

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

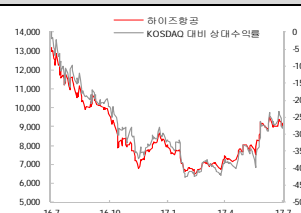
Company Data

자본금	88 억원
발행주식수	1,770 만주
자사주	107 만주
액면가	500 원
시가총액	1,623 억원
주요주주	
하상현(외6)	41.31%
엘비인베스트먼트(외1)	9.38%
외국인지분률	2.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/07/21)	9,270 원
KOSDAQ	676.60 pt
52주 Beta	1.12
52주 최고가	13,050 원
52주 최저가	6,460 원
60일 평균 거래대금	7 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.9%	-0.2%
6개월	15.6%	6.3%
12개월	-30.5%	-27.6%

하이즈항공 (221840/KQ | 매수(신규편입) | T.P 13,000 원(신규편입))

장기성장의 초기 국면

중국을 중심으로 한 거래처 다변화를 통해 성장의 걸음은 이제 막 시작되었다. 일시적으로 악화되었던 수익성도 정상궤도에 진입하였다. 민항기 부품만 취급한다는 점에서 최근 불거지고 있는 국내 방산분야의 리스크에도 자유롭다는 판단이다. 투자이건 매수, 목표주가 13,000 원을 제시하고 신규편입한다.

성장의 시기 도래

성장의 시기가 도래하고 있다. 그 중심에는 중국이 있다. 중국 고객 비중확대에 힘입어 실적성장세가 가속화될 것이다. 2017 년 매출성장율 19%, 2018 년에는 37%에 달하고 2020 년에는 매출액이 1 천억원을 돌파할 것으로 예상된다. 현재 13%에 불과한 중국향 매출비중이 2020 년에는 40%를 상회할 전망이다. 주요 고객사는 COMAC 과 BTC 이다. 초기 단계에 있는 일본업체의 비중도 확대될 것이다. 아웃소싱 확대에 따른 수혜로 일본업체의 매출비중도 2020 년에는 20%에 육박할 것으로 전망된다. 반면에 현재 80%에 달하는 KAI 의 비중은 24%까지 낮아지면서 매출처 다변화와 성장의 두 측면을 모두 만족시킬 것으로 예상된다.

2017 년은 턴어라운드의 원년

2017 년이 턴어라운드의 원년이 될 것이다. 지난해 적자에서 탈피하여 금년에는 흑자전환에 성공하고 내년에는 이익증가폭이 확대될 것이다. 2016 년에 적자로 전환된 것은 향후 매출증가를 감안한 대규모 인력채용과 신공장 가동에 따른 감가상각비 증가에 기인한다. 이미 1 분기부터 영업이익이 흑자로 돌아섰고 2 분기에는 순이익마저 흑자로 전환될 전망이다. 하반기 이후 신규수주가 본격화되면서 2018 년에는 매출액 537 억원으로 금년대비 37% 증가하고 영업이익 65 억원, 영업이익률은 12.1%까지 높아질 전망이다. 투자이건 매수, 목표주가 13,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 국내외 동종 기업들의 평균 PBR 3.0 배를 적용하여 산출하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	313	308	329	390	537	735
yoy	%	4.6	-1.7	6.8	18.8	37.6	36.9
영업이익	억원	50	46	-16	21	65	93
yoy	%	122.0	-9.0	적전	흑전	203.6	44.2
EBITDA	억원	67	67	17	59	104	134
세전이익	억원	39	37	-17	17	61	89
순이익(지배주주)	억원	31	34	-33	15	51	76
영업이익률%	%	16.0	14.8	-4.9	5.5	12.1	12.7
EBITDA%	%	21.4	21.8	5.1	15.2	19.4	18.2
순이익률	%	9.9	11.2	-9.9	3.8	9.6	10.3
EPS	원	233	239	-185	83	290	427
PER	배	0.0	66.0	N/A	110.5	31.6	21.5
PBR	배	0.0	3.3	1.9	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	배	0.0	36.8	89.0	28.9	16.3	12.4
ROE	%	38.1	7.4	-4.1	2.0	6.6	9.0
순차입금	억원	235	-313	-4	54	38	-8
부채비율	%	397.8	51.0	68.4	79.0	79.5	75.6

