



Outperform(Upgrade)

목표주가: 56,000원

주가(12/15): 45,700원

시가총액: 24,280억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (12/15)		2,036.65pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	67,700원	31,000원
등락률	-32.50%	47.42%
수익률	절대	상대
1W	-14.7%	-17.6%
1M	-2.8%	-6.0%
1Y	35.6%	28.7%

Company Data

발행주식수	53,130천주
일평균 거래량(3M)	821천주
외국인 지분율	22.5%
배당수익률(16E)	0.9%
BPS(16E)	43,266원
주요 주주	한화 32.4%

투자지표

(억원, IFRS)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	26,156	26,134	35,021	45,700
영업이익	79	-596	1,544	2,058
EBITDA	877	187	2,259	2,789
세전이익	-390	-191	3,576	1,959
순이익	-1,182	62	2,806	1,516
지배주주지분순이익	-1,188	57	2,803	1,513
EPS(원)	-2,236	108	5,275	2,848
증감률(%YoY)	N/A	N/A	4,785.0	-46.0
PER(배)	-10.7	329.2	8.7	16.0
PBR(배)	0.8	0.8	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	19.1	111.2	13.9	11.4
영업이익률(%)	0.3	-2.3	4.4	4.5
ROE(%)	-7.1	0.3	12.3	6.4
순부채비율(%)	25.4	1.1	31.1	30.2

Price Trend



투자의견 조정

한화테크윈 (012450)

긍정적 수주 모멘텀, 투자의견 상향



이 정도면 충분한 주가 조정이고 Valuation 부담도 완화됐다고 판단된다. 다시 긍정적으로 바라 볼 여지들이 생겨난다. 엔진부품과 방산 분야에서 고부가 해외 수주가 이어져 실적 성장을 뒷받침할 것이고, 시큐리티는 중국 사업 위험이 해소되는 가운데 B2C 사업을 통해 안정적인 성장세로 돌아설 것이다. 한화시스템은 군 통신망 교체 사업이 실적 개선 기반이고, 한계사업인 에너지와 산업용장비의 손실 부담이 줄어들 것이다.

>>> 낙폭 과대, 투자의견 상향

목표주가 56,000원을 유지하되, 낙폭 과대 상태로 판단해 투자의견을 'Marketperform'에서 'Outperform'으로 상향한다.

엔진부품과 방산 분야에서 고부가 해외 수주가 이어지고 있어 중장기적인 실적 성장을 뒷받침할 것이다. 시큐리티(CCTV)는 중국 사업 위험이 해소됐고, 선진국 통신 사업자들과 함께 B2C 사업을 확대하고 있어 안정적인 성장세로 회귀할 것이다. 한화시스템(舊 한화탈레스)의 실적 기여가 본격화되는데, 군 통신망 교체 사업에 주도적으로 참여하고 있는 점이 긍정적 모멘텀이다.

아킬레스건인 에너지 및 산업용장비는 체질 개선 노력에 따라 적자폭이 줄어들 것이다.

이를 바탕으로 내년 영업이익은 33% 증가한 2,058억원으로 예상된다.

>>> 엔진과 방산 분야 긍정적 수주 성과 이어져

항공기 엔진부품은 GE, Rolls-Royce 등으로부터 대규모 장기 공급 계약이 잇따르고 있고, 내년에 신규 공장이 가동되면서 매출 여력이 확대될 것이다. 내년부터 본격화되는 민항기용 RSP(Risk & Revenue Sharing Program) 사업은 단기적으로 투자 확대에 따른 수익성 저하 요인이겠지만, 선진화된 사업 형태로서 중장기적 성장 동력인 것은 확실하다.

방산은 전일(12/15) 폴란드 대상으로 2,795억원 규모의 K-9 자주포 2차 수출 계약을 성사시켰고, 조만간 인도 대상 수주 건도 성사될 가능성이 높아 보인다. 자주포 수출은 특히 수익성에 긍정적이다.

