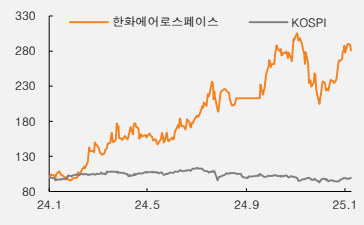


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	480,000원
현재주가(25/1/17)	382,500원
상승여력	25.5%

영업이익(24F, 십억원)	1,400
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,345
EPS 성장률(24F, %)	4.5
MKT EPS 성장률(24F, %)	69.4
P/E(24F, x)	19.3
MKT P/E(24F, x)	10.7
KOSPI	2,523.55
시가총액(십억원)	17,435
발행주식수(백만주)	46
유동주식비율(%)	65.9
외국인 보유비중(%)	44.9
벤투(12M) 일간수익률	0.12
52주 최저가(원)	130,500
52주 최고가(원)	416,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	25.2	39.1	183.3
상대주가	21.9	56.7	173.5



[조선/방산/항공우주]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

한화에어로스페이스

증익 또 증익

4Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 18% 상회 예상

4Q24F 매출액 3조 6,295억원 (+20.8% YoY, 컨센 2% 상회), 영업이익 5,673억 원 (+94.5% YoY, 컨센 18% 상회)으로 추정한다. 영업이익률은 15.6%로 QoQ - 2.5%p / YoY +5.9%p를 예상한다. 컨센서스 상회 요인은 1) 폴란드향 K9 40문, 천무 18대 인도, 2) 국내 양산사업의 수익성 호조, 3) 환율상승이다. 당사가 추정하는 지상방산 4Q24 실적은 매출액 2조 4,821억원 (+28.6% YoY), 영업이익 5,495억 원 (+71.7% YoY, OPM 22.1%)이다.

증익은 유효하고, 잠재 수출 파이프라인도 여전히 많다

지상방산의 성장세는 꺾이지 않았다. 폴란드 1차사업 잔여물량은 K9 136문/212문 (납품률 64.2%), 천무 78대/218대 (납품률 35.8%)이다. 폴란드 2차사업과 다른 국가 사업들도 고려하면 Peak sales는 27년 너머이다. 따라서, 2025년에도 납품량(Q) 증가에 따른 매출볼륨 확대 및 증익 추세는 이어질 전망이다.

잠재 수출 파이프라인도 풍부하다. [K9] 인도 100문 (9천억), 베트남 108문 (1조) 및 유럽 내 리오더 물량; [천무] 말레이시아 (5천억), 불가리아 (관심) 등; [레드백] 폴란드 (3.4조), 루마니아 (3조)가 존재한다. 더불어, L-SAM의 1H25 체계종합업체 선정과 2H25 국내 양산계약을 앞두고 있으며, 중동향 수출도 투트랙으로 진행할 가능성이 열려있다. 당사는 L-SAM부터 발사대 외에도 대탄도탄 미사일 생산을 담당하기 때문에 M-SAM보다 매출기여가 더욱 커질 전망이다.

투자 의견 '매수', 목표주가 480,000원 유지

투자 의견 '매수', 목표주가 480,000원으로 유지한다. 2025F EPS 22,386원 기준 Implied P/E는 21.4배다. 방산 수주잔고 29조원으로 약 5년치를 보유하고 있으며, 천무, 레드백, K9, 155mm 포탄, L-SAM 등 수출 모멘텀이 될 제품 파이프라인은 방산5사 통틀어 가장 풍부하다. 휴전을 상정해도 재무장과 비축수요로 인해 중장기 성장성은 담보될 것이라 판단한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	7,060	9,359	10,045	11,222	12,787
영업이익 (십억원)	404	691	1,400	1,651	1,916
영업이익률 (%)	5.7	7.4	13.9	14.7	15.0
순이익 (십억원)	195	818	827	1,020	1,203
EPS (원)	3,858	16,147	16,877	22,386	26,398
ROE (%)	6.8	25.6	24.1	27.0	25.0
P/E (배)	19.1	7.7	19.3	17.1	14.5
P/B (배)	1.3	1.8	4.5	4.1	3.2
배당수익률 (%)	1.4	1.4	0.6	0.5	0.5

