

한국항공우주(047810)

종립(하향)

한 숨 들렸지만...

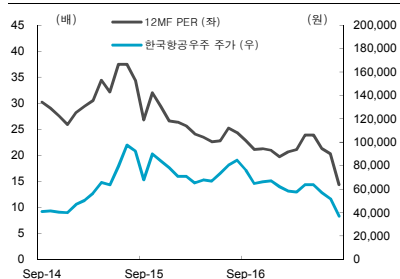
Stock Data

KOSPI(8/14)	2,334
주가(8/14)	36,900
시가총액(십억원)	3,597
발행주식수(백만)	97
52주 최고/최저가(원)	86,400/36,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	45,081
유동주식비율/외국인지분율(%)	72.0/19.5
주요주주(%)	한국수출입은행 26.4
	국민연금 8.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(35.9)	(33.9)	(54.4)
상대주가(%p)	(32.6)	(46.4)	(68.2)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

2014~2016년 사업보고서 정정, 반기보고서 공시

한국항공우주(KAI)가 2014~2016년 사업보고서를 14일에 정정공시했다. 언론보도로 알려진 것처럼 금감원 감리 과정에서 지적된 회계인식기준 내용에 대해 자진정정 형식으로 과거 재무제표를 수정했다. 크게 3가지 관점(선급금, 예정원가율, 계약변경(환율) 등 - 2p 참고)에서 회계기준이 변경됐다. 그 결과 표1 내용처럼 지난 4년간의 사업보고서상 매출액은 350억원 줄었고, 영업이익은 734억원 늘었으며, 당기순이익은 427억원 증가했다.

KAI는 같은 날 반기보고서도 공시했다. 반기보고서에는 1분기 재무제표도 정정됐는데 2014~2016년 실적에 1분기 변경치까지 합산하면 매출액은 1,600억원, 영업이익은 140억원, 순이익은 220억원 감소했다. 회사는 변경된 숫자들은 금감원의 수주산업 회계기준 강화 방침에 따라 보수적으로 재산정 한 것이며, 회계 인식시점의 차이일 뿐 전체 프로젝트 기준으로는 손익의 변화가 없음을 밝혔다. 회계법인도 반기검토보고서 의견을 '적정'으로 냈기 때문에 관리종목 지정을 면했다. 최악의 상황은 피한 것이다.

변경 내용을 살펴보면 단기 매출액 눈높이는 낮춰야 할 것

회계기준 변경 종류별 2013~2016년 사업보고서 정정 내역은 다음과 같다. 선급금(국내방산) 관련해서는 매출액과 영업이익이 각각 1,437억원, 221억원 감소했고, 예정원가(완제기수출) 관련해서는 각각 1,172억원, 983억원 증가했다. 즉 국내방산부문에 대해서는 과거에 과대 인식했고, 완제기수출부문은 과소 인식했던 것이다. 정정사업보고서에는 2015년에 완제기수출 매출액이 증가했고, 2016년에는 KF-X관련 매출액이 감소한 것으로 추정(미청구공사가 1분기보고서 2,150억원에서 반기보고서에는 0원으로 수정)된다. 또한 반기보고서를 통해 1Q17 매출액이 1,245억원, 영업이익 867억원 차감됐는데, 이는 일부 완제기수출 매출액이 과거로 변경 계상된 내용도 있지만, 전년도에 이어 KF-X 관련 매출액이 차감된 것(공정률이 1분기 6.4%에서 2분기 5.1%로 하락)으로 추정된다.

정정 내용을 종합하면 앞으로 인식해야 할 완제기수출 관련 수주잔고는 다소 줄었고, 향후 인식해야 할 KF-X 관련 매출은 기존 추정보다 당분간 적게 인식(10년간 8.5조원 계약은 변함 없음)될 것이다. 실제로 2분기 실적은 매출액 5,451억원, 영업손실 383억원, 당기순손실 152억원을 기록했다. 매출 차감이 일부 발생했고, 향후 발생할 수 있는 비경상적인 비용(수리온 납품정지에 따른 지체상금 등) 관련해 보수적으로 약 1,000억원에 가까운 충당금을 적립했다. 비용은 일회성 성격일지라도 매출액은 컨센서스인 7,448억원에 크게 못 미친다. 변경된 매출인식 기준으로는 단기 매출액 눈높이를 낮춰야 한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	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	14.3	8.5	2.3	16.8	1.8
2018F	3,568	439	338	3,469	34.2	594	10.6	6.9	1.9	19.6	1.8
2019F	4,283	527	407	4,171	20.2	720	8.8	5.9	1.6	20.0	1.8

