

Analyst 최진명 · 02)6923-7337 · insightjm@capefn.com

한국항공우주 (047810KS | Buy 유지 | TP 67,400원 하향)

장기 호재와 단발성 악재의 혼재

- 문재인 정부는 자주국방 강화를 국정기조로 하고 있어 국내 방산기업의 경우 대규모 수주 가능성이 높아지고 있는 상황
- 그러나, 2017년 하반기에 신규 투자에 앞서 방산비리를 우선적으로 해결하고 가자는 것이 정부의 의지.
- 하반기에는 방산비리 관련된 제품(수리온 계열)의 신규수주에 차질 혹은 지연이 발생할 가능성이 높음.

올해까진, 크게 기대할 수 있는 분위기는 아닌 것으로 보인다.

- 2017년 2분기 매출은 7,650억 원(YoY -4.5%), 영업이익은 730억 원(YoY -22.8%) 수준으로 침체 될 것으로 예상.
- 안정된 기체부품 수출 및 원가절감 효과에도 불구하고, 방산비리 이슈 및 수사로 당분간 경영 혼선은 불가피.
- 그러나 장기적으로는 문재인 정부의 국방비 확대 계획과 연말 APT사업 수주가능성 등 호재 충분히 남아 있는 상황.

방산비리, 올해 안으로 간단히 해결될 것으로 보이지 않는다.

- 관련자 처벌 및 기관 징계까지 1분기 이상 소요될 것으로 예상 (주요 혐의: R&D비용 부풀리기/수리온 품질 미흡)
- 단기적으로 부당이득 반환 혹은 수리온 제품 양산 중단, 혹은 개선 명령으로 비용이 발생할 가능성 높음.
- 특히 수리온과 관련된 해외수출 진행 건(총 5,900억원, 연간 수주목표의 약 9%)은 연내 성사 가능성 희박해짐.

투자의견 BUY, 목표주가는 67,400원으로 하향한다.

- 최근 3년 평균 PER인 30배에서 방산비리로 인한 수사 및 수출가능성 악화를 감안해 프리미엄 없이 목표주가 제시.
- 국내 유일 완제가 제작업체라는 지위는 변함없음. 4분기까지 수사과정에서 발생하는 불확실성은 해소될 것으로 기대.
- 현재 밸류에이션(PER 22.34)이 과거 3년 최저점(PER 21.6배)에 근접한 상태, 국면 전환 시 충분히 매력적인 가격.



경영실적 전망		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
결산기(12월)	단위					
매출액	(십억원)	2,901	3,101	3,187	3,490	3,904
영업이익	(십억원)	286	315	333	373	384
영업이익률	(%)	9.8	10.2	10.4	10.7	9.8
순이익	(십억원)	181	268	219	282	288
EPS	(원)	1,852	2,751	2,246	2,891	2,957
증감률	(%)	62.5	48.5	-18.3	28.7	2.3
PER	(배)	42.2	24.4	22.3	17.4	17.0
PBR	(배)	6.5	4.6	3.2	2.9	2.6
ROE	(%)	16.4	20.8	14.9	17.3	15.9
EV/EBITDA	(배)	21.1	16.5	10.8	9.7	9.2
순차입금	(십억원)	423	475	102	23	-106
부채비율	(%)	131.5	108.6	81.9	77.0	69.4

한국항공우주 | 장기 호재와 단발성 악재의 혼재

표1. 2Q17 실적 Preview

(단위: %, 십억 원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E	YoY	QoQ	컨센서스	차이
매출	801	801	787	712	765	-4.5	7.5	750	2.1
영업이익	95	94	45	98	73	-22.8	-24.9	77	-4.6
세전이익	91	62	95	49	69	-23.6	42.7	76	-8.7
순이익	68	46	78	37	55	-19.8	48.0	58	-5.6
영업이익률	11.9	11.7	5.7	13.7	9.6			10.3	
세전이익률	11.4	7.7	12.1	6.8	9.1			10.2	
순이익률	8.5	5.8	9.9	5.2	7.2			7.8	

자료: 케이프투자증권, WISEfn

표2. 실적추정 변동사항

(단위: 십억 원, %)

