

항공/여행

Overweight
(Maintain)

2016. 7. 18

인바운드 잠재력과 항공사 공급 확대

사드 배치 관련 중국 인바운드 수요 불확실성이 커지고 있다. 하지만 40억명에 달하는 중국 국내 여행객수를 감안하면 해외 여행은 여전히 초기 단계에 불과해 이들 대상의 국내 면세점과 호텔 사업 정상화는 시간 문제라고 판단한다. 또한 LCC의 항공기 추가와 인천공항 확장은 노선과 운항 편수 증가, 그리고 가격 메리트 강화로 직결되며 출국자 성장에 기여할 것이다. 따라서 인바운드와 아웃바운드 여행 시장의 기초 체력은 변함없다는 점에서 자회사 관련 이슈 마무리 이후 실적 개선이 하나투어와 대한항공 주가 상승으로 연결될 것으로 기대한다.

조선/운송/여행
Analyst 조병희
02) 3787-5129
bhcho@kiwoom.com

키움증권

Contents



INVESTMENT SUMMARY 3

- > 중국은 아직 국내 여행 중심, 해외 여행 확대 여력 충분 3
- > 환율 변동성 우려보다는 단거리 노선 공급 확대에 기대 3
- > 발목을 잡는 자회사, 하지만 강화되는 본업 경쟁력에 주목 3

I. 충분한 중국인 해외 여행 증가 여력 4

- > 중국인은 지난해 한국 입국 외국인의 45.2%를 차지 4
- > 15년 중국 국내 여행객 39억명 5
- > 중국 항공사들의 국제선 공급은 추가 성장 여력 충분 6
- > 항공 자유화 여부는 미정, 하지만 면세점과 호텔 등 메리트 강화 8

II. 내국인 출국도 환율보다는 공급 9

- > 환율은 여러 변수 가운데 하나 9
- > 단거리 노선 공급 증가와 가격 메리트 강화 10

기업분석 13

- > 하나투어(039130) 14
- > 대한항공(003490) 18
- > 아시아나항공(020560) 22

- 당시는 7월 15일 현재 동 자료상 투자의견이 제시된 기업중 '대한항공'의 발행주식을 1%이상 보유하고 있으며, 그 밖에 언급된 종목들의 발행주식은 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당시는 동자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공 한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

중국인과 내국인 출국자 모두 추가 성장 여력 충분

>> 중국인 출국자: 성숙이 아니라 초기국면

사드 배치 관련 중국인 입국자 감소 우려가 제기되고 있다. 반한 감정 고조보다는 정책적 불확실성이 그 요인이 될 것이지만 중국인의 해외 여행객은 국내 여행객 규모의 3% 수준에 불과하고, 그나마 홍콩과 마카오 노선이 50% 이상을 차지하고 있어 한국 비중은 5% 수준에 불과하다. 특히 중국 주요 항공사들과 여행사들 매출에서 국내 부문 비중이 여전히 높다는 점을 감안하면 향후 해외 비중 확대 여력은 충분하다고 판단된다. 우리와 항공 자유화 협정 체결이 지연되는 것은 아쉽지만 국내 숙박 시설과 면세점 등 중국인 유치를 위한 편의 시설이 확충되고 있는 것은 긍정적이다.

>> 내국인 출국자: 환율보다는 공급

환율 변동성이 커지면서 내국인 출국자에 대한 우려도 있다. 하지만 환율은 해외 여행을 결정하는 여러 변수 가운데 하나에 불과하며 LCC 항공기 공급 확대, 그리고 인천공항 확장을 고려하면 여행객 선호도가 높은 단거리 노선의 편수 및 노선 증가, 그리고 낮은 수준의 유가와 맞물린 가격 메리트 강화가 여행객 증가로 연결될 여력은 충분하다고 판단된다.

>> Top pick: 하나투어

입국자 비중의 40% 이상을 차지하는 중국인과 내국인 출국자들의 성장 여력이 충분하다는 점에서 항공사와 여행사의 여객 관련 실적은 하반기에도 추가 개선 가능성이 높다. 따라서 면세점과 해운 자회사 관련 불확실성이 해소되면 빠른 반등이 기대된다. 우리는 Top pick으로 면세점과 호텔 정상화 이후 기존 사업과의 시너지 효과가 기대되는 하나투어(투자의견 BUY, 목표주가 110,000원)을 제시하고, 저유가 수혜와 여행 지역 다변화의 가장 큰 수혜를 보고 있는 대한항공 (투자의견 BUY, 목표주가 36,000원)은 자회사 관련 불확실성 지속이 상승의 걸림돌로 작용하고 있어 확인 이후 접근을 제시한다.

Investment Summary

>>> 중국은 아직 국내 여행 중심, 해외 여행 확대 여력 충분

한국을 방문하는 중국인 여행객수는 지난 수년간의 중국인 출국자수의 높은 성장과 일본, 태국 등 주변 국가와의 유치 경쟁 심화, 그리고 사드 배치 이후 정책적 불확실성까지 겹치며 추가 성장에 대한 우려가 나타나고 있다. 하지만 우리는 1) 중국인의 주요 여행지는 여전히 국내가 선호되고 있고, 해외 여행은 홍콩, 마카오에서 한국과 일본 등 주변 국가로 다변화되는 초기 상황이기 때문에 시장 성숙을 논하기 이른 상황이며, 2) 중국 항공사도 아직 국내선 중심의 매출 구조를 가지고 있어 향후 도입 예정인 B737과 A320 등을 단거리 국제 노선에 투입할 여력이 충분하고, 3) 항공 자유화 협정이 체결되지 않고 있는 점은 아쉽지만 중국인이 선호하는 서울시내 호텔과 면세점을 확대하는 등 편리성도 높아지고 있어 추가 성장 여력이 충분하다고 판단한다.

>>> 환율 변동성 우려보다는 단거리 노선 공급 확대에 기대

브렉 시트 이후 환율 변동성이 커지고 있지만 환율보다 항공기 공급 측면을 살펴보면 내국인 출국자 성장은 무난할 것으로 예상한다. 최근 국내 항공 시장은 LCC의 기재 확대 도입이 가장 큰 이슈인데 여기에 에어서울까지 4분기부터 본격적인 국제선 운항을 시작할 것으로 알려지고 있다. 따라서 단거리 노선에서의 공급 증가와 수요 확보 경쟁은 노선과 편수 확대는 물론이고 저유가와 맞물린 가격 메리트 강화로 연결될 가능성이 높다고 판단된다. 또한 17년 말 인천공항 제2 여객 터미널 정식 오픈도 운항 편수 증가에 큰 역할을 할 것이란 점에서 내국인 출국자는 공급 측면의 호재가 환율 변동성보다 더 크게 반영될 전망이다.

>>> 발목을 잡는 자회사, 하지만 강화되는 본업 경쟁력에 주목

대한항공과 하나투어는 주력 사업(항공업, 여행업)의 추가 실적 개선 기대감보다 해운사와 면세점 등 자회사 관련 각종 우려가 주가 상승의 걸림돌로 작용하고 있다. 면세점 사업 정상화가 지연되며 본업인 여행업에 부담으로 작용되며 수익에 부정적으로 작용하고 있다는 점은 아쉽지만 면세점과 호텔 사업이 아웃바운드 중심의 본업과 무관하지 않고 본업은 물론이고 향후 수익 사업으로 기대하는 인바운드 사업과의 시너지 효과가 기대된다는 점에서 하나투어(투자의견 BUY, 목표주가 110,000원)를 Top pick으로 제시한다.

대한항공(투자의견 BUY, 목표주가 36,000원)은 경쟁이 심화되는 단거리 노선과 달리 안정적 수요 성장이 유지되고 있는 장거리 노선 비중이 높고, 해외 티켓 판매 네트워크를 통해 환율 관련 변동성이 제한적이며, 저유가 수혜가 이어지고 있다는 메리트를 가지고 있지만 해운 자회사 관련 불확실성이 남아 있다는 점에서 해소 여부 확인 과정을 거친 이후 투자가 바람직하다고 판단한다.

I. 충분한 중국인 해외 여행 증가 여력

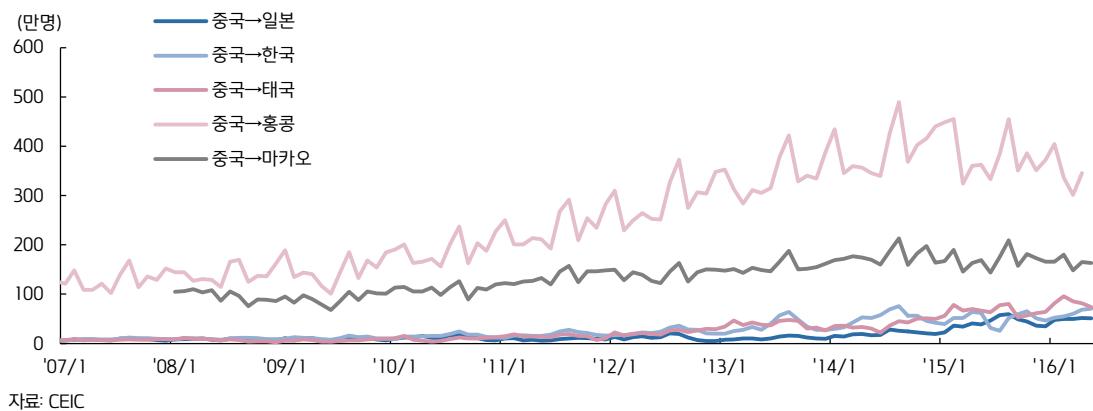
>>> 중국인은 지난해 한국 입국 외국인의 45.2%를 차지

단기간 급증한 중국인 해외 출국자, 유치 경쟁 심화 우려

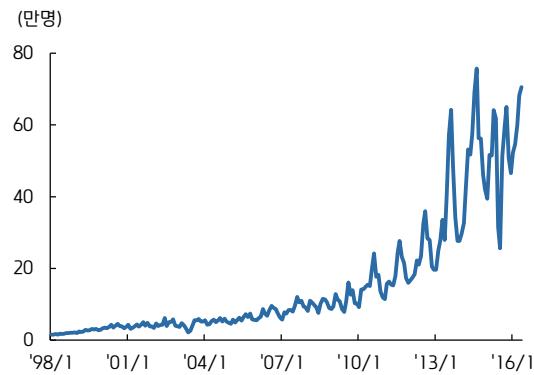
중국인의 해외 여행, 그 가운데 국내로 유입되는 중국인은 지난 해 메르스 영향이 부정적으로 작용했었음에도 불구하고 YoY기준 2.3% 감소에 그친 5백9십만명을 기록, 전체 외래객 입국자수의 45.2%를 차지했고, 16년에 5월 누적 기준 46.7%로 비중이 다시 높아지고 있어 중국인 유치가 외국인 입국자 관련 사업의 결정적 열쇠가 되고 있다.

