

(Analyst) 정동호 dongho.jeong@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

012450 · 방산/항공우주

한화에어로스페이스

흔들리지 않는 편안함

(유지)

매수

목표주가

150,000원

상승여력

30.0%

현재주가(23/11/2)

115,400원

KOSPI	2,343.12	시가총액(십억원)	5,843	발행주식수(백만주)	51	외국인 보유비중(%)	33.5
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

3Q23 Review

‘23년 3분기 매출액 1조 9,825억 원 (+31.1% YoY, 컨센 1.8% 상회), 영업이익 1,043억 원 (+64.5% YoY, 컨센 8.7% 상회)을 기록했다. 지상방산 부문과 한화시스템의 실적 호조가 전사 매출을 견인했다. 4분기는 폴란드형 K9 및 천무 납품이 예정되어 있어 큰 폭의 성장을 기대한다.

불확실성 해소, 이제는 편안한 방산 성장을 누리기로

우려했던 GTF 엔진 불확실성이 해소되었다. 이제는 편안하게 방산의 성장을 누리도록 하자. 내년부터 본격적인 폴란드 K9/천무 납품과 이집트 K9 매출인식이 시작된다. ‘24F 매출액 10조 3,367억 원 (+15.5% YoY), 영업이익 8,562억 원 (+26.8% YoY, OPM 8.3%)을 전망한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.3	7.2	63.5
상대주가	16.1	15.5	63.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	5,541	7,060	8,952	10,337	11,270
영업이익 (십억원)	277	404	675	856	975
영업이익률 (%)	5.0	5.7	7.5	8.3	8.7
순이익 (십억원)	301	152	817	431	510
EPS (원)	4,989	3,967	16,141	8,518	10,079
ROE (%)	9.2	7.0	25.5	11.6	12.3
P/E (배)	9.6	18.6	7.1	13.5	11.4
P/B (배)	0.8	1.3	1.6	1.5	1.3
배당수익률 (%)	1.5	1.4	0.9	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

3Q23 Review

동사는 '23년 3분기 매출액 1조 9,825억 원 (+31.1% YoY, 컨센 1.8% 상회), 영업이익 1,043억 원 (+64.5% YoY, 컨센 8.7% 상회)을 기록했다. 지상방산 부문과 한화시스템의 실적 호조가 전사 매출을 견인했다.

지상방산 부문은 매출액 7,627억 원 (+117% YoY), 영업이익 537억 원 (+486% YoY, OPM 7.0%)을 기록했다. K9 폴란드 갭필러 납품 일정은 비어 있었으나, 한화방산 효과로 내수가 전년 대비 2,850억 원 잘 나오면서 매출 신장을 이어갔다. 4분기도 계절성에 따라 내수 사업의 매출 집중이 예상된다. 폴란드향 K9 및 천무 납품도 예정되어 있어 수출까지 더해져 큰 폭의 성장을 기대한다. '23년 4분기 매출 3조 243억 원 (+16.5% YoY), 영업이익 2,653억 원 (+265.3% YoY, OPM 8.8%)으로 전망한다.

한편, 세전이익 137억 원 (-81% YoY), 당기순이익 -36억 원 (적자전환)을 달성했다. 주요 원인은 GTF 엔진 결함 및 리콜 이슈에 따른 손실충당금 1,561억원 일시 반영이다. 영업외로 1,400억원대, 나머지 150억원 정도는 영업이익으로 반영되었다. 컨센서스 상단에 부합하는 수준이었으며, 향후 추가 비용은 발생하지 않을 것으로 판단한다.

한편, 1) 지상방산 호조, 2) 한화시스템 추정치 상향, 2) 정밀기계 사업부 추가로 실적 추정치를 소폭 상향했다. 방산이 이끄는 성장은 내년도 유효하다. 본격적인 폴란드 K9/천무 납품이 이어지며, 이집트 K9 매출인식도 시작된다. '24F 매출액 10조 3,367억 원 (+15.5% YoY), 영업이익 8,562억 원 (+26.8% YoY, OPM 8.3%)을 전망한다.

