

2024. 5. 2



▲ 방위산업  
Analyst 이지호  
02. 6454-4885  
jiholee@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	250,000 원
현재주가 (4.30)	211,500 원
상승여력	18.2%
KOSPI	2,692.06pt
시가총액	107,082억원
발행주식수	5,063만주
유통주식비율	65.90%
외국인비중	36.11%
52주 최고/최저가	241,500원/94,000원
평균거래대금	1,871.3억원
주요주주(%)	
한화 외 2 인	33.98
국민연금공단	8.58

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.4	108.0	105.9
상대주가	5.5	78.5	91.4

주가그래프



# 한화에어로스페이스 012450

## 1Q24 Review: 개와 늑대의 시간

- ✓ 1Q24P 매출액 1,85조원(YoY -9.3%), 컨센서스 -10.4% 하회
- ✓ 1Q24P 영업이익 374억원(YoY -82.9% / OPM 2.0%), 컨센서스 -73.3% 하회
- ✓ 수출사업은 높은 수익성이라는 공식이 깨진 듯 보이나 연간으로 확인이 필요
- ✓ 루마니아 K9 기대감 여전하며, 2Q 폴란드향 주장비 인도 본격화 시 우려 낮아질 것
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 25만원 유지

실적 쇼크를 기록한 지상방산

1Q24P 실적은 매출액 1,85조원, 영업이익 374억원(OPM 2.0%)을 기록, 컨센서스를 큰 폭으로 하회했다. 한화시스템과 한화비전의 실적 호조에도 불구하고, 기대치를 크게 밑돈 지상방산부문의 실적이 쇼크의 주 원인이다. 지상방산부문은 당분기 매출액 6,566억원(YoY -22%, 수출비중 46%), 영업이익 142억원(YoY -92%, OPM 2.2%)을 기록, 1) 개발사업 중심의 국내사업, 2) 수출사업 내 폴란드 물량 부재 및 부수체계 집중이 겹친 결과로 풀이된다. 일회성 손실 약 -100억원을 감안하더라도 국내와 수출사업 모두 미드싱글 이하의 마진율을 기록한 것으로 추정된다.

의문은 2분기 실적을 통해 확인, 실망은 이르다

수출사업의 평균 마진율이 20% 이상으로 알려져 있다는 점을 감안했을 때, 충격적인 숫자로 풀이될 수 있으나 당분기 수출 물량에는 부수장비만 반영되었다는 점에 주목이 필요하다. 부수장비 중심으로 당분기 수준의 매출이 발생했던 적이 없는데 이는 동사의 외형 확장기를 증명하는 수치로 판단된다. 시장에 알려지지 않은 저마진의 사업일 가능성도 존재하지만 현재 주력 수출품목인 K9과 천무에 수반되는 부수장비라면 1)기 납품된 물량에 대한 부수장비 → 그간의 고마진 수출 설명 가능, 2)향후 납품 물량에 대한 선제적인 부수장비 인도 → 남은 분기 수익성 강화라는 경우의 수를 생각해볼 수 있다.

수출사업은 곧 높은 수익성이라는 공식이 깨진 분기였으나 이는 2분기 실적을 통해 확인할 수 있을 것으로 보이며, 루마니아향 K9 계약이 이르면 5월 중 예상되기에 선불리 실망하기엔 이르다고 판단한다. 연간 폴란드향 인도량 가이드스(각 60문/30문 이상)의 변화가 없으며, 2분기부터는 주장비 인도 본격화되기에 다시 한번 실적 성장세를 기대한다.

