



Outperform(Maintain)

목표주가: 54,000원

주가(4/11): 48,600원

시가총액: 25,821억원



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

Stock Data

KOSPI (4/11)	최고가	최저가
52주 주가동향		2,123.85pt
최고/최저가 대비	67,700원	40,000원
등락률	-28.21%	21.50%
수익률	절대	상대
1W	9.8%	8.5%
1M	-25.7%	-28.9%
1Y	26.7%	17.6%

Company Data

발행주식수	53,130천주
일평균 거래량(3M)	461천주
외국인 지분율	21.5%
배당수익률(17E)	0.8%
BPS(17E)	46,279원
주요 주주	한화 32.4%

투자지표

(억원, IFRS)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	26,134	35,189	43,988	47,884
영업이익	-596	1,507	1,706	2,133
EBITDA	187	2,370	2,997	3,397
세전이익	-191	4,185	1,551	1,981
순이익	62	3,459	1,200	1,534
자체주주지분순이익	57	3,452	1,198	1,531
EPS(원)	108	6,498	2,255	2,881
증감률(%YoY)	N/A	5,917.1	-65.3	27.8
PER(배)	329.2	6.7	21.6	16.9
PBR(배)	0.8	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	111.2	12.2	10.2	8.4
영업이익률(%)	-2.3	4.3	3.9	4.5
ROE(%)	0.3	15.1	5.0	6.0
순부채비율(%)	1.1	24.8	19.0	10.8

Price Trend



실적 Preview

한화테크윈 (012450)

RSP, 멀지만 가야 할 길



1분기 실적은 예상보다 부진할 텐데, 방산 부문의 비수기 영향과 엔진 RSP 사업의 비용 확대 영향이다. 다만, K9 자주포의 폴란드 2차, 핀란드, 인도 수출 건이 성사됨에 따라 올해 4분기 이익 모멘텀이 극적일 것이다. RSP 사업은 한동안 비용 부담 요인으로, 사업적 지위가 하청업체에서 RSP 파트너로 격상하고, 시장 규모가 대폭 커진다는 점에서 중장기적 시각의 접근이 필요하다.

>>> 1분기는 계절적 부진, 4분기 이익 모멘텀 집중될 것

1분기 영업이익은 186억원(QoQ -39%, YoY -41%)으로 시장 컨센서스(287억원)를 하회할 전망이다. 다만, 자회사들(한화디펜스, 한화시스템)을 포함한 방산 부문의 비수기 영향이 크고, 엔진 부문의 RSP(Risk & Revenue Sharing Program) 사업 본격화와 함께 투자 비용이 늘어나는 데에서 비롯하는 것이어서 부정적 의미는 크지 않아 보인다.

올해는 방산 부문의 고부가 수출이 집중돼 있는 4분기 이익 모멘텀이 극적일 것이다.

>>> 자주포 긍정적 수주 성과 지속

K9 자주포를 앞세운 방산 부문은 지난해 말 이후로 폴란드 2차(2,800억원)와 핀란드(1,900억원) 수주 건을 성사시켰고, 인도(3,900억원) 건도 성사 단계여서 긍정적인 수주 모멘텀을 이어가고 있다.

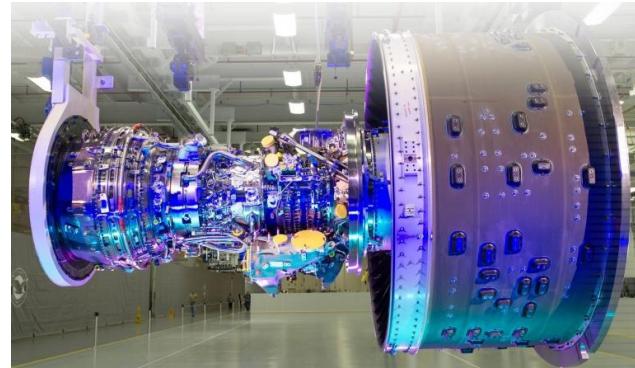
저자 사업부인 에너지장비와 산업용장비는 적극적인 효율화 노력을 바탕으로 올해 손익분기점에 근접할 것이다. 시큐리티는 지난해 중국 사업 비중을 줄이고, 선진국 B2C 시장을 공략하는 전략의 변화를 실행한 결과 4년 만에 매출이 성장세로 돌아설 것이다.

