

한화에어로 스페이스 (012450)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

580,000

상향

현재주가

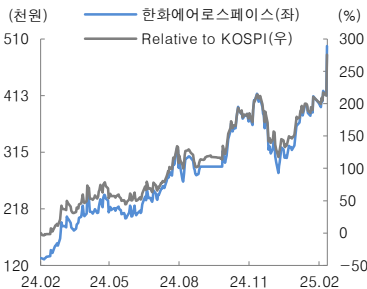
498,000

(25.02.11)

기계약증

KOSPI	2539.05
시가총액	22,699십억원
시가총액비중	1.06%
자본금(보통주)	240십억원
52주 최고/최저	498,000원 / 134,800원
120일 평균거래대금	1,334억원
외국인지분율	45.14%
주요주주	한화 외 2 인 33.98% 국민연금공단 7.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	31.6	19.7	64.1	269.4
상대수익률	30.4	19.4	67.3	281.3



차원이 다른 성장 속도

- 연결 영업이익 8,925억원(+223.7% yoy) 기록. 컨센서스 대폭 상회
- 국내 양산 스케줄 집중과 폴란드항 수출 효과로 매출과 이익 동시 급증
- 이익 성장기인 한화오션 지분 추가 매입을 통한 연결자회사 편입 발표

투자의견 매수, 목표주가 580,000원 상향(+34.9%)

목표주가는 12MF BPS 233,823원에 타깃 PBR 2.5배 적용. 타깃 PBR은 2025E ROE를 기준으로 ROE-PBR로 산출한 이론 PBR을 적용, 지상방산 부문 이익 추정치 상향 조정 및 한화오션 연결자회사 편입을 반영

차원이 다른 성장 속도

4Q24 연결 기준 매출액 4,820억원(+40.8% yoy), 영업이익 8,925억원(+223.7% yoy), 영업이익률 18.5%(+10.5%p) 기록. 시장 컨센서스를 대폭 상회한 서프라이즈

지상방산 부문 매출이 4분기에만 3,370억원(내수 1,520억원, 수출 1,850억원)을 기록하며 전분기 대비 103% 상승. 연말 국내 양산 매출이 집중된 가운데, 폴란드항 K9 40문, 천무 12대가 납품되며 예상 대비 더 빠른 매출 진행을 보였고, 이집트 K9 개발 매출도 더해졌던 것으로 파악. 폴란드항 매출이 본격화된 이후 놀라운 수익성을 매분기 시현하고 있는 지상방산은 4분기에도 OPM 25.9%를 기록 '25년에도 지상방산 실적 성장세는 꺾이지 않을 전망. 폴란드항 매출은 K9 70문, 천무 50대를 예상하고 있어 YoY 판매량이 늘어날 예정이며, 호주와 이집트로의 K9 공급도 본격 진행될 예정. 폭발적인 이익 성장은 높아진 밸류에이션을 정당화

한화오션 연결편입, 또 하나의 성장 엔진

공시를 통해 1,300억 원으로 그룹 계열사들이 보유 중인 한화오션 지분을 매입할 예정임을 발표. 매입 완료 시 지분율은 30.4%가 되며, 1Q25부터 연결 실적으로 반영될 예정. 한화오션이 '24년 흑자전환 이후 본격 이익 성장기에 돌입하고 있는 점을 감안하면 영업 시너지와 더불어 지분가치 상승을 통한 플러스 효과를 기대

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	직전추정	잠정치	4Q24			1Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,432	1,781	3,310	4,831	40.8	171.3	3,640	5,897	219.0	22.1
영업이익	276	436	489	893	223.7	104.7	531	596	1,494.0	-33.2
순이익	161	318	269	1,831	1,039.3	475.2	357	339	흑전	-81.5

