

항공운송산업

Industry Note | 2015. 5. 11

항공수요 꾸준한 증가세, 실적 턴어라운드 구체화

항공운송업종은 여객 및 화물 수송량 증가와 유류비 절감 효과로 영업실적 턴어라운드 본격화 전망. 4월 인천공항 국제선 여객 +19.2%, 화물 +2.9% 증가. 현재 제트유가는 배럴당 78달러로 유류비 전년대비 급감. 항공업종 Positive 투자 의견 유지

항공운송산업 본격적인 턴어라운드, 2015년 항공사 수익 급증세

- 항공운송산업은 제반 변수들이 우호적으로 전환되면서 본격적인 턴어라운드 시현 중. 해외여행 급증세로 여객수요 호조세가 이어지고 있으며, 화물부문도 수출입물동량 증가로 견조한 수준 유지. 핵심 노선인 중국, 일본, 미국 등에서 여객 및 화물 호조세 이어질 전망. 낮은 제트유가로 인해 전년대비 유류비 급감 효과가 구체화되면서 2015년 항공업계 수익은 급증세를 시현할 전망
- 항공운송업종의 Positive 투자 의견 유지, Top pick으로 대한항공(TP:68,000원) 제시. 2015년 영업실적 호조와 더불어 중장기 고성장세 이어질 전망. 인천국제공항은 2단계 공사가 완공되는 2018년 이후 명실상부한 동북아 허브공항으로 성장할 전망

4월 인천공항 국제선 여객 +19.2%(y-y), 화물 +2.9%(y-y) 증가

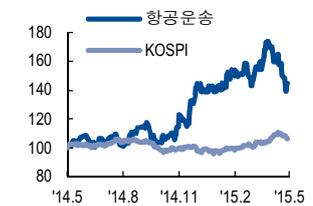
- 2015년 4월 인천공항의 국제선 운항횟수는 24,694회(+10.2% y-y), 여객수송은 4,126,553명(+19.2% y-y), 화물수송은 221,288톤(+2.9% y-y) 기록. 월별 여객수요 급증세가 이어졌으며, 화물도 안정적인 증가세 흐름 시현
- 저비용항공사(LCC)와 외항사의 취항 편수 확대. 유가하락에 따른 가격부담 축소로 내국인 해외여행 호조, 중국인과 동남아인의 한국방문 급증세 시현. 4월 노선별 여객수송은 전년동월대비 중국선 +26.9%, 일본선 +27.1%, 미국선 +11.7% 증가. 중거리 여행노선 중심의 LCC 수송량 급증. 화물수송은 미국선 +11.4%로 양호

Positive (유지)

Top Pick

대한항공 Buy (유지)	68,000원 (유지)
	PER(배) PBR(배)
Market	11.0 1.1
Sector	8.6 1.1

Sector Index



업종 시가총액 3,234 십억 원 (Market 비중 0.22%)

주: KRX업종 분류 기준



Analyst 송재학
02)768-7473, martin.song@nhwm.com

인천공항 국제선 운항지표 추이

(단위: 회, 명, 톤, %)

	운항횟수			여객수송			화물수송		
	총횟수	y-y	일평균	총여객	y-y	일평균	총화물	y-y	일평균
2010	210,218	8.4	576	32,949,518	17.3	90,273	2,684,207	16.1	7,354
2011	224,687	6.9	616	34,537,845	4.8	94,624	2,538,929	-5.4	6,956
2012	248,031	10.4	678	38,350,976	11.0	104,784	2,456,509	-3.2	6,712
2013	264,586	6.7	725	40,785,953	6.3	111,742	2,464,133	0.3	6,751
2014	284,575	7.6	780	44,906,813	10.1	123,032	2,557,527	3.8	7,007
2014.1Q	67,777	4.0	753	10,673,369	5.0	118,593	613,672	6.5	6,819
2Q	68,710	7.0	755	10,561,006	11.5	116,055	635,432	1.9	6,983
3Q	74,528	9.1	810	12,174,099	10.2	132,327	630,950	3.9	6,858
4Q	73,560	9.9	800	11,498,339	13.9	124,982	677,472	3.1	7,364
2015.1Q	74,778	10.3	831	12,381,499	16.0	137,572	633,204	3.2	7,036
2015.01	25,897	10.1	835	4,292,111	14.0	138,455	199,932	1.1	6,449
2	23,576	11.6	842	4,037,895	16.8	144,211	194,236	6.8	6,937
3	25,305	9.4	816	4,051,493	17.4	130,693	239,036	2.1	7,711
4	24,694	10.2	823	4,126,553	19.2	137,552	221,288	2.9	7,376

주: 운항= 여객기+화물기, 여객= 유임여객+무임여객+환승여객, 화물= 직화물+환적화물+우편물. 자료: 인천국제공항

참고: 1. 당사는 최근 40일내에 대한항공 유상증자 업무를 수행했음을 알려드립니다. 2. 당사는 아시아나항공에 대하여 조사분석제한 중임을 알려드립니다.

**항공산업 턴어라운드
2015년 수익 급증세**

항공운송산업은 제반 변수들이 우호적으로 전환되면서 본격적인 턴어라운드를 시험하고 있다. 해외여행 급증세로 여객수요 호조가 이어지고 있으며, 화물수요도 수출입 물동량 증가로 견조한 수준을 유지하고 있다. 제트유가 하락에 따른 유류비 절감 효과가 구체화되면서 2015년 항공사의 수익은 급증세를 시험할 전망이다. 항공운송업종에 있어서의 핵심 노선인 중국, 일본, 미국 등에서 지속적인 여객 및 화물 증가세가 예상된다.

