

ISSUE & Pitch

20 Aug. 2026

최광식 조선 · 기계 · 방산 | gs.choie@daolfn.com

이준범 연구원 | junebum34@daolfn.com

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	2,460,000	2,140,000	상향

Earnings

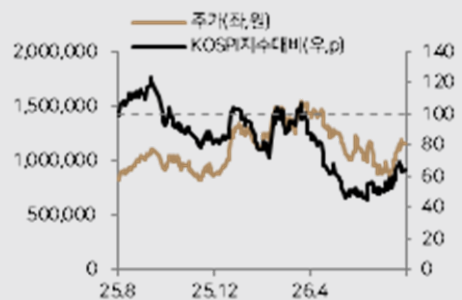
Stock Information

현재가 (08/19)	1,177,000원
예상 주가 상승률	109.0%
시가총액	606,901억원
비중(KOSPI내)	1.14%
발행주식수	51,563천주
52주 최저가/최고가	810,000 - 1,537,000원
90일 일평균 거래대금	2,570억원
외국인 지분율	45.6%
주요주주 지분율(%)	
한화 (외 7인)	35.8
국민연금공단 (외 1인)	7.9
우리사주 (외 1인)	1.3

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	34.5	25.2	19.7
PBR(배)	5.0	5.0	4.1
EV/EBITDA(배)	13.4	10.9	8.2
배당수익률(%)	0.7	0.8	0.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가 상승률 (%)	24.8	2.4	42.3	24.4
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	29.9	(11.5)	(63.0)	(25.7)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

한화에어로스페이스 (012450)

대박경사: K9이 바퀴 달고 미국 간다

Issue

미국 MTC 사업에 K9MH 단독 선정. 실적, Valuation 영향 및 그 의미

Pitch

K9MH가 미국의 견인포를 대체하는 차륜형 자주포로 선정될 가능성이 아주 높아짐. 10조원(추정) 양산 규모 외에 탄약/MRO 등으로 사업규모는 더 커질 수 있음. 1) 미국 진출, 2) 궤도형 석권 이후 차륜형 자주포 시장 침투 및 성공 가능성 상승. 후속 미국 사업인 3) 팔라딘 대체, 4) 미국 장약 사업 등으로 중장기 전망이 너무도 밝음. 최선호주로 추천

Rationale

- 미국의 노후 견인포를 대체하는 MTC(Mobile Tactical Cannon) 사업의 시제품체로 한화디펜스USA가 단독 선정. 6문에 1억달러(최대 18문에 2.6억달러) 계약. 이행기간은 최대 48개월. 성능 검증 후 **498문(10조원 추산)의 양산**이 펼쳐 가능성 높음. 한화는 앨라배마주 Opelika 공장을 임차하고, 센터를 구축하고, 미국 내 공급망 현지화를 준비 중
- 당사 방산 Valuation은 1) EPS 기반 적정 가치에 2) '수주 파이프라인 가치'를 더하는 개념. 기존 동사 수주 파이프라인에 MTC 사업 수주 **확률을 10%로 가정**. 시제 업체에 선정되었기에 이를 **90%로 올리고**, '파이프라인 기대이익'을 기존 5.0조원에서 11.4조원으로 높여서, 동사 적정주가를 246만원으로 +15% 상향. 실적에는 10조원 양산을 미포함
- 그 의미는 너무 큼. 1) K-방산 무기체계의 대규모, 첫 **미국 진출**, 2) 이미 궤도형 자주포 시장을 과점하고 있는 K9이 **K9MH로 변모해 차륜형 자주포 시장에 데뷔**. K9MH는 차륜형 자주포 시장에 연착륙할 뿐 아니라, 재빨리 M/S를 끌어올릴 것으로 기대. 이는 성능 시험 과정에서 가) 미국의 높은 ROC를 충족하기 위해 **상품성(속도, 인력, 자동화 등)이 발전**하고, 나) **천조국도 운용하는 자주포**라는 신뢰가 붙기 때문
- 또한 3) 이번 MTC는 M777 견인포만 대체하는 사업. **향후 노후 M109 팔라딘 자주포 교체**에서도 K9 파생형이 도전하게 될 터인데, 유리한 입지라고 판단
- 동시에 4) **미국에서 추진 중인 장약 사업**(모듈장약 스마트팩토리)도 속도가 붙을 전망. 국내에 2028년 준공되는 MCS 스마트팩토리로 2028년의 실적 성장(모델 미반영)하는 가운데, 그 이후 2030년대에 미국 장약 사업으로 성장이 계속될 전망
- 적정주가를 '수주 파이프라인 가치'만으로 올렸지만, **양산이 확정**되면 2030년대의 실적 예상치 상향을 바탕으로 **적정가치를 또 올릴 예정**

대박 사건: 미국 MTC(Mobile Tactical Cannon) 시제 업체로 단독 선정

경쟁사들 제치고
미국 진출
시제품 6대, 1억달러

한화에어로스페이스의 K9MH가 미 육군 차기 자주포 사업(MTC)에 시제품 개발 업체로 단독 선정되었다.

미 육군은 2024년 3월 58구경장 궤도형 ERCA(XM1299)를 포신 내구성 문제로 중단한 뒤, 자체 개발 대신 기존 성숙 기종 도입으로 전략을 바꿔 자주포 현대화(SPH-M)를 추진했다. 이번 MTC 사업은 SPH-M의 후속(하위) 사업으로 M777 155mm 견인포를 대체하는 사업이다.

발주는 미 육군, 계약활동은 ACC-Detroit Arsenal이며 신속획득용 OTA(10 U.S.C. §4022) 확정금액 방식으로 경쟁 체결됐다. 1차 조치액 1억 30만달러(약 1,400억원), 옵션 포함 총한도 2억 6,290만달러(약 3,700억원), 물량은 시제 6문 + 옵션 12문으로 총 18문이다. 성공적인 시제 검증 시, 498문(10조원 추산)의 양산으로 전환될 수 있다는 대규모 사업이다.

