

한화에어로스페이스(012450)

놀라긴 이르다, 이제 시작일 뿐

2023.02.27

4Q22 Review

투자의견: **BUY** (유지)

목표주가: **114,000**원(상향)

현재주가: 92,200원(02/24)

시가총액: 4,668(십억원)

기계/로보틱스/운송 양승윤_02)368-6139_syayang0901@eugenefn.com

4Q22 Review: 방산과 테크윈의 하드 캐리

한화에어로스페이스의 2022년 4분기 연결 기준 매출액은 2조 5,179억원(+43%yoy), 영업이익 1,766억원(+146%yoy, OPM 7.0%)을 기록했다. 방산 사업과 한화테크윈의 견조한 실적으로 매출액과 영업이익 모두 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 상회했다.

주요 사업부별 4분기 실적 리뷰 및 2023년 전망

[항공우주 4Q22] 매출액 3,756억원(-10%yoy), 영업이익 -200억원(적자전환 yoy)

항공기 제조 시장의 회복 지연과 일회성 비용 발생(신사업 투자, 군수 사업 총당금, 연말 성과급)으로 매출액과 영업이익 모두 전년대비 감소했다. 올해는 항공기 제조 정상화에 따라 실적 회복이 예상되나, GTF 엔진 인도가 다시금 증가하게 될 경우 RSP 손실 폭은 전년대비 확대될 수 있다. 다만, 부품 수급 이슈로 코로나 이전 수준의 GTF 엔진 인도가 이루어지지 못할 가능성이 있고, AM 매출이 발생하기 시작한 상황으로 RSP 손실은 우려보다 크지 않을 수 있다.

[지상방산 4Q22] 매출액 1조 1,215억원(+107%yoy), 영업이익 1,827억원(+222%yoy)

폴란드 K-9 24대 수출 매출 인식과 국내 사업(차륜형 대공포 등)의 매출 증대로 실적이 큰 폭으로 증가했으며, OPM 16%라는 기록적인 수익을 기록했다. 2023년에는 폴란드 향 K-9 및 천무 수출 등 해외 수출 증가와 올해부터 반영되는 꺾인화 방산의 실적이 더해지며 실적 레벨이 한단계 올라서게 될 전망이다. 주주 관련으로는 연내 폴란드 2차 계약(K-9, 천무)과 호주 레드백 우선협상자 선정 여부에 주목이 필요하다.

[한화테크윈 4Q22] 매출액 2,499억원(+46%yoy), 영업이익 354억원(+723%yoy)

미주 시장 내 제품 공급 경쟁력 우위 지속과 M/S 확대에 따른 견조한 실적이 지속되고 있다. 올해도 기 확보한 시장 M/S 유지와 신규 고객 유치를 통해 꾸준한 실적 성장이 기대된다.

4Q22 Review: 방산과 테크윈의 하드캐리

4분기 실적에서 방산 부문의 강력한 성장세를 확인했다. 2022년보다도 2023년이, 2023년보다 2024년 방산 부문의 해외 수출 실적이 큰 폭으로 늘어나는 성장 스토리가 시작되었다. 투자의견 BUY를 유지하며, 기존 목표주가 91,000원에서 114,000원으로 상향 조정한다 (Multiple 상향 및 적용 순이익을 2023~2024년 평균값을 적용).

