



BUY(Maintain)

목표주가: 44,000원(하향)

주가(2/21): 32,300원

시가총액: 16,654억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/21)		2,162.84pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	42,850원	28,750원
등락률	-24.6%	12.3%
수익률	절대	상대
1M	-9.3%	-6.0%
6M	-17.1%	-24.7%
1Y	-3.0%	-0.1%

Company Data

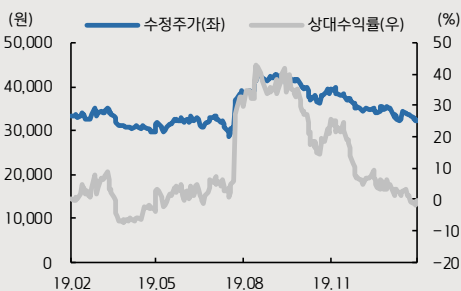
발행주식수	51,560	전주
일평균 거래량(3M)	216	전주
외국인 지분율	22.4%	
배당수익률(19E)	0.3%	
BPS(19E)	47,600원	
주요 주주	한화 외	33.4%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	42,155	44,532	52,641	59,481
영업이익	829	532	1,652	2,280
EBITDA	2,086	2,080	3,865	4,471
세전이익	178	535	1,606	1,933
순이익	-477	493	1,655	1,489
지배주주지분순이익	-482	323	1,362	1,181
EPS(원)	-913	619	2,107	1,895
증감률(%YoY)	적전	흑전	240.6	-10.0
PER(배)	-38.9	52.5	16.6	17.0
PBR(배)	0.86	0.71	0.74	0.66
EV/EBITDA(배)	13.1	14.5	8.5	7.2
영업이익률(%)	2.0	1.2	3.1	3.8
ROE(%)	-2.1	1.4	5.6	4.7
순부채비율(%)	39.9	40.1	42.9	42.7

자료: 키움증권

Price Trend



한화에어로스페이스 (012450)

올해도 2분기부터



4분기는 예고한대로 사업 부문별 일회성 비용이 집중됐다. 테크윈과 파워시스템의 선전을 주목할 필요가 있다. 올해는 비용 요인이 크게 완화된 가운데 에어로스페이스와 파워시스템의 수주의 질 개선, 테크윈의 B2B 성장, 디펜스의 수출 모멘텀을 기반으로 큰 폭의 실적 개선이 예상된다. 다만, 1분기는 계절적으로 소폭 적자 기조를 반복하고, 2분기부터 빠르게 회복될 전망이다.

>>> 4분기 일회성 비용 집중, 테크윈과 파워시스템 선전

4분기 영업이익은 351억원(QoQ -38%, YoY -36%)으로 낮아진 시장 예상치 수준이었다.

디펜스와 에어로스페이스 중심으로 일회성 비용이 집중됐다. 디펜스의 LNAD400 장갑차 개발 비용, 인도향 K9 기술료, 에어로스페이스의 한국형 헬기 소송 비용, EDAC(HAU) 인수 및 영업권 상각 비용, 테크윈의 천진공장 정리 비용 등이 해당한다.

이 외에 디펜스의 수출 감소폭이 컸고, 시스템은 TICN(전술정보통신체계) 2차 양산 완료에 따라 매출이 부진했다.

이에 반해 테크윈은 고부가인 미주 B2B 매출의 고성장 기조가 이어졌고, 파워시스템은 After Market 매출 확대, 수주의 질 개선에 따라 수익성이 대폭 향상됐다. 에어로스페이스도 LTA 및 군수 부문 수익성이 예상보다 양호했다.

>>> 2분기부터 가파른 실적 회복 기대

2020년 영업이익은 38% 증가한 2,280억원으로 추정된다.

다만, 비수기인 1분기는 소폭의 영업적자 기조를 반복하고, 2분기부터 실적 회복세가 빠르게 나타날 것이다.

1분기는 코로나19로 인해 정밀기계의 중국 매출 감소폭이 크고, 에어로스페이스는 보잉 737 Max 생산 중단과 일시적인 제품 Mix 악화 영향이 불가피할 것이다.

2분기부터 에어로스페이스는 베트남 법인 생산성 향상, HAU 실적 기여 확대 등 긍정적인 성과가 본격화되고, 디펜스는 고부가 해외 수출이 확대될 것이다. 테크윈은 생산라인 이전 비용, 영업권 상각비 등 지난해 비용 요인이 소멸되고, 파워시스템은 제품 경쟁력 향상에 따른 수익성 개선 모멘텀을 이어갈 것이다.

시스템은 방산 부문의 TICN 3차 양산 사업, ICT 부문의 보험 코어시스템 및 국방 SI 사업을 중심으로 성장할 것이다.

