

## 한국항공우주(047810)

## 매수(유지)

목표주가: 77,000원(유지)

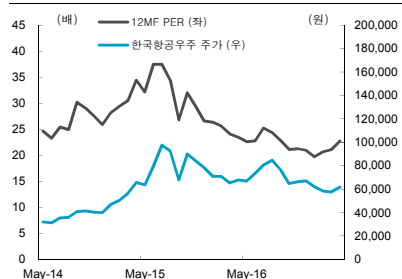
## Stock Data

KOSPI(4/19)	2,138
주가(4/19)	61,700
시가총액(십억원)	6,014
발행주식수(백만)	97
52주 최고/최저가(원)	86,400/54,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	37,520
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.5/24.9
주요주주(%)	한국산업은행 19.0
	국민연금 8.0

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.7	(15.9)	(10.2)
상대주가(%p)	8.0	(20.7)	(16.5)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 이륙을 위해 활주로에 진입

## 매출액은 컨센서스 하회, 이익은 소폭 상회

한국항공우주(이하 KAI)의 1분기 추정 실적은 매출액 7,090억원(-0.2% YoY), 영업이익 795억원(-2.1% YoY), 영업이익률 11.2%이다. 컨센서스(매출액 7,321억원, 영업이익 754억원)대비 매출액은 3% 적으나 영업이익은 5% 많은 것이다. 전년대비 매출액이 증가하지 못하는 이유는 완제기수출 부문의 매출액이 전년대비 줄어들기 때문이다. 그러나 영업이익률은 전년도 11.4%와 비슷할 것이다. 수익성 좋은 기체부품사업부의 매출 비중이 40%까지 커지기 시작한 2016년 이후로는 일회성 요인이 없다면 영업이익률이 11% 이상으로 안정적이었다. 1분기 평균 원달러 환율도 1,154원으로 전년동기의 1,200원대비 다소 하락했지만 큰 의미는 없다. 다만 분기말 환율은 전분기대비 7.2% 하락해 환관련평가 손실 인식으로 추정 세전이익은 368억원이다.

## 완제기수출 수주는 risk이자 기회 요인

올해 들어 주가는 완제기수출 부문의 매출액 감소 우려로 부진했었다. 실제로 2013년 이라크(1.2조원), 2014년 필리핀(0.4조원) 수출 계약 이후에 대규모 수주가 부재했다. 올해 의미 있는 완제기수출 신규수주가 없다면 내년부터는 매출액이 늘어나기 어렵다. 현재 보츠와나, 태국, 페루, 등에서 T-50시리즈(FA-50 포함) 마케팅 활동을 활발하게 펼치고 있는데 이중 일부가 연내 계약으로 이어질 가능성이 높다. 완제기수출을 제외한 나머지 두 개 사업부의 영업/실적 상황은 양호하다. 국내방산 사업부는 수리온 체계결빙 관련 일회성 이슈들이 사라졌고, 기체부품 사업부는 안정적으로 수주 활동을 이어가고 있다. 즉 줄어 들고 있는 완제기수출 수주잔고(16년 0.8조원, 17년 추정 매출 0.77조원)는 현재 risk 요인이지만 동시에 상반기 수주에 성공한다면 강한 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것이다.

## 연말로 갈수록 APT 기대감 반영할 것

하반기로 갈수록 미국 훈련기 교체사업인 APT 프로젝트(미국 공군 훈련기 교체사업, 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. 3월에 본입찰에 참여했으며 최종 결과가 연말에 나올 것이다. 업체 선정에는 기체성능/가격/정치 상황 등 고려요소가 많지만 KAI(록히드마틴과 컨소시엄)가 보잉(스웨덴 사브와 컨소시엄)과 더불어 가장 유력한 후보인 점은 확실하다. 상반기 완제기수출 수주에 성공한다면 편안한 주가 상승이 예상되나 그렇지 못하더라도 연말로 갈수록 APT 수주 기대감만으로도 안정된 주가 흐름을 보일 것이다. 투자 의견 매수와 목표주가 77,000원(12MF PER 24배)을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	2,901	286	181	1,852	62.5	381	42.2	21.1	6.5	16.4	0.5
2016A	3,101	315	268	2,751	48.5	425	24.4	16.5	4.6	20.8	1.0
2017F	3,246	362	261	2,682	(2.5)	493	22.5	13.0	3.7	17.4	1.1
2018F	3,736	448	344	3,529	31.6	607	17.1	10.7	3.1	19.8	1.1
2019F	4,472	537	413	4,235	20.0	734	14.2	8.9	2.6	20.1	1.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

조철희 3276-6189  
chulhee.cho@truefriend.com정초혜 3276-6233  
chohye.jeong@truefriend.com

