2026/2/11

한화에어로스페이스 (012450)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

수출 영토 확장 지속

4Q25 외형 급증, 이익은 숨고르기, 영업이익 컨센서스 36% 하회

한화에어로스페이스의 2025년 4분기 연결실적은 매출액 8조 3,261억 원(+73% yoy), 영업이익 7,528억 원(-16% yoy), 영업이익률 9.0%(-9.6%p yoy)를 기록했다. 영업이익 컨센서스 대비로는 36% 하회한 실적이다.

매출 성장은 한화오션의 연결 편입 효과와 항공우주 부문의 물량 증가가 주도했으나, 영업이익률 하락은 지상방산 부문에서 수익성이 높은 폴란드 K9 등 해외 수출 물량이 전년비 감소하고, 상대적으로 이익률이 낮은 국내 매출 비중이 소폭 증가했기 때문이다. 또한, 지상방산 부문에서 사업 충당금 약 550억 원과 하반기로 이연된 비용 약 400억 원 등 총 950억 원의 일회성 비용이 반영된 점도 수익성 감소의 주된 원인으로 파악된다.

지상방산 수주 모멘텀 지속, 항공우주와 오션도 실적에 기여

이번 분기에 폴란드 K9 1차 실행계약 물량(212문) 인도가 완료되었으며, 천무 EC3 계약(5.6조 원), 에스토니아 천무 계약, 국내 L-SAM 양산 계약 등 굵직한 신규 수주가 이어지며 2025년 말 기준 지상방산 수주잔고가 약 37조 2천억 원까지 확대되었다. 특히 항공우주 부문은 GTF 엔진 인도 증가에 따른 RSP(Risk and Revenue Sharing Program) 손실(223억 원)에도 불구하고, 군수 및 LTA 물량 증가와 생산성 개선에 힘입어 영업이익 76억 원을 기록하며 흑자 전환에 성공했다. 한화오션 역시 상선 조업일수 증가와 해양 부문 FPSO 프로젝트의 Change Order 반영 등으로 1,890억 원의 영업이익을 기록하며 실적에 기여했다.

Fig. 1: 한화에어로스페이스 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	7,890	11,240	26,608	30,912	35,950
영업이익	594	1,732	3,034	4,095	5,386
세전이익	1,131	2,647	2,119	3,379	4,777
순이익[지배]	818	2,299	1,362	1,782	2,519
EPS(원)	15,886	46,183	27,697	34,554	48,855
증감률(%)	318.5	190.7	-40.0	24.8	41.4
PER(배)	8.0	7.0	34.0	33.2	23.5
PBR	1.8	3.0	5.0	5.3	4.4
EV/EBITDA	10.5	13.9	15.7	14.1	10.9
ROE(%)	25.6	53.9	18.7	17.2	20.5
배당수익률	1.4	1.1	0.4	0.4	0.5

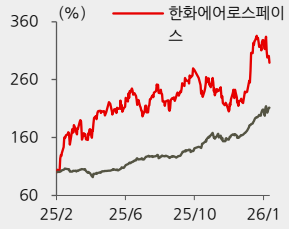
자료: 한화에어로스페이스, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	1,460,000원
[상향]	27.4%
현재주가	1,146,000원
2026/2/10	

주식지표

시가총액	59,092십억원
52주최고가	1,330,000원
52주최저가	406,683원
상장주식수	5,156만주/0.0만주
자본금/액면가	240십억원/5,000원
60일평균거래량	23만주
60일평균거래대금	246십억원
외국인지분율	44.5%
자기주식수	11만주/0.2%
주요주주및지분율	
한화 외	35.8%
국민연금공단	7.9%

주가동향



이상현

자동차/기계

prolog@bnkfn.co.kr

(02)2071-7672

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

수출 지역 다변화와 우주 사업의 본격화

2026년에도 연간 실적 성장은 지속될 전망이다. 폴란드향 K9 인도 물량은 다소 줄어들 수 있으나, 천무와 유도무기 공급이 확대되고 이집트 K9 양산 물량(전체의 40~50%) 및 호주 레드백 공급이 본격화되면서 매출 공백을 메울 것으로 보인다. 또한, 2026년 1월 체결된 노르웨이 천무 계약(약 1.3조 원)이 1분기 수주잔고에 반영될 예정이며, 루마니아 등 유럽 및 중동 지역으로의 수출 지역 다변화가 지속되고 있다. 우주 사업의 경우, 2026년 3분기로 예정된 누리호 5차 발사와 차세대 발사체 개발 사업이 주요 모멘텀으로 작용할 예정이다.

