한화에어로스페이스 (012450)

이동헌
dongheon.lee@daishin.com

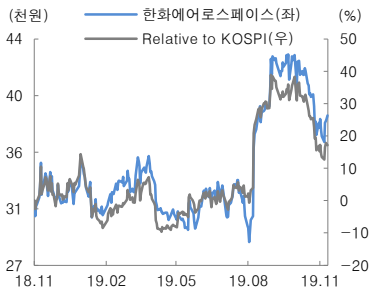
투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	53,000 유지
현재주가 (19.11.15)	38,250

기계업종

4차 산업혁명/안전등급	Neutral Green

KOSPI	2162.18
시가총액	1,972십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	263십억원
52주 최고/최저	42,850원 / 28,750원
120일 평균거래대금	108억원
외국인지분율	22.07%
주요주주	한화 외 2 인 33.35% 국민연금공단 13.23%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.4	3.8	26.0	18.4
상대수익률	-11.4	-6.9	22.0	14.4



내년 실적 폭발, 대규모 수주는 덤

11/12~14 3Q19 실적발표 NDR 진행

- 3Q19 실적 코멘트는 Review 자료 참고(11/12 연이은 서프라이즈, 더 기대되는 내년)

3Q19 실적 요약

- 3Q19 연결 실적은 매출액 1조 3,125억원(+26.2% yoy) 영업이익 571억원(+217.2% yoy) 영업이익률 4.4%(+2.7%p yoy)으로 2분기 연속 어닝 서프라이즈

NDR 후기

- 연속 서프라이즈 요인은 디펜스 K-9 수출 증가와 항공엔진 LTA 마진 개선이 주요. 사업부(연결 법인)가 많은 동사의 특성상 사업별 현황 및 전망 업데이트가 주를 이룸
- 올해 충당금 반영이 지속되나 그럼에도 사업부별 턴어라운드 구간 진입으로 실적 개선
- 충당금에 따른 4Q19 실적 전망과 내년 사업 계획, 시스템 상장에 따른 영향 등을 질문

주요 업데이트: 내년 실적 폭발, 대규모 수주는 덤

- 4Q19 실적은 매출액 1조 7,147억원(+1.5% yoy) 영업이익 503억원(-8.2% yoy) 전망. 매출액은 항공엔진에서 LTA 증가(+19.1% yoy), EDAC 반영(580억 예상), 디펜스 일시적 감소(-34.2% yoy), 시스템 성장(+10.8% yoy), 테크윈 성장(+24.5% yoy) 전망. 영업이익에서는 항공엔진 EDAC 20억원, PMI -70억, RSP -220억원, 소송비용 -170억원 / 디펜스 랜드400 개발비 -97억원 / 테크윈 중국철수비용 -60억원 반영. 총 일회성 -397억원. 제외 시 영업이익은 900억원(+64.4% yoy) 영업이익률 5.2%(+2.0%p yoy)
- 2020년 실적은 매출액 6조 3,794억원(+18.6% yoy) 영업이익 2,708억원(+50.1% yoy) 전망. 내년 영업이익 추정은 전년비 +903억원. 올해 반영된 일회성 손익 기저효과 310억원(EDAC PMI 100억원, 소송비용 170억원, 테크윈 중국철수비용 -90억원, 테크윈 일회성이익 +50억원,). 랜드400 개발비는 올해 -167억원에서 내년 -200억원으로 증가 전망. 일회성 제외 사업부별 실적 개선은 593억원. 전년비 영업이익 추정은 항공엔진 +306억원(기존 +206억원, EDAC +100억원), 디펜스 +156억원(랜드400 개발비 증가 -33억원 감안), 시스템 +206억원, 테크윈 +22억원 증익 전망
- 디펜스, 인도 비호복합(3조원 내외, 연말 MOU, 내년 상반기 계약 전망), 호주 랜드400(5조원 내외, 내년 우선협상대상자), 사우디 비호복합(4~5천억, 내년, 일부 선반영), UAE K-9(5~6천억, 연말). 항공엔진 추가 수주 및 시스템 수주 등 대규모 수주는 덤. 기계주 TOP-PICK

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	4,215	4,453	5,381	6,379	6,667
영업이익	83	53	180	271	314
세전순이익	18	53	184	260	332
총당기순이익	-48	49	177	197	252
지배지분순이익	-48	32	146	157	197
EPS	-913	619	2,825	3,054	3,812
PER	NA	52.5	13.5	12.5	10.0
BPS	41,262	45,337	48,890	52,459	56,626
PBR	0.9	0.7	0.8	0.7	0.7
ROE	-2.1	1.4	6.0	6.0	7.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

