

# 한화에어로 스페이스 (012450)

최정환 CFA

jeonghwan.choi@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

1,750,000

하향

현재주가

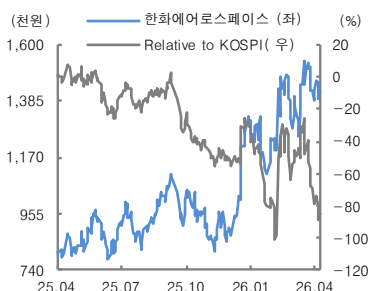
1,417,000

(26.04.30)

방위산업

KOSPI	6,598.87
시가총액	73,065십억원
시가총액비중	1.34%
자본금(보통주)	270십억원
52주 최고/최저	1,537,000원 / 779,000원
120일 평균거래대금	3,090억원
외국인지분율	45.29%
주요주주	한화 외 6인 35.8% 국민연금공단 7.9%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.3	9.0	42.6	80.6
상대수익률	-13.4	-13.7	-11.7	-30.0



## 1Q26 Review: 단기 실적 너머 현지 생산이라는 경험치

- 실적 추정치 하향조정 및 순차입금 증가에 따른 목표주가 하향(-6.9%)
- 컨센서스 및 추정치 대비 매출, 영업이익 하회
- 26년 상저하고 실적 전망, 다각화된 수주 파이프라인

### 투자의견 매수, 목표주가 1,750,000원(-6.9%) 하향

26년 지상방산 및 항공우주 EBITDA에 Target 12MF EV/EBITDA 35.2x 적용, 상장 회사 가치 SOTP 통해 목표주가 산출. 목표주가 하향은 지상방산 실적 추정치 하향, 26년 운전자본 증가에 따른 순차입금 증가로부터 기인. 동사의 현지 거점 기반 방위산업 점유율 확대라는 투자포인트에는 변함없으며 적용 멀티플 유지

### 컨센서스 및 추정치 대비 매출 하회 영업이익 하회

1Q26 연결 기준 매출액 5조 7,510억원(+4.9% YoY), 영업이익 6,389억원(+20.6% YoY, OPM 11.1%)으로 추정치 대비 매출액(6조 3,710억원) 하회, 영업이익(7,160억원) 하회하는 실적 시현

1) 지상방산: 호주, 이집트 K9 자주포 매출이 주로 인식된 것으로 추정, 매출액 1조 2,211억원(+5.5% YoY), 영업이익 2,087억원(-31.0% YoY, OPM 17.1%)로 당사 추정치인 매출액(1조 4,860억원) 하회, 영업이익(3,500억원)을 하회하는 실적 시현. 실적 하회의 주요 요인으로는 내수에서 개발 및 정비 매출이 주로 인식되며 내수 및 수출 영업이익률이 당사 추정치 대비 낮았던 것으로 추정

2) 항공우주: 매출액 6,612억원(+25.0% YoY), 영업이익 226억원(+533.0% YoY, OPM 3.4%)로 당사 추정치인 매출액(6,850억) 부합, 영업이익(-20억원) 상회하는 실적 시현. 실적 상회 주요 요인으로는 내수 군 양산 매출의 증가, RSP AM 매출이 신규 엔진 매출을 넘어선 것으로부터 기인

### 26년 상저하고 실적 전망, 다각화된 수주 파이프라인

1) 실적 전망: 26년 동사 지상방산 부문 가이던스인 폴란드 K9 자주포 30문, 천무 40대 물량은 하반기 갈수록 집중될 전망, 이에 따라 2H26 매출 믹스 개선 추정(OPM 1Q26 17.1% → 2Q26 24.9% → 3Q26 25.0%). 수출 매출 비중으로는 폴란드, 이집트, 호주 순일 것이며 25년 대비 낮은 영업이익률은 현지 거점 기반 중장기적 성장 동력을 위해 필수적인 과정이라 판단. 항공우주 부문에서는 KF-21 국내 양산 개시에 따라 엔진 라이선스 생산 매출 및 RSP AM 매출 증가에 따른 영업이익률 개선을 기대

