IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

Company Update

Analyst 이 상 현
02) 6915-5662
coolcat.auto@ibks.com

한국항공우주 (047810)

정정공시로 분식회계 파문 가라앉을지가 관건

중립 (하향)

목표주가	–원
현재가 (8/14)	36,900원

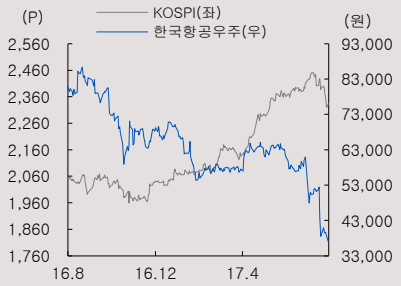
KOSPI (8/14)	2,334.22pt
시가총액	3,597십억원
발행주식수	97,475천주
액면가	5,000원
52주 최고가	86,400원
최저가	36,900원
60일 일평균거래대금	61십억원
외국인 지분율	19.5%
배당수익률 (2017F)	1.1%

주주구성	
한국수출입은행	26.41%
국민연금	8.04%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	–34%	–41%	–60%
절대기준	–36%	–34%	–54%

	현재	직전	변동
투자의견	중립	매수	▼
목표주가	–	80,000	–
EPS(17)	2,157	2,157	–
EPS(18)	2,815	2,815	–

한국항공우주 주가추이



방산비리 및 분식회계 의혹 조사 진행상황

하반기 이후 경영진 비자금 조성 의혹에 더해 분식회계 의혹이 제기되면서 불확실성이 확대되었다. 7월 16일 감사원은 수리온의 기체, 엔진, 결빙성능, 낙뢰보호 등을 비롯한 기능결함에 대한 조치과정에서 발생한 업무태만과 비리를 적발해 수사 의뢰하였고, 이에 검찰은 개발 주관사인 한국항공우주와 협력업체 등에 대한 압수수색과 수사가 진행되고 있다. 또한 8월 3일 검찰의 분식회계 수사 소식이 전해지면서 방산비리 이상의 분식회계 파문으로 확대되었다. 2013년 이후부터 최근까지 수천억원대 규모의 분식회계 정황을 포착하고 금감원이 정밀감리에 들어갔다고 보도된바 있다.

13~16년 정정공시, 17년 상반기는 손실 반영

14일 상반기 실적 발표를 통해 13~16년 손익을 정정하였고, 17년 상반기에는 방산 관련 리스크를 반영하여 적자로 전환되었다. 환급금과 예정원가 조정을 통해 13~16년 4개년간 손익변화는 매출액은 350억원 감소하였으나 영업이익과 당기손익은 각각 734억원, 427억원 증가하는 것으로 정정공시했으며, 17년 상반기는 방산 리스크를 반영하여 매출액 감소와 적자로 전환한 실적을 발표하였다.

환급금의 경우 과거 현력업체에 협력금을 주는 시점에 매출을 인식했으나 이번 정정공시에서는 협력업체 작업완료 기준으로 변경했으며, 예정원가의 경우 완제기 수출 초기 리스크를 반영하여 초기 원가를 높게 잡던 것에서 적절하게 배분하는 것으로 변경하였다. 결국 허위 매출과 원가 부풀리기라는 분식회계의 문제가 아니라 진행률 인식시점의 차이에 의한 것으로 회사측은 주장하고 있는 것이다. 회계법인도 이 부분의 감사의견을 적정으로 냈다는 측면에서 분식회계에 대한 의혹을 선제적으로 타개해나가겠다는 뜻을 밝힌 것으로 해석된다.

