

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@skscs.co.kr
3773-8891

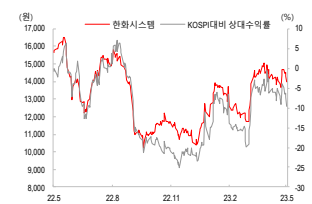
Company Data

자본금	9,446 억원
발행주식수	18,892 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	26,373 억원
주요주주	
한화에어로스페이스(외2)	59.53%
국민연금공단	5.99%
외국인지분율	4.12%
배당수익률	1.7%

Stock Data

주가(23/05/26)	13,960 원
KOSPI	2,558.81 pt
52주 Beta	1.44
52주 최고가	16,500 원
52주 최저가	10,250 원
60일 평균 거래대금	106 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.4%	-6.2%
6개월	20.3%	14.7%
12개월	-11.4%	-9.5%

한화시스템 (272210/KS | 매수(유지) | T.P 20,000 원(상향))

대한민국 방산 경쟁력 이끌어내는 두뇌의 힘

- 투자 의견 매수, 목표주가 20,000 원으로 상향
- 전투용 적합 판정 받은 전투기 KF-21, 동사의 AESA 레이더도 적합 판정
- 우리나라 방산 물자 수출 증가 = 관련 체계 장비 납품하는 한화시스템 수혜
- 누리호 3차 발사 성공으로 동사도 참여 중인 초소형위성개발 사업 부각 예상
- 방산, ICT, 우주, UAM 등 다양한 성장 산업의 연결고리 역할 하고 있음에 주목

우리나라 방산 경쟁력, 두뇌로부터 나온다

잠정 전투용 적합 판정을 받으며 2024 년 양산에 돌입하게 되는 한국형 전투기 KF-21 에는 우리나라의 AESA 레이더가 탑재된다. AESA 레이더는 전자파를 주사하여 여러 표적물들을 동시에 탐지하고 추적/관찰하는 부품으로, 전투기의 생존과 직결된 핵심 부품 이라 할 수 있다. 최근 폴란드로 대규모 수출되고 있는 K-2 전차도 전차의 생존에 필요 한 다양한 장치들을 부착하고 있다. 소프트킬 및 하드킬로 구분되어 표현하는 전자 능동 방호시스템은 전차를 향해 날아오는 공격을 감지하고 미리 대응함으로써 전차의 생존을 을 높이는데 매우 중요한 요소다. 한화시스템은 이런 전술통신체계 및 항전 장비, 전투 체계 및 다기능레이더 등을 담당하고 있다. 즉, 우리나라 전투 체계들의 두뇌 역할을 하 는 핵심 부품 및 기술을 담당하는 것이다. 우리나라 전투 체계의 수출이 증가할수록 당 연히 한화시스템에 대한 재평가가 필요한 이유다.

투자 의견 매수, 목표주가 20,000 원 제시

투자 의견 매수를 유지하며, 목표주가는 기존 16,000 원에서 20,000 원으로 +25% 상향 조정한다. 목표주가의 상향은 1Q23 반영된 영업 외 1 회성 이익을 제외하더라도 투자 기업들에 대한 지분법 손실 축소, 한화오션 등 계열사 편입 증가로 인한 방산/ICT 부문 의 니치 확대 효과 등이 나타날 것으로 예상되기 때문이다. 누리호 3 차 발사 성공과 함 께 우리나라 초소형위성개발 사업에도 참여 중인 한화시스템의 우주 사업 부문도 새롭 게 부각될 것으로 보인다. 방산, ICT, 우주, UAM 등 다양한 성장 산업들의 연결고리 중 심에는 한화시스템이 자리하고 있음에 주목한다.