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

표 7. 실적 추정치 변경표

(십억원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	9,770	10,862	10,045	11,222	2.8	3.3	1) 방산부문 OPM 상황 2) 한화인더 분할에 따른 손익조정
영업이익	1,317	1,543	1,399	1,651	6.3	7.0	
세전이익	985	1,294	1,129	1,451	14.6	12.1	
순이익	808	953	827	1,020	2.3	7.1	
EPS (원)	15,962	18,823	16,210	20,007	1.6	6.3	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 영업실적 전망치

(십억원)

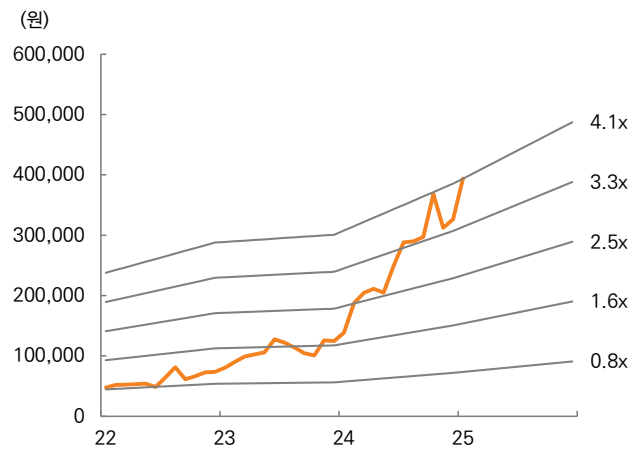
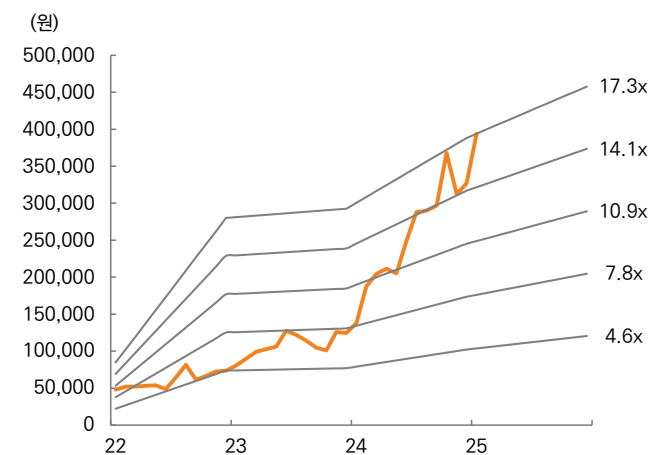
항목	분류	1Q23	3Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
수주잔고	전체	51,764	52,140	52,890	63,801	66,057	66,411	67,023	68,579	63,801	68,579	72,369	76,108
	항공우주	26,478	26,879	26,942	28,334	28,852	28,871	28,897	29,504	28,334	29,504	30,429	31,390
	자상방산	19,097	19,234	19,931	27,857	29,815	30,270	29,928	28,946	27,857	28,946	31,489	34,108
	한화시스템	5,940	5,807	5,807	7,257	7,050	6,968	7,924	9,124	7,257	9,124	9,009	8,716
	세트렉아이	250	220	210	354	340	303	274	1,005	354	1,005	1,442	1,894
매출액	전체	1,521	1,478	1,625	3,004	1,449	2,335	2,631	3,629	7,629	10,045	11,222	12,787
	항공우주	390	402	390	428	444	562	478	446	1,610	1,930	2,100	2,366
	자상방산	842	600	763	1,930	657	1,333	1,656	2,482	4,134	6,127	6,658	7,501
	한화시스템	439	611	621	782	544	687	639	951	2,453	2,822	3,203	3,690
	세트렉아이	24	39	25	38	32	47	44	45	125	167	207	256
성장률 (%)	전체	14.1	-8.7	7.5	15.8	-4.7	58.0	61.9	20.8	8.0	31.7	11.7	13.9
	항공우주	30.9	9.6	18.7	14.1	13.7	40.0	22.5	4.2	17.6	19.9	8.8	12.7
	자상방산	247.2	80.4	117.0	72.1	-22.0	122.0	117.1	28.6	101.8	48.2	8.7	12.7
	한화시스템	2.3	19.7	35.2	-0.8	23.9	12.5	3.0	21.6	12.1	15.1	13.5	15.2
	세트렉아이	32.3	86.8	7.5	28.6	32.5	21.9	75.4	18.1	37.3	33.4	23.7	23.9
영업이익		191	44	86	292	18	337	477	567	702	1,399	1,651	1,916
YoY (%)		180.1	-58.9	35.0	81.0	-90.7	662.1	457.5	94.5	75.3	99.4	18.0	16.0
OPM (%)		12.6	3.0	5.3	9.7	1.2	14.4	18.1	15.6	9.2	13.9	14.7	15.0
지배순이익		409	263	-10	161	-13	147	318	401	818	854	1,104	1,287
YoY (%)		967.6	847.6	적자전환	295.9	적자전환	-44.1	흑자전환	149.5	318.5	4.4	29.3	16.6
NPM (%)		26.9	17.8	-0.6	5.4	-0.9	6.3	12.1	11.1	10.7	8.5	9.8	10.1

