

항공운송

LCC가 가져온 경쟁심화, FSC가 가져온 전략변화

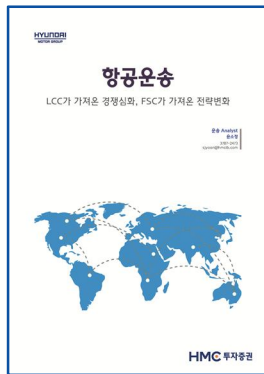
운송 Analyst

윤소정

3787-2473

sjyoon@hmcib.com





Contents

Executive Summary | 02

LCC는 경쟁심화를 불러온 것만이 아니다. FSC에겐 전략 변화의 기회 제공 | 02

항공업 추가전망 및 Valuation | 03

주가 추이 및 전망 | 03

Valuation | 06

Global Peer valuation 비교 | 08

LCC – 경쟁에서 승리한 LCC, 높은 ROIC 창출 | 10

경쟁심화는 항공시장의 서열 재편 촉진 | 10

상대적으로 완전경쟁 시장에 가까운 상황에 놓였던 LCC | 11

살아남은 LCC, 대형항공사 대비 높은 ROIC 창출 | 13

특히, 독립형 LCC가 높은 ROIC 창출. 결국 본원적 경쟁력 강화 관건 | 15

FSC – LCC 자회사 Positioning이 중요 | 16

대형항공사는 자회사형 LCC 설립 및 M&A로 대응 | 16

성공사례 1: 일본 ANA 그룹의 “Multi-brand Strategy” | 17

성공사례2: 싱가포르 SIA 그룹의 “Multi-brand Strategy” | 19

LCC 성장에 대응하는 국내 대형항공사의 전략 | 23

국내 항공시장 현황 | 23

LCC 성장의 과실 함께 향유할 수 있는 이사회나 전략 긍정적 | 24

하반기 실적 전망 | 23

저유가와 원화강세, 이례적으로 우호적인 영업환경 | 23

단거리노선 중심 항공수요 강세 | 28

화물업황은 최악의 상황은 지나보이나 구조적 공급과잉해소는 시간소요 | 29

기업 분석 | 31

아시아나항공(079550) | 31

대한항공(047810) | 38

제주항공 (089590) | 45

LCC가 가져온 경쟁심화, FSC가 가져온 전략변화

항공운송업 투자의견 Overweight 유지, Top pick 아시아나항공 제시

항공운송 업종 투자의견 Overweight 유지한다. 단거리노선 수요 강세 및 저유가 지속으로 하반기 실적 모멘텀 기대가 높고 한진해운 이슈가 사라지면서 항공업종에 대한 관심이 높아지는 상황이다. Top pick으로는 아시아나항공을 제시하며 커버리지를 재개한다. 글로벌 항공시장에서 저비용항공사(LCC)의 고성장세가 두드러지며, 대형항공사(FSC) 또한 경쟁이 심화된 시장에서 반격을 펼치고 있다. LCC 성장의 과실을 함께 취하며 네트워크 경쟁력을 강화하고 있는 아시아 글로벌 FSC 사례를 통해 투자포인트를 점검할 필요가 있다. 아시아나항공(BUY: TP: 7,100원)은 우량 자회사 에어부산 및 최근 출범한 에어서울을 통해 LCC의 성장을 함께 향유할 수 있는 멀티브랜드 전략을 갖추고 있어, 향후 자회사 실적이 가시화될 경우 Valuation 매력이 더욱 더 높아질 것으로 전망한다.

저비용항공사(LCC) 성장세는 결과적으로 대형항공사(FSC)에겐 전략 변화의 계기 제공

LCC 성장세는 하루아침 이루어진 것이 아니다. 미국 항공시장에서 규제가 완화되며 LCC는 완전경쟁 과정에 가까운 상황에서 경쟁하면서 대형항공사 대비 높은 ROIC를 창출하였다. 살아남은 LCC들은 지속적 경쟁우위를 보유하기 위해 본원적 경쟁력 강화를 위한 투자를 하고 있다. FSC도 이에 대응해 자회사를 설립하거나 M&A하는 전략으로 대응해 변화의 모습을 보였다.

