



# 한화에어로스페이스 (012450)

[4Q24 Review] 의심하지 말라

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

**Buy** (유지)

목표주가(상향): 650,000원

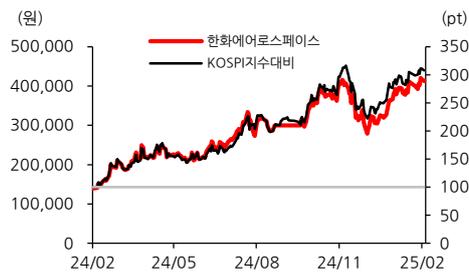
현재 주가(2/11)	498,000원
상승여력	▲30.5%
시가총액	226,994억원
발행주식수	45,581천주
52 주 최고가 / 최저가	498,000 / 139,448원
90 일 일평균 거래대금	1,513.59억원
외국인 지분율	44.8%
주주 구성	
한화 (외 2인)	34.0%
국민연금공단	7.6%
자사주	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	31.6	19.7	58.6	257.1
상대수익률(KOSPI)	30.6	19.4	60.5	260.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	9,359	11,246	14,127	15,995
영업이익	691	1,725	2,215	2,543
EBITDA	1,030	2,052	2,565	2,932
지배주주순이익	818	2,284	1,566	1,843
EPS	16,147	50,170	34,404	40,480
순차입금	2,350	4,675	4,013	3,238
PER	7.7	4.0	14.5	12.3
PBR	1.8	1.9	3.6	2.8
EV/EBITDA	8.4	7.3	10.4	8.8
배당수익률	1.4	1.0	0.5	0.6
ROE	25.6	54.4	27.9	25.5

주가 추이



4Q24 Review: 영업이익 시장 기대치 대폭 상회

한화에어로스페이스는 4분기 매출액 4조 8,311억원(YoY +56%, 이하 YoY), 영업이익 8,925억원(+938%, OPM 18.5%)을 시현했다. 영업이익 기준 컨센서스를 약 68% 크게 상회했다. 시장 기대치 상회 요인은 기존 예상을 크게 뛰어넘은 지상방산 부문의 매출액과 높은 영업이익률 지속이다. 3분기에 이어 4분기에도 방산 수출 마진은 최소 30% 후반대를 기록하며 이익 성장에 기여했을 것으로 추정한다.

의심하지 말라

4분기 지상방산 부문은 매출액 3조 3,647억원(+75%), 영업이익 8,698억원(+172%, OPM 25.9%)을 기록했다. '24년 연간 폴란드형 K9, 천무 인도는 각각 70문, 49대로 추정되며, 당사는 '25년 각각 72문, 58대 인도를 가정(가이던스 70문 이상, 50대 이상 제시)한다. 이외에도 4분기부터 호주 및 이집트 K9 공급이 본격적으로 시작됐다. 매출 규모가 시장 예상과의 괴리가 크다는 점을 감안했을 때 비공개된 수주와 관련한 매출을 추정에 반영할 필요가 있다고 판단한다. 4분기에는 내수에서도 120mm 자주박격포, 화생방정찰차, 차륜형대공포 등 양산 매출이 두자릿수의 높은 이익률을 기록한 것으로 추정하며, '25년에도 국내 양산 물량 호조세를 기대한다. 이에 '25년 방산 매출 +20% 이상 성장, OPM 23.5% 달성을 전망한다. '24년 말 지상방산 수주잔고는 32.4조 원으로, 수출 비중은 68%다. 러-우 휴전 여부와 관계 없이 주요국 국방비 확대 추세 지속에 따른 강한 수출 수주 모멘텀 지속을 기대한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 650,000원으로 상향

투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 650,000원으로 상향한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 18.3배(글로벌 Peer 12MF P/E 평균)를 적용해 산출했다. 이익 가시성이 높은 대형 수출 비중 확대 및 EPS 성장 전망 등을 감안해 밸류에이션 방식을 기존 P/B에서 변경했다. 최근 공시한 한화오션 지분 매입으로 연결 기준 오션 보유 지분은 42%로 증가하게 됐으며, 1분기부터는 오션 실적이 연결 반영될 예정(BS는 '24년 말부터 반영)이다. 이에 한화오션 지배력 강화를 통한 기업가치 증대를 반영하고자 향후 SOTP 방식을 고려할 계획이다. 육·해·공·우주 종합 기업으로 거듭난 동사에 대한 업종 내 최선호주 의견을 유지한다.

