

(Analyst) 정동호 dongho.jeong@miraeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

012450 · 방산/항공우주

한화에어로스페이스

본격적인 방산 성장의 해

(유지)

매수

목표주가

210,000원 ▲

상승여력

36.3%

현재주가(24/2/23)

154,100원

KOSPI	2,667.70	시가총액(십억원)	7,802	발행주식수(백만주)	51	외국인 보유비중(%)	32.7
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

4Q23 Review: 영업이익 컨센서스 19.4% 상회

4Q23 매출액 3.4조 원 (+32.6% YoY, 컨센 22.9% 상회), 영업이익 2,895억 원 (+75.3% YoY, 컨센 19.4% 상회)으로 어닝 서프라이즈를 기록했다. 지상방산 부문의 실적 호조가 전사 매출을 견인했다.

1Q24 Preview: 본격적인 폴란드형 납품 시작

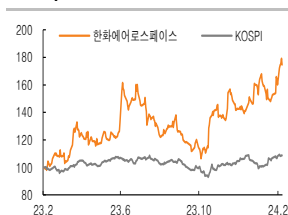
1Q24F 매출액 2조 1,305억 원 (+4.5% YoY), 영업이익 1,949억 원 (-11.2% YoY, OPM 9.1%)으로 전망한다. 1Q23에 폴란드 K9가 24대 납품되었기 때문에 기저가 높다. 1Q24는 폴란드 K9 15대와 천무 10대 (4Q23에 이연된 1대분 포함)가 반영되며 양호한 이익률을 달성할 것으로 예상한다.

투자 의견 '매수', 목표주가 210,000원으로 40% 상향

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 15만 원에서 21만 원으로 40% 상향한다. 24F BPS 81,259원에 Target P/B 2.6배를 적용하여 산출했다. 해외 수출 문의가 이어지고 있다. 방산 호황기는 이제 시작이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	7.3	37.2	73.1
상대주가	-0.3	28.9	58.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액 (십억원)	6,415	7,060	9,370	11,130	13,572
영업이익 (십억원)	277	404	705	1,002	1,206
영업이익률 (%)	4.3	5.7	7.5	9.0	8.9
순이익 (십억원)	253	201	806	541	649
EPS (원)	4,989	3,967	15,915	10,694	12,823
ROE (%)	9.2	7.0	24.8	14.0	14.7
P/E (배)	9.6	18.6	7.8	14.4	12.0
P/B (배)	0.8	1.3	1.7	1.9	1.7
배당수익률 (%)	1.5	1.4	0.8	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Review: 영업이익 컨센서스 19.4% 상회

한화에어로스페이스 4Q23 매출액 3.4조 원 (+32.6% YoY, 컨센 22.9% 상회), 영업이익 2,895억 원 (+75.3% YoY, 컨센 19.4% 상회)으로 어닝 서프라이즈를 기록했다. 이번에도 지상방산 부문의 실적 호조가 전사 매출을 견인했다.

지상방산 4Q23 매출액 1.9조 원 (+72% YoY), 영업이익 3,200억 원 (+75% YoY, OPM 7.0%)을 기록했다. 내수와 수출 모두 강했다. 내수는 화생방정찰차, 120mm 자주박격포, 차륜형대공포 등 인식으로 매출 1.2조 원 (+57.9% YoY), 수출은 폴란드 K9 18대, 천무 17대 반영되며 매출 7,157억 원 (+103% YoY)로 대폭 성장했다. 지상방산 수주잔고는 28.3조 원 (+43% YoY)이다. 그 중 수출 물량이 71%로 향후 더 큰 폭의 탑라인 성장과 이익개선을 시현할 것으로 기대된다.

항공우주 부문은 매출액 4,284억 원 (+14% YoY), 영업손실 -259억 원 (적지)으로 부진한 모습을 이어갔다. 항공업 회복에 따라 매출 성장세는 유지하고 있으나, 1) GTF 엔진 판매대수 증가, 2) 총당금 환입 부재, 3) 연말 성과급 일시 반영 등의 이유로 손실폭은 확대되었다. RSP 프로젝트 턴어라운드 시점을 2030년으로 예상된다.

