



BUY(Upgrade)

목표주가: 52,000원

주가(8/17): 39,050원

시가총액: 20,540억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jiswan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/17)	최고가	최저가
52 주 주가동향	67,700원	35,900원
최고/최저가 대비	-42.32%	8.77%
등락률	절대	상대
수익률		
1W	-0.6%	2.0%
1M	-5.1%	-16.4%
1Y	-35.1%	-43.9%

Company Data

발행주식수	52,600천주
일평균 거래량(3M)	411천주
외국인 지분율	21.4%
배당수익률(17E)	0.9%
BPS(17E)	44,731원
주요 주주	한화 32.4%

투자지표

(억원, IFRS)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	26,134	35,189	43,851	45,711
영업이익	-596	1,507	1,293	1,645
EBITDA	187	2,370	2,506	2,844
세전이익	-191	4,185	1,097	1,483
순이익	62	3,459	930	1,147
자체주주지분순이익	57	3,452	925	1,145
EPS(원)	108	6,498	1,751	2,177
증감률(%YoY)	N/A	5,917.1	-73.1	24.3
PER(배)	329.2	6.7	22.3	17.9
PBR(배)	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	111.2	12.2	10.9	9.0
영업이익률(%)	-2.3	4.3	2.9	3.6
ROE(%)	0.3	15.1	4.0	4.8
순부채비율(%)	1.1	24.8	27.8	20.0

Price Trend



투자의견 상향

한화테크윈 (012450)

악재를 날릴 자주포



시큐리티 업황 악화, 방산비리 우려 등 많은 악재가 있었지만, 이제는 4분기 강력한 자주포 수출 모멘텀을 주목할 시점이라고 판단된다. 4분기는 고부가 자주포 수출이 집중되며 역대 최고 수준의 분기 영업이익을 보여줄 것이다. 그리고 나면 내년에는 자주포 수출 모멘텀 지속, 민항기 엔진 부품 고성장, 파워시스템과 정밀기계 체질 개선, 베트남 공장 기반 시큐리티 원가 구조 개선 등의 성과가 더해질 것이다.

>>> 투자의견 상향, 4분기 자주포 수출 모멘텀 주목할 시점

한화테크윈에 대해 목표주가 52,000원을 유지하되, 낙폭 과대라는 판단에 따라 투자의견을 'BUY'로 상향한다. 지금은 4분기부터 강력하게 전개될 자주포 수출 모멘텀을 주목할 때이다. 한국항공우주 스캔들로 인해 동사 주가도 동반 급락했지만, 한국형 헬기 '수리온'형 엔진 매출이 차질 없이 진행되고 있는 등 펀더멘털상 악영향은 없어 보인다.

올해 영업이익은 1,293억원으로 14% 감소할 전망인데, 이는 엔진 부문 RSP(Risk & Revenue Sharing Program) 비용 600억원 가량이 반영된 결과이며, RSP 비용은 사업 구조 선진화와 중장기 성장 동력 확보를 위한 투자로 해석해야 한다.

3분기 영업이익은 236억원(QoQ 2%)으로 전분기 수준에 머물겠지만, 4분기는 713억원(QoQ 203%)으로 대폭 개선될 전망이다.

3분기는 한화지상방산과 한화정밀기계(산업용장비)의 계절적 매출 둔화가 불가피하고, 시큐리티는 중국 업체들과 가격 경쟁 심화, 저부가 B2C 매출 비중 확대로 인해 저수익성 기조가 이어지고 있다. 올해 사업화가 지연되고 있는 한화시스템 TICN(전술정보통신체계) 프로젝트의 재개 시점에 따라 3분기 실적이 4분기로 이월될 가능성도 상존한다.

4분기는 1,500억원 규모의 자주포 수출이 예정돼 있다. 폴란드 2차(2,800억 원), 핀란드(1,900억원), 인도(3,900억원) 수출 건의 첫 해 매출이며, 해외 프로젝트의 수익성이 국내보다 월등하게 높다. 여기에 한화시스템, 한화디펜스 등 방산 자회사들의 계절적 이익 기여가 크게 확대될 것이다.

