

한화에어로스페이스

(012450)

1Q25: 실적은 거들뿐, 투자로 더 앞서나갈

1분기 매출 5조 4,842억원/영업이익 5,608억원

한화에어로스페이스의 1분기 매출은 5조 4,842억원/영업이익 5,608억원(OPM 10.2%)로 컨센서스(4조 7,995억원/5,019억원) 대비 각각 +14.3%, +11.7%를 상회하는 호실적을 시현하였다. 이번 분기부터 한화오션의 실적이 연결 반영되었으며, 지상방산 부문의 매출은 1조 1,575억원/영업이익 3,019억원(OPM 26.1%)로 지난 분기에 비해 매출액이 1/3수준으로 감소했음에도 불구하고 영업이익률은 오히려 소폭 개선되었다. 폴란드 K9 20문, 천무 24대가 인도되었고 사측의 연초 가이드نس(연간 K9 70문 이상, 천무 50대 이상)에서 천무의 연간 인도대수가 K9보다 많아질 수 있다는 추가 안내가 있었다. 지상방산 매출액에 비해 다소 높아 보이는 영업이익은 환율효과 및 대량 반복생산에 따른 효과가 각각 10%씩을 차지했다는 설명이다. 폴란드 K9과 천무의 본격 양산이 2년차에 들어서면서 생산성이 향상되어 기존 계약이익보다도 높은 수준의 이익을 시현하는 것으로 판단된다. 차후 호주 K9, 이집트 K9등의 물량도 속속 양산체제에 들어가면서 이러한 상승 효과는 더 지속될 것으로 예상된다.

3.6조원 유상증자는 계획대로 진행

실적발표 이후 공시한대로 회사는 3.6조원의 유상증자를 계획대로 진행할 예정이다. 한화에너지 및 한화임팩트 등 계열사에 대한 제3자 유상증자 1.3조원은 이미 4월 28일 주금납입이 완료되었으며 5월 15일 신주 상장 예정이다. 주주배정으로 예정된 나머지 2.3조원에 대하여 2차 정정한 증권신고서가 제출되었으며, 제시된 계획대로라면 신주배정기준일 5월 23일, 주금 납입일 7월 9일, 신주상장 7월 21일로 이어질 예정이다. 대주주인 (주)한화가 지분율(33.95%)에 따라 배정된 물량 100%를 참여하기로 결정함에 따라 6천억원을 투입할 예정이므로, 3.6조원 유상증자 총액에서 그룹사가 참여하는 물량 합계는 1.9조원이고, 일반주주에게서 1.7조원을 조달하게 된다. 당국의 승인 여부는 아직 미지수지만, 당초 3.6조원 전액 주주배정으로 추진했던 최초 계획에 비해 계열사의 투입 예정금액이 8천억원가량 늘어 일반주주보다 많은 금액을 출자할 예정이므로, 책임경영 및 재무적 부담 측면에서 상당한 명분을 얻게 되어 승인 가능성은 상당히 높아졌다는 판단이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 980,000원으로 상향

동사의 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 980,000원으로 상향한다. 한화오션의 연결 편입에 따라 밸류에이션 방식을 SOTP로 변경했다. 자본시장을 흔들었던 대규모 증자 이슈가 마무리 국면에 들어서고 있으며, 동사의 주가는 이미 증자 발표 전 이상으로 올라섰다. 지난번 보고서(25.03.21 '기존 주주에게는 외통수, 신규 주주에게는 천우신조')에서 언급하였듯이 주가 하락은 오래가지 않았으며, 이는 당연하게도 동사를 둘러싼 방위산업과 국제 안보 정세에 전혀 부정적인 변화가 없기 때문이다. 속도전이 되어 가고 있는 전세계 방위력 획득 구도에서 앞서나가기 위하여 동사가 추진 중인 사우디, 폴란드 등과의 합작 및 투자 계획은 불확실한 도박성 투자가 아닌, 다 된 밥에 썰기를 박는 성격의 투자라고 진단한다. 예상치 못했던 증자 발표에 놀랐던 투자자라면, 예상치 못한 수주에 다시 한번 놀랄 준비를 해도 좋을 것이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

