



한화에어로스페이스 (012450)

강함을 증명할 시간

▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(유지): 470,000원

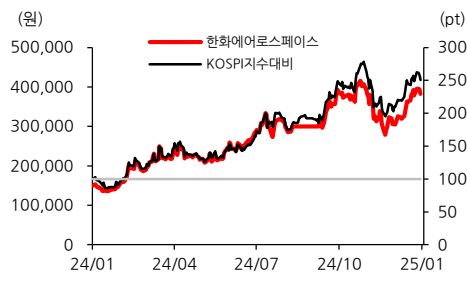
현재 주가(1/20)	377,500원
상승여력	▲24.5%
시가총액	172,069억원
발행주식수	45,581천주
52 주 최고가 / 최저가	416,000 / 135,000원
90 일 일평균 거래대금	1,354.33억원
외국인 지분율	44.8%
주주 구성	
한화 (외 2인)	34.0%
국민연금공단	7.6%
자사주	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	23.8	-2.6	29.6	152.4
상대수익률(KOSPI)	18.9	0.3	39.5	150.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	9,359	10,123	11,446	13,206
영업이익	691	1,393	1,666	1,945
EBITDA	1,030	1,720	2,007	2,314
지배주주순이익	818	854	1,130	1,365
EPS	16,147	18,763	24,821	29,992
순차입금	2,350	4,484	3,851	3,089
PER	7.7	10.8	15.2	12.6
PBR	1.8	2.7	3.8	3.0
EV/EBITDA	8.4	8.6	10.5	8.8
배당수익률	1.4	1.0	0.7	0.8
ROE	25.6	24.5	28.5	26.7

주가 추이



4Q24 Preview: 영업이익 시장 기대치 상회 추정

한화에어로스페이스의 4분기 실적은 매출액 3조 7,078억원(YoY +19.7%, 이하 YoY), 영업이익 5,606억원(+102.3%, OPM 15.1%)을 기록하며 영업이익 기준 시장 기대치를 상회할 것으로 추정한다. 시장 기대치 상회 요인으로는 1) 고마진(OPM 30%↑ 추정)의 폴란드향 K9 및 천무 인도 가속화, 2) 고환율 수혜(원가 대부분 국내 조달) 등으로 인한 지상방산 부문 이익 확대가 주요하게 작용했을 것으로 판단한다.

강함을 증명할 시간

4분기 지상방산 부문은 매출액 2조 4,422억원(+26.7%), 영업이익 5,501억원(+72.0%, OPM 22.5%)으로 추정한다. 4분기에 인도되어 매출로 인식된 K9과 천무는 각각 40문, 13대로 가정한다. 내수 양산 물량들이 반영되면서 국내 매출이 전년 동기와 유사한 수준으로 발생한 가운데, 폴란드향 수출 물량이 가세하며 QoQ +20% 이상의 증익을 이끌었을 것으로 추정한다. 이집트향 K9 역시 4분기부터 개발 관련 매출이 반영되기 시작한 것으로 가정했으며, '25년 하반기부터는 모듈 매출이 본격적으로 발생할 것으로 전망한다.

이익과 주주 모멘텀 동시에 지속

올해는 증익 사이클이 지속되는 가운데, 주주 모멘텀도 동시에 발생할 수 있다는 점에 주목한다. 특히, ①인도 K9 100문 추가 도입, ②베트남 K9(20여문 협상 보도 有), ③루마니아 레드백(5월 루마니아 대선: 총 100대 이상 도입 기대), ④북유럽/동남아 천무 수요 가시화(대함용 수출 가능성 有) 등을 기대한다. 급하지 않지만 연말이 가까워질수록 폴란드 K9 잔여물량(308문)에 대한 현지화 및 추가 계약에 대한 정보도 점차 가시화될 것으로 기대한다. 올해 양산이 시작될 L-SAM의 경우, M-SAM 대비 동사의 비중 확대(대탄도탄유도탄 담당)를 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 470,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 470,000원을 유지한다. 동사에 대한 업종 내 최선호주 의견을 유지한다. '27년부터는 MCS(장약) 수출 확대도 기대되는 만큼, 중장기 성장성과 파이프라인 다변화가 부각된다. 휴전 뉴스 플로우 확산으로 인해 주가 조정 받을 시 매수 기회라고 판단한다.

