한국항공우주 (047810)

2024.04.08

보라매가 난다

[조선/기계/방산] 변용진
2122-9181 yongjin.byun@hi-ib.com

투자 포인트

1) KF-21 양산 확정과 수출 가능성 2) T-50계열 고정익 및 수리온 등 회전익 수출 가능성 3)지배구조 및 매각가능성이다.

1) 3월 22일 제160회 방위사업추진위원회에서 KF-21 최초양산계획이 확정되었다. 당초 계획과 같이 1차 양산 40대에 변동은 없으나 올해 20대+내년 초 20대로 분산 발주될 예정이다. 예정대로 국내 120대 양산에 차질이 없을 것으로 판단된다. 초음속비행 및 공중급유 시험까지 무사히 마치고 개발일정을 차질없이 수행 중인 KF-21 계열 항공기에 사우디와 폴란드 등이 관심을 보이고 있는 바 수출 가능성은 열려 있다.

2) T-50계열 고정T-50계열 고정익 및 수리온 등 회전익 수출 가능성이다. 올해 유력한 수출 계약만 우즈베키스탄 FA-50, 이라크 KUH등 3조원에 이르며 2025년에는 미국 해/공군 훈련기 사업 등이 줄지어 기다리고 있다.

3) 지배구조 및 매각가능성이다. 사측과 수출입은행 측은 매각가능성을 공식 부인해왔으나 사실상 수출입은행이 동사 지분을 지속 보유해야 할 이유는 없다. 폴란드 납품증가로 기업가치가 본격 상승할 25~26년에는 매각 논의가 진전될 수 있을 것으로 판단한다. 국책은행이 대주주라는 사실은 현재로서는 M&A등 과감한 경영상 의사결정을 어렵게 하는 한계로 작용하고 있지만, 일단 해소되게 되면 어느 회사보다도 업사이드를 기대할 수 있는 요인이기도 하다.

실적 및 수주전망

2024년 매출은 3조 7,802억원/영업이익은 2,176억원으로 전년에 비해 매출과 영업이익 모두 소폭 하락할 것으로 예상한다. 작년 폴란드 FA-50GF 12대 일시 납품에 따른 역기저 효과이다. 그러나 2025년에는 진행률로 인식 변경된 FA-50PL의 납품이 증가하고 KF-21의 양산이 더해지면서 다시 상승세를 탈 전망이다.

목표주가 및 Valuation

투자의견 매수 및 목표주가 62,000원으로 커버리지를 개시한다. 12MF BPS 18,733원에 Target P/B 3.3배를 적용하였다. 2023년보다 2024년 실적은 다소 감소하지만 FA-50 인도 일정에 따른 역 기저 효과이며 수주잔고를 바탕으로 2025년 이후 실적은 대폭 상승이 예정된 바, Target P/B는 2023년 평균인 3.0배에 10% 프리미엄을 부여하였다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	62,000원(신규)
종가(2024.04.05)	49,950원
상승여력	24.1 %

Stock Indicator	
자본금	487십억원
발행주식수	9,748만주
시가총액	4,869십억원
외국인지분율	28.5%
52주 주가	44,200~59,500원
60일평균거래량	577,335주
60일평균거래대금	30.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.4	-8.0	4.3	-0.9
상대수익률	-7.9	-13.3	-8.4	-9.9

Price Trend

FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	2,787	3,819	3,780	4,274
영업이익(십억원)	142	248	218	242
순이익(십억원)	118	224	192	215
EPS(원)	1,215	2,298	1,967	2,203
BPS(원)	14,648	16,388	17,907	19,786
PER(배)	41.9	21.7	25.4	22.7
PBR(배)	3.5	3.0	2.8	2.5
ROE(%)	8.8	14.8	11.5	11.7
배당수익률(%)	0.5	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	14.0	12.8	13.8	12.9

주: K-IFRS 연결 요약재무제표

투자 포인트

한국항공우주의 투자포인트는 1) KF-21 양산 확정과 수출 가능성 2) T-50계열 고정익 및 수리온 등 회전익 수출 가능성 3)지배구조 및 매각가능성이다.

