

2025. 8. 1



▲ 방위산업/로봇

Analyst 이지호

jiholee@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 1,300,000 원**현재주가 (7.31)** 996,000 원**상승여력** 30.5%

KOSPI 3,245.44pt

시가총액 513,571억원

발행주식수 5,156만주

유동주식비율 62.65%

외국인비중 44.29%

52주 최고/최저가 998,000원/259,962원

평균거래대금 2,483.7억원

주요주주(%)

한화 외 6 인 35.79

국민연금공단 6.68

주가상승률(%) **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 17.5 152.9 251.2

상대주가 11.2 96.1 199.8

주가그래프

한화에어로스페이스 012450

또 해내셨습니다

- ✓ 2Q25 매출액 6.3조원(YoY +169%), 컨센서스 -3.7% 하회
- ✓ 2Q25 영업이익 8,644억원(YoY +156% / OPM 13.8%), 컨센서스 +20.1% 상회
- ✓ 더욱 빨라진 폴란드 매출 인식, 인도량 가이던스 상향 또한 긍정적
- ✓ 중동/루마니아/서유럽항 우주 모멘텀 구체화 및 미국 자체 진출 기대감 증가 구간
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 130만원으로 상향하며 Top-Pick으로 제시

2Q25 Review: 환율효과에도 불구하고, 높은 수익성 확인

동사는 2Q25 매출액 6.3조원, 영업이익 8,644억원(OPM 13.8%)을 기록하면서 컨센서스를 약 +20% 상회했다. 자회사 한화오션의 호실적에 더해 폴란드항 K9과 천무가 각각 18문/27대씩 매출로 인식(부문OPM 31.3%)되며 서프라이즈를 견인했다. 특히 부정적인 환율효과에도 불구하고 폴란드항 수출 OPM은 약 50%의 고수익성을 시현한 것으로 추정되며, 1회성 효과(개발 및 판매비 이월) 효과를 고려해도 약 40% 수준으로 전년도 평균치인 34%를 상회한 점이 긍정적이다. 수출물량의 증가와 이를 바탕으로 한 연속 생산이 이어지며 높은 수익성이 유지될 가능성이 높다.

점차 구체화 될 신규 수출 모멘텀

하반기 중 추가적인 우주 및 해외진출 모멘텀이 점차 구체화될 전망이다. 동사는 현재 미국 장악 공장 투자 검토 중으로, 확정 시 유럽에 이어 미국의 포탄 Value-chain에 포함되며 입지가 높아짐과 동시에 안정적인 이익을 기대해볼 수 있다. 또한 사우디가 현재 대규모 방산협력국가를 모색 중인데 특히 지상무기의 신규/교체 수요가 높기에 현지화 준비까지 선제적으로 이뤄진 동사가 최대 수혜 기업이 될 가능성이 높다. 루마니아 또한 미뤄왔던 보병전투장갑차(IFV) 도입 사업(총 4조원) 개시 의지를 보이고 있어 연중 입찰, 내년 본계약이 예상되는데 이에 K9 우주 이력 및 현지 공장 설립의 이점을 살려 동사의 우주 가능성이 높다고 판단한다.

투자의견 Buy, 적정주가 130만원으로 상향하며 Top-Pick 제시

상반기 2개 분기 모두 영업이익 서프라이즈를 기록했으나 예상보다 큰 규모의 영업외손실이 아쉬움을 남겼다. 다만 동사의 최대 투자 포인트는 타사 대비 공격적인 해외 진출 의지와 실행력이다. 따라서 1회성 영업외손실보다는 적극적인 외형성장을 확인할 수 있는 전방 영업실적에 초점을 맞출 필요가 있다. 폴란드 외 지역의 본격적인 실적 기여가 예상되는 2027년까지의 실적 시계열 확장 및 자회사 지분 가치 상승을 반영, 적정주가를 130만원으로 상향하며 Top-Pick으로 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	7,889.7	594.3	817.5	15,886	318.5	68,563	7.7	1.8	10.5	25.6	317.2
2024	11,240.1	1,731.9	2,299.0	46,183	190.7	107,816	7.0	3.0	13.9	53.9	281.3
2025E	27,239.8	3,256.1	1,522.4	30,965	-33.0	100,971	32.2	9.9	17.4	29.8	315.0
2026E	30,716.3	4,103.6	2,737.3	53,087	71.4	150,566	18.8	6.6	14.0	42.2	253.4
2027E	34,359.9	4,978.7	3,293.5	63,873	20.3	210,149	15.6	4.7	11.5	35.4	209.3

