

한국항공우주

HOLD(유지)

047810 기업분석 | 기계

목표주가(유지)	45,000원	현재주가(09/10)	44,850원	Up/Downside	+0.3%
----------	---------	-------------	---------	-------------	-------

2018. 09. 11

APT사업 확인 후 접근

News

9월 4째주에 APT사업의 승자가 록히드마틴-한국항공우주 vs. 보잉-사브 중에서 결정 유력: 외신에 따르면 한국항공우주가 참여 중인 미국 고등훈련기 교체사업(APT사업)의 입찰 결과가 미국 공군 협회의 연례행사가 끝난 뒤인 9월 24일 주에 발표할 가능성이 높은 것으로 소개되었다.

Comment

검증된 기술력과 성능은 T-50A가 우세하나 BTX-1은 미 공군 요구에 맞춘 신규 개발 모델: 한국 항공우주의 T-50 계열 기종은 160기 이상 이미 배치되어 안정성과 높은 성능을 입증하였다. 보잉의 BTX-1은 이번 APT사업을 위해 최적화 된 신규 개발 모델이고 록히드마틴의 미군 전술기 시장 내 독점을 막겠다는 유리한 명분이 있다. 매력적인 가격 제시와 미국 정부의 이해관계까지 고려사항이다. 현시점에서는 어느 한쪽이 절대적인 우위를 점하고 있다고 단정하기 어려운 상황이다.

Action

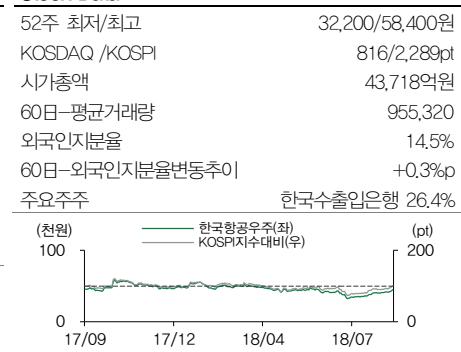
현시점부터는 추격 매수보다는 선정 결과를 확인하고 접근을 권고: 한국항공우주의 주가가 1개월 전 대비 절대 및 상대 상승률로 각각 22.9%와 22.6% 상승을 보였다. 마린온 사고는 해외업체로부터 수입한 로터 마스트에 결함으로 잠정 결론이 나면서 우려감이 완화되었다. 우리나라 국방비 편성에서 19년도 정부안 중에서 항공기 관련 방위력개선비가 18년 예산대비 47.6% 증대된 점도 긍정적이다. 더욱이 APT사업의업체 선정이 9월 중에 있을 전망인 점이 기대감을 불러일으키며 동사의 주가 상승에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 다만, 단기간 내 추가적인 기업가치 개선을 위해서는 APT 사업자로 록히드마틴-항공항공우주 컨소시엄이 확정되고, APT사업이 수익성을 크게 훼손시키지 않는다는 이해도 필요한 것으로 판단한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 백 %)

FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,946	2,072	2,846	3,000	3,850
(증가율)	-3.1	-29.7	37.3	5.4	28.3
영업이익	320	-209	166	232	315
(증가율)	-15.7	적전	흑전	39.9	35.9
순이익	265	-235	115	150	216
EPS	2,717	-2,413	1,177	1,536	2,212
PER (H/L)	32.3/20.9	NA/NA	36.9	28.2	19.6
PBR (H/L)	5.9/3.8	6.1/3.1	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA (H/L)	21.0/14.6	NA/NA	19.1	14.8	11.6
영업이익률	10.9	-10.1	5.8	7.7	8.2
ROE	19.9	-18.2	9.6	11.3	14.3

Stock Data



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	22.9	-3.3	-2.7
상대기준	22.6	3.5	-0.4

항공항공우주가 APT사업자로 선정되면 추가 기업가치 상승 가능

2018년 9월 24일 주에 미 공군 고등훈련기 업체 선정 결과 발표 전망

외신에 따르면 한국항공우주가 참여 중인 미국 고등훈련기 교체사업(APT사업)의 입찰 결과가 미국 공군협회의 연례행사가 끝난 뒤인 9월 24일 주에 발표할 가능성이 높은 것으로 소개되었다. 컨소시엄으로 록히드마틴-한국항공우주 혹은 보잉-사브 중에서 결정이 유력하다. 미국 고등훈련기 교체사업은 미국 공군이 운용하는 노후한 훈련기를 새 훈련기로 바꾸는 사업으로 초기 물량만 350대, 약 17조 원에 이르는 초대형 사업이다.

