

방위산업 (Overweight)

한화에어로스페이스 3.6조원 유상증자:
기존 주주에게는 외통수, 신규 주주에게는 천우신조

Issue Comment

[조선/방산] 변용진 2122-9181 yongjin.byun@imfnsec.com

한화에어로스페이스 3.6조원 유상증자 결정

3월 20일 장 종료 이후 한화에어로스페이스가 3.6조원의 유상증자를 발표했다. 자금용도별로는 시설자금 1.2조원/타법인 증권취득자금 2.4조원이다. 시설자금 1.2조원은 MCS장악 스마트팩토리 구축 6,000억원/무인기 엔진개발 및 양산시설구축 3,000억원/사업장 설비 및 운영 투자 3,000억원으로 나뉘지며, 타법인증권 취득자금 2.4조원은 해외 방산 생산능력 구축 1조원, /동유럽 천무 현지생산 JV 2,500억원/사우디 방산협력 JV 3,500억원 및 해외 조선업체 지분투자 8,000억원으로 세분화된다. 투자시기는 25년부터 30년까지다. 주주배정 후 실권주 일반공모 방식으로 발행주식수 5,950,500주에 예정발행가액 605,000원(15%할인), 발행가액 확정일은 5월 29일이며 신주 상장예정일은 6월 24일이다.

증자 발표와 동시에 중장기 성장 목표도 제시하였다. 2035년까지 연결 매출 70조원에 영업이익 10조원(OPM 14.3%), 그중 지상방산은 매출 35조원에 영업이익 5조원이다.

현지화와 M&A는 반드시 나아가야 할 길, 한화에어로스페이스는 개척자

당사는 일찍이 2024.04.08 발간한 “힘 없는 평화는 없다” 자료에서 국내 방위산업의 해외업체 협력/현지화와 M&A는 향후 성장을 위해 불가피한 선택이라고 주장한 바 있다. 아직 국내 방산업체가 나아가지 못한 그 길을 한화에어로스페이스가 개척하고 있다. 유럽이 방위비 증액을 공언하고 2030년까지 재무장을 선언했으나, 당연하게도 역내 조달을 우선 목표로 하고 있다. 최근 EU집행위원장은 한국 등 파트너국과 협력할 것임을 언급하면서 동시에 유럽산 부품 65% 및 유럽 내 생산시설을 필수 조건으로 제시하였으며, 사우디는 Vision 2030에서 방위사업 50% 이상 현지화를 목표로 내걸었다. 국내 개발하여 국내 생산한 무기를 수출하는 사업모델은 이제 장벽에 부딪히고 있으며 현지생산 또는 현지업체 협력, 나아가 개발단계부터의 협력이 점차 요구되는 추세다. 한화에어로스페이스가 레드백 장갑차 최초 수주와 함께 건설하여 운영 중인 호주 H-ACE공장은 국내 방산업체 최초의 현지 생산법인이며, 이번 투자를 통해 회사는 호주는 물론 사우디, 루마니아, 미국 등의 생산 거점을 확보하고 향후 지속 성장의 기틀을 마련할 예정이다. 방산업체의 특성상 세부 사항을 공개하지는 못했지만 회사가 제시한 지역별/시점별 투자 계획으로 미루어 보건대 금번 투자 결정은 막연한 목표성이 아니라, 사우디와 유럽을 중심으로 이미 상당히 높은 확률의 잠재 수주를 확보하고 이에 기반하여 추진하는 꽤 성숙한 투자라고 판단한다. 물론 실적화까지는 다소 시간이 걸리겠지만 빠르면 올해 중으로도 대규모의 해외 수주가 가능할 것이라고 기대한다.

