

한화에어로스페이스 (012450)

부진한 실적, 단기에는 보수적 접근 추천

컨센서스대비 부진한 실적. 엔진 RSP 비용 증가와 CCTV 사업 부진
2분기부터는 민수사업 실적 개선 기대감 있음
민수사업 실적 추정 가시성 높지 않아 단기 보수적 접근 추천

Facts : 영업이익 컨센서스 하회

한화에어로스페이스(구 한화테크원, CCTV 사업부가 물적분할로 한화테크원이 됨)의 1분기 실적은 매출액 7,480억원, 영업적자 335억원, 당기순손실 409억원이다. 전년대비 매출액은 비슷했지만 영업이익은 적자전환했다. 이는 컨센서스(매출액 8,625억원, 영업이익 53억원)대비 부진한 실적이다.

Pros & cons : 2분기부터 민수사업 중심의 이익 증가 가능

실적부진의 주요인은 크게 세 가지다. 본사의 GTF엔진 RSP(Risk & Revenue Sharing Program) 비용이 184억원(전년동기 20억원)으로 늘었다. 올해 P&W의 GTF 엔진 매출이 늘어 800억~900억원의 관련 비용(지난해 500억원)이 발생할 것이다. RSP 비용은 18~19년이 최대고 이후는 점진적으로 줄면서 실적이 개선될 것이다. CCTV도 영업적자 35억원을 기록하며 부진했다. 한화시스템도 IFRS 15 적용에 따라 매출인식 기준 변경으로 1분기에 91억원 적자를 기록했다.

2분기부터는 이익이 늘어날 것이다. 2분기는 방산 소성수기이다. 또한 CCTV도 제품 mix 개선으로 3월부터 월별 매출액이 증가 중이다. 2분기에는 베트남공장 가동으로 원가 개선도 기대된다. 정밀기계(침마운터), 파워시스템(압축기)도 중국 향 수주잔고가 늘어 실적 개선이 기대된다. 또한 하반기부터는 영업이익률이 높은 K9 수출 매출액이 상반기대비 크게 늘어나면서 이익 증가세를 이끌 것이다.

Action : 단기에는 다소 보수적 관점 접근 추천

목표주가를 35,000원으로 8% 하향한다. 추정 순차입금 증가와 최근 peer들의 주가부진에 따른 적용 PER(주요 방산, 기체부품주 peer 평균) 하락 때문(표 3)이다. 2분기부터 민수사업 중심의 이익 증가가 예상되나 민수사업 실적 가시성은 방산업에 비해 상대적으로 낮고, 남북 화해 무드로 주가 변동성이 커졌다. 2분기 실적 개선 확인 전까지는 다소 보수적 관점의 접근을 추천한다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 35,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(5/8)	2,450
주가(5/8)	27,650
시가총액(십억원)	1,454
발행주식수(백만)	53
52주 최고/최저가(원)	51,600/23,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,357
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.6/13.5
주요주주(%)	한화 외 2 인
	32.7
	국민연금
	7.9

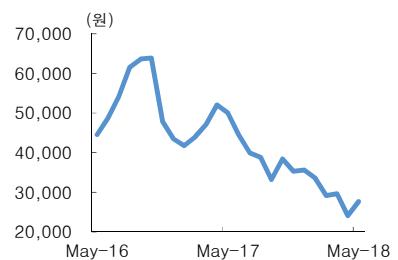
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	NM	47.5	25.6
PBR(x)	0.9	0.7	0.6
ROE(%)	(2.1)	1.4	2.5
DY(%)	—	—	—
EV/EBITDA(x)	13.1	12.2	10.5
EPS(원)	(915)	582	1,078
BPS(원)	41,433	42,013	43,083

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.2	(31.7)	(46.4)
KOSPI 대비(%)	(0.7)	(27.7)	(53.3)

주가추이



자료: WISEfn

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	774.3	1,036.3	868.6	1,536.2	748.0	(51.3)	(3.4)	862.1
영업이익	11.2	23.2	2.2	46.3	(33.5)	NM	NM	5.2
영업이익률(%)	1.4	2.2	0.2	3.0	(4.5)	(7.5)	(5.9)	0.6
세전이익	5.9	19.1	(10.1)	2.9	(41.0)	NM	NM	3.3
순이익	9.9	17.1	(17.6)	(57.7)	(40.9)	NM	NM	2.1

