



## Outperform(Maintain)

목표주가: 34,000원

주가(5/8): 27,650원

시가총액: 14,544억원

## 전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (5/8)		2,449.81pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	51,500원	23,350원
등락률	-46.31%	18.42%
수익률	절대	상대
1W	0.2%	-0.6%
1M	-31.7%	-28.9%
1Y	-46.4%	-49.8%

## Company Data

발행주식수	52,600천주
일평균 거래량(3M)	443천주
외국인 지분율	13.1%
배당수익률(18E)	0.4%
BPS(18E)	42,076원
주요 주주	한화 32.4%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	35,189	42,155	42,941	45,255
영업이익	1,507	829	924	1,175
EBITDA	2,370	2,086	2,227	2,476
세전이익	4,185	178	556	736
순이익	3,459	-477	338	570
지배주주지분순이익	3,452	-482	338	569
EPS(원)	6,498	-913	643	1,082
증감률(%YoY)	5,917.1	N/A	N/A	68.4
PER(배)	6.7	-46.0	43.0	25.5
PBR(배)	1.0	1.0	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	12.2	14.7	10.3	9.3
영업이익률(%)	4.3	2.0	2.2	2.6
ROE(%)	15.1	-2.1	1.5	2.5
순부채비율(%)	24.8	39.9	37.7	37.0

## Price Trend



## 실적 Review

## 한화에어로스페이스 (012450)

## 긍정적 변화 조짐



1분기 적자폭은 예상보다 더욱 컸다. 엔진 부문 RSP 비용이 확대됐고, 자회사의 회계 이슈도 더해졌다. 다만, 2분기부터는 긍정적 변화 조짐이 나타날 것이다. 시큐리티, 칩마운터, 에너지 장비 등 한동안 부진을 면치 못했던 민수 사업들이 국내외 설비투자 여건 호조에 따라 턴어라운드를 시도하고, 지상방산의 수출 모멘텀이 확대되며, 엔진 부문 RSP 비용도 올해가 정점일 것이다. 남북 화해 시대에 방산주의 매력은 클 수는 없지만, 낙폭 과대 상태인 것은 분명하다.

>>> 1분기 큰 폭의 적자 기록, RSP 비용과 회계적 이슈 더해져  
1분기 영업이익은 -335억원(YoY 적전)으로 시장 예상치(53억원)를 하회하며 부진했다. 1) 에어로스페이스(엔진) 부문의 P&W GTF 엔진 관련 RSP 비용이 184억원으로 확대됐고, 2) 한화시스템이 새로운 IFRS 회계 적용에 따라 매출 인식을 인도 기준으로 전환하면서 일시적인 적자를 기록했으며, 3) 지상방산(K9 자주포)의 매출 감소폭이 계절성 이상으로 컸다.

## &gt;&gt;&gt; 1분기 저점으로 빠른 회복 예상

다만, 1분기를 저점으로 2분기부터 빠른 실적 회복이 이루어질 것이고, 4분기는 지난해와 마찬가지로 방산 사업의 계절성을 넘어서는 강력한 자주포 수출 모멘텀이 예정돼 있다.

남북 화해 기조에 따라 방산 분야 투자 확대를 기대하기 어렵지만, 이미 K9 자주포의 2019년 국내 종산이 예정된 상황에서 동사는 수출을 확대해 제품 Mix를 개선시켜 가겠다는 전략을 실현하고 있다. 주가는 낙폭 과대 상태라고 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 부진했던 민수 사업, 국내외 설비투자 호조 수혜 예상

2분기 영업이익은 168억원(QoQ 흑전, YoY -27%)으로 추정된다.

긍정적 변화의 조짐으로서 테크윈(시큐리티), 정밀기계(산업용장비), 파워시스템(에너지) 등 한동안 부진했던 민수 사업들이 국내외 설비투자 여건 호조와 체질 개선 노력에 힘입어 올해 턴어라운드를 시도할 것이다.

시큐리티는 기업 분할 이후 수익성 위주의 질적 성장을 추구하기 위해 중고가 Line-up을 보강하고, 중국 업체들과 가격 경쟁을 지양하기로 했다. 하반기 베트남 중심의 생산 체계를 갖추게 되면 원가 경쟁력이 향상될 것이다.

