

Morning Meeting Brief

Macro

미국 해방의 날, 관세 불확실성 해방의 날

- 4월 2일 트럼프 대통령이 예고한 상호관세 발표, 일부 국가 표적화 전망
- 실물경제 부담은 여전, 협상 결과에 따라 추후 기업실적에도 영향
- 시행 시점, 협상 가능 여부, 품목별 관세 부과 일정 등 추가 파악 필요

이하연. hayeon.lee@daishin.com

Strategy

[퀀틴전시 플랜] 소비자심리 하락, 그럼에도 시장이 견고했던 이유

- 소비자신뢰지수 하락, Bad is Good?
- 코스피 주요 업종 긍정적 모멘텀 지속
- 테마 흐름: 우크라이나 종전협상 & 의성 산불

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue & News] LGU+: 유별도 가자

- 25년 이익 개선, OP 1,03조원(+19% yoy), 3년 만에 OP 1조원 복귀 전망
- 공매도 재개에 따른 외인 유입시 3사 중 가장 유리, 외인 비중 35%
- 25년 총주주환원 3.1~3.8천억원(+9 ~ +35% yoy) 전망

김희재. hoijae.kim@daishin.com

[Industry Report] 방위산업: ReArm Europe, K-방산 멀티플 상향 조정

- EU는 유럽 국방력 강화를 위해 8천억유로 규모 ReArm Europe Plan 발표
- 유럽 우선주의 경향으로 인해, 동유럽 현지생산을 통한 파트너십 필요
- 각자도생식 자강론 득세, 미국 의존도 낮아질 때 글로벌 점유 확대 기회

이태환. taehwan.lee@daishin.com

[Initiation] 현대로템: 흑표 전차 나가신다

- 폴란드형 K-2 1차 인도 본격화로 매출 성장 및 우수한 수익성 증명
- K-2는 수출지역 확장성이 높음, 폴란드형 2-1차 계약도 목전으로 파악
- K-2 인도계획량 증가, 레일슬루션 정상화 바탕으로 큰 폭의 이익성장

이태환. taehwan.lee@daishin.com

[기업분석] 한화에어로스페이스: 이번 유상증자는 추진력을 얻기 위함 (TP +31.0%)

- 3.6조원 유상증자 결정. 방산/조선 설비 및 지분 투자 목적으로 사용
- 유동성 확보는 필요했으며, 반복될 차입상환과 실기를 피하고 싶었을 것
- 시장 확대와 함께 경쟁강도 상승 중. 적기 투자를 통해 시장 선점 가능

이태환. taehwan.lee@daishin.com

[기업분석] 한국항공우주: 커지는 필리핀 기대감 (TP +33.3%)

- '25년 완제기수출은 폴란드-말레이시아 수출 바탕으로 큰 폭 증가 예상
- 필리핀과 약 1조원 규모의 FA-50 12기 추가 수출 논의 진행 중
- 올라간 Peer그룹 눈높이와 뚜렷한 중장기 성장성 감안하면 상승여력 높음

이태환. taehwan.lee@daishin.com

[기업분석] LG 넥스원: 이제는 고고도까지 방어

- '25년 UAE 천궁-2 매출 증가로 매출 믹스 개선효과 기대 가능
- 사우디('26년), 이라크('27년) 등 매년 대형 수출 양산이 더해질 것
- L-SAM 양산 연내 예정. 향후 중동 중심으로 수출 가능할 것

이태환. taehwan.lee@daishin.com

[기업분석] 한화시스템: 한화 방산의 소금 같은 존재 (TP +31.3%)

- 폴란드 K2, TICN 4차 매출 확대 구간. '25년 M-SAM, KF-21 추가 예정
- 한화그룹 캡티브 물량 바탕으로 ICT도 안정적인 매출 및 이익 성장 중
- 방산 수익성 개선과 별개로 연결예정 필리조전소 실적 상황은 유의 필요

이태환. taehwan.lee@daishin.com

[Industry Report] 조선업: 야만의 시대, 기회의 조선

- 트럼프 2.0 시대 개막으로 조선업은 구조적인 변화를 맞이할 것
- 가장 먼저 변화를 보일 곳은 컨테이너선, LNG선, 그리고 군함(특수선)
- 최선호주 HD현대중공업, 차선호주 한화오션 제시

이지니. jini.lee@daishin.com

[Initiation] HD 현대중공업: 조선 터줏대감

- 고부가가치선박 중심의 수주 잔고가 인도되며 이익 확대
- 엔진사업부의 제품 믹스 개선으로 이익 개선 효과
- 이지스 구축함 건조 이력으로 미 해군 군함 건조 기대

이지니. jini.lee@daishin.com

[Initiation] 한화오션: 팔방미인

- 공정을 정상화로 매출의 성장세는 가팔라질 것으로 판단
- 수주잔고 중 고부가가치 선종의 비중 증가로 마진 성장 가시화
- 방산 계열사의 해외 조선사 인수로 창출해낼 시너지 기대

이지니. jini.lee@daishin.com

[Initiation] 삼성중공업: 고진감래

- 미국의 LNG 방향성과 유가 하락 구간에서 최대 수혜 기업
- 높은 수익성의 해양플랜트(FLNG)를 수주 받는 국내 유일 조선사
- 중국 Wison 조선소 제재로 셔틀탱커 수주 과독점 가능 전망

이지니. jini.lee@daishin.com

- 베트남조선소는 낮은 비용, 반복건조 효과로 수익성 증대 가능
- 캐파 확장으로 24년 15척 → 30년 23척까지 건조 가능
- LNG 연료 추진 선박 발주량 증가에 따라 LNG BV 수요 증가

미국 해방의 날, 관세 불확실성 해방의 날

- 4월 2일 트럼프 대통령이 예고한 상호관세 발표, 일부 국가 표적화 전망
- 실물경제 부담은 여전, 협상 결과에 따라 추후 기업실적에도 영향
- 시행 시점, 협상 가능 여부, 품목별 관세 부과 일정 등 추가 파악 필요

4월 2일, 미국 해방의 날? 관세 불확실성 해방의 날?

트럼프 대통령이 예고한 상호관세 발표 일정이 1주일도 남지 않았다. 트럼프 대통령은 4월 2일이 미국 해방의 날이 될 것이라고 공언했지만, 상호관세에 비관세 무역장벽(부가세, 환율 등)이 포함될 수 있다는 점에서 금융시장 참여자나 실물경제주체에 관세는 가장 큰 불확실성 요인으로 인식되어 왔다. 오히려 금융시장은 관세 발표 만으로도 가장 큰 불확실성에서 해방될 수 있다고 긍정적으로 평가하고 있다.

당초 트럼프 대통령 언급과 달리, 이번 상호관세는 일부 국가(Dirty 15)를 중심으로 표적화될 전망이다. 협상 과정에서 일부 관세가 배제될 가능성도 열렸다. 하지만 실물경제에서는 관세 발표 이후에도 협상 과정, 추가 품목별 관세 부과 등 남아있는 불확실성이 경제활동을 지연시키는 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

실물 경제 부담은 여전, 협상 결과에 따라 추후 기업실적에 영향

서베이에 따르면, 시장은 상호관세율을 9% 정도로 예상하고 있다. 트럼프 대통령 취임 전에 2%대였던 실효세율이 기존 발표된 관세만으로도 8%대로 상승했다는 점을 감안하면, 실효세율 부담이 상당 수준 높아질 수 있다. 미국 국가별 수입액을 보면, 상위 15개국에 80% 정도 비중을 차지하고 있어, 이들을 대상으로 9% 관세부과가 현실화될 경우, 실효세율은 1940년대 이후 최고 수준으로 상승이 불가피해 보인다.

