



BUY(Maintain)

목표주가: 56,000원(상향)

주가(5/2): 43,500원

시가총액: 23,112억원



전기전자/가전
Analyst 김지산
02) 3787-4862
jisian@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/2)	52주 주가동향	최고가	최저가
		43,500원	25,100원
	등락률	0.00%	73.31%
	수익률	절대	상대
	1W	8.9%	8.6%
	1M	13.4%	16.7%
	1Y	57.0%	68.9%

Company Data

발행주식수	53,130천주
일평균 거래량(3M)	367천주
외국인 지분율	9.6%
배당수익률(16E)	0.9%
BPS(16E)	47,642원
주요 주주	한화 32.4%

투자지표

(억원, IFRS)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	26,156	26,134	28,920	30,088
영업이익	79	-596	1,499	1,693
EBITDA	877	187	2,192	2,327
세전이익	-390	-191	3,737	1,756
순이익	-1,182	62	2,882	1,335
자체주주지분순이익	-1,188	57	2,878	1,332
EPS(원)	-2,236	108	5,418	2,507
증감률(%YoY)	N/A	N/A	4,916.9	-53.7
PER(배)	-10.7	329.2	8.0	17.3
PBR(배)	0.8	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	19.1	111.2	7.7	6.8
영업이익률(%)	0.3	-2.3	5.2	5.6
ROE(%)	-7.1	0.3	12.1	5.1
순부채비율(%)	25.4	1.1	-7.9	-11.7

Price Trend



실적 Review

한화테크윈 (012450)

체질 개선 효과 기대 이상



지배구조 변경 이후 원가 및 비용 구조가 많이 달라졌다. 구조조정 대상으로 여겼던 산업용장비, 에너지, 보안솔루션의 매출액이 전년 동기 대비 여전히 감소했음에도 불구하고, 손익은 크게 향상됐다. 주력인 엔진 사업부는 엔진 및 부품 분야에 있어 안정적인 성장세를 이어갔다. 실적 모멘텀과 더불어 두산DST 인수 및 한화탈레스 참여 지분 인수 등 대형 이벤트를 통해 글로벌 방산 업체로 도약할 수 있는 기틀이 마련될 것이다.

>>> 1분기 Earnings Surprise 실현, 항공방산 사업부 선전

1분기 영업이익은 317억원(QoQ 흑전, YoY 208%)으로 시장 컨센서스(140억 원)를 크게 상회한 Earnings Surprise로 평가된다. 전사적으로 지배구조 변경 이후 체질 개선 노력에 따른 고정비 절감 효과가 크게 나타났고, 주력인 항공방산 사업부의 매출 신장폭이 기대 이상이었다. 영업외적으로는 한국항공 우주 지분 매각에 따라 2,175억원의 이익이 더해졌다.

엔진 사업부는 수리온(KUH), T-50 등 군용기 엔진 매출과 민항기용 부품 매출이 호조를 이어갔고, 우호적인 환율 여건의 도움을 받았다. 보안솔루션은 중국 수요 부진이 이어졌지만, 재고조정이 마무리 국면에 진입하며 수익성이 정상화되고 있다. 대표적인 적자 사업인 산업용장비와 에너지 사업부는 여전히 매출액이 감소했음에도 불구하고 적자폭이 크게 줄었고, 명확한 체질 개선 효과를 입증했다.

>>> 2분기도 호실적 전망, 목표주가 상향

2분기 영업이익은 411억원(QoQ 30%, YoY 흑전)으로 추정된다. 엔진 사업부의 안정적 성장세가 이어지는 한편, 산업용장비와 에너지 사업부는 손익분기점에 근접해 갈 것이다. 방산 사업부는 계절적 수요 회복과 함께 폴란드 자주포 수출이 본격적으로 확대될 것이다. 인도의 자주포 구매 사업 우선협상대상자로 선정된 상태여서 긍정적인 수주 성과도 기대된다.

실적 추정 상향과 함께 목표주가를 50,000원에서 56,000원으로 상향한다.

투자포인트는 1) 두산DST 및 한화탈레스 참여 지분 인수 등 대형 이벤트들을 통해 글로벌 방산 업체로 도약할 수 있는 계기가 마련될 것으로 기대되고, 2) 엔진 사업부가 민항기용 RSP(Risk & Revenue Sharing Program) 사업 확대, 수리온(KUH) 등 군용기 프로젝트 다변화를 바탕으로 중장기 성장성이 부각된다는 점이다.

