

2017/07/28

한화테크윈 (012450)

항공우주·국방 김익상

(☎ 02-2122-9186) is.kim@hi-ib.com

긴 호흡으로 접근 필요

Buy (Maintain)

■ 2분기 실적 예상대로 부진

2017년 2분기 매출액은 전년 동기 대비 26% 증가한 1조363억원, 영업이익은 48% 급감한 232억원으로 집계되었다. 매출액 증가는 한화디펜스(舊 두산DST, 1521억원)와 한화시스템(舊 한화탈레스, 1530억원)의 실적을 반영된 기저 효과 때문이다. 각 사업 부문의 실적은 전체적 부진 속에 소폭 차별화를 보였다. 항공엔진 매출액은 전년 대비 21% 감소, 자루포 중심인 방산 부문은 1.8% 감소했다. 반면 파워시스템과 정밀기계 부문은 전년 동기 대비 30% 수준의 성장세를 시현했다. 영업이익의 감소는 각 사업 부문의 이익률 하락에 기인한다. 민항기 엔진 RSP 사업 참여에 따른 마케팅 비용은 약 90억원 반영된 것으로 파악된다. 영업이익률은 2.2%에 불과했다.

3분기 실적도 2분기와 비슷한 수준에 머물 전망이다. 매출액은 1조481억원, 영업이익은 236억원 수준으로 예상된다. 3분기 실적 개선 동인이 없어 보이며 4분기 이후 계절적 성수기 도래에 따라 엔진과 방산 부문의 급격히 성장할 것으로 전망된다.

■ K9 자주포 수출과 GTF 엔진 RSP는 향후 성장 동력

최근 K9 자주포의 수출이 빈번해지고 있다. 2017년 3월 2일 K9 자주포 48문(총 1915억원 규모)의 핀란드 수출 계약을 체결했다. 4월 21일 인도 L&T사와 3727억원 규모 100문의 K9 자주포 공급 계약을 체결했다. K9 자주포 수출 건수는 지난 6년간 두 번(2001년 터키, 2014년 폴란드)에 불과했지만 올해 들어 이미 두 번째이다. 연말 노르웨이, 내년초 에스토니아 그리고 하반기 이집트에 수출이 예상된다. K9 자주포가 이미 동급 대비 최고 성능과 가격 경쟁력을 보유하고 있다는 방증이다.

지난 4분기부터 P&W사와 차세대 민항기 엔진인 GTF 프로젝트에 RSP 계약 형태로 본격 참여하고 있다. 추후 몇 년간 개발 및 마케팅 관련 비용 발생이 지속될 전망이다. 2020년대 성장기반 확보를 위한 필수 과정으로 해석된다.

■ 장기적 관점 매수 투자전략 유지

한화테크윈에 대해 투자의견 매수와 목표주가 54,000원을 유지한다. 물적분할된 한화테크윈은 항공기 엔진, 시큐리티 사업을 영위하며 100% 자회사인 한화다이나믹스(방산)와 한화시스템(전자광학) 등을 보유하고 있다. 향후 K9 자주포의 추가 수출과 P&W사 민항기 엔진인 GTF 개발 사업은 안정적 성장에 긍정적이다. 실적 부진에 따른 과도한 주가 하락 시 장기적 관점에서 매수하는 전략이 유효할 전망이다.

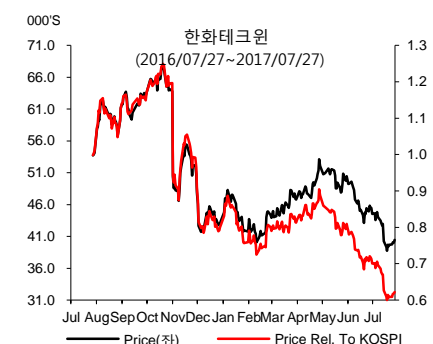
목표주가(12M) 54,000원

종가(2017/07/27) 40,400원

Stock Indicator

자본금	266십억원
발행주식수	5,260만주
시가총액	2,125십억원
외국인지분율	23.2%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	1,618원
BPS(2017E)	41,853원
ROE(2017E)	3.8%
52주 주가	38,700~67,700원
60일평균거래량	374,251주
60일평균거래대금	17.2십억원

Price Trend



〈표1〉 한화테크윈의 2017년 2분기 잠정 실적 : 매출액 1조363억원(+26%YoY), 영업이익 232억원(-48%YoY)

(단위 : 십억원, %)

