true friend 한국투자 증권

기업 Note

2024. 5. 2

한화에어로스페이스 (012450)

매수(유지)

목표주가: 258,000원(유지)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
65	71	68	57

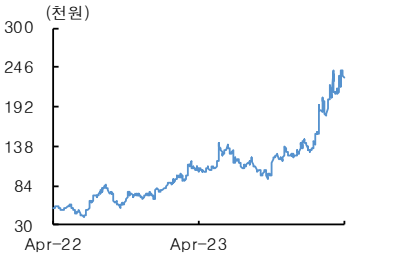
Stock Data

KOSPI(4/30)		2,692
주가(4/30)		211,500
시가총액(십억원)		10,708
발행주식수(백만)		51
52주 최고/최저가(원)		241,500/94,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)		127,075
유동주식비율/외국인지분율(%)		65.9/36.1
주요주주(%)	한화 외 2 인	34.0
	국민연금공단	8.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.4	108.0	105.9
KOSPI 대비(%p)	5.4	91.5	98.3

주가추이



자료: FnGuide

1Q24 Review: 실망은 했지만, 걱정은 안한다

실망스러운 실적

연결 매출액은 1조 8,483억원(-13.9% YoY), 영업이익은 374억원(-82.8% YoY, OPM 2.0%)을 기록했다. 컨센서스와 비교해 매출액과 영업이익이 각각 10.4%와 73.3% 하회한 것이다. 폴란드 매출 부재를 감안해도 영업이익이 시장 기대치를 크게 하회했는데, 지상방산 부문 이익률이 저조했기 때문이다. 먼저 국내 매출은 양산 대비 이익률이 낮은 개발 사업 비중이 높았다. 또한 해외 매출은 주체계가 아닌 부수장비 매출로 구성되어 수익성이 낮았다. 1분기 해외 매출 OPM은 2% 수준으로 추정하는데, 일반적인 OPM이 12~15%인 점을 감안하면 매우 낮은 것이다. 마지막으로 K9 국군 재납품을 위한 일회성 비용 100억원이 발생했다.

연간 실적 방향성에는 아무 문제 없음

2024년 연결 매출액은 11조 280억원(+17.8% YoY), 영업이익은 9,290억원(+34.4% YoY, OPM 8.4%)을 기록할 것이다. 영업이익을 기존 추정치 대비 2.8% 하향 조정했는데, 내부거래 제거에 따른 연결조정 금액 증가를 반영한 결과이다. 결국 올해 실적 개선은 폴란드 매출이 이끌 것이다. K9 60문 이상과 천무 30대 이상의 연간 인도 일정은 변함이 없다. 1분기 폴란드 매출이 없었던 만큼 다른 분기 매출이 늘어나는 구조로, 분기를 거듭할수록 가파르게 수익성이 개선될 것이다.

걱정은 넣어두고 성장성에 주목

매수의견과 목표주가 258,000원을 유지한다. 1분기 실적에서 가장 우려되는 점은 이례적으로 낮았던 지상방산 해외 매출 이익률이다. 그러나 이는 추정치에 반영된 사업들과 무관한 부수장비 판매에 의한 것이다. 실적 추정치에 반영된 해외 사업의 이익률 훼손은 없는 상황으로, 연간 영업이익 개선에는 차질이 없다. 또한 수출 증대 모멘텀이 이어지고 있다. 폴란드 천무 추가 계약 공시를 통해 폴란드의 구매 의지를 확인한 만큼 K9의 추가 계약 역시 체결될 것이다. 또한 연내 루마니아 K9 수출 계약 체결이 가시적이며, 추후 루마니아향 레드백 수출 역시 기대된다.

