

한화에어로스페이스

(012450)

대규모 공장 증설이 말하는 것

3분기 매출 2조 6,312억원/영업이익 4,772억원

한화에어로스페이스의 3분기 매출은 2조 6,312억원/영업이익 4,772억원(OPM 18.1%)로 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 9월부터 한화인더스트리얼솔루션즈로 인적분할된 한화정밀기계와 한화비전의 실적을 제외한 수치임에도 불구하고, 두 회사를 모두 포함한 시장 컨센서스인 3,160억원을 +51.0% 상회하는 놀라운 수치이다. 폴란드 K9이 지난 분기 6문에 비해 크게 늘어난 24문 인도되었으며 천무 또한 19대가 인도되었다. 3Q누적 30문 인도된 K9은 4Q에 추가로 30문 인도되어 연간 가이드스 60문을 채울 전망이며, 3Q누적 37대 인도된 천무 또한 연말까지 추가 인도로 연간 40대 이상의 인도량을 보일 전망이다.

놀라운 이익률 관련, 먼저 타 방산회사와 마찬가지로 방산 내수 이익률이 좋아지고 있으며 사측은 내수 이익률을 기존의 심리적 상한이었던 OPM 6~7%를 훌쩍 넘긴 10%이상의 이익률로 안내하고 있다. 수출 이익률은 더 좋다. 지상방산부문 전체 이익률은 26.6%를 기록했으며 이를 토대로 역산한 수출 이익률은 역대 최고인 36.8%로 추정된다. 내수와 수출 이익률 모두 기존의 예상을 훌쩍 뛰어넘는 수치이다. 다만 이번 분기 실적의 대부분을 차지하는 폴란드형 K9/천무는 조기 인도를 위해 급하게 계약을 체결한 폴란드의 사정으로 다른 나라보다 이익률이 좋은 것으로 알려져 있다. 4Q또는 내년 이후 이집트, 호주 등의 물량이 더해지게 되면 현재의 이익률을 지속할 수 있을지 여부는 불확실하지만, 그렇다 하더라도 수출분에서 평균 20%이상의 이익률은 유지할 수 있을 것으로 전망한다.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 490,000원으로 상향

동사의 투자 의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 490,000원으로 상향한다. Target P/B를 독일 Rheinmetall社의 24년 5.5배에서 10%하한한 4.9배로 상향한다. 여전히 비교 대상인 독일 Rheinmetall보다 저평가되어 있다. 우리나라는 독일과 달리 우크라이나에 직접 무기 지원을 하지 않고 있기 때문에 러-우 전쟁의 수혜를 직접 받고 있는 독일의 RHM에 비해 상대적으로 관련 기대감이 약하다. 이는 한화에어로스페이스와 RHM의 주가 차이에도 영향을 미치고 있지만, 최근 북한의 러시아 파병을 계기로 우리나라의 탄약 등 직접 지원이 거론되고 있어 상황은 앞으로 달라질 가능성이 있다. 이미 수출 비중 및 영업이익률에서 RHM을 따라잡은 한화에어로스페이스의 시가총액은 여전히 RHM의 54%수준에 불과하다. 한화에어로스페이스는 지난 9월 25일 6,673억원 규모의 추진장악 Smart Factory 구축을 발표하며 2026년까지 장악 생산 능력을 확충하기로 했다. 대규모의 탄약 관련 시설 투자 결정은 향후 탄약 및 장약 수요 증가에 대한 확신 없이는 어려운 일인 바 앞으로 탄약 관련 실적의 상승 가능성은 매우 크다. 탄약 뿐 아니라 K9 자주포 관련해서도, 쏟아지는 주문으로 조립라인을 2개 추가 증설하여 기존 연 80대 규모의 공급 능력에서 240대의 공급 능력을 갖추게 되었다. 이는 단순한 증설이 아닌, 연이은 대규모 계약에 기반한 선제적 공급망 관리로 파워팩, 포신 등 주요 구성품의 원활한 공급을 확보한 결과이며, 공급망 회복에 어려움을 겪는 경쟁국들과 차별화되는 요소이다. 전쟁이 끝난다 하더라도, 비단 우크라이나 직접 지원뿐만 아니라 유럽 전역의 비어버린 탄약고와 무기고를 채우기 위한 Restocking수요는 향후 수 년간 지속될 전망이며 그 안에서 동사의 중추적 역할은 자명하다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	490,000원(상향)
증가(2024.10.31)	368,000원
상승여력	33.2%

Stock Indicator

자본금	266십억원
발행주식수	4,558만주
시가총액	16,774십억원
외국인지분율	42.8%
52주 주가	101,000~393,000원
60일평균거래량	408,987주
60일평균거래대금	128.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	23.9	27.8	74.0	264.4
상대수익률	25.3	35.5	79.0	252.1