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	774	1,036	869	1,536	748	1,069	933	1,639	4,215	4,389	4,748
한화에어로스페이스	221	236	214	273	220	246	245	323	1,805	1,812	1,896
한화테크원(CCTV)	137	166	143	135	123	161	140	144	581	569	569
한화정밀기계(침마운터)	56	73	56	68	63	74	56	61	253	254	257
한화파워시스템(압축기)	24	68	37	72	18	74	40	77	200	210	213
한화지상방산	111	188	150	323	88	193	154	344	771	779	857
한화디펜스	92	152	129	297	133	164	142	251	670	690	725
한화시스템	135	153	150	386	122	176	173	459	823	930	1,070
연결조정			(11)	(17)	(19)	(20)	(19)	(20)	(28)	(78)	(80)
% YoY	20.5	26.3	(2.1)	31.5	(3.4)	3.2	7.4	6.7	46.3	4.1	8.2
한화에어로스페이스	(17.0)	(20.2)	(16.0)	16.8	(0.5)	4.2	14.7	18.3	(34.8)	0.4	4.6
한화테크원(CCTV)	(14.8)	3.3	(7.2)	(17.1)	(9.7)	(3.0)	(2.0)	7.1	(9.0)	(2.0)	0.0
한화정밀기계(침마운터)	29.4	29.6	51.3	109.5	13.1	1.0	0.3	(10.9)	49.7	0.3	1.0
한화파워시스템(압축기)	(34.2)	39.9	0.3	(5.8)	(23.4)	10.0	10.0	7.0	1.4	5.0	1.5
한화지상방산	(19.2)	(1.8)	(23.3)	69.1	(20.5)	3.0	3.0	6.3	8.0	1.0	10.0
한화디펜스		125.1	(38.3)	16.4		8.0	10.0	(15.3)		3.0	5.0
한화시스템				77.4	(9.1)	15.0	15.0	19.1		13.0	15.0
영업이익	11	23	2	46	(34)	16	24	70	83	77	106
한화에어로스페이스	12	2	(12)	(44)	(17)	(5)	(2)	(17)	(20)	(41)	(34)
한화테크원(CCTV)	(0)	1	(5)	(18)	(4)	4	3	(3)	(22)	0	6
한화정밀기계(침마운터)	4	10	4	3	2	6	3	1	21	13	13
한화파워시스템(압축기)	(7)	(2)	(1)	7	(10)	2	2	6	(4)	1	3
한화지상방산	1	10	3	45	3	12	6	42	59	62	70
한화디펜스	2	6	9	14	6	8	7	13	32	35	37
한화시스템	(1)	(2)	2	25	(9)	(5)	10	33	25	29	34
연결조정			(4)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(8)	(21)	(23)
영업이익률	1.4	2.2	0.3	3.0	(4.5)	1.5	2.6	4.3	2.0	1.8	2.2
한화에어로스페이스	5.6	0.7	(5.4)	(16.0)	(7.7)	(2.0)	(1.0)	(5.3)	(1.1)	(2.3)	(1.8)
한화테크원(CCTV)	(0.1)	0.5	(3.4)	(13.1)	(2.8)	2.5	2.0	(2.3)	(3.8)	0.0	1.0
한화정밀기계(침마운터)	6.4	13.7	7.3	4.8	3.3	8.0	6.0	2.2	8.3	5.0	5.0
한화파워시스템(압축기)	(30.6)	(3.2)	(1.9)	9.0	(52.8)	3.0	5.0	8.2	(1.8)	0.5	1.5
한화지상방산	1.3	5.3	1.7	13.9	2.8	6.0	4.0	12.2	7.6	8.0	8.2
한화디펜스	2.4	3.8	7.3	4.9	4.7	5.0	5.0	5.2	4.7	5.0	5.1
한화시스템	(0.9)	(1.2)	1.5	6.6	(7.4)	(3.0)	6.0	7.2	3.0	3.1	3.2