표 1. 한화에어로스페이스 4Q23 실적 요약 테이블

	4Q22	3Q23	4Q23P			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	추정치	차이 (%)
매출액	2,595	1,981	3,442	73.7	32.6	3,024	13.8	2,800	22.9
영업이익	165	104	290	177.5	75.3	265	9.2	242	19.4
당기순이익 (지배)	14	-4	163	-4579.0	1045.1	135	20.5	133	22.4
영업이익률 (%)	6.4	5.3	8.4	3.1	2.0	8.8	-0.4	8.7	-0.2
순이익률 (%)	0.5	(0.2)	4.7	4.9	4.2	4.5	0.3	4.7	0.0
사업부문별 매출액									
항공우주	376	390	428	9.8	14.1				
지상방산	1121	763	1,930	153.0	72.1				
한화비전	250	246	250	1.6	0.1				
한화시스템	789	621	783	26.2	-0.6				
쎄트렉아이	29	25	38	51.2	28.6				
정밀기계	77	110	85	-22.8	9.9				

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화에어로스페이스 실적 추정치 변경표

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	10,337	11,270	11,130	13,572	7.7	20.4	1) 지상방산 추정치 상향 2) 한화시스템 추정치 상향
영업이익	856	975	1,002	1,206	17.0	23.7	
세전이익	788	919	885	1,061	12.3	15.4	
순이익	431	510	541	649	25.6	27.3	
EPS (원)	8,518	10,079	10,694	12,823	25.5	27.2	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

1Q24 Preview: 본격적인 폴란드항 납품 시작

1Q24F 매출액 2조 1,305억 원 (+4.5% YoY), 영업이익 1,949억 원 (-11.2% YoY, OPM 9.1%)으로 전망한다. 1Q23에 폴란드 K9가 24대 납품되었기 때문에 기저가 높다. 1Q24는 폴란드 K9 15대와 천무 10대 (4Q23에 이연된 1대분 포함)가 반영되며 양호한 이익률을 유지할 것으로 예상된다.

사측은 '24년 연간 가이던스로 지상방산 매출액 성장률 20%대를 제시했다. 폴란드 K9 60대, 천무 30대 납품을 목표로 하고 있다. 올해 기대되는 수주는 루마니아 K9 (1Q24~1H24 예상), K21 라트비아, 폴란드 K9 및 천무 잔여계약 등이 있다. 당사는 '24년 연간 매출액 11조 1,301억 원 (+18.8% YoY), 영업이익 1조 원 (+42.8% YoY, OPM 9%)으로 전망한다. 방산이 주도하는 성장은 계속될 것이다.

