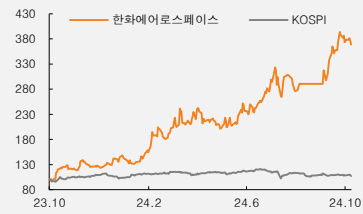


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 480,000원
현재주가(24/10/31)	368,000원
상승여력	30.4%

영업이익(24F,십억원)	1,317
Consensus 영업이익(24F,십억원)	1,168
EPS 성장률(24F,%)	-1.1
MKT EPS 성장률(24F,%)	74.9
P/E(24F,x)	23.1
MKT P/E(24F,x)	10.5
KOSPI	2,556.15
시가총액(십억원)	16,774
발행주식수(백만주)	46
유동주식비율(%)	65.9
외국인 보유비중(%)	42.7
베타(12M) 일간수익률	-0.54
52주 최저가(원)	101,000
52주 최고가(원)	393,000
(%)	
절대주가	1M 23.9 6M 74.0 12M 264.4
상대주가	1M 25.7 6M 83.2 12M 224.7



[방산/항공우주]

정동호
dongho.jeong@miraeasset.com

한화에어로스페이스

2024년을 장식하는 최고의 실적

3Q24 Review: 영업이익 컨센서스 40% 상회

3Q24 매출액 2조 6,312억원 (+62% YoY, 컨센 대비 5.5% 하회), 영업이익 4,772억원 (+457.5% YoY, OPM 18.1%, 컨센 대비 40% 상회)으로 시장 기대치를 크게 상회했다. 지상방산 부문의 1) 폴란드향 K9/천무 매출인식 본격화와 2) 국내 양산사업의 수익성 호조가 전사 실적을 견인했다. 이외에도, 상반기에 판관비를 선투입한 효과가 금번 분기에 나타나며 높은 영업이익률을 기록했다.

지상방산 매출은 1조 6,560억원 (+117.1% YoY), 영업이익은 4,399억원 (+720% YoY, OPM 26.6%)을 기록했다. 그 중 내수매출 6,829억원 (+20.8% YoY), 영업이익 888억원 (+124% YoY, OPM 13% 추정)으로 차륜대공포/120mm 자주박격포 등 양산사업 매출호조가 이어지고 있다. 수출매출은 9,731억원 (+392.7% YoY), 영업이익은 3,512억원 (+2,393% YoY, OPM 36.1% 추정)으로 폴란드 K9 24문/천무 19대 인식 외에도 기타수출에서 2,000억원 이상 발생한 것으로 추정한다.

상반기와 사뭇 다른 엄중한 하반기 실적

당사는 4Q24도 지상방산의 성장세가 이어질 것으로 기대한다. 당분기도 방산수출 OPM을 27.8%→31.8%로 한단계 더 상향했다. 2024년 폴란드 납품대수는 K9 62문/천무 54대 (vs. 가이던스: K9PL 60문+/천무 30대+)로 유지한다. 4Q24부터는 이집트 K9 개발매출이 인식될 예정이며, 2025년부터는 이집트 및 호주 사업의 개발 및 양산 매출인식의 본격화될 전망이다. 잠재 수출 파이프라인은 [K9] 베트남, 사우디; [천무] 말레이시아, 불가리아, 노르웨이, 스웨덴; [K21] 라트비아 등으로 여전히 풍부하다. 중장기 수출 수주잔고 증가와 구조적 증익 스토리는 변함없다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 480,000원으로 33.3% 상향

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가를 기존 36만원에서 48만원으로 33.3% 상향한다. BPS 및 밸류에이션 적용 시점을 2025~2026년으로 넘긴 영향이다. 25~26F BPS 평균 112,358원에 Target P/B 4.2배 (글로벌 피어 25~26F P/B 평균)를 적용했다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	7,060	7,629	9,770	10,862	12,884
영업이익 (십억원)	404	613	1,317	1,543	1,953
영업이익률 (%)	5.7	8.0	13.5	14.2	15.2
순이익 (십억원)	195	818	808	953	1,201
EPS (원)	3,858	16,147	15,962	18,823	23,721
ROE (%)	6.8	25.6	20.7	20.3	21.1
P/E (배)	19.1	7.7	23.1	19.6	15.5
P/B (배)	1.3	1.8	4.4	3.6	3.0
배당수익률 (%)	1.4	1.4	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 3Q24 실적 요약 테이블

