

한화에어로스페이스 (012450)

스스로가 증명한 왕의 자질

투자의견

BUY(유지)

목표주가

350,000 원(상향)

현재주가

288,000 원(07/31)

시가총액

14,581 (십억원)

기계/로보틱스/운송 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 한화에어로스페이스의 2분기 실적은 매출액 2조 7,860억원(+46%yoy), 영업이익 3,588억원(+342%yoy, OPM 12.9%)를 기록하며, 영업이익 기준 시장 컨센서스(2,159억원)을 대폭 상회하는 실적 달성
- 금번 서프라이즈는 폴란드 납품 정상화(K-9 6문, 천무 18문 인식)에 따른 지상방산 부문 호실적과 한화시스템의 이익 서프라이즈가 합작으로 만들어진 결과. 이미 지상방산 부문 영업이익(2,608억원)만으로도 시장 컨센서스를 상회. 물론, 항공우주도 RSP 손실이 예상보다도 훨씬 적었고, 한화비전의 견조한 이익 흐름이 지속된 점도 긍정적
- 1분기 쇼크, 2분기 서프라이즈 기록하며 실적 추정 난이도가 더욱 높아졌지만, 간단하면서도 자명한 사실은 하반기는 폴란드 인도 물량이 더욱 늘어날 것이기에, 1분기와 같은 변동성 보다는 견조한 실적 흐름이 계속될 것이라는 점
- 4월 천무 2차, 7월 루마니아 K-9 신규 수주 달성하며, 글로벌 화력 무기 시장에서 압도적인 존재감을 보여주는 중. 사측은 앞으로 레드백(IFV)를 앞세운 수주를 강조했으나, 여전히 K-9과 천무 파이프라인도 다수 있는 것으로 파악됨. 일각에서는 유럽에서 인기를 끄는 차륜형 자주포 개발 소식도 존재. 그리고, 엔진 국산화 통해 유럽을 넘어 중동 시장 본격 진출도 기대되는 부분. 이미 받아놓은 수주만으로도 28년까지 수출 성장 흐름 지속될 것으로 전망
- 동사는 9월에 인적 분할을 예정 중. 분할 이후에도 존속 법인의 기업가치는 크게 달라지지 않을 것. 아직 분할 전이므로 합산 시총으로 목표주가 350,000원을 산출해 기존 목표주가 대비 상향 조정하며, 투자의견 BUY를 유지함

주가(원, 07/31)	288,000
시가총액(십억원)	14,581

발행주식수	50,630천주
52주 최고가	330,000원
최저가	90,200원
52주 일간 Beta	0.28
60일 일평균거래대금	1,516억원
외국인 지분율	36.9%
배당수익률(2024F)	0.7%

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

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	16.4%	97.6%	130.4%
절대기준	15.4%	108.5%	135.7%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	350,000	290,000	▲
영업이익(23)	1,261	922	▲
영업이익(24)	1,485	1,219	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	9,359	11,849	13,082	14,507
영업이익	691	1,261	1,485	1,756
세전손익	1,215	814	1,198	1,544
당기순이익	977	665	897	1,200
EPS(원)	16,147	10,687	14,829	19,832
증감률(%)	318.5	-33.8	38.8	33.7
PER(배)	7.7	26.9	19.4	14.5
ROE(%)	25.6	14.3	17.2	19.6
PBR(배)	1.8	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA(배)	8.4	10.3	8.6	7.4