>>> 내년 실적 방향성 긍정적

그리고 나면 내년 영업이익은 1,645억원(YoY 27%)으로 추정되는데, 1) 자주포 수출 모멘텀이 이어지는 한편, 2) 민항기 엔진 부문이 큰 폭으로 신장하고, 3) 한화파워시스템(에너지)과 한화정밀기계의 체질 개선 성과가 더해지며, 4) 시큐리티 부문도 신규 베트남 공장 가동과 함께 원가 구조가 향상될 것이다.

민항기 엔진 부품은 GE, Rolls-Royce, Pratt & Whitney 등 주요 고객사들 대상으로 올해 2.5조원의 신규 수주가 더해질 것이다.

한화테크원 실적 전망

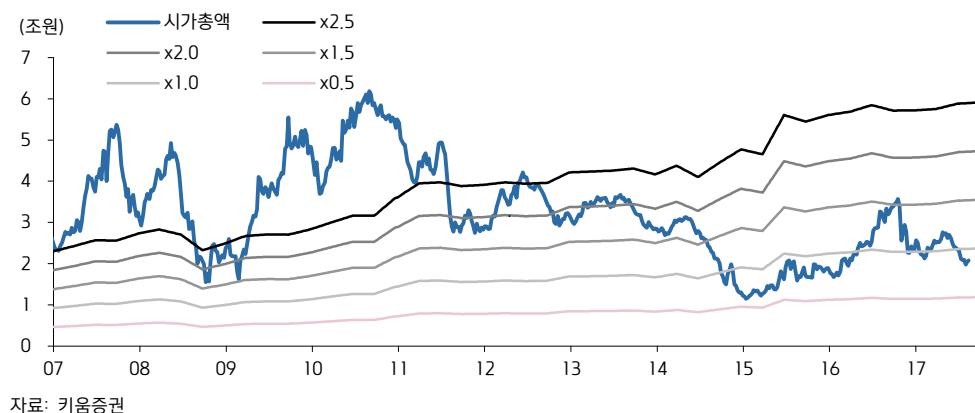
(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
매출액	6,426	8,207	8,873	11,683	7,743	10,363	10,711	15,034	35,189	34.6%	43,851	24.6%	45,711	4.2%
엔진	2,664	2,961	2,546	2,336	2,210	2,346	2,308	2,750	10,507	0.6%	9,614	-8.5%	10,372	7.9%
시큐리티	1,605	1,610	1,540	1,623	1,367	1,664	1,580	1,662	6,378	-3.1%	6,273	-1.6%	6,231	-0.7%
한화지상방산	1,368	1,911	1,952	1,913	1,105	1,877	1,591	3,353	7,144	1.5%	7,926	10.9%	8,428	6.3%
한화파워시스템	357	484	365	764	235	677	554	772	1,970	na	2,238	13.6%	2,349	5.0%
한화정밀기계	432	564	372	325	559	731	510	444	1,693	-18.2%	2,244	32.5%	2,223	-0.9%
한화디펜스		675	2,097	2,548	920	1,521	1,312	2,621	5,320	na	6,374	19.8%	6,907	8.4%
한화시스템				2,173	1,346	1,530	2,839	3,413	2,173	na	9,127	320.0%	9,117	-0.1%
영업이익	317	445	440	305	112	232	236	713	1,507	흑전	1,293	-14.2%	1,645	27.2%
엔진	183	169	137	9	170	52	29	-24	498	흑전	227	-54.5%	116	-48.7%
시큐리티	100	72	92	73	-2	8	11	0	337	흑전	17	-95.0%	30	77.1%
한화지상방산	57	176	221	34	14	99	91	424	488	2164.1%	629	28.9%	665	5.8%
한화파워시스템	-17	-9	-81	-41	-71	-22	-25	-9	-148	na	-127	적지	-32	적지
한화정밀기계	-5	9	-67	-90	37	100	44	27	-154	적지	208	흑전	192	-7.9%
한화디펜스		26	138	186	23	58	41	181	351	na	303	-13.6%	414	36.4%
한화시스템				135	-15	-18	91	161	135	na	219	62.4%	436	99.5%
영업이익률	4.9%	5.4%	5.0%	2.6%	1.4%	2.2%	2.2%	4.7%	4.3%	6.6%p	2.9%	-1.3%p	3.6%	0.6%p
엔진	6.9%	5.7%	5.4%	0.4%	7.7%	2.2%	1.3%	-0.9%	4.7%	6.5%p	2.4%	-2.4%p	1.1%	-1.2%p
시큐리티	6.2%	4.5%	6.0%	4.5%	-0.1%	0.5%	0.7%	0.0%	5.3%	6.8%p	0.3%	-5.0%p	0.5%	0.2%p
한화지상방산	4.2%	9.2%	11.3%	1.8%	1.3%	5.3%	5.8%	12.6%	6.8%	6.5%p	7.9%	1.1%p	7.9%	0.0%p
한화파워시스템	-4.7%	-1.9%	-22.2%	-5.4%	-30.2%	-3.2%	-4.6%	-1.1%	-7.5%	na	-5.7%	1.9%p	-1.4%	4.3%p
한화정밀기계	-1.2%	1.6%	-18.1%	-27.8%	6.7%	13.7%	8.6%	6.1%	-9.1%	7.1%p	9.3%	18.4%p	8.6%	-0.7%p
한화디펜스		3.9%	6.6%	7.3%	2.5%	3.8%	3.1%	6.9%	6.6%	na	4.8%	-1.8%p	6.0%	1.2%p
한화시스템				6.2%	-1.1%	-1.2%	3.2%	4.7%	6.2%	na	2.4%	-3.8%p	4.8%	2.4%p