(십억원)

	3Q23	2Q24	3Q24P			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	추정치	차이 (%)
매출액	1,625	2,335	2,631	12.7	61.9	2,763	-4.8	2,784	-5.5
영업이익	86	337	477	41.5	457.5	320	49.1	341	40.0
당기순이익 (지배)	-15	147	304	106.6	흑자전환	188	61.7	225	35.2
영업이익률 (%)	5.3	14.4	18.1	3.7	12.9	11.6	6.6	12.2	5.9
순이익률 (%)	(0.9)	6.3	11.6	5.3	12.5	6.8	4.8	8.1	3.5
사업부문별 매출액									
항공우주	390	562	478	-15.0	22.5				
지상방산	763	1,333	1,656	24.3	117.1				
한화시스템	621	687	683	-0.6	10.1				
세트렉아이	25	47	44	-7.8	75.4				

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정치 변경표

(십억원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	11,609	13,246	9,770	10,862	-15.8	-18.0	1) 방산부문 OPM 상향 2) 한화인더 분할에 따른 손익조정
영업이익	1,223	1,559	1,317	1,543	7.7	-1.0	
세전이익	950	1,357	985	1,294	3.7	-4.6	
순이익	636	925	808	953	27.1	3.0	
EPS (원)	12,564	18,261	15,962	18,823	27.0	3.1	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 영업실적 전망치

(십억원)

항목	분류	1Q23	3Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
수주잔고	전체	51,764	52,140	52,890	63,801	66,057	66,411	67,023	68,854	63,801	68,854	73,003	76,645
	항공우주	26,478	26,879	26,942	28,334	28,852	28,871	28,897	29,504	28,334	29,504	30,429	31,390
	지상방산	19,097	19,234	19,931	27,857	29,815	30,270	29,928	29,220	27,857	29,220	32,123	34,646
	한화시스템	5,940	5,807	5,807	7,257	7,050	6,968	7,924	9,124	7,257	9,124	9,009	8,716
	세트렉아이	250	220	210	354	340	303	274	1,005	354	1,005	1,442	1,894
매출액	전체	1,521	1,478	1,625	3,004	1,449	2,335	2,631	3,355	7,629	9,770	10,862	12,884
	항공우주	390	402	390	428	444	562	478	446	1,610	1,930	2,100	2,366
	지상방산	842	600	763	1,930	657	1,333	1,656	2,207	4,134	5,853	6,298	7,598
	한화시스템	439	611	621	782	544	687	639	951	2,453	2,822	3,203	3,690
	세트렉아이	24	39	25	38	32	47	44	45	125	167	207	256
성장률 (%)	전체	14.1	-8.7	7.5	15.8	-4.7	58.0	61.9	11.7	8.0	28.1	11.2	18.6
	항공우주	30.9	9.6	18.7	14.1	13.7	40.0	22.5	4.2	17.6	19.9	8.8	12.7
	지상방산	247.2	80.4	117.0	72.1	-22.0	122.0	117.1	14.4	101.8	41.6	7.6	20.6
	한화시스템	2.3	19.7	35.2	-0.8	23.9	12.5	3.0	21.6	12.1	15.1	13.5	15.2
	세트렉아이	32.3	86.8	7.5	28.6	32.5	21.9	75.4	18.1	37.3	33.4	23.7	23.9
영업이익	191	44	86	292	18	337	477	485	702	1,317	1,543	1,953	
YoY (%)	180.1	-58.9	35.0	81.0	-90.7	662.1	457.5	66.3	75.3	87.7	17.1	26.6	
OPM (%)	12.6	3.0	5.3	9.7	1.2	14.4	18.1	14.5	9.2	13.5	14.2	15.2	
당기순이익 (지배)	409	263	-15	161	-13	147	304	370	818	808	953	1,201	
YoY (%)	967.7	847.7	적자전환	295.9	적자전환	-44.1	흑자전환	130.2	318.5	-1.1	17.9	26.0	
NPM (%)	26.9	17.8	-0.9	5.4	-0.9	6.3	11.6	11.0	10.7	8.3	8.8	9.3	