한화에어로스페이스 4분기 실적 요약

(단위: 억원)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	16,539	9,548	13,986	13,125	15,981	21.8%	-3.4%	17,142	-6.8%
에어로스페이스	3,071	2,591	3,208	3,212	3,647	13.5%	18.8%	4,086	-10.7%
테크윈	1,242	1,260	1,549	1,492	1,500	0.5%	20.8%	1,458	2.9%
디펜스	6,212	2,399	3,993	3,372	4,862	44.2%	-21.7%	4,484	8.4%
파워시스템	1,039	275	463	685	848	23.8%	-18.4%	1,076	-21.2%
정밀기계	518	791	1,235	723	850	17.6%	64.1%	778	9.3%
시스템	4,859	2,606	3,941	4,262	4,651	9.1%	-4.3%	5,614	-17.2%
영업이익	548	-58	788	571	351	-38.5%	-35.9%	388	-9.6%
영업이익률	3.3%	-0.6%	5.6%	4.3%	2.2%	-2.2%p	-1.1%p	2.3%	-0.1%p
세전이익	573	-100	778	766	162	-78.8%	-71.7%	319	-49.2%
세전이익률	3.5%	-1.1%	5.6%	5.8%	1.0%	-4.8%p	-2.4%p	1.9%	-0.8%p
순이익	555	-105	580	768	119	-84.5%	-78.5%	143	-16.9%

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

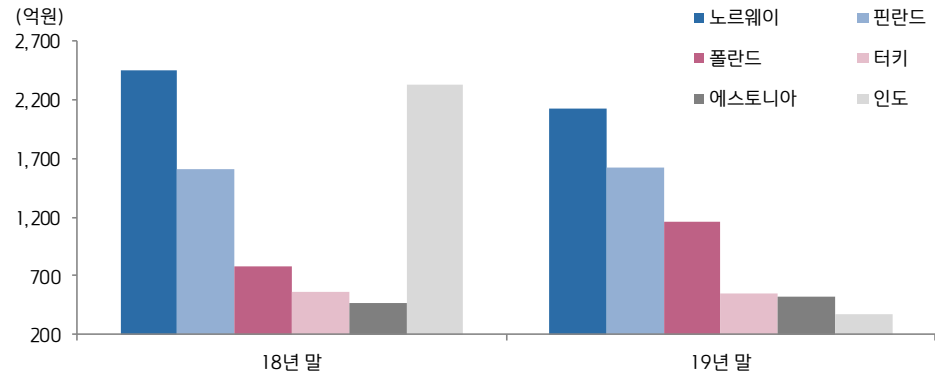
한화에어로스페이스 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	YoY	2019P	YoY	2020E	YoY
매출액	9,548	13,986	13,125	15,981	10,773	15,215	14,577	18,916	44,532	5.6%	52,641	18.2%	59,481	13.0%
에어로스페이스	2,591	3,208	3,212	3,647	3,409	4,231	4,255	5,008	9,690	3.1%	12,658	30.6%	16,902	33.5%
테크윈	1,260	1,549	1,492	1,500	1,478	1,699	1,676	1,659	5,139	-11.5%	5,801	12.9%	6,513	12.3%
디펜스	2,399	3,993	3,372	4,862	2,540	4,204	3,391	4,934	14,723	2.1%	14,626	-0.7%	15,069	3.0%
파워시스템	275	463	685	848	265	509	704	1,035	2,167	8.6%	2,271	4.8%	2,512	10.6%
정밀기계	791	1,235	723	850	693	910	782	913	2,580	0.2%	3,599	39.5%	3,298	-8.4%
시스템	2,606	3,941	4,262	4,651	2,748	4,008	4,298	5,827	11,290	34.4%	15,460	36.9%	16,882	9.2%
영업이익	-58	788	571	351	-23	644	545	1,113	532	-35.9%	1,652	210.7%	2,280	38.0%
에어로스페이스	-187	-121	-140	-114	-120	-68	-56	39	-885	적전	-562	적지	-205	적지
테크윈	44	142	51	58	80	131	137	134	-16	적지	295	흑전	482	63.5%
디펜스	30	330	441	128	37	287	194	442	973	5.0%	929	-4.5%	960	3.3%
파워시스템	-21	34	-5	123	-15	26	45	115	32	흑전	131	309.4%	170	29.9%
정밀기계	-5	199	-25	-29	-84	56	18	79	103	82.5%	140	35.9%	70	-50.3%
시스템	117	235	266	240	116	241	231	346	450	61.8%	858	90.7%	934	8.8%
영업이익률	-0.6%	5.6%	4.3%	2.2%	-0.2%	4.2%	3.7%	5.9%	1.2%	-0.8%p	3.1%	1.9%p	3.8%	0.7%p
에어로스페이스	-7.2%	-3.8%	-4.4%	-3.1%	-3.5%	-1.6%	-1.3%	0.8%	-9.1%	-9.2%p	-4.4%	4.7%p	-1.2%	3.2%p
테크윈	3.5%	9.2%	3.4%	3.9%	5.4%	7.7%	8.2%	8.1%	-0.3%	3.5%p	5.1%	5.4%p	7.4%	2.3%p
디펜스	1.3%	8.3%	13.1%	2.6%	1.4%	6.8%	5.7%	9.0%	6.6%	0.2%p	6.4%	-0.3%p	6.4%	0.0%p
파워시스템	-7.6%	7.3%	-0.7%	14.5%	-5.7%	5.0%	6.4%	11.1%	1.5%	3.2%p	5.8%	4.3%p	6.8%	1.0%p
정밀기계	-0.6%	16.1%	-3.5%	-3.4%	-12.1%	6.2%	2.3%	8.7%	4.0%	1.8%p	3.9%	-0.1%p	2.1%	-1.8%p
시스템	4.5%	6.0%	6.2%	5.2%	4.2%	6.0%	5.4%	5.9%	4.0%	0.7%p	5.5%	1.6%p	5.5%	0.0%p