자료: 유진투자증권

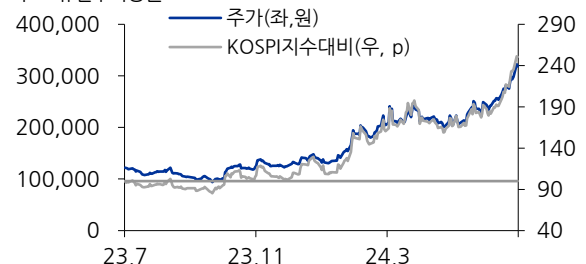


도표 1. 한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,848	2,786	3,060	4,155	9,370	11,849	13,082	14,507
항공우주	444	562	485	560	1,610	2,050	2,168	2,340
민수	223	272	244	278	851	1,018	1,037	1,132
군수/기타	220	290	240	282	759	1,032	1,131	1,208
지상방산	657	1,333	1,500	2,371	4,134	5,860	6,262	7,156
내수	352	571	601	1,250	2,609	2,774	2,944	3,072
수출	304	761	899	1,121	1,525	3,086	3,318	4,084
기타 및 조정	748	891	1,075	1,224	3,626	3,939	4,652	5,010
영업이익	37	359	382	483	705	1,261	1,525	1,796
opm%	2.0	12.9	12.5	11.6	7.5	10.6	11.7	12.4

자료: 유진투자증권

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

도표 2. 한화에어로스페이스 밸류에이션 테이블

구분	산정가치 (십억원)	비고
◎ 한화에어로스페이스		
12MF NOPLAT	897	지상방산&항공우주부문, 법인세율 24% 가정
적용 멀티플(배)	17	글로벌 방산 Peer 평균 PER 적용, 20% 할인
(A) 지상방산&항공우주 가치	14,847	
(B) 주요 상장 자회사 가치	2,004	한화시스템&세트렉아이&한화오션 시장가 기준, 자회사 지분율 및 50% 할인 적용
(C=A+B) 한화에어로스페이스 가치	16,850	
◎ 한화인더스트리얼솔루션즈(가칭)		
12MF NOPLAT	86	한화비전&한화정밀기계, 법인세율 21% 가정
적용 멀티플(배)	10	Peer 평균 PER, 20% 할인 적용
(D) 한화인더스트리얼 솔루션즈 가치	874	
(E=C+D) 합산 기업가치	17,724	
목표주가(원)	350,000	
상승여력(%)	22%	
현재주가(원)	288,000	