도표 1. 록히드마틴-한국항공우주와 보잉-사브 컨소시엄의 장·단점 요약

구분	록히드마틴-한국항공우주(KAI)	보잉-사브
입찰기종	T-50A (T-X2)	BTX-1 (Boeing N-381)
장점	<ul style="list-style-type: none"> - 10년 이상 운용된 T-50의 안정성 입증 - 전세계에 계열 기종 160기 이상 이미 배치로 개발 비용이나 시간 등 위험요소 적음 - 5세대 전투기인 F-35와 F-22로 쉽게 기종전환이 가능하도록 만들어짐 - 개발 단계부터 초음속 비행 능력을 갖추는 등 경쟁기종 중 가장 성능 우수 - 가상훈련, 개방형 시스템구조, 공중급유, 5세대 조종석 등을 갖춘 - 안정적으로 운용중인 검증된 운영비(T-50 시간당 약 2,500~3,000달러) - SC주 그린빌 록히드마틴 T-50A 조립공장이 트럼프 지지 지역으로 공장위치 유리 	<ul style="list-style-type: none"> - 미공군 요구도에 최적화 된 신규 개발 - 3D 프린팅과 복합소재를 대량으로 사용하여 제작비용을 크게 낮춤 - 가장 현대적인 모형 - 하드마틴의 미군 전술기 시장 독점을 막는 유리한 명분 - 90%가 미국산 제품으로 미국 내 34개주에서 17,000명 고용 창출 효과 - 보잉이 이런 항공사들로부터 주문받은 여객기 130대(총220억달러+) - 납품이 경제체제로 중단
단점	<ul style="list-style-type: none"> - 최초 설계된지 20년에 가까운 기술 - 미국 무기획득 관련법에 따라 구입 가격의 최소 50%는 미국산 부품 등 미국 내 부가가치 가져야 함 - 그린빌 공장에서 200명 이상의 직원을 고용해 조립 	<ul style="list-style-type: none"> - 70억불 규모의 미군 사업 첫단계로 해군이 MQ-25A 드론 8억불 수주 - 안정성과 운용성 부분에서는 아직 검증 불가 - 한국 방위사업청이 지난 6월25일 해상초계기로 보잉 P-8A 6대 도입 결정

자료: 국내외 언론, DB금융투자

한국항공우주의 T-50 계열 기종은 160기 이상 이미 배치되어 안정성과 높은 성능을 입증하였다. 보잉의 BTX-1은 이번 APT사업을 위해 최적화 된 신규 개발 모델이고 록히드마틴의 미군 전술기 시장 내 독점을 막겠다는 유리한 명분이 있다. 매력적인 가격 제시와 미국 정부의 이해관계까지 고려사항이다. 현시점에서는 어느 한쪽이 절대적인 우위를 점하고 있다고 단정하기 어려운 상황이다.

도표 2. 한국항공우주의 T-50A



자료: 국내외 언론, DB금융투자

도표 3. 보잉의 N-381



자료: 국내외 언론, DB금융투자

도표 4. T-50A와 BTX-1 제원 비교

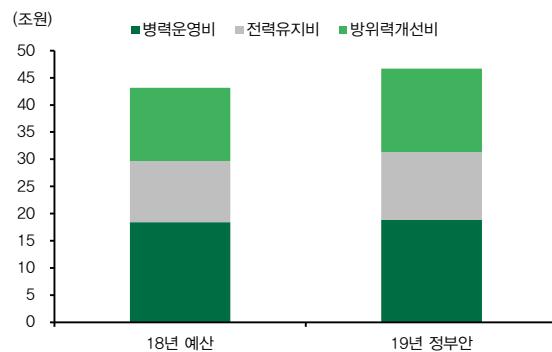
구분	T-50A	BTX-1
제조사	카이, 록히드마틴	보잉, 사브
승무원	2 명	2 명
길이	13.14 m	14.15m
높이	4.94m	4m
폭	9.45 m	10m
자체중량	14,228 lb (6,454 kg)	3,250kg(militaryfactory.com 제시)
엔진	1× F404-GE-102 후연 터보팬	1× F404 터보팬
최대추력	11,933 lbf (53.1 kN)	22,000lb (76.5kN)
최대속도	마하 1.5 이상	마하 1.05이상
기본항속거리	1,000 nm (1,852 km)	1,840km
실용상승한도	48,500피트 (14,800 m)	15,240m
재연소시추력	17700 lbf (78.7 kN)	
최대이륙중량	30,000 lb (13,500 kg)	
전투행동반경	444 km 센터연료탱크, 2 x AIM-9, 2 x AGM-65	
전비중량	19,621 lb (8,900 kg)	
상승률	35,600 ft/min (201 m/s)	

