

방산

한화에어로스페이스 012450

한화에어로스페이스의 포구는 올 하반기도, 내년에도 식지 않아

Aug 1 2025

BUY

유지

2Q25 Review: 영업이익 시장예상치 큰 폭 상회

TP 1,300,000 원

상향

한화에어로스페이스의 2025년 2분기 실적은 매출액 6조 2,735억원(YoY +168.7%), 영업이익 8,644억원(OPM 13.8%) 기록하며 시장예상치(6조 5,536억원, 영업이익 7,241억원) 큰 폭 상회. 이번 분기 인도된 폴란드 향 물량은 K9 18문, 천무 27문으로 매출에는 약 8,800억원의 기여, 영업이익에는 약 4,000억원의 기여를 했을 것으로 추정

Company Data

현재가(07/31)	996,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	998,000 원
52 주 최저가(보통주)	259,962 원
KOSPI (07/31)	3,245.44p
KOSDAQ (07/31)	805.24p
자본금	2,404 억원
시가총액	513,571 억원
발행주식수(보통주)	5,156 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	26.3 만주
평균거래대금(60 일)	2,348 억원
외국인지분(보통주)	44.14%
주요주주	
한화 외 6인	35.79%
국민연금공단	6.68%

25년 하반기, 26년에도 호실적 기대. 27년부터 장약 증설효과 기대

현재까지 4Q23부터 1Q25까지 인도된 천무 인도 대수는 90대 수준으로 추정됨. 25년 6월 말 폴란드 국방부 차관 파벨 베이다가 언급한 내용에 따르면 현재까지 수령한 천무는 126대 수준으로 약 36대이 2분기에 인도된 것으로 추정됨. 이 중 테스트가 완료되지 못한 9대는 3분기에 매출 인식될 것으로 판단.

1, 2차 계약 합산 천무의 물량은 288대로 아직 162대의 잔여 물량이 남아있음. K9 역시 1, 2차 계약 합산 물량은 364문으로 아직 140문 이상의 잔여 물량이 남아있을 것으로 추정됨. 잔여 물량들은 25년 하반기~26년 실적에 기여할 것으로 추정. 또한 21년에 호주와 체결한 K9 30문, K10 15문의 인도가 대부분 26년으로 추정되어 26년 실적 역시 강할 것으로 기대함.

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.5	152.9	251.2
상대주가	11.2	96.1	199.8

27년부터 탄 수출 매출 급증 기대. 24년 9월 증설 투자를 통한 장약 순증분(Q)은 50~60만 발 수준일 것으로 추정됨. 대부분 해외 직납을 위한 물량일 것으로 기대되어 매출 기인 효과는 약 1.5~2조원 수준일 것으로 추정(해외 155mm 포탄 ASP 대략 800만원 수준, 장약 포션 35~40% 추정). 공장 완공시점인 26년 말 이후 가동률이 100%로 올라오는 시점에서 지상방산 실적에 미치는 긍정적 효과는 매우 클 것으로 기대

투자의견 BUY 유지 및 목표주가 1,300,000원으로 상향

한화에어로스페이스에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 1,300,000원 상향. 12M Fwd BPS에 Implied PBR 5.35배를 적용하여 산출. 12M Fwd PER으로 환산 시 27배 수준

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	7,890	11,240	27,692	30,478	34,474
YoY(%)	11.7	42.5	146.4	10.1	13.1
영업이익(십억원)	594	1,732	3,795	4,671	5,948
OP 마진(%)	7.5	15.4	13.7	15.3	17.3
순이익(십억원)	977	2,540	2,329	3,007	4,145
EPS(원)	16,147	46,942	41,167	51,122	70,487
YoY(%)	318.5	190.7	-12.3	24.2	37.9
PER(배)	7.7	7.0	24.2	19.5	14.1
PCR(배)	8.5	7.1	13.8	11.1	8.7
PBR(배)	1.8	3.0	4.7	3.9	3.1
EV/EBITDA(배)	10.4	13.7	17.5	14.8	12.2
ROE(%)	25.6	53.9	26.0	21.8	24.2



[조선/방산/기계] 안유동

3771-9130

20220081@iprovest.com

[도표 1] 한화에어로스페이스 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E
전체	5,484.2	6,273.5	6,743.9	9,190.1	27,691.7	30,477.5
YoY(%)	278.4	168.7	156.3	90.2	146.2	10.1
항공우주	530.9	648.9	531.1	662.3	2,373.1	2,914.9
지상방산	1,157.5	1,773.2	2,055.1	3,836.6	8,822.3	9,091.2
한화시스템	690.1	768.2	882.2	1,245.0	3,585.5	4,663.1
한화오션	3,143.1	3,294.1	3,375.7	3,553.5	13,366.5	14,297.2
기타 및 연결조정	-37.4	-210.9	-100.2	-107.3	-455.7	-488.8
영업이익	560.8	864.4	962.9	1,406.6	3,794.7	4,671.1
영업이익률(%)	10.2	13.8	14.3	15.3	13.7	15.3

