

한화에어로스페이스 (012450)

바닥을 다진 실적

2분기 영업이익은 컨센서스 22% 하회
한화에어로 본사 실적이 예상대비 더 부진
3분기부터 S&C 이익 추가돼 증가 방향성은 뚜렷, 주가도 바닥 잡을 것

Facts : 다소 부진했던 2분기

2분기 실적은 매출액 1조 113억원, 영업이익 138억원이다. 전년대비 매출액은 2% 줄었고, 영업이익은 41% 감소했다. 영업이익이 컨센서스를 22% 하회했다. 영업이익이 부진한 주요인은 CCTV 판매가 저조했고, RSP 비용이 크게 늘었기 때문이다. 세전이익은 광전자사업 양도 차익(171억원)을 인식해 365억원을 기록했다.

Pros & cons : 한화에어로 본사는 부진, 민수는 점진적 개선

한화에어로 본사(항공기엔진)가 227억원의 영업적자를 기록했다. 전분기 적자 169억원 대비 더 부진한 숫자다. GTF엔진 RSP(Risk & Revenue Sharing Program) 비용이 266억원으로 전분기 184억원(전년도 71억원)보다 커졌기 때문이다. 올해 P&W의 GTF 엔진 매출이 늘어 약 900억원의 관련 비용(지난해 500억원)이 발생할 것이다. RSP 비용은 18~19년이 최대고 이후는 점진적으로 줄면서 실적이 개선될 것이다. 기타 사업부 영업이익률은 전분기대비 모두 상승했다. 한화테크윈(CCTV)과 한화시스템은 전분기 적자에서 흑자전환에 성공했다. 테크윈은 2분기부터 베트남 공장이 가동돼 이익이 늘고 있고, 시스템은 1분기 회계기준 변경 영향에서 벗어나 실적이 정상화됐다. 정밀기계도 중화권 업체향 매출 증가로 13.9%의 높은 이익률을 기록했다.

Action : 목표주가 하향, 주가는 S&C합병 효과로 반등 예상

목표주가를 30,000원으로 23% 하향(표 2)한다. 항공기엔진 영업이익이 기존 예상대비 부진할 것으로 예상돼 18, 19년 추정 영업이익을 각각 19.8%, 20.2% 하향했다. 본사 이익에 대한 눈높이는 낮아졌으나 주가가 이를 대부분 반영했다. 3분기부터는 S&C합병효과로 한화시스템의 이익증가가 보장됐고, 4분기가 방산 부문 성수기인 만큼 늘어나는 이익에 발맞춰 주가도 점진적으로 상승할 것이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 30,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(8/13)	2,248
주가(8/13)	22,350
시가총액(십억원)	1,163
발행주식수(백만)	52
52주 최고/최저가(원)	40,850/21,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,069
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.0/10.9
주요주주(%)	한화 외 2 인 33.0
	국민연금 10.6

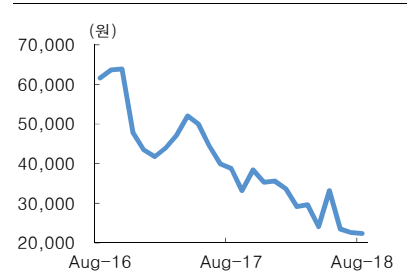
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	NM	32.4	24.5
PBR(x)	0.9	0.5	0.5
ROE(%)	(2.1)	1.6	2.1
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	13.1	9.7	7.8
EPS(원)	(915)	690	911
BPS(원)	41,433	42,570	43,481

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.2)	(18.0)	(42.5)
KOSPI 대비(%p)	2.5	(11.9)	(39.5)

주가추이



자료: WISEfn

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,036	869	1,536	748	1,011.3	35.2	(2.4)	1,038.8
영업이익	23	2	46	(33)	13.8	NM	(40.5)	17.7
영업이익률(%)	2.2	0.3	3.0	(4.5)	1.4	5.8	(0.9)	1.7
세전이익	19	(10)	3	(41)	36.5	NM	91.2	9.3
순이익	17	(18)	(58)	(41)	30.9	NM	80.4	4.4