[표1] 한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>1,449</b>	<b>2,335</b>	<b>2,631</b>	<b>4,831</b>	<b>2,424</b>	<b>3,194</b>	<b>3,581</b>	<b>4,929</b>	<b>11,246</b>	<b>14,127</b>	<b>15,995</b>
항공우주	430	543	478	595	493	611	558	591	2,046	2,253	2,473
내수	217	282	253	316	244	320	296	314	1,068	1,174	1,290
수출	213	260	225	280	249	292	262	277	977	1,079	1,183
지상방산	655	1,330	1,656	3,365	1,326	1,789	2,203	3,147	7,006	8,465	9,527
내수	352	571	683	1,515	428	658	798	1,528	3,121	3,412	3,783
수출	303	758	973	1,850	898	1,131	1,405	1,619	3,885	5,053	5,744
한화시스템	544	687	639	934	718	886	890	1,239	2,804	3,734	4,171
셋트랙아이	32	47	44	48	43	52	49	58	171	202	253
<b>영업이익</b>	<b>18</b>	<b>337</b>	<b>477</b>	<b>893</b>	<b>377</b>	<b>521</b>	<b>592</b>	<b>724</b>	<b>1,725</b>	<b>2,215</b>	<b>2,543</b>
영업이익률	1.2	14.4	18.1	18.5	15.6	16.3	16.5	14.7	15.3	15.7	15.9
항공우주	3	6	-6	-46	12	23	12	-4	-43	43	42
영업이익률	0.6	1.1	-1.3	-7.7	2.4	3.8	2.2	-0.8	-2.1	1.9	1.7
지상방산	-4	260	440	870	342	449	529	670	1,566	1,990	2,180
영업이익률	-0.6	19.6	26.6	25.9	25.8	25.1	24.0	21.3	22.4	23.5	22.9
한화시스템	46	84	60	29	38	57	57	61	219	212	321
영업이익률	8.4	12.3	9.4	3.1	5.3	6.4	6.4	4.9	7.8	5.7	7.7
셋트랙아이	-4	-2	1	1	1	3	3	4	-3	11	16
영업이익률	-11.1	-3.2	1.8	2.5	2.3	4.8	6.3	7.3	-1.8	5.4	6.2
<b>YoY 성장률</b>											
<b>매출액</b>	<b>-12.4</b>	<b>54.3</b>	<b>61.9</b>	<b>56.0</b>	<b>67.3</b>	<b>36.8</b>	<b>36.1</b>	<b>2.0</b>	<b>42.5</b>	<b>25.6</b>	<b>13.2</b>
항공우주	10.2	35.0	22.5	38.9	14.8	12.6	16.7	-0.7	27.0	10.1	9.8
지상방산	-22.1	121.6	117.1	74.5	102.4	34.6	33.0	-6.5	69.5	20.8	12.5
한화시스템	23.9	12.5	2.9	19.4	31.9	29.0	39.3	32.8	14.3	33.2	11.7
셋트랙아이	32.5	22.1	75.3	28.4	34.4	9.9	12.5	19.9	36.5	17.9	25.1
<b>영업이익</b>	<b>-90.7</b>	<b>727.6</b>	<b>457.4</b>	<b>222.1</b>	<b>2,026.3</b>	<b>54.4</b>	<b>24.1</b>	<b>-18.9</b>	<b>190.2</b>	<b>28.4</b>	<b>14.8</b>

주: 인적분할 후 기준으로 작성. 4Q24P 항공우주 부문 내수/수출 매출액은 당사 추정치. 2023년의 YoY 성장률 계산에 사용된 2022년 실적은 인적분할 이전 기준

자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화에어로스페이스 2024년 4분기 실적

(단위: 십억 원, %)

회사잠정 (십억원)	4Q24P	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(YoY)		전분기 대비(QoQ)		시장 컨센서스 대비	
		4Q24E	차이(%)	4Q23	차이(%)	3Q24	차이(%)	4Q24E	차이(%)
매출액	4,831.1	3,707.8	30.3	3,096.7	56.0	2,631.2	83.6	3,640.5	32.7
영업이익	892.5	560.6	59.2	277.1	222.1	477.2	87.0	530.9	68.1
순이익	2,052.3	401.5	411.1	197.8	937.6	330.4	521.2	333.7	515.1
<b>이익률(%)</b>									
영업이익	18.5	15.1	3.4%p	8.9	9.6%p	18.1	0.4%p	14.6	3.9%p
순이익	42.5	10.8	31.7%p	5.8	36.7%p	17.9	24.6%p	9.2	33.3%p