영업실적 및 투자지표

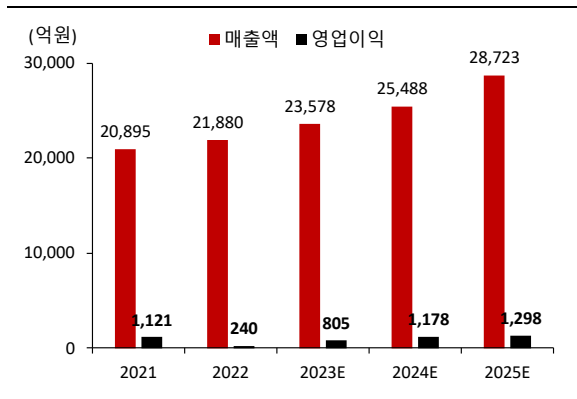
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	억원	16,429	20,895	21,880	23,578	25,488	28,723
yoy	%	6.3	27.2	4.7	7.8	8.1	12.7
영업이익	억원	929	1,120	240	806	1,178	1,298
yoy	%	8.3	20.7	-78.6	235.7	46.0	10.3
EBITDA	억원	1,926	2,080	1,290	1,637	1,843	1,835
세전이익	억원	791	1,281	-570	2,916	974	1,214
순이익(지배주주)	억원	936	983	-766	2,322	794	978
영업이익률%	%	5.7	5.4	1.1	3.4	4.6	4.5
EBITDA%	%	11.7	10.0	5.9	6.9	7.2	6.4
EPS(계속사업)	원	758	520	-405	1,229	420	518
PER	배	20.4	30.7	-26.0	11.4	33.2	27.0
PBR	배	1.8	1.3	1.0	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	배	8.0	7.4	7.6	17.3	15.4	15.3
배당수익률	%	1.3	1.0	2.4	1.7	1.7	1.7
ROE	%	9.4	6.0	-3.6	11.1	3.6	4.4
순차입금	억원	-3,677	-15,037	-10,367	650	576	260
부채비율	%	161.0	73.9	95.4	93.5	99.4	107.6

한화시스템 실적 추정

(억원)	2021	2022	2023E					2024E	2025E
				1Q	2QE	3QE	4QE		
매출액	20,895	21,880	23,578	4,395	5,518	5,533	8,132	25,488	28,723
방산	15,135	16,408	17,177	2,924	3,972	3,957	6,324	19,234	21,994
ICT	5,760	5,466	6,392	1,470	1,544	1,573	1,805	6,197	6,618
신사업	0	6	9	1	2	3	3	57	111
영업이익	1,121	240	805	84	162	177	382	1,178	1,298
OPM(%)	5.4	1.1	3.4	1.9	2.9	3.2	4.7	4.6	4.5