주: 한화비전, 한화정밀기계 중순사업 반영 조정치로 실제치와 상이할 수 있음

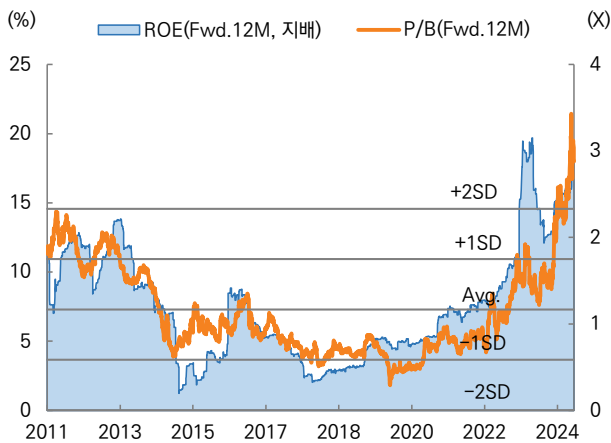
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. 목표주가 산출 테이블

항목	내용	비고
목표주가 (원)	480,000	기존 38만원 → 48만원으로 33.3% 상향
현재주가 (원)	368,000	
상승여력 (%)	30.4%	
Target P/B (x)	4.2	글로벌 피어 25~26F P/B 평균 (기존 25F P/B)
BPS (원)	112,358	25~26F BPS 111,827원 평균 (기존 25F BPS)
ROE (%)	20.7	25~26F ROE 평균

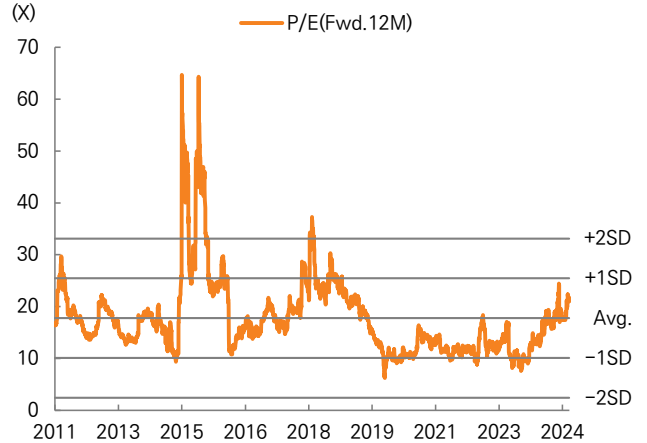
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 12개월 선행 P/B 및 12개월 선행 ROE



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 P/E



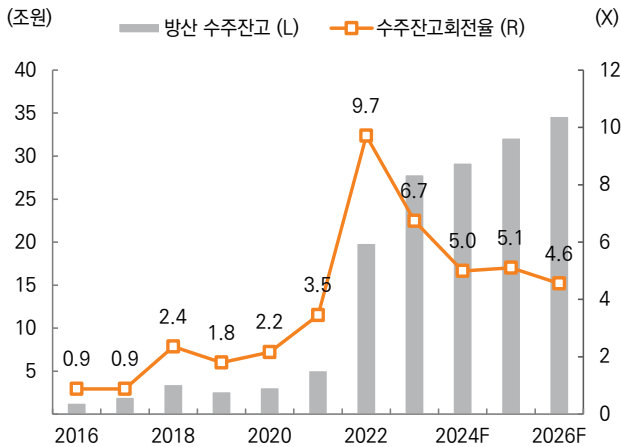
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 글로벌 피어 밸류에이션

