

한국항공우주(047810)

종립(유지)

부활의 신호탄

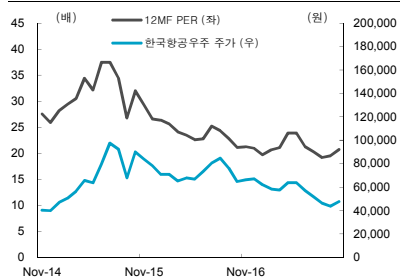
Stock Data

KOSPI(10/18)	2,483
주가(10/18)	47,700
시가총액(십억원)	4,650
발행주식수(백만)	97
52주 최고/최저가(원)	73,400/36,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	56,084
유동주식비율/외국인지분율(%)	72.1/20.8
주요주주(%)	한국수출입은행 26.4
	국민연금 7.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.8	(20.9)	(34.7)
상대주가(%p)	1.1	(36.5)	(56.4)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

상장적격성 실질심사 관련 기업심사위원회 심의대상 제외 결정 = 거래 재개

거래소는 전일 공시를 통해 10월 19일(목)부터 한국항공우주(KAI)의 주권 매매거래정지가 해제됨을 알렸다. 10월 11일 조회공시를 통해 거래정지 된 지 일주일 만의 재개로, 이례적인 빠른 결정이다. 거래소의 심의대상 제외 결정은 향후 KAI가 '기업의 계속성, 기업 경영의 투명성, 공익 실현과 투자자 보호' 측면에서 문제가 없음을 의미한다. KAI는 거래재개 공시와 함께 주주가치 증진을 위한 경영투명성 제고 방안을 공시했다.

경영 정상화 속도 붙을 것

검찰이 10월 11일 정식 기소를 하면서 KAI에 대한 수사가 일단락 됐다. 따라서 지난 7월 검찰 수사가 시작된 후 차질을 빚었던 영업활동이 빠르게 재개될 전망이다. KAI는 최근 감사원 사무총장(차관급) 출신의 김조원 신임 사장을 내정했다. 25일 주주총회를 통해 공식 선임된다. 감사원 출신의 사장 내정은 향후 투명한 경영 재개에 대한 의지를 피력한 것이며, 가깝게는 올해 말 예정된 APT(미국 공군훈련기 교체사업, KAI 수주 가능금액 13조 원) 프로젝트 수주에 대한 기대감이 다시 살아날 수 있다. 참고로 ADEX(국제항공우주방위산업전시회)에 참석중인 마이클 그리즈월드 록히드마틴 T-50 사업 담당 부사장도 인터뷰를 통해 최근의 검찰조사 등이 APT사업에 미치는 영향은 없을 것이라고 밝혔다.

또한 경영진 부재로 당초 올해 하반기 기대했지만 일시 지연중인 해외수출 수주재개도 기대된다. KAI는 하반기 수주가 유력했지만 검찰 수사로 지연되고 있는 보츠와나 T-50계열 수출에 대한 노력을 재개할 것으로 전망되고, 연말에는 아르헨티나와 6천억원 규모의 FA-50 수출(한국 정부의 차환 제공 방식)을 추진 중이다.

Risk 다소 남아있으나 현재는 좋아지는 방향성에 주목

예상보다 수리한 납품재개가 지연된 상황(조만간 재개될 예정)이고, 바뀐 회계기준에 따른 실적 추정이 불가능해 risk는 다소 남아있다. 또한 분식에 대한 판단은 금감원 감리 결과에 따라 추후에 나올 예정(분식회계 결론 시 일정액의 과징금 예상. 추가 거래정지는 없을 것)이다. 그러나 이러한 risk보다는 경영정상화에 따른 양호한 주가 상승이 예상된다. 장기적으로는 정부가 적극적으로 육성할 예정인 항공 방산 분야의 대체불가 사업자이며, 단기적으로는 APT를 포함한 다양한 국가를 대상으로 하는 수출 수주 모델이 재개될 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	종가률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	2,901	286	181	1,852	62.5	381	42.2	21.1	6.5	16.4	0.5
2016A	3,101	315	268	2,751	48.5	425	24.4	16.5	4.6	20.8	1.0
2017F	3,113	357	252	2,584	(6.1)	485	18.5	10.7	2.9	16.8	1.4
2018F	3,568	439	338	3,469	34.2	594	13.8	8.7	2.5	19.6	1.4
2019F	4,283	527	407	4,171	20.2	720	11.4	7.4	2.1	20.0	1.4