[표1] 한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

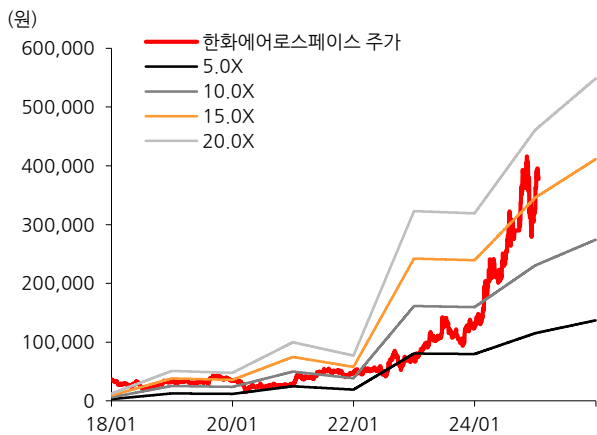
(단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,449	2,335	2,631	3,708	2,179	2,674	2,668	3,925	10,123	11,446	13,206
항공우주	430	543	478	467	450	561	515	549	1,917	2,074	2,274
내수	217	282	253	244	223	293	273	288	997	1,077	1,182
수출	213	260	225	222	227	267	242	261	920	996	1,092
지상방산	655	1,330	1,656	2,442	1,260	1,491	1,549	2,461	6,083	6,761	7,708
내수	352	571	683	1,219	410	581	682	1,228	2,825	2,901	3,135
수출	303	758	973	1,224	851	910	866	1,233	3,258	3,860	4,573
한화시스템	544	687	639	919	616	754	719	1,016	2,790	3,104	3,619
셋트랙아이	32	47	44	48	43	52	49	58	171	202	253
영업이익	18	337	477	561	293	375	397	602	1,393	1,666	1,945
영업이익률	1.2	14.4	18.1	15.1	13.4	14.0	14.9	15.3	13.8	14.6	14.7
항공우주	2.5	6.2	-6.0	-17.8	3.4	-2.8	-11.1	-9.3	-15.1	-19.8	-32.9
영업이익률	0.6	1.1	-1.3	-3.8	0.7	-0.5	-2.2	-1.7	-0.8	-1.0	-1.4
지상방산	-3.9	260.0	439.9	550.1	256.3	319.4	350.7	554.3	1,246.1	1,480.8	1,702.4
영업이익률	-0.6	19.6	26.6	22.5	20.3	21.4	22.6	22.5	20.5	21.9	22.1
한화시스템	39.3	79.8	57.0	42.6	44.7	67.0	65.5	64.5	218.7	241.7	305.8
영업이익률	7.2	11.6	8.9	4.6	7.3	8.9	9.1	6.3	7.8	7.8	8.4
셋트랙아이	-3.5	-1.5	0.8	0.6	0.5	2.0	3.2	4.2	-3.7	10.0	15.2
영업이익률	-11.1	-3.2	1.8	1.2	1.3	3.9	6.5	7.3	-2.2	5.0	6.0
YoY 성장률											
매출액	-12.4	54.3	61.9	19.7	50.4	14.5	1.4	5.9	28.3	13.1	15.4
항공우주	10.2	35.0	22.5	9.0	4.6	3.3	7.7	17.6	19.0	8.2	9.6
지상방산	-22.1	121.6	117.1	26.7	92.3	12.1	-6.5	0.8	47.2	11.1	14.0
한화시스템	23.9	12.5	3.0	17.5	13.1	9.7	12.4	10.5	13.7	11.3	16.6
셋트랙아이	32.5	22.1	75.3	28.3	34.4	9.9	12.5	20.0	36.5	17.9	25.1
영업이익	-90.7	727.6	457.4	102.3	1,550.7	11.1	-16.9	7.4	134.3	19.6	16.7

