



BUY(Maintain)

목표주가: 40,000원(하향)

주가(2/20): 32,650원

시가총액: 16,523억원



전기전자/가전
Analyst 김지산
02) 3787-4862
jisian@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/20)	최고가	최저가
52주 주가동향	35,050원	21,600원
최고/최저가 대비	-6.85%	51.16%
등락률	절대	상대
수익률	1W 6.7%	1.7%
	1M 38.1%	39.2%
	1Y 15.2%	24.7%

Company Data

발행주식수	52,040천주
일평균 거래량(3M)	261천주
외국인 지분율	14.7%
배당수익률(18E)	0.3%
BPS(18E)	46,880원
주요 주주	한화 32.4%

투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018P	2019E
매출액	35,189	42,155	44,466	48,714
영업이익	1,507	829	556	1,374
EBITDA	2,370	2,086	2,043	2,977
세전이익	4,185	178	557	920
순이익	3,459	-477	515	712
자체주주지분순이익	3,452	-482	345	422
EPS(원)	6,498	-913	659	811
증감률(%YoY)	5,917.1	N/A	N/A	23.0
PER(배)	6.7	-46.0	49.5	40.3
PBR(배)	1.0	1.0	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	12.2	14.7	17.0	11.4
영업이익률(%)	4.3	2.0	1.3	2.8
ROE(%)	15.1	-2.1	2.1	2.6
순부채비율(%)	24.8	39.9	34.8	19.0

Price Trend



실적 Review

한화에어로스페이스 (012450)

올해도 상저하고



4분기 실적은 계절적으로 선전했지만 아쉬움도 있었다. 지상방산 수출 집중, 시스템의 ICT 합병 효과, 파워시스템 수주 호조 등이 실적 개선을 이끌었으나, 항공 RSP 비용, 테크원 생산라인 이전 비용 등 비용 요인이 예상보다 컸다. 올해는 3년만에 영업이익이 증가세로 전환할 것이고, 테크원의 체질 개선과 시스템의 합병 효과가 주도할 것이다. 다만, 방산 수출의 계절성으로 인해 상저하고 패턴이 반복될 것이다.

>>> 4분기 실적 시장 예상치 소폭 하회, 테크원 일회성 비용

4분기 영업이익은 572억원(QoQ 218%, YoY 23%)으로 시장 컨센서스(602억 원)를 소폭 하회했다.

전분기 대비 크게 개선된 배경으로서 1) 지상방산의 국내 K9 자주포 물량 확대와 함께 해외 수출이 집중됐고, 2) 시스템의 ICT 합병 효과가 충분히 반영됐으며, 3) 파워시스템은 고부가 주문형 컴프레서 매출이 일시적으로 급증했다.

반면에 1) P&W사 GTF 엔진 매출이 증가하는 과정에서 RSP 비용이 예상보다 컸고, 2) 텐어라운드 기조를 기대했던 테크원은 B2C 매출의 전략적 축소와 더불어 생산라인 이전 비용이 발생했으며, 3) 정밀기계는 미중 무역 분쟁 여파와 국내 설비투자 위축에 따른 악영향이 컸다.

에어로스페이스는 엔진부품 장기공급(LTA) 사업의 수익성 개선을 확인할 수 있었고, 수주잔고는 20.5조원으로 전년 동기 대비 11% 증가했다.

시스템은 레이다/항공이 성장을 이끄는 가운데, ICT 부문이 높은 수익성을 보여줬다.

미중간 보안 이슈에 따른 반사이익을 예상했던 테크원의 미주 매출이 감소한 것이 아쉬웠다.

>>> 테크원과 시스템이 실적 개선 주도, 연간 상저하고 반복

올해 영업이익은 1,374억원(YoY 147%)으로 추정된다.

여전히 테크원의 체질 개선과 시스템의 합병 효과가 실적 개선을 이끌 것이다. 지상방산과 디펜스는 수출국 다변화를 통해 국내 매출 감소를 만회할 수 있을 것이다. 항공 RSP 비용은 예고한 대로 내년부터 의미있게 개선되기 시작할 것이다.

다만, 올해도 방산 수출이 집중되는 하반기에 실적 모멘텀이 돋보일 전망이다. 상반기는 거시 환경 악화에 따른 민수 사업의 불확실성이 상존할 것이다. 목표주가를 40,000원으로 하향한다.

