

한화에어로스페이스 (012450)

세가지 궁금증

투자의견

BUY(유지)

목표주가

600,000 원(상향)

현재주가

498,000 원(02/11)

시가총액

22,699(십억원)

기계/로보틱스/운송 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 4분기 실적 매출액 4조 8,311억원(+56%yoy), 영업이익 8,925억원(+222%yoy, OPM 18.5%)을 기록. 영업이익 컨센서스 5,309억원을 크게 상회하는 실적. 지상방산 OPM 25.9%. 3분기 26.6%에 이어 상상 이상의 수익성을 또 한 번 기록. 4분기에는 폴란드 K-9 40문, 천무 12대가 인식. 예상보다 인도 물량 많았고, 환 효과도 더해짐
- 동사의 향후 실적에 대해 세가지 궁금증이 있었음. **첫번째는 폴란드 외 수출 물량의 수익성.** 통상 폴란드 마진보다 낮고, 향후 호주와 이집트 매출 더해지면 수익성이 떨어질 것이라는 우려가 있음. 그러나, 이번 실적에서 물량 증가에 따른 레버리지 효과가 타 수출 프로젝트에도 긍정적 영향을 미치고 있다는 것이 증명됨. 참고로 4Q24 지상방산 수출에서 폴란드 외에 0.8조원 수준의 매출이 발생한 것으로 추정. 지상 방산의 탑라인 유지되는 한, 현 수준의 수익성 지속 가능할 것으로 판단. **두번째는 4분기 폴란드 인도량 증가에 따른 조기 납품 및 2025년 인도 공백 가능성.** 이 또한 사측이 올해 폴란드 물량 K-9 70문 이상, 천무 50대 이상 인도 목표를 제시해, 우려는 해소되었음
- 마지막은 실적 피크아웃 가능성.** 이에 대한 해답은 또 한 번의 중장기 주가 상승 랠리의 근거가 될 수 있음. 동사의 지상 방산 매출은 연 7~8조원 수준. 탑라인 유지를 위해서는 매년 수 조원대 수주가 필요. 폴란드처럼 특정 국가에서 막대한 규모의 수주를 확보하는 것은 결코 쉽지 않은 일. 다양한 국가에서 다양한 아이템 수출이 이루어지는 사업 구조 확보 필요하고, 반복 구매가 이루어지며 동사 매출의 베이스라인이 되어줄 장약/유도탄(지대지/지대공) 매출 확보 필요하다는 생각. 회사는 이를 실현하기 위해 부단히 노력 중. 참고로, 이번 실적 발표회에서 추가 수주 파이프라인에 대해서는 유럽/중동/아태 내 주력 아이템(K-9, 레드백, 천무 등)을 지속 마케팅하고 있다는 수준의 언급에 그쳤지만, 조금만 둘러보면 동사가 적극적인 해외 마케팅을 실시하고 있고, 추가 수주 기회 또한 많다는 힌트는 어렵지 않게 찾아볼 수 있음. 베트남/인도/미국/중동 자주포, 루마니아 장갑차, 아태 천무 등 다수 프로젝트 진행 중
- 현 수준 수익성 유지를 가정해 실적 추정치 상향. 이에 목표주가도 600,000원으로 상향하며 투자의견 BUY 유지

주가(원, 02/11) 498,000
시가총액(십억원) 22,699

발행주식수 45,581천주
52주 최고가 498,500원
52주 최저가 134,100원
52주 일간 Beta 0.33
60일 일평균거래대금 1,518억원
외국인 지분율 45.1%
배당수익률(2024F) 0.4%

주주구성
한화(외 4인) 34.0%
국민연금공단(외 1인) 7.6%

	1M	6M	12M
주가상승	1M	6M	12M
상대기준	30.6%	60.5%	260.2%
절대기준	31.6%	58.6%	257.1%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	600,000	440,000	▲
영업이익(24)	1,725	1,335	▲
영업이익(25)	2,029	1,572	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	9,359	11,246	13,106	14,388
영업이익	691	1,725	2,029	2,452
세전손익	1,215	2,649	1,847	2,341
당기순이익	977	2,545	1,424	1,815
EPS(원)	16,147	46,730	25,388	32,359
증감률(%)	318.5	189.4	-45.7	27.5
PER(배)	7.7	10.7	19.6	15.4
ROE(%)	25.6	46.6	18.8	20.0
PBR(배)	1.8	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA(배)	8.4	11.8	9.6	7.9

