



Outperform(Maintain)

목표주가: 54,000원

주가(4/21): 48,950원

시가총액: 26,007억원



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

Stock Data

KOSPI (4/21)	2,165.04pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	67,700원
등락률	-27.70%
수익률	절대
1W	7.7%
1M	-27.2%
1Y	14.6%
	8.4%
	-31.6%
	7.1%

Company Data

발행주식수	53,130천주
일평균 거래량(3M)	478천주
외국인 지분율	22.2%
배당수익률(17E)	0.8%
BPS(17E)	46,328원
주요 주주	한화
	32.4%

투자지표

(억원, IFRS)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	26,134	35,189	43,460	47,115
영업이익	-596	1,507	1,707	2,128
EBITDA	187	2,370	2,998	3,392
세전이익	-191	4,185	1,515	1,971
순이익	62	3,459	1,229	1,525
자배주주지분순이익	57	3,452	1,224	1,522
EPS(원)	108	6,498	2,304	2,865
증감률(%YoY)	N/A	5,917.1	-64.5	24.4
PER(배)	329.2	6.7	21.3	17.1
PBR(배)	0.8	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	111.2	12.2	10.4	8.7
영업이익률(%)	-2.3	4.3	3.9	4.5
ROE(%)	0.3	15.1	5.1	6.0
순부채비율(%)	1.1	24.8	21.0	12.9

Price Trend



실적 Review

한화테크윈 (012450)

예상보다 커진 계절성



자회사들 편입 이후 방산 분야 사업 포트폴리오 비중이 절대적으로 커지다 보니 계절성도 예상보다 크게 나타났다. 본사 방산 부문, 군용 엔진, 한화디펜스 및 한화시스템 매출이 예상보다 부진했고, RSP 사업 본격화에 따른 비용 요인이 더해졌다. 1분기를 바닥으로 2분기는 방산 및 자회사들의 계절적 개선, 에너지장비 및 시큐리티의 정상화에 힘입어 회복될 것이다. 자주포 해외 수출이 집중될 4분기를 기대하자.

>> 1분기 예상보다 부진, 방산 부문 계절적 영향 커

1분기 영업이익은 112억원(QoQ -63%, YoY -65%)으로 낮아진 눈높이마저 하회했다. 예상대로 방산 사업의 비수기 영향이 컸지만, 매출 감소폭은 예상보다 더욱 컸다.

엔진 부문은 T50 종산에 따라 군수 매출이 부진했고, Pratt & Whitney사 GTF 엔진 대상 RSP(Risk & Revenue Sharing Program) 사업 본격화와 함께 비용 부담이 커졌다. 방산 부문과 에너지장비는 일부 매출의 납기가 2분기로 이월됐고, 시큐리티는 B2C 고객사의 재고조정 이슈로 매출 차질이 있었다. 자회사 중 한화디펜스는 K21 장갑차 종산 영향이 컸고, 한화시스템은 주력인 TICN(전술정보통신체계) 구축 프로젝트의 매출 일정이 하반기에 몰려 있는 상태다.

유일하게 산업용장비가 선전했는데, 중화권 수요가 호조를 보였고, 인력 재배치 등 체질 개선 성과가 더해져 흑자 전환에 성공했다.

>> 2분기 정상화, 4분기 이익 모멘텀 기대

2분기는 방산 부문 및 자회사들의 계절적 수요 개선, 에너지장비 및 시큐리티의 이월 매출을 포함한 실적 정상화에 힘입어 회복 국면에 진입할 것이다. 영업이익은 439억원(QoQ 291%, YoY -1%)으로 추정된다.

거듭해서 언급하지만 올해는 4분기 이익 모멘텀이 극적일 것이다. K9 자주포를 앞세운 방산 부문이 폴란드 2차(2,800억원), 핀란드(1,900억원)에 이어 인도(3,900억원) 수출 건도 성사시켰고, 이들 고부가 프로젝트가 3분기부터 본격화돼 4분기에 집중될 예정이다.

여기에 엔진 부문은 4분기에 수리온(KUH)과 정비 수요에 기반해 군수 매출이 회복될 것이고, 방산 자회사들의 계절성이 더해질 것이다.

RSP 사업은 중장기 성장 동력 마련과 엔진 부품 사업의 지위 향상을 위한 투자 관점에서 바라볼 필요가 있다.

