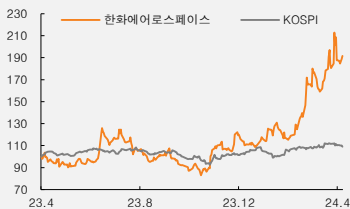


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 270,000원
현재주가(24/4/12)	217,000원
상승여력	24.4%

영업이익(24F, 십억원)	1,011
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	940
EPS 성장률(24F, %)	-30.1
MKT EPS 성장률(24F, %)	67.2
P/E(24F, x)	19.2
MKT P/E(24F, x)	11.4
KOSPI	2,681.82
시가총액(십억원)	10,987
발행주식수(백만주)	51
유동주식비율(%)	65.9
외국인 보유비중(%)	35.3
베타(12M) 일간 수익률	0.54
52주 최저가(원)	94,000
52주 최고가(원)	241,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	17.1	106.7	92.7
상대주가	17.1	91.1	83.3



[방산/항공우주]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

012450 · 방산/항공우주

# 한화에어로스페이스

## 선택과 집중

### 1Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 51% 하회

1Q24F 매출액 1.8조 원 (-11.5% YoY, 컨센 대비 15% 하회), 영업이익 820억 원 (-62.7% YoY, 컨센 대비 51% 하회)으로 전망한다. 컨센서스 하회 사유는 1Q 폴란드 K9 자주포 및 천무 납품 부재이다. 선불리 실망할 필요는 없다. 1분기가 비는 만큼 2~4분기 매출이 커진다. 올해 폴란드 K9, 천무 납품 목표치는 각각 60대, 30대 이상으로 변함없다. 이집트 및 호주 K9 개발매출도 일부 인식될 예정이다.

### 진정한 방산/항공우주 기업으로 발돋움

한화비전과 한화정밀기계 인적분할을 발표했다. 한화인더스트리얼솔루션즈 (가칭)를 신설하여 두 사업부를 100% 자회사로 두게 된다. 기존 방산/비방산 사업구조를 분리하여 경영 효율성을 개선하기 위함이다. 분할비율은 9:1, 분할기일은 9월 1일이다. 동사 재무구조에는 연말에 반영될 전망이다. 향후 방산/항공우주 Pure player로서 섹터 및 피어그룹 구분이 명확해져 본업가치 평가에 긍정적일 것으로 판단한다.

올해 기대되는 수주로는 루마니아 K9 (1.2조 원), 폴란드 2차계약 (10조 원)이 있다. 또한, 5월 우주항공청 개청 후 우주산업 모멘텀도 재부상할 전망이다. 차세대 발사체 (2조 원) 등 다양한 국가 사업이 나올 예정이기 때문에 주목할 필요가 있다.

### 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 270,000원으로 28.6% 상향

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 210,000원에서 270,000원으로 28.6% 상향한다. '24F~25F BPS 84,229원 (기존 '24F BPS 77,277원)에 Target P/B 3.2배를 (글로벌 피어 '24F~'25F P/B 평균에 15% 할인) 적용하여 산출했다. 지정학적 리스크와 군비증강 톤이 높아지고 있는 가운데, 유럽, 중동, 아시아 등 기존/신규 바이어들의 지속적인 수출 문의가 이어지고 있다. 방산 호황기는 이제 시작이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	7,060	9,359	11,256	13,434	15,326
영업이익 (십억원)	404	691	1,011	1,223	1,447
영업이익률 (%)	5.7	7.4	9.0	9.1	9.4
순이익 (십억원)	195	818	571	707	857
EPS (원)	3,858	16,147	11,280	13,964	16,930
ROE (%)	6.8	25.6	15.3	16.6	17.3
P/E (배)	19.1	7.7	19.2	15.5	12.8
P/B (배)	1.3	1.8	2.8	2.4	2.1
배당수익률 (%)	1.4	1.4	0.8	0.8	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한화에어로스페이스 영업실적 전망치

