DS INVESTMENT & SECURITIES

Company Analysis

한화에어로스페이스 012450

[NDR후기] Worst Mix가 가고, Best Mix가 온다

3Q Review: 예상이 어려웠던 Worst Mix

한화에어로스페이스의 3Q 매출액은 6조원(-6% YoY), 영업이익 4,520억원(-46.2%, OPM 7.4%)으로 컨센서스 (매출액 7.4조원, 영업이익 1.15조원)를 크게 하회하였다. 하회 원인은 1) 개발 및 수리부속 매출 증가에 따른 내수 매출의 OPM -5% 기록 2) 2Q 조기인도 영향으로 3Q 인도 공백이 커지며 고정비 부담이 확대, 3) 호주 레드백 사업의 양산 준비를 위한 비용 증가, 4) 대전사업장 관련 비용 포함 일회성 비용 460억원과 원화 강세에 따른 환율 영향이다. 인도 일정상 악재가 한 분기에 겹쳤던 것으로 이러한 복합 요인이 가까운 분기 내 반복될 가능성은 낮다고 판단한다.

4Q26부터 다시 가속화될 폴란드 인도

동사는 올해 폴란드 천무 발사대 인도 가이던스를 기존 40대에서 60대로 상향하였다. 4Q 폴란드 K9·천무는 각각 30문·20대 이상의 인도가 이뤄질 전망이다. 이 외에도 이집트 K9 현지 양산 매출이 3Q 대비 증가하고 폴란드 천무 탄 관련 매출도 4Q에 집중될 전망이다. 이에 4Q26 지상방산 매출액은 3.9조원(+25.5% YoY), 영업이익은 7,763억원(+28.5% YoY, OPM 20%)으로 추정한다. 현 환율 수준이 유지될 경우 마진 압박은 존재하나 수출 인도 증가로 3Q에 나타나지 않았던 고정비 레버리지 효과가 다시 발생할 전망이다.

2027년 다시 폴란드, 여기에 루마니아 K9과 유럽향 천무까지

투자의견 매수 유지, 목표주가 1,250,000원으로 하향 조정한다. 달러/원 환율 하락과 1H27까지 이어질 국내 사업 마진 부진을 반영해 실적 추정치를 낮춘 결과이다. 그러나 27년 폴란드 K9 인도가 올해 대비 크게 증가할 것으로 예상되고 천무 EC1 계약이 막바지에 돌입해 잔여 물량이 전부 인식될 예정으로 수출 매출 성장세가 유지될 전망이다. 또한 루마니아 K9·K10이 1H27 내 인도될 예정이며 에스토니아 천무 등 연 1회 인도되는 다수 품목의 매출은 4Q에 집중될 것이다. 수주 측면에서는 연내 UAE와의 대공·지상무기 관련 프레임워크 계약을 기대하며 27년에는 폴란드 K9 EC3, 사우디 MNG, 중동 국가들의 대공무기 수주와 미국 궤도형 자주포 사업 진전이 기대된다. (이하 계속)

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	7,890	11,240	26,703	30,729	32,355
영업이익	594	1,732	3,089	3,668	5,160
영업이익률(%)	7.5	15.4	11.6	11.9	15.9
세전이익	1,131	2,647	2,210	2,764	4,584
지배주주지분순이익	818	2,299	1,405	1,477	2,716
EPS(원)	15,886	49,621	27,247	28,709	52,796
증감률(%)	318.5	212.4	-45.1	5.4	83.9
ROE(%)	25.6	53.9	19.1	13.5	20.3
PER(배)	8.0	6.5	34.5	23.0	12.5
PBR(배)	1.8	2.9	5.0	2.8	2.3
EV/EBITDA(배)	9.3	10.9	13.4	9.2	6.9

자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

강태호 방산
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

2026.11.09

매수

목표주가(하향)	1,250,000원
현재주가(11/06)	660,000원
상승여력	89.4%

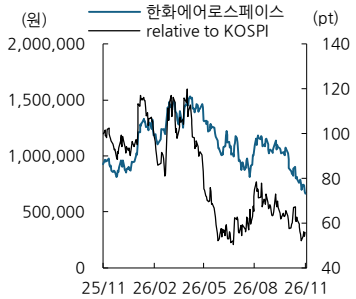
Stock Data

KOSPI	5,059.7pt
시가총액(보통주)	34,032십억원
발행주식수	51,563천주
액면가	5,000원
자본금	270십억원
60일 평균거래량	168천주
60일 평균거래대금	163,193백만원
외국인 지분율	45.1%
52주 최고가	1,655,000원
52주 최저가	605,000원
주요주주	
한화(외 7인)	35.8%
국민연금공단(외 1인)	7.9%

주가추이 및 상대강도

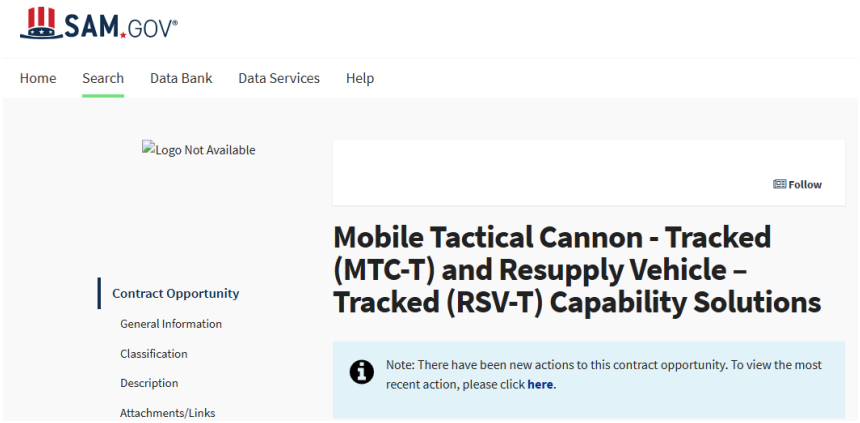
(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-35.5	-8.4
3M	-37.4	-17.7
6M	-53.9	-22.5

주가차트



특히 미국 궤도형 자주포(MTC-T) 및 궤도형 재보급차량(RSV-T) 사업 속도가 빨라지고 있다는 점에 주목한다. 미 육군은 9월 정보요청서(RFI)로 기초 기술 정보를 수집한 데 이어 11월 3일 시제품 협정(OTA) 체결을 위한 솔루션 공모(CFS, Call for Solution)를 게시했다. 솔루션 브리프 제출 마감은 11월 16일이다.

