

Company Analysis

한화에어로스페이스 012450

Apr 15, 2024

한화에어로스페이스의 포구는 식지 않는다

Buy

신규

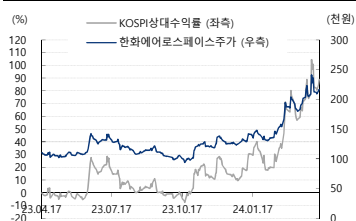
TP 294,000 원

신규

Company Data

현재가(04/12)	217,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	241,000 원
52 주 최저가(보통주)	94,000 원
KOSPI (04/12)	2,681.82p
KOSDAQ (04/12)	860.47p
자본금	2,657 억원
시가총액	109,867 억원
발행주식수(보통주)	5,063 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	97.4 만주
평균거래대금(60 일)	2,082 억원
외국인지분(보통주)	35.33%
주요주주	
한화 외 2 인	33.98%
국민연금공단	8.58%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.1	106.7	92.7
상대주가	17.1	91.1	83.3



조선/기계 안유동

3771-9130, 20220081@iprovest.com

투자의견 Buy, 목표주가 294,000원으로 커버리지 개시

한화에어로스페이스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 294,000원으로 커버리지 개시. 목표 주가는 12M Fwd 지배자본 기준 BPS에 Implied PBR 3.29배를 적용하여 산출. 동사의 투자포인트는 1)폴란드 잔여물량(24년 K9 60문 이상, 천무 30문 이상, 25년 K9 86문 인도예정)과 국내 잔고의 매출인식만 고려해도 26년까지 매년 1조원 증액이 가능하다는 점임. 여기에 2)27년 이후는 폴란드 후속 물량과 호주 K9 30문, K21 15대, 레드백 장갑차 129대, 루마니아, 이집트 등 후속사업의 본격적인 매출인식으로 30년까지도 매출 성장과 수익성 지속될 전망이다.

1분기는 추진력을 얻기 위함

한화에어로스페이스의 1분기 실적은 매출액 2조 1,667억원(YoY +6.3%, QoQ -37.1%), 영업이익 1,166억원(OPM +5.4%, YoY -46.9%, QoQ -59.7%)을 기록할 것으로 추정되어 4/12 기준 시장예상치인 영업이익 1,664억원을 크게 하회할 것으로 전망함. 근거로는 올해 폴란드 인도 물량 K9 60+@문, 천무 30+@문이 하반기에 집중 인도될 전망이기에 상반기에는 수출 물량의 매출인식 공백이 있을 것으로 추정되기 때문. 이는 작년 1분기 K9 24문, 4분기 18문, 4분기 천무 17문 정도가 인도(매출인식)되었던 것과 대조적인 상황. 다만 앞서 언급했듯 하반기 인도물량 집중으로 연간실적은 매출액 11조 4,481억원(YoY +22.3%) 영업이익 9,732억원(YoY +38.1%, OPM +8.5%)을 기록할 것으로 예상

2030년까지 성장에 의심이 없는 회사

27년 이후는 폴란드 추가 물량 등 기수주, 수주예정인 후속사업의 매출인식으로 30년까지도 지상방산의 매출 성장과 수익성 지속될 전망. 방위력 개선비 역시 24~28년 연평균 11.3% 증가될 전망이어서 국내 수주 역시 안정적으로 증가할 것. 또한 라인증설을 통한 Capa 확장으로 연간 K9 생산대수는 160문에서 240문까지 늘어날 전망이기에 높아지는 해외 수요를 감당 가능할 것으로 보임

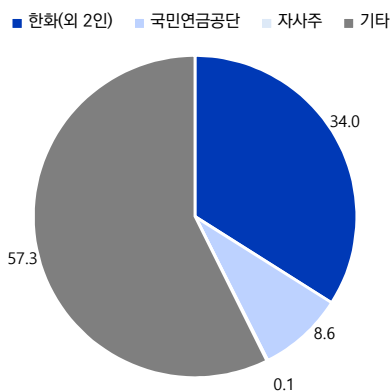
Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	7,060	9,359	11,448	12,657	13,474
YoY(%)	27.4	32.6	22.3	10.6	6.4
영업이익(십억원)	400	691	973	1,273	1,486
OP 마진(%)	5.7	7.4	8.5	10.1	11.0
순이익(십억원)	147	977	737	953	1,102
EPS(원)	3,858	16,147	12,175	15,748	18,212
YoY(%)	-22.7	318.5	-24.6	29.3	15.6
PER(배)	19.1	7.7	17.8	13.8	11.9
PCR(배)	4.3	8.4	15.7	11.8	10.1
PBR(배)	1.3	1.8	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA(배)	7.9	9.4	11.0	9.0	8.0
ROE(%)	6.8	25.6	16.3	18.1	17.8

