

한화에어로스페이스 (012450)

3Q25: 서프라이즈는 계속, 편히 가져가자

3분기 매출 6조 4,865억원/영업이익 8,564억원

한화에어로스페이스의 3분기 매출은 6조 4,865억원/영업이익 8,564억원(OPM 13.2%)로 컨센서스(6조 5,928억원/8,742억원) 및 당사 추정치 (6조 6,595억원/8,492억원)에 대체로 부합하는 실적을 기록하였다. 그러나 앞서 실적을 발표한 연결회사 한화오션과 한화시스템이 영업이익 컨센서스를 하회 (한화오션 -519억원/-15.2%, 한화시스템 -135억원/-52.1%)한 점을 감안하면 실질적으로 지상방산 위주의 별도 실적은 호실적이라고 평가된다. 지상방산 부문은 매출 2조 1,098억원/영업이익 5,726억원으로 영업이익률 27.1%를 기록하였으며, 이는 2Q의 29.5%에 비해 다소 하락하였지만 3Q의 지상방산 매출 증가가 내수 위주였다는 점을 감안하면 이익률은 유지된 것으로 판단된다. 지난 분기에 이어 3Q 지상방산의 수출 이익률은 40%대로 추정한다. 수출 매출에서 폴란드향 K9 납품은 18문으로 전분기와 동일하였으나, 폴란드향 천무 납품이 9대로 전분기 27대에 비해 대폭 하락하였는데 수출 매출이 1조 1,970억원으로 전분기 1조 834억원에 비해 오히려 증가한 점이 주목된다. 회사는 이에 대해 유도무기류 및 탄 등의 부속 품목의 매출이 증가했다고 설명했다. 당사는 해당 제품류의 총 매출액은 6,000억원 이상, 이익률은 40%를 넘긴 것으로 추정한다. 한화에어로스페이스에 흡수합병된 구 (주)한화방산 부문에서 영위하는 유도무기사업 및 탄약/장약, 레이저 등은 대부분 비nik사업으로 관리되고 있어 외부에서 정보 접근이 제한적이지만, 지난 분기에 이어 실적 서프라이즈의 큰 부분을 차지하고 있다. 아쉬운 점은 사업의 특성상 미래 추정이 어렵다는 것이지만 해당하는 사업들은 실적 쇼크보다는 실적 서프라이즈의 가능성을 높여주는 요인으로 긍정적으로 평가하며, 추정이 사실상 어려운 바 당사 실적 추정치에는 포함하지 않고 앞으로도 실적 상향의 가능성으로 남겨 둔다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 1,380,000원으로 상향, TOP PICKS 유지

현대로템과 함께 방위산업 Top Picks를 유지한다. SOTP Valuation에 따라 비영업가치 중 한화오션 및 한화시스템의 지분가치 상승을 반영했고, 지상방산 실적 상회에 따라 추정치를 조정하여 목표주가를 기존 1,360,000원에서 1,380,000원으로 상향한다. 최근 한화에어로스페이스를 포함한 방위산업 주식은 한동안 대규모 수주 소식이나 호재성 이벤트가 부재했던 점, 다른 섹터의 주목도가 상대적으로 상승했던 점 등이 맞물려 주가에 횡보세를 보였으나 이번 호실적으로 다시 시장에 저력을 보여줬다. 기실 저력이라기엔 그간 지상방산을 중심으로 한 방산업체에 실질적 변동이나 하락 요인은 없었으며 상대적 매력도가 일시적으로 감소했다고 보는 것이 맞다. 여전히 한화에어로스페이스는 루마니아 장갑차 사업 및 사우디 군 현대화 사업 등에 적극 참여 여부를 협의하고 있으며 이중 특히 루마니아 장갑차 사업(약 4조원, 300여대 규모)은 25년 말~26년 초 가시적인 성과를 보일 수 있을 것으로 기대된다. 또한 26년부터는 기 수주한 호주 K9/K10, 이집트 K9이 본격적으로 인도될 예정이며 이후 27년부터는 호주 레드백 장갑차의 본격 인도도 시작될 예정인 바 실적 역시 꾸준히 상향될 전망이다. 올해 들어 대폭의 주가 상승을 보였던 방산주가 현 시점에서는 주가 업사이드 측면에서 상대적 매력도가 떨어져 보일 수 있으나, 여전히 Global Peer인 독일 업체들에 비해서는 밸류에이션 매력도가 부각된다. 복잡한 고민 없이 마음 편히 장기 보유할 주식을 찾는 투자자에게 한화에어로스페이스를 포함한 지상방산업체를 적극 추천한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,380,000원(상향)
종가(2025.11.03)	1,042,000원
상승여력	32.4 %

