

한국항공우주(047810)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 77,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(2/2)	2,071
주가(2/2)	65,300
시가총액(십억원)	6,365
발행주식수(백만)	97
52주 최고/최저가(원)	86,400/58,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	37,838
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.5/27.3
주요주주(%)	한국산업은행 19.0
	국민연금 9.1

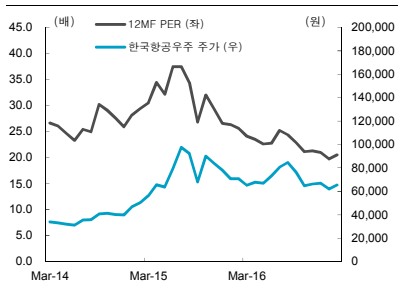
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	42.2	24.4	22.4
PBR(x)	6.5	4.7	3.9
ROE(%)	16.4	20.8	18.6
DY(%)	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA(x)	21.1	16.5	14.0
EPS(원)	1,852	2,751	2,910
BPS(원)	12,022	14,376	16,887

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.4)	(17.9)	(9.6)
상대주가(%p)	(7.6)	(20.4)	(18.2)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

실적은 부진하나 APT에 한 발 더 다가서다

What's new : 일회성 요인으로 부진한 4분기

4분기 실적은 시장 기대치와 우리 추정치를 하회했다. 연결기준 실적은 매출액 7,873억원, 영업이익 447억원, 순이익 779억원이다. 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 12.2%, 38.5% 줄었다. 완제기 수출 부문에서 이라크 및 필리핀 사업이 마무리 단계에 접어들어 매출액이 감소했고 수리온 관련 일회성 충당금이 370억원 인식됐다. 세전이익은 원달러 환율 상승으로 환관련 평가이익이 약 450억원 발생해 951억원을 기록했다.

Positives : 수리온 관련 이슈 일단락, 일회성 제거 시 영업이익률 10.4%

한국항공우주(KAI)는 수리온 헬기 관련 체계결빙 이슈(표 4)로 지난해 2차 양산분에 대한 납품중단(8월~12월) 처분을 받았다. 이에 따라 KAI는 4분기에 2차 사업 중단에 따른 지체상금(지연배상금) 관련 비용 370억원을 충당금으로 인식했다. 또한 3차 양산 수주도 늦어져 4분기에 기대했던 3차 양산 관련 매출도 차질을 빚었다. KAI는 16년에 수리온 관련 일회성 비용만 약 900억원(전사 매출대비 약 3%)인식했다. 그러나 16년말에 2차사업 납품개 및 3차양산 수주가 이뤄졌기 때문에 그동안 주가 하락을 부추겼던 수리온 관련 일회성 이슈들은 4분기 실적을 끝으로 일단락됐다. 참고로 4분기 일회성 충당금을 제외한 영업이익률은 10.4%로 양호한 수준이었다.

Negatives : 다소 실망스러운 2017년 가이던스

수주산업, 특히 방산업은 특성상 매출액 추정 시 회사의 가이던스 의존도(수주잔고 물량의 제작 및 인도 스케줄 세부 내역 미공개)가 높다. 올해 실적 가이던스(표 2)는 매출액 3.4조원(+9.8% YoY), 영업이익 3,400억원(+8% YoY), 순이익 2,300억원(-14% YoY)이다. 기존 우리의 매출액 추정치 3.6조원과 비교하면 군수 부문은 큰 차이가 없지만 완제기 수출은 30% 많고 기체부품은 21% 적은 것이다. 회사의 가이던스를 일부 반영해 17년 매출액 추정치를 3.3조원으로 9.3% 하향 조정한다. 기체부품 매출액은 가이던스를 준용해 18% 하향했다. 그러나 완제기수출은 회사의 매출액 전망이 상반기 대규모 수주를 전제로 했다고 판단, 보수적 관점에서 기존 추정치를 유지한다. 영업이익률을 추정치는 11.6%(+1.2%p YoY)로 가이던스인 10% 대비 높다. 올해는 전년도 발생한 일회성비용(약 900억원)이 크게 줄어들 것이고 원달러 환율도 우호적이기 때문이다. KAI의 17년 수주 목표(표 5)는 6.6조원이다. 올해는 완제기수출 부문 수주가 전년대비 크게 증가할 전망이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	868	787	(9.3)	957	(1.8)	(12.2)	3,246	3,670
영업이익	94	45	(52.6)	99	(52.5)	(38.5)	370	420
영업이익률	10.9	5.7	(5.2)	10.4	(6.1)	(2.4)	11.4	11.5
세전이익	110	95	(13.2)	91.7	54.0	55.2	359	386
순이익	82	78	(4.9)	70	67.8	77.8	284	301

