2024-05-28

한화에어로스페이스 (012450/KS)

K-방산의 상징 그 잡채

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 250,000 원(상향)
현재주가: 211,000 원
상승여력: 18.5%

의구심 떨쳐내는 수주잔고의 우상향

지난 4 월 영국 차기 자주포 도입 사업에 독일 기업이 선정되고, 시장 기대해 부합하지 못하는 1분기 실적을 발표하면서 경쟁 심화에 대한 우려가 커진 것이 사실이다. 하지만 이는 기우에 그칠 것을 판단되며, 분기 실적에 일희일비하기보다 꾸준한 연간 성장성에 더욱 초점을 맞추어야 한다. 분기별 실적은 수출 물량의 인도 시점에 따라 다소 편차가 나타날 수 있다는 점은 이미 모두가 알고 있었던 사실이다. 수주 잔고는 자주포 외 천무 등 추가 수출 품목이 더해지며 30 조원을 넘어섰고, 꾸준히 우상향 중이다. 중장기적 성장성에 대한 의구심을 떨쳐내야 할 시점이다.

방산/우주 사업에 더욱 집중

지난 4 월 공시를 통해 밝힌 바와 같이 하반기 인적분할이 마무리되면, 방위산업 역량이 더욱 집중되는 효과가 나타날 것으로 기대된다. 방산과 민수 사업 분야를 구분하여 각각의 사업 영역에 더욱 집중한다는 것이 주요 골자인데, 이미 베스트셀러 품목으로 자리잡은 K-9 자주포를 넘어 장갑차, 천무, 탄약, 잠수함, 위성 등의 수출 전선이 넓어지는 효과로 연결될 전망이다. 한국형 발사체 기술부터 SAR/EO 위성 제작, 위성 데이터의 활용 등 우주 사업도 보다 빠르고 정교한 의사 결정이 가능해질 것으로 보인다.

투자의견 매수, 목표주가 25 만원으로 상향

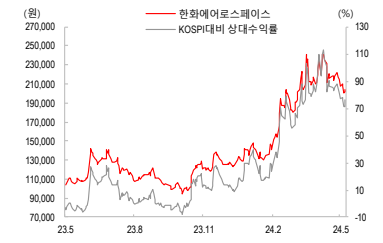
투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 16 만원에서 25 만원으로 상향(+56.3%) 조정한다. 목표주가는 기존 대비 올해와 내년 순이익 예상치를 약 18% 상향 조정하면서 도출된 예상 EPS 평균값에 2022년 이후 Historical 12m fwd PER 밴드 상단 수준인 21.4 배를 적용하여 산출했다. 작금의 상황이 과거 가장 높은 Multiple 을 적용 받던 시점(22년 하반기)과 비교했을 때 절대 열위에 있지 않다. 신규 수출 및 수주가 증가하며 실적에 대한 시장 컨센서스는 상향 조정되는 중이고, 낮은 Multiple 을 적용해야 할 이유도 없다. 추가 수출 모멘텀도 살아 있는 상황에서 사업 재편 이후에는 K-방산 대표 기업으로써 프리미엄 부여도 충분히 가능하다는 판단이다.

Analyst
나승두
nsdoo@sks.co.kr
3773-8891

Company Data	
발행주식수	5,063 만주
시가총액	103,285 억원
주요주주	
한화(외2)	33.98%
국민연금공단	8.58%

Stock Data	
주가(24/05/27)	211,000 원
KOSPI	2,722.99 pt
52주 최고가	241,500 원
52주 최저가	94,000 원
60일 평균 거래대금	1,843 억원

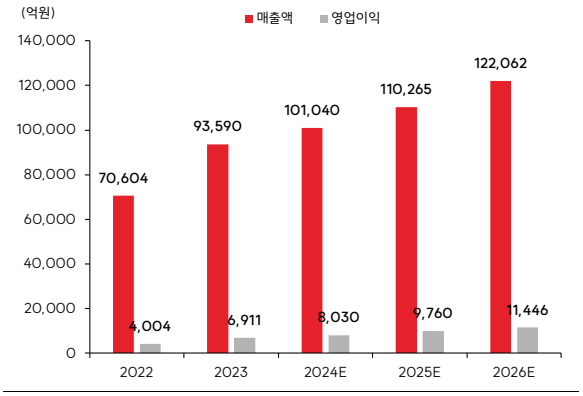
주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