Income Statements	2Q17	1Q17	2Q16	QoQ	YoY	하이 추정치	Error
매출액	1,036.3	774.3	820.7	34%	26%	965.0	7%
영업이익	23.2	11.2	44.5	107%	-48%	21.1	10%
세전이익	19.1	5.9	40.5	224%	-53%	22.3	-14%
순이익	17.3	10.2	31.3	70%	-45%	19.3	-10%

자료 : 한화테크윈, 하이투자증권 리서치센터

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

(단위 : 십억원, %)

		2017				2016	2017F	2018F
		1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액 (십억원)	사업내용	774.3	1,036.3	1,048.1	1,367.5	3,518.9	4,226.2	4,407.9
한화테크윈(母)	항공기엔진	221.2	234.6	249.8	284.1	1,050.7	989.7	1,004.0
	시큐리티	136.7	166.4	170.2	171.4	637.8	644.7	638.9
	로봇	0.0	1.8	3.3	5.1	-	10.2	19.5
한화다이내믹스(子)	자주포, 탄약장갑차	110.5	187.7	149.5	198.8	714.4	646.5	764.0
한화디펜스(孫子)	전투장갑차, 발사대	92.0	152.1	135.9	208.5	532.1	588.5	631.9
한화시스템(子)	전자광학, 레이더	134.6	153.0	248.5	334.0	217.3	870.1	912.6
한화파워시스템(子)	에너지장비, 압축기	23.5	67.7	37.7	80.5	197.1	209.3	203.1
한화정밀기계(子)	산업용장비(IMS)	55.9	73.1	53.2	85.1	169.4	267.3	233.9
영업이익 (십억원)		11.2	23.2	23.6	40.5	150.7	98.5	139.9
한화테크윈(母)	항공기엔진	17.2	5.2	4.2	8.1	50.0	34.7	27.9
	시큐리티	-0.2	0.8	2.5	4.0	33.1	7.1	18.4
	로봇	-4.7	-4.6	-3.4	-1.2	-	-13.9	-1.0
한화다이내믹스(子)	자주포, 탄약장갑차	1.4	10.0	6.5	9.3	48.7	27.2	27.3
한화디펜스(孫子)	전투장갑차, 발사대	2.3	5.8	6.3	6.2	35.3	20.6	19.5
한화시스템(子)	전자광학, 레이더	-1.5	-1.8	8.0	14.6	13.5	19.2	43.8
한화파워시스템(子)	에너지장비, 압축기	-7.1	-2.2	-2.5	-1.0	-14.8	-12.7	-1.5
한화정밀기계(子)	산업용장비(IMS)	3.8	10.0	2.0	0.5	-15.2	16.3	5.5
영업이익률 (%)		1.4	2.2	2.2	3.0	4.3	2.3	3.2
한화테크윈(母)	항공기엔진	7.8	2.2	1.7	2.9	4.8	3.5	2.8
	시큐리티	-0.1	0.5	1.5	2.3	5.2	1.1	2.9
	로봇	n.a.	-255.0	-103.0	-23.5	-	-136.1	-5.1
한화다이내믹스(子)	자주포, 탄약장갑차	1.3	5.3	4.3	4.7	6.8	4.2	3.6
한화디펜스(孫子)	전투장갑차, 발사대	2.5	3.8	4.6	3.0	6.6	3.5	3.1
한화시스템(子)	전자광학, 레이더	-1.1	-1.2	3.2	4.4	6.2	2.2	4.8
한화파워시스템(子)	에너지장비, 압축기	-30.2	-3.2	-6.6	-1.2	-7.5	-6.1	-0.7
한화정밀기계(子)	산업용장비(IMS)	6.7	13.7	3.8	0.6	-9.0	6.1	2.4
순이익 (십억원)		10.2	17.3	20.2	40.2	345.9	87.9	122.8
순이익률 (%)		1.3	1.7	1.9	2.9	9.8	2.1	2.8

자료 : 한화테크윈, 하이투자증권 리서치센터

〈표3〉 K9 자주포와 성능 및 가격 경쟁적 관계에 있는 자주포와의 제원 비교

구분	PzH2000	M109A6 Paladin	AS90 SPG	K9 천둥
이미지				
국적/제조사	독일/KMW	미국/United Defense	영국/VSEL	한국/한화테크윈
크기(전장/전폭/전고)	11.7m/3.58m/3.06m	9.75m/3.15m/3.24m	9.7m/3.3m/3.0m	12.0m/3.5m/3.28m
주포	52캐리버 155mm	52캐리버 155mm	39캐리버 155mm	52캐리버 155mm
무게(톤)	55	28.6	42	47
최대사거리(km)	36.5	30	24.7/40	40
엔진출력(마력)	990	440	660	1000
최대속도(km/h)	60	60	55	60
최대발사속도(발/분)	8	4	6	6
탄약적재량(발)	60	39	40	48
승무원(명)	5	4	5	5
배치년도	1998년	1989년	1992년	1999년

