

# 한국항공우주(047810)

하회    부합    상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 돌파구가 필요한 시기

IFRS1115 영향으로 매출은 컨센서스 상회, 영업이익은 하회  
 대규모 총당금 적립, 3분기에도 지체상금 영향 있을 것  
 APT 발표 임박, 단기 변동성 커 trading 관점에서 접근 추천

### Facts : 총당금 인식으로 컨센서스 하회한 실적

한국항공우주(KAI)의 2분기 매출액은 8,391억원, 영업이익은 333억원(영업이익률 4%), 순이익은 273억원이다. IFRS1115 기준 적용 효과가 이번 분기에도 이어지면서 매출액이 양호했다. 지난해 진행률로 매출을 인식했지만 인도는 되지 않았던 몇 개의 프로젝트들이 금번 분기 인도와 함께 매출이 재인식됐다. 영업이익률이 부진했던 이유는 대규모로 총당금을 적립했기 때문이다. 2분기까지 누적 수주는 1,573억원이고, 연간 수주 목표는 2.7조원(군수 0.4조원, 완제기수출 1.1조원, 기체부품 1.3조원)이다.

### Pros & cons : 대규모 총당금 적립으로 아쉬운 영업이익

회계기준 변경으로 수리온 2차 사업, 이라크 사업 매출액이 재인식됐다. 이로써 수리온 2차 사업 인도는 마무리됐고, 이라크 FA50 수출 사업은 이번 분기에 6기가 인도되면서 총 24기 중 12기가 인도됐다. 다만 영업이익은 아쉬웠다. 수리온 2차 사업 관련해 지난해 인식했던 지체상금 203억원도 동시에 재인식됐다. 이외에도 LAH 체계개발사업 관련 손실총당금 적립도 286억원 이뤄져 영업이익률이 4%로 부진했다. 3분기에도 추가적인 일회성 비용(지체상금 등) 인식이 예상된다. 마린온(수리온 개량) 사고로 현재 수리온 3차 사업과 마린온 사업이 운행/납품 중단 상황이기 때문이다. 이에 따라 하반기 실적 가시성이 다소 낮아졌다.

### Action : APT가 단기 주가 방향성 결정

APT사업(미국고등훈련기 교체사업, KAI 수주 가능 총 10조원 추정 - 최초 수주는 3천억~4천억원) 수주여부가 8월말에서 9월 초에 판가름날 것이다. KAI가 속한 록히드마틴 컨소시엄은 수일 내에 최종 제안서를 미국 정부에 발송할 예정이다. 단기적으로 APT 프로젝트의 영향이 크기 때문에 trading 관점 접근이 유효하다. 중장기적으로는 완제기수출 수주 실적이 부진하고, 마린온 사고로 인해 실적 불확실성이 다시 드리운 만큼 투자의견 중립을 유지한다.

## 중립(유지)

### Stock Data

KOSPI(8/14)	2,259
주가(8/14)	38,300
시가총액(십억원)	3,733
발행주식수(백만)	97
52주 최고/최저(가원)	58,400/32,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	32,326
유동주식비율/외국인지분율(%)	72.0/14.0
주요주주(%)	한국수출입은행 26.4
	국민연금 7.0

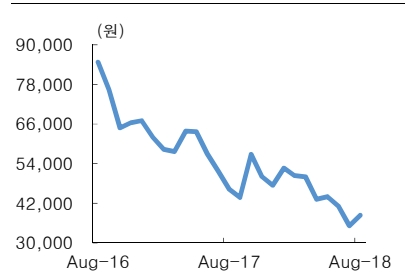
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	NM	33.9	28.7
PBR(x)	4.1	3.4	3.0
ROE(%)	(18.2)	9.8	11.2
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	NM	19.6	17.0
EPS(원)	(2,413)	1,131	1,334
BPS(원)	11,699	11,287	12,583

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.5	(17.7)	3.8
KOSPI 대비(%p)	2.8	(11.0)	7.0

### 주가추이



자료: WISEfn

### 조철희

chulhee.cho@truefriend.com

<표 1> 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	545.1	477.2	462.7	641.2	839.1	30.9	53.9	736.1
영업이익	(38.3)	(91.3)	(90.2)	41.0	33.3	(18.8)	NM	51.4
영업이익률(%)	(7.0)	(19.1)	(19.5)	6.4	4.0	(2.4%p)	11%p	7.0
세전이익	(36.3)	(105.9)	(141.0)	41.7	32.3	(22.5)	NM	39.1
순이익	(15.2)	(81.3)	(110.7)	31.7	27.3	(13.9)	NM	35.1