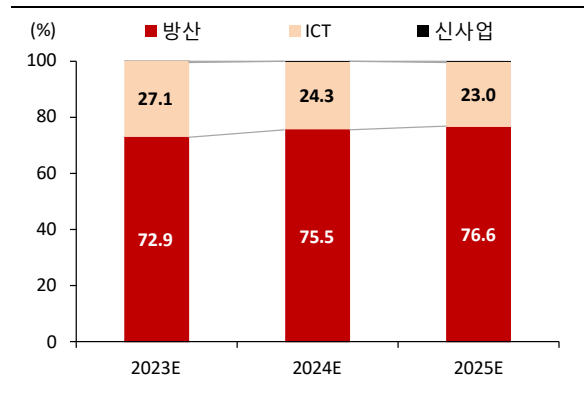
자료: 한화시스템, SK 증권

한화시스템 실적 추이 및 전망



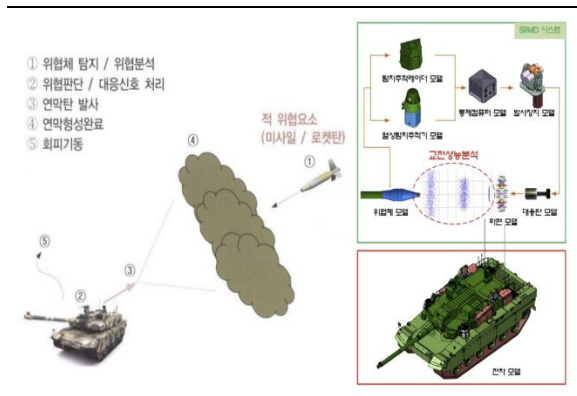
자료: 한화시스템, SK 증권

주요 사업 부문별 매출 비중 추이



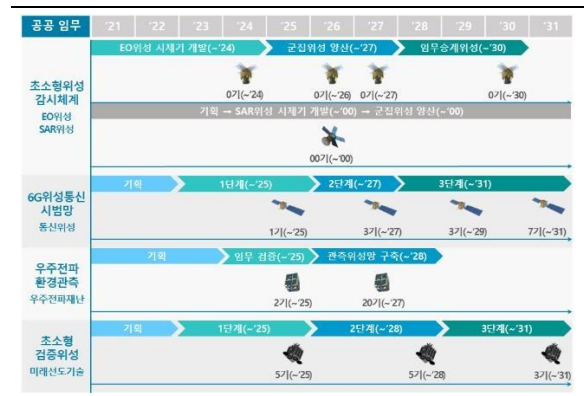
자료: 한화시스템, SK 증권

전자 능동방호시스템



자료: 국방과학기술정보, 군사과학기술학회, SK 증권

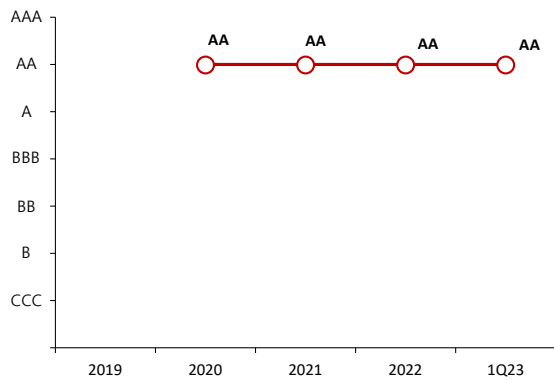
초소형위성 개발 이행안



자료: 과학기술정보통신부, SK 증권

ESG 하이라이트

한화시스템 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 한화시스템 ESG 평가

한화시스템은 ESG 헌장을 제정하여 환경경영, 정도경영, 인권경영, 책임경영이라는 4 가지 ESG 방침을 수립하고 추진방향과 과제를 선정, 실천함. 지속적으로 외부 기관을 통해 ESG 등급을 평가받고 있으며, 21년 시행이후 줄곧 A 등급 유지 중. 지난해부터 꾸준히 지속가능경영보고서를 작성하는 등 이해관계자들과의 소통에 적극적임.

자료: SK 증권

한화시스템 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
N/A	N/A	N/A

자료: 주요 언론사, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
한화시스템 종합 등급	AA	B-	N/A
환경(Environment)	60.13	C+	N/A
사회(Social)	54.08	C-	N/A
지배구조(Governance)	63.26	A	N/A
<비교업체 종합 등급>			
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv SK 증권

한화시스템 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모(백만원)	표면금리(%)
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	26,761	23,268	28,749	31,640	34,915
현금및현금성자산	16,368	12,282	16,781	18,720	20,382
매출채권 및 기타채권	1,818	2,116	2,280	2,465	2,778
재고자산	4,060	3,730	4,019	4,345	4,896
비유동자산	12,182	16,188	14,039	13,008	12,521
장기금융자산	1,839	5,748	4,275	3,757	3,636
유형자산	2,569	2,744	2,276	1,941	1,725
무형자산	5,622	5,578	5,358	5,165	4,990
자산총계	38,943	39,456	42,788	44,648	47,435
유동부채	13,632	16,185	17,424	18,818	21,178
단기금융부채	528	1,087	1,171	1,266	1,427
매입채무 및 기타채무	1,252	1,609	1,733	1,874	2,112
단기충당부채	105	230	247	267	301
비유동부채	2,914	3,081	3,254	3,436	3,407
장기금융부채	1,070	1,054	1,137	1,210	993
장기매입채무 및 기타채무	35	25	35	28	45
장기충당부채	18	22	23	25	29
부채총계	16,545	19,267	20,679	22,254	24,585
지배주주지분	22,225	20,003	21,796	22,037	22,439
자본금	9,446	9,446	9,446	9,446	9,446
자본잉여금	10,849	10,855	10,855	10,855	10,855
기타자본구성요소	-341	-341	-341	-341	-341
자기주식	-341	-341	-341	-341	-341
이익잉여금	2,247	1,169	3,024	3,351	3,861
비지배주주지분	173	186	314	357	411
자본총계	22,398	20,190	22,110	22,394	22,850
부채외자본총계	38,943	39,456	42,788	44,648	47,435

현금흐름표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	3,111	2,543	3,920	2,068	2,387
당기순이익(손실)	979	-808	2,450	838	1,032
비현금성항목등	1,389	2,548	1,482	912	727
유형자산감가상각비	660	772	580	439	333
무형자산감가상각비	299	278	250	226	204
기타	430	1,499	652	247	191
운전자본감소(증가)	982	1,044	452	487	828
매출채권및기타채권의감소(증가)	-213	-291	-164	-185	-313
재고자산의감소(증가)	-417	345	-289	-326	-551
매입채무및기타채무의증가(감소)	113	396	125	140	238
기타	1,499	594	781	857	1,455
법인세납부	-239	-241	-467	-136	-182
투자활동현금흐름	-2,605	-6,593	2,574	767	32
금융자산의감소(증가)	-1,290	-5,905	1,472	517	119
유형자산의감소(증가)	-791	-481	-112	-105	-117
무형자산의감소(증가)	-383	-325	-30	-33	-29
기타	-142	118	1,244	387	60
재무활동현금흐름	-738	-85	-301	-300	-524
단기금융부채의증가(감소)	-300	789	84	95	161
장기금융부채의증가(감소)	-342	-573	83	73	-217
자본의증가(감소)	11,503	6	0	0	0
배당금지급	-253	-299	-467	-467	-467
기타	-11,346	-8	0	0	0
현금의 증가(감소)	10,970	-4,086	4,499	1,939	1,662
기초현금	5,399	16,368	12,282	16,781	18,720
기말현금	16,368	12,282	16,781	18,720	20,382
FCF	2,319	2,062	3,808	1,963	2,270