2) 수주 전망: 현재 준비중인 사업들로는 스페인 K9 자주포 사업, 사우디 MNG 사업, 미국 차세대 자주포 사업 등이 있으며 미국 하이마스 납품 지연에 따라 천무에 대한 유럽 내 관심 증가하는 추세. 특히 동사의 아쉬운 부분이었던 차륜형 자주포 개발을 완료하며 동사 제품 포트폴리오에 추가, 미국 차세대 자주포 사업 입찰을 시작으로 그동안 접근하지 못했던 차륜형 자주포 시장에 진출이 가능해짐

당사는 앞으로 수주에 있어 현지 생산을 요구하는 사례 증가할 것이라 판단, 동사의 선제적인 현지 거점 확보는 향후 수주전에 있어 유리한 고지를 제공해줄 것이며 현지 생산 학습효과에 따라 중장기적 영업이익률 개선을 전망

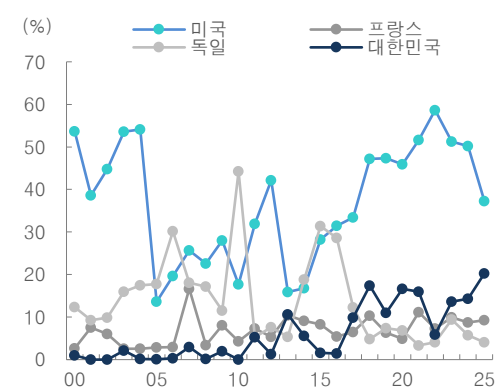
표 1. 한화에어로스페이스 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	세부내용	비고
별도 기준 기업가치	78,745	(A) = (a) × (b) – (c)
지상방산+항공우주 EBITDA (a)	2,326	26년 연간 EBITDA
Target 12M Fwd EV/EBITDA (b)	35.2 x	25년 3월 라인메탈 12M Fwd EV/EBITDA 35% 할증
지상방산+항공우주 순차입금 (c)	3,198	26년 기말 한화오션, 한화시스템 제외 순차입금
자회사 기업가치	11,729	(B) = (d) + (e)
한화시스템 (d)	6,715	목표 시가총액 50% 할인 적용(지분율 47.2%)
한화오션 (e)	5,014	12M Avg 시가총액 50% 할인 적용(지분율 30.4%)
목표 시가총액	90,473	
상장주식수(천주)	51,563	
Target Price(원)	1,750,000	
현재주가(원)	1,417,000	
상승여력	23.5%	

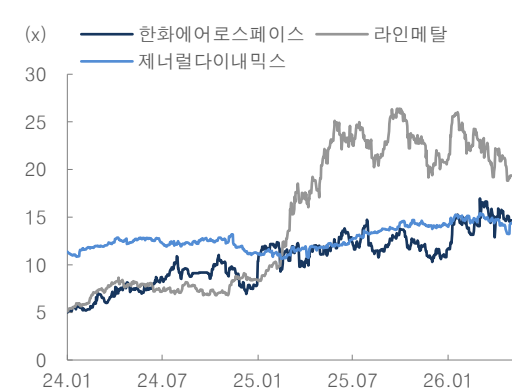
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 방위산업 수출 시장 점유율 추이



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

표 3. 한화에어로스페이스 12MF EV/EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 4. 한화에어로스페이스 피어 테이블

기업명	매출액 성장률 (%)			영업이익률 (%)			ROE (%)			12M Fwd PER	12M Fwd EV/EBITDA	시가총액 (조원)
	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26	27E			
제너럴다이내믹스	10.1	4.5	4.4	10.2	10.4	10.8	18.0	17.0	17.3	21.0	14.4	137.6
BAE 시스템즈	7.7	17.1	7.8	10.3	10.8	11.1	17.3	19.6	20.8	24.3	14.3	122.5
라인메탈	28.8	43.6	36.8	17.0	18.3	19.5	23.6	30.2	34.3	35.6	19.4	109.3
사브	24.1	21.8	19.9	8.7	10.2	10.6	14.8	16.8	18.4	38.4	21.7	48.6
글로벌 피어 평균	17.7	21.7	17.2	11.5	12.4	13.0	18.4	20.9	22.7	29.8	14.4	
한화에어로스페이스	137.6	13.9	12.9	11.6	13.3	16.5	13.1	13.7	16.7	34.0	16.3	73.1