주: 인적분할 후 기준으로 작성. 2023년의 YoY 성장률 계산에 사용된 2022년 실적은 인적분할 이전 기준

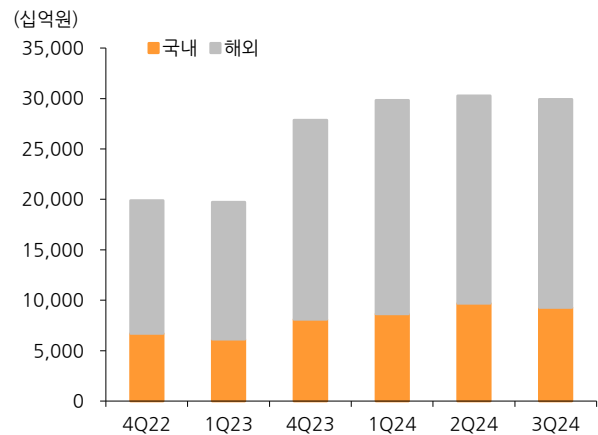
자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화에어로스페이스 P/E 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화에어로스페이스 지상방산 수주잔고 추이



자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	7,060	9,359	10,123	11,446	13,206
매출총이익	1,512	2,138	2,619	3,582	4,137
영업이익	400	691	1,393	1,666	1,945
EBITDA	663	1,030	1,720	2,007	2,314
순이자손익	-37	-85	-151	-145	-124
외화관련손익	-49	8	-61	-13	-20
지분법손익	-21	-28	-76	0	0
세전계속사업손익	195	1,215	975	1,512	1,791
당기순이익	147	977	882	1,130	1,365
지배주주순이익	195	818	854	1,130	1,365
증가율(%)					
매출액	169.9	32.6	8.2	13.1	15.4
영업이익	4,992.7	72.6	101.5	19.6	16.7
EBITDA	656.3	55.4	67.0	16.7	15.2
순이익	흑전	566.6	-9.7	28.0	20.8
이익률(%)					
매출총이익률	21.4	22.8	25.9	31.3	31.3
영업이익률	5.7	7.4	13.8	14.6	14.7
EBITDA 이익률	9.4	11.0	17.0	17.5	17.5
세전이익률	2.8	13.0	9.6	13.2	13.6
순이익률	2.1	10.4	8.7	9.9	10.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	1,524	1,390	-772	1,365	1,605
당기순이익	147	977	882	1,130	1,365
자산상각비	263	339	328	341	368
운전자본증감	794	462	-2,408	-106	-128
매출채권 감소(증가)	-305	-583	-1,041	-50	29
재고자산 감소(증가)	-277	-714	-1,673	-143	-493
매입채무 증가(감소)	226	244	31	71	331
투자현금흐름	-1,225	-3,029	-1,349	-641	-729
유형자산처분(취득)	-192	-450	-574	-493	-563
무형자산 감소(증가)	-148	-118	-120	-117	-134
투자자산 감소(증가)	-767	-10	-361	0	0
재무현금흐름	216	368	1,572	-91	-114
차입금의 증가(감소)	263	445	1,962	0	0
자본의 증가(감소)	-35	-51	-89	-91	-114
배당금의 지급	-35	-51	-91	-91	-114
총현금흐름	825	909	1,842	1,471	1,733
(-)운전자본증가(감소)	-1,274	-1,047	1,688	106	128
(-)설비투자	197	453	576	493	563
(+)자산매각	-143	-115	-118	-117	-134
Free Cash Flow	1,759	1,388	-541	754	908
(-)기타투자	598	3,036	1,015	31	32
잉여현금	1,161	-1,648	-1,555	724	876
NOPLAT	247	556	1,219	1,245	1,483
(+) Dep	263	339	328	341	368
(-)운전자본투자	-1,274	-1,047	1,688	106	128
(-)Capex	197	453	576	493	563
OpFCF	1,587	1,489	-718	987	1,159