그림1 궤도형 자주포 프로그램(MTC-T)과 재보급 차량 (RSV-T) CFS



자료: SAM.gov, DS투자증권 리서치센터/ https://sam.gov/opp/fbe481677422423fa019a0a6ec051437/view

공고는 시험·안전성·평가 기준을 이미 충족하고 현재 생산라인이 가동 중인 성숙한 155mm 궤도형 자주포를 요구하고 있다. 시제품은 최대 18세트(자주포+재보급차량)이며 이 중 6세트의 조기 인도에 우선순위를 둔다. 포신은 50구경장을 초과해야 하고 미군 155mm 포탄·장약·신관과 호환되어야 한다. 또한 계약 후 24개월 내 미 본토 생산 준비를 마치고 초기 연 18세트에서 이후 연 40세트까지 생산을 늘릴 수 있어야 한다.

MTC-T·RSV-T 사업에 K9·K10이 선정될 가능성이 높다고 판단한다. K9은 전 세계 궤도형 자주포 시장 점유율 1위의 실전 배치 플랫폼으로 미 육군이 요구하는 '성숙도'에 부합한다. 궤도형은 차륜형보다 경쟁 강도가 낮고(실질 경쟁사는 BAE 시스템즈 정도) 추가 개발 소요가 적다는 점에서 유리하다는 판단이다. 무엇보다 이번 CFS가 재보급차량을 자주포와 하나의 세트로 명시하면서 K9·K10의 시너지가 극대화될 전망이다. K10은 K9에 탄약을 신속·안전하게 공급하기 위해 개발된 세계 최초의 자동화 탄약운반장갑차다.

한국군은 2006년부터 K10을 전력화했으며 노르웨이·루마니아·이집트·호주에 K9과 패키지로 수출했다. 미국은 현재 M109 계열 차대 기반 M992 탄약운반장갑차를 운용하지만 보급절차가 비자동화라는 한계가 있다. 타사 자주포들도 컨테이너·트레일러형 재보급 솔루션을 보유하고 있으나 K10 수준의 자동화 보급체계는 부재하다.

K10은 2022년 K9과 함께 M795, XM1113 등 미군 주력 포탄과의 호환성을 입증했다. CFS가 재보급차량의 탄약 적재량, 완전 재보급 소요 시간, 탄약의 안전한 수령·재장전 능력을 평가 항목으로 명시한 만큼 K9·K10 체계는 이 부분에서 높은 평가를 받을 것으로 기대된다.

표1 MTC-T & RSV-T CFS(Call For Solution) 주요평가 내용

평가 항목	평가 내용
기술 성숙도	실전 배치 또는 양산 여부, 안전성 평가 보고서(SAR), 신뢰도·생산 이력, 미 육군 안전 인증 경로
기술 성능	50 구경장 초과 155mm 궤도형 자주포, 최대 사격속도(급속·지속), 방열·철수 시간
재보급 능력	RSV-T 탄약 적재량, 완전 재보급 소요 시간, 탄약 안전 수령·재장전 능력
탄약 호환성	1 순위 M795 포탄, M232A2(3~5 호)·M231 장약, M782 신관 / 2 순위 M982 엑스칼리버, M1156 PGK 등
시제 납기	12 개월 내 3 세트, 18 개월 내 후속 3 세트, 이후 3 세트 단위로 총 18 세트
미국 내 생산	계약 후 24 개월 내 미 본토 생산 준비, 초기 2 년 연 18 문, 이후 연 40 세트 증산

자료: 미 육군 MTC-T Call for Solutions(MOSAIC-27-01), DS투자증권 리서치센터

그림2 K9 자주포와 K10 탄약보급장갑차



자료: 언론 보도, DS투자증권 리서치센터

그림3 K10의 탄약보급 과정



자료: KFN, DS투자증권 리서치센터

그림4 K9과 K10의 M795, XM1113 탄 등 미국산 주요 탄약과 호환성 입증

한화 K9 포병 솔루션, 미군 무기와 호환성 입증

2022년 10월 07일

9월 14일, 한국의 대표적인 방위산업체인 한화디펜스는 미국 자회사인 한화디펜스USA와 미 육군 전투능력개발사령부(DEVCOM AC)를 통해 K9 자주포(SPH)와 K10 탄약응답차량(ARV)이 다양한 미군 탄약과 호환된다는 것을 성공적으로 입증했습니다.

미국 육군과 동맹국에서 60명 이상의 초대를 받은 이 실사격 시연은 애리조나주 유마 시험장에서 진행되었으며, 한화의 포병 솔루션인 K9A1 자주포와 K10 ARV가 155mm M795 발사체, XM1113 로켓 지원 발사체(RAP), 모듈형 포병 충전 시스템(MACS)을 포함한 다양한 유형의 미국산 탄약을 장전하고 발사했습니다.