4분기 영업이익은 341억원(QoQ -23%, YoY 흑전)으로 예상된다.

자주포 수출 일단락에 따른 방산 분야 Mix 악화예다가 한계 사업 효율화 비용 등 일회성 요인이 더해져 3분기보다 부진하겠지만 주가 조정 과정에서 선반영된 측면이 커 보인다.

한화테크윈 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY
매출액	6,426	8,207	8,873	11,515	9,860	11,669	11,189	12,981	26,134	-0.1%	35,021	34.0%	45,700	30.5%
항공방산	4,389	5,356	4,863	5,174	4,634	5,425	5,218	5,950	17,484	6.3%	19,781	13.1%	21,229	7.3%
시큐리티	1,605	1,610	1,540	1,598	1,635	1,649	1,730	1,808	6,580	-3.7%	6,353	-3.5%	6,822	7.4%
산업용장비	432	564	372	326	366	433	337	311	2,070	-28.1%	1,694	-18.2%	1,448	-14.6%
한화디펜스		675	2,097	2,182	1,588	1,992	1,835	2,244			4,955	na	7,659	54.6%
한화시스템				2,235	1,637	2,169	2,068	2,668			2,235	na	8,542	282.2%
영업이익	317	445	440	341	332	576	518	631	-596	적전	1,544	흑전	2,058	33.3%
항공방산	223	335	277	116	138	239	200	208	-160	적전	951	흑전	785	-17.5%
시큐리티	100	72	92	105	108	127	152	149	-98	적지	369	흑전	536	45.0%
산업용장비	-5	9	-67	-74	-33	-2	-25	-28	-334	적지	-137	적지	-88	적지
한화디펜스		26	138	127	75	120	107	156			291	na	458	57.0%
한화시스템				67	44	93	84	147			67	na	367	447.8%
영업이익률	4.9%	5.4%	5.0%	3.0%	3.4%	4.9%	4.6%	4.9%	-2.3%	-2.6%p	4.4%	6.7%p	4.5%	0.1%p
항공방산	5.1%	6.3%	5.7%	2.2%	3.0%	4.4%	3.8%	3.5%	-0.9%	-3.4%p	4.8%	5.7%p	3.7%	-1.1%p
시큐리티	6.2%	4.5%	6.0%	6.6%	6.6%	7.7%	8.8%	8.2%	-1.5%	1.3%p	5.8%	7.3%p	7.9%	2.0%p
산업용장비	-1.6%	2.0%	-15.3%	-21.6%	-10.1%	-0.3%	-4.8%	-4.4%	-16.2%	-12.2%p	-8.1%	8.1%p	-6.1%	2.0%p
한화디펜스		3.9%	6.6%	5.8%	4.7%	6.0%	5.8%	6.9%			5.9%	na	6.0%	0.1%p
한화시스템				3.0%	2.7%	4.3%	4.1%	5.5%			3.0%	na	4.3%	1.3%p

