



BUY(Upgrade)

목표주가: 33,000원(상향)

주가(9/6): 25,500원

시가총액: 13,270억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisian@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/6)		2,287.61pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	40,500원	21,600원
등락률	-37.04%	18.06%
수익률	절대	상대
1W	12.1%	12.0%
1M	-8.1%	-3.1%
1Y	-30.8%	-29.8%

Company Data

발행주식수	52,040천주
일평균 거래량(3M)	342천주
외국인 지분율	11.4%
배당수익률(18E)	0.4%
BPS(18E)	41,885원
주요 주주	한화
	32.4%

투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	35,189	42,155	41,810	44,866
영업이익	1,507	829	641	917
EBITDA	2,370	2,086	1,976	2,252
세전이익	4,185	178	607	551
순이익	3,459	-477	406	426
자체주주지분순이익	3,452	-482	402	424
EPS(원)	6,498	-913	769	814
증감률(%YoY)	5,917.1	N/A	N/A	5.9
PER(배)	6.7	-46.0	33.2	31.3
PBR(배)	1.0	1.0	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	12.2	14.7	11.3	9.8
영업이익률(%)	4.3	2.0	1.5	2.0
ROE(%)	15.1	-2.1	1.9	1.9
순부채비율(%)	24.8	39.9	40.6	39.4

Price Trend



투자 아이디어

한화에어로스페이스 (012450)

과도한 저평가



현정부의 남북화해 기조에서 내년 방위력 개선비가 대폭 증가할 것이라는 점이 뜻밖이고, 이는 동사 방산 내수 매출의 강한 근거가 될 것이다. 산업용장비 등 민수 사업은 체질 개선 성과가 돋보이고, 합병된 한화S&C의 실적 기여가 본격화될 것이다. 하반기는 자상방산의 고부가 수출 모멘텀이 재개될 예정이다. RSP 비용은 올해를 정점으로 감소세로 돌아설 전망이다. PBR 0.6배는 과도한 저평가 상태로 판단된다.

>>> 투자의견 'BUY'로 상향, 절대적 저평가 상태

동사에 대한 투자의견을 'Outperform'에서 'BUY'로 상향하고, 새로운 목표 주가로 33,000원을 제시한다. 향후 실적은 점진적으로 회복될 것이며, PBR 0.6배는 극단적 저평가 상태로 판단된다.

시각 전환의 근거로서 1) 2019년 정부 예산안에 따르면, 국방 예산 중 방위력 개선비가 예상외로 13.7%나 증가할 예정이어서 동사 방산 사업 내수 매출의 근거가 강화될 것이고, 2) 정밀기계(산업용장비), 테크원(시큐리티) 등 민수 사업은 수요 회복 사이클을 맞아 체질 개선 성과가 더해지고 있으며, 3) 한화시스템에 합병된 한화S&C의 실적 기여가 3분기부터 본격화될 것이다.

에어로스페이스의 GTF 엔진 RSP 비용은 올해를 정점으로 감소세로 전환할 것이다. 테크원의 베트남 법인이 4분기부터 가동되면 시큐리티 사업의 원가 대응력이 향상될 것으로 기대된다.

>>> 하반기 자주포 수출 모멘텀 재개, 민수 사업 회복

하반기는 고부가인 자주포 수출 모멘텀이 재개될 예정이다. 자상방산은 K9 자주포의 수출처가 폴란드, 핀란드, 인도, 노르웨이, 에스토니아 등으로 다변화되며 수출 위주의 사업 구조를 갖춰 갈 것이다.

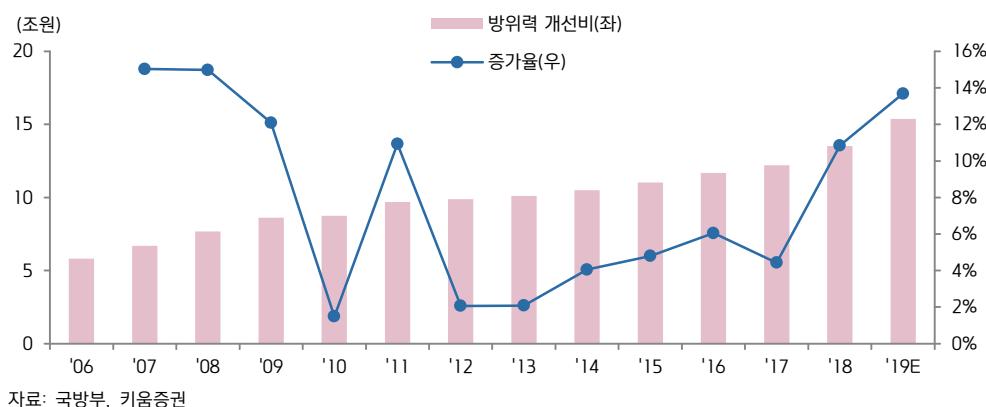
민수 사업 중에서는 정밀기계가 중국 IT용 침마운터 수요 회복에 힘입어 수익성이 크게 개선됐고, 시큐리티는 탈(脫) 중국 및 선진 시장 공략을 통해 터너 라운드를 시도할 예정이다. 파워시스템(에너지)은 After Market 매출 성장세가 두드러진다.

