

(Analyst) 정동호 dongho.jeong@miraeeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

047810 · 방산/항공우주

# 한국항공우주

## 아쉬움을 뒤로하고 수주를 기대

(유지)

매수

목표주가

76,000원

상승여력

53.7%

현재주가(23/11/7)

49,450원

KOSPI	2,443.96	시가총액(십억원)	4,820	발행주식수(백만주)	97	외국인 보유비중(%)	25.9
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 3Q23 Review: 다소 아쉬웠던 폴란드 효과와 기체부품 실적

‘23년 3분기 매출액 1조 71억 원 (+65.4% YoY, vs. 컨센 1.5% 상회), 영업이익 654억 원 (+114.6% YoY, 컨센 27.5% 하회)을 기록했다. 매출액은 시장 기대치에 부합했으나, 1) 일회성 비용 130억 원, 2) 폴란드향 FA-50GF 초도분 마진 희석, 3) 기체부품 부진으로 영업이익이 기대치를 크게 하회했다.

#### 투자의견 매수 유지: 방향성은 달라지지 않았다

투자의견 매수와 목표주가 76,000원을 유지한다. 큰 방향성은 달라지지 않았다. ‘24년 해외 수주들이 기다리고 있고, ‘25년부터 본격적인 실적 성장이 나타날 전망이다. ‘24F 매출액 3조 6,305억 원 (-4.1% YoY), 영업이익 2,418억 원 (+10.2% YoY, OPM 6.7%)으로 추정한다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.2	-6.9	4.9
상대주가	1.7	-4.7	1.8

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,562	2,787	3,785	3,631	4,646
영업이익 (십억원)	58	142	219	242	356
영업이익률 (%)	2.3	5.1	5.8	6.7	7.7
순이익 (십억원)	64	118	201	204	307
EPS (원)	656	1,215	2,067	2,092	3,150
ROE (%)	5.2	8.8	13.3	12.0	15.9
P/E (배)	49.5	41.9	23.9	23.6	15.7
P/B (배)	2.5	3.5	3.0	2.7	2.3
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 한국항공우주, 미래에셋증권 리서치센터

### 3Q23 Review : 다소 아쉬웠던 폴란드 효과와 기체부품 실적

동사는 '23년 3분기 매출액 1조 71억 원 (+65.4% YoY, vs. 컨센 1.5% 상회), 영업이익 654억 원 (+114.6% YoY, 컨센 27.5% 하회)을 기록했다. 매출액은 시장 기대치에 부합했으나, 1) 일회성 비용 130억 원, 2) 폴란드항 FA-50GF 초도분 마진 희석, 3) 기체부품 부진으로 영업이익이 기대치 대비 크게 하회했다. 일회성 제외 영업이익은 784억 원 (OPM 7.8%)이다.

사업부별로는 국내사업 4,966억 원 (+0.9% YoY), 완제기 수출 3,114억 원 (+12.875% YoY), 기체부품 1,953억 원 (+14.0% YoY)을 기록했다. FA-50GF 2,376억 원 (4대 X 대당 594억 원)이 매출로 인식되면서 외형성장과 이익개선을 이끌었다.

**습속률:** 일종의 숙련도 개념. 습속률이 증진되면 초도물량 대비 후속물량의 제작속도 및 비용투입이 개선되며 수익성 향상

당사 추정치 및 시장 기대치와의 괴리는 FA-50GF 인식대수 및 대당단가, 마진을 차이 때문이다. 시장은 대당단가를 740억 원 내외로 추정한 반면 실질치는 594억 원이었다. 또한, 습속률에 따라 FA-50GF의 수익성에 편차가 발생하며 마진이 희석되었다.

'23년 4분기 매출 1조 4,761억 원 (+69.9% YoY), 영업이익 1,261억 원 (+236.3%, OPM 8.5%)으로 전망한다. FA-50GF 8대와 FA-50PL 0.8대 인식에 따라 성장세는 유지된다. 다만, 기체부품 부진과 총당금 발생 가능성에 따라 이익 전망치를 낮추었다.

