

2025. 2. 12



▲ 방위산업/로봇

Analyst 이지호

02. 6454-4885

jiholee@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 710,000 원**현재주가 (2.11)** 498,000 원**상승여력** 42.6%

KOSPI 2,539.05pt

시가총액 226,994억원

발행주식수 4,558만주

유동주식비율 65.77%

외국인비중 45.14%

52주 최고/최저가 498,000원/134,800원

평균거래대금 1,515.4억원

주요주주(%)

한화 외 2 인 33.98

국민연금공단 7.56

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 31.6 64.1 269.4

상대주가 30.4 67.3 281.3

주가그래프

한화에어로스페이스 012450

Big Shot

- ✓ 4Q24P 매출액 4.8조원(YoY +56.0%), 컨센서스 32.7% 상회
- ✓ 4Q24P 영업이익 8,925억원(YoY +22.1%/OPM 18.5%), 컨센서스 68.1% 상회
- ✓ 서프라이즈는 폴란드형 인도량 증가 및 다시 한 번 높아진 수출 수익성에 기인
- ✓ 올해 분기별 인도량 변동성 축소로 안정적인 성장세 유지 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 71만원으로 상향

4Q24 Review: 1회성 없이도 컨센서스 대폭 상회

동사는 당분기 매출액 4.8조원(YoY +56.0%, QoQ +83.6%)을 기록하며 컨센서스를 32.7% 상회했으며, 영업이익은 8,925억원(YoY +22.1%, QoQ +87.0% / OPM 18.5%)을 기록하여 컨센서스를 68.1% 상회했다. 이번 서프라이즈도 지상방산부문이 주도했으며, 1) 긍정적인 환율(영업이익 약 900억원), 2) 가이던스를 상회한 K9/천무의 인도량, 3) 양산 본격화에 따른 규모의 경제 달성 및 높아진 습속률이 서프라이즈의 주요 원인으로 판단된다.

방산수출 마진율, 어디까지 올라가는 거예요?

지상방산부문의 수출 수익성(2Q 28% → 3Q 33% → 4Q 40%)은 분기별로 꾸준한 상승세를 시현, 연간으로는 약 34% 수준을 달성했다. 올해에는 호주/이집트와 같은 신규/개발사업으로 인해 소폭 하락할 가능성 존재하나, 여전히 폴란드형 K9/천무의 높은 기여도 감안 시 높게 유지될 가능성이 높다. 빠른 인도를 요구하는 폴란드의 성향 감안 시 올해 인도량은 K9 80문/천무 54대를 추정한다(회사 가이던스: K9 70문 이상/천무 50대 이상). 올해부터는 분기별 인도량 변동성이 축소될 것으로 예상되기에 1H24의 낮은 실적 기저 감안 시, 방산수출이 주도하는 실적성장 에 대한 기대감은 이어질 전망이며, 수출 모멘텀(루마니아형 장갑차, 인도형 K9 등) 또한 여전하기에 높은 관심도 유지될 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 710,000원으로 상향

긍정적인 환율효과를 감안하더라도 방산수출의 구조적인 수익성 개선이 확인되었기에 영업이익 추정치를 상향하며, 12M Fwd BPS 산정시점 변경에 따른 효과를 반영하여 적정주가를 기존 46만원에서 71만원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	7,060.4	400.4	195.4	3,859	-51.4	56,436	19.1	1.3	8.0	6.8	286.7
2023	9,359.0	691.1	817.5	16,147	566.6	69,689	7.7	1.8	9.5	25.6	317.2
2024E	11,246.1	1,724.6	2,283.8	46,623	168.0	106,908	7.0	3.1	9.1	54.4	312.8
2025E	14,575.4	2,326.0	1,553.0	34,071	-26.1	138,784	14.6	3.6	9.9	27.7	247.5
2026E	15,661.7	2,601.8	1,766.4	38,752	13.7	175,142	12.9	2.8	8.6	24.7	215.8

표1 한화에어로스페이스 4Q24 실적 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	4,831.1	3,096.7	56.0	2,631.2	83.6	3,640.5	32.7	3,850.6	25.5
영업이익	892.5	277.1	222.1	477.2	87.0	530.9	68.1	570.0	56.6
세전이익	2,122.3	220.3	863.4	375.2	465.6	519.8	308.3	556.0	281.7
순이익	1,831.3	160.7	1,039.6	329.3	456.1	356.7	413.5	360.2	408.4
영업이익률(%)	18.5	8.9		18.1		14.6		14.8	
순이익률(%)	37.9	5.2		12.5		9.8		9.4	