한편 지난 해 중국인 해외 여행객은 YoY 9.7% 증가한 1억2천만명을 기록했지만 성장률은 글로벌 경제 위기 시기였던 지난 09년 이후 가장 낮은 수준에 머물렀고, 일본과 태국 등 주변국가들과의 중국인 유치 경쟁도 심화되고 있다.

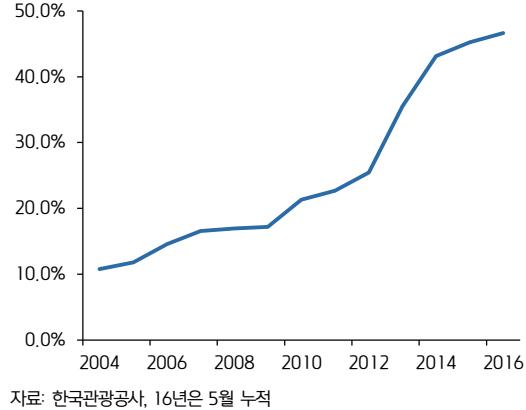
중국인 주요 국가 해외 여행객수



중국인 월별 한국 입국자수



외래객 입국자수 가운데 중국인 비중 추이

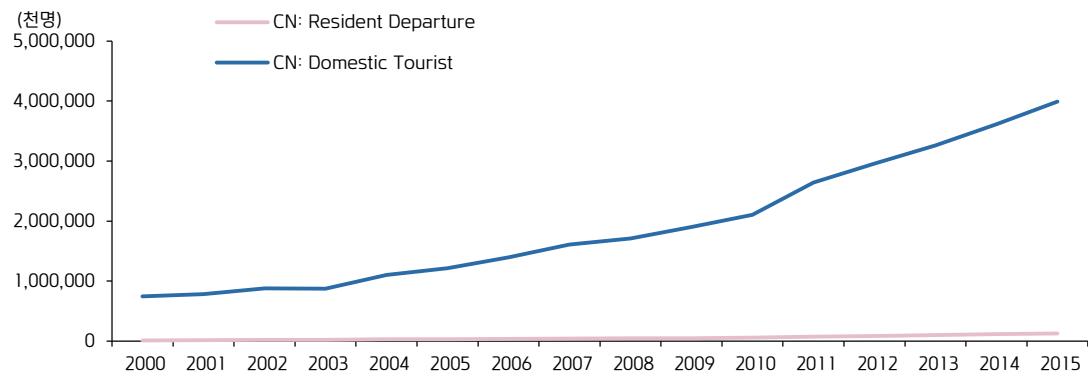


>>> 15년 중국 국내 여행객 39억명

확충되는 교통 인프라와 함께 국내 관광객 증가, 해외 관광은 아직 초기 단계

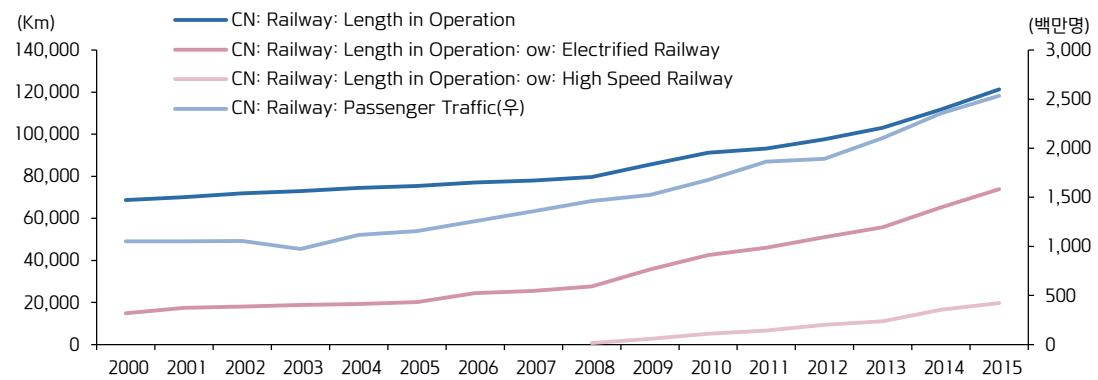
한편 중국 국내 여행객은 지난 15년 39억명으로 해외 여행객의 31배에 달하고 있다. 중국 국내 여행객 통계는 중국에 1년 이상 거주한 사람이 여행자 숙박 시설에 하루 이상 6개월 미만으로 투숙한 사람 수를 집계한 수치이다. 우리는 중국 국내 여행객도 추가 증가할 것으로 예상하는데 그 이유는 항공과 철도, 고속도로 등 교통 인프라가 확충되고 있기 때문이다. 하단의 철도 관련 그래프처럼 인프라 확충은 이용객 증가로 연결되는 경우가 많아 국내 여행 메리트가 계속 강화되고 있는 것으로 해석된다. 우리가 중국 국내 여행객수를 주목하는 이유는 중국 여행사와 항공사가 풍부한 국내 여행 수요를 바탕으로 국내 중심의 영업을 이어오고 있어 향후 중국인 여행 수요를 해외로 유인할 여력이 충분히 남아 있다고 판단하기 때문이다.

중국인 국내 여행객수와 해외 여행객수



자료: CEIC

중국 철도 길이와 철도 이용객수



자료: CEIC

>>> 중국 항공사들의 국제선 공급은 추가 성장 여력 충분

A320과 B737 중심으로 항공기 도입 예정

Air China, China Southern Airlines, China Eastern 등 중국 3대 항공사의 노선 별 매출 비중을 살펴보면 최근 국제선 ASK를 증가시키고 있지만 여전히 국내선 비중이 50% 이상을 차지하고 있다. 또한 17년과 18년 A320과 B737 등 단거리 노선 운항에 강점을 가진 항공기 확대를 준비하고 있어 이후 단거리 국제 노선과 국내선의 공급 능력 확충은 자연스럽게 진행될 것이다.

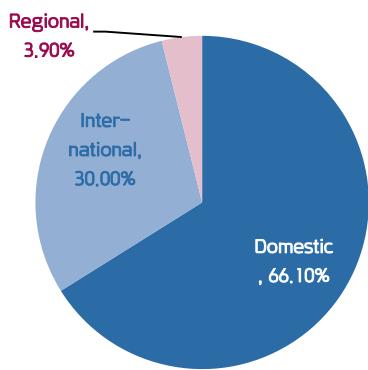
다음 페이지를 살펴보면 중국은 국내선 항공 이용객수가 국제선 이용객수를 크게 상회하고 있어 주요 항공사들은 국내선 중심 영업을 이어가고 있다. 하지만 항공 수요는 공급 확대 이후 후행적으로 진행 된다는 점에서 국제선 노선이 꾸준히 늘어나고 있다는 점은 긍정적이며, 공급 여력이 이미 포화 상태에 도달한 것이 아니라 A320과 B737 항공기 추가 도입과 함께 단거리 국제선 증편 이후 수요 창출이 기대된다.

중국 3대 항공사 기재 현황과 도입 계획

		2015	2016E	2017E	2018E
China Eastern	B777-300ER	9	7	4	
	A330 Series	51		7	
	B737 Series	211	23	9	
	A320 Series	243	22	14	
	A340-600				
	B767	6			
	B757				
	Regional Aircraft	6	-6		
	*in&out 포함				
Air China	A319	33			
	A320/A321	91	10	11	8
	A330	53			
	A340	1			
	A350			1	3
	B737	140	12	14	12
	B747	11			
	B757	1			
	B777	30	3	3	
China Southern Airlines	B787		7	6	2
	*delivery 기준				
	A319	43	-6		
	A320 Series	207	22	23	15
	A330 Series	35	3	5	5
	A380-800	5			
	B737 Series	293	24	40	43
	B757-200	17	-7	-5	-1
	B777 Series	11	3		
	B787	16			
	*in&out 포함				

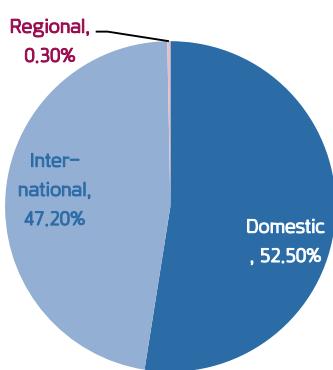
자료: 각사 홈페이지

China Eastern 여객 부문 매출 비중



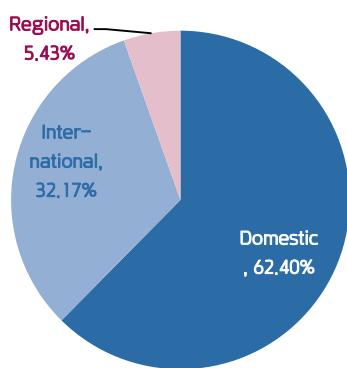
자료: China Eastern Annual Report 2015

China Eastern 16년 Capacity 배분 계획



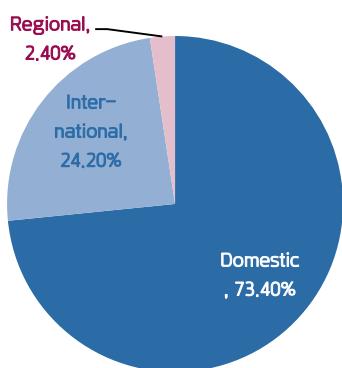
자료: China Eastern Annual Report 2015

Air China 여객 부문 매출 비중



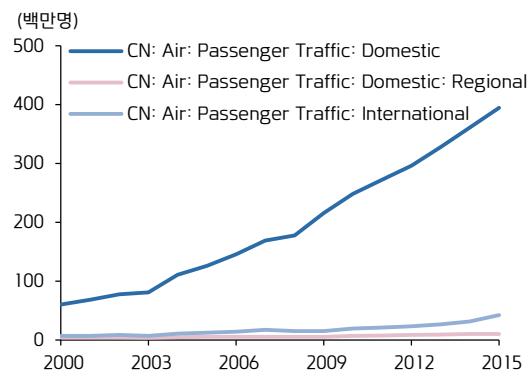
자료: Air China Annual Report 2015

China Southern Airlines 여객 부문 매출 비중



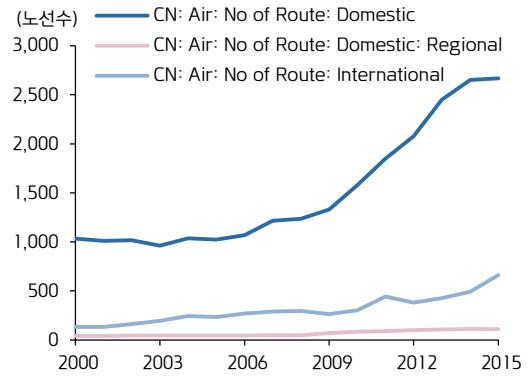
자료: China Southern Airlines Annual Report 2015