표1 한화에어로스페이스 2Q25P 실적 Review

(십억원)	2Q25P	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,273.5	2,334.7	168.7	5,484.2	14.4	6,314.3	-0.6	6,514.6	-3.7
영업이익	864.4	337.2	156.3	560.8	54.2	692.6	24.8	719.8	20.1
세전이익	470.7	119.9	292.6	261.0	80.3	595.8	-21.0	639.4	-26.4
순이익	200.6	147.2	36.3	86.6	131.7	404.8	-50.4	366.9	-45.3
영업이익률(%)	13.8	14.4		10.2		11.0		11.0	
세전이익률(%)	7.5	5.1		4.8		9.4		9.8	
순이익률(%)	3.2	6.3		1.6		6.4		5.6	

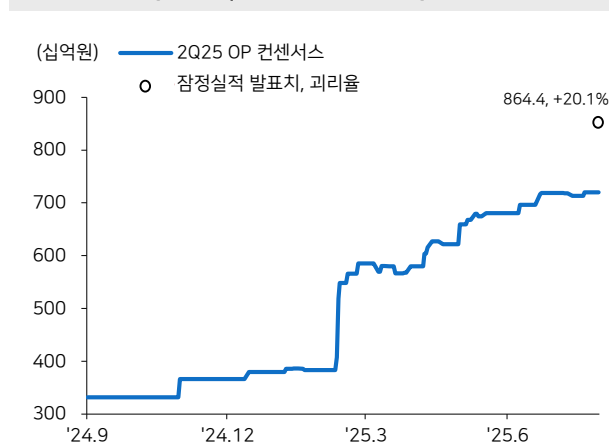
자료: 한화에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화에어로스페이스 2025E 연간 실적 Table

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	27,239.8	11,240.1	142.3	27,286.3	-0.2	26,457.8	3.0
영업이익	3,256.1	1,731.9	88.0	3,145.5	3.5	3,102.1	5.0
세전이익	2,549.4	2,647.4	-3.7	2,602.1	-2.0	2,636.0	-3.3
지배주주 순이익	1,522.4	2,299.0	-33.8	1,677.1	-9.2	1,552.1	-1.9
영업이익률(%)	12.0	15.4		11.5		11.7	
세전이익률(%)	9.4	23.6		9.5		10.0	
순이익률(%)	5.6	20.5		6.1		5.9	

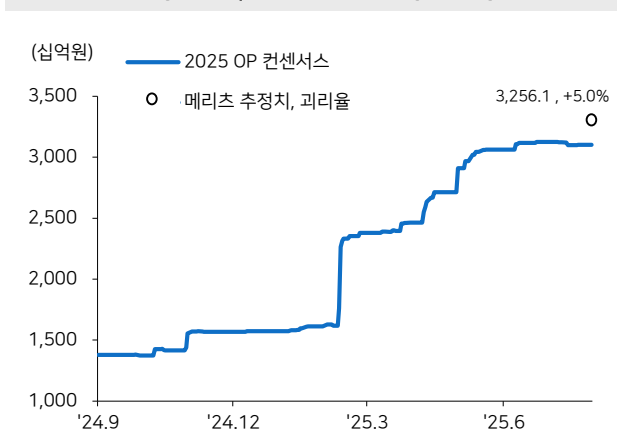
자료: 한화에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25 영업이익, 컨센서스 +20% 상회



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +5% 상회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한화에어로스페이스 SOTP Valuation

구분	시가총액, 기업가치 (십억원)	지분율	할인율	적용 가치 (십억원)	비고
영업가치					
지상방산/항공우주				62,246.6	26~27E NOPLAT(법인세율 21% 가정) 한국/유럽 Peer EV/NOPLAT 평균 25배
지분가치					
상장 자회사					
한화오션	34,410.2	30.4%	50.0%	5,237.2	7월 31일 기준 시가총액 적용
한화시스템	11,221.8	46.7%	50.0%	2,622.0	7월 31일 기준 시가총액 적용
썬트렉아이	536.1	33.6%	50.0%	90.2	7월 31일 기준 시가총액 적용
소계				7,949.4	
합계 (a)				70,196.0	
순차입금 (b)				3,180.0	별도기준 순차입금
자사주 (c)				114.2	자사주 11.4만주 * 7월 31일 종가
적정시가총액 (a - b + c)				67,130.1	
발행주식수 (주)				51,563,401	
적정 주가 (fair value, 원)				1,301,895	
적정 주가 ('0000 rounding, 원)				1,300,000	
현재 주가 (원)				996,000	
과리율 (%)				30.5	