**항공운송업종 투자이견
Positive 유지**

항공운송업종에 대한 Positive 투자이견을 유지한다. 2015년 업황 호조와 함께 영업실적 급증세가 예상되며, 중장기 고성장성도 확보할 전망이다. 상반기 수익 호조세가 추정되며, 3분기는 항공업종의 전형적인 성수기로 급성장세가 이어질 전망이다. 중장기 측면에서 인천국제공항은 2단계 공사가 완공되는 2018년 이후 환승, 환적 수요가 급증하면서 명실상부한 동북아 허브공항으로 성장할 것이다. 이러한 흐름에 따라 한국의 항공운송산업은 고성장 산업으로 자리매김할 전망이다. Top pick으로는 대한항공(TP: 68,000원)을 제시한다. 동사는 여객 부문에서 일본선 회복 본격화와 미주선 코드쉐어 정상화 예상, 화물부문에서 물동량 증가세 반전으로 수혜 폭 확대 전망된다.

**4월 인천공항 국제선
여객 +19.2%,
화물 +2.9%**

2015년 4월 인천공항의 국제선 운항횟수는 24,694회(+ 10.2% y-y), 여객수송은 4,126,553명(+ 19.2% y-y), 화물운송은 221,288톤(+ 2.9% y-y) 등으로 호조세를 기록했다. 여객수요 급증세가 이어졌으며, 화물도 안정적인 증가세 흐름을 보였다. 4월 운항횟수 급증세는 저비용항공사(LCC)와 외항사의 취항 편수가 늘어났고 중거리 여행노선 중심의 운항이 확대되었기 때문이다. 제트유가 하락에 따라서 유류할증료가 낮아졌으며, 이에 따른 해외여행 가격부담 축소로 내국인의 해외여행 유인이 나타났다. 또한 중국인과 동남아인 한국방문 여행객도 계속 급증하면서 여객수송 급증세를 이끌었다.

**노선별 여객 증가율
중국 +26.9%, 일본
+27.1%, 미국 11.7%**

노선별 여객수송은 전년동월대비 중국선 + 26.9%, 일본선 + 27.1%, 미국선 + 11.7% 등으로 주요 핵심노선 모두 급증세를 기록했다. 중국인의 한국 관광이 확대되었고 엔화약세로 내국인의 일본 관광도 큰 폭으로 늘어났다. 특히 중거리 여행노선 중심으로 저비용항공사(LCC)의 선전이 두드러졌다. 장거리 노선인 미국선, 유럽선도 여행객 중심의 호조세가 이어졌다. 화물운송은 핵심 노선인 미국선에서 전년동월대비 11.4% 증가하는 등 안정적인 흐름을 이어갔다. 미국경기가 양호하고 유럽경기는 점진적인 회복세를 나타내고 있어 항공화물 수송량은 증가세 흐름을 이어갈 전망이다.

대한항공 연간 주요지표

		2013	2014	2015E	2016F	2017F
매출액	십억원	11,848.7	11,909.7	11,942.6	12,627.2	13,567.3
영업이익	십억원	-19.6	395.0	879.1	915.7	989.9
영업이익률	%	-0.2	3.3	7.4	7.3	7.3
EBITDA	십억원	1,643.2	1,988.1	2,569.7	2,572.7	2,600.5
EBITDA마진	%	13.9	16.7	21.5	20.4	19.2
순이익	십억원	-383.6	-457.8	408.6	484.6	564.5
EPS	원	-3,366	-7,761.8	5,507.4	6,282.9	7,315.8
PER	배	N/A	N/A	8.1	7.1	6.1
PBR	배	0.7	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	6.0	6.3	4.8	4.8	4.6
ROE	%	-8.5	-20.3	15.4	14.6	14.8

주: 연간 재무제표는 IFRS 연결 기준
자료: NH 투자증권 리서치센터 전망

대한항공 분기실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15E	2Q15F
매출액	3,183.3	2,981.5	2,896.9	2,897.5	3,165.2	2,950.2	2,790.6	2,881.6
영업이익	160.1	17.8	21.2	-19.7	240.7	152.9	208.8	181.8
영업이익률	5.0	0.6	0.7	-0.7	7.6	5.2	7.5	6.3
EBITDA	576.2	433.0	425.7	379.0	634	549	638.1	604.9
(지배지분)순이익	498.7	-56.5	-154.1	340.6	-390.0	-276.7	78.3	66.8

자료: 대한항공, NH투자증권 리서치센터 전망

제트유가 최근 소폭 반등했으나, 여전히 낮은 수준



자료: Bloomberg

원/달러 환율 1,100 원 아래에서 안정화



자료: Bloomberg

5월 8일 제트유가
배럴당 78.3달러 기록

낮은 제트유가 및 이로 인한 유류비 절감으로 항공운송업체의 2015년 수익 개선 폭이 확대될 전망이다. 5월 8일 기준 제트유가는 배럴당 78.3달러를 기록 중이다. 제트유가는 최근 단기적으로 상승 기조를 보였지만, 2014년 제트유가 평균 가격인 배럴당 112.5달러 대비 여전히 낮은 수준이다. 현재 제트유가는 2014년 평균 가격 대비 30% 낮은 수준이다. 2015년 평균 제트유가는 70달러 중반에서 형성될 것으로 추정된다.

