



Outperform(Downgrade)

목표주가: 37,000원(하향)

주가(5/8): 31,050원

시가총액: 16,158억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

(02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/8)		2,168.01pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	35,200원	21,600원
등락률	-11.8%	43.8%
수익률	절대	상대
1W	-6.8%	-4.9%
1M	-1.4%	-4.9%
1Y	12.3%	26.9%

Company Data

발행주식수	52,040천주
일평균 거래량(3M)	214천주
외국인 지분율	14.5%
배당수익률(18E)	0.3%
BPS(18E)	45,359원
주요 주주	한화 33.0%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	42,155	44,532	49,748	52,088
영업이익	829	532	1,174	1,526
EBITDA	2,086	2,080	3,387	3,718
세전이익	178	535	893	1,192
순이익	-477	493	690	918
지배주주지분순이익	-482	323	400	594
EPS(원)	-913	619	870	1,158
증감률(%YoY)	적전	흑전	40.7	33.0
PER(배)	-38.9	52.5	35.7	26.8
PBR(배)	0.86	0.71	0.68	0.68
EV/EBITDA(배)	13.1	14.5	9.2	8.6
영업이익률(%)	2.0	1.2	2.4	2.9
ROE(%)	-2.1	1.4	1.7	2.5
순부채비율(%)	39.9	40.1	45.6	46.9

Price Trend



한화에어로스페이스 (012450)

사업 포트폴리오 재편을 넘어서는 질적 성장 필요



1분기 실적은 예상치를 밑돌았다. 시스템의 ICT 합병 효과와 테크윈의 체질 개선 성과가 긍정적이었지만, 이번에도 RSP 비용이 예상보다 컸고, 디펜스의 비용 요인이 부각됐다. 지난해 다각도의 사업 포트폴리오 재편 노력이 마무리됐고, 그 성과가 올해 실적 도약으로 나타나고 있다. 하지만 인위적인 변화를 넘어서는 구조적인 이익 성장이 필요한 시점이라고 판단된다.

>>> 1분기 실적 예상치 하회, 디펜스 비용 요인 부각

1분기 영업이익은 -58억원으로 시장 컨센서스(9억원)를 하회했다.

이번에도 GTF 엔진 RSP 비용이 예상보다 컸고, 디펜스의 호주형 신형 장갑차 개발 관련 비용 요인이 부각됐다.

반면에 긍정적인 성과로서 1) 에어로스페이스는 RSP 투자비를 제외하면 엔진 부품 장기공급(LTA) 사업의 수익성이 양호했고, 2) 시스템은 한화S&C 합병 효과와 더불어 ICT 부문이 고수익성을 실현했으며, 3) 테크윈은 미국 B2B 시장에서 선전하면서 전분기 일회성 비용 이슈를 딛고 재차 흑자 전환했고, 4) 파워시스템은 고유가에 따른 화학 업종 수요 증가, 중국 수요 회복 조짐에 힘입어 매출 성장세를 이어갔다.

>>> 사업 포트폴리오 재편 마무리, 구조적 이익 성장 필요

동사는 지난해를 경과하면서 한화S&C 합병, 공작기계 사업 인수, 디펜스 및 지상방산의 통합 등 M&A를 포함한 사업 포트폴리오 재편을 마무리했고, 이러한 효과가 올해 실적 도약으로 나타나고 있다.

다만, 주가는 인위적인 변화를 선반영하고 있다고 판단되며, 추가적인 재평가를 위해서는 사업부별 체질 개선 성과로서 구조적인 이익 성장이 확인돼야 할 것이다.

에어로스페이스의 After Market 매출 비중 확대, 테크윈의 네트워크 카메라 Line-up 강화 노력 및 베트남 중심의 생산지 전략 변화 등은 긍정적이다.

여기에 영업 환경 개선을 위해서는 국내외 설비투자 여건이 회복돼야 한다. 방산 사업의 하반기 매출 집중 성향을 감안하면 연간 극심한 상저하고 패턴이 불가피하다.

올해 영업이익은 1,174억원(YoY 121%)으로 전망된다.

실적 추정치 변경과 함께 목표주가를 소폭 하향 조정한다.

