

# 한화에어로스페이스 (012450/KS)

거를 타선이 없다

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 160,000 원(상향)  
 현재주가: 118,400 원  
 상승여력: 35.1%



Analyst  
**나승두**

nsdoo@sk.com  
 3773-8891

### Company Data

|        |           |
|--------|-----------|
| 발행주식수  | 5,063 만주  |
| 시가총액   | 59,946 억원 |
| 주요주주   |           |
| 한화(외3) | 33.98%    |
| 국민연금공단 | 8.10%     |

### Stock Data

|              |             |
|--------------|-------------|
| 주가(23/11/27) | 118,400 원   |
| KOSPI        | 2,495.66 pt |
| 52주 최고가      | 142,500 원   |
| 52주 최저가      | 66,300 원    |
| 60일 평균 거래대금  | 480 억원      |

### 주가 및 상대수익률



## 4분기는 더 좋다, 우상향 기조 지속 전망

K-9 자주포와 레드백 장갑차, 천무 다연장로켓과 포탄 장약, 항공기 엔진과 한국형 우주 발사체까지 그야말로 거를 타선이 없는 비즈니스 모델을 갖추었다. 탈세계화와 지역 간 갈등 심화, 우주 진출 경쟁 심화 등 얼마든지 동사의 제품 수요를 자극할 수 있는 이벤트가 계속될 가능성이 높다는 점을 감안하면 중장기적 성장성은 더욱 견고함을 더하고 있다. 지속적으로 증가하는 수주잔고가 이를 방증한다. 폴란드와의 K-9 자주포 수출 계약을 체결한 이후 납품 일정에 따라 분기별 방산 매출 변동이 나타나는 것도 사실이다. 하지만 분기별 실적 변동에 일희일비 할 필요는 없다고 판단된다. 꾸준히 납품 물량이 증가하면서 연간 실적은 우상향 기조를 이어갈 것으로 예상되기 때문이다.

## 폴란드 2차 협상, 천무까지 논의 확대될 것

언론 발표에 따르면 우리나라와 폴란드의 2차 계약은 최종 협상에 돌입한 것으로 추정된다. K-9 자주포의 경우 1차 계약에 준하는 수준의 물량 계약이 될 것으로 예상되며, 천무 다연장로켓까지 추가 논의가 진행 중인 것으로 알려졌다. 따라서 한화에어로스페이스의 수혜 규모는 기존 예상보다 더 커질 가능성이 높다. 폴란드 외 루마니아 등 주변 국가들과의 K-9 자주포 및 레드백 장갑차 논의도 지속되고 있어 내년에도 추가 수출 계약 소식이 이어질 것으로 예상된다.

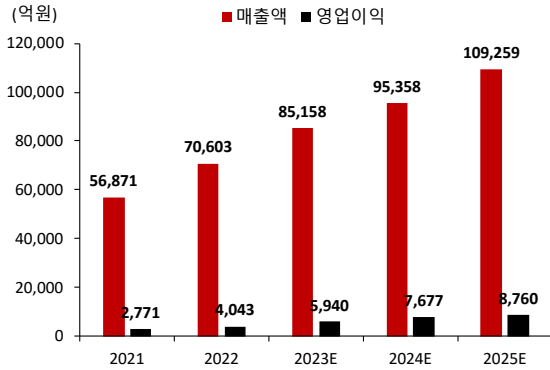
## 투자의견 매수 유지, 목표주가는 상향 조정

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 14만 5천원에서 16만원으로 상향 조정(+10.3%)한다. 목표주가는 기존과 동일하게 상대가치평가(PER)방법을 사용하였으나, 적용 Multiple을 기존 10.0배에서 11.1배로 상향 적용하였다. 2024년은 전반적으로 국내 방산 기업들에 대한 눈높이를 높여도 되는 시점이라고 판단한다. 첫째, 추가(신규) 수출 계약 논의가 더욱 활발하게 진행될 것으로 예상되고, 둘째, 정치적 불확실성 및 지정학적 갈등 지속은 방산에 대한 수요를 증가시킬 것으로 예상되며, 셋째, 수출 품목 다변화는 수익성 제고에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되기 때문이다. 특히 한화그룹이 보유한 방산 밸류체인 일원화는 프리미엄을 부여하기 충분하다.