1. 기업개요

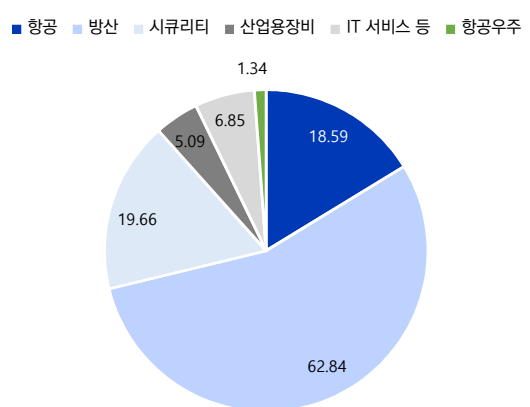
1977년 삼성정밀공업으로 설립되었으며 사업 첫째 미사일 추진기관을 시제 생산했다. 이후 1987년 2월 삼성항공산업으로 상호를 바꾸고 항공우주연구소를 세워 헬기 개발을 개시했고, 같은 해 한국증권거래소에 상장했다. 항공기 사업에 주력했던 삼성항공산업은 2000년 3월 항공기 제조산업에서 완전히 철수한 이후에 삼성테크윈으로 사명을 변경했다. 2014년 11월 최대 주주였던 삼성전자 외 삼성물산, 삼성SDI, 삼성생명보험, 삼성증권 등이 한화로 지분을 매각함에 따라 2015년 6월 한화테크윈이 되었다. 주)한화가 2015년 6월 삼성테크윈(현 한화에어로스페이스)과 삼성탈레스(현 한화시스템)를 인수하면서 한화그룹은 유도무기, 정밀탄약체계 등을 주력으로 하는 (주)한화 방산분야에 한화테크윈의 항공기 엔진, 자주포 등 지상 장비 플랫폼, 그리고 한화탈레스의 항공전자, 레이더 등을 더해 방산전자 사업을 포괄하게 되었다. 다음해인 2016년 두산그룹의 방위산업 부문인 두산DST를 인수하며 기동·대공무기체계, 미사일 발사체계까지 방산 사업영역을 확장하며 '한화디펜스'로 새롭게 출범하였다. 2017년 4월 한화테크윈이 방산사업본부, 에너지장비사업본부, 산업용장비부문을 각각 한화지상방산, 한화파워시스템, 한화정밀기계 등 3개사로 물적분할하여 신설회사로 설립한 뒤, 2018년 4월에는 다시 시큐리티 사업부문을 물적분할하여 신설회사로 비상장법인 '한화테크윈(現 한화비전)'을 세우고, 존속법인인 옛 한화테크윈은 상호를 지금의 사명인 '한화에어로스페이스'로 변경됐다.

[도표 79] 한화에어로스페이스 주주 현황



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 80] 한화에어로스페이스 23년 매출비중(연결조정 전)



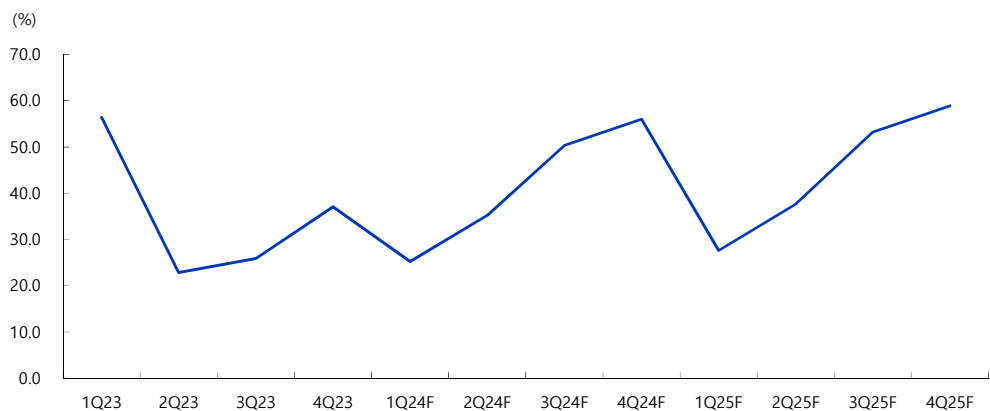
자료: 교보증권 리서치센터

2. 투자포인트 ① 단기적 실적 가시성 명확

한화에어로스페이스의 투자포인트는 단기적으로 폴란드 잔여물량(24년 K9 60문 이상, 천무 30문 이상(하반기 집중 예정), 25년 K9 86문 인도예정)과 국내 잔고(양산 비중 높은 것으로 추정)의 매출인식만 고려해도 26년까지 매년 1조원 증액이 가능하다는 점이다. 국내에서 수주하는 개발/양산사업의 수익성은 각각 BEP/5.5~6.5% 정도로 추정되지만 수출 물량의 경우는 12~15% 수준으로 높은 수익성을 자랑한다. 국내 사업의 경우에도 MRO(Maintenance, Repair, Operation) 사업 단계가 되면 두 자릿수 중반 수준의 수익성을 가져다 주는 것으로 보이지만 해외 수주 건의 경우에는 양산단계부터 두 자릿수 수익성을 가져다 준다고 추정된다.

실제로 폴란드향으로 K9/천무가 인도되었을 던 작년 1분기(K9 24문, 4분기(K9 18문, 천무 17문)의 지상방산의 영업이익률은 각각 21.0%(수출비중 56.4%), 16.6%(수출비중 37.1%)로 2분기(OPM 3.7%, 수출비중 22.9%), 3분기(OPM 7.0%, 수출비중 25.9%) 대비 높은 수익성을 보였다. 올해 1, 2분기에는 해외 수출비중(폴란드 인도물량의 공백)의 감소로 과거 평년의 이익률을 기록할 것으로 전망된다. 다만 국내 사업 비중 중에서도 수익성이 좋은 양산 사업의 매출비중이 높을 것으로 추정되어 평년 수준의 영업이익률은 기록할 수 있을 것으로 기대한다. 여기에 하반기에는 폴란드 잔여 물량 K9 60+@문, 천무 30+@문 인도가 예정될 것으로 추정되어 연간실적은 매출액 11조 4,481억원(YoY +22.3%) 영업이익 9,208억원(YoY +33.2%)을 기록할 것으로 전망한다. 26년까지 폴란드 추가 잔여물량과 내수 잔고의 매출인식으로 방산부문만 놓고 봐도 전체 매출 증액 1조원씩이 가능한 상황이다.