한화에어로스페이스 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	4,278	4,551	5,381	6,379	955	1,399	1,313	1,715	1,226	1,637	1,584	1,933
yoy(%)	*-2.8*	*6.4*	*18.2*	*18.6*	*24.5*	*36.3*	*23.1*	*1.5*	*28.4*	*17.0*	*20.7*	*12.7*
항공엔진	943	971	1,336	1,674	258	320	321	437	388	425	411	450
yoy(%)	*-10.3*	*3.0*	*37.6*	*25.3*	*16.9*	*35.9*	*56.1*	*42.2*	*50.2*	*32.9*	*28.0*	*3.1*
LTA	481	385	485	566	105	119	125	137	129	139	144	153
GTF RSP	-	50	70	87	10	18	18	24	15	22	21	28
기타	462	534	725	782	144	184	179	218	184	204	186	208
EDAC	-	-	58	240	-	-	-	58	60	60	60	60
디펜스	1,443	1,472	1,385	1,593	240	399	337	409	261	416	388	528
yoy(%)	*-2.8*	*2.0*	*-5.9*	*15.0*	*8.9*	*34.1*	*1.2*	*-34.2*	*8.7*	*4.2*	*15.0*	*29.2*
내수	-	1,279	1,006	1,113	203	280	199	324	199	272	224	418
수출	-	193	380	480	37	119	139	85	62	144	164	110
시스템	859	1,122	1,594	1,889	255	388	419	533	333	458	493	605
yoy(%)	*-0.2*	*30.7*	*42.1*	*18.5*	*108.3*	*62.9*	*49.1*	*10.8*	*30.6*	*18.1*	*17.7*	*13.5*
기존	-	947	1,153	1,388	160	280	300	413	223	336	359	470
ICT	-	174	441	501	95	107	119	120	110	122	134	135
테크윈	581	514	585	611	126	155	149	155	133	161	156	161
yoy(%)	*-8.9*	*-11.5*	*13.8*	*4.4*	*2.1*	*18.2*	*10.4*	*24.5*	*5.2*	*4.2*	*4.4*	*4.2*
미국	-	204	258	278	50	66	71	71	55	71	76	76
이외	-	310	327	333	76	89	78	83	77	90	80	85
파워시스템	199	216	248	255	27	46	69	106	32	51	62	111
yoy(%)	*1.1*	*8.5*	*15.0*	*2.7*	*52.2*	*14.6*	*28.0*	*2.2*	*16.6*	*9.7*	*-10.0*	*4.2*
수출	133	157	153	159	20	26	32	75	21	27	33	77
내수	66	59	84	96	8	21	25	31	11	24	28	34
정밀기계	253	255	349	357	78	124	72	75	80	126	74	77
yoy(%)	*49.6*	*0.6*	*36.9*	*2.3*	*26.1*	*47.4*	*24.7*	*45.2*	*2.6*	*1.6*	*2.8*	*2.7*
중국	-	143	138	142	40	49	28	21	41	50	29	22
이외	-	113	211	215	39	75	44	54	40	76	45	55
(공작기계)	-	-	82	90	21	23	16	23	23	25	18	25
(로봇)	-	3	4	5	1	1	1	1	1	2	1	1
매출원가	3,447	3,655	4,311	5,114	769	1,111	1,032	1,400	994	1,310	1,234	1,576
원가율(%)	*80.6*	*80.3*	*80.1*	*80.2*	*80.5*	*79.4*	*78.6*	*81.6*	*81.0*	*80.0*	*77.9*	*81.5*
매출총이익	768	798	1,069	1,266	186	287	281	315	232	327	349	357
gpm(%)	*18.0*	*17.5*	*19.9*	*19.8*	*19.5*	*20.6*	*21.4*	*18.4*	*19.0*	*20.0*	*22.1*	*18.5*
영업이익	83	53	180	271	-6	79	57	50	9	88	95	79
yoy(%)	*-45.0*	*-35.9*	*239.4*	*50.1*	*-82.8*	*469.9*	*216.6*	*-8.2*	*-263.1*	*11.3*	*66.2*	*56.7*
opm(%)	*1.9*	*1.2*	*3.4*	*4.2*	*-0.6*	*5.6*	*4.4*	*2.9*	*0.8*	*5.4*	*6.0*	*4.1*
항공엔진	-18	-98	-75	-44	-19	-12	-14	-30	-13	-9	-10	-14
RSP 비용	-48	-102	-98	-95	-23	-26	-26	-22	-21	-26	-26	-23
RSP 제외	30	3	23	51	4	14	12	-8	8	17	16	9
LTA	-	-3	37	48	5	8	11	13	11	12	12	13
LTA 외	-	16	-14	3	-1	7	1	-21	-3	5	4	-4
EDAC	-	-	-6	10	-	-	-	-6	3	3	3	3
RSP 제외(opm,%)	*3.2*	*0.3*	*1.7*	*3.0*	*1.7*	*4.5*	*3.8*	*-1.8*	*2.1*	*4.1*	*3.9*	*2.0*
LTA(opm, %)	*0.0*	*-0.7*	*7.6*	*8.5*	*5.1*	*6.4*	*8.7*	*9.5*	*8.5*	*8.5*	*8.5*	*8.5*
디펜스	-	97	105	121	3	33	44	25	3	34	51	32
opm(%)	*-*	*6.6*	*7.6*	*7.6*	*1.3*	*8.3*	*13.1*	*6.1*	*1.3*	*8.3*	*13.1*	*6.1*
시스템	-	46	104	124	12	24	27	42	15	25	33	52
기존	-	31	37	52	-3	4	10	26	-1	7	14	32
ICT	-	15	67	73	15	19	17	16	16	18	19	20
시스템(opm,%)	*-*	*4.1*	*6.5*	*6.6*	*4.6*	*6.1*	*6.3*	*7.8*	*4.4*	*5.4*	*6.7*	*8.5*
기존(opm,%)	*-*	*3.3*	*3.2*	*3.7*	*-2.0*	*1.6*	*3.3*	*6.3*	*-0.5*	*2.1*	*3.8*	*6.8*
ICT(opm,%)	*-*	*8.5*	*15.1*	*14.5*	*15.8*	*17.8*	*14.1*	*13.0*	*14.5*	*14.5*	*14.5*	*14.5*
테크윈	-	-2	27	38	4	14	5	3	8	10	10	10
opm(%)	*-*	*-0.3*	*4.6*	*6.2*	*3.5*	*9.2*	*3.4*	*1.9*	*6.2*	*6.2*	*6.2*	*6.2*
파워시스템	-	3	14	14	-2	3	-1	13	-2	4	-0	14
opm(%)	*-*	*1.5*	*5.6*	*5.6*	*-7.7*	*7.3*	*-0.7*	*12.2*	*-7.7*	*7.3*	*-0.7*	*12.2*
정밀기계	-	10	14	18	-1	20	-3	-2	-1	20	-1	-1
opm(%)	*-*	*10.6*	*12.4*	*14.8*	*6.7*	*22.8*	*4.7*	*7.0*	*7.3*	*26.4*	*7.3*	*8.5*

