

2024. 5. 2



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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 65,000 원

현재주가 (4.30) 51,800 원

상승여력 25.5%

| | |
|------------|-----------------|
| KOSPI | 2,692.06pt |
| 시가총액 | 50,492억원 |
| 발행주식수 | 9,748만주 |
| 유동주식비율 | 72.02% |
| 외국인비중 | 29.19% |
| 52주 최고/최저가 | 57,300원/44,200원 |
| 평균거래대금 | 298.3억원 |

| | | | |
|--------------------------------|------------|------------|-------------|
| 주요주주(%) | | | |
| 한국수출입은행 | 26.41 | | |
| 국민연금공단 | 9.29 | | |
| FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH | 7.38 | | |
| 주가상승률(%) | | | |
| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | 0.6 | 4.9 | -5.5 |
| 상대주가 | 2.6 | -10.0 | -12.2 |

주가그래프



한국항공우주 047810

1Q24 Review: 주목 받을 때가 되었다

- ✓ 1Q24P 매출액 7,399억원(YoY +30.1%), 컨센서스 소폭 하회
- ✓ 1Q24P 영업이익 480억원(YoY +147.5% / OPM 6.5%), 컨센서스 +16.3% 상회
- ✓ 전 사업부문에 걸친 양호한 실적, 완제기 수출 중심으로 견조한 성장세 전망
- ✓ 꾸준한 실적 성장에 더해지는 다수의 수주 및 미국 진출 기대감 유효
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 65,000원 유지

전 부문에 걸친 양호한 실적

1Q24P 매출액 7,399억원, 영업이익 480억원(OPM 6.5%)으로 매출액은 시장 기대치를 소폭 하회하였으나 영업이익은 컨센서스를 16.3% 상회하는 호실적을 기록했다. 전 사업부문이 양호한 실적을 거두었으며, 우호적인 환율 효과가 일부 반영되었다.

국내사업은 개발/양산 모두 순조롭게 진행 중이며, 기체부품 사업부문 또한 주요 고객사인 보잉의 기체결함 이슈로 인한 우려 일부 있었으나 사고기종과 연관관계가 낮아 실적 정상화 기초에서 벗어나지 않았다. 완제기 수출부문은 폴란드향 FA-50PL의 진행률 인식을 시작(317억원), 하반기에 인식 가속화 될 것으로 보이며 말레이시아향 FA-50 사업 또한 2~3Q 중 진행률로 인식방법 변경(변경 시 연간 700억원 규모 이식) 가능성이 높아 연중 견조한 실적 성장세를 보일 전망이다.

다수의 수주와 미국 진출 기대감 고조

5월부터 다수의 수주가 연달아 체결될 가능성이 높다. 5월 중순 UAE 대통령 방한이 예정, 해당 시점에 회전익 수주(약 0.6조원) 가능성이 높으며 6월 중 KF-21 초도양산(20대, 약 1.5조원)과 이라크향 회전익(약 1.1조원) 계약 체결이 기대된다. 단기간 내 다수의 수주를 바탕으로 관심도 높아질 것으로 예상된다.

3Q에는 미 해군 고등전술훈련기 교체사업(WJTS, '25년 계약 예상, 최대 220대)에 대한 RFP가 예상된다. 과거 미 공군 사업에서의 수주 실패한 바 있으며, 최근 미-일의 훈련기 공동개발에 대한 논의가 이뤄지고 있어 부정적인 시선이 일부 존재한다. 그러나 해군이 요구하는 높은 성능 수준과 빠른 납기를 감안 시 동사의 수주 가능성을 여전히 높게 판단한다. 분기별 꾸준한 실적 성장에 더해 다수의 수주와 미국 진출에 대한 기대감을 바탕으로 긍정적인 주가 흐름이 기대된다.

투자의견 Buy, 적정주가 65,000원 유지

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 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 | 3,799.6 | 258.2 | 209.3 | 2,147 | -8.0 | 18,035 | 24.1 | 2.9 | 13.8 | 12.5 | 355.0 |
| 2025E | 4,409.3 | 294.9 | 237.7 | 2,438 | 13.6 | 19,973 | 21.2 | 2.6 | 12.1 | 12.8 | 321.8 |
| 2026E | 4,569.5 | 339.1 | 278.6 | 2,858 | 17.3 | 22,331 | 18.1 | 2.3 | 10.2 | 13.5 | 298.8 |

