

# 한화에어로스페이스 (012450.KS)

## 환상의 짝꿍, 천무와 KTSSM에 주목할 시점

확정된 수주만 봤을 때, 향후 성장은 K9 자주포와 천무 MLRS 수출이 이끌 전망. 특히 천무는 사거리를 늘린 KTSSM-II 개발이 완료될 경우 수출경쟁력이 더욱 높아질 것으로 기대

**Analyst 이재광**  
02)2229-6783, jaekwang.rhee@nhqv.com

**RA 이승영**  
02)2229-6908, sy.lee@nhqv.com

### 실적 추정치 상향으로 목표주가 150,000원으로 상향 조정

'22년 4분기 및 '23년 1분기를 통해 추정되는 폴란드형 K9 자주포 및 천무 MLRS의 실적을 반영하여 향후 실적 추정치를 상향 조정. 이를 반영하여 목표주가를 150,000원으로 기존대비 25% 상향 조정하며 투자이건 매수 유지

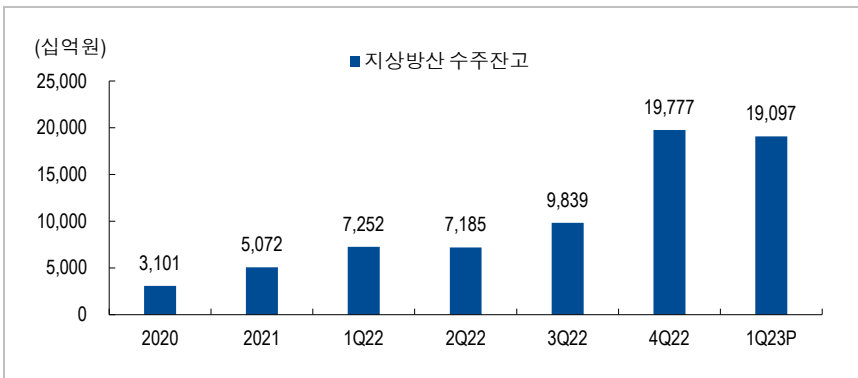
### 향후 실적은 천무 MLRS 폴란드 납품일정이 관건

폴란드는 '22년 11월 5조원에 발사대 288대와 미사일 2만여발을 계약. 추정키로는 발사대가 1조원, 미사일이 4조원. 1차 계약의 납품일정이 상당 부분 공개된 K9('22년 24대, '23년 24대, '24년 82대, '25년 82대)과는 달리 미사일이라는 특성상 정보공개가 매우 제한적으로 실적 추정 가시성이 낮음. 확실한 것은 5조원이라는 수주잔고는 가까운 미래에 실적으로 나타날 것이라는 점

### 사거리 290km의 KTSSM-II 개발로 향후 수출 경쟁력 더 높아질 것

현재 KTSSM-I의 로켓모터와 유도체계는 활용하고 탄두만 DPICM으로 교체하여 사거리를 290km로 늘린 KTSSM-II를 개발 중. 폴란드의 대량 수주로 개발 속도가 빨라진 것으로 알려짐. KTSSM-II 개발이 완료되면 천무의 수출 경쟁력은 더욱 높아질 전망. 현재까지 천무는 UAE/사우디/폴란드에 수출된 것으로 알려짐

### 한화에어로스페이스 지상방산 부문 수주잔고 추이



자료: 한화에어로스페이스, NH투자증권 리서치본부

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

## Buy (유지)

<b>목표주가</b>	<b>150,000원 (상향)</b>		
<b>현재가 (23/05/08)</b>	<b>105,000원</b>		
<b>업종</b>	<b>운수장비</b>		
KOSPI / KOSDAQ	2513.21 / 842.28		
시가총액(보통주)	5,316.2십억원		
발행주식수(보통주)	50.6백만주		
52주 최고가('23/04/10)	117,300원		
최저가('22/07/13)	41,650원		
평균거래대금(60일)	83,709백만원		
배당수익률(2023E)	0.95%		
외국인지분율	33.2%		
<b>주요주주</b>			
한화 외 3 인	34.0%		
국민연금공단	9.1%		
<b>주가상승률</b>	<b>3개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대수익률 (%)	25.1	42.3	84.2
상대수익률 (%p)	23.7	35.8	93.8