성장의 시기 도래, 중국이 주도한다

중국이 이끄는 고성장, 현재 13%에 불과한 중국비중이 40%를 상회하면서 2020년 매출 1천억원 돌파 예상

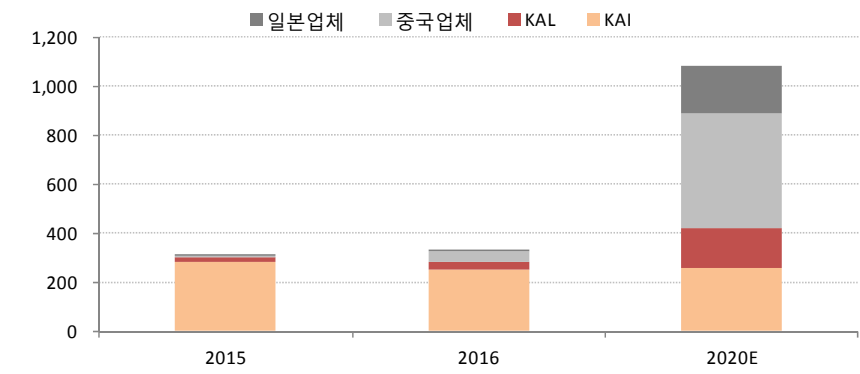
글로벌 여객기 업체의 신흥강자로 부각중인 COMAC

성장의 시기가 도래하고 있다. 그 중심에는 중국이 있다. 중국 고객 비중확대에 힘입어 실적성장세가 가속화될 것이다. 2017년 매출성장을 19%, 2018년에는 37%에 달하고 2020년에는 매출액이 1천억원을 돌파할 것으로 예상된다. 현재 13%에 불과한 중국향 매출비중이 2020년에는 40%를 상회할 전망이다. 주요 고객사는 COMAC과 BTC이다. 초기 단계에 있는 일본업체의 비중도 확대될 것이다. 아웃소싱 확대에 따른 수혜로 일본업체의 매출비중도 2020년에는 20%에 육박할 것으로 전망된다. 반면에 현재 80%에 달하는 KAI의 비중은 24%까지 낮아지면서 매출처 다변화와 성장의 두 측면을 모두 만족시킬 것으로 예상된다.

COMAC(Commercial Aircraft Corporation of China)은 중국 상용항공기 제조업체로 상하이 항공공업, 청두 항공공업 등 5개의 군용기 제작사들이 2008년에 설립한 합작회사이다. 이미 90인승 여객기인 ARJ21을 개발하여 지난해부터 청두~상하이 노선에 투입하였다. 최근에는 B737, A320의 경쟁기종인 C919의 시험비행에 성공하면서 글로벌 여객기 업계의 신흥강자로 부각되고 있다.

매출처 다각화로 성장 본격화(매출추이)

(단위: 억원)



자료: 하이즈항공, SK 증권 추정

ARJ21



자료: 언론자료

C919



자료: 언론자료

**COMAC의 자회사인 SAMC 향
수주 증가 예상, 초도 물량에서
이제는 양산물량이 나올 시기**

동사는 COMAC 의 자회사인 SAMC(Shanghai Aircraft Manufacturing Co.)로부터 2016 년 1 월에 B737 부품 69 억원의 공급계약을 체결한바 있다. 초도 물량의 성공적인 납품으로 이제는 양산물량이 나올 시기가 도래했다. 초도물량에 비해 최소 5 배 이상의 수주물량 증가가 있을 것으로 전망된다. 또한 단순 부품에서 부분품으로, 다시 턴키의 형태로 확대되는 것도 주목해야 한다. 중국의 항공기 구매증가에 따른 바이어물량 확대 (무기거래시의 절충교역과 같은 의미)로 SAMC는 보잉향 수주물량이 크게 증가한 상황이다. SAMC 의 수주물량이 증가하면서 자연스레 아웃소싱도 확대되고 있다. 이에 따른 직접적인 손해가 예상되는 부분이다.

**장기적으로 COMAC의 자체 제작
항공기인 C919의 부품공급도
가능성 있음**

장기적으로 COMAC 의 자체 상용항공기 제작에도 관심을 기울여야 한다. C919 의 본격적인 양산이 시작되기까지는 몇 년의 시간이 필요할 것이다. 그러나 이미 수주량이 500 대를 넘어설 정도로 잠재 수요는 풍부하다. 현재 SAMC로부터 받고 있는 보잉향 부품공급을 계기로 COMAC 의 자체 항공기 부품도 공급할 수 있는 여지는 충분하다는 판단이다.

**BTC 향 물량도 꾸준히 증가 추세,
납품 기종 및 부품 다양화에 성공**

BTC(Boeing Tianjin Composite, 보잉(지분율 88%)과 AVIC(12%)의 합작회사)향 매출도 꾸준히 증가추세에 있다. 2016 년 4 월 B737 SECTION 12,17 의 부품을 시작으로 B777, B787 의 부품을 추가 수주하면서 기종 및 부품 다양화가 이루어지고 있다. 2016 년 2 분기 이후로 4 건의 초도 공급계약을 체결했으며 이제는 양산물량으로의 전환을 앞두고 있다.

