

# 한화에어로스페이스 (012450)

## 가보지 않은 '20조'를 향해

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**440,000** 원(상향)

현재주가

**368,000** 원(10/31)

시가총액

**16,774**(십억원)

기계/로보틱스/운송 양승윤\_02)368-6139\_syyang0901@eugenefn.com

- 한화에어로스페이스의 3분기 실적은 매출액 2조 6,312억원(+62%yoy), 영업이익 4,772억원(+458%yoy, OPM 18.1%)을 기록하며, 영업이익 기준 시장 컨센서스(3,478억원)를 크게 상회. 지난 분기에 이은 엄청난 서프라이즈
- 폴란드 물량 **2분기 K-9 6문 & 천무 18대**에서 크게 늘어난 **3분기 K-9 24문 & 천무 19대** 기록. 물량 증가에 국내 고마진 양산 물량 더해지며 증익 달성. 올해 폴란드 가이던스는 **K-9 60문 이상, 천무 30대 이상**. 올해 누적 인식 물량 K-9 30문과 천무 37대. 당사 파악 기준, 이미 4분기 인식 물량은 K-9 12문과 천무 10대 확보. 4분기가 두 달여 남은 상황과 생산 라인 꾸준히 돌아가는 점 고려하면 **4분기 K-9 30문과 천무 18대**가 인식될 것으로 예상함
- 폴란드 물량 증가와 국내 군수 계절적 성수기 고려하면 남은 4분기도 견조한 실적 흐름 예상. 일부 비용 반영 타이밍에 따라 수익성 변동 가능성 있어 4분기 영업이익률은 14.5%로 보수적 추정. 그럼에도 증익 기조는 유지
- 좋을 것이라 생각했지만, 이렇게까지 좋을지 아무도 예상하지 못했던 부분. 과연 내년 이후에도 이러한 실적 기조가 유지될지 관심. 폴란드 물량 생산 피크 수준 도달하면서 증익 폭은 점차 줄어들겠지만, 절대 금액 기준 증익 기조는 유지 예상. '25년 이집트와 호주, '26년 루마니아 더해지면서 꾸준히 성장 예상. 현재 기 수주 안건 기준, '26~'27년 이후 피크아웃 하는 그림이나, K-9/천무/레드백 핵심 아이템 기반 추가 수주 가능성은 매우 높음. 당사가 주목하는 것은 탄 계열. 특히 천무 유도탄. 폴란드가 구매한 물량은 아직 충분한 비축 물량이 아니라고 판단하는 바, 금번 현지 WB 그룹과 체결한 MOU 기반 추가 유도탄 수주 등 탄 사업이 내년도에 크게 부각될 것으로 전망함
- 호실적 기조 반영해 실적 추정치 상향 반영하여 목표주가 440,000원으로 상향하며 투자의견 BUY를 유지함

주가(원, 10/31)	368,000
시가총액(십억원)	16,774

발행주식수	45,581천주
52주 최고가	395,000원
최저가	102,600원
52주 일간 Beta	-0.35
60일 일평균거래대금	1,234억원
외국인 지분율	42.8%
배당수익률(2024F)	0.5%

주주구성	
한화(외 4인)	34.0%
국민연금공단(외 1인)	7.6%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	25.3%	73.2%	240.0%
절대기준	23.9%	68.2%	252.2%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	440,000	350,000	▲
영업이익(24)	1,335	1,261	▲
영업이익(25)	1,572	1,525	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	9,359	9,895	11,016	12,370
영업이익	691	1,335	1,572	1,846
세전손익	1,215	959	1,311	1,664
당기순이익	977	830	1,005	1,280
EPS(원)	16,147	13,366	16,127	20,542
증감률(%)	318.5	-17.2	20.7	27.4
PER(배)	7.7	27.5	22.8	17.9
ROE(%)	25.6	17.5	17.9	19.3
PBR(배)	1.8	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA(배)	8.4	11.1	9.2	8.0