자료: 한화테크원, 키움증권

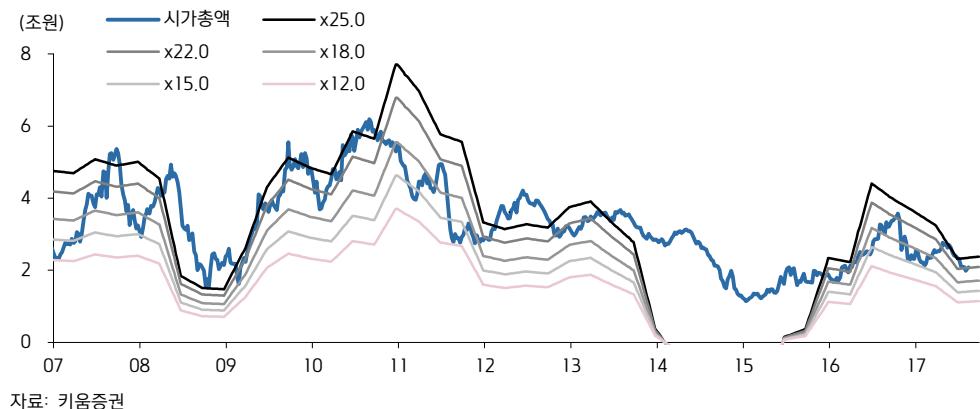
주: 한화디펜스와 한화시스템의 연결 실적은 각각 2Q16, 4Q16부터 반영

한화테크원 PBR Band



자료: 키움증권

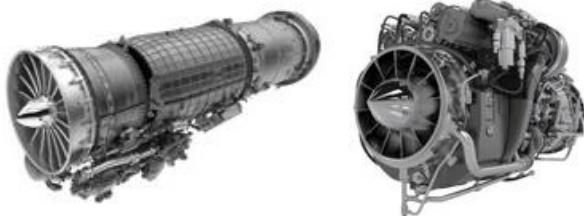
한화테크원 PER Band



한화테크원 엔진 부문 사업 현황

군용기 엔진

- ▶ 엔진: F404(T-50), T700(KUH), LM500
- ▶ MRO: F100(F15K), T700(UH-60)



