true friend 한국투자 증권

기업 Note

2024. 4. 19

한화에어로스페이스 (012450)

매수(유지)

목표주가: 258,000원(상향)

1Q24 Preview: 방산만 보면 되는 쉬운 선택지

1분기 폴란드 매출 공백 발생

연결 매출액은 1조 7,943억원(-12.0% YoY), 영업이익은 937억원(-58.2% YoY, OPM 5.2%)을 기록할 것이다. 컨센서스 대비 매출액과 영업이익이 각각 15.2%와 42.4% 하회하는 것이다. 이는 이익률이 높은 폴란드 매출 부재때문이다. 폴란드향 K9과 천무의 신규 인도가 없었고, 지난해 이연된 천무 1대만 매출 인식되었다. 다만, 연간 인도 일정은 변함없다. K9 60문과 천무 30대 이상이 인도되며 연간 연결 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 18.5%와 35.5% 증가할 것이다.

단기 이벤트가 아닌 방산 본업 성장성에 주목

인적 분할 공시에 의한 주가 변동은 일단락되었다. 분할 자회사들은 방산의 안정적인 성장성을 왜곡해 왔다. 방산과의 시너지가 적고 실적 변동성이 높은 탓이다. 한화비전과 한화정밀기계는 방산과 연관이 적은 CCTV 사업과 반도체 장비 사업을 영위한다. 또한 한화정밀기계는 신규 장비 사업에 진출하며 장기 성장성 확보를 도모하지만, 현재는 적자를 기록하고 있다. 반대로 한화비전은 안정적인 수익 창출이 가능하지만 중장기 성장 동력이 부족하다. 분할을 통해 이러한 왜곡 요인을 제거하고 방산 본업에 집중할 수 있는 편안한 투자 환경이 마련될 것이다.

여전히 방위산업 업종 최선호주

매수의견을 유지하고, 목표주가를 258,000원(목표 PBR 2.6배)으로 29% 상향 조정한다. 폴란드 물량의 빠른 인도를 반영해, 2025년과 2026년 영업이익을 각각 11.6%와 12.0% 상향 조정했다. 또한 무위험수익률과 시장기대수익률 대용치인 3년만기 국채와 3년만기 회사채의 연평균 수익률 변화를 반영했다. 여전히 가시성 높은 수출 증대 모멘텀이 이 같은 멀티플의 상향을 뒷받침한다. 연내 폴란드 천무 추가 계약 및 루마니아 수출 계약 체결이 기대되며, 지정학적 리스크에 의한 무기 체계 초과 수요 국면이 유지되며 수출을 이어갈 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	7,060	400	195	3,855	21.5	663	19.1	8.0	1.3	6.8	1.4
2023A	9,359	691	818	16,103	317.7	1,030	7.7	9.5	1.8	25.6	1.4
2024F	11,102	955	505	9,992	(37.9)	1,309	22.0	10.7	2.8	13.6	0.8
2025F	12,729	1,261	767	15,167	51.8	1,628	14.5	8.5	2.5	18.2	1.0
2026F	14,589	1,483	983	19,434	28.1	1,868	11.3	7.1	2.1	19.9	1.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
65	71	68	57

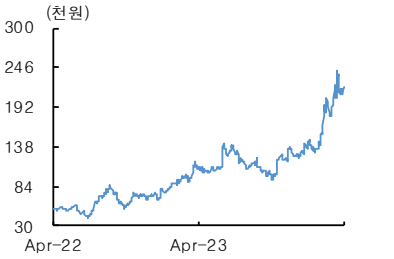
Stock Data

KOSPI(4/18)		2,635
주가(4/18)		226,000
시가총액(십억원)		11,442
발행주식수(백만)		51
52주 최고/최저가(원)		241,000/94,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)		117,603
유동주식비율/외국인지분율(%)		65.9/35.6
주요주주(%)	한화 외 2 인	34.0
	국민연금공단	8.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	23.4	126.5	107.5
KOSPI 대비(%p)	25.3	119.5	105.1