파워시스템은 중국의 전자, 화학, 철강 산업 등이 구조조정을 거치고 난 후 재차 압축기 투자 수요가 회복되는 듯 하다.

정밀기계도 경쟁 강도가 완화된 상태에서 중국의 칩마운터 수요가 증가하고 있다.

지상방산은 터키 2차, UAE, 에스토니아 등 추가 수출 성과가 기대된다.

엔진 부문의 RSP 비용은 올해 정점을 형성한 후 완만하게 감소할 예정이다.

## 한화에어로스페이스 1분기 실적 요약

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
<b>매출액</b>	<b>7,743</b>	<b>10,363</b>	<b>8,686</b>	<b>15,362</b>	<b>7,480</b>	<b>-51.3%</b>	<b>-3.4%</b>	<b>8,773</b>	<b>-14.7%</b>
에어로스페이스	2,210	2,346	2,133	2,712	2,200	-18.9%	-0.4%	2,327	-5.5%
테크윈	1,367	1,664	1,429	1,346	1,234	-8.3%	-9.7%	1,257	-1.8%
지상방산	1,105	1,877	1,498	3,234	878	-72.9%	-20.5%	1,399	-37.3%
파워시스템	235	677	366	720	180	-75.0%	-23.4%	335	-46.3%
정밀기계	559	731	563	681	632	-7.2%	13.1%	652	-3.1%
디펜스	920	1,521	1,295	2,967	1,325	-55.3%	44.0%	1,304	1.6%
시스템	1,346	1,530	1,503	3,855	1,223	-68.3%	na	1,488	-17.8%
<b>영업이익</b>	<b>112</b>	<b>232</b>	<b>22</b>	<b>463</b>	<b>-335</b>	<b>적전</b>	<b>적전</b>	<b>-118</b>	<b>적지</b>
영업이익률	1.4%	2.2%	0.3%	3.0%	-4.5%	-7.5%p	-5.9%p	-1.3%	-3.1%p
세전이익	59	191	-101	29	-410	적전	적전	-144	적지
세전이익률	0.8%	1.8%	-1.2%	0.2%	-5.5%	-5.7%p	-6.2%p	-1.6%	-3.8%p
순이익	99	171	-176	-577	-409	적지	적전	-111	적지

