한국항공우주 (047810)

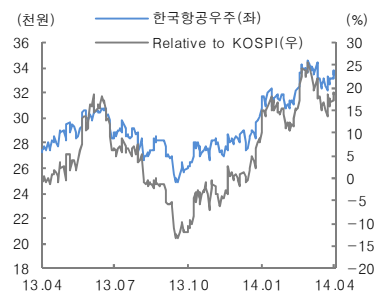
기존 제조업 Valuation의 틀을 깨야한다

이지윤
769.3429
leejiyun0829@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
목표주가	40,000 신규
현재주가 (14.04.23)	33,500
	기계업종

KOSPI	2000.37
시가총액	3,265십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	487십억원
52주 최고/최저	34,500원 / 24,800원
120일 평균거래대금	127억원
외국인지분율	13.47%
주요주주	한국정책금융공사 26.41% 현대자동차 10.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.9	5.5	28.4	22.7
상대수익률	-6.1	2.7	30.6	17.7



투자의견 매수, 목표주가 40,000원으로 커버리지 개시

- 목표주가 40,000원은 2014년~2016년 평균 EPS 기준 PER 28배 적용
- 항공제조업은 신제품 개발에서 양산까지 평균 10년 소요. 특히 동사와 같이 개발단계에 위치해있는 성장업체는 항공기 제품의 개발성공 가능성, 양산 후 판매 호조 가능성에 초점을 두고 투자해야 함
- 14~16년 EPS기준으로는 고평가. 하지만 동사가 진행하는 국책프로젝트들의 양산이 몰려있는 2020년까지 연장하여 실적추정 하였을 때 목표주가는 20년 기준 PER 10.8배, PBR 1.8배(4월 23일 종가기준 PER 31.8배, PBR 3.1배)
- 대표적인 완제기제조업체인 록히드마틴과 보잉의 경우도 과거 산업호황, 신제품 개발단계에서 25배이상의 PER로 거래된 경우가 다수 있음

투자포인트

- KAI의 독무대인 국내 한국항공시장 '11년대비 '20년까지 10배성장(2010년 정부가 발표한 항공산업 발전 기본계획에 의거)
  - ■ 정부 항공산업 정책목표: '11년 매출 27억불->'20년 매출 200억불/ 항공산업 글로벌 TOP 7 진입(KAI는 M/S 50%인 100억불 매출을 목표)
  - ■ 국내 유일한 완제기 제조업체로써 다양한 국책프로젝트(KFX, LAH등)에 주력업체로 참여하며 정부의 산업육성 제도의 직접적인 수혜를 받고 있음
- 생산제품 다각화에 따른 수출기회 증가
  - ■ 기존 훈련기 중심의 수출에서 FA-50, 수리온헬기 또한 개발 완료되며 생산제품 다각화
  - ■ 특히 T50의 경공격기형인 FA-50은 공중전 훈련기 및 LOW급 전투기로 복수운용 가능하여 수출 매력도가 높음
- 장기적으로 MRO 사업 진행에 따른 수익성 향상 기대
  - ■ 동사의 헬기, 항공기 배치가 시작되면서 향후 군용기 PBL(성과기반군수지원) 물량 증가
  - ■ 수익성이 좋은 민항기 MRO사업 진출로 향후 수익성에 기여 예상. 이익변동성 높은 군수사업 리스크 완화

Risk 요인

- 다수의 국책프로젝트들이 동시다발적으로 진행하여 높은 개발비와 시설투자 필요하여 차입금 증가+ 금융비용 증가
- 다만 양산시작 시 양산계약금에 개발비와 관련금융비용까지 포함하여 환급해주는 조건이므로 2020년이후 매출 크게 증가하며 차입금 감소 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,535	2,016	2,311	2,811	3,782
영업이익	126	125	159	201	278
세전순이익	91	92	131	171	233
총당기순이익	74	90	103	134	183
지배지분순이익	74	90	103	134	183
EPS	760	924	1,053	1,377	1,873
PER	34.0	31.4	31.8	24.3	17.9
BPS	9,106	9,864	10,723	11,907	13,587
PBR	2.8	2.9	3.1	2.8	2.5
ROE	8.6	9.7	10.2	12.2	14.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터

Contents

I. 기업분석- 한국항공우주(047810) 3

1. 한국항공우주의 기업적 특성 이해하기
2. Valuation
3. 투자포인트 & Risk 요인
4. 회사소개
5. 수주 및 실적 전망

II. 항공우주산업분석- 글로벌 항공우주산업의 구조와 전망 14

1. 글로벌 항공산업의 시장규모와 구성
2. 군수용 전투기, 헬기 시장분석
3. 민항기 시장분석

III. 국내 항공우주산업 고성장 시대의 개막 21

1. 국내 항공산업의 발전과정
2. 국내 항공산업 시장 2020년까지 10배 성장
   - Trend 1: 군용 전투기, 헬기 독자개발을 통한 성장모멘텀 확보
   - Trend 2: 국제공동개발 활성화를 통한 민수시장규모 확대
   - Trend 3: 항공정비서비스(MRO) 산업 육성

Appendix: 항공산업, 방위사업 관련 용어집 28

I. 기업분석- 한국항공우주

1. 한국항공우주의 특성을 이해한 투자안목이 필요하다

개발기간 평균 10년

매출액대비 연구개발비 10%

재무적, 기술적 진입장벽 조선, 자동차 대비 훨씬 높음

조선, 자동차와 같은 국내 대표 제조업과는 달리 항공기 제조산업은 산업 특수적으로 한 모델의 항공기를 개발하는데만 평균 10년의 기간과 천문학적인 개발비가 투입된다. 개발비의 부담을 덜기위해 국제공동개발을 추진하거나 정부와 업체간의 개발비 분업이 보편화되어 있으며 이에 따른 특수한 이익구조를 가지고있다. 또한 재무적 기술적 진입장벽이 매우 높기 때문에 우리나라는 전세계에서 독자적으로 개발한 전투기를 보유하고 있는 몇안되는 국가(6개국가) 중 하나이다.

향후 10년을 내다보고 투자여부를 판단해야함

따라서 한국항공우주(이후 KAI로 칭함)과 같이 완제기 개발단계에 위치해있는 성장하는 항공기 제조업체에 투자하기 위해서는 개발단계가 끝나고 양산이 본격화되는 10년뒤 장기성장성을 근거로 투자여부를 판단하여야 한다.

표 1. **기존 제조산업과 항공산업의 특성 비교**

구분	항공기	조선	자동차
개발기간	평균 10 년	평균 5 년	평균 3 년
양산기간	30 년	주문생산	5 년
사용기간	30 년	25 년	10 년
수주방식	선주문	선주문	인도 후 납부
주요고객	기업(운항사)	기업(상선사)	개인
개발생산방식	모델개발->주문->생산	주문->개발생산->인도	개발->생산->판매
분업구조	RSP(국제공동개발) 보편화	수직계열화	수직계열화
매출액대비 연구개발비	10%	1%	3.5%
개발비	대형기 10 조/ 전투기 5 조 ~10 조/ 중형기 3 조		중형차 450 십억원
모델별 생산대수	천여대 수준	1 대	4~5 십만대

자료: 지식경제부

개발비 분담과 관련 회계처리 이해

동사의 Valuation에 앞서 최근 한국정부가 장기적으로 추진하는 KFX(차세대 전투기 사업), LAH(무장소형헬기)사업 등으로 인해 한국항공우주(이후 KAI로 칭함)의 개발비 회계처리에 대한 이해가 중요하다. 항공기 제조업체의 이익구조 이해를 돕고자 KFX사업 개발비를 6조로 가정하고 관련된 회계처리에 대해 아래 설명한다.

개발 성공시 양산비에 투자원금과 금융비용까지 포함하여 보전

정부육성프로젝트로 진행되는 사업의 경우는 개발 성공시, KAI가 개발비로 분담한 금액과 금융비용까지 양산시에 일정 비율로 환급해주는 조건을 가지고있다. 대형프로젝트 개발을 진행하는 약 10년간은 Capex증가에 따른 금융비용 지출이 증가하지만 이들 프로젝트 양산이 시작되는 2020년 이후부터 개발목적으로 지출한 투자원금과 금융비용까지 양산비에 포함되어 회수되기 때문에 재무구조가 크게 개선된다.

표 2. 국책 완제기 개발산업 진행으로 인한 KAI 의 이익구조 영향(KFX 예시)

[KFX 개발비 분담금액]
1) 개발비 6 조 가정
2) KAI 10% 부담–〉 600 십억원
[개발단계 2014~2020 년]
1) 개발자금 600 십억원+ 관련 금융비용 10 년간 분할되어 무형자산으로 인식
2) 무형자산 감가상각 없음
3) 관련 시설투자에 따른 금융비용 증가
[양산단계 2021 년 ~]
1) 정부 양산예산 책정 (양산비+일정비율의 개발자금 환급금+ KAI 의 투자금 관련 금융비용)
2) 양산계약 전체 금액을 매출로 인식–〉 이때부터 환급규모에 따라 무형자산 감가상각 일어나서 제조원가에 반영. 즉, 개발금 환급금으로 매출 증가하나 영업이익 증가 기여는 없음
3) Cashflow 좋아져 차입금 감소. 금융비용 감소
[결론]
1) 개발단계에서는 무형자산관련 감가상각 없음 물론 관련 설비투자로 인한 유형자산 감가상각은 감안해야 함
2) 완제기 개발을 위한 시설투자금액 차입할 경우 이에 따른 금융비용 부담 증가
3) 하지만 산업의 특성상 양산이 시작되면 개발비+금융비용까지 연간 일정비율로 보전 받는 방식
4) 회사의 이익구조는 국책사업들의 양산이 몰려있는 2020 년 이후 크게 개선

자료: 대신증권 리서치센터

2. Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 40,000원 제시하며 커버리지 개시

동사에대해 투자의견 BUY, 목표주가 40,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 당사가 추정한 2014년~2016년 평균 EPS 기준 PER 28배를 적용하여 산출하였다. 주요 국책프로젝트들의 양산이 본격화되는 2020년까지 늘려 실적을 추정해볼 경우 목표주가 40,000원은 당사가 추정한 2020년 EPS 기준 PER은 10.8배, PBR 1.8배에 해당한다.

표3대로 회사 영업 이루어 질 시, '14~'20년 주가상단 48,000원

현재 주가는 이미 회사에서 제시한 장기성장 기대감을 상당부분 반영하고 있으나 올해 FX사업 기체가 최종 확정되어 KFX 개발 기체선정이 마무리되면 추가 반등 여지가 있어 이 경우 목표주가가 상향될 가능성이 높다. 2014~2020년까지의 주가 상단은 당사가 추정한 2020년 EPS에 PER 13배(대표방산업체 14~16년 평균 PER)를 적용한48,000원으로 보고 있다.