표 1. 한국항공우주 3Q23 실적 테이블

(십억 원)

	3Q22	2Q23	3Q23P			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ	YoY	추정치	차이	추정치	차이
매출액	609	732	1,007	37.6	65.4	1,033	-2.5	992	1.5
영업이익	30	8	65	678.6	114.6	106	-38.2	90	-27.5
당기순이익	52	5	53	881.6	1.4	77	-31.7	76	-30.7
영업이익률 (%)	5.0	1.1	6.5	5.3	1.5	10.3	-3.8	9.1	-2.6
순이익률 (%)	8.6	0.7	5.3	4.5	-3.3	7.5	-2.2	7.7	-2.4
사업부문별 매출액						비고			
국내사업	492	364	497	36.6	0.9	-FA-50GF 4대분 인식 -이스라엘 사업 공급차질 및 저마진 사업 비중 증가 영향			
완제기 수출	2	27	311	1,044.9	12,875.0				
기체부품	171	175	195	11.7	14.0				

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한국항공우주 실적 추정치 변경표

(십억 원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	3,783	3,773	3,785	3,631	0.1	-3.8	1) FA-50GF 단가/마진을 반영
영업이익	289	262	219	242	-24.1	-7.7	2) 폴란드 2차사업 진행률 반영
세전이익	324	266	244	245	-24.6	-8.0	3) 기체부품 마진을 하향 조정
순이익	259	212	201	204	-22.2	-3.8	
EPS (원)	2,653	2,175	2,067	2,092	-22.1	-3.8	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 투자의견 매수 유지: 방향성은 달라지지 않았다

투자의견 매수와 목표주가 76,000원을 유지한다. 큰 방향성은 달라지지 않았다. 플란 드 갭필러 효과로 인한 단기 실적 기대감은 사라졌으나, '24년에 해외 수주들이 기대되고, '25년부터 본격적인 실적 성장이라는 점에는 변함이 없다. '24F 매출액 3조 6,305억 원 (-4.1% YoY), 영업이익 2,418억 원 (+10.2% YoY, OPM 6.7%)으로 추정한다.

KF-21 초도물량 축소의 경우, 양산사업 매출인식이 '26년부터 시작되기 때문에 '25년까지의 실적 흐름에는 큰 영향은 없다. 또한, 결국 전체 규모 120대는 유지될 가능성이 높아 실적의 문제보다는 일정의 문제가 될 것으로 판단한다.

표 3. 한국항공우주 영업실적 전망치

(십억 원)

항목	분류	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
수주잔고	전체	18,265	17,775	20,664	24,596	25,054	24,588	20,373	20,657	24,596	20,657	27,773	34,942
	국내사업	8,327	7,931	7,546	8,325	8,001	7,628	7,298	7,803	8,325	9,096	11,908	18,204
	완제기 수출	1,110	1,114	4,562	5,003	6,177	6,142	5,837	5,509	5,003	5,509	8,682	9,729
	기체부품	8,827	8,730	8,556	11,268	10,876	10,818	7,238	7,345	11,268	11,326	7,184	7,009
매출액	전체	641	669	609	869	569	732	1,007	1,476	2,787	3,784	3,631	4,646
	국내사업	405	492	412	588	364	487	497	545	1,897	1,892	1,886	2,081
	완제기 수출	56	2	25	44	27	53	311	688	127	1,080	843	1,629
	기체부품	177	171	171	230	175	189	195	239	748	798	887	922
성장률 (%)	전체	4.7	-5.7	36.8	9.0	-11.2	9.5	65.4	69.9	8.8	35.8	-4.1	28.0
	국내사업	-1.4	-10.8	47.7	-0.5	-10.3	-1.1	20.6	-7.2	3.5	-0.3	-0.3	10.3
	완제기 수출	-43.5	-93.4	22.2	-29.2	-51.3	2,125.0	1,130.8	1,482.3	-41.6	749.9	-21.9	93.2
	기체부품	73.0	47.2	19.5	62.0	-0.9	10.1	14.5	4.0	48.8	6.6	11.2	3.9
영업이익		39	34	30	37	19	8	65	126.1	142	219	241.8	356
	YoY (%)	367.0	-42.6	976.7	389.5	-50.5	-75.6	114.6	236.3	143.1	54.8	10.2	47.3
	OPM (%)	6.1	5.2	5.0	4.3	3.4	1.1	6.5	8.5	5.1	5.8	6.7	7.7
당기순이익		38	51	53	(22)	31	11	54	113	118	201	204	307
	YoY (%)	207.9	-6.8	647.3	19.0	-19.2	-89.3	-8.9	498.6	117.6	50.9	0.2	52.9
	NPM (%)	5.9	7.6	8.6	-2.6	5.4	1.5	5.3	7.7	4.3	5.3	5.6	6.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. T/FA-50 탑재 해외 수주사업 현황