중국 지역별 승객수



자료: CEIC

중국 지역별 노선수



자료: CEIC

>>> 항공 자유화 여부는 미정, 하지만 면세점과 호텔 등 편의시설 강화

관광객이 집중되는 서울 지역 관광 호텔과 면세점 등 중국인 선호 시설 확대

다만 항공편이 자유롭게 늘어나기 위해서는 항공 자유화 협정 체결이 가장 시급하지만 중국과는 아직 항공 자유화 협정을 체결하지 않아 중국 정부와 운수권 협상을 통해 정기선을 확보하는 방법과 운항 일수에 제한은 있지만 비어있는 공항 슬롯을 활용해 부정기선을 투입하는 방법이 있다. 운수권의 경우 지난 14년 5월 17개 신규 노선 주 51회와 12개 기존 노선 주 39회가 추가 확보된 이후 아직 새로운 소식은 들리지 않고 있다. 항공 자유화 협정은 양국간의 이해관계가 맞아야 하기 때문에 언제 추가로 운수권을 확보할 수 있을지, 항공 자유화 협정을 체결할 수 있을지 장담하기 어렵다는 점은 아쉬운 상황이다.

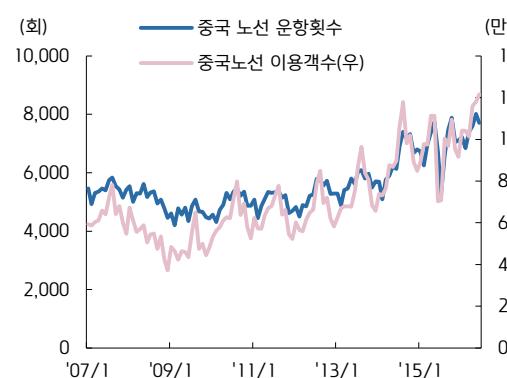
다만 서울시에 숙박 시설과 면세점 등 중국인을 위한 편의 시설이 계속 늘어나고 있다는 점은 긍정적이다. 인천공항의 비중이 절대적으로 높은 상황에서 서울시에 숙박 시설이 부족하다는 점은 큰 문제이기 때문이다. 다행히 서울시의 관광 호텔은 16년 2월 말 기준 14년에 비해 호텔수는 45개, 객실수는 8,029실 늘어난 40,778실까지 늘어났고 전국적으로도 숙박시설이 확충되고 있다. 또한 중국인이 선호하는 면세점도 추가로 늘어나고 있어 중국인들의 한국 여행 매리트는 개선되고 있다는 점은 긍정적이다.

서울시와 전국 관광 호텔과 객실 수

	2012	2013	2014	2016
서울시 관광호텔				
호텔수	151	178	211	256
객실수	25,710	28,342	32,749	40,778
전국 관광호텔				
호텔수	683	734	837	
객실수	74,737	79,393	92,150	

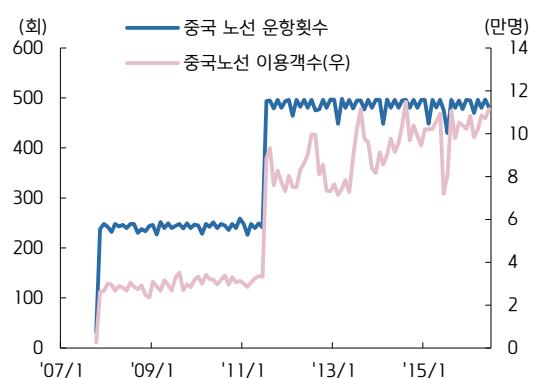
자료: 한국호텔업협회, 한국문화관광연구원, 16년 2월 29일 기준

인천공항 중국 노선 운항 횟수와 이용객수



자료: 인천공항공사

김포공항 중국 노선 운항 횟수와 이용객수



자료: 한국공항공사

II. 내국인 출국도 환율보다는 공급

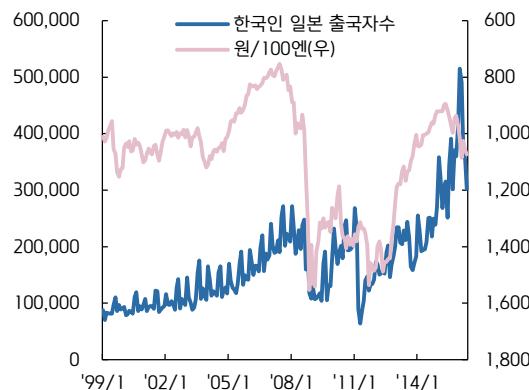
>>> 환율은 여러 변수 가운데 하나

항공권 가격, 여가 시간 증가, 여행 지역 다양화 등 여러 요인 존재

브렉시트 이후 원화와 엔화 등 환율 변동성이 커지고 있다. 특히 거리가 가깝고 자유 여행이 가능해 여행객들의 선호도가 높은 여행지인 일본 엔화는 11년 7월 고점을 기록한 이후 15년 6월까지 40% 이상 하락하며 가격 메리트를 강화시켰지만 안전 자산 선호 현상과 함께 강세로 돌아선 상황이다. 따라서 현지 발생 비용 측면의 환율 효과를 고려한다면 일본행 여행객 둔화 가능성은 충분하다. 하지만 이런 엔화 강세는 우리와는 반대로 일본인들의 해외 여행 욕구를 자극시켜 일본인의 우리나라로의 여행 수요로 연결될 수 있어 현지 판매망을 가지고 있는 대형 항공사는 수혜를 볼 수 있다.

달러화 가치 역시 미국 금리 인상 기대감에 따라 지속적으로 강세를 보여왔지만 출국자수는 꾸준히 증가하는 것이 확인된다. 엔화 약세에 따른 일본 출국 수요를 제외하더라도 증가하고 있어 과거에 비해 환율 효과가 약해진 것이다.

원/엔 환율과 내국인 일본 출국자수



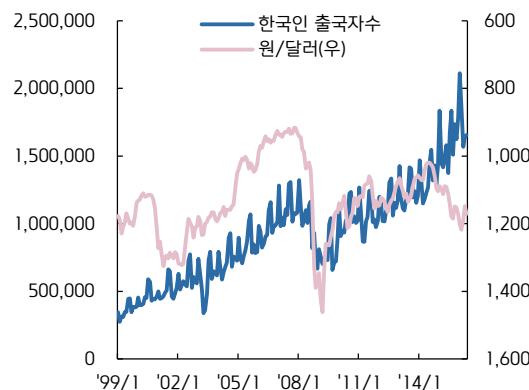
자료: Bloomberg, 한국관광공사

원/엔 YoY 환율과 일본인 입국자수 YoY



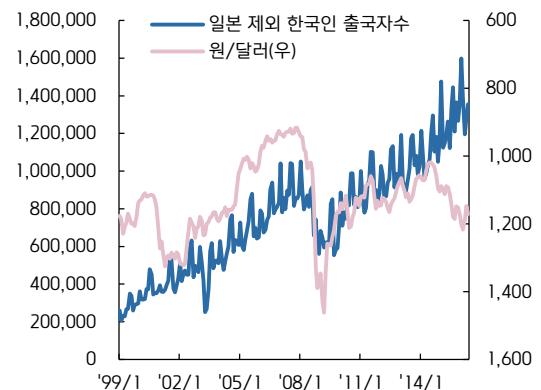
자료: Bloomberg, 한국관광공사

원/달러 환율과 내국인 출국자수



자료: Bloomberg, 한국관광공사

원/달러 환율과 일본 제외 내국인 출국자수

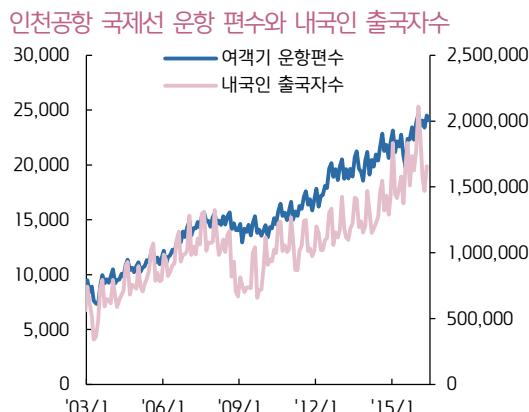


자료: Bloomberg, 한국관광공사

>>> 단거리 노선 공급 증가와 가격 메리트 강화

신형 항공기 투입과 신규 LCC설립 등 공급 확대 국면 지속

환율 효과가 약해진 이유는 항공사 공급 확대에서 찾을 수 있다. 기존 양대 항공사와 신설 저가 항공사, 그리고 외항사까지 인천공항 국제선 운항 편수는 꾸준히 증가하고 있다. 항공사들의 운항 편수가 중요한 이유는 매력적인 신규 여행지를 제공한다는 점 외에도 적정 탑승률을 유지하기 위한 정책을 항공사가 구사한다는 점이다. 탑승률이 낮아도 경쟁이 심하지 않아 높은 가격을 유지할 수 있는 국내선과 운수권 확보로 독점적 권리를 가지고 있는 일부 국제선을 제외하면 탑승률을 높이는 것이 수익성을 유지하기 위한 가장 좋은 방법이기 때문이다. 국내 최대 LCC인 제주항공은 이미 2대가 순증한 24대를 운영중이며, 진에어 21대, 이스타항공 17대까지 항공기를 늘렸고 하반기에도 추가적으로 항공기 도입이 예정되어 있는 가운데 아시아나항공의 새로운 LCC인 에어서울도 국제선 운항을 위한 국내선 운항을 시작함에 따라 단거리 노선 공급은 계속 증가할 전망이어서 고객 확보 경쟁이 나타날 수 밖에 없다.