	신규 추정		기존 추정		GAP	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출	3,187	3,490	3,349	3,620	-4.8	-3.6
영업이익	333	373	357	390	-6.8	-4.3
영업이익률	10.4	10.6	10.7	10.8		
세전이익	292	357	295	363	-1.0	-1.7
세전이익률	9.2	10.2	8.8	10.0		
순이익	219	282	221	283	-0.9	-0.4
순이익률	6.9	8.1	6.6	7.8		
EPS(원)	2,246	2,891	2,272	2,899	-1.1	-0.3

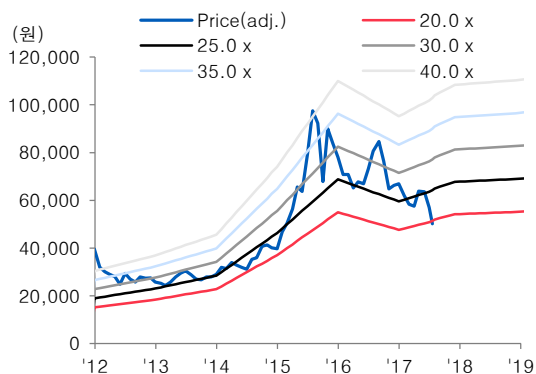
자료: 케이프투자증권

표3. Valuation 변경 추이

	PER			PBR			목표주가(원)	추가(원)	Upside(%)	비고
	목표	FY1	FY0	목표	FY1	FY0				
전회 보고서(2017/04/27)	36.80	27.56	22.76	N/A	3.98	4.34	83,600	62,600	33.5	
금회 보고서(2017/07/20)	30.00	22.34	18.25	N/A	3.19	3.48	67,400	50,200	39.4	
증감	-6.80	-5.22	-4.51	-0.79	-0.86		-16,200	-12,400	5.9	