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

조철희 3276-6189
chulhee.cho@truefriend.com

정초혜 3276-6233
chohye.jeong@truefriend.com

한 숨 돌렸지만.. 투자의견 중립으로 하향

큰 우려 중 하나였던 반기검토의견이 '적정'으로 나와 관리종목 지정은 면했다. 또한 정정된 사업보고서 내용을 살펴보면 이라크 등 완제기수출 사업에서 매출 인식 시점 및 예정 원가율 적용의 차이만 있었을 뿐 회사가 회계 기준에 맞지 않게 실적을 허위로 작성하지는 않은 것으로 판단한다. 그러나 아직 검찰 수사 및 금감원 감리가 진행 중이다. 또한 과거 숫자에 대한 변경이 크게 이뤄졌고, 회계기준 변경으로 향후 실적 추정에 중요한 근거자료(국내방산, 완제기수출 프로젝트별 매출 인식 시점 및 규모)가 부족해 목표주가 산출에 어려움이 있다. 이에 투자의견을 중립으로 하향한다. 정정기재된 실적과 향후 추정치변경은 새롭게 변경된 기준에 맞게 추후 업데이트 할 예정이다.

<표 1> 2017년 1분기, 2분기 실적

(단위: 십억원, %)

구분	1Q17 기준	1Q17 변경	2Q17	2Q17 컨센서스
매출액	712	587	545	745
영업이익	98	11	(38)	76
영업이익률	13.7	1.9	(7.0)	10.2
당기순이익	37	(28)	(15)	58

자료: 한국항공우주, FN가이드, 한국투자증권

* 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.

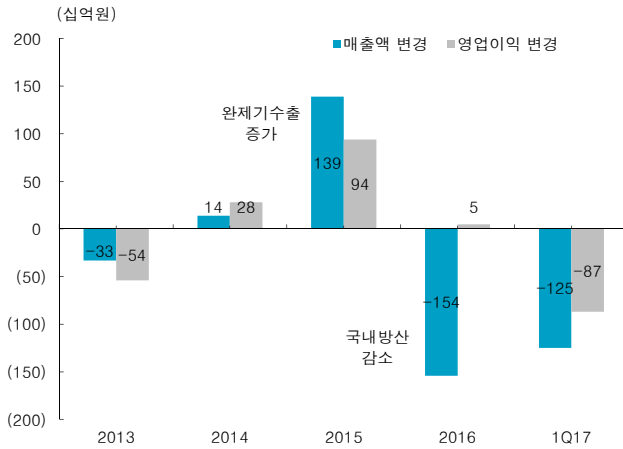
<표 2> 정정공시를 통해 변경된 매출액/영업이익/순이익 규모

(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)

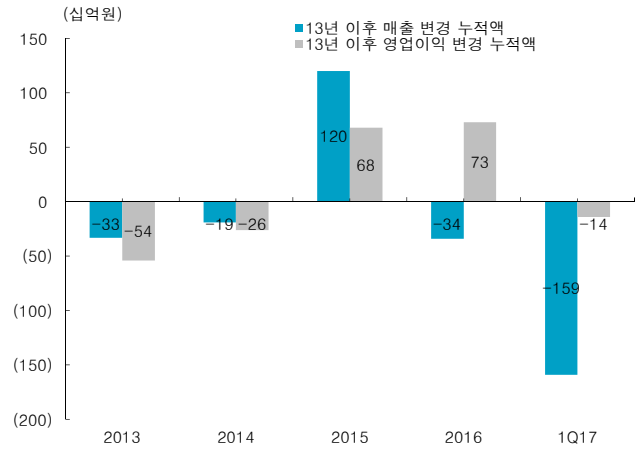
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 1] 매출액 및 영업이익의 변경



