

항공

성수기 효과를 누가 누릴 수 있나

2016. 06. 10

Analyst
노상원
02 369 3737
swnoh@dongbuhappy.com

Investment Points

항공여객의 구조적 성장 지속, 하반기 본격적인 성수기 효과 기대: 항공 여객 증가가 지속되고 있다. 경기 영향으로 부진한 화물 수송과는 다른 모습이다. 항공 여객은 경기와 별개로 구조적인 증가를 보이고 있다. 내국인의 주요 출국지가 일본, 중국 등 아시아에 집중되어 있어 구마모토 지진이 일부 부정적 요인으로 작용했을 수 있지만 비수기임을 감안하면 영향력은 크지 않았을 것으로 예상된다. 2분기를 지나 하반기에 본격적인 성수기 효과를 기대한다. 내국인 출국자 증가와 더불어 지난해 메르스 영향으로 감소했던 외국인 입국자 수 회복에 따른 기저 효과도 하반기 여객 시장 호황을 예상하는 요인이다.

단거리 노선 여객 비중 높아 LCC 지속 성장 가능, 공급 확대 능력은 여전히 차별화 요인: 국내 LCC(Low Cost Carrier)의 가격경쟁력이 항공여객 시장에서 여전히 강점으로 작용하고 있으며 내국인 출국지가 단거리 노선에 치중되어 있는 점은 LCC의 지속적인 성장성을 가능하게 하는 요인이다. FSC(Full Service Carrier) 대비 우위에 있는 가격경쟁력을 바탕으로 한 LCC 간의 차별화 요인은 공급확대 능력이다. 기재 도입과 더불어 인터라인을 통해 기재 및 노선 확대 효과를 누릴 수 있는 기업이 장기적으로 매출액 증가세와 영업이익률 상승세를 시현할 수 있을 것이다.

Action

대한항공, 한진칼 계열사 리스크 상존, Top-pick은 성수기 효과 온전히 반영 가능한 제주항공: 대한항공, 한진칼은 계열사 리스크가 완전히 해소되었다고 보기는 어렵다. 대한항공은 한진해운 관련 손실을 반영한 BPS를 적용하여 목표주가 28,000원으로 하향, 투자의견 Hold를 유지한다. 한진칼은 진에어의 16년 예상 EPS를 상향했지만 대한항공 지분 가치 하락, 유상증자에 따른 주식수 증가 등을 반영하여 목표주가 25,000원, 투자의견 BUY를 유지한다. 제주항공은 비용 증가 혹은 이익률 감소를 유발할만한 요인은 상반기에 대부분 반영되었다. 항공여객 시장의 호황에도 불구하고 항공주들이 전반적으로 부진했기 때문에 제주항공의 밸류에이션 부담도 해소되었다. 목표주가 49,000원, 투자의견 BUY를 유지하며 하반기 실적 호조를 훼손할만한 요인이 없다는 점에서 항공주 Top-pick을 유지한다.

항공여객의 구조적인 증가로 LCC 성장성 유지

항공 여객 증가 지속
구조적인 성장에 기반

국내 항공사의 수송 여객은 꾸준히 증가하고 있다. 내국인 해외출국자는 해마다 최대치를 경신 중이고 국내선 여객 수송 또한 두 자리수 증가율이 지속되고 있다. 항공 여객 증가는 단순히 LCC(Low Cost Carrier) 등장으로 인한 낮은 가격대를 선호하는 수요가 더해진 것이 아닌 구조적인 성장에 따른 것이다.

FSC 대비 낮은 가격 기반으로 한
LCC의 공급 확대 전략은
여전히 유효

항공사는 국내 매출 비중이 크기 때문에 내국인 주요 출국지가 아시아에 집중되어 있는 점은 LCC 분담률 상승을 기대할 수 있는 요인이다. 국내선에서 LCC 분담률은 이미 50% 중반을 넘어섰으며 국제선에서도 20%에 근접한 수준까지 상승하였다. LCC는 올해에도 기재 도입을 통한 공급 확대에 나서고 있으며 FSC(Full Service Carrier) 대비 낮은 가격을 경쟁력으로 내세운 전략은 유효할 것으로 예상된다.