(단위:십억원,배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,901	3,101	3,333	3,678	4,141
영업이익	286	315	334	374	429
세전이익	239	322	276	360	413
지배주주순이익	181	268	210	274	315
EPS(원)	1,852	2,751	2,157	2,815	3,228
증가율(%)	62.5	48.5	–21.6	30.5	14.6
영업이익률(%)	9.8	10.2	10.0	10.2	10.4
순이익률(%)	6.2	8.6	6.3	7.5	7.6
ROE(%)	16.4	20.8	14.2	16.6	16.8
PER	42.2	24.4	17.1	13.1	11.4
PBR	6.5	4.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	21.1	16.5	9.3	8.0	6.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

중립적인 관점에서 관망 권고

한국항공우주에 대한 투자의견을 중립으로 하향한다. 최근 분식회계 논란으로 재무제표의 신뢰성이 저하되면서 이를 기반으로 한 밸류에이션도 무의미해졌던 상황이었다. 이번 정정공시를 통해 회사측과 회계법인이 분식회계 문제가 아닌 진행률과 인식시점의 차이에 의한 것으로 선제적으로 항변하고 있다는 점에서 향후 관건은 금감원과 검찰이 이 부분을 인정하는지 여부가 될 것으로 보인다. 분식회계가 아닌 것으로 인정된다면 이번에 정정공시를 통해 이를 바로잡았고 17년 상반기에 리스크를 반영해 손실을 떨어냈다는 측면에서 주가 반등의 변곡점이 될 가능성도 있다.

다만 이 부분이 문제없이 인정될지는 당분간 금감원의 정밀감리 결과를 지켜보자는 입장이고, 또한 임직원의 횡령, 배임 혐의에 따른 기소여부도 아직 불확실성으로 남아있다는 점에서 현 상황에서는 중립적인 관점에서 관망할 것을 권고한다. 정정공시 실적은 추후 반영해서 실적을 조정할 예정이다.

그림 1. 한국항공우주 정정공시

수정 손익계산서 ('13년~'16년)

단위 : 억원

구 분	당 초				수 정				증 감			
	매출액	영업이익	당기순이익	순자산	매출액	영업이익	당기순이익	순자산	매출액	영업이익	당기순이익	순자산
2013년	20,163	1,246	904	9,616	19,833	707	365	9,042	-331	-538	-538	-573
2014년	23,149	1,613	1,111	10,367	23,286	1,893	1,324	10,007	137	281	213	-360
2015년	29,010	2,857	1,806	11,719	30,397	3,797	2,592	12,144	1,387	940	786	426
2016년	31,007	3,150	2,681	14,063	29,463	3,201	2,648	14,456	-1,543	51	-33	393
계	103,329	8,864	6,502		102,979	9,599	6,929		-350	734	427	

'17년 상반기 실적

단위 : 억원

구 분	'17년 1Q			'17년 2Q	'17년 상반기
	기존	변경	증감		
매출액	7,118	5,873	-1,245	5,451	11,324
영업이익(손실)	977	110	-867	-383	-273
당기순이익(손실)	371	-280	-651	-152	-432

자료: 한국항공우주

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,901	3,101	3,333	3,678	4,141
증가율(%)	25.3	6.9	7.5	10.3	12.6
매출원가	2,487	2,649	2,855	3,146	3,538
매출총이익	414	451	479	532	603
매출총이익률 (%)	14.3	14.6	14.4	14.5	14.6
판관비	129	137	145	158	174
판관비율(%)	4.4	4.4	4.4	4.3	4.2
영업이익	286	315	334	374	429
증가율(%)	77.1	10.3	5.9	12.0	14.8
영업이익률(%)	9.8	10.2	10.0	10.2	10.4
순금융손익	13	18	-12	-13	-16
이자손익	-11	-11	-12	-13	-16
기타	24	29	0	0	0
기타영업외손익	-59	-12	-46	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	239	322	276	360	413
법인세	59	53	66	86	99
법인세율	24.6	16.6	23.9	23.9	23.9
계속사업이익	181	268	210	274	315
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	181	268	210	274	315
증가율(%)	62.6	48.5	-21.6	30.5	14.6
당기순이익률 (%)	6.2	8.6	6.3	7.5	7.6
지배주주당기순이익	181	268	210	274	315
기타포괄이익	-21	5	0	0	0
총포괄이익	159	273	210	274	315
EBITDA	381	425	449	518	584
증가율(%)	52.2	11.6	5.8	15.2	12.8
EBITDA마진율(%)	13.1	13.7	13.5	14.1	14.1