(백만 달러)

국가	사업단계	계약연도	예상규모	예상수량	예상단가	비고
이집트	RFP 제출	2024	3,200	100	32	23년 기체 최종선정 예정. '24년 30여대 적도입, 70여대 현지생산 예상
우즈베키스탄	RFP 제출	2024	TBD	TBD	TBD	FA-50 RFP 제출 완료. 9월 가격제안서 제출 예정
미 해군 TSA	RFI 발행	2024	1,651	64	26	21년 10월 RFI 발행. 24/25년 프로그램 착수 계획
슬로바키아	RFP 제출	2025	500	10	50	노후 L-39 훈련기 교체 겸 공여한 Mig-29 전력공백 소요
필리핀	논의단계	2024	600	12	50	FA-50 성능개량 버전으로 12대 추가 도입. 일정은 기존 FA-50 수리 이후 예상
콜롬비아	최종선정	2024	600	20	30	세스나 A-37 교체 사업. FA-50 최종선정. Kfir 전투기 교체 완료 후 도입 예상
미 해군 UJTS	RFI 발행	2026	3,741	145	26	20년 6월 RFI 발행 후 23년 8월 RFI 추가 발행. 25/26년 최종선정 예상
미 공군 ATT	RFI 발행	TBD	3,302	128	26	21년 10월 RFI 발행. 최종선정 및 프로그램 일정은 아직 미정
아일랜드	관심표명	TBD	720	24	30	아일랜드 국방군 위원회서 FA-50 제안. 최대 24기 도입 예상
루마니아	관심표명	TBD	450	15	30	노후 고등 훈련기 IAR 99 교체 필요. T-50과 M-346이 유력 후보
호주	RFI 발행	2028	2,500	34	74	노후 훈련기 Hawk-127 33대 교체 사업. T-7A, M-346과 경쟁. '26년 최종선정

주: 하이라이트는 가시화된 수주사업. 사업규모가 명확하지 않은 계약건은 수량과 과거 또는 평균 단가로 추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## Q&A

### Q. 일회성 총당금 130억 원 세부내역

A. 손실총당금 110억 원 발생. 관용헬기 2대, 해양경찰청 헬기 등 전략적 수주 차원에서 38억원, 진행 중인 사업 (이라크 기지재건, MUM-T 사업, 위성사업) 관련하여 72억원 쌓았음. 나머지 20억 원은 재고자산총당금. 종결된 A-10 사업의 재고자산이 타 사업에 이용 불가판정 받으며 총당금으로 쌓음

### Q. 이라크 기지재건 잔여매출 규모 및 4Q 총당금 발생 여부

A. 연초 이라크 기지재건 매출 1,591억 드렸음. 3분기 누계 600억원, 잔여 950억원. 연내 종료 노력 중. 4분기 총당금 발생 여부는 확답드릴 수 없으나, 규모는 점점 줄어들 것

### Q. 4분기 FA-50GF 매출은 3분기의 2배로 추정하면 될지?

A. 4분기는 계획상 8대분 5,200억원 (환차익 포함) 정도로 예상하고 있음. FA-50GF 대당 594억원. GPM 좋은 편이나, 습속률에 따라 호기마다 마진을 편차 존재. 1호기 대비 4호기 마진이 더 좋음. 평균 GPM 18.5%

