

# 한화테크윈(012450/KS)

## 실적개선 기조에는 변함이 없다

**매수(유지)**

T.P 46,000 원(유지)

### Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

4 분기 매출액 6,928 억원, 영업이익 -98 억원으로 이익 측면에서 시장기대치(매출액 7,067 억원, 영업이익 38 억원)를 소폭 하회할 것으로 전망된다. 임단협(기본급 1.5%인상, 정년 60 세 연장, 임금피크제 도입, 격려금 300 만원 지급) 등 일회성 비용을 제거하면 영업이익률은 3.8%로 수익성 안정화 기조에는 변함이 없다는 판단이다. 투자의견 매수, 목표주가 46,000 원을 유지한다.

### 일회성 비용 제거시 4 분기 실적은 기대치에 부합

4 분기 매출액 6,928 억원, 영업이익 -98 억원으로 이익 측면에서 시장기대치(매출액 7,067 억원, 영업이익 38 억원)를 소폭 하회할 것으로 전망된다. 임단협(기본급 1.5%인상, 정년 60 세 연장, 임금피크제 도입, 격려금 300 만원 지급) 등 일회성 비용을 제거하면 영업이익률은 3.8%로 수익성 안정화 기조에는 변함이 없다는 판단이다.

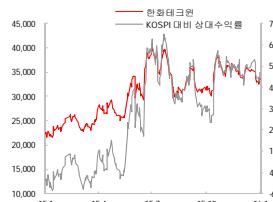
### 2016년은 턴어라운드의 원년

2015년을 저점으로 실적개선이 본격화 될 전망이다. 첫째, 실적의 핵심인 엔진과 특수부문의 실적호조이다. 엔진은 완제기 엔진의 생산증가와 엔진부품의 수주 확대, 특수부문은 K9 자주포의 안정적 양산과 폴란드 수출 물량 증가가 실적개선을 이끌 것이다. 둘째, 일회성 비용(중단사업손실, 특별상여금)의 일단락이다. 합병과 사업구조변화 등으로 발생된 비용이 지난해에 1,300~1,400 억원에 달한 것으로 추정된다. 셋째, 외형확대에 따른 고정비 비중 감소, 제품믹스 개선, SS 부문의 판매채널 변화에 따른 매출차질이 완료되었기 때문이다. 수주잔고의 꾸준한 증가도 예상된다. 3분기말 기준으로 수주잔고는 2.88 조원에 그치지만, 엔진부품의 장기공급계약과 방산 예정물량을 감안하면 수주잔고는 10 조원에 육박할 것으로 추정된다.

### 투자의견 매수, 목표주가 46,000 원 유지

투자의견 매수, 목표주가 46,000 원을 유지한다. 일회성 비용을 제외하면 4 분기 실적은 턴어라운드의 시작을 알렸다는 판단이다. 방산과 엔진부품을 중심으로 한 사업구조의 재편과 장기공급계약확대로 안정적 실적이 지속될 전망이다. 보유지분 처분에 따른 현금보유 확대로 투자재원도 충분히 마련하였다. 지분 50%를 보유한 한화탈레스의 성장성에도 주목할 시점이다.

### 주가 및 상대수익률



| 주기상승률 | 절대주가   | 상대주가  |
|-------|--------|-------|
| 1개월   | -1.0%  | 0.6%  |
| 6개월   | -12.7% | -6.1% |
| 12개월  | 45.4%  | 45.4% |