주: 경영공시된 실적 및 추정치 추후 업데이트 예정, 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

조철희
chulhee.cho@truefriend.com

정초혜
chohye.jeong@truefriend.com

<표 1> 10월 11일 회계처리기준 위반에 따른 검찰고발 등 조치

조치 내용	회계처리기준 위반혐의에 대한 전현직 임직원 검찰 기소
	1) 2013 년 ~ 2017 년 1 분기 회계기간 동안 선급금 지급 즉시 매출 인식, 자재출고 조작, 손실충당금 및 사업비용 미반영, 원가 전용 등을 통하여 매출액 5,358 억원, 당기순이익 465 억원 과대 계상
주요 위반혐의 내용	2) 연도별 회계처리기준 위반금액 - 2013 년 매출액 3,294 억, 당기순이익 820 억 각 과대 계상 - 2014 년 매출액 1,555 억 과대계상, 당기순이익 62 억 과소계상 - 2015 년 매출액 1,200 억, 당기순이익 323 억 각 과소 계상 - 2016 년 매출액 1,089 억, 당기순이익 14 억 각 과대 계상 - 2017 년 1 분기 매출액 620 억, 당기순이익 15 억 각 과대 계상

자료: 한국투자증권

[그림 1] KAI 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: 한국투자증권

* 8월 14일 공시를 통해 변경된 회계기준 세 가지

1. 선급금(국내방산사업부)과 관련된 매출액 인식법이다. 과거에는 하청업체에게 선급금을 지급함과 동시에 KAI가 매출액을 인식했다. 그러나 이는 사업 초반에 매출액이 과대 계상되고, 회사의 임의대로 매출 규모를 조절할 수 있는 취약점이 있다. 따라서 KAI는 선급금 지급이 아닌 실제 하청업체들의 공사 진행에 따라 매출액을 인식하는 방법으로 변경했다.

2. 예정원가율(완제기수출사업부) 책정과 관련된 매출액 인식법이다. 일반적으로 KAI는 완제기(T-50, FA-50 등) 수출 시 사업 초기에는 보수적 관점에서 회계 기준을 적용해왔다. 초반에는 사업의 불확실성에 따라 원가율을 높게 책정해 매출액 및 이익을 다소 보수적으로 인식하고, 사업 중반에는 적정원가율 조정 등을 통해 이익을 많이 인식했다. 마무리 단계에서는 다시 매출액 및 이익 규모가 줄어드는 과정을 거친다. KAI는 금번 정정공시를 통해 사업초기 원가율이 너무 보수적으로 인식됐던 것을 수정해 수출 초반의 매출액 및 이익 늘리고 중, 후반기의 이익을 낮췄다.

3. 마지막으로 명확히 공개되지는 않았지만 계약 조건의 변경 등을 반영했고, 매출인식 시점 변경에 따라 적용된 환율 영향 등을 수정해 정정공시했다.

