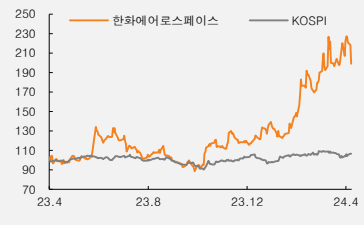


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	270,000원
현재주가(24/4/30)	211,500원
상승여력	27.7%

영업이익(24F, 십억원)	933		
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	945		
EPS 성장률(24F, %)	-36.4		
MKT EPS 성장률(24F, %)	72.1		
P/E(24F, x)	20.6		
MKT P/E(24F, x)	11.1		
KOSPI	2,692.06		
시가총액(십억원)	10,708		
발행주식수(백만주)	51		
유동주식비율(%)	65.9		
외국인 보유비중(%)	36.1		
베타(12M) 일간수익률	0.26		
52주 최저가(원)	94,000		
52주 최고가(원)	241,500		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.4	108.0	105.9
상대주가	5.5	78.5	91.4



[방산/항공우주]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

한화에어로스페이스

뒤늦게 온 성장통

1Q24 Review: 영업이익 컨센서스 73% 하회

1Q24 매출액 1.8조 원 (-9.3% YoY, 컨센 대비 10% 하회), 영업이익 374억 원 (-83% YoY, 컨센 대비 73% 하회)으로 시장 기대치를 큰 폭으로 하회했다. 컨센서스 하회 사유는 지상방산 부문의 1) 폴란드형 K9 자주포 및 천무 납품 부재와 2) 인력채용 및 생산증가로 인한 고정비 확대이다.

지상방산 부문은 예상대로 폴란드 K9/천무 납품이 없었으나, 1) 국내사업 비용증가(갭필러 물량 반환)와 2) 부수체계 위주 수출에 따른 수익성 악화로 영업이익이 추정치 대비 54% 하회했다. 항공우주 부문의 경우 납품물량 증가로 매출은 YoY 14% 늘었으나, 제품 믹스 영향으로 영업이익은 YoY -82% 감소했다. 금번 실적은 한화비전과 한화시스템만이 호실적을 기록했다.

더 높은 성장을 위한 밑거름이 될 것

지상방산 부문이 전사 실적을 견인해왔으나, 부득이하게 이번만큼은 쉬어가게 되었다. 동사는 1) K9 생산개파 확대(22년 80대→24년 240대), 2) 해외 수출 마케팅 확장 등에 따라 대규모 인력채용을 추진하면서 고정비 부담이 늘어난 것으로 보인다. 즉, 성장에 밑거름이 되는 비용들이다.

2Q부터는 폴란드 K9/천무 납품이 본격화된다. 연간 가이던스(K9 60대, 천무 30문 이상)도 변함없다. 이번 분기에 갭필러 물량 반환, 부수체계 납품 등 수익성이 좋지 않은 부분들을 털어냈다고 보면 나쁠 것 없다. 2Q23 어닝 쇼크를 기록했을 때 주가 부진을 겪었으나, 3Q23에 호실적으로 돌아오며 ATH로 달려간 바 있다. 당분간 주가는 부진/회복할 수 있겠지만, 연말을 바라보면 적절한 매수 타이밍이 될 수 있다.

투자 의견 '매수', 목표주가 270,000원 유지

투자 의견 '매수', 목표주가 270,000원을 유지한다. 올해 기대되는 수주로는 루마니아 K9(1.2조)가 있다. 계약시점은 2분기로 예상한다. 또한, 5월 우주항공청 개청 후 우주산업 모멘텀도 재부상할 전망이다. 차세대 발사체(2조 원) 등 다양한 국가 사업이 나올 예정이기 때문에 주목할 필요가 있다.