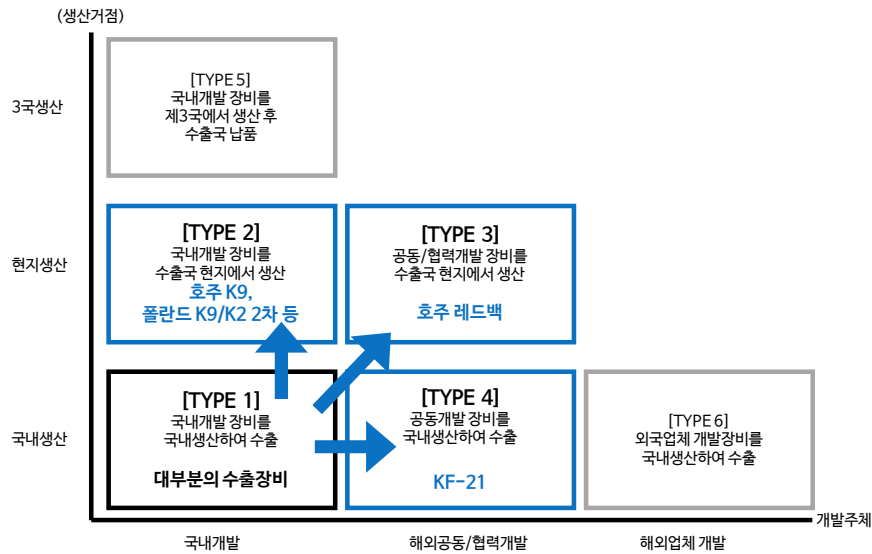
불신과 각자도생의 시대, 증자라는 펜으로 써넣는 방산 성장의 백지수표

목적이 아무리 정당하고 납득 가능하더라도 전혀 예상치 못했던 대규모의 유상증자는 기존 주주 입장에서는 달갑지만은 않은 소식이다. 회사는 급변하는 국제 방산 정세에 대응하기 위해 신속한 자금 조달이 필요했다고 소통한다. 그러나 회사가 제시한 투자계획은 2030년까지이며 5년이라는 기간을 감안하면, 향후 유입될 현금에 더해 회사채 발행도 적정 규모로 병행했다면 유증 규모는 줄일 수 있지 않았을까라는 아쉬움이 남는다. 회사 입장에서는 역대 최고수준의 현재 주가가 증자를 하기에는 최적의 조건이기에, 시장의 질책을 일부 감수하고서라도 높은 주가를 최대한 활용해 주주이익보다는 부채비율 최소화 및 이자비용 절감 등 회사의 이익을 더 우선시했다는 비판도 일견 피할 수 없어 보인다.

그러나 외통수다. 현 시점에서 이러한 비판이 있더라도, 여전히 코스피 내에서 한화에어로스페이스보다 매력적인 종목은 찾기 힘들다. 15%할인하여 605,000원으로 결정된 발행예정가액만 보더라도 단기적 주가 하락은 피할 수 없겠지만, 그렇다고 비중을 줄이기에는 회사가 제시하는 중장기 비전이 너무나도 명확하고 매력적이다. 10년 이상의 장기 계획으로 여전히 연간 수백억원 이상 손실을 보며 BEP시점이 지연되고 있는 GTF RSP 투자사업에 비하면 이번 증자와 그에 따른 성장 계획은 오히려 단기적이고 가시성이 좋다.

한편 그간 급등한 주가에 미처 반응하지 못한 신규 투자자에게는 다시없을 진입 기회이다. 주가 하락은 오래 가지 않을 것이다. 이제 동맹국도 믿을 수 없게 된 불신과 각자도생의 시대에, 방위산업의 성장은 전세계가 보증하는 백지수표다. 그리고 한화에어로스페이스는 증자라는 펜으로 그 수표에 금액을 써넣으려 하고 있다.

그림1. 방산수출 방식 변화에 따른 해외 진출유형 - TYPE 1에서 TYPE 2,3,4로 진화 중



자료: 한국방위산업진흥회, iM증권 리서치본부

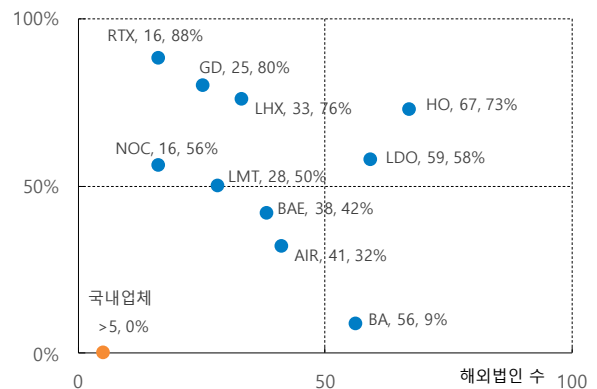
표1. 글로벌 방산업체의 해외법인 운영 현황

No.	회사	본사	해외 법인	국가 수	생산관련 해외법인
1	Lockheed Martin	미국	28	19	50%
2	Boeing	미국	56	21	9%
3	Northrop Grumman	미국	16	9	56%
4	Raytheon	미국	16	7	88%
5	General Dynamics	미국	25	14	80%
6	Aviation Industry	중국	7	6	86%
7	BAE Systems	미국	38	18	42%
8	China Electronics	중국	0	0	0%
9	China North	중국	0	0	0%
10	L3Harris	미국	33	15	76%
11	UT (Raytheon합병)	미국	14	8	93%
12	Leonardo	이탈리	59	21	58%
13	Airbus	범유럽	41	24	32%
14	Thales	프랑스	67	24	73%