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

사업부별(연결 법인) 주요 현황 및 전망 (1), *주요 Q&A 포함

항공엔진

- *EDAC* : 9월말 인수한 미국 항공엔진부품 업체. 3,500억원에 지분 100% 인수. 4분기부터 매출 인식. 4Q19 매출액 580억원, 영업이익 20억(opm 3.5%) 전망. 내년 매출액 2,800억원, 영업이익 100억원(opm 3.6%) 전망. PPA비용 연간 100억원 예상으로 정상영업이익은 200억원(opm 7.1%) 추정. PMI비용(인수합병비용)으로 3Q19 -32억원이 반영됐고 4Q19 -70억원 반영 예상
- *수리온(KUH) 소송비용* : 4Q19 -170억원 충당금 전망. KUH 엔진부품 소싱에서 원가에 대한 환율 보상 부분의 소송. 타사의 경우 비슷한 소송에서 최근 패소
- *RSP* : P&W(미, 항공엔진업체)의 차세대엔진(GTF)에 RSP(Risk&Revenue Sharing Partner) 투자로 지분 2.5% 취득. 올해 회계기준 변경으로 13개월치 반영 예정이었으나 12개월치 반영으로 조정. 연간 -1,070억원을 예상했으나 100억원 정도 감소. 전방업체의 생산 CAPA 문제로 예상 대비 생산량이 -22.2% 감소. 내년 RSP는 당초 올해보다 100억원 감소로 예상했으나 올해 물량 이연으로 내년은 950억 내외
- *LTA* : Long-Term Agreement로 민항기 엔진에 나가는 장기부품계약 물량. 3Q19 LTA 영업이익률은 8.7%이며 PMI 반영 시 11.2% 기록. 창원공장 생산성 향상(스마트 팩토리)과 베트남 공장 안정화 영향. 내년 LTA 이익률은 보수적으로 8.5%를 추정하나 상향 가능성 높음. LTA 관련 현재 수주잔고는 20조원 수준
- *베트남 공장* : 현재 1공장이 가동 중이며 올해 매출액은 400억원, 내년 600억원 전망. 생산품목은 GE향 단순가공제품. 총 3공장까지 투자 예정이며 현재 2공장 부지 확보 후 내년 건물 착공. 2공장은 최근 수주한 롤스로이스(11/6, 1.1조원) 엔진 터빈 부품 계약 물량을 소화하게 됨. 향후 3공장까지 투자 완료 시 4,500억원 CAPA 전망. 현재 베트남 공장은 올해 손익분기점, 내년 소폭 흑자 예상
- *롤스로이스(RR) 수주* : 11/6 공시된 롤스로이스 수주계약은 1조 1,525억원 규모이며 계약기간은 2045년까지. RR의 Trent엔진 Turbine Seal Segment 10개 품목으로 연간 증가될 평균 매출액은 460억원. 부가가치가 높은 핫섹션의 신규부품들이라는 점에서 의미가 크며 향후 중장기에 걸쳐 다양한 추가 부품 수주가 이어질 것으로 기대. 참고로 글로벌 민항기 엔진업체는 GE(미), 롤스로이스(영), P&W(미)가 과점하고 있으며 동사의 매출비중은 GE 50%, 롤스로이스와 P&W가 각각 25% 차지
- *항공사업부* : 연초 ㈜한화로부터 인수한 항공사업부는 국내 완제기의 부품(랜딩기어 외)들을 생산하며 예상보다 실적이 저조. 향후 KF-X, 국내 완제기 수출 관련 모멘텀이 남은 상황

한화디펜스

- *K-9 자주포 외 수출* : 올해 연간 3,800억원 수준을 예상. 3Q19 1,386억원(+458.9% yoy) 반영되며 단순 계산시 4Q19 남은 물량은 854억원(-26.6% yoy). 통상 4분기 매출이 많은 것을 감안하면 이례적. 인도향이 많았으며 이외 노르웨이, 필리핀 등. 내년은 유럽국가들이 주를 이루며 통상 유럽국가가 인도 대비 마진이 더 좋음

사업부별(연결 법인) 주요 현황 및 전망 (2)

한화디펜스(계속)

