

## 한국항공우주(047810)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 77,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(4/26)	2,208
주가(4/26)	62,600
시가총액(십억원)	6,102
발행주식수(백만)	97
52주 최고/최저가(원)	86,400/54,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	36,560
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.5/25.7
주요주주(%)	한국산업은행 19.0
	국민연금 8.0

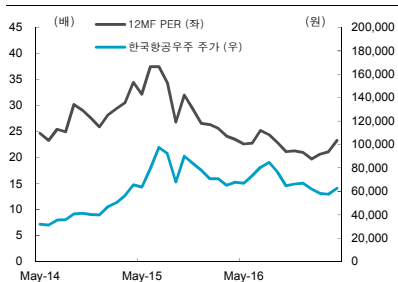
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	24.4	22.8	17.3
PBR(x)	4.6	3.8	3.2
ROE(%)	20.8	17.8	20.1
DY(%)	1.0	1.1	1.1
EV/EBITDA(x)	16.5	13.1	10.9
EPS(원)	2,751	2,748	3,616
BPS(원)	14,427	16,495	19,431

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.9	(9.3)	(9.5)
상대주가(%)	6.1	(18.9)	(18.9)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 올해 남은 기간은 수주 모멘텀에 주목

## What's new : 영업이익률 13.7%, 일회성 제거해도 11.6%로 훌륭

1분기 실적은 시장 기대치와 우리 추정치를 상회했다. 연결기준 실적은 매출액 7,118억원, 영업이익 977억원이다. 매출액은 전년과 비슷하고 영업이익은 20.3% 늘어나는 것이다. 영업이익률은 13.7%인데 일회성이익 150억원을 제거해도 11.6%로 양호했다. 컨센서스대 비로는 영업이익이 31.5% 상회(일회성 제거 시 11% 상회)하는 것이다. 영업외부문에서는 원달러 환율 하락으로 환차손 112억원, 평가손 331억원이 발생했다. 이에 따라 세전이익은 487억원, 순이익은 317억원을 기록했다.

## Positives : 일회성비용 없었던 1분기

일회성비용이 없었다. 한국항공우주(KAI)는 지난해 2~4분기에 대규모 일회성비용을 인식하면서 영업이익률이 4분기에는 5.7%까지 하락했었다. 그러나 올해 1분기에는 일회성비용이 없었고, 오히려 약 150억원의 재료비 인상분에 대한 보상이익(AIRBUS 관련)이 인식되면서 13.7%의 영업이익률을 기록했다. T-50 고등훈련기, 수리온 헬기 양산이 안정화됐고 기체부품사업부도 안정적으로 매출이 이뤄지면서 양호한 실적을 기록했다.

## Negatives : 완제기수출 수주는 risk이자 기회 요인

매출액은 전년과 비슷했다. 국내방산은 지난해 FA-50 양산이 상반기 마무리됐기 때문에 전년 대비 9.3% 감소했다. 완제기수출은 1.5% 늘어났고, 기체부품은 9% 증가했다. 국내방산과 기체부품 사업부는 든든한 수주잔고를 바탕으로 연간 매출액이 안정적으로 늘어날 것이다. 그러나 완제기수출은 올해 수주 실패 시 내년부터 급격하게 매출액이 줄어든다. 올해 상반기 주가가 부진했던 주요인도 완제기수주가 없었기 때문이다. 회사는 상반기에 태국, 보츠와나에서, 하반기에는 페루 등지에서 수주를 목표로 마케팅 활동을 펼치고 있다. 즉 줄어들고 있는 완제기수출 수주잔고(0.7조원)는 현재 risk 요인이지만 동시에 수주에 성공한다면 강한 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것이다.

## 결론 : 실적이 만들어준 주가 하방경직성, 지금은 사야 할 때

기대를 상회하는 실적 발표를 하면서 주가 하방경직성을 확보했다. 상반기 완제기 수주 기대감이 존재하고, 하반기로 갈수록 미국훈련기 교체사업인 APT 프로젝트(KAI 수주 가능 12조원) 기대감도 주가에 반영될 것이다. KAI의 현재 수주잔고가 18조원인 점을 감안하면 12조원 규모 프로젝트 수주(올해는 개발 및 초기 양산 24대 0.5조원)는 큰 주가 상승 모멘텀이다. 상반기 완제기수출 수주에 성공한다면 편안한 주가 상승이 예상되나 그렇지 못하더라도 연말로 갈수록 APT 수주 기대감만으로도 안정된 주가 흐름을 보일 것이다. 투자의견 매수와 목표주가 77,000원(12MF PER 25배)을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	709	712	0.4	725	(9.6)	0.2	3,248	3,312
영업이익	80	98	22.9	74	118.8	20.3	377	340
영업이익률	11.2	13.7	2.5	10.2	8.1	2.3	11.6	10.3
세전이익	37	49	32.3	NA	(48.8)	(33.9)	339	323
순이익	29	37	27.4	52	(52.4)	(50.8)	268	250