자료: 유진투자증권

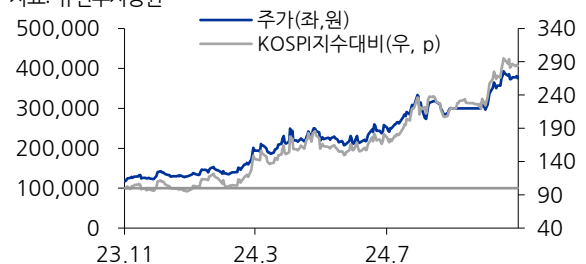


도표 1. 한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,449	2,335	2,631	3,479	10,840	9,895	11,016	12,370
항공우주	430	543	478	507	1,610	1,958	2,121	2,265
민수	208	250	217	251	851	925	991	1,057
군수/기타	222	293	261	256	759	1,032	1,131	1,208
지상방산	655	1,330	1,656	2,213	4,133	5,854	6,439	7,327
내수	352	571	683	1,168	2,608	2,774	2,944	3,072
수출	303	758	973	1,045	1,524	3,080	3,496	4,255
기타 및 조정	364	462	497	759	5,097	2,083	2,455	2,777
영업이익	18	337	477	503	808	1,335	1,572	1,846
opm %	1.2	14.4	18.1	14.5	7.5	13.5	14.3	14.9

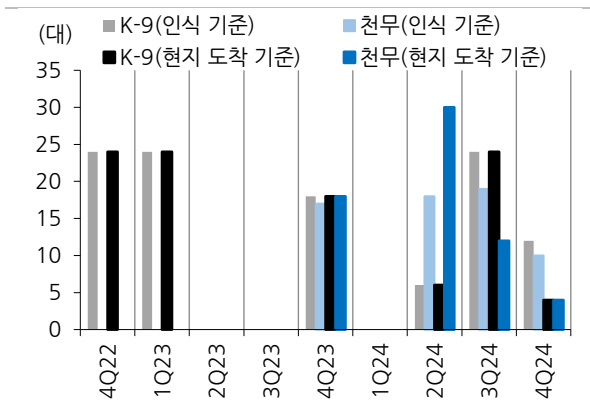
자료: 유진투자증권  
주) 기타 사업부문에는 한화시스템, 한화테크윈, 세트렉아이, 한화정밀기계, 연결 조정 포함

도표 2. 한화에어로스페이스 밸류에이션 테이블

구분	산정가치 (십억원)	비고
◎ 한화에어로스페이스		
12MF NOPLAT	1,028	지상방산&항공우주부문, 법인세율 24% 가정
적용 멀티플(배)	18	글로벌 방산 Peer 평균 PER 적용, 20% 할인
(A) 지상방산&항공우주 가치	18,173	
(B) 주요 상장 자회사 가치	1,840	한화시스템&세트렉아이&한화오션 시장가 기준, 자회사 지분율 및 50% 할인 적용
<b>(C=A+B) 합산 기업가치</b>	<b>20,013</b>	
목표주가(원)	440,000	
상승여력(%)	19%	
현재주가(원)	368,000	

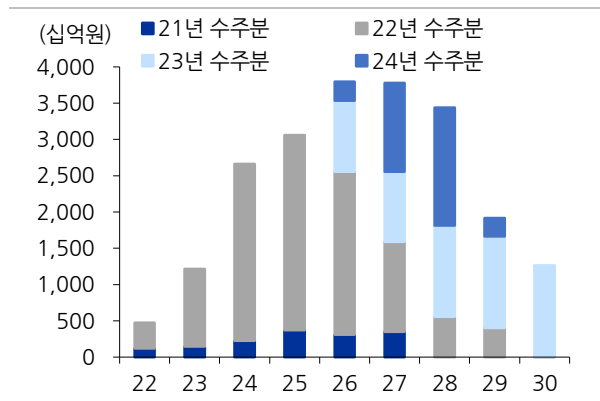
자료: 유진투자증권

도표 3. 폴란드 물량 도착/인도 현황



자료: 유진투자증권

도표 4. 해외 수주 매출 인식 타임라인 추정



자료: 유진투자증권

도표 5. 천무 유도탄 폴란드 현지 생산 MOU



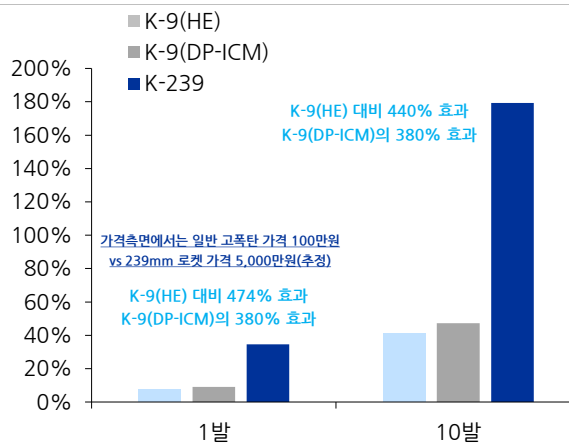
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 6. KADEx에서 공개된 주력 아이템



