



Outperform(Downgrade)

목표주가: 68,000원

주가(8/4): 59,200원

시가총액: 31,453억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisian@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/4)	2,000.03pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	59,400원	29,900원
등락률	-0.3%	98.7%
수익률	절대	상대
1W	24.7%	24.2%
1M	81.9%	72.4%
1Y	49.6%	50.6%

Company Data

발행주식수	53,130천주
일평균 거래량(3M)	371천주
외국인 지분율	16.2%
배당수익률(16E)	0.7%
BPS(16E)	43,148원
주요 주주	한화 32.4%

투자지표

(억원, IFRS)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	26,156	26,134	35,524	39,702
영업이익	79	-596	1,814	2,118
EBITDA	877	187	2,444	2,708
세전이익	-390	-191	3,992	2,117
순이익	-1,182	62	3,095	1,638
자체주주지분순이익	-1,188	57	3,093	1,636
EPS(원)	-2,236	108	5,821	3,079
증감률(%YoY)	N/A	N/A	5,290.3	-47.1
PER(배)	-10.7	329.2	10.2	19.3
PBR(배)	0.8	0.8	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	19.1	111.2	14.6	12.5
영업이익률(%)	0.3	-2.3	5.1	5.3
ROE(%)	-7.1	0.3	13.6	6.9
순부채비율(%)	25.4	1.1	17.7	9.1

Price Trend



실적 Review

한화테크윈 (012450)

속도 조절도 미덕



2분기 실적은 시장 기대치에 부합했다. 폴란드향 자주포 수출로 방산 사업부 수익성 개선이 두드러졌고, 한화탈레스의 연결 실적 기여가 시작됐다. 하반기에는 자주포와 수리온 중심의 수주 모멘텀이 예상된다. 다만, 주가는 올해 들어 지배구조 변경에 따른 체질 개선, 두산DST 및 한화탈레스 지분 인수, 그룹 차원 방산 수주 호조 등 긍정적인 이벤트들을 반영하며 가파르게 상승했다. 지금쯤 속도 조절도 미덕일 것이다.

>>> 2분기 실적 시장 예상치 상회

2분기 영업이익은 445억원(QoQ 40%, YoY 흑전)이었고, 한화디펜스의 6월 연결 실적을 제외한 영업이익은 418억원으로 시장 컨센서스를 상회했다. 무엇보다도 폴란드향 자주포 수출이 본격화되면서 방산 사업부의 제품 Mix 개선 효과가 컸다. 엔진 사업부는 T-50, KUH 중심의 군수용 완제 엔진 매출이 성장을 이끌었고, 시큐리티(CCTV) 사업부는 중국에 대한 자원 투입을 줄이는 대신, 선진국 B2C 시장을 공략하는 전략으로 선회했다. 산업용장비는 계절적 매출 증가와 함께 내부 효율화 노력의 성과가 뒷받침되며 흑자 전환에 성공했다.

>>> 하반기 안정적 성장세, 수주 모멘텀 기대

3분기 영업이익은 527억원(QoQ 19%, YoY 120%)으로 안정적인 성장세를 이어갈 것이다. 한화디펜스의 실적 기여가 본격화되며 성장성이 부각될 것이다. 사업부 중에서는 시큐리티의 매출 증가가 두드러질 것이다. 하반기 수주 모멘텀으로는 K-9 자주포 인도 신규 계약 및 폴란드 2차 계약, 엔진 분야 수리온(KUH) 3차 계약 등이 기대된다.

동사는 한화탈레스의 잔여 지분 50%를 취득하기로 결정했고, 이르면 12월부터 연결 실적으로 반영될 것이다. 앞으로 한화탈레스의 레이더, 지휘통제 및 감시·정찰체계, 한화디펜스의 기동 및 대공·유도 무기 등을 결합해 특히 정밀 유도무기체계에 있어 시너지 효과가 예상된다.

>>> 목표주가 상향하나 긍정적 이벤트로 인한 재평가 일단락

한화디펜스의 실적을 연결로 반영해 실적 전망을 조정하고, 목표주가를 68,000원으로 상향하되, 추가 상승 여력을 감안해 투자의견은 'Outperform'으로 하향한다. 올해 들어 지배구조 변경에 따른 체질 개선 성과, 두산DST 및 한화탈레스 지분 인수, 그룹 차원의 방산 분야 수주 호조 등 긍정적인 이벤트가 잇따랐고, 이에 따른 기업가치 재평가(Re-rating)가 활발하게 진행됐다. 적정 Valuation에 도달한 만큼, 향후에는 실적 추이가 주가의 방향성을 좌우할 것으로 예상된다.

