

한화에어로 스페이스 (012450)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

980,000

상향

현재주가

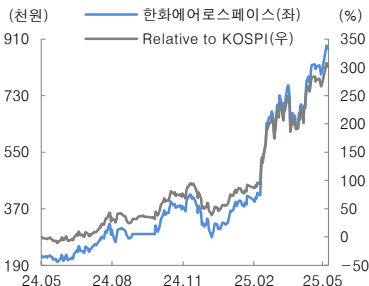
804,000

(25.05.13)

가계업종

KOSPI	2,608.42
시가총액	36,647십억원
시가총액비중	1.71%
자본금(보통주)	270십억원
52주 최고/최저	890,000원 / 201,000원
120일 평균거래대금	2,494억원
외국인지분율	46.90%
주요주주	한화 외 3 인 33.99% 국민연금공단 7.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.2	55.8	100.0	263.0
상대수익률	-3.7	54.3	85.3	279.5



이제는 안 믿으면 손해

- 연결 영업이익 5,608억원 기록. 1분기 계절성을 감안하면 우수한 실적
- 폴란드항 무기 공급이 계획 대비 빠른 페이스. 연간 가이던스 상향 예상
- 자금조달을 통한 적기 투자로 글로벌 시장을 선점할 역량이 충분한 업체

투자의견 매수, 목표주가 980,000원 상향(+28.9%)

목표주가는 2026 EPS 36,860원에 타깃 PER 30.0배를 적용한 후 신규발행주식 598만주(증자비율 12.78%)를 감안하여 획석. 타깃 PER은 유럽 방위산업 Peer 그룹의 평균 PER을 적용. 고수익성 폴란드항 K9, 천무 수출이 강한 실적 성장을 견인하고 있으며, 동유럽 중동 지역 추가 수주 가능성도 가시화된 상태인 점을 감안

1Q25 실적 및 국내 NDR(5/7~5/9) 주요 내용

1Q25 연결 기준 매출액 5.5조원(+196.7% yoy), 영업이익 5,608억원(+1399.1% yoy), 영업이익률 10.2%(+8.2%p) 기록. 이번 지상방산 부문 매출 1.16조원에는 폴란드항 K9 20문, 천무 24대 인도가 인식되었으며, 수리부속 없는 장비 위주 판매로 인해 인도대수 대비 매출은 낮게 나타났으나, 환율 상승 및 생산성 향상 효과로 OPM이 26%로 우수하였음. 당분기부터 차회사 한화오션 실적을 연결 반영 시작

국내 주요 기관 투자자들을 대상으로 NDR을 진행. 주요 관심사는 1) 폴란드항 K9, 천무에 대한 연간 인도대수 가이던스 조정 여부, 2) 분기별 수리부속 포함 여부, 3) 손익에 미치는 환율 효과, 4) 영업외손실 내용, 5) 유럽·중동·북미 수출 파이프라인 점검, 6) 유상증자 내용 및 일정 공유 등. 주요 Q&A 답변 내용은 3페이지를 참고

이제는 안 믿으면 손해

2차례의 유상증자 증권신고서 정정을 통해 주주 신뢰를 회복하는 동시에 향후 4년간 11.1조원 투자를 통한 추가 성장 로드맵을 제시하면서, 유상증자 발표 이전 주가 레벨을 상회 중. 당사는 다수 품목(자주포, MLRS, 장갑차, M-SAM, 장약)에서 우수한 수출경쟁력을 보유하고 있으며, 신규설비·JV 등에 대한 적기 투자를 통해 군비확장 국면의 시장을 선점할 능력이 충분한 업체. 필수 보유해야 할 종목

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	적전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,848	4,825	5,897	5,484	196.7	13.7	4,800	6,120	119.7	11.6
영업이익	37	900	615	561	1,399.1	-37.7	502	644	79.4	14.8
순이익	-13	1,846	357	90	흑전	-95.1	308	274	86.5	204.3

