



Marketperform (Downgrade)

목표주가: 56,000원(하향)

주가(11/1): 50,300원

시가총액: 26,724억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisian@kiwoom.com



Stock Data

KOSPI (11/1)	2,007.39pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	67,700원	31,000원
등락률	-25.70%	62.26%
수익률	절대	상대
1W	-20.9%	-19.5%
1M	20.6%	19.8%
1Y	34.9%	36.3%

Company Data

발행주식수	53,130천주
일평균 거래량(3M)	393천주
외국인 지분율	23.0%
배당수익률(16E)	0.8%
BPS(16E)	43,394원
주요 주주	한화 32.4%

투자지표

(억원, IFRS)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	26,156	26,134	35,121	45,169
영업이익	79	-596	1,647	2,040
EBITDA	877	187	2,327	2,703
세전이익	-390	-191	3,694	1,984
순이익	-1,182	62	2,897	1,536
지배주주지분순이익	-1,188	57	2,894	1,533
EPS(원)	-2,236	108	5,446	2,885
증감률(%YoY)	N/A	N/A	4,943.6	-47.0
PER(배)	-10.7	329.2	9.2	17.4
PBR(배)	0.8	0.8	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	19.1	111.2	15.8	13.3
영업이익률(%)	0.3	-2.3	4.7	4.5
ROE(%)	-7.1	0.3	12.7	6.4
순부채비율(%)	25.4	1.1	43.4	37.7

Price Trend



실적 Review

한화테크윈 (012450)

높아진 눈높이가 부담 요인



전일 주가가 21%나 급락했다. 실적이 부진했는데, 그 만큼 시장의 눈높이가 높았다는 방증이기도 하다. 올해 주가가 지속 상승한 배경으로 지배구조 변경에 따른 체질 개선 성과, 두산DST 및 한화탈레스 지분 인수, 그룹 차원의 방산 분야 수주 호조 등 긍정적인 이벤트가 집중됐기 때문이다. 여기서 질적 개선을 이어가기 위해서는 에너지, 산업용장비 등 한계 사업들에 대한 효율화가 이루어져야 한다.

>> 3분기 실적 부진, 한계 사업들 악화

3분기 영업이익은 440억원(QoQ -1%, YoY 83%)으로 시장 예상치(515억원)를 하회하며 부진했다. 한화디펜스의 실적이 분기 단위로 연결 실적에 반영되기 시작했음에도 불구하고, 에너지, 산업용장비 등 한계 사업들의 실적이 크게 악화된 것이 주요인이었다.

엔진 사업부는 군수용 매출이 2분기에 선집행된 까닭에 3분기 매출이 감소했고, 시큐리티(CCTV) 사업부는 중국 사업 비중을 줄이는 대신 선진국 B2C 시장을 공략하고 있어 매출이 감소했지만 수익성은 향상됐다. 에너지와 산업용장비는 글로벌 설비 투자 부진 영향이 컸다.

이에 반해 방산 사업부는 폴란드향 자주포 수출이 대폭 늘어남에 따라 제품 Mix가 개선됐다.

>> 4분기 실적 하향 조정, 방산 수익성 둔화

4분기 영업이익은 444억원(QoQ 1%, YoY 흑전)으로 예상되며, 역시 기존 추정치를 하회할 전망이다. 4분기부터는 한화시스템(舊 한화탈레스)의 실적이 연결로 반영될 예정이지만, 폴란드향 자주포 1차 수출이 일단락됨에 따라 방산 사업부의 수익성 둔화가 불가피하다. 에너지와 산업용장비의 적자 기조가 이어질 것이다. 다만, 연내에 K-9 자주포 인도 수출 및 폴란드 2차 수출 계약이 성사될 가능성이 상존한다.

>> 투자의견 하향, 한계 사업 효율화 필요

실적 전망 하향과 함께 목표주가를 68,000원에서 56,000원으로 낮추고, 아울러 투자의견도 Outperform에서 Marketperform으로 하향한다.

전일 주가 급락은 과도한 측면이 있어 보이지만, 그 만큼 실적에 대한 시장의 눈높이가 높다는 방증이기도 하고, 당분간 큰 폭의 실적 개선을 기대하기 어려운 환경이다.

올해 들어 지배구조 변경에 따른 체질 개선 성과, 두산DST 및 한화탈레스 지분 인수, 그룹 차원의 방산 분야 수주 호조 등 긍정적인 이벤트가 집중됐다. 추가적인 실적 개선을 위해서는 에너지, 산업용장비 등 한계 사업에 대한 효율화 노력이 진행돼야 한다. 경험적으로 EV/EBITDA 15배 정도면 적정 주가로 평가돼 왔다.

