

Morning Meeting Brief

Macro Watch

미국 자동차대출 연체, 시발점 될 것인가

- 소비자 신용 내 자동차대출 증가와 동시에 연체율이 상승하고 있다는 점이 문제
- 미 고용 안정이 지속되는한, 그리고 연준의 비둘기파적인 스탠스가 유지되는 한 가계부문의 연체 위험이 커질 가능성은 낮음
- 소비자 신용 연체 상황이 악화될 가능성 낮지만 예의주시 필요

박춘영, chunyoung.park@daishin.com

산업 및 종목 분석

[1Q19 Preview] 한국항공우주 : 총당금 환입으로 서프라이즈 기대

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 44,000원으로 상향(기준 40,000원, +10.0%)
- 1Q19 연결기준 실적은 매출액 6,630억원(+3.4% yoy), 영업이익 591억원(+44.3% yoy), 영업이익률 8.9%(+2.5%p yoy) 전망
- 영업이익은 이라크 기지재건 사업의 총당금이 일부 환입(1Q19 203억원 환입, 전체 총당금 430억원)되며 남은 총당금도 향후 추가 환입 가능성 있음. 완제기 수출감소로 총당금을 제외하면 소폭 감익 예상
- 전일(3/21) 감사보고서가 공시. 적정 감사의견으로 3Q18 회계감사 한정 이슈는 일단락. 보잉737MAX 관련 매출액 비중은 3.7% 수준으로 실적에 끼치는 영향은 미미하며 수주 충격도 크지 않을 것

이동현, dongheon.lee@daishin.com

[1Q19 Preview] 대한항공: 다음주 주주총회가 변수

- 투자의견 매수, 목표주가 42,000원 유지. 2019년 1분기 실적 당사의 기존 전망치를 소폭 하회, 시장 기대치에 미치지 못할 전망
- 그 이유는 1)항공화물부문의 실적 둔화가 예상보다 빠르게 진행, 2)2018년 4분기부터 항공기재에 대한 정비강화로 정비비 증가, 3)운항 승무원 노조와의 임단협 타결에 따라 2017~2018년 인상분 소급적용(약 200억원 추정) 등이 예상되기 때문
- 2019년 1분기 실적은 연결기준 매출액 3조 1,618억원(+1.9% yoy), 영업이익 1,711억원(+2.9% yoy)으로 전망

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[1Q19 Preview] 아시아나항공: 단기 유동성 리스크 완화

- 투자의견 매수, 목표주가 4,800원. 2019년 1분기 실적은 연결기준 매출액 1조 6,542억원(+3.2% yoy), 영업이익 554억원(-13.9% yoy)로 당초 예상보다 부진할 것으로 전망
- 그 이유는 1)화물부문의 부진, 2)국제선 여객부문 미주 공급 축소, 3)수익성 높은 일본노선 LCCs의 공급확대에 따른 경쟁심화 여파, 4)정비비 증가 등 요인 때문
- 2018년 하반기의 낮은 기저 및 2019년 하반기 유가 하향 안정화에 따른 연간 실적 개선은 가능할 것으로 전망하나 기대치는 다소 낮아지고 있는 상황

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[Issue Comment] SK: SK 바이오팜 솔리암페를 미국 FDA 허가

- 3/20(미국 현지시각), FDA는 SK바이오팜의 수면장애 치료제 솔리암페를(SUNOSI)에 대한 최종 신약 판매를 승인
- 솔리암페를, 기존 치료제 대비 넓은 적응증으로 시장 확대 기대
- 2019년 총 2개 약물의 FDA 최종 시판 허가로 SK 신약가치 재조명 기대

홍가혜, kahye.hong@daishin.com

미국 자동차대출 연체, 시발점 될 것인가

▶ Part 1. Issue Talk

- 소비자 신용이 증가한다면 소비자 개인지출이 늘었다는 측면에서 긍정적인 해석이 가능하지만, 신용이 증가하는 동시에 연체가 늘어나는 상황이라면 소비자들의 재정 건전성에 의구심이 커진다. 지금 미국의 소비자 신용상황이 후자와 가까워지고 있어 지역 연방은행들도 예의주시하고 있다. 최근까지 소비자 신용 가운데서도 자동차대출 증가가 현저하다. 자동차 소비가 늘어난 것은 미국의 견고한 내수성장 전망을 뒷받침하지만 동시에 자동차대출 연체율이 상승하고 있다는 사실은 문제가 된다.
- 결론적으로 고용 안정이 지속되는 한 그리고 연준의 비둘기파적인 통화정책 기조가 유지되는 한 소비자 신용부문의 연체 위험이 금융위험으로 번질 가능성은 지금으로서는 낮다고 본다. 하지만 지금 발생하고 있는 소비자신용 부문의 연체 상황이 향후에 다른 채무 불이행 문제로 번질 가능성이 있는지, 혹은 가계 재정 건전성 악화로 인해 소비가 위축되는 연결고리가 형성될 것인지 등의 가능성들은 주의 깊게 살필 필요가 있다는 판단이다.

