



BUY (유지)

목표주가(12M) 289,000원
현재주가(4.05) 212,500원

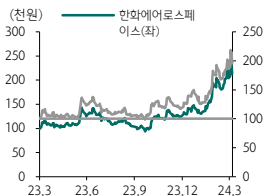
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,714.21
52주 최고/최저(원)	241,000/94,000
시가총액(십억원)	10,758.9
시가총액비중(%)	0.49
발행주식수(천주)	50,630.0
60일 평균 거래량(천주)	895.9
60일 평균 거래대금(십억원)	162.5
외국인지분율(%)	35.15
주요주주 지분율(%)	
한화 외 2인	33.98
국민연금공단	8.58

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	10,996.2	12,382.6
영업이익(십억원)	947.8	1,147.1
순이익(십억원)	648.4	842.0
EPS(원)	11,095	14,357
BPS(원)	79,752	92,139

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,060.4	9,359.0	11,234.2	13,904.8
영업이익	400.3	691.1	912.5	1,227.1
세전이익	195.4	1,214.8	839.9	1,197.2
순이익	195.4	817.5	528.1	764.8
EPS	3,858	16,147	10,431	15,105
증감율	(22.67)	318.53	(35.40)	44.81
PER	19.08	7.71	20.37	14.07
PBR	1.30	1.79	2.71	2.32
EV/EBITDA	7.98	9.52	10.47	8.07
ROE	6.80	25.60	14.10	17.78
BPS	56,479	69,732	78,366	91,673
DPS	1,000	1,800	1,800	1,800



Analyst 위경재 kyungjae.wee@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 4월 8일 | 기업분석_Issue Comment

한화에어로스페이스 (012450)

인적분할 결정에 따른 영향 점검

분할 개요 : 존속회사 한화에어로스페이스 + 신설회사 한화인더스트리얼솔루션즈

2024년 4월 5일, 한화에어로스페이스는 인적분할 결정을 공시했다. 이번 인적분할 결정은 한화 그룹의 방산 사업구조 완성 목적으로, 기존 100% 자회사인 한화비전과 한화정밀기계를 인적분할해 신설회사 한화인더스트리얼솔루션즈(가칭) 설립 계획이다. 9월 1일을 분할기일로 하여 9월 27일 존속회사 변경상장 및 신설회사 신규 상장 예정이며, 주식 분할 비율은 약 9:1이다. 하나증권은 한화에어로스페이스의 2024년 연간 실적으로 매출액 11조 2,342억원, 영업이익 9,125억원(OPM 8.1%)을 전망한다. 다만, 이번 인적분할 결정에 따라 한화비전과 한화정밀기계의 실적을 제외하는 경우 분할 후 한화에어로스페이스의 연간 실적은 매출액 9조 5,664억원, 영업이익 7,352억원(OPM 7.7%)이 될 전망이다. 각각 분할 전 대비 -14.8%, -19.4% 감소한 수치다.

Case Study : 한화솔루션, 이수화학

인적분할에 따른 실적 규모 축소 불가피하다. 다만, 인적분할이 기업 가치에 미치는 영향은 면밀한 검토가 필요하다. 과거 사례와의 비교를 통해 인적분할 영향을 점검해본다.

Case 1 : 한화솔루션은 2022년 9월 23일 한화갤러리아 인적분할(9:1) 및 한화첨단소재 물적분할 결정을 공시했다. 각 사업 부문의 전문성 강화가 분할 목적이었으며, 당시 갤러리아 부문의 매출 비중은 약 5% 수준이었다. 당시 한화솔루션의 주가 흐름은 분할 전, 후 유사한 흐름이 전개되었는데, 이는 인적분할과 물적분할을 동시에 진행했음에도 불구하고 각 사업의 정체성을 훼손하지 않은 것에 기인한다. 즉 분할에 따른 기업 가치 Discount 요인이 추가되지 않은 것으로 판단한다.

Case 2 : 이수화학은 2022년 11월 29일 이수스페셜티케미컬 인적분할(8:2) 결정을 공시했다. 기존 석유화학 부문을 남긴 채 정밀화학과 전고체전지 부문을 분할하는 내용이었다. 이수화학의 분할 이후 주가 흐름은 전술한 한화솔루션과 상이했다. 존속회사의 가치는 하락한 반면, 신설회사의 가치는 상승했다. 당시 2차전지 산업의 가파른 실적 성장 과정에서 전고체전지 소재(황화리튬, Li2S) 사업 영위하던 신설회사에 대한 기대감 높았던 것으로 판단한다. 즉, 존속회사보다는 신설회사에 대한 기대감이 컸던 분할이었다.