물론 국가별로 미 정부와의 협상에 빠르게 대응하고 있어, 실제 부과되는 관세율은 낮아질 수 있다. 영국, 인도는 디지털 서비스 세금 인하(혹은 폐지)를 검토하고 있으며, 한국은 미국에 대규모 투자를 발표했다. 일부 보복관세가 발표될 가능성도 있으나 미국과의 협상 여력을 높이기 위한 수단으로 판단되며, 협상은 결국 미국 달래기, 미국에 우호적인 결과로 마무리될 가능성이 크다.

아직 시장이 반영하지 않은 내용

일부 언론에서는 기존 관행과 달리 국제비상경제수권법(IEEPA) 등을 활용해 관세 부과가 발표 즉시 시행되는 방안이 검토되고 있다고 보도했다. 즉시 관세 부과 시행을 통해 협상력을 높이겠다는 의도로 파악된다.

한편, 관세 부과 목적은 여전히 남아있는 불확실 요인이다. 미 행정부 내에서도 관세 부과가 협상 수단인지 재원 마련인지에 대해 상이한 의견을 나타내고 있다. 국가별로 피해를 최소화하고 빠른 협상을 도출하기 위해 관세 부과 목적 파악이 필요해 보인다. 앞서 예고한 품목별 관세(자동차, 반도체, 의약품 등) 일정 역시 불확실하다. 정책 불확실성이 해소돼야 기업 투자 회복을 시작으로 경기 확장이 가능할 전망이다.

소비자심리 하락, 그럼에도 시장이 견고했던 이유

- 소비자신뢰지수 하락, Bad is Good?
- 코스피 주요 업종 긍정적 모멘텀 지속
- 테마 흐름: 우크라이나 종전협상 & 의성 산불

소비자신뢰지수 하락, Bad is Good?

트럼프 행정부가 4월 2일 상호관세 범위가 기존 발언과 위협 대비 강하지 않을 것이라는 낙관론에 시장 심리 안정적. 컨퍼런스보드에서 집계한 3월 소비자 신뢰지수는 전월의 95.2에서 93.4로 하락. 미래기대지수는 65.2까지 급락하며 통상 경기 침체를 예견하는 80을 크게 밑돌았음. 그럼에도 지난달과 같이 침체 우려가 급격히 확산되지는 않는 모습.

12개월 기대 인플레이션도 5.8%에서 6.2%로 상승, 그러나 오히려 미국 소비자들의 우려가 관세정책의 강경한 스탠스를 완화시킬 가능성.

관세정책의 축소 또는 점진적 시행, 협상을 통해 완화된다면 경기 침체를 피할 수 있을 것이라는 견해가 최근 미국증시 투자심리 개선으로 나타나는 것으로 판단

코스피 주요 업종 긍정적 모멘텀 지속

국내증시는 새로운 이슈 보다는 최근 반도체, 화학, 2차전지 등 업황의 개선 기대감, 관세우려 완화 등 최근의 긍정적 모멘텀이 지속. 대형 업종들의 긍정적 모멘텀과 외국인과 기관의 동반 매수세 유입되면서 코스피 상승을 주도하면서 전날의 하락을 만회. 소비자신뢰지수 부진으로 최근 반등흐름을 보이던 채권금리와 달러지수 상승 추세 둔화된 것도 증시에 우호적으로 작용.

104선을 위협하던 달러인덱스 103.9 대 포함, 10년물 채권금리 4.33%대 유지

반도체&장비: SK하이닉스(+2.9%), 삼성전자(+2.7%), 파크시스템스(+5.4%) 등

석유화학: 대한유화(+6.5%), LG화학(+4.8%), 금호석유(+5.4%) 등

2차전지: LG에너지솔루션(+7.3%), 삼성SDI(+3.2%), 포스코퓨처엠(+2.1%) 등

테마 흐름: 우크라이나 종전협상 & 의성 산불

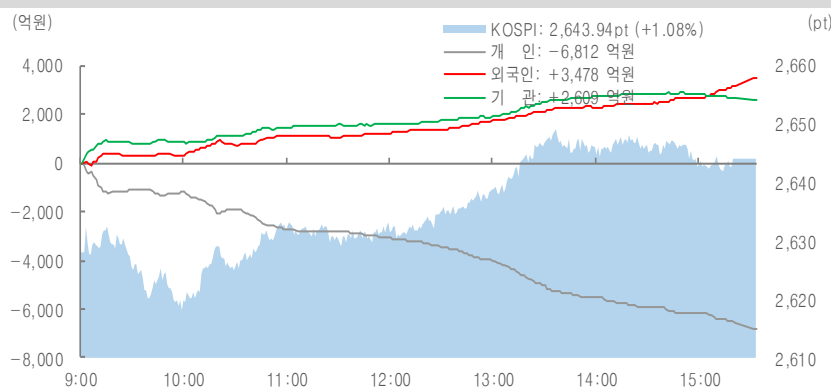
러시아와 우크라이나, 흑해 지역에서의 전투행위 중단에 잠정 합의했으나 러시아가 경제제재 해제를 협상 조건으로 내걸면서 평화협상 변수로 등장

우크라이나 재건: 전진건설로봇(-8.8%), HD현대인프라코어(-6.7%) 등

경북 의성 산불 지속되며 피해 확산, 투자자 변동성 유의

미세먼지 & 날씨정보: 위닉스(+10.9%), 케이웨더(+1.7%) 등

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

LG유플러스 (032640)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

6개월 목표주가

현재주가
(25.03.26)

BUY

매수, 유지

14,000

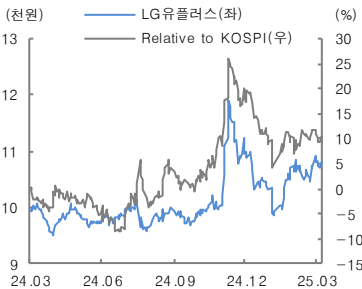
유지

10,760

통신서비스업중

KOSPI	2643.94
시가총액	4,698십억원
시가총액비중	0.22%
자본금(보통주)	2,574십억원
52주 최고/최저	11,900원 / 9,510원
120일 평균거래대금	108억원
외국인지분율	35.31%
주요주주	LG 외 3 인 37.67% 국민연금공단 6.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.1	0.1	8.5	7.0
상대수익률	0.0	-8.0	9.6	11.5



유별도 가자

- 25년 이익 개선, OP 1.03조원(+19% yoy), 3년 만에 OP 1조원 복귀 전망
- 공매도 재개에 따른 외인 유입시 3사 중 가장 유리. 외인 비중 35%
- 25년 총주주환원 3.1~3.8천억원(+9 ~ +35% yoy) 전망

