



2017/07/20

한화테크원(012450)

단기 부진, 장기 호조 전망

■ 2분기 실적 부진 추정

2017년 2분기 매출액은 전년 동기 대비 17.6% 증가한 9650억원, 영업이익은 19.9% 감소한 211억원으로 추정된다. 매출액 증가는 전년 4분기부터 한화디펜스(舊 두산 DST)와 한화시스템(舊 한화탈레스)의 연결 실적을 반영했기 때문이다. 항공엔진, 시큐리티 등 각 사업부문별 매출액도 부진한 것으로 예상된다. 영업이익은 211억원 수준으로 시장 기대치를 하회하고 영업이익률도 2.2%에 불과한 것으로 보인다. 수리온 엔진에 대한 대손충당금 설정과 민항기 엔진 RSP 사업 참여에 따른 마케팅 비용 발생 때문으로 분석된다. 에너지장비의 실적 부진도 지속된 것으로 파악된다.

■ 물적 분할 후 항공기 엔진과 방산 부문에 역점 전망

7월 1일부터 물적분할된 한화테크원은 항공기 엔진과 시큐리티 부문을 주력으로 하고 100% 자회사인 한화다이나믹스(방산)와 한화시스템(항공전자) 중심으로 사업을 영위할 전망이다. 전년 4분기부터 P&W사와 차세대 민항기 엔진인 GTF 프로젝트에 RSP 계약 형태로 본격 참여하고 있다. 추후 몇 년간 개발 및 마케팅 관련 비용 발생이 지속될 전망이나 2020년대 성장기반 확보를 위한 필수 과정으로 해석된다. 물적 분할된 한화다이나믹스와 한화디펜스와의 사업 계열화는 지상 무기체계 개발 및 판매에 긍정적일 전망이다. 지상 무기체계의 포트폴리오 다양화와 제조 시너지 효과는 수출 가능성을 높이는 요인이다. 항공전자와 레이터 그리고 유도장치 개발에 강점을 가진 한화시스템은 가장 핵심적인 업체이다. 향후 (주)한화와의 유도 미사일 개발 및 양산에 적극적인 역할을 수행할 전망이다.

■ 장기적 관점 매수 전략 유효

한화테크원의 목표주가를 기준 대비 10.0% 하향 조정한 54,000원으로 제시한다. 목표주가 하향 조정한 배경으로 (1) GTF 엔진 RSP 참여에 따라 대규모 비용이 발생하고 있다. (2) 최근 수리온 헬기 엔진 부문의 추가적인 대손충당금 발생 가능성이 있다. 이를 감안하여 실적 전망치를 하향 조정하고 적용 목표 멀티플을 낮췄다.

동사는 방산(자주포, 장갑차), 시큐리티 사업을 영위하는 가운데 장기 성장 기반인 민항기 엔진 개발 사업에 본격적으로 참여하고 있다. 유럽 2개국(노르웨이, 에스토리아)에 K9 자주포의 수출 가능성이 있다. 해외 업체 인수 등 민항기 엔진으로의 사업 확대 정책은 긍정적이다. 장기적 관점에서 매수 전략이 유효할 전망이다.

항공우주·국방 김익상

(☎ 02-2122-9186) is.kim@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	54,000원
종가(2017/07/19)	39,650원

Stock Indicator

자본금	266십억원
발행주식수	5,260만주
시가총액	2,086십억원
외국인지분율	24.3%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	1,627원
BPS(2017E)	41,863원
ROE(2017E)	3.8%
52주 주가	38,700~67,700원
60일평균거래량	409,549주
60일평균거래대금	19.4십억원

Price Trend



〈표1〉 한화테크원의 2017년 2분기 실적 추정 : 매출액 9650억원(+17.6%YoY), 영업이익 211억원(-52.6%YoY)

(단위 : 십억원, %)

