Earnings Review

한화에어로스페이스 (012450)

3Q26 Review: 악재의 중첩, 4분기까지 지켜보자

- 투자의견 매수, 목표주가 1,640,000원 유지
- 컨센서스 및 추정치 대비 매출, 영업이익 하회
- 4Q26 및 27년 실적 추정치 상향

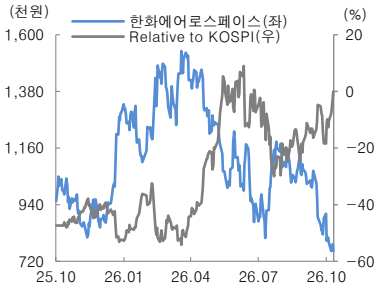
최정환 CFA

jeonghwan.choi@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	1,640,000 유지
현재주가 (26.10.29)	739,000
	방위산업

KOSPI	5,937.66
시가총액	39,188십억원
시가총액비중	0.59%
자본금(보통주)	270십억원
52주 최고/최저	1,537,000원 / 739,000원
120일 평균거래대금	2,155억원
외국인지분율	45.16%
주요주주	한화 외 6인 35.8% 국민연금공단 7.9%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-24.9	-6.2	-46.5	-23.5
상대수익률	-13.1	-10.5	-39.7	-47.4



	2026F	2027F
주당배당금(DPS) (원)	4,200	7,100
수익률(%)	0.6	1.0
총주주환원 (십억원)	22	368
수익률(%)	0.6	1.0

주: 대신증권 Research Center 추정.
추정치는 12M FWD 기준

투자의견 매수, 목표주가 1,640,000원 유지

4Q26E-2Q27E 지상방산 및 항공우주 EBITDA에 Target 12MF EV/EBITDA 25.0x 적용, 상장 자회사 가치 SOTP 통해 목표주가 산출. 3Q26 실적 아쉬우나 투자포인트에는 변함 없어 멀티플은 변경 없이 적용. 27년 실적 추정치 상향에 따라 본업 가치 상승, 26년 스페인 자주포 양산 및 미국 자주포 시제 사업자로 선정되며 현지화 전략이 유효했음을 증명. 3Q26 실적에 대한 우려를 소화하며 글로벌 피어들과의 멀티플 격차 축소를 전망함

컨센서스 및 추정치 대비 매출, 영업이익 하회

3Q26 연결 기준 매출액 6.1조원(-6.0% YoY), 영업이익 4,520억원(-46.2% YoY, OPM 7.4%)으로 컨센서스인 매출액 7.4조원 및 영업이익 1.1조원을 크게 하회하는 실적 시현. 하회의 주요 요인으로는 3Q26 필리조선소 적자폭 확대, 지상방산 부문 실적이 부진한 영향. 지상방산 부문의 경우 매출액 1.2조원(-41.0% YoY), 영업이익 220억원(-96.2% YoY, OPM 1.7%)을 시현했는데, 폴란드 관련 매출이 부재했던 1Q26 영업이익률 16.9%보다도 낮은 실적을 보임. 이는 국내외 사업 모두에서 악재가 겹쳐 발생했던 것으로 보이는데 국내 사업에서는 마진율이 낮은 사업이 매출로 인식되었고 수출 사업에서는 폴란드 매출 부재 뿐 아니라 이집트, 호주 K9 자주포 매출 인식 또한 예상 대비 부진해 고정비 레버리지 효과로 3Q26 영업이익률이 크게 훼손된 것으로 추정. 이외 대전사업장 복구에 따른 비용, 기타 사업 충당금 등 총 500억원 수준의 일회성 비용이 발생했으며 영업외손익에서는 원화 강세에 따른 환손실이 주로 반영되었음

