

한화에어로스페이스 (012450)

매수(유지)

목표주가: 39,000원(상향)

나쁠 것 없는, 긍정적인 딜

한화시스템과 한화에스앤씨의 합병, 자회사에 들어온 오너들의 지분

한화에어로스페이스(한화에어로)는 100% 자회사인 한화시스템(시스템, 구 한화탈레스)과 한화에스앤씨(S&C, 비상장)의 합병을 발표했다. S&C는 네트워크 구축, 소프트웨어 개발 사업 등을 영위하며 지난해 10월 1일에 에이치솔루션(구 한화 S&C)으로부터 물적 분할돼 설립됐다. 에이치솔루션은 오너 일가 3세대인 김동관, 김동원, 김동선 형제가 각각 50%, 25%, 25% 보유한 회사이며, S&C의 주주는 에이치솔루션 55%, 스틱컨소시엄 44.6%이었다. 합병 후 시스템의 주주구성은 한화에어로 52.9%, 에이치솔루션 26.1%, 스틱컨소시엄 21%다. 향후 에이치솔루션은 시스템의 지분을 스틱컨소시엄에 추가 매각해 14.5%까지 낮출 것임을 밝혔다.

합병 효과 지배주주순이익 18년 +4%, 19년 +13%

합병에 따른 연간 지배주주순이익 증가분은 17년 기준 연간 약 100억원이다. 17년 한화시스템(합병 전)의 순이익은 130억원, S&C의 순이익은 322억원이다. 그러나 합병 기일이 8월 1일인 만큼 올해는 5개월치 실적만 반영돼 지배주주순이익 증가 효과는 +4%로 크지 않다. 그러나 내년부터는 S&C와 합병에 따른 지배주주순이익 증가분은 +13%로 의미가 있다.

합병회사 가치 반영해 목표주가 상향, 방산자회사들의 가치 부각

한화S&C는 captive 매출처를 기반으로 안정적인 이익을 창출한다. 또한 스틱 컨소시엄과 5년 내 시스템의 상장 조건도 계약서에 담겨 있어 기존 방산부문의 가치 재부각의 기회도 있다. 또한 한화에어로 자회사 중 한화디펜스와 한화지상방산도 향후 1~2년 내 IPO 추진 가능성이 있다. 목표주가를 39,000원으로 11.4% 상향한다. 목표 EBITDA 적용 시점을 기존 12MF에서 S&C의 합병 효과가 연간으로 반영되는 19년으로 변경했고 한화시스템의 합병 기준 가치를 반영(표 2)했다.

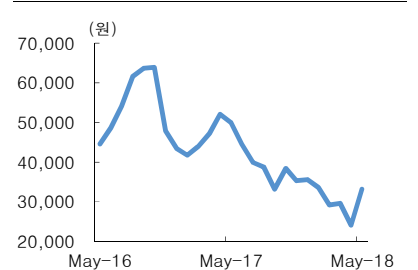
Stock Data

KOSPI(5/31)	2,423
주가(5/31)	33,150
시가총액(십억원)	1,744
발행주식수(백만)	53
52주 최고/최저(원)	49,950/23,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,118
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.2/13.4
주요주주(%)	한화 외 2 인 32.7
	국민연금 7.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	37.6	(6.0)	(33.6)
KOSPI 대비(%p)	41.2	(3.8)	(36.9)

주가추이



자료: WISEfn

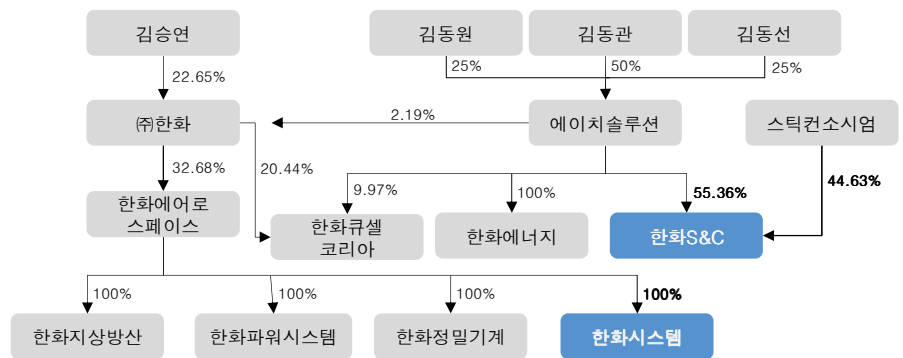
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	3,519	151	345	6,498	5,916.7	237	6.7	12.2	1.0	15.1	-
2017A	4,215	83	(48)	(915)	NM	209	NM	13.1	0.9	(2.1)	-
2018F	4,579	96	32	604	NM	224	54.9	12.3	0.8	1.4	-
2019F	5,149	146	64	1,224	102.6	277	27.1	9.8	0.8	2.8	-
2020F	5,788	246	122	2,350	92.0	379	14.1	7.1	0.7	5.2	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