Income Statements	2Q17	1Q17	2Q16	QoQ	YoY
매출액	965.0	774.3	820.7	24.6%	17.6%
영업이익	21.1	11.2	44.5	88.0%	-52.6%
세전이익	22.5	5.9	40.5	283.0%	-44.5%
순이익	19.4	10.2	31.3	90.3%	-38.0%

자료 : 한화테크원, 하이투자증권 리서치센터

〈표2〉 한화테크원의 2017년 분기별 실적과 2016년 ~ 2018년 연간 실적 전망

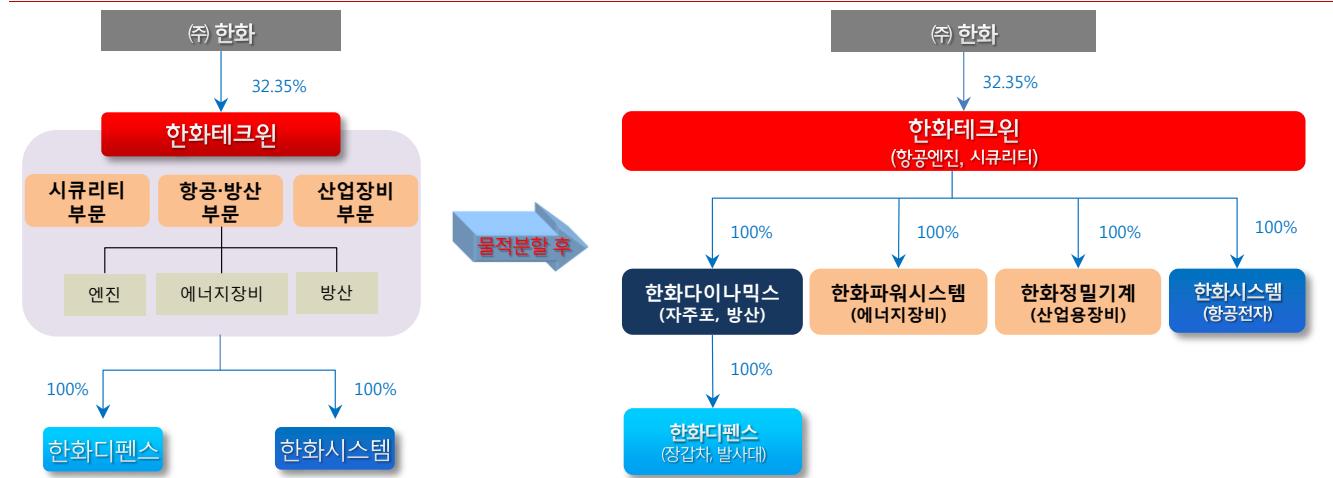
(단위 : 십억원, %)

부문	주요 사업	2017E				2016	2017E	2018E
		1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액 (십억원)		774.3	965.0	1,089.7	1,330.3	3,518.9	4,159.3	4,304.9
	– 엔진사업	221.2	242.7	248.5	268.4	1,050.7	980.8	1,004.0
항공·방산부문	– 에너지장비사업	23.5	32.5	43.3	70.5	197.1	169.8	203.1
	– 방산사업	110.5	150.5	190.3	285.1	714.4	736.4	764.0
시큐리티부문		136.7	142.2	155.8	182.1	637.8	616.8	638.9
산업용장비부문		55.9	57.3	65.8	75.1	169.4	254.1	233.9
한화디펜스		92.0	142.0	175.9	228.5	532.1	638.4	667.6
한화시스템		134.6	197.8	210.1	220.6	217.3	763.1	793.4
영업이익 (십억원)		11.2	21.1	25.4	38.0	150.7	95.8	135.2
	영업이익률 (%)	1.4	2.2	2.3	2.9	4.3	2.3	3.1
순이익 (십억원)		10.2	19.4	23.8	35.5	345.9	88.8	127.2
	순이익률 (%)	1.3	2.0	2.2	2.7	9.8	2.1	3.0