1) KF-21 양산 확정과 수출 가능성
3월 22일 제160회 방위사업추진위원회에서 KF-21 최초양산계획이 확정되었다. 당초 계획과 같이 1차 양산 40대에 변동은 없으나 올해 20대+내년 초 20대로 분산 발주될 예정이다. 인도네시아의 비협조적인 태도로 여러 잡음이 있지만 그와는 상관없이 개발 및 양산 일정은 순조롭게 진행 중이다. 6기의 시제기가 모두 출고되어 시험비행 중이며 23년 1월 초음속 비행 성공에 이어 24년 3월 공중급유 시험까지 성공적으로 수행하였다.

KF-21은 Batch I으로 국내 양산 120대가 예정되어 있으나 아직 확정된 수출 건은 없다. 인도네시아가 공동개발과 함께 50기를 주문하기로 되어 있으나 개발단계부터 비협조적인 태도를 감안하면 실제 주문 여부는 불확실하다. 때문에 타국 수출이 더더욱 중요한데, 다행히 사우디와 폴란드 등 구매력과 의지가 있는 국가들의 관심이 이어지고 있다. 미국산 항공기 위주의 전력을 보유 중인 사우디는 미국과의 관계 악화로 무기 도입 다변화를 추진하고 있으며 KF-21 기반의 6세대 전투기 공동 개발을 타진하고 있다. 아직 4.5세대에 해당하는 Batch I 양산 초기단계에서 2030년 이후 예정인 6세대 Batch 3은 다소 먼 얘기일 수 있으나, 천궁 등 다른 무기체계의 도입을 속속 실행 중인 사우디의 적극성을 볼 때 가능성은 충분히 높게 열려 있다.

그림1. KF-21 개발일정

자료: 방위사업청, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 공중급유 중인 KF-21 시제 5 호기

자료: 방위사업청, 하이투자증권 리서치본부

2) T-50계열 고정T-50계열 고정익 및 수리온 등 회전익 수출 가능성

방산사업 중 항공부문은 러-우 전쟁으로 수요가 대폭 증가한 지상방산에 비해서는 확대 여력이 크지 않은 것이 사실이다. 그러나 역으로 보면 그만큼 수주 건 하나하나의 임팩트와 의미가 크다는 뜻이 된다. 자주포, 전차 등의 무기체계도 물론 양산대수가 많을수록 좋지만 항공기에서 양산대수 증가는 더더욱 중요하다. 도입 결정도 쉽지 않을뿐더러, 양적으로도 많지 않다. K9자주포의 양산 대수가 수출예정물량까지 2천여대에 이르는 데 반해 T-50계열(T-50, FA-50등)항공기 양산 대수는 200여대 수준이다. 폴란드 48대 계약으로 한국항공우주는 기존 양산 대수의 1/4에 이르는 물량을 일거에 확보하였으며 이는 향후 타국 수출 시 양산단가 하락 및 공급망 유지에 있어서도 큰

디딤돌로 작용할 전망이다. 2024년 수출수주목표 3조원을 포함 25년 이후에도 미국 해/공군 훈련기 사업 등 대규모의 유력한 사업이 줄을 잇고 있다. 아직까지 양산 대수가 많지 않은 만큼 FA-50 항공기의 수출 이익률은 국내 양산분과 큰 차이가 없는 것으로 알려져 있으나, 수출 이익률이 10%를 훌쩍 넘기는 K-9자주포와 같이 수주와 양산대수가 많아질수록 이익률이 높아지는 양의 상승 효과를 기대할 수 있을 전망이다.