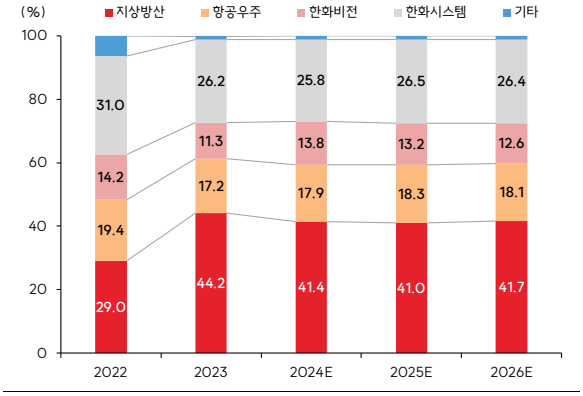
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	억원	55,414	70,604	93,590	101,040	110,265	122,062
영업이익	억원	2,771	4,003	6,911	8,030	9,760	11,446
순이익(지배주주)	억원	2,526	1,954	8,175	5,815	6,493	7,621
EPS	원	3,172	3,347	16,147	10,545	12,824	15,053
PER	배	15.1	22.0	7.7	19.3	15.9	13.6
PBR	배	0.8	1.3	1.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	배	7.0	8.0	9.5	13.3	11.9	10.6
ROE	%	9.2	6.8	25.6	15.4	15.1	15.5

한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망



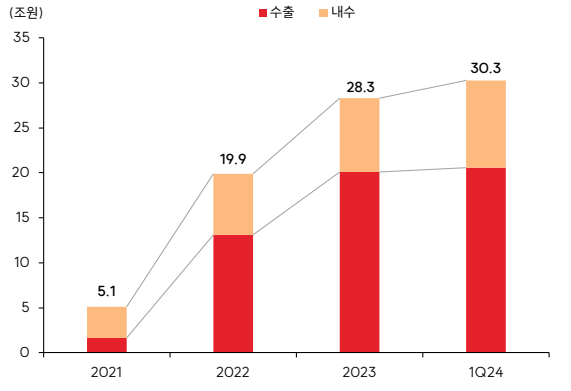
자료: 한화에어로스페이스, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, SK 증권 추정

한화에어로스페이스 수주 잔고 추이



자료: 한화에어로스페이스, SK 증권

한화에어로스페이스 분할 관련 공시 내용 정리

▶ 2024 년 4 월 5 일, 회사분할결정 공시

- 존속회사: 한화에어로스페이스
  항공, 방산, 우주, 위성, IT 등 사업 영위
- 신설회사: 한화인더스트리얼솔루션즈(가칭)
  시큐리티, 칩마운터, 반도체장비 등 사업 영위
- 분할비율: 존속회사 0.9002 / 신설회사 0.0997
- 매매거래정기기간: 2024 년 8 월 29 일 ~ 9 월 26 일
- 신주 상장예정일: 2024 년 9 월 27 일
- 분할기일: 2024 년 9 월 1 일

자료: 한화에어로스페이스, SK 증권

한화에어로스페이스 실적 추정 및 목표주가 산출

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	목표주가 산출
매출액	70,604	93,590	101,040	110,265	122,062	
지상방산	20,482	41,325	41,862	45,179	50,884	- 24~25 년 예상 EPS 평균: 11,685 원
항공우주	13,689	16,105	18,112	20,174	22,064	- Target PER: 21.4 배
한화비전	10,023	10,538	13,917	14,545	15,415	(22~24 년 Historical 12m fwd PER 상단)
한화시스템	21,880	24,531	26,087	29,223	32,242	- 목표주가: 250,000 원
기타	4,531	1,091	1,062	1,144	1,457	- 현재주가: 211,000 원
영업이익	4,004	6,911	8,030	9,760	11,446	- Upside: 18.5 %
(OPM)	(5.7)	(7.4)	(7.9)	(8.9)	(9.4)	

