

한화에어로스페이스 (012450)

| Company Issue Brief | 방위산업 | 2025. 3. 24

3.6조원 유상증자, 아프지만 가야할 길

| Analyst 최정환 CFA | jhchoi@ls-sec.co.kr

3.6조원 규모 주주우선 배정 유상증자 발표

예정 발행가 605,000원으로 3/20 종가 722,000원 대비 16.2% 낮은 가격에 유상증자 결정. 신규 발행 주식수는 유통 주식수 기준 13.1% 수준. 주요 일정의 경우 신주배정기준일 4/24, 확정발행가 결정 5/29, 구주주 청약 6/3, 일반공모 6.9-6.10, 신주상장 예정일은 6/24

해외 현지거점 중심 투자계획

자금 세부 사용 내역으로는 국내 시설 구축 1.2조(33.3%), 해외 시설 구축 1조(27.8%), 해외 JV 지분투자 6,000억(16.7%), 해외조선소 지분투자 8,000억(22.2%)이며 국가별로는 국내 33.3%, 동유럽 34.7% 미국·호주 22.2%, 사우디 9.7%로 추정

조달한 3.6조원 중 해외 거점 마련에 집행되는 금액은 2.4조(66.7%)원이며 26-27년 동유럽 및 사우디 JV 및 해외조선소 지분투자에 1.9조원이 집행될 예정

불확실성 존재하나 계속 지켜보자

현지거점을 활용해 단순히 기존 수출 국가였던 폴란드, 사우디항 우주계약에서 그치는 것이 아닌 동유럽, 북유럽, 중동 내 신규 국가 및 체계 우주계약 체결을 통해 3.6조원 규모의 유상증자에 대한 정당성을 확보해야 한다고 판단

12M Fwd PER 기준 21.1x 수준으로 글로벌 피어 대비 24% 할인, 동사와 가장 비즈니스 모델이 유사한 라인메탈 기준 52% 할인 받는 중. 기존 수주 잔고만으로도 이미 5년치 먹거리를 보유하고 있으며 현지 거점을 구체화하는 모습을 보여준다면 현 주가 기준 리스크보다는 업사이드가 더 크다고 판단. 동사가 제시한 글로벌 탭티어 방위산업체라는 큰 그림에 공감하는 투자자라면 매력적인 주가 수준

Buy (유지)

목표주가 (하향)	730,000 원
현재주가	628,000 원
상승여력	16.2 %
시가총액	28,625 억원
KOSPI (03/21)	2,643.1 pt

Stock Data

90일일평균거래대금	2,925.3 억원
외국인 지분율	46.3%
절대수익률 (YTD)	92.3%
상대수익률(YTD)	82.2%
배당수익률(24)	0.5%

재무데이터

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	9,359	11,240	28,894	31,879
영업이익	691	1,731	2,717	3,580
순이익	977	2,539	1,840	2,654
ROE (%)	25.6	22.3	11.5	14.3
PER (x)	7.7	14.3	21.3	14.4
PBR (x)	1.8	4.8	2.0	1.7

