

한화에어로스페이스

(012450)

4Q25: 서프가 줄었지 체력이 줄었나

분기 매출 8조 3,261억원/영업이익 7,528억원

한화에어로스페이스의 4분기 매출은 8조 3,261억원/영업이익 7,528억원(OPM 9.0%)로 컨센서스(8조 6,480억원/1조 1,753억원)및 당사 추정치 (7조 9,429억원/1조 749억원)대비 매출은 대체로 부합(-3.7%/+4.8%)하였으나 영업이익은 기대치를 하회(-35.9%/-30.0%)하였다. 그러나 앞서 실적을 발표한 연결회사인 한화오션과 한화시스템이 각각 컨센서스 영업이익을 -1,753억원/-283억원 하회한 점, 그리고 일회성 비용 -950억원(사업관련 총당비용 -550억원/판관비 이연 -400억원)을 감안하면 약 3천억원의 본업과 실적 하락 요인이 있었으므로 이를 감안하면 대체로 기대에 부합한 실적이다. 별도부문에서 가장 중요한 지상방산의 경우 매출 3조 926억원으로 YoY -8%, 영업이익은 6,160억원으로 YoY -29%감소하였는데 이는 지난해에 비해 4분기 실적 집중도가 다소 완화된 영향이 있고, 이익률이 다소 낮은 내수부문의 매출비중이 커졌으며(YoY +2%p) 이중에서도 개발매출의 비중이 높아진 영향으로 풀이된다. 내수부문 실적을 감안하면 지상방산 수출부문의 이익률은 여전히 30%초반대로 높은 이익률을 유지하고 있는 것으로 추정된다. 24년 4분기 실적 서프라이즈를 주도했던 기타부문(탄약 등 비닉사업으로 추정)의 실적이 감소하였을 뿐으로 추정되며 주력사업인 K9, 천무 등의 인도는 원활히 진행되고 있다.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 1,680,000원으로 상향, TOP PICKS 유지

현대로템과 함께 방위산업 Top Picks를 유지하고, 목표주가를 기존 1,380,000원에서 1,680,000원으로 상향한다. SOTP Valuation에 따라 지상방산+항공우주 영업가치의 NOPLAT 반영 시기를 기간 도과를 반영하여 26~27F 평균치로 이동하였고, 비영업가치 중 한화오션 및 한화에어로스페이스의 지분가치 상승 및 유상증자 대금 유입에 따른 순차입금 감소 등을 반영하였다.

2026년은 이집트 K9과 호주 K9등 과거 수주했던 프로젝트들의 인도가 본격화된다. 특히 총계약규모 2조원으로 22년 2월 계약한 이집트 물량의 40~50%가 올해 인도될 예정이며, 당시 1,300원대 초반이었던 유로화 환율은 현재 30%가까이 상승하여 수익성을 끌어올릴 것으로 예상되는 등 실적은 올해에도 상승을 이어갈 전망이다. 수주 관련해서도 연초 노르웨이 천무 1.3조원 계약을 시작으로 지난해보다 많은 Pipeline이 대기하고 있다. 2022년 Frame Agreement로 발주 계획된 672문의 K9중 이행계약이 체결되지 않은 잔여 308문의 일부에 대한 이행계약(EC3)이 협의되고 있으며 연내 체결을 예상한다. 이외에도 사우디항 K9/천무 등 패키지딜, 스페인 K9, 루마니아 레드백 등 협의 중인 대형 계약들이 많다. 러-우전쟁 종전 협상이 진행되고 있으나 여전히 지지부진한 상황이며, 무엇보다 중요한 것은 종전이 되더라도 유럽을 중심으로 한 무기 수요는 지속 증가할 것이라는 점이다. 물론 수요 증가에 더불어 Local Contents에 대한 요구가 동반되고 있으나 한화에어로스페이스는 폴란드 천무 EC3계약을 전량 현지에서 생산키로 하고 이미 합작법인을 통해 준비에 들어갔으며 향후 자주포 수주를 기대할 수도 있는 미국에서도 MCS 장악공장 구축을 준비하는 등 방산회사 중 가장 적극적인 현지화 행보로 수출망을 뚫어낼 예정이다. 반복해서 말하지만, 지상방산 업체의 단기적 주가 하락은 매수기회로 활용해야 한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