투자의견 매수, 목표주가 1,460,000원

투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 1,460,000원으로 상향한다(기존 1,330,000원). 목표주가는 영업가치에 순차입금과 지분가치를 가감해 산출했다. '26년 예상 실적 대비 목표주가의 내재 PER은 42.3배 수준이다.

투자 포인트는 1) 탄탄한 수주잔고를 바탕으로 한 2030년까지의 장기 성장성과 지상방산, 항공우주, 해양을 아우르는 균형 잡힌 포트폴리오다. 2) 특히 폴란드 현지 합작법인을 통한 천무 유도탄 현지 생산 계획은 방산 블록화 추세에 대한 효과적인 대응책으로 평가받고 있다.

리스크 요인으로는 분기별 인도 물량 믹스(Mix)에 따른 이익률 변동성을 꼽을 수 있다. 고마진 수출 물량의 인도 시점에 따라 분기 실적의 등락이 발생할 수 있으며, GTF 엔진 인도량 증가에 따른 단기적인 RSP 손실 확대 가능성도 주시해야 할 부분이다.

표 1. 한화에어로스페이스 목표주가 밸류에이션

	2026	단위	비고
영업가치	62,559	십억원	
Backlog	75,749	십억원	항공우주+지상반산 수주잔고
Target P/Backlog	0.83	배	글로벌 피어 평균의 15% 할인
지분가치	15,677	십억원	
한화시스템	6,452	십억원	-30% 할인률 적용
한화오션	8,697	십억원	-30% 할인률 적용
쎄트렉아이	528	십억원	-30% 할인률 적용
순차입금	3,023.6	십억원	
목표 시가총액	75,213	십억원	
우선주 시가총액 비중	0	%	
보통주 목표 시가총액	75,213	십억원	
주식수	51,563	천주	
적정주가	1,458,644	원	
목표주가	1,460,000	원	
현재주가	1,146,000	원	
상승여력	27.4	%	
현주가 PER	33.2	배	
목표주가 PER	42.3	배	

자료: BNK투자증권

질의응답(Q&A) 세션 주요 내용

1. 실적 및 수익성 (지상방산)

• 4분기 이익률 하락 원인: 내수 비중 증가(+2%p) 및 수출 비중 감소(-2%p)에 따른 믹스 변화와 수익성이 낮은 내수 물량 반영 영향임

• 2026년 수익성 전망: 폴란드향 K9 완제품(주장비) 인도 물량은 줄어들지만, 천무 및 유도탄 등 부수 품목 물량이 증가하고 이집트(전체 양산의 40~50%)와 호주 물량 공급이 본격화됨에 따라 전년과 유사한 수준의 수익성을 유지할 것으로 전망함

• 장기 성장 가이던스: 2030년까지 연평균 성장률(CAGR) 20~25% 목표를 유지하며, 지상방산과 한화오션이 성장을 주도할 것임

2. 주요 수주 계약 및 진행 현황

• 폴란드 천무 3차(EC3) 계약: 현지 합작법인(JV) 지분 51%를 보유하여 연결 매출로 100% 인식될 예정임. 로켓탄 현지 생산 건으로, 수익성은 기존 수출과 유사한 수준으로 추정

• 폴란드 K9 3차(EC3) 계약: 현지 생산 조건을 포함하여 협상 중이며, 올해(2026년) 내 계약 체결을 목표로 함

• 노르웨이 천무 계약: 2029년까지 전량 국내 생산하여 수출할 계획임

• K9 2차 실행계약 인도분: 4분기에 인도된 6문은 K9A1 버전이며, 향후 K9PL 납품 시에도 개발비 등 추가 비용 이슈는 없을 것임

3. 신규 수주 파이프라인 및 해외 사업

• 천무 수출 확대: 기존 K9 운용국(에스토니아, 노르웨이 등)을 중심으로 추가 수주를 기대하며 동유럽, 중동, 아태지역으로 확장을 추진 중임

• MCS(모듈형 추진장약): 스웨덴 계약을 시작으로 유럽 내 탄약 재고 확보 수요에 대응 중. 2027년 하반기 국내 증설 물량 등을 활용해 대응할 계획