### 영업실적 및 투자지표

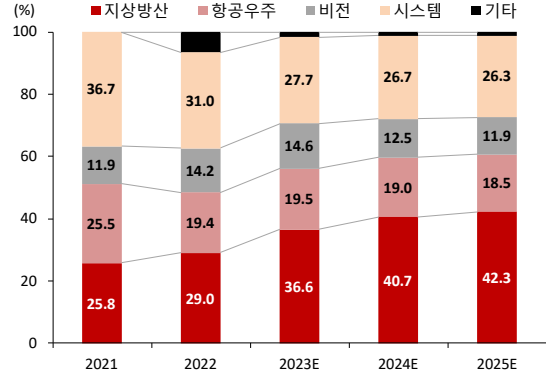
| 구분        | 단위 | 2020   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E   |
|-----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 매출액       | 억원 | 53,214 | 55,414 | 65,396 | 85,158 | 95,358 | 109,259 |
| 영업이익      | 억원 | 2,439  | 2,771  | 3,772  | 5,940  | 7,677  | 8,760   |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 1,214  | 2,526  | 2,008  | 13,916 | 7,296  | 8,185   |
| EPS       | 원  | 2,398  | 3,172  | 3,226  | 27,486 | 14,410 | 16,166  |
| PER       | 배  | 11.9   | 15.1   | 22.8   | 4.3    | 8.2    | 7.3     |
| PBR       | 배  | 0.6    | 0.8    | 1.3    | 1.4    | 1.2    | 1.1     |
| EV/EBITDA | 배  | 6.0    | 7.0    | 8.2    | 8.5    | 6.4    | 5.1     |
| ROE       | %  | 4.8    | 9.2    | 7.0    | 39.4   | 16.1   | 15.5    |

한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망



자료: 한화에어로스페이스, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 실적 비중 추이



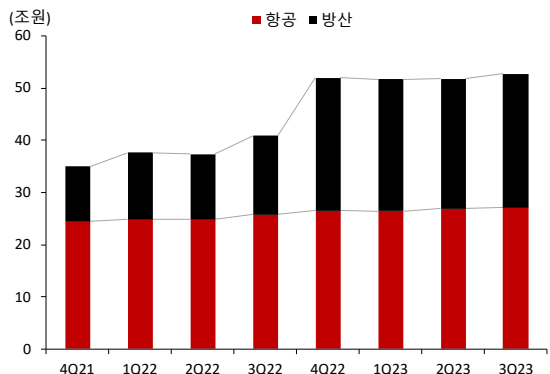
자료: 한화에어로스페이스, SK 증권 추정

한화에어로스페이스 실적 추정

| 구분<br>(억 원) | 2021   | 2022   | 2023E  | 2023E  |        |        |        | 2024E  | 2025E   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
|             |        |        |        | 1Q     | 2Q     | 3Q     | 4QE    |        |         |
| 매출액         | 56,871 | 70,603 | 85,158 | 20,378 | 20,080 | 19,814 | 24,886 | 95,358 | 109,259 |
| 지상방산        | 14,684 | 20,481 | 31,153 | 8,415  | 6,001  | 7,627  | 9,110  | 38,779 | 46,214  |
| 항공우주        | 14,497 | 13,689 | 16,641 | 3,900  | 4,019  | 3,902  | 4,820  | 18,112 | 20,174  |
| 한화비전        | 6,795  | 10,023 | 12,393 | 2,735  | 3,841  | 2,460  | 3,357  | 11,917 | 13,004  |
| 한화시스템       | 20,895 | 21,880 | 23,590 | 4,395  | 6,107  | 6,208  | 6,880  | 25,488 | 28,723  |
| 기타(연결조정 등)  |        | 4,530  | 1,381  | 933    | 112    | -383   | 719    | 1,062  | 1,144   |
| 영업이익        | 2,771  | 4,043  | 5,940  | 2,244  | 812    | 1,043  | 1,841  | 7,677  | 8,760   |