한화에어로스페이스 4분기 실적 요약

(단위: 억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	15,362	7,480	10,113	10,400	16,473	58.4%	7.2%	15,527	6.1%
에어로스페이스	2,712	2,200	2,353	2,057	3,005	46.1%	10.8%	2,547	18.0%
테크원	1,346	1,234	1,311	1,352	1,242	-8.1%	-7.7%	1,338	-7.2%
지상방산	3,234	878	1,394	1,656	3,804	129.7%	17.6%	3,003	26.7%
파워시스템	720	187	404	537	1,039	93.5%	44.3%	766	35.6%
정밀기계	697	632	838	592	518	-12.5%	-25.7%	695	-25.5%
디펜스	2,967	1,325	1,582	1,675	2,408	43.8%	-18.8%	2,883	-16.5%
시스템	3,855	1,223	2,380	2,801	4,811	71.8%	na	4,446	8.2%
영업이익	463	-335	138	180	572	217.8%	23.5%	725	-21.1%
영업이익률	3.0%	-4.5%	1.4%	1.7%	3.5%	1.7%p	0.5%p	4.7%	-1.2%p
세전이익	29	-410	365	7	595	7994.6%	1936.2%	615	-3.3%
세전이익률	0.2%	-5.5%	3.6%	0.1%	3.6%	3.5%p	3.4%p	4.0%	-0.3%p
순이익	-577	-409	309	-131	576	흑전	흑전	359	60.5%

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

한화에어로스페이스 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	YoY	2018P	YoY	2019E	YoY
매출액	7,480	10,113	10,400	16,473	9,102	11,177	11,538	16,897	42,155	19.8%	44,466	5.5%	48,714	9.6%
에어로스페이스	2,200	2,353	2,057	3,005	2,645	2,583	2,292	2,908	9,401	-10.5%	9,615	2.3%	10,428	8.5%
테크원	1,234	1,311	1,352	1,242	1,146	1,258	1,230	1,230	5,806	-9.0%	5,139	-11.5%	4,864	-5.4%
지상방산	878	1,394	1,656	3,804	1,091	1,492	1,730	2,988	7,714	8.0%	7,732	0.2%	7,301	-5.6%
파워시스템	187	404	537	1,039	295	564	453	644	1,995	1.3%	2,167	8.6%	1,956	-9.7%
정밀기계	632	838	592	518	509	625	518	563	2,574	52.0%	2,580	0.2%	2,215	-14.2%
디펜스	1,325	1,582	1,675	2,408	1,295	1,612	1,762	2,660	6,709	26.1%	6,990	4.2%	7,329	4.9%
시스템	1,223	2,380	2,801	4,811	2,321	3,193	3,821	6,259	8,400	286.6%	11,215	33.5%	15,594	39.0%
영업이익	-335	138	180	572	11	268	324	771	829	-45.0%	556	-33.0%	1,374	147.2%
에어로스페이스	-169	-227	-197	-250	-144	-194	-198	-239	4	-99.2%	-843	적전	-775	적자
테크원	-35	9	94	-84	34	56	52	52	-219	적전	-16	적지	194	흑전
지상방산	25	73	91	423	54	96	121	294	588	20.7%	612	4.0%	566	-7.5%
파워시스템	-95	-9	-12	148	-29	24	6	29	-35	적지	32	흑전	29	-9.0%
정밀기계	23	117	39	-76	20	66	37	53	56	흑전	103	82.5%	176	70.5%
디펜스	62	130	66	102	53	91	102	156	338	-3.7%	360	6.5%	402	11.7%
시스템	-91	71	130	347	73	169	240	468	278	106.5%	457	64.3%	950	107.9%
영업이익률	-4.5%	1.4%	1.7%	3.5%	0.1%	2.4%	2.8%	4.6%	2.0%	-2.3%p	1.2%	-0.7%p	2.8%	1.6%p
에어로스페이스	-7.7%	-9.6%	-9.6%	-8.3%	-5.5%	-7.5%	-8.6%	-8.2%	0.0%	-4.7%p	-8.8%	-8.8%p	-7.4%	1.3%p
테크원	-2.8%	0.7%	7.0%	-6.8%	3.0%	4.4%	4.2%	4.2%	-3.8%	-9.1%p	-0.3%	3.5%p	4.0%	4.3%p
지상방산	2.8%	5.2%	5.5%	11.1%	5.0%	6.4%	7.0%	9.8%	7.6%	0.8%p	7.9%	0.3%p	7.8%	-0.2%p
파워시스템	-50.8%	-2.2%	-2.2%	14.2%	-9.9%	4.2%	1.3%	4.5%	-1.8%	5.8%p	1.5%	3.2%p	1.5%	0.0%p
정밀기계	3.6%	14.0%	6.6%	-14.7%	4.0%	10.5%	7.1%	9.3%	2.2%	11.3%p	4.0%	1.8%p	7.9%	3.9%p
디펜스	4.7%	8.2%	3.9%	4.2%	4.1%	5.6%	5.8%	5.9%	5.0%	-1.6%p	5.2%	0.1%p	5.5%	0.3%p
시스템	-7.4%	3.0%	4.6%	7.2%	3.1%	5.3%	6.3%	7.5%	3.3%	-2.9%p	4.1%	0.8%p	6.1%	2.0%p

