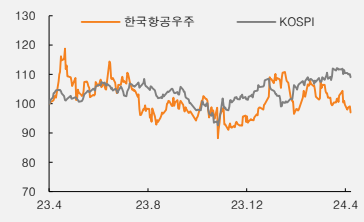


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	▼ 72,000원
현재주가(24/4/12)	48,600원
상승여력	48.1%

영업이익(24F, 십억원)	245
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	235
EPS 성장률(24F, %)	-16.3
MKT EPS 성장률(24F, %)	67.2
P/E(24F, x)	25.3
MKT P/E(24F, x)	11.4
KOSPI	2,681.82
시가총액(십억원)	4,737
발행주식수(백만주)	97
유동주식비율(%)	72.0
외국인 보유비중(%)	28.2
베타(12M) 일간수익률	0.15
52주 최저가(원)	44,200
52주 최고가(원)	59,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.9	-4.0	-5.3
상대주가	-6.9	-11.2	-9.9



[방산/항공우주]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

한국항공우주

상저하고

1Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 13.8% 하회

1Q24F 매출액 7,443억 원 (+30.9% YoY, 컨센 대비 8.8% 하회), 영업이익 366억 원 (+88.7% YoY, 컨센 대비 13.8% 하회)으로 전망한다. 컨센서스 하회 사유는 1) 이라크 기지재건, 2) 기체부품 부진이다. 이라크 기지재건 잔여매출은 800억 원으로 1Q 25% / 2Q 75% 반영했다. 올해부터 FA-50PL/M은 진행률로 인식된다. FA-50M이 하반기에 인식되므로 상저하고 실적을 예상한다.

美日 훈련기 공동개발 영향은 제한적

미국과 일본은 이번 정상회담에서 훈련기 공동개발을 결정했다. 자세한 사업내용은 밝혀진 바 없으나, 유력한 방향은 1) 클린시트 (Clean sheet, 처음부터 새로운 개념으로 기체를 설계하는 방식) 차세대 훈련기 개발 또는 2) 보잉의 T-7A 개량이다.

결론부터 말하면, T-50에 큰 위협은 아닐 것으로 판단한다. 우선, 1안의 경우 통상 고등훈련기 개발착수부터 최초비행, 초도배치까지 10~15년 소요되며, 이후에도 성능테스트가 진행되기 때문에 수출시장 진출까지는 오랜 시간이 필요하다. 2안의 경우, 보잉의 T-7A 개발이나 자금여력에 도움될 수 있겠으나, 이미 개발 막바지이기 때문에 당장 일본이 기여할 수 있는 부분은 적다. 또한, 개량사업이 착수되는 시점도 T-7A 미공군 예상 인도시점인 '28년 이후가 될 것이다. 즉, 앞으로 최소 5~10년은 미해군 사업을 포함한 T-50의 수출사업에 끼치는 영향이 미미할 것으로 예상된다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 72,000원으로 5% 하향

투자 의견은 '매수' 유지, 목표주가는 72,000원으로 5% 하향한다. 하향 사유는 1) 중동 수리온 등 수주일정 전반이 슬로우해진 점과 2) 공급망 이슈 지속에 따른 기체 부품 부진을 감안하여 Target P/B 할인율 15% (기존 10%)를 적용했다.