자료: 한화에어로스페이스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,890	11,240	26,402	28,958	30,759
영업이익	594	1,732	3,027	3,494	4,005
세전순이익	1,131	2,647	2,190	2,743	3,269
총당기순이익	977	2,540	1,695	2,112	2,518
지배지분순이익	818	2,299	1,423	1,901	2,266
EPS	16,147	46,942	29,258	36,860	43,941
PER	7.7	7.0	30.0	23.8	20.0
BPS	69,689	101,994	177,218	201,731	243,446
PBR	1.8	3.2	5.0	4.4	3.6
ROE	25.6	53.9	20.9	20.0	19.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	25,585	27,694	26,402	28,958	3.2	4.6
판매비와 관리비	2,103	2,181	2,173	2,273	3.3	4.2
영업이익	2,898	3,514	3,027	3,494	4.5	-0.6
영업이익률	11.3	12.7	11.5	12.1	0.1	-0.6
영업외손익	-303	-269	-837	-752	적자유지	적자유지
세전순이익	2,595	3,246	2,190	2,743	-15.6	-15.5
지배지분순이익	1,798	2,249	1,423	1,901	-20.8	-15.5
순이익률	7.8	9.0	6.4	7.3	-1.4	-1.7
EPS(지배지분순이익)	39,452	49,345	29,258	36,860	-25.8	-25.3

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

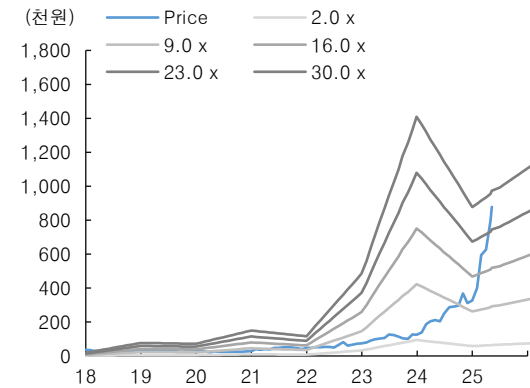
표1. 한화에어로스페이스 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
EPS	36,860	한화에어로스페이스 2026 EPS
Target PER	30.0	유럽 Peer 그룹 평균 PER 적용
적정주가	981,650	EPS * Target PER = 1,105,814원 증자비용 12.78%를 감안하여 희석
목표주가	980,000	981,650≒980,000
현재주가	820,000	2025.05.12 기준
상승여력(%)	19.5	

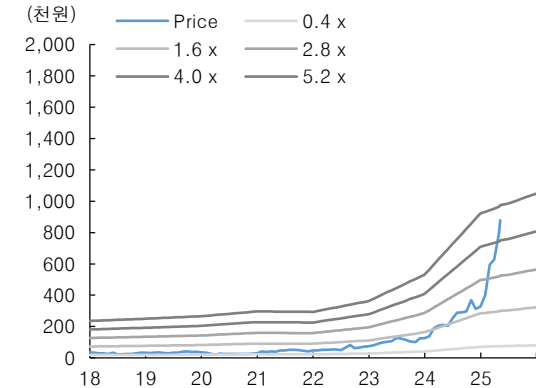
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 한화에어로스페이스 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 한화에어로스페이스 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

주요 Q&A

Q. 1분기 폴란드향 K9 20문, 천무 24대 인도 완료. 연간 가이던스 조정 가능성 있나?

A. 연간 가이던스 K9 70문, 천무 50대를 감안하면, 분명히 계획 대비 빨랐던 편. 4분기 중 생산하여 납품했던 모듈이 1분기 중 인도가 완료됐음. 남은 기간 동안 비교적 균등한 수준의 인도가 예상되나 하반기로 갈수록 증가하는 경향은 동일할 것으로 전망. 이를 감안하면 K9, 천무 모두 가이던스 상회 가능성이 있으며, 특히 천무는 60대 이상으로 가이던스를 다음 분기에 상향 조정할 수 있는 페이스로 판단

Q. 1분기 폴란드 인도대수 대비 비교적 적었던 지상방산 수출금액. 수리부속 차이인가?

A. 1분기는 폴란드향 K9, 천무 매출이 장비 위주로 형성되었으며, 탄·로켓 등 수리부속 품목이 동반되지 않았음. 통상 상반기까지는 탄 생산·판매가 나타나지 않으며, 단년계약 체결 후 하반기에 양산이 집중되며 매출이 들어오는 형태

