

# 한국항공우주(047810)

하회    부합    **상회**

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 회사 정상화 빠르게 진행 중

IFRS1115 적용, 다수 프로젝트 매출 인식 기준이 인도 기준으로 변경  
 지연됐던 수리온 헬기 인도 재개, 회사 정상화 빠르게 진행 중  
 다만 올해는 회계 이슈 지속, 실적 가시성 크게 낮아졌음

### Facts : 컨센서스 크게 상회한 실적

한국항공우주(KAI)의 1분기 매출액은 6,412억원, 영업이익은 410억원(영업이익률 6.4%), 순이익은 317억원이다. IFRS1115 기준 적용으로 완제기수출 및 국내 방산완제기 부문에서 매출인식 기준이 진행률에서 인도기준으로 변경된 후 처음 발표된 실적이다. KAI는 과거 실적에 대한 매출액, 이익 등의 변경을 전년도 실적 정정공시가 아닌 올해 기초이익잉여금 조정 방법을 택했다. 기초이익잉여금이 전년도말 대비 1,468억원이 차감됐다. 즉 KAI가 과거 실적에 대한 정정공시를 택했다면 상당한 규모의 매출액, 이익이 차감됐을 것으로 추정한다. 참고로 회사측이 제시한 내용에 따르면 1분기 실적에서 회계기준 변경에 따른 일회성의 매출액 증가, 영업이익 감소(지난해 인식한 수리온 지체상금이 1분기 약 290억원 등 재인식) 효과 등을 제외 하면 영업이익률은 10% 내외로 양호했다.

### Pros & cons : 회사 정상화 과정, 수리온2차 양산 납품도 재개

수리온헬기 2차사업 납품이 재개됐다. 문제가 됐던 체계결빙 테스트도 안정적으로 진행 중이다. 수리온헬기에 대한 많은 우려들이 일단락 되면서 과거 수주한 3차 양산(16년 12월 수주, 1.6조원), 상륙기동헬기(16년 12월 수주, 6,328억원)가 2분기부터 인도되며 매출로 인식되기 시작할 것이다. KF-X와 LCH/LAH 관련 체계개발사업은 과거 기준(진행률 인식)대로 지속적으로 매출인식이 될 것이다. 기체부품 사업부는 견고한 수주잔고를 바탕으로 안정적으로 이익을 내고 있다.

### Action : 회사 정상화 진행 중, APT가 단기 주가 방향성 결정

다수의 프로젝트들이 안정화되면서 회사 정상화가 빠르게 진행 중이다. IFRS1115 적용으로 올해 매출액과 영업이익은 전년대비 크게 늘어날 것이다(2p 참고). APT사업(미국고등훈련기 교체사업, 10조원, 6월말~7월초)도 조만간 결정될 것이어서 단기 trading 관점 접근 가능하다. 투자 의견은 중립을 유지한다. 회계 기준 변경으로 추정 가시성이 올해 일시적으로 크게 낮아졌고, 완제기수출 수주(보츠와나, 아르헨티나하반기 등)가 전제되어야 구조적인 주가 상승이 가능하다.

## 중립(유지)

### Stock Data

KOSPI(5/15)	2,459
주가(5/15)	42,850
시가총액(십억원)	4,177
발행주식수(백만)	97
52주 최고/최저(원)	64,700/36,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	30,812
유동주식비율/외국인지분율(%)	72.0/15.7
주요주주(%)	한국수출입은행 26.4
	국민연금 7.0

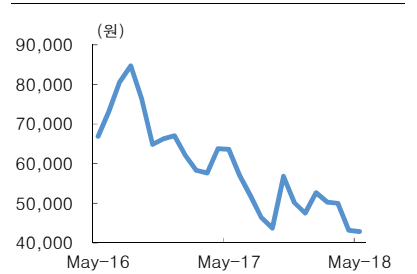
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	NM	27.2	32.9
PBR(x)	4.1	3.7	3.3
ROE(%)	(18.2)	13.5	10.5
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	NM	16.8	18.8
EPS(원)	(2,413)	1,577	1,304
BPS(원)	11,699	11,733	12,999

