

K I W O O M   S E C U R I T I E S

2019년 01월 21일



키움증권 리서치 센터  
산업분석 | 항공

# 이슈 리포트: 항공기 리스회계

회계 기준 변경에 따른 부채비율 변화

운송/방산/조선 이창희

02) 3787-4751

[jaydenlee@kiwoom.com](mailto:jaydenlee@kiwoom.com)



키움증권

# Contents

- I. 항공기 리스 기본 개념
- II. 항공기 리스 회계기준 변경
- III. 항공사 부채비율 분석
  - 대한항공
  - 아시아나항공
  - 제주항공

## Part I 항공기 리스의 기본 개념

### ◎ 항공기 리스 개요

- 기본적으로 항공기는 가격이 높은 상품으로서 직접 구매와 동시에 리스 비중이 높음(2017년 기준 약 50%)
- 또한 리스 구매의 경우 가격이 높아 국제차관단의 공동 자금을 기반으로 하는 항공기 금융이 발달함
- 이해 관계자들이 여럿으로 계약구조가 복잡하며 국제성을 띠는 것이 특징
- 지역별로는 라틴아메리카, 유럽, 아시아태평양 리스 비중이 높고 북미, 아프리카는 상대적으로 적음

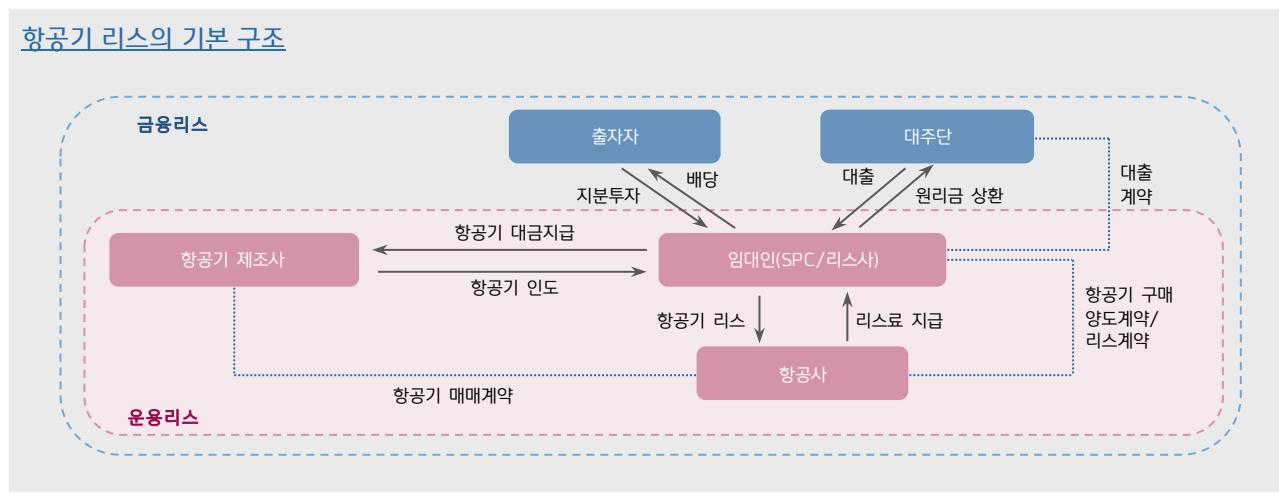


자료: CAPA, 키움증권 리서치

## Part I 항공기 리스의 기본 개념

### ◎ 항공기 리스의 구조

- 항공기 매매는 항공기 제조사와 항공사간 매매계약서가 기본, 리스사는 항공사의 매매계약상 지위를 승계
- 리스사는 리스료를 받는 대가로 자산 or 자산의 사용권리를 리스 이용자에게 양도
- 운용리스는 항공사가 리스사로부터 직접 임차하는 형태
- 금융리스는 국내외 금융기관으로 구성된 차관단으로부터 자금을 조달해 SPC를 차주로 한 역외금융형태