[도표 81] 지상방산 수출비중 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, 교보증권 리서치센터

3. 투자포인트 ② 장기적 실적 모멘텀 안정적

27년 이후는 폴란드 후속 물량과 호주 수주물량의 매출인식(K9 30문, K21 15대 ~27년까지 매출인식될 것으로 기대, 이후 28년부터 레드백 장갑차 129대가 순차적으로 인도되며 매출인식될 것으로 기대함) 등이 실적 상승을 견인할 것이다. 또한 이집트 2조원 규모의 수출 건이 24년에는 개발매출만 반영될 예정이나 매출인식이 본격화 될 경우 장기적 실적 우상향에 기여할 전망이다. 언론보도에 따르면 현재 가시성이 높은 루마니아(언론보도상 1.2조원 규모, K9 54문 등. 1H24 수주 전망), 영국(MFP 사업 도전 중, 규모 1.2조원 추정), 인도, 사우디 발사대(0.5조원 추정), MOU에 따른 후속 수주 기대감, 라트비아 장갑차(4조원 규모) 등 여러 국가에서 한화에어로스페이스 무기에 관심을 표명 중이기에 수주잔고는 지속적으로 증가될 것으로 기대한다.

또한 한화방산 부문 역시 장기적 실적 상승에 기여할 전망이다. 2023년 3월 EU 회원국들은 우크라이나에 100만발의 탄약을 12개월 이내에 전달하기로 했지만 합의 이후 8개월간 실제로 전달된 물량은 약 30만발에 그쳤다(3월 기준 52.4만발이라고 함). 그동안 EU의 탄약 지원이 계획대로 진행되지 않을 수 있다는 관측은 있었지만 EU가 이를 처음으로 공식 인정한 것이다. 냉전 체제 종식 이후 유럽 방산업체의 재래식 무기 생산량이 크게 줄면서 탄약 생산 속도를 맞추기 어려워진 것이다. 현재 유럽의 포탄생산 능력 증대에는 10년 정도가 걸릴 것으로 예상되는 가운데(*Europe will need 10 years before it is fully ready to defend itself, the boss of Germany's biggest defence firm, Rheinmetall, told the BBC.*)

특히 23년 11월 한화가 BAE Systems 향으로 모듈형 장약 수출계약을 체결한 것은 큰 의의가 있다고 판단된다. 기존에도 탄약 및 장약 수출은 있었으나 이는 K9 사용국에 국한되던 것이며 해당 수출계약으로 NATO 규격을 획득하였기에 수출이 더욱 용이해진 상황이기 때문이다. 기존 한화방산의 신관/장약 매출액의 대부분(약 90% 추정)은 국방부 향이었으나 NATO 표준 장약체계 수출 증가 시 향후 한화방산의 실적이 한화에어로스페이스에 기여하는 실적 비중이 커질 것으로 기대한다.

4. 투자 의견 Buy, 목표주가 294,000원 제시

[도표 82] 한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
전체	2,037.9	1,907.9	1,981.5	3,442.4	2,166.7	2,259.9	2,648.7	4,372.8	9,369.7	11,448.1	12,657.3
YoY(%)	52.8	17.8	31.1	32.6	6.3	18.5	33.7	27.0	43.3	22.2	10.6
항공우주	390.0	401.9	390.2	428.4	417.7	433.4	421.3	464.5	1,610.5	1,736.9	2,023.6
한화비전	273.6	284.1	246.0	250.1	252.6	255.1	257.7	260.3	1,053.8	1,025.7	1,067.3
방산부문	1,137.9	1,023.6	1,185.5	2,534.2	1,234.6	1,277.1	1,692.6	3,382.3	5,881.3	7,586.6	8,388.7
한화디펜스	841.5	600.1	762.7	1,929.5	897.6	760.5	1,163.0	2,670.8	4,133.8	5,491.8	6,032.5
한화시스템	439.5	610.7	620.8	782.1	487.2	682.5	694.4	879.9	2,453.1	2,744.1	3,019.4
방산	292.4	448.1	459.4	617.1	337.1	516.6	529.6	711.5	1,817.0	2,094.7	2,356.3
ICT	147.0	162.4	161.3	164.9	150.1	165.8	164.7	168.4	635.6	648.9	662.7
신사업	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4
기타 및 연결조정	89.4	35.9	(1.6)	64.8	111.7	128.5	112.3	97.5	188.5	450.0	515.0
영업이익	219.5	81.2	114.7	289.5	116.6	138.3	235.1	483.3	704.9	973.2	1,273.1
영업이익률(%)	10.8	4.3	5.8	8.4	5.4	6.1	8.9	11.1	7.5	8.5	10.1

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 83] 한화에어로스페이스 Valuation table

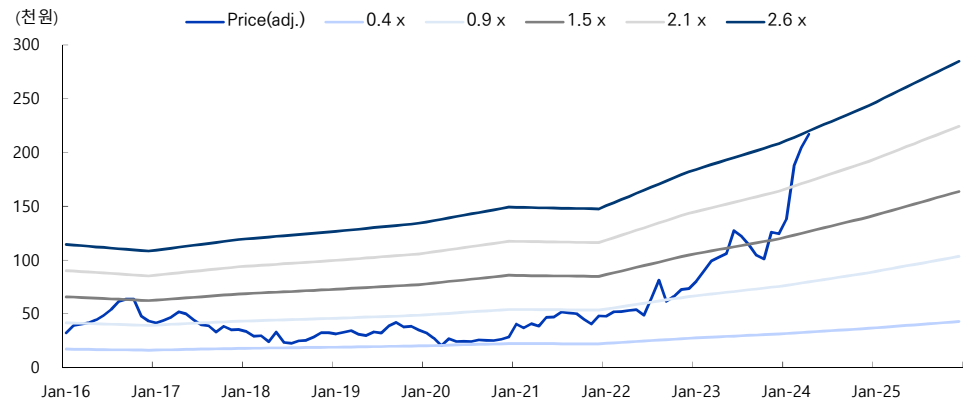
(단위: 십억원, 배, 주, %)