표 3. 한화에어로스페이스 영업실적 전망치

(십억 원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023P	2024F	2025F
수주잔고	전체	51,764	52,140	53,107	64,255	64,301	64,226	65,190	72,131	50,880	64,255	72,131	73,906
	항공우주	26,478	26,879	26,942	28,334	28,864	29,004	29,101	29,708	24,860	28,334	29,708	30,888
	지상방산	19,097	19,234	20,148	28,310	27,620	27,325	27,918	32,303	19,777	28,310	32,303	31,193
	한화시스템	5,940	5,807	5,807	7,257	7,290	7,170	7,168	8,784	5,987	7,257	8,784	9,449
	세트렉아이	250	220	210	354	526	726	1,002	1,336	256	354	1,336	2,377
매출액	전체	2,038	1,908	1,981	3,442	2,130	2,518	2,599	3,883	7,060	9,366	11,130	13,572
	항공우주	390	402	390	428	431	442	408	446	1,369	1,610	1,727	1,845
	지상방산	842	600	763	1,930	853	1,046	1,134	2,114	2,048	4,134	5,032	6,927
	한화비전	274	284	246	250	255	260	265	271	1,002	1,054	1,051	1,110
	한화시스템	439	611	621	783	497	652	682	960	2,187	2,454	2,791	3,243
	세트렉아이	24	39	25	38	28	46	30	45	91	125	149	183
	정밀기계	111	110	110	85	100	99	100	79	522	416	377	361
성장률 (%)	전체	52.8	17.8	31.1	32.6	4.5	32.0	31.1	12.8	15.1	32.7	18.8	21.9
	항공우주	30.9	9.6	18.7	14.1	10.4	9.9	4.6	4.2	-5.6	17.6	7.2	6.8
	지상방산	247.2	80.4	117.0	72.1	1.4	74.4	48.7	9.5	39.5	101.8	21.7	37.7
	한화비전	25.9	11.0	-11.8	0.1	-6.8	-8.4	7.9	8.2	47.5	5.1	-0.2	5.6
	한화시스템	2.3	19.7	35.2	-0.6	13.2	6.8	9.8	22.6	12.2	13.7	16.2	-4.4
	세트렉아이	32.3	86.8	7.5	28.6	18.0	19.3	18.5	18.1	37.3	18.6	23.4	1.0
	정밀기계	-33.7	-32.8	-3.0	-8.7	-10.2	-9.9	-9.2	-7.7	-20.2	-9.3	-4.4	-1.0
영업이익		220	81	115	290	195	204	229	374	400	702	1,002	1,206
YoY (%)		221.8	-24.5	80.9	79.6	-11.2	151.6	99.5	29.2	9.7	75.3	42.8	20.4
OPM (%)		10.8	4.3	5.8	8.4	9.1	8.1	8.8	9.6	5.7	7.5	9.0	8.9
당기순이익		409	263	-15	149	98	108	120	215	201	806	541	649
YoY (%)		967.7	847.7	적자전환	223.4	-75.9	-58.8	흑자전환	44.1	-20.5	301.2	-32.8	19.9
NPM (%)		20.1	13.8	-0.8	4.3	4.6	4.3	4.6	5.5	2.8	8.6	4.9	4.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

투자 의견 '매수', 목표주가 210,000원으로 40% 상향

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 150,000원에서 210,000원으로 40% 상향한다. 24F BPS 81,259원 (기존 24F BPS 77,277원)에 Target P/B 2.6배를 (글로벌 피어 24F P/B 평균에 20% 할인) 적용하여 산출했다.

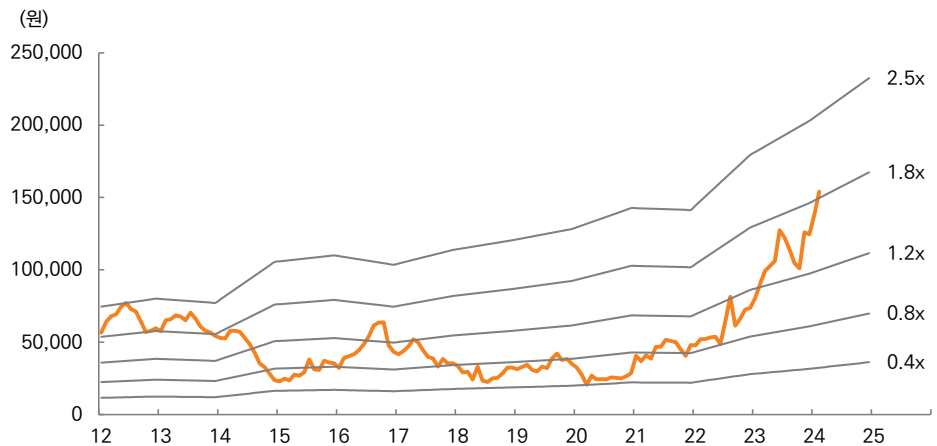
지정학적 리스크와 군비증강 톤이 높아지고 있는 가운데, 유럽, 중동, 아시아 등 기존/신규 바이어들의 지속적인 수출 문의가 이어지고 있다. 방산 호황기는 이제 시작이다. 당사의 K9 자주포는 납기와 가성비를 강정으로 빠르게 글로벌 시장점유율을 높이고 있다. 또한, 높은 국산화율 (80%~90%) 덕분에 마진도 우수하다.