자료: KDB산업은행, 키움증권 리서치

## Part I 항공기 리스의 기본 개념

### ◎ 항공기 리스의 종류

- 금융리스는 리스사가 항공사에게 항공기 취득에 필요한 자금을 대여해주는 금융적 성격
  - 리스사는 항공기의 소유권, 리스크, 효익 등을 항공사에게 이전
  - 항공기의 관리, 정비 등은 항공사가 부담
- 운용리스는 리스사가 항공사에게 항공기를 대여하는 임대차 성격
  - 리스사가 항공기의 소유권, 리스크, 효익 등을 보유
  - 항공기의 관리, 정비 등을 리스사가 부담

### 금융리스와 운용리스의 특징

구분	금융리스	운용리스
소유자	리스사 리스기간 종료 후 임차인	리스사
중도해지 가능여부	리스기간 중 중도해지 금지	리스기간 중 중도해지 가능
리스기간	보통 10년 이상의 장기	보통 5년 내외의 단기
유지보수	리스이용자 부담	리스사 부담
이용자 회계처리	자산 및 부채로 계상 감가상각 처리	대차대조표에 계상하지 않음 리스료는 손비처리
리스자산	법용성이 낮은 경우가 많음	법용성이 크고 재리스-매각 용이

자료: KDB산업은행, 키움증권 리서치

## Part I 항공기 리스의 기본 개념

### ◎ 금융리스, 운용리스의 장점

- 금융리스는 리스사가 항공사에게 항공기 취득에 필요한 자금을 대여해주는 금융적 성격
- 항공사는 리스기간 종료 후 자산 반환, 구입, 재리스 선택 가능
- 초기 비용 절감으로 새로운 투자자금 확보 가능
  
- 운용리스는 리스사가 항공사에게 항공기를 대여하는 임대차 성격
- 항공사는 자산 반환이 가능해 시장 변화에 탄력적 대응이 가능
- 자산의 잔존가치 리스크 회피 가능하며 부채로 인식되지 않아 재무구조 개선 효과

#### 금융리스와 운용리스의 장점

금융리스	운용리스
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 리스기간 종료후 자산 반환, 구입, 재리스 선택 가능</li> <li>■ 초기 비용 최소화 가능</li> <li>■ 비용절감으로 새로운 투자 자금 확보 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 자산반환 등 시장변화에 탄력적 대응 가능</li> <li>■ 리스료 비용처리로 세금감면 효과</li> <li>■ 대차대조표상 부채로 인식되지 않아 재무구조 개선효과</li> <li>■ 설비의 진부화등 잔존가치 리스크 회피 가능</li> </ul>

자료: KDB산업은행, 키움증권 리서치

## Part II 항공기 리스 회계기준 변경

### ◎ 항공기 리스 회계기준 변경 배경

- 대다수의 리스 약정이 재무상태표에 표시되지 않아 영업용 자산과 레버리지 효과 구분 불가
  - 기업간의 비교 가능성이 저하되며 리스이용자들의 부채 비율 추정이 어려워 IFRS 16 리스 제정