자료: 한화에어로스페이스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,060	9,359	11,246	25,584	27,694
영업이익	400	691	1,725	2,817	3,436
세전순이익	195	1,215	2,651	2,530	3,184
총당기순이익	147	977	2,505	1,948	2,452
지배지분순이익	195	818	2,284	1,753	2,206
EPS	3,858	16,147	46,632	38,459	48,408
PER	19.1	7.7	7.0	10.7	8.5
BPS	56,436	69,689	169,153	224,867	278,602
PBR	1.3	1.8	2.9	2.2	1.8
ROE	6.8	25.6	38.7	18.9	19.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	9,726	11,777	11,246	25,584	15.6	117.2
판매비와 관리비	1,277	2,028	1,532	2,039	20.0	0.5
영업이익	1,321	1,573	1,725	2,817	30.6	79.1
영업이익률	13.6	13.4	15.3	11.0	1.8	-2.3
영업외손익	-397	-441	926	-287	흑자조정	적자유지
세전순이익	924	1,132	2,651	2,530	187.0	123.5
지배지분순이익	721	770	2,284	1,753	216.7	127.7
순이익률	7.9	7.7	22.3	7.6	14.4	-0.1
EPS(지배지분순이익)	14,723	16,887	46,632	38,459	216.7	127.7

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

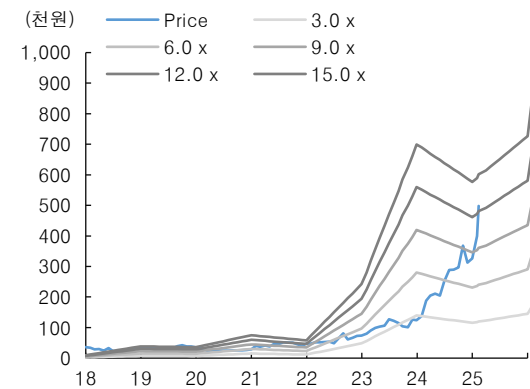
표1. 한화에어로스페이스 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	233,823	한화에어로스페이스 12MF BPS
Target PBR	2.50	적정 PBR = (ROE-g) / (COE-g) 1) 한화에어로스페이스 2025E ROE: 18.9% 2) 영구성장률(g): 1.33% 3) 자기자본비용: 8.4% (Rf: 2.9%, Rm: 10%, 104주베타: 0.77)
적정주가	584,468	EPS * Target PER
목표주가	584,000	584,468≒584,000
현재주가	498,000	2025.02.11 기준
현재 PBR	8.20	2025.02.11 기준
상승여력(%)	16.5	

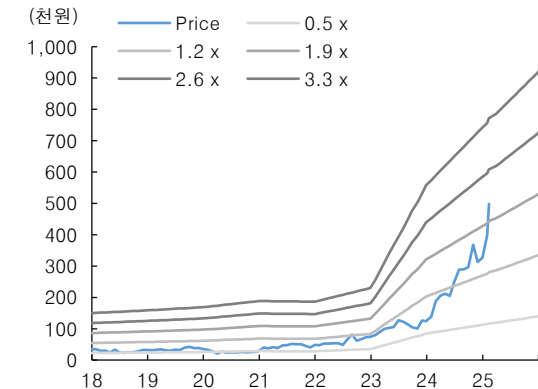
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 한화에어로스페이스 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 한화에어로스페이스 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표2. 한화에어로스페이스 분기/연간 실적 추이 (단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
연결 매출액	(십억원)	1,848	2,786	1,781	4,831	5,897	6,323	6,209	7,156	11,246	25,584
YoY	(%)	-4.1	55.0	-19.1	40.8	219.0	127.0	248.7	48.1	20.2	127.5
QoQ	(%)	-46.1	50.7	-36.1	171.3	22.1	7.2	-1.8	15.2		
지상방산	(십억원)	657	1,333	1,656	3,365	1,838	2,012	2,101	2,474	7,010	8,424
항공우주	(십억원)	443	562	478	595	537	559	559	578	2,079	2,233
한화비전(연결제외)	(십억원)	310	316							626	
한화시스템	(십억원)	544	687	639	934	633	809	708	1,064	2,804	3,214
한화오션(연결편입)						2,928	2,999	2,905	3,107		11,939
기타	(십억원)	-106	-112	-142	-62	-39	-56	-64	-67	2,804	3,214
연결 영업이익	(십억원)	37	359	436	893	596	704	727	790	1,725	2,817
YoY	(%)	-83.6	332.5	319.8	223.7	1,494.0	96.1	66.7	-11.5	149.6	63.3
QoQ	(%)	-86.4	859.0	21.5	104.7	-33.2	18.0	3.3	8.7		
OPM	(%)	2.0	12.9	24.5	18.5	10.1	11.1	11.7	11.0	15.3	11.0
지상방산	(십억원)	-4	261	440	870	423	463	483	569	1,566	1,937
항공우주	(십억원)	3	6	-6	-46	5	16	8	-37	-43	-7
한화비전(연결제외)	(십억원)	52	39							91	
한화시스템	(십억원)	46	84	60	29	38	68	61	55	219	222
한화오션(연결편입)						127	145	155	189		615
기타	(십억원)	-53	-28	-14	40	4	12	20	14	-55	50
연결 지배순이익	(십억원)	-13	147	318	1,831	338	432	466	517	2,284	1,753
YoY	(%)	적전	-44.1	흑전	1,039.3	흑전	193.6	46.2	-71.8	179.4	-23.2
QoQ	(%)	적전	흑전	116.3	475.2	-81.5	27.8	7.7	11.1		
NIM	(%)	0.1	5.7	16.3	42.5	6.4	7.6	8.3	8.0	22.3	7.6
연결 수주잔고	(십억원)	66,123	67,730	68,205	72,241	73,206	73,935	74,987	76,510	72,241	76,510
YoY	(%)	27.7	29.9	28.1	12.4	10.7	9.2	9.9	5.9	12.4	5.9
QoQ	(%)	2.9	2.4	0.7	5.9	1.3	1.0	1.4	2.0		