(십억 원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F	2025F
수주잔고	전체	51,764	52,140	53,107	64,255	65,801	70,144	69,799	70,749	50,880	64,255	70,749	75,356
	항공우주	26,478	26,879	26,942	28,334	28,864	29,004	29,101	29,708	24,860	28,334	29,708	30,888
	지상방산	19,097	19,234	20,148	28,310	29,245	32,003	31,284	30,623	19,777	28,310	30,623	33,043
	한화시스템	5,940	5,807	5,807	7,257	7,165	8,411	8,411	9,081	5,987	7,257	9,081	9,049
	썬트렉아이	250	220	210	354	526	726	1,002	1,336	256	354	1,336	2,377
매출액	전체	2,038	1,908	1,981	3,442	1,804	2,581	2,939	3,932	7,060	9,366	11,256	13,434
	항공우주	390	402	390	428	431	442	408	446	1,369	1,610	1,727	1,845
	지상방산	842	600	763	1,930	528	1,114	1,478	2,161	2,048	4,134	5,188	6,795
	한화비전	274	284	246	250	255	260	265	271	1,002	1,054	1,051	1,110
	한화시스템	439	611	621	782	496	647	678	963	2,187	2,453	2,784	3,237
	썬트렉아이	24	39	25	38	28	46	30	45	91	125	149	183
	정밀기계	111	110	110	85	100	99	100	79	522	416	377	361
성장률 (%)	전체	52.8	17.8	31.1	32.6	-11.5	35.3	48.3	14.2	15.1	32.7	20.2	19.3
	항공우주	30.9	9.6	18.7	14.1	10.4	9.9	4.6	4.2	-5.6	17.6	7.2	6.8
	지상방산	247.2	80.4	117.0	72.1	-37.3	85.7	93.7	12.0	39.5	101.8	25.5	31.0
	한화비전	25.9	11.0	-11.8	0.1	-6.8	-8.4	7.9	8.2	47.5	5.1	-0.2	5.6
	한화시스템	2.3	19.7	35.2	-0.8	12.8	6.0	9.2	23.1	12.1	13.5	16.3	17.8
	썬트렉아이	32.3	86.8	7.5	28.6	18.0	19.3	18.5	18.1	37.3	18.6	23.4	23.6
	정밀기계	-33.7	-32.8	-3.0	-8.7	-10.2	-9.9	-9.2	-7.7	-20.2	-9.3	-4.4	-2.5
영업이익		220	81	115	290	82	213	301	415	400	702	1,011	1,223
YoY (%)		221.8	-24.5	80.9	79.6	-62.7	162.3	162.2	43.4	9.7	75.3	44.0	21.0
OPM (%)		10.8	4.3	5.8	8.4	4.5	8.2	10.2	10.6	5.7	7.5	9.0	9.1
당기순이익		409	263	-15	161	37	117	173	245	195	818	571	707
YoY (%)		967.7	847.7	적자전환	295.9	-91.1	-55.6	흑자전환	52.4	-22.7	318.5	-30.1	23.8
NPM (%)		20.1	13.8	-0.8	4.7	2.0	4.5	5.9	6.2	2.8	8.7	5.1	5.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 한화에어로스페이스 실적 추정치 변경표

(십억 원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	11,130	13,572	11,256	13,434	1.1	-1.0	1) 법인세율 일부 조정
영업이익	1,002	1,206	1,011	1,223	0.9	1.4	
세전이익	885	1,061	896	1,082	1.2	2.0	
순이익	541	649	571	707	5.6	8.9	
EPS (원)	10,694	12,823	11,280	13,964	5.5	8.9	

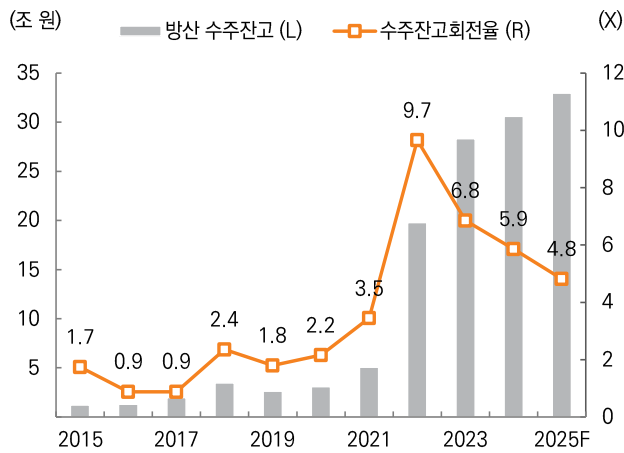
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한화에어로스페이스 목표주가 산출 테이블

