

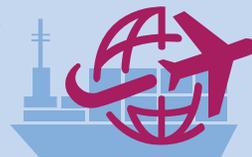
항공/여행

Overweight
(Maintain)

2017. 9. 19

18년에도 항공기 승객수는 추가 증가

아웃바운드 여객은 지난 15년부터 시작된 고성장에 따른 기저효과가, 인바운드 여객은 사드와 북핵 등 지정학적 우려가 항공사와 여행사 주가에 부담이 되고 있습니다. 하지만 우리는 18년에도 항공기 운항 편수 확대와 수요 확보를 위한 항공사간의 가격 경쟁 지속 등이 출국 수요를 자극할 것으로 기대합니다. 인바운드 여객은 지정학적 이슈 완화 시기는 속단하기 어렵지만 지리적 메리트가 유효하고, 장거리 노선 증편에 따라 미국과 동남아 지역으로부터 환승객 유입 효과도 기대하고 있습니다.



조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129

bhcho@kiwoom.com

이창희

02) 3787-4751

Jaydenlee@kiwoom.com

키움증권

Contents



Investment Summary	3
> 아웃바운드 성장률은 18년에도 지속 가능하다	3
> 인바운드 회복은 시간은 필요하겠지만 점진적 회복은 기대된다	3
> Top picks	3
I. 내국인 출국 수요	4
> 과거에는 환율과 경기 움직임에 연동	4
> 해외 여행 부담 완화와 편리성 강화로 제2차 성장 기대	6
> 제한적인 인구 증가율에도 출국자수 추가 성장 기대	7
II. 외래객 입국 수요	9
> 중국과 일본 등 상위 5개국 비중 7월 기준 67%	9
> 호텔과 지방공항 등 기반 시설 확충 및 지방공항 활성화	10
> 중국: 공급도 감소한 만큼 빠른 회복은 기대하기 어렵지만..	12
> 일본과 미국의 성장을 둔화	13
기업분석	15
> 하나투어 (039130)	16
> 제주항공 (089590)	20
> 대한항공 (003490)	24

Compliance Notice

- 당사는 9월 18일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

18년에도 항공기 이용객수는 추가 증가한다

>>> 아웃바운드: 항공기 이용 편리성 강화

성장폭이 둔화되던 내국인 출국자수는 국내 LCC들의 운항 횟수가 일정 규모를 넘어선 15년부터 급성장세로 돌아섰지만 최근에는 급성장에 따른 기저효과가 일부 반영되고 있는 것으로 판단된다. 그러나 인천공항 확장에 따른 선호 시간대 증편, 수요 확보를 위한 LCC들의 추가적인 가격 경쟁으로 신규 탑승객 유입과 여행 횟수 증가 등이 예상됨에 따라 18년에도 추가 성장이 무난할 것으로 전망한다.

>>> 인바운드: 지리적 메리트 유효

지난 16년 한국을 방문한 외래객수는 1천7백만명이었고, 이 가운데 중국인과 일본인은 각각 8백만명과 2백만명을 기록했다. 하지만 이들은 지난 7월 누적 기준 각각 YoY -46.5%와 +4.2%에 머물며 전체 방문객수도 -21.0%를 기록하고 있다. 공급이 감소했고, 지정학적 불확실성도 남아 있어 빠른 회복은 어렵겠지만 주변국과 거리 측면에서의 지리적 메리트가 여전하고, 미국과 동남아 지역 환승객 유치 경쟁력 강화도 예상되는 만큼 추가 악화보다는 반등 가능성이 높다고 판단한다.

>>> Top picks: 하나투어, 제주항공, 대한항공

우리는 다가오는 18년 아웃바운드 고객의 추가 성장과 인바운드 고객의 반등이 진행될 것으로 기대된다는 점에서 면세점과 호텔 등 인바운드 관련 사업 부진에도 불구하고 충성도 높은 패키지 고객 M/S 상승이 진행중인 하나투어 (투자의견 BUY, 목표주가 115,000원)와 경쟁이 계속되고 있는 LCC 내에서 규모의 격차를 확대시키고, 수익성 높은 부가매출 사업을 안착시키고 있는 제주항공 (투자의견 BUY, 목표주가 45,000원), 그리고 인바운드 고객 비중이 가장 높지만, 화물 비중도 가장 높고, 상대적으로 경쟁 강도가 낮은 장거리 노선에서 JV를 통해 경쟁력 강화가 기대되는 대한항공 (투자의견 BUY, 목표주가 45,000원)을 Top picks로 제시한다.

Investment Summary

>>> 아웃바운드 성장은 18년에도 지속 가능하다

저저 효과에 따른 둔화 우려보다 성장 견인 요인 강화로 추가 성장 기대

내국인 출국자수는 지난 15년부터 다시 고성장 국면에 진입했다. 인구수가 크게 늘어나지 않는 상황에서 출국자수가 늘어나면서 전체 인구 대비 출국자수 비중은 16년 기준 43.4%까지 높아졌고, 17년에도 추가 상승이 예상된다. 출국자수 비중으로만 보면 주변국가들에 비해 낮은 수준이 아니고, 소득 수준이나 인구수가 급격히 늘어나기도 어렵지만 우리는 항공 운항 편수 증가와 이에 따른 가격 경쟁, 그리고 편리성 강화 효과를 주목하고 있다. 여기에 인천공항 제2 여객터미널 개장과 함께 여행객이 선호하는 시간대의 운항 횟수 증가와 대한항공과 델타항공과의 JV를 통한 장거리 노선 확대 효과 등도 18년 출국자수 견인 요인으로 작용할 것이다.

>>> 인바운드 회복은 시간이 필요하겠지만 점진적 반등이 기대된다

공급 감소, 지정학적 불확실성은 부담이지만 중국과 일본 사이의 지리적 메리트는 여전

지난 16년 한국을 방문한 외래객수는 1천7백만명으로 YoY 기준 30.3% 성장했고, 이 가운데 중국인 8백만명, 일본인 2백2십만명, 미국인 86만명 등을 차지했지만 금년 7월 누적 YoY 기준 중국인 -46.5%, 일본인 +4.2%, 미국인 +1.3% 등 총 -21.0%에 머물고 있다. 우리나라를 방문하는 이유는 다양하겠지만 최근에 방문자수 급감 이유는 가장 큰 비중을 차지하고 있던 중국인 단체 여행객들이 사드 배치 이슈 이후 사라졌고, 북한 미사일 이슈 등도 주변국에 부정적으로 작용하고 있다고 판단된다. 그러나 인근 국가들과의 접근성과 환율 변수는 큰 변화가 없고, 미국을 포함한 장거리 노선은 항공기 도입과 JV 효과 등으로 환승객 유치 경쟁력 강화가 기대된다. 결국 공급이 이미 큰 폭으로 감소했고, 불확실성도 남아 있어 단기간에 빠른 반등은 어렵겠지만 점진적 회복 기대감은 유효하다고 판단한다.

>>> Top picks

하나투어, 제주항공, 대한항공

지난 상반기 항공사와 여행사는 낮은 국제 유가와 강한 내국인 출국 수요에도 불구하고 사드 배치와 지정학적 우려 등이 부정적으로 작용했었다. 하지만 18년 내국인 출국자수는 신규 항공사 진입에 따른 가격 메리트 지속과 인천공항 제2 여객터미널 개장에 따른 선호 시간대 운항 편수 증가, 장거리 노선 확대 등이 긍정적으로 작용할 것이며, 외래객 입국자수도 중국과 일본의 경우 지리적 메리트가 여전히 존재하고 대한항공과 델타항공과의 JV가 본격화되면서 미국과 동남아 노선의 연결편이 다양해지는 것에 대한 환승객 증가 수혜를 기대할 수 있을 것이다.

따라서 우리는 항공/여행업종 Top picks로 패키지와 항공권 판매 가운데 상품 경쟁력 차이와 진입 장벽이 존재하는 패키지 부문 시장 점유율이 높아지고 있는 하나투어 (투자의견 BUY, 목표주가 115,000원)와 수요 유치 경쟁이 심화되는 LCC 시장에서 공격적인 항공기 도입과 성공적인 부가매출 사업 도입으로 차별적 수익을 창출하고 있는 제주항공 (투자의견 BUY, 목표주가 45,000원), 그리고 외래객 이용 비중이 가장 높고, 아시아-태평양 노선 확대와 화물 부문 규모의 경제 효과가 기대되는 대한항공 (투자의견 BUY, 목표주가 45,000원)을 제시한다.

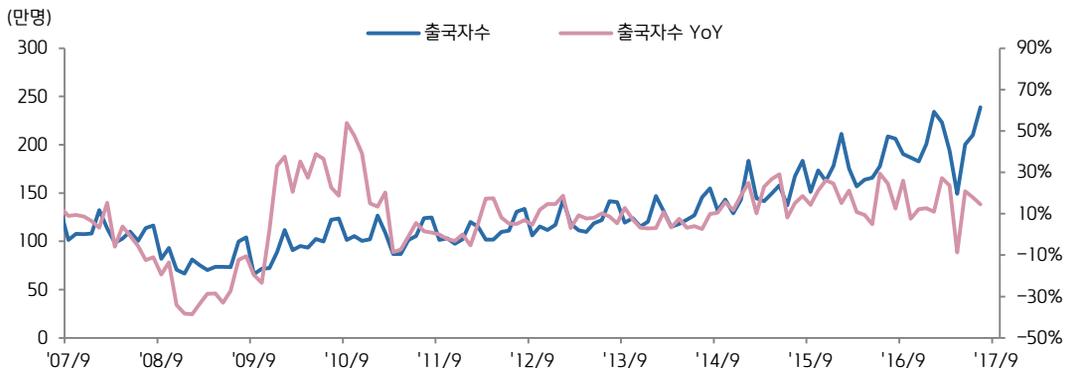
I. 내국인 출국 수요

>>> 과거에는 환율과 경기 움직임에 연동

12년부터 14년까지 내국인 출국자수 성장률은 연평균 8% 수준

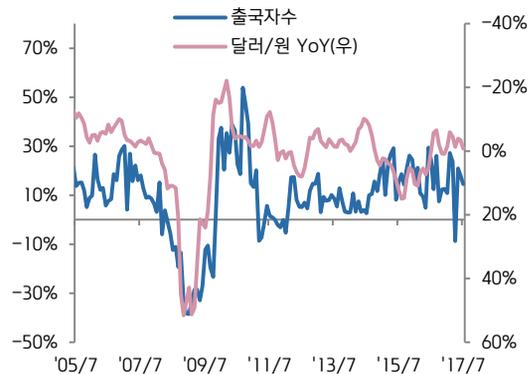
과거 내국인 출국 수요는 환율과 경기 상황에 따라 등락이 나타났다. 해외 여행으로 인한 비용 및 시간 부담이 컸기 때문에 항공 운임과 호텔 숙박비, 현지 비용 등이 원화 강세에 따라 상대적으로 저렴해지는 시기와 소비 여력이 늘어난 시기에 해외 여행이 주로 이루어졌기 때문이다. 또한 운항 편수가 많지 않아 일정 조정이 어려워 국내 여행보다 상대적으로 더 많은 시간이 필요하다는 점도 해외 여행객수 성장률이 크게 높아지지 못했던 이유였다.