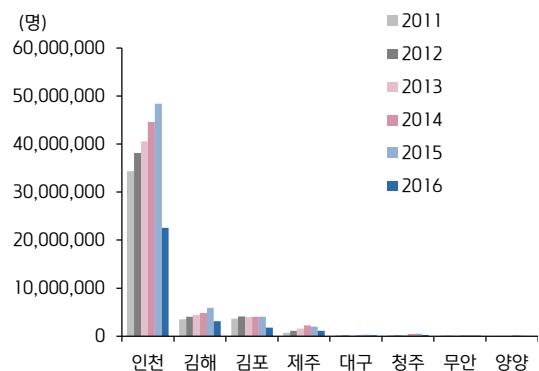


자료: 인천공항공사, 한국관광공사



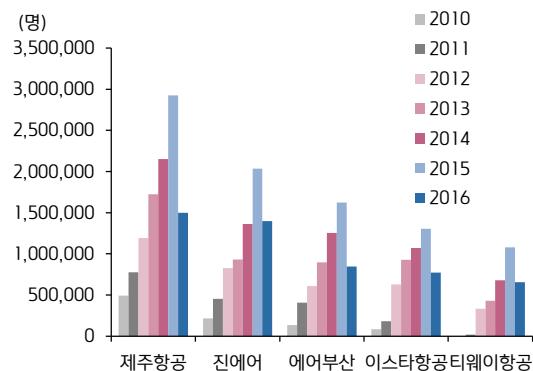
자료: 대한항공

국내 주요 공항 국제선 이용객수



자료: 국토교통부, 16년은 5월까지 누적

항공사별 국제선 송객수

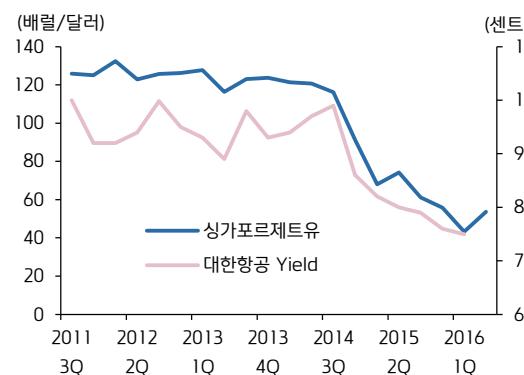


자료: 국토교통부, 16년은 5월까지 누적

저유가 수혜와 수요 확보 경쟁으로 항공권 가격 메리트 강화

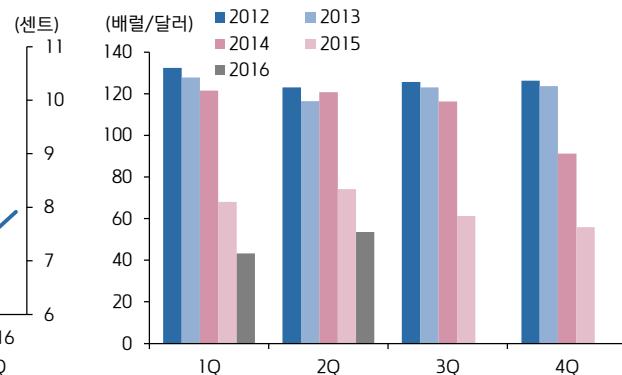
국제 유가가 낮은 수준에 머물고 있다는 점도 호재이다. 항공사는 비용 측면에 있어서 유류비가 가장 큰 비중을 차지하고 있고 유가 등락이 운임으로 연결된다. 따라서 계속되는 저유가는 항공사가 수익성을 유지하면서 항공권 가격 인하 여력을 늘려주고, 여행사 패키지 상품 가격 하락으로 연결되며 여행 수요를 유인할 수 있기 때문이다. 싱가포르 제트유 기준 국제 유가는 급락세는 마무리되며 1Q 저점 대비 50% 수준의 반등을 나타내고 있지만 지난 해 7월 초에는 배럴 당 70 달러 수준에서 거래가 이루어졌다는 점과 지난 수년간의 국제 유가를 고려하면 여전히 낮은 수준에 머무르고 있어 항공 운임이 수요를 둔화시킬 수준으로 급등하지는 않을 전망이다.

대한항공 국제선 여객 Yield와 싱가포르 제트유



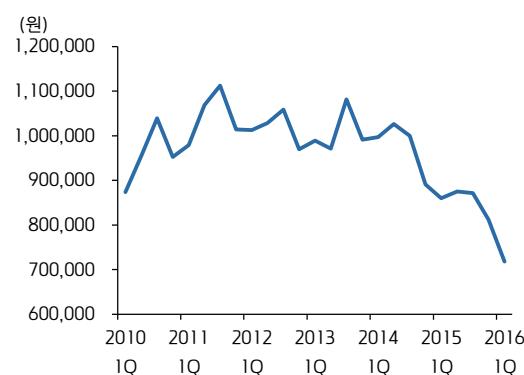
자료: 대한항공, Bloomberg

싱가포르 제트유 연도별 분기 평균가



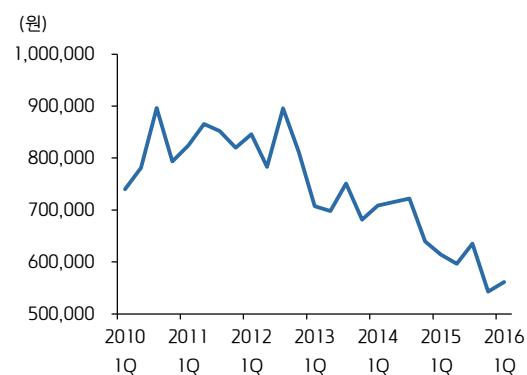
자료: Bloomberg

하나투어 패키지 상품 가격 추이



자료: 하나투어

하나투어 항공권 판매 가격 추이



자료: 하나투어



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



기업분석

하나투어
(039130)

BUY(Maintain)/목표주가 110,000원
면세점 말고 공항에 가보자

대한항공
(003490) BUY(Maintain)/목표주가 36,000원
호황이 계속되는 여객 사업, 불확실성이 남아 있는 자회사

아시아나항공
(020560)

BUY(Maintain)/목표주가 5,500원
마침내 에어서울 취항

하나투어 (039130)

**BUY(Maintain)****주가(07/15) 77,300원****목표주가 110,000원**

기저효과와 광고비 등 비용 이슈, 그리고 면세점 부진 지속에 따라 2분기는 7억원의 영업적자가 예상된다. 면세점 매장 구성과 입점 속도가 기대치에 미치지 못하고 있는 것은 사실이다. 하지만 면세점과 호텔은 새로운 먹거리인 인바운드 수요 확보에 차별화 요인이며, 기존 사업과의 시너지 창출도 시간 문제라는 기존 의견은 유지한다. 또한 LCC 기대 확대는 출국 수요 증가로 직결될 것이란 점도 긍정적이다. 따라서 수익 추정치 하향으로 목표주가는 '110,000원'으로 하향 하지만 투자의견 'BUY'는 유지한다.

Stock Data

KOSPI (07/15)	2,017.26pt
시가총액	8,979억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	187,500원 77,800원
최고/최저가 대비 등락	-58.45% 0.13%
주가수익률	절대 상대
1M	-10.0%
6M	-18.3%
1Y	-51.3%
	-11.7% -22.8% -50.1%

Company Data

발행주식수	11,616천주
일평균 거래량(3M)	132천주
외국인 지분율	19.24%
배당수익률(16.E)	1.39%
BPS(16.E)	17,418원
주요 주주	박상환 외 23인
	18.72%

Price Trend**면세점 말고 공항에 가보자****>>> 면세점 정상화는 시간의 문제**

출범 이후 적자를 이어가고 있는 면세점은 매장 구성과 입점 속도 측면에서 당초 기대에 미치지 못하고 있는 것은 사실이지만 면세점 정상화는 가능여부가 아니라 시간상의 문제라고 판단한다. 면세점 수가 늘어나면서 고객 확보 경쟁이 치열해지고 있는 것도 수익 창출 시기를 지연시키고 있지만 자회사를 통해 인바운드 여행 사업을 진행하고 있고, 아웃바운드 고객도 확보하고 있다는 점에서 본점과 인터넷 상품 구성이 정상적으로 마무리되면 경쟁사들 대비 빠른 회복이 가능할 것이다.

>>> 출국 여행 시장에서의 경쟁력 강화

전체 출국자에서 하나투어 M/S는 지난 4월 23.8%를 달성했고, 패키지 송객기준으로도 15.7%로 YoY 기준 단순 송객수 증가가 아니라 M/S가 높아지고 있다. 여행사의 경쟁력은 다양한 상품 구성과 취소 없는 출발, 그리고 낮은 가격이라는 점에서 하나투어의 M/S 상승은 가장 큰 경쟁력으로 연결될 것이다.

>>> 인&아웃바운드 포트폴리오 강화 진행중

2분기는 기저 효과와 광고비를 비롯한 비용 이슈가 겹쳐지며 IFRS 연결 기준 7억원의 영업적자가 예상된다. 하지만 아웃바운드의 경쟁력 확대와 면세점과 호텔을 통한 인바운드 경쟁력 강화라는 포트폴리오는 변함없이 진행되고 있다. 따라서 수익 추정치 하향으로 목표주가는 '110,000원'으로 하향하지만 투자의견 'BUY'는 유지한다.

