

한화에어로스페이스

BUY(유지)

012450 기업분석 | 기계

목표주가(하향)	46,000원	현재주가(02/21)	32,300원	Up/Downside	+42.4%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 02. 24

체질 강화 중!

News

4Q19실적은 예견된 일회성 비용 반영으로 영업이익률 2.2%를 나타내며 컨센서스에 근접: 동사는 4Q19연결실적으로 매출액 1조5,981억원(-3.4%YoY, +21.8%QoQ)에 영업이익률 2.2%를 공시하였다. 4Q19실적는 한국형 헬기 개발사업 소송비용 170억원, EDAC 인수에 따른 PMI 비용 89억원, 한화테크윈의 중국 천진 공장 철수관련 34억원, 한화디펜스의 K9 인도 현지생산에 따른 기술료 40억원 지급 등의 일회성 요인들이 반영되면서 YoY 및 QoQ 기준 수익성이 둔화되었다.

Comment

20년은 모회사 및 대부분의 자회사들이 매출 성장과 함께 수익성도 2분기 이후부터 개선될 전망: 19년은 연결기준 매출액이 전년대비 18.2% 성장하면서, 다양한 일회성 요인들이 발생하였음에도 수익성 개선까지 끌어냈다. 20년에도 M&A한 미국 HAU의 매출 인식이 더해지고, 방산과 민수 분야에서 펀더멘털 개선 추세를 이어갈 것으로 판단한다. 1Q20은 매출 구성의 악화와 마케팅 비용 증대 등으로 올해 분기별 중에 가장 낮은 실적이 예상되나 2Q20부터는 개선세가 뚜렷할 전망이다.

Action

방산과 민수 모두 개선스토리 이어질 전망, BUY! 동사는 뚜렷한 분기별 실적 계절성을 보이나, 기조적인 개선 추세를 중기적으로 이어갈 전망이다. 최근 주가 하락으로 목표주가와의 괴리도가 높은 점을 반영하여, 새롭게 과거 3년간 하단 평균 P/B 0.9배를 12개월 Forward BPS 51,549원에 적용하여 목표주가를 46,000원으로 하향한다. 그러나 유의미한 방산 수출 수주 소식이 들려올 경우 동사의 기업 가치는 제고될 전망이다. 큰 틀에서 성장을 지속하며, 민수사업에서도 수익성 개선스토리가 20년에 한층 뚜렷할 것으로 판단한다. 돋보이는 성장성을 확인하면서 비중확대전락을 권고한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data													
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	28,750/42,850원												
매출액	4,215	4,453	5,264	5,740	5,913	KOSDAQ /KOSPI	668/2,163pt												
(증가율)	19.8	5.6	18.2	9.0	3.0	시가총액	16,654억원												
영업이익	83	53	165	232	284	60일-평균거래량	215,765												
(증가율)	-45.0	-35.9	210.8	40.6	22.4	외국인지분율	22.4%												
지배주주순이익	-48	32	136	126	160	60일-외국인지분율변동추이	+0.6%p												
EPS	-913	619	2,635	2,442	3,111	주요주주	한화 외 2인 33.4%												
PER (H/L)	NA/NA	60.1/34.4	13.3	13.2	10.4	(천원)													
PBR (H/L)	1.3/0.8	0.8/0.5	0.7	0.6	0.6	주가상승률	<table border="1"> <tr> <td></td> <td>1M</td> <td>3M</td> <td>12M</td> </tr> <tr> <td>절대기준</td> <td>-9.3</td> <td>-16.0</td> <td>-3.0</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>-6.0</td> <td>-18.6</td> <td>-0.1</td> </tr> </table>		1M	3M	12M	절대기준	-9.3	-16.0	-3.0	상대기준	-6.0	-18.6	-0.1
	1M	3M	12M																
절대기준	-9.3	-16.0	-3.0																
상대기준	-6.0	-18.6	-0.1																
EV/EBITDA (H/L)	17.7/12.4	15.6/11.8	8.2	6.9	5.9														
영업이익률	2.0	1.2	3.1	4.0	4.8														
ROE	-2.1	1.4	5.6	4.9	5.9														

