



## BUY(Maintain)

목표주가: 52,000원

주가(11/3): 39,100원

시가총액: 20,567억원

## 전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (11/3)		2,557.97pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	55,400원	32,750원
등락률	-29.42%	19.39%
수익률	절대	상대
1W	17.8%	10.2%
1M	-22.9%	-33.1%
1Y	-21.5%	-39.1%

## Company Data

발행주식수	52,600천주
일평균 거래량(3M)	463천주
외국인 지분율	21.4%
배당수익률(17E)	0.9%
BPS(17E)	44,300원
주요 주주	한화 32.4%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	26,134	35,189	42,950	45,324
영업이익	-596	1,507	1,074	1,626
EBITDA	187	2,370	2,289	2,824
세전이익	-191	4,185	801	1,451
순이익	62	3,459	603	1,123
지배주주지분순이익	57	3,452	599	1,122
EPS(원)	108	6,498	1,134	2,132
증감률(%YoY)	N/A	5,917.1	-82.6	88.1
PER(배)	329.2	6.7	34.5	18.3
PBR(배)	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	111.2	12.2	12.3	9.1
영업이익률(%)	-2.3	4.3	2.5	3.6
ROE(%)	0.3	15.1	2.6	4.7
순부채비율(%)	1.1	24.8	32.2	21.6

## Price Trend



## 실적 Review

## 한화테크윈 (012450)

## 예고된 부진 이후 예정된 호실적



K9 자주포 사고, 세무조사, 방산비리 우려, 3분기 실적 악화까지 악재가 끊이지 않았다. 하지만 4분기부터는 먹구름이 걷힐 것이다. K9 자주포의 대규모 수출 모멘텀이 시작됐고, 한화시스템의 TICN 매출이 재개되며, 한화디펜스도 K21 장갑차 공백을 메워 줄 신규 프로젝트가 기대된다. 엔진 부문은 RSP 비용 딜레마를 빼고 보면 순항하고 있다. 특히 자주포는 지금까지 보지 못했던 강력한 해외 수주 사이클이 전개되고 있다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 부진, TICN 지연, 시큐리티 악화 탓

3분기 영업이익은 22억원(QoQ -91%)에 그쳤지만 예견된 부진이다. 한화시스템의 TICN(전술정보통신체계) 계약이 지연돼 해당 매출이 4분기로 이월됐고, 엔진 부문은 RSP 비용이 확대됐으며, 시큐리티가 중국 업체들과 가격 경쟁 심화로 인해 사업 환경이 악화됐기 때문이다.

이 와중에도 한화정밀기계(산업용장비)는 중국 칩마운터 증속기 수요 호조, 고강도 체질 개선 성과에 힘입어 양호한 수익성을 이어갔다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 자주포 수출 모멘텀 본격화, 사상 최대 실적 전망

3분기 예견된 부진을 뒤로 하고, 4분기에 예정된 실적 호조에 초점을 맞출 때다. 4분기 매출액은 1.6조원(YoY 38%), 영업이익은 707억원(YoY 132%)으로 사상 최대를 기록할 전망이다. 무엇보다도 지상방산이 국내 K9 자주포 사고에도 불구하고, 폴란드, 핀란드, 인도 등 다수의 대규모 수출 건이 차질 없이 진행되고 있어 매출과 수익성이 대폭 개선될 것이다. 그 동안 지연됐던 한화시스템의 TICN 프로젝트가 재개돼 4분기에만 2,000억원의 매출이 더해질 것이다. 한화디펜스는 한국군 대상으로 K21 장갑차 종산 영향을 상쇄할 신규 수주가 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; 내년 펀더멘털 긍정적일 것

예단하기 어려운 정치적 이슈를 제외하면, 내년 펀더멘털은 긍정적일 것이다. 자주포는 과거에 보지 못했던 강력한 수출 모멘텀이 전개되고 있으며, 신규 수출처가 노르웨이 등으로 확대될 것이다. 정밀기계와 파워시스템의 효율화 성과가 이어질 것이다. 시큐리티 부문의 불확실성이 지속되고 있지만, 베트남 공장이 본격 가동되는 내년 하반기부터는 원가 구조가 개선될 것이다.

동사는 엔진 부문을 집중 육성할 계획이다. 민항기 엔진 부품은 초기 대규모 RSP 비용을 감수하며 수주 확대에 주력하고 있고, 군용 엔진의 경우 '한국형 3축 체계'의 핵심이 될 감시 정찰 능력을 위해 무인기(UAV)용 엔진을 개발 중이다.