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

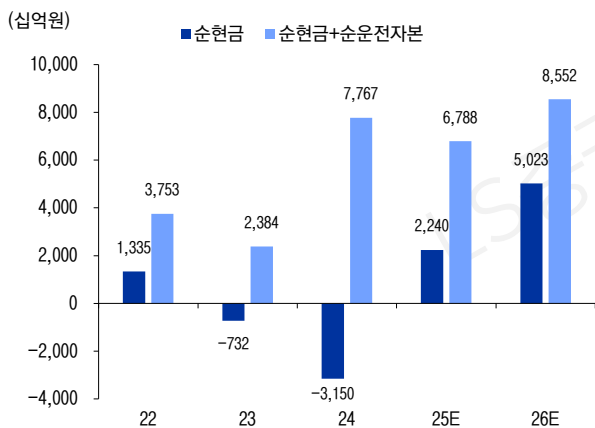
Stock Price



불확실성 존재하나 계속 지켜보자

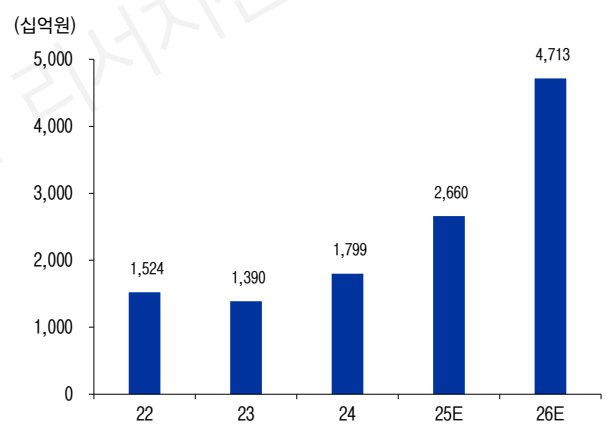
필요한 투자였으나 내부 현금흐름/유동자산 현금화/사채조달이 아닌 유상증자를 통해 자금 조달을 한 부분이 굉장히 아쉽다. 한화오션 및 다이나맥 등 인수 이후 급격하게 변화하고 있는 방위산업 환경에 동사 현금흐름이 따라가지 못해 발생했다고 판단한다.

그림1 한화에어로스페이스 순현금+순운전자본 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스(유상증자 반영전), LS증권 리서치센터

그림2 한화에어로스페이스 영업현금흐름 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

유통 주식 수 증가에 따라 단기적으로 주주가치 희석은 불가피하며 유상증자를 통해 모집한 자금이 실적으로 연결 될지에 대한 불확실성 또한 해소되지 않았으나 유상증자의 목적 자체는 올바른 방향성이다.

당사는 2/24 미국 국방비 감축, 3/5 유럽 재무장 자료를 통해 글로벌 방위산업이 호황기 속에 접어들었지만 국내 방위산업체들의 역대 생산 수요 대응 필요성 그리고 2/18 인텔스를 통해 무인기의 필요성 및 항공엔진 국산화 당위성에 대해 강조한 바 있다.

현지거점을 활용해 단순히 기존 수출 국가였던 폴란드, 사우디아라비아 수주계약에 그치는 것이 아닌 동유럽, 북유럽, 중동 내 신규 국가 및 체계 수주계약 체결을 통해 3.6조원 규모의 유상증자에 대한 정당성을 확보해야 한다.

투자전략

12M Fwd PER 기준 21.1x 수준으로 글로벌 피어 대비 24% 할인, 동사와 가장 비즈니스 모델이 유사한 라인메탈 기준 52% 할인 받고 있다. 기존 수주잔고만으로도 이미 5년치 먹거리를 보유하고 있으며 현지 거점을 구체화하는 모습을 보여준다면 현 주가 기준 리스크 보다는 업사이드가 더 크다고 판단한다. 동사가 제시한 글로벌 탭티어 방위산업체라는 큰 그림에 공감하는 투자자라면 매력적인 주가 수준이다.

해외 현지거점 중심 투자계획

자금 세부 사용 내역으로는 국내 시설 구축 1.2조(33.3%), 해외 시설 구축 1조(27.8%), 해외 JV 지분투자 6,000억(16.7%), 해외조선소 지분투자 8,000억(22.2%)이며 국가별로는 국내 33.3%, 동유럽 34.7% 미국·호주 22.2%, 사우디 9.7%로 추정한다.

조달한 3.6조원 중 해외 거점 마련에 집행되는 금액은 2.4조(66.7%)원이며 26-27년 동유럽 및 사우디 JV 및 해외조선소 지분투자에 1.9조원이 집행될 예정이다.

표1 자금 사용 목적

세부 내역	투자규모(십억원)	투자비중
국내 시설	1,200	33.3%
MCS 스마트 팩토리	600	
무인기 엔진 개발	300	
사업장 운영/설비	300	
해외시설(폴란드, 루마니아 등)	1,000	27.8%
해외 JV 지분투자	600	16.7%
사우디 JV	350	
동유럽 JV	250	
해외조선소(오스탈 640억 포함) - 미국, 호주 중심	800	22.2%
합계	3,600	

자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

표2 연도별 자금 투자 계획

세부내역	25E	26E	27E	28E~
MCS 스마트팩토리	200	400		
무인기 엔진 개발 및 양산시설		55	30	215
사업장/설비 운영 투자	65	105	30	100
해외생산능력 구축		150	460	390
해외방산 JV	30	360	120	90
해외조선소 확보		800		
합계	295	1,870	640	795