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

한화에어로스페이스 목표주가 산출 근거

(단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-Parts

영업가치	28,753	Target EV/EBITDA	6 개월 Forward 실적 기준
항공, 지상방산	14,112	9.4	RSP 비용 제외, 기계 업종 평균
시큐리티	1,132	5.0	CCTV Peer 그룹 평균
산업용장비, 에너지장비	1,727	5.0	IT 업종 평균
한화디펜스	5,484	9.4	
한화시스템	6,297	9.4	지분율 53%
매도가능금융자산	2,399		
순차입금	10,157		
적정주주가치	20,994		
발행주식수	52,040		
목표주가	40,342		

자료: 키움증권

한화에어로스페이스 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q19E	2018E	2019E	1Q19E	2018P	2019E	1Q19E	2018P	2019E
매출액	9,063	43,520	48,828	9,102	44,466	48,714	0.4%	2.2%	-0.2%
영업이익	19	709	1,437	11	556	1,374	-42.5%	-21.6%	-4.4%
세전이익	-88	577	983	-96	557	920	적지	-3.5%	-6.4%
순이익	-88	128	482	-96	345	422	적지	169.8%	-12.5%
EPS(원)		246	927		659	811		169.8%	-12.5%
영업이익률	0.2%	1.6%	2.9%	0.1%	1.2%	2.8%	-0.1%p	-0.4%p	-0.1%p
세전이익률	-1.0%	1.3%	2.0%	-1.1%	1.3%	1.9%	-0.1%p	-0.1%p	-0.1%p
순이익률	-1.0%	0.3%	1.0%	-1.1%	0.8%	0.9%	-0.1%p	0.5%p	-0.1%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	35,189	42,155	44,466	48,714	51,759
매출원가	28,025	34,470	36,602	40,869	43,372
매출총이익	7,164	7,684	7,864	7,845	8,387
판매비 및 일반관리비	5,657	6,855	7,308	6,471	6,824
영업이익(보고)	1,507	829	556	1,374	1,563
영업이익(핵심)	1,507	829	556	1,374	1,563
영업외손익	2,678	-652	1	-454	-449
이자수익	83	46	76	59	63
배당금수익	44	53	15	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
투자 및 기타자산처분손익	2,174	-5	174	0	0
금융상품평가 및 기타금융이익	3	25	73	0	0
기타	-127	-476	73	0	0
법인세차감전이익	4,185	178	557	920	1,114
법인세비용	726	655	43	208	270
유효법인세율 (%)	17.4%	369.0%	7.7%	22.6%	24.2%
당기순이익	3,459	-477	515	712	844
지배주주지분순이익(억원)	3,452	-482	345	422	500
EBITDA	2,370	2,086	2,043	2,977	3,051
현금순이익(Cash Earnings)	4,322	780	2,001	2,315	2,332
수정당기순이익	1,659	-423	287	712	844
증감율(% YoY)					
매출액	34.6	19.8	5.5	9.6	6.3
영업이익(보고)	N/A	-45.0	-32.9	147.0	13.8
영업이익(핵심)	N/A	-45.0	-32.9	147.0	13.8
EBITDA	1,167.4	-12.0	-2.1	45.7	2.5
지배주주지분 당기순이익	5,917.1	N/A	N/A	22.4	18.6
EPS	5,917.1	N/A	N/A	23.0	18.6
수정순이익	2,378.7	N/A	N/A	147.9	18.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	27,802	28,351	32,739	37,551	44,542
현금 및 현금성자산	2,574	4,614	6,671	11,215	16,560
유동금융자산	3,485	142	766	786	835
매출채권 및 유동채권	13,681	15,067	16,157	16,254	17,270
재고자산	7,688	8,154	8,744	8,969	9,530
기타유동비금융자산	374	374	401	327	347
비유동자산	28,722	29,125	36,933	37,331	38,076
장기매출채권 및 기타비유동채권	637	596	639	656	697
투자자산	4,774	3,959	4,313	4,424	4,677
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	1,718	1,762	1,872
자산총계	56,524	57,476	69,672	74,882	82,619
유동부채	19,686	21,406	26,502	26,992	28,211
매입채무 및 기타유동채무	14,767	15,200	17,147	17,589	18,689
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	1,871	1,920	2,040
비유동부채	13,431	14,261	16,069	20,128	26,165
장기매입채무 및 비유동채무	996	1,023	1,097	1,125	1,196
사채 및 장기차입금	8,262	8,987	9,397	9,797	9,797
기타비유동부채	4,173	4,250	5,574	9,205	15,172
부채총계	33,117	35,666	42,571	47,120	54,376
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	13,895	14,270	14,445
기타자본	5,362	4,354	5,973	5,973	5,973
지배주주지분자본총계	23,390	21,794	24,396	24,771	24,947
비지배주주지분자본총계	17	16	2,706	2,991	3,296
자본총계	23,408	21,810	27,102	27,762	28,242
순차입금	5,800	8,692	9,443	5,280	-114
총차입금	11,858	13,447	16,881	17,281	17,281