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.4)	(15.1)	(32.6)
KOSPI 대비(%p)	(9.5)	(12.8)	(40.0)

### 주가추이



자료: WISEfn

### 조철희

chulhee.cho@truefriend.com

### IFRS1115 적용에 따른 영향 추정

IFRS1115 적용으로 KAI의 주력사업인 완제기생산(수출 및 국내 납품)매출액이 과거 진행률 기준 인식에서 인도 기준으로 변경됐다. 예를 들어 17년에 진행률로 매출 인식 중이었던 제품의 인도(delivery)가 18년 1분기에 이뤄졌다면, 1분기에 매출액의 100%를 다시 한번 인식하는 것이다. 이럴 경우 회사는 정정공시를 통해 과거 실적에서 매출차감을 하거나, 과거 실적은 유지한 채 해당 매출인식으로 발생했던 이익을 18년 기초 이익잉여금 조정(17년말 이익잉여금에서 조정)을 통해 적용할 수 있다. KAI의 경우 후자에 해당한다.

**<표 1> 기초이익잉여금 조정 효과 - 전기말대비 1,468억원 차감**

(단위: 천원)

구분	2018년 1월 1일
진행기준매출 - 인도기준 매출 전환 등에 따른 기업회계기준서 제 1115 호 적용효과	(193,679,448)
관련 세효과	46,870,426
2018년 1월 1일 재작성금액(증감금액)	(146,809,022)

자료: DART, 한국투자증권

<표2>에 음영 표시된 프로젝트들의 매출인식 기준이 올해부터 진행률에서 인도 기준으로 변경된 것으로 추정된다. 따라서 기인식 매출액 중 인도 되지 못했던 완제기 매출액들은 올해부터 100% 새로 매출액으로 인식될 것이다. KAI의 경우 수리온 2차 일부, 수리온 3차(수주액 1.6조원), 상륙기동헬기(수주액 6,328억원), 이라크완제기 수출(수주액 1.2조원) 중 상당 부분이 올해 인도가 재개되면서 대규모로 매출이 인식될 전망이다.

**<표 2> 2017년 사업보고서에 명시된 주요 프로젝트 진행률**

부문	계약의 명칭	계약일	(납품기한)	진행률
정부방산및완제기수출	KUH 2 차양산	2013-12-19	2017-12-31	99.78%
정부방산및완제기수출	KUH 3 차양산	2016-12-27	2022-12-31	21.19%
정부방산및완제기수출	상륙기동헬기	2016-12-27	2023-11-30	21.31%
정부방산및완제기수출	LAH 체계개발	2015-06-25	2023-06-30	30.84%
정부방산및완제기수출	KF-X 체계개발	2015-12-28	2026-06-30	6.73%
정부방산및완제기수출	T-50 PBL 2 차	2016-11-30	2021-11-30	13.59%
정부방산및완제기수출	KT-1 수출 C	2007-03-08	2018-12-31	98.99%
정부방산및완제기수출	T-50 수출 A(*2)	2013-12-12	2018-01-31	94.22%
정부방산및완제기수출	FA-50 수출 B	2014-03-28	2018-03-31	98.94%
정부방산및완제기수출	T-50 수출 B	2017-07-29	2019-12-31	20.31%
정부방산및완제기수출	F-15SA	2011-12-12	2018-01-21	84.15%
정부방산및완제기수출	D 기지건설	2015-01-18	2018-03-31	15.60%

자료: DART, 한국투자증권

〈표 3〉 1Q18 분기보고서에 명시된 주요 프로젝트 진행률

부문	계약의 명칭	계약일	(납품기한)	진행률
정부방산산및완제기수출	LAH 체계개발	2015-06-25	2023-06-30	35.64%
정부방산산및완제기수출	KF-X 체계개발	2015-12-28	2026-06-30	8.26%
정부방산산및완제기수출	D 기지건설	2015-01-18	2018-03-31	16.49%