	2022	2023E	2024F	2025F
<b>매출액</b>	6,540	8,704	10,430	11,024
<b>증감률</b>	18.0	33.1	19.8	5.7
<b>영업이익</b>	377	542	740	807
<b>증감률</b>	36.1	43.6	36.6	9.0
<b>영업이익률</b>	5.8	6.2	7.1	7.3
<b>(지배지분)순이익</b>	201	570	408	448
<b>EPS</b>	3,967	11,254	8,061	8,849
<b>증감률</b>	-20.5	183.7	-28.4	9.8
<b>PER</b>	18.6	9.3	13.0	11.9
<b>PBR</b>	1.3	1.6	1.4	1.3
<b>EV/EBITDA</b>	7.7	7.8	6.6	6.2
<b>ROE</b>	7.0	18.2	11.5	11.5
<b>부채비율</b>	286.3	249.2	230.0	210.5
<b>순차입금</b>	123	50	367	224

단위: 십억원, %, 원, 배  
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

1977년 삼성정밀공업으로 설립, 1987년 삼성항공 그리고 2000년 삼성테크윈으로 사명 변경. 2015년 한화그룹으로 편입되었고 2019년 한화에어로스페이스로 사명 변경. 2022년 사업 구조 재편 발표. 2023년부터 항공엔진사업, 방위사업, 시큐리티사업 그리고 대우조선해양, 한화에어로스페이스, 씨트렉아이를 종속회사로 보유할 전망. 최대주주는 한화로 지분 34%를 보유. 1987년 상장

Share price drivers/Earnings Momentum

- 무기체계 국내 양산 및 해외 수출 증가
- 민항기 수요 회복으로 항공엔진부품 주문 증가
- 누리호 고도화 사업 성공

Downside Risk

- 무기체계 개발 및 생산 지연
- 항공운송 수요 회복 지연으로 항공엔진부품 주문 감소
- 글로벌 국방비 혹은 국내 방위력 개선비 감소

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
Raytheon	19.2	16.7	1.9	1.9	10.0	11.2
Lockheed Martin	16.8	16.4	11.9	11.2	70.6	68.3
Boeing	N/A	35.1	N/A	N/A	N/A	N/A
Northrop Grumman	19.8	18.1	4.2	4.0	21.4	22.2
Airbus	21.8	17.4	6.1	5.4	27.9	31.0

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	9.6	18.6	9.3	13.0	11.9
PBR	0.8	1.3	1.6	1.4	1.3
PSR	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
ROE	9.2	7.0	18.2	11.5	11.5
ROIC	4.3	4.4	8.8	10.7	10.6

자료: NH투자증권 리서치본부

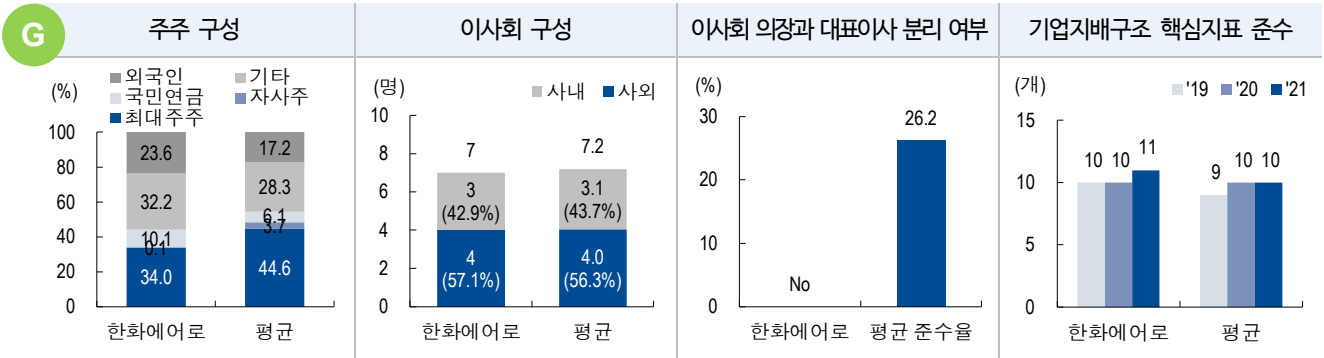
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