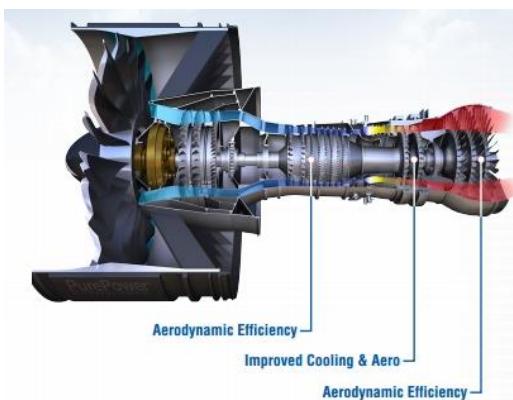
민항기 엔진 부품

- ▶ 고객사: GE, Rolls Royce, Pratt & Whitney 등
- ▶ 엔진: Genx(B787), Trent XWB(A350 XWB), GTF(A320neo), Leap-X(A320neo, B737max) 등
- ▶ 제품군: Blades, Vane, Blisk/IBR, Case 등



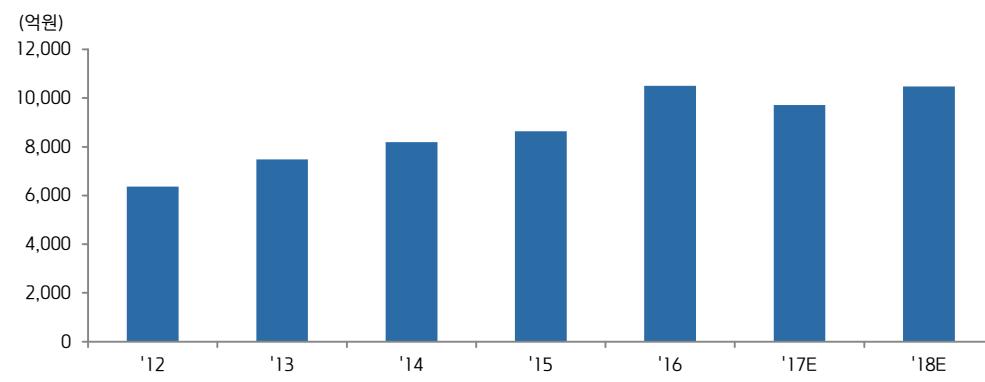
자료: 한화테크원, 키움증권

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



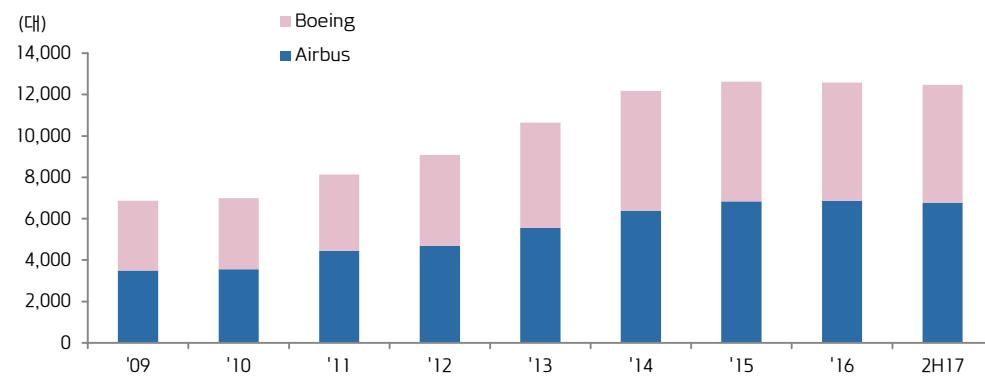
자료: Pratt & Whitney

한화테크원 엔진 부문 매출액 추이 및 전망



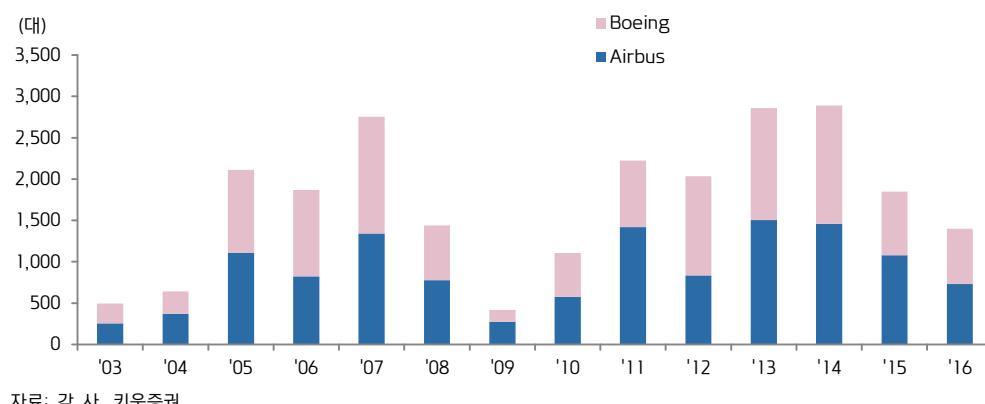
자료: 한화테크원, 키움증권

글로벌 민항기 수주 잔고 추이



자료: 각 사, 키움증권

글로벌 민항기 신규 수주 추이



자료: 각 사, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	26,134	35,189	43,851	45,711	48,819
매출원가	20,966	28,025	35,643	36,877	39,336
매출총이익	5,168	7,164	8,208	8,834	9,483
판매비 및 일반관리비	5,764	5,657	6,915	7,189	7,629
영업이익(보고)	-596	1,507	1,293	1,645	1,854
영업이익(핵심)	-596	1,507	1,293	1,645	1,854
영업외손익	404	2,678	-197	-162	-172
이자수익	34	83	75	79	84
배당금수익	25	44	48	57	60
외환이익	537	629	640	202	202
이자비용	166	213	320	322	322
외환손실	516	696	654	202	202
관계기업지분법손익	470	780	30	24	24
투자및기타자산처분손익	12	2,174	-2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	3	3	0	0
기타	6	-127	-17	0	-19
법인세차감전이익	-191	4,185	1,097	1,483	1,683
법인세비용	-254	726	166	335	380
유효법인세율 (%)	132.6%	17.4%	15.2%	22.6%	22.6%
당기순이익	62	3,459	930	1,147	1,302