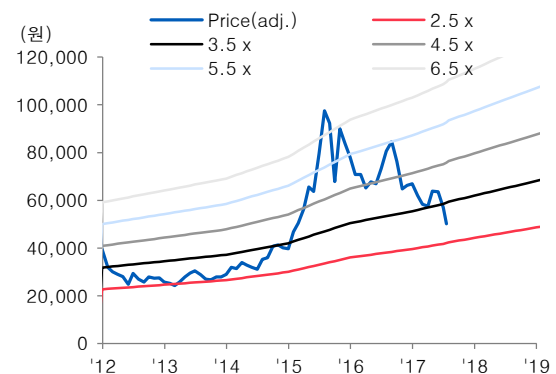
자료: 케이프투자증권

그림1. 12개월 Forward PER Band 추이



자료: 케이프투자증권, WISEfn

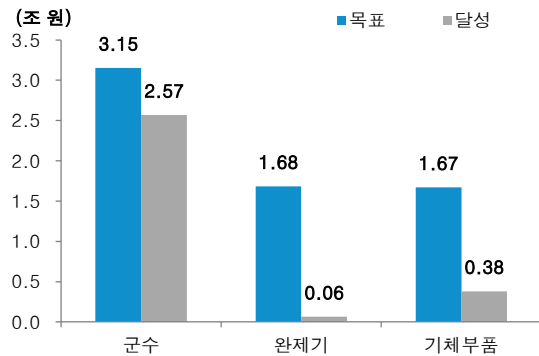
그림2. 12개월 Forward PBR Band 추이



자료: 케이프투자증권, WISEfn

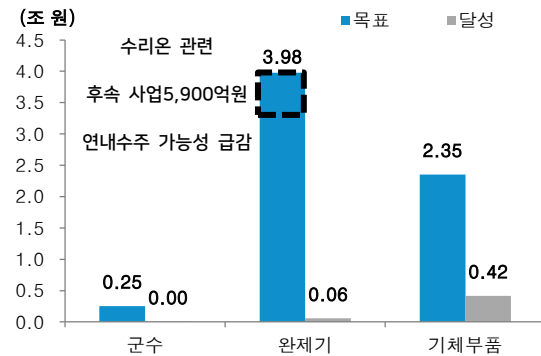
한국항공우주 | 장기 호재와 단발성 악재의 혼재

그림1. 2016년 계획대비 수주현황



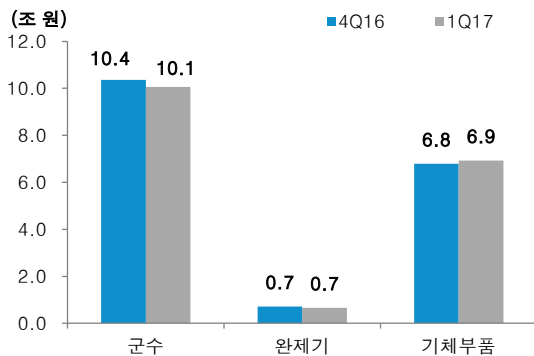
자료: 케이프투자증권, 한국항공우주

그림2. 2017년 계획대비 수주 현황



자료: 케이프투자증권, 한국항공우주

그림3. 수주잔고 추이



자료: 케이프투자증권, 한국항공우주

표3. 2017년 수주 추진중인 주요 방위사업(추정)

(단위: 대, 대, 대, 억 원, 억 원, 억 원)

사업분야	Category	상세내용	과거 발주	인도 완료	신규수요 (추정)	단가 (추정)	'17수주액 (추정)	잠재 수주액 (추정)	비고
완제기 수출	골든이글	T-50 이라크 CLS 수출	24	6	1	180	180		3Q17 수주 예상
완제기 수출	골든이글	FA-50 보츠나와 수출			16	180	7,000		3Q17 수주 예상
완제기 수출	골든이글	T-50 태국 수출	4	0	8	338	2,700		3Q17 수주 예상
완제기 수출	골든이글	T-50 페루 수출	20	20	55	180	10,000		하반기 수주 예상
완제기 수출	골든이글	T-50 크로아티아 수출			20	180	3,500		하반기 수주 예상
완제기 수출	웅비	KT-1 터키 수출	40	40	140	55	7,800		하반기 수주 예상
완제기 수출	웅비	KT-1 파라과이 수출			24	55	1,300		하반기 수주 예상
완제기 수출	웅비	KT-1 르완다 수출			9	55	500		하반기 수주 예상
완제기 수출	웅비	KT-1 에콰도르 수출			4	55	220		하반기 수주 예상
완제기 수출	수리온	KUH-1 인도네시아 수출			13	270	3,500		수주가능성 불투명
군수	수리온	익무후송형			8	325	2,400		수주가능성 불투명
완제기 수출	골든이글	T-50A 미국 수출(APT)			10	190	1,900	68,100	연말 수주 예상
완제기 수출	골든이글	FA-50 필리핀 수출	12	12	12	350		4,200	'18년 수주 예상

자료: 케이프투자증권, 한국항공우주, 언론자료

한국항공우주 | 장기 호재와 단발성 악재의 혼재

표5. 2015~2017년 수주 상세내역

(단위: 억 원, 억원/Year)

Client	기체명	상세내용	수주시점	계약 시작연도	계약 종료연도	수주금액	연평균효과
Boeing	B777	날개구성품 공급계약-신규	2017.07	2017년	2030년	6412	475
Boeing	B787	동체부품 공급계약-갱신	2017.07	2022년	2028년	790	113
Embraer	E-2	날개구성품 공급계약-신규	2017.04	2017년	2033년	1,514	89
Embraer	KC-390	날개구성품 공급계약-신규	2017.04	2017년	2033년	1,275	75
Airbus	A320	날개구성품 공급계약-갱신	2017.02	2026년	2030년	3,815	-
방위사업청	MUH-1	상륙기동헬기 양산/군수지원-신규	2016.12	2017년	2023년	6,617	945
방위사업청	KUH-1	기동헬기 양산-3차	2016.12	2017년	2022년	15,594	2,600
Airbus	A320	Sec. 15 Upper Shell 공급계약-신규	2016.12	2017년	2021년	397	79
조달청	KUH-1	해양경찰헬기 양산-신규	2016.12	2017년	2019년	487	162
방위사업청	R-50	고등훈련기 군수지원(PBL)-2차	2016.12	2017년	2021년	2,247	449
조달청	KUH-1	소방헬기 양산-신규	2015.12	2016년	2017년	252	126
방위사업청	KFX	한국형전투기 체계개발사업	2015.12	2016년	2026년	79,210	7,200
Boeing	F-15	날개 및 동체부품 공급계약-갱신	2015.12	2016년	2019년	545	136
136Boeing	B767	날개 및 동체부품 공급계약-신규	2015.12	2016년	2026년	407	37
조달청	KUH-1	산림청헬기 양산-1차	2015.12	2016년	2017년	205	103
Airbus	A320	날개구성품 공급계약-갱신	2015.11	2016년	2025년	1,184	118
Boeing	AH64E	동체부품 공급계약-갱신	2015.11	2016년	2019년	1,258	315
Boeing	B737	동체부품 공급계약-갱신	2015.11	2016년	2021년	829	415
조달청	KUH-1	경찰청헬기 양산-1차	2015.10	2016년	2017년	217	109
태국 공군	T-50	고등훈련기 수출-1차	2015.09	2016년	2018년	1,088	363
방위사업청	T-1	초등훈련기 군수지원(PBL)-2차	2015.07	2016년	2020년	516	103
방위사업청	LAH	소형무장헬기 체계개발사업	2015.06	2016년	2022년	5,808	830
Boein	B777	동체부품 공급계약-갱신	2015.05	2017년	2030년	1,702	122
Airbus	A321	동체부품 공급계약-갱신	2015.04	2015년	2025년	1,217	111