분류	회사명	시가총액 (조 원)	주가 수익률 (%)		매출액 성장률 (%)		영업이익률 (%)		ROE (%)		P/E (x)		P/B (x)		EV/EBITDA (x)	
			1M	YTD	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
한국 방산	한화에어로	16.8	23.9	185.7	9.9	8.5	11.2	11.7	20.6	20.1	19.1	16.6	3.6	3.1	12.1	11.0
	한국항공우주	5.7	12.3	17.0	17.4	19.9	8.6	9.2	15.4	17.4	19.4	15.0	2.8	2.4	11.5	9.7
	현대로템	6.8	16.4	134.6	30.1	7.4	11.9	11.3	23.1	19.3	12.8	12.3	2.7	2.2	8.9	9.0
	한화시스템	3.4	2.1	5.2	11.2	10.7	7.8	8.5	8.9	10.7	16.5	12.9	1.4	1.3	9.1	8.1
	LIG넥스원	5.5	17.5	90.0	16.0	19.2	8.9	9.8	20.0	22.0	21.0	15.9	3.8	3.2	14.6	11.8
평균			14.5	86.5	16.9	13.1	9.7	10.1	17.6	17.9	17.8	14.6	2.9	2.4	11.3	9.9
자상방산	제너럴다이내믹스	114.2	-0.3	16.1	5.4	3.6	11.0	11.4	19.0	19.8	18.7	17.0	3.4	3.2	13.9	13.1
	BAE 시스템즈	68.2	1.9	13.6	7.9	5.8	10.9	11.0	19.1	19.6	16.4	14.9	3.1	2.8	11.3	10.6
	라인메탈	31.0	-1.9	65.6	22.8	22.5	15.7	16.8	28.0	29.8	16.0	12.0	4.3	3.4	9.5	7.4
	오시코시	9.5	6.2	-1.8	-1.0	1.5	10.3	10.8	16.8	16.9	9.5	8.9	1.5	1.4	7.5	7.2
	평균			1.5	23.4	8.8	8.4	12.0	12.5	20.7	21.5	15.1	13.2	3.1	2.7	10.6
항공엔진	제너럴 일렉트릭스	260.5	-7.4	71.6	12.7	11.3	20.5	21.1	31.5	37.6	33.2	27.9	10.7	10.5	18.1	16.1
	레이시온 (P&W)	223.6	0.6	44.8	6.1	5.8	12.8	13.3	12.0	12.9	19.9	17.8	2.5	2.5	14.3	13.3
	MTU 에어로 엔진	24.3	7.7	54.5	10.7	8.2	13.7	14.0	20.8	20.0	19.8	18.0	4.0	3.4	11.8	10.8
	평균			0.3	57.0	9.8	8.4	15.7	16.1	21.5	23.5	24.3	21.2	5.7	5.4	14.7

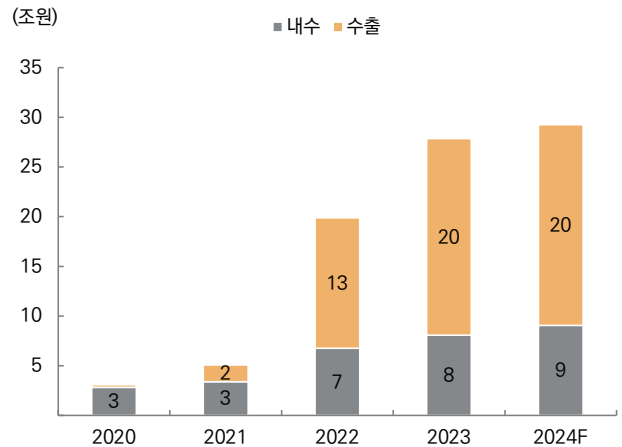
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 방산 수주잔고 및 수주잔고회전율



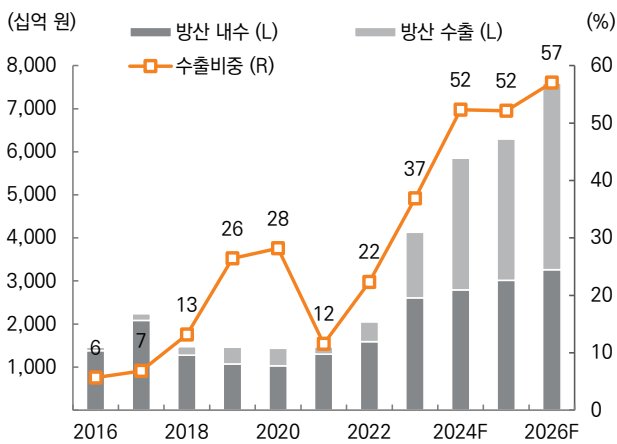
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지상방산 수주잔고 내 내수/수출 구분



