.9</b>	<b>588.7</b>	<b>712.1</b>
비배주주지분 손익	(14.0)	(12.3)	(0.1)	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>100.0</b>	<b>99.4</b>	<b>510.0</b>	<b>588.7</b>	<b>712.1</b>
지배주주지분포괄이익	89.0	177.0	577.2	569.8	689.2
NOPAT	134.8	125.9	489.4	613.9	722.9
EBITDA	259.1	237.3	869.5	1,013.7	1,166.5
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(10.12)	9.84	139.86	10.52	11.95
NOPAT증가율	(21.81)	(6.60)	288.72	25.44	17.76
EBITDA증가율	(20.13)	(8.41)	266.41	16.58	15.07
영업이익증가율	(25.97)	(10.24)	261.91	24.70	20.81
(지배주주)순이익증가율	(28.26)	(0.60)	413.08	15.43	20.96
EPS증가율	(25.43)	6.37	89.86	15.27	20.97
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	18.93	19.35	21.31	21.45	22.08
EBITDA이익률	7.54	6.28	9.60	10.13	10.41
영업이익률	5.54	4.53	6.83	7.70	8.31
계속사업이익률	2.50	2.30	5.63	5.88	6.35

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,277	5,613	10,657	12,284	14,860
BPS	92,774	104,012	159,759	169,557	181,433
CFPS	14,575	16,390	20,628	22,233	25,886
EBITDAPS	13,676	13,401	18,170	21,154	24,342
SPS	181,490	213,296	189,288	208,907	233,872
DPS	500	550	2,500	3,000	3,600
<b>주기지표(배)</b>					
PER	11.05	17.53	13.87	12.03	9.95
PBR	0.63	0.95	0.93	0.87	0.81
PCFR	4.00	6.00	7.17	6.65	5.71
EV/EBITDA	6.02	9.22	8.70	7.61	6.81
PSR	0.32	0.46	0.78	0.71	0.63
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	6.18	5.74	10.81	7.48	8.49
ROA	3.02	2.87	6.14	4.41	5.06
ROIC	6.41	5.76	9.37	7.23	8.01
부채비율	85.34	86.64	67.46	65.93	64.19
순부채비율	19.93	18.33	2.17	3.95	6.27
이자보상배율(배)	4.43	4.82	6.36	7.33	8.82