### ◎ IFRS 16 주요 변화

- 모든 리스(일부 예외)를 현행 금융리스와 비슷하게 회계처리
- 모든 리스(일부 예외)를 재무상태표에 인식하여 리스자산과 금융부채 증가 효과

#### IFRS 16 주요 변화



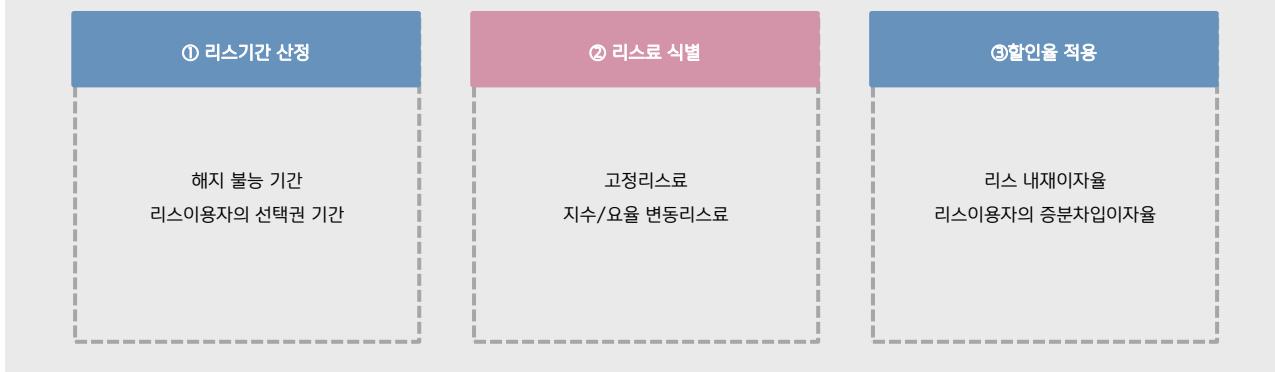
자료: 한국회계기준원, 키움증권 리서치

## Part II 항공기 리스 회계기준 변경

### ◎ 리스이용자의 회계 처리

- 리스이용자의 회계처리는 크게 리스부채의 최초 측정과 후속 측정으로 나누어짐
- 리스부채의 최초 측정은 리스기간 산정→리스료 식별 → 할인율 적용 과정으로 구성됨
- 최초 측정 이후에도 리스료 지급, 이자비용 인식, 재평가, 리스변경 등을 반영하여 후속 측정을 행함

#### 리스이용자의 회계 처리



자료: 한국회계기준원, 키움증권 리서치

## Part III 항공사 부채비율 분석

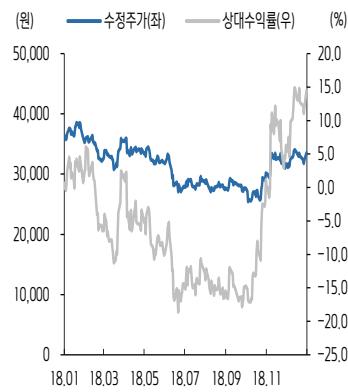
- ◎ 대한항공: 부채비율 증가 폭 50% 미만
- ◎ 아시아나항공: 부채비율 증가 폭 200% 이상
- ◎ 제주항공: 부채비율 증가 폭 100% 수준

## 대한항공(A003490)

BUY (Maintain)

주가(1/18): 36,550원/TP: 42,000원

KOSPI(1/18)	2,124.28pt
시가총액	34,666억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	38,550원 25,450원
최고/최저가 대비 등락률	-5.19% 43.61%
상대수익률	절대 상대
1M	10.6%
6M	27.8%
12M	-0.3% 18.1%
발행주식수	95,955천주
일평균거래량(3M)	644천주
외국인 지분율	21.31%
배당수익률(18.E)	0.74%
BPS(18.E)	27,508원



## ◎ 투자 포인트

## 1. 4Q 영업이익 컨센서스 하회할 전망이나 2019년 상반기 실적 기대감 유효

- 여객과 화물의 프리미엄 전략으로 운임 견조하게 증가 중. 또한 국제 유가하락으로 인해 비용의 약 30%를 차지하는 유류비 절감 효과 때문

## 2. 중장거리 노선 프리미엄 전략 및 델타 JV효과 가시화

- 프레스티지석 탑승률 및 여객 Yield 상승 추세 고려시 동사 전략 유효한 것으로 판단

## 3. 향후 화물 운임 변화 주목 필요

- 글로벌 경기둔화 우려에도 제한된 공급으로 높은 수준 운임 유지 가능할 것

## ◎ 회계기준 변경 영향과 투자판단

- 회계기준 변경에 따른 부채비율 증가 폭은 50% 미만
- 안정적인 여객 및 화물의 운임 상승으로 타 항공사대비 상대적인 매력도가 부각되는 구간