자료: 케이프투자증권, 한국항공우주

표4. 2017년 주요 방위사업 개발현황(추정)

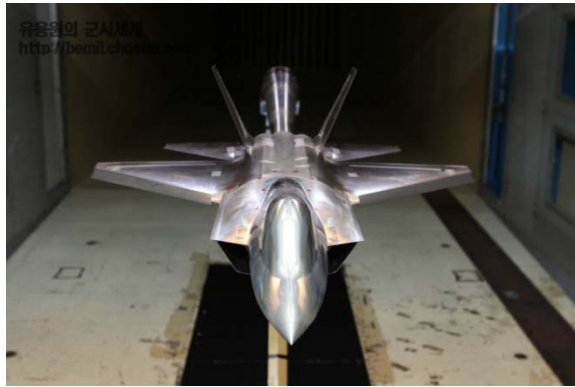
(단위: 억 원)

Category	상세내용	개발비(추정)	착수	진행상태	개발완료(예정)	비고
무인기	차기 군단급 정찰무인기	419	2013년	개발중	2017년	계약변경 예정
수리온	해상작전헬기	1,000	-	-	-	해외수입으로 결정
소형헬기	소형헬기(LAH/LCH)	16,000	2015년	Airbus와 공동개발	2022년	Airbus 기술제휴
보라매	주력전투기(KFX)	85,000	2015년	인도네시아 공동개발	2026년	인도네시아 1.7조원 부담

자료: 케이프투자증권, 한국항공우주, 언론자료

<개발중인 방위사업제품>

그림4. 보라매 주력전투기(KFX) 관련 개발실험장면



자료: 케이프투자증권, 한국항공우주

그림5. 소형무장헬기(LAH) 개발설명



자료: 케이프투자증권, 한국항공우주

<개발 완료되어 양산단계에 있는 방위사업제품>

그림6. 웅비 초등훈련기(KT-1)



자료: 케이프투자증권, 한국항공우주

그림7. 골든이글 고등훈련기(T-50)



자료: 케이프투자증권, 한국항공우주

그림8. 수리온 육군기동헬기(KUH-1)



자료: 케이프투자증권, 한국항공우주

그림9. 수리온 해병대상륙기동헬기(MUH-1)



