

2024.05.02

한화에어로스페이스

(012450)

어쩌면 다시 없을 매수 기회

1분기 매출 1조 8,483억원/영업이익 374억원

한화에어로스페이스의 2024년 1분기 매출은 1조 8,483억원에 영업이익은 374억원으로 각각 컨센서스를 -10.4%, -73.3% 하회하였다. 폴란드 K9 수출 물량이 1분기에 없어 지상방산 해외 매출이 대폭 감소하고 그에 따른 영업이익 하락폭이 컸다. 지상방산 내수 매출 역시 분기 계절성에 의해 QoQ 감소하였으며 생산능력 증설 및 인력 증가에 따른 고정비 상승, 개발사업 매출의 비중 확대로 내수 영업이익도 통상 기대치를 하회하는 low single을 기록하였다는 사측의 안내가 있었다. 그러나 연간으로는 매출과 영업이익 모두 2023년보다 증가할 것이라는 전망이다.

연간 전망은 그대로, 실망할 필요 없어

분기 실적에 실망할 필요는 없다. 방산업체의 실적은 1->4분기로 갈수록 증가하는 것이 일반적이며 올해는 그 쏠림의 정도가 조금 더 강할 수 있을 뿐이다. 사측의 연간 실적 자신감은 여전하며 폴란드 K9자주포 및 천무의 연간 예상 인도대수는 각각 60대/30대 이상으로 기존 가이던스에서 변동 없다. 이는 폴란드의 요구에 따라 더 증가할 가능성도 있다. 폴란드는 지난주 4월 25일 2.25조 규모의 천무 잔여 물량 70대를 추가 발주하며 22년 최초 Frame Agreement 체결 당시 계획하였던 288대를 모두 채웠다. 이번 천무 물량은 기존 1차 계약된 218대의 인도가 끝난 이후인 28년~29년에 인도될 예정이다. 그만큼 폴란드의 무기 확보 의지는 확고하며 수출입은행의 금융지원이 다소 늦어지고 있으나 큰 걸림돌이 되지 않는다는 증거이다. K9자주포 2차 잔여 물량의 발주도 멀지 않은 미래에 가시화될 것으로 기대된다.

단기적인 모멘텀도 충분하다. 1.5조~2.5조원 규모의 루마니아 K9자주포 사업이 빠르면 5월 중 계약 체결될 것으로 기대되며 루마니아는 추가로 천무 미사일의 도입도 검토하는 것으로 알려진다. 사측은 유럽/중동/아태지역에서 K9/천무/레드백 위주로 문의가 이어지고 있으며 특히 기존 한화에어로스페이스의 무기체계를 수입한 국가에서 다른 무기체계에 대한 관심도 보이고 있다고 안내한 바 올해~내년 사이 추가적인 pipeline도 기대해볼 수 있을 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 270,000원 유지

동사의 투자의견 BUY 및 목표주가 270,000원을 유지한다. 동사의 벤치마크 회사인 Rheinmetall의 2023년 평균 P/B 3.4배를 적용하여 목표주가를 산정하였다. 그러나 Rheinmetall의 2024년 P/B는 5배를 훌쩍 상회하며 시가총액은 220억 유로(약 32조원)에 달한다. 제품군 및 기술력, 생산능력 등 어느 것 하나 뒤지지 않고 오히려 앞서는 부분이 많은 동사가 Rheinmetall과 시가총액이 3배 이상 차이가 날 이유가 없다. 다소 뒤쳐지는 수출비중과 영업이익률은 무수히 쌓아 올린 수출 수주잔고의 매출화에 따라 자연스럽게 Rheinmetall을 따라가게 될 것이다. 기대에 미치지 못하는 실적발표 직후 동사의 주가는 8.8% 하락하였으나 단순히 분기 실적으로 실망하기에 동사의 수주잔고와 연간 실적 및 수주 모멘텀은 너무나도 확고하다. 어쩌면 지금 하락한 동사의 주가는 다시 오지 않을 매수 기회일지도 모른다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

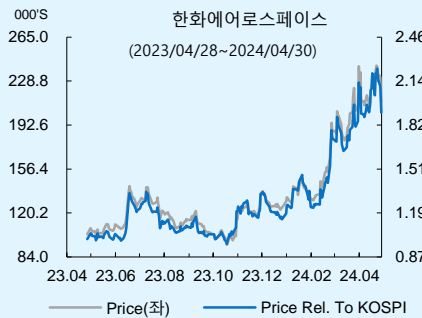
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	270,000원(유지)
증가(2024.04.25)	211,500원
상승여력	27.7%