한화에어로스페이스는 방산업체. Downside risk 제한적

이번 인적분할 결정은 방산 사업구조 완성을 위한 마침표다. 즉 신설회사 가치 평가를 위한 분할보다는, 존속회사의 사업 고도화에 그 초점이 맞춰져 있는 것으로 판단한다. 물론 자회사 한화정밀기계의 반도체 장비 사업에 대한 기대감 역시 유효한 접근이나(전공정 증착 장비 평균 P/E 38배, 후공정 본딩 장비 평균 P/E 49배), 아직 해당 사업의 실적 가시성이 낮다는 점 고려해야 한다. 즉, 한화에어로스페이스의 가치는 존속사업인 방산을 중심으로 평가받아야 한다. 인적분할 결정에 따른 주가 Downside risk보다는, 그동안의 사업 혼재 Value Discount 요소 제거 가능성에 주목, 목표주가 289,000원 유지한다.

도표 1. 한화솔루션, 한화갤러리아 시가총액 추이

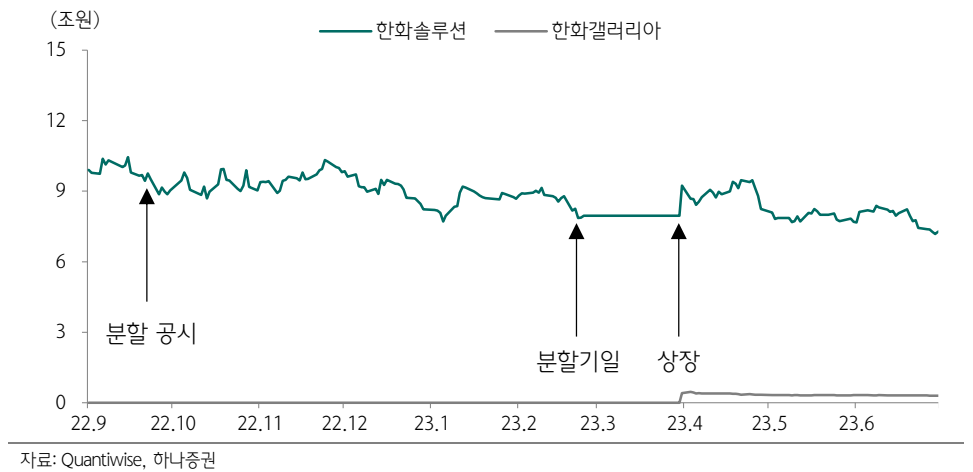


도표 2. 이수화학, 이수스페셜티케미컬 시가총액 추이

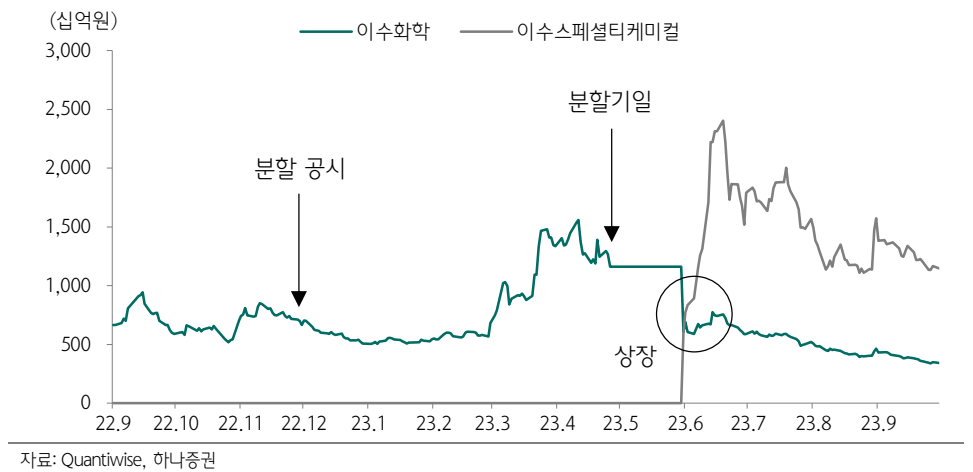


도표 3. 한화에어로스페이스 12M Fwd P/E 추이

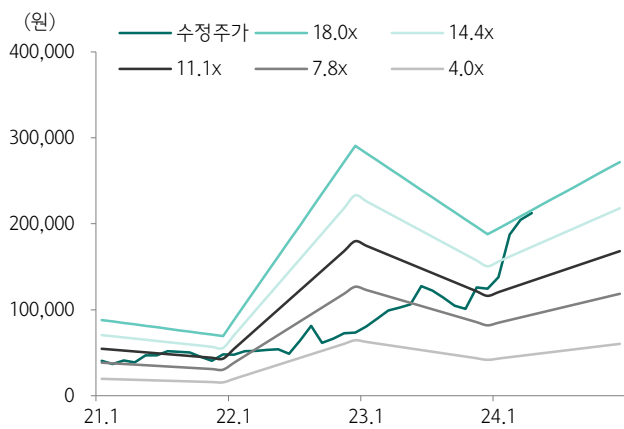