표 3. 2011 년~2020 년 실적추정 테이블– 목표주가 '20 년 기준 PER 10.8 배, PBR 1.8 배

(단위: 십억원, 배, %, 원)

(단위:십억원)	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
I/S										
매출액	1,286	1,535	2,016	2,311	2,811	3,782	4,568	4,990	5,447	7,095
군수	756	747	1,112	1,156	1,291	1,704	1,245	1,315	1,415	1,765
완제기	128	278	239	358	564	894	1,591	1,473	1,380	2,130
기체부품	401	509	665	800	952	1,185	1,482	1,702	1,902	2,200
MRO&PBL							250	500	750	1,000
YoY(%)		*19%*	*31%*	*15%*	*21%*	*35%*	*21%*	*9%*	*9%*	*30%*
영업이익	105	126	125	159	201	278	320	359	409	539
OPM(%)	*8.1%*	*8.2%*	*6.2%*	*6.9%*	*7.1%*	*7.3%*	*7.0%*	*7.2%*	*7.5%*	*7.8%*
EBITDA	145	180	203	226	287	398	457	499	545	710
EBITDA(%)	*11%*	*12%*	*10%*	*10%*	*10%*	*11%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*
세전순이익							273	298	357	527
지배순이익	73	74	90	103	134	183	206	225	269	398
NIM(%)	*5.7%*	*4.8%*	*4.5%*	*4.4%*	*4.8%*	*4.8%*	*4.6%*	*4.6%*	*4.8%*	*5.3%*
운전자본&차입금										
Capex (개발+시설투자)	110	105	202	174	280	450				
운전자본	263	606	485	498	567	710	914	998	1,089	1,419
매출액대비	*20%*	*39%*	*24%*	*22%*	*20%*	*19%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*
순차입금	412	79	87	147	326	672	720	837	850	1000
순차입금 증가폭		*–333*	*7*	*60*	*179*	*346*	*48*	*80*	*50*	*150*
이자손익	–12	–16	–7	–13	–21	–36	–40	–47	–50	–60
Valuation										
EPS	810	760	924	1,053	1,377	1,873	2,097	2,419	2,777	3,712
BPS	8,675	9,103	9,865	10,723	11,907	13,587	15,161	16,975	19058	21,842
ROE				10%	12%	15%	15%	15%	15%	18%
PBR										
현재주가	33,500			*3.1*	*2.8*	*2.4*	*2.2*	*2.0*	*1.7*	*1.5*
목표주가	40,000			*3.7*	*3.4*	*2.9*	*2.6*	*2.4*	*2.1*	*1.8*
PER										
현재주가	33,500			*31.8*	*24.3*	*17.9*	*18.0*	*12.8*	*12.1*	*0.1*
목표주가	40,000			*38.0*	*29.1*	*21.4*	*19.1*	*16.5*	*14.4*	*10.8*
주가관련 이벤트 (주가 상승효과)				FX3 차 선정 (+)		TX 개발계약(+++)		LCH 양산계약(+)	LAH 양산계약(+)	TX양산계약 (++)
				KFX 개발계약(+)		민수 MRO 사업본격화 (++)				
						M&A?(++)				

자료: 대신증권 리서치센터 추정

주:실적추정 가정에 대한 설명

MRO 매출: 2020 년까지 MRO 전세계 시장 약 90 조로 성장 이중 2% 가정. 정부의 목표는 2020 년까지 MRO 매출 4 조 달성 가능이며 이중 KAI M/S 50% 가정

영업이익 가정: 완제기 수출 수익성(과거에 BEP 수준. 최근 2~3%까지 올라옴)이 국내 군수마진대비 낮음. 완제기 수출 매출 증가하면서 수익성 하락하는 부분을 기체부품, MRO 사업이 보완 7%후반까지 마진 소폭 증가한다는 것을 가정.

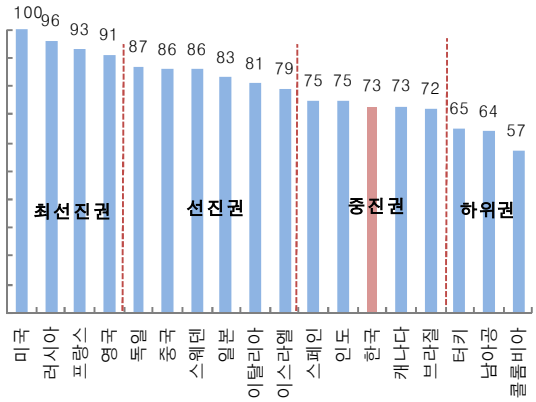
- 군수: 7%/ 완제기 2.5~3%/ 기체부품 10%~11%/ MRO&PBL 7~8% 마진 가정

금융조달비율: 연평균 6% 가정

록히드마틴, 보잉의 경우도 업황 성장기, 개발단계에서 연평균 25~30배 거래

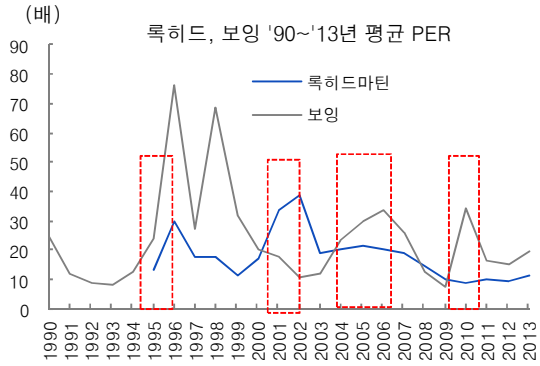
KAI의 주요 PEER그룹들은 미국, 유럽업체들로 이들은 성장단계가 끝나고 매출 증가가 한정되어있는 성숙기 단계에 진입하여 이제 막 항공산업 발전이 시작된 동사와는 비교가 불가능하다. 하지만 록히드마틴과 보잉의 경우도 과거 업황 성장시기 및 신제품 개발단계에서 연평균 25배~30배의 PER에서 거래된 적이 있다.

그림 1. 고정익체계 기술수준(2011 년)



자료: 지식경제부

그림 2. 과거 업황 성장기, 신제품개발 단계에서 25 배이상에서 거래된 적도 있어



자료: Bloomberg

표 4. 한국항공우주 PEER Valuation– PER 은 높으나 매출 성장성은 단연 두드러져

기업명		KAI	EADS	BOEING	Lokheed Martin	Northrop Grumman	BAE System	General Dynamics	United Technologies	Raytheon	Thales
국가		한국	EU	미국	미국	미국	영국	미국	미국	미국	미국
매출액 (십억원)	2013	2,016	86,141	94,835	49,658	26,999	28,874	34,178	68,563	25,953	20,634
	2014F	2,388	87,724	93,661	46,446	24,565	30,589	31,326	67,706	23,690	19,715
	2015F	2,984	92,684	98,805	46,676	24,221	30,924	32,007	72,141	23,684	19,959
	2016F	3,806	98,832	100,576	47,416	24,183	31,728	32,380	75,842	24,131	20,662
매출액 증가율	2014F	18%	2%	–1%	–6%	–9%	6%	–8%	–1%	–9%	–4%
	2015F	25%	6%	5%	0%	–1%	1%	2%	7%	0%	1%
	2016F	28%	7%	2%	2%	0%	3%	1%	5%	2%	4%
영업이익 (십억원)	2013	113	3,287	7,162	5,366	3,419	2,798	4,034	8,822	3,217	1,488
	2014F	164	5,739	7,791	5,555	3,276	3,247	3,850	10,937	3,389	1,504
	2015F	210	6,958	8,929	5,763	3,279	3,310	3,993	11,808	3,737	1,570
	2016F	299	7,232	9,845	6,202	3,373	3,288	4,141	12,697	4,246	1,657
OP margin(%)	2013	5.6	3.8	7.6	10.8	12.7	9.7	11.8	12.9	12.4	7.2
	2014F	6.9	6.5	8.3	12.0	13.3	10.6	12.3	16.2	14.3	7.6
	2015F	7.0	7.5	9.0	12.3	13.5	10.7	12.5	16.4	15.8	7.9
	2016F	7.9	7.3	9.8	13.1	13.9	10.4	12.8	16.7	17.6	8.0
순이익 (십억원)	2013	90	2,130	5,020	3,264	2,137	288	2,580	6,263	2,185	834
	2014F	117	3,517	5,070	3,590	2,021	1,823	2,608	6,584	2,293	911
	2015F	150	4,380	5,864	3,778	2,013	1,901	2,716	7,286	2,491	968
	2016F	213	4,742	6,390	4,132	2,065	1,885	2,858	7,900	2,903	999
EPS(원)	2013	924	3,924	6,602	10,171	9,306	89	7,357	6,952	6,755	4,143
	2014F	1,201	4,526	7,549	11,010	9,277	710	7,485	7,089	7,200	5,075
	2015F	1,539	5,550	8,467	11,963	10,094	736	8,022	7,992	8,126	5,363
	2016F	2,187	6,163	9,308	13,134	11,392	749	8,726	8,809	9,798	5,787
BPS(원)	2013	9,864	20,486	20,955	16,232	51,385	1,838	43,201	36,599	36,883	27,597
	2014F	10,759	22,815	23,137	16,612	48,729	1,993	44,172	41,328	37,077	34,018
	2015F	12,066	26,603	23,171	18,867	48,510	2,157	46,432	44,581	44,466	36,199
	2016F	14,188	31,099	22,355	25,362	52,694	2,333	50,300	48,807	50,141	40,494
PER(배)	2013	31.4	30.2	21.9	13.8	14.5	83.7	13.6	18.3	14.2	16.4
	2014F	27.1	15.6	17.0	14.6	13.1	9.8	14.6	16.8	14.0	13.1
	2015F	21.1	12.7	15.1	13.5	12.0	9.5	13.7	15.1	12.4	12.4
	2016F	14.9	11.8	13.8	12.3	10.7	9.3	12.6	13.8	10.3	11.5
PBR(배)	2013	2.9	4.0	6.9	9.6	2.3	4.1	2.3	3.3	2.6	2.5
	2014F	3.0	3.1	5.6	9.8	2.5	3.5	2.5	3.0	2.8	2.0
	2015F	2.7	2.7	5.6	8.7	2.5	3.3	2.4	2.7	2.3	1.8
	2016F	2.3	2.3	5.8	6.4	2.3	3.0	2.2	2.5	2.0	1.6
ROE(%)	2013	9.7	13.7	44.2	120.3	19.4	4.7	18.2	19.8	20.9	15.4
	2014F	11.6	20.4	34.1	65.1	18.6	29.3	17.4	18.4	18.9	15.8
	2015F	14.0	21.5	37.4	55.6	19.4	28.0	18.0	19.1	18.7	15.1
	2016F	18.3	17.8	44.9	60.8	22.9	32.4	18.0	19.3	18.6	13.4

자료: Bloomberg 컨센서스, 대신증권 리서치센터

3. 투자포인트 :KAI 의 독무대인 국내 항공시장 2020 년까지 10 배 성장

'11년 한국항공시장규모 27억불 –〉 '20년 200억불

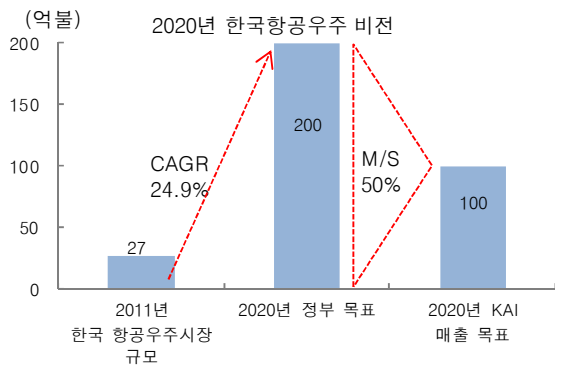
한국정부가 2010년 발표한 항공산업발전 기본계획에 의하면 2020년까지 한국항공시장 규모를 2011년대비 10배인 200억불로 성장시키는 목표를 가지고 있다. KAI는 200억불 중 M/S 50%를 가정하여 2020년에는 매출 10조원을 목표하고 있으며 현재 KAI가 국내 유일한 완제기 제조업체라는 것을 감안하면 이를 초과할 가능성도 있다. 또한 다양한 국책 프로젝트에 참여하면서 단기간에 기술력이 상승하며 기업가치가 빠르게 상승하고 있다.