**수요확대에 대비한 중국
현지법인설립예정**

수요확대에 대비해 중국 현지법인설립도 검토되고 있다. 금년 9 월경 천진 지역에 설립 예정인 현지공장은 상용기 시장에서의 중국 영향력 확대, COMAC 의 자체 민항기 제작, 보잉과 코맥의 합작 공장 설립 등을 고려한 조치로 풀이된다. 늦어도 2020 년까지는 본사 수준의 매출이 발생할 것으로 전망된다.

주요 신규수주 내역(2016 년 이후)

(단위: 억원)

수주일	수주처	수주금액	시작일	종료일	수주내용
2016-01-06	SAMC	69	2016-01-06	2018-06-30	B737부품 총 8품목
2016-04-25	BTC	50	2016-05-01	2021-12-31	B737 SECTION 12, 17의 부품
2016-12-08	BTC	47	2018-12-31	2021-12-31	B737 SECTION 17(수직꼬리날개)의 부품
2017-03-13	BTC	42	2017-03-13	2025-12-31	B737, B777기종 RADOME 부품
2017-06-01	BTC	64	2017-06-01	2024-12-31	B787 Vertical Fin Faring 부품

자료: 하이즈항공

항공기 부품시장에서 중국의 영향력 확대 예상

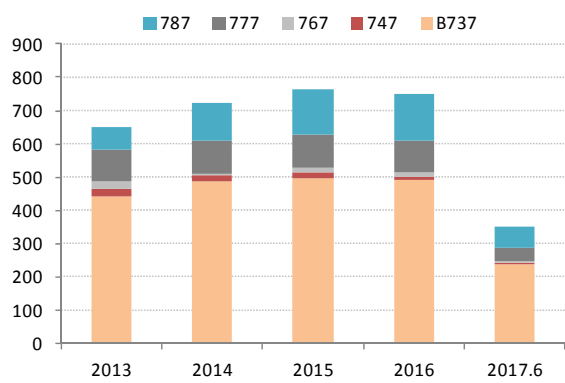
한편 보잉은 2014년 이후로 매년 700대 이상의 비행기를 인도하고 있다. 기종별로는 B737 기종이 압도적인데, 그 비중은 67%에 달한다(2017년 상반기 기준, 그 다음으로 B787 18%, B777 12%). 흥미로운 사실은 중국의 발주 물량이다. 보잉의 총 신규수주에서 중국 업체가 발주한 물량이 8~10%를 차지(2016년에 4%로 일시적으로 낮아지기는 했지만)하고 있다. 금년 상반기에는 17%에 달했다. 항공기 발주물량의 확대는 해당 국가 부품 시장의 성장과 맞물린다는 점에서 중국시장의 중요성은 한층 더 높아질 전망이다.

일본 업체로의 공급확대도 가능 수익성 압박에 따라 아웃소싱 확대 추세

일본 업체로의 공급확대도 매출처 다각화와 외형성장에 기여할 것이다. 지난해에 미쓰비시와 B777, 신메이와와 G7K/8K, 카와사키와 B787 공급계약을 체결하였다. 아직 초도 생산단계라 물량이 크지 않지만 이들 업체들의 수익성 절감을 위한 아웃소싱 확대에 점진적인 수주확대가 예상된다. 보잉과 에어버스와의 경쟁 심화로 일본부품업체들의 수익성 압박도 커지고 있는 만큼 소싱확대는 피할 수 없는 선택일 것이다. 현재 2%에 그치고 있는 일본수출물량이 2020년에는 20%에 이를 것으로 전망된다.

보잉의 항공기 인도 추이

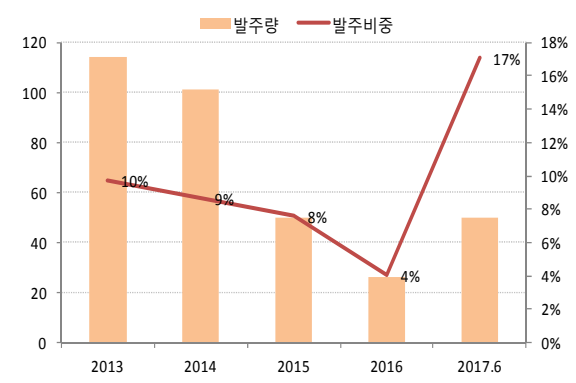
(단위: 대)



자료 : Boeing

보잉 수주 중 중국 발주 비중 및 추이

(단위: 대)