자료: 한화에어로스페이스, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 중동 교체수요: 총 687 억달러로 추정

이집트 (Egypt)								
무기 분류	제품명	도입 연도	수량	교체 여부	교체 수량	단가 (USD)	총 비용	교체 사유
자주포	M109A2	1980s	300	✓	300	\$3M	\$0.9B	화력 한계
미사일	SA-2/SA-3	1970s	100+	✓	100	\$1.5M	\$0.15B	구형 방공
잠수함	Type 209	1984-1989	4	✓	4	\$350M	\$1.4B	노후
프리깃	FREMM	2015-2017	2	✗	-	-	-	최신 장비
사우디아라비아 (Saudi Arabia)								
무기 분류	제품명	도입 연도	수량	교체 여부	교체 수량	단가 (USD)	총 비용	교체 사유
전투기	F-15C/D	1981-1992	100	✓	100	\$80M	\$8.0B	노후화
전투기	Tomado IDS	1986-1992	84	✓	84	\$55M	\$4.62B	노후화
자주포	M109A2/A5	1980s	300	✓	300	\$3M	\$0.9B	구형
미사일	PAC-2	2000s	100+	✓	100	\$3.5M	\$0.35B	PAC-3로 업그레이드
함정	Al-Madinah 급	1985-1986	4	✓	4	\$350M	\$1.4B	노후함
전차	M60A1/A3	1982-1990	700	✓	700	\$4.5M	\$3.15B	노후화, 예비화 예정
전차	AMX-30	1970s	200	✓	200	\$5.0M	\$1.0B	퇴역 수준, 구형
이란 (Iran)								
무기 분류	제품명	도입 연도	수량	교체 여부	교체 수량	단가 (USD)	총 비용	교체 사유
전차	T-72S	1991-1996	400	✓	300	\$3.5M	\$1.05B	성능 열세
전차	Zulficar	1997-2008	400	●	150	\$2.5M	\$0.375B	국산 구형
전투기	F-4, MiG-29	1970s-1990s	60	✓	60	\$35M	\$2.1B	부품 단종
자주포	HM-41	2000s	300	●	150	\$2.5M	\$0.375B	일부 노후
미사일	Scud-B/C	1980s	200+	✓	200	\$2M	\$0.4B	낮은 정확도
잠수함	Kilo-class	1992-1996	3	✗	-	-	-	운용 유지
잠수함	Fateh-class	2020~	2+	✗	-	-	-	신형

이스라엘 (Israel)								
무기 분류	제품명	도입 연도	수량	교체 여부	교체 수량	단가 (USD)	총 비용	교체 사유
전차	Merkava Mk.2/3	1983-2004	900	✓	400	\$6.5M	\$2.6B	노후화
전투기	F-16A/B	1980s	100+	✓	100	\$50M	\$5.0B	구형기체
미사일	Iron Dome (초기형)	2011-2015	수십 포대	●	30 포대	\$10M	\$0.3B	일부 개량 필요
잠수함	Dolphin-class	1999-2013	5	✗	-	-	-	신형 운용 중

아랍에미리트 (UAE)								
무기 분류	제품명	도입 연도	수량	교체 여부	교체 수량	단가 (USD)	총 비용	교체 사유
전차	Leclerc	1994-1998	390	✗ (업그레이드)	-	\$3M	\$1.17B	성능 개량
전투기	Mirage 2000-9	1998-2001	60	✓	60	\$55M	\$3.3B	F-35 대체 예상
자주포	G6 Rhino	1994-1998	80	●	80	\$3M	\$0.24B	일부 개선 필요
해군	Baynunah-class	2011-2017	6	✗	-	-	-	최신 상태

이라크 (Iraq)								
무기 분류	제품명	도입 연도	수량	교체 여부	교체 수량	단가 (USD)	총 비용	교체 사유
전차	M1A1M	2010-2011	140	●	70	\$6.5M	\$0.455B	정비 제한
전차	T-90S	2018-2020	73	✗	-	-	-	최신
전투기	F-16IQ	2014-2017	34	✗	-	-	-	최신 운용
미사일	Avenger	2014-2016	-	●	-	-	-	제한적 운용

자료: 교보증권 리서치센터

곡사포 보유 현황(미국 제외 시 러시아 단일국 대비 열위)

2025 년 기준, 러시아는 자주곡사포와 견인곡사포를 합쳐 총 2,400 문 이상을 보유한 것으로 파악된다. 주력 자주포는 152mm 구경의 2S19 Msta-S 로 약 700 문을 운용하고 있으며, 구형 2S3 Akatsiya 약 400 문, 122mm 의 소형 자주포인 2S1 Gvozdika 약 300 문도 여전히 운용 중이다. 이 외에도 Msta-B, D-20 계열 등 다양한 견인곡사포를 1,000 문 이상 보유하고 있어, 양적으로 세계 최대 수준의 곡사포 재고를 유지하고 있다.