표 1. 한화에어로스페이스 3Q23 실적 테이블

(십억 원)

	3Q22	2Q23	3Q23P			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ	YoY	추정치	차이	추정치	차이
매출액	1,512	1,908	1,981	3.9	31.1	1,913	3.6	1,947	1.8
영업이익	63	81	104	28.5	64.6	99	5.4	96	8.7
당기순이익	87	302	(4)	-101.2	-104.2	41	적전	50	적전
영업이익률 (%)	4.2	4.3	5.3	1.0	1.1	5.2	0.1	4.9	0.3
순이익률 (%)	5.8	15.8	-0.2	-16.0	-6.0	2.1	-2.3	2.6	-2.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화에어로스페이스 실적 추정치 변경표

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	8,520	9,674	8,952	10,337	5.1	6.9	1) 지상방산 부문 기대치 상회 2) 한화시스템 추정치 상향 3) 정밀기계 사업부 추가
영업이익	634	726	675	856	6.5	17.9	
세전이익	1,271	626	1,264	788	-0.5	25.8	
순이익	821	343	817	431	-0.5	25.7	
EPS (원)	16,212	6,767	16,141	8,518	-0.4	25.9	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한화에어로스페이스 영업실적 전망치

(십억 원)

항목	분류	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
수주잔고	전체	38,200	37,990	41,465	50,880	52,390	52,373	53,246	59,542	50,880	59,542	65,370	67,285
	항공우주	24,870	24,799	25,816	24,860	26,478	26,879	26,942	27,669	24,860	27,669	28,949	30,007
	지상방산	7,252	7,185	9,839	19,777	19,723	19,467	20,148	24,774	19,777	24,774	28,901	29,549
	한화시스템	5,917	5,839	5,650	5,987	5,940	5,807	5,946	6,794	5,987	6,794	7,120	7,229
	썬트렉아이	161	167	159	256	250	220	210	306	256	306	399	500
매출액	전체	1,334	1,620	1,512	2,595	2,038	1,908	1,981	3,024	7,060	8,952	10,337	11,270
	항공우주	298	367	329	376	390	402	390	383	1,369	1,565	1,670	1,778
	지상방산	242	333	352	1,121	842	600	763	1,440	2,048	3,644	4,638	5,054
	한화비전	217	256	279	250	274	284	246	253	1,002	1,057	1,065	1,125
	한화시스템	430	510	459	789	439	611	621	846	2,187	2,517	2,716	3,113
	썬트렉아이	18	21	23	29	24	39	25	31	91	118	124	130
	정밀기계	167	163	114	77	111	110	110	71	522	402	364	348
성장률 (%)	전체	12.7	2.1	1.6	38.3	52.8	17.8	31.1	16.5	15.1	26.8	15.5	9.0
	항공우주	-0.7	-11.1	2.8	-10.0	30.9	9.6	18.7	2.1	-5.6	14.3	6.7	6.4
	지상방산	-1.6	-7.0	9.2	106.8	247.2	80.4	117.0	28.4	39.5	77.9	27.3	9.0
	한화비전	44.6	45.3	53.5	45.8	25.9	11.0	-11.8	1.4	47.5	5.5	0.8	5.6
	한화시스템	17.1	5.0	-17.6	16.0	2.3	19.7	35.3	7.3	15.1	7.9	14.6	0.4
	썬트렉아이	0.0	0.0	0.0	0.0	32.3	86.8	7.5	4.6	29.6	4.8	4.8	1.0
	정밀기계	12.5	-13.4	-20.4	-30.5	-33.7	-32.8	-3.0	-8.7	-23.0	-9.4	-4.4	-1.0
영업이익		68	108	63	165	224	81	104	265	404	675	856	975
YoY (%)		0.2	-11.5	-37.2	122.0	229.0	-24.5	64.6	60.7	10.8	67.0	26.8	13.9
OPM (%)		5.1	6.6	4.2	6.4	11.0	4.3	5.3	8.8	5.7	7.5	8.3	8.7
당기순이익		45	6	87	14	475	302	-4	135	201	817	431	510
YoY (%)		-56.9	-63.1	52.2	52.8	967.7	847.7	-88.9	193.9	-20.5	306.9	-47.2	18.3
NPM (%)		3.3	0.4	5.8	0.5	23.3	15.8	-0.2	4.5	2.8	9.1	4.2	4.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Q&A