조철희 3276-6189
chulhee.cho@truefriend.com

정초혜 3276-6233
chohye.jeong@truefriend.com

결론 : 목표주가 77,000원으로 하향하나 APT 수주에 한발 더 다가선 KAI

목표주가를 기존 110,000원에서 77,000원으로 30% 하향한다. 2017년 순이익 추정치를 14% 하향했고 적용 12MF PER multiple도 기존 30배에서 25배(2015~2018년 EPS CAGR이 30%에서 25%로 하락)로 낮췄다. 4분기 부진한 실적과 다소 실망스러운 가이던스 발표로 단기 주가 흐름은 부진할 전망이다. 그러나 전일 해외 언론보도에 따르면 연말 수주가 결정되는 미국 훈련기 교체사업인 APT 프로젝트(금번 실적발표와 함께 회사의 예상 수주 가능 사업비가 9조원에서 12조원으로 상향)의 3대 후보 업체 중 노스롭사가 입찰 포기를 선언함에 따라 록히드마틴(KAI 컨소시엄)과 보잉의 양자 대결로 좁혀졌다. 노스롭사는 현재 미공군이 운영중인 T-38 훈련기 제작사인데 APT 입찰 관련 가격 경쟁력 부족 및 폭격기 부문에의 역량 집중 등을 이유로 3월 입찰을 포기한 것으로 알려졌다. 또한 KAI는 3월에 국내 MRO 전문업체 지정도 예상돼 매수 의견을 유지한다.

<표 1> 수익예상 변경표

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2015	2016F	2017F	2016P	2017F	2016	2017F
매출액	2,901	3,182	3,579	3,101	3,246	(2.6)	(9.3)
군수	1,102	1,135	1,363	1,308	1,315	15.2	(3.5)
완제기 수출	812	853	785	646	762	(24.3)	(2.9)
기체부품	986	1,193	1,432	1,147	1,170	(3.9)	(18.3)
영업이익	286	365	436	315	370	(13.6)	(15.2)
세전이익	239	336	436	322	359	(4.3)	(17.5)
순이익	181	272	329	268	284	(1.5)	(13.7)
EPS	1,852	2,792	3,372	2,751	2,910	(1.5)	(13.7)

자료: 한국투자증권

<표 2> 2017년 실적 가이던스 내역

(단위: 십억원, %)

	2016	2016	2016	2017F	2017F
	가이던스	실제	달성률	가이던스	2016 실적 대비
매출	3,500	3,101	88.6	3,403	9.8
군수사업	1,500	1,308	87.2	1,253	(4.2)
완제기수출	900	646	71.8	1,019	57.7
기체부품	1,100	1,147	104.2	1,132	(1.3)
영업이익	346	315	91.0	340	8.0
당기순이익	231	268	116.0	230	(14.2)

자료: 한국투자증권

<표 3> 16년 수리온 관련 실적 영향(원드실드 및 체계 결빙)

시기	연초 계획 대비 매출 차질	일회성 비용
2Q16	- 없음	- 원드실드 관련 약 100 억원
3Q16	- 2 차양산: 제작 매출 발생, 인도 관련 매출 미발생	- 체계결빙 개선비용 총당금: 400-500 억원
4Q16	- 2 차양산: 제작 매출 발생, 인도 관련 매출 미발생 - 3 차양산: 연말 수주로 4 분기에 매출 차질	- 지체상금 총당금: 370 억원

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015	2016P	2017F	2018F
매출액	711	801	801	787	759	838	788	861	2,315	2,901	3,101	3,246	3,736
군수사업	284	323	266	436	286	327	269	432	1,216	1,102	1,308	1,315	1,512
완제기수출	143	174	248	81	186	201	223	153	325	812	646	762	877
기체부품	284	304	288	270	287	310	296	276	774	986	1,147	1,170	1,348
영업이익	81	95	94	45	89	101	93	87	161	286	315	370	457
영업이익률	11.4	11.9	11.7	5.7	11.7	12.1	11.9	10.1	7.0	9.8	10.2	11.4	12.2
지배주주순이익	75	68	46	78	75	78	72	66	111	181	268	284	352
신규수주	24	55	98	2,837					2,371	10,023	3,014	3,028	3,363
수주잔고	17,624	16,877	16,173	17,864					11,200	18,310	17,864	17,645	17,272

자료: 한국투자증권

〈표 5〉2017년 수주 가이드스 내역

(단위: 십억원, %)

	2016	2016	2016	2017F	2017F
	가이드스	실제	달성률	가이드스	2016 수주 실적 대비증가
수주	6,500	3,014	46.4	6,585	118.5
군수사업	3,200	2,569	80.3	255	(90.1)
완제기수출	1,600	64	4.0	3,977	6,113.6
기체부품	1,700	381	22.4	2,354	518.1