주가는 K9 자주포 사고 및 세무조사, 방산비리 우려 등 잇따른 악재를 반영하고 있다.

## 한화테크윈 3분기 실적 요약

(단위: 억원)

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
<b>매출액</b>	<b>8,873</b>	<b>11,683</b>	<b>7,743</b>	<b>10,363</b>	<b>8,687</b>	<b>-16.2%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>10,711</b>	<b>-18.9%</b>
엔진	2,546	2,336	2,210	2,346	2,133	-9.1%	-16.2%	2,308	-7.6%
시큐리티	1,540	1,623	1,367	1,664	1,429	-14.1%	-7.2%	1,580	-9.6%
한화지상방산	1,952	1,913	1,105	1,877	1,498	-20.2%	-23.3%	1,591	-5.8%
한화파워시스템	365	764	235	677	366	-45.9%	0.3%	554	-34.0%
한화정밀기계	372	325	559	731	563	-23.0%	51.3%	510	10.4%
한화디펜스	2,097	2,548	920	1,521	1,295	-14.9%	-38.2%	1,312	-1.3%
한화시스템		2,173	1,346	1,530	1,503	-1.8%	na	2,839	-47.0%
<b>영업이익</b>	<b>440</b>	<b>305</b>	<b>112</b>	<b>232</b>	<b>22</b>	<b>-90.5%</b>	<b>-95.0%</b>	<b>236</b>	<b>-90.7%</b>
영업이익률	5.0%	2.6%	1.4%	2.2%	0.3%	-2.0%p	-4.7%p	2.2%	-1.9%p
세전이익	339	914	59	191	-101	적전	적전	181	적전
세전이익률	3.8%	7.8%	0.8%	1.8%	-1.2%	-3.0%p	-5.0%p	1.7%	-2.9%p
순이익	293	885	99	171	-176	적전	적전	140	적전

