

한국항공우주

047810

May 02, 2024

Buy

유지

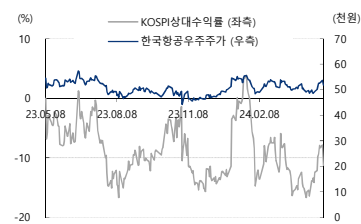
TP 62,000 원

상향

Company Data

현재가(04/30)	51,800 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	57,300 원
52 주 최저가(보통주)	44,200 원
KOSPI (04/30)	2,692.06p
KOSDAQ (04/30)	868.93p
자본금	4,874 억원
시가총액	50,492 억원
발행주식수(보통주)	9,748 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	550 만주
평균거래대금(60 일)	279 억원
외국인지분(보통주)	29.19%
주요주주	
한국수출입은행	26.41%
국민연금공단	9.29%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	0.6	4.9	-5.5
상대주가	2.6	-10.0	-12.2



조선/기계 안유동

3771-9130, 20220081@iprovest.com



KYOBO 교보증권

상대적 소외주였던 KAI, Re-Rating 기대

한국항공우주 1분기 영업이익 시장예상치 상회

한국항공우주의 1분기 매출액은 7,399억원(YoY +30.1%), 영업이익 480억원(OPM +6.5%) 기록. 매출액은 시장 예상치를 6.3% 하회했으나 영업이익은 시장예상치인 411억원을 16.8% 상회하는 실적 기록. 전년동기대비 전 사업부문 성장. 국내사업 부문 매출의 경우 YoY +21% 증가한 4,386억원 기록. 주요 내용으로는 KF-21 체계개발 1,245억원, KUH 4차 양산 3대 납품 680억원, 상륙공격헬기 260억원, 소해헬기 90억원 등 체계개발사업 매출 발생. 고정익 계열에서는 전술입문훈련기 2차 사업 650억원, PBL사업 400억원, 백두체계성능개량 310억원, 또 SAR/EO 위성 150억원 등임. 완제기 수출 부문은 YoY +233% 증가한 906억원 기록. 세부사항으로는 FA-50PL 320억원, FA-50 폴란드(GF) 110억원, 이라크 CLS 250억원, 기지재건 170억원 등 반영. 마지막으로 기체사업 부문은 YoY +17% 증가한 2,050억원 기록. 에어버스 960억원, 보잉 895억원, 기타 190억원 등 반영. 영업이익은 YoY +147%, OPM은 +3.1% 증가한 6.5% 기록. 작년 이라크 기지재건 수정 계약 지연에 따른 23년 1분기 영업이익 축소 기저효과 및 FA50 진행률 본격화 및 TA50 납품 대수 증가, 수리온 납품 및 항공 소해헬기 개발 본격화에서 기인함

올해: 상저하고, 연간도 성장

실적은 올해 상저하고, 연간으로도 성장이 명확한 이유는 먼저 완제기 수출부문에서 폴란드, 말레이시아 고정익 매출인식 증가효과 때문. 1분기에 폴란드 PL형상 317억원, GF 109억원 반영. 폴란드 건의 경우 올해 전체 매출인식될 규모는 3,200억원 수준으로 하반기로 갈수록 인식 규모는 증가할 것. 연간으로도 25년 8,500억원, 26년 1조원까지 증가할 전망. 말레이시아 FA-50M의 경우도 빠르면 2분기 인도기준→매출인식으로 회계처리가 변경됨에 따라 올해 700억원, 25년 2,100억원, 26년 3,000억원 인식될 것으로 기대. 기체부품 사업부의 경우도 기존에 기록하던 매출액 1조원까지 빠르게(25년) 회복할 것으로 기대함.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 62,000원으로 상향

투자의견 Buy, 목표주가 기존 58,000원에서 62,000원으로 상향. 목표주가는 12M Fwd BPS에 Implied PBR 3.4배를 적용하여 산출함

