

한화에어로스페이스 012450

머리로는 이해되는데, 마음은 아프네

유럽 방위비 증액도 자국 내 지출이 많을 전망이다

동사는 3.6조원 규모의 대규모 유상증자를 발표했다. 3월 13일 한화오션 지분 매입으로 1.3조원, 오스탈 인수 자금으로 수천억원, 기존 계획된 Capex 0.4조원, 스마트팩토리 투자 0.3조원 등을 더하면 이미 계획된 지출 만으로도 상당한 현금이 소진되기 때문이다. 글로벌 탐티어가 되기 위해서 글로벌 방산, 조선해양 거점 확충이 필요한 한화 그룹의 미래 청사진은 머리로는 이해된다. 다만 불확실성 및 잠재적 리스크가 우려된다. 현재 유럽 방위비 증액은 사실 상 러시아와의 군비 경쟁(이것도 장기 대비를 위한, 폴란드 제외)이라는 명분 하에 자국 내 재정 지출을 통한 경제 성장을 위함일 가능성이 크다. 왜냐하면 국방 지출의 범주가 무기 구매 뿐만 아니라 설비 확충, 군인들에 대한 임금, 군사용 도로 및 다리 건설과 같은 이중 용도에 대한 국방 지출도 속하게 될 것이기 때문이다. 이로 인해 동/북유럽 일부 국가를 제외한 유럽 방위비 증액은 자국 내 지출이 많을 수 밖에 없을 것이라는 판단이다. 이는 유럽 방산주 조정의 원인이기도 하다.

보여줘야 할 것은 매출 성장률을 넘어서는 수주잔고 성장률인데

동사는 지난 4분기 서프라이즈를 기록했다. 매출액은 YoY +56%가 증가했다. 수주잔고가 증가하니 탐라인 성장은 이해된다. 그런데 지상방산 영업이익률이 25.9%를 기록하면서 영업이익이 무려 222% 증가한 것이다. 이후 즉시 한화오션 지분을 대규모 매입하고, 유상증자를 발표했다. 향후 실적 Growth 유지에 대한 우려는 1분기 실적을 통해 확인해 봐야 한다. 올해 동사가 넘어야 할 산은 매출 성장률을 넘어서는 수주잔고 성장률인데 이를 유상증자를 통한 M&A로 장기 성장 그림을 보여주는 것은 투자자로 하여금 우려를 낳게 할 것이다.

그럼에도 불구하고

중장기적으로는 글로벌 방산, 조선해양 거점 확충을 위한 대규모 M&A 및 글로벌 기업과의 JV를 통해 성장할 전망이다. 목표주가는 증자로 인한 희석을 고려하여 75만원으로 하향한다. 투자의견은 자동 조정된다. 목표주가는 계획대로 증자에 성공할 경우 주식수 5,153만주, 시총 38조원, 2026F PER 22x 수준이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	7,060	9,359	11,240	13,411	15,162
영업이익	400	691	1,732	1,877	2,148
영업이익률(%)	5.7	7.4	15.4	14.0	14.2
세전이익	195	1,215	2,647	1,898	2,265
지배주주지분순이익	195	818	2,508	1,528	1,710
EPS(원)	3,858	16,147	55,098	33,567	37,569
증감률(%)	-22.7	318.5	241.2	-39.1	11.9
ROE(%)	6.8	25.6	57.5	25.8	22.9
PER(배)	19.1	7.7	13.1	21.5	19.2
PBR(배)	1.3	1.8	6.3	5.0	4.0
EV/EBITDA(배)	6.4	8.4	17.5	15.7	13.4

자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

양형모 중공업·미국
02-709-2660
yhm@ds-sec.co.kr

강태호 RA
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

2025.03.21

중립(하향)

목표주가(하향)	750,000원
현재주가(03/20)	722,000원
상승여력	3.9%

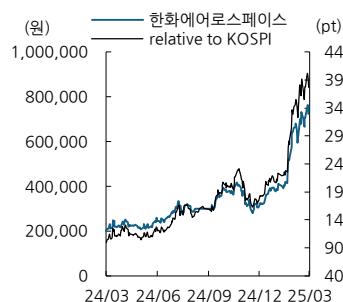
Stock Data

KOSPI	2,637.1pt
시가총액(보통주)	32,910십억원
발행주식수	45,581천주
액면가	5,000원
자본금	240십억원
60일 평균거래량	510천주
60일 평균거래대금	281,341백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	781,000원
52주 최저가	190,100원
주요주주	
한화(의 3인)	34.0%
국민연금공단(의 1인)	7.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	11.9	12.6
3M	136.7	127.0
6M	140.7	139.0