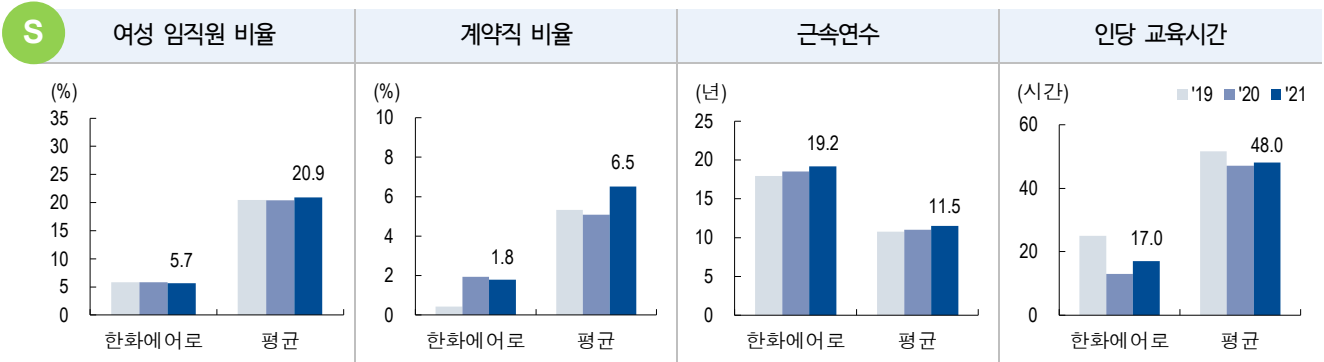
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	2,616	2,613	3,519	4,215	4,453	5,264	5,321	5,541	6,540
영업이익	8	-60	151	83	53	165	244	277	377
영업이익률(%)	0.3	-2.3	4.3	2.0	1.2	3.1	4.6	5.0	5.8
세전이익	-39	-19	419	18	53	156	172	289	175
순이익	-118	6	346	-48	49	162	165	302	152
지배지분순이익	-119	6	345	-48	32	132	121	253	201
EBITDA	88	19	237	209	208	384	490	515	634
CAPEX	114	42	89	142	172	154	189	166	197
Free Cash Flow	-102	-79	107	-151	-116	561	245	824	1,328
EPS(원)	-2,236	108	6,498	-913	619	2,555	2,388	4,989	3,967
BPS(원)	30,891	42,224	44,025	41,433	45,535	48,217	51,308	57,066	56,544
DPS(원)	0	300	0	0	0	0	600	700	1,000
순차입금	417	24	580	869	1,057	968	948	5	123
ROE(%)	-14.5	0.3	15.1	-2.1	1.4	5.4	4.8	9.2	7.0
ROIC(%)	2.9	9.1	2.6	-8.5	-0.6	4.2	4.3	4.3	4.4
배당성향(%)	0.0	277.8	0.0	0.0	0.0	0.0	25.0	14.0	25.2
배당수익률(%)	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	2.1	1.5	1.4
순차입금 비율(%)	25.4	1.1	24.8	39.9	40.1	33.9	31.7	0.1	3.1

자료: 한화에어로스페이스, NH투자증권 리서치본부

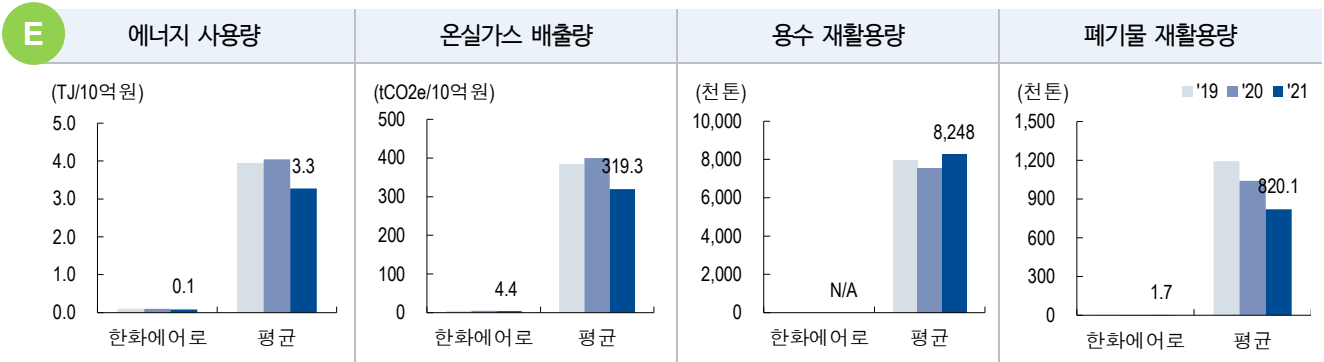
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 한화에어로스페이스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상  
 자료: 한화에어로스페이스, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상  
 자료: 한화에어로스페이스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2021.4	- 미래 친환경 도심 이동수단인 UAM 산업 환경 조성을 위한 ESG채권 2,600억원 발행
S	2022.6	- 롤스로이스 'Trusted to Deliver Award' 수상
G	2021.12	- 국방부 청렴국방민관협의회 감사패 수상