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

표 5. 한화에어로스페이스 1Q26 Review

(단위: 십억원)

(구분)	1Q26P(잠정치)	당사 추정치	컨센서스	추정치 대비 차이
매출액	5,751	6,371	6,241	-9.7%
영업이익	639	716	774	-10.8%
영업이익률	11.1%	11.3%	12.4%	-0.2%p
지배주주순이익	260	570	415	-54.4%

자료: 대신증권 Research Center

표 6. 한화에어로스페이스 분기 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전				변경 후				1Q26 Cons
		1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	
연결 매출액	(십억원)	6,371	7,777	7,375	8,875	5,751	7,643	7,585	9,438	6,241
YoY	(%)	+16.2	+23.2	+13.7	+5.4	+4.9	+21.1	+17.0	+12.1	
지상방산	(십억원)	1,486	2,198	2,113	3,034	1,221	2,276	2,320	3,566	
YoY	(%)	+28.3	+23.9	+0.1	-1.9	+5.5	+28.3	+10.0	+15.3	
수출비중	(%)	53.7	66.5	68.8	55.8	53.3	70.4	70.3	57.2	
항공우주	(십억원)	685	902	783	894	661	813	878	861	
한화시스템	(십억원)	951	1,251	1,169	1,387	807	1,145	1,087	1,442	
한화오션	(십억원)	3,300	3,478	3,349	3,591	3,210	3,462	3,339	3,598	
연결 영업이익	(십억원)	716	1,043	1,062	1,219	639	1,070	1,091	1,242	774
OPM(%)	(%)	11.2	13.4	14.4	13.7	11.1	14.0	14.4	13.2	12.4
지상방산	(십억원)	350	604	595	729	208	568	580	760	
OPM(%)	(%)	23.5	27.5	28.2	24.0	17.1	24.9	25.0	21.3	
항공(RSP 포함)	(십억원)	-2	-2	28	10	22	-12	45	11	
RSP 제외	(십억원)	19	36	29	27	38	26	46	29	
한화시스템	(십억원)	36	56	54	69	34	86	72	89	
한화오션	(십억원)	382	435	435	461	441	478	444	432	
지배주주순이익	(십억원)	570	501	741	812	260	350	501	552	415

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

표 7. 한화에어로스페이스 연간 실적 추정치 변경 내역

(구분)	단위	변경 전			변경 후			26 Cons
		25	26E	27E	25	26E	27E	
연결 매출액	(십억원)	26,702	30,398	34,135	26,702	30,417	34,354	30,462
YoY	(%)	+137.6	+13.8	+12.3	+137.6	+13.9	+12.9	
지상방산	(십억원)	8,133	8,830	9,610	8,133	9,383	10,285	
YoY	(%)	+16.0	+8.6	+8.8	+16.0	+15.4	+9.6	
수출비중	(%)	57.3	61.3	75.9	57.3	63.1	77.0	
항공우주	(십억원)	2,513	3,264	3,669	2,513	3,213	3,398	
한화시스템	(십억원)	3,671	4,758	4,858	3,671	4,481	4,885	
한화오션	(십억원)	12,688	13,718	14,300	12,688	13,609	14,206	
연결 영업이익	(십억원)	3,089	4,040	5,540	3,089	4,040	5,660	4,283
OPM(%)	(%)	11.6	13.3	16.2	11.6	13.3	16.5	14.0
지상방산	(십억원)	2,012	2,278	2,660	2,007	2,116	2,542	
OPM(%)	(%)	24.7	25.8	27.7	24.7	22.6	24.7	
항공(RSP 포함)	(십억원)	2	34	81	2	66	62	
RSP 제외	(십억원)	100	112	155	100	139	131	
한화시스템	(십억원)	123	215	296	123	281	371	
한화오션	(십억원)	1,168	1,713	1,869	1,168	1,795	1,918	
지배주주순이익	(십억원)	1,405	2,623	3,763	1,405	2,147	2,587	2,351

