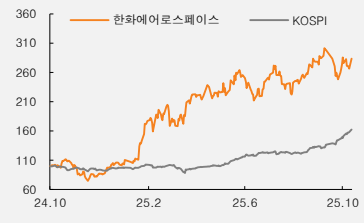


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	1,400,000원
현재주가(25/11/3)	1,042,000원
상승여력	34.4%

영업이익(25F,십억원)	3,558
Consensus 영업이익(25F,십억원)	3,523
EPS 성장률(25F,%)	-23.9
MKT EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	29.6
MKT P/E(25F,x)	14.6
KOSPI	4,221.87
시가총액(십억원)	53,729
발행주식수(백만주)	52
유동주식비율(%)	62.6
외국인 보유비중(%)	44.4
베타(12M) 일간수익률	0.67
52주 최저가(원)	274,733
52주 최고가(원)	1,107,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-5.0 29.4 179.6
상대주가	-20.1 -21.6 68.4



[조선/방산/항공우주]

정동호
dongho.jeong@miraeasset.com

한화에어로스페이스

방산 수출마진 41%로 이익개선 지속

3Q25 Review: 영업이익 컨센서스 2% 하회

3Q25 매출액 6조 4,865억원 (+146.5% YoY, 컨센 대비 -2% 하회), 영업이익 8,564억원 (+79.5% YoY, OPM 13.2%, 컨센 대비 -2% 하회)으로 시장 기대치를 소폭 하회했다. 이유는 1) 폴란드향 K9/천무 납품량 qoq 감소, 2) 개발비/판관비 지연(1H25→2H25)이다, 3) 한화오션, 한화시스템 등 연결 자회사의 실적 부진이다.

지상방산은 매출액 2조 1,098억원 (+27.4% YoY), 영업이익 5,726억원 (+30.2% YoY, OPM 27.1%)으로 전사 실적을 견인했다. 내수매출은 9,129억원 (+33.7% YoY), 영업이익 822억원 (-7.5% YoY, OPM 9%); 수출매출은 1조 1,970억원 (+23% YoY), 영업이익 4,904원 (+39.7% YoY, OPM 41.0%)으로 추정한다. 당분기 폴란드향 납품량이 K9 18문/천무 9대로 전분기 대비 감소했으나, 유도무기 및 부속품, 이집트/호주 K9 개발매출 등 기타수출이 대폭 인식되면서 호실적을 달성했다.

4Q25 쏠림 유효, 수출 모멘텀은 25년보단 26년

4Q25 매출액 8.9조원 (+84.5% YoY), 영업이익 1조 2,763억원 (+43% YoY, OPM 14.3%)으로 전망한다. 폴란드향 K9/천무 납품대수는 각각 16문/26대로 추정했다. 더불어, 호주 K9/K10 납품도 시작될 예정이며, 유도무기류 및 탄 등 부속품 매출도 계절적으로 상반기보다 하반기, 3Q보다 4Q에 많이 잡히는 것을 감안하면 매년 반복되어 왔던 4Q25 쏠림 현상은 올해도 유효할 것으로 예상한다. 25년 연간 폴란드 K9/천무 납품 전망치는 72문/86대 (vs. 가이던스 70문/80대)다.

수출 모멘텀은 25년보단 26년이 더 강할 것이다. 구체화된 사업으로는 노르웨이 천무(5천억+), 루마니아 K9(1조원+), 루마니아 레드백(3.5조원) 등이 존재하며, 그외 사우디(K9, 타이곤, L-SAM 등), 스페인 K9, 미국 K9 등 잠재 빅딜도 기대된다.

투자의견 '매수', 목표주가 140만원 유지

투자의견 '매수', 목표주가 140만원을 유지한다. 당사는 이미 지상방산 부문에서 3~4년치 먹거리를 확보하고 있어, 중장기 안정적인 성장이 보장되어 있다. 또한, 글로벌 네트워킹을 바탕으로 현지 거점을 넓혀가고 있어 글로벌 방산 탑티어 기업으로 도약할 가능성이 가장 높다. 목표주가 기준 26F/27F Implied P/E는 각각 24.6배/20.2배다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	7,890	11,240	27,197	31,435	35,170
영업이익 (십억원)	594	1,732	3,558	4,676	5,481
영업이익률 (%)	7.5	15.4	13.1	14.9	15.6
순이익 (십억원)	818	2,299	1,677	2,841	3,451
EPS (원)	15,886	46,183	35,157	56,991	69,222
ROE (%)	25.6	53.9	28.0	34.1	30.5
P/E (배)	8.0	7.0	29.6	18.3	15.1
P/B (배)	1.8	3.0	7.2	5.5	4.1
배당수익률 (%)	1.4	1.1	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 3Q25 실적 테이블