조철희 3276-6189  
chulhee.cho@truefriend.com

정초혜 3276-6233  
chohye.jeong@truefriend.com

〈표 1〉 수익예상 변경표

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2016	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
매출액	3,101	3,246	3,736	3,248	3,699	0.1	(1.0)
영업이익	315	362	448	377	459	4.0	2.4
세전이익	322	331	436	339	446	2.5	2.5
순이익	268	261	344	268	352	2.5	2.5
EPS	2,751	2,682	3,529	2,748	3,616	2.5	2.5

자료: 한국투자증권

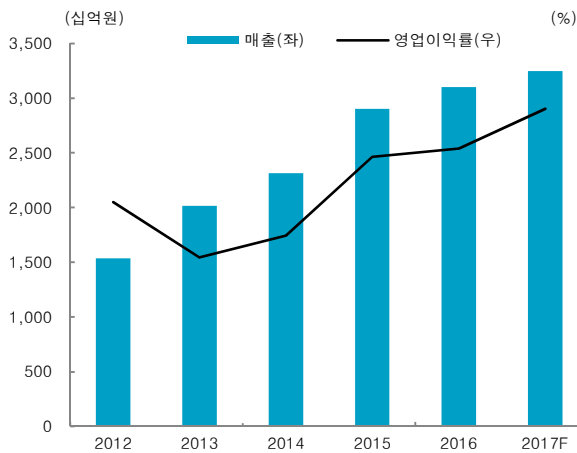
〈표 2〉 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>711</b>	<b>801</b>	<b>801</b>	<b>787</b>	<b>712</b>	<b>830</b>	<b>806</b>	<b>901</b>	<b>2,315</b>	<b>2,901</b>	<b>3,101</b>	<b>3,248</b>	<b>3,699</b>
군수사업	284	323	266	436	257	327	269	461	1,216	1,102	1,308	1,315	1,512
완제기수출	143	174	248	81	145	183	235	166	325	812	646	730	803
기체부품	284	304	288	270	310	320	302	273	774	986	1,147	1,204	1,385
<b>영업이익</b>	<b>81</b>	<b>95</b>	<b>94</b>	<b>45</b>	<b>98</b>	<b>93</b>	<b>94</b>	<b>92</b>	<b>161</b>	<b>286</b>	<b>315</b>	<b>377</b>	<b>459</b>
영업이익률	11.4	11.9	11.7	5.7	13.7	11.2	11.7	10.2	7.0	9.8	10.2	11.6	12.4
<b>지배주주순이익</b>	<b>75</b>	<b>68</b>	<b>46</b>	<b>78</b>	<b>37</b>	<b>75</b>	<b>77</b>	<b>79</b>	<b>111</b>	<b>181</b>	<b>268</b>	<b>268</b>	<b>352</b>
신규수주	24	55	98	2,837	478				2,371	10,023	3,014	3,028	3,363
수주잔고	17,624	16,877	16,173	17,864	17,653				11,200	18,310	17,864	17,643	17,307

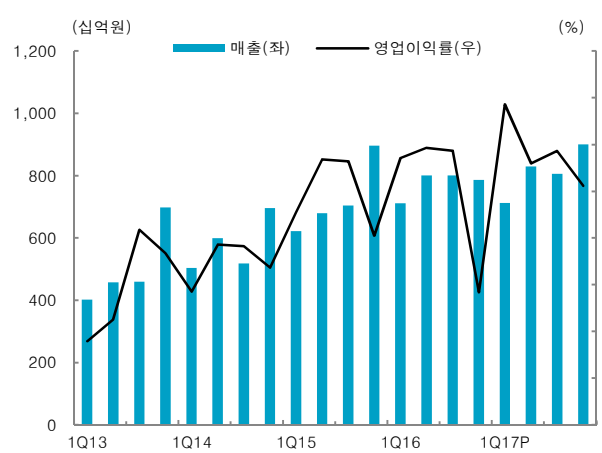
자료: 한국투자증권

[그림 1] 매출액과 이익이 동시에 늘어나는 중



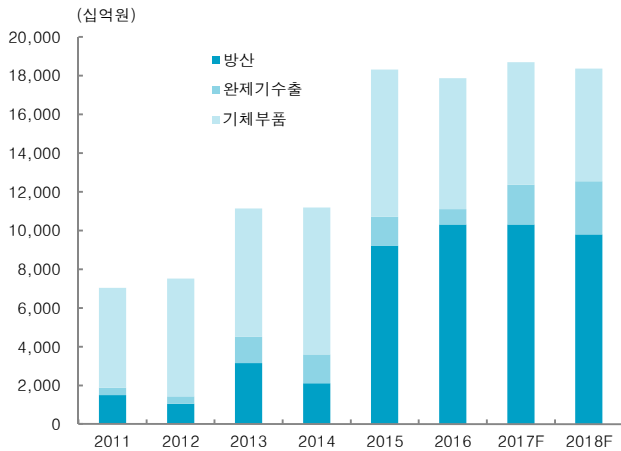
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 2] 일회성 없다면 10% 이상의 안정적인 분기 영업이익률