경쟁사는 2024년 10월 SPH-M 성능시연까지 포함 시 American Rheinmetall, General Dynamics와 BAE Systems(CAESAR), KNDS·Leonardo DRS, Elbit·Oshkosh·Anduril(SIGMA), AM General·Kalyani(MaG 52)였다.

Fig. 1: MTC 시제 계약품 개발 업체 선정 개요

구분	내용	내용
사업명	Mobile Tactical Cannon (MTC) : SPH-M 후속	2026년 3월 RFP
발표일	2026-08-18 (미 동부시간) / 2026-08-19 KST	
발주처	U.S. Army	
수주사	Hanwha Defense USA (Arlington, Virginia) - 한화에어로스페이스	
제안 기종	K9MH : 155mm/52구경장 CN98, 8x8 차륜, 완전자동 무인포탑	
계약형태	Other Transaction Authority (10 U.S.C. §4022), Firm-Fixed-Price, 경쟁 선정	
확정 계약	100.3백만달러 시제 6문	
총 계약한도	262.9백만달러 최대 18문 (시제 6문 확정 + 옵션 12문)	
이행기간	48개월, FY2026~FY2030 추정	
목적	시제품 제작, 시험평가, 군 실전 운용 시험 → 전력화 배치를 최종 결정	
대체 대상	M777 155mm 견인포 (일부 부대), SBCT 우선 → MBCT/IBCT 확대	

Source: 다올투자증권

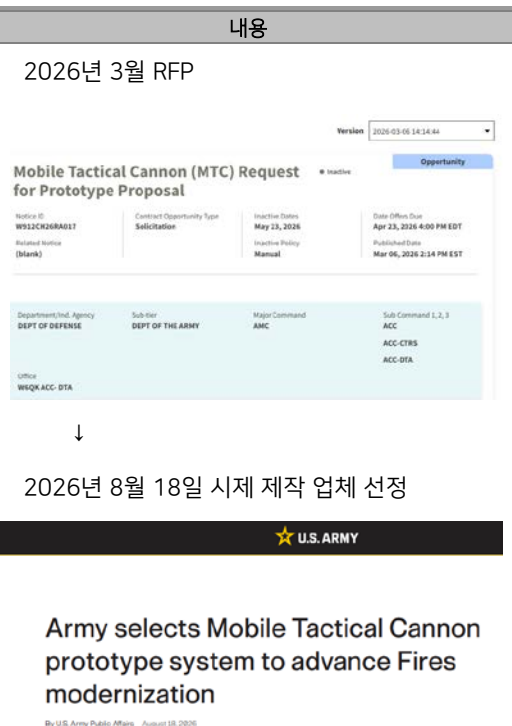


Fig. 2: 2025년 5월에 발간한 한화디펜스USA 투어 후기, “글로벌 한화 방산 전략: 현지화, 자주 국방” 참고. 그리고 두 번째 아이템 미국 장악 시장 진출도 진행형

II-2. K9 미국 현지화 시동

K9: 미국 현지 생산, 고출력 어필 + 바퀴형 K9 및 K9A2로 진화	K9의 경우 먼저 K9A1을 제시하고, 초기에 Made in Korea, Australia 제품이 공급될 수 있지만, 폴란드 K2처럼 현지 생산공장 또는 JV 설립을 염두에 두고 있다. 모듈화해서 공급하는 접근도 고려하고 있다. K9은 호주, 이집트, 향후 폴란드에서 다양한 현지화 모델을 가지고 있다. 공장 및 고용창출은 그린필드, JV 등 다양한 형태가 될 수 있다. 부채계 현지화를 위한 M&A 및 파트너십도 염두에 둔다. 호주의 Land 8114 모델을 실행하면서 그 사례를 미국에 적용하고자 한다. 궁극적으로 미국 현지 기업으로 자리매김할 계획이다.
K9의 상품성	미군은 1960년대에 실전배치된 노후화된 M109 A7(팔라딘)을 대신할 자주포 개량 및 도입 사업을 XM 2001, XM 1203, 그리고 가장 최근 ERCA로 진행해 왔지만, 모두 실패한 가운데, SPH-M 사업으로 해외 기술 도입도 가능한 상황이다. K9에 대해서는 2024년 11월에 미국 군 관계자들의 방한 및 시범운용에서 “Extraordinay Impressed”로 표현했다고 주장한다. K9 1개 포대(6문)가 M109 A7 1개 포대(3개 포대, 18문)의 화력을 수행할 수 있거나, 사거리 등에서 그 이상인데, 가격도 더 싸다. K9+K10의 운용으로 인력도 크게 줄일 수 있다. 더구나, 향후 탄약의 반자동 장전의 K9A1에서, 향후 완전 자동장전의 K9A2를 제시한다. 향후 미국산 트럭을 활용하는 미국형 Wheeled K9 (CGS, Common Gun System)도 개발해서 시장 대응력을 강화한다.

Fig. 4: 미국이 추진해온 자주포 사업들

항목	내용
사업명	XM 2001 크루세이더
개발 기간	1998년 ~ 2002년
중단 사유	비싸고, 무거움
사업명	XM 1203 NLOS-C
중단 사유	2009년, 국방장관 로버트 게이츠에 의해 취소
사업명	ERCA (Extended Range Cannon Artillery)
개발 기간	2018년 ~ 2024년 3월
주요 목표	M109A7 개량 155MM 58구경장 포신 장착으로 사거리 기존 30km → 70km 이상으로 확대
중단 사유	- 58구경장 XM907 포신 마모, 수명 짧음 - 기술적 한계 - 운용성 문제 등
사업명	미 육군 자주포 현대화 프로그램(SPH-M)
사업배경	- 52구경장 자주포 도입, - 신형 유도탄 개발, - 해외 기술 도입 검토 등
경쟁	- 한화에어로스페이스 - BAE Systems - Elbit Systems - General Dynamics - GM Motors 등

Source: 다올투자증권

DAOL Investment & Securities | 4

Issue & Pitch | F_SECNM

II-3. 미국 탄약 시장에 MCS 스마트팩토리로 접근

Source: 다올투자증권

미국 진출,
궤도형 과점 후 차륜형
진출,
후속 팔라딘 교체는?

