

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
나승두

nsdoo@sk.com  
02-3773-8891

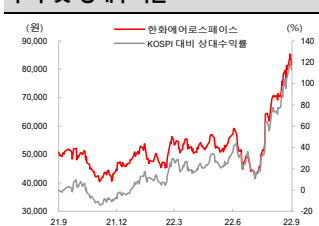
## Company Data

자본금	2,657 억원
발행주식수	5,063 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	41,314 억원
주요주주	
한화(외3)	33.98%
국민연금공단	12.53%
외국인지분률	18.30%
배당수익률	0.90%

## Stock Data

주가(22/09/08)	81,600 원
KOSPI	2384.28 pt
52주 Beta	0.94
52주 최고가	85,400 원
52주 최저가	40,450 원
60일 평균 거래대금	922 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.2%	22.6%
6개월	53.1%	68.4%
12개월	60.6%	113.1%

## 한화에어로스페이스 (012450/KS | 매수(유지) | T.P 130,000 원(상향))

### 신의 한 수가 될 사업구조 재편 효과

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 기존 75,000 원에서 130,000 원으로 상향
- 사업구조 재편과 더불어 그동안 적용해왔던 할인율(35%) 제거
- 인도 물량 및 납품 기간 확정된 폴란드 K-9 자주포 수출 실적 반영
- 연내 폴란드 2 차 이행계약 및 호주 Redback 우선협상대상자 선정 가능성 높아
- 계열사별 흩어져 있던 방위산업 역량 한 곳으로 집중시킨 사업구조 재편 효과 기대

### 투자의견 매수, 목표주가 130,000 원으로 상향

한화에어로스페이스의 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 기존 75,000 원에서 130,000 원으로 73% 상향 조정한다. 목표주가를 상향 조정한 이유는 크게 두 가지다. 첫째, 목표주가 산출 과정에서 적용했던 할인율(35%)을 제거했다. 다양한 계열 회사를 통해 산업용 장비, 파워시스템 사업 등을 영위했던 동사는 7/29(금) 계열회사 지분구조 재편 관련 공시(자회사 한화디펜스 흡수합병, 한화파워시스템 및 한화정밀기계는 매각, (주)한화의 방산 사업부문 분할(가칭 한화방산) 및 지분 인수)을 한 바 있다. 그 동안 사실상 중간 지주회사 역할을 해왔다는 점에서 적용했던 할인율을 이번 사업구조 재편을 계기로 제거한다. 둘째, K-9 자주포 수출 확대이다. 현지시간 8/26 폴란드와의 1 차 이행 계약을 통해 오는 2026년까지 K-9 자주포 212 문 납품을 확정 지었으며, 연내 24 문의 K-9 자주포가 우선 인도될 것을 추정된다. 올해 안 2 차 이행계약 체결 가능성도 높기 때문에 납품 확정 물량은 더 증가할 가능성이 높다. 호주 Redback 장갑차 도입 우선협상대상자 선정 가능성도 높아 추가 수출 기대감도 남아있는 점은 매우 긍정적이다.