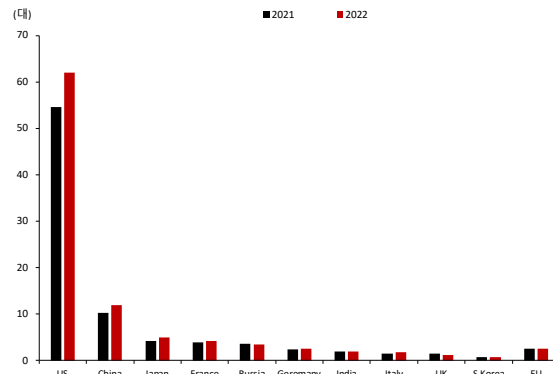
자료: 한화에어로스페이스, SK 증권 추정

분기별 수주잔고 추이



자료: 한화에어로스페이스, SK 증권

주요국 우주 산업 관련 정부 지출 변화



자료: Euroconsult, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(억원)     | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>    | 62,835  | 85,891  | 117,024 | 132,986 | 153,128 |
| 현금및현금성자산       | 25,281  | 30,432  | 30,886  | 37,031  | 43,796  |
| 매출채권 및 기타채권    | 10,369  | 14,380  | 20,493  | 22,948  | 26,293  |
| 재고자산           | 16,048  | 20,142  | 33,259  | 37,242  | 42,671  |
| <b>비유동자산</b>   | 47,623  | 65,682  | 66,510  | 67,953  | 70,779  |
| 장기금융자산         | 3,182   | 7,565   | 7,970   | 8,476   | 9,689   |
| 유형자산           | 18,981  | 29,869  | 30,318  | 31,163  | 32,401  |
| 무형자산           | 19,772  | 21,206  | 20,913  | 20,868  | 21,055  |
| <b>자산총계</b>    | 110,458 | 151,573 | 183,534 | 200,939 | 223,906 |
| <b>유동부채</b>    | 43,301  | 82,701  | 107,719 | 120,217 | 137,251 |
| 단기금융부채         | 8,159   | 16,533  | 20,354  | 22,792  | 26,114  |
| 매입채무 및 기타채무    | 5,929   | 8,531   | 13,329  | 14,926  | 17,102  |
| 단기충당부채         | 689     | 1,122   | 1,461   | 1,636   | 1,874   |
| <b>비유동부채</b>   | 27,842  | 29,634  | 26,549  | 26,438  | 26,681  |
| 장기금융부채         | 19,651  | 18,545  | 17,447  | 16,319  | 15,176  |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 2,493   | 3,959   | 3,714   | 3,567   | 3,399   |
| 장기충당부채         | 33      | 105     | 137     | 153     | 175     |
| <b>부채총계</b>    | 71,143  | 112,335 | 134,267 | 146,655 | 163,932 |
| <b>지배주주지분</b>  | 28,892  | 28,628  | 42,039  | 48,829  | 56,508  |
| 자본금            | 2,657   | 2,657   | 2,657   | 2,657   | 2,657   |
| 자본잉여금          | 4,288   | 2,171   | 2,171   | 2,171   | 2,171   |
| 기타자본구성요소       | -22     | -22     | -22     | -22     | -22     |
| 자기주식           | -22     | -22     | -22     | -22     | -22     |
| 이익잉여금          | 18,120  | 20,201  | 33,611  | 40,401  | 48,080  |
| 비지배주주지분        | 10,423  | 10,610  | 7,228   | 5,455   | 3,466   |
| <b>자본총계</b>    | 39,316  | 39,238  | 49,267  | 54,284  | 59,974  |
| <b>부채외자본총계</b> | 110,458 | 151,573 | 183,534 | 200,939 | 223,906 |

현금흐름표

| 12월 결산(억원)        | 2021   | 2022    | 2023E   | 2024E  | 2025E  |
|-------------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| <b>영업활동현금흐름</b>   | 6,336  | 13,196  | -1,421  | 9,530  | 10,953 |
| 당기순이익(손실)         | 3,018  | 1,520   | 10,534  | 5,523  | 6,196  |
| 비현금상항목등           | 3,866  | 6,728   | -2,846  | 4,796  | 5,313  |
| 유형자산감가상각비         | 1,622  | 1,757   | 1,799   | 1,885  | 2,016  |
| 무형자산상각비           | 752    | 815     | 794     | 791    | 804    |
| 기타                | 1,492  | 4,156   | -5,439  | 2,120  | 2,493  |
| 운전자본감소(증가)        | 3,110  | 7,936   | -6,084  | 1,596  | 2,175  |
| 매출채권및기타채권의감소(증가)  | 325    | -3,050  | -6,113  | -2,455 | -3,345 |
| 재고자산의감소(증가)       | 69     | -2,773  | -13,116 | -3,984 | -5,429 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소)  | 914    | 2,259   | 4,798   | 1,597  | 2,176  |
| 기타                | 1,802  | 11,500  | 8,348   | 6,438  | 8,773  |
| 법인세납부             | -640   | -1,469  | -2,954  | -1,715 | -2,026 |
| <b>투자활동현금흐름</b>   | -5,901 | -11,663 | 4,442   | -4,489 | -6,794 |
| 금융자산의감소(증가)       | -2,070 | -7,231  | 7,765   | -634   | -1,387 |
| 유형자산의감소(증가)       | -1,605 | -1,916  | -2,248  | -2,730 | -3,254 |
| 무형자산의감소(증가)       | -1,588 | -1,480  | -501    | -746   | -991   |
| 기타                | -638   | -1,036  | -574    | -379   | -1,162 |
| <b>재무활동현금흐름</b>   | 9,524  | 1,663   | 2,217   | 804    | 1,674  |
| 단기금융부채의증가(감소)     | -344   | 2,446   | 3,821   | 2,438  | 3,323  |
| 장기금융부채의증가(감소)     | 4,614  | 488     | -1,098  | -1,128 | -1,143 |
| 자본의증가(감소)         | 160    | -2,117  | 0       | 0      | 0      |
| 배당금지급             | -304   | -354    | -506    | -506   | -506   |
| 기타                | 5,398  | 1,200   | 0       | -0     | -0     |
| <b>현금의 증가(감소)</b> | 11,974 | 5,151   | 454     | 6,145  | 6,765  |
| 기초현금              | 13,307 | 25,281  | 30,432  | 30,886 | 37,031 |
| 기말현금              | 25,281 | 30,432  | 30,886  | 37,031 | 43,796 |
| FCF               | 4,731  | 11,280  | -3,669  | 6,800  | 7,699  |

