

한국항공우주 (047810)

미래성장 확보에 집중하는 구간

25년을 위한 숨 고르기

24년은 중장기 성장을 위한 신규 수주에 주목한다. 동사는 24년 신규수주 가이드선으로 5.9조원, 수주잔고 23.9조원을 제시했다. 이익률이 가장 높은 것으로 분석되는 완제기수출에서의 신규수주 3조원이 기대된다. 국내는 KF-21 초도물량(PBL 포함) 1.6조원이 있으며, 해외는 중동 2개국 1.7조원, 중앙아시아 FA-50 1.1조원 등이 있으며, 미 공군/해군 훈련기, 이집트 완제기수출 등도 잠재 수주 대상이다.

24년 연결 매출액은 3.7조원(-3.7% YoY), 영업이익은 2,158억원(-12.8% YoY)으로 전망한다. 국내 KF-21 체계 개발 사업 종료, 폴란드형 FA-50 PL의 매출 인식 변경 등으로 매출액 감소는 불가피하나 회전익(상륙공격헬기, 소해헬기) 사업의 매출 본격화 및 전방 산업의 수요 회복에 따른 기체부품 회복이 일부 상쇄할 전망이다. 1Q23 이라크 기지 재건 사업 종료에 따른 일회성 비용 축소 등을 감안한다면 영업이익률은 5.9%로 견조한 수준을 유지할 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 6.3만원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 63,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd 예상 BPS 18,424원에 Target PBR 3.4x(역사적 평균)을 적용해 산출했다. 현재가 수준에서 12M fwd PBR은 2.8x로 저평가 상태이다. 국내 KF-21 개발 사업이 종료되고 올해 초도물량 양산이 본격화될 예정이다. FA-50의 폴란드, 말레이시아 수출로 동사의 해외 사업이 확대되고 있고 회전익에서의 해외 성과도 기대된다. 따라서 중장기적으로 해외시장 신뢰도 제고로 KF-21 수출 가능성도 기대할 수 있다. 15년 T-50/FA-50의 완제기 수출, 보잉과 에어버스의 기체부품 사업이 동시에 성장했던 시절이 재현될 가능성이 높다.



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **63,000원 (I)**

현재주가 (3/5) **51,000원**

상승여력 **24%**

| | |
|-------------|-------------------|
| 시가총액 | 49,712억원 |
| 총발행주식수 | 97,475,107주 |
| 60일 평균 거래대금 | 284억원 |
| 60일 평균 거래량 | 547,380주 |
| 52주 고/저 | 59,500원 / 41,550원 |
| 외인지분율 | 29.47% |
| 배당수익률 | 0.49% |
| 주요주주 | 한국수출입은행 |

| 주가수익률 (%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|-----------|-----|-----|------|
| 절대 | 3.7 | 8.6 | 13.1 |
| 상대 | 1.4 | 2.3 | 3.8 |
| 절대 (달러환산) | 3.4 | 6.7 | 10.3 |

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

| | 4Q23P | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|-------|----------|----------|-------|----------|
| 매출액 | 1,510 | 73.8 | 49.9 | 1,395 | 8.2 |
| 영업이익 | 155 | 312.1 | 136.3 | 122 | 26.8 |
| 세전계속사업이익 | 134 | 흑전 | 108.5 | 116 | 16.0 |
| 지배순이익 | 121 | 흑전 | 127.4 | 101 | 19.7 |
| 영업이익률 (%) | 10.2 | +5.9 %pt | +3.7 %pt | 8.7 | +1.5 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 8.0 | 흑전 | +2.7 %pt | 7.2 | +0.8 %pt |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023P | 2024F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,562 | 2,787 | 3,819 | 3,678 |
| 영업이익 | 58 | 142 | 248 | 216 |
| 지배순이익 | 64 | 118 | 216 | 201 |
| PER | 50.1 | 38.4 | 22.6 | 24.7 |
| PBR | 2.5 | 3.2 | 3.0 | 2.8 |
| EV/EBITDA | 16.3 | 12.7 | 12.1 | 13.4 |
| ROE | 5.2 | 8.8 | 14.1 | 11.8 |