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 수익예상 변경

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2017	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	4,215	4,579	5,149	4,563	5,072	(0.4)	(1.5)
영업이익	83	96	146	77	116	(19.8)	(20.2)
세전이익	18	66	109	75	81	14.0	(25.6)
순이익	(48)	32	64	36	47	14.0	(25.6)
EPS	(915)	604	1,224	689	911	14.0	(25.6)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 Valuation

		2018F	2019F	비고	단위
한화에어로	영업이익	32	42		(십억원)
및 100% 자회사	EBITDA	120	132	글로벌 방산 및 민수	(십억원)
	EV/EBITDA	13.8	12.4	기체부품 평균	(십억원)
	소계	1,668	1,637		(십억원)
한화시스템	영업이익	44.7	74.2		(십억원)
53% 지분	EBITDA	84.7	114.2		
	EV/EBITDA	1,172.2	1,412.5		
	순차입금	(20.0)	(22.0)		
	회사가치	1,192.2	1,434.5		
	적용가치	631.9	760.3	지분을 53%	
	소계	632	760		(십억원)
순차입금		840	764		(십억원)
총 가치		1,460	1,633		(십억원)
발행주식수		52,040	52,040		(천주)
적정가		28,052	31,377		(원)
목표주가			30,000	18, 19년 평균	(원)
현재가			22,350	8/13일 증가 기준	(원)
Upside			34%		(%)

자료: 한국투자증권

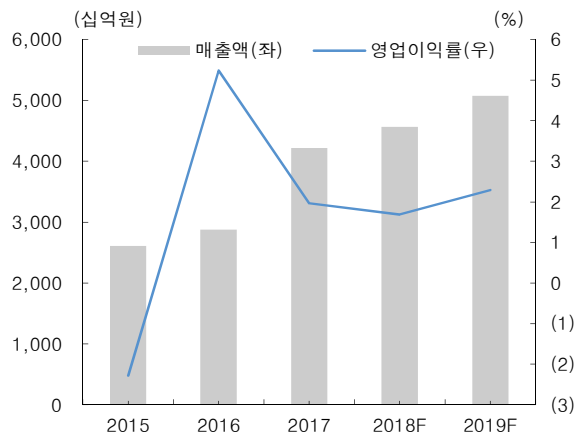
〈표 4〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	774	1,036	869	1,536	748	1,011	1,030	1,773	4,215	4,562	5,072
한화에어로스페이스	221	236	214	273	220	235	245	334	1,805	1,806	1,819
한화테크윈(CCTV)	137	166	143	135	123	131	140	174	581	569	569
한화정밀기계(칩마운터)	56	73	56	68	63	84	56	51	253	254	257
한화파워시스템(압축기)	24	68	37	72	19	40	40	104	200	204	207
한화지상방산	111	188	150	323	88	139	154	398	771	779	787
한화디펜스	92	152	129	297	133	158	142	257	670	690	725
한화시스템(+S&C)	135	153	150	386	122	238	271	475	823	1,106	1,470
