



BUY(Maintain)

목표주가: 40,000원(상향)

주가(11/13): 32,800원

시가총액: 13,270억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

(02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/13)		2,071.23pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	37,300원	21,600원
등락률	-12.06%	51.85%
수익률	절대	상대
1W	18.6%	23.8%
1M	12.7%	34.8%
1Y	-12.3%	7.1%

Company Data

발행주식수	52,040천주
일평균 거래량(3M)	405천주
외국인 지분율	13.2%
배당수익률(18E)	0.3%
BPS(18E)	41,323원
주요 주주	한화 32.4%

투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	35,189	42,155	43,380	47,807
영업이익	1,507	829	657	1,131
EBITDA	2,370	2,086	1,992	2,466
세전이익	4,185	178	544	770
순이익	3,459	-477	242	596
지배주주지분순이익	3,452	-482	109	385
EPS(원)	6,498	-913	209	739
증감률(%YoY)	5,917.1	N/A	N/A	253.5
PER(배)	6.7	-46.0	156.8	44.4
PBR(배)	1.0	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	12.2	14.7	24.0	14.7
영업이익률(%)	4.3	2.0	1.5	2.4
ROE(%)	15.1	-2.1	1.1	2.7
순부채비율(%)	24.8	39.9	45.7	44.4

Price Trend



한화에어로스페이스 (012450)

시큐리티의 화려한 변화



3분기 실적이 기대만큼은 아니었지만 대체로 양호했다고 평가할 수 있고, 특히 장기간 부진했던 시큐리티 사업의 수익성 개선이 돋보였다. 4분기와 내년 실적 전망은 다소 긍정적일 것이다. 4분기는 자주포 수출 모델링이 집중될 것이고, 내년에는 시큐리티의 체질 개선 성과, 한화S&C 합병 효과, (주)한화의 항공 및 공작기계 사업 양수 효과 등이 더해질 예정이다. 저평가 근거가 희석되고 있다.

>>> 시큐리티 체질 개선 돋보여

3분기 영업이익은 180억원(QoQ 30%, YoY 718%)으로 시장 기대치(231억원)에는 미치지 못했지만 대체로 양호했고, 테크윈(시큐리티)의 체질 개선 및 한화S&C의 합병 효과에 기반해 4분기와 내년 실적 개선폭은 더욱 클 전망이다. 목표주가를 33,000원에서 40,000원으로 상향한다.

3분기는 에어로스페이스의 경우 신규 엔진 관련 R&D 비용 등 고정비 부담이 증가했고, 지상방산의 수출 일부가 4분기로 이월됐으며, 디펜스는 전분기 개발품목 원가환입 등 역기저효과로 인해 수익성이 저하됐다.

반면에 1) 한동안 부진했던 테크윈이 미주 시장 B2B 매출 확대 과정에서 보안 이슈로 인해 중국산 제품의 대체 수요가 증가하며 수익성이 큰 폭으로 개선된 점이 고무적이었고, 2) 시스템은 TICN(전술정보통신체계) 매출 증가와 함께 ICT 부문(한화S&C) 합병 실적이 일부 더해지며 이익 기여가 확대됐다.

>>> 4분기 및 19년 실적 전망 상향

4분기 영업이익은 673억원(QoQ 274%, YoY 45%)으로 대폭 개선될 전망이다. 방산 부문의 계절성을 넘어 인도 등 고부가 자주포 수출이 집중될 예정이고, 시스템의 ICT 부문 실적이 온전하게 반영될 것이다.

내년 영업이익 추정치를 1,131억원(YoY 72%)으로 상향한다.

역시 테크윈의 실적 개선이 돋보일 것이다. 탈(脫) 중국 및 선진 시장 공략 전략이 바람직해 보이고, 베트남 법인의 생산 비중이 확대되면서 원가 구조 개선에 기여할 것이며, 신제품 Line-up 효과도 기대된다.

에어로스페이스와 정밀기계가 각각 (주)한화 기계 부문의 항공 사업과 공작기계 사업을 양수하고, 지상방산이 디펜스를 흡수합병하기로 함으로써 사업구조 재편이 일단락됐는데, 이를 통해 1) 항공 및 기계 부문의 사업 포트폴리오 선진화, 이익 규모 확대, 2) 방산 사업의 경영 효율성 향상, 영업 시너지 강화 측면에서 긍정적 효과가 기대된다.

다만, 정밀기계(산업용장비)와 파워시스템(에너지)은 미중 무역 분쟁의 여파로 중국 설비 투자 둔화 영향이 불가피할 것이고, 보수적 관찰이 필요하다.

