



2017/08/01

한국항공우주(047810)

T-50 태국 2차 수출, 반등의 시그널

■ 태국과 T-50 훈련기 2차 수출 계약 체결

한국항공우주(KAI)는 태국 공군과 7월 29일 태국 공군과 T-50TH 전술입문훈련기 수출 계약 체결. 계약 규모는 2억5949만 달러(한화 2912억원)이며 공급 계약 종료 일은 2022년 5월 29일. 계약 내용은 T-50TH 전술입문훈련기 8대와 지상지원장비 및 수리부속 등에 관한 2차 추가 수출

태국 수출의 연이은 성공 요인은 (1) KAI의 T-50 계열 훈련기가 우수한 성능, 운용 경제성 확보 (2) 태국 공군이 훈련 및 공격기능을 겸비한 다목적 항공기를 요구했는데 T-50 계열 항공기가 가장 부합 (3) 한국-태국間 우호적 관계 조성 때문

■ 태국 항공력 현황과 KAI의 수주 가능성

태국 공군의 신형 전투기 도입과 L-39 훈련기 교체 계획을 감안할 경우 T-50 계열 훈련기의 소요 대수는 최소 12대에서 최대 24대까지 분석. KAI의 T-50계열 수주 가능액은 4억~8억 달러 수준. 30년간 군수지원을 위한 3억 달러 규모의 PBL(성과기반 군수지원, 수리부속 포함) 계약 고려 시 최소 총 7억 달러 상회 전망

■ T-50 개발 과정과 전력화 완료

T-50 고등훈련기는 공군 조종사를 위한 고등훈련 및 전술입문훈련을 목적으로 10여년간 총 2조 1천억원 투입되어 개발. TA-50 전술훈련기는 전술훈련을 목적으로 파생되었고 FA-50 경전투기는 실질적인 전투기 역할을 수행하기 위해 개발. 한국 공군이 2013년부터 FA-50 경전투기의 실전 배치 및 전력화를 개시, 2016년 12월 완료. 대한민국 공군의 전투기 편제 상 저급(Low) 전투기 역할 담당

■ 하반기 항공기 수출에 주목

KAI 투자의견 매수와 목표주가 7만원 유지. 태국의 이번 고등훈련기 8대 재구매는 T-50 계열 항공기의 운용효율성이 뛰어나고 우월한 안정성 방증. T-50 계열 항공기의 경쟁력이 재조명되어 글로벌 표준 고등훈련기로 주목받을 전망. 향후 보츠와나, 폐루, 칠레 신규 수주 뿐만 아니라 인도네시아, 필리핀 재구매 가능성 高, 연말 진행되는 미국의 고등훈련기 도입사업에도 낙찰 가능성을 높여 주는 계기

최근 신규 수주 추세와 향후 대규모로 진행될 항공기 수주는 장기 성장 자양분으로 작용. 향후 실적 변동성이 완화될 것으로 예상. 향후 동사의 각 사업부문의 안정화, 효율성 향상, 대규모 수주에 따라 양호한 현금흐름을 시현할 것으로 전망

항공우주·국방 김익상

(☎ 02-2122-9186) is.kim@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	70,000원
종가(2017/07/31)	51,700원

Stock Indicator

자본금	487십억원
발행주식수	9,748만주
시가총액	5,039십억원
외국인지분율	23.0%
배당금(2016)	680원
EPS(2017E)	1,920원
BPS(2017E)	15,751원
ROE(2017E)	12.7%
52주 주가	47,950~86,400원
60일평균거래량	727,529주
60일평균거래대금	40.9십억원

Price Trend



I. 태국과 T-50 훈련기 2 차 수출 계약 체결

한국항공우주(KAI)는 7월 29일 태국 공군과 T-50TH 전술입문훈련기 수출 계약을 체결했다. 계약 규모는 2억5949만 달러(한화 2912억원, 환율 1122원/\$)이며 공급 계약 종료일은 58개월 후인 2022년 5월 29일이다. 계약 내용은 T-50TH 전술입문훈련기 8대와 지상지원장비 및 수리부속 등에 관한 2차 추가 수출이다. 이번 태국向 T-50 계열 2차 수출은 2011년 인도네시아向 T-50i 16대(4억 달러), 2013년 12월 이라크向 T-50IQ 24대(11.3억 달러), 2014년 3월 필리핀向 T-50PH 12대(4.2억 달러), 2015년 9월 태국 1차 T-50TH 4대(1.1억 달러) 계약을 체결한 후 다섯 번째이다.