4Q26 및 27년 실적 추정치 상향

1Q26에서 3Q26까지 이뤄지지 않았던 폴란드 EC2 K9 자주포 30문 인도는 4Q26에 집중될 것으로 보이며 폴란드 EC1 천무 또한 기존 가이던스였던 26년 천무 40대에서 60대로 인도 대수 상향이 이뤄짐. 이에 따라 4Q26 지상방산 영업이익률은 22.8%로 회복을 전망. 27년에는 폴란드 K9 자주포 및 천무 인도 대수 증가로 26년 수출 비중 58.0%에서 77.2%로 증가, 이에 따라 영업이익률 또한 매출 믹스 개선에 따라 19.8%에서 28.0%로 개선을 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	11,240	26,702	31,915	33,943	32,221
영업이익	1,732	3,089	4,005	6,131	5,563
세전순이익	2,647	2,209	2,815	4,718	4,129
총당기순이익	2,540	2,202	2,203	3,680	3,221
지배지분순이익	2,299	1,405	1,361	2,355	2,061
EPS	50,436	27,247	26,399	45,678	39,977
PER	20.5	30.9	28.0	16.2	18.5
BPS	249,320	325,583	384,796	462,751	531,464
PBR	3.0	4.3	1.9	1.6	1.4
ROE	22.3	13.1	11.1	15.4	11.8

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

표 1. 한화에어로스페이스 3Q26 Review (단위: 십억원)

(구분)	3Q26P(잠정치)	당사 추정치	컨센서스	추정치 대비 차이
매출액	6,093	7,292	7,400	*-16.4%*
영업이익	452	994	1,100	*-54.5%*
영업이익률	*7.4*	*13.6*	*14.9*	*-6.2%p*
지배주주순이익	-137	367	544	*적전*

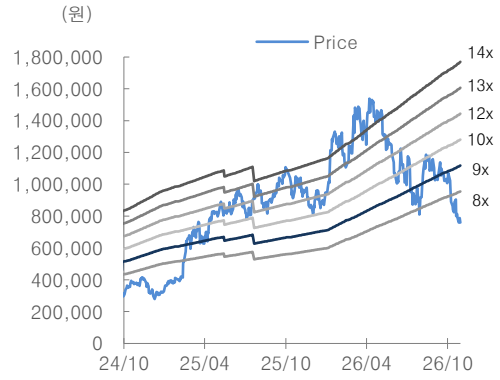
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 한화에어로스페이스 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
별도 기준 기업가치	**75,304**	**(A) = (a) × (b) – (c)**
지상방산+항공우주 EBITDA (a)	3,283	3Q26E~2Q27E EBITDA 합산
Target 12M Fwd EV/EBITDA (b)	25.0x	
지상방산+항공우주 순차입금 (c)	6,120	26년 기말 한화오션, 한화시스템 제외 순차입금
자회사 기업가치	**9,461**	**(B) = (d) + (e)**
한화시스템 (d)	4,306	목표 시가총액 50% 할인 적용(지분율 47.2%)
한화오션 (e)	5,155	12M Avg 시가총액 50% 할인 적용(지분율 30.4%)
목표 시가총액	**84,764**	
상장주식수(천주)	51,563	
Target Price(원)	1,640,000	
현재주가(원)	739,000	
상승여력	**121.9%**	

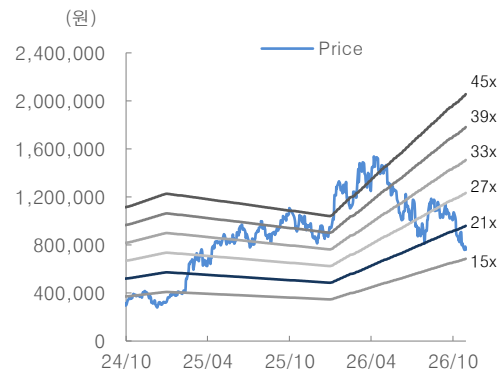
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 한화에어로스페이스 12MF EV/EBITDA 추이