자료: 한화에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화에어로스페이스 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	1,449.1	2,334.7	2,631.2	4,831.1	2,873.2	3,365.2	3,524.3	4,812.6	11,246.1	14,575.4	15,661.6
지상방산	655.3	1,329.6	1,656.0	3,364.7	1,603.2	1,835.4	2,105.2	2,961.6	7,005.6	8,505.3	9,224.0
항공우주	429.7	542.7	477.9	595.2	467.9	546.9	500.3	580.8	2,045.5	2,095.9	2,190.0
한화시스템	544.2	687.0	639.0	933.5	766.4	927.1	875.8	1,214.8	2,803.7	3,784.1	4,036.7
세트렉아이	31.7	47.4	43.7	48.4	35.7	55.8	43.1	55.4	171.2	190.1	211.0
영업이익	17.7	337.2	477.2	892.5	444.7	522.3	571.9	787.2	1,724.6	2,326.0	2,601.8
% OP	1.2%	14.4%	18.1%	18.5%	15.5%	15.5%	16.2%	16.4%	15.3%	16.0%	16.6%
세전이익	31.8	119.9	375.2	2,122.3	409.6	496.9	533.2	764.1	2,649.2	2,203.8	2,506.6
순이익(지배)	-13.1	147.2	329.3	1,831.3	288.6	350.2	375.7	538.4	2,283.8	1,553.0	1,766.4
% YoY											
매출액	-12.4	54.2	61.9	55.5	98.3	44.1	33.9	-0.4	42.4	29.6	7.5
영업이익	-91.4	474.4	457.5	193.9	2,412.4	54.9	19.8	-11.8	164.1	34.9	11.9
세전이익	-78.1	91.6	흑전	흑전	1,188.1	314.4	42.1	-64.0	흑전	-16.8	13.7
순이익(지배)	적전	-44.1	흑전	1,039.3	흑전	137.9	14.1	-70.6	180.7	-32.3	13.7
% QoQ											
매출액	-53.4	61.1	12.7	83.6	-40.5	17.1	4.7	36.6			
영업이익	-94.2	1,805.1	41.5	87.0	-50.2	17.4	9.5	37.6			
세전이익	흑전	277.0	212.9	465.6	-80.7	21.3	7.3	43.3			
순이익(지배)	적전	흑전	123.8	456.1	-84.2	21.3	7.3	43.3			

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한화에어로스페이스 연간 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	변경전		변경후		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	12219.1	13299.8	14575.4	15661.6	19.3%	17.8%
영업이익	1780.9	1949.3	2326.0	2601.8	30.6%	33.5%
세전이익	1808.3	2111.1	2203.8	2506.6	21.9%	18.7%
순이익 (지배주주)	1171.4	1367.6	1553.0	1766.4	32.6%	29.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한화에어로스페이스 적정주가 71만원으로 상향: 추정치 상향으로 적용 BPS/PBR 상승

항목	Fair Value	주요 가정
자기자본비용 (COE) (%)	7.89	무위험수익률: 당사의 미국 10년 국채 수익률 4.05% 리스크 프리미엄: 당사 추정치 4.47% 52주 평균 베타: 0.86
Sustainable ROE (%)	27.7	12M Fwd ROE
Target PBR (배)	5.1	영구성장률: 글로벌 GDP 성장률 전망치 평균 3.1% (~28년)
12M Fwd BPS (원)	138,784	
주당 주주가치 (원)	711,116	
주당 적정가치 (원)	710,000	
현재가 (원)	498,000	
상승여력 (%)	42.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 한화에어로스페이스의 주요 방산수출 수주 내역 및 추가 진출 여력

수출 품목	국가	시기	규모 (조원)	비고
K9	이집트	2022.02	2.0	200문 수주 추정 / 현지 생산 50%
	폴란드 (1차)	2022.08	3.2	총 672문 중 212문
	폴란드 (2차)	2023.12	3.4	총 672문 중 152문
	루마니아 (1차)	2Q24~3Q24	1.2	총 90문 중 1차 54문 추정
	베트남	2025	0.4	연초부터 베트남의 관심 표명
	폴란드 (추가계약)	-	5.1	잔여물량 308문 중 일부 추정
	루마니아 (2차)	-	1.3	총 90문 중 2차 36문 추정
	인도	-	0.9	약 100문 예상
천무	폴란드 (1차)	2022.08	5.0	총 290문 중 218문
	폴란드 (2차)	2024.04	2.2	총 290문 중 잔여물량 전량 72문
	루마니아	-	-	한화에어로-루마니아 MOU 체결
레드백 (K-21 포함)	호주	2023.12	3.2	총 129대
	루마니아	-	3.5	2031년까지 총 264대
	중동 (UAE/사우디)	-	-	엔진국산화 완료되어 중동 진출 기대 가능
	브라질	-	-	2040년까지 최대 78대