한화에어로스페이스 1분기 실적 요약

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	7,480	10,113	10,400	16,539	9,548	-42.3%	27.7%	9,102	4.9%
에어로스페이스	2,209	2,353	2,057	3,071	2,591	-15.6%	17.3%	2,645	-2.0%
테크윈	1,234	1,311	1,352	1,242	1,260	1.4%	2.1%	1,146	9.9%
디펜스	2,203	2,976	3,331	6,212	2,399	-61.4%	8.9%	2,386	0.5%
파워시스템	187	404	537	1,039	275	-73.5%	47.1%	295	-6.7%
정밀기계	632	838	592	518	791	52.7%	25.2%	509	55.5%
시스템	1,223	2,380	2,801	4,811	2,548	-47.0%	na	2,321	9.8%
영업이익	-335	138	180	548	-58	적전	적지	11	적전
영업이익률	-4.5%	1.4%	1.7%	3.3%	-0.6%	-3.9%p	3.9%p	0.1%	-0.7%p
세전이익	-410	365	7	573	-100	적전	적지	-96	적지
세전이익률	-5.5%	3.6%	0.1%	3.5%	-1.0%	-4.5%p	4.4%p	-1.1%	0.0%p
순이익	-409	309	-131	555	-105	적전	적지	-96	적지

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

한화에어로스페이스 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
매출액	7,480	10,113	10,400	16,539	9,548	11,769	11,872	16,559	44,532	5.6%	49,748	11.7%	52,088	4.7%
에어로스페이스	2,209	2,353	2,057	3,071	2,591	2,693	2,430	3,153	9,690	3.1%	10,867	12.2%	11,661	7.3%
테크윈	1,234	1,311	1,352	1,242	1,260	1,357	1,341	1,311	5,139	-11.5%	5,270	2.5%	5,368	1.9%
디펜스	2,203	2,976	3,331	6,212	2,399	3,093	3,449	5,583	14,722	2.1%	14,524	-1.3%	15,125	4.1%
파워시스템	187	404	537	1,039	275	540	461	724	2,167	8.6%	2,000	-7.7%	1,941	-2.9%
정밀기계	632	838	592	518	791	932	773	839	2,580	0.2%	3,335	29.3%	3,400	1.9%
시스템	1,223	2,380	2,801	4,811	2,548	3,302	3,687	5,303	11,215	33.5%	14,840	32.3%	15,683	5.7%
영업이익	-335	138	180	548	-58	266	292	674	532	-35.9%	1,174	120.8%	1,526	30.0%
에어로스페이스	-186	-227	-197	-275	-187	-187	-187	-251	-885	적전	-813	적지	-716	적지
테크윈	-35	9	94	-84	44	61	65	61	-16	적지	230	흑전	284	23.3%
디펜스	87	203	157	525	30	119	146	387	972	4.9%	683	-29.8%	786	15.1%
파워시스템	-95	-9	-12	148	-21	27	12	82	32	흑전	99	210.4%	82	-17.5%
정밀기계	23	117	39	-76	-5	74	35	57	103	82.5%	160	55.7%	174	8.7%
시스템	-91	71	130	347	118	212	258	381	457	64.3%	969	111.9%	1,059	9.4%
영업이익률	-4.5%	1.4%	1.7%	3.3%	-0.6%	2.3%	2.5%	4.1%	1.2%	-0.8%p	2.4%	1.2%p	2.9%	0.6%p
에어로스페이스	-8.4%	-9.6%	-9.6%	-9.0%	-7.2%	-6.9%	-7.7%	-8.0%	-9.1%	-9.2%p	-7.5%	1.7%p	-6.1%	1.3%p
테크윈	-2.8%	0.7%	7.0%	-6.8%	3.5%	4.5%	4.8%	4.6%	-0.3%	3.5%p	4.4%	4.7%p	5.3%	0.9%p
디펜스	3.9%	6.8%	4.7%	8.5%	1.3%	3.9%	4.2%	6.9%	6.6%	0.2%p	4.7%	-1.9%p	5.2%	0.5%p
파워시스템	-50.8%	-2.2%	-2.2%	14.2%	-7.6%	5.0%	2.5%	11.3%	1.5%	3.2%p	5.0%	3.5%p	4.2%	-0.7%p
정밀기계	3.6%	14.0%	6.6%	-14.7%	-0.6%	7.9%	4.5%	6.7%	4.0%	1.8%p	4.8%	0.8%p	5.1%	0.3%p
시스템	-7.4%	3.0%	4.6%	7.2%	4.6%	6.4%	7.0%	7.2%	4.1%	0.8%p	6.5%	2.5%p	6.8%	0.2%p

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

한화에어로스페이스 목표주가 산출 근거

(단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-Parts

영업가치	27,267	Target EV/EBITDA	6개월 Forward 실적 기준
항공, 지상방산	12,525	8.0	RSP 비용 제외, 기계 업종 평균
시큐리티	2,130	4.5	CCTV Peer 그룹 평균
산업용장비, 에너지장비	2,252	4.5	IT 업종 평균
한화디펜스	3,702	8.0	
한화시스템	6,659	8.0	지분율 53%
매도가능금융자산	2,399		
순차입금	10,575		
적정주주가치	19,091		
발행주식수	52,040		
목표주가	36,685		