자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

표3 국가별 자금 투자 계획

국가명	투자규모(십억원)	비중
국내	1,200	33.3%
동유럽	1,250	34.7%
사우디	350	9.7%
미국, 호주 등	800	22.2%

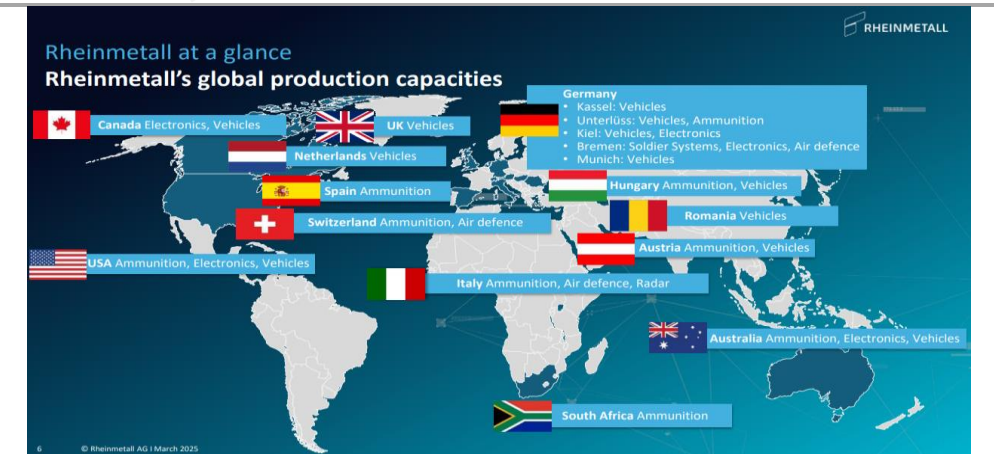
자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

그림3 한화에어로스페이스 해외 현지 거점 설립 계획



자료: LS증권 리서치센터

그림4 라인메탈 해외 현지 거점 현황



자료: Rheinmetall, LS증권 리서치센터

그림5 한화에어로스페이스 vs 라인메탈 비교



자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

Valuation Table

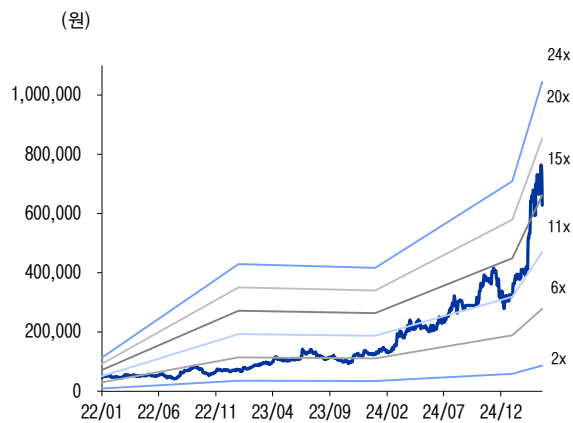
동사에 대한 투자 포인트 여전히 유효, 25년 실적 추정치 변동 또한 없다. 투자의견을 유지하나 유상증자로 인한 주식수 증가 및 글로벌 지상화력 멀티플 변화를 반영해 목표주가를 810,000원에서 730,000원으로 10.0% 하향조정한다.

표1 한화에어로스페이스 목표주가 산출

(십억원)	세부내용	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
지배주주순이익	1,523	373	401	370	380
Target PER	24.8	24.3 → 24.8, 피어그룹 대비 10% 할인 적용 유지			
시가총액	38,373				
상장주식수(천주)	51,532				
Target Price	730,000				
현재 주가	628,000				
상승여력	16.2%				

