

한화에어로스페이스 (012450)

흥분해도 된다

투자의견

BUY(유지)

목표주가

1,280,000 원(상향)

현재주가

996,000 원(07/31)

시가총액

51,357 (십억원)

로봇/방산/조선/운송 양승윤_02)368-6139_syayang0901@eugenefn.com

- 동사의 2분기 실적은 매출액 6조 2,735억원(+169%yoy), 영업이익 8,644억원(+156%yoy, OPM 13.8%)를 기록. 영업이익 기준 시장 컨센서스 7,198억원을 대폭 상회하는 실적. **지상방산 부문 영업이익은 무려 5,543억원으로 OPM 31.3%를 달성.** 개발비 및 판매비 이연의 영향을 고려해도, 평균 환율 하락 속 눈에 띄는 추가 이익을 개선.
- 2분기 폴란드 인식 물량은 K-9 18대, 천무 27대로 당사 프리뷰 예상치에 부합하는 수준. 예상했던 대로 1분기에 없었던 플랫폼 외(부속품, 탄/미사일) 매출도 증가함. 지상방산 내수 이익률 10% 가정하면, 해외 마진은 무려 40% 내외로 추정됨. 양산 효과도 있지만, **부속품 및 탄/미사일 매출 증가 효과도 있었을 것.**
- 사측은 올해 폴란드 인도 가이드스 K-9 70대 이상(상반기 누계 38대), 천무 80대 이상(상반기 누계 51대)을 제시. 3분기 당사 추정치는 K-9 27대, 천무 15대로 2분기와 전체 대수는 유사한 수준일 것임. 마찬가지로 플랫폼 외 매출도 유사하거나 소폭 증가하는 그림. 폴란드 외 이집트 등 매출 인식 이루어지며 **qoq 증익 기초는 유지할 전망.**
- 실적은 5개 분기 연속 서프라이즈를 기록 중. 내년도 폴란드 물량에 대한 공급증과 이집트/호주/루마니아 순으로 매출 올라오면서 현재 폴란드 중심의 높은 이익률이 희석될 것이라는 우려 존재. **2030년까지 폴란드 향 매출 규모는 현재 수준에서 큰 변동은 없을 것.** 참고로 폴란드 천무 유도탄 JV, K-9 잔여 물량 계약도 남아있음. 이익률은 희석될 수 있으나, **물량 효과로 영업이익은 증익 기초를 유지할 수 밖에 없음.** 결국 중요한 것은 물량, 즉 수주인데, 방산 기업의 특성상 공개할 수 있는 정보는 제한적이지만, 수주도 공개된 루마니아 입찰 외 천무 중심 다수 협의 진행 중 일 것으로 예상함. 현지 양산 추진할 폴란드, 루마니아 등을 중심으로 판매국 확대도 기대. **글로벌 방산 시장은 주요 우위 상황이 지속되고 있고, 한화에어로스페이스는 가장 다양한 지역에서 다양한 아이템으로 수주 기회를 노려 볼 수 있는 기업임.** 투자의견 BUY 유지하며, 목표주가 1,280,000원으로 상향 조정함. 업종 내 Top-Pick 유지

주가(원, 07/31) 996,000
시가총액(십억원) 51,357

발행주식수 51,563천주
52주 최고가 1,035,000원
최저가 247,000원
52주 일간 Beta 0.71
60일 일평균거래대금 2,479억원
외국인 지분율 0.0%
배당수익률(2025E) 0.4%

주주구성
한화(외 7인) 35.8%
국민연금공단(외 1인) 6.7%

주가상승(%) 1M 6M 12M
상대기준 11.8 123.9 222.4
절대기준 17.5 152.9 239.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	1,280,000	1,000,000	▲
영업이익(25)	3,571	3,093	▲
영업이익(26)	4,113	3,529	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	7,890	11,240	26,668	28,256
영업이익	594	1,732	3,571	4,113
세전손익	1,131	2,647	2,712	3,812
당기순이익	977	2,540	2,002	2,897
EPS(원)	15,886	49,621	22,440	31,776
증감률(%)	318.5	212.4	-54.8	41.6
PER(배)	7.7	6.5	44.4	31.3
ROE(%)	25.6	53.9	21.0	26.2
PBR(배)	1.8	2.9	9.3	7.4
EV/EBITDA(배)	9.3	10.9	14.7	12.9