한화테크원 1분기 실적 요약

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	6,426	8,207	8,873	11,683	7,743	-33.7%	20.5%	9,389	-17.5%
항공방산	4,389	5,356	4,863	5,013	3,552	-29.1%	-19.1%	4,342	-18.2%
시큐리티	1,605	1,610	1,540	1,623	1,367	-15.8%	-14.8%	1,660	-17.7%
산업용장비	432	564	372	325	559	72.0%	29.4%	378	48.0%
한화디펜스		675	2,097	2,548	920	-63.9%	na	1,440	-36.1%
한화시스템				2,173	1,346	-38.1%	na	1,569	-14.2%
영업이익	317	445	440	305	112	-63.2%	-64.6%	186	-39.9%
영업이익률	4.9%	5.4%	5.0%	2.6%	1.4%	-1.2%p	-3.5%p	2.0%	-0.5%
세전이익	2,527	405	339	914	59	-93.6%	-97.7%	172	-65.8%
세전이익률	39.3%	4.9%	3.8%	7.8%	0.8%	-7.1%p	-38.6%p	1.8%	-1.1%
순이익	1,961	313	293	885	99	-88.8%	-94.9%	133	-25.1%

자료: 한화테크원, 키움증권

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

한화테크원 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
매출액	6,426	8,207	8,873	11,683	7,743	10,979	10,860	13,878	35,189	34.6%	43,460	23.5%	47,115	8.4%
항공방산	4,389	5,356	4,863	5,013	3,552	5,118	5,065	6,440	19,621	12.2%	20,175	2.8%	22,007	9.1%
시큐리티	1,605	1,610	1,540	1,623	1,367	1,871	1,795	1,889	6,378	-3.1%	6,922	8.5%	7,384	6.7%
산업용장비	432	564	372	325	559	539	392	361	1,693	-18.2%	1,851	9.3%	1,692	-8.6%
한화디펜스		675	2,097	2,548	920	1,441	1,419	2,062	5,320	na	5,843	9.8%	6,278	7.4%
한화시스템				2,173	1,346	2,009	2,188	3,126	2,173	na	8,669	299.0%	9,755	12.5%
영업이익	317	445	440	305	112	439	440	716	1,507	흑전	1,707	13.2%	2,128	24.7%
항공방산	223	335	277	3	69	144	169	303	838	흑전	686	-18.1%	771	12.5%
시큐리티	100	72	92	73	-2	104	108	96	337	흑전	306	-9.3%	423	38.3%
산업용장비	-5	9	-67	-90	37	32	0	-6	-154	적지	64	흑전	31	-51.6%
한화디펜스		26	138	186	23	77	75	130	351	na	305	-13.1%	348	14.1%
한화시스템				135	-15	82	88	192	135	na	347	157.5%	554	59.8%
영업이익률	4.9%	5.4%	5.0%	2.6%	1.4%	4.0%	4.0%	5.2%	4.3%	6.6%p	3.9%	-0.4%p	4.5%	0.6%p
항공방산	5.1%	6.3%	5.7%	0.1%	2.0%	2.8%	3.3%	4.7%	4.3%	5.2%p	3.4%	-0.9%p	3.5%	0.1%p
시큐리티	6.2%	4.5%	6.0%	4.5%	-0.1%	5.5%	6.0%	5.1%	5.3%	6.8%p	4.4%	-0.9%p	5.7%	1.3%p
산업용장비	-1.6%	2.0%	-15.3%	-29.6%	33.4%	7.3%	0.0%	-0.8%	-9.1%	7.1%p	3.5%	12.6%p	1.8%	-1.6%p
한화디펜스		3.9%	6.6%	7.3%	2.5%	5.3%	5.3%	6.3%	6.6%	na	5.2%	-1.4%p	5.5%	0.3%p
한화시스템				6.2%	-1.1%	4.1%	4.0%	6.2%	6.2%	na	4.0%	-2.2%p	5.7%	1.7%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(%)		
	2Q17E	2017E	2018E	2Q17E	2017E	2018E	2Q17E	2017E	2018E
매출액	10,738	43,988	47,884	10,979	43,460	47,115	2.2%	-1.2%	-1.6%
영업이익	386	1,706	2,133	439	1,707	2,128	13.7%	0.0%	-0.2%
세전이익	339	1,551	1,981	392	1,515	1,971	15.7%	-2.3%	-0.5%
순이익	262	1,198	1,531	303	1,224	1,522	15.7%	2.2%	-0.5%
EPS(원)		2,255	2,881		2,304	2,865		2.2%	-0.5%
영업이익률	3.6%	3.9%	4.5%	4.0%	3.9%	4.5%	0.4%p	0.0%p	0.1%p
세전이익률	3.2%	3.5%	4.1%	3.6%	3.5%	4.2%	0.4%p	0.0%p	0.0%p
순이익률	2.4%	2.7%	3.2%	2.8%	2.8%	3.2%	0.3%p	0.1%p	0.0%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	26,134	35,189	43,460	47,115	50,318
매출원가	20,966	28,025	35,030	37,752	40,269
매출총이익	5,168	7,164	8,430	9,362	10,049
판매비 및 일반관리비	5,764	5,657	6,723	7,235	7,676
영업이익(보고)	-596	1,507	1,707	2,128	2,373
영업이익(핵심)	-596	1,507	1,707	2,128	2,373
영업외손익	404	2,678	-192	-157	-184
이자수익	34	83	62	68	73
배당금수익	25	44	33	39	42
외환이익	537	629	475	238	238
이자비용	166	213	286	288	288
외환손실	516	696	475	238	238
관계기업지분법손익	470	780	28	24	24
투자 및 기타자산처분손익	12	2,174	0	0	0
금융상품평가 및 기타금융이익	2	3	0	0	0
기타	6	-127	-30	0	-35
법인세차감전이익	-191	4,185	1,515	1,971	2,189
법인세비용	-254	726	286	445	495
유효법인세율 (%)	132.6%	17.4%	18.9%	22.6%	22.6%
당기순이익	62	3,459	1,229	1,525	1,695
지배주주지분순이익(억원)	57	3,452	1,224	1,522	1,691
EBITDA	187	2,370	2,998	3,392	3,546
현금순이익(Cash Earnings)	845	4,322	2,520	2,789	2,868
수정당기순이익	67	1,659	1,229	1,525	1,695
증감율(% YoY)					
매출액	-0.1	34.6	23.5	8.4	6.8
영업이익(보고)	N/A	N/A	13.2	24.7	11.5
영업이익(핵심)	N/A	N/A	13.2	24.7	11.5
EBITDA	-78.7	1,167.4	26.5	13.1	4.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	5,917.1	-64.5	24.4	11.1
EPS	N/A	5,917.1	-64.5	24.4	11.1
수정순이익	N/A	2,378.7	-25.9	24.1	11.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-375	1,961	2,728	3,328	2,404
당기순이익	-191	4,185	1,229	1,525	1,695
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	-431	-149	-399
기타	369	-2,883	667	712	-39
투자활동현금흐름	1,776	-7,183	-2,768	-1,518	-2,015
투자자산의 처분	2,113	-6,133	-1,485	-244	-655
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	-83	-14	-37
재무활동현금흐름	-918	6,379	103	-7	268
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	722	624	796
현금및현금성자산의순증가	484	1,147	63	1,803	657
기초현금및현금성자산	943	1,427	2,574	2,637	4,441
기말현금및현금성자산	1,427	2,574	2,637	4,441	5,098
Gross Cash Flow	402	2,120	3,159	3,477	2,804
Op Free Cash Flow	-409	379	1,045	1,502	1,287