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

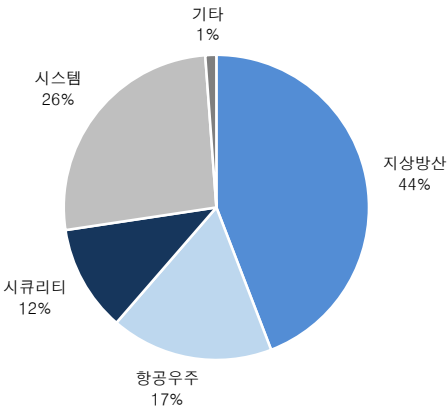
- 항공사업(가스터빈엔진 및 엔진부품 생산), 방산사업(자주포, 장갑차, 정밀유도무기, 무기체계 등) 등을 영위하고 있으며, 자회사로 상장회사인 한화시스템(방산/ICT)을 보유
- '24년 9월, 자회사 한화비전(시큐리티), 한화정밀기계(정밀기계)를 신설
- 지주사 아래로 인적분할함에 따라 연결실적에서 제외
- 자산 20조 9,052억원, 부채 16조 7,028억원, 자본 4조 2,025억원
- 발행주식 수: 45,581,161주 / 자기주식수: 114,613주

주가 변동요인

- 국내 방위력개선비 예산 규모 및 세부내역
- 해외 방위산업 수출 관련 뉴스
- 국내외 지정학적 갈등 상황 발생 여부
- 우주항공 이벤트

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 9월 기준
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