도표 1. 국제선 여객 수송

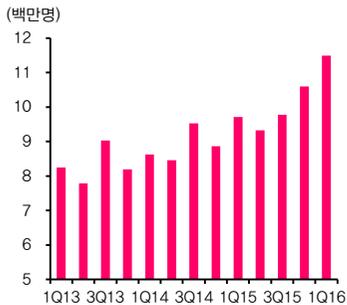


도표 2. 국내선 여객 수송

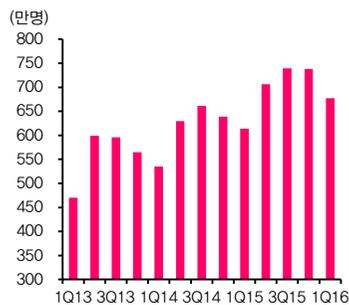
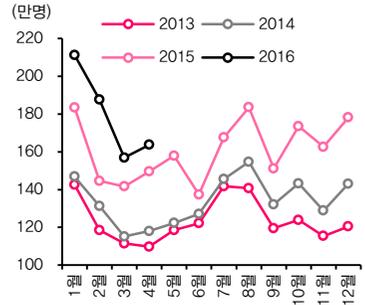
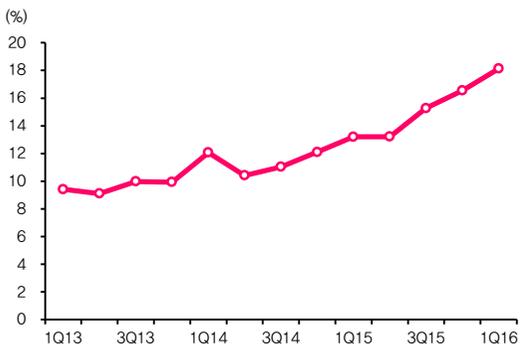


도표 3. 내국인 출국자 추이



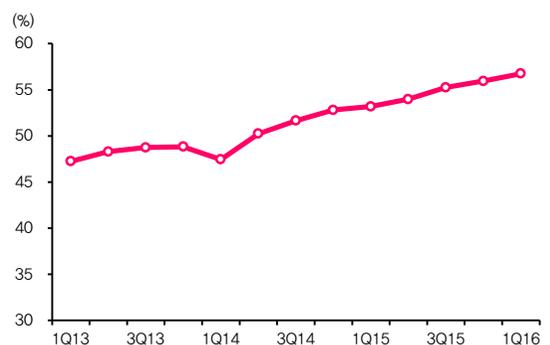
자료: 국토교통부, 한국관광공사, 동부 리서치 주: 여객 수송은 국내 항공사만 집계

도표 4. LCC 국제선 분담률



자료: 국토교통부, 동부 리서치

도표 5. LCC 국내선 분담률



자료: 국토교통부, 동부 리서치

기재 도입 뿐만 아니라 인터라인
공동운항 통한 노선 확대 중

지금까지 LCC 실적에 차이를 만들어 낸 결정적인 요인은 공급 확대 능력이다. 신규 노선
취항과 기재 도입을 통한 공급 확대 전략은 올해에도 지속되고 있으며 인터라인, 공동운항
을 통해 노선 확대와 해외 판매 채널 확대 효과를 기대하고 있다.

도표 6. 국내 LCC 공동운항 및 인터라인 현황

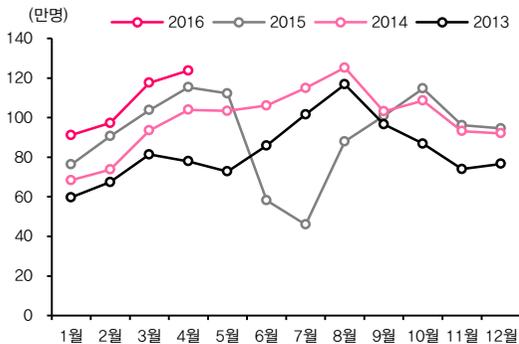
	제주항공	진에어	에어부산	티웨이항공	이스타항공
공동운항		대한항공과 15개 노선	아시아나항공	이스타항공	티웨이항공
인터라인	유나이티드항공 밸류 얼라이언스 결성 - 세퍼퍼시픽, 녹에어, 녹스쿠트, 스쿠트, 타이거에어싱가포르, 타이거에어오스트레일리아, 바닐라에어, 총 8개사 - 항공기 176대, 160개 노선 취항	젯스타 그룹 캄보디아양코르항공 라오항공 아일랜드항공			

자료: 각 사, 동부 리서치

매크로 변수가 항공여객에 미치는
영향은 제한적

하반기 항공 여객 시장의 호황을 기대하는 요인은 내국인 출국자 증가 뿐만 아니라 외국인
입국 증가도 더해지고 있는 점이다. 작년 메르스 영향으로 감소했던 입국자 수 회복에
따른 기저효과도 기대한다. 유가, 환율 등 매크로 변수가 항공 여객에 미치는 영향은 제한
적이며 유가 상승 속도가 빠르지 않아 연말까지 항공사에 미치는 비용 부담 또한 크지
않을 것으로 예상된다.

도표 7. 아시아국가의 국내 입국 추이



자료: 한국관광공사, 동부 리서치

도표 8. 유가 반등했지만 연말까지 완만한 상승 예상



자료: Bloomberg, 동부 리서치

BUY

목표주가: 49,000원(유지)
현재주가: 32,000원(06/09)

제주항공(089590)

지나간 2분기보다는 다가오는 하반기에 기대를

2Q16
매출액 1,662억원(+16.7% YoY)
영업이익 97억원(+5.8% YoY) 예상

제주항공의 2Q16 매출액 1,662억원(+16.7%YoY), 영업이익 97억원(+5.8%YoY)을 예상한다. 2분기는 비수기인데다 구마모토 지진 영향을 완전히 배제할 수는 없어 실적 개선 기대감이 크지 않다. 하반기에는 올해 도입 예정인 기재 4대 중 3대가 들어오면서 본격적인 실적 호조를 기대한다.