- *사우디 비호복합* : 사우디 비호복합 계약 협의 중. 내년 계약이 예상되며 물량은 4~5천억 수준. 사우디 드론 테러로 대공방어용 비호복합 수요가 증가할 것으로 기대. 2~3년 단납기 물량으로 계약된다면 내년부터 디펜스 실적 증가를 견인
- *K-9 자주포 내수* : 올해 K9 자주포 종산으로 내수 물량이 감소(-21.4% yoy)를 전망. 그러나 내년부터 계량모델인 K9A1 물량의 반영으로 다시 소폭 증익. K9A1은 2023년까지 반영되며 이후 K9A2로 업그레이드될 예정
- *해외 수주* : 연내 UAE K-9 수주(4~5천억원)를 기대하고 있으며 인도 비호복합은 11월 인도 DAC(방위산업추진위원회) 결과에 따라 경쟁국 탈락 시 연말 우선협상 대상자, 내년 계약이 진행될 전망. 호주 랜드400(장갑차 교체 건)은 숏리스트 선정으로 라인메탈(독)과 경합. 전체 5조원 규모이며 시제품 생산 테스트 과정. 개발비로 올해 -164억원, 내년과 내후년 각각 -200억원 반영 예정
- 디펜스 수주잔고는 3조원 수준이며 이중 수출잔고는 8~9천억원
- 이외 국내 자주도하장비 교체사업(4~5천억원)에서 타사와 경쟁 중

한화시스템

- 당사는 한화시스템 상장 인수 증권사로 상장 후 40일까지 보고서 작성이 금지되어 있으며 기간 완료 후 커버리지 예정

한화테크윈

- *중국법인* : 3Q19 중국법인 철수비용으로 -30억원이 반영되었으며 4Q19도 -60억원 반영 예정. 3Q19 영업이익은 철수비용 감안시 81억원(-43.0% yoy, opm 5.4%). 2Q19 일회성이익 50억원 반영의 영향이며 제외 시 비슷한 수준. 현재 정상마진은 영업이익률 5% 수준으로 추정
- 미주 판매 : 3Q19 미주 판매는 708억원(+15.8% yoy)으로 3분기 연속 상승. 중국 CCTV업체에 대한 규제로 일부 반사이익이 있는 것으로 판단
- 신제품 출시 : 내년부터 신제품 출시. 와이즈넷 7(기존 모델은 와이즈넷 5), 개발비용은 이미 인식되었으며 ASP와 마진 상승효과가 점진적으로 반영될 것
- PPA 상각 완료: 예전 삼성전자에서 이전된 영상정부사업부의 영업권 상각이 올해 완료되며 내년부터 기저효과로 70억원 가량의 마진 상승
- 수익성 추이: 과거 중국시장에서 이익 변동성이 확대되며 베트남으로 공장 이전. 수익성 위주의 영업으로 매출액 성장률은 더디겠지만 수익성은 꾸준한 개선 기대

파워시스템

- 매출과 이익이 4분기에 몰리는 계절성. 전방업체들의 연말 투자 때문. 과거 수주한 저가수주 잔고가 줄어들고 마진이 좋은 AM(After Market) 매출 비중이 커지고 있어 수익성 점진적 개선. 최근 국내 정유화학업체들의 투자가 이어지며 내년 실적 개선 기대. 여천NCC 230억원 수주, 수익성 좋을 것으로 전망. 아람코 등의 해외 수주도 지속. 내년 1~2%의 영업이익률 상승 기대

사업부별(연결 법인) 주요 현황 및 전망 (3)

한화정밀기계

- 계절적으로 2분기 실적이 좋음. 3분기와 4분기는 비슷한 수준. 칩마운터는 과점적 시장으로 마진이 좋음. 경기를 타는 사업부로 내년 실적 개선은 불확실
- 연초 인수한 ㈜한화의 공작기계 사업부는 국내 자동차관련 투자에 많이 들어가며 설비투자 경기하락으로 실적 감소. 내년 추이는 지켜봐야 할 것
- 로봇사업부의 협동로봇은 아직 투자 단계. 시간이 걸릴 것

이외 주요 Q&A (일부 내용은 당사 의견 포함)

Q. RSP 비용 추이 전망과 RSP를 통한 경쟁력 확보 영향은

A. 2025년 BEP 추정. 올해 물량 이연으로 내년은 20~30억원 감소하겠지만 내후년부터 추가적 감소. 글로벌 RSP업체들이 과거에 참여한 RSP를 통해 고마진을 향후하는 것처럼 같은 기조로 가게될 것. RSP를 통해 제작 부품 라인업이 다양해지고 있으며 대외인지도도 높아짐. 최근 RR 수주와 같은 대규모 계약에 유리

Q. EDAC와 같은 계약이 또 있을 수 있는지

A. 당장은 아니겠지만 LTA 관련 비즈니스를 키우는 것이 회사의 방향. 베트남 공장 투자나 창원의 스마트 팩토리도 같은 방향

Q. 테크윈 CCTV 미국 판매에서 중국제품 제재의 반사이익은

A. 통상 중국제품은 저가(ASP 200불 이하)와 고가(500불 내외)로 양극화. B2C 위주의 중국업체들과 직접 경쟁하지는 않음. 그러나 300불 대의 동사 제품에 대해 중국 고가제품들이 제재 영향으로 가격을 내리지 못해 경쟁이 약해짐. 내년 신제품 출시와 PPT 상각완료, 중국법인 철수 등으로 따라 견조한 실적이 지속되 것

