

한화에어로스페이스

012450

May 02, 2024

Buy

유지

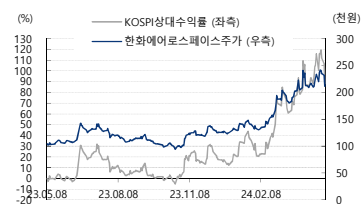
TP 280,000 원

하향

Company Data

현재가(04/30)	211,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	241,500 원
52 주 최저가(보통주)	94,000 원
KOSPI (04/30)	2,692.06p
KOSDAQ (04/30)	868.93p
자본금	2,657 억원
시가총액	107,082 억원
발행주식수(보통주)	5,063 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	99.9 만주
평균거래대금(60 일)	2,256 억원
외국인지분(보통주)	36.11%
주요주주	
한화 외 2 인	33.98%
국민연금	8.32%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	3.4	108.0	105.9
상대주가	5.5	78.5	91.4



조선/기계 안유동

3771-9130, 20220081@iprovest.com

KYOBO 교보증권

연간 성장은 의심할 여지없다(QnA 포함)

1분기 영업이익 시장예상치 하회, 연간으로는 성장할 것

한화에어로스페이스의 1분기 매출액은 1조 8,483억원(YoY -9.3%), 영업이익 374억원(OPM +2.0%) 기록. 매출액은 시장예상치를 11%를 하회했고 영업이익은 73.5%를 하회. 시장예상치 하회 요인은 1분기 폴란드 인도물량 공백에 따른 지상방산 실적 공백임. 작년의 경우 1분기 K9 24문, 4분기 18문, 천무 4분기 17문 인도되었던 것과 대비되는 상황. 또한 인력 투입 등에 따른 고정비 부담 증가효과도 영업이익률에 부정적 영향을 미침. 다만 올해 폴란드 인도 예정량은 K9 60+@, 천무 30+@로 작년 K9 42문, 천무 17문 대비 더 많을 것으로 추정되기에 연간 매출액은 28.2%, 영업이익은 42.6% 성장할 것으로 기대함

1분기 부문별 실적 요약

1분기 부문별 실적은 지상방산의 경우 앞서 언급한 바와 같이 폴란드 인도 물량 공백에 따라 전년동기대비 매출액은 22%, 영업이익 92% 감소. 다만 올해 남은 기간 동안 작년보다 더 많은 폴란드 인도 물량이 예정(24년 K9 60+@, 천무 30+@ vs 23년 K9 42문, 천무 17문)되어있기에 연간으로는 성장할 것으로 기대됨. 항공우주의 경우 납품물량의 증가로 매출은 전년동기 대비 14% 증가했으나 상대적으로 이익률이 높지 않은 사업의 비중이 증가하며 영업이익은 감소함. GTF RSP 관련 영업손실 99억원 수준. 다만 1분기 GTF 엔진 233대로 22년 1분기 118대, 23년 1분기 163대 대비 꾸준히 증가 중. 24년 1분기 글로벌 항공기 인도대수는 225대로, 22년 1분기 237대, 23년 1분기 257대 대비 감소한 상황. 그러나 이는 최근 제조결함으로 항공기 생산 일부 제한 영향이며 오히려 에어버스 항공기 인도대수는 전년동기대비 12% 증가한 142대로 항공사의 신규 항공기 인도 수요는 높은 상황이기에 매출 및 GTF 엔진 인도대수는 증가할 전망. 한화비전의 경우 매출액은 작년 하반기 위축된 시큐리티 업계 수요 회복세로 북미시장 매출액이 반등하며 YoY +13% 기록. 이익은 매출증가, 환율효과 반영으로 YoY +40% 증가. 연간으로도 북미시장 수요 회복 및 유럽 매출증가 및 영업이익 증가가 전망됨.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 280,000원으로 하향

한화에어로스페이스에 대한 투자의견 Buy 유지, 목표주가 기존 294,000원에서 280,000원으로 하향. 목표주가 산출의 근거는 12M Fwd BPS에 Implied PBR 3.34배를 적용