자료: 한화테크윈, 키움증권

주: 한화디펜스와 한화시스템의 연결 실적은 각각 2Q16, 4Q16부터 반영

## 한화테크윈 실적 전망

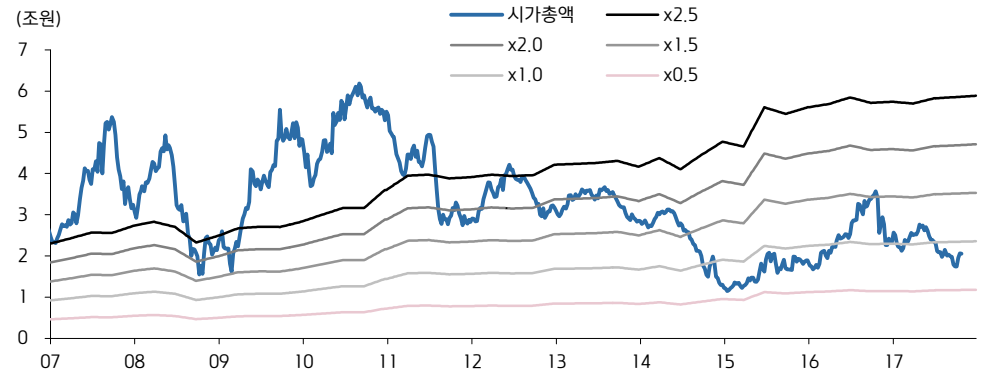
(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
<b>매출액</b>	<b>7,743</b>	<b>10,363</b>	<b>8,687</b>	<b>16,157</b>	<b>9,163</b>	<b>11,518</b>	<b>9,880</b>	<b>14,763</b>	<b>35,189</b>	<b>34.6%</b>	<b>42,950</b>	<b>22.1%</b>	<b>45,324</b>	<b>5.5%</b>
엔진	2,210	2,346	2,133	3,211	2,401	2,605	2,501	3,110	10,507	0.6%	9,900	-5.8%	10,616	7.2%
시큐리티	1,367	1,664	1,429	1,503	1,374	1,445	1,335	1,362	6,378	-3.1%	5,963	-6.5%	5,516	-7.5%
한화지상방산	1,105	1,877	1,498	3,353	1,499	2,099	1,703	3,106	7,144	1.5%	7,833	9.6%	8,408	7.3%
한화파워시스템	235	677	366	732	341	608	458	771	1,970	na	2,010	2.0%	2,178	8.4%
한화정밀기계	559	731	563	546	632	789	609	545	1,693	-18.2%	2,399	41.7%	2,576	7.4%
한화디펜스	920	1,521	1,295	2,803	1,268	1,700	1,394	2,469	5,320	na	6,539	22.9%	6,831	4.5%
한화시스템	1,346	1,530	1,503	4,083	1,632	2,253	1,860	3,363	2,173	na	8,462	289.4%	9,109	7.6%
<b>영업이익</b>	<b>112</b>	<b>232</b>	<b>22</b>	<b>707</b>	<b>164</b>	<b>461</b>	<b>281</b>	<b>720</b>	<b>1,507</b>	<b>흑전</b>	<b>1,074</b>	<b>-28.8%</b>	<b>1,626</b>	<b>51.5%</b>
엔진	170	52	-13	-123	45	65	12	-60	498	흑전	86	-82.8%	61	-28.7%
시큐리티	-2	8	-49	-58	-51	-42	-20	-18	337	흑전	-101	적전	-131	적지
한화지상방산	14	99	25	434	104	170	125	290	488	2164.1%	573	17.6%	689	20.1%
한화파워시스템	-71	-22	-7	56	-19	13	-6	35	-148	na	-43	적지	23	흑전
한화정밀기계	37	100	41	36	45	96	46	33	-154	적지	214	흑전	220	2.7%
한화디펜스	23	58	93	155	35	85	81	196	351	na	329	-6.2%	397	20.6%
한화시스템	-15	-18	23	256	52	121	87	287	135	na	245	82.0%	546	122.7%
<b>영업이익률</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>4.4%</b>	<b>1.8%</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.3%</b>	<b>6.6%p</b>	<b>2.5%</b>	<b>-1.8%p</b>	<b>3.6%</b>	<b>1.1%p</b>
엔진	7.7%	2.2%	-0.6%	-3.8%	1.9%	2.5%	0.5%	-1.9%	4.7%	6.5%p	0.9%	-3.9%p	0.6%	-0.3%p
시큐리티	-0.1%	0.5%	-3.4%	-3.9%	-3.7%	-2.9%	-1.5%	-1.3%	5.3%	6.8%p	-1.7%	-7.0%p	-2.4%	-0.7%p
한화지상방산	1.3%	5.3%	1.7%	13.0%	6.9%	8.1%	7.3%	9.3%	6.8%	6.5%p	7.3%	0.5%p	8.2%	0.9%p
한화파워시스템	-30.2%	-3.2%	-1.8%	7.7%	-5.6%	2.2%	-1.3%	4.5%	-7.5%	na	-2.2%	5.4%p	1.1%	3.2%p
한화정밀기계	6.7%	13.7%	7.2%	6.6%	7.2%	12.1%	7.6%	6.0%	-9.1%	7.1%p	8.9%	18.0%p	8.5%	-0.4%p
한화디펜스	2.5%	3.8%	7.2%	5.5%	2.8%	5.0%	5.8%	7.9%	6.6%	na	5.0%	-1.6%p	5.8%	0.8%p
한화시스템	-1.1%	-1.2%	1.5%	6.3%	3.2%	5.4%	4.7%	8.5%	6.2%	na	2.9%	-3.3%p	6.0%	3.1%p

자료: 한화테크윈, 키움증권

주: 한화디펜스와 한화시스템의 연결 실적은 각각 2Q16, 4Q16부터 반영

## 한화테크윈 PBR Band



자료: 키움증권

## 한화테크윈 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q17E	2017E	2018E	4Q17E	2017E	2018E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	15,034	43,851	45,711	10,363	42,950	45,324	-31.1%	-2.1%	-0.8%
영업이익	713	1,293	1,645	232	1,074	1,626	-67.5%	-17.0%	-1.1%
세전이익	666	1,097	1,483	191	801	1,451	-71.3%	-27.0%	-2.1%
순이익	514	925	1,145	171	599	1,122	-66.7%	-35.3%	-2.1%
EPS(원)		1,751	2,177		1,134	2,132		-35.3%	-2.0%
영업이익률	4.7%	2.9%	3.6%	2.2%	2.5%	3.6%	-2.5%p	-0.4%p	0.0%p
세전이익률	4.4%	2.5%	3.2%	1.8%	1.9%	3.2%	-2.6%p	-0.6%p	0.0%p
순이익률	3.4%	2.1%	2.5%	1.7%	1.4%	2.5%	-1.8%p	-0.7%p	0.0%p