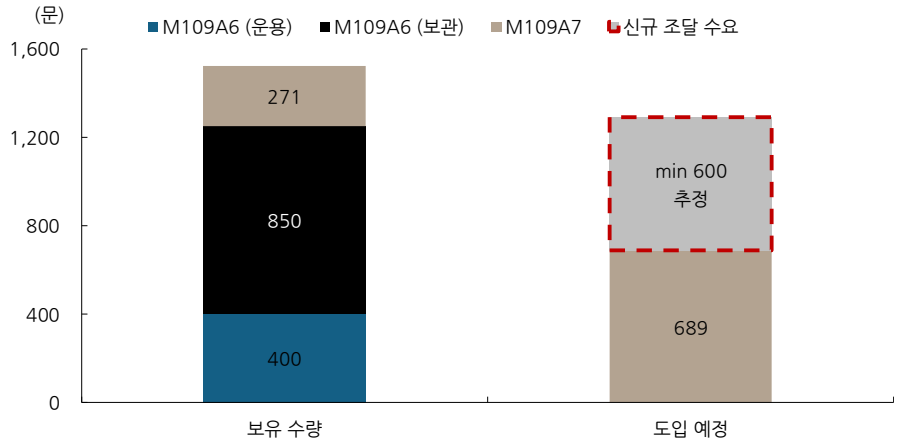
자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

미국 내 생산 기반도 갖춰지고 있다. 동사는 차륜형 자주포 시제 사업을 계기로 앨라배마에 생산시설을 구축하기로 했으며 아칸소주에 모듈화 장약(MCS) 공장 투자를 확정했다. CFS가 24개월 내 미국 내 생산 전환을 핵심 평가 요소로 둔 만큼 이미 진행 중인 현지 투자는 수주 가시성을 높이는 요인이다.

한화디펜스USA는 미 육군 DEVCOM 무장센터와 미 정부가 설계한 155mm 58구경장 포를 K9 계열 차체에 통합하는 공동연구개발협정(CRADA)도 체결한 바 있다. 미국산 포신과 K9 차체의 통합 연구가 이미 진행되고 있다는 점에서 미 육군이 한국산 포병 체계에 대한 이해도를 높여가는 과정으로 판단한다.

궤도형 자주포 교체 수요는 미 육군이 운용·보관 중인 M109 계열 수량을 고려하면 500~600문 수준으로 추정된다. K10 동시 공급까지 고려하면 10~15조원 규모의 사업이 기대된다. 차륜형·궤도형 자주포와 후속 군수지원까지 합하면 미국 내 20~30조원 규모의 포병 시장 기회가 열리는 셈이다.

그림5 미 육군 궤도형 자주포 수요 추정



자료: Military Balance 2024, Army recognition, DS투자증권 리서치센터 추정

3Q26 NDR 결론: Worst Mix가 가고, Best Mix가 온다. Top Picks 유지

한화에어로스페이스를 방산 업종 내 Top Pick으로 유지한다. 3Q 실적 부진은 인도 기준 매출 인식에 따른 분기 변동성, 환율 하락, 인도 물량 감소에 따른 고정비 부담이 한 분기에 겹친 결과로 반복되지 않을 것으로 판단한다.

근거는 폴란드 인도 물량의 회복이다. 4Q26부터 폴란드 인도가 재개되고 27년 K9 인도는 25년(82문) 수준을 웃돌 전망이다. 천무는 EC1 발사대 인도가 26년에 마무리되고 27년에는 수익성이 높은 유도미사일과 부속품 매출이 집중될 예정이어서 27년 폴란드 매출의 고마진은 유지될 전망이다. 여기에 루마니아 초도 물량이 1H27에 인식될 예정이다. 한국 생산분 수출인 만큼 수익성도 폴란드와 유사한 수준일 것으로 추정한다. 루마니아 인도는 전통적 비수기인 상반기의 실적 레벨을 높여주는 요인이 될 것이다.

수주 품목과 국가가 다양해지고 외부에서 진행 상황을 확인하기 어려운 현지 생산 매출의 비중이 커지면서 실적 추정의 난도가 높아지는 것은 사실이다. 그러나 회사는 현재 수주잔고만으로 지상방산 27F~29F 매출 CAGR 15%가 가능하다고 밝히고 있으며 실제로 27년 인도 예정 물량은 올해보다 많을 것으로 추정된다. 보은 MCS 공장 증설에 따른 탄 수출은 추가 상승 요인이다. 이번 분기 실적을 단기 저점으로 보는 것이 합리적이라고 판단한다.

특히 낮아진 밸류에이션(27F PER 12.5배)을 감안하면 수주 발표 시 주가 상승 여력은 더 커졌다. 연내 UAE와의 프레임워크 계약에 이어 27년에는 사우디 MNG, 폴란드 K9 EC3, 다수 중동 국가향 대공무기 수주가 기대되는 만큼 현 시점을 매수 적기로 판단한다.

표2 한화에어로스페이스 3Q26 실적 Review

(십억원, %)	3Q26P	3Q25	2Q26	YoY	QoQ	DS 추정치	차이 (%, %p)	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	**6,094.4**	6,486.5	9,292.9	-6.0	-34.4	7,150.7	-14.8	7,427.2	-17.9
지상방산	1,245.5	2,109.9	2,107.5	-41.0	-40.9	2,069.0	-39.8		
항공우주	659.9	604.0	760.0	9.3	-13.2	706.6	-6.6		
한화시스템	831.6	807.7	1,117.6	3.0	-25.6	974.1	-14.6		
한화오션	3,413.9	3,023.4	5,443.2	12.9	-37.3	3,491.1	-2.2		
영업이익	**452.0**	839.6	1,365.4	-46.2	-66.9	980.5	-53.9	1,152.1	-60.8
지상방산	21.7	572.5	533.0	-96.2	-95.9	475.9	-95.4		
지상방산 OPM (%)	*1.7*	*27.1*	*25.3*	-25.4	-23.6	*23.0*	-21.3		
항공우주	-2.4	3.1	37.0	적전	적전	7.0	적전		
한화시스템	99.1	20.6	103.7	381.2	-4.4	27.7	257.9		
한화오션	485.7	289.8	736.1	67.6	-34.0	500.0	-2.9		
OPM (%)	*7.4*	*12.9*	*14.7*	-5.5	-7.3	*15.0*	-7.6	*15.5*	-8.1
지배주주순이익	-137.1	486.5	636.4	음전	음전	539.0	음전	640.8	음전
NPM (%)	*-2.2*	*7.5*	*6.8*	-9.8	-9.1	*7.5*	-9.7	*8.6*	-10.9