반면, 미국은 M109A6/A7 Paladin 자주포 약 1,000 문과 M777A2 견인포 약 1,000 문을 운용하고 있으며, 총 보유량은 약 2,000 문에 달한다.

독일은 전량 자주화된 체계로 약 120문의 PzH 2000 을 보유 중이며, 프랑스는 CAESAR 자주포 약 100 문, 영국은 AS-90 약 80 문을 각각 보유하고 있다.

폴란드는 Krab 자주포 약 120 문과 신규 도입 중인 K9 자주포를 포함해 약 300~350 문 수준의 곡사포 전력을 운용 중이며, 일부는 우크라이나에 제공되었다. 캐나다는 M777 견인포 약 25 문을 보유하고 있으며, 우크라이나는 전쟁 중 서방 및 러시아 양쪽의 장비를 혼용 운용하고 있어 자주곡사포 약 300 문, 견인곡사포 약 400 문 등 총 700 문 이상의 곡사포 전력을 유지 중이다.

결과적으로, 러시아는 단독으로 약 2,400 문 이상의 곡사포를 보유 중이며, 미국을 포함한 서방 주요국(독일, 프랑스, 영국, 폴란드, 캐나다)과 우크라이나의 곡사포를 모두 합산한 총량은 약 3,200~3,400 문 수준으로 추정된다. 수량 측면에서는 서방 진영이 다소 우세하지만, 러시아는 견인포와 구형 자주포 재고까지 포함해 방대한 예비 전력을 보유하고 있어 양적 지속전에서 강점을 유지하고 있다.

중동에서는 사우디아라비아가 M109A2/A5 110 문, 이스라엘이 M109A5 48 문, 이집트가 M109A2/A5 120 문과 2S1 60 문을 혼용 운용 중이다.

[도표 3] 주요국 곡사포 보유 현황

국가	기종	보유 수량	도입연도	비고
러시아	2S19 Msta-S	1200	1990~2020	최신형 자주포, 장거리 고속발사
	2S1 Gvozdika	1100	1980~2000	구형 122mm, 예비 전력 포함
	2S3 Akatsiya	1000	1975~1990	구형 152mm, 일부 전방 배치 운용
미국	M109A6 Paladin	950	1992~2009	자동화·디지털화 완료 주력 자주포
독일	Pzh 2000	108	2002~2020	고속발사 155mm, 자동장전 탑재
프랑스	CAESAR	96	2008~2022	차륜형 고기동성 제공, 수출 활발
영국	AS90	89	1993~2025	전통 자주포, 후계기 도입 중
이탈리아	M109L	60	1980~1995	자주포형, 구형 기반
	FH-70	60	1978~1990	견인포, 보조 편제 활용
폴란드	AHS Krab	120	2015~2024	국산 155mm, NATO 표준화 대응
	Dana	72	1980~1990	체코산 보조 자주포
	K9A1/PL	364	2015~2025	K9A1 자국 조립분 + K9PL 합산
사우디아라비아	M109A2/A5	110	1980~2000	미국산 M109 계열, 개량된 혼용
이스라엘	M109A5	48	1995~2015	전역 배치, 지속적 개량 진행
이집트	M109A2/A5	120	1985~1995	정비 상태 편차 존재
	2S1 Gvozdika	60	1982~1990	소련제, 구형이지만 다수 보유

자료: SIPRI, 교보증권 리서치센터

곡사포 생산능력

러시아는 전시 동원체제 하에서 연간 400~500 문의 곡사포 시스템을 생산 중인 것으로 추정되며, 이는 2S19, 2S3 등 기존 모델을 포함한 물량 중심이다. 서방 및 우크라이나 기준으로는 약 450~600 문 수준으로 추정된다. 미국은 M109A7 자주포 개량과 신규 조립, 그리고 견인포인 M777 을 포함해 연간 60~90 문 수준의 제한된 생산능력을 유지하고 있으며 프랑스는 CAESAR 자주포의 수출 수요 증가에 따라 생산속도를 높여, 연간 72~96 문 생산이 가능한 체제를 운영 중이다.

Pzh2000 의 경우 본국인 독일조차 겨우 150 문 가량 생산했으며 연간 생산능력은 매우 제한적인 상황으로 보인다. 폴란드는 국내산 Krab 자주포와 한화에어로스페이스 K9 의 조립라인을 모두 가동하며, 2025년에는 80~100 문 수준, 2026년 이후에는 연 100 문 이상 생산이 가능할 것으로 전망된다. 우크라이나는 자체 개발한 2S22 보흐다나 자주포의 월간 생산량을 2025년 말까지 20문 이상, 즉 연 240문 체계로 끌어올리는 것을 목표로 하고 있으며, 이미 월 12~16문 수준을 달성한 것으로 보인다.