'24년은 실적 측면에서 과도기이나, 대기 중인 수주와 이벤트는 여전히 많다. 주요 수주로는 1H24 중동 수리온 1.7조 원(이라크 1.1조, UAE 0.6조), KF-21 최초양산 1.5조 원, 2H24 우즈벡 FA-50 1.2조 원이 있다. 인수/합병을 통한 성장을 모색하고 있는 점도 눈여겨볼 만하다. '25년부터는 수주/매출 등 성장성 지표가 매년 25% 이상 램프업될 전망이다. 중장기 투자전략은 유효하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,787	3,819	3,806	4,691	5,384
영업이익 (십억원)	142	248	245	345	414
영업이익률 (%)	5.1	6.5	6.4	7.4	7.7
순이익 (십억원)	118	224	187	275	347
EPS (원)	1,215	2,298	1,923	2,818	3,564
ROE (%)	8.8	14.8	11.2	14.9	16.5
P/E (배)	41.9	21.8	25.3	17.2	13.6
P/B (배)	3.5	3.1	2.7	2.4	2.1
배당수익률 (%)	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국항공우주, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국항공우주 영업실적 전망치 (십억 원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
수주잔고	전체	21,049	20,583	20,373	21,800	22,348	22,453	24,510	23,993	20,591	21,800	23,993	27,888
	국내사업	8,001	7,628	7,298	9,100	8,718	8,424	9,509	9,006	8,325	9,100	9,006	8,689
	완제기 수출	6,177	6,142	5,837	5,300	6,253	6,694	7,599	7,319	5,003	5,300	7,319	11,351
	기체부품	6,871	6,813	7,238	7,400	7,377	7,335	7,402	7,668	7,263	7,400	7,668	7,848
매출액	전체	569	734	1,007	1,510	744	850	947	1,264	2,787	3,819	3,806	4,691
	국내사업	364	487	497	599	404	488	415	602	1,897	1,945	1,910	2,176
	완제기 수출	27	53	311	655	147	159	295	401	127	1,047	1,001	1,496
	기체부품	175	189	195	247	189	198	233	257	748	806	878	1,001
성장률 (%)	전체	-11.2	9.7	65.4	73.8	30.9	15.9	-5.9	-16.3	8.8	37.0	-0.3	23.2
	국내사업	-10.3	-1.1	20.6	1.9	11.2	0.4	-16.4	0.6	3.5	2.6	-1.8	13.9
	완제기 수출	-51.3	2,125.0	1,130.8	1,405.7	440.4	197.9	-5.4	-38.8	-41.6	723.8	-4.4	49.4
	기체부품	-0.9	10.1	14.5	7.5	8.1	5.2	19.5	3.9	48.8	7.7	8.9	14.0
영업이익		19	8	65	154	37	53	57	98	142	247	245	345
	YoY (%)	-50.5	-75.6	114.6	311.6	88.7	525.9	-12.2	-36.3	143.1	74.7	-1.1	40.8
	OPM (%)	3.4	1.1	6.5	10.2	4.9	6.2	6.1	7.8	5.1	6.5	6.4	7.4
당기순이익 (지배)		31	11	53	130	30	43	43	72	118	224	187	275
	YoY (%)	-18.3	-79.0	1.1	흑자전환	-2.7	301.0	-18.8	-44.6	85.4	89.1	-16.3	46.5
	NPM (%)	5.4	1.5	5.3	8.6	4.0	5.0	4.6	5.7	4.3	5.9	4.9	5.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 한국항공우주 실적 추정치 변경표 (십억 원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	3,775	4,777	3,806	4,691	0.8	-1.8	R&D 등 미래사업 투자 확대로 이익률 소폭 하향조정
영업이익	243	356	245	345	1.0	-3.1	
세전이익	238	363	231	338	-3.0	-6.8	
순이익	196	299	187	275	-4.5	-8.1	
EPS (원)	2,014	3,070	1,923	2,818	-4.5	-8.2	

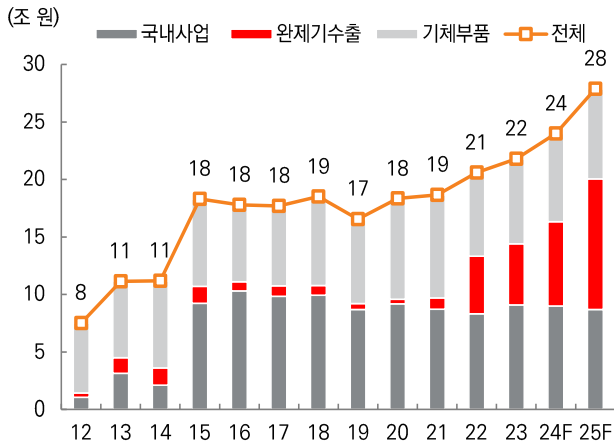
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 3. 한국항공우주 목표주가 산출 테이블

항목	내용	비고
목표주가 (원)	72,000	기존 76,000원 → 72,000원으로 5% 하향
현재주가 (원)	48,600	
상승여력 (%)	48.1	
Target P/B (x)	3.8	'13~'16년 P/B 평균에 15% 할인 적용 (기존 10%, 사유: 수주일정 슬로우)
BPS (원)	18,970	'24F~'25F 평균 BPS
ROE (%)	13.1	'24F~'25F 평균 ROE