주 : 2분기 실적 발표 후 물적분할 재작성 예정

자료 : 한화테크원, 하이투자증권 리서치센터

〈그림1〉 한화테크원의 물적 분할 전후 지배 구조



자료 : 한화테크원, 하이투자증권 리서치센터

〈표3〉 한화테크윈의 2017년, 2018년 실적 전망 하향

(단위 : 십억원)

Income Statements	New Forecasting (TP 5.4 만원)		Old Forecasting (TP 6.0 만원)		New / Old YoY	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액 (십억원)	4,159	4,305	4,339	4,577	-4.1%	-6.0%
EBITDA	286	302	297	302	-3.9%	0.0%
영업이익	96	135	107	139	-10.8%	-2.7%
세전이익	94	155	104	159	-10.3%	-1.9%
순이익	89	127	99	130	-10.3%	-1.9%
영업이익률 (%)	2.3%	3.1%	2.5%	3.0%	-0.2%p	0.1%p

자료 : 한화테크윈, 하이투자증권 리서치센터

〈표4〉 한화테크윈, 한화시스템, 한화디펜스의 분기별 수주 잔고

(단위 : 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
엔진·에너지·시큐리티	1,678	1,630	1,558	1,483	1,349	1,084	876	17,998	18,217
방산사업	1,536	1,511	1,317	1,229	1,157	1,024	847	1,292	1,377
한화시스템	n.a.	1,627	1,473						
한화디펜스	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,321	837	740	683
수주잔고액	3,214	3,140	2,875	2,712	2,506	3,428	2,561	21,656	21,750

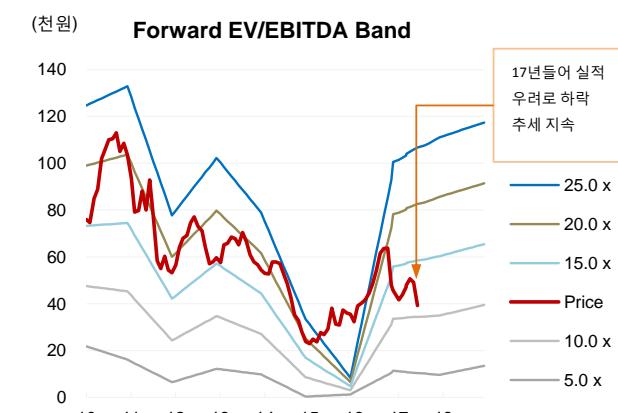
자료 : 한화테크윈, 하이투자증권 리서치센터

〈표5〉 한화테크윈의 2017년 EVITDA에 목표 멀티플 13배 적용하여 목표주가 산출

	2016	2017E	2018E	2019E
EV/EBITDA (End)	12.2	10.2	9.2	8.9
EV/EBITDA (high)	17.6	12.9	11.8	11.4
EV/EBITDA (Low)	9.4	10.2	9.2	8.9
EV/EBITDA (Avg.)	13.2	11.6	10.6	10.2
EBITDA (십억원)	237.0	285.5	301.8	316.7
Net Debt (십억원)	580.4	871.4	744.4	778.1
Shares (천주)	53,130	52,600	52,600	52,600
Target Multiple (배)		13	-	-
Target Price (원)		53,998	-	-

자료 : 한화테크윈, 하이투자증권 리서치센터

〈그림 2〉 한화테크윈 주가 금년들어 하락 지속, EV/EVITDA 멀티플 하락 중



자료 : 한화테크윈, 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

	(단위 : 십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,780	3,182	3,217	3,458
현금및현금성자산	257	330	275	375
단기금융자산	348	359	370	381
매출채권	926	1,095	1,136	1,203
재고자산	769	909	934	983
비유동자산	2,872	2,783	2,729	2,700
유형자산	1,360	1,344	1,344	1,356
무형자산	927	847	785	737
자산총계	5,652	5,965	5,946	6,158
유동부채	1,969	2,312	2,083	2,040
매입채무	577	651	676	708
단기차입금	327	335	150	96
유동성장기부채	33	295	225	205
비유동부채	1,343	1,447	1,530	1,750
사채	419	519	599	799
장기차입금	408	411	415	434
부채총계	3,312	3,759	3,613	3,790
지배주주지분	2,339	2,202	2,324	2,352
자본금	266	263	263	263
자본잉여금	188	188	188	188
이익잉여금	1,350	1,415	1,511	1,643
기타자본항목	535	336	361	257
비지배주주지분	2	4	9	16
자본총계	2,341	2,206	2,333	2,368

