

COVID-19 PANDEMIC

INDUSTRY

2020년 6월 15일

방위산업 (Positive)

코로나19 이후의 항공기 시장 전망

“ 코로나19로 전세계 항공산업은 멈춰서다시피했다. 각국의 국경봉쇄 및 자가격리조치 등으로 여행업을 비롯한 항공, 항공기제작산업까지 미래가 불확실해졌다. 향후 항공여객 수요 회복 속도에 따라 항공기 생산은 어떻게 될지를 살펴봤다. 결론은 항공여객수요 회복속도보다 빠르게 항공기 인도가 회복될 것으로 전망된다. 여객수요가 2025년경 기준 추세를 회복한다고 가정하더라도 2022년부터 항공기 인도는 2018년 수준을 넘어설 것으로 판단된다. ”

| Contents |

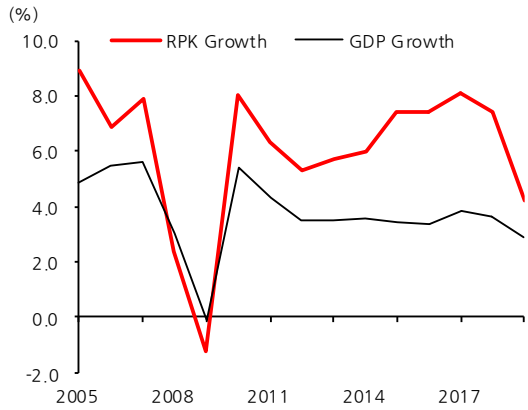
I. 핵심 요약.....	03
II. 주요 지표.....	04
III. 코로나19 이후의 항공기 시장 전망.....	06
1. 코로나19 이후의 여행 및 항공운송 시장 전망.....	06
2. 2020년 항공기 시장 현황.....	09
3. 항공기 공급은 언제쯤 회복될까?.....	14
IV. 밸류에이션.....	22
1. 기체 제작 및 부품 업체 주가 반등.....	22
2. Valuation.....	23
V. 분석대상종목.....	25
1. 한국항공우주 (047810).....	26
2. 한화에어로스페이스 (012450).....	29
3. 아스트 (067390).....	32
4. 켄코아에어로스페이스 (274090).....	35
5. Boeing Co (BA.US).....	38
6. Spirit Aerosystems (SPR.US).....	41

I. 핵심 요약

<p>코로나19로 항공여객수요 급감</p>	<p>코로나19로 각국이 국경봉쇄, 입국자에 대한 2주간의 자가격리 등을 시행하면서 전세계 여행업은 크게 위축됐다. 코로나가 진정되더라도 이전 상황으로 회복되는 데 약 3년 정도가 걸릴 것으로 항공사와 공항 종사자들은 예상하고 있다. 관광수요는 회복되겠지만, 출장 등의 상용 수요는 화상회의 시스템 발달 등으로 인해 둔화될 여지도 있다.</p>
<p>항공기 신규수주 및 인도도 큰 폭 감소했으며, 지난 4월 국내 기체부품 수출은 YoY 50% 감소</p>	<p>여행업이 직격탄을 맞으며, 항공기 시장도 좋지 않은 상황이다. 이미 2018년부터 세계 경기둔화 등으로 수주가 줄고 있던 상황에서 지난 해에는 1,000대 미만으로 수주가 떨어졌고, 올해도 5월까지 신규수주는 35대에 그쳤다.</p> <p>항공기 인도의 경우에는 B737Max 운항 중단 여파로 2019년 YoY 26% 감소했고, 올해도 5월까지 보잉·에어버스 합산 기준 220대를 인도해 전년동기대비 54%나 감소했다. 이런 영향으로 국내 기체부품 수출도 연초이후 (-) 성장을 지속해오고 있으며, 지난 4월에는 전년 동기대비 50% 가량 감소했다.</p>
<p>코로나만 없었어도 글로벌 항공여객수요는 연평균 4.7% 증가했을 것</p>	<p>과거 이벤트로 항공수요가 위축됐을 경우, 기존 수요증가 추세로 회복되는 데까지 대체로 약 3년 정도가 소요됐다. 코로나19가 없었고, 기존의 추세대로 항공여객 수요가 늘었다고 하면 전세계 항공여객 수요는 2025년까지 연평균 4.7% 증가했을 것으로 추정된다. 하지만 코로나19 영향으로 올해 항공여객수요는 지난해보다 약 48% 감소할 것으로 IATA는 전망하고 있다.</p>
<p>항공수요 회복속도보다 항공기 인도가 더 빠르게 회복될 전망</p>	<p>항공방산업체의 기체부품 매출은 언제쯤, 어느 정도 속도로 회복할까? 이 질문에 답을 하기 위해서 우리는 다음의 네 가지 항공여객수요 회복 시나리오를 가정해 항공기 인도량을 추정했다. ① 코로나 영향은 2020년에 국한되고, 2021년부터 회복해 2023년 기준 추세로 회귀하는 경우(Base Case) ② 2022년 기준 추세로 회귀하는 경우(Best Case) ③ 2025년 기준 추세로 회귀하는 경우(Worse Case) ④ 2025년에도 2019년 이전 추세의 90% 수준만 회복하는 경우(Worst Case)다.</p>
<p>2022~2023년에는 2018년보다 많은 항공기가 인도될 것으로 판단</p>	<p>그리고 이 네 가지 시나리오 모두 추세를 회복하는 시점에 Load Factor가 95% 수준에 도달하기 위한 필요 항공기 인도량을 계산했다. 결론적으로 항공여객수요 회복속도보다 항공기의 인도가 더 빨리 회복될 것으로 보인다. 2023년 추세 회복 시 2022년 인도량은 2018년 인도량을 넘어서야 하는 것으로 나타나며, 2025년 항공여객수요 추세 회복시에도 2023년에는 2018년 인도대수를 넘어설 것으로 예상된다.</p>
<p>글로벌 항공기제작업체 주가 반등 국내 기체부품업체에 대한 긍정적 시각 유지</p>	<p>글로벌 항공기 제조업체 및 부품 업체의 주가 반등이 나타나고 있다. 일부 국가에서 국경봉쇄를 해제 혹은 해제 예정이라는 소식이 들려오고 있으며, 항공여객시장도 저점은 지났다고 시장에서 인식하는 것 같다. 국내 기체부품 업체들의 주가는 아직 코로나19가 글로벌로 확산되기 이전 수준을 회복하지 못하고 있다. 2분기를 저점으로 기체부품 수출도 점진적으로 늘어날 것으로 여겨지며, 보잉의 B737Max 운항재개라는 트리거도 존재한다. 항공기체부품 업체에 대한 긍정적 시각을 유지한다.</p>

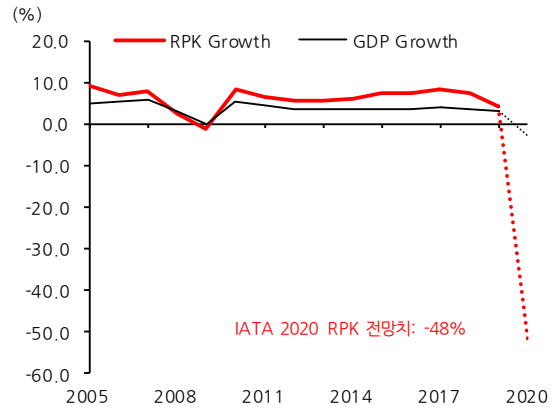
II. 주요 도표

[그림1] 경제성장률과 항공여객수요 증가율 추이



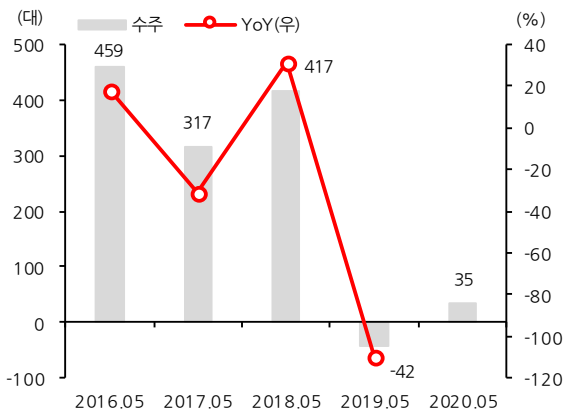
자료: IMF, IATA, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2020년 경제성장률과 항공여객수요증가율 전망



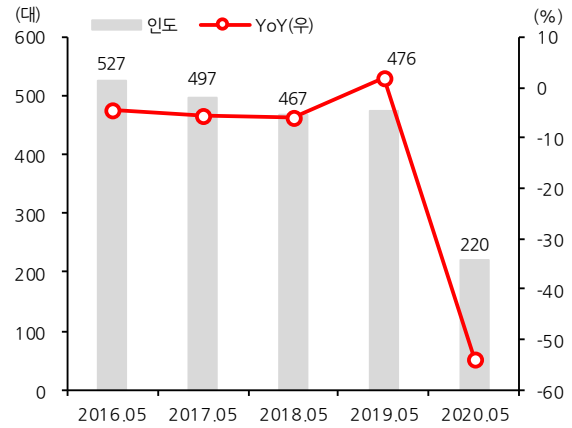
자료: IMF, IATA, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 5월까지 누계 항공기 수주 추이



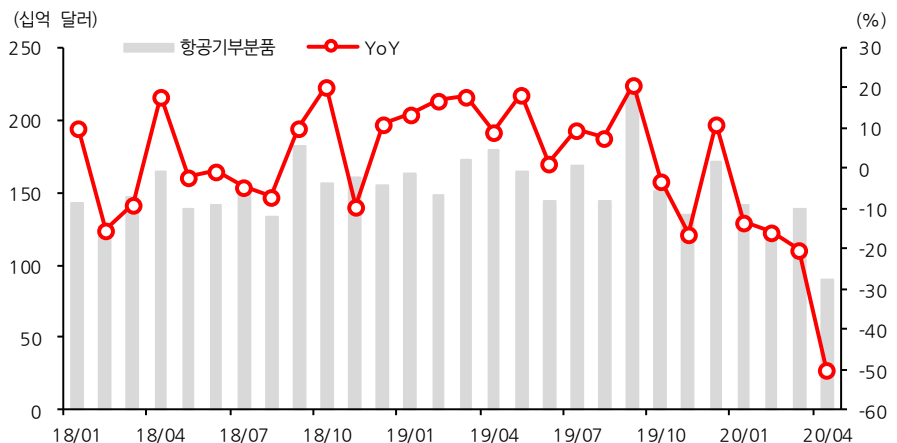
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 5월까지 누계 항공기 인도 추이



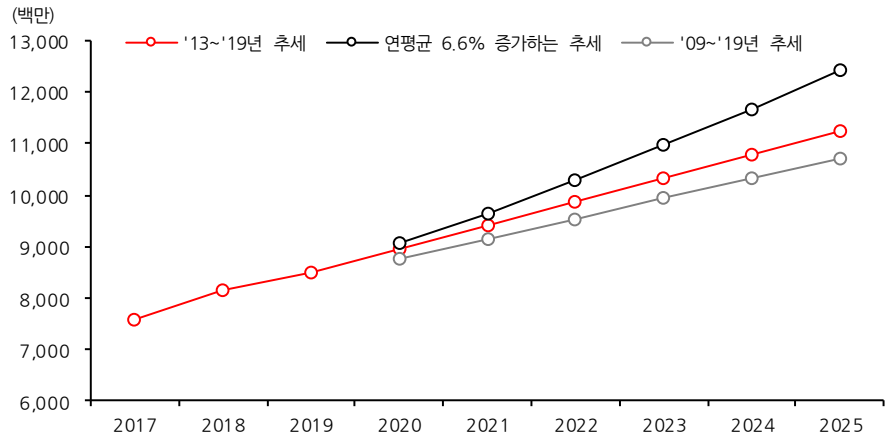
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 월별 항공기 부품품 수출 추이



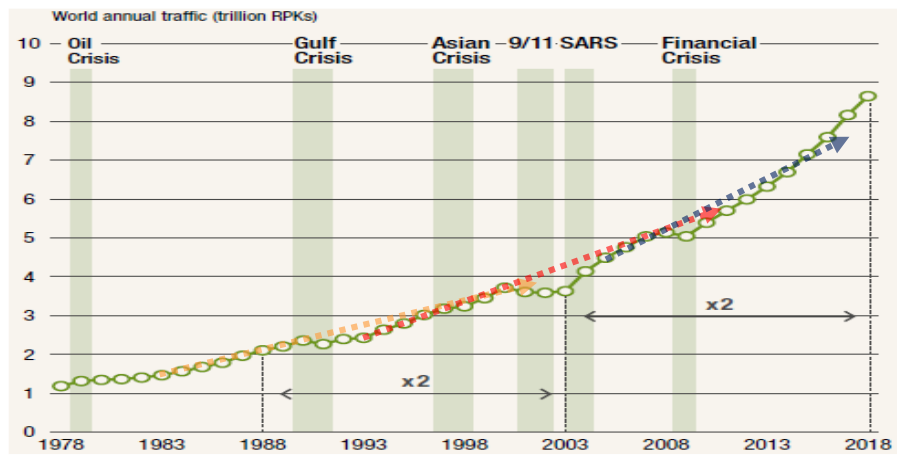
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 과거 추세로 본 미래 항공여객수요 추정



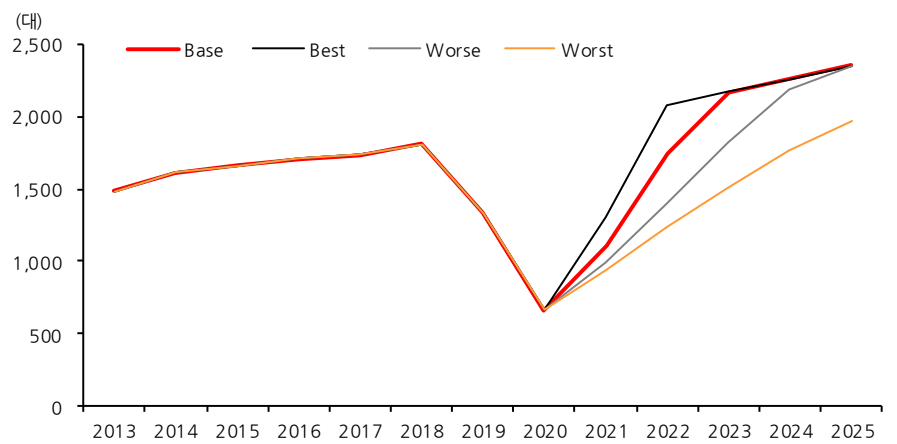
자료: IATA, 보잉, 에어버스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림7] 글로벌 항공여객수요 추이



자료: 에어버스

[그림8] 시나리오별 항공기 인도 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

Ⅲ. 코로나 19 이후의 항공기 시장 전망

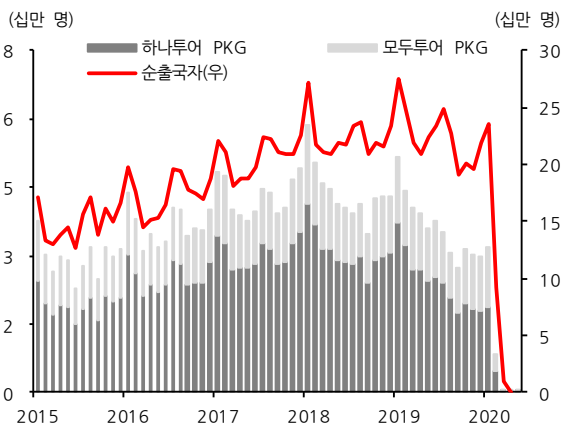
1. 코로나 19 이후의 여행 및 항공운송 시장 전망

지난 4월 우리는 ‘코너: 코로나 너머의 세상’ 자료에서 각 섹터별로 코로나19 이후 어떠한 변화가 나타날지를 예상해본 바 있다. 보고서에서 전망했던 여행과 항공운송 시장의 변화를 간략히 요약했다.

여행: 관광수요는 코로나 이후 즉시 회복되나, 상용수요는 둔화 예상

여행업의 경우 코로나19가 사라지면 직접 보고, 듣고, 느끼고, 체험하는 ‘관광’ 기반의 수요는 바로 회복되겠지만, 출장과 같은 상용 수요는 둔화될 가능성이 높아 보인다. 이유는 코로나19로 재택근무가 활성화되면서 화상 회의 등의 시스템에 익숙해졌기 때문이다.

[그림9] 월별 아웃바운드 시장 및 여행사 송출객수 동향



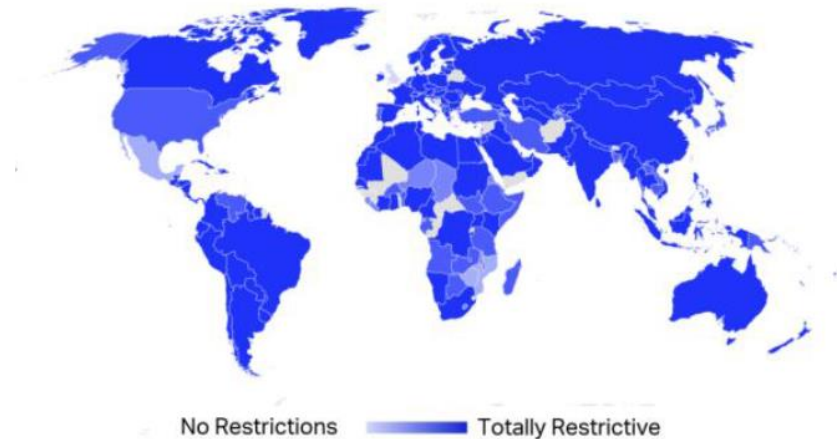
자료: 관광지식정보시스템, 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] Zoom 을 활용한 화상회의



자료: Zoom, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 코로나 19로 인한 전세계 국경 통제 현황



주: 2020.4.1일 현재
 자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터

상용수요의 감소는 항공여객 수요의 둔화로 연결
상용수요 10% 감소시
항공여객수요는 2% 감소

상용수요의 감소는 항공 여객 수요의 둔화로 나타날 것이다. 꼭 필요한 출장은 가졌지만, 화상회의로 대체 가능한 출장의 경우에는 그 빈도가 줄어들 것이다. 현재 상용수요 비중을 알기 어렵지만, 국내 출국신고카드가 폐지되기 직전인 2005년의 상용목적 출국자 비중은 약 21.4% 였다. 지금도 이 비중이 유지된다고 가정하고 약 10% 정도가 감소한다고 보면 여객수요는 2.1% 가량 줄어들게 된다.

항공운송 산업 자체의 변화:
① 프리미엄
이코노미석의 도입
가속화

여객 수요 뿐 아니라 항공운송 산업 내에서도 몇 가지 변화가 나타날 것으로 보인다. 대표적인 것이 ‘언택트’를 반영한 프리미엄 이코노미석의 도입 트렌드가 가속화되는 것이다. 프리미엄 이코노미석은 일반적인 이코노미석보다 앞뒤 간격이 5~9인치 정도 넓고 폭도 18인치 이상으로 넓다. 무엇보다 일반석보다 가격이 2~4배 비싸 단위당 수익성이 비즈니스석보다도 높다. 실제로 프리미엄 이코노미석을 설정한 항공기는 2000년 500대 수준에서 2018년 4천대 이상으로 크게 늘었다. 또한 소비자들도 프리미엄 이코노미석을 찾는 비중이 늘고 있는데, 검색 비중이 2017년 6.9%에서 2019년 11.7%로 늘었다.

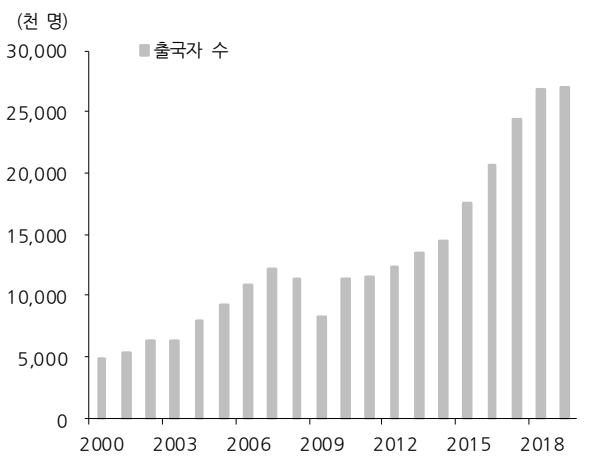
② 가격의 변화:
단기에는 낮아지나
장기적으로는
올라갈 것

항공티켓 가격도 달라질 것으로 보인다. 가격과 관련해서는 낮아질 것이라 전망과 높아질 것이라는 전망이 맞서고 있는데, 단기적으로는 가격이 낮아질 수 있겠으나, 장기적으로는 가격이 올라갈 것으로 보인다. 가격이 낮아지는 이유는 여행수요는 크게 줄지 않을 것이라 가격을 낮춰 Load Factor를 높이면 항공사의 수익이 커지기 때문이다. 하지만 항공사들이 구조조정을 거치면서 공급이 줄고, 코로나19로 각종 정부지원금 혹은 대출 이자를 내려면 가격을 올릴 수 밖에 없을 것으로 보인다.