▶ Part 2. Macro Check

- 미국: 3월 미시건대 소비자심리 2개월 연속 반등
3월 제조업 서베이 지표 반등, 생산 회복 가능성
- 유럽: 4/4분기 임금 상승세 유지, 근원물가는 정체
더딘 기업환경 회복, 자동차부문 정상화는 지속
- 일본: 수출부문 부진 지속, 제조업생산 회복 지연 예상
2월 생산자물가 회복은 기업이익에 우호적인 변화
- 한국: 더딘 내수회복, 소비와 물가 상승률 모두 둔화흐름
제조업 부문 성장동력 부재, 생산부진 지속될 전망
- 중국: 2월 신규주택가격 상승 유지, 부동산투자 증가 영향
경기회복 더딜 시 추가 지준을 인하 가능

한국항공우주 (047810)

이동현

dongheon.lee@daishin.com

투자이견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

44,000

상향

현재주가

(19.03.21)

35,500

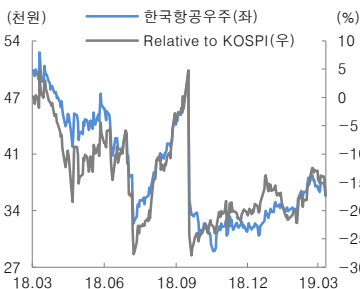
가계업종

4차 산업혁명/안전등급

Neutral Green

KOSPI	2184.88
시가총액	3,460십억원
시가총액비중	0.24%
자본금(보통주)	487십억원
52주 최고/최저	52,600원 / 28,900원
120일 평균거래대금	308억원
외국인지분율	15.54%
주요주주	한국수출입은행 26.41% 국민연금 7.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.4	10.2	-23.2	-32.5
상대수익률	0.6	4.0	-17.8	-23.2



총당금 환입으로 서프라이즈 기대

투자의견 매수 유지, 목표주가 44,000원으로 상향

- 목표주가를 44,000원으로 상향(기존 40,000원, +10.0%)
- 목표주가 44,000원은 2019E, 2020E 평균 EPS 1,795원에 타깃 PER 24.7배를 적용 (기존 2019E, 2020E 평균 EPS 1,461원에 타깃 PER 27.8배 적용)
- 타깃 PER은 동사의 실적 안정시기인 2014~2016년 평균치를 10% 할인 적용. 완제기 수출 수주 감소, 국내 항공우주산업에서의 동사 위상, 실적회복 기초 등을 감안해 적용

1Q19 Preview 총당금 환입으로 서프라이즈 기대

- 1Q19 연결기준 실적은 매출액 6,630억원(+3.4% yoy) 영업이익 591억원(+44.3% yoy) 영업이익률 8.9%(+2.5%p yoy) 전망. 추정치는 컨센서스 매출액 6,473억원 대비 +2.4%로 부합, 컨센서스 영업이익 483억원 대비 +22.4% 상회하는 서프라이즈
- 매출액은 수리온 계열 납품 정상화, KF-X 개발 매출 증가(1Q19 예상 1,300억원, +42.7% yoy), 이라크 기지재건 사업 등이 반영. 반면 완제기 수출 감소(1Q19 예상 979억원, -13.2% yoy)로 전체적으로 소폭 증가에 그칠 것
- 영업이익은 이라크 기지재건 사업의 총당금 일부 환입(1Q19 203억원 환입, 전체 총당금 430억원), 남은 총당금도 향후 추가 환입 가능성 있음. 완제기 수출 감소로 총당금을 제외하면 소폭 감익 예상

