

한화에어로스페이스

(012450)

자주포 화망 아래로 피난오세요

4분기 매출 4조 8,311억원/영업이익 8,925억원

한화에어로스페이스의 4분기 매출은 4조 8,311억원/영업이익 8,925억원(OPM 18.5%)로 지난 분기에 이어 대규모의 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 컨센서스를 매출 +34.4%, 영업이익 +93.6% 상회하는 수치이다. 폴란드 K9이 지난 분기 24문에 비해 67%늘어난 40문 인도되었으며 천무 또한 12대가 인도되었다. 24년 누적으로는 연초 가이드언스였던 K9 60문/천무 30대를 초과 달성하여 K9 70문/천무 49대를 인도한 것으로 파악된다. 회사는 25년 가이드언스로 K9 70문/천무 50대 이상을 제시하였다.

실적을 주로 견인한 지상방산부문의 이익률은 지난 분기와 비슷한 25.9%를 기록하였으며 폴란드를 포함한 수출 이익률 역시 37.6%로 두 분기 연속 기대 이상의 숫자를 보였다. 환 효과가 있었지만 영업이익의 10% 미만이며, 별다른 일회성 요인도 없었기에, 폴란드항 물량이 일정 수준을 넘어서면 이 정도의 이익은 앞으로도 다시 발생할 수 있다고 판단한다. 늘어난 자주포와 천무 인도대수로도 설명이 되지 않는 지상방산부문의 나머지 실적은 유럽 등지로 수출되는 탄약/장약 등의 영향으로 추정한다. 다만 25년부터 본격 인도되는 호주/이집트항 K9의 이익률은 폴란드보다는 낮은 것으로 알려져 있어, 매출은 증가하더라도 이익률은 다소 감소할 수 있다. 사측은 지상방산부문 25년 가이드언스를 매출 +20%YoY, 이익은 유지 수준으로 제시하였다. 실적발표와 동시에 1.3조원 규모로 관계사의 한화오션 지분 7.3%양수를 발표하였으며 한화오션은 25년부터 동사 연결실적으로 반영될 예정이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 690,000원으로 상향

동사의 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 690,000원으로 상향한다. Target P/B를 독일 Rheinmetall社의 25FW 6.5배에서 20%할인한 5.2배로 상향한다. 라인메탈의 4Q실적 발표 전이지만 연간 컨센 기준(14.4%)으로 비교하면 한화에어로스페이스의 이익률(15.3%)은 24년 라인메탈을 넘어섰다. 23년(한화 7.4%/라인메탈 12.3%)에 비하면 괄목할 성장이다. 우크라이나를 비롯한 유럽의 직접 수요를 등에 업은 라인메탈의 급격한 매출 상승세는 아직 따라가지 못하지만 더 내실있는 성장을 하고 있다. 지난해에 이어 지상방산비중(44.2%→62.3%)및 수출 비중(35.9%→43.1%)을 더 늘리며 실적 상승세를 지속했다. 라인메탈의 주가 역시 상승을 거듭하고 있는데, 현재주가기준 25FW P/E는 25배, P/B는 6.5배로 레거시 방산업체 중 최고 수준을 유지하고 있다. 한화에어로스페이스의 시가총액은 여전히 라인메탈의 절반 수준에서 바짝 추격하고 있는 모양새다. 최근 팔란티어 등 차세대 방산업체의 주가가 급등하고 있지만 여전히 실제 무기 수요는 많은 부분 재래식 무기에 의존하고 있다. 물론 드론과 시무기가 전장을 변화시키고 있는 것은 사실이다. 그러나 드론으로 전투를 이길 수는 있지만, 전쟁을 이길 수는 없다. 전쟁을 끝내는 것은 결국 자주포와 전차를 비롯한 지상무기체계이며 무기 수요국들은 이 사실을 잘 알고 있다. 동맹국의 방위비 인상을 압박해 온 트럼프는 기존 주장이던 GDP의 3%를 넘어 GDP의 5% 방위비 지출을 요구하고 있다. NATO국가가 모두 GDP 3%를 방위비로 지출하게 되면 연간 3,000억 달러 이상의 추가 방위비 지출이 발생한다.