### 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위 | 2012   | 2013   | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|-----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 억원 | 29,347 | 26,298 | 26,156 | 25,502 | 26,494 | 27,174 |
| yoy       | %  | -0.4   | -10.4  | -0.5   | -2.5   | 3.9    | 2.6    |
| 영업이익      | 억원 | 1,560  | 960    | 79     | -546   | 780    | 990    |
| yoy       | %  | 74.6   | -38.5  | -91.8  | 적전     | 흑전     | 26.9   |
| EBITDA    | 억원 | 2,391  | 1,833  | 877    | 240    | 1,499  | 1,759  |
| 세전이익      | 억원 | 1,642  | 1,423  | -390   | -57    | 728    | 922    |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 1,310  | 1,325  | -1,188 | -6     | 568    | 713    |
| 영업이익률%    | %  | 5.3    | 3.7    | 0.3    | -2.1   | 2.9    | 3.6    |
| EBITDA%   | %  | 8.2    | 7.0    | 3.4    | 0.9    | 5.7    | 6.5    |
| 순이익률      | %  | 4.5    | 5.1    | -4.5   | 0.0    | 2.2    | 2.7    |
| EPS       | 원  | 2,466  | 2,141  | -1,203 | -64    | 1,015  | 1,288  |
| PER       | 배  | 24.2   | 25.4   | N/A    | N/A    | 33.0   | 26.0   |
| PBR       | 배  | 2.0    | 1.7    | 0.8    | 1.0    | 0.8    | 0.7    |
| EV/EBITDA | 배  | 16.4   | 19.0   | 21.5   | 103.7  | 15.5   | 12.9   |
| ROE       | %  | 8.3    | 8.1    | -7.1   | 0.0    | 2.9    | 3.2    |
| 순차입금      | 억원 | 5,451  | 3,933  | 4,173  | 3,736  | 2,978  | 2,420  |
| 부채비율      | %  | 105.4  | 101.5  | 119.2  | 114.8  | 104.2  | 93.2   |

## 분기실적 Preview

(단위: %, 억원)

|          | 4Q14A  | 1Q15A | 2Q15A | 3Q15A | 4Q15E(a) | Y-Y  | Q-Q  | 컨센서스(b) | 차0(a/b) |
|----------|--------|-------|-------|-------|----------|------|------|---------|---------|
| 매출액      | 6,833  | 6,022 | 6,072 | 6,480 | 6,928    | 1.4  | 6.9  | 7,067   | -2.0    |
| 영업이익     | -234   | 103   | -792  | 240   | -98      | 적지   | 적전   | 38      | -357.0  |
| 세전이익     | -941   | 217   | -703  | 537   | -107     | 적지   | 적전   | 72      | -249.7  |
| 지배주주순이익  | -1,038 | 182   | -475  | 340   | -53      | 적지   | 적전   | 119     | -144.5  |
| 영업이익률    | -3.4   | 1.7   | -13.0 | 3.7   | -14      | 2.0  | -5.1 | 0.5     | -2.0    |
| 세전이익률    | -13.8  | 3.6   | -11.6 | 8.3   | -1.5     | 12.2 | -9.8 | 1.0     | -2.6    |
| 지배주주순이익률 | -15.2  | 3.0   | -7.8  | 5.3   | -0.8     | 14.4 | -6.0 | 1.7     | -2.5    |

자료: SK 증권 Fnguide

## 부문별 실적추이

(단위: 억원)