한화테크원 1분기 실적 요약

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	6,022	6,072	6,480	7,560	6,426	-15.0%	6.7%	6,077	5.7%
항공방산	3,592	4,024	4,373	5,495	4,389	-20.1%	22.2%	3,987	10.1%
보안솔루션	1,758	1,494	1,657	1,671	1,605	-3.9%	-8.7%	1,616	-0.7%
산업용장비	672	555	450	393	432	9.9%	-35.7%	473	-8.7%
영업이익	103	-792	240	-147	317	흑전	208.0%	134	136.2%
영업이익률	1.7%	-13.0%	3.7%	-1.9%	4.9%	6.9%p	3.2%p	2.2%	2.7%
세전이익	217	-703	537	-242	2,527	흑전	1066.8%	158	1500.7%
세전이익률	3.6%	-11.6%	8.3%	-3.2%	39.3%	42.5%p	35.7%p	2.6%	36.7%
순이익	182	-475	340	10	1,961	19586.5%	978.1%	120	1537.3%

자료: 한화테크원, 키움증권

한화테크원 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY
매출액	6,022	6,072	6,480	7,560	6,426	7,002	7,342	8,150	26,134	-0.1%	28,920	10.7%	30,088	4.0%
항공방산	3,592	4,024	4,373	5,495	4,389	4,890	5,231	6,123	17,484	6.3%	20,633	18.0%	22,019	6.7%
보안솔루션	1,758	1,494	1,657	1,671	1,605	1,629	1,706	1,668	6,580	-3.7%	6,608	0.4%	6,573	-0.5%
산업용장비	672	555	450	393	432	482	405	360	2,070	-28.1%	1,680	-18.9%	1,497	-10.9%
영업이익	103	-792	240	-147	317	411	423	348	-596	적전	1,499	흑전	1,693	13.0%
항공방산	43	-414	214	-3	223	293	312	288	-160	적전	1,115	흑전	1,263	13.2%
보안솔루션	53	-224	70	3	100	103	116	77	-98	적지	396	흑전	425	7.4%
산업용장비	7	-152	-44	-147	-5	2	-19	-25	-334	적지	-47	적지	-45	적지
영업이익률	1.7%	-13.0%	3.7%	-1.9%	4.9%	5.9%	5.8%	4.3%	-2.3%	-2.6%p	5.2%	7.5%p	5.6%	0.4%p
항공방산	1.2%	-10.3%	4.9%	-0.1%	5.1%	6.0%	6.0%	4.7%	-0.9%	-3.4%p	5.4%	6.3%p	5.7%	0.3%p
보안솔루션	3.0%	-15.0%	4.2%	0.2%	6.2%	6.3%	6.8%	4.6%	-1.5%	1.3%p	6.0%	7.5%p	6.5%	0.5%p
산업용장비	7.2%	19.1%	-18.2%	99.7%	-1.6%	0.5%	-4.5%	-7.2%	56.1%	201.1%p	-3.1%	-59%p	-2.6%	0.5%p

자료: 한화테크원, 키움증권

한화테크원 목표주가 산출 근거

(단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-Parts

영업가치	20,504	Target EV/EBITDA	2015년 실적 기준
보안 솔루션	3,841	7.0	CCTV Peer 그룹 평균
항공방산	16,663	10.0	기계 업종 평균
투자유가증권가치	7,959		
한화탈레스	1,778		장부가 적용, 20% 할인
매도가능금융자산	6,181		한국항공우주 등
순차입금	-1,164		
적정주주가치	29,627		
발행주식수	53,130		
목표주가	55,764		