도표 4. 한화에어로스페이스 12M Fwd P/B 추이

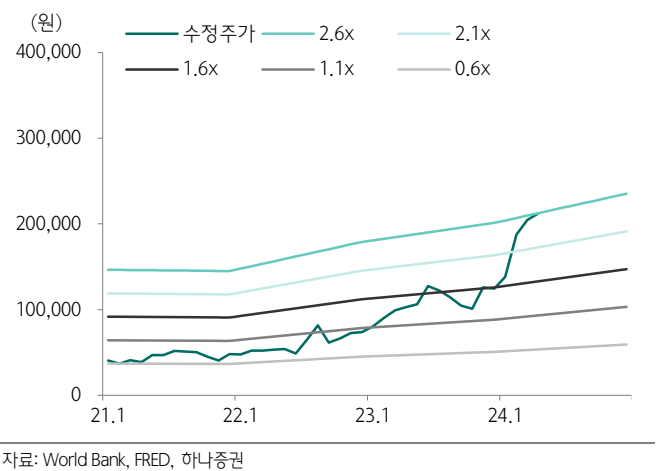


도표 5. 한화에어로스페이스 인적분할 결정 공시

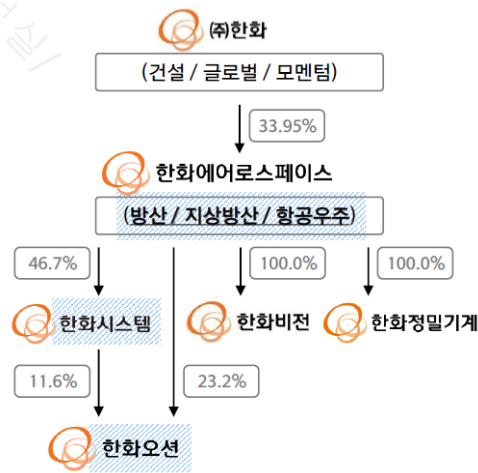
4. 분할비율	<p>2023년 12월 31일 현재의 재무상태표를 기준으로 분할대상사업부문의 순자산 장부가액을 분할전 순자산 장부가액에 자기주식 장부가액을 합산한 금액으로 나누어 아래와 같이 산정함.</p> <p>[분할비율]</p> <p>- 분할존속회사: 0.9002797</p> <p>- 분할신설회사: 0.0997203</p> <p>주1) 분할비율 산정근거 :</p> <p>{ 분할대상사업부문 순자산 (313,768,089,689원) } /</p> <p>{ 분할 전 순자산 (3,144,285,083,573원) + 분할 전 자기주식(2,197,828,640원) }</p> <p>= 0.0997203</p> <p>상기 분할비율은 분할회사의 자본금과 분할존속회사 및 분할신설회사의 자본금 합계액을 일치시키기 위하여 소수점 8자리에서 반올림하여 산정함.</p>
---------	--