투자의견 매수(Buy), 목표주가 14,000원 유지

25E EPS 1,386원에 PER 10배 적용. 최근 5년 통신업(KT, LGU+ 기준) 평균

이익 개선과 배당 증가 및 외인 매수 증가는 결국 주가 상승

- 이익 개선. 25E OP 1.03조원(+19% yoy)으로 3년 만에 OP 1조원대 복귀 전망
- 외인 유입시 유리. 외인 비중 35%로 공매도 재개에 따른 외인 매수 유입시 통신 3사 중 가장 유리. KT 외인 비중은 49%로 한도 소진, SKT 외인 비중은 42%
- 주주환원 증가. 25E 총주주환원 3.1~3.8천억원(+9 ~ +35% yoy). 6.5~8% 배당. 성향 40% 이상 및 DPS 650원 보장. 25E DPS 650원, 배당금 2.8천억원 자사주 소각. 4월 중 보유 자사주 1.6%(730억원 규모) 소각 전망
자사주 취득 및 소각. 6월 전후로 자사주 300억원(총주주환원을 50% 규모) ~ 1천억원(당기순이익의 20% 및 총주주환원을 60% 규모) 취득 및 소각 전망

25년은 다시 OP 1조원 복귀

5G 성과. 24.5월부터 5G 순증 점유율 35%대 달성. 5G M/S는 상용화 초기 20%대 후반 형성 후 22.3월 22% 이하로 하락, 24.7월 다시 22% 회복

작지만 강한 무선. 무선 서비스매출액은 24년 6.1조원. 20년부터 연평균 3.4% 성장. KT의 연평균 2.2% 성장률과 SKT의 연평균 1.9% 성장률을 크게 상회

알찬 B2B. B2B 매출액은 24년 1.7조원. 20년부터 연평균 5.5% 성장. KT와 SKT의 연평균 성장률은 각각 2.7%와 6.1%

지난 5년간 연평균 매출액 성장률은 3.4%. 성장이 양호하여 20~22년 연평균 OP 성장률 16%로 22년 첫 OP 1조원 달성

하지만, 22년 5G 추가 주파수 20MHz폭을 1,355억원에 할당 받고 관련 투자 및 감가상각 진행, 23년 전산시스템 개편에 따른 감가상각비 증가 등 23년 +5.4% / +1.2천억원, 24년 +5% / +1.2천억원의 상각비 증가에 따라 2년간 OP 역성장

25년 무선 +2.1%, B2B +4.4% 등 매출 성장률 +3.4% yoy 전망. 반면, 감가비는 +2.2% / +560억원으로 부담이 완화되면서 3년 만에 OP 1조원 복귀 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	14,373	14,625	15,126	15,567	15,907
영업이익	998	863	1,031	1,106	1,212
세전순이익	771	451	789	862	965
총당기순이익	630	315	600	655	733
지배지분순이익	623	374	600	655	733
EPS	1,426	858	1,386	1,545	1,757
PER	7.2	12.0	7.8	7.0	6.1
BPS	19,404	19,596	20,298	21,440	22,708
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	7.5	4.4	6.9	7.3	7.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: LG유플러스, 대신증권 Research Center

방위산업

ReArm Europe,
K-방산 멀티플 상향 조정

- EU는 유럽 국방력 강화를 위해 8천억유로 규모 ReArm Europe Plan 발표
- 유럽 우선주의 경향으로 인해, 동유럽 현지생산을 통한 파트너십 필요
- 각자도생식 자강론 득세. 미국 의존도 낮아질 때 글로벌 점유 확대 기회

재무장(Re-Arm) 필요해진 유럽

미국 트럼프 2기 정부의 신고립주의(neo-isolationism) 외교 정책이 극명해짐에 따라, 유럽은 더이상 미국의 안보 우산 제공을 낙관할 수 없게 되었으며, 러시아를 상대로 하는 유럽 공동의 국방력 강화 필요성이 증가하였음

EU 위원회는 유럽 재무장 계획(ReArm Europe Plan)을 발표하며, EU 회원국 공동의 국방 투자 증가 필요성을 역설. 총 자금동원 예상액은 8천억유로이며, NEC(National Escape Clause)를 활용한 GDP 대비 국방비 지출 비중 +1.5%p 확대(6,500억유로)와 회원국들의 무기 공동조달을 위한 SAFE(Security Action for Europe) 이니셔티브(1,500억유로)로 구성. 유럽 방산업체 주가 폭등을 이끌었음

유럽 안보 확충 vs 유럽 우선주의

유럽 국방 투자를 촉진하는 ReArm Europe Plan, EDIS, EDIP 등에서 공통적으로 '유럽 우선주의' 경향이 확인되고 있음. 단기적으로는 안정적인 방산물자 확보가 필요하나, 장기적으로 EU 방위산업 재건을 목표로 하고 있기 때문. EU 내 주도적 역할을 맡고 있는 프랑스·독일은 금번 유럽 군비 확장을 자국 소재의 대형 방산업체 지원을 통하여 경제 성장으로 연결하고자 함

유럽 공동의 안보 투자라는 명분을 감안하면, 군비지출 상승폭이 높게 나타날 지역은 그동안 낮은 지출 수준을 보였던 북유럽·서유럽이 될 가능성이 높음. 다만, 해당 지역은 한국 무기 납품 이력이 거의 없으며, 러시아와의 물리적 거리로 인해 방산물자 확보에 대한 시급성이 비교적 낮음. 무기 구매에 정치·외교적 논리가 개입될 가능성이 높으며 한국이 진입하기 어려운 지역

반면, 동유럽은 러시아와의 직접적 대치상황으로 인해 무기 확보 시급성이 높고, 경제적 여건을 고려 시 가격이 중요한 요인이 될 것. 더불어, 현지생산을 통해 EU 회원국 생산규정을 충족할 수 있다는 측면에서 향후 EU시장에서의 동반자 관계 형성 가능. ReArm Europe Plan을 반영할 시, 중·동유럽에서 향후 5년간 최소 849억유로(134조원)의 무기 구매 지출이 나타날 것으로 예상

생소한 자강(自強)의 시대. 높은 밸류에이션 부담 완화

유럽업체 주가 폭등으로 인해 한국 방산업체에 대한 멀티플 부담은 상대적으로 완화됐음. 현재 커버리지 5사 합산 시가총액은 12MF PER 19배 수준으로 파악되며, 군비 확장국면에 진입했음을 감안하여 타깃 평균 PER을 24배로 상향 조정

추천종목은 현대로템(BUY, TP: 150,000원), 한화에어로스페이스(BUY, TP: 760,000원)를 제시. 유럽 모멘텀이 추가 강화되면서 시장을 주도하고 있으며, 동유럽 현지생산을 통한 파트너십 강화를 바탕으로 유럽 대형 무기 수요에 대응 가능한 업체를 선호. K2 전차, K9 자주포는 폴란드에 주력 배치될 예정으로 이미 대규모 매출이 실현되고 있으며, 향후 루마니아 등 동유럽 지역에서 추가 수출 가능성이 우수한 품목. 또한, 폴란드 K2 2-1차 계약이 임박한 점을 반영

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

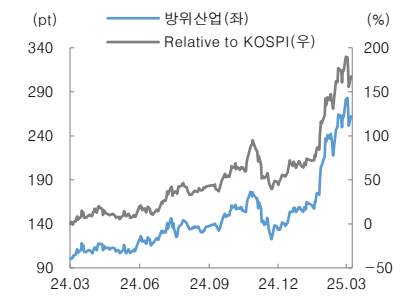
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
한화에어로스페이스	Buy	760,000원
현대로템	Buy	150,000원
한국항공우주	Buy	100,000원
LIG넥스원	Buy	350,000원
한화시스템	Buy	42,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.6	86.9	87.5	150.9
상대수익률	11.1	73.3	87.4	162.0



