



## Outperform(Downgrade)

목표주가: 34,000원(하향)

주가(2/23): 28,250원

시가총액: 14,860억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisian@kiwoom.com



## Stock Data

KOSPI (2/23)		2,451.52pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	53,100원	27,250원
등락률	-46.80%	3.67%
수익률	절대	상대
1W	-15.4%	-12.5%
1M	-28.1%	-30.6%
1Y	-37.0%	-45.8%

## Company Data

발행주식수	52,600천주
일평균 거래량(3M)	425천주
외국인 지분율	14.0%
배당수익률(18E)	1.1%
BPS(18E)	41,913원
주요 주주	한화 32.4%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	35,189	42,155	44,219	47,226
영업이익	1,507	829	751	897
EBITDA	2,370	2,059	1,959	2,027
세전이익	4,185	178	516	668
순이익	3,459	-477	399	517
자체주주지분순이익	3,452	-482	399	517
EPS(원)	6,498	-913	758	983
증감률(%YoY)	5,917.1	N/A	N/A	29.6
PER(배)	6.7	-30.9	37.3	28.7
PBR(배)	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	12.2	11.7	11.1	10.7
영업이익률(%)	4.3	2.0	1.7	1.9
ROE(%)	15.1	-2.1	1.8	2.3
순부채비율(%)	24.8	43.2	31.4	30.5

## Price Trend



## 실적 Review

## 한화테크윈 (012450)

## RSP 사업의 딜레마



공교롭게도 K9 자주포가 유례없는 해외 수주 모멘텀을 실현하고 있음에도 불구하고, 엔진 부문의 RSP 비용이 확대되고, 시큐리티 부문의 업황이 악화됨에 따라 당분간 저수익성 기조가 불가피할 것이다. RSP 사업은 엔진 사업 고도화 및 글로벌화를 위한 전략적 선택이지만, 엔진 판매가 호조를 보일수록 비용이 확대되는 딜레마에 처해 있고, 2025년 이후 흑자 기조를 반영하기에는 너무 긴 시간이 남아 있다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 낮아진 눈높이 수준, RSP 비용과 시큐리티 적자 확대

4분기 영업이익은 463억원(YoY 52%)으로 낮아진 시장 예상치 수준이었다. 지상방산(K9 자주포)이 폴란드, 핀란드, 인도 등 고부가 수출이 집중됐고, 한화시스템의 전술정보통신체계(TICN) 프로젝트가 재개되는 등 방산 분야가 계절성 이상으로 선전했지만, 엔진 부문의 RSP 비용이 큰 폭으로 확대됐고, 시큐리티는 출혈적 가격 경쟁이 지속되고 있는 과정에서 SI 분야 일회성 비용이 더해졌다.

영업외적으로는 대규모 세무조사 추징금이 발생해 연간 누적으로도 순손실을 기록했다.

## &gt;&gt;&gt; 당분간 저수익성 기조 불가피

자주포가 강력한 해외 수주 사이클이 전개되고 있음에도 불구하고, 엔진 부문의 RSP 비용 확대와 시큐리티 부문의 업황 악화로 인해 올해도 이익 감소가 불가피하고, 당분간 저수익성 기조가 이어질 것이다. 목표주가와 함께 투자의견을 'Outperform'으로 하향한다.

1분기 영업이익은 -118억원(YoY 적전), 올해 영업이익은 751억원(YoY -9%)으로 추정된다.

엔진 부문은 Pratt & Whitney사 GTF 엔진의 판매가 호조를 보일수록 RSP 비용이 확대되는 딜레마에 처해 있다. RSP 비용은 올해 800~900억원 수준에서 정점을 형성한 후 2025년까지 지속될 예정이다.

시큐리티 부문은 회사분할 결정에 따라 사업 위험이 희석될 여지가 있지만, 매출이 역신장하고 있는 국면에서 강도 높은 효율화 노력을 전개해야 할 것이다.