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,787	3,819	3,673	4,217	4,783
YoY(%)	8.8	37.0	-3.8	14.8	13.4
영업이익(십억원)	142	248	248	323	437
OP 마진(%)	5.1	6.5	6.8	7.7	9.1
순이익(십억원)	116	221	243	308	406
EPS(원)	1,215	2,298	2,526	3,197	4,215
YoY(%)	85.4	89.1	9.9	26.6	31.8
PER(배)	41.9	21.8	20.5	16.2	12.3
PCR(배)	16.9	9.9	9.8	8.5	7.1
PBR(배)	3.5	3.1	2.8	2.5	2.1
EV/EBITDA(배)	14.2	12.9	11.6	9.9	7.9
ROE(%)	8.8	14.8	14.5	16.2	18.5

한국항공우주 [047810]

상대적 소외주였던 KAI, Re-Rating 기대

[도표 1] 한국항공우주 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	568.7	733.5	1,007.1	1,510.0	739.9	912.1	847.1	1,173.6	3,819.3	3,672.6	4,216.7
YoY	-7.0%	3.5%	126.2%	89.5%	30.1%	24.4%	-15.9%	-22.3%	37.0%	-3.8%	14.8%
국내사업	363.5	486.5	496.6	598.6	438.6	511.1	359.6	586.8	1,945	1,896	1,931
완제기수출	27.2	53.4	311.4	655.0	90.6	189.1	264.7	321.4	1,047	866	1,070
기체부품	174.9	188.6	195.3	247.4	205.0	211.9	222.8	265.4	806	905	1,216
영업이익	19.4	8.4	65.4	154.3	48.0	53.8	59.0	87.0	247.5	247.8	323.0
영업이익률	3.4%	1.1%	6.5%	10.2%	6.5%	5.9%	7.0%	7.4%	6.5%	6.7%	7.7%

자료: 한국항공우주, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 한국항공우주 Valuation table

(단위: 십억원, 배, 주, %)

자기자본비용	7.37	
무위험수익률	3.37	통안채 1년물 금리 최근 3개월 평균
시장위험 프리미엄	4.05	시장요구수익률 - 무위험이자율
Beta	0.99	52주 주간 Adj. 베타
Sustainable ROE	15.70	12M Fwd 지배기준 ROE
연구성장률	3.34	Min(장기유보율 50% X ROE, 국고채 30년 3M 평균금리)
Target P/B	3.06	
적정주주가치	6,017	
12M Fwd 자본총계	1,964	
발행주식수	97,475	
주당주주가치	61,729	
12개월 목표주가	62,000	
현재가	51,800	2024. 4. 30
상승여력	19.7	
투자 의견	Buy	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 QnA

1. 폴란드 매출인식 스케줄 및 GF 반영 이유

: 1분기 실적 PL 물량 매출 317억원, GF 109억원 반영. 작년 4분기 12대분 납품했고 후속지원 제품 일부 남아있는 것이 매출에 잡힘. 일회성 반영이며 앞으로 매출 영향성은 없는 상황. PL은 작년 10월 진행률 기준으로 변경. 사업초반인 만큼 일부 비용만큼 매출 반영. 올해 경우 가이던스 3200억원으로 상반기보다 하반기 진행률 많이 잡히며 많은 매출로 잡힐 것

2. 이라크 기지재건

: 대부분 2분기보단 1분기에 매출 많이 나오지 않을까 추측. TOC 승인을 받아야 마무리되는 과정임. 1분기보단 2분기 많은 매출 반영. 4월 26일 기준 진행률 99.91%. 사업막바지라 손실충당금 계정 거의 없음. 다만 이익을 악화시킨 요인은 기지재건 공사비 추가 반영되어 원가 71억원 상승.