6. 분할 후 존속 회사	회사명	한화에어로스페이스 주식회사 (HANWHA AEROSPACE CO., LTD.)			
	분할후 재무내용(원)	자산총계	13,847,241,795,947	부채총계	11,016,505,633,932
		자본총계	2,830,736,162,015	자본금	240,405,805,000
		2023년 12월 31일		현재기준	
	존속사업부문 최근 사업연도매출액(원)	4,978,992,849,820			
	주요사업	항공기 가스터빈 엔진 및 구성품, 자주포, 장갑차, 우주발사체, 위성시스템 등의 생산 및 판매와 IT 기술을 활용한 서비스 제공업 등을 영위하는 사업 등			
분할 후 상장유지 여부	예				
7. 분할설립회사	회사명	한화인더스트리얼솔루션즈 주식회사(가칭) (Hanwha Industrial Solutions Co.,Ltd.)(가칭)			
	설립시 재무내용(원)	자산총계	313,810,504,539	부채총계	42,414,850
		자본총계	313,768,089,689	자본금	25,244,195,000
		2023년 12월 31일		현재기준	
	신설사업부문 최근 사업연도 매출액(원)	-			
	주요사업	시큐리티, 칩마운터, 반도체장비 등의 생산 및 판매를 영위하는 피투자회사 지분의 관리 및 신규투자 등을 목적으로 하는 사업 등			
재상장신청 여부	예				
8. 감자에 관한 사항	감자비율(%)	9.9720304			
	구주권 제출기간	시작일	-		
		종료일	-		
	매매거래정지 예정기간	시작일	2024년 08월 29일		
		종료일	2024년 09월 26일		
	신주배정조건	신주 배정기준일 현재의 분할회사의 주주(예탁기관 포함)가 가진 주식수에 비례하여 배정비율에 따라 동일한 종류 및 내용의 분할신설회사의 주식을 배정하되, 신주배정 기준일 현재 분할회사가 보유하고 있는 자기주식에 대하여도 분할신주를 배정한다. 배정비율: 분할회사 보통주식 1주당 0.997203주를 배정함. 주) 배정비율은 분할비율(a) × 1주의 금액비율(b)로 산정함. (a) 분할비율: 0.0997203 (b) 1주의 금액비율: 5,000원(분할회사 1주의 금액) / 500원(분할신설회사 1주의 금액) = 10 (분할신설회사는 본건 분할 시 유통주식수 증대를 목적으로 1주의 금액을 500원으로 정할 예정임)			
	- 주주 주식수 비례여부 및 사유	신주 배정기준일 현재의 분할회사의 주주(예탁기관 포함)가 가진 주식수에 비례하여 배정비율에 따라 동종의 분할신설회사의 주식을 배정하고, 1주 미만의 단주에 대해서는 분할신설회사 신주의 상장 초일의 종가로 환산하여 현금으로 지급하며, 단주는 분할신설회사가 자기주식으로 취득한다.			
	신주배정기준일	2024년 08월 30일			
	신주권교부예정일	-			
	신주의 상장예정일	2024년 09월 27일			

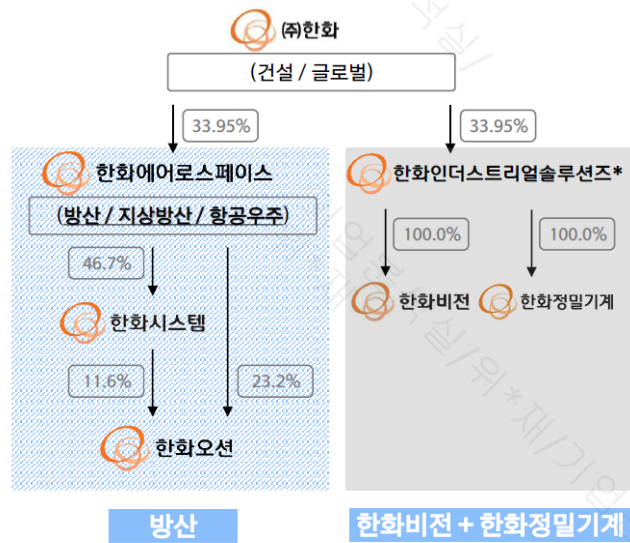
자료: Dart, 한화에어로스페이스, 하나증권

도표 6. 한화에어로스페이스 인적분할 Overview

2023년 5월 한화오션 (해양방산) 인수



2024년 4월 존속 한화에어로스페이스 한화그룹 방산 사업 집중

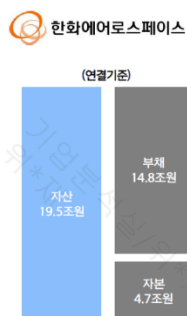


* 신설 한화인더스트리얼솔루션즈는 조속한 시일 내에 한화비전과 합병할 계획

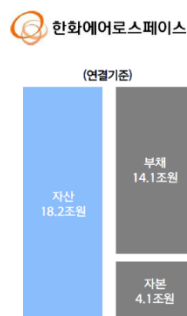
자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