자료 : 한화에어로스페이스,

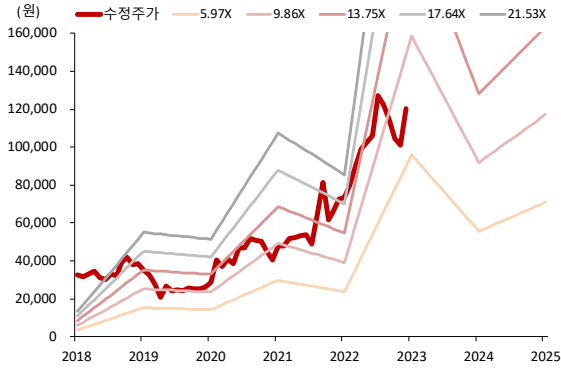
포괄손익계산서

| 12월 결산(억원)      | 2021   | 2022   | 2023E   | 2024E  | 2025E   |
|-----------------|--------|--------|---------|--------|---------|
| <b>매출액</b>      | 55,414 | 65,396 | 85,158  | 95,358 | 109,259 |
| <b>매출원가</b>     | 45,230 | 51,903 | 66,794  | 73,845 | 84,727  |
| <b>매출총이익</b>    | 10,184 | 13,493 | 18,364  | 21,514 | 24,532  |
| 매출총이익률(%)       | 18.4   | 20.6   | 21.6    | 22.6   | 22.5    |
| <b>판매비와 관리비</b> | 7,413  | 9,721  | 12,424  | 13,836 | 15,772  |
| <b>영업이익</b>     | 2,771  | 3,772  | 5,940   | 7,677  | 8,760   |
| 영업이익률(%)        | 5.0    | 5.8    | 7.0     | 8.1    | 8.0     |
| <b>비영업손익</b>    | 123    | -2,026 | 7,548   | -439   | -537    |
| 순금융손익           | -494   | -328   | -72     | -670   | -704    |
| 외환관련손익          | -87    | -504   | 31      | 94     | 67      |
| 관계기업등 투자손익      | 15     | -210   | -105    | 0      | 0       |
| <b>세전계속사업이익</b> | 2,894  | 1,746  | 13,488  | 7,238  | 8,222   |
| 세전계속사업이익률(%)    | 5.2    | 2.7    | 15.8    | 7.6    | 7.5     |
| <b>계속사업법인세</b>  | 796    | 601    | 2,954   | 1,715  | 2,026   |
| <b>계속사업이익</b>   | 2,098  | 1,145  | 10,534  | 5,523  | 6,196   |
| <b>중단사업이익</b>   | 920    | 375    | 0       | 0      | 0       |
| <b>*법인세효과</b>   | 0      | 0      | 0       | 0      | 0       |
| <b>당기순이익</b>    | 3,018  | 1,520  | 10,534  | 5,523  | 6,196   |
| 순이익률(%)         | 5.4    | 2.3    | 12.4    | 5.8    | 5.7     |
| <b>지배주주</b>     | 2,526  | 2,008  | 13,916  | 7,296  | 8,185   |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 4.6    | 3.1    | 16.3    | 7.7    | 7.5     |
| <b>비지배주주</b>    | 492    | -488   | -3,381  | -1,773 | -1,989  |
| <b>총포괄이익</b>    | 3,567  | 1,089  | 10,534  | 5,523  | 6,196   |
| <b>지배주주</b>     | 3,076  | 2,177  | 21,064  | 11,043 | 12,390  |
| <b>비지배주주</b>    | 491    | -1,088 | -10,530 | -5,520 | -6,193  |
| <b>EBITDA</b>   | 5,145  | 6,345  | 8,533   | 10,353 | 11,580  |