3) 지배구조 및 매각가능성

최대주주 수출입은행(26.4%)의 존재는 동사의 한계이자 가능성이다. LIG넥스원의 Ghost Robotics 인수, 한화에어로스페이스의 대우조선해양 인수 등 동종사의 굵직한 M&A소식이 이어지고 있으나 국책은행이 대주주인 동사는 과감한 경영상 결정을 하기 어려운 한계가 있다. 그러나 여러 번 시도 끝에 대우조선해양을 매각한 산업은행과 같이 수출입은행 역시 동사 지분을 지속 보유해야 할 이유가 없다. 사측과 수은측은 매각가능성을 공식 부인해왔으나 폴란드 납품증가로 기업가치가 본격 상승할 25~26년에는 매각 논의가 진전될 수 있을 것으로 판단한다.

표1. 한국항공우주 주요 수주 Pipeline

대상국	무기체계	Unit	금액(조원)	시기	비고
우즈베키스탄	FA-50	14	1.2	2024E	
이라크	KUH	25	1.2	2024E	
UAE	KUH	12	0.6	2024E	
미국	TF-50N	145~220	4.2	2025E	해군 고등훈련기(UJTS)
이집트	FA-50	36	4.2	2025E	
미국	TF-50	128~244	4.3	2026E	공군 전술훈련기(ATT)
말레이시아	FA-50	18	1.2	2026E	
미국	T-50A	64~132	2.1	2027E	해군 전술훈련기(TSA)

자료 : 하이투자증권 리서치본부

실적 전망

사측의 가이던스와 같이 2024년 매출은 2023년에 비해 다소 하락할 전망이며, 주된 원인은 폴란드 FA-50인도 일정 및 매출인식방식 변경에 따른 효과이다. 2023년에는 폴란드 FA-50GF(Gap Filler)의 초도 물량 12대 납품으로 완제기수출 실적이 크게 증가하였다. 인도 기준으로 매출 인식했던 초도 물량과는 달리 올해부터 납품될 FA-50 후속물량인 FA-50PL은 진행률 기준으로 매출 인식방식이 변경되어 전년에 비해 매출 인식분은 감소하겠다. FA-50PL 총 36대는 계약기간인 2028년 9월까지 인도될 예정이다. 다만 FA-50PL은 초도 물량보다 기술사양이 높아 추가 연구개발비용이 투입되는 바 영업이익률은 다소 하락할 수 있다.

2024년 주요 수주로는 국내에서 KF-21 1차양산(1.5조원, 20대)이 예정되어 있다. 3월 22일 열린 방위사업추진위원회에서 초도물량 40대를 20+20으로 분할 계약하기로 결정되었으며, 올해 말 20대/내년 초 20대 계약할 것으로 예상된다.

사측이 제시한 해외 완제기수출 수주목표는 3조원이며, 이라크 수리온(1.2조원, 25대), UAE 수리온(0.6조원, 12대)우즈베키스탄 FA-50(1.2조원, 14대) 등이 기대된다.

표2. 한국항공우주 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출	2,832.1	2,562.2	2,786.9	3,819.3	3,780.2	4,273.7
국내사업	1,900.0	1,831.5	1,896.5	1,945.2	1,900.0	2,186.1
완제기수출	310.0	217.7	127.1	1,047.0	970.2	1,153.9
기체부품	600.0	499.2	748.4	806.2	910.0	933.7
영업이익	139.5	58.3	141.6	247.5	217.6	241.9
영업이익률	4.9%	2.3%	5.1%	6.5%	5.8%	5.7%