현금흐름표

	(단위 : 십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	196	273	483	470
당기순이익	346	88	127	168
유형자산감가상각비	49	90	86	86
무형자산상각비	37	100	80	65
지분법관련손실(이익)	7	7	7	7
투자활동 현금흐름	-718	-1,210	-1,221	-1,232
유형자산의 처분(취득)	-88	-74	-86	-98
무형자산의 처분(취득)	-68	-20	-18	-18
금융상품의 증감	6	-10	-11	-11
재무활동 현금흐름	638	371	-192	119
단기금융부채의증감	-4	270	-255	-74
장기금융부채의증감	668	104	84	220
자본의증감	96	-135	127	35
배당금지급	-16	-	-21	-26
현금및현금성자산의증감	115	72	-55	101
기초현금및현금성자산	143	257	330	275
기말현금및현금성자산	257	330	275	375

자료 : 한화테크원, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

	(단위 : 십억원, %)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,519	4,159	4,305	4,490
증가율(%)	34.6	18.2	3.5	4.3
매출원가	2,802	3,307	3,401	3,525
매출총이익	716	853	904	965
판매비와관리비	566	757	769	799
연구개발비	174	212	220	229
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	151	96	135	166
증가율(%)	-353.1	-36.5	41.2	22.8
영업이익률(%)	4.3	2.3	3.1	3.7
이자수익	8	9	9	10
이자비용	21	28	25	28
지분법이익(손실)	7	7	7	7
기타영업외손익	281	14	35	55
세전계속사업이익	419	93	155	206
법인세비용	73	5	28	37
세전계속이익률(%)	11.9	2.2	3.6	4.6
당기순이익	346	88	127	168
순이익률(%)	9.8	2.1	3.0	3.7
지배주주귀속 순이익	345	86	123	161
기타포괄이익	-234	-199	26	-104
총포괄이익	112	-111	153	64
지배주주귀속총포괄이	112	-111	153	64

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	6,498	1,627	2,333	3,053
BPS	44,025	41,863	44,186	44,706
CFPS	8,122	5,220	5,499	5,916
DPS	-	400	500	550
Valuation(배)				
PER	6.7	24.4	17.0	13.0
PBR	1.0	0.9	0.9	0.9
PCR	5.3	7.6	7.2	6.7
EV/EBITDA	12.2	10.4	9.4	9.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.1	3.8	5.4	6.9
EBITDA 이익률	6.7	6.9	7.0	7.1
부채비율	141.5	170.4	154.9	160.1
순부채비율	24.8	39.5	31.9	32.8
매출채권회전율(x)	5.0	4.1	3.9	3.8
재고자산회전율(x)	5.3	5.0	4.7	4.7

2년간 한화테크원 주가와 목표주가와의 추이



2년간 한화테크원 투자의견 및 목표주가 변동 내역 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-07-20	Buy	54,000
2017-04-26	Buy	60,000
2017-02-20	Buy	57,000
2017-02-07	Buy	55,000
2016-11-03	Buy	65,000
2016-08-05	Buy	80,000
2016-05-03	Buy	62,000
2016-04-19	Buy	52,000
2016-02-22	Buy	43,000
2015-10-27	Hold	36,000
2015-04-29	Hold	30,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김익상)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함 (2017년 7월 1일부터 적용).

- Buy(매수) : 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유) : 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도) : 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

하이투자증권 유니버스 등급 및 투자비율 공시 (2017-06-30 기준)

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	0.0%