(십억원)

	3Q24	2Q25	3Q25			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	추정치	차이 (%)
매출액	2,631	6,273	6,487	3.4	146.5	6,764	-4.1	6,593	-1.6
영업이익	477	864	856	-0.9	79.5	875	-2.1	874	-2.0
지배순이익	318	201	533	165.7	67.4	570	-6.5	462	15.3
영업이익률 (%)	18.1	13.8	13.2	-0.6	-4.9	13.0	0.2	13.3	-0.1
순이익률 (%)	12.1	3.2	8.2	5.0	-3.9	7.4	0.8	7.0	1.2
사업부문별 매출액						비고			
항공우주	478	649	604	-6.9	26.4				
지상방산	1,656	1,773	2,110	19.0	27.4				
한화시스템	628	768	808	5.1	28.6				

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정치 변동표

(십억원)

	New			Old			% Chg.		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
수주잔고	112,433	120,221	124,332	116,392	119,395	112,800	-3.4%	0.7%	10.2%
수주잔고/매출액 (년)	4.0	3.9	3.7	4.2	3.8	3.3	-3.6%	1.3%	10.7%
매출액	27,774	31,218	34,034	27,453	31,806	34,495	1.2%	-1.9%	-1.3%
영업이익	3,752	4,588	5,383	3,411	4,627	5,261	10.0%	-0.8%	2.3%
OPM (%)	13.5	14.7	15.8	12.4	14.5	15.3	1.1%p	0.2%p	0.5%p
지배순이익	1,986	3,120	3,675	2,274	3,297	3,786	-12.7%	-5.4%	-2.9%
NPM (%)	7.1	10.0	10.8	8.3	10.4	11.0	-1.2%p	-0.4%p	-0.2%p
EPS (원)	41,616	62,595	73,730	47,657	66,147	75,955	-12.7%	-5.4%	-2.9%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

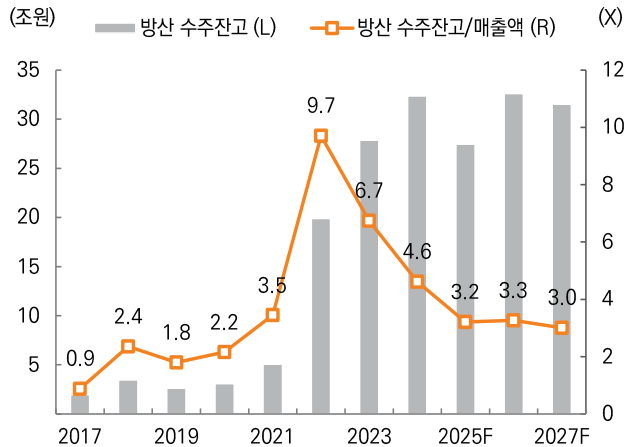
표 3. 영업실적 전망치

(십억원)

