

2018. 1. 31



▲ 운송/철강

Analyst 최치현

02. 6098-6669

chihyun.choi@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

대한항공(003490)	Buy	47,000원
--------------	-----	---------

관심종목

제주항공(089590)	Buy	47,000원
아시아나항공(020560)	Trading Buy	5,400원

항공운송

유가를 이기는 업황

- ✓ 4분기 추석 연휴 효과와 항공화물 Yield 호조로 업계 전반의 호실적 예상
- ✓ 2017년 말 원/달러 환율 1,070 원으로 FSC 등의 Book Value 반등에 성공
- ✓ 높아진 LCC 진입장벽과 항공화물의 타이트한 수급으로 유가를 이기는 업황 조성
- ✓ 중국 노선 회복은 1) FSC는 직접적 수혜, 2) LCC의 간접적 수혜
- ✓ Top-Pick으로 대한항공 제시: 안정적인 영업이익과 개선되는 재무구조

4분기 여객과 화물 Yield 동반 호조를 예상, 환율 효과는 '+α'

4분기 항공운송 커버리지 3사의 합산 영업이익은 3,354 억원(+50.5% YoY)을 예상한다. 여객과 화물 모두 Yield 인상이 가능했던 업황으로 유류비 상승에 따른 마진 훼손 우려를 해소하는 실적이다. 4분기 평균 항공유가는 배럴 당 70.1 달러로 전년 대비 20.3% 상승했으나 원화 환산 유가는 14.7% 증가에 그쳤다. 원화 강세에 따른 외화지출 비용 절감 효과도 4분기 실적 개선 요인이다.

2018년 유가를 이기는 업황을 예상

최근 WTI 기준 유가가 배럴 당 65 달러를 넘어서며 감의 우려가 존재하나, 이를 상쇄할 수 있는 업황으로 판단한다. 2018년 내국인 출국자수 증가율은 17.5%를 예상, 여객 부문의 수요 호조는 지속된다. 신규 LCC들의 진입 장벽이 높아져 공급 과잉 이슈도 일단락 되었다. 항공화물은 미국/유럽의 소비 모멘텀과 제한적인 공급을 감안하면 High Single 수준의 Yield 상승은 지속될 수 있다는 판단이다.

중국 노선 회복의 Signal, FSC와 LCC 직간접적 수혜를 누릴 시기

한-중 관계 개선으로 중국 노선 회복의 점진적 회복을 기대한다. FSC는 선점한 운수권을 바탕으로 대형 기재를 투입, 직접적인 수혜가 가능하다. LCC는 부정기선 영업 외에도 주력 노선에 투입되었던 FSC의 대형 기재들이 중국 노선으로 옮겨가면서 탑승률 제고 및 Yield 상승 효과가 기대된다.

Top-Pick으로 대한항공 제시: 안정적인 영업이익과 개선되는 재무구조

항공운송 업종 내 Top-Pick으로 대한항공을 제시한다. 장거리 노선 위주의 경쟁력과 항공 화물의 호조로 안정적인 영업실적을 기대한다. 2017년 2.2조원대의 CAPEX를 정점으로 줄어드는 향후 2년간 투자는 점진적으로 축소될 수 있다. 중국 노선 회복, Delta Airlines와의 J/V 등 국제 여객 부문의 실적 추가 향상 여지도 충분하다는 판단이다.

4분기 추석 연휴 효과와 항공화물 Yield 호조로 업계 전반의 호실적 예상

4분기 국제 여객 수송실적
전년 대비 +8.5% 기록

4분기 국제 여객 수송실적은 2,009만명으로 전년 대비 8.5% 증가했다. 내국인 출국자수가 전년 대비 20.5% 증가하며 Outbound 위주의 성장세가 지속되고 있다. 외국인 입국자수는 중국인 입국자수 급감하며 전년 대비 20.0% 감소했다.

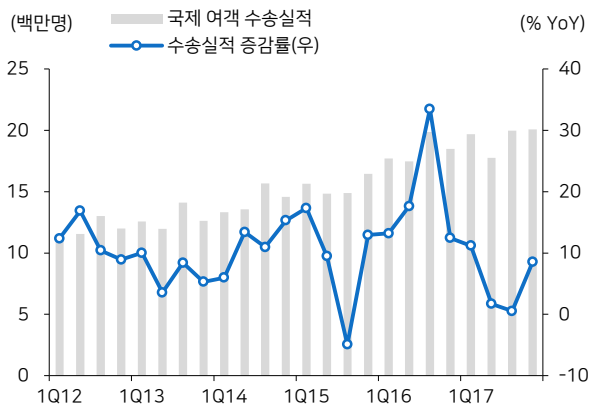
LCC(Low Cost Carrier, 저비용항공사)들은 공격적인 기재 투입으로 36.7%의 높은 수송실적 증가율을 기록했다. FSC(Full Service Carrier, 대형항공사)들은 2.0%의 수송실적 증가율을 기록했다. 유럽 노선의 호조와 중국에 투입했던 대형 기재를 일본과 동남아 노선에 투입하며 중국인 입국자수 감소에 대응, 3분기 연속 지속된 국제 여객 수송실적 역성장에서 벗어났다.

4분기 국제 여객 Yield 상승
1) 10월 수익성 위주의 판매 전략
2) 운항 대비 높은 국제여객 증가

4분기 업계 전반의 양호한 Yield 증가율을 예상한다. 10월 추석 연휴기간 수익성 위주의 항공권 판매 전략이 가능했다는 판단이며, 11월~12월에는 낮은 수준이지만 유류할증료가 부과되었다. 4분기 중 국제선 운항 편수는 11.8만편으로 전년 대비 5.8% 증가한 반면, 국제 여객은 8.5% 증가했다. 유류할증료를 제외하더라도 국제여객 Yield 상승 개연성이 높다고 판단한다.

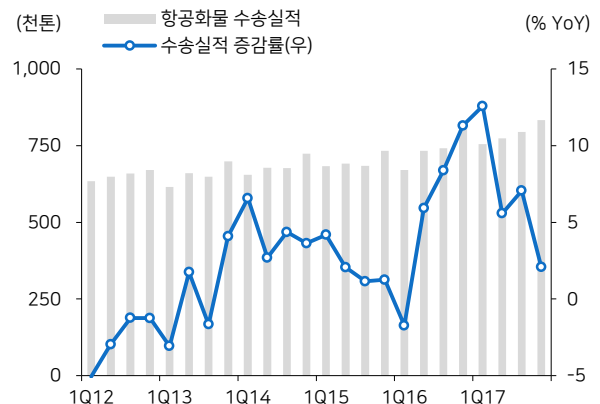
항공화물 물동량은 추석 연휴 기간 물동량 감소(10월 항공화물 물동량 -3.5% YoY)로 83.3만톤(+2.1% YoY)을 기록했다. 주목할 부분은 물동량 증가율이 둔화되는 상황에서도 Yield는 여전히 상승하고 있다는 점이다. 미주와 유럽 주요 노선의 항공화물 평균 운임은 각 11.8%와 10.3% 상승했다. 제한적인 공급 증가로 운임 협상에서 항공사들이 교섭력 우위를 가지고 있는 상황으로 판단한다.

그림1 분기별 국제 여객 수송실적 추이



자료: 인천국제공항, 한국공항공사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 분기별 국제 항공화물 수송실적 추이



자료: 인천국제공항, 한국공항공사, 메리츠증권증권 리서치센터

항공 3사 영업이익 3,354억원

항공운송 커버리지 3사의 합산 영업이익은 3,354억원(+50.5% YoY)를 예상한다. 여객과 화물 모두 Yield 인상이 가능했던 업황으로 유류비 상승에 따른 마진 훼손 우려를 해소하는 실적으로 판단한다.