자료: Quantwise, DART, 메리츠증권 리서치센터

표4 한화에어로스페이스 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	5,484.2	6,273.5	6,594.0	8,888.0	6,115.6	7,218.7	7,701.4	9,680.7	27,239.8	30,716.3	34,359.9
지상방산	1,157.5	1,773.2	1,972.7	3,673.6	1,509.5	2,201.0	2,829.9	3,940.6	8,577.1	10,481.0	12,046.0
항공우주	530.9	648.9	611.5	654.6	577.8	673.5	626.7	711.9	2,445.9	2,590.0	2,754.9
한화시스템	690.1	768.2	860.3	1,394.4	839.5	899.5	1,053.0	1,386.6	3,713.0	4,178.7	4,639.4
한화오션	3,143.1	3,294.1	3,100.2	3,109.5	3,147.0	3,396.2	3,137.5	3,575.3	12,646.9	13,256.0	14,685.8
썬트렉아이	40.0	44.5	49.3	55.9	41.7	48.4	54.2	66.2	189.7	210.6	233.8
영업이익	560.7	864.4	761.2	1,069.8	718.0	905.6	1,086.8	1,393.2	3,256.1	4,103.6	4,978.7
% OP	10.2%	13.8%	11.5%	12.0%	11.7%	12.5%	14.1%	14.4%	12.0%	13.4%	14.5%
세전이익	261.0	470.1	811.3	1,006.8	654.1	878.6	1,081.3	1,415.0	2,549.2	4,029.0	4,847.7
순이익(지배)	86.6	200.6	551.2	684.0	444.4	596.9	734.6	961.4	1,522.4	2,737.3	3,293.5
% YoY											
매출액	278.8	169.1	150.6	84.0	11.5	15.1	16.8	8.9	142.3	12.8	11.9
영업이익	2,226.7	153.3	58.4	19.9	28.0	4.8	42.8	30.2	87.3	26.0	21.3
세전이익	720.9	292.1	113.3	-52.3	150.6	86.9	33.3	40.5	-3.6	58.1	20.3
순이익(지배)	흑전	36.3	67.4	-62.6	413.4	197.6	33.3	40.5	-33.7	79.8	20.3
% QoQ											
매출액	13.5	14.4	5.1	34.8	-31.2	18.0	6.7	25.7			
영업이익	-37.2	54.2	-11.9	40.5	-32.9	26.1	20.0	28.2			
세전이익	-87.6	80.1	72.6	24.1	-35.0	34.3	23.1	30.9			
순이익(지배)	-95.3	131.7	174.8	24.1	-35.0	34.3	23.1	30.9			

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 한화에어로스페이스의 주요 방산수출 수주 내역 및 추가 진출 여력

수출 품목	국가	시기	규모 (조원)	비고
K9	이집트	2022.02	2.0	200문 수준 추정 / 현지 생산 50%
	폴란드 (1차)	2022.08	3.2	총 672문 중 212문
	폴란드 (2차)	2023.12	3.4	총 672문 중 152문
	루마니아 (1차)	2024.07	1.2	총 90문 중 1차 54문 추정
	인도	2025.04	0.4	K9 자주포 2차 수출사업(구성품 공급)
	베트남	-	0.4	연초부터 베트남의 관심 표명
	중동 (UAE/사우디)	-	-	중동지역 신규/교체 수요, 국산화 바탕 진출 가능
	폴란드 (추가계약)	-	5.1	잔여물량 308문 중 일부 추정
	루마니아 (2차)	-	1.3	총 90문 중 2차 36문 추정
천무	폴란드 (1차)	2022.08	5.0	총 290문 중 218문
	폴란드 (2차)	2024.04	2.2	총 290문 중 잔여물량 전량 72문
	루마니아	-	-	한화에어로-루마니아 MOU 체결
	노르웨이	-	-	관심 표명
	프랑스	-	-	HIMARS의 긴 리드타임으로 인해 관심 표명
레드백 (K-21 포함)	호주	2023.12	3.2	총 129대
	루마니아	-	3.5	2031년까지 총 264대
	중동 (UAE/사우디)	-	-	중동지역 신규/교체 수요 반영
	브라질	-	-	2040년까지 최대 78대

