

2024.08.01

한화에어로스페이스

(012450)

아직 천장은 멀었다

2분기 매출 2조 7,860억원/영업이익 3,588억원

한화에어로스페이스의 2분기 매출은 2조 7,860억원/영업이익 3,588억원(OPM 12.9%)로 매출은 컨센서스(2조 6,336억원) 및 당사 추정치(2조 6,863억원)를 각각 +5.8%, +3.9% 상회하였으며, 영업이익은 컨센서스(2,159억원) 및 당사 추정치(2,843억원)를 각각 +66.2%, +26.2%를 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 지난 분기에 제로였던 폴란드항 매출의 대폭 증가(K9 6문/천무 18대) 및 환율효과, 국내 양산물량 확대 및 이익률 상승 등이 실적 상승에 기여하였다.

성수기는 아직 오지 않았다

전통적으로 방산업체의 실적 성수기는 4분기이다. 연간 계획으로 집행되는 국방비의 특성상 연말에 수주 물량의 인도 및 신규 계약이 몰리기 때문이다. 국내 양산물량은 물론이고 올해에는 수출 물량도 하반기에 더 많은 인도가 예정되어 있다. 올해 폴란드항 K9인도 물량은 사측에서 60문 이상으로 언급하였으며, 2분기까지 인도량은 불과 6문에 불과해 90%가 하반기에 인도될 것으로 전망한다. 또한 폴란드항 천무 역시 사측의 연간 인도 가이드는 30대 이상이였으며, 2분기까지 18대가 인도되어 하반기 물량은 작아질 거라고 생각될 수 있지만 27년까지로 예정된 천무(218대)의 인도 스케줄을 고려해보면 올해 40대 이상이 인도되어야 할 것으로 예상되는 바 하반기 물량의 증가 가능성을 배제할 수 없다.

수주 pipeline 역시 긍정적이다. 7월초 루마니아 K9(1.4조원)을 수주하였으며, Frame Agreement상 남아 있는 폴란드 K9(672문 중 잔여 308문), 천무(288대 중 70대)의 추가 계약도 기대할 수 있다. 사측은 K9에 이어 주력 수출 품목으로 레드백 등의 장갑차를 언급했다. 장갑차는 우크라이나 전쟁에 따라 전세계적으로 감소한 대표적인 무기체계이자 발주 유망 품목이다. 현재까지 우크라이나에서 손실된 장갑차류(보병전투차, 병력수송차 등 포함)는 2,300대가 넘으며 이들 중 상당수는 NATO국가에서 공여된 물량이다. 이는 전쟁이 끝나더라도 오랜 시간에 걸쳐 반드시 다시 획득해야 하는 물량이다. NATO국가인 호주에 현지 공장을 보유했으며 수출을 진행 중인 레드백은 다른 NATO국가들에게 매력적인 선택지가 될 것이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 360,000원으로 상향

동사의 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 360,000원으로 상향한다. BPS 적용 기준을 12개월 선형에서 2025년으로 변경하였으며, Target P/B는 4.1배로 상향한다. 여전히 비교 대상인 독일 Rheinmetall보다 현저히 저평가되어 있다. 양사는 사업품목과 매출규모가 비슷하며 글로벌 무기 시장에서 장갑차, 자주포 등의 직접 경쟁 상대이다. 한화에어로스페이스의 시가총액 14조 5,810억원은 올해 많이 상승했지만 아직도 Rheinmetall 시가총액 32조원의 45%수준에 불과하다. Rheinmetall의 P/B 역시 5배를 상회하고 있어 한화에어로스페이스에 비해 고평가 되어있다. 그러나 지난해 뒤져졌던 한화에어로스페이스의 영업이익률은 2분기 12.9%로 Rheinmetall의 23년 이익률 11.5%를 뛰어 넘어, 수주잔고에 의거 향후 예정된 수출비중 증가에 따라 이익률을 충분히 따라잡을 수 있음을 보여 줬다. 당장 우크라이나에 직접 무기를 공급하고 있는 독일과 그렇게 할 수 없는 대한민국은 차이가 날 수밖에 없지만, 현재 NATO와의 협력관계를 강화하고 있는 우리나라는 향후 우크라이나에 공여하고 파괴된 무기로 비어 버린 유럽의 무기고를 채워 줄 대안으로 점점 더 크게 부상할 것이다. 아직, 한화에어로스페이스의 천장은 멀었다.

