

한화에어로스페이스 (012450)

한화포 사격준비 끝!

4Q24 Review: 놀라움x3

4Q24 연결 매출액은 4.8조원(+56.0% YoY, +83.6% QoQ), 영업이익은 8,925억원(+222.1% YoY, OPM 18.5%)으로 3개 분기 연속 시장 컨센서스를 큰 폭으로 상회하는 서프라이즈를 기록했다. 지상방산과 한화시스템이 계속해서 성장을 견인했다. 지상방산 부문은 매출액 3.4조원(+74.5% YoY), 영업이익 8,698억원(+172.0% YoY, OPM 25.9%)으로 호실적을 기록했다. 국내는 양산사업 물량이 집중됐고, 해외는 폴란드형 K9 40문, 천무 12대를 인식하며 수출 비중은 55.0%를 차지해 이익 성장을 견인했다. 항공우주 부문은 매출액 5,952억원(+38.9% YoY), 영업이익 -460억원(적지 YoY)이다. 물량 증가로 매출액은 증가했으나 GTF 엔진 판매 증가(4Q 264대)로 RSP 영업손실 증가했다. 한화시스템은 매출액 9,335억원(+19.4% YoY), 영업이익 291억원(+60.4% YoY, OPM 3.1%)을 기록했다.

가보지 않았으나 자신 있는 길

25년 매출액은 25.1조원(+123.1% YoY), 영업이익 2.7조원(+56.3% YoY, OPM 10.7%)으로 전망한다. 한화오션과 한화시스템의 필리 조선소 연결 편입이 반영됐다. 동사는 25년 지상방산 매출액을 +20% YoY로 제시했다. 국내 양산 사업 호조세가 지속되는 가운데 수출물량 증가가 예상된다. 25년 폴란드형 K9 70문 이상, 천무 50대 이상이 인도되고 호주와 이집트 K9 공급도 본격화될 예정이다. 해외 수출의 높은 수익성을 감안할 때 25년에도 24년과 유사한 마진율을 유지할 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 62만원으로 상향

동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 500,000원에서 620,000원으로 상향한다. 목표주가는 Target PER(Peer그룹 평균) 20.7x에 12M fwd EPS 30,023원을 적용해 산출했다. 22조원에 달하는 해외 수주잔고를 바탕으로 지상방산의 견조한 실적이 당분간 지속되고 한화오션 및 한화시스템(Philly Shipyard)과의 해양사업에서의 시너지를 감안한다면 주가 상승 여력이 충분하다.



이승웅 통신/지주/방산/우주항공
seungwoong.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 620,000원 (U)

직전 목표주가 500,000원

현재주가 (02/13) 516,000원

상승여력 20%

시가총액	235,199억원
총발행주식수	45,581,161주
60일 평균 거래대금	1,615억원
60일 평균 거래량	431,345주
52주 고/저	520,000원 / 135,900원
외인지분율	45.24%
배당수익률	1.45%
주요주주	한화 외 2인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	30.5	28.4	279.7
상대	25.7	20.1	289.5
절대 (달러환산)	32.0	24.2	247.0

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,831	56.0	83.6	3,640	32.7
영업이익	892	222.1	87.0	531	68.1
세전계속사업이익	2,122	863.4	465.6	520	317.9
지배순이익	1,831	1,039.6	456.1	357	418.4
영업이익률 (%)	18.5	+10.5 %pt	+0.0 %pt	14.6	+3.9 %pt
지배순이익률 (%)	37.9	+32.7 %pt	+25.4 %pt	9.8	+28.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	7,060	9,359	11,246	25,118
영업이익	400	691	1,725	2,696
지배순이익	195	818	2,295	1,328
PER	15.3	6.7	7.0	17.7
PBR	1.0	1.6	2.6	3.4
EV/EBITDA	6.9	8.7	8.0	8.0
ROE	6.8	25.6	49.6	20.9