주가추이

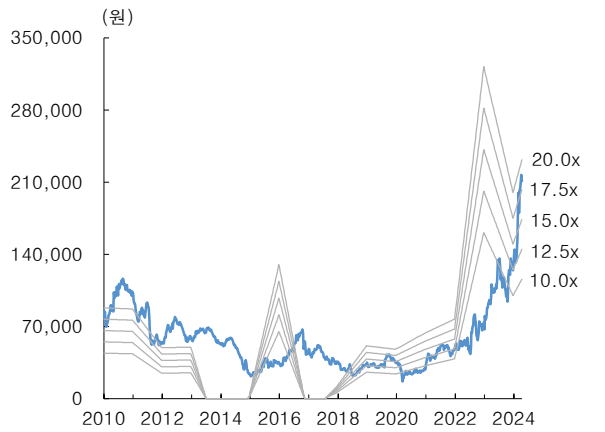


자료: FnGuide

장남현
nh.jang@koreainvestment.com

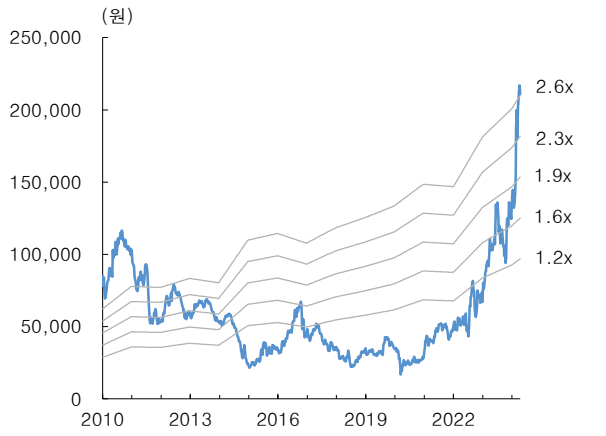
한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] 현대로템 12개월 선행 PER



자료: 한국투자증권

[그림 2] 현대로템 12개월 선행 PBR



자료: 한국투자증권

<표 1> 한화에어로스페이스 목표주가 258,000원

	단위	구분	계산	내용	비고
예상 BPS	원	ⓐ		98,581	2024F-2027F 예상 BPS 평균
목표 PBR	**배**	**ⓑ**	**ⓑ=(ⓒ-ⓗ)/(ⓓ-ⓗ)**	2.6	
ROE	%	ⓒ		17.0	
COE	%	ⓓ	ⓓ=ⓔ+(ⓕ-ⓔ)xⓖ	8.1	
무위험수익률	%	ⓔ		3.3	3년만기 국채 2024년 연평균 수익률
시장기대수익률	%	ⓕ		10.4	3년만기 회사채 2024년 연평균 수익률
베타		ⓖ		0.7	
장기성장률	%	ⓗ		2.5	IMF 추정 국내 GDP 2022-2028 CAGR
목표주가	**원**	**ⓘ**	**ⓘ=ⓐxⓑ**	258,000	
현재주가	원			226,000	2024년 4월 18일 종가
상승여력	%			14.2	

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

구분	2025F			2026F		
	변경 후	변경 전	차이	변경 후	변경 전	차이
매출액	12,728.9	12,459.2	2.2	14,588.9	14,137.7	3.2
영업이익	1,261.4	1,130.5	11.6	1,482.6	1,324.3	12.0
순이익	767.0	673.1	13.9	982.8	847.8	15.9
ROE	18.2	15.6	2.5	19.9	17.1	2.8
EPS	15,166.7	13,310.0	13.9	19,433.9	16,764.6	15.9
BPS	89,439.5	90,564.3	(1.2)	105,939.5	105,111.5	0.8

자료: 한국투자증권

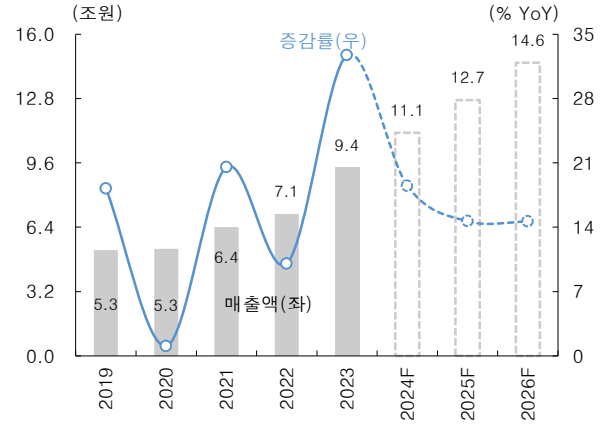
<표 3> 1Q24 분기 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

