



# 한화에어로스페이스 (012450)

[3Q24 Review] 지상방산의 놀라운 이익 성장

▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

**Buy (유지)**

목표주가(상향): 470,000원

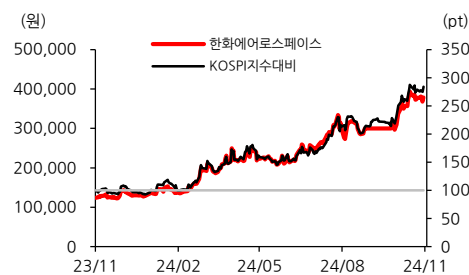
현재 주가(11/1)	378,500원
상승여력	▲24.2%
시가총액	172,525억원
발행주식수	45,581천주
52 주 최고가 / 최저가	393,000 / 117,414원
90 일 일평균 거래대금	1,243.79억원
외국인 지분율	42.9%
주주 구성	
한화 (외 2 인)	34.0%
국민연금공단	7.6%
자사주	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	27.4	20.6	73.0	222.4
상대수익률(KOSPI)	29.4	29.0	78.6	211.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	7,060	9,359	10,690	11,210
영업이익	400	691	1,360	1,571
EBITDA	663	1,030	1,698	1,941
지배주주순이익	195	818	810	1,163
EPS	3,858	16,147	16,012	23,007
순차입금	502	2,350	2,987	2,211
PER	19.1	7.7	23.6	16.5
PBR	1.3	1.8	4.4	3.6
EV/EBITDA	6.4	8.4	11.9	10.0
배당수익률	1.4	1.4	0.5	0.7
ROE	6.8	25.6	20.6	23.9

## 주가 추이



## 3Q24 Review: 영업이익 시장 기대치 상회

한화에어로스페이스는 3분기 매출액 2조 6,312억원(YoY +62%), 영업이익 4,772억원(+458%, OPM 18.1%)을 시현했다. 영업이익 기준 컨센서스를 약 40% 크게 상회했다. 시장 기대치 상회 요인은 기존 예상치를 크게 뛰어넘은 지상방산 부문의 영업이익률(26.6%)이다. 국내 방산 매출에 정산 이익이 소폭 반영된 것으로 추정되나 폴란드 인도 물량 증가(K9 24문, 천무 19대)가 수익 성장의 주 원인으로 파악된다. 수출 물량 증가로 인한 규모의 경제 효과를 OPM 개선 요인으로 판단한다.

## 지상방산의 놀라운 이익 성장

3분기 지상방산 부문은 매출액 1조 6,560억원(YoY +117%), 영업이익 4,399억원(YoY +715%, OPM 26.6%)을 기록했다. 4분기에도 방산 영업이익의 QoQ 증가를 전망한다. '24년 연간 폴란드형 K9, 천무 인도 가이드는 각각 60문 이상, 40대 이상(기존 30대에서 상향 조정)이며, 당사는 4분기 각각 35문, 18대 인도를 가정한다. 3분기 내수에서도 120mm 자주박격포, 화생방정찰차 등 양산 매출이 10~11% 내외의 높은 이익률을 기록한 것으로 추정하며, 4분기도 유사한 수준을 기대한다. 올해 대비 내년 폴란드 인도 물량 증가 가능성이 높은 것으로 파악되는 바, 방산 부문의 실적 견인은 내년에도 이어질 것으로 판단한다.

## 다양한 지상방산의 추가 성장동력

지상방산은 다양한 추가 성장동력 또한 보유하고 있다. ①추진장악 스마트팩토리 '26년 완공('27년 이후 조 단위 매출 기여 추정), ②미국 자주포 현대화 사업 성능시험계약(연내 시연), ③천무의 대함 미사일용 수요(동남아 등), ④K9 엔진 국산화 완료(가격/납기 경쟁력 제고), ⑤ 폴란드 K9 잔여물량 추가계약(현지화 관련 논의 중) 등이 그것이다.