자료: 국내외 언론, DB금융투자

현시점부터는 추격 매수보다는 선정 결과를 확인하고 접근을 권고

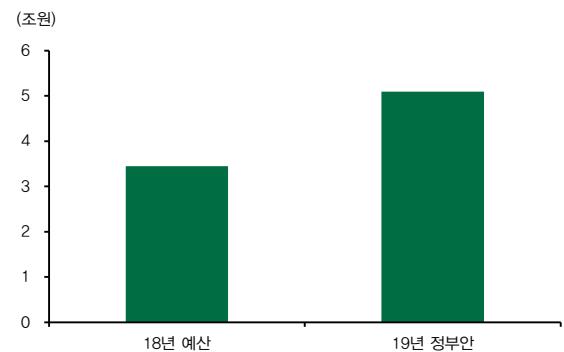
한국항공우주의 주가가 1개월 전 대비 절대 및 상대 상승률로 각각 22.9%와 22.6% 상승을 보였다. 마린온 사고는 해외업체로부터 수입한 로터 마스트에 결함으로 잠정 결론이 나면서 우려감이 완화되었다. 우리나라 국방비 편성에서 19년도 정부안 중에서 항공기 관련 방위력개선비가 18년 예산대비 47.6% 증대된 점도 긍정적이다. 더욱이 APT사업의 업체 선정이 9월 중에 있을 전망인 점이 기대감을 불러일으키며 동사의 주가 상승에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 다만, 단기간 내 추가적인 기업가치 개선을 위해서는 APT사업자로 록히드마틴-항공항공우주 컨소시엄이 확정되고, APT사업이 수익성을 크게 훼손시키지 않는다는 이해도 필요한 것으로 판단한다.

도표 5. 국방예산 전년대비 8.2% 증기한 46.7조원



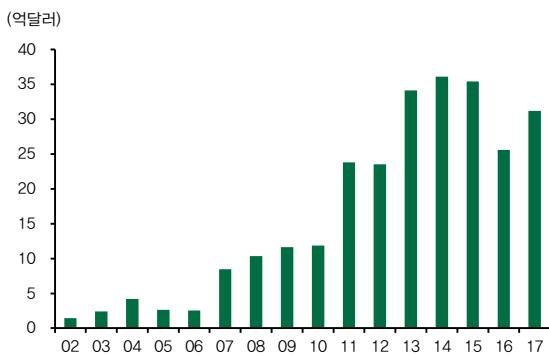
자료: 국방부, DB 금융투자

도표 6. 방위력개선비 내 항공기 예산규모



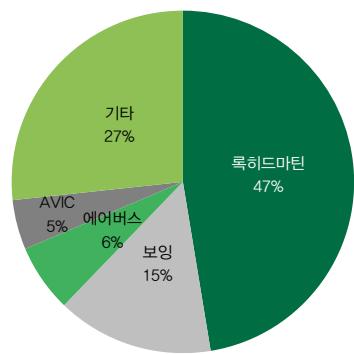
자료: 국방부, DB 금융투자

도표 7. 대한민국 무기 수출 현황



자료: 국내 언론, DB금융투자

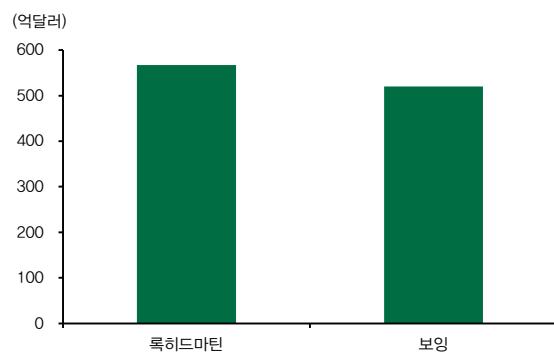
도표 8. 업체별 군용기 시장 점유율 전망(2018~2032)