자료: 한화에어로스페이스, NH투자증권 리서치본부

표1. 한화에어로스페이스 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	6,540	8,704	10,430	11,024
	- 수정 전	-	6,575	7,620	7,915
	- 변동률	-	32.4	36.9	39.3
영업이익	- 수정 후	377	542	740	807
	- 수정 전	-	382	505	553
	- 변동률	-	41.8	46.6	45.9
영업이익률(수정 후)		5.8	6.2	7.1	7.3
EBITDA		634.5	837.2	1,047.5	1,124.6
(지배지분)순이익		200.8	569.8	408.1	448.0
EPS	- 수정 후	3,967	11,254	8,061	8,849
	- 수정 전	-	4,216	5,764	6,374
	- 변동률	-	166.9	39.9	38.8
PER		18.6	9.3	13.0	11.9
PBR		1.3	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA		7.7	7.8	6.6	6.2
ROE		7.0	18.2	11.5	11.5

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 한화에어로스페이스 분기별 사업부문별 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023E	2024F
매출	1,167	1,457	1,398	2,518	1,927	1,808	1,778	3,192	5,541	6,540	8,704	10,430
지상방산	242	333	352	1,121	842	570	570	1,620	1,468	2,048	3,535	4,900
항공우주	298	367	329	376	390	425	395	440	1,450	1,369	1,650	1,770
한화비전	217	256	279	250	274	260	270	246	680	1,002	1,050	1,100
한화시스템(상장)	430	511	459	789	440	530	520	889	2,090	2,188	2,379	2,560
쎈트렉아이(상장)	18	21	23	29	24	23	23	21		91	90	100
영업이익	47	87	64	177	229	89	84	141	277	375	542	740
지상방산	3	15	9	183	177	29	29	84	91	210	318	441
항공우주	(6)	23	15	(20)	16	3	2	(6)	1	13	15	45
한화비전	33	36	40	35	37	23	24	20	78	144	105	110
한화시스템(상장)	15	16	1	(8)	8	32	28	30	112	24	99	139
쎈트렉아이(상장)	2	(2)	(0)	(9)	(0)	1	1	3		(10)	5	5
영업이익률(%)	4.0	6.0	4.6	7.0	11.9	4.9	4.7	4.4	5.0	5.7	6.2	7.1
지상방산	1.4	4.5	2.6	16.3	21.0	5.0	5.0	5.2	6.2	10.3	9.0	9.0
항공우주	(1.9)	6.3	4.6	(5.3)	4.1	0.8	0.5	(1.3)	0.1	0.9	0.9	2.6
한화비전	15.3	13.9	14.2	14.2	13.7	9.0	9.0	8.1	11.5	14.4	10.0	10.0
한화시스템(상장)	3.5	3.2	0.1	(1.0)	1.9	6.1	5.4	3.4	5.4	1.1	4.2	5.4
쎈트렉아이(상장)	10.1	(9.6)	(1.4)	(31.1)	(1.3)	5.0	5.0	12.1		(10.5)	5.0	5.0

자료: 한화에어로스페이스, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 한화에어로스페이스 목표 주가 산출 (단위: 십억원)

구분	금액	비고
영업가치 (A=a+b+c)	7,251	
지상방산 (a)	4,772	
EBIT	318	23년 예상
목표배수	15.0	Peer 평균
항공우주 (b)	1,429	
EBIT	95	23년 예상, RSP 조정
목표배수	15.0	Peer 평균
한화비전 (c)	1,050	
EBIT	105	23년 예상
목표배수	10.0	Peer 평균
상장 자회사가치 (B)	627	3개월 평균 시가총액에 50% 할인
한화시스템	591	
쎄트렉아이	36	
순차입금 (C)	300	
비지배주주지분 (D)	0	
주주가치 (E=A+B-C-D)	7,578	
주식수 (백만)	51	
적정 주가 (원)	149,675	