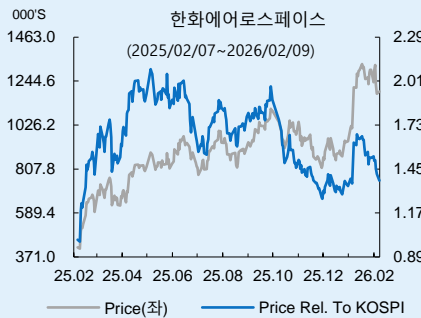
목표주가(12M)	1,680,000원(상향)
증가(2026.02.09)	1,193,000원
상승여력	40.8%

Stock Indicator

자본금	240십억원
발행주식수	5,156만주
시가총액	61,515십억원
외국인지분율	44.4%
52주 주가	413,000~1,330,000원
60일평균거래량	225,019주
60일평균거래대금	238.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.7	29.3	35.4	189.2
상대수익률	-17.2	-4.7	-29.6	79.1

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	11,240	26,608	30,864	34,249
영업이익(십억원)	1,732	3,034	4,275	5,202
순이익(십억원)	2,299	2,924	3,861	4,608
EPS(원)	46,183	59,668	73,800	88,088
BPS(원)	109,587	235,221	309,920	399,114
PER(배)	7.1	20.0	16.2	13.5
PBR(배)	3.0	5.1	3.8	3.0
ROE(%)	53.9	34.1	27.5	25.2
배당수익률(%)	1.1	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	10.6	14.2	10.3	8.1

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	26,607.8	30,863.6	34,249.0
항공우주	1,610.5	2,045.5	2,513.1	2,714.0	2,823.7
지상방산	4,133.8	7,005.6	8,133.1	9,590.7	11,985.5
시스템	2,453.1	2,803.7	3,664.1	4,498.8	4,897.7
썬트랙아이	125.4	171.2	206.9	226.3	259.3
한화오션			12,688.4	13,833.9	14,282.7
영업이익	691.1	1,731.9	3,034.5	4,274.9	5,202.5
영업이익률	7.4%	15.4%	11.4%	13.9%	15.2%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표2. 한화에어로스페이스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출	5,484.2	6,311.1	6,486.5	8,326.1	6,697.6	7,417.2	7,724.2	9,024.7
항공우주	530.9	648.9	604.0	729.3	566.2	794.2	635.4	718.2
지상방산	1,157.5	1,773.2	2,109.8	3,092.6	1,784.5	2,149.5	2,619.3	3,037.4
시스템	690.1	768.2	807.7	1,398.1	869.0	940.0	999.1	1,690.7
썬트랙아이	40.0	44.5	50.4	72.0	42.9	55.0	56.3	72.0
한화오션	3,143.1	3,294.1	3,023.4	3,227.8	3,435.0	3,478.5	3,414.0	3,506.3
영업이익	560.8	864.5	856.4	752.8	928.9	1,041.8	1,081.7	1,222.4
영업이익률	10.2%	13.7%	13.2%	9.0%	13.9%	14.0%	14.0%	13.5%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표3. 한화에어로스페이스 4Q25 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	4Q25	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		4Q24	YoY %	4Q25E	차이 %	4Q25E	차이 %
매출	8,326.1	4,831.1	72.3%	8,648.0	-3.7%	7,942.9	4.8%
영업이익	752.8	899.7	-16.3%	1175.3	-35.9%	1,074.9	-30.0%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표4. 한화에어로스페이스 2025 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2025E	전년대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2024	YoY %	2025E	차이 %	2025E	차이 %
매출	26,607.8	11,239.8	136.7%	26,905.3	-1.1%	26,224.6	1.5%
영업이익	3,034.5	1,731.9	75.2%	3460.1	-12.3%	3,356.4	-9.6%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표5. 한화에어로스페이스 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출	26,607.8	30,863.6	26,224.6	30,614.6	383.3	249.0
영업이익	3,034.5	4,274.9	3,356.4	4,271.4	(321.9)	3.5
영업이익률	11.4%	13.9%	12.8%	14.0%	-1.4%P	-0.1%P

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표6. 한화에어로스페이스 목표주가 산출: SOTP Valuation