투자의견 Buy, 적정주가 25만원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	7,060.4	400.4	195.4	3,859	-51.4	56,436	19.1	1.3	8.0	6.8	286.7
2023	9,359.0	691.1	817.5	16,147	566.6	69,689	7.7	1.8	9.5	25.6	317.2
2024E	11,354.5	944.1	569.3	11,243	-27.0	79,135	18.8	2.7	10.3	15.1	286.9
2025E	13,099.8	1,236.4	828.0	16,355	41.7	93,691	12.9	2.3	8.4	18.9	261.5
2026E	14,001.0	1,373.6	929.5	18,359	12.3	110,253	11.5	1.9	7.3	18.0	227.6

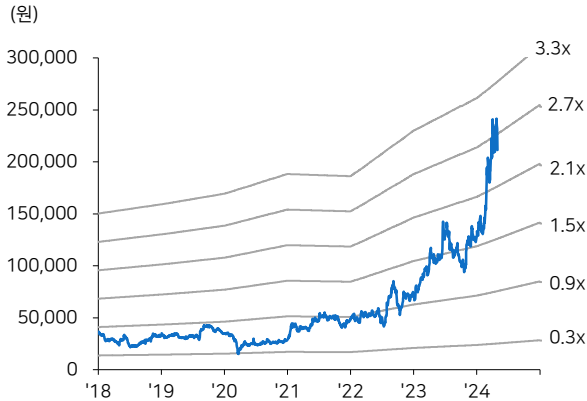
(십억원)	1Q24P	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	<b>1,848.3</b>	2,037.9	-9.3	3,431.8	-46.1	<b>2,063.7</b>	-10.4	<b>2,107.6</b>	-12.3
영업이익	<b>37.4</b>	222.1	-83.2	275.8	-86.4	<b>140.2</b>	-73.3	<b>145.1</b>	-74.2
세전이익	<b>56.2</b>	650.4	-91.4	204.7	-72.5	<b>121.3</b>	-53.7	<b>122.9</b>	-54.3
순이익	<b>-12.6</b>	406.5	적전	160.7	적전	<b>69.2</b>	적전	<b>79.6</b>	적전
영업이익률(%)	<b>2.0</b>	10.9		8.0		<b>6.8</b>		<b>6.9</b>	
순이익률(%)	<b>-0.7</b>	19.9		4.7		<b>3.4</b>		<b>3.8</b>	

자료: 한화에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>2,037.9</b>	<b>1,907.9</b>	<b>1,981.5</b>	<b>3,442.4</b>	<b>1,848.3</b>	<b>2,736.9</b>	<b>2,986.8</b>	<b>3,782.5</b>	<b>9,369.7</b>	<b>11,354.5</b>	<b>13,099.8</b>
지상방산	841.5	600.1	762.7	1,929.5	656.6	1,168.8	1,461.0	2,026.4	4,133.8	5,312.8	6,530.9
항공우주	390.0	401.9	390.2	428.4	443.4	438.4	425.6	449.2	1,610.5	1,756.6	1,816.5
한화비전	273.6	284.1	246.0	250.1	310.0	294.7	292.9	277.8	1,053.8	1,175.3	1,189.2
한화시스템	439.5	610.7	620.8	782.1	544.4	683.0	687.9	918.3	2,453.1	2,833.6	3,038.2
한화정밀기계	110.8	109.9	110.4	85.2	88.9	106.9	89.5	65.4	416.3	350.8	359.4
세트렉아이	23.9	38.9	24.9	37.7	31.7	45.2	29.9	45.4	125.4	152.1	165.6
<b>영업이익</b>	<b>217.7</b>	<b>82.9</b>	<b>114.7</b>	<b>275.8</b>	<b>37.4</b>	<b>258.8</b>	<b>281.1</b>	<b>366.9</b>	<b>691.1</b>	<b>944.1</b>	<b>1,236.4</b>
% OP	10.7%	4.3%	5.8%	8.0%	2.0%	9.5%	9.4%	9.7%	7.4%	8.3%	9.4%
<b>세전이익</b>	<b>639.5</b>	<b>346.6</b>	<b>24.0</b>	<b>204.7</b>	<b>56.0</b>	<b>265.8</b>	<b>280.1</b>	<b>352.3</b>	<b>1,214.8</b>	<b>954.1</b>	<b>1,278.2</b>
<b>순이익(지배)</b>	<b>403.9</b>	<b>263.1</b>	<b>-10.3</b>	<b>160.7</b>	<b>-12.6</b>	<b>172.2</b>	<b>181.4</b>	<b>228.3</b>	<b>817.5</b>	<b>569.3</b>	<b>828.0</b>
<b>% YoY</b>											
매출액	52.8	17.8	31.1	32.6	-9.3	43.5	50.7	9.9	32.7	21.2	15.4
영업이익	219.3	-22.9	80.9	71.1	-82.9	212.1	145.1	33.0	72.6	36.6	31.0
세전이익	1,006.3	824.3	-66.7	631.0	-91.2	-23.3	1,065.6	72.1	521.4	-21.5	34.0
순이익(지배)	955.0	847.7	적전	2,048.4	적전	-34.6	흑전	42.0	403.9	-30.4	45.5
<b>% QoQ</b>											
매출액	-21.5	-6.4	3.9	73.7	-46.3	48.1	9.1	26.6			
영업이익	35.1	-61.9	38.2	140.5	-86.5	593.9	8.6	30.5			
세전이익	2,183.8	-45.8	-93.1	751.9	-72.7	374.9	5.4	25.8			
순이익(지배)	5,298.4	-34.9	적전	흑전	적전	흑전	5.4	25.8			

