



BUY(Maintain)

목표주가: 49,000원(상향)
주가(10/21): 40,650원
시가총액: 20,959억원

전기전자/가전

Analyst 김지산
(02) 3787-4862
jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/21)		2,064.84pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	42,850원	27,200원
등락률	-5.1%	49.4%
수익률	절대	상대
1W	-3.0%	-1.7%
1M	31.8%	41.4%
1Y	39.9%	46.1%

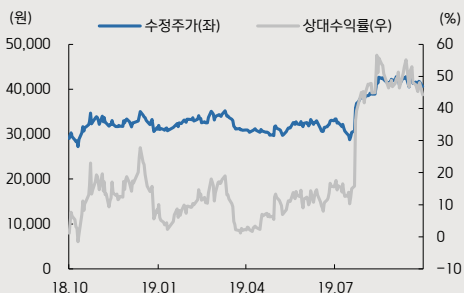
Company Data

발행주식수	51,560천주
일평균 거래량(3M)	369천주
외국인 지분율	22.9%
배당수익률(19E)	0.2%
BPS(19E)	46,900원
주요 주주	한화 33.4%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	42,155	44,532	53,703	59,805
영업이익	829	532	1,751	2,197
EBITDA	2,086	2,080	3,963	4,389
세전이익	178	535	1,565	1,919
순이익	-477	493	1,301	1,478
지배주주지분순이익	-482	323	1,001	1,178
EPS(원)	-913	619	1,651	1,881
증감률(%YoY)	적전	흑전	166.9	14.0
PER(배)	-38.9	52.5	24.6	21.6
PBR(배)	0.86	0.71	0.87	0.84
EV/EBITDA(배)	13.1	14.5	13.5	12.2
영업이익률(%)	2.0	1.2	3.3	3.7
ROE(%)	-2.1	1.4	4.2	4.8
순부채비율(%)	39.9	40.1	44.7	43.2

Price Trend



한화에어로스페이스 (012450)

수익성 개선 사이클



전 사업 부문의 체질 개선과 수주 성과들이 긍정적이다. 주력인 에어로스페이스 LTA, 디펜스 수출, 테크윈 B2B는 수주의 질이 향상됐고, 비주력인 파워시스템, 정밀기계 등 민수 사업은 원가 개선 노력이 돋보인다. 한화시스템 상장을 앞두고 있어 자회사 지분 가치도 부각될 것이다. 하반기 예고된 일회성 비용을 딛고, 내년에는 EDAC을 품은 에어로스페이스 주도로 실적 개선폭이 확대될 것이다.

>>> 하반기도 양호한 실적 예상

2분기 깜짝 실적 이후 하반기에도 에어로스페이스의 엔진부품 장기공급(LTA) 사업, 디펜스의 수출, 테크윈의 B2B가 양호한 실적을 주도할 것이다. 파워시스템, 정밀기계 등 민수 사업은 체질 개선 성과를 바탕으로 업황에 비해 안정적인 실적을 달성하고 있다. 한화시스템의 상장을 앞두고 있어 자회사 지분 가치가 부각될 것이다.

실적 추정치 상향과 함께 목표주가를 49,000원으로 제시한다.

>>> 전 사업 부문 체질 개선, 수주 성과 긍정적

3분기 영업이익은 433억원(QoQ -45%, YoY 140%)으로 시장 컨센서스(402억원)를 충족시킬 것이다.

사업 부문별 동향을 점검해 보면, 에어로스페이스는 LTA의 수주의 질이 개선되면서 원가 구조가 향상되고 있다. 내년에는 베트남 법인의 LTA 실적이 추가되고, EDAC 인수에 따른 시너지 효과가 구체화될 것이다.

디펜스는 고부가 수출이 호조를 보이고 있다. 현재는 K9 자주포 위주인데, 인도형 비호복합, 호주형 미래형장갑차(레드백) 등 대규모 프로젝트 수주 가능성이 제기되고 있고, 중장기 성장 기반이 마련될 것이다.