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

디펜스 K9 수주잔고 변화



자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

한화에어로스페이스 목표주가 산출 근거

(단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-Parts

영역	가치	기준	비율	근거
영업가치	34,012	Target EV/EBITDA	6개월 Forward 실적 기준	
항공	11,744	8.5	RSP 비용 제외, 기계 업종 평균	
시큐리티	3,284	4.5	CCTV Peer 그룹 평균	
산업용장비, 에너지장비	2,033	4.5	IT 업종 평균	
디펜스	12,842	8.5		
시스템	4,108			최근 1개월 시장가치 대비 20% 할인
매도가능금융자산	443			
순차입금	12,197			
적정주주가치	22,257			
발행주식수	50,630			
목표주가	43,960			

자료: 키움증권

한화에어로스페이스 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q20E	2019E	2020E	1Q20E	2019P	2020E	1Q20E	2019P	2020E
매출액	11,357	53,802	61,107	10,773	52,641	59,481	-5.1%	-2.2%	-2.7%
영업이익	123	1,689	2,327	-23	1,652	2,280	적전	-2.2%	-2.0%
세전이익	16	1,763	1,974	-130	1,606	1,933	적전	-8.9%	-2.1%
순이익	-31	1,386	1,169	-138	1,362	1,181	적지	-1.7%	1.0%
EPS(원)		2,143	1,876		2,107	1,895		-1.7%	1.0%
영업이익률	1.1%	3.1%	3.8%	-0.2%	3.1%	3.8%	-1.3%p	0.0%p	0.0%p
세전이익률	0.1%	3.3%	3.2%	-1.2%	3.1%	3.3%	-1.4%p	-0.2%p	0.0%p
순이익률	-0.3%	2.6%	1.9%	-1.3%	2.6%	2.0%	-1.0%p	0.0%p	0.1%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	42,155	44,532	52,641	59,481	62,574
매출원가	34,470	36,552	42,266	47,726	50,208
매출총이익	7,684	7,980	10,375	11,755	12,366
판매비	6,855	7,448	8,723	9,475	9,771
영업이익	829	532	1,652	2,280	2,595
EBITDA	2,086	2,080	3,865	4,471	4,779
영업외손익	-652	3	-47	-346	-349
이자수익	46	96	158	138	126
이자비용	350	465	568	541	531
외환관련이익	760	555	650	650	650
외환관련손실	783	556	581	650	650
종속 및 관계기업손익	77	57	57	57	57
기타	-402	316	237	0	-1
법인세차감전이익	178	535	1,606	1,933	2,246
법인세비용	655	42	-49	445	517
계속사업손익	-477	493	1,655	1,489	1,730
당기순이익	-477	493	1,655	1,489	1,730
지배주주순이익	-482	323	1,362	1,181	1,135
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	19.8	5.6	18.2	13.0	5.2
영업이익 증감율	-45.0	-35.8	210.5	38.0	13.8
EBITDA 증감율	-12.0	-0.3	85.8	15.7	6.9
지배주주순이익 증감율	-114.0	-167.0	321.7	-13.3	-3.9
EPS 증감율	적전	흑전	240.6	-10.0	16.2
매출총이익율(%)	18.2	17.9	19.7	19.8	19.8
영업이익률(%)	2.0	1.2	3.1	3.8	4.1
EBITDA Margin(%)	4.9	4.7	7.3	7.5	7.6
지배주주순이익률(%)	-1.1	0.7	2.6	2.0	1.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	28,351	38,770	40,477	41,876	43,213
현금 및 현금성자산	4,614	6,367	4,844	4,149	3,746
단기금융자산	142	403	409	422	434
매출채권 및 기타채권	11,138	12,455	13,670	14,257	14,998
재고자산	8,154	13,198	15,075	16,439	17,294
기타유동자산	4,445	6,750	6,479	6,609	6,741
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	75,370	76,575	77,822
유동부채	21,406	31,441	31,905	32,313	32,522
매입채무 및 기타채무	6,465	6,254	6,817	7,325	7,634
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	47,873	48,081	48,090
지배지분	21,794	23,696	24,543	25,232	25,876
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	15,041	16,170	17,254
비지배지분	16	2,661	2,954	3,262	3,856
자본총계	21,810	26,358	27,497	28,494	29,732