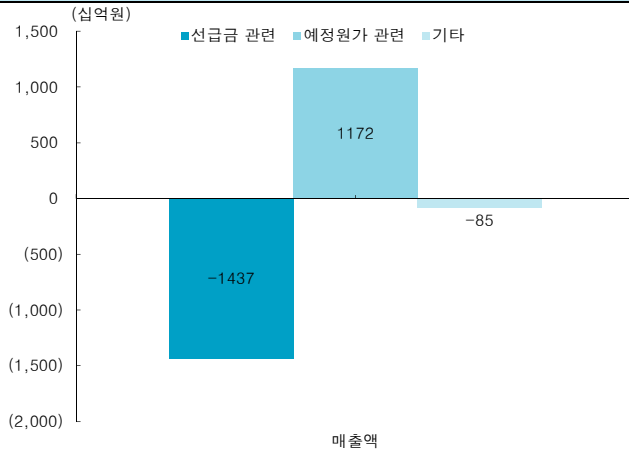
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 2] 매출액 및 영업이익의 변경(누적)



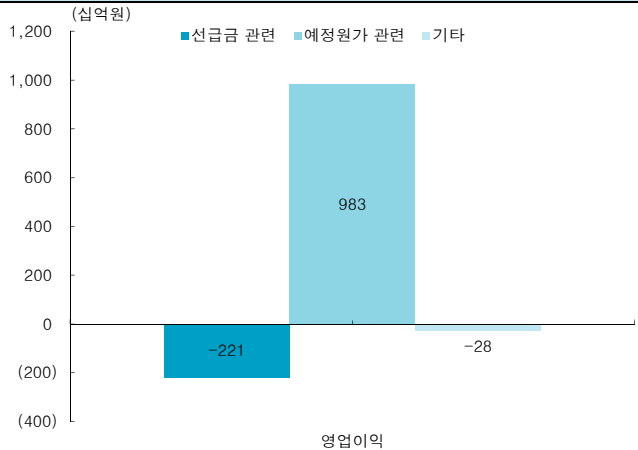
자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 3] 회계기준변경별 2013~2016년 매출액 영향



자료: 한국항공우주, 한국투자증권

[그림 4] 회계기준변경별 2013~2016년 영업이익 영향



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

기업개요 및 용어해설

KAI는 1997년 IMF 이후 정부 주도의 산업구조조정 과정에서 삼성항공, 현대우주항공, 대우중공업의 항공사업부를 통합해 설립. 국내 유일의 종합 항공기 체계종합업체로 T-50 훈련기, FA-50 경공격기 등을 생산하며, 보잉과 에어버스에 민항기 기체부품을 납품

- 체계개발: 탐색개발결과를 기반으로 고객이 요구하는 성능을 가진 항공기를 설계하고, 설계결과에 맞는 시제기를 제작, 조립 후 시험평가를 수행해 전투용으로 사용가능 여부를 판정하는 단계
- MRO: Maintenance, repair and operation. 소모성 자재구매 뿐 아니라 설비와 시설물 유지 보수를 대행하는 업무

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,798	1,964	2,039	2,266	2,613
현금성자산	11	54	62	178	86
매출채권및기타채권	1,098	1,205	1,245	1,249	1,499
재고자산	467	506	560	678	857
비유동자산	914	969	1,128	1,327	1,596
투자자산	37	39	39	45	54
유형자산	507	522	630	738	846
무형자산	235	246	296	357	471
자산총계	2,712	2,933	3,168	3,593	4,209
유동부채	868	932	978	1,079	1,272
매입채무및기타채무	647	502	529	535	642
단기차입금및단기사채	102	0	59	117	175
유동성장기부채	23	300	317	334	351
비유동부채	672	595	598	651	733
사채	200	199	199	199	199
장기차입금및금융부채	126	46	47	49	51
부채총계	1,540	1,527	1,576	1,729	2,005
지배주주지분	1,172	1,406	1,592	1,864	2,204
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	550	784	970	1,241	1,582
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,172	1,406	1,592	1,864	2,204