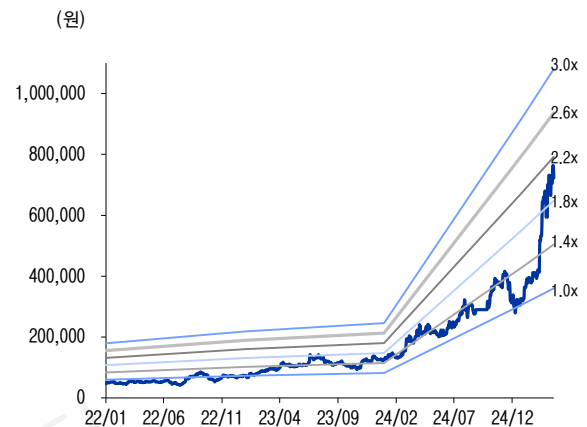
자료: LS증권 리서치센터

그림6 한화에어로스페이스 12M Fwd PER 밴드



자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

그림7 한화에어로스페이스 12M Fwd PBR 밴드



자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

표2 한화에어로스페이스 피어 테이블

기업명	매출 YoY(%)			OPM(%)			ROE(%)			12M fwd PER	시가총액(조원)
	23	24F	25E	23	24F	25E	23	24F	25E		
제너럴 다이내믹스	12.9	5.4	4.4	10.0	10.1	10.3	16.6	17.4	18.1	17.7	104.3
BAE 시스템스	14.0	23.5	7.2	11.1	10.2	11.1	17.1	17.6	18.7	21.0	90.8
라인메탈	35.9	71.5	27.4	11.8	14.3	17.1	17.4	19.5	32.8	44.1	91.7
글로벌 평균	20.9	33.5	13.0	11.0	11.5	12.8	17.0	18.2	23.2	27.6	-
한화에어로스페이스	32.6	28.9	138.3	7.4	14.8	9.4	20.9	38.0	11.5	21.0	28.6

자료: LS증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
유동자산	8,508	9,192	14,532	32,211	34,055
현금 및 현금성자산	3,070	1,806	6,224	11,528	13,341
매출채권 및 기타채권	1,556	2,126	2,413	2,620	2,989
재고자산	2,163	2,869	3,362	7,229	6,503
기타유동자산	1,719	2,391	2,534	10,834	11,222
비유동자산	6,644	10,351	8,575	15,486	17,901
관계기업투자등	88	3,204	1,086	1,679	2,274
유형자산	3,018	3,410	3,638	9,310	10,893
무형자산	2,133	2,203	2,302	2,455	2,692
자산총계	15,152	19,543	23,107	47,697	51,956
유동부채	8,823	12,077	12,793	25,131	25,787
매입채무 및 기타채무	1,301	1,879	2,413	5,301	5,963
단기금융부채	1,735	2,538	2,659	5,864	5,795
기타유동부채	5,787	7,659	7,721	13,966	14,029
비유동부채	3,011	2,782	3,487	6,630	7,579
장기금융부채	867	1,016	1,327	3,429	3,867
기타비유동부채	2,144	1,766	2,159	3,201	3,711
부채총계	11,834	14,859	16,279	31,761	33,366
지배주주지분	2,857	3,528	5,369	10,502	12,746
자본금	266	266	266	296	296
자본잉여금	217	192	192	3,762	3,762
이익잉여금	2,015	2,627	4,922	6,445	8,688
비지배주주지분(연결)	1,061	1,156	1,459	5,434	5,844
자본총계	3,918	4,684	6,828	15,937	18,590

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,524	1,390	2,699	2,660	4,713
당기순이익(손실)	121	977	2,598	1,840	2,654
비현금수익비용가감	-477	-61	347	864	1,052
유형자산감가상각비	211	239	255	484	607
무형자산상각비	78	88	92	98	108
기타현금수익비용	-767	-388	0	282	338
영업활동 자산부채변동	1,881	475	-246	219	1,276
매출채권 감소(증가)	-519	-570	-286	276	-370
재고자산 감소(증가)	-558	-706	-493	-811	726
매입채무 증가(감소)	414	578	534	1,092	660
기타자산, 부채변동	2,545	1,172	0	-338	259
투자활동 현금흐름	-1,225	-3,029	1,115	-1,448	-2,757
유형자산처분(취득)	-447	-374	-483	-1,444	-1,583
무형자산 감소(증가)	-167	-187	-241	-336	-237
투자자산 감소(증가)	-364	-3,024	2,084	-422	-637
기타투자활동	-247	557	-245	754	-301
재무활동 현금흐름	216	368	604	4,092	-143
차입금의 증가(감소)	816	491	763	418	369
자본의 증가(감소)	0	0	0	3,600	0
배당금의 지급	-35	-51	-159	-97	-165
기타재무활동	-565	-73	0	171	-445
현금의 증가	516	-1,271	4,417	5,304	1,813
기초현금	2,528	3,070	1,806	6,224	11,528
기말현금	3,070	1,806	6,224	11,528	13,341

