

한화에어로스페이스

(012450)

2Q25: 비공개 수주라도 괜찮아, 좋으니까

2분기 매출 6조 2,735억원/영업이익 8,644억원

한화에어로스페이스의 2분기 매출은 6조 2,735억원/영업이익 8,644억원(OPM 13.8%)로 컨센서스(6조 5,146억원/7,198억원) 및 당사 추정치 (6조 3,549억원/7,236억원) 대비 매출은 소폭 하회하였으나 영업이익은 각각 +20.1%, +19.5%를 상회하는 호실적을 시현하였다. 연결회사인 한화오션의 실적 서프라이즈가 반영되었으며, 지상방산 부문도 매출 1조 7,732억원/영업이익 5,543억원(OPM 31.3%)로 분기 영업이익률 최대치를 달성하여 실적을 견인하였다. 폴란드항 K9이 18문 인도되었으며 천무가 27대로 예정보다 다소 빠른 인도 속도를 보였다. 이에 따라 회사는 연초 제시했던 폴란드 물량 가이드스 K9 70문 이상/천무 50대 이상에서 천무의 가이드스를 80대 이상으로 상향하였다. (2Q누적 인도량 K9 38문/천무 51대)

26년에는 폴란드항 K9과 천무의 인도량을 유지하면서, 기 수주한 인도 및 이집트항 K9이 더해지고 호주 K9/레드백의 물량도 증가하면서 지상방산 매출은 26~27년 YoY +20%이상의 성장을 지속할 전망이다. 지상방산 영업이익률은 31.3%를 기록하였는데 내수 매출(6,898억원)의 이익률을 10%로 가정하더라도 수출 매출(1조 834억원)의 이익률은 무려 44.8%에 달하는 것으로 추정된다. 이는 시장을 놀래켰던 4Q24의 수출 이익률(약 37% 추정)을 뛰어넘는 수치이며, 기존 폴란드 등 물량으로는 설명이 어려운 바 장약 및 교육/지원 등 비체계 물량의 높은 이익이 있었을 것으로 추정한다.

4.2조원 유상증자 완료, 도약 준비 끝

시장을 놀라게 했던 동사의 대규모 유상증자는 7/21 신주 상장을 끝으로 4.2조원의 자금을 성공적으로 조달하며 마무리되었다. 4월 유상증자 발표시에 당사가 밝혔던 의견과 같이 현재 전세계 방위산업의 구도는 속도전이며, 공급이 수요를 따라가지 못하고 있는 상황이 당분간 쉽게 풀리기 어려운 바 시장을 먼저 선점하는 쪽이 승자가 될 것이다. 과감한 자본 확충과 빠른 투자 진행 속도는 유럽과 중동, 나아가 미국시장까지 동사의 점유율을 높여줄 것이다. 현재 동사는 사우디 등 중동국가와 K9, 천무 등을 포함한 대규모의 포괄 계약을 협의중이며, 빠르면 연내 가시적인 결과가 기대된다. 자주포 등 체계무기 이외에도 장약/탄약 등 지상방산 비체계 수출도 늘고 있다. 동사는 지난해 말 주요 사항을 비공개한 채로 공시했던 수주 관련, 최근 엠바고 해제로 내용을 밝혔는데, 3,517억원 규모의 수출계약이며 이는 KOTRA (대한무역투자진흥공사)를 통한 비체계무기 수출로 추정된다. 매출 증가에 따라 공시기준에 미달하는 수주 건들이 더 있을 것으로 예상되며 이는 매 분기 실적 서프라이즈의 기반이 되고 있다.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 1,360,000원으로 상향, TOP PICKS 유지

동사의 투자 의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 1,360,000원으로 상향하며, 현대로템과 함께 방위산업 Top Picks를 유지한다. SOTP Valuation에 따라 비영업까지 중 한화오션 및 한화시스템의 지분가치 상승을 반영했으며, 영업까지 중 방산부문 가치의 Target P/E를 Rheinmetall의 26F P/E에서 10% 할인한 36배를 적용하였다. 지상방산 시장에서 최대 경쟁자인 독일이 점차 수출보다 자국의 무장 강화에 우선순위를 두려는 움직임을 보이면서, 기 협의중인 중동은 물론 유럽으로의 동사의 시장 진출 역시 더욱 가속화될 것으로 전망한다. 동사의 제작 능력과 수출 확장 가능성을 고려하면 독일 업체 이상의 밸류를 받아도 이상하지 않으나, 곧 다가올 미래를 위해 상방을 다소 남겨 둔다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,360,000원(상향)
증가(2025.07.31)	996,000원
상승여력	36.5%

