

2017년 3월 22일

한화테크원 (012450.KS/Buy유지/TP:59,000원상향/CP:45,450원)

목표주가 상향

유재훈 (02-768-7687)

이익성장은 이미 시작되었다

핀란드 수출을 계기로 글로벌 자주포 시장 공략 시작. 항공기 엔진 RSP 사업 참여에 대한 재평가 시점 도래. 2017년 저 수익 사업 (산업, 에너지 부문) 적자 축소 및 자주포 수출 증가로 본격적인 이익성장 시작될 것

- **GTF엔진 RSP사업 지분가치 재평가 시점**

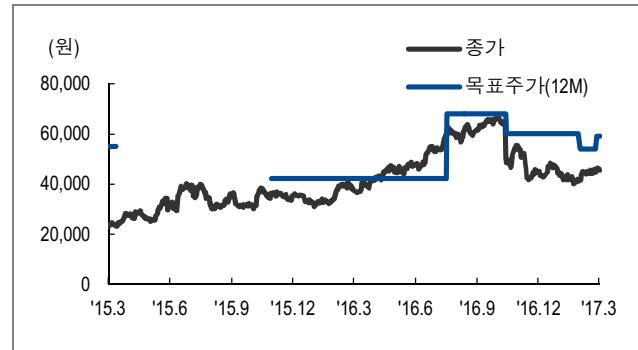
- 동사는 P&W사의 차세대 항공기엔진 GTF(Geared Turbofan) 국제공동개발(RSP)에 지분 2.3%를 참여하고 있는데, 2017년부터 향후 6~7년간 연 550억 수준의 비용이 반영되기 시작하고 GTF 초기엔진 결함이 발견되어 주가 조정 요인으로 작용
- 항공기엔진 RSP 사업은 엔진판매 기간인 10년 동안은 현금 유출이 나타나지만, 이후 30년간 After Market 통해 수익이 창출. 따라서, 40년간 현금흐름을 하나로 묶어 현금흐름할인(DCF)한 가치 산정이 요구됨. 당사가 추정하는 GTF엔진 RSP사업의 2017년 연말기준 가치는 3,683억(After tax)이며, 매년 1,000억씩 가치가 상승하는 구조
- 현재 동사 주가는 GTF엔진 RSP 사업참여에 따른 이익훼손만을 반영하고 있지만, 초기 단계에 발생한 GTF 엔진 결함들이 해소국면에 있어 RSP 사업의 본질적 가치를 동사 기업가치에 반영해야 할 시점이라고 판단. 초기단계에서 발생한 문제들과 추가비용을 감안하여 2017년 GTF엔진 RSP 지분가치 70%(2,578억)를 목표주가에 반영. 목표주가는 2018년 EPS에서 Target Multiple 20배를 적용하고, RSP사업 지분가치를 합산하여 도출. 목표주가를 54,000원에서 59,000원으로 상향

- **글로벌 1위 자주포 회사를 꿈꾼다**

- 자주포는 현대전에서 전술적 역할이 크지는 않지만 육상 교전에서 없어서는 안 되는 대표적인 재래식 무기. 수요국가들은 신규 개발의 필요성이 낮아져 수입을 선호하게 되고, 고가의 고성능 제품 보다는 가성비가 높은 제품을 선호. 동사의 K-9 자주포는 가성비 측면에서 단연 글로벌 1위
- K-9 자주포의 성능은 이미 영국, 미국을 넘어섬. 유일한 경쟁업체인 독일의 판저파우스트(PzH 2000) 대비 성능은 떨어지지만 제조원가는 절반 수준. 연간 100대의 자주포 양산이 지속되며 압도적인 원가경쟁력 보유. 가성비(가격 대비 성능)로 세계 시장점유율 1위 업체로 성장 가능
- 핀란드에 이어 2017년에는 인도 4천억, 노르웨이 2천억 그리고 2018년에 이집트, 터키, 중동 국가들까지 향후 2년 동안 총 1.8조 규모의 수출계약 가시화 예상

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
한화테크원	012450.KS	2017.03.22	Buy	59,000원(12개월)
		2017.02.20	Buy	54,000원(12개월)
		2016.11.02	Buy	60,000원(12개월)
		2016.08.05	Buy	68,000원(12개월)
		2015.11.18	Buy	42,000원(12개월)
		2015.11.01	당당 애널리스트 변경	



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 03월 17일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.6%	24.4%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '한화테크원'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.