지상방산은 노르웨이형 대규모 수주가 성사된 데 이어 에스토니아, 아랍에미리트 대상으로도 추가 성과가 기대되는데, 사업 특성상 매출은 4분기에 집중될 것이다. 한화시스템은 TICN 2차 프로젝트가 시작되고, 한화디펜스는 대공·유도무기체계(비호복합)의 수출을 시도하는 등 방산 분야는 긍정적인 모멘텀을 이어갈 것이다.

## 한화테크원 4분기 실적 요약

(단위: 억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
<b>매출액</b>	<b>11,683</b>	<b>7,743</b>	<b>10,363</b>	<b>8,686</b>	<b>15,362</b>	<b>76.9%</b>	<b>31.5%</b>	<b>16,157</b>	<b>-4.9%</b>
엔진	2,336	2,210	2,346	2,133	2,712	27.1%	16.1%	3,211	-15.6%
시큐리티	1,623	1,367	1,664	1,429	1,346	-5.8%	-17.1%	1,503	-10.5%
한화지상방산	1,913	1,105	1,877	1,498	3,234	115.9%	69.1%	3,353	-3.6%
한화파워시스템	764	235	677	366	720	96.7%	-5.8%	732	-1.6%
한화정밀기계	325	559	731	563	681	21.0%	109.5%	546	24.6%
한화디펜스	2,548	920	1,521	1,295	2,967	129.1%	16.4%	2,803	5.8%
한화시스템	2,173	1,346	1,530	1,503	3,855	156.5%	na	4,083	-5.6%
<b>영업이익</b>	<b>305</b>	<b>112</b>	<b>232</b>	<b>22</b>	<b>463</b>	<b>2030.5%</b>	<b>51.9%</b>	<b>707</b>	<b>-34.6%</b>
영업이익률	2.6%	1.4%	2.2%	0.3%	3.0%	2.8%p	0.4%p	4.4%	-1.4%p
세전이익	914	59	191	-101	30	흑전	-96.7%	652	-95.4%
세전이익률	7.8%	0.8%	1.8%	-1.2%	0.2%	1.4%p	-7.6%p	4.0%	-3.8%p
순이익	885	99	171	-176	-577	적지	적전	504	적전