자료: 키움증권

한화에어로스페이스 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	2Q19E	2019E	2020E	2Q19E	2019E	2020E	2Q19E	2019E	2020E
매출액	11,177	48,714	51,759	11,769	49,748	52,088	5.3%	2.1%	0.6%
영업이익	268	1,374	1,563	266	1,174	1,526	-1.0%	-14.5%	-2.3%
세전이익	158	920	1,194	177	893	1,192	12.1%	-2.9%	-0.2%
순이익	70	422	595	72	400	594	1.5%	-5.2%	-0.1%
EPS(원)		911	1153		870	1158		-4.4%	0.4%
영업이익률	2.4%	2.8%	3.0%	2.3%	2.4%	2.9%	-0.1%p	-0.5%p	-0.1%p
세전이익률	1.4%	1.9%	2.3%	1.5%	1.8%	2.3%	0.1%p	-0.1%p	0.0%p
순이익률	0.6%	0.9%	1.1%	0.6%	0.8%	1.1%	0.0%p	-0.1%p	0.0%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	42,155	44,532	49,748	52,088	54,797
매출원가	34,470	36,552	40,286	42,170	44,362
매출총이익	7,684	7,980	9,462	9,919	10,435
판관비	6,855	7,448	8,288	8,393	8,648
영업이익	829	532	1,174	1,526	1,787
EBITDA	2,086	2,080	3,387	3,718	3,971
영업외손익	-652	3	-281	-334	-341
이자수익	46	96	70	58	43
이자비용	350	465	457	449	441
외환관련이익	760	555	230	230	230
외환관련손실	783	556	230	230	230
종속 및 관계기업손익	77	57	57	57	57
기타	-402	316	49	0	0
법인세차감전이익	178	535	893	1,192	1,446
법인세비용	655	42	204	274	333
계속사업손익	-477	493	690	918	1,113
당기순이익	-477	493	690	918	1,113
지배주주순이익	-482	323	400	594	731
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	19.8	5.6	11.7	4.7	5.2
영업이익 증감율	-45.0	-35.8	120.7	30.0	17.1
EBITDA 증감율	-12.0	-0.3	62.8	9.8	6.8
지배주주순이익 증감율	-114.0	-167.0	23.8	48.5	23.1
EPS 증감율	적전	흑전	40.7	33.0	21.3
매출총이익율(%)	18.2	17.9	19.0	19.0	19.0
영업이익률(%)	2.0	1.2	2.4	2.9	3.3
EBITDA Margin(%)	4.9	4.7	6.8	7.1	7.2
지배주주순이익률(%)	-1.1	0.7	0.8	1.1	1.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	28,351	38,770	39,850	40,374	41,069
현금 및 현금성자산	4,614	6,367	4,538	3,676	2,620
단기금융자산	142	403	416	428	441
매출채권 및 기타채권	11,138	12,455	13,814	14,412	15,162
재고자산	8,154	13,198	14,545	15,125	15,912
기타유동자산	4,445	6,750	6,953	7,161	7,375
비유동자산	29,125	35,197	34,379	34,186	34,095
투자자산	3,959	1,318	902	999	1,096
유형자산	14,266	17,137	17,532	17,945	18,378
무형자산	9,539	14,724	13,928	13,225	12,605
기타비유동자산	1,361	2,018	2,017	2,017	2,016
자산총계	57,476	73,967	74,229	74,560	75,164
유동부채	21,406	31,441	31,705	31,810	31,993
매입채무 및 기타채무	6,465	6,254	6,617	6,822	7,105
단기금융부채	4,477	8,347	8,247	8,147	8,047
기타유동부채	10,464	16,840	16,841	16,841	16,841
비유동부채	14,261	16,168	15,968	15,768	15,568
장기금융부채	8,987	9,004	8,804	8,604	8,404
기타비유동부채	5,274	7,164	7,164	7,164	7,164
부채총계	35,666	47,609	47,673	47,578	47,561
지배지분	21,794	23,696	23,605	23,707	23,947
자본금	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
자본잉여금	1,868	3,997	3,997	3,997	3,997
기타자본	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	4,358	3,312	2,872	2,432	1,992
이익잉여금	12,911	13,731	14,079	14,622	15,301
비지배지분	16	2,661	2,951	3,275	3,657
자본총계	21,810	26,358	26,556	26,982	27,604