하반기 기재 3대 도입
Yield 상승 더디지만
Q의 증가만으로 성장 동력 충분

연간 여객 수송은 국내선 9.4%YoY, 국제선 31.4%YoY 증가를 예상한다. 항공여객 시장의 성장이 지속되는 환경에서 공급 확대가 매출 성장으로 이어지는 구조는 여전히 유효하다. 하반기 기재 3대 도입 예정으로 연말 기준 총 26대의 기재를 운영하게 된다. 또한 신규 취항하는 노선들로 대기 수요가 유입되면서 80%를 상회하는 탑승률이 유지되고 있다. 항공여객 시장의 경쟁이 치열해지고 단거리 중심의 노선 확대로 Yield 상승은 더디게 진행될 것으로 예상하지만 Q의 증가만으로도 성장 동력은 충분하다.

Investment Fundamentals (IFRS기법)

(단위: 십억원 원 배 %)

FYE Dec	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	511	608	750	860	1,024
(증가율)	18.1	19.1	23.3	14.7	19.0
영업이익	30	51	75	96	125
(증가율)	94.4	74.2	45.9	28.5	29.9
순이익	32	47	72	101	123
EPS	1,454	2,053	2,793	3,889	4,742
PER (H/L)	NA/NA	25.1/17.8	11.2	8.0	6.6
PBR (H/L)	NA/NA	5.8/4.1	2.8	2.1	1.6
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	16.3/11.7	3.7	2.6	1.7
영업이익률	5.8	8.5	10.0	11.2	12.2
ROE	48.2	30.2	27.5	29.7	27.9

Stock Data

52주 최저/최고	29,200/48,100원
KOSDAQ /KOSPI	705/2,024pt
시가총액	8,290억원
60일-평균거래량	83,953
외국인지분율	2.5%
60일-외국인지분율변동추이	+0.3%p
주요주주	AK홀딩스 외 3 인 67.5%



하반기 공급 확대로 규모의 경제 효과 나타나며 이익률 개선 기대

16년 매출액 7,500억원(+23.3%YoY), 영업이익 750억원(+45.8%YoY)을 예상한다. 비용 증가를 유발하고 이익률을 둔화시키는 요인은 상반기에 상당부분 해소되었다. 기재 증가로 공급능력 확대와 함께 규모의 경제 효과가 나타나며 완만한 이익률 개선을 기대한다. 밸류 얼라이언스를 통한 인터라인 체결은 노선 확대, 판매채널 확대 효과를 기대할 수 있으며 이는 장기적으로 매출 기반 확대에 연결될 것으로 예상된다.

본업 외에 마찰 요인 없어 항공주 내 Top-pick 유지

2분기 이후 주가는 10% 이상 하락하였다. 최근 3개월래 전고점과 비교하면 20% 이상의 하락이다. 그 동안의 실적이 시장 기대치에 못미친 영향으로 보기에는 다소 과도하다는 판단이다. 현재 주가는 16년 예상 EPS 기준 P/E 11배 수준으로 밸류에이션 부담도 해소되었다. 계절성이 뚜렷한 항공 시장에서 2분기는 비수기로 뚜렷한 실적 개선 모멘텀을 기대하기는 어렵다. 부진한 주가가 지속된다면 진입 기회로 활용하기를 권고한다. 하반기 항공 여객 시장의 호황 지속 하에서 본업 외의 요인으로 인한 마찰 없이 여객증가 기대감을 실적 기대감으로 반영할 수 있는 점에서 항공주 내 최선호주를 유지한다. 16년 예상 EPS 추정치를 상향했으나 그 폭이 크지 않아 목표주가 49,000원, 투자의견 BUY를 유지한다.

도표 9. 제주항공 사업부문별 실적전망

(단위: 억원 %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	1,444	1,424	1,667	1,546	1,732	1,662	2,087	2,020	6,081	7,500	8,603
여객											
국내	425	506	583	478	419	452	540	489	1,991	1,900	2,256
국제	935	826	987	964	1,205	1,105	1,399	1,383	3,712	5,092	5,613
기타	40	51	49	56	56	55	76	78	196	265	371
소계	1,399	1,383	1,619	1,498	1,680	1,612	2,015	1,950	5,899	7,256	8,239
화물											
국제	9	11	12	12	11	11	17	16	44	54	62
기타	36	30	36	36	42	40	55	54	138	190	238
매출총이익	393	240	339	248	364	294	506	399	1,220	1,563	1,884
판매비외관리비	177	150	171	208	207	197	206	203	706	813	920
영업이익	216	91	168	39	156	97	300	196	514	750	964
매출액증가율(YoY)	21.1	22.5	16.9	16.6	19.9	16.7	25.2	30.6	19.1	23.3	14.7
매출총이익률	27.2	16.9	20.4	16.0	21.0	17.7	24.3	19.8	20.1	20.8	21.9
영업이익률	15.0	6.4	10.1	2.6	9.0	5.8	14.4	9.7	8.5	10.0	11.2