주: 한화비전, 한화정밀기계 중단사업 반영 조정치로 실제치와 상이할 수 있음

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 26. 12개월 선행 P/E 밴드차트

그림 27. 12개월 선행 P/B 밴드차트

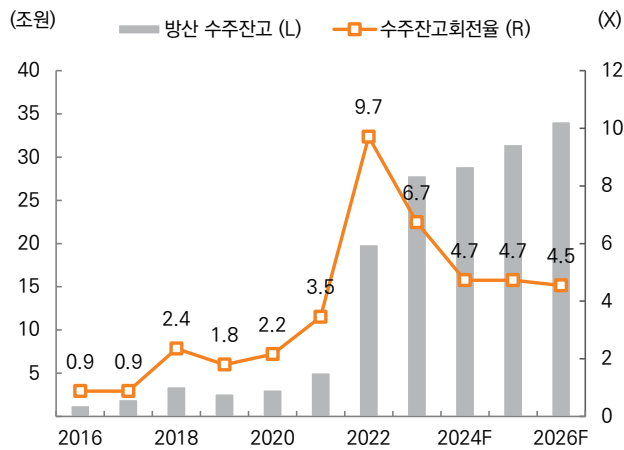


자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

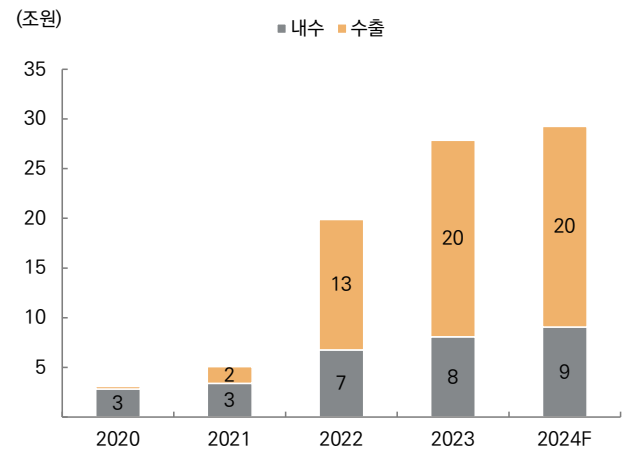
자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 방산 수주잔고 및 수주잔고회전을

그림 29. 지상방산 수주잔고 내 내수/수출 구분



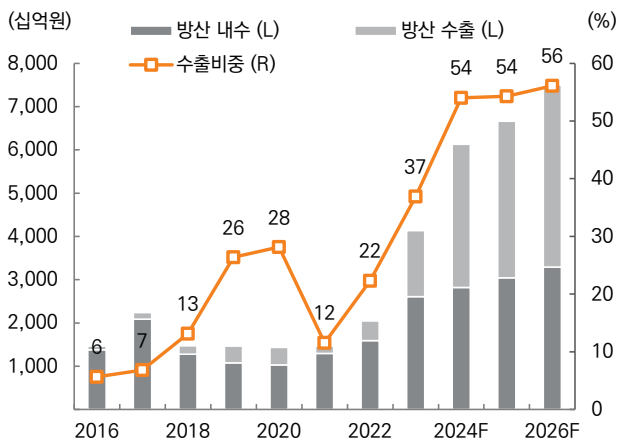
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터