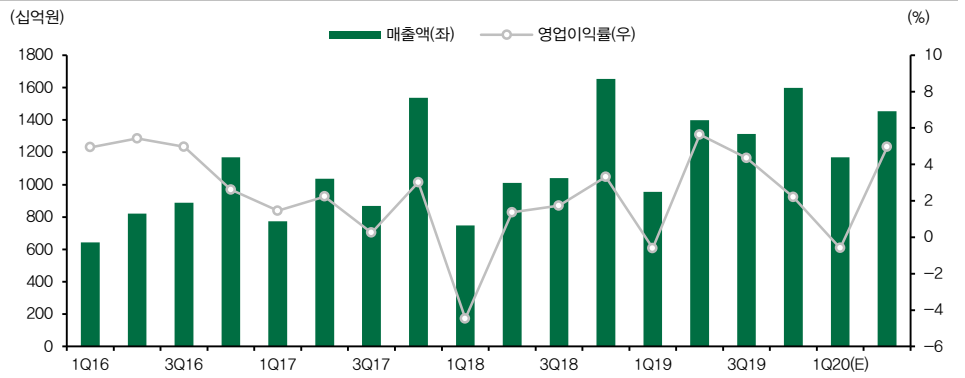
도표 1. 한화에어로스페이스 연결기준 4Q19실적 Review

(단위: 십억원, %, %pt)

	4Q19P	3Q19	%QoQ	4Q18	%YoY	DB 추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	1,598	1,313	21.8	1,654	-3.4	1,436	11.3	1,690	-5.4
영업이익	35	57	-38.5	55	-35.9	31	13.2	38	-8.5
세전이익	16	77	-78.9	57	-71.7	29	-44.1	24	-33.4
당기순이익	19	86	-78.0	70	-73.0	22	-14.1	22	-14.1
영업이익률	2.2	4.3	-2.2	3.3	-1.1	2.2	0.0	2.3	-0.1
세전이익률	1.0	5.8	-4.8	3.5	-2.4	2.0	-1.0	1.4	-0.4
당기순이익률	1.2	6.6	-5.4	4.2	-3.1	1.5	-0.3	1.3	-0.1

