

# 항공/여행

Overweight  
(Maintain)

2018. 01. 22

## 수요와 수익 변동성이 낮아진다

항공사 주가는 수년간 제자리 걸음을 하고 있습니다. 유가와 환율, 자연 재해와 정치적 불안 등 다양한 외부 변수에 수요와 수익 변동성이 크게 나타났기 때문입니다. 그러나 1) 여행객 성장 동력이 다양해졌고, 2) 환율과 유가 등 외부 변수 등락에 대한 체력이 강화됐으며, 3) 순이익 및 현금 흐름 개선을 통해 재무 건전성과 밸류에이션 매력도 높아지고 있습니다. 따라서 변동성이 낮아지며 항공사와 여행사에 대한 장기적 접근이 가능해질 것입니다.



운송/조선/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129

bhcho@kiwoom.com

이창희

02) 3787-4751

Jaydenlee@kiwoom.com

키움증권

## Contents



## Investment Summary 3

- > 높은 변동성과 낮은 순이익 3
- > 외부 변수에 대한 수요와 이익 체력 강화, 재무 건전성도 개선 3
- > Top picks: 대한항공, 하나투어, 제주항공 3

## I. 국제선 항공기 이용객수 4

- > 계절성, 각종 이벤트 충격 완화 4
- > 내국인 출국자수 고성장 지속 5
- > 정치적 이슈로 외래객 입국자수 급감 7

## II. 외부 변수에 대한 체력 강화 8

- > 유가와 환율, 그리고 객단가 8

## III. 순이익과 FCF 동시 개선 11

- > 단기 모멘텀이 아니라 밸류에이션 측면의 장기 접근 가능 11
- > Valuation 측면 부담도 해소 12

## 기업분석 13

- > 대한항공 (003490) 14
- > 하나투어 (039130) 17
- > 제주항공 (089590) 20
- > 아시아나항공 (020560) 23

## Compliance Notice

- 당사는 1월 19일 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.

## 다양해지는 여행 수요와 높아지는 수익 안정성의 메리트

## &gt;&gt;&gt; 다양한 외부 변수와 낮은 순이익

항공사와 여행사 주가는 지난 수년간의 높은 여행객 성장 규모에 비하면 낮은 상승폭을 기록하고 있다. 수요와 이익이 환율과 유가, 정치적 이슈와 자연 재해 등 회사가 조절하기 어려운 변수에 따라 단기 변동성이 크게 나타났고, 자회사 이슈와 재무관련 우려 등도 주가 상승의 걸림돌로 작용했기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 수요와 이익 안정성 강화

18년에도 국내외 항공사의 항공기 추가 공급과 여가 시간 증가 등이 예상되는 가운데 각종 자연재해와 정치적 이슈 등도 대체 여행지가 늘어나면서 악재로서의 영향력이 과거에 비해 약화되고 있다. 또한 경기 상황 개선에 따른 국제 유가 상승은 수요도 동반 견인하는 경우가 대부분이어서 수요 위축 우려는 과도하다고 판단된다. 이런 요인들에 따라 향후 수요 변동성이 낮아지고 이익 안정성이 강화되면 낮은 순이익과 높은 부채 비율 등 재무 관련 우려가 해소되며 밸류에이션 측면의 매력이 다시 부각될 것이다.

## &gt;&gt;&gt; Top picks: 대한항공, 하나투어, 제주항공

따라서 Top picks로 서비스 프리미엄과 장거리 노선 경쟁력 강화가 예상되는 대한항공 (투자 의견 BUY, 목표주가 47,000원)과 패키지 시장에서의 M/S 1위 기업이며 인바운드 수요 기저효과가 기대되는 하나투어 (투자 의견 BUY, 목표주가 150,000원), 8대의 신규 항공기 도입과 선도적으로 부가서비스 확대 전략을 구사하고 있는 제주항공 (투자 의견 BUY, 목표주가 45,000원)를 제시하며, 그룹 M&A 참여 및 재무 우려가 해소되고 있고, 중국 노선 피해 완화가 예상되는 아시아나항공(투자 의견 BUY, 목표주가 6,000원)도 관심 종목으로 제시한다.

# Investment Summary

## >>> 높은 변동성과 낮은 순이익

유가와 환율, 각종 자연 재해와 질병 등에 따른 높은 변동성과 벨류에이션 부담이 발목 사상 최고 수준에 도달한 주식 시장과 함께 항공/여행 기업 주가도 상승하고 있지만 상승폭은 기대에 미치지 못하고 있다. 출국자 수요를 바탕으로 항공기 탑승객 및 공항 이용객수가 지속적으로 늘어나고 있음에도 불구하고 유가 상승과 각종 자연 재해와 정치적 리스크, 중국인 단체 여행객 이슈 등 회사가 통제하기 어려운 여러 외부 변수가 수요와 이익 변동성을 높게 만들어 순이익이 크게 늘어나지 못해 벨류에이션 측면의 접근이 쉽지 않았기 때문이다.

## >>> 외부 변수에 대한 수요와 이익 체력 강화, 재무 건전성도 개선

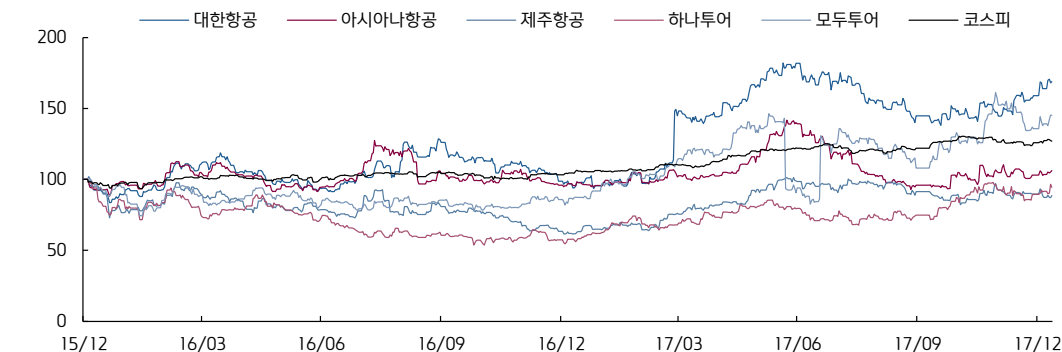
늘어나는 해외 여행 횟수와 가격 이외의 서비스 확대, 부채와 자회사 우려도 완화

높은 성장을 기록중인 항공기 국제선 이용객수는 18년에도 추가 성장이 무난할 것이다. 항공사가 늘어나면서 고객 확보 경쟁이 이어지고 있고, 항공기 추가 도입으로 노선 및 운항 편의성이 개선되며, 원화 강세로 해외 여행 부담이 감소하고 있기 때문이다. 비록 유가가 상승하고 있지만 운임 인상을 최소화 하는 다양한 서비스를 강화하고 있고, 중국 노선도 기저효과가 기대된다. 따라서 높은 부채 비율과 부진했던 자회사 이슈 등에서 자유로워지는 기업들에 대한 관심이 필요한 시기이다.

## >>> Top picks: 대한항공, 하나투어, 제주항공

우리는 Top picks로 서비스 프리미엄과 장거리 노선 경쟁력 강화가 예상되는 대한항공 (투자의견 BUY, 목표주가 47,000원)과 패키지 시장 M/S 1위 기업이며 실적 개선 효과가 기대되는 하나투어 (투자의견 BUY, 목표주가 150,000원), 8대의 신규 항공기 도입과 선도적으로 부가서비스 확대 전략을 구사하고 있는 제주항공 (투자의견 BUY, 목표주가 45,000원)을 제시하며, 그룹 M&A 참여 및 재무 우려가 해소되고 있고, 중국 노선 기저효과가 기대되는 아시아나항공(투자의견 BUY, 목표주가 6,000원)도 관심 종목으로 제시한다.

### 대한항공, 아시아나항공, 제주항공, 하나투어, 모두투어 시가총액과 KOSPI지수 추이



자료: Fnguide, 2015.12.31 =100



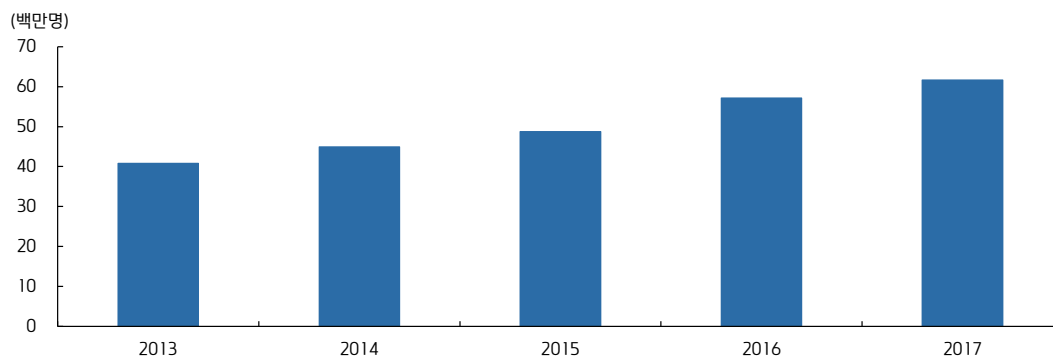
# I. 국제선 항공기 이용객수

## >>> 계절성, 각종 이벤트 충격 완화

17년 인천공항 이용객수는 7.8% 증가한 61,618,013명

인천공항 국제선 이용객수는 정치적 이슈에 따른 중국 노선의 부진에도 불구하고 17년에도 7.8% 성장한 61,618,013명을 기록했다. 과거 항공기 이용객수는 앞서 언급한 정치적 이슈를 포함한 테러와 치안 불안, 각종 질병, 자연 재해, 환율 등이 수요 급감 요인으로 작용해왔다. 그러나 지난 해에도 입국자수 감소와 일부 지역 치안 불안 등이 발생했지만 내국인 출국자수의 높은 성장과 입국 국가 다변화를 통해 성장을 이어갔다.

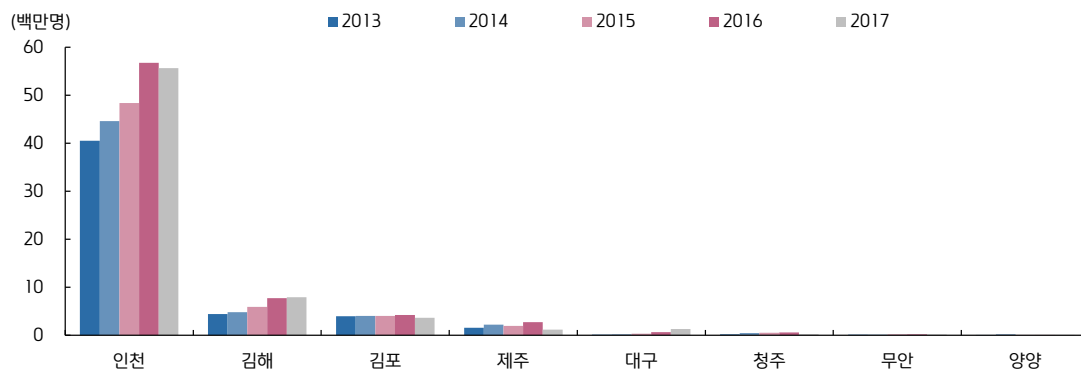
### 연간 인천공항공사 국제선 이용객수



자료: 인천공항공사

지난 해 11월 누적 기준 공항 별로 살펴보면 대부분의 LCC 취항이 집중되고 있는 인천공항과 김해공항이 각각 7.3%와 12.9% 성장한 반면 중국 노선 부정기편 중단 영향이 가장 큰 제주공항은 54.6% 감소한 1,162,395명에 머물렀고, 김포공항도 5.7% 감소한 3,650,078명을 기록했다. 하지만 8개 공항 Total로는 4.9% 성장해 7천만명을 이미 넘어섰다.