자료: 유진투자증권

도표 7. 자주포 VS MLRS 개활지 피해율 비교



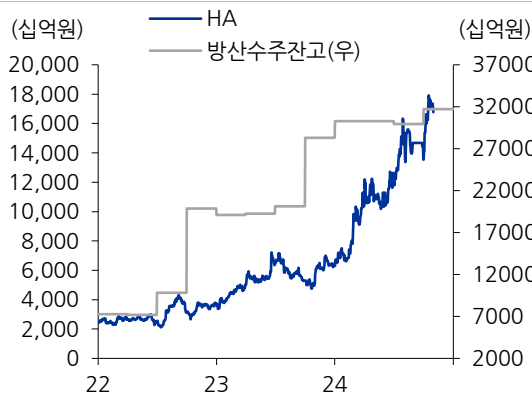
자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 8. 9월 25일 시설투자 공시

1. 투자구분	신규시설투자
- 투자대상	추진장악 Smart Factory 구축
2. 투자금액(원)	667,300,000,000
자기자본(원)	4,684,225,317,909
자기자본대비(%)	14.25
대규모법인여부	해당
3. 투자목적	국내외 수요 대응 및 제조 경쟁력 향상, 안전 및 품질사고 Zero 화 실현
4. 투자기간	시작일 2024-09-25 종료일 2026-12-31
5. 이사회결의일(결정일)	2024-09-25
- 사외이사 참석여부	참석(명) 3 불참(명) 1
- 감사(사외이사가 아닌 감사위원) 참석여부	-
6. 공시유보 관련내용	유보사유 - 유보기한 -
7. 기타 투자판단과 관련한 중요사항	- 상기 '2. 투자내역 - 자기자본(원)'은 당사의 2023년말 연결 재무제표 기준입니다. - 본 건과 관련한 세부사항의 결정 및 집행은 대표이사에게 위임하였으며, 상기 내용은 진행상황에 따라 변동될 수 있습니다. ※ 관련공시 -

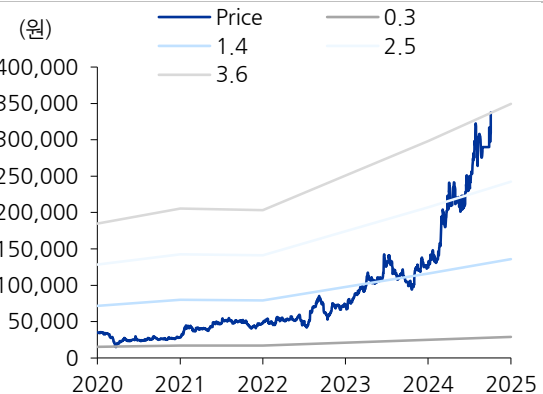
자료: Dart, 유진투자증권

도표 9. 시총 및 방산 수주잔고 추이



자료: 유진투자증권

도표 10. 한화에어로스페이스 12MF PBR 밴드



자료: Quantiverse, 유진투자증권

## 한화에어로스페이스(012450.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	15,152	19,543	21,783	22,646	23,882
유동자산	8,508	9,192	10,925	11,309	12,014
현금성자산	3,217	1,909	3,814	4,378	4,495
매출채권	1,543	2,119	2,030	2,075	2,317
재고자산	2,163	2,869	2,288	1,949	2,177
비유동자산	6,644	10,351	10,858	11,337	11,867
투자자산	1,494	4,738	4,874	5,071	5,277
유형자산	3,018	3,410	3,695	3,913	4,176
기타	2,133	2,203	2,290	2,353	2,414
<b>부채총계</b>	11,234	14,859	16,414	16,562	16,873
유동부채	8,223	12,077	12,504	12,618	12,893
매입채무	1,301	1,879	1,659	1,696	1,894
유동성이자부채	1,802	2,616	3,188	3,188	3,188
기타	5,120	7,582	7,657	7,734	7,811
비유동부채	3,011	2,782	3,910	3,944	3,980
비유동이자부채	1,918	1,644	2,624	2,624	2,624
기타	1,093	1,139	1,286	1,320	1,356
<b>자본총계</b>	3,918	4,684	5,369	6,085	7,008
지배지분	2,857	3,528	4,198	4,913	5,837
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	217	192	202	202	202
이익잉여금	2,015	2,627	3,207	3,922	4,846
기타	360	443	524	524	524
비지배지분	1,061	1,156	1,171	1,171	1,171
<b>자본총계</b>	3,918	4,684	5,369	6,085	7,008
총차입금	3,720	4,259	5,812	5,812	5,812
순차입금	502	2,350	1,998	1,433	1,317