“따로 또 같이” 성장의 과실을 함께 향유할 수 있는 전략 선택 필요

아시아 시장에서 LCC 공세에 성공적으로 대응하고 있는 대형항공사인 일본의 ANA 그룹과 싱가포르의 SIA 그룹 두 사례를 통해 살펴보자. 이들은 “Multi-brand strategy”를 펼치며, 모회사-자회사, FSC-LCC 간 성공적인 Brand Positioning을 통해 시너지 효과 극대화하면서 Network 경쟁력을 강화시키고 있다. 양 날개로 날아갈 수 있는 아시아나항공의 전략이 가장 긍정적으로 판단한다.

항공3사 시가총액 추이

(조원)



자료: Bloomberg, HMC투자증권

Analyst 윤소정
02) 3787-2473
sjyoon@hmcib.com

Executive Summary

LCC는 경쟁심화를 불러온 것만이 아니다. FSC에겐 전략 변화의 기회 제공

LCC 고성장세에 대응해 FSC의 전략 변화에 주목할 필요	현재 글로벌 항공시장에서 LCC의 고성장세가 두드러진다. LCC는 단순한 Cost structure를 기반으로 낮은 운임을 제시하며 수요를 창출하고 있다. 이들은 네트워크를 강화시키며 존재감을 높이고 있다. 대형항공사도 정채되어 있는 것은 아니다. 그들이 가지고 있는 선도적 입지는 하루 아침에 이루어진 것이 아니다. 따라서, 현 상황에서 이에 대응하는 FSC의 전략을 살펴보는 것도 중요하다.
미국 항공시장 흐름 독립형 LCC의 ROIC가 FSC 대비 높았음 FSC-자회사 설립시 브랜드 포지셔닝이 중요	LCC 성장세는 하루아침 이루어진 것이 아니다. 미국 항공시장의 흐름을 살펴보면, 상대적으로 완전경쟁에 가까운 시장에서 경쟁했던 LCC, 특히 독립형 LCC의 경우 FSC 대비 높은 ROIC를 창출했다. 하지만 경쟁우위를 유지하기 위해, 지속적으로 핵심 경쟁력을 강화하기 위한 투자를 진행하였다. 이에 대응해 대형항공사가 펼친 전략도 주목할 필요가 있다. 미국 대표적인 대형항공사 United Airline과 Delta Airline은 각각 Ted Airline과 Song Airline을 설립했지만, 모회사와의 차별성이 두드러지지 않아 Ted Airline은 2009년 운항정지, Song Airline은 2006년 Delta에 다시 통합되었다. 결국, 모회사와는 독립적인 Positioning이 필요하다는 것을 알 수 있다.
아시아 글로벌 FSC의 LCC 대응 성공 전략 -Multi-Brand strategy	반면, LCC에 성공적으로 대응하고 있는 FSC의 사례도 있다. 아시아 글로벌 FSC인 일본의 ANA 그룹과 싱가포르의 SIA 그룹 두 사례이다. 이들은 “Multi-brand strategy”를 펼치며, 모회사-자회사, FSC-LCC 간 성공적인 Brand positioning을 통해 시너지 효과를 극대화하고 있다.
국내 항공 3사에 주는 Implication	이를 통해 국내 항공 3사에 주는 Implication을 살펴보자. 제주항공은 LCC 중 점유율 1위 항공사이다. 신규수요를 창출하며 항공시장의 성장을 선도하고 있다. 하지만, 대형항공사의 대응도 만만치 않은 상황에서 지금의 위치가 계속될 것이라는 낙관은 아직 이르다. 경쟁우위 지속을 위해서는 본원적인 경쟁력 강화에 집중해야 할 때이다. LCC 고성장세에 대응해 양 대형항공사 또한 멀티 브랜드 전략을 펼치고 있다. 하지만, 이들의 전략은 차이가 있다. 중장기적인 전략 방향에 있어서는 아시아나항공의 전략이 긍정적이라고 판단한다.

항공업 주가전망 및 Valuation

주가 추이 및 전망

국내 항공3사 시가총액 추이

국내 항공 3사(대한항공, 아시아나항공, 제주항공 합산) 시가총액은 글로벌 금융위기 이후 경기가 빠르게 회복되면서 이에 따른 강한 항공수요 회복에 힘입어 2010년까지 상승세를 보였다. 하지만 2011년 미국유럽 발 재정위기, 2013년 북핵 등 지정학적 리스크, 중국 AI 발생 등의 Event가 항공수요에 부정적 영향을 끼쳤으며, 고유가 흐름이 2014년 상반기까지 이어져 항공사들의 유류비 부담을 가중시켜 하락세를 보였다. 하지만, 2014년 하반기 이후 유가가 하락하고 여객수요 또한 견조한 성장세를 보여 2015년 2분기 MERS 발생 전까지 상승세를 보였다.