자료: 유진투자증권



도표 1. 한화에어로스페이스 실적 테이블

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,449	2,335	2,631	4,831	5,484	6,274	6,704	8,206	11,246	26,668	28,256	29,900
항공우주	430	543	478	595	531	649	573	648	2,046	2,402	2,516	2,621
민수	208	250	217	293	258	300	267	299	968	1,124	1,199	1,271
군수/기타	222	293	261	302	273	349	299	357	1,078	1,277	1,317	1,350
지상방산	655	1,330	1,656	3,365	1,158	1,773	2,145	3,199	7,006	8,275	8,526	9,205
내수	352	570	686	1,544	405	690	750	1,618	3,152	3,463	3,592	3,690
수출	303	760	970	1,821	753	1,083	1,395	1,581	3,855	4,812	4,934	5,516
기타 및 조정	364	462	497	871	3,796	3,851	3,985	4,359	2,194	15,991	17,215	18,073
영업이익	18	337	477	893	561	864	919	1,226	1,725	3,568	4,113	4,716
opm%	1.2	14.4	18.1	18.5	10.2	13.8	13.7	14.9	15.3	13.4	14.6	15.8

자료: 유진투자증권

주) 기타 및 조정에는 한화오션, 한화시스템, 씨트랙아이, 연결 조정 포함

도표 2. 목표주가 산정

구분	산정가치 (십억원)	비고
25~27년 NOPLAT 평균	1,986	지상방산&항공우주부문, 법인세율 24% 가정
적용 멀티플(배)	31	글로벌 유럽 방산 Peer 평균 PER 10% 할인 적용
(A) 지상방산 & 항공우주 가치	61,116	
(B) 주요 상장 자회사 가치	4,786	한화시스템&씨트랙아이&한화 오션 시장가 기준, 자회사 지분율 및 70% 할인 적용
(C=A+B) 합산 기업가치	65,902	
목표주가(원)	1,280,000	
상승여력(%)	29%	
현재주가(원)	996,000	

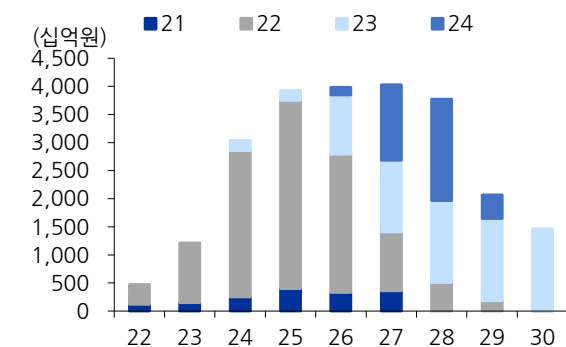
자료: 유진투자증권

도표 3. 폴란드 물량 인도 현황 및 잔여

체계	누계 인식	잔여 물량 추정
K-9	174 대 (22년 24 대, 23년 42 대, 24년 70 대, 25년 38 대)	190 대 (+308 대/2-2 차)
천무	117 대 (22년 0 대, 23년 17 대, 24년 49 대, 25년 51 대)	173 대