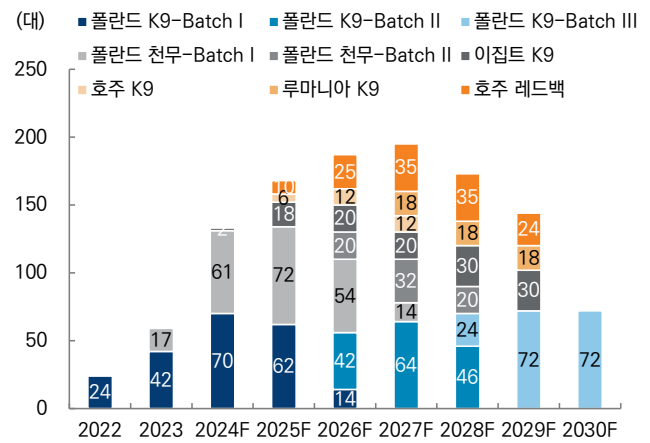
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 지상방산 내수/수출 매출 및 수출비중

그림 31. 연도별 수출 프로젝트 납품대수 추정



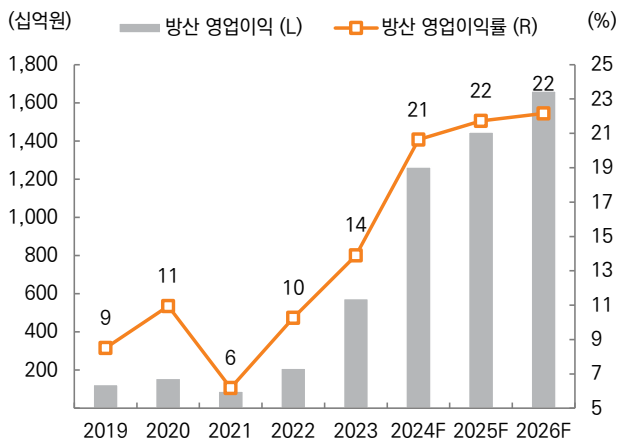
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터



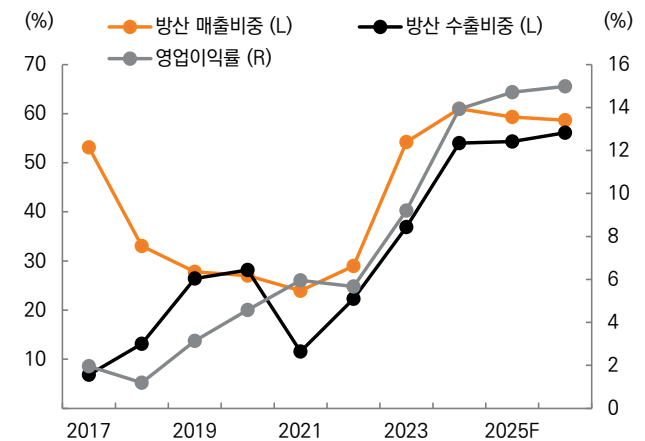
자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 32. 지상방산 영업이익 및 영업이익률 추이

그림 33. 방산 성과에 따른 전사 영업이익률 개선



자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터



자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,359	10,045	11,222	12,787
매출원가	7,221	8,165	9,003	10,090
매출총이익	2,138	1,880	2,219	2,697
판매비와관리비	1,447	480	568	781
조정영업이익	691	1,400	1,651	1,916
영업이익	691	1,400	1,651	1,916
비영업손익	524	-314	-200	-200
금융손익	-85	-132	-78	-65
관계기업등 투자손익	16	-65	56	35
세전계속사업손익	1,215	1,086	1,451	1,716
계속사업법인세비용	238	218	317	379
계속사업이익	977	868	1,134	1,337
중단사업이익	0	29	0	0
당기순이익	977	897	1,134	1,337
지배주주	818	827	1,020	1,203
비지배주주	159	70	113	134
총포괄이익	819	851	1,134	1,337
지배주주	750	839	1,177	1,388
비지배주주	69	13	-43	-51
EBITDA	1,030	1,730	1,966	2,220
FCF	937	299	857	911
EBITDA 마진율 (%)	11.0	17.2	17.5	17.4
영업이익률 (%)	7.4	13.9	14.7	15.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.7	8.2	9.1	9.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,390	994	1,395	1,460
당기순이익	977	897	1,134	1,337
비현금수익비용가감	-68	1,163	845	884
유형자산감가상각비	261	260	242	228
무형자산상각비	78	71	73	76
기타	-407	832	530	580
영업활동으로인한자산및부채의변동	462	-693	-189	-318
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-583	-906	-517	-905
재고자산 감소(증가)	-714	-675	-411	-463
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	244	-48	77	236
법인세납부	-140	-321	-317	-379
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,029	-1,536	-878	-869
유형자산처분(취득)	-450	-644	-362	-378
무형자산감소(증가)	-118	-160	-304	-308
장단기금융자산의 감소(증가)	35	-133	-21	-47
기타투자활동	-2,496	-599	-191	-136
재무활동으로 인한 현금흐름	368	1,242	340	58
장단기금융부채의 증가(감소)	538	1,394	565	280
자본의 증가(감소)	-25	-17	-3	0
배당금의 지급	-51	-120	-82	-82
기타재무활동	-94	-15	-140	-140
현금의 증가	-1,263	634	721	488
기초현금	3,070	1,806	2,440	3,162
기말현금	1,806	2,440	3,162	3,649