[도표 4] 국가별 곡사포 생산능력

국가	주요 생산 기종	연간 생산능력 (추정)	비고
러시아	2S19 Msta-S, 2S3 Akatsiya 등	400~500 문	구형 포함, 전시 증산체제
미국	M109A7 Paladin, M777A2	60~90 문	개량/조립 중심, 생산속도 제한
독일	PzH 2000 (Rheinmetall, KMW)	20~30 문	수출 계약 우선 순위
프랑스	CAESAR (Nexter/KNDS)	72~96 문	월 6~8문 목표, 증가세
영국	AS-90 개량 → MFP 계획 진행 중	신규 생산 없음	개량/신형 전환 사업 초기
폴란드	Krab (Huta Stalowa Wola), K9	80~100 문	2026년부터 100문/년 이상 목표
우크라이나	2S22 Bohdana 등	150~240 문	2025년 말 월 20문 체제 목표
체코 등 중부유럽	Zuzana 2, DANA, EVA 등	30~40문 이상	슬로바키아 등 포함

자료: SIPRI, 교보증권 리서치센터

탄약 보유 현황

러시아는 명확한 수치를 공개하지 않지만, 보고서는 러시아가 냉전기 비축 탄약 + 제 3 국 공급망(북한, 이란)을 활용해 대규모 포격전을 유지하고 있다고 명시하고 있어 수백만 발 수준 이상의 전략 예비를 보유하고 있는 것으로 추정된다.

미국의 경우 24년 기준 우크라이나에 155mm 포탄을 300만 발 이상 이전했음에도 불구하고 “자국 방위용 전략 재고는 충분하다”고 주장하고 있으며, 생산능력 확충과 병행해 NDIS 예산으로 비축량 재구축에 돌입한 상태이다. 독일, 프랑스, 영국 등 주요 서유럽 국가는 우크라이나 지원 이후 자국 비축 탄약이 고갈 상태에 가까워졌으며, 2023~2025년 기간 동안 ASAP 및 EDIRPA 프로그램을 통해 긴급 비축 보완 중이다. 특히 영국의 경우 의회 감사에서 “155mm 탄약을 포함한 재래식 탄약 비축량이 심각하게 부족하다”고 명시되었으며, 수치로는 수 주간 전시 지속도 어려운 수준으로 분석된다. 폴란드는 K9·Krab 등 대량 자주포 운용 국가임에도 불구하고, 탄약 확보 측면에서는 한국, 노르웨이 등에서 수입 및 계약 중이며, 본격 생산은 2025년 이후 시작될 것으로 추정된다.

우크라이나의 경우 실질적인 자체 보유량은 극히 제한적이며, 전체 탄약 운용은 미국·EU로부터의 지속적 공급에 의존하고 있는 상황이다.

결론적으로 주요 서방국은 생산능력 확충과 비축량 재구축에 돌입한 상황으로 탄 수요는 장기간 강력하게 지속될 것으로 판단된다.

특히 한화에어로스페이스의 경우 24년 9월 25일 장약 관련 증설 계획 발표했으며 투자 금액은 6,673 억원 수준이다. 해당 투자로 인한 순증분(Q)은 50~60 만발 수준일 것으로 추정되며 대부분 해외 직납을 위한 물량일 것으로 기대되어 매출 기인 효과는 약 1.5~2 조원 수준일 것으로 추정된다(해외 155mm 포탄 ASP 대략 800 만원 수준, 장약 포션 35~40% 추정).

EU 는 그동안 화약 연료용 특수 면화를 중국에서 수입해 왔는데 유럽의회가 23년 10월 EU 역외에서 강제 노동 사용이 의심되는 기업은 밸류체인 확인과 조사를 받고 강제노동 결부 상품의 수입을 금지하도록 하는 'EU 시장 강제 노동 제품 금지 규정' 수정안을 발표했고 이 규정 시행으로 중국산 면화 수입이 금지되었다. 반면 중국과 러시아는 우크라이나 전쟁 이후 경제협력과 외교 접촉을 강화하고 있으며 중국은 'EU 시장 강제 노동 제품 금지 규정' 수정안에 수출 금지로 대응하고 있다.

북유럽 국가들은 중국산 면화 대체품을 찾아 생산공정을 바꾸고 있는 것으로 알려졌다 화약용 대체 원료를 생산하는 국가들은 EU 의 보조금을 받을 수 있어 생산에 박차를 가할 것으로 보이지만 단기간에 해결될 문제가 아닌 만큼 우방국에 손을 빌릴 수 밖에 없을 것이다.

