

한화에어로 스페이스 (012450)

이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월

목표주가

430,000

신규

현재주가

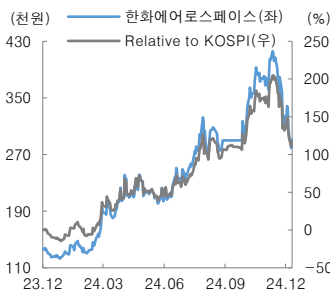
(24.12.11)

311,500

기계약종

KOSPI	2,482.12
시가총액	14,199십억원
시가총액비중	0.66%
자본금(보통주)	240십억원
52주 최고/최저	416,000원 / 122,900원
120일 평균거래대금	1,522억원
외국인지분율	43.81%
주요주주	한화 외 2 인 33.98% 국민연금공단 7.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-24.7	7.4	46.9	142.0
상대수익률	-24.7	11.3	61.5	147.2



Initiation

국가대표 방산주

- 9월 지배구조 개편을 통해 항공우주, 지상방산 중심의 사업구조 확립
- K9의 우수한 수주경쟁력은 높은 마진율로 연결. 지속가능한 수주 성장
- 폴란드형 무기 인도로 '24년 OP 고성장. '25년도 YoY +19% 성장 가능

투자의견 매수, 목표주가 430,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가 430,000원은 2026E EPS 21,723원에 타깃 PER 20.0배 적용. 호주(레드백, K9), 폴란드(K9), 루마니아(K9), 이라크(K9), 이집트(K9) 등 대형 해외 수출 수주 확보에 따른 가시성 높은 외형 및 이익 성장을 반영

모든 전장 환경에 대응하는 국가대표 방산주

9월 지배구조 개편을 통해 시큐리티, 정밀기계 사업이 연결 제외됨으로써 항공우주, 지상방산 중심의 사업구조를 확립. 연결 상장 자회사로 한화시스템(지휘통제/전자전), 씨트렉아이(우주위성)가 있으며, 관계회사 한화오션(특수선)의 지분 23.14%를 보유. 육·해·공·우주 등 모든 전장 환경에 대응하는 Total Defense Solution 포트폴리오 구축을 완료

글로벌 자주포 시장 점유율 50% 이상을 차지하는 K9 제품을 생산하고 있으며, 유리한 수주경쟁 환경을 바탕으로 국내 방산업체와 비교 시 상대적으로 높은 수출사업 마진을 획득 가능한 구조로 파악. 이외에도 K21(보병전투차량), 천무(다연장로켓), 천궁(M-SAM)발사대 등 해외수출 이력이 있으며, 수주 경쟁력이 높은 제품군을 다수 보유. 지속가능한 해외 수주 성장 스토리

폭발적인 이익 성장. 하지만 이제 시작이다

'24년 실적은 폴란드형 K9 1차(60대), 천무(40대 이상) 등 수출 계약분 인도 본격화를 바탕으로 전년 대비 +90% 영업이익 성장을 예상. '25~'27년 간 약 3년의 매출 및 이익 성장은 기수주한 해외수출계약을 바탕으로 이미 담보된 상태. '25년 영업이익도 YoY +19% 성장을 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,060	9,359	9,726	11,777	13,321
영업이익	400	691	1,321	1,573	1,898
세전순이익	195	1,215	924	1,132	1,456
총당기순이익	147	977	768	906	1,165
지배지분순이익	195	818	721	770	990
EPS	3,858	16,147	14,723	16,887	21,723
PER	19.1	7.7	20.9	18.2	14.2
BPS	56,436	69,689	86,489	110,588	133,722
PBR	1.3	1.8	3.6	2.8	2.3
ROE	6.8	25.6	18.6	16.6	17.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

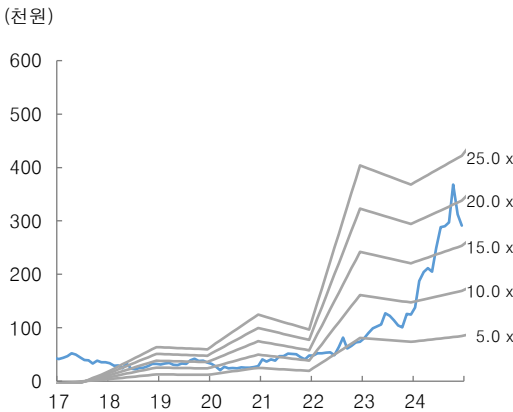
표86. 한화에어로스페이스 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
EPS	21,723	한화에어로스페이스 2026E EPS
Target PER	20.0	글로벌 방위산업 Peer 그룹의 평균 레벨을 고려하여 산정
적정주가	434,454	EPS * Target PER
목표주가	430,000	434,454≒430,000
현재주가	311,500	2024.12.11 기준
현재 PER	25.8	2024.12.11 기준
상승여력(%)	38.0	