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

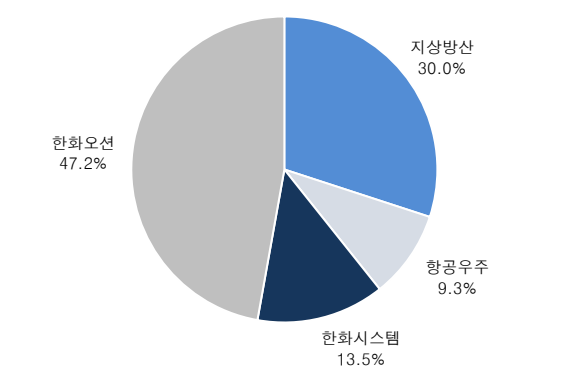
- 항공사업(가스터빈엔진 및 엔진부품 생산), 방산사업(자주포, 장갑차, 정밀유도무기, 무기체계 등) 등을 영위하고 있으며, 한화오션(조선), 한화시스템(방산/CT), 세트렉아이(중대형위성, 서비스) 연결 인식
- 자산 53조 9,536억원, 부채 37조 1,654억원, 자본 16조 7,881억원
- 발행주식 수: 51,563,041주 / 자기주식수: 114,613주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선티 예산 규모 및 세부내역
- 현지 투자 및 파트너십 체결, 무기체계 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 상황
- 우주항공 이벤트

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2025년 12월 기준  
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

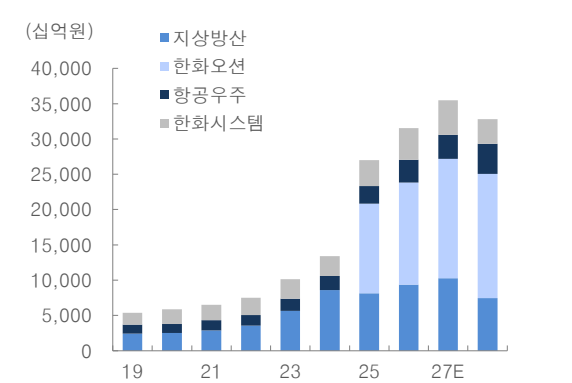
25년 부문별 매출 비중



주: 2025년 연결 매출액 기준  
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

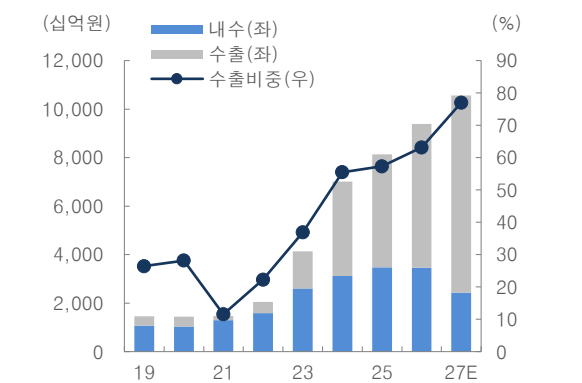
Earnings Driver

부문별 매출액 추이 및 전망



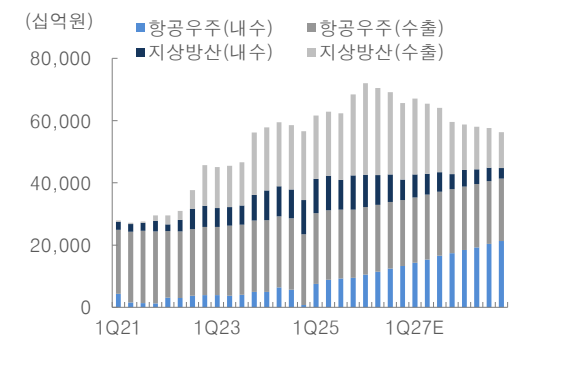
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