자료: 유진투자증권

도표 3. 해외 수주 매출 인식 타임라인 추정

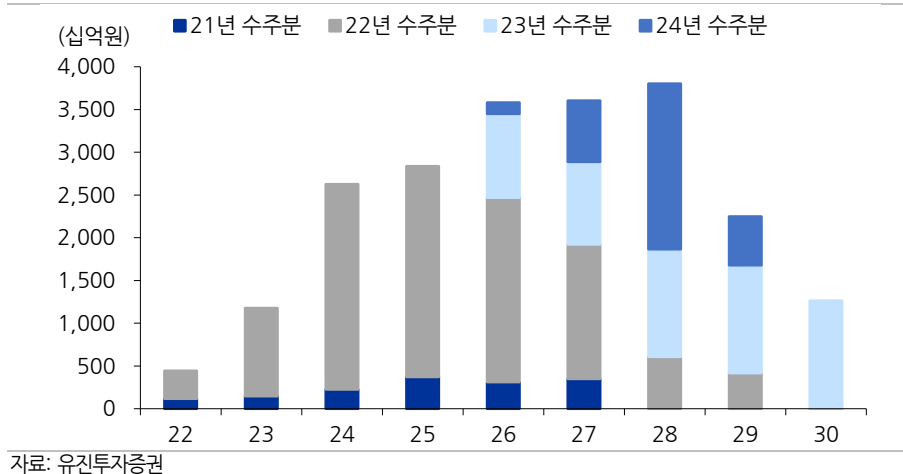


도표 4. 시총 및 방산 수주잔고 추이

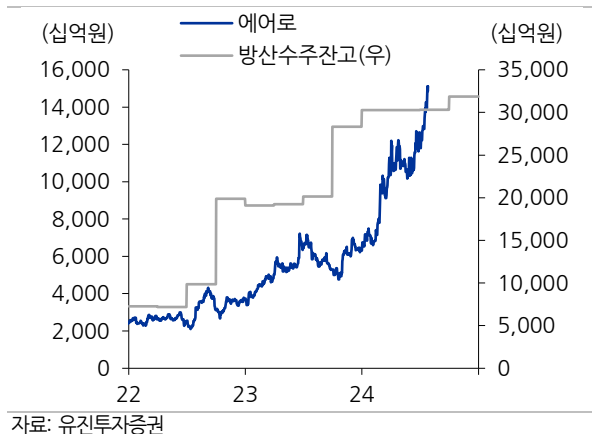


도표 5. 한화에어로스페이스 12MF PBR 밴드

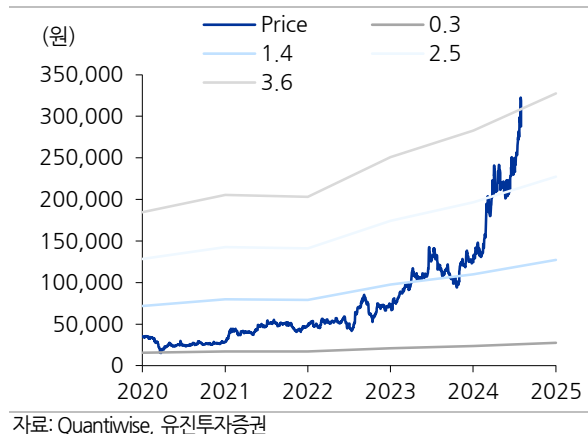


도표 6. 한화에어로스페이스 추가 수주 파이프라인

구분	국가	아이템	댓수	규모 (십억원)	수주 예정일(추정)	단계
해외	루마니아	천무	-	-	-	언론 보도 수준
해외	루마니아	레드백	300	4,000	2024년~2025년	입찰 준비
해외	라트비아	K-21/K-MPF	100	4,000	~2026년	2023년 11월 시험평가
해외	노르웨이	천무	-	-	-	-
해외	스웨덴	천무	-	-	-	-
해외	인도	K-9	200	2,000	-	협약 중
해외	베트남	K-9	108	1,000	-	의사 표명
해외	말레이시아	K-9	-	-	-	-
해외	캐나다	K-9	-	-	-	-
해외	미국	K-9	-	-	-	-

자료: 유진투자증권

한화에어로스페이스(012450.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	15,152	19,543	21,859	23,068	24,651
유동자산	8,508	9,192	10,943	11,514	12,414
현금성자산	3,217	1,909	2,961	3,430	3,481
매출채권	1,543	2,119	2,424	2,652	3,028
재고자산	2,163	2,869	2,732	2,491	2,844
비유동자산	6,644	10,351	10,916	11,554	12,237
투자자산	1,494	4,738	4,854	5,051	5,256
유형자산	3,018	3,410	3,735	4,046	4,399
기타	2,133	2,203	2,327	2,457	2,582
부채총계	11,234	14,859	16,675	17,235	17,930
유동부채	8,223	12,077	13,077	13,600	14,258
매입채무	1,301	1,879	1,981	2,167	2,475
유동성이자부채	1,802	2,616	2,800	2,800	2,800
기타	5,120	7,582	8,296	8,633	8,984
비유동부채	3,011	2,782	3,599	3,635	3,673
비유동이자부채	1,918	1,644	2,310	2,310	2,310
기타	1,093	1,139	1,288	1,324	1,362
자본총계	3,918	4,684	5,184	5,833	6,721
지배지분	2,857	3,528	4,029	4,678	5,566
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	217	192	197	197	197
이익잉여금	2,015	2,627	3,073	3,722	4,610
기타	360	443	493	493	493
비지배지분	1,061	1,156	1,155	1,155	1,155
자본총계	3,918	4,684	5,184	5,833	6,721
총차입금	3,720	4,259	5,110	5,110	5,110
순차입금	502	2,350	2,149	1,680	1,629