Stock Indicator

자본금	240십억원
발행주식수	5,156만주
시가총액	53,729십억원
외국인지분율	44.4%
52주 주가	279,000~1,107,000원
60일평균거래량	210,488주
60일평균거래대금	202.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.0	11.0	29.1	179.0
상대수익률	-24.0	-24.4	-35.8	112.9

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	11,240	26,225	30,615	34,229
영업이익(십억원)	1,732	3,356	4,267	5,253
순이익(십억원)	2,299	3,154	3,862	4,650
EPS(원)	46,183	64,361	73,833	88,885
BPS(원)	109,587	239,680	314,413	404,415
PER(배)	7.1	16.2	14.1	11.7
PBR(배)	3.0	4.3	3.3	2.6
ROE(%)	53.9	36.3	27.0	25.1
배당수익률(%)	1.1	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	10.6	11.2	8.7	6.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

표1. 한화에어로스페이스 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	9,359.0	11,239.8	26,224.6	30,614.6	34,229.3
항공우주	1,610.5	2,045.5	2,394.3	2,555.0	2,679.6
지상방산	4,133.8	7,005.6	7,894.9	10,038.6	12,721.3
시스템	2,453.1	2,803.7	3,317.1	3,970.8	4,302.3
쎄트렉아이	125.4	171.2	190.2	216.3	243.3
한화오션			12,832.2	13,833.9	14,282.7
영업이익	691.1	1,710.5	3,356.4	4,271.4	5,261.8
영업이익률	7.4%	15.2%	12.8%	14.0%	15.4%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표2. 한화에어로스페이스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E
매출	1,449.1	2,334.7	2,631.0	4,831.1	5,484.2	6,311.0	6,486.5	7,942.9
항공우주	429.7	542.7	477.9	595.2	530.9	648.9	604.0	610.5
지상방산	655.3	1,329.6	1,656.0	3,364.7	1,157.5	1,773.2	2,109.8	2,854.4
시스템	544.2	687.0	639.0	933.5	690.1	768.2	807.7	1,051.1
쎄트렉아이	31.7	47.4	43.7	48.4	40.0	44.5	50.4	55.3
한화오션					3,143.1	3,294.1	3,023.4	3,371.6
영업이익	11.5	332.6	473.9	892.5	560.8	864.5	856.2	1,074.9
영업이익률	0.8%	14.2%	18.0%	18.5%	10.2%	13.7%	13.2%	13.5%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표3. 한화에어로스페이스 3Q25 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	3Q25	전년동기대비		컨센서스 대비		기준 추정치 대비	
		3Q24	YoY %	3Q25E	차이 %	3Q25E	차이 %
매출	6,486.5	2,631.0	146.5%	6,592.8	-1.6%	6,659.5	-2.6%
영업이익	856.2	473.9	80.7%	874.2	-2.1%	849.2	0.8%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표4. 한화에어로스페이스 2025 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2025E	전년대비		컨센서스 대비		기준 추정치 대비	
		2024	YoY %	2025E	차이 %	2025E	차이 %
매출	26,224.6	11,239.8	133.3%	26,984.3	-2.8%	26,226.9	0.0%
영업이익	3,356.4	1,710.5	96.2%	3523.5	-4.7%	3,287.5	2.1%

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	26,224.6	30,614.6	26,226.9	29,953.2	(2.4)	661.4
영업이익	3,356.4	4,271.4	3,287.5	4,110.6	68.9	160.8
영업이익률	12.8%	14.0%	12.5%	13.7%	0.3%P	0.2%P

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표6. 한화에어로스페이스 목표주가 산출: SOTP Valuation

구분		(십억원)	비고
영업가치	지상방산+항공우주	63,642	25~27F 영업이익 평균, 법인세율 24% 적용
	NOPLAT	1,768	
	Target P/E	36	Rheinmetall 26F P/E 10% 할인
비영업가치	소계	11,449	
	한화오션	7,624	각 회사 지분율 및 할인율 30% 적용
	한화시스템	3,671	
	쎄트렉아이	154	
순차입금		4,200	
기업가치		70,891	
발행주식수	(천주)	51,563	
적정주가	(원)	1,374,831	
목표주가	(원)	1,380,000	
현재주가	(원)	1,042,000	
상승여력		32.4%	