방산 부문의 한화시스템은 TICN(전술정보통신체계), 한화디펜스는 대공 및 유도 무기 중심의 안정적인 성장 기조를 유지할 것이다.

내년 방위력 개선비가 한국형 3축체계에 집중 투자된다면, 디펜스의 유도 무기, 시스템의 레이다/항공 등의 수혜가 클 것이다.

올해 영업이익은 641억원(YoY -23%)에 그치겠지만, 미래 투자인 RSP 비용을 제외한다면 1,596억원으로 22% 증가하는 셈이다.

국방 예산 중 방위력 개선비 추이



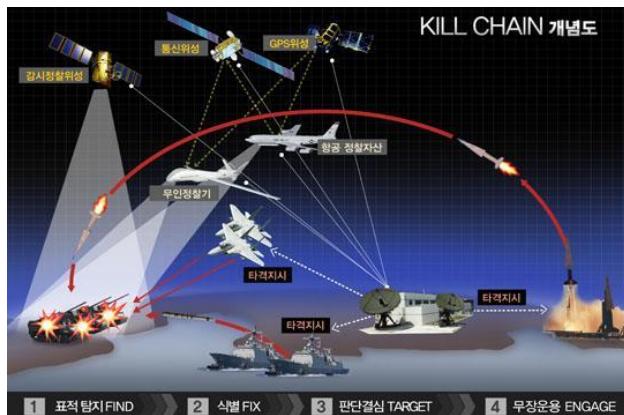
한화에어로스페이스 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	YoY	2018E	YoY	2019E	YoY
매출액	7,480	10,113	10,363	13,854	8,546	10,614	11,129	14,578	42,155	19.8%	41,810	-0.8%	44,866	7.3%
에어로스페이스	2,200	2,353	2,187	2,569	2,413	2,447	2,376	2,547	9,401	-10.5%	9,309	-1.0%	9,782	5.1%
테크원	1,234	1,311	1,251	1,251	1,167	1,287	1,227	1,244	5,806	-9.0%	5,047	-13.1%	4,925	-2.4%
지상방산	878	1,394	1,916	2,835	1,112	1,571	1,927	2,724	7,714	8.0%	7,023	-9.0%	7,334	4.4%
파워시스템	187	404	385	701	271	550	370	546	1,998	1.4%	1,677	-16.0%	1,737	3.6%
정밀기계	632	838	767	866	779	900	783	879	2,552	50.7%	3,103	21.6%	3,341	7.7%
디펜스	1,325	1,582	1,461	2,393	1,269	1,601	1,685	2,501	6,709	26.1%	6,761	0.8%	7,057	4.4%
시스템	1,223	2,380	2,497	3,392	1,734	2,406	2,862	4,290	8,400	286.6%	9,492	13.0%	11,292	19.0%
영업이익	-335	138	261	576	-92	151	278	580	829	-45.0%	641	-22.7%	917	43.2%
에어로스페이스	-169	-227	-160	-180	-156	-202	-133	-169	4	-99.2%	-737	적전	-660	적자
테크원	-35	9	15	-22	1	20	14	16	-218	적전	-33	적지	50	흑전
지상방산	25	73	125	225	32	88	137	242	588	20.6%	448	-23.8%	499	11.3%
파워시스템	-95	-9	5	74	-29	26	1	23	-35	적지	-25	적지	21	흑전
정밀기계	23	117	94	124	73	130	93	130	166	흑전	358	115.9%	426	18.8%
디펜스	62	131	115	194	43	83	121	197	337	-3.9%	502	48.8%	444	-11.5%
시스템	-91	71	108	208	-6	46	88	187	279	106.9%	296	6.1%	315	6.5%
영업이익률	-4.5%	1.4%	2.5%	4.2%	-1.1%	1.4%	2.5%	4.0%	2.0%	-2.3%p	1.5%	-0.4%p	2.0%	0.5%p
에어로스페이스	-7.7%	-9.6%	-7.3%	-7.0%	-6.5%	-8.3%	-5.6%	-6.6%	0.0%	-4.7%p	-7.9%	-8.0%p	-6.7%	1.2%p
테크원	-2.8%	0.7%	1.2%	-1.8%	0.1%	1.6%	1.1%	1.3%	-3.8%	-9.1%p	-0.6%	3.1%p	1.0%	1.7%p
지상방산	2.8%	5.2%	6.5%	7.9%	2.9%	5.6%	7.1%	8.9%	7.6%	0.8%p	6.4%	-1.2%p	6.8%	0.4%p
파워시스템	-50.8%	-2.2%	1.3%	10.5%	-10.6%	4.7%	0.4%	4.2%	-1.7%	5.8%p	-1.5%	0.2%p	1.2%	2.7%p
정밀기계	3.6%	14.0%	12.3%	14.3%	9.3%	14.4%	11.9%	14.8%	6.5%	15.6%p	11.5%	5.0%p	12.7%	1.2%p
디펜스	4.7%	8.3%	7.9%	8.1%	3.4%	5.2%	7.2%	7.9%	5.0%	-1.6%p	7.4%	2.4%p	6.3%	-1.1%p
시스템	-7.4%	3.0%	4.3%	6.1%	-0.3%	1.9%	3.1%	4.4%	3.3%	-2.9%p	3.1%	-0.2%p	2.8%	-0.3%p