계산기(12월)	2020A	2021A	2022P	2023E	2024E
매출액(십억원)	5,321	6,415	6,540	9,140	10,131
영업이익(십억원)	244	383	375	496	696
세전계속사업손익(십억원)	172	405	171	468	668
당기순이익(십억원)	165	302	157	368	494
EPS(원)	2,398	4,989	3,359	5,956	8,002
증감률(%)	-6.5	108.0	-32.7	77.3	34.4
PER(배)	11.9	9.6	27.4	15.5	11.5
ROE(%)	4.8	9.2	6.2	11.1	13.5
PBR(배)	0.6	0.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	5.2	4.2	8.2	7.2	5.8

자료: 유진투자증권

발행주식수	50,630천주
52주 최고가	92,500원
최저가	40,850원
52주 일간 Beta	1.39
60일 일평균거래대금	580억원
외국인 지분율	28.8%
배당수익률(2022F)	1.1%

주구성	
한화(외 4인)	34.0%
국민연금공단(외 1인)	9.9%

	1M	6M	12M
주가상승률	21.2%	21.6%	102.2%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	114,000	91,000	▲
영업이익(22)	375	366	▲
영업이익(23)	496	527	▼



도표 1. Valuation Table

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉠ 당기순이익	353	2023~2024 년 평균값
㉡ Target PER(배)	16	글로벌 방산/엔진 Peer 평균 (20% 할인)
㉢ 기업가치	5,794	㉢=㉠×㉡
㉣ 주식수(천주)	50,630	
㉤ 주당가치(원)	114,440	㉤=㉢/㉣
㉦ 목표주가(원)	114,000	
상승여력(%)	24%	
현재주가(원)	92,200	

자료: 유진투자증권

도표 2. 한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	1,167	1,457	1,398	2,518	6,415	6,540	9,140	10,131
항공우주	298	367	329	376	1,450	1,369	1,503	1,697
민수	148	192	200	224	669	764	840	966
군수/기타	150	175	129	152	781	605	663	730
지상방산	242	333	352	1,122	1,468	2,048	2,649	3,347
내수	225	318	280	769	1,299	1,591	1,380	1,285
수출	18	15	71	353	170	457	1,269	2,063
기타	626	758	717	1,021	3,497	3,123	4,988	5,087
영업이익	47	87	64	177	383	375	496	696
opm%	4.0	6.0	4.6	7.0	6.0	5.7	5.4	6.9

자료: 유진투자증권

주) 21년 이전은 중단사업손익 반영 전 기준, 기타 사업부문에는 한화시스템, 한화테크윈, 한화방산, 씨트레이아 포함

한화에어로스페이스(012450.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	9,465	11,046	14,950	15,235	15,790
유동자산	5,123	6,284	8,364	8,576	9,032
현금성자산	1,397	2,626	2,934	2,028	2,060
매출채권	1,044	1,037	1,448	1,927	2,027
재고자산	1,591	1,605	2,014	2,635	2,938
비유동자산	4,342	4,762	6,587	6,659	6,758
투자자산	549	887	1,479	1,539	1,602
유형자산	1,898	1,898	2,987	2,965	2,969
기타	1,895	1,977	2,121	2,154	2,187
부채총계	6,475	7,114	11,231	11,265	11,466
유동부채	3,900	4,330	8,272	8,272	8,438
매입채무	756	887	1,263	1,209	1,320
유동성이자부채	729	816	1,600	1,600	1,600
기타	2,414	2,627	5,409	5,463	5,518
비유동부채	2,575	2,784	2,959	2,992	3,027
비유동이자부채	1,757	1,965	1,817	1,817	1,817
기타	818	819	1,142	1,175	1,210
자본총계	2,990	3,932	3,719	3,970	4,325
자배지분	2,598	2,889	2,583	2,834	3,188
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	413	429	371	371	371
이익잉여금	1,581	1,812	1,948	2,199	2,553
기타	338	383	(2)	(2)	(2)
비자배지분	392	1,042	1,136	1,136	1,136
자본총계	2,990	3,932	3,719	3,970	4,325
총차입금	2,487	2,781	3,417	3,417	3,417
순차입금	1,090	155	483	1,390	1,357