자료: 한화에어로스페이스, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	85,077	91,920	104,092	121,772	147,778
현금및현금성자산	30,698	18,064	15,677	18,711	27,670
매출채권 및 기타채권	15,427	21,186	23,405	27,663	30,695
재고자산	21,630	28,686	34,314	39,828	47,304
비유동자산	66,441	103,509	108,717	113,730	121,656
장기금융자산	7,946	7,386	7,579	7,768	8,025
유형자산	30,180	34,103	33,291	32,307	31,925
무형자산	21,326	22,028	21,570	21,219	20,921
자산총계	151,518	195,429	212,808	235,502	269,434
유동부채	82,229	120,766	133,852	148,597	171,712
단기금융부채	18,016	26,158	29,025	32,255	37,320
매입채무 및 기타채무	8,747	12,548	13,923	15,473	17,902
단기충당부채	1,149	1,123	1,246	1,385	1,603
비유동부채	30,106	27,821	26,422	27,904	30,939
장기금융부채	18,571	15,804	16,952	17,449	18,940
장기매입채무 및 기타채무	3,994	3,423	3,951	4,125	4,099
장기충당부채	105	69	76	85	98
부채총계	112,335	148,587	160,274	176,501	202,651
지배주주지분	28,574	35,284	40,234	45,871	52,681
자본금	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
자본잉여금	2,171	1,918	1,967	2,022	2,122
기타자본구성요소	-22	-22	-25	-26	-27
자기주식	-22	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	20,146	26,274	31,179	36,761	43,473
비지배주주지분	10,610	11,559	12,301	13,130	14,103
자본총계	39,183	46,842	52,535	59,000	66,783
부채와자본총계	151,518	195,429	212,808	235,502	269,434

포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	70,604	93,590	101,040	110,265	122,062
매출원가	55,486	72,212	74,203	75,904	78,299
매출총이익	15,118	21,378	26,837	34,361	43,763
매출총이익률(%)	21.4	22.8	26.6	31.2	35.9
판매비와 관리비	11,114	14,467	18,807	24,601	32,317
영업이익	4,003	6,911	8,030	9,760	11,446
영업이익률(%)	5.7	7.4	7.9	8.9	9.4
비영업손익	-2,050	5,237	-605	-809	-927
순금융손익	-370	-850	-690	-781	-808
외환관련손익	-488	80	221	182	299
관계기업등 투자손익	-210	158	77	57	82
세전계속사업이익	1,954	12,148	7,425	8,951	10,519
세전계속사업이익률(%)	2.8	13.0	7.3	8.1	8.6
계속사업법인세	747	2,379	1,344	1,629	1,925
계속사업이익	1,207	9,769	6,081	7,322	8,594
중단사업이익	259	0	476	0	0
***법인세효과**	170	0	105	0	0
당기순이익	1,466	9,769	6,557	7,322	8,594
순이익률(%)	2.1	10.4	6.5	6.6	7.0
지배주주	1,954	8,175	5,815	6,493	7,621
지배주주귀속 순이익률(%)	2.8	8.7	5.8	5.9	6.2
비지배주주	-488	1,594	742	829	973
총포괄이익	1,034	8,193	6,557	7,322	8,594
지배주주	2,122	7,499	6,002	6,702	7,867
비지배주주	-1,088	693	555	620	727
EBITDA	6,631	10,302	11,051	12,452	13,877

현금흐름표

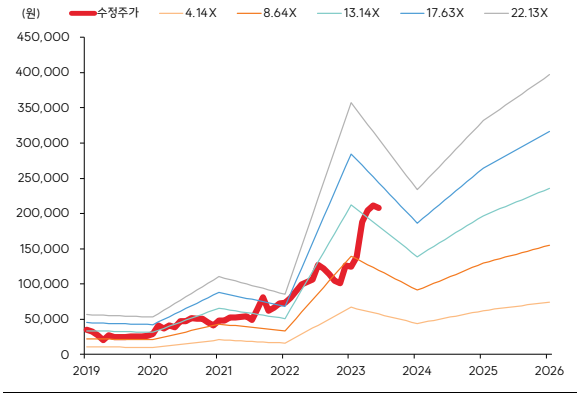
12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
당기순이익(손실)	1,466	9,769	6,557	7,322	8,594
비현금성항목등	6,783	-677	4,865	4,863	4,824
유형자산감가상각비	1,807	2,608	2,278	1,986	1,757
무형자산상각비	821	783	743	706	673
기타	4,156	-4,068	1,845	2,171	2,393
운전자본감소(증가)	7,936	4,620	-1,169	-1,599	3,220
매출채권및기타채권의감소(증가)	-3,050	-5,826	-2,219	-4,258	-3,032
재고자산의감소(증가)	-2,773	-7,135	-5,628	-5,514	-7,476
매입채무및기타채무의증가(감소)	2,259	2,437	1,375	1,550	2,429
기타	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
법인세납부	-1,469	-1,398	-1,449	-1,629	-1,925
투자활동현금흐름	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
금융자산의감소(증가)	-7,231	-231	-1,380	-464	-567
유형자산의감소(증가)	-1,916	-4,502	-1,465	-1,002	-1,375
무형자산의감소(증가)	-1,480	-1,178	-285	-355	-376
기타	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
재무활동현금흐름	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
단기금융부채의증가(감소)	2,446	513	2,867	3,230	5,064
장기금융부채의증가(감소)	488	4,331	1,148	497	1,491
자본의증가(감소)	-2,117	-253	49	55	100
배당금지급	-354	-506	-910	-910	-910
기타	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
현금의 증가(감소)	5,418	-12,635	-2,386	3,034	8,959
기초현금	25,281	30,698	18,064	15,677	18,711
기말현금	30,698	18,064	15,677	18,711	27,670
FCF	11,335	-1,958	6,649	7,174	12,530