구분	변경 후	변경 전	차이	컨선세스	컨센서스 대비
매출액	1,794.3	2,092.0	(14.2)	2,116.5	(15.2)
영업이익	93.7	181.8	(48.5)	162.8	(42.4)
영업이익률	5.2	8.7	(3.5)	7.7	(2.5)
순이익	31.5	72.8	(56.8)	67.0	(53.0)

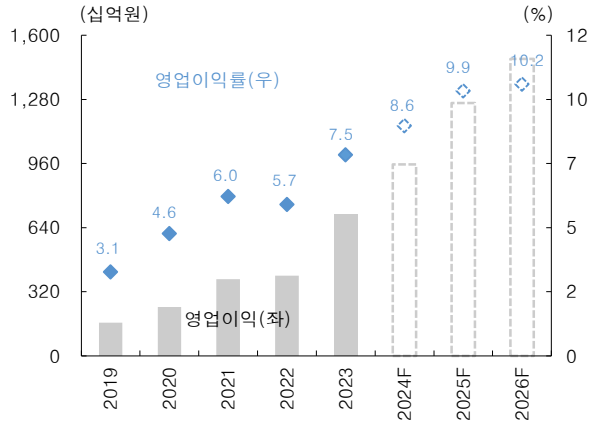
자료: 한국투자증권

[그림 3] 한화에어로스페이스 매출액 추이



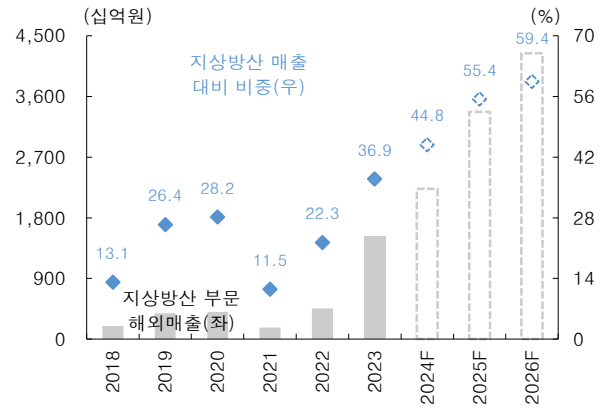
자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 4] 한화에어로스페이스 영업이익률 추이



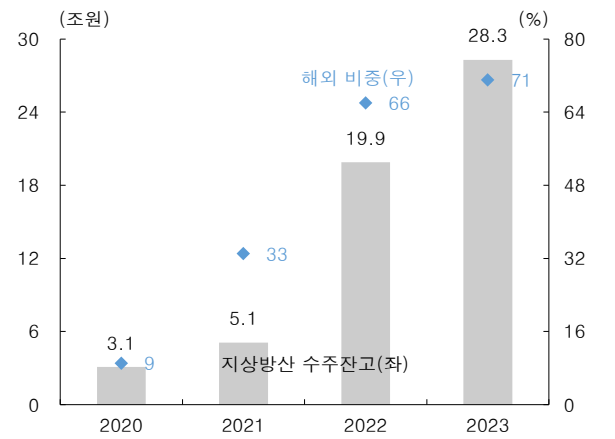
자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 5] 지상방산 매출 내 해외 비중 증가



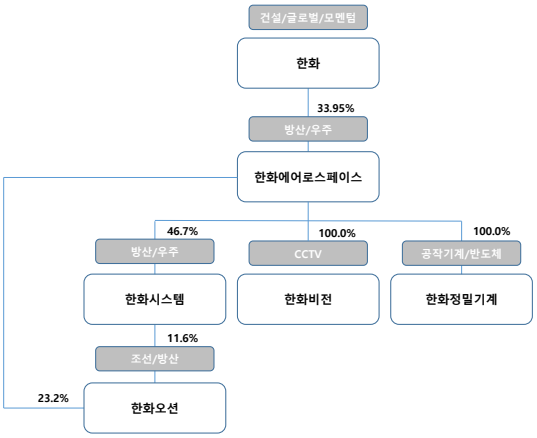
자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 6] 지상방산 수주잔고