③ 기타 서비스의
변화

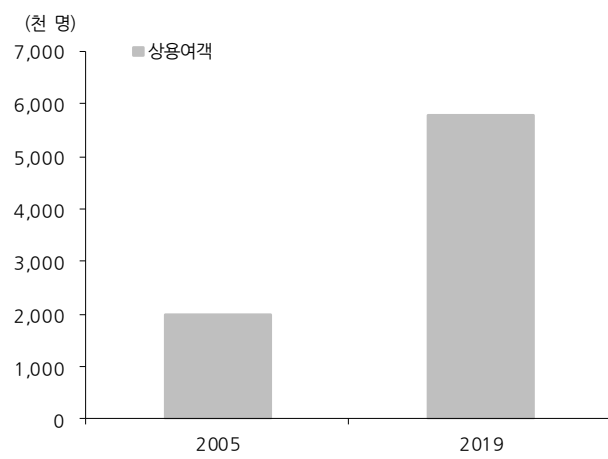
그 밖에 기내식 등 기내 서비스에서도 변화가 나타날 것이라는 전망이 있다. 기내식은 아예 제공을 안 하거나, 도시락 등으로 대체될 수 있으며, 잡지 제공도 중단될 수 있다. 또한 Ryanair에서는 화장실 줄서기도 금지하고 있다고 한다.

[그림12] 한국 출국자 수 추이



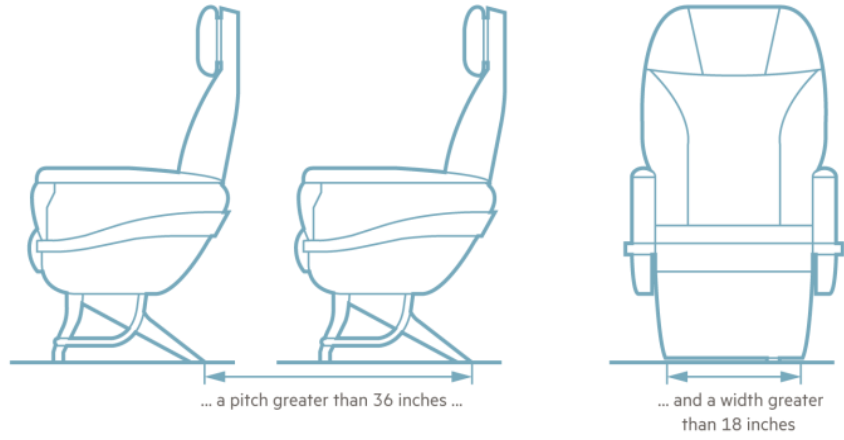
자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 2005년 vs 2019년 추정 상용여객 수요



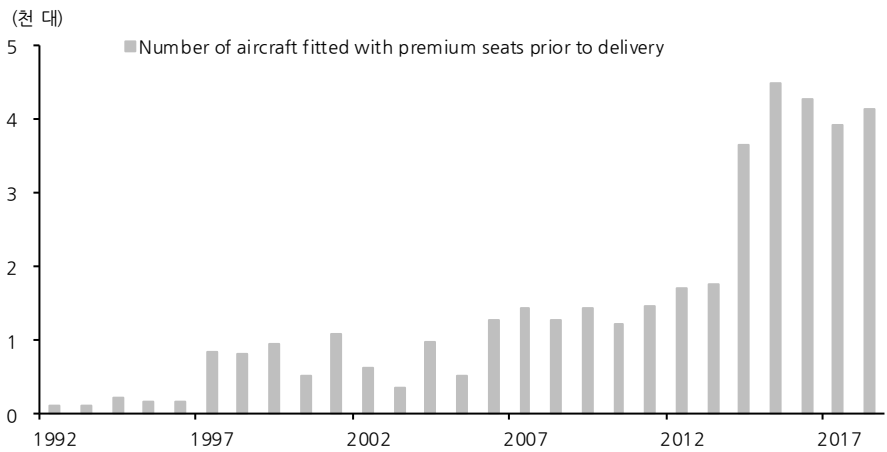
자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림14] Premium Economy Class 좌석



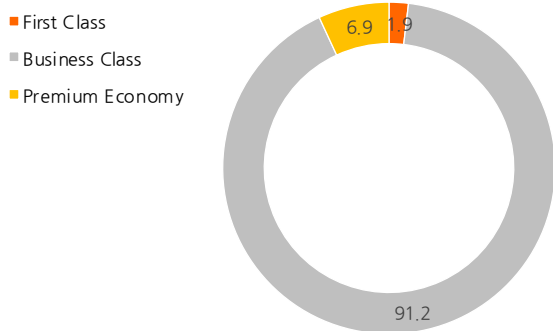
자료: Financial Times, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] Premium seats 가 도입된 항공기 인도 대수 추이



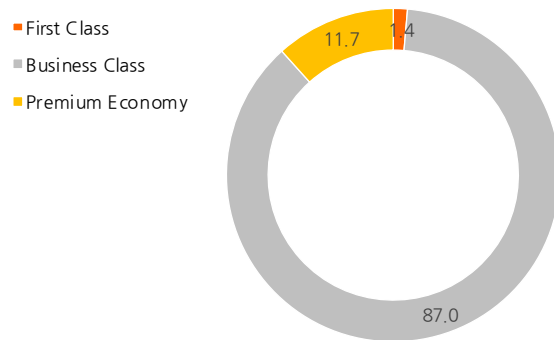
자료: Counterpoint Market Intelligence 2018 Aircraft Interiors Report, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 2017년 프리미엄 클래스 항공권 검색량 비중



자료: Skyscanner, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 2019년 프리미엄 클래스 항공권 검색량 비중



자료: Skyscanner, 한화투자증권 리서치센터

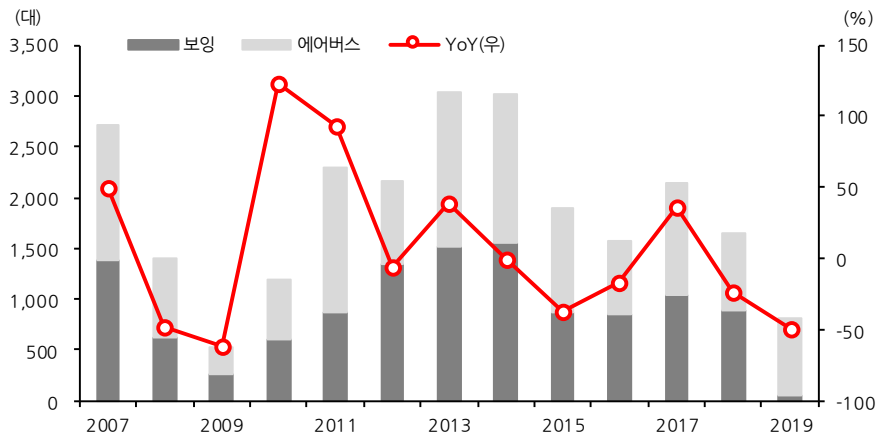
2. 2020년 항공기 시장 현황

>> 항공기 수주 취소, 인도 지연 등으로 상황은 악화

항공사 수주는 2018년부터 소형 기종 중심으로 감소세

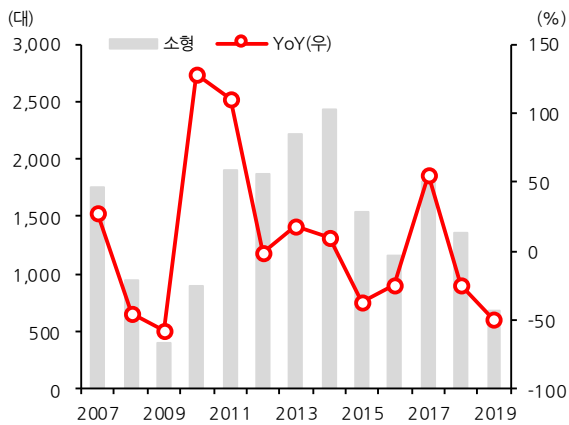
지난 해부터 전세계 항공기 시장의 수주, 인도 현황은 좋지 않다. 수주는 2017년 2,021대로 전년대비 45%나 증가했지만, 2018년부터 세계 경기 둔화 등으로 감소하고 있다. 지난 해에는 830대(보잉과 에어버스 합산 기준)가 발주돼 2009년 이후 처음으로 1,000대 미만으로 떨어졌다.

[그림18] 보잉과 에어버스의 항공기 수주 추이



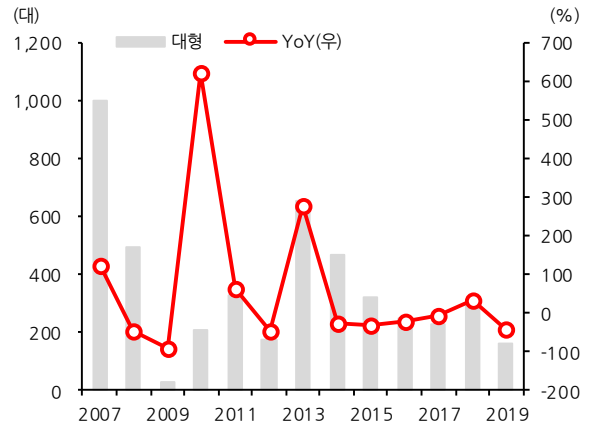
자료: 보잉, 에어버스, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 소형 항공기 수주추이



자료: 보잉, 에어버스, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 대형항공기 수주추이

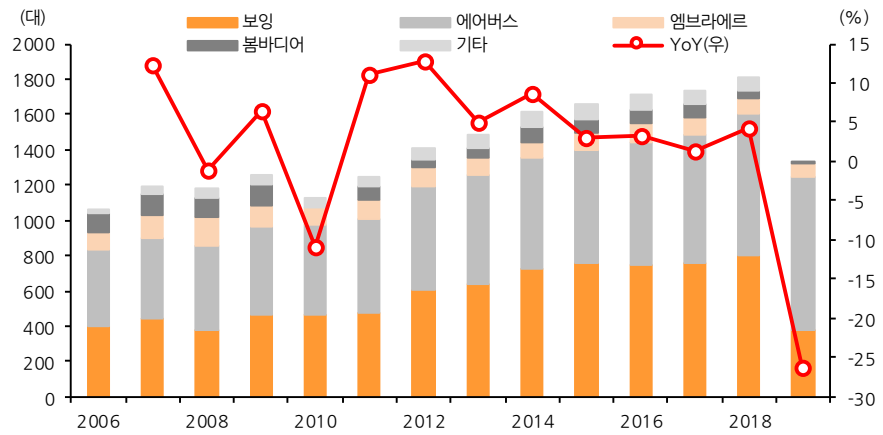


자료: 보잉, 에어버스, 한화투자증권 리서치센터

항공기 인도는 B737Max 운항중단 여파로 2019년 크게 감소

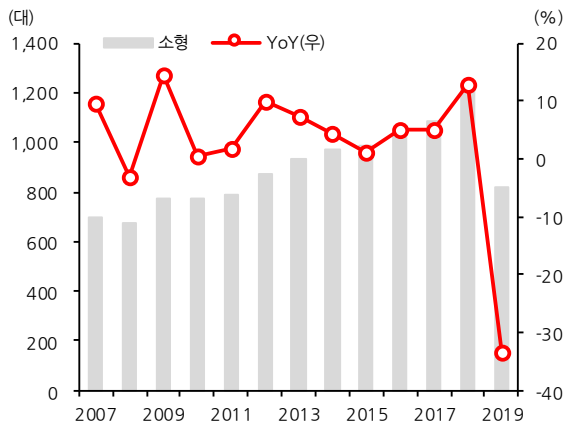
항공기 인도는 2018년까지 꾸준히 증가했으나, 보잉의 B737Max 운항 중단으로 2019년에는 전년 대비 26% 감소했다. 에어버스의 2019년 인도량은 전년 대비 8% 증가한 반면 보잉의 인도는 53% 감소했다. 크기별로 보더라도 소형 항공기 인도는 33% 감소했고, 대형 항공기 인도는 12% 증가했다. 70%를 넘어서던 소형 항공기의 비중이 65%까지 줄어들었다. 보잉의 B737Max 운항 중단 여파가 컸다.

[그림21] 주요 항공기 제조업체의 항공기 인도 추이



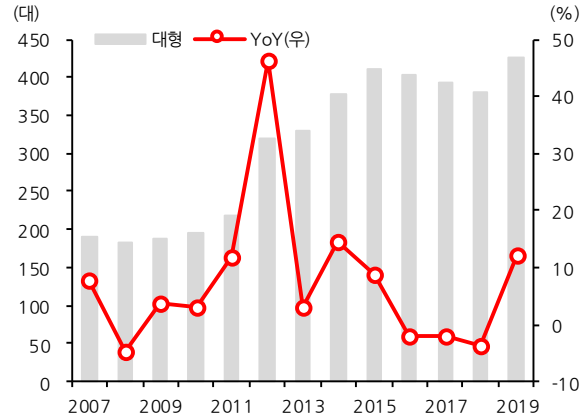
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 소형 항공기 인도 추이



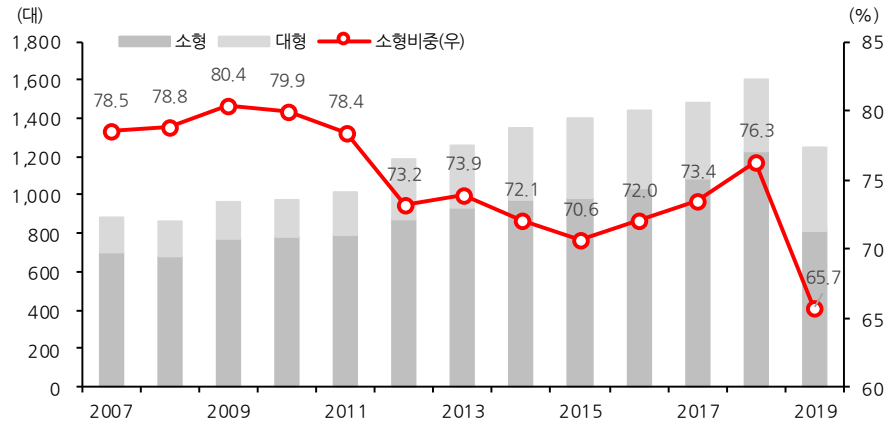
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 대형 항공기 인도 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 소형 대형 항공기 인도 및 소형 비중 추이

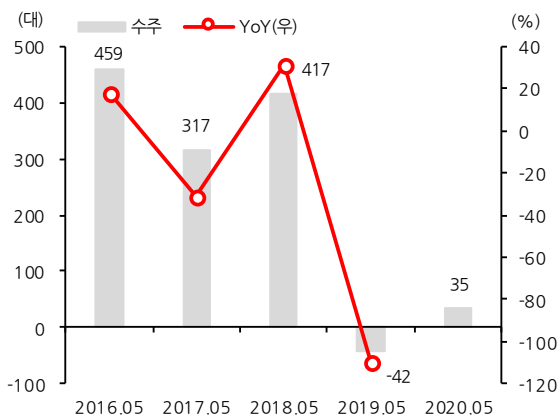


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2020년 들어 상황은 더 악화

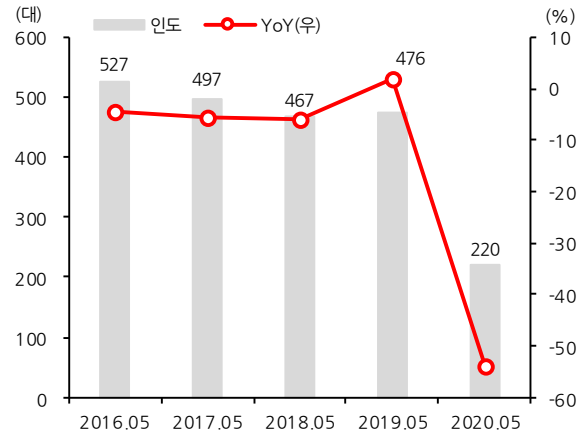
2020년 들어 상황은 더 안 좋아졌다. 보잉의 B737MAX 운항 중단과 경기 둔화에 더해 코로나19 영향까지 겹치면서 수주와 인도 모두 좋지 못하다. 수주는 지난 해 같은 기간에는 취소가 더 많았던 것에 비해서는 나아졌으나, 절대 규모로는 50대에 미치지 못했다. 인도는 전년동기대비 54%나 감소했다. 코로나19로 항공기 운항이 크게 줄면서 취소나 인도 지연 등이 늘고 있기 때문이다. 일부 국가에서 국경봉쇄를 해제하고 있기는 하나, 올해 항공기 인도는 전년대비 50% 가량 감소할 것으로 보인다.

[그림25] 5월까지 누계 항공기 수주 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 5월까지 누계 항공기 인도 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

» 국내 기체부품 수출도 4월부터는 지표상 확연하게 감소가 확인

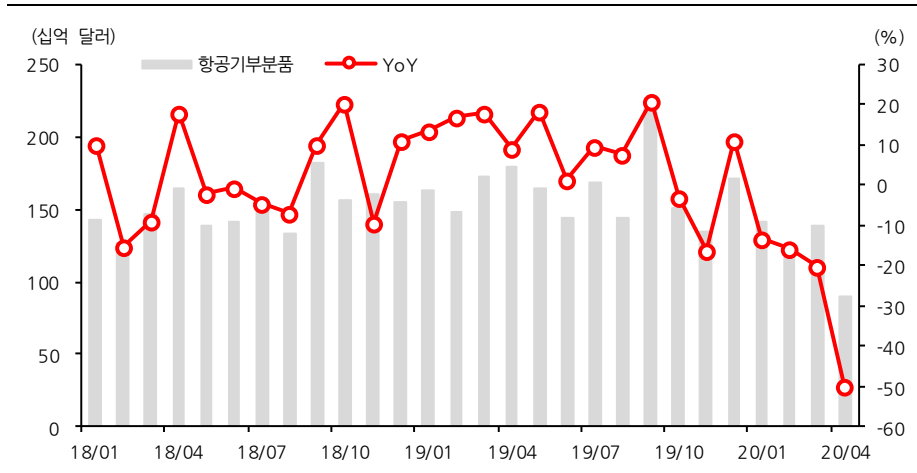
올해부터 보잉의 B737MAX
생산중단으로
4월 기체부품 수출 YoY
50% 감소

지난 해 보잉의 B737Max가 운항중단되긴 했지만, 보잉은 월생산량을 기존 52대에서 42대로 줄이면서 생산은 계속했었다. 그러나 운항재개가 연말까지 이뤄지지 않자 올해 부터는 생산을 전면중단했다. 이로 인해 국내 기체부품 수출은 올해들어서 전년동기대비 10% 이상 줄어들었다. 4월에는 전년동기대비 50% 가량 수출이 감소했는데, 코로나 19 영향이 지표상 나타난 것으로 보인다.