회계 이슈 일단락, 기대가 없어서 더 편안한 한해

- 전일(3/21) 감사보고서가 공시, 적정 감사의견으로 3Q18 회계감사 한정이견 이슈는 일단락. 최근 발생한 보잉 737MAX 관련 동사의 매출액 비중은 3.7% 수준으로 실적 영향은 미미. 에어버스에도 납품 중이라 반사이익을 감안하면 수주 총격도 크지 않을 것. 글로벌 항공기 수요는 여전히 호조(글로벌 항공기 수주잔고 2011년 8,686대 → 2018년 13,625대)
- 올해 회사측 실적 가이던스는 매출액 3조 896억원(+10.8% yoy), 신규수주 2조 6,240억원 (-9.5% yoy)으로 전망. 진행에서 납품으로 회계기준 변경 후 첫 3조원대 매출 진입
- 동사는 2019년 연결 실적을 매출액 2조 9,950억원(+7.5% yoy) 영업이익 2,216억원(+51.4% yoy) 영업이익률 7.4%(+2.1%p yoy)으로 추정. 매출 확대와 총당금 감소 등을 반영해 올해와 내년 영업이익을 기존 추정 대비 각각 +7.1%, +10.7% 상향
- 스페인 소말탈(훈련기-대형수송기), KF-X 매출 확대(18년 3,288억원 → 19년 6,500억원), 완제기 추가 수출 등의 모멘텀 보유. 2018년 APT 수주실패와 수리온 수출 가시성 약화 등으로 성장 잠재력이 낮아진 것은 사실. 그러나 KF-X, 화전익 후속 개발, 정찰위성사업, 기체부품 수주 확대, MRO사업 등 국내 방산과 항공우주 산업에서 동사의 입지는 확고하다는 점으로 고평가 설명. 올해부터 실적이 정상화되며 재평가될 것으로 기대

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	4Q18	1Q19(F)					2Q19		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	641	867	734	663	3.4	-23.5	647	785	-6.4	18.4
영업이익	41	72	52	59	44.3	-18.5	48	57	70.7	-3.9
순이익	32	49	33	42	32.8	-14.4	20	40	47.4	-4.4

구분	2017	2018	2019(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2018	2019(F)
매출액	2,072	2,786	2,999	2,995	-0.1	3,022	34.4	7.5
영업이익	-209	146	207	222	7.1	219	흑전	51.4
순이익	-235	57	129	152	18.4	152	흑전	166.3

자료: 한국항공우주, FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

대한항공
(003490)

양지환 이자수
jhwang.yang@daishin.com jane.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 42,000
유지

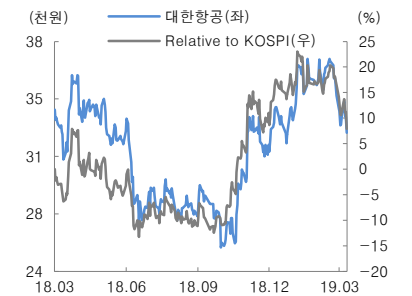
현재주가 32,450
(19.03.21)

운송업종

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	2184.88
시가총액	3,093십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	474십억원
52주 최고/최저	36,950원 / 25,450원
120일 평균거래대금	179억원
외국인지분율	24.77%
주요주주	한진칼 외 9 인 33.35% 국민연금 11.70%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.1	-4.6	13.5	-0.2
상대수익률	-8.3	-9.9	21.5	13.6



다음주 주주총회가 변수

투자의견 매수, 목표주가 42,000원 유지

- 2019년 1분기 실적 당사의 기존 전망치를 소폭 하회, 시장 기대치에 미치지 못할 전망
- 이유는 1)항공화물부문의 실적 둔화가 예상보다 빠르게 진행, 2)2018년 4분기부터 항공기재에 대한 정비강화로 정비비 증가, 3)운항 승무원 노조와의 임단협 타결에 따라 2017~2018년 인상분 소급적용(약 200억원 추정) 등이 예상되기 때문임
- 정비비 증가(연간 약 천억원) 및 화물부문 둔화 등 반영하여 연간 실적 추정치 하향
- 2019년 3월 27일 주총에서 조양호 대표이사의 재선임에 대한 표대결 결과에 따라 주가 변동성은 확대될 가능성 존재
- 실적 및 주총 관련 단기 변동성 확대 요인은 있지만, 2019년 하반기 유가의 하향 안정 전망과 장거리 미주노선의 탑승율 및 Yield개선, 유류자산 매각 추진 및 FCF개선 등에 따른 재무 안정성 확대 등으로 중장기 전망은 긍정적 흐름을 기대

2019년 1분기 실적은 연결기준 매출액 3조 1,618억원(+1.9% yoy), 영업이익 1,711억원(+2.9% yoy)으로 전망

- 2019년 1분기 항공사업량은 1)국제여객부문 ASK 23,780백만Km(+0.5% yoy), RPK 19,067백만Km(+1.5% yoy), Yield 94.3원/km(+1.0% yoy), 2)화물부문 AFTK 2,583백만km(-1.5% yoy), RFTK 1,828백만Km(-9.0% yoy), Yield 358.4원/km(+3.2% yoy) 예상
- 국제선 여객부문은 1)미주, 중국, 그리고 동남아 노선이 호조세, 2)유럽 및 일본노선은 아시아나항공 및 LCCs의 공급확대 영향으로 다소 부진한 것으로 추정
- 항공우주사업부문의 매출액은 1,763억원(+11.0% yoy)으로 2017~2018년의 부진국면을 탈피할 것으로 예상. 미뤄졌던 사단 무인기 납품 등이 시작되었기 때문