항공수요 구조적 증가세

화물 업황 개선 가능성이

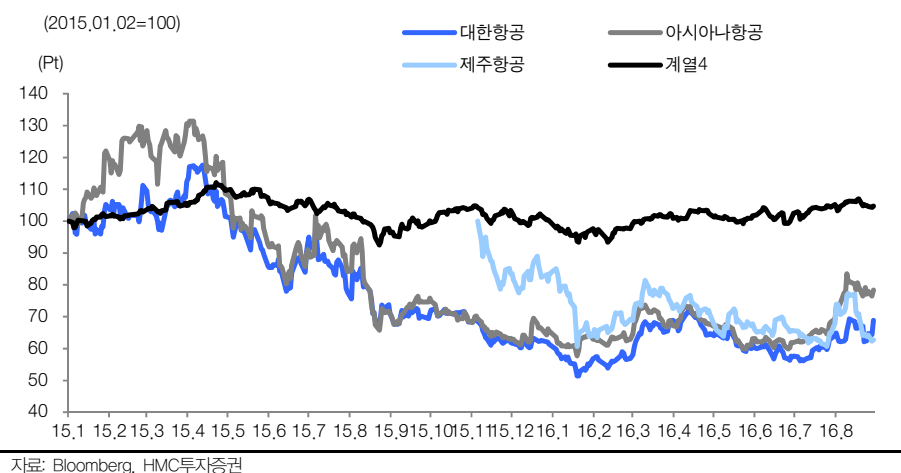
Top line 성장 이끌 것

최근의 흐름은 항공 3사 모두 저유가 지속과 원화강세 흐름으로 Valuation 저점 대비 반등한 모습을 보여주고 있다. 하반기에도 구조적인 항공여행 수요 성장세, IT수요 회복으로 인한 화물 업황 개선세가 Top line 성장을 이끌 것으로 전망한다.

〈그림1〉 국내 항공3사 시가총액 추이



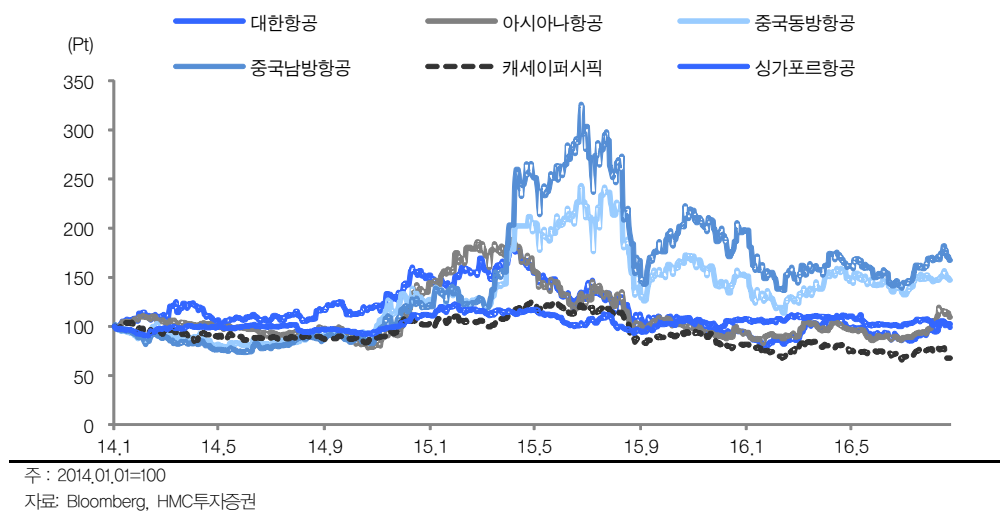
〈그림2〉 KOSPI 대비 항공3사 주가 추이



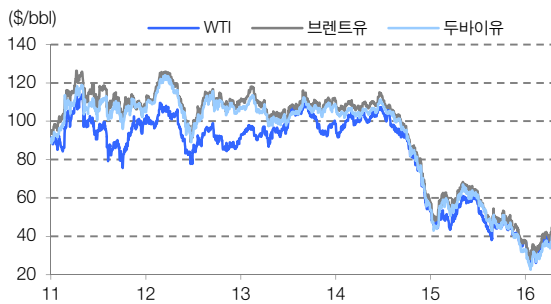
유가 하락 이후 아시아 FSC 국제유가는 2014년 하반기부터 하락해 2016년 들어서도 배럴당 \$35~55 range를 유지하고 있
peer보다 주가흐름은 부진했던 어 글로벌 항공사들의 수익성 개선에 도움을 주고 있다. 하지만, 국내 항공 3사들의 주가흐름은 아
양 대형항공사 시아 FSC 대비해서도 부진했다. 그 이유로는, 외화부채가 글로벌 항공사 대비 높은 수준으로 외화
환산손실이 발생했고, 유류비용 헷지 관련한 포지션에서 온 파생관련 손실이 발생했기 때문이다.
대한항공의 경우, 자회사 Risk 또한 상존해 주가의 상승여력을 제약해왔다.