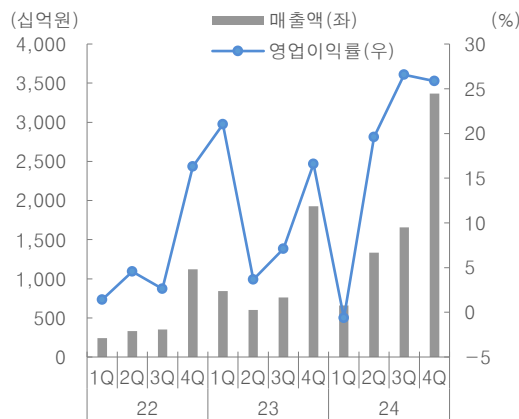
매출 비중 추이



주: 2023년 매출액 기준
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

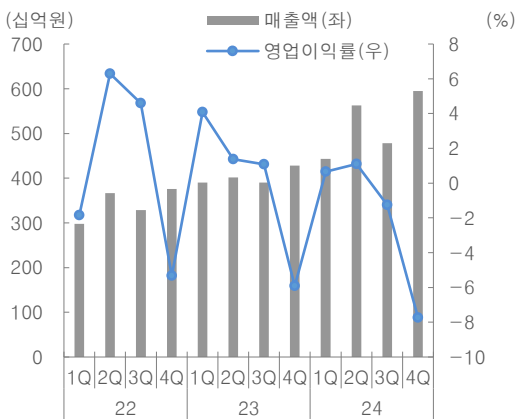
Earnings Driver

분기별 지상방산 실적 추이



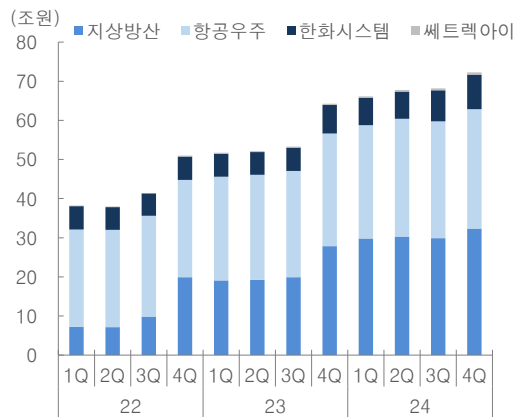
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

분기별 항공우주 실적 추이



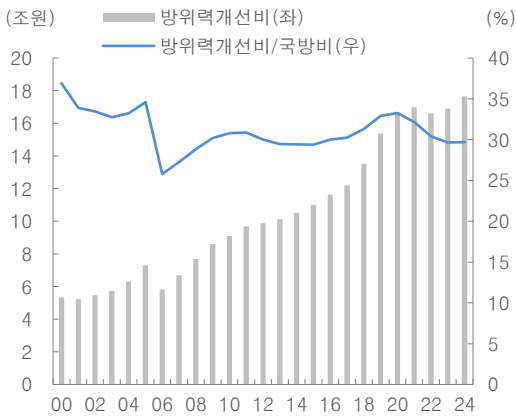
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

분기별 연결 수주잔고 추이



자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

연도별 방위력 개선비 추이



자료: 국방부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,060	9,359	11,246	25,584	27,694
매출원가	5,549	7,221	7,990	20,728	22,063
매출총이익	1,512	2,138	3,257	4,856	5,630
판매비와관리비	1,111	1,447	1,532	2,039	2,195
영업이익	400	691	1,725	2,817	3,436
영업이익률	5.7	7.4	15.3	11.0	12.4
EBITDA	663	1,030	2,400	3,429	3,994
영업외손익	-205	524	926	-287	-252
관계기업손익	-21	16	-86	8	12
금융수익	115	1,145	292	276	276
외환관련이익	187	118	97	97	97
금융비용	-266	-398	-395	-512	-494
외환관련손실	86	163	153	153	153
기타	-33	-239	1,115	-60	-45
법인세비용차감전순손익	195	1,215	2,651	2,530	3,184
법인세비용	-75	-238	-146	-582	-732
계속사업순손익	121	977	2,505	1,948	2,452
중단사업순손익	26	0	0	0	0
당기순이익	147	977	2,505	1,948	2,452
당기순이익률	2.1	10.4	22.3	7.6	8.9
비지배지분순이익	-49	159	221	195	245
지배지분순이익	195	818	2,284	1,753	2,206
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	-16	-16	-16	-16
포괄순이익	103	819	2,347	1,790	2,294
비지배지분포괄이익	-109	69	207	179	229
지배지분포괄이익	212	750	2,140	1,611	2,065

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,858	16,147	46,632	38,459	48,408
PER	19.1	7.7	7.0	10.7	8.5
BPS	56,436	69,689	169,153	224,867	278,602
PBR	1.3	1.8	2.9	2.2	1.8
EBITDAPS	13,097	20,348	49,012	75,238	87,626
EV/EBITDA	8.0	9.5	13.6	10.3	8.8
SPS	139,451	184,851	229,633	561,293	607,568
PSR	0.5	0.7	2.2	0.9	0.8
CFPS	16,292	17,957	66,353	63,897	75,589
DPS	1,000	1,800	2,000	2,000	2,000