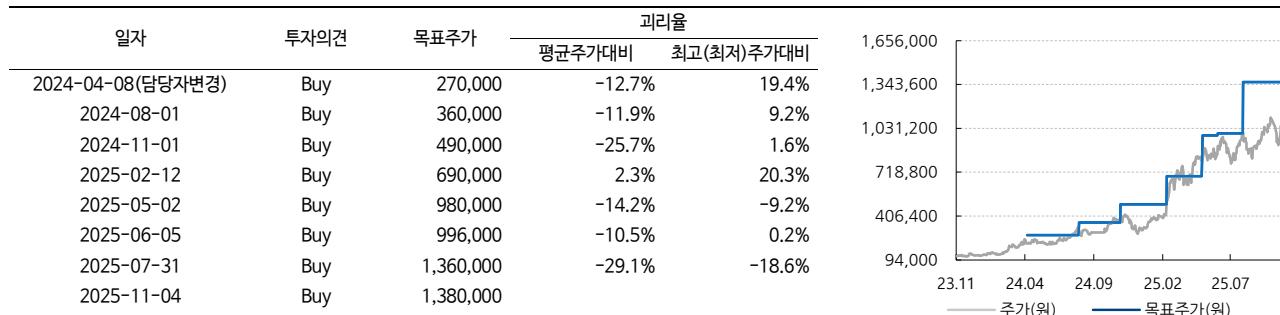
자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	22,868	33,501	38,990	45,153	매출액	11,240	26,225	30,615	34,229
현금 및 현금성자산	2,968	16,877	20,260	24,635	증가율(%)	42.5	133.3	16.7	11.8
단기금융자산	366	458	572	716	매출원가	8,370	18,796	21,585	23,710
매출채권	9,062	5,423	6,301	7,024	매출총이익	2,870	7,429	9,029	10,519
재고자산	6,290	6,556	7,654	8,557	판매비와관리비	1,138	4,072	4,763	5,266
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	53,350	58,286	63,993	영업이익	1,732	3,356	4,267	5,253
유동부채	25,516	27,719	28,367	28,924	증가율(%)	191.4	93.8	27.1	23.1
매입채무	1,708	3,986	4,653	5,202	영업이익률(%)	15.4	12.8	13.9	15.3
단기차입금	5,153	5,122	5,110	5,110	이자수익	70	572	687	837
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	4,585	5,615	6,759
부채총계	31,973	34,291	34,970	35,549	법인세비용	136	1,100	1,348	1,622
지배주주지분	4,995	12,359	16,212	20,853	세전계속이익률(%)	23.6	17.5	18.3	19.7
자본금	240	270	270	270	당기순이익	2,540	3,484	4,267	5,137
자본잉여금	207	4,396	4,396	4,396	순이익률(%)	22.6	13.3	13.9	15.0
이익잉여금	4,747	7,720	11,403	15,872	지배주주귀속 순이익	2,299	3,154	3,862	4,650
기타자본항목	-198	-27	144	315	기타포괄이익	58	171	171	171
비지배주주지분	6,369	6,700	7,104	7,592	총포괄이익	2,598	3,655	4,438	5,308
자본총계	11,364	19,058	23,317	28,445	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-
현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,393	13,123	6,841	7,846	주당지표(원)				
당기순이익	2,540	3,484	4,267	5,137	EPS	46,183	64,361	73,833	88,885
유형자산감가상각비	259	623	519	432	BPS	109,587	239,680	314,413	404,415
무형자산상각비	72	202	190	178	CFPS	52,831	81,198	87,381	100,554
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	16.2	14.1	11.7
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	3.0	4.3	3.3	2.6
금융상품의 증감	1,714	-100	-50	-50	PCR	6.2	12.8	11.9	10.4
재무활동 현금흐름	1,066	4,179	-253	-237	EV/EBITDA	10.6	11.2	8.7	6.6
단기금융부채의증감	345	-77	-24	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	938	116	30	22	ROE	53.9	36.3	27.0	25.1
자본의증감	-	4,219	-	-	EBITDA이익률	18.4	15.9	16.3	17.1
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	281.3	179.9	150.0	125.0
현금및현금성자산의증감	1,161	13,910	3,382	4,375	순부채비율	61.1	-36.8	-45.1	-52.7
기초현금및현금성자산	1,806	2,968	16,877	20,260	매출채권회전율(x)	2.0	3.6	5.2	5.1
기말현금및현금성자산	2,968	16,877	20,260	24,635	재고자산회전율(x)	2.5	4.1	4.3	4.2

자료 : 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

한화에어로스페이스 투자의견 및 목표주가 변동추이



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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	매수	매수
91%	91%	91%