자료: 한화테크원, 키움증권

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

## 한화테크원 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	YoY	2017P	YoY	2018E	YoY
<b>매출액</b>	<b>7,743</b>	<b>10,363</b>	<b>8,686</b>	<b>15,362</b>	<b>8,773</b>	<b>11,199</b>	<b>10,155</b>	<b>14,093</b>	<b>35,189</b>	<b>34.6%</b>	<b>42,155</b>	<b>19.8%</b>	<b>44,219</b>	<b>4.9%</b>
엔진	2,210	2,346	2,133	2,712	2,327	2,550	2,467	2,836	10,507	0.6%	9,401	-10.5%	10,180	8.3%
시큐리티	1,367	1,664	1,429	1,346	1,257	1,347	1,272	1,259	6,378	-3.1%	5,806	-9.0%	5,135	-11.6%
한화지상방산	1,105	1,877	1,498	3,234	1,399	1,999	1,853	3,063	7,144	1.5%	7,714	8.0%	8,314	7.8%
한화파워시스템	235	677	366	720	335	598	451	753	1,970	na	1,998	1.4%	2,138	7.0%
한화정밀기계	559	731	563	681	652	813	628	615	1,693	-18.2%	2,534	49.7%	2,708	6.9%
한화디펜스	920	1,521	1,295	2,967	1,304	1,781	1,628	2,552	5,320	na	6,703	26.0%	7,264	8.4%
한화시스템	1,346	1,530	1,503	3,855	1,488	2,094	1,949	3,158	2,173	na	8,234	278.9%	8,689	5.5%
<b>영업이익</b>	<b>112</b>	<b>232</b>	<b>22</b>	<b>463</b>	<b>-118</b>	<b>232</b>	<b>89</b>	<b>548</b>	<b>1,507</b>	<b>흑전</b>	<b>829</b>	<b>-45.0%</b>	<b>751</b>	<b>-9.4%</b>
영업이익률	1.4%	2.2%	0.3%	3.0%	-1.3%	2.1%	0.9%	3.9%	4.3%	6.6%p	2.0%	-2.3%p	1.7%	-0.3%p
엔진	7.7%	2.2%	-0.6%	-7.6%	-5.3%	-2.0%	-4.6%	-5.4%	4.7%	6.5%p	0.0%	-4.7%p	-4.3%	-4.4%p
시큐리티	-0.1%	0.5%	-3.4%	-13.1%	-7.7%	-5.7%	-4.1%	-3.2%	5.3%	6.8%p	-3.8%	-9.1%p	-5.2%	-1.4%p
한화지상방산	1.3%	5.3%	1.7%	13.9%	5.4%	6.8%	6.8%	11.1%	6.8%	6.5%p	7.6%	0.8%p	8.2%	0.5%p
한화파워시스템	-30.2%	-3.2%	-1.8%	9.0%	-4.3%	3.5%	0.1%	5.8%	-7.5%	na	-1.7%	5.8%p	2.4%	4.1%p
한화정밀기계	6.7%	13.7%	7.2%	4.8%	5.4%	10.4%	5.8%	5.9%	-9.1%	7.1%p	8.3%	17.4%p	7.1%	-1.2%p
한화디펜스	2.5%	3.8%	7.2%	4.9%	2.1%	4.4%	5.6%	6.8%	6.6%	na	4.7%	-1.8%p	5.1%	0.3%p
한화시스템	-1.1%	-1.2%	1.5%	6.6%	2.5%	4.9%	4.7%	7.6%	6.2%	na	3.0%	-3.2%p	5.4%	2.5%p

자료: 한화테크원, 키움증권

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

## 한화테크원 목표주가 산출 근거

(단위: 억원, 원, 배)

## Sum-of-Parts

영업가치	24,533	Target EV/EBITDA	6 개월 Forward	실적 기준
시큐리티	0	0		
산업용장비	1,594	6.0	IT 업종 평균	
항공방산	12,690	15.0	기계 업종 평균	
한화디펜스	7,401	15.0	기계 업종 평균	
한화시스템	2,849	15.0	기계 업종 평균	
매도가능금융자산	3,057		한국항공우주 등	
순차입금	9,488			
적정주주가치	18,102			
발행주식수	53,130			
<b>목표주가</b>	<b>34,072</b>			