최근 원/달러 환율은 1,100원 아래에서 안정화되고 있는데, 이러한 수준은 항공사에는 부담 요인으로 작용하지 않을 전망이다. 특히 엔화약세로 인한 일본선 수송량 확대는 긍정적이다. 외화환산 부문은 현금 유출입이 아닌 장부상 평가여서 기업가치적인 측면에서는 큰 영향을 미치지 않을 전망이다.

대한항공 1분기
영업이익 급증세 추정

대한항공의 1분기 영업실적은 여객 및 화물수요가 건조한 흐름을 나타내고 있고 제트유가도 작년 대비 낮은 수준을 유지하고 있어 전년동기대비 급증세를 시현할 전망이다. 2015년 1분기 대한항공의 매출액은 2조7,906억원(-3.7% y-y), 영업이익은 2,088억원(+886.7% y-y), 영업이익률은 7.5%로 추정한다.

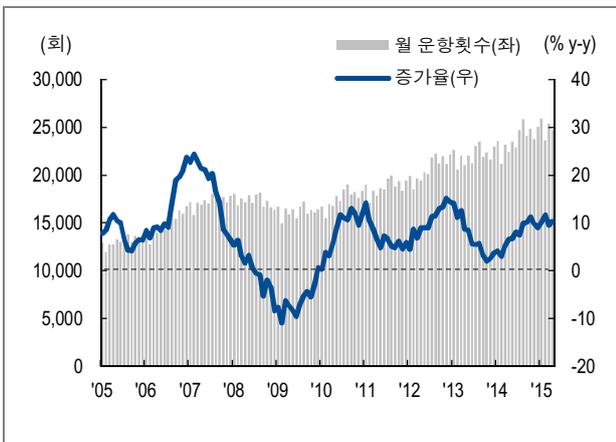
4월 운항횟수
24,694회(+10.2% y-y)

4월 국제선 총운항횟수는 24,694회(+ 10.2% y-y), 일평균 운항횟수는 823회(+ 0.8% m-m) 등을 달성했다. 해외여행 수요 증가, 유류할증료 인하에 따른 가격 부담 감소, 저비용항공사 중심의 공급노선 확대에 의해 4월 운항횟수는 증가세를 유지했다.

4월 국제선 여객수송
413만명(+19.2% y-y)

4월 국제선 여객수송은 4,126,553명(+ 19.2% y-y), 일평균 여객수송은 137,552명(+ 5.2% m-m) 등을 기록했다. 4월 여객수송 증가율은 2010년 11월 이후 가장 높았다. 엔화약세로 인해 일본선 여객이 급증세로 전환되었고 중국선 및 동남아선 지속적인 호조에 기인한다. 인천공항의 4월 환승여객은 558,736명(+ 8.7% y-y), 환승률은 13.5%(-2.4%p m-m)를 기록했다. 4월 유임여객비율은 85.8%를 기록했다.

4월 운항횟수 증가세 지속



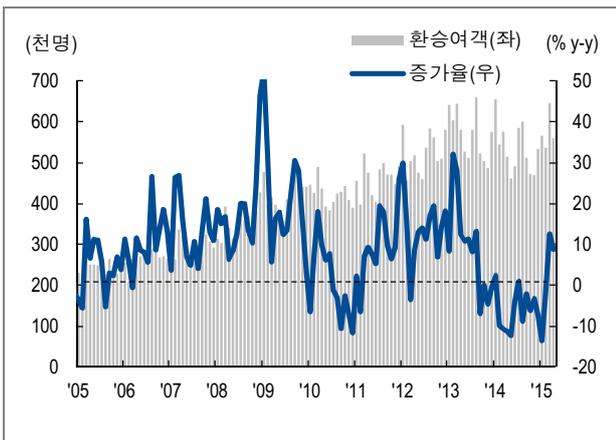
자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치센터

4월 국제선 여객수송 증가율 19.2% 기록



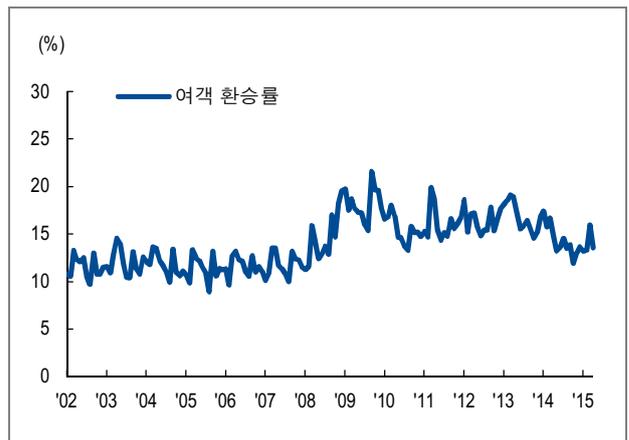
자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치센터

