

2024. 4. 18



▲ 방위산업

Analyst 이지호
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **65,000 원**

현재주가 (4.17) **48,550 원**

상승여력 **33.9%**

KOSPI 2,584.18pt

시가총액 47,324억원

발행주식수 9,748만주

유동주식비율 72.02%

외국인비중 28.17%

52주 최고/최저가 59,500원/44,200원

평균거래대금 291.4억원

주요주주(%)

한국수출입은행 26.41

국민연금공단 9.29

FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH 7.38

주가상승률(%)

절대주가 -5.0 -4.6 -9.9

상대주가 -2.0 -9.2 -10.2

주가그래프



한국항공우주 047810

1Q24 Preview: 실적보다 수주에 대한 기대

- ✓ 1Q24E 실적은 컨센서스 소폭 상회 전망. 다만 실적보다는 수주가 주가의 트리거
- ✓ 2024년은 폴란드형 FA-50 인도 공백기로 4Q 제외 연중 실적 변동성 낮음
- ✓ 실적보다 수주 → 상반기 중동향 회전익(1.7조원) / 하반기 우즈베크형 FA-50(1.1조원)
- ✓ 미 해군 전술훈련기 도입 사업(UJTS)의 RFP는 3Q24를 예상, 규모는 최대 220대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 65,000원 유지

연중 낮은 실적 변동성 → 실적보다 수주가 중요

1Q24E 매출액 8,137억원 / 영업이익 468억원(OPM 5.8%)을 추정, 컨센서스 소폭 상회를 전망한다. 지난해 실적 상승을 견인했던 폴란드형 FA-50이 인도 공백기에 진입했다. 나머지 36대 PL물량의 매출액은 진행률(금년 3~4대 수준)로 인식되기에 국내사업이 몰리는 4Q를 제외 시 연중 실적 변동폭은 작을 것으로 예상된다.

연중 다수의 수주 모멘텀

방산업종의 성장기임에도 불구하고, 연간 매출액 성장이 없다는 점이 크게 발목을 잡고 있으나 단기 실적보다는 중장기 먹거리인 수주에 집중해야 한다. 특히 6~7월에 다수의 수주가 예상되는데, 최초의 국산 전투기인 KF-21의 초도 양산(1.5조원)과 중동향 회전익(이라크 0.6조원/UAE 1.1조원)이 이에 해당된다. 하반기에는 지난해 해부터 요청이 있었던 우즈베크형 FA-50(1.1조원)의 계약 또한 기대된다.

수주보다 더 기대되는 미국향 수출 이벤트

연중 체결되는 다수의 수주보다도 관심을 끄는 것은 미 해군의 고등전술훈련기 교체사업(UJTS)이다. 미국은 2025년 하반기 계약 완료(145~220대)를 목표로 하고 있으며, 해당 사업에 대한 RFP가 3Q24중 등장할 것으로 예상된다. 동사는 앞선 미 공군의 고등훈련기 도입사업(APT, 2018년)에서 경쟁 모델인 보잉사의 T-7A로 인해 고배를 마신 경험이 있기에 우려가 지배적이다. 그러나 해군은 공군 대비 높은 성능을 요구하기에 동사의 TF-50N이 여전히 개발이 진행중인 보잉사의 T-7A 대비 우위를 점하고 있으며 빠른 납기를 감안할 시, 미국 내 생산설비를 보유하지 않은 레오나르도사 대비해서도 우세로 판단되기에 채택 가능성이 높다고 판단한다.

투자의견 Buy, 목표주가 65,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	2,562.3	58.3	63.9	656	-26.3	13,023	49.5	2.5	16.1	5.2	351.3
2022	2,786.9	141.6	118.5	1,215	117.6	14,648	41.9	3.5	14.2	8.8	434.8
2023	3,819.3	247.5	224.0	2,298	91.0	16,388	21.8	3.1	12.9	14.8	340.7
2024E	3,763.9	234.7	198.4	2,035	-12.6	17,923	23.9	2.7	12.4	11.9	351.1
2025E	4,409.3	286.0	247.7	2,541	25.0	19,964	19.1	2.4	9.9	13.4	346.2

표1 한국항공우주 1Q24 Preview

(십억원)	1Q24E	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	813.7	568.7	43.1	1,510.0	-46.1	803.6	1.3
영업이익	46.8	19.4	141.2	154.3	-69.7	42.2	10.8
세전이익	48.4	40.1	20.7	144.5	-66.5	47.8	1.2
순이익(지배주주)	39.4	30.6	28.8	130.0	-69.7	36.6	7.7
영업이익률(%)	5.8	3.4		10.2		6.9	
순이익률(%)	4.8	5.4		8.6		4.7	