표 5. 현재 사업과 미래 진행되는 사업

구분			현재 사업	미래 신규 사업(예상)
군수	고정익	전투기	FA-50 경공격기(생산/수출)	KF-X 전투기(개발/생산/수출)
		훈련기	KT-1 기본훈련기(수출) T-50 고등훈련기(수출)	KT-1 기본훈련기(수출) T-50 고등훈련기(수출)
		무인기	차기 군단급 UAV (개발) 군단 UAV(성능개량)	차기 군단급 UAV(생산) 차기 군단급 UAV 파생형(개발/생산)
	회전익	중대형	KUH 기동헬기(생산/수출) KUH 파생형(상륙기동헬기 개발)	KUH 파생형(개발/생산/수출) – 상륙기동/의무후송 등
		소 형	–	LAH / LCH 헬기사업 (개발/생산/수출)
	성능개량	전술기	KA-1 후속 성능계량 A-10 공격기 주익 교체	KF-16 전투기 성능개량 헬기 성능개량 등
	MRO	PBL	국산기 PBL: FA-50, T-50, KT-1, 군단 무인기	국산기 PBL: KUH, KFX, LAH, 차기군단 무인기 훈련비행단 PBL, 군정비창 민간 위탁
		창정비	해외 군용기 창정비(H-53 등)	민항기 창정비
민수	완제기	중형기/범용기	KC-100 소형항공기(개발)	한국형 중형항공기(개발/생산/판매) KC-100 소형항공기(생산/판매)
	기체 구조물	국제공동개발	국제공동개발사업(개발/생산) – Airbus A350, Boeing 787	국제공동개발사업(개발/생산) – Airbus A320 후속/Boeing 787 후속/Boeing 777X
		구조물 제작	민항기/군용기 기체구조물(생산) – Airbus/Boeing 등 기체구조물 – F-15 주익/동체, AH-64 동체 등	민항기/군용기 기체구조물(생산) – Airbus/Boeing 기체구조물 신규 – 군용기 기체구조물 신규
	우주	위성개발	다목적실용위성 3 호, 5 호(개발) 정지궤도복합위성 핵심부품(개발)	다목적실용위성 6, 7, 8, 9 호~(개발) 발사체(개발) 차세대 중형위성 본체(개발)

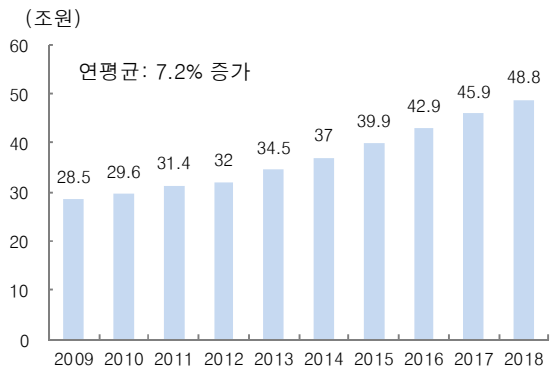
자료: 사업보고서

그림 3. 2020 년 한국정부의 항공우주시장 육성비전



자료: 지식경제부, 한국항공우주
주: 수출포함

그림 4. 2018 년까지 국방비 예산추이



자료: 국방부

3-1. 투자포인트: 생산제품 다각화에 따른 수출기회 증가

FA50 개발이후 수출매력도 상승

동사는 상장된지 불과 2년만에 기존 KT-1, T50, TA50 외에 수리온, FA-50의 개발을 완료하면서 해외수출 속도를 높이고있다. 특히 T50의 경공격기형인 FA-50은 2013년 이라크, 2014년 필리핀과 수출계약을 맺으며 해외에서 높은 관심을 사고 있다. 조종사 인력부족과 전투기 노후교체 시기 도래로 인해 해외국가들은 단기간에 효율적으로 조종사들을 육성할 수 있는 훈련기를 원하고 있다. 또한 T50의 경쟁기체인 M-346, Hawk와 비교해볼 때 과거에는 성능대비 가격면에서 디스카운트가 있었다면 FA-50은 공중전 훈련기 및 Low급 훈련기로도 사용이 가능하기 때문에 그 매력도가 높아지고 있다.

표 6. 제품별 개발진행상황과 수요전망

구분		체계개발	양산기간	사업규모(개발/양산/운영)	수요전망
전투기	KFX 전투기 (보라매)	14년말~'22년말	21년말~	-개발비 5조~8조 * 쌍발의 경우 8조, 단발의 경우 5조 * 정부 50%/ KAI 10%/ 인도네시아 20%/기타 20% -사업규모 60조 예상(500대 양산기준)	-국내 250대 -국제공동 개발국 50대 -수출 200대(터키 등)
소형 회전익	LCH (민수용)	14년 중순~'21년 초	18년말~	-개발비 950십억원 * 정부 350십억원/해외업체400십억원/국내업체200십억원	-국내 350대(예상) -파생형 54대 -수출 616대
	LAH (군수용)	14년말~'22년중순	19년말~	-개발비 600십억원 * 전액 정부부담 -LCH/LAH 사업규모 33조(1000대+ 양산기준)	
완제기 수출	T-X사업	14년 중순 시범기개발 16년말 계약 17~'19년 체계개발	19년말~	-사업수익규모 15조 -부품조립 등은 미국에서 진행할 예정	-1차 356대 -2차 150대
	T-50			수출국가: 인도네시아('11), 이라크('13), 필리핀('14) 마케팅 대상국가: 필리핀, 보츠와나, 미국, 칠레	-시장소요:3,300대(~'30년) -판매전망:800~1000대(M/S 30%)
	KUH			국내: '22년까지 120~150대 추가 마케팅 대상국가: 인도네시아, 이라크, 페루, 헝가리,아프간	-시장소요:1,000대(~'25년) -판매전망:300대(M/S 30%)
MRO				-현재는 매출액의 5% 가량으로 추정 -국토교통부 계획기준 2020년까지 국내 항공 MRO 매출 4조	- 2020년까지 KAI 점유율 50%기준 약 2조 매출

자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터

3-2. MRO 사업 진행에 따른 수익성 향상 기대

싱가포르 MRO 대표업체들 OPM 8~10%로 향후 동사 수익성 증대에 기여 예상

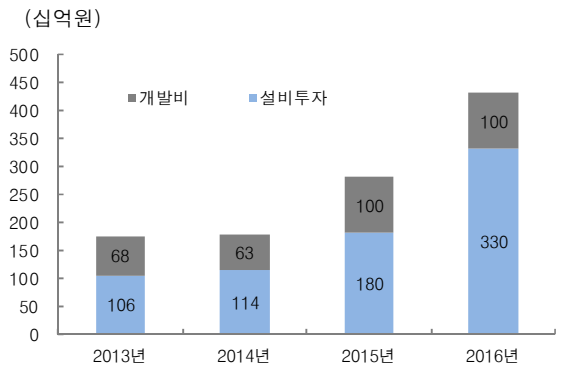
동사가 생산한 항공기와 헬기 배치에 따른 군용 PBL(Performance Based Logistics, 성과기반 군수지원제도) 물량 증가 뿐만 아니라 민항기 MRO 사업진출이 기대감을 모으고 있다. 아직 민간 MRO 사업에 대한 진행방향이 구체화되지 않았지만 동사는 적합한 사업장으로 청주공항을 검토하고 있으며 일본업체와의 JV설립도 고려하고있다. 빠르면 내년부터 구체화될 것으로 예상된다. 주요 해외 MRO 업체들의 OPM이 7%~10%인 것을 감안하면 동사의 MRO사업 진출은 기체부품사업과 함께 이익변동성이 높은 군수부분의 리스크를 완화시켜 주며 수익성 증대에 기여할 것으로 예상된다.

3-3. 리스크 점검: 개발비, 시설투자 증가로 인한 차입금 증가

운전자본 및 시설투자 관련 자금 부담 증가

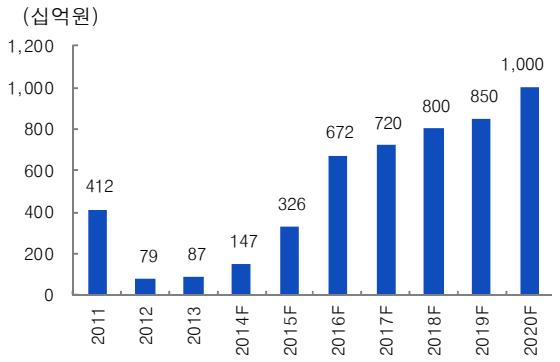
동사는 단기간에 다수의 국책프로젝트를 진행을 앞두고 있어 Capex가 증가하고 매출 급성장에 따른 운전자본 또한 증가한다. 이에 따라 2020년까지 보수적으로 1조원 이상의 차입금 또는 자금조달을 위한 여러가지 방법에 가능성을 열어두어야 한다.

그림 5. Capex 추이 및 전망



자료: 사업보고서 설비의 신설 매입계획 등 참고하여 대신증권 리서치센터 전망

그림 6. 순차입금 추이 및 전망



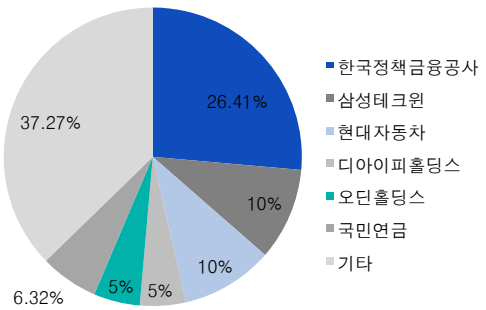
자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터 전망

4. 회사소개

국내 유일한 항공기 제조업체

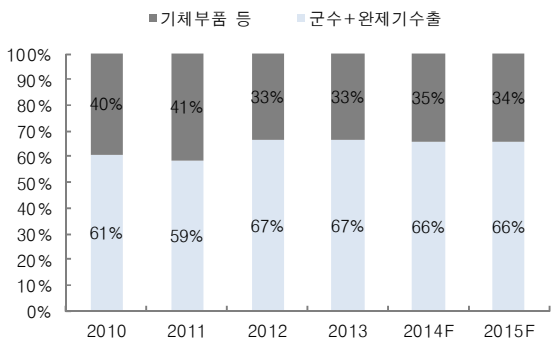
한국항공우주(KAI)는 1999년 10월 대우중공업, 삼성항공, 현대우주항공이 통합으로설립되었으며 국내 방산부문의 항공기 개발, 제작, 판매를 독점적으로 수행하는 업체이다. 동사는 KT-1, T-50계열 훈련기, FA-50 경공격기, 수리온 헬기 등을 개발하여 제작, 납품하고 있으며 보잉과 에어버스의 민항기 부품 개발, 제작 사업도 영위하고있다.