### Q. 폴란드 2차사업 FA-50PL 기체당 970억 원이 맞는지?

A. 2차분과 1차분은 완전히 다른 기체. 업그레이드되는 만큼 단가는 차이 날 수 밖에 없음. 또한, 기체 외에도 수리부속+시뮬레이터+교육교범 포함 단가임

### Q. 폴란드 2차사업 '24년 연간 진행률 몇 %로 계획 중인지?

A. 내년 FA-50PL 4대분에 해당하는 진행률로 인식될 것으로 예상

### Q. 폴란드 캡필러 양도분 한국군에 납품 시 추가 원가투입 가능성

A. 기존 한국군 계약은 확정계약이기 때문에 예상되는 추가 원가투입은 없을 걸로 판단. 엔진 대금 등 인상되고 있는 부분은 있지만, 큰 영향은 없을 것

### Q. 수리온 4차양산 잔여물량

A. 현재 수리온 4차양산 200대 생산 진행. 전체 물량 210대. 잔여분 10대 잔존

### Q. 기체부품 회복세 수준

A. 연간 가이던스 8,000억 원은 달성 가능해보이나, 완전한 회복은 아직. 이스라엘쪽 사업에서 납품 300~400억 차질 가능성 상존. 보잉이나 에어버스는 확실히 회복. 내년은 올해보다 개선 전망

**Q. 기체부품 GPM**

A. 18% (평년 GPM 25%). 이스라엘 사업 공급차질 및 저마진 사업 비중 증가로 평년 대비 마진율이 저조해진 부분 존재

**Q. 수출 수주상황 업데이트**

A. 중동 사업 올인 중. 미 해군 사업은 RFP 3차까지 나왔으며, 록히드마틴과 검토 후 제출할 예정. 이집트 사업은 연내로 추가 마케팅 예정. FA-50 수출 관련하여 기존 언급 드린 수주풀에서 급진된 사업은 아직 없음

## 한국항공우주 (047810)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>2,787</b>	<b>3,785</b>	<b>3,631</b>	<b>4,646</b>
매출원가	2,413	3,306	3,130	3,960
매출총이익	374	479	501	686
판매비와관리비	232	260	259	330
조정영업이익	142	219	242	356
영업이익	142	219	242	356
비영업손익	-20	25	3	12
금융손익	-3	18	25	25
관계기업등 투자손익	-1	-2	0	0
세전계속사업손익	122	244	245	368
계속사업법인세비용	6	46	43	64
계속사업이익	116	198	202	304
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>116</b>	<b>198</b>	<b>202</b>	<b>304</b>
지배주주	118	201	204	307
비지배주주	-3	-3	-2	-3
<b>총포괄이익</b>	<b>175</b>	<b>198</b>	<b>202</b>	<b>304</b>
지배주주	178	213	218	329
비지배주주	-3	-15	-16	-25
EBITDA	277	338	367	489
FCF	1,424	-28	428	446
EBITDA 마진율 (%)	9.9	8.9	10.1	10.5
영업이익률 (%)	5.1	5.8	6.7	7.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.2	5.3	5.6	6.6

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>5,389</b>	<b>6,142</b>	<b>6,714</b>	<b>7,513</b>
현금 및 현금성자산	2,024	1,669	1,806	1,967
매출채권 및 기타채권	227	366	397	459
재고자산	1,593	2,109	2,149	2,287
기타유동자산	1,545	1,998	2,362	2,800
<b>비유동자산</b>	<b>2,383</b>	<b>2,693</b>	<b>2,849</b>	<b>2,995</b>
관계기업투자등	15	26	20	22
유형자산	827	1,035	1,127	1,204
무형자산	746	788	858	925
<b>자산총계</b>	<b>7,772</b>	<b>8,835</b>	<b>9,563</b>	<b>10,509</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,055</b>	<b>6,073</b>	<b>6,662</b>	<b>7,331</b>
매입채무 및 기타채무	393	417	462	515
단기금융부채	549	685	669	648
기타유동부채	4,113	4,971	5,531	6,168
<b>비유동부채</b>	<b>1,264</b>	<b>1,136</b>	<b>1,097</b>	<b>1,094</b>
장기금융부채	605	444	359	290
기타비유동부채	659	692	738	804
<b>부채총계</b>	<b>6,319</b>	<b>7,208</b>	<b>7,759</b>	<b>8,425</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,428</b>	<b>1,605</b>	<b>1,785</b>	<b>2,067</b>
자본금	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128
이익잉여금	833	1,010	1,190	1,472
<b>비지배주주지분</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>17</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,453</b>	<b>1,627</b>	<b>1,805</b>	<b>2,084</b>