연결조정			(11)	(17)	(20)	(15)	(19)	(20)	(28)	(74)	(80)
% YoY	20.5	26.3	(2.1)	31.5	(3.4)	(2.4)	18.6	15.4	46.3	8.2	11.2
한화에어로스페이스	(17.0)	(20.2)	(16.0)	16.8	(0.5)	(0.5)	14.7	22.3	(34.8)	0.0	0.7
한화테크윈(CCTV)	(14.8)	3.3	(7.2)	(17.1)	(9.7)	(21.2)	(2.0)	29.6	(9.0)	(2.0)	0.0
한화정밀기계(칩마운터)	29.4	29.6	51.3	109.5	13.1	14.6	0.3	(25.6)	49.7	0.3	1.0
한화파워시스템(압축기)	(34.2)	39.9	0.3	(5.8)	(20.4)	(40.3)	10.0	45.1	1.4	2.0	1.5
한화지상방산	(19.2)	(1.8)	(23.3)	69.1	(20.5)	(25.7)	3.0	22.9	8.0	1.0	1.0
한화디펜스		125.1	(38.3)	16.4		4.1	10.0	(13.3)		3.0	5.0
한화시스템(+S&C)				77.4	(9.1)	55.6	80.0	23.2		34.3	33.0
영업이익	11	23	2	46	(33)	14	28	69	83	77	116
한화에어로스페이스	12	2	(12)	(44)	(17)	(23)	(17)	(16)	(20)	(72)	(80)
한화테크윈(CCTV)	(0)	1	(5)	(18)	(4)	1	1	1	(22)	0	11
한화정밀기계(칩마운터)	4	10	4	3	2	12	6	1	21	20	21
한화파워시스템(압축기)	(7)	(2)	(1)	7	(10)	(1)	2	9	(4)	1	3
한화지상방산	1	10	3	45	3	7	12	40	59	62	65
한화디펜스	2	6	9	14	6	13	7	8	32	35	37
한화시스템(+S&C)	(1)	(2)	2	25	(9)	7	19	28	25	45	74
연결조정			(4)	(5)	(5)	(3)	(3)	(3)	(8)	(14)	(16)
영업이익률	1.4	2.2	0.3	3.0	(4.5)	1.4	2.7	3.9	2.0	1.7	2.3
한화에어로스페이스	5.6	0.7	(5.4)	(16.0)	(7.7)	(9.6)	(7.0)	(4.7)	(1.1)	(4.0)	(4.4)
한화테크윈(CCTV)	(0.1)	0.5	(3.4)	(13.1)	(2.8)	0.7	1.0	0.7	(3.8)	0.0	2.0
한화정밀기계(칩마운터)	6.4	13.7	7.3	4.8	3.6	14.0	10.0	1.4	8.3	8.0	8.3
한화파워시스템(압축기)	(30.6)	(3.2)	(1.9)	9.0	(50.8)	(2.2)	5.0	9.0	(1.8)	0.5	1.5
한화지상방산	1.3	5.3	1.7	13.9	2.8	5.2	8.0	10.1	7.6	8.0	8.2
한화디펜스	2.4	3.8	7.3	4.9	4.7	8.3	5.0	3.1	4.7	5.0	5.1
한화시스템(+S&C)	(0.9)	(1.2)	1.5	6.6	(7.4)	3.0	7.0	5.8	3.0	4.0	5.0