방산 자회사 중 한화디스펜스는 K21 장갑차 종산에 따라 올해 일시적 매출 감소가 불가피하나, 한화시스템은 TICN(전술정보통신체계) 구축 프로젝트를 바탕으로 안정적인 성장세를 이어갈 것이다.

>>> RSP 사업에 대한 재해석 필요

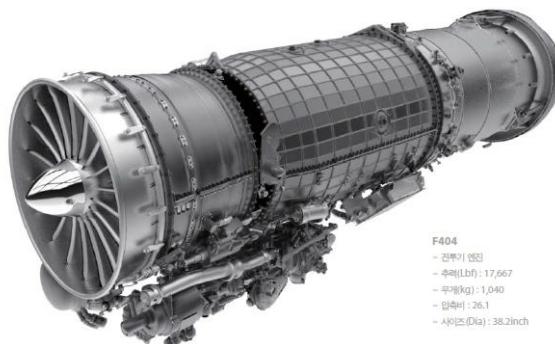
민항기 엔진 부품의 RSP 사업은 한동안 비용 부담 요인으로, 동사의 사업적 지위가 하청 생산업체에서 RSP 파트너로 격상하는 의미를 가지며, 시장 규모가 10조원에서 35조원으로 확대된다는 점에서 다른 시각의 접근이 필요하다. 동사의 사업 참여 대상인 Pratt & Whitney사의 GTF(Geared Turbo Fan) 엔진은 A320neo 기종을 포함해 중소형 항공기 시장을 주도할 것으로 기대되고, 19,000대 수주를 목표로 한다.

한화테크원이 RSP 사업에 참여한 P&W사의 GTF 엔진(PW1100G-JM)



자료: Pratt & Whitney

한화테크원 군용 완제 엔진(T-50용 F404)



F404
- 전투기 엔진
- 출력(Lb): 17,667
- 무게(kg): 1,040
- 길이(m): 26.1
- 너비(Dia): 38.2inch

자료: 한화테크원

한화테크원 민항기 엔진 부품: Blades, Vane, Case 등



자료: 한화테크원

한화테크원 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
매출액	6,426	8,207	8,873	11,683	9,389	10,738	10,692	13,169	35,189	34.6%	43,988	25.0%	47,884	8.9%
항공방산	4,389	5,356	4,863	5,013	4,342	5,171	5,055	6,042	19,621	12.2%	20,609	5.0%	22,462	9.0%
시큐리티	1,605	1,610	1,540	1,623	1,660	1,675	1,758	1,849	6,378	-3.1%	6,942	8.8%	7,495	8.0%
산업용장비	432	564	372	325	378	447	370	359	1,693	-18.2%	1,554	-8.2%	1,494	-3.9%
한화디펜스		675	2,097	2,548	1,440	1,489	1,384	1,876	5,320	na	6,188	16.3%	6,528	5.5%
한화시스템				2,173	1,569	1,956	2,126	3,043	2,173	na	8,694	300.1%	9,906	13.9%
영업이익	317	445	440	305	186	386	411	723	1,507	흑전	1,706	13.2%	2,133	25.0%
항공방산	223	335	277	3	55	133	147	266	838	흑전	602	-28.1%	784	30.3%
시큐리티	100	72	92	73	95	97	125	123	337	흑전	440	30.5%	496	12.7%
산업용장비	-5	9	-67	-90	-21	12	-5	-7	-154	적지	-21	적지	10	흑전
한화디펜스		26	138	186	18	56	50	130	351	na	254	-27.5%	313	23.1%
한화시스템				135	39	87	93	211	135	na	430	219.5%	529	23.0%
영업이익률	4.9%	5.4%	5.0%	2.6%	2.0%	3.6%	3.8%	5.5%	4.3%	6.6%p	3.9%	-0.4%p	4.5%	0.6%p
항공방산	5.1%	6.3%	5.7%	0.1%	1.3%	2.6%	2.9%	4.4%	4.3%	5.2%p	2.9%	-1.3%p	3.5%	0.6%p
시큐리티	6.2%	4.5%	6.0%	4.5%	5.7%	5.8%	7.1%	6.6%	5.3%	6.8%p	6.3%	1.1%p	6.6%	0.3%p
산업용장비	-1.6%	2.0%	-15.3%	-29.6%	-11.3%	3.0%	-1.2%	-0.9%	-9.1%	7.1%p	-1.3%	7.7%p	0.7%	2.0%p
한화디펜스		3.9%	6.6%	7.3%	1.2%	3.8%	3.6%	6.9%	6.6%	na	4.1%	-2.5%p	4.8%	0.7%p
한화시스템				6.2%	2.5%	4.4%	4.4%	6.9%	6.2%	na	5.0%	-1.2%p	5.3%	0.4%p