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	3,855	4,594	6,301	7,634	8,993
보고영업이익(억원)	404	447	395	660	843
핵심영업이익(억원)	404	447	395	660	843
EBITDA(억원)	476	540	475	744	931
세전이익(억원)	462	469	462	782	988
순이익(억원)	354	342	188	318	402
지배주주지분순이익(억원)	334	317	184	312	394
EPS(원)	2,879	2,732	1,586	2,682	3,388
증감율(%YoY)	-1.5	-5.1	-42.0	69.2	26.3
PER(배)	27.1	42.1	72.5	42.9	33.9
PBR(배)	5.0	6.8	6.6	6.1	5.6
EV/EBITDA(배)	15.7	23.1	24.0	15.0	11.6
보고영업이익률(%)	10.5	9.7	6.3	8.6	9.4
핵심영업이익률(%)	10.5	9.7	6.3	8.6	9.4

>>> 면세점 말고 공항에 가보자

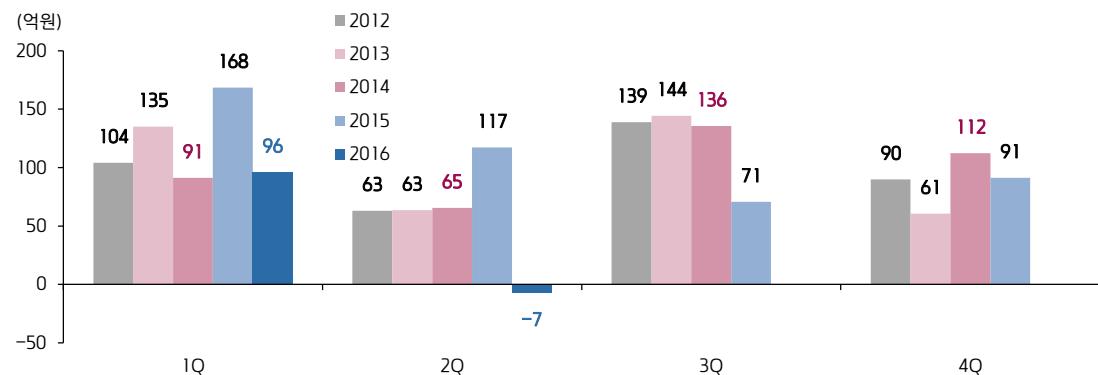
2Q 영업이익 -7억원, 기저효과, 일본 지진, 광고비 집행과 면세점 정상화 지연 영향

면세점과 호텔은 인바운드 사업의 차별화 요인이다 아웃바운드 사업과 시너지 효과로도 연결

하나투어는 지난 2분기 -7억원의 다소 아쉬운 영업이익이 예상된다. 황금 연휴가 있었던 지난 해의 기저효과 외에도 TV 광고비가 추가 집행됐고, 면세점 관련 손실도 지난 1분기에 이어 추가 발생했을 것으로 전망되기 때문이다. 하나투어는 지난 해 인천공항 면세점 오픈 이후 시내면세점, 그리고 인터넷 면세점을 순차적으로 오픈하고 있고 호텔 사업도 3호 호텔까지 확대시키면서 비용 이슈가 발생하고 있다. 경험이 축적된 여행업과 달리 면세점은 운영 경험이 많지 않고 매장 구성도 생각보다 지연되고 있고, 경쟁사들과의 고객 확보 경쟁도 나타나고 있기 때문이다.

하지만 하나투어가 여행업과 무관한 신규 사업에 진출한 것이 아니라 기존 주력 사업인 아웃바운드 사업과 시너지가 분명히 발생할 수 있는 사업이며, 향후 먹거리가 될 인바운드 여행 사업에 있어서도 차별화를 만들어 낼 수 있는 사업이란 점은 분명하다. 따라서 면세점 BEP 도달이 늦어지고 있는 것은 아쉬운 점이며 이에 따른 실적 추정치 하향으로 목표주가는 '110,000원'으로 하향 조정하지만 장기적 관점에서의 아웃바운드와 인바운드 여행사를 위한 포트폴리오 구성은 변함없이 진행되고 있다는 점에서 투자의견 'BUY'는 유지한다.

하나투어 분기별 영업이익



자료: 하나투어, 기움증권 추정

손익계산서

12월 결산	(단위: 억원)				
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	3,855	4,594	6,301	7,634	8,993
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,855	4,594	6,301	7,634	8,993
판매비및일반관리비	3,450	4,147	5,906	6,974	8,150
영업이익(보고)	404	447	395	660	843
영업이익(핵심)	404	447	395	660	843
영업외손익	58	22	67	122	145
이자수익	43	37	55	86	103
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	21	29	13	0	0
이자비용	3	4	1	0	0
외환손실	23	43	28	0	0
관계기금지분법손익	4	-5	-1	0	0
투자및기타자산처분손익	3	-8	1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-4	-5	0	0	0
기타	16	21	30	36	42
법인세차감전이익	462	469	462	782	988
법인세비용	108	128	274	464	586
유효법인세율 (%)	23.4%	27.2%	59.3%	59.3%	59.3%
당기순이익	354	342	188	318	402
지분법적용순이익(억원)	334	317	184	312	394
EBITDA	476	540	475	744	931
현금순이익(Cash Earnings)	425	434	269	403	490
수정당기순이익	355	351	187	318	402
증감율(%, YoY)					
매출액	9.3	19.2	37.2	21.1	17.8
영업이익(보고)	0.2	10.6	-11.7	67.1	27.7
영업이익(핵심)	0.2	10.6	-11.7	67.1	27.7
EBITDA	4.4	13.4	-11.9	56.5	25.2
지배주주지분 당기순이익	-1.5	-5.1	-42.0	69.2	26.3
EPS	-1.5	-5.1	-42.0	69.2	26.3
수정순이익	-2.5	-0.9	-46.8	70.2	26.3

대차대조표

12월 결산	(단위: 억원)				
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,164	3,402	4,068	4,653	5,317
현금및현금성자산	1,139	1,465	1,538	1,588	1,706
유동금융자산	1,139	730	1,001	1,213	1,429
매출채권및유동채권	876	1,115	1,529	1,852	2,182
재고자산	10	93	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,210	1,641	1,967	2,259	2,572
장기매출채권및기타비유동채권	215	296	406	492	579
투자자산	350	500	596	673	751
유형자산	463	593	707	811	907
무형자산	123	169	139	115	95
기타비유동자산	58	83	118	169	240
자산총계	4,374	5,044	6,035	6,912	7,888
유동부채	2,430	2,754	3,690	4,418	5,160
매입채무및기타유동채무	1,304	1,381	1,894	2,294	2,703
단기차입금	140	199	199	199	199
유동성장기차입금	15	24	24	24	24
기타유동부채	971	1,151	1,573	1,900	2,234
비유동부채	64	116	127	136	144
장기매입채무및비유동채무	21	29	39	48	56
사채및장기차입금	38	82	82	82	82
기타비유동부채	5	6	6	6	6
부채총계	2,494	2,871	3,817	4,553	5,304
자본금	58	58	58	58	58
주식발행후과금	607	607	607	607	607
이익잉여금	1,186	1,349	1,404	1,554	1,785
기타자본	-48	-45	-45	-45	-45
지배주주지분자본총계	1,803	1,969	2,023	2,174	2,405
비지배주주지분자본총계	77	204	194	185	180
자본총계	1,880	2,173	2,217	2,359	2,584
순차입금	-2,086	-1,890	-2,234	-2,496	-2,830
총차입금	193	305	305	305	305

현금흐름표

12월 결산	(단위: 억원)				
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,015	348	784	729	824
당기순이익	354	342	188	318	402
감가상각비	40	55	50	60	69
무형자산상각비	32	37	30	24	20
외환손익	-2	2	16	0	0
자산처분손익	3	11	-1	0	0
지분법손익	-4	5	1	0	0
영업활동자산부채 증감	526	-199	515	327	333
기타	67	95	-16	0	0
투자활동현금흐름	-395	-9	-567	-503	-530
투자자산의 처분	-224	239	-368	-288	-294
유형자산의 처분	3	4	0	0	0
유형자산의 취득	-103	-164	-164	-164	-164
무형자산의 처분	-35	-81	0	0	0
기타	-36	-8	-35	-50	-72
재무활동현금흐름	-296	-22	-143	-177	-177
단기차입금의 증가	95	31	0	0	0
장기차입금의 증가	18	61	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-141	-161	-144	-177	-177
기타	-267	47	0	0	0
현금및현금성자산의 순증가	321	326	73	50	118
기초현금및현금성자산	819	1,139	1,465	1,538	1,588
기말현금및현금성자산	1,139	1,465	1,538	1,588	1,706
Gross Cash Flow	490	547	269	403	490
Op Free Cash Flow	768	-26	731	747	897

투자지표

12월 결산	(단위: 원, 배, %)				
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,879	2,732	1,586	2,682	3,388
BPS	15,521	16,952	17,418	18,713	20,700
주당EBITDA	4,098	4,647	4,093	6,406	8,017
CFPS	3,662	3,735	2,312	3,466	4,222
DPS	1,300	1,500	1,600	1,600	1,600
주가배수(배)					
PER	27.1	42.1	72.5	42.9	33.9
PBR	5.0	6.8	6.6	6.1	5.6
EV/EBITDA	15.7	23.1	24.0	15.0	11.6
PCFR	21.3	30.8	49.7	33.2	27.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.5	9.7	6.3	8.6	9.4
영업이익률(핵심)	10.5	9.7	6.3	8.6	9.4
EBITDA margin	12.3	11.7	7.5	9.7	10.4
순이익률	9.2	7.4	3.0	4.2	4.5
자기자본이익률(ROE)	18.6	16.9	8.6	13.9	16.3
투하자본이익률(ROIC)	-77.8	-70.6	-57.5	-58.1	-57.4
안정성(%)					
부채비율	132.7	132.1	172.1	193.0	205.2
순차입금비율	-111.0	-87.0	-100.8	-105.8	-109.5
이자보상배율(배)	148.9	110.4	293.9	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	4.2	4.6	4.8	4.5	4.5
재고자산회전율	526.9	89.0	135.4	N/A	N/A
매입채무회전율	3.4	3.4	3.8	3.6	3.6



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

대한항공 (003490)



BUY(Maintain)

주가(7/15) 26,800원

목표주가 36,000원

대한항공은 지난 2분기 1,558억원의 영업이익이 예상되지만 영업외 측면에서는 이자비용과 외화환산손실 등이 더해짐에 따라 순적자는 불가피할 전망이다. 여행 성수기에 진입하는 3분기에도 저유가와 강한 여객 수요를 바탕으로 영업 실적 개선 추세는 이어질 전망이지만 해운 자회사 관련 불확실성이 완전히 해소되지 못하고 있다는 점은 아쉬운 상황이다. 따라서 목표주가 '36,000원'과 투자 의견 'BUY'를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (07/15)	2,017.26pt
시가총액	19,521억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	39,650원 23,200원
최고/최저가 대비 등락	-34.93% 11.21%
주가수익률	절대 상대
1M	-2.3% -4.1%
6M	1.8% -3.7%
1Y	-34.6% -33.0%

Company Data

발행주식수	73,951천주
일평균 거래량(3M)	326천주
외국인 지분율	15.09%
배당수익률(16.E)	0.00%
BPS(16.E)	26,330원
주요 주주	한진칼 외 8인
	35.61%

Price Trend



호황이 계속되는 여객 사업, 불확실성이 남아 있는 자회사

>>> 양호한 영업이익, 아쉬운 영업외손익

대한항공은 지난 2Q 저유가에 따른 비용절감과 강하게 유지되는 수요 효과에 따라 IFRS 연결 기준 매출액 2조 8,274억원(YoY 기준 +1.5%)와 영업이익 1,558억원(흑자전환)이 예상된다. 하지만 영업외 측면에서는 보유중인 한진해운 주가 하락과 원화 가치 하락에 따른 외화환산손실, 그리고 이자비용 등이 더해지며 순적자가 불가피할 전망이다.