지배주주지분순이익(억원)	57	3,452	925	1,145	1,300
EBITDA	187	2,370	2,506	2,844	2,977
현금순이익(Cash Earnings)	845	4,322	2,143	2,346	2,425
수정당기순이익	67	1,659	930	1,147	1,302
증감율(% YoY)					
매출액	-0.1	34.6	24.6	4.2	6.8
영업이익(보고)	N/A	N/A	-14.2	27.2	12.7
영업이익(핵심)	N/A	N/A	-14.2	27.2	12.7
EBITDA	-78.7	1,167.4	5.7	13.5	4.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	5,917.1	-73.2	23.8	13.5
EPS	N/A	5,917.1	-73.1	24.3	13.5
수정순이익	N/A	2,378.7	-44.0	23.4	13.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-375	1,961	1,977	2,891	1,997
당기순이익	-191	4,185	930	1,147	1,302
감가상각비	421	494	812	832	786
무형자산상각비	362	369	401	367	336
외환손익	-17	1	14	0	0
자산처분손익	7	25	2	0	0
지분법손익	-548	-72	-30	-24	-24
영업활동자산부채 증감	-777	-159	66	125	-347
기타	369	-2,883	-218	443	-57
투자활동현금흐름	1,776	-7,183	-3,109	-1,014	-2,003
투자자산의 처분	2,113	-6,133	-1,514	226	-625
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	-395	20	-56
재무활동현금흐름	-918	6,379	259	-60	321
단기차입금의 증가	-451	1,028	122	80	0
장기차입금의 증가	-460	5,511	-500	-500	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-6	-159	-159	-182	-469
기타	0	0	796	542	790
현금및현금성자산의순증가	484	1,147	-873	1,817	315
기초현금및현금성자산	943	1,427	2,574	1,701	3,517
기말현금및현금성자산	1,427	2,574	1,701	3,517	3,832
Gross Cash Flow	402	2,120	1,910	2,766	2,344
Op Free Cash Flow	-409	379	1,176	1,337	888