도표 7. 한화에어로스페이스 인적분할 전/후 재무구조

분할 전



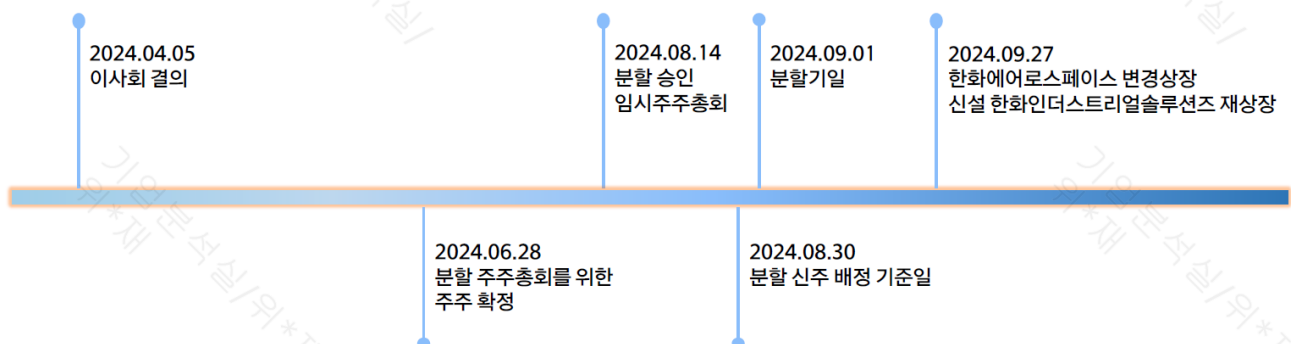
분할 후 *



* 상기 표는 인적분할 이후 추정 재무상태표

자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

도표 8. 한화에어로스페이스 인적분할 주요 일정



자료: 한화에어로스페이스, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,060.4	9,359.0	11,234.2	13,904.8	16,730.3
매출원가	5,548.6	7,221.2	8,608.8	10,582.3	12,690.0
매출총이익	1,511.8	2,137.8	2,625.4	3,322.5	4,040.3
판매비	1,111.4	1,446.7	1,712.9	2,095.4	2,507.5
영업이익	400.3	691.1	912.5	1,227.1	1,532.8
금융손익	(151.0)	746.8	(97.9)	(56.4)	(6.6)
종속/관계기업손익	(21.0)	15.8	20.0	20.0	20.0
기타영업외손익	(32.9)	(238.9)	5.3	6.6	7.9
세전이익	195.4	1,214.8	839.9	1,197.2	1,554.1
법인세	74.7	237.9	190.0	256.1	320.3
계속사업이익	120.7	976.9	649.9	941.1	1,233.9
중단사업이익	25.9	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	146.6	976.9	649.9	941.1	1,233.9
비지배주주지분 순이익	(48.8)	159.4	121.8	176.3	231.2
지배주주순이익	195.4	817.5	528.1	764.8	1,002.7
지배주주지분포괄이익	212.2	749.9	1,214.6	1,758.9	2,306.0
NOPAT	247.2	555.8	706.1	964.6	1,216.9
EBITDA	663.1	1,030.2	1,264.0	1,522.1	1,781.4
성장성(%)					
매출액증가율	27.41	32.56	20.04	23.77	20.32
NOPAT증가율	23.05	124.84	27.04	36.61	26.16
EBITDA증가율	28.88	55.36	22.69	20.42	17.04
영업이익증가율	44.46	72.65	32.04	34.48	24.91
(지배주주)순이익증가율	(22.64)	318.37	(35.40)	44.82	31.11
EPS증가율	(22.67)	318.53	(35.40)	44.81	31.11
수익성(%)					
매출총이익률	21.41	22.84	23.37	23.89	24.15
EBITDA이익률	9.39	11.01	11.25	10.95	10.65
영업이익률	5.67	7.38	8.12	8.83	9.16
계속사업이익률	1.71	10.44	5.79	6.77	7.38

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,858	16,147	10,431	15,105	19,804
BPS	56,479	69,732	78,366	91,673	109,679
CFPS	16,292	17,957	25,070	30,193	35,341
EBITDAPS	13,097	20,348	24,965	30,064	35,185
SPS	139,451	184,851	221,888	274,636	330,443
DPS	1,000	1,800	1,800	1,800	1,800
주가지표(배)					
PER	19.08	7.71	20.37	14.07	10.73
PBR	1.30	1.79	2.71	2.32	1.94
PCFR	4.52	6.93	8.48	7.04	6.01
EV/EBITDA	7.98	9.52	10.47	8.07	6.26
PSR	0.53	0.67	0.96	0.77	0.64
재무비율(%)					
ROE	6.80	25.60	14.10	17.78	19.68
ROA	1.49	4.71	2.53	3.18	3.60
ROIC	6.67	16.56	27.99	68.70	382.60
부채비율	286.69	317.21	324.05	325.46	311.61
순부채비율	12.82	50.17	27.76	5.44	(14.37)
이자보상배율(배)	4.71	4.07	4.67	6.26	7.78