자료 : Boeing

실적 및 밸류에이션

2017 년은 턴어라운드의 원년,
2018 년에는 매출액 37% 증가하고
영업이익률은 12.1%까지 개선될
것으로 전망됨

2017 년이 턴어라운드의 원년이 될 것이다. 지난해 적자에서 탈피하여 금년에는 흑자 전환에 성공하고 내년에는 이익증가폭이 확대될 것이다. 2016 년에 적자로 전환된 것은 향후 매출증가를 감안한 대규모 인력채용과 신공장 가동에 따른 감가상각비 증가에 기 인한다. 이미 1 분기부터 영업이익이 흑자로 돌아섰고 2 분기에는 순이익마저 흑자로 전환될 전망이다. 하반기 이후 신규수주가 본격화되면서 2018 년에는 매출액 537 억원 으로 금년대비 37% 증가하고 영업이익 65 억원, 영업이익률은 12.1%까지 높아질 전망 이다.

실적추이		(단위: 억원)									
사업부		2014	2015	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
조립사업부	매출	247	236	239	57	58	55	60	230	235	240
	매출비중	78.9%	76.6%	72.6%	64.8%	61.1%	56.7%	54.1%	58.8%	43.8%	34.0%
부품사업부	매출	66	72	90	31	37	42	51	161	302	495
	매출비중	21.1%	23.4%	27.4%	35.2%	38.9%	43.3%	45.9%	41.2%	56.2%	70.2%
사업부합계	매출	313	308	329	88	95	97	111	391	537	735
	영업이익	50	46	(16)	2	5	6	8	21	65	93
	영업이익률	16.0%	14.9%	-4.9%	2.3%	5.3%	6.2%	7.2%	5.4%	12.1%	12.7%

자료: SK 증권 추정

투자의견 매수, 목표주가
13,000 원을 제시하고 신규편입

투자의견 매수, 목표주가 13,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 국내외 동종 기업들의 평균 PBR 3.0 배를 적용하여 산출하였다. 중국을 중심으로 한 거래처 다변화 를 통해 성장의 걸음은 이제 막 시작되었다. 일시적으로 악화되었던 수익성도 정상궤도 에 진입하였다. 민항기 부품만 취급한다는 점에서 최근 불거지고 있는 국내 방산분야의 리스크에도 자유롭다는 판단이다.

동종기업 밸류에이션 요약		(단위: 억원, 백만달러)				
구분	년도	한국항공우주	아스트	AVIC	SPIRIT AEROSYSTEMS	
매출액(억원)	2014	23,149	666	4,173	6,799	
	2015	29,010	808	5,479	6,644	
	2016	31,007	879	5,516	6,793	
	2017E	31,892	1,211	5,948	6,875	
	2018E	35,252	1,741	6,679	7,054	
영업이익(억원)	2014	1,613	(30)	317	354	
	2015	2,857	33	431	863	
	2016	3,150	73	404	725	
	2017E	3,335	130	465	871	
	2018E	3,676	210	548	909	

P/E(x)	2014	34.9	-	26.8	11.0
	2015	42.2	128.0	26.6	12.8
	2016	24.4	34.2	25.4	12.8
	2017E	21.6	38.7	19.2	12.7
	2018E	17.9	22.4	16.4	11.9
P/B(x)	2014	3.7	2.3	1.9	3.6
	2015	6.5	5.6	2.2	3.2
	2016	4.6	3.3	2.1	3.7
	2017E	3.1	3.1	1.7	3.2
	2018E	2.8	2.8	1.5	2.8
ROE(%)	2014	11.1	-21.4	7.5	23.1
	2015	16.3	4.9	9.7	42.1
	2016E	20.8	16.7	8.6	23.2
	2017E	19.2	-	9.1	28.1
	2018E	-	23.7	9.9	28.1

자료: Bloomberg

투자의견변경

일시

투자의견

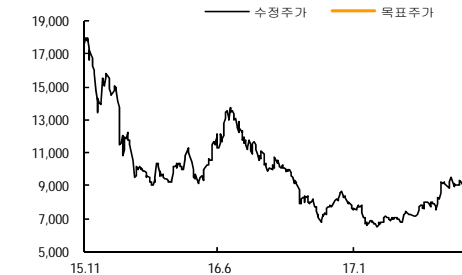
목표주가

2017.07.24

매수

13,000원

(원)



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 24일 기준)