의의는 다음과 같다. 1) 대규모 무기체계, 주력 화력장비의 첫 미국 진출이다. 2) 궤도형 자주포 시장을 과점하고 있는 K9의 차륜형 자주포 시장 진출로 인한 M/S 상승이다. 미국 실전배치 과정에서 가) 미국의 높은 ROC를 충족하면서 상품성(속도, 인력, 자동화 등)은 더 발전하고, 나) 미국도 운용하는 자주포라는 신뢰도가 붙기 때문이다.

당장 스페인 자주포 사업에서 궤도형 128문과 함께 차륜형 86문 패키지로 제안 중이다. 궤도형은 확정적이고, 차륜형이 두번째 수출 계약을 따낼지가 초미의 관심이다.

견인포 다음
노후 자주포 사업까지면
500문 이상일 수도

또한 3) 이번 MTC는 M777 견인포만 대체하는 사업으로 향후 노후 M109 팔라딘 자주포 교체 사업을 진행할 시 K9 파생형이 도전하게 될 터인데, 유리한 입지를 점하는 계기가 될 수 있다.

Fig. 3: K9 자주포 시리즈 비교

구분	항목	K9 / K9A1 (궤도형)	K9A2 (궤도형)	K9MH (차륜형)
플랫폼	주행 방식	궤도	궤도	8×8 차륜 (Tatra, 시제 기준)
	전투중량	약 47t	약 47t 내외	40t 미만
	차체 조달	자체(한화)	자체(한화)	외부(체코 Tatra) → 현지화 시 교체 전제
화력	주포	155mm 52구경장	155mm 52구경장	155mm 52구경장 CN98
	사거리(표준장약)	약 40km	약 40km	40km
	사거리(RAP)	50km급	50km급	60km 이상
	발사속도	지속 2~3발/분	6~9발/분	8~9발/분 (주기 약 7.5초)
운용	장전 방식	반자동	자동	완전 자동 (로봇암+이중 컨베이어)
	승무원	5명	3명(목표)	2~3명
	진지점령~방열	수분 단위	단축	30초 이내
	재보급	K10 탄약운반장갑차	K10/K11	K10 연동 지원
기동	험지 기동성	우수(접지력)	우수	열세
	도로/전력 전개	열세(수송 필요)	열세	우수(자력 장거리 기동)
	생존성 참고치	M109 손실률 17.0%	-	CAESAR(차륜) 손실률 8.7%
경제성	유지비·LCC	높음	높음	낮음

Source: 다올투자증권

실적보다 Valuation 변화: 수주 파이프라인 가치 조정

수주 파이프라인 가치
상향으로
적정주가 올림

적정주가를 246만원으로 상향한다. 최근 수주건(상품공급계약 0.7조원, MTC 시제 계약 0.14조원)을 포함해서 타라인을 수정했지만, 아직 10조원의 K9MH를 2030년대에 어닝으로 삽입하지는 않는다.

적정주가 상향의 배경은 '수주 기대이익'을 기존 5조원에서 11.4조원으로 올렸고, '수주 파이프라인 가치'가 66만원으로 더 크게 반영되었기 때문이다. 이는, 미국 차세대 자주포(MTC)의 수주 확률을 10%에서 90%로 올렸기 때문이다.

아직 K9MH 양산은 미반영
2030년대에 반영할 것

2029~2030년에 K9MH 양산이 결정될 경우 2030년대의 실적 예상치를 상향하면서, 이번 '수주 파이프라인 가치' 상향 그 다음 적정가치 상향 조절이 이어질 예정이다.

Fig. 4: 적정주가 246만원으로 +15% 올림. 수주 기대이익을 11.4조원(기존 5.0조원)으로 상향

(원, 배수)

PER VALUATION	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년
주식수(백만주)	50.6	50.6	45.6	51.6	51.6	51.6	51.6	51.6
			인적분할 ↑	↑유증				
EPS	3,858	16,147	50,143	27,795	46,659	59,766	57,671	39,284
YoY	-23%	318%	211%	-45%	68%	28%	-4%	-32%
PER(고)	22.5	9.4	8.5	40.5	24.0			
PER(저)	10.6	4.1	2.5	11.9	7.1			
적정PER	15	10	20	30	30	적정 30	30	30
주당 적정가치	57,877	161,467	1,002,860	833,849	1,399,780	1,792,992	1,730,131	1,178,518
Weight					0%	100%	0%	0%
					중기 최고 실적 지점 ↗		↘ 채우는 중 ↗	
주당 적정가치1					1,792,992			
수주 파이프라인						89.8조원		
수주 기대이익					기존 5.0조원 →		11.4조원	
적정 멀티플						3x		
주당 파이프라인 가치2					663,261			
적정주가				2,460,000				
종가(08월 19일)				1,177,000				
상승여력				109.0%				