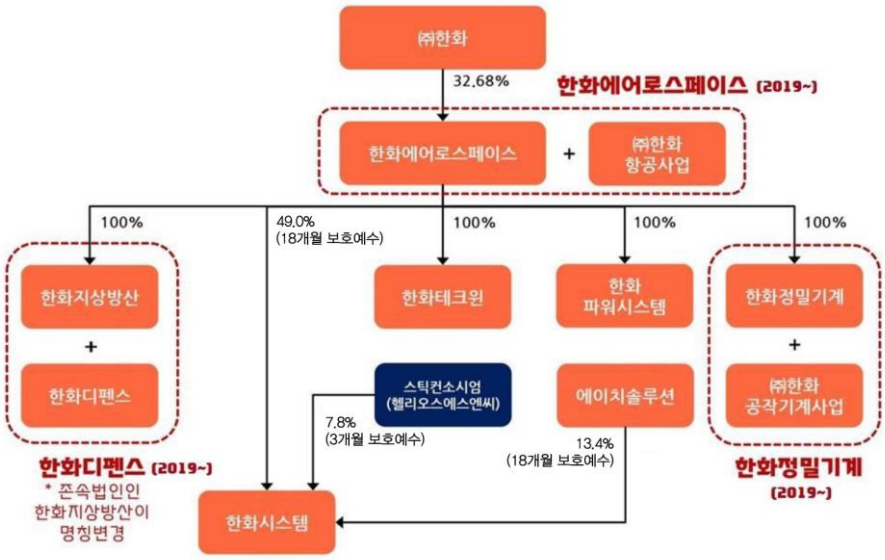
Q. CAPEX와 감가상각비, 순차입금, 이자비용, 현금흐름 개선 추세는

A. 작년 CAPEX는 2천억원 수준, 올해 3~3.5천억원이며 내년에도 비슷. 감가상각비는 연간 1,900억원 내외. 순차입금은 1.4조원 수준이며 EDAC 인수로 다소 높아짐. 이자비용은 분기 140억원 내외. 현금흐름은 EBITDA 감안 시 꾸준히 개선될 것

Q. 배당 계획이 있는지

A. 아직 배당 계획은 없으며 연간 150억원 규모의 자사주매입 지속

한화그룹 방산부문 지배구조



자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

한화에어로스페이스 제품

제 품

F404 engine for T-50/FA-50

T700 engine for KUH

Aircraft engine components

사업분야

➢ 군용 완제 엔진

- 40년 이상 한국 정부를 대상으로 독점 면허생산 중
  - 완제엔진 : F404(T-50), T700(KUH), LM500 등
  - MRO : F100(F15K), T700(UH-60) 등
  - 기타 : 추진체, APU 등

➢ 민항기 엔진 부품

- OEM(Original Engine Manufacturer)사에 엔진부품 납품
  - 고객 : G.E., Rolls Royce, Pratt and Whitney, etc.
  - 엔진 : Genx(B787), Trent XWB(A350 XWB), GTF(A320neo), Leap-X(A320neo, B737max)
  - 품목 : Blades, Vane, Blisk/IBR, Case, etc.

➢ 항공부품기계 사업 (2019년 1월 영업양수)

- 항공기 연료 및 유압장치, 착륙장치, 비행조종장치 제조

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

한화지상방산 제품

제 품

K9 Thunder

K10 Loader

K55A1

K56 Loader

사업분야

- 자주포 계열 지상장비
  - K9 : 독자 기술로 개발한 세계 최고 기술 자주포
  - K10 : K9 자주포에 탄약을 보급하는 탄약 운반차
  - K55A1 : K55 자주포의 성능개량 버전
  - K56 : K55A1 자주포에 탄약을 보급하는 탄약 운반차
  - K77 : 자주포 임무를 지휘, 통제하는 사격지휘차
- 기타 지상장비
  - KAAV : 한국형 상륙돌격장갑차
  - RCWS : 원격사격 통제체계
- 포병장비 정비사업

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

한화디펜스 제품

제 품

K21 장갑차

K30 SAM

천무

천궁

사업분야

- 기동무기체계
  - K21 : 독자 개발한 궤도형 보병전투장갑차
  - 바라쿠다 : 차륜형 장갑차
- 대공무기체계
  - K30 : 30mm 자주 대공포
  - K30 SAM : K30 + 휴대용 지대공 유도무기(신궁)
- 유도무기 발사체계
  - 천무 : 230mm급 다련장 미사일
  - 천궁 : 중고도 지대공 미사일(M-SAM)

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

한화시스템 제품

제 품

L-SAM 다기능레이더

전술정보통신체계

FFX 전투체계

한국형 전투기용 전자시스템

사업분야

- 감시・정찰
  - 레이더 : 탐지추적(천마), 다기능(천궁, L-SAM, 함정용) 등
  - 전자광학 : 차기열상감시장비, 다기능 관측경 등
- 지휘통제・통신・사격통제
  - 사격통제체계 : 전차, 장갑차, 자주포용 사격통제체계 등
  - 전술정보통신체계 : 전술통신 기반 네트워크 등
- 해양시스템/ 항공우주시스템
  - 해군전투체계 : 함정 및 잠수함용 전투체계
  - 무인체계 : 무인 수상정, 무인 잠수정 등
  - 전자시스템 : KFX AESA Radar, EOTGP 등
  - 위성 탑재체 : 다목적 실용위성 적외선센서 시스템
- ICT 부문 (2018년 8월 한화S&C와 합병)
  - ERP, 공급망관리(SCM), 종합재무관리 시스템 구축

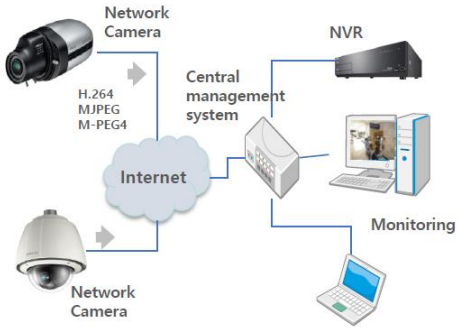
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