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	27.4	32.6	20.2	127.5	8.2
영업이익 증가율	44.5	72.6	149.6	63.3	22.0
순이익 증가율	-51.4	566.6	156.4	-22.2	25.9
수익성					
ROIC	5.4	12.4	16.2	12.0	12.4
ROA	3.1	4.0	5.5	6.2	7.1
ROE	6.8	25.6	38.7	18.9	19.2
안정성					
부채비율	286.7	317.2	290.1	250.7	192.9
순차입금비율	12.8	50.2	65.9	67.6	49.3
이자보상배율	4.7	4.1	4.1	8.2	12.8

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,508	9,192	22,769	27,979	29,951
현금및현금성자산	3,070	1,806	4,102	1,714	1,816
매출채권 및 기타채권	1,543	2,119	8,868	16,219	17,514
재고자산	2,163	2,869	6,715	6,962	7,536
기타유동자산	1,732	2,399	3,084	3,084	3,084
비유동자산	6,644	10,351	20,132	19,747	19,434
유형자산	3,018	3,410	8,487	8,134	7,832
관계기업투자금	88	3,204	3,228	3,236	3,248
기타비유동자산	3,538	3,737	8,417	8,377	8,354
자산총계	15,152	19,543	42,901	47,727	49,385
유동부채	8,223	12,077	25,372	27,790	26,795
매입채무 및 기타채무	1,301	1,879	4,282	8,518	9,141
차입금	992	1,374	4,474	4,026	3,624
유동성채무	743	1,165	1,648	1,565	1,487
기타유동부채	5,187	7,659	14,968	13,681	12,543
비유동부채	3,011	2,782	6,532	6,329	5,731
차입금	1,712	1,401	4,992	4,909	4,418
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,298	1,381	1,540	1,420	1,313
부채총계	11,234	14,859	31,903	34,119	32,526
자배지분	2,857	3,528	8,284	10,250	12,699
자본금	266	266	240	240	240
자본잉여금	217	192	192	192	192
이익잉여금	2,015	2,627	4,820	6,482	8,598
기타지분변동	360	443	3,032	3,335	3,669
비자배지분	1,061	1,156	2,714	3,358	4,160
자본총계	3,918	4,684	10,998	13,607	16,859
순차입금	502	2,350	7,244	9,202	8,315

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,524	1,390	-3,764	159	2,723
당기순이익	0	0	2,505	1,948	2,452
비현금항목의 가감	678	-68	745	965	994
감가상각비	263	339	676	613	558
외환손익	64	19	-27	-27	-27
지분법평가손익	21	-16	86	-8	-12
기타	331	-410	10	387	474
자산부채의 증감	794	462	-6,510	-1,873	245
기타현금흐름	52	996	-504	-881	-968
투자활동 현금흐름	-1,225	-3,029	-9,353	-270	-274
투자자산	-648	-2,432	-24	-8	-12
유형자산	-192	-450	-3,837	-194	-194
기타	-385	-147	-5,492	-68	-68
재무활동 현금흐름	216	368	7,153	-608	-967
단기차입금	394	404	3,100	-447	-403
사채	-182	140	356	85	93
장기차입금	236	299	3,402	0	-416
유상증자	0	0	-25	0	0
현금배당	-35	-51	-91	-91	-91
기타	-197	-425	411	-155	-151
현금의 증감	542	-1,263	2,295	-2,388	102
기초 현금	2,528	3,043	1,806	4,102	1,714
기말 현금	3,070	1,780	4,102	1,714	1,816
NOPLAT	247	556	1,629	2,169	2,645
FCF	165	324	-6,691	2,585	3,007

[Compliance Notice]

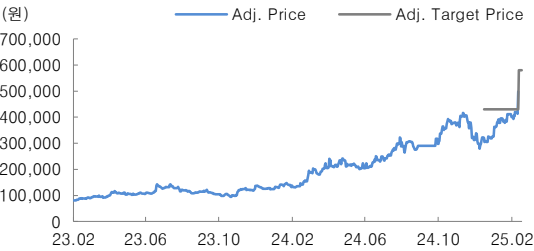
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화에어로스페이스(012450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.02.12	24.12.16
투자의견	Buy	Buy
목표주가	580,000	430,000
과리율(평균%)		(12.90)
과리율(최대/최소%)		15.81
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250209)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.7%	7.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상