자료: 유안타증권

25년을 위한 숨고르기

24년은 중장기 성장을 위한 신규 수주에 주목한다. 동사는 24년 신규수주 가이드선으로 5.9조원, 수주잔고 23.9조원을 제시했다. 이익률이 가장 높은 것으로 분석되는 완제기수출에서의 신규수주 3조원이 기대된다. 국내는 KF-21 초도물량(PBL 포함) 1.6조원이 있으며, 해외는 중동 2개국 1.7조원, 중앙아시아 FA-50 1.1조원 등이 있으며, 미 공군/해군 훈련기, 이집트 완제기수출 등도 잠재 수주 대상이다.

24년 연결 매출액은 3.7조원(-3.7% YoY), 영업이익은 2,158억원(-12.8% YoY)으로 전망한다. 국내 KF-21 체계 개발 사업 종료, 폴란드형 FA-50 PL의 매출 인식 변경 등으로 매출액 감소는 불가피하나 회전익(상륙공격헬기, 소해헬기) 사업의 매출 본격화 및 전방 산업의 수요 회복에 따른 기체부품 회복이 일부 상쇄할 전망이다. 1Q23 이라크 기지 재건 사업 종료에 따른 일회성 비용 축소 등을 감안한다면 영업이익률은 5.9%로 전조한 수준을 유지할 전망이다.

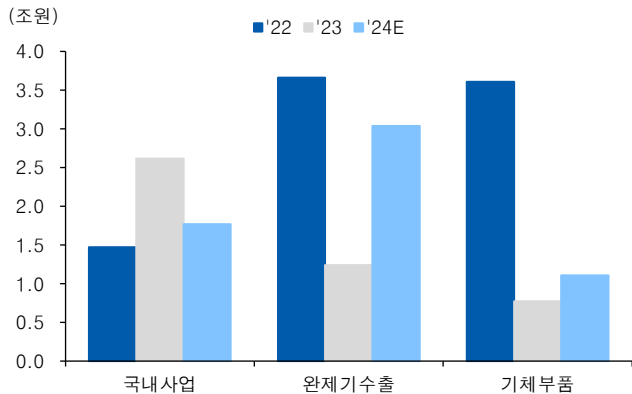
[표 1] 한국항공우주 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | '23 | '24E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------|------------|------------|--------------|---------------|---------------|
| 연결 매출액 | 569 | 733 | 1,007 | 1,510 | 867 | 861 | 779 | 1,171 | 3,819 | 3,678 |
| YoY % | -11.2 | 9.7 | 65.4 | 73.8 | 52.4 | 17.4 | -22.7 | -22.4 | 37.0 | -3.7 |
| 국내사업 | 368 | 492 | 502 | 599 | 405 | 497 | 370 | 591 | 1,961 | 1,864 |
| 완제기수출 | 27 | 53 | 311 | 655 | 243 | 146 | 162 | 361 | 1,047 | 912 |
| 기체부품 | 170 | 183 | 190 | 247 | 215 | 214 | 244 | 213 | 791 | 886 |
| 연결 영업이익 | 19 | 8 | 65 | 154 | 42 | 52 | 51 | 71 | 247 | 216 |
| YoY % | -50.5 | -75.6 | 114.6 | 311.6 | 118.6 | 516.2 | -22.7 | -53.9 | 74.7 | -12.8 |
| OPM% | 3.4 | 1.1 | 6.5 | 10.2 | 4.9 | 6.0 | 6.5 | 6.1 | 6.5 | 5.9 |
| 신규수주 | 1,378 | 248 | 211 | 2,796 | | | | | 4,632 | 5,915 |
| 국내사업 | 38 | 114 | 87 | 2,379 | | | | | 2,617 | 1,770 |
| 완제기수출 | 1,201 | 4 | 21 | 15 | | | | | 1,240 | 3,037 |
| 기체부품 | 138 | 130 | 103 | 403 | | | | | 775 | 1,108 |
| 수주잔고 | 25,054 | 25,020 | 20,373 | 21,776 | | | | | 21,776 | 23,929 |
| 국내사업 | 8,001 | 7,709 | 7,298 | 9,067 | | | | | 9,067 | 8,997 |
| 완제기수출 | 6,177 | 6,128 | 5,837 | 5,329 | | | | | 5,329 | 7,283 |
| 기체부품 | 10,876 | 11,184 | 7,238 | 7,379 | | | | | 7,379 | 7,649 |