## 투자의견 Buy 유지, 목표주가 470,000원으로 상향

투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 470,000원으로 상향한다. 목표 주가는 '25E BPS에 Target P/B 4.4배를 적용해 산출했다. Target P/B는 글로벌 Peer ROE-P/B 상관관계와 동사의 ROE를 고려해 설정했다. 지상방산의 높은 마진을 확인한 가운데, 다변화된 방산 수출 파이프라인을 고려해 동사를 방산 업종 내 최선호주로 제시한다.

[표1] 한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,654</b>	<b>1,514</b>	<b>1,625</b>	<b>3,097</b>	<b>1,449</b>	<b>2,335</b>	<b>2,631</b>	<b>3,425</b>	<b>7,890</b>	<b>9,840</b>	<b>11,210</b>
항공우주	390	402	390	428	430	543	478	537	1,610	1,988	2,163
내수	168	163	142	155	217	282	229	282	627	1,011	1,106
수출	223	239	248	273	212	260	249	256	983	977	1,058
지상방산	842	600	763	1,928	655	1,330	1,656	2,117	4,133	5,757	6,429
내수	367	463	565	1,214	352	571	683	984	2,608	2,591	2,694
수출	475	137	197	715	303	758	973	1,132	1,524	3,167	3,735
한화시스템	440	611	621	782	544	687	639	891	2,453	2,762	3,080
쎈트렉아이	24	39	25	38	32	47	44	48	125	171	231
<b>영업이익</b>	<b>191</b>	<b>41</b>	<b>86</b>	<b>277</b>	<b>18</b>	<b>337</b>	<b>477</b>	<b>486</b>	<b>594</b>	<b>1,319</b>	<b>1,571</b>
영업이익률	11.5	2.7	5.3	8.9	1.2	14.4	18.1	14.2	7.5	13.4	14.0
항공우주	15.9	5.5	4.2	-25.3	2.5	6.2	-6.0	-19.9	0.4	-17.2	-42.5
영업이익률	4.1	1.4	1.1	-5.9	0.6	1.1	-1.3	-3.7	0.0	-0.9	-2.0
지상방산	177.0	21.9	54.0	319.8	-3.9	260.0	439.9	472.1	572.8	1,168.1	1,415.7
영업이익률	21.0	3.7	7.1	16.6	-0.6	19.6	26.6	22.3	13.9	20.3	22.0
한화시스템	12.3	29.9	39.7	11.0	39.3	79.8	57.0	48.5	92.9	224.6	232.1
영업이익률	2.8	4.9	6.4	1.4	7.2	11.6	8.9	5.4	3.8	8.1	7.5
쎈트렉아이	-0.3	-0.5	-2.6	-1.0	-3.5	-1.5	0.8	0.5	-4.4	-3.8	12.3
영업이익률	-1.3	-1.2	-10.4	-2.6	-11.1	-3.2	1.8	1.0	-3.5	-2.2	5.3
<b>YoY 성장률</b>											
<b>매출액</b>	<b>24.0</b>	<b>-6.6</b>	<b>7.5</b>	<b>19.3</b>	<b>-12.4</b>	<b>54.3</b>	<b>61.9</b>	<b>10.6</b>	<b>11.7</b>	<b>24.7</b>	<b>13.9</b>
항공우주	31.0	9.6	18.7	14.1	10.2	35.0	22.5	25.5	17.6	23.4	8.8
지상방산	247.1	80.4	116.9	71.9	-22.1	121.6	117.1	9.8	101.8	39.3	11.7
한화시스템	2.3	19.6	35.1	-0.8	23.9	12.5	3.0	14.0	12.1	12.6	11.5
쎈트렉아이	33.0	85.2	7.4	29.3	32.5	22.1	75.3	27.9	37.3	36.4	35.2
<b>영업이익</b>	<b>180.0</b>	<b>-62.1</b>	<b>35.0</b>	<b>71.9</b>	<b>-90.7</b>	<b>727.6</b>	<b>457.5</b>	<b>75.5</b>	<b>48.4</b>	<b>121.9</b>	<b>19.2</b>