• 미국 시장: 자주포 현대화 사업자 선정이 올해 7월 예정되어 있으며 이에 대응 중. 미국 내 탄약 공장 부지도 검토 단계임

• 스페인 자주포 사업: 스페인 국방부의 검토가 진행 중이며 확정 시 공유할 예정

4. 우주 사업

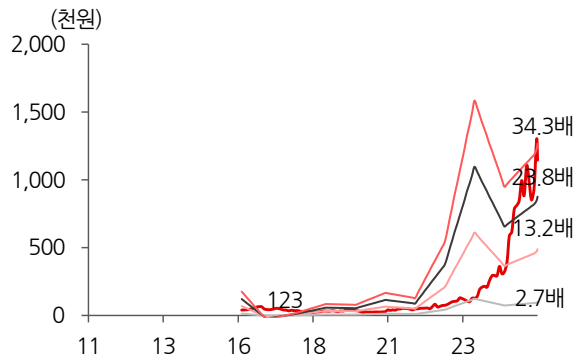
• 주요 이벤트: 2026년 3분기 누리호 5차 발사가 예정되어 있음. 발사체부터 위성 서비스까지 제공하는 밸류체인을 강조함

표 2. 한화에어로스페이스 4Q25 리뷰 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q25P	3Q25	4Q24	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	8,326.1	6,486.5	4,825.0	72.6	28.4	8,648.0	-3.7
영업이익	752.8	856.4	899.7	-16.3	-12.1	1,175.3	-35.9
세전이익	576.7	812.0	2,118.6	흑전	-29.0	1,251.9	-53.9
순이익	589.2	486.5	1,846.5	흑전	21.1	678.5	-13.2
영업이익률	9.0	13.2	18.6	-9.6	-4.2	13.6	-4.5
세전이익률	6.9	12.5	43.9	-37.0	-5.6	14.5	-7.5
순이익률	7.1	7.5	38.3	-31.2	-0.4	7.8	-0.8

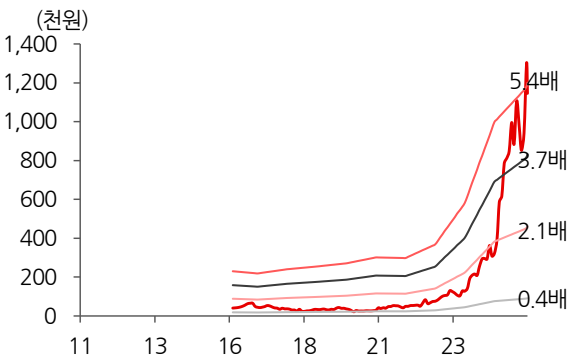
자료: Valuewise, BNK투자증권

Fig. 2: 한화에어로스페이스 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: 한화에어로스페이스 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