iM 하이

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M) 360,000원(상향)
증가(2024.07.31) 288,000원
상승여력 25.0 %

Stock Indicator

자본금	266십억원
발행주식수	5,063만주
시가총액	14,581십억원
외국인지분율	36.9%
52주 주가	94,000~322,500원
60일평균거래량	610,035주
60일평균거래대금	152.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.4	36.2	108.5	135.7
상대수익률	16.4	33.2	97.6	130.4

Price Trend



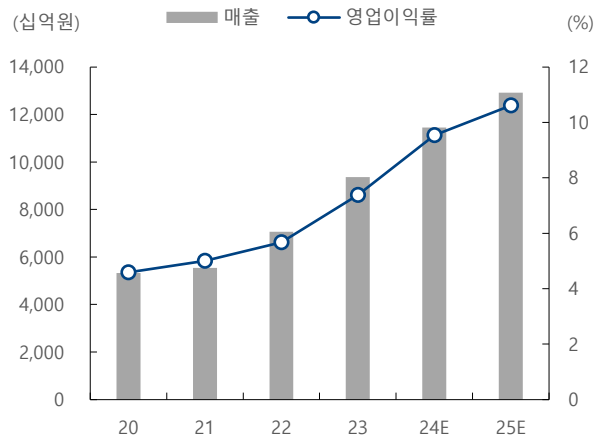
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	9,359	11,455	12,924	13,272
영업이익(십억원)	691	1,093	1,371	1,370
순이익(십억원)	818	501	685	698
EPS(원)	16,147	9,889	13,534	13,788
BPS(원)	69,689	76,884	88,020	99,410
PER(배)	7.7	29.1	21.3	20.9
PBR(배)	1.8	3.7	3.3	2.9
ROE(%)	25.6	13.5	16.4	14.7
배당수익률(%)	1.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	8.1	11.7	10.0	10.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]

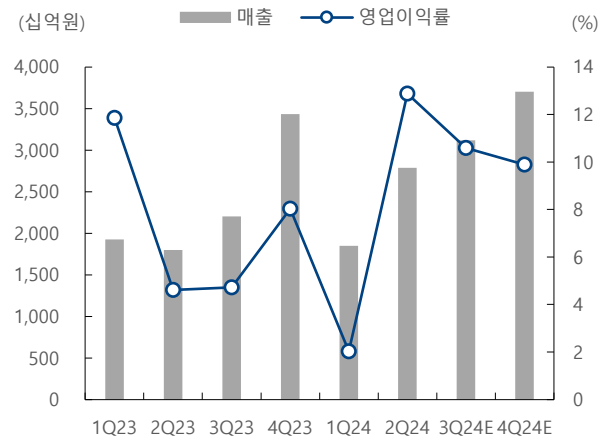
변용진 2122-9181 yongjin.byun@hi-ib.com

그림1. 한화에어로스페이스 연간 매출 & 영업이익률 추이 및 전망



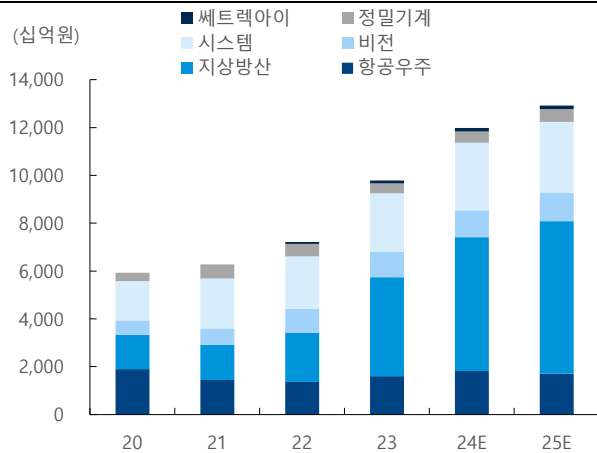
자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 한화에어로스페이스 분기 매출 & 영업이익률 추이 및 전망