한화에어로스페이스 3분기 실적 요약

(단위: 억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	8,686	15,362	7,480	10,113	10,400	2.8%	19.7%	10,363	0.4%
에어로스페이스	2,133	2,712	2,200	2,353	2,057	-12.6%	-3.6%	2,187	-5.9%
테크윈	1,429	1,346	1,234	1,311	1,352	3.1%	-5.4%	1,251	8.1%
지상방산	1,498	3,234	878	1,394	1,656	18.8%	10.5%	1,916	-13.6%
파워시스템	363	720	187	404	537	32.9%	47.9%	385	39.5%
정밀기계	569	681	632	838	592	-29.4%	4.0%	767	-22.8%
디펜스	1,295	2,967	1,325	1,582	1,675	5.9%	29.3%	1,461	14.6%
시스템	1,503	3,855	1,223	2,380	2,801	17.7%	na	2,497	12.2%
영업이익	22	463	-335	138	180	30.1%	718.3%	261	-30.9%
영업이익률	0.3%	3.0%	-4.5%	1.4%	1.7%	0.4%p	1.5%p	2.5%	-0.8%p
세전이익	-101	29	-410	365	7	-98.1%	흑전	169	-95.8%
세전이익률	-1.2%	0.2%	-5.5%	3.6%	0.1%	-3.5%p	1.2%p	1.6%	-1.6%p
순이익	-176	-577	-409	309	-131	적전	적지	130	적전

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

한화에어로스페이스 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	YoY	2018E	YoY	2019E	YoY
매출액	7,480	10,113	10,400	15,387	8,990	11,058	11,161	16,598	42,155	19.8%	43,380	2.9%	47,807	10.2%
에어로스페이스	2,200	2,353	2,057	2,536	2,500	2,445	2,153	2,508	9,401	-10.5%	9,146	-2.7%	9,605	5.0%
테크윈	1,234	1,311	1,352	1,338	1,235	1,355	1,326	1,325	5,806	-9.0%	5,235	-9.8%	5,241	0.1%
지상방산	878	1,394	1,656	2,975	1,108	1,543	1,695	3,008	7,714	8.0%	6,903	-10.5%	7,355	6.5%
파워시스템	187	404	537	766	279	533	428	575	1,995	1.3%	1,894	-5.0%	1,816	-4.1%
정밀기계	632	838	592	695	653	803	641	728	2,558	51.1%	2,757	7.8%	2,826	2.5%
디펜스	1,325	1,582	1,675	2,871	1,356	1,701	1,817	3,030	6,709	26.1%	7,453	11.1%	7,904	6.0%
시스템	1,223	2,380	2,801	4,357	2,058	2,827	3,203	5,577	8,400	286.6%	10,761	28.1%	13,665	27.0%
영업이익	-335	138	180	673	-43	210	212	753	829	-45.0%	657	-20.8%	1,131	72.3%
에어로스페이스	-169	-227	-197	-248	-152	-201	-204	-235	4	-99.2%	-841	적전	-791	적지
테크윈	-35	9	94	11	32	55	51	51	-219	적전	79	흑전	188	137.3%
지상방산	25	73	91	307	39	87	107	270	588	20.7%	496	-15.8%	503	1.5%
파워시스템	-95	-9	-12	77	-32	15	-1	13	-35	적지	-39	적지	-4	적지
정밀기계	23	117	39	67	35	96	51	81	112	흑전	246	118.5%	263	7.0%
디펜스	62	130	66	144	51	90	106	218	338	-3.7%	402	18.9%	465	15.6%
시스템	-91	71	154	361	34	108	150	400	278	106.5%	495	77.8%	691	39.7%
영업이익률	-4.5%	1.4%	1.7%	4.4%	-0.5%	1.9%	1.9%	4.5%	2.0%	-2.3%p	1.5%	-0.5%p	2.4%	0.9%p
에어로스페이스	-7.7%	-9.6%	-9.6%	-9.8%	-6.1%	-8.2%	-9.5%	-9.4%	0.0%	-4.7%p	-9.2%	-9.2%p	-8.2%	1.0%p
테크윈	-2.8%	0.7%	7.0%	0.9%	2.6%	4.1%	3.8%	3.8%	-3.8%	-9.1%p	1.5%	5.3%p	3.6%	2.1%p
지상방산	2.8%	5.2%	5.5%	10.3%	3.5%	5.6%	6.3%	9.0%	7.6%	0.8%p	7.2%	-0.4%p	6.8%	-0.3%p
파워시스템	-50.8%	-2.2%	-2.2%	10.0%	-11.3%	2.8%	-0.2%	2.3%	-1.8%	5.8%p	-2.1%	-0.3%p	-0.2%	1.8%p
정밀기계	3.6%	14.0%	6.6%	9.6%	5.4%	11.9%	7.9%	11.1%	4.4%	13.5%p	8.9%	4.5%p	9.3%	0.4%p
디펜스	4.7%	8.2%	3.9%	5.0%	3.7%	5.3%	5.8%	7.2%	5.0%	-1.6%p	5.4%	0.4%p	5.9%	0.5%p
시스템	-7.4%	3.0%	5.5%	8.3%	1.6%	3.8%	4.7%	7.2%	3.3%	-2.9%p	4.6%	1.3%p	5.1%	0.5%p

