



Outperform(Maintain)

목표주가: 27,000원(하향)

주가(7/3): 22,450원

시가총액: 11,683억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/3)		2,272.76pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	44,800원	22,450원
등락률	-49.78%	0.00%
수익률	절대	상대
1W	-32.7%	-27.8%
1M	-38.4%	-32.7%
1Y	-49.4%	-46.8%

Company Data

발행주식수	52,040천주
일평균 거래량(3M)	677천주
외국인 지분율	11.7%
배당수익률(18E)	0.4%
BPS(18E)	41,888원
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	2,221	2,472
세전이익	4,185	178	557	762
순이익	3,459	-477	339	589
지배주주지분순이익	3,452	-482	339	589
EPS(원)	6,498	-913	648	1,132
증감률(%YoY)	5,917.1	N/A	N/A	74.5
PER(배)	6.7	-46.0	34.7	19.9
PBR(배)	1.0	1.0	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	12.2	14.7	9.1	8.0
영업이익률(%)	4.3	2.0	2.2	2.6
ROE(%)	15.1	-2.1	1.6	2.7
순부채비율(%)	24.8	39.9	39.1	36.6

Price Trend



실적 Preview

한화에어로스페이스 (012450)

아쉬운 회복 속도



2분기부터 실적 개선 스토리는 유효하겠지만, 중국 설비 투자 수요에 기반한 민수 사업들의 회복 강도는 기대에 미치지 못하는 것 같다. 주가는 분명 낙폭 과대 상태지만, 엔진 RSP 사업의 딜레마로 인해 실적 모멘텀이 미흡하며, 남북 화해 시대에 방산 분야의 업황 호조를 기대하기 어렵다. 자상방산의 수출 실적이 집중되는 4분기를 기대해 본다.

>>> 실적 회복 전망 유효, 회복 강도는 아쉬움

주가는 낙폭 과대 상태지만, 엔진 RSP 사업 딜레마와 더불어 실적 모멘텀이 미약한 편이고, 지금의 정치 환경에서 방산 분야의 업황 호조를 기대하기 어려울 것이다. 목표주가를 27,000원으로 하향한다.

2분기 영업이익 추정치를 168억원(QoQ 흑전, YoY -27%)으로 유지하되, 이는 시장 컨센서스(216억원)를 하회하는 수준이다.

2분기 이후 실적 개선 스토리는 정밀기계(산업용장비), 테크윈(시큐리티), 파워시스템(에너지) 등 한동안 부진했던 민수 사업들이 회복되는 데 있는데, 그 강도가 기대에는 미치지 못할 것이다. 이들 민수 사업들은 공통적으로 기업 분할과 더불어 강도높은 체질 개선 노력을 기울였고, 중국 중심의 설비 투자 재개 수요가 더해지고 있다.

>>>민수 사업 회복, 방산은 수출 중심 전환

정밀기계는 중국 전자부품 산업 중심으로 칩마운터 수요가 재차 증가하고 있고, 경쟁 환경이 성숙돼 있다. 파워시스템은 중국 철강 산업 위주로 공기압축기 수요가 증가하고, After Market 수요가 발생하고 있다. 시큐리티는 중국 내 가격 경쟁을 지양하는 한편, B2B 및 B2G 위주로 사업 구조를 재편 중이고, 원가 절감을 위해 베트남 중심의 생산체계를 구축할 계획이다.

항공엔진 부문은 P&W GTF 엔진 사업이 호조를 보이다 보니 RSP 비용이 더욱 증가할 예정이다. 사업 초기에 17,000대를 예상했는데, 수요가 18,000대 이상으로 늘어났고, 이에 따라 RSP 비용이 지난해 570억원에서 올해 950억원으로 확대될 것이다. RSP 비용은 올해를 정점으로 완만하게 감소해 2023년에 손익분기점에 도달할 전망이다.

방산 부문은 남북 화해 시대를 맞아 수출 위주의 전략을 가속화할 계획이다. 자상방산은 최근 에스토니아 대상 500억원 규모의 K9 자주포 수출이 성사됐고, 추가로 터키 2차 및 UAE 대상 수주 성과가 기대된다. 디펜스는 대공유도 무기인 비호복합(K30 SAM) 및 발사체계 매출이 증가할 전망이다. 시스템은 TICN(전술정보통신체계) 위주로 안정적인 성장이 예상되고, 한화S&C와 합병을 계기로 실적 규모가 한층 상향될 것이다.