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

표4. 한화에어로스페이스 Peer Valuation Table (단위: 십억 달러, 배, %)

	시가총액	EV/EBIT			P/E			P/B			OPM			ROE		
		'22	'23E	'24F	'22	'23E	'24F	'22	'23E	'24F	'22	'23E	'24F	'22	'23E	'24F
<b>항공우주/방위</b>																
Raytheon	141	33.5	20.2	17.8	28.9	19.2	16.7	2.0	1.9	1.9	7.9	11.9	12.5	7.2	10.0	11.2
Lockheed Martin	115	16.3	15.6	15.4	22.5	16.8	16.4	13.3	11.9	11.2	13.2	12.9	12.7	56.7	70.6	68.3
Boeing	119	N/A	52.3	22.8	N/A	N/A	35.1	N/A	N/A	N/A	(5.3)	3.9	7.7	N/A	N/A	N/A
Northrop Grumman	68	26.4	20.7	18.8	17.3	19.8	18.1	5.5	4.2	4.0	9.8	10.5	10.9	34.7	21.4	22.2
Airbus	106	15.7	15.2	12.2	20.6	21.8	17.4	6.8	6.1	5.4	8.9	9.5	10.5	37.9	27.9	31.0
General Dynamics	58	18.6	15.4	13.5	20.4	16.7	14.4	3.7	2.1	1.9	10.7	10.8	11.5	18.7	12.5	13.5
L3Harris	36	21.7	16.4	15.3	37.9	15.3	14.2	2.1	1.9	1.8	12.6	15.6	15.9	5.6	12.2	12.5
Safran	65	24.9	19.1	15.4	N/A	27.3	21.6	4.8	5.1	4.5	10.4	13.5	15.0	(21.2)	18.9	20.9
BAE Systems	38	15.0	13.1	12.5	16.7	16.7	15.2	2.3	2.6	2.5	9.6	10.9	11.0	17.1	15.7	16.3
Thales	32	17.8	13.7	12.4	22.6	17.5	15.8	3.5	3.5	3.2	8.2	11.7	12.1	16.3	20.0	20.1
<b>CCTV</b>																
Hikvision	49	23.4	17.9	14.8	25.3	20.7	17.3	4.8	4.4	3.8	15.9	18.7	19.6	19.5	21.0	22.1
Dahua	11	61.8	18.0	14.4	14.3	21.3	17.2	1.3	2.5	2.2	1.8	10.8	11.6	9.4	11.6	12.9
TKH	2	10.8	11.0	9.3	11.1	13.6	11.4	1.9	2.2	2.0	9.7	10.8	11.9	18.2	16.0	17.4

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	6,540	8,704	10,430	11,024
증감률 (%)	18.0	33.1	19.8	5.7
매출원가	5,190	6,595	7,813	8,233
매출총이익	1,349	2,108	2,618	2,791
Gross 마진 (%)	20.6	24.2	25.1	25.3
판매비와 일반관리비	972	1,567	1,877	1,984
영업이익	377	542	740	807
증감률 (%)	36.1	43.6	36.6	9.0
OP 마진 (%)	5.8	6.2	7.1	7.3
EBITDA	634	837	1,048	1,125
영업외손익	-203	381	-60	-60
금융수익(비용)	-148	-40	-40	-40
기타영업외손익	-34	441	0	0
중속, 관계기업관련손익	-21	-20	-20	-20
세전계속사업이익	175	923	680	747
법인세비용	60	246	170	187
계속사업이익	115	676	510	560
당기순이익	152	676	510	560
증감률 (%)	-49.6	344.9	-24.6	9.8
Net 마진 (%)	2.3	7.8	4.9	5.1
지배주주지분 순이익	201	570	408	448
비지배주주지분 순이익	-49	107	102	112
기타포괄이익	-43	0	0	0
총포괄이익	109	676	510	560