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	117,319	120,922	130,704	136,187
보고영업이익(억원)	11,208	9,398	7,277	11,077
핵심영업이익(억원)	11,208	9,398	7,277	11,077
EBITDA(억원)	28,723	26,328	22,834	26,735
세전이익(억원)	-7,174	11,217	-961	8,329
순이익(억원)	-5,568	8,019	-741	6,282
지배주주지분순이익(억원)	-5,649	7,915	-732	6,201
EPS(원)	-7,106	8,516	-760	6,439
증감률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A
P/E(배)	-3.6	4.0	-44.1	5.2
P/B(배)	1.2	0.9	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	5.3	5.9	7.2	5.8
보고영업이익률(%)	9.6	7.8	5.6	8.1
핵심영업이익률(%)	9.6	7.8	5.6	8.1
ROE(%)	-25.5	28.5	-2.3	20.5

## Part III 회계기준 변경에 따른 부채비율 변화

### ◎ 대한항공 부채비율 증가 폭 50% 미만

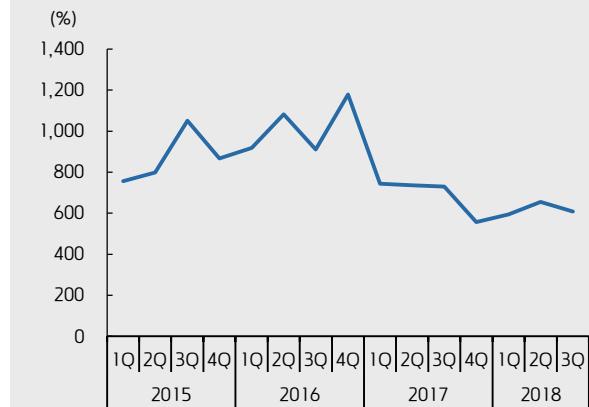
- 18년 3분기말 기준 총 항공기 보유대수는 167대로 추정되며 약 27대 가량이 운용리스로 파악됨
- 항공기 27대 및 상비부품에 대한 운용리스계약의 연도별 리스료는 약 1.8조원
- 단순 계산시 부채비율 18년 3분기말 기준 607%에서 650%로 증가

대한항공 항공기 보유 현황

기종	18년 9월말 기준	2018년 연말까지 도입 예정
A220(CS300)	8	1
A380	10	
A330	29	
B747-400	4	
B747-8I	10	
B777	42	
B787-9	8	1
B737	33	
여객기 계	144	2
B747F	4	
B747-8F	7	
B777F	12	
화물기 계	23	0
Total	167	2

자료: 대한항공, 키움증권 리서치

대한항공 부채비율 추이



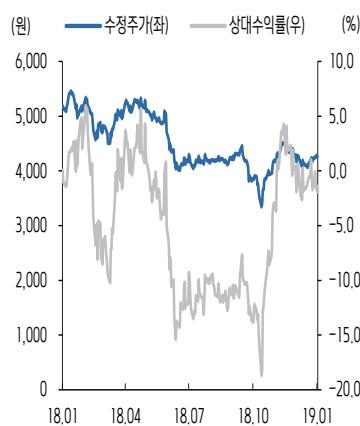
자료: 대한항공, 키움증권 리서치

## 아시아나항공(A020560)

BUY (Maintain)

주가(1/18): 4,305원 / TP: 5,300원

KOSPI(1/18)	2,124.28pt
시가총액	8,835억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	5,460원 3,350원
최고/최저가 대비 등락률	-21.15% 28.51%
상대수익률	절대 상대
1M	3.1% 0.1%
6M	1.4% 9.3%
12M	-16.2% -0.8%
발행주식수	4,328천주
일평균거래량(3M)	85천주
외국인 지분율	11.63%
배당수익률(18.E)	1.93%
BPS(18.E)	136,273원