자료: 제주항공, 동부 리서치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	178	355	422	493	565
현금및현금성자산	78	126	150	154	102
매출채권및기타채권	17	31	39	52	61
재고자산	5	6	6	8	9
비유동자산	86	122	131	162	218
유형자산	32	41	53	86	142
무형자산	8	12	9	7	6
투자자산	0	1	1	1	1
자산총계	264	478	554	655	783
유동부채	136	200	214	225	240
매입채무및기타채무	56	65	78	90	105
단기차입금및단기차채	0	20	20	20	20
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	48	46	46	46	46
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	184	246	260	271	286
자본금	110	130	130	130	130
자본잉여금	0	88	88	88	88
이익잉여금	-30	14	76	166	278
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	80	232	294	384	497

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	511	608	750	860	1,024
매출원가	423	486	594	672	794
매출총이익	87	122	156	188	230
판매비	58	71	81	92	105
영업이익	30	51	75	96	125
EBITDA	38	61	138	177	250
영업외손익	2	1	18	16	18
금융손익	0	-3	8	14	16
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	4	10	2	2
세전이익	32	53	93	113	144
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	32	47	72	101	123
지배주주지분순이익	32	47	72	101	123
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	31	43	72	101	123
증감률(%YoY)					
매출액	18.1	19.1	23.3	14.7	19.0
영업이익	94.4	74.2	45.9	28.5	29.9
EPS	65.1	41.2	36.0	39.3	21.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	60	72	124	146	228
당기순이익	32	47	72	101	123
현금유출이없는비용및수익	11	25	71	78	130
유형및무형자산상각비	8	10	63	80	125
영업관련자산부채변동	15	5	1	-20	-3
매출채권및기타채권의감소	4	-13	-8	-13	-9
재고자산의감소	-1	-1	0	-1	-1
매입채무및기타채무의증가	9	8	14	11	15
투자활동현금흐름	-5	-152	-89	-132	-269
CAPEX	-4	-41	-72	-111	-180
투자자산의순증	1	-1	0	0	0
재무활동현금흐름	0	127	-10	-10	-10
사채및차입금의 증가	3	21	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	107	0	0	0
배당금지급	0	0	-10	-10	-10
기타현금흐름	1	1	0	0	0
현금의증가	57	48	24	4	-52
기초현금	21	78	126	150	154
기말현금	78	126	150	154	102

자료: 제주항공, 동부 리서치 주: IFRS 개별기준

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,454	2,053	2,793	3,889	4,742
BPS	3,639	8,948	11,341	14,830	19,172
DPS	0	400	400	400	400
Multiple(배)					
P/E	NA	19.5	11.2	8.0	6.6
P/B	NA	4.5	2.8	2.1	1.6
EV/EBITDA	NA	12.9	3.7	2.6	1.7
수익성(%)					
영업이익률	5.8	8.5	10.0	11.2	12.2
EBITDA마진	7.4	10.1	18.4	20.5	24.4
순이익률	6.3	7.8	9.6	11.7	12.0
ROE	48.2	30.2	27.5	29.7	27.9
ROA	15.1	12.7	14.0	16.7	17.1
ROIC	196.0	180.3	189.4	141.4	92.4
안정성및기타					
부채비율(%)	229.2	106.1	88.4	70.5	57.6
이자보상배율(배)	0.0	734.3	602.7	774.8	1,006.4
배당성향(배)	0.0	22.0	14.3	10.3	8.4

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자이익 비율 (2016-03-31 기준) - 매수(76.2%) 중립(23.8%) 매도(0%)

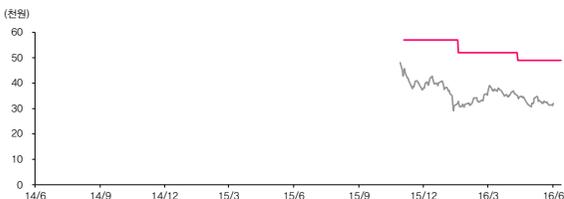
기업 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

제주항공 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	일자	투자이익	목표주가
15/11/11	BUY	57,000			
16/01/27	BUY	52,000			
16/04/20	BUY	49,000			

BUY

목표주가: 25,000원(유지)
현재주가: 16,450원(06/09)

한진칼(180640)

한진칼에 지워진 지주사의 무게

2Q16
매출액 1,880억원(+20.3% YoY),
영업이익 133억원(+34.2% YoY)
예상

진에어 대형기 운영으로
수송여객 증가폭 확대

한진칼 2Q16 매출액 1,880억원(+20.3%YoY), 영업이익 133억원(+34.2%YoY)을 예상한다. 매출 비중의 70% 이상을 차지하고 있는 진에어는 항공여객 증가에 힘입어 안정적인 매출 성장을 보이고 있다.