주: IFRS 연결 기준, 2024년 3분기 이전 실적은 인적분할 전 기준으로 반영되어 있음

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,508	9,192	11,284	12,117	13,346
현금성자산	3,217	1,909	1,474	2,107	2,869
매출채권	1,543	2,119	2,683	2,733	2,704
재고자산	2,163	2,869	4,273	4,416	4,909
비유동자산	6,644	10,351	10,573	10,873	11,234
투자자산	1,494	4,738	4,899	4,930	4,962
유형자산	3,018	3,410	3,467	3,652	3,882
무형자산	2,133	2,203	2,206	2,291	2,390
자산총계	15,152	19,543	21,856	22,990	24,580
유동부채	8,223	12,077	13,789	13,884	14,222
매입채무	1,301	1,879	1,718	1,789	2,120
유동성이자부채	1,802	2,616	3,489	3,489	3,489
비유동부채	3,011	2,782	3,461	3,461	3,461
비유동이자부채	1,918	1,644	2,468	2,468	2,468
부채총계	11,234	14,859	17,250	17,345	17,684
자본금	266	266	240	240	240
자본잉여금	217	192	203	203	203
이익잉여금	2,015	2,627	3,375	4,414	5,665
자본조정	360	443	-374	-374	-374
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	3,918	4,684	4,606	5,645	6,896

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,858	16,147	18,763	24,821	29,992
BPS	56,436	69,689	75,583	98,374	125,829
DPS	1,000	1,800	2,000	2,500	3,000
CFPS	16,292	17,957	40,402	32,270	38,029
ROA(%)	1.5	4.7	4.1	5.0	5.7
ROE(%)	6.8	25.6	24.5	28.5	26.7
ROIC(%)	6.8	16.3	30.0	24.2	26.5
Multiples(x, %)					
PER	19.1	7.7	10.8	15.2	12.6
PBR	1.3	1.8	2.7	3.8	3.0
PSR	0.5	0.7	0.9	1.5	1.3
PCR	4.5	6.9	5.0	11.7	9.9
EV/EBITDA	6.4	8.4	8.6	10.5	8.8
배당수익률	1.4	1.4	1.0	0.7	0.8
안정성(%)					
부채비율	286.7	317.2	374.5	307.3	256.4
Net debt/Equity	12.8	50.2	97.3	68.2	44.8
Net debt/EBITDA	75.8	228.1	260.6	191.8	133.5
유동비율	103.5	76.1	81.8	87.3	93.8
이자보상배율(배)	4.7	4.1	6.5	8.7	10.5
자산구조(%)					
투하자본	43.5	32.4	43.7	43.2	42.7
현금+투자자산	56.5	67.6	56.3	56.8	57.3
자본구조(%)					
차입금	48.7	47.6	56.4	51.3	46.3
자기자본	51.3	52.4	43.6	48.7	53.7

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 1월 21일)

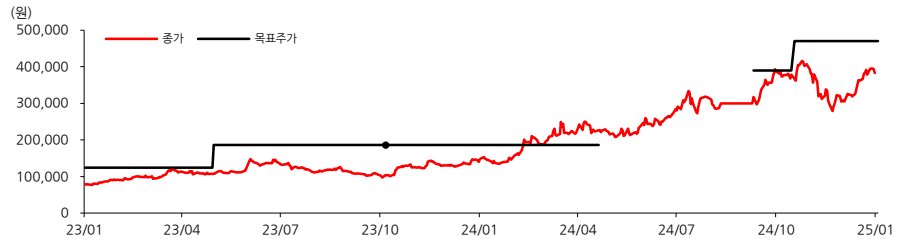
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

한화에어로스페이스는 당사와 '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화에어로스페이스 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.11.01	2023.05.17	2023.08.24	2023.11.10	2023.11.28
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		120,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.26	2024.02.29	2024.03.29	2024.04.26
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2024.09.27	2024.09.27	2024.11.04	2024.11.28	2025.01.21	
투자 의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표 가격	배성조	390,000	470,000	470,000	470,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.17	Buy	180,000	-21.47	34.17
2024.09.27	Buy	390,000	-6.91	0.77
2024.11.04	Buy	470,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%