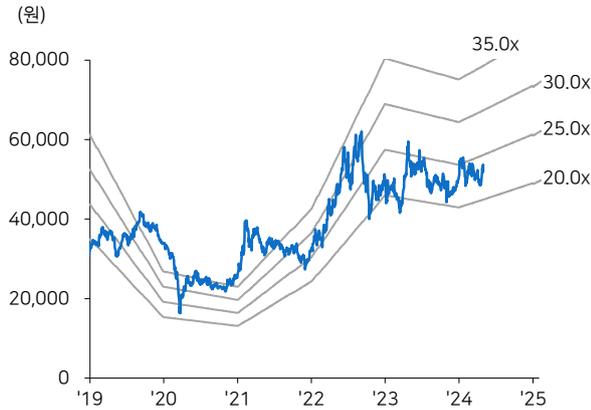
| (십억원) | 1Q24P | 1Q23 | (% YoY) | 4Q23 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) | 당사 예상치 | (% diff.) |
|----------|-------|-------|---------|---------|---------|-------|-----------|--------|-----------|
| 매출액 | 739.9 | 568.8 | 30.1 | 1,510.0 | -51.0 | 792.1 | -6.6 | 813.7 | -9.1 |
| 영업이익 | 48.0 | 19.4 | 147.4 | 154.3 | -68.9 | 41.3 | 16.3 | 46.8 | 2.6 |
| 세전이익 | 45.4 | 40.1 | 13.2 | 152.3 | -70.2 | 46.7 | -2.8 | 48.4 | -6.2 |
| 순이익 | 36.6 | 30.6 | 19.5 | 129.5 | -71.7 | 35.8 | 2.3 | 39.4 | -7.1 |
| 영업이익률(%) | 6.5 | 3.4 | | 10.2 | | 5.2 | | 5.8 | |
| 순이익률(%) | 4.9 | 5.4 | | 8.6 | | 4.5 | | 4.8 | |

자료: 한국항공우주, 메리츠증권 리서치센터

| (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 | 874.7 | 959.5 | 1,225.5 | 3,819.3 | 3,799.6 | 4,409.3 |
| 국내사업 | 363.5 | 486.5 | 496.6 | 598.6 | 438.6 | 463.1 | 434.2 | 593.7 | 1,945.2 | 1,929.6 | 2,129.7 |
| 완제기 수출 | 27.2 | 53.4 | 311.4 | 655.0 | 90.6 | 188.5 | 292.2 | 371.2 | 1,047.0 | 942.4 | 1,292.6 |
| 기체부품 | 174.9 | 188.6 | 195.3 | 247.4 | 205.0 | 223.1 | 233.2 | 260.5 | 806.2 | 921.9 | 987.0 |
| 영업이익 | 19.4 | 8.4 | 65.4 | 154.3 | 48.0 | 55.0 | 66.1 | 89.2 | 247.5 | 258.2 | 294.9 |
| % OP | 3.4% | 1.1% | 6.5% | 10.2% | 6.5% | 6.3% | 6.9% | 7.3% | 6.5% | 6.8% | 6.7% |
| 세전이익 | 40.1 | 12.0 | 64.3 | 152.3 | 45.4 | 55.7 | 66.8 | 90.6 | 268.7 | 258.6 | 292.9 |
| 순이익(지배) | 30.6 | 10.7 | 53.2 | 129.5 | 36.6 | 45.5 | 53.9 | 73.4 | 224.0 | 209.3 | 237.6 |
| % YoY | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | -11.2 | 9.7 | 65.4 | 73.8 | 30.1 | 19.3 | -4.7 | -18.8 | 37.0 | -0.5 | 16.0 |
| 영업이익 | -50.6 | -75.6 | 114.6 | 311.7 | 147.4 | 555.1 | 1.0 | -42.2 | 74.8 | 4.3 | 14.2 |
| 세전이익 | -11.3 | -80.6 | 0.4 | 흑전 | 13.2 | 365.7 | 3.9 | -40.5 | 120.0 | -3.8 | 13.3 |
| 순이익(지배) | -18.3 | -79.0 | 1.1 | 흑전 | 19.5 | 326.4 | 1.2 | -43.4 | 89.1 | -6.6 | 13.5 |
| % QoQ | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | -34.5 | 29.0 | 37.3 | 49.9 | -51.0 | 18.2 | 9.7 | 27.7 | | | |
| 영업이익 | -48.3 | -56.8 | 679.4 | 136.1 | -68.9 | 14.5 | 20.2 | 35.0 | | | |
| 세전이익 | 흑전 | -70.2 | 437.3 | 136.8 | -70.2 | 22.8 | 19.8 | 35.7 | | | |
| 순이익(지배) | 흑전 | -65.2 | 398.8 | 143.4 | -71.7 | 24.3 | 18.4 | 36.2 | | | |