|         |       | 2013   | 2014   | 1Q15  | 2Q     | 3Q    | 4QE   | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|---------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 엔진부문    | 매출액   | 9,524  | 10,012 | 2,307 | 2,414  | 2,711 | 2,920 | 10,352 | 11,077 | 11,198 |
|         | 매출비중  | 36.2%  | 38.3%  | 38.3% | 39.8%  | 41.8% | 42.1% | 40.6%  | 41.8%  | 41.2%  |
|         | 영업이익  | 355    | 291    | 42    | -283   | 133   | -35   | -143   | 420    | 580    |
|         | 영업이익률 | 3.7%   | 2.9%   | 1.8%  | -11.7% | 4.9%  | -1.2% | -14%   | 3.8%   | 5.2%   |
| 특수부문    | 매출액   | 6,435  | 6,436  | 1,285 | 1,609  | 1,662 | 1,920 | 6,476  | 6,897  | 7,345  |
|         | 매출비중  | 24.5%  | 24.6%  | 21.3% | 26.5%  | 25.6% | 27.7% | 25.4%  | 26.0%  | 27.0%  |
|         | 영업이익  | 186    | 105    | 0     | -133   | 81    | 15    | -37    | 230    | 269    |
|         | 영업이익률 | 2.9%   | 1.6%   | 0.0%  | -8.3%  | 4.9%  | 0.8%  | -0.6%  | 3.3%   | 3.7%   |
| 보안/정밀제어 | 매출액   | 10,338 | 9,708  | 2,430 | 2,048  | 2,107 | 2,088 | 8,673  | 8,520  | 8,630  |
|         | 매출비중  | 39.3%  | 37.1%  | 40.4% | 33.7%  | 32.5% | 30.1% | 34.0%  | 32.2%  | 31.8%  |
|         | 영업이익  | 419    | -317   | 61    | -376   | 26    | -78   | -367   | 130    | 141    |
|         | 영업이익률 | 4.1%   | -3.3%  | 2.5%  | -18.4% | 1.2%  | -3.7% | -4.2%  | 1.5%   | 1.6%   |
| 합산      | 매출액   | 26,297 | 26,156 | 6,022 | 6,071  | 6,480 | 6,928 | 25,501 | 26,494 | 27,174 |
|         | 영업이익  | 960    | 79     | 103   | -792   | 240   | -98   | -547   | 780    | 990    |
|         | 영업이익률 | 3.7%   | 0.3%   | 1.7%  | -13.0% | 3.7%  | -14%  | -2.1%  | 2.9%   | 3.6%   |

자료: 한화테크원 SK 증권 추정

| 투자의견변경 | 일시         | 투자의견 | 목표주가    |
|--------|------------|------|---------|
|        | 2016.01.14 | 매수   | 46,000원 |
|        | 2016.01.04 | 매수   | 46,000원 |
|        | 2015.12.01 | 매수   | 46,000원 |
| 담당자 교체 |            |      |         |
|        | 2014.10.06 | 매수   | 50,000원 |
|        | 2014.06.27 | 매수   | 80,000원 |
|        | 2014.04.22 | 매수   | 80,000원 |
|        | 2014.04.09 | 매수   | 80,000원 |
|        | 2014.03.20 | 매수   | 80,000원 |
|        | 2014.01.29 | 매수   | 80,000원 |

(원)

수정 주가      목표주가

### Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 1월 15일 기준)

|    |        |    |       |    |    |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 94.67% | 중립 | 5.33% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

## 대차대조표

| 월 결산(억원)       | 2013   | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>유동자산</b>    | 15,617 | 16,804 | 18,690 | 20,155 | 21,111 |
| 현금및현금성자산       | 2,759  | 943    | 2,086  | 2,494  | 3,052  |
| 매출채권및기타채권      | 5,248  | 5,322  | 5,396  | 5,551  | 5,693  |
| 재고자산           | 4,908  | 5,266  | 5,339  | 5,492  | 5,633  |
| <b>비유동자산</b>   | 18,725 | 19,213 | 21,117 | 23,167 | 25,341 |
| 장기금융자산         | 3,299  | 4,303  | 6,776  | 6,776  | 6,776  |
| 유형자산           | 6,457  | 5,338  | 4,768  | 4,872  | 4,971  |
| 무형자산           | 2,191  | 2,459  | 2,200  | 2,015  | 1,875  |
| <b>자산총계</b>    | 34,342 | 36,017 | 39,807 | 43,322 | 46,452 |
| <b>유동부채</b>    | 11,693 | 15,967 | 17,549 | 17,564 | 17,870 |
| 단기금융부채         | 3,114  | 4,543  | 5,934  | 5,584  | 5,584  |
| 매입채무 및 기타채무    | 1,846  | 1,928  | 1,955  | 2,011  | 2,063  |
| 단기충당부채         | 89     | 145    | 147    | 151    | 155    |
| <b>비유동부채</b>   | 5,602  | 3,619  | 3,722  | 4,544  | 4,544  |
| 장기금융부채         | 3,577  | 1,559  | 787    | 787    | 787    |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 149    | 76     | 163    | 250    | 250    |
| 장기충당부채         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>부채총계</b>    | 17,294 | 19,587 | 21,272 | 22,108 | 22,414 |
| <b>자배주주지분</b>  | 17,032 | 16,412 | 18,508 | 21,178 | 23,993 |
| 자본금            | 2,657  | 2,657  | 2,657  | 2,657  | 2,657  |
| 자본잉여금          | 1,885  | 1,885  | 1,885  | 1,885  | 1,885  |
| 기타자본구성요소       | -2     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자기주식           | -1     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 이익잉여금          | 11,482 | 10,074 | 10,086 | 10,654 | 11,367 |
| 비자배주주지분        | 16     | 18     | 27     | 36     | 45     |
| <b>자본총계</b>    | 17,048 | 16,431 | 18,536 | 21,214 | 24,058 |
| <b>부채와자본총계</b> | 34,342 | 36,017 | 39,807 | 43,322 | 46,452 |