그림 7. 한국항공우주 주주 구성도



자료: 한국항공우주

그림 8. 사업부별 매출 Breakdown



자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터

표 7. KAI 주요 제품 소개

대분류	제품명	제품모델	비고
고정익	KT-1(한국공군 기본훈련기)		-개발기간: 1988~1998 년/ 생산기간: 1999 년~2004 년 -생산대수: 85 대 -수출국가: 터키 (2007~2012 년 40 대)/ 인도네시아 (2003~2006 년 17 대)/ 페루(2014~2016 년 20 대
	KA-1(한국공군 저속통제기)		- 개발기간: 2001~2003 년/ 생산기간: 2003~2006 년 - 생산대수: 20 대 - 특징: 전투기의 지상표적 공격유도 및 경공격 가능
	T-50(초음속 고등훈련기)		- 개발기간: 1997.10~ 2006.01
	TA-50		- 개발기간: 1997.10~2007.01 - 개발요소: 시제기 6 대/ 훈련체계/ 군수지원 - 특징: 경공격이 가능한 전술 입문기
	FA-50		-개발기간: 2008.12~2012.10 -특징: 확장 전술이 가능한 경공격기
	KC-100(비즈니스, 개인레저)		- 개발기간: 2008.6 월~2013.12 월 - 전망: 피스톤항공기시장(Piston Aircraft Market)에서 2014~2024 년 600 대 규모의 수출 목표. 2013 년 현재 860 대 인도
회전익	KUH(수리온헬기, 작전용 기동헬기)		- 개발기간: 2006.6~2012.6 - 전망: 2014~3034 년 세계시장 1000 여대 예상/ 이 중 300 대 수출 목표. KAI-EC 설립(2011.2)하여 공동 수출마케팅 전개 - 파생 프로젝트로 수리온 경찰청헬기, 해병대 상륙작전 헬기 추진
	LAH(소형 무장헬기)		- 개발기간: 탐색개발- 2011~2012 년/ 체계개발: 2014~2019 년 - 특징: 육국 노후 공격헬기 대체
	LCH(소형 민수헬기)		-개발기간: 탐색개발 - 2011~2012 년/ 체계개발- 2013~2018 년
항공기 구조물	Airbus 사업		-A350 기체, 전방동체 하부 조립구조물, NLG DOOR -계약기간: 2008 년~ Life of program
	Boeing 사업		-B787 Center Wing Box- FHI(후지 중공업)/ 계약기간 2005~2021 -B787 Pivot Bulk Head- Boeing/ 계약기간 2012~2021 -B787 Wing Fixed Trailing edge- 가와사키/ 계약기간 2005~2021

자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터

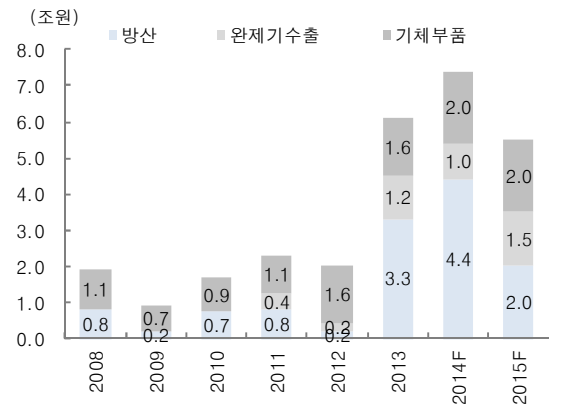
5. 수주와 실적전망

표 8. 2014 년 수주전망 및 2013 년 주요 수주 프로젝트 (단위:십억원)

	수주시점	시작	종료	발주처	사업내용	금액
2014 년 기수주	20141Q	20142Q	20173Q	방위사업청	FA-50 경공격기 필리핀 수출	443
	20141Q		20214Q	Kawasaki Heavy	B787 FTE (Fixed Trailing Edge) 신규 공급 및 판매가 인상 MOA 체결	730
	20141Q		20163Q	방위사업청	FA-50 무장운용 추가영역확장 사업	20
	20141Q		20153Q	방위사업청	KUH 항공기체계 결빙상태에서의 운용능력을 시험을 통해 입증하는 사업	15
	20141Q		20254Q	Airbus	A320 WBP 대당판가 인상	113
2014 년 누적수주						1,320
2014 년 추가 수주 Pool				방위사업청	KT-1 터키후속	300
				방위사업청	LAH 체계개발	600
				보잉	기체부품	1100
				방위사업청	KFX 체계개발	3,800
					우주, 발사체 등	200
				기타	완제기수출 등	600
2014 년 추가 수주가능한 프로젝트 Pool						6,600
2014 년 대신 수주 예상						7,400
2014 년 한국항공우주 수주 가이던스						7,700
2013 년 수주	20134Q		20144Q	방위사업청	수리온(KUH) 초도양산 중도확정계약	134
	20134Q		20172Q	방위사업청	수리온(KUH) 2C 차 후속양산 지원장비 공급	35
	20134Q		20174Q	방위사업청	KUH-1 수리온(2 차양산) 항공기 조달(60 대)	1,722
	20134Q		20172Q	방위사업청	FA-50 창정비 요소 납품	90
	20134Q		20172Q	방위사업청	T-50 고등훈련기 이라크 수출	1,186
	20133Q	20141Q	20214Q	Bell	M412 Cabin & TB 공급기간 연장 계약	59
	20133Q		20164Q	방위사업청	FA-50 후속양산 사업의 수리부속(PBL) 계약	41
	20133Q		20164Q	방위사업청	T-50 계열 항공기 수리부속 PBL 계약	46
	20133Q		20183Q	항우연	다목적실용위성 6 호 장착물 제작	20.9
	20132Q		20164Q	방위사업청	FA-50 후속양산 및 훈련체계 납품	1,119
	20132Q	20144Q	20193Q	BCA	B777 FLE(Fixed Leading Edge) 납품	264
	20132Q	20151Q	20214Q	BCA	B737 Horizontal Stabilizer & Vertical Fin 공급 물량 연장 계약	505
	20132Q	20132Q	20164Q	BDS(보잉)	AH64E 동체 (Block3) 설계 변경으로 인한 공급 물량 증가 및 기간 연장	134
	20131Q	20094Q	20254Q	Airbus	A321 16A Barrel Panels 공급 물량 증산 계약	435
					기타	309
2013 년 총수주						6,100

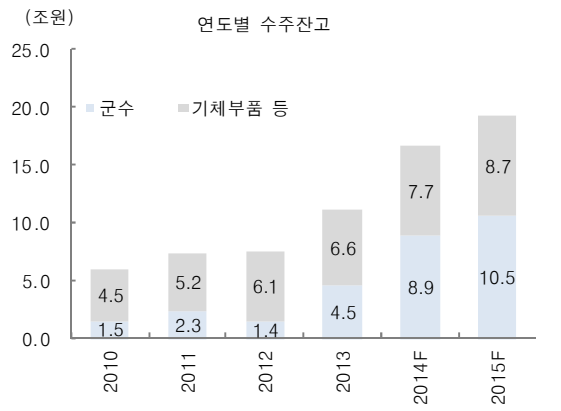
자료:한국항공우주, 대신증권 리서치센터

그림 9. 연간 신규수주 추이 및 전망



자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터

그림 10. 연도별 수주잔고 추이 및 전망

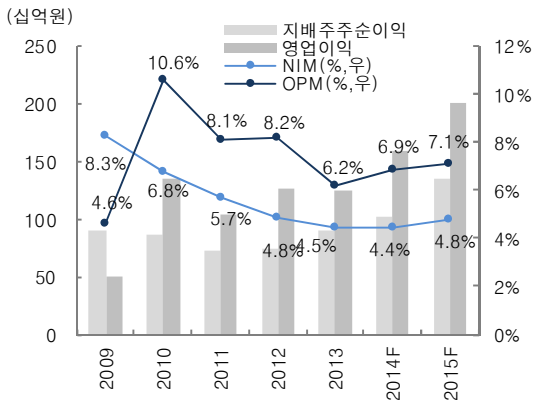


자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터

향후 3년간 연평균 20%이상의 매출성장. 영업이익률 점진적으로 상승 예상

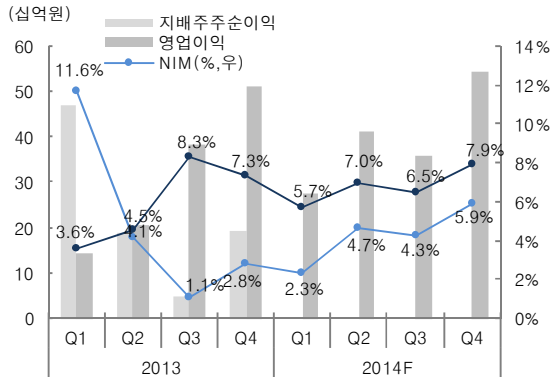
동사는 2014년 가이던스로 매출액 2.3조원/ 영업이익 158십억원(OPM 6.9%)/ 수주 7.7조원을 제시하였으며 4월말 기준으로 누적수주 1.3조원을 달성하였다. 당사는 2014년 매출로 2.31조원/ 영업이익 159십억원(OPM 6.9%)/ 수주 7.4조원을 예상한다. 2013년 실적은 기체부품관련 설비확장 및 KFX사업 관련 인력 증가로 영업이익이 부진하였지만 2014년부터 기체부품, 수리온 2차양산, 완제기 수출 매출인식 효과 등으로 향후 3년간 연간 평균 20%이상의 매출 성장율을 보이면서 영업이익률이 점진적으로 상승할 것으로 예상된다.

그림 11.연간 실적추이 및 전망



자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터

그림 12.분기 실적추이 및 전망



자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터

표 9. 분기별 실적추이

(단위:십억원)

		2013				2014F			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
군수+완제기	매출액	135	238	225	495	309	394	348	464
	영업이익	5	-3	14	30	11	22	14	31
	%	3.5%	-1.1%	6.2%	6.0%	3.5%	5.7%	4.0%	6.7%
기체부품	매출액	268	220	235	203	173	196	208	223
	영업이익	9	24	25	22	16	19	22	23
	%	3.4%	11.0%	10.5%	10.6%	9.5%	9.5%	10.5%	10.5%
조정	매출액	0	-1	-1	0	-1	-1	-1	-1
	영업이익	1	-1	-0	1	0	0	0	0
	%	137.3%	71.4%	33.1%	152.2%	-6.3%	-6.3%	-6.3%	-6.3%
Total	매출액	402	458	459	697	480	589	555	686
	영업이익	14	21	38	51	27	41	36	54
	%	3.6%	4.5%	8.3%	7.3%	5.7%	7.0%	6.5%	7.9%
	세전이익	20	21	29	22	14	36	31	49
	지배지주 순이익	47	19	5	19	11	28	24	39
	%	11.6%	4.1%	1.1%	2.8%	2.3%	4.7%	4.3%	5.7%

자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터

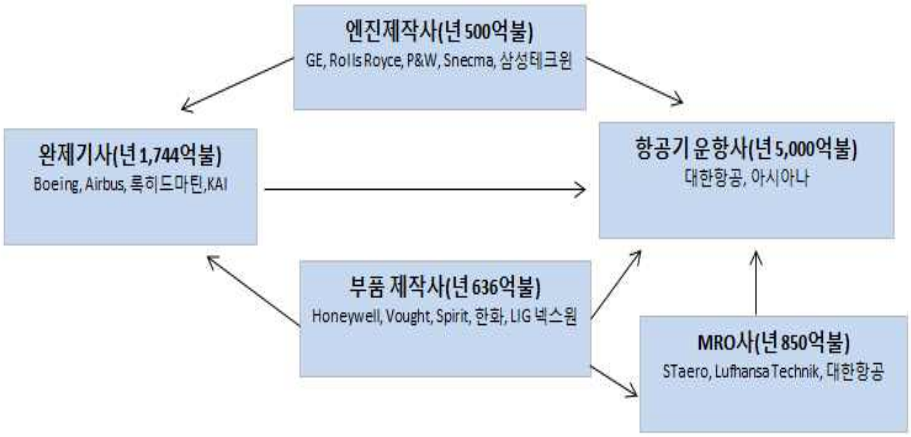
II. 항공우주산업분석- 글로벌 항공우주산업의 구조와 전망

1. 글로벌 항공우주산업의 시장규모와 구성

2011년 4,600억불 -> 2020년 7,500억불 (CAGS 5.6% 성장)

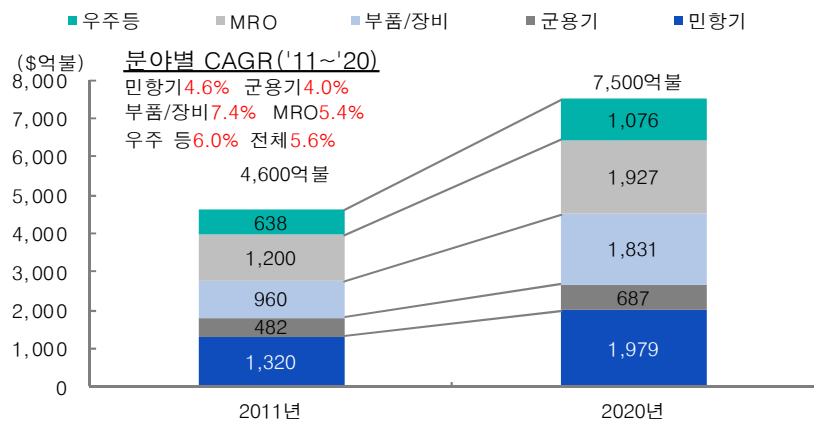
글로벌 항공우주산업의 시장규모는 2011년 4,600억불에서 2020년 7,500억불로 연평균 5.6% 성장할 것으로 예상된다. 항공우주산업은 크게 완제기(시장규모 39%), MRO(26%), 부품/장비(21%) 등으로 구성되어 있으며, 이 중 2020년까지 가장 큰 성장을 보이는 산업은 MRO사업, 부품/장비사업일 것으로 예상된다.