주: 2018년부터 로봇사업부는 한화에어로스페이스(구 한화테크원)에서 한화정밀기계로 이관됨

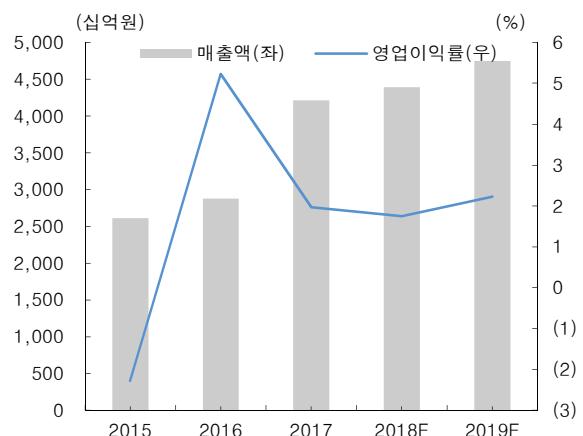
자료: 한국투자증권

〈표 3〉 Valuation

		2018F	2019F	비고	단위
실적	매출액	4,389	4,748		(십억원)
	영업이익	77	106		(십억원)
	EBITDA	203	233	글로벌 방산 및 민수	(십억원)
	EV/EBITDA	13.0	11.5	기체부품 평균	(십억원)
	소계	2,643	2,680		(십억원)
보유자산	한국항공우주	185	185	5/8일 기준 시장가 30% 할인	(십억원)
	소계	185	185		(십억원)
순차입금		1,023	987		(십억원)
총 가치		1,805	1,877		(십억원)
발행주식수		52,600	52,600		(천주)
적정가		34,313	35,681		(원)
목표주가		34,997		18, 19년 평균	
현재가		27,650		5/8일 종가 기준	(원)
Upside		27%			(%)

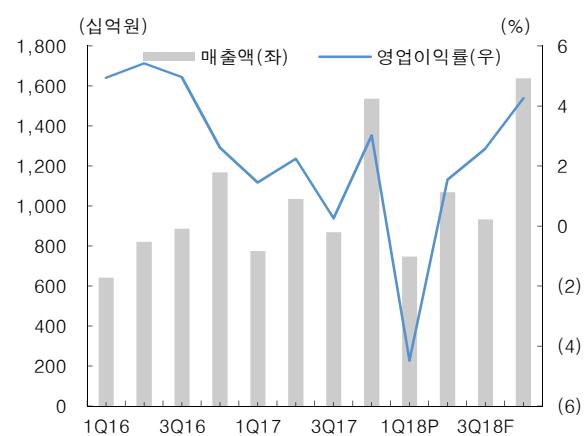
자료: 한국투자증권

[그림 1] 실적 추이 및 전망

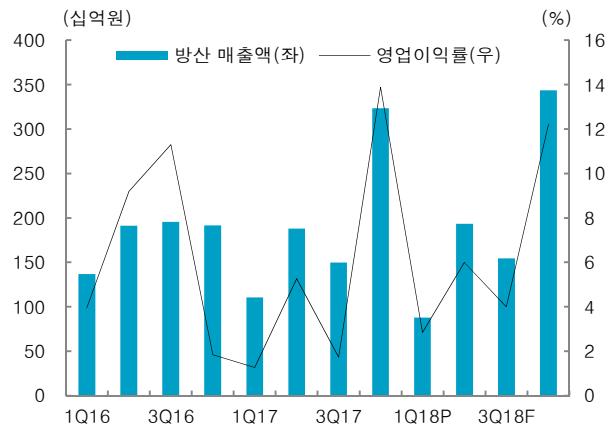


자료: 한국투자증권

[그림 2] 분기 실적 추이 및 전망

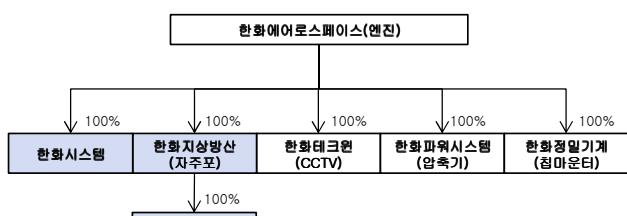
주: 음영회사가 방산 관련 회사
자료: 한국투자증권

[그림 3] 한화지상방산(자주포 등) 실적 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

[그림 4] 테크원 18년 4월 1일 물적분할 후 구조도



주: 음영회사가 방산 관련 회사

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

한화테크원(Hanwha Techwin)은 대한민국의 항공·방위산업에 사용되는 엔진류 및, 기계, 로봇, 보안 시스템, IT 솔루션 등을 제조하는 회사이다. 1977년 삼성정밀공업으로 창립, 1987년에는 '삼성항공산업주식회사'로 사명이 변경됐고, 2000년 '삼성테크원'으로 변경했다. 2014년 11월 26일자로 한화에 삼성테크원을 매각한다는 결정이 발표됐다. 2015년 7월 사명을 한화테크원으로 변경했다.