조철희

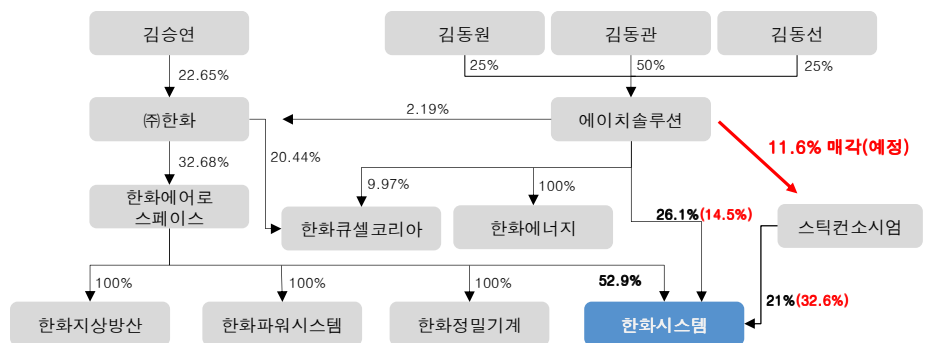
chulhee.cho@truefriend.com

[그림 1] 한화그룹 합병 전 지배구조



자료: 한국투자증권

[그림 2] 한화그룹 합병 후 지배구조 - 에이치솔루션 11.6% 추가 매각 예정



주: 합병으로 에이치솔루션 26.1%로 조정. 추후 11.6%를 추가 매각하면서 지분을 14.5% 낮아질 것
 자료: 한국투자증권

〈표 1〉 수익예상 변경표

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2017	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	4,215	4,389	4,748	4,579	5,149	4.3	8.4
영업이익	83	77	106	96	146	24.7	37.8
세전이익	18	46	69	66	109	41.3	58.8
순이익	(48)	30	56	32	64	3.5	13.1
EPS	(915)	582	1,078	604	1,224	3.8	13.6

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 Valuation

		2018F	2019F	비고	단위
한화에어로	영업이익	48	72		(십억원)
및 100% 자회사	EBITDA	136	163	글로벌 방산 및 민수	(십억원)
	EV/EBITDA	14.1	12.6	기체부품 평균	(십억원)
	소계	1,923	2,045		(십억원)
한화시스템	영업이익	47.9	74.2		(십억원)
53% 지분	EBITDA	87.9	114.2		
	EV/EBITDA	14.1	12.6		
	순차입금	(20.0)	(22.0)		
	회사가치	1,258.5	1,458.2		
	적용가치	656.4	761.2	지분율 53%	
KAI		206	206	5/31일 기준 시장가 30% 할인	
	소계	862	967		(십억원)
순차입금		1,020	957		(십억원)
총 가치		1,765	2,055		(십억원)
발행주식수		52,040	52,040		(천주)
적정가		33,924	39,489		(원)
목표주가			39,000	18, 19년 평균	
현재가			33,150	5/8일 종가 기준	(원)
Upside			18%		(%)