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	7,060	9,359	12,002	13,666	14,660
YoY(%)	27.4	32.6	28.2	13.9	7.3
영업이익(십억원)	400	691	1,005	1,231	1,460
OP 마진(%)	5.7	7.4	8.4	9.0	10.0
순이익(십억원)	147	977	705	851	1,007
EPS(원)	3,858	16,147	11,652	14,070	16,650
YoY(%)	-22.7	318.5	-27.8	20.8	18.3
PER(배)	19.1	7.7	18.2	15.0	12.7
PCR(배)	4.3	8.4	16.3	13.0	10.8
PBR(배)	1.3	1.8	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA(배)	7.9	9.4	10.7	9.4	8.3
ROE(%)	6.8	25.6	15.6	16.4	16.8

한화에어로스페이스 [012450]

연간 성장은 의심할 여지없다(QnA 포함)

[도표 1] 한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
전체	2,037.9	1,907.9	1,981.5	3,431.7	1,848.3	2,563.5	2,936.5	4,653.8	9,369.7	12,002.1	13,666.4
YoY(%)	52.8	17.8	31.1	32.2	(9.3)	34.4	48.2	35.6	43.3	28.1	13.9
항공우주	390.0	401.9	390.2	428.4	443.5	433.4	421.3	464.5	1,610.5	1,762.6	2,054.2
한화비전	273.6	284.1	246.0	250.1	310.0	313.1	316.2	319.4	1,053.8	1,258.8	1,309.9
한화디펜스	841.5	600.1	762.7	1,928.2	656.6	760.5	1,163.0	2,670.8	4,133.8	5,250.9	5,800.1
한화시스템	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	684.6	696.5	882.0	2,453.1	2,807.5	3,088.6
기타, 연결조정	93.3	11.1	(38.3)	42.9	(106.1)	212.1	195.8	184.7	109.1	486.4	811.2
영업이익	219.5	81.2	114.7	275.8	37.4	139.3	245.2	583.1	704.9	1,005.0	1,230.8
영업이익률(%)	10.8	4.3	5.8	0.080	2.0	5.4	8.4	12.5	7.5	8.4	9.0

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 한화에어로스페이스 Valuation table

(단위: 십억원, 배, 주, %)

자기자본비용	7.37	
무위험수익률	3.37	통안채 1년물 금리 최근 3개월 평균
시장위험 프리미엄	4.05	시장요구수익률 - 무위험이자율
Beta	0.99	52주 주간 Adj. 베타
Sustainable ROE	16.20	12M Fwd 지배기준 ROE
연구성장률	3.34	Min(장기유보율 50% X ROE, 국고채 30년 3M 평균금리)
Target P/B	3.19	
적정주주가치	14,154	
12M Fwd 자본총계	4,442	
발행주식수	50,630	
주당주주가치	279,555	
12개월 목표주가	280,000	
현재가	211,500	2024. 4. 30
상승여력	32.4	
투자의견	Buy	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 QnA

1. 자상방산 이익률

: 1분기 폴란드 수출물량 0. 해외 매출 대부분 주 장비에 대한 매출보단 부수적인 체계에 들어가는 매출로 발생. 2분기부터 폴란드 물량 인도. 2,3,4분기 분기별 인도물량 계속 늘며 매출 및 영업이익 늘어날 것. 일회성 100억원 발생. 1분기 국내마진도 미들싱글보단 낮게 나옴.

2. 2,3,4분기 매출 및 영업이익 증가 규모는

: 상반기보단 하반기로 갈수록 폴란드 물량 인도에 따른 매출 및 영업이익 증가

3. 해외 매출 중 부수체계 관련 내용

: 폴란드 대비 제품도 다르고 마진이 낮은 부분이 반영. 인력 등이 늘어나며 고정비 부담 발생.

3. 국내 마진율

: 1분기 개발사업 매출이 상대적 집중됨. 계절적 특성상 하반기 특히 4분기에 양산 사업 집중.

4. 폴란드 물량 인도 업데이트

: 올해 가이던스는 K9 60문+@ 천무 30대+@. +@의 의미는 폴란드 쪽 요청에 따라 Capa가 가능한 상황에서 변동이 있기 때문

6. 천무 2차 수주분 인도 스케줄

: 1차 물량 인도 후 2차 인도.

7. 폴란드 현지생산 협의 진행사항

: 폴란드 1~2차 계약모두 현지생산 조건이 포함되어있지 않음. 향 후 남아있는 물량에 대한 내용.