## 현금흐름표

| 월 결산(억원)            | 2013   | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 2,385  | 254    | 809    | 2,025  | 1,395 |
| 당기순이익(손실)           | 1,330  | -1,182 | 1      | 575    | 720   |
| 비현금성항목등             | 1,226  | 1,556  | 642    | 953    | 1,068 |
| 유형자산감가상각비           | 592    | 489    | 440    | 417    | 511   |
| 무형자산상각비             | 280    | 309    | 347    | 303    | 258   |
| 기타                  | 456    | 850    | 278    | 70     | 100   |
| 운전자본감소(증가)          | 5      | 92     | 161    | 19     | -162  |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | -800   | -241   | 161    | -155   | -142  |
| 재고자산감소(증가)          | -494   | -587   | -6     | -153   | -141  |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -116   | 165    | 40     | 56     | 52    |
| 기타                  | 1,416  | 756    | -34    | 271    | 70    |
| 법인세납부               | -177   | -212   | 4      | 478    | -230  |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -314   | -967   | -43    | -1,181 | -673  |
| 금융자산감소(증가)          | 136    | -967   | 278    | 0      | 0     |
| 유형자산감소(증가)          | -405   | -1,123 | -450   | -520   | -610  |
| 무형자산감소(증가)          | -18    | -196   | -118   | -118   | -118  |
| 기타                  | -27    | 1,319  | 247    | -543   | 55    |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | -1,690 | -1,099 | 368    | -436   | -164  |
| 단기금융부채증가(감소)        | 68     | 1,570  | 1,797  | -350   | 0     |
| 장기금융부채증가(감소)        | -1,224 | -2,197 | -1,256 | 0      | 0     |
| 자본의증가(감소)           | 0      | 1      | 0      | 0      | 0     |
| 배당금의 지급             | -275   | -270   | 0      | 0      | 0     |
| 기타                  | -258   | -202   | -173   | -86    | -164  |
| 현금의 증가(감소)          | 368    | -1,816 | 1,144  | 408    | 558   |
| 기초현금                | 2,390  | 2,759  | 943    | 2,086  | 2,494 |
| 기밀현금                | 2,759  | 943    | 2,086  | 2,494  | 3,052 |
| FCF                 | 1,653  | 169    | -204   | 547    | 621   |