1분기에는 코로나19 영향은
적은 편

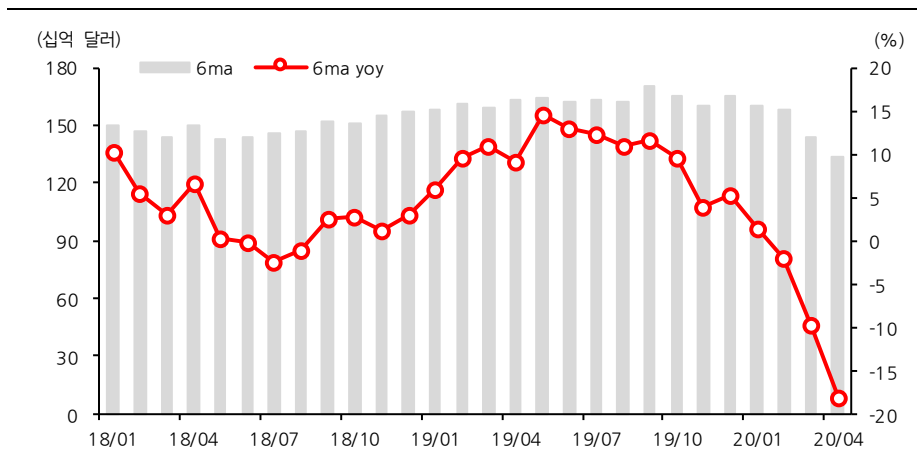
지난 1분기 실적에 나타난 기업들의 기체부품 매출 감소는 2분기 감소폭이 더 커질 것으로 보인다. 한국항공우주의 1분기 기체부품 매출은 YoY 8% 감소했는데, 보잉 매출이 15%, 에어버스 매출이 2% 감소했다. 한화에어로스페이스의 경우에는 LTA 부분의 가동 정상화 등으로 오히려 1분기 매출은 전년동기대비 77% 증가했다.

[그림27] 월별 항공기 부분품 수출 추이



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 월별 항공기 부분품 수출 추이(6개월 이동 평균)



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

» 보잉의 B737Max 는 언제쯤 운항이 재개될까?

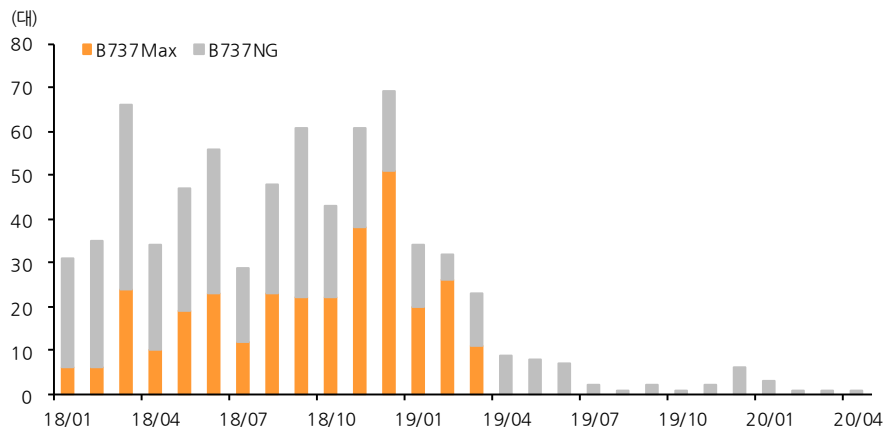
보잉이 예상하는 시기는
금년 3분기

보잉은 지난 1분기 실적발표에서 금년 3분기 중 B737Max의 운항 재개 승인을 받을 것으로 예상하고 있으며, 3분기부터는 인도도 재개될 예정이어서 2분기부터 생산을 재개하겠다고 밝혔다. 운항중단되기 전까지 보잉은 월 52대 정도 B737 기종을 생산해왔으며, 지난해 운항 중단 이후에는 월 42대로 생산량을 줄였다가 올해부터는 전면 생산 중단 중이다. 금년 2분기 생산이 재개되면 점진적으로 생산량을 늘려 내년에는 월 31대 까지 늘릴 계획이다.

6월 중 최종 테스트
실시 예정

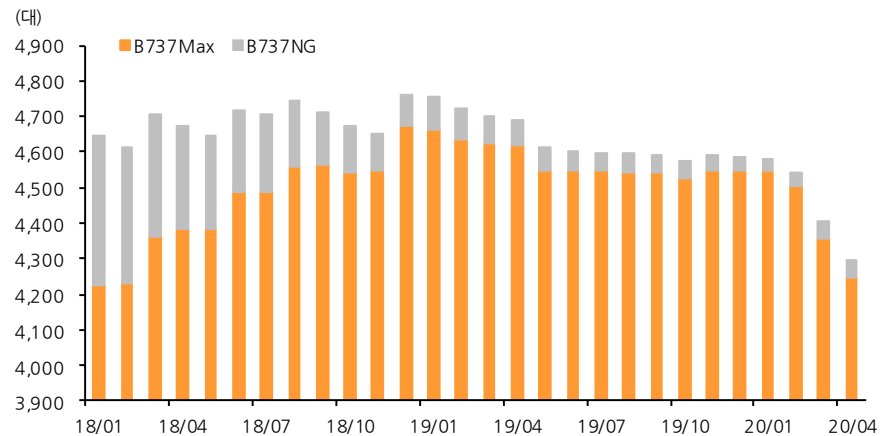
최근 보도에 의하면 보잉은 6월 중 미 연방항공청(FAA)과 최종 테스트를 실시할 예정이다. 작년 말 테스트에서 FAA 측으로부터 추가 보완을 요구받았으며, 이에 대한 최종 테스트다. 성공적으로 마무리될 경우 3분기 중에는 운항 재개 승인이 가능할 전망이다.

[그림29] 월별 B737 계열 인도 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 월별 B737 계열 수주잔고 추이



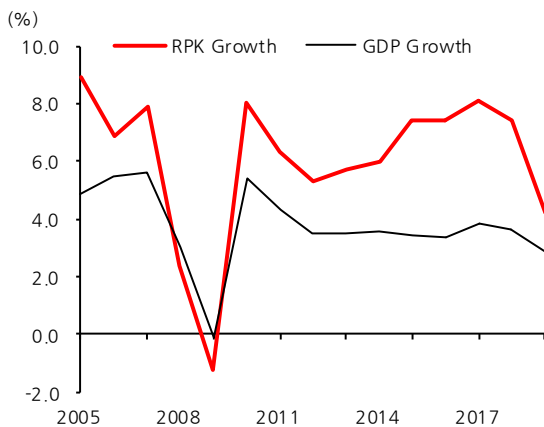
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

3. 항공기 공급은 언제쯤 회복될까?

>> 여객수요 회복 시나리오에 따라 항공기 필요 공급대수를 추정

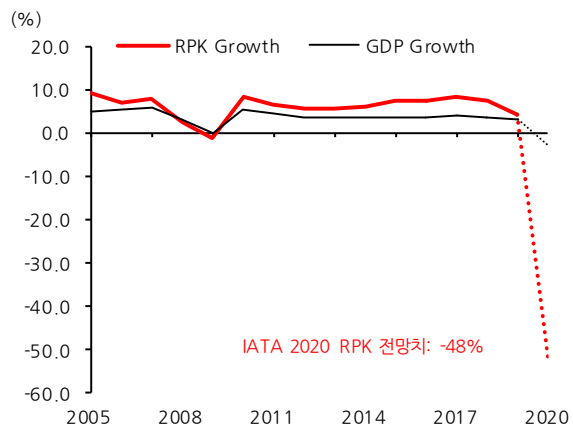
<p>코로나19로 전세계 여객수요 급감</p>	<p>항공 수요가 급격히 위축됐다. 2018년 이전까지 중국 등 아시아 수요 확대로 전세계 항공여객 수요는 경제성장률보다 높은 성장세를 보였다. 2019년 경기둔화와 함께 성장세가 다소 둔화되었으며, 올해 들어 코로나19로 각국의 국경봉쇄가 강화되면서 4월까지 누계 항공여객수요는 전년동기대비 42% 감소(4월은 YoY -94.3%)했다.</p>
<p>올해 항공여객 수요 회복은 어려울 전망</p>	<p>항공여객 수요의 회복 시점과 관련해서는 다양한 견해가 쏟아지고 있다. 빠르면 금년 7월에는 회복될 것이라는 견해부터, 앞으로 6개월, 3년은 걸릴 것이라는 견해도 있다. IATA는 2020년의 항공여객수요가 전년대비 48% 감소할 것으로 전망하고 있는데, 올해 수요 회복은 어렵다는 의미로 해석된다.</p>
<p>Who knows?</p>	<p>수요회복이 언제될지는 알 길이 없다. 이탈리아, 스페인 등 일부 유럽국가가 국경봉쇄를 해제했고, EU도 회원국에게 국경봉쇄 해제를 요청할 것이라고는 하나, 국경봉쇄가 해제 되더라도 코로나19에 대한 불안감이 남아있기 때문에 항공여객수요가 빠르게 회복되기는 어려워 보인다. 코로나가 언제 진정될지 모르는 상황에서 항공수요 회복의 시기를 가늠한다는 것은 소설에 불과할 것이다.</p>
<p>항공기 제조시장 회복은 빠를 것으로 전망</p>	<p>다만 항공 여객수요가 회복되는 시기를 가정하고, 그 시나리오에 따라 항공기 공급이 얼마나 이뤄져야할지를 항공기 Fleet, Load Factor 등을 활용해 예측해 볼 수는 있다. 결론적으로 2025년까지 여객 수요가 2019년 이전의 추세를 회복한다고 가정했을 때 항공기의 인도는 2023년경 Full Capa로 이뤄져야 할 것으로 예상된다.</p>

[그림31] 경제성장률과 항공여객수요 증가율 추이



자료: IMF, IATA, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 2020년 경제성장률과 항공여객수요증가율 전망



자료: IMF, IATA, 한화투자증권 리서치센터

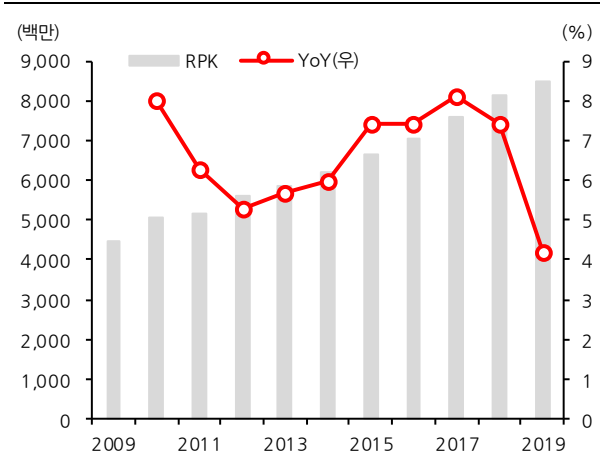
» 코로나가 없었다면 2025년까지의 여객수요는 연평균 4.7% 증가 예상

RPK란? 항공여객수요는 RPK(Revenue Passenger Kilometer; 유상여객킬로미터)로 측정한다. RPK는 각 운항구간의 유상여객수에 구간거리를 곱한 합계로, 1RPK는 여객 1명을 1km 운송한 것을 말한다. 2009년부터 2019년까지 RPK는 연평균 6.6% 증가해왔으며,앞에서도 언급한 것처럼 2019년 경기 둔화로 증가율이 다소 둔화됐다.

코로나가 없었다면
연평균 4.7% 정도씩
항공여객수요는 늘어났을 것

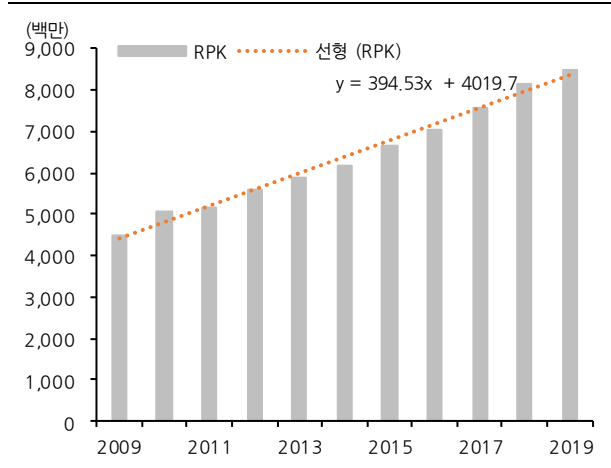
코로나19가 없었다면 항공여객수요는 어떤 추세를 이어갔을까? ① 2009~2019년 연평균 증가율(6.6%)만큼 증가하는 경우, ② 2013~19년 RPK의 증가 추세를 이어가는 경우, ③ 2009~2019년 RPK값의 증가 추세를 이어가는 경우를 생각해봤다. 지난 해 증가율이 다소 둔화되었지만, 중국을 중심으로 아시아의 여객수요가 늘고 있어 연평균 4.7% 성장하는 2013~19년 추세만큼 항공여객수요가 늘어났을 것이라 추정한다. 보잉은 작년 발표한 시장 전망에서 2018~28년의 RPK 증가율을 5.1%로 전망했으며, 보잉과 에어버스 모두 2038년까지 연평균 4.3~4.6% 증가할 것으로 전망한 바 있다.

[그림33] 항공여객수요(RPK) 추이



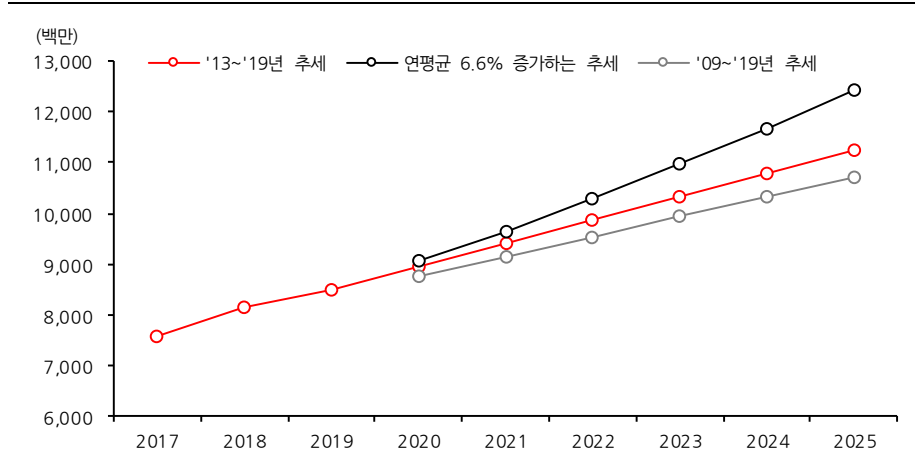
자료: IATA, 보잉, 에어버스, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 항공여객수요(RPK)의 추세



자료: IATA, 보잉, 에어버스, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 과거 추세로 본 미래 항공여객수요 추정



자료: IATA, 보잉, 에어버스, 한화투자증권 리서치센터 추정

>> 항공여객수요 회복 시나리오

외부충격이후 추세적인 수요회복까지 3~7년 소요

항공 여객 수요는 과거에도 외부 충격이 오면 감소 혹은 정체를 보이다 다시 이전의 추세로 회복되어 증가하는 경향을 보였다. 에어버스 자료에 의하면 과거 걸프전, 아시아 외환위기, 9/11과 SARS, 금융위기 등의 시기에 추세를 이탈하는 양상이 나타난다. 걸프전의 경우에는 약 7년, 아시아 외환위기에는 약 3년, 9/11과 SARS시에는 7년, 금융위기 시에는 3~4년 후 기존 추세상의 항공여객수요를 회복했다. 9/11과 SARS가 약 3년에 걸쳐 나타난 긴 이벤트라는 점을 빼면 대체로 추세 회복에는 3년여가 소요됐다.

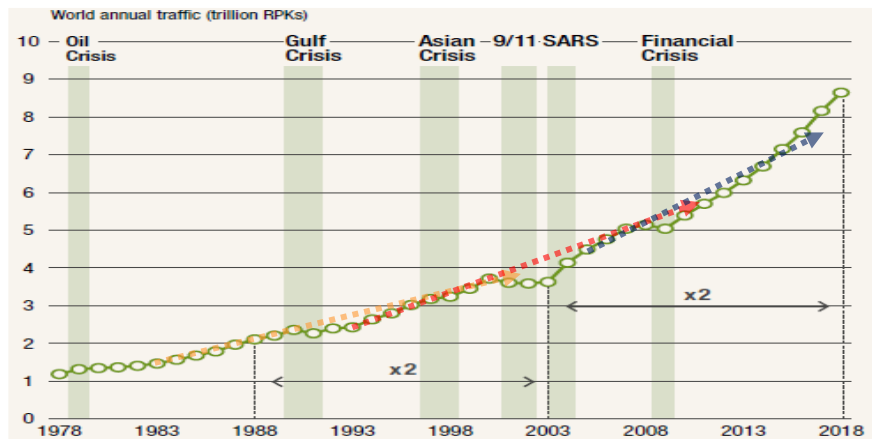
항공여객수요 회복시점에 따라 4가지 시나리오 가정

항공여객수요 회복에 대한 시나리오를 네 가지로 가정해봤다. ① 코로나 영향은 2020년에 국한되고, 2021년부터 회복해 2023년 기존 추세로 회귀하는 경우(Base Case) ② 2022년 기존 추세로 회귀하는 경우(Best Case) ③ 2025년 기존 추세로 회귀하는 경우(Worse Case) ④ 2025년에도 2019년 이전 추세의 90% 수준만 회복하는 경우(Worst Case)다.

중국의 여객수요 확대로 3년내 회복 가능할 것이라 예상

네 가지 시나리오 중 ①은 과거 평균 회복속도인 3년을 가정한 시나리오고, ④는 회복기간이 가장 길었던 7년을 가정한 수치다. 9/11과 SARS 시기를 제외하면 대체로 3년이 소요된 만큼 ①을 Base Case로 생각했다. 또한 금융위기 이후 중국 등 아시아를 중심으로 한 여객수요가 빠르게 증가하고 있었고, 근거리를 운항하는 LCC들이 많아지면서 항공 여객 수요의 성장 잠재력은 높은 편이다. 코로나19로 항공운송산업의 구조 개편을 지켜봐야 하겠지만 중국 등의 여객수요가 항공여객수요의 조기 회복을 이끌 것으로 기대한다.

[그림36] 글로벌 항공여객수요 추이



자료: 에어버스, 한화투자증권 리서치센터

» 항공기 여객 수요 회복 시나리오별 RPK 추정

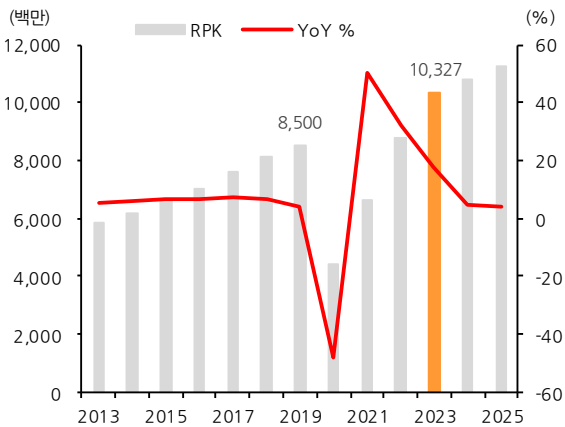
올해 RPK는 지난해보다 48% 감소하는 것으로 반영

코로나가 없었다면 연평균 4.7% 정도 증가했을 항공 여객 수요에 수렴하는 시기를 네 가지 시나리오에 따라 다르지만, 2020년의 RPK는 전년대비 48% 줄어드는 것으로 일괄 반영했다. 이는 IATA의 전망치 -48%를 그대로 반영한 것이다. 4월까지 YTD RPK는 전년동기대비 42% 감소했고, 4월에만 YoY 감소폭이 94.3%로 매우 컸다. 하지만 4월이 코로나 영향이 극대화된 시기로 최저치일 가능성이 커 보이며, 이후 YoY감소폭은 4월보다는 개선될 것으로 보인다.

올해를 저점으로 항공수요 회복을 기대

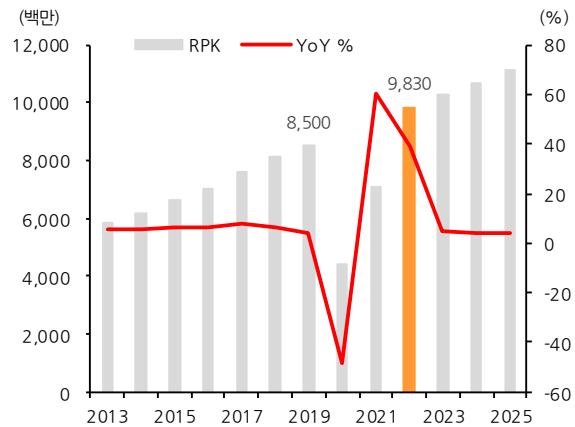
과거 9/11과 SARS처럼 악재가 여러 해에 걸쳐 나타나지 않는 한 내년 항공여객 수요는 올해보다 증가할 것이다. 물론 코로나19의 2차확산이 발생한다면, 본 분석은 의미가 없을 것이다. 그런 일이 발생한다면 이는 분석의 영역이 아닌 소망과 생존의 영역이 되지 않을까 싶다.