Valuations/profitability/stability				
	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(X)	18.6	9.3	13.0	11.9
PBR(X)	1.3	1.6	1.4	1.3
PCR(X)	4.5	4.4	5.4	5.0
PSR(X)	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(X)	7.7	7.8	6.6	6.2
EV/EBIT(X)	13.0	12.1	9.4	8.6
EPS(W)	3,967	11,254	8,061	8,849
BPS(W)	56,544	66,799	73,362	80,713
SPS(W)	129,165	171,904	206,012	217,727
자기자본이익률(ROE, %)	7.0	18.2	11.5	11.5
총자산이익률(ROA, %)	1.2	4.4	3.2	3.4
투자자본이익률(ROIC, %)	4.4	8.8	10.7	10.6
배당수익률(%)	1.4	1.0	1.4	1.4
배당성장률(%)	25.2	8.9	18.6	16.9
총현금배당금(십억원)	51	51	76	76
보통주 주당배당금(W)	1,000	1,000	1,500	1,500
순부채(현금)/자기자본(%)	3.1	1.1	7.4	4.1
총부채/자기자본(%)	286.3	249.2	230.0	210.5
이자발생부채	3,508	3,508	3,508	3,508
유동비율(%)	103.9	109.4	112.7	116.8
총발행주식수(mn)	51	51	51	51
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	73,600	105,000	105,000	105,000
시가총액(십억원)	3,726	5,316	5,316	5,316

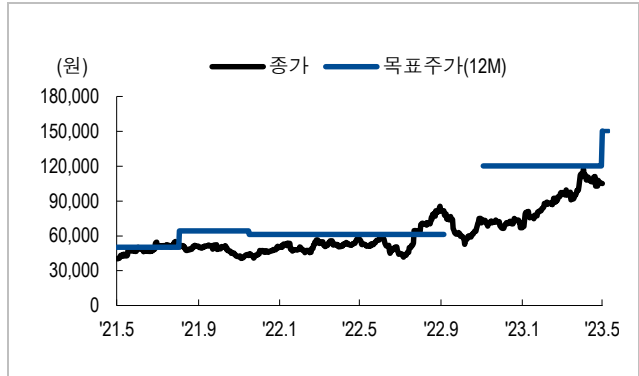
Statement of financial position				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	3,043	3,116	2,799	2,942
매출채권	1,360	1,577	1,889	1,997
유동자산	8,589	9,164	9,584	9,980
유형자산	2,987	3,044	3,093	3,136
투자자산	844	844	844	844
비유동자산	6,568	6,723	6,865	6,997
자산총계	15,157	15,886	16,449	16,978
단기성부채	1,653	1,653	1,653	1,653
매입채무	547	650	778	823
유동부채	8,270	8,373	8,502	8,546
장기성부채	1,854	1,854	1,854	1,854
장기충당부채	576	576	576	576
비유동부채	2,963	2,963	2,963	2,963
부채총계	11,234	11,337	11,465	11,510
자본금	266	266	266	266
자본잉여금	217	217	217	217
이익잉여금	2,020	2,539	2,872	3,244
비지배주주지분	1,061	1,168	1,270	1,382
자본총계	3,924	4,550	4,984	5,468

Cash flow statement				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	1,524	576	187	671
당기순이익	152	676	510	560
+ 유/무형자산상각비	257	295	307	318
+ 중속, 관계기업관련손익	21	20	20	20
+ 외화환산손실(이익)	64	0	0	0
Gross Cash Flow	825	1,221	990	1,068
- 운전자본의증가(감소)	794	-399	-634	-210
투자활동 현금흐름	-1,225	-453	-453	-453
+ 유형자산 감소	5	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-197	-300	-300	-300
+ 투자자산의매각(취득)	-361	-20	-20	-20
Free Cash Flow	1,328	276	-113	371
Net Cash Flow	299	123	-266	218
재무활동현금흐름	216	-51	-51	-76
자기자본 증가	-212	0	0	0
부채증감	428	-51	-51	-76
현금의증가	515	73	-317	143
기말현금 및 현금성자산	3,043	3,116	2,799	2,942
기말 순부채(순현금)	123	50	367	224

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.05.08	Buy	150,000원(12개월)	-	-
2022.11.10	Buy	120,000원(12개월)	-28.4%	-2.3%
2022.09.12	담당 Analyst 변경		-	-
2021.11.23	Buy	61,000원(12개월)	-8.8%	40.0%
2021.08.10	Buy	64,000원(12개월)	-25.1%	-18.4%
2021.03.02	Buy	50,000원(12개월)	-10.3%	10.2%

한화에어로스페이스(012450.KS)



종목 투자등급 (Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급 (Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy: 15% 초과
  - Hold: -15% ~ 15%
  - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 5월 5일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
81.2%	18.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '한화에어로스페이스'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자 판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.