한화테크윈 제품

제 품

[Analog type]

[Network type]



사업분야

- 영상감시장비 및 기타 주변장치 공급
  - 도시감시 등 B2B, B2G용 카메라
    - 글로벌 SI 및 ISV 업체와 협업
  - 홈 시큐리티용 B2C 카메라
    - 글로벌 통신사업자 및 보안업체와 협업

  ※ 아날로그 : 동축 케이블로 연결
  네트워크 : IP를 통한 연결
- 영상 응용기술을 활용한 종합 솔루션 제공
  - Central Management System(CMS)

[Home security cameras]

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

한화파워시스템 제품

제 품

사업분야

➢ 항공기용 엔진의 고속 회전체 기술에 기반한 산업용 압축기

- 공기 압축기
  - 공장 등 일반 목적용 압축공기 생산 장비
  - 제품 Line-up
    - 표준형 : 중소형 유량
    - 주문형 : 대형 유량
- 가스 압축기
  - Oil & gas 시추, 운반 및 저장시 사용
  - 제품 Line-up
    - Upstream : 시추선, LNG 액화
    - Midstream : LNG carriers
    - Downstream : 석유화학 공장, 발전소

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

한화정밀기계 제품

제 품

[Chip mounters]

[Collaborative Robots]

[HCR-3] [HCR-5]

[Milling Business]

[STL Series]

사업분야

➢ 고성능, 고신뢰성 SMT 장비 공급

- 고속 : 스마트폰 & 태블릿 등
- 중속 : 일반 전자제품
- 기타 : 플립칩 마운터(반도체), 스크린 프린터(SMT In-Line) 등

➢ SMT 인라인 솔루션 제공

- 최적화된 솔루션으로 생산성 제고

➢ 성능 유지를 위한 A/M용 부품 공급

- 주기적인 유지, 보수가 필요함

➢ 공작기계 사업 (2019년1월 부로 사업인수)

- CNC선반 및 MWA 기계 제조 및 판매
- 포트폴리오 다각화를 통한 안정적 사업구조 확보

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

Global Peer (항공/방산)

회사명		HANWHA AEROSPACE CO LTD	LOCKHEED MARTIN CORP	NORTHROP GRUMMAN CORP	GENERAL ELECTRIC CO	ROLLS-ROYCE HOLDINGS PLC	BOEING CO/THE	AIRBUS SE
코드		012450 KS	LMT US	NOC US	GE US	RR/LN US	BA US	EADSF US
현재주가(USD)		31.1	381.9	350.1	11.5	9.9	351.0	145.6
시가총액(십억원, USDmn)		1,603	107,712	59,005	100,610	19,204	197,540	113,252
매출액 (십억원, USDmn)	18A	4,049	53,762	30,095	121,616	20,999	101,127	75,246
	19C	4,600	59,171	33,987	109,154	19,603	81,617	77,249
	20C	5,053	62,526	35,975	100,273	20,360	124,050	83,063
매출액 yoy (%)	18A	8.6	7.6	15.7	2.9	10.5	7.6	12.9
	19C	13.6	10.1	12.9	-10.2	-6.6	-19.3	2.7
	20C	9.8	5.7	5.9	-8.1	3.9	52.0	7.5
영업이익 (십억원, USDmn)	18A	48	7,334	3,780	-20,315	-1,555	11,987	5,573
	19C	142	8,112	3,741	9,753	887	2,267	7,427
	20C	186	8,557	4,079	10,155	1,216	16,460	9,183
영업이익 yoy (%)	18A	-34.1	8.7	17.5	적지	적전	15.9	109.6
	19C	193.0	10.6	-1.0	흑전	흑전	-81.1	33.3
	20C	31.4	5.5	9.0	4.1	37.0	626.1	23.7
OPM (%)	18A	1.2	13.6	12.6	-16.7	-7.4	11.9	7.4
	19C	3.1	13.7	11.0	8.9	4.5	2.8	9.6
	20C	3.7	13.7	11.3	10.1	6.0	13.3	11.1
PER (배)	18A	52.5	14.2	11.3	11.2	4.4	19.7	n/a
	19C	18.7	17.7	17.3	19.0	46.0	323.2	21.9
	20C	15.2	15.7	15.2	16.8	26.4	16.3	17.9
PBR (배)	18A	0.7	51.8	5.0	2.0	16.0	527.9	n/a
	19C	0.8	25.1	5.9	3.9	n/a	n/a	8.2
	20C	0.7	14.4	5.1	3.7	n/a	n/a	6.4
EV/EBITDA (배)	18A	14.5	10.2	11.9	n/a	n/a	13.4	7.1
	19C	8.4	12.6	14.8	10.8	10.7	47.4	11.3
	20C	7.3	11.9	13.7	9.6	8.8	11.3	9.6
ROE (%)	18A	1.4	n/a	42.2	-52.4	n/a	1,048.6	29.8
	19C	4.1	222.2	37.5	10.6	-4.9	139.9	40.8
	20C	4.9	127.5	36.6	14.0	-34.9	-1,162.6	37.1
EPS (USD)	18A	1	18	19	-3	-2	18	n/a
	19C	2	21	20	-0	-0	3	6
	20C	2	24	23	0	0	23	8
BPS (USD)	18A	41	5	48	4	-1	1	n/a
	19C	41	15	59	3	-1	-4	18
	20C	42	27	69	3	-1	-15	23