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,980	27,802	31,827	32,921	35,235
현금및현금성자산	1,427	2,574	1,701	3,517	3,832
유동금융자산	3,549	3,485	3,732	3,643	3,891
매출채권및유동채권	8,383	13,681	16,631	16,232	17,336
재고자산	5,688	7,688	9,282	9,059	9,675
기타유동금융자산	933	374	481	469	501
비유동자산	21,099	28,722	30,654	30,620	31,388
장기매출채권및기타비유동채권	297	637	819	800	854
투자자산	10,068	4,774	6,083	6,028	6,486
유형자산	8,449	13,601	13,924	14,353	14,889
무형자산	2,286	9,268	8,990	8,623	8,287
기타비유동자산	0	444	837	817	872
자산총계	41,079	56,524	62,481	63,541	66,624
유동부채	13,516	19,686	24,426	24,010	25,384
매입채무및기타유동채무	8,794	14,767	19,002	18,546	19,807
단기차입금	2,116	3,268	3,390	3,470	3,470
유동성장기차입금	1,523	329	332	332	332
기타유동부채	1,084	1,323	1,702	1,661	1,774
비유동부채	5,112	13,431	14,505	15,016	15,891
장기매입채무및비유동채무	25	996	1,281	1,251	1,336
사채및장기차입금	1,578	8,262	8,255	8,255	8,255
기타비유동부채	3,509	4,173	4,969	5,511	6,301
부채총계	18,628	33,117	38,931	39,026	41,275
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	14,266	15,229	16,060
기타자본	7,748	5,362	4,735	4,735	4,735
지배주주지분자본총계	22,434	23,390	23,529	24,492	25,323
비자매주주지분자본총계	18	17	21	24	26
자본총계	22,451	23,408	23,550	24,515	25,349
순차입금	241	5,800	6,543	4,896	4,334
총차입금	5,216	11,858	11,977	12,057	12,057

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	108	6,498	1,751	2,177	2,471
BPS	42,224	44,025	44,731	46,562	48,143
주당EBITDA	352	4,461	4,744	5,406	5,659
CFPS	1,591	8,134	4,057	4,460	4,610
DPS	500	300	350	400	950
주가배수(배)					
PER	329.2	6.7	22.3	17.9	15.8
PBR	0.8	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	111.2	12.2	10.9	9.0	8.4
PCF	22.4	5.3	9.6	8.8	8.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-2.3	4.3	2.9	3.6	3.8
영업이익률(핵심)	-2.3	4.3	2.9	3.6	3.8
EBITDA margin	0.7	6.7	5.7	6.2	6.1
순이익률	0.2	9.8	2.1	2.5	2.7
자기자본이익률(ROE)	0.3	15.1	4.0	4.8	5.2
투하자본이익률(ROIC)	1.5	6.4	4.7	5.4	6.0
안정성(%)					
부채비율	83.0	141.5	165.3	159.2	162.8
순차입금비율	1.1	24.8	27.8	20.0	17.1
이자보상배율(배)	N/A	7.1	4.0	5.1	5.8
활동성(배)					
매출채권회전율	2.9	3.2	2.9	2.8	2.9
재고자산회전율	4.8	5.3	5.2	5.0	5.2
매입채무회전율	2.6	3.0	2.6	2.4	2.5

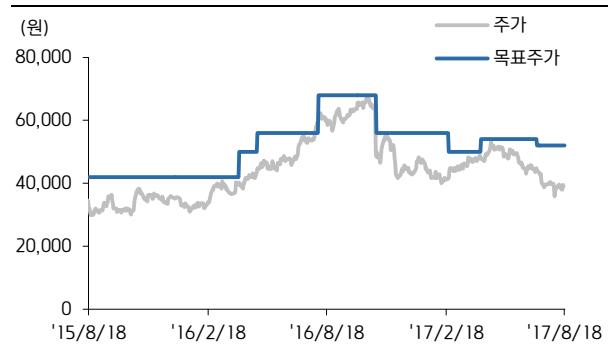
Compliance Notice

- 당사는 8월 17일 현재 '한화테크원' 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한화테크원 (012450)	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
	2017/07/07	Outperform(Maintain)	52,000원
	2017/08/18	BUY(Upgrade)	52,000원

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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%