매수	93.59%	중립	6.41%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	718	518	540	615	706
현금및현금성자산	175	27	52	93	139
매출채권및기타채권	21	34	39	54	74
재고자산	20	33	43	59	81
비유동자산	526	756	799	820	831
장기금융자산	2	3	3	3	3
유형자산	487	708	743	760	766
무형자산	29	34	38	41	45
자산총계	1,245	1,275	1,339	1,435	1,537
유동부채	120	145	173	187	213
단기금융부채	81	104	122	117	117
매입채무 및 기타채무	15	19	27	38	51
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	301	372	418	448	449
장기금융부채	281	336	381	411	411
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	421	518	591	635	662
지배주주지분	824	757	748	799	875
자본금	87	88	88	88	88
자본잉여금	632	634	634	634	634
기타자본구성요소	-2	-31	-55	-55	-55
자기주식	-2	-31	-55	-55	-55
이익잉여금	106	66	80	132	207
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	824	757	748	799	875
부채외자본총계	1,245	1,275	1,339	1,435	1,537

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	58	-26	42	80	99
당기순이익(손실)	34	-33	15	51	76
비현금성항목등	39	60	48	53	58
유형자산감가상각비	19	28	32	33	34
무형자산상각비	2	4	6	6	6
기타	7	11	2	-2	-2
운전자본감소(증가)	-4	-36	-18	-15	-21
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2	-15	-5	-15	-20
재고자산감소(증가)	-4	-13	-10	-16	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	7	1	10	14
기타	-4	-16	-4	5	7
법인세납부	-11	-17	-3	-9	-14
투자활동현금흐름	-686	-164	-43	-54	-43
금융자산감소(증가)	-495	83	21	0	0
유형자산감소(증가)	-171	-245	-60	-50	-40
무형자산감소(증가)	-22	-9	-9	-9	-9
기타	2	7	5	6	6
재무활동현금흐름	698	42	29	15	-11
단기금융부채증가(감소)	-54	-28	5	-5	0
장기금융부채증가(감소)	140	106	58	30	0
자본의증가(감소)	634	-27	-24	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-21	-9	-10	-10	-11
현금의 증가(감소)	70	-148	25	41	46
기초현금	104	175	27	52	93
기말현금	175	27	52	93	139
FCF	-137	-280	-20	19	49

자료 : 하이즈항공, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	308	329	390	537	735
매출원가	234	308	332	432	592
매출총이익	74	20	58	105	143
매출총이익률 (%)	23.9	6.2	14.8	19.5	19.5
판매비와관리비	28	36	37	40	50
영업이익	46	-16	21	65	93
영업이익률 (%)	14.8	-4.9	5.5	12.1	12.7
비영업손익	-8	-1	-4	-4	-4
순금융비용	8	2	3	4	4
외환관련손익	0	1	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	37	-17	17	61	89
세전계속사업이익률 (%)	12.2	-5.3	4.4	11.3	12.1
계속사업법인세	3	15	3	9	14
계속사업이익	34	-33	15	51	76
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	34	-33	15	51	76
순이익률 (%)	11.2	-9.9	3.8	9.6	10.3
지배주주	34	-33	15	51	76
지배주주귀속 순이익률(%)	11.16	-9.92	3.76	9.56	10.29
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	31	-40	15	51	76
지배주주	31	-40	15	51	76
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	67	17	59	104	134

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-1.7	6.8	18.8	37.6	36.9
영업이익	-9.0	적전	흑전	203.6	44.2
세전계속사업이익	-4.1	적전	흑전	249.6	47.3
EBITDA	0.1	-75.2	256.5	75.5	28.5
EPS(계속사업)	2.7	적전	흑전	249.6	47.3
수익성 (%)					
ROE	7.4	-4.1	2.0	6.6	9.0
ROA	3.9	-2.6	1.1	3.7	5.1
EBITDA마진	21.8	5.1	15.2	19.4	18.2
안정성 (%)					
유동비율	599.0	356.6	312.0	328.4	331.6
부채비율	51.0	68.4	79.0	79.5	75.6
순차입금/자기자본	-38.0	-0.6	7.2	4.7	-0.9
EBITDA/이자비용(배)	6.5	1.8	6.7	10.3	12.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	239	-185	83	290	427
BPS	4,724	4,278	4,228	4,518	4,945
CFPS	388	1	297	512	655
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	75.0	N/A	114.9	32.9	22.3
PER(최저)	56.4	N/A	77.8	22.3	15.1
PBR(최고)	3.8	3.6	2.3	2.1	1.9
PBR(최저)	2.9	1.6	1.5	1.4	1.3
PCR	40.7	14,625.0	30.8	17.9	14.0
EV/EBITDA(최고)	42.4	164.5	30.0	16.9	12.8
EV/EBITDA(최저)	30.8	73.9	1.5	0.7	0.2