자료: 유진투자증권

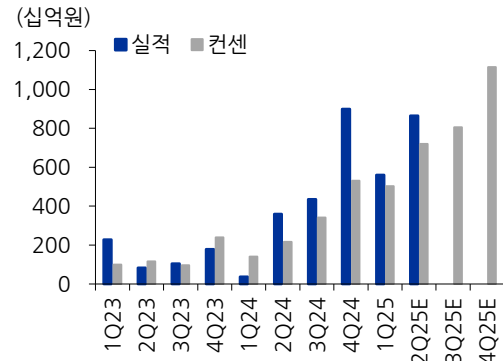
도표 4. 주요 사업 수주 연도별 매출 인식 전망



자료: 유진투자증권

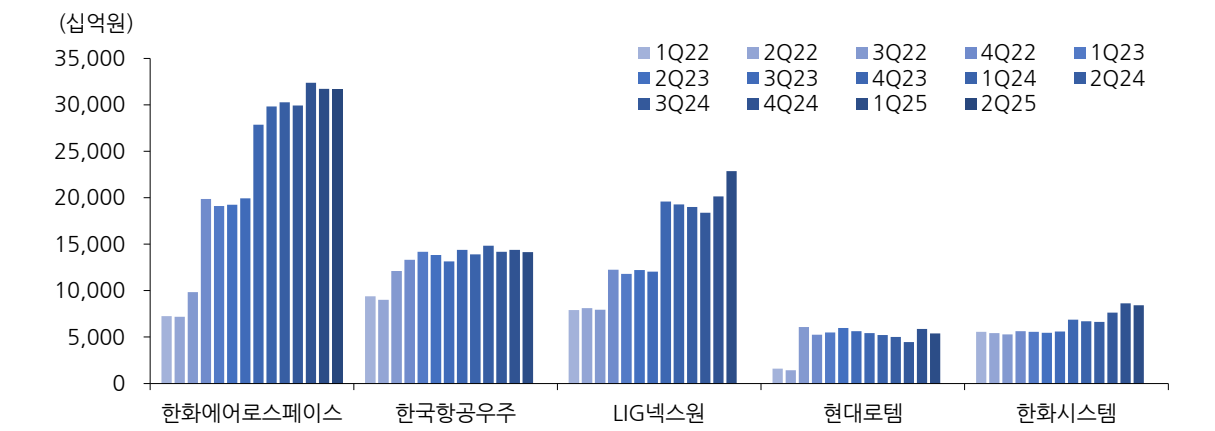
주) 25년 이후 수주는 미반영

도표 5. 한화에어로스페이스 실적 vs 컨센(OP)