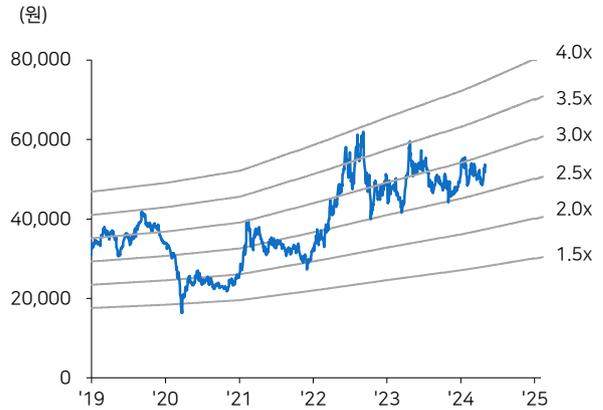
자료: 한국항공우주, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국항공우주 12M Fwd PER 밴드 차트



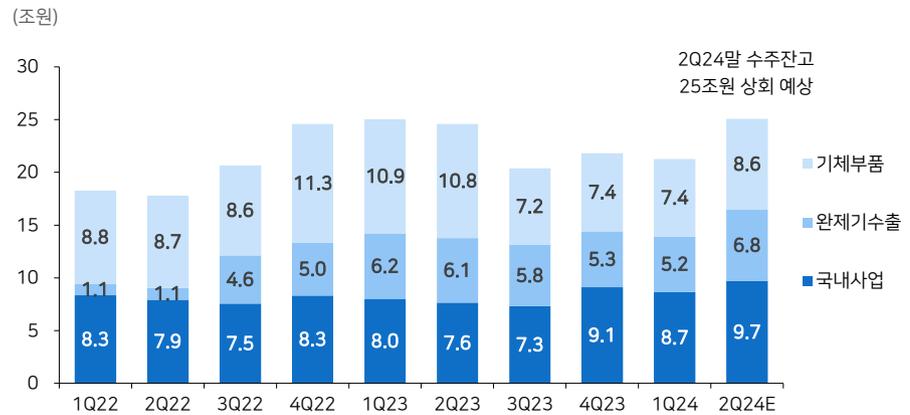
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국항공우주 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국항공우주의 분기별 수주잔고 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 보잉사의 T-7A: 2025년 조달 목표 절반으로 축소, 첫 운용 시점은 2028년으로 연기