자료: 유진투자증권

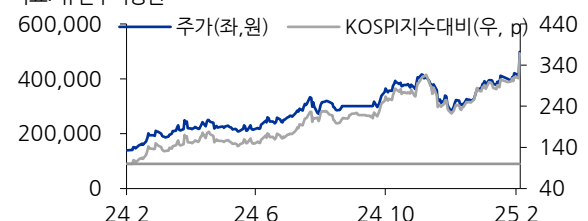


도표 1. 한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,449	2,335	2,631	4,831	10,840	11,246	13,106	14,388
항공우주	430	543	478	595	1,610	2,046	2,191	2,322
민수	208	250	217	293	851	968	1,043	1,116
군수/기타	222	293	261	302	759	1,078	1,148	1,207
지상방산	655	1,330	1,656	3,365	4,133	7,006	8,011	8,726
내수	352	571	683	1,515	2,608	3,121	3,463	3,592
수출	303	758	973	1,850	1,524	3,885	4,548	5,134
기타 및 조정	364	462	497	871	5,097	2,195	2,904	3,340
영업이익	18	337	477	893	808	1,725	2,029	2,452
opm%	1.2	14.4	18.1	18.5	7.5	15.3	15.5	17.0

자료: 유진투자증권

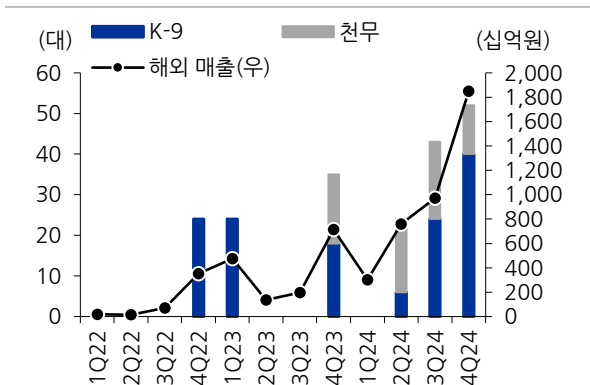
주) 기타 사업부문에는 한화시스템, 씨트렉아이 연결 조정 포함

도표 2. 한화에어로스페이스 밸류에이션 테이블

구분	산정가치 (십억원)	비고
◎ 한화에어로스페이스		
12MF NOPLAT	1,352	지상방산&항공우주부문, 법인세율 24% 가정
적용 멀티플(배)	18	글로벌 방산 Peer 평균 PER 적용, 20% 할인
(A) 지상방산&항공우주 가치	24,329	
(B) 주요 상장 자회사 가치	3,175	한화시스템&씨트렉아이&한화오션 시장가 기준, 자회사 지분율 및 70% 할인 적용
(C=A+B) 합산 기업가치	27,504	
목표주가(원)	600,000	
상승여력(%)	20%	
현재주가(원)	498,000	