월별 내국인 출국자수와 YoY 증감률



자료: 한국관광공사

원/달러 환율 YoY와 내국인 출국자수 YoY



자료: Bloomberg, 한국관광공사

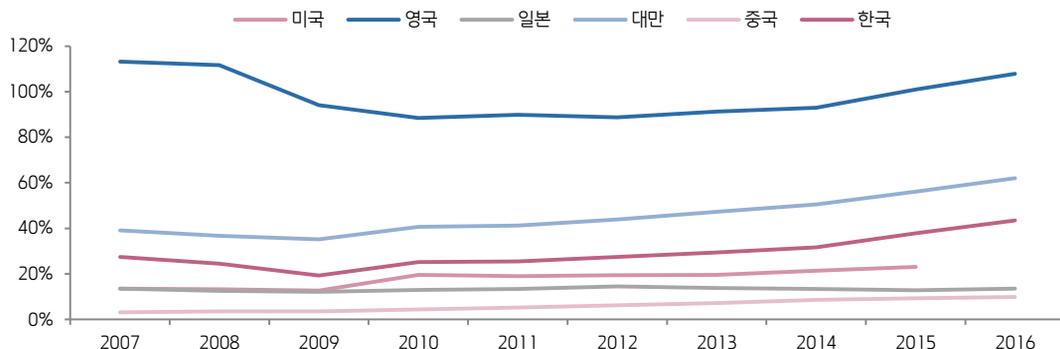
월별 내국인 일본 출국자수와 원/100엔 환율



자료: Bloomberg, 한국관광공사

소득 수준 상승으로 해외 여행객이 증가하는 것이 아니라 국내외 총 여행객수가 증가
 인당 소득 수준이 높아지면 해외 여행객수도 같은 방향으로 증가하는 것으로 알려져 있지만 일본과 대
 만, 영국 등 우리나라와 동일하게 육지로 이동이 불가능한 나라의 경우에도 인구 대비 출국자 비중은
 큰 차이가 있고, 미국의 경우를 보면 소득 수준이 높아진다고 출국자 비중도 비례해서 높아진다고 보
 기 어렵다. 하단의 그래프를 살펴보면 영국과 대만, 그리고 한국의 출국자수 비중이 높은 편이고, 미국
 과 일본, 중국은 낮은 수준에 머무르고 있는 것이 확인된다. 국토 면적으로 보면 미국과 중국은 세계 3
 위와 4위 수준으로 국토가 넓지만 일본은 영국보다 불과 55% 넓음에도 불구하고 출국자 비중은 낮은
 수준에 머무르고 있다.

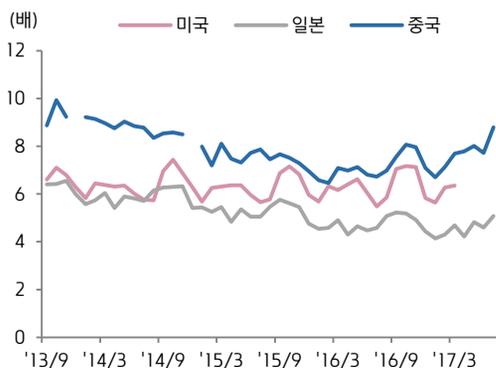
주요국 인구대비 내국인 출국자수 비중



자료: CEIC

인구대비 출국자수 비중이 낮은 나라들은 공통적으로 국내선 이용객수가 국제선 이용객수보다 월등히
 많은 나라들이다. 일본은 국내선 이용객수가 국제선 이용객수 대비 4~5배, 미국은 5~7배까지 더 많고,
 중국도 6~8배까지 더 많은 것을 확인할 수 있다. 반면 한국은 반대로 국제선 이용객수가 국내선 이용
 객수보다 2배 이상 많게 나타나고 있다. 결국 출국자수 비중의 높고 낮음은 국내 여행이 활성화되어
 여가 활동 수단으로 해외 여행을 대체할 수 있는지 여부와 주변국으로 이동의 편리성이 관련인데 우리
 의 경우 아직 국내 여행이 활성화되지 못하는 가운데 해외 여행이 상대적으로 더 크게 활성화되고 있
 는 것으로 판단된다.

주요국 국내선 이용객수/국제선 이용객수



자료: CEIC

대한민국 국제선 이용객수/국내선 이용객수



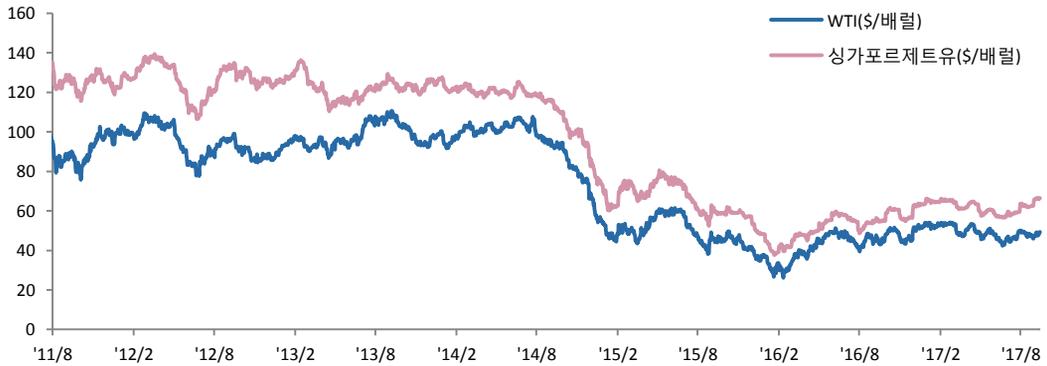
자료: 국토교통부

>>> 해외 여행 부담 완화와 편리성 강화로 제2차 성장 기대

유가 하락과 수요 확보 경쟁으로 항공료 부담 완화

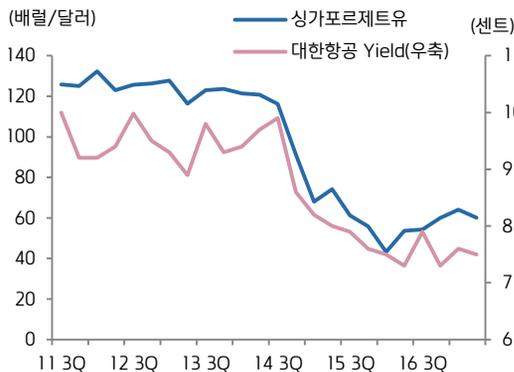
제한적인 인구 증가로 성장률이 둔화되던 내국인 출국자수는 제주항공과 진에어 등 기존 양대 항공사들에 비해 상대적으로 낮은 가격을 제시하는 LCC들의 인천공항 국제선 운항 횟수 비중이 10%를 넘어서기 시작한 14년 말부터 다시 성장하기 시작했다. 앞서 언급했던 것처럼 해외 여행에서 가장 큰 비용 부담을 차지하던 항공 운임이 유가하락과 가격을 메리트로 제시하는 LCC들간의 수요 확보 경쟁에 따라 낮아지기 시작했고, 운수권 이슈에서 자유로운 일본과 동남아 지역은 후발 항공사들의 취향이 집중되며 수요가 함께 증가했다. 특히 우려와 달리 기존 FSC 고객이 이탈된 것이 아니라 그 동안 높은 비용 부담으로 인해 출국하지 못했던 내국인을 신규로 해외 여행객으로 유입시켰고, 출국 횟수도 늘어난 것으로 해석된다.

WTI와 싱가포르 제트유 가격



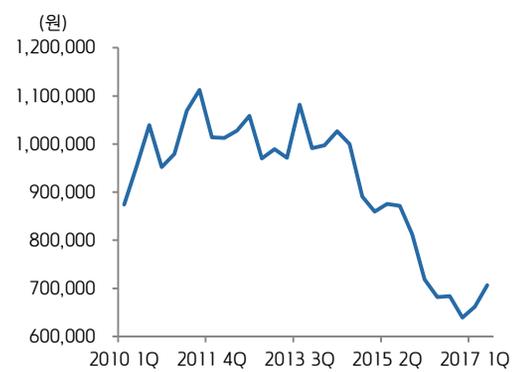
자료: Bloomberg

싱가포르 제트유와 대한항공 국제 여객 Yield



자료: 대한항공, Bloomberg

하나투어 인당 패키지 상품 가격



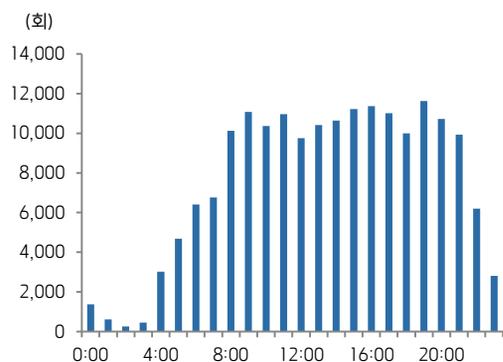
자료: 하나투어

>>> 제한적인 인구 증가율에도 출국자수 추가 성장 기대

고객 선호 시간대의 운항 횟수 증가

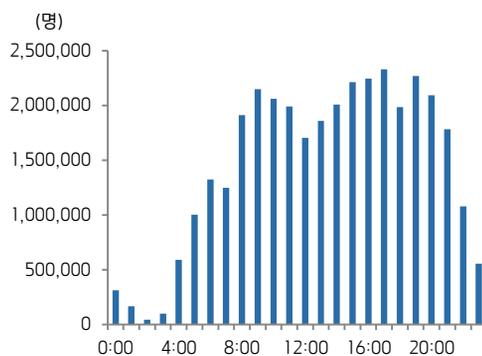
지난 4월 일시적인 역성장이 나타났음에도 불구하고 금년 7월 누적 기준 1천4백만명이 출국하며 YoY 기준 15.2%의 성장률을 이어가고 있다. 우리는 지난 10년간 연평균 인구 증가율이 1%에도 미치지 못하고 있고 앞으로도 큰 증가를 기대하기 어렵지만 출국자수는 추가 성장이 가능할 것으로 전망한다. 먼저 평창 동계 올림픽을 앞두고 18년부터 본격 가동을 시작하는 인천공항 제2 여객터미널 효과를 기대한다. 물론 활주로가 추가로 확장되는 것이 아니어서 시간당 이착륙 횟수가 크게 늘어나는 것은 아니지만 인천공항은 항공기 운항 횟수와 이용객 모두 일부 시간에 수요가 집중되면서 터미널 처리 능력이 초과된 상황이었다는 점에서 제2 여객터미널 개장으로 해당 시간대의 운항 횟수가 늘어나며 여행객들의 편의성은 더욱 개선될 것이다.

인천공항 시간대별 운항 횟수



자료: 인천공항공사

인천공항 시간대별 국제선 이용객수



자료: 인천공항공사

국내외 항공사 운항 횟수 증가

내국인 출국자수 성장률이 다시 높아진 요인인 LCC들의 신규 취항과 승객 확보를 위해 가격 경쟁은 18년에도 이어질 것이다. 신규 LCC는 기재의 특성상 단거리 노선에 취항할 수 밖에 없고, 초기 고객 확보를 위해 낮은 가격을 제시할 가능성이 높기 때문이다. 동일 지역에도 시간대가 다양해짐에 따라 여행객들의 선택의 폭이 넓어지는 효과도 있다. 일본 일부 지역의 경우 김포-제주 노선과 비슷한 다양한 운항 시간에 가격도 저렴한 항공권도 나타나며 당일 일정의 해외 여행객도 늘어나고 있다.