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

한화에어로스페이스 목표주가 산출 근거

(단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-Parts

영업가치	29,415	Target EV/EBITDA	6개월 Forward 실적 기준
항공, 지상방산	12,555	11.0	RSP 비용 제외, 기계 업종 평균
시큐리티	2,125	6.0	CCTV Peer 그룹 평균
산업용장비, 에너지장비	2,586	6.0	IT 업종 평균
한화디펜스	6,282	11.0	
한화시스템	5,867	11.0	지분율 53%
매도가능금융자산	2,399		
순차입금	11,239		
적정주주가치	20,575		
발행주식수	52,040		
목표주가	39,537		

자료: 키움증권

한화에어로스페이스 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	13,854	41,810	44,866	15,387	43,380	47,807	11.1%	3.8%	6.6%
영업이익	576	641	917	673	657	1,131	16.8%	2.5%	23.3%
세전이익	483	607	551	582	544	770	20.4%	-10.4%	39.8%
순이익	372	402	424	340	109	385	-8.4%	-72.8%	-9.2%
EPS(원)		764	806		208	732		-72.8%	-9.2%
영업이익률	4.2%	1.5%	2.0%	4.4%	1.5%	2.4%	0.2%p	0.0%p	0.3%p
세전이익률	3.5%	1.5%	1.2%	3.8%	1.3%	1.6%	0.3%p	-0.2%p	0.4%p
순이익률	2.7%	1.0%	0.9%	2.2%	0.3%	0.8%	-0.5%p	-0.7%p	-0.1%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	35,189	42,155	43,380	47,807	50,795
매출원가	28,025	34,470	35,426	40,325	42,794
매출총이익	7,164	7,684	7,954	7,482	8,001
판매비및일반관리비	5,657	6,855	7,297	6,351	6,697
영업이익(보고)	1,507	829	657	1,131	1,304
영업이익(핵심)	1,507	829	657	1,131	1,304
영업외손익	2,678	-652	-113	-362	-356
이자수익	83	46	61	74	79
배당금수익	44	53	13	16	17
외환이익	629	760	723	326	261
이자비용	213	350	425	452	452
외환손실	696	783	699	326	261
관계기업지분법손익	780	77	50	0	0
투자및기타자산처분손익	2,174	-5	173	0	0
금융상품평가및기타금융이익	3	25	94	0	0
기타	-127	-476	-104	0	0
법인세차감전이익	4,185	178	544	770	948
법인세비용	726	655	302	174	229
유효법인세율 (%)	17.4%	369.0%	55.4%	22.6%	24.2%
당기순이익	3,459	-477	242	596	718
지배주주지분순이익(억원)	3,452	-482	109	385	464
EBITDA	2,370	2,086	1,992	2,466	2,554
현금순이익(Cash Earnings)	4,322	780	1,578	1,930	1,969
수정당기순이익	1,659	-423	123	596	718
증감율(% YoY)					
매출액	34.6	19.8	2.9	10.2	6.3
영업이익(보고)	N/A	-45.0	-20.8	72.3	15.2
영업이익(핵심)	N/A	-45.0	-20.8	72.3	15.2
EBITDA	1,167.4	-12.0	-4.5	23.8	3.6
지배주주지분 당기순이익	5,917.1	N/A	N/A	252.0	20.6
EPS	5,917.1	N/A	N/A	253.5	20.6
수정순이익	2,378.7	N/A	N/A	384.4	20.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	27,802	28,351	30,326	32,208	33,299
현금및현금성자산	2,574	4,614	6,825	7,231	6,762
유동금융자산	3,485	142	436	470	500
매출채권및유동채권	13,681	15,067	14,522	15,375	16,336
채고자산	7,688	8,154	8,168	8,810	9,361
기타유동비금융자산	374	374	374	321	341
비유동자산	28,722	29,125	31,510	32,080	32,669
장기매출채권및기타비유동채권	637	596	597	644	684
투자자산	4,774	3,959	4,065	4,355	4,606
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	1,725	1,861	1,977
자산총계	56,524	57,476	61,836	64,287	65,968
유동부채	19,686	21,406	24,791	26,189	27,387
매입채무및기타유동채무	14,767	15,200	16,017	17,277	18,357
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	1,748	1,886	2,004
비유동부채	13,431	14,261	15,390	15,900	16,029
장기매입채무및비유동채무	996	1,023	1,025	1,106	1,175
사채및장기차입금	8,262	8,987	10,133	10,533	10,533
기타비유동부채	4,173	4,250	4,232	4,261	4,321
부채총계	33,117	35,666	40,181	42,090	43,416
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	12,566	12,899	13,005
기타자본	5,362	4,354	4,410	4,410	4,410
지배주주지분자본총계	23,390	21,794	21,504	21,837	21,943
비지배주주지분자본총계	17	16	150	360	609
자본총계	23,408	21,810	21,654	22,198	22,552
순차입금	5,800	8,692	9,898	9,858	10,298
총차입금	11,858	13,447	17,159	17,559	17,559