그림 13. **항공산업 Supply Chain (연 매출은 2008 년 기준)**



자료: 한국항공우주산업진흥협회

그림 14. **글로벌 항공우주산업 시장규모**



자료: 한국항공우주산업진흥협회, Forecast Internationl 2013

2011년 전세계 항공시장규모: 미국1위(m/s44%) 한국 15위(0.6%)

국가별로 보면 미국의 항공우주시장 매출 규모가 2011년 기준 1,874억불(M/S 44%)로 1위를 차지하고 있으며 한국은 27억불(M/S 0.6%)로 전세계 15위를 기록하고 있다. 한국정부는 2020년까지 차세대 전투기사업, 해외수출, MRO사업 등을 통해 항공분야 매출액 200억불, 전세계 7위권에 진입하는 것을 목표로 하고 있다.

표 10. 국가별 항공우주시장 규모- 2020 년까지 한국시장규모 200 억불, 7 위권 진입하는 것이 목표

순위	국가명	매출액(억불)	비중(%)	고용(천명)	주력분야	대표업체
1	미국	1,874	43.7	625	완제기, 엔진	Boeing,Lockheed Martin, Northrop Grumman.,etc
2	프랑스	503	11.7	162	완제기, 엔진	Dessalt Aviation,
3	영국	374	8.7	101	엔진, 부품	Rolls-Royce
4	독일	358	8.3	97	부품, 헬기	
5	캐나다	226	5.3	87	중형기	Bombardier
6	중국	177	4.1	501	군용기	AVIC1, Shenyang Aircraft
7	러시아	177	4.1	407	군용기	Sukhoi
8	일본	176	4.1	32	부품	Mitsuibishi, Kawasaki
9	이탈리아	133	3.1	35	군용기, 헬기	Finmeccanica
10	스페인	93	2.2	33	중형기, 부품	
11	브라질	58	1.4	17	중형기	
12	스웨덴	36	0.8	13	군용기	
13	이스라엘	34	0.8	16	무인기	
14	스위스	29	0.7	9	소형기	Pilatus
15	한국	27	0.6	10	군용기,부품	KAI
16	싱가포르	15	0.4	8	MRO	
합계		4,290	100	2,153		

자료: 한국항공우주산업진흥회, 대신증권 리서치센터

2. 군수용 전투기, 헬기 시장 분석

현대전에서의 공군력의 중요성은 커져

1967년 이스라엘의 우월한 공군력으로 이집트를 상대로 6일만에 전쟁을 종료시킨 중동전쟁, 미국의 공군력을 다시한번 일깨워준 이라크전을 통해서 입증되었듯이 현대전에서의 공군력의 중요성은 점점 커지고있다. 공군력 증강이 전쟁 지속기간을 단축시키고 외부국가로부터의 자주국방을 사수하는 가장 효과적인 방법으로 지목되고 있기 때문이다. 특히 2000년대 후반부터 중국과 러시아의 국방비 예산이 크게 증가하면서 인도, 동남아 등 주변국들의 공군력 증강이 이루어지고 있는 상황이다. 이에 따라 개발 또한 활발하게 이루어지고 있는데 미국정부가 국방예산 삭감을 진행하는 와중에도 F-35 개발을 강행하고 있고 한국 또한 차세대 전투기, 전투헬기 국산화를 추진 중이다.

표 11. 국가별 전투기, 전투헬기, 훈련기 보유대수

	Combat Aircraft		Combat Helipcopters		Training Aircraft/ Helipcopters	
보유순위	국가	Fleet 대수	국가	Fleet 대수	국가	Fleet 대수
1	미국	2,740	미국	5,674	미국	2,747
2	중국	1,453	러시아	918	일본	423
3	러시아	1,438	중국	751	이집트	388
4	인도	768	**대한민국**	**659**	중국	382
5	북한	574	일본	653	영국	296
6	이집트	414	인도	529	러시아	294
7	**대한민국**	**409**	프랑스	521	**대한민국**	**261**
8	파키스탄	377	터키	396	이스라엘	245
9	일본	291	독일	387	터키	245
10	태국	286	이탈리아	362	인도	234
11	기타	6,038	기타	7,976	기타	4,746
총합계		14,788		18,826		10,261

자료: Global fighter 2014

군용 전투기 시장: 기술발전 추세와 모델별 시장점유율

군용 전투기는 1940~1950년대 1세대 전투기 개발을 시작으로 10년마다 새로운 기술을 추가되어 세대를 업그레이드 해왔으며 스텔스 성능을 보유한 5세대 전투기까지 개발이 되었다. 지난 몇 십년 동안 군용 전투기 메이커들은 지속적으로 인수합병을 거듭해왔는데 이는 막대한 개발비가 투입되어 개발된 전투기의 흥행실패로 인한 재무구조 악화에 따른 이유이다. 현재 남아있는 메인업체로는 록히드마틴(미국, 대표 기종 F-35, F-22, F-16등), 보잉(F-15, F/A-18), EADS(유로파이터)가 있으며 세계적으로 가장 많이 운용되고 있는 전투기모델은 록히드마틴의 F-16이다.

'22년까지 군용전투기 시장 수요 증가 전망

군용 전투기 시장은 3세대 전투기인 F-4, F-5(13년기준 전세계 약 900대 이상 운용중, 이중 한국이 243대 보유)의 노후수량 교체와 록히드마틴이 개발중인 F-22 의 낮은 버전인 F-35의 상용화로 '22년까지 3,887대의 전투기가 생산될 것으로 예상되고 있으며 연평균 약 4%의 수요증가율을 보일 것으로 예상하고 있다.

그림 15. **군용 전투기의 기술 발전추세**

자료: 산업기술로드맵, 산업통상자원부, 산업은행
주: 전투기 세대는 개발시기 뿐만 아니라 성능에 따라 구별. 예를 들어 2000년이후 개발된 전투기도 스텔스 기능이 없으면 5세대로 평가받지 못함

표 12. **모델별 전투기, 전투헬기 점유율**

	Combat Aircraft				Combat Helipcopters			
보유순위	Type	제작사	Active Fleet	M/S	Type	제작사	Active Fleet	M/S
1	F-16	Lockheed Martin	2,281	15%	S-70/SH/UH-60	Sikorsky/Bell	3,325	18%
2	F-18	Boeing	1,008	7%	MI-8/17/171/172	Milsa	2,160	11%
3	F-15	Boeing	865	6%	UH-1	Bell	1,508	8%
4	MiG-29	MiG	857	6%	AH-65	Bell	1,008	5%
5	Su-27/30/33/35	Sukhoi	845	6%	CH-47	Boeing	939	5%
6	MiG-21	MiG	698	5%	MI-24/25/35	Milsa	868	5%
7	Su-25	Sukhoi	507	3%	OH-58	Kiowa	758	4%
8	F-5	Northrop	492	3%	MD500	MD Helicopter	681	4%
9	F-7	Chengdu	460	3%	Bell 212/412	Bell	675	4%
10	Su-24	Sukhoi	423	3%	SA341/342	Gazelle	556	3%
11	기타	F-4	6,352	43%	Other		6,348	34%
총합계			14,788				18,826	

자료:Fightglobel 2013

표 13. 세계 전투기 생산업체 현황– 한국 FA–50, KFX 경쟁업체

지역	국가	업체명	업체 설명	대표 기종
북 미	미 국	Lockheed Martin	미국 군용기/방산 대표기업	F–16, F–22, F–35
	미 국	Boeing	미국 민항기/군용기 대표기업	F–15, F/A–18
유 럽	합 작	Eurofighter(EADS)	영국/독일/스페인/이태리 합작회사	Eurofighter
	프랑스	Dassault	프랑스 전투기/비즈젯 전문 항공업체	Rafale, Mirage
	스웨덴	Saab	스웨덴 항공우주/방산 전문기업	JAS 39 Gripen
	러시아	Sukhoi	러시아 전투기 전문 국영기업	Su–27/–30/–35
	러시아	MiG	러시아 전투기 전문 국영기업	MiG–29
아시아	중 국	AVIC1 (Chengdu)	중국 국영 항공업체	FC–1, J–10
	인 도	HAL	인도 국영 항공업체	LCA Tejas
	한 국	KAI	한국 항공통합법인	FA–50, (KF–X)

자료: 한국항공우주

표 14. 대표 대형 전투기 사양비교

기종	美 F–22	美 F–15E	露 Su–35	歐 EF Typhoon
형상				
무장탑재	11.3 톤	11 톤	7.9 톤	7.4 톤
제작사	Lockheed–Martin	Boeing	Sukhoi	EADS/BAE/Alenia
최대속도	마하 2.5	마하 2.3	마하 2.3	마하 2.0
항속거리	5,400km	4,320km	4,320km	3,780km
대당가격	약 1.6 억불	약 1 억불	약 6,500 만불	약 1.2 억불
출시년도	2005 년(5 세대)	1988 년(4 세대)	1996 년(4.5 세대)	2002 년(4.5 세대)

자료:방위사업청

표 15. 대표 중형 전투기 사양비교

기종	美 F–18 E/F	美 F–16 B60	스웨덴 JAS–39C(그리핀)	露 Mig–29
형상				
무장탑재	9.6 톤	6.8 톤	4.5 톤	3 톤
제작사	Boeing	Lockheed–Martin	SAAB	MiG
최대속도	마하 1.8	마하 2.05	마하 1.5	마하 2.3
항속거리	3,330km	3,780km	3,780km	2,817km
대당가격	약 9,400 만불	약 8,000 만불	약 6,780 만불	약 1,100 만불
출시년도	2001 년(4.5 세대)	2004 년(4 세대)	2002 년(4 세대)	1985 년/단종(4 세대)

자료: 방위사업청

표 16. 대표 소형 전투기 사양비교

기종	韓 FA–50	美 F–5E	英 Hawk	露 Mig–21
형상				
무장탑재	2.7 톤	3.2 톤	3 톤	2 톤
제작사	KAI	Northrop	BAE Systems	MiG

최대속도	마하 1.5	마하 1.6	마하 0.84	마하 1.75
항속거리	2,600km	1,405km	2,520km	1,210km
대당가격	약 4,500 만불	약 650 만불	약 3,080 만불	약 200 만불
출시년도	2005 년(4 세대)	1962 년/단종(3 세대)	1976 년(4 세대)	1959 년/단종(2 세대)

자료: 방위사업청

훈련기 생산업체 현황과 사양비교

전투기 조종사를 육성하기 위해서는 훈련기를 통한 비행훈련이 필요하다. 전세계적으로 전투기 사양이 나날이 업그레이드 되어가고 있고 관련 전투기 조종사들의 인력수급 부족으로 단기간내에 공중전투와 지상폭격 실전훈련까지 수행이 가능한 고등훈련기에 대한 개발수요가 증가하였다. 한국의 대표 고등훈련기인 T50외에 훈련기 대표 기종으로는 Aermacchi의 M-346, 러시아의 Yak-130이 있다.