8. RSP 비용 관련

: 전년대비 판매대수가 늘어남. 다만 1분기 AM 매출이 많이 반영되어 손실 축소. 올해 AM 매출 반영되는 것과 별개로 좋은 설치 물량 들어올 것으로 예상해 연결손실 부분 전망 변함없음. 다만 연말 P&W사 회계정책상 총당금 발생 및 환입 등의 변동성은 있을 수도

9. 추가 수출 파이프라인

: 루마니아는 상반기 내에 이르면 최종결과.

10. 연결조정 의미

: 주로 사업부문간 내부거래를 소거한 것

11. 정밀기계, 비전

: 비전은 1분기 재고효과가 끝나고 수요가 살아나며 반등. 미국뿐 아니라 유럽 아시아 지역 매출 성장. 올해 연간으로 계속 이 추세가 유지될 것으로 기대. 정밀기계는 시장에서 기대한 반도체 장비 등은 아직 초기단계, 투자가 들어가는 단계라 당장 숫자로 나타날 수 있는 것은 아님. 아직까지 중국이 주력시장. 중국자체가 무역분쟁, 경기침체 등 전반적인 수요 침체가 있기에 대폭적자는 아니지만 소폭적자까지는 아직까지 발생할 수 있는 단계. 다만 남은 기간에는 1분기 226억원 적자 기준 흑자 전환이나 적자 대폭 줄어든 것으로 기대

12. 루마니아 폴란드 외 수출 파이프라인

: 지역으로 크게 3개. 동유럽, 북유럽 포함한 유럽, 중동, 아시아 태평양 호주 인도. 기존 K9, 천무, 레드백을 사갔던 고객들이 다른 무기체계에도 관심 갖는 중.

13. 사우디 MOU 체결 관련

: 무기체계 전반에 대한 것. 아직까지 MOU 단계라 구체적인 것은 아님. 지대공 체계 중 발사대와 한화 시스템의 레이더 등

14. 수은법 개정에 따라 수출금융 지원 충분한지

: 인도 스케줄은 폴란드에서 요청하는대로 이뤄짐. 천무 4분기 17대 중 1대 밀린 것이 1분기 포함되는 것이 아니라 테스트용으로 3분기로 변경되는 등 고객 요구에 따라 다름. 자본한도 증가, 파이낸싱으로 이어질 것을 기대. 최근 천무 계약이 일종의 증거

15. 국군이 미국에 포탄공급, 우리는 국군에 공급 매출은 내수로 잡히는지?

: 내수로 인식

16. 인력 제외한 나머지 비용 변화

: 고정비 인력증가 빼곤 100억원 정도의 일회성 반영. 해당 비용은 폴란드 GF 물량으로 원래 국내로 나가게 되어있던 물량을 보충해서 납품해주며 자재비가 조금 상승한 영향임

한화에어로스페이스 [012450]

연간 성장은 의심할 여지없다(QnA 포함)

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,060	9,359	12,002	13,666	14,660
매출원가	5,549	7,221	9,348	9,948	10,560
매출총이익	1,512	2,138	2,655	3,718	4,100
매출총이익률 (%)	21.4	22.8	22.1	27.2	28.0
판매비와관리비	1,111	1,447	1,650	2,487	2,640
영업이익	400	691	1,005	1,231	1,460
영업이익률 (%)	5.7	7.4	8.4	9.0	10.0
EBITDA	663	1,030	1,342	1,569	1,798
EBITDA Margin (%)	9.4	11.0	11.2	11.5	12.3
영업외손익	-205	524	-128	-172	-207
관계기업손익	-21	16	16	16	16
금융수익	115	1,145	581	595	619
금융비용	-266	-398	-397	-409	-423
기타	-33	-239	-329	-374	-419
법인세비용차감전순이익	195	1,215	877	1,059	1,253
법인세비용	75	238	172	207	245
계속사업순이익	121	977	705	851	1,007
중단사업순이익	26	0	0	0	0
당기순이익	147	977	705	851	1,007
당기순이익률 (%)	2.1	10.4	5.9	6.2	6.9
비지배지분순이익	-49	159	115	139	164
지배지분순이익	195	818	590	712	843
지배순이익률 (%)	2.8	8.7	4.9	5.2	5.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-43	-158	-14	-14	-14
포괄순이익	103	819	691	838	994
비지배지분포괄이익	-109	69	58	71	84
지배지분포괄이익	212	750	633	767	910