항목	내용	비고
목표주가 (원)	270,000	기존 21만원 → 27만원으로 28.6% 상향
현재주가 (원)	217,000	
상승여력 (%)	24.4	
Target P/B (x)	3.2	글로벌 피어그룹 24F~25F P/B 평균 15% 할인 (기존 20% 할인)
BPS (원)	84,229	기존 24F BPS 78,953원 → 24F~25F 평균 84,229원 적용
ROE (%)	15.9	24F~24F ROE 평균

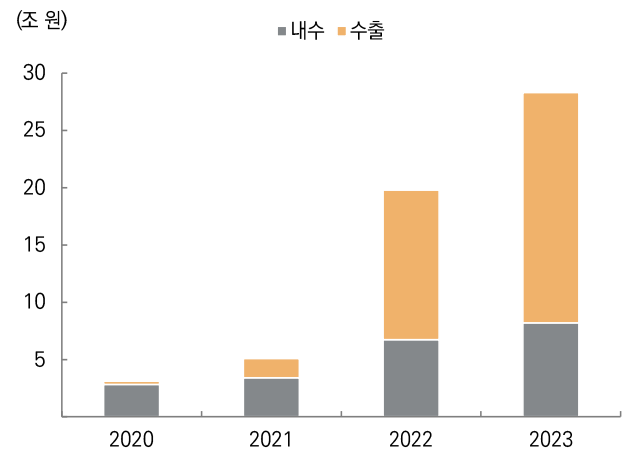
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 방산 수주잔고 및 수주잔고회전율



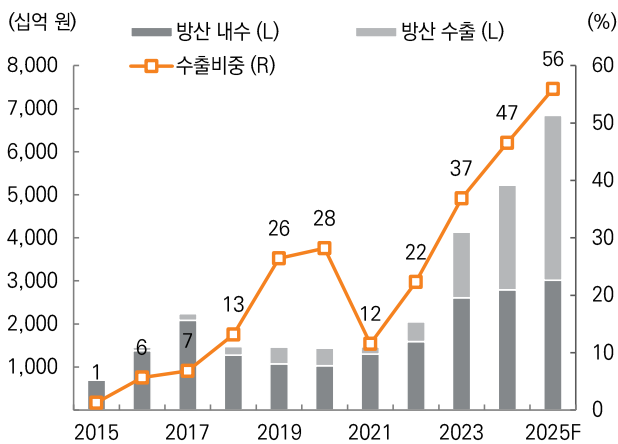
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 지상방산 수주잔고 내수/수출 비중



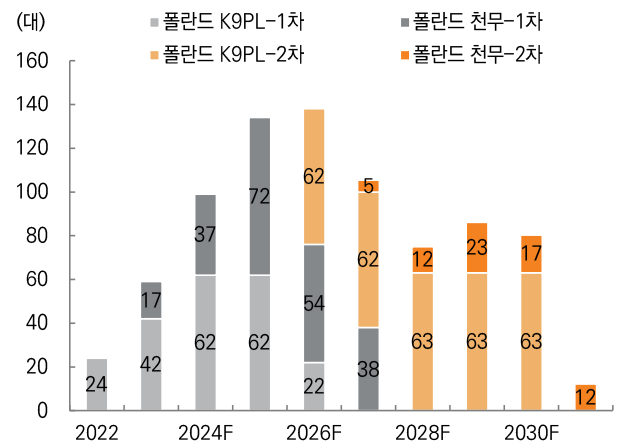
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지상방산 내수/수출 매출 및 수출비중



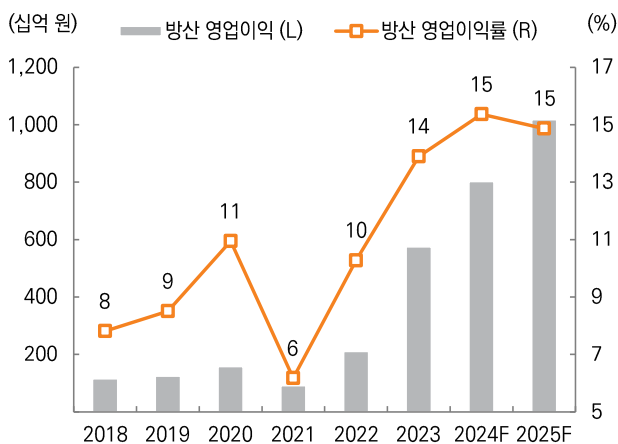
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 연도별 폴란드향 K9/천무 납품대수 추정