자료: Forecast International, DB금융투자

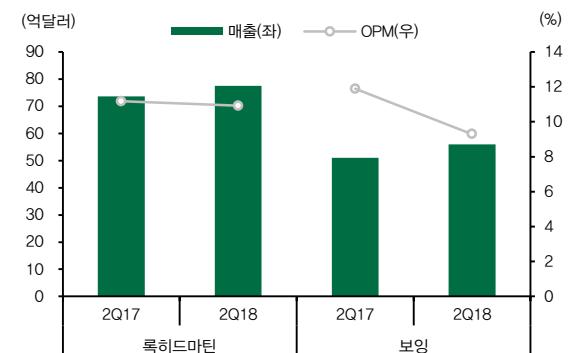
방위산업 시장 전문 예측기관인 Forecast International은 2018년부터 2032년까지 8063대의 군용기가 생산될 것이며, 금액으로는 약 5468억달러 규모가 될 것이라고 전망하였다. 기종별로 전투기가 54%, 훈련기가 25%, 수송기가 13%, 기타 특수 목적기가 8%를 차지할 것으로 예상하였다. 업체별로는 롱히드마틴이 군용기 시장의 47%를 점유하면서 주도할 것으로 전망하였다. 그 배경으로 롱히드마틴이 생산하는 F-35는 향후 10년간 약 1466대가 생산돼 전체 전투기 시장의 45%를 점유할 것으로 봤는데, 미국뿐만 아니라 미국의 우방국을 중심으로 관심이 높아지고 있기 때문이다. 하지만 F-35의 경우 최근 약 900여개의 결함이 발견됐다고 미국 의회 소속 회계감사원이 밝히면서 변수요인도 존재하는 상황이다. 전세계 군용기 시장은 롱히드마틴 다음으로 보잉이 15%, 에어버스가 6%, AVIC이 5%를 점유할 것으로 내다 보았다. 만약 F-35가 결함 요인 등으로 생산을 크게 늘리지 못해 적기 인도에 대한 불확실성이 커지고, 구입가격도 높다 보니 보잉의 F-15, F/A-18 등에 대한 수요도 점진적으로 늘어나고 있다.

도표 9. 롱히드마틴(항공/우주)과 보잉(방산/우주/보안) 잔고



자료: 각사 발표 자료, DB금융투자

도표 10. 롱히드마틴(항공/우주) 보잉(방산/우주/보안) 실적



자료: 각사 발표 자료, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,024	1,975	1,985	2,159	2,468
현금및현금성자산	54	227	127	189	245
매출채권및기타채권	1,123	822	311	692	776
재고자산	506	464	949	698	895
비유동자산	957	1,192	1,204	1,191	1,178
유형자산	522	547	556	567	577
무형자산	246	360	334	310	288
투자자산	39	43	42	42	42
자산총계	2,981	3,166	3,189	3,350	3,646
유동부채	940	1,208	969	1,030	1,110
매입채무및기타채무	510	617	287	388	478
단기차입금및기타채	0	454	244	224	214
유동성장기부채	300	16	16	16	16
비유동부채	595	818	965	915	915
사채및장기차입금	245	429	489	439	439
부채총계	1,535	2,026	1,934	1,945	2,025
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	823	517	632	782	997
비기여주자분	0	0	0	0	0
자본총계	1,446	1,140	1,255	1,405	1,620

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	145	105	157	224	154
당기순이익	265	-235	115	150	216
현금유동이 없는 비용 및 수익	271	396	131	152	180
유형 및 무형자산상각비	104	84	88	86	85
영업관련자산부채변동	-301	23	-53	-31	-163
매출채권및기타채권의감소	17	-43	511	-381	-84
재고자산의감소	-37	41	-484	251	-198
매입채무및기타채무의증가	-154	24	-329	101	90
투자활동현금흐름	-159	-216	-79	-68	-66
CAPEX	-82	-79	-68	-70	-70
투자자산의순증	-1	-4	1	0	0
재무활동현금흐름	56	287	-177	-94	-32
사채 및 차입금의 증가	94	355	-150	-70	-10
자본금 및 차입금의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-39	-66	0	0	0
기타현금흐름	0	-2	0	0	0
현금의증가	43	174	-100	62	55
기초현금	11	54	227	127	189
기말현금	54	227	127	189	245