주: 인적분할 후 기준으로 작성. 3Q24P 항공우주 부문 내수/수출 매출액은 당사 추정치. 2023년의 YoY 성장률 계산에 사용된 2022년 실적은 인적분할 이전 기준

자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 한화에어로스페이스 2024년 3분기 실적

(단위: 십억 원, %)

회사잠정 (십억원)	3Q24P	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(YoY)		전분기 대비(QoQ)		시장 컨센서스 대비	
		3Q24E	차이(%)	3Q23	차이(%)	2Q24	차이(%)	3Q24E	차이(%)
매출액	2,631.2	2,550.4	3.2	1,625.1	61.9	2,334.7	12.7	2,784.4	-5.5
영업이익	477.2	272.3	75.3	85.6	457.5	337.2	41.5	341.0	39.9
순이익	330.4	192.3	71.8	6.7	4,831.3	159.9	106.6	246.1	34.3
<b>이익률(%)</b>									
영업이익	18.1	10.7	7.5%p	5.3	12.9%p	14.4	3.7%p	12.2	5.9%p
순이익	12.6	7.5	5.0%p	0.4	12.1%p	6.8	5.7%p	8.8	3.7%p

자료: 한화에어로스페이스, Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

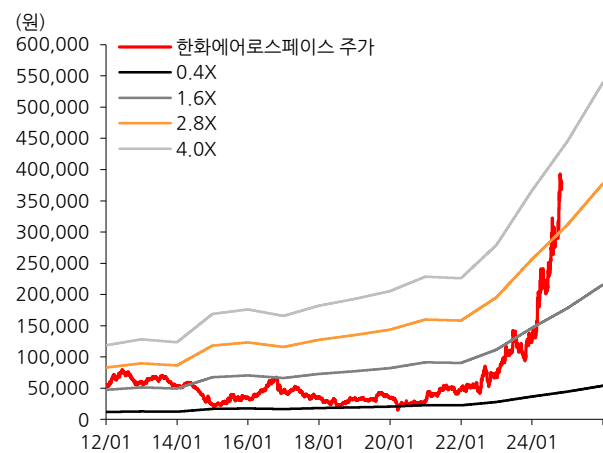
[표2] 한화에어로스페이스 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 BPS(원)	106,570	'25년 기준
Target P/B(배)	4.4	글로벌 Peer의 ROE-P/B 고려하여 산출
목표 주가(원)	470,000	
현재 주가(원)	378,500	24.11.01 종가 기준
상승여력(%)	▲24.2	

주: 글로벌 Peer는 Rheinmetall, Northrop Grumman, Raytheon, BAE Systems, Lockheed Martin, Thales 기준

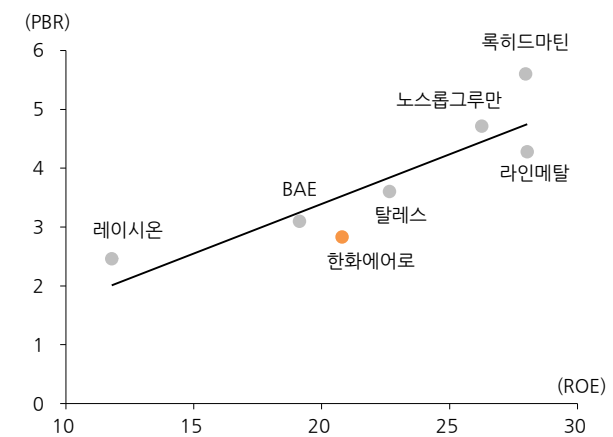
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화에어로스페이스 P/B 밴드차트



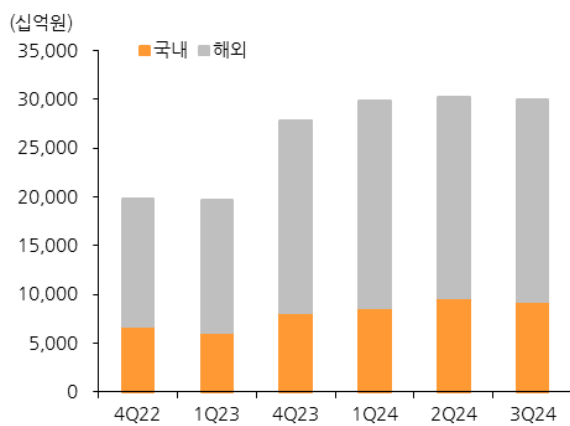
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화에어로스페이스 글로벌 Peer ROE-P/B