한화테크원 2분기 실적 요약

(단위: 억원)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	6,072	6,480	7,560	6,426	8,207	27.7%	35.1%	7,002	17.2%
항공방산	4,024	4,373	5,495	4,389	5,356	22.0%	33.1%	4,890	9.5%
시큐리티	1,494	1,657	1,671	1,605	1,610	0.3%	7.8%	1,629	-1.2%
산업용장비	555	450	393	432	564	30.6%	1.6%	482	16.9%
한화디펜스					675	na	na	0	na
영업이익	-792	240	-147	317	445	40.2%	흑전	411	8.3%
영업이익률	-13.0%	3.7%	-1.9%	4.9%	5.4%	0.5%p	18.5%p	5.9%	-0.4%
세전이익	-703	537	-242	2,527	405	-84.0%	흑전	418	-3.1%
세전이익률	-11.6%	8.3%	-3.2%	39.3%	4.9%	-34.4%p	16.5%p	6.0%	-1.0%
순이익	-475	340	10	1,961	313	-84.0%	흑전	317	-1.3%

자료: 한화테크원, 키움증권

주: 2Q16부터 한화디펜스 연결 실적 반영

한화테크원 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16P	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY
매출액	6,426	8,207	9,862	11,029	8,828	9,924	9,994	10,956	26,134	-0.1%	35,524	35.9%	39,702	11.8%
항공방산	4,389	5,356	5,490	6,252	4,970	5,688	5,785	6,459	17,484	6.3%	21,486	22.9%	22,902	6.6%
시큐리티	1,605	1,610	1,783	1,850	1,763	1,654	1,733	1,689	6,580	-3.7%	6,847	4.1%	6,839	-0.1%
산업용장비	432	564	530	470	504	552	461	408	2,070	-28.1%	1,997	-3.5%	1,926	-3.5%
한화디펜스		675	2,060	2,457	1,590	2,030	2,014	2,400			5,193	na	8,034	54.7%
영업이익	317	445	527	525	420	552	572	573	-596	적전	1,814	흑전	2,118	16.7%
항공방산	223	335	336	336	281	351	362	353	-160	적전	1,229	흑전	1,348	9.6%
시큐리티	100	72	90	64	77	79	101	77	-98	적지	326	흑전	335	2.6%
산업용장비	-5	9	2	-9	3	19	3	-7	-334	적지	-3	적지	19	흑전
한화디펜스		26	99	134	59	103	106	149			260	na	417	60.4%
영업이익률	4.9%	5.4%	5.3%	4.8%	4.8%	5.6%	5.7%	5.2%	-2.3%	-2.6%p	5.1%	7.4%p	5.3%	0.2%p
항공방산	5.1%	6.3%	6.1%	5.4%	5.7%	6.2%	6.3%	5.5%	-0.9%	-3.4%p	5.7%	6.6%p	5.9%	0.2%p
시큐리티	6.2%	4.5%	5.1%	3.4%	4.4%	4.8%	5.8%	4.6%	-1.5%	1.3%p	4.8%	6.3%p	4.9%	0.1%p
산업용장비	-1.6%	2.0%	0.4%	-1.7%	0.7%	3.5%	0.6%	-1.1%	-16.2%	-12.2%p	-0.1%	16.0%p	1.0%	1.1%p
한화디펜스		3.9%	4.8%	5.5%	3.7%	5.1%	5.2%	6.2%			5.0%	na	5.2%	0.2%p

자료: 한화테크원, 키움증권

주: 2Q16부터 한화디펜스 연결 실적 반영

한화테크원 목표주가 산출 근거

(단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-Parts

영업가치	32,553	Target EV/EBITDA	2015년 실적 기준
시큐리티	2,888	7.0	CCTV Peer 그룹 평균
항공방산	23,384	13.0	기계 업종 평균
한화디펜스	6,281	13.0	기계 업종 평균
투자유가증권가치	5,600		
한화탈레스	1,770		장부가 적용, 20% 할인
매도가능금융자산	3,830		한국항공우주 등
순차입금	2,125		
적정주주가치	36,029		
발행주식수	53,130		
목표주가	67,813		