### 국내 주요 공항 국제선 이용객수



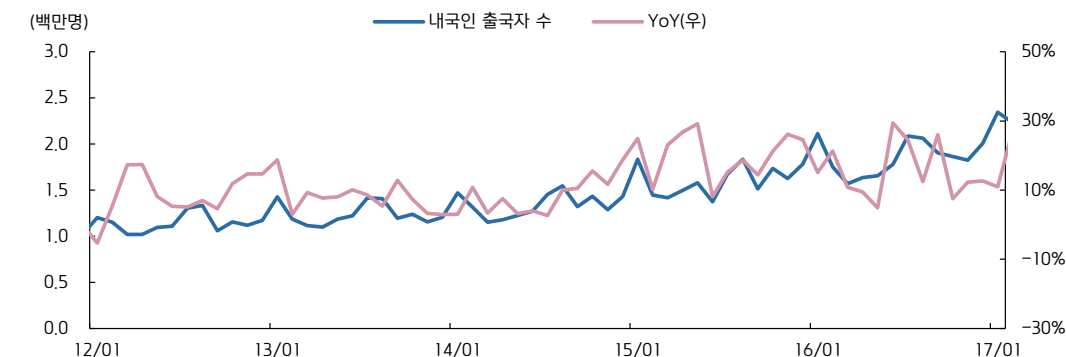
자료: 국토교통부, 17년은 11월 누적 기준

## >>> 내국인 출국자수 고성장 지속

### 일본 중심으로 가격 메리트와 재방문 승객 급증

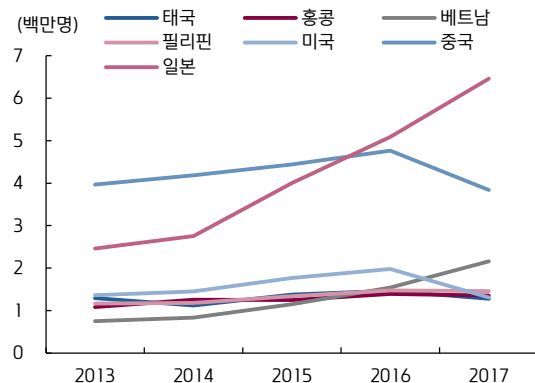
내국인 출국자수 성장은 17년에도 지속되었다. 17년 인구수는 전년 대비 82,328명(YoY 기준 +0.16%) 증가한 51,778,544명에 머문 반면 11월 누적 기준 내국인 출국자수는 16.4% 증가한 23,581,378명에 달하고 있어 전체 인구 대비 출국자수 비중은 지난 16년의 43.1% 상회할 것이다. 내국인 출국자수는 지난 2천년대 중반에는 저렴한 중국 패키지 상품과 원화 강세 등에 따른 신규 여행객 유입을 통해 성장했다면 최근의 고성장은 여행 선택지 확대와 기존 해외 여행객들의 재방문 횟수 증가가 주요인으로 판단된다.

### 월별 내국인 출국자수와 YoY 증감율

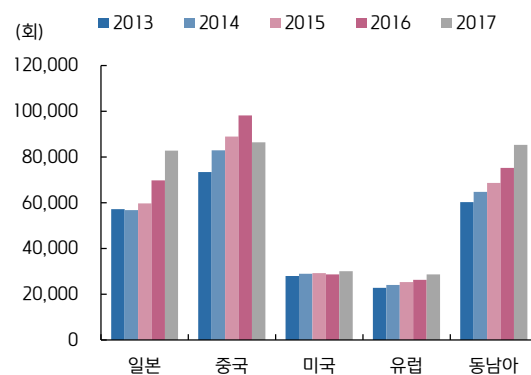


국가별 방문객수를 살펴보면 역시 운항 횟수가 가장 크게 증가한 일본으로 출국자수가 11월 누적 기준 40.6% 증가한 6,461,220명으로 전체 출국자 가운데 31.9%를 차지하고 있다. 항공사들이 중국 노선 부정기편 불허 영향으로 항공 자유화 지역인 일본과 동남아 노선 중심으로 증편시킨 효과로 해석된다. 중국 노선을 제외한 다른 노선들의 11월 누적 운항 횟수는 이미 16년 전체 운항횟수를 넘어서며 운항 횟수 증가가 계속되고 있다.

### 내국인 주요 출국 국가



### 인천+김포 공항 노선별 운항횟수



## 18년 대규모 항공기 도입

항공기 운항 횟수 증가는 효율화와 함께 운항 시간 증가를 통해서도 가능하지만 항공기 추가 도입이 가장 확실한 방법이다. 18년에는 제주항공의 8대를 포함해 다른 LCC도 B737 중심으로 적극적 항공기 도입에 나설 예정이어서 단거리 노선 공급 증가가 무난하며, 대한항공과 아시아나항공도 B787, B777, A350 등 중장거리 운항이 항공기 도입을 준비하고 있어 18~19년에도 여행객들의 선택의 폭은 더 넓어질 것이다.

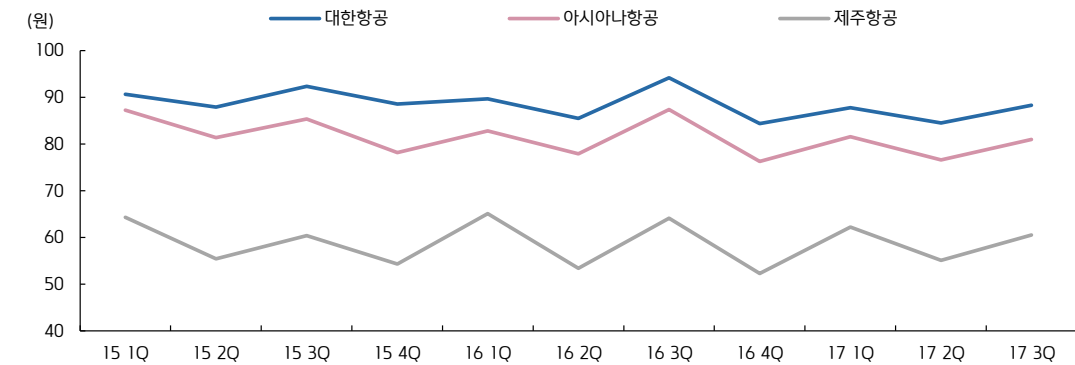
### 국내 주요 항공사 항공기 현황과 18년 말 예정 기재 규모

	대한항공	아시아나항공	제주항공	진에어	이스타항공	티웨이항공	에어서울	에어부산
15 년말	133	73	22	19	13	12		19
16 년말	129	72	26	22	17	16	3	18
17 년말(E)	133	69	31	25	18	19	5	23
18 년말(E)	143	70	39	30	21	25	7	27

자료: 각사, 18년 반납 규모에 따라 변동 가능

항공기가 늘어난 만큼 L/F 유지를 위해 항공사들의 고객 유치 경쟁은 18년에도 이어질 것이다. 특히 앞서 언급한 것처럼 B737 기종이 크게 늘어남에 따라 운항 시간 6시간 미만 LCC 주요 노선에서의 고객 확보 경쟁은 더욱 심화될 가능성이 높다. 따라서 운임 이외의 부가 매출을 통한 수익 확보 방안 여부가 LCC 수익성 차이로 연결될 것이다.

### 대한항공, 아시아나항공, 제주항공 국제선 Yield



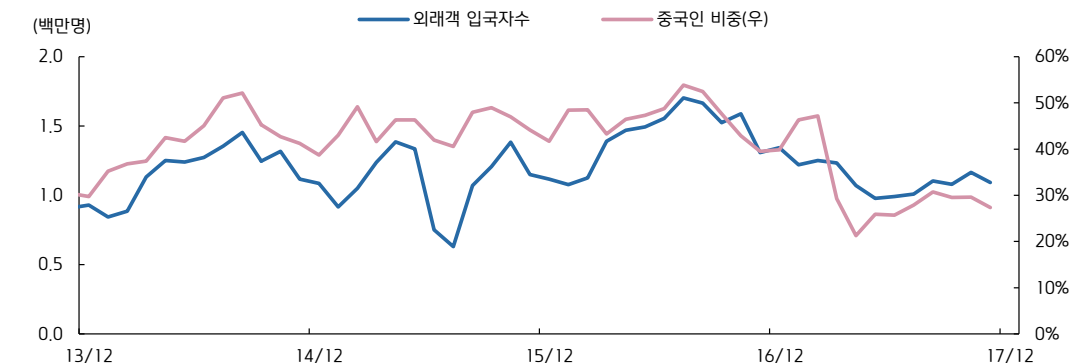
자료: 각사

## >>> 정치적 이슈로 외래객 입국자수 급감

### 중국인 입국자수 급감, 18년 기저 효과는 기대

17년 외래객 입국자수는 크게 감소하고 있다. 지난 16년 기준 전체 입국자수의 46.8%를 차지했던 중국인 입국자수가 지난 해 3월 이후 정치적 이슈에 따라 급감했기 때문이다. 중국인은 11월 누적 기준 49.1% 감소한 3,836,879명으로 입국자수 비중은 31.5% 수준까지 내려왔다. 여기에 일본인도 환율과 정치적 불안감이 함께 작용하며 0.8% 증가한 2,117,742명에 그쳐 총 입국자수는 23.3% 감소한 12,195,624명에 머무르고 있다.

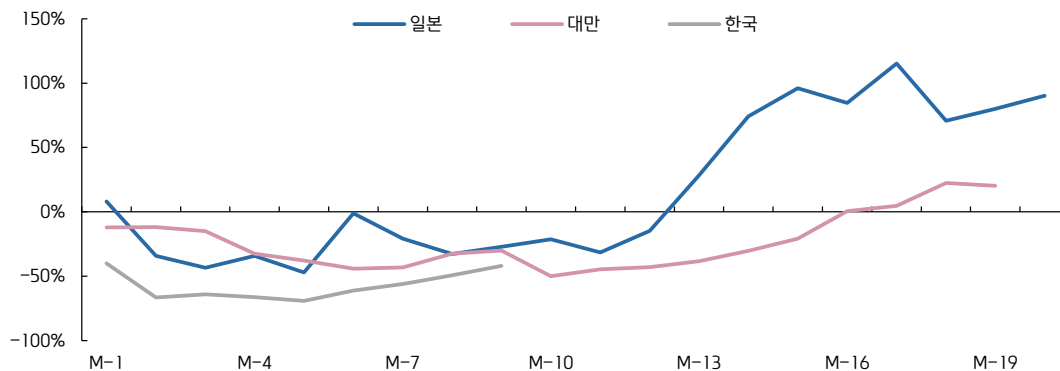
### 외래객 입국자수와 중국인 비중 추이



자료: 한국관광공사

중국인 입국자수 회복 관련해서 우리와 비슷한 이슈를 겪은 일본과 대만의 경우를 비교하면 기저 효과는 기대되지만 회복 규모는 장담하기는 쉽지 않다. 우리는 중국과 항공 자유화 협정이 체결되어 있지 않아 부정기 항공편 재개가 선행되어야 하고, 일본과 동남아 지역과의 수요 유치 경쟁 등 해결해야 할 문제도 남아있어 지난 16년 수준까지 회복은 시간이 더 소요될 전망이다.

### 한국과 일본, 대만 이슈 이후 중국인 입국자수 YoY 증감율



자료: CEIC, M-1 = 한국: 17년 3월, 일본: 12년 9월, 대만: 16년 5월



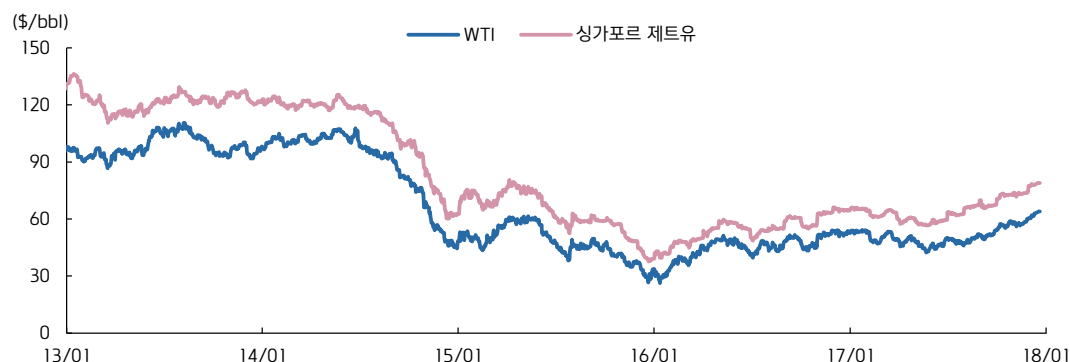
## II. 외부 변수에 대한 체력 강화

### >>> 유가와 환율, 그리고 객단가

#### 국제 유가 상승이 수요와 실적에 미치는 영향

지난 15년부터 본격화된 저유가 시대가 마무리되고 있다. 국제 유가가 다시 지난 13년처럼 WTI 기준 배럴당 100달러를 상회할지 여부는 아직 알 수 없지만 지난 수년간의 평균 대비 높아진 것은 받아들여야 할 것이다. 제트유를 대체할 연료가 없고, 전체 비용에서 유류비 비중이 가장 높고, 항공사는 유류 헷지를 제외하면 마땅한 대응 방안이 없어 유가 상승은 항공사에 악재로 인식되고 있다.

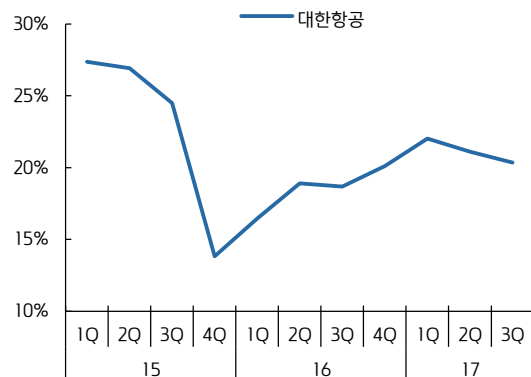
#### 싱가포르 제트유와 WTI 추이



자료: Bloomberg

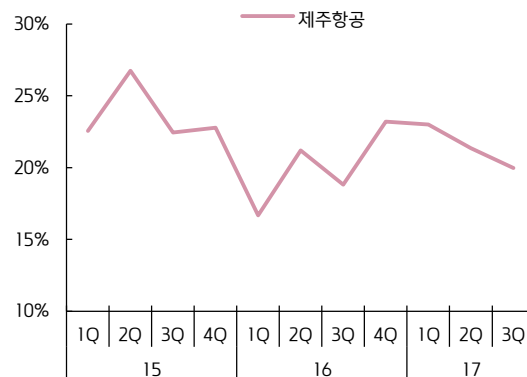
매출액 대비 유류비 비중을 살펴보면 항공사가 연료 효율성이 높은 신형기를 도입하고, 여객기를 활용한 화물 수송도 늘리는 등 유류 사용량 절감을 위한 다양한 노력을 기울이고 있고, 유류할증료도 부과되고 있지만 유가 상승에 따른 비용 증가가 완전하게는 상쇄되지 못하고 있다. 결론적으로 유가 상승은 유류비 증가로 직결되는 것이다.