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>2,112.8</b>	<b>2,251.6</b>	<b>6,400.9</b>	<b>7,103.5</b>	<b>7,928.8</b>
금융자산	370.3	427.9	1,734.0	1,581.9	1,360.2
현금성자산	264.2	337.9	1,463.8	1,298.0	1,060.3
매출채권	460.2	594.0	1,533.3	1,825.7	2,184.5
재고자산	1,128.7	1,084.1	2,798.4	3,332.0	3,986.9
기타유동자산	153.6	145.6	335.2	363.9	397.2
<b>비유동자산</b>	<b>1,211.8</b>	<b>1,351.1</b>	<b>6,604.1</b>	<b>6,561.7</b>	<b>6,527.0</b>
투자자산	0.6	0.4	9.0	9.0	9.1
금융자산	0.5	0.3	8.7	8.7	8.7
유형자산	903.1	944.9	4,998.3	5,028.2	5,058.0
무형자산	93.2	89.7	1,009.3	937.1	872.5
기타비유동자산	214.9	316.1	587.5	587.4	587.4
<b>자산총계</b>	<b>3,324.6</b>	<b>3,602.7</b>	<b>13,004.9</b>	<b>13,665.3</b>	<b>14,455.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,063.5</b>	<b>1,124.5</b>	<b>3,417.6</b>	<b>3,575.1</b>	<b>3,758.0</b>
금융부채	388.5	391.2	1,048.2	1,052.4	1,057.2
매입채무	408.6	443.3	1,033.4	1,127.1	1,235.9
기타유동부채	266.4	290.0	1,336.0	1,395.6	1,464.9
<b>비유동부채</b>	<b>467.3</b>	<b>547.9</b>	<b>1,821.6</b>	<b>1,854.8</b>	<b>1,893.5</b>
금융부채	339.2	390.6	854.7	854.7	854.7
기타비유동부채	128.1	157.3	966.9	1,000.1	1,038.8
<b>부채총계</b>	<b>1,530.8</b>	<b>1,672.4</b>	<b>5,239.1</b>	<b>5,429.9</b>	<b>5,651.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,657.8</b>	<b>1,805.2</b>	<b>7,633.8</b>	<b>8,103.3</b>	<b>8,672.5</b>
자본금	94.2	94.0	247.1	247.1	247.1
자본잉여금	838.5	838.5	3,050.8	3,050.8	3,050.8
자본조정	(77.8)	(49.7)	(71.7)	(71.7)	(71.7)
기타포괄이익누계액	147.8	229.0	630.6	630.6	630.6
이익잉여금	655.0	693.4	1,177.0	1,646.5	2,215.7
<b>비지배주주지분</b>	<b>136.0</b>	<b>125.1</b>	<b>132.0</b>	<b>132.0</b>	<b>132.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,793.8</b>	<b>1,930.3</b>	<b>7,765.8</b>	<b>8,235.3</b>	<b>8,804.5</b>
순금융부채	357.4	353.9	168.8	325.1	551.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>260.6</b>	<b>166.0</b>	<b>114.6</b>	<b>361.6</b>	<b>366.5</b>
당기순이익	86.0	87.0	509.9	588.7	712.1
조정	108.0	156.3	294.0	242.4	234.8
감가상각비	68.6	66.4	251.0	242.4	234.7
외환거래손익	(1.3)	0.3	(43.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.1	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	40.6	89.6	86.1	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	66.6	(77.3)	(689.3)	(469.5)	(580.4)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(194.6)</b>	<b>(132.2)</b>	<b>22.4</b>	<b>(213.8)</b>	<b>(216.0)</b>
투자자산감소(증가)	0.1	0.2	(8.6)	(0.0)	(0.0)
자본증가(감소)	(172.4)	(139.9)	(370.3)	(200.0)	(200.0)
기타	(22.3)	7.5	401.3	(13.8)	(16.0)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(253.8)</b>	<b>33.8</b>	<b>(194.8)</b>	<b>(115.0)</b>	<b>(138.2)</b>
금융부채증가(감소)	(88.3)	54.1	1,121.1	4.2	4.8
자본증가(감소)	31.1	(0.3)	2,365.4	0.0	0.0
기타재무활동	(183.9)	(11.2)	(3,655.0)	0.0	0.0
배당지급	(12.7)	(8.8)	(26.3)	(119.2)	(143.0)
<b>현금의 증감</b>	<b>(163.4)</b>	<b>73.7</b>	<b>1,168.1</b>	<b>(165.8)</b>	<b>(237.7)</b>
Unlevered CFO	276.1	290.2	987.1	1,065.4	1,240.5
Free Cash Flow	87.3	21.6	(261.1)	161.6	166.5

2026년 6월 4일 | 기업분석\_Initiation

## BUY (신규)

목표주가(12M) 82,000원(신규)  
현재주가(6.2) 65,200원

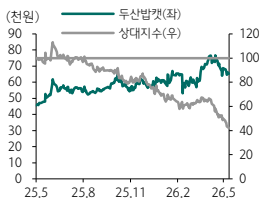
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	8,801.49
52주 최고/최저(원)	76,700/47,200
시가총액(십억원)	6,249.8
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	95,856.1
60일 평균 거래량(천주)	324.9
60일 평균 거래대금(십억원)	21.6
외국인지분율(%)	38.38
주요주주 지분율(%)	
-  두산에비빌리티 외 4인	48.24
국민연금공단	7.35

### Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	9,328.6	9,705.1
영업이익(십억원)	767.3	925.4
순이익(십억원)	529.2	656.7
EPS(원)	5,521	6,851
BPS(원)	80,333	86,199

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	8,551.2	8,791.9	9,417.2	10,352.4
영업이익	871.4	686.1	700.9	882.3
세전이익	798.4	576.3	583.4	771.9
순이익	563.4	402.3	435.3	586.7
EPS	5,620	4,168	4,541	6,120
증감률	(38.86)	(25.84)	8.95	34.77
PER	7.46	13.84	14.36	10.65
PBR	0.60	0.77	0.81	0.77
EV/EBITDA	3.77	5.24	6.37	5.05
ROE	8.77	5.71	5.83	7.40
BPS	69,467	75,092	80,836	84,659
DPS	1,600	1,700	1,800	2,500



Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

# 두산밥캣 (241560)

## 점진적인 실적 회복 국면에 진입

### 목표주가 82,000원, 투자 의견 매수로 커버리지 개시

두산밥캣 목표주가 82,000원과 투자 의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS에 PER 18배를 적용하여 산출했다. 두산밥캣은 북미지역 매출비중 73.0%로 북미 중심의 소형 건설기계 장비/산업차량 중심으로 사업을 영위하고 있다. 북미지역 건설기계 총 판매량은 2023년 하반기를 시작으로 2024년, 2025년 2년 동안 다운사이클을 경험했다. 2025년 하반기를 기점으로 북미 건설기계 수요는 다시 회복되는 모습이다. 업황은 바닥을 통과 중인 것으로 간주된다. 관세와 고금리 불확실성으로 북미 딜러들의 재고 수준은 과거 대비 낮아져 있는 상황이기 때문에 업황이 조금만 개선되도 실적은 탄력적으로 증가할 수 있는 환경이다. 최근 Section 232 관세 부과 방식 변경으로 관세 부담은 기존보다 가중 될 가능성이 있다. 다만 동사뿐만 아니라 업계 전반적인 평가인상 기조로 우려는 제한적일 전망이다. 중장기적으로 북미 건설기계 업황 회복의 강도를 높일 수 있는 금리 변화에 주목한다. 현재 주가 기준 2026년, 2027년 PER은 각각 14.4배, 10.7배이다.

### 2026년 하반기 영업이익 2,988억원(YoY +6.0%) 전망

2026년 하반기 매출액은 4.7조원으로 전년 대비 3.7% 성장할 전망이다. 달러 기준 지역별 매출액은 북미(NA) 23.8억달러(YoY +2.6%), 유럽/중동/아프리카(EMEA) 5.3억달러(+5.0%), 아시아/라틴/오세아니아(ALAO) 2.7억달러(+0.6%)를 기록할 전망이다. 북미 수요는 관세와 금리 불확실성이 존재하는 상황이지만 소비자들의 수요가 예상보다 강한 모습이 지속되고 있다. 2년 연속 북미 건설기계 판매량 감소로 기저가 낮아졌기 때문에 시장 수요가 바닥을 지나고 있는 신호로 해석한다. 3월 미국 건설지출 YoY 증가율의 플러스 전환은 하반기 미국 건설공사가 전년보다 양호하게 전개될 수 있는 가능성을 시사한다. 유럽/중동/아프리카 지역은 중동 지정학적 불확실성이 높아졌음에도 불구하고 유럽의 강한 수요 반동이 하반기 성장을 주도할 전망이다. 유럽은 금리와 관세 불확실성이 낮아 하반기 가시적인 리스크 요인들이 제한적인 상황이다. 아시아/라틴/오세아니아는 지난 10개 분기 동안 지속됐던 매출 감소가 마무리되고 1Q26 플러스로 성장 전환했다. 낮아진 기저에 주목한다. 영업이익과 영업이익률은 각각 2,988억원, 6.4%로 전년 대비 6.0% 증가, 0.1%p 개선될 전망이다. 2025년 하반기는 상호관세와 Section 232 체계 강화로 수익성 훼손이 본격화되던 구간이다. 최근 Section 232 관세 부과 방식 변경으로 향후 관세 부담은 추가적으로 늘어날 가능성이 있다. 다만 작년 부터 현재까지 총 3차례에 걸쳐 Compact 제품 판가 인상을 단행하는 등 관세 부담을 완화하기 위한 노력이 지속되고 있다. 현지 경쟁사들의 뒤이은 판가인상 움직임을 고려하면 동사 역시 추가적인 판가인상 가능성도 존재한다. 또한 하반기 멕시코 공장 생산분의 미국 판매 기여도 확대에 추가적인 관세 절감 효과도 기대해볼 수 있다.

## Valuation 및 투자의견

두산밥캣 목표주가 82,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS에 PER 18배를 적용하여 산출했다. 두산밥캣은 북미지역 매출비중 73.0%로 북미 중심의 소형 건설기계 장비/산업차량 중심으로 사업을 영위하고 있다.

북미지역 건설기계 총 판매량은 2023년 하반기로 시작으로 2024년, 2025년 2년 동안 다운 사이클을 경험했다. 2025년 하반기로 기점으로 북미 건설기계 수요는 다시 회복되는 양상이다. 업황은 바닥을 통과 중인 것으로 간주할 수 있다. 관세와 고금리 불확실성으로 북미 딜러들의 재고 수준은 과거 대비 낮아져 있는 상황이기 때문에 업황이 조금만 개선되도 실적은 탄력적으로 증가할 수 있는 환경이다. 최근 Section 232 관세 부과 방식 변경으로 관세 부담은 기존보다 가중 될 가능성이 있다. 다만 동사뿐만 아니라 업계 전반적인 평가인상 기조로 우려는 제한적일 전망이다. 중장기적으로 북미 건설기계 업황 회복의 강도를 높일 수 있는 금리 변화에 주목한다.