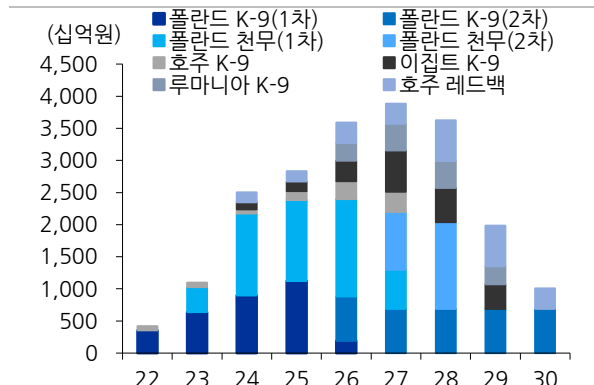
자료: 유진투자증권

도표 3. 폴란드 인식과 해외 매출 추이



자료: 유진투자증권

도표 4. 주요 해외 수주 매출 인식 타임라인 추정



자료: 유진투자증권

한화에어로스페이스(012450.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	15,152	19,543	23,697	24,678	26,366
유동자산	8,508	9,192	13,078	13,559	14,703
현금성자산	3,217	1,909	4,232	5,568	6,083
매출채권	1,543	2,119	2,818	2,591	2,853
재고자산	2,163	2,869	3,177	2,434	2,680
비유동자산	6,644	10,351	10,618	11,119	11,663
투자자산	1,494	4,738	4,941	5,142	5,350
유형자산	3,018	3,410	3,516	3,845	4,208
기타	2,133	2,203	2,162	2,133	2,105
부채총계	11,234	14,859	16,917	16,833	17,151
유동부채	8,223	12,077	13,450	13,341	13,632
매입채무	1,301	1,879	2,303	2,117	2,332
유동성이자부채	1,802	2,616	3,489	3,489	3,489
기타	5,120	7,582	7,657	7,734	7,811
비유동부채	3,011	2,782	3,467	3,492	3,518
비유동이자부채	1,918	1,644	2,468	2,468	2,468
기타	1,093	1,139	999	1,024	1,050
자본총계	3,918	4,684	6,779	7,845	9,215
지배지분	2,857	3,528	5,618	6,684	8,055
자본금	266	266	240	240	240
자본잉여금	217	192	203	203	203
이익잉여금	2,015	2,627	4,651	5,717	7,087
기타	360	443	524	524	524
비지배지분	1,061	1,156	1,161	1,161	1,161
자본총계	3,918	4,684	6,779	7,845	9,215
총차입금	3,720	4,259	5,958	5,958	5,958
순차입금	502	2,350	1,725	390	(125)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	1,524	1,390	2,076	2,420	1,632
당기순이익	147	977	2,545	1,424	1,815
자산상각비	263	339	339	382	410
기타비현금성손익	416	(407)	1,079	(169)	(398)
운전자본증감	794	462	(1,783)	745	(337)
매출채권감소(증가)	(305)	(583)	(1,176)	227	(262)
재고자산감소(증가)	(277)	(714)	(577)	743	(246)
매입채무증가(감소)	226	244	616	(186)	214
기타	1,150	1,514	(647)	(39)	(43)
투자현금	(1,225)	(3,029)	(1,439)	(1,002)	(1,021)
단기투자자산감소	(767)	(10)	(363)	(9)	(9)
장기투자증권감소	42	(2,372)	(366)	(280)	(235)
설비투자	197	453	624	635	697
유형자산처분	5	3	2	0	0
무형자산처분	(148)	(118)	(88)	(48)	(48)
재무현금	216	368	1,570	(91)	(105)
차입금증가	263	445	1,962	0	0
자본증가	(35)	(51)	(91)	(91)	(105)
배당금지급	35	51	91	91	105
현금 증감	542	(1,263)	2,212	1,327	506
기초현금	2,528	3,070	1,806	4,019	5,345
기말현금	3,070	1,806	4,019	5,345	5,851
Gross Cash flow	825	909	4,064	1,675	1,969
Gross Investment	(336)	2,557	2,859	248	1,349
Free Cash Flow	1,161	(1,648)	1,205	1,426	620

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,060	9,359	11,246	13,106	14,388
증가율(%)	27.4	32.6	20.2	16.5	9.8
매출원가	5,549	7,221	8,317	9,766	10,497
매출총이익	1,512	2,138	2,929	3,340	3,890
판매 및 일반관리비	1,111	1,447	1,205	1,311	1,439
기타영업손익	50	30	(17)	9	10
영업이익	400	691	1,725	2,029	2,452
증가율(%)	44.5	72.6	149.6	17.7	20.8
EBITDA	663	1,030	2,064	2,411	2,862
증가율(%)	28.9	55.4	100.3	16.8	18.7
영업외손익	(205)	524	924	(182)	(111)
이자수익	48	85	76	90	96
이자비용	85	170	202	162	149
지분법손익	(21)	(28)	(106)	(110)	(58)
기타영업외손익	(147)	637	1,155	(0)	(0)
세전순이익	195	1,215	2,649	1,847	2,341
증가율(%)	(32.5)	521.7	118.0	(30.3)	26.7
법인세비용	75	238	132	423	525
당기순이익	147	977	2,545	1,424	1,815
증가율(%)	(51.4)	566.6	160.5	(44.0)	27.5
지배주주지분	195	818	2,130	1,157	1,475
증가율(%)	(22.7)	318.5	160.5	(45.7)	27.5
비지배지분	(49)	159	415	267	340
EPS(원)	3,858	16,147	46,730	25,388	32,359
증가율(%)	(22.7)	318.5	189.4	(45.7)	27.5
수정EPS(원)	3,858	16,147	46,730	25,388	32,359
증가율(%)	(22.7)	318.5	189.4	(45.7)	27.5

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,858	16,147	46,730	25,388	32,359
BPS	56,436	69,689	123,261	146,650	176,708
DPS	1,000	1,800	2,000	2,300	2,500
밸류에이션(배, %)					
PER	19.1	7.7	10.7	19.6	15.4
PBR	1.3	1.8	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	6.4	8.4	11.8	9.6	7.9
배당수익율	1.4	1.4	0.4	0.5	0.5
PCR	4.5	6.9	5.6	13.6	11.5
수익성(%)					
영업이익율	5.7	7.4	15.3	15.5	17.0
EBITDA이익율	9.4	11.0	18.4	18.4	19.9
순이익율	2.1	10.4	22.6	10.9	12.6
ROE	6.8	25.6	46.6	18.8	20.0
ROIC	6.8	16.3	43.7	38.2	45.1
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	12.8	50.2	25.4	5.0	(1.4)
유동비율	103.5	76.1	97.2	101.6	107.9
이자보상배율	4.7	4.1	8.6	12.6	16.4
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
매출채권회전율	5.5	5.1	4.6	4.8	5.3
재고자산회전율	3.7	3.7	3.7	4.7	5.6
매입채무회전율	6.5	5.9	5.4	5.9	6.5