#### 대한항공 매출액 대비 유류비 비중



자료: 대한항공

#### 제주항공 매출액 대비 유류비 비중



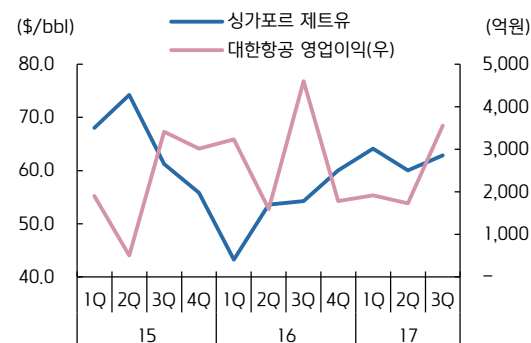
자료: 제주항공



## 관건은 운임으로 전가해서 매출도 함께 증가하는지 여부

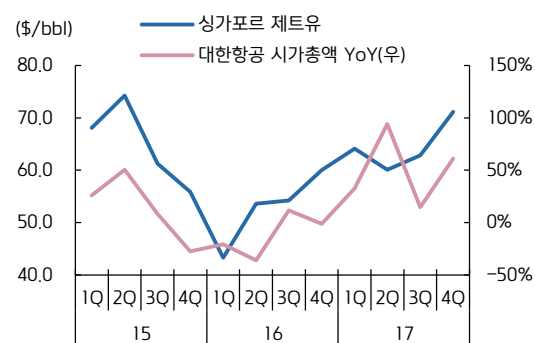
결국 관건은 운임 인상을 통해 매출도 함께 증가시킬 수 있을지 여부이다. 유가 상승으로 운임을 인상시키면 초기에는 소비자들의 저항이 크지 않겠지만 저운임에 따라 신규로 창출된 고객도 있고, 운임 인상이 지속되면 기존 고객도 탑승 횟수를 줄일 수도 있어 운임 인상이 쉽지는 않다. 그러나 LCC 간의 경쟁 심화로 운임 인상은 최소화 될 것으로 전망한다. LCC는 B777기를 운항하는 진에어를 제외하면 노선 대부분이 겹치고 있어 수요 확보를 위해 운임 인상보다는 부가 매출 다양화를 통한 이익 개선 시도가 예상되며, 대한항공과 아시아나항공은 상대적으로 가격 민감도가 낮은 장거리 노선과 서비스를 강화하며 매출을 증가시키고 있다.

분기 평균 싱가포르 제트유와 대한항공 영업이익



자료: 대한항공, Bloomberg

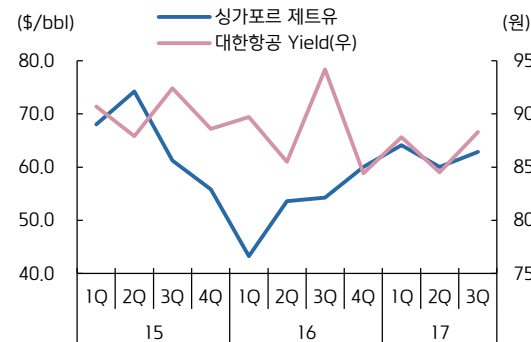
싱가포르 제트유와 대한항공 시가총액 YoY 증감율



자료: 대한항공, Bloomberg

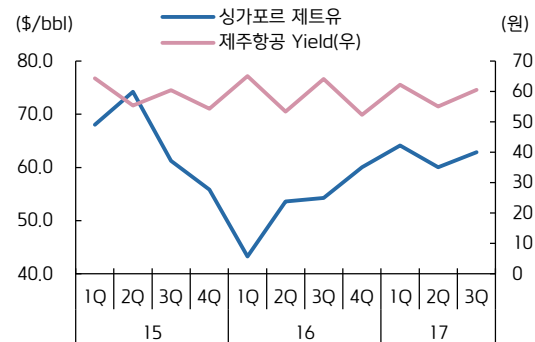
또한 최근 국제 유가 상승이 경기 회복과 함께 진행되고 있다는 점은 운임 인상에도 긍정적 요인이다. 17년에는 16년 대비 유류비와 운임이 큰 폭으로 상승했지만 주요 수요층의 처분 가능 소득과 여가 시간 증가 등에 따라 운임 상승이 여행 수요에 부담이 되지 않은 것을 확인할 수 있었다. 따라서 유가 상승이 비용 증가로 연결되는 것은 사실이지만 항공사도 수요를 위축시키지 않는 다양한 비용 전가 방안을 마련하고 있어 유가 상승 → 비용 증가 → 이익 감소의 공식은 맞지 않는다고 판단한다.

분기 평균 싱가포르 제트유와 대한항공 Yield



자료: 대한항공, Bloomberg

분기 평균 싱가포르 제트유와 제주항공 Yield



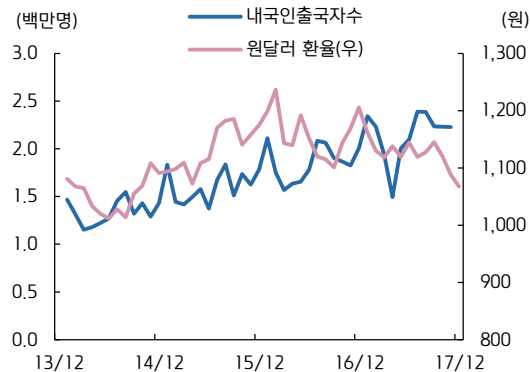
자료: 제주항공, Bloomberg

## 환율이 수요와 실적에 미치는 영향

국제 유가 상승과 달러 원화 강세는 항공사 최고의 호재이다. 먼저 여행 비용 부담 감소를 꼽을 수 있다. 과거에 비해 해외 여행 가능 시간이 늘어나고 있고, 경쟁 심화에 따라 저렴한 운임 항공권도 늘어나는 등 출국 유인 요인이 다양해지며 환율의 영향력이 과거처럼 크지는 않지만 현지 숙박과 교통, 쇼핑 등 외화를 기준으로 계산하는 비용이 많아 원화 강세는 수요 창출에 긍정적 요인이다.

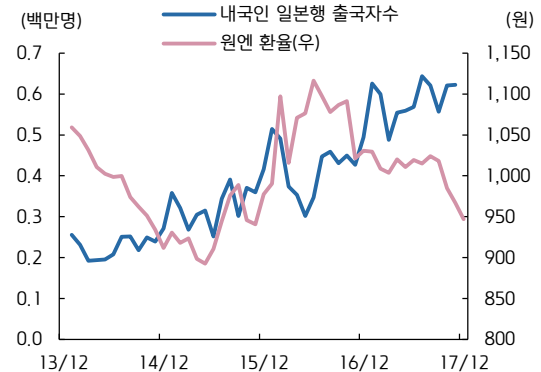
또한 항공사 비용 측면에서도 긍정적이다. 대한항공의 경우 전체 비용에서 달러 등 외화로 발생하는 비용이 해외 발권 티켓 매출 규모보다 더 크고, 항공기 도입 과정에서 달러 표시 부채도 많이 보유하고 있기 때문이다. 한편 LCC는 아직은 국내 발권 비중이 현저히 높아 해외 매출 감소 영향은 크지 않다. 다만 수요 확충을 위해 현지 영업을 강화하고 있어 향후 변동성은 커질 수 있겠다.

### 내국인 출국자수와 원/달러 환율



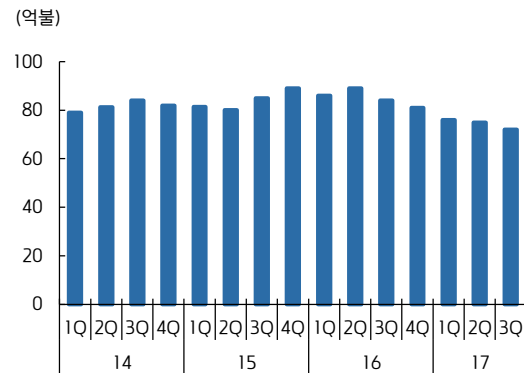
자료: Bloomberg, 한국관광공사

### 내국인 일본행 출국자수와 원/엔 환율



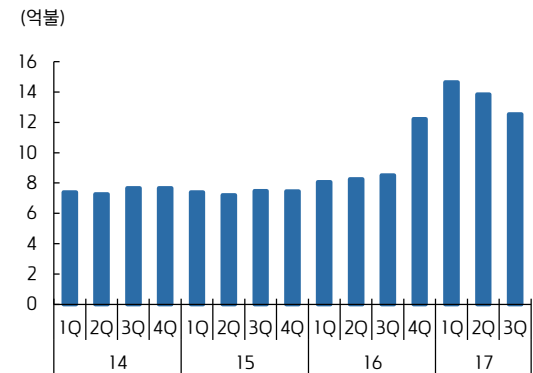
자료: Bloomberg, 한국관광공사

### 대한항공 달러 부채 규모 추이



자료: 대한항공

### 아시아나항공 달러 부채 규모 추이



자료: 아시아나항공

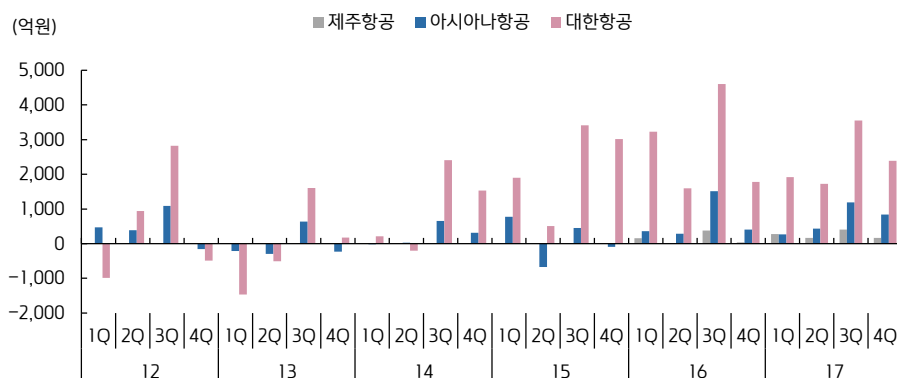
### III. 순이익과 FCF 동시 개선

>>> 단기 모멘텀이 아니라 벨류에이션 측면의 장기 접근 가능

사회사 부진, M&A 관련 불확실성, 높은 부채 비율 등이 걸림돌 작용

항공사와 여행사는 지난 수년간 항공기 이용객과 여행객의 증가에도 불구하고 순이익과 부채 비율, 벨류에이션, 사회사 등 여러 이슈가 주가에 부담으로 작용했다. 먼저 항공사는 항공기 도입 관련 투자를 이어갈 수 밖에 없다. 부채 비율 완화를 위해 운용리스를 이용하게 되면 상대적으로 비용이 증가하고, 19년부터는 금융리스와 회계적으로 동일하게 적용될 가능성이 높은 만큼 부채 규모에 따른 재무구조 변화에도 관심을 기울여야 할 것이다.

대한항공, 아시아나항공, 제주항공 분기별 영업이익

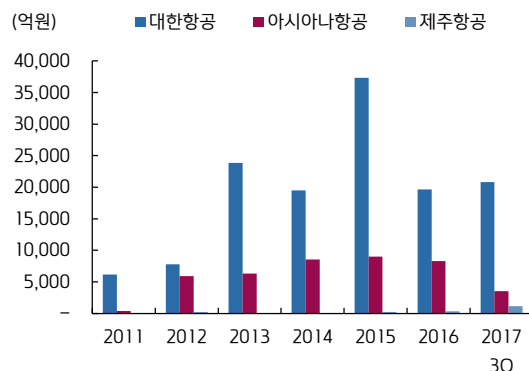


자료: FnGuide, 17년 4Q는 키움증권 추정

투자보다 큰 규모의 현금 창출

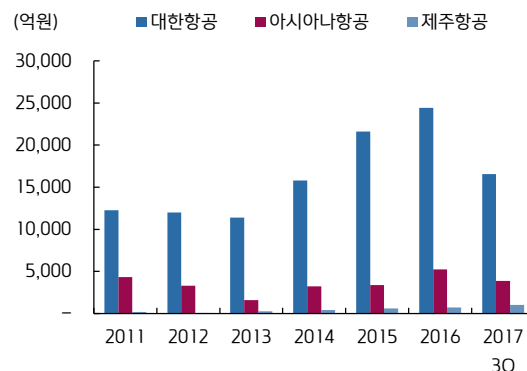
과거 대한항공은 꾸준한 영업이익에도 불구하고 대규모 Capex가 지속되면서 부채가 늘어났고, 원화 약세 영향도 더해져 13~16년까지 순적자가 지속되어 부채 비율도 높아졌다. 즉 영업을 통해 이익을 창출해도 항공기 도입관련 부채가 더 늘어나는 구조였던 것이다. 하지만 대규모 순이익을 기록했을 지난 17년에 이어 금년에도 신형 대형기뿐 아니라 효율성이 높은 CS300 항공기도 도입함에 따라 항공기 투자 규모가 FCF를 하회해 추가적인 부채 축소와 재무구조 개선이 가능할 것이다.