[그림37] #1 2023년 추세 회귀



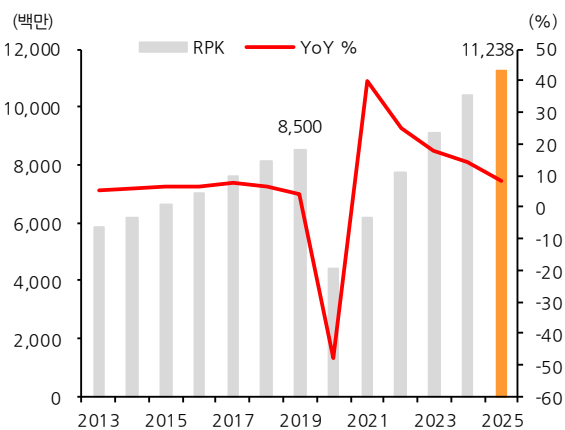
자료: IATA, 보잉, 에어버스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림38] #2 2022년 추세 회귀



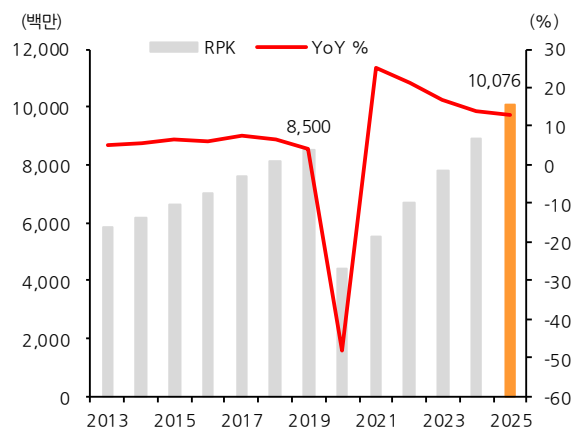
자료: IATA, 보잉, 에어버스, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] #3 2025년 추세 회귀



자료: IATA, 보잉, 에어버스, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] #4 2025년 추세의 90% 수준 회복



자료: IATA, 보잉, 에어버스, 한화투자증권 리서치센터

>> 항공기 여객 수요와 항공기 인도

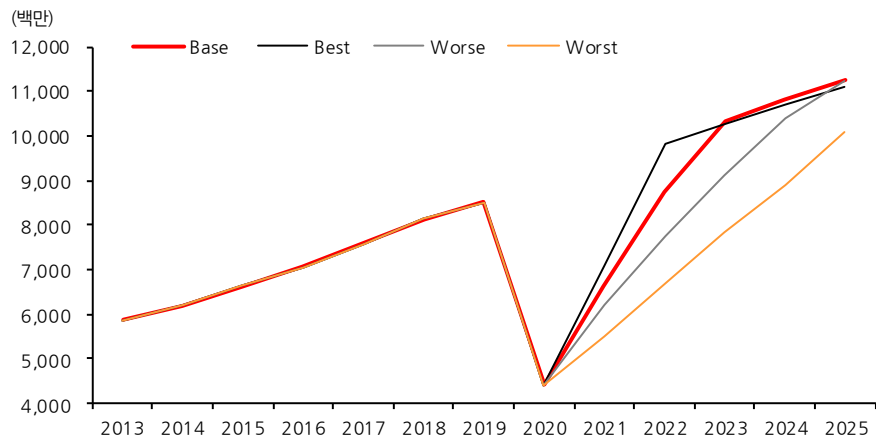
항공여객수요에
상응하는 공급지표 ASK는
항공기인도량과는 다름

앞서 그린 네 가지 시나리오별 항공여객 수요를 그림으로 그리면 [그림41]과 같다. 여객 수요에 상응하는 공급도 이와 유사한 패턴을 보일까? 사실 항공여객공급을 나타내는 지표인 ASK와 항공기의 단순 인도량은 좀 다르다. 항공기의 인도가 많아지더라도, 항공사들이 인도받은 항공기를 항공노선에 투입하지 않으면 ASK는 늘어나지 않는다. IATA가 발표한 4월까지의 전세계 ASK는 34% 가량 감소했는데, 이는 전년대비 높고 있는 항공기가 그만큼 많아졌다는 뜻이다.

항공여객수요가 이벤트로
줄어도 인도가 장기간
침체한 적은 없음

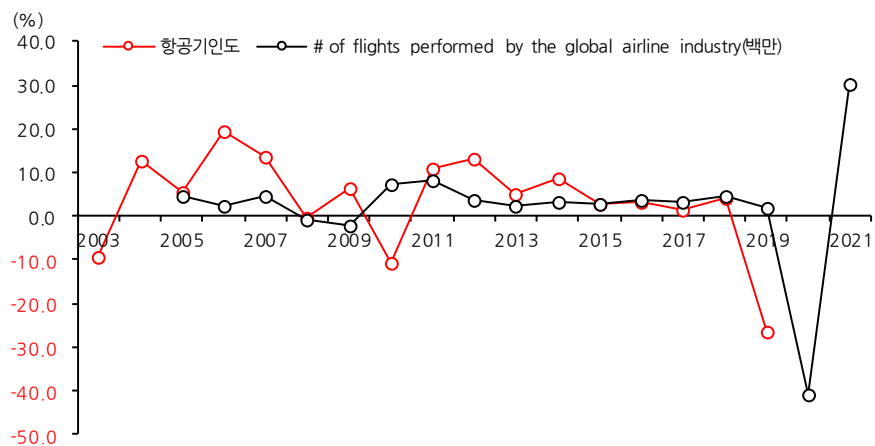
또한 항공기 사용 빈도가 줄면 인도량도 줄어드는지 볼 필요가 있다. 앞서 글로벌 항공 수요가 줄어든 몇 가지 이벤트를 언급했는데, 아쉽게도 인도량 데이터가 비교가능한 기간만큼 확보하지 못했다. 하지만 [그림42]에서 보는 것처럼 SARS 기간에도 항공기 인도는 늘었으며, 항공기 인도는 금융위기 직후인 2010년 한차례 감소했고, 2019년 감소했다. 회복이 길어진다고해서 항공기 인도가 몇 년째 크게 위축된 적은 없다는 의미다.

[그림41] 시나리오별 항공여객수요(RPK) 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림42] 항공기 인도 증가율과 항공기 사용량 증가율



자료: Bloomberg, IATA, 한화투자증권 리서치센터

>> 항공기 여객 수요 회복 시나리오별 항공기 공급규모

항공기 인도와 ASK간의 차이는 다소 있겠으나, 항공여객수요가 회복된다면 항공기 인도도 그에 맞춰 늘어나게 될 것이다. 앞서 살펴본 시나리오별 항공여객 수요에 맞춰 항공기가 얼마나 인도되어야 하는지를 추정했다.

추정한 항공여객수요를 바탕으로 필요한 항공기 인도대수를 계산

추정의 방법은 ① 추세 회귀 시점의 Load Factor가 95%에 도달하도록 ASK를 구했다. 평균 L/F는 80% 수준이나, 운항 중단된 항공기의 복귀, 그리고 연평균 퇴출항공기 규모를 전체 항공기 Fleet의 3%(약 700대 내외)로 가정했는데, 감소한 ASK중 일부의 퇴출 가능성 등이 있기 때문이다. ② ASK/Fleet 값을 나눠 필요한 Fleet(항공기 대수)을 도출했다. ③ 여기에 퇴출되는 항공기를 차감해 ④ 인도되어야 할 항공기 수를 산출했다. 또한 전세계 항공기 생산대수는 서플라이 체인 구축의 어려움으로 인해 무한정 늘어날 수 없기 때문에 2018년 인도량에서 매년 4% 증가한 규모를 Max Capa로 가정했다.

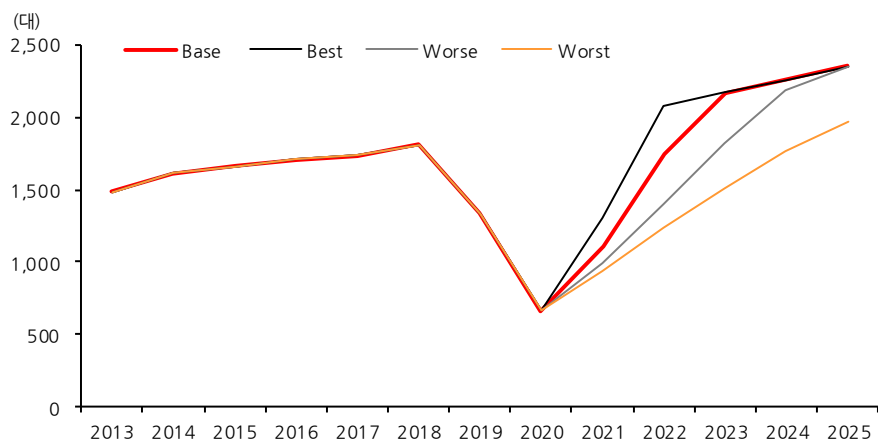
Worst Case를 제외하면 2022~2023년 경 2018년 인도대수를 상회할 것으로 예상

계산 결과, 항공 여객 수요 회복속도보다 항공기의 인도가 더 빨리 회복될 전망이다. Base Case의 경우 2022년에는 2018년 인도량 수준까지 항공기가 인도되어야 할 것으로 나타나며, Worse Case인 2025년 항공여객수요 추세 회복시에도 2023년에는 2018년 인도대수를 넘어서야 할 것으로 보인다. 다만 Worst Case의 경우 2025년이나 되어야 2018년 수준을 넘어설 것으로 예상된다.

여행수요위축이 장기화되지 않는다면 Upside Risk가 더 클 전망

추정치라 달라질 여지가 매우 많지만, 코로나19가 장기화되면서 여행 수요가 회복되지 못하는게 아니라면 항공기 인도 대수는 추정치보다 오히려 더 늘어날 여지가 많아 보인다. ① ASK가 올해 4월까지 전년동기대비 33.8% 감소했는데, 지난 달 -15% 보다 많은 항공기가 놓고 있다는 의미로 대규모 항공기 구조조정될 가능성이 있다. ② 비슷한 이야기지만, 매년 항공기 Fleet의 3% 약 700~800대가 퇴출되는 것으로 가정했으나, 더 많은 항공기가 퇴출될 수 있다. 보잉, 에어버스 등의 중장기 전망에 따르면 매년 약 3.1~3.9% 정도 항공기가 퇴출되는 것으로 전망하고 있으며, 전체 항공기의 10% 가량이 25년 이상된 노후 항공기이기 때문이다.

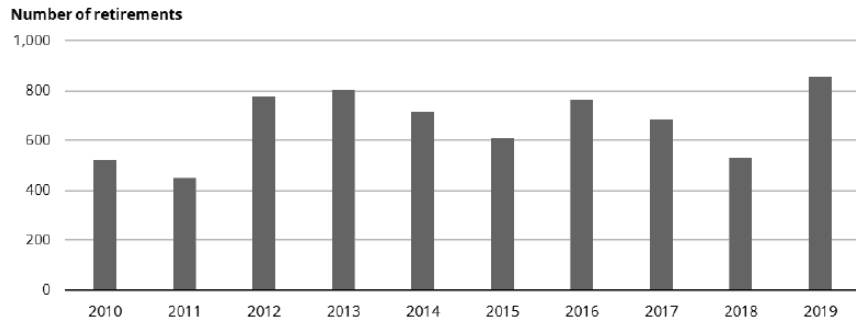
[그림43] 시나리오별 항공기 인도 추이



자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림44] 전세계 항공기 퇴출 추이

Exhibit 14: Annual retirements, 2010-2019

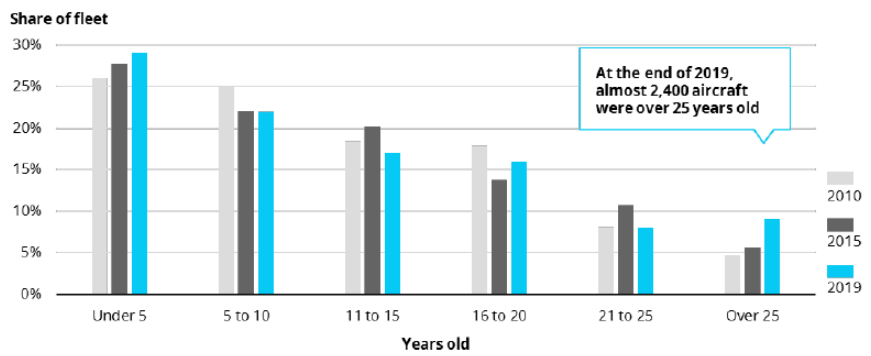


Source: Oliver Wyman

자료: Oliver Wyman, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 전세계 항공기 연령별 비중

Exhibit 15: Global in-service fleet segmented by age



Source: Cirium Fleets Analyzer, Oliver Wyman Analysis

자료: Oliver Wyman, 한화투자증권 리서치센터

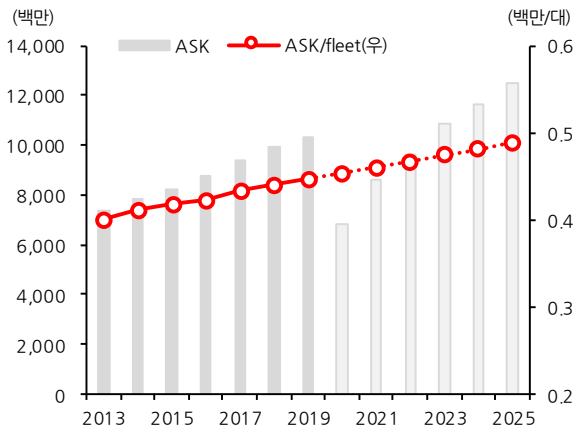
[참고] ASK(Available Seats Kilometer)와 Load Factor

ASK와 Load Factor ASK(Available Seats Kilometer)는 유효좌석킬로미터로 여객 운송 능력 지표다. 1좌석을 갖고 있는 항공기가 1km 운항할 경우 1ASK로 표현한다. Load Factor는 좌석이용률로 ASK(유효좌석킬로미터) 중 얼마만큼이 RPK(유상여객킬로미터)로 팔렸는지를 나타내는 지표로, 산식으로 표현하면 ‘RPK/ASK’가 된다.

ASK 추정 항공기 Load Factor와 ASK(Available Seats Kilometer)에 대한 자료는 집계하는 기관마다 차이가 난다. 본 분석에서는 IATA가 제공하는 연도별 Load Factor 값을 이용해 ASK를 추정했다. 추정한 ASK값을 다시 항공기 Fleet으로 나눠서 항공기 1대의 평균적인 ASK값을 도출했다. 평균적으로 항공기 한대는 45만ASK를 갖는 것으로 나타나는데, 이 비율도 2013년 40만ASK에서 점진적으로 늘어나는 추세를 보였다. 항공기가 대형화 하거나, 소형 항공기의 근거리 여행 횟수가 늘면 커질 수 있는데, LCC 항공사가 많아짐에 따라 후자의 요인에 의해 항공기 1대당 ASK가 커지는 것으로 보인다.

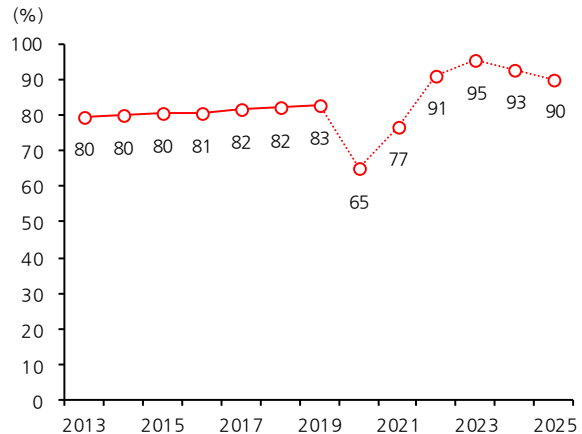
2025년 L/F 90% 가정하에 항공기 인도량 산출 한편 ASK는 항공사들이 항공기 운항을 줄이면 감소한다. IATA가 집계한 올해 4월까지의 ASK는 전년동기대비 34% 감소했다. 이 비율을 2020년 연간으로 적용했으며, 시나리오1의 경우 2025년에 전체 Fleet의 10% 정도가 idle 된다는 가정하에 Load Factor는 90%에 도달하게끔하는 항공기 인도량을 산출했다. 항공기 1대당의 ASK는 점진적으로 늘어나 2025년에는 49만ASK까지 증가하는 것으로 가정했다.

[그림46] 항공여객공급(ASK) 추이 및 대당 ASK



주: Base 시나리오 가정
자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림47] Load Factor 추이 및 전망



주: Base 시나리오 가정
자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터 추정

IV. 밸류에이션

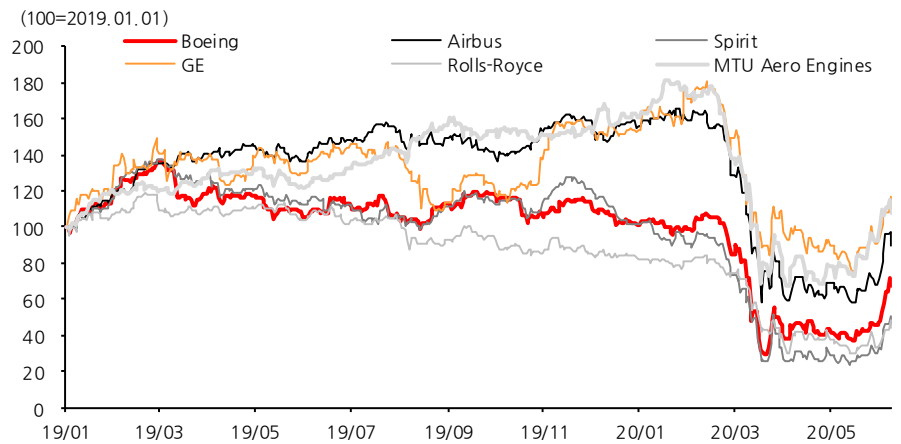
1. 기체 제작 및 부품 업체 주가 변동

글로벌 기체제작 및
기체부품업체 주가 변동

스페인, 이탈리아 등 일부 국가가 국경봉쇄조치를 해제하고 있고, EU가 7월부터는 회원국에 국경봉쇄해제를 권고하는 등 코로나19로 인한 입국제한조치가 완화되면서 글로벌 항공기 제작 및 기체부품 업체의 주가는 반등에 성공했다. 유동성 확대에 대한 순환매라고 볼 수도 있겠으나, 최악은 지났다는 인식이 주가 반등으로 이어졌다고 생각된다.

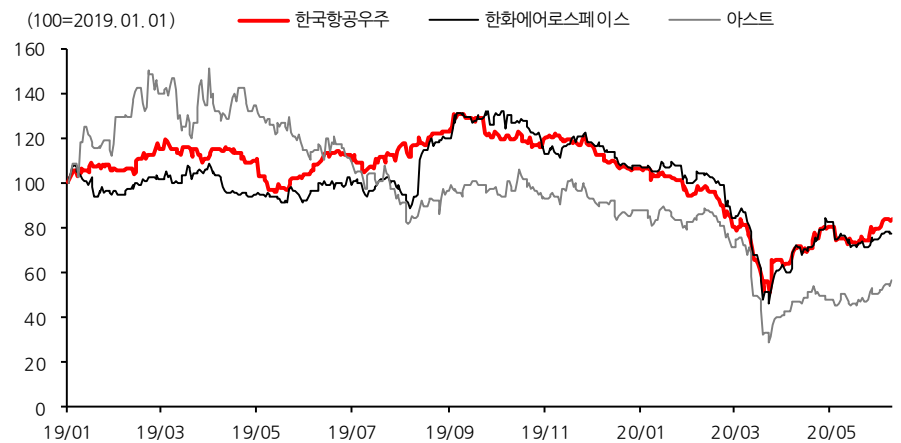
보잉의 B737MAX는 이달 중 미국 연방항공청(Federal Aviation Administration)과 최종 테스트를 진행할 예정이다. 보잉은 올해 7월부터 운항 재개를 예상했으나, 로이터통신 보도 등에 의하면 올해 8월까지의 운항재개가 어려울 것이라고 한다. 6/17일 미 FAA는 상원에서 B737MAX 관련 보고를 할 예정이다.