환승여객 2 달 연속 증가세



자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치센터

여객환승률은 등락 지속

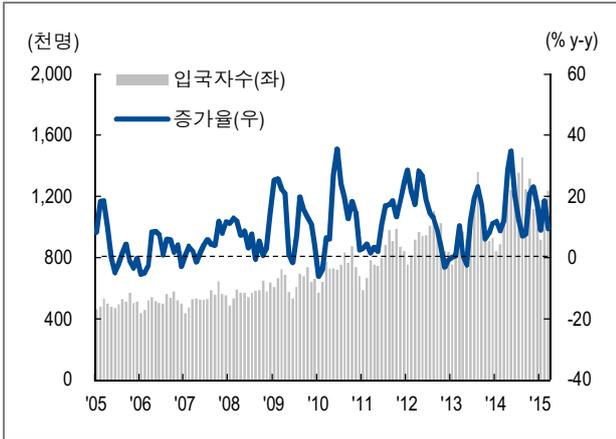


자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치센터

출국자수 증가율 상승세 본격화

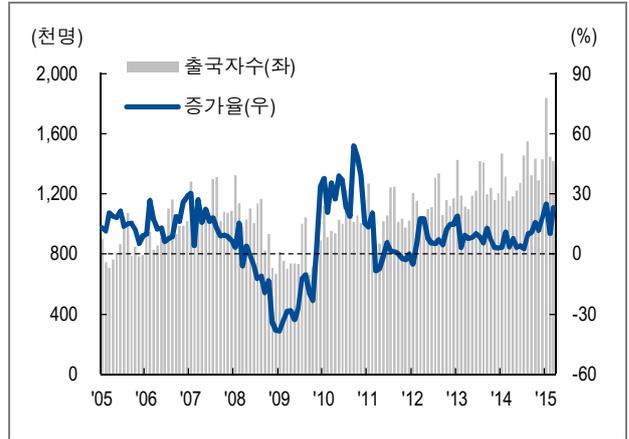
입출국자수는 호조세를 이어가고 있다. 2015년 3월 기준 입국자수는 전년동월대비 9.4% 증가한 1,238,144명, 출국자수는 전년동월대비 23.1% 증가한 1,416,683명을 기록했다. 외국인 입국자수 대비 내국인 출국자수의 증가율이 급등하고 있다. 하지만 중국인 입국자수는 전년동월대비 21.6% 증가한 515,130명을 기록하며 급증세를 이어가고 있다.

외국인 입국자수 호조세 유지



자료: 한국관광공사, NH투자증권 리서치센터

내국인 출국자수 급증세



자료: 한국관광공사, NH투자증권 리서치센터

항공화물 안정적인 증가세 지속

인천공항의 4월 국제선 화물운송은 221,288톤(+2.9% y-y), 일평균 화물운송은 7,376톤(-4.3% m-m)을 기록했다. 화물운송은 2013년 9월 이후 지속적으로 증가세를 나타내고 있으며 글로벌 경제 회복으로 인해 향후 증가세를 계속 유지할 전망이다. 해외직구 및 전자상거래 물량 증가 등으로 인해 항공화물량은 안정적인 증가세를 기록할 것으로 판단한다. 인천공항의 4월 환적화물 수송량은 89,654톤(+8.9% y-y), 환적률은 40.5%(+1.9%p m-m)로 소폭 상승했다.

화물운송 증가세 유지



자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치센터

환적화물 및 환승률 소폭 상승



자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치센터

**일본선 여객수송
전년동월비 27.1% 증가**

인천공항의 4월 주요 노선별 여객수송은 일본선 585,799명(+ 27.1% y-y), 중국선 1,112,391명(+ 26.9% y-y), 미국선 325,986명(+ 11.7% y-y) 등을 기록했다. 엔화 약세, 유류할증료 인하, LCC 중심의 좌석 공급 증가로 인해 일본선 여객은 2013년 3월 이후 가장 높은 증가율을 기록했다. 중국선 여객도 26.9% 증가하며 급증세를 유지했다. 노선별 환승여객은 증가세를 이어갔다. 4월 주요 노선별 환승여객은 일본선 97,592명(+ 22.4% y-y), 중국선 82,422명(+ 28.4% y-y), 미국선 127,695명(+ 11.2% y-y) 등이다.

**미국선 화물운송
전년동월비 11.4% 증가**

인천공항의 4월 주요 노선별 화물운송은 일본선 23,928톤(+ 6.3% y-y), 중국선 41,003톤(+ 1.0% y-y), 미국선 49,050톤(+ 11.4% y-y) 등이다. 미국선 화물운송량은 증가세를 유지했고 일본선 화물도 3개월 연속 증가세를 유지했다.

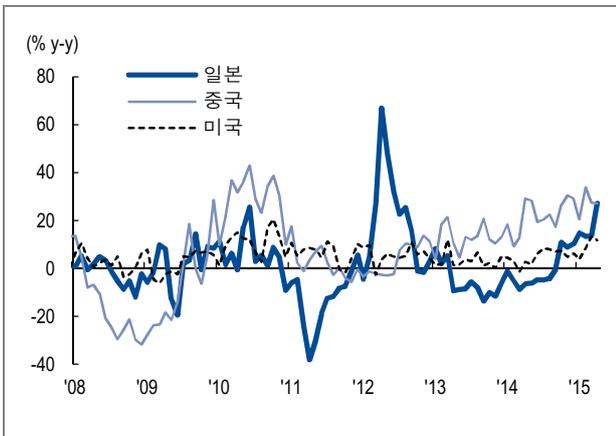
인천국제공항 주요 노선별 여객 및 화물 수송량

(단위: 명, 톤, %)