인천공항 국제선 여객기 운항 편수와 YoY 증감률



자료: 인천공항공사

인천공항 국제선 여객 수 기준 LCC 비중



자료: 인천공항공사

인천공항 국내 LCC 운항 횟수와 이용객수



자료: 인천공항공사

FSC의 대형기 도입으로 장거리 노선도 확대

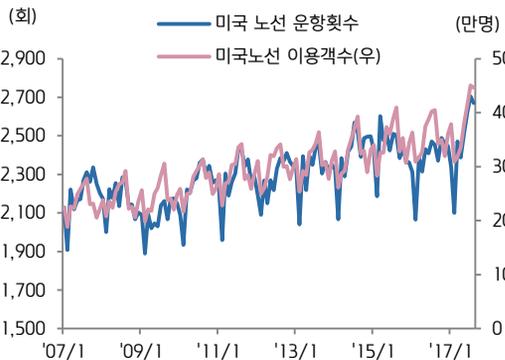
미국과 유럽 등 장거리 노선 여행객도 꾸준히 성장하고 있지만 전체 출국자수 비중은 크게 증가하지 못하고 있다. 운항 시간 절감에 한계가 있고, 유류 사용량이 많아 항공권 가격 인하 여력도 제한적이지만 무엇보다 항공편수 증가가 크게 늘어나지 않고 있었기 때문이다. 하지만 인천-하와이 노선에서 확 인할 수 있듯이 공급이 증가하고 편리성과 가격 인하 효과가 나타나면 수요가 함께 증가한다는 점에서 FSC의 대형기 도입 효과도 기대된다.

인천-호놀룰루 노선 이용객수

연도	이용객수	기타
2010	230,512	대한항공 단독취항
2011	408,240	1월 하와이안 항공, 9월 아시아나항공 취항
2012	541,148	
2013	579,812	
2014	533,787	
2015	544,138	12월 진에어 취항
2016	655,577	
2017 8월 누적	423,317	

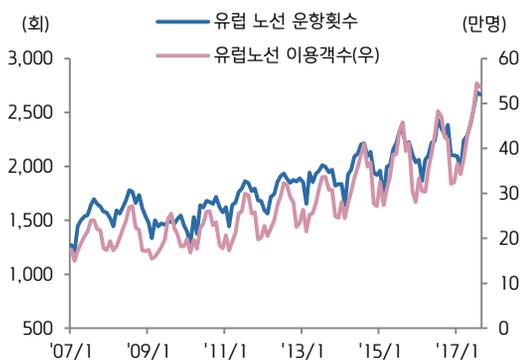
자료: Airportal

인천공항 미국 노선 운항횟수



자료: 인천공항공사

인천공항 유럽 노선 운항횟수



자료: 인천공항공사

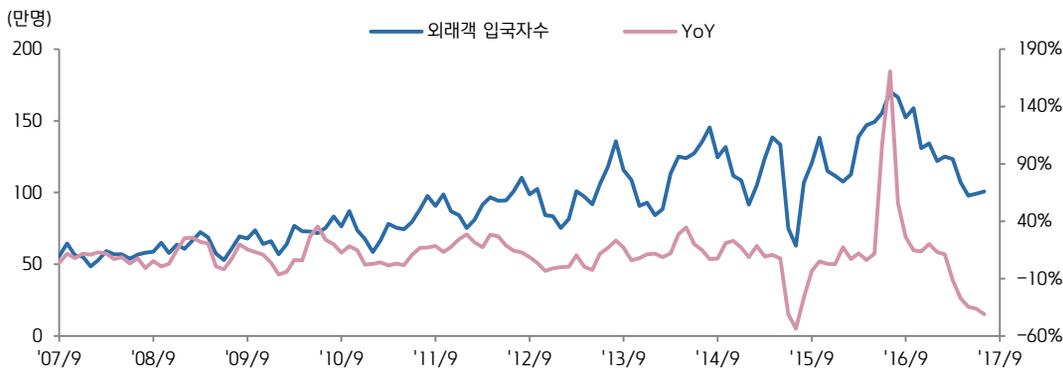
II. 외래객 입국 수요

>>> 중국과 일본 등 상위 5개국 비중 7월 기준 67%

지난 3월 이후 중국인 입국자수 급감

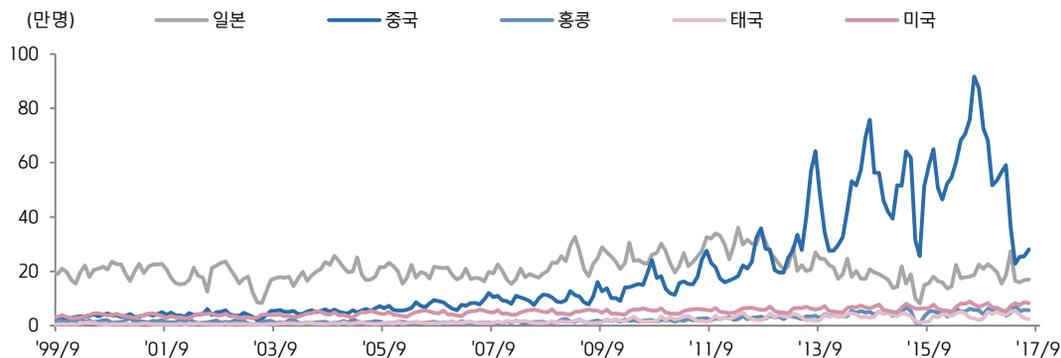
항공기를 이용한 대부분의 출국자가 다시 입국하는 것이 사실이지만 탑승률을 더 높게 유지하기 위해서는 외국인 입국수요 유치도 중요하다. 지난 16년 기준 한국을 방문한 외래객수는 YoY 30.3% 증가한 1천7백만명이었고, 이 가운데 중국인 8백만명, 일본인 2백2십만명, 미국인 86만명, 그리고 홍콩과 대만 각각 65만명과 83만명 등 상위 5개국 비중이 전체 입국자 가운데 70% 이상을 차지했다. 그러나 17년 7월 누적으로는 중국인 -46.5%, 일본인 +4.2%, 미국인 +1.3% 등 21.0% 감소한 7백7십만명을 기록하고 있다. 지난 15년 메르스 영향으로 입국자가 감소했던 기저효과가 16년에 나타나며 급증했던 것을 감안하더라도 상당히 낮은 수준으로 판단된다.

외래객 입국자수와 YoY 증감률



자료: 한국관광공사

외래객 입국자수 상위 5개국 월별 입국자수 추이



자료: 한국관광공사

>>> 호텔과 지방 공항 등 기반 시설 확충으로 경쟁력 강화중

서울과 제주도 객실수 증가는 외래객 유치에 호재

입국자수의 절반 가까운 비중을 차지하던 중국인 여행객이 급감하고, 일본인과 미국인 등 다른 입국자 수도 성장률이 둔화되고 있지만 늘어난 호텔과 면세점은 부진한 영업 실적을 기록중인 것으로 알려지고 있다. 하지만 장기적으로 보면 외국인 유치 경쟁력은 강화되고 있다고 판단한다. 숙박업소와 면세점도 다른 대부분의 산업과 동일하게 공급이 늘어나면 수요 확보 경쟁에 따라 가격이 낮아질 수 밖에 없어 한국 여행 비용 부담 감소와 선택의 폭이 넓어질 가능성이 높기 때문이다. 서울과 제주 등 외국인 주요 방문지의 객실수는 꾸준히 증가했지만 서울은 관광숙박시설 확충을 위한 특별법 영향으로 17년부터 더 큰 폭의 증가가 예정되어 있어 여행업계에는 긍정적 효과가 기대된다.

서울시 2012년 이후 관광호텔수와 객실수

	합계		특 1등급		특 2등급		1등급		2등급		3등급		기타	
	호텔수	객실수	호텔수	객실수	호텔수	객실수	호텔수	객실수	호텔수	객실수	호텔수	객실수	호텔수	객실수
2012	161	27,156	21	10,366	28	6,436	33	3,833	22	1,293	16	842	41	4,386
2013	195	30,554	22	10,780	31	7,050	40	4,408	22	1,300	15	778	65	6,238
2014	233	34,551	24	11,289	30	6,779	47	5,651	27	1,628	21	1,086	84	8,118
2015	291	41,640	28	12,303	37	9,080	55	7,052	30	2,257	40	2,354	101	8,594
2016	348	46,947	27	12,132	43	10,869	58	7,454	31	2,184	40	2,640	149	11,668

자료: 서울시

서울시 호텔업 사업계획 승인 현황과 17년 이후 준공 예정 호텔업 객실수

자치구	호텔수	객실수	자치구	호텔수	객실수
강남구	26	4,225	서대문구	6	627
강동구	2	166	서초구	4	627
강북구	2	361	성동구	2	1,143
강서구	4	763	성북구	3	138
관악구	14	514	송파구	10	1,261
광진구	3	160	영등포구	15	1,398
구로구	2	170	용산구	4	1,730
금천구	6	873	은평구	5	214
도봉구	1	72	종로구	9	1,720
동대문구	3	136	중구	26	5,290
동작구	1	302	중랑구	1	68
마포구	13	2,550	Total	162	24,508

자료: 서울시

제주도 관광숙박업 객실수 추이

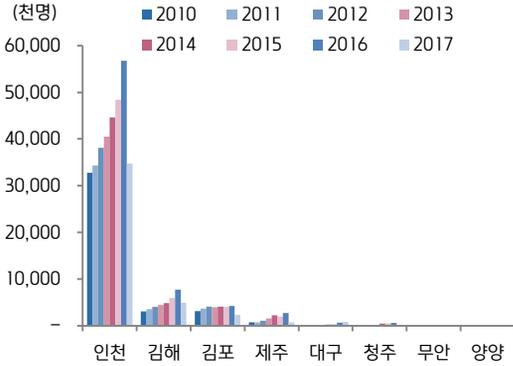
	2013	2014	2015	2016	2017 7월말
관광호텔	7,464	9,762	11,645	12,596	13,475
전통호텔	26	26	26	26	26
가족호텔	1,916	2,870	3,339	3,793	3,829
호스텔	1,116	1,970	2,881	3,668	3,867
휴양콘도	5,743	6,342	7,454	7,634	8,767
소계	16,265	20,970	25,345	27,717	29,964

자료: 제주특별자치도청, 승인객실수는 6월말 기준

LCC 증가로 지방 공항 활성화

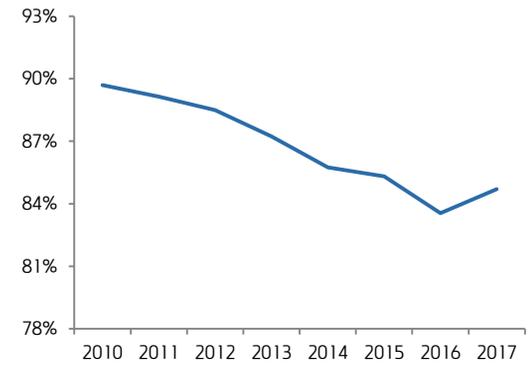
또한 국내 지방 공항 활성화도 외국인 유치에 호재로 작용할 수 있을 것이다. 우리나라는 16년 기준 국제선 이용객의 83.6%가 인천과 김포공항에 집중되고 있고, 제주공항은 중국 노선 비중이 86.6%에 달하는 등 서울과 제주를 제외하면 외국인의 접근성에 불편함이 있었다. 하지만 양양과 청주, 포항 등 지방 공항을 기반으로 하는 LCC들이 취항을 준비하고 있어 지방 공항 활성화와 함께 새로운 관광지 개발 역할도 수행할 수 있을 것으로 기대한다.