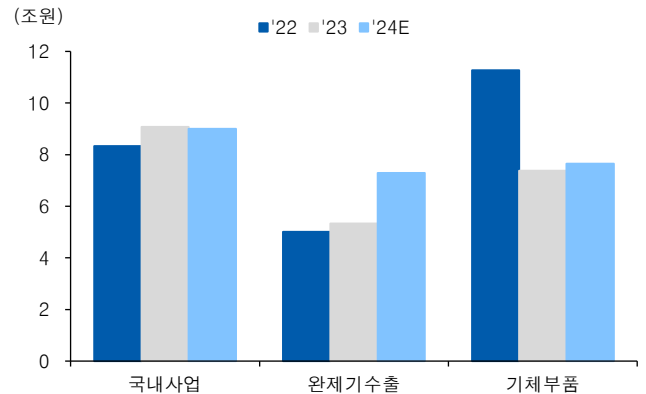
자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한국항공우주 신규수주 추이 및 전망



자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 한국항공우주 수주잔고 추이 및 전망



자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 6.3만원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 63,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd 예상 BPS 18,424원에 Target PBR 3.4x(역사적 평균)을 적용해 산출했다. 현주가 수준에서 12M fwd PBR은 2.8x로 저평가 상태이다. 국내 KF-21 개발 사업이 종료되고 올해 초도물량 양산이 본격화될 예정이다. FA-50의 폴란드, 말레이시아 수출로 동사의 해외 사업이 확대되고 있고 회전익에서의 해외 성과도 기대된다. 따라서 중장기적으로 해외시장 신뢰도 제고로 KF-21 수출 가능성도 기대할 수 있다. 15년 T-50/FA-50의 완제기 수출, 보잉과 에어버스의 기체부품 사업이 동시에 성장했던 시절이 재현될 가능성이 높다.

[표 2] 한국항공우주 목표주가 산출

(단위: 십억원, 원, x, 백만주)

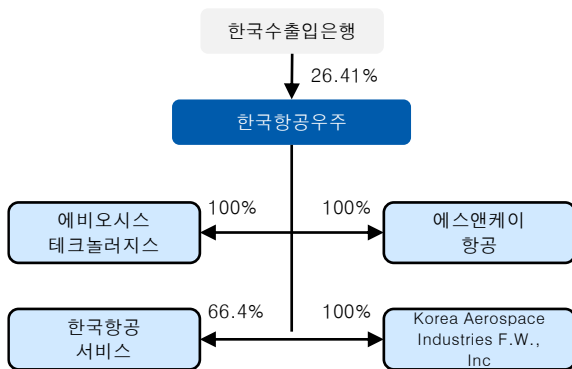
| | 내용 | 비고 |
|--------------|---------------|---------------|
| Target PBR | 3.4 | 역사적 평균 PBR 적용 |
| 12M fwd BPS | 18,424 | |
| 적정 주가 | 62,642 | |
| 발행 주식수 | 97.5 | |
| 적정 시가총액 | 6,106 | |
| 목표주가 | 63,000 | |
| 상승 여력 | 23.5 | |

