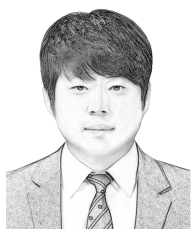


SK COMPANY Analysis



Analyst
남승두

nsdoo@sks.co.kr
02-3773-8891

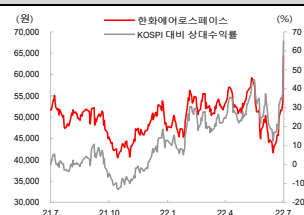
Company Data

자본금	2,657 억원
발행주식수	5,063 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	32,606 억원
주요주주	
한화(외3)	33.98%
국민연금공단	13.43%
외국인지분률	20.20%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(22/07/29)	64,400 원
KOSPI	2451.5 pt
52주 Beta	1.01
52주 최고가	64,400 원
52주 최저가	40,450 원
60일 평균 거래대금	370 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	30.1%	26.2%
6개월	34.7%	46.4%
12개월	24.8%	65.1%

한화에어로스페이스 (012450/KS | 매수(유지) | T.P 75,000 원(유지))

우리 동네 방산 대장

- 7/29, 2분기 잠정실적 및 계열회사 지분구조 재편 관련 내용 공시
- 한화 그룹 방위사업, 한화에어로스페이스로 집중, 파워시스템/정밀기계는 지분 매각
- 한화디펜스 흡수 합병, (주)한화 방산 부문 물적분할 신설법인 지분 100% 취득 예정
- 폴란드 정부와 K-9 등 공급 기본계약 체결, 호주 레드백 장갑차 수출 기대감 유효
- 의사 결정 효율화, 사업공정 및 수익성 개선, 사업 대형화 및 외형 확장 효과 기대

사업구조 재편 효과, 4분기부터 본격 반영 예상

한화에어로스페이스는 7/29(금) 2분기 잠정실적과 더불어 계열회사 지분구조 재편 관련 내용을 공시했다. 우선 연결기준 2분기 잠정 매출액은 1 조 6,711 억원으로 YoY -0.9% 소폭 감소했다. 반면 영업이익은 1,129 억원을 기록하며 YoY -14.8% 감소했다. 본업 부문에서는 군수 엔진 사업 종료 등의 영향으로 2Q22 매출액 3,668 억원을 기록하며 YoY -11.1% 감소했지만, GTF RSP 손실폭 감소, 군수 프로젝트 정산 등으로 영업이익은 231 억원을 기록하며 YoY +213% 증가했다. 경쟁사의 공급 불안정성과 미주 시장에서의 중국 업체 제재 반사이익 수혜를 받고 있는 시큐리티 부문은 2Q22 매출액 2,560 억원으로 YoY +45.4% 성장했으며, 영업이익도 356 억원으로 YoY 25.8% 증가했다. 하지만 상반기 프로젝트별 납기 스케줄 지연 영향을 받은 파워시스템 부문의 영업이익은 YoY -52.8% 감소했으며, 코로나 19 로 인한 폐쇄가 이어진 중국 시장 영향을 받은 정밀기계 부문의 영업이익도 YoY -52.8% 감소세를 보였다. 계열회사 지분구조 재편 영향으로 올해 사업 부문별 실적 변화가 예상되지만, 본격적인 변화 및 실적 반영은 4분기가 기점이 될 전망이다.