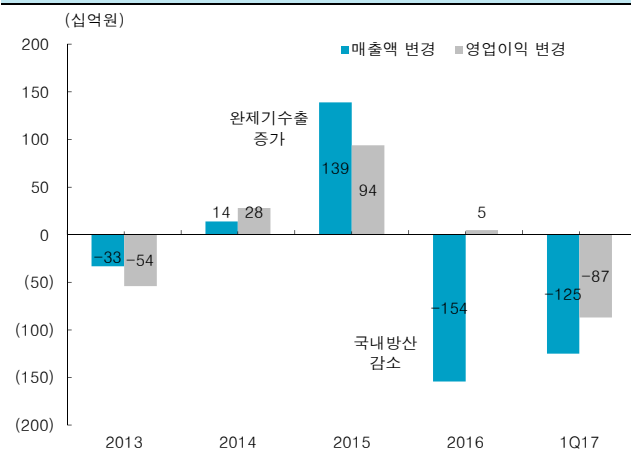
<표 2> 8월 14일 정정공시를 통해 변경된 매출액/영업이익/순이익 규모

(단위: 십억원)

구분	기존			변경			증감		
	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익
2013	2,016	125	90	1,983	71	37	(33)	(54)	(54)
2014	2,315	161	111	2,329	189	132	14	28	21
2015	2,901	286	181	3,040	380	259	139	94	79
2016	3,101	315	268	2,946	320	265	(154)	5	(3)
소계	10,333	887	650	10,298	960	693	(35)	73	43
1Q17	712	98	37	587	11	(28)	(125)	(87)	(65)
합계	11,045	984	687	10,885	971	665	(160)	(14)	(22)

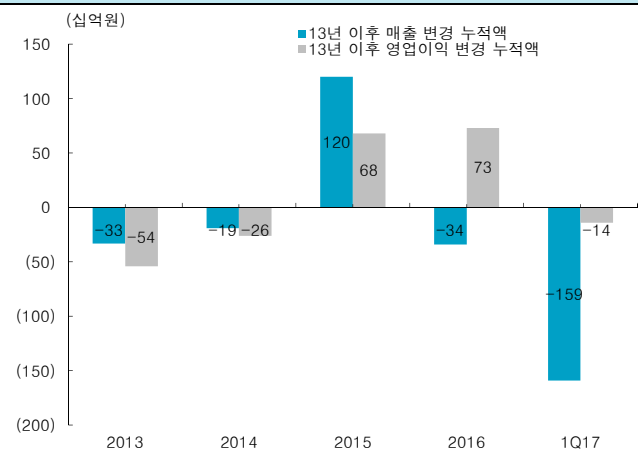
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 2] 사업보고서 정정에 따른 매출액 및 영업이익 변경

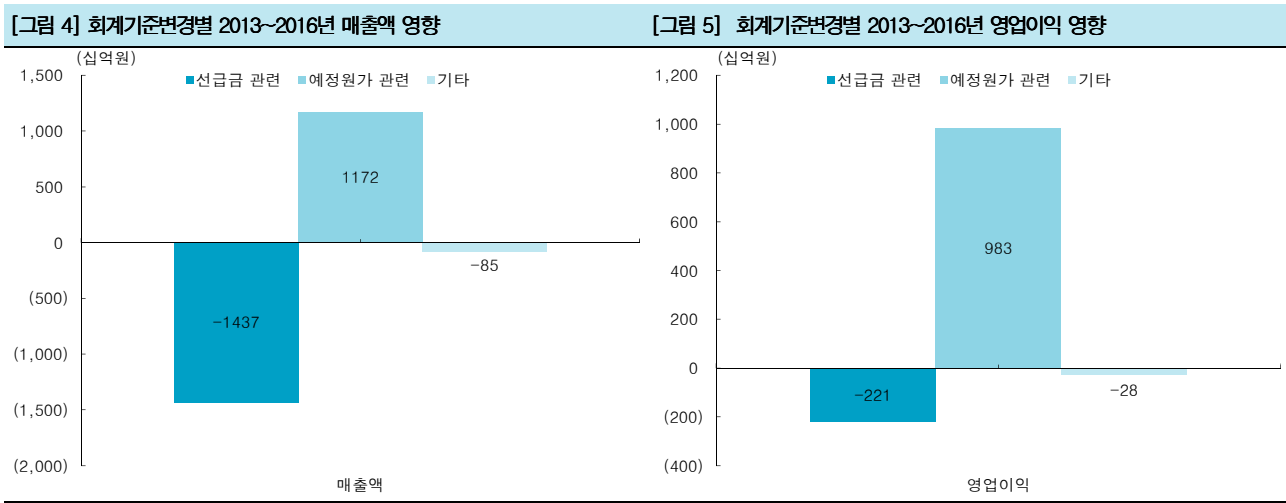


자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 3] 사업보고서 정정에 따른 매출액 및 영업이익 변경(누적)