자료: 유진투자증권

도표 6. 수주 잔고 추이



자료: 유진투자증권
 주) 2Q25는 한화에어로스페이스만 반영

도표 7. 한국에서 K-9 교육받는 베트남 군인



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 8. 호주 탈리즈만 세이버 참여한 천무



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 9. 수주 파이프라인

기업명	구분	국가	사업명	아이템	댓수	규모(십억원)	수주 예정일(추정)	단계	비고	확률
한화에어로스페이스	해외	인도	-	K-9 구성품	100	370	25년 4월	기초 수주	인도 현지 양산 추가분	확정
	해외	폴란드	-	K-9 차체	-	400	25년 4월	기초 수주	Krab 추가 계약	확정
	해외	불가리아	-	K-9	-	-	-	-	CAESAR 도입	실제
	해외	폴란드	2차 실행계약(2-2)	K-9	308	5,830	-	기본 계약 체결	현지 양산	높음
	해외	폴란드	-	레드백	-	-	-	-	-	-
	해외	폴란드	-	천무 유도탄	-	-	-	-	현지 생산 2025년 7월 계약 예상(29년 이후 가동)	높음
	해외	루마니아	2차 물량	K-9	36	-	-	-	-	-
	해외	루마니아*	-	레드백	246	4,000	2026년	-	vs Lynx, CV90, ASCOD 2	중간
	해외	루마니아	-	천무	-	-	-	-	-	-
	해외	에스토니아	-	천무	-	-	-	-	HIMARS 도입 차질에 천무 대체 가능성 제기	-
	해외	노르웨이	-	K-9	24	760	2025년	-	노동당, 국회에 추가도입 제안	높음
	해외	노르웨이	-	천무	16	-	2025년	-	미국 록히드마틴 수출 승인(수주 확정 X)	중간
	해외	스웨덴*	-	천무	-	-	-	-	-	-
	해외	스웨덴	-	천무	-	-	-	-	-	-
	해외	프랑스	-	천무	-	-	-	-	-	-
	해외	스페인*	-	K-9	128	-	-	-	-	-
	해외	스페인	-	천무	-	-	-	-	이스라엘 PULS 취소	-
	해외	그리스	-	장갑차 현대화(M113)	-	-	-	-	-	-
	해외	베트남	-	K-9	20	400	-	수주 임박	-	-
	해외	필리핀	-	천무	-	-	-	-	-	-
	해외	말레이시아	-	K-9	-	-	-	-	-	-
	해외	말레이시아	-	천무	-	-	-	-	-	-
	해외	인도네시아	-	K-9	-	-	-	-	-	-
	해외	인도네시아	-	KAAV	-	-	-	-	-	-
	해외	이라크	-	K-9	-	-	-	-	도입 관심	-
	해외	이라크	-	천무	-	-	-	-	도입 관심	-
	해외	이집트*	-	천무	-	-	-	-	도입 관심	-
	해외	중동*	-	K-9	-	-	-	-	사우디(국방부: K9A2, MNG: 차륜형자주포)	-
	해외	중동*	-	레드백	-	-	-	-	-	-
	해외	중동*	-	천무 유도탄	-	-	-	-	수출 미사일 사거리 제한 300km → 500km 완화	-
	해외	중동*	-	타이곤	-	-	-	-	-	-
	해외	중동*	-	천검	-	-	-	-	-	-
	해외	중동*	-	H-SHORAD	-	-	-	-	-	-
	해외	페루	-	천무	-	-	-	-	입찰 개시	-
	해외	캐나다	-	K-9	98	-	-	-	-	-
	해외	미국	-	K-9	-	-	-	-	SPH-M 진행중/2월 RFP 제출	-

자료: 유진투자증권

도표 10. K-9 자주포와 천무 외에 주목해야할 아이템들



자료: 유진투자증권

한화에어로스페이스(012450.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	19,543	43,337	45,995	48,371	50,890
유동자산	9,192	22,868	24,515	25,404	26,393
현금성자산	1,909	3,654	4,188	4,768	4,786
매출채권	2,119	8,884	4,497	4,889	5,154
재고자산	2,869	6,290	5,396	4,889	5,154
비유동자산	10,351	20,469	21,480	22,967	24,497
투자자산	4,738	4,405	4,281	4,455	4,636
유형자산	3,410	8,320	9,269	10,283	11,335
기타	2,203	7,744	7,930	8,229	8,526
부채총계	14,859	31,973	34,914	36,001	36,983
유동부채	12,077	25,516	27,953	28,993	29,926
매입채무	1,879	4,270	4,705	5,115	5,392
유동성이자부채	2,616	6,566	7,735	7,735	7,735
기타	7,582	14,680	15,513	16,143	16,799
비유동부채	2,782	6,456	6,962	7,008	7,057
비유동이자부채	1,644	4,623	5,187	5,187	5,187
기타	1,139	1,833	1,775	1,822	1,870
자본총계	4,684	11,364	11,081	12,370	13,907
지배지분	3,528	4,995	4,883	6,172	7,709
자본금	266	240	240	240	240
자본잉여금	192	207	(823)	(823)	(823)
이익잉여금	2,627	4,747	5,625	6,914	8,451
기타	443	(198)	(160)	(160)	(160)
비지배지분	1,156	6,369	6,198	6,198	6,198
자본총계	4,684	11,364	11,081	12,370	13,907
총차입금	4,259	11,190	12,922	12,922	12,922
순차입금	2,350	7,536	8,734	8,154	8,136