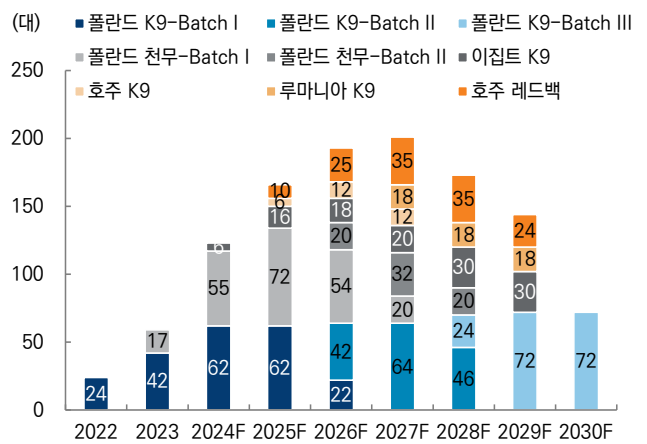
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 지상방산 내수/수출 매출 및 수출비중



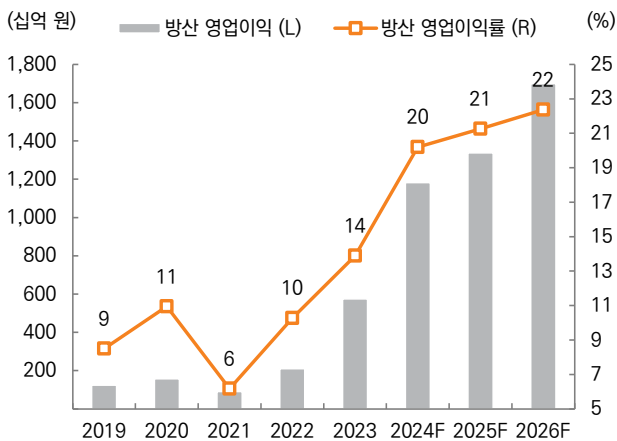
자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 연도별 수출 프로젝트 납품대수 추정



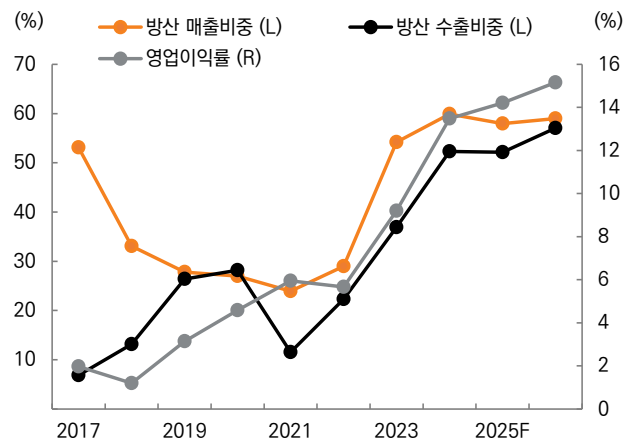
자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 7. 지상방산 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 방산 성과에 따른 전사 영업이익률 개선



자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,629	9,770	10,862	12,884
매출원가	5,903	7,317	8,505	9,900
매출총이익	1,726	2,453	2,357	2,984
판매비와관리비	1,113	1,136	814	1,031
조정영업이익	613	1,317	1,543	1,953
영업이익	613	1,317	1,543	1,953
비영업손익	523	-332	-249	-322
금융손익	-85	-176	-213	-207
관계기업등 투자손익	16	-164	-85	-233
세전계속사업손익	1,136	985	1,294	1,631
계속사업법인세비용	238	132	259	326
계속사업이익	977	895	1,036	1,305
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	977	895	1,036	1,305
지배주주	818	808	953	1,201
비지배주주	159	87	83	104
총포괄이익	819	982	1,036	1,305
지배주주	750	891	957	1,206
비지배주주	69	91	78	99
EBITDA	952	1,653	1,868	2,267
FCF	937	-801	257	377
EBITDA 마진율 (%)	12.5	16.9	17.2	17.6
영업이익률 (%)	8.0	13.5	14.2	15.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.7	8.3	8.8	9.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,192	12,784	14,468	16,193
현금 및 현금성자산	1,806	2,039	2,580	3,031
매출채권 및 기타채권	2,115	2,980	3,775	4,798
재고자산	2,869	4,212	4,740	5,335
기타유동자산	2,402	3,553	3,373	3,029
비유동자산	10,351	11,036	11,606	12,153
관계기업투자등	3,204	3,361	3,498	3,640
유형자산	3,410	3,745	3,860	4,006
무형자산	2,203	2,439	2,665	2,892
자산총계	19,543	23,820	26,075	28,346
유동부채	12,077	14,368	15,419	16,041
매입채무 및 기타채무	1,255	1,237	1,363	1,620
단기금융부채	2,616	3,328	3,786	3,945
기타유동부채	8,206	9,803	10,270	10,476
비유동부채	2,782	3,950	4,212	4,648
장기금융부채	1,580	2,771	2,960	3,157
기타비유동부채	1,202	1,179	1,252	1,491
부채총계	14,859	18,318	19,631	20,689
지배주주지분	3,528	4,272	5,132	6,242
자본금	266	266	266	266
자본잉여금	192	196	193	193
이익잉여금	2,627	3,338	4,200	5,310
비지배주주지분	1,156	1,230	1,312	1,416
자본총계	4,684	5,502	6,444	7,658