[그림48] 글로벌 주요 항공기/기체부품 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 국내 주요 기체부품업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

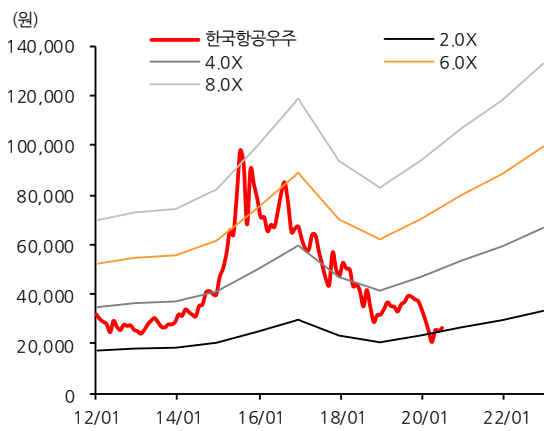
2. Valuation

(1) 역사적 밸류에이션

주가 반등했으나
역사적 P/B밴드 하단에서
거래중

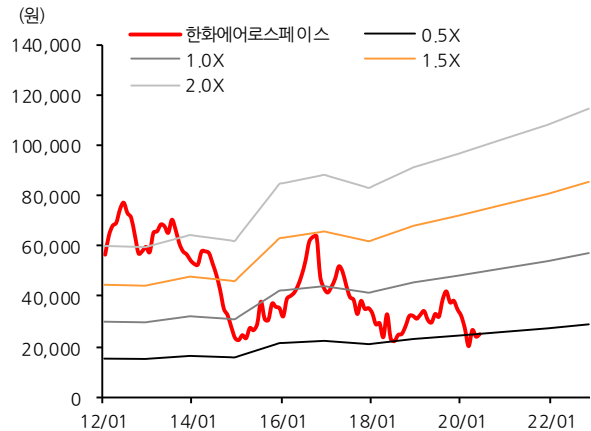
주가가 최근 반등에 성공하긴 했으나, 항공기/기체부품 제작 업체들의 밸류에이션은 역사적 저점 수준에서 거래되고 있다. 한국항공우주, 아스트, 스피릿에어로시스템 등은 역사적 P/B 밴드하단보다도 낮은 수준까지 내려왔으나, 한화에어로스페이스와 보잉 등은 역사적P/B 밴드 하단에서 거래되고 있다.

[그림50] 한국항공우주의 P/B 밴드차트



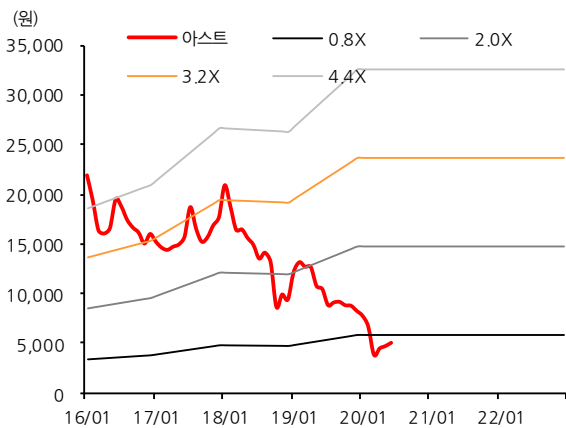
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 한화에어로스페이스의 P/B 밴드차트



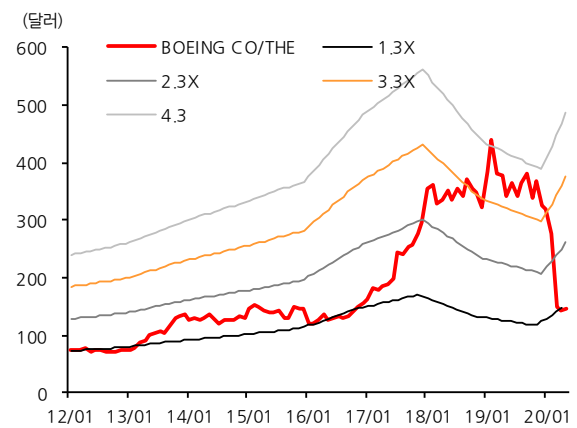
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 아스트의 P/B 밴드차트



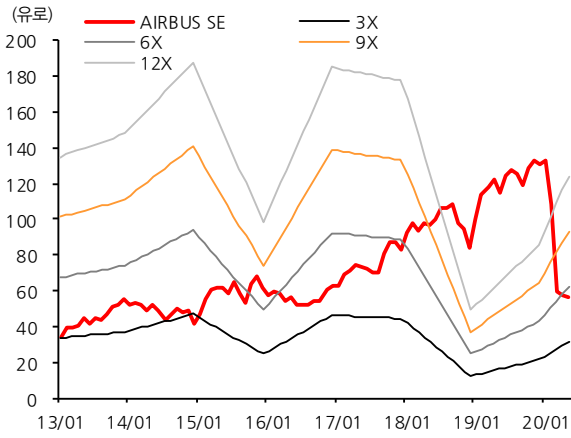
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 보잉의 P/B 밴드차트



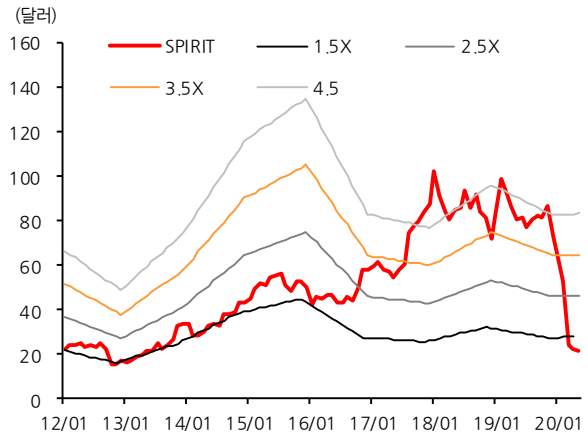
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 에어버스의 P/B 밴드차트



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 스피릿에어로시스템즈의 P/B 밴드차트



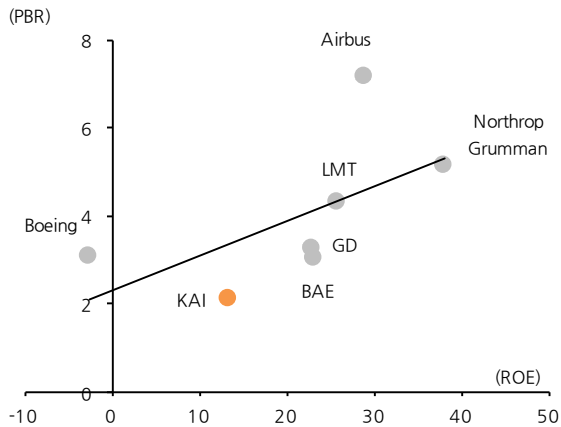
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

(2) 상대적 밸류에이션

글로벌 동종업체 대비 한화에어로, KAI는 저평가

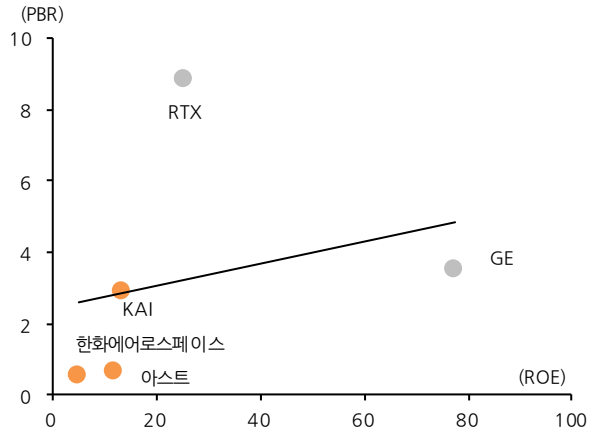
국내 기업들은 글로벌 Top-tier 업체와 비교해 ROE가 낮은 편이다. 실적 변동성도 Top-tier에 비해 큰 편이어서 동일한 멀티플을 부여받기는 힘든 상황이다. 그러나 한화에어로스페이스, 한국항공우주 등은 동종업체 대비 저평가 되었다고 판단된다.

[그림56] 항공기제작업체의 2020년 ROE-PB



주: 한국항공우주는 한화추정치 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림57] 항공기기체부품 업체의 2020년 ROE-PB



주: 한국항공우주, 한화에어로스페이스, 아스트는 한화추정치 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터 추정

VI. 분석대상 종목

1. 한국항공우주 (047810)
2. 한화에어로스페이스 (012450)
3. 아스트 (067390)
4. 켄코아에어로스페이스 (274090)
5. Boeing Co (BA.US)
6. Spirit Aerosystems (SPR.US)

한국항공우주 (047810)

기체부품 실적 감소해도 내수 호조 등으로 실적 개선 전망



▶ Analyst 이봉진, CFA bongjinlee@hanwha.com 3772-7615

Buy (유지)

목표주가(유지): 34,000원

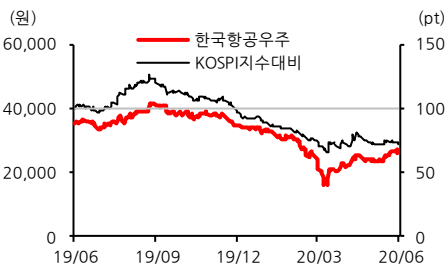
현재 주가(6/11)	26,000원
상승여력	▲30.8%
시가총액	25,344억원
발행주식수	97,475천주
52 주 최고가 / 최저가	41,750 / 16,350원
90 일 일평균 거래대금	230.35억원
외국인 지분율	15.6%
주주 구성	
한국수출입은행 (외 1인)	26.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.0%
한국항공우주우리사주 (외 1인)	1.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.8	8.8	-25.1	-25.7
상대수익률(KOSPI)	-3.7	-5.3	-28.5	-28.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,786	3,110	3,191	3,189
영업이익	146	276	265	230
EBITDA	239	392	382	362
지배주주순이익	57	170	192	141
EPS	587	1,748	1,974	1,449
순차입금	481	531	462	586
PER	54.4	19.5	13.2	17.9
PBR	3.1	2.9	2.0	1.9
EV/EBITDA	15.0	9.8	7.8	8.6
배당수익률	0.6	1.2	1.5	1.5
ROE	5.3	15.8	16.0	10.8

주가 추이



코로나 영향 및 B737MAX 운항중단 등의 영향으로 기체부품 실적은 둔화될 전망이지만, 일회성이익과 내수부문 인도증가로 2분기 실적은 전년 동기대비 개선될 것으로 예상합니다.

1분기 기체부품 매출은 전년동기대비 8% 감소

지난 1분기 기체부품 매출은 YoY 8% 감소했다. 코로나19 영향 보다는 보잉의 B737MAX 생산 중단 영향이 컸다. 보잉으로의 매출은 전년동기대비 15% 감소한 반면 에어버스의 매출은 2% 감소에 그쳤다. 국내 기체부품 수출이 4월들어 YoY 50% 감소한 만큼 2분기부터 코로나 영향이 본격적으로 나타날 것으로 보인다.

2분기 코로나 영향은 일회성 이익과 내수 매출로 커버

동사의 2Q 매출 9,049억원(YoY +12.4%), 영업이익 1,179억원(YoY +1.1%, OPM 13.0%), 순이익 798억원(YoY -14%)을 예상한다. 지난 6/3일 수리온 2차 양산관련 방위사업청의 지체상금 1,689억원 중 694억원을 면제받았다고 공시했다. 이는 2분기 매출에 반영된다. 여기에 내수에 수리온 인도가 집중되어 있어 기체부품 매출 감소에도 매출 성장 및 시장 예상을 상회하는 영업이익 달성이 가능할 전망이다.

하반기부터 보잉의 B737MAX 생산 재개 예정도 긍정적

보잉은 금년 7월 중 미항공운항국으로부터 B737MAX 운항재개 승인을 받을 것으로 예상하며, 3분기부터 생산을 재개해 내년까지 월 31대 까지 생산량을 늘리겠다고 밝혔다. 로이터 보도에 의하면 B737MAX 운항재개 승인은 8월까지 어렵다고 한다. 하지만 일부 국가에서 국경 봉쇄를 해제하고 있고 보잉도 3분기에는 생산을 재개할 예정이어서 동사의 기체부품 매출 감소세는 하반기로 갈수록 둔화될 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 34,000원 유지

2분기 일회성 이익 반영으로 실적추정치 상향했으나, 일회성 요인만큼 목표주가 변경은 하지 않았다. 추후 기체부품 매출 성장 본격화 및 해외 완제기 수주 확대 시 목표주가 조정 가능하다. 투자의견은 Buy를 유지한다.

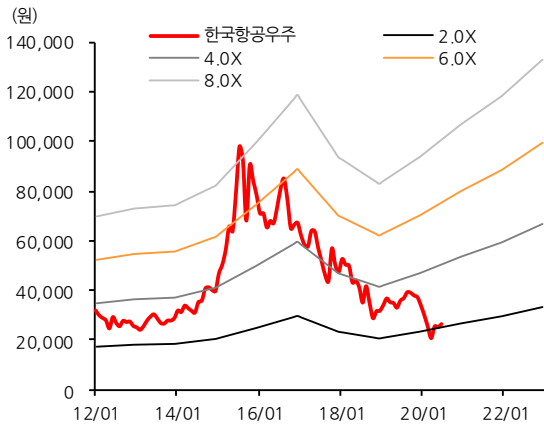
[표1] 한국항공우주 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	631	805	567	1,105	828	905	732	726	3,109	3,191	3,189
군수사업	338	321	84	686	421	580	431	419	1,428	1,851	1,785
완제기 수출	48	210	77	315	166	108	93	101	649	467	362
기체 부품	246	275	406	105	241	217	208	206	1,032	872	1,042
영업이익	33	117	48	78	66	118	40	42	276	265	230
영업이익률(%)	5.3	14.5	8.4	7.0	8.0	13.0	5.4	5.7	8.9	8.3	7.2
순이익	43	93	37	-4	79	80	16	16	168	191	139
순이익률(%)	6.7	11.5	6.5	-0.3	9.6	8.8	2.2	2.1	5.4	6.0	4.4
YoY 성장률(%)											
매출액	-1.6	-4.1	29.2	27.1	31.2	12.4	29.1	-34.3	11.4	2.6	0.0
군수사업	26.6	7.8	-62.2	139.8	24.7	80.8	414.8	-38.9	33.2	29.6	-3.6
완제기 수출	-57.9	-11.1	3.7	20.1	249.0	-48.5	20.5	-67.9	-5.3	-28.0	-22.6
기체 부품	-6.1	-10.1	183.9	-67.5	-1.9	-21.0	-48.8	96.7	-0.1	-15.5	19.5
영업이익	-18.5	250.4	흑전	7.2	98.0	1.1	-16.8	-46.5	88.2	-3.7	-13.2
순이익	34.1	239.9	흑전	적전	87.0	-14.0	-55.8	흑전	203.0	13.5	-27.1

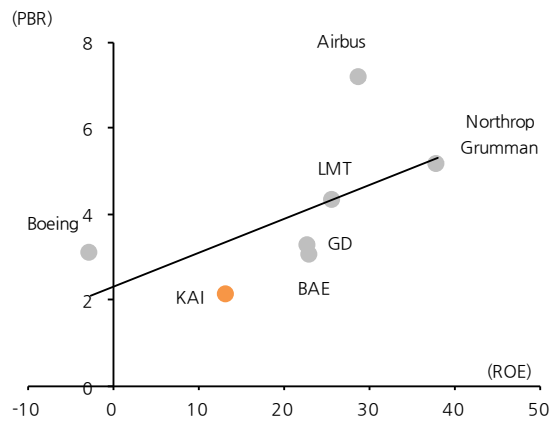
자료: 한국항공우주, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 한국항공우주의 P/B 밴드차트



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 항공기 제작업체의 2020년 ROE-PB



주: 한국항공우주는 당사 추정치 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,072	2,786	3,110	3,191	3,189
매출총이익	-25	374	480	467	450
영업이익	-209	146	276	265	230
EBITDA	-125	239	392	382	362
순이자손익	-18	-22	-14	-25	-42
외화관련손익	-71	10	9	-7	-9
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-320	80	129	253	190
당기순이익	-235	56	168	191	139
지배주주순이익	-235	57	170	192	141
증가율(%)					
매출액	-29.7	34.4	11.6	2.6	0.0
영업이익	적전	흑전	88.2	-3.7	-13.2
EBITDA	적전	흑전	64.1	-2.5	-5.3
순이익	적전	흑전	203.0	13.5	-27.1
이익률(%)					
매출총이익률	-1.2	13.4	15.4	14.6	14.1
영업이익률	-10.1	5.3	8.9	8.3	7.2
EBITDA 이익률	-6.0	8.6	12.6	12.0	11.3
세전이익률	-15.5	2.9	4.2	7.9	5.9
순이익률	-11.3	2.0	5.4	6.0	4.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	105	138	355	452	262
당기순이익	-235	56	168	191	139
자산상각비	84	93	116	117	132
운전자본증감	23	-169	-53	106	-11
매출채권 감소(증가)	100	22	-152	138	-43
재고자산 감소(증가)	41	92	16	159	-68
매입채무 증가(감소)	-147	155	-70	-79	32
투자현금흐름	-216	-88	-387	-263	-347
유형자산처분(취득)	-79	-51	-186	-181	-181
무형자산 감소(증가)	-195	-23	-196	-159	-166
투자자산 감소(증가)	32	-180	-20	73	0
재무현금흐름	287	-135	-44	192	111
차입금의 증가(감소)	443	-199	93	169	150
자본의 증가(감소)	-66	0	-19	-39	-39
배당금의 지급	66	0	19	39	39
총현금흐름	161	346	486	338	273
(-)운전자본증가(감소)	-283	-151	-224	-97	11
(-)설비투자	79	51	187	181	181
(+)자산매각	-195	-23	-194	-159	-166
Free Cash Flow	170	423	328	94	-84
(-)기타투자	234	154	262	-14	0
잉여현금	-65	269	66	108	-84
NOPLAT	-151	102	200	200	169
(+) Dep	84	93	116	117	132
(-)운전자본투자	-283	-151	-224	-97	11
(-)Capex	79	51	187	181	181
OpFCF	136	294	353	233	109

주: IFRS 연결 기준

대차대조표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	2,002	2,410	2,655	2,741	3,017
현금성자산	233	240	192	495	522
매출채권	842	226	344	226	268
재고자산	464	1,291	1,200	1,039	1,107
비유동자산	1,192	1,346	1,712	1,865	2,080
투자자산	284	324	553	490	490
유형자산	547	571	746	861	973
무형자산	360	451	413	514	617
자산총계	3,193	3,756	4,367	4,606	5,098
유동부채	1,208	1,668	2,203	2,381	2,921
매입채무	475	320	327	225	257
유동성이자부채	470	378	396	695	995
비유동부채	845	1,035	981	926	776
비유동이자부채	429	344	326	262	112
부채총계	2,053	2,703	3,184	3,307	3,697
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	517	416	548	663	765
자본조정	8	-22	-22	-21	-21
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,140	1,053	1,183	1,298	1,400

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-2,413	587	1,748	1,974	1,449
BPS	11,699	10,356	11,714	12,899	13,949
DPS	0	200	400	400	400
CFPS	1,651	3,553	4,987	3,463	2,800
ROA(%)	-7.6	1.6	4.2	4.3	2.9
ROE(%)	-18.2	5.3	15.8	16.0	10.8
ROIC(%)	-8.3	6.2	12.3	11.5	9.0
Multiples(x, %)					
PER	-19.7	54.4	19.5	13.2	17.9
PBR	4.1	3.1	2.9	2.0	1.9
PSR	2.2	1.1	1.1	0.8	0.8
PCR	28.7	9.0	6.8	7.5	9.3
EV/EBITDA	-42.3	15.0	9.8	7.8	8.6
배당수익률	n/a	0.6	1.2	1.5	1.5
안정성(%)					
부채비율	180.0	256.7	269.1	254.8	264.0
Net debt/Equity	58.4	45.7	44.9	35.6	41.8
Net debt/EBITDA	-532.2	201.5	135.4	120.9	161.9
유동비율	165.7	144.5	120.5	115.1	103.3
이자보상배율(배)	n/a	5.7	16.2	8.5	4.6
자산구조(%)					
투하자본	77.4	73.0	69.7	64.1	66.2
현금+투자자산	22.6	27.0	30.3	35.9	33.8
자본구조(%)					
차입금	44.1	40.7	37.9	42.4	44.2
자기자본	55.9	59.3	62.1	57.6	55.8

한화에어로스페이스 (012450)

글로벌 기체부품 업체 주가 반등



▶ Analyst 이봉진, CFA bongjinlee@hanwha.com 3772-7615

Buy (유지)

목표주가(유지): 50,000원

현재 주가(6/11)	25,150원
상승여력	▲98.8%
시가총액	12,733억원
발행주식수	50,630천주
52 주 최고가 / 최저가	42,850 / 15,000원
90 일 일평균 거래대금	151.95억원
외국인 지분율	17.7%

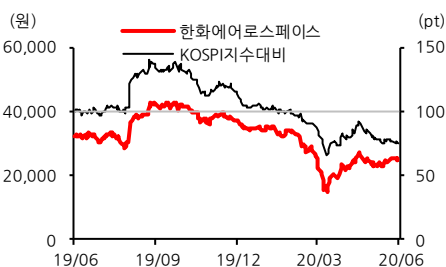
주주 구성	
한화 (외 4인)	34.0%
국민연금공단 (외 1인)	13.7%
자사주 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.9	-1.4	-32.2	-22.6
상대수익률(KOSPI)	-9.6	-15.4	-35.6	-25.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,453	5,264	5,599	6,078
영업이익	53	165	201	252
EBITDA	208	384	400	433
지배주주순이익	32	132	103	146
EPS	618	2,554	1,994	2,828
순차입금	1,058	1,053	1,749	2,002
PER	52.6	13.7	12.6	8.9
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	13.2	7.4	7.6	7.6
배당수익률	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE	1.4	5.4	4.1	5.5

주가 추이



지난 3/27 일 보고서 작성 이후 주가는 30% 상승했습니다. 글로벌 항공기 및 기체부품 제작업체의 최근 주가 상승폭이 컸던 만큼 추가 상승 여력은 충분하다고 판단합니다.