현재 동사의 실적 전망은 어느 때보다 확실하고, 트럼프가 촉발 중인 관세 전쟁에서 국내 방위산업은 안전하다. 동유럽과 중동을 비롯한 추가 수주 pipeline 기대는 여전하다. 장거리 포격능력을 확보하면 그 다음은 보병 장갑차가 순서다. 레드백 장갑차에 관심을 보이는 국가가 폴란드,루마니아,인도,사우디 등 여럿이다. 오갈 데 없는 투자자에게, 155mm 자주포 화망 밑으로 피신을 권한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

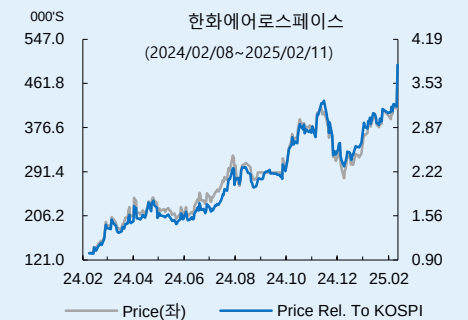
목표주가(12M)	690,000원(상향)
증가(2025.02.11)	498,000원
상승여력	38.6%

Stock Indicator

자본금	266십억원
발행주식수	4,558만주
시가총액	22,699십억원
외국인지분율	44.8%
52주 주가	134,800~498,000원
60일평균거래량	414,122주
60일평균거래대금	151.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	31.6	19.7	64.1	269.4
상대수익률	30.6	19.4	66.0	272.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	9,359	11,246	12,707	14,416
영업이익(십억원)	691	1,725	1,887	2,124
순이익(십억원)	818	1,702	1,069	1,241
EPS(원)	16,147	37,350	23,462	27,233
BPS(원)	69,689	111,413	132,414	157,185
PER(배)	7.7	13.3	21.2	18.3
PBR(배)	1.8	4.5	3.8	3.2
ROE(%)	25.6	39.6	19.2	18.8
배당수익률(%)	1.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	8.1	11.3	10.5	9.4

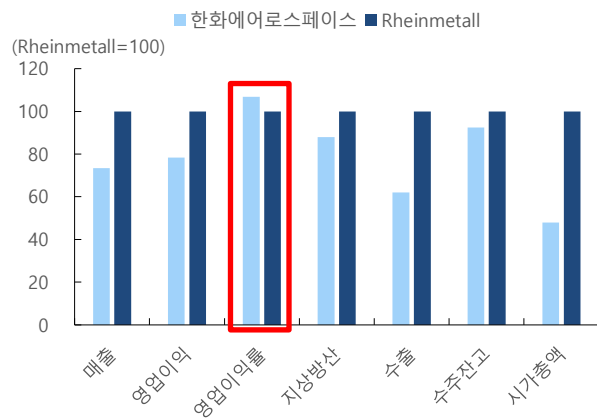
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]

변용진 2122-9181

yongjin.byun@imfnsec.com

그림1. 한화에어로스페이스 vs 라인메탈



자료: iM증권 리서치본부

표1. 한화에어로스페이스 vs 라인메탈

(십억원)	2023		2024	
	한화에어로	RHM	한화에어로	RHM
매출	9,359	10,709	11,246	15,319
영업이익	691	1,314	1,725	2,199
영업이익률	7.4%	12.3%	15.3%	14.4%
지상방산비중	44.2%	52.8%	62.3%	70.9%
수출비중	35.9%	70.5%	43.1%	69.6%
수주잔고	63,910	54,896	71,767	77,673
시가총액	16,774	32,095	22,699	47,347