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

Global Peer (CCTV)

회사명		HANWHA AEROSPACE CO LTD	HANGZHOU HIKVISION DIGITAL-A	ZHEJIANG DAHUA TECHNOLOGY-A	HONEYWELL INTERNATIONAL INC
코드		012450 KS	002415 CH	002236 CH	HON US
현재주가(USD)		31.1	4.9	2.5	181.2
시가총액(십억원, USDmn)		1,603	45,626	7,390	129,481
매출액 (십억원, USDmn)	18A	4,049	7,542	3,552	41,802
	19C	4,600	8,532	3,938	36,820
	20C	5,053	10,310	4,789	38,177
매출액 yoy (%)	18A	8.6	21.5	28.2	3.1
	19C	13.6	13.1	10.9	-11.9
	20C	9.8	20.8	21.6	3.7
영업이익 (십억원, USDmn)	18A	48	1,795	402	6,705
	19C	142	2,007	489	7,581
	20C	186	2,430	603	8,103
영업이익 yoy (%)	18A	-34.1	13.6	-4.1	6.4
	19C	193.0	11.8	21.6	13.1
	20C	31.4	21.1	23.3	6.9
OPM (%)	18A	1.2	23.8	11.3	16.0
	19C	3.1	23.5	12.4	20.6
	20C	3.7	23.6	12.6	21.2
PER (배)	18A	52.5	20.3	13.1	14.2
	19C	18.7	24.7	16.7	22.3
	20C	15.2	20.1	13.6	20.6
PBR (배)	18A	0.7	6.2	2.6	5.2
	19C	0.8	7.0	3.3	7.2
	20C	0.7	5.7	2.7	6.8
EV/EBITDA (배)	18A	14.5	17.8	12.4	13.0
	19C	8.4	21.9	14.3	15.6
	20C	7.3	18.0	12.0	14.7
ROE (%)	18A	1.4	33.4	21.9	39.0
	19C	4.1	29.3	20.9	32.6
	20C	4.9	29.2	21.0	33.2
EPS (USD)	18A	1	0	0	9
	19C	2	0	0	8
	20C	2	0	0	9
BPS (USD)	18A	41	1	1	25
	19C	41	1	1	25
	20C	42	1	1	27

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

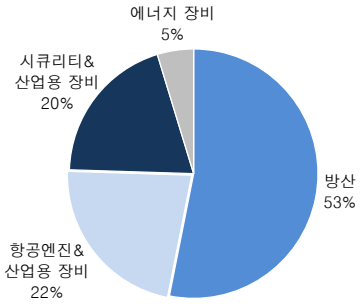
- 항공엔진사업을 주력으로 하며, 시큐리티, 방산, 에너지장비, 산업용장비 관련 자회사를 두고 있는 한화그룹 내 중간지주 기업
- 2015년 P&W 사와 GTF 엔진의 RSP 계약을 체결
- 자산 8조 118억원, 부채 5조 3,310억원, 자본 2조 6,810억원
- 발행주식 수: 51,560,000주 / 자기주식수: 0주

주가 변동요인

- 2019년 방위력개선비 예산 증액
- 지배구조 재편 차원에서 한화 그룹사의 사업부를 흡수
- GTF 엔진 RSP 투자에 따른 비용 증가 및 중장기 경쟁력 확보
- ICT 부문의 합병 효과

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2019년 6월 기준
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

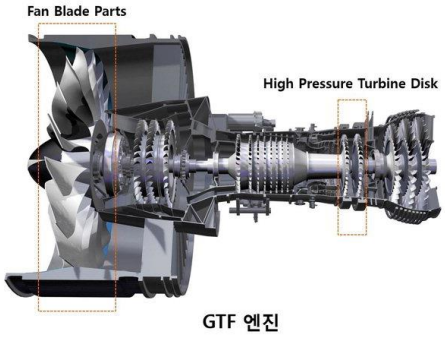
매출 비중 추이



자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

2. Earnings Driver

GTF(Geared Turbo Fan) Engine

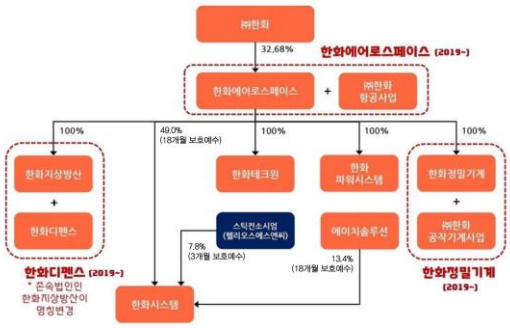


자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

K-9 자주포

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

한화그룹 방산부문 지배구조 변화



자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

CCTV

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	4,215	4,453	5,381	6,379	6,667
매출원가	3,447	3,655	4,311	5,114	5,313
매출총이익	768	798	1,069	1,266	1,353
판매비와관리비	686	745	889	995	1,040
영업이익	83	53	180	271	314
영업이익률	2.0	1.2	3.4	4.2	4.7
EBITDA	209	208	337	432	478
영업외손익	-65	0	3	-10	19
관계기업손익	8	6	6	6	6
금융수익	23	26	13	13	13
외환관련이익	59	51	42	42	42
금융비용	-40	-59	-52	-48	-42
외환관련손실	5	9	9	9	9
기타	-56	28	36	19	42
법인세비용차감전순손익	18	53	184	260	332
법인세비용	-65	-4	-7	-63	-80
계속사업순손익	-48	49	177	197	252
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-48	49	177	197	252
당기순이익률	-1.1	1.1	3.3	3.1	3.8
비지배지분순이익	0	17	30	40	55
지배지분순이익	-48	32	146	157	197
매도가능금융자산평가	-87	0	0	0	0
기타포괄이익	2	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	-133	47	175	195	250
비지배지분포괄이익	0	20	30	39	55
지배지분포괄이익	-133	27	145	156	195

