



### BUY(Maintain)

목표주가: 42,000원(상향)

주가(12/17): 31,750원

시가총액: 16,523억원

#### 전기전자/가전

Analyst 김지산

(02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSPI (12/17)		2,071.09pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	36,500원	21,600원
등락률	-12.88%	47.22%
수익률	절대	상대
1W	-8.4%	-8.4%
1M	8.0%	26.5%
1Y	-9.9%	7.5%

#### Company Data

발행주식수	52,040천주
일평균 거래량(3M)	423천주
외국인 지분율	14.5%
배당수익률(18E)	0.3%
BPS(18E)	46,463원
주요 주주	한화 32.4%

#### 투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	35,189	42,155	43,520	48,828
영업이익	1,507	829	709	1,437
EBITDA	2,370	2,086	2,196	3,040
세전이익	4,185	178	577	983
순이익	3,459	-477	268	761
지배주주지분순이익	3,452	-482	127	482
EPS(원)	6,498	-913	244	927
증감률(%YoY)	5,917.1	N/A	N/A	280.1
PER(배)	6.7	-46.0	130.4	34.3
PBR(배)	1.0	1.0	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	12.2	14.7	20.0	10.4
영업이익률(%)	4.3	2.0	1.6	2.9
ROE(%)	15.1	-2.1	1.1	2.8
순부채비율(%)	24.8	39.9	33.9	20.0

#### Price Trend



## 한화에어로스페이스 (012450)

### 확연한 체질 개선 성과



4분기 실적은 지상방산 수출 모멘텀과 시스템 합병 효과에 기반해 시장 기대치를 상회할 전망이다. 19년 실적 전망도 긍정적인데, 테크윈과 시스템이 실적 개선을 주도하고, 한화S&C 합병, ㈜한화 항공 및 공작기계 사업 인수 효과가 온전하게 더해질 것이다. 테크윈은 미주 B2B 중심의 체질 개선 효과가 본격화되고 있고, 시스템은 ICT 합병에 따른 시너지로 수주 모멘텀이 강화되고 있다.

#### >>> 4분기 실적 시장 기대치 상회할 듯

4분기 영업이익은 725억원(QoQ 303%, YoY 56%)으로 시장 컨센서스(576억원)를 넘어설 전망이다. 지상방산이 인도 등 해외 수출이 집중되며 수익성이 크게 향상될 것이고, 시스템의 ICT 부문 합병 실적이 예상보다 양호할 것이다. 테크윈은 미주 B2B 중심의 체질 개선 효과가 이어질 것이다.

#### >>> 테크윈 체질 개선, 시스템 합병 시너지 주목

2019년 영업이익 추정치를 1,131억원에서 1,437억원(YoY 103%)으로 높이고, 목표주가가 42,000원으로 상향 조정한다. 테크윈과 시스템이 실적 개선을 주도하고, 한화S&C 합병, ㈜한화 항공 및 공작기계 사업 인수 효과가 온전하게 더해질 것이다.

에어로스페이스는 RSP 비용이 올해 수준으로 유지되겠지만, 엔진부품 장기공급(LTA) 사업의 이익 기여가 확대될 것이다. 저비용항공사(LCC) 대상 중소형 항공기 수요가 증가하고 있는 추세다.

테크윈은 베트남 법인의 생산 비중이 증가하면서 원가 구조가 개선될 것이고, AI 등 신기술에 기반한 신모델 출시 효과가 기대된다. 미국 등 선진 시장에서 보안 이슈로 인해 중국산 제품의 대체 수요가 증가하고 있는 환경이 우호적이다.

시스템은 ICT 합병에 따른 시너지 효과로서 수주 모멘텀이 강화되고 있다. 최근 2,800억원 규모 위성사업 탑재체와 800억원 규모 군사정보통합처리체계 사업을 잇따라 수주하는데 성공했다.

지상방산은 K9 자주포의 국내 종산 과정이 진행 중이지만, 해외 수출 확대를 통해 매출 성장세를 이어가고, 수익성은 오히려 더욱 향상될 것이다.

파워시스템은 고부가인 After Market 매출 증가에 초점을 맞추며 적자 기조를 탈피하고자 한다.

다만, 칩마운터 중심의 정밀기계는 올해 상반기 중국 시장 호황에 따른 수혜가 컸기 때문이라도 중국 설비 투자 위축에 따른 불확실성이 상존한다. 그 대신 베트남, 인도 시장으로 매출처를 넓히고자 한다.

