



BUY(Maintain)

목표주가: 49,000원

주가(11/11): 36,250원

시가총액: 18,691억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/11)		2,124.09pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	42,850원	28,750원
등락률	-15.4%	26.1%
수익률	절대	상대
1M	-12.2%	-15.5%
6M	18.3%	17.4%
1Y	14.9%	12.8%

Company Data

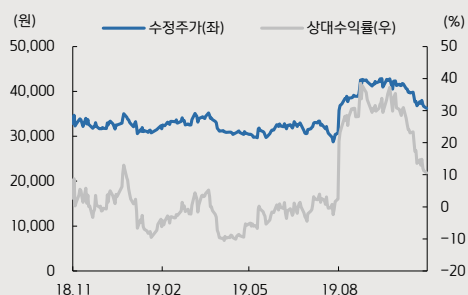
발행주식수	51,560천주
일평균 거래량(3M)	406천주
외국인 지분율	22.0%
배당수익률(19E)	0.3%
BPS(19E)	47,830원
주요 주주	한화 외 33.4%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	42,155	44,532	54,877	61,234
영업이익	829	532	1,847	2,305
EBITDA	2,086	2,080	4,059	4,496
세전이익	178	535	1,890	1,966
순이익	-477	493	1,822	1,513
지배주주지분순이익	-482	323	1,480	1,162
EPS(원)	-913	619	2,311	1,927
증감률(%YoY)	적전	흑전	273.6	-16.6
PER(배)	-38.9	52.5	15.7	18.8
PBR(배)	0.86	0.71	0.76	0.74
EV/EBITDA(배)	13.1	14.5	8.5	7.7
영업이익률(%)	2.0	1.2	3.4	3.8
ROE(%)	-2.1	1.4	6.1	4.6
순부채비율(%)	39.9	40.1	45.9	44.5

자료: 키움증권

Price Trend



실적 Review

한화에어로스페이스 (012450)

선순환 구조



2분기에 이어 3분기도 호실적을 달성했다. 디펜스의 고부가 수출이 주도했고, 에어로스페이스의 LTA 수익성 향상, 시스템의 고수익성 기초 등이 긍정적이었다. 4분기는 소송 비용 등 다수의 일회성 비용이 예고돼 있지만, 이를 제외하면 LTA 수익성 개선, 테크윈 B2B 매출 호조, 파워시스템 체질 개선, 시스템 ICT 부문 고수익성 등의 성과를 지속 확인할 수 있을 것이다. 주력 사업이 선순환 구조에 진입했다.

>>> 3분기도 호실적, 디펜스 고부가 수출이 주도

3분기 영업이익은 571억원(QoQ -28%, YoY 217%)으로 시장 컨센서스(402억원)를 2개 분기 연속 큰 폭으로 상회했다.

1) 무엇보다 디펜스의 고부가 수출 위주 수익성 개선 효과가 컸고, 인도와 폴란드향 자주포 수출이 집중됐다. 2) 에어로스페이스는 LTA 사업이 수주의 질 개선과 함께 수익성 향상 추세를 이어갔으며, 3) 상장을 목전에 둔 시스템은 ICT 합병 효과 이외에 방산 부문의 천매 프로젝트용 레이더 매출이 호조를 보이며 고수익성 기초를 유지했다.

이에 비해 테크윈은 B2B 매출의 고성장세가 지속됐지만, 중국 생산라인 이전에 따른 일회성 비용이 발생했다. 전분기에 깜짝 수익성을 달성했던 정밀기계는 중국 전자산업 수요 둔화 영향이 불가피했다.

>>> 4분기 다수 일회성 비용 예정, 주력 사업 선순환 구조 확인

4분기 영업이익은 545억원(QoQ -5%, YoY 0%)으로 한국형헬기 소송 비용, EDAC 인수 비용, 테크윈 생산라인 이전 비용, 디펜스의 호주향 장갑차 개발 비용 등 다수의 예고된 비용 요인을 제외한다면, LTA 수익성 향상, 테크윈 B2B 매출 호조, 파워시스템 체질 개선, 시스템 ICT 부문 고수익성 등의 성과를 지속 확인할 수 있을 것이다.