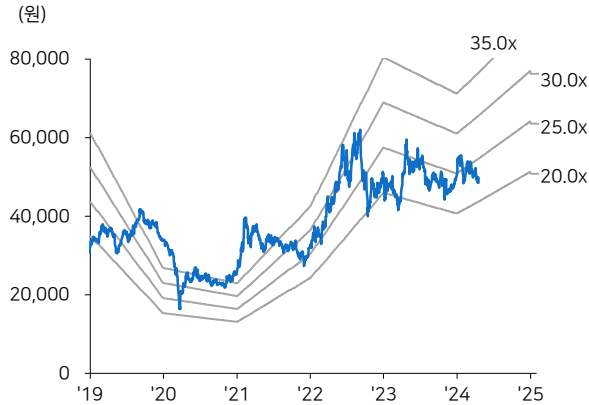
자료: 한국항공우주, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국항공우주 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	568.7	733.5	1,007.1	1,510.0	813.7	991.0	901.1	1,058.1	3,819.3	3,763.9	4,409.3
국내사업	363.5	486.5	496.6	598.6	408.2	494.2	458.0	569.2	1,945.2	1,929.6	2,129.7
완제기 수출	27.2	53.4	311.4	655.0	192.5	273.7	209.9	236.3	1,047.0	912.4	1,292.6
기체부품	174.9	188.6	195.3	247.4	213.0	223.1	233.2	252.6	806.2	921.9	987.0
영업이익	19.4	8.4	65.4	154.3	46.8	64.0	55.3	68.6	247.5	234.7	286.0
% OP	3.4%	1.1%	6.5%	10.2%	5.7%	6.5%	6.1%	6.5%	6.5%	6.2%	6.5%
세전이익	40.1	12.0	64.3	152.3	48.4	65.6	58.1	73.0	268.7	245.1	306.3
순이익(지배)	30.6	10.7	53.2	129.5	39.4	53.4	46.8	58.9	224.0	198.4	247.6
% YoY											
매출액	-11.2	9.7	65.4	73.8	43.1	35.1	-10.5	-29.9	37.0	-1.5	17.1
영업이익	-50.6	-75.6	114.6	311.7	141.0	663.3	-15.4	-55.5	74.8	-5.2	21.9
세전이익	-11.3	-80.6	0.4	흑전	20.6	447.6	-9.6	-52.1	120.0	-8.8	25.0
순이익(지배)	-18.3	-79.0	1.1	흑전	28.7	400.3	-12.1	-54.5	89.1	-11.4	24.8
% QoQ											
매출액	-34.5	29.0	37.3	49.9	-46.1	21.8	-9.1	17.4			
영업이익	-48.3	-56.8	679.4	136.1	-69.7	36.9	-13.6	24.0			
세전이익	흑전	-70.2	437.3	136.8	-68.2	35.5	-11.3	25.5			
순이익(지배)	흑전	-65.2	398.8	143.4	-69.6	35.4	-12.4	25.9			

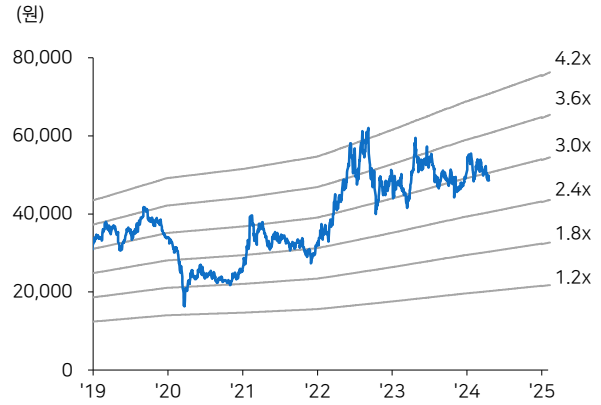
자료: 한국항공우주, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국항공우주 12M Fwd PER 밴드 차트



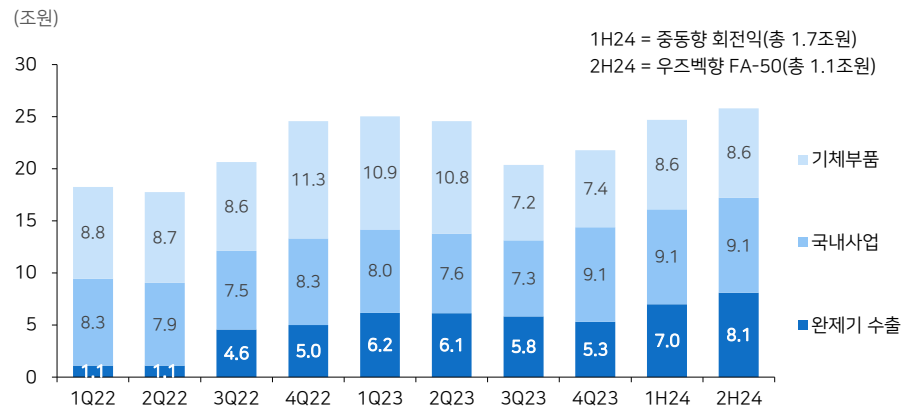
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국항공우주 12M Trailing PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국항공우주의 분기별 수주잔고 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 T-7A는 2년 이상의 지연으로 인해 2025년 조달 목표 절반으로 축소



AIR WARFARE, CONGRESS

Boeing's KC-46A refueler, T-7A trainer face more delays

Air Force acquisition chief Andrew Hunter noted potential troubles ahead for the KC-46A and said T-7A production could start "a little later" than previously anticipated, but he remained confident about the way forward for the two aircraft.