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	9,359	9,839	11,405	11,527
영업이익(십억원)	691	1,194	1,390	1,421
순이익(십억원)	818	610	715	754
EPS(원)	16,147	12,446	15,690	16,533
BPS(원)	69,689	87,434	100,660	114,729
PER(배)	7.7	29.6	23.5	22.3
PBR(배)	1.8	4.2	3.7	3.2
ROE(%)	25.6	16.2	16.7	15.4
배당수익률(%)	1.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	8.1	11.8	10.7	10.4

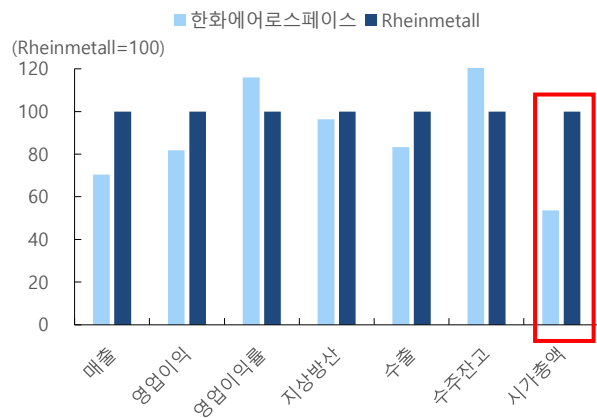
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]

변용진 2122-9181

yongjin.byun@imfnssec.com

그림1. 한화에어로스페이스 vs 라인메탈



자료: iM증권 리서치본부

표1. 한화에어로스페이스 vs 라인메탈

2024.3Q		
(십억원)	한화에어로스페이스	Rheinmetall
매출	6,415.1	9,102.9
영업이익	832.2	1,017.8
영업이익률	13.0%	11.2%
지상방산비중	56.8%	58.9%
수출비중	63.5%	76.2%
수주잔고	65,982.0	45,342.0
시가총액	16,774.0	31,280.7

자료: iM증권 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	9,838.8	11,405.2	11,527.2
항공우주	1,449.7	1,368.9	1,610.5	1,974.2	1,893.5	1,876.0
지상방산	1,468.4	2,048.1	4,133.8	5,682.5	6,372.8	6,250.5
시스템	2,089.5	2,188.0	2,453.1	2,726.7	2,973.3	3,204.1
썬트렉아이	-	91.4	125.4	162.9	165.6	196.6
비전	679.5	1,002.3	1,053.8			
정밀기계	591.7	521.8	416.2			
영업이익	277.1	400.3	691.1	1,194.3	1,389.6	1,421.3
영업이익률	5.0%	5.7%	7.4%	12.1%	12.2%	12.3%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표3. 한화에어로스페이스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출	1,927.0	1,797.9	2,202.4	3,431.7	1,449.1	2,334.8	2,631.2	3,423.7
항공우주	390.0	401.9	390.2	428.4	443.5	562.4	477.9	490.5
지상방산	841.5	600.1	762.7	1,929.5	656.6	1,332.6	1,656.0	2,037.3
시스템	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	687.3	639.2	855.8
썬트렉아이	23.9	38.9	24.9	37.7	31.7	47.4	43.7	40.1
비전	273.6	284.1	246.0	250.1				
정밀기계	110.8	109.9	110.4	85.2				
영업이익	228.5	82.9	103.9	275.8	37.4	358.8	330.2	366.4
영업이익률	11.9%	4.6%	4.7%	8.0%	2.0%	12.9%	10.6%	9.9%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표4. 한화에어로스페이스 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출	9,838.8	11,405.2	9,874.5	11,209.1	(35.7)	196.1
영업이익	1,194.3	1,389.6	990.3	1,213.6	204.0	176.0
영업이익률	12.1%	12.2%	10.0%	10.8%	2.1%P	1.4%P

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표5. 한화에어로스페이스 목표주가 산출

	2021	2022	2023	2024F	비고
EPS(원)	4,989	3,858	16,147	15,980	
BPS(원)	57,134	56,504	69,773	87,434	
고점 P/E(배)	11.0	22.1	8.8	24.6	
평균 P/E(배)	9.0	15.3	6.7	14.8	
저점 P/E(배)	6.0	10.8	4.1	8.1	
고점 P/B(배)	1.0	1.5	2.0	4.5	
평균 P/B(배)	0.8	1.0	1.6	2.7	
저점 P/B(배)	0.5	0.7	1.0	1.5	
ROE(%)	8.7	8.6	23.5	15.3	지배주주순이익 기준
적용 BPS(원)				100,660	2025 BPS Rheinmetall 24E 10%할인
Target P/B(배)				4.9	
적정주가(원)				493,236	
목표주가(원)				490,000	
전일 종가(원)				368,000	
상승여력				33.2%	