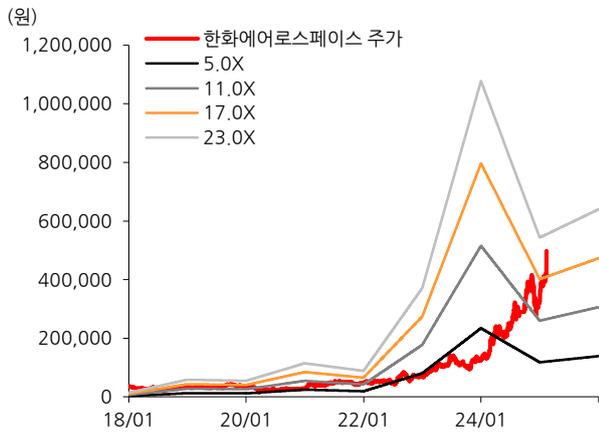
자료: 한화에어로스페이스, Wisesfn, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한화에어로스페이스 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	35,420	12개월 Fwd 기준
Target P/E(배)	18.3	글로벌 Peer의 12MF P/E 평균을 적용
목표 주가(원)	650,000	
현재 주가(원)	498,000	25.02.11 종가 기준
상승여력(%)	▲30.5	

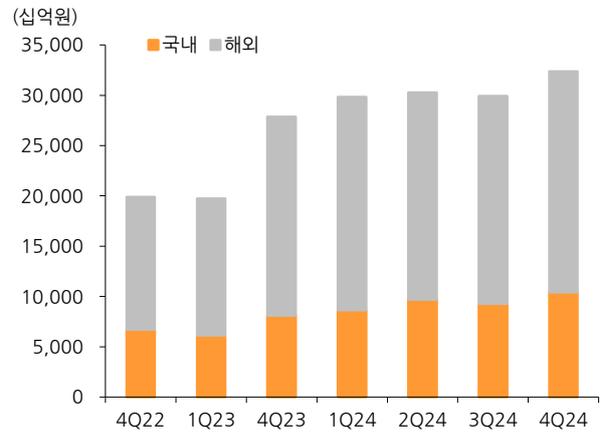
주: 글로벌 Peer는 Raytheon, Rheinmetall, Northrop Grumman, BAE Systems, Lockheed Martin, Thales 기준  
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화에어로스페이스 P/E 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화에어로스페이스 지상방산 수주잔고



자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	7,060	9,359	11,246	14,127	15,995
매출총이익	1,512	2,138	3,077	4,518	5,138
영업이익	400	691	1,725	2,215	2,543
EBITDA	663	1,030	2,052	2,565	2,932
순이자손익	-37	-85	-151	-134	-135
외화관련손익	-49	8	-61	-13	-20
지분법손익	-21	-28	-76	0	0
세전계속사업손익	195	1,215	2,651	2,085	2,416
당기순이익	147	977	2,533	1,566	1,842
지배주주순이익	195	818	2,284	1,566	1,843
<b>증가율(%)</b>					
매출액	169.9	32.6	20.2	25.6	13.2
영업이익	4,992.7	72.6	149.6	28.4	14.8
EBITDA	656.3	55.4	99.2	25.0	14.3
순이익	흑전	566.6	159.3	-38.2	17.7
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	21.4	22.8	27.4	32.0	32.1
영업이익률	5.7	7.4	15.3	15.7	15.9
EBITDA 이익률	9.4	11.0	18.2	18.2	18.3
세전이익률	2.8	13.0	23.6	14.8	15.1
순이익률	2.1	10.4	22.5	11.1	11.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	1,524	1,390	-894	1,537	1,765
당기순이익	147	977	2,533	1,566	1,842
자산상각비	263	339	328	350	389
운전자본증감	794	462	-3,959	-379	-466
매출채권 감소(증가)	-305	-583	-1,854	64	-138
재고자산 감소(증가)	-277	-714	-2,968	-421	-694
매입채무 증가(감소)	226	244	552	-39	355
투자현금흐름	-1,225	-3,029	-1,419	-784	-876
유형자산처분(취득)	-192	-450	-630	-609	-682
무형자산 감소(증가)	-148	-118	-133	-145	-162
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	3,271	1,916	2,232
(-)운전자본증가(감소)	-1,274	-1,047	3,240	379	466
(-)설비투자	197	453	632	609	682
(+)자산매각	-143	-115	-131	-145	-162
Free Cash Flow	1,759	1,388	-732	784	921
(-)기타투자	598	3,036	1,015	31	32
잉여현금	1,161	-1,648	-1,747	753	889
NOPLAT	247	556	1,629	1,663	1,939
(+) Dep	263	339	328	350	389
(-)운전자본투자	-1,274	-1,047	3,240	379	466
(-)Capex	197	453	632	609	682
OpFCF	1,587	1,489	-1,915	1,025	1,180