- RSP: Risk and revenue Sharing Program: 개발, 양산, after market까지 참여 지분만큼 사업의 risk를 공동으로 부담하고, 개발 참여 부품에 대해 독점공급권을 보장 받음KIS 용어해설 : Beyond No.1 고객과 함께하는 한국증권 리서치

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,780	2,835	2,974	3,265	3,532
현금성자산	257	461	439	475	514
매출채권및기타채권	926	1,114	1,160	1,255	1,357
재고자산	769	815	849	918	994
비유동자산	2,872	2,912	2,852	2,920	2,966
투자자산	477	396	291	296	294
유형자산	1,360	1,427	1,427	1,427	1,427
무형자산	927	954	993	1,045	1,079
자산총계	5,652	5,748	5,827	6,185	6,498
유동부채	1,969	2,141	1,973	2,186	2,376
매입채무및기타채무	577	647	673	728	788
단기차입금및단기사채	327	323	333	343	353
유동성장기부채	33	123	123	123	123
비유동부채	1,343	1,426	1,643	1,733	1,781
사채	419	449	649	699	699
장기차입금및금융부채	408	450	445	440	440
부채총계	3,312	3,567	3,615	3,919	4,157
지배주주지분	2,339	2,179	2,210	2,266	2,341
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	188	187	187	187	187
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,350	1,291	1,322	1,378	1,453
비지배주주지분	2	2	1	1	(0)
자본총계	2,341	2,181	2,211	2,267	2,341

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	3,519	4,215	4,389	4,748	5,137
매출원가	2,802	3,447	3,643	3,941	4,212
매출총이익	716	768	746	807	925
판매관리비	566	686	669	701	796
영업이익	151	83	77	106	129
금융수익	17	23	4	5	5
이자수익	8	5	4	5	5
금융비용	37	40	40	44	45
이자비용	21	35	40	44	45
기타영업외손익	281	(56)	0	0	0
관계기업관련손익	7	8	5	2	2
세전계속사업이익	419	18	46	69	92
법인세비용	73	65	16	13	17
연결당기순이익	346	(48)	30	56	74
지배주주지분순이익	345	(48)	30	56	75
기타포괄이익	(234)	(85)	0	0	0
총포괄이익	112	(133)	30	56	74
지배주주지분포괄이익	112	(133)	30	56	75
EBITDA	237	209	203	233	256

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	196	(10)	(98)	219	200
당기순이익	346	(48)	30	56	74
유형자산감가상각비	49	83	81	80	78
무형자산상각비	37	43	45	47	49
자산부채변동	(16)	(182)	(263)	10	(29)
기타	(220)	94	9	26	28
투자활동현금흐름	(718)	73	(131)	(240)	(173)
유형자산투자	(89)	(142)	(83)	(81)	(80)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	(620)	307	110	(3)	3
무형자산순증	(68)	(82)	(84)	(99)	(83)
기타	58	(12)	(76)	(59)	(15)
재무활동현금흐름	638	140	207	57	12
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	654	166	206	56	11
배당금지급	(16)	0	0	0	0
기타	0	(26)	1	1	1
기타현금흐름	(1)	1	0	0	0
현금의증가	115	204	(23)	36	39

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	6,498	(915)	582	1,078	1,436
BPS	44,025	41,433	42,013	43,083	44,510
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%), YoY					
매출증가율	34.6	19.8	4.1	8.2	8.2
영업이익증가율	NM	(45.0)	(7.2)	37.7	21.8
순이익증가율	5,917.1	NM	NM	84.8	33.2
EPS증가율	5,916.7	NM	NM	85.1	33.2
EBITDA증가율	1,167.4	(12.0)	(2.5)	14.6	9.8
수익성(%)					
영업이익률	4.3	2.0	1.8	2.2	2.5
순이익률	9.8	(1.1)	0.7	1.2	1.5
EBITDA Margin	6.7	4.9	4.6	4.9	5.0
ROA	7.1	(0.8)	0.5	0.9	1.2
ROE	15.1	(2.1)	1.4	2.5	3.3
배당수익률	—	—	—	—	—
배당성향	0.0	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	580	871	1,023	987	947
차입금/자본총계비율(%)	50.7	61.7	70.1	70.8	69.0
Valuation(X)					
PER	6.7	NM	47.5	25.6	19.3
PBR	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	12.2	13.1	12.2	10.5	9.4

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한화에어로스페이스(012450)	2016.05.02	매수	57,000원	-16.8	-3.7
	2016.07.14	매수	66,000원	-17.0	-10.0
	2016.08.04	매수	73,000원	-14.5	-7.3
	2016.11.02	매수	62,000원	-25.5	-10.6
	2017.07.27	매수	52,000원	-31.5	-21.4
	2018.02.25	매수	38,000원	-27.2	-20.3
	2018.05.09	매수	35,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 9일 현재 한화에어로스페이스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한화에어로스페이스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.