자료: 한국투자증권

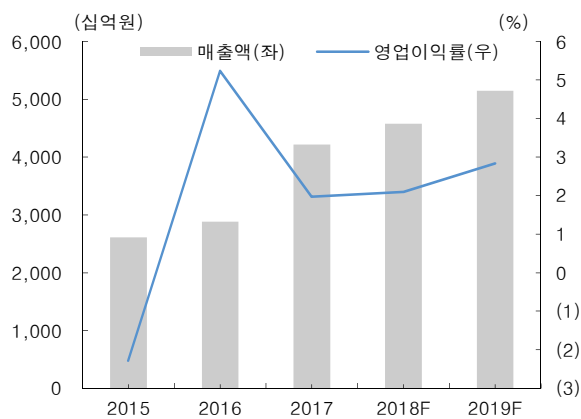
〈표 3〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	774	1,036	869	1,536	748	1,069	1,030	1,732	4,215	4,579	5,148
한화에어로스페이스	221	236	214	273	220	246	245	323	1,805	1,812	1,896
한화테크윈(CCTV)	137	166	143	135	123	161	140	144	581	569	569
한화정밀기계(칩마운터)	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(+S&C)	135	153	150	386	122	176	271	552	823	1,121	1,470
연결조정			(11)	(17)	(19)	(20)	(19)	(20)	(28)	(78)	(80)
% YoY	20.5	26.3	(2.1)	31.5	(3.4)	3.2	18.6	12.7	46.3	8.6	12.4
한화에어로스페이스	(17.0)	(20.2)	(16.0)	16.8	(0.5)	4.2	14.7	18.3	(34.8)	0.4	4.6
한화테크윈(CCTV)	(14.8)	3.3	(7.2)	(17.1)	(9.7)	(3.0)	(2.0)	7.1	(9.0)	(2.0)	0.0
한화정밀기계(칩마운터)	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(+S&C)				77.4	(9.1)	15.0	80.0	43.2		36.2	31.2
영업이익	11	23	2	46	(33)	27	34	68	83	96	146
한화에어로스페이스	12	2	(12)	(44)	(17)	(5)	(2)	(17)	(20)	(41)	(34)
한화테크윈(CCTV)	(0)	1	(5)	(18)	(4)	4	3	(3)	(22)	0	6
한화정밀기계(칩마운터)	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(+S&C)	(1)	(2)	2	25	(9)	5	20	31	25	48	74
연결조정			(4)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(8)	(21)	(23)
영업이익률	1.4	2.2	0.3	3.0	(4.5)	2.5	3.3	3.9	2.0	2.1	2.8
한화에어로스페이스	5.6	0.7	(5.4)	(16.0)	(7.7)	(2.0)	(1.0)	(5.3)	(1.1)	(2.3)	(1.8)
한화테크윈(CCTV)	(0.1)	0.5	(3.4)	(13.1)	(2.8)	2.5	2.0	(2.3)	(3.8)	0.0	1.0
한화정밀기계(칩마운터)	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(+S&C)	(0.9)	(1.2)	1.5	6.6	(7.4)	3.0	7.5	5.7	3.0	4.3	5.0

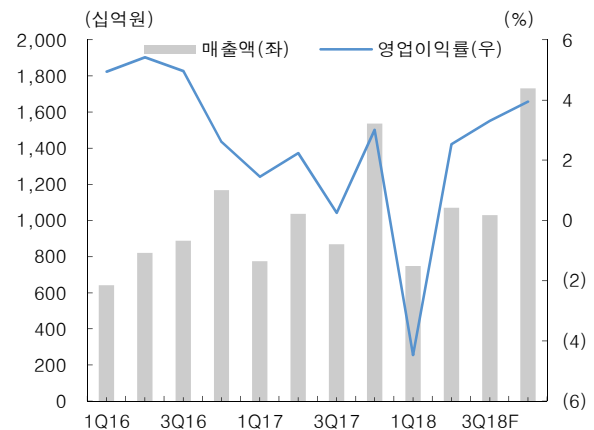
주: 2018년부터 로봇사업부는 한화에어로스페이스(구 한화테크윈)에서 한화정밀기계로 이관됨
 자료: 한국투자증권

[그림 3] 실적 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

[그림 4] 분기 실적 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

한화에어로스페이스(Hanwha Aerospace)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 '삼성테크윈'으로 변경했다. 2014년 11월 26일자로 한화에 삼성테크윈을 매각한다는 결정이 발표됐다. 2015년 7월 사명을 한화테크윈으로 변경했다. 이후 2018년 물적분할을 통해 CCTV사업부가 한화테크윈 사명을 이어받았고, 한화에어로스페이스가 존속회사가 됐다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,780	2,835	3,103	3,540	3,980
현금성자산	257	461	458	515	579
매출채권및기타채권	926	1,114	1,210	1,360	1,529
재고자산	769	815	886	996	1,120
비유동자산	2,872	2,912	2,914	3,046	3,161
투자자산	477	396	303	321	332
유형자산	1,360	1,427	1,427	1,427	1,427
무형자산	927	954	1,036	1,133	1,216
자산총계	5,652	5,748	6,018	6,587	7,141
유동부채	1,969	2,141	2,128	2,492	2,797
매입채무및기타채무	577	647	702	790	888
단기차입금및단기사채	327	323	333	343	353
유동성장기부채	33	123	123	123	123
비유동부채	1,343	1,426	1,667	1,783	1,863
사채	419	449	649	699	699
장기차입금및금융부채	408	450	445	440	440
부채총계	3,312	3,567	3,794	4,275	4,659
지배주주지분	2,339	2,179	2,211	2,275	2,397
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	188	187	187	187	187
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,350	1,291	1,323	1,386	1,509
비지배주주지분	2	2	13	37	85
자본총계	2,341	2,181	2,224	2,312	2,482