국내 공항 국제선 승객수



자료: 국토교통부, 17년 7월 누적

전체 국제선 승객 대비 인천공항과 김포공항 비중



자료: 국토교통부, 17년 7월 누적

제주 공항 중국 노선 운항 편수와 비중

	2013	2014	2015	2016	2017
중국노선	8,555	12,894	12,288	16,991	5,647
Total	11,711	16,155	14,850	19,622	7,191
중국노선 비중	73.1%	79.8%	82.7%	86.6%	78.5%

자료: 한국공항공사, 17년 8월 누적 기준

국내 공항 노선별 운항편수 비중

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
일본	50.8%	47.0%	43.1%	40.0%	34.1%	34.1%	33.6%	41.2%
미주	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
동남아	16.1%	21.2%	22.1%	21.1%	21.7%	22.1%	22.8%	28.4%
중국	31.5%	30.5%	33.5%	37.2%	43.3%	41.8%	41.3%	26.9%
독립연합	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.6%	0.5%	0.8%
구주	1.2%	1.0%	0.9%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
오세아니아	0.1%	0.1%	0.1%	0.7%	0.4%	1.4%	1.8%	2.6%
기타	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
합 계	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

자료: 한국공항공사, 17년 8월 누적 기준, 인천공항 제외

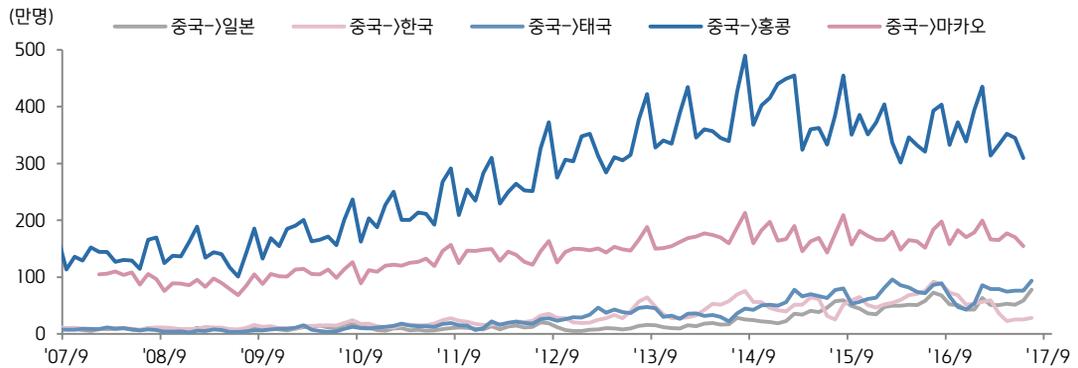
면세점도 같은 상황이다. 외국인들이 한국에 면세점 때문에 입국한다고 보기는 어렵지만 해외 면세점과 비교하면 국내 면세점이 쇼핑 경쟁력이 높은 것도 사실이기 때문이다. 따라서 현대백화점과 신세계 면세점 등 서울 시내 면세점과 인천공항 제2 여객터미널이 추가로 면세점이 영업을 18년부터 시작하게 되면 면세점 업체들의 경쟁은 더욱 치열해지겠지만 해외 방문객들이 체감하는 한국 여행에서 쇼핑 메리트는 더욱 강화될 것이다.

>>> 중국: 공급도 감소한 만큼 빠른 회복은 기대하기 어렵지만..

한국을 선호하는 잠재 수요는 남아 있다고 판단

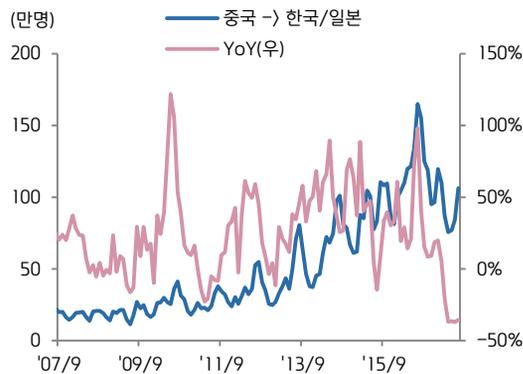
중국인 입국자수는 사드 배치 관련 이슈가 불거진 이후 단체 여행객부터 급감했고, 정치적 이슈가 장기화되면서 한국인의 중국행 여행객도 감소하는 등 정치적 이슈가 실제 일반 여행객 감소로 연결되고 있다. 과거 중국 출국자를 살펴보면 홍콩과 마카오, 그리고 한국과 일본, 태국 등에 집중되고 있다. 중국의 경우 국토 면적이 넓어 한국과 일본이 가장 근접 국가인 지역이 있지만 중국 남부처럼 동남아 지역으로 여행하는 것이 지리적으로 더 가까운 지역도 있어 수요가 분산되고 있다. 하지만 사실상 동북아 지역에서 우리 나라와 여행객 유치 경쟁중인 일본을 살펴보면 중국인 여행객이 한국의 대안으로 일본으로 방향을 전환했다고 보기 어렵고, 홍콩과 마카오로의 여행객수도 크게 늘어나지 않고 있다. 태국을 비롯한 일부 국가로 수요가 늘어나고 있기는 하지만 전반적으로는 한국을 선호하는 여행객들의 대기 수요가 남아 있다고 판단된다.

중국인 주요 5개국 월별 출국자수



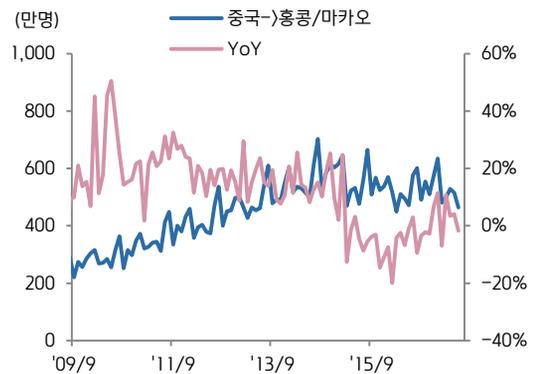
자료: CEIC

중국인 (일본+한국) 방문자수와 YoY



자료: CEIC

중국인 (홍콩+마카오) 방문자수와 YoY



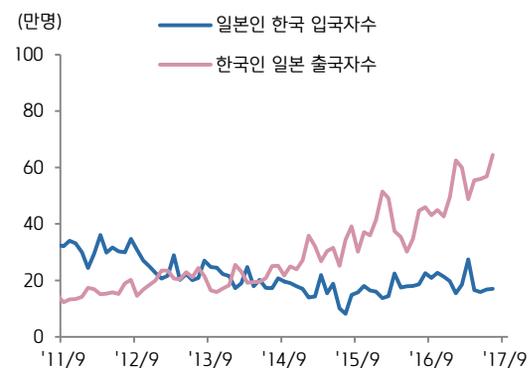
자료: CEIC

>>> 일본과 미국도 성장률은 둔화

일본은 환율과 지정학적 우려가 주요 변수

일본인 입국자수는 양국간의 정치적 이슈 및 환율 영향이 가장 크게 작용하고 있다. 지리적으로 가깝고, 김포-하네다 노선을 제외하면 항공사간의 취항도 자유롭다. 과거에는 환율 움직임에 따라 한국인이 증가하거나 일본인이 증가하는 것이 일반적이었으나 최근 국내 LCC들이 일본 노선 취항을 확대하고 있고, 원/엔 환율도 100엔 당 1천원 수준에서 안정되고 있음에도 불구하고 국내 지정학적 불확실성 고조로 한국인 일본 방문자수와 일본인 한국 방문자수의 총합에서 일본인 비중이 20.9%까지 낮아졌다. 국내 LCC의 일본인 이용률이 낮은 점을 고려하더라도 지정학적 우려가 완화되고 환율이 현수준을 유지한다면 일본인 입국수요는 다시 회복될 가능성이 높다고 판단한다.

일본인 한국 방문자수와 한국인 일본 방문자수



자료: CEIC

원엔 환율과 일본인 방문자수 YoY

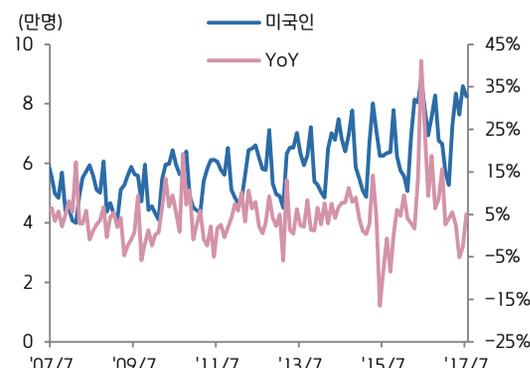


자료: CEIC

미국은 단순 여행보다 상용과 유학 등 다양한 수요가 존재

미국은 비교적 가까운 로스앤젤레스나 샌프란시스코 같은 서부 지역 도시도 인천공항에서 10시간 이상 소요되고 좀 더 먼 아틀란타나 뉴욕의 경우 13~14시간이나 소요되는 만큼 단순한 관광 목적이 주된 수요라고 보기는 어려우며 유학생과 비즈니스 수요, 이민 가족 방문 등 다양한 목적의 수요가 존재하고 있다고 판단된다.

미국인 한국인 방문자수와 YoY



자료: 한국관광공사

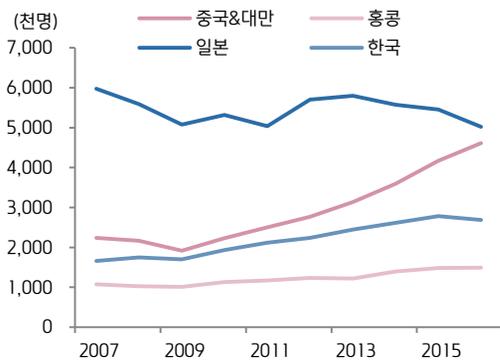
국내 공항 항공사별 미주 노선 승객수

	2014	2015	2016
대한항공	2,299	2,366	2,494
델타항공	310	377	359
아시아나항공	1,029	1,146	1,247
기타	632	670	727
Total	4,270	4,558	4,827
대한항공+델타항공 M/S	61.1%	60.2%	59.1%

자료: Airportal, 단위: 천명

지난 16년 미국과 브라질, 아이티, 칠레, 캐나다, 페루를 포함한 미주 노선(괌, 호놀룰루, 사이판 제외)에서 JV 설립을 추진중인 대한항공과 델타항공의 이용객 기준 M/S는 59.1%였다. 앞서 언급한 것처럼 미국은 국토 면적이 넓어 국내 여행이 활성화된 나라이다. 대한항공이 아시아 항공사로는 상당한 규모의 미국 노선을 유지하고 있지만 여객기는 11개 공항 취항에 불과해 국내선 연결편 확보가 필요하다. 또한 미국 발 항공 수요는 물론이고 미국 행 수요까지 감안하면 한국과 중국, 그리고 홍콩 지역 항공 수요가 성장 여력이 남아 있다고 판단한다. 일본은 JAL과 ANA와 미국 항공사간의 JV가 이미 설립되어 있어 해당 노선으로부터 수요 유입을 기대하기 어렵지만 중국과 홍콩을 포함한 동남아 지역으로부터는 대한항공과 델타항공과의 JV 설립과 함께 인천공항 환승 메리트가 다시 강화될 가능성이 높다고 판단한다.