현대로템
(064350)

이태환 tashwan.lee@daiashin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월

목표주가

150,000

신규

현재주가

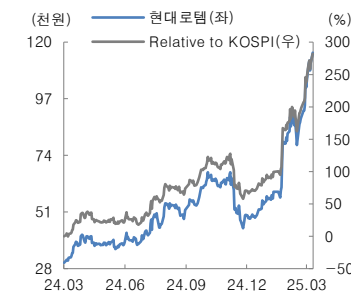
(25,03,24)

115,700

기계약종

KOSPI	2,632.07
시가총액	12,628십억원
시가총액비중	0.59%
자본금(보통주)	546십억원
52주 최고/최저	115,700원 / 32,400원
120일 평균거래대금	1,339억원
외국인지분율	31.45%
주요주주	현대자동차 외 3 인 33.77% 국민연금공단 8.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	34.2	134.9	110.0	257.1
상대수익률	34.9	117.8	110.0	272.9



Initiation

흑표 전차 나가신다

- 폴란드형 K-2 1차 인도 본격화로 매출 성장 및 우수한 수익성 증명
- K-2는 수출지역 확장성이 높음. 폴란드형 2-1차 계약도 목전으로 파악
- K-2 인도계획량 증가, 레일솔루션 정상화 바탕으로 큰 폭의 이익성장

투자의견 매수, 목표주가 150,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가 150,000원은 12MF EPS 6,845원에 타깃 PER 22.5배 적용. 타깃 PER은 유럽 방산업체 Peer 그룹의 평균 PER을 10% 할인. 방위산업 외에도 철도, 생산설비 등 사업이 혼재되어 있는 점을 반영

흑표 전차 나가신다

디펜스솔루션(방산), 레일솔루션(철도), 에코플랜트(생산설비) 등 성격이 다른 사업군을 보유하고 있으며, 최근의 매출 및 이익 상승은 디펜스솔루션이 주도 중으로 폴란드형 K-2 전차 1차 인도(GF 180대, '23~'25년) 계약 매출 기여가 높음. '24년부터 가파른 QoQ 매출 성장이 확인되고 있으며, 4Q24 실적 기준 디펜스솔루션의 OPM은 33%까지 상승한 것으로 파악

주력 제품인 K-2 흑표는 3.5세대 전차 중 우수한 성능 및 가격경쟁력이 증명됐으며, 폴란드 외에도 루마니아·중동 등에서 도입을 검토하고 있어 수출지역 확장성이 높음. 폴란드형 K-2PL 2-1차 공급은 1차와 동일한 180대 수준으로 추정되며, 현지생산업체·정부간 합의에 진전이 나타나며 계약이 목전에 다가왔음. 생산CAPA는 '25년 예상 수출량(96대) 이상의 여유가 있는 것으로 파악

올해도 큰 폭의 이익 성장

'25년 연간 매출액 5.9조원, 영업이익 9,434억원을 전망. 폴란드형 K-2 인도계획량 증가('24년 70대→'25년 96대)가 바탕으로 되며, '24년 적자를 기록한 레일솔루션 실적의 정상화를 기대. K-2PL 2-1차 계약이 상반기 내 실현될 경우 '26년 이후 이익 성장 가시성이 크게 높아질 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,587	4,377	5,925	6,392	6,775
영업이익	210	457	943	1,090	1,210
세전순이익	181	510	944	1,087	1,206
총당기순이익	157	405	717	826	917
지배지분순이익	161	407	720	829	920
EPS	1,475	3,728	6,595	7,596	8,428
PER	18.0	13.3	15.4	13.4	12.1
BPS	15,391	18,737	25,075	32,316	40,240
PBR	1.7	2.7	4.6	3.6	2.9
ROE	10.1	21.8	30.1	26.5	23.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

한화에어로
스페이스
(012450)

이태환

tachwan.lee@dai shin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월
목표주가

760,000

상향

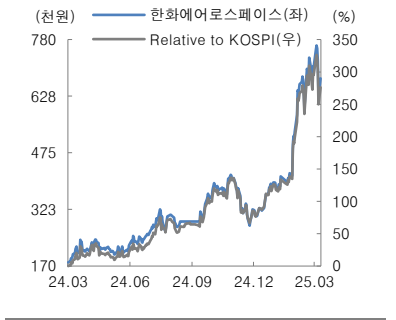
현재주가
(25.03.24)

675,000

기계업종

KOSPI	2,632.07
시가총액	30,767십억원
시가총액비중	1.43%
자본금(보통주)	240십억원
52주 최고/최저	764,000원 / 201,000원
120일 평균거래대금	2,229억원
외국인지분율	47.06%
주요주주	한화 외 2 인 33.98% 국민연금공단 7.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.4	108.3	132.8	234.2
상대수익률	1.9	93.2	132.7	248.9



기업분석

이번 유상증자는 추진력을 얻기 위함

- 3.6조원 유상증자 결정. 방산/조선 설비 및 지분 투자 목적으로 사용
- 유동성 확보는 필요했으며, 반복될 차입·상환과 실기를 피하고 싶었을 것
- 시장 확대와 함께 경쟁강도 상승 중. 적기 투자를 통해 시장 선점 가능

투자 의견 매수, 목표주가 760,000원으로 상향(+31.0%)

목표주가 760,000원은 12MF BPS 158,521원에 타깃 PBR 5.5배를 적용한 후 신규발행주식 590만주에 따른 희석을 감안하여 산정. 타깃 PBR은 '25년 ROE를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산정하였으며, PER 기준으로는 21.0배 레벨로 유럽 글로벌 방산 Peer 그룹 대비 부담스럽지 않은 수준

3.6조원 유상증자를 바라보는 시선

3/20 약 3.6조원의 대규모 유상증자를 결정. 할인율 15%를 적용한 예정가액 60.5만원으로 신주 5,900,500주(증자비율 13.05%) 발행. 자금 투자 계획은 해외방산 1.6조원, 국내방산 0.9조원, 해외조선 0.8조원, 무인기 0.3조원으로 밝힘. '24년말 별도 기준 현금성자산 1.4조원에서 한화오션 지분인수(1.3조원), HAA No.1 출자(642억원) 등 현금유출을 고려했을 때, 추가 유동성 확보는 필요했던 상황으로 판단. 추가 차입 후 영업현금흐름 바탕으로 상환하는 방식도 가능했으나, 일정 주기로 반복될 자금조달에 대한 부담과 재무구조 악화, 중기 성장기회를 놓칠 수 있다는 우려 등이 금번 유상증자 결정에 영향을 미쳤을 것으로 해석. 과거 한화시스템 유상증자('21년)과 일견 상황은 유사하나 대주주·특수관계자 지분이 낮아 시장에 미치는 희석 충격은 당시보다 높은 편

이번 유상증자는 추진력을 얻기 위함

유럽 군비 확장이 시작되는 한편 시장 진입 문턱도 상승하고 있으며, 미국 해군 굴기에 따른 특수선 시장 확대를 기회로 보는 조선업 경쟁자들도 많은 상황. 시장 선점을 위해 자본지출이 불가피한 상황임은 분명하며, 이번 증자금액을 바탕으로 시장에서 호평해왔던 투자자들이 적기에 시행될 수 있을 것. 한화그룹 방향성에 동의하는 장기투자자라면 적절한 매수기회