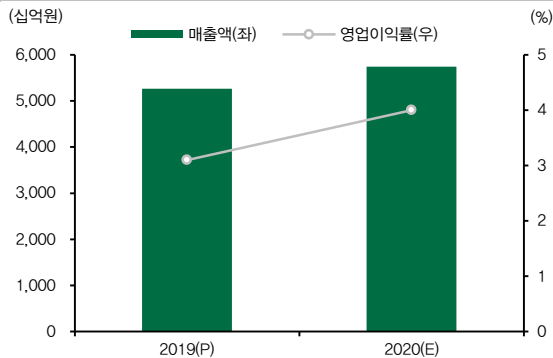
자료: 한화에어로스페이스, DB금융투자

도표 2. 한화에어로스페이스 연결기준 분기별 매출액 및 영업이익률



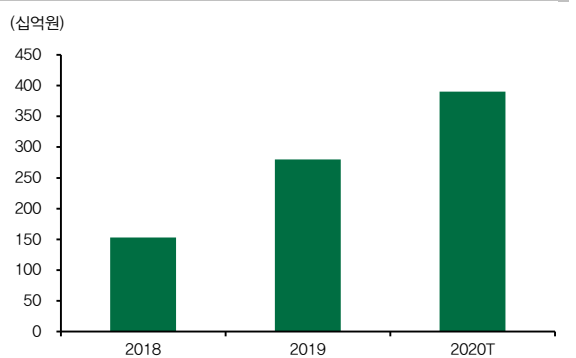
자료: 한화에어로스페이스, DB금융투자

도표 2. 한화에어로스페이스 연결기준 실적 추정



자료: 한화에어로스페이스, DB금융투자

도표 3. K9 해외 수출 매출 추이



자료: 한화에어로스페이스, DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	2,835	3,877	4,447	4,376	4,391
현금및현금성자산	461	637	852	594	690
매출채권및기타채권	1,114	1,245	1,237	1,403	1,383
재고자산	815	1,320	1,504	1,511	1,408
비유동자산	2,912	3,520	3,933	4,094	4,232
유형자산	1,427	1,714	1,709	1,692	1,667
무형자산	954	1,472	1,803	1,981	2,144
투자자산	396	132	171	171	171
자산총계	5,748	7,397	8,380	8,470	8,622
유동부채	2,141	3,144	3,388	3,377	3,441
매입채무및기타채무	647	625	708	717	732
단기차입금및단기차채	323	304	249	249	249
유동성장기부채	123	530	490	470	450
비유동부채	1,426	1,617	2,194	2,144	2,044
사채및장기차입금	899	900	1,393	1,343	1,243
부채총계	3,567	4,761	5,581	5,521	5,485
자본금	266	266	263	266	266
자본잉여금	187	400	400	400	400
이익잉여금	1,291	1,373	1,509	1,635	1,795
비지배주주지분	2	266	295	317	346
자본총계	2,181	2,636	2,798	2,949	3,137

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	4,215	4,453	5,264	5,740	5,913
매출원가	3,447	3,655	4,257	4,585	4,676
매출총이익	768	798	1,007	1,156	1,236
판매비	696	745	842	923	952
영업이익	83	53	165	232	284
EBITDA	209	208	412	495	550
영업외손익	-65	1	-6	-37	-36
금융손익	-17	-33	-50	-51	-50
투자손익	8	6	6	0	0
기타영업외손익	-56	28	38	14	14
세전이익	18	53	160	195	248
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-48	49	165	148	189
지배주주지분순이익	-48	32	136	126	166
비지배주주지분순이익	0	17	29	22	28
총포괄이익	-133	47	165	148	189
증감률(%YoY)					
매출액	19.8	5.6	18.2	9.0	3.0
영업이익	-45.0	-35.9	210.8	40.6	22.4
EPS	적전	흑전	326.0	-7.3	27.4

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	-10	56	492	284	670
당기순이익	-48	49	165	148	189
현금유출이없는비용및수익	255	276	281	361	375
유형및무형자산상각비	126	155	247	263	265
영업관련자산부채변동	-182	-121	42	-179	166
매출채권및기타채권의감소	-218	-67	9	-166	20
재고자산의감소	-50	-83	-184	-7	103
매입채무및기타채무의증가	77	-75	83	9	14
투자활동현금흐름	73	-213	-12	-407	-390
CAPEX	-142	-172	-184	-171	-150
투자자산의순증	89	270	-33	0	0
재무활동현금흐름	140	333	369	-134	-183
사채및차입금의 증가	160	389	432	-70	-120
자본금및자본잉여금의증가	-2	213	-2	2	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	-1	-635	0	0
현금의증가	204	175	215	-257	96
기초현금	257	461	637	852	594
기말현금	461	637	852	594	690

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당자료(원)					
EPS	-913	619	2,635	2,442	3,111
BPS	41,433	45,535	48,998	51,031	54,142
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	NA	52.5	13.3	13.2	10.4
P/B	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	13.1	14.5	8.2	6.9	5.9
수익성(%)					
영업이익률	2.0	1.2	3.1	4.0	4.8
EBITDA마진	4.9	4.7	7.8	8.6	9.3
순이익률	-1.1	1.1	3.1	2.6	3.2
ROE	-2.1	1.4	5.6	4.9	5.9
ROA	-0.8	0.7	2.1	1.8	2.2
ROIC	-7.4	1.4	3.9	3.8	4.5
안정성및기타					
부채비율(%)	163.5	180.6	199.5	187.2	174.8
이자보상배율(배)	2.4	1.1	2.7	3.5	4.5
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한화에어로스페이스, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

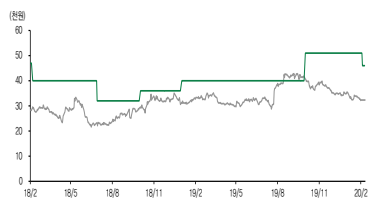
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한화에어로스페이스 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/01/22	Buy	47,000	-34.6	-27.2					
18/02/26	Buy	40,000	-31.3	-16.4					
18/07/18	Buy	32,000	-21.2	-9.2					
18/10/22	Buy	36,000	-10.9	-2.6					
19/01/21	Buy	40,000	-14.7	7.1					
19/10/21	Buy	51,000	-29.2	-20.6					
20/02/24	Buy	46,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경