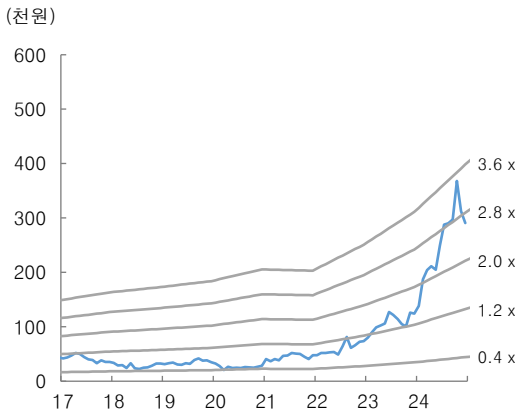
자료: 대신증권 Research Center

그림 38. 한화에어로스페이스 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 39. 한화에어로스페이스 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표87. 한화에어로스페이스 분기/연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
연결 매출액	(십억원)	1,848	2,786	1,781	3,310	2,582	2,940	2,946	3,309	9,726	11,777
YoY	(%)	-4.1	55.0	-19.1	-3.5	39.7	5.5	65.4	0.0	3.9	21.1
QoQ	(%)	-46.1	50.7	-36.1	85.9	-22.0	13.9	0.2	12.3		
지상방산	(십억원)	657	1,333	1,656	1,857	1,469	1,641	1,722	1,751	5,503	6,582
항공우주	(십억원)	443	562	478	550	521	541	539	558	2,034	2,160
한화비전	(십억원)	310	316							626	
한화시스템	(십억원)	544	687	639	927	627	808	743	1,061	2,798	3,239
기타	(십억원)	-106	-112	-142	-24	-34	-50	-58	-60	2,798	3,239
연결 영업이익	(십억원)	37	359	436	489	342	406	412	413	1,321	1,573
YoY	(%)	-83.6	332.5	319.8	77.2	813.4	13.1	-5.6	-15.4	91.1	19.1
QoQ	(%)	-86.4	859.0	21.5	12.1	-30.1	18.7	1.5	0.4		
OPM	(%)	2.0	12.9	24.5	14.8	13.2	13.8	14.0	12.5	13.6	13.4
지상방산	(십억원)	-4	261	440	456	308	345	362	368	1,153	1,382
항공우주	(십억원)	3	6	-6	1	5	3	2	2	4	12
한화비전	(십억원)	52	39							91	
한화시스템	(십억원)	39	80	57	38	36	68	61	57	214	222
기타	(십억원)	-53	-28	-14	-7	-7	-10	-13	-13	-101	-43
연결 지배순이익	(십억원)	-13	147	318	269	165	188	208	209	721	770
YoY	(%)	-103.2	-44.1	-2,199.3	67.1	-1,357.6	28.0	-34.7	-22.4	-11.8	6.7
QoQ	(%)	-108.2	-1,222.7	116.3	-15.6	-38.6	14.3	10.4	0.3		
NIM	(%)	0.1	5.7	16.3	9.5	7.5	7.5	8.3	7.4	7.9	7.7
연결 수주잔고	(십억원)	66,123	67,760	67,213	72,093	73,954	75,582	77,266	80,518	72,093	80,518
YoY	(%)	26.2	29.4	26.0	12.1	11.8	11.5	15.0	11.7	12.1	11.7
QoQ	(%)	2.9	2.5	-0.8	7.3	2.6	2.2	2.2	4.2		

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

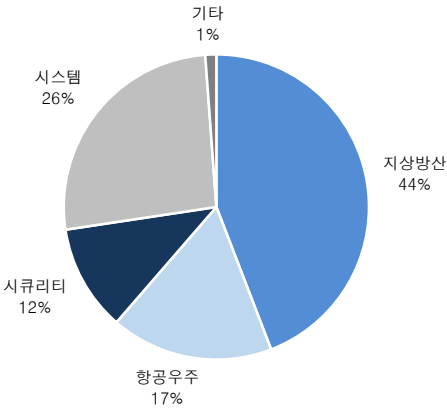
- 항공사업(가스터빈엔진 및 엔진부품 생산), 방산사업(자주포, 장갑차, 정밀유도무기, 무기체계 등) 등을 영위하고 있으며, 자회사로 상장회사인 한화시스템(방산/CT)을 보유
- '24년 9월, 자회사 한화비전(시큐리티), 한화정밀기계(정밀기계)를 신설
- 자주사 이래로 인적분할함에 따라 연결실적에서 제외
- 자산 20조 9,052억원, 부채 16조 7,028억원, 자본 4조 2,025억원
- 발행주식 수: 45,581,161주 / 자기주식수: 114,613주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선티 예산 규모 및 세부내역
- 해외 방위산업 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 갈등 상황 발생 여부
- 우주항공 이벤트