표 3. 한화에어로스페이스 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	**5,484**	**6,311**	**6,486**	**8,326**	**6,189**	**7,489**	**7,705**	**9,528**	**11,240**	**26,608**	**30,912**
항공우주	531	649	604	729	668	830	751	921	2,045	2,513	3,170
지상방산	1,157	1,773	2,110	3,093	1,402	2,148	2,556	3,553	7,006	8,133	9,659
시스템	690	768	808	1,398	848	1,077	1,080	1,396	2,804	3,664	4,401
오션	3,143	3,294	3,023	3,228	3,217	3,376	3,258	3,597	-	12,689	14,345
쎄트렉아이	40	44	50	72	55	59	60	61	171	207	235
매출총이익	1,033	1,367	1,391	1,510	1,269	1,698	1,751	2,058	2,870	5,300	6,776
판관비	472	502	534	757	547	643	662	830	1,138	2,266	2,682
영업이익	**561**	**865**	**856**	**753**	**722**	**1,055**	**1,089**	**1,228**	**1,732**	**3,034**	**4,095**
항공우주	4	-12	3	8	-14	-13	-13	45	-47	2	5
지상방산	302	523	573	616	355	620	708	660	1,568	2,013	2,343
시스템	58	34	23	9	53	75	69	71	219	124	268
오션	259	372	290	189	325	369	322	447	-	1,109	1,756
쎄트렉아이	2	2	2	4	3	4	3	5	-3	10	15
세전이익	261	469	812	577	539	880	910	1,049	2,697	2,119	3,379
지배순이익	87	199	487	589	284	464	480	553	2,299	1,362	1,782
(증감률, % y-y)											
매출액	**278.4**	**170.3**	**146.5**	**72.6**	**12.9**	**18.7**	**18.8**	**14.4**	**42.5**	**136.7**	**16.2**
항공우주	23.5	19.6	26.4	22.7	25.8	27.9	24.4	26.2	27.0	22.9	26.1
지상방산	76.6	33.4	27.4	-8.1	21.1	21.1	21.1	14.9	69.5	16.1	18.8
시스템	26.8	11.8	26.4	49.8	22.8	40.2	33.7	-0.1	14.3	30.7	20.1
오션	-	-	-	-	2.3	2.5	7.8	11.4	-	-	13.1
쎄트렉아이	26.3	-6.2	15.4	48.7	37.8	31.9	18.7	-15.2	36.5	20.8	13.4
영업이익	**3,060.1**	**156.4**	**79.5**	**-16.3**	**28.8**	**22.0**	**27.2**	**63.1**	**191.4**	**75.2**	**34.9**
항공우주	42.8	적전	흑전	흑전	적전	적지	적전	490.8	적전	흑전	99.4
지상방산	흑전	101.0	30.2	-29.4	17.5	18.7	23.6	7.2	173.9	28.4	16.4
시스템	27.9	-60.3	-62.7	-67.7	-8.4	122.9	207.7	654.5	78.9	-43.6	116.9
오션	na	na	na	na	25.7	-0.6	11.2	136.6	na	na	58.3
쎄트렉아이	흑전	흑전	206.9	229.8	73.0	86.0	41.2	21.8	적지	흑전	48.0
세전이익	368.3	238.0	111.4	-72.8	106.4	87.5	12.1	82.0	122.1	-21.4	59.4
지배순이익	흑전	35.5	52.8	-68.1	228.3	132.9	-1.4	-6.1	181.2	-40.8	30.8
(이익률, %)											
매출총이익률	18.8	21.7	21.4	18.1	20.5	22.7	22.7	21.6	25.5	19.9	21.9
영업이익률	**10.2**	**13.7**	**13.2**	**9.0**	**11.7**	**14.1**	**14.1**	**12.9**	**15.4**	**11.4**	**13.2**
항공우주	0.7	-1.8	0.5	1.0	-2.1	-1.6	-1.7	4.9	-2.3	0.1	0.1
지상방산	26.1	29.5	27.1	19.9	25.3	28.9	27.7	18.6	22.4	24.8	24.3
시스템	8.4	4.4	2.8	0.7	6.3	6.9	6.4	5.1	7.8	3.4	6.1
오션	8.2	11.3	9.6	5.9	10.1	10.9	9.9	12.4	-	8.7	12.2
쎄트렉아이	4.4	4.6	4.9	5.5	5.5	6.4	5.8	7.9	-1.8	4.9	6.4
세전이익	4.8	7.4	12.5	6.9	8.7	11.8	11.8	11.0	24.0	8.0	10.9
지배순이익	1.6	3.2	7.5	7.1	4.6	6.2	6.2	5.8	20.5	5.1	5.8

자료: 한화에어로스페이스, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,192	22,868	32,644	37,973	45,345
현금성자산	1,806	2,968	7,209	8,866	11,468
매출채권	2,034	8,509	8,509	9,738	11,333
재고자산	2,869	6,290	8,177	9,358	10,891
비유동자산	10,351	20,469	21,841	22,710	23,710
투자자산	3,942	2,416	3,510	3,793	4,162
유형자산	3,410	8,320	9,205	9,861	10,545
무형자산	2,203	7,744	7,509	7,440	7,387
자산총계	**19,543**	**43,337**	**54,485**	**60,684**	**69,055**
유동부채	12,077	25,516	30,631	33,961	38,285
매입채무	919	1,708	1,708	1,955	2,275
단기차입금	1,374	5,153	6,134	6,134	6,134
비유동부채	2,782	6,456	7,430	7,802	8,286
사채및장기차입금	1,401	4,165	4,439	4,439	4,439
부채총계	**14,859**	**31,973**	**38,061**	**41,763**	**46,570**
지배기업지분	3,528	4,995	9,592	11,167	13,429
자본금	266	240	270	270	270
자본잉여금	192	207	3,582	3,582	3,582
이익잉여금	2,627	4,747	5,910	7,486	9,747
자본총계	**4,684**	**11,364**	**16,424**	**18,921**	**22,485**
총차입금	4,259	11,190	13,132	13,243	13,389
순차입금	2,350	7,505	4,739	3,024	344