### 사업구조 재편 효과 클 것

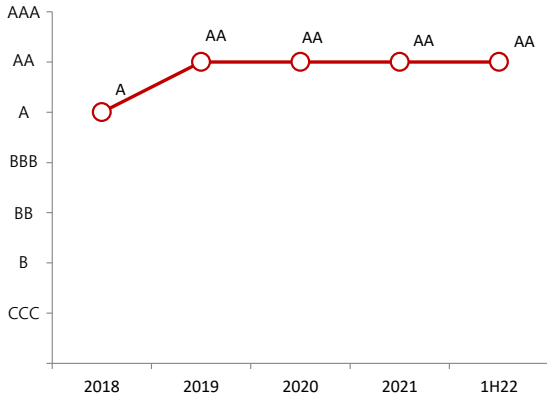
한화 그룹의 사업구조 재편 효과는 생각보다 크게 나타날 가능성이 높다. 이미 2021년 3월 한화 그룹은 '스페이스 허브'를 출범하며 우주 산업과 관련된 역량을 한 데 모으기 위한 시도를 한 바 있는데, 이번 사업구조 재편은 계열사별로 흩어져 있는 방위산업의 역량을 한 데 모아 K-방산 선도 기업으로 자리매김하기 위한 움직임으로 해석된다. 이는 곧 ① 빠른 의사 결정 및 시행 등 업무 효율화, ② 수직 계열화를 통한 공정 및 수익성 개선, ③ 사업 대형화 및 외형 확장 등의 효과로 이어질 가능성이 높다는 판단이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	52,641	53,214	64,151	69,423	84,988	92,764
yoy	%	18.2	1.1	20.6	8.2	22.4	9.2
영업이익	억원	1,652	2,439	3,830	3,880	5,184	5,844
yoy	%	210.7	47.6	57.0	1.3	33.6	12.7
EBITDA	억원	3,840	4,896	6,205	6,491	8,289	8,813
세전이익	억원	1,563	1,718	4,053	3,420	4,348	4,941
순이익(지배주주)	억원	1,322	1,214	2,526	2,200	3,179	3,629
영업이익률%	%	3.1	4.6	6.0	5.6	6.1	6.3
EBITDA%	%	7.3	9.2	9.7	9.4	9.8	9.5
순이익률	%	3.1	3.1	4.7	3.3	3.9	4.0
EPS(계속사업)	원	2,555	2,388	4,989	4,345	6,279	7,167
PER	배	13.7	11.9	9.6	18.8	13.0	11.4
PBR	배	0.7	0.6	0.8	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	10.3	7.4	6.9	9.6	7.2	6.3
ROE	%	5.5	4.8	9.2	7.4	9.7	9.9
순차입금	억원	10,525	10,900	1,546	2,583	-589	-4,969
부채비율	%	205.0	216.6	181.0	193.6	194.6	187.3

## ESG 하이라이트

### 한화에어로스페이스 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### SK 증권 리서치센터의 한화에어로스페이스 ESG 평가

한화에어로스페이스는 탄소 등 유해물질을 배출하지 않는 차세대 고효율 전기식 작동기(EMA)의 개발 등 친환경 지속가능 제품 개발에 앞장서고 있다.

이사회의 다양성을 위해 여성임원을 선임하고, 독립성을 보장한 전원 사외이사로 구성된 ESG 위원회를 설립하는 등 ESG 경영을 강화하고 있다.

자료: SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>한화에어로스페이스 종합 등급</b>	<b>AA</b>	<b>B-</b>	<b>46.64</b>
환경(Environment)	52.60	A	23.56
사회(Social)	51.93	C+	20.62
지배구조(Governance)	66.85	C	95.54
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
한국항공우주	A	D+	44.00
LIG 넥스원	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

기존 - 한화에어로스페이스 실적 추정 및 목표주가 산출

(단위: 억원)

구분	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	53,214	64,151	69,057	75,397	83,397
항공엔진	12,877	14,497	15,162	16,998	19,112
방산	25,040	28,843	30,384	33,170	37,062
시큐리티	5,288	6,794	7,814	8,441	8,911
파워시스템	2,158	2,819	3,031	3,133	3,370
산업용장비	3,528	5,917	6,210	6,830	7,268
IT서비스 등	4,323	5,281	5,498	5,712	6,197
항공우주	-	-	957	1,113	1,477
영업이익	2,439	3,830	3,859	4,418	5,096
(OPM)	(4.6%)	(6.0%)	(5.6%)	(5.9%)	(6.1%)
EPS(원)	2,388	4,989	4,455	5,184	6,151
Target P/E(배)		14.3	13~16년 12m fwd P/E 평균값 35% 할인		
주당가치(원)		75,266	2022~2024년 예상 EPS 평균값 * Target P/E		
<b>목표주가(원)</b>		<b>75,000</b>			
현재주가(원)		53,800	5/30 증가 기준		
Upside		39.4%			

자료: 한화에어로스페이스, SK 증권 추정

변경 - 한화에어로스페이스 실적 추정 및 목표주가 산출

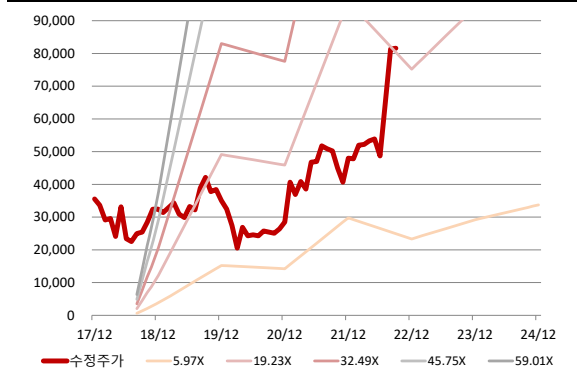
(단위: 억원)