[도표 5] 라인메탈이 생산하는 155mm 모듈식 추진장약



자료: 라인메탈, 뉴스투데이, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 유럽의 포탄용 화약 부족

▲ / Live news

Europe battles powder shortage to supply shells for Ukraine

Paris (AFP) – Hard-to-find gunpowder is hindering Europe's scramble to provide hundreds of thousands of shells for Ukraine's defensive effort against Russian invaders, with solutions only starting to emerge.

Issued on: 02/03/2024 - 04:03 Modified: 02/03/2024 - 04:01 3 min

자료: France24, 교보증권 리서치센터

유럽은 우크라이나 지원과 자체 전력 강화를 위해 탄약 생산 능력 확대에 전력 투입 중이다. 라인메탈(Rheinmetall)은 155mm 포탄 생산량을 연 70 만 발로 확대, 2026년까지 연간 100 만 발 생산 목표로 잡고 있으며 Nammo, BAE Systems 는 각국 정부와 계약을 통해 생산을 확대 중이다. EU는 2023년 '탄약 생산 지원법'을 제정하여 2025년까지 연간 200 만 발 생산 체계 구축을 목표로 삼고 있다. 다만, 필자는 중국 의존도가 높은 희소 금속 수급 문제, 공장 승인 지연, 원자재 가격 변동 등이 여전히 장애 요인으로 작용하고 있어 한화에어로스페이스의 장약 유럽향 직수출 모멘텀이 지속될 것으로 판단하고 있다.

[도표 7] 국가별 155mm 탄약 현황

국가	155mm 포탄 재고 수준	비고
미국	수백만 발 보유, 3백만 발 이상 우크라이나 이전 후도 "전략적 비축 충분" 주장	NDIS 예산 기준 비축량 확대 진행 중
러시아	명시적 수량 없음, 그러나 냉전기 비축탄 + 북한-이란 공급 통해 수백만 발 이상 확보 추정	포탄 재고는 공개되지 않았으나 '압도적 포격력' 지속 기반 존재 언급
독일	EU 공동 재고 유지 하에 독자 재고 소량 유지 중	ASAP 프로그램 통해 재고 복구 추진, 2023년 기준 부족 지적 존재
프랑스	재고 부족 명시, 우크라이나 지원 이후 전략비축 비축 재정비 중	EU 공동기금으로 일부 보충 중이며, 국내 생산력 확장 진행 중
영국	국방장관-의회에서 비축량 부족을 반복 지적	국방장비계획(EP) 평가에서 "가용성 매우 제한적" 명시됨
폴란드	대규모 Krab/K9 전력 보유 대비 재고 부족 상태, 2025년부터 본격 생산 개시	한국산 포함 신규 계약 다수 체결, 국내 생산은 증가 초기 단계
우크라이나	서방 제공 탄약에 의존, 자체 재고는 극히 제한적	2022-24년간 미국EU 합산 1천만 발 이상 지원 받았으나 소모 속도 과다

자료: 교보증권 리서치센터

MLRS 보유 현황

러시아는 1,200 문 이상의 발사기를 보유한 세계 최대 MLRS 운용국이며, 장거리·열압력탄 포함 다양한 전장용 로켓을 지속 운용 중이다.

미국은 HIMARS와 M270 계열을 병행 운용하며 정밀타격(GMLRS/ER GMLRS) 중심의 전력 구조를 유지하며 약 1,000 문 내외를 운용 중인 반면 서유럽국가(독·영·프)는 M270 기반의 아주 적은 수만 보유 중이다.

동유럽 및 북유럽은 구형 RM-70 계열과 함께 천무-HIMARS 등 신형 MLRS 도입을 본격화하고 있고 발트 3국(에스토니아·리투아니아) 역시 K239 천무 및 HIMARS 도입을 통해 전력 불균형 해소 시도 중이다. MLRS의 경우 유럽에서 자체적으로 생산하는 업체가 사실상 없다고 봐도 무방하기에 유럽 침투율 상승이 가장 기대되는 제품 중 하나이다. 실제로 프랑스에서 LRU 13대가 전량 퇴역함에 따라 천무가 도입 물망에 올랐고(인도 Pinaka MK-3과 함께), 스페인 역시 엘빗 시스템즈의 PULRS 도입 대신 천무나 브라질 아스트로스 제품을 도입 고려 중이다.

중동에서는 사우디아라비아가 ASTROS II 60기, 이스라엘이 LAR-160 및 EXTRA 복합 체계 48기, 이집트는 BM-21 및 Sakhr-122 구형 80기를 보유하여 가격 대비 대량 투자 중심의 전통 포화 화력 태세를 지속하고 있다.