대한항공, 아시아나항공, 제주항공 연도별 총투자 금액



자료: FnGuide

대한항공, 아시아나항공, 제주항공 연도별 OP+D-I



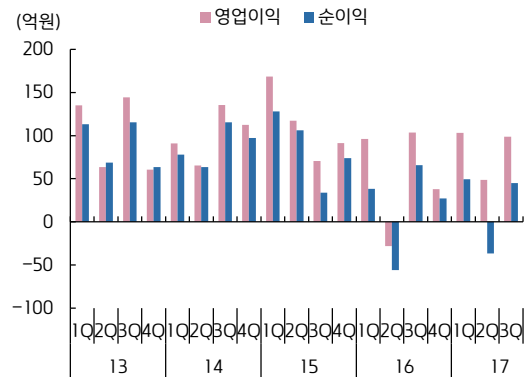
자료: FnGuide



## >>> Valuation 측면 부담도 해소

하나투어도 내국인의 해외 패키지 여행과 티켓 판매를 통해 매출 성장이 이어지고 있지만 이익은 자회사 부진에 따라 크게 늘지 못했다. 여기에 과거 성수기와 비수기 차이, 외부 변수에 따른 충격이 고스란히 손익에 반영되었다는 점도 주가 변동성을 높게 만들었다. 하지만 18년 하나투어는 인바운드 고객과 연관된 면세점과 호텔 부문 적자 규모도 추가 악화되지는 않을 것이며, 큰 폭으로 늘어나게 될 항공기 공급의 최대 수혜가 M/S 1위 여행사 매출과 이익에 직접적으로 나타나게 될 것인 만큼 밸류에이션 정상화가 기대된다.

### 하나투어 영업이익과 순이익



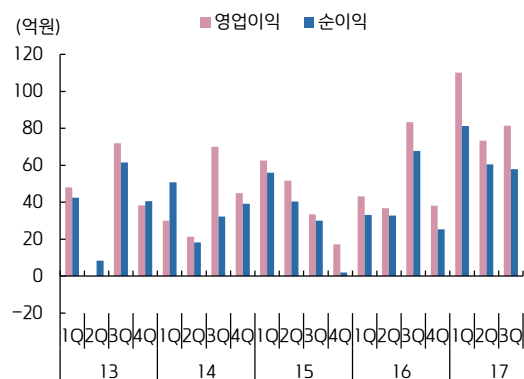
자료: FnGuide

### 하나투어 PER 밴드



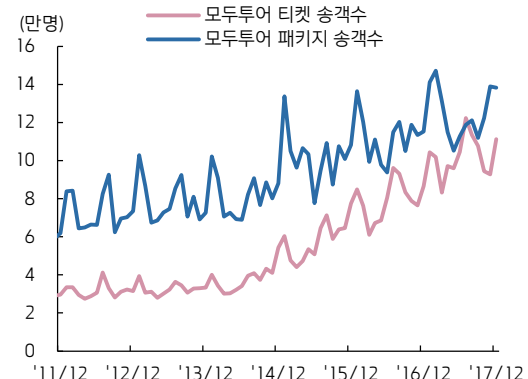
자료: FnGuide

### 모두투어 영업이익과 순이익



자료: FnGuide

### 모두투어 패키지 및 티켓 송객수



자료: FnGuide





## 기업분석

대한항공  
(003490)

BUY(Maintain)/목표주가 47,000원  
재무구조 개선과 수요 기반 확대

하나투어  
(039130)

BUY(Maintain)/목표주가 150,000원  
패키지 여행 시장 1위 M/S와 항공사들의 공급 확대

제주항공  
(089590)

BUY(Maintain)/목표주가 45,000원  
높은 L/F와 다양한 부가서비스

아시아나항공  
(020560)

BUY(Maintain)/목표주가 6,000원  
다시 영업 상황에 관심



대한항공 (003490)



BUY(Maintain)

주가(01/19) 37,000원

목표주가 47,000원

대한항공은 지난 13년부터 16년까지 순적자가 이어졌다. 외화 부채에 대한 환산손익 영향이 컸지만 높은 부채 비율과 맞물리며 투자를 주저하게 만든 요인이었다. 국제 유가도 더 이상 지난 16년과 같은 저유가 시기를 기대하기 어렵다. 하지만 다시 배럴 당 100달러 넘는 수준까지 급등하지 않는다면 운임 전가와 프리미엄 고객 강화 등을 통해 영업이익 창출과 점진적인 부채 감소가 동시에 진행될 것으로 기대한다. 따라서 목표주가 '47,000원'과 투자 의견 'BUY'를 제시한다.

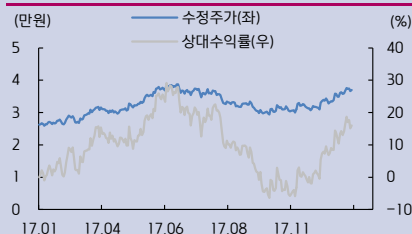
## Stock Data

KOSPI (1/19)		2,520.26pt
시가총액		35,093억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	38,750원	25,760원
최고/최저가 대비 등락	-3.35%	45.38%
주가수익률	절대	상대
	1M	10.5% 9.0%
	6M	2.6% -1.1%
	1Y	47.8% 21.7%

## Company Data

발행주식수	95,955천주
일평균 거래량(3M)	713천주
외국인 지분율	15.27%
배당수익률(17.E)	0.00%
BPS (17.E)	22,725원
주요 주주	한진칼 외 9인 33.39%

## Price Trend



## 재무구조 개선과 수요 기반 확대

## &gt;&gt;&gt; 순이익 창출과 부채 규모 축소

대한항공 영업이익은 지속적으로 창출됐지만 지난 13년 이후 16년까지 순적자가 이어졌음. 또한 높은 부채비율과 자회사 우려까지 더해지며 재무적으로도 부담이 높았음. 그러나 17년 당기 순이익 흑자전환에 성공하고, 부채 비율도 대형 항공기 투자 마무리와 환율 효과 등이 더해지며 낮아져 투자 메리트가 높아질 것으로 기대함.

## &gt;&gt;&gt; 장거리, 비즈니스 고객 기반 확대

WTI 기준 배럴 당 26.2달러까지 하락했던 저유가 시기는 다시 돌아오지 않을 가능성이 높지만 유류할증료가 항공권 가격에 육박하게 되는 수준까지 급등하지 않는다면 운임에 일부 전가와 높은 L/F 유지, 프리미엄 고객 강화 등을 통해 영업이익 창출이 가능할 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 영업이익 2,391억원 전망

제2 여객 터미널 개장과 델타항공과의 JV는 대한항공의 장거리 노선 고객 기반, 특히 외국인 수요 확충과 프리미엄 고객 서비스 강화로 연결되며 LCC들과의 차별화가 계속될 것으로 전망함. 따라서 목표주가는 '47,000원' 투자 의견 'BUY'를 제시함.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	115,448	117,319	120,777	125,199	132,775
보고영업이익(억원)	8,831	11,208	9,590	9,857	11,179
핵심영업이익(억원)	8,831	11,208	9,590	9,857	11,179
EBITDA(억원)	25,340	28,723	27,041	27,251	28,523
세전이익(억원)	-4,864	-7,174	10,232	3,793	5,020
순이익(억원)	-5,630	-5,568	7,545	2,875	3,805
자배주주지분순이익(억원)	-5,650	-5,649	7,258	2,699	3,572
EPS(원)	-7,864	-7,530	8,210	2,986	3,951
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	-63.6	32.3
PER(배)	-3.3	-3.4	4.5	12.4	9.4
PBR(배)	0.8	1.0	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	6.2	5.3	5.5	5.2	4.7
보고영업이익률(%)	7.6	9.6	7.9	7.9	8.4
핵심영업이익률(%)	7.6	9.6	7.9	7.9	8.4
ROE(%)	-24.0	-25.5	37.1	12.3	14.3
순부채비율(%)	547.5	707.9	582.9	487.7	398.2



## >>> 인천공항 제2 여객터미널과 델타항공과의 JV

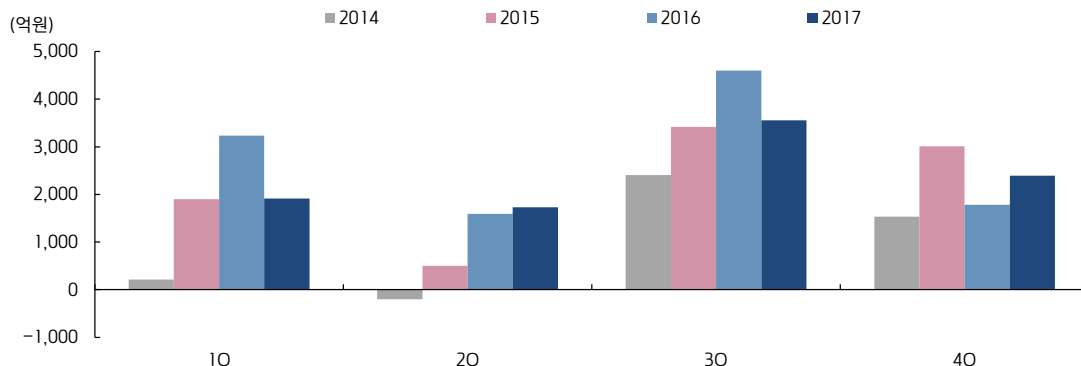
### 4년만의 당기 순이익 창출

#### 대형 항공기 투자가 일단락되면서 부채 규모도 조절 기대

LCC들의 취항이 본격화된 이후 대한항공은 승객수 기준 M/S 하락과 가격 경쟁이 악재로 작용했고, 높은 부채 비율과 지속되는 순적자도 투자 걸림돌로 작용해왔다. 그러나 인천공항 제2 여객터미널 개장과 델타항공과의 JV를 통해 LCC들과의 차별화가 가속화될 것으로 기대한다. 중장거리 노선과 비즈니스 클래스 이상 급 고객 시장은 LCC들이 기존의 한계로 인해 진입하는데 한계가 있기 때문이다. 따라서 JV가 설립된 이후 미국 발 외국인 상용 고객을 인천-미국 노선 이외에 인천-동남 아시아 환승 수요로도 창출시킨다면 현재의 낮은 프리미엄 좌석의 L/F를 높이고, Yield 개선 효과도 가능할 전망이다.

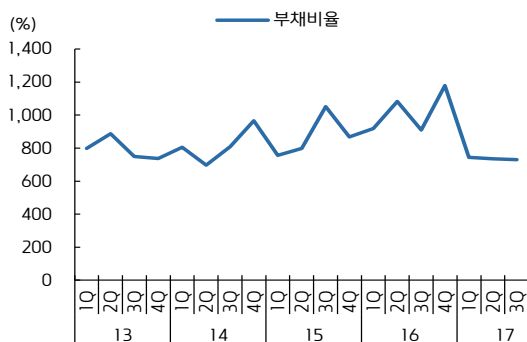
대한항공은 지난 4분기 IFRS 연결 기준 매출액 3조925억원(YoY 기준 +5.6%)와 영업이익 2,391억원(+34.1%)이 예상된다. 미국 호텔과 항공우주 부문 회복이 더디고, 국제 유가 상승폭을 감안하면 양호한 실적이라고 판단된다. 또한 18년에도 유가 상승을 고려해도 17년보다 개선된 9,857억원의 영업이익 달성이 무난할 것으로 기대한다. 여기에 재무적으로도 과도하게 높았던 부채 비율이 빠르게 정상화되고 있고, 순이익도 창출되기 시작함에 따라 단기적 모멘텀에 따른 접근이 아니라, 장기적 밸류에이션 측면의 접근도 가능해 질 것으로 판단, 목표주가 '47,000원'과 투자 의견 'BUY'를 제시한다.