시스템의 방산 부문은 전술정보통신체계(TICN) 이외에 내년부터 신규 항공기용 피아식별장비(IFF) 매출이 더해져 성장세를 이어갈 것이고, ICT 부문은 금융 계열사 프로젝트들이 높은 수익성을 뒷받침하고 있다.

테크윈은 미국 CCTV 수요가 양호한 환경에서 B2B 매출의 고성장세가 지속될 것이다. 향후 신규 칩을 장착한 제품 Line-up 고도화를 통해 수익성 개선을 추구할 것이다.

이외에도 파워시스템은 국내 화학 업종과 중국 투자 수요가 예상보다 양호한 편이고, 정밀기계는 공작기계 합병 효과와 신규 장비 성과가 더해지고 있다.

하반기에 EDAC 인수 비용, 한국형헬기 소송 비용 등 일회성 비용이 예고된 상태인데, 내년에는 이러한 기저효과를 딛고 에어로스페이스 주도로 큰 폭의 실적 개선을 이룰 것이다.

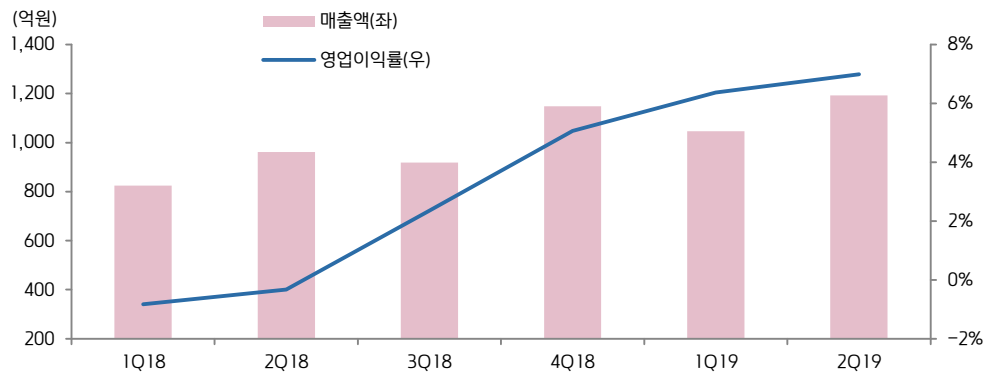
한화에어로스페이스 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
매출액	9,548	13,986	13,062	17,107	10,830	14,644	14,013	20,318	44,532	5.6%	53,703	20.6%	59,805	11.4%
에어로스페이스	2,591	3,208	2,674	3,544	3,451	4,214	3,601	4,667	9,690	3.1%	12,017	24.0%	15,932	32.6%
테크윈	1,260	1,549	1,531	1,496	1,445	1,660	1,640	1,586	5,139	-11.5%	5,836	13.6%	6,331	8.5%
디펜스	2,399	3,993	3,943	5,794	2,587	3,929	3,913	6,315	14,722	2.1%	16,129	9.6%	16,743	3.8%
파워시스템	275	463	441	737	208	404	469	855	2,167	8.6%	1,917	-11.6%	1,937	1.1%
정밀기계	791	1,235	863	938	999	1,161	870	988	2,580	0.2%	3,827	48.3%	4,019	5.0%
시스템	2,548	3,877	3,879	4,952	2,457	3,614	3,790	6,260	11,215	33.5%	15,257	36.0%	16,122	5.7%
영업이익	-58	788	433	587	127	633	432	1,005	532	-35.9%	1,751	229.2%	2,197	25.5%
에어로스페이스	-187	-121	-192	-128	-105	-54	-134	-37	-885	적전	-627	적지	-330	적지
테크윈	44	142	93	87	66	107	112	100	-16	적지	366	흑전	386	5.6%
디펜스	30	330	258	397	67	245	230	438	972	4.9%	1,015	4.4%	980	-3.4%
파워시스템	-21	34	17	63	-16	7	7	61	32	흑전	93	191.9%	60	-36.1%
정밀기계	-5	199	87	106	56	138	51	85	103	82.5%	387	275.9%	330	-14.8%
시스템	118	235	206	272	95	218	200	397	457	64.3%	831	81.9%	910	9.4%
영업이익률	-0.6%	5.6%	3.3%	3.4%	1.2%	4.3%	3.1%	4.9%	1.2%	-0.8%p	3.3%	2.1%p	3.7%	0.4%p
에어로스페이스	-7.2%	-3.8%	-7.2%	-3.6%	-3.1%	-1.3%	-3.7%	-0.8%	-9.1%	-9.2%p	-5.2%	3.9%p	-2.1%	3.1%p
테크윈	3.5%	9.2%	6.0%	5.8%	4.6%	6.5%	6.8%	6.3%	-0.3%	3.5%p	6.3%	6.6%p	6.1%	-0.2%p
디펜스	1.3%	8.3%	6.5%	6.9%	2.6%	6.2%	5.9%	6.9%	6.6%	0.2%p	6.3%	-0.3%p	5.9%	-0.4%p
파워시스템	-7.6%	7.3%	3.9%	8.6%	-7.6%	1.8%	1.4%	7.2%	1.5%	3.2%p	4.9%	3.4%p	3.1%	-1.8%p
정밀기계	-0.6%	16.1%	10.1%	11.3%	5.6%	11.9%	5.9%	8.6%	4.0%	1.8%p	10.1%	6.1%p	8.2%	-1.9%p
시스템	4.6%	6.1%	5.3%	5.5%	3.9%	6.0%	5.3%	6.3%	4.1%	0.8%p	5.4%	1.4%p	5.6%	0.2%p