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**7,890**	**11,240**	**26,608**	**30,912**	**35,950**
매출원가	6,462	8,370	21,307	24,136	27,508
매출총이익	1,428	2,870	5,300	6,776	8,442
매출총이익률	18.1	25.5	19.9	21.9	23.5
판매비와관리비	834	1,138	2,266	2,682	3,056
판관비율	10.6	10.1	8.5	8.7	8.5
영업이익	**594**	**1,732**	**3,034**	**4,095**	**5,386**
영업이익률	7.5	15.4	11.4	13.2	15.0
EBITDA	933	2,063	3,820	4,948	6,305
영업외손익	536	916	-915	-716	-609
금융이자손익	-69	-173	-276	-116	-9
외화관련손익	16	2	-147	0	0
기타영업외손익	589	1,087	-492	-600	-600
세전이익	**1,131**	**2,647**	**2,119**	**3,379**	**4,777**
세전이익률	14.3	23.5	8.0	10.9	13.3
법인세비용	232	136	17	676	955
법인세율	20.5	5.1	0.8	20.0	20.0
계속사업이익	899	2,511	2,102	2,703	3,821
당기순이익	**977**	**2,540**	**2,102**	**2,703**	**3,821**
당기순이익률	12.4	22.6	7.9	8.7	10.6
지배기업순이익	818	2,299	1,362	1,782	2,519
총포괄손익	819	2,598	2,116	2,703	3,821

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**1,390**	**1,393**	**2,420**	**3,599**	**4,809**
당기순이익	977	2,540	2,102	2,703	3,821
비현금비용	947	1,679	2,776	2,070	2,418
감가상각비	339	331	785	854	919
비현금수익	-1,014	-1,675	-937	-499	-609
자산및부채의증감	462	-903	-1,076	88	115
매출채권감소	-583	-1,097	-6,318	-1,229	-1,595
재고자산감소	-714	-882	-1,683	-1,181	-1,533
매입채무증가	244	-78	933	247	320
법인세환급(납부)	-140	-219	-161	-676	-955
투자활동현금흐름	**-3,029**	**-1,367**	**-3,093**	**-1,820**	**-2,066**
유형자산증가	-453	-578	-1,174	-1,200	-1,300
유형자산감소	3	2	12	0	0
무형자산순감	-118	-149	-231	-240	-250
재무활동현금흐름	**368**	**1,066**	**4,915**	**-122**	**-141**
차입금증가	538	6,928	2,007	112	145
자본의증감	-25	-10	3,405	0	0
배당금지급	-51	-120	-195	-206	-257
현금의증가	-1,263	1,161	4,241	1,657	2,603
기말현금	1,806	2,968	7,209	8,866	11,468
잉여현금흐름(FCF)	937	815	1,247	2,399	3,509

주요투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	15,886	46,183	27,697	34,554	48,855
BPS	68,605	108,270	186,419	216,982	260,848
CFPS	17,667	51,113	80,161	82,883	109,184
DPS	1,800	3,500	4,000	5,000	6,000
PER (배)	8.0	7.0	34.0	33.2	23.5
PSR	0.8	1.4	1.7	1.9	1.6
PBR	1.8	3.0	5.0	5.3	4.4
PCR	7.2	6.3	11.7	13.8	10.5
EV/EBITDA	10.5	13.9	15.7	14.1	10.9
배당성향 (%)	9.3	6.3	9.8	9.5	8.1
배당수익률	1.4	1.1	0.4	0.4	0.5
매출액증가율	11.7	42.5	136.7	16.2	16.3
영업이익증가율	48.4	191.4	75.2	34.9	31.5
순이익증가율	318.5	181.2	-40.8	30.8	41.4
EPS증가율	318.5	190.7	-40.0	24.8	41.4
부채비율 (%)	317.2	281.3	231.7	220.7	207.1
차입금비율	90.9	98.5	80.0	70.0	59.5
순차입금/자기자본	50.2	66.0	28.9	16.0	1.5
ROA (%)	5.6	8.1	4.3	4.7	5.9
ROE	25.6	53.9	18.7	17.2	20.5
ROIC	11.0	15.1	16.6	17.2	21.4

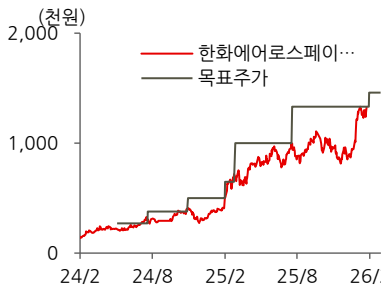
자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/2/10 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) H/L
한화에어로스페이스 (012450)	24/05/16	매수	270,000원	-8.7	21.7
	24/08/01	매수	380,000원	-14.8	4.9
	24/11/11	매수	500,000원	-28.9	-1.9
	25/02/12	매수	650,000원	-2.7	10.7
	25/03/10	매수	1,000,000원	-18.6	-0.2
	25/07/31	매수	1,330,000원	-27.7	-16.8
	25/11/20	매수	1,330,000원	-20.6	0.0
	26/02/11	매수	1,460,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(Underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2025.12.31기준) / 매수(Buy) 78.0%, 보유(Hold) 22.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.