고등훈련기

수요 2018년 이후부터 증가 예상

경기불황과 정부 예산삭감으로 인해 고등훈련기 시장의 수요는 크게 늘어나고 있지는 않는 상태이다. 하지만 2018년 이후부터 현재 운용년수가 40년 이상인 미국공군이 보유한 T-38(운용대수 약 500대)의 교체가 본격적으로 이루어 질 것으로 예상되고 F-35 훈련을 위한 다목적 고등훈련기 수요가 증가할 것으로 예상된다. 시장전망에 따르면 '22년까지 훈련기 생산대수는 약 1,408대 수준이다.

표 17. **대표 고등훈련기 사양비교**

기종	韓 T-50	이태리 M-346	英 Hawk 128
형상			
제작사	KAI	Aermacchi	Bae Systems
형식	단발	쌍발	단발
최대속도	마하 1.5	마하 1.5	마하 0.84
항속거리	1,851km	1,890km	2,520km
최대 운용고도	48,250ft	25,000ft	44,500ft
무기 외부 탑재량	12,000lb	6,600lb	6,800lb

자료: 한국항공우주

표 18. **세계 터보프롭 훈련기 생산업체 현황- 한국 KT-1 경쟁업체**

지 역	국가	업체명	업체 설명	대표 기종
북 미	미 국	Hawker Beechcraft	비즈니스기/범용항공기 전문업체	T-6A/-6B
남 미	브라질	Embraer	브라질 대표 항공업체	Super Tucano
유 럽	스위스	Pilatus	스위스 훈련기/소형기 전문업체	P-9, P-21
아시아	한 국	KAI	한국 항공통합법인	KT-1

자료: 한국항공우주

표 19. **세계 고등훈련기 생산업체 현황- 한국 T50, TA50 경쟁업체**

지 역	국가	업체명	업체 설명	대표 기종
	영국	BAE	영국 항공우주/종합방산업체	Hawk
유럽	이태리	Aermacchi	Finmeccanica 그룹 훈련기 전문업체	M-346
	러시아	Yakovlev	러시아 공격/훈련기 전문 국영기업	Yak-130
	중국	AVIC2 (Hongdu)	중국 국영 항공업체	K-8, L-15
아시아	인도	HAL	인도 국영 항공업체	HJT-36
	한국	KAI	한국 항공통합법인	T-50,TA-50

자료: 한국항공우주

군용헬기 생산업체 현황과 사양 비교

군용헬기는 MD500(1968년출시, MD Helicopter제작, 전세계 681대 운용), UH-1H(1,508대)가 주로 사용중이며 사용연수가 30년이넘어 대체가 시급하다. 헬기시장의 경우는 전투기와는 다르게 군용 헬기를 민간용 헬기로까지 파생하여 사용할 수 있다는 점에서 전투기보다 수요전망이 더 좋아보인다. 헬기 대표 생산업체로는 Sikrosky, Bell 등이있으며 KAI는 2010년부터 수리온을 생산하고있다. Forecast International의 전망에 따르면 군용헬기는 '22년까지 약 4,796대의 생산이 예상되고 민간헬기까지 합치면 만대 이상의 생산이 예상된다.

표 20. **세계 중대형 군용헬기 생산업체 현황- 한국 KUH 경쟁업체**

지 역	국가	업체명	업체 설명	대표 기종
북미	미국	Sikorsky	UTC 그룹 헬기 전문업체	UH-60, CH-53, H-92
	미국	Boeing	미국 민항기/군용기 대표업체	AH-64, CH-47
	미국	Bell-Boeing	V-22 개발/생산 위한 합작법인	V-22 틸트로터
유럽	통합	NH Industries	NH90 개발/생산 위한 합작법인	NH90
	통합	Eurocopter	EADS 그룹 헬기 전문업체	AS 332, AS 532, EC 725
	이태리	Agusta Westland	Finmeccanica 그룹 헬기 전문업체	AW101
	러시아	Mil	러시아 헬기 전문 국영기업	Mi-8/17, Mi-24/25/35
아시아	한국	KAI	한국 항공통합법인	KUH, KUH 파생형

자료: 한국항공우주

3. 민간 항공기 시장 분석

민항기 생산업체 현황과 사양비교

민항기 생산업체로는 Boeing과 Aiubus가 100석급 이상의 대형기 시장을 독점하고 있으다. 연료효율성을 높인 새로운 기체 개발과 아시아퍼시픽 지역의 두드러진 여객수송증가에 힘이어 2013년말 수주잔고는 2008년 이후 역대 최고 수준인 10,639대를 기록하고 있다. Forecast International의 전망에 따른 대형 민항기 13~22년 10년간 예상 생산대수가 14,585대인 것을 감안해볼 때 Airbus와 보잉의 수주잔고는 약 8년간의 수주잔고에 해당하는 수준이다. 따라서 관련 기체부품의 생산 증가로 이어질 전망이다.

표 21. **세계 민항기 생산업체 현황**

지 역	국가	업체명	업체 설명	대표 기종
북미	미국	Boeing	미국 민항기/군용기 대표기업	737, 747, 767, 777, 787
유럽	통합	Airbus	EADS 그룹 대형민항기 전문업체	A319/320, A330, A340, A350, A380

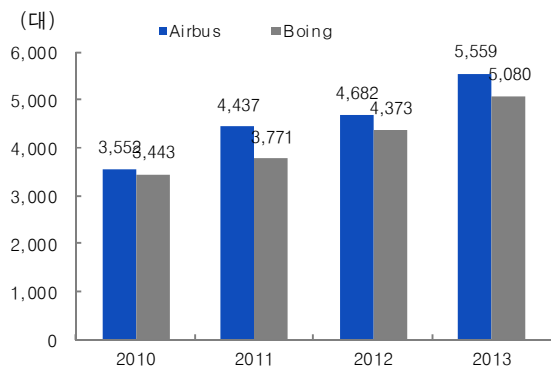
자료: 한국항공우주

표 22. **주요 대형기 사양비교**

기종	EU A321	EU A380	美 B747	美 B777	美 B787	EU A350XWB
제작사	Airbus	Airbus	Boeing	Boeing	Boeing	Airbus
구조	Single Aisel	Widebody	Widebody	Widebody	Widebody	Widebody
탑승인원	185 명	525 명	415 명	300~365 명	250~290 명	270~350 명
운항거리	4,400km	15,200km	14,815km	14,262km	15,200km	15,400km
대당가격	약 8,800 만불	약 3.2 억불	약 2.3 억불	약 2.6 억불	약 1.9 억불	약 2.1 억불
출시시기	1993 년	2007 년	1969 년	1995 년	2011 년	2014 년

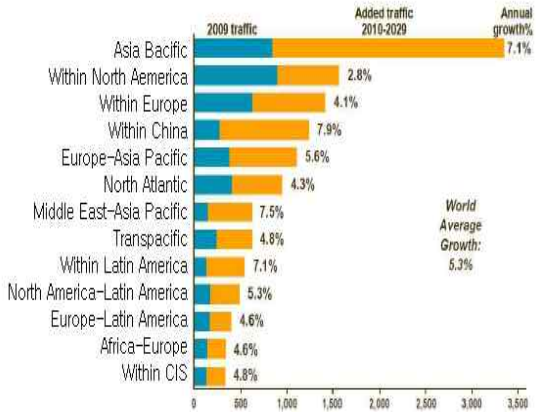
자료: 방위사업청

그림 16.Airbus, Boeing 의 연간 수주잔고 댓수



자료: Airbus, Boeing 연말보고서

그림 17.지역간 여객수송량과 증가율('10~'29)



자료: Boeing

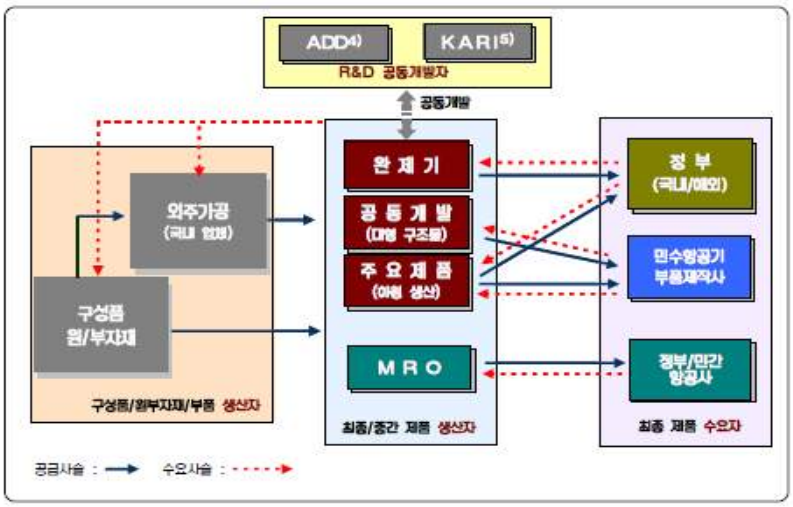
III. 국내 항공우주산업 고성장 시대의 개막

1. 국내 항공우주산업의 발전과정

80년대 창정비 위주의 단순 생산활동에서 20년만에 항공기 수출까지

국내 국내 항공산업은 80년대까지 창정비와 면허생산 위주의 단순 생산활동을 시작으로 90년대에 들어서는 FX사업을 통해 이전된 항공기술과 면허생산을 통한 생산기술력을 접목하여 고등훈련기(T50), 헬기(KUH)등의 독자개발을 추진, 2000년대 이후부터는 독자개발한 항공기를 수출하는 단계까지 진입하였다.