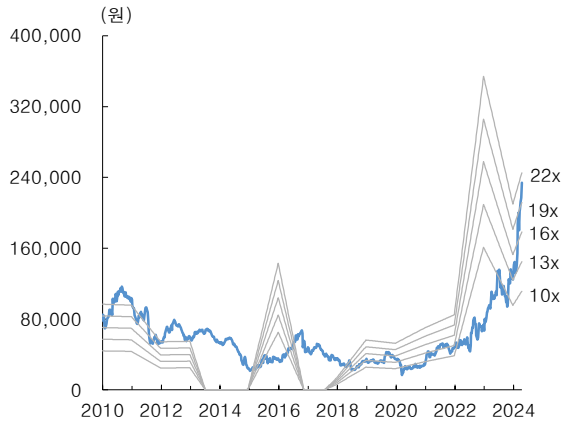
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	7,060	400	195	3,855	21.5	663	19.1	8.0	1.3	6.8	1.4
2023A	9,359	691	818	16,103	317.7	1,030	7.7	9.5	1.8	25.6	1.4
2024F	11,028	929	482	9,541	(40.8)	1,282	22.2	10.7	2.8	13.0	0.9
2025F	12,432	1,258	745	14,736	54.5	1,624	14.4	8.3	2.4	17.8	1.0
2026F	14,250	1,491	946	18,710	27.0	1,877	11.3	6.9	2.0	19.4	1.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

장남현
nh.jang@koreainvestment.com

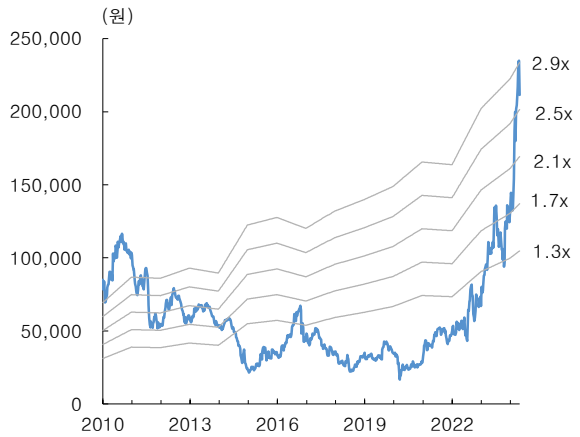
한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] 한화에어로스페이스 12개월 선행 PER



자료: 한국투자증권

[그림 2] 한화에어로스페이스 12개월 선행 PBR



자료: 한국투자증권

<표 1> 2024년 연간 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

구분	2024F		
	변경 후	변경 전	차이
매출액	11,028.0	11,102.5	(0.7)
영업이익	929.0	955.2	(2.7)
영업이익률	482.5	505.0	(4.5)
순이익	13.0	13.6	(0.6)
ROE	9,540.7	9,992.0	(4.5)
EPS	76,750.7	77,202.0	(0.6)
BPS	11,028.0	11,102.5	(0.7)

자료: 한국투자증권

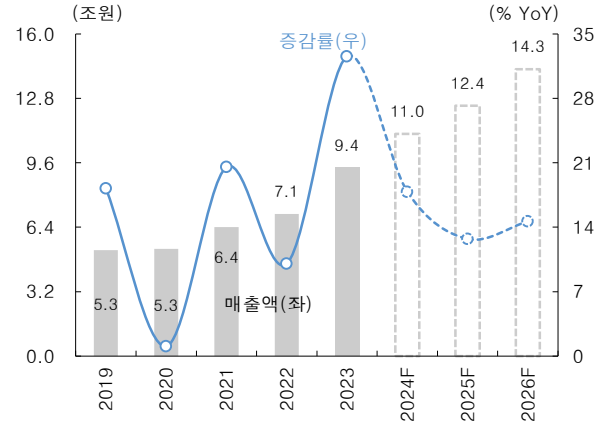
<표 2> 2024년 1분기 잠정 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q24P	컨센서스	차이	1Q23A	차이
매출액	1,848.3	2,063.7	(10.4)	2,147.9	(13.9)
영업이익	37.4	140.2	(73.4)	217.7	(82.8)
OPM	2.0	6.8	(4.8)	10.1	(8.1)
세전이익	56.2	121.3	(53.7)	641.8	(91.2)
지배주주순이익	(12.6)	69.2	(118.2)	403.9	(103.1)

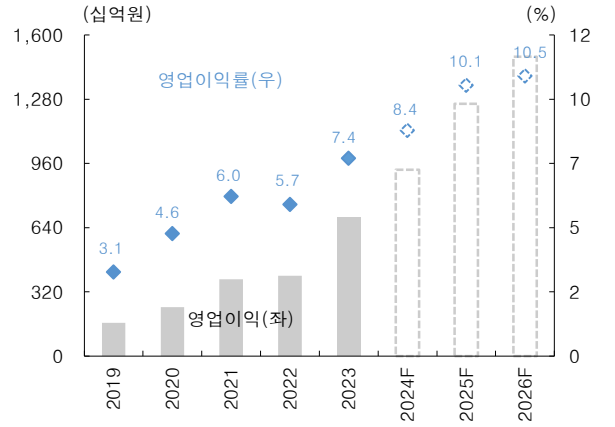
자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 3] 한화에어로스페이스 매출액 추이