#### 대한항공 분기별 영업이익



자료: 대한항공, 17년 4Q는 키움증권 추정

#### 대한항공 부채비율 추이



자료: 대한항공

#### 대한항공 기재 현황

기종	17년 9월말 기준	4분기 도입 예정
A380	10	
A330	29	
B747-400	4	
B747-8I	10	
B777	38	
B787-9	4	1
B737	36	
CS300	0	
여객기 계	131	1
B747F	11	
B747-8F	7	
B777F	11	
화물기 계	29	1
Total	160	2

자료: 대한항공

포괄손익계산서

(단위: 억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	115,448	117,319	120,777	125,199	132,775
매출원가	95,174	94,352	98,810	102,344	107,818
매출총이익	20,274	22,966	21,967	22,854	24,957
판매비및일반관리비	11,443	11,758	12,377	12,998	13,778
영업이익(보고)	8,831	11,208	9,590	9,857	11,179
영업이익(핵심)	8,831	11,208	9,590	9,857	11,179
영업외손익	-13,695	-18,382	642	-6,064	-6,159
이자수익	400	288	257	205	216
배당금수익	43	39	46	0	0
외환이익	3,603	4,717	14,292	0	0
이자비용	3,707	4,068	4,370	4,516	4,516
외환손실	9,732	7,448	7,349	0	0
관계기업지분법손익	175	-1,123	116	0	0
투자및기타자산처분손익	-1,715	-2,123	-1,837	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1,760	-1,490	-20	0	0
기타	-1,002	-7,175	-491	-1,753	-1,859
법인세차감전이익	-4,864	-7,174	10,232	3,793	5,020
법인세비용	-855	-1,606	2,687	918	1,215
유효법인세율 (%)	17.6%	22.4%	26.3%	24.2%	24.2%
당기순이익	-5,630	-5,568	7,545	2,875	3,805
지배주주지분순이익(억 원)	-5,650	-5,649	7,258	2,699	3,572
EBITDA	25,340	28,723	27,041	27,251	28,523
현금순이익(Cash Earnings)	10,880	11,947	24,995	20,269	21,150
수정당기순이익	-2,766	-2,765	8,953	2,875	3,805
증감률(% YoY)					
매출액	-3.1	1.6	2.9	3.7	6.1
영업이익(보고)	123.4	26.9	-14.4	2.8	13.4
영업이익(핵심)	123.4	26.9	-14.4	2.8	13.4
EBITDA	27.4	13.4	-5.9	0.8	4.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	-62.8	32.3
EPS	N/A	N/A	N/A	-63.6	32.3
수정순이익	N/A	N/A	N/A	-67.9	32.3

현금흐름표

(단위: 억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	27,280	28,063	18,918	20,228	20,377
당기순이익	-5,630	-5,568	7,545	2,875	3,805
감가상각비	16,109	16,983	16,983	16,983	16,983
무형자산상각비	400	533	468	412	362
외환손익	4,946	2,176	-6,943	0	0
자산처분손익	1,781	2,415	1,837	0	0
지분법손익	-175	1,123	-116	0	0
영업활동자산부채 증감	524	-972	-3,357	4	-773
기타	9,325	11,375	2,500	-46	0
투자활동현금흐름	4,187	-8,735	-15,316	-13,612	-14,048
투자자산의 처분	18,842	-1,040	-151	-193	-331
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	-2,165	-419	-717
재무활동현금흐름	-29,966	-18,293	1,466	113	547
단기차입금의 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	1,466	113	547
현금및현금성자산의순증가	1,709	1,224	5,068	6,729	6,875
기초현금및현금성자산	7,966	9,675	10,899	15,968	22,696
기말현금및현금성자산	9,675	10,899	15,968	22,696	29,572
Gross Cash Flow	26,756	29,035	22,275	20,223	21,150
Op Free Cash Flow	6,887	13,803	8,363	11,870	12,045

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	32,891	33,280	37,508	47,897	56,298
현금및현금성자산	9,675	10,899	15,968	22,696	29,572
유동금융자산	3,396	1,958	2,016	2,089	2,216
매출채권및유동채권	14,378	14,627	15,059	16,693	17,703
재고자산	4,906	5,647	4,313	6,260	6,639
기타유동비금융자산	536	148	153	158	168
비유동자산	208,912	206,285	202,579	198,985	195,933
장기매출채권및기타비유동채권	6,581	5,743	5,912	6,128	6,499
투자자산	11,442	6,655	6,902	7,067	7,272
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	11,432	11,851	12,568
자산총계	241,804	239,565	240,087	246,882	252,230
유동부채	84,504	91,311	86,687	90,513	91,037
매입채무및기타유동채무	23,627	24,426	19,799	23,622	24,141
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	86	89	94
비유동부채	132,309	129,511	131,515	131,609	132,628
장기매입채무및비유동채무	12,755	18,260	18,798	18,780	19,252
사채및장기차입금	89,569	78,736	78,736	78,736	78,736
기타비유동부채	29,985	32,515	33,981	34,094	34,640
부채총계	216,813	220,822	218,202	222,122	223,665
자본금	3,698	3,698	4,798	4,798	4,798
주식발행초과금	6,029	6,029	6,029	6,029	6,029
이익잉여금	7,943	-1,929	5,329	8,028	11,599
기타자본	698	4,305	4,305	4,305	4,305
지배주주지분자본총계	23,871	17,607	20,461	23,159	26,731
비지배주주지분자본총계	1,119	1,137	1,424	1,600	1,834
자본총계	24,990	18,744	21,884	24,760	28,565
순차입금	136,810	132,681	127,555	120,752	113,750
총차입금	149,880	145,538	145,538	145,538	145,538

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-7,864	-7,530	8,210	2,986	3,951
BPS	33,637	25,228	22,725	25,711	29,662
주당EBITDA	35,398	38,841	29,424	28,298	29,619
CFPS	15,198	16,155	27,199	21,048	21,962
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-3.3	-3.4	4.5	12.4	9.4
PBR	0.8	1.0	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.2	5.3	5.5	5.2	4.7
PCFR	1.7	1.6	1.4	1.8	1.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.6	9.6	7.9	7.9	8.4
영업이익률(핵심)	7.6	9.6	7.9	7.9	8.4
EBITDA margin	21.9	24.5	22.4	21.8	21.5
순이익률	-4.9	-4.7	6.2	2.3	2.9
자기자본이익률(ROE)	-24.0	-25.5	37.1	12.3	14.3
투자자본이익률(ROIC)	4.3	5.2	4.4	4.6	5.3
안정성(%)					
부채비율	867.6	1,178.1	997.1	897.1	783.0
순차입금비율	547.5	707.9	582.9	487.7	398.2
이자보상배율(배)	2.4	2.8	2.2	2.2	2.5
활동성(배)					
매출채권회전율	8.1	8.1	8.1	7.9	7.7
재고자산회전율	25.1	22.2	24.3	23.7	20.6
매입채무회전율	5.4	4.9	5.5	5.8	5.6

하나투어 (039130)



## BUY(Maintain)

주가(1/19) 118,500원

목표주가 150,000원

적자가 계속되고 있는 면세점 사업은 중국인 단체 여행객 회복을 전제하기 보다는 제2 여객터미널 면세점 개장과 시내 면세점 고정비 절감 효과로 적자 규모 축소가 가능할 것이다. 여기에 하나투어는 내국인 패키지 여행 시장에서의 M/S 1위 기업의 지위가 큰 폭으로 늘어나게될 항공기 공급과 맞물려 순이익 증가가 기대된다. 따라서 밸류에이션 부문의 부담이 완화될 것으로 기대된다는 점에서 투자자의견 'BUY'와 목표주가를 '150,000원'을 제시한다.

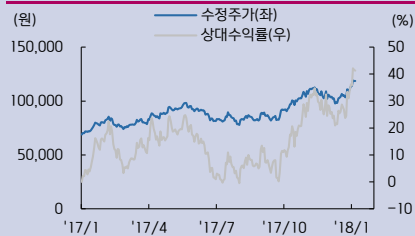
## Stock Data

KOSPI (1/19)		2,520.26pt
시가총액		13,765억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	119,000원	69,000원
최고/최저가 대비 등락	0.00%	72.46%
주가수익률	절대	상대
	1M	15.0%
	6M	46.0%
	1Y	75.0%
		13.5%
		40.8%
		44.1%

## Company Data

발행주식수	11,616천주
일평균 거래량(3M)	119천주
외국인 지분율	24.84%
배당수익률(17.E)	2.27%
BPS(17.E)	16,173원
주요 주주	박상환 외 26인
	14.73%

## Price Trend

패키지 여행 시장 1위 M/S와  
항공사들의 공급 확대

## &gt;&gt;&gt; 패키지 여행만의 장점 보유

주력 사업인 패키지 여행 고객수가 우려와 달리 꾸준히 늘어나고 있음. FIT 시장과 동반 성장하고 있는 상황인데 교통이나 언어 측면에서 자유 여행이 가능한 국가수가 제한적이고, 50대 이상 여행 인구 비중도 유지되고 있어 가격과 편리성 측면에서 메리트가 있는 패키지 시장의 성장 여력은 충분하다고 전망함.

## &gt;&gt;&gt; 자회사들 개선도 무난

시내 면세점은 고정비와 함께 규모도 축소된 만큼 흑자 전환이 쉽지는 않겠지만 중국인 단체 여행객 감소율은 기저 효과에 따라 점차 완화될 것이며 수요가 안정적인 제2 여객터미널에 신규로 개장한 만큼 면세점 부문의 적자 규모는 축소될 것으로 기대함. 한편 하나투어 JAPAN은 기대보다 다소 낮은 가격에 상장한 이후 상승 폭이 커지고 있고, 일본으로 입국하는 여행객이 한국인 포함 크게 늘어나고 있어 패키지 여행과 호텔, 버스 사업 모두 추가 성장이 기대됨.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 영업이익 160억원 전망

자회사의 적자로 밸류에이션 매력이 약화됐었지만 18년에는 항공기 공급이 크게 늘어날 예정이어서 M/S 1위 여행사에 대한 프리미엄 적용과 EPS 정상화가 가능할 것으로 판단해 투자자의견 'BUY'와 목표주가 '150,000원'을 제시함.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	4,594	5,955	6,734	7,453	8,602
보고영업이익(억원)	447	209	410	678	852
핵심영업이익(억원)	447	209	410	678	852
EBITDA(억원)	546	384	559	865	1,073
세전이익(억원)	469	239	401	739	922
순이익(억원)	342	75	133	517	645
지배주주지분순이익(억원)	317	80	132	466	581
EPS(원)	2,732	692	1,137	4,011	5,003
증감율(%YoY)	-5.1	-74.7	64.4	252.6	24.7
PER(배)	42.1	95.6	104.2	29.5	23.7
PBR(배)	6.8	4.1	7.3	6.3	5.2
EV/EBITDA(배)	22.9	14.4	10.8	7.7	5.8
보고영업이익률(%)	9.7	3.5	6.1	9.1	9.9
핵심영업이익률(%)	9.7	3.5	6.1	9.1	9.9



## >>>패키지 여행객 성장과 벨류에이션 정상화

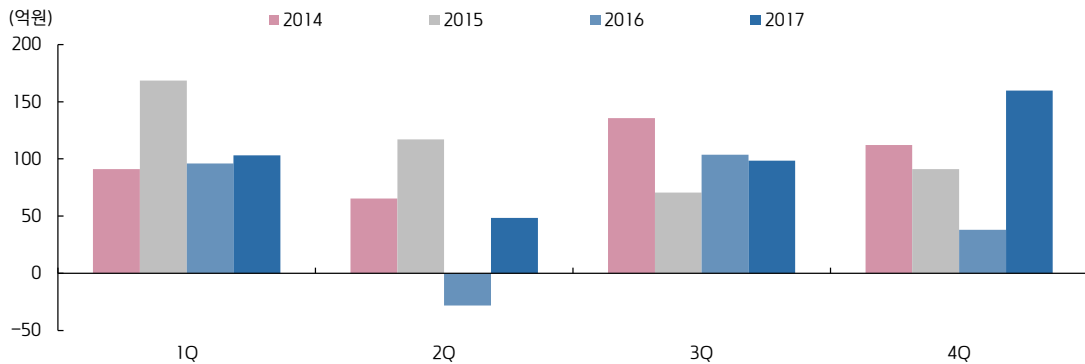
### 항공기 공급이 급증하는 상황에서 M/S 1위 여행사의 지위 부각

#### 자회사 실적 개선으로 벨류에이션 정상화도 기대

과거 패키지 여행 상품은 각종 쇼핑 옵션과 낮은 개인의 자유 시간 등에 대한 불만이 많아 많은 여행객들이 FIT 여행을 선택할 것으로 예상됐었다. 하지만 FIT 여행이 가능한 국가가 제한적이고, 50대 이상 여행객의 비중이 25% 수준을 유지하고 있고, 다양한 상품 구성과 가격 경쟁력 등을 통해 성장이 이어지고 있다. 무엇보다 패키지 여행 상품이 FIT 상품보다 수익성이 높고, 후발 주자가 진입하기 어렵다는 점에서 하나투어의 경쟁력은 강화되고 있다고 판단한다.

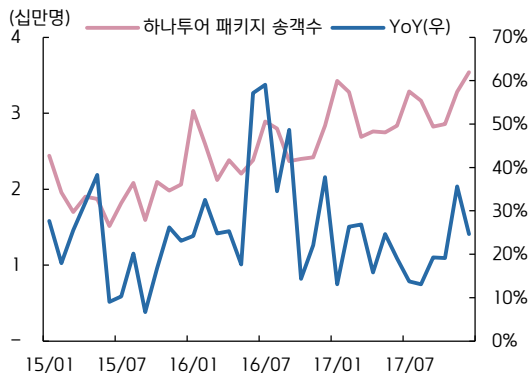
하나투어는 지난 4분기 IFRS 연결 기준 매출액 1,725억원(YoY 기준 +17.4%)과 영업이익 160억원(+322.1%)이 예상되고 18년에는 영업이익 성장이 본격적으로 진행되며 678억원, 영업이익율 9.1%가 무난할 전망이다. 여기에 18년은 FSC와 LCC 모두 항공기 도입을 확대하고 있어 M/S 1위 하나투어는 다양한 여행 상품을 구성할 수 있어 경쟁력은 더욱 강화될 것이다. 또한 시내 면세점을 포함한 자회사 적자 규모 축소와 지난해 일본 증시에 상장한 하나투어JAPAN 호실적을 통한 EPS 개선으로 벨류에이션 정상화도 가능해 투자자의견 'BUY'와 목표주가 '150,000원'을 제시한다.