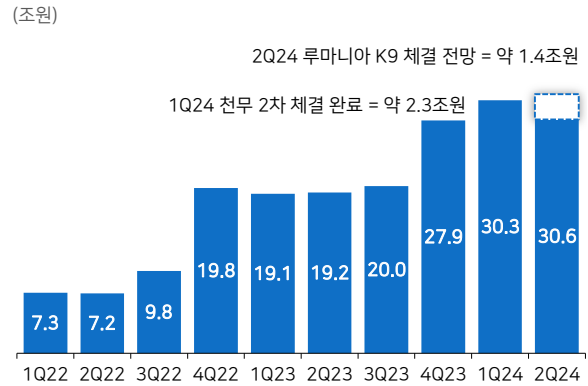
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화에어로스페이스 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 2Q24 중 루마니아 K9 체결 기대



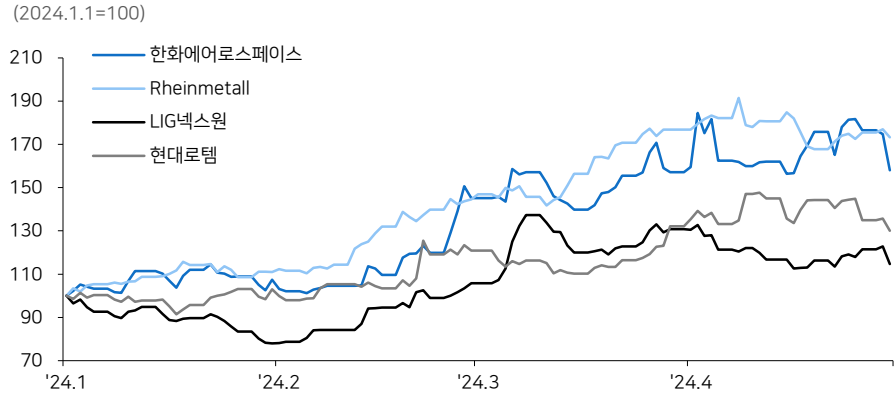
자료: 한화에어로스페이스, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