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	196	(10)	(5)	336	350
당기순이익	346	(48)	43	88	170
유형자산감가상각비	49	83	81	80	78
무형자산상각비	37	43	47	51	55
자산부채변동	(16)	(182)	(210)	49	(49)
기타	(220)	94	34	68	96
투자활동현금흐름	(718)	73	(194)	(311)	(250)
유형자산투자	(89)	(142)	(83)	(81)	(80)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	(620)	307	98	(15)	(9)
무형자산순증	(68)	(82)	(129)	(148)	(138)
기타	58	(12)	(82)	(69)	(25)
재무활동현금흐름	638	140	195	31	(36)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	654	166	206	56	11
배당금지급	(16)	0	0	0	0
기타	0	(26)	(11)	(25)	(47)
기타현금흐름	(1)	1	0	0	0
현금의증가	115	204	(3)	57	64

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

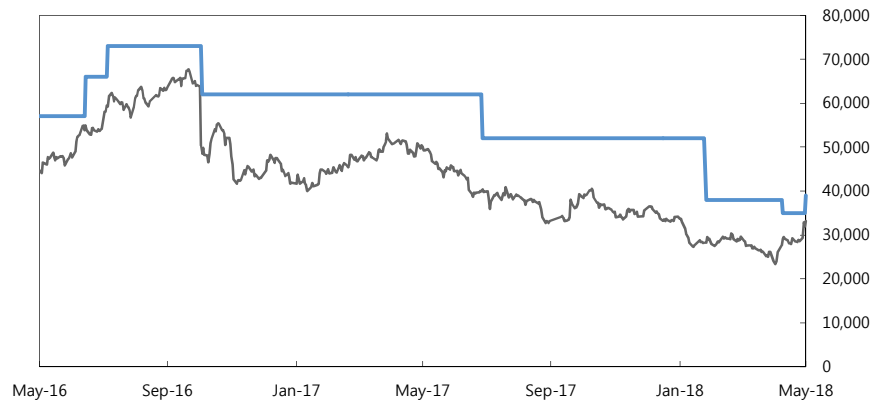
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	3,519	4,215	4,579	5,149	5,788
매출원가	2,802	3,447	3,801	4,273	4,746
매출총이익	716	768	779	875	1,042
판매관리비	566	686	683	729	796
영업이익	151	83	96	146	246
금융수익	17	23	4	5	6
이자수익	8	5	4	5	6
금융비용	37	40	40	44	45
이자비용	21	35	40	44	45
기타영업외손익	281	(56)	0	0	0
관계기업관련손익	7	8	5	2	2
세전계속사업이익	419	18	66	109	210
법인세비용	73	65	23	21	40
연결당기순이익	346	(48)	43	88	170
지배주주지분순이익	345	(48)	32	64	122
기타포괄이익	(234)	(85)	0	0	0
총포괄이익	112	(133)	43	88	170
지배주주지분포괄이익	112	(133)	32	64	122
EBITDA	237	209	224	277	379

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	6,498	(915)	604	1,224	2,350
BPS	44,025	41,433	42,033	43,244	45,570
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	34.6	19.8	8.6	12.4	12.4
영업이익증가율	NM	(45.0)	15.8	52.1	68.7
순이익증가율	5,917.1	NM	NM	102.0	92.0
EPS증가율	5,916.7	NM	NM	102.6	92.0
EBITDA증가율	1,167.4	(12.0)	7.5	23.5	37.0
수익성(%)					
영업이익률	4.3	2.0	2.1	2.8	4.3
순이익률	9.8	(1.1)	0.7	1.2	2.1
EBITDA Margin	6.7	4.9	4.9	5.4	6.6
ROA	7.1	(0.8)	0.7	1.4	2.5
ROE	15.1	(2.1)	1.4	2.8	5.2
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	580	871	1,000	935	862
차입금/자본총계비율(%)	50.7	61.7	69.7	69.4	65.1
Valuation(X)					
PER	6.7	NM	54.9	27.1	14.1
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	12.2	13.1	12.3	9.8	7.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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	-16.5	-6.0
	2018.05.31	매수	39,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 31일 현재 한화에어로스페이스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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
- 중 립 : 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 돕기 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.