항목	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고	전체	66,103	66,485	67,120	73,951	104,876	106,847	107,701	106,369	73,951	106,369	118,332	128,056
	항공우주	28,897	28,944	28,995	30,512	31,092	31,143	31,122	31,358	30,512	31,358	32,103	32,962
	지상방산	29,815	30,270	29,928	32,370	31,734	31,736	31,000	28,489	32,370	28,489	33,621	32,543
	한화시스템	7,050	6,968	7,924	10,558	10,520	10,365	11,174	11,273	10,558	11,273	11,498	10,533
	세트렉아이	340	303	274	511	489	455	420	660	511	660	771	886
	한화오션					31,040	33,149	33,986	34,588		34,588	40,338	51,133
매출액	전체	1,449	2,335	2,631	4,831	5,484	6,273	6,487	8,915	11,246	27,159	31,435	35,170
	항공우주	444	562	478	595	531	649	604	648	2,079	2,432	2,862	3,109
	지상방산	657	1,333	1,656	3,365	1,157	1,773	2,110	3,511	7,010	8,552	9,967	10,478
	한화시스템	543	658	628	946	690	768	808	1,326	2,776	3,592	3,793	5,411
	세트렉아이	32	47	44	48	40	44	50	59	171	194	240	243
	한화오션					3,143	3,294	3,023	3,547		13,008	14,609	16,287
성장률 (%)	전체	-12.4	54.3	61.9	56.0	278.4	168.7	146.5	84.5	42.5	141.5	15.7	11.9
	항공우주	13.7	40.0	22.5	38.9	19.7	15.4	26.4	8.9	29.1	17.0	17.7	8.6
	지상방산	-22.0	122.0	117.1	74.4	76.3	33.1	27.4	4.4	69.6	22.0	16.6	5.1
	한화시스템	23.6	7.8	3.6	21.4	27.1	16.7	28.6	40.1	14.0	29.4	5.6	42.6
	세트렉아이	32.5	21.9	75.4	28.4	26.3	-6.2	15.4	23.0	36.5	13.6	23.7	1.0
	한화오션					37.6	29.9	11.8	9.0		20.7	12.3	11.5
영업이익	전체	18	337	477	892	561	864	856	1,281	1,725	3,562	4,689	5,508
	YoY (%)	-90.7	727.8	457.7	222.1	3,060.4	156.3	79.5	43.5	145.8	106.5	31.6	17.5
	OPM (%)	1.2	14.4	18.1	18.5	10.2	13.8	13.2	14.4	15.3	13.1	14.9	15.7
	지배순이익	-13	147	318	1,846	87	201	533	862	2,299	1,683	2,852	3,472
	YoY (%)	적자전환	-44.1	흑자전환	1,048.7	흑자전환	36.3	67.4	-53.3	181.2	-26.8	69.5	21.7
	NPM (%)	-0.9	6.3	12.1	38.2	1.6	3.2	8.2	9.7	20.4	6.2	9.1	9.9

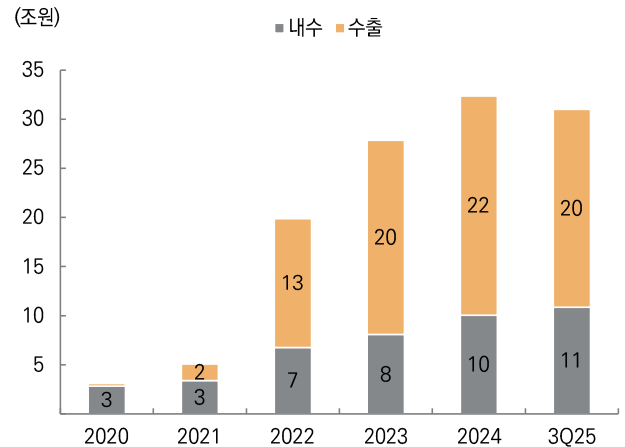
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 방산 수주잔고 및 수주잔고회전율



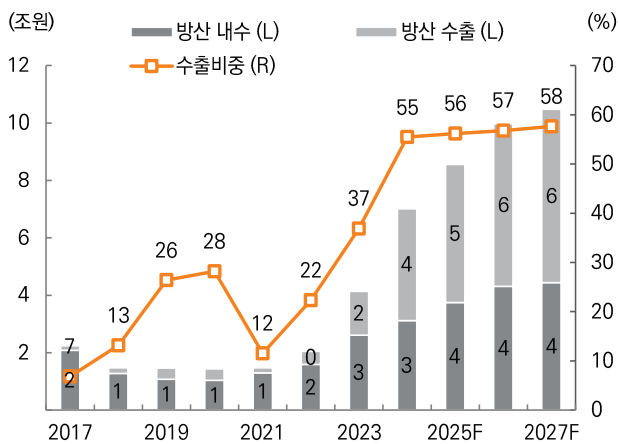
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 지상방산 수주잔고 내 내수/수출 구분



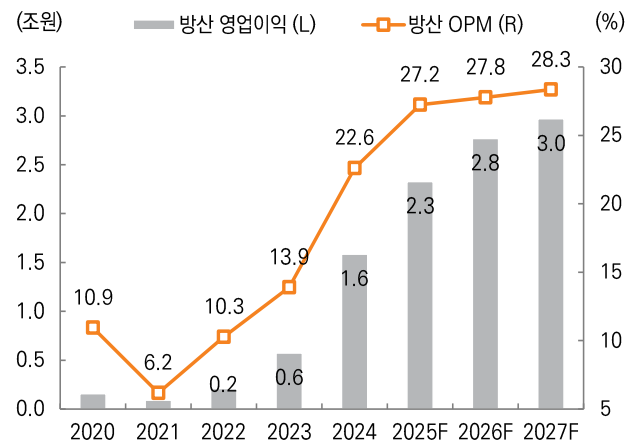
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지상방산 내수/수출 매출 및 수출비중