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

한화에어로스페이스 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24P	'23	'24P	'25E
연결 매출액	1,654	1,514	1,625	3,097	1,449	2,335	2,631	4,831	7,890	11,246	25,118
YoY %	24.0	-6.6	7.5	19.3	-12.4	54.3	61.9	56.0	11.7	42.5	123.3
항공우주	390	402	390	428	430	543	478	595	1,610	2,045	2,222
지상방산	842	600	763	1,928	655	1,330	1,656	3,365	4,133	7,006	8,274
한화시스템	439	611	621	782	544	687	639	934	2,453	2,804	3,790
연결 영업이익	191	41	86	277	18	337	477	892	594	1,725	2,696
YoY %	179.8	-62.1	35.0	67.8	-90.7	727.8	457.7	222.1	47.0	190.2	56.3
항공우주	16	6	4	-25	3	6	-6	-46	0	-43	-29
지상방산	177	22	54	320	-4	260	440	870	572	1,566	2,147
한화시스템	20	39	46	18	46	84	60	29	123	219	244
OPM %	11.5	2.7	5.3	8.9	1.2	14.4	18.1	18.5	7.5	15.3	10.7
항공우주	4.1	1.4	1.1	-5.9	0.6	1.1	-1.3	-7.7	0.0	-2.1	-1.3
지상방산	21.0	3.7	7.0	16.6	-0.6	19.6	26.6	25.9	13.9	22.4	25.9
한화시스템	4.6	6.3	7.3	2.3	8.4	12.3	9.4	3.1	11.9	19.4	22.8

자료: 한화에어로스페이스, 유안타증권 리서치센터

한화에어로스페이스 목표주가 산출

(단위: 십억원, 원, x, 백만주)

	내용	비고
Target PER	20.7	Peer 그룹 평균
12M fwd EPS	30,023	
적정 주가	622,145	
발행 주식수	45.6	
적정 시가총액	28,358	
목표주가	620,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,060	9,359	11,246	25,118	26,148
매출원가	5,549	7,221	8,310	19,782	20,123
매출총이익	1,512	2,138	2,936	5,337	6,025
판매비	1,111	1,447	1,211	2,641	2,829
영업이익	400	691	1,725	2,696	3,196
EBITDA	663	1,030	2,059	3,027	3,523
영업외손익	-205	524	968	-651	-773
외환관련손익	-49	8	0	0	0
이자손익	-37	-85	-82	-30	6
관계기업관련손익	-21	16	1,256	-414	-572
기타	-98	585	-207	-207	-207
법인세비용차감전순이익	195	1,215	2,692	2,045	2,423
법인세비용	75	238	147	573	678
계속사업순이익	121	977	2,546	1,473	1,745
중단사업순이익	26	0	0	0	0
당기순이익	147	977	2,546	1,473	1,745
지배지분순이익	195	818	2,295	1,328	1,573
포괄순이익	103	819	2,546	1,473	1,745
지배지분포괄이익	212	750	2,330	1,348	1,597

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,524	1,390	2,604	3,197	3,532
당기순이익	147	977	2,546	1,473	1,745
감가상각비	181	261	261	262	262
외환손익	64	19	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	21	-16	-1,256	414	572
자산부채의 증감	794	462	1,475	1,474	1,383
기타현금흐름	319	-312	-421	-426	-430
투자활동 현금흐름	-1,225	-3,029	-737	-863	-722
투자자산	-699	-2,423	-52	-178	-44
유형자산 증가 (CAPEX)	-197	-453	-607	-607	-601
유형자산 감소	5	3	0	0	0
기타현금흐름	-334	-155	-78	-78	-78
재무활동 현금흐름	216	368	-181	-190	-208
단기차입금	618	393	4	4	4
사채 및 장기차입금	260	145	0	0	0
자본	-212	-25	0	0	0
현금배당	-35	-51	-91	-100	-118
기타현금흐름	-414	-94	-94	-94	-94
연결범위변동 등 기타	26	8	529	-1,208	-1,366
현금의 증감	542	-1,263	2,214	936	1,236
기초 현금	2,528	3,070	1,806	4,021	4,957
기말 현금	3,070	1,806	4,021	4,957	6,192
NOPLAT	400	691	1,725	2,696	3,196
FCF	1,328	937	1,997	2,590	2,931