미국 발 아시아지역 항공기 이용객수



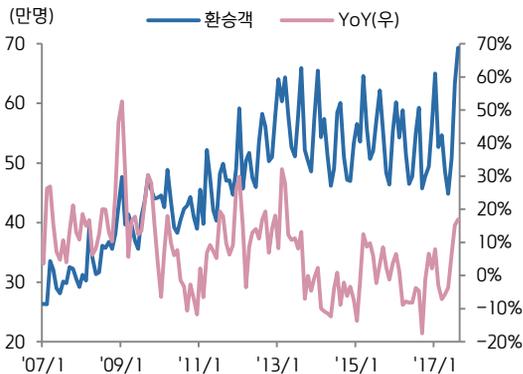
자료: CEIC

미국 방문 상위 10개국

순위	국가	2016	2015	YoY
1	Canada	19.3	20.7	-6.8%
2	Mexico	18.73	18.37	2.0%
3	United Kingdom	4.57	4.9	-6.7%
4	Japan	3.58	3.76	-4.8%
5	China	2.97	2.59	14.7%
6	Germany	2.03	2.27	-10.6%
7	South Korea	1.97	1.76	11.9%
8	Brazil	1.69	2.22	-23.9%
9	France	1.63	1.75	-6.9%
10	Australia	1.35	1.45	-6.9%

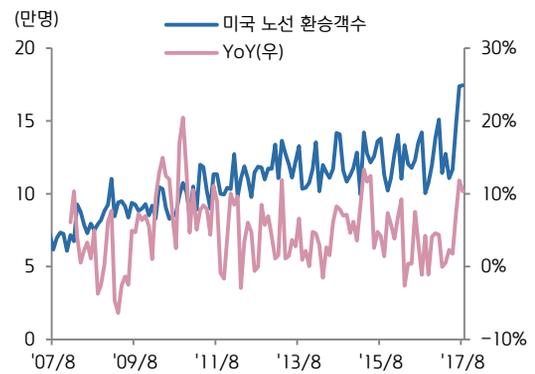
자료: NTTO, 단위: 백만명

인천공항 환승객수와 YoY



자료: 인천공항공사

인천공항 미국 노선 환승객수와 YoY



자료: 인천공항공사



기업분석

하나투어
(039130)

BUY(Maintain)/목표주가 115,000원
패키지 경쟁력 강화, 면세점 우려 완화

제주항공
(089590)

BUY(Maintain)/목표주가 45,000원
높은 L/F와 부가 매출간의 시너지

대한항공
(003490)

BUY(Maintain)/목표주가 45,000원
장거리 노선과 화물 부문 경쟁력

하나투어 (039130)



BUY(Maintain)

주가(09/18) 86,400원

목표주가 115,000원

중국 단체 여행객 급감으로 면세점 사업 적자가 지속되며 손익계산서에 부담으로 작용하고 있다. 그러나 여행사간의 경쟁력 차이가 작용하는 전체 송객수 기준 패키지 고객 M/S는 2위권 여행사와 격차가 확대되고 있다는 점을 주목해야 할 것이다. 여행객 증가의 관건인 항공편수는 18년에도 추가 증가가 예상되고 있어 면세점 적자 축소 확인과 함께 벨류에이션 정상화도 가능할 것으로 전망된다. 따라서 투자의견 'BUY'와 목표주가 '115,000원'을 유지한다.

Stock Data

KOSPI (09/18)	2,418.21pt		
시가총액	10,036억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	98,200원	61,800원	
최고/최저가 대비 등락	-8.96%	44.66%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	13.7%	11.3%
	6M	18.4%	5.9%
	1Y	31.3%	10.0%

Company Data

발행주식수	11,616천주
일평균 거래량(3M)	76천주
외국인 지분율	25.59%
배당수익률(17.E)	2.27%
BPS (17.E)	16,436원
주요 주주	박상환 외 23인 14.86%
	국민연금공단 9.98%

Price Trend



패키지 경쟁력과 면세점 우려

>>> 패키지 M/S는 꾸준히 상승

지난 수년간 LCC의 공격적인 노선 확대와 함께 자유 여행이 활성화되고 있지만 경제적 여유가 있는 50대 이상 출국자수 증가와 함께 패키지 시장도 꾸준히 성장하고 있음. 자유여행을 위한 항공권 판매는 탑승하게 될 항공사와 시간에 대한 선호도는 있겠지만 판매하는 여행사는 가격을 제외하면 차별성이 거의 없는 반면 패키지 상품은 상품 구성 능력에서 경쟁력의 차이가 분명해 여행사가 선택의 주된 요인임. 따라서 하나투어 전체 M/S 보다 패키지 부문 M/S를 주목해야 할 것임.

>>> 면세점 적자폭 축소 시기 주목

그러나 면세점에서의 고전이 이어지고 있음. 가장 큰 고객으로 기대했던 중국인 단체여행객이 사라졌고, 시내 면세점도 예상보다 늘어나며 경쟁이 심화되고 있기 때문임. 하나투어는 사업장 규모 축소로 대응하고 있지만 문제는 적자가 예상보다 장기화되며 투자 심리는 물론이고 손익계산서에 계속 부담으로 작용하고 있다는 점임. 따라서 구조조정 효과로 적자 규모 축소 확인 이후 악재로의 의미가 빠르게 소멸될 것으로 전망함.

>>> 18년에도 출국자수 성장은 지속

면세점과 호텔 등 인바운드 관련 사업들의 더딘 회복은 아쉽지만 적자폭이 추가적으로 확대될 가능성이 적고, 본업인 패키지 여행 시장에서 하나투어의 경쟁력은 더욱 강화되고 있다는 점에서 투자의견 'BUY'와 목표주가 '115,000원'을 유지함.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	4,594	5,955	6,928	7,847	8,835
보고영업이익(억원)	447	209	382	655	933
핵심영업이익(억원)	447	209	382	655	933
EBITDA(억원)	546	384	530	842	1,154
세전이익(억원)	469	239	359	667	946
순이익(억원)	342	75	191	506	717
지배주주지분순이익(억원)	317	80	163	393	557
EPS(원)	2,732	692	1,401	3,381	4,795
증감율(%YoY)	-5.1	-74.7	102.5	141.3	41.8
PER(배)	42.1	95.6	47.2	19.5	13.8
PBR(배)	6.8	4.1	4.0	3.6	3.0
EV/EBITDA(배)	22.9	14.4	13.7	9.4	6.4
보고영업이익률(%)	9.7	3.5	5.5	8.3	10.6
핵심영업이익률(%)	9.7	3.5	5.5	8.3	10.6
ROE(%)	16.9	3.5	9.0	21.8	26.0
순부채비율(%)	-87.0	-78.1	-82.7	-79.9	-80.9

>>> 패키지 M/S 성장에도 면세점 적자 지속이 아쉬운 상황

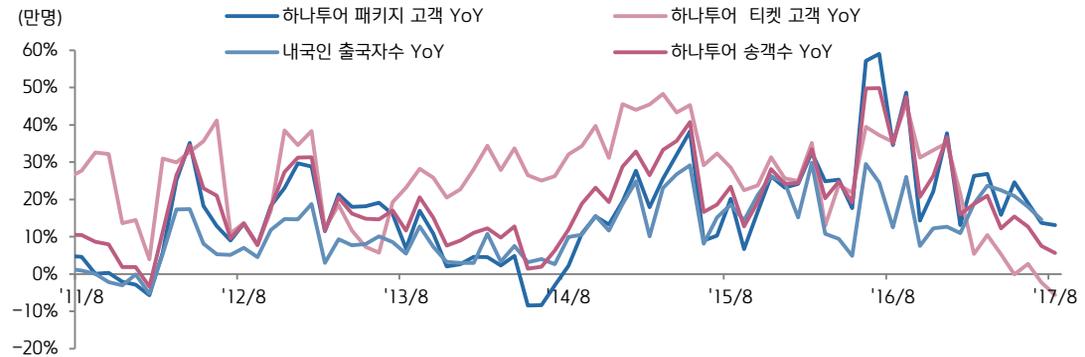
하나투어 패키지 고객 M/S 17년 7월 14.7%

예상보다 장기화되고 있는 면세점 적자 규모 축소 확인 이후 빠른 정상화 기대

하나투어는 면세점 적자 지속에 따른 이익 규모 감소와 예상보다 낮은 M/S 증가율이 주가 상승을 제한하고 있다. 면세점의 경우 유통업에 대한 경험 부족과 주요 고객인 중국인 단체 여행객 급감, 그리고 면세점간의 경쟁 심화 등이 한꺼번에 작용하고 있다. 이에 따라 SM면세점은 시내 면세점 규모를 축소하고 있으나 이와 함께 고객도 감소하고 있다. 그러나 구조조정을 통해 고정비를 절감시킨 만큼 적자 규모 축소는 점진적으로 진행될 것으로 기대한다.

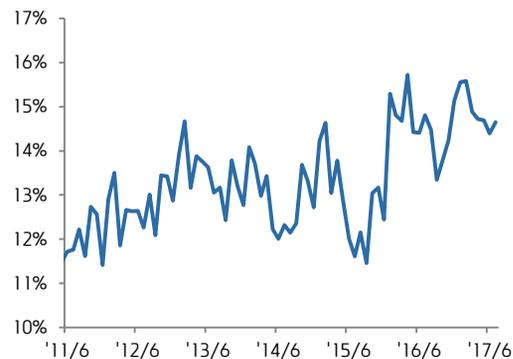
또 다른 요인은 M/S 하락이다. 하나투어의 지난 7월 전체 송객수 대비 M/S는 22.4%로 16년 7월 대비 1.6% 낮아졌다. 하지만 주목할 점은 같은 기간 패키지 고객 M/S는 14.8%에서 14.7%로 거의 같은 수준을 유지하고 있다는 점이다. 최근 항공권 판매 시장은 하나투어나 인터파크 등과 같은 기존 사업자의 플랫폼에 충성도를 보이기 보다는 스카이스캐너나 네이버 등과 같은 메타 검색 엔진을 통해 최저 가격을 제시하는 곳에서 구입하는 것이 활성화되고 있다. 결국 항공권 시장은 최저 가격 제시가 가장 중요한 반면 패키지 여행 시장은 여행사의 상품 구성 능력이 선택의 기준이 되고 있다는 점에서 패키지 M/S가 유지되고 있는 하나투어에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '115,000원'을 유지한다.

내국인 출국자수와 하나투어 전체 송객수, 패키지 고객, 티켓 판매 고객 YoY 성장률



자료: 하나투어, 한국관광공사

전체 출국자수 대비 하나투어 패키지 M/S



자료: 하나투어, 한국관광공사

전체 출국자수 대비 하나투어 티켓 판매 M/S



자료: 하나투어, 한국관광공사

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,594	5,955	6,928	7,847	8,835
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,594	5,955	6,928	7,847	8,835
판매비및일반관리비	4,147	5,746	6,546	7,192	7,903
영업이익(보고)	447	209	382	655	933
영업이익(핵심)	447	209	382	655	933
영업외손익	22	30	-23	12	14
이자수익	37	23	20	21	24
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	29	60	31	0	0
이자비용	4	6	4	0	0
외환손실	43	70	25	0	0
관계기업지분손익	-5	-2	-6	0	0
투자및기타자산처분손익	-8	2	-21	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5	-6	-19	0	0
기타	21	28	-1	-9	-10
법인세차감전이익	469	239	359	667	946
법인세비용	128	164	167	161	229
유효법인세율 (%)	27.2%	68.6%	46.6%	24.2%	24.2%
당기순이익	342	75	191	506	717
지배주주지분순이익(억원)	317	80	163	393	557
EBITDA	546	384	530	842	1,154
현금순이익(Cash Earnings)	440	250	340	693	939
수정당기순이익	351	76	221	506	717
증감율(% YoY)					
매출액	19.2	29.6	16.3	13.3	12.6
·	10.6	-53.2	82.3	71.6	42.3
영업이익(핵심)	10.6	-53.2	82.3	71.6	42.3
EBITDA	14.8	-29.7	38.1	58.8	37.0
지배주주지분 당기순이익	-5.1	-74.7	102.5	141.3	41.8
EPS	-5.1	-74.7	102.5	141.3	41.8
수정순이익	-0.9	-78.3	189.8	128.5	41.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	348	269	797	869	1,128
당기순이익	342	75	191	506	717
감가상각비	61	131	115	161	201
무형자산상각비	37	43	34	26	20
외환손익	2	3	-7	0	0
자산처분손익	11	2	21	0	0
지분법손익	5	5	6	0	0
영업활동자산부채 증감	-199	-79	430	176	189
기타	89	88	7	0	0
투자활동현금흐름	-9	67	-563	-538	-543
투자자산의 처분	239	492	-64	-61	-65
유형자산의 처분	4	8	0	0	0
유형자산의 취득	-164	-480	-480	-480	-480
무형자산의 처분	-81	-41	0	0	0
기타	-8	88	-18	2	2
재무활동현금흐름	-22	-250	-164	-165	-164
단기차입금의 증가	31	-184	0	0	0
장기차입금의 증가	61	68	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-161	-169	-166	-166	-166
기타	47	35	2	1	2
현금및현금성자산의순증가	326	96	70	166	420
기초현금및현금성자산	1,139	1,465	1,560	1,630	1,796
기말현금및현금성자산	1,465	1,560	1,630	1,796	2,217
Gross Cash Flow	547	348	367	693	939
Op Free Cash Flow	-19	-359	388	380	637