K 방산 선도기업으로 자리매김할 것

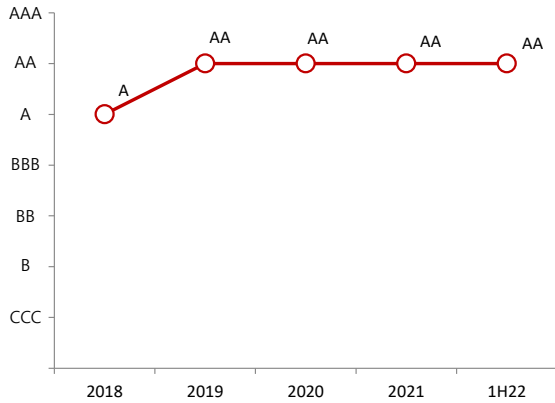
한화 그룹의 이번 지배구조 재편의 핵심은 효율성 강화다. 2021년 3월, 한화 그룹은 '스페이스 허브'를 출범하며 우주 산업과 관련된 역량을 한 데 모은 바 있으며, 이번 지배구조 재편은 계열사별로 흩어져 있는 방위산업의 역량을 한 데 모아 K 방산 선도 기업으로 자리매김하기 위한 조치로 풀이된다. 누리호 발사 성공, 대규모 방산 수출 등 우리나라 우주/방위 산업의 글로벌 위상이 높아지는 가운데 한화에어로스페이스를 중심으로 적극적인 선택과 집중에 나서면서 ① 빠른 의사 결정 및 시행 등 업무 효율화, ② 수직 계열화를 통한 공정 및 수익성 개선, ③ 사업 대형화 및 외형 확장 등의 효과가 나타날 것으로 기대된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	52,641	53,214	64,151	69,056	75,397	83,397
yoy	%	18.2	1.1	20.6	7.7	9.2	10.6
영업이익	억원	1,652	2,439	3,830	3,859	4,418	5,096
yoy	%	210.7	47.6	57.0	0.7	14.5	15.3
EBITDA	억원	3,840	4,896	6,205	6,446	7,394	7,970
세전이익	억원	1,563	1,718	4,053	3,541	4,047	4,693
순이익(지배주주)	억원	1,322	1,214	2,526	2,256	2,625	3,114
영업이익률%	%	3.1	4.6	6.0	5.6	5.9	6.1
EBITDA%	%	7.3	9.2	9.7	9.3	9.8	9.6
순이익률	%	3.1	3.1	4.7	3.9	4.1	4.3
EPS(계속사업)	원	2,555	2,388	4,989	4,455	5,184	6,151
PER	배	13.7	11.9	9.6	14.5	12.4	10.5
PBR	배	0.7	0.6	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	10.3	7.4	6.9	8.1	6.9	6.0
ROE	%	5.5	4.8	9.2	7.6	8.3	9.0
순차입금	억원	10,525	10,900	1,546	1,332	-823	-4,299
부채비율	%	205.0	216.6	181.0	190.3	185.1	181.2

ESG 하이라이트

한화에어로스페이스 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 한화에어로스페이스 ESG 평가

한화에어로스페이스는 2021년 6월 이사회 산하 ESG 위원회를 신설한 이후 2021년 11월 지속가능경영보고서를 첫 발간했으며, 각 계열회사마다 ESG 위원회를 설치하여 운영 중. 탄소 배출량을 절감한 차세대 고효율 항공엔진 부품을 개발/제작하며, 신재생에너지를 활용한 수소 가스터빈 엔진 등을 개발 중. 인재육성/응원/친환경/자원봉사 등 크게 4 가지로 구분된 사회공헌 프로그램도 운영 중.

자료: SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
한화에어로스페이스 종합 등급	AA	B-(2019)	46.64
환경(Environment)	526	A	23.56
사회(Social)	51.9	C+	20.62
지배구조(Governance)	66.9	C	95.54
<비교업체 종합 등급>			
한국항공우주	A	D+(2019)	44.00
LIG넥스원	AA	N/A	40.78
현대로템	BBB	N/A	65.40

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

한화에어로스페이스 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
-----	-------	------	------

2021/04/28	녹색채권	260,000	1.615
------------	------	---------	-------

자료: KRX, SK 증권

한화에어로스페이스 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.11.30	ESG(종합)	한국경영인증원으로부터 '준법경영시스템' 및 '부패방지경영시스템' 국제인증서 획득
2022.04.06	ESG(종합)	생산성경영시스템(PMS) 인증심사에서 국내 최고 수준인 '레벨 8' 획득