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

## 한화에어로스페이스 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	YoY	2018E	YoY	2019E	YoY
<b>매출액</b>	<b>7,743</b>	<b>10,363</b>	<b>8,686</b>	<b>15,362</b>	<b>7,480</b>	<b>10,050</b>	<b>10,203</b>	<b>15,208</b>	<b>42,155</b>	<b>19.8%</b>	<b>42,941</b>	<b>1.9%</b>	<b>45,255</b>	<b>5.4%</b>
에어로스페이스	2,210	2,346	2,133	2,712	2,200	2,507	2,356	2,730	9,401	-10.5%	9,793	4.2%	10,310	5.3%
테크윈	1,367	1,664	1,429	1,346	1,234	1,298	1,239	1,238	5,806	-9.0%	5,009	-13.7%	4,875	-2.7%
지상방산	1,105	1,877	1,498	3,234	878	1,383	1,899	3,804	7,714	8.0%	7,965	3.3%	8,199	2.9%
파워시스템	235	677	366	720	180	447	426	776	1,998	1.4%	1,829	-8.4%	1,923	5.1%
정밀기계	559	731	563	681	632	789	727	821	2,534	49.7%	2,968	17.1%	3,155	6.3%
디펜스	920	1,521	1,295	2,967	1,325	1,864	1,724	2,667	6,703	26.0%	7,580	13.1%	8,061	6.3%
시스템	1,346	1,530	1,503	3,855	1,223	1,762	1,937	3,341	8,234	278.9%	8,264	0.4%	9,199	11.3%
<b>영업이익</b>	<b>112</b>	<b>232</b>	<b>22</b>	<b>463</b>	<b>-335</b>	<b>168</b>	<b>234</b>	<b>857</b>	<b>829</b>	<b>-45.0%</b>	<b>924</b>	<b>11.5%</b>	<b>1,175</b>	<b>27.2%</b>
에어로스페이스	170	52	-13	-205	-169	-105	-112	-97	4	-99.2%	-482	적전	-367	적지
테크윈	-2	8	-49	-176	-35	9	28	28	-218	적전	29	흑전	98	240.2%
지상방산	14	99	25	449	25	58	108	394	588	20.6%	585	-0.5%	533	-8.9%
파워시스템	-71	-22	-7	65	-95	-3	16	101	-35	적지	20	흑전	72	266.0%
정밀기계	37	100	41	33	21	89	71	97	211	흑전	277	31.4%	318	14.6%
디펜스	23	58	93	144	62	134	118	175	318	-9.3%	490	53.8%	421	-13.9%
시스템	-15	-18	23	254	-91	-4	48	203	244	80.9%	156	-36.1%	263	68.6%
<b>영업이익률</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>3.0%</b>	<b>-4.5%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.3%</b>	<b>5.6%</b>	<b>2.0%</b>	<b>-2.3%p</b>	<b>2.2%</b>	<b>0.2%p</b>	<b>2.6%</b>	<b>0.4%p</b>
에어로스페이스	7.7%	2.2%	-0.6%	-7.6%	-7.7%	-4.2%	-4.8%	-3.5%	0.0%	-4.7%p	-4.9%	-5.0%p	-3.6%	1.4%p
테크윈	-0.1%	0.5%	-3.4%	-13.1%	-2.8%	0.7%	2.2%	2.2%	-3.8%	-9.1%p	0.6%	4.3%p	2.0%	1.4%p
지상방산	1.3%	5.3%	1.7%	13.9%	2.8%	4.2%	5.7%	10.4%	7.6%	0.8%p	7.3%	-0.3%p	6.5%	-0.8%p
파워시스템	-30.2%	-3.2%	-1.8%	9.0%	-52.8%	-0.7%	3.8%	13.1%	-1.7%	5.8%p	1.1%	2.8%p	3.8%	2.7%p
정밀기계	6.7%	13.7%	7.2%	4.8%	3.3%	11.3%	9.7%	11.8%	8.3%	17.4%p	9.3%	1.0%p	10.1%	0.7%p
디펜스	2.5%	3.8%	7.2%	4.9%	4.7%	7.2%	6.8%	6.6%	4.7%	-1.8%p	6.5%	1.7%p	5.2%	-1.2%p
시스템	-1.1%	-1.2%	1.5%	6.6%	-7.4%	-0.2%	2.5%	6.1%	3.0%	-3.2%p	1.9%	-1.1%p	2.9%	1.0%p

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

## 한화에어로스페이스 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	2Q18E	2018E	2019E	2Q18E	2018E	2019E	2Q18E	2018E	2019E
매출액	11,199	44,219	47,226	10,050	42,941	45,255	-10.3%	-2.9%	-4.2%
영업이익	232	751	897	168	924	1,175	-27.3%	23.0%	31.0%
세전이익	161	516	668	83	556	736	-48.7%	7.9%	10.2%
순이익	125	399	517	64	338	569	-48.7%	-15.2%	10.1%
EPS(원)		758	983		643	1082		-15.2%	10.1%
영업이익률	2.1%	1.7%	1.9%	1.7%	2.2%	2.6%	-0.4%p	0.5%p	0.7%p
세전이익률	1.4%	1.2%	1.4%	0.8%	1.3%	1.6%	-0.6%p	0.1%p	0.2%p
순이익률	1.1%	0.9%	1.1%	0.6%	0.8%	1.3%	-0.5%p	-0.1%p	0.2%p