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

주요 Q&A

Q: 3Q26 지상방산 수익성 부진 배경

A: 3Q는 계획상 납품 일정이 적었던 분기로 폴란드 물량이 거의 없었음
인건비 등 고정비가 커버되지 못하며 물량 레버리지 효과가 나타나지 않음
1Q26은 전년 12월 선적분이 1Q에 인식되며 수출 비중이 높았으나 3Q는 전분기에서 넘어온 물량이 거의 없음
2Q 조기 인도(6월 초 선적분의 6월 말 인식) 영향으로 3Q 공백이 확대

일회성 요인: 대전사업장 사고 비용 300억원, 국내 사업충당 등 기타 약 160억원
일회성 및 국내 마진(-5%) 감안 시 수출 마진은 10% 중반 수준

Q: 유럽 경쟁사 투자 확대 시 가격 경쟁력 유지 여부

A: 경쟁사 가격이 당사 대비 50% 이상 높으며 폴란드는 단순히 높은 가격에 산 것이 아니라 당사가 원가를 잘 맞춘 결과
유럽은 에너지·인건비가 높고 23년 대비 원가가 낮아지지 않음/ 창원 생산기지의 경쟁력 유효
독일 등 유럽 국가는 장기 방산 밸류체인 구축을 일부 포기한 것으로 파악되며 라인메탈 단독 투자로는 한계
현지화가 확대되더라도 국내 조달 부분이 존재해 원가 강점 유지, 가격도 낮게 받지 않을 것

Q: 폴란드 4Q 인도 및 27년 전망

A: 26년 폴란드 가이던스는 K9 30문, 천무 60대(기존 40대에서 상향)
4Q에 K9 EC2 잔여 물량과 천무 발사대 집중
K9의 4Q 집중은 EC1에서 EC2로 넘어가는 과도기에 따른 것으로 계획된 일정

27년 K9은 26년 대비 더 많은 물량이 인도될 예정이며 천무는 EC1 잔여물량 전부가 인식될 예정
K9 EC2 계약은 ASP는 유사하나 현지 정비기술 이전 등 부속품 범위 확대

Q: 4Q 실적 및 매출 CAGR 15% 가이던스

A: 4Q는 폴란드 K9·천무 인도로 수출이 최대 수준이 될 전망이며 관급 예산 집행과 연 1회 납품 수출이 4Q에 집중되어 전년 동기 대비 성장
26년 연간 매출은 성장하나 이익은 전년 대비 감소 불가피

지상방산 매출 CAGR 15%(27~29년 기준) 가이던스 유지
26년 미달분은 27~28년에 반영되며 27년 성장률은 15%를 상회할 수 있음
환율이 1,100원까지 하락하지 않는 한 CAGR 15% 및 예년 수준의 마진 유지 가능

Q: 27~29년 매출 가시성과 구성 변화

A: 29년까지 수주잔고로 채워져 있으며 보은 MCS 물량(27년 상반기 신규 수주, 27년 하반기부터 유럽향 매출 반영) 추가 가능
폴란드 EC3, 대공 등 신규 수주는 빨라야 29년 하반기~2030년 이후, 미국 자주포는 2030년부터 매출 기여

27년: 폴란드가 여전히 주력이며 루마니아 신규 반영, 이집트(규모 축소)·호주 지속, 에스토니아 천무·폴란드 크라브·노르웨이 천무 등 추가
28년: 폴란드 비중이 축소되며 비폴란드 천무 및 탄 납품이 채워짐
2030년 이후: WB사와의 JV, 미국 자주포 및 탄 납품 본격화/ 탄 매출 비중 확대 방향

Q: 루마니아 인도 시점

A: 초도 물량으로 검사 및 현지군 인도 절차에 시간이 소요되어 1H27 매출 인식 예정
폴란드도 초도 납품 후 인도까지 9개월이 걸린 이력이 있음(천무 18대 출하 중 2대만 반영)
폴란드는 현재는 반복된 인도로 검사 절차가 상당 부분 생략되어 인도 즉시 매출 인식/ 소량 직수출 국가는 바로 반영되나 현지 통합·생산이 포함되면 시간 소요

Q: 수주 현황 및 수주잔고

A: 25년 수주 13조원(국내 2~3조원, 나머지 수출). 폴란드 천무 5조원, 인도 K9, 에스토니아 천무 등/ 수출 수주 중 유럽 비중 80~90%
26년 수주 5조원: 핀란드 K9 1조원, 노르웨이 1.4조원, 크로아티아 0.7조원
10월 말 수주잔고 35조원(국내 25%, 수출 75%)/ 3년치 매출 수준 잔고 유지 목표

스페인은 인드라 측이 강하게 엠바고를 요청해 잔고 미반영
이외 7천억원 미만 미공시 건도 다수 존재

Q: 폴란드 K9 EC3 계약 일정

A: 300문 규모로 기술적 변화 없이 현지 생산. 크라브 경험을 바탕으로 CKD 형태, JV 방식이 유력하며 현지화율 50% 이상 예상
연말 목표로 추진 중이나 분할 계약 여부 논의와 폴란드 밸류체인 구축 지연으로 27년 1~2Q 계약 예상
투스크 총리(친EU) 부임 당시에도 기존 계약을 그대로 이행/ 현 폴란드 정치 상황에 따라 서명 시점의 불확실성은 있으나 결정 자체에는 영향 없음
매출은 2030년 이후 반영