결산기(12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	7,060	9,359	11,110	13,528	15,550
영업이익(십억원)	404	691	933	1,222	1,411
영업이익률(%)	5.7	7.4	8.4	9.0	9.1
순이익(십억원)	195	818	520	701	823
EPS(원)	3,858	16,147	10,270	13,849	16,250
ROE(%)	6.8	25.6	14.0	16.7	16.9
P/E(배)	19.1	7.7	20.6	15.3	13.0
P/B(배)	1.3	1.8	2.7	2.4	2.0
배당수익률(%)	1.4	1.4	0.9	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한화에어로스페이스 1Q24 실적 요약 테이블

	1Q23	4Q23	1Q24P			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	추정치	차이 (%)
매출액	2,038	3,442	1,848	-46.3	-9.3	1,804	2.5	2,064	-10.4
영업이익	220	290	37	-87.1	-83.0	82	-54.4	140	-73.3
당기순이익 (지배)	409	161	3	-98.4	-99.4	37	-93.1	69	-96.3
영업이익률 (%)	10.8	8.4	2.0	-6.4	-8.7	4.5	-2.5	6.8	-4.8
순이익률 (%)	20.1	4.7	0.1	-4.5	-19.9	2.0	-1.9	3.4	-3.2
사업부문별 매출액									
항공우주	390	428	444	3.5	13.7				
지상방산	842	1,930	657	-66.0	-22.0				
한화비전	274	250	310	24.0	13.3				
한화시스템	439	782	544	-30.4	23.9				

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화에어로스페이스 실적 추정치 변경표

(십억 원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	11,256	13,434	11,110	13,528	-1.3	0.7	1) 고정비 확대
영업이익	1,011	1,223	933	1,222	-7.7	-0.1	
세전이익	896	1,082	861	1,079	-3.9	-0.3	
순이익	571	707	520	701	-8.9	-0.8	
EPS (원)	11,280	13,964	10,270	13,849	-9.0	-0.8	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