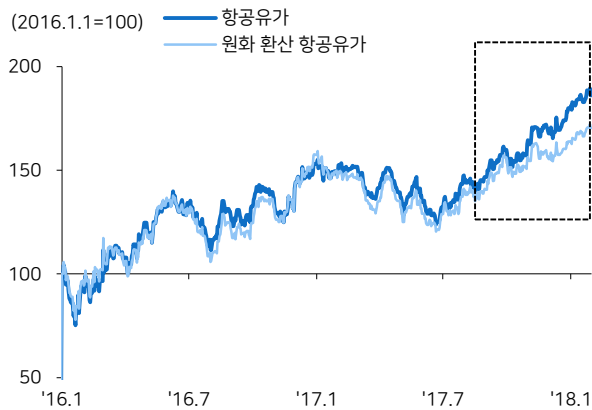
유가 상승으로 유류비 부담 증가, 환율과 업황이 유가 상승을 상쇄

4분기 항공운송업계의 평균 항공유가는 배럴 당 70.1달러로 추정한다. 전년 대비 20.3% 높아진 수준으로 유류비 부담 증가는 불가피하다. 다만, 평균 환율이 1,104원으로 4.7% 하락하며 원화 환산 유가 증가율은 14.7%로 환율 하락이 유가 상승을 일부 상쇄할 수 있었다. 항공유가가 매출액 대비 20% 수준(2017년 기준)임을 감안하면 유가 상승에 따른 비용 상승은 매출액 대비 약 2.94% 수준으로 판단한다. Yield 상승에 따른 매출액 증가가 이를 충분히 상쇄할 수 있는 수준으로 판단, 유류비 부담 증가에 따른 마진 훼손 우려는 제한적이다.

원화강세는 외화지급비용 감소 외에도 외화환산이익을 의미

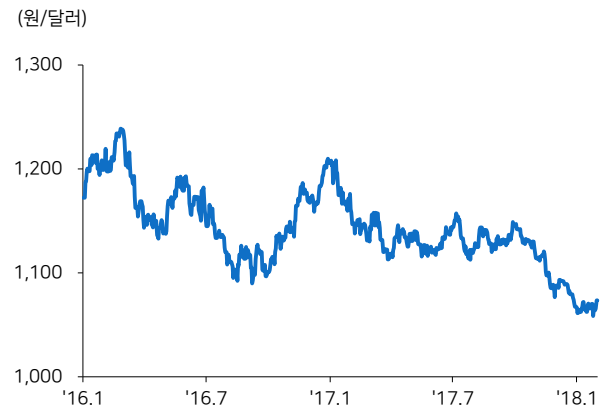
환율은 외화로 지급되는 비용을 낮춰주는 효과 외에도 외화차입금 비중이 높은 업종 특성상 규모가 큰 외화환산손익을 결정하는 변수다. 4분기 기말 환율은 1,071원으로 직전 분기 대비 6.5% 하락, 외화환산이익이 발생한다. 금융리스 위주의 기재 도입으로 외화차입금 비중이 높은 대한항공의 경우 3분기 말 기준 72억달러의 달러화 차입금을 보유, 약 5,300억원 수준의 외화환산이익을 예상한다.

그림3 항공유가와 원화 환산 항공유가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

2018 년에도 유가를 이기는 업황

IATA, 2018년 유류비 부담
증가에도 영업이익 증가를 전망

IATA(International Air Transport Association, 국제항공운송협회)에 따르면 2018년 항공운송업계는 유류비 부담 증가에도 영업이익 6,690억달러(+6.9% YoY)의 영업이익 증가를 전망하고 있다. 주력 노선에 따른 온도 차이가 존재하지만 유가 상승 시기에도 영업이익 개선이 가능함을 설명하고 있다.

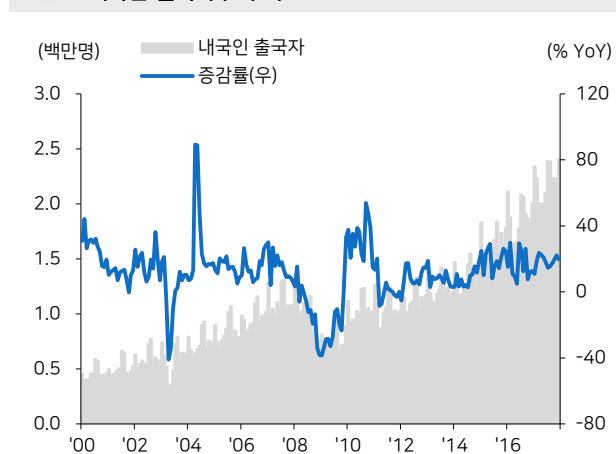
2018년 국내 항공운송업계는 여객과 화물 모두 2017년 대비 개선된 업황을 기대한다. 여객 부문은 Outbound 위주의 견조한 성장이 지속되면서 Inbound 역시 중국인 회복을 기대할 수 있다. 화물의 경우 제한적인 공급 증가 속에서 미주/유럽向 물동량 증가는 운임(P)의 추가 상승 여력을 의미한다.

표1 Global 항공운송업계 영업실적 추이 및 전망

(십억달러)	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17E	'18E
매출액	564	642	706	720	767	721	709	754	824
(% YoY)	18.5	13.8	10.0	2.0	6.5	-6.0	-1.7	6.3	9.3
여객	445	512	531	539	541	514	502	532	581
화물	66	67	64	61	62	52	48	55	59
기타	53	63	112	120	164	155	160	168	184
영업비용	536	623	687	695	725	661	644	691	757
연료비	151	191	228	230	224	174	132	130	156
(연료비 비중, %)	28.2	30.7	33.2	33.1	30.9	26.3	20.5	18.8	20.6
유가	79.4	111.2	111.8	108.8	99.9	53.9	44.6	54.2	60.0
항공유가	91.4	127.5	129.6	124.5	114.8	66.7	52.1	65.6	73.8
영업이익	27.6	19.8	18.4	25.3	41.7	59.8	65.2	62.6	66.9
(% YoY)	1,352.6	-28.3	-7.1	37.5	64.8	43.4	9.0	-4.0	6.9
(OPM, %)	4.9	3.1	2.6	3.5	5.4	8.3	9.2	8.3	8.1

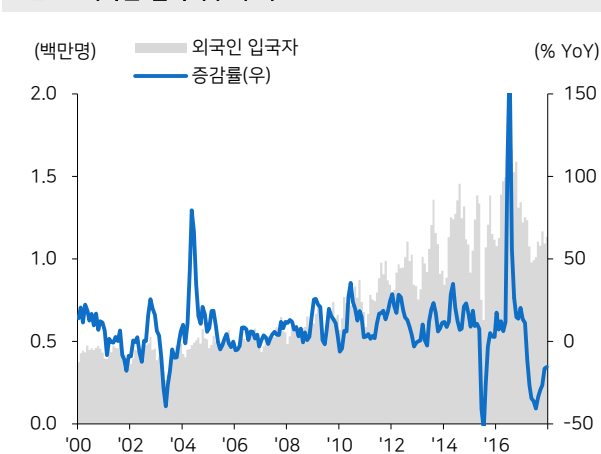
자료: IATA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 내국인 출국자수 추이



자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 외국인 입국자수 추이



자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 내국인 출국자수
+17.5% YoY 로 여객 수요 호조

여객 부문은 2018년에도 내국인 출국자수 증가율이 17.5%를 기록하며 수요 증가가 지속될 전망이다. GDP 수준 대비 여행성향은 유사한 소득 구간에 있는 국가들 대비 낮은 수준이다. 현재 국정과제로 선정되어 있는 대체공휴일 제도 개선방안이 확정될 경우 여행성향 확대에 긍정적으로 작용할 수 있다. 원화강세 기조 역시 여행성향이 확대될 수 있음을 전망하는 이유다.

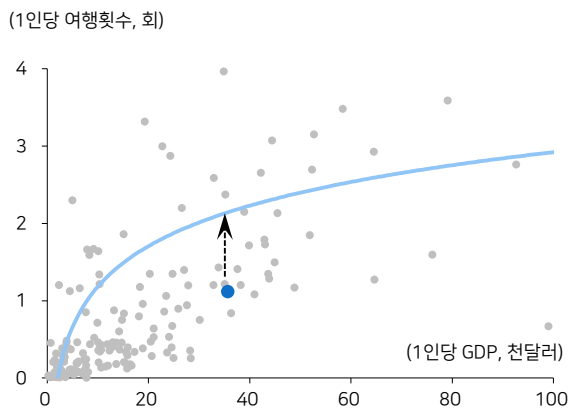
국토교통부 LCC 업체의
진입장벽을 높이는 의사결정

최근 긍정적인 변화는 국토교통부가 LCC 업체의 진입장벽을 높였다는 점이다. 국토교통부는 지난 12월 에어로케이와 플라이양양의 항공사업자 면허 신청을 반려하기로 결정했다. 정량적 요건은 충족했으나 과당경쟁에 대한 우려로 면허 신청이 반려되었다. 또한 최소 자본금과 기단 기준 상향을 검토하겠다는 입장을 밝히며 향후 신규 업체의 진입 가능성은 낮아졌다. 출혈 경쟁에 따른 LCC 업계 전반의 Yield 하락에 대한 우려를 해소하는 결정으로 판단한다.