한화테크원 3분기 실적 요약

(단위: 억원)

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	6,480	7,560	6,426	8,207	8,873	8.1%	36.9%	9,862	-10.0%
항공방산	4,373	5,495	4,389	5,356	4,863	-9.2%	11.2%	5,490	-11.4%
시큐리티	1,657	1,671	1,605	1,610	1,540	-4.3%	-7.1%	1,783	-13.6%
산업용장비	450	393	432	564	372	-34.0%	-17.3%	530	-29.9%
한화디펜스				675	2,097	210.5%	na	2,060	1.8%
영업이익	240	-147	317	445	440	-1.0%	83.4%	527	-16.5%
영업이익률	3.7%	-1.9%	4.9%	5.4%	5.0%	-0.5%p	1.3%p	5.3%	-0.4%
세전이익	537	-242	2,527	405	339	-16.4%	-36.9%	521	-35.0%
세전이익률	8.3%	-3.2%	39.3%	4.9%	3.8%	-1.1%p	-4.5%p	5.3%	-1.5%
순이익	340	10	1,961	313	293	-6.3%	-13.8%	403	-27.1%

자료: 한화테크원, 키움증권

주: 2Q16부터 한화디펜스 연결 실적 반영

한화테크원 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY
매출액	6,426	8,207	8,873	11,615	9,962	11,617	10,823	12,768	26,134	-0.1%	35,121	34.4%	45,169	28.6%
항공방산	4,389	5,356	4,863	5,229	4,669	5,308	5,038	5,812	17,484	6.3%	19,837	13.5%	20,827	5.0%
시큐리티	1,605	1,610	1,540	1,598	1,571	1,521	1,536	1,543	6,580	-3.7%	6,353	-3.5%	6,171	-2.9%
산업용장비	432	564	372	330	367	416	324	299	2,070	-28.1%	1,698	-18.0%	1,406	-17.2%
한화디펜스		675	2,097	2,203	1,669	2,131	1,881	2,399		na	4,976	na	8,081	62.4%
한화시스템			2,255	1,686	2,240	2,044	2,714			2,255	na	8,684	285.1%	
영업이익	317	445	440	444	378	573	475	614	-596	적전	1,647	흑전	2,040	23.9%
항공방산	223	335	277	210	218	283	227	253	-160	적전	1,045	흑전	981	-6.1%
시큐리티	100	72	92	105	104	111	123	109	-98	적지	369	흑전	446	20.7%
산업용장비	-5	9	-67	-74	-55	-31	-47	-48	-334	적지	-137	적지	-181	적지
한화디펜스		26	138	136	83	135	112	176		300	na	504	67.9%	
한화시스템			68	29	76	60	124			68	na	290	328.0%	
영업이익률	4.9%	5.4%	5.0%	3.8%	3.8%	4.9%	4.4%	4.8%	-2.3%	-2.6%p	4.7%	7.0%p	4.5%	-0.2%p
항공방산	5.1%	6.3%	5.7%	4.0%	4.7%	5.3%	4.5%	4.3%	-0.9%	-3.4%p	5.3%	6.2%p	4.7%	-0.6%p
시큐리티	6.2%	4.5%	6.0%	6.6%	6.6%	7.3%	8.0%	7.0%	-1.5%	1.3%p	5.8%	7.3%p	7.2%	1.4%p
산업용장비	-1.6%	2.0%	-15.3%	-16.6%	-14.7%	-5.4%	-9.8%	-7.7%	-16.2%	-12.2%p	-8.1%	8.1%p	-12.8%	-4.8%p
한화디펜스		3.9%	6.6%	6.2%	4.9%	6.3%	5.9%	7.3%		6.0%	na	6.2%	0.2%p	
한화시스템			3.0%	1.7%	3.4%	2.9%	4.6%			3.0%	na	3.3%	0.3%p	

자료: 한화테크원, 키움증권

주: 2Q16부터 한화디펜스 연결 실적 반영

한화테크원 목표주가 산출 근거

(단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-Parts

영업가치	33,913	Target EV/EBITDA	6 개월 Forward 실적 기준
시큐리티	2,928	6.0	CCTV Peer 그룹 평균
산업용장비	-786	5.0	
항공방산	20,852	13.0	기계 업종 평균
한화디펜스	7,530	13.0	기계 업종 평균
한화시스템	3,389	13.0	기계 업종 평균
매도가능금융자산	4,295		한국항공우주 등
순차입금	8,662		
적정주주가치	29,546		
발행주식수	53,130		
목표주가	55,611		