Source: 다올투자증권

Note: 2025년 EPS 등 계산은 기말 주식수를 사용

Fig. 5: 한화에어로스페이스 실적 변경

한화에어로스페이스 연간	변경 전				변경 후				차이(변경 후/변경 전)			
	2026E	2027E	2028E	2029E	2026E	2027E	2028E	2029E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	31,490	32,838	31,441	32,434	31,654	32,504	32,388	33,860	1%	-1%	3%	4%
영업이익	4,588	5,983	5,878	4,787	4,521	5,856	6,026	4,976	-1%	-2%	3%	4%
세전이익	4,402	6,143	6,088	4,989	4,335	6,015	6,235	5,178	-2%	-2%	2%	4%
지배주주순이익	2,420	3,180	2,872	1,899	2,406	3,082	2,974	2,026	-1%	-3%	4%	7%
영업이익률	14.6%	18.2%	18.7%	14.8%	14.3%	18.0%	18.6%	14.7%	-0.3%p	-0.2%p	-0.1%p	-0.1%p
지배주주순이익률	7.7%	9.7%	9.1%	5.9%	7.6%	9.5%	9.2%	6.0%	-0.1%p	-0.2%p	0.0%p	0.1%p
방산 2사	12,171	13,646	12,048	12,137	12,075	13,346	12,346	12,431	-1%	-2%	2%	2%
영업이익	2,460	3,094	2,727	1,619	2,402	2,964	2,868	1,788	-2%	-4%	5%	10%
영업이익률	20.2%	22.7%	22.6%	13.3%	19.9%	22.2%	23.2%	14.4%	-0.3%p	-0.5%p	0.6%p	1.0%p
지상방산 매출	9,335	10,772	9,088	9,088	9,381	10,576	9,493	9,493	0%	-2%	4%	4%
영업이익	2,110	2,729	2,349	1,224	2,126	2,657	2,498	1,413	1%	-3%	6%	15%
영업이익률	22.6%	25.3%	25.8%	13.5%	22.7%	25.1%	26.3%	14.9%	0.1%p	-0.2%p	0.5%p	1.4%p
시스템·방산 매출	2,836	2,874	2,960	3,049	2,694	2,770	2,853	2,938	-5%	-4%	-4%	-4%
영업이익	350	365	379	395	276	308	369	374	-21%	-16%	-2%	-5%
영업이익률	12.3%	12.7%	12.8%	12.9%	10.3%	11.1%	13.0%	12.7%	-2.1%p	-1.6%p	0.2%p	-0.2%p
한화오션 매출	15,328	14,952	15,262	16,145	15,328	14,952	15,262	16,145	0%	0%	0%	0%
영업이익	2,203	2,836	3,047	3,038	2,203	2,836	3,047	3,038	0%	0%	0%	0%
영업이익률	14.4%	19.0%	20.0%	18.8%	14.4%	19.0%	20.0%	18.8%	0.0%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p
순이익	1,901	2,174	2,636	2,673	1,901	2,174	2,636	2,673	0%	0%	0%	0%
한화필리 등	750	800	900	1,000	1,010	767	1,550	2,132	35%	-4%	72%	113%
영업이익	-96	-25	-11	2	-107	-25	-7	19	12%	적지	적지	흑전
영업이익률	-12.8%	-3.1%	-1.2%	0.2%	-10.6%	-3.2%	-0.5%	0.9%	2.2%p	-0.1%p	0.7%p	0.7%p

Source: 다올투자증권

Fig. 6: 수주 파이프라인 가치 조정

: K9MH 확률 10% → 90%. 기대이익 5.0 → 11.4조원 x 3배수

(조원)

계약 시기	사업명		계약규모 (조원)			
한화에어로스페이스						
26.02	노르웨이 천무	1.3				
26.04	폴란드 천무 3	2.4	연 5.5e			
26.04	핀란드 K9	0.9				
26.04	에스토니아 천무 2차	0.1				
26.07	상품공급기본계약(스페인 자주포 추정)	0.67				
26.08	MTC 시제사업	0.14				
수주파이프라인						
2026~	스페인 자주포 128대	2.3e	임박 55.9e	GS 확률	마진e	기대이익
2026~	미국 차세대 자주포 사업(500문)	10.0e		90%	30%	2.7e
2026~	MRO, 탄 등	20.0e		50%	30%	3.0e
2026~	폴란드 K9 EC3	7.6e		90%	30%	2.0e
2026~	사우디 MNG	15.0e		33%	30%	1.5e
2027~	루마니아 자주포 2차. 현지 공장	1.0e		90%	30%	0.3e
2027~	중동 L-SAM	15.0e	아마 8.2e	30%	30%	1.4e
2026~	스위스 L-SAM	2.0e		5%	30%	0.0e
2026~	스웨덴 자주포 40여대	1.0e		10%	30%	0.0e
2026~	인도 K9 3차 200문	0.8e		20%	30%	0.0e
2026~	말레이시아 자주포	0.4e		10%	30%	0.0e
2026~	필리핀 ASBM(~280km)	0.2e		10%	30%	0.0e
2026~	루마니아 천무	0.5e		10%	30%	0.0e
2026~	폴란드 레드백	2.0e		10%	30%	0.1e
2026~	사우디 KTSSM-2	1.0e		10%	30%	0.0e
2026~	이집트 천무	0.3e		10%	30%	0.0e
2027~ 미국 155mm 탄 장약 공급계약						
파이프라인 총 79.1						11.4e 기대이익

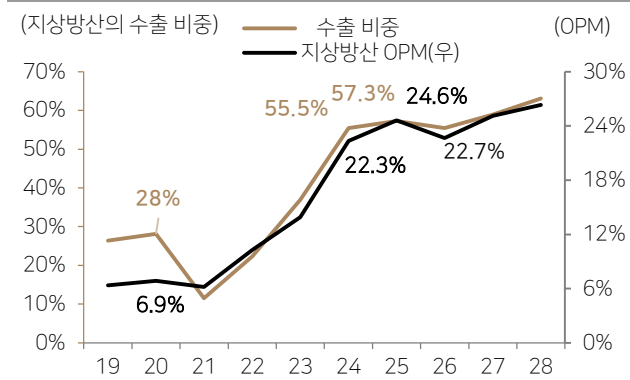
Source: 다올투자증권

Fig. 7: 한화에어로스페이스 실적 예상: 2028년에 방산 수출의 정체(현재 예상치) → MCS 스마트팩토리 가동
+ 후속 주주에 따라 상향 가능 (십억원)