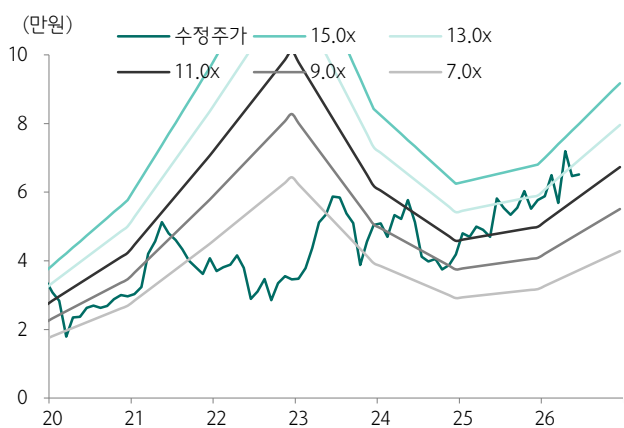
현재 주가 기준 2026년, 2027년 PER은 각각 14.4배, 10.7배이다.

도표 105. 두산밥캣 목표주가 산정

구분	비고	
주당순이익(원)	4,541	2026년 예상 EPS
적정PER(배)	18.0	해외 3개 업체 FWD PER 평균 26.3배에 30% 할인 (Caterpillar, Kubota, Deere & Company)
목표주가 산정	82,000	<b>목표주가(원)</b> <b>82,000원</b>
상승여력(%)	25.8	현재주가(원) 65,200원

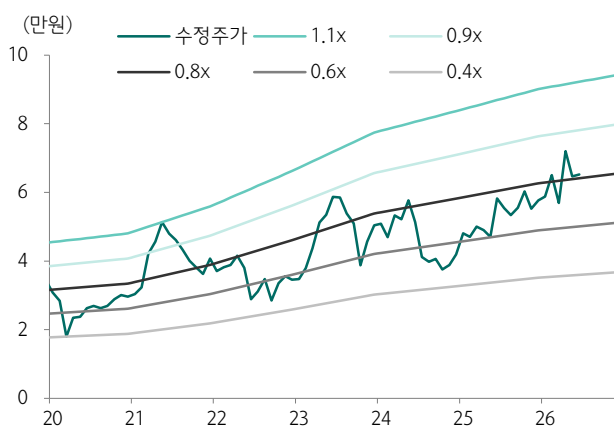
자료: 두산밥캣, 하나증권

도표 106. 두산밥캣 12M Fwd PER



자료: 두산밥캣, 하나증권

도표 107. 두산밥캣 12M Fwd PBR



자료: 두산밥캣, 하나증권

### 하반기 매출액 4.7조원(YoY +3.7%), 영업이익 2,988억원(YoY +6.0%) 전망

2026년 하반기 매출액은 4.7조원으로 전년대비 3.7% 성장할 전망이다. 달러 기준 지역별 매출액은 북미(NA) 23.8억달러(YoY +2.6%), 유럽/중동/아프리카(EMEA) 5.3억달러(+5.0%), 아시아/라틴/오세아니아(ALAO) 2.7억달러(+0.6%)를 기록할 전망이다. 북미 수요는 관세와 금리 불확실성이 존재하는 상황이지만 소비자들의 수요가 예상보다 강한 모습이 지속되고 있다. 2년 연속 북미 건설기계 판매량 감소로 기저가 낮아졌기 때문에 시장 수요가 바닥을 지나고 있는 신호로 해석한다. 3월 미국 건설지출 YoY 증가율의 플러스 전환은 하반기 미국 건설공사가 전년보다 양호하게 전개될 수 있는 가능성을 시사한다. 유럽/중동/아프리카 지역은 중동 지정학적 불확실성이 높아졌음에도 불구하고 유럽의 강한 수요 반동이 하반기 성장을 주도할 전망이다. 유럽은 금리와 관세 불확실성이 낮아 하반기 가시적인 리스크 요인들이 제한적인 상황이다. 아시아/라틴/오세아니아는 지난 10개 분기 동안 지속됐던 매출 감소가 마무리되고 1Q26 플러스로 성장 전환했다. 낮아진 기저에 주목한다.

영업이익과 영업이익률은 각각 2,988억원, 6.4%로 전년대비 6.0% 증가, 0.1%p 개선될 전망이다. 2025년 하반기는 상호관세와 Section 232 체계 강화로 수익성 훼손이 본격화되던 구간이다. 최근 Section 232 관세 부과 방식 변경으로 향후 관세 부담은 추가적으로 늘어날 가능성이 있다. 다만 작년년부터 현재까지 총 3차례에 걸쳐 Compact 제품 판가 인상을 단행하는 등 관세 부담을 완화하기 위한 노력이 지속되고 있다. 현지 경쟁사들의 뒤이은 판가인상 움직임을 고려하면 동사 역시 추가적인 판가인상 가능성도 존재한다. 또한 하반기 멕시코 공장 생산분의 미국 판매 기여도 확대로 추가적인 관세 절감 효과도 기대해볼 수 있다.