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 9월 기준
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

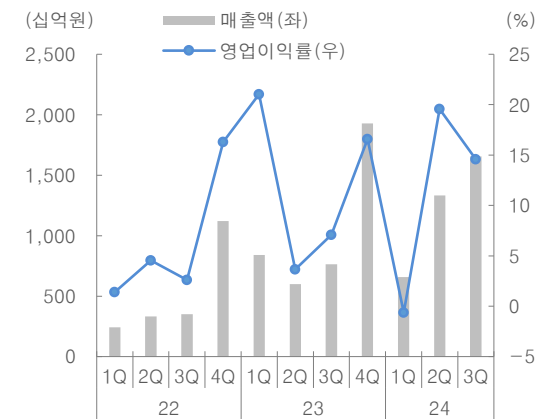
매출 비중 추이



주: 2023년 매출액 기준
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

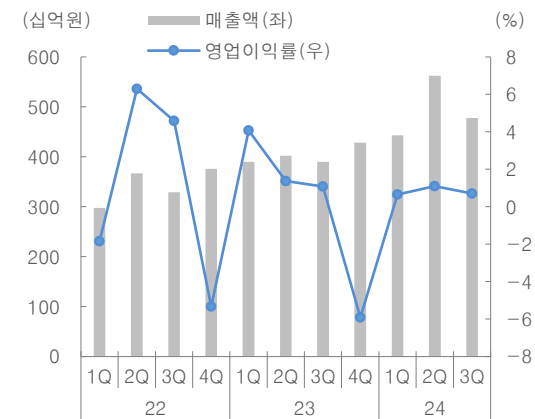
Earnings Driver

분기별 지상방산 실적 추이



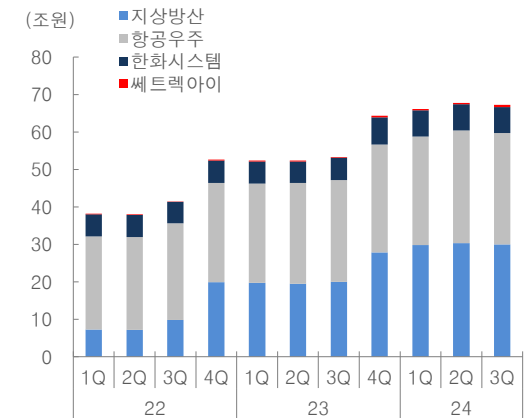
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

분기별 항공우주 실적 추이



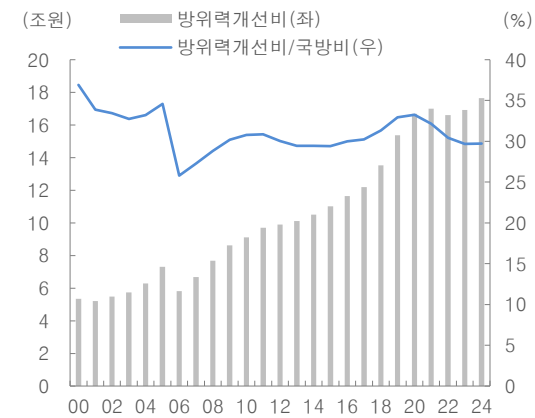
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

분기별 연결 수주잔고 추이



자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

연도별 방위력 개선비 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,060	9,359	9,726	11,777	13,321
매출원가	5,549	7,221	7,128	8,177	9,119
매출총이익	1,512	2,138	2,598	3,601	4,202
판매비와관리비	1,111	1,447	1,277	2,028	2,304
영업이익	400	691	1,321	1,573	1,898
영업이익률	5.7	7.4	13.6	13.4	14.2
EBITDA	663	1,030	1,660	1,933	2,277
영업외손익	-205	524	-397	-441	-442
관계기업손익	-21	16	-86	-84	-83
금융수익	115	1,145	292	276	276
외환관련이익	187	118	97	97	97
금융비용	-266	-398	-395	-395	-396
외환관련손실	86	163	153	153	153
기타	-33	-239	-209	-237	-239
법인세비용차감전순이익	195	1,215	924	1,132	1,456
법인세비용	-75	-238	-156	-226	-291
계속사업순이익	121	977	768	906	1,165
중단사업순이익	26	0	0	0	0
당기순이익	147	977	768	906	1,165
당기순이익률	2.1	10.4	7.9	7.7	8.7
비배지분순이익	-49	159	47	136	175
지배지분순이익	195	818	721	770	990
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	-16	-16	-16	-16
포괄순이익	103	819	611	748	1,007
비배지분포괄이익	-109	69	37	112	151
지배지분포괄이익	212	750	573	636	856