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,980	27,802	32,041	34,610	37,318
현금및현금성자산	1,427	2,574	2,637	4,441	5,098
유동금융자산	3,549	3,485	4,140	4,247	4,536
매출채권및유동채권	8,383	13,681	16,252	16,675	17,809
재고자산	5,688	7,688	8,569	8,791	9,389
기타유동금융자산	933	374	444	456	487
비유동자산	21,099	28,722	29,724	29,954	30,623
장기매출채권및기타비유동채권	297	637	756	776	829
투자자산	10,068	4,774	5,664	5,863	6,293
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	527	541	578
자산총계	41,079	56,524	61,765	64,563	67,941
유동부채	13,516	19,686	22,789	23,406	24,740
매입채무및기타유동채무	8,794	14,767	17,542	17,998	19,222
단기차입금	2,116	3,268	3,308	3,388	3,388
유동성장기차입금	1,523	329	369	409	409
기타유동부채	1,084	1,323	1,571	1,612	1,722
비유동부채	5,112	13,431	14,340	14,995	15,873
장기매입채무및비유동채무	25	996	1,183	1,214	1,296
사채및장기차입금	1,578	8,262	8,262	8,262	8,262
기타비유동부채	3,509	4,173	4,895	5,519	6,315
부채총계	18,628	33,117	37,129	38,401	40,613
자본총계	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
주식발행초과금	1,872	1,872	1,872	1,872	1,872
이익잉여금	10,157	13,500	14,724	16,247	17,410
기타자본	7,748	5,362	5,362	5,362	5,362
지배주주지분자본총계	22,434	23,390	24,614	26,137	27,300
비자매주주지분자본총계	18	17	22	25	28
자본총계	22,451	23,408	24,637	26,162	27,328
순차입금	241	5,800	5,162	3,371	2,425
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	2,304	2,865	3,183
BPS	42,224	44,025	46,328	49,194	51,383
주당EBITDA	352	4,461	5,643	6,383	6,675
CFPS	1,591	8,134	4,743	5,250	5,398
DPS	500	300	400	500	1,100
주가배수(배)					
PER	329.2	6.7	21.3	17.1	15.4
PBR	0.8	1.0	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	111.2	12.2	10.4	8.7	8.0
PCFR	22.4	5.3	10.3	9.3	9.1
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	6.9	7.2	7.0
순이익률	0.2	9.8	2.8	3.2	3.4
자기자본이익률(ROE)	0.3	15.1	5.1	6.0	6.3
투하자본이익률(ROIC)	1.5	6.4	5.8	6.9	7.6
안정성(%)					
부채비율	83.0	141.5	150.7	146.8	148.6
순차입금비율	1.1	24.8	21.0	12.9	8.9
이자보상배율(배)	N/A	7.1	6.0	7.4	8.2
활동성(배)					
매출채권회전율	2.9	3.2	2.9	2.9	2.9
재고자산회전율	4.8	5.3	5.3	5.4	5.5
매입채무회전율	2.6	3.0	2.7	2.7	2.7

- 당사는 4월 21일 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
	2017/04/24	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%