자료: 한화테크원, 키움증권

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

한화테크원 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q17E	2017E	2018E	1Q17E	2017E	2018E	1Q17E	2017E	2018E
매출액	9,745	44,150	46,005	9,389	43,988	47,884	-3.6%	-0.4%	4.1%
영업이익	302	1,807	2,021	186	1,706	2,133	-38.3%	-5.6%	5.5%
세전이익	303	1,704	1,935	172	1,551	1,981	-43.3%	-9.0%	2.4%
순이익	234	1,317	1,495	133	1,198	1,531	-43.3%	-9.0%	2.4%
EPS(원)		2,478	2,814		2,255	2,881		-9.0%	2.4%
영업이익률	3.1%	4.1%	4.4%	2.0%	3.9%	4.5%	-1.1%p	-0.2%p	0.1%p
세전이익률	3.1%	3.9%	4.2%	1.8%	3.5%	4.1%	-1.3%p	-0.3%p	-0.1%p
순이익률	2.4%	3.0%	3.2%	1.4%	2.7%	3.2%	-1.0%p	-0.3%p	-0.1%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	26,134	35,189	43,988	47,884	51,140
매출원가	20,966	28,025	35,387	38,314	40,868
매출총이익	5,168	7,164	8,601	9,570	10,272
판매비 및 일반관리비	5,764	5,657	6,895	7,437	7,892
영업이익(보고)	-596	1,507	1,706	2,133	2,380
영업이익(핵심)	-596	1,507	1,706	2,133	2,380
영업외손익	404	2,678	-155	-151	-143
이자수익	34	83	64	70	75
배당금수익	25	44	39	43	46
외환이익	537	629	475	238	238
이자비용	166	213	286	288	288
외환손실	516	696	475	238	238
관계기업지분법손익	470	780	28	24	24
투자및기타자산처분손익	12	2,174	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	3	0	0	0
기타	6	-127	0	0	0
법인세차감전이익	-191	4,185	1,551	1,981	2,237
법인세비용	-254	726	350	448	506
유효법인세율 (%)	132.6%	17.4%	22.6%	22.6%	22.6%
당기순이익	62	3,459	1,200	1,534	1,731
지배주주지분순이익(억원)	57	3,452	1,198	1,531	1,728
EBITDA	187	2,370	2,997	3,397	3,553
현금순이익(Cash Earnings)	845	4,322	2,491	2,797	2,905
수정당기순이익	67	1,659	1,200	1,534	1,731
증감율(% YoY)					
매출액	-0.1	34.6	25.0	8.9	6.8
영업이익(보고)	N/A	N/A	13.2	25.0	11.6
영업이익(핵심)	N/A	N/A	13.2	25.0	11.6
EBITDA	-78.7	1,167.4	26.4	13.3	4.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	5,917.1	-65.3	27.8	12.9
EPS	N/A	5,917.1	-65.3	27.8	12.9
수정순이익	N/A	2,378.7	-27.7	27.8	12.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-375	1,961	2,986	3,369	2,460
당기순이익	-191	4,185	1,200	1,534	1,731
감가상각비	421	494	804	827	783
무형자산상각비	362	369	487	436	391
외환손익	-17	1	0	0	0
자산처분손익	7	25	0	0	0
지분법손익	-548	-72	-28	-24	-24
영업활동자산부채 증감	-777	-159	-138	-112	-377
기타	369	-2,883	661	708	-43
투자활동현금흐름	1,776	-7,183	-2,262	-1,455	-1,976
투자자산의 처분	2,113	-6,133	-1,005	-184	-618
유형자산의 처분	45	12	0	0	0
유형자산의 취득	-419	-891	-1,200	-1,260	-1,323
무형자산의 처분	-189	-679	0	0	0
기타	226	508	-56	-10	-35
재무활동현금흐름	-918	6,379	29	-16	262
단기차입금의 증가	-451	1,028	40	80	0
장기차입금의 증가	-460	5,511	-500	-500	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-6	-159	-159	-211	-528
기타	0	0	649	615	790
현금및현금성자산의순증가	484	1,147	754	1,899	746
기초현금및현금성자산	943	1,427	2,574	3,328	5,227
기말현금및현금성자산	1,427	2,574	3,328	5,227	5,973
Gross Cash Flow	402	2,120	3,125	3,482	2,837
Op Free Cash Flow	-409	379	1,273	1,542	1,315