자료: 주요 언론사, SK 증권

방위사업 역량 집중을 위한 지분구조 재편

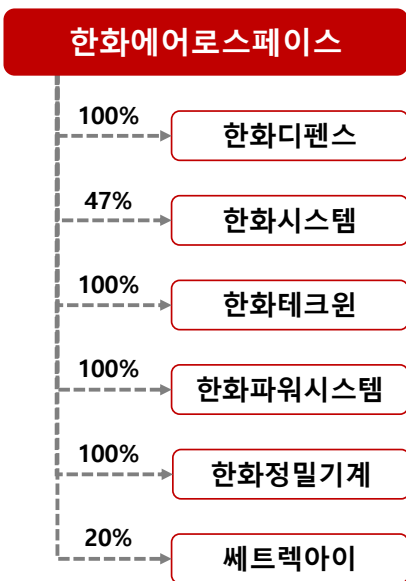
<지분구조 변경 일정 정리>

- 한화파워시스템 매각(8/31)
- 한화디펜스 흡수합병(11/1)
- (주)한화, 한화방산 신설(11/2)
- 한화방산 지분 인수(11/30)
- 한화정밀기계 매각(23년 1/3)

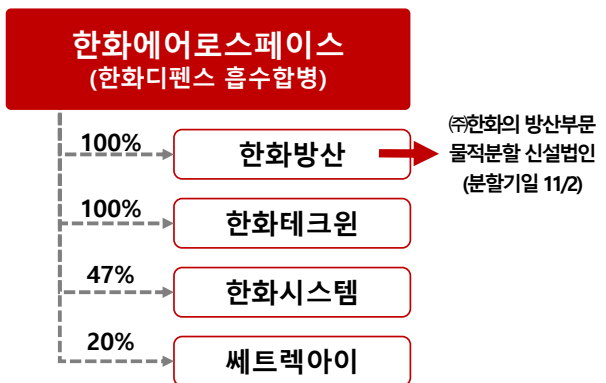
이번 한화그룹의 지배구조 재편 중 핵심 요소인 방위사업 구조 개편의 중심에는 한화에어로스페이스가 있다. 우선 100% 자회사였던 한화디펜스는 오는 11월 1일을 기점으로 흡수합병한다. 합병이 되어도 연결기준 실적 변화는 없겠지만, 별도 기준 한화에어로스페이스 본업의 이익 개선세는 뚜렷하게 나타날 전망이다. (주)한화가 영위하던 방위사업 부문은 11월 2일을 기점으로 물적분할(가칭 한화방산) 한 뒤, 11월 30일 한화에어로스페이스가 분할 신설회사의 지분 100%를 인수할 예정이다. 분산되어 있던 한화 그룹의 방위사업 부문들이 한화에어로스페이스를 중심으로 집중되면서 의사결정 및 업무 효율화, 수익성 개선, 사업 영역확대 등의 효과가 나타날 것으로 기대한다. 그 외 지분 100%를 보유 중인 계열회사 한화파워시스템과 한화정밀기계는 각각 한화임팩트(8/31 예정)와 (주)한화(23년 1/3 예정)에 지분 전량을 매각한다. 산업용 공기압축기 관련 사업을 영위 중인 한화파워시스템이 가스터빈 개량 기술을 보유한 한화임팩트를 만남으로써 사업 간 시너지 효과가 나타날 것으로 기대된다. 칩마운터/공작기계 관련 사업을 영위하는 한화정밀기계는 (주)한화의 모멘텀 사업 부문과 만나 전방 산업의 확대 및 스마트 제조 솔루션 전문 업체로의 진화가 기대된다. 지분 구조의 변동은 오는 8/31 한화파워시스템 지분 매각과 함께 시작된다. 핵심 방산 계열부문의 합병 등은 11월에 집중되어 있는 만큼 지분 구조 변화로 인한 실적 및 재무구조의 본격적인 변화는 4분기에 나타날 전망이다.