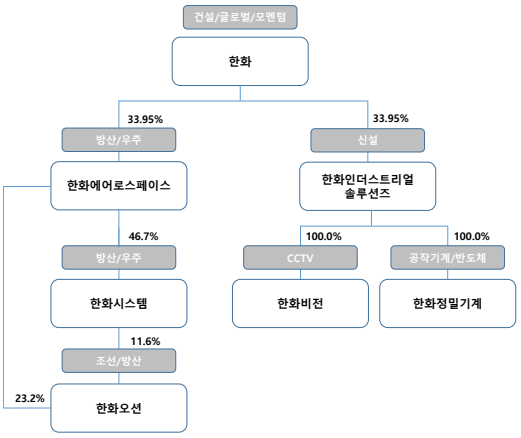
자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 7] 분할 전 지배구조



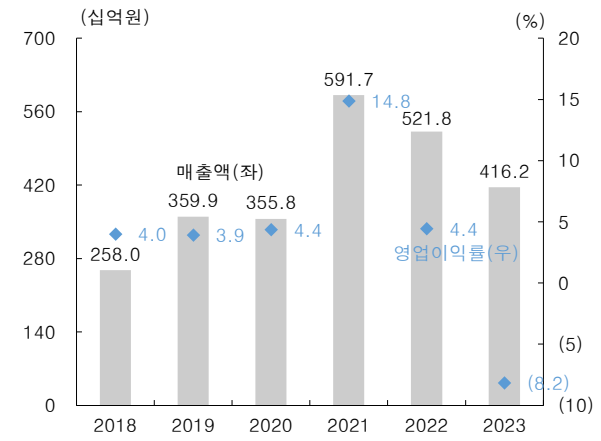
자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 8] 분할 후 지배구조



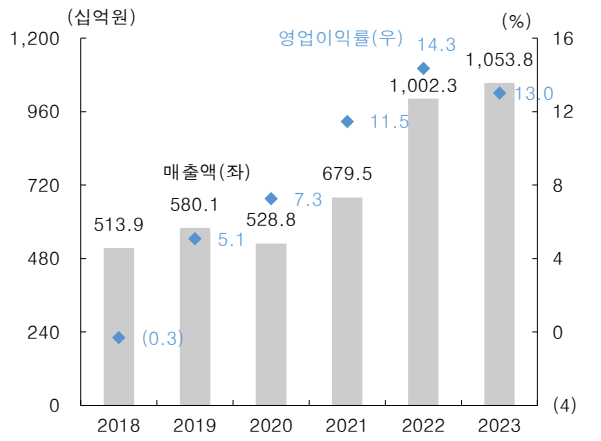
자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 9] 한화정밀기계 실적 추이



자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 10] 한화비전 실적 추이



자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

<표 4> 수출 파이프라인

무기체계명	국가	내용	비고
K9	폴란드	실행 계약 이후 잔여물량 308 문 규모	
	루마니아	자주포 54 문 포함 1 조원 규모 도입	K9 숏리스트에 포함
	영국	자주포 116 문 획득(MFP 사업)	영국 현지 사무소 개소
천무	폴란드	1 차 실행 계약 이후 잔여물량 70 대 규모	
	노르웨이	장거리 로켓포 구매를 위한 시장 조사	
레드백	루마니아	장갑차 246 대 구매 및 52 대 추가 도입	루마니아 국영 방산업체 롬암과 MOU 체결