자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

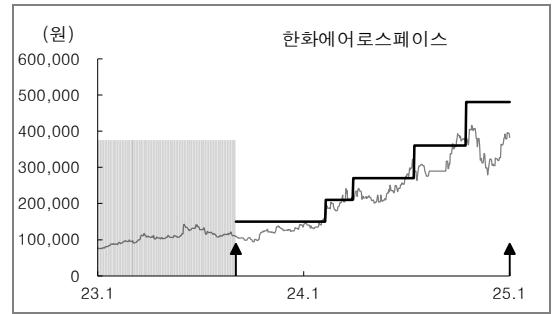
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,192	11,211	12,713	14,303
현금 및 현금성자산	1,806	2,440	3,162	3,649
매출채권 및 기타채권	2,115	2,510	3,028	3,953
재고자산	2,869	3,275	3,686	4,148
기타유동자산	2,402	2,986	2,837	2,553
비유동자산	10,351	10,716	11,401	12,112
관계기업투자등	3,204	3,427	3,709	4,015
유형자산	3,410	3,544	3,665	3,815
무형자산	2,203	2,236	2,467	2,698
자산총계	19,543	21,927	24,114	26,415
유동부채	12,077	13,669	14,605	15,174
매입채무 및 기타채무	1,255	1,211	1,333	1,621
단기금융부채	2,616	3,125	3,500	3,579
기타유동부채	8,206	9,333	9,772	9,974
비유동부채	2,782	3,737	3,939	4,417
장기금융부채	1,580	2,528	2,718	2,919
기타비유동부채	1,202	1,209	1,221	1,498
부채총계	14,859	17,406	18,544	19,591
지배주주지분	3,528	3,319	4,253	5,376
자본금	266	240	240	240
자본잉여금	192	200	197	197
이익잉여금	2,627	3,348	4,286	5,408
비지배주주지분	1,156	1,202	1,316	1,449
자본총계	4,684	4,521	5,569	6,825

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	7.7	19.3	17.1	14.5
P/CF (x)	6.9	7.8	8.8	7.9
P/B (x)	1.8	4.5	4.1	3.2
EV/EBITDA (x)	9.5	11.0	11.0	9.7
EPS (원)	16,147	16,877	22,386	26,398
CFPS (원)	17,957	42,057	43,421	48,718
BPS (원)	69,732	72,843	93,366	117,966
DPS (원)	1,800	1,800	1,800	1,800
배당성향 (%)	9.3	9.1	7.2	6.1
배당수익률 (%)	1.4	0.6	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	32.6	7.3	11.7	13.9
EBITDA증가율 (%)	55.4	67.9	13.7	12.9
조정영업이익증가율 (%)	70.9	102.5	18.0	16.0
EPS증가율 (%)	318.5	4.5	32.6	17.9
매출채권 회전율 (회)	5.3	4.5	4.2	3.8
재고자산 회전율 (회)	3.7	3.3	3.2	3.3
매입채무 회전율 (회)	9.7	8.7	9.0	8.7
ROA (%)	5.6	4.3	4.9	5.3
ROE (%)	25.6	24.1	27.0	25.0
ROIC (%)	12.9	28.2	27.1	27.6
부채비율 (%)	317.2	385.0	333.0	287.1
유동비율 (%)	76.1	82.0	87.0	94.3
순차입금/자기자본 (%)	48.8	66.3	50.7	38.0
조정영업이익/금융비용 (x)	4.1	6.9	9.9	10.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화에어로스페이스 (012450)				
2024.11.01	매수	480,000	-	-
2024.08.01	매수	360,000	-11.92	9.17
2024.04.15	매수	270,000	-12.24	19.44
2024.02.26	매수	210,000	-3.93	14.76
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

투자의견 분류 및 적용기준

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(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 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.