기존 LCC 업체들 2018년에도
공격적인 기재 도입 계획이나,
수요 창출 가능한 정도

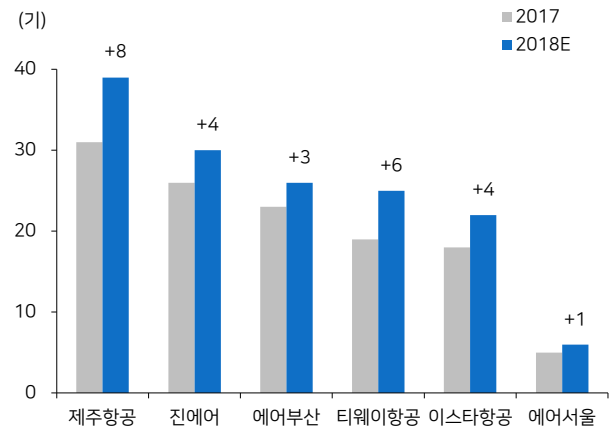
2018년 6개 LCC 업체들의 합산 신규 기재 도입은 26기로 2017년 말 122기에서 148기로 증가한다. 2017년에도 LCC 6개사의 합산 기재 증가는 21기로 공격적인 기재 투입을 단행, 운항편수가 37.2% 증가했다. 빠른 공급 증가에도 저가 항공권 공급 확대가 신규 수요를 창출하며 탑승객 수는 42.2% 증가하며 탑승률이 상승했다. 신규 LCC 진입이 없는 상황에서 2017년과 유사한 수준의 운항편수 증가를 감안하면, 여전히 탑승률 제고가 가능한 상황으로 판단한다.

그림7 소득 수준에 따른 여행성향 석 (2016년 기준)



자료: Airbus, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 LCC 업체들의 2018년 기재 도입 목표



자료: 국토교통부, 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

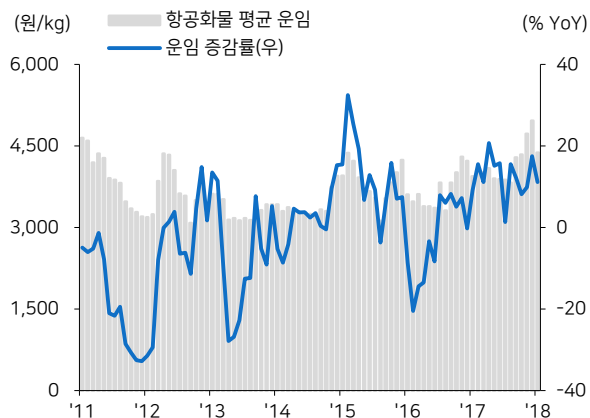
미국/유럽 소비 모멘텀 회복으로 항공화물 물동량 증가

항공화물은 2018년에도 물동량 증가와 운임 상승이 지속될 전망이다. 항공화물 물동량 증가율이 최근 소폭 둔화되고 있으나 미국과 유럽의 소비 모멘텀 회복을 감안하면 단기 내 물동량이 감소할 개연성은 제한적이다. 미국 소비 모멘텀 회복의 근거는 1) 임금 상승, 2) 소비심리 호전, 3) 소비자의 Re-Leveraging 사이클이 본격화되었다는 점이다. (당사 투자전략팀 자료 참고, “2018년 미국 경제전망 상향: 근거와 시사점” 2018년 1월 25일 발간)

물동량 증가율 둔화에도 4분기 미주/유럽 노선의 운임 상승 : 유가 상승을 운임에 전가

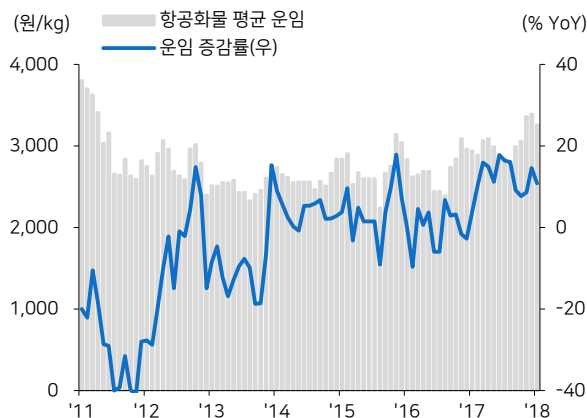
2018년에도 화물기의 공급 증가는 제한적이다. 양대 국적 선사 모두 신규 화물기 도입 계획이 없으며 항공화물 사업을 영위하고 있는 외항사들 역시 최근 몇 년간 화물기 투자에 소극적이었다. 4분기 중 물동량 증가율 둔화에도 불구하고 미주/유럽 노선의 운임이 각 11.9%와 10.3% 상승한 점은 유가 상승을 운임에 전가시키고 있음을 의미한다.

그림9 미주노선 항공화물 평균 운임 추이



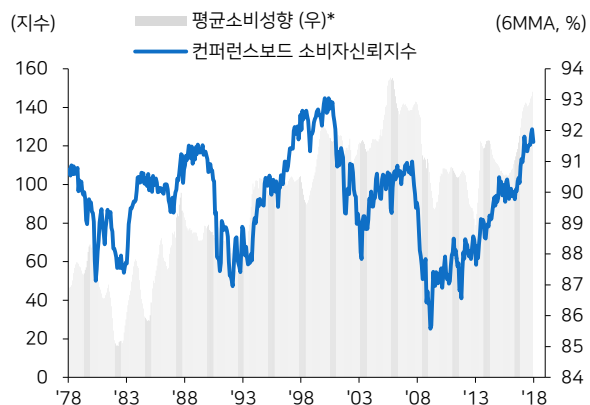
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림10 유럽노선 항공화물 평균 운임 추이



자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 소비심리와 평균소비성향



주: * 개인소비지출/개인 가처분소득 * 100

자료: Conference Board, BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 민간소비와 한국 수출



자료: BEA, 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

대한항공(003490)

Buy, 적정주가 47,000 원

4 분기 여객과 화물 동반 호조로
OP 2,427 억원(+36.1% YoY)

2018 년 더 높이 비상(飛上)

4분기 매출액 3조1,533억원(+7.6% YoY), 영업이익 2,427억원(+36.1% YoY)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 예상한다. 10월 추석 효과가 반영되며 국제 여객 RPK(Revenue Per Kilometer)가 전년 대비 4.8%, Yield가 3.7% 상승하며 매출액은 8.7% 증가한다. 항공화물은 추석 기간 물동량 감소에도 불구하고 타이트한 수급 속 운임 상승 효과가 지속되고 있다. 4분기 화물 부문 Yield는 전년 대비 10.0% 상승해 매출액은 13.7%의 높은 성장률이 지속될 전망이다.

2018 년 상반기는 화물,
하반기는 여객에 주목

2018년 상반기 화물 부문이 수익성 개선을 견인할 전망이다. 2017년 연중 이어진 높은 물동량 증가율을 감안하면 물동량 증가율은 소폭 둔화될 수 있으나 제한적인 공급과 유가 상승으로 상반기 중 High-Single 수준의 운임 증가를 기대한다. 하반기부터는 Delta Airlines와의 미주노선 J/V 효과로 여객 부문을 주목할 필요가 있다. Delta와의 J/V는 미주 노선의 효율성을 높이는 결정으로 탑승률 상승 효과를 기대한다.

낮아지는 CAPEX 부담과
안정적인 영업활동 현금흐름은
재무구조 개선을 의미

2018년 본격적인 재무구조 개선 과정을 예상한다. LA호텔 관련 투자와 대형 항공기 교체로 2017년 동사의 CAPEX는 2.29조원(당사 추정치)까지 증가했다. 2018년은 소형기 위주의 항공기 교체 시기이며 LA호텔 관련 투자도 마무리되어 CAPEX 부담이 1.5조원대까지 낮아진다. 안정적인 영업활동 현금흐름을 감안하면 재무구조가 점진적으로 안정화되는 시기로 판단한다.