자료: 키움증권

한화테크원 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q16E	2016E	2017E	4Q16E	2016E	2017E	4Q16E	2016E	2017E
매출액	11,029	35,524	39,702	11,615	35,121	45,169	5.3%	-1.1%	13.8%
영업이익	525	1,814	2,118	444	1,647	2,040	-15.4%	-9.2%	-3.7%
세전이익	539	3,992	2,117	423	3,694	1,984	-21.5%	-7.5%	-6.3%
순이익	416	3,093	1,636	327	2,894	1,533	-21.5%	-6.4%	-6.3%
EPS(원)		5,821	3,079		5,446	2,885		-6.4%	-6.3%
영업이익률	4.8%	5.1%	5.3%	3.8%	4.7%	4.5%	-0.9%p	-0.4%p	-0.8%p
세전이익률	4.9%	11.2%	5.3%	3.6%	10.5%	4.4%	-1.2%p	-0.7%p	-0.9%p
순이익률	3.8%	8.7%	4.1%	2.8%	8.2%	3.4%	-1.0%p	-0.5%p	-0.7%p

자료: 키움증권

주: 2Q16부터 한화디펜스 연결 실적 반영

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	26,156	26,134	35,121	45,169	47,066
매출원가	20,495	20,966	27,172	35,103	36,483
매출총이익	5,661	5,168	7,949	10,067	10,583
판매비 및 일반관리비	5,583	5,764	6,302	8,026	8,316
영업이익(보고)	79	-596	1,647	2,040	2,267
영업이익(핵심)	79	-596	1,647	2,040	2,267
영업외손익	-468	404	2,047	-56	-36
이자수익	62	34	133	167	174
배당금수익	20	25	39	35	37
외환이익	447	537	219	0	0
이자비용	198	166	190	290	281
외환손실	405	516	271	0	0
관계기업지분법손익	243	470	99	32	34
투자및기타자산처분손익	0	12	2,179	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	2	1	0	0
기타	-638	6	-161	0	0
법인세차감전이익	-390	-191	3,694	1,984	2,231
법인세비용	243	-254	797	448	504
유형법인세율 (%)	-62.3%	132.6%	21.6%	22.6%	22.6%
당기순이익	-1,182	62	2,897	1,536	1,727
지배주주지분순이익(억원)	-1,188	57	2,894	1,533	1,723
EBITDA	877	187	2,327	2,703	2,885
현금순이익(Cash Earnings)	-384	845	3,578	2,199	2,345
수정당기순이익	-1,183	67	1,187	1,536	1,727
증감율(% YoY)					
매출액	-0.5	-0.1	34.4	28.6	4.2
영업이익(보고)	-91.8	N/A	N/A	23.9	11.1
영업이익(핵심)	-91.8	N/A	N/A	23.9	11.1
EBITDA	-52.2	-78.7	1,144.5	16.1	6.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	4,943.6	-47.0	12.4
EPS	N/A	N/A	4,943.6	-47.0	12.4
수정순이익	N/A	N/A	1,673.5	29.3	12.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	114	-375	-5,423	2,031	1,991
당기순이익	-1,182	62	2,897	1,536	1,727
감가상각비	489	421	373	381	368
무형자산상각비	309	362	308	282	250
외환손익	-44	-17	52	0	0
자산처분손익	10	7	-2,179	0	0
지분법손익	-48	-548	-99	-32	-34
영업활동자산부채 증감	92	-781	-958	-612	-285
기타	488	119	-5,816	477	-35
투자활동현금흐름	-1,029	1,776	-505	-1,952	-1,270
투자자산의 처분	-967	2,113	-1,999	-1,322	-615
유형자산의 처분	14	45	0	0	0
유형자산의 취득	-1,137	-419	-562	-618	-649
무형자산의 처분	-196	-189	0	0	0
기타	1,257	226	2,056	-12	-6
재무활동현금흐름	-897	-918	5,328	319	468
단기차입금의 증가	870	-451	4,813	0	100
장기차입금의 증가	-1,497	-460	-500	-500	-500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-270	-6	-159	-212	-266
기타	1	0	1,175	1,031	1,134
현금및현금성자산의순증가	-1,816	484	-600	398	1,189
기초현금및현금성자산	2,759	943	1,427	827	1,225
기말현금및현금성자산	943	1,427	827	1,225	2,414
Gross Cash Flow	22	406	-4,464	2,644	2,276
Op Free Cash Flow	-315	-412	452	1,011	1,439