<표1> KAI의 T-50 계열 항공기 수출 실적

순서	대륙	대상국	수출기명	대수	사업기간	사업규모(\$억)
1	아시아	인도네시아	T-50i	16	2011.10~2014.04	4.0
2	중동	이라크	T-50IQ	24	2013.12~2017.10	17.4
3	아시아	필리핀	T-50PH	12	2014.05~2017.07	4.2
4	아시아	태국	T-50TH	4	2015.09~2018.03	1.1
5	아시아	태국	T-50TH	8	2017.07~2022.05	2.6
합계				64		29.3

자료 : 한국항공우주, 하이투자증권 리서치센터

태국 수출의 연이은 성공 요인은 (1) KAI의 T-50 계열 훈련기가 중국 L-15, 이탈리아 M-346, 러시아 YAK-130 대비 우수한 성능, 운용 경제성을 확보했기 때문이다. (2) 태국 공군이 훈련 및 공격기능을 겸비한 다목적 항공기를 요구했는데 T-50 계열 항공기가 가장 부합했던 것으로 보인다. (3) 한국 정부의 신뢰성 담보와 한국-태국間 우호적 관계 조성 때문이었던 것으로 분석된다.

<표2> 태국 고등훈련기 1, 2차 도입사업에 입찰에 참여한 기종의 제원, 생산/수출 실적 등 비교

구 분	T/FA-50	L-15	M-346	YAK-130
				
국 가	한국	중국	이탈리아	러시아
별칭	Golden Eagle	鷹鷹 (Falcon)	Master	-
제조회사	KAI	Hongdu	Leonardo S.p.A.	Irkut Corporation
초도비행	2002.08	2006.03	2004.07	1996.04
초도납품	2005.02	2011.02	2015.09	2010.02
파워(kN/lbf)	53/11,925	2 x 2,850	2 x 6,250	24.5/5,512
엔진	1 x GE F404	2 x AI-222K-25F	2 x F124-GA-200	2 x Progress AI-222-25
최대이륙중량(kg)	12,300	9,500	9,500	10,290
최대속도(km/h)	Mach 1.4	Mach 1.4	1,059	1,050
가격(\$million)	T/TA/FA-50 21/25/35	14.6	About 20	15
출하대수	150	3 prototypes	65	85
운용 및 수출 국가	한국(60/12/22), 인도네시아(16), 이라크(24),필리핀(12)	중국(n.a.), 잠비아(6), 베네수엘라(n.a.)	이탈리아(15), 이스라엘(30),싱가폴(12), 폴란드(8)	알제리(16), 방글라데시(16), 벨라루스(4), 러시아(60), 시리아(36)

자료 : KAI社, Hongdu社, Aermacchi社, Yakovlev社, Wikidepia社, 하이투자증권 리서치센터

II. 태국 항공력 현황과 KAI의 수주 가능액

태국의 항공 역사는 100년이 넘는다. 태국은 동남아시아에서 항공력의 맹주인 싱가폴과 함께 주도적인 역할을 담당하고 있다. 태국 항공력의 특징은 각국 다품종 소량 기종으로 구성되어 있으며 상대적으로 수송기와 헬리콥터의 대수가 많다. 전투기와 훈련기의 경우 多국가로부터 도입한 기종이 다양하다. 전투기를 살펴보면 프랑스와 독일의 합작품인 알파젯A, 미국 노스롭社의 F-5E, 제너럴 다이내믹스社 F-16A 그리고 스웨덴 사브社의 그리펜C로 구성되어 있다. 훈련기는 오스트리아 다이아몬드社 DA42, 체코 아에로社 L-39, 스위스 필라투스社 PC-9, 미국 F-5B/F, F-16B 그리고 스웨덴 그리펜D로 다양하다.

태국 정부는 추후 경제적 여건이 허용되는 하에서 최신예 전투기 및 훈련기, 헬기를 지속적으로 도입할 것으로 예상된다. 대부분의 전투기 및 훈련기는 최소 20년에서 최대 40년 전에 양산된 기종들이다. 기존 전투기를 스웨덴 사브社의 그리펜으로 대체하고 F-16A의 경우 성능 업그레이드를 추진하는 것으로 알려졌다. 훈련기의 경우 고등훈련기 중심으로 교체할 것으로 예상된다. 훈련 역할에 그치지 않고 공격 기능까지 가미된 경전투기를 도입하려는 움직임이다. KAI의 FA-50 경전투기, TA-50 전술훈련기의 추가 수주가 예상된다. 태국이 보유하고 있는 수송기 대수는 65대, 헬리콥터 대수는 250대로 예상 외로 상당히 많다. 태국의 지형 상 긴 해안선을 갖고 있고 열대우림이 많기 때문에 적합한 항공기가 필요했기 때문으로 해석된다.