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,798	1,964	2,163	2,224	2,621
현금및현금성자산	11	54	7	41	141
유가증권	17	16	20	20	24
매출채권	198	550	675	699	813
재고자산	467	506	434	400	407
비유동자산	914	969	1,186	1,375	1,422
유형자산	507	522	625	803	792
무형자산	235	246	316	317	335
투자자산	37	39	46	48	55
자산총계	2,712	2,933	3,350	3,598	4,043
유동부채	868	932	1,075	1,102	1,233
매입채무및기타채무	232	281	344	357	415
단기차입금	102	0	0	0	0
유동성장기부채	23	300	300	300	300
비유동부채	672	595	725	740	812
사채	200	199	199	199	199
장기차입금	126	46	96	96	96
부채총계	1,540	1,527	1,799	1,842	2,045
지배주주지분	1,172	1,406	1,550	1,756	1,998
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	6	7	7	7	7
이익잉여금	550	784	928	1,134	1,376
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,172	1,406	1,550	1,756	1,998
비이자부채	1,090	982	1,205	1,247	1,450
총차입금	451	545	595	595	595
순차입금	423	475	568	533	430

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,852	2,751	2,157	2,815	3,228
BPS	12,022	14,427	15,904	18,020	20,497
DPS	400	680	700	750	800
밸류에이션(배)					
PER	42.2	24.4	17.1	13.1	11.4
PBR	6.5	4.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	21.1	16.5	9.3	8.0	6.9
성장성지표(%)					
매출증가율	25.3	6.9	7.5	10.3	12.6
EPS증가율	62.5	48.5	-21.6	30.5	14.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.5	1.0	1.1	1.2	1.3
ROE	16.4	20.8	14.2	16.6	16.8
ROA	7.5	9.5	6.7	7.9	8.2
ROIC	11.1	14.1	9.7	11.5	12.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	131.5	108.6	116.1	104.9	102.4
순차입금 비율(%)	36.1	33.8	36.6	30.4	21.5
이자보상배율(배)	19.2	23.4	37.7	41.7	47.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	16.4	8.3	5.4	5.4	5.5
재고자산회전율	6.4	6.4	7.1	8.8	10.3
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	60	145	453	455	471
당기순이익	181	268	210	274	315
비현금성 비용 및 수익	285	285	173	157	171
유형자산감가상각비	54	62	65	86	93
무형자산상각비	40	47	50	58	62
운전자본변동	-334	-318	81	36	2
매출채권등의 감소	-39	-352	-125	-24	-114
재고자산의 감소	-34	-37	72	35	-7
매입채무등의 증가	86	47	64	12	58
기타 영업현금흐름	-71	-90	-12	-13	-16
투자활동 현금흐름	-123	-159	-526	-369	-379
유형자산의 증가(CAPEX)	-65	-82	-168	-264	-82
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-74	-100	-120	-60	-80
투자자산의 감소(증가)	-5	-1	-8	-1	-7
기타	20	23	-230	-44	-210
재무활동 현금흐름	61	56	26	-51	8
차입금의 증가(감소)	89	39	50	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-28	17	-24	-51	8
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-2	43	-47	34	100
기초현금	13	11	54	7	41
기말현금	11	54	7	41	141

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

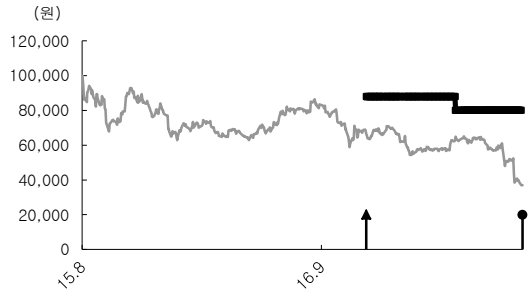
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2016.07.01~2017.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	147	88.6
중립	19	11.4
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

한국항공우주 주가 및 목표주가 추이



과거 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
2016.11.30	매수	88,000원			
2017.04.27	매수	80,000원			
2017.08.16	중립	-			