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	16,804	19,980	23,423	26,063	28,296
현금및현금성자산	943	1,427	827	1,225	2,414
유동금융자산	986	3,549	1,379	1,516	1,580
매출채권및유동채권	9,609	8,383	11,044	12,140	12,650
재고자산	5,266	5,688	8,739	9,607	10,010
기타유동금융자산	0	933	1,434	1,576	1,642
비유동자산	19,213	21,099	31,869	33,134	33,812
장기매출채권및기타비유동채권	646	297	456	501	522
투자자산	10,771	10,068	14,269	15,521	16,141
유형자산	5,338	8,449	11,279	11,516	11,797
무형자산	2,459	2,286	5,742	5,460	5,210
기타비유동자산	0	0	123	135	141
자산총계	36,017	41,079	55,291	59,197	62,107
유동부채	15,967	13,516	22,327	23,633	24,434
매입채무및기타유동채무	11,257	9,277	14,254	15,669	16,327
단기차입금	2,518	2,116	6,929	6,929	7,029
유동성장기차입금	2,025	1,523	222	22	22
기타유동부채	167	600	923	1,014	1,057
비유동부채	3,619	5,112	9,889	10,953	11,601
장기매입채무및비유동채무	75	213	327	359	374
사채및장기차입금	1,559	1,578	5,066	5,066	4,566
기타비유동부채	1,985	3,322	4,496	5,527	6,661
부채총계	19,587	18,628	32,216	34,586	36,035
자본총계	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
자본금	1,872	1,872	1,872	1,872	1,872
주식발행초과금	10,074	10,157	12,892	14,424	15,882
이익잉여금	1,810	7,748	5,635	5,635	5,635
지배주주지분자본총계	16,412	22,434	23,055	24,588	26,046
비자본총계	18	18	20	23	27
자본총계	16,431	22,451	23,076	24,611	26,072
순차입금	4,173	241	10,011	9,276	7,623
총차입금	6,102	5,216	12,217	12,017	11,617

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-2,236	108	5,446	2,885	3,243
BPS	30,891	42,224	43,394	46,279	49,023
주당EBITDA	1,650	352	4,380	5,088	5,430
CFPS	-722	1,591	6,734	4,138	4,413
DPS	500	300	400	500	500
주가배수(배)					
PER	-10.7	329.2	9.2	17.4	15.5
PBR	0.8	0.8	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	19.1	111.2	15.8	13.3	11.9
PCF	-33.0	22.4	7.5	12.2	11.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.3	-2.3	4.7	4.5	4.8
영업이익률(핵심)	0.3	-2.3	4.7	4.5	4.8
EBITDA margin	3.4	0.7	6.6	6.0	6.1
순이익률	-4.5	0.2	8.2	3.4	3.7
자기자본이익률(ROE)	-7.1	0.3	12.7	6.4	6.8
투하자본이익률(ROIC)	1.1	1.5	7.3	7.8	8.5
안정성(%)					
부채비율	119.2	83.0	139.6	140.5	138.2
순차입금비율	25.4	1.1	43.4	37.7	29.2
이자보상배율(배)	0.4	N/A	8.7	7.0	8.1
활동성(배)					
매출채권회전율	3.0	2.9	3.6	3.9	3.8
재고자산회전율	5.1	4.8	4.9	4.9	4.8
매입채무회전율	2.7	2.5	3.0	3.0	2.9

- 당사는 11월 1일 현재 '한화테크원 (012450)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한화테크원 (012450)	2014/09/24	Marketperform(Maintain)	43,000원
	2014/10/16	Marketperform(Maintain)	43,000원
	2014/10/31	Marketperform(Maintain)	35,000원
	2015/01/29	Marketperform(Maintain)	26,000원
	2015/04/30	Marketperform(Maintain)	26,000원
	2015/07/03	Outperform(Upgrade)	42,000원
	2015/07/09	Outperform(Maintain)	42,000원
	2015/07/30	Outperform(Maintain)	42,000원
	2015/10/28	Outperform(Maintain)	42,000원
	2015/11/03	Outperform(Maintain)	42,000원
	2016/04/05	BUY(Upgrade)	50,000원
	2016/04/15	BUY(Maintain)	50,000원
	2016/05/03	BUY(Maintain)	56,000원
	2016/06/02	BUY(Maintain)	56,000원
	2016/06/21	BUY(Maintain)	56,000원
	2016/08/05	Outperform(Downgrade)	68,000원
	2016/11/02	Marketperform(Downgrade)	56,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기입	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 (2015/10/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%