자료: 언론보도, 한국투자증권

<표 5> 한화에어로스페이스 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액(연결)	2,037.9	1,907.9	1,981.5	3,442.4	1,794.3	2,683.9	2,837.4	3,786.9	7,060.4	9,369.7	11,102.5	12,728.9
지상방산	841.5	600.1	762.7	1,929.5	541.6	1,146.1	1,341.6	1,946.8	2,048.1	4,133.8	4,976.1	6,087.5
항공우주	390.0	401.9	390.2	428.4	403.5	448.3	432.1	515.7	1,369.0	1,610.5	1,799.6	1,978.9
한화비전	273.6	284.1	246.0	250.1	257.6	284.5	293.0	282.0	1,002.3	1,053.8	1,117.0	1,184.0
한화시스템	439.5	610.7	620.8	788.5	504.9	668.6	670.8	922.8	2,188.0	2,453.1	2,767.1	3,005.9
기타	93.3	11.1	(38.2)	45.9	86.7	136.4	100.0	119.6	453.0	118.5	442.8	472.5
매출액 증감률(연결)	*52.8*	*17.8*	*31.1*	*32.6*	*(12.0)*	*40.7*	*43.2*	*10.0*	*10.1*	*32.7*	*18.5*	*14.6*
지상방산	*247.2*	*80.4*	*117.0*	*72.0*	*(35.6)*	*91.0*	*75.9*	*0.9*	*39.5*	*101.8*	*20.4*	*22.3*
항공우주	*31.0*	*9.6*	*18.7*	*14.1*	*3.5*	*11.5*	*10.7*	*20.4*	*(5.6)*	*17.6*	*11.7*	*10.0*
한화비전	*25.9*	*11.0*	*(11.8)*	*0.1*	*(5.8)*	*0.1*	*19.1*	*12.8*	*47.5*	*5.1*	*6.0*	*6.0*
한화시스템	*2.3*	*19.6*	*35.1*	*0.0*	*14.9*	*9.5*	*8.1*	*17.0*	*4.7*	*12.1*	*12.8*	*8.6*
기타	*(36.4)*	*(92.8)*	*(141.2)*	*(23.3)*	*(7.1)*	*1,127.6*	*NM*	*160.5*	*(37.8)*	*(73.8)*	*273.6*	*6.7*
영업이익(연결)	224.4	81.2	104.3	295.0	93.7	249.6	284.3	324.6	400.4	704.9	955.2	1,261.4
전년대비 증감률	*229.0*	*(24.5)*	*64.5*	*83.0*	*(58.2)*	*207.5*	*172.6*	*10.0*	*4.5*	*76.1*	*35.5*	*32.1*
영업이익률	*11.0*	*4.3*	*5.3*	*8.6*	*5.2*	*9.3*	*10.0*	*8.6*	*5.7*	*7.5*	*8.6*	*9.9*

자료: 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**7,060**	**9,359**	**11,102**	**12,729**	**14,589**
매출원가	5,549	7,221	8,651	9,926	11,376
매출총이익	1,512	2,138	2,451	2,803	3,212
판매관리비	1,111	1,447	1,496	1,541	1,730
영업이익	**400**	**691**	**955**	**1,261**	**1,483**
영업이익률(%)	*5.7*	*7.4*	*8.6*	*9.9*	*10.2*
EBITDA	663	1,030	1,309	1,628	1,868
EBITDA Margin(%)	*9.4*	*11.0*	*11.8*	*12.8*	*12.8*
영업외수익	(205)	524	(204)	(121)	(23)
금융수익	115	1,145	160	156	180
금융비용	266	398	349	311	318
기타영업외손익	(33)	(239)	(44)	(51)	(58)
관계기업관련손익	(21)	16	29	84	174
세전계속사업이익	**195**	**1,215**	**751**	**1,140**	**1,460**
법인세비용	75	238	147	223	286
연결당기순이익	147	977	604	917	1,174
지배주주지분순이익	**195**	**818**	**505**	**767**	**983**
지배주주순이익률(%)	*2.8*	*8.7*	*4.6*	*6.0*	*6.7*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	27.4	32.6	18.6	14.6	14.6
영업이익 증가율	44.5	72.6	38.2	32.1	17.5
지배주주순이익 증가율	(22.7)	318.5	(38.2)	51.8	28.1
EPS 증가율	21.5	317.7	(37.9)	51.8	28.1
EBITDA 증가율	28.9	55.4	27.0	24.4	14.7

재무상태표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**15,152**	**19,543**	**19,807**	**21,240**	**22,847**
유동자산	8,508	9,192	9,457	10,435	11,544
현금성자산	3,070	1,806	1,702	2,292	2,994
매출채권및기타채권	1,543	2,119	2,225	2,336	2,453
재고자산	2,163	2,869	3,012	3,163	3,321
비유동자산	6,644	10,351	10,350	10,805	11,303
투자자산	883	3,942	3,617	3,687	3,769
유형자산	3,018	3,410	3,429	3,488	3,547
무형자산	2,133	2,203	2,423	2,665	2,932
부채총계	**11,234**	**14,859**	**14,653**	**15,324**	**15,911**
유동부채	8,223	12,077	11,653	12,274	12,852
매입채무및기타채무	1,301	1,879	2,229	2,556	2,929
단기차입금및단기사채	992	1,374	493	663	716
유동성장기부채	743	1,165	1,271	1,396	1,547
비유동부채	3,011	2,782	3,000	3,050	3,060
사채	696	642	692	664	637
장기차입금및금융부채	1,222	1,001	957	837	647
자본총계	**3,918**	**4,684**	**5,154**	**5,916**	**6,936**
지배주주지분	2,857	3,528	3,907	4,526	5,362
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	217	192	192	192	192
기타자본	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	2,015	2,627	3,042	3,697	4,569
비지배주주지분	**1,061**	**1,156**	**1,247**	**1,390**	**1,574**
순차입금	502	2,350	1,681	1,232	512