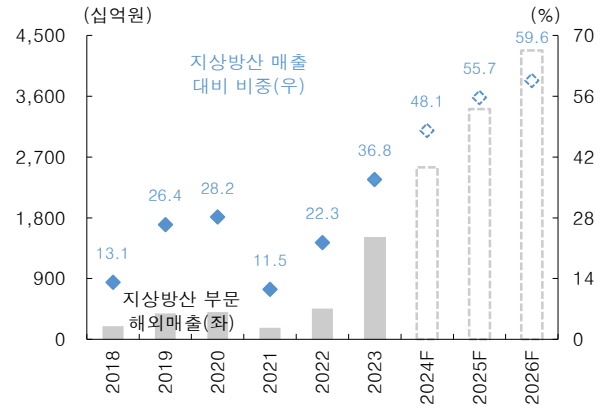
자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 4] 한화에어로스페이스 영업이익률 추이



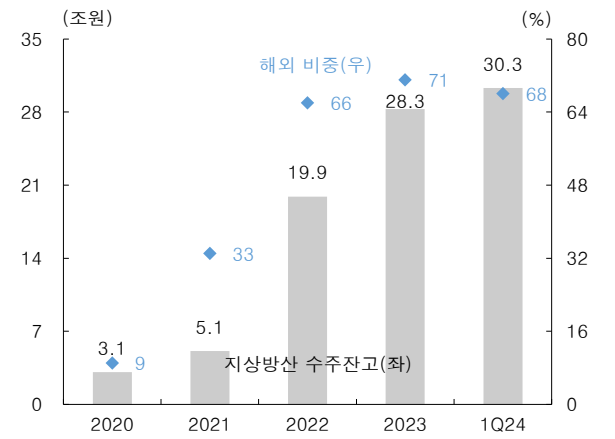
자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 5] 지상방산 매출 내 해외 비중



자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

[그림 6] 지상방산 수주잔고



자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

<표 3> 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	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 4> 한화에어로스페이스 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액(연결)	2,147.9	1,797.9	1,981.5	3,431.7	1,848.3	2,647.8	2,828.1	3,703.8	7,060.4	9,359.0	11,028.0	12,431.8
지상방산	841.5	600.1	762.7	1,928.2	656.6	1,216.0	1,420.7	2,002.9	2,048.1	4,132.5	5,296.3	6,125.3
항공우주	390.0	401.9	390.2	428.4	443.4	468.4	447.8	528.9	1,369.0	1,610.5	1,888.6	2,075.9
한화비전	273.6	284.1	246.0	250.1	310.0	322.0	316.1	316.4	1,002.3	1,053.8	1,264.6	1,365.7
한화시스템	439.5	610.7	620.8	788.5	544.4	665.8	668.0	880.0	2,188.0	2,453.1	2,758.2	3,014.7
기타	203.3	(98.9)	(38.2)	36.5	(106.1)	(24.5)	(24.5)	(24.5)	453.0	109.1	(179.6)	(149.9)
매출액 증감률(연결)	*61.0*	*11.0*	*31.1*	*32.2*	*(13.9)*	*47.3*	*42.7*	*7.9*	*10.1*	*32.6*	*17.8*	*12.7*
지상방산	*247.2*	*80.4*	*117.0*	*71.9*	*(22.0)*	*102.6*	*86.3*	*3.9*	*39.5*	*101.8*	*28.2*	*15.7*
항공우주	*31.0*	*9.6*	*18.7*	*14.1*	*13.7*	*16.6*	*14.8*	*23.5*	*(5.6)*	*17.6*	*17.3*	*9.9*
한화비전	*25.9*	*11.0*	*(11.8)*	*0.1*	*13.3*	*13.3*	*28.5*	*26.5*	*47.5*	*5.1*	*20.0*	*8.0*
한화시스템	*2.3*	*19.6*	*35.1*	*0.0*	*23.9*	*9.0*	*7.6*	*11.6*	*4.7*	*12.1*	*12.4*	*9.3*
기타	*38.7*	*(164.4)*	*(141.2)*	*(39.0)*	*(152.2)*	*(75.2)*	*NM*	*(167.1)*	*(37.8)*	*(75.9)*	*(264.6)*	*(16.6)*
영업이익(연결)	217.7	82.9	114.7	275.8	37.4	250.5	298.4	342.8	400.4	691.1	929.0	1,257.7
전년대비 증감률	*219.2*	*(22.9)*	*80.9*	*71.1*	*(82.8)*	*202.0*	*160.2*	*24.3*	*4.5*	*72.6*	*34.4*	*35.4*
영업이익률	*10.1*	*4.6*	*5.8*	*8.0*	*2.0*	*9.5*	*10.6*	*9.3*	*5.7*	*7.4*	*8.4*	*10.1*