자료: 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	26,134	35,189	42,950	45,324	48,406
매출원가	20,966	28,025	35,078	36,538	38,974
매출총이익	5,168	7,164	7,872	8,786	9,431
판매비및일반관리비	5,764	5,657	6,798	7,159	7,598
영업이익(보고)	-596	1,507	1,074	1,626	1,834
영업이익(핵심)	-596	1,507	1,074	1,626	1,834
영업외손익	404	2,678	-273	-176	-253
이자수익	34	83	61	63	68
배당금수익	25	44	52	60	64
외환이익	537	629	576	0	0
이자비용	166	213	321	323	323
외환손실	516	696	583	0	0
관계기업지분손익	470	780	15	24	24
투자및기타자산처분손익	12	2,174	-2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	3	5	0	0
기타	6	-127	-77	0	-86
법인세차감이익	-191	4,185	801	1,451	1,581
법인세비용	-254	726	197	328	357
유효법인세율 (%)	132.6%	17.4%	24.6%	22.6%	22.6%
당기순이익	62	3,459	603	1,123	1,223
지배주주지분순이익(억원)	57	3,452	599	1,122	1,222
EBITDA	187	2,370	2,289	2,824	2,956
현금순이익(Cash Earnings)	845	4,322	1,819	2,320	2,345
수정당기순이익	67	1,659	601	1,123	1,223
증감율(% YoY)					
매출액	-0.1	34.6	22.1	5.5	6.8
영업이익(보고)	N/A	N/A	-28.8	51.5	12.8
영업이익(핵심)	N/A	N/A	-28.8	51.5	12.8
EBITDA	-78.7	1,167.4	-3.4	23.3	4.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	5,917.1	-82.7	87.4	9.0
EPS	N/A	5,917.1	-82.6	88.1	9.0
수정순이익	N/A	2,378.7	-63.8	86.7	9.0

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-375	1,961	2,436	3,220	1,912
당기순이익	-191	4,185	603	1,123	1,223
감가상각비	421	494	812	826	781
무형자산상각비	362	369	404	371	341
외환손익	-17	1	6	0	0
자산처분손익	7	25	2	0	0
지분법손익	-548	-72	-15	-24	-24
영업활동자산부채 증감	-777	-159	-324	485	-349
기타	369	-2,883	947	439	-60
투자활동현금흐름	1,776	-7,183	-3,648	-329	-1,993
투자자산의 처분	2,113	-6,133	-2,218	873	-629
유형자산의 처분	45	12	0	0	0
유형자산의 취득	-419	-891	-1,200	-1,260	-1,323
무형자산의 처분	-189	-679	0	0	0
기타	226	508	-231	58	-42
재무활동현금흐름	-918	6,379	-415	-194	283
단기차입금의 증가	-451	1,028	-589	80	0
장기차입금의 증가	-460	5,511	-500	-500	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-6	-159	-159	-182	-469
기타	0	0	834	409	752
현금및현금성자산의순증가	484	1,147	-1,628	2,698	201
기초현금및현금성자산	943	1,427	2,574	946	3,644
기말현금및현금성자산	1,427	2,574	946	3,644	3,846
Gross Cash Flow	402	2,120	2,760	2,736	2,261
Op Free Cash Flow	-409	379	500	1,681	869

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,980	27,802	33,324	33,228	35,441
현금및현금성자산	1,427	2,574	946	3,644	3,846
유동금융자산	3,549	3,485	4,011	3,665	3,914
매출채권및유동채권	8,383	13,681	17,874	16,331	17,442
재고자산	5,688	7,688	9,975	9,115	9,734
기타유동비금융자산	933	374	517	472	504
비유동자산	21,099	28,722	31,089	30,576	31,337
장기매출채권및기타비유동채권	297	637	880	804	859
투자자산	10,068	4,774	6,463	6,021	6,485
유형자산	8,449	13,601	13,956	14,390	14,932
무형자산	2,286	9,268	9,117	8,746	8,405
기타비유동자산	0	444	672	614	656
자산총계	41,079	56,524	64,413	63,804	66,778
유동부채	13,516	19,686	24,966	23,126	24,508
매입채무및기타유동채무	8,794	14,767	20,422	18,659	19,928
단기차입금	2,116	3,268	2,679	2,759	2,759
유동성장기차입금	1,523	329	36	36	36
기타유동부채	1,084	1,323	1,829	1,672	1,785
비유동부채	5,112	13,431	16,130	16,420	17,257
장기매입채무및비유동채무	25	996	1,377	1,258	1,344
사채및장기차입금	1,578	8,262	9,746	9,746	9,746
기타비유동부채	3,509	4,173	5,006	5,415	6,167
부채총계	18,628	33,117	41,095	39,545	41,765
자본금	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
주식발행초과금	1,872	1,872	1,872	1,872	1,872
이익잉여금	10,157	13,500	13,884	14,823	15,577
기타자본	7,748	5,362	4,890	4,890	4,890
지배주주지분자본총계	22,434	23,390	23,302	24,242	24,995
비지배주주지분자본총계	18	17	16	17	18
자본총계	22,451	23,408	23,318	24,258	25,013
순차입금	241	5,800	7,503	5,232	4,781
총차입금	5,216	11,858	12,461	12,541	12,541