자료: 한국투자증권

<표 2> 반기보고서에 명시된 주요 프로젝트 진행률

부문	계약의 명칭	계약일	(납품기한)	진행률
정부방산및완제기수출	LAH 체계개발	2015-06-25	2023-06-30	37.1%
정부방산및완제기수출	KF-X 체계개발	2015-12-28	2026-06-30	9.9%
정부방산및완제기수출	D 기지건설	2015-01-18	2018-03-31	18.3%

자료: DART, 한국투자증권

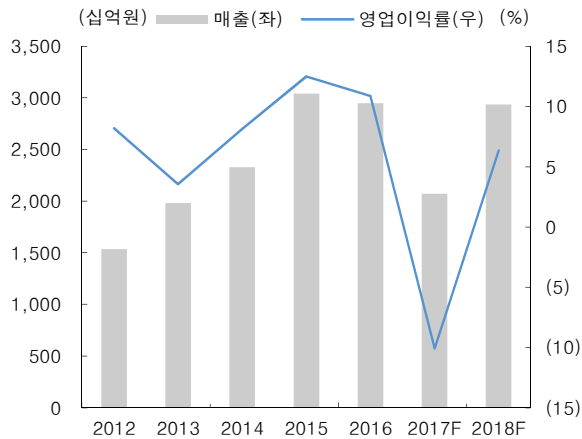
<표 3> 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	587	545	477	463	641	839	627	741	2,946	2,072	2,848	2,586
군수	223	193	167	193	257	344	241	243	1,102	775	1,085	1,139
완제기수출	54	79	21	(13)	113	253	101	228	698	141	696	348
기체부품	311	274	290	250	271	242	285	270	1,147	1,123	1,067	1,099
영업이익	11	(38)	(91)	(90)	41	33	25	44	320	(209)	144	189
영업이익률	1.9	(7.0)	(19.1)	(19.5)	6.4	4.0	4.0	6.0	10.9	(10.1)	5.1	7.3

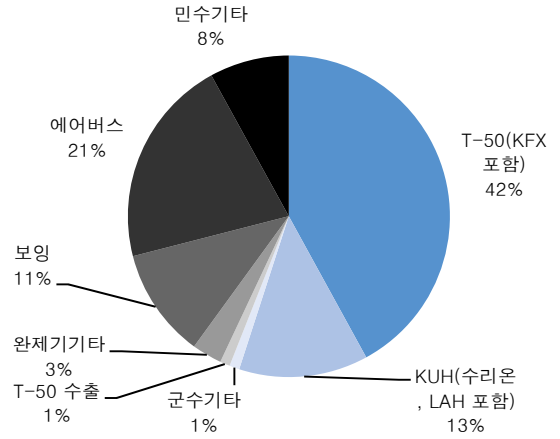
자료: 한국투자증권

[그림 1] 연간 실적 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

[그림 2] 수주잔고 17조원 breakdown



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 민항공 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	2,306	2,094	2,303
현금성자산	54	227	114	103	114
매출채권및기타채권	1,123	822	256	233	256
재고자산	506	464	1,282	1,164	1,280
비유동자산	957	1,192	1,305	1,289	1,412
투자자산	39	43	59	54	59
유형자산	522	547	573	598	623
무형자산	246	360	342	336	398
자산총계	2,981	3,166	3,611	3,383	3,715
유동부채	940	1,208	1,345	938	982
매입채무및기타채무	510	617	427	388	393
단기차입금및단기사채	0	454	254	254	354
유동성장기부채	300	16	16	16	16
비유동부채	595	818	1,165	1,218	1,369
사채	199	399	599	699	799
장기차입금및금융부채	46	30	32	34	36
부채총계	1,535	2,026	2,511	2,156	2,351
지배주주지분	1,446	1,140	1,100	1,227	1,364
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
기타자본	0	147	0	0	0
이익잉여금	823	370	481	611	752
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,446	1,140	1,100	1,227	1,364