자료: Breaking Defense, 메리츠증권 리서치센터

한국항공우주 (047810)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,562.3	2,786.9	3,819.3	3,763.9	4,409.3
매출액증가율(%)	-9.3	8.8	37.0	-1.5	17.1
매출원가	2,255.3	2,413.1	3,355.5	3,315.1	3,876.7
매출총이익	307.0	373.8	463.9	448.8	532.6
판매관리비	248.7	232.2	216.3	214.0	246.6
영업이익	58.3	141.6	247.5	234.7	286.0
영업이익률(%)	2.3	5.1	6.5	6.2	6.5
금융손익	7.2	-22.6	24.9	10.3	20.3
종속/관계기업손익	0.4	-0.7	0.4	0.0	0.0
기타영업외손익	-11.5	3.8	-4.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	54.4	122.1	268.7	245.1	306.3
법인세비용	1.1	6.2	47.3	51.5	64.3
당기순이익	53.3	115.9	221.4	193.6	242.0
지배주주지분 순이익	63.9	118.5	224.0	198.4	247.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	440.0	1,492.6	-700.4	516.6	506.8
당기순이익(손실)	53.3	115.9	221.4	193.6	242.0
유형자산상각비	101.6	90.8	90.7	72.2	77.0
무형자산상각비	47.2	44.4	30.3	33.5	30.5
운전자본의 증감	178.8	1,227.6	-1,217.6	217.4	157.3
투자활동 현금흐름	-416.0	-204.1	-107.9	-52.6	-160.7
유형자산의증가(CAPEX)	-83.9	-69.0	-77.9	-84.0	-147.0
투자자산의감소(증가)	-9.1	-5.8	1.7	6.6	-2.0
재무활동 현금흐름	200.7	-102.8	-546.4	-409.9	-248.4
차입금의 증감	221.8	-76.1	-516.2	-361.1	-199.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	224.7	1,137.1	-1,365.6	54.2	97.7
기초현금	661.9	886.6	2,023.7	658.1	712.3
기말현금	886.6	2,023.7	658.1	712.3	810.0

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	3,681.0	5,389.2	4,681.0	5,530.2	6,265.5
현금및현금성자산	886.6	2,023.7	658.1	712.3	810.0
매출채권	245.3	216.5	347.1	381.9	432.5
재고자산	1,324.7	1,593.1	1,736.5	1,910.9	2,163.7
비유동자산	2,174.2	2,383.2	2,458.6	2,430.4	2,471.9
유형자산	865.3	827.1	814.6	826.5	896.5
무형자산	625.7	745.8	804.2	770.7	740.2
투자자산	85.1	90.2	88.8	82.3	84.3
자산총계	5,855.2	7,772.4	7,139.6	7,960.6	8,737.4
유동부채	2,800.1	5,055.4	4,400.3	5,110.3	5,581.2
매입채무	192.2	243.1	353.1	247.4	280.2
단기차입금	6.5	18.9	21.4	21.4	21.4
유동성장기부채	92.7	527.0	378.5	18.5	-181.5
비유동부채	1,757.7	1,263.8	1,119.3	1,085.6	1,198.2
사채	998.5	499.5	149.9	149.9	149.9
장기차입금	105.6	78.4	58.5	58.5	58.5
부채총계	4,557.8	6,319.2	5,519.6	6,195.8	6,779.4
자본금	487.4	487.4	487.4	487.4	487.4
자본잉여금	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3
기타포괄이익누계액	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
이익잉여금	674.8	833.1	1,002.6	1,152.3	1,351.2
비지배주주지분	28.0	25.4	22.5	17.7	12.1
자본총계	1,297.4	1,453.2	1,619.9	1,764.8	1,958.0

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	26,287	28,591	39,183	38,614	45,235
EPS(지배주주)	656	1,215	2,298	2,035	2,541
CFPS	3,244	2,991	5,048	3,492	4,037
EBITDAPS	2,124	2,840	3,781	3,492	4,037
BPS	13,023	14,648	16,388	17,923	19,964
DPS	200	250	500	500	500
배당수익률(%)	0.6	0.5	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	49.5	41.9	21.8	23.9	19.1
PCR	10.0	17.0	9.9	13.9	12.0
PSR	1.2	1.8	1.3	1.3	1.1
PBR	2.5	3.5	3.1	2.7	2.4
EBITDA(십억원)	207.0	276.8	368.5	340.4	393.6
EV/EBITDA	16.1	14.2	12.9	12.4	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.2	8.8	14.8	11.9	13.4
EBITDA 이익률	8.1	9.9	9.6	9.0	8.9
부채비율	351.3	434.8	340.7	351.1	346.2
금융비용부담률	0.9	0.8	0.8	0.4	0.1
이자보상배율(x)	2.5	6.5	8.5	17.5	55.0
매출채권회전율(x)	10.5	12.1	13.6	10.3	10.8
재고자산회전율(x)	2.0	1.9	2.3	2.1	2.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한국항공우주 (047810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.10.11	산업분석	Buy	65,000	이지호	-	-	