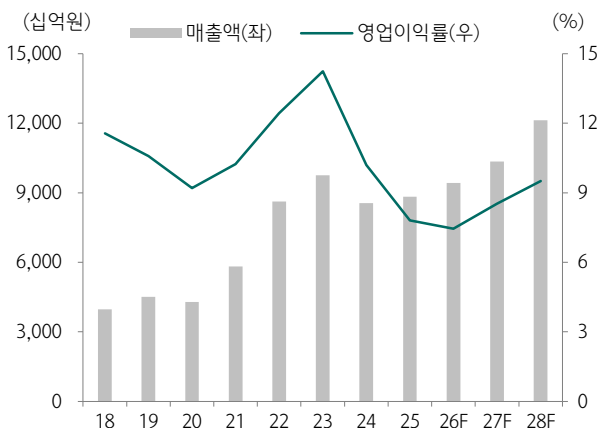
도표 108. 두산밥캣 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2025				2026F				2H26 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QF	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	200	204	134	148	207	195	147	152	3.7	(2.0)
영업이익	170	177	103	126	184	159	111	130	6.0	(25.7)
세전이익	113	122	82	85	131	121	84	99	5.3	(29.6)
순이익	9.5	9.3	6.3	6.2	9.2	7.8	6.5	6.4	9.5	(27.3)
영업이익률(%)	8.1	8.0	4.9	5.3	8.2	6.3	4.9	5.5	-	-
세전이익률(%)	5.4	5.5	3.9	3.6	5.8	4.8	3.7	4.2	-	-
순이익률(%)	200	204	134	148	207	195	147	152	-	-

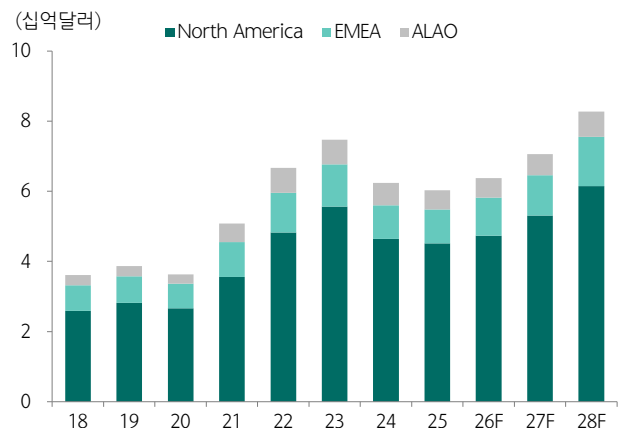
자료: 두산밥캣, 하나증권

도표 109. 두산밥캣 영업실적 추이 및 전망



자료: 두산밥캣, 하나증권

도표 110. 두산밥캣 지역별 매출액 추이 및 전망



자료: 두산밥캣, 하나증권

주: 모터를 제외, 2020년부터 Oceania는 ALAO에 포함

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	<b>8,551.2</b>	<b>8,791.9</b>	<b>9,417.2</b>	<b>10,352.4</b>	<b>12,124.2</b>
매출원가	6,560.0	6,820.3	7,483.8	8,059.1	9,308.8
매출총이익	1,991.2	1,971.6	1,933.4	2,293.3	2,815.4
판매비	1,119.8	1,285.5	1,232.4	1,411.0	1,662.5
<b>영업이익</b>	<b>871.4</b>	<b>686.1</b>	<b>700.9</b>	<b>882.3</b>	<b>1,152.9</b>
금융손익	(29.0)	(79.1)	(85.5)	(74.2)	(39.1)
종속/관계기업손익	(0.1)	0.2	1.1	1.2	1.2
기타영업외손익	(43.9)	(31.0)	(33.1)	(37.4)	(36.4)
<b>세전이익</b>	<b>798.4</b>	<b>576.3</b>	<b>583.4</b>	<b>771.9</b>	<b>1,078.7</b>
법인세	235.1	174.0	148.2	185.3	258.9
계속사업이익	563.4	402.3	435.3	586.7	819.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>563.4</b>	<b>402.3</b>	<b>435.3</b>	<b>586.7</b>	<b>819.8</b>
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>563.4</b>	<b>402.3</b>	<b>435.3</b>	<b>586.7</b>	<b>819.8</b>
지배주주지분포괄이익	317.1	789.0	331.2	586.7	819.8
NOPAT	614.8	479.0	522.9	670.5	876.2
EBITDA	1,165.1	1,000.2	1,015.5	1,152.0	1,385.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(12.38)	2.81	7.11	9.93	17.11
NOPAT증가율	(39.65)	(22.09)	9.16	28.23	30.68
EBITDA증가율	(28.74)	(14.15)	1.53	13.44	20.26
영업이익증가율	(37.30)	(21.26)	2.16	25.88	30.67
(지배주주)순이익증가율	(38.86)	(28.59)	8.20	34.78	39.73
EPS증가율	(38.86)	(25.84)	8.95	34.77	39.75
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	23.29	22.43	20.53	22.15	23.22
EBITDA이익률	13.62	11.38	10.78	11.13	11.43
영업이익률	10.19	7.80	7.44	8.52	9.51
계속사업이익률	6.59	4.58	4.62	5.67	6.76