자료: 키움증권

한화테크원 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	2Q16E	2016E	2017E	2Q16E	2016E	2017E	2Q16E	2016E	2017E
매출액	6,630	27,334	28,185	7,002	28,920	30,088	5.6%	5.8%	6.8%
영업이익	265	934	1,108	411	1,499	1,693	54.9%	60.6%	52.8%
세전이익	265	985	1,183	411	3,737	1,756	55.1%	279.5%	48.5%
순이익	201	747	897	311	2,878	1,332	55.1%	285.4%	48.5%
EPS(원)		1,406	1,689		5,418	2,507		285.4%	48.5%
영업이익률	4.0%	3.4%	3.9%	5.9%	5.2%	5.6%	1.9%p	1.8%p	1.7%p
세전이익률	4.0%	3.6%	4.2%	5.9%	12.9%	5.8%	1.9%p	9.3%p	1.6%p
순이익률	3.0%	2.7%	3.2%	4.4%	10.0%	4.4%	1.4%p	7.2%p	1.2%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	26,156	26,134	28,920	30,088	31,352
매출원가	20,495	20,966	21,828	22,633	23,521
매출총이익	5,661	5,168	7,092	7,456	7,831
판매비 및 일반관리비	5,583	5,764	5,593	5,763	5,973
영업이익(보고)	79	-596	1,499	1,693	1,858
영업이익(핵심)	79	-596	1,499	1,693	1,858
영업외손익	-468	404	2,238	63	87
이자수익	62	34	15	16	17
배당금수익	20	25	25	27	28
외환이익	447	537	38	19	9
이자비용	198	166	160	153	141
외환손실	405	516	38	19	9
관계기업지분법손익	243	470	159	173	182
투자 및 기타자산처분손익	0	12	0	0	0
금융상품평가 및 기타금융이익	0	2	0	0	0
기타	-638	6	2,198	0	0
법인세차감전이익	-390	-191	3,737	1,756	1,945
법인세비용	243	-254	855	422	467
유형법인세율 (%)	-62.3%	132.6%	22.9%	24.0%	24.0%
당기순이익	-1,182	62	2,882	1,335	1,478
지배주주지분순이익(억원)	-1,188	57	2,878	1,332	1,475
EBITDA	877	187	2,192	2,327	2,426
현금순이익(Cash Earnings)	-384	845	3,575	1,968	2,045
수정당기순이익	-1,183	67	2,882	1,335	1,478
증감율(% YoY)					
매출액	-0.5	-0.1	10.7	4.0	4.2
영업이익(보고)	-91.8	N/A	N/A	13.0	9.8
영업이익(핵심)	-91.8	N/A	N/A	13.0	9.8
EBITDA	-52.2	-78.7	1,072.3	6.1	4.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	4,916.9	-53.7	10.7
EPS	N/A	N/A	4,916.9	-53.7	10.7
수정순이익	N/A	N/A	4,204.4	-53.7	10.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	114	-375	3,443	2,104	1,593
당기순이익	-1,182	62	2,882	1,335	1,478
감가상각비	489	421	364	367	352
무형자산상각비	309	362	330	266	215
외환손익	-44	-17	0	0	0
자산처분손익	10	7	0	0	0
지분법손익	-48	-548	-159	-173	-182
영업활동자산부채 증감	92	-781	-407	-177	-243
기타	488	119	434	485	27
투자활동현금흐름	-1,029	1,776	1,371	-761	-897
투자자산의 처분	-967	2,113	1,811	-299	-412
유형자산의 처분	14	45	0	0	0
유형자산의 취득	-1,137	-419	-440	-462	-485
무형자산의 처분	-196	-189	0	0	0
기타	1,257	226	0	0	0
재무활동현금흐름	-897	-918	-351	-473	-427
단기차입금의 증가	870	-451	0	0	100
장기차입금의 증가	-1,497	-460	-500	-500	-500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-270	-6	-159	-212	-266
기타	1	0	309	240	238
현금 및 현금성자산의 순증가	-1,816	484	4,464	870	269
기초현금 및 현금성자산	2,759	943	1,427	5,891	6,761
기말현금 및 현금성자산	943	1,427	5,891	6,761	7,030
Gross Cash Flow	22	406	3,850	2,280	1,836
Op Free Cash Flow	-315	-412	1,003	1,282	1,251