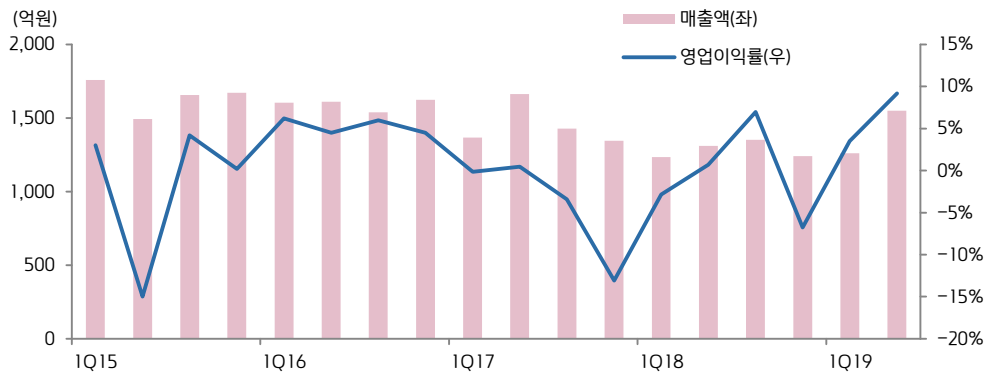
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

에어로스페이스 LTA 실적 추이



자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

테크윈 실적 추이



자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

한화시스템 IPO 개요

상장 후 시가총액	1.35~1.54조원
공모주식 수(%)	총 32,861,424주(29.8%) - 신주발행: 8,163,265주(7.4%) - 구주매출: 24,698,159주(22.4%)
주요 일정	공모가 확정: 10월 31일 납입 예정일: 11월 7일
공모자금 사용목적	시설자금: 제2 데이터센터 건립 운영자금: 신규 사업 PAV(개인형 항공기) 추진을 위한 지분 확보