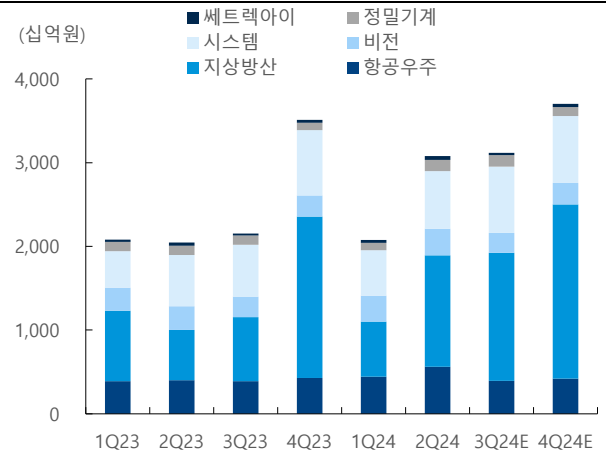
자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 한화에어로스페이스 연간매출&영업이익률 추이 및 전망



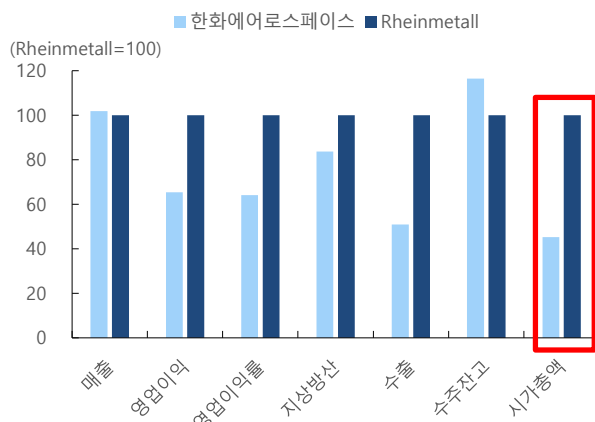
자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 한화에어로스페이스 분기 매출&영업이익률 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 한화에어로스페이스 vs 라인메탈



자료: 하이투자증권 리서치본부

표1. 한화에어로스페이스 vs 라인메탈

2023		
(십억원)	한화에어로스페이스	Rheinmetall
매출	9,359.0	9,190.0
영업이익	691.1	1,058.1
영업이익률	7.4%	11.5%
지상방산비중	44.2%	52.8%
수출비중	35.9%	70.5%
수주잔고	63,909.7	54,896.4
시가총액 (24.07.31)	14,581.4	32,226.8

자료: 하이투자증권 리서치본부

표2. 한화에어로스페이스 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출	5,541.4	7,060.4	9,359.0	11,455.4	12,923.8	13,271.9
항공우주	1,449.7	1,368.9	1,610.5	1,817.9	1,711.8	1,716.2
지상방산	1,468.4	2,048.1	4,133.8	5,603.0	6,367.2	6,215.0
비전	679.5	1,002.3	1,053.8	1,116.3	1,191.0	1,392.4
시스템	2,089.5	2,188.0	2,453.1	2,827.1	2,973.4	3,204.2
정밀기계	591.7	521.8	416.2	464.6	523.7	561.9
썬트렉아이	-	91.4	125.4	148.0	156.7	182.3
영업이익	277.1	400.3	691.1	1,092.8	1,371.3	1,370.1
영업이익률	5.0%	5.7%	7.4%	9.5%	10.6%	10.3%