자료: iM증권 리서치본부

*RHM 24년 실적은 컨센 기준, 지상방산/수출비중/수주잔고는 3Q24

표2. 한화에어로스페이스 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출	5,541.4	7,060.4	9,359.0	11,246.1	12,707.2	14,416.3
항공우주	1,449.7	1,368.9	1,610.5	2,045.5	2,028.3	1,995.1
지상방산	1,468.4	2,048.1	4,133.8	7,005.6	8,305.5	8,992.0
시스템	2,089.5	2,188.0	2,453.1	2,803.9	2,973.3	3,204.1
셋트랙아이	-	91.4	125.4	171.2	204.9	225.1
비전	679.5	1,002.3	1,053.8			
정밀기계	591.7	521.8	416.2			
영업이익	277.1	400.3	691.1	1,724.6	1,887.1	2,124.2
영업이익률	5.0%	5.7%	7.4%	15.3%	14.9%	14.7%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표3. 한화에어로스페이스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출	1,927.0	1,797.9	2,202.4	3,431.7	1,449.1	2,334.7	2,631.2	4,831.1
항공우주	390.0	401.9	390.2	428.4	429.7	542.7	477.9	595.2
지상방산	841.5	600.1	762.7	1,929.5	655.3	1,329.6	1,656.0	3,364.7
시스템	439.5	610.7	620.8	782.1	544.2	687.0	639.2	933.5
셋트랙아이	23.9	38.9	24.9	37.7	31.7	47.4	43.7	48.4
비전	273.6	284.1	246.0	250.1				
정밀기계	110.8	109.9	110.4	85.2				
영업이익	228.5	82.9	103.9	275.8	17.7	337.2	477.2	892.5
영업이익률	11.9%	4.6%	4.7%	8.0%	1.2%	14.4%	18.1%	18.5%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표4. 한화에어로스페이스 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출	12,707.2	14,416.3	11,405.2	11,527.2	1,302.0	2,889.1
영업이익	1,887.1	2,124.2	1,389.6	1,421.3	497.5	702.9
영업이익률	14.9%	14.7%	12.2%	12.3%	2.7%P	2.4%P

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표5. 한화에어로스페이스 목표주가 산출

	2022	2023	2024F	2025F	비고
EPS(원)	3,858	16,147	44,632	28,038	
BPS(원)	56,504	69,773	111,414	132,414	
고점 P/E(배)	22.1	8.8	9.3	15.0	
평균 P/E(배)	15.3	6.7	5.7	14.0	
저점 P/E(배)	10.8	4.1	2.9	12.9	
고점 P/B(배)	1.5	2.0	3.7	3.2	
평균 P/B(배)	1.0	1.6	2.3	3.0	
저점 P/B(배)	0.7	1.0	1.2	2.7	
ROE(%)	8.6	23.5	33.5	17.7	지배주주순이익 기준
적용 BPS(원)				132,414	2025 BPS Rheinmetall 25E 20%할인
Target P/B(배)				5.2	
적정주가(원)				688,555	
목표주가(원)				690,000	
전일 종가(원)				498,000	
상승여력				38.6%	