자료: 키움증권

한화테크원 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	3Q16E	2016E	2017E	3Q16E	2016E	2017E	3Q16E	2016E	2017E
매출액	7,342	28,920	30,088	9,862	35,524	39,702	34.3%	22.8%	32.0%
영업이익	423	1,499	1,693	527	1,814	2,118	24.8%	21.0%	25.1%
세전이익	429	3,757	1,774	521	3,992	2,117	21.3%	6.2%	19.3%
순이익	325	2,893	1,346	403	3,093	1,636	23.7%	6.9%	21.6%
EPS(원)	5,446	2,533		5,821	3,079		6.9%	21.6%	
영업이익률	5.8%	5.2%	5.6%	5.3%	5.1%	5.3%	-0.4%p	-0.1%p	-0.3%p
세전이익률	5.8%	13.0%	5.9%	5.3%	11.2%	5.3%	-0.6%p	-1.8%p	-0.6%p
순이익률	4.4%	10.0%	4.5%	4.1%	8.7%	4.1%	-0.4%p	-1.3%p	-0.4%p

자료: 키움증권

주: 2Q16부터 한화디펜스 연결 실적 반영

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	26,156	26,134	35,524	39,702	41,369
매출원가	20,495	20,966	27,035	30,165	31,349
매출총이익	5,661	5,168	8,489	9,536	10,020
판매비 및 일반관리비	5,583	5,764	6,675	7,419	7,689
영업이익(보고)	79	-596	1,814	2,118	2,331
영업이익(핵심)	79	-596	1,814	2,118	2,331
영업외손익	-468	404	2,177	-1	23
이자수익	62	34	63	47	49
배당금수익	20	25	39	24	25
외환이익	447	537	284	90	45
이자비용	198	166	190	246	233
외환손실	405	516	329	90	45
관계기업지분법손익	243	470	159	173	182
투자 및 기타자산처분손익	0	12	2,178	0	0
금융상품평가 및 기타금융이익	0	2	5	0	0
기타	-638	6	-31	0	0
법인세차감전이익	-390	-191	3,992	2,117	2,354
법인세비용	243	-254	896	478	532
유효법인세율 (%)	-62.3%	132.6%	22.5%	22.6%	22.6%
당기순이익	-1,182	62	3,095	1,638	1,822
지배주주지분순이익(억원)	-1,188	57	3,093	1,636	1,820
EBITDA	877	187	2,444	2,708	2,873
현금순이익(Cash Earnings)	-384	845	3,725	2,229	2,364
수정당기순이익	-1,183	67	1,403	1,638	1,822
증감율(% YoY)					
매출액	-0.5	-0.1	35.9	11.8	4.2
영업이익(보고)	-91.8	N/A	N/A	16.7	10.1
영업이익(핵심)	-91.8	N/A	N/A	16.7	10.1
EBITDA	-52.2	-78.7	1,206.6	10.8	6.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	5,290.3	-47.1	11.2
EPS	N/A	N/A	5,290.3	-47.1	11.2
수정순이익	N/A	N/A	1,995.5	16.8	11.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	114	-375	-2,002	2,586	1,891
당기순이익	-1,182	62	3,095	1,638	1,822
감가상각비	489	421	356	357	343
무형자산상각비	309	362	273	233	199
외환손익	-44	-17	45	0	0
자산처분손익	10	7	-2,178	0	0
지분법손익	-48	-548	-159	-173	-182
영업활동자산부채 증감	92	-781	-1,171	42	-266
기타	488	119	-2,264	488	-24
투자활동현금흐름	-1,029	1,776	80	-353	-1,005
투자자산의 처분	-967	2,113	-1,548	85	-537
유형자산의 처분	14	45	0	0	0
유형자산의 취득	-1,137	-419	-400	-440	-461
무형자산의 처분	-196	-189	0	0	0
기타	1,257	226	2,028	1	-6
재무활동현금흐름	-897	-918	2,726	-612	-482
단기차입금의 증가	870	-451	2,751	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	635	100	184
현금 및 현금성자산의 순증가	-1,816	484	805	1,620	405
기초현금 및 현금성자산	2,759	943	1,427	2,232	3,852
기말현금 및 현금성자산	943	1,427	2,232	3,852	4,257
Gross Cash Flow	22	406	-831	2,543	2,158
Op Free Cash Flow	-315	-412	466	1,832	1,618