## ◎ 투자 포인트

## 1. 4Q 영업이익 컨센서스 하회할 전망

- 중국외 지역에서 부진한 영업실적 및 국제 유가상승으로 인해 4분기 실적은 저조할 전망

## 2. 항공 자회사 실적 개선 지속

- 에어서울, 에어부산 실적 개선 지속되어 동사의 중장거리 노선 집중 전략 착실히 진행 중

## 3. 유동성 우려 해소 가시화

- 에어부산, 아시아나IDT 상장, ABS 발행 등으로 유동성에 대한 우려는 점진적으로 해소

## ◎ 회계기준 변경 영향과 투자판단

- 회계기준 변경에 따른 부채비율 증가 폭은 200% 이상
- 그러나 에어서울, 에어부산 등 자회사 실적 개선으로 유동성 우려는 제한

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	57,636	62,271	68,515	70,646
보고영업이익(억원)	2,565	2,759	2,046	4,663
핵심영업이익(억원)	2,565	2,759	2,046	4,663
EBITDA(억원)	6,578	7,229	6,173	8,856
세전이익(억원)	703	3,510	1,893	3,114
순이익(억원)	526	2,479	1,425	2,267
지배주주지분순이익(억원)	493	2,519	1,399	2,226
EPS(원)	251	1,227	682	1,084
증감률(%)	N/A	389.7	-44.5	59.1
P/E(배)	16.8	3.7	6.3	3.9
P/B(배)	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	8.0	7.1	8.2	5.6
보고영업이익률(%)	4.5	4.4	3.0	6.6
핵심영업이익률(%)	4.5	4.4	3.0	6.6
ROE(%)	5.6	21.7	10.9	15.2

## Part III 회계기준 변경에 따른 부채비율 변화

### ◎ 아시아나항공 부채비율 약 240% 증가 전망

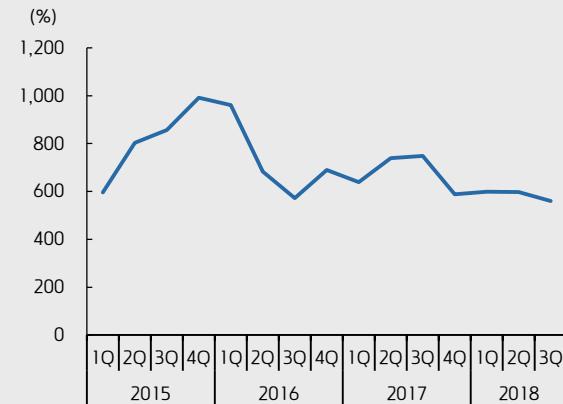
- 18년 3분기말 기준 총 항공기 보유대수는 82대로 추정되며 약 51대 가량이 운용리스로 파악됨
- 항공기 51대 및 상비부품에 대한 운용리스계약의 연도별 리스료는 약 2.8조원
- 단순 계산시 부채비율 18년 3분기말 기준 560%에서 800%로 증가

아시아나항공 항공기 보유 현황

기종	18년 9월말 기준	2018년 연말까지 도입 예정
A320/321	26	-1
B767	7	
A330	15	
B747	2	
B777	9	
A350	6	
A380	6	
여객기 계	71	-1
B767F	1	
B747F	11	
화물기 계	12	0
Total	83	-1

자료: 아시아나항공, 키움증권 리서치

아시아나항공 부채비율 추이



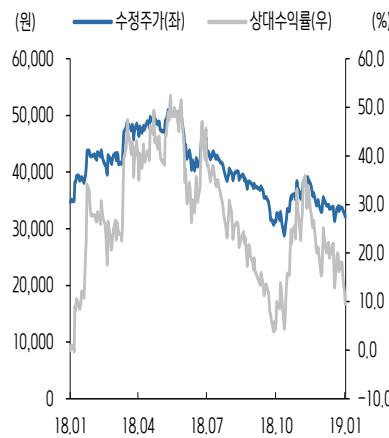
자료: 아시아나항공, 키움증권 리서치

## 제주항공(A089590)

BUY (Maintain)

