

한화에어로스페이스 (012450)

끝나지 않은 방산 모멘텀

투자의견	BUY (유지)
목표주가	133,000 원(상향)
현재주가	108,300 원(04/19)
시가총액	5,483 (십억원)

기계/로보틱스/운송 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 동사의 1분기 실적은 매출액 1조 8,374억원(+58%yoy), 영업이익은 1,139억원(+142%yoy), OPM 6.2%를 기록할 전망. 폴란드 항 K-9 추가 인도 분에 대한 실적 반영과 견조한 한화비전(구 한화테크윈) 실적 흐름에 힘입어 영업이익 기준 시장 예상치를 상회할 것으로 예상됨
- GTF 엔진이 채용되고 있는 A320 Family의 인도 실적은 여전히 코로나 이전 수준에 미치지 못하고 있어, 1분기 RSP 손실 폭은 크지는 않을 것. 하반기로 갈수록 인도량 증가에 따라 손실 폭은 점진적으로 확대될 것으로 예상
- 수주 모멘텀도 여전히 긍정적. 기존에 알려진 연내 폴란드 2차 계약 및 호주 레드백에 더해 루마니아에서 K-9 도입 가능성이 부상 중. 러-우 전쟁에 따른 지정학적 불확실성이 확대되고 있고, 러시아와 국경을 맞대고 있는 국가(동유럽, 북유럽)에서 화력 무기에 대한 수요는 견조할 전망
- 투자의견 BUY 유지, 목표주가 133,000원으로 17% 상향 조정

주가(원,4/19)	108,300
시가총액(십억원)	5,483

발행주식수	50,630천주
52주 최고가	120,100원
최저가	40,850원
52주 일간 Beta	1.32
60일 일평균거래대금	709억원
외국인 지분율	33.4%
배당수익률(2023F)	0.9%

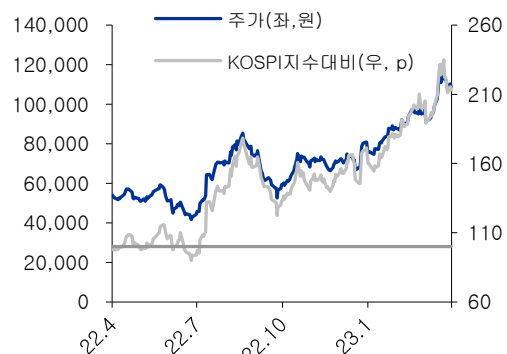
주주구성	
한화(외 4인)	34.0%
국민연금공단(외 1인)	9.9%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	6.4%	67.2%	105.8%
절대기준	13.9%	82.3%	100.6%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	133,000	114,000	▲
영업이익(23)	493	496	▼
영업이익(24)	655	696	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	5,541	6,540	9,057	10,031
영업이익	277	377	493	655
세전손익	289	175	491	653
당기순이익	302	152	382	479
EPS(원)	4,989	3,967	6,191	7,763
증감률(%)	108.0	-20.5	56.1	25.4
PER(배)	9.6	18.6	17.5	14.0
ROE(%)	9.2	7.0	11.1	13.4
PBR(배)	0.8	1.3	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	5.0	6.5	9.0	6.0

자료: 유진투자증권



한화에어로스페이스 1Q23 Preview: 끝나지 않은 방산 모멘텀

한화에어로스페이스의 1 분기 실적은 매출액 1 조 8,374 억원(+58%yoy), 영업 이익은 1,139 억원(+142%yoy), OPM 6.2%를 기록할 것으로 전망한다.

1 분기에 추가 인도된 폴란드 향 K-9(*24 문 추정, 현재까지 총 48 문 인도한 것으로 추정)의 실적 반영이 이루어지고 한화비전(구 한화테크윈)의 견조한 실적 흐름에 힘입어, 영업이익 기준으로 시장 예상치를 상회할 것으로 예상된다.

RSP 손실 관련해서는 GTF 엔진이 채용되고 있는 A320 Family 의 인도가 1 분기 기준 월간 44 대 수준을 기록했으나 여전히 코로나 이전인 2018 년~2019 년 수준(월간 50 대 중반)에 미치지 못하고 있어 1 분기 RSP 손실 폭은 우려보다 크지 않을 것이다. 다만, 하반기로 갈수록 공급망 혼란 개선에 따른 항공기 인도량이 증가하며 RSP 손실 폭은 점진적으로 확대될 것이라 판단한다.

수주 모멘텀도 여전히 긍정적이다. 기존에 알려진 폴란드 2 차 계약 및 호주 레드백에 더해 루마니아에서 K-9 도입에 대한 가능성이 떠오르고 있다. 러-우 전쟁으로 지정학적 불확실성이 확대되고 있어 러시아와 국경을 맞대고 있는 국가(동유럽, 북유럽)에서 화력 무기에 대한 수요가 강하게 나타나고 있는 상황이다.