한화에어로스페이스	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	5,484.2	6,311.0	6,486.5	8,421.2	5,751.0	9,292.9	7,446.1	9,164.2	26,702.9	31,654.3	32,504.3	32,387.7	33,860.1
영업이익	529.9	895.3	856.4	807.6	638.9	1,365.5	1,202.5	1,314.2	3,089.3	4,521.1	5,855.9	6,025.6	4,976.5
YoY	2887%	165%	79%	(10%)	21%	53%	40%	354%	78%	46%	30%	3%	(17%)
금융/기타영업외	(299.7)	(395.0)	(44.4)	(140.3)	(36.1)	(118.8)	7.3	9.3	(879.4)	(186.1)	159.6	209.6	201.9
세전사업이익	230.2	500.3	812.0	667.4	554.9	1,246.7	1,209.8	1,323.5	2,209.9	4,335.0	6,015.4	6,235.1	5,178.4
지배주주순이익	59.5	226.4	486.5	632.5	260.7	636.4	697.1	811.7	1,405.0	2,405.9	3,081.8	2,973.7	2,025.6
영업이익률	9.7%	14.2%	13.2%	9.6%	11.1%	14.7%	16.1%	14.3%	11.6%	14.3%	18.0%	18.6%	14.7%
지배주주순이익률	1.1%	3.6%	7.5%	7.5%	4.5%	6.8%	9.4%	8.9%	5.3%	7.6%	9.5%	9.2%	6.0%
한화에어로스페이스 - 자상방산	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
자상방산 잔고	31,734	31,736	30,996	37,187	39,723	38,307							
① 자상방산 매출	1,157.5	1,773.2	2,109.8	3,092.6	1,221.1	2,107.5	2,605.1	3,447.1	8,133.1	9,380.7	10,576.4	9,493.1	9,493.1
YoY	76%	33%	27%	(8%)	5%	19%	23%	79%	16%	15%	13%	(10%)	0%
수출	752.5	1,083.4	1,197.0	1,628.8	651.4	1,232.4	1,429.2	1,891.2	4,661.7	5,204.2	6,233.0	5,987.8	3,784.6
YoY	147%	42%	23%	(12%)	(13%)	14%	19%	164%	20%	12%	20%	(4%)	(37%)
수출 비중	65%	61%	57%	53%	53%	58%	55%	55%	57.3%	55%	59%	63%	40%
영업이익	301.9	522.5	572.5	604.3	208.7	533.0	582.5	801.9	2,001.2	2,126.2	2,656.7	2,498.4	1,413.5
영업이익률	26.1%	29.5%	27.1%	19.5%	17.1%	25.3%	22.4%	23.3%	24.6%	22.7%	25.1%	26.3%	14.9%
사업별 수출													
천공 II 발사대 및 탄약운반차량 수출									56.0	56.0	56.0	89.6	
폴란드 정부와 K-9 자주포 등 수출 실행계약 체결									781.7	586.8			
폴란드 K-9 자주포 등 2차 실행계약										300.0	④ 430.9	646.4	646.4
폴란드 천무 다연장로켓 수출 1차 실행계약 체결									1,002.9	1,002.9	⑤ 1,588.8		
폴란드 천무 다연장로켓 수출 2차 실행계약 체결										321.8	⑥ 321.8	750.9	858.1
이집트 K9 자주포 및 탄약운반차 등 수출									150.0	⑦ 798.1	664.5	299.6	
호주 Land 8116 자주포									104.4	268.4	298.3	186.3	
호주 Land 400 Ph.3 보병전투차량 공급계약 체결									250.0	327.3	④ 327.3	425.4	425.4
루마니아 K9 자주포 공급계약									138.2	138.2	⑤ 276.4	276.4	421.0
SA-MSAM 사업 발사대 분야 양산									135.6	135.6	135.6	135.6	67.8
인도 K9 자주포 2차 수출사업 (구성품 공급)									5.0	67.6	67.6	67.6	67.6
폴란드 K9 자주포 차체 수출사업									5.0	59.8	59.8	59.8	59.8
방산수출 이행약정서(베트남 K9 20문)									5.5	58.7	58.7	58.7	58.7
유도무기류 공급계약(천검 추정)									24.3	24.3	191.6	162.2	
IM3 사업 발사대 분야 양산									9.5	53.5	53.5	53.5	53.5
L-SAM 양산(발사대, ABM)									12.7	140.9	140.9	140.9	140.9
방산수출 이행약정서: 에스토니아 천무									1.9	43.5	87.0	87.0	87.0
방산수출 이행약정서: 에스토니아 천무 2차(미공시)									0.5	10.9	21.8	21.8	21.8
천무 다연장로켓 수출사업(노르웨이)											⑥ 376.2	376.2	563.8
폴란드 천무 EC3: 기타 판매 · 공급계약											⑧ 44.9	44.9	44.9
폴란드 천무 EC3: 부품공급계약											⑧ 266.7	266.7	266.7
핀란드 K9: 방산수출 이행약정(112문)											⑧ 107.8	107.8	107.8
② 한화시스템의 방산 매출	430.3	470.2	481.4	1,056.9	471.2	700.6	580.5	942.1	2,438.8	2,694.4	2,769.6	2,852.7	2,938.2
영업이익	50.3	52.5	49.8	74.9	69.0	103.7	50.2	53.3	227.5	276.3	307.8	369.4	374.1
영업이익률	11.7%	11.2%	10.3%	7.1%	14.6%	14.8%	8.6%	5.7%	9.3%	10.3%	11.1%	13.0%	12.7%
한화오션 매출	3,143.1	3,294.1	3,023.4	3,227.8	3,209.9	5,443.2	3,225.1	3,449.5	12,688.4	15,327.7	14,951.7	15,261.6	16,144.9
영업이익	258.6	371.7	289.8	189.0	441.1	736.1	562.8	462.6	1,109.1	2,202.6	2,835.6	3,047.5	3,037.6
영업이익률	8.2%	11.3%	9.6%	5.9%	13.7%	13.5%	17.4%	13.4%	8.7%	14.4%	19.0%	20.0%	18.8%
한화시스템-필리+ 매출	118.3	151.0	170.6	132.8	163.6	229.7	231.1	385.5	572.7	1,009.8	766.6	1,549.5	2,131.5
영업이익	(2.9)	(29.8)	(39.3)	(87.9)	(48.1)	(20.8)	(18.3)	(19.9)	(159.9)	(107.1)	(24.8)	(7.4)	19.2
항공, 우주, ICT	712.4	840.4	810.2	1,009.7	870.7	998.4	804.4	940.0	3,372.6	3,613.6	3,440.0	3,230.7	2,408.9
영업이익	16.1	0.9	17.6	33.9	34.0	59.2	25.3	16.2	68.5	134.7	80.6	117.7	132.1
영업이익률	2.3%	0.1%	2.2%	3.4%	3.9%	5.9%	3.1%	1.7%	2.0%	3.7%	2.3%	3.6%	5.5%