자료: DART, 한국투자증권

이에 따라 올해 연간 매출액은 과거 진행률 기준으로 제시했던 가이드스 2.4조원을 크게 상회할 전망이다. 수리온헬기 납품 재개로 2차, 3차, 상륙기동헬기가 인도되면서 지난해 매출액으로 인식했던 부분이 다시금 인식될 것이다. 특히 언론 보도에 따르면 지난해 6기 인도됐던(24기에 대한 매출인식 진행률은 지난해말 기준 90% 중반)이라크 T-50IQ의 인도가 올해 12대, 내년 6대 예정돼 올해만 4,000억~5,000억원 규모의 매출액이 다시 인식될 것이다. 따라서 회계기준 변경에 따라 올해 추정 실적을 기존 2.4조원에서 2.9조원으로 상향 조정한다. 다만 실적 추정에 대한 가시성은 크게 낮아졌다. 향후 회사측의 변경된 회계 기준에 따른 실적 가이드스 제시 시 다시 추정치를 조정할 것이다.

〈표 4〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	587.3	545.1	477.2	462.7	641.2	38.6	9.2	532.2
영업이익	10.9	(38.3)	(91.3)	(90.2)	41.0	NM	274.6	33.8
영업이익률(%)	1.9	(7.0)	(19.1)	(19.5)	6.4	NM	4.5	6.4
세전이익	(37.1)	(36.3)	(105.9)	(141.0)	41.7	NM	NM	30.3
순이익	(28.0)	(15.2)	(81.3)	(110.7)	31.7	NM	NM	26.2

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 실적 - 15~17년, 18년 가이드스는 참고용(진행률 인식 기준)

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017	한투 추정 2018	가이드스
<b>매출액</b>	<b>3,040</b>	<b>2,946</b>	<b>2,072</b>	<b>2,871</b>	<b>2,473</b>
군수	1,145	1,102	775	1,085	1,107
완제기수출	901	698	141	657	330
기체부품	993	1,147	1,123	1,129	1,037
<b>영업이익</b>	<b>380</b>	<b>320</b>	<b>(209)</b>	<b>217</b>	<b>-</b>
영업이익률	12.5	10.9	(10.1)	7.5	-
<b>순이익</b>	<b>259</b>	<b>265</b>	<b>(235)</b>	<b>157</b>	<b>-</b>
신규수주	10,023	3,014	1,896	2,627	2,678
수주잔고		17,864	17,796		

자료: 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

- APT: Advanced Pilot Training. 미국 공군의 고등훈련기 교체사업. KAI는 록히드마틴과 컨소시엄을 이뤄 입찰에 참가 중이며 주요 경쟁자는 미국의 보잉(스웨덴 SAAB) 컨소시엄. 올해 7월에 입찰 결과 발표될 예정. KAI 수주 시 총 KAI의 총 프로젝트 수주분 약 13조원으로 예상

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,024	1,975	2,640	2,440	2,255
현금성자산	54	227	115	106	98
매출채권및기타채권	1,123	822	431	398	368
재고자산	506	464	1,435	1,327	1,226
비유동자산	957	1,192	1,311	1,307	1,303
투자자산	39	43	60	55	51
유형자산	522	547	573	598	623
무형자산	246	360	345	345	343
자산총계	2,981	3,166	3,951	3,747	3,558
유동부채	940	1,208	1,488	1,099	737
매입채무및기타채무	510	617	431	398	338
단기차입금및단기사채	0	454	254	254	354
유동성장기부채	300	16	16	16	16
비유동부채	595	818	1,320	1,381	1,445
사채	199	399	749	849	949
장기차입금및금융부채	46	30	32	34	36
부채총계	1,535	2,026	2,808	2,480	2,182
지배주주지분	1,446	1,140	1,144	1,267	1,375
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
기타자본	0	147	0	0	0
이익잉여금	823	370	524	651	763
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,446	1,140	1,144	1,267	1,375