자기자본비용	7.61	
무위험수익률	3.35	통안채 1년물 금리 최근 3개월 평균
시장위험 프리미엄	4.07	시장요구수익률 - 무위험이자율
Beta	1.05	52주 주간 Adj. 베타
Sustainable ROE	17.50	12M Fwd 지배기준 ROE
연구성장률	3.30	Min(장기유보율 50% X ROE, 국고채 30년 3M 평균금리)
Target P/B	3.29	
적정주주가치	14,902	
12M Fwd 자본총계	4,525	
발행주식수	50,630	
주당주주가치	294,325	
12개월 목표주가	294,000	
현재가	217,000	2024. 4. 12
상승여력	35.5	
투자 의견	Buy	

자료: 교보증권 리서치센터

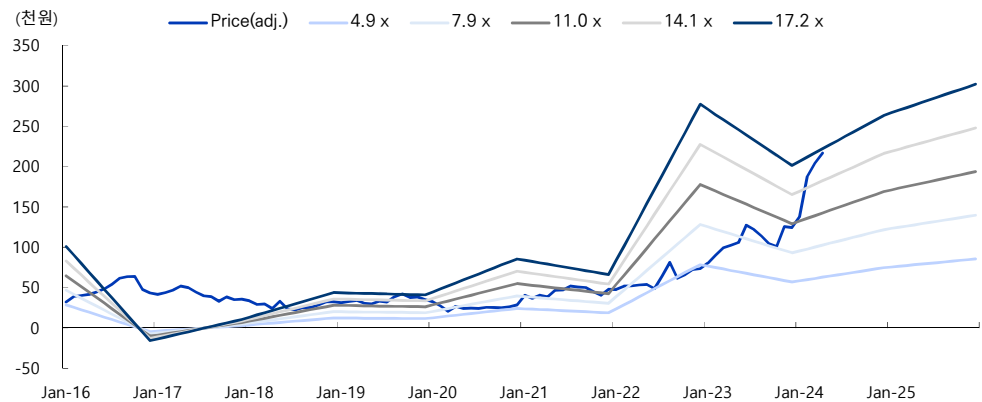
5. 12M fwd PBR, PER, EV/EBITDA 밴드차트

[도표 84] 12M fwd PBR 추이



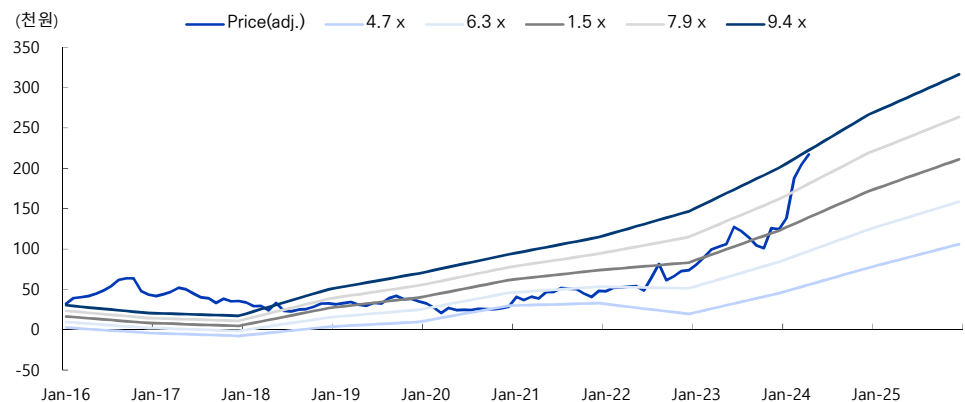
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 85] 12M fwd PER 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 86] 12M fwd EV/EBITDA 추이



자료: 교보증권 리서치센터

6. 한화에어로스페이스 주요 제품 경쟁력 및 수출 현황

K-9 자주포(한화에어로스페이스) 경쟁력: 경쟁 제품 대비 가격 경쟁력 및 성능 경쟁력 모두 우수

K-9 자주포, 전세계
시장점유율 1위

전 세계에서 운용되고 있는 자주포는 구경이 105, 122, 130, 152, 155, 170, 175, 203mm 등으로 구성되어 있다. 현대화된 자주포는 중국에서 운용 중인 1,440문의 122mm 자주포, 잠비아에서 운용 중인 6문의 130mm 자주포, 러시아에서 운용 중인 300문의 152mm 자주포를 제외하면 모두 155mm 자주포 (4,656문)이다. 그리고 현대화된 중형(152 및 155mm) 자주포 중에 2022년을 기준으로 현재 운용되고 있는 포는 대한민국의 K9, 미국의 M109A6, M109A7, 독일의 PzH 2000, 프랑스의 CAESAR, 폴란드의 Krab, 남아프리카공화국의 G-6, 중국의 PCL-181, PLZ-05, PLZ-45, 러시아의 2S19M2 Msta-SM 등 16종이다. 전 세계에서 운용 중인 현대화된 중형 자주포 4,956문 중 K9 계열의 자주포가 1,787문(36%)으로 압도적으로 다수를 차지하고 있다.