[도표 8] 주요국 MLRS 보유 현황

국가	기종	보유 수량	도입연도	비고
러시아	BM-27 Uragan	1000	1980~1995	구형 220mm, 다수 예비전력 포함
	BM-30 Smerch	800	1989~2000	300mm 고효력, 제한된 정밀성
	Tornado-G/S	900	2005~2023	최신형, 일부 유도 기능 포함
미국	M270A1	700	1990~2010	궤도형, M26/31 로켓 사용
	HIMARS	700	2005~2023	차륜형, GMLRS 유도 로켓 발사 가능
독일	MARS II	38	1998~2022	PzH2000 기반 개량형, NATO 통합 탄약
프랑스	LRU	13	2011~2022	M270 개량형, 프랑스 현지화 모델
영국	M270B1	42	1996~2020	영국형 개량형 M270, 다기능 포대 운용
이탈리아	MLRS (구형)	20	1985~2000	노후형, 폐기 예정
	WR-40 Langusta	70	2000~2020	국산 122mm, 정찰포대 병행
폴란드	HIMARS	20	2022~2023	미군 제공 155mm, 정밀 보강
	K239 Chunmoo(Homar-K)	81	2023~2025	K239 폴란드형, 290 기 계약(218+72), 239mm 및 600mm 대응
사우디아라비아	ASTROS II	60	1990~2015	브라질산, 다양한 구경 및 포대 구성
이스라엘	LAR-160	28	2003~2010	비유도 국산, 정찰사단 중심
	EXTRA	20	2010~2022	정밀 유도형, 장거리 대응
이집트	BM-21	50	1980~1990	구형 122mm, 대량 투사 중심
	Sakhr-122	30	1988~1995	자국형 122mm, 운용 다양성 보강

자료: SIPRI, 교보증권 리서치센터

MLRS 생산능력

25년 현재, 러시아는 BM-21, BM-27, BM-30, TOS-1A 등 다양한 구형 및 현대화 다연장로켓 시스템을 기반으로 연간 약 400~500 문 이상의 발사기 생산능력을 유지하는 것으로 추정된다. 이는 평시 생산 기준보다는 전시 동원 체제를 반영한 수치로, 전장 손실 보충과 예비물자 갱신을 위한 증산체계가 활성화된 결과이다.

미국은 Lockheed Martin 이 생산하는 HIMARS(M142)의 생산라인을 2024 년 기준으로 연간 96 문 수준까지 확대하였으며, M270A1 의 경우는 신조보다는 개량 중심으로 연간 20~30 문 내외 수준이 유지되고 있는 것으로 파악된다. 이는 미 국방부 FY2024~25 년 예산 계약 내역을 통해 확인되는데 두 기종을 합산할 경우 연간 100 문을 넘는 수준의 발사기 생산이 가능한 체계가 운영되고 있다.

한국의 K239 천무는 2015 년부터 본격적인 양산이 시작되었고, 연평균 약 70~80 문 이상의 생산능력을 가진 것으로 파악된다. 특히 최근 폴란드에 288 문 규모의 대형 수출계약이 체결되었고, 현지 조립공장이 가동을 앞두고 있어 2025 년부터는 연간 150~200 문 수준까지 생산능력 확대가 가능할 것으로 보인다. 한국 내 본공장과 폴란드 조립공장이 병행 생산 체계를 구성하게 되며, 한화에어로스페이스가 주도한다.

브라질은 Avibras 사가 생산하는 ASTROS II MK6 체계를 연간 20~40 문 정도 생산할 수 있는 능력을 보유하고 있다. 자국군 수요와 더불어 수출 중심의 생산모델을 갖추고 있으며, 사우디아라비아, 인도네시아, 말레이시아 등에 납품한 실적이 있다.

인도는 DRDO 와 민간 업체인 타타(TATA) 등이 공동 개발·생산하는 Pinaka Mk1 및 Mk1-ER 시스템을 연간 60~80 문 수준으로 양산할 수 있다. 현재 인도군에 대규모 배치가 진행 중이며, 수출도 병행하고 있어 생산체계가 점진적으로 확장되고 있다.

폴란드는 K239 천무 288 문과 HIMARS 500 문 이상을 도입계약한 바 있으며, 2025 년부터 K239 천무를 연간 50~100 문 규모로 현지 조립할 수 있는 생산체계를 WZU 공장에 구축 중이다. 한국 한화에어로스페이스와 공동으로 진행 중인 이 조립라인은 2026 년부터 본격 양산에 돌입할 계획이다. 서유럽 주요국들인 독일, 프랑스, 영국은 대부분 M270 계열의 개량형을 운용하고 있으나, 신규 발사기 생산능력은 사실상 전무하다. 독일은 MARS II 를, 프랑스는 LRU 를, 영국은 M270B1 개량형을 보유하고 있지만, 이들 국가는 기존 보유분 유지와 개량에 집중하고 있으며, 신규 조립이나 발사기 라인 증설 계획은 없다. 폴란드 거점 마련과 정치적인 문제 등을 고려할 때 천무의 유럽 침투율 상승이 기대된다.