자료: 한화시스템

한화시스템 투자 하이라이트 요약

1. 방산 부문	2. ICT 부문	3. 시너지 및 성장 분야
1-1. 대한민국 국방비의 견고하고 탄력적인 성장	2-1. 강력한 고객 기반의 안정적인 수요 증가	3-1. 독보적인 방산 IT 서비스 업체로 포지셔닝
1-2. 차세대 안보환경에 최적화된 제품 포트폴리오	2-2. 차세대 IT 서비스 수요 확보를 위한 역량 강화	3-2. 성장 기회 #1: Smart Surveillance
1-3. 독보적인 시장 지위 및 R&D 역량	2-3. 업계 내 최고 수준의 수익성 및 생산성	3-3. 성장 기회 #2: Cyber Security
1-4. 해외 진출과 전력 운영 분야 진출을 통한 성장동력 확보		

자료: 한화시스템

한화에어로스페이스 목표주가 산출 근거

(단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-Parts			
영업가치	33,623	Target EV/EBITDA	6개월 Forward 실적 기준
항공, 지상방산	14,583	8.5	RSP 비용 제외, 기계 업종 평균
시큐리티	2,747	4.5	CCTV Peer 그룹 평균
산업용장비, 에너지장비	3,135	4.5	IT 업종 평균
한화디펜스	7,089	8.5	
한화시스템	6,070	8.5	지분율 53%
매도가능금융자산	415		
순차입금	8,533		
적정주주가치	25,506		
발행주식수	51,560		
목표주가	49,469		

자료: 키움증권

한화에어로스페이스 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E
매출액	13,085	53,601	57,321	13,062	53,703	59,805	-0.2%	0.2%	4.3%
영업이익	432	1,664	2,072	433	1,751	2,197	0.2%	5.2%	6.1%
세전이익	355	1,436	1,720	371	1,565	1,919	4.7%	9.0%	11.6%
순이익	213	916	1,044	218	1,001	1,178	2.2%	9.2%	12.8%
EPS(원)		1,525	1,686		1,651	1,881		8.3%	11.6%
영업이익률	3.3%	3.1%	3.6%	3.3%	3.3%	3.7%	0.0%p	0.2%p	0.1%p
세전이익률	2.7%	2.7%	3.0%	2.8%	2.9%	3.2%	0.1%p	0.2%p	0.2%p
순이익률	1.6%	1.7%	1.8%	1.7%	1.9%	2.0%	0.0%p	0.2%p	0.1%p

자료: 키움증권

Compliance Notice

- 당사는 10월 21일 현재 '한화에어로스페이스 (012450)' 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.

고지사항

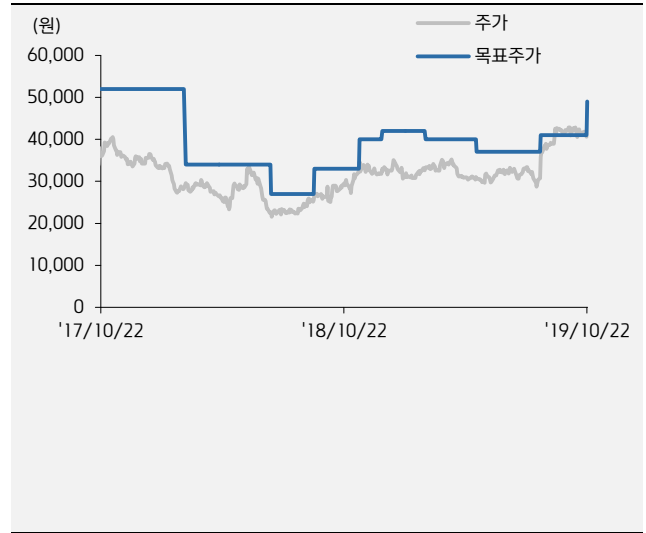
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화에어로 스페이스 (012450)	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	-14.81	-9.73
	2019/08/13	BUY(Upgrade)	41,000원	6개월	-0.49	4.51
	2019/10/22	BUY(Maintain)	49,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%