Q. 실적 발표 중 언급했던 손익에 미치는 환율 효과의 정확한 의미는?

A. 당사의 경우 경영계획상 가정된 환율(1,300원 중반대)과 실제 환율간의 차이에 따른 이익 증가분을 환율 효과로 설명하였음. 현재 환헤지는 따로 하지 않고 있음

Q. 영업외비용이 크게 증가한 것으로 파악되는데, 어떤 내용인지

A. 한화오션 연결 반영과정에서 평가가치 하락 및 금융비용 증가 등이 반영되었으며, 임직원 보상 관련 주가 연동에 따른 회계적 평가손실이 발생. 이는 이례적인 수준의 단기 주가 상승이 촉발한 평가손실로 재발가능성이 낮은 일회성 비용으로 판단

Q. 지역별 주요 수주 파이프라인 업데이트

A. (동유럽) 폴란드 WB그룹과의 천무 유도탄 JV는 ‘팀시트 계약’을 체결. 합작법인 및 신규공장 설립에 필요한 본계약이 빠르면 연내 가시화될 것으로 기대. 천무 계약이 완료되면 K9 3차 양산(308문) 계약 협의 역시 순서대로 진행 예상

(중동) 사우디 국가방위부는 대규모 지상전력 현대화 사업을 추진 중. 폴란드와 유사한 형태의 프레임 계약이 체결될 가능성을 염두에 두고 수주 영업 중

(북미) 미국은 현지에서 K9의 성능을 테스트 중으로, 5개 업체가 테스트 명단에 포함된 것으로 파악되며 아직 확정 사항은 없는 단계. 현지 탄약 스마트팩토리 건설을 통해 부족한 탄약 공급에 대응할 방침

Q. 유상증자 내용 및 일정 공유

A. 제3자배정 1.3조원은 주금 납입을 완료. 금감원의 추가 정정요구가 특별히 없을 시, 주주배정 2.3조원 유상증자에 대한 효력 정상 발생 예정. 5/23 신주배정기준일, 6/26 최종발행가액 확정, 7/21 신주상장 예정.

표2. 한화에어로스페이스 분기/연간 실적 추이 (단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
연결 매출액	(십억원)	1,848	2,786	1,781	4,825	5,484	6,120	6,503	8,295	11,240	26,402
YoY	(%)	-9.3	46.0	110.2	55.8	196.7	119.7	265.2	71.9	42.5	134.9
QoQ	(%)	-40.3	50.7	-36.1	170.9	13.7	11.6	6.3	27.5		
지상방산	(십억원)	657	1,333	1,656	3,365	1,158	1,409	1,944	3,080	7,010	7,590
항공우주	(십억원)	443	562	478	595	531	558	557	576	2,079	2,221
한화비전(연결제외)	(십억원)	310	316							626	
한화시스템	(십억원)	544	687	639	933	690	931	836	1,203	2,804	3,661
한화오션(연결편입)						3,143	3,277	3,230	3,503		13,154
기타	(십억원)	-106	-112	-142	-62	-37	-55	-64	-67	2,804	3,661
연결 영업이익	(십억원)	37	359	436	900	561	644	754	1,069	1,732	3,027
YoY	(%)	-83.2	356.7	2,544.4	224.6	1,399.1	79.4	73.0	18.8	191.4	74.8
QoQ	(%)	-86.5	859.0	21.5	106.3	-37.7	14.8	17.2	41.6		
OPM	(%)	2.0	12.9	24.5	18.6	10.2	10.5	11.6	12.9	15.4	11.5
지상방산	(십억원)	-4	261	440	870	302	374	526	849	1,566	2,052
항공우주	(십억원)	3	6	-6	-46	4	5	8	-36	-43	-19
한화비전(연결제외)	(십억원)	52	39							91	
한화시스템	(십억원)	39	80	57	43	58	80	65	57	219	260
한화오션(연결편입)						259	259	268	305		1,091
기타	(십억원)	-53	-28	-14	-144	-61	-75	-113	-107	-238	-357
연결 지배순이익	(십억원)	-13	147	318	1,846	87	282	422	633	2,299	1,423
YoY	(%)	적전	-43.5	흑전	1,048.7	흑전	91.5	32.7	-65.7	181.2	-38.1
QoQ	(%)	적전	흑전	116.3	479.9	-95.3	225.5	49.8	49.8		
NIM	(%)	0.1	5.7	16.3	42.7	3.8	5.1	7.2	8.5	22.3	6.4
연결 수주잔고	(십억원)	66,123	67,730	68,205	72,241	73,350	74,679	75,901	76,877	72,241	76,877
YoY	(%)	27.7	29.9	28.1	12.4	10.9	10.3	11.3	6.4	12.4	6.4
QoQ	(%)	2.9	2.4	0.7	5.9	1.5	1.8	1.6	1.3		