구분	2022E	2023E	2024E
매출액	69,423	84,988	92,764
항공엔진	15,162	16,998	19,112
방산	33,782	52,724	57,067
시큐리티	7,814	8,441	8,911
산업용장비	6,210	-	-
IT서비스 등	5,498	5,712	6,197
항공우주	957	1,113	1,477
영업이익	3,880	5,184	5,844
(OPM)	(5.6%)	(6.1%)	(6.3%)
EPS(원)	4,345	6,279	7,167
Target P/E(배)	22.0	13~16년 12m fwd P/E 평균값(적용 할인을 제거)	
주당가치(원)	130,521	2022~2024년 예상 EPS 평균값 * Target P/E	
<b>목표주가(원)</b>	<b>130,000</b>		
현재주가(원)	81,600	9/8 증가 기준	
Upside	59.3%		

자료: 한화에어로스페이스, SK 증권 추정

주: 한화정밀기계 기준 23년 1/3 지분 매각 예정(2023년부터 연결 실적 제외)

한화에어로스페이스 P/E Band Chart



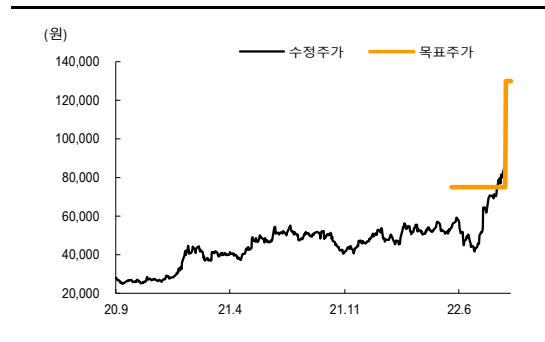
자료: Quantwise, SK 증권

한화에어로스페이스 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.09.13	매수	130,000원	6개월		
2022.08.01	매수	75,000원	6개월	-20.84%	13.87%
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 9월 13일 기준)**

매수	94.17%	중립	5.83%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	51,227	62,835	69,102	78,753	86,783
현금및현금성자산	13,307	25,281	25,836	28,260	31,769
매출채권및기타채권	10,406	10,322	11,487	13,513	14,100
재고자산	15,906	16,048	17,323	19,122	19,944
<b>비유동자산</b>	43,421	47,623	55,240	57,378	58,310
장기금융자산	975	3,181	8,494	8,494	8,494
유형자산	18,977	18,981	19,421	18,596	17,816
무형자산	18,955	19,772	21,152	21,898	22,733
<b>자산총계</b>	94,648	110,458	124,342	136,131	145,092
<b>유동부채</b>	39,004	43,301	54,024	60,900	64,179
단기금융부채	7,295	8,159	11,808	12,877	13,153
매입채무 및 기타채무	4,914	5,929	7,596	9,299	10,150
단기충당부채	860	689	808	989	1,080
<b>비유동부채</b>	25,747	27,842	27,959	29,020	30,402
장기금융부채	17,572	19,651	19,493	19,969	21,213
장기매입채무 및 기타채무	2,171	2,259	2,787	2,787	2,787
장기충당부채	483	553	648	1,059	1,156
<b>부채총계</b>	64,751	71,143	81,983	89,921	94,581
<b>지배주주지분</b>	25,977	28,892	31,007	34,709	38,859
자본금	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
자본잉여금	4,128	4,288	3,705	3,705	3,705
기타자본구성요소	-5	-22	-22	-22	-22
자기주식	-5	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	15,812	18,120	19,969	22,819	26,119
비지배주주지분	3,920	10,423	11,351	11,502	11,652
<b>자본총계</b>	29,897	39,316	42,359	46,210	50,511
<b>부채외자본총계</b>	94,648	110,458	124,342	136,131	145,092