[도표 87] 자주포 제품별 운용 현황

모델명	운용문수	개발국	운용국
K9 계열	1,787	대한민국	대한민국, 에스토니아, 핀란드, 노르웨이, 인도, 튀르키예, 폴란드
M109A6	486	미국	미국
M109A7	203	미국	미국
PzH 2000	298	독일	독일, 크로아티아, 그리스, 헝가리, 이탈리아, 리투아니아, 네덜란드, 카타르, 우크라이나
CAESAR	290	프랑스	프랑스, 인도네시아, 모로코, 사우디아라비아, 태국, 우크라이나, 덴마크
Krab	115	폴란드	폴란드, 우크라이나
G-6	104	남아공	남아공(남아프리카공화국), 오만, 아랍에미레이트
NORA B-52	92	세르비아	세르비아, 방글라데시, 사이프러스, 케냐, 미얀마
ATMOS 2000	68	이스라엘	아제르바이잔, 카메룬, 필리핀, 르완다, 태국, 우간다
SSPH-1	54	싱가포르	싱가포르
M-2000	45	슬로바키아	슬로바키아, 사이프러스, 우크라이나
BAE Archer	35	스웨덴	스웨덴
PCL-181	654	중국	중국, 파키스탄
PLZ-05	320	중국	중국
PLZ-45	105	중국	쿠웨이트, 사우디아라비아
2S19M2 Msta	300	러시아	러시아

자료: KIDA, 교보증권 리서치센터

산업연구원 자료(국내 주요 방산제품의 글로벌 경쟁력 평가와 발전과제 221031)에 따르면 K9 자주포의 대당 단가는 약 40억 원 수준으로, 이는 경쟁제품인 독일 PzH 2000 자주포의 중고품 수출 단가(리투아니아 사례)와 유사한 수준이다. 미국의 M109A7은 7차례의 성능개량을 통해 개발된 제품으로 규모의 경제를 확보하고 있으나 최신 버전의 경우 K-9 자주포와 비교하여 높은 가격대를 형성하고 있다.

[도표 88] K-9 자주포 vs 경쟁제품의 단가 비교

제품	운용국	계약금액(백만달러)	대수	단가(백만달러)	비고
M109A7	미국	688	73	9.42(FY 2013)	미 국방부 FY2013 초도생산(LowRate Initial Production) 기준
	미국	142	18	7.89(FY 2013)	미 국방부 FY2014 초도생산(LowRate Initial Production) 기준 양산평균단가는 USD 11.25M (full rate production/est.)
PzH2000	헝가리	328	24	13.67(FY 2018)	계약금액에 교육훈련, 부품, 운영유지 포함
	리투아니아	64	21	3.06(FY 2015)	독일 재고품(German Army stocks) 납품, 교육훈련 및 운영유지 포함
	카타르	2,200	24	7.10(FY 2017)	자주포 외 타 제품 포함하여 22 억 달러 상당의 계약 체결, 자주포 계약액은 USD 8억 7,800 만 달러로 추정(2017)
K9	인도	615.7	100	6.91(FY 2017)	총계약금액 중 약 2,400 만 달러는 부품에 해당
	핀란드	155	48	3.23(FY 2017)	계약금액에 교육훈련, 부품, 운영유지 포함
	폴란드	2400	212	11.3(FY 2023)	포괄적 합의 성격의 총괄계약(Framework Contract)

자료: Janes 제공자료를 기초로 산업연구원 재작성, 교보증권 리서치센터

성능 역시 K9 자주포는 경쟁제품 대비 부족함이 없는 가성비 제품이다. K9 자주포와 독일의 PzH 2000의 주요 제원에서 거의 차이가 없으나 기동력과 방어력에서 K9 자주포가 상대적으로 경쟁력을 보유한 것으로 평가된다고 밝혔다.

K9 자주포는 중량이 4톤 이상임에도 불구하고, 기동성 측면에서 경형 자주포인 M109A7에 비견할 만한 성능을 보인다. 이는 고출력 엔진과 함께, 유기압 현수장치(ISU)를 장착하고 있기 때문이다. 또한 자주포는 전차나 장갑차와 달리 후방에서 전방에 대한 지원사격이 주요 임무기 때문에 방호력이 상대적으로 약한데, K9 자주포에는 고정도/고장력 특수강을 일부 적용하여, 중기관총이나 포탄 파편에도 견딜 수 있게 개발되어 방어력이 우수한 것으로 파악된다.

다만, K9 자주포 대비 독일 PzH 2000은 주무장의 호환성이 우수하고, 다양한 보조무장을 장착하고 있다는 점에서 공격력이 높은 제품으로 파악된다. 아울러 미국의 M109A7 자주포는 전 세계적으로 가장 많이 운용되는 자주포 중 하나로 여러 차례 성능개량을 통해 성능을 지속적으로 업그레이드하고 있으나 K9 자주포 및 PzH 2000과 비교하면 상대적으로 경형 자주포로서 전반적인 성능은 열위인 것으로 평가된다.