>>> 여객 사업부 실적 개선 지속

사드 배치 관련 중국 노선의 불확실성은 남아있지만 경쟁 부담이 낮은 장거리 노선에 대한 지배력과 엔화 강세에 따른 일본 발권 매출 증가, 저유가 지속 등 항공업, 특히 여객사업부의 실적 개선 추세는 무난하게 이어질 것으로 전망한다.

>>> 해운 자회사 관련 불확실성 해소 필요

다만 해운자회사 관련 불확실성 해소 과정은 좀 더 지켜볼 필요가 있다고 판단된다. 기대와 달리 추가 지원 가능성이 완전히 사라지지 않고 있기 때문이다. 대한항공의 부채비율과 추가적인 투자 필요성을 고려하면 지원 가능성은 높지 않다고 판단되지만 확인 과정을 거친 이후 접근이 바람직할 전망이다. 따라서 투자의견 'BUY'와 목표주가 '36,000원'을 유지한다.

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	119,097	115,448	118,859	122,333	131,646
보고영업이익(억원)	3,953	8,831	10,430	9,900	10,624
핵심영업이익(억원)	3,953	8,831	10,430	9,900	10,624
EBITDA(억원)	19,884	25,340	26,891	26,318	27,005
세전이익(억원)	-4,417	-4,864	673	5,383	6,050
순이익(억원)	-6,129	-5,630	76	4,080	4,586
자체주주지분순이익(억원)	-6,354	-5,650	77	4,142	4,655
EPS(원)	-9,724	-7,864	102	5,492	6,172
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	5,286.1	12.4
PER(배)	-4.6	-3.5	271.7	5.0	4.5
PBR(배)	1.3	0.8	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA(배)	8.3	6.2	5.9	5.6	5.0
보고영업이익률(%)	3.3	7.6	8.8	8.1	8.1
핵심영업이익률(%)	3.3	7.6	8.8	8.1	8.1

>>> 여객 부문 호조 지속, 영업외 불확실성 해소 필요

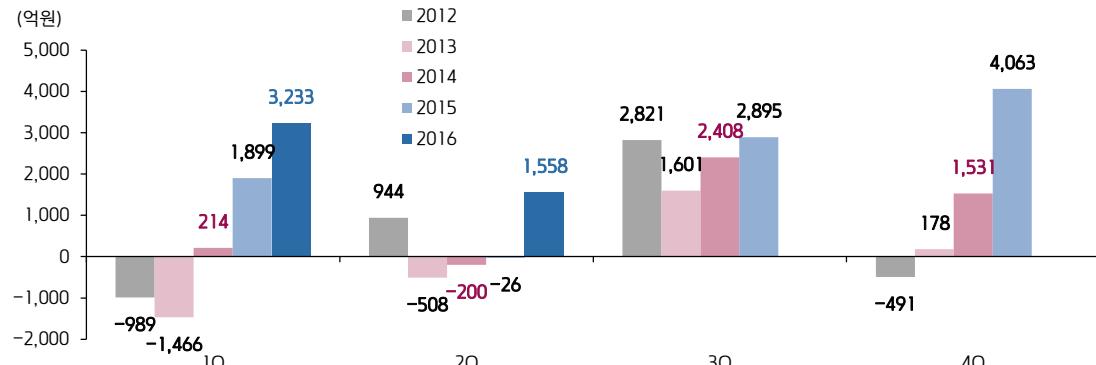
2Q 영업이익 1,558억원, 돋보이는 노선 다양성, 자회사 관련 불확실성은 지속

여객 부문 호조는 3분기에도 지속 전망

대한항공은 지난 2분기 IFRS 연결 기준 매출액 2조8,274억원(YoY +1.5%), 영업이익 1,558억원(흑자 전환)이 예상된다. 지난 15년 2분기는 5월 황금 연휴와 6월 메르스 발생 등 호재와 악재가 함께 발생했던 시기지만 싱가포르 제트유 기준 국제 유가는 배럴 당 74달러로 하락세가 본격화된 시기는 아니었다. 반면 금년 2분기는 제트유 평균은 배럴 당 53달러로 낮았지만 연휴 효과가 크지 않아 장거리 노선 수요가 강하지 못했고, 수요가 몰리는 일본에 지진이 발생했다는 점이 일부 영향을 미친 것으로 해석된다. 영업외에서는 1분기 말 대비 추가적인 원화 약세가 진행되며 외화환산손실과 한진해운 주가 하락 관련 손실, 그리고 이자비용이 더해짐에 따라 순이익은 적자가 불가피할 전망이다.

대한항공 여객 부문의 실적 개선은 3분기에도 이어질 것으로 전망하는데 화물은 비수기이지만 여객이 계절적 성수기에 진입했기 때문이다. 김포-제주 노선의 초호황은 물론이고 국제선도 수요가 급증하는 가운데 저유가 수혜도 계속되고 있기 때문이다. 다만 자회사 관련 불확실성 해소는 시급하다고 판단되는데 손실 규모 및 추가 지원에 대한 불안감이 남아 있기 때문이다. 따라서 우리는 불확실성 해소는 확인된 이후 강세가 이어지는 여객 영업 상황이 주가에 반영될 것으로 전망함에 따라 투자의견 'BUY' 와 목표주가 '36,000원'을 유지한다.

대한항공 분기별 영업이익



자료: 대한항공, 키움증권 추정

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	119,097	115,448	118,859	122,333	131,646
매출원가	103,895	95,174	96,278	99,737	107,355
매출총이익	15,202	20,274	22,581	22,596	24,292
판매비및일반관리비	11,249	11,443	12,151	12,696	13,668
영업이익(보고)	3,953	8,831	10,430	9,900	10,624
영업이익(핵심)	3,953	8,831	10,430	9,900	10,624
영업외손익	-8,370	-13,695	-9,757	-4,517	-4,574
이자수익	404	400	354	412	436
배당금수익	24	43	176	204	217
외환이익	3,862	3,603	2,854	0	0
이자비용	4,124	3,707	3,854	3,910	3,910
외환손실	6,522	9,732	2,568	0	0
관계기금지분법손익	71	175	-370	0	0
투자및기타자산처분손익	-1,090	-1,715	-24	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2,112	-1,760	-1,323	0	0
기타	1,115	-1,002	-5,001	-1,223	-1,316
법인세차감전이익	-4,417	-4,864	673	5,383	6,050
법인세비용	-1,569	-855	597	1,303	1,464
유형법인세율 (%)	35.5%	17.6%	88.7%	24.2%	24.2%
당기순이익	-6,129	-5,630	76	4,080	4,586
지분법적용순이익(억원)	-6,354	-5,650	77	4,142	4,655
EBITDA	19,884	25,340	26,891	26,318	27,005
현금순이익(Cash Earnings)	9,801	10,880	16,537	20,498	20,967
수정당기순이익	-4,064	-2,766	1,097	4,080	4,586
증감율(% YoY)					
매출액	0.5	-3.1	3.0	2.9	7.6
영업이익(보고)	N/A	123.4	18.1	-5.1	7.3
영업이익(핵심)	N/A	123.4	18.1	-5.1	7.3
EBITDA	21.0	27.4	6.1	-2.1	2.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	5,286.1	12.4
EPS	N/A	N/A	N/A	5,286.1	12.4
수정순이익	N/A	N/A	N/A	271.9	12.4

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	49,480	32,891	29,396	39,700	52,225
현금및현금성자산	7,966	9,675	8,977	18,931	29,876
유동금융자산	2,921	3,396	3,496	3,598	3,872
매출채권및유동채권	13,988	14,378	11,886	12,233	13,165
재고자산	4,302	4,906	4,485	4,369	4,702
기타유동비금융자산	20,304	536	552	568	612
비유동자산	185,177	208,912	205,690	203,024	201,393
장기매출채권및기타비유동채권	6,010	6,581	6,775	6,973	7,504
투자자산	9,895	11,442	11,207	11,478	11,936
유형자산	157,781	178,507	175,398	172,288	169,179
무형자산	3,312	2,947	2,596	2,287	2,016
기타비유동자산	8,179	9,435	9,714	9,997	10,759
자산총계	234,657	241,804	235,086	242,724	253,619
유동부채	74,419	84,504	80,379	80,965	82,537
매입채무및기타유동채무	18,770	23,627	19,485	20,055	21,581
단기차입금	16,345	8,694	8,694	8,694	8,694
유동성장기차입금	37,191	51,617	51,617	51,617	51,617
기타유동부채	2,112	565	582	599	645
비유동부채	138,227	132,309	135,146	138,117	142,854
장기매입채무및비유동채무	15,518	12,755	13,132	13,516	14,545
사채및장기차입금	95,901	89,569	89,569	89,569	89,569
기타비유동부채	26,808	29,985	32,445	35,032	38,740
부채총계	212,646	216,813	215,524	219,082	225,391
자본금	2,989	3,698	3,698	3,698	3,698
주식발행후차과금	1,749	6,029	6,029	6,029	6,029
이익잉여금	13,895	7,943	8,020	12,161	16,817
기타자본	188	698	698	698	698
지배주주지분자본총계	20,909	23,871	18,444	22,586	27,241
비지배주주지분자본총계	1,102	1,119	1,118	1,056	987
자본총계	22,012	24,990	19,562	23,642	28,228
순차입금	138,551	136,810	137,407	127,351	116,133
총차입금	149,437	149,880	149,880	149,880	149,880