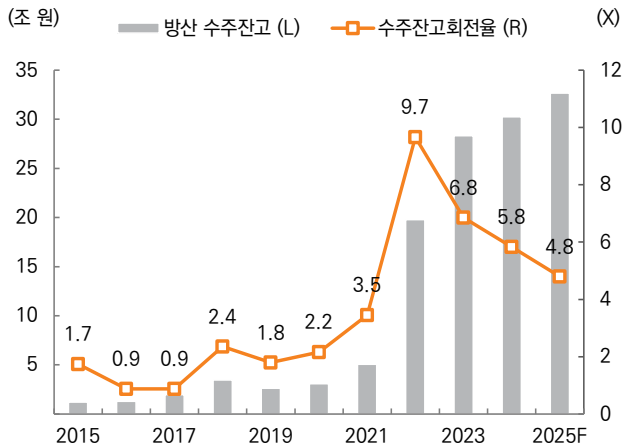
표 3. 한화에어로스페이스 영업실적 전망치

(십억 원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F	2025F
수주잔고	전체	51,764	52,140	53,107	64,255	66,690	69,396	69,098	70,204	50,880	64,255	70,204	74,611
	항공우주	26,478	26,879	26,942	28,334	28,852	28,992	29,088	29,695	24,860	28,334	29,695	30,858
	지상방산	19,097	19,234	20,148	28,310	30,266	31,403	30,757	30,256	19,777	28,310	30,256	32,664
	한화시스템	5,940	5,807	5,807	7,257	7,050	8,278	8,254	8,920	5,987	7,257	8,920	8,720
	셋트레이이	250	220	210	354	523	723	999	1,333	256	354	1,333	2,369
매출액	전체	2,038	1,908	1,981	3,442	1,848	2,607	2,891	3,763	7,060	9,366	11,110	13,528
	항공우주	390	402	390	428	444	442	408	446	1,369	1,610	1,739	1,861
	지상방산	842	600	763	1,930	657	1,114	1,406	2,000	2,048	4,134	5,188	6,807
	한화비전	274	284	246	250	310	316	323	329	1,002	1,054	1,278	1,349
	한화시스템	439	611	621	782	544	642	673	928	2,187	2,453	2,787	3,240
	셋트레이이	24	39	25	38	32	46	30	45	91	125	152	188
	정밀기계	111	110	110	85	89	98	99	78	522	416	364	345
성장률 (%)	전체	52.8	17.8	31.1	32.6	-9.3	36.6	45.9	9.3	15.1	32.7	18.6	21.8
	항공우주	30.9	9.6	18.7	14.1	13.7	9.9	4.6	4.2	-5.6	17.6	8.0	7.0
	지상방산	247.2	80.4	117.0	72.1	-22.0	85.7	84.3	3.7	39.5	101.8	25.5	31.2
	한화비전	25.9	11.0	-11.8	0.1	13.3	11.3	31.1	31.5	47.5	5.1	21.3	5.6
	한화시스템	2.3	19.7	35.2	-0.8	23.9	5.1	8.4	18.6	12.1	13.6	16.3	6.6
	셋트레이이	32.3	86.8	7.5	28.6	32.5	19.3	18.5	18.1	37.3	21.3	23.6	23.8
	정밀기계	-33.7	-32.8	-3.0	-8.7	-19.8	-10.6	-9.9	-8.5	-20.2	-12.4	-5.3	-2.9
영업이익		220	81	115	290	37	233	293	369	400	702	933	1,222
YoY (%)		221.8	-24.5	80.9	79.6	-83.0	187.5	155.2	27.6	9.7	75.3	32.9	31.0
OPM (%)		10.8	4.3	5.8	8.4	2.0	9.0	10.1	9.8	5.7	7.5	8.4	9.0
당기순이익		409	263	-15	161	3	132	168	217	195	818	520	701
YoY (%)		967.7	847.7	적자전환	295.9	-99.4	-49.7	흑자전환	34.9	-22.7	318.5	-36.4	34.9
NPM (%)		20.1	13.8	-0.8	4.7	0.1	5.1	5.8	5.8	2.8	8.7	4.7	5.2

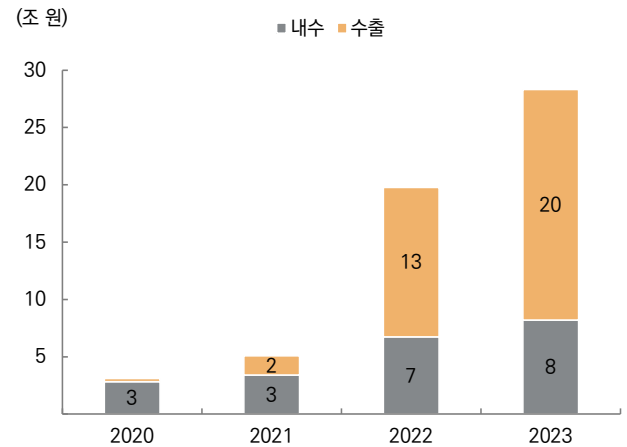
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 방산 수주잔고 및 수주잔고회전율



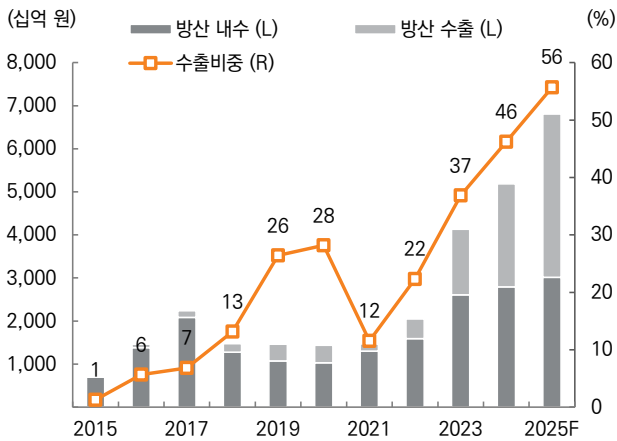
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 지상방산 수주잔고 내 내수/수출 구분