자료: 키움증권

## 한화테크원 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q18E	2017P	2018E	1Q18E	2017P	2018E	1Q18E	2017P	2018E
매출액	9,163	42,950	45,324	10,363	42,155	44,219	13.1%	-1.9%	-2.4%
영업이익	164	1,074	1,626	232	829	751	41.1%	-22.8%	-53.8%
세전이익	157	801	1,451	191	178	516	21.3%	-77.7%	-64.5%
순이익	122	599	1,122	171	-482	399	40.7%	적전	-64.5%
EPS(원)		1,134	2,132		-913	758		적전	-64.5%
영업이익률	1.8%	2.5%	3.6%	2.2%	2.0%	1.7%	0.4%p	-0.5%p	-1.9%p
세전이익률	1.7%	1.9%	3.2%	1.8%	0.4%	1.2%	0.1%p	-1.4%p	-2.0%p
순이익률	1.3%	1.4%	2.5%	1.7%	-1.1%	0.9%	0.3%p	-2.5%p	-1.6%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	26,134	35,189	42,155	44,219	47,226
매출원가	20,966	28,025	34,349	36,148	38,559
매출총이익	5,168	7,164	7,806	8,071	8,668
판매비및일반관리비	5,764	5,657	6,977	7,320	7,771
영업이익(보고)	-596	1,507	829	751	897
영업이익(핵심)	-596	1,507	829	751	897
영업외손익	404	2,678	-651	-235	-228
이자수익	34	83	54	46	49
배당금수익	25	44	56	55	59
외환이익	537	629	675	0	0
이자비용	166	213	337	360	360
외환손실	516	696	687	0	0
관계기업지분법손익	470	780	24	24	24
투자및기타자산처분손익	12	2,174	-5	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	3	9	0	0
기타	6	-127	-439	0	0
법인세차감전이익	-191	4,185	178	516	668
법인세비용	-254	726	655	117	151
유효법인세율 (%)	132.6%	17.4%	367.6%	22.6%	22.6%
당기순이익	62	3,459	-477	399	517
지배주주지분순이익(억원)	57	3,452	-482	399	517
EBITDA	187	2,370	2,059	1,959	2,027
현금순이익(Cash Earnings)	845	4,322	753	1,607	1,648
수정당기순이익	67	1,659	-464	399	517
증감율(% YoY)					
매출액	-0.1	34.6	19.8	4.9	6.8
영업이익(보고)	N/A	N/A	-45.0	-9.4	19.4
영업이익(핵심)	N/A	N/A	-45.0	-9.4	19.4
EBITDA	-78.7	1,167.4	-13.1	-4.9	3.5
지배주주지분 당기순이익	N/A	5,917.1	N/A	N/A	29.6
EPS	N/A	5,917.1	N/A	N/A	29.6
수정순이익	N/A	2,378.7	N/A	N/A	29.6

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	19,980	27,802	32,859	32,712	34,416
현금및현금성자산	1,427	2,574	2,075	6,648	6,579
유동금융자산	3,549	3,485	3,814	2,090	2,232
매출채권및유동채권	8,383	13,681	16,994	14,929	15,945
재고자산	5,688	7,688	9,485	8,595	9,179
기타유동비금융자산	933	374	491	451	482
비유동자산	21,099	28,722	31,429	30,914	31,674
장기매출채권및기타비유동채권	297	637	837	768	820
투자자산	10,068	4,774	6,268	5,868	6,310
유형자산	8,449	13,601	13,908	14,342	14,884
무형자산	2,286	9,268	9,213	8,832	8,482
기타비유동자산	0	444	1,202	1,103	1,178
자산총계	41,079	56,524	64,288	63,626	66,091
유동부채	13,516	19,686	26,776	25,028	26,348
매입채무및기타유동채무	8,794	14,767	19,417	17,813	19,024
단기차입금	2,116	3,268	0	0	0
유동성장기차입금	1,523	329	5,620	5,620	5,620
기타유동부채	1,084	1,323	1,739	1,596	1,704
비유동부채	5,112	13,431	15,848	16,534	17,318
장기매입채무및비유동채무	25	996	1,309	1,201	1,283
사채및장기차입금	1,578	8,262	9,635	10,035	10,035
기타비유동부채	3,509	4,173	4,904	5,299	6,000
부채총계	18,628	33,117	42,624	41,563	43,666
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	12,803	13,201	13,562
기타자본	7,748	5,362	4,317	4,317	4,317
지배주주지분자본총계	22,434	23,390	21,648	22,046	22,407
비지배주주지분자본총계	18	17	17	17	18
자본총계	22,451	23,408	21,665	22,064	22,425
순차입금	241	5,800	9,366	6,917	6,844
총차입금	5,216	11,858	15,255	15,655	15,655