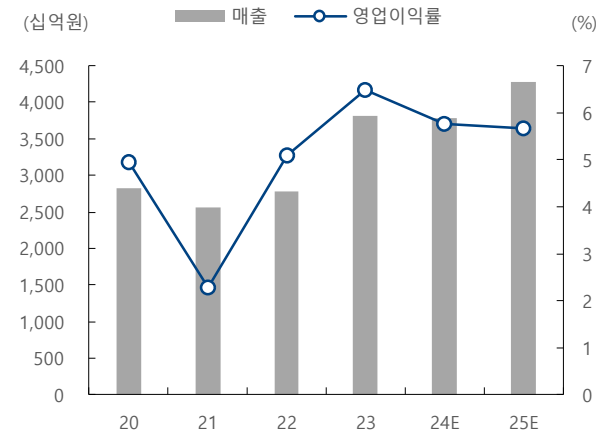
자료: 한국항공우주, 하이투자증권 리서치본부

표3. 한국항공우주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출	568.7	733.5	1,007.1	1,510.0	808.9	933.8	910.3	1,127.2
국내사업	363.5	486.5	496.6	598.6	414.0	504.5	414.0	567.5
완제기수출	27.2	53.4	311.4	655.0	197.9	218.1	267.0	287.2
기체부품	174.9	188.6	195.3	247.4	197.0	211.2	229.2	272.6
영업이익	19.4	8.4	65.4	154.3	43.8	51.7	54.5	67.6
영업이익률	3.4%	1.1%	6.5%	10.2%	5.4%	5.5%	6.0%	6.0%

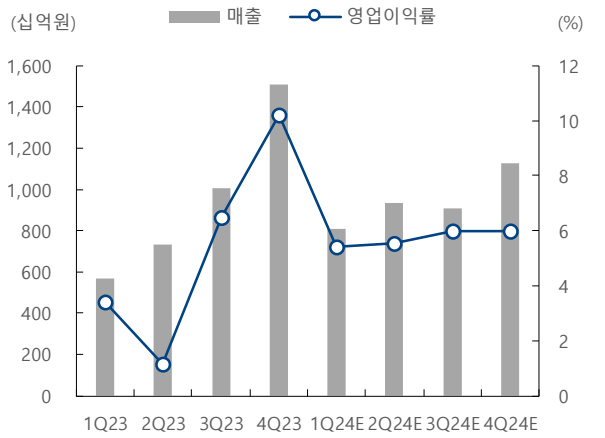
자료: 한국항공우주, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 한국항공우주 연간 매출&영업이익률 추이 및 전망



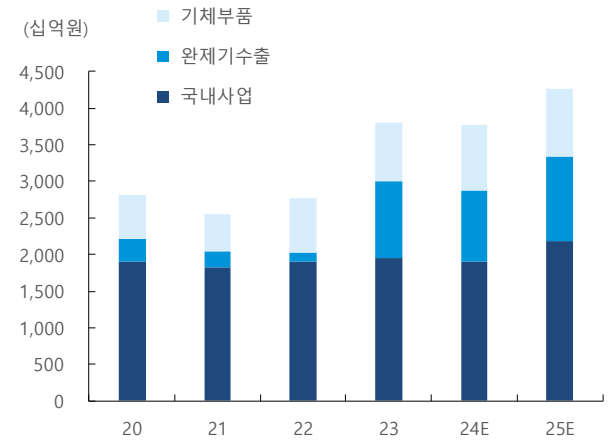
자료: 한국항공우주, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 한국항공우주 분기 매출&영업이익률 추이 및 전망



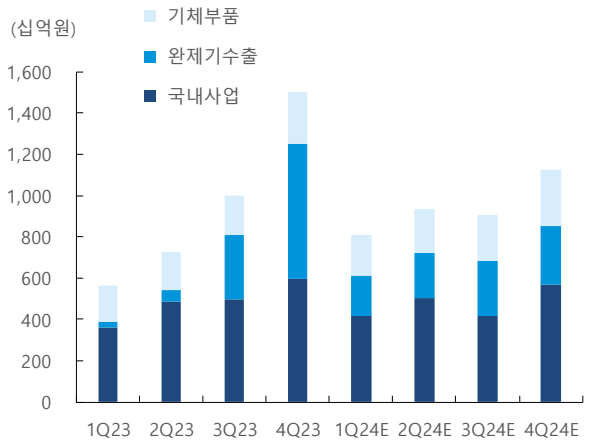
자료: 한국항공우주, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 한국항공우주 부문별 연간 매출 추이 및 전망