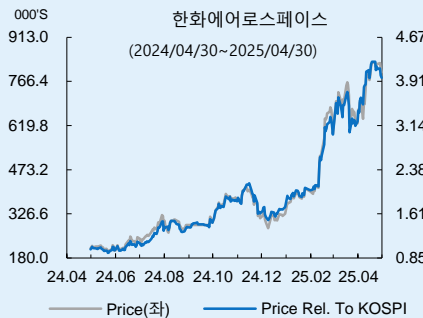
목표주가(12M)	980,000원(상향)
증가(2025.04.30)	797,000원
상승여력	23.0%

Stock Indicator

자본금	240십억원
발행주식수	4,558만주
시가총액	36,328십억원
외국인지분율	46.9%
52주 주가	201,000~830,000원
60일평균거래량	542,085주
60일평균거래대금	350.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.1	99.2	116.6	276.8
상대수익률	24.1	97.7	116.6	281.9

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	11,240	26,375	29,138	30,697
영업이익(십억원)	1,732	3,084	3,939	4,516
순이익(십억원)	2,299	2,863	3,536	4,041
EPS(원)	46,942	62,811	77,586	88,666
BPS(원)	109,587	172,662	250,512	339,441
PER(배)	7.0	12.7	10.3	9.0
PBR(배)	3.0	4.6	3.2	2.3
ROE(%)	53.9	44.5	36.7	30.1
배당수익률(%)	1.1	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	10.6	8.7	6.5	5.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]

변용진 2122-9181

yongjin.byun@imfnssec.com

표1. 한화에어로스페이스 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	9,359.0	11,239.8	26,374.5	29,138.0	30,696.7
항공우주	1,610.5	2,045.5	2,090.2	2,082.2	2,017.5
지상방산	4,133.8	7,005.6	7,859.7	9,182.6	9,868.8
시스템	2,453.1	2,803.7	3,684.0	4,003.4	4,339.2
썬트랙아이	125.4	171.2	208.1	227.0	260.4
한화오션			12,610.0	13,642.9	14,210.8
영업이익	691.1	1,710.5	3,084.3	3,938.5	4,515.8
영업이익률	7.4%	15.2%	11.7%	13.5%	14.7%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표2. 한화에어로스페이스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출	1,449.1	2,334.7	2,631.0	4,831.1	5,484.2	6,354.9	6,633.8	7,901.6
항공우주	429.7	542.7	477.9	595.2	530.9	455.9	492.9	610.5
지상방산	655.3	1,329.6	1,656.0	3,364.7	1,157.5	1,677.4	1,995.7	3,029.1
시스템	544.2	687.0	639.0	933.5	690.1	930.9	1,011.8	1,051.1
썬트랙아이	31.7	47.4	43.7	48.4	40.0	52.6	60.2	55.3
한화오션					3,143.1	3,238.1	3,073.2	3,155.7
영업이익	11.5	332.6	473.9	892.5	560.8	723.6	803.1	996.9
영업이익률	0.8%	14.2%	18.0%	18.5%	10.2%	11.4%	12.1%	12.6%

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표3. 한화에어로스페이스 목표주가 산출: SOTP Valuation

구분	(십억원)	비고	
영업가치	44,697	25~27F 영업이익 평균, 법인세율 24% 적용	
지상방산+항공우주			
NOPLAT	1,490		
Target P/E	30	Rheinmetall 26F P/E 10% 할인	
비영업가치	6,838		
소계			
한화오션	4,312	각 회사 지분율 및 할인율 30% 적용	
한화시스템	2,410		
썬트랙아이	116		
순차입금	1,000	유상증자 3.6 조원 반영	
기업가치	50,535		
발행주식수	(천주)	51,563	유상증자 주식수 반영
적정주가	(원)	980,063	
목표주가	(원)	980,000	
현재주가	(원)	797,000	
상승여력		23.0%	