자료: 유안타증권 리서치센터

국내 유일무이의 완제기 제조 기업

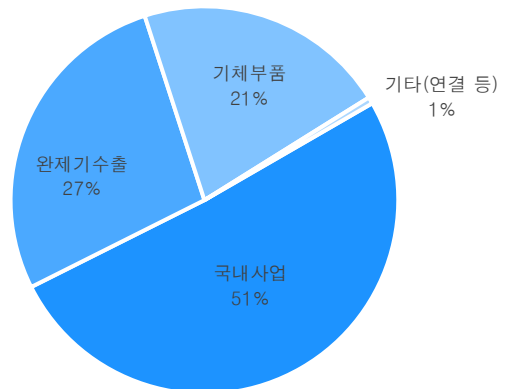
동사는 99년 설립 현대우주항공, 삼성항공우주산업, 대우중공업의 항공기 사업부문의 통합으로 설립돼 후 고정익, 회전익 등 완제기와 기체부품, 우주 등 사업을 영위하고 있다. 주요 주주(24년 1월 23일 기준)로 한국수출입은행 26.41%, 국민연금공단 9.97%, Fidelity 7.38% 등이다. 주요 계열사로는 한국항공서비스, 에스엔케이항공, 에비오시스테크놀로지스가 있다. 23년 연결 매출 비중은 국내사업 51%, 완제기수출 27%, 기체부품 21%, 기타 1%이다. 주요 제품은 고정익 KF-21, FA-50, T-50이 있고, 회전익 KUH/LAH 등이 있으며 미국 Boeing, 유럽 Airbus 등에 항공기 핵심 부품을 공급하고 있다. 더불어 항공 분야 외에 다목적실용위성, 정지궤도복합위성, 차세대중형위성, 군철창위성 등 개발과 발사체 총조립을 통해 우주 사업도 확대하고 있다.

[그림 3] 한국항공우주 지배구조



자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 23년 한국항공우주 매출 비중



자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 한국항공우주 지역별 주요 고객



자료: 한국항공우주, 유안타증권 리서치센터

한국항공우주 (047810) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 십억원) | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 매출액 | 2,562 | 2,787 | 3,819 | 3,678 | 4,043 |
| 매출원가 | 2,255 | 2,413 | 3,355 | 3,166 | 3,453 |
| 매출총이익 | 307 | 374 | 464 | 512 | 590 |
| 판매비 | 249 | 232 | 216 | 296 | 301 |
| 영업이익 | 58 | 142 | 248 | 216 | 289 |
| EBITDA | 207 | 277 | 391 | 360 | 434 |
| 영업외손익 | -4 | -19 | 3 | -1 | 1 |
| 외환관련손익 | 28 | -22 | 0 | 0 | 0 |
| 이자손익 | -20 | -3 | 0 | -4 | -3 |
| 관계기업관련손익 | 0 | -1 | 3 | 3 | 3 |
| 기타 | -12 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 법인세비용차감전순이익 | 54 | 122 | 250 | 215 | 290 |
| 법인세비용 | 1 | 6 | 38 | 16 | 27 |
| 계속사업순이익 | 53 | 116 | 213 | 199 | 263 |
| 중단사업순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 53 | 116 | 213 | 199 | 263 |
| 지배지분순이익 | 64 | 118 | 216 | 201 | 267 |
| 포괄순이익 | 83 | 175 | 213 | 199 | 263 |
| 지배지분포괄이익 | 93 | 178 | 216 | 202 | 267 |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 십억원) | | | | | |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 영업활동 현금흐름 | 440 | 1,493 | 1,756 | 1,639 | 1,746 |
| 당기순이익 | 53 | 116 | 213 | 199 | 263 |
| 감가상각비 | 102 | 91 | 96 | 96 | 97 |
| 외환손익 | -17 | 47 | 0 | 0 | 0 |
| 중속, 관계기업관련손익 | 0 | 1 | -3 | -3 | -3 |
| 자산부채의 증감 | 179 | 1,228 | 1,419 | 1,315 | 1,358 |
| 기타현금흐름 | 124 | 10 | 31 | 32 | 32 |
| 투자활동 현금흐름 | -416 | -204 | -278 | -199 | -143 |
| 투자자산 | -87 | 43 | -8 | 1 | -3 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -84 | -69 | -180 | -150 | -100 |
| 유형자산 감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -245 | -178 | -90 | -50 | -40 |
| 재무활동 현금흐름 | 201 | -103 | -300 | -2 | -21 |
| 단기차입금 | -249 | 12 | 1 | 0 | 0 |
| 사채 및 장기차입금 | 471 | -88 | -270 | 30 | 10 |
| 자본 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -19 | -19 | -24 | -24 | -24 |
| 기타현금흐름 | -2 | -7 | -7 | -7 | -7 |
| 연결범위변동 등 기타 | 0 | -49 | -2,336 | -1,403 | -1,243 |
| 현금의 증감 | 225 | 1,137 | -1,159 | 35 | 339 |
| 기초 현금 | 662 | 887 | 2,024 | 865 | 900 |
| 기말 현금 | 887 | 2,024 | 865 | 900 | 1,239 |
| NOPLAT | 58 | 142 | 248 | 216 | 289 |
| FCF | 356 | 1,424 | 1,576 | 1,489 | 1,646 |