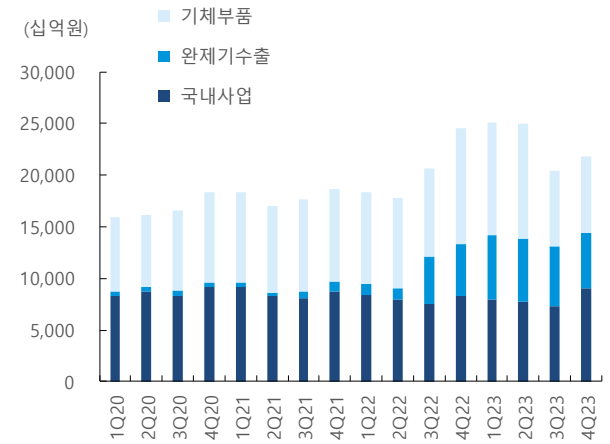
자료: 한국항공우주, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 한국항공우주 부문별 분기 매출 추이 및 전망



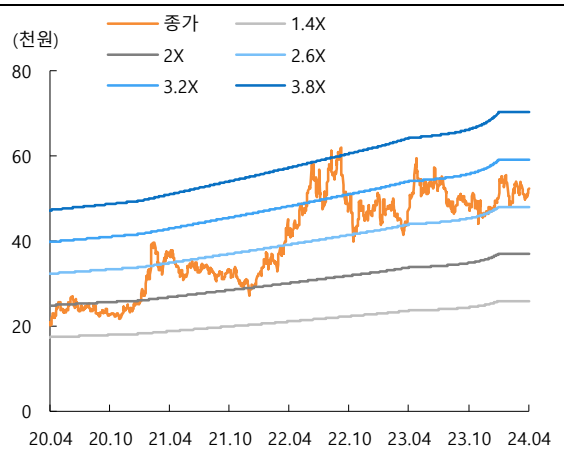
자료: 한국항공우주, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 한국항공우주 수주잔고 추이



자료: 한국항공우주, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 한국항공우주 P/B Band Chart



자료: 한국항공우주, 하이투자증권 리서치본부

표4. 한국항공우주 가이던스 및 달성 추이

가이던스 (십억원)	2021	2022	2023	2024
수주	2,876.9	4,189.0	4,476.9	5,914.7
국내사업	985.8	2,263.2	2,464.3	1,770.4
완제기수출	1,179.2	1,316.0	1,166.9	3,036.8
기체부품	711.9	609.8	845.7	1,107.5
매출	2,826.1	2,947.6	3,825.3	3,768.4
국내사업	1,960.0	1,991.9	1,786.9	1,901.2
완제기수출	400.0	331.8	1,235.4	963.7
기체부품	470.0	623.9	803.0	903.5
실적 (십억원)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
수주	2,835.4	8,744.0	4,632.2	-
국내사업	1,084.3	1,472.4	2,617.0	-
완제기수출	766.0	3,662.6	1,240.3	-
기체부품	985.1	3,609.0	774.9	-
매출	2,562.3	2,786.9	3,819.3	-
국내사업	1,831.5	1,896.5	1,945.2	-
완제기수출	217.7	127.1	1,047.0	-
기체부품	499.2	748.4	806.2	-
달성률 (%)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
수주	98.6	208.7	103.5	-
국내사업	110.0	65.1	106.2	-
완제기수출	65.0	278.3	106.3	-
기체부품	138.4	591.8	91.6	-
매출	90.7	94.5	99.8	-
국내사업	93.4	95.2	108.9	-
완제기수출	54.4	38.3	84.7	-
기체부품	106.2	120.0	100.4	-

자료: 한국항공우주, 하이투자증권 리서치본부

목표주가 및 Valuation

투자의견 매수 및 목표주가 62,000원으로 커버리지를 개시한다. 12MF BPS 18,733원에 Target P/B 3.3배를 적용하였다. 2023년보다 2024년 실적은 다소 감소하지만 FA-50 인도 일정에 따른 역 기저 효과이며 수주잔고를 바탕으로 2025년 이후 실적은 대폭 상승이 예정된 바, Target P/B는 2023년 평균인 3.0배에 10% 프리미엄을 부여하였다.