한화에어로스페이스 주요 계열회사 지분구조 변화 예상

※ 1Q22 분기보고서 기준



※ 7/29 지분구조 관련 공시 반영 시



- 한화에어로스페이스, 자회사 한화디펜스(지분 100%) 흡수합병(11/1)
- 한화에어로스페이스, 신설법인 한화방산 지분 100% 인수(11/30)
- 한화파워시스템 지분 100%, 한화임팩트파트너스에 매각(8/31)
- 한화정밀기계 지분 100%, (주)한화에 매각(23년 1/3)

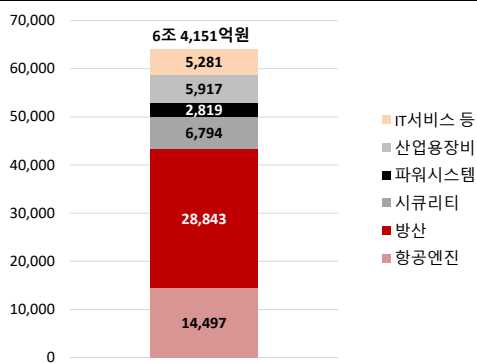
자료: 한화에어로스페이스 SK 증권

방위사업 부문 결합 효과

전체 매출 비중에서 방산이 차지하는 비중 커져, 폴란드 K-9 자주포 수출 기본계약 체결 및 호주 레드백 장갑차 수출 기대감 유효, 계열회사 지분구조 재편 효과 생각보다 빠르게 나타날 것

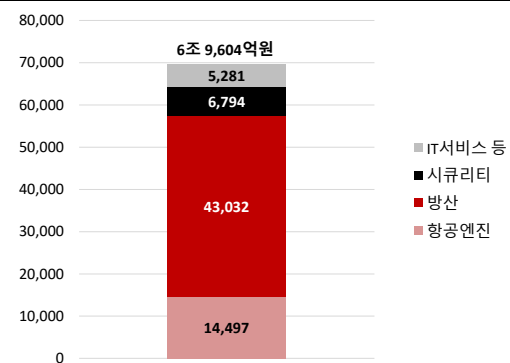
기(既)발표 된 2021 년 실적을 토대로 계열회사 지분구조 재편에 따른 매출 변화를 가정해보면, 파워시스템 및 산업용장비 부문의 매출은 제외되고 방산 부문의 매출은 기존 2 조 8 천억원 수준에 4 조 3 천억원으로 증가하게 된다. 전체 매출에서 차지하는 비중은 45% 수준에서 62%까지 증가한다. 내년부터는 방산 부문 매출 비중이 더 커지면서 전체적인 외형 성장에 주도할 전망이다. 공시를 통해 밝힌 대로 한화디펜스가 폴란드 정부와 K-9 자주포 등을 공급하기 위한 기본계약을 체결했기 때문이다. 구체적인 계약 사항은 추후 실행계약을 통해 밝혀지겠지만, 언론을 통해 공개된 내용을 토대로 살펴보면 일부 물량을 우선 인도한 이후 추후 물량은 현지 생산 및 납품될 가능성이 크다. 올 하반기 Redback(AS-21) 장갑차의 호주 보병전투차 프로그램 우선 협상 대상자 선정 기대감도 여전히 유효하다. 어느 때보다 신속하고 효율적인 의사결정이 필요한 상황에서 계열회사 지분구조 재편 효과는 생각보다 더욱 빠르게 나타날 가능성이 크다.

기존 주요 사업 부문별 매출 구성(2021년 기준) (단위: 억원)



자료: 한화에어로스페이스, SK 증권

지분구조 재편 시 매출 구성 변화(2021년 기준) (단위: 억원)



자료: 한화에어로스페이스, SK 증권

K-9 자주포 수출 사례

국가	수량	시기	수출 규모
터키	350 문	2001년	약 10억 달러
폴란드	120 문	2014년	약 3억 2천만 달러
핀란드	48 문	2017년	약 1억 6천만 달러
인도	100 문	2017년	약 3억 8천만 달러
노르웨이	24 문	2017년	약 2억 3천만 달러
에스토니아	18 문	2020년	8,300만 유로
호주	30 문	2021년	약 1조 900억 원
이집트	미공개	2022년	약 2조 원
폴란드	K9 자주포 등에 대한 기본계약(2022년)		