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,829	10,390	8,851	7,034	8,236
당기순이익(손실)	1,718	4,053	2,842	3,296	3,745
비현금성항목등	4,760	3,866	4,555	4,994	5,068
유형자산감가상각비	1,709	1,622	1,832	2,256	2,059
무형자산상각비	748	752	779	850	909
기타	1,776	540	910	384	434
운전자본감소(증가)	-1,220	3,110	3,361	-203	619
매출채권및기타채권의 감소(증가)	229	325	-808	-2,026	-587
재고자산감소(증가)	-2,951	69	-980	-1,799	-822
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-311	914	1,567	1,703	851
기타	1,812	1,802	3,581	1,920	1,177
법인세납부	-429	-640	-1,907	-1,052	-1,196
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,852	-5,927	-9,657	-5,076	-5,130
금융자산감소(증가)	408	-2,070	-8,014	-2,294	-2,391
유형자산감소(증가)	-1,873	-1,605	-1,464	-1,430	-1,279
무형자산감소(증가)	-1,390	-1,588	-1,667	-1,596	-1,744
기타	3	-664	1,488	244	284
<b>재무활동현금흐름</b>	1,372	7,499	1,161	466	403
단기금융부채증가(감소)	-1,594	-344	1,280	1,070	276
장기금융부채증가(감소)	4,022	2,606	918	476	1,244
자본의증가(감소)	-257	-17	0	0	0
배당금의 지급	-174	-433	-354	-329	-329
기타	-625	5,687	-683	-751	-788
<b>현금의 증가(감소)</b>	3,306	11,974	556	2,424	3,509
기초현금	10,001	13,307	25,281	25,836	28,260
기말현금	13,307	25,281	25,836	28,260	31,769
FCF	1,418	6,640	5,414	3,805	4,994

자료 : 한화에어로스페이스, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	53,214	64,151	69,423	84,988	92,764
<b>매출원가</b>	42,511	51,198	54,927	68,713	74,861
<b>매출총이익</b>	10,704	12,953	14,496	16,275	17,903
매출총이익률 (%)	20.1	20.2	20.9	19.2	19.3
<b>판매비와관리비</b>	8,264	9,123	10,616	11,091	12,059
<b>영업이익</b>	2,439	3,830	3,880	5,184	5,844
영업이익률 (%)	4.6	6.0	5.6	6.1	6.3
<b>비영업손익</b>	-721	223	-460	-837	-904
순금융비용	520	501	485	507	504
외환관련손익	-56	23	327	140	120
관계기업투자등 관련손익	-25	-286	-87	-85	-85
<b>세전계속사업이익</b>	1,718	4,053	3,420	4,348	4,941
세전계속사업이익률 (%)	3.2	6.3	4.9	5.1	5.3
<b>계속사업법인세</b>	71	1,036	1,104	1,052	1,196
<b>계속사업이익</b>	1,647	3,018	2,317	3,296	3,745
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,647	3,018	2,317	3,296	3,745
순이익률 (%)	3.1	4.7	3.3	3.9	4.0
<b>지배주주</b>	1,214	2,526	2,200	3,179	3,629
지배주주귀속 순이익률(%)	2.28	3.94	3.17	3.74	3.91
<b>비지배주주</b>	433	492	117	117	117
<b>총포괄이익</b>	1,760	3,567	3,201	4,180	4,630
<b>지배주주</b>	1,362	3,076	3,051	4,030	4,479
<b>비지배주주</b>	398	491	151	151	151
<b>EBITDA</b>	4,896	6,205	6,491	8,289	8,813

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.1	20.6	8.2	22.4	9.2
영업이익	47.6	57.0	1.3	33.6	12.7
세전계속사업이익	9.9	135.9	-15.6	27.1	13.7
EBITDA	27.5	26.7	4.6	27.7	6.3
EPS(계속사업)	-6.5	108.9	-12.9	44.5	14.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	4.8	9.2	7.4	9.7	9.9
ROA	1.8	2.9	2.0	2.5	2.7
EBITDA마진	9.2	9.7	9.4	9.8	9.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	131.3	145.1	127.9	129.3	135.2
부채비율	216.6	181.0	193.6	194.6	187.3
순차입금/자기자본	36.5	3.9	6.1	-1.3	-9.8
EBITDA/이자비용(배)	7.4	9.7	9.2	11.0	11.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,388	4,989	4,345	6,279	7,167
BPS	51,308	57,066	61,243	68,553	76,752
CFPS	7,220	9,678	9,502	12,412	13,029
주당 현금배당금	600	700	0	650	650
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	14.9	11.0	19.7	13.6	11.9
PER(최저)	6.3	6.0	9.6	6.6	5.8
PBR(최고)	0.7	1.0	1.4	1.3	1.1
PBR(최저)	0.3	0.5	0.7	0.6	0.5
PCR	4.0	5.0	8.6	6.6	6.3
EV/EBITDA(최고)	8.2	7.5	9.9	7.4	6.5
EV/EBITDA(최저)	6.0	5.5	6.5	4.7	4.0