진에어는 대형기 도입으로 LCC 중 유일하게 장거리 노선(호놀룰루)에 취항하며 공급을 공격적으로 확대해왔다. 장거리 노선 취항에 따른 비용 증대가 이익을 감소를 초래할 수 있을 것이라는 우려가 작용하였지만 현재까지는 대양주 노선에서와 같이 LCC 취항으로 인한 신규 수요 창출 효과가 나타나는 것으로 판단된다. 대형기는 호놀룰루 노선 뿐만 아니라 시기에 따라 성수기 노선에 투입하여 상반기 동안 수송여객은 80%YoY 이상 증가 하였다. 하반기에도 증소형기와 대형기 각 1대씩 도입이 예정되어 있어 16년 수송여객은 국내선 19.4%YoY, 국제선 67.0%YoY 증가를 예상한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배. %)

FYE Dec	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	625	722	968	1,122	1,368
(증가율)	158.9	15.6	34.1	15.9	21.8
영업이익	76	74	106	151	158
(증가율)	160.6	-1.6	42.7	42.2	5.1
지배주주순이익	217	-216	110	129	144
EPS	6,609	-3,974	1,931	2,257	2,532
PER (H/L)	4.9/2.4	NA/NA	8.5	7.3	6.5
PBR (H/L)	1.3/0.6	1.6/0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (H/L)	22.3/9.5	22.6/13.2	8.3	5.7	4.8
영업이익률	12.1	10.3	10.9	13.4	11.6
ROE	21.9	-15.9	8.0	8.5	8.8

Stock Data

52주 최저/최고	13,792/30,421원
KOSDAQ /KOSPI	705/2,024pt
시가총액	8,681억원
60일-평균거래량	481,097
외국인지분율	4.4%
60일-외국인지분율변동추이	+0.5%p
주요주주	한진 외 15 인 29.8%



호텔, 여행업 부진하지만
진에어, 임대업이 실적 안정성
유지

진에어의 외형 성장에 힘입어 한진칼 16년 매출액 9,683억원(+34.1%YoY), 영업이익 1,060억원(+42.7%YoY)을 예상한다. 항공운수업 외의 자회사들은 뚜렷한 성장세를 기대하기 어려운 상황이다. 호텔업, 여행업의 비용 증가로 영업이익에 대한 기여도는 매우 낮을 것으로 예상된다. 하지만 진에어 매출액 6,947억원으로 50.6%YoY 증가를 예상하며 임대업의 매출과 영업이익이 한진칼 전체 실적의 안정성을 유지해줄 것으로 기대한다.

한진해운 직접 가능성 없지만
지주사로서 부담 요인

한진해운 지구안 시행 과정에서 상표권 매입을 통해 간접적 지원을 했으며 이는 한진칼 재무부담으로 작용, 이를 유상증자로 해결하였다. 지배구조상 한진해운에 대한 직접 지원 가능성은 없지만 한진해운에 대한 그룹의 추가지원에 대한 압박이 지속된다면 그룹 지주사로서 자유로울 수는 없는 입장이라는 점은 다소 부담스러운 부분이다.

진에어 영업가치 상승분 대한항공
지분가치 하락으로 상쇄

진에어 16년 예상 EPS를 상향했지만 대한항공의 한진해운 손실을 반영한 지분가치 조정, 유상증자로 인한 주식수 증가를 반영하여 목표주가 25,000원, 투자 의견 BUY를 유지한다.

도표 10. 한진칼 사업부문별 실적전망

(단위: 억원 %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	1,756	1,563	1,887	2,016	2,446	1,880	2,594	2,763	7,223	9,683	11,224
항공운수업	1,070	935	1,231	1,377	1,800	1,205	1,865	2,077	4,613	6,947	8,336
호텔업	271	284	322	313	284	286	325	317	1,189	1,213	1,273
정보제공업	152	54	60	63	100	56	65	65	329	285	314
여행업	87	116	95	84	79	105	111	77	382	372	390
임대업 등	177	174	180	179	183	229	228	227	710	867	910
매출총이익	494	299	431	368	617	349	632	508	1,592	2,106	2,692
판매관리비	198	200	211	240	218	216	298	318	849	1,050	1,184
영업이익	296	99	220	128	400	133	337	190	742	1,060	1,508
매출액 증가율(YoY)	13.7	8.3	10.2	30.2	39.3	20.3	37.5	37.0	15.6	34.1	15.9
매출총이익률	28.2	19.1	22.8	18.3	25.2	18.6	24.4	18.4	22.0	21.7	28.4
영업이익률	16.9	6.3	11.6	6.3	16.3	7.1	13.0	6.9	10.3	10.9	13.4