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,524	1,390	1,265	1,510	1,932
당기순이익	0	0	705	851	1,007
비현금항목의 가감	678	-68	60	101	134
감가상각비	181	261	267	272	276
외환손익	64	19	-27	-27	-27
지분법평가손익	21	-16	-16	-16	-16
기타	413	-331	-164	-129	-100
자산부채의 증감	794	462	759	857	1,122
기타현금흐름	52	996	-259	-299	-332
투자활동 현금흐름	-1,225	-3,029	-606	-757	-808
투자자산	-699	-2,423	-100	-250	-300
유형자산	-197	-453	-300	-300	-300
기타	-329	-152	-206	-207	-208
재무활동 현금흐름	216	368	-21	14	51
단기차입금	394	404	137	151	166
사채	-182	140	-35	-33	-32
장기차입금	236	299	-76	-68	-61
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-35	-51	-91	-91	-91
기타	-197	-425	44	56	69
현금의 증감	542	-1,263	71	79	319
기초 현금	2,528	3,043	1,806	1,877	1,956
기말 현금	3,070	1,780	1,877	1,956	2,275
NOPLAT	247	556	808	990	1,174
FCF	1,107	903	1,604	1,885	2,334

자료: 한화에어로스페이스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,508	9,192	10,881	12,668	14,643
현금및현금성자산	3,070	1,806	1,877	1,956	2,275
매출채권 및 기타채권	1,543	2,119	2,498	2,845	3,061
재고자산	2,163	2,869	3,429	3,905	4,188
기타유동자산	1,732	2,399	3,077	3,963	5,118
비유동자산	6,644	10,351	10,452	10,712	11,023
유형자산	3,018	3,410	3,443	3,472	3,495
관계기업투자금	88	3,204	3,320	3,585	3,901
기타금융자산	795	739	740	750	760
기타비유동자산	2,743	2,998	2,949	2,905	2,867
자산총계	15,152	19,543	21,333	23,381	25,666
유동부채	8,223	12,077	13,268	14,541	15,865
매입채무 및 기타채무	1,301	1,879	2,051	2,202	2,293
차입금	992	1,374	1,511	1,662	1,828
유동상채무	743	1,165	1,281	1,409	1,550
기타유동부채	5,187	7,659	8,425	9,268	10,194
비유동부채	3,011	2,782	2,719	2,668	2,631
차입금	1,016	759	683	615	553
사채	696	642	607	573	542
기타비유동부채	1,298	1,381	1,429	1,480	1,536
부채총계	11,234	14,859	15,987	17,209	18,496
지배지분	2,857	3,528	4,027	4,649	5,401
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	217	192	192	192	192
이익잉여금	2,015	2,627	3,126	3,748	4,500
기타자본변동	-2	-2	-2	-2	-2
비지배지분	1,061	1,156	1,319	1,523	1,769
자본총계	3,918	4,684	5,347	6,171	7,170
총차입금	3,653	4,182	4,342	4,539	4,775

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,858	16,147	11,652	14,070	16,650
PER	19.1	7.7	18.2	15.0	12.7
BPS	56,436	69,689	79,543	91,815	106,666
PBR	1.3	1.8	2.7	2.3	2.0
EBITDAPS	13,097	20,348	26,500	30,980	35,511
EV/EBITDA	7.9	9.4	10.7	9.4	8.3
SPS	139,451	184,851	237,056	269,927	289,546
PSR	0.5	0.7	0.9	0.8	0.7
CFPS	21,861	17,845	31,679	37,227	46,105
DPS	1,000	1,800	1,800	1,800	1,800

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	27.4	32.6	28.2	13.9	7.3
영업이익 증가율	44.5	72.6	45.4	22.5	18.6
순이익 증가율	-51.4	566.6	-27.8	20.8	18.3
수익성					
ROIC	6.2	14.9	21.5	22.3	23.0
ROA	1.5	4.7	2.9	3.2	3.4
ROE	6.8	25.6	15.6	16.4	16.8
안정성					
부채비율	286.7	317.2	299.0	278.9	258.0
순차입금비율	24.1	21.4	20.4	19.4	18.6
이자보상배율	4.7	4.1	5.7	6.7	7.6

한화에어로스페이스 최근 2년간 목표주가 변동추이

한화에어로스페이스 [012450]

연간 성장은 의심할 여지없다(QnA 포함)



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저
2024.04.15	매수	294,000					
2024.05.02	매수	280,000					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사항목 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2024.03.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.6	2.9	1.5	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

Underweight(비중축소): 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy) 등급 삭제

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~-10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하