한화에어로스페이스 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	YoY	2018E	YoY	2019E	YoY
<b>매출액</b>	<b>7,480</b>	<b>10,113</b>	<b>10,400</b>	<b>15,527</b>	<b>9,063</b>	<b>11,121</b>	<b>11,692</b>	<b>16,953</b>	<b>42,155</b>	<b>19.8%</b>	<b>43,520</b>	<b>3.2%</b>	<b>48,828</b>	<b>12.2%</b>
에어로스페이스	2,200	2,353	2,057	2,547	2,521	2,468	2,177	2,536	9,401	-10.5%	9,157	-2.6%	9,702	5.9%
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	3,003	1,091	1,492	1,775	2,955	7,714	8.0%	6,931	-10.1%	7,312	5.5%
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	626	769	614	666	2,558	51.1%	2,757	7.8%	2,675	-3.0%
디펜스	1,325	1,582	1,675	2,883	1,351	1,680	1,857	3,021	6,709	26.1%	7,465	11.3%	7,909	6.0%
시스템	1,223	2,380	2,801	4,446	2,160	2,972	3,618	6,027	8,400	286.6%	10,850	29.2%	14,778	36.2%
<b>영업이익</b>	<b>-335</b>	<b>138</b>	<b>180</b>	<b>725</b>	<b>19</b>	<b>279</b>	<b>325</b>	<b>814</b>	<b>829</b>	<b>-45.0%</b>	<b>709</b>	<b>-14.5%</b>	<b>1,437</b>	<b>102.8%</b>
에어로스페이스	-169	-227	-197	-242	-151	-200	-203	-228	4	-99.2%	-835	적진	-782	적지
테크윈	-35	9	94	11	44	68	64	64	-219	적진	79	흑진	241	203.3%
지상방산	25	73	91	328	55	97	129	287	588	20.7%	517	-12.1%	568	9.8%
파워시스템	-95	-9	-12	77	-32	15	-1	13	-35	적지	-39	적지	-4	적지
정밀기계	23	117	39	67	29	86	44	62	112	흑진	246	118.5%	220	-10.4%
디펜스	62	130	66	145	57	97	111	200	338	-3.7%	403	19.4%	464	15.1%
시스템	-91	71	154	384	66	156	229	462	278	106.5%	518	86.2%	913	76.2%
<b>영업이익률</b>	<b>-4.5%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.7%</b>	<b>4.7%</b>	<b>0.2%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.8%</b>	<b>2.0%</b>	<b>-2.3%p</b>	<b>1.6%</b>	<b>-0.3%p</b>	<b>2.9%</b>	<b>1.3%p</b>
에어로스페이스	-7.7%	-9.6%	-9.6%	-9.5%	-6.0%	-8.1%	-9.3%	-9.0%	0.0%	-4.7%p	-9.1%	-9.2%p	-8.1%	1.1%p
테크윈	-2.8%	0.7%	7.0%	0.9%	3.6%	5.1%	4.8%	4.8%	-3.8%	-9.1%p	1.5%	5.3%p	4.6%	3.1%p
지상방산	2.8%	5.2%	5.5%	10.9%	5.1%	6.5%	7.3%	9.7%	7.6%	0.8%p	7.5%	-0.2%p	7.8%	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%	4.6%	11.1%	7.1%	9.3%	4.4%	13.5%p	8.9%	4.5%p	8.2%	-0.7%p
디펜스	4.7%	8.2%	3.9%	5.0%	4.2%	5.8%	6.0%	6.6%	5.0%	-1.6%p	5.4%	0.4%p	5.9%	0.5%p
시스템	-7.4%	3.0%	5.5%	8.6%	3.1%	5.2%	6.3%	7.7%	3.3%	-2.9%p	4.8%	1.5%p	6.2%	1.4%p

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

한화에어로스페이스 목표주가 산출 근거

(단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-Parts

영업가치	29,547	Target EV/EBITDA	6개월 Forward 실적 기준
항공, 지상방산	12,491	10.5	RSP 비용 제외, 기계 업종 평균
시큐리티	2,276	6.0	CCTV Peer 그룹 평균
산업용장비, 에너지장비	2,468	6.0	IT 업종 평균
한화디펜스	6,108	10.5	
한화시스템	6,205	10.5	지분율 53%
매도가능금융자산	2,399		
순차입금	10,057		
적정주주가치	21,889		
발행주식수	52,040		
<b>목표주가</b>	<b>42,061</b>		