순조로운 개발단계를 거쳐 KF-21 보라매의 양산이 올해 드디어 시작되며, 사상 최초의 순수 국내개발 전투기의 수출 가능성도 열리기 시작했다. 한국항공우주의 기업가치 상승도 이제 시작이다. 국산화율 50%~60% 수준이었던 T-50계열 항공기와 달리 KF-21의 국산화율은 60%~70%로 올라왔으며 향후 80%까지를 목표하고 있다. 인도네시아의 비협조적인 태도에도 불구하고 사우디아라비아, 폴란드 등이 관심을 보이며 수출 전망은 오히려 밝다. 2022년 완제기 수출 수주목표는 1.3조원이었으나 폴란드 깜짝 수주로 3.7조원, 목표의 278.3%를 달성하였다. 올해 완제기 수출 수주는 가시적인 목표만 3조원이다. 항공기는 지상무기체계보다 수출이 어렵지만 임팩트는 더 크다. 업사이드를 기대해도 좋다.

표5. 한국항공우주 목표주가 산출

	2020	2021	2022	2023	2024F	비고
EPS(원)	766	656	1,215	2,298	1,944	
BPS(원)	12,264	13,023	14,648	16,388	18,115	
고점 P/E(배)	44.3	60.4	51.0	25.9	28.6	
평균 P/E(배)	32.5	50.0	38.4	21.5	26.8	
저점 P/E(배)	21.3	41.0	26.3	18.1	24.9	
고점 P/B(배)	2.8	3.0	4.2	3.6	3.1	
평균 P/B(배)	2.0	2.5	3.2	3.0	2.9	
저점 P/B(배)	1.3	2.1	2.2	2.5	2.7	
ROE(%)	6.2	5.0	8.3	14.1	10.9	지배주주순이익 기준
적용BPS(원)					18,733	12MF BPS
Target P/B(배)					3.3	2023년 평균+10% 할증
적정주가(원)					61,819	
목표주가(원)					62,000	
전일 종가(원)					49,950	
상승여력					24.1%	

자료: 한국항공우주, 하이투자증권 리서치본부

기업 개요

국내 유일의 완제기 제조업체이다. 1999년 삼성,현대,대우그룹의 항공사업부문만을 분리 통합하여 설립되었다. 주요 사업부문은 T-50계열의 고정익 부문과 KUH계열의 회전익 부문, 그리고 Boeing, Airbus등의 부품을 납품하는 기체부문이 있으며 매출비중은 23년 기준 각각 51.1%, 18.4%, 21.2%이다. 가장 큰 고객은 방위사업청이며 매출의 51.7%를 차지하고 있으나 최근 폴란드 등으로의 수출이 늘면서 완제기 수출국가도 매출의 27.6%로 증가하였다. 종속회사인 한국항공서비스㈜를 통해 항공기 MRO부문 사업에도 진출 중이다.

표6. 한국항공우주 기업 개요

구분	내용
설립	1999.10.01
상장	2011.06.30
최대주주	한국수출입은행(26.4%)
매출	3조 8,193억원 ('23)
주요 제품	고정익 (T-50계열, KF-21계열) 회전익 (KUH계열, LAH계열) 기체부품, 위성사업 등
주요 고객	방위사업청(51.7%) 폴란드 등 완제기 수출국(27.6%) Boeing 계열(8.5%) Airbus 계열(10.0% IAI, Embraer등(2.2%) ('23)
계열회사	한국항공서비스㈜ ㈜에비오시스 테크놀러지스항공기부품 등
직원수	5,098명