그림 18. 국내 항공산업 Supply Chain



자료: 산업은행

그림 19. 국내 항공산업 발전과정

자료:한국항공우주산업진흥협회

표 23. 국내 시행 사업- 항공기 도입사업 및 독자 개발사업

사업특성	사업명	사업진행 계기/목적	사업내용	주요 절충교역
도입사업	KFP 사업 (1985~1998 년)	북한의 미그-29 도입, 일본 F-15J 배치에 대응하기 위한 전투기 도입사업	-'91: General Dynamics F-16C/D 채택 -직도입 12 기-> 단순조립/생산 36 기-> 라이선스 생산 72 기 -'06 년 총 120 기 납품완료	초음속항공기 설계기술
	FX 1 차사업 (1999~2002 년)	노후기종인 F-4D, F-5E 를 2020 년까지 퇴역시키고 4 세대 전투기 40 대 도입	-후보기종: F-15K(맥도넬 더글라스),프랑스 다소사 라팔 -선택기종: F-15K 채택 -'07~'09 F-15K 40 대 도입완료 -비용: 5.4 조	스마트 구조물 설계 항공무장 발사대 기술 F-15K 동체/날개 조립 AH-64 동체 조립 등
	FX 2 차사업 (2002~2008 년)	4 세대 전투기 21 대 추가구입	-후보기종: 유로파이터, F-15K -선택기종:F-15K 채택 -'06~'09: F-15K 21 대 도입완료 -비용: 2.3 조	
	FX 3 차사업 (2009~ 진행중)	5 세대 전투기 60 여대 2014 년 ~2019 년 실전배치 목표	-후보기종: 보잉 F-15SE, 록히드 F-35A, EADS 유로파이터 -진행상황:보잉 F-15SE 결정하려고 하였으나 2013.9 월 방추위에서 F-15SE 의 스텔스기능이 떨어진단 이유로 부결 -예산: 8.3 조	EADS:KFX 사업에 2 조원 투자/미사일 기술 록히드:미국 T-50 진출/ F-35A 한국내 부품생산 보잉: APG82 레이다제공/모의전장시스템/항공전자장비센터 국내 건립
	AH-X 사업 (2001~2013 년)	육군의 차세대 대형공격헬기 도입사업.대형 공격 헬리콥터 36 대 구매	-후보기종: 후보기종: 보잉 AH-64E(Apache), 벨 AH-1Z(바이퍼), 이탈리아/터키 T-129(망구스타) -선택기종:보잉 AH-64E(Apache) -예산:1.8 조	저소음 로터기술 기술이전 25 기/ 국내부품 제작 6 건/ 군수지원 6 건
개발사업	KT-1 개발 (1988~1999 년)		-'88 년 개발결정->'96 년 시험비행->'99 양산 -'01 인도네시아 수출 -'06 파생형 공격기인 KA-1 배치완료(20 대) -'07 터키 수출 -'11 페루 수출	
	T-50 개발 (1989~2005 년)	미국과 이란의 동맹이 끊어지자 F-14 고철덩어리로 전락. 자국내 훈련기 개발이 필요하다고 판단	-'89~'92: 대한민국 내 독자개발 결정 -'93~'97: 탐색개발 -'97~'05: 체계개발 -'01~'02: 시제기 첫출고 및 초도비행성공 -예산: 2.2 조 -기술협력: KFP 사업을 진행하던 록히드마틴사가 기술협력 제공하기로함/ 정부 70%, 삼성항공 17%(현재 KAI), 록히드 13%	
	KUH(수리온)사업 (2006~2018 년)	노후한 소형공격헬기 500MD, UH-1H 대체하기 위한 유로콥터 기술도입으로 개발한 중형기동헬기	-'06 개발~'12 양산시작 -개발자: KAI, 국방과학연구소,한국항공우주연구원 -개발원형: 유로콥터 쿠거 -예산:1.3 조 -국내 소요대수:410 여대	
	LAH/LCH(민수)사업-구 KHP 사업 (2012~2018 년)	한국 육군의 차세대 소형무장헬기 개발/도입 사업	-'12 년 탐색개발~'18 년개발완료예정 -후보기종: 유럽 유러콥터사 AS-365 도팡(돌핀), 이탈리아 아구스타사 AW169, 미국 시코르스키사 S-76, 미국 Bell 430 - LAH 기종은 육군의 노후화된 500MD, 500MD 토우 디펜더 250 여대, BO-105 8 대를 대체할 예정이며, 예상 생산 수량은 약 210 대로 알려져 있음 -개발예산:700 십억원/LCH 1.7 조	
	KFX(보라매)사업 (2014~2021 년)	대한민국 차세대 전투기 개발사업(-4.5 세대~5 세대 전투기 획득, FA50 후속 프로젝트)	-국방과학연구소+KAI+인도네시아 개발 참여 -개발비 5 조~6 조/ 양산비 8 조원(120 대)/ 유지보수비 9 조	

자료: 대신증권 리서치센터 정리

2. 국내 항공우주산업 시장 2020 년까지 10 배 성장

2011년 27억불-> 2020년 200억불까지 항공산업 육성하는 비전 수립

한국정부는 2011년 기준 27억불의 항공우주산업 매출을 2020년까지 200억불, 전세계 7위권으로 성장시키겠다는 목표를 가지고 있고, 이는 10년만에 매출이 10배 증가하는 것이다. 이 목표를 달성하기위해 T50, FA50, 수리온헬기의 수출확대, 차세대 전투기(KFX),소형무장헬기, 무인기 개발사업등을 진행하는 동시에 안정적인 이익 확보를 위해 민항기의 기체부품 국제공동개발, 장기적으로는 MRO사업까지 영위하는 것을 목표로 하고있다.

그림 20. **국내 항공분야 개발사업 로드맵- 고정기, 무인기**

자료:한국항공우주산업진흥협회

그림 21. **국내 항공분야 개발사업 로드맵- 헬기,민항기**

자료:한국항공우주산업진흥협회

2-1. Trend 1: 군용 전투기, 헬기 독자개발을 통한 성장모멘텀 확보

2025년까지 전투기 278대 교체 -> 신규 전투기 수요 140대 이상 예상

한국정부는 2020년까지 퇴역하는 F-4E/F, 2025년까지 퇴역하는 F-5E 총 240여대의 전투기 공백을 대체하기 위하여 한국형 차세대 전투기를 개발하여 2021년부터 2025년까지 약 80대, 최종 120대까지 배치하는 것을 목표로 하고 있다. 또한 FX3차 사업을 통해 2025년까지 60대의 5세대 전투기 배치, KFX 전투기 80대 전투기 배치 등을 통해 총 400대의 전투기 전력을 계획하고 있다. 정부는 국방사수를 위한 적정 공군 전투기 전력을 500대로 언급하고 있으나 현재 발표된 KFX, FA50 양산계획으로는 2020년 이후 전투기 전력이 500대에 훨씬 못미치기 때문에 향후 FA50, KFX 전투기의 추가 양산이 이루어질 가능성도 있다.

표 24. **한국공군이 보유하고 있는 전투기 전력**

대분류	모델	도입시기	제작사	2012 년	2020F	2025F	비고
High 급	FX3 차	2018~19	미정		40	60	
	KF-16	1991	록히드마틴	130	130	130	
	F-16	2004	KAI	35	35	0	빠르면 2025 년부터 퇴역
Medium 급	F-15K	2005	보잉	60	60	60	
	KFX	2023	KAI			80	2023 년부터 양산(연간 20 대 *6 년생산)
	F-4E/F	1868	MD	82	0	0	2020 년까지 퇴역
	F-5E	1962	Northrop	161	110	0	2025 년까지 퇴역
Low 급	FA50	2013	KAI		60	60	
	TA50	2011	KAI	11	11	11	
총합계				479	446	401	

자료: 국방부, 대신증권 리서치센터 추정

2025년까지 헬기 457대 교체 -> 신규 헬기 수요 320대 예상

전투기 뿐만 아니라 한국정부는 노후된 MD500, AH-1J/S, UH-1을 대체할 군용헬기 국산화에도 투자를 아끼지 않고 있다. 이미 2012년에 개발완료된 수리온의 경우 현재 육군에 배치된 약 20대의 양산물량 이외에 2022년까지 약 200여대가 배치될 예정이며 2019년부터 개발이 계획된 LAH(소형무장헬기)는 2025년까지 약 120대의 전력배치가 추정된다.

표 25. **한국군이 보유하고 있는 헬기 전력**

대분류	모델	도입시기	제작사	2013년	2020F	2025F	비고
대형	AH-1J/S	1977~91	Bell	77	25	0	2022 년까지 퇴역
	AH-64E	2016	Boeing		36	36	2016~2018 년 배치
	CH-47D	1988~98	Beoing	23	37	37	
중형	Surion	2012	KAI	20	160	240	연간 20 대 생산(2022 년까지 200 여대 목표)
	UH-60	1990~99	Sikorsky	113	113	113	
	LYNC	1991~00	AugustaWestland	24	24	24	
	UH-1	1965~78	Bell	128	100	0	
소형	MD500	1976~88	MD Helicopter	252	80	0	2022 년까지 퇴역
	BO-105	1999	유로콥터	12	12	12	
	LAH	2022	KAI			120	2022 년부터 실전배치. 연간 30 대 생산 가정
총합계				649	587	582	

자료: 국방부, 대신증권 리서치센터

여기서 잠깐! 왜 우리나라는 독자개발에 힘을 쏟는가?

1.외국으로부터의 방위산업 의존도 낮추기

2.운용/유지비 감안하면 독자개발이 경제성이 높음

천문학적인 투자비가 투입되는데도 불구하고 이렇게 한국정부가 항공기 국산화에 힘을 쏟는 이유는 무엇일까?

이에대한 이유는 한국의 대표 고등훈련기인 T50의 개발배경으로 거슬러 올라간다. 1980년 후반, 이라크가 미국으로부터 도입한 F-16이 미국과의 외교관계가 완절되면서 관련 부품 및 장비 조달을 받지 못해 고철덩어리로 전락하는 사태가 벌어진다. 이를 본 우리 정부는 외국업체로부터의 방위산업 의존도를 낮추는 첫 단계로 훈련기의 개발독자화를 결정했다. 또한 항공기의 개발->양산->운용/유지 세단계에 투입되는 비용을 계산해보면 각각 10%->35%-> 55%로 개발비용보다 운용/유지비용이 훨씬 크기 때문에 외국으로부터 직도입하는 것보다 장기적으로는 독자개발이 경제성이 높다.

2-2. Trend2: 국제공동개발 활성화를 통한 민수시장규모 확대

완제기 시장에서 민항기 비중 70% 이상

탈냉전 이후 완제기시장에서 민항기가 차지하는 비율이 점점 높아지고 있다. 군용기 사업으로는 안정적인 이익 창출이 어렵기 때문에 항공제조업체들은 국제공동개발을 통해 민수시장 참여를 확대하고 있다. 또한 민항기 뿐만 아니라 군용기 도입시에도 절충교역 내용에 민수가 포함되도록 법령을 개정하여 관련 기체부품의 시장규모 확대에 노력을 기울이고 있다.

표 26. 민항기, 군용기 도입시 절충교역 구조

구분	절충교역	개선방향
민항기	1 억불 이상 수입시 10% offset 의무화 기체부품 위주의 물량 확보	단순부품을 고부가 모듈부품으로 전환
군용기	군용기 물량 위주로 Offset 수행 – F15K Offset: 사업비의 33%	Offset 에 민수가 포함되도록 법령 개정

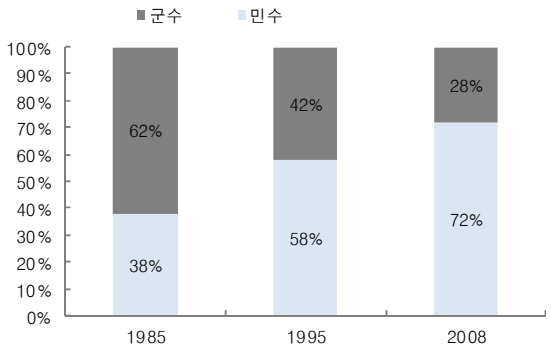
자료: 방위사업청

표 27. 국내업체가 참여한 국제공동개발 프로젝트

사업명	Airbus A350	Boeing B787	A350 Cargo Door	Genx 엔진	GTF 엔진
개발기간	06~'10 년	07~'10 년	07 년~'10 년	06 년~'10 년	09 년~'11 년
개발품목	주익/동체 부품	주익/동체 부품	동체 부착품	엔진 압축기	엔진 압축기
총개발비	10 조	13 조	15 조	4 조	–
해외참여	50%이상	일본 35%,프랑스 15%	50%이상	일본 14%, 프랑스 12%	
국내참여	KAI 2%(200 십억원)	KAL 1.2%(1,57 십억원)	KAL 0.7%(70 십억원)	테크윈 2%(167 십억원)	테크윈 1.5%(96 십억원)
수출효과	연간 190 십억원	연간 80 십억원	연간 80 십억원	연간 60 십억원	연간 54 십억원

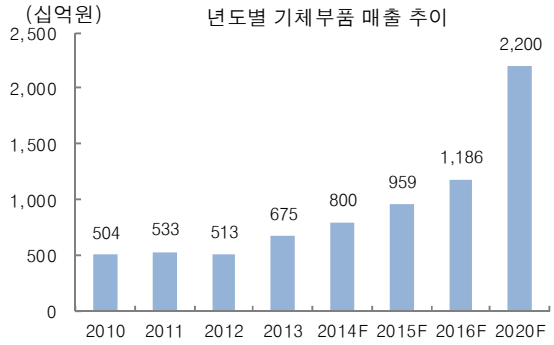
자료: 대신증권 리서치센터

그림 22.완제기시장의 민수, 군수 비율



자료: 방위사업청

그림 23.KAI 의 기체부품 매출 2020 년 2 조원이상 달성 가능할 것으로 예상



자료: 대신증권리서치센터

2-3. Trend 3: 항공정비서비스(MRO) 산업 육성

군용기 MRO 위탁사업인 PBL(성과기반 군수지원제도) 증가

정부는 군용기 MRO물량의 민간위탁을 확대하는 방안으로 성과기반 군수지원제도(PBL)사업을 확장하고 있다. 특히 KAI와 정부가 개발한 헬기와 군용기 운용이 증가하면서 민간업체가 수주하는 PBL사업 규모가 지속적으로 증가할 것으로 예상된다. 미국의 경우 2001년 PBL제도 도입후 군물량의 50%를 민간업체에게 위탁하고 있다.