[도표 9] MLRS 연간 생산능력

국가	주요 기종	연간 생산능력	주요 생산업체	비고
러시아	BM-21, BM-27, BM-30, TOS-1A	400~500 문 이상	모토리치, 우랄트란스마시 등	전시 증산체제, 구형 포함 대량 생산
미국	HIMARS (M142)	96 문 (2024년 기준)	Lockheed Martin	생산 확대 중, 2025년까지 지속
	M270A1 (개조 포함)	연 20~30 문 추정	BAE Systems 등	FY 계약 기준, 신조보다는 개량 중심
대한민국	K239 천무	150~200 문 추정	한화 에어로스페이스	누적 530 문 생산, 폴란드 조립 포함
브라질	ASTROS II MK6	20~40 문	Avibras	수출 및 브라질군용 병행 생산
인도	Pinaka Mk1/ER	60~80 문	DRDO, TATA 등	국영 방산+민간 조립, 수출도 병행 중
폴란드	K239 조립 예정	연 50~100 문 목표	한화+WZU 조립라인	2025~26년 본격 양산 목표
이스라엘	PULS	수십~수백대	엘빗시스템즈	-

자료: SIPRI, 교보증권 리서치센터

[한화에어로스페이스 012450]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,890	11,240	27,692	30,478	34,474
매출원가	6,462	8,370	19,118	20,645	22,821
매출총이익	1,428	2,870	8,574	9,832	11,654
매출총이익률 (%)	18.1	25.5	31.0	32.3	33.8
판매비와관리비	834	1,138	4,779	5,161	5,705
영업이익	594	1,732	3,795	4,671	5,948
영업이익률 (%)	7.5	15.4	13.7	15.3	17.3
EBITDA	933	2,063	4,160	5,195	6,468
EBITDA Margin (%)	11.8	18.4	15.0	17.0	18.8
영업외손익	536	916	-1,370	-1,532	-1,608
관계기업손익	16	105	105	105	105
금융수익	1,131	374	240	214	252
금융비용	-367	-495	-735	-801	-857
기타	-243	932	-980	-1,050	-1,109
법인세비용차감전순이익	1,131	2,647	2,425	3,139	4,340
법인세비용	232	136	125	161	223
계속사업순이익	899	2,511	2,300	2,978	4,117
중단사업순이익	78	29	29	29	29
당기순이익	977	2,540	2,329	3,007	4,145
당기순이익률 (%)	12.4	22.6	8.4	9.9	12.0
비지배지분순이익	159	241	221	285	393
지배지분순이익	818	2,299	2,108	2,721	3,752
지배순이익률 (%)	10.4	20.5	7.6	8.9	10.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-158	58	-21	8	-3
포괄순이익	819	2,598	2,308	3,014	4,143
비지배지분포괄이익	69	222	197	258	354
지배지분포괄이익	750	2,376	2,110	2,757	3,788

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,390	1,393	-10,732	2,442	2,357
당기순이익	0	0	2,329	3,007	4,145
비현금항목의 가감	-68	5	889	1,137	1,161
감가상각비	261	259	295	456	453
외환손익	19	-11	23	58	73
지분법평가손익	-16	-105	-105	-105	-105
기타	-331	-138	677	729	741
자산부채의 증감	462	-903	-13,644	-1,341	-2,575
기타현금흐름	996	2,291	-307	-361	-374
투자활동 현금흐름	-3,029	-1,367	-1,552	-3,489	-1,512
투자자산	-2,423	-602	-400	-450	-500
유형자산	-453	-578	-1,071	-2,952	-917
기타	-152	-187	-80	-87	-95
재무활동 현금흐름	368	1,066	5,607	317	-104
단기차입금	404	927	773	296	93
사채	140	638	256	98	31
장기차입금	299	300	492	147	46
자본의 증가(감소)	0	0	4,227	0	0
현금배당	-51	-120	-159	-199	-212
기타	-425	-679	18	-26	-62
현금의 증감	-1,263	1,161	1,308	-172	2,539
기초 현금	3,043	1,806	2,968	4,275	4,103
기말 현금	1,780	2,968	4,275	4,103	6,642
NOPLAT	472	1,643	3,600	4,431	5,642
FCF	820	493	-10,750	662	2,670