연간 실적은 매출액 9 조 567 억원(+39%yoy), 영업이익 4,932 억원(+31%yoy)을 기록할 것으로 추정되며, 폴란드 향 K-9 잔여 물량 추가 인도와 천무(K-239)가 개발 과정을 마치고 연말부터 인도될 가능성을 실적 추정에 포함하였다.

투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 Target PER 16배를 적용하여 133,000 원으로 기존 목표주가 대비 17% 상향 조정하여 제시한다. 적용 순이익은 기존 23~24 년 평균치에서 23~25 년 평균치로 변경했다.

도표 1. Valuation Table

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉑ 당기순이익	411	2023~2025 년 평균값
㉒ Target PER(배)	16	글로벌 방산/엔진 Peer 평균 (20% 할인)
㉓ 기업가치	6,740	㉓=㉑×㉒
㉔ 주식수(천주)	50,630	
㉕ 주당가치(원)	133,126	㉕=㉓/㉔
㉖ 목표주가(원)	133,000	
상승여력(%)	23%	
현재주가(원)	108,900	

자료: 유진투자증권

도표 2. 한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

구분	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	1,837	2,083	1,894	3,242	6,540	9,057	10,031	11,257
항공우주	323	398	357	408	1,369	1,486	1,674	1,847
민수	196	185	196	246	764	823	944	1,063
군수/기타	142	180	153	187	605	663	730	784
지상방산	521	469	449	1,144	2,048	2,583	3,270	4,206
내수	220	319	299	542	1,591	1,380	1,285	1,214
수출	301	150	150	602	457	1,203	1,985	2,992
기타	993	1,216	1,088	1,691	3,123	4,988	5,087	5,204
영업이익	114	95	87	197	377	493	655	877
opm %	6.2	4.6	4.6	6.1	5.8	5.4	6.5	7.8

자료: 유진투자증권

주) 기타 사업부문에는 한화시스템, 한화테크윈, 한화방산, 씨트랙아이 포함

도표 3. 1Q23 Preview

결산기(12월) (단위: 십억원)	1Q23E				시장 전망치	2Q23E			2022	2023E		2024E	
	예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)			예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)		예상치	yoy (%,%p)	예상치	yoy (%,%p)
매출액	1,837	-27.0	33.3	1,723	2,083	13.4	24.7	6,540	9,057	38.5	10,031	10.8	
영업이익	114	-36.1	71.5	106	95	-16.6	-15.8	377	493	30.7	655	32.8	
세전이익	113	97.4	99.0	85	95	-16.6	105.7	175	491	181.4	653	33.0	
순이익	76	64.7	98.1	55	67	-11.5	141.8	201	313	56.1	393	25.4	
OP Margin	6.2	-0.9	1.4	6.1	4.6	-1.6	-2.2	5.8	5.4	-0.3	6.5	1.1	
NP Margin	5.0	4.5	1.8	0.0	3.9	-1.1	3.6	2.3	4.2	1.9	4.8	0.6	
EPS(원)	5,993	64.7	98.1	4,333	5,304	-11.5	141.8	3,967	6,191	56.1	7,763	25.4	
BPS(원)	49,889	-11.8	-11.0	77,499	51,215	2.7	-10.8	56,544	54,582	-3.5	61,345	12.4	
ROE(%)	49,889	-11.8	-11.0	77,499	51,215	2.7	-10.8	56,544	54,582	-3.5	61,345	12.4	
PER(X)	18.1	-	-	25.0	20.4	-	-	18.6	17.5	-	14.0	-	
PBR(X)	2.2	-	-	1.4	2.1	-	-	1.3	2.0	-	1.8	-	