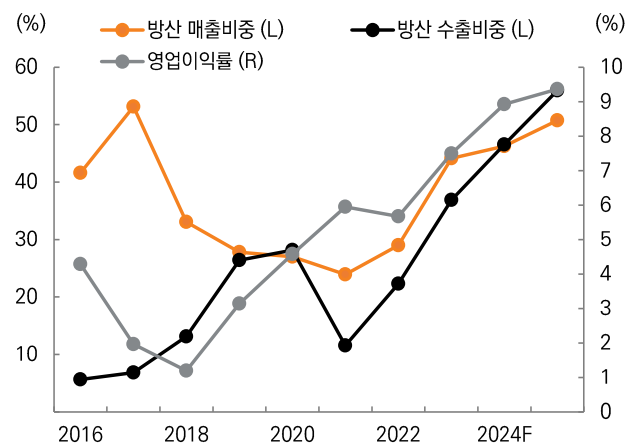
자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 지상방산 영업이익 및 영업이익률 추이



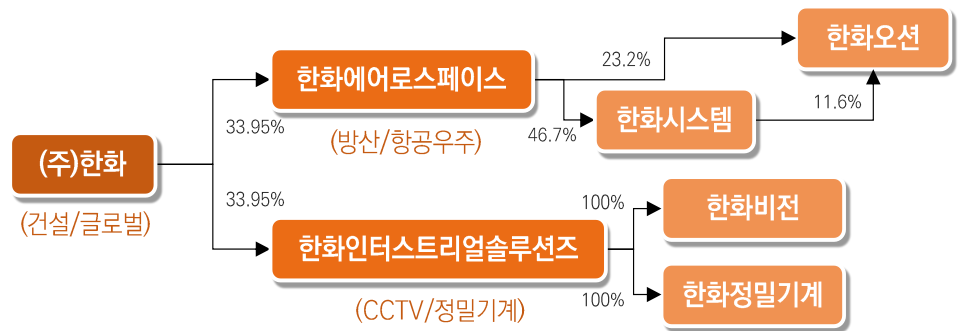
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 방산 성과에 따른 전사 영업이익률 개선



자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 인적분할 후 지배구조



자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

## 한화에어로스페이스 (012450)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,359	11,256	13,434	15,326
매출원가	7,221	8,641	10,496	11,772
매출총이익	2,138	2,615	2,938	3,554
판매비와관리비	1,447	1,604	1,715	2,108
조정영업이익	691	1,011	1,223	1,447
영업이익	691	1,011	1,223	1,447
비영업손익	524	-115	-141	-136
금융손익	-85	-124	-131	-135
관계기업등 투자손익	16	9	-10	0
세전계속사업손익	1,215	896	1,082	1,311
계속사업법인세비용	238	193	212	256
계속사업이익	977	703	870	1,055
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	977	703	870	1,055
지배주주	818	571	707	857
비지배주주	159	132	163	198
총포괄이익	819	703	870	1,055
지배주주	750	1,313	1,626	1,971
비지배주주	69	-611	-756	-917
EBITDA	1,030	1,374	1,561	1,768
FCF	937	277	562	656
EBITDA 마진율 (%)	11.0	12.2	11.6	11.5
영업이익률 (%)	7.4	9.0	9.1	9.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.7	5.1	5.3	5.6