자료 : 한국항공우주, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,389	4,681	4,917	5,445
현금 및 현금성자산	2,024	658	772	1,126
단기금융자산	175	113	73	47
매출채권	284	471	616	537
재고자산	1,593	1,736	1,719	1,943
비유동자산	2,383	2,459	2,342	2,238
유형자산	827	815	731	659
무형자산	746	804	772	740
자산총계	7,772	7,140	7,259	7,683
유동부채	5,055	4,400	4,266	4,477
매입채무	243	353	349	395
단기차입금	19	21	36	116
유동성장기부채	527	378	230	309
비유동부채	1,264	1,119	1,227	1,259
사채	499	150	251	281
장기차입금	78	58	65	67
부채총계	6,319	5,520	5,493	5,737
지배주주지분	1,428	1,597	1,746	1,929
자본금	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128
이익잉여금	833	1,003	1,146	1,312
기타자본항목	-21	-21	-16	1
비지배주주지분	25	23	20	18
자본총계	1,453	1,620	1,766	1,946

포괄손익계산서

(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,787	3,819	3,780	4,274
증가율(%)	8.8	37.0	-1.0	13.1
매출원가	2,413	3,355	3,256	3,711
매출총이익	374	464	524	563
판매비와관리비	232	216	306	321
연구개발비	89	70	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	142	248	218	242
증가율(%)	143.1	74.8	-12.1	11.2
영업이익률(%)	5.1	6.5	5.8	5.7
이자수익	18	45	28	39
이자비용	22	29	21	28
지분법이익(손실)	-1	0	0	0
기타영업외손익	4	-4	-4	-4
세전계속사업이익	122	269	230	258
법인세비용	6	47	40	45
세전계속이익률(%)	4.4	7.0	6.1	6.0
당기순이익	116	221	189	212
순이익률(%)	4.2	5.8	5.0	5.0
지배주주귀속 순이익	118	224	192	215
기타포괄이익	59	-30	5	17
총포괄이익	175	191	195	229
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,493	-700	158	184
당기순이익	116	221	189	212
유형자산감가상각비	91	91	83	73
무형자산상각비	44	30	33	31
지분법관련손실(이익)	-1	0	0	0
투자활동 현금흐름	-204	-108	44	30
유형자산의 처분(취득)	-69	-78	-	-
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-6	2	0	0
재무활동 현금흐름	-103	-546	-80	137
단기금융부채의증감	-8	-26	-134	159
장기금융부채의증감	-71	-492	108	32
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	1,137	-1,366	113	354
기초현금및현금성자산	887	2,024	658	772
기말현금및현금성자산	2,024	658	772	1,126

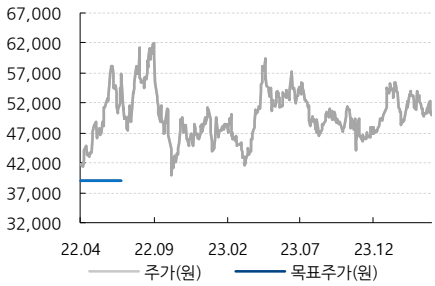
주요투자지표

	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)				
EPS	1,215	2,298	1,967	2,203
BPS	14,648	16,388	17,907	19,786
CFPS	2,602	3,540	3,158	3,268
DPS	250	500	500	500
Valuation(배)				
PER	41.9	21.7	25.4	22.7
PBR	3.5	3.0	2.8	2.5
PCR	19.6	14.1	15.8	15.3
EV/EBITDA	14.0	12.8	13.8	12.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.8	14.8	11.5	11.7
EBITDA이익률	9.9	9.6	8.8	8.1
부채비율	434.8	340.7	311.1	294.7
순부채비율	-73.9	-10.0	-14.8	-20.5
매출채권회전율(x)	9.6	10.1	7.0	7.4
재고자산회전율(x)	1.9	2.3	2.2	2.3

자료 : 한국항공우주, 하이투자증권 리서치본부

한국항공우주 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-07-04(담당자변경)	NR			
2024-04-08(담당자변경)	Buy	62,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 연구원은 2023년 9월 한국항공우주(047810)의 일부 비용으로 공장 탐방 행사에 참석한 바 있습니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-