주: 음영으로 표시된 부분은 미래 기대 수주 / 음영 처리되지 않은 부분은 이미 체결된 수주

자료: 각 사 발표자료, 언론 발췌, 메리츠증권 리서치센터

표6 국내/글로벌 방산기업 Peer Multiple

지역 구분	회사명	시가총액 (십억달러)	P/E (배)			P/B (배)			ROE (%)			EV/NOPLAT		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
국내	한화에어로스페이스	36.9	18.7	26.9	209.8	29.1	22.3	18.0	6.1	4.8	3.7	27.5	23.3	18.9
	현대로템	15.8	0.5	80.0	306.4	28.0	20.7	15.8	7.9	5.7	4.2	27.6	20.8	15.4
	한국항공우주	6.6	5.2	14.1	72.1	36.8	23.7	17.7	4.8	4.1	3.5	38.0	25.3	19.3
	LIG넥스원	9.9	16.7	95.9	184.8	46.6	34.5	26.4	9.5	7.8	6.2	49.4	37.1	28.7
	한화시스템	8.1	1.9	52.3	162.8	60.4	40.7	33.1	3.8	3.6	3.3	66.1	43.9	35.0
	평균					40.2	28.4	22.2	6.4	5.2	4.2	41.7	30.1	23.5
북미	Raytheon	210.9	7.9	24.9	36.2	26.4	23.7	21.3	3.3	3.2	3.1	29.6	26.7	24.3
	Lockheed Martin	98.3	-9.1	-11.9	-13.4	18.9	14.6	13.4	18.6	17.5	16.2	19.7	16.3	15.6
	Northrop Grumman	82.6	15.3	18.5	22.9	22.7	19.9	18.3	5.3	5.0	4.7	27.8	25.3	23.8
	General Dynamics	83.8	6.8	14.5	18.3	20.6	18.4	16.9	3.5	3.3	3.1	22.4	20.5	19.2
	L3Harris	51.4	9.6	24.9	30.7	26.1	21.8	19.1	2.7	2.6	2.5	25.3	23.4	21.9
	Oshkosh	8.1	11.4	51.1	33.1	12.3	10.3	8.9	1.8	1.6	1.4	13.7	11.7	10.5
	Textron	13.9	-3.1	10.5	1.7	12.7	11.2	10.2	1.8	1.7	1.6	14.6	13.6	12.8
	평균					19.9	17.1	15.4	5.3	5.0	4.6	21.9	19.6	18.3
유럽	Airbus	159.2	-0.7	19.6	14.6	27.1	22.3	18.8	6.2	5.3	4.4	23.6	20.1	16.8
	Safran	140.0	4.9	24.2	36.5	35.5	28.6	25.1	9.8	8.5	7.2	31.4	27.3	24.5
	BAE Systems	71.7	-4.4	4.0	57.1	24.0	21.6	19.5	4.4	4.1	3.8	24.0	22.0	20.2
	Thales	55.4	-5.5	-3.7	70.1	25.0	21.9	19.5	5.8	5.2	4.7	24.5	22.1	20.0
	Dassault	44.4	-6.0	-12.0	-13.8	21.6	20.3	18.6	4.0	3.6	3.3	24.1	22.4	20.4
	Rheinmetall	91.0	-3.4	15.8	182.4	59.1	39.8	27.2	15.1	11.8	8.9	52.3	36.1	25.1
	Leonardo	31.2	-1.1	3.2	82.3	25.0	21.3	18.3	2.8	2.6	2.4	23.9	20.4	17.6
	Kongsberg Gruppen	26.4	-20.7	-7.1	21.0	36.1	33.9	29.7	12.1	10.7	9.3	38.0	34.8	30.1
	평균					31.7	26.2	22.1	7.6	6.5	5.5	30.2	25.6	21.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주: EV/NOPLAT은 EV/EBIT 컨센서스에 법인세율 가정(21%)을 통해 계산

한화에어로스페이스 (012450)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,889.7	11,240.1	27,239.8	30,716.3	34,359.9
매출액증가율(%)	11.7	42.5	142.3	12.8	11.9
매출원가	6,461.5	8,370.3	21,365.3	23,646.0	26,062.5
매출총이익	1,428.2	2,869.9	5,874.5	7,070.3	8,297.3
판매관리비	833.9	1,138.0	2,618.4	2,966.7	3,318.6
영업이익	594.3	1,731.9	3,256.1	4,103.6	4,978.7
영업이익률(%)	7.5	15.4	12.0	13.4	14.5
금융손익	763.7	-121.3	-582.5	-315.4	-145.6
종속/관계기업손익	15.8	105.3	-17.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-243.1	931.5	-107.2	240.8	14.6
세전계속사업이익	1,130.8	2,647.4	2,549.2	4,029.0	4,847.7
법인세비용	232.0	136.1	615.9	846.1	1,018.0
당기순이익	976.9	2,539.9	1,933.3	3,182.9	3,829.7
지배주주지분 순이익	817.5	2,299.0	1,522.4	2,737.3	3,293.5