[도표 89] K-9 자주포 vs 경쟁제품의 성능경쟁력 비교

제원		K9	PzH 2000	M109A7
기동력	중량	46,300kg	55,330kg(est.)	35,380kg
	작전범위	360km	420km	322km
	속도	67km/h	60km/h(est.)	61km/h
	엔진 유형 및 출력	MTU MT 881 Ka-500, 수냉식, 디젤, 2,700rpm 에서 1,000 마력	MTU 881, 디젤, 1,000 마력	Cummins VTA-903T, 터보차저, 수냉식, 디젤, 2,600rpm 에서 675 마력
방어력	장갑구조	강철구조물 14.5mm 까지 방호 가능	강철구조물	알루미늄+추가장갑가능 (scalable appliqué)
	방어체계	NBC 장착	7.62mm MG3 MG, NBC 장착	RWS 로 교체 가능한 사수보호키트 장착, NBC 장착
공격력	주무장	1× 포탑장착 155mm 곡사포, NATO 155mm 탄 호환 가능 재래식 탄약: M107 HE, KM4A2 장약, KM119A1 장약, K677 장약/ K307 HE ER FB BB type	1× 포탑장착 155mm L52 곡사포, 모든 NATO 표준 155mm 탄 사용 가능	1×포탑장착 155mm M284 기관포, Raytheon Excalibur 1b 정밀유도탄(PGP) M962, 미 육군 155mm 포탄, M203/M203A1 장약
	보조무장	1× 지붕장착형 12.7mm M2 HB 기관총	1× 지붕장착형 7.62mm MG3 기관총 8× 포탑장착 76mm 연막탄 발사기 (2×4)	1× 지붕장착형 12.7mm M2 HB 기관총
	사용 탄약별 사거리	M107 HE: 18km K307(K676 full-charge): 40km K677: 32km	표준탄약: 30km 연장탄약: 40km	L15 projectiles: 24km base-bleed projectiles: 31km M864/DM652: 40km
	C2/BMS 시스템	포병사격통제시스템(B2CS) 연계, 자동목표 우선순위계산, 탄약결정, 목표 할당 정보 제공	사격통제장비 및 완전 전기식 동기 통제장비, 레이저거리 측정기 및 도플러 레이더	자동 사격통제시스템 (AFCS XXI)

자료: Janes 제공자료를 기초로 산업연구원 제작성, 교보증권 리서치센터

2. 레드백 장갑차(한화에어로스페이스): 가격경쟁력 우수

호주 129대 납품 성공

이 역시 산업연구원의 자료를 인용하자면 Redback 장갑차의 경우도 주력 경쟁제품인 독일 및 영국 장갑차와 비교하여 가격경쟁력을 확보한 것으로 판단된다. Redback 장갑차는 현재까지 호주 수출 건 외에는 성공한 실적이 없어 공개된 단가가 없는 상황이기 때문에 Redback 장갑차의 모체가 된 K21 장갑차의 국내 계약가로 단가가 추정되었는데, **가장 유력한 경쟁제품인 독일 KF41 Lynx 장갑차 대비 높은 가격경쟁력을 확보한 것으로 분석되었다(언론보도에 따르면 대당 110억원으로 추정, 독일 KF41 Lynx 대당 약 130억원)**. 다만, 독일 KF41 Lynx 장갑차 또한 최근 개발된 제품으로 수출에 성공한 사례가 헝가리밖에 없고, 또한 헝가리 수출계약은 현지생산을 위한 공장신설 등의 금액이 포함된 것으로 알려져 단가가 높게 추정된 측면이 있다. 한편 싱가포르의 Hunter, 미국의 ASCOD와 비교하면 가격경쟁력이 유사한 수준으로 파악되는데 이들은 성능 측면에서 열위에 있으므로, 가격 대비 성능 측면에서는 Redback 장갑차가 우위에 있다고 평가된다.

[도표 90] Redback 장갑차 vs 경쟁제품의 가격경쟁력 비교

제품	운영국가	계약금액(백만달러)	대수	단가(백만달러)	비고
CV90 Mk.IV	체코	2600	210	6.38(FY 2021)	라이선스생산을 반영한 단가
	슬로바키아	1770	152	11.64(FY 2022)	2022년 6월 계약
KF41 Lynx	헝가리	2360	209	11.01(FY 2020)	시물레이터, 부품, 운영유지 포함. 46대는 독일에서 생산(~2023), 2차 사업은 헝가리에서 172대 현지생산 예정
Hunter	싱가포르	NA	NA	4.01(FY 2020)	이전 생산단가로 추정
ASCOD/Pizzaro	스페인	587.6	198	2.1(FY 2017)	약 1억 7,040만 달러는 운영유지 및 후속군수지원에 해당
Redback	-	-	-	3.43	Redback의 모체인 K-21 장갑차의 국내 납품가를 기초로 Janes 추정
	호주	2400	129	18.6(FY 2023)	호주의 경우 훈련비용과 장비도입 이후 30년 동안 사용할 유지비용까지 합쳐서 발표하는 경우가 많아 그 중 장비도입 가격은 절반 정도인 경우가 많음

자료: Janes 제공자료를 기초로 산업연구원 재작성, 교보증권 리서치센터

이와 더불어 Redback은 중량을 경감시켜 기동성을 확보하기 위하여 유기압 현수장치(ISU)를 사용하였다는 점에서 기동력이 상대적으로 우수하다고 평가하였다. CV90, ASCOD, HUNTER 등은 모두 전력화되어 성능이 입증된 제품이라는 점에서는 우위가 있지만, 3개 제품 모두 Redback, KF41과 비교하면 구형 장갑차라는 점에서 성능경쟁력이 다소 열위에 있다고 평가했다.