	일본				중국				미국			
	여객	y-y	화물	y-y	여객	y-y	화물	y-y	여객	y-y	화물	y-y
2010	6,769,677	5.5	316,063	23.4	7,482,388	28.3	505,586	12.8	3,242,697	10.2	591,511	16.9
2011	5,866,211	-13.3	281,048	-11.1	7,630,956	2.0	465,217	-8.0	3,446,530	6.3	553,300	-6.5
2012	6,854,449	16.8	268,689	-4.4	7,907,784	3.6	429,420	-7.7	3,594,614	4.3	526,474	-4.8
2013	6,459,786	-5.8	271,188	0.9	8,912,641	12.7	444,201	3.4	3,708,382	3.2	512,748	-2.6
2014	6,361,448	-1.5	263,111	-3.0	10,860,543	21.9	469,567	5.7	3,890,996	4.9	546,469	6.6
2013.3Q	1,740,892	-9.2	69,070	3.8	2,684,307	15.0	108,686	-1.8	1,010,123	3.5	127,950	-5.7
4Q	1,468,526	-9.4	73,354	10.2	2,148,152	11.8	122,173	8.1	895,953	2.4	130,558	-2.0
2014.1Q	1,657,105	-5.3	65,974	9.3	2,235,990	13.3	109,479	5.2	877,260	2.0	123,914	5.6
2Q	1,410,214	-6.0	64,374	-5.9	2,640,784	25.3	113,985	4.3	975,133	3.5	138,861	1.5
3Q	1,680,670	-3.5	63,220	-8.5	3,222,532	20.1	118,974	9.5	1,088,500	7.8	136,802	6.9
4Q	1,613,459	9.9	69,543	-5.2	2,761,237	28.5	127,129	4.1	950,103	6.0	146,892	12.5
2015.1Q	1,885,878	13.8	69,441	5.3	2,843,091	27.2	110,576	1.0	949,006	8.2	146,702	18.4
2015.01	624,981	14.7	20,466	-0.4	889,388	20.3	37,755	0.0	340,085	3.6	42,326	7.8
2	604,140	13.2	23,394	11.5	978,406	33.8	31,105	3.6	283,166	8.3	46,538	26.3
3	656,757	13.5	25,581	4.7	975,297	27.4	41,716	0.1	325,755	13.3	57,838	21.0
4	585,799	27.1	23,928	6.3	1,112,391	26.9	41,003	1.0	325,986	11.7	49,050	11.4

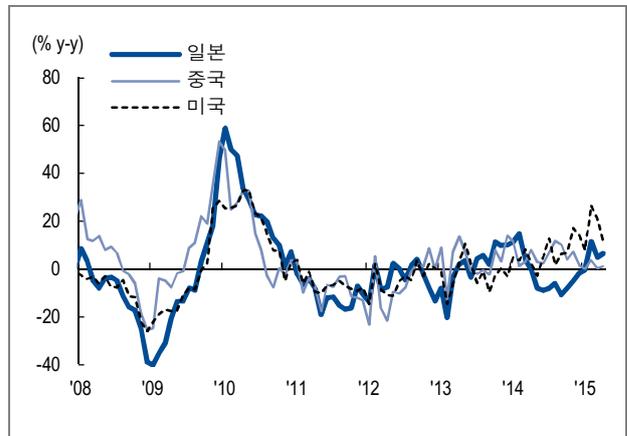
주: 지역별 화물수송은 항공화물(화물+우편물) 기준
자료: 인천국제공항, NH 투자증권 리서치센터