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	1,524	1,390	1,551	1,628	1,217
당기순이익	147	977	830	1,005	1,280
자산상각비	263	339	358	399	421
기타비현금성손익	416	(407)	370	(107)	(314)
운전자본증감	794	462	98	294	(313)
매출채권감소(증가)	(305)	(583)	208	(45)	(243)
재고자산감소(증가)	(277)	(714)	572	339	(228)
매입채무증가(감소)	226	244	(201)	37	198
기타	1,150	1,514	(481)	(37)	(41)
<b>투자현금</b>	(1,225)	(3,029)	(1,134)	(972)	(993)
단기투자자산감소	(767)	(10)	(179)	(9)	(10)
장기투자증권감소	42	(2,372)	(265)	(247)	(201)
설비투자	197	453	532	534	599
유형자산처분	5	3	2	0	0
무형자산처분	(148)	(118)	(139)	(147)	(147)
<b>재무현금</b>	216	368	1,346	(101)	(116)
차입금증가	263	445	1,489	0	0
자본증가	(35)	(51)	(91)	(101)	(116)
배당금지급	35	51	91	101	116
<b>현금 증감</b>	542	(1,263)	1,778	555	107
기초현금	2,528	3,070	1,806	3,584	4,139
기말현금	3,070	1,806	3,584	4,139	4,246
Gross Cash flow	825	909	1,636	1,334	1,529
Gross Investment	(336)	2,557	857	668	1,296
<b>Free Cash Flow</b>	1,161	(1,648)	779	666	233

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	7,060	9,359	9,895	11,016	12,370
증가율(%)	27.4	32.6	5.7	11.3	12.3
<b>매출원가</b>	5,549	7,221	6,218	8,342	9,287
<b>매출총이익</b>	1,512	2,138	3,677	2,674	3,083
판매 및 일반관리비	1,111	1,447	1,491	1,102	1,237
기타영업손익	50	30	3	(26)	12
<b>영업이익</b>	400	691	1,335	1,572	1,846
증가율(%)	44.5	72.6	93.2	17.8	17.4
<b>EBITDA</b>	663	1,030	1,693	1,971	2,267
증가율(%)	28.9	55.4	64.3	16.4	15.0
<b>영업외손익</b>	(205)	524	(376)	(261)	(182)
이자수익	48	85	72	74	83
이자비용	85	170	250	252	232
지분법손익	(21)	(28)	(129)	(84)	(32)
기타영업손익	(147)	637	(69)	0	0
<b>세전순이익</b>	195	1,215	959	1,311	1,664
증가율(%)	(32.5)	521.7	(21.1)	36.7	26.9
법인세비용	75	238	157	306	384
<b>당기순이익</b>	147	977	830	1,005	1,280
증가율(%)	(51.4)	566.6	(15.0)	21.0	27.4
지배주주지분	195	818	677	816	1,040
증가율(%)	(22.7)	318.5	(17.2)	20.7	27.4
비지배지분	(49)	159	154	188	240
<b>EPS(원)</b>	3,858	16,147	13,366	16,127	20,542
증가율(%)	(22.7)	318.5	(17.2)	20.7	27.4
수정EPS(원)	3,858	16,147	13,366	16,127	20,542
증가율(%)	(22.7)	318.5	(17.2)	20.7	27.4

## 주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,858	16,147	13,366	16,127	20,542
BPS	56,436	69,689	82,918	97,044	115,286
DPS	1,000	1,800	2,000	2,300	2,500
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	19.1	7.7	27.5	22.8	17.9
PBR	1.3	1.8	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA	6.4	8.4	11.1	9.2	8.0
배당수익률	1.4	1.4	0.5	0.6	0.7
PCR	4.5	6.9	11.4	14.0	12.2
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	5.7	7.4	13.5	14.3	14.9
EBITDA이익률	9.4	11.0	17.1	17.9	18.3
순이익률	2.1	10.4	8.4	9.1	10.3
ROE	6.8	25.6	17.5	17.9	19.3
ROIC	6.8	16.3	34.1	35.9	38.6
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	12.8	50.2	37.2	23.6	18.8
유동비율	103.5	76.1	87.4	89.6	93.2
이자보상배율	4.7	4.1	5.3	6.2	7.9
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	5.5	5.1	4.8	5.4	5.6
재고자산회전율	3.7	3.7	3.8	5.2	6.0
매입채무회전율	6.5	5.9	5.6	6.6	6.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)      당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