국내/글로벌 방산기업 Peer Multiple 비교: 유럽/국내가 북미 대비 Ourperform

지역 구분	회사명	시가총액 (십억달러)	주가변화율 (%)			P/E (배)			P/B (배)			ROE (%)		
			1M	3M	YTD	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
국내	한화에어로스페이스	7.8	-12.2	60.0	69.9	11.8	20.2	15.1	2.9	2.6	2.3	27.9	13.6	16.3
	한국항공우주	3.0	-4.2	37.4	40.2	28.2	15.2	11.2	2.4	2.1	1.8	9.1	14.7	17.0
	현대로템	3.7	-1.0	7.1	3.6	23.1	24.3	18.2	3.1	2.8	2.5	14.6	12.5	14.6
	LIG넥스원	2.6	-11.5	50.4	23.2	22.3	17.1	13.1	3.3	2.9	2.4	15.9	18.1	20.5
	한화시스템	2.7	6.6	30.0	13.4	10.6	26.1	21.4	1.6	1.6	1.6	15.4	6.3	7.4
	<b>평균</b>					<b>19.2</b>	<b>20.6</b>	<b>15.8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>16.6</b>	<b>13.1</b>	<b>15.2</b>
북미	Raytheon	134.6	3.5	9.8	20.3	20.2	18.8	16.6	2.3	2.2	2.1	10.8	11.1	11.4
	Boeing	105.3	-9.5	-18.3	-34.2	694.2	27.3					19.8	-1.7	-21.9
	Lockheed Martin	110.8	2.0	7.4	1.9	17.0	17.5	16.5	15.4	17.8	17.2	81.7	96.8	104.2
	Northrop Grumman	72.0	3.2	9.0	3.9	21.3	19.6	17.7	4.6	4.9	4.6	22.2	24.4	26.1
	General Dynamics	78.6	-1.7	7.4	10.3	23.6	19.7	17.5	3.9	3.5	3.3	17.3	18.4	19.6
	L3Harris	40.2	1.5	1.1	0.5	17.2	16.5	14.9	2.1	2.1	2.0	10.2	10.3	12.0
	Oshkosh	7.4	-8.4	0.0	4.0	11.8	10.2	9.5	2.0	1.7	1.5	18.1	17.9	17.6
	Textron	16.2	-11.1	-1.2	5.4	15.4	13.4	12.1	2.4	2.3	2.1	15.0	16.6	16.5
	<b>평균</b>					<b>18.1</b>	<b>101.2</b>	<b>16.5</b>	<b>4.7</b>	<b>4.9</b>	<b>4.7</b>	<b>24.4</b>	<b>24.2</b>	<b>23.2</b>
유럽	Airbus	131.3	-6.9	4.2	11.3	28.2	23.7	18.9	7.7	5.9	4.8	29.7	26.2	28.1
	Safran	93.5	-0.5	16.4	28.1	37.8	29.3	24.1	8.0	6.6	5.6	21.7	23.2	24.3
	BAE Systems	50.9	-0.9	14.4	20.5	21.5	19.7	17.7	3.5	3.7	3.4	16.2	18.7	19.3
	Thales	35.6	0.4	16.4	17.9	20.6	18.6	16.8	4.3	4.3	3.8	21.6	23.7	23.5
	Rolls Royce	43.0	-4.5	36.4	36.0	40.0	26.8	22.1				-15.4	-41.6	-86.9
	Dassault	53.1	-7.3	-12.1	-16.3	30.8	28.4	25.9	6.0	5.5	4.9	18.2	19.2	18.8
	Rheinmetall	24.1	-2.0	57.6	80.2	39.1	24.2	17.8	7.0	5.7	4.6	19.5	25.6	27.9
	Leonardo	13.4	-5.9	35.2	44.8	17.7	14.9	12.5	1.6	1.5	1.3	9.8	10.2	11.0
	Kongsberg Gruppen	12.5	5.6	45.3	68.9	39.1	30.1	25.7	8.8	7.7	6.9	24.1	26.9	28.0
	<b>평균</b>					<b>30.5</b>	<b>24.0</b>	<b>20.2</b>	<b>5.9</b>	<b>5.1</b>	<b>4.4</b>	<b>16.2</b>	<b>14.7</b>	<b>10.4</b>