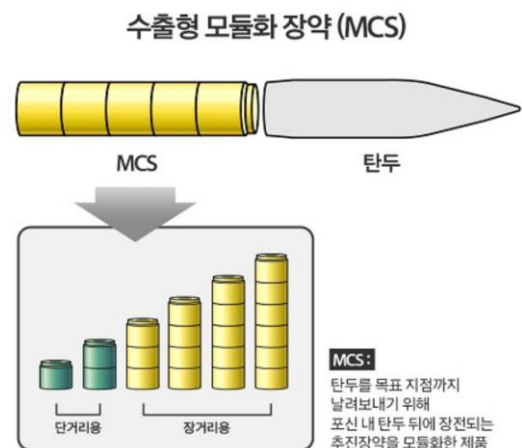
주: '25E 기준 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화에어로스페이스 지상방산 수주잔고



자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 수출형 모듈화 장약(MCS)



자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	5,541	7,060	9,359	10,690	11,210
매출총이익	1,018	1,512	2,138	3,101	3,578
영업이익	277	400	691	1,360	1,571
EBITDA	515	663	1,030	1,698	1,941
순이자손익	-49	-37	-85	-150	-116
외화관련손익	-9	-49	8	39	-6
지분법손익	-29	-21	-28	-44	0
세전계속사업손익	289	195	1,215	988	1,571
당기순이익	302	147	977	840	1,167
지배주주순이익	253	195	818	810	1,163
증가율(%)					
매출액	110.7	27.4	32.6	14.2	4.9
영업이익	188.5	44.5	72.6	96.8	15.5
EBITDA	180.7	28.9	55.4	64.8	14.3
순이익	126.8	-51.4	566.6	-14.0	38.9
이익률(%)					
매출총이익률	18.4	21.4	22.8	29.0	31.9
영업이익률	5.0	5.7	7.4	12.7	14.0
EBITDA 이익률	9.3	9.4	11.0	15.9	17.3
세전이익률	5.2	2.8	13.0	9.2	14.0
순이익률	5.4	2.1	10.4	7.9	10.4

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	990	1,524	1,390	481	1,572
당기순이익	302	147	977	840	1,167
자산상각비	237	263	339	338	370
운전자본증감	311	794	462	-983	39
매출채권 감소(증가)	33	-305	-583	-241	27
재고자산 감소(증가)	7	-277	-714	-1,087	-13
매입채무 증가(감소)	91	226	244	-273	17
투자현금흐름	-607	-1,225	-3,029	-1,051	-695
유형자산처분(취득)	-161	-192	-450	-610	-533
무형자산 감소(증가)	-159	-148	-118	-146	-127
투자자산 감소(증가)	-201	-767	-10	-174	0
재무현금흐름	813	216	368	1,348	-101
차입금의 증가(감소)	226	263	445	1,489	0
자본의 증가(감소)	-32	-35	-51	-89	-101
배당금의 지급	-30	-35	-51	-91	-101
총현금흐름	688	825	909	1,647	1,533
(-)운전자본증감(감소)	-412	-1,274	-1,047	1,054	-39
(-)설비투자	166	197	453	612	533
(+)자산매각	-153	-143	-115	-144	-127
Free Cash Flow	781	1,759	1,388	-162	913
(-)기타투자	188	598	3,036	51	35
잉여현금	593	1,161	-1,648	-213	877
NOPLAT	201	247	556	1,145	1,167
(+) Dep	237	263	339	338	370
(-)운전자본투자	-412	-1,274	-1,047	1,054	-39
(-)Capex	166	197	453	612	533
OpFCF	684	1,587	1,489	-182	1,043