자료: 한화에어로스페이스, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025E	2026E
매출액	7,060	9,359	12,065	28,894	31,879
매출원가	5,549	7,221	8,463	23,118	24,709
매출총이익	1,512	2,138	3,601	5,777	7,170
판매비 및 관리비	1,111	1,447	1,821	3,060	3,590
영업이익	400	691	1,780	2,717	3,580
(EBITDA)	690	1,018	2,127	3,299	4,294
금융손익	48	85	72	-108	-78
이자비용	85	170	225	376	360
관계기업등 투자손익	-21	16	17	-56	167
기타영업외손익	-98	585	987	-84	-157
세전계속사업이익	195	1,215	2,649	2,344	3,383
계속사업법인세비용	75	238	51	504	729
계속사업이익	121	977	2,598	1,840	2,654
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	121	977	2,598	1,840	2,654
지배주주	169	818	2,295	1,523	2,244
총포괄이익	103	819	2,614	1,909	2,757
매출총이익률 (%)	21.4	22.8	29.9	20.0	22.5
영업이익률 (%)	5.7	7.4	14.8	9.4	11.2
EBITDA 마진률 (%)	9.8	10.9	17.6	11.4	13.5
당기순이익률 (%)	1.7	10.4	21.5	6.4	8.3
ROA (%)	0.8	5.0	11.2	3.9	5.1
ROE (%)	3.1	20.9	38.0	11.5	14.3
ROIC (%)	1.6	11.2	27.9	20.3	25.0

주요 투자지표

	2022	2023	2024F	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	19.1	7.7	14.1	21.3	14.4
P/B	1.3	1.8	4.7	2.0	1.7
EV/EBITDA	45.9	33.3	14.1	9.1	6.6
P/CF	4.5	6.9	12.0	12.2	6.9
배당수익률 (%)	1.4	1.4	0.5	0.3	0.5
성장성 (%)					
매출액	27.4	32.6	28.9	139.5	10.3
영업이익	44.5	72.6	157.6	52.6	31.8
세전이익	-32.5	521.7	118.1	-11.5	44.3
당기순이익	-51.4	709.6	166.0	-29.2	44.2
EPS	-22.7	319.5	148.1	-33.6	47.3
안정성 (%)					
부채비율	302.0	317.2	238.4	199.3	179.5
유동비율	56.1	47.0	62.9	67.5	65.5
순차입금/자기자본(x)	-0.1	0.4	-0.3	-0.1	-0.2
영업이익/금융비용(x)	4.7	4.1	7.9	7	10
총차입금 (십억원)	2,602	3,554	3,986	9,293	9,662
순차입금 (십억원)	-468	1,748	-2,238	-2234.9	-3678.0
주당지표 (원)					
EPS	4,278	17,946	44,528	29,549	43,540
BPS	56,436	69,689	132,511	309,259	360,758
CFPS	29,580	26,978	52,370	51,617	91,451
DPS	1,000	1,800	3,000	1,800	3,200

한화에어로스페이스

목표주가 추이

(원)

1,000,000

800,000

600,000

400,000

200,000

0

주가

목표주가

23/03

23/09

24/03

24/09

25/03

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2023. 03. 28	Buy	120,000	-2.2	-10.5	
2023. 04. 28	Buy	137,000	4.0	-13.7	
2023. 07. 21	Buy	170,000	-21.8	-31.1	
2023. 08. 30	커버리지 제외				
2025. 02. 18	신규	최정환			
2025. 02. 18	Buy	710,000	3.0	-5.2	
2025. 03. 17	Buy	810,000	-5.7	-10.5	
2025. 03. 24	Buy	730,000			

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 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 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	92.4% 7.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2021. 7. 1 ~ 2022. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)