#### 하나투어 분기별 영업이익



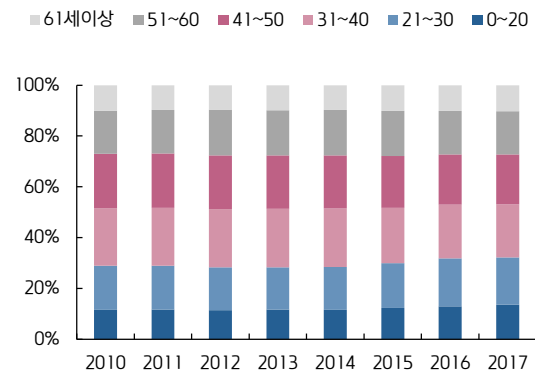
자료: 하나투어, 17년 4Q는 키움증권 추정

#### 하나투어 패키지 고객수와 YoY 증감율



자료: 하나투어

#### 연도별 해외 여행객 연령별 비중



자료: 한국관광공사, 17년은 11월 누적 기준

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,594	5,955	6,734	7,453	8,602
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,594	5,955	6,734	7,453	8,602
판매비및일반관리비	4,147	5,746	6,324	6,775	7,750
영업이익(보고)	447	209	410	678	852
영업이익(핵심)	447	209	410	678	852
영업외손익	22	30	-9	61	70
이자수익	37	23	22	26	29
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	29	60	40	0	0
이자비용	4	6	5	0	0
외환손실	43	70	38	0	0
관계기업지분법손익	-5	-2	-7	0	0
투자및기타자산처분손익	-8	2	-22	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5	-6	-19	0	0
기타	21	28	19	35	40
법인세차감이익	469	239	401	739	922
법인세비용	128	164	268	222	277
유효법인세율 (%)	27.2%	68.6%	66.9%	30.0%	30.0%
당기순이익	342	75	133	517	645
지배주주지분순이익(억원)	317	80	132	466	581
EBITDA	546	384	559	865	1,073
현금순이익(Cash Earnings)	440	250	282	704	867
수정당기순이익	351	76	164	517	645
증감율(% YoY)					
매출액	19.2	29.6	13.1	10.7	15.4
	10.6	-53.2	95.9	65.4	25.6
영업이익(핵심)	10.6	-53.2	95.9	65.4	25.6
EBITDA	14.8	-29.7	45.4	54.8	24.0
지배주주지분 당기순이익	-5.1	-74.7	64.4	252.6	24.7
EPS	-5.1	-74.7	64.4	252.6	24.7
수정순이익	-0.9	-78.3	114.4	215.9	24.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	348	269	703	842	1,053
당기순이익	342	75	133	517	645
감가상각비	61	131	115	161	201
무형자산상각비	37	43	34	26	20
외환손익	2	3	-2	0	0
자산처분손익	11	2	22	0	0
지분법손익	5	5	7	0	0
영업활동자산부채 증감	-199	-79	393	138	186
기타	89	88	2	0	0
투자활동현금흐름	-9	67	-551	-525	-554
투자자산의 처분	239	492	-51	-47	-76
유형자산의 처분	4	8	0	0	0
유형자산의 취득	-164	-480	-480	-480	-480
무형자산의 처분	-81	-41	0	0	0
기타	-8	88	-19	2	2
재무활동현금흐름	-22	-250	-165	-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	1	1	2
현금및현금성자산의순증가	326	96	-13	152	335
기초현금및현금성자산	1,139	1,465	1,560	1,547	1,700
기말현금및현금성자산	1,465	1,560	1,547	1,700	2,035
Gross Cash Flow	547	348	310	704	867
Op Free Cash Flow	-19	-359	372	359	573

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,402	3,457	3,416	3,768	4,422
현금및현금성자산	1,465	1,560	1,547	1,700	2,035
유동금융자산	730	298	337	373	431
매출채권및유동채권	1,115	1,354	1,531	1,695	1,956
재고자산	93	243	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,641	1,746	2,127	2,472	2,815
장기매출채권및기타비유동채권	296	353	399	441	510
투자자산	500	236	242	253	271
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	5,543	6,239	7,236
유동부채	2,754	2,867	3,229	3,564	4,065
매입채무및기타유동채무	1,361	1,476	1,669	1,847	2,098
단기차입금	199	43	43	43	43
유동성장기차입금	24	30	30	30	30
기타유동부채	1,171	1,317	1,487	1,643	1,893
비유동부채	116	215	226	237	254
장기매입채무및비유동채무	29	76	86	96	110
사채및장기차입금	82	129	129	129	129
기타비유동부채	6	10	11	12	14
부채총계	2,871	3,082	3,455	3,801	4,318
자본금	58	58	58	58	58
주식발행초과금	607	607	607	607	607
이익잉여금	1,349	1,264	1,248	1,564	1,996
기타자본	-45	-34	-34	-34	-34
지배주주지분자본총계	1,969	1,895	1,879	2,195	2,627
비지배주주지분자본총계	204	226	209	244	291
자본총계	2,173	2,121	2,088	2,439	2,918
순차입금	-1,890	-1,656	-1,682	-1,870	-2,263
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	1,137	4,011	5,003
BPS	16,952	16,312	16,173	18,897	22,614
주당EBITDA	4,703	3,308	4,810	7,448	9,239
CFPS	3,792	2,154	2,424	6,064	7,460
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	42.1	95.6	104.2	29.5	23.7
PBR	6.8	4.1	7.3	6.3	5.2
EV/EBITDA	22.9	14.4	10.8	7.7	5.8
PCFR	30.3	30.7	48.9	19.5	15.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.7	3.5	6.1	9.1	9.9
영업이익률(핵심)	9.7	3.5	6.1	9.1	9.9
EBITDA margin	11.9	6.5	8.3	11.6	12.5
순이익률	7.4	1.3	2.0	6.9	7.5
자기자본이익률(ROE)	16.9	3.5	6.3	22.9	24.1
투자자본이익률(ROIC)	-70.6	-85.4	258.2	307.0	229.5
안정성(%)					
부채비율	132.1	145.3	165.5	155.8	148.0
순차입금비율	-87.0	-78.1	-80.6	-76.7	-77.6
이자보상배율(배)	110.4	33.5	77.0	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	4.6	4.8	4.7	4.6	4.7
재고자산회전율	89.0	35.4	55.3	N/A	N/A
매입채무회전율	3.4	4.2	4.3	4.2	4.4

## 제주항공 (089590)



## BUY(Maintain)

주가(1/19) 35,100원

목표주가 45,000원

국내 LCC들의 주로 사용하고 있는 B737기의 운항 가능 거리를 고려하면 경쟁적으로 늘어나는 LCC들의 항공기는 해당 노선의 고객 확보 경쟁으로 이어질 수 밖에 없고, 국제 유가 상승도 저운임을 제시해야 하는 LCC에 부담이 될 수 있다. 하지만 제주항공은 L/F를 높게 유지하는 가운데 부가서비스를 다양화하는 데 있어서 경쟁사 대비 우위에 있다고 판단된다. 또한 항공기 8대를 추가 도입, 규모의 차이도 더욱 확대시킬 것으로 예상된다는 점에서 투자의견 'BUY'와 목표주가 '45,000원'을 제시한다.

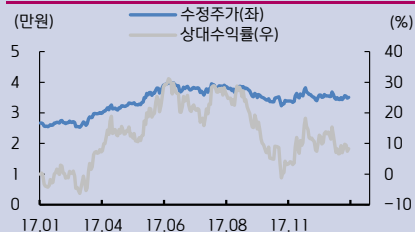
## Stock Data

KOSPI (1/19)		2,520.26pt	
시가총액		9,251억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	39,900원	25,250원	
최고/최저가 대비 등락	-11.28%	40.20%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-1.1%	-2.4%
	6M	-5.7%	-9.1%
	1Y	33.8%	10.2%

## Company Data

발행주식수	26,357천주
일평균 거래량(3M)	89천주
외국인 지분율	8.86%
배당수익률(17.E)	1.99%
BPS(17.E)	12,772원
주요 주주	AK홀딩스 외 9인
	59.93%

## Price Trend



## 높은 L/F와 다양한 부가서비스

## &gt;&gt;&gt; B737 운항 가능 노선 공급 증가

LCC는 기존 항공사들 대비 낮은 운임 제시가 가장 큰 차별점임. 그러나 제주항공을 포함해 국내 LCC가 주력으로 사용하고 있는 B737기 도입이 늘어남에 따라 해당 노선에서 수요 확보를 위한 추가 경쟁이 나타날 가능성이 높은 상황임.

## &gt;&gt;&gt; 다양한 부가서비스가 강점

따라서 장기적으로 LCC들은 주요 단거리 여행지 중 한 곳인 중국 노선 운항 횟수 증가 여부가 중요 변수로 작용할 것임. 그전까지는 일본과 동남아 노선에서 최대한 높게 L/F를 유지하고, 승객에 거부감 없는 부가서비스를 통해 고객당 수익을 극대화시키는 전략이 필요한 상황인데 제주항공은 이 부문에서 경쟁사 대비 우위를 점하고 있어 상대적으로 높은 수익성이 기대됨.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 영업이익 165억원 전망

제주항공은 18년말 기준 39대 운항을 목표로 8대의 항공기를 추가 도입, 다른 LCC들과의 규모 격차를 확대시킬 계획임. 규모 확대에 따라 영업이익율은 소폭 하락할 수 있겠지만 비교 우위는 유지될 것임. 따라서 투자의견 'BUY'와 목표주가 '45,000원'을 제시함.

투자지표, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	6,081	7,476	9,824	12,219	14,275
보고영업이익(억원)	514	587	1,004	1,192	1,351
핵심영업이익(억원)	514	587	1,004	1,192	1,351
EBITDA(억원)	612	727	1,121	1,335	1,517
세전이익(억원)	530	690	1,016	1,226	1,391
순이익(억원)	472	532	773	931	1,056
지배주주지분순이익(억원)	472	530	773	931	1,056
EPS(원)	2,054	2,038	2,935	3,531	4,007
증감율(%YoY)	41.2	-0.8	44.0	20.3	13.5
PER(배)	19.5	12.3	12.0	9.9	8.8
PBR(배)	4.5	2.4	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA(배)	12.9	4.6	2.2	1.1	0.2
보고영업이익률(%)	8.5	7.8	10.2	9.8	9.5
핵심영업이익률(%)	8.5	7.8	10.2	9.8	9.5



## >>> 높은 L/F과 다양한 부가서비스에 대한 프리미엄

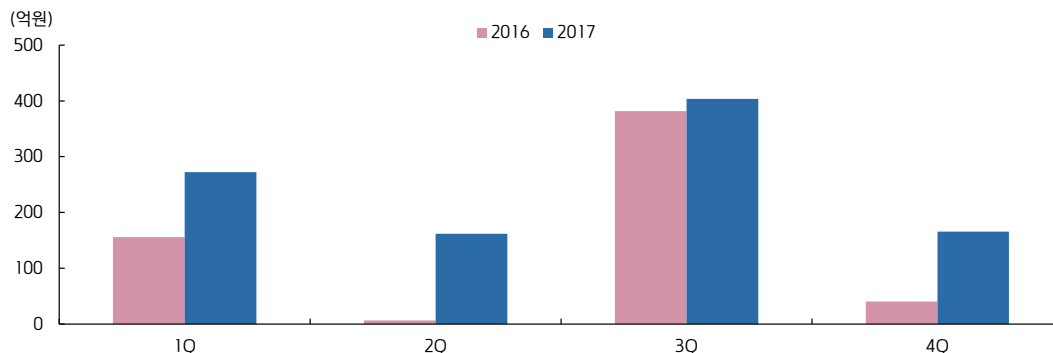
심화될 운임 경쟁 상황에서 L/F를 높게 유지하며 부가서비스 다양화로 차별화

항공기 8대 추가 도입으로 편리성과 다양성 강화

B737기는 연료 효율성이 높아 많은 항공사가 선호하는 기종이지만 국내 LCC 대부분이 B737를 운항함에 따라 LCC들의 운항 노선이 겹치게 되었다. 향후 중국 노선 운수권 배정이나 부정기선 운항 횟수가 더 늘어나기 전까지는 LCC는 신규 노선을 개척하거나 가격 경쟁을 이어나가야 하는 가운데 국제유가 상승은 낮은 운임을 메리트로는 하는 LCC에게 부담 요인이 될 수 있다.