주요투자지표

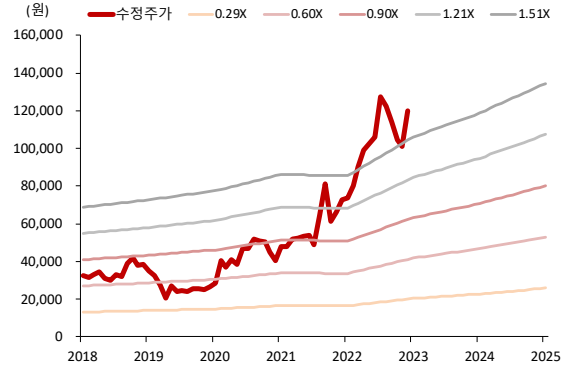
| 12월 결산(억원)             | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E   |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |         |
| 매출액                    | 4.1    | 18.0   | 30.2   | 12.0   | 14.6    |
| 영업이익                   | 13.6   | 36.1   | 57.5   | 29.2   | 14.1    |
| 세전계속사업이익               | 68.4   | -39.7  | 67.25  | -46.3  | 13.6    |
| EBITDA                 | 5.1    | 23.3   | 34.5   | 21.3   | 11.8    |
| EPS                    | 32.3   | 1.7    | 752.0  | -47.6  | 12.2    |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |         |
| ROA                    | 2.9    | 1.2    | 6.3    | 2.9    | 2.9     |
| ROE                    | 9.2    | 7.0    | 39.4   | 16.1   | 15.5    |
| EBITDA마진               | 9.3    | 9.7    | 10.0   | 10.9   | 10.6    |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |         |
| 유동비율                   | 145.1  | 103.9  | 108.6  | 110.6  | 111.6   |
| 부채비율                   | 181.0  | 286.3  | 272.5  | 270.2  | 273.3   |
| 순차입금/자기자본              | 3.9    | 9.9    | 11.7   | 1.3    | -6.9    |
| EBITDA/이자비용(배)         | 8.2    | 7.9    | 9.7    | 11.2   | 12.0    |
| 배당성향                   | 14.0   | 25.2   | 3.6    | 6.9    | 6.2     |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |         |
| EPS(계속사업)              | 3,172  | 3,226  | 27,486 | 14,410 | 16,166  |
| BPS                    | 57,109 | 56,587 | 83,074 | 96,485 | 111,653 |
| CFPS                   | 9,678  | 9,048  | 32,608 | 19,695 | 21,736  |
| 주당 현금배당금               | 700    | 1,000  | 1,000  | 1,000  | 1,000   |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |         |
| PER                    | 15.1   | 22.8   | 4.3    | 8.2    | 7.3     |
| PBR                    | 0.8    | 1.3    | 1.4    | 1.2    | 1.1     |
| PCR                    | 5.0    | 8.1    | 3.6    | 6.0    | 5.4     |
| EV/EBITDA              | 7.0    | 8.2    | 8.5    | 6.4    | 5.1     |
| 배당수익률                  | 1.5    | 1.4    | 0.8    | 0.8    | 0.8     |

한화에어로스페이스 PER 밴드 차트



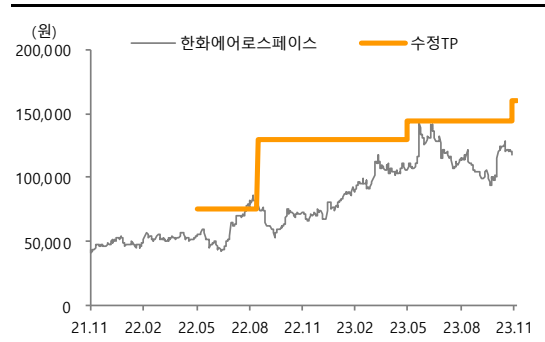
자료: Quantwise, SK 증권

한화에어로스페이스 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

| 일시         | 투자의견 | 목표주가     | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|----------|--------------|---------|----------------|
|            |      |          |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>추가대비 |
| 2023.11.28 | 매수   | 160,000원 | 6개월          |         |                |
| 2023.05.30 | 매수   | 145,000원 | 6개월          | -19.47% | -1.72%         |
| 2022.09.13 | 매수   | 130,000원 | 6개월          | -36.09% | -9.77%         |
| 2022.05.31 | 매수   | 75,000원  | 6개월          | -20.73% | 13.87%         |



**Compliance Notice**

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 28일 기준)**

|    |        |    |       |    |       |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 93.85% | 중립 | 6.15% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|