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,620	4,168	4,541	6,120	8,553
BPS	69,467	75,092	80,836	84,659	90,115
CFPS	11,869	10,276	9,991	11,119	13,763
EBITDAPS	11,622	10,360	10,594	12,018	14,453
SPS	85,300	91,068	98,243	107,999	126,483
DPS	1,600	1,700	1,800	2,500	3,400
<b>주기지표(배)</b>					
PER	7.46	13.84	14.36	10.65	7.62
PBR	0.60	0.77	0.81	0.77	0.72
PCFR	3.53	5.62	6.53	5.86	4.74
EV/EBITDA	3.77	5.24	6.37	5.05	3.65
PSR	0.49	0.63	0.66	0.60	0.52
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	8.77	5.71	5.83	7.40	9.79
ROA	5.03	3.31	3.45	4.41	5.83
ROIC	7.83	5.77	6.19	7.80	10.36
부채비율	74.19	70.77	67.64	67.92	67.94
순부채비율	2.76	(4.04)	(1.57)	(9.51)	(17.89)
이자보상비율(배)	8.13	6.93	9.49	11.85	15.37

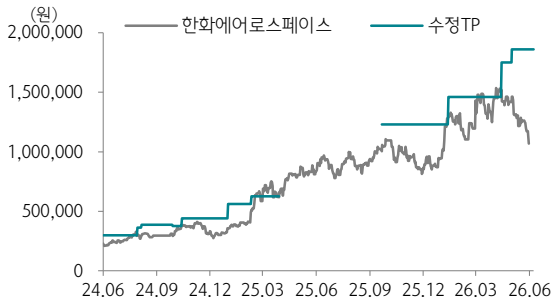
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>4,486.8</b>	<b>4,483.9</b>	<b>5,142.2</b>	<b>6,046.3</b>	<b>7,155.4</b>
금융자산	1,865.0	2,003.3	1,896.4	2,551.7	3,332.5
현금성자산	1,856.8	1,994.1	1,887.2	2,541.8	3,321.6
매출채권	483.4	618.9	620.9	669.7	734.2
재고자산	1,985.0	1,682.6	2,361.0	2,546.7	2,792.0
기타유동자산	153.4	179.1	263.9	278.2	296.7
<b>비유동자산</b>	<b>7,522.8</b>	<b>7,796.6</b>	<b>7,839.3</b>	<b>7,572.1</b>	<b>7,343.1</b>
투자자산	26.1	33.3	33.4	36.0	39.5
금융자산	16.0	16.9	16.9	18.2	20.0
유형자산	1,652.6	1,789.5	1,625.3	1,439.3	1,286.8
무형자산	<b>5,587.2</b>	<b>5,735.3</b>	<b>5,919.6</b>	<b>5,835.8</b>	<b>5,755.8</b>
기타비유동자산	<b>256.9</b>	<b>238.5</b>	<b>261.0</b>	<b>261.0</b>	<b>261.0</b>
<b>자산총계</b>	<b>12,009.6</b>	<b>12,280.5</b>	<b>12,981.5</b>	<b>13,618.4</b>	<b>14,498.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,466.8</b>	<b>2,717.0</b>	<b>2,833.0</b>	<b>3,030.5</b>	<b>3,291.2</b>
금융부채	250.3	264.6	297.4	302.9	310.2
매입채무	944.8	1,090.6	1,094.1	1,180.2	1,293.8
기타유동부채	1,271.7	1,361.8	1,441.5	1,547.4	1,687.2
<b>비유동부채</b>	<b>2,648.4</b>	<b>2,372.4</b>	<b>2,404.9</b>	<b>2,477.8</b>	<b>2,574.1</b>
금융부채	<b>1,805.2</b>	<b>1,447.9</b>	<b>1,477.4</b>	<b>1,477.4</b>	<b>1,477.4</b>
기타비유동부채	843.2	924.5	927.5	1,000.4	1,096.7
<b>부채총계</b>	<b>5,115.1</b>	<b>5,089.4</b>	<b>5,237.9</b>	<b>5,508.3</b>	<b>5,865.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>6,894.5</b>	<b>7,191.1</b>	<b>7,743.7</b>	<b>8,110.1</b>	<b>8,633.1</b>
자본금	63.4	61.8	65.2	65.2	65.2
자본잉여금	2,174.9	2,122.9	2,239.1	2,239.1	2,239.1
자본조정	(327.9)	(261.1)	(275.8)	(275.8)	(275.8)
기타포괄이익누계액	(630.6)	(230.6)	(350.7)	(350.7)	(350.7)
이익잉여금	5,614.8	5,498.0	6,065.8	6,432.3	6,955.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>6,894.5</b>	<b>7,191.1</b>	<b>7,743.7</b>	<b>8,110.1</b>	<b>8,633.1</b>
순금융부채	190.5	(290.8)	(121.6)	(771.4)	(1,544.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>783.7</b>	<b>1,180.1</b>	<b>292.8</b>	<b>835.4</b>	<b>1,024.5</b>
당기순이익	563.4	402.3	435.3	586.7	819.8
조정	314.5	354.3	366.5	269.7	232.5
감가상각비	293.7	314.0	314.6	269.8	232.5
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.1	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0
기타	20.7	40.5	52.1	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채변동	(94.2)	423.5	(509.0)	(21.0)	(27.8)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(622.8)</b>	<b>(342.4)</b>	<b>(74.3)</b>	<b>(3.3)</b>	<b>(4.4)</b>
투자자산감소(증가)	(7.1)	(7.0)	0.1	(2.6)	(3.5)
자본증가(감소)	(291.0)	(239.5)	(60.1)	0.0	0.0
기타	(324.7)	(95.9)	(14.3)	(0.7)	(0.9)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>164.0</b>	<b>(701.9)</b>	<b>(113.4)</b>	<b>(214.7)</b>	<b>(289.5)</b>
금융부채증가(감소)	632.8	(343.0)	62.3	5.5	7.3
자본증가(감소)	275.0	(53.4)	119.5	0.0	0.0
기타재무활동	(570.6)	(111.2)	(122.9)	0.0	0.0
배당지급	(173.2)	(194.3)	(172.3)	(220.2)	(296.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>260.7</b>	<b>181.7</b>	<b>127.6</b>	<b>654.6</b>	<b>779.8</b>
Unlevered CFO	1,189.9	992.1	957.7	1,065.8	1,319.3
Free Cash Flow	488.0	938.4	231.3	835.4	1,024.5