자료: 유진투자증권

주: EPS 는 annualized 기준

한화에어로스페이스(012450.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	11,046	15,157	15,698	15,725	16,405
유동자산	6,284	8,589	8,954	8,783	9,233
현금성자산	2,626	3,179	1,886	3,276	3,609
매출채권	1,037	1,438	2,038	1,384	1,435
재고자산	1,605	2,014	3,053	2,126	2,172
비유동자산	4,762	6,568	6,743	6,942	7,172
투자자산	887	1,461	1,520	1,582	1,646
유형자산	1,898	2,987	3,039	3,116	3,222
기타	1,977	2,121	2,184	2,245	2,304
부채총계	7,114	11,234	11,873	11,558	11,762
유동부채	4,330	8,270	8,883	8,541	8,716
매입채무	887	1,263	1,658	1,260	1,379
유동성이자부채	816	1,653	1,653	1,653	1,653
기타	2,627	5,354	5,572	5,627	5,683
비유동부채	2,784	2,963	2,990	3,017	3,046
비유동이자부채	1,965	1,915	1,915	1,915	1,915
기타	819	1,048	1,074	1,102	1,131
자본총계	3,932	3,924	3,824	4,167	4,643
지배지분	2,889	2,863	2,763	3,106	3,582
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	429	217	217	217	217
이익잉여금	1,812	2,020	2,283	2,625	3,101
기타	383	360	(2)	(2)	(2)
비지배지분	1,042	1,061	1,061	1,061	1,061
자본총계	3,932	3,924	3,824	4,167	4,643
총차입금	2,781	3,569	3,569	3,569	3,569
순차입금	155	390	1,683	293	(40)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	990	1,524	(741)	1,974	957
당기순이익	302	152	382	479	642
자산상각비	237	257	304	311	321
기타비현금성손익	149	416	(382)	(36)	(64)
운전자본증감	311	794	(1,045)	1,219	58
매출채권감소(증가)	33	(305)	(600)	654	(51)
재고자산감소(증가)	7	(277)	(1,038)	927	(46)
매입채무증가(감소)	91	226	396	(398)	119
기타	180	1,150	198	36	36
투자현금	(607)	(1,225)	(507)	(539)	(579)
단기투자자산감소	(201)	(767)	(6)	(6)	(6)
장기투자증권감소	(72)	42	(55)	(56)	(57)
설비투자	166	197	272	302	339
유형자산처분	6	5	0	0	0
무형자산처분	(159)	(148)	(147)	(147)	(147)
재무현금	813	216	(51)	(51)	(51)
차입금증가	226	263	0	0	0
자본증가	(32)	(35)	(51)	(51)	(51)
배당금지급	30	35	51	51	51
현금 증감	1,197	515	(1,299)	1,384	327
기초현금	1,331	2,528	3,043	1,745	3,128
기말현금	2,528	3,043	1,745	3,128	3,456
Gross Cash flow	688	825	304	755	899
Gross Investment	95	(336)	1,547	(685)	515
Free Cash Flow	593	1,161	(1,243)	1,440	384

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	5,541	6,540	9,057	10,031	11,256
증가율(%)	4.1	18.0	38.5	10.8	12.2
매출원가	4,523	5,190	7,137	7,793	8,601
매출총이익	1,018	1,349	1,920	2,238	2,655
판매 및 일반관리비	741	972	1,427	1,583	1,778
기타영업손익	(10)	31	47	11	12
영업이익	277	377	493	655	877
증가율(%)	13.6	36.1	30.7	32.8	33.8
EBITDA	515	634	797	967	1,198
증가율(%)	5.1	23.3	25.7	21.3	23.9
영업외손익	12	(203)	(2)	(2)	(2)
이자수익	13	48	14	14	14
이자비용	62	80	64	64	64
지분법손익	(29)	(21)	(23)	(23)	(23)
기타영업손익	90	(149)	71	71	71
세전순이익	289	175	491	653	875
증가율(%)	68.4	(39.7)	181.4	33.0	33.9
법인세비용	80	60	131	174	233
당기순이익	302	152	382	479	642
증가율(%)	83.2	(49.6)	151.5	25.4	33.9
지배주주지분	253	201	313	393	526
증가율(%)	108.0	(20.5)	56.1	25.4	33.9
비지배지분	49	(49)	69	86	116
EPS(원)	4,989	3,967	6,191	7,763	10,399
증가율(%)	108.0	(20.5)	56.1	25.4	33.9
수정EPS(원)	4,989	3,967	6,191	7,763	10,399
증가율(%)	108.0	(20.5)	56.1	25.4	33.9

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	4,989	3,967	6,191	7,763	10,399
BPS	57,066	56,544	54,582	61,345	70,743
DPS	700	1,000	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배, %)					
PER	9.6	18.6	17.5	14.0	10.4
PBR	0.8	1.3	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	5.0	6.5	9.0	6.0	4.5
배당수익률	1.5	1.4	0.9	0.9	0.9
PCR	3.5	4.5	18.0	7.3	6.1
수익성(%)					
영업이익율	5.0	5.8	5.4	6.5	7.8
EBITDA이익율	9.3	9.7	8.8	9.6	10.6
순이익율	5.4	2.3	4.2	4.8	5.7
ROE	9.2	7.0	11.1	13.4	15.7
ROIC	5.3	6.9	8.8	11.6	17.6
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	3.9	9.9	44.0	7.0	(0.9)
유동비율	145.1	103.9	100.8	102.8	105.9
이자보상배율	4.4	4.7	7.7	10.2	13.7
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
매출채권회전율	5.3	5.3	5.2	5.9	8.0
재고자산회전율	3.5	3.6	3.6	3.9	5.2
매입채무회전율	6.7	6.1	6.2	6.9	8.5

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/투자조건 비율

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

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

(2023.03.31 기준)