Stock Indicator

자본금	240십억원
발행주식수	5,156만주
시가총액	51,357십억원
외국인지분율	44.1%
52주 주가	264,000~998,000원
60일평균거래량	281,563주
60일평균거래대금	248.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.5	26.6	152.3	250.5
상대수익률	11.8	-0.3	123.4	233.3

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	11,240	26,227	29,953	33,779
영업이익(십억원)	1,732	3,288	4,111	5,173
순이익(십억원)	2,299	3,105	3,756	4,592
EPS(원)	46,183	63,368	71,794	87,785
BPS(원)	109,587	238,737	311,401	400,287
PER(배)	7.1	15.7	13.9	11.3
PBR(배)	3.0	4.2	3.2	2.5
ROE(%)	53.9	35.9	26.5	25.0
배당수익률(%)	1.1	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	10.6	10.8	8.5	6.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]
 변용진 2122-9181
 yongjin.byun@imfnssec.com

표1. 한화에어로스페이스 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	9,359.0	11,239.8	26,226.9	29,953.2	33,779.1
항공우주	1,610.5	2,045.5	2,283.1	2,397.3	2,532.3
지상방산	4,133.8	7,005.6	7,456.4	9,628.6	12,417.3
시스템	2,453.1	2,803.7	3,521.3	3,952.4	4,294.2
쎄트렉아이	125.4	171.2	200.0	222.2	252.6
한화오션			13,098.9	13,752.8	14,282.7
영업이익	691.1	1,710.5	3,287.5	4,110.6	5,172.6
영업이익률	7.4%	15.2%	12.5%	13.7%	15.3%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표2. 한화에어로스페이스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E
매출	1,449.1	2,334.7	2,631.0	4,831.1	5,484.2	6,273.5	6,659.5	7,809.7
항공우주	429.7	542.7	477.9	595.2	530.9	648.9	492.9	610.5
지상방산	655.3	1,329.6	1,656.0	3,364.7	1,157.5	1,773.2	1,764.0	2,761.8
시스템	544.2	687.0	639.0	933.5	690.1	768.2	1,011.8	1,051.1
쎄트렉아이	31.7	47.4	43.7	48.4	40.0	44.5	60.2	55.3
한화오션					3,143.1	3,294.1	3,330.6	3,331.0
영업이익	11.5	332.6	473.9	892.5	560.8	864.4	849.2	1,013.1
영업이익률	0.8%	14.2%	18.0%	18.5%	10.2%	13.8%	12.8%	13.0%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표3. 한화에어로스페이스 목표주가 산출: SOTP Valuation

구분	(십억원)	비고	
영업가치	지상방산+항공우주	60,194	25~27F 영업이익 평균, 법인세율 24%적용
	NOPLAT	1,672	
	Target P/E	36	Rheinmetall 26F P/E 10% 할인
비영업가치	소계	9,966	
	한화오션	6,169	각 회사 지분율 및 할인율 30% 적용
	한화시스템	3,671	
	쎄트렉아이	126	
순차입금		200	유상증자 4.2 조원 반영
기업가치		69,960	
발행주식수	(천주)	51,563	
적정주가	(원)	1,356,773	
목표주가	(원)	1,360,000	
현재주가	(원)	996,000	
상승여력		36.5%	