자료: 한진칼, 동부 리서치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	338	331	429	510	617
현금및현금성자산	98	121	202	274	358
매출채권및기타채권	41	54	68	74	90
재고자산	2	2	3	3	4
비유동자산	2,079	1,984	2,053	2,153	2,295
유형자산	605	581	652	753	896
무형자산	10	9	7	5	4
투자자산	1,134	1,055	1,055	1,055	1,055
자산총계	2,417	2,315	2,482	2,663	2,912
유동부채	307	366	417	481	597
매입채무및기타채무	67	113	164	227	343
단기차입금및단기차채	103	90	90	90	90
유동성장기부채	70	65	65	65	65
비유동부채	479	507	507	507	507
사채및장기차입금	312	355	355	355	355
부채총계	787	873	924	988	1,104
자본금	133	133	149	149	149
자본잉여금	1,065	1,067	1,067	1,067	1,067
이익잉여금	246	21	126	251	391
비지배주주지분	231	120	114	107	100
자본총계	1,630	1,442	1,558	1,675	1,808

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	625	722	968	1,122	1,368
매출원가	479	563	757	853	1,058
매출총이익	146	159	211	269	309
판매비	71	85	105	119	151
영업이익	76	74	106	151	158
EBITDA	98	104	141	192	209
영업외손익	310	-266	12	-17	-15
금융손익	-10	-17	-15	-14	-12
투자손익	202	-243	30	0	0
기타영업외손익	118	-6	-3	-3	-3
세전이익	386	-191	117	134	143
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	299	-205	104	122	137
지배주주지분순이익	217	-216	110	129	144
비지배주주지분순이익	82	11	-6	-7	-7
총포괄이익	265	-184	104	122	137
증감률(%YoY)					
매출액	158.9	15.6	34.1	15.9	21.8
영업이익	160.6	-1.6	42.7	42.2	5.1
EPS	952.0	적전	흑전	16.8	12.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	118	119	158	233	297
당기순이익	299	-205	104	122	137
현금유출이없는비용및수익	-198	313	33	67	69
유형및무형자산상각비	22	30	35	41	50
영업관련자산부채변동	19	21	34	56	97
매출채권및기타채권의감소	4	-14	-14	-5	-16
재고자산의감소	0	0	-1	0	-1
매입채무및기타채무의증가	-1	4	51	63	116
투자활동현금흐름	-85	-93	-68	-137	-188
CAPEX	-104	-7	-104	-141	-192
투자자산의손증	-932	78	30	0	0
재무활동현금흐름	-32	-4	-9	-25	-25
사채및차입금의 증가	14	23	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	633	3	16	0	0
배당금지급	-5	-9	-4	-4	-4
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가	1	23	81	72	84
기초현금	97	98	121	202	274
기말현금	98	121	202	274	358

자료: 한진칼, 동부 리서치 주: IFRS 연결기준

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	6,609	-3,974	1,931	2,257	2,532
BPS	25,518	23,978	24,183	26,264	28,607
DPS	75	75	75	75	75
Multiple(배)					
P/E	4.5	NA	8.5	7.3	6.5
P/B	1.2	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	21.2	13.7	8.3	5.7	4.8
수익성(%)					
영업이익률	12.1	10.3	10.9	13.4	11.6
EBITDA마진	15.6	14.4	14.5	17.1	15.3
순이익률	47.9	-28.4	10.8	10.9	10.0
ROE	21.9	-15.9	8.0	8.5	8.8
ROA	15.6	-8.7	4.4	4.7	4.9
ROIC	11.4	15.8	19.8	26.7	27.1
안정성및기타					
부채비율(%)	48.3	60.6	59.3	59.0	61.0
이자보상배율(배)	4.0	3.4	5.1	7.2	7.6
배당성향(배)	1.3	-1.9	4.2	3.6	3.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

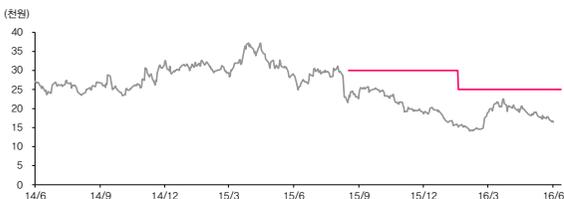
1년간 투자이견 비율 (2016-03-31 기준) - 매수(76.2%) 중립(23.8%) 매도(0%)

- 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한진칼 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	일자	투자이견	목표주가
15/08/25	BUY	30,000			
16/01/27	BUY	25,000			

HOLD

목표주가: 28,000원(하향)
현재주가: 27,350원(06/09)

대한항공(003490)