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	145	105	160	(13)	(9)
당기순이익	265	(235)	110	130	142
유형자산감가상각비	62	55	52	50	48
무형자산상각비	42	29	33	32	38
자산부채변동	(301)	23	(164)	(182)	(279)
기타	77	233	129	(43)	42
투자활동현금흐름	(159)	(216)	(129)	(99)	(183)
유형자산투자	(82)	(79)	(78)	(76)	(73)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	0	7	(20)	2	(9)
무형자산순증	(100)	(195)	(14)	(27)	(100)
기타	22	51	(17)	2	(1)
재무활동현금흐름	56	287	(145)	102	202
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	95	353	2	102	202
배당금지급	(39)	(66)	0	0	0
기타	0	0	(147)	0	0
기타현금흐름	0	(2)	0	0	0
현금의증가	43	174	(113)	(10)	10

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

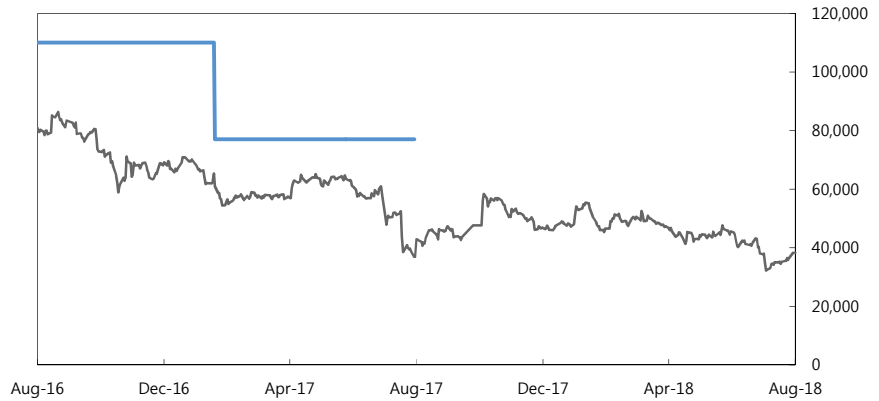
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,946	2,072	2,848	2,586	2,845
매출원가	2,490	2,097	2,490	2,203	2,423
매출총이익	457	(25)	358	383	422
판매관리비	137	184	214	195	214
영업이익	320	(209)	144	189	208
금융수익	82	37	28	2	2
이자수익	2	6	3	2	2
금융비용	74	126	37	29	33
이자비용	13	24	27	29	33
기타영업외손익	(12)	(23)	3	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	317	(320)	138	163	177
법인세비용	52	(85)	28	33	35
연결당기순이익	265	(235)	110	130	142
지배주주지분순이익	265	(235)	110	130	142
기타포괄이익	5	(4)	(4)	(4)	(4)
총포괄이익	270	(239)	107	126	138
지배주주지분포괄이익	270	(239)	107	126	138
EBITDA	424	(125)	229	271	294

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,717	(2,413)	1,131	1,334	1,452
BPS	14,830	11,699	11,287	12,583	13,997
DPS	680	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	(3.1)	(29.7)	37.4	(9.2)	10.0
영업이익증가율	(15.7)	NM	NM	31.3	10.0
순이익증가율	2.2	NM	NM	17.9	8.8
EPS증가율	2.2	NM	NM	17.9	8.8
EBITDA증가율	(9.6)	NM	NM	18.4	8.3
수익성(%)					
영업이익률	10.9	(10.1)	5.1	7.3	7.3
순이익률	9.0	(11.3)	3.9	5.0	5.0
EBITDA Margin	14.4	(6.0)	8.0	10.5	10.3
ROA	9.1	(7.7)	3.3	3.7	4.0
ROE	19.9	(18.2)	9.8	11.2	10.9
배당수익률	1.0	-	-	-	-
배당성향	25.0	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	475	666	759	874	1,064
차입금/자본총계비율(%)	37.7	78.9	82.0	81.8	88.4
Valuation(X)					
PER	24.7	NM	33.9	28.7	26.4
PBR	4.5	4.1	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	16.5	NM	19.6	17.0	16.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국항공우주(047810)	2016.07.26	매수	110,000원	-33.9	-21.5
	2017.02.03	매수	77,000원	-25.6	-15.5
	2017.08.15	중립	-	-	-
	2018.08.15	1년경과	-	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 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 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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.