Stock Indicator	
자본금	266십억원
발행주식수	5,063만주
시가총액	10,708십억원
외국인지분율	36.0%
52주 주가	94,000~241,500원
60일평균거래량	947,811주
60일평균거래대금	187.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.4	53.1	109.4	105.9
상대수익률	5.4	45.3	91.2	98.3

Price Trend



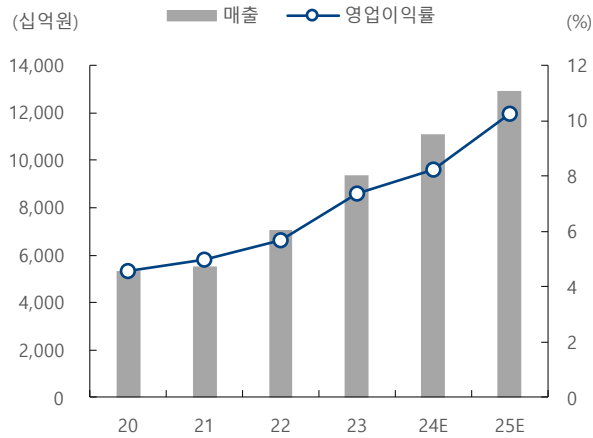
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	9,359	11,092	12,924	13,265
영업이익(십억원)	691	915	1,326	1,324
순이익(십억원)	818	383	651	663
EPS(원)	16,147	7,570	12,859	13,096
BPS(원)	69,689	74,565	85,026	95,725
PER(배)	7.7	27.9	16.4	16.1
PBR(배)	1.8	2.8	2.5	2.2
ROE(%)	25.6	10.5	16.1	14.5
배당수익률(%)	1.4	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	8.1	10.2	8.1	7.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]

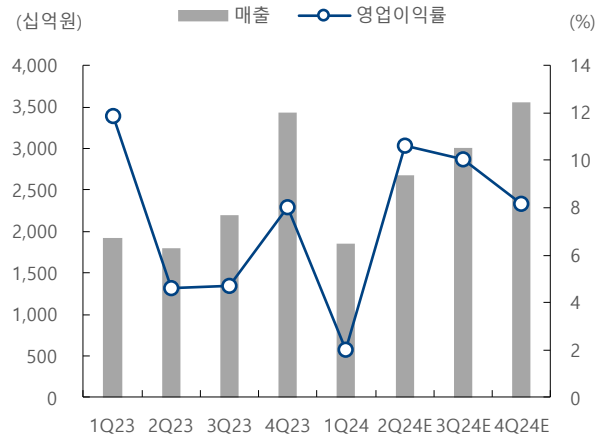
변용진 2122-9181 yongjin.byun@hi-ib.com

그림1. 한화에어로스페이스 연간 매출 & 영업이익률 추이 및 전망



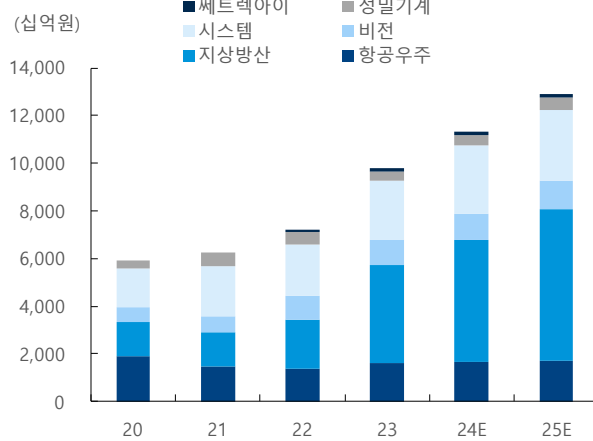
자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 한화에어로스페이스 분기 매출 & 영업이익률 추이 및 전망



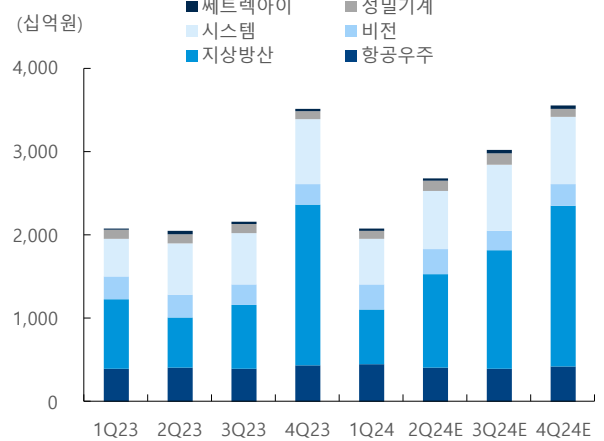
자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 한화에어로스페이스 연간매출&영업이익률 추이 및 전망