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	435	990	1,085	(442)	524
당기순이익	165	302	157	368	494
자산상각비	246	237	253	341	342
기타비현금성손익	230	149	(974)	(32)	(53)
운전자본증감	(122)	311	1,423	(1,119)	(258)
매출채권감소(증가)	23	33	(491)	(479)	(100)
재고자산감소(증가)	(295)	7	(582)	(621)	(304)
매입채무증가(감소)	(31)	91	425	(54)	111
기타	181	180	2,071	34	35
투자현금	(299)	(607)	(879)	(418)	(447)
단기투자자산감소	51	(201)	(754)	(5)	(5)
장기투자증권감소	(28)	(72)	172	(40)	(42)
설비투자	189	166	161	237	262
유형자산처분	2	6	4	0	0
무형자산처분	(139)	(159)	(140)	(116)	(116)
재무현금	199	813	85	(51)	(51)
차입금증가	243	226	132	0	0
자본증가	(43)	(45)	(35)	(51)	(51)
배당금지급	17	43	35	51	51
현금 증감	331	1,197	286	(911)	27
기초현금	1,000	1,331	2,528	2,814	1,903
기말현금	1,331	2,528	2,814	1,903	1,931
Gross Cash flow	641	688	(237)	677	782
Gross Investment	472	95	(1,298)	1,532	699
Free Cash Flow	169	593	1,060	(856)	83

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	5,321	6,415	6,540	9,140	10,131
증가율(%)	1.1	20.6	1.9	39.8	10.8
매출원가	4,251	5,120	5,165	7,312	8,105
매출총이익	1,070	1,295	1,374	1,828	2,026
판매 및 일반관리비	826	912	999	1,332	1,330
기타영업손익	(4)	10	10	33	(0)
영업이익	244	383	375	496	696
증가율(%)	47.6	57.0	(2.0)	32.1	40.4
EBITDA	490	620	628	837	1,038
증가율(%)	27.5	26.7	1.2	33.3	24.0
영업외손익	(72)	22	(204)	(28)	(28)
이자수익	15	14	30	16	16
이자비용	66	64	66	64	64
자본법손익	(2)	(29)	(16)	(1)	(1)
기타영업손익	(18)	101	(152)	21	21
세전순이익	172	405	171	468	668
증가율(%)	9.9	135.9	(57.7)	173.0	42.8
법인세비용	7	104	62	122	174
당기순이익	165	302	157	368	494
증가율(%)	1.4	83.2	(48.1)	135.0	34.4
지배주주지분	121	253	170	302	405
증가율(%)	(8.2)	108.0	(32.7)	77.3	34.4
비지배지분	43	49	(14)	66	89
EPS(원)	2,398	4,989	3,359	5,956	8,002
증가율(%)	(6.5)	108.0	(32.7)	77.3	34.4
수정EPS(원)	2,398	4,989	3,359	5,956	8,002
증가율(%)	(6.5)	108.0	(32.7)	77.3	34.4

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	2,398	4,989	3,359	5,956	8,002
BPS	51,308	57,066	51,011	55,967	62,969
DPS	600	700	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배, %)					
PER	11.9	9.6	27.4	15.5	11.5
PBR	0.6	0.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.2	4.2	8.2	7.2	5.8
배당수익률	2.1	1.5	1.1	1.1	1.1
PCR	2.3	3.5	n/a	6.9	6.0
수익성(%)					
영업이익율	4.6	6.0	5.7	5.4	6.9
EBITDA이익율	9.2	9.7	9.6	9.2	10.2
순이익율	3.1	4.7	2.4	4.0	4.9
ROE	4.8	9.2	6.2	11.1	13.5
ROIC	6.1	7.5	7.0	9.7	11.5
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	36.5	3.9	13.0	35.0	31.4
유동비율	131.3	145.1	101.1	103.7	107.0
이자보상배율	3.7	6.0	5.7	7.8	11.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7
매출채권회전율	4.6	6.2	5.3	5.4	5.1
재고자산회전율	3.6	4.0	3.6	3.9	3.6
매입채무회전율	7.0	7.8	6.1	7.4	8.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2022.12.31 기준)