표 4. 한화에어로스페이스 목표주가 산출 테이블

항목	내용	비고
목표주가 (원)	210,000	기존 15만원에서 21만원으로 40% 상향
현재주가 (원)	154,100	
상승여력 (%)	36.3	
Target P/B (x)	2.6	글로벌 피어그룹 24F P/B 평균에 20% 할인 (기존 2.0배→2.6배)
24F BPS (원)	81,259	기존 24F BPS 77,277원→81,259원으로 5.2% 상향
24F ROE (%)	14.0	

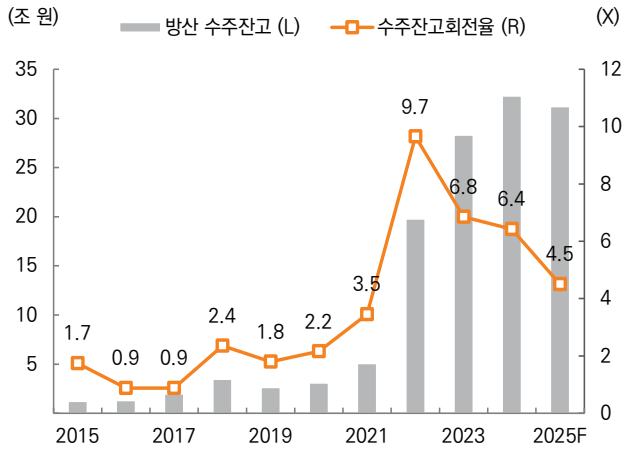
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 12개월 선행 P/B 밴드차트



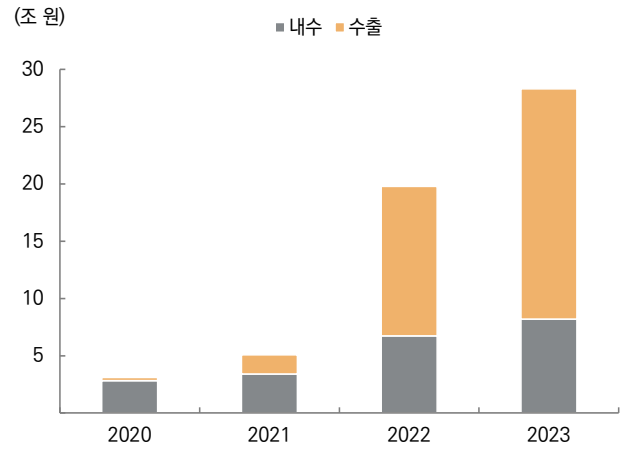
자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 방산 수주잔고 및 수주잔고회전율



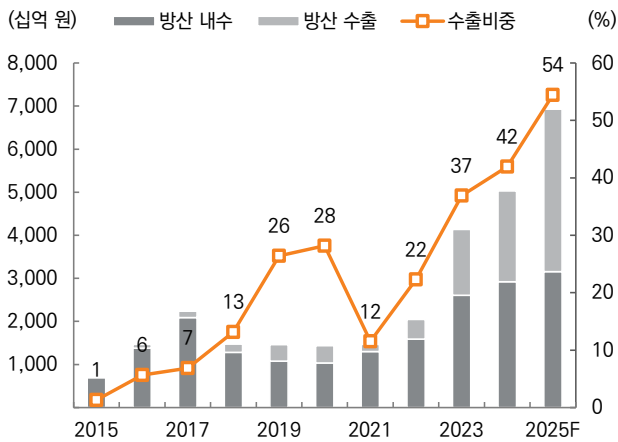
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지상방산 수주잔고 내수/수출 비중



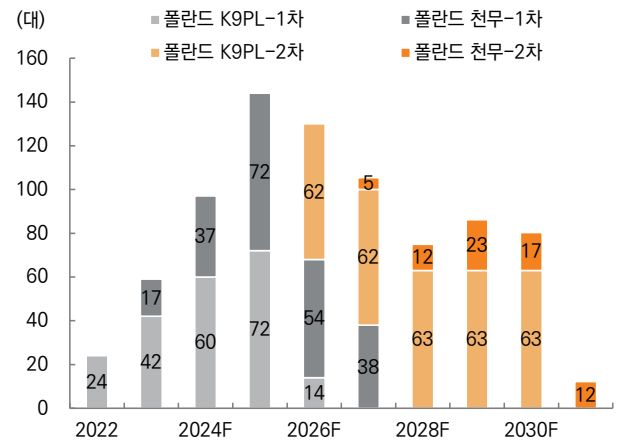
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지상방산 내수/수출 매출 및 수출비중