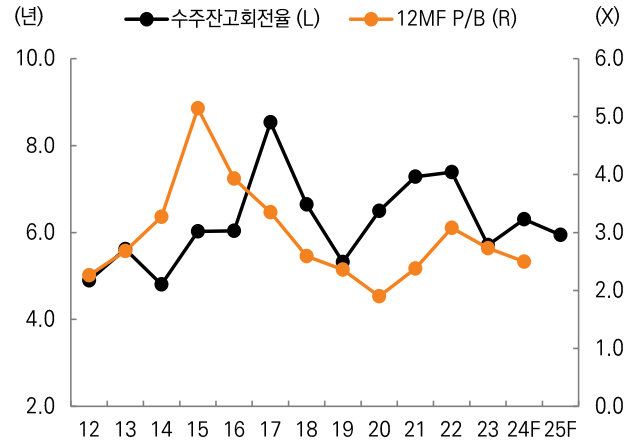
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 사업부문별 수주잔고 추이 및 전망



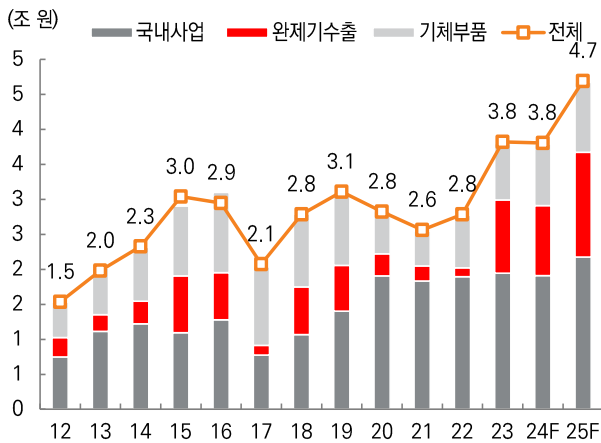
자료: KAI, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 수주잔고회전율 및 12MF P/B 추이



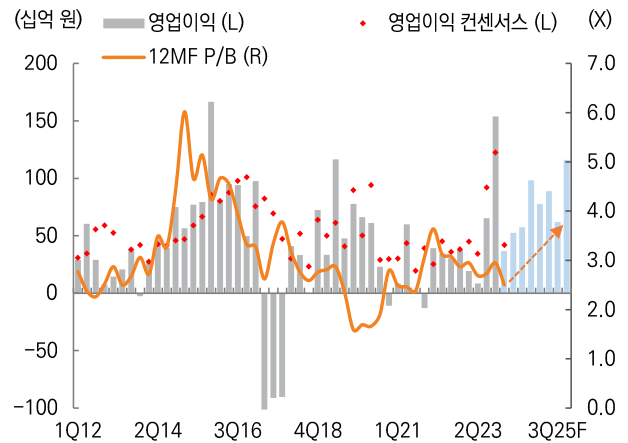
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: KAI, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 영업이익 및 12MF P/B 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. 한국항공우주 잠재 해외 수출사업 현황

(대, 백만 달러)

제품	국가	사업단계	예상연도	예상규모	예상수량	예상단가비고
KUH-1	이라크	최종협상	1H24	845	25	34
	UAE	최종협상	1H24	460	12	38
	말레이시아	TBD	TBD	TBD	TBD	TBD
T/FA-50	우즈베키스탄	RFP 제출	2H24	700	14	50
	필리핀	논의단계	2H24	600	12	50
	콜롬비아	최종선정	2025	600	24	30
	슬로바키아	RFP 제출	2025	500	10	50
	이집트	RFP 제출	2025	3,200	100	32
	미 해군 UJTS	RFI 발행	2025	3,741	145	26
	미 공군 ATT	RFI 발행	2026	3,302	128	26
	미 해군 TSA	RFI 발행	2026	1,651	64	26
	말레이시아	정부승인	2026	920	18	51
	아일랜드	관심표명	TBD	360	12	30
	루마니아	관심표명	TBD	450	15	30
	호주	RFI 발행	2028	2,500	34	74