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

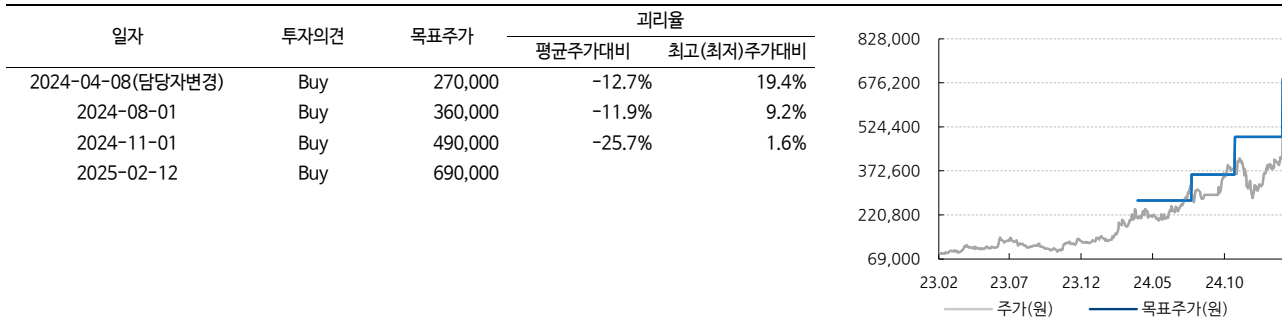
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,192	11,533	13,083	14,922	매출액	9,359	11,246	12,707	14,416
현금 및 현금성자산	1,806	3,052	3,601	4,278	증가율(%)	32.6	20.2	13.0	13.5
단기금융자산	101	75	57	42	매출원가	7,221	7,913	8,872	10,086
매출채권	2,212	2,640	2,970	3,357	매출충이익	2,138	3,333	3,835	4,330
재고자산	2,869	3,447	3,895	4,419	판매비와관리비	1,447	1,609	1,948	2,206
비유동자산	10,351	10,113	9,928	9,738	연구개발비	309	-	-	-
유형자산	3,410	3,138	2,914	2,729	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2,203	2,121	2,044	1,973	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	19,543	21,645	23,010	24,659	영업이익	691	1,725	1,887	2,124
유동부채	12,077	12,182	12,265	12,520	증가율(%)	72.6	149.5	9.4	12.6
매입채무	919	1,105	1,248	1,416	영업이익률(%)	7.4	15.3	14.9	14.7
단기차입금	1,374	1,324	1,293	1,281	이자수익	85	103	121	143
유동성장기부채	1,165	1,087	957	945	이자비용	170	148	147	147
비유동부채	2,782	2,897	3,013	3,036	지분법이익(손실)	16	16	16	16
사채	642	657	718	730	기타영업외손익	-239	-223	-224	-223
장기차입금	759	859	914	925	세전계속사업이익	1,215	2,539	1,618	1,878
부채총계	14,859	15,079	15,279	15,556	법인세비용	238	533	340	394
지배주주지분	3,528	5,078	6,036	7,165	세전계속이익률(%)	13.0	22.6	12.7	13.0
자본금	266	240	240	240	당기순이익	977	2,034	1,278	1,483
자본잉여금	192	192	192	192	순이익률(%)	10.4	18.1	10.1	10.3
이익잉여금	2,627	4,248	5,236	6,395	지배주주귀속 순이익	818	1,702	1,069	1,241
기타자본항목	443	398	368	337	기타포괄이익	-158	-45	-30	-30
비지배주주지분	1,156	1,488	1,696	1,938	총포괄이익	819	1,989	1,248	1,453
자본총계	4,684	6,566	7,732	9,103	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,390	901	1,294	1,333	주당지표(원)				
당기순이익	977	2,034	1,278	1,483	EPS	16,147	37,350	23,462	27,233
유형자산감가상각비	261	272	224	185	BPS	69,689	111,413	132,414	157,185
무형자산상각비	78	82	76	71	CFPS	22,844	45,118	30,058	32,850
지분법관련손실(이익)	16	16	16	16	DPS	1,800	1,800	1,800	1,800
투자활동 현금흐름	-3,029	1,565	459	504	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-450	-	-	-	PER	7.7	13.3	21.2	18.3
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.8	4.5	3.8	3.2
금융상품의 증감	-3,035	1,000	-100	-50	PCR	5.4	11.0	16.6	15.2
재무활동 현금흐름	368	-201	-199	-155	EV/EBITDA	8.1	11.3	10.5	9.4
단기금융부채의증감	51	-128	-161	-24	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	439	115	116	23	ROE	25.6	39.6	19.2	18.8
자본의증감	-	-25	-	-	EBITDA이익률	11.0	18.5	17.2	16.5
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	317.2	229.6	197.6	170.9
현금및현금성자산의증감	-1,263	1,246	549	677	순부채비율	43.4	12.2	2.9	-4.8
기초현금및현금성자산	3,070	1,806	3,052	3,601	매출채권회전율(x)	5.0	4.6	4.5	4.6
기말현금및현금성자산	1,806	3,052	3,601	4,278	재고자산회전율(x)	3.7	3.6	3.5	3.5

자료 : 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

한화에어로스페이스 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%