주: 음영으로 표시된 부분은 미래 기대 수주 / 음영 처리되지 않은 부분은 이미 체결된 수주

자료: 각 사 발표자료, 언론 발췌, 메리츠증권 리서치센터

표6 국내/글로벌 방산기업 Peer Multiple: 높은 밸류에이션을 정당화하는 ROE

지역 구분	회사명	시가총액 (십억달러)	주가변화율 (%)			P/E (배)			P/B (배)			ROE (%)		
			1M	3M	YTD	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
국내	한화에어로스페이스	15.6	31.6	19.7	52.5	7.0	14.6	12.9	3.1	3.6	2.8	54.4	27.7	24.7
	현대로템	5.9	44.1	22.9	58.6	22.3	13.3	12.6	4.2	3.2	2.6	20.6	27.4	22.4
	한국항공우주	3.3	-5.4	-26.6	-9.2	22.1	17.8	12.6	2.8	2.5	2.1	13.0	14.3	18.2
	LIG넥스원	4.0	20.0	0.4	21.1	30.9	21.9	16.4	5.0	4.2	3.4	16.9	20.7	22.9
	한화시스템	3.3	7.9	-3.6	11.9	36.9	22.2	17.0	2.1	1.9	1.7	6.0	9.0	10.7
	평균					23.8	18.0	14.3	3.4	3.1	2.5	22.2	19.8	19.8
북미	Raytheon	170.8	11.4	3.0	10.8	23.0	20.9	18.9	2.8	2.7	2.6	12.3	13.1	14.0
	Lockheed Martin	105.5	-4.2	-21.4	-7.8	16.8	16.3	15.1	15.5	14.8	13.2	92.1	93.9	94.1
	Northrop Grumman	68.7	3.4	-11.1	1.1	18.2	16.9	16.3	4.7	4.3	4.1	25.5	25.7	25.2
	General Dynamics	69.3	-1.2	-18.3	-2.7	18.9	17.1	15.2	3.1	2.9	2.8	17.2	18.2	19.4
	L3Harris	39.5	0.1	-21.1	-0.9	15.9	16.7	14.9	2.1	2.0	1.9	12.2	10.8	12.0
	Oshkosh	7.2	23.1	-2.1	15.9	9.7	10.0	8.7	1.7	1.5	1.4	18.7	16.0	16.5
	Textron	13.5	-2.3	-16.1	-3.3	13.7	12.2	10.7	2.0	1.8	1.7	15.2	14.9	16.1
	평균					16.6	15.7	14.3	4.5	4.3	3.9	27.6	27.5	28.2
유럽	Airbus	136.3	5.8	14.6	7.7	33.7	24.2	19.8	6.8	5.7	4.8	21.5	25.4	26.0
	Safran	106.9	11.0	8.5	15.3	35.4	29.6	24.8	8.4	7.4	6.4	23.2	25.0	26.8
	BAE Systems	44.1	-0.5	-14.9	3.3	17.7	15.5	14.1	3.2	2.9	2.7	18.2	18.9	19.4
	Thales	33.9	10.7	-1.8	15.1	19.1	17.0	15.1	4.3	3.9	3.4	23.1	22.7	22.8
	Dassault	55.5	18.4	22.3	19.9	31.4	28.7	26.3	6.2	5.2	4.7	19.0	18.3	17.8
	Rheinmetall	32.7	11.8	28.6	18.2	34.7	24.5	17.4	8.1	6.5	5.1	24.8	29.3	32.3
	Leonardo	17.7	7.3	15.2	14.6	19.0	17.6	14.9	2.0	1.8	1.6	11.0	10.9	11.7
	Kongsberg Gruppen	17.6	-10.0	-2.8	-12.3	38.6	31.3	26.4	10.7	9.2	7.8	29.4	31.7	32.8
	평균					28.7	23.6	19.8	6.2	5.3	4.6	21.3	22.8	23.7