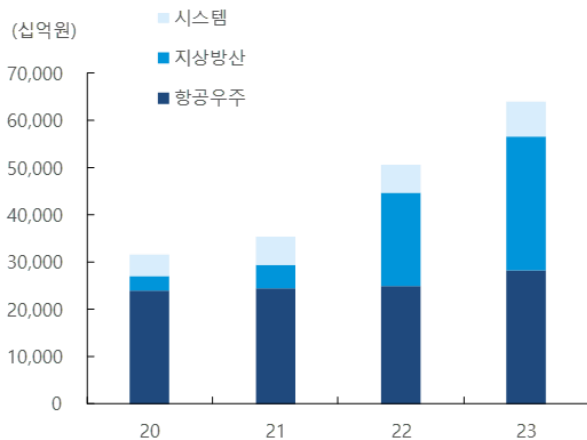
자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 한화에어로스페이스 분기 매출&영업이익률 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 한화에어로스페이스 수주잔고 추이



자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

표1. 한화에어로스페이스 2024 실적 추정치 변경

(십억원)	A (신규추정)	B (기존추정)	A-B (차이)
매출	11,091.8	11,159.7	(67.9)
항공우주	1,655.9	1,591.6	64.3
지상방산	5,144.7	5,143.3	1.4
비전	1,100.4	1,094.3	6.1
시스템	2,827.5	2,738.7	88.8
정밀기계	453.7	462.1	(8.4)
세트렉아이	136.4	129.7	6.6
영업이익	914.7	1,003.7	(89.0)
영업이익률	8.2%	9.0%	(0.0)

자료: 한화에어로스페이스, 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	11,091.8	12,923.8	13,264.9
항공우주	1,449.7	1,368.9	1,610.5	1,655.9	1,711.8	1,716.1
지상방산	1,468.4	2,048.1	4,133.8	5,144.7	6,367.3	6,215.0
비전	679.5	1,002.3	1,053.8	1,100.4	1,191.1	1,392.4
시스템	2,089.5	2,188.0	2,453.1	2,827.5	2,973.3	3,204.2
정밀기계	591.7	521.8	416.2	453.7	523.7	561.8
썬트렉아이	-	91.4	125.4	136.4	156.7	175.4
영업이익	277.1	400.3	691.1	914.7	1,325.6	1,324.3
영업이익률	5.0%	5.7%	7.4%	8.2%	10.3%	10.0%

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	2,680.3	3,010.9	3,552.3
항공우주	390.0	401.9	390.2	428.4	443.5	400.3	391.5	420.5
지상방산	841.5	600.1	762.7	1,929.5	656.6	1,132.2	1,424.9	1,931.1
비전	273.6	284.1	246.0	250.1	310.0	300.0	237.1	253.4
시스템	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	687.7	792.6	802.8
정밀기계	110.8	109.9	110.4	85.2	88.9	124.4	136.1	104.4
썬트렉아이	23.9	38.9	24.9	37.7	31.7	35.7	28.8	40.1
영업이익	228.5	82.9	103.9	275.8	37.4	284.3	302.9	290.1
영업이익률	11.9%	4.6%	4.7%	8.0%	2.0%	10.6%	10.1%	8.2%

자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

표4. 한화에어로스페이스 목표주가 산출

	2021	2022	2023	2024F	비고
EPS(원)	4,989	3,858	16,147	15,366	
BPS(원)	57,134	56,504	69,773	74,565	
고점 P/E(배)	11.0	22.1	8.8	15.7	
평균 P/E(배)	9.0	15.3	6.7	11.5	
저점 P/E(배)	6.0	10.8	4.1	8.4	
고점 P/B(배)		1.0	1.5	3.2	
평균 P/B(배)		0.8	1.0	2.4	
저점 P/B(배)		0.5	0.7	1.7	
ROE(%)	8.7	8.6	23.5	17.2	지배주주순이익 기준
적용 BPS(원)				78,924	12MF BPS
Target P/B(배)				3.4	Rheinmetall 2023 평균
적정주가(원)				268,342	
목표주가(원)				270,000	
전일 증가(원)				211,500	
상승여력				27.7%	