자료 : 한화시스템, SK증권 추정

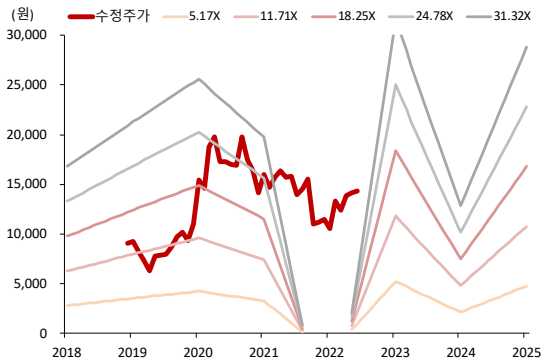
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	20,895	21,880	23,578	25,488	28,723
매출원가	18,059	19,347	20,612	22,203	24,828
매출총이익	2,836	2,533	2,966	3,285	3,895
매출총이익률(%)	13.6	11.6	12.6	12.9	13.6
판매비와 관리비	1,716	2,293	2,160	2,108	2,597
영업이익	1,120	240	806	1,178	1,298
영업이익률(%)	5.4	1.1	3.4	4.6	4.5
비영업손익	160	-810	2,110	-203	-84
순금융손익	43	191	3	-32	-19
외환관련손익	17	41	9	12	37
관계기업등 투자손익	-102	-267	-197	-90	-27
세전계속사업이익	1,281	-570	2,916	974	1,214
세전계속사업이익률(%)	6.1	-2.6	12.4	3.8	4.2
계속사업법인세	302	237	467	136	182
계속사업이익	979	-808	2,450	838	1,032
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	979	-808	2,450	838	1,032
순이익률(%)	4.7	-3.7	10.4	3.3	3.6
지배주주	983	-766	2,322	794	978
지배주주귀속 순이익률(%)	4.7	-3.5	9.8	3.1	3.4
비지배주주	-4	-42	128	44	54
총포괄이익	978	-1,971	2,388	752	924
지배주주	982	-1,928	2,336	736	904
비지배주주	-4	-43	52	16	20
EBITDA	2,080	1,290	1,637	1,843	1,835

주요투자지표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	27.2	4.7	7.8	8.1	12.7
영업이익	20.7	-78.6	235.7	46.0	10.3
세전계속사업이익	61.9	적전	흑전	-66.6	24.6
EBITDA	8.0	-38.0	26.9	12.6	-0.4
EPS	-31.4	적전	흑전	-65.8	23.2
수익성 (%)					
ROA	3.0	-2.1	6.0	1.9	2.2
ROE	6.0	-3.6	11.1	3.6	4.4
EBITDA마진	10.0	5.9	6.9	7.2	6.4
안정성 (%)					
유동비율	196.3	143.8	165.0	168.1	164.9
부채비율	73.9	95.4	93.5	99.4	107.6
순차입금/자기자본	-67.1	-51.3	2.9	2.6	1.1
EBITDA/이자비용(배)	49.6	22.1	32.0	36.7	37.5
배당성향	30.4	-61.1	20.1	58.9	47.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	520	-405	1,229	420	518
BPS	11,945	10,769	11,718	11,845	12,058
CFPS	1,028	150	1,669	773	802
주당 현금배당금	160	250	250	250	250
Valuation지표 (배)					
PER	30.7	-26.0	11.4	33.2	27.0
PBR	1.3	1.0	1.2	1.2	1.2
PCR	15.6	70.2	8.4	18.1	17.4
EV/EBITDA	7.4	7.6	17.3	15.4	15.3
배당수익률	1.0	2.4	1.7	1.7	1.7

한화시스템 P/E Band Chart



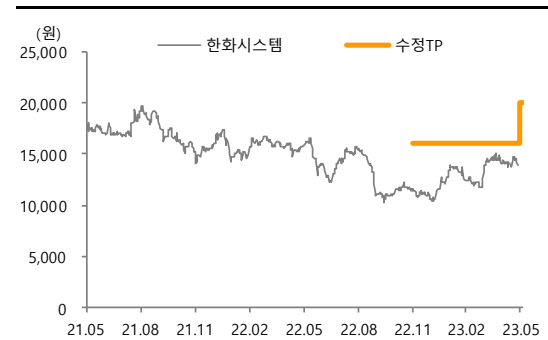
자료: Quantwise, SK 증권

한화시스템 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.30	매수	20,000원	6개월		
2022.11.30	매수	16,000원	6개월	-19.79%	-5.94%



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(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 30일 기준)

매수	94.58%	중립	5.42%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------