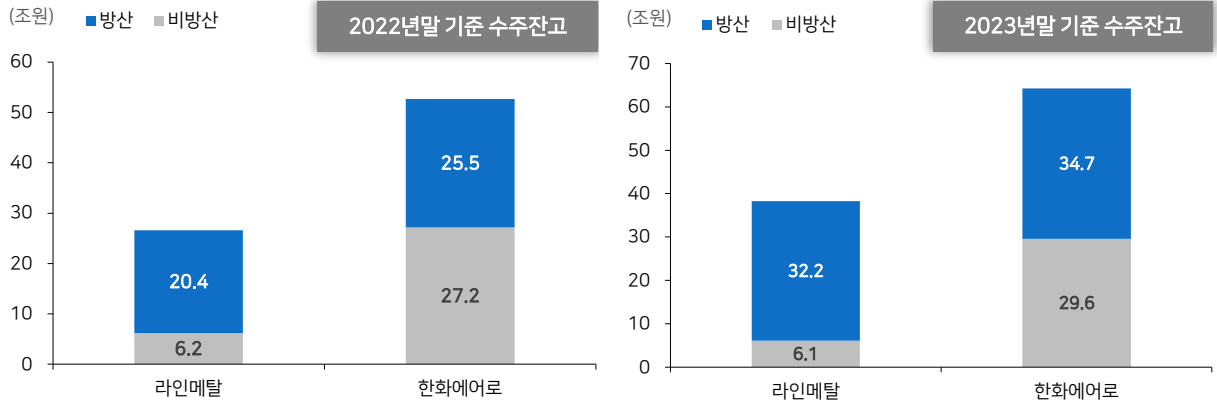
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내 방산기업과 라인메탈의 YTD 주가 추이 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 라인메탈과 한화에어로스페이스의 수주잔고 내 방산/비방산 분류



주: 한화에어로스페이스의 방산 수주잔고에는 한화시스템 방산부문의 수주잔고 포함  
 자료: Rheinmetall, 한화에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>7,060.4</b>	<b>9,359.0</b>	<b>11,354.5</b>	<b>13,099.8</b>	<b>14,001.0</b>
매출액증가율(%)	27.4	32.6	21.3	15.4	6.9
매출원가	5,548.6	7,221.2	8,667.5	9,858.3	10,485.7
매출총이익	1,511.8	2,137.8	2,687.0	3,241.5	3,515.4
판매관리비	1,111.4	1,446.7	1,742.8	2,005.1	2,141.8
<b>영업이익</b>	<b>400.4</b>	<b>691.1</b>	<b>944.1</b>	<b>1,236.4</b>	<b>1,373.6</b>
영업이익률(%)	5.7	7.4	8.3	9.4	9.8
금융손익	-151.0	746.8	-113.8	-112.3	-79.2
중속/관계기업손익	-21.0	15.8	104.3	156.6	156.6
기타영업외손익	-32.9	-238.9	19.5	-2.4	-16.1
세전계속사업이익	195.4	1,214.8	954.2	1,278.2	1,434.9
법인세비용	74.7	237.9	241.5	268.4	301.3
<b>당기순이익</b>	<b>146.6</b>	<b>976.9</b>	<b>712.7</b>	<b>1,009.8</b>	<b>1,133.6</b>
지배주주지분 손이익	195.4	817.5	569.3	828.0	929.5