Q: UAE 딜 진행 상황

A: 27년을 '중동의 해'로 기대. 22년 러-우 전쟁 이후 23년 폴란드 계약이 나왔듯이 이벤트 다음 해에 납기 중심의 발주 집중
UAE는 피해가 가장 커 방공 강화가 예상

1순위는 대공체계로 L-SAM이 가장 먼저 부각될 전망이며 장기적으로는 지상무기까지 프레임워크에 포함 검토
EDGE사가 창원 공장 시찰을 마쳤고 실무선 협의는 상당히 진전. 정상 간 협의를 기다리는 단계

L-SAM 계약 주사업자는 한화시스템(체계종합)이나 당사 비중 50% 이상(시스템 레이다 30%), ABM 주문량에 따라 변동 가능/ M-SAM은 업체별 개별 계약
UAE는 M-SAM 운용 경험이 있고 40~70km를 커버하는 현존 방어무기가 드물어 L-SAM 수요 발생

Q: 사우디 MNG 및 기타 중동 파이프라인

A: 사우디 MNG사업은 현재 상황에 따른 의사결정 시간의 문제로 사업 협의는 지속 중
포병·장갑차·탄약을 포함한 현지화 솔루션 제공, 초기에는 GP 형태 가능성

중동국 M-SAM 추가 수주는 27년 내 마무리 예상/ 통합방공체계 논의 및 각국 문의 증가, 천광(레이저 대공) 관심도 높음

중동은 수도·군부대 위주 방어에서 발전소·항만 등으로 범위가 넓어지며 요격 품질보다 물량과 납기를 중시
미국 무기체계와의 호환성, 중국 대비 성능 우위로 한국 선택 가능성이 높으며 패트리어트 공급 속도도 제한적

Q: 미국 자주포 사업(차륜형/궤도형)

A: 1) 차륜형: 시제 6문에 3문 추가해 총 9문. 1문 출하, 8문은 27년 인도 예정, 앨라배마 생산
양산계약은 28~29년 예상되며 커스터마이징 과정에서 개발 매출도 발생 가능 전망 / K10MH 제안 시 계약 규모 확대

2) 궤도형: RFI 제출 완료, CFS 발표 (RFP 전 단계로 추정). RFP는 빠르면 연말~27년 초로 중간선거 이후 일정에 따라 변동
기존 제품에 일부 커스터마이징만 필요해 차륜형보다 빠르게 진행 가능하며 K9A2 제안 예정
실질 경쟁사는 BAE 시스템즈 정도로 당사가 더 유리하다고 판단

현지 언론에 따르면 궤도형·차륜형·후속군수지원 포함 20~30조원 규모로 추정(탄은 별도 계약), 교체 수요는 500문 수준이며 K9 1문당 K10 1대를 원할 것으로 파악/ K10은 궤도형 RFI 주요 항목이며 차륜형 K10 RFI도 별도 진행 가능성 높음

M777 견인포 대체, 팔라딘 활성 물량 1/3 수준, 병력 감소 등이 도입 배경/ K9A2는 승조원 3명으로 운용 가능

Q: 탄약 사업(보은 MCS, 미국·유럽)

A: 보은 MCS 2배 증설은 27년 하반기부터 가동(28년 완공)되며 증설 물량 대부분이 수출로 내수 대비 마진이 우수
미국은 아칸소주 투자를 결정. 초기 MCS 생산 후 추진체 등으로 확대 검토, 생산은 2030년부터
유럽은 러-우 전쟁 소모분을 아직 채우지 못해 탄약 리캡 수요가 지속

Q: 우주 및 항공엔진 사업

A: 2040년까지 우주 55조원 투자(발사체 23조원, 위성·국방 AI 20조원, 나머지 AI DC). 당장 집행되는 대규모 투자는 AI DC 2조원 수준
누리호를 주관해 발사했으며 국내 유일 발사체~위성 수직계열화

항공엔진 RSP(P&W GTF)는 신형엔진을 원가 이하로 공급한 뒤 정비(AM)로 수익을 얻는 구조
26~27년 손실 피크 후 2030년 BEP 예상/ 하반기 AM 매출 일시 감소 후 27년 회복
군수는 연평균 미드싱글 마진