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	15,387	43,380	47,807	15,527	43,520	48,828	0.9%	0.3%	2.1%
영업이익	673	657	1,131	725	709	1,437	7.7%	7.9%	27.0%
세전이익	582	544	770	615	577	983	5.7%	6.2%	27.7%
순이익	340	109	385	359	128	482	5.5%	17.0%	25.3%
EPS(원)		208	732		243	917		17.0%	25.3%
영업이익률	4.4%	1.5%	2.4%	4.7%	1.6%	2.9%	0.3%p	0.1%p	0.6%p
세전이익률	3.8%	1.3%	1.6%	4.0%	1.3%	2.0%	0.2%p	0.1%p	0.4%p
순이익률	2.2%	0.3%	0.8%	2.3%	0.3%	1.0%	0.1%p	0.0%p	0.2%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	35,189	42,155	43,520	48,828	51,880
매출원가	28,025	34,470	35,629	40,905	43,410
매출총이익	7,164	7,684	7,891	7,923	8,470
판매비및일반관리비	5,657	6,855	7,182	6,486	6,840
영업이익(보고)	1,507	829	709	1,437	1,631
영업이익(핵심)	1,507	829	709	1,437	1,631
영업외손익	2,678	-652	-132	-454	-449
이자수익	83	46	75	59	63
배당금수익	44	53	14	14	15
외환이익	629	760	703	204	163
이자비용	213	350	462	527	527
외환손실	696	783	709	204	163
관계기업지분법손익	780	77	60	0	0
투자및기타자산처분손익	2,174	-5	174	0	0
금융상품평가및기타금융이익	3	25	73	0	0
기타	-127	-476	-59	0	0
법인세차감전이익	4,185	178	577	983	1,181
법인세비용	726	655	310	222	286
유효법인세율 (%)	17.4%	369.0%	53.6%	22.6%	24.2%
당기순이익	3,459	-477	268	761	895
지배주주지분순이익(억원)	3,452	-482	127	482	567
EBITDA	2,370	2,086	2,196	3,040	3,118
현금순이익(Cash Earnings)	4,322	780	1,755	2,364	2,383
수정당기순이익	1,659	-423	154	761	895
증감율(% YoY)					
매출액	34.6	19.8	3.2	12.2	6.3
영업이익(보고)	N/A	-45.0	-14.5	102.7	13.5
영업이익(핵심)	N/A	-45.0	-14.5	102.7	13.5
EBITDA	1,167.4	-12.0	5.2	38.4	2.6
지배주주지분 당기순이익	5,917.1	N/A	N/A	278.4	17.7
EPS	5,917.1	N/A	N/A	280.1	17.7
수정순이익	2,378.7	N/A	N/A	395.6	17.7

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	27,802	28,351	31,613	37,405	44,450
현금및현금성자산	2,574	4,614	7,042	10,983	16,376
유동금융자산	3,485	142	722	788	838
매출채권및유동채권	13,681	15,067	15,229	16,307	17,327
채고자산	7,688	8,154	8,242	8,999	9,561
기타유동비금융자산	374	374	378	328	348
비유동자산	28,722	29,125	36,584	37,351	38,098
장기매출채권및기타비유동채권	637	596	603	658	699
투자자산	4,774	3,959	4,099	4,436	4,690
유형자산	13,601	14,266	16,445	17,265	18,140
무형자산	9,268	9,539	13,818	13,225	12,690
기타비유동자산	444	765	1,619	1,768	1,878
자산총계	56,524	57,476	68,197	74,755	82,547
유동부채	19,686	21,406	25,410	27,056	28,279
매입채무및기타유동채무	14,767	15,200	16,163	17,647	18,749
단기차입금	3,268	3,228	3,016	3,016	3,016
유동성장기차입금	329	1,232	4,467	4,467	4,467
기타유동부채	1,323	1,745	1,764	1,926	2,046
비유동부채	13,431	14,261	15,932	20,136	26,174
장기매입채무및비유동채무	996	1,023	1,034	1,129	1,200
사채및장기차입금	8,262	8,987	9,397	9,797	9,797
기타비유동부채	4,173	4,250	5,501	9,209	15,176
부채총계	33,117	35,666	41,342	47,191	54,452
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	13,678	14,113	14,355
기타자본	5,362	4,354	5,973	5,973	5,973
지배주주지분자본총계	23,390	21,794	24,179	24,614	24,857
비지배주주지분자본총계	17	16	2,676	2,949	3,239
자본총계	23,408	21,810	26,855	27,564	28,095
순차입금	5,800	8,692	9,116	5,510	67
총차입금	11,858	13,447	16,881	17,281	17,281