일본선 여객 증가율 +27.1% 기록



자료: 인천국제공항, NH 투자증권 리서치센터

미국선 화물운송 증가세 유지



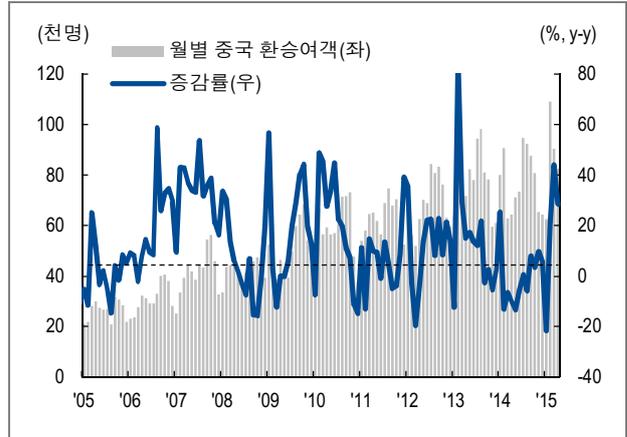
자료: 인천국제공항, NH 투자증권 리서치센터

일본선 환승여객 급증



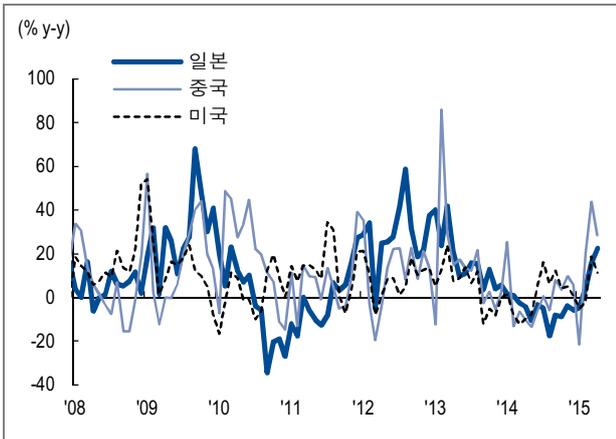
자료: 인천국제공항, NH 투자증권 리서치센터

중국선 환승여객 증가세 소폭 둔화



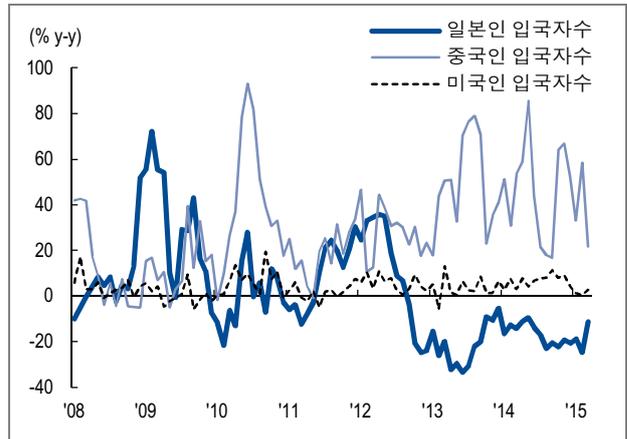
자료: 인천국제공항, NH 투자증권 리서치센터

노선별 환승여객 증감률



자료: 인천국제공항, NH 투자증권 리서치센터

국적별 외국인 입국자수 증감률



자료: 한국관광공사, NH 투자증권 리서치센터

**저비용항공사 운항횟수
급증세 유지**

항공사별 4월 국제선 운항횟수는 대한항공 7,038회(+5.1% y-y), 아시아나항공 5,418회(+2.8% y-y), 기타항공사 12,238회(+17.3% y-y) 등을 기록했다. 대한항공 및 아시아나항공의 운항횟수 증가세가 유지되었고 외국항공사 및 저비용항공사(LCC)는 지속적인 좌석 공급 확대를 통해 높은 증가세를 유지하고 있다.

**대한항공 여객수송
증가율 2012년 4월
이후 최고치 (+16.6%)**

항공사별 4월 여객수송은 대한항공 1,269,192명(+16.6% y-y), 아시아나항공 981,106명(+12.5% y-y), 기타항공사 1,876,255명(+25.2% y-y) 등을 기록했다. 대한항공의 여객수송 증가율은 2012년 4월 이후 최고치를 기록했다. 아시아나항공 및 저가항공사의 수송량도 양호한 증가세를 기록했다.

4월 화물운송은 대한항공 103,838톤(+4.3% y-y), 아시아나항공 51,620톤(-1.0% y-y), 기타항공사 65,830톤(+3.9% y-y) 등이었다. 대한항공의 항공화물 증가세가 유지되었고 아시아나항공은 13개월 연속 감소세를 기록했다.

항공사별 인천공항 국제선 운항지표 추이

(단위: 회, 명, 톤, %)

	운항횟수				여객수송				화물운송			
	대한항공	y-y	아시아나	y-y	대한항공	y-y	아시아나	y-y	대한항공	y-y	아시아나	y-y
2010	75,730	5.1	54,529	7.1	12,914,886	12.3	9,024,890	20.3	1,360,141	13.4	609,798	14.0
2011	78,298	3.4	57,090	4.7	13,144,852	1.8	8,981,151	-0.5	1,274,491	-6.3	594,282	-2.5
2012	82,344	5.2	60,709	6.3	14,058,318	6.9	9,602,680	6.9	1,182,449	-7.2	592,728	-0.3
2013	82,953	0.7	64,385	6.1	13,874,114	-1.3	10,155,024	5.8	1,141,571	-3.5	642,527	8.4
2014	83,734	0.9	65,786	2.2	13,973,677	0.7	10,964,311	8.0	1,198,948	5.0	617,923	-3.8
2013.3Q	21,306	-0.3	16,592	4.2	3,703,144	-2.0	2,747,432	5.1	289,237	-2.5	159,942	8.1
4Q	20,687	-0.3	16,199	0.9	3,376,276	-1.8	2,504,245	3.6	305,774	4.0	169,811	4.0
2014.1Q	20,263	-0.4	16,114	1.4	3,413,981	-2.7	2,603,146	3.6	285,960	12.7	158,534	2.7
2Q	20,485	-0.6	16,117	2.7	3,303,344	0.5	2,607,944	9.1	298,253	1.9	150,368	-5.1
3Q	21,552	1.2	16,830	1.4	3,741,573	1.0	2,962,531	7.8	298,435	3.2	147,613	-7.7
4Q	21,122	2.1	16,610	2.5	3,478,255	3.0	2,784,933	11.2	316,300	3.4	161,401	-5.0
2015.1Q	20,816	2.7	16,176	0.4	3,719,014	8.9	2,879,422	10.6	300,138	5.0	149,423	-5.7
2015.01	7,141	0.7	5,602	0.9	1,282,554	5.1	984,332	9.2	91,734	1.8	49,559	-5.6
2	6,532	3.6	5,097	0.8	1,195,907	9.2	928,476	11.1	94,469	10.5	46,018	-2.0
3	7,143	4.1	5,477	-0.5	1,240,553	13.0	966,614	11.5	113,935	3.3	53,846	-8.8
4	7,038	5.1	5,418	2.8	1,269,192	16.6	981,106	12.5	103,838	4.3	51,620	-1.0

자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치센터

항공사별 여객수송 증감률



자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치센터

항공사별 화물운송 증감률



자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치센터

대한항공 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Net profit	386	458	534	623	766	941	1,008	1,079	1,155	1,236	1,323	1,416
Shareholder's equity	2,939	3,360	3,838	4,387	5,042	5,835	6,664	7,530	8,434	9,376	10,358	11,382
Forecast ROE (FROE)	15.4%	14.6%	14.8%	15.1%	16.2%	17.3%	16.1%	15.2%	14.5%	13.9%	13.4%	13.0%
Spread (FROE-COE)	5.4%	4.6%	4.8%	5.1%	6.2%	7.3%	6.1%	5.2%	4.5%	3.9%	3.4%	3.0%
Residual income	135	143	174	212	294	398	383	369	356	345	336	329
Cost of equity (COE)	10.0%											
Beta	1.0											
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	2,091											
PV of forecast period RI	1,861											
PV of continuing value	573											
Equity value (C+P)	4,525											
No of shares (common, mn)	72,840											
Fair price (C)												
												68,330
Current price (C)												44,400
Upside (-downside)												53.9%
Implied P/B (x)												1.9
Implied P/E (x)												11.7