지상방산 매출액 추이 및 수출 비중



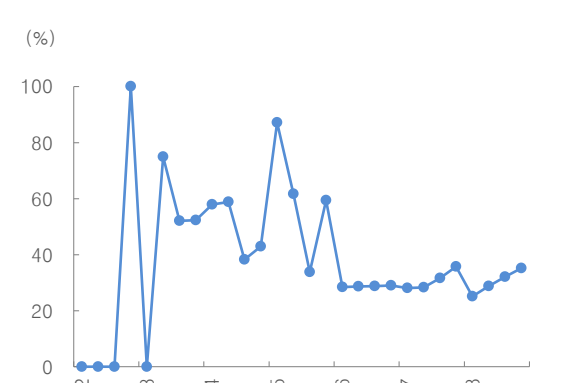
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

분기별 수주잔고 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

지상방산 수출 매출 내 폴란드 매출 비중 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	11,240	26,702	30,417	34,354	31,958
매출원가	8,370	21,252	23,721	25,671	24,116
매출총이익	2,870	5,450	6,696	8,683	7,842
판매비와관리비	1,138	2,065	2,656	3,023	2,812
영업이익	1,732	3,089	4,040	5,660	5,030
영업이익률	15.4	11.6	13.3	16.5	15.7
EBITDA	2,007	3,482	4,860	6,513	5,904
영업외손익	915	-879	-674	-479	-550
관계기업손익	105	-83	-91	-103	-96
금융수익	374	1,271	824	765	717
외환관련이익	155	806	608	687	639
금융비용	495	1,596	846	852	816
외환관련손실	153	829	456	515	479
기타	931	-471	-561	-288	-355
법인세비용차감전순손익	2,647	2,209	3,366	5,182	4,480
법인세비용	136	-8	649	1,140	986
계속사업순손익	2,511	2,202	2,718	4,042	3,494
중단사업순손익	29	0	0	0	0
당기순이익	2,540	2,202	2,718	4,042	3,494
당기순이익률	22.6	8.2	8.9	11.8	10.9
비지배지분순이익	241	797	570	1,455	1,258
지배지분순이익	2,299	1,405	2,147	2,587	2,236
매도가능금융자산평가	0	38	0	0	0
기타포괄이익	58	124	304	344	320
포괄순이익	2,598	2,326	3,022	4,385	3,814
비지배지분포괄이익	222	889	1,209	1,754	1,526
지배지분포괄이익	2,376	1,437	1,813	2,631	2,288

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	50,436	27,247	41,648	50,164	43,370
PER	20.5	30.9	34.0	28.2	32.7
BPS	249,320	325,583	384,186	469,230	543,194
PBR	3.0	4.3	3.7	3.0	2.6
EBITDAPS	44,028	67,538	94,249	126,315	114,498
EV/EBITDA	11.9	11.7	16.3	11.9	12.5
SPS	246,593	517,848	589,898	666,255	619,777
PSR	1.4	1.8	2.4	2.1	2.3
CFPS	30,560	78,540	107,692	105,049	117,822
DPS	3,400	3,700	5,200	7,800	6,700

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	29.2	137.6	13.9	12.9	-7.0
영업이익 증가율	158.6	78.4	30.8	40.1	-11.1
순이익 증가율	164.3	-13.3	23.4	48.7	-13.5
수익성					
ROC	13.8	14.8	22.1	36.1	31.3
ROA	5.9	4.1	4.8	6.6	5.6
ROE	22.3	13.1	13.7	16.7	12.5
안정성					
부채비율	281.3	221.4	188.1	152.1	123.6
순차입금비율	66.5	29.5	31.4	20.4	3.4
이자보상배율	6.8	6.3	10.4	16.8	14.9