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

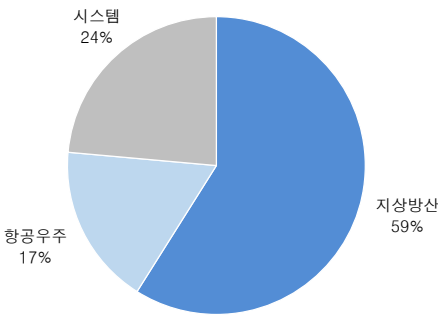
- 항공사업(가스터빈엔진 및 엔진부품 생산), 방산사업(자주포, 장갑차, 정밀유도무기, 무기체계 등) 등을 영위하고 있으며, 자회사로 상장회사인 한화시스템(방산/ICT), 한화오션(조선)을 보유
- 24년 9월, 자회사 한화비전(시큐리티), 한화정밀기계(정밀기계)를 신설 지주사 아래로 인적분할함에 따라 연결실적에서 제외
- 25년 실적부터 자회사 한화오션 연결 편입
- 자산 43조 3,369억원, 부채 31조 9,726억원, 자본 11조 3,643억원
- 발행주식 수: 45,581,161주 / 자기주식수: 114,613주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선티 예산 규모 및 세부내역
- 해외 방위산업 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 갈등 상황 발생 여부
- 우주항공 이벤트

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 12월 기준
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

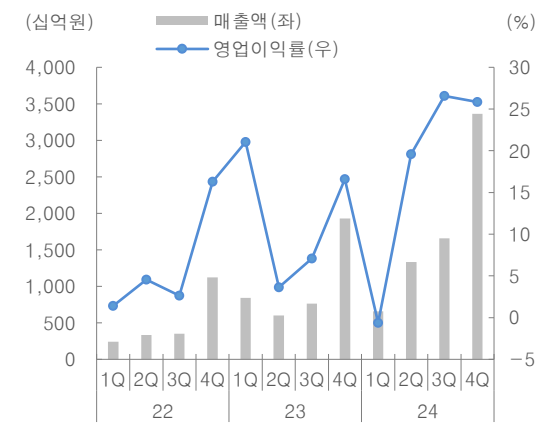
매출 비중 추이



주: 2024년 매출액 기준
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

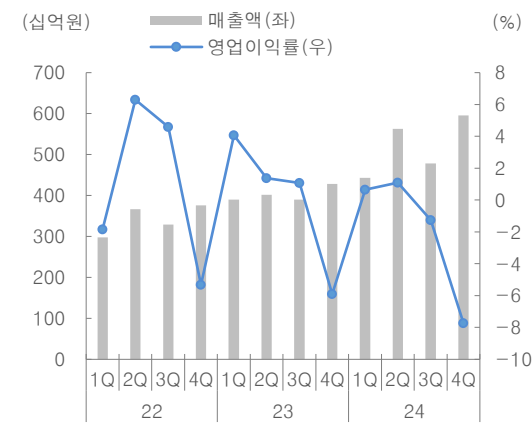
Earnings Driver

분기별 지상방산 실적 추이



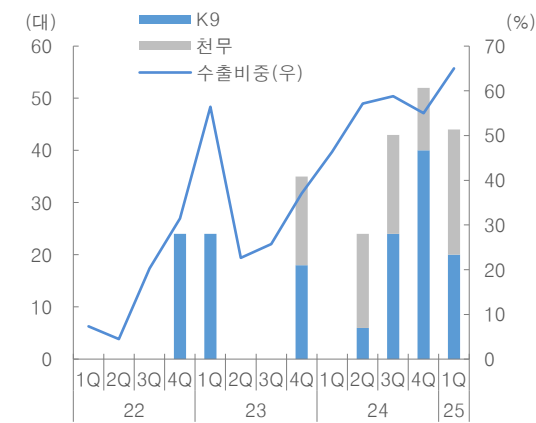
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