표3 한화에어로스페이스 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
매출액	5,751.0	9,292.9	6,094.4	9,591.0	6,681.3	7,682.6	7,480.6	10,510.9	26,702.9	30,729.2	32,355.5
YoY (%)	*4.9*	*47.2*	*-6.0*	*13.9*	*16.2*	*-17.3*	*22.7*	*9.6*	*137.6*	*15.1*	*5.3*
지상방산	1,221.1	2,107.5	1,245.5	3,881.4	1,951.0	2,402.3	2,455.5	4,285.2	8,133.2	8,455.5	11,094.0
YoY (%)	*5.5*	*18.9*	*-41.0*	*25.5*	*59.8*	*14.0*	*97.1*	*10.4*	*16.1*	*4.0*	*31.2*
항공우주	661.2	760.0	659.9	837.4	744.7	854.0	738.9	945.8	2,513.1	2,918.5	3,283.3
YoY (%)	*24.5*	*17.1*	*9.3*	*14.8*	*12.6*	*12.4*	*12.0*	*12.9*	*22.9*	*16.1*	*12.5*
한화시스템	807.1	1,117.6	831.6	1,273.8	745.6	1,015.2	1,007.8	1,618.5	3,664.1	4,030.1	4,387.2
한화오션	3,209.9	5,443.2	3,413.9	3,688.4	3,339.9	3,511.2	3,378.4	3,761.4	12,783.5	15,755.4	13,991.0
영업이익	638.9	1,365.4	452.0	1,211.1	1,048.3	1,212.6	1,265.7	1,633.0	3,089.8	3,667.4	5,159.7
YoY (%)	*20.6*	*58.5*	*-46.2*	*41.0*	*64.1*	*-11.2*	*180.0*	*34.8*	*78.4*	*18.7*	*40.7*
OPM	*11.1*	*14.7*	*7.4*	*12.6*	*15.7*	*15.8*	*16.9*	*15.5*	*11.6*	*11.9*	*15.9*
지상방산	208.7	533.0	21.7	776.3	448.7	552.5	650.7	1,071.3	2,001.2	1,539.7	2,723.3
YoY (%)	*-30.9*	*2.0*	*-96.2*	*28.5*	*115.0*	*3.7*	*2,898.6*	*38.0*	*27.6*	*-23.1*	*76.9*
지상방산 OPM	*17.1*	*25.3*	*1.7*	*20.0*	*23.0*	*23.0*	*26.5*	*25.0*	*24.6*	*18.2*	*24.5*
항공우주	22.6	37.0	-2.4	-7.0	-2.2	-2.0	5.0	7.0	12.7	50.2	7.8
항공우주 OPM	*3.4*	*4.9*	*-0.4*	*-0.8*	*-0.3*	*-0.2*	*0.7*	*0.7*	*0.5*	*1.7*	*0.2*
한화시스템	34.3	103.7	99.1	38.1	108.1	129.4	123.1	134.4	119.9	275.2	495.0
한화오션	441.1	736.1	485.7	433.8	523.6	562.7	517.0	480.4	1,167.6	2,096.7	2,083.7
지배주주순이익	260.7	636.4	-137.1	717.0	471.3	606.8	635.2	1,003.0	1,358.8	1,477.1	2,716.3
YoY (%)	*338.1*	*253.1*	*-128.2*	*13.4*	*80.8*	*-4.7*	*-563.3*	*39.9*	*-40.9*	*8.7*	*83.9*
NPM	*4.5*	*6.8*	*-2.2*	*7.5*	*7.1*	*7.9*	*8.5*	*9.5*	*5.1*	*4.8*	*8.4*

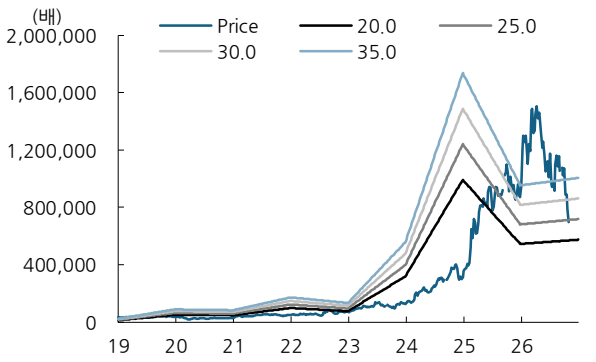
자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 한화에어로스페이스 목표주가 산정 방식

구분	배수/ 금액	비고
27F 순이익 (십억원)	2,716.3	
유통주식수 (주)	51,448,788	자사주 114,613주 제외
27F EPS (원)	**52,796**	
Taeget PER (배)	25.4	글로벌 27F Peer P/E
목표 주가 (원)	**1,250,000**	**천단위 반올림**
현재 주가 (원)	660,000	
상승 여력 (%)	**89.4**	

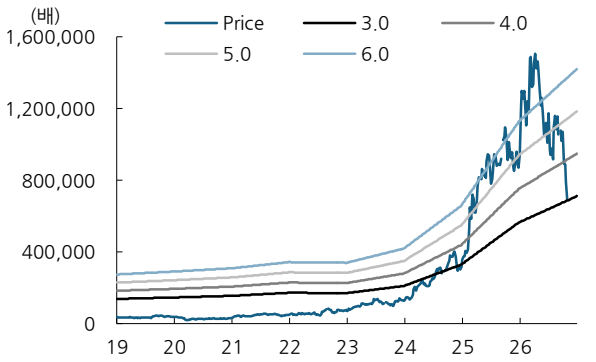
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 한화에어로스페이스 PER 밴드 차트



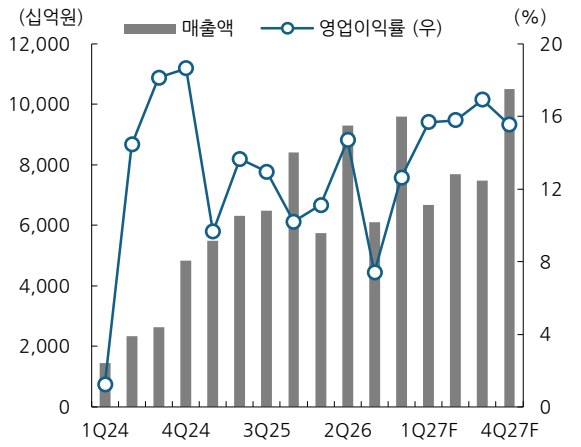
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림7 한화에어로스페이스 PBR 밴드 차트



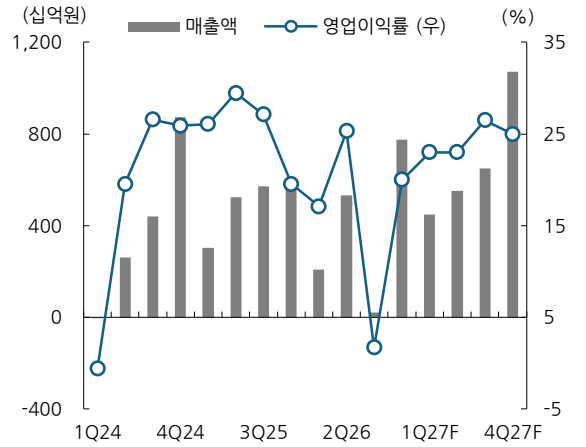
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림8 한화에어로스페이스 분기별 실적 추이 및 전망