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	**1,524**	**1,390**	**1,155**	**1,425**	**1,702**
당기순이익	147	977	604	917	1,174
유형자산감가상각비	181	261	266	271	280
무형자산상각비	82	78	88	96	106
자산부채변동	794	462	9	(34)	(3)
기타	320	(388)	188	175	145
투자활동현금흐름	**(1,225)**	**(3,029)**	**(302)**	**(721)**	**(685)**
유형자산투자	(197)	(453)	(285)	(329)	(339)
유형자산매각	5	3	0	0	0
투자자산순증	(723)	(2,393)	319	(23)	57
무형자산순증	(148)	(118)	(308)	(339)	(372)
기타	(162)	(68)	(28)	(30)	(31)
재무활동현금흐름	**216**	**368**	**(957)**	**(115)**	**(315)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	263	445	(768)	146	(12)
배당금지급	(35)	(51)	(91)	(91)	(111)
기타	(12)	(26)	(98)	(170)	(192)
기타현금흐름	26	8	0	0	0
현금의증가	**542**	**(1,263)**	**(104)**	**590**	**702**
FCF	1,481	1,280	729	869	1,079

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

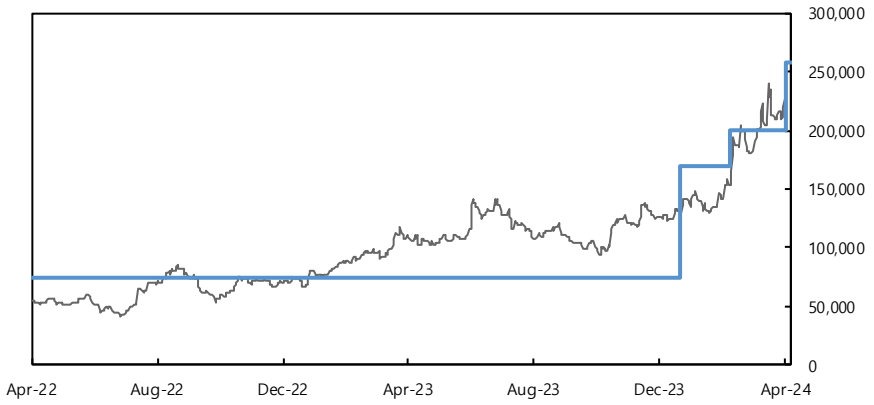
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,855	16,103	9,992	15,167	19,434
BPS	56,479	69,732	77,202	89,439	105,940
DPS	1,000	1,800	1,800	2,200	2,200
수익성(%)					
ROA	1.1	5.6	3.1	4.5	5.3
ROE	6.8	25.6	13.6	18.2	19.9
배당수익률	1.4	1.4	0.8	1.0	1.0
배당성향	25.9	11.1	18.0	14.5	11.3
안정성					
부채비율(x)	286.7	317.2	284.3	259.0	229.4
차입금/자본총계비율(%)	94.9	90.9	67.8	61.5	52.3
이자보상배율(x)	4.7	4.1	4.5	7.2	8.2
순차입금/EBITDA(x)	0.8	2.3	1.3	0.8	0.3
Valuation(x)					
PER	19.1	7.7	22.0	14.5	11.3
최고	22.5	9.4	24.5	16.2	12.6
최저	10.6	4.1	12.5	8.2	6.4
PBR	1.3	1.8	2.8	2.5	2.1
최고	1.5	2.2	3.2	2.7	2.3
최저	0.7	0.9	1.6	1.4	1.2
PSR	0.5	0.7	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.0	9.5	10.7	8.5	7.1

KIS ESG Indicator

자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한화에어로스페이스 (012450)	2021.10.01	매수	75,000원	-28.8	13.9
	2022.10.01	1년경과		28.2	90.0
	2023.10.01	1년경과		57.5	84.4
	2024.01.08	매수	170,000원	-17.2	-7.1
	2024.02.25	매수	200,000원	0.9	20.5
	2024.04.18	매수	258,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 4월 18일 현재 한화에어로스페이스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한화에어로스페이스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.7%	15.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.