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,390	-137	794	926
당기순이익	977	895	1,036	1,305
비현금수익비용가감	-68	1,017	688	706
유형자산감가상각비	261	262	247	233
무형자산상각비	78	73	77	81
기타	-407	682	364	392
영업활동으로인한자산및부채의변동	462	-1,668	-458	-552
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-583	-731	-786	-1,001
재고자산 감소(증가)	-714	-1,352	-529	-595
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	244	-102	77	199
법인세납부	-140	-240	-259	-326
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,029	-1,134	-699	-659
유형자산처분(취득)	-450	-561	-362	-379
무형자산감소(증가)	-118	-285	-304	-307
장단기금융자산의 감소(증가)	35	-143	-42	-46
기타투자활동	-2,496	-145	9	73
재무활동으로 인한 현금흐름	368	1,578	413	126
장단기금융부채의 증가(감소)	538	1,840	647	357
자본의 증가(감소)	-25	4	-3	0
배당금의 지급	-51	-145	-91	-91
기타재무활동	-94	-121	-140	-140
현금의 증가	-1,263	232	541	451
기초현금	3,070	1,806	2,039	2,580
기말현금	1,806	2,039	2,580	3,031

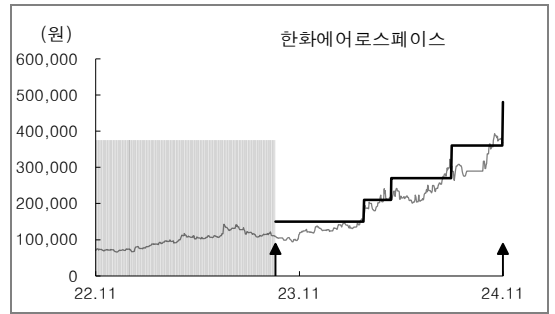
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	7.7	23.1	19.6	15.5
P/CF (x)	6.9	9.7	10.8	9.3
P/B (x)	1.8	4.4	3.6	3.0
EV/EBITDA (x)	10.2	13.2	11.8	9.7
EPS (원)	16,147	15,962	18,823	23,721
CFPS (원)	17,957	37,757	34,050	39,728
BPS (원)	69,732	84,431	101,397	123,320
DPS (원)	1,800	1,800	1,800	1,800
배당성향 (%)	9.3	10.2	8.8	7.0
배당수익률 (%)	1.4	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	8.0	28.1	11.2	18.6
EBITDA증가율 (%)	43.5	73.7	13.0	21.4
조정영업이익증가율 (%)	51.5	115.1	17.1	26.6
EPS증가율 (%)	318.5	-1.1	17.9	26.0
매출채권 회전율 (회)	4.4	4.0	3.3	3.1
재고자산 회전율 (회)	3.0	2.8	2.4	2.6
매입채무 회전율 (회)	8.0	7.8	8.5	8.7
ROA (%)	5.6	4.1	4.2	4.8
ROE (%)	25.6	20.7	20.3	21.1
ROIC (%)	11.3	20.8	18.2	20.5
부채비율 (%)	317.2	332.9	304.7	270.2
유동비율 (%)	76.1	89.0	93.8	100.9
순차입금/자기자본 (%)	48.8	69.8	61.2	51.0
조정영업이익/금융비용 (x)	3.6	5.1	5.2	6.0

자료: 한화에어로스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화에어로스페이스 (012450)				
2024.11.01	매수	480,000	-	-
2024.08.01	매수	360,000	-11.92	9.17
2024.04.15	매수	270,000	-12.24	19.44
2024.02.26	매수	210,000	-3.93	14.76
2023.09.20	매수	150,000	-16.83	5.33



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화에어로스페이스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.