태국 공군이 향후 4세대급 전투기의 신형 구매를 추진할 것으로 보인다. 현재 태국 공군은 생산한 지 최소 30년이 지난 L-39 훈련기 35대를 운용 중인데 교체가 시급한 상황이다. 신형 전투기 도입과 L-39 훈련기 교체 계획을 감안할 경우 T-50 계열 훈련기(고등 훈련기, 전술훈련기)의 소요 대수는 최소 12대에서 최대 24대까지로 분석된다. KAI의 T-50계열 수주 가능액은 4억 ~ 8억 달러 수준이다. 30년간 군수지원을 위한 3억 달러 규모의 PBL(성과기반 군수지원, 수리부속 포함) 계약도 추가적으로 발생될 전망이다.
태국 T-50 계열 항공기 수출 규모는 최소 총 7억 달러를 상회할 것으로 분석된다.

<표3> 태국 공군의 전투기와 훈련기 현황

Type	Active(대수)	Remark(비고)
전투기(Combat aircraft)	合 94	
Alpha Jet A	18	프랑스 Dassault/ 독일 Dornier社, 1978년 양산 獨 경전투기
F-5E	30	미국 노스롭社 Tiger II, 1974년부터 우방국에 전력화된 전투기
F-16A	38	제너럴 다이내믹스社 Fighting Falcon, 1979년 이후 배치된 전투기
Gripen C	8	스웨덴 사브(Saab)社, 1990년 이후 실전화된 전투기
훈련기(Training aircraft)	合 93	
Alpha Jet A	1	프랑스 Dassault/ 독일 Dornier社, 1978년 양산 전투기로 훈련기 전환
DA42	11	오스트리아 Diamond社 Twinstar, 2004년 이후 도입된 프롭 4인승
F-5B/F	4	노스롭社의 F-5B와 F-5F의 전환 훈련기
F-16B	15	GD社 F-16B의 전환 훈련기
Gripen D	4	사브(Saab)社, 복좌형 그리펜의 전환 훈련기
L-39	35	체코 아에로(Aero Vodochody)社 Albatros, 직렬 복좌의 단발 훈련기
PC-9	23	스위스 Pilatus社, 1984년 이후 단발엔진의 2인승 터보프롭 훈련기

자료 : Flight International 'World Air Forces 2017', 하이투자증권 리서치센터

III. T-50 개발 과정과 전력화 완료

T-50 고등훈련기는 공군 조종사를 위한 고등훈련 및 전술입문훈련을 목적으로 개발되었다. 국방과학연구소(ADD), 삼성항공(現 한화테크윈) 그리고 美 제너럴 다이내믹스(現 록히드마틴)가 10여년간 총 2조 1천억원을 투입하여 개발했다. T-50은 최대 마하 1.4까지 비행할 수 있는 초음속 전투기용 훈련기이다. KF-16, F-15K 그리고 5세대 전투기인 F-35A, F-22A 전투기에 대한 고등훈련기로 사용될 수 있다. T-50 통합 훈련시스템은 고등훈련기, 전술입문기 그리고 지상훈련체계와 군수지원체계를 포함하는 통합 훈련체계 솔루션이다.

TA-50 전술훈련기는 전술훈련을 목적으로 파생되었고 FA-50 경전투기는 실질적인 전투기 역할을 수행하기 위해 개발되었다. 두 기종의 제원은 T-50 고등훈련기와 큰 차이가 없다. 외부 제원은 거의 비슷하며 내부적인 옵션이 다르다. TA-50과 FA-50의 경우 각각 미국 록히드마틴社 AN/APG-67(v4), 이스라엘 엘타(Elta)社 EL/M-2032 레이더를 장착했다. 무장 탑재 또는 탑재할 수 있는 공간과 시스템을 확보했다는 점이 다르다.

T-50 고등훈련기 체계개발은 1997년부터 시작되어 2006년에 성공적으로 마무리되었다. 2002년 8월 T-50의 초도 비행을 시작으로 총 1400회의 시험비행을 통해 성능 검증을 마친 바 있다. KAI는 2003년 12월 T-50 고등훈련기 1호기를 출시했다. 2년 동안 시험비행을 거쳐 2005년 12월 공군에 초도 공급한 이후 2015년 9월 현재까지 수십대의 T-50을 납품했다. 한국공군의 특수비행대(블랙이글팀) 용으로 T-50B 총 10대를 한국 공군에 납품했으며 2011년 1월부터 TA-50 전술훈련기를 공급하기 시작했다.