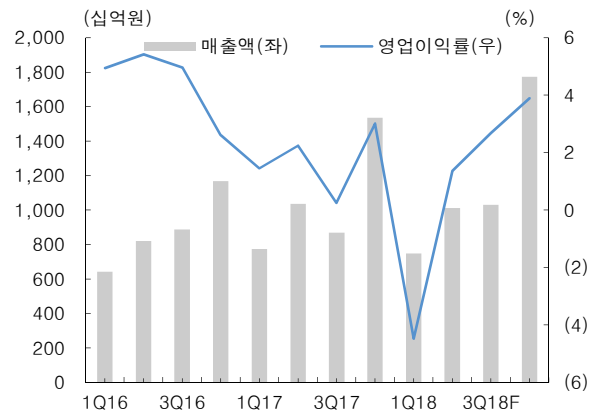
주: 2018년부터 로봇사업부는 한화에어로스페이스(구 한화테크윈)에서 한화정밀기계로 이관됨
 자료: 한국투자증권

[그림 1] 실적 추이 및 전망



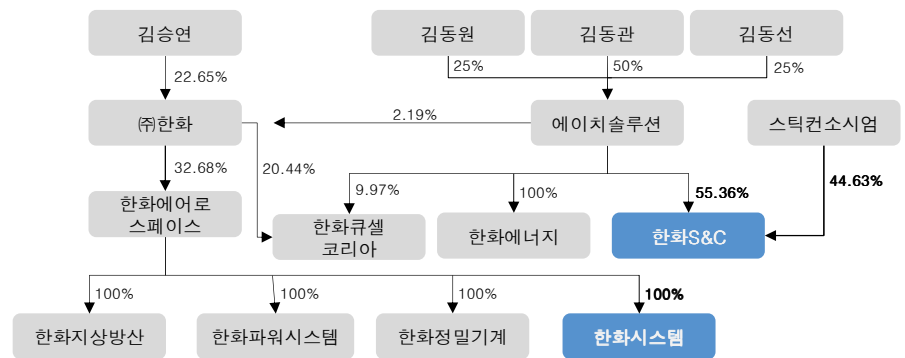
자료: 한국투자증권

[그림 2] 분기 실적 추이 및 전망



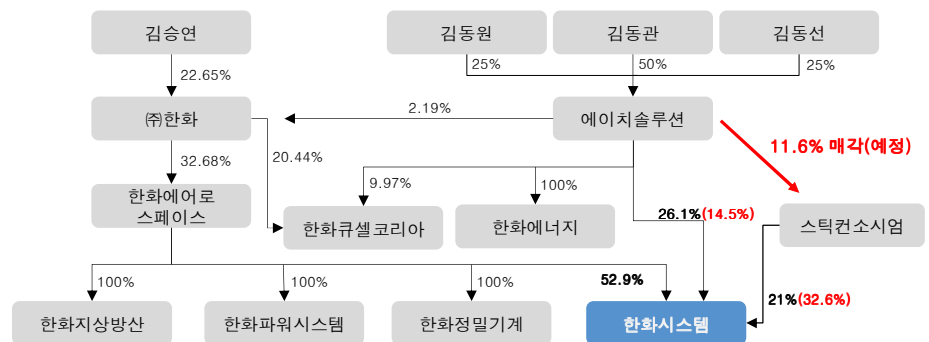
자료: 한국투자증권

[그림 3] 한화그룹 합병 전 지배구조



자료: 한국투자증권

[그림 4] 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

기업개요 및 용어해설

한화에어로스페이스는 대한민국의 항공·방위산업에 사용되는 엔진류 및 기계, 로봇, 보안 시스템, IT 솔루션 등을 제조하는 회사. 1977년 삼성정밀공업으로 창립, 1987년에는 '삼성항공산업주식회사'로 사명이 변경됐고, 2000년 '삼성테크윈'으로 변경. 2014년 11월 26일자로 한화에 삼성테크윈을 매각한다는 결정이 발표. 2015년 7월 사명을 한화 그룹으로 편입 됨.

- RSP: Risk and revenue Sharing Program: 개발, 양산, after market까지 참여 지분만큼 사업의 risk를 공동으로 부담하고, 개발 참여 부품에 대해 독점공급권을 보장 받음

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,780	2,835	3,274	3,691	4,103
현금성자산	257	461	639	710	789
매출채권및기타채권	926	1,114	1,206	1,340	1,490
재고자산	769	815	883	981	1,091
비유동자산	2,872	2,912	2,635	2,738	2,829
투자자산	477	396	29	32	35
유형자산	1,360	1,427	1,427	1,427	1,427
무형자산	927	954	1,032	1,116	1,184
자산총계	5,652	5,748	5,910	6,429	6,932
유동부채	1,969	2,141	2,015	2,361	2,643
매입채무및기타채무	577	647	700	778	865
단기차입금및단기사채	327	323	333	343	353
유동성장기부채	33	123	123	123	123
비유동부채	1,343	1,426	1,664	1,773	1,844
사채	419	449	649	699	699
장기차입금및금융부채	408	450	445	440	440
부채총계	3,312	3,567	3,680	4,134	4,487
지배주주지분	2,339	2,179	2,215	2,263	2,370
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	188	187	187	187	187
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,350	1,291	1,327	1,374	1,482
비지배주주지분	2	2	14	33	74
자본총계	2,341	2,181	2,230	2,295	2,445