분기별 항공우주 실적 추이



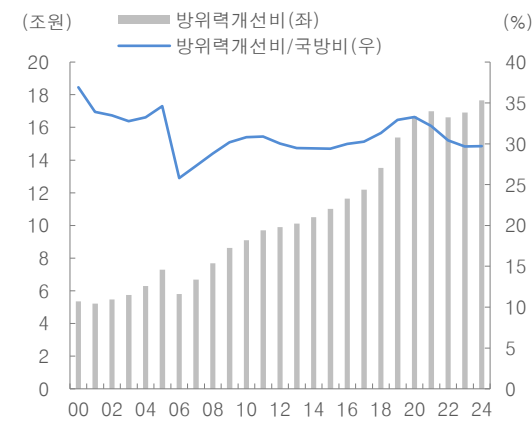
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

분기별 폴란드형 인도대수 및 지상방산 수출비중



자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

연도별 방위력 개선비 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,890	11,240	26,402	28,958	30,759
매출원가	6,462	8,370	21,202	23,190	24,294
매출총이익	1,428	2,870	5,200	5,768	6,465
판매비와관리비	834	1,138	2,173	2,273	2,460
영업이익	594	1,732	3,027	3,494	4,005
영업이익률	7.5	15.4	11.5	12.1	13.0
EBITDA	933	2,063	3,449	4,179	4,803
영업외손익	536	916	-837	-752	-735
관계기업손익	16	105	284	312	318
금융수익	1,131	374	394	403	406
외환관련이익	86	286	149	149	149
금융비용	-367	-495	-657	-651	-652
외환관련손실	153	153	83	83	83
기타	-243	932	-858	-815	-807
법인세비용차감전순손익	1,131	2,647	2,190	2,743	3,269
법인세비용	-232	-136	-495	-631	-752
계속사업순손익	899	2,511	1,695	2,112	2,518
중단사업순손익	78	29	0	0	0
당기순이익	977	2,540	1,695	2,112	2,518
당기순이익률	12.4	22.6	6.4	7.3	8.2
비지배지분순이익	159	241	271	211	252
지배지분순이익	818	2,299	1,423	1,901	2,266
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-16	6	6	6	6
포괄순이익	819	2,598	1,753	2,170	2,576
비지배지분포괄이익	69	222	281	217	258
지배지분포괄이익	750	2,376	1,472	1,953	2,318

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	16,147	46,942	29,258	36,860	43,941
PER	7.7	7.0	30.0	23.8	20.0
BPS	69,689	101,994	177,218	201,731	243,446
PBR	1.8	3.2	5.0	4.4	3.6
EBITDAPS	18,436	42,120	70,900	81,037	93,149
EV/EBITDA	10.5	13.9	16.2	14.1	12.2
SPS	155,830	229,509	542,668	561,591	596,522
PSR	0.8	1.4	1.6	1.6	1.5
CFPS	17,957	51,953	41,746	55,059	67,799
DPS	1,800	3,500	3,500	3,500	3,500

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	11.7	42.5	134.9	9.7	6.2
영업이익 증가율	48.4	191.4	74.8	15.4	14.6
순이익 증가율	566.6	160.0	-33.3	24.6	19.2
수익성					
ROIC	10.5	14.4	11.2	10.7	11.2
ROA	3.4	5.5	6.2	6.1	6.4
ROE	25.6	53.9	20.9	20.0	19.7
안정성					
부채비율	317.2	281.3	252.8	242.7	231.1
순차입금비율	50.2	66.0	59.5	67.3	57.0
이자보상배율	4.0	7.1	14.5	15.2	15.9