주요투자지표

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	27.4	32.6	8.0	9.1	10.7
영업이익	44.5	72.6	16.2	21.5	17.3
세전계속사업이익	-32.5	521.7	-38.9	20.5	17.5
EBITDA	28.9	55.4	7.3	12.7	11.4
EPS	5.5	382.4	-34.7	21.6	17.4
수익성 (%)					
ROA	1.1	5.6	3.2	3.3	3.4
ROE	6.8	25.6	15.4	15.1	15.5
EBITDA마진	9.4	11.0	10.9	11.3	11.4
안정성 (%)					
유동비율	103.5	76.1	77.8	81.9	86.1
부채비율	286.7	317.2	305.1	299.2	303.4
순차입금/자기자본	12.8	50.2	54.3	48.7	38.6
EBITDA/이자비용(배)	7.8	6.1	10.5	10.8	10.9
배당성향	25.9	11.1	15.7	14.0	11.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,347	16,147	10,545	12,824	15,053
BPS	56,479	69,732	79,510	90,643	104,094
CFPS	9,048	22,844	17,451	18,141	19,854
주당 현금배당금	1,000	1,800	1,800	1,800	1,800
Valuation지표 (배)					
PER	22.0	7.7	19.3	15.9	13.6
PBR	1.3	1.8	2.6	2.3	2.0
PCR	8.1	5.4	11.7	11.2	10.3
EV/EBITDA	8.0	9.5	13.3	11.9	10.6
배당수익률	1.4	1.4	0.9	0.9	0.9

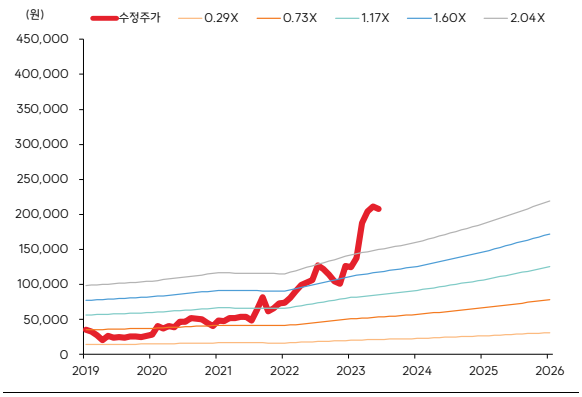
자료 : 한화에어로스페이스,

한화에어로스페이스 PER 밴드 차트



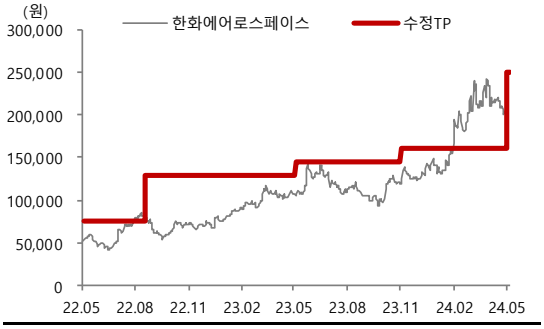
자료: Quantiwise, SK 증권

한화에어로스페이스 PBR 밴드 차트



자료: Quantiwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.05.28	매수	250,000원	6개월		
2023.11.28	매수	160,000원	6개월	7.99%	50.94%
2023.05.30	매수	145,000원	6개월	-19.47%	-1.72%
2022.09.13	매수	130,000원	6개월	-36.09%	-9.77%
2022.05.31	매수	75,000원	6개월	-20.73%	13.87%



Compliance Notice

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 05 월 28 일 기준)

매수	96.27%	중립	3.73%	매도	0.00%