자료: 한국투자증권

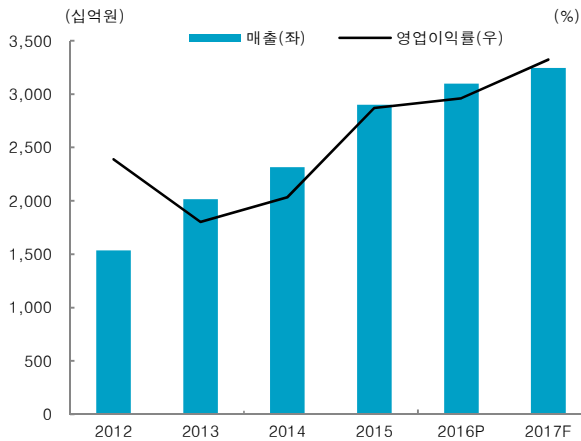
〈표 6〉수주 가이드스 상세 내역

(단위: 십억원)

구분	수주 가이드스	주요내용	2017F 수주잔고
군수	255	- 관용헬기, 후속지원 등	9,400
완제기 수출	3,977	- APT(미국), 이라크 CLS - T-50 보츠와나/태국/페루 등 - KT-1 터키/파라과이/ 르완다 등	3,800
기체부품	2,354	- 수리온 인니 등	7,900
합계	6,585		21,100

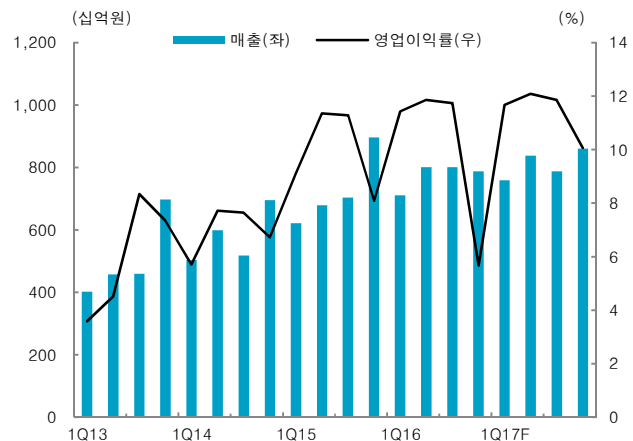
자료: 한국투자증권

[그림 1] 연간 실적 추이



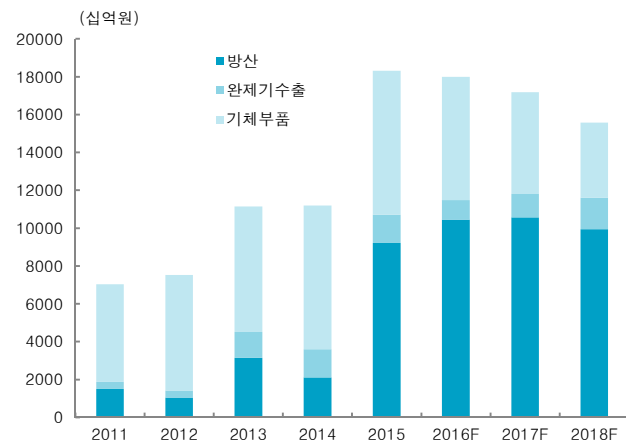
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 2] 분기 실적 추이



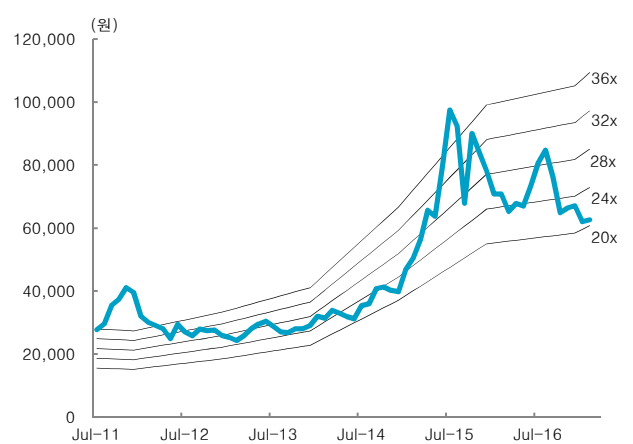
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 3] 부문별 수주잔고 추이



자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 4] PER 밴드 추이



주: 3Q16은 추정치
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

KAI는 1997년 IMF 이후 정부 주도의 산업구조조정 과정에서 삼성항공, 현대우주항공, 대우중공업의 항공사업부를 통합해 설립. 국내 유일의 종합 항공기 체계종합업체로 T-50 훈련기, FA-50 경공격기 등을 생산하며, 보잉과 에어버스에 민항기 기체부품을 납품