주: IFRS 연결 기준, 2024년 3분기 이전 실적은 인적분할 전 기준으로 반영되어 있음

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	6,284	8,508	9,192	11,995	12,760
현금성자산	2,626	3,217	1,909	2,825	3,601
매출채권	1,037	1,543	2,119	2,478	2,451
재고자산	1,605	2,163	2,869	3,947	3,960
비유동자산	4,762	6,644	10,351	10,885	11,210
투자자산	887	1,494	4,738	4,795	4,830
유형자산	1,898	3,018	3,410	3,786	4,020
무형자산	1,977	2,133	2,203	2,304	2,360
자산총계	11,046	15,152	19,543	22,880	23,971
유동부채	4,330	8,223	12,077	13,483	13,511
매입채무	887	1,301	1,879	1,587	1,604
유동성이자부채	816	1,802	2,616	3,188	3,188
비유동부채	2,784	3,011	2,782	3,893	3,893
비유동이자부채	1,965	1,918	1,644	2,624	2,624
부채총계	7,114	11,234	14,859	17,376	17,404
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	429	217	192	202	202
이익잉여금	1,812	2,015	2,627	3,340	4,402
자본조정	383	360	443	526	526
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	3,932	3,918	4,684	5,504	6,567

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	4,989	3,858	16,147	16,012	23,007
BPS	57,066	56,436	69,689	85,588	106,570
DPS	700	1,000	1,800	2,000	2,500
CFPS	13,596	16,292	17,957	32,526	30,283
ROA(%)	2.5	1.5	4.7	3.8	5.0
ROE(%)	9.2	6.8	25.6	20.6	23.9
ROIC(%)	5.3	6.8	16.3	29.5	24.8
Multiples(x, %)					
PER	9.6	19.1	7.7	23.6	16.5
PBR	0.8	1.3	1.8	4.4	3.6
PSR	0.4	0.5	0.7	1.8	1.7
PCR	3.5	4.5	6.9	11.6	12.5
EV/EBITDA	5.0	6.4	8.4	11.9	10.0
배당수익률	1.5	1.4	1.4	0.5	0.7
안정성(%)					
부채비율	181.0	286.7	317.2	315.7	265.0
Net debt/Equity	3.9	12.8	50.2	54.3	33.7
Net debt/EBITDA	30.1	75.8	228.1	175.9	113.9
유동비율	145.1	103.5	76.1	89.0	94.4
이자보상배율(배)	4.4	4.7	4.1	5.9	7.9
자산구조(%)					
투하자본	50.8	43.5	32.4	37.5	36.6
현금+투자자산	49.2	56.5	67.6	62.5	63.4
자본구조(%)					
차입금	41.4	48.7	47.6	51.4	47.0
자기자본	58.6	51.3	52.4	48.6	53.0

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2024년 11월 4일)

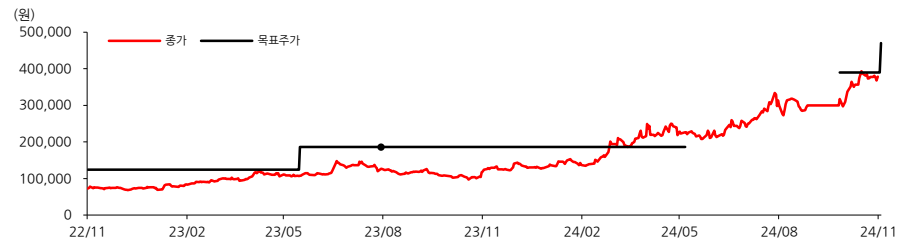
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

한화에어로스페이스는 당사와 '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 한화에어로스페이스 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자 의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2022.11.01	2023.05.17	2023.08.24	2023.11.10	2023.11.28
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		120,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.26	2024.02.29	2024.03.29	2024.04.26
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2024.09.27	2024.09.27	2024.11.04			
투자 의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	배성조	390,000	470,000			

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.17	Buy	180,000	-21.47	34.17
2024.09.27	Buy	390,000	-6.91	0.77
2024.11.04	Buy	470,000		

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2024년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%