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	16,804	19,980	24,432	25,905	27,236
현금 및 현금성자산	943	1,427	2,232	3,852	4,257
유동금융자산	986	3,549	1,530	1,520	1,584
매출채권 및 유동채권	9,609	8,383	11,010	10,937	11,397
재고자산	5,266	5,688	8,298	8,243	8,590
기타유동금융자산	0	933	1,361	1,352	1,409
비유동자산	19,213	21,099	25,007	24,975	25,598
장기매출채권 및 기타비유동채권	646	297	433	430	448
투자자산	10,771	10,068	13,771	13,893	14,573
유형자산	5,338	8,449	8,489	8,571	8,689
무형자산	2,459	2,286	2,165	1,932	1,733
기타비유동자산	0	0	150	149	155
자산총계	36,017	41,079	49,439	50,880	52,834
유동부채	15,967	13,516	20,650	20,355	21,056
매입채무 및 기타유동채무	11,257	9,277	13,535	13,445	14,010
단기차입금	2,518	2,116	4,866	4,866	4,966
유동성장기차입금	2,025	1,523	1,372	1,172	1,172
기타유동부채	167	600	876	870	907
비유동부채	3,619	5,112	5,844	5,942	5,638
장기매입채무 및 비유동채무	75	213	310	308	321
사채 및 장기차입금	1,559	1,578	1,577	1,577	1,077
기타비유동부채	1,985	3,322	3,956	4,056	4,240
부채총계	19,587	18,628	26,494	26,296	26,694
자본금	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
주식발행초과금	1,872	1,872	1,872	1,872	1,872
이익잉여금	10,074	10,157	13,091	14,727	16,281
기타자본	1,810	7,748	5,306	5,306	5,306
지배주주지분자본총계	16,412	22,434	22,925	24,561	26,115
비지배주주지분자본총계	18	18	20	22	25
자본총계	16,431	22,451	22,945	24,583	26,140
순차입금	4,173	241	4,054	2,245	1,376
총차입금	6,102	5,216	7,816	7,616	7,216

투자지표

(단위: 원, 배, %)

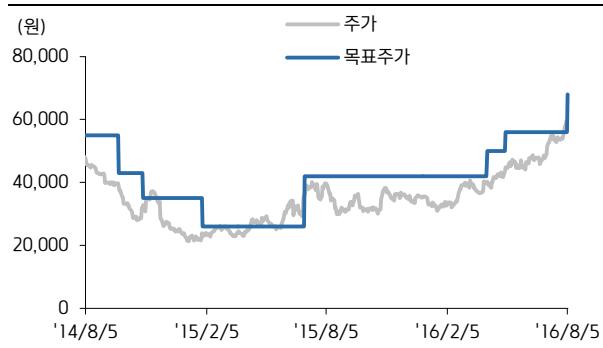
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-2,236	108	5,821	3,079	3,425
BPS	30,891	42,224	43,148	46,227	49,153
주당EBITDA	1,650	352	4,599	5,098	5,408
CFPS	-722	1,591	7,010	4,195	4,450
DPS	500	300	400	500	500
주가배수(배)					
PER	-10.7	329.2	10.2	19.3	17.3
PBR	0.8	0.8	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	19.1	111.2	14.6	12.5	11.5
PCFR	-33.0	22.4	8.5	14.2	13.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.3	-2.3	5.1	5.3	5.6
영업이익률(핵심)	0.3	-2.3	5.1	5.3	5.6
EBITDA margin	3.4	0.7	6.9	6.8	6.9
순이익률	-4.5	0.2	8.7	4.1	4.4
자기자본이익률(ROE)	-7.1	0.3	13.6	6.9	7.2
투하자본이익률(ROIC)	1.1	1.5	8.8	10.0	11.0
안정성(%)					
부채비율	119.2	83.0	115.5	107.0	102.1
순차입금비율	25.4	1.1	17.7	9.1	5.3
이자보상배율(배)	0.4	N/A	9.6	8.6	10.0
활동성(배)					
매출채권회전율	3.0	2.9	3.7	3.6	3.7
재고자산회전율	5.1	4.8	5.1	4.8	4.9
매입채무회전율	2.7	2.5	3.1	2.9	3.0

- 당사는 8월 4일 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)	2014/06/19	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
	2016/06/02	BUY(Maintain)	56,000원
	2016/06/21	BUY(Maintain)	56,000원
	2016/08/05	Outperform(Downgrade)	68,000원

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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%