글로벌 항공기 기체부품 제작업체 주가 반등

코로나19로 인한 불안감이 여전히 존재하나, 경제 회복을 위한 일부 국가의 국경봉쇄 해제 조치 등으로 글로벌 항공기 및 기체부품 제작업체들의 주가가 반등했다. 보잉과 스프릿 등은 저점 대비 140% 가량 올랐다. 이에 반해 동사의 주가는 저점대비 68% 가량 올랐다.

이러나 저러나 이익은 늘어나는 게 맞다

지난 3/27일 보고서에도 언급했던 것처럼 코로나19로 인해 항공기 인도가 줄어들게 되면 민수 엔진 분야의 LTA매출도 줄고, RSP 관련 비용도 줄어들게 된다. 지난 2분기 실적발표시 회사는 LTA물량은 연간 20%, RSP 물량은 연간 30% 가량 감소할 것으로 예상했다. 기체부품 분야의 영향은 서로 상쇄 가능한 구조다.

영업이익은 3분기부터 전년수준을 상회할 것으로 전망

동사의 2분기 실적은 매출 1조 3,314억원(YoY -5.9%), 영업이익 405억원(YoY -48.7%), 순이익 330억원(YoY -52.3%)을 예상한다. 매출 및 영업이익의 전년동기대비 감소는 기저효과 때문이다. 지난해 2분기 방산 수출 확대 및 민수사업 수익성 개선 등으로 이익이 큰 폭 개선됐다. 3분기부터는 방산부문의 매출 확대 등으로 전년동기대비 이익 개선이 본격화할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 50,000원 유지

최근 주가가 상승하긴 했으나, KOSPI 대비 상대수익률은 (-)에 머물고 있다. 2분기 실적은 전년동기대비 감소가 예상되지만 3분기부터 실적개선이 본격화할 것으로 예상되며, 글로벌 기체부품 시장의 인도물량 증가, B737MAX의 운항재개 등도 주가에 트리거로 작용 가능할 전망이다. 현 주가는 P/B 0.5배 수준으로 저평가 상태라 판단한다.

[표2] 한화에어로스페이스 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	955	1,399	1,313	1,598	1,027	1,331	1,381	1,859	5,264	5,599	6,078
한화에어로스페이스	259	321	321	365	347	327	323	399	1,266	1,396	1,613
한화다펜스	240	399	337	486	213	407	347	520	1,463	1,486	1,605
한화시스템	255	388	419	465	282	352	468	578	1,527	1,679	1,790
한화테크윈	126	155	149	150	136	154	150	166	580	607	636
한화파워시스템	28	46	69	85	18	44	60	119	227	242	253
한화정밀기계	79	121	72	85	61	76	87	114	357	339	340
영업이익	(6)	79	57	35	3	41	62	96	165	201	252
한화에어로스페이스	(19)	(12)	(14)	(11)	(9)	(7)	(5)	(3)	(56)	(25)	(31)
한화다펜스	3	33	44	13	12	29	29	37	93	108	114
한화시스템	12	24	27	24	11	15	26	41	86	93	105
한화테크윈	4	14	5	6	6	3	6	11	30	25	37
한화파워시스템	(2)	3	(1)	12	(6)	2	6	21	13	23	18
한화정밀기계	(1)	20	(3)	(3)	(6)	2	2	(6)	14	(7)	24
영업이익률	-0.6	5.6	4.4	2.2	0.3	3.0	4.5	5.2	3.1	3.6	4.1
한화에어로스페이스	-7.2	-3.8	-4.4	-3.1	-2.6	-2.1	-1.6	-0.8	-4.4	-1.8	-1.9
한화다펜스	1.3	8.3	13.1	2.6	5.5	7.2	8.5	7.2	6.4	7.2	7.1
한화시스템	4.6	6.1	6.3	5.2	3.9	4.2	5.5	7.1	5.6	5.5	5.8
한화테크윈	3.5	9.2	3.4	3.9	4.4	1.8	3.7	6.4	5.1	4.1	5.9
한화파워시스템	-7.6	7.3	-0.7	14.5	-34.5	4.7	9.3	17.9	5.8	9.4	7.2
한화정밀기계	-0.6	16.5	-3.5	-3.4	-10.0	3.1	2.3	-4.9	3.9	-2.1	7.0
순이익	-7	69	86	15	(9)	33	32	59	162	117	159
순이익률	-0.8	5.0	6.6	0.9	-0.9	2.5	2.4	3.2	3.1	2.1	2.6
YoY 성장률											
매출액	27.7	38.3	26.2	-3.4	7.6	-4.8	5.2	16.3	18.2	6.4	8.6
한화에어로스페이스	17.3	36.3	56.2	18.8	33.9	1.9	0.7	9.3	30.6	10.3	15.5
한화다펜스	8.9	34.2	1.2	-21.7	-11.4	1.8	2.9	7.0	-0.7	1.6	8.0
한화시스템	108.3	62.9	49.6	-3.3	10.8	-9.3	11.6	24.2	36.1	10.0	6.6
한화테크윈	2.1	18.2	10.4	20.8	8.2	-0.3	0.4	10.9	12.9	4.6	4.8
한화파워시스템	47.1	14.6	27.6	-18.5	-33.6	-6.0	-11.9	41.1	4.8	6.4	4.9
한화정밀기계	25.2	-23.8	22.1	64.1	-22.5	-37.2	20.8	34.6	38.3	-5.1	0.5
영업이익	적지	469.9	216.6	-35.9	흑전	-48.7	7.9	173.4	210.7	21.8	25.1
순이익	적지	122.6	흑전	-79.1	적지	-52.3	-62.2	302.2	229.8	-27.9	35.6

자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,215	4,453	5,264	5,599	6,078
매출총이익	768	798	1,022	771	747
영업이익	83	53	165	201	252
EBITDA	209	208	384	400	433
순이자손익	-25	-36	-43	-54	-58
외화관련손익	-2	0	2	-10	-1
지분법손익	8	6	8	1	0
세전계속사업손익	18	53	156	154	209
당기순이익	-48	49	162	117	159
지배주주순이익	-48	32	132	103	146
증가율(%)					
매출액	19.8	5.6	18.2	6.4	8.6
영업이익	-45.0	-35.9	210.7	21.8	25.1
EBITDA	-12.0	-0.3	84.6	4.1	8.3
순이익	적전	흑전	229.8	-27.9	35.6
이익률(%)					
매출총이익률	18.2	17.9	19.4	13.8	12.3
영업이익률	2.0	1.2	3.1	3.6	4.1
EBITDA 이익률	4.9	4.7	7.3	7.1	7.1
세전이익률	0.4	1.2	3.0	2.8	3.4
순이익률	-1.1	1.1	3.1	2.1	2.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-10	56	715	226	116
당기순이익	18	53	156	117	159
자산상각비	126	155	219	198	181
운전자본증감	-182	-121	227	-110	-211
매출채권 감소(증가)	-192	-61	-88	-84	-139
재고자산 감소(증가)	-50	-83	47	-202	-107
매입채무 증가(감소)	79	-53	100	33	31
투자현금흐름	73	-213	-644	-795	-369
유형자산처분(취득)	-140	-171	-151	-208	-208
무형자산 감소(증가)	-82	-108	-145	-154	-161
투자자산 감소(증가)	335	226	-85	52	0
재무현금흐름	140	333	289	454	300
차입금의 증가(감소)	166	349	215	480	300
자본의 증가(감소)	0	0	-8	0	0
배당금의 지급	0	0	8	0	0
총현금흐름	273	329	549	358	327
(-)운전자본증가(감소)	101	224	-246	122	211
(-)설비투자	142	172	154	208	208
(+)자산매각	-80	-106	-141	-154	-161
Free Cash Flow	-50	-173	499	-126	-253
(-)기타투자	122	57	281	473	0
잉여현금	-172	-230	218	-599	-253
NOPLAT	-223	49	120	153	191
(+) Dep	126	155	219	198	181
(-)운전자본투자	101	224	-246	122	211
(-)Capex	142	172	154	208	208
OpFCF	-340	-192	430	20	-46

주: IFRS 연결 기준

대차대조표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	2,835	3,877	4,564	4,931	5,227
현금성자산	476	677	1,125	964	1,011
매출채권	1,112	1,238	1,288	1,412	1,551
재고자산	815	1,320	1,330	1,540	1,647
비유동자산	2,912	3,520	4,145	4,823	5,011
투자자산	532	334	441	955	955
유형자산	1,427	1,714	1,822	1,916	2,022
무형자산	954	1,472	1,881	1,952	2,034
자산총계	5,748	7,397	8,708	9,754	10,239
유동부채	2,141	3,144	3,329	4,265	4,604
매입채무	509	435	528	573	604
유동성이자부채	448	835	535	1,066	1,366
비유동부채	1,426	1,617	2,524	2,550	2,550
비유동이자부채	899	900	1,642	1,648	1,648
부채총계	3,567	4,761	5,853	6,815	7,154
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	187	400	412	412	412
이익잉여금	1,291	1,373	1,476	1,554	1,700
자본조정	436	331	332	351	351
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	2,181	2,636	2,855	2,939	3,085

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-913	618	2,554	1,994	2,828
BPS	41,433	45,535	48,217	50,091	52,919
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	5,160	6,292	10,602	6,947	6,342
ROA(%)	-0.8	0.5	1.6	1.1	1.5
ROE(%)	-2.1	1.4	5.4	4.1	5.5
ROIC(%)	-8.7	1.6	3.2	3.8	4.3
Multiples(x, %)					
PER	-38.9	52.6	13.7	12.6	8.9
PBR	0.9	0.7	0.7	0.5	0.5
PSR	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
PCR	6.9	5.2	3.3	3.6	4.0
EV/EBITDA	13.1	13.2	7.4	7.6	7.6
배당수익률	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
안정성(%)					
부채비율	163.5	180.6	205.0	231.9	231.9
Net debt/Equity	39.9	40.1	36.9	59.5	64.9
Net debt/EBITDA	417.4	508.6	274.1	437.8	462.4
유동비율	132.4	123.3	137.1	115.6	113.5
이자보상배율(배)	2.4	1.1	2.8	3.2	3.8
자산구조(%)					
투하자본	72.6	78.2	71.0	68.8	70.2
현금+투자자산	27.4	21.8	29.0	31.2	29.8
자본구조(%)					
차입금	38.2	39.7	43.3	48.0	49.4
자기자본	61.8	60.3	56.7	52.0	50.6

아스트 (067390)

하반기 회복의 실마리가 보일 듯



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

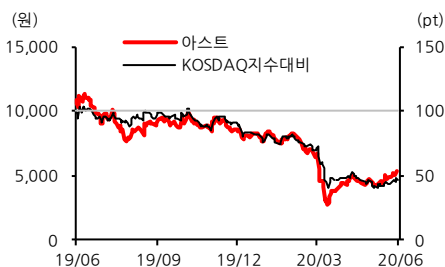
현재 주가(6/11)	5,000원
상승여력	-
시가총액	1,284억원
발행주식수	25,680천주
52 주 최고가 / 최저가	11,350 / 2,740원
90 일 일평균 거래대금	35.45억원
외국인 지분율	2.8%
주주 구성	
김희원 (외 2 인)	13.0%
아스트우리사주 (외 1 인)	2.0%
자사주 (외 1 인)	0.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.9	-22.6	-41.9	-54.3
상대수익률(KOSDAQ)	-1.6	-49.7	-62.3	-58.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	88	97	117	157
영업이익	7	8	11	35
EBITDA	13	15	18	44
지배주주순이익	7	1	4	16
EPS	468	90	236	652
순차입금	89	130	206	193
PER	34.1	195.2	39.8	12.7
PBR	3.3	2.9	1.6	1.0
EV/EBITDA	27.2	28.2	20.0	9.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	10.8	1.7	3.9	10.7

주가 추이



현재 보잉 B737 Max 생산 중단, COVID19 영향 등으로 최악의 국면을 지나고 있는 상황입니다. 그러나 B737 Max 운항 재개 가능성, 항공기 인도량의 점진적 회복 등을 고려 시 하반기부터 회복의 실마리가 보일 것으로 기대합니다. 중장기 포인트는 보잉의 생산 능력 축소에 따른 아웃소싱 수혜 가능성과 E2 물량 증가입니다.

실적 악화가 불가피한 상반기

1Q20 실적은 매출액 155억원(-49% 이하 yoy), 영업이익 -16억원(적전), 당기순이익 -35억원(적전)으로 부진했다. 운항 재개 지연에 따라 올해 보잉이 B737 Max 생산을 중단했기 때문이다. 2Q20에도 전기 대비 Section48 등 보잉 向 매출액 소폭 증가에도 불구하고 E2 납품 대수 축소로 인해 영업손실이 불가피할 것으로 전망된다.

회복의 실마리가 보일 것으로 기대되는 하반기

하반기 실적 회복의 실마리가 보일 것으로 기대한다. 3Q20 중 보잉이 B737 Max 운항 재개 승인을 받은 후 인도를 시작할 가능성이 크기 때문이다. 이에 2Q20부터 점차 생산량이 증가해 Section48 기준으로 상반기 대비 2배 이상 물량이 확대될 전망이다. 다만 브라질 내 COVID19 확산으로 하반기 E2 생산량이 계획 대비 축소된 점은 아쉽다.

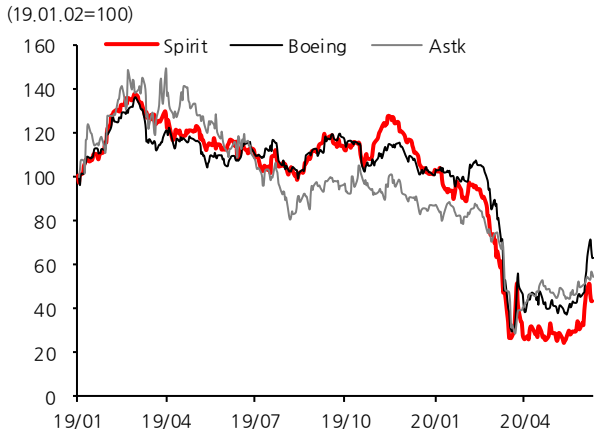
내년 본업 턴어라운드 기대

올해 영업이익은 B737 Max 생산 중단, COVID19로 인한 업황 부진 등에도 불구하고 NR 수익 인식 효과(\$2,650만)로 전년과 유사하거나 개선될 것으로 기대한다. 내년은 본업 턴어라운드를 예상한다. ① B737 Max (월 31대 이상) 및 E2 생산 증가(올해 15대→내년 70대), ② 국책 과제 선정에 따른 비용 절감, ③ 보잉 아웃소싱 증가 가능성 등 때문이다.

업황 불확실성에 따른 실적 변동성 확대 고려해 커버리지 종료

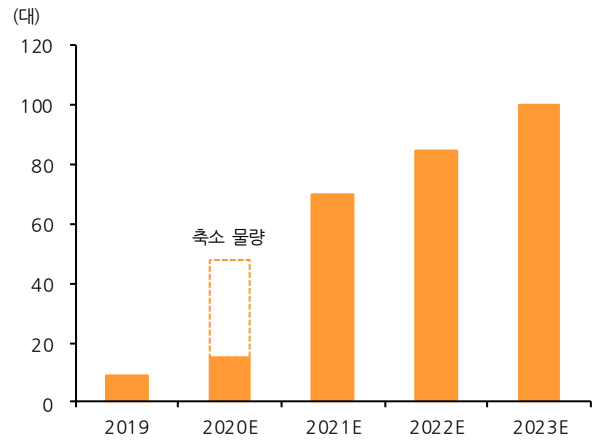
현재 항공기 부품 업황은 최악의 국면을 지나고 있는 상황이다. 항공여객 수요 대비 항공기 인도 회복 속도가 빠를 것으로 보여 올해 하반기부터는 개선 흐름을 기대한다. 다만 여전한 업황 불확실성에 따른 실적 추정 신뢰도 하락을 고려해 커버리지를 종료한다. 업황 회복 추이를 보면서 향후 커버리지를 재개할 것이다.