한화에어로스페이스 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	YoY	2018E	YoY	2019E	YoY
매출액	7,743	10,363	8,686	15,362	7,480	10,050	10,203	15,208	42,155	19.8%	42,941	1.9%	45,255	5.4%
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%
영업이익	112	232	22	463	-335	168	234	857	829	-45.0%	924	11.5%	1,175	27.2%
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%
영업이익률	1.4%	2.2%	0.3%	3.0%	-4.5%	1.7%	2.3%	5.6%	2.0%	-2.3%p	2.2%	0.2%p	2.6%	0.4%p
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

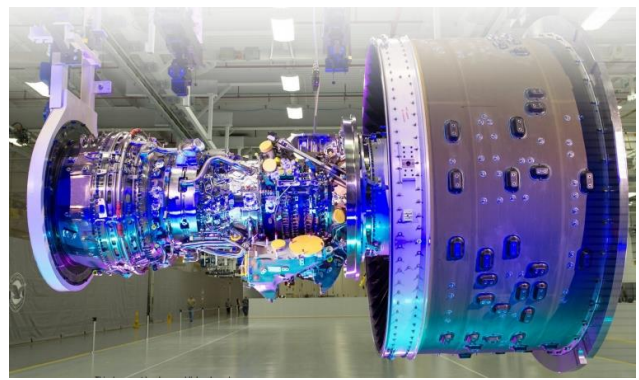
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

한화디펜스 비호복합(K30 SAM)



자료: 한화디펜스

RSP 사업 참여한 P&W사 GTF 엔진(PW1100G-JM)



자료: Pratt & Whitney

한화에어로스페이스 목표주가 산출 근거

(단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-Parts

영업가치	21,288	Target EV/EBITDA	6개월 Forward 실적 기준
항공, 지상방산	8,583	13.5	기계 업종 평균
시큐리티	1,046	5.5	CCTV Peer 그룹 평균
산업용장비, 에너지장비	2,434	5.5	IT 업종 평균
한화디펜스	6,661	13.5	
한화시스템	2,564	13.5	
매도가능금융자산	3,441		
순차입금	10,845		
적정주주가치	13,885		
발행주식수	52,040		
목표주가	26,681		

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	34,930	38,068	40,400
매출총이익	7,164	7,684	8,011	7,186	7,684
판매비및일반관리비	5,657	6,855	7,087	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	-367	-413	-409
이자수익	83	46	48	51	54
배당금수익	44	53	12	16	17
외환이익	629	760	178	71	57
이자비용	213	350	430	480	480
외환손실	696	783	214	71	57
관계기업지분손익	780	77	26	0	0
투자및기타자산처분손익	2,174	-5	2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	3	25	4	0	0
기타	-127	-476	7	0	0
법인세차감이익	4,185	178	557	762	935
법인세비용	726	655	219	172	226
유효법인세율 (%)	17.4%	369.0%	39.2%	22.6%	24.2%
당기순이익	3,459	-477	339	589	709
지배주주지분순이익(억원)	3,452	-482	339	589	708
EBITDA	2,370	2,086	2,221	2,472	2,559
현금순이익(Cash Earnings)	4,322	780	1,635	1,887	1,924
수정당기순이익	1,659	-423	335	589	709
증감율(% YoY)					
매출액	34.6	19.8	1.9	5.4	6.3
영업이익(보고)	N/A	-45.0	11.5	27.1	14.4
영업이익(핵심)	N/A	-45.0	11.5	27.1	14.4
EBITDA	1,167.4	-12.0	6.4	11.3	3.5
지배주주지분 당기순이익	5,917.1	N/A	N/A	73.8	20.3
EPS	5,917.1	N/A	N/A	74.5	20.3
수정순이익	2,378.7	N/A	N/A	76.2	20.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,961	-97	3,774	2,405	1,566
당기순이익	4,185	178	339	589	709
감가상각비	494	831	864	902	853
무형자산상각비	369	426	433	396	362
외환손익	1	-25	37	0	0
자산처분손익	25	15	-2	0	0
지분법손익	-72	-77	-26	0	0
영업활동자산부채 증감	-159	-1,822	626	134	-341
기타	-2,883	376	1,504	384	-16
투자활동현금흐름	-7,183	726	-2,223	-1,863	-1,990
투자자산의 처분	-6,133	3,066	-286	-154	-254
유형자산의 처분	12	16	0	0	0
유형자산의 취득	-891	-1,416	-1,585	-1,664	-1,664
무형자산의 처분	-679	-819	0	0	0
기타	508	-120	-351	-44	-73
재무활동현금흐름	6,379	1,404	-261	199	-109
단기차입금의 증가	1,028	-300	9	0	0
장기차입금의 증가	5,511	1,961	-500	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-159	0	0	-51	-357
기타	0	-256	230	250	248
현금및현금성자산의순증가	1,147	2,040	1,290	742	-533
기초현금및현금성자산	1,427	2,574	4,614	5,904	6,645
기말현금및현금성자산	2,574	4,614	5,904	6,645	6,113
Gross Cash Flow	2,120	1,724	3,148	2,271	1,908
Op Free Cash Flow	379	-5,030	899	677	228