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,192.0	22,868.0	27,959.0	31,119.9	35,397.2
현금및현금성자산	1,806.4	2,967.7	2,027.5	3,292.3	4,533.2
매출채권	2,034.0	8,509.0	3,497.0	3,752.7	4,162.2
재고자산	2,868.6	6,290.3	8,525.8	9,149.2	10,147.5
비유동자산	10,350.9	20,468.9	20,570.5	20,809.4	21,218.4
유형자산	3,410.3	8,319.9	8,582.0	8,850.7	9,241.2
무형자산	2,202.8	7,744.2	7,629.4	7,532.7	7,438.9
투자자산	3,942.4	2,416.5	2,880.4	2,947.4	3,059.7
자산총계	19,542.9	43,336.9	48,529.5	51,929.2	56,615.6
유동부채	12,076.6	25,516.1	29,804.4	30,549.0	32,135.9
매입채무	919.4	1,708.3	1,888.8	2,057.3	2,385.2
단기차입금	1,373.5	5,152.8	5,769.5	5,269.5	4,859.5
유동성장기부채	1,164.5	964.9	839.1	759.1	669.1
비유동부채	2,782.1	6,456.4	7,032.5	6,684.9	6,175.8
사채	642.2	1,706.8	2,028.8	1,748.8	1,388.8
장기차입금	758.9	2,458.0	2,534.4	2,354.4	2,034.4
부채총계	14,858.7	31,972.6	36,836.9	37,233.8	38,311.7
자본금	265.7	240.4	240.4	240.4	240.4
자본잉여금	191.8	206.7	-823.4	-823.4	-823.4
기타포괄이익누계액	445.7	539.7	578.6	578.6	578.6
이익잉여금	2,627.4	4,746.5	5,948.9	8,506.2	11,578.5
비지배주주지분	1,155.9	6,369.2	6,486.1	6,931.8	7,467.9
자본총계	4,684.2	11,364.3	11,692.6	14,695.4	18,303.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,390.2	1,393.0	884.9	3,322.1	3,661.7
당기순이익(손실)	976.9	2,539.9	1,933.3	3,182.9	3,829.7
유형자산상각비	260.8	259.0	461.8	451.3	449.5
무형자산상각비	78.3	71.9	133.3	96.7	93.8
운전자본의 증감	462.0	-902.8	-1,745.9	-431.6	-732.1
투자활동 현금흐름	-3,029.1	-1,367.3	-1,292.2	-844.6	-1,044.7
유형자산의증가(CAPEX)	-453.4	-578.2	-660.9	-720.0	-840.0
투자자산의감소(증가)	-3,043.9	1,631.3	-464.0	-66.9	-112.4
재무활동 현금흐름	367.8	1,065.7	-573.8	-1,212.7	-1,376.1
차입금의 증감	539.7	6,930.4	935.3	-1,009.9	-1,134.2
자본의 증가	-25.3	-10.4	-1,030.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,263.5	1,161.4	-940.3	1,264.9	1,240.9
기초현금	3,069.8	1,806.4	2,967.7	2,027.5	3,292.3
기말현금	1,806.4	2,967.7	2,027.5	3,292.3	4,533.2

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	153,312	225,800	554,055	595,699	666,361
EPS(지배주주)	15,886	46,183	30,965	53,087	63,873
CFPS	17,667	51,113	74,689	93,937	107,572
EBITDAPS	18,138	41,440	78,333	90,212	107,093
BPS	68,563	107,816	100,971	150,566	210,149
DPS	1,771	3,443	3,500	4,300	5,500
배당수익률(%)	1.4	1.1	0.4	0.4	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	7.7	7.0	32.2	18.8	15.6
PCR	6.9	6.3	13.3	10.6	9.3
PSR	0.8	1.4	1.8	1.7	1.5
PBR	1.8	3.0	9.9	6.6	4.7
EBITDA(십억원)	933.4	2,062.8	3,851.2	4,651.7	5,522.1
EV/EBITDA	10.5	13.9	17.4	14.0	11.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.6	53.9	29.8	42.2	35.4
EBITDA 이익률	11.8	18.4	14.1	15.1	16.1
부채비율	317.2	281.3	315.0	253.4	209.3
금융비용부담률	1.9	2.2	1.8	1.5	1.2
이자보상배율(x)	4.0	7.1	6.6	8.9	11.9
매출채권회전율(x)	4.5	2.1	4.5	8.5	8.7
재고자산회전율(x)	3.1	2.5	3.7	3.5	3.6