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,402	3,457	3,552	3,974	4,668
현금및현금성자산	1,465	1,560	1,630	1,796	2,217
유동금융자산	730	298	347	393	442
매출채권및유동채권	1,115	1,354	1,576	1,785	2,009
재고자산	93	243	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,641	1,746	2,142	2,502	2,833
장기매출채권및기타비유동채권	296	353	410	465	523
투자자산	500	236	245	260	275
유형자산	593	918	1,283	1,602	1,882
무형자산	169	159	126	99	79
기타비유동자산	83	80	78	76	73
자산총계	5,044	5,202	5,694	6,476	7,501
유동부채	2,754	2,867	3,319	3,747	4,207
매입채무및기타유동채무	1,361	1,476	1,717	1,945	2,190
단기차입금	199	43	43	43	43
유동성장기차입금	24	30	30	30	30
기타유동부채	1,171	1,317	1,529	1,729	1,944
비유동부채	116	215	229	243	257
장기매입채무및비유동채무	29	76	89	101	113
사채및장기차입금	82	129	129	129	129
기타비유동부채	6	10	11	13	14
부채총계	2,871	3,082	3,548	3,990	4,464
자본금	58	58	58	58	58
주식발행초과금	607	607	607	607	607
이익잉여금	1,349	1,264	1,278	1,524	1,937
기타자본	-45	-34	-34	-34	-34
지배주주지분자본총계	1,969	1,895	1,909	2,154	2,567
비지배주주지분자본총계	204	226	237	332	470
자본총계	2,173	2,121	2,146	2,486	3,037
순차입금	-1,890	-1,656	-1,775	-1,987	-2,457
총차입금	305	202	202	202	202

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,732	692	1,401	3,381	4,795
BPS	16,952	16,312	16,436	18,546	22,103
주당EBITDA	4,703	3,308	4,567	7,250	9,933
CFPS	3,792	2,154	2,929	5,964	8,079
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	42.1	95.6	47.2	19.5	13.8
PBR	6.8	4.1	4.0	3.6	3.0
EV/EBITDA	22.9	14.4	13.7	9.4	6.4
PCFR	30.3	30.7	22.6	11.1	8.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.7	3.5	5.5	8.3	10.6
영업이익률(핵심)	9.7	3.5	5.5	8.3	10.6
EBITDA margin	11.9	6.5	7.7	10.7	13.1
순이익률	7.4	1.3	2.8	6.4	8.1
자기자본이익률(ROE)	16.9	3.5	9.0	21.8	26.0
투자자본이익률(ROIC)	-70.6	-85.4	284.3	446.9	345.8
안정성(%)					
부채비율	132.1	145.3	165.3	160.5	147.0
순차입금비율	-87.0	-78.1	-82.7	-79.9	-80.9
이자보상배율(배)	110.4	33.5	105.4	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	4.6	4.8	4.7	4.7	4.7
재고자산회전율	89.0	35.4	56.9	N/A	N/A
매입채무회전율	3.4	4.2	4.3	4.3	4.3



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

제주항공 (089590)



BUY(Maintain)

주가(09/18) 37,900원

목표주가 45,000원

과거 항공사는 유류비를 포함한 각종 비용을 상쇄시킬 수 있는 운임을 부과할 수 있는가가 가장 큰 관건이었다. 하지만 제주항공과 같은 LCC는 운임으로 비용을 모두 보전하기 보다는 최대한 많은 사람을 탑승시키고 승객에게 적절한 부가매출을 발생시켜 이익율을 높일 수 있는가가 관건이다. 제주항공은 선제적으로 다양한 부가매출 사업을 시도하면서 인당 매출을 높이려고 노력하고 있으며 기본이 되는 높은 탑승률도 유지하고 있다. 따라서 계속되는 LCC간의 고객 확보 경쟁에서 차별적인 수익 유지가 가능하다고 판단, 투자 의견 'BUY'와 목표주가를 '45,000원'을 유지한다.

Stock Data

KOSPI (09/18)	2,418.21pt		
시가총액	9,989억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	39,900원	24,300원	
최고/최저가 대비 등락	-4.39%	57.00%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	0.3%	-1.9%
	6M	47.0%	31.4%
	1Y	26.7%	6.2%

Company Data

발행주식수		26,357천주
일평균 거래량(3M)		92천주
외국인 지분율		10.72%
배당수익률(17.E)		1.99%
BPS(17.E)		12,858원
주요 주주	AK홀딩스 외 9인	60.19%
	제주특별자치도청	7.59%

Price Trend



높은 L/F와 부가매출간의 시너지

>>> 효율적인 가격 정책으로 높은 L/F 유지
과거 FSC는 적정 수준의 탑승률을 유지하는 가운데 높은 운임을 부과하는 것이 수익성에 가장 중요한 요인이었음. 대부분의 서비스가 운임에 포함되어 있어 탑승률이 높아도 운임이 너무 낮으면 수익을 창출하기 어려웠기 때문임. 그러나 LCC의 경우 FSC에 비해 낮은 운임 제시가 불가피한 만큼 수익 창출을 위해서는 부가매출 확대를 위한 높은 L/F가 필요함.

>>> 거부감 없는 부가매출 확대가 노하우

반면 항공기 승객은 탑승을 위해 이미 일정수준의 운임을 지불했기 때문에 추가 비용 지출을 주저할 수 밖에 없음. 따라서 탑승 자체에 대한 거부감이 없게 다양한 부가매출을 개발해서 적용하는 것이 중요함. 제주항공은 가장 먼저 서비스를 시작했고, 모회사와의 이해상충도 없어 다양한 부가 사업을 시도하며 인당 매출 단가를 상승시키고 있음.

>>> 18년에도 공격적인 확대 지속

국내 LCC 시장은 단거리 노선에서 기존 LCC들의 미취항 노선이 많지 않음에도 불구하고 신규 진입을 시도하는 기업이 늘어나고 있음. 그러나 제주항공은 18년에도 LCC 가운데 가장 공격적으로 항공기를 도입하며 규모의 격차를 더욱 확대시키며 경쟁사와의 차별화가 강화될 것으로 전망함. 따라서 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '45,000원'을 유지함.

투자지표, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	6,081	7,476	10,019	11,650	13,239
보고영업이익(억원)	514	587	1,059	1,194	1,389
핵심영업이익(억원)	514	587	1,059	1,194	1,389
EBITDA(억원)	612	727	1,176	1,337	1,555
세전이익(억원)	530	690	1,037	1,180	1,374
순이익(억원)	472	532	791	898	1,045
지배주주지분순이익(억원)	472	530	791	898	1,045
EPS(원)	2,054	2,038	3,008	3,413	3,974
증감률(%YoY)	41.2	-0.8	47.5	13.5	16.4
PER(배)	19.5	12.3	8.3	7.4	6.3
PBR(배)	4.5	2.4	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA(배)	12.9	4.6	2.1	1.2	0.3
보고영업이익률(%)	8.5	7.8	10.6	10.3	10.5
핵심영업이익률(%)	8.5	7.8	10.6	10.3	10.5

>>> 탑승객수와 부가 매출 성장을 주목

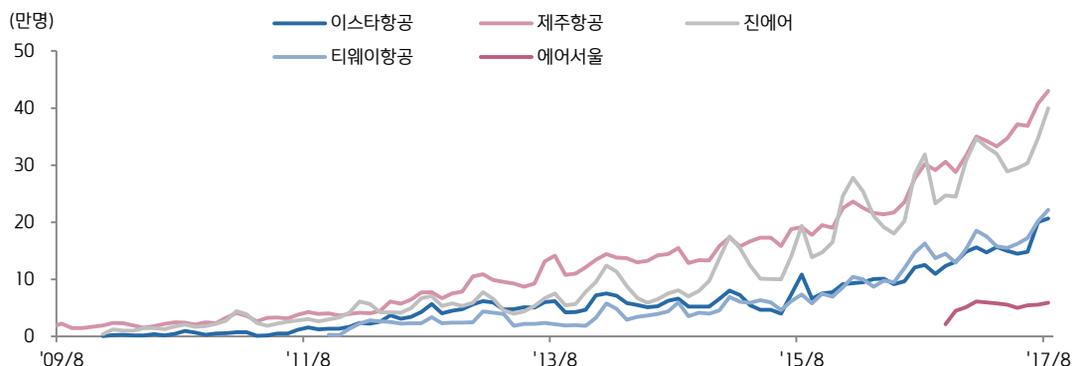
최대한 L/F를 높이고 부가 매출 다양화를 통해 이익 창출

항공기 추가 도입으로 LCC 내에서의 규모 경쟁력 강화

제주항공은 국내 최대 LCC로 상장 초기 비용 이슈 마무리 이후 저유가 상황에서 안정적인 이익을 창출하고 있다. 단순 이익 규모보다 제주항공의 최대 강점은 높은 L/F와 다양한 부가 매출이라고 판단한다. 항공사의 비용구조를 살펴보면 국내 FSC뿐 아니라 해외 LCC도 유류비 비중이 가장 높고, 공항 및 항로 관련 비용과 인건비, 감가상각비 등으로 구성되어 있는데 제주항공을 비롯한 국내 LCC는 유류비와 공항 사용료, 항공기 관련 비용 등을 기존 FSC 대비 추가로 절감하기 어려워 수익을 발생시키는 방식도 차별화가 필요하다. 대표적인 LCC인 Ryan Air의 사례처럼 높은 영업이익률을 유지하기 위해서는 부가 매출을 늘리는 수 밖에 없다. Ryan Air도 항공 운임을 통해서만 수송에 따른 모든 비용을 충당하지 못하고 있지만 부가 매출을 통해 높은 이익률을 유지하고 있다.

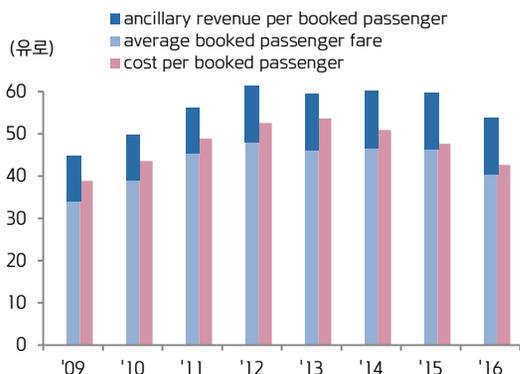
문제는 항공권을 제외한 초과 수화물, 취소 수수료, 기내 판매 등을 고객 거부감을 최소화하며 유도하는 것이 쉽지는 않다는 점이다. 또한 아주 짧은 거리의 경우 부가 매출을 발생시키기 어렵고, 너무 먼 거리는 유류비가 늘어나는 등 등 적정 노선을 발굴도 중요하다. 제주항공은 이런 부분에서 선도적인 위치를 확보해 전통적인 LCC 사업 구조를 국내에 안착시키고 있다고 판단, 투자자의견 'BUY'와 목표주가 '45,000원'을 유지한다.