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	27,802	28,351	29,162	30,468	31,424
현금및현금성자산	2,574	4,614	5,904	6,645	6,113
유동금융자산	3,485	142	463	481	511
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	29,825	30,411	31,210
장기매출채권및기타비유동채권	637	596	590	614	652
투자자산	4,774	3,959	3,976	4,128	4,368
유형자산	13,601	14,266	14,881	15,643	16,454
무형자산	9,268	9,539	9,259	8,864	8,502
기타비유동자산	444	765	1,118	1,162	1,235
자산총계	56,524	57,476	58,987	60,879	62,635
유동부채	19,686	21,406	21,283	21,947	23,037
매입채무및기타유동채무	14,767	15,200	15,047	15,643	16,620
단기차입금	3,268	3,228	3,237	3,237	3,237
유동성장기차입금	329	1,232	1,271	1,271	1,271
기타유동부채	1,323	1,745	1,728	1,796	1,908
비유동부채	13,431	14,261	15,889	16,579	16,893
장기매입채무및비유동채무	996	1,023	1,013	1,053	1,119
사채및장기차입금	8,262	8,987	10,396	10,796	10,796
기타비유동부채	4,173	4,250	4,480	4,730	4,978
부채총계	33,117	35,666	37,172	38,526	39,929
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	12,887	13,425	13,777
기타자본	5,362	4,354	4,383	4,383	4,383
지배주주지분자본총계	23,390	21,794	21,798	22,336	22,688
비지배주주지분자본총계	17	16	16	17	17
자본총계	23,408	21,810	21,815	22,353	22,706
순차입금	5,800	8,692	8,537	8,177	8,680
총차입금	11,858	13,447	14,904	15,304	15,304

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	6,498	-913	648	1,132	1,361
BPS	44,025	41,433	41,888	42,921	43,598
주당EBITDA	4,461	3,950	4,249	4,751	4,918
CFPS	8,134	1,476	3,128	3,627	3,697
DPS	500	0	100	200	700
주가배수(배)					
PER	6.7	-46.0	34.7	19.9	16.5
PBR	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	12.2	14.7	9.1	8.0	8.0
PCFR	5.3	28.4	7.2	6.2	6.1
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	1.5
자기자본이익률(ROE)	15.1	-2.1	1.6	2.7	3.1
투자자본이익률(ROIC)	6.4	-9.1	2.2	3.6	4.0
안정성(%)					
부채비율	141.5	163.5	170.4	172.3	175.9
순차입금비율	24.8	39.9	39.1	36.6	38.2
이자보상배율(배)	7.1	2.4	2.1	2.4	2.8
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

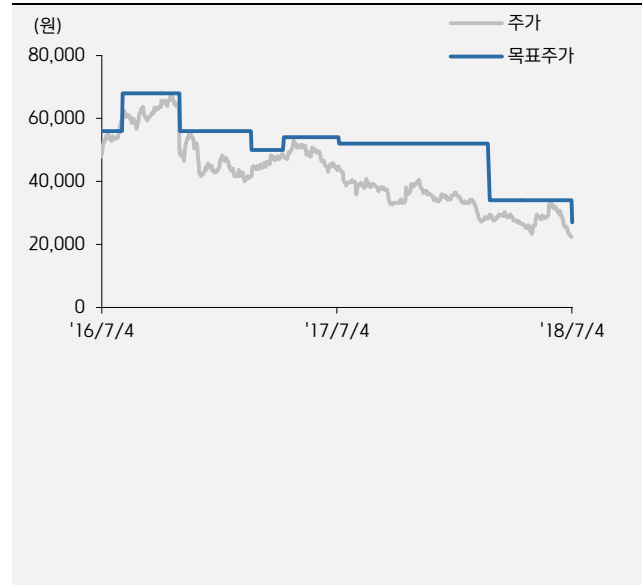
- 당사는 7월 3일 현재 '한화에어로스페이스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화에어로 스페이스 (012450)	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	-17.14	-1.62
	2018/07/04	Outperform(Maintain)	27,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용기준(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	적용기준(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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%