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,390	779	1,097	1,202
당기순이익	977	703	870	1,055
비현금수익비용가감	-68	671	691	713
유형자산감가상각비	261	295	266	245
무형자산상각비	78	69	72	76
기타	-407	307	353	392
영업활동으로인한자산및부채의변동	462	-279	-121	-174
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-583	-192	-267	-425
재고자산 감소(증가)	-714	-354	-153	-305
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	244	46	77	178
법인세납부	-140	-193	-212	-256
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,029	-722	-764	-726
유형자산처분(취득)	-450	-330	-359	-375
무형자산감소(증가)	-118	-303	-303	-308
장단기금융자산의 감소(증가)	35	-23	-30	-43
기타투자활동	-2,496	-66	-72	0
재무활동으로 인한 현금흐름	368	-91	-95	267
장단기금융부채의 증가(감소)	538	281	302	358
자본의 증가(감소)	-25	-12	-3	0
배당금의 지급	-51	-91	-91	-91
기타재무활동	-94	-269	-303	0
현금의 증가	-1,263	106	391	596
기초현금	3,070	1,806	1,913	2,303
기말현금	1,806	1,913	2,303	2,899

자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

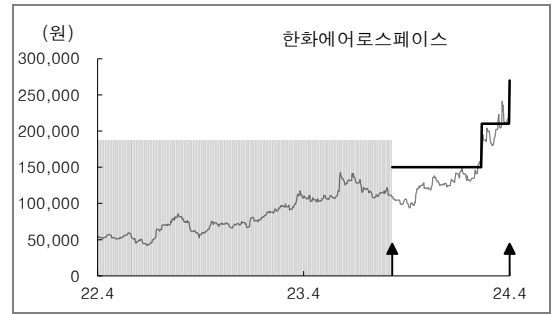
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,192	10,074	11,134	12,751
현금 및 현금성자산	1,806	1,913	2,303	2,899
매출채권 및 기타채권	2,115	2,315	2,588	3,029
재고자산	2,869	3,222	3,375	3,680
기타유동자산	2,402	2,624	2,868	3,143
비유동자산	10,351	10,798	11,355	11,887
관계기업투자등	3,204	3,301	3,435	3,574
유형자산	3,410	3,446	3,540	3,669
무형자산	2,203	2,437	2,668	2,900
자산총계	19,543	20,872	22,489	24,638
유동부채	12,077	12,634	13,217	13,989
매입채무 및 기타채무	1,255	1,361	1,510	1,772
단기금융부채	2,616	2,734	2,847	3,005
기타유동부채	8,206	8,539	8,860	9,212
비유동부채	2,782	2,995	3,252	3,666
장기금융부채	1,580	1,806	1,996	2,196
기타비유동부채	1,202	1,189	1,256	1,470
부채총계	14,859	15,628	16,469	17,655
지배주주지분	3,528	3,955	4,568	5,335
자본금	266	266	266	266
자본잉여금	192	180	177	177
이익잉여금	2,627	3,108	3,723	4,490
비지배주주지분	1,156	1,288	1,451	1,648
자본총계	4,684	5,243	6,019	6,983

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	7.7	19.2	15.5	12.8
P/CF (x)	6.9	8.0	7.0	6.2
P/B (x)	1.8	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA (x)	9.5	10.7	9.5	8.3
EPS (원)	16,147	11,280	13,964	16,930
CFPS (원)	17,957	27,141	30,833	34,915
BPS (원)	69,732	78,175	90,282	105,415
DPS (원)	1,800	1,800	1,800	1,800
배당성향 (%)	9.3	13.0	10.5	8.6
배당수익률 (%)	1.4	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	32.6	20.3	19.3	14.1
EBITDA증가율 (%)	55.4	33.4	13.6	13.2
조정영업이익증가율 (%)	70.9	46.2	21.0	18.3
EPS증가율 (%)	318.5	-30.1	23.8	21.2
매출채권 회전율 (회)	5.3	5.3	5.7	5.7
재고자산 회전율 (회)	3.7	3.7	4.1	4.3
매입채무 회전율 (회)	9.7	9.2	10.5	10.4
ROA (%)	5.6	3.5	4.0	4.5
ROE (%)	25.6	15.3	16.6	17.3
ROIC (%)	12.9	17.6	19.3	20.8
부채비율 (%)	317.2	298.1	273.6	252.8
유동비율 (%)	76.1	79.7	84.2	91.2
순차입금/자기자본 (%)	48.8	46.6	38.2	28.6
조정영업이익/금융비용 (x)	4.1	5.1	5.8	6.4

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화에어로스페이스 (012450)				
2024.04.15	매수	270,000	-	-
2024.02.26	매수	210,000	-3.93	14.76
2023.09.20	매수	150,000	-16.83	5.33



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

\* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화에어로스페이스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.