국내 LCC 국제선 탑승객수 추이



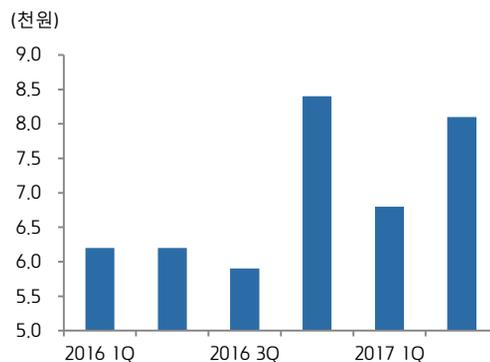
자료: 국토교통부

Ryanair 인당 매출과 비용 수준



자료: Ryanair

제주항공 인당 부가 판매 매출액



자료: 제주항공

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,081	7,476	10,019	11,650	13,239
매출원가	4,861	6,020	7,767	9,064	10,269
매출총이익	1,220	1,456	2,252	2,586	2,971
판매비및일반관리비	706	869	1,193	1,391	1,581
영업이익(보고)	514	587	1,059	1,194	1,389
영업이익(핵심)	514	587	1,059	1,194	1,389
영업외손익	16	103	-22	-14	-16
이자수익	25	23	28	32	37
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	137	150	73	0	0
이자비용	1	4	4	2	2
외환손실	106	119	90	0	0
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-22	-1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	72	100	78	0	0
기타	-89	-44	-108	-44	-51
법인세차감전이익	530	690	1,037	1,180	1,374
법인세비용	58	158	246	282	329
유효법인세율 (%)	11.0%	22.9%	23.7%	23.9%	23.9%
당기순이익	472	532	791	898	1,045
지분법적용순이익(억원)	472	530	791	898	1,045
EBITDA	612	727	1,176	1,337	1,555
현금순이익(Cash Earnings)	569	673	907	1,040	1,211
수정당기순이익	427	456	732	898	1,045
증감율(% YoY)					
매출액	19.1	23.0	34.0	16.3	13.6
영업이익(보고)	74.2	14.1	80.6	12.8	16.3
영업이익(핵심)	74.2	14.1	80.6	12.8	16.3
EBITDA	61.3	18.9	61.7	13.7	16.3
지배주주지분 당기순이익	47.3	12.8	48.6	13.5	16.4
EPS	41.2	-0.8	47.5	13.5	16.4
수정순이익	N/A	6.8	60.4	22.7	16.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	721	1,167	1,139	1,189	1,356
당기순이익	472	532	791	898	1,045
감가상각비	73	105	89	122	149
무형자산상각비	24	35	27	21	16
외환손익	-18	-14	17	0	0
자산처분손익	22	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	51	393	232	149	145
기타	97	114	-17	0	0
투자활동현금흐름	-1,520	-691	-926	-709	-704
투자자산의 처분	-1,177	-349	-613	-393	-384
유형자산의 처분	168	0	0	0	0
유형자산의 취득	-406	-304	-304	-304	-304
무형자산의 처분	-5	-13	0	0	0
기타	-100	-25	-9	-12	-16
재무활동현금흐름	1,274	-74	98	17	14
단기차입금의 증가	194	2	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	1,080	27	0	0	0
배당금지급	0	-104	-131	-131	-131
기타	0	0	230	148	145
현금및현금성자산의순증가	482	415	312	497	666
기초현금및현금성자산	776	1,258	1,673	1,985	2,481
기말현금및현금성자산	1,258	1,673	1,985	2,481	3,147
Gross Cash Flow	670	773	907	1,040	1,211
Op Free Cash Flow	195	669	847	893	1,060

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,555	4,368	5,597	6,681	7,920
현금및현금성자산	1,258	1,673	1,985	2,481	3,147
유동금융자산	1,467	1,782	2,388	2,777	3,155
매출채권및유동채권	769	830	1,113	1,294	1,470
재고자산	61	83	111	129	147
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,223	1,636	2,115	2,469	2,800
장기매출채권및기타비유동채권	666	809	1,085	1,261	1,433
투자자산	11	95	102	107	112
유형자산	412	589	804	987	1,141
무형자산	116	119	92	71	55
기타비유동자산	17	23	32	44	59
자산총계	4,777	6,004	7,711	9,150	10,721
유동부채	2,000	2,609	3,427	3,951	4,463
매입채무및기타유동채무	1,751	2,289	3,067	3,567	4,054
단기차입금	197	203	203	203	203
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	52	116	156	181	206
비유동부채	459	674	904	1,052	1,197
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	459	674	904	1,052	1,197
부채총계	2,459	3,283	4,330	5,003	5,660
자본금	1,295	1,315	1,315	1,315	1,315
주식발행초과금	880	894	894	894	894
이익잉여금	136	512	1,171	1,937	2,851
기타자본	7	1	1	1	1
자본총계	2,318	2,722	3,381	4,147	5,061
지분법적용자본총계	2,318	2,722	3,381	4,147	5,061
순차입금	-2,528	-3,252	-4,169	-5,055	-6,099
총차입금	197	203	203	203	203

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,054	2,038	3,008	3,413	3,974
BPS	8,948	10,351	12,858	15,772	19,246
주당EBITDA	2,664	2,798	4,472	5,086	5,914
CFPS	2,479	2,589	3,451	3,957	4,604
DPS	400	500	500	500	500
추가배수(배)					
PER	19.5	12.3	8.3	7.4	6.3
PBR	4.5	2.4	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	12.9	4.6	2.1	1.2	0.3
PCFR	16.2	9.7	7.3	6.3	5.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.5	7.8	10.6	10.3	10.5
영업이익률(핵심)	8.5	7.8	10.6	10.3	10.5
EBITDA margin	10.1	9.7	11.7	11.5	11.7
순이익률	7.8	7.1	7.9	7.7	7.9
자기자본이익률(ROE)	30.2	21.1	25.9	23.8	22.7
투자자본이익률(ROIC)	212.2	365.6	22,067.4	-7,293.7	-11,089.8
안정성(%)					
부채비율	106.1	120.6	128.1	120.6	111.8
순차입금비율	-109.0	-119.5	-123.3	-121.9	-120.5
이자보상배율(배)	734.3	141.0	280.3	490.0	570.0
활동성(배)					
매출채권회전율	8.5	9.4	10.3	9.7	9.6
재고자산회전율	108.5	103.6	103.1	96.8	95.8
매입채무회전율	3.9	3.7	3.7	3.5	3.5



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

대한항공 (003490)



BUY(Maintain)

주가(09/18) 32,450원

목표주가 45,000원

대한항공은 출국 수요 성장과 비수기 효과가 악화된 화물 부문 강세에도 불구하고 외래객 입국자수 감소 우려가 주가에 부담으로 작용하고 있습니다. 하반기에는 계절적 성수기인 화물 부문에서 높은 공급 확대 여력이, 내년에는 인천공항 제2 여객 터미널 이전과 델타 항공과의 JV 효과가 기대되며, 대규모 항공기 투자 마무리로 부채 규모가 감소하며 재무 부담이 완화되는 것도 호재로 작용할 것으로 기대한다. 따라서 투자이견 'BUY'와 목표주가를 '45,000원'을 유지한다.

Stock Data

KOSPI (09/18)	2,418.21pt	
시가총액	30,777억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	38,750원	24,491원
최고/최저가 대비 등락	-16.26%	
	32.50%	
주가수익률	절대 상대	
	1M	-9.0%
	6M	11.1%
	1Y	7.7%
		-11.0%
		-0.7%
		-9.8%

Company Data

발행주식수	95,955천주	
일평균 거래량(3M)	530천주	
외국인 지분율	18.40%	
배당수익률(17.E)	0.00%	
BPS(17.E)	34,613원	
주요 주주	한진칼 외 9인	33.40%
	국민연금공단	11.28%

Price Trend



장거리 노선과 화물 부문 경쟁력

>>> 높은 해외 발권 비중의 아쉬움

대한항공은 국내 항공사 가운데 가장 오래되고 노선도 많은 만큼 해외현지 영업력과 인지도도 가장 높아 해외 발권 비중도 높음. 하지만 금년 상반기 사드 이슈와 지정학적 불확실성은 해외 고객들의 한국행 항공권 발권을 주저하게 만들고 있어 3분기 영업이익에 부담 요인으로 작용할 것으로 전망됨.

>>> 화물 부문 경쟁력과 효율성 개선

그러나 대한항공은 2분기 말 기준 30대의 화물기를 운영하며 지난 해 말부터 시작된 화물 시장 강세의 수혜를 가장 크게 보고 있음. 특히 9월 하순부터 시작되는 계절적 성수기에는 기존 화물기뿐 아니라 최근 도입한 대형 여객기 공간까지 화물 수송이 가능해 가장 큰 공급 능력 만큼 수혜도 가장 크게 나타날 것으로 기대함.

>>> 재무 부담도 추가적 완화 기대

대한항공은 영업이익 증감 외에도 높은 부채 비율과 계속 늘어나는 차입금에 대한 우려가 있음. 환율 변수를 제외하면 대한항공은 17년에도 전년에 이어 1조원이 넘는 영업이익 창출이 예상되며 18년부터는 항공기 도입 관련 Capex도 FCF를 하회할 것으로 전망되고 있어 부채 규모 감소가 시작되며 재무 부담이 완화될 것으로 기대함. 따라서 3분기와 4분기 양호한 영업이익은 물론이고 18년 재무 부담 완화도 예상된다는 점에서 투자이견 'BUY'와 목표주가 '45,000원'을 유지함.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	115,448	117,319	122,507	125,861	135,023
보고영업이익(억원)	8,831	11,208	10,732	11,735	12,652
핵심영업이익(억원)	8,831	11,208	10,732	11,735	12,652
EBITDA(억원)	25,340	28,723	28,183	29,129	29,997
세전이익(억원)	-4,864	-7,174	9,197	4,718	5,454
순이익(억원)	-5,630	-5,568	6,972	3,576	4,134
지배주주지분순이익(억원)	-5,650	-5,649	6,978	3,629	4,195
EPS(원)	-7,864	-7,530	9,384	4,813	5,564
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	-48.7	15.6
PER(배)	-3.3	-3.4	2.7	5.3	4.6
PBR(배)	0.8	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	6.2	5.3	5.1	4.6	4.1
보고영업이익률(%)	7.6	9.6	8.8	9.3	9.4
핵심영업이익률(%)	7.6	9.6	8.8	9.3	9.4

>>> 안정적 장거리 노선과 가장 많은 화물 공급 능력 확보

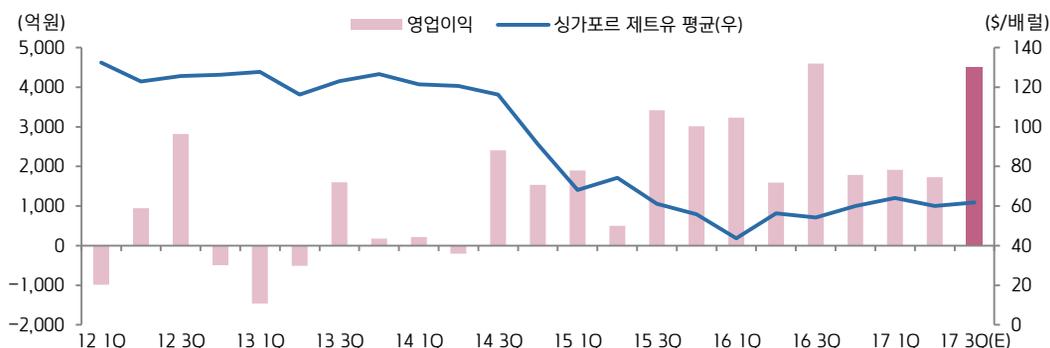
재무구조 우려도 부채 규모 감소를 통해 점진적 완화

JV 이후 미국 노선과 동남아 노선 경쟁력 강화 기대

대한항공은 국내에서 가장 오래된 항공사답게 해외 현지 영업망도 가장 잘 구축되어 있고 인지도도 높아 해외 발권 비중도 상당히 높다. 지난 16년 2분기 기준 47%, 17년 2분기에는 43%가 해외에서 매출이 발생했다. 국내 매출 비중이 높아졌다는 점은 반대로 외국인 입국자수 감소에 따른 해외 매출 감소 영향으로 해석할 수 있는데 이런 추세가 3분기에도 이어질 가능성이 높다. 여름 성수기를 맞아 내국인 출국자수가 크게 증가하는 현 상황을 감안하면 경쟁사 대비로는 영업이익 측면에서 아쉽게 작용할 수 있다.