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,980	27,802	31,230	33,706	36,389
현금및현금성자산	1,427	2,574	3,328	5,227	5,973
유동금융자산	3,549	3,485	3,928	4,009	4,282
매출채권및유동채권	8,383	13,681	15,422	15,741	16,811
재고자산	5,688	7,688	8,131	8,299	8,863
기타유동금융자산	933	374	421	430	459
비유동자산	21,099	28,722	29,397	29,588	30,235
장기매출채권및기타비유동채권	297	637	718	732	782
투자자산	10,068	4,774	5,401	5,571	5,984
유형자산	8,449	13,601	13,997	14,430	14,970
무형자산	2,286	9,268	8,780	8,344	7,953
기타비유동자산	0	444	500	511	545
자산총계	41,079	56,524	60,627	63,294	66,624
유동부채	13,516	19,686	21,813	22,308	23,567
매입채무및기타유동채무	8,794	14,767	16,645	16,990	18,145
단기차입금	2,116	3,268	3,308	3,388	3,388
유동성장기차입금	1,523	329	369	409	409
기타유동부채	1,084	1,323	1,491	1,522	1,625
비유동부채	5,112	13,431	14,206	14,844	15,712
장기매입채무및비유동채무	25	996	1,122	1,146	1,224
사채및장기차입금	1,578	8,262	8,262	8,262	8,262
기타비유동부채	3,509	4,173	4,821	5,436	6,227
부채총계	18,628	33,117	36,019	37,152	39,279
자본총계	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
자본금	1,872	1,872	1,872	1,872	1,872
주식발행초과금	10,157	13,500	14,698	16,229	17,429
이익잉여금	7,748	5,362	5,362	5,362	5,362
지배주주지분자본총계	22,434	23,390	24,588	26,119	27,319
비자본총계	18	17	20	23	26
자본총계	22,451	23,408	24,608	26,142	27,345
순차입금	241	5,800	4,682	2,822	1,804
총차입금	5,216	11,858	11,938	12,058	12,058

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	108	6,498	2,255	2,881	3,252
BPS	42,224	44,025	46,279	49,160	51,419
주당EBITDA	352	4,461	5,641	6,393	6,688
CFPS	1,591	8,134	4,689	5,265	5,467
DPS	500	300	400	500	1,100
주가배수(배)					
PER	329.2	6.7	21.6	16.9	14.9
PBR	0.8	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	111.2	12.2	10.2	8.4	7.8
PCFR	22.4	5.3	10.4	9.2	8.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-2.3	4.3	3.9	4.5	4.7
영업이익률(핵심)	-2.3	4.3	3.9	4.5	4.7
EBITDA margin	0.7	6.7	6.8	7.1	6.9
순이익률	0.2	9.8	2.7	3.2	3.4
자기자본이익률(ROE)	0.3	15.1	5.0	6.0	6.5
투하자본이익률(ROIC)	1.5	6.4	5.6	7.0	7.7
안정성(%)					
부채비율	83.0	141.5	146.4	142.1	143.6
순차입금비율	1.1	24.8	19.0	10.8	6.6
이자보상배율(배)	N/A	7.1	6.0	7.4	8.3
활동성(배)					
매출채권회전율	2.9	3.2	3.0	3.1	3.1
재고자산회전율	4.8	5.3	5.6	5.8	6.0
매입채무회전율	2.6	3.0	2.8	2.8	2.9

- 당사는 4월 11일 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)	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
	2017/02/21	Outperform(Maintain)	50,000원
	2017/04/12	Outperform(Maintain)	54,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기입	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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%