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주: 한화에어로스페이스는 당사 추정치 사용

한화에어로스페이스 (012450)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	7,060.4	9,359.0	11,246.1	14,575.4	15,661.7
매출액증가율(%)	27.4	32.6	20.2	29.6	7.5
매출원가	5,548.6	7,221.2	7,964.7	9,595.5	10,211.2
매출총이익	1,511.8	2,137.8	3,281.5	4,979.9	5,450.4
판매관리비	1,111.4	1,446.7	1,556.8	2,653.9	2,848.6
영업이익	400.4	691.1	1,724.7	2,326.0	2,601.8
영업이익률(%)	5.7	7.4	15.3	16.0	16.6
금융손익	-151.0	746.8	-129.9	-146.3	-108.0
종속/관계기업손익	-21.0	15.8	1,193.7	-20.0	-25.0
기타영업외손익	-32.9	-238.9	-137.5	44.1	37.7
세전계속사업이익	195.4	1,214.8	2,651.0	2,203.8	2,506.6
법인세비용	74.7	237.9	146.5	462.8	526.4
당기순이익	146.6	976.9	2,533.2	1,741.0	1,980.2
지배주주지분 순이익	195.4	817.5	2,283.8	1,553.0	1,766.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,524.3	1,390.2	181.9	1,474.2	1,941.6
당기순이익(손실)	146.6	976.9	2,533.2	1,741.0	1,980.2
유형자산상각비	180.7	260.8	256.3	250.1	258.7
무형자산상각비	82.1	78.3	62.1	37.3	36.2
운전자본의 증감	793.6	462.0	-1,827.0	-574.3	-358.6
투자활동 현금흐름	-1,224.9	-3,029.1	-158.6	-712.8	-867.7
유형자산의증가(CAPEX)	-196.7	-453.4	-540.4	-600.0	-680.0
투자자산의감소(증가)	-403.2	-3,043.9	865.9	-86.2	-130.3
재무활동 현금흐름	216.1	367.8	1,438.8	-696.4	-696.3
차입금의 증감	938.6	539.7	1,567.1	-596.4	-587.2
자본의 증가	-211.7	-25.3	-13.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	541.8	-1,263.5	1,467.4	65.0	377.6
기초현금	2,528.1	3,069.8	1,806.4	3,273.7	3,338.7
기말현금	3,069.8	1,806.4	3,273.7	3,338.7	3,716.3

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,507.7	9,192.0	15,220.1	16,460.9	19,371.1
현금및현금성자산	3,069.8	1,806.4	3,273.7	3,338.7	3,716.3
매출채권	1,467.8	2,034.0	2,668.2	2,930.8	3,496.4
재고자산	2,163.0	2,868.6	5,234.1	5,749.3	6,858.9
비유동자산	6,644.1	10,350.9	10,600.8	10,979.6	11,470.0
유형자산	3,018.0	3,410.3	3,442.6	3,792.5	4,213.8
무형자산	2,132.6	2,202.8	2,228.5	2,191.2	2,155.0
투자자산	882.7	3,942.4	4,270.2	4,336.4	4,441.7
자산총계	15,151.8	19,542.9	25,820.9	27,440.5	30,841.1
유동부채	8,222.9	12,076.6	15,858.0	15,903.5	17,364.1
매입채무	562.6	919.4	752.9	784.5	969.8
단기차입금	992.1	1,373.5	2,379.5	1,979.5	1,579.5
유동성장기부채	743.2	1,164.5	922.3	842.3	762.3
비유동부채	3,010.6	2,782.1	3,708.1	3,641.2	3,710.1
사채	696.2	642.2	1,521.9	1,321.9	1,121.9
장기차입금	1,016.2	758.9	657.1	737.1	817.1
부채총계	11,233.5	14,858.7	19,566.1	19,544.7	21,074.2
자본금	265.7	265.7	240.4	240.4	240.4
자본잉여금	217.1	191.8	203.4	203.4	203.4
기타포괄이익누계액	362.2	445.7	343.4	343.4	343.4
이익잉여금	2,014.6	2,627.4	4,804.9	6,257.8	7,915.0
비지배주주지분	1,061.0	1,155.9	1,381.8	1,569.8	1,783.7
자본총계	3,918.3	4,684.2	6,254.8	7,895.8	9,766.9

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	139,451	184,851	229,589	319,768	343,599
EPS(지배주주)	3,859	16,147	46,623	34,071	38,752
CFPS	16,292	17,958	47,274	56,624	62,619
EBITDAPS	13,097	20,348	41,708	57,337	63,551
BPS	56,436	69,689	106,908	138,784	175,142
DPS	1,000	1,800	2,200	2,400	2,400
배당수익률(%)	1.4	1.4	0.7	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	19.1	7.7	7.0	14.6	12.9
PCR	4.5	6.9	6.9	8.8	8.0
PSR	0.5	0.7	1.4	1.6	1.4
PBR	1.3	1.8	3.1	3.6	2.8
EBITDA(십억원)	663.1	1,030.2	2,043.0	2,613.5	2,896.7
EV/EBITDA	8.0	9.5	9.1	9.9	8.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.8	25.6	54.4	27.7	24.7
EBITDA 이익률	9.4	11.0	18.2	17.9	18.5
부채비율	286.7	317.2	312.8	247.5	215.8
금융비용부담률	1.2	1.8	1.9	1.4	1.2
이자보상배율(x)	4.7	4.1	8.1	11.4	14.3
매출채권회전율(x)	5.7	5.3	4.8	5.2	4.9
재고자산회전율(x)	3.7	3.7	2.8	2.7	2.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화에어로스페이스 (012450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