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(RI)_t = 당기순이익_t - 자기자본_{t-1} * 자기자본비용(Cost of Equity)_t = 자기자본_{t-1} * (ROE_t - COE_t)

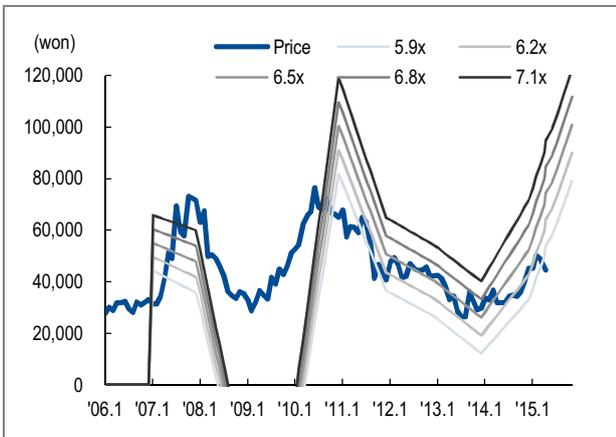
RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원+ 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+BBB+이상	M-cap 2 천억원 미만+BBB-이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

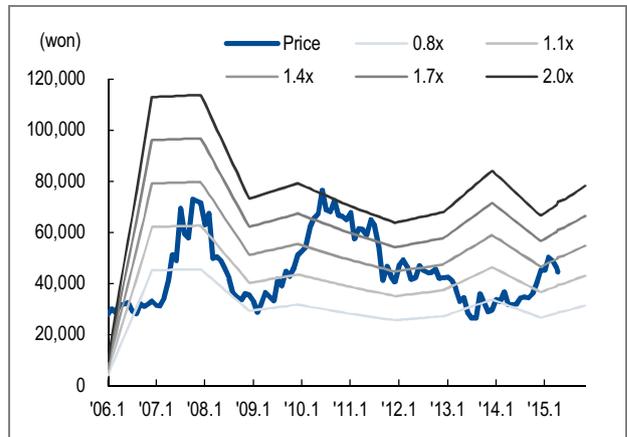
* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

대한항공 EV/EBITDA band



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치센터

대한항공 Trailing PBR band



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	11,910	11,943	12,627	13,567
증감률 (%)	0.5	0.3	5.7	7.4
매출원가	10,390	9,879	10,463	11,277
매출총이익	1,520	2,063	2,164	2,291
Gross 마진 (%)	12.8	17.3	17.1	16.9
판매비와 일반관리비	1,125	1,184	1,248	1,301
영업이익 (GP-SG&A)	395	879	916	990
증감률 (%)	흑전	122.5	4.2	8.1
OP 마진 (%)	3.3	7.4	7.3	7.3
EBITDA	1,988	2,570	2,573	2,601
영업외손익	-679	-340	-276	-245
금융수익(비용)	-424	-420	-399	-387
기타영업외손익	-262	73	116	135
종속 및 관계기업관련손익	7	7	7	7
세전계속사업이익	-284	539	639	745
법인세비용	-107	130	155	180
계속사업이익	-177	409	485	564
당기순이익	-458	409	485	564
증감률 (%)	적자	흑전	18.6	16.5
Net 마진 (%)	-3.8	3.4	3.8	4.2
지배주주지분 순이익	-480	386	458	534
비지배주주지분 순이익	22	22	26	31
기타포괄이익	-57	0	0	0
총포괄이익	-515	409	485	564

VALUATION INDEX

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
PER (X)	N/A	8.1	7.1	6.1
PER (High,X)	N/A	9.9	8.7	7.5
PER (Low,X)	N/A	7.1	6.2	5.3
PBR (X)	1.4	1.1	1.0	0.9
PBR (High,X)	1.5	1.4	1.2	1.1
PBR (Low,X)	0.9	1.0	0.9	0.7
PCR (X)	1.3	1.2	1.2	1.2
PSR (X)	0.2	0.3	0.3	0.2
PEG (X)	N/A	0.5	0.4	0.3
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	N/A	1.7	0.8	0.5
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	N/A	-9.5	4.8	2.6
EV/EBITDA (X)	6.3	4.8	4.8	4.6
EV/EBIT (X)	31.9	14.1	13.4	12.2
Enterprise Value	12,609	12,410	12,262	12,083
EPS CAGR (3년) (%)	-198.0	15.7	18.6	20.8
EBITPS CAGR (3년) (%)	28.6	4.7	9.3	11.2
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	3.6	-0.8	1.5	2.3
주당EBIT (W)	6,385	12,549	12,572	13,591
주당EBITDA (W)	32,131	36,683	35,321	35,702
EPS (W)	-7,762	5,507	6,283	7,316
BPS (W)	33,197	39,741	45,438	51,905
CFPS (W)	34,484	38,032	36,882	37,550
SPS (W)	192,481	170,484	173,356	186,262
DPS (W)	0	500	500	750

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	1,864	2,435	2,353	2,274
당기순이익	-458	409	485	564
+ 유무형자산상각비	1,593	1,691	1,657	1,611
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	-130	-7	-7	-7
+ 외화환산손실(이익)	234	-13	-43	-48
+ 자산처분손실(이익)	109	0	0	0
Gross Cash Flow	2,134	2,664	2,687	2,735
- 운전자본의증가(감소)	-346	-177	-264	-370
투자활동 현금흐름	-1,065	-1,740	-1,639	-1,536
+ 유형자산의감소	382	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-1,121	-1,745	-1,588	-1,447
+ 투자자산의매각(취득)	1,889	3	-78	-113
Free Cash Flow	743	689	765	828
Net Cash Flow	799	695	713	739
재무활동 현금흐름	-1,138	-299	-592	-572
자기자본 증가	0	499	0	0
부채증감	-1,138	-798	-592	-572
현금의증가	-330	396	121	167
기말현금 및 현금성자산	797	1,192	1,314	1,480
기말 순부채(순현금)	9,695	9,023	8,849	8,639