자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

표3. 한화에어로스페이스 분기 실적 추이 및 전망 (비전, 정밀기계는 24.09.01부로 인적분할 예정)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출	1,927.0	1,797.9	2,202.4	3,431.7	1,848.3	2,786.0	3,117.7	3,703.4
항공우주	390.0	401.9	390.2	428.4	443.5	562.4	391.5	420.5
지상방산	841.5	600.1	762.7	1,929.5	656.6	1,332.6	1,531.6	2,082.2
비전	273.6	284.1	246.0	250.1	310.0	315.9	237.1	253.4
시스템	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	687.3	792.6	802.8
정밀기계	110.8	109.9	110.4	85.2	88.9	135.2	136.1	104.4
썬트렉아이	23.9	38.9	24.9	37.7	31.7	47.4	28.8	40.1
영업이익	228.5	82.9	103.9	275.8	37.4	358.8	330.2	366.4
영업이익률	11.9%	4.6%	4.7%	8.0%	2.0%	12.9%	10.6%	9.9%

자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

표4. 한화에어로스페이스 2Q24 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2Q24	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2Q23	YoY %	2Q24E	차이 %	2Q24E	차이 %
매출	2,786.0	1,797.9	55.0%	2,633.6	5.8%	2,680.3	3.9%
영업이익	358.8	82.9	332.6%	215.9	66.2%	284.3	26.2%

자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

표5. 한화에어로스페이스 2024 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2024E	전년대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2023	YoY %	2024E	차이 %	2024E	차이 %
매출	11,455.4	9,359.0	22.4%	11,190.6	2.4%	11,091.8	3.3%
영업이익	1,092.8	691.1	58.1%	916.5	19.2%	914.7	19.5%

자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

표6. 한화에어로스페이스 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출	11,455.4	12,923.8	11,091.8	12,923.8	363.6	0.0
영업이익	1,092.8	1,371.3	914.7	1,325.6	178.1	45.7
영업이익률	9.5%	10.6%	8.2%	10.3%	1.3%P	0.4%P

자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

표7. 한화에어로스페이스 목표주가 산출

	2021	2022	2023	2024F	비고
EPS(원)	4,989	3,858	16,147	11,817	
BPS(원)	57,134	56,504	69,773	76,884	
고점 P/E(배)	11.0	22.1	8.8	27.3	
평균 P/E(배)	9.0	15.3	6.7	17.2	
저점 P/E(배)	6.0	10.8	4.1	10.9	
고점 P/B(배)	1.0	1.5	2.0	4.2	
평균 P/B(배)	0.8	1.0	1.6	2.6	
저점 P/B(배)	0.5	0.7	1.0	1.7	
ROE(%)	8.7	8.6	23.5	12.9	지배주주순이익 기준
적용 BPS(원)				88,020	2025 BPS
Target P/B(배)				4.1	Rheinmetall 2023 평균 +20%
적정주가(원)				359,120	
목표주가(원)				360,000	
전일 증가(원)				288,000	
상승여력				25.0%	