구분		(십억원)	비고
영업가치	지상방산+항공우주	72,729	26~27F 영업이익 평균, 법인세율 24%적용
	NOPLAT	1,818	
	Target P/E	40	Rheinmetall 26F P/E 10% 할인
비영업가치	소계	14,021	
	한화오션	7,174	각 회사 지분율 및 할인을 30% 적용
	한화시스템	6,365	
	셋트레이아	482	
순차입금		550	
기업가치		86,199	
발행주식수	(천주)	51,563	
적정주가	(원)	1,671,715	
목표주가	(원)	1,680,000	
현재주가	(원)	1,181,000	
상승여력		42.3%	

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

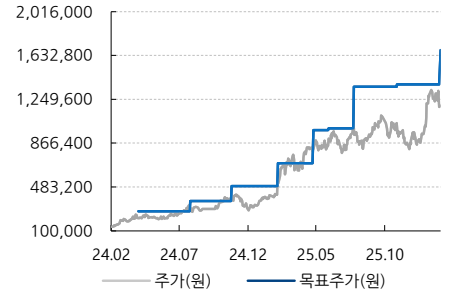
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	22,868	33,305	38,772	44,854	매출액	11,240	26,608	30,864	34,249
현금 및 현금성자산	2,968	16,509	19,930	24,327	증가율(%)	42.5	136.7	16.0	11.0
단기금융자산	366	458	572	716	매출원가	8,370	19,453	21,806	23,789
매출채권	9,062	5,499	6,350	7,028	매출총이익	2,870	7,155	9,058	10,460
재고자산	6,290	6,652	7,716	8,562	판매비와관리비	1,138	4,121	4,783	5,257
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	53,154	58,068	63,694	영업이익	1,732	3,034	4,275	5,202
유동부채	25,516	27,777	28,405	28,927	증가율(%)	191.4	75.2	40.9	21.7
매입채무	1,708	4,044	4,691	5,205	영업이익률(%)	15.4	11.4	13.9	15.2
단기차입금	5,153	5,122	5,110	5,110	이자수익	70	560	677	826
유동성장기부채	965	919	907	907	이자비용	243	378	368	358
비유동부채	6,456	6,572	6,602	6,624	자본법이익(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	4,250	5,612	6,699
부채총계	31,973	34,350	35,007	35,552	법인세비용	136	1,020	1,347	1,608
지배주주지분	4,995	12,129	15,980	20,580	세전계속이익률(%)	23.6	16.0	18.2	19.6
자본금	240	270	270	270	당기순이익	2,540	3,230	4,265	5,091
자본잉여금	207	4,396	4,396	4,396	순이익률(%)	22.6	12.1	13.8	14.9
이익잉여금	4,747	7,490	11,171	15,599	지배주주귀속 순이익	2,299	2,924	3,861	4,608
기타자본항목	-198	-27	144	315	기타포괄이익	58	171	171	171
비지배주주지분	6,369	6,676	7,080	7,563	총포괄이익	2,598	3,401	4,436	5,262
자본총계	11,364	18,804	23,061	28,143	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,393	12,755	6,879	7,869	주당지표(원)				
당기순이익	2,540	3,230	4,265	5,091	EPS	46,183	59,668	73,800	88,088
유형자산감가상각비	259	623	519	432	BPS	109,587	235,221	309,920	399,114
무형자산상각비	72	202	190	178	CFPS	52,831	76,505	87,348	99,758
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	20.0	16.2	13.5
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	3.0	5.1	3.8	3.0
금융상품의 증감	1,714	-100	-50	-50	PCR	6.2	15.6	13.7	12.0
재무활동 현금흐름	1,066	4,020	-253	-237	EV/EBITDA	10.6	14.2	10.3	8.1
단기금융부채의증감	345	-77	-24	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	938	116	30	22	ROE	53.9	34.1	27.5	25.2
자본의증감	-	4,219	-	-	EBITDA이익률	18.4	14.5	16.1	17.0
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	281.3	182.7	151.8	126.3
현금및현금성자산의증감	1,161	13,541	3,421	4,397	순부채비율	61.1	-35.3	-44.1	-52.2
기초현금및현금성자산	1,806	2,968	16,509	19,930	매출채권회전율(x)	2.0	3.7	5.2	5.1
기말현금및현금성자산	2,968	16,509	19,930	24,327	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	-29.1%	-18.6%
2025-11-04	Buy	1,380,000	-25.1%	-3.6%
2026-02-10	Buy	1,680,000		



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. 무단전제 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 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-