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	145	105	15	(4)	(107)
당기순이익	265	(235)	154	127	112
유형자산감가상각비	62	55	52	50	48
무형자산상각비	42	29	33	33	33
자산부채변동	(301)	23	(357)	(177)	(266)
기타	77	233	133	(37)	(34)
투자활동현금흐름	(159)	(216)	(132)	(107)	(103)
유형자산투자	(82)	(79)	(78)	(76)	(73)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	0	7	(20)	1	1
무형자산순증	(100)	(195)	(17)	(33)	(31)
기타	22	51	(17)	1	0
재무활동현금흐름	56	287	5	102	202
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	95	353	152	102	202
배당금지급	(39)	(66)	0	0	0
기타	0	0	(147)	0	0
기타현금흐름	0	(2)	0	0	0
현금의증가	43	174	(112)	(9)	(8)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

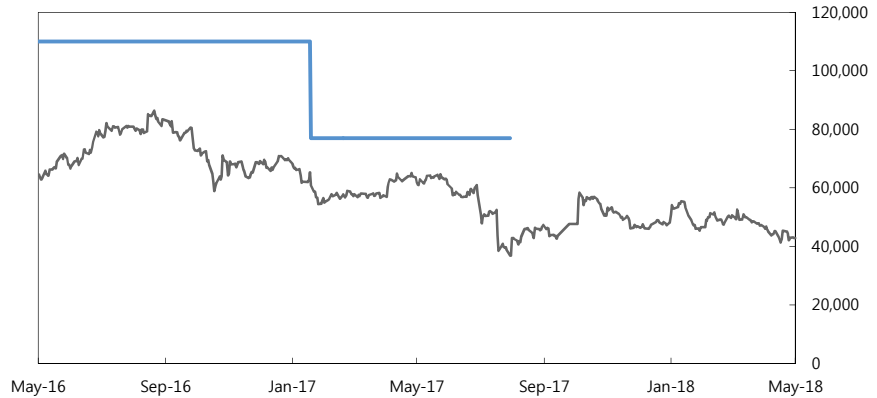
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,946	2,072	2,871	2,653	2,452
매출원가	2,490	2,097	2,439	2,261	2,089
매출총이익	457	(25)	431	392	362
판매관리비	137	184	215	199	184
영업이익	320	(209)	217	194	179
금융수익	82	37	14	2	2
이자수익	2	6	3	2	2
금융비용	74	126	34	33	38
이자비용	13	24	29	33	38
기타영업외손익	(12)	(23)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	317	(320)	197	163	144
법인세비용	52	(85)	43	36	32
연결당기순이익	265	(235)	154	127	112
지배주주지분순이익	265	(235)	154	127	112
기타포괄이익	5	(4)	(4)	(4)	(4)
총포괄이익	270	(239)	150	123	108
지배주주지분포괄이익	270	(239)	150	123	108
EBITDA	424	(125)	302	277	260

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,717	(2,413)	1,577	1,304	1,149
BPS	14,830	11,699	11,733	12,999	14,110
DPS	680	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(3.1)	(29.7)	38.5	(7.6)	(7.6)
영업이익증가율	(15.7)	NM	NM	(10.6)	(7.6)
순이익증가율	2.2	NM	NM	(17.3)	(11.9)
EPS증가율	2.2	NM	NM	(17.3)	(11.9)
EBITDA증가율	(9.6)	NM	NM	(8.3)	(6.2)
수익성(%)					
영업이익률	10.9	(10.1)	7.5	7.3	7.3
순이익률	9.0	(11.3)	5.4	4.8	4.6
EBITDA Margin	14.4	(6.0)	10.5	10.4	10.6
ROA	9.1	(7.7)	4.3	3.3	3.1
ROE	19.9	(18.2)	13.5	10.5	8.5
배당수익률	1.0	-	-	-	-
배당성향	25.0	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	475	666	908	1,021	1,233
차입금/자본총계비율(%)	37.7	78.9	92.0	91.1	98.6
Valuation(X)					
PER	24.7	NM	27.2	32.9	37.3
PBR	4.5	4.1	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA	16.5	NM	16.8	18.8	20.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국항공우주(047810)	2016.04.05	매수	110,000원	-34.9	-21.5
	2017.02.03	매수	77,000원	-25.6	-15.5
	2017.08.15	중립	-	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 16일 현재 한국항공우주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한국항공우주 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유통성공급자(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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 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 높게 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.