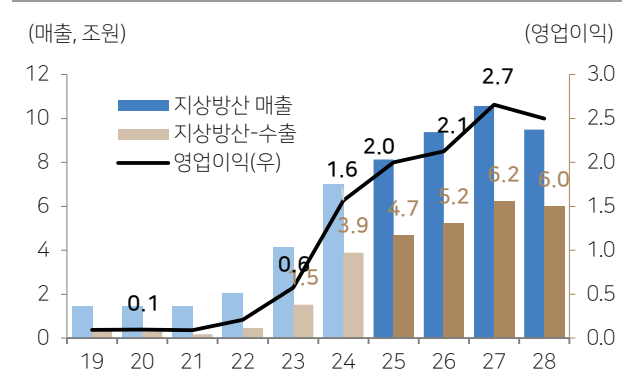
Source: 다올투자증권

Fig. 8: 수출이 결정하는 지상방산 수익성



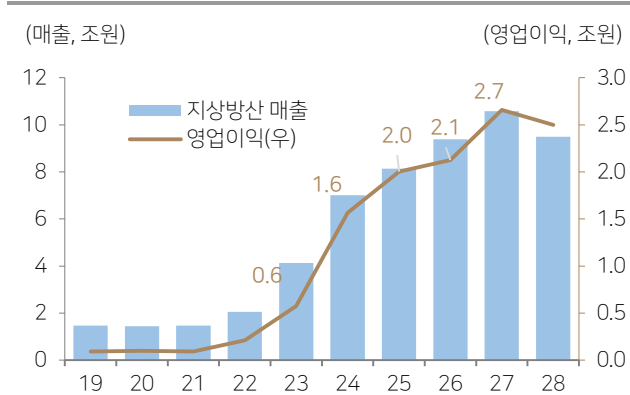
Source: 다올투자증권

Fig. 9: 지상방산-수출 2026년 5조원, 2027년 6조원 넘김



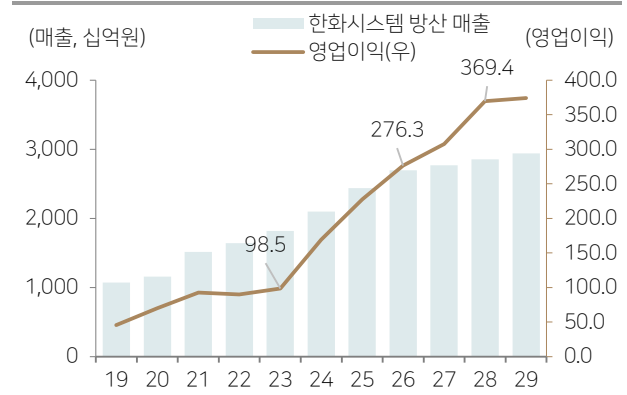
Source: 다올투자증권

Fig. 10: 지상방산, 가파른 성장 중



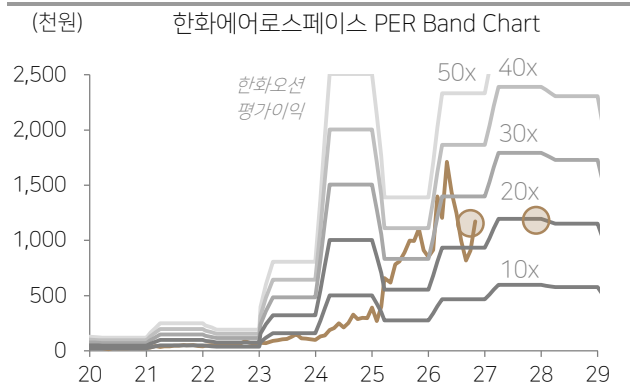
Source: 다올투자증권

Fig. 11: 시스템 방산, 부체계도 K-방산과 함께 성장



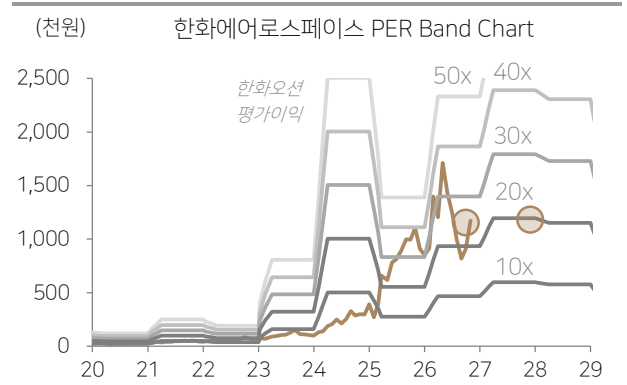
Source: 다올투자증권

Fig. 12: 한화에어로스페이스 PER Band



Source: 다올투자증권

Fig. 13: 한화에어로스페이스 PBR Band



Source: 다올투자증권

한화에어로스페이스

연도별 성과

2024	A
2025	A
2026	BB

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	친환경 공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회와 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