RIM & EVA

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	-29.6	5.4	6.2	6.4
Residual Income	-701.5	134.9	143.3	173.9
12M RIM Target Price (W)	68,330			
EVA				
투자자본	16,970.3	17,063.0	17,171.2	17,287.6
세후영업이익	60.1	666.5	697.1	754.5
투자자본이익률 (%)	0.4	3.9	4.1	4.4
투자자본이익률 - WACC (%)	-3.7	-0.7	-0.4	-0.2
EVA	-629.0	-113.6	-65.4	-28.4
DCF				
EBIT	395.0	879.1	915.7	989.9
+ 유무형자산상각비	1,593	1,691	1,657	1,611
- CAPEX	-1,120.6	-1,745.3	-1,587.8	-1,446.8
- 운전자본증가(감소)	-2,251.5	-140.3	-272.6	-368.7
Free Cash Flow for Firm	3,044.3	751.9	1,036.0	1,282.9
WACC				
타인자본비용 (COD)	3.5	3.8	3.8	3.8
자기자본비용 (COE)	9.3	10.0	8.4	8.5
WACC(%)	4.1	4.6	4.5	4.5

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

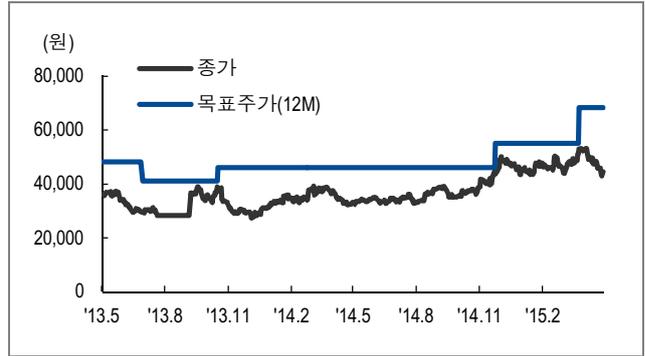
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	797	1,192	1,314	1,480
매출채권	607	629	665	714
유동자산	4,948	5,492	5,860	6,365
유형자산	15,778	15,866	15,826	15,688
투자자산	998	1,002	1,086	1,206
비유동자산	18,518	18,576	18,592	18,548
자산총계	23,466	24,069	24,452	24,913
단기성부채	5,558	5,602	5,775	5,970
매입채무	122	122	129	139
유동부채	7,442	7,484	7,614	7,754
장기성부채	10,979	10,669	10,467	10,261
장기충당부채	994	996	1,053	1,132
비유동부채	13,823	13,514	13,319	13,131
부채총계	21,265	20,998	20,933	20,885
자본금	299	370	370	370
자본잉여금	175	603	603	603
이익잉여금	1,545	1,894	2,315	2,793
비지배주주지분	110	132	159	189
자본총계	2,201	3,071	3,519	4,028

PROFITABILITY & STABILITY

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	-20.3	15.4	14.6	14.8
총자산이익률 (ROA) (%)	-2.0	1.7	2.0	2.3
투자자본이익률 (ROIC) (%)	0.4	3.9	4.1	4.4
EBITDA/ 자기자본 (%)	90.3	83.7	73.1	64.6
EBITDA/ 총자산 (%)	8.5	10.7	10.5	10.4
배당수익률 (%)	0.0	1.1	1.1	1.7
배당성향 (%)	0.0	9.4	7.9	10.2
총현금배당금 (십억원)	0	37	37	56
보통주 주당현금배당금(W)	0	500	500	750
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	440.5	293.8	251.5	214.5
총부채/ 자기자본 (%)	966.1	683.7	594.9	518.5
순이자비용/ 매출액 (%)	16,537	16,272	16,242	16,230
EBIT/ 순이자비용 (X)	3.9	4.5	4.2	3.9
유동비율 (%)	0.9	1.7	1.7	1.9
당좌비율 (%)	66.5	73.4	77.0	82.1
총발행주식수 (mn)	63	74	74	74
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	45,075	44,400	44,400	44,400
시가총액 (십억원)	2,803	3,254	3,254	3,254

투자이건 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
대한항공	003490.KS	2015.04.03	Buy	68,000원(12개월)
		2014.12.02	Buy	55,000원(12개월)
		2013.10.25	Buy	46,000원(12개월)
		2013.07.08	Buy	41,000원(12개월)
		2013.05.06	Buy	48,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

2015년 1월 20일부터 당사 종목 투자등급(Stock Ratings)을 종전 4단계(Strong Buy/Buy/Hold/Reduce)에서 'Strong Buy' 등급을 제외한 3단계(Buy/Hold/Sell)로 조정하고 Reduce를 Sell로 변경하니 투자판단에 참고하시기 바랍니다. 금번 Rating System 변경은 종목별 투자이건을 3단계로 단순화하여 투자자들에게 분명한 메시지를 전달하기 위한 목적입니다.

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '대한항공'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 최근 40일내 '대한항공'의 유상증자업무를 수행했음을 알려드립니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 아시아나항공에 대하여 조사분석제한 중임을 알려드립니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.