자료: 한화에어로스페이스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,192	22,868	41,849	45,105	52,497
현금및현금성자산	1,806	2,968	4,275	4,103	6,642
매출채권 및 기타채권	2,119	8,884	18,873	20,772	23,482
재고자산	2,869	6,290	13,846	15,239	17,237
기타유동자산	2,399	4,726	4,855	4,991	5,136
비유동자산	10,351	20,469	22,002	26,537	28,377
유형자산	3,410	8,320	9,259	11,856	12,420
관계기업투자금	3,204	964	1,469	2,025	2,630
기타금융자산	739	1,453	1,494	1,539	1,589
기타비유동자산	2,998	9,733	9,779	11,117	11,738
자산총계	19,543	43,337	63,851	71,642	80,875
유동부채	12,077	25,516	30,996	32,624	33,596
매입채무 및 기타채무	1,879	4,270	6,634	7,044	7,631
차입금	1,374	5,153	5,926	6,222	6,315
유동성채무	1,165	965	1,061	1,114	1,131
기타유동부채	7,659	15,128	17,375	18,244	18,518
비유동부채	2,782	6,456	7,404	7,771	7,919
차입금	759	2,458	2,950	3,097	3,144
사채	642	1,707	1,963	2,061	2,092
기타비유동부채	1,381	2,292	2,491	2,613	2,684
부채총계	14,859	31,973	38,400	40,395	41,515
지배지분	3,528	4,995	11,198	13,749	17,318
자본금	266	240	279	279	279
자본잉여금	192	207	4,396	4,396	4,396
이익잉여금	2,627	4,747	6,695	9,218	12,757
기타자본변동	-2	-738	-738	-738	-738
비지배지분	1,156	6,369	14,253	17,499	22,042
자본총계	4,684	11,364	25,451	31,248	39,360
총차입금	4,182	10,741	12,417	13,035	13,229

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

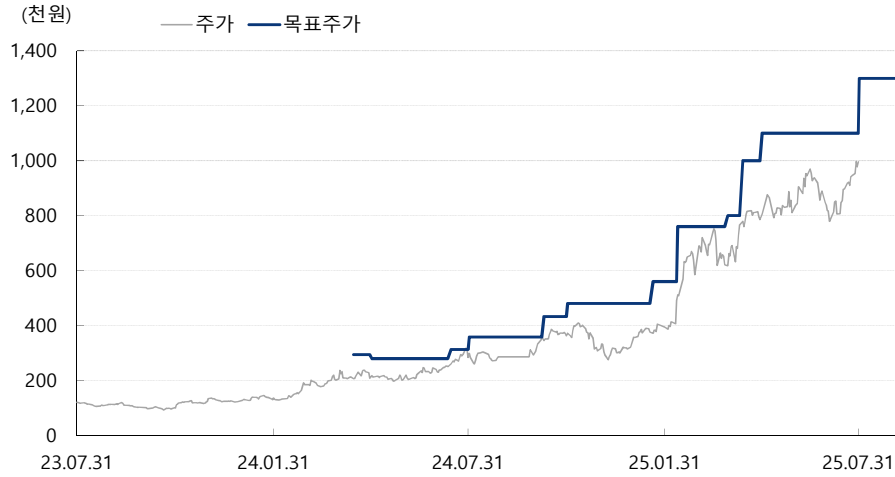
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	16,147	46,942	41,167	51,122	70,487
PER	7.7	7.0	24.2	19.5	14.1
BPS	69,689	109,587	210,369	258,282	325,337
PBR	1.8	3.0	4.7	3.9	3.1
EBITDAPS	18,436	42,120	81,229	97,586	121,502
EV/EBITDA	10.4	13.7	17.5	14.8	12.2
SPS	153,312	225,800	540,764	572,540	647,621
PSR	0.8	1.4	1.8	1.7	1.5
CFPS	16,197	10,062	-209,934	12,434	50,151
DPS	1,800	3,500	3,750	4,000	4,250

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	11.7	42.5	146.4	10.1	13.1
영업이익 증가율	48.4	191.4	119.1	23.1	27.3
순이익 증가율	566.6	160.0	-8.3	29.1	37.9
수익성					
ROIC	12.7	16.7	15.5	13.3	14.6
ROA	4.7	7.3	3.9	4.0	4.9
ROE	25.6	53.9	26.0	21.8	24.2
안정성					
부채비율	317.2	281.3	150.9	129.3	105.5
순차입금비율	21.4	24.8	19.4	18.2	16.4
이자보상배율	4.0	7.1	13.6	15.9	20.0

한화에어로스페이스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.04.15	매수	294,000	(23.62)	(19.11)	2025.07.14	매수	1,100,000	(20.51)	(9.27)
2024.05.02	매수	280,000	(20.69)	(9.79)	2025.08.01	매수	1,300,000		
2024.07.15	매수	313,000	(8.79)	1.46					
2024.08.01	매수	358,000	(18.81)	0.26					
2024.10.10	매수	433,000	(14.43)	(10.63)					
2024.11.01	매수	480,000	(27.60)	(14.66)					
2025.01.20	매수	560,000	(27.84)	(12.43)					
2025.02.12	매수	760,000	(13.70)	(1.01)					
2025.03.31	매수	800,000	(14.04)	(4.11)					
2025.04.14	매수	1,000,000	(19.93)	(18.27)					
2025.05.02	매수	1,100,000	(21.74)	(11.82)					

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9	3.4	0.7	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하