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

한국형 3축체계 중 킬체인 개념도



자료: 국방부

한국형 3축체계 중 한국형미사일방어체계 개념도



자료: 국방부

한화에어로스페이스 목표주가 산출 근거

(단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-Parts

	영업가치	Target EV/EBITDA	6 개월 Forward 실적 기준
항공, 지상방산	13,285	11.0	RSP 비용 제외, 기계 업종 평균
시큐리티	889	5.5	CCTV Peer 그룹 평균
산업용장비, 에너지장비	3,307	5.5	IT 업종 평균
한화디펜스	5,636	11.0	
한화시스템	2,474	11.0	
매도가능금융자산	2,399		
순차입금	10,866		
적정주주가치	17,123		
발행주식수	52,040		
목표주가	32,904		

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	35,189	42,155	41,810	44,866	47,670
매출원가	28,025	34,470	34,083	37,989	40,316
매출총이익	7,164	7,684	7,727	6,877	7,355
판매비 및 일반관리비	5,657	6,855	7,087	5,960	6,285
영업이익(보고)	1,507	829	641	917	1,070
영업이익(핵심)	1,507	829	641	917	1,070
영업외손익	2,678	-652	-33	-366	-361
이자수익	83	46	60	70	75
배당금수익	44	53	13	15	16
외환이익	629	760	723	326	261
이자비용	213	350	425	452	452
외환손실	696	783	699	326	261
관계기업지분법손익	780	77	50	0	0
투자 및 기타자산처분손익	2,174	-5	173	0	0
금융상품평가 및 기타금융이익	3	25	94	0	0
기타	-127	-476	-23	0	0
법인세차감전이익	4,185	178	607	551	709
법인세비용	726	655	202	125	172
유효법인세율 (%)	17.4%	369.0%	33.2%	22.6%	24.2%
당기순이익	3,459	-477	406	426	537
지배주주지분순이익(억원)	3,452	-482	402	424	534
EBITDA	2,370	2,086	1,976	2,252	2,320
현금순이익(Cash Earnings)	4,322	780	1,741	1,761	1,788
수정당기순이익	1,659	-423	227	426	537
증감율(% YoY)					
매출액	34.6	19.8	-0.8	7.3	6.3
영업이익(보고)	N/A	-45.0	-22.7	43.2	16.6
영업이익(핵심)	N/A	-45.0	-22.7	43.2	16.6
EBITDA	1,167.4	-12.0	-5.3	13.9	3.0
지배주주지분 당기순이익	5,917.1	N/A	N/A	5.5	26.0
EPS	5,917.1	N/A	N/A	5.9	26.0
수정순이익	2,378.7	N/A	N/A	87.9	26.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,961	-97	5,940	2,244	1,504
당기순이익	4,185	178	406	426	537
감가상각비	494	831	875	903	854
무형자산상각비	369	426	460	431	396
외환손익	1	-25	-23	0	0
자산처분손익	25	15	-173	0	0
지분법손익	-72	-77	-50	0	0
영업활동자산부채 증감	-159	-1,822	1,837	99	-268
기타	-2,883	376	2,608	385	-15
투자활동현금흐름	-7,183	726	-1,889	-1,697	-1,766
투자자산의 처분	-6,133	3,066	90	-184	-232
유형자산의 처분	12	16	0	0	0
유형자산의 취득	-891	-1,416	-1,364	-1,432	-1,432
무형자산의 처분	-679	-819	0	0	0
기타	508	-120	-615	-81	-102
재무활동현금흐름	6,379	1,404	-747	-59	-307
단기차입금의 증가	1,028	-300	-110	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	-137	-8	49
현금 및 현금성자산의 순증가	1,147	2,040	3,304	488	-569
기초현금 및 현금성자산	1,427	2,574	4,614	7,918	8,406
기말현금 및 현금성자산	2,574	4,614	7,918	8,406	7,837
Gross Cash Flow	2,120	1,724	4,102	2,146	1,772
Op Free Cash Flow	379	-5,030	2,237	711	362