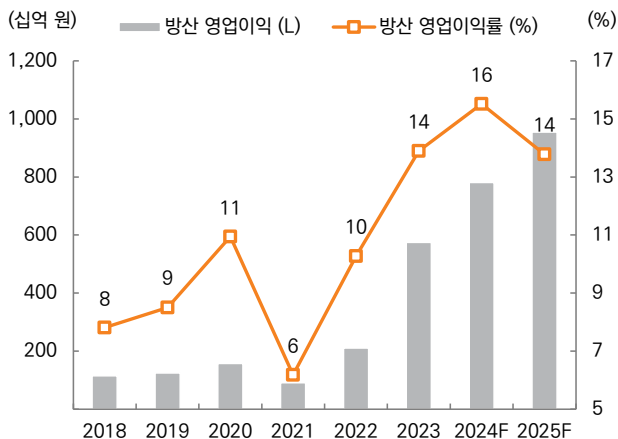
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 연도별 폴란드향 K9/천무 납품대수 추정



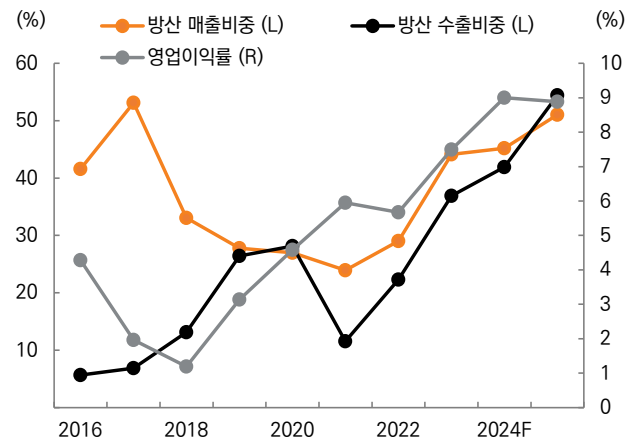
자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 6. 지상방산 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 방산 성과에 따른 전사 영업이익률 개선



자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	7,060	9,370	11,130	13,572
매출원가	5,190	7,140	8,430	10,091
매출총이익	1,870	2,230	2,700	3,481
판매비와관리비	972	1,524	1,698	2,275
조정영업이익	404	705	1,002	1,206
영업이익	404	705	1,002	1,206
비영업손익	-229	519	-117	-145
금융손익	-33	-86	-108	-108
관계기업등 투자손익	-21	-58	-8	-37
세전계속사업손익	175	1,224	885	1,061
계속사업법인세비용	60	244	156	186
계속사업이익	115	980	730	875
중단사업이익	37	0	0	0
당기순이익	152	980	730	875
지배주주	201	806	541	649
비지배주주	-49	174	188	226
총포괄이익	109	977	730	875
지배주주	218	644	-93	-112
비지배주주	-109	333	823	987
EBITDA	634	1,043	1,401	1,666
FCF	1,328	1,647	934	618
EBITDA 마진율 (%)	9.0	11.1	12.6	12.3
영업이익률 (%)	5.7	7.5	9.0	8.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.8	8.6	4.9	4.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	8,589	8,943	9,996	11,269
현금 및 현금성자산	3,043	1,802	2,345	2,475
매출채권 및 기타채권	1,428	2,040	2,226	2,489
재고자산	2,014	2,869	2,987	3,641
기타유동자산	2,104	2,232	2,438	2,664
비유동자산	6,568	11,078	11,853	12,348
관계기업투자등	88	3,915	4,074	4,240
유형자산	2,987	3,480	3,996	4,211
무형자산	2,121	2,283	2,325	2,367
자산총계	15,157	20,021	21,849	23,617
유동부채	8,270	12,383	13,456	14,346
매입채무 및 기타채무	853	1,165	1,247	1,368
단기금융부채	1,653	2,726	2,666	2,607
기타유동부채	5,764	8,492	9,543	10,371
비유동부채	2,963	2,784	2,872	2,929
장기금융부채	1,854	1,620	1,664	1,641
기타비유동부채	1,109	1,164	1,208	1,288
부채총계	11,234	15,167	16,328	17,274
지배주주지분	2,863	3,633	4,112	4,707
자본금	266	266	266	266
자본잉여금	217	225	213	210
이익잉여금	2,020	2,681	3,172	3,771
비지배주주지분	1,061	1,221	1,409	1,635
자본총계	3,924	4,854	5,521	6,342