표2 대한항공 4Q17 Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,153.3	2,929.2	7.6	3,213.9	-1.9	3,124.5	0.9
영업이익	242.7	178.3	36.1	355.5	-31.7	237.3	2.3
세전이익	535.6	-860.2	흑전	109.3	390.2	515.2	4.0
지배순이익	451.2	-642.6	흑전	57.9	679.9	334.9	34.7
영업이익률	7.7	6.1		11.1		7.6	
순이익률	14.3	-21.9		1.8		10.7	

자료: 대한항공, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 대한항공 수익 추정 변경

(십억원, %)	변경 전		변경 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	12,113.5	12,476.8	12,138.5	12,679.3	0.2	1.6
영업이익	949.5	872.5	962.5	1,073.6	1.4	23.0
세전이익	921.6	564.4	1,118.2	789.8	21.3	39.9
지배주주순이익	711.6	435.8	863.5	609.9	21.3	39.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 대한항공의 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액(연결)	2,867.0	2,817.7	3,117.9	2,929.2	2,866.0	2,905.2	3,213.9	3,153.3	11,544.8	11,731.9	12,138.5	12,679.3
(% YoY)	-0.1	1.1	4.9	0.5	-0.0	3.1	3.1	7.6	-3.1	1.6	3.5	4.5
부문별 매출액(별도)												
1) 국내선 여객	102	132	142	118	105	144	137	126	473	494	511	522
(% YoY)	7.7	4.8	6.5	-1.3	2.9	8.8	-3.6	6.9	-6.6	4.3	3.6	2.1
RPK (백만Km)	604	781	796	699	640	812	767	726	2,696	2,880	2,945	2,979
Yield (원/Km)	169.2	169.1	177.9	168.5	164.4	177.0	178.0	173.6	175.5	171.4	173.7	175.3
L/F (%)	72.3	80.7	79.8	77.0	75.3	80.0	77.7	78.4	73.6	77.7	77.9	78.1
2) 국제선 여객	1,616	1,530	1,846	1,480	1,574	1,554	1,787	1,608	6,200	6,472	6,522	6,807
(% YoY)	7.0	3.1	10.5	-3.6	-2.6	1.6	-3.2	8.7	-4.6	4.4	0.8	4.4
RPK (백만Km)	18,006	17,894	19,604	17,525	17,925	18,382	20,223	18,368	68,948	73,029	74,898	77,030
Yield (원/Km)	89.7	85.5	94.2	84.4	87.8	84.5	88.3	87.6	89.9	88.6	87.1	88.4
L/F (%)	77.1	78.1	80.9	78.2	80.3	79.4	81.1	80.2	77.1	78.6	79.4	80.6
3) 항공 화물	561	594	582	707	640	673	700	803	2,615	2,444	2,816	2,951
(% YoY)	-21.8	-4.7	-5.9	7.7	14.0	13.2	20.3	13.7	-8.7	-6.5	15.2	4.8
FTK (백만Km)	1,872	2,060	2,026	2,250	2,020	2,114	2,179	2,325	8,266	8,208	8,638	8,552
Yield (원/Km)	299.6	288.4	287.3	314.0	316.7	318.2	321.4	345.5	316.3	297.7	326.0	345.1
L/F (%)	74.8	76.7	75.6	81.8	78.2	77.9	78.0	81.5	77.9	77.3	78.9	80.2
영업이익(연결)	323.3	159.2	460.0	178.3	191.5	172.8	355.5	242.7	883.1	1,120.8	962.5	1,073.6
(% YoY)	70.2	흑전	58.9	-56.1	-40.8	8.5	-22.7	36.1	123.4	26.9	-14.1	11.5
(영업이익률, %)	11.3	5.7	14.8	6.1	6.7	5.9	11.1	7.7	7.6	9.6	7.9	8.5
세전이익	-173.5	-289.2	605.5	-860.2	719.2	-245.9	109.3	535.6	-578.8	-717.4	1,118.2	789.8
(% YoY)	적지	적지	흑전	적전	흑전	적지	-82.0	흑전	적지	적지	흑전	-29.4
당기순이익(지배)	-177.6	-252.8	508.1	-642.6	557.7	-203.3	57.9	451.2	-565.0	-564.9	863.5	609.9
(% YoY)	적지	적지	흑전	적전	흑전	적지	-88.6	흑전	적지	적지	흑전	-29.4
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,201	1,163	1,120	1,158	1,153	1,130	1,132	1,104	1,131	1,161	1,130	1,054
원/달러 환율(기말)	1,144	1,152	1,101	1,208	1,118	1,144	1,145	1,071	1,172	1,208	1,071	1,030
항공유(달러/배럴)	43.0	50.8	56.1	58.3	65.6	62.4	60.1	70.1	68.1	52.2	64.5	79.9
(% YoY)	-40.2	-31.0	-16.8	-1.8	52.6	22.9	7.0	20.3	-41.6	-23.4	23.7	23.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy 유지,
적정주가 47,000 원으로 상향

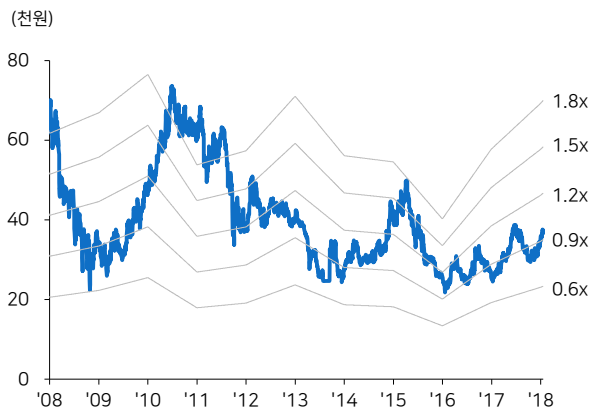
투자의견 Buy를 유지하고 적정주가는 47,000원으로 20.5% 상향 조정한다. 적정 주가는 2018년 예상 조정BPS(신종자본증권 차감 기준) 29.262원에 과거 2년의 상단에 해당하는 PBR 1.6배를 적용했다. 대한항공의 분기 평균 시가총액과 항공 화물 4분기 누적 매출액의 상관관계는 0.83으로 항공화물 업황이 투자 심리를 결정했다. 항공화물 부문의 호실적이 지속되고 있는 상황에서 1) 재무구조 개선과 2) 원화강세는 과거 2년 상단을 적용해도 부담스럽지 않은 이유다.

표5 대한항공의 적정주가 산정 Table – 적정주가 47,000원

(%, 원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
COE (%)	7.9	9.1	7.5	8.8	8.9
Risk Free Rate	2.5	1.8	1.5	1.7	1.9
Risk Premium	6.5	6.5	6.0	6.0	6.0
ROE (%)	-26.8	-25.2	-27.2	30.3	13.8
BPS (원)	31,170	30,304	22,352	32,118	38,473
신종자본증권(십억원)	209	550	550	884	884
주식수(백만주)	60	74	74	96	96
주당 신종자본증권 차감액(원)	3,493	7,443	7,443	9,211	9,211
Adj. BPS (원)	27,677	22,861	14,909	22,907	29,262
적정 PBR (배)				2.0	1.6
적정주가 (원)					47,000

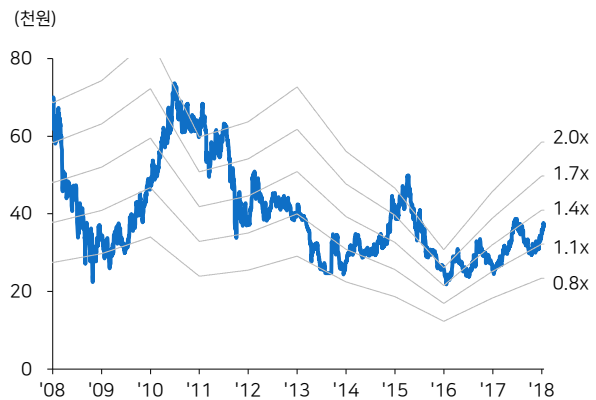
자료: 메리츠증권리서치센터

그림13 대한항공의 12개월 선행 PBR Band(BPS 기준)



자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림14 대한항공의 12개월 선행 PBR Band(조정BPS 기준)



자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

제주항공(089590)

Buy, 적정주가 47,000 원

4분기 OPM 5.9%(+2.7% YoY)

유가 상승에도 이익률 개선

No.1 LCC 의 기재 증가와 낮아지는 단위원가(C/ASK)

4분기 매출액 2,496억원(+30.9% YoY), 영업이익 161억원(+278.3% YoY)으로 컨센서스에 부합하는 영업실적을 예상한다. 추석 연휴 기간이 수익성 위주의 판매 전략에 따라 국제선 Yield는 전년 대비 6.0% 상승을 예상한다. 4분기 평균 항공 유가 상승(+20.3% YoY)과 유류 소모량 증가(+23.4% YoY, 추정치)로 유류비는 628억원으로 전년 대비 41.6% 증가한다. 다만, 유류비를 제외한 임차료와 정비비의 안정화로 영업비용이 전년대비 25.1% 증가하며 영업이익률은 6.4%를 기록할 전망이다.