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-375	1,961	6,380	3,635	1,288
당기순이익	-191	4,185	-477	399	517
감가상각비	421	494	821	826	781
무형자산상각비	362	369	409	381	350
외환손익	-17	1	13	0	0
자산처분손익	7	25	5	0	0
지분법손익	-548	-72	-24	-24	-24
영업활동자산부채 증감	-777	-159	-48	1,208	-281
기타	369	-2,883	5,682	844	-55
투자활동현금흐름	1,776	-7,183	-3,683	1,044	-1,902
투자자산의 처분	2,113	-6,133	-1,720	2,204	-504
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	-763	99	-75
재무활동현금흐름	-918	6,379	-3,196	-105	546
단기차입금의 증가	-451	1,028	-3,268	0	0
장기차입금의 증가	-460	5,511	-500	-500	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-6	-159	-159	0	-156
기타	0	0	731	395	702
현금및현금성자산의순증가	484	1,147	-500	4,573	-69
기초현금및현금성자산	943	1,427	2,574	2,075	6,648
기말현금및현금성자산	1,427	2,574	2,075	6,648	6,579
Gross Cash Flow	402	2,120	6,428	2,427	1,569
Op Free Cash Flow	-409	379	-2,236	1,737	221

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	108	6,498	-913	758	983
BPS	42,224	44,025	41,155	41,913	42,599
주당EBITDA	352	4,461	3,898	3,724	3,855
CFPS	1,591	8,134	1,425	3,054	3,134
DPS	500	300	0	300	300
주가배수(배)					
PER	329.2	6.7	-30.9	37.3	28.7
PBR	0.8	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	111.2	12.2	11.7	11.1	10.7
PCFR	22.4	5.3	19.8	9.2	9.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-2.3	4.3	2.0	1.7	1.9
영업이익률(핵심)	-2.3	4.3	2.0	1.7	1.9
EBITDA margin	0.7	6.7	4.9	4.4	4.3
순이익률	0.2	9.8	-1.1	0.9	1.1
자기자본이익률(ROE)	0.3	15.1	-2.1	1.8	2.3
투하자본이익률(ROIC)	1.5	6.4	-9.4	2.5	3.0
안정성(%)					
부채비율	83.0	141.5	196.7	188.4	194.7
순차입금비율	1.1	24.8	43.2	31.4	30.5
이자보상배율(배)	N/A	7.1	2.5	2.1	2.5
활동성(배)					
매출채권회전율	2.9	3.2	2.7	2.8	3.1
재고자산회전율	4.8	5.3	4.9	4.9	5.3
매입채무회전율	2.6	3.0	2.5	2.4	2.6

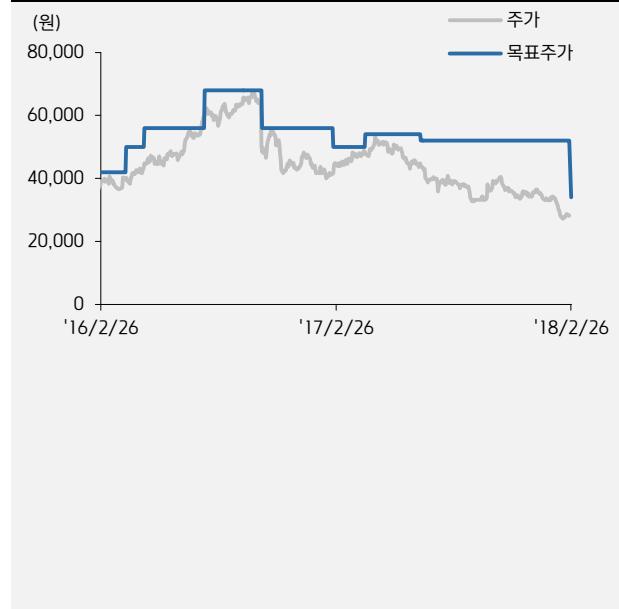
## Compliance Notice

- 당사는 2월 23일 현재 '한화테크원' 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.

## 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
한화테크원 (012450)	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	-27.44	-15.38	
	2017/11/06	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-28.67	-15.38	
	2018/02/26	Outperform (Downgrade)	34,000원	6개월			

## 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 (종립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%