자료: 유안타증권

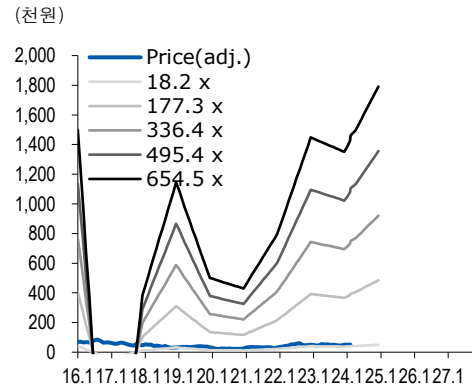
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 (단위: 십억원) | | | | | |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 유동자산 | 3,681 | 5,389 | 4,424 | 4,565 | 5,014 |
| 현금및현금성자산 | 887 | 2,024 | 865 | 900 | 1,239 |
| 매출채권 및 기타채권 | 249 | 229 | 234 | 241 | 249 |
| 재고자산 | 1,325 | 1,593 | 1,641 | 1,690 | 1,741 |
| 비유동자산 | 2,174 | 2,383 | 2,819 | 2,883 | 2,891 |
| 유형자산 | 865 | 827 | 911 | 965 | 968 |
| 관계기업 등 지분관련자산 | 13 | 15 | 21 | 20 | 22 |
| 기타투자자산 | 72 | 75 | 78 | 77 | 78 |
| 자산총계 | 5,855 | 7,772 | 7,243 | 7,448 | 7,905 |
| 유동부채 | 2,800 | 5,055 | 4,564 | 4,562 | 4,743 |
| 매입채무 및 기타채무 | 425 | 650 | 890 | 857 | 942 |
| 단기차입금 | 7 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 유동성장기부채 | 93 | 527 | 527 | 527 | 527 |
| 비유동부채 | 1,758 | 1,264 | 1,037 | 1,070 | 1,107 |
| 장기차입금 | 106 | 78 | 78 | 78 | 78 |
| 사채 | 998 | 499 | 229 | 259 | 269 |
| 부채총계 | 4,558 | 6,319 | 5,601 | 5,632 | 5,850 |
| 지배지분 | 1,269 | 1,428 | 1,619 | 1,796 | 2,038 |
| 자본금 | 487 | 487 | 487 | 487 | 487 |
| 자본잉여금 | 128 | 128 | 128 | 128 | 128 |
| 이익잉여금 | 675 | 833 | 1,024 | 1,201 | 1,443 |
| 비지배지분 | 28 | 25 | 23 | 20 | 17 |
| 자본총계 | 1,297 | 1,453 | 1,642 | 1,816 | 2,055 |
| 순차입금 | 146 | -1,044 | -158 | -168 | -502 |
| 총차입금 | 1,230 | 1,154 | 886 | 915 | 926 |