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	1,390	1,393	2,177	2,811	2,340
당기순이익	977	2,540	2,002	2,897	3,393
자산상각비	339	331	528	515	564
기타비현금성손익	(407)	(326)	(538)	(1,333)	(1,579)
운전자본증감	462	(903)	317	731	(38)
매출채권감소(증가)	(583)	(1,097)	(1,544)	(392)	(265)
재고자산감소(증가)	(714)	(882)	1,144	507	(265)
매입채무증가(감소)	244	(78)	923	410	277
기타	1,514	1,154	(205)	206	215
투자현금	(3,029)	(1,367)	(2,047)	(2,097)	(2,190)
단기투자자산감소	(10)	(372)	(217)	(26)	(27)
장기투자증권감소	(2,372)	(395)	(123)	(167)	(171)
설비투자	453	578	1,301	1,454	1,538
유형자산처분	3	2	1	0	0
무형자산처분	(118)	(149)	(375)	(375)	(375)
재무현금	368	1,066	400	(160)	(160)
차입금증가	445	1,233	1,753	0	0
자본증가	(51)	(139)	(159)	(160)	(160)
배당금지급	51	120	159	160	160
현금 증감	(1,263)	1,161	571	554	(10)
기초현금	3,070	1,806	2,968	3,539	4,092
기말현금	1,806	2,968	3,539	4,092	4,082
Gross Cash flow	909	2,544	2,107	2,079	2,378
Gross Investment	2,557	1,898	1,513	1,340	2,201
Free Cash Flow	(1,648)	646	594	740	177

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,890	11,240	26,668	28,256	29,900
증가율(%)	11.7	42.5	137.3	6.0	5.8
매출원가	6,462	8,370	20,507	21,318	22,194
매출총이익	1,428	2,870	6,161	6,939	7,706
판매 및 일반관리비	834	1,138	2,590	2,826	2,990
기타영업손익	(25)	36	128	9	6
영업이익	594	1,732	3,571	4,113	4,716
증가율(%)	48.4	191.4	106.2	15.2	14.7
EBITDA	933	2,063	4,098	4,628	5,280
증가율(%)	40.8	121.0	98.7	12.9	14.1
영업외손익	536	916	(859)	(302)	(251)
이자수익	81	70	218	229	244
이자비용	150	243	492	462	426
지분법손익	(28)	1,240	(69)	(69)	(69)
기타영업손익	633	(152)	(516)	0	0
세전순이익	1,131	2,647	2,712	3,812	4,464
증가율(%)	478.7	134.1	2.4	40.5	17.1
법인세비용	232	136	710	915	1,071
당기순이익	977	2,540	2,002	2,897	3,393
증가율(%)	566.6	160.0	(21.2)	44.7	17.1
지배주주지분	818	2,299	1,040	1,448	1,696
증가율(%)	318.5	181.2	(54.8)	39.3	17.1
비지배지분	159	241	962	1,448	1,696
EPS(원)	15,886	49,621	22,440	31,776	37,219
증가율(%)	318.5	212.4	(54.8)	41.6	17.1
수정EPS(원)	15,886	49,621	22,440	31,776	37,219
증가율(%)	318.5	212.4	(54.8)	41.6	17.1

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	15,886	49,621	22,440	31,776	37,219
BPS	69,689	109,587	107,124	135,400	169,119
DPS	1,800	3,500	3,500	3,500	3,500
밸류에이션(배, %)					
PER	7.7	6.5	44.4	31.3	26.8
PBR	1.8	2.9	9.3	7.4	5.9
EV/EBITDA	9.3	10.9	14.7	12.9	11.3
배당수익율	1.5	1.1	0.4	0.4	0.4
PCR	6.9	5.9	21.9	21.8	19.1
수익성(%)					
영업이익율	7.5	15.4	13.4	14.6	15.8
EBITDA이익율	11.8	18.4	15.4	16.4	17.7
순이익율	12.4	22.6	7.5	10.3	11.3
ROE	25.6	53.9	21.0	26.2	24.4
ROIC	13.9	16.4	15.4	17.7	19.1
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	50.2	66.3	78.8	65.9	58.5
유동비율	76.1	89.6	87.7	87.6	88.2
이자보상배율	4.0	7.1	7.3	8.9	11.1
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	4.3	2.0	4.0	6.0	6.0
재고자산회전율	3.1	2.5	4.6	5.5	6.0
매입채무회전율	5.0	3.7	5.9	5.8	5.7

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