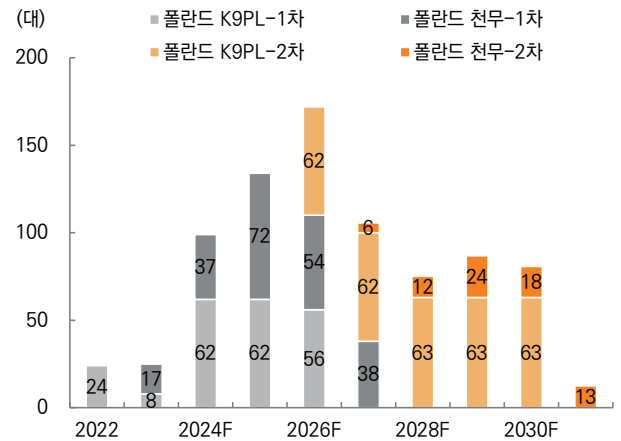
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지상방산 내수/수출 매출 및 수출비중



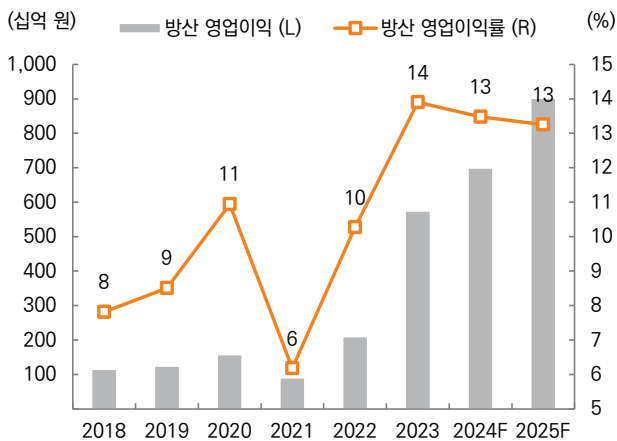
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 연도별 폴란드향 K9/천무 납품대수 추정



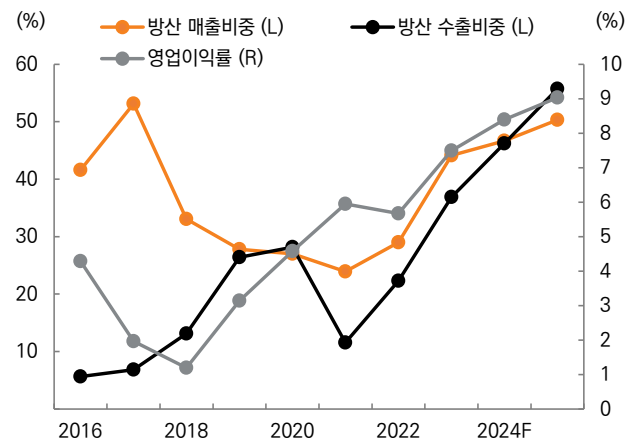
자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 지상방산 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 방산 성과에 따른 전사 영업이익률 개선



자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,359	11,110	13,528	15,550
매출원가	7,221	8,530	10,563	11,936
매출총이익	2,138	2,580	2,965	3,614
판매비와관리비	1,447	1,647	1,743	2,202
조정영업이익	691	933	1,222	1,411
영업이익	691	933	1,222	1,411
비영업손익	524	-72	-143	-140
금융손익	-85	-124	-134	-141
관계기업등 투자손익	16	9	-10	0
세전계속사업손익	1,215	861	1,079	1,271
계속사업법인세비용	238	180	216	258
계속사업이익	977	640	863	1,012
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	977	640	863	1,012
지배주주	818	520	701	823
비지배주주	159	120	162	190
총포괄이익	819	640	863	1,012
지배주주	750	1,196	1,613	1,892
비지배주주	69	-556	-750	-880
EBITDA	1,030	1,296	1,560	1,733
FCF	937	330	465	563
EBITDA 마진율 (%)	11.0	11.7	11.5	11.1
영업이익률 (%)	7.4	8.4	9.0	9.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.7	4.7	5.2	5.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,192	9,997	11,061	12,673
현금 및 현금성자산	1,806	1,970	2,260	2,760
매출채권 및 기타채권	2,115	2,319	2,595	3,078
재고자산	2,869	3,084	3,340	3,690
기타유동자산	2,402	2,624	2,866	3,145
비유동자산	10,351	10,793	11,354	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	20,790	22,415	24,560
유동부채	12,077	12,632	13,217	14,008
매입채무 및 기타채무	1,255	1,361	1,510	1,789
단기금융부채	2,616	2,733	2,846	3,006
기타유동부채	8,206	8,538	8,861	9,213
비유동부채	2,782	2,978	3,248	3,681
장기금융부채	1,580	1,806	1,996	2,196
기타비유동부채	1,202	1,172	1,252	1,485
부채총계	14,859	15,610	16,465	17,689
지배주주지분	3,528	3,904	4,512	5,244
자본금	266	266	266	266
자본잉여금	192	180	177	177
이익잉여금	2,627	3,056	3,667	4,398
비지배주주지분	1,156	1,276	1,437	1,627
자본총계	4,684	5,180	5,949	6,871