자료: 한국항공우주, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,946	2,072	2,846	3,000	3,850
매출원가	2,490	2,097	2,511	2,590	3,310
매출총이익	457	-25	335	411	540
판관비	137	184	169	179	225
영업이익	320	-209	166	232	315
EBITDA	424	-125	254	318	400
영업외손익	-3	-112	-14	-34	-19
금융순익	9	-89	-7	-25	-10
투자순익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-12	-23	-7	-9	-9
세전이익	317	-320	151	197	295
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	265	-235	115	150	216
자비주주지분순이익	265	-235	115	150	216
비자비주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	270	-239	115	150	216
증감률(%YoY)					
매출액	-3.1	-29.7	37.3	5.4	28.3
영업이익	-15.7	적전	흑전	39.9	35.9
EPS	2.2	적전	흑전	30.5	44.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,717	-2,413	1,177	1,536	2,212
BPS	14,830	11,699	12,876	14,413	16,625
DPS	680	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	24.7	NA	36.9	28.2	19.6
P/B	4.5	4.1	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	16.5	NA	19.1	14.8	11.6
수익성(%)					
영업이익률	10.9	-10.1	5.8	7.7	8.2
EBITDA마진	14.4	-6.0	8.9	10.6	10.4
순이익률	9.0	-11.3	4.0	5.0	5.6
ROE	19.9	-18.2	9.6	11.3	14.3
ROA	9.1	-7.7	3.6	4.6	6.2
ROIC	13.7	-7.7	6.4	8.6	10.8
안정성 및 기타					
부채비율(%)	106.2	177.6	154.1	138.5	125.0
이자보상배율(배)	23.8	-8.7	6.1	9.8	14.1
배당성향(배)	25.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%), 중립(22.3%), 매도(0.7%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
16/01/29	Buy	100,000	-28.5 / -13.6				
17/01/29	1년경과	36.7	-34.7				
17/02/03	Buy	85,000	-30.0 / -23.4				
17/07/17	Hold	62,000	-23.0 / -5.8				
17/11/15	Hold	48,000	-1.7 / 15.4				
18/07/18	Hold	45,000	- / -				

MEMO





Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com



자산전략팀

담당	애널리스트	02)369- @db-fi.com	
신용분석	박정호 팀장	3337	cheongho

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realsize84
RA	박성재 연구원	3321	psj1127

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국/신흥국	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 선임연구원	3709	thseol
RA	강대승 연구원	3437	bigwin92



산업분석1팀

은행/보험	이병건 팀장	3381	pyrrhon72
-------	--------	------	-----------

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구원	3367	uhno
화학/정유/유탈리티	한승재 선임연구원	3921	sjhan
RA	정재현 연구원	3429	kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
엔터/리테일/게임	권윤구 수석연구원	3457	ygkwon84
생활용품/의류	박현진 선임연구원	3477	hjpark
Mid-small caps	구성진 선임연구원	3428	goo



산업분석2팀

IT총괄	권성률 팀장	3724	srkwon
------	--------	------	--------

ICT자동차파트

자동차/운송	김평모 수석연구원	3053	pmkim
IT mid-small caps	권 훌 선임연구원	3713	hmkwon86
통신서비스/미디어	신은정 연구원	3458	ej.shin
RA	권세라 연구원	3352	serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
RA	김승우 연구원	3423	seungwoo4268



본사

분사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼월빌딩 3층)
DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
목동 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
안구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)
을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 종구 남대문로 113 (DE다동빌딩 3층)
잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (흥국생명빌딩 4층)
진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 정현천로 20 (광장빌딩 3층)
화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 충렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트립프스퀘어 2층)
양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BVC빌딩 204호)
창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)
범어 053) 745-4900 대구광역시 수성구 달구벌대로 2348 (수협빌딩 2층)
포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

광주 · 전라지역

광주 062) 225-6900 광주광역시 남구 봉선로 164 (비아로미삼한빌딩 4층)
전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬센터 2층)

강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 올곡로 2845 (성호빌딩 3층)
원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)