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,890	11,240	25,585	27,694	28,406
영업이익	594	1,732	2,898	3,514	3,688
세전순이익	1,131	2,647	2,595	3,246	3,426
총당기순이익	977	2,540	1,998	2,499	2,638
지배지분순이익	818	2,299	1,798	2,249	2,374
EPS	16,147	46,942	39,452	49,345	52,090
PER	7.7	7.0	19.2	15.3	14.5
BPS	69,689	101,994	146,732	193,888	243,919
PBR	1.8	3.2	5.2	3.9	3.1
ROE	25.6	53.9	30.8	29.0	23.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

한국 항공우주 (047810)

이태환
tashwan.lee@dashin.com

투자 의견

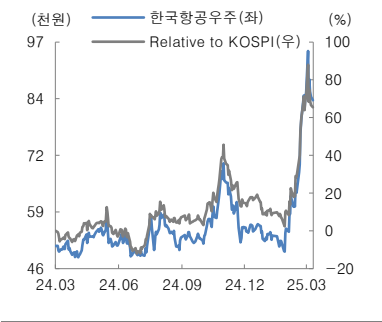
BUY
매수, 유지

6개월
목표주가
100,000
상향

현재주가
(25,03.24)
83,900
기계업종

KOSPI	2,632.07
시가총액	8,178십억원
시가총액비중	0.38%
자본금(보통주)	487십억원
52주 최고/최저	95,000원 / 48,550원
120일 평균거래대금	818억원
외국인지분율	36.98%
주요주주	한국수출입은행 26.41% 국민연금공단 8.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	40.1	50.1	54.8	66.8
상대수익률	40.8	39.2	54.8	74.2



기업분석

커지는 필리핀 기대감

- ‘25년 완제기수출은 폴란드·말레이시아 수출 바탕으로 큰 폭 증가 예상
- 필리핀과 약 1조원 규모의 FA-50 12기 추가 수출 논의 진행 중
- 올라간 Peer그룹 눈높이와 뚜렷한 중장기 성장성 감안하면 상승여력 높음

투자 의견 매수, 목표주가 100,000원 상향(+33.3%)

목표주가는 100,000원은 12MF EPS 4,167원에 타깃 PER 25.0배(기준 20.0배) 적용. 타깃 PER은 유럽 방산업체 Peer 그룹의 평균 PER을 적용

완제기수출 비중 증가 시작

‘25년 매출액 4.1조원(+13.2% yoy) 영업이익 3,317억원(+37.8% yoy), 영업이익률 8.1%(+1.5%p yoy)을 전망. 국내사업은 KUH 양산 종료로 인한 매출 공백 대비 LAH 2차 양산 물량이 충분치 못할 전망이다. KF-21 매출 역시 체계개발 종료 시점 들어서며 소폭 줄어든 것. 다만, 완제기수출의 경우 폴란드·말레이시아 FA-50을 바탕으로 +90% 이상 매출 성장이 유력하며, 기체부품 역시 ‘24년 말 보잉 파업에 따른 기저효과로 +10% 성장을 예상. ‘26년은 KF-21 양산, FA-50PL 양산, LAH 인도 증가 바탕으로 큰 폭 성장 가능

커지는 필리핀 기대감

필리핀 FA-50 블록20 12기 추가 수출 논의가 진행 중인 상황으로, 약 1조원 규모가 예상되고 있음. 필리핀은 2014년 FA-50PH 12기 도입 이후 다수의 실전을 통해 기체성능 검증을 완료. 필리핀은 FA-50 추가 도입 외에도 다목적전투기(MRF) 사업도 검토 중으로, KF-21의 잠재 수출 가능성에 주목

방산업종 내 상대적으로 부진했던 주가는 필리핀 FA-50 수주 가능성이 부각되며, 2/11 이후 큰 폭의 주가상승을 시현. 12MF PER 20배 수준으로 밸류에이션 메리트가 이전 대비 낮아졌으나, 올라간 Peer 그룹 눈높이와 뚜렷한 중장기 성장성을 감안할 때 충분히 상승여력 높다고 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,819	3,634	4,112	5,473	6,224
영업이익	248	241	332	540	660
세전순이익	269	197	263	467	586
총당기순이익	221	171	341	618	779
지배지분순이익	224	172	338	611	770
EPS	2,298	1,765	3,466	6,270	7,902
PER	21.8	31.1	25.6	14.1	11.2
BPS	16,388	17,500	20,467	26,237	33,640
PBR	3.1	3.1	4.1	3.2	2.5
ROE	14.8	10.4	18.3	26.9	26.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국항공우주, 대신증권 Research Center

LIG넥스원

(079550)

이태환
tashwan.lee@daisin.com

투자 의견

6개월
목표주가

현재주가
(25.03.24)

BUY

매수, 유지

350,000

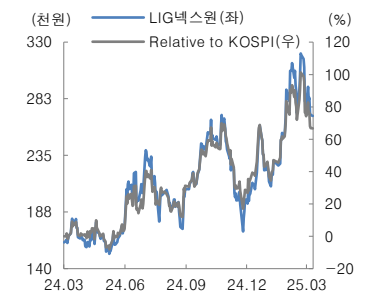
상향

268,000

기계업종

KOSPI	2,632.07
시가총액	5,896십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	110십억원
52주 최고/최저	320,500원 / 152,400원
120일 평균거래대금	782억원
외국인지분율	28.20%
주요주주	엘아이지 외 8 인 38.21% 국민연금공단 10.12%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.7	27.0	21.8	60.2
상대수익률	-10.2	17.8	21.8	67.3



기업분석

이제는 고고도까지 방어

- ‘25년 UAE 천궁-2 매출 증가로 매출 믹스 개선효과 기대 가능
- 사우디(‘26년), 이라크(‘27년) 등 매년 대형 수출 양산이 더해질 것
- L-SAM 양산 연내 예정. 향후 중동 중심으로 수출 가능할 것

투자 의견 매수, 목표주가 350,000원으로 상향(+6.1%)

목표주가 350,000원은 12MF EPS 12,715원에 타깃 PER 27.5배(기존 20.0 배) 적용. 타깃 PER은 유럽 방산전자(정밀타격/감시정찰/지휘통제) Peer그룹 평균 레벨을 고려하여 산정

중동 수출 비중 상승

‘25년 실적은 매출액 4.0조원(+21.1% yoy), 영업이익 3,245억원(+41.2% yoy), 영업이익률 8.2%(+1.2%p yoy) 전망. 전체 수출(연간 24%) 중 저수익성 인도네시아 사업 비중이 35%로 높았던 ‘24년과 달리, ‘25년은 UAE 천궁-2 매출이 약 2천억원(‘24년 약 900억원 추정)으로 증가할 것으로 예상되어 수익성 측면에서 매출 믹스 개선효과를 기대할 수 있을 것. 더불어 ‘26년 사우디 천궁-2, ‘27년 이라크 천궁-2까지 매년 대형 수출 양산이 더해질 예정에 있어 ‘30년까지 이어지는 중장기 이익 성장이 이제 본격화된 단계로 판단