자료 : 각 사, 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.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	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

〈그림 1〉 한화테크윈의 물적 분할 전후 지배 구조



자료 : 한화테크윈, 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위 : 십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,780	3,189	3,223	3,432
현금및현금성자산	257	304	231	302
단기금융자산	348	359	370	381
매출채권	926	1,112	1,164	1,230
재고자산	769	923	957	1,005
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	5,972	5,952	6,132
유동부채	1,969	2,320	2,093	2,051
매입채무	577	658	687	718
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	3,766	3,624	3,801
지배주주지분	2,339	2,201	2,319	2,317
자본금	266	263	263	263
자본잉여금	188	188	188	188
이익잉여금	1,350	1,414	1,507	1,609
기타자본항목	535	336	361	257
비지배주주지분	2	4	8	15
자본총계	2,341	2,206	2,328	2,332

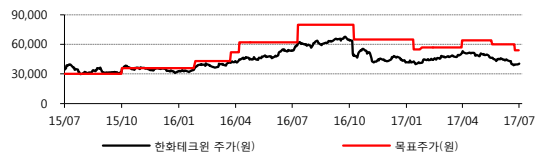
현금흐름표	(단위 : 십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	196	251	467	440
당기순이익	346	88	123	137
유형자산감가상각비	49	90	86	86
무형자산상각비	37	100	80	65
지분법관련손실(이익)	7	7	7	7
투자활동 현금흐름	-718	-1,210	-1,221	-1,232
유형자산의 처분(취득)	-88	-74	-86	-98
무형자산의 처분(취득)	-68	-20	-18	-18
금융상품의 증감	6	-10	-11	-11
재무활동 현금흐름	638	371	-192	119
단기금융부채의증감	-4	270	-255	-74
장기금융부채의증감	668	104	84	220
자본의증감	96	-135	122	4
배당금지급	-16	-	-21	-26
현금및현금성자산의증감	115	47	-73	71
기초현금및현금성자산	143	257	304	231
기말현금및현금성자산	257	304	231	302

포괄손익계산서	(단위 : 십억원, %)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,519	4,226	4,408	4,589
증가율(%)	34.6	20.1	4.3	4.1
매출원가	2,802	3,360	3,482	3,620
매출총이익	716	866	926	968
판매비와관리비	566	768	786	816
연구개발비	174	216	225	234
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	151	98	140	153
증가율(%)	-353.1	-34.7	42.1	9.0
영업이익률(%)	4.3	2.3	3.2	3.3
이자수익	8	9	8	9
이자비용	21	28	25	28
지분법이익(손실)	7	7	7	7
기타영업외손익	281	13	27	33
세전계속사업이익	419	93	150	168
법인세비용	73	5	27	31
세전계속이익률(%)	11.9	2.2	3.4	3.7
당기순이익	346	88	123	137
순이익률(%)	9.8	2.1	2.8	3.0
지배주주귀속 순이익	345	85	119	131
기타포괄이익	-234	-199	26	-104
총포괄이익	112	-111	149	33
지배주주귀속총포괄이익	112	-111	149	33

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	6,498	1,618	2,253	2,490
BPS	44,025	41,853	44,097	44,054
CFPS	8,122	5,211	5,420	5,353
DPS	-	400	500	550
Valuation(배)				
PER	6.7	25.0	17.9	16.2
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9
PCR	5.3	7.8	7.5	7.5
EV/EBITDA	12.2	10.5	9.5	9.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.1	3.8	5.2	5.6
EBITDA 이익률	6.7	6.8	7.0	6.6
부채비율	141.5	170.8	155.7	163.0
순부채비율	24.8	40.6	33.8	36.5
매출채권회전율(x)	5.0	4.1	3.9	3.8
재고자산회전율(x)	5.3	5.0	4.7	4.7

자료 : 한화테크윈, 하이투자증권 리서치센터

2년간 한화테크윈 주가와 목표주가의 추이



2년간 한화테크윈 투자 의견 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

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-mail등을 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 돕기 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 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함 (2017년 7월 1일부터 적용).

- Buy(매수) : 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유) : 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도) : 추천일 증가대비 -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
투자 의견 비율(%)	89.2%	10.8%	0.0%