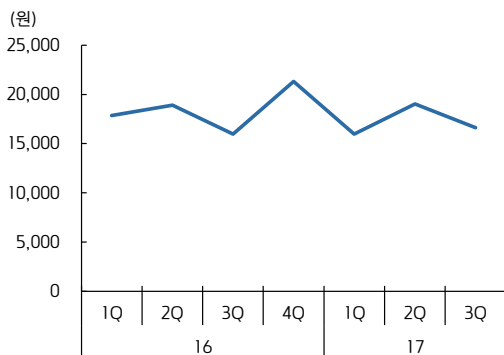
제주항공은 지난 4분기는 매출액 2,476억원(YoY 기준 +29.8%)과 영업이익 165억원(+289.3%)이 기대된다. 호실적에 따른 일회성 비용 증가 등을 제외하면 양호한 수치라고 판단되며, 18년에도 매출 확대에 비해 이익률 하락을 최소화되며 1,192억원의 영업이익 달성이 가능할 것이다. 제주항공은 높은 L/F를 유지하고, 거부감 없게 다양한 부가서비스를 제공하며 승객 당 매출을 높이는 방식으로 이익률을 유지하고 있다. 특히 항공기를 17년 말 31대에서 18년 말 39대까지 늘리게 되면 경쟁 LCC 대비 규모 격차도 더욱 확대될 것이다. 여기에 인당 부가서비스 매출 금액을 꾸준히 상승시킨다면 대표 LCC의 지위는 더욱 강해질 것으로 판단, 투자의견 'BUY'와 목표주가 '45,000원'을 제시한다.

### 제주항공 분기별 영업이익



자료: 제주항공, 17년 4Q는 키움증권 추정

### 제주항공 인당 부가매출 추이



자료: 제주항공

### 국내 LCC 항공기 추이

	제주항공	진에어	이스타항공	티웨이항공	에어서울	에어부산
15년말	22	19	13	12	-	19
16년말	26	22	17	16	3	18
17년말	31	25	18	19	5	23
18년말	39	30	21	25	7	27

자료: 각사, 18년은 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,081	7,476	9,824	12,219	14,275
매출원가	4,861	6,020	7,660	9,567	11,218
매출총이익	1,220	1,456	2,164	2,652	3,056
판매비및일반관리비	706	869	1,160	1,459	1,705
영업이익(보고)	514	587	1,004	1,192	1,351
영업이익(핵심)	514	587	1,004	1,192	1,351
영업외손익	16	103	12	34	40
이자수익	25	23	21	17	20
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	137	150	106	0	0
이자비용	1	4	4	1	1
외환손실	106	119	128	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-22	-1	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	72	100	97	0	0
기타	-89	-44	-80	19	22
법인세차감이익	530	690	1,016	1,226	1,391
법인세비용	58	158	243	296	335
유효법인세율 (%)	11.0%	22.9%	23.9%	24.1%	24.1%
당기순이익	472	532	773	931	1,056
지분법적용순이익(억원)	472	530	773	931	1,056
EBITDA	612	727	1,121	1,335	1,517
현금순이익(Cash Earnings)	569	673	890	1,074	1,222
수정당기순이익	427	456	700	931	1,056
증감율(% YoY)					
매출액	19.1	23.0	31.4	24.4	16.8
영업이익(보고)	74.2	14.1	71.2	18.7	13.3
영업이익(핵심)	74.2	14.1	71.2	18.7	13.3
EBITDA	61.3	18.9	54.1	19.1	13.6
지배주주지분 당기순이익	47.3	12.8	45.3	20.4	13.5
EPS	41.2	-0.8	44.0	20.3	13.5
수정순이익	N/A	6.8	53.6	32.9	13.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	721	1,167	1,108	1,292	1,409
당기순이익	472	532	773	931	1,056
감가상각비	73	105	89	122	149
무형자산상각비	24	35	27	21	16
외환손익	-18	-14	22	0	0
자산처분손익	22	1	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	51	393	214	219	188
기타	97	114	-19	0	0
투자활동현금흐름	-1,520	-691	-880	-894	-816
투자자산의 처분	-1,177	-349	-567	-578	-496
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	81	85	56
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	212	217	187
현금및현금성자산의순증가	482	415	309	484	649
기초현금및현금성자산	776	1,258	1,673	1,982	2,466
기말현금및현금성자산	1,258	1,673	1,982	2,466	3,115
Gross Cash Flow	670	773	894	1,074	1,222
Op Free Cash Flow	195	669	788	961	1,073

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,555	4,368	5,523	6,871	8,261
현금및현금성자산	1,258	1,673	1,982	2,466	3,115
유동금융자산	1,467	1,782	2,341	2,912	3,402
매출채권및유동채권	769	830	1,091	1,357	1,585
재고자산	61	83	109	136	159
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,223	1,636	2,093	2,532	2,915
장기매출채권및기타비유동채권	666	809	1,063	1,323	1,545
투자자산	11	95	102	109	115
유형자산	412	589	804	987	1,141
무형자산	116	119	92	71	55
기타비유동자산	17	23	32	44	59
자산총계	4,777	6,004	7,616	9,403	11,177
유동부채	2,000	2,609	3,364	4,134	4,796
매입채무및기타유동채무	1,751	2,289	3,008	3,741	4,370
단기차입금	197	203	203	203	203
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	52	116	153	190	222
비유동부채	459	674	886	1,103	1,290
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	459	674	886	1,103	1,290
부채총계	2,459	3,283	4,250	5,237	6,086
자본금	1,295	1,315	1,318	1,318	1,318
주식발행초과금	880	894	894	894	894
이익잉여금	136	512	1,153	1,953	2,878
기타자본	7	1	1	1	1
자본총계	2,318	2,722	3,366	4,166	5,091
지분법적용자본총계	2,318	2,722	3,366	4,166	5,091
순차입금	-2,528	-3,252	-4,120	-5,175	-6,314
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	2,935	3,531	4,007
BPS	8,948	10,351	12,772	15,806	19,315
주당EBITDA	2,664	2,798	4,255	5,066	5,755
CFPS	2,479	2,589	3,378	4,073	4,635
DPS	400	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	19.5	12.3	12.0	9.9	8.8
PBR	4.5	2.4	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	12.9	4.6	2.2	1.1	0.2
PCFR	16.2	9.7	10.4	8.6	7.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.5	7.8	10.2	9.8	9.5
영업이익률(핵심)	8.5	7.8	10.2	9.8	9.5
EBITDA margin	10.1	9.7	11.4	10.9	10.6
순이익률	7.8	7.1	7.9	7.6	7.4
자기자본이익률(ROE)	30.2	21.1	25.4	24.7	22.8
				-	-
투자자본이익률(ROIC)	212	366	6,061	3,068	1,238
안정성(%)					
부채비율	106.1	120.6	126.3	125.7	119.5
순차입금비율	-109.0	-119.5	-122.4	-124.2	-124.0
이자보상배율(배)	734.3	141.0	268.0	874.2	990.7
활동성(배)					
매출채권회전율	8.5	9.4	10.2	10.0	9.7
재고자산회전율	108.5	103.6	102.3	99.8	97.0
매입채무회전율	3.9	3.7	3.7	3.6	3.5

아시아나항공 (020560)



## BUY(Maintain)

주가(1/19) 5,140원

목표주가 6,000원

아시아나항공은 중국인 입국자 급감으로 운수권 프리미엄이 약화됐고, M&A와 재무 상황에 대한 불확실성이 높아지며 액면가를 하회하는 주가가 지속됐다. 아직 중국 노선 수요가 정상화되지는 못하고 있지만 공급 조절을 통해 수익성이 개선되고 있고, 각종 불확실성도 해소되고 있다. 인천공항 기반 LCC인 에어서울과의 노선 조정과 장거리 노선 기재 확충도 18년 본격화 될 것으로 기대된다는 점에서 다시 영업 상황에 관심을 보일 시기라고 판단, 투자 의견 'BUY'와 목표주가를 '6,000원'을 제시한다.

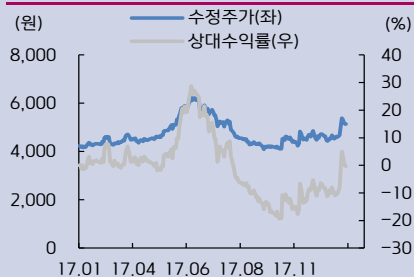
## Stock Data

KOSPI (1/19)		2,520.26pt
시가총액		10,549억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	6,240원	4,090원
최고/최저가 대비 등락	-16.83%	26.89%
주가수익률	절대	상대
	1M	9.7% 8.3%
	6M	-8.0% -11.3%
	1Y	22.3% 0.7%

## Company Data

발행주식수	205,235천주
일평균 거래량(3M)	2,488천주
외국인 지분율	10.96%
배당수익률(17.E)	0.00%
BPS(17.E)	5,586원
주요 주주	금호산업 외 3인 33.48%

## Price Trend



## 다시 영업 상황에 관심

## &gt;&gt;&gt; 중국 노선 기저효과 기대

지난 17년 아시아나항공은 경쟁사들 대비 아쉬운 영업실적을 기록했음. 가장 큰 이유는 운수권을 가지고 있는 중국 노선의 수요 감소였음. 운수권은 수요가 견고하게 유지되던 시기에는 진입장벽으로 작용하지만 수요가 감소하는 시기에는 급격한 공급 조절을 가로막는 요인으로 작용하기 때문임. 그러나 18년 중국 노선은 기저효과가 기대되고, 아시아나항공도 최대한 공급을 조절한 상황이기 때문에 수익성 개선은 무난할 것임.

## &gt;&gt;&gt; 각종 불확실성 해소

아시아나항공은 그룹 M&A 참여 여부와 만기가 돌아오는 부채 상환 등에 대한 불확실성이 크게 작용했었음. 높은 부채에 대한 우려가 완전히 해소된 것은 아니지만 영업 상황이 개선되고 있고, 보유중인 매각 가능 주식 등을 고려하면 펀더멘탈에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단함.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 영업이익 838억원 전망

따라서 아시아나항공은 출별 이후 취항 노선에 혼선이 이어지던 에어서울을 통해 LCC와 경쟁하고, A350 추가 도입으로 장거리 노선에서의 수익을 높이는 전략을 구사할 것으로 기대됨에 따라 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '6,000원'을 제시함.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	55,407	57,636	62,388	65,378	67,323
보고영업이익(억원)	461	2,565	2,714	3,084	3,336
핵심영업이익(억원)	461	2,565	2,714	3,084	3,336
EBITDA(억원)	4,719	6,578	6,728	7,098	7,350
세전이익(억원)	-1,411	703	1,619	1,154	1,400
순이익(억원)	-1,392	526	1,045	726	882
지배주주지분순이익(억원)	-1,381	493	1,034	682	828
EPS(원)	-713	267	509	354	430
증감율(%YoY)	N/A	N/A	90.4	-30.5	21.4
PER(배)	-6.5	15.8	8.3	11.9	9.8
PBR(배)	1.1	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	12.2	8.0	7.5	7.0	6.5
보고영업이익률(%)	0.8	4.5	4.4	4.7	5.0
핵심영업이익률(%)	0.8	4.5	4.4	4.7	5.0



## >>> 다시 영업 상황에 주목할 필요

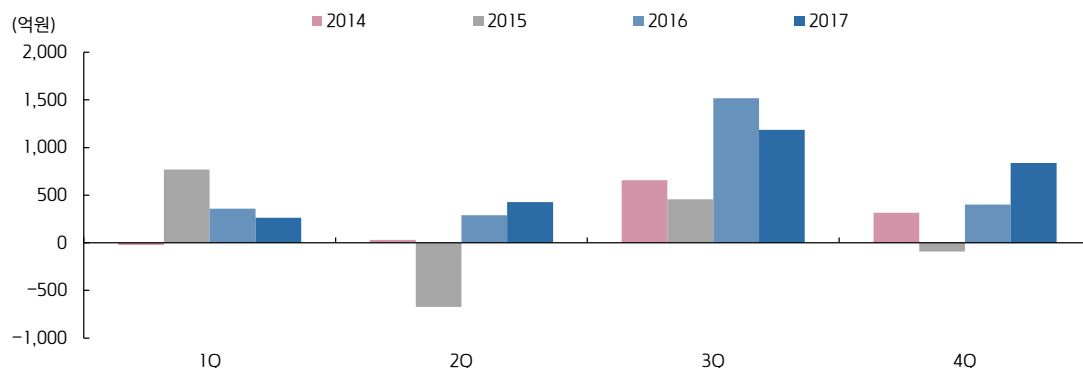
### 모그룹과 재무 구조 관련 불확실성은 일단락

#### 에어서울의 LCC 안착과 장거리 노선에서의 수익 개선 여부 주목

지난 17년은 아시아나항공에 우울한 한 해였다. 프리미엄 요인으로 작용했던 중국 노선 운수권이 중국 노선 수요 급감에도 빠른 공급 조절을 어렵게 만들어 수익 감소 요인으로 작용했기 때문이다. 여기에 그룹 M&A와 부채 상황에 대한 우려도 주가가 액면가를 하회하게 만든 요인이었다.