3. GF와 PL 이익률 차이

: GF분은 나쁘지 않은 이익률 형성. 20% 이상. 단지 GF와 PL 스펙에서 많은 차이. PL을 보수적으로 보면 됨. 다만 시장에서 우려할만한 숫자는 아님

4. 말레이시아 회계 변경 결정시점

: 빠르면 2분기

5. 일회성 요인

: 이라크 기지재건 관련 공사비 추가반영 71억원. 이라크 CLS 관련 146억원 악영향. 이는 자재보급 순연에 따른 매출인식 이월 영향. 이외는 없음

6. 말레이시아 매출인식

: 말레이시아 올해 결정. 상반기 목표로 진행 중. 26~27년 걸쳐 18대 다 나가는 것으로 되어있는데 회계 진행률로 바뀌면 올해부터 매출발생. 올해 매출발생분 약 700억원(25년 2100억, 26년 3000억원) 추정

7. 완제기 수출부문 폴란드 이외 매출은

: 태국 2대 분 3, 4분기에 납품.

8. 회전의 수출사항 업데이트

: 이라크보단 UAE가 빠를 것으로 추정됨. 다만 어느 국가가 먼저 공식화되어도 이상하지 않을 정도로 막바지. UAE 경우 현재 최종협상 중. 아마 5월 내에 UAE VIP가 내방할 때 최종협상 완료될 것으로 보임. 이라크 경우, 내부 최대이륙 중량 확인 관련 추가 평가비행 진행. 상반기 이내 계약완료

9. 미해군 훈련사업 업데이트

: 미국, 일본이 훈련기 공동개발하여 한국 방위 산업 영향성 있을 것이라든가 우려섞인 언론보도가 있음. 그러나 정해진 것은 없는 상황. 우리가 파악하기론 미국 훈련기 공동개발하겠다는 것도 해군 아닌 공군 기종임. UJTS 사업과 별도로 보는 것이 맞음. 장기적으로 공동개발하고 물량이 확대될 경우에 미칠 수도 있겠지만 현 상황에서는 이르다고 판단됨

10. 회전익 수출 마진

: UAE, 이라크 형상 차이 존재. UAE 운하방어 목적이기에 무장 탑재. 경찰청 형상으로 성능개량. 이라크 기종보단 개발비가 더 투입됨. 다만 평가도 이라크보단 높을 것. 가능하긴 어려움. 다만 초도국가 경우 전략적 수주이기에 이익률을 온전히 다 받기는 어려움.

11. 기체부품

: 내년 매출 1조원으로 빠르게 회복을 기대함

한국항공우주 [047810]

상대적 소외주였던 KAI, Re-Rating 기대

[한국항공우주 047810]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,787	3,819	3,673	4,217	4,783
매출원가	2,413	3,355	3,169	3,642	4,039
매출총이익	374	464	504	575	745
매출총이익률 (%)	13.4	12.1	13.7	13.6	15.6
판매비와관리비	232	216	256	252	308
영업이익	142	248	248	323	437
영업이익률 (%)	5.1	6.5	6.7	7.7	9.1
EBITDA	277	369	407	477	594
EBITDA Margin (%)	9.9	9.6	11.1	11.3	12.4
영업외손익	-19	21	48	51	56
관계기업손익	-1	0	2	2	2
금융수익	110	112	99	98	99
금융비용	-132	-88	-48	-46	-44
기타	4	-4	-5	-3	-1
법인세비용차감전순이익	122	269	295	374	493
법인세비용	6	47	52	66	87
계속사업순이익	116	221	243	308	406
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	116	221	243	308	406
당기순이익률 (%)	4.2	5.8	6.6	7.3	8.5
비지배지분순이익	-3	-3	-3	-4	-5
지배지분순이익	118	224	246	312	411
지배순이익률 (%)	4.3	5.9	6.7	7.4	8.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	59	-30	-30	-30	-30
포괄순이익	175	191	213	278	376
비지배지분포괄이익	-3	-3	-3	-4	-6
지배지분포괄이익	178	194	216	282	381