자료: 한화테크윈, 키움증권

주: 한화디펜스와 한화시스템의 연결 실적은 각각 2Q16, 4Q16부터 반영

한화테크윈 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q16E	2016E	2017E	4Q16E	2016E	2017E	4Q16E	2016E	2017E
매출액	11,615	35,121	45,169	11,515	35,021	45,700	-0.9%	-0.3%	1.2%
영업이익	444	1,647	2,040	341	1,544	2,058	-23.2%	-6.3%	0.8%
세전이익	423	3,694	1,984	305	3,576	1,959	-27.9%	-3.2%	-1.3%
순이익	327	2,894	1,533	236	2,803	1,513	-27.9%	-3.1%	-1.3%
EPS(원)		5,446	2,885		5,275	2,848		-3.1%	-1.3%
영업이익률	3.8%	4.7%	4.5%	3.0%	4.4%	4.5%	-0.9%p	-0.3%p	0.0%p
세전이익률	3.6%	10.5%	4.4%	2.6%	10.2%	4.3%	-1.0%p	-0.3%p	-0.1%p
순이익률	2.8%	8.2%	3.4%	2.0%	8.0%	3.3%	-0.8%p	-0.2%p	-0.1%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	26,156	26,134	35,021	45,700	47,619
매출원가	20,495	20,966	27,454	35,852	37,262
매출총이익	5,661	5,168	7,567	9,848	10,357
판매비및일반관리비	5,583	5,764	6,023	7,790	8,070
영업이익(보고)	79	-596	1,544	2,058	2,287
영업이익(핵심)	79	-596	1,544	2,058	2,287
영업외손익	-468	404	2,032	-99	-82
이자수익	62	34	93	94	98
배당금수익	20	25	39	35	36
외환이익	447	537	478	173	86
이자비용	198	166	190	260	250
외환손실	405	516	597	173	86
관계기업지분손익	243	470	72	32	34
투자및기타자산처분손익	0	12	2,176	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	2	2	0	0
기타	-638	6	-40	0	0
법인세차감이익	-390	-191	3,576	1,959	2,205
법인세비용	243	-254	770	443	498
유효법인세율 (%)	-62.3%	132.6%	21.5%	22.6%	22.6%
당기순이익	-1,182	62	2,806	1,516	1,706
지배주주지분순이익(억원)	-1,188	57	2,803	1,513	1,703
EBITDA	877	187	2,259	2,789	2,967
현금순이익(Cash Earnings)	-384	845	3,522	2,248	2,387
수정당기순이익	-1,183	67	1,098	1,516	1,706
증감율(% YoY)					
매출액	-0.5	-0.1	34.0	30.5	4.2
영업이익(보고)	-91.8	N/A	N/A	33.3	11.1
영업이익(핵심)	-91.8	N/A	N/A	33.3	11.1
EBITDA	-52.2	-78.7	1,108.2	23.4	6.4
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	4,785.0	-46.0	12.6
EPS	N/A	N/A	4,785.0	-46.0	12.6
수정순이익	N/A	N/A	1,539.7	38.1	12.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	114	-375	-4,930	1,914	2,029
당기순이익	-1,182	62	2,806	1,516	1,706
감가상각비	489	421	395	428	413
무형자산상각비	309	362	321	304	267
외환손익	-44	-17	119	0	0
자산처분손익	10	7	-2,176	0	0
지분법손익	-48	-548	-72	-32	-34
영업활동자산부채 증감	92	-781	-905	-779	-290
기타	488	119	-5,418	478	-35
투자활동현금흐름	-1,029	1,776	1,877	-2,574	-1,771
투자자산의 처분	-967	2,113	633	-1,361	-506
유형자산의 처분	14	45	0	0	0
유형자산의 취득	-1,137	-419	-826	-1,200	-1,260
무형자산의 처분	-196	-189	0	0	0
기타	1,257	226	2,070	-13	-5
재무활동현금흐름	-897	-918	3,120	-94	-103
단기차입금의 증가	870	-451	2,799	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	980	619	563
현금및현금성자산의순증가	-1,816	484	67	-753	155
기초현금및현금성자산	2,759	943	1,427	1,494	741
기말현금및현금성자산	943	1,427	1,494	741	896
Gross Cash Flow	22	406	-4,025	2,693	2,318
Op Free Cash Flow	-315	-412	196	345	901