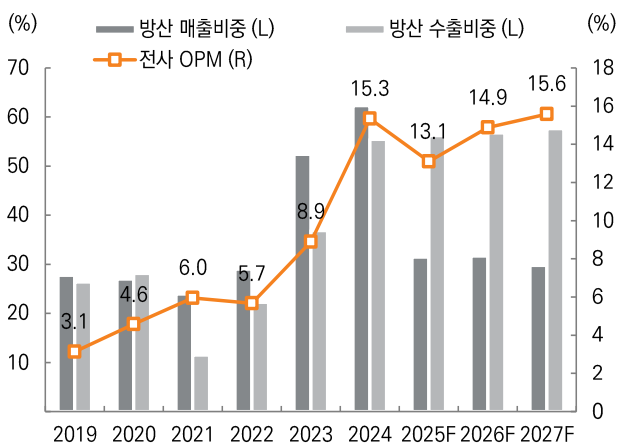
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지상방산 영업이익 및 영업이익률 추이



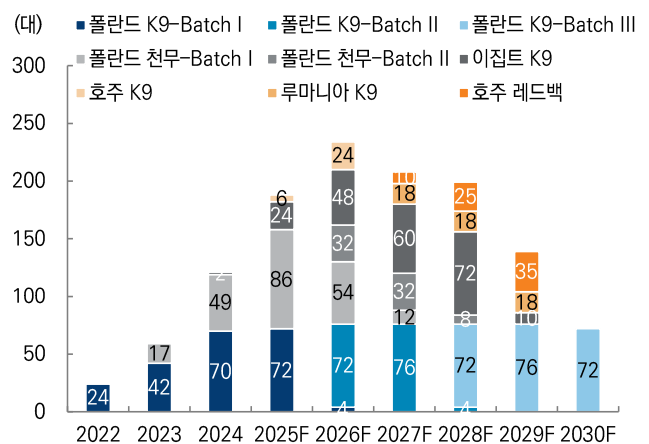
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 방산 성과에 따른 전사 영업이익률 개선



자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 연도별 수출 프로젝트 납품대수 추정



자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

한화에어로스페이스 (012450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,240	27,197	31,435	35,170
매출원가	8,370	20,914	23,956	26,558
매출총이익	2,870	6,283	7,479	8,612
판매비와관리비	1,138	2,725	2,803	3,131
조정영업이익	1,732	3,558	4,676	5,481
영업이익	1,732	3,558	4,676	5,481
비용손익	915	-802	-412	-302
금융손익	-173	-305	-212	-71
관계기업등 투자손익	105	140	169	-231
세전계속사업손익	2,647	2,756	4,264	5,179
계속사업법인세비용	136	484	524	636
계속사업이익	2,511	2,272	3,740	4,542
중단사업이익	29	0	0	0
당기순이익	2,540	2,272	3,740	4,542
지배주주	2,299	1,677	2,841	3,451
비지배주주	241	595	899	1,092
총포괄이익	2,598	2,247	3,740	4,542
지배주주	2,376	1,446	2,528	3,070
비지배주주	222	802	1,212	1,472
EBITDA	2,063	4,351	5,456	6,234
FCF	815	2,856	3,848	4,660
EBITDA 마진율 (%)	18.4	16.0	17.4	17.7
영업이익률 (%)	15.4	13.1	14.9	15.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	20.5	6.2	9.0	9.8

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,393	3,717	4,418	5,401
당기순이익	2,540	2,272	3,740	4,542
비현금수익비용가감	5	2,281	1,651	1,438
유형자산감가상각비	259	451	426	422
무형자산상각비	72	342	354	331
기타	-326	1,488	871	685
영업활동으로인한자산및부채의변동	-903	111	-260	104
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1,097	-1,766	-557	-1,183
재고자산 감소(증가)	-882	-1,824	-994	-1,362
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-78	3,283	249	251
법인세납부	-219	-640	-524	-636
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,367	-2,162	-971	-1,005
유형자산처분(취득)	-577	-749	-401	-578
무형자산감소(증가)	-149	-372	-307	-306
장단기금융자산의 감소(증가)	-897	23	-129	-144
기타투자활동	256	-1,064	-134	23
재무활동으로 인한 현금흐름	1,066	1,009	597	426
장단기금융부채의 증가(감소)	6,928	746	932	623
자본의 증가(감소)	-10	491	0	0
배당금의 지급	-120	-195	-171	-171
기타채무활동	-5,732	-33	-164	-26
현금의 증가	1,161	2,097	3,848	4,702
기초현금	1,806	2,968	5,065	8,914
기말현금	2,968	5,065	8,914	13,616