2018년 단위원가 하락 추세 지속

1) 외형확장에 따른 규모의 경제

2) 직접 구매 항공기

3) 지상 조업비용과 정비비 절감

2018년 8기 기재를 추가 도입하며 연말 기준 39기의 기단을 확보, 규모의 경제에 따른 단위원가(C/ASK, ASK 당 영업비용) 절감 효과는 지속된다. 유류비를 제외한 단위원가는 2018년 39.5원/ASK로 전년 대비 5.1% 감소한다.

신규 도입 기재 8기 중 3기는 직접 구매하는 항공기로 이익 개선 효과를 기대한다. 항공기의 직접 구매로 차입금이 소폭 증가할 수 있으나 3분기 말 기준 2,993억원의 순현금을 보유, 차입금 증가 역시 제한적으로 판단한다. 동보공항서비스 인수를 통한 지상 조업비용이 감소와 C체크 주기 조정 효과의 온기 반영 역시 단위원가 절감을 기대하는 요인이다.

표6 제주항공 4Q17 Preview

(십억원, %)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	247.8	190.7	29.9	266.6	-7.1	250.2	-1.0
영업이익	14.6	4.2	243.0	40.4	-63.9	15.1	-3.6
세전이익	15.5	9.9	56.7	42.6	-63.6	14.6	6.3
지배순이익	12.8	8.1	57.8	32.3	-60.5	12.5	2.1
영업이익률	5.9	2.2		15.1		6.0	
순이익률	5.2	4.2		12.1		5.0	

자료: 제주항공, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 제주항공 수익 추정 변경

(십억원, %)	변경 전		변경 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	986.0	1,217.2	984.4	1,228.9	-0.2	1.0
영업이익	96.0	125.5	99.9	134.1	4.1	6.8
세전이익	97.3	126.0	101.4	134.7	4.2	6.9
지배주주순이익	75.0	97.2	78.2	103.8	4.2	6.9

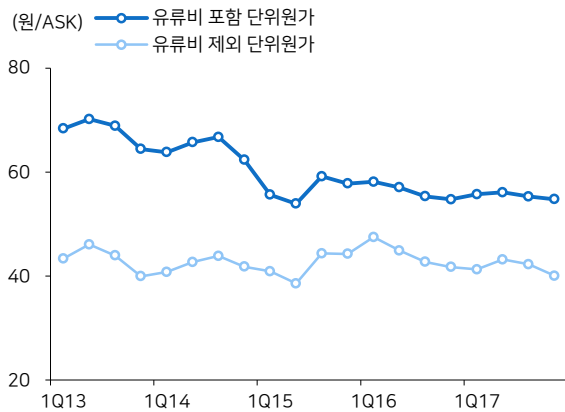
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표8 제주항공의 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	173.2	162.1	221.7	190.7	240.2	228.0	266.6	249.6	608.1	747.6	984.4	1,228.9
(% YoY)	19.9	13.8	33.0	23.3	38.7	40.7	20.3	30.9	19.1	23.0	31.7	24.8
부문별 매출액												
1) 국내선 여객	120.5	97.6	147.7	128.7	182.7	151.2	189.8	180.4	199.1	202.9	217.5	224.0
(% YoY)	28.9	18.1	49.6	33.5	51.6	54.9	28.6	40.2	7.1	1.9	7.2	3.0
RPK (백만Km)	492	544	588	541	489	554	568	568	2,003	2,164	2,179	2,201
Yield (원/Km)	85.3	98.0	105.5	84.4	89.7	110.7	109.1	88.6	99.4	93.8	99.8	101.8
L/F (%)	89.2	94.1	92.5	92.5	94.9	95.8	95.9	95.3	91.6	92.1	95.5	95.5
2) 국제선 여객	120.5	97.6	147.7	128.7	182.7	151.2	189.8	180.4	371.2	494.4	704.1	926.5
(% YoY)	28.9	18.1	49.6	33.5	51.6	54.9	28.6	40.2	22.9	33.2	42.4	31.6
RPK (백만Km)	1,835	1,843	2,304	2,460	2,935	2,744	3,136	3,253	6,354	8,443	12,069	15,487
Yield (원/Km)	65.6	53.0	64.1	52.3	62.2	55.1	60.5	55.4	58.4	58.6	58.3	59.8
L/F (%)	85.1	81.9	86.0	87.3	88.8	85.9	89.7	88.8	83.3	85.2	88.3	88.8
영업이익	15.6	0.6	38.2	4.2	27.2	16.2	40.4	16.1	51.4	58.7	99.9	134.1
(% YoY)	-27.8	-93.0	127.4	7.7	74.6	2,447.1	5.9	278.3	74.2	14.1	70.4	34.1
(영업이익률, %)	9.0	0.4	17.2	2.2	11.3	7.1	15.2	6.4	8.5	7.8	10.2	10.9
세전이익	15.4	5.8	37.9	9.9	22.0	19.9	42.4	17.0	53.0	69.0	101.4	134.7
(% YoY)	-26.9	-59.0	153.9	247.4	42.8	243.8	11.9	71.9	65.6	30.2	46.9	32.9
당기순이익	12.0	4.6	28.5	8.1	17.0	15.1	32.1	13.9	47.2	53.2	78.2	103.8
(% YoY)	-43.0	-59.0	126.9	254.4	41.1	229.6	12.7	72.1	47.3	12.8	46.9	32.9
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,201	1,163	1,120	1,158	1,153	1,130	1,132	1,104	1,131	1,161	1,130	1,054
원/달러 환율(기말)	1,144	1,152	1,101	1,208	1,118	1,144	1,145	1,071	1,172	1,208	1,071	1,030
항공유(달러/배럴)	43.0	50.8	56.1	58.3	65.6	62.4	60.1	70.1	68.1	52.1	64.6	79.9
(% YoY)	-40.2	-31.0	-16.8	-1.8	52.6	22.9	7.0	20.3	-41.6	-23.6	24.0	23.8

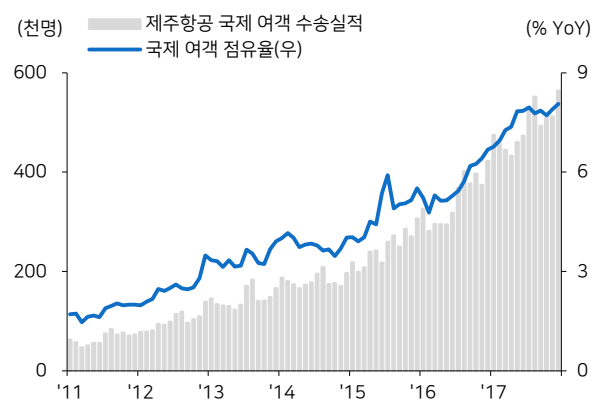
자료: 회사자료, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 제주항공의 단위원가 추이



자료: 회사자료, 메리츠증권 리서치센터

그림16 제주항공의 국제 여객 수송실적 추이



자료: 인천국제공항, 한국공항공사, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy, 적정주가
47,000 원으로 9.3% 상향 조정

투자의견 Buy, 적정주가는 47,000원으로 9.3% 상향 조정한다. 적정주가는 2018년 예상 BPS에 PBR 3.0배를 적용했다. 과거 제주항공의 적정주가 산출시 Global Top-Tier LCC인 Ryan Air와 Southwest Airlines 대비 할인을 적용한 이유는 신규 업체 진입에 따른 국내 LCC 업계의 공급 과잉 우려였다. 국토교통부가 진입 장벽을 높이며 Global Peer Group 대비 할인 요인을 해소했다고 판단한다.