이제는 고고도까지 방어

체계개발이 완료된 L-SAM은 ‘25년 하반기 양산 계약 체결 후 ‘27년까지 배치될 예정인 것으로 파악. 총사업비 1.7조원 투입 예정이며, 국내 배치가 완료되면 M-SAM 천궁-2 운용 국가들을 상대로 수출 판매가 가능할 전망

중동은 한국의 다층 미사일요격망 구성에 큰 관심을 보이고 있으며, 이미 배치가 확정된 천궁-2 외에도 L-SAM(개발완료), LAMD(개발예정)도 추후 도입할 가능성이 있어 동사에게 있어 중요한 세일즈 지역이 될 것으로 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,309	3,276	3,968	4,474	5,224
영업이익	186	230	325	411	496
세전순이익	185	209	298	383	468
총당기순이익	175	216	253	325	398
지배지분순이익	175	222	261	336	411
EPS	7,953	10,069	11,864	15,269	18,680
PER	16.4	21.9	22.6	17.6	14.3
BPS	47,835	56,262	66,053	79,265	95,904
PBR	2.7	3.9	4.1	3.4	2.8
ROE	17.6	19.3	19.4	21.0	21.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: LIG넥스원, 대신증권 Research Center

한화시스템

(272210)

이태환 tashwan.lee@daiashin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

42,000

상향

현재주가

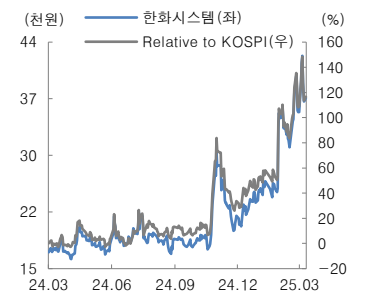
(25,03.24)

36,850

기계업종

KOSPI	2,632.07
시가총액	6,962십억원
시가총액비중	0.32%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	42,250원 / 16,220원
120일 평균거래대금	1,603억원
외국인지분율	7.39%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2 인 59.53%
	국민연금공단 8.21%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.6	64.1	96.2	109.1
상대수익률	15.2	52.2	96.2	118.4



기업분석

한화 방산의 소금 같은 존재

- 폴란드 K2, TICN 4차 매출 확대 구간. '25년 M-SAM, KF-21 추가 예정
- 한화그룹 캡티브 물량 바탕으로 ICT도 안정적인 매출 및 이익 성장 중
- 방산 수익성 개선과 별개로 연결예정 필리핀조선소 실적 상황은 유의 필요

투자의견 매수, 목표주가 42,000원 상향(+31.3%)

목표주가는 12MF EPS 1,526원에 타깃 PER 27.5배(기존 21.0배) 적용. 타깃 PER은 유럽 방산전자(감시정찰/지휘통제) Peer그룹 평균 레벨을 고려하여 산정

Philly 갑안해도 이익 성장 예상

'25년 실적은 매출액 3,2조원(+14.6% yoy), 영업이익 2,418억원(+10.3% yoy)을 예상. UAE M-SAM MFR, 폴란드 K2 1차 사격통제시스템 등 해외수출 비중이 YoY 추가 상승할 예정이며, KF-21 AESA 납품도 계획되어 있어 기존 사업 범위 내 매출·이익 동반 상승에는 어려움이 없음. 다만, '25년 실적부터 연결되는 자회사 Philly Shipyard는 '24년 3분기까지 누적 적자 -6,260만달러 상태였으며, '25년까지는 적자 지속 예상되어 연결 이익은 매출 대비 성장 저하

한화 방산의 소금 같은 존재

한화 방산 계열사 내 투자 역할 존재감 확대 중. 특히, 해외자회사 출자를 통해 현지 조선업체 지분을 매입하는 사례가 늘어나고 있음. '24년 12월 HS USA(미국) 법인을 통해 Philly Shipyard 지분 60% 인수를 완료했고, 올해 3월에는 HAA No.1(호주) 법인을 통해 Austal 지분 9.91%를 매입. Austal은 FIRB 승인 획득 시 19.9%까지 지분을 늘릴 수 있는 TRS 계약을 체결한 상태. 자세한 내용은 '3/19, 한화그룹, 호주 Austal 지분 인수 관련 Comment'를 참고

폴란드 K-2 2-1차 계약, L-SAM 국내 양산 등 수주 파이프라인을 바탕으로 타 라인 지속 성장에 대한 기대감은 연내 더 확대될 것으로 판단. 한화그룹의 방위 산업 영역이 육해공 골고루 확대될 때, 동사는 모두 수혜 받을 수 있는 위치

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,804	3,214	3,480	3,553
영업이익	123	219	242	309	325
세전순이익	444	581	341	439	457
총당기순이익	343	445	273	351	365
지배지분순이익	349	454	270	345	359
EPS	1,849	2,405	1,427	1,825	1,903
PER	9.4	9.4	29.6	23.2	22.2
BPS	11,327	13,181	14,530	16,143	17,767
PBR	1.5	1.7	2.5	2.3	2.1
ROE	16.9	19.6	10.3	11.9	11.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

조선업

야만의 시대, 기회의 조선

- 트럼프 2.0 시대 개막으로 조선업은 구조적인 변화를 맞이할 것
- 가장 먼저 변화를 보일 곳은 컨테이너선, LNG선, 그리고 군함(특수선)
- 최선호주 HD현대중공업, 차선호주 한화오션 제시

조선업에 대한 투자 의견을 비중확대로 신규 제시

트럼프 2.0 시대가 개막하며 솔직한 야만의 시대가 도래함. 여러 이해관계가 얽히며 섯법이 복잡해지는 가운데 한국의 조선업은 무풍지대에 자리잡음

지난 4년간, 조선업은 코로나와 러-우 전쟁, 홍해 사태의 여파로 12,783척(2억 3,399만CGT)를 수주 받음. 슈퍼사이클이라 부르는 2006~2008년도 총 수주물량이 20,165척(2억 2,871만CGT)인 것을 감안하면 척수 기준으로는 63%, CGT 기준으로는 102% 수준. 글로벌 경기 침체 기조로 인해 신규수주 둔화는 불가피하지만, 미국의 대 중국 견제로 국내 조선업에 새로운 기회가 만들어질 것으로 판단. 그에 따라 조선업에 대한 투자 의견을 비중확대로 신규 제시함

투자포인트는 1) 미국의 대중견제로 인해 기대되는 상선 물량, 2) 미국의 에너지 수출량 증가로 늘어나는 고부가가치 선박 발주량, 3) 낮은 공급량으로 여전한 공급자 우위 시장으로 선가 하락 가능성은 낮음

Top-Pick: HD현대중공업, 안정적인 수주잔고에 군함은 알파

[조선] 선가 상승기에 수주 받은 대형 컨테이너선과 LNGC 등 고마진 선박의 매출 인식이 시작되면서 동사는 안정적인 이익 성장세를 보일 것. 외국인 인력 도입을 통해 생산 안정화가 된 이후 추가적인 지체보상금은 발생하지 않음