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	196	(10)	(102)	314	334
당기순이익	346	(48)	49	66	149
유형자산감가상각비	49	83	81	80	78
무형자산상각비	37	43	47	51	54
자산부채변동	(16)	(182)	(313)	61	(32)
기타	(220)	94	34	56	85
투자활동현금흐름	(718)	73	86	(281)	(224)
유형자산투자	(89)	(142)	(83)	(81)	(80)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	(620)	307	373	(1)	(2)
무형자산순증	(68)	(82)	(125)	(134)	(122)
기타	58	(12)	(81)	(67)	(22)
재무활동현금흐름	638	140	194	38	(31)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	654	166	206	56	11
배당금지급	(16)	0	0	0	0
기타	0	(26)	(12)	(18)	(42)
기타현금흐름	(1)	1	0	0	0
현금의증가	115	204	177	71	79

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

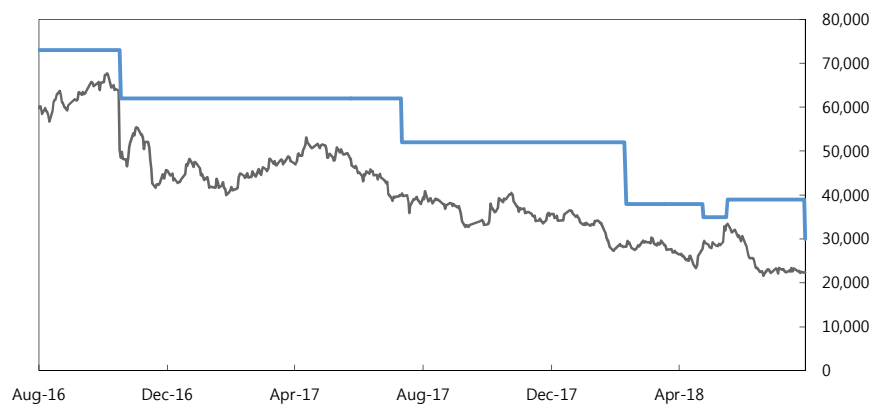
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	3,519	4,215	4,563	5,072	5,639
매출원가	2,802	3,447	3,787	4,210	4,624
매출총이익	716	768	776	862	1,015
판매관리비	566	686	699	746	796
영업이익	151	83	77	116	219
금융수익	17	23	5	7	8
이자수익	8	5	5	7	8
금융비용	37	40	40	44	45
이자비용	21	35	40	44	45
기타영업외손익	281	(56)	27	0	0
관계기업관련손익	7	8	5	2	2
세전계속사업이익	419	18	75	81	185
법인세비용	73	65	26	15	35
연결당기순이익	346	(48)	49	66	149
지배주주지분순이익	345	(48)	36	47	108
기타포괄이익	(234)	(85)	0	0	0
총포괄이익	112	(133)	49	66	149
지배주주지분포괄이익	112	(133)	36	47	108
EBITDA	237	209	205	247	351

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	6,498	(915)	690	911	2,068
BPS	44,025	41,433	42,570	43,481	45,549
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	34.6	19.8	8.2	11.2	11.2
영업이익증가율	NM	(45.0)	(7.1)	51.2	88.5
순이익증가율	5,917.1	NM	NM	31.9	127.0
EPS증가율	5,916.7	NM	NM	32.1	127.0
EBITDA증가율	1,167.4	(12.0)	(1.7)	20.2	42.3
수익성(%)					
영업이익률	4.3	2.0	1.7	2.3	3.9
순이익률	9.8	(1.1)	0.8	0.9	1.9
EBITDA Margin	6.7	4.9	4.5	4.9	6.2
ROA	7.1	(0.8)	0.8	1.1	2.2
ROE	15.1	(2.1)	1.6	2.1	4.6
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	580	871	820	742	656
차입금/자본총계비율(%)	50.7	61.7	69.5	69.9	66.0
Valuation(X)					
PER	6.7	NM	32.4	24.5	10.8
PBR	1.0	0.9	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	12.2	13.1	9.7	7.8	5.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한화에어로스페이스(012450)	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	-15.7	-5.3
	2018.06.01	매수	39,000원	-36.6	-17.2
	2018.08.14	매수	30,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 13일 현재 한화에어로스페이스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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.