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. 한화에어로스페이스 12MF PER 추이



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

표 3. 한화에어로스페이스 분기 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전				변경 후				3Q26 Cons
		1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q26	2Q26P	3Q26P	4Q26E	
연결 매출액	**(십억원)**	**5,751**	**9,292**	**7,292**	**10,547**	**5,751**	**9,292**	**6,093**	**10,778**	**7,152**
YoY	(%)	*+4.9*	*+47.2*	*+12.4*	*+25.2*	*+4.9*	*+47.2*	*-6.1*	*+28.0*	
지상방산	(십억원)	1,221	2,107	1,979	4,388	1,221	2,107	1,245	4,700	
YoY	(%)	*+5.5*	*+18.8*	*-6.2*	*+41.9*	*+5.5*	*+18.8*	*-41.0*	*+52.0*	
수출비중	(%)	*53.3*	*58.5*	*69.7*	*59.8*	*53.3*	*58.5*	*47.6*	*61.7*	
항공우주	(십억원)	661	760	883	915	661	760	659	919	
한화시스템	(십억원)	807	1,118	1,140	1,582	807	1,118	832	1,311	
한화오션	(십억원)	3,210	5,443	3,414	3,777	3,210	5,443	3,414	3,686	
기타	(십억원)	-185	-184	-185	-185	-185	-184	-57	162	
연결 영업이익	**(십억원)**	**636**	**1,364**	**994**	**1,466**	**636**	**1,364**	**452**	**1,553**	**1,024**
OPM(%)	(%)	*11.1*	*14.7*	*13.6*	*13.9*	*11.1*	*14.7*	*7.4*	*14.4*	
지상방산	(십억원)	206	532	425	972	206	532	22	1,072	
OPM(%)	(%)	*16.9*	*25.2*	*21.5*	*22.2*	*16.9*	*25.2*	*1.7*	*22.8*	
항공우주	(십억원)	22	37	61	27	22	37	-23	15	
한화시스템	(십억원)	34	104	73	105	34	104	99	105	
한화오션	(십억원)	441	736	486	412	441	736	486	427	
기타	(십억원)	-67	-45	-50	-50	-67	-45	-132	-65	
지배주주순이익	**(십억원)**	**260**	**636**	**367**	**638**	**260**	**636**	**-137**	**601**	**460**

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center(26E-27E 필리조선소 실적 기타부문에 반영)

표 4. 한화에어로스페이스 연간 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전			변경 후			26 Cons
		25	26E	27E	25	26E	27E	
연결 매출액	**(십억원)**	**26,702**	**32,883**	**34,796**	**26,702**	**31,915**	**33,943**	**32,234**
YoY	(%)	*+137.6*	*+23.1*	*+5.8*	*+137.6*	*+19.5*	*+6.4*	
지상방산	(십억원)	8,133	9,696	10,948	8,133	9,273	11,298	
YoY	(%)	*+16.0*	*+19.2*	*+12.9*	*+16.0*	*+14.0*	*+21.8*	
수출비중	(%)	*57.3*	*60.7*	*77.1*	*57.3*	*58.0*	*77.2*	
항공우주	(십억원)	2,513	3,219	4,195	2,513	2,999	4,299	
한화시스템	(십억원)	3,671	4,646	5,259	3,671	4,068	3,854	
한화오션	(십억원)	12,784	15,844	14,844	12,784	15,753	13,989	
기타	(십억원)	-619	-739	-740	-619	-264	502	
연결 영업이익	**(십억원)**	**3,089**	**4,461**	**5,980**	**3,089**	**4,005**	**6,131**	**4,621**
OPM(%)	(%)	*11.6*	*13.6*	*17.2*	*11.6*	*12.5*	*18.1*	*14.2*
지상방산	(십억원)	1,999	2,135	3,113	1,999	1,832	3,159	
OPM(%)	(%)	*24.6*	*22.0*	*28.4*	*24.6*	*19.8*	*28.0*	
항공우주	(십억원)	2	147	245	2	51	165	
한화시스템	(십억원)	123	316	573	123	342	634	
한화오션	(십억원)	1,168	2,075	2,249	1,168	2,090	2,373	
기타	(십억원)	-208	-212	-200	-208	-309	-200	
지배주주순이익	**(십억원)**	**1,405**	**1,902**	**2,549**	**1,405**	**1,361**	**2,355**	**2,267**

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center(26E-27E 필리조선소 실적 기타부문에 반영)