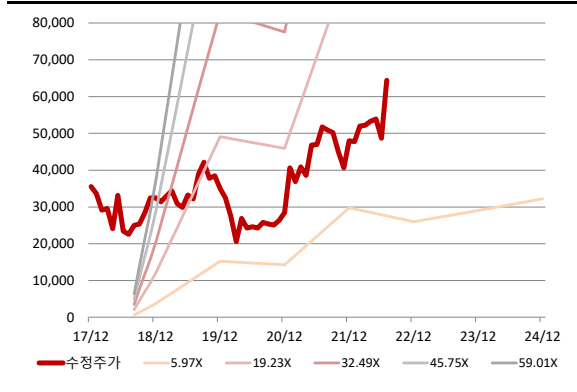
자료: 국토교통부, 언론종합, SK 증권 / 주: K10 탄약운반차 등 포함, 프로젝트별 상이

한화디펜스 Redback(AS-21) 장갑차



자료: 한화디펜스, SK 증권

한화에어로스페이스 P/E Band Chart



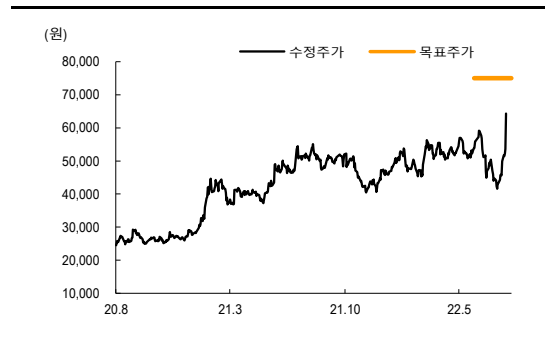
자료: Quantwise, SK 증권

한화에어로스페이스 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.08.01	매수	75,000원	6개월		
2022.05.31	매수	75,000원	6개월	-33.23%	-14.13%



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 8월 1일 기준)

매수	93.02%	중립	6.98%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	51,227	62,835	68,563	73,747	81,189
현금및현금성자산	13,307	25,281	26,434	27,841	30,446
매출채권및기타채권	10,406	10,322	11,020	11,978	12,665
재고자산	15,906	16,048	16,618	16,964	17,930
비유동자산	43,421	47,623	53,187	54,857	55,960
장기금융자산	975	3,181	7,151	7,151	7,151
유형자산	18,977	18,981	19,031	18,370	17,718
무형자산	18,955	19,772	21,211	21,923	22,724
자산총계	94,648	110,458	121,750	128,603	137,149
유동부채	39,004	43,301	48,856	51,706	55,217
단기금융부채	7,295	8,159	8,357	9,427	9,703
매입채무 및 기타채무	4,914	5,929	7,287	7,956	8,801
단기충당부채	860	689	775	846	936
비유동부채	25,747	27,842	30,949	31,784	33,160
장기금융부채	17,572	19,651	22,778	23,254	24,499
장기매입채무 및 기타채무	2,171	2,259	2,600	2,600	2,600
장기충당부채	483	553	622	874	967
부채총계	64,751	71,143	79,805	83,489	88,377
지배주주지분	25,977	28,892	30,324	33,067	36,299
자본금	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
자본잉여금	4,128	4,288	3,699	3,699	3,699
기타자본구성요소	-5	-22	-22	-22	-22
자기주식	-5	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	15,812	18,120	19,696	21,993	24,778
비지배주주지분	3,920	10,423	11,621	12,047	12,474
자본총계	29,897	39,316	41,945	45,114	48,773
부채외자본총계	94,648	110,458	121,750	128,603	137,149