자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

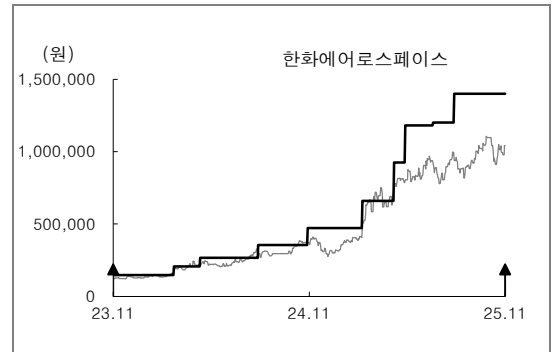
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	22,868	28,771	36,044	45,519
현금 및 현금성자산	2,968	5,065	8,914	13,616
매출채권 및 기타채권	8,876	3,382	4,005	5,255
재고자산	6,290	7,921	8,915	10,278
기타유동자산	4,734	12,403	14,210	16,370
비유동자산	20,469	21,476	21,843	22,197
관계기업투자등	964	1,300	1,660	1,780
유형자산	8,320	8,714	8,689	8,845
무형자산	7,744	7,631	7,584	7,559
자산총계	43,337	50,248	57,887	67,716
유동부채	25,516	29,336	32,887	37,781
매입채무 및 기타채무	2,874	1,845	2,094	2,345
단기금융부채	6,566	6,931	7,653	8,024
기타유동부채	16,076	20,560	23,140	27,412
비유동부채	6,456	7,237	7,757	8,321
장기금융부채	4,558	4,939	5,149	5,401
기타비유동부채	1,898	2,298	2,608	2,920
부채총계	31,973	36,574	40,644	46,103
지배주주지분	4,995	6,996	9,665	12,945
자본금	240	249	249	249
자본잉여금	207	690	690	690
이익잉여금	4,747	6,228	8,898	12,177
비지배주주지분	6,369	6,678	7,577	8,668
자본총계	11,364	13,674	17,242	21,613

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	7.0	29.6	18.3	15.1
P/CF (x)	6.3	10.9	9.6	8.7
P/B (x)	3.0	7.2	5.5	4.1
EV/EBITDA (x)	13.9	15.4	11.9	9.9
EPS (원)	46,183	35,157	56,991	69,222
CFPS (원)	51,113	95,420	108,139	119,962
BPS (원)	108,270	144,514	187,975	251,612
DPS (원)	3,443	3,443	3,443	3,443
배당성향 (%)	6.3	7.5	4.6	3.8
배당수익률 (%)	1.1	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	42.5	142.0	15.6	11.9
EBITDA증가율 (%)	121.0	110.9	25.4	14.3
조정영업이익증가율 (%)	191.4	105.4	31.4	17.2
EPS증가율 (%)	190.7	-23.9	62.1	21.5
매출채권 회전율 (회)	2.1	4.8	9.9	8.7
재고자산 회전율 (회)	2.5	3.8	3.7	3.7
매입채무 회전율 (회)	6.4	11.8	12.2	12.0
ROA (%)	8.1	4.9	6.9	7.2
ROE (%)	53.9	28.0	34.1	30.5
ROIC (%)	15.1	19.3	21.9	24.9
부채비율 (%)	281.3	267.5	235.7	213.3
유동비율 (%)	89.6	98.1	109.6	120.5
순차입금/자기자본 (%)	65.7	47.5	20.6	-2.6
조정영업이익/금융비용 (x)	7.1	7.4	9.3	10.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화에어로스페이스 (012450)				
2025.08.01	매수	1,400,000	-	-
2025.06.23	매수	1,200,000	-26.75	-16.83
2025.05.02	매수	1,181,647	-26.48	-17.91
2025.04.11	매수	925,623	-13.67	-11.70
2025.02.11	매수	659,753	-0.62	14.03
2024.11.01	매수	472,659	-24.63	-12.40
2024.08.01	매수	354,494	-10.20	9.17
2024.04.15	매수	265,870	-9.21	23.56
2024.02.26	매수	206,788	-0.62	18.72
2023.09.20	매수	147,706	-13.97	8.97



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화에어로스페이스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.