자료: 국방기술진흥연구소, 한국방위산업진흥회, iM증권 리서치본부

그림2. 글로벌 방산업체의 해외법인 운영 현황

생산관련 해외법인 비중



자료: 국방기술진흥연구소, 한국방위산업진흥회, iM증권 리서치본부

그림3. 한화에어로스페이스 호주 H-ACE 공장 조감도



자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표2. 한화에어로스페이스 지역별 로컬콘텐츠 추진 현황

지역	로컬콘텐츠(Local Contents) 요구사항	세부내용
미국	해군준비태세 보장법 (Ensuring Naval Readiness Act) - 외국 조선소는 NATO 회원국이거나 인도-태평양 지역에 미국과 상호방위조약을 체결한 국가여야 함 - 건조비용은 미국 내 조선소 건조비용보다 저렴해야 함	사업추진현황
		① 24년 미 육군 화력시험 K9자주포 참가 - 미 육군 자주포 신규획득 진입 지속추진 성과 ② 다목적 무인차량 아리온스넷 미 해병대 FCT 현지 테스트 우수통과 ③ 한화시스템·한화오션 필리핀조선소 인수
		추진예정사업 - 미국 시장 내 원료화약/추진제 COCO (Company Owned Company operated) 사업자 참여 검토중
사우디	Vision2030 통해 2030년까지 방위사업의 50%이상 현지화 의무 강제 - 30년까지 군수품의 50%이상 현지생산 목표	사업추진현황
		① 사우디 방산업체와 협력 - 사우디 군현대화 위한 사우디 군 주관 글로벌 방산업체 미팅 진행 - 사우디 주요 인사방한 추진을 통한 화력시험 참관 진행 (24.11)
		추진예정사업 - 사우디 현지업체와 방산 협력 위한 JV 등 다양한 방안 검토 진행 중
유럽	EDIS(유럽방위산업전략) - EU집행위가 24.03발표 - 비EU 방위물자 조달 의존도 감소 목적 - 30년까지 방위물자 조달예산 50%를 EU 역내조달, 35년까지 비중 60% 확대 목표	사업추진현황
		① 동유럽 JV 설립검토 - 폴란드 천무 사업 현지화 관련 WBgroup과 협력 개시 및 MOU체결('24.9월) - 동유럽 지역 내 천무 사업 추진 및 현지화 관련 JV 설립 검토 중
		추진예정사업 - 동유럽 국가들과 지상무기체계 현지생산을 위한 협의중. 유럽 타국에도 확대할 계획
루마니아	-	사업추진현황
		① 루마니아 공장 - 루마니아 K9 사업수주(24.07) 후 철충교역이행 및 현지생산 위한 공장건설 - 투자금액 한화 370억원, 25.07 착공, 27.01 준공승인 예정
		추진예정사업 -
호주	LAND400 사업 진행 시 현지 부품 사용 요구	사업추진현황
		① 호주 H-ACE공장 완공 - 호주 장갑차·자주포사업 위한 현지 제조공장 구축 - 2H24AS9 자주포와 AS10 탄약운반차 생산에 착수. 26년부터 레드백 장갑차 생산 - 투자금액 한화 약 2,000억원 ② 호주 Austal 지분투자 - 24.03.17 Austal 지분 9.9% 인수 (19.9% 추진 중)
		추진예정사업 - 호주 H-ACE 기점 AUKUS 및 파이프 아이즈 시장 진출에 박차를 가할 계획

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

주) Vision2030 : 16년 사우디 정부가 발표한 정책 추진안. 방위사업 50% 이상 현지화 의무 강제통한 방위산업 자립화 골자

표3. 주요 방산수출대상국의 자국산 부품 사용 및 현지생산 요구 사례

국가	요구사항
인도	2020 Self-Reliant India 정책 발표, 민간제조업의 수입대체 전략을 방위산업으로 확대 - 인도 내 방산회랑 조성하고 다국적 기업 유치해 현지 생산 및 자국산 부품 사용 장려
사우디	무기 구매 시 현지화 생산, 자국 기업에 대한 FDI, 기술이전을 핵심 가치로 추구
호주	- 장갑차 획득사업(Land400)을 진행하면서 현지 부품 사용 요구 - 입찰에 참여한 업체 역시 현지 제조 공장을 설립하고 장갑, 포탑 등에서 현지부품 사용을 확대하는 등 수주 경쟁 심화
폴란드	- 주요 획득사업에서 현지 양산을 요구 - 사업 업체와 현지 방산기업 간 글로벌 분업 구조 형성
터키	- 무기체계 완제품-부품의 현지 생산 요구 - 수출산업협력을 통한 자국 기업의 방산-항공분야 중심 수출물량 확보 집중
노르웨이	- 무기 수입 시 자국 산 방산품목 대응구매 요구 - 엄격한 수출산업협력 이행관리를 통한 자국 내 방위산업 육성 도모
UAE	- 외국인 직접투자 지분비율 상향(100%)으로 현지투자 확대 유도 - 자국내 방위산업 육성을 통한 해외 의존도 축소