[그림60] Boeing, Spirit, 아스트 주가 추이



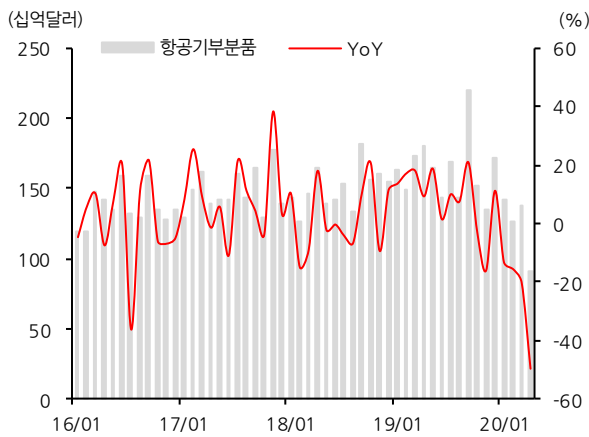
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] E2 후방 동체 납품 추이와 계획



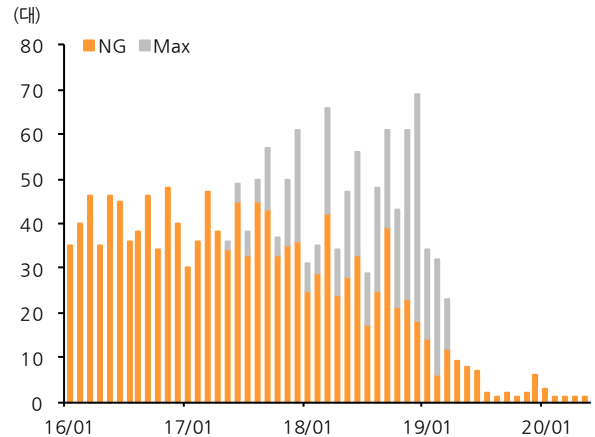
자료: 아스트, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 월별 항공기 부분품 수출 추이



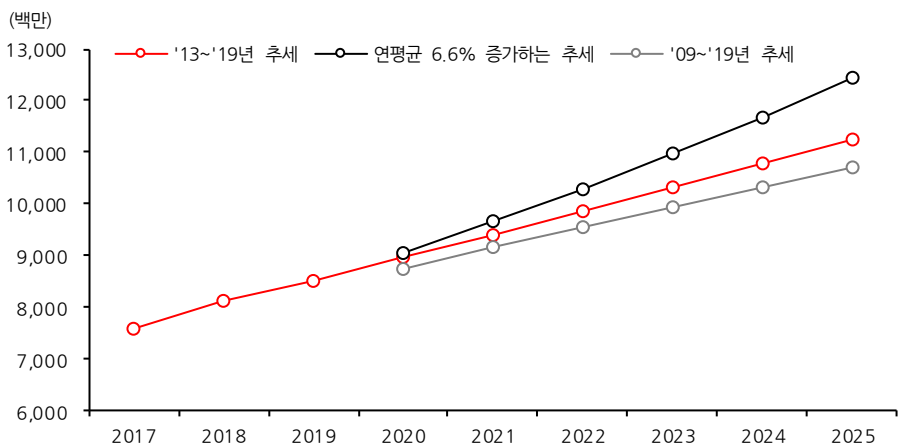
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 월별 B737 계열 인도 추이



자료: 보잉, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 과거 추세로 본 미래 항공여객 수요 추정



자료: IATA, 보잉, 에어버스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	81	88	97	117	157
매출총이익	9	14	15	20	47
영업이익	3	7	8	11	35
EBITDA	8	13	15	18	44
순이자손익	-2	-3	-4	-7	-11
외화관련손익	1	2	-4	2	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	3	5	1	6	22
당기순이익	3	6	1	4	17
지배주주순이익	3	7	1	4	16
증가율(%)					
매출액	21.4	8.8	10.6	20.4	34.0
영업이익	흑전	122.6	9.7	34.5	222.2
EBITDA	386.2	49.1	17.5	24.9	138.7
순이익	흑전	147.5	-76.3	202.9	278.4
이익률(%)					
매출총이익률	11.0	16.2	15.5	17.0	29.9
영업이익률	4.1	8.4	8.3	9.3	22.3
EBITDA 이익률	10.4	14.3	15.2	15.7	28.0
세전이익률	3.5	5.8	1.1	5.4	13.9
순이익률	3.1	7.0	1.5	3.8	10.7

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	-3	-14	-12	-36	-74
당기순이익	3	6	1	4	17
자산상각비	5	5	7	8	9
운전자본증감	-12	-28	-27	-54	-123
매출채권 감소(증가)	-3	-16	-22	-22	-4
재고자산 감소(증가)	-6	-8	-18	-39	-12
매입채무 증가(감소)	-1	-2	18	7	7
투자현금흐름	-17	-64	-42	-39	-10
유형자산처분(취득)	-6	-44	-40	-40	-10
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-2	-1	0
투자자산 감소(증가)	0	-12	6	1	0
재무현금흐름	15	78	68	67	129
차입금의 증가(감소)	9	66	46	62	32
자본의 증가(감소)	5	10	1	3	97
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	11	16	17	22	49
(-)운전자본증가(감소)	12	16	24	47	123
(-)설비투자	6	48	41	40	10
(+)자산매각	-1	3	-2	-1	0
Free Cash Flow	-8	-46	-49	-66	-84
(-)기타투자	10	18	8	6	0
잉여현금	-18	-64	-58	-72	-84
NOPLAT	3	5	6	8	27
(+) Dep	5	5	7	8	9
(-)운전자본투자	12	16	24	47	123
(-)Capex	6	48	41	40	10
OpFCF	-10	-54	-52	-72	-97

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	68	97	143	191	379
현금성자산	10	22	30	21	66
매출채권	23	28	37	57	60
재고자산	34	46	71	110	122
비유동자산	67	127	167	204	202
투자자산	12	33	49	51	48
유형자산	51	89	113	147	149
무형자산	4	5	5	6	5
자산총계	135	224	311	395	581
유동부채	48	75	102	108	133
매입채무	13	13	28	36	43
유동성이자부채	34	60	73	69	75
비유동부채	29	56	94	167	212
비유동이자부채	23	51	87	159	185
부채총계	77	132	195	274	345
자본금	7	7	7	8	12
자본잉여금	57	66	68	77	169
이익잉여금	-7	0	2	4	21
자본조정	1	2	2	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	58	92	115	121	236

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	168	468	90	236	652
BPS	3,821	4,819	6,124	6,040	8,072
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	721	1,049	1,081	1,283	1,971
ROA(%)	2.0	4.0	0.5	1.1	3.3
ROE(%)	4.8	10.8	1.7	3.9	10.7
ROIC(%)	3.3	4.1	3.0	2.9	7.6
Multiples(x, %)					
PER	127.5	34.1	195.2	39.8	12.7
PBR	5.6	3.3	2.9	1.6	1.0
PSR	3.9	2.8	2.9	1.4	1.3
PCR	29.7	15.2	16.3	7.3	4.2
EV/EBITDA	44.2	27.2	28.2	20.0	9.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	133.1	142.8	169.8	227.7	145.9
Net debt/Equity	81.9	96.2	113.0	171.0	81.7
Net debt/EBITDA	563.2	708.5	882.8	1,120.4	439.6
유동비율	140.6	129.0	140.8	177.9	285.1
이자보상배율(배)	1.6	2.3	1.8	1.5	3.2
자산구조(%)					
투자자본	80.9	74.9	73.8	80.9	78.0
현금+투자자산	19.1	25.1	26.2	19.1	22.0
자본구조(%)					
차입금	49.7	54.6	58.2	65.3	52.3
자기자본	50.3	45.4	41.8	34.7	47.7

켄코아에어로스페이스 (274090)

업황 회복 시 성장성 부각 기대



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

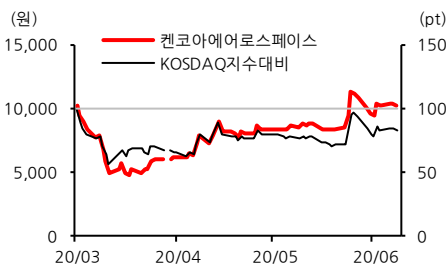
현재 주가(6/11)	9,930원
상승여력	-
시가총액	895억원
발행주식수	9,010천주
52 주 최고가 / 최저가	11,300 / 4,780원
90 일 일평균 거래대금	68.01억원
외국인 지분율	0.1%
주주 구성	
민규리 (외 2 인)	40.0%
이동성 (외 1 인)	6.7%
켄코아에어로스페이스우리사주 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.0	44.8	-	-
상대수익률(KOSDAQ)	5.5	17.6	-	-

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	8	7	29	46
영업이익	0	-1	-1	1
EBITDA	1	0	1	4
지배주주순이익	0	-1	-9	-8
EPS	24	-219	-1,557	-920
순차입금	6	13	50	22
PER	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-
배당수익률	-	-	-	-
ROE	1.8	-10.2	-926.7	-73.7

주가 추이



상반기 업황 부진 영향으로 실적 악화가 불가피합니다. 그러나 하반기부터 신규 사업인 항공 MRO 관련 매출액 발생에 따라 실적 회복 흐름이 가능할 것으로 예상합니다. 향후 업황 회복 시 다양한 사업 포트폴리오를 통한 시너지와 안정성, 항공 우주 및 드론 등 성장 모멘텀이 부각되며 기업 가치 재평가가 기대됩니다.

상반기 실적 악화 불가피

1Q20 실적은 매출액 98억원(+52% 이하 yoy), 영업이익 -11억원(적지)을 기록했다. 매출액은 Spirit 向 B7x7 가공 사업 반영 등으로 전년 동기 대비 큰 폭 성장했다. 다만 B767 조립, MELB (소형 공격형 헬리콥터) 등 보잉 관련 신규 사업 초기 비용 발생으로 이익 측면은 부진했다. 2Q20에는 온기 효과가 약화되며 외형 성장세 둔화가 예상된다.

하반기부터 신규 사업 등을 통해 실적 회복 흐름 기대

하반기부터 실적 회복 흐름을 기대한다. 이는 ① 지난 4월 ST ENGI NEERING AEROSPACE와 계약한 항공 MRO 사업(여객기→화물기 개조) 본격화, ② 보잉 등 완제기 업체 생산 증가 등에 근거한다. 항공 MRO 사업 관련 신규 매출액은 올해 60억원, 내년부터는 150억원 수준이 예상돼 외형 성장에 크게 기여할 전망이다(수주액 2,629억원).

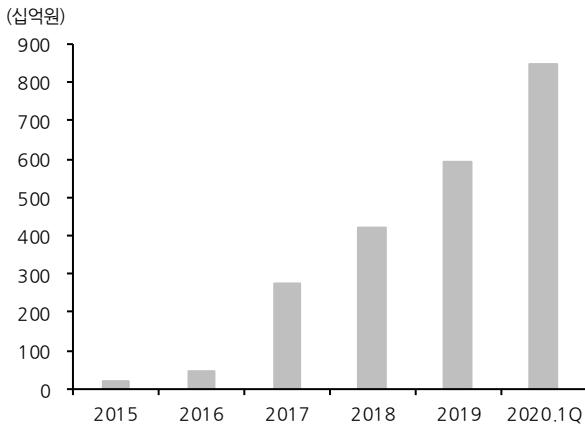
내년 성장세 재개 예상

올해 실적은 국내 항공기 부품 업황 악화(B737 Max 생산 중단, COVID19 등)에 따른 물량 감소와 미진한 신규 사업(항공물류센터 운영)으로 전년 대비 부진할 것으로 예상된다. 그러나 내년에는 ① B737 Max 등 보잉의 항공기 생산 증가, ② 항공 MRO 사업 온기 효과, ③ 항공 물류센터 운영 및 조립 사업 본격화 등으로 성장세 재개가 예상된다.

업황 회복 시 성장성 부각될 듯

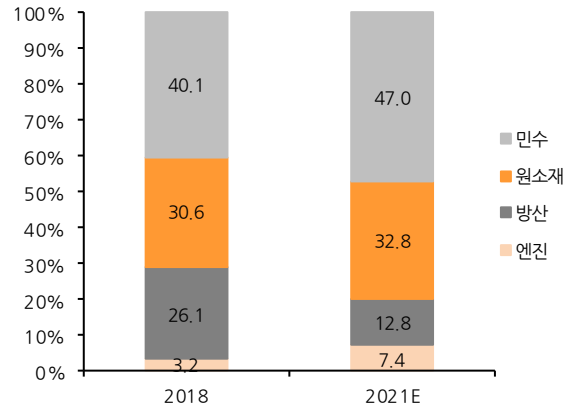
동사 주가는 COVID19 영향 등으로 상장 이후 급락한 뒤 최근 공모가 수준까지 회복한 상황이다. 향후 업황 회복 시 ① 미국 내 영업력, ② 엔진조립·가공·MRO 등 다양한 사업 포트폴리오를 통한 시너지와 안정성, ③ 추가 성장 요인(스페이스 X 등 항공 우주 관련 부품, 드론 기체 생산) 등을 통한 성장성이 부각되며 기업 가치 재평가가 기대된다.

[그림65] 수주잔고 추이



자료: 켄코아에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 부문별 매출액 비중 추이와 전망



자료: 켄코아에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 켄코아에어로스페이스 고객사



자료: 켄코아에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[표3] STEA AIRBUS P2F MRO 사업 계약내용

구분	내용
판매·공급계약 내용	STEA AIRBUS P2F(화물기 개조) 사업
계약금액 총액 (원)	262,906,962,733
계약내역	최근 매출액 (원)
	매출액 대비(%)
계약상대방	ST ENGINEERING AEROSPACE LTD
계약기간	시작일
	종료일
계약(수주)일자	2020-04-14

자료: 켄코아에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	6	8	7	29	46
매출총이익	2	3	1	5	8
영업이익	0	0	-1	-1	1
EBITDA	1	1	0	1	4
순이자손익	0	0	0	-2	-2
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	0	-1	-10	-8
당기순이익	0	0	-1	-9	-8
지배주주순이익	0	0	-1	-9	-8
증가율(%)					
매출액	-	31.6	-13.8	314.7	60.0
영업이익	-	1.3	적전	적지	흑전
EBITDA	-	13.5	-67.7	246.6	323.0
순이익	-	-61.9	적전	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	30.5	34.5	9.9	18.1	17.2
영업이익률	6.6	5.0	-9.3	-3.2	2.2
EBITDA 이익률	11.9	10.3	3.9	3.2	8.5
세전이익률	4.8	1.4	-17.4	-34.5	-16.2
순이익률	4.8	1.4	-17.4	-32.5	-16.4

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	1	0	-1	-9	0
당기순이익	0	0	-1	-10	-8
자산상각비	0	0	1	2	3
운전자본증감	0	-1	-2	-11	-4
매출채권 감소(증가)	-1	0	-1	-6	-3
재고자산 감소(증가)	-1	0	0	-9	0
매입채무 증가(감소)	0	0	1	5	0
투자현금흐름	-3	-5	-13	-6	-8
유형자산처분(취득)	-3	-5	-2	-6	-7
무형자산 감소(증가)	0	0	-2	-1	-2
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	4	9	9	16	15
차입금의 증가(감소)	2	4	1	16	-3
자본의 증가(감소)	2	5	8	0	17
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	1	1	0	2	4
(-)운전자본증가(감소)	1	0	1	9	5
(-)설비투자	3	5	2	6	7
(+)자산매각	0	0	-2	-1	-2
Free Cash Flow	-3	-4	-5	-14	-10
(-)기타투자	-1	0	9	1	-2
잉여현금	-3	-5	-14	-15	-8
NOPLAT	0	0	0	-1	1
(+) Dep	0	0	1	2	3
(-)운전자본투자	1	0	1	9	5
(-)Capex	3	5	2	6	7
OpFCF	-3	-4	-3	-14	-9

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	4	8	5	22	32
현금성자산	2	6	1	2	9
매출채권	1	1	3	6	9
재고자산	1	1	1	14	14
비유동자산	9	14	26	36	42
투자자산	0	0	9	1	0
유형자산	8	13	14	25	30
무형자산	0	1	2	11	11
자산총계	13	22	31	58	74
유동부채	3	6	9	41	19
매입채무	1	0	1	4	5
유동성이자부채	2	5	8	33	13
비유동부채	6	8	6	29	21
비유동이자부채	6	8	6	19	18
부채총계	9	14	15	70	41
자본금	2	3	3	2	5
자본잉여금	2	6	14	0	52
이익잉여금	0	0	-1	-15	-23
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	4	9	15	-11	34

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	73	24	-219	-1,557	-920
BPS	832	1,670	2,497	-2,161	3,679
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-	-	-	-	-
ROA(%)	-	0.6	-4.6	-21.2	-11.4
ROE(%)	-	1.8	-10.2	-926.7	-73.7
ROIC(%)	-	-	-	-	-
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-	-
PSR	-	-	-	-	-
PCR	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	252.5	159.7	101.0	-	120.6
Net debt/Equity	168.7	73.3	84.3	-437.5	66.8
Net debt/EBITDA	842.3	749.3	4,761.9	5,357.2	570.2
유동비율	119.1	148.3	53.0	54.0	167.7
이자보상배율(배)	1.8	1.3	-	-	0.4
자산구조(%)					
투자자본	83.3	69.7	66.4	92.7	86.1
현금+투자자산	16.7	30.3	33.6	7.3	13.9
자본구조(%)					
차입금	68.2	59.1	47.0	128.0	48.1
자기자본	31.8	40.9	53.0	-28.0	51.9



Boeing Co. (BA.US)

그린라이트

▶ Analyst 이봉진 bongjin.lee@hanwha.com 3772-7615

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: 181.41 USD

현재 주가(06/11, USD)	170.00
상승여력	▲6.7
시가총액(백만 USD)	95,935
발행주식수(천주)	564,325
52 주 최고가 / 최저가(USD)	391 / 89
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	5,199.9

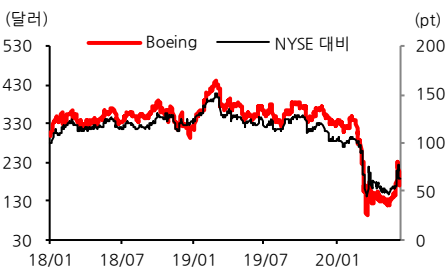
거래소	New York
국가명	UNITED STATES
티커	BA US Equity
산업	기계/방산

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	31.9	-10.1	-51.4	-51.3
상대수익률(NYSE)	27.6	-13.8	-43.4	-46.5

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	101,127	76,559	67,730	88,472
영업이익	11,987	-1,975	-931	7,503
EBITDA	14,101	567	1,429	10,172
지배주주순이익	10,460	-636	-2,035	4,531
EPS	18.05	-1.12	-4.16	7.02
순차입금	5,283	18,502	34,848	31,074
PER	20.1	-	-	24.2
PBR	540.0	-	-	-
EV/EBITDA	13.4	356.6	83.7	11.8
배당수익률	3.5	3.5	1.2	0.0
ROE	941.6	-	23.5	51.7

주가 추이



737 MAX 운항 제재 장기화 및 코로나 바이러스 확산 영향으로 동사의 지난 1분기 실적은 부진했습니다. 그러나 향후 주가 반등 및 실적 개선의 여지가 충분하다고 판단합니다.

1Q20 Snap Shot: 피하지 못한 팬데믹

동사는 지난 1분기 매출액 169.1억 달러(YoY -26%), 영업이익 -11.8억 달러(YoY 적자전환, OPM -7%)의 부진한 실적을 기록했다. 특히 민항기 사업부문('19년 기준, 전체 매출액의 42%) 매출액은 62.1억 달러로, 전년동기대비 -48% 감소했다. 신종 코로나 바이러스 확산이 전체 매출액 및 영업이익 감소에 영향을 미쳤다. 항공기 수요가 급감했고, 가동 중단 등 생산에도 일부 차질이 발생했다. 1분기 수주는 net으로 -147대, 인도는 50대에 그쳤으며 4월말 기준 수주잔고는 5314대로, 작년 7월 이후 지속 감소세를 보이고 있다.

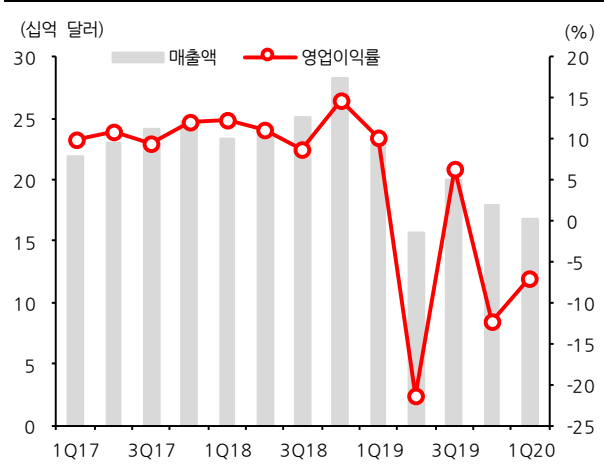
737 MAX Update

운항 제재가 길어지며 동사는 지난 12월 이후 737 MAX 기종 생산을 중단했다. 옆친 데 덮친 격으로 신종 코로나 바이러스가 확산되며 항공 여객 수요가 급감하자, 글로벌 항공사 및 항공기 리스회사들은 동 기종에 대해 주문 취소 및 지연 인도를 요청했다. 그러나 5월 이후 일부 국가의 이동 제한 조치 완화 등으로 항공 여객 수요가 조금씩 살아나기 시작했고, 해당 기종의 생산이 재개됐다. 다만, 1년간 인도가 전무해 450대가 재고로 쌓여있어 가동률이 크게 오르지 않을 것으로 보인다. 로이터 통신 등에 따르면 운항 승인 시점은 8월 이후로 예상된다.