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	108	6,498	1,134	2,132	2,323
BPS	42,224	44,025	44,300	46,087	47,520
주당EBITDA	352	4,461	4,334	5,368	5,619
CFPS	1,591	8,134	3,444	4,411	4,459
DPS	500	300	350	400	950
주가배수(배)					
PER	329.2	6.7	34.5	18.3	16.8
PBR	0.8	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	111.2	12.2	12.3	9.1	8.6
PCFR	22.4	5.3	11.4	8.9	8.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-2.3	4.3	2.5	3.6	3.8
영업이익률(핵심)	-2.3	4.3	2.5	3.6	3.8
EBITDA margin	0.7	6.7	5.3	6.2	6.1
순이익률	0.2	9.8	1.4	2.5	2.5
자기자본이익률(ROE)	0.3	15.1	2.6	4.7	5.0
투자자본이익률(ROIC)	1.5	6.4	3.4	5.3	5.9
안정성(%)					
부채비율	83.0	141.5	176.2	163.0	167.0
순차입금비율	1.1	24.8	32.2	21.6	19.1
이자보상배율(배)	N/A	7.1	3.3	5.0	5.7
활동성(배)					
매출채권회전율	2.9	3.2	2.7	2.7	2.9
재고자산회전율	4.8	5.3	4.9	4.7	5.1
매입채무회전율	2.6	3.0	2.4	2.3	2.5

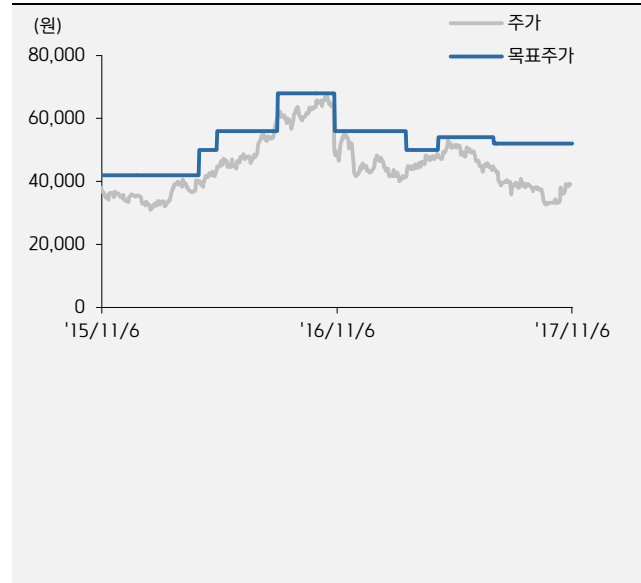
## Compliance Notice

- 당사는 11월 3일 현재 '한화테크윈' 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화테크윈 (012450)	2015/10/28	Outperform(Maintain)	42,000원	6개월	-11.88	-8.69
	2015/11/03	Outperform(Maintain)	42,000원	6개월	-15.17	-3.21
	2016/04/05	BUY(Upgrade)	50,000원	6개월	-20.78	-18.00
	2016/04/15	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-17.61	-13.00
	2016/05/03	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-18.77	-15.71
	2016/06/02	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-17.66	-13.04
	2016/06/21	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-12.52	6.07
	2016/08/05	Outperform (Downgrade)	68,000원	6개월	-8.38	-0.44
	2016/11/02	Marketperform (Downgrade)	56,000원	6개월	-12.98	-1.07
	2016/12/16	Outperform(Upgrade)	56,000원	6개월	-18.42	-1.07
	2017/02/21	Outperform(Maintain)	50,000원	6개월	-8.14	-2.40
	2017/04/12	Outperform(Maintain)	54,000원	6개월	-10.79	-8.43
	2017/04/24	Outperform(Maintain)	54,000원	6개월	-10.49	-1.67
	2017/07/07	Outperform(Maintain)	52,000원	6개월	-23.28	-15.38
	2017/08/18	BUY(Upgrade)	52,000원	6개월	-27.51	-15.38
	2017/11/06	BUY(Maintain)	52,000원	6개월		

## 목표주가추이(2개년)



## 투자 의견 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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%