등급	자산규모	평가시기	섹터
BB	2조이상	2026 상반기	자본재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	79.4	497/1305	55/155

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	현대엔지니어링	웅진
5천억이상	HLD&I	와이지-원
5천억미만	엠앤씨솔루션	엠엑스로보틱스

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
89.8	50.4	25%	▲
86.0	60.1	중	▲
90.1	46.2	중	▲
100.0	52.0	하	▲
80.0	83.4	하	▼
63.7	57.6	35%	▲
82.5	59.1	상	▲
95.4	56.3	중	▲
85.3	71.1	하	▲
100.0	54.9	하	▲
68.2	56.8	40%	▲
60.6	51.1	상	▲
58.5	62.8	하	▼
76.3	60.6	상	▲
100.0	62.1	하	▲
87.5	68.3	중	▲
100.0	56.7	하	▲

컨트로버시 이슈 (4개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

[2026상] 사회, Level5, 대전 공장 폭발 사고로 5명 사망 및 2명 부상 (사건발생일: 2026년 6월 1일)
 (한화오션) [2026상] 사회, Level4, 거제사업장서 야간 휴식 중 50대 근로자 사망 (사건발생일: 2026년 1월 8일)
 (한화오션) [2025하] 사회, Level5, 조선소에서 감독관 1명 추락사 (사건발생일: 2025년 9월 3일)
 (한화오션) [2025하] 사회, Level5, 거제 조선소서 구조물 충돌로 근로자 1명 사망 (사건발생일: 2025년 10월 17일)

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
 - 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
 - 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
 - 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타 주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2023	11.1%	22.6%	71.6%
2024	6.9%	23.6%	156.3%
2025	25.6%	23.9%	194.8%

한화에어로스페이스 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	22,981.7	30,705.4	43,822.0	44,787.9	46,541.9
현금성자산	3,653.5	8,293.6	16,912.5	17,110.2	18,639.1
매출채권	3,365.3	3,447.6	5,953.7	6,458.5	6,821.4
재고자산	6,404.1	7,741.7	9,677.1	9,884.2	9,689.7
비유동자산	20,580.2	23,248.2	24,641.2	24,981.0	25,357.1
투자자산	4,438.0	6,226.0	7,332.3	7,630.0	7,939.8
유형자산	8,385.9	9,524.4	9,886.3	10,067.8	10,266.5
무형자산	7,756.3	7,497.8	7,422.5	7,283.2	7,150.8
자산총계	43,561.9	53,953.7	68,463.2	69,768.9	71,899.1
유동부채	25,516.1	29,976.4	37,831.3	37,879.2	37,560.7
매입채무	4,269.9	6,041.1	11,109.8	12,107.2	13,097.9
유동성이자부채	6,566.4	7,178.0	9,140.1	8,014.6	6,528.0
비유동부채	6,553.8	7,189.1	11,046.5	9,685.7	9,726.5
비유동이자부채	4,623.3	5,832.4	6,631.4	6,631.4	6,631.4
부채총계	32,069.9	37,165.5	48,877.9	47,564.9	47,287.3
자본금	240.4	270.3	270.3	270.3	270.3
자본잉여금	206.7	3,604.4	3,613.1	3,613.1	3,613.1
이익잉여금	4,746.5	5,982.7	8,012.4	10,631.1	13,038.9
자본조정	(198.5)	(172.6)	208.0	208.0	208.0
자기주식	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)
자본총계	11,492.0	16,788.2	19,585.3	22,204.0	24,611.8
투하자본	17,020.8	17,489.3	13,486.9	14,581.2	13,763.9
순차입금	7,536.2	4,716.8	(1,141.0)	(2,464.1)	(5,479.7)
ROA	8.0	4.5	5.8	6.4	6.4
ROE	59.6	30.0	32.7	32.7	28.6
ROIC	16.3	17.8	24.0	30.5	31.0

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	11,240.1	26,702.9	31,654.3	32,504.3	32,387.7
증가율 (Y-Y,%)	42.5	137.6	18.5	2.7	(0.4)
영업이익	1,731.9	3,089.3	4,521.1	5,855.9	6,025.6
증가율 (Y-Y,%)	191.4	78.4	46.3	29.5	2.9
EBITDA	2,062.8	3,962.1	5,460.4	7,137.6	7,387.1
영업외손익	915.5	(712.8)	(186.1)	159.6	209.6
순이자수익	(172.3)	(237.9)	(128.5)	4.3	94.5
외화관련손익	92.4	(65.8)	189.3	(103.3)	218.2
지분법손익	1,143.1	15.0	3.7	3.7	3.7
세전계속사업손익	2,647.4	2,209.9	4,335.0	6,015.4	6,235.1
당기순이익	2,539.9	2,202.0	3,557.4	4,391.3	4,551.7
지배기업당기순이익	2,298.9	1,405.0	2,405.9	3,081.8	2,973.7
증가율 (Y-Y,%)	160.0	(13.3)	61.6	23.4	3.7
NOPLAT	1,642.8	3,078.3	3,710.1	4,274.8	4,398.7
(+) Dep	330.9	872.7	939.3	1,281.7	1,361.5
(-) 운전자본투자	2,556.4	(765.0)	(1,395.2)	(405.0)	(943.2)
(-) Capex	578.2	1,710.5	779.2	1,088.7	1,192.7
OpFCF	(1,160.9)	3,005.6	5,265.4	4,872.8	5,510.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	26.6	55.8	58.9	42.5	6.6
영업이익증가율(3Yr)	84.2	97.6	96.7	50.1	24.9
EBITDA증가율(3Yr)	58.9	81.5	80.2	51.3	23.1
순이익증가율(3Yr)	103.4	146.8	53.8	20.0	27.4
영업이익률(%)	15.4	11.6	14.3	18.0	18.6
EBITDA마진(%)	18.4	14.8	17.3	22.0	22.8
순이익률(%)	22.6	8.2	11.2	13.5	14.1