[엔진] 계열사간의 수직계열화를 통해 마진이 높은 중형엔진의 믹스를 높여 수익성 개선을 도모함

[특수선] 새로운 시장을 개척하는 구간에서 동사의 이지스함 건조 이력은 향후 미 해군의 수주에 영향이 있을 것으로 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	31,421	39,796	45,321	47,694	50,333
영업이익	63	1,534	3,069	3,454	4,087
세전순이익	-535	810	1,995	3,139	3,890
총당기순이익	-110	1,317	1,645	2,409	2,987
지배지분순이익	-107	1,319	1,636	2,398	2,970
EPS	-207	2,158	2,677	3,923	4,860
PER	NA	39.6	42.0	28.7	23.1
BPS	28,929	26,845	29,951	34,441	40,114
PBR	2.0	3.2	3.8	3.3	2.8
ROE	-0.7	8.4	9.4	12.2	13.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: HD현대중공업, 한화오션, 삼성중공업 HD현대미포 합산, 대신증권 Research Center

이지니

jinilee@daishin.com

투자의견

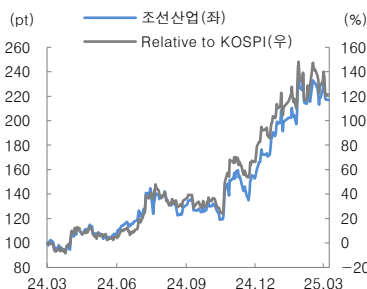
Overweight

비중확대, 신규

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
HD현대중공업	BUY	360,000
한화오션	BUY	90,000
삼성중공업	BUY	17,000
HD현대미포	BUY	130,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.6	24.5	53.6	104.5
상대수익률	-7.1	16.2	52.5	114.1



HD현대
중공업
(329180)

이지니 jin.lee@daishin.com

투자의견

BUY

신규

6개월

목표주가

360,000

신규

현재주가

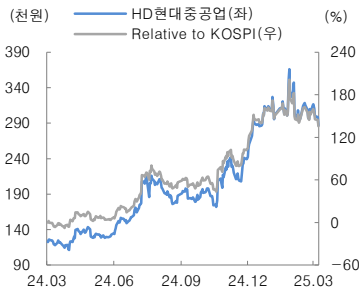
(25.03.25)

287,000

조선업종

KOSPI	2,615.81
시가총액	25,478십억원
시가총액비중	1.19%
자본금(보통주)	444십억원
52주 최고/최저	366,000원 / 111,300원
120일 평균거래대금	935억원
외국인지분율	10.21%
주요주주	HD한국조선해양 외 1인 75.03% 국민연금공단 6.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.8	5.5	46.6	130.2
상대수익률	-6.3	-1.6	45.5	140.9



Innitiation

조선 터줏대감

- 고부가가치선박 중심의 수주 잔고가 인도되며 이익 확대
- 엔진사업부의 제품 믹스 개선으로 이익 개선 효과
- 이지스 구축함 건조 이력으로 미 해군 군함 건조 기대

투자의견 매수, 목표주가 360,000원으로 신규 제시

HD현대중공업을 조선 업종 중 Top-pick으로 제시. 목표주가 360,000원(Upside +25.4%)은 2007년~2009년 국내 조선사 3년 평균 PER 41.4x에 20% 할증을 적용

고부가가치 상선, 엔진, 군함, 빠지는 거 하나 없다

투자포인트는 1)고선가 수주물량의 매출 인식으로 상선 부문의 마진 개선; 2)엔진 사업부의 수직계열화를 통한 마진 확대; 3) 해군 MRO와 더불어 이지스 구축함 건조 가능한 유일한 조선소이다. 이미 2024년에 실적 턴어라운드를 이루어낸 상황에서 높은 마진의 선종 매출 인식, 제품 믹스 개선으로 마진이 극대화된 엔진 사업부, 특수선 건조 수주 가능성 확대는 2025년 실적에 대한 기대감을 높이는 요소임

1Q25 매출액 4.3조, 영업이익 3,196억원 전망

동사의 1Q25 매출액은 4조 2,832억원(+43.4% yoy), 영업이익 3,196억원(+1403%)로 전망. 사업부문별 매출액은 [조선] 매출액 2조 9,181억원(+35.4% yoy), 영업이익 1,996억원(+221.5% yoy), [해양플랜트] 매출액 5,877억원(+43.4% yoy), 영업이익 250억원(-132.2% yoy), 영업이익률 4.2% [엔진기계] 7,771억원(+10.6% yoy), 영업이익 950억원(+25.0% yoy)으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,547	17,359	18,249
영업이익	179	705	1,293	1,368	1,611
세전순이익	34	798	829	1,099	1,368
총당기준이익	25	622	646	856	1,065
지배지분순이익	25	622	646	856	1,065
EPS	278	7,001	7,274	9,637	12,002
PER	463.9	41.1	39.5	29.8	23.9
BPS	58,660	64,259	69,246	76,191	85,505
PBR	2.2	4.5	4.1	3.8	3.4
ROE	0.5	11.4	10.9	13.3	14.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

Initiation

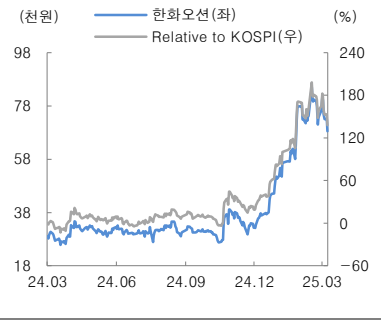
한화오션
(042660)

이지니 jinilee@daishin.com

투자 의견 BUY
신규
6개월 목표주가 90,000
신규
현재주가 68,500
(25.03.25) 조선업종

KOSPI	2,615.81
시가총액	20,989십억원
시가총액비중	0.98%
자본금(보통주)	1,537십억원
52주 최고/최저	85,100원 / 25,850원
120일 평균거래대금	3,057억원
외국인지분율	11.91%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2인 46.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.9	90.3	113.4	128.3
상대수익률	-8.4	77.5	111.8	139.0



팔방미인

- 공정률 정상화로 매출의 성장세는 가팔라질 것으로 판단
- 수주잔고 중 고부가가치 선종의 비중 증가로 마진 성장 가시화
- 방산 계열사의 해외 조선사 인수로 창출해낼 시너지 기대

투자 의견 매수, 목표주가 90,000원으로 신규 제시

한화오션을 조선 업종 차선호주로 제시. 목표주가는 90,000원 (Upside +31.4%)으로 2007년부터 2009년 국내 조선사 3개년 평균 PER 41.4 배에 20% 할증 적용

안정적인 상선 수주잔고를 기반으로 구조적 성장 준비 중

투자포인트로는 1)납기 지연 해소와 저가 수주 물량 인도로 사업 정상화 궤도; 2) 해외 조선사 인수로 해외 군함 MRO 및 건조 기대

동사는 외국인 근로자 채용 등을 통한 생산 안정화를 이루고 있음. 더 불어 LNG 및 컨테이너선 중심의 상선 부문 고수익 물량 인도가 늘어 남에 따라 매출 확대 전망. 한화의 방산 계열사로서 미국의 군함 MRO 수주에 박차를 가하고 있으며 미국 군함 수주를 위한 발판으로 해외 조선사 인수에 적극적으로 임하고 있어 알파 창출 기대