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

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	8,508	9,192	13,218	14,246	15,859
현금성자산	3,217	1,909	1,282	1,945	2,720
매출채권	1,543	2,119	3,496	3,432	3,570
재고자산	2,163	2,869	5,568	5,989	6,683
비유동자산	6,644	10,351	10,642	11,076	11,564
투자자산	1,494	4,738	4,899	4,930	4,962
유형자산	3,018	3,410	3,524	3,816	4,146
무형자산	2,133	2,203	2,219	2,331	2,456
<b>자산총계</b>	<b>15,152</b>	<b>19,543</b>	<b>23,860</b>	<b>25,323</b>	<b>27,423</b>
유동부채	8,223	12,077	14,363	14,351	14,722
매입채무	1,301	1,879	2,238	2,199	2,553
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
<b>부채총계</b>	<b>11,234</b>	<b>14,859</b>	<b>17,824</b>	<b>17,812</b>	<b>18,183</b>
자본금	266	266	240	240	240
자본잉여금	217	192	203	203	203
이익잉여금	2,015	2,627	4,805	6,280	8,009
자본조정	360	443	-374	-374	-374
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
<b>자본총계</b>	<b>3,918</b>	<b>4,684</b>	<b>6,036</b>	<b>7,511</b>	<b>9,240</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
<b>주당지표</b>					
EPS	3,858	16,147	50,170	34,404	40,480
BPS	56,436	69,689	106,948	139,309	177,238
DPS	1,000	1,800	2,000	2,500	3,000
CFPS	16,292	17,957	71,767	42,042	48,964
ROA(%)	1.5	4.7	10.5	6.4	7.0
ROE(%)	6.8	25.6	54.4	27.9	25.5
ROIC(%)	6.8	16.3	33.4	23.9	24.7
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	19.1	7.7	4.0	14.5	12.3
PBR	1.3	1.8	1.9	3.6	2.8
PSR	0.5	0.7	0.8	1.6	1.4
PCR	4.5	6.9	2.8	11.8	10.2
EV/EBITDA	6.4	8.4	7.3	10.4	8.8
배당수익률	1.4	1.4	1.0	0.5	0.6
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	286.7	317.2	295.3	237.2	196.8
Net debt/Equity	12.8	50.2	77.5	53.4	35.0
Net debt/EBITDA	75.8	228.1	227.8	156.5	110.4
유동비율	103.5	76.1	92.0	99.3	107.7
이자보상배율(배)	4.7	4.1	8.0	11.6	13.8
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	43.5	32.4	51.5	51.8	52.0
현금+투자자산	56.5	67.6	48.5	48.2	48.0
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	48.7	47.6	49.7	44.2	39.2
자기자본	51.3	52.4	50.3	55.8	60.8

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2025년 2월 12일)

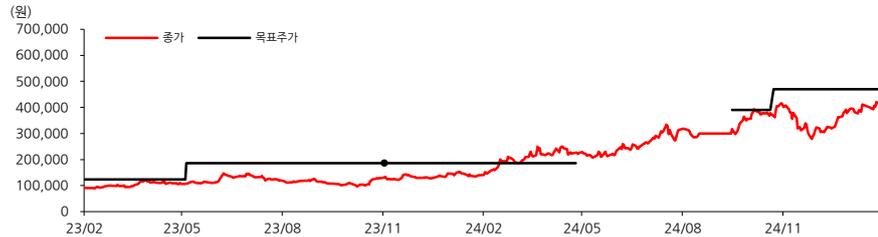
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)

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	2025.02.12
투자 의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	배성조	390,000	470,000	470,000	470,000	650,000

[ 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	-23.02	-10.53
2025.02.12	Buy	650,000		

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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%