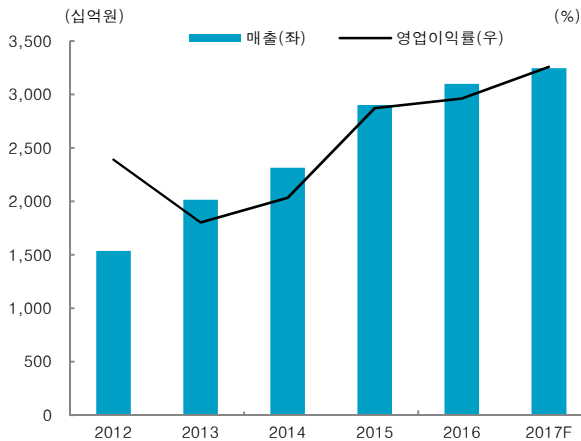
〈표 1〉 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>711</b>	<b>801</b>	<b>801</b>	<b>787</b>	<b>709</b>	<b>838</b>	<b>788</b>	<b>911</b>	<b>2,315</b>	<b>2,901</b>	<b>3,101</b>	<b>3,246</b>	<b>3,736</b>
군수사업	284	323	266	436	286	327	269	432	1,216	1,102	1,308	1,315	1,512
완제기수출	143	174	248	81	136	201	223	203	325	812	646	762	877
기체부품	284	304	288	270	287	310	296	276	774	986	1,147	1,170	1,348
<b>영업이익</b>	<b>81</b>	<b>95</b>	<b>94</b>	<b>45</b>	<b>79</b>	<b>95</b>	<b>93</b>	<b>94</b>	<b>161</b>	<b>286</b>	<b>315</b>	<b>362</b>	<b>448</b>
영업이익률	11.4	11.9	11.7	5.7	11.2	11.4	11.9	10.4	7.0	9.8	10.2	11.2	12.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>75</b>	<b>68</b>	<b>46</b>	<b>78</b>	<b>29</b>	<b>89</b>	<b>71</b>	<b>72</b>	<b>111</b>	<b>181</b>	<b>268</b>	<b>261</b>	<b>344</b>
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

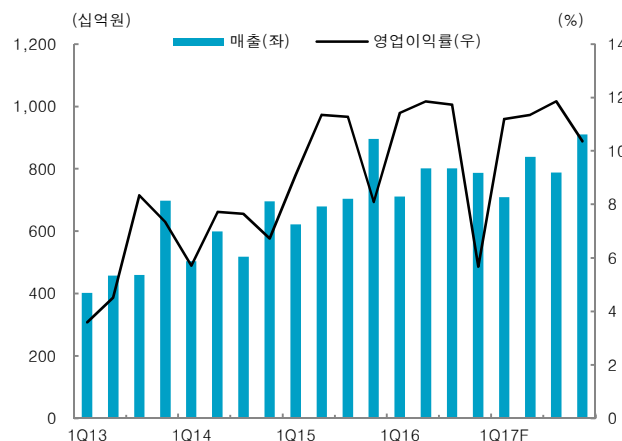
자료: 한국투자증권

[그림 1] 매출액과 이익이 동시에 늘어나는 중



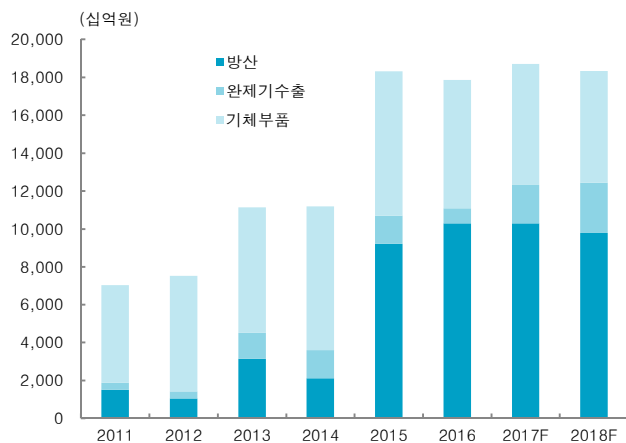
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 2] 일화성 없다면 10% 이상의 안정적인 분기 영업이익률



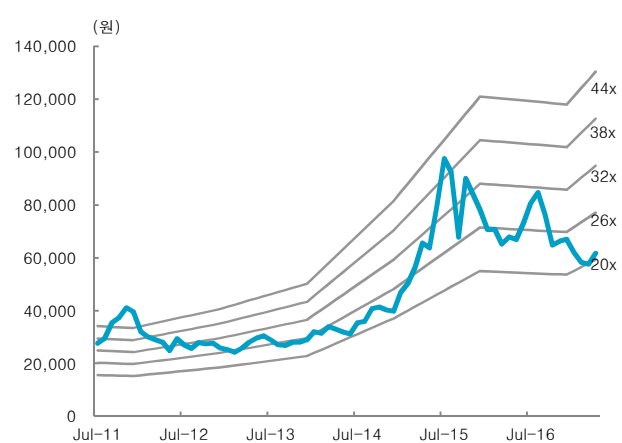
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[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 2〉 2017년 실적 가이드스 내역

(단위: 십억원, %)

	2016	2016	2016	2017F	2017F
	가이드스	실제	달성률	가이드스	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 일회성 비용(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〉 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 5〉 수주 가이드스 상세 내역