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

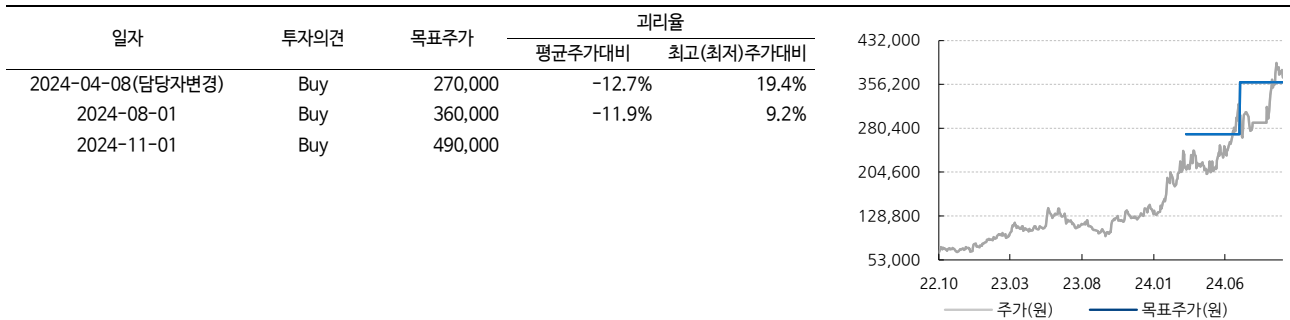
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,192	10,088	11,225	12,326	매출액	9,359	9,839	11,405	11,527
현금 및 현금성자산	1,806	2,357	2,437	3,221	증가율(%)	32.6	5.1	15.9	1.1
단기금융자산	101	75	57	42	매출원가	7,221	7,203	8,249	8,324
매출채권	2,212	2,321	2,676	2,703	매출총이익	2,138	2,636	3,157	3,203
재고자산	2,869	3,016	3,496	3,533	판매비와관리비	1,447	1,441	1,767	1,782
비유동자산	10,351	10,113	9,928	9,738	연구개발비	309	-	-	-
유형자산	3,410	3,138	2,914	2,729	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2,203	2,121	2,044	1,973	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	19,543	20,201	21,153	22,063	영업이익	691	1,194	1,390	1,421
유동부채	12,077	12,044	12,138	12,236	증가율(%)	72.6	72.8	16.4	2.3
매입채무	919	967	1,120	1,132	영업이익률(%)	7.4	12.1	12.2	12.3
단기차입금	1,374	1,324	1,293	1,281	이자수익	85	80	82	108
유동성장기부채	1,165	1,087	957	945	이자비용	170	148	147	147
비유동부채	2,782	2,897	3,013	3,036	지분법이익(손실)	16	16	16	16
사채	642	657	718	730	기타영업외손익	-239	-223	-224	-223
장기차입금	759	859	914	925	세전계속사업이익	1,215	886	1,082	1,140
부채총계	14,859	14,941	15,151	15,273	법인세비용	238	186	227	239
자배주주지분	3,528	3,985	4,588	5,229	세전계속이익률(%)	13.0	9.0	9.5	9.9
자본금	266	240	240	240	당기순이익	977	728	855	901
자본잉여금	192	192	192	192	순이익률(%)	10.4	7.4	7.5	7.8
이익잉여금	2,627	3,155	3,788	4,460	지배주주귀속 순이익	818	610	715	754
기타자본항목	443	398	368	337	기타포괄이익	-158	-45	-30	-30
비지배주주지분	1,156	1,275	1,414	1,561	총포괄이익	819	683	824	870
자본총계	4,684	5,260	6,002	6,791	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,390	1,307	825	1,440	주당지표 (원)				
당기순이익	977	728	855	901	EPS	16,147	12,446	15,690	16,533
유형자산감가상각비	261	272	224	185	BPS	69,689	87,434	100,660	114,729
무형자산감각비	78	82	76	71	CFPS	22,844	19,675	22,286	22,150
지분법관련손실(이익)	16	16	16	16	DPS	1,800	1,800	1,800	1,800
투자활동 현금흐름	-3,029	465	459	504	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-450	-	-	-	PER	7.7	29.6	23.5	22.3
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.8	4.2	3.7	3.2
금융상품의 증감	-3,035	-100	-100	-50	PCR	5.4	18.7	16.5	16.6
재무활동 현금흐름	368	-201	-199	-155	EV/EBITDA	8.1	11.8	10.7	10.4
단기금융부채의증감	51	-128	-161	-24	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	439	115	116	23	ROE	25.6	16.2	16.7	15.4
자본의증감	-	-25	-	-	EBITDA0이익률	11.0	15.7	14.8	14.6
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	317.2	284.0	252.4	224.9
현금및현금성자산의증감	-1,263	551	80	784	순부채비율	43.4	28.4	23.1	9.1
기초현금및현금성자산	3,070	1,806	2,357	2,437	매출채권회전율(x)	5.0	4.3	4.6	4.3
기말현금및현금성자산	1,806	2,357	2,437	3,221	재고자산회전율(x)	3.7	3.3	3.5	3.3

자료 : 한화에어로스페이스, iM증권리서치본부

한화에어로스페이스 투자이건 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.

[투자이건]

종목추천 투자등급

종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%