Q. GTF 관련 총당금을 영업외로 반영한 이유

A. 영업외 1,400억원 잡음. 엔진을 운용하는 항공사들의 손실을 총당금으로 쌓았기 때문에 영업외로 반영

Q. 지상방산 3분기 수출물량. 향후 납품 일정

A. 공개할 수 없는 지역에 수출. 탄 수요도 일부 포함. 분기별로 발생 지속

Q. 폴란드향 납품 물량. PL와 갭필러 마진 비교

A. '23년 4분기 납품은 K9 1분기 대비 적음. 다만 천무가 나가기 때문에 규모 클 것. PL 마진 차이는 유의미하게 나지 않음

Q. 이집트와 호주 매출인식 시점

A. 이집트는 '24년, 레드백은 '26년부터 납품 시작

Q. 한화방산 탄 사업 국내 계절성 트렌드

A. 국내 방산사업과 마찬가지로 3/4분기에 매출 집중되는 경향

Q. 갭필러 물량에 대한 한국군향 납품 일정 및 영향은?

A. '23년 4분기부터 납품 시작. 크게 나갈 투입비용은 없음

Q. 천무 유망 수출 지역 업데이트

A. 중동, 동유럽 등 국가에 지속적으로 태핑 중

Q. 폴란드 잔여계약 진행상황

A. 폴란드 야당측 국방전문가도 현대화 의지가 강하고, 현지 국민의 군 현대화 인식도 높기 때문에 큰 방향성은 달라지지 않을 것. 변동사항은 추후 업데이트

Q. 배당 안내 및 배당정책 업데이트

A. 명시화된 배당정책은 없음. 재무안정성 해치지 않는 수준에서 주주환원 계획

Q. GTF 문제 과거 유사 사례. P&W사 판매에 영향이 있는거 아닌지?

A. 30년간 RSP 프로그램에서 이렇게 대규모 리콜이 일어난 건 최초. 그 만큼 낮은 확률의 이벤트 리스크. 이번에 발생한 건 코로나로 훼손된 공급망 문제가 누적되다가 이제 와서 터졌다고 봄. 엔진 세일즈는 계속적으로 이루어지는 중

한화에어로스페이스 (012450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,060	8,952	10,337	11,270
매출원가	5,190	6,665	7,829	8,385
매출총이익	1,870	2,287	2,508	2,885
판매비와관리비	972	1,611	1,651	1,910
조정영업이익	404	675	856	975
영업이익	404	675	856	975
비영업손익	-229	583	-68	-56
금융손익	-33	-64	-69	-56
관계기업등 투자손익	-21	-156	0	0
세전계속사업손익	175	1,264	788	919
계속사업법인세비용	60	294	205	230
계속사업이익	115	970	583	690
중단사업이익	37	3	0	0
당기순이익	152	974	583	690
지배주주	201	817	431	510
비지배주주	-49	156	152	179
총포괄이익	109	962	583	690
지배주주	218	844	514	608
비지배주주	-109	118	69	81
EBITDA	634	1,001	1,208	1,354
FCF	1,328	657	792	992
EBITDA 마진율 (%)	9.0	11.5	11.7	12.0
영업이익률 (%)	5.7	7.5	8.3	8.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.8	9.1	4.2	4.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	8,589	8,401	9,506	10,804
현금 및 현금성자산	3,043	2,005	2,583	3,305
매출채권 및 기타채권	1,428	1,543	1,713	1,911
재고자산	2,014	2,240	2,355	2,470
기타유동자산	2,104	2,613	2,855	3,118
비유동자산	6,568	8,752	9,104	9,395
관계기업투자등	88	1,791	1,791	1,791
유형자산	2,987	3,369	3,632	3,828
무형자산	2,121	2,238	2,281	2,323
자산총계	15,157	17,152	18,609	20,200
유동부채	8,270	9,790	10,679	11,640
매입채무 및 기타채무	853	790	854	945
단기금융부채	1,653	1,808	1,746	1,685
기타유동부채	5,764	7,192	8,079	9,010
비유동부채	2,963	2,618	2,667	2,660
장기금융부채	1,854	1,507	1,551	1,528
기타비유동부채	1,109	1,111	1,116	1,132
부채총계	11,234	12,409	13,345	14,300
지배주주지분	2,863	3,544	3,913	4,369
자본금	266	266	266	266
자본잉여금	217	205	193	190
이익잉여금	2,020	2,779	3,159	3,619
비지배주주지분	1,061	1,200	1,351	1,531
자본총계	3,924	4,744	5,264	5,900