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

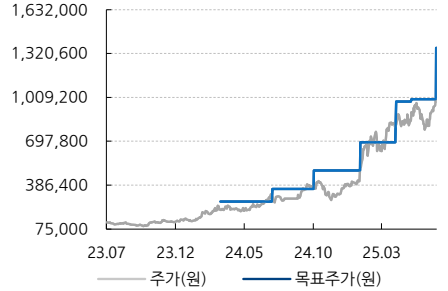
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	22,868	33,447	38,718	44,849	매출액	11,240	26,227	29,953	33,779
현금 및 현금성자산	2,968	16,823	20,285	24,534	증가율(%)	42.5	133.3	14.2	12.8
단기금융자산	366	458	572	716	매출원가	8,370	18,862	21,188	23,413
매출채권	9,062	5,423	6,168	6,934	매출총이익	2,870	7,365	8,765	10,366
재고자산	6,290	6,557	7,488	8,445	판매비와관리비	1,138	4,077	4,655	5,194
비유동자산	20,469	19,849	19,296	18,841	연구개발비	102	-	-	-
유형자산	8,320	7,697	7,178	6,746	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	7,744	7,542	7,352	7,174	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	43,337	53,296	58,014	63,690	영업이익	1,732	3,288	4,111	5,173
유동부채	25,516	27,719	28,267	28,856	증가율(%)	191.4	89.8	25.0	25.8
매입채무	1,708	3,986	4,552	5,134	영업이익률(%)	15.4	12.5	13.7	15.3
단기차입금	5,153	5,122	5,110	5,110	이자수익	70	570	688	833
유동성장기부채	965	919	907	907	이자비용	243	378	368	358
비유동부채	6,456	6,572	6,602	6,624	지분법이익(손실)	105	105	105	105
사채	1,707	1,768	1,780	1,791	기타영업외손익	932	890	886	884
장기차입금	2,458	2,513	2,531	2,542	세전계속사업이익	2,647	4,514	5,460	6,676
부채총계	31,973	34,292	34,869	35,480	법인세비용	136	1,083	1,310	1,602
지배주주지분	4,995	12,310	16,057	20,640	세전계속이익률(%)	23.6	17.2	18.2	19.8
자본금	240	270	270	270	당기순이익	2,540	3,431	4,149	5,073
자본잉여금	207	4,396	4,396	4,396	순이익률(%)	22.6	13.1	13.9	15.0
이익잉여금	4,747	7,672	11,247	15,659	지배주주귀속 순이익	2,299	3,105	3,756	4,592
기타자본항목	-198	-27	144	315	기타포괄이익	58	171	171	171
비지배주주지분	6,369	6,695	7,088	7,569	총포괄이익	2,598	3,602	4,320	5,245
자본총계	11,364	19,005	23,145	28,210	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,393	13,068	6,921	7,720	주당지표(원)				
당기순이익	2,540	3,431	4,149	5,073	EPS	46,183	63,368	71,794	87,785
유형자산감가상각비	259	623	519	432	BPS	109,587	238,737	311,401	400,287
무형자산상각비	72	202	190	178	CFPS	52,831	80,206	85,341	99,454
지분법관련손실(이익)	105	105	105	105	DPS	3,500	3,500	3,500	3,500
투자활동 현금흐름	-1,367	-2,281	-2,254	-2,283	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-577	-	-	-	PER	7.1	15.7	13.9	11.3
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	3.0	4.2	3.2	2.5
금융상품의 증감	1,714	-100	-50	-50	PCR	6.2	12.4	11.7	10.0
재무활동 현금흐름	1,066	4,020	-253	-237	EV/EBITDA	10.6	10.8	8.5	6.3
단기금융부채의증감	345	-77	-24	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	938	116	30	22	ROE	53.9	35.9	26.5	25.0
자본의증감	-	4,219	-	-	EBITDA이익률	18.4	15.7	16.1	17.1
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	281.3	180.4	150.7	125.8
현금및현금성자산의증감	1,161	13,855	3,462	4,249	순부채비율	61.1	-36.6	-45.5	-52.8
기초현금및현금성자산	1,806	2,968	16,823	20,285	매출채권회전율(x)	2.0	3.6	5.2	5.2
기말현금및현금성자산	2,968	16,823	20,285	24,534	재고자산회전율(x)	2.5	4.1	4.3	4.2

자료 : 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

한화에어로스페이스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-04-08(담당자변경)	Buy	270,000	-12.7%	19.4%
2024-08-01	Buy	360,000	-11.9%	9.2%
2024-11-01	Buy	490,000	-25.7%	1.6%
2025-02-12	Buy	690,000	2.3%	20.3%
2025-05-02	Buy	980,000	-14.2%	-9.2%
2025-06-05	Buy	996,000	-10.5%	0.2%
2025-07-31	Buy	1,360,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%