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	16,804	19,980	24,832	27,050	28,310
현금및현금성자산	943	1,427	1,494	741	896
유동금융자산	986	3,549	2,304	2,597	2,706
매출채권및유동채권	9,609	8,383	10,949	12,343	12,861
재고자산	5,266	5,688	8,664	9,767	10,177
기타유동비금융자산	0	933	1,421	1,602	1,669
비유동자산	19,213	21,099	28,786	30,460	31,532
장기매출채권및기타비유동채권	646	297	452	510	531
투자자산	10,771	10,068	10,888	12,022	12,488
유형자산	5,338	8,449	11,530	12,302	13,149
무형자산	2,459	2,286	5,811	5,507	5,240
기타비유동자산	0	0	106	119	125
자산총계	36,017	41,079	53,618	57,510	59,841
유동부채	15,967	13,516	20,236	21,952	22,764
매입채무및기타유동채무	11,257	9,277	14,131	15,931	16,600
단기차입금	2,518	2,116	4,915	4,915	5,015
유동성장기차입금	2,025	1,523	275	75	75
기타유동부채	167	600	915	1,031	1,074
비유동부채	3,619	5,112	10,382	11,042	11,120
장기매입채무및비유동채무	75	213	324	365	380
사채및장기차입금	1,559	1,578	5,757	5,757	5,257
기타비유동부채	1,985	3,322	4,301	4,920	5,483
부채총계	19,587	18,628	30,618	32,994	33,884
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	12,754	14,267	15,705
기타자본	1,810	7,748	5,704	5,704	5,704
지배주주지분자본총계	16,412	22,434	22,987	24,500	25,938
비지배주주지분자본총계	18	18	13	16	20
자본총계	16,431	22,451	23,000	24,516	25,957
순차입금	4,173	241	7,149	7,409	6,745
총차입금	6,102	5,216	10,947	10,747	10,347

투자지표

(단위: 원, 배, %)

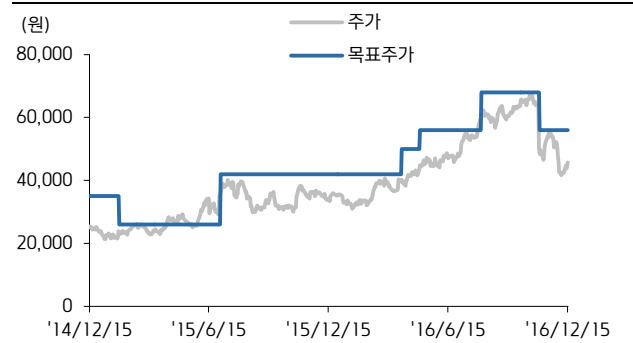
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-2,236	108	5,275	2,848	3,205
BPS	30,891	42,224	43,266	46,113	48,819
주당EBITDA	1,650	352	4,253	5,250	5,585
CFPS	-722	1,591	6,628	4,230	4,492
DPS	500	300	400	500	500
주가배수(배)					
PER	-10.7	329.2	8.7	16.0	14.3
PBR	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	19.1	111.2	13.9	11.4	10.5
PCFR	-33.0	22.4	6.9	10.8	10.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.3	-2.3	4.4	4.5	4.8
영업이익률(핵심)	0.3	-2.3	4.4	4.5	4.8
EBITDA margin	3.4	0.7	6.5	6.1	6.2
순이익률	-4.5	0.2	8.0	3.3	3.6
자기자본이익률(ROE)	-7.1	0.3	12.3	6.4	6.8
투자자본이익률(ROIC)	1.1	1.5	6.8	7.7	8.1
안정성(%)					
부채비율	119.2	83.0	133.1	134.6	130.5
순차입금비율	25.4	1.1	31.1	30.2	26.0
이자보상배율(배)	0.4	N/A	8.1	7.9	9.1
활동성(배)					
매출채권회전율	3.0	2.9	3.6	3.9	3.8
재고자산회전율	5.1	4.8	4.9	5.0	4.8
매입채무회전율	2.7	2.5	3.0	3.0	2.9

- 당사는 12월 15일 현재 '한화테크윈 (012450)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
한화테크윈 (012450)	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
	2016/11/02	Marketperform(Downgrade)	56,000원
	2016/12/16	Outperform(Upgrade)	56,000원

목표주가 추이



투자 의견 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 (2015/10/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%