여전히 부담스러운 계열사 리스크

한진해운 손실 반영하여 BPS 조정
목표주가 28,000원으로 하향
투자 의견 Hold 유지

대한항공의 목표주가를 28,000원으로 하향하고 투자 의견 Hold를 유지한다. 목표주가 하향은 한진해운 지분가치 감소와 한진해운으로부터 인수한 영구채 손실 반영에 따른 BPS 하락 때문이다. 한진해운 영구채는 2,200억원 중 1,100억원은 이미 손실 처리 되었으며 잔여분 1,100억원을 추가 반영하였다. Target P/B는 기존과 동일한 1배를 적용하였다. 한진해운의 자율협약 신청에도 한진해운에 대한 대한항공의 추가 지원 리스크는 여전히 남아있다. 영업환경이 좋아 실적 호조 기대감은 고조될 수 있지만 재무 건전성이 악화될 수 있는 가능성은 투자자에게 부담 요인이다.

저유가 영향으로
2Q16 영업 이익 흑자 전환 기대

2Q16 매출액 2조7,605억원(+6.5%YoY), 영업 이익 1,788억원(흑전, YoY)을 예상한다. 여객 수송 증가는 한자리 수 초반에 그칠 것으로 예상하지만 유가 하락에 따른 비용 절감 효과로 흑자 전환을 기대한다. 2Q15 매출원가 중 유류비는 29%를 차지했지만 2Q16에는 20% 초반 수준을 예상한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

FYE Dec	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	11,910	11,545	11,761	12,641	12,906
(증가율)	0.5	-3.1	1.9	7.5	2.1
영업이익	395	883	1,130	1,312	1,195
(증가율)	흑전	123.4	28.0	16.1	-9.0
지배주주순이익	-635	-565	448	525	456
EPS	-10,268	-8,065	6,149	7,207	6,263
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	4.4	3.8	4.4
PBR (H/L)	1.5/0.9	1.7/0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA (H/L)	9.3/8.7	7.5/6.7	5.1	4.6	4.6
영업이익률	3.3	7.6	9.6	10.4	9.3
ROE	-26.8	-25.2	17.2	16.9	12.7

Stock Data

52주 최저/최고	23,200/43,550원
KOSDAQ /KOSPI	705/2,024pt
시가총액	19,922억원
60일-평균거래량	423,164
외국인지분율	16.1%
60일-외국인지분율변동추이	+1.0%p
주요주주	한진칼 외 8 인 35.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-4.4	-9.4	-31.2
상대기준	-7.0	-12.6	-29.8

**항공여객 시장 건조한 성장으로
FSC도 동반 성장**

항공 여객 시장이 건조한 성장세를 보이고 있어 FSC 또한 성장의 궤를 같이 하고 있다. 지난해 메르스 타격을 LCC 대비 크게 받았던 영향으로 하반기 기저효과 역시 FSC에서 더 강하게 나타날 것으로 예상된다. 16년 매출액 11조7,611억원(+1.9%YoY), 영업이익 1조 1,298억원(+28.0%YoY)을 예상한다. 지난해부터 낮아진 Yield는 유가 하락세가 멈춘데다 여객 수요가 받쳐주고 있어 15년 대비 하락폭은 크지 않을 것이다.

**올해는 순증 없이 가동률,
연료효율성 상승 위한 기재 도입**

충분한 공급 능력을 갖추고 있어 올해는 기재 순증 없이 교체만 예정되어 있다. 기재 가동률 상승과 기령이 높은 기재 교체로 연료효율성을 높여 장기적으로 비용 효율화를 기대할 수 있다.

도표 11. 대한항공 사업부문별 실적전망

(단위: 십억원 %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	2,871	2,786	2,973	2,915	2,867	2,760	3,133	3,000	11,545	11,761	12,641
항공운송	2,553	2,486	2,680	2,646	2,559	2,442	2,803	2,687	10,364	10,491	11,226
항공우주	249	231	230	204	243	267	260	252	914	1,022	1,155
기내식	24	23	23	24	24	23	27	25	94	99	104
호텔·리무진	9	11	10	11	10	10	11	11	39	42	44
매출원가	2,408	2,504	2,403	2,203	2,265	2,300	2,464	2,426	9,517	9,454	10,116
매출총이익	463	282	570	712	602	461	670	575	2,027	2,307	2,524
판매비	273	285	281	306	278	282	308	309	1,144	1,177	1,212
영업이익	190	-3	290	406	323	179	362	266	883	1,130	1,312
매출액증가율(YoY)	-0.9	-3.8	-6.1	-1.2	-0.1	-0.9	5.4	2.9	-3.1	1.9	7.5
매출총이익률	16.1	10.1	19.2	24.4	21.0	16.7	21.4	19.2	17.6	19.6	20.0
영업이익률	6.6	적자	9.7	13.9	11.3	6.5	11.5	8.9	7.6	9.6	10.4