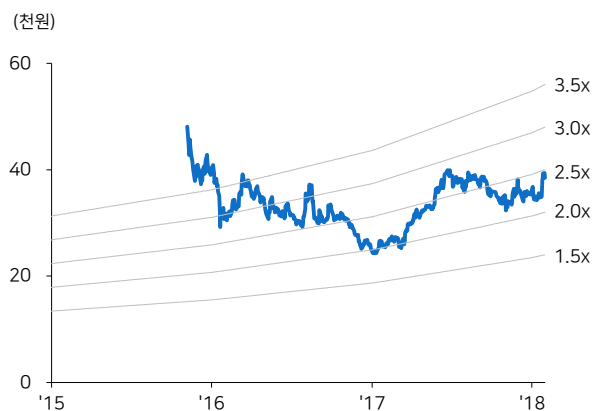
제주항공은 상장 이후 2년간 평균 23.3%의 배당성향을 기록했다. 현 수준의 배당성향이 유지될 경우 높은 EPS 증가율을 감안하면 주당 배당금(DPS) 상향 가능성이 높다. 당사 이익 추정치를 기준으로 주당 20% 수준의 배당성향을 감안하면 2017년과 2018년 DPS는 각 650원과 750원으로 배당 매력도 보유하고 있다.

표9 제주항공의 적정주가 산정 Table – 적정주가 47,000원

	2015	2016	2017E	2018E
COE (%)	4.7	5.2	6.5	6.7
Risk Free Rate	1.8	1.5	1.7	1.9
Risk Premium	6.5	6.0	6.0	6.0
ROE	30.2	21.1	26.0	28.0
BPS	8,948	10,351	12,459	15,653
적정 PBR				3.0
적정주가				47,000

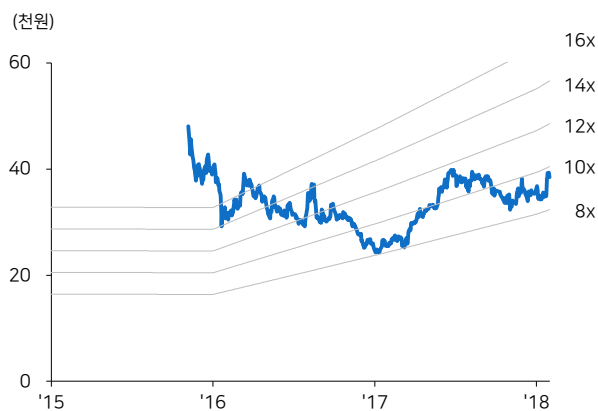
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 제주항공의 12개월 선행 PBR Band



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 제주항공의 12개월 선행 PER Band



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

아시아나항공 (020560)

Trading Buy, 적정주가 5,400 원

4 분기 여객과 화물 동반 호조로
OP 766 억원(+90.4% YoY)**시장의 우려를 지우는 첫걸음**

4분기 매출액 1조1,6259억원(+11.0% YoY), 영업이익 766억원(+90.4% YoY)으로 컨센서스를 상회하는 영업실적을 기대한다. 국제선 여객 부문은 10월 추석 효과가 반영되며 RPK(Revenue Per Kilometer)가 전년 대비 6.0%, Yield가 5.2% 상승하며 매출액은 11.5% 증가한다. 항공화물 역시 물동량 증가율은 전년 대비 1.6%로 둔화되었으나 Yield가 8.6% 상승한 점이 실적 개선의 원인이다.

항공 화물 부문의 호실적과 중국 노선 회복에 따른 수혜를 감안하면 영업실적에 대한 우려는 지울 필요가 있다. 다만, 3분기 말 기준 총차입금 4.7조원 중 유동부채가 차지하는 비중이 46.2%로 여전히 높다. 2019년 IFRS16 도입에 따른 부채비율 증가로 Risk 관리 필요성도 부각되고 있다. 최근 자회사 IPO 재개 등 Risk를 낮추기 위한 노력을 진행하고 있어 향후 재무구조 개선 여부에 주목할 필요가 있다.

투자의견은 Trading Buy를 유지, 적정주가는 5,400원으로 상향한다. 적정주가는 2018년 예상 BPS에 PBR 1.0배를 적용했다. 유가를 이길 수 있는 업황으로 영업실적에 대한 우려는 해소되었다. 재무구조 개선 과정을 통해 중국 노선 회복의 진정한 수혜주로 거듭나길 기대한다.

표10 아시아나항공 4Q17 Preview

(십억원, %)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,625.9	1,464.9	11.0	1,630.8	-0.3	1,589.6	2.3
영업이익	76.6	40.2	90.4	118.5	-35.4	65.6	16.7
세전이익	78.1	-145.6	흑전	27.0	189.3	114.6	-31.8
지배순이익	56.1	-119.2	흑전	16.0	251.2	68.2	-17.8
영업이익률	4.7	2.7		7.3		4.1	
순이익률	3.4	-8.1		1.0		4.3	

자료: 아시아나항공, 메리츠증권증권 리서치센터

표11 아시아나항공 수익 추정 변경

(십억원, %)	변경 전		변경 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	6,127.7	6,315.1	6,205.7	6,599.5	1.3	4.5
영업이익	232.0	181.6	264.7	280.2	14.1	54.3
세전이익	80.3	14.6	135.0	145.9	68.0	897.4
지배주주순이익	57.9	10.5	97.3	105.2	68.0	897.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표12 아시아나항공의 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액(연결)	1,476.3	1,267.0	1,555.4	1,464.9	1,457.1	1,491.9	1,630.8	1,625.9	5,540.7	5,763.6	6,205.7	6,599.5
(% YoY)	4.9	-5.0	1.1	16.2	-1.3	17.8	4.8	11.0	-5.1	4.0	7.7	6.3
부문별 매출액(별도)												
1) 국내선 여객	63	79	83	63	62	87	88	70	293	289	308	315
(% YoY)	-13.3	4.5	8.9	-7.2	-1.6	10.8	6.2	10.8	-15.7	-1.5	6.8	2.3
RPK (백만Km)	485	560	570	538	498	613	643	579	1,960	2,153	2,333	2,365
Yield (원/Km)	130.5	140.7	146.0	117.4	125.1	142.4	137.4	121.0	149.5	134.0	132.0	133.2
L/F (%)	78.0	86.7	86.8	83.8	80.1	86.6	88.5	84.7	74.0	83.9	85.1	85.4
2) 국제선 여객	814	767	929	765	814	775	904	853	3,132	3,275	3,346	3,546
(% YoY)	1.6	4.9	11.8	-0.5	0.1	1.0	-2.7	11.5	-5.3	4.6	2.2	6.0
RPK (백만Km)	9,827	9,848	10,628	10,018	9,977	10,116	11,165	10,620	37,710	40,321	41,877	43,739
Yield (원/Km)	82.8	77.9	87.4	76.3	81.6	76.6	81.0	80.3	83.0	81.2	79.9	81.1
L/F (%)	80.5	83.2	84.6	81.7	81.3	80.6	83.3	81.8	80.1	82.5	81.8	82.3
3) 항공 화물	257	275	284	364	299	338	340	401	1,213	1,179	1,377	1,496
(% YoY)	-20.5	-4.9	-1.3	16.1	16.3	22.7	19.7	10.3	-11.7	-2.8	16.8	8.7
FTK (백만Km)	946	1,067	1,077	1,206	1,064	1,194	1,193	1,225	4,047	4,296	4,676	4,897
Yield (원/Km)	271.4	258.0	263.5	301.4	280.6	282.8	284.6	327.5	299.7	274.5	294.5	305.5
L/F (%)	72.4	76.8	75.7	79.9	78.9	83.1	81.9	81.6	74.1	76.3	81.4	81.5
영업이익(연결)	58.7	5.9	151.6	40.2	26.3	42.8	118.9	76.6	46.1	256.5	264.7	280.2
(% YoY)	-23.7	흑전	118.7	흑전	-55.2	626.1	-21.6	90.4	-53.0	456.6	3.2	5.9
(영업이익률, %)	4.0	0.5	9.7	2.7	1.8	2.9	7.3	4.7	0.8	4.5	4.3	4.2
세전이익	63.2	-34.8	201.1	-145.6	132.1	-102.3	27.0	78.1	-164.4	83.8	135.0	145.9
(% YoY)	-21.2	적지	흑전	적지	109.1	적지	-86.6	흑전	적전	흑전	61.0	8.1
당기순이익(지배)	44.2	-26.8	151.1	-119.2	100.6	-75.3	16.0	56.1	-138.1	49.3	97.3	105.2
(% YoY)	-26.6	적지	흑전	적지	127.6	적지	-89.4	흑전	적전	흑전	97.5	8.1
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,201	1,163	1,120	1,158	1,153	1,130	1,132	1,104	1,131	1,161	1,131	1,054
원/달러 환율(기말)	1,144	1,152	1,101	1,208	1,118	1,144	1,145	1,071	1,172	1,208	1,100	1,030
항공유(달러/배럴)	43.0	50.8	56.1	58.3	65.6	62.4	60.1	70.1	68.1	52.2	64.5	79.9
(% YoY)	-40.2	-31.0	-16.8	-1.8	52.6	22.9	7.0	20.3	-41.6	-23.4	23.7	23.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