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

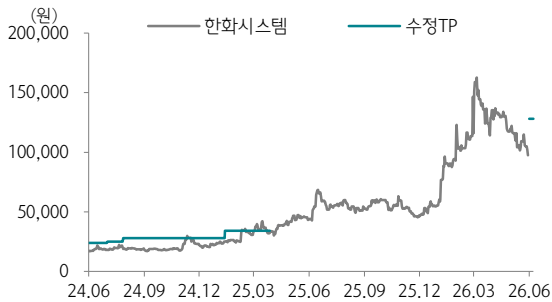
한화에어로스페이스



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.4	BUY	1,860,000		
26.4.16	BUY	1,750,000	-18.69%	-16.40%
26.1.15	BUY	1,460,000	-8.78%	5.27%
25.9.23	BUY	1,230,000	-21.31%	4.23%
25.9.21	담당자 변경		-	-
25.2.12	BUY	625,000	31.46%	66.56%
25.1.3	BUY	560,000	-29.93%	-12.43%
24.10.16	BUY	440,000	-21.13%	-6.90%
24.8.8	BUY	387,930	-21.04%	-5.07%
24.8.1	BUY	362,069	-22.70%	-18.69%

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

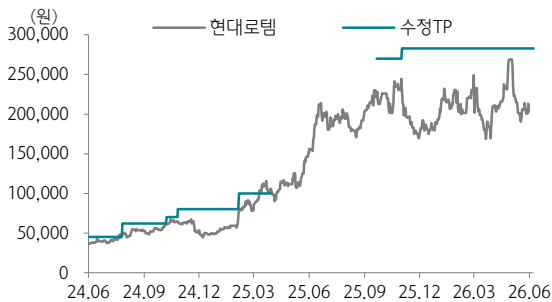
한화시스템



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.6.4	BUY	128,000		
26.6.2	담당자 변경		-	-
25.1.16	BUY	34,000	98.83%	378.53%
24.7.31	BUY	28,000	-25.89%	6.61%
24.7.5	BUY	25,000	-20.65%	-11.00%
24.4.29	BUY	24,000	-22.87%	-9.58%