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,507.7	9,192.0	11,566.2	14,661.9	17,919.4
금융자산	3,217.3	1,909.3	2,819.5	3,964.6	5,356.0
현금성자산	3,069.8	1,806.4	2,695.8	3,813.2	5,178.0
매출채권	1,467.8	2,034.0	2,445.3	2,993.4	3,517.8
재고자산	2,163.0	2,868.6	3,448.7	4,221.8	4,961.4
기타유동자산	1,659.6	2,380.1	2,852.7	3,482.1	4,084.2
비유동자산	6,644.1	10,350.9	10,667.3	11,262.1	11,864.9
투자자산	882.7	3,942.4	4,610.2	5,500.2	6,351.5
금융자산	794.6	738.6	758.5	785.0	810.4
유형자산	3,018.0	3,410.3	3,124.3	2,891.0	2,700.8
무형자산	2,132.6	2,202.8	2,137.4	2,075.6	2,017.2
기타비유동자산	610.8	795.4	795.4	795.3	795.4
자산총계	15,151.8	19,542.9	22,233.4	25,924.0	29,784.3
유동부채	8,222.9	12,076.6	13,978.0	16,511.7	18,935.6
금융부채	1,801.6	2,615.8	2,631.5	2,652.5	2,672.5
매입채무	562.6	919.4	1,105.3	1,353.1	1,590.1
기타유동부채	5,858.7	8,541.4	10,241.2	12,506.1	14,673.0
비유동부채	3,010.6	2,782.1	3,012.3	3,319.2	3,612.7
금융부채	1,918.0	1,643.5	1,643.5	1,643.5	1,643.5
기타비유동부채	1,092.6	1,138.6	1,368.8	1,675.7	1,969.2
부채총계	11,233.5	14,858.7	16,990.3	19,830.9	22,548.3
지배주주지분	2,857.3	3,528.3	3,965.5	4,639.2	5,550.9
자본금	265.7	265.7	265.7	265.7	265.7
자본잉여금	217.1	191.8	191.8	191.8	191.8
자본조정	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
기타포괄이익누계액	362.2	445.7	445.7	445.7	445.7
이익잉여금	2,014.6	2,627.4	3,064.5	3,738.3	4,649.9
비지배주주지분	1,061.0	1,155.9	1,277.6	1,454.0	1,685.1
자본총계	3,918.3	4,684.2	5,243.1	6,093.2	7,236.0
순금융부채	502.4	2,350.1	1,455.5	331.4	(1,039.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,524.3	1,390.2	1,858.8	2,385.4	2,581.1
당기순이익	146.6	976.9	649.9	941.1	1,233.9
조정	584.1	(48.7)	331.4	275.0	228.6
감가상각비	262.7	339.1	351.4	295.0	248.6
외환거래손익	63.6	18.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	21.0	28.3	(20.0)	(20.0)	(20.0)
기타	236.8	(434.7)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	793.6	462.0	877.5	1,169.3	1,118.6
투자활동 현금흐름	(1,224.9)	(3,029.1)	(668.7)	(897.7)	(857.9)
투자자산감소(증가)	(361.1)	(3,043.9)	(647.8)	(869.9)	(831.4)
자본증가(감소)	(191.6)	(450.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(672.2)	465.0	(20.9)	(27.8)	(26.5)
재무활동 현금흐름	216.1	367.8	(75.3)	(70.1)	(71.0)
금융부채증가(감소)	877.6	537.6	15.7	20.9	20.0
자본증가(감소)	(211.7)	(25.3)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(414.4)	(93.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(35.4)	(50.6)	(91.0)	(91.0)	(91.0)
현금의 증감	541.8	(1,263.5)	919.6	1,117.4	1,364.8
Unlevered CFO	824.9	909.2	1,269.3	1,528.7	1,789.3
Free Cash Flow	1,327.6	936.9	1,858.8	2,385.4	2,581.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화에어로스페이스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.3	BUY	289,000		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(위경제)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 4월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(위경제)는 2024년 4월 8일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.06%	5.48%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 04월 05일