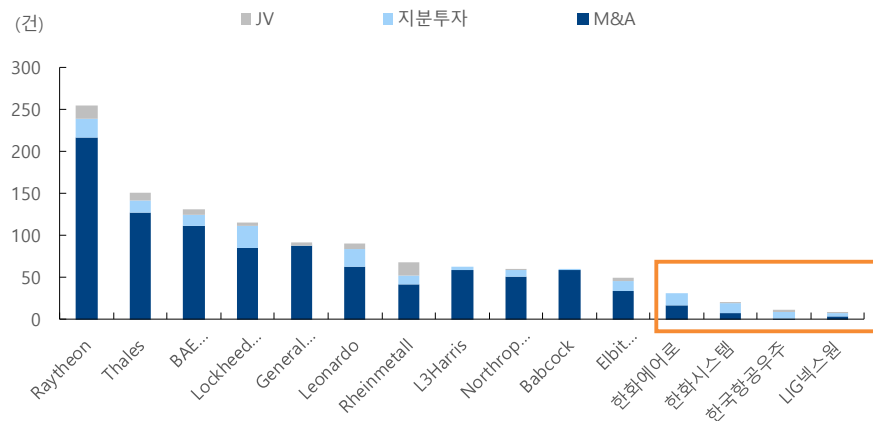
자료: 산업연구원, 한국방위산업진흥회, iM증권 리서치본부

그림4. 한화에어로스페이스 전세계 거점 확보 목표



자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

그림5. 2000년 이후 주요 방산업체의 M&A, 지분투자, JV 현황: 한국업체는 이제 시작



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표4. 한화에어로스페이스 유상증자 공모 개요

항목		내용
증자 방식		주주배정후 실권주 일반공모
유상증자 발행주식수		5,950,500주
증자전 발행주식수		45,581,161주
증자비율		13.05%
예정발행가액		605,000원
유상증자 금액		3,600,052,500,000원
자금조달목적	시설자금	1,200,052,500,000원
	타법인 증권 취득자금	2,400,000,000,000원
최초 이사회 결의일		2025년 03월 20일
납입일		2025년 06월 12일

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표5. 한화에어로스페이스 유상증자 공모 일정

항목			내용
신주배정기준일			2025년 04월 24일
신주 발행가액 확정예정일			2025년 05월 29일
1주당 신주배정주식수			0.1047011530주
우리사주조합원 우선배정비율			20%
청약예정일	우리사주조합	시작일	2025년 06월 03일
		종료일	2025년 06월 03일
	구주주	시작일	2025년 06월 03일
		종료일	2025년 06월 04일
납입일			2025년 06월 12일
신주의 배당기산일			2025년 01월 01일
신주의 상장예정일			2025년 06월 24일

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표6. 한화에어로스페이스 조달자금 세부사용계획

우선순위	자금용도		세부내용	자금 사용시기	금액(억원)
1	시설자금	생산능력 증대	MCS 스마트팩토리 구축	25~26년	6,000
		생산능력 확보	무인기 엔진 개발 및 양산시설 구축	25~30년	3,000
		사업장 운영투자	사업장/설비 운영 투자	25~28년	3,001
	소계		-		12,001
2	타법인 증권취득자금 (표7참고)	해외 생산능력 확보	해외 방산 생산능력 구축	25~29년	10,000
		해외 방산 JV	해외 방산 JV 지분투자	25~29년	6,000
		해외 조선소 확보	해외 조선업체 지분투자	26~27년	8,000
	소계		-		24,000
총계		-		36,001	

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표7. 타법인 증권취득자금 사용계획 세부내용

(억원)	주요 투자 내용	2025년	2026년	2027년	2028년	총계
해외생산능력 구축	해외 방산 생산능력 구축	-	1,500	4,600	3,900	10,000
해외 방산 JV	해외 방산 JV 지분투자	300	3,600	1,200	900	6,000
	- 동유럽 천무 현지생산 JV(계획)	-	2,100	400	-	2,500
	- 사우디 방산협력 JV(계획)	300	1,500	800	900	3,500
해외 조선소 확보	해외 조선업체 지분투자	-	8,000	-	-	8,000
총계		300	13,100	5,800	4,800	24,000

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%