에어로스페이스는 초기 인수를 완료한 EDAC의 실적 기여가 본격화될 것이다. 반면, 디펜스는 전분기 대비 수출 감소로 수익성 저하가 불가피하다.

에어로스페이스는 수주잔고가 20조원으로 확대됐으며, 최근 Rolls-Royce 대상 1.1조원의 Trent 엔진 터빈 부품 공급 계약을 체결한 바 있다. After Market 매출이 확대되고 있는 점도 수익성에 긍정적이다. 내년에는 베트남 법인의 LTA 매출이 크게 확대될 예정이다.

디펜스는 사우디 및 UAE 대상 K9 자주포 수출, 인도향 비호복합 등 추가 수주 성사 여부를 주목할 필요가 있다. 내수는 K9 자주포의 단종에도 불구하고 2023년까지 계량 모델 물량이 뒷받침되며 매출을 방어할 것이다.

투자 의견 'BUY'와 목표주가 49,000원을 유지한다.

한화에어로스페이스 3분기 실적 요약

(단위: 억원)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	10,400	16,539	9,548	13,986	13,986	0.0%	34.5%	13,062	7.1%
에어로스페이스	2,057	3,071	2,591	3,208	3,212	0.1%	56.1%	2,674	20.1%
테크윈	1,352	1,242	1,260	1,549	1,492	-3.7%	10.4%	1,531	-2.5%
디펜스	3,331	6,212	2,399	3,993	3,372	-15.6%	1.2%	3,943	-14.5%
파워시스템	537	1,039	275	463	685	47.9%	27.6%	441	55.3%
정밀기계	592	518	791	1,235	723	-41.5%	22.1%	863	-16.3%
시스템	2,801	4,811	2,548	3,877	4,190	8.1%	49.6%	3,879	8.0%
영업이익	180	548	-58	788	571	-27.6%	216.6%	433	31.8%
영업이익률	1.7%	3.3%	-0.6%	5.6%	4.1%	-1.6%p	2.3%p	3.3%	0.8%p
세전이익	7	573	-100	778	766	-1.6%	10320.4%	371	106.4%
세전이익률	0.1%	3.5%	-1.1%	5.6%	5.5%	-0.1%p	5.4%p	2.8%	2.6%p
순이익	-131	555	-105	580	768	32.4%	흑전	218	252.5%