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,961	-97	4,931	2,650	2,019
당기순이익	4,185	178	268	761	895
감가상각비	494	831	935	1,009	953
무형자산상각비	369	426	552	594	534
외환손익	1	-25	7	0	0
자산처분손익	25	15	-174	0	0
지분법손익	-72	-77	-60	0	0
영업활동자산부채 증감	-159	-1,822	733	-99	-349
기타	-2,883	376	2,671	386	-14
투자활동현금흐름	-7,183	726	-3,041	-2,367	-2,229
투자자산의 처분	-6,133	3,066	-618	-389	-289
유형자산의 처분	12	16	0	0	0
유형자산의 취득	-891	-1,416	-1,742	-1,829	-1,829
무형자산의 처분	-679	-819	0	0	0
기타	508	-120	-681	-149	-110
재무활동현금흐름	6,379	1,404	539	3,656	5,603
단기차입금의 증가	1,028	-300	-212	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	1,250	3,708	5,967
현금및현금성자산의순증가	1,147	2,040	2,429	3,940	5,394
기초현금및현금성자산	1,427	2,574	4,614	7,042	10,983
기말현금및현금성자산	2,574	4,614	7,042	10,983	16,376
Gross Cash Flow	2,120	1,724	4,198	2,750	2,369
Op Free Cash Flow	379	-5,030	806	786	545

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	6,498	-913	244	927	1,090
BPS	44,025	41,433	46,463	47,299	47,764
주당EBITDA	4,461	3,950	4,201	5,841	5,992
CFPS	8,134	1,476	3,357	4,542	4,579
DPS	500	0	100	200	700
주가배수(배)					
PER	6.7	-46.0	130.4	34.3	29.2
PBR	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	12.2	14.7	20.0	10.4	8.4
PCFR	5.3	28.4	9.5	7.0	6.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.3	2.0	1.6	2.9	3.1
영업이익률(핵심)	4.3	2.0	1.6	2.9	3.1
EBITDA margin	6.7	4.9	5.0	6.2	6.0
순이익률	9.8	-1.1	0.6	1.6	1.7
자기자본이익률(ROE)	15.1	-2.1	1.1	2.8	3.2
투자자본이익률(ROIC)	6.4	-9.1	1.2	4.0	4.3
안정성(%)					
부채비율	141.5	163.5	153.9	171.2	193.8
순차입금비율	24.8	39.9	33.9	20.0	0.2
이자보상배율(배)	7.1	2.4	1.5	2.7	3.1
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	2.9	2.9	3.1	3.1
채고자산회전율	5.3	5.3	5.3	5.7	5.6
매입채무회전율	3.0	2.8	2.8	2.9	2.9

Compliance Notice

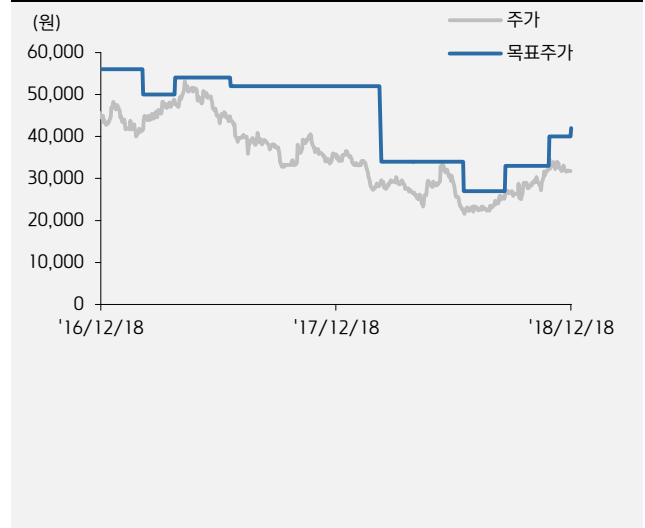
- 당사는 12월 17일 현재 '한화에어로스페이스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화에어로스페이스 (012450)	2016/12/16	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	-18.55	-13.25
	2018/12/18	BUY(Maintain)	42,000원	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%