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,524	2,351	1,814	1,268
당기순이익	152	980	730	875
비현금수익비용가감	673	-117	671	791
유형자산감가상각비	176	255	316	376
무형자산상각비	82	83	84	84
기타	415	-455	271	331
영업활동으로인한자산및부채의변동	794	1,471	677	-104
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-305	-381	-174	-249
재고자산 감소(증가)	-277	-721	-118	-655
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	226	233	49	83
법인세납부	-147	-132	-156	-186
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,225	-2,927	-1,026	-800
유형자산처분(취득)	-192	-703	-831	-591
무형자산감소(증가)	-148	-256	-126	-126
장단기금융자산의 감소(증가)	-48	-8	-20	-29
기타투자활동	-837	-1,960	-49	-54
재무활동으로 인한 현금흐름	216	395	-398	-535
장단기금융부채의 증가(감소)	727	777	-16	-82
자본의 증가(감소)	-212	8	-12	-3
배당금의 지급	-35	-51	-51	-51
기타재무활동	-264	-339	-319	-399
현금의 증가	515	-1,267	542	130
기초현금	2,528	3,043	1,802	2,345
기말현금	3,043	1,802	2,345	2,475

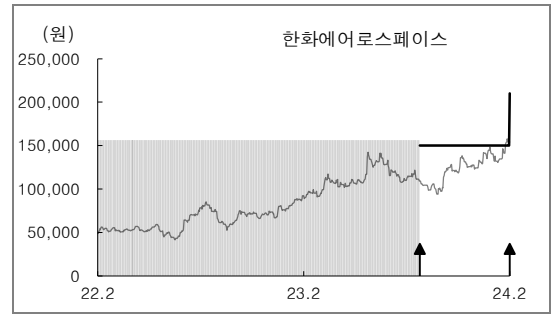
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023P	2024F	2025F
P/E (x)	18.6	7.8	14.4	12.0
P/CF (x)	4.5	7.3	5.6	4.7
P/B (x)	1.3	1.7	1.9	1.7
EV/EBITDA (x)	8.1	6.4	5.6	4.4
EPS (원)	3,967	15,915	10,694	12,823
CFPS (원)	16,292	17,049	27,672	32,900
BPS (원)	56,587	71,800	81,259	93,024
DPS (원)	1,000	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	33.3	5.2	6.9	5.8
배당수익률 (%)	1.4	0.8	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	10.1	32.7	18.8	21.9
EBITDA증가율 (%)	23.3	64.4	34.3	18.9
조정영업이익증가율 (%)	45.9	74.3	42.1	20.4
EPS증가율 (%)	-20.5	301.2	-32.8	19.9
매출채권 회전율 (회)	6.0	5.7	5.6	6.2
재고자산 회전율 (회)	3.9	3.8	3.8	4.1
매입채무 회전율 (회)	10.6	9.3	8.4	9.4
ROA (%)	1.2	5.6	3.5	3.8
ROE (%)	7.0	24.8	14.0	14.7
ROIC (%)	6.1	16.5	22.2	25.2
부채비율 (%)	286.3	312.5	295.8	272.4
유동비율 (%)	103.9	72.2	74.3	78.6
순차입금/자기자본 (%)	8.4	-17.3	-25.0	-32.9
조정영업이익/금융비용 (x)	5.0	4.1	4.9	6.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화에어로스페이스 (012450)				
2024.02.26	매수	210,000	-	-
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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 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.