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>1,493</b>	<b>267</b>	<b>628</b>	<b>636</b>
당기순이익	116	198	202	304
비현금수익비용가감	176	198	192	211
유형자산감가상각비	91	89	96	102
무형자산상각비	44	30	29	31
기타	41	79	67	78
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,228	-122	251	161
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	28	-90	-39	-60
재고자산 감소(증가)	-243	-514	-40	-138
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	59	7	8	14
법인세납부	-17	-34	-43	-64
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-204</b>	<b>-568</b>	<b>-420</b>	<b>-436</b>
유형자산처분(취득)	-69	-295	-188	-178
무형자산감소(증가)	-161	-68	-98	-98
장단기금융자산의 감소(증가)	-29	-55	-46	-56
기타투자활동	55	-150	-88	-104
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-103</b>	<b>-61</b>	<b>-137</b>	<b>-119</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-76	-26	-102	-89
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-19	-24	-24	-24
기타재무활동	-8	-11	-11	-6
<b>현금의 증가</b>	<b>1,137</b>	<b>-354</b>	<b>137</b>	<b>160</b>
기초현금	887	2,024	1,669	1,806
기말현금	2,024	1,669	1,806	1,967

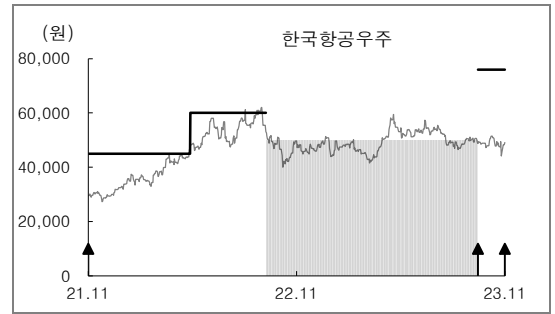
자료: 한국항공우주, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	41.9	23.9	23.6	15.7
P/CF (x)	17.0	12.2	12.2	9.4
P/B (x)	3.5	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA (x)	14.3	11.8	10.4	6.5
EPS (원)	1,215	2,067	2,092	3,150
CFPS (원)	2,991	4,065	4,046	5,285
BPS (원)	14,648	16,465	18,307	21,206
DPS (원)	250	250	250	250
배당성향 (%)	21.0	12.3	12.1	8.0
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	8.8	35.8	-4.1	28.0
EBITDA증가율 (%)	33.7	22.1	8.5	33.3
조정영업이익증가율 (%)	143.1	54.8	10.3	47.3
EPS증가율 (%)	85.4	70.0	1.2	50.6
매출채권 회전율 (회)	12.1	13.9	10.4	11.7
재고자산 회전율 (회)	1.9	2.0	1.7	2.1
매입채무 회전율 (회)	11.1	13.4	12.4	15.0
ROA (%)	1.7	2.4	2.2	3.0
ROE (%)	8.8	13.3	12.0	15.9
ROIC (%)	11.7	21.9	19.5	28.7
부채비율 (%)	434.8	443.0	430.0	404.2
유동비율 (%)	106.6	101.1	100.8	102.5
순차입금/자기자본 (%)	-70.4	-51.9	-56.5	-78.2
조정영업이익/금융비용 (x)	6.5	6.6	6.3	10.6

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국항공우주 (047810)				
2023.09.20	매수	76,000	-	-
2022.09.14	분석 대상 제외		-	-
2022.05.04	매수	60,000	-10.61	3.33
2021.05.28	매수	45,000	-23.58	4.89



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

\* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한국항공우주 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.