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,390	832	999	1,109
당기순이익	977	640	863	1,012
비현금수익비용가감	-68	659	698	720
유형자산감가상각비	261	295	266	245
무형자산상각비	78	69	72	76
기타	-407	295	360	399
영업활동으로인한자산및부채의변동	462	-163	-212	-225
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-583	-196	-268	-465
재고자산 감소(증가)	-714	-215	-255	-350
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	244	46	77	194
법인세납부	-140	-180	-216	-258
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,029	-717	-768	-730
유형자산처분(취득)	-450	-330	-359	-375
무형자산감소(증가)	-118	-303	-303	-308
장단기금융자산의 감소(증가)	35	-18	-34	-47
기타투자활동	-2,496	-66	-72	0
재무활동으로 인한 현금흐름	368	-92	-94	269
장단기금융부채의 증가(감소)	538	280	303	360
자본의 증가(감소)	-25	-12	-3	0
배당금의 지급	-51	-91	-91	-91
기타재무활동	-94	-269	-303	0
현금의 증가	-1,263	163	290	500
기초현금	3,070	1,806	1,970	2,260
기말현금	1,806	1,970	2,260	2,760

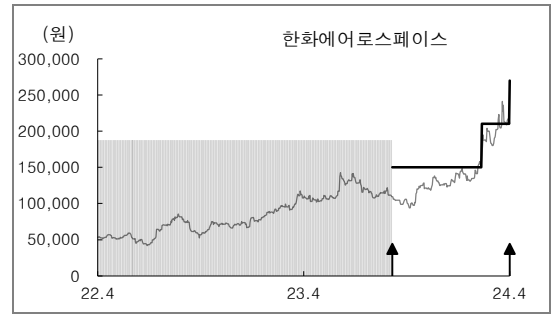
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	7.7	20.6	15.3	13.0
P/CF (x)	6.9	8.2	6.9	6.2
P/B (x)	1.8	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA (x)	9.5	11.1	9.4	8.4
EPS (원)	16,147	10,270	13,849	16,250
CFPS (원)	17,957	25,658	30,821	34,222
BPS (원)	69,732	77,165	89,157	103,609
DPS (원)	1,800	1,800	1,800	1,800
배당성향 (%)	9.3	14.2	10.5	9.0
배당수익률 (%)	1.4	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	32.6	18.7	21.8	14.9
EBITDA증가율 (%)	55.4	25.8	20.4	11.0
조정영업이익증가율 (%)	70.9	35.0	31.0	15.5
EPS증가율 (%)	318.5	-36.4	34.9	17.3
매출채권 회전을 (회)	5.3	5.2	5.7	5.7
재고자산 회전을 (회)	3.7	3.7	4.2	4.4
매입채무 회전을 (회)	9.7	9.1	10.5	10.5
ROA (%)	5.6	3.2	4.0	4.3
ROE (%)	25.6	14.0	16.7	16.9
ROIC (%)	12.9	16.5	19.5	20.1
부채비율 (%)	317.2	301.3	276.8	257.5
유동비율 (%)	76.1	79.1	83.7	90.5
순차입금/자기자본 (%)	48.8	47.5	41.4	33.5
조정영업이익/금융비용 (x)	4.1	4.7	5.8	6.3

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(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 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.