주가(1/18): 32,150원/TP: 40,000원

KOSPI(1/18)	2,124.28pt
시가총액	8,474억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	51,000원 28,800원
최고/최저가 대비 등락률	-36.96% 11.63%
상대수익률	절대 상대
1M	-2.6%
6M	-26.7%
12M	-7.5% 9.6%
발행주식수	4,328천주
일평균거래량(3M)	85천주
외국인 지분율	11.63%
배당수익률(18.E)	1.93%
BPS(18.E)	136,273원



## ◎ 투자 포인트

## 1. 4Q 영업이익 컨센서스 하회할 전망이나 2019년 상반기 실적 기대감 유효

- 전년대비 높았던 유류비 부담 있었으나 국제 유가하락으로 유류비 절감 가능하기 때문

## 2. 지방발 노선 확대 지속

- 무안 및 대구 등의 지방공항 국내선 및 국제선 슬롯 선제적으로 확대 중
- 신규 노선 취항 초기 운임 하락 불가피하나 19년 L/F의 점진적 상승 전망되어 수익성 개선 지속될 것

## 3. 여객수요 이연될 것

- 작년 하반기 자연 재해, 소비 심리 둔화로 여객 수요 일시적 감소
- 자연재해 등으로 감소한 여객 수요는 이연될 것으로 전망

## ◎ 회계기준 변경 영향과 투자판단

- 회계기준 변경에 따른 부채비율 증가 폭은 100% 수준
- 신규 노선 취항으로 수익성 다소 감소할 수 있으나 중장기적으로는 합리적 전략으로 판단

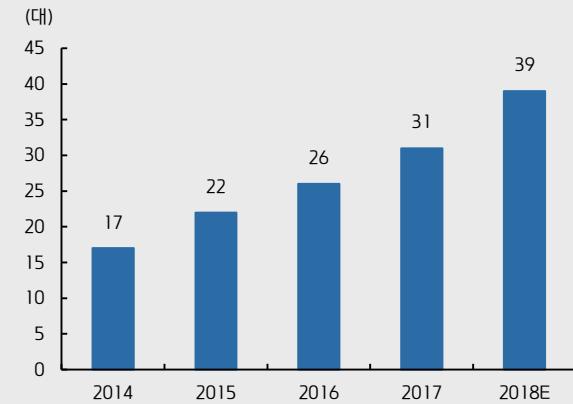
(원)	수정주가(좌)	상대수익률(우)	(%)	
<b>12월 결산, IFRS 연결</b>				
매출액(억원)	7,476	9,964	12,745	15,384
보고영업이익(억원)	584	1,013	1,024	1,931
핵심영업이익(억원)	584	1,013	1,024	1,931
EBITDA(억원)	725	1,265	1,245	2,231
세전이익(억원)	688	1,012	1,089	1,960
순이익(억원)	530	778	882	1,534
지배주주지분순이익(억원)	530	778	882	1,534
EPS(원)	2,038	2,954	3,346	5,821
증감율(%)	-0.8	44.9	13.3	73.9
PER(배)	12.3	12.0	9.6	5.5
PBR(배)	2.4	2.8	2.1	1.6
EV/EBITDA(배)	4.6	5.0	4.4	2.4
보고영업이익률(%)	7.8	10.2	8.0	12.5
핵심영업이익률(%)	7.8	10.2	8.0	12.5
ROE(%)	21.0	25.8	24.0	32.5