2025년 매출액 13.5조원, 영업이익 8,342억원 전망

2025년 1분기 매출액은 3조 2,797억원(+43.6% yoy), 영업이익 1,701억원(+221.3% yoy), 영업이익률 5.2%로 전망. 사업부문별 실적은 [상선] 매출액 2조 6,088억원(+34.2% yoy), 영업이익 1,287억원(+606.9% yoy) [특수선] 2,420억원(+70.2% yoy), 영업이익 223억원(+29.1% yoy) [해양] 매출액 2,585억원(-6.8% yoy), 영업이익 112억원(-39.4% yoy)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	13,494	13,783	14,803
영업이익	-196	238	834	975	1,205
세전순이익	-116	181	583	1,141	1,336
총당기순이익	160	528	554	868	1,016
지배지분순이익	160	528	554	868	1,016
EPS	757	1,724	1,808	2,831	3,314
PER	33.1	21.7	37.9	24.2	20.7
BPS	20,400	15,858	17,915	21,026	24,655
PBR	1.2	2.4	3.8	3.3	2.8
ROE	6.3	11.5	10.7	14.5	14.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화오션, 대신증권 Research Center

삼성중공업
(010140)

이지니 jinilee@daishin.com

투자의견

BUY

신규

6개월
목표주가

17,000

신규

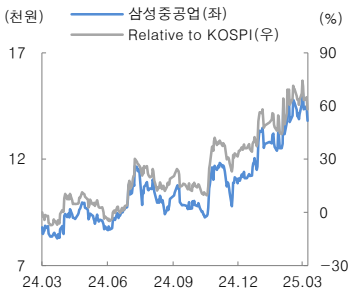
현재주가
(25.03.25)

14,000

조선업종

KOSPI	2615.81
시가총액	12,320십억원
시가총액비중	0.57%
자본금(보통주)	880십억원
52주 최고/최저	15,440원 / 8,480원
120일 평균거래대금	1,368억원
외국인지분율	30.27%
주요주주	삼성전자 외 8 인 20.88% 국민연금공단 7.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.0	23.2	29.7	56.3
상대수익률	-6.5	15.0	28.8	63.5



Initiation

고진감래

- 미국의 LNG 방향성과 유가 하락 구간에서 최대 수혜 기업
- 높은 수익성의 해양플랜트(FLNG)를 수주 받는 국내 유일 조선사
- 중국 Wison 조선소 제재로 셔틀탱커 수주 과독점 가능 전망

투자의견 매수, 목표주가 17,000원으로 신규 제시

목표주가는 17,000원(Upside +21.4%)으로 2007년부터 2009년까지 국내 조선사 3개년 평균 PER 41.4x에 20% 할증을 적용하여 산출

마이너하지만 잘하는 것에만 집중하는 조선소

투자포인트로는 1) 트럼프 2.0 시대 개막으로 에너지 전환이 다시 예견됨에 따라 셔틀탱커 발주세 시작, 2) 국내 유일무이 FLNG 제작 가능성

동사는 탱커와 FLNG 부문에 강점을 지닌 조선사. 올해 유가 하락과 LNG 터미널 승인량 증가로 FLNG와 탱커에 대한 수요가 증가할 것으로 판단. 더욱이 탱커선의 경우 노후선대가 많아 교체수요까지 합쳐질 경우 시너지를 발휘할 것으로 예상

2025년 매출액 10.6조, 영업이익 6,285억 전망

1Q25 매출액은 2조 6,729억원(+13.8% yoy), 영업이익 1,700억원(+118.4% yoy)로 전망. 사업부문별 실적은 [조선+해양] 매출액 2조 4,837억원(+189.2% yoy), 영업이익 1,615억원(+107.3% yoy)

최근 동사는 2조원 규모의 셔틀탱커를 수주함. 중국 조선소로 분산될 예정이던 물량까지 흡수하며 독자적인 위치를 수립. 향후 해양 유전 개발 프로젝트가 개시되면 동사의 독보적인 수주 경쟁력으로 매출 증대에 기여할 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,009	9,903	10,491	11,139	11,602
영업이익	233	503	723	865	928
세전순이익	-296	-316	406	678	872
총당기준이익	-156	54	309	515	663
지배지분순이익	-148	64	309	515	663
EPS	-168	73	351	585	753
PER	-46.0	155.7	39.9	23.9	18.6
BPS	3,908	4,311	5,127	6,302	7,803
PBR	2.0	2.6	2.7	2.2	1.8
ROE	-4.2	1.8	7.4	10.2	10.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 삼성중공업, 대신증권 Research Center

HD현대미포
(010620)

이지니
jinilee@dashin.com

투자 의견

6개월
목표주가

현재주가
(25.03.25)

BUY

신규

130,000

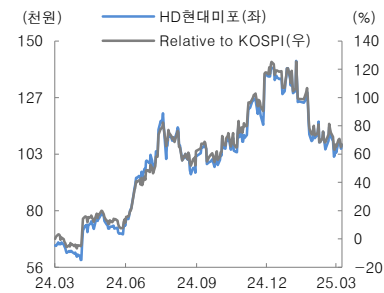
신규

103,200

조선업중

KOSPI	2615.81
시가총액	4,122십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	200십억원
52주 최고/최저	141,800원 / 59,100원
120일 평균거래대금	474억원
외국인지분율	17.52%
주요주주	HD한국조선해양 외 4인 42.85% 국민연금공단 12.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.1	-22.9	-2.8	57.8
상대수익률	-7.6	-28.0	-3.5	65.1



Initiation

베트남이 Phở int

- 베트남조선소는 낮은 비용, 반복건조 효과로 수익성 증대 가능
- 캐파 확장으로 24년 15척 → 30년 23척까지 건조 가능
- LNG 연료 추진 선박 발주량 증가에 따라 LNG BV 수요 증가

투자 의견 매수, 130,000원으로 신규 제시

목표주가 130,000원(Upside +26.0%)는 2007년부터 2009년까지 국내 조선사 3개년 평균 PER 41.4배를 적용하여 산출

2025년 매출액 4조 7,890억원, 영업이익 2,191억원 전망

1Q25 매출액은 1조 2,171억원(+21.7% yoy), 영업이익은 564억원(흑전), 영업이익률 4.6%로 전망

투자포인트로는 1) HD현대베트남조선소의 수익성 개선 기대 2) LNG 연료 추진 선박 발주 증가에 따른 급유선(Bunkering Vessel) 수요 증가, 동사의 새로운 주력 수주선종이 될 것으로 판단

동사의 자회사인 베트남조선소는 낮은 비용으로 선박 건조 가능. 동시에 캐파 확장을 통해 건조 캐파를 15척에서 23척까지 확장할 계획. PC선으로 구성된 수주잔고 덕분에 반복건조 효과로 수익성 확대 예상

친환경 규제에 의해 LNG 추진 선박 발주가 급등함에 따라 LNG Bunkering Vessel에 대한 수요 역시 증가 중. LNG 연료 추진 선박은 2028년 수주잔고까지 남아있어 연료 공급을 필요로 하는 선박의 수는 꾸준히 증가할 전망. 그에 따라 LNG BV에 대한 선박 수요는 장기적으로 발생하며 동사의 주요 전략 선종이 되어 안정적인 수주잔고를 이어갈 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,039	4,630	4,789	5,414	5,679
영업이익	-153	89	219	247	343
세전순이익	-157	146	177	221	314
총당기순이익	-139	113	137	171	243
지배지분순이익	-143	106	127	159	227
EPS	-3,579	2,642	3,191	3,992	5,675
PER	NA	50.8	33.7	26.9	18.9
BPS	49,324	51,278	53,964	57,466	62,656
PBR	1.7	2.6	2.0	1.9	1.7
ROE	-7.0	5.3	6.1	7.2	9.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: HD현대미포, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.