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

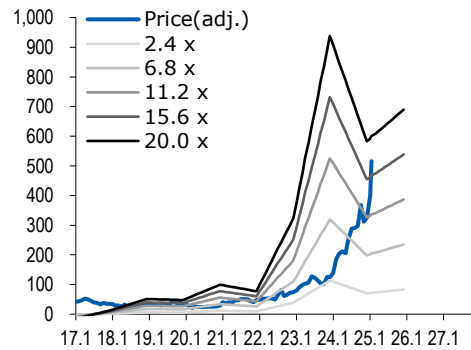
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,508	9,192	11,461	12,521	13,973
현금및현금성자산	3,070	1,806	4,021	4,957	6,192
매출채권 및 기타채권	1,543	2,119	2,143	2,168	2,194
재고자산	2,163	2,869	2,897	2,926	3,046
비유동자산	6,644	10,351	10,676	11,130	11,448
유형자산	3,018	3,410	3,757	4,102	4,440
관계기업 등 지분관련 자산	88	3,204	3,236	3,268	3,301
기타투자자산	795	739	758	904	915
자산총계	15,152	19,543	22,136	23,650	25,421
유동부채	8,223	12,077	12,204	12,334	12,466
매입채무 및 기타채무	1,301	1,879	1,927	1,976	2,027
단기차입금	992	1,374	1,374	1,374	1,374
유동성장기부채	743	1,165	1,165	1,165	1,165
비유동부채	3,011	2,782	2,794	2,805	2,817
장기차입금	1,016	759	759	759	759
사채	696	642	642	642	642
부채총계	11,234	14,859	14,997	15,139	15,283
지배지분	2,857	3,528	5,732	6,960	8,415
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	217	192	192	192	192
이익잉여금	2,015	2,627	4,831	6,059	7,514
비지배지분	1,061	1,156	1,407	1,552	1,723
자본총계	3,918	4,684	7,139	8,512	10,138
순차입금	502	2,350	139	-794	-2,027
총차입금	3,720	4,259	4,263	4,267	4,272

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,858	16,147	46,862	29,127	34,505
BPS	56,504	69,773	126,080	153,080	185,072
EBITDAPS	13,097	20,348	42,038	66,411	77,285
SPS	139,451	184,851	229,633	551,063	573,651
DPS	1,000	1,800	2,200	2,600	2,600
PER	15.3	6.7	7.0	17.7	15.0
PBR	1.0	1.6	2.6	3.4	2.8
EV/EBITDA	6.9	8.7	8.0	8.0	6.6
PSR	0.4	0.6	1.4	0.9	0.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	27.4	32.6	20.2	123.3	4.1
영업이익 증가율 (%)	44.5	72.6	149.6	56.3	18.5
지배순이익 증가율 (%)	-22.7	318.5	180.7	-42.2	18.5
매출총이익률 (%)	21.4	22.8	26.1	21.2	23.0
영업이익률 (%)	5.7	7.4	15.3	10.7	12.2
지배순이익률 (%)	2.8	8.7	20.4	5.3	6.0
EBITDA 마진 (%)	9.4	11.0	18.3	12.1	13.5
ROIC	6.2	14.9	46.1	51.5	56.3
ROA	1.5	4.7	11.0	5.8	6.4
ROE	6.8	25.6	49.6	20.9	20.5
부채비율 (%)	286.7	317.2	210.1	177.9	150.8
순차입금/자기자본 (%)	17.6	66.6	2.4	-11.4	-24.1
영업이익/금융비용 (배)	4.7	4.1	9.5	14.9	17.6

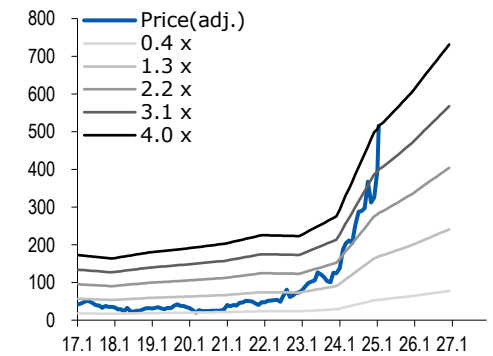
P/E band chart

(천원)



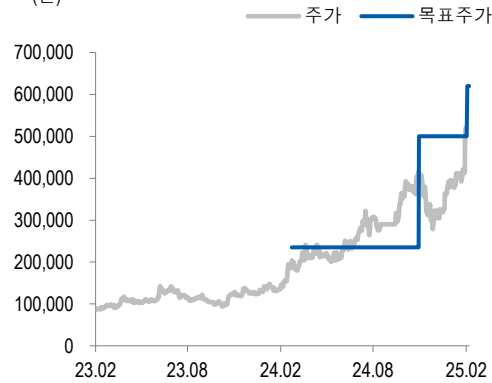
P/B band chart

(천원)



한화에어로스페이스 (012450) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-02-14	BUY	620,000	1년		
2024-11-12	BUY	500,000	1년	-26.89	4.00
2024-03-06	BUY	235,000	1년	13.41	77.02

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-02-13

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.