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	4Q18	1Q19(F)				2Q19			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,102	3,299	3,216	3,162	1.9	-4.1	3,215	3,175	2.2	0.4
영업이익	166	47	186	171	2.9	261.7	219	90	35.3	-47.3
순이익	-10	-96	27	-38	적지	적지	20	-25	적지	적지

구분	2017	2018	2019(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2018	2019(F)
매출액	12,092	13,024	13,387	13,212	-1.3	13,346	7.7	1.4
영업이익	940	682	1,003	789	-21.4	1,015	-27.4	15.7
순이익	792	-159	294	142	-51.8	385	적전	흑전

자료: 대한항공, FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	12,092	13,024	13,212	13,683	14,066
영업이익	940	682	789	903	999
세전순이익	1,122	-164	199	486	602
총당기순이익	802	-162	144	352	437
지배지분순이익	792	-159	142	345	428
EPS	8,733	-1,675	1,488	3,635	4,508
PER	3.9	NA	22.5	9.2	7.4
BPS	37,824	35,922	37,146	40,491	44,700
PBR	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
ROE	29.4	-4.5	4.0	9.3	10.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 대한항공, 대신증권 Research&Strategy본부

아시아나항공
(020560)

양지환 이자수
jhwang.yang@daishin.com jane.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
 매수, 유지

6개월 목표주가 4,800
 유지

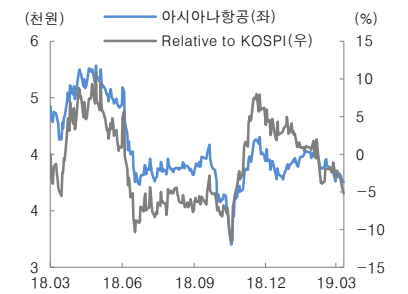
현재주가 4,040
(19.03.21)

운송업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2184.88
시가총액	829십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	1,126십억원
52주 최고/최저	5,330원 / 3,350원
120일 평균거래대금	30억원
외국인지분율	14.97%
주요주주	금호산업 외 4 인 33.48% 금호석유화학 11.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.8	-5.2	-6.5	-14.4
상대수익률	-1.9	-10.5	0.1	-2.7



단기 유동성 리스크 완화

투자의견 매수, 목표주가 4,800원 유지

- 2019년 1분기 실적은 1)화물부문의 부진 2)국제선 여객부문 미주 공급 축소 3)수익성 높은 일본노선 LCCs의 공급확대에 따른 경쟁심화 여파, 4)정비비 증가 등으로 시장 기대치 하회 예상
- 2019년 1분기 영구채 1,500억원 발행, ABS 1,500~2,000d억원 발행으로 단기 유동성에 대한 리스크는 완화될 것으로 예상
- 한-중 항공회담에서 운수권 확대되었으나, 1사 1노선제 폐지에 따른 경쟁심화 가능성 등으로 투자심리 회복에는 다소 시간이 필요할 것으로 예상
- 2018년 하반기의 낮은 기저 및 2019년 하반기 유가 하향 안정화에 따른 연간 실적 개선은 가능할 것으로 전망하나 기대치는 다소 낮아지고 있는 상황임

2019년 1분기 실적은 연결기준 매출액 1조 6,542억원(+3.2% yoy), 영업이익 554억원 (-13.9% yoy)로 당초 예상보다 부진할 것으로 전망함

- 2019년 1분기 항공사업량은 1)국제선 여객 ASK 12,824백만Km(-0.2% yoy), RPK 10,674 백만Km(-2.8% yoy), Yield 84.9원/km(+6.8% yoy), L/F 83.2%(-2.2%pt yoy), 2)항공화물 ATK 1,325백만Km(-6.0% yoy), RTK 1,012백만Km(-8.0% yoy), Yield 287.2원/km(-0.7% yoy), L/F 76.4%(-1.7%pt, yoy)로 추정
- 국제선 여객부문은 1)유럽노선(바르셀로나, 베네치아 등)의 공급 및 수송 증가와 중국노선 회복 등은 긍정적이거나, 2)미주와 일본노선이 다소 부진한 것으로 판단. 수익성 위주의 경영으로 국제선 여객 Yield는 예상보다 좋지만, 이로 인해 L/F가 하락
- 화물부문의 수송량 감소 및 Yield 하락이 1분기 실적 부진의 가장 큰 요인으로 판단함