## Part III 회계기준 변경에 따른 부채비율 변화

### ◎ 제주항공 부채비율 약 100% 증가 전망

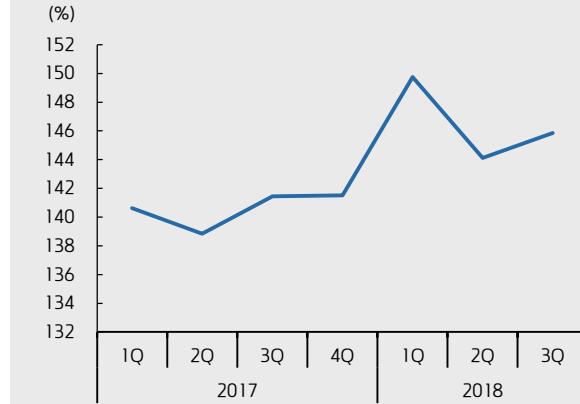
- 18년 3분기말 기준 총 항공기 보유대수는 37대로 추정되며 약 35대 가량이 운용리스로 파악됨
- 항공기 35대 및 상비부품에 대한 운용리스계약의 연도별 리스료는 약 0.4조원
- 단순 계산시 부채비율 18년 3분기말 기준 145%에서 246%로 증가

제주항공 항공기 보유 현황



자료: 제주항공, 키움증권 리서치

제주항공 부채비율 추이



자료: 제주항공, 키움증권 리서치

# 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

## ◎ Compliance Notice

- > 당사는 1월 18일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## ◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

## ◎ 투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%

## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

### 투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
대한항공 (003490)	2017-05-12	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-12.54	-5.13
	2017-06-14	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-17.97	-13.89
	2017-08-11	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-21.23	-13.89
	2017-09-19	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-24.97	-13.89
	2017-11-15	BUY(Maintain)	41,000원	6개월	-17.99	-8.29
	2018-01-22	BUY(Maintain)	47,000원	6개월	-27.60	-17.98
	2018-06-12	BUY(Reinitiate)	42,000원	6개월	-31.45	-20.71
	2018-08-16	BUY(Maintain)	42,000원	6개월	-32.08	-20.71
	2018-09-27	BUY(Maintain)	42,000원	6개월	-32.76	-20.71
	2018-11-14	BUY(Maintain)	42,000원	6개월	-31.28	-20.36
담당자 변경	2019-01-08	BUY(Maintain)	42,000원	6개월	-18.30	-12.98
	2019-01-21	BUY(Maintain)	42,000원	6개월		
아시아나항공 (020560)	2017-01-06	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-19.37	-13.36
	2017-04-07	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-19.38	-13.36
	2017-05-11	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-0.63	13.45
	2017-07-05	BUY(Maintain)	7,000원	6개월	-22.04	-15.43
	2017-08-11	BUY(Maintain)	7,000원	6개월	-31.47	-15.43
	2017-10-13	BUY(Maintain)	5,000원	6개월	-8.58	7.60
	2018-01-22	BUY(Maintain)	6,000원	6개월	-11.70	-9.00
	2018-02-08	BUY(Maintain)	6,000원	6개월	-16.05	-9.00
	2018-06-12	BUY(Reinitiate)	6,000원	6개월	-18.73	-9.00
	2018-08-09	BUY(Maintain)	6,000원	6개월	-31.85	-25.75
담당자 변경	2018-11-07	BUY(Maintain)	5,300원	6개월	-20.08	-14.34
	2019-01-21	BUY(Maintain)	5,300원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
제주항공 (089590)	2017-02-03	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-13.62	-1.36
	2017-04-27	BUY(Maintain)	39,000원	6개월	-7.80	2.31
	2017-07-07	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-16.40	-14.11
	2017-08-04	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-15.51	-12.22
	2017-09-19	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-18.25	-12.22
	2017-11-08	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-19.30	-12.22
	2018-01-22	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-14.72	-12.56
	2018-02-07	BUY(Maintain)	47,000원	6개월	-1.90	8.51
	2018-06-12	BUY(Reinitiate)	60,000원	6개월	-27.02	-15.33
	2018-08-08	BUY(Maintain)	60,000원	6개월	-29.76	-15.33
담당자 변경	2018-09-12	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-35.01	-27.64
	2018-11-07	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-20.44	-13.11
	2019-01-04	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-21.74	-13.11
	2019-01-21	BUY(Maintain)	40,000원	6개월		

## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

목표주가 추이 (2개년)