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	4,829	10,390	8,417	6,051	7,380
당기순이익(손실)	1,718	4,053	2,822	3,067	3,557
비현금성항목등	4,760	3,866	4,061	4,326	4,413
유형자산감가상각비	1,709	1,622	1,789	2,091	1,931
무형자산감가상각비	748	752	799	884	943
기타	1,776	540	251	-45	-45
운전자본감소(증가)	-1,220	3,110	3,029	-364	545
매출채권및기타채권의 감소(증가)	229	325	-72	-958	-687
재고자산감소(증가)	-2,951	69	-397	-346	-966
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-311	914	1,161	669	844
기타	1,812	1,802	2,337	271	1,354
법인세납부	-429	-640	-1,495	-979	-1,136
투자활동현금흐름	-2,852	-5,927	-8,723	-5,114	-5,182
금융자산감소(증가)	408	-2,070	-6,748	-2,294	-2,391
유형자산감소(증가)	-1,873	-1,605	-1,499	-1,430	-1,279
무형자산감소(증가)	-1,390	-1,588	-1,839	-1,596	-1,744
기타	3	-664	1,363	206	232
재무활동현금흐름	1,372	7,499	1,420	470	407
단기금융부채증가(감소)	-1,594	-344	-176	1,070	276
장기금융부채증가(감소)	4,022	2,606	2,603	476	1,244
자본의증가(감소)	-257	-17	0	0	0
배당금의 지급	-174	-433	-329	-329	-329
기타	-625	5,687	-678	-747	-784
현금의 증가(감소)	3,306	11,974	1,154	1,407	2,605
기초현금	10,001	13,307	25,281	26,434	27,841
기말현금	13,307	25,281	26,434	27,841	30,446
FCF	1,418	6,640	5,143	2,935	4,259

자료: 한화에어로스페이스, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	53,214	64,151	69,056	75,397	83,397
매출원가	42,511	51,198	54,996	59,941	66,242
매출총이익	10,704	12,953	14,060	15,456	17,155
매출총이익률 (%)	20.1	20.2	20.4	20.5	20.6
판매비와관리비	8,264	9,123	10,202	11,038	12,059
영업이익	2,439	3,830	3,859	4,418	5,096
영업이익률 (%)	4.6	6.0	5.6	5.9	6.1
비영업손익	-721	223	-317	-372	-403
순금융비용	520	501	533	541	552
외환관련손익	-56	23	187	140	120
관계기업투자등 관련손익	-25	-286	-17	-16	-16
세전계속사업이익	1,718	4,053	3,541	4,047	4,693
세전계속사업이익률 (%)	3.2	6.3	5.1	5.4	5.6
계속사업법인세	71	1,036	843	979	1,136
계속사업이익	1,647	3,018	2,698	3,067	3,557
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,647	3,018	2,698	3,067	3,557
순이익률 (%)	3.1	4.7	3.9	4.1	4.3
지배주주	1,214	2,526	2,256	2,625	3,114
지배주주귀속 순이익률(%)	2.28	3.94	3.27	3.48	3.73
비지배주주	433	492	443	443	443
총포괄이익	1,760	3,567	3,129	3,498	3,988
지배주주	1,362	3,076	2,702	3,071	3,561
비지배주주	398	491	427	427	427
EBITDA	4,896	6,205	6,446	7,394	7,970

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	1.1	20.6	7.7	9.2	10.6
영업이익	47.6	57.0	0.7	14.5	15.3
세전계속사업이익	9.9	135.9	-12.6	14.3	16.0
EBITDA	27.5	26.7	3.9	14.7	7.8
EPS(계속사업)	-6.5	108.9	-10.7	16.4	18.7
수익성 (%)					
ROE	4.8	9.2	7.6	8.3	9.0
ROA	1.8	2.9	2.3	2.5	2.7
EBITDA마진	9.2	9.7	9.3	9.8	9.6
안정성 (%)					
유동비율	131.3	145.1	140.3	142.6	147.0
부채비율	216.6	181.0	190.3	185.1	181.2
순차입금/자기자본	36.5	3.9	3.2	-1.8	-8.8
EBITDA/이자비용(배)	7.4	9.7	9.0	9.9	10.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,388	4,989	4,455	5,184	6,151
BPS	51,308	57,066	59,894	65,311	71,695
CFPS	7,220	9,678	9,566	11,061	11,828
주당 현금배당금	600	700	650	650	650
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.9	11.0	14.5	12.4	10.5
PER(최저)	6.3	6.0	9.4	8.0	6.8
PBR(최고)	0.7	1.0	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.3	0.5	0.7	0.6	0.6
PCR	4.0	5.0	6.7	5.8	5.4
EV/EBITDA(최고)	8.2	7.5	8.1	6.9	6.0
EV/EBITDA(최저)	6.0	5.5	6.4	5.3	4.5