대한항공 (003490)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,544.8	11,731.9	12,138.5	12,679.3	12,892.6
매출액증가율 (%)	-3.1	1.6	3.5	4.5	1.7
매출원가	9,517.4	9,435.2	9,959.4	10,334.9	10,207.2
매출총이익	2,027.4	2,296.6	2,179.1	2,344.3	2,685.5
판매관리비	1,144.4	1,175.8	1,216.6	1,270.8	1,292.2
영업이익	883.1	1,120.8	962.5	1,073.6	1,393.3
영업이익률	7.6	9.6	7.9	8.5	10.8
금융손익	-459.7	-507.2	-401.5	-427.6	-399.4
종속/관계기업손익	17.5	-112.3	15.0	16.5	18.2
기타영업외손익	-927.2	-1,218.7	542.2	127.3	-1.5
세전계속사업이익	-486.4	-717.4	1,118.2	789.8	1,010.5
법인세비용	-85.5	-160.6	246.0	173.8	222.3
당기순이익	-563.0	-556.8	872.2	616.0	788.2
지배주주지분 순이익	-565.0	-564.9	863.5	609.9	780.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	2,728.0	2,806.3	2,459.5	2,912.9	3,120.8
당기순이익(손실)	-563.0	-556.8	872.2	616.0	788.2
유형자산상각비	1,611.0	1,698.3	1,788.4	1,755.1	1,742.1
무형자산상각비	40.0	53.3	80.1	80.9	81.6
운전자본의 증감	52.4	-97.2	-177.4	116.2	61.5
투자활동 현금흐름	418.7	-873.5	-2,194.8	-1,498.0	-1,743.7
유형자산의증가(CAPEX)	-1,742.7	-1,145.1	-2,290.3	-1,488.7	-1,637.6
투자자산의감소(증가)	-124.0	406.1	-21.5	-28.6	-11.3
재무활동 현금흐름	-2,996.6	-1,829.3	-74.3	-1,380.6	-1,264.4
차입금의 증감	-299.0	86.8	-92.5	-907.3	-816.9
자본의 증가	498.8	0.0	457.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	170.9	122.5	190.4	34.2	112.8
기초현금	796.6	967.5	1,089.9	1,280.4	1,314.6
기말현금	967.5	1,089.9	1,280.4	1,314.6	1,427.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,289.1	3,328.0	4,265.8	4,474.5	4,640.4
현금및현금성자산	967.5	1,089.9	1,280.4	1,314.6	1,427.3
매출채권	571.1	607.1	674.4	745.8	758.4
재고자산	490.7	564.7	638.9	667.3	678.6
비유동자산	20,891.2	20,628.6	21,127.7	20,893.2	20,803.3
유형자산	17,850.7	17,873.3	18,375.2	18,108.7	18,004.2
무형자산	294.7	405.0	380.8	384.1	387.4
투자자산	1,139.0	620.6	642.1	670.7	682.0
자산총계	24,180.4	23,956.5	25,393.5	25,367.6	25,443.7
유동부채	8,450.4	9,131.1	8,031.6	7,419.0	6,841.3
매입채무	123.8	113.9	117.8	123.1	125.1
단기차입금	869.4	1,168.0	876.0	832.2	790.6
유동성장기부채	5,160.6	5,175.2	4,398.9	3,739.0	3,178.2
비유동부채	13,230.9	12,951.1	14,157.7	14,128.4	13,993.9
사채	693.0	83.2	849.2	802.6	763.0
장기차입금	1,108.5	1,016.1	1,531.5	1,458.4	1,385.3
부채총계	21,681.3	22,082.2	22,189.3	21,547.4	20,835.2
자본금	369.8	369.8	479.8	479.8	479.8
자본잉여금	602.9	602.9	950.5	950.5	950.5
기타포괄이익누계액	405.3	385.4	385.4	385.4	385.4
이익잉여금	794.3	-192.9	670.6	1,280.5	2,060.7
비지배주주지분	111.9	113.7	122.4	128.6	136.4
자본총계	2,499.0	1,874.4	3,204.2	3,820.3	4,608.4

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	154,574	151,064	133,981	133,685	135,934
EPS(지배주주)	-7,565	-7,274	9,531	6,430	8,227
CFPS	35,281	37,243	31,346	30,784	34,041
EBITDAPS	33,928	36,985	31,249	30,677	33,918
BPS	30,304	22,352	32,118	38,473	46,605
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-3.4	-3.5	3.6	5.9	4.6
PCR	0.7	0.7	1.1	1.2	1.1
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.9	1.2	1.1	1.0	0.8
EBITDA	2,534.0	2,872.3	2,831.1	2,909.5	3,216.9
EV/EBITDA	6.7	6.0	6.3	5.9	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-25.2	-27.2	35.7	18.0	19.1
EBITDA 이익률	21.9	24.5	23.3	22.9	25.0
부채비율	867.6	1,178.1	692.5	564.0	452.1
금융비용부담률	3.2	3.5	3.6	3.7	3.5
이자보상배율(x)	2.4	2.8	2.2	2.3	3.1
매출채권회전율(x)	19.6	19.9	18.9	17.9	17.1
재고자산회전율(x)	25.1	22.2	20.2	19.4	19.2

제주항공 (089590)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	608.1	747.6	984.4	1,228.9	1,483.3
매출액증가율 (%)	19.1	23.0	31.7	24.8	20.7
매출원가	486.1	602.0	767.7	948.5	1,127.4
매출총이익	122.0	145.6	216.7	280.4	355.9
판매관리비	70.6	87.0	116.7	146.3	176.8
영업이익	51.4	58.7	100.0	134.1	179.1
영업이익률	8.5	7.8	10.2	10.9	12.1
금융손익	-2.5	9.6	3.6	2.8	3.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.1	0.8	-2.2	-2.2	-2.2
세전계속사업이익	53.0	69.0	101.4	134.7	180.1
법인세비용	5.8	15.8	23.2	30.8	41.2
당기순이익	47.2	53.2	78.2	103.8	138.9
지배주주지분 순이익	47.2	53.2	78.2	103.8	138.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	72.1	116.7	166.0	210.3	252.4
당기순이익(손실)	47.2	53.2	78.2	103.8	138.9
유형자산상각비	7.3	10.5	19.5	35.7	39.4
무형자산상각비	2.5	3.5	3.6	2.5	1.8
운전자본의 증감	5.1	39.3	64.7	68.2	72.4
투자활동 현금흐름	-152.1	-69.1	-198.8	-242.6	-136.4
유형자산의증가(CAPEX)	-40.6	-30.4	-139.4	-181.2	-72.5
투자자산의감소(증가)	-1.1	-8.4	-3.0	-3.1	-3.2
재무활동 현금흐름	127.4	-7.4	44.0	93.0	-41.7
차입금의 증감	21.3	-4.0	62.0	110.0	-22.0
자본의 증가	107.5	3.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	48.2	41.5	11.1	60.6	74.4
기초현금	77.6	125.8	167.3	178.4	239.1
기말현금	125.8	167.3	178.4	239.1	313.4

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	355.5	436.8	533.3	682.1	848.2
현금및현금성자산	125.8	167.3	178.4	239.1	313.4
매출채권	17.9	24.8	32.6	40.7	49.1
재고자산	6.1	8.3	10.9	13.7	16.5
비유동자산	122.3	163.6	282.9	429.0	463.6
유형자산	41.2	58.9	178.8	324.4	357.5
무형자산	11.6	11.9	8.3	5.8	4.0
투자자산	1.1	9.5	12.5	15.6	18.8
자산총계	477.7	600.4	816.2	1,111.1	1,311.8
유동부채	200.0	260.9	337.0	437.7	527.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	19.7	20.3	20.3	20.3	20.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	22.0	30.0
비유동부채	45.9	67.4	150.8	260.8	253.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	62.0	150.0	120.0
부채총계	245.9	328.3	487.8	698.5	781.3
자본금	129.5	131.5	131.5	131.5	131.5
자본잉여금	88.0	89.4	89.4	89.4	89.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	13.6	51.2	112.3	196.5	314.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	231.8	272.2	328.4	412.6	530.5