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,493	-700	-313	-698	-624
당기순이익	116	221	243	308	406
비현금항목의 가감	176	271	268	276	297
감가상각비	91	91	131	127	130
외환손익	47	12	-20	-20	-20
지분법평가손익	1	0	-2	-2	-2
기타	37	168	159	172	190
자산부채의 증감	1,228	-1,218	-800	-1,244	-1,271
기타현금흐름	-27	25	-24	-38	-57
투자활동 현금흐름	-204	-108	-651	-311	-361
투자자산	43	12	0	0	0
유형자산	-69	-78	-450	-110	-160
기타	-178	-42	-201	-201	-201
재무활동 현금흐름	-103	-546	-107	-111	-116
단기차입금	10	3	3	3	3
사채	-71	-500	-15	-13	-12
장기차입금	0	9	-3	-3	-3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-19	-24	-49	-58	-68
기타	-23	-33	-43	-39	-36
현금의 증감	1,137	-1,366	161	-33	-1
기초 현금	887	2,024	658	820	786
기말 현금	2,024	658	820	786	786
NOPLAT	134	204	204	266	360
FCF	1,428	-971	-887	-934	-914

자료: 한국항공우주, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	5,389	4,681	4,486	4,784	5,129
현금및현금성자산	2,024	658	820	786	786
매출채권 및 기타채권	229	422	446	504	565
재고자산	1,593	1,736	1,469	1,687	1,913
기타유동자산	1,543	1,864	1,751	1,807	1,865
비유동자산	2,383	2,459	2,770	2,739	2,755
유형자산	827	815	1,134	1,117	1,147
관계기업투자금	15	13	15	17	19
기타금융자산	75	76	76	76	76
기타비유동자산	1,466	1,555	1,546	1,529	1,513
자산총계	7,772	7,140	7,256	7,523	7,883
유동부채	5,055	4,400	4,246	4,176	4,097
매입채무 및 기타채무	650	688	684	756	813
차입금	19	21	24	26	29
유동상채무	527	378	341	307	276
기타유동부채	3,860	3,313	3,198	3,087	2,980
비유동부채	1,264	1,119	1,189	1,270	1,362
차입금	78	58	56	53	50
사채	499	150	135	121	109
기타비유동부채	686	911	999	1,096	1,202
부채총계	6,319	5,520	5,436	5,446	5,459
지배지분	1,428	1,597	1,795	2,048	2,391
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	833	1,003	1,200	1,453	1,796
기타자본변동	-22	-22	-22	-22	-22
비지배지분	25	23	25	29	34
자본총계	1,453	1,620	1,820	2,077	2,424
총차입금	1,151	634	581	532	489

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,215	2,298	2,526	3,197	4,215
PER	41.9	21.8	20.5	16.2	12.3
BPS	14,648	16,388	18,414	21,011	24,527
PBR	3.5	3.1	2.8	2.5	2.1
EBITDAPS	2,840	3,781	4,179	4,898	6,090
EV/EBITDA	14.2	12.9	11.6	9.9	7.9
SPS	28,591	39,183	37,678	43,259	49,073
PSR	1.8	1.3	1.4	1.2	1.1
CFPS	14,652	-9,957	-9,097	-9,580	-9,380
DPS	250	500	600	700	800

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	8.8	37.0	-3.8	14.8	13.4
영업이익 증가율	143.1	74.8	0.1	30.4	35.3
순이익 증가율	117.6	91.0	9.9	26.6	31.8
수익성					
ROIC	20.0	28.6	13.8	15.2	17.0
ROA	1.7	3.0	3.4	4.2	5.3
ROE	8.8	14.8	14.5	16.2	18.5
안정성					
부채비율	434.8	340.7	298.6	262.2	225.2
순차입금비율	14.8	8.9	8.0	7.1	6.2
이자보상배율	6.5	8.5	9.3	13.2	19.5

한국항공우주 [047810]

상대적 소외주였던 KAI, Re-Rating 기대

한국항공우주 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2024.04.15	매수	58,000							
2024.05.02	매수	62,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2024.03.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.6	2.9	1.5	0.0

【업종 투자의견】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

【기업 투자기간 및 투자등급】 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~-10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하