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

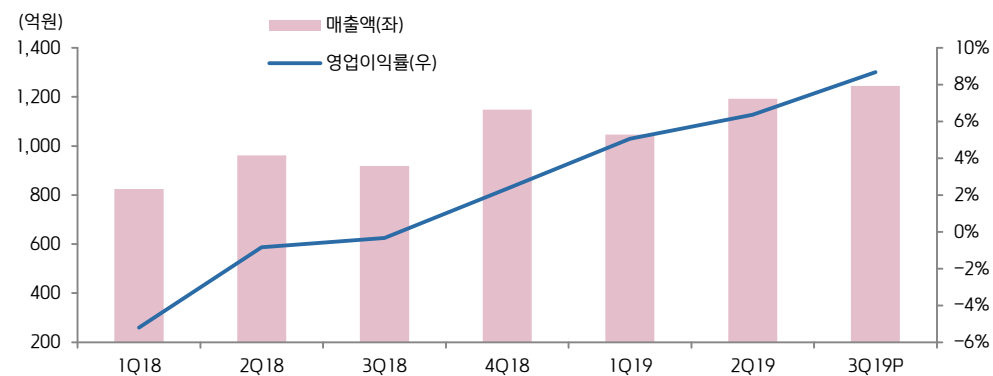
한화에어로스페이스 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
매출액	9,548	13,986	13,986	17,356	11,307	16,490	15,084	18,353	44,532	5.6%	54,877	23.2%	61,234	11.6%
에어로스페이스	2,591	3,208	3,212	4,120	3,451	4,214	4,219	4,656	9,690	3.1%	13,131	35.5%	16,540	26.0%
테크윈	1,260	1,549	1,492	1,458	1,423	1,635	1,613	1,576	5,139	-11.5%	5,759	12.1%	6,247	8.5%
디펜스	2,399	3,993	3,372	4,543	2,540	4,204	3,391	4,539	14,723	2.1%	14,307	-2.8%	14,675	2.6%
파워시스템	275	463	685	1,076	282	542	740	1,186	2,167	8.6%	2,499	15.3%	2,750	10.0%
정밀기계	791	1,235	723	785	836	1,014	872	990	2,580	0.2%	3,534	37.0%	3,713	5.1%
시스템	2,548	3,877	4,190	5,728	3,088	5,174	4,277	5,810	11,215	33.5%	16,343	45.7%	18,349	12.3%
영업이익	-58	788	571	545	124	792	499	890	532	-35.9%	1,847	247.3%	2,305	24.8%
에어로스페이스	-187	-121	-140	-246	-102	-66	-57	-15	-885	적전	-694	적지	-241	적지
테크윈	44	142	51	49	66	107	111	102	-16	적지	286	흑전	387	35.0%
디펜스	30	330	441	345	72	304	201	372	973	5.0%	1,146	17.8%	949	-17.2%
파워시스템	-21	34	-5	104	-20	12	29	88	32	흑전	112	251.2%	109	-3.1%
정밀기계	-5	199	-25	10	13	95	13	42	103	82.5%	179	73.7%	163	-9.1%
시스템	118	235	265	324	131	369	225	340	457	64.3%	942	106.2%	1,066	13.1%
영업이익률	-0.6%	5.6%	4.1%	3.1%	1.1%	4.8%	3.3%	4.8%	1.2%	-0.8%p	3.4%	2.2%p	3.8%	0.4%p
에어로스페이스	-7.2%	-3.8%	-4.4%	-6.0%	-3.0%	-1.6%	-1.4%	-0.3%	-9.1%	-9.2%p	-5.3%	3.8%p	-1.5%	3.8%p
테크윈	3.5%	9.2%	3.4%	3.4%	4.6%	6.5%	6.9%	6.5%	-0.3%	3.5%p	5.0%	5.3%p	6.2%	1.2%p
디펜스	1.3%	8.3%	13.1%	7.6%	2.9%	7.2%	5.9%	8.2%	6.6%	0.2%p	8.0%	1.4%p	6.5%	-1.5%p
파워시스템	-7.6%	7.3%	-0.7%	9.7%	-7.0%	2.2%	3.9%	7.4%	1.5%	3.2%p	4.5%	3.0%p	4.0%	-0.5%p
정밀기계	-0.6%	16.1%	-3.5%	1.3%	1.6%	9.3%	1.5%	4.2%	4.0%	1.8%p	5.1%	1.1%p	4.4%	-0.7%p
시스템	4.6%	6.1%	6.3%	5.7%	4.3%	7.1%	5.3%	5.9%	4.1%	0.8%p	5.8%	1.7%p	5.8%	0.0%p