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,858	16,147	14,723	16,887	21,723
PER	19.1	7.7	20.9	18.2	14.2
BPS	56,436	69,689	86,489	110,588	133,722
PBR	1.3	1.8	3.4	2.6	2.2
EBITDAPS	13,097	20,348	33,895	42,419	49,955
EV/EBITDA	8.0	9.5	9.5	8.6	7.4
SPS	139,451	184,851	198,584	258,385	292,247
PSR	0.5	0.7	1.5	1.1	1.0
CFPS	16,292	17,957	19,831	26,197	33,517
DPS	1,000	1,800	2,000	2,000	2,000

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	27.4	32.6	3.9	21.1	13.1
영업이익 증가율	44.5	72.6	91.1	19.1	20.7
순이익 증가율	-51.4	566.6	-21.4	17.9	28.6
수익성					
ROIC	5.4	12.4	25.9	25.7	24.5
ROA	3.1	4.0	6.3	6.8	7.8
ROE	6.8	25.6	18.6	16.6	17.8
안정성					
부채비율	286.7	317.2	301.2	251.5	207.2
순차입금비율	12.8	50.2	19.6	24.4	19.4
이자보상배율	4.7	4.1	6.5	8.6	11.6

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,508	9,192	12,106	12,974	14,218
현금및현금성자산	3,070	1,806	4,517	4,298	4,720
매출채권 및 기타채권	1,543	2,119	2,209	2,668	3,017
재고자산	2,163	2,869	2,981	3,610	4,083
기타유동자산	1,732	2,399	2,399	2,399	2,399
비유동자산	6,644	10,351	10,455	10,551	10,642
유형자산	3,018	3,410	3,591	3,746	3,879
관계기업투자금	88	3,204	3,118	3,033	2,950
기타비유동자산	3,538	3,737	3,746	3,771	3,812
자산총계	15,152	19,543	22,561	23,524	24,860
유동부채	8,223	12,077	13,057	13,315	13,578
매입채무 및 기타채무	1,301	1,879	1,568	1,696	1,792
차입금	992	1,374	1,777	2,181	2,584
유동성채무	743	1,165	1,281	1,409	1,550
기타유동부채	5,187	7,659	8,431	8,029	7,651
비유동부채	3,011	2,782	3,881	3,517	3,190
차입금	1,712	1,401	2,329	2,096	1,887
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,298	1,381	1,552	1,421	1,303
부채총계	11,234	14,859	16,938	16,832	16,768
자배지분	2,857	3,528	4,236	5,041	6,095
자본금	266	266	240	240	240
자본잉여금	217	192	192	192	192
이익잉여금	2,015	2,627	3,257	3,936	4,835
기타자본변동	360	443	546	672	828
비배지분	1,061	1,156	1,388	1,651	1,997
자본총계	3,918	4,684	5,623	6,692	8,092
순차입금	502	2,350	1,101	1,634	1,566

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,524	1,390	1,684	1,398	1,909
당기순이익	0	0	768	906	1,165
비현금항목의 가감	678	-68	203	289	363
감가상각비	263	339	339	361	379
외환손익	64	19	-27	-27	-27
지분법평가손익	21	-16	86	84	83
기타	331	-410	-195	-130	-73
자산부채의 증감	794	462	1,011	568	802
기타현금흐름	52	996	-298	-364	-421
투자활동 현금흐름	-1,225	-3,029	-443	-445	-448
투자자산	-648	-2,432	76	73	71
유형자산	-192	-450	-450	-450	-450
기타	-385	-147	-68	-68	-68
재무활동 현금흐름	216	368	1,260	135	172
단기차입금	394	404	404	404	404
사채	-182	140	321	-96	-87
장기차입금	236	299	607	-137	-123
유상증자	0	0	-25	0	0
현금배당	-35	-51	-91	-91	-91
기타	-197	-425	44	56	69
현금의 증감	542	-1,263	2,711	-219	422
기초 현금	2,528	3,043	1,806	4,517	4,298
기말 현금	3,070	1,780	4,517	4,298	4,719
NOPLAT	247	556	1,098	1,258	1,518
FCF	165	324	984	1,166	1,444