주가차트



[한화에어로스페이스 012450]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,508	9,192	13,653	15,213	16,281	매출액	7,060	9,359	11,240	13,411	15,162
현금 및 현금성자산	3,070	1,806	2,498	3,041	3,523	매출원가	5,549	7,221	8,473	9,842	11,132
매출채권 및 기타채권	1,543	2,119	2,908	3,329	3,603	매출총이익	1,512	2,138	2,767	3,569	4,030
재고자산	2,163	2,869	5,182	5,654	5,836	판매비 및 관리비	1,111	1,447	1,035	1,691	1,882
기타	1,732	2,399	3,065	3,189	3,319	영업이익	400	691	1,732	1,877	2,148
비유동자산	6,644	10,351	10,618	11,135	11,715	(EBITDA)	663	1,030	2,071	2,259	2,559
관계기업투자등	794	3,844	4,188	4,358	4,535	금융손익	-86	-77	-137	-86	-73
유형자산	3,018	3,410	3,515	3,860	4,260	이자비용	85	170	203	170	161
무형자산	2,133	2,203	2,162	2,133	2,105	관계기업등 투자손익	-21	-28	-109	-129	-129
자산총계	15,152	19,543	24,271	26,348	27,996	기타영업외손익	-98	629	1,161	236	320
유동부채	8,223	12,077	14,444	15,127	15,348	세전계속사업이익	195	1,215	2,647	1,898	2,265
매입채무 및 기타채무	1,301	1,879	2,379	2,827	3,026	계속사업법인세비용	75	238	140	371	555
단기금융부채	1,802	2,616	3,489	3,377	3,036	계속사업이익	121	977	2,507	1,528	1,710
기타유동부채	5,120	7,582	8,575	8,923	9,285	중단사업이익	26	0	29	0	0
비유동부채	3,011	2,782	3,467	3,414	3,213	당기순이익	147	977	2,536	1,528	1,710
장기금융부채	1,918	1,644	2,468	2,390	2,163	지배주주	195	818	2,508	1,528	1,710
기타비유동부채	1,093	1,139	999	1,024	1,050	총포괄이익	124	1,060	2,536	1,528	1,710
부채총계	11,234	14,859	17,911	18,541	18,561	매출총이익률 (%)	21.4	22.8	24.6	26.6	26.6
지배주주지분	2,857	3,528	5,200	6,646	8,274	영업이익률 (%)	5.7	7.4	15.4	14.0	14.2
자본금	266	266	240	240	240	EBITDAMA진률 (%)	9.4	11.0	18.4	16.8	16.9
자본잉여금	217	192	203	203	203	당기순이익률 (%)	2.1	10.4	22.6	11.4	11.3
이익잉여금	2,015	2,627	5,029	6,475	8,103	ROA (%)	1.5	4.7	11.4	6.0	6.3
비지배주주지분(연결)	1,061	1,156	1,161	1,161	1,161	ROE (%)	6.8	25.6	57.5	25.8	22.9
자본총계	3,918	4,684	6,360	7,806	9,435	ROIC (%)	6.8	16.3	38.1	26.6	26.4

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,524	1,390	558	1,851	2,262	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	147	977	2,536	1,528	1,710	P/E	19.1	7.7	13.1	21.5	19.2
비현금수익비용가감	678	-68	1,112	536	567	P/B	1.3	1.8	6.3	5.0	4.0
유형자산감가상각비	181	261	267	305	335	P/S	0.5	0.7	2.9	2.5	2.2
무형자산감각비	82	78	72	77	76	EV/EBITDA	6.4	8.4	17.5	15.7	13.4
기타현금수익비용	416	-407	677	179	180	P/CF	4.5	6.9	9.0	15.9	14.5
영업활동 자산부채변동	794	462	-2,885	-213	-15	배당수익률 (%)	1.4	1.4	0.2	0.2	0.2
매출채권 감소(증가)	-305	-583	-1,266	-421	-273	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-277	-714	-2,582	-472	-183	매출액	27.4	32.6	20.1	19.3	13.1
매입채무 증가(감소)	226	244	693	447	199	영업이익	44.5	72.6	150.6	8.4	14.4
기타자산, 부채변동	1,150	1,514	270	232	242	세전이익	-32.5	521.7	117.9	-28.3	19.3
투자활동 현금	-1,225	-3,029	-1,441	-1,036	-1,130	당기순이익	-51.4	566.6	159.6	-39.8	11.9
유형자산처분(취득)	-192	-450	-622	-650	-734	EPS	-22.7	318.5	241.2	-39.1	11.9
무형자산 감소(증가)	-148	-118	-88	-48	-48	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-725	-2,382	-731	-308	-315	부채비율	286.7	317.2	281.6	237.5	196.7
기타투자활동	-160	-79	0	-31	-32	유동비율	103.5	76.1	94.5	100.6	106.1
재무활동 현금	216	368	1,570	-272	-650	순차입금/자기자본(x)	12.8	50.2	51.0	32.1	15.3
차입금의 증가(감소)	263	445	1,962	-190	-568	영업이익/금융비용(x)	4.7	4.1	8.6	11.1	13.3
자본의 증가(감소)	-35	-51	-91	-82	-82	총차입금 (십억원)	3,720	4,259	5,958	5,768	5,200
배당금의 지급	35	51	91	82	82	순차입금 (십억원)	502	2,350	3,246	2,504	1,445
기타재무활동	-11	-27	-301	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	542	-1,263	692	543	482	EPS	3,858	16,147	55,098	33,567	37,569
기초현금	2,528	3,070	1,806	2,498	3,041	BPS	56,436	69,689	114,074	145,799	181,521
기말현금	3,070	1,806	2,498	3,041	3,523	SPS	139,451	184,851	246,595	294,217	332,643
NOPLAT	247	556	1,640	1,511	1,621	CFPS	16,292	17,957	80,035	45,276	49,943
FCF	394	-1,658	-678	815	1,132	DPS	1,000	1,800	1,800	1,800	1,800

자료: 한화에어로스페이스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한화에어로스페이스 (012450) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-01-07	담당자변경				
2025-01-07	매수	440,000	21.4	73.6	
2025-03-19	매수	920,000	-19.7	-17.8	
2025-03-21	중립	750,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매수	비중확대	
중립	중립	
매도	비중축소	

+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우
 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우
 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우

투자의견 비율

기준일 2024.12.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.