자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

한국항공우주 (047810)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,819	3,806	4,691	5,384
매출원가	3,355	3,280	3,995	4,565
매출총이익	464	526	696	819
판매비와관리비	216	281	351	405
조정영업이익	248	245	345	414
영업이익	248	245	345	414
비영업손익	21	-14	-7	14
금융손익	16	9	7	14
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	269	231	338	428
계속사업법인세비용	47	44	65	82
계속사업이익	221	187	273	346
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	221	187	273	346
지배주주	224	187	275	347
비지배주주	-3	-1	-1	-2
총포괄이익	191	187	273	346
지배주주	194	188	276	349
비지배주주	-3	-2	-2	-3
EBITDA	369	381	491	555
FCF	-778	308	471	443
EBITDA 마진율 (%)	9.7	10.0	10.5	10.3
영업이익률 (%)	6.5	6.4	7.4	7.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.9	4.9	5.9	6.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,681	4,908	5,457	6,028
현금 및 현금성자산	658	614	746	891
매출채권 및 기타채권	421	378	434	458
재고자산	1,736	1,891	2,083	2,302
기타유동자산	1,866	2,025	2,194	2,377
비유동자산	2,459	2,618	2,763	2,868
관계기업투자등	13	11	13	14
유형자산	815	900	969	1,004
무형자산	804	878	950	1,017
자산총계	7,140	7,526	8,221	8,896
유동부채	4,400	4,568	4,921	5,276
매입채무 및 기타채무	427	354	406	435
단기금융부채	404	274	164	67
기타유동부채	3,569	3,940	4,351	4,774
비유동부채	1,119	1,201	1,317	1,341
장기금융부채	235	199	146	79
기타비유동부채	884	1,002	1,171	1,262
부채총계	5,520	5,768	6,238	6,617
지배주주지분	1,597	1,736	1,962	2,261
자본금	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128
이익잉여금	1,003	1,141	1,367	1,666
비지배주주지분	23	22	21	19
자본총계	1,620	1,758	1,983	2,280

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-700	508	661	590
당기순이익	221	187	273	346
비현금수익비용가감	271	219	238	209
유형자산감가상각비	91	102	109	100
무형자산상각비	30	34	37	40
기타	150	83	92	69
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,218	138	208	104
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-136	6	-49	-21
재고자산 감소(증가)	-153	-155	-192	-219
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	115	-82	46	22
법인세납부	0	-44	-65	-82
투자활동으로 인한 현금흐름	-108	-256	-213	-232
유형자산처분(취득)	-78	-188	-178	-135
무형자산감소(증가)	-98	-108	-109	-108
장단기금융자산의 감소(증가)	40	2	6	10
기타투자활동	28	38	68	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-546	-220	-218	-212
장단기금융부채의 증가(감소)	-516	-165	-164	-163
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-24	-49	-49	-49
기타재무활동	-6	-6	-5	0
현금의 증가	-1,366	-44	132	145
기초현금	2,024	658	614	746
기말현금	658	614	746	891

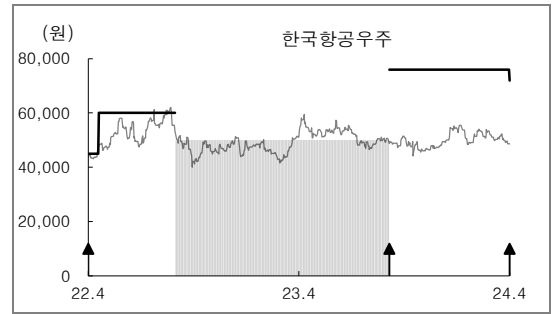
자료: 한국항공우주, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	21.8	25.3	17.2	13.6
P/CF (x)	9.9	11.7	9.3	8.5
P/B (x)	3.1	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA (x)	12.9	11.8	8.6	7.1
EPS (원)	2,298	1,923	2,818	3,564
CFPS (원)	5,048	4,159	5,252	5,689
BPS (원)	16,388	17,811	20,129	23,193
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	22.0	26.1	17.8	14.1
배당수익률 (%)	1.0	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	37.0	-0.3	23.2	14.8
EBITDA증가율 (%)	33.1	3.5	28.7	13.0
조정영업이익증가율 (%)	74.8	-1.1	40.8	20.2
EPS증가율 (%)	89.1	-16.3	46.5	26.5
매출채권 회전율 (회)	13.6	11.1	12.8	13.5
재고자산 회전율 (회)	2.3	2.1	2.4	2.5
매입채무 회전율 (회)	11.3	10.5	13.6	13.9
ROA (%)	3.0	2.5	3.5	4.0
ROE (%)	14.8	11.2	14.9	16.5
ROIC (%)	15.1	9.4	12.6	14.5
부채비율 (%)	340.7	328.1	314.6	290.2
유동비율 (%)	106.4	107.5	110.9	114.3
순차입금/자기자본 (%)	-8.2	-14.2	-27.1	-36.6
조정영업이익/금융비용 (x)	8.5	13.9	29.4	50.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국항공우주 (047810)				
2024.04.15	매수	72,000	-	-
2023.09.20	매수	76,000	-34.14	-26.97
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(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한국항공우주 올(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.