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>8,507.7</b>	<b>9,192.0</b>	<b>9,924.8</b>	<b>11,610.2</b>	<b>12,849.5</b>
현금및현금성자산	3,069.8	1,806.4	1,787.3	1,411.4	1,707.5
매출채권	1,467.8	2,034.0	2,240.5	2,808.0	3,067.7
재고자산	2,163.0	2,868.6	3,159.8	3,960.2	4,326.5
<b>비유동자산</b>	<b>6,644.1</b>	<b>10,350.9</b>	<b>10,603.8</b>	<b>10,891.1</b>	<b>10,958.1</b>
유형자산	3,018.0	3,410.3	3,625.6	3,853.7	3,887.1
무형자산	2,132.6	2,202.8	2,199.4	2,162.5	2,126.7
투자자산	882.7	3,942.4	3,983.5	4,079.6	4,149.0
<b>자산총계</b>	<b>15,151.8</b>	<b>19,542.9</b>	<b>20,528.5</b>	<b>22,501.3</b>	<b>23,807.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,222.9</b>	<b>12,076.6</b>	<b>12,325.0</b>	<b>13,189.8</b>	<b>13,343.1</b>
매입채무	562.6	919.4	1,012.7	1,165.5	1,202.3
단기차입금	992.1	1,373.5	973.5	573.5	173.5
유동성장기부채	743.2	1,164.5	844.5	524.5	204.5
<b>비유동부채</b>	<b>3,010.6</b>	<b>2,782.1</b>	<b>2,897.7</b>	<b>3,086.8</b>	<b>3,197.3</b>
사채	696.2	642.2	642.2	642.2	642.2
장기차입금	1,016.2	758.9	758.9	758.9	758.9
<b>부채총계</b>	<b>11,233.5</b>	<b>14,858.7</b>	<b>15,222.7</b>	<b>16,276.6</b>	<b>16,540.4</b>
자본금	265.7	265.7	265.7	265.7	265.7
자본잉여금	217.1	191.8	191.8	191.8	191.8
기타포괄이익누계액	362.2	445.7	445.7	445.7	445.7
이익잉여금	2,014.6	2,627.4	3,105.6	3,842.7	4,681.2
비지배주주지분	1,061.0	1,155.9	1,299.3	1,481.1	1,685.1
<b>자본총계</b>	<b>3,918.3</b>	<b>4,684.2</b>	<b>5,305.9</b>	<b>6,224.6</b>	<b>7,267.2</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,524.3</b>	<b>1,390.2</b>	<b>1,327.5</b>	<b>950.9</b>	<b>1,385.8</b>
당기순이익(손실)	146.6	976.9	712.7	1,009.8	1,133.6
유형자산상각비	180.7	260.8	344.8	331.9	326.7
무형자산상각비	82.1	78.3	37.6	36.9	35.8
운전자본의 증감	793.6	462.0	336.7	-271.1	46.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,224.9</b>	<b>-3,029.1</b>	<b>-543.4</b>	<b>-528.7</b>	<b>-286.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-196.7	-453.4	-560.0	-560.0	-360.0
투자자산의감소(증가)	-403.2	-3,043.9	63.1	60.5	87.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>216.1</b>	<b>367.8</b>	<b>-803.1</b>	<b>-798.1</b>	<b>-803.5</b>
차입금의 증감	938.6	539.7	-712.1	-707.1	-712.5
자본의 증가	-211.7	-25.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	541.8	-1,263.5	-19.0	-375.9	296.1
기초현금	2,528.1	3,069.8	1,806.4	1,787.3	1,411.4
기말현금	3,069.8	1,806.4	1,787.3	1,411.4	1,707.5

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	139,451	184,851	224,264	258,736	276,536
EPS(지배주주)	3,859	16,147	11,243	16,355	18,359
CFPS	16,292	17,958	26,745	31,200	33,501
EBITDAPS	13,097	20,348	26,200	31,704	34,289
BPS	56,436	69,689	79,135	93,691	110,253
DPS	1,000	1,800	1,800	1,800	1,800
배당수익률(%)	1.4	1.4	0.9	0.9	0.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	19.1	7.7	18.8	12.9	11.5
PCR	4.5	6.9	7.9	6.8	6.3
PSR	0.5	0.7	0.9	0.8	0.8
PBR	1.3	1.8	2.7	2.3	1.9
EBITDA(십억원)	663.1	1,030.2	1,326.5	1,605.2	1,736.0
EV/EBITDA	8.0	9.5	10.3	8.4	7.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.8	25.6	15.1	18.9	18.0
EBITDA 이익률	9.4	11.0	11.7	12.3	12.4
부채비율	286.7	317.2	286.9	261.5	227.6
금융비용부담률	1.2	1.8	1.6	1.1	0.8
이자보상배율(x)	4.7	4.1	5.3	8.5	12.1
매출채권회전율(x)	5.7	5.3	5.3	5.2	4.8
재고자산회전율(x)	3.7	3.7	3.8	3.7	3.4

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한화에어로스페이스 (012450) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