자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

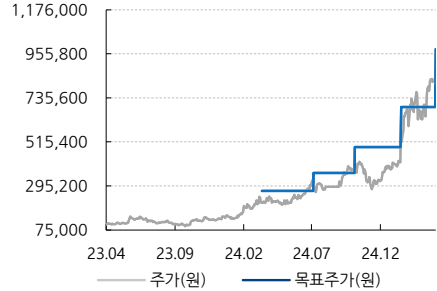
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	22,868	29,004	33,908	39,107	매출액	11,240	26,375	29,138	30,697
현금 및 현금성자산	2,968	12,314	15,842	20,178	증가율(%)	42.5	134.6	10.5	5.3
단기금융자산	366	458	572	716	매출원가	8,370	19,191	20,690	21,491
매출채권	9,062	5,453	6,005	6,317	매출총이익	2,870	7,183	8,448	9,206
재고자산	6,290	6,594	7,285	7,674	판매비와관리비	1,138	4,099	4,510	4,690
비유동자산	20,469	19,849	19,296	18,841	연구개발비	102	-	-	-
유형자산	8,320	7,697	7,178	6,746	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	7,744	7,542	7,352	7,174	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	43,337	48,853	53,204	57,947	영업이익	1,732	3,084	3,939	4,516
유동부채	25,516	27,742	28,143	28,387	증가율(%)	191.4	78.1	27.7	14.7
매입채무	1,708	4,008	4,428	4,665	영업이익률(%)	15.4	11.7	13.5	14.7
단기차입금	5,153	5,122	5,110	5,110	이자수익	70	421	542	690
유동성장기부채	965	919	907	907	이자비용	243	378	368	358
비유동부채	6,456	6,572	6,602	6,624	지분법이익(손실)	105	105	105	105
사채	1,707	1,768	1,780	1,791	기타영업외손익	932	890	886	884
장기차입금	2,458	2,513	2,531	2,542	세전계속사업이익	2,647	4,162	5,141	5,875
부채총계	31,973	34,314	34,745	35,012	법인세비용	136	999	1,234	1,410
자배주주지분	4,995	7,870	11,419	15,472	세전계속이익률(%)	23.6	15.8	17.6	19.1
자본금	240	240	240	240	당기순이익	2,540	3,163	3,907	4,465
자본잉여금	207	207	207	207	순이익률(%)	22.6	12.0	13.4	14.5
이익잉여금	4,747	7,450	10,828	14,710	지배주주귀속 순이익	2,299	2,863	3,536	4,041
기타자본항목	-198	-27	144	315	기타포괄이익	58	171	171	171
비지배주주지분	6,369	6,669	7,040	7,463	총포괄이익	2,598	3,334	4,078	4,636
자본총계	11,364	14,539	18,458	22,936	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,393	12,778	6,966	7,787	주당지표(원)				
당기순이익	2,540	3,163	3,907	4,465	EPS	46,942	62,811	77,586	88,666
유형자산감가상각비	259	623	519	432	BPS	109,587	172,662	250,512	339,441
무형자산상각비	72	202	190	178	CFPS	53,699	80,912	93,134	102,059
지분법관련손실(이익)	105	105	105	105	DPS	3,500	3,500	3,500	3,500
투자활동 현금흐름	-1,367	-2,281	-2,254	-2,283	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-577	-	-	-	PER	7.0	12.7	10.3	9.0
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	3.0	4.6	3.2	2.3
금융상품의 증감	1,714	-100	-50	-50	PCR	6.1	9.9	8.6	7.8
재무활동 현금흐름	1,066	-199	-232	-216	EV/EBITDA	10.6	8.7	6.5	5.0
단기금융부채의증감	345	-77	-24	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	938	116	30	22	ROE	53.9	44.5	36.7	30.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	18.4	14.8	15.9	16.7
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	281.3	236.0	188.2	152.7
현금및현금성자산의증감	1,161	9,346	3,528	4,337	순부채비율	61.1	-16.9	-33.0	-46.0
기초현금및현금성자산	1,806	2,968	12,314	15,842	매출채권회전율(x)	2.0	3.6	5.1	5.0
기말현금및현금성자산	2,968	12,314	15,842	20,178	재고자산회전율(x)	2.5	4.1	4.2	4.1

자료 : 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

한화에어로스페이스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-04-08(담당자변경)	Buy	270,000	-12.7%	19.4%
2024-08-01	Buy	360,000	-11.9%	9.2%
2024-11-01	Buy	490,000	-25.7%	1.6%
2025-02-12	Buy	690,000	2.3%	20.3%
2025-05-02	Buy	980,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	매수	매수
92.5%	92.5%	92.5%