FA-50 경전투기의 개발은 2008년부터 개시되었다. T-50 고등훈련기와 TA-50 전술훈련기를 기본 베이스로 4081억원의 개발비가 투입되었다. 지상 공격용인 JDAM GPS 유도 폭탄, 對전차 및 對장갑차용 SFW 정밀 확산탄이 주력 공대지 무장으로 탑재되었다. 레이더 경보 수신기(RWR), CMDS 시스템 그리고 야간임무 시 필요한 NVIS 시스템 등이 적용되었다. 한국 공군이 2013년부터 실전 배치 및 전력화를 개시했으며 2016년 12월 완료 했다. FA-50 경전투기는 대한민국 공군의 전투기 편제 상 저급(Low) 전투기 역할을 담당하고 있다.

<그림1> KAI 항공우주박물관에 전시된 T-50 고등훈련기 외



자료 : 한국항공우주, 하이투자증권 리서치센터

<그림2> 공군 전투비행단에 전력화된 FA-50 경전투기



자료 : 대한민국 공군, 하이투자증권 리서치센터

IV. 하반기 항공기 수출에 주목

한국항공우주(KAI)에 대한 매수 투자의견과 7만원의 목표주가를 유지한다.

이번 T-50 전술입문훈련기 8대의 태국 추가 수출 의미는 세계 고등훈련기 시장에서 매우 크다. 전통적 강자 기종인 이탈리아 M-346과 러시아 YAK-130 그리고 떠오르는 샛별 중국 L-15과의 경쟁 끝에 맷은 결실이고 T-50 계열 항공기의 우수한 성능이 인도네시아, 이라크, 필리핀 그리고 태국 훈련기 시장에서 연속적으로 확인되었기 때문이다. 태국의 이번 고등훈련기 8대 재구매는 T-50 계열 항공기의 운용효율성이 뛰어나고 우월한 안정성을 의미한다. 이번 태국의 도입 결정으로 T-50 계열 항공기의 경쟁력이 재조명되어 글로벌 표준 고등훈련기로 주목받을 전망이다. 향후 아프리카의 보츠와나, 남미 지역의 페루, 칠레에서의 신규 수주 뿐만 아니라 동남아시아 인도네시아, 필리핀 등 재구매 가능성도 매우 높아 보인다. 특히 연말에 진행되는 미국의 고등훈련기 도입사업(Advanced Pilot Training, APT)에도 낙찰 가능성을 높여 주는 계기로 작용될 전망이다.

최근 신규 수주 추세와 향후 대규모로 진행될 항공기 수주는 장기 성장을 가능하게 하는 자양분으로 작용될 것으로 보인다. 2017년 1분기말 수주잔고는 17.7조원(군수 10조원, 완제기 수출 0.7조원, 기체부품 6.8조원)이었다. 금년 7월 들어 보잉사로부터 두 건의 민항기 기체부품과 태국向 8대의 T-50TH 전술입문훈련기의 수출 계약을 체결했다. 총 계약 규모는 1조 114억원이었다. 보잉 B787 피벗 벌크헤드 공급과 B777-X 윙립의 신규 공급 계약(6412억원)도 중요한 계약이다. 민항기 구조물 공급 계약의 경우 특별한 이유가 없을 경우 20~30년간 공급 기간이 연장되어 장기 성장의 기반으로 작용하기 때문이다.

향후 실적 변동성이 완화될 것으로 예상된다. 향후 동사의 각 사업부문의 안정화, 효율성 향상, 대규모 수주에 따라 양호한 현금흐름을 시현할 것으로 전망된다. 현재 가장 우려되고 있는 KUH-1 수리온 헬기 관련하여 추가적인 대손충당금 설정이 소폭 발생될 수 있다. 그러나 2015년 3분기 감사원 지적으로 투자보상금 관련 394억원의 대손충당금, 2016년 4분기에 체계결빙 미통과에 따른 370억원의 자체상금과 수백억원의 개발관련 비용을 이미 반영한 바 있다. 대규모의 추가적인 비용 발생 가능성이 높지 않을 것으로 보여 실적 악화에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

지금은 하반기 T-50 계열 항공기의 각국 수출 가능성과 연말 APT 사업 성공 여부에 관심을 기울여야 할 때라고 판단된다. 또한 보잉向 B787, B767, B777-X 윙립 공급 증가와 에어버스向 A320 WBP 및 A350 윙립 양산라인의 정상 궤도 진입에 따른 실적 개선에 주목할 시점으로 판단된다.