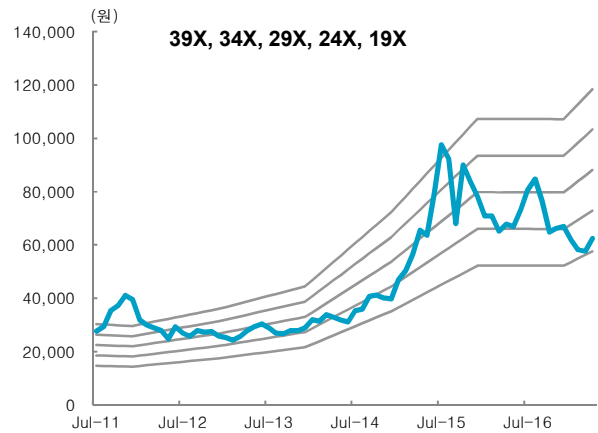
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 3] 부문별 수주잔고 추이 - 2017년 완제기 수주가 중요



자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 4] PER 밴드 추이 - 역사적 저점 수준에서 거래



자료: 한국항공우주, 한국투자증권

## 〈표 3〉 16년 수리온 관련 일회성 비용(원드실드 및 체계 결빙)

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

자료: 한국투자증권

## 〈표 4〉 수주 가이던스 상세 내역

(단위: 십억원)

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

자료: 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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,798	1,964	2,128	2,239	2,706
현금성자산	11	54	65	74	89
매출채권및기타채권	1,098	1,205	1,299	1,295	1,552
재고자산	467	506	585	703	887
비유동자산	914	969	1,150	1,348	1,622
투자자산	37	39	41	46	56
유형자산	507	522	630	738	846
무형자산	235	246	309	370	488
자산총계	2,712	2,933	3,278	3,587	4,328
유동부채	868	932	1,057	1,028	1,326
매입채무및기타채무	647	502	552	555	665
단기차입금및단기사채	102	0	59	117	175
유동성장기부채	23	300	317	334	351
비유동부채	672	595	613	666	750
사채	200	199	199	199	199
장기차입금및금융부채	126	46	47	49	51
부채총계	1,540	1,527	1,670	1,693	2,077
지배주주지분	1,172	1,406	1,608	1,894	2,251
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	550	784	986	1,272	1,629
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,172	1,406	1,608	1,894	2,251

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	60	145	304	332	436
당기순이익	181	268	268	352	423
유형자산감가상각비	54	62	70	85	101
무형자산상각비	40	47	61	73	96
자산부채변동	(334)	(318)	(109)	(224)	(258)
기타	119	86	14	46	74
투자활동현금흐름	(123)	(159)	(303)	(333)	(431)
유형자산투자	(65)	(82)	(179)	(194)	(210)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	1	0	(2)	(5)	(9)
무형자산순증	(74)	(100)	(123)	(134)	(214)
기타	15	22	0	(1)	1
재무활동현금흐름	61	56	10	10	10
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	86	95	77	77	77
배당금지급	(24)	(39)	(66)	(66)	(66)
기타	(1)	0	(1)	(1)	(1)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(2)	43	11	9	15

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,901	3,101	3,248	3,699	4,434
매출원가	2,487	2,649	2,729	3,081	3,694
매출총이익	414	451	520	618	740
판매관리비	129	137	143	159	190
영업이익	286	315	377	459	550
금융수익	71	82	23	4	5
이자수익	4	2	3	4	5
금융비용	58	64	62	17	19
이자비용	15	13	15	17	19
기타영업외손익	(59)	(12)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	239	322	339	446	536
법인세비용	59	53	71	94	113
연결당기순이익	181	268	268	352	423
지배주주지분순이익	181	268	268	352	423
기타포괄이익	(21)	5	0	0	0
총포괄이익	159	273	268	352	423
지배주주지분포괄이익	159	273	268	352	423
EBITDA	381	425	508	617	747

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,852	2,751	2,748	3,616	4,345
BPS	12,022	14,427	16,495	19,431	23,096
DPS	400	680	680	680	680
성장성(%, YoY)					
매출증가율	25.3	6.9	4.8	13.9	19.9
영업이익증가율	77.1	10.3	19.7	21.8	19.9
순이익증가율	62.5	48.5	(0.1)	31.6	20.2
EPS증가율	62.5	48.5	(0.1)	31.6	20.2
EBITDA증가율	52.2	11.6	19.7	21.5	21.0
수익성(%)					
영업이익률	9.8	10.2	11.6	12.4	12.4
순이익률	6.2	8.6	8.2	9.5	9.6
EBITDA Margin	13.1	13.7	15.6	16.7	16.8
ROA	7.5	9.5	8.6	10.3	10.7
ROE	16.4	20.8	17.8	20.1	20.4
배당수익률	0.5	1.0	1.1	1.1	1.1
배당성향	21.6	24.7	24.7	18.8	15.7
안정성					
순차입금(십억원)	423	475	540	605	663
차입금/자본총계비율(%)	38.5	38.7	38.7	36.9	34.4
Valuation(X)					
PER	42.2	24.4	22.8	17.3	14.4
PBR	6.5	4.6	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	21.1	16.5	13.1	10.9	9.1

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국항공우주(047810)	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 4월 26일 현재 한국항공우주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배수자는 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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.