자료: 한화에어로스페이스, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,192	9,957	11,035	12,039
현금 및 현금성자산	1,806	1,559	1,437	2,009
단기금융자산	101	75	57	42
매출채권	2,212	2,605	3,019	3,097
재고자산	2,869	3,400	3,961	4,066
비유동자산	10,351	10,113	9,928	9,738
유형자산	3,410	3,138	2,914	2,729
무형자산	2,203	2,121	2,044	1,973
자산총계	19,543	20,070	20,962	21,777
유동부채	12,077	12,167	12,287	12,407
매입채무	919	1,090	1,270	1,303
단기차입금	1,374	1,324	1,293	1,281
유동성장기부채	1,165	1,087	957	945
비유동부채	2,782	2,897	3,013	3,036
사채	642	657	718	730
장기차입금	759	859	914	925
부채총계	14,859	15,064	15,300	15,443
지배주주지분	3,528	3,775	4,305	4,847
자본금	266	266	266	266
자본잉여금	192	192	192	192
이익잉여금	2,627	2,920	3,480	4,052
기타자본항목	443	398	368	337
비지배주주지분	1,156	1,231	1,358	1,487
자본총계	4,684	5,006	5,662	6,333

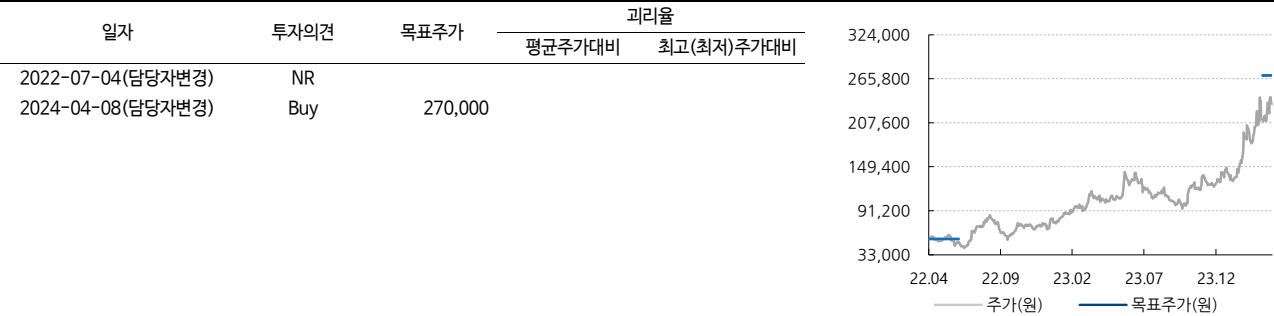
현금흐름표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,390	483	633	1,236
당기순이익	977	458	778	792
유형자산감가상각비	261	272	224	185
무형자산상각비	78	82	76	71
지분법관련손실(이익)	16	16	16	16
투자활동 현금흐름	-3,029	465	459	504
유형자산의 처분(취득)	-450	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-3,035	-100	-100	-50
재무활동 현금흐름	368	-176	-208	-164
단기금융부채의증감	51	-128	-161	-24
장기금융부채의증감	439	115	116	23
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-1,263	-248	-121	572
기초현금및현금성자산	3,070	1,806	1,559	1,437
기말현금및현금성자산	1,806	1,559	1,437	2,009

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	9,359	11,092	12,924	13,265
증가율(%)	32.6	18.5	16.5	2.6
매출원가	7,221	8,538	9,589	9,883
매출총이익	2,138	2,554	3,335	3,382
판매비와관리비	1,447	1,639	2,009	2,057
연구개발비	309	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	691	915	1,326	1,324
증가율(%)	72.6	32.3	44.9	-0.1
영업이익률(%)	7.4	8.2	10.3	10.0
이자수익	85	54	49	68
이자비용	170	148	147	147
지분법이익(손실)	16	16	16	16
기타영업외손익	-239	-223	-224	-223
세전계속사업이익	1,215	580	985	1,003
법인세비용	238	122	207	211
세전계속이익률(%)	13.0	5.2	7.6	7.6
당기순이익	977	458	778	792
순이익률(%)	10.4	4.1	6.0	6.0
지배주주귀속 순이익	818	383	651	663
기타포괄이익	-158	-45	-30	-30
총포괄이익	819	413	748	762
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표				
	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	16,147	7,570	12,859	13,096
BPS	69,689	74,565	85,026	95,725
CFPS	22,844	14,564	18,797	18,153
DPS	1,800	1,800	1,800	1,800
Valuation(배)				
PER	7.7	27.9	16.4	16.1
PBR	1.8	2.8	2.5	2.2
PCR	5.4	14.5	11.3	11.7
EV/EBITDA	8.1	10.2	8.1	7.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	25.6	10.5	16.1	14.5
EBITDA이익률	11.0	11.4	12.6	11.9
부채비율	317.2	300.9	270.2	243.8
순부채비율	43.4	45.8	42.2	28.9
매출채권회전율(x)	5.0	4.6	4.6	4.3
재고자산회전율(x)	3.7	3.5	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(매 수): 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 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-