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

에어로스페이스 LTA 실적 추이



자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

Rolls-Royce 항공기 엔진 조립 모습



자료: Rolls-Royce

한화에어로스페이스 창원 공장 모습



자료: 한화에어로스페이스

한화에어로스페이스 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	17,107	53,703	59,805	17,356	54,877	61,234	1.5%	2.2%	2.4%
영업이익	587	1,751	2,197	545	1,847	2,305	-7.1%	5.5%	4.9%
세전이익	517	1,565	1,919	447	1,890	1,966	-13.5%	20.8%	2.4%
순이익	308	1,001	1,178	237	1,480	1,162	-23.0%	47.9%	-1.4%
EPS(원)		1,651	1,881		2,311	1,927		40.0%	2.4%
영업이익률	3.4%	3.3%	3.7%	3.1%	3.4%	3.8%	-0.3%p	0.1%p	0.1%p
세전이익률	3.0%	2.9%	3.2%	2.6%	3.4%	3.2%	-0.4%p	0.5%p	0.0%p
순이익률	1.8%	1.9%	2.0%	1.4%	2.7%	1.9%	-0.4%p	0.8%p	-0.1%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	42,155	44,532	54,877	61,234	64,418
매출원가	34,470	36,552	43,971	49,197	51,756
매출총이익	7,684	7,980	10,906	12,036	12,662
판매비	6,855	7,448	9,059	9,732	10,037
영업이익	829	532	1,847	2,305	2,625
EBITDA	2,086	2,080	4,059	4,496	4,809
영업외손익	-652	3	44	-339	-342
이자수익	46	96	131	120	108
이자비용	350	465	542	516	507
외환관련이익	760	555	397	397	397
외환관련손실	783	556	397	397	397
종속 및 관계기업손익	77	57	57	57	57
기타	-402	316	398	0	0
법인세차감전이익	178	535	1,890	1,966	2,283
법인세비용	655	42	69	452	525
계속사업손익	-477	493	1,822	1,513	1,758
당기순이익	-477	493	1,822	1,513	1,758
지배주주순이익	-482	323	1,480	1,162	1,154
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	19.8	5.6	23.2	11.6	5.2
영업이익 증감률	-45.0	-35.8	247.2	24.8	13.9
EBITDA 증감률	-12.0	-0.3	95.1	10.8	7.0
지배주주순이익 증감률	-114.0	-167.0	358.2	-21.5	-0.7
EPS 증감률	적전	흑전	273.6	-16.6	16.1
매출총이익율(%)	18.2	17.9	19.9	19.7	19.7
영업이익률(%)	2.0	1.2	3.4	3.8	4.1
EBITDA Margin(%)	4.9	4.7	7.4	7.3	7.5
지배주주순이익률(%)	-1.1	0.7	2.7	1.9	1.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	28,351	38,770	40,799	42,188	43,560
현금 및 현금성자산	4,614	6,367	3,945	3,557	3,141
단기금융자산	142	403	409	422	434
매출채권 및 기타채권	11,138	12,455	14,251	14,677	15,440
재고자산	8,154	13,198	15,715	16,923	17,803
기타유동자산	4,445	6,750	6,479	6,609	6,742
비유동자산	29,125	35,197	34,892	34,699	34,608
투자자산	3,959	1,318	1,272	1,369	1,466
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	2,160	2,160	2,159
자산총계	57,476	73,967	75,691	76,887	78,169
유동부채	21,406	31,441	32,059	32,433	32,648
매입채무 및 기타채무	6,465	6,254	6,971	7,445	7,760
단기금융부채	4,477	8,347	8,245	8,145	8,045
기타유동부채	10,464	16,840	16,843	16,843	16,843
비유동부채	14,261	16,168	15,968	15,768	15,568
장기금융부채	8,987	9,004	8,796	8,596	8,396
기타비유동부채	5,274	7,164	7,172	7,172	7,172
부채총계	35,666	47,609	48,027	48,200	48,215
지배지분	21,794	23,696	24,661	25,332	25,995
자본금	2,657	2,657	2,633	2,633	2,633
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	15,160	16,271	17,373
비지배지분	16	2,661	3,003	3,355	3,959
자본총계	21,810	26,358	27,664	28,687	29,953