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	11,240	26,702	31,915	33,943	32,221
매출원가	8,370	21,252	25,123	24,825	23,823
매출총이익	2,870	5,450	6,792	9,118	8,398
판매비와관리비	1,138	2,065	2,787	2,987	2,835
영업이익	1,732	3,089	4,005	6,131	5,563
영업이익률	15.4	11.6	12.5	18.1	17.3
EBITDA	2,007	3,482	4,825	6,985	6,438
영업외손익	915	-879	-1,190	-1,413	-1,433
관계기업손익	105	-83	-184	-160	-160
금융수익	374	1,271	1,920	1,047	995
외환관련이익	155	806	1,524	1,018	967
금융비용	495	1,596	2,791	2,188	2,162
외환관련손실	153	829	1,019	509	483
기타	931	-471	-135	-112	-106
법인세비용차감전순손익	2,647	2,209	2,816	4,718	4,129
법인세비용	136	-8	613	1,038	908
계속사업순손익	2,511	2,202	2,204	3,680	3,221
중단사업순손익	29	0	0	0	0
당기순이익	2,540	2,202	2,509	3,680	3,221
당기순이익률	22.6	8.2	7.9	10.8	10.0
비지배지분순이익	241	797	1,011	1,325	1,160
지배지분순이익	2,299	1,405	1,499	2,355	2,061
매도가능금융자산평가	0	38	0	0	0
기타포괄이익	58	124	851	339	322
포괄순이익	2,598	2,326	3,360	4,020	3,543
비지배지분포괄이익	222	889	1,315	1,608	1,417
지배지분포괄이익	2,376	1,437	2,045	2,412	2,126

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	22,868	30,705	24,762	23,977	23,643
현금및현금성자산	2,968	7,713	3,243	2,850	3,482
매출채권 및 기타채권	8,896	3,735	4,495	4,714	4,414
재고자산	6,290	7,742	7,178	6,896	6,439
기타유동자산	4,714	11,515	9,846	9,517	9,309
비유동자산	20,469	23,248	28,415	31,429	32,728
유형자산	8,320	9,524	10,623	11,036	11,152
관계기업투자금	964	2,190	5,352	7,122	7,728
기타비유동자산	11,185	11,534	12,439	13,271	13,849
자산총계	43,337	53,953	53,177	55,406	56,372
유동부채	25,516	29,976	26,995	26,163	24,673
매입채무 및 기타채무	4,270	6,041	7,253	7,714	7,323
차입금	5,511	6,153	3,535	2,185	1,029
유동성채무	607	829	957	1,358	1,611
기타유동부채	15,128	16,953	15,249	14,906	14,710
비유동부채	6,456	7,189	6,340	5,382	4,294
차입금	4,165	5,413	6,267	5,653	4,761
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,292	1,776	72	-271	-467
부채총계	31,973	37,165	33,335	31,545	28,968
지배지분	4,995	9,685	11,727	14,422	16,806
자본금	240	270	270	270	270
자본잉여금	-510	2,887	2,887	2,887	2,887
이익잉여금	4,747	5,983	7,175	9,530	11,591
기타자본변동	519	545	1,395	1,735	2,057
비지배지분	6,369	7,103	8,114	9,439	10,598
자본총계	11,364	16,788	19,841	23,861	27,404
순차입금	7,555	4,952	7,787	6,616	4,190

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	50,436	27,247	23,114	45,678	39,977
PER	20.5	30.9	32.0	16.2	18.5
BPS	249,320	325,583	384,796	462,751	531,464
PBR	3.0	4.3	1.9	1.6	1.4
EBITDAPS	44,028	67,538	93,569	135,474	124,852
EV/EBITDA	11.9	11.7	9.5	6.4	6.5
SPS	246,593	517,848	618,937	658,276	624,885
PSR	1.4	1.8	1.2	1.1	1.2
CFPS	30,560	78,540	79,161	99,098	88,015
DPS	3,400	3,700	4,200	7,100	6,200