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	26,473	28,765	37,376	46,625	56,277
EPS(지배주주)	2,053	2,047	2,967	3,940	5,269
CFPS	3,158	3,039	4,622	6,485	8,304
EBITDAPS	2,663	2,798	4,674	6,536	8,355
BPS	8,948	10,351	12,459	15,653	20,126
DPS	400	500	650	750	800
배당수익률(%)	1.0	2.0	1.8	1.9	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	19.5	12.3	11.9	9.8	7.3
PCR	12.7	8.3	7.6	5.9	4.6
PSR	1.5	0.9	0.9	0.8	0.7
PBR	4.5	2.4	2.8	2.5	1.9
EBITDA	61.2	72.7	123.1	172.3	220.2
EV/EBITDA	12.9	4.6	4.9	3.9	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.2	21.1	26.0	28.0	29.5
EBITDA 이익률	10.1	9.7	12.5	14.0	14.8
부채비율	106.1	120.6	148.6	169.3	147.3
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
이자보상배율(x)	734.3	141.0	97.3	48.8	49.4
매출채권회전율(x)	36.0	35.0	34.3	33.5	33.0
재고자산회전율(x)	108.5	103.6	102.4	100.0	98.5

아시아나항공 (020560)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,540.7	5,763.6	6,205.7	6,599.5	6,768.6
매출액증가율 (%)	-5.1	4.0	7.7	6.3	2.6
매출원가	4,931.4	4,909.5	5,317.0	5,655.4	5,667.2
매출총이익	609.3	854.1	888.8	944.2	1,101.5
판매관리비	563.2	597.6	624.5	664.0	681.0
영업이익	46.1	256.5	264.2	280.2	420.4
영업이익률	0.8	4.5	4.3	4.2	6.2
금융손익	-135.5	-134.5	-170.5	-171.3	-167.1
종속/관계기업손익	29.8	24.0	24.7	25.5	26.2
기타영업외손익	-81.4	-75.7	16.5	11.6	8.1
세전계속사업이익	-141.1	70.3	135.0	145.9	287.7
법인세비용	-24.4	19.3	31.1	33.7	66.4
당기순이익	-139.2	52.6	103.8	112.2	221.3
지배주주지분 순이익	-138.1	49.3	97.3	105.2	207.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	442.5	658.8	632.0	625.4	669.0
당기순이익(손실)	-139.2	52.6	103.8	112.2	221.3
유형자산상각비	425.9	401.3	424.1	423.9	424.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-15.9	11.6	128.8	114.7	49.3
투자활동 현금흐름	-851.5	-55.1	-496.9	-476.0	-471.0
유형자산의증가(CAPEX)	-286.9	-374.9	-401.1	-421.2	-433.8
투자자산의감소(증가)	-104.4	404.1	-10.5	-5.9	12.8
재무활동 현금흐름	328.9	-511.6	-46.0	-19.4	-20.3
차입금의 증감	1,157.4	-732.2	-46.0	-19.4	-20.3
자본의 증가	0.0	50.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-80.0	88.0	89.1	130.0	177.7
기초현금	262.9	182.9	270.9	360.0	490.0
기말현금	182.9	270.9	360.0	490.0	667.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,244.8	1,196.6	1,356.8	1,550.0	1,754.9
현금및현금성자산	182.9	270.9	360.0	490.0	667.7
매출채권	332.8	362.4	390.3	415.0	425.7
재고자산	205.7	210.0	226.1	240.5	246.6
비유동자산	8,048.0	7,032.6	7,127.6	7,202.9	7,274.5
유형자산	5,545.6	5,155.5	5,132.5	5,129.7	5,138.8
무형자산	646.1	246.2	246.2	246.2	246.2
투자자산	839.7	459.6	494.9	526.3	539.8
자산총계	9,292.8	8,229.2	8,484.4	8,753.0	9,029.4
유동부채	3,310.9	3,273.7	3,355.1	3,425.4	3,443.5
매입채무	135.4	139.3	149.9	159.5	163.5
단기차입금	293.0	277.4	271.9	266.4	261.1
유동성장기부채	1,688.7	1,648.1	1,631.6	1,615.3	1,599.1
비유동부채	5,130.2	3,913.7	3,983.6	4,069.6	4,106.7
사채	1,190.3	725.0	702.0	683.7	671.0
장기차입금	833.1	285.0	292.4	296.3	293.3
부채총계	8,441.2	7,187.4	7,338.7	7,495.1	7,550.2
자본금	975.5	1,026.2	1,026.2	1,026.2	1,026.2
자본잉여금	1.2	0.5	0.5	0.5	0.5
기타포괄이익누계액	98.2	82.3	82.3	82.3	82.3
이익잉여금	-167.0	-120.6	-23.3	81.9	289.3
비지배주주지분	22.0	149.9	156.4	163.4	177.3
자본총계	851.6	1,041.9	1,145.7	1,257.9	1,479.2

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	28,399	29,313	30,237	32,156	32,980
EPS(지배주주)	-708	251	474	513	1,011
CFPS	2,985	3,837	3,435	3,487	4,157
EBITDAPS	2,419	3,346	3,354	3,430	4,118
BPS	4,252	4,346	4,820	5,333	6,343
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-6.5	16.8	9.6	10.6	5.4
PCR	1.6	1.1	1.3	1.6	1.3
PSR	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
PBR	1.1	1.0	0.9	1.0	0.9
EBITDA	471.9	657.8	688.4	704.1	845.1
EV/EBITDA	12.2	8.1	7.6	7.5	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-15.0	5.7	10.3	10.1	17.3
EBITDA 이익률	8.5	11.4	11.1	10.7	12.5
부채비율	991.2	689.9	640.5	595.8	510.4
금융비용부담률	2.6	2.5	2.9	2.8	2.7
이자보상배율(x)	0.3	1.8	1.5	1.5	2.3
매출채권회전율(x)	15.4	16.6	16.5	16.4	16.1
재고자산회전율(x)	28.5	27.7	28.5	28.3	27.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최치현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

대한항공 (003490) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.03.09	산업브리프	Buy	35,000	김승철	-18.6	-11.1	
2016.04.08	산업브리프	Buy	35,000	김승철	-16.8	-6.0	
2016.04.25	기업브리프	Buy	35,000	김승철	-16.8	-6.0	
2016.05.17	기업브리프	Hold	30,000	김승철	-3.7	18.8	
2016.10.05	산업브리프	Hold	35,000	김승철	-13.2	-5.6	
2017.01.06	기업브리프	Hold	23,000	김승철	28.7	46.8	
2017.04.05	산업브리프	Hold	25,500	김승철	26.4	42.5	
2017.06.07	산업분석	Hold	29,500	김승철	17.2	31.4	
				담당자 변경			
2017.10.25	산업분석	Buy	41,000	최치현	-24.1	-21.2	
2017.11.15	기업브리프	Buy	39,000	최치현	-12.5	-1.2	
2018.01.31	산업브리프	Buy	47,000	최치현	-	-	

제주항공 (089590) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.03.09	산업브리프	Hold	40,000	김승철	-11.8	-2.1	
2016.04.08	산업브리프	Hold	40,000	김승철	-17.1	-2.1	
2016.10.05	산업브리프	Buy	40,000	김승철	-22.0	-2.1	
2017.02.11	1년 경과				-31.0	-23.6	
2017.04.05	산업브리프	Buy	40,000	김승철	-23.8	-8.5	
2017.06.07	산업분석	Buy	45,500	김승철	-17.5	-12.3	
				담당자 변경			
2017.10.25	산업분석	Buy	43,000	최치현	-20.9	-18.0	
2017.11.08	기업브리프	Buy	43,000	최치현	-17.9	-8.5	
2018.01.31	산업브리프	Buy	47,000	최치현	-	-	

아시아나항공 (020560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.03.09	산업브리프	Buy	6,000	김승철	-20.3	-13.2	
2016.04.08	산업브리프	Buy	6,000	김승철	-20.0	-1.7	
2016.10.05	산업브리프	Buy	6,000	김승철	-22.1	-1.7	
2017.02.11	1년 경과				-26.0	-21.5	
2017.04.05	산업브리프	Buy	6,000	김승철	-23.7	-11.2	
2017.06.07	산업분석	Buy	6,000	김승철	-19.6	4.0	
				담당자 변경			
2017.10.25	산업분석	Trading Buy	5,000	최치현	-10.2	-7.5	
2017.11.10	기업브리프	Trading Buy	5,000	최치현	-6.1	9.2	
2018.01.31	산업브리프	Trading Buy	5,400	최치현	-	-	