자료: 한화에어로스페이스, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**7,060**	**9,359**	**11,028**	**12,432**	**14,250**
매출원가	5,549	7,221	8,526	9,607	11,012
매출총이익	1,512	2,138	2,502	2,825	3,238
판매관리비	1,111	1,447	1,573	1,567	1,747
영업이익	**400**	**691**	**929**	**1,258**	**1,491**
영업이익률(%)	*5.7*	*7.4*	*8.4*	*10.1*	*10.5*
EBITDA	663	1,030	1,282	1,624	1,877
EBITDA Margin(%)	*9.4*	*11.0*	*11.6*	*13.1*	*13.2*
영업외수익	(205)	524	(186)	(112)	(37)
금융수익	115	1,145	160	154	174
금융비용	266	398	349	311	318
기타영업외손익	(33)	(239)	(44)	(50)	(57)
관계기업관련손익	(21)	16	47	95	164
세전계속사업이익	**195**	**1,215**	**743**	**1,146**	**1,454**
법인세비용	75	238	164	253	321
연결당기순이익	147	977	577	890	1,131
지배주주지분순이익	**195**	**818**	**482**	**745**	**946**
지배주주순이익률(%)	*2.8*	*8.7*	*4.4*	*6.0*	*6.6*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	27.4	32.6	17.8	12.7	14.6
영업이익 증가율	44.5	72.6	34.4	35.4	18.6
지배주주순이익 증가율	(22.7)	318.5	(41.0)	54.5	27.0
EPS 증가율	21.5	317.7	(40.8)	54.5	27.0
EBITDA 증가율	28.9	55.4	24.5	26.7	15.5

재무상태표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**15,152**	**19,543**	**19,756**	**21,091**	**22,641**
유동자산	8,508	9,192	9,409	10,297	11,350
현금성자산	3,070	1,806	1,654	2,154	2,800
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	10,347	10,794	11,291
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**	**14,629**	**15,228**	**15,802**
유동부채	8,223	12,077	11,638	12,214	12,784
매입채무및기타채무	1,301	1,879	2,214	2,496	2,861
단기차입금및단기사채	992	1,374	493	663	716
유동성장기부채	743	1,165	1,271	1,396	1,547
비유동부채	3,011	2,782	2,991	3,014	3,019
사채	696	642	692	664	637
장기차입금및금융부채	1,222	1,001	957	837	647
자본총계	**3,918**	**4,684**	**5,127**	**5,863**	**6,839**
지배주주지분	2,857	3,528	3,884	4,481	5,280
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	217	192	192	192	192
기타자본	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	2,015	2,627	3,019	3,653	4,488
비지배주주지분	**1,061**	**1,156**	**1,243**	**1,381**	**1,559**
순차입금	502	2,350	1,730	1,370	707

현금흐름표

(단위: 십억원)