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,192	22,868	31,096	32,012	35,335
현금및현금성자산	1,806	2,968	2,484	1,087	2,764
매출채권 및 기타채권	2,119	8,884	16,913	18,552	19,723
재고자산	2,869	6,290	6,972	7,647	8,122
기타유동자산	2,399	4,726	4,726	4,726	4,726
비유동자산	10,351	20,469	22,921	27,699	30,633
유형자산	3,410	8,320	9,863	13,554	15,169
관계기업투자금	3,204	964	1,645	2,354	3,068
기타비유동자산	3,737	11,185	11,413	11,792	12,395
자산총계	19,543	43,337	54,017	59,711	65,968
유동부채	12,077	25,516	31,413	34,285	37,291
매입채무 및 기타채무	1,879	4,270	6,574	6,963	7,236
차입금	1,374	5,153	5,668	6,235	6,858
유동상채무	1,165	965	1,061	1,168	1,284
기타유동부채	7,659	15,128	18,109	19,920	21,912
비유동부채	2,782	6,456	7,294	8,002	8,751
차입금	1,401	4,165	4,636	5,124	5,631
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,381	2,292	2,658	2,878	3,120
부채총계	14,859	31,973	38,707	42,287	46,042
자배지분	3,528	4,995	8,622	10,402	12,553
자본금	266	240	270	270	270
자본잉여금	192	207	2,485	2,485	2,485
이익잉여금	2,627	4,747	6,011	7,731	9,817
기타지분변동	443	-198	-145	-85	-20
비자배지분	1,156	6,369	6,688	7,022	7,373
자본총계	4,684	11,364	15,310	17,424	19,926
순차입금	2,350	7,505	9,116	11,724	11,349

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,390	1,393	-3,859	1,278	2,348
당기순이익	0	0	1,695	2,112	2,518
비현금항목의 가감	-68	5	336	727	978
감가상각비	339	331	422	684	798
외환손익	19	-11	-74	-74	-74
지분법평가손익	-16	-105	-284	-312	-318
기타	-410	-210	273	429	573
자산부채의 증감	462	-903	-5,215	-730	-173
기타현금흐름	996	2,291	-675	-831	-975
투자활동 현금흐름	-3,029	-1,367	-2,509	-4,949	-2,995
투자자산	-2,432	-542	-681	-709	-715
유형자산	-450	-577	-1,895	-4,307	-2,347
기타	-147	-249	67	67	67
재무활동 현금흐름	368	1,066	3,179	928	1,014
단기차입금	404	927	515	567	623
사채	140	638	171	188	207
장기차입금	299	300	300	300	300
유상증자	0	-25	2,309	0	0
현금배당	-51	-120	-159	-180	-180
기타	-425	-654	43	53	63
현금의 증감	-1,263	1,161	-483	-1,397	1,676
기초 현금	3,070	1,806	2,968	2,484	1,087
기말 현금	1,806	2,968	2,484	1,087	2,764
NOPLAT	472	1,643	2,343	2,691	3,084
FCF	240	1,247	868	-934	1,533

[Compliance Notice]

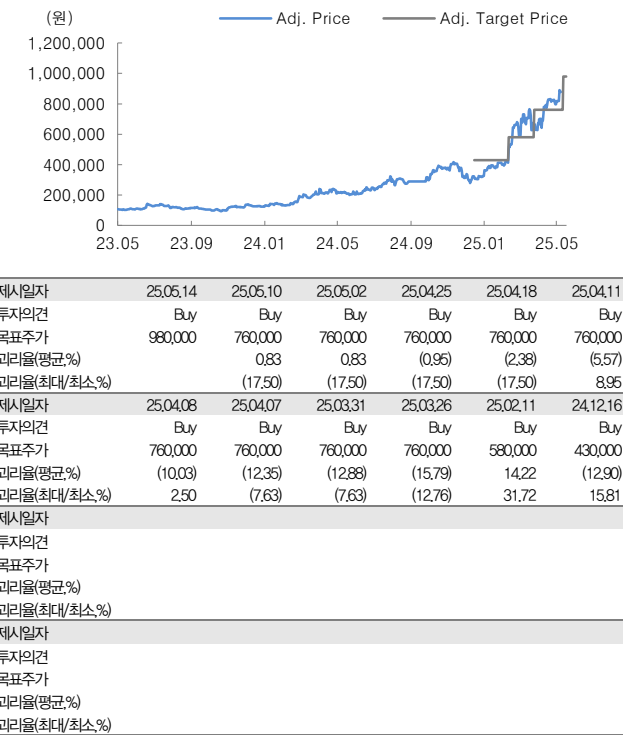
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

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



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250510)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(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