정부, 2020년까지 항공정비 연간매출액 4조원을 목표로 가지고 있음

정부는 2010년 "항공정비산업 기본계획"을 수립하여 2020년까지 국내 항공정비 연간매출액 4조원, 세계시장 점유율을 5%(현재 약 1.8%)까지 확대하는 목표를 가지고있다. 민항기 MRO의 경우는 국내에서 대한항공이 일부분 자체 MRO를 시행하고 있는 것을 제외하고는 체계적으로 MRO 서비스를 제공하는 업체가 없다. 2013년 기준 대한항공은 연간 600십억원, 아시아나는 270십억원 이상의 정비를 외국업체가 수행하고있고 아시아 지역의 여객기 수요가 꾸준히 증가하면서 이 규모도 더 커질 전망이다. 대한항공은 일부 엔진 외주 정비를 미국(P&W)에서, 아시아나(대만 EGAT)와 LCC업체들은 호주,유럽, 싱가폴 등지에서 MRO서비스를 받고있다.

표 28. 정부, 지자체, 업체가 진행중인 MRO 클러스터 조성사업 개요

	지자체	주요사업	
인천광역(인청공항)	사업비	지반조성 후 민간투자 방식(BOT 방식)	
	사업규모	91.8 만	
충남(서산)	기본목표	국내최고의 항공방위 산업단지 구축(군수 MRO 포함)	
	사업명	항공방위산업단지 구축	
	주요내용	항공방위관련 기업체 및 군용기 정비를 위한 항공기 부품 기업 입주	
	사업기간	5 년 (2012 년~2016 년)	
	사업비	1,200 억원(민자)	
	사업규모	90.6 만	
충북(청주공항)	기본목표	동북아민간 MRO 허브산업으로 육성	
	사업명	항공정비클러스터 조성사업	항공정비(MRO)센터 구축사업
	주요내용	MRO 기업, 부품생산, 조립 및 R&D 센터	기체 중정비 사업
	사업기간	2010 년~2020 년	
	사업비	3452 억원(국 900, 지자체 107, 민 2,446)	338 백만달러
	사업규모	140.7 만평	15.8 만평
전남	기본목표	민수 MRO, 완제기 제조산업 중심지로 육성	
	사업명	무안국제공항 항공기정비 센터 구축	
	주요내용	기체 MRO, 부품 MRO, Line 정비, 엔진 MRO	
	사업기간	2011 년~2015 년	
	사업비	1950 억원(민자 100%)	
	사업규모	39.6 만(MRO 12 만평)	

자료: 한국항공대학교, 교통관리부

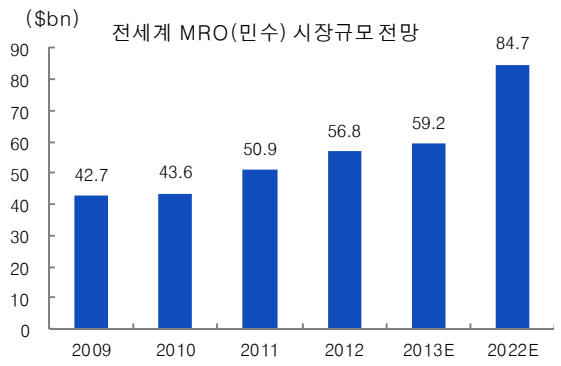
표 29. 주요 민항기 MRO 업체들의 실적추이(FY 12~ FY13)

(단위:백만불)

업체명	국가	매출액($백만불)	EBIT Margin	
ST Aerospace	싱가폴	6,633	10.5%	
AAR Corp	미국	1,614	14.0%	
Haeco Group	홍콩	960	3.0%	13년 실적은 부진. 연평균 7%의 마진은 나는 회사임
SIA Engineering Co	싱가폴	1,147	11.1%	
Lufthansa Technik	독일	5,787	9.7%	
AFI KLM E&M	프랑스	4,339	4.6%	1000~1300 대 수리
Ameco Beijing	중국			
Mubadala Aerospace	UAE			
Iberia Maintenance	스페인			

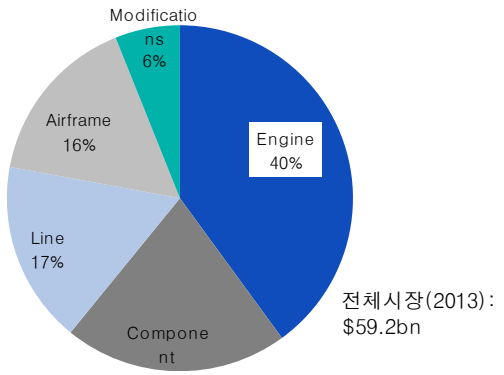
자료: 각사

그림 24. 민수 MRO 서비스 시장규모 전망– 정부는 2020 년 M/S 5%를 목표로하고있음



자료: Global MRO Market Forecast and Trends, ICF SH&E

그림 25. 민수 MRO 서비스의 종류별 구성



자료: Global MRO Market Forecast and Trends, ICF SH&E

표 30. 지역별 민항기 MRO 서비스 시장규모 ($Bn)

	2013 년	2022 년
North America	17.8	20.5
Asia–Pacific	15.6	26.6
W.Europe	13.4	15.6
Middle East	4	9.0
Latin America	3.2	6.1
E.Europe	3	6.1
Africa	2.2	4.3

자료: Global MRO Market Forecast and Trends, ICF SH&E

Appendix: 항공산업, 방위사업 용어집

PBL(Perfromance Based Logistics): 업체가 생산한 군용 항공기의 운영유지 실적을 기반으로 관련 정비 및 운영위탁 아웃소싱 비중을 늘리는 제도

UAV(Unmanned Aerial Vehicle): 무인항공기

KUH(Korean Utility Helicopter): 한국형 다용도 헬리콥터. 수리온 개발사업

FX(Fighter eXperimental): 차기전투기 도입사업

MRO(Maintenance, Repair and Operation): 항공분야에서 항공기 정비 , 점검 사업

KFX(Korean Fighter eXperimental): 한국형 차세대 전투기 개발사업

LAH(Light Armed Helicopter): 한국형 소형 군용헬기 개발사업

LCH(Light Civil Helocopter): 한국형 소형 민수헬기 개발사업

스텔스기: 적의 탐지 방법을 회피하도록 디자인된 전투비행기

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,535	2,016	2,311	2,811	3,782
매출원가	1,311	1,774	2,003	2,443	3,308
매출총이익	224	242	308	368	474
판매비와관리비	98	118	149	167	196
영업이익	126	125	159	201	278
영업이익률	8.2	6.2	6.9	7.1	7.3
EBITDA	180	203	226	287	398
영업외손익	-34	-32	-28	-30	-45
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	29	36	35	35	35
외환관련이익	26	30	29	29	29
금융비용	-55	-45	-48	-56	-71
외환관련손실	35	33	29	29	29
기타	-8	-22	-15	-9	-9
법인세비용차감전순손익	91	92	131	171	233
법인세비용	-17	-2	-28	-37	-50
계속사업순손익	74	90	103	134	183
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	74	90	103	134	183
당기순이익률	4.8	4.5	4.4	4.8	4.8
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	74	90	103	134	183
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	61	94	106	138	186
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	61	94	106	138	186

재무상태표 (단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	1,183	1,145	1,325	1,457	1,660
현금및현금성자산	223	138	202	147	46
매출채권 및 기타채권	397	394	451	543	668
재고자산	350	359	413	502	675
기타유동자산	212	254	259	265	271
비유동자산	710	831	939	1,133	1,464
유형자산	402	494	559	677	937
관계기업투자금	4	3	3	2	2
기타비유동자산	305	335	377	454	526
자산총계	1,893	1,976	2,264	2,590	3,125
유동부채	573	722	860	998	1,219
매입채무 및 기타채무	486	486	519	553	617
차입금	1	50	150	250	400
유동성채무	55	36	36	36	36
기타유동부채	31	149	154	160	165
비유동부채	432	293	359	431	581
차입금	261	91	121	151	251
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	171	202	238	280	330
부채총계	1,005	1,015	1,218	1,430	1,800
지배지분	888	961	1,045	1,161	1,324
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	267	341	424	538	701
기타자본변동	5	5	6	7	7
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	887	962	1,045	1,161	1,324
순차입금	79	87	147	326	671

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	760	924	1,053	1,377	1,873
PER	34.0	31.4	31.8	24.3	17.9
BPS	9,106	9,864	10,723	11,907	13,587
PBR	2.8	2.9	3.1	2.8	2.5
EBITDAPS	1,842	2,086	2,320	2,943	4,079
EV/EBITDA	14.5	14.3	15.1	12.5	9.9
SPS	15,744	20,686	23,706	28,837	38,801
PSR	1.6	1.4	1.4	1.2	0.9
CFPS	2,168	2,648	2,883	3,567	4,703
DPS	200	200	200	200	200

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
성장성					
매출액 증가율	19.3	31.4	14.6	21.6	34.6
영업이익 증가율	20.3	-1.0	27.4	26.6	38.3
순이익 증가율	1.1	22.1	13.5	30.8	36.0
수익성					
ROIC	9.8	10.0	9.9	10.8	12.0
ROA	6.9	6.4	7.5	8.3	9.7
ROE	8.6	9.7	10.2	12.2	14.7
안정성					
부채비율	113.3	105.5	116.6	123.2	135.9
순차입금비율	8.9	9.0	14.0	28.1	50.7
이자보상배율	6.5	9.6	8.5	7.5	6.6

자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	448	202	191	183	194
당기순이익	74	90	103	134	183
비현금항목의 가감	137	168	178	214	276
감가상각비	54	79	68	86	120
외환손익	3	10	0	0	0
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	79	78	111	127	156
자산부채의 증감	288	-42	-49	-107	-179
기타현금흐름	-51	-15	-41	-58	-86
투자활동 현금흐름	-105	-241	-180	-287	-457
투자자산	0	0	-1	-1	-1
유형자산	-63	-141	-114	-180	-350
기타	-42	-99	-65	-106	-106
재무활동 현금흐름	-186	-47	123	123	243
단기차입금	-229	-58	100	100	150
사채	0	0	0	0	50
장기차입금	54	18	30	30	50
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-19	-19	-19	-19	-19
기타	9	12	12	12	12
현금의 증감	157	-86	64	-55	-101
기초 현금	66	223	138	202	147
기말 현금	223	138	202	147	46
NOPLAT	102	122	125	158	218
FCF	51	-1	18	-36	-112

[Compliance Notice]

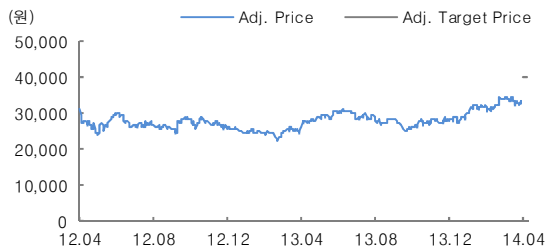
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 이지윤)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국항공우주(047810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	14.04.24
투자의견	Buy
목표주가	40,000
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	

투자등급관련사항

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률):
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상