자료: 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	35,189	42,155	42,941	45,255	48,083
매출원가	28,025	34,470	35,083	38,068	40,400
매출총이익	7,164	7,684	7,858	7,186	7,684
판매비및일반관리비	5,657	6,855	6,934	6,012	6,339
영업이익(보고)	1,507	829	924	1,175	1,344
영업이익(핵심)	1,507	829	924	1,175	1,344
영업외손익	2,678	-652	-368	-438	-435
이자수익	83	46	36	38	40
배당금수익	44	53	29	15	16
외환이익	629	760	172	86	69
이자비용	213	350	447	492	492
외환손실	696	783	172	86	69
관계기업지분손익	780	77	24	0	0
투자및기타자산처분손익	2,174	-5	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	3	25	0	0	0
기타	-127	-476	-9	0	0
법인세차감전이익	4,185	178	556	736	909
법인세비용	726	655	218	166	220
유효법인세율 (%)	17.4%	369.0%	39.3%	22.6%	24.2%
당기순이익	3,459	-477	338	570	689
지배주주지분순이익(억원)	3,452	-482	338	569	688
EBITDA	2,370	2,086	2,227	2,476	2,561
현금순이익(Cash Earnings)	4,322	780	1,641	1,871	1,905
수정당기순이익	1,659	-423	338	570	689
증감율(% YoY)					
매출액	34.6	19.8	1.9	5.4	6.3
영업이익(보고)	N/A	-45.0	11.4	27.2	14.4
영업이익(핵심)	N/A	-45.0	11.4	27.2	14.4
EBITDA	1,167.4	-12.0	6.7	11.2	3.4
지배주주지분 당기순이익	5,917.1	N/A	N/A	68.4	20.9
EPS	5,917.1	N/A	N/A	68.4	20.9
수정순이익	2,378.7	N/A	N/A	68.7	20.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,961	-97	3,513	2,390	1,553
당기순이익	4,185	178	338	570	689
감가상각비	494	831	861	899	850
무형자산상각비	369	426	442	402	366
외환손익	1	-25	0	0	0
자산처분손익	25	15	0	0	0
지분법손익	-72	-77	-24	0	0
영업활동자산부채 증감	-159	-1,822	626	134	-341
기타	-2,883	376	1,271	385	-11
투자활동현금흐름	-7,183	726	-1,443	-1,733	-1,843
투자자산의 처분	-6,133	3,066	36	-142	-233
유형자산의 처분	12	16	0	0	0
유형자산의 취득	-891	-1,416	-1,487	-1,561	-1,561
무형자산의 처분	-679	-819	0	0	0
기타	508	-120	8	-30	-49
재무활동현금흐름	6,379	1,404	-934	-283	-468
단기차입금의 증가	1,028	-300	0	0	0
장기차입금의 증가	5,511	1,961	-500	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-159	0	0	-52	-362
기타	0	-256	-434	-231	-106
현금및현금성자산의순증가	1,147	2,040	1,136	374	-758
기초현금및현금성자산	1,427	2,574	4,614	5,750	6,125
기말현금및현금성자산	2,574	4,614	5,750	6,125	5,366
Gross Cash Flow	2,120	1,724	2,888	2,256	1,895
Op Free Cash Flow	379	-5,030	1,003	783	332

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	27,802	28,351	28,686	29,612	30,317
현금및현금성자산	2,574	4,614	5,750	6,125	5,361
유동금융자산	3,485	142	140	146	155
매출채권및유동채권	13,681	15,067	14,353	14,644	15,560
재고자산	7,688	8,154	8,073	8,392	8,916
기타유동비금융자산	374	374	370	306	325
비유동자산	28,722	29,125	29,313	29,778	30,450
장기매출채권및기타비유동채권	637	596	590	614	652
투자자산	4,774	3,959	3,977	4,129	4,368
유형자산	13,601	14,266	14,892	15,554	16,266
무형자산	9,268	9,539	9,097	8,695	8,328
기타비유동자산	444	765	757	787	836
자산총계	56,524	57,476	57,999	59,390	60,767
유동부채	19,686	21,406	21,235	21,899	22,989
매입채무및기타유동채무	14,767	15,200	15,047	15,643	16,620
단기차입금	3,268	3,228	3,228	3,228	3,228
유동성장기차입금	329	1,232	1,232	1,232	1,232
기타유동부채	1,323	1,745	1,728	1,796	1,908
비유동부채	13,431	14,261	14,617	14,826	14,785
장기매입채무및비유동채무	996	1,023	1,013	1,053	1,119
사채및장기차입금	8,262	8,987	9,787	10,187	10,187
기타비유동부채	4,173	4,250	3,816	3,585	3,479
부채총계	33,117	35,666	35,852	36,725	37,774
자본금	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
주식발행초과금	1,872	1,872	1,872	1,872	1,872
이익잉여금	13,500	12,911	13,249	13,767	14,094
기타자본	5,362	4,354	4,354	4,354	4,354
지배주주지분자본총계	23,390	21,794	22,132	22,650	22,976
비지배주주지분자본총계	17	16	15	16	16
자본총계	23,408	21,810	22,147	22,666	22,993
순차입금	5,800	8,692	8,357	8,377	9,131
총차입금	11,858	13,447	14,247	14,647	14,647