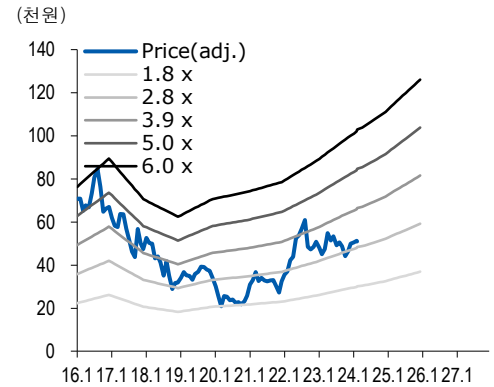
| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) | | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| EPS | 656 | 1,215 | 2,211 | 2,063 | 2,735 |
| BPS | 13,023 | 14,648 | 16,610 | 18,424 | 20,910 |
| EBITDAPS | 2,124 | 2,840 | 4,010 | 3,696 | 4,457 |
| SPS | 26,287 | 28,591 | 39,183 | 37,729 | 41,480 |
| DPS | 200 | 250 | 250 | 250 | 250 |
| PER | 50.1 | 38.4 | 22.6 | 24.7 | 18.6 |
| PBR | 2.5 | 3.2 | 3.0 | 2.8 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 16.3 | 12.7 | 12.1 | 13.4 | 10.3 |
| PSR | 1.2 | 1.6 | 1.3 | 1.4 | 1.2 |

| 재무비율 (단위: 배, %) | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 매출액 증가율 (%) | -9.3 | 8.8 | 37.0 | -3.7 | 9.9 |
| 영업이익 증가율 (%) | -58.2 | 143.1 | 74.9 | -12.9 | 34.1 |
| 지배순이익 증가율 (%) | -14.4 | 85.4 | 82.0 | -6.7 | 32.6 |
| 매출총이익률 (%) | 12.0 | 13.4 | 12.1 | 13.9 | 14.6 |
| 영업이익률 (%) | 2.3 | 5.1 | 6.5 | 5.9 | 7.2 |
| 지배순이익률 (%) | 2.5 | 4.3 | 5.6 | 5.5 | 6.6 |
| EBITDA 마진 (%) | 8.1 | 9.9 | 10.2 | 9.8 | 10.7 |
| ROIC | 3.8 | 16.3 | 31.7 | 17.2 | 21.8 |
| ROA | 1.2 | 1.7 | 2.9 | 2.7 | 3.5 |
| ROE | 5.2 | 8.8 | 14.1 | 11.8 | 13.9 |
| 부채비율 (%) | 351.3 | 434.8 | 341.2 | 310.1 | 284.6 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 11.5 | -73.1 | -9.8 | -9.4 | -24.6 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 2.5 | 6.5 | 13.3 | 13.2 | 17.3 |

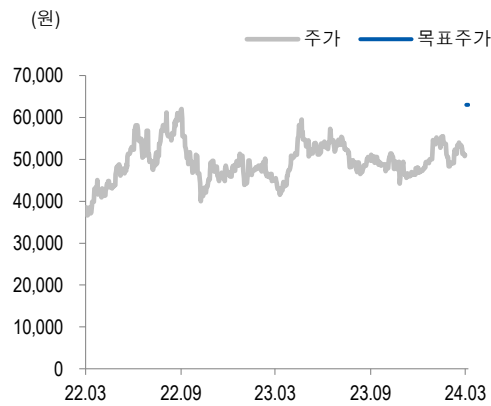
P/E band chart



P/B band chart



한국항공우주 (047810) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
|------------|-------|---------|-----------|----------------|--------------|
| 2024-03-06 | BUY | 63,000 | 1년 | | |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자여건 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0 |
| Buy(매수) | 85.9 |
| Hold(중립) | 14.1 |
| Sell(비중축소) | 0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2024-03-05

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.