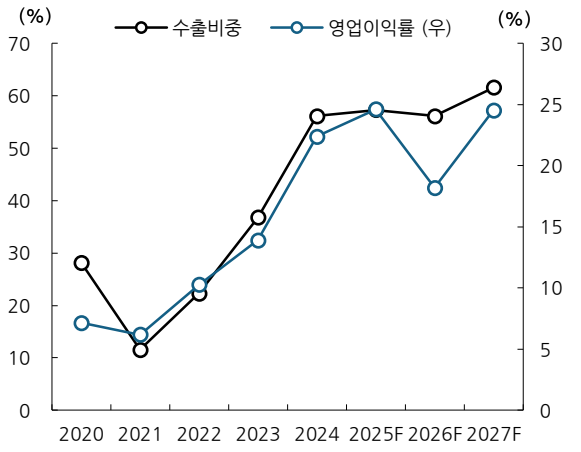
자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림9 지상방산 사업부 분기별 실적 추이 및 전망



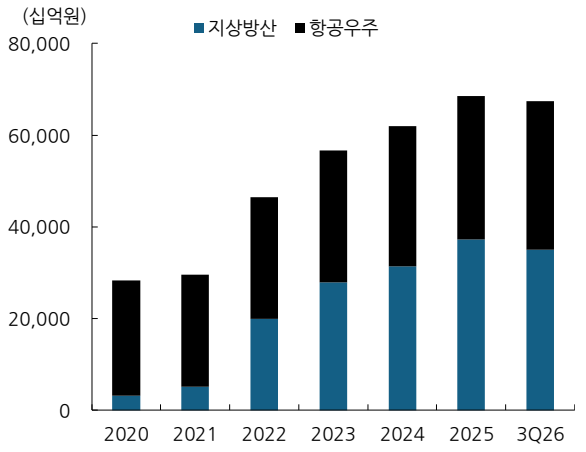
자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림10 지상방산 이익률 및 수출 비중 추이 및 전망



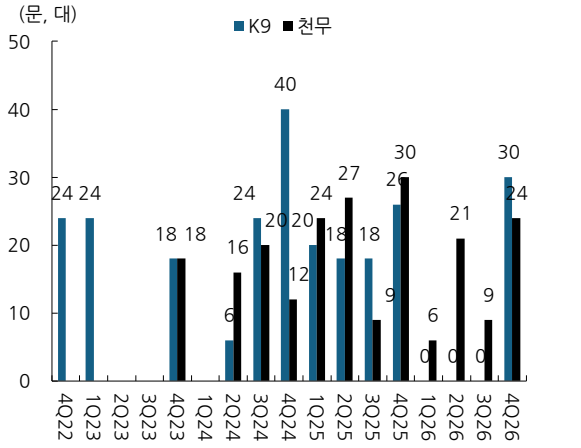
자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림11 한화에어로스페이스 별도 기준 수주잔고 추이



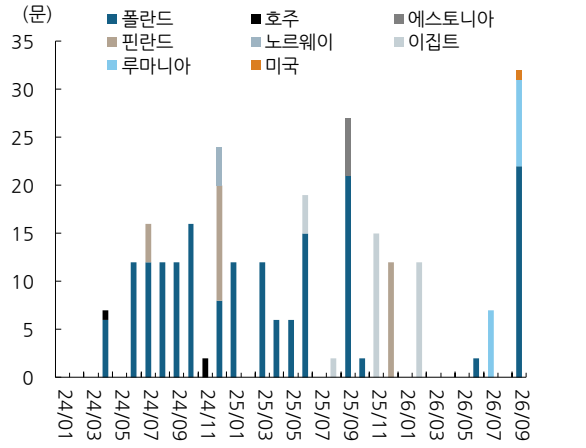
자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터

그림12 폴란드 K9, 천무 인도 추이 추정



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림13 폴란드 K9 월별 수출 수량 추이



자료: 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터
주: 이집트는 모듈 형태로 완성품 대수와 상이할 수 있음

[한화에어로스페이스 012450]

재무상태표 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	9,192	22,982	30,705	32,711	34,609
현금 및 현금성자산	1,806	2,968	7,713	6,762	6,944
매출채권 및 기타채권	2,119	3,365	3,448	3,653	4,003
재고자산	2,869	6,404	7,742	8,322	9,120
기타	2,399	10,245	11,803	13,974	14,541
비유동자산	10,351	20,580	23,248	26,649	28,286
관계기업투자등	3,844	2,007	4,016	5,825	6,061
유형자산	3,410	8,386	9,524	10,922	12,337
무형자산	2,203	7,756	7,498	7,453	7,338
자산총계	19,543	43,562	53,954	59,360	62,895
유동부채	12,077	25,516	29,976	30,913	32,050
매입채무 및 기타채무	1,879	4,270	6,041	5,162	5,658
단기금융부채	2,616	6,566	7,178	9,927	9,927
기타유동부채	7,582	14,680	16,757	15,823	16,466
비유동부채	2,782	6,554	7,189	8,032	8,073
장기금융부채	1,644	4,623	5,832	6,424	6,424
기타비유동부채	1,139	1,930	1,357	1,608	1,649
부채총계	14,859	32,070	37,165	38,945	40,123
지배주주지분	3,528	4,995	9,685	12,177	14,533
자본금	266	240	270	270	270
자본잉여금	192	207	3,604	5,020	5,020
이익잉여금	2,627	4,747	5,983	7,080	9,436
비지배주주지분(연결)	1,156	6,497	7,103	8,238	8,238
자본총계	4,684	11,492	16,788	20,415	22,771