하지만 다른 경쟁 항공사 대비 화물기 보유 대수와 대형 여객기가 월등히 많아 화물 수요가 늘어나는 가을로 진입하면서 화물 부문 이익 기여에 대한 기대감도 가장 높다. 여기에 이미 높은 M/S를 유지하고 있는 미주 노선에서 델타항공과의 JV가 18년부터 본격화되면 미주 노선뿐 아니라 중국과 동남아 노선에서 추가적으로 경쟁력이 강화될 것이고, 외래객 입국 수요도 추가 악화보다는 점진적 반등이 예상됨에 따라 투자의견 'BUY'와 목표주가 '45,000원'을 유지한다.

대한항공 분기별 영업이익과 싱가포르 제트유



자료: 대한항공, Bloomberg, 3Q는 키움증권 추정 및 9월초까지 평균

대한항공 노선별 매출 비중 변화

	17 2Q	16 2Q
국내선	8%	8%
일본	10%	10%
중국	11%	15%
동남아	19%	16%
대양주	3%	3%
미주	28%	30%
구주	21%	18%

자료: 대한항공

대한항공 지역별 매출 비중 변화

	17 2Q	16 2Q
한국	57%	53%
일본	6%	7%
중국	6%	10%
동남아	9%	8%
미주	16%	18%
구주	6%	4%

자료: 대한항공

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	115,448	117,319	122,507	125,861	135,023
매출원가	95,174	94,352	99,097	100,754	108,015
매출총이익	20,274	22,966	23,410	25,108	27,007
판매비및일반관리비	11,443	11,758	12,677	13,372	14,355
영업이익(보고)	8,831	11,208	10,732	11,735	12,652
영업이익(핵심)	8,831	11,208	10,732	11,735	12,652
영업외손익	-13,695	-18,382	-1,535	-7,017	-7,198
이자수익	400	288	230	204	216
배당금수익	43	39	46	0	0
외환이익	3,603	4,717	10,403	0	0
이자비용	3,707	4,068	4,392	4,578	4,578
외환손실	9,732	7,448	5,494	0	0
관계기업지분손익	175	-1,123	13	0	0
투자및기타자산처분손익	-1,715	-2,123	-1,169	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1,760	-1,490	-21	0	0
기타	-1,002	-7,175	-1,151	-2,643	-2,835
법인세차감전이익	-4,864	-7,174	9,197	4,718	5,454
법인세비용	-855	-1,606	2,225	1,142	1,320
유효법인세율 (%)	17.6%	22.4%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	-5,630	-5,568	6,972	3,576	4,134
지배주주지분순이익(억원)	-5,650	-5,649	6,978	3,629	4,195
EBITDA	25,340	28,723	28,183	29,129	29,997
현금순이익(Cash Earnings)	10,880	11,947	24,423	20,970	21,479
수정당기순이익	-2,766	-2,765	7,874	3,576	4,134
증감율(% YoY)					
매출액	-3.1	1.6	4.4	2.7	7.3
영업이익(보고)	123.4	26.9	-4.2	9.3	7.8
영업이익(핵심)	123.4	26.9	-4.2	9.3	7.8
EBITDA	27.4	13.4	-1.9	3.4	3.0
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	-48.0	15.6
EPS	N/A	N/A	N/A	-48.7	15.6
수정순이익	N/A	N/A	N/A	-54.6	15.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	27,280	28,063	22,373	21,292	22,483
당기순이익	-5,630	-5,568	6,972	3,576	4,134
감가상각비	16,109	16,983	16,983	16,983	16,983
무형자산상각비	400	533	468	412	362
외환손익	4,946	2,176	-4,909	0	0
자산처분손익	1,781	2,415	1,169	0	0
지분법손익	-175	1,123	-13	0	0
영업활동자산부채 증감	524	-972	-3,167	368	1,005
기타	9,325	11,375	4,870	-46	0
투자활동현금흐름	4,187	-8,735	-14,886	-13,464	-14,267
투자자산의 처분	18,842	-1,040	-226	-146	-400
유형자산의 처분	3,183	2,719	0	0	0
유형자산의 취득	-17,427	-11,451	-13,000	-13,000	-13,000
무형자산의 처분	3	12	0	0	0
기타	-413	1,025	-1,660	-318	-867
재무활동현금흐름	-29,966	-18,293	1,780	1,314	2,246
당기차입금의 증가	-48,856	-39,337	0	0	0
장기차입금의 증가	8,566	11,396	0	0	0
자본의 증가	4,942	35	0	0	0
배당금지급	-141	-233	0	0	0
기타	5,523	9,846	1,780	1,314	2,246
현금및현금성자산의순증가	1,709	1,224	9,266	9,143	10,462
기초현금및현금성자산	7,966	9,675	10,899	20,165	29,308
기말현금및현금성자산	9,675	10,899	20,165	29,308	39,770
Gross Cash Flow	26,756	29,035	25,540	20,924	21,479
Op Free Cash Flow	6,887	13,803	9,419	13,657	14,940

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	32,891	33,280	42,014	51,755	63,851
현금및현금성자산	9,675	10,899	20,165	29,308	39,770
유동금융자산	3,396	1,958	2,044	2,100	2,253
매출채권및유동채권	14,378	14,627	15,274	15,692	16,835
재고자산	4,906	5,647	4,375	4,495	4,822
기타유동비금융자산	536	148	155	159	171
비유동자산	208,912	206,285	202,771	198,995	196,213
장기매출채권및기타비유동채권	6,581	5,743	5,997	6,161	6,609
투자자산	11,442	6,655	6,846	6,983	7,230
유형자산	178,507	178,733	174,750	170,768	166,785
무형자산	2,947	4,050	3,582	3,170	2,809
기타비유동자산	9,435	11,105	11,596	11,913	12,781
자산총계	241,804	239,565	244,785	250,750	260,065
유동부채	84,504	91,311	86,972	87,524	89,033
매입채무및기타유동채무	23,627	24,426	20,083	20,633	22,135
단기차입금	8,694	11,680	11,680	11,680	11,680
유동성장기차입금	51,617	55,122	55,122	55,122	55,122
기타유동부채	565	83	87	89	96
비유동부채	132,309	129,511	132,098	133,934	137,606
장기매입채무및비유동채무	12,755	18,260	19,068	19,590	21,016
사채및장기차입금	89,569	78,736	78,736	78,736	78,736
기타비유동부채	29,985	32,515	34,294	35,609	37,854
부채총계	216,813	220,822	219,070	221,459	226,639
자본금	3,698	3,698	3,698	3,698	3,698
주식발행초과금	6,029	6,029	6,029	6,029	6,029
이익잉여금	7,943	-1,929	5,049	8,678	12,874
기타자본	6,202	9,810	9,810	9,810	9,810
지배주주지분자본총계	23,871	17,607	24,585	28,214	32,409
비지배주주지분자본총계	1,119	1,137	1,131	1,078	1,017
자본총계	24,990	18,744	25,716	29,292	33,426
순차입금	136,810	132,681	123,328	114,130	103,514
총차입금	149,880	145,538	145,538	145,538	145,538

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-7,864	-7,530	9,384	4,813	5,564
BPS	33,637	25,228	34,613	39,426	44,991
주당EBITDA	35,398	38,841	37,934	39,207	40,375
CFPS	15,198	16,155	32,873	28,226	28,910
DPS	0	0	0	0	0
추가배수(배)					
PER	-3.3	-3.4	2.7	5.3	4.6
PBR	0.8	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.2	5.3	5.1	4.6	4.1
PCFR	1.7	1.6	0.8	0.9	0.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.6	9.6	8.8	9.3	9.4
영업이익률(핵심)	7.6	9.6	8.8	9.3	9.4
EBITDA margin	21.9	24.5	23.0	23.1	22.2
순이익률	-4.9	-4.7	5.7	2.8	3.1
자기자본이익률(ROE)	-24.0	-25.5	31.4	13.0	13.2
투자자본이익률(ROIC)	4.3	5.2	4.9	5.5	6.1
안정성(%)					
부채비율	867.6	1,178.1	851.9	756.0	678.0
순차입금비율	547.5	707.9	479.6	389.6	309.7
이자보상배율(배)	2.4	2.8	2.4	2.6	2.8
활동성(배)					
매출채권회전율	8.1	8.1	8.2	8.1	8.3
재고자산회전율	25.1	22.2	24.4	28.4	29.0
매입채무회전율	5.4	4.9	5.5	6.2	6.3

투자이건변동내역(2개년)

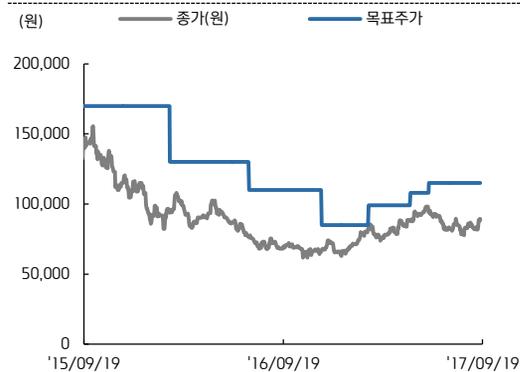
종목명	일자	투자이건	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
하나투어 (039130)	2016-02-24	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-27.56	-16.92
	2016-06-03	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-29.87	-16.92
	2016-07-18	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-36.80	-29.45
	2016-11-28	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-16.59	-3.29
	2017-02-22	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-8.92	11.41
	2017-05-11	BUY(Maintain)	108,000원	6개월	-13.63	-9.07
	2017-06-14	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-24.07	-17.22
	2017-08-02	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-25.58	-17.22
	2017-09-19	BUY(Maintain)	115,000원	6개월		
제주항공 (089590)	2016-10-11	BUY(Maintain)	39,000원	6개월	-29.24	-18.08
	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		

* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자이건	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
대한항공 (003490)	2015-10-15	BUY(Maintain)	47,000원	6개월	-38.95	-35.39
	2015-11-24	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-32.35	-29.37
	2016-01-19	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-30.64	-26.64
	2016-02-03	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-19.90	-6.27
	2016-04-29	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-26.08	-22.96
	2016-06-03	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-28.96	-22.96
	2016-07-18	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-28.04	-18.26
	2016-08-16	BUY(Maintain)	39,000원	6개월	-21.86	-14.06
	2016-10-11	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-25.11	-22.32
	2016-10-26	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-29.60	-20.63
	2017-05-12	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-29.60	-20.63
	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		

목표주가추이(2개년)

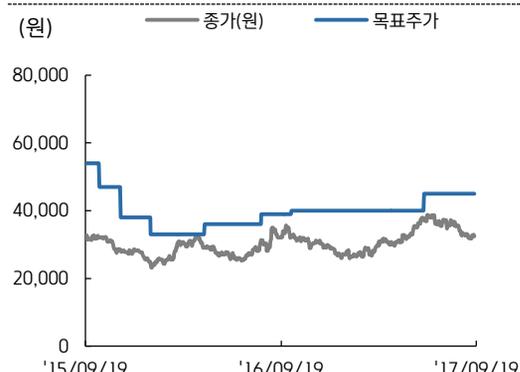
하나투어 (039130)



제주항공 (089590)



대한항공 (003490)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(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 (2016/7/1~2017/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%