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	16,804	19,980	23,197	24,612	25,630
현금 및 현금성자산	943	1,427	5,891	6,761	7,030
유동금융자산	986	3,549	1,131	1,166	1,215
매출채권 및 유동채권	9,609	8,383	9,038	9,322	9,714
재고자산	5,266	5,688	6,132	6,325	6,590
기타 유동금융자산	0	933	1,006	1,038	1,081
비유동자산	19,213	21,099	21,660	21,962	22,466
장기 매출채권 및 기타 비유동채권	646	297	320	330	344
투자자산	10,771	10,068	10,859	11,323	11,895
유형자산	5,338	8,449	8,525	8,620	8,752
무형자산	2,459	2,286	1,956	1,689	1,474
기타 비유동자산	0	0	0	0	0
자산 총계	36,017	41,079	44,857	46,574	48,096
유동부채	15,967	13,516	14,088	14,223	14,784
매입채무 및 기타 유동채무	11,257	9,277	10,001	10,316	10,749
단기 차입금	2,518	2,116	2,116	2,116	2,216
유동성장기 차입금	2,025	1,523	1,323	1,123	1,123
기타 유동부채	167	600	647	668	696
비유동부채	3,619	5,112	5,437	5,684	5,432
장기 차입금 및 비유동채무	75	213	229	236	246
사채 및 장기 차입금	1,559	1,578	1,578	1,578	1,078
기타 비유동부채	1,985	3,322	3,630	3,870	4,108
부채 총계	19,587	18,628	19,525	19,907	20,216
자본금	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
주식 발행 초과금	1,872	1,872	1,872	1,872	1,872
이익 잉여금	10,074	10,157	13,036	14,368	15,578
기타 자본	1,810	7,748	7,748	7,748	7,748
지배주주지분자 본총계	16,412	22,434	25,312	26,644	27,854
비지배주주지분자 본총계	18	18	21	24	26
자본총계	16,431	22,451	25,333	26,668	27,880
순차입금	4,173	241	-2,005	-3,111	-3,828
총차입금	6,102	5,216	5,016	4,816	4,416

투자지표

(단위: 원, 배, %)

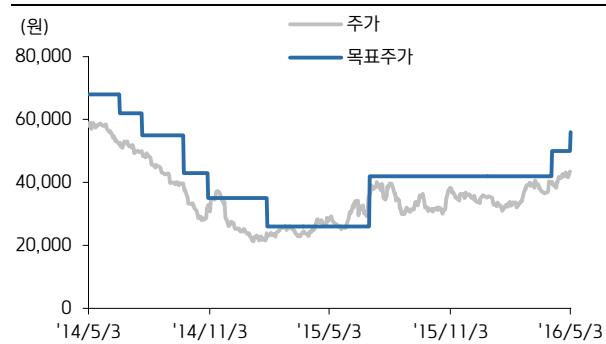
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당 지표(원)					
EPS	-2,236	108	5,418	2,507	2,776
BPS	30,891	42,224	47,642	50,149	52,426
주당 EBITDA	1,650	352	4,126	4,379	4,565
CFPS	-722	1,591	6,729	3,705	3,850
DPS	500	300	400	500	500
주가 배수(배)					
PER	-10.7	329.2	8.0	17.3	15.7
PBR	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	19.1	111.2	7.7	6.8	6.2
PCF	-33.0	22.4	5.3	9.6	9.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.3	-2.3	5.2	5.6	5.9
영업이익률(핵심)	0.3	-2.3	5.2	5.6	5.9
EBITDA margin	3.4	0.7	7.6	7.7	7.7
순이익률	-4.5	0.2	10.0	4.4	4.7
자기자본이익률(ROE)	-7.1	0.3	12.1	5.1	5.4
투하자본이익률(ROIC)	1.1	1.5	7.5	8.3	9.0
안정성(%)					
부채비율	119.2	83.0	77.1	74.6	72.5
순차입금비율	25.4	1.1	-7.9	-11.7	-13.7
이자 보상 배율(배)	0.4	N/A	9.4	11.0	13.2
활동성(배)					
매출채권 회전율	3.0	2.9	3.3	3.3	3.3
재고자산 회전율	5.1	4.8	4.9	4.8	4.9
매입채무 회전율	2.7	2.5	3.0	3.0	3.0

- 당사는 5월 2일 현재 '한화테크원 (012450)' 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한화테크원 (012450)	2014/04/22	Outperform(Maintain)	68,000원
	2014/06/19	Outperform(Maintain)	62,000원
	2014/07/23	Marketperform(Downgrade)	55,000원
	2014/09/24	Marketperform(Maintain)	43,000원
	2014/10/16	Marketperform(Maintain)	43,000원
	2014/10/31	Marketperform(Maintain)	35,000원
	2015/01/29	Marketperform(Maintain)	26,000원
	2015/04/30	Marketperform(Maintain)	26,000원
	2015/07/03	Outperform(Upgrade)	42,000원
	2015/07/09	Outperform(Maintain)	42,000원
	2015/07/30	Outperform(Maintain)	42,000원
	2015/10/28	Outperform(Maintain)	42,000원
	2015/11/03	Outperform(Maintain)	42,000원
	2016/04/05	BUY(Upgrade)	50,000원
	2016/04/15	BUY(Maintain)	50,000원
	2016/05/03	BUY(Maintain)	56,000원

목표주가 추이



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

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%