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,524	1,287	1,372	1,542
당기순이익	152	974	583	690
비현금수익비용가감	673	-101	625	664
유형자산감가상각비	176	237	269	295
무형자산상각비	82	83	83	84
기타	415	-421	273	285
영업활동으로인한자산및부채의변동	794	423	438	474
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-305	-133	-163	-196
재고자산 감소(증가)	-277	-217	-115	-115
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	226	-137	30	51
법인세납부	-147	-159	-205	-230
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,225	-2,608	-714	-681
유형자산처분(취득)	-192	-614	-531	-491
무형자산감소(증가)	-148	-209	-126	-126
장단기금융자산의 감소(증가)	-48	-2	-11	-15
기타투자활동	-837	-1,783	-46	-49
재무활동으로 인한 현금흐름	216	-333	-231	-280
장단기금융부채의 증가(감소)	727	-253	-18	-84
자본의 증가(감소)	-212	-12	-12	-3
배당금의 지급	-35	-51	-51	-51
기타재무활동	-264	-17	-150	-142
현금의 증가	515	-1,038	578	722
기초현금	2,528	3,043	2,005	2,583
기말현금	3,043	2,005	2,583	3,305

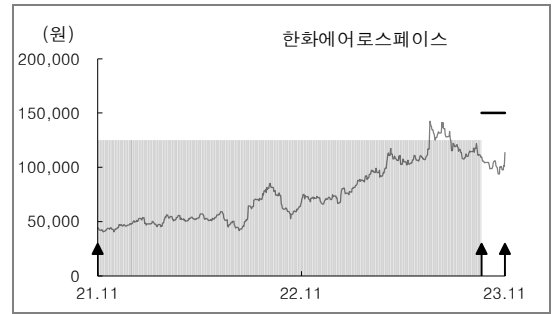
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	18.6	7.1	13.5	11.4
P/CF (x)	4.5	6.7	4.8	4.3
P/B (x)	1.3	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	8.1	8.2	6.4	5.3
EPS (원)	3,967	16,141	8,518	10,079
CFPS (원)	16,292	17,241	23,863	26,737
BPS (원)	56,587	69,995	77,277	86,298
DPS (원)	1,000	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	33.3	5.2	8.7	7.3
배당수익률 (%)	1.4	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	10.1	23.7	18.4	9.0
EBITDA증가율 (%)	23.3	57.8	20.7	12.0
조정영업이익증가율 (%)	45.9	68.5	25.7	13.9
EPS증가율 (%)	-20.5	306.9	-47.2	18.3
매출채권 회전율 (회)	6.0	6.2	6.7	6.5
재고자산 회전율 (회)	3.9	4.1	4.5	4.7
매입채무 회전율 (회)	10.6	11.6	12.7	12.8
ROA (%)	1.2	6.0	3.3	3.6
ROE (%)	7.0	25.5	11.6	12.3
ROIC (%)	6.1	14.7	14.2	16.9
부채비율 (%)	286.3	261.6	253.5	242.4
유동비율 (%)	103.9	85.8	89.0	92.8
순차입금/자기자본 (%)	8.4	24.9	11.0	-4.1
조정영업이익/금융비용 (x)	5.0	4.8	6.7	7.7

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화에어로스페이스 (012450)				
2023.09.20	매수	150,000	-	-
2020.12.08	분석 대상 제외		-	-



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 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.