자료: 대한항공, 동부 리서치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,948	3,289	3,988	4,218	4,271
현금및현금성자산	797	967	1,869	1,810	1,806
매출채권및기타채권	922	890	727	903	903
재고자산	430	491	392	464	470
비유동자산	18,518	20,891	20,714	21,058	21,568
유형자산	15,778	17,851	17,884	18,194	18,733
무형자산	331	295	255	220	191
투자자산	998	1,139	969	1,037	1,037
자산총계	23,466	24,180	24,702	25,276	25,838
유동부채	7,442	8,450	8,525	8,576	8,685
매입채무및기타채무	932	1,076	1,151	1,202	1,310
단기차입금및단기차채	1,635	869	869	869	869
유동성장기부채	3,718	5,161	5,161	5,161	5,161
비유동부채	13,823	13,231	13,231	13,231	13,231
사채및장기차입금	4,043	1,802	1,802	1,802	1,802
부채총계	21,265	21,681	21,756	21,807	21,916
자본금	299	370	370	370	370
자본잉여금	175	603	603	603	603
이익잉여금	1,389	794	1,242	1,767	2,223
비지배주주지분	110	112	110	108	107
자본총계	2,201	2,499	2,945	3,468	3,923

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,864	2,728	3,114	2,772	3,114
당기순이익	-613	-563	446	523	455
현금유출이없는비용및수익	2,747	3,198	2,504	2,651	2,714
유형및무형자산상각비	1,593	1,651	2,041	2,172	2,283
영업관련자산부채변동	-346	52	318	-216	83
매출채권및기타채권의감소	-9	-66	163	-177	0
재고자산의감소	34	-59	99	-72	-6
매입채무및기타채무의증가	-154	-130	75	51	108
투자활동현금흐름	-1,065	419	-1,729	-2,463	-2,751
CAPEX	-1,121	-1,743	-1,918	-2,448	-2,793
투자자산의순증	1,887	-124	170	-68	0
재무활동현금흐름	-1,138	-2,997	-367	-367	-367
사채및차입금의 증가	1,184	-299	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	499	0	0	0
배당금지급	-14	-14	0	0	0
기타현금흐름	9	21	-116	0	0
현금의증가	-330	171	901	-59	-4
기초현금	1,127	797	967	1,869	1,810
기말현금	797	967	1,869	1,810	1,806

자료: 대한항공, 동부 리서치 주: FRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	11,910	11,545	11,761	12,641	12,906
매출원가	10,390	9,517	9,454	10,116	10,447
매출총이익	1,520	2,027	2,307	2,524	2,458
판매비	1,125	1,144	1,177	1,212	1,264
영업이익	395	883	1,130	1,312	1,195
EBITDA	1,988	2,534	3,171	3,484	3,478
영업외손익	-837	-1,370	-530	-603	-603
금융손익	-580	-460	-304	-289	-289
투자손익	7	17	0	0	0
기타영업외손익	-264	-927	-226	-314	-314
세전이익	-442	-486	601	709	592
중단사업이익	-328	-162	0	0	0
당기순이익	-613	-563	446	523	455
지배주주지분순이익	-635	-565	448	525	456
비지배주주지분순이익	22	2	-2	-2	-2
총괄이익	-515	-581	446	523	455
증감률(%YoY)					
매출액	0.5	-3.1	1.9	7.5	2.1
영업이익	흑전	123.4	28.0	16.1	-9.0
EPS	적지	적지	흑전	17.2	-13.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-10,268	-8,065	6,149	7,207	6,263
BPS	33,197	32,280	38,337	45,435	51,604
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	4.4	3.8	4.4
P/B	1.4	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	9.2	6.7	5.1	4.6	4.6
수익성(%)					
영업이익률	3.3	7.6	9.6	10.4	9.3
EBITDA마진	16.7	21.9	27.0	27.6	27.0
순이익률	-5.1	-4.9	3.8	4.1	3.5
ROE	-26.8	-25.2	17.2	16.9	12.7
ROA	-2.6	-2.4	1.8	2.1	1.8
ROIC	1.5	4.0	4.7	5.4	5.0
안정성및기타					
부채비율(%)	966.1	867.6	738.7	628.7	558.6
이자보상배율(배)	1.0	2.4	3.1	3.6	3.3
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자이견 비율 (2016-03-31 기준) - 매수(76.2%) 중립(23.8%) 매도(0%)

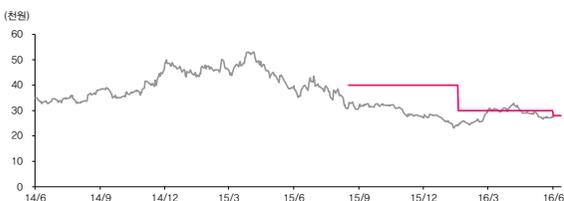
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

대한항공 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	일자	투자이견	목표주가
15/08/25	BUY	40,000			
16/01/27	BUY	30,000			
16/03/24	HOLD	30,000			
16/06/10	HOLD	28,000			