재무상태표 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,835	3,877	4,167	5,007	5,970
현금및현금성자산	461	637	614	877	1,648
매출채권 및 기타채권	1,114	1,245	1,516	1,815	1,940
재고자산	815	1,320	1,595	1,891	1,976
기타유동자산	444	675	442	424	407
비유동자산	2,912	3,520	3,543	3,564	3,586
유형자산	1,427	1,714	1,780	1,838	1,888
관계기업투자금	48	58	68	77	87
기타비유동자산	1,438	1,748	1,695	1,650	1,610
자산총계	5,748	7,397	7,710	8,571	9,556
유동부채	2,141	3,144	2,829	2,954	3,032
매입채무 및 기타채무	647	625	691	762	783
차입금	323	304	270	235	200
유동성채무	123	530	100	100	100
기타유동부채	1,048	1,684	1,768	1,857	1,950
비유동부채	1,426	1,617	2,067	2,609	3,276
차입금	899	900	1,093	1,286	1,480
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	527	717	974	1,323	1,796
부채총계	3,567	4,761	4,896	5,563	6,308
지배지분	2,179	2,370	2,530	2,705	2,920
자본금	266	266	263	263	263
자본잉여금	187	400	400	400	400
이익잉여금	1,291	1,373	1,519	1,677	1,873
기타자본변동	436	331	348	365	383
비지배지분	2	266	284	304	328
자본총계	2,181	2,636	2,814	3,009	3,248
순차입금	871	1,058	807	701	86

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	-913	619	2,825	3,054	3,812
PER	NA	52.5	13.5	12.5	10.0
BPS	41,262	45,337	48,890	52,459	56,626
PBR	0.9	0.7	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	3,950	3,980	6,521	8,379	9,276
EV/EBITDA	13.1	14.5	9.1	6.9	5.0
SPS	79,812	85,200	103,979	123,729	129,296
PSR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
CFPS	3,923	6,217	9,231	10,756	12,107
DPS	0	0	0	0	0

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	19.8	5.6	20.8	18.6	4.5
영업이익 증가율	-45.0	-35.9	239.4	50.1	15.8
순이익 증가율	적전	흑전	258.4	11.8	27.7
수익성					
ROIC	-7.1	1.3	4.0	4.4	4.9
ROA	1.5	0.8	2.4	3.3	3.5
ROE	-2.1	1.4	6.0	6.0	7.0
안정성					
부채비율	163.5	180.6	174.0	184.9	194.2
순차입금비율	39.9	40.1	28.7	23.3	2.6
이자보상배율	2.4	1.1	4.3	7.1	9.8

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-10	56	87	78	484
당기순이익	0	0	177	197	252
비현금항목의 가감	255	276	301	357	372
감가상각비	126	155	157	161	165
외환손익	-2	5	-5	-5	-5
지분법평가손익	-8	-6	-6	-6	-6
기타	139	121	155	207	218
자산부채의 증감	-182	-121	-349	-384	-36
기타현금흐름	-83	-99	-41	-93	-104
투자활동 현금흐름	73	-213	-354	-355	-357
투자자산	-28	246	-15	-17	-19
유형자산	-140	-171	-171	-171	-171
기타	241	-288	-167	-167	-167
재무활동 현금흐름	140	333	-274	159	159
단기차입금	3	-35	-35	-35	-35
사채	30	243	243	243	243
장기차입금	166	255	-50	-50	-50
유상증자	0	0	-2	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-58	-131	-430	0	0
현금의 증감	204	175	-22	262	771
기초 현금	257	461	637	614	877
기말 현금	461	637	614	877	1,648
NOPLAT	-223	49	173	205	238
FCF	-321	-76	158	194	230

자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 Research&Strategy 본부

[Daishin House View 4차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)

[Compliance Notice]

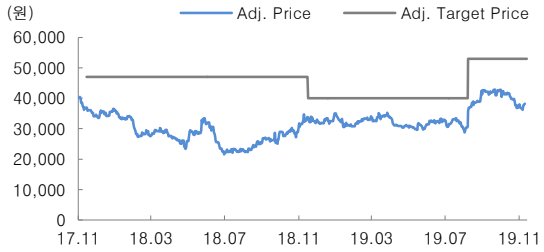
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이동헌)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화에어로스페이스(012450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	19.11.18	19.08.13	19.05.21	18.11.21	18.11.19	18.05.19
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	6개월 경과	6개월 경과
목표주가	53,000	53,000	40,000	40,000	47,000	47,000
괴리율(평균,%)		(24.41)	(20.59)	(19.13)	(28.14)	(43.17)
괴리율(최대/최소,%)		(19.15)	(10.50)	(12.00)	(27.87)	(26.17)
제시일자	17.11.19					
투자의견	Buy					
목표주가	47,000					
괴리율(평균,%)	(34.38)					
괴리율(최대/최소,%)	(21.38)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20191113)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	87.1%	12.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상