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	18,636	27,280	10,340	20,847	21,525
당기순이익	-6,129	-5,630	76	4,080	4,586
감가상각비	15,580	16,109	16,109	16,109	16,109
무형자산상각비	350	400	351	309	272
외환손익	2,336	4,946	-285	0	0
자산처분손익	1,243	1,781	24	0	0
지분법손익	-71	-175	370	0	0
영업활동자산부채 증감	-3,457	524	-1,045	525	763
기타	8,785	9,325	-5,261	-176	-204
투자활동현금흐름	-10,649	4,187	-13,497	-13,481	-14,289
투자자산의 처분	-3,439	18,779	-193	-197	-528
유형자산의 처분	3,820	3,183	0	0	0
유형자산의 취득	-11,206	-17,427	-13,000	-13,000	-13,000
무형자산의 처분	1	3	0	0	0
기타	175	-351	-303	-284	-761
재무활동현금흐름	-11,379	-29,966	2,459	2,587	3,708
단기차입금의 증가	-43,940	-48,856	0	0	0
장기차입금의 증가	24,624	8,566	0	0	0
자본의 증가	0	4,942	0	0	0
배당금지급	-141	-141	0	0	0
기타	8,077	5,523	2,459	2,587	3,708
현금및현금성자산의 순증가	-3,302	1,709	-698	9,954	10,944
기초현금및현금성자산	11,268	7,966	9,675	8,977	18,931
기말현금및현금성자산	7,966	9,675	8,977	18,931	29,876
Gross Cash Flow	22,093	26,756	11,385	20,322	20,762
Op Free Cash Flow	3,817	6,887	10,322	11,447	12,197

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-9,724	-7,864	102	5,492	6,172
BPS	34,732	33,637	26,330	31,822	37,994
주당EBITDA	31,546	35,398	36,194	35,424	36,348
CFPS	15,549	15,198	22,258	27,590	28,221
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-4.6	-3.5	271.7	5.0	4.5
PBR	1.3	0.8	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA	8.3	6.2	5.9	5.6	5.0
PCFR	2.9	1.8	1.2	1.0	1.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.3	7.6	8.8	8.1	8.1
영업이익률(핵심)	3.3	7.6	8.8	8.1	8.1
EBITDA margin	16.7	21.9	22.6	21.5	20.5
순이익률	-5.1	-4.9	0.1	3.3	3.5
자기자본이익률(ROE)	-24.8	-24.0	0.3	18.9	17.7
투하자본이익률(ROIC)	1.6	4.3	4.7	4.5	5.0
안정성(%)					
부채비율	966.1	867.6	1,101.7	926.7	798.5
순차입금비율	629.4	547.5	702.4	538.7	411.4
이자보상배율(배)	1.0	2.4	2.7	2.5	2.7
활동성(배)					
매출채권회전율	9.1	8.1	9.1	10.1	10.4
재고자산회전율	26.6	25.1	25.3	27.6	29.0
매입채무회전율	6.2	5.4	5.5	6.2	6.3



아시아나항공 (020560)



BUY(Maintain)

주가(7/15) 4,595원

목표주가 5,500원

프리미엄과 저비용 사이에서 애매한 위치에 놓여있던 아시아나항공은 에어서울을 취항을 시작으로 가격과 서비스의 차별적인 정책 구사가 가능하게 됐다. 단거리 노선 경쟁이 더욱 심화되고 있고 수요자들의 요구가 다양해지고 있는 상황을 고려하면 가격을 중시하는 단거리 수요와 서비스를 중시하는 장거리 수요를 한 회사가 동시에 확보하기 어렵기 때문이다. 따라서 3분기 성수기 이후 에어서울 국제선 취항과 함께 아시아나항공의 변화를 주목할 필요가 있다고 판단하며 투자의견 'BUY'와 목표주가 '5,500원'을 유지한다.

Stock Data

KOSPI (07/15)	2,017.26pt
시가총액	8,965억원
52주 주가동향	최고가 7,000원 최저가 4,080원
최고/최저가 대비 등락	-35.07% 11.40%
주가수익률	절대 상대 1M 4.7% 6M 6.2% 1Y -33.8%
	2.8% 0.4% -32.2%

Company Data

발행주식수	195,101천주
일평균 거래량(3M)	636천주
외국인 지분율	5.07%
배당수익률(13.E)	0.00%
BPS(13.E)	4,663원
주요 주주	금호산업 외 4인
	30.09%

Price Trend



마침내 에어서울 취항

>>> 인천 출발 LCC 확보

아시아나항공은 이미 에어부산 지분 46%를 보유하고 있지만 에어부산은 일반적인 LCC로 분류하기보다는 부산을 거점으로 하고 있는 지역 항공사의 특징이 강한 항공사이다. 따라서 한국 국제선 이용객의 80% 이상을 차지하는 인천공항 취항이 가능한 LCC가 필요한 상황이었지만 에어서울 취항은 계속 지연되어 왔다.

>>> 적극적인 가격 경쟁 가능

마침내 에어서울이 국내선을 시작으로 운항하기 시작했고 4분기에는 국제선 취항도 기대된다. 아시아나항공이 프리미엄 항공사와 LCC사이에서 다소 애매한 위치를 가지고 있었다는 점에서 4분기부터 노선 별로 선택과 집중이 가능해질 것으로 기대한다.

>>> 운임과 서비스 차별화 성공이 관건

아시아나항공은 지난 2분기 IFRS 연결 기준 247억원의 영업이익이 예상된다. 저유가 상황 지속에도 유럽 테러와 일본 지진 영향이 일부 반영된 결과로 해석된다. 다만 단거리 노선 수요 확보 경쟁이 심화되고 있어 에어서울을 통해 운임과 비용 측면에서 경쟁력을 확보하고, 아시아나항공은 상용 수요 유치 및 가격 정상화를 얼마나 빠르게 이끌어 낼 수 있을지가 아시아나항공 주가 반등 폭을 결정할 것으로 전망한다. 따라서 투자의견 'BUY'와 목표주가 '5,500원'을 유지한다.

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	58,362	57,953	60,151	63,737	64,176
보고영업이익(억원)	981	983	1,996	2,197	2,671
핵심영업이익(억원)	981	983	1,996	2,197	2,671
EBITDA(억원)	4,584	5,241	6,255	6,455	6,929
세전이익(억원)	411	-1,644	827	320	798
순이익(억원)	633	-1,392	582	225	561
지배주주지분순이익(억원)	622	-1,381	579	224	558
EPS(원)	324	-713	298	115	288
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	-61.3	149.3
PER(배)	22.0	-6.5	15.5	40.1	16.1
PBR(배)	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	10.9	11.0	8.7	7.9	7.1
보고영업이익률(%)	1.7	1.7	3.3	3.4	4.2
핵심영업이익률(%)	1.7	1.7	3.3	3.4	4.2

>>> 마침내 에어서울 취항

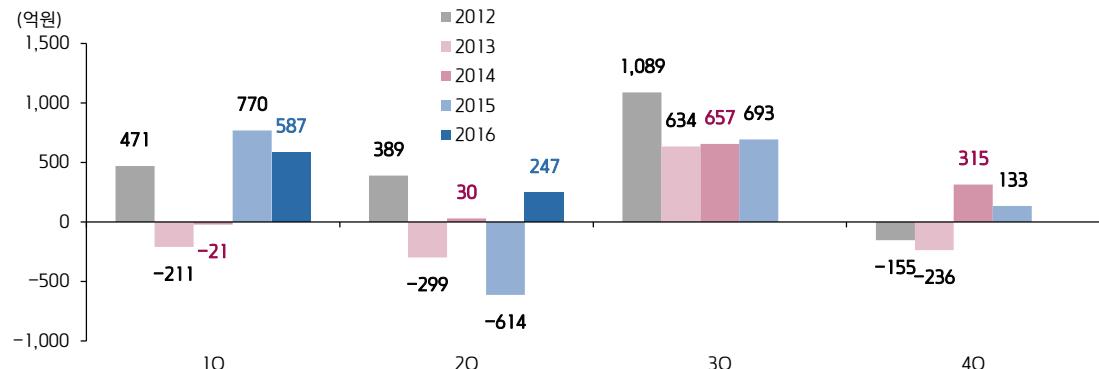
2Q 영업이익 247억원, 자회사 매각으로 재무구조는 개선

에어서울의 적극적인 가격 경쟁과 아시아나항공의 서비스 강화 기대

아시아나항공의 자회사인 에어부산은 LCC라기 보다는 부산 지역을 거점으로 하는 지역 항공사 특징이 커서 아시아나항공은 급증하는 인천발 저가 여행 수요를 흡수하지 못하고 있었다. 따라서 이번 에어서울 취항을 통해 LCC들과의 가격 경쟁이 심한 노선에 대해서 비용 절감과 가격 경쟁에 적극적으로 대응하며 저가 여행 수요를 확보할 수 있게 됐다. 또한 아시아나항공도 단거리 수요 확보 과정에서 장거리 노선 및 운수권을 가지고 있는 중국 노선에 대해서도 프리미엄 이미지가 훼손되며 운임 유지가 쉽지 않았다는 점에서 에어서울 취항으로 아시아나항공 운임과 주 고객층에 대한 변화가 나타날 것으로 전망한다.

2분기 실적은 테러 영향이 발생한 유럽 노선과 일본 지진 영향이 일부 작용하며 IFRS 연결 기준 매출액 1조3,858억원(YoY 기준 +3.9%)과 영업이익 247억원(흑자전환)이 기대되며 재무적으로도 자회사 매각 자금이 유입되며 부채비율이 개선되는 효과가 나타날 전망이다. 우리는 아시아나항공의 본격적인 주가 회복은 보유 자금이 항공업에 집중 투자되고, 에어서울의 국제선 취항으로 타겟 수요 공략에 나서는 것이 확인되는 3분기 이후가 될 것으로 판단한다. 따라서 투자의견 'BUY'와 목표주가 '5,500원'을 유지한다.