K-IFRS 연결 요약

재무상태표		(단위 : 십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		1,964	1,980	2,151	2,274
현금 및 현금성자산		54	51	101	106
단기금융자산		16	17	17	18
매출채권		1,205	1,224	1,278	1,350
재고자산		506	502	545	563
비유동자산		969	922	896	901
유형자산		522	524	537	573
무형자산		246	197	157	126
자산총계		2,933	2,902	3,047	3,175
유동부채		932	887	899	920
매입채무		502	508	516	527
단기차입금		-	17	11	12
유동성장기부채		300	229	236	243
비유동부채		595	480	465	410
사채		199	99	99	49
장기차입금		46	31	16	11
부채총계		1,527	1,367	1,364	1,330
지배주주지분		1,406	1,535	1,683	1,844
자본금		487	487	487	487
자본잉여금		128	128	128	128
이익잉여금		784	908	1,050	1,206
기타자본항목		7	12	17	23
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		1,406	1,535	1,683	1,844

현금흐름표		(단위 : 십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		145	443	339	399
당기순이익		268	187	211	229
유형자산감가상각비		62	63	64	66
무형자산상각비		47	49	40	32
지분법관련손실(이익)		0	0	0	0
투자활동 현금흐름		-159	-43	-55	-80
유형자산의 처분(취득)		-81	-65	-77	-102
무형자산의 처분(취득)		-100	-	-	-
금융상품의 증감		1	0	0	-1
재무활동 현금흐름		56	-235	-77	-115
단기금융부채의증감		174	-54	1	8
장기금융부채의증감		-80	-115	-15	-55
자본의증감		234	129	148	161
배당금지급		-39	-66	-63	-68
현금및현금성자산의증감		43	-3	50	5
기초현금및현금성자산		11	54	51	101
기말현금및현금성자산		54	51	101	106

자료 : 한국항공우주, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서		(단위 : 십억원, %)			
		2016	2017E	2018E	2019E
매출액		3,101	3,138	3,204	3,293
증가율(%)		6.9	1.2	2.1	2.8
매출원가		2,649	2,652	2,701	2,773
매출총이익		451	486	503	520
판매비와관리비		137	182	186	192
연구개발비		30	31	32	33
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		315	304	317	328
증가율(%)		10.3	-3.3	4.2	3.5
영업이익률(%)		10.2	9.7	9.9	10.0
이자수익		2	2	4	4
이자비용		13	13	12	10
지분법이익(손실)		0	0	0	0
기타영업외손익		-12	-16	-18	-24
세전계속사업이익		322	230	260	282
법인세비용		53	43	49	53
세전계속이익률(%)		10.4	7.3	8.1	8.6
당기순이익		268	187	211	229
순이익률(%)		8.6	6.0	6.6	6.9
지배주주귀속 순이익		268	187	211	229
기타포괄이익		5	5	5	5
총포괄이익		273	192	216	234
지배주주귀속총포괄이익		273	192	216	234

주요투자지표					
		2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS		2,751	1,920	2,164	2,347
BPS		14,427	15,751	17,269	18,921
CFPS		3,875	3,077	3,222	3,345
DPS		680	650	700	750
Valuation(배)					
PER		24.4	26.9	23.9	22.0
PBR		4.6	3.3	3.0	2.7
PCR		17.3	16.8	16.0	15.5
EV/EBITDA		16.5	12.8	12.6	12.3
Key Financial Ratio(%)					
ROE		20.8	12.7	13.1	13.0
EBITDA 이익률		13.7	13.3	13.1	12.9
부채비율		108.6	89.0	81.0	72.1
순부채비율		33.8	20.1	14.5	10.4
매출채권회전율(x)		2.7	2.6	2.6	2.5
재고자산회전율(x)		6.4	6.2	6.1	5.9

2년간 한국항공우주 주가와 목표주가와의 추이



2년간 한국항공우주 투자의견 및 목표주가 변동 내역 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-07-18	Buy	70,000
2017-07-13	Buy	86,000
2017-06-13	Buy	100,000
2017-02-02	Buy	110,000
2016-04-11	Buy	125,000
2015-07-27	Buy	140,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김익상)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함 (2017년 7월 1일부터 적용).

- Buy(매수) : 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유) : 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도) : 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

하이투자증권 유니버스 등급 및 투자비율 공시 (2017-06-30 기준)

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	0.0%