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-97	563	1,498	3,068	2,971
당기순이익	0	0	690	918	1,113
비현금항목의 가감	2,549	2,757	3,396	3,450	3,508
유형자산감가상각비	831	967	1,416	1,488	1,564
무형자산감가상각비	426	581	797	703	620
지분법평가손익	-77	-57	-57	-57	-57
기타	1,369	1,266	1,240	1,316	1,381
영업활동자산부채증감	-1,822	-1,208	-2,533	-1,169	-1,455
매출채권및기타채권의감소	-2,181	-671	-1,359	-598	-749
재고자산의감소	-501	-827	-1,347	-580	-787
매입채무및기타채무의증가	768	-750	364	205	283
기타	92	1,040	-191	-196	-202
기타현금흐름	-824	-986	-55	-131	-195
투자활동 현금흐름	726	-2,131	-3,129	-3,733	-3,829
유형자산의 취득	-1,416	-1,725	-1,811	-1,902	-1,997
유형자산의 처분	16	14	0	0	0
무형자산의 순취득	-819	-1,076	0	0	0
투자자산의감소(증가)	892	2,697	473	-40	-40
단기금융자산의감소(증가)	3,343	-262	-12	-12	-13
기타	-1,290	-1,779	-1,779	-1,779	-1,779
재무활동 현금흐름	1,404	3,327	-299	-351	-351
차입금의 증가(감소)	1,660	3,494	-300	-300	-300
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-250	-162	0	0	0
배당금지급	0	-5	0	-52	-52
기타	-6	0	1	1	1
기타현금흐름	7	-7	102	154	153.52
현금 및 현금성자산의 순증가	2,040	1,753	-1,829	-862	-1,056
기초현금 및 현금성자산	2,574	4,614	6,367	4,538	3,676
기말현금 및 현금성자산	4,614	6,367	4,538	3,676	2,620

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-913	619	870	1,158	1,404
BPS	41,433	45,535	45,359	45,556	46,016
CFPS	3,923	6,217	7,852	8,393	8,880
DPS	0	0	100	100	100
주당배수(배)					
PER	-38.9	52.5	35.7	26.8	22.1
PER(최고)	-58.8	60.1	40.7		
PER(최저)	-35.3	34.4	34.3		
PBR	0.86	0.71	0.68	0.68	0.67
PBR(최고)	1.30	0.82	0.78		
PBR(최저)	0.78	0.47	0.66		
PSR	0.45	0.38	0.32	0.31	0.29
PCFR	9.1	5.2	4.0	3.7	3.5
EV/EBITDA	13.1	14.5	9.2	8.6	8.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	7.5	5.6	4.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
ROA	-0.8	0.7	0.9	1.2	1.5
ROE	-2.1	1.4	1.7	2.5	3.1
ROIC	-8.5	-0.6	2.1	2.7	3.1
매출채권회전율	4.1	3.8	3.8	3.7	3.7
재고자산회전율	5.3	4.2	3.6	3.5	3.5
부채비율	163.5	180.6	179.5	176.3	172.3
순차입금비율	39.9	40.1	45.6	46.9	48.5
이자보상배율	2.4	1.1	2.6	3.4	4.1
총차입금	13,464	17,351	17,051	16,751	16,451
순차입금	8,708	10,581	12,098	12,648	13,390
NOPLAT	2,086	2,080	3,387	3,718	3,971
FCF	-5,344	-2,678	-1,225	296	108

Compliance Notice

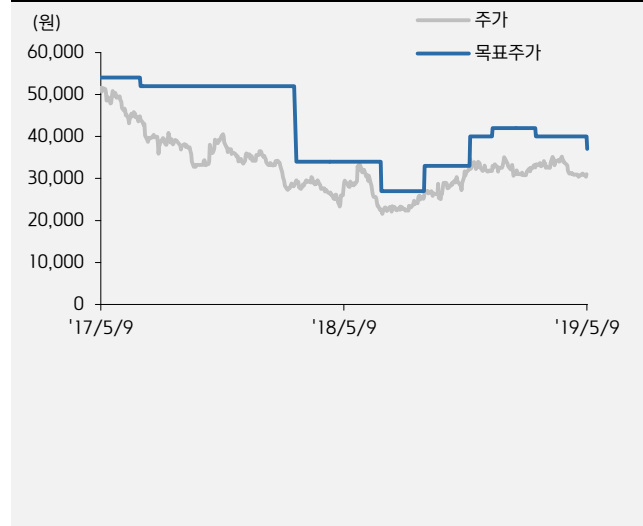
- 당사는 5월 8일 현재 '한화에어로스페이스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화에어로스페이스 (012450)	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	-18.49	-12.00
	2019/05/09	Outperform (Downgrade)	37,000원	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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%