자료: 케이프투자증권, 한국항공우주

한국항공우주 | 장기 호재와 단발성 악재의 혼재

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,964	1,816	2,057	2,237	매출액	3,101	3,187	3,490	3,904
현금및현금성자산	54	127	174	173	증가율(%)	6.9	2.8	9.5	11.9
매출채권 및 기타채권	1,205	964	1,089	1,176	매출원가	2,649	2,710	2,959	3,344
재고자산	506	520	570	637	매출총이익	451	477	531	560
비유동자산	969	971	980	993	매출총이익률(%)	14.6	15.0	15.2	14.3
투자자산	39	40	44	49	판매비와 관리비	137	145	158	176
유형자산	522	523	528	535	영업이익	315	333	373	384
무형자산	246	245	246	247	영업이익률(%)	10.2	10.4	10.7	9.8
자산총계	2,933	2,787	3,037	3,230	EBITDA	425	464	505	518
유동부채	932	680	739	821	EBITDA M%	13.7	14.6	14.5	13.3
매입채무 및 기타채무	502	516	565	632	영업외손익	7	-41	-16	-20
단기차입금	0	0	0	0	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	300	30	28	25	금융손익	18	-11	9	8
비유동부채	595	575	581	503	기타영업외손익	-12	-29	-26	-28
사채 및 장기차입금	245	215	187	62	세전이익	322	292	357	364
부채총계	1,527	1,255	1,321	1,324	법인세비용	53	73	75	76
지배기업소유지분	1,406	1,532	1,716	1,906	당기순이익	268	219	282	288
자본금	487	487	487	487	지배주주순이익	268	219	282	288
자본잉여금	128	128	128	128	지배주주순이익률(%)	8.6	6.9	8.1	7.4
이익잉여금	784	937	1,152	1,374	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	7	-20	-51	-83	기타포괄이익	5	-27	-31	-32
비지배지분	0	0	0	0	총포괄이익	273	192	251	256
자본총계	1,406	1,532	1,716	1,906	EPS 증가율(%, 지배)	48.5	-18.3	28.7	2.3
총차입금	545	245	215	87	이자손익	-11	-8	-2	1
순차입금	475	102	23	-106	총외환관련손익	29	-3	11	6

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	145	603	306	367	총발행주식수(천주)	97,475	97,475	97,475	97,475
영업에서 창출된 현금흐름	235	684	383	442	시가총액(십억원)	6,531	4,893	4,893	4,893
이자 수익	1	3	5	5	주가(원)	67,000	50,200	50,200	50,200
이자 지급	-13	-11	-6	-4	EPS(원)	2,751	2,246	2,891	2,957
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	14,427	15,717	17,609	19,558
법인세부담액	-78	-73	-75	-76	DPS(원)	680	680	680	680
투자활동 현금흐름	-159	-164	-162	-175	PER(X)	24.4	22.3	17.4	17.0
유동자산의 감소(증가)	1	0	-2	-2	PBR(X)	4.6	3.2	2.9	2.6
투자자산의 감소(증가)	-2	-1	-4	-5	EV/EBITDA(X)	16.5	10.8	9.7	9.2
유형자산 감소(증가)	-81	-71	-75	-78	ROE(%)	20.8	14.9	17.3	15.9
무형자산 감소(증가)	-58	-61	-62	-64	ROA(%)	9.5	7.7	9.7	9.2
재무활동 현금흐름	56	-366	-96	-194	ROIC(%)	13.8	13.1	15.9	15.4
사채및차입금증가(감소)	94	-300	-30	-128	배당수익률(%)	1.0	1.4	1.4	1.4
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	108.6	81.9	77.0	69.4
배당금 지급	-39	-66	-66	-66	순차입금/자기자본(%)	33.8	6.7	1.3	-5.5
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	210.8	267.1	278.2	272.5
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	23.4	31.1	59.9	94.0
현금증감	43	73	48	-2	총자산회전율	1.1	1.1	1.2	1.2
기초현금	11	54	127	174	매출채권 회전율	2.7	2.9	3.4	3.4
기말현금	54	127	174	173	재고자산 회전율	6.4	6.2	6.4	6.5
FCF	63	532	231	289	매입채무 회전율	4.6	5.3	5.5	5.6

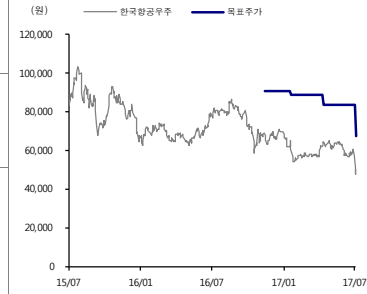
자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

한국항공우주(047810)

주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016.11.29	2016.12.28	2017.02.03	2017.04.27	2017.07.20	
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
목표주가	91,000원	91,000원	89,000원	83,600원	67,400원	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						



Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(88.46%) · 매도(1.28%) · 중립(10.26%)	* 기준일 2017.06.30까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.