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	1,393.0	4,049.8	7,143.9	2,747.0	5,315.5
당기순이익	2,539.9	2,202.0	3,557.4	4,391.3	4,551.7
자산상각비	330.9	872.7	939.3	1,281.7	1,361.5
운전자본증감	(902.8)	570.6	1,128.0	405.0	943.2
매출채권감소(증가)	(1,096.9)	(1,028.6)	(2,216.1)	(504.8)	(362.9)
재고자산감소(증가)	(882.3)	(1,107.7)	(1,917.9)	(207.1)	194.5
매입채무증가(감소)	(77.7)	2,098.9	4,957.9	997.4	990.7
투자현금	(1,367.3)	(4,020.8)	(3,023.8)	(1,691.6)	(1,810.7)
단기투자자산감소	(372.0)	(552.4)	(1,607.4)	(73.7)	(76.7)
장기투자증권감소	(394.6)	(1,347.6)	(383.0)	(197.6)	(205.7)
설비투자	(578.2)	(1,710.5)	(779.2)	(1,088.7)	(1,192.7)
유무형자산감소	(147.3)	(244.2)	(234.6)	(235.2)	(235.2)
재무현금	1,065.7	4,681.6	3,134.0	(931.5)	(2,052.6)
차입금증가	1,232.9	2,034.7	3,152.3	(468.4)	(1,486.7)
자본증가	(138.8)	4,013.7	(360.1)	(463.0)	(565.9)
배당금지급	119.8	195.1	360.1	463.0	565.9
현금 증감	1,161.4	4,745.6	7,383.7	124.0	1,452.2
총현금흐름(Gross CF)	2,701.9	4,352.6	6,066.3	2,342.0	4,372.3
(-) 운전자본증가(감소)	2,556.4	(765.0)	(1,395.2)	(405.0)	(943.2)
(-) 설비투자	578.2	1,710.5	779.2	1,088.7	1,192.7
(+) 자산매각	(147.3)	(244.2)	(234.6)	(235.2)	(235.2)
Free Cash Flow	431.8	902.4	4,170.5	1,055.4	3,504.9
(-) 기타투자	394.6	1,347.6	383.0	197.6	205.7
잉여현금	37.2	(445.2)	3,787.5	857.8	3,299.1

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	49,621	27,247	46,659	59,766	57,671
BPS	109,587	187,825	234,736	285,522	332,218
DPS	3,443	7,000	9,000	11,000	11,000
Multiples(x,%)					
PER	6.5	34.5	25.2	19.7	20.4
PBR	2.9	5.0	5.0	4.1	3.5
EV/ EBITDA	10.9	13.4	10.9	8.2	7.5
배당수익률	1.1	0.7	0.8	0.9	0.9
PCR	5.5	11.1	10.0	25.9	13.9
PSR	1.3	1.8	1.9	1.9	1.9
재무건전성 (%)					
부채비율	279.1	221.4	249.6	214.2	192.1
Net debt/Equity	65.6	28.1	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	365.3	119.0	n/a	n/a	n/a
유동비율	90.1	102.4	115.8	118.2	123.9
이자보상배율	10.1	13.0	35.2	n/a	n/a
이자비용/매출액	2.2	1.8	1.6	1.3	1.2
자산구조					
투하자본(%)	67.8	54.6	35.7	37.1	34.1
현금+투자자산(%)	32.2	45.4	64.3	62.9	65.9
자본구조					
차입금(%)	49.3	43.7	44.6	39.7	34.8
자기자본(%)	50.7	56.3	55.4	60.3	65.2

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 93.5% HOLD : 6.5% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자조건은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

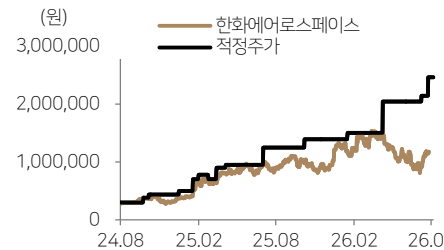
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자조건은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자조건과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

한화에어로스페이스 (012450)



일자	2024.10.18	2024.11.01	2025.01.09	2025.02.13	2025.02.25	2025.03.21
투자조건	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
적정주가	380,000원	440,000원	500,000원	700,000원	780,000원	700,000원
일자	2025.04.09	2025.04.23	2025.05.02	2025.05.19	2025.08.01	2025.11.04
투자조건	BUY	HOLD	BUY	HOLD	BUY	BUY
적정주가	900,000원	900,000원	950,000원	950,000원	1,250,000원	1,390,000원
일자	2026.02.09	2026.05.25	2026.08.03	2026.08.20		
투자조건	BUY	BUY	BUY	BUY		
적정주가	1,500,000원	2,040,000원	2,140,000원	2,460,000원		

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.10.18	380,000원	372,366원	381,573원	-0.5	2.0
2024.11.01	440,000원	342,421원	409,638원	-21.0	-5.5
2025.01.09	500,000원	401,150원	512,047원	-18.5	4.0
2025.02.13	700,000원	600,547원	655,814원	-12.9	-4.9
2025.02.25	780,000원	686,513원	752,315원	-10.6	-2.1
2025.03.21	700,000원	652,860원	691,263원	-5.3	0.3
2025.04.09	900,000원	785,303원	817,306원	-11.4	-7.8
2025.05.02	950,000원	828,903원	876,388원	-11.4	-6.3
2025.08.01	1,250,000원	963,885원	1,107,000원	-22.9	-11.4
2025.11.04	1,390,000원	1,031,439원	1,330,000원	-25.8	-4.3
2026.02.09	1,500,000원	1,353,797원	1,537,000원	-9.8	2.5
2026.05.25	2,040,000원	1,038,277원	1,251,000원	-49.1	-38.7
2026.08.03	2,140,000원	1,088,909원	1,185,000원	-49.1	-44.6
2026.08.20	2,460,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 08월 19일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.