자료: 한국항공우주, 한국투자증권



자료: 한국항공우주, 한국투자증권

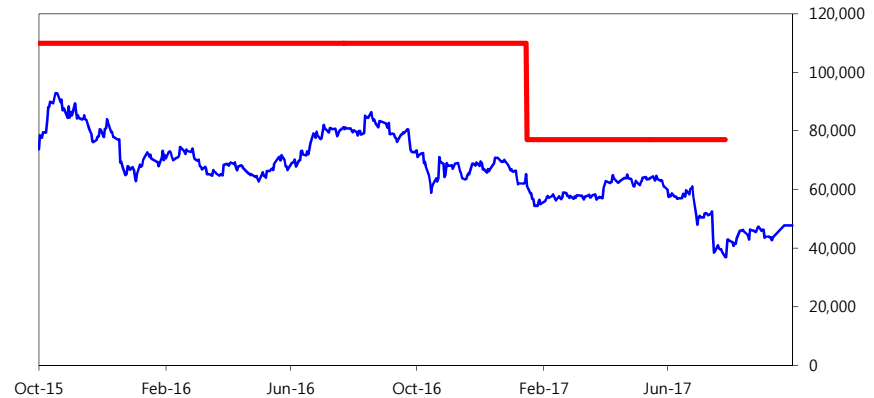
<표 3> 1Q17 분기보고서와 반기보고서상 프로젝트별 공정률 및 미청구공사 잔액 - KF-X관련 미청구공사 사라짐 (단위: 십억원)

영업부문	계약의 명칭	계약일	납품기한	1Q17 진행률	1Q 미청구공사	2Q17 진행률	2Q 미청구공사
정부방산	KUH 2 차양산	2013-12-19	2017-12-31	96.2%	452.4	95.7%	284
정부방산	KUH 3 차양산	2016-12-27	2022-12-31	8.9%	91.9	11.9%	101
정부방산	상륙기동헬기	2016-12-27	2023-11-30	9.6%	55.7	14.6%	38
완제기수출	T-50 수출 A	2013-12-12	2018-01-31	91.5%	54.8	92.9%	36
완제기수출	FA-50 수출 B	2014-03-28	2017-09-30	89.4%	-	98.8%	25
정부방산	KF-X 체계개발	2015-12-28	2026-06-30	6.4%	214.9	5.1%	-
정부방산	LAH 체계개발	2015-06-25	2023-06-30	20.7%	3.7	24.0%	-
정부방산	T-50 PBL 2 차	2016-11-30	2021-11-30	1.8%	3.4	9.4%	1
완제기수출	KT-1 수출 C	2007-03-08	2017-12-31	98.9%	-	99.0%	-
정부방산	F-15SA	2011-12-12	2018-01-21	72.4%	6.9	76.9%	7
완제기수출	D 기지건설	2015-01-18	2018-03-31	10.9%	5.9	12.7%	18
완제기수출	KT-1 수출 E	2012-11-07	2017-04-30	99.4%	-	100.0%	-

자료: 한국항공우주, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
한국항공우주(047810)	2015.10.05	매수	110,000원	-31.9	-15.5
	2016.10.05	1년경과		-37.9	-26.7
	2017.02.03	매수	77,000원	-25.6	-15.5
	2017.08.15	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 10월 18일 현재 한국항공우주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한국항공우주 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.