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-97	563	383	2,487	2,557
당기순이익	0	0	1,822	1,513	1,758
비현금항목의 가감	2,549	2,757	2,635	2,983	3,052
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	479	849	925
영업활동자산부채증감	-1,822	-1,208	-3,595	-1,161	-1,328
매출채권및기타채권의감소	-2,181	-671	-1,796	-426	-763
재고자산의감소	-501	-827	-2,517	-1,208	-880
매입채무및기타채무의증가	768	-750	718	473	315
기타	92	1,040	0	0	0
기타현금흐름	-824	-986	-479	-848	-925
투자활동 현금흐름	726	-2,131	-1,821	-1,912	-2,007
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	-40	-40	-40
단기금융자산의감소(증가)	3,343	-262	-12	-12	-13
기타	-1,290	-1,779	42	42	43
재무활동 현금흐름	1,404	3,327	-323	-351	-351
차입금의 증가(감소)	1,660	3,494	-300	-300	-300
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	-24	0	0
자기주식처분(취득)	-250	-162	0	0	0
배당금지급	0	-5	0	-51	-51
기타	-6	0	1	0	0
기타현금흐름	7	-7	-661	-613	-615
현금 및 현금성자산의 순증가	2,040	1,753	-2,423	-388	-416
기초현금 및 현금성자산	2,574	4,614	6,367	3,945	3,557
기말현금 및 현금성자산	4,614	6,367	3,945	3,557	3,141

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-913	619	2,311	1,927	2,238
BPS	41,433	45,535	47,830	49,131	50,416
CFPS	3,923	6,217	8,613	8,720	9,328
DPS	0	0	100	100	100
주당배수(배)					
PER	-38.9	52.5	15.7	18.8	16.2
PER(최고)	-58.8	60.1	19.4		
PER(최저)	-35.3	34.4	12.4		
PBR	0.86	0.71	0.76	0.74	0.72
PBR(최고)	1.30	0.82	0.94		
PBR(최저)	0.78	0.47	0.60		
PSR	0.45	0.38	0.34	0.31	0.29
PCFR	9.1	5.2	4.2	4.2	3.9
EV/EBITDA	13.1	14.5	8.5	7.7	7.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	2.8	3.4	2.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
ROA	-0.8	0.7	2.4	2.0	2.3
ROE	-2.1	1.4	6.1	4.6	4.5
ROIC	-7.5	-0.5	4.1	3.9	4.3
매출채권회전율	4.1	3.8	4.1	4.2	4.3
재고자산회전율	5.3	4.2	3.8	3.8	3.7
부채비율	163.5	180.6	173.6	168.0	161.0
순차입금비율	39.9	40.1	45.9	44.5	43.0
이자보상배율	2.4	1.1	3.4	4.5	5.2
총차입금	13,447	17,341	17,041	16,741	16,441
순차입금	8,699	10,576	12,687	12,762	12,865
NOPLAT	2,086	2,080	4,059	4,496	4,809
FCF	-5,344	-2,678	-1,414	903	881

Compliance Notice

- 당사는 11월 11일 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

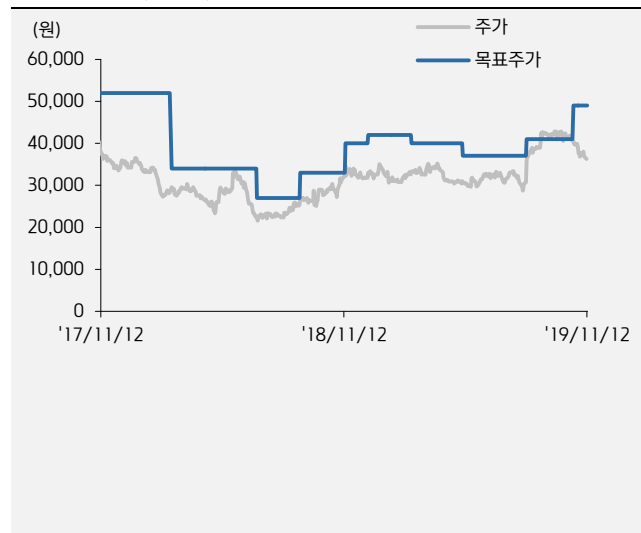
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 가격 대상 시점	과리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비
한화에어로 스페이스 (012450)	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	-22.22 -17.35
	2019/11/12	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%