Green Light is On

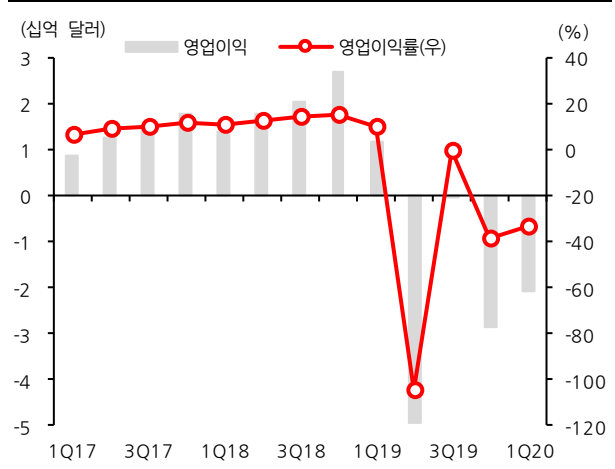
5월 말부터 여행 수요가 회복되는 조짐을 보이며 동사의 주가도 반등 중인데, '19년 연초 기준 30% 수준(3/21일, \$95.01)까지 하락했던 주가는 저점대비 약 79% 상승(6/11일, \$170.00)했다. 이후 항공 여객 수요의 회복보다 항공기 수요 회복이 빠르게 일어날 것으로 전망되며, 긍정적인 모멘텀이 기대된다. 또한 737 MAX 기종 운항 재개 승인은 동사 실적 개선에 또다른 트리거(trigger)가 될 수 있다. 주가 상승 및 하반기 이후 실적 개선에 청신호가 켜졌다.

[그림68] 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



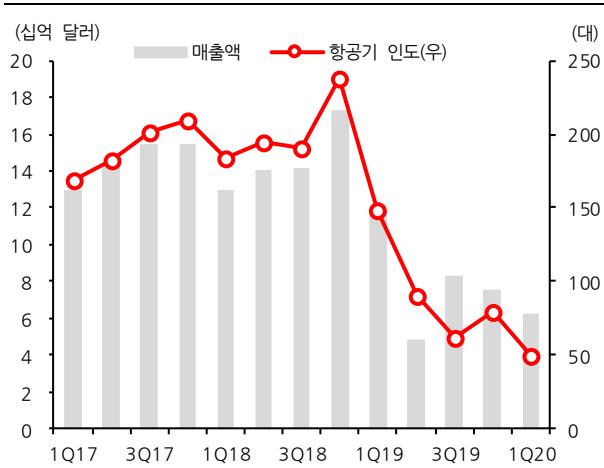
자료: Boeing, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 민항기 사업부문 영업이익 및 영업이익률 추이



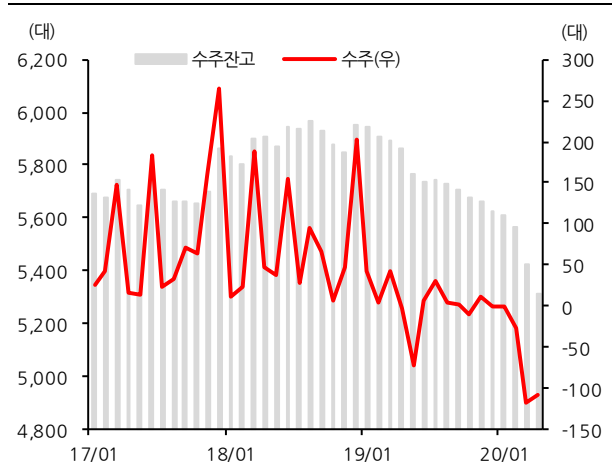
자료: Boeing, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 민항기 사업부문 매출액 및 항공기 인도 추이



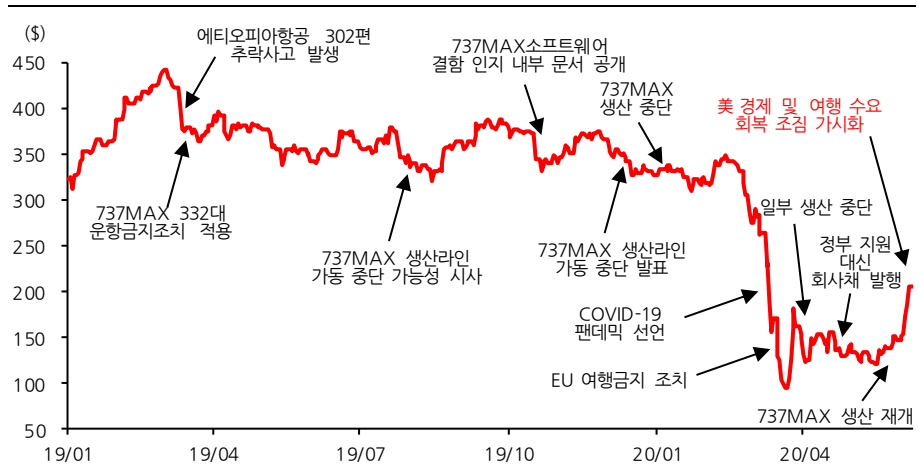
자료: Boeing, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 월별 항공기 수주잔고 및 수주 추이



자료: Boeing, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 보잉의 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 실적 및 주요 지표

(단위: 백만 달러)

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	90,762	96,114	93,496	94,005	101,127	76,559	67,730	88,472
영업이익	7,473	7,443	6,527	10,344	11,987	-1,975	-931	7,503
영업이익률(%)	8.2	7.7	7.0	11.0	11.9	-2.6	-1.4	8.5
세전이익	7,137	7,155	5,783	10,107	11,604	-2,259	-2,589	5,743
순이익	5,446	5,176	5,034	8,458	10,460	-636	-2,035	4,531
순이익률(%)	6.0	5.4	5.4	9.0	10.3	-0.8	-3.0	5.1
EBITDA	9,379	9,276	8,416	12,391	14,101	567	1,429	10,172
EBITDA margin(%)	10.3	9.7	9.0	13.2	13.9	0.7	2.1	11.5
EPS	7.47	7.52	7.92	14.03	18.05	-1.12	-4.159	7.015
EPS 증가율	23.9	0.7	5.3	77.1	28.7	-106.2	271.3	-268.7
BPS	12.3	9.5	1.3	2.8	0.6	-15.3	-13.4	-7.0
DPS	2.9	3.6	4.7	6.0	7.2	8.2	2.0	0.0
ROA	5.9	5.5	5.5	8.4	9.1	-0.5	-1.4	3.9
ROE	49.9	85.4	190.7	528.6	941.6	-	23.5	51.7
배당수익률	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	1.2	0.0
배당성장	40.6	49.7	57.6	42.5	39.8	-	N/A	0.0
순차입금	-4,022	-2,088	-77	1,125	5,283	18,502	34,848	31,074
PER(x)	16.3	15.7	14.7	27.6	20.1	-	-	24.2
PBR	10.6	15.2	117.6	105.3	540.0	-	-	-
EV/EBITDA(x)	9.4	10.2	11.4	14.2	13.4	356.6	83.7	11.8
CAPEX	-2,236	-2,450	-2,613	-1,739	-1,722	-1,834	-1,526	-1,758
FCFF	6,622	6,913	7,883	11,607	13,600	-4,280	-15,474	5,116

주1: 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준

주2: 상기 수치는 모두 GAAP 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



Spirit Aerosystems (SPR.US)

보잉이 가면 우리도 간다

▶ Analyst 이봉진 bongjin.lee@hanwha.com 3772-7615

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: 25.53 USD

현재 주가(06/11, USD)	26.17
상승여력	-2.4
시가총액(백만 USD)	2,762
발행주식수(천주)	105,544
52 주 최고가 / 최저가(USD)	92.81 / 13.69
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	113.3

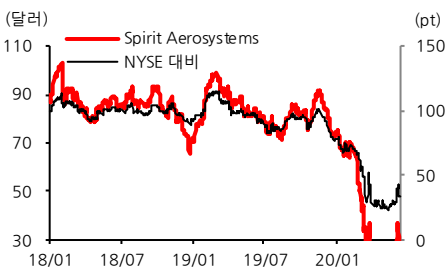
거래소	New York
국가명	UNITED STATES
티커	SPR US Equity
산업	기계/방산

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	37.7	-33.2	-67.8	-68.2
상대수익률(NYSE)	33.3	-35.9	-62.5	-65.1

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	7,222	7,863	4,005	4,723
영업이익	843	761	-390	176
EBITDA	1,074	1,022	-95	436
지배주주순이익	617	530	-335	29
EPS	5.71	5.11	-2.96	0.26
순차입금	1,122	733	1,962	1,945
PER	12.9	14.0	-	101.4
PBR	6.1	4.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	8.1	8.2	-	9.1
배당수익률	1.4	1.4	0.2	0.2
ROE	40.1	36.3	-16.8	3.7

주가 추이



737 MAX 생산 중단 및 코로나 바이러스 확산 영향으로 지난 1 분기 실적은 부진했습니다. 그러나 항공기 시장이 빠르게 회복될 것으로 전망되며, 737 MAX 기종의 생산이 재개된만큼, 하반기 이후 실적 개선 기대감이 존재합니다.

1Q20 Snap Shot: 737 MAX 생산 중단 + 팬데믹

동사는 지난 1분기 매출액 10.8억 달러(YoY -45%), 영업이익 -1.7억 달러(YoY 적자전환, OPM -16%)의 부진한 실적을 기록했다. 특히 보잉(‘19년 기준, 전체 매출액의 79%) 매출액은 6.8억 달러로, 전년동기대비 -56% 감소했다. 지난 1월부터 보잉이 737 MAX 기종 생산을 중단한 점과 3월 이후 코로나 바이러스 팬데믹으로 항공기 수요가 급감하며 항공기 부품품 수요도 함께 감소한 것이 실적 부진 이유다.

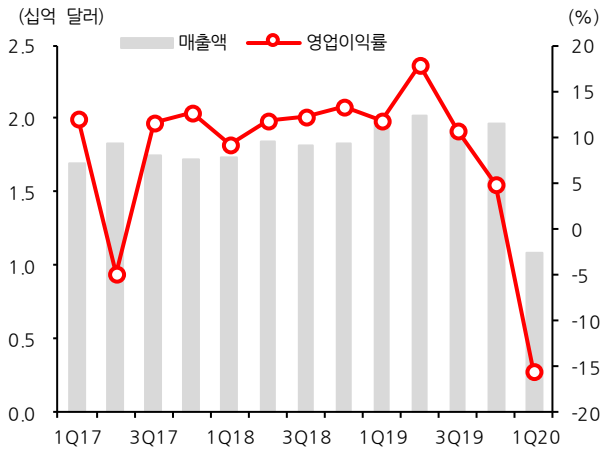
보잉의 737 MAX 생산 재개는 긍정적 시그널

2017년부터 2019년까지만 살펴보았을 때, 동사 매출액의 79% 이상이 보잉에 판매에서 발생했다. 보잉의 주력 제품이 737 MAX 기종임을 고려한다면, 올 1월부터 4개월 넘게 지속된 해당 기종의 생산 중단은 스피릿 실적 부진과 주가 하락의 가장 큰 원인이었다. 그러나 5월 말 보잉은 737 MAX 조립 라인을 재가동한다고 밝혔고, 양사는 2020년 총 125대의 737 MAX를 생산하기로 합의했다. 과거 생산량에 비하면 다소 작지만, 생산 재개 자체가 긍정적 모멘텀으로 작용할 전망이다.

보잉이 가면 우리도 간다

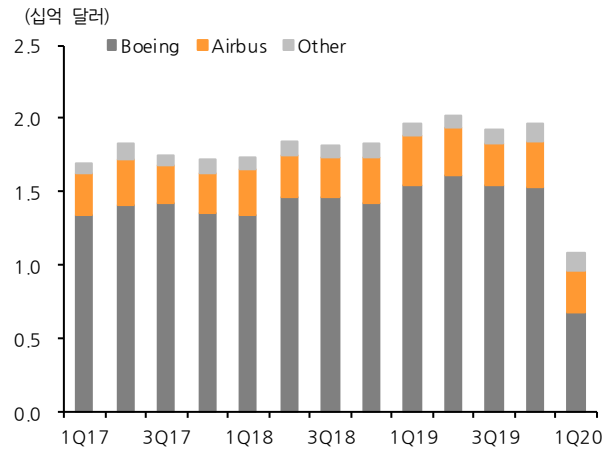
팬데믹 선언 당시, 시장에서 가장 우려했던 부분은 항공 관련 기업들의 크레딧 리스크였다. 그러나 각국 정부의 직·간접적 지원으로 우려했던 신용 위기는 발생하지 않았다. 이후 5월을 지나가며 1)737 MAX 생산 재개 2)실업 등 美 경기 지표 개선 3)항공 여객 수요 회복 조짐 가시화 등의 뉴스가 항공기 및 부품품 시장 내 긍정적 모멘텀으로 작용하고 있다. 보잉의 주가는 6월 이후 연일 상승세를 보이고 있으며, 동사의 주가도 비슷한 흐름을 가져가고 있다. 낮은 기저와 업황 회복 등으로 하반기 이후 동사의 주가 및 실적은 크게 개선될 것으로 보인다.

[그림73] 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



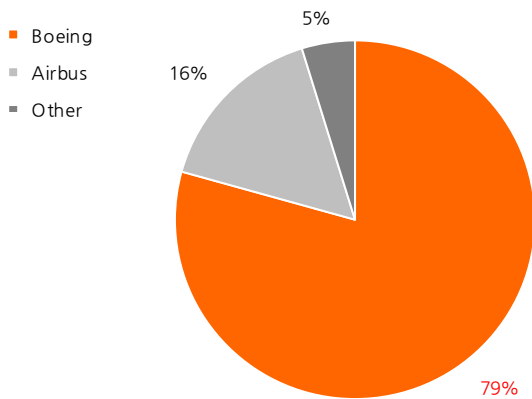
자료: Spirit, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 주요 고객사별 분기 매출액 추이



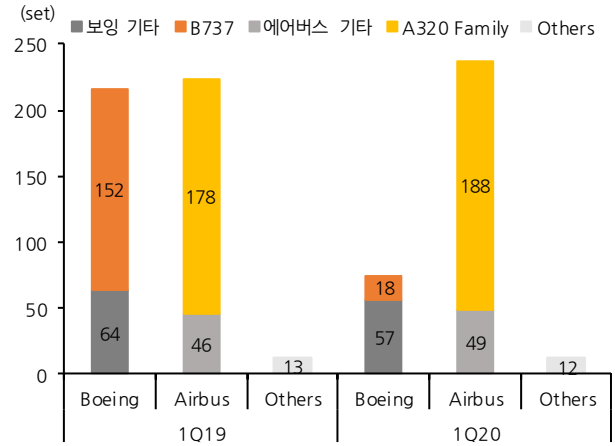
자료: Spirit, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 주요 고객사별 매출 비중 (2019년 기준)



자료: Spirit, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

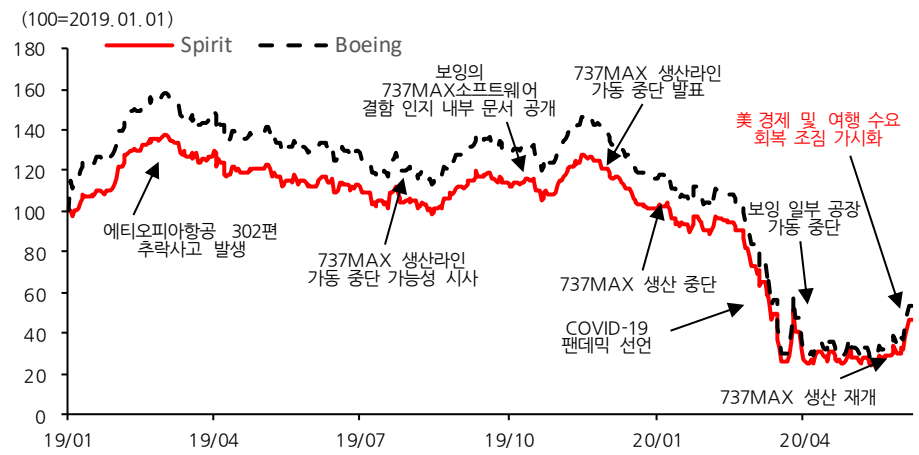
[그림76] 주요 고객사별 기체 부품 인도 추이



주: 1set으로 항공기 1대 생산 가능 (1 shipset = 1 aircraft)

자료: Spirit, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 스피릿 및 보잉의 주가 추이 및 이벤트



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 실적 및 주요 지표

(단위: 백만 달러)

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	6,799	6,644	6,793	6,983	7,222	7,863	4,005	4,723
영업이익	354	863	726	532	843	761	-390	176
영업이익률(%)	5.2	13.0	10.7	7.6	11.7	9.7	-9.7	3.7
세전이익	262	808	661	535	756	663	-557	31
순이익	359	789	470	355	617	530	-335	29
순이익률(%)	5.3	11.9	6.9	5.1	8.5	6.7	-8.4	0.6
EBITDA	530	1,044	935	746	1,074	1,022	-95	436
EBITDA margin(%)	7.8	15.7	13.8	10.7	14.9	13.0	-2.4	9.2
EPS	2.55	5.69	3.72	3.04	5.71	5.11	-2.955	0.258
EPS 증가율	N/A	123.1	-34.6	-18.3	87.8	-10.5	-157.8	-108.7
BPS	11.8	15.6	15.9	15.7	11.7	16.8	12.6	12.9
DPS	0.0	0.0	0.1	0.4	0.5	0.5	0.0	0.1
ROA	7.0	14.4	8.4	6.7	11.3	8.0	-3.7	1.5
ROE	35.8	29.2	23.6	21.6	40.1	36.3	-16.8	3.7
배당수익률	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	0.2	0.2
배당성향	0.0	0.0	2.7	13.2	8.1	9.4	N/A	20.2
순차입금	776	176	389	728	1,122	733	1,962	1,945
PER(x)	11.0	12.8	15.5	25.5	12.9	14.0	-	101.4
PBR	3.6	3.2	3.7	5.5	6.1	4.3	2.1	2.0
EV/EBITDA(x)	12.6	6.7	8.0	14.4	8.1	8.2	-	9.1
CAPEX	-220	-360	-254	-273	-271	-232	-132	-158
FCFF	141	930	463	301	499	691	-676	68

주1: 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준

주2: 상기 수치는 모두 GAAP 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 06월 12일)

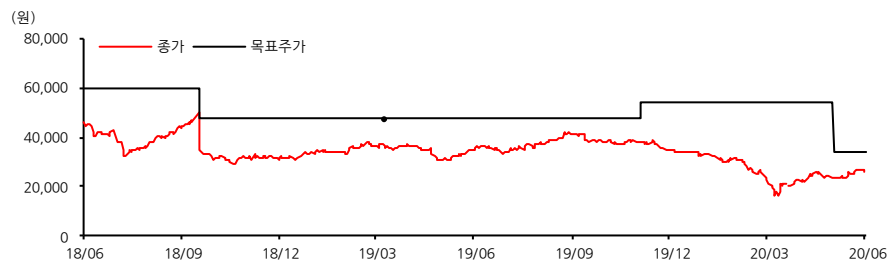
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이봉진, 김동하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화에어로스페이스'는 당사와 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률"에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한국항공우주 주가와 목표주가 추이]



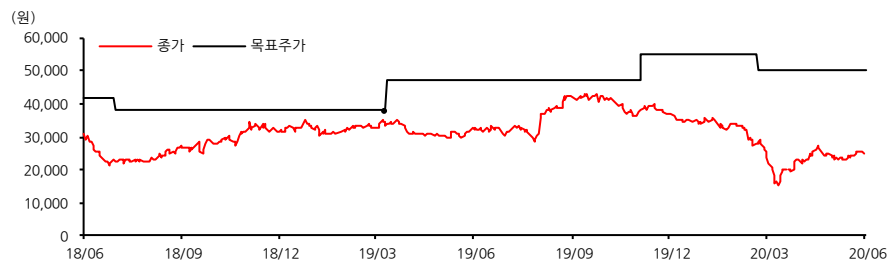
[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2018.08.16	2018.09.28	2018.10.26	2019.01.08	2019.03.22
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		60,000	48,000	48,000	48,000	48,000
일시	2019.05.15	2019.11.15	2020.05.13	2020.06.12		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	48,000	54,000	34,000	34,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.09.28	Buy	48,000	-27.67	-39.79
2019.11.15	Buy	54,000	-46.37	-28.61
2020.05.13	Buy	34,000		

[한화에어로스페이스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2018.07.11	2018.08.14	2018.10.23	2018.10.26	2019.01.17
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
일 시	2019.03.22	2019.05.17	2019.06.17	2019.11.15	2020.03.03	2020.03.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	47,000	47,000	47,000	55,000	50,000	50,000
일 시	2020.06.12					
투자의견	Buy					
목표가격	50,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.07.11	Buy	38,000	-22.70	-7.63
2019.03.22	Buy	47,000	-25.61	-8.83
2019.11.15	Buy	55,000	-36.44	-27.64
2020.03.03	Buy	50,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%