[도표 91] Redback vs 경쟁제품의 성능경쟁력 비교

제원		Redback	KF41 Lynx	CV90	ASCOD	Hunter
기동력	중량	42,000kg	50,000kg	22,800kg	30,000kg	29,500kg
	작전범위	520km	500km	900km	600km	500km
	속도	70km/h	70km/h	68km/h	70km/h	70km/h
	엔진 유형 및 출력	MTU 디젤 엔진, 1,000 마력	Liebherr, 터보차저, 디젤, 1,140 마력	스카니아 DI14, 디젤, 550 마력	TE22 8V-90, V-8, 디젤, 2,300rpm 에서 600 마력	MTU 8V-199 TE20, 디젤
	탑승인원	3(승무원) + 9	3(승무원) + 9	3(승무원) + 8	3(승무원) + 8	3(승무원) + 8
방어력	장갑구조	강철 + 지뢰보호 (STANAG 4569 4a, b)	강철 + 추가 장갑가능 STANAG 4569	강철 STANAG 4569	강철 + 추가 장갑가능 STANAG 4569	강철 + 추가 장갑가능
	방어체계	Iron Fist Light-Decoupled (IFLD) 능동 보호 시스템 (T2000 포탑)	능동보호시스템 다수 탑재(MCO, CUE 등)	Elbit 시스템의 Iron Fist 하드킬 능동 보호 시스템과 함께 장착 가능	SBBR ERA 장착 가능	추가 장착 가능
공격력	주무장	1x MK44S(Stretch) Bushmaster II 기관포, 탄약: APFSDS, 고폭탄(PF-HE), 다중 모드 신관 탄약(MMFA)	1x 포탑 장착 30mm MK 30-2/ABM 대포/4 개의 포탑에 장착된 130mm Spike-LR ATGW 탄약: APDS-T, APFSDS-T, HEI/SD-T, MP-T, MPHC-T, SAPHEI-T, TP, TP-T, ABM 및 FAPDS	1x 포탑 장착 40mm L/70 기관포, 탄약: APDS-T, APFSDS-T, HEI/SD-T, MP-T, MPHC-T, SAPHEI-T, TP, TP-T, ABM 및 FAPDS	1x 포탑 장착 30mm Mauser MK 30-2 이중 공급 기관포, 탄약: APDS-T, APFSDS-T, HEI/SD-T, MP-T, MPHC-T, SAPHEI-T, TP, TP-T, ABM 포함, FAPDS.	궤도형 ATK Mk 44 자동포, APFSDS, 고폭탄(PF-HE)
	보조무장	1x 동축 7.62mm MG, 1xRWS 장착 12.7mm MG, R400-Mk2는 UAV와 교전가능	1x 동축 장착 7.62mm 기관총, 또는 1x 지붕 장착 12.7mm M2 중중신기관총	1x 동축 장착 7.62mm 기관총*6*포탑 장착 연막탄 발사기(2*3)	1x 동축 장착 7.62mm 기관총, 12x포탑 장착 76mm 연막탄 발사기(2*6)	7.62mm MG, Samson Mk II ATGM 포드
	사거리	주포(자상): 6km 주포(공중): 4km	3,000m+ 및 4,000m ~ 5,000m(AGTM 포함)	2,000m+ 및 4,000m ~ 5,000m(AGTM 포함)	3,000m+ 및 4,000m ~ 5,000m(AGTM 포함)	3,000m+ 및 4,000m ~ 5,000m(AGTM 포함)
	터렛유형	EOS 및 Elbit Systems의 T2000 터렛	랜스 포탑, 선택적으로 유인 모듈식 포탑(Rheinmetall Land Systems)	BAE Systems Hagglands D 시리즈 포탑, 반전기	전기/수동	Mk II 포탑, ATK 30mm Mk44 Bushmaster II 자동 기관포, 동축 기관총
	C2/BMS 시스템	R400S Mk 2 원격 사격 통제 시스템	잠망경, 지붕 장착형 안정화 전자 광학 조준 시스템 (SEOSS) 파노라마 조준경, SEOSS-P(디지털 FCS)	Saab Systems Universal Tank and Anti-Aircraft System(UTAAS) 조준경, 장갑 셔터, x1-x8 배율 주야간 채널 및 레이저 거리 측정기, Kollsman 화재 제어 컴퓨터, 2세대 열화상 카메라		Commander's Open Architecture Panoramic Sight(COAPS) 조준 시스템

자료: Janes 제공자료를 기초로 산업연구원 재작성, 교보증권 리서치센터

방위산업

법보다 주먹이 가까울 때가 있다

[도표 92] 한화에어로스페이스 수출 현황 및 잠재 수출 가능국 정리

항목	대수	무기류	제품명	수입국	주문일자	인도 시작	인도 완료시기	리드타임	규모 (억달러)	비고
포	-	155 자주포	K9	인도	-	-	-	-	-	-
	116			영국	-	-	-	-	1.2조원	23년 1월, 영국이 우크라이나에 AS90을 공여하기로 했고, 벤 월레스 영국 국방장관은 2030년대로 예정된 차기 자주포 생산에 앞서서 임시로 즉각 배치 가능한 완제품을 구입하겠다는 뉘앙스의 발언을 함
	46			루마니아	2024	-	-	-	19.23	총 90문 중 24년 1월 자주포 54문, 포탄 1만 8000발, 추가 차량(탄약 차량, 기술 지원 차량, 포병 정찰 차량) 등에 대한 계약체결 보도. 해당 사업에 8억 5000만 유로(약 1조 2300억원)의 예산을 할당했다고 알려짐
	54			루마니아	2024	-	-	-		
	308			폴란드 2	2023	2023	2027	4	50(7.0조원)	23년 12월 308문 중 152문 26억달러(3.5조원) 먼저 계약. 27년까지 인도
	212			폴란드 1	2022	2023	2027	4	24(3.2조원)	22년 10월 24문 출하, 23년까지 48문 인도. 잔여물량 27년까지 인도
	200			이집트	2022	2024	-	-	17	K-9A1 버전; 이집트 기술 이전자의 라이선스 생산 포함; 2024년부터 인도
	12			에스토니아	2022	2026	-	-	*EUR83m	
	5			핀란드	2022	-	-	-	*EUR30m	
	4			노르웨이	2022	2023	2024	1	-	
	30			호주	2021	2025	-	-	AUD0.9~1.2b	Land-8116' 프로그램, 호주에서 라이선스 생산, 2025년부터 인도
	24			에스토니아	2018	2020	2023	3	*EUR83m	
	100			인디아	2017	2018	2021	3	6.46~7	인도 K-9 Vajra-T로 라이선스 하에 생산
	48			핀란드	2017	2018	2024	6	*EUR1.6b	
	24			노르웨이	2017	2019	2021	2	3.83	
MRL	-	MRL	천무	노르웨이	-	-	-	-	-	22년 6월 24일 tu.no의 보도에 따르면 한화와 콩스버그 디펜스는 MOU를 맺고 해당 사업에 K239 천무로 도전할 것이라고 함
	-			루마니아	-	-	-	-	-	24년 1월 29일 '디펜스 루마니아(Defense Romania)'와 루마니아 방위산업 소식통에 따르면 루마니아 국방부는 한화에어로의 무기 구매 목록에 천무 K239를 포함. 구매 대수는 미정
	288			폴란드	2022	2023	2027	4	51.1	22년 200문에 대한 1차 이행계약 체결(35.5억달러), 잔여물량 15.6억달러(70문)로 추정함
	8			UAE	2021	2021	-	-	AED3b	
	22		K-136	필리핀	2018	-	-	-	-	