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	4Q18	1Q19(F)						2Q19		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus		당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,603	1,753	1,708	1,654	3.2	-5.6	1,651		1,707	3.9	3.2
영업이익	64	-25	92	55	-13.9	흑전	61		38	1.2	-30.5
순이익	-6	-1	29	-6	적지	적지	-7		-6	적지	적지

구분	2017	2018	2019(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2018	2019(F)
매출액	6,227	6,851	7,159	7,059	-1.4	6,988	10.0	3.0
영업이익	276	178	351	282	-19.7	283	-35.4	58.1
순이익	252	-10	104	54	-47.7	63	적전	흑전

자료: 아시아나항공, FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	6,227	6,851	7,059	7,401	7,760
영업이익	276	178	282	358	376
세전순이익	351	-37	76	181	203
총당기순이익	248	-10	55	131	147
지배지분순이익	252	-10	54	130	146
EPS	1,227	-50	266	634	711
PER	3.7	NA	15.3	6.4	5.7
BPS	5,607	5,951	6,158	6,755	7,442
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
ROE	24.7	-0.9	4.4	9.8	10.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 아시아나항공, 대신증권 Research&Strategy본부

SK: SK바이오팜 수면장애 치료제 미국 FDA 허가

홍가혜 kahye.hong@daishin.com 양지환 jihwan.yang@daishin.com

2019. 03. 21

SK 투자이견	BUY	목표주가	370,000	현재주가 (19.03.20)	280,500
---------	-----	------	---------	--------------------	---------

SK바이오팜 수면장애 치료제 솔리암페톨(SUNOSI) 미국 FDA 최종 시판 허가 획득

- 3/20(미국 현지시간), FDA는 SK바이오팜의 수면장애 치료제 솔리암페톨(SUNOSI)에 대한 최종 신약 판매를 승인
- 솔리암페톨은 성인 기면증(Narcolepsy)과 수면무호흡증(OSA; Obstructive sleep apnea)으로 인한 과도한 주간 졸림증에 대해 판매 승인 획득. 현재 파킨슨병으로 인한 과도한 주간 졸림증에 대한 임상 2상 진행 중
- 솔리암페톨은 SK바이오팜과 JAZZ(NASDAQ:JAZZ)사가 공동 개발한 신약. SK바이오팜이 2011년 임상 1상 완료 후 기술 수출하였으며, JAZZ사가 2017년 12월 신약 허가 신청 후 2019년 최종 승인 획득. 항정신성의약품을 관리하는 미국 마약국(DEA)절차에 따라 2019년 중반부 런칭 기대
- SK바이오팜은 솔리암페톨에 대해 일본, 중국을 포함한 아시아 12개국 판권을 보유하고 있으며, 향후 미국 출시 시 JAZZ사로 부터 로열티 수취 가능할 것

솔리암페톨, 기존 치료제 대비 넓은 적응증으로 시장 확대 기대

- 솔리암페톨은 이중작용 기전의 선택적 도파민/노르에피네프린 재흡수 억제제(NDRI)로 각성 효과를 일으켜 과도한 주간 졸림증을 개선
- 당사는 기면증 환자 중 15%와 치료 옵션이 부족한 수면무호흡증 환자의 최대 25%가 솔리암페톨을 처방 받는다고 가정, 8,072억원의 신약가치를 산정하여 목표주가에 반영
- 솔리암페톨의 미국, 유럽 판매를 담당하는 JAZZ사는 수면장애 치료제 글로벌 1위 기업. JAZZ사는 기면증 치료제인 자이렘(Xyrem, 2018년 매출 \$1.45 B)을 보유하고 있으나, 특허 만료를 앞두고 후속 약물로 SUNOSI를 시장에 도입할 예정. 솔리암페톨은 기면증 대비 환자 수가 10배 가량 많은 수면무호흡증까지 승인을 획득하며 시장 확대 기대

2019년 총 2개 약물의 FDA 최종 시판 허가로 SK 신약가치 재조명 기대

- 최근 유럽에 기술 수출된 뇌전증 치료제(세노바메이트)는 2019년 11월 내 FDA 시판 허가가 예상되며, 제품 출시 시점은 미국 2020년, 유럽 2021~2022년으로 전망
- 올해 2개 약물의 FDA 최종 시판 허가로 SK바이오팜이 보유하고 있는 신약가치가 시장에서 재조명 될 것으로 예상하며, 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 판단

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research&Strategy 본부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.