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	27,802	28,351	29,076	30,342	31,144
현금 및 현금성자산	2,574	4,614	7,918	8,406	7,837
유동금융자산	3,485	142	393	413	439
매출채권 및 유동채권	13,681	15,067	13,075	13,503	14,347
재고자산	7,688	8,154	7,354	7,738	8,222
기타유동금융자산	374	374	337	282	299
비유동자산	28,722	29,125	30,932	31,317	31,857
장기매출채권 및 기타비유동채권	637	596	538	566	601
투자자산	4,774	3,959	3,718	3,897	4,118
유형자산	13,601	14,266	15,230	15,759	16,337
무형자산	9,268	9,539	9,892	9,461	9,064
기타비유동자산	444	765	1,553	1,635	1,737
자산총계	56,524	57,476	60,008	61,659	63,002
유동부채	19,686	21,406	23,021	23,856	24,908
매입채무 및 기타유동채무	14,767	15,200	14,421	15,174	16,123
단기차입금	3,268	3,228	3,118	3,118	3,118
유동성장기차입금	329	1,232	3,908	3,908	3,908
기타유동부채	1,323	1,745	1,574	1,656	1,760
비유동부채	13,431	14,261	15,170	15,609	15,720
장기매입채무 및 비유동채무	996	1,023	923	971	1,032
사채 및 장기차입금	8,262	8,987	10,133	10,533	10,533
기타비유동부채	4,173	4,250	4,113	4,105	4,154
부채총계	33,117	35,666	38,190	39,466	40,628
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	12,859	13,232	13,409
기타자본	5,362	4,354	4,410	4,410	4,410
지배주주지분자본총계	23,390	21,794	21,797	22,170	22,347
비자매주주지분자본총계	17	16	21	23	26
자본총계	23,408	21,810	21,818	22,193	22,374
순차입금	5,800	8,692	8,849	8,741	9,283
총차입금	11,858	13,447	17,159	17,559	17,559

Compliance Notice

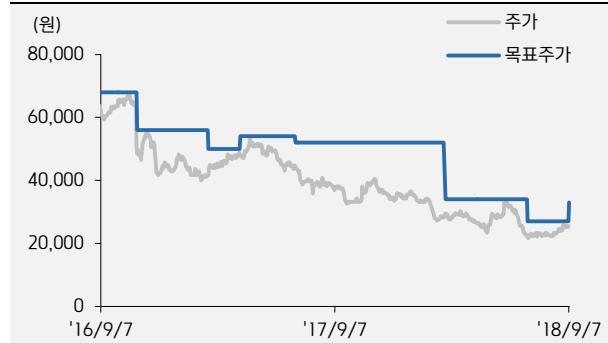
- 당사는 9월 6일 현재 '한화에어로스페이스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가치 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
한화에어로 스페이스 (012450)	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	-17.27	-1.62	
	2018/07/04	Outperform(Maintain)	27,000원	6개월	-13.56	-4.07	
	2018/09/07	BUY(Upgrade)	33,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

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%