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

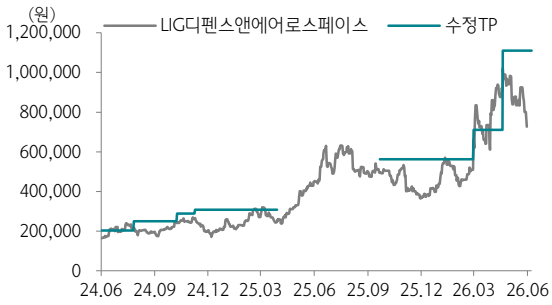
현대로템



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.4	BUY	283,000		
25.9.23	BUY	270,000	-17.62%	-9.44%
25.9.21	담당자 변경		-	-
25.2.7	BUY	100,000	48.86%	130.00%
24.10.29	BUY	80,000	-30.00%	-10.63%
24.10.10	BUY	70,000	-8.31%	-4.14%
24.7.29	BUY	62,000	-15.77%	-1.61%
24.4.3	BUY	45,000	-11.97%	6.56%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

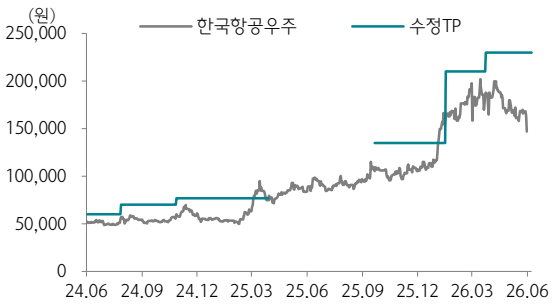
LIG디펜스앤에어로스페이스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.4.22	BUY	1,110,000		
26.3.3	BUY	710,000	9.98%	32.25%
25.9.23	BUY	562,000	-18.41%	1.42%
25.9.21	담당자 변경		-	-
24.11.11	BUY	307,000	20.33%	105.54%
24.10.11	BUY	288,000	-12.76%	-6.60%
24.7.29	BUY	250,000	-18.81%	-2.00%
24.4.3	BUY	203,000	-9.49%	17.98%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

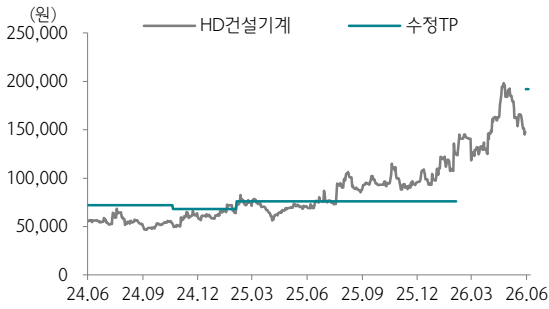
한국항공우주



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.3.26	BUY	230,000		
26.1.19	BUY	210,000	-16.86%	-3.81%
25.9.23	BUY	135,000	-17.08%	23.41%
25.9.21	담당자 변경		-	-
24.10.30	BUY	77,000	-0.13%	49.35%
24.7.30	BUY	70,000	-22.67%	-16.29%
24.5.2	BUY	60,000	-13.29%	-2.33%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

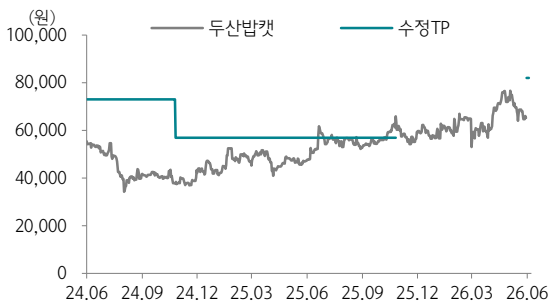
HD건설기계



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.6.4	BUY	192,000	-	-
26.5.15	Not Rated	-	-	-
26.5.13	담당자 변경	-	-	-
26.2.7	1년 경과	-	-	-
25.2.7	BUY	76,000	14.44%	78.82%
24.10.24	BUY	68,000	-10.22%	6.91%
23.12.19	BUY	72,000	-24.84%	-4.86%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산밥캣



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.6.4	BUY	82,000	-	-
26.3.13	Not Rated	-	-	-
26.3.12	담당자 변경	-	-	-
25.10.29	1년 경과	-	-	-
24.10.29	BUY	57,000	-8.28%	17.54%
23.12.19	BUY	73,000	-34.51%	-15.75%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 6월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채운선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채운선)는 2026년 6월 4일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- UIC디펜스앤에어로스페이스 은/는 B업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우임

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.25%	2.75%	0.00%	100%

\* 기준일: 2026년 06월 01일