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,961	-97	4,843	2,954	1,970
당기순이익	4,185	178	515	712	844
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	398	253	-348
기타	-2,883	376	2,671	386	-14
투자활동현금흐름	-7,183	726	-3,397	-1,989	-2,227
투자자산의 처분	-6,133	3,066	-876	-116	-288
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	-780	-44	-110
재무활동현금흐름	6,379	1,404	612	3,579	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	1,324	3,631	5,967
현금 및 현금성자산의 순증가	1,147	2,040	2,058	4,544	5,345
기초현금 및 현금성자산	1,427	2,574	4,614	6,671	11,215
기말현금 및 현금성자산	2,574	4,614	6,671	11,215	16,560
Gross Cash Flow	2,120	1,724	4,445	2,701	2,318
Op Free Cash Flow	379	-5,030	657	1,090	495

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	6,498	-913	659	811	961
BPS	44,025	41,433	46,880	47,601	47,937
주당EBITDA	4,461	3,950	3,909	5,720	5,862
CFPS	8,134	1,476	3,829	4,448	4,481
DPS	500	0	100	200	700
주가배수(배)					
PER	6.7	-46.0	49.5	40.3	34.0
PBR	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	12.2	14.7	17.0	11.4	9.4
PCFR	5.3	28.4	8.5	7.3	7.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.3	2.0	1.3	2.8	3.0
영업이익률(핵심)	4.3	2.0	1.3	2.8	3.0
EBITDA margin	6.7	4.9	4.6	6.1	5.9
순이익률	9.8	-1.1	1.2	1.5	1.6
자기자본이익률(ROE)	15.1	-2.1	2.1	2.6	3.0
투하자본이익률(ROIC)	6.4	-9.1	1.9	3.8	4.2
안정성(%)					
부채비율	141.5	163.5	157.1	169.7	192.5
순차입금비율	24.8	39.9	34.8	19.0	-0.4
이자보상배율(배)	7.1	2.4	1.2	2.6	3.0
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	2.9	2.8	3.0	3.1
재고자산회전율	5.3	5.3	5.3	5.5	5.6
매입채무회전율	3.0	2.8	2.7	2.8	2.9

Compliance Notice

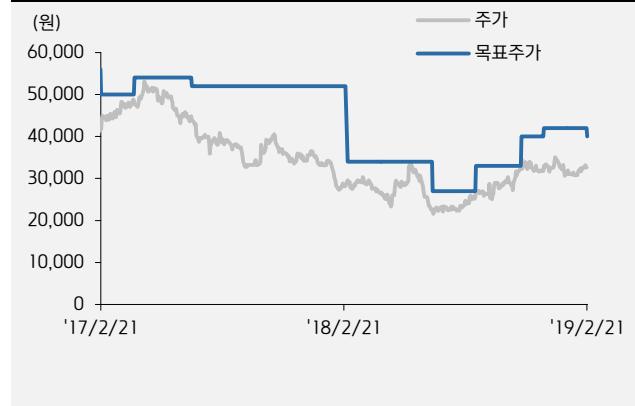
- 당사는 2월 20일 현재 '한화에어로스페이스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
한화에어로스페이스 (012450)	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	-18.67	-13.25	
	2018/12/18	BUY(Maintain)	42,000원	6개월	-23.15	-16.55	
	2019/02/21	BUY(Maintain)	40,000원	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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%