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-97	563	1,282	2,181	2,570
당기순이익	0	0	1,655	1,489	1,730
비현금항목의 가감	2,549	2,757	2,516	2,982	3,050
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	360	848	923
영업활동자산부채증감	-1,822	-1,208	-2,529	-1,442	-1,287
매출채권및기타채권의감소	-2,181	-671	-1,215	-587	-741
재고자산의감소	-501	-827	-1,877	-1,364	-855
매입채무및기타채무의증가	768	-750	564	508	309
기타	92	1,040	-1	1	0
기타현금흐름	-824	-986	-360	-848	-923
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	-52	-52
기타	-6	0	1	1	1
기타현금흐름	7	-7	-662	-613	-615.16
현금 및 현금성자산의 순증가	2,040	1,753	-1,524	-694	-403
기초현금 및 현금성자산	2,574	4,614	6,367	4,844	4,149
기말현금 및 현금성자산	4,614	6,367	4,844	4,149	3,746

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-913	619	2,107	1,895	2,202
BPS	41,433	45,535	47,600	48,937	50,185
CFPS	3,923	6,217	8,090	8,671	9,269
DPS	0	0	100	100	100
주가배수(배)					
PER	-38.9	52.5	16.6	17.0	14.7
PER(최고)	-58.8	60.1	21.3		
PER(최저)	-35.3	34.4	13.6		
PBR	0.86	0.71	0.74	0.66	0.64
PBR(최고)	1.30	0.82	0.94		
PBR(최저)	0.78	0.47	0.60		
PSR	0.45	0.38	0.34	0.28	0.27
PCFR	9.1	5.2	4.3	3.7	3.5
EV/EBITDA	13.1	14.5	8.5	7.2	6.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	3.1	3.5	3.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
ROA	-0.8	0.7	2.2	2.0	2.2
ROE	-2.1	1.4	5.6	4.7	4.4
ROIC	-7.5	-0.5	3.9	3.9	4.4
매출채권회전율	4.1	3.8	4.0	4.3	4.3
재고자산회전율	5.3	4.2	3.7	3.8	3.7
부채비율	163.5	180.6	174.1	168.7	161.7
순차입금비율	39.9	40.1	42.9	42.7	41.2
이자보상배율	2.4	1.1	2.9	4.2	4.9
총차입금	13,447	17,341	17,041	16,741	16,441
순차입금	8,699	10,576	11,788	12,170	12,261
NOPLAT	2,086	2,080	3,865	4,471	4,779
FCF	-5,344	-2,678	-475	603	898

Compliance Notice

- 당사는 2월 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

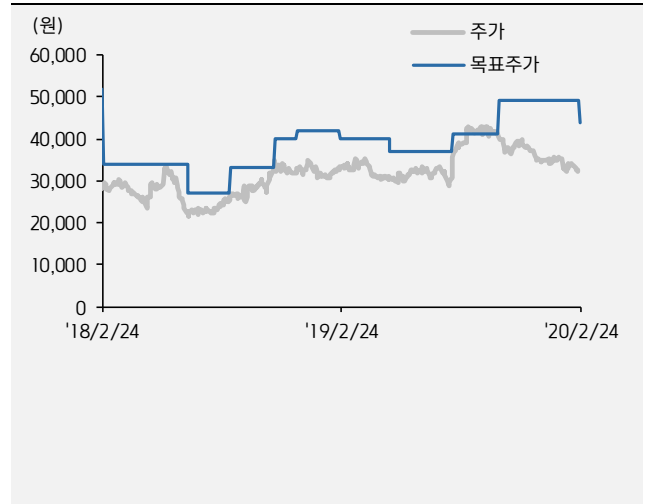
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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
한화에어로스페이스 (012450)	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	-24.73	-17.35
	2020-01-22	BUY(Maintain)	49,000원	6개월	-26.44	-17.35
	2020-02-24	BUY(Maintain)	44,000원	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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%