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,961	-97	5,291	2,304	1,648
당기순이익	4,185	178	242	596	718
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	1,352	-10	-305
기타	-2,883	376	2,608	384	-16
투자활동현금흐름	-7,183	726	-2,451	-1,876	-1,812
투자자산의 처분	-6,133	3,066	-300	-308	-264
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	-787	-136	-116
재무활동현금흐름	6,379	1,404	-628	-23	-305
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	-52	-364
기타	0	-256	-18	29	59
현금및현금성자산의순증가	1,147	2,040	2,212	406	-470
기초현금및현금성자산	1,427	2,574	4,614	6,825	7,231
기말현금및현금성자산	2,574	4,614	6,825	7,231	6,762
Gross Cash Flow	2,120	1,724	3,939	2,315	1,953
Op Free Cash Flow	379	-5,030	1,617	768	502

투자지표

(단위: 원, %, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	6,498	-913	209	739	891
BPS	44,025	41,433	41,323	41,963	42,166
주당EBITDA	4,461	3,950	3,812	4,739	4,908
CFPS	8,134	1,476	3,019	3,709	3,783
DPS	500	0	100	200	700
주가배수(배)					
PER	6.7	-46.0	156.8	44.4	36.8
PBR	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	12.2	14.7	24.0	14.7	14.4
PCFR	5.3	28.4	10.9	8.8	8.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.3	2.0	1.5	2.4	2.6
영업이익률(핵심)	4.3	2.0	1.5	2.4	2.6
EBITDA margin	6.7	4.9	4.6	5.2	5.0
순이익률	9.8	-1.1	0.6	1.2	1.4
자기자본이익률(ROE)	15.1	-2.1	1.1	2.7	3.2
투자자본이익률(ROIC)	6.4	-9.1	1.2	3.4	3.8
안정성(%)					
부채비율	141.5	163.5	185.6	189.6	192.5
순차입금비율	24.8	39.9	45.7	44.4	45.7
이자보상배율(배)	7.1	2.4	1.5	2.5	2.9
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	2.9	2.9	3.2	3.2
채고자산회전율	5.3	5.3	5.3	5.6	5.6
매입채무회전율	3.0	2.8	2.8	2.9	2.9

Compliance Notice

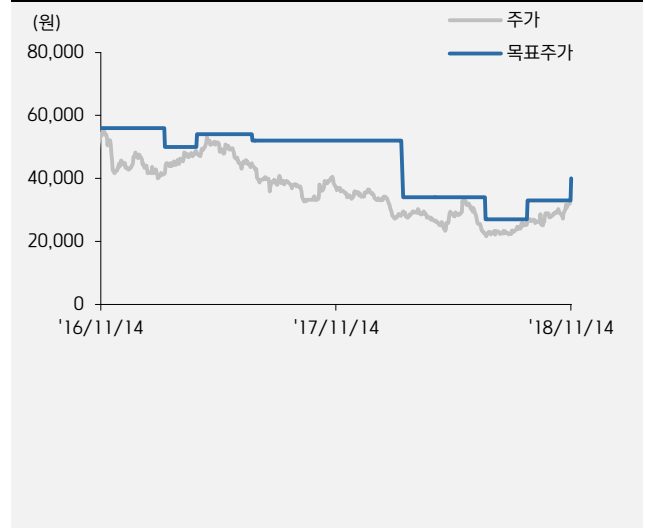
- 당사는 11월 13일 현재 '한화에어로스페이스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화에어로스페이스 (012450)	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	-13.54	-4.07
	2018/09/07	BUY(Upgrade)	33,000원	6개월	-14.59	-0.61
	2018/11/14	BUY(Maintain)	40,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%