(단위: 십억원)

구분	수주 가이드스	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	2,127	2,261	2,729
현금성자산	11	54	65	75	89
매출채권및기타채권	1,098	1,205	1,299	1,308	1,565
재고자산	467	506	584	710	894
비유동자산	914	969	1,149	1,355	1,629
투자자산	37	39	41	47	56
유형자산	507	522	630	738	846
무형자산	235	246	308	374	492
자산총계	2,712	2,933	3,276	3,616	4,357
유동부채	868	932	1,062	1,067	1,377
매입채무및기타채무	647	502	552	560	671
단기차입금및단기사채	102	0	59	117	175
유동성장기부채	23	300	317	334	351
비유동부채	672	595	613	670	755
사채	200	199	199	199	199
장기차입금및금융부채	126	46	47	49	51
부채총계	1,540	1,527	1,675	1,736	2,132
지배주주지분	1,172	1,406	1,601	1,879	2,226
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	550	784	979	1,257	1,603
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,172	1,406	1,601	1,879	2,226

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	60	145	304	337	437
당기순이익	181	268	261	344	413
유형자산감가상각비	54	62	70	85	101
무형자산상각비	40	47	61	73	97
자산부채변동	(334)	(318)	(103)	(214)	(247)
기타	119	86	15	49	73
투자활동현금흐름	(123)	(159)	(303)	(338)	(433)
유형자산투자	(65)	(82)	(179)	(194)	(210)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	1	0	(2)	(6)	(9)
무형자산순증	(74)	(100)	(123)	(139)	(215)
기타	15	22	0	0	0
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	10	15

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

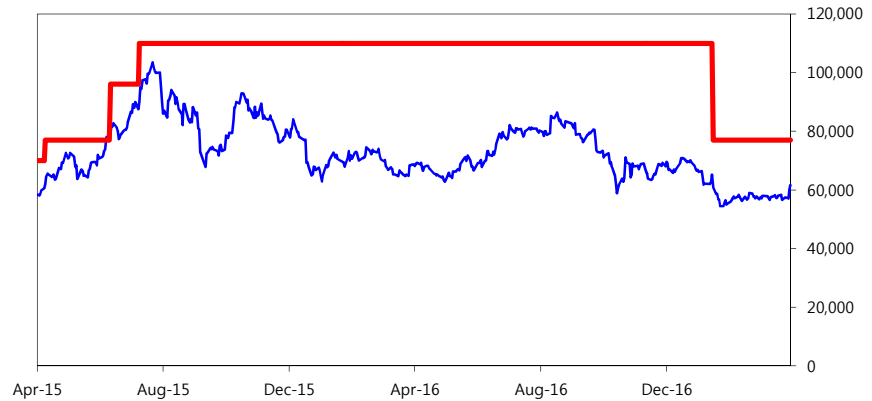
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,901	3,101	3,246	3,736	4,472
매출원가	2,487	2,649	2,741	3,129	3,745
매출총이익	414	451	505	607	727
판매관리비	129	137	143	159	190
영업이익	286	315	362	448	537
금융수익	71	82	23	4	5
이자수익	4	2	3	4	5
금융비용	58	64	55	17	19
이자비용	15	13	15	17	19
기타영업외손익	(59)	(12)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	239	322	331	436	523
법인세비용	59	53	70	92	110
연결당기순이익	181	268	261	344	413
지배주주지분순이익	181	268	261	344	413
기타포괄이익	(21)	5	0	0	0
총포괄이익	159	273	261	344	413
지배주주지분포괄이익	159	273	261	344	413
EBITDA	381	425	493	607	734

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,852	2,751	2,682	3,529	4,235
BPS	12,022	14,427	16,429	19,278	22,833
DPS	400	680	680	680	680
성장성(%, YoY)					
매출증가율	25.3	6.9	4.7	15.1	19.7
영업이익증가율	77.1	10.3	15.1	23.7	19.7
순이익증가율	62.5	48.5	(2.5)	31.6	20.0
EPS증가율	62.5	48.5	(2.5)	31.6	20.0
EBITDA증가율	52.2	11.6	16.2	23.1	20.8
수익성(%)					
영업이익률	9.8	10.2	11.2	12.0	12.0
순이익률	6.2	8.6	8.1	9.2	9.2
EBITDA Margin	13.1	13.7	15.2	16.3	16.4
ROA	7.5	9.5	8.4	10.0	10.4
ROE	16.4	20.8	17.4	19.8	20.1
배당수익률	0.5	1.0	1.1	1.1	1.1
배당성향	21.6	24.7	25.4	19.3	16.1
안정성					
순차입금(십억원)	423	475	540	604	662
차입금/자본총계비율(%)	38.5	38.7	38.8	37.2	34.8
Valuation(X)					
PER	42.2	24.4	22.5	17.1	14.2
PBR	6.5	4.6	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	21.1	16.5	13.0	10.7	8.9

## 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 19일 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 (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.