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	60	145	284	436	321
당기순이익	181	268	252	338	407
유형자산감가상각비	54	62	70	85	101
무형자산상각비	40	47	58	70	93
자산부채변동	(334)	(318)	(97)	(103)	(350)
기타	119	86	1	46	70
투자활동현금흐름	(123)	(159)	(286)	(330)	(424)
유형자산투자	(65)	(82)	(179)	(194)	(210)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	1	0	0	(5)	(9)
무형자산순증	(74)	(100)	(108)	(131)	(207)
기타	15	22	0	(1)	1
재무활동현금흐름	61	56	10	10	10
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	86	95	77	77	77
배당금지급	(24)	(39)	(66)	(66)	(66)
기타	(1)	0	(1)	(1)	(1)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(2)	43	9	116	(93)

주: 정정공시된 실적 및 추정치 추후 업데이트 예정, K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

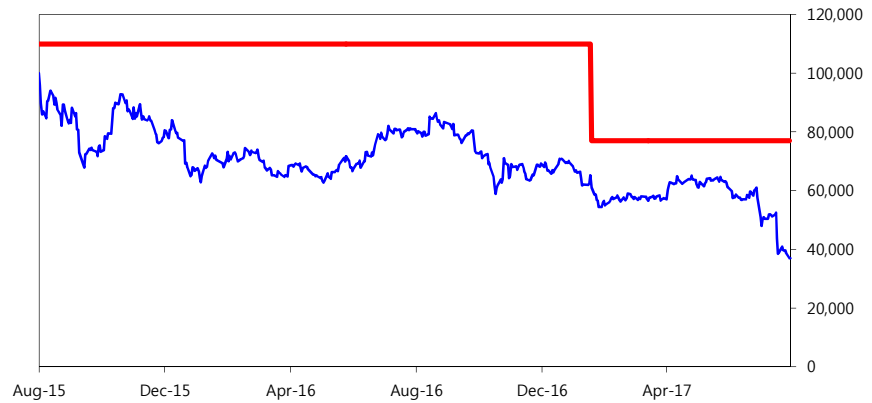
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,901	3,101	3,113	3,568	4,283
매출원가	2,487	2,649	2,615	2,972	3,568
매출총이익	414	451	498	596	715
판매관리비	129	137	141	157	189
영업이익	286	315	357	439	527
금융수익	71	82	23	6	7
이자수익	4	2	3	6	7
금융비용	58	64	62	17	19
이자비용	15	13	15	17	19
기타영업외손익	(59)	(12)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	239	322	319	428	515
법인세비용	59	53	67	90	108
연결당기순이익	181	268	252	338	407
지배주주지분순이익	181	268	252	338	407
기타포괄이익	(21)	5	0	0	0
총포괄이익	159	273	252	338	407
지배주주지분포괄이익	159	273	252	338	407
EBITDA	381	425	485	594	720

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,852	2,751	2,584	3,469	4,171
BPS	12,022	14,427	16,332	19,120	22,611
DPS	400	680	680	680	680
성장성(%, YoY)					
매출증가율	25.3	6.9	0.4	14.6	20.0
영업이익증가율	77.1	10.3	13.3	22.9	20.0
순이익증가율	62.5	48.5	(6.0)	34.2	20.2
EPS증가율	62.5	48.5	(6.1)	34.2	20.2
EBITDA증가율	52.2	11.6	14.3	22.4	21.1
수익성(%)					
영업이익률	9.8	10.2	11.5	12.3	12.3
순이익률	6.2	8.6	8.1	9.5	9.5
EBITDA Margin	13.1	13.7	15.6	16.7	16.8
ROA	7.5	9.5	8.3	10.0	10.4
ROE	16.4	20.8	16.8	19.6	20.0
배당수익률	0.5	1.0	1.8	1.8	1.8
배당성향	21.6	24.7	26.3	19.6	16.3
안정성					
순차입금(십억원)	423	475	543	501	667
차입금/자본총계비율(%)	38.5	38.7	39.0	37.5	35.2
Valuation(X)					
PER	42.2	24.4	14.3	10.6	8.8
PBR	6.5	4.6	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	21.1	16.5	8.5	6.9	5.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국항공우주(047810)	2015.10.05	매수	110,000 원
	2017.02.03	매수	77,000 원
	2017.08.15	중립	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 8월 15일 현재 한국항공우주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※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.