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	1,524	1,390	1,415	1,750	1,421
당기순이익	147	977	665	897	1,200
자산상각비	263	339	369	409	441
기타비현금성손익	416	(407)	152	69	(88)
운전자본증감	794	462	164	421	(190)
매출채권감소(증가)	(305)	(583)	(198)	(228)	(376)
재고자산감소(증가)	(277)	(714)	134	241	(353)
매입채무증가(감소)	226	244	121	187	307
기타	1,150	1,514	107	222	231
투자현금	(1,225)	(3,029)	(1,089)	(1,073)	(1,098)
단기투자자산감소	(767)	(10)	(9)	(3)	(4)
장기투자증권감소	42	(2,372)	(204)	(188)	(142)
설비투자	197	453	607	634	703
유형자산처분	5	3	1	0	0
무형자산처분	(148)	(118)	(216)	(216)	(216)
재무현금	216	368	815	(101)	(116)
차입금증가	263	445	813	0	0
자본증가	(35)	(51)	(91)	(101)	(116)
배당금지급	35	51	91	101	116
현금 증감	542	(1,263)	1,070	465	48
기초현금	2,528	3,070	1,806	2,877	3,342
기말현금	3,070	1,806	2,877	3,342	3,390
Gross Cash flow	825	909	1,236	1,329	1,611
Gross Investment	(336)	2,557	917	649	1,285
Free Cash Flow	1,161	(1,648)	319	680	326

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,060	9,359	11,849	13,082	14,507
증가율(%)	27.4	32.6	26.6	10.4	10.9
매출원가	5,549	7,221	9,465	10,431	11,571
매출총이익	1,512	2,138	2,384	2,650	2,935
판매 및 일반관리비	1,111	1,447	1,123	1,166	1,179
기타영업손익	50	30	(22)	4	1
영업이익	400	691	1,261	1,485	1,756
증가율(%)	44.5	72.6	82.5	17.7	18.2
EBITDA	663	1,030	1,630	1,894	2,197
증가율(%)	28.9	55.4	58.2	16.2	16.0
영업외손익	(205)	524	(447)	(287)	(212)
이자수익	48	85	80	87	96
이자비용	85	170	214	201	186
지분법손익	(21)	(28)	(77)	(23)	29
기타영업손익	(147)	637	(236)	(150)	(152)
세전순이익	195	1,215	814	1,198	1,544
증가율(%)	(32.5)	521.7	(33.0)	47.1	28.9
법인세비용	75	238	149	301	344
당기순이익	147	977	665	897	1,200
증가율(%)	(51.4)	566.6	(31.9)	34.9	33.7
지배주주지분	195	818	541	751	1,004
증가율(%)	(22.7)	318.5	(33.8)	38.8	33.7
비지배지분	(49)	159	124	146	196
EPS(원)	3,858	16,147	10,687	14,829	19,832
증가율(%)	(22.7)	318.5	(33.8)	38.8	33.7
수정EPS(원)	3,858	16,147	10,687	14,829	19,832
증가율(%)	(22.7)	318.5	(33.8)	38.8	33.7

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,858	16,147	10,687	14,829	19,832
BPS	56,436	69,689	79,570	92,399	109,931
DPS	1,000	1,800	2,000	2,300	2,500
밸류에이션(배, %)					
PER	19.1	7.7	26.9	19.4	14.5
PBR	1.3	1.8	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	6.4	8.4	10.3	8.6	7.4
배당수익율	1.4	1.4	0.7	0.8	0.9
PCR	4.5	6.9	11.8	11.0	9.1
수익성(%)					
영업이익율	5.7	7.4	10.6	11.4	12.1
EBITDA이익율	9.4	11.0	13.8	14.5	15.1
순이익율	2.1	10.4	5.6	6.9	8.3
ROE	6.8	25.6	14.3	17.2	19.6
ROIC	6.8	16.3	31.9	33.9	37.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	12.8	50.2	41.5	28.8	24.2
유동비율	103.5	76.1	83.7	84.7	87.1
이자보상배율	4.7	4.1	5.9	7.4	9.5
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	5.5	5.1	5.2	5.2	5.1
재고자산회전율	3.7	3.7	4.2	5.0	5.4
매입채무회전율	6.5	5.9	6.1	6.3	6.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 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 3자에게 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 저작물로서 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: 12개월 (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%

(2024.06.30 기준)