주: 음영표시는 미확정
자료: 교보증권 리서치센터

방위산업

법보다 주먹이 가까울 때가 있다

[한화에어로스페이스 012450]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,060	9,359	11,448	12,657	13,474
매출원가	5,549	7,221	8,904	9,107	9,590
매출총이익	1,512	2,138	2,544	3,550	3,883
매출총이익률 (%)	21.4	22.8	22.2	28.0	28.8
판매비와관리비	1,111	1,447	1,571	2,277	2,398
영업이익	400	691	973	1,273	1,486
영업이익률 (%)	5.7	7.4	8.5	10.1	11.0
EBITDA	663	1,030	1,310	1,611	1,824
EBITDA Margin (%)	9.4	11.0	11.4	12.7	13.5
영업외손익	-205	524	-57	-88	-116
관계기업손익	-21	16	16	16	16
금융수익	115	1,145	592	619	650
금융비용	-266	-398	-397	-409	-423
기타	-33	-239	-269	-314	-359
법인세비용차감전순이익	195	1,215	916	1,185	1,370
법인세비용	75	238	179	232	268
계속사업순이익	121	977	737	953	1,102
중단사업순이익	26	0	0	0	0
당기순이익	147	977	737	953	1,102
당기순이익률 (%)	2.1	10.4	6.4	7.5	8.2
비지배지분순이익	-49	159	120	155	180
지배지분순이익	195	818	616	797	922
지배순이익률 (%)	2.8	8.7	5.4	6.3	6.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-43	-158	-14	-14	-14
포괄순이익	103	819	723	939	1,088
비지배지분포괄이익	-109	69	61	79	92
지배지분포괄이익	212	750	662	860	996

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	1,515	1,791	2,096
당기순이익	0	0	737	953	1,102
비현금항목의 가감	678	-68	57	101	125
감가상각비	181	261	267	272	276
외환손익	64	19	-27	-27	-27
지분법평가손익	21	-16	-16	-16	-16
기타	413	-331	-168	-128	-109
자산부채의 증감	794	462	978	1,037	1,192
기타현금흐름	52	996	-256	-300	-323
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	325	371	494
기초 현금	2,528	3,043	1,806	2,131	2,502
기말 현금	3,070	1,780	2,131	2,502	2,996
NOPLAT	247	556	783	1,024	1,195
FCF	1,107	903	1,797	2,098	2,425

자료: 한화에어로스페이스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,508	9,192	10,866	12,725	14,788
현금및현금성자산	3,070	1,806	2,131	2,502	2,996
매출채권 및 기타채권	1,543	2,119	2,387	2,643	2,823
재고자산	2,163	2,869	3,271	3,616	3,850
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	21,318	23,437	25,811
유동부채	8,223	12,077	13,218	14,449	15,757
매입채무 및 기타채무	1,301	1,879	2,001	2,111	2,185
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	15,936	17,118	18,389
지배지분	2,857	3,528	4,054	4,760	5,591
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	217	192	192	192	192
이익잉여금	2,015	2,627	3,153	3,859	4,690
기타자본변동	-2	-2	-2	-2	-2
비지배지분	1,061	1,156	1,328	1,559	1,832
자본총계	3,918	4,684	5,382	6,319	7,423
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	12,175	15,748	18,212
PER	19.1	7.7	17.8	13.8	11.9
BPS	56,436	69,689	80,067	94,017	110,431
PBR	1.3	1.8	2.7	2.3	2.0
EBITDAPS	13,097	20,348	25,873	31,816	36,023
EV/EBITDA	7.9	9.4	11.0	9.0	8.0
SPS	139,451	184,851	226,112	249,997	266,121
PSR	0.5	0.7	1.0	0.9	0.8
CFPS	21,861	17,845	35,496	41,447	47,897
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	22.3	10.6	6.4
영업이익 증가율	44.5	72.6	40.8	30.8	16.7
순이익 증가율	-51.4	566.6	-24.6	29.3	15.6
수익성					
ROIC	6.2	14.9	21.4	24.8	25.6
ROA	1.5	4.7	3.0	3.6	3.7
ROE	6.8	25.6	16.3	18.1	17.8
안정성					
부채비율	286.7	317.2	296.1	270.9	247.7
순차입금비율	24.1	21.4	20.4	19.4	18.5
이자보상배율	4.7	4.1	5.5	7.0	7.7