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,393	4,050	4,082	5,110	4,538
당기순이익	2,539	2,202	2,203	3,680	3,221
비현금항목의 가감	5	2,151	991	1,002	1,022
감가상각비	275	393	820	854	875
외환손익	-11	-12	-12	-12	-13
지분법평가손익	-105	83	184	160	160
기타	-154	1,686	0	0	0
자산부채의 증감	-903	571	1,016	524	366
기타현금흐름	-248	-873	-128	-96	-71
투자활동 현금흐름	-1,367	-4,021	-5,806	-3,570	-1,790
투자자산	1,528	-1,851	-3,538	-1,927	-473
유형자산	-630	-1,756	-1,630	-965	-673
기타	-2,265	-414	-638	-679	-644
재무활동 현금흐름	1,066	4,682	-2,746	-1,933	-2,116
단기차입금	927	50	-3,191	-1,697	-1,611
사채	638	1,168	765	571	561
장기차입금	300	1,422	0	-339	-644
유상증자	0	4,209	0	0	0
현금배당	-159	-195	-220	-368	-322
기타	-640	-1,972	-100	-100	-100
현금의 증감	1,091	4,711	-4,470	-394	632
기초 현금	1,806	2,968	7,713	3,243	2,850
기말 현금	2,968	7,713	3,243	2,850	3,482
NOPLAT	2,647	2,209	2,815	4,718	4,129
FCF	26	29	-1,724	1,539	2,748

재무비율

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	29.2	137.6	19.5	6.4	-5.1
영업이익 증가율	158.6	78.4	29.7	53.1	-9.3
순이익 증가율	164.3	-13.3	0.0	67.1	-12.5
수익성					
ROIC	13.8	14.8	18.7	31.6	28.1
ROA	5.9	4.1	4.1	6.6	5.7
ROE	22.3	13.1	11.1	15.4	11.8
안정성					
부채비율	281.3	221.4	168.0	132.2	105.7
순차입금비율	66.5	29.5	39.2	27.7	15.3
이자보상배율	6.8	6.3	6.5	11.1	10.1

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

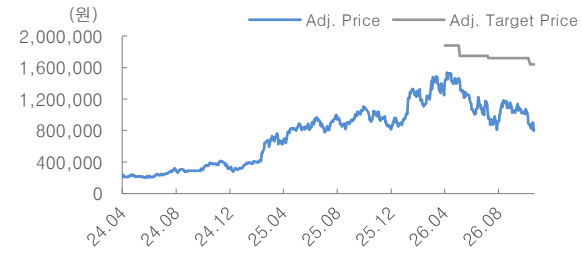
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 최정환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화에어로스페이스(012450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.10.30	26.10.12	26.08.20	26.08.11	26.08.02	26.07.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,640,000	1,640,000	1,720,000	1,720,000	1,720,000	1,720,000
괴리율(평균,%)		-48.5	-38.5	-43.8	-46.0	-38.9
괴리율(최대/최소,%)		-44.8	-32.7	-31.1	-33.0	-33.8
제시일자	26.07.06	26.06.23	26.06.22	26.05.26	26.05.04	26.04.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,750,000	1,750,000	1,750,000	1,750,000	1,750,000	1,880,000
괴리율(평균,%)	-38.3	-36.1	-36.1	-25.9	-24.0	-22.6
괴리율(최대/최소,%)	-32.9	-28.5	-28.5	-18.1	-22.1	-19.0
제시일자	26.04.14	26.04.14	25.12.01	25.11.28	25.11.03	25.09.22
투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,880,000	담당자변경	1,280,000	1,280,000	1,280,000	1,200,000
괴리율(평균,%)	-22.4		-9.93	-28.36	-27.93	-19.78
괴리율(최대/최소,%)	-29.1		20.08	-21.09	-21.09	-7.75
제시일자	25.07.31	25.06.27	25.06.13	25.06.05	25.05.23	25.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,200,000	980,000	980,000	980,000	980,000	980,000
괴리율(평균,%)	-22.74	-9.76	-8.65	-10.89	-13.99	-9.76
괴리율(최대/최소,%)	-13.25	1.84	-1.02	-2.76	-9.49	1.84

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20261027)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상