자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

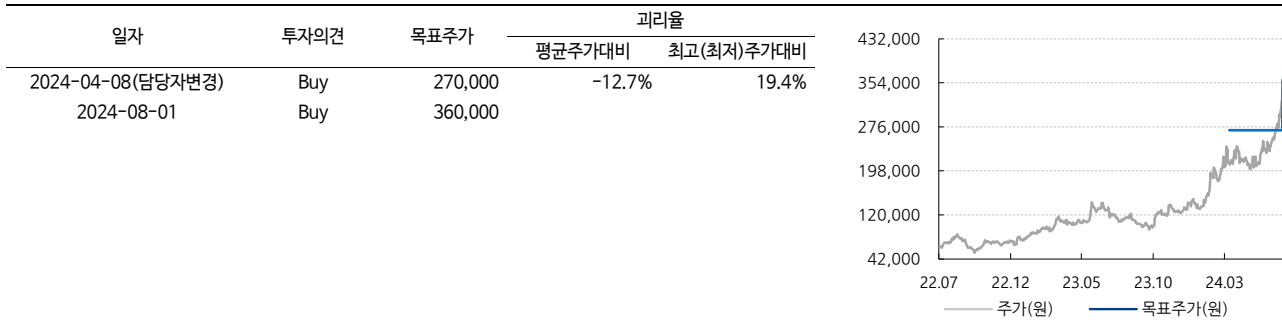
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,192	10,133	11,216	12,263	매출액	9,359	11,455	12,924	13,272
현금 및 현금성자산	1,806	1,541	1,618	2,229	증가율(%)	32.6	22.4	12.8	2.7
단기금융자산	101	75	57	42	매출원가	7,221	8,672	9,543	9,843
매출채권	2,212	2,687	3,019	3,098	매출충이익	2,138	2,784	3,381	3,429
재고자산	2,869	3,511	3,961	4,068	판매비와관리비	1,447	1,691	2,009	2,059
비유동자산	10,351	10,113	9,928	9,738	연구개발비	309	-	-	-
유형자산	3,410	3,138	2,914	2,729	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2,203	2,121	2,044	1,973	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	19,543	20,246	21,143	22,000	영업이익	691	1,093	1,371	1,370
유동부채	12,077	12,203	12,287	12,408	증가율(%)	72.6	58.1	25.5	-0.1
매입채무	919	1,125	1,270	1,304	영업이익률(%)	7.4	9.5	10.6	10.3
단기차입금	1,374	1,324	1,293	1,281	이자수익	85	53	55	75
유동성장기부채	1,165	1,087	957	945	이자비용	170	148	147	147
비유동부채	2,782	2,897	3,013	3,036	지분법이익(손실)	16	16	16	16
사채	642	657	718	730	기타영업외손익	-239	-223	-224	-223
장기차입금	759	859	914	925	세전계속사업이익	1,215	757	1,036	1,056
부채총계	14,859	15,100	15,300	15,444	법인세비용	238	159	218	222
지배주주지분	3,528	3,893	4,456	5,033	세전계속이익률(%)	13.0	6.6	8.0	8.0
자본금	266	266	266	266	당기순이익	977	598	819	834
자본잉여금	192	192	192	192	순이익률(%)	10.4	5.2	6.3	6.3
이익잉여금	2,627	3,037	3,631	4,238	지배주주귀속 순이익	818	501	685	698
기타자본항목	443	398	368	337	기타포괄이익	-158	-45	-30	-30
비지배주주지분	1,156	1,253	1,387	1,523	총포괄이익	819	553	788	804
자본총계	4,684	5,146	5,844	6,556	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,390	465	831	1,275	주당지표(원)				
당기순이익	977	598	819	834	EPS	16,147	9,889	13,534	13,788
유형자산감가상각비	261	272	224	185	BPS	69,689	76,884	88,020	99,410
무형자산상각비	78	82	76	71	CFPS	22,844	16,882	19,472	18,844
지분법관련손실(이익)	16	16	16	16	DPS	1,800	1,800	1,800	1,800
투자활동 현금흐름	-3,029	465	459	504	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-450	-	-	-	PER	7.7	29.1	21.3	20.9
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.8	3.7	3.3	2.9
금융상품의 증감	-3,035	-100	-100	-50	PCR	5.4	17.1	14.8	15.3
재무활동 현금흐름	368	-176	-208	-164	EV/EBITDA	8.1	11.7	10.0	10.0
단기금융부채의증감	51	-128	-161	-24	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	439	115	116	23	ROE	25.6	13.5	16.4	14.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	11.0	12.6	12.9	12.3
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	317.2	293.4	261.8	235.6
현금및현금성자산의증감	-1,263	-265	77	610	순부채비율	43.4	44.9	37.8	24.5
기초현금및현금성자산	3,070	1,806	1,541	1,618	매출채권회전율(x)	5.0	4.7	4.5	4.3
기말현금및현금성자산	1,806	1,541	1,618	2,229	재고자산회전율(x)	3.7	3.6	3.5	3.3

자료 : 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

한화에어로스페이스 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%