- 체계개발: 탐색개발결과를 기반으로 고객이 요구하는 성능을 가진 항공기를 설계하고, 설계결과에 맞는 시제기를 제작, 조립 후 시험평가를 수행해 전투용으로 사용가능 여부를 판정하는 단계
- MRO: Maintenance, repair and operation. 소모성 자재구매 뿐 아니라 설비와 시설물 유지 보수를 대행하는 업무

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,244	1,798	2,020	2,276	2,712
현금성자산	13	11	78	211	336
매출채권및기타채권	585	1,098	1,085	1,136	1,308
재고자산	433	467	620	747	897
비유동자산	858	914	1,036	1,159	1,339
투자자산	32	37	40	42	48
유형자산	494	507	573	658	744
무형자산	225	235	279	308	374
자산총계	2,101	2,712	3,056	3,435	4,051
유동부채	543	868	858	824	917
매입채무및기타채무	366	647	527	552	560
단기차입금및단기사채	50	102	125	184	242
유동성장기부채	53	23	39	56	73
비유동부채	522	672	796	965	1,175
사채	199	200	350	500	650
장기차입금및금융부채	62	126	76	77	79
부채총계	1,065	1,540	1,655	1,789	2,092
지배주주지분	1,037	1,172	1,401	1,646	1,959
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	415	550	779	1,024	1,337
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,037	1,172	1,401	1,646	1,959

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	(113)	60	190	191	249
당기순이익	111	181	268	284	352
유형자산감가상각비	51	54	62	74	88
무형자산상각비	38	40	49	54	66
자산부채변동	(389)	(334)	(211)	(237)	(310)
기타	76	119	22	16	53
투자활동현금흐름	(80)	(123)	(223)	(245)	(311)
유형자산투자	(51)	(65)	(127)	(160)	(174)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	26	1	(2)	(2)	(6)
무형자산순증	(54)	(74)	(93)	(84)	(131)
기타	(1)	15	(1)	1	0
재무활동현금흐름	68	61	100	188	188
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	86	86	139	227	227
배당금지급	(19)	(24)	(39)	(39)	(39)
기타	1	(1)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	(125)	(2)	67	133	125

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	2,315	2,901	3,101	3,246	3,736
매출원가	2,027	2,487	2,645	2,737	3,123
매출총이익	288	414	456	510	613
판매관리비	127	129	141	140	156
영업이익	161	286	315	370	457
금융수익	41	71	88	7	13
이자수익	6	4	4	7	13
금융비용	49	58	79	18	24
이자비용	13	15	15	18	24
기타영업외손익	(13)	(59)	(3)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	141	239	322	359	446
법인세비용	30	59	53	76	94
연결당기순이익	111	181	268	284	352
지배주주지분순이익	111	181	268	284	352
기타포괄이익	(16)	(21)	0	0	0
총포괄이익	95	159	268	284	352
지배주주지분포괄이익	95	159	268	284	352
EBITDA	250	381	426	498	610

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	1,140	1,852	2,751	2,910	3,612
BPS	10,636	12,022	14,376	16,887	20,098
DPS	250	400	400	400	400
성장성(%, YoY)					
매출증가율	14.8	25.3	6.9	4.7	15.1
영업이익증가율	29.5	77.1	10.3	17.5	23.4
순이익증가율	23.3	62.5	48.5	5.8	24.1
EPS증가율	23.4	62.5	48.6	5.8	24.1
EBITDA증가율	22.9	52.2	11.9	17.1	22.4
수익성(%)					
영업이익률	7.0	9.8	10.2	11.4	12.2
순이익률	4.8	6.2	8.6	8.7	9.4
EBITDA Margin	10.8	13.1	13.7	15.4	16.3
ROA	5.4	7.5	9.3	8.7	9.4
ROE	11.1	16.4	20.8	18.6	19.5
배당수익률	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
배당성향	21.9	21.6	14.5	13.7	11.1
안정성					
순차입금(십억원)	330	423	494	586	685
차입금/자본총계비율(%)	35.2	38.5	42.1	49.6	53.3
Valuation(X)					
PER	34.9	42.2	24.4	22.4	18.1
PBR	3.7	6.5	4.7	3.9	3.2
EV/EBITDA	16.8	21.1	16.5	14.0	11.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국항공우주(047810)	2015.03.31	매수	70,000 원
	2015.04.28	매수	77,000 원
	2015.06.30	매수	96,000 원
	2015.07.28	매수	110,000 원
	2017.02.03	매수	77,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 3일 현재 한국항공우주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한국항공우주 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.