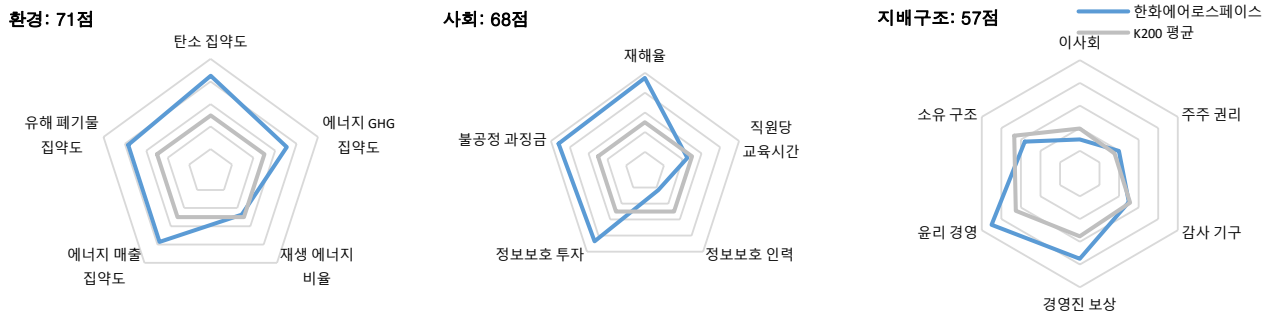
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	**1,524**	**1,390**	**1,084**	**1,321**	**1,649**
당기순이익	147	977	577	890	1,131
유형자산감가상각비	181	261	266	271	280
무형자산상각비	82	78	88	96	106
자산부채변동	794	462	(6)	(82)	(12)
기타	320	(388)	159	146	144
투자활동현금흐름	**(1,225)**	**(3,029)**	**(284)**	**(710)**	**(695)**
유형자산투자	(197)	(453)	(285)	(329)	(339)
유형자산매각	5	3	0	0	0
투자자산순증	(723)	(2,393)	337	(12)	47
무형자산순증	(148)	(118)	(308)	(339)	(372)
기타	(162)	(68)	(28)	(30)	(31)
재무활동현금흐름	**216**	**368**	**(953)**	**(110)**	**(308)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	263	445	(768)	146	(12)
배당금지급	(35)	(51)	(91)	(91)	(111)
기타	(12)	(26)	(94)	(165)	(185)
기타현금흐름	26	8	0	0	0
현금의증가	**542**	**(1,263)**	**(153)**	**500**	**646**
FCF	1,481	1,280	663	770	1,036

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,855	16,103	9,541	14,736	18,710
BPS	56,479	69,732	76,751	88,558	104,335
DPS	1,000	1,800	1,800	2,200	2,200
수익성(%)					
ROA	1.1	5.6	2.9	4.4	5.2
ROE	6.8	25.6	13.0	17.8	19.4
배당수익률	1.4	1.4	0.9	1.0	1.0
배당성향	25.9	11.1	18.9	14.9	11.8
안정성					
부채비율(x)	286.7	317.2	285.4	259.7	231.1
차입금/자본총계비율(%)	94.9	90.9	68.1	62.1	53.0
이자보상배율(x)	4.7	4.1	4.4	7.2	8.2
순차입금/EBITDA(x)	0.8	2.3	1.3	0.8	0.4
Valuation(x)					
PER	19.1	7.7	22.2	14.4	11.3
최고	22.5	9.4	26.2	16.9	13.3
최저	10.6	4.1	13.0	8.4	6.7
PBR	1.3	1.8	2.8	2.4	2.0
최고	1.5	2.2	3.3	2.8	2.4
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	8.3	6.9

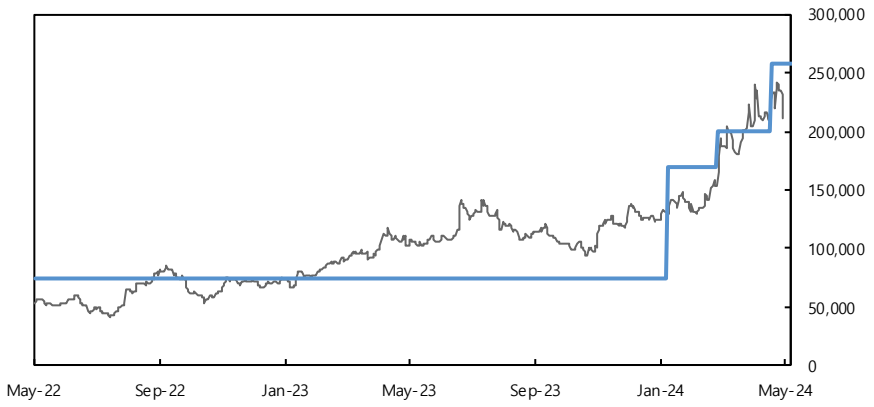
KIS ESG Indicator



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 5월 1일 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.