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	6,498	-913	643	1,082	1,309
BPS	44,025	41,433	42,076	43,060	43,681
주당EBITDA	4,461	3,950	4,234	4,708	4,868
CFPS	8,134	1,476	3,120	3,558	3,622
DPS	500	0	100	200	700
주가배수(배)					
PER	6.7	-46.0	43.0	25.5	21.1
PBR	1.0	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	12.2	14.7	10.3	9.3	9.3
PCFR	5.3	28.4	8.9	7.8	7.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.3	2.0	2.2	2.6	2.8
영업이익률(핵심)	4.3	2.0	2.2	2.6	2.8
EBITDA margin	6.7	4.9	5.2	5.5	5.3
순이익률	9.8	-1.1	0.8	1.3	1.4
자기자본이익률(ROE)	15.1	-2.1	1.5	2.5	3.0
투자자본이익률(ROIC)	6.4	-9.1	2.2	3.6	4.0
안정성(%)					
부채비율	141.5	163.5	161.9	162.0	164.3
순차입금비율	24.8	39.9	37.7	37.0	39.7
이자보상배율(배)	7.1	2.4	2.1	2.4	2.7
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	2.9	2.9	3.1	3.2
재고자산회전율	5.3	5.3	5.3	5.5	5.6
매입채무회전율	3.0	2.8	2.8	2.9	3.0

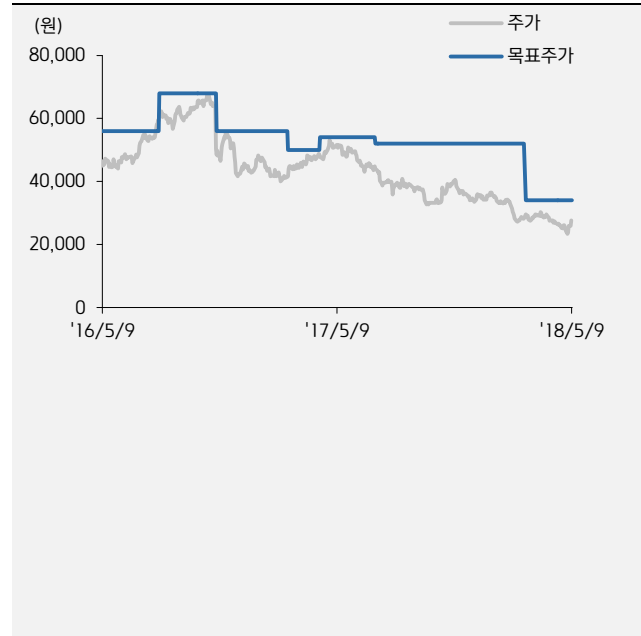
## Compliance Notice

- 당사는 5월 8일 현재 '한화에어로스페이스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화에어로 스페이스 (012450)	2016/04/15	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-17.61	-13.00
	2016/05/03	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-18.77	-15.71
	2016/06/02	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-17.66	-13.04
	2016/06/21	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-12.52	6.07
	2016/08/05	Outperform (Downgrade)	68,000원	6개월	-8.38	-0.44
	2016/11/02	Marketperform (Downgrade)	56,000원	6개월	-12.98	-1.07
	2016/12/16	Outperform(Upgrade)	56,000원	6개월	-18.42	-1.07
	2017/02/21	Outperform(Maintain)	50,000원	6개월	-8.14	-2.40
	2017/04/12	Outperform(Maintain)	54,000원	6개월	-10.79	-8.43
	2017/04/24	Outperform(Maintain)	54,000원	6개월	-10.49	-1.67
	2017/07/07	Outperform(Maintain)	52,000원	6개월	-23.28	-15.38
	2017/08/18	BUY(Upgrade)	52,000원	6개월	-27.44	-15.38
	2017/11/06	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-28.67	-15.38
	2018/02/26	Outperform (Downgrade)	34,000원	6개월	-14.95	-10.88
	2018/04/02	Outperform(Maintain)	34,000원	6개월	-18.79	-10.88
	2018/05/09	Outperform(Maintain)	34,000원	6개월		

## 목표주가추이(2개년)



## 투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%