아시아나항공은 지난 4분기 IFRS 연결 기준 매출액 1조6,590억원(YoY 기준 +13.3%)과 영업이익 838억원(+108.3%)으로 시장 기대치를 상회하고, 18년에도 3,084억원의 영업이익이 가능할 것으로 기대한다. 아직 중국 노선의 본격적인 수요 회복 시점과 규모를 예상하기는 쉽지 않지만 기저 효과와 아시아나항공이 공급 부문에서 충분히 대처할 시간이 있었던 만큼 중국 노선 수익성 개선이 기대된다. 따라서 인천공항 발 LCC 수요 확보를 위해 취향한 에어서울이 항공기 확대를 통해 시장에 안착하고, 아시아나항공은 A380에 이어 A350기를 추가 도입하면서 장거리 노선에서 수익을 확보한다면 빠른 주가 회복이 가능할 것으로 기대한다. 재무적 우려도 영업 수익 개선과 매각 가능 주식을 포함한 다양한 방안을 준비하고 있어 더 이상 악재로 작용하지는 않을 것으로 기대, 투자의견 'BUY'와 목표주가 '6,000원'을 제시한다.

#### 아시아나항공 분기별 영업이익



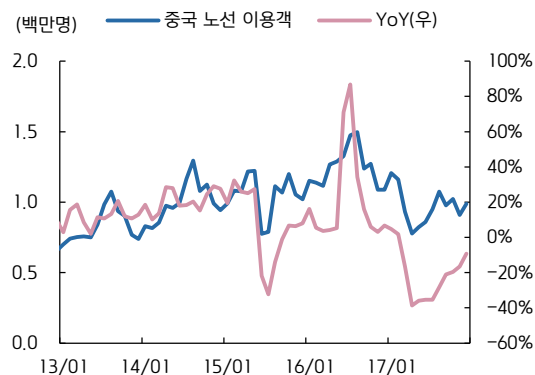
자료: 아시아나항공, 17년 4Q는 키움증권 추정

#### 아시아나항공 항공기 추이

구분	'16년말	2017년 9월말				'17년말 E
		운행대수	금용리스	소유기	운용리스	
A320/321	29	27			27	26
B767	7	7	4	3		7
A330	15	15				15
B747	4	3	1	2		2
B777	11	11	9			10
A350	0	3				4
A380	6	6	6			6
여객합	72	72	20	5	27	70
B767F	1	1	1			1
B747F	10	10	1	5	4	11
화물합	11	11	2	5	4	12

자료: 아시아나항공

#### 인천+김포공항 중국노선 이용객수와 YoY 증감율



자료: 인천공항공사, 한국공항공사

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	55,407	57,636	62,388	65,378	67,323
매출원가	49,314	49,095	51,877	49,952	52,624
매출총이익	6,093	8,541	10,511	15,426	14,699
판매비및일반관리비	5,632	5,976	7,797	12,342	11,363
영업이익(보고)	461	2,565	2,714	3,084	3,336
영업이익(핵심)	461	2,565	2,714	3,084	3,336
영업외손익	-1,872	-1,862	-1,095	-1,931	-1,936
이자수익	77	91	274	293	303
배당금수익	3	5	3	0	0
외환이익	1,293	1,711	3,806	0	0
이자비용	1,432	1,436	1,725	1,701	1,701
외환손실	2,104	2,331	2,852	0	0
관계기업지분법손익	298	240	0	0	0
투자및기타자산처분손익	60	385	9	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	14	0	0
기타	-66	-526	-625	-523	-539
법인세차감전이익	-1,411	703	1,619	1,154	1,400
법인세비용	-244	193	574	427	519
유효법인세율 (%)	17.3%	27.5%	35.5%	37.0%	37.0%
당기순이익	-1,392	526	1,045	726	882
지배주주지분순이익(억원)	-1,381	493	1,034	682	828
EBITDA	4,719	6,578	6,728	7,098	7,350
현금순이익(Cash Earnings)	2,867	4,539	5,058	4,740	4,895
수정당기순이익	-1,441	247	1,027	726	882
증감율(% YoY)					
매출액	-5.1	4.0	8.2	4.8	3.0
영업이익(보고)	-53.0	456.6	5.8	13.6	8.2
영업이익(핵심)	-53.0	456.6	5.8	13.6	8.2
EBITDA	2.9	39.4	2.3	5.5	3.5
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	109.8	-34.0	21.4
EPS	N/A	N/A	90.4	-30.5	21.4
수정순이익	N/A	N/A	316.0	-29.3	21.4

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,448	11,966	14,396	16,371	18,371
현금및현금성자산	1,829	2,709	4,375	5,663	7,345
유동금융자산	3,291	328	355	372	384
매출채권및유동채권	5,200	6,222	6,735	7,264	7,480
재고자산	2,057	2,100	2,273	2,382	2,453
기타유동비금융자산	71	607	657	689	710
비유동자산	80,480	70,326	70,913	71,383	71,594
장기매출채권및기타비유동채권	6,658	9,501	9,982	10,461	10,772
투자자산	9,721	4,814	5,020	5,173	5,270
유형자산	55,456	51,555	51,290	51,025	50,761
무형자산	6,461	2,462	2,462	2,462	2,462
기타비유동자산	2,184	1,994	2,158	2,262	2,329
자산총계	92,927	82,292	85,309	87,754	89,965
유동부채	33,109	32,737	33,219	33,573	33,688
매입채무및기타유동채무	13,144	13,389	13,864	14,213	14,324
단기차입금	2,930	2,774	2,774	2,774	2,774
유동성장기차입금	16,887	16,481	16,481	16,481	16,481
기타유동부채	149	93	101	106	109
비유동부채	51,302	39,137	40,625	41,991	43,206
장기매입채무및비유동채무	7,560	5,721	6,052	6,342	6,530
사채및장기차입금	33,659	26,899	26,899	26,899	26,899
기타비유동부채	10,084	6,518	7,675	8,750	9,777
부채총계	84,412	71,874	73,845	75,564	76,894
자본금	9,755	10,262	10,262	10,262	10,262
주식발행초과금	11	5	5	5	5
이익잉여금	-1,670	-1,206	-172	510	1,337
기타자본	199	-142	-142	-142	-142
지배주주지분자본총계	8,296	8,920	9,953	10,635	11,463
비지배주주지분자본총계	219	1,499	1,510	1,555	1,609
자본총계	8,516	10,419	11,464	12,190	13,072
순차입금	48,356	43,116	41,423	40,118	38,425
총차입금	53,476	46,153	46,153	46,153	46,153

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,425	6,588	4,641	4,232	4,579
당기순이익	-1,392	526	1,045	726	882
감가상각비	4,258	4,013	4,013	4,013	4,013
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	587	509	-954	0	0
자산처분손익	35	366	-9	0	0
지분법손익	-298	-240	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-159	116	-403	-505	-315
기타	1,394	1,299	949	-3	0
투자활동현금흐름	-8,515	-551	-4,132	-4,019	-3,924
투자자산의 처분	-4,160	3,717	-225	-167	-108
유형자산의 처분	63	1,863	0	0	0
유형자산의 취득	-2,869	-3,749	-3,749	-3,749	-3,749
무형자산의 처분	-75	-72	0	0	0
기타	-1,474	-2,311	-159	-103	-67
재무활동현금흐름	3,289	-5,116	1,157	1,075	1,027
단기차입금의 증가	5,795	-47	0	0	0
장기차입금의 증가	-2,505	-5,568	0	0	0
자본의 증가	0	501	0	0	0
배당금지급	-2	-2	0	0	0
기타	0	0	1,157	1,075	1,027
현금및현금성자산의순증가	-800	880	1,666	1,289	1,682
기초현금및현금성자산	2,629	1,829	2,709	4,375	5,663
기말현금및현금성자산	1,829	2,709	4,375	5,663	7,345
Gross Cash Flow	4,584	6,472	5,044	4,737	4,895
Op Free Cash Flow	1,536	2,168	1,919	2,098	2,478

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-713	267	509	354	430
BPS	4,365	5,076	5,586	5,939	6,369
주당EBITDA	2,419	3,346	3,278	3,458	3,581
CFPS	1,469	2,309	2,465	2,309	2,385
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-6.5	15.8	8.3	11.9	9.8
PBR	1.1	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	12.2	8.0	7.5	7.0	6.5
PCFR	3.2	1.8	1.7	1.8	1.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.8	4.5	4.4	4.7	5.0
영업이익률(핵심)	0.8	4.5	4.4	4.7	5.0
EBITDA margin	8.5	11.4	10.8	10.9	10.9
순이익률	-2.5	0.9	1.7	1.1	1.3
자기자본이익률(ROE)	-14.1	5.6	9.6	6.1	7.0
투자자본이익률(ROIC)	0.8	3.5	3.9	4.4	4.7
안정성(%)					
부채비율	991.2	689.9	644.2	619.9	588.3
순차입금비율	567.8	413.8	361.3	329.1	294.0
이자보상배율(배)	0.3	1.8	1.6	1.8	2.0
활동성(배)					
매출채권회전율	10.3	10.1	9.6	9.3	9.1
재고자산회전율	28.5	27.7	28.5	28.1	27.8
매입채무회전율	4.6	4.3	4.6	4.7	4.7

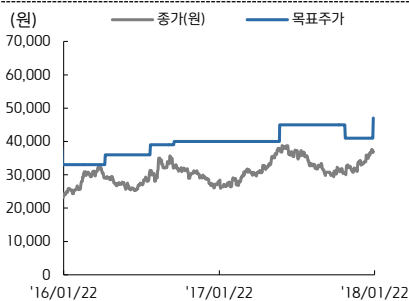
## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과외율(%)			종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상	과외율(%)		
				평균	주가	최고						평균	주가	최고
대한항공 (003490)	2016-02-03	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-18.02	-6.27	하투어 (039130)	2016-02-24	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-27.56	-16.92	
	2016-04-29	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-26.08	-22.96		2016-06-03	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-29.87	-16.92	
	2016-06-03	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-28.96	-22.96		2016-07-18	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-36.80	-29.45	
	2016-07-18	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-28.04	-18.26		2016-11-28	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-16.59	-3.29	
	2016-08-16	BUY(Maintain)	39,000원	6개월	-21.86	-14.06		2017-02-22	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-10.62	4.24	
	2016-10-11	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-25.11	-22.32		2017-05-11	BUY(Maintain)	108,000원	6개월	-13.63	-9.07	
	2016-10-26	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-29.60	-20.63		2017-06-14	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-24.07	-17.22	
	2017-05-12	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-12.54	-5.13		2017-08-02	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-25.58	-17.22	
	2017-06-14	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-17.97	-13.89		2017-09-19	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-24.74	-12.61	
	2017-08-11	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-21.23	-13.89		2017-11-02	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-20.80	-2.17	
	2017-09-19	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-24.97	-13.89		2018-01-22	BUY(Maintain)	150,000원	6개월			
제주항공 (089590)	2016-10-11	BUY(Initiate)	39,000원	6개월	-9.03	-5.38	아시아나항공 (020560)	2016-06-03	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-19.85	-16.45	
	2017-02-03	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-2.37	5.61		2016-07-18	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-12.02	7.27	
	2017-04-27	BUY(Maintain)	39,000원	6개월	-17.35	-4.62		2016-10-11	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-12.73	7.27	
	2017-07-07	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-28.64	-17.33		2016-11-08	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-13.22	7.27	
	2017-08-04	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-33.43	-30.89		2017-01-06	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-20.54	-14.36	
	2017-09-19	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-39.66	-30.89		2017-04-07	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-19.87	-14.36	
	2017-11-08	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-39.71	-30.89		2017-05-11	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-13.88	13.45	
	2018-01-22	BUY(Maintain)	45,000원	6개월				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	-8.81	7.60	
								2018-01-22	BUY(Maintain)	6,000원	6개월			

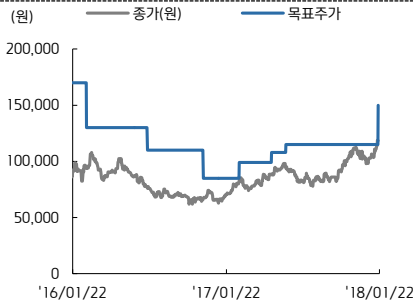
\*주가는 수정주가를 기준으로 과외율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)

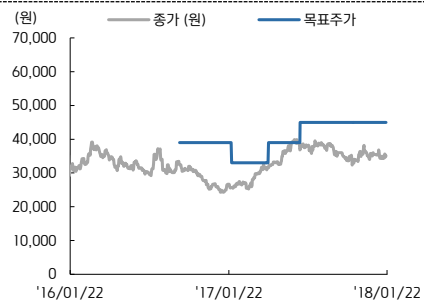
## 대한항공 (003490)



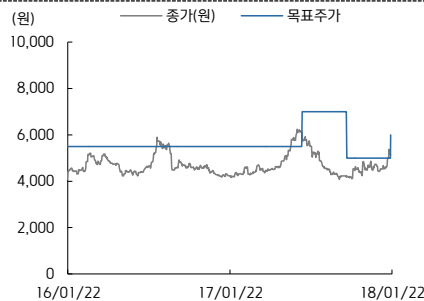
## 하투어 (039130)



## 제주항공 (089590)



## 아시아나항공 (020560)





## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%