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) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 2,786.9 | 3,819.3 | 3,799.6 | 4,409.3 | 4,569.5 |
| 매출액증가율(%) | 8.8 | 37.0 | -0.5 | 16.0 | 3.6 |
| 매출원가 | 2,413.1 | 3,355.5 | 3,326.5 | 3,867.8 | 3,975.8 |
| 매출총이익 | 373.8 | 463.9 | 473.1 | 541.5 | 593.7 |
| 판매관리비 | 232.2 | 216.3 | 214.9 | 246.6 | 254.6 |
| 영업이익 | 141.6 | 247.5 | 258.2 | 294.9 | 339.1 |
| 영업이익률(%) | 5.1 | 6.5 | 6.8 | 6.7 | 7.4 |
| 금융손익 | -22.6 | 24.9 | 6.5 | 2.4 | 9.6 |
| 중속/관계기업손익 | -0.7 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 3.8 | -4.0 | -6.1 | -4.4 | -5.2 |
| 세전계속사업이익 | 122.1 | 268.7 | 258.6 | 292.9 | 343.5 |
| 법인세비용 | 6.2 | 47.3 | 55.0 | 61.5 | 72.1 |
| 당기순이익 | 115.9 | 221.4 | 203.6 | 231.4 | 271.3 |
| 지배주주지분 손이익 | 118.5 | 224.0 | 209.3 | 237.7 | 278.6 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 영업활동 현금흐름 | 1,492.6 | -700.4 | 59.3 | 338.8 | 405.3 |
| 당기순이익(손실) | 115.9 | 221.4 | 203.6 | 231.4 | 271.3 |
| 유형자산상각비 | 90.8 | 90.7 | 72.2 | 77.0 | 78.9 |
| 무형자산상각비 | 44.4 | 30.3 | 33.5 | 30.5 | 29.3 |
| 운전자본의 증감 | 1,227.6 | -1,217.6 | -250.0 | -0.2 | 25.7 |
| 투자활동 현금흐름 | -204.1 | -107.9 | -55.1 | -147.0 | -55.8 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -69.0 | -77.9 | -84.0 | -147.0 | -52.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -5.8 | 1.7 | 4.1 | 0.0 | -0.6 |
| 재무활동 현금흐름 | -102.8 | -546.4 | -409.4 | -48.7 | -48.6 |
| 차입금의 증감 | -76.1 | -516.2 | -360.7 | 0.0 | 0.1 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 1,137.1 | -1,365.6 | -405.2 | 143.0 | 300.9 |
| 기초현금 | 886.6 | 2,023.7 | 658.1 | 252.9 | 395.9 |
| 기말현금 | 2,023.7 | 658.1 | 252.9 | 395.9 | 696.8 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 5,389.2 | 4,681.0 | 5,642.2 | 5,784.2 | 6,277.3 |
| 현금및현금성자산 | 2,023.7 | 658.1 | 252.9 | 395.9 | 696.8 |
| 매출채권 | 216.5 | 347.1 | 477.1 | 477.0 | 494.0 |
| 재고자산 | 1,593.1 | 1,736.5 | 2,387.1 | 2,386.6 | 2,471.8 |
| 비유동자산 | 2,383.2 | 2,458.6 | 2,432.8 | 2,472.3 | 2,416.7 |
| 유형자산 | 827.1 | 814.6 | 826.5 | 896.5 | 869.6 |
| 무형자산 | 745.8 | 804.2 | 770.7 | 740.2 | 710.9 |
| 투자자산 | 90.2 | 88.8 | 84.7 | 84.7 | 85.3 |
| 자산총계 | 7,772.4 | 7,139.6 | 8,075.1 | 8,256.5 | 8,694.0 |
| 유동부채 | 5,055.4 | 4,400.3 | 5,157.0 | 5,156.0 | 5,338.5 |
| 매입채무 | 243.1 | 353.1 | 286.6 | 286.5 | 296.7 |
| 단기차입금 | 18.9 | 21.4 | 21.4 | 21.4 | 21.4 |
| 유동성장기부채 | 527.0 | 378.5 | 18.5 | 18.5 | 18.5 |
| 비유동부채 | 1,263.8 | 1,119.3 | 1,143.2 | 1,143.0 | 1,175.4 |
| 사채 | 499.5 | 149.9 | 149.9 | 149.9 | 149.9 |
| 장기차입금 | 78.4 | 58.5 | 58.5 | 58.5 | 58.5 |
| 부채총계 | 6,319.2 | 5,519.6 | 6,300.2 | 6,299.0 | 6,513.9 |
| 자본금 | 487.4 | 487.4 | 487.4 | 487.4 | 487.4 |
| 자본잉여금 | 128.3 | 128.3 | 128.3 | 128.3 | 128.3 |
| 기타포괄이익누계액 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 이익잉여금 | 833.1 | 1,002.6 | 1,163.2 | 1,352.1 | 1,581.9 |
| 비지배주주지분 | 25.4 | 22.5 | 16.8 | 10.6 | 3.4 |
| 자본총계 | 1,453.2 | 1,619.9 | 1,774.8 | 1,957.5 | 2,180.1 |

Key Financial Data

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 28,591 | 39,183 | 38,980 | 45,235 | 46,879 |
| EPS(지배주주) | 1,215 | 2,298 | 2,147 | 2,438 | 2,858 |
| CFPS | 2,991 | 5,048 | 3,671 | 4,083 | 4,535 |
| EBITDAPS | 2,840 | 3,781 | 3,733 | 4,128 | 4,589 |
| BPS | 14,648 | 16,388 | 18,035 | 19,973 | 22,331 |
| DPS | 250 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| 배당수익률(%) | 0.5 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 41.9 | 21.8 | 24.1 | 21.2 | 18.1 |
| PCR | 17.0 | 9.9 | 14.1 | 12.7 | 11.4 |
| PSR | 1.8 | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 1.1 |
| PBR | 3.5 | 3.1 | 2.9 | 2.6 | 2.3 |
| EBITDA(십억원) | 276.8 | 368.5 | 363.8 | 402.4 | 447.3 |
| EV/EBITDA | 14.2 | 12.9 | 13.8 | 12.1 | 10.2 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 8.8 | 14.8 | 12.5 | 12.8 | 13.5 |
| EBITDA 이익률 | 9.9 | 9.6 | 9.6 | 9.1 | 9.8 |
| 부채비율 | 434.8 | 340.7 | 355.0 | 321.8 | 298.8 |
| 금융비용부담률 | 0.8 | 0.8 | 0.4 | 0.2 | 0.2 |
| 이자보상배율(x) | 6.5 | 8.5 | 19.3 | 36.3 | 41.7 |
| 매출채권회전율(x) | 12.1 | 13.6 | 9.2 | 9.2 | 9.4 |
| 재고자산회전율(x) | 1.9 | 2.3 | 1.8 | 1.8 | 1.9 |

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 | <p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p> |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | <p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p> |

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 | - | - | |