손익계산서 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	7,890	11,240	26,703	30,729	32,355
매출원가	6,462	8,370	21,252	24,270	24,122
매출총이익	1,428	2,870	5,450	6,460	8,234
판매비 및 관리비	834	1,138	2,361	2,792	3,074
영업이익	594	1,732	3,089	3,668	5,160
(EBITDA)	933	2,063	3,962	4,564	6,056
금융손익	-64	-80	-304	104	-365
이자비용	150	243	490	544	560
관계기업등 투자손익	-28	1,240	-75	-202	-205
기타영업외손익	629	-244	-501	-805	-6
세전계속사업이익	1,131	2,647	2,210	2,764	4,584
계속사업법인세비용	232	136	8	295	962
계속사업이익	899	2,511	2,202	2,469	3,622
중단사업이익	78	29	0	0	0
당기순이익	977	2,540	2,202	2,469	3,622
지배주주	818	2,299	1,405	1,477	2,716
총포괄이익	1,060	2,634	2,228	2,469	3,622
매출총이익률 (%)	18.1	25.5	20.4	21.0	25.4
영업이익률 (%)	7.5	15.4	11.6	11.9	15.9
EBITDA마진률 (%)	11.8	18.4	14.8	14.9	18.7
당기순이익률 (%)	12.4	22.6	8.2	8.0	11.2
ROA (%)	4.7	7.3	2.9	2.6	4.4
ROE (%)	25.6	53.9	19.1	13.5	20.3
ROIC (%)	13.9	16.3	17.8	16.4	17.3

현금흐름표 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,390	1,393	4,050	-295	3,346
당기순이익(손실)	977	2,540	2,202	2,469	3,622
비현금수익비용가감	-68	162	2,151	799	237
유형자산감가상각비	261	259	495	582	657
무형자산상각비	78	72	378	315	240
기타현금수익비용	-407	-169	1,278	-1,048	-705
영업활동 자산부채변동	462	-903	571	-3,332	-513
매출채권 감소(증가)	-583	-1,097	-1,029	-368	-350
재고자산 감소(증가)	-714	-882	-1,108	-199	-798
매입채무 증가(감소)	244	-78	2,099	-2,457	495
기타자산, 부채변동	1,514	1,154	608	-308	141
투자활동 현금	-3,029	-1,367	-4,021	-4,765	-2,804
유형자산처분(취득)	-450	-577	-1,691	-1,725	-2,073
무형자산 감소(증가)	-118	-149	-263	-153	-125
투자자산 감소(증가)	-2,382	-767	-1,900	-2,818	-507
기타투자활동	-79	125	-166	-70	-99
재무활동 현금	368	1,066	4,682	3,966	-360
차입금의 증가(감소)	445	1,233	2,035	2,731	0
자본의 증가(감소)	-51	-139	4,014	-360	-360
배당금의 지급	51	120	195	360	360
기타재무활동	-27	-28	-1,367	1,595	0
현금의 증가	-1,263	1,161	4,746	-951	182
기초현금	3,070	1,806	2,968	7,713	6,762
기말현금	1,806	2,968	7,713	6,762	6,944
NOPLAT	472	1,643	3,078	3,276	4,077
FCF	-1,658	432	902	-4,829	542

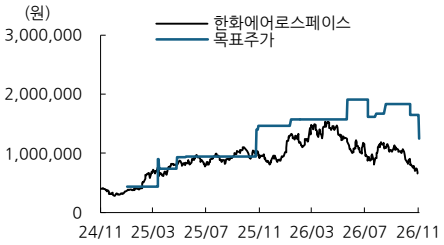
주요투자지표 (원, 배)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
투자지표 (x)					
P/E	8.0	6.5	34.5	23.0	12.5
P/B	1.8	2.9	5.0	2.8	2.3
P/S	0.8	1.3	1.8	1.1	1.1
EV/EBITDA	9.3	10.9	13.4	9.2	6.9
P/CF	7.2	5.5	11.1	10.4	8.8
배당수익률 (%)	1.4	1.1	0.7	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액	11.7	42.5	137.6	15.1	5.3
영업이익	48.4	191.4	78.4	18.7	40.7
세전이익	478.7	134.1	-16.5	25.1	65.8
당기순이익	566.6	160.0	-13.3	12.1	46.7
EPS	318.5	212.4	-45.1	5.4	83.9
안정성 (%)					
부채비율	317.2	279.1	221.4	190.8	176.2
유동비율	76.1	90.1	102.4	105.8	108.0
순차입금/자기자본(x)	50.2	65.6	28.1	39.1	33.9
영업이익/금융비용(x)	4.0	7.1	6.3	6.7	9.2
총차입금 (십억원)	4,259	11,190	13,010	16,351	16,351
순차입금 (십억원)	2,350	7,536	4,717	7,975	7,728
주당지표(원)					
EPS	15,886	49,621	27,247	28,709	52,796
BPS	69,689	109,587	187,825	236,156	281,851
SPS	153,312	242,610	517,865	595,951	627,489
CFPS	17,667	58,319	84,412	63,388	74,841
DPS	1,771	3,443	7,000	7,000	7,000

자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한화에어로스페이스 (012450) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-01-07	매수	440,000	21.4	73.6
2025-03-19	매수	920,000	-19.7	-17.8
2025-03-21	유지	750,000	-1.7	10.7
2025-05-02	매수	950,000	-2.1	18.3
2025-05-02	매수	950,000	-2.1	18.3
2025-10-31	담당자변경			
2025-10-31	매수	1,400,000	-27.8	-25.6
2025-11-04	매수	1,460,000	-34.3	-11.0
2026-01-19	매수	1,570,000	-14.8	-2.1
2026-05-28	매수	1,910,000	-43.7	-35.9
2026-07-15	매수	1,620,000	-44.2	-39.6
2026-08-03	매수	1,670,000	-34.1	-29.0
2026-08-03	매수	1,670,000	-34.1	-29.0
2026-08-24	매수	1,830,000	-44.1	-36.8
2026-09-08	매수	1,830,000	-45.5	-37.9
2026-10-20	매수	1,650,000	-54.4	-50.7
2026-11-09	매수	1,250,000		



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2026.09.30

매수	중립	매도
98.7%	0.0%	1.3%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.