자료 : 한화테크원 SK증권 추정

## 손익계산서

| 월 결산(억원)              | 2013   | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>매출액</b>            | 26,298 | 26,156 | 25,502 | 26,494 | 27,174 |
| <b>매출원가</b>           | 20,089 | 20,495 | 20,187 | 19,976 | 20,381 |
| <b>매출총이익</b>          | 6,209  | 5,661  | 5,315  | 6,518  | 6,794  |
| 매출총이익률 (%)            | 23.6   | 21.6   | 20.8   | 24.6   | 25.0   |
| <b>판매비와관리비</b>        | 5,248  | 5,583  | 5,862  | 5,738  | 5,804  |
| 영업이익                  | 960    | 79     | -546   | 780    | 990    |
| 영업이익률 (%)             | 3.7    | 0.3    | -2.1   | 2.9    | 3.6    |
| 비영업손익                 | 462    | -468   | 490    | -51    | -68    |
| <b>순금융비용</b>          | 187    | 137    | 136    | 124    | 109    |
| 외환관련손익                | 3      | 43     | 4      | 8      | -4     |
| <b>관계기업투자등 관련순익</b>   | 646    | 243    | 488    | 135    | 145    |
| 세전계속사업이익              | 1,423  | -390   | -57    | 728    | 922    |
| 세전계속사업이익률 (%)         | 5.4    | -1.5   | -0.2   | 2.8    | 3.4    |
| 계속사업법인세               | 279    | 243    | -30    | 182    | 230    |
| <b>계속사업이익</b>         | 1,143  | -633   | -27    | 546    | 691    |
| 증단사업이익                | 187    | -549   | 29     | 29     | 29     |
| *법인세효과                | 83     | -166   | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익                 | 1,330  | -1,182 | 1      | 575    | 720    |
| <b>순이익률 (%)</b>       | 5.1    | -4.5   | 0.0    | 2.2    | 2.7    |
| 자배주주                  | 1,325  | -1,188 | -6     | 568    | 713    |
| <b>자배주주기속 순이익률(%)</b> | 5.04   | -4.54  | -0.02  | 2.14   | 2.62   |
| <b>비자배주주</b>          | 5      | 6      | 7      | 7      | 7      |
| <b>총포괄이익</b>          | 1,546  | -348   | 2,105  | 2,679  | 2,824  |
| <b>자배주주</b>           | 1,541  | -355   | 2,096  | 2,670  | 2,815  |
| <b>비자배주주</b>          | 5      | 7      | 9      | 9      | 9      |
| <b>EBITDA</b>         | 1,833  | 877    | 240    | 1,499  | 1,759  |

## 주요투자지표

| 월 결산(억원)               | 2013   | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 매출액                    | -104   | -0.5   | -25    | 3.9    | 2.6    |
| 영업이익                   | -38.5  | -91.8  | 적전     | 흑전     | 26.9   |
| 세전계속사업이익               | -13.4  | 적전     | 적지     | 흑전     | 26.6   |
| EBITDA                 | -23.3  | -52.2  | -72.6  | 524.2  | 173    |
| EPS(계속사업)              | -13.2  | 적전     | 적지     | 흑전     | 26.9   |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| ROE                    | 8.1    | -7.1   | 0.0    | 2.9    | 3.2    |
| ROA                    | 4.0    | -3.4   | 0.0    | 1.4    | 1.6    |
| EBITDA/이자비용(배)         | 7.0    | 3.4    | 0.9    | 5.7    | 6.5    |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 유동비율                   | 133.6  | 105.2  | 106.5  | 114.8  | 118.1  |
| 부채비율                   | 101.5  | 119.2  | 114.8  | 104.2  | 93.2   |
| 순자금/자기자본               | 23.1   | 25.4   | 20.2   | 14.0   | 10.1   |
| EBITDA/이자비용(배)         | 7.3    | 4.4    | 14     | 8.7    | 10.8   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |        |
| EPS(계속사업)              | 2,141  | -1,203 | -64    | 1,015  | 1,288  |
| BPS                    | 32,056 | 30,891 | 34,836 | 39,861 | 45,159 |
| CFPS                   | 4,137  | -734   | 1,470  | 2,423  | 2,790  |
| 주당 현금배당금               | 500    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |        |
| PER(최고)                | 32.9   | N/A    | N/A    | 34.7   | 27.4   |
| PER(최저)                | 24.8   | N/A    | N/A    | 32.0   | 25.2   |
| PBR(최고)                | 2.2    | 1.9    | 1.2    | 0.9    | 0.8    |
| PBR(최저)                | 1.7    | 0.8    | 0.6    | 0.8    | 0.7    |
| PCR                    | 13.2   | -32.5  | 24.2   | 13.8   | 12.0   |
| EV/EBITDA(최고)          | 23.7   | 43.1   | 113.8  | 16.2   | 13.5   |
| EV/EBITDA(최저)          | 18.7   | 21.4   | 72.1   | 15.2   | 12.6   |