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	22,868	30,705	29,585	30,706	31,388
현금및현금성자산	2,968	7,713	4,970	4,808	7,230
매출채권 및 기타채권	8,896	3,735	4,056	4,581	4,261
재고자산	6,290	7,742	8,180	7,335	6,890
기타유동자산	4,714	11,515	12,380	13,982	13,007
비유동자산	20,469	23,248	27,480	30,281	31,242
유형자산	8,320	9,524	10,623	11,036	11,152
관계기업투자금	964	2,190	5,352	7,122	7,728
기타비유동자산	11,185	11,534	11,505	12,122	12,362
자산총계	43,337	53,953	57,066	60,987	62,630
유동부채	25,516	29,976	29,167	29,189	27,696
매입채무 및 기타채무	4,270	6,041	7,604	8,589	7,969
차입금	5,511	6,153	3,697	2,274	1,155
유동성채무	607	829	913	1,374	1,598
기타유동부채	15,128	16,953	16,953	16,953	16,953
비유동부채	6,456	7,189	8,089	7,602	6,925
차입금	4,165	5,413	6,312	5,826	5,149
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,292	1,776	1,776	1,776	1,776
부채총계	31,973	37,165	37,256	36,792	34,621
지배지분	4,995	9,685	12,137	15,067	17,623
자본금	240	270	270	270	270
자본잉여금	-510	2,887	2,887	2,887	2,887
이익잉여금	4,747	5,983	8,130	10,717	12,953
기타지분변동	519	545	849	1,192	1,512
비지배지분	6,369	7,103	7,673	9,128	10,386
자본총계	11,364	16,788	19,810	24,195	28,009
순차입금	7,555	4,952	6,222	4,935	943

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,393	4,050	5,553	5,417	6,075
당기순이익	2,539	2,202	2,718	4,042	3,494
비현금항목의 가감	5	2,151	899	944	957
감가상각비	275	393	820	853	874
외환손익	-11	-12	-12	-12	-13
지분법평가손익	-105	83	91	103	96
기타	-154	1,686	0	0	0
자산부채의 증감	-903	571	805	1,304	165
기타현금흐름	-248	-873	1,132	-873	1,459
투자활동 현금흐름	-1,367	-4,021	-5,661	-3,726	-1,733
투자자산	1,528	-1,851	-3,422	-2,074	-421
유형자산	-630	-1,756	-1,630	-965	-673
기타	-2,265	-414	-608	-687	-639
재무활동 현금흐름	1,066	4,682	-2,636	-1,853	-1,921
단기차입금	927	50	-3,042	-1,718	-1,598
사채	638	1,168	777	712	765
장기차입금	300	1,422	0	-344	-639
유상증자	0	4,209	0	0	0
현금배당	-159	-195	-272	-404	-349
기타	-640	-1,972	-100	-100	-100
현금의 증감	1,091	4,711	-2,743	-162	2,421
기초 현금	1,806	2,968	7,713	4,970	4,808
기말 현금	2,968	7,713	4,970	4,808	7,230
NOPLAT	2,647	2,209	3,366	5,182	4,480
FCF	26	29	-108	1,691	4,342

[Compliance Notice]

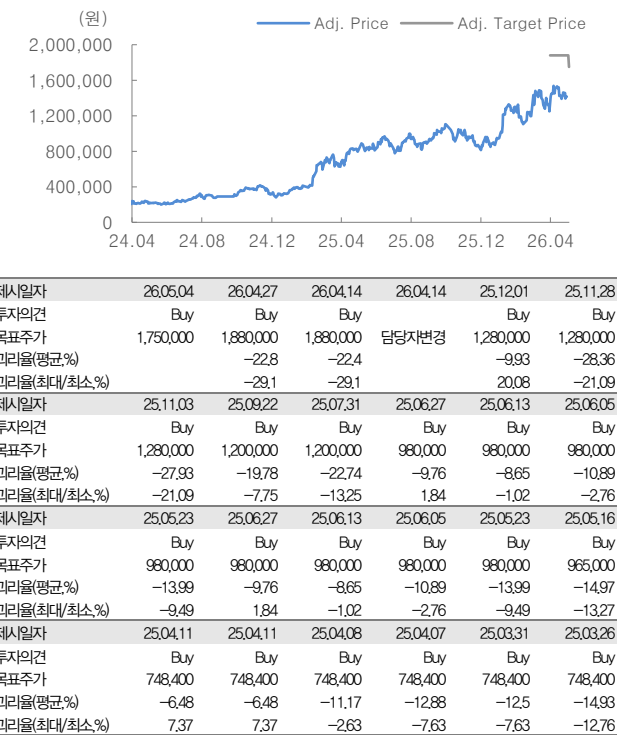
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 최정환)

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:20260430)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.5%	9.5%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweight(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 추가 상승 예상
  - Marketperform(시장수익률)
    - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
  - Underperform(시장수익률 하회)
    - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상