아시아나항공 분기별 영업이익



자료: 아시아나항공, 기움증권 추정

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	58,362	57,953	60,151	63,737	64,176
매출원가	51,868	51,182	47,711	49,028	49,743
매출총이익	6,495	6,771	12,440	14,710	14,434
판매비및일반관리비	5,514	5,788	10,444	12,513	11,763
영업이익(보고)	981	983	1,996	2,197	2,671
영업이익(핵심)	981	983	1,996	2,197	2,671
영업외손익	-570	-2,627	-1,169	-1,877	-1,873
이자수익	178	108	269	278	285
배당금수익	1	3	14	15	15
외환이익	1,240	1,294	722	0	0
이자비용	1,527	1,757	1,696	1,660	1,660
외환손실	1,434	2,104	740	0	0
관계기금지분법손익	256	-50	566	0	0
투자및기타자산처분손익	261	64	319	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-1	0	0	0
기타	455	-182	-623	-510	-513
법인세차감전이익	411	-1,644	827	320	798
법인세비용	-222	-252	245	95	237
유효법인세율 (%)	-54.0%	15.3%	29.7%	29.7%	29.7%
당기순이익	633	-1,392	582	225	561
지분법적용순이익(억원)	622	-1,381	579	224	558
EBITDA	4,584	5,241	6,255	6,455	6,929
현금순이익(Cash Earnings)	4,236	2,867	4,840	4,484	4,820
수정당기순이익	231	-1,445	340	225	561
증감율(% YoY)					
매출액	2.0	-0.7	3.8	6.0	0.7
영업이익(보고)	N/A	0.2	103.1	10.0	21.6
영업이익(핵심)	N/A	0.2	103.1	10.0	21.6
EBITDA	60.1	14.3	19.3	3.2	7.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	-61.3	149.3
EPS	N/A	N/A	N/A	-61.3	149.3
수정순이익	N/A	N/A	N/A	-33.8	149.3

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	13,283	12,448	16,027	19,563	21,691
현금및현금성자산	2,629	1,829	5,006	7,884	9,932
유동금융자산	3,254	3,291	3,416	3,620	3,645
매출채권및유동채권	5,571	5,200	5,397	5,719	5,758
재고자산	1,828	2,057	2,135	2,262	2,278
기타유동비금융자산	3	71	74	78	79
비유동자산	68,833	80,480	80,134	79,533	78,254
정기매출채권및기타비유동채권	6,106	6,658	6,911	7,323	7,373
투자자산	8,314	9,721	10,429	10,671	10,714
유형자산	49,066	55,456	54,066	52,677	51,287
무형자산	3,647	6,461	6,461	6,461	6,461
기타비유동자산	1,701	2,184	2,267	2,402	2,419
자산총계	82,116	92,927	96,161	99,096	99,945
유동부채	23,665	33,109	33,614	34,436	34,537
매입채무및기타유동채무	11,072	13,144	13,643	14,456	14,556
단기차입금	688	2,930	2,930	2,930	2,930
유동성장기차입금	11,835	16,887	16,887	16,887	16,887
기타유동부채	69	149	154	163	165
비유동부채	47,260	51,302	53,450	55,337	56,500
장기매입채무및비유동채무	7,340	7,560	7,846	8,314	8,371
사채및장기차입금	29,378	33,659	33,659	33,659	33,659
기타비유동부채	10,542	10,084	11,944	13,364	14,469
부채총계	70,925	84,412	87,063	89,774	91,037
자본금	9,755	9,755	9,755	9,755	9,755
주식발행후과금	11	11	11	11	11
이익잉여금	-189	-1,670	-1,091	-867	-1,261
기타자본	481	199	199	199	199
지배주주지분자본총계	10,059	8,296	8,875	9,099	8,705
비지배주주지분자본총계	1,133	219	223	224	204
자본총계	11,191	8,516	9,098	9,323	8,909
순차입금	36,020	48,356	45,054	41,972	39,899
총차입금	41,902	53,476	53,476	53,476	53,476

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,734	4,425	4,213	4,894	4,857
당기순이익	633	-1,392	582	225	561
감가상각비	3,603	4,258	4,258	4,258	4,258
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-36	587	18	0	0
자산처분손익	269	35	-319	0	0
지분법손익	-256	50	-566	0	0
영업활동자산부채 증감	220	-159	260	425	52
기타	-700	1,046	-21	-14	-15
투자활동현금흐름	-3,905	-8,515	-2,897	-3,435	-2,938
투자자산의 처분	-1,208	-4,160	-264	-431	-53
유형자산의 처분	877	63	0	0	0
유형자산의 취득	-3,327	-2,869	-2,869	-2,869	-2,869
무형자산의 처분	-42	-75	0	0	0
기타	-204	-1,474	236	-135	-17
재무활동현금흐름	-2,179	3,289	1,861	1,420	130
단기차입금의 증가	-140	5,795	0	0	0
장기차입금의 증가	-2,037	-2,505	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-2	-2	0	0	-976
기타	0	0	1,861	1,420	1,105
현금및현금성자산의 순증가	-2,360	-800	3,177	2,879	2,048
기초현금및현금성자산	4,989	2,629	1,829	5,006	7,884
기말현금및현금성자산	2,629	1,829	5,006	7,884	9,932
Gross Cash Flow	3,514	4,584	3,953	4,469	4,805
Op Free Cash Flow	1,964	1,987	3,163	3,480	3,466

투자지표

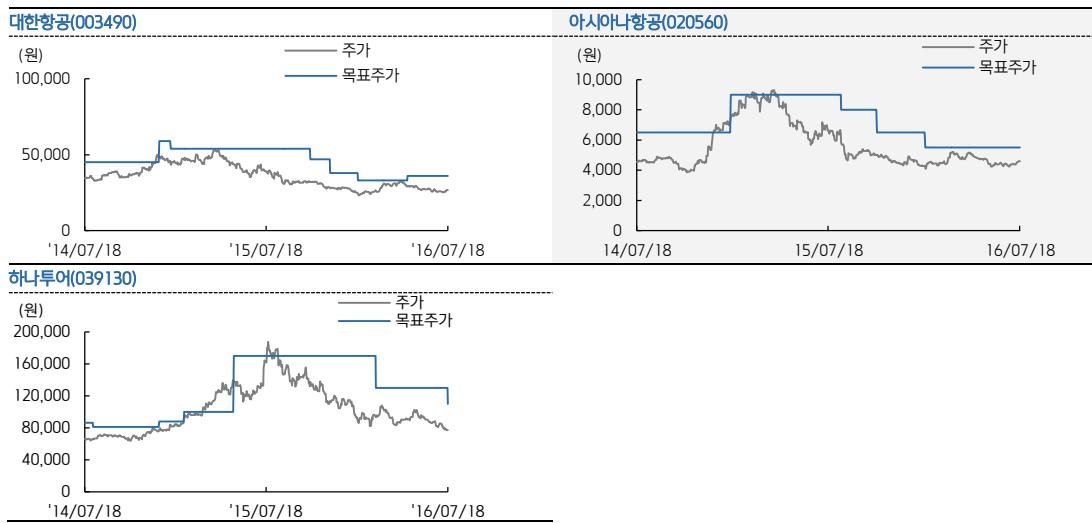
(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	324	-713	298	115	288
BPS	5,736	4,365	4,663	4,778	4,566
주당EBITDA	2,350	2,686	3,206	3,309	3,551
CFPS	2,171	1,469	2,481	2,298	2,470
DPS	0	0	0	0	500
주가배수(배)					
PER	22.0	-6.5	15.5	40.1	16.1
PBR	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	10.9	11.0	8.7	7.9	7.1
PCFR	3.3	3.2	1.9	2.0	1.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.7	1.7	3.3	3.4	4.2
영업이익률(핵심)	1.7	1.7	3.3	3.4	4.2
EBITDA margin	7.9	9.0	10.4	10.1	10.8
순이익률	1.1	-2.4	1.0	0.4	0.9
자기자본이익률(ROE)	6.3	-14.1	6.6	2.4	6.2
투하자본이익률(ROIC)	3.6	1.7	3.0	3.4	4.2
안정성(%)					
부채비율	633.8	991.2	957.0	962.9	1,021.9
순자금비율	321.9	567.8	495.2	450.2	447.9
이자보상배율(배)	0.6	0.6	1.2	1.3	1.6
활동성(배)					
매출채권회전율	10.4	10.8	11.4	11.5	11.2
재고자산회전율	32.3	29.8	28.7	29.0	28.3
매입채무회전율	5.6	4.8	4.5	4.5	4.4

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	종목명	일자	투자의견	목표주가	
대한항공(003490)	2014/07/17	BUY(Maintain)	45,000원	아시아나항공(020560)	2014/08/11	BUY(Maintain)	6,500원	
	2014/08/01	BUY(Maintain)	45,000원		2014/10/17	BUY(Maintain)	6,500원	
	2014/10/14	BUY(Maintain)	45,000원		2014/11/07	BUY(Maintain)	6,500원	
	2014/11/11	BUY(Maintain)	45,000원		2015/01/13	BUY(Maintain)	9,000원	
	2014/12/15	BUY(Maintain)	59,000원		2015/05/11	BUY(Maintain)	9,000원	
	2015/01/07	BUY(Maintain)	54,000원		2015/08/12	BUY(Maintain)	8,000원	
	2015/02/13	BUY(Maintain)	54,000원		2015/10/15	BUY(Maintain)	6,500원	
	2015/05/15	BUY(Maintain)	54,000원		2016/01/19	BUY(Maintain)	5,500원	
	2015/06/09	BUY(Maintain)	54,000원		2016/06/03	BUY(Maintain)	5,500원	
	2015/07/01	BUY(Maintain)	54,000원		2016/07/18	BUY(Maintain)	5,500원	
	2015/10/15	BUY(Maintain)	47,000원		하나투어(039130)	2014/08/04	BUY(Maintain)	81,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	38,000원		2014/10/14	BUY(Maintain)	81,000원	
	2016/01/19	BUY(Maintain)	33,000원		2014/11/04	BUY(Maintain)	81,000원	
	2016/02/03	BUY(Maintain)	33,000원		2014/12/15	BUY(Maintain)	88,000원	
	2016/04/29	BUY(Maintain)	36,000원		2015/02/03	BUY(Maintain)	100,000원	
	2016/06/03	BUY(Maintain)	36,000원		2015/05/14	BUY(Maintain)	170,000원	
	2016/07/18	BUY(Maintain)	36,000원		2015/06/29	BUY(Maintain)	170,000원	
					2015/09/16	BUY(Maintain)	170,000원	
					2016/02/24	BUY(Maintain)	130,000원	
					2016/06/03	BUY(Maintain)	130,000원	
					2016/07/18	BUY(Maintain)	110,000원	

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%