항공수요 구조적 증기세 항공여객 수요는 지난해 발생했던 MERS 기저효과를 감안하더라도 단거리 노선 수요 중심으로
우호적인 영업환경 지속된 고성장세를 이어가고 있다. 특히, 엔저종료 반사수혜로 아시아지역 여행수요가 한국으로 회귀하는
다면 수익성회복 원할할 것 모습을 보이며 Inbound 수요 또한 강세이다. 화물 부문 또한 더디지만 최악의 상황은 지난 것으로
보인다. 당사 환율 및 유가 전망에 따르면, 단기간 내 유가의 급등은 어려워 보여 항공사의 유류비
절감효과는 지속될 것으로 보인다. 이는 결국 항공사 실적 모멘텀 강화로 이어질 것이며 주가 역시
강세기조를 이어갈 것으로 전망한다.

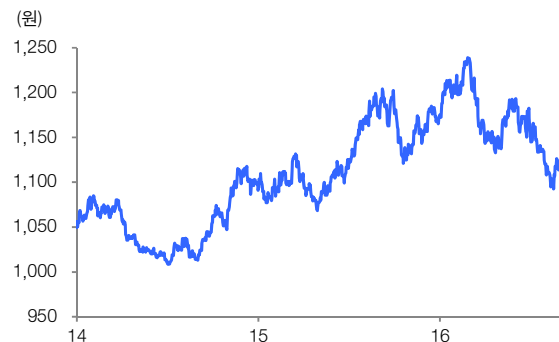
〈그림3〉 유가 하락했지만 아시아 FSC Peer보다 주가흐름은 부진했던 양 대형항공사



〈그림4〉 저유가 지속



〈그림5〉 원/달러환율 추이



〈표1〉 당사 환율 및 유가 전망치

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
원/달러 환율(평균)	1,100	1,097	1,170	1,158	1,201	1,163	1,120	1,150	1,132	1,159	1,165
원/달러 환율(기말)	1,110	1,115	1,185	1,173	1,143	1,152	1,140	1,170	1,173	1,170	1,150
WTI(\$/bbl)	48,5	58,0	46,5	50,0	33,7	45,0	42,0	40,0	51,0	40,2	46,5

자료: 한국은행, HMC투자증권

〈표2〉 항공3사 실적전망

(십억원)

		2014	2015	2016F	2017F
대한항공	영업수익	11,910	11,545	11,602	12,052
	(yoy, %)	0,5%	-3,1%	0,5%	3,9%
	영업이익	395	883	1,139	1,116
	(yoy, %)	흑자전환	123,4%	29,0%	-2,0%
	세전이익	-442	-486	-138	882
	(yoy, %)	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환
	지배주주 순이익	-635	-565	-146	773
	(yoy, %)	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환
아시아나항공	영업수익	5,836	5,795	5,842	6,034
	(yoy, %)	2,0%	-0,7%	0,8%	3,3%
	영업이익	98	98	311	240
	(yoy, %)	흑자전환	0,2%	216,5%	-22,8%
	세전이익	41	-164	198	165
	(yoy, %)	흑자전환	적자전환	흑자전환	-16,7%
	지배주주 순이익	62	-138	181	211
	(yoy, %)	흑자전환	적자전환	흑자전환	16,6%
제주항공	영업수익	511	608	733	919
	(yoy, %)	18,2%	19,1%	20,6%	25,4%
	영업이익	30	51	75	112
	(yoy, %)	96,8%	74,2%	46,6%	49,2%
	세전이익	32	53	81	121
	(yoy, %)	68,5%	65,6%	52,2%	50,5%
	지배주주 순이익	32	47	64	97
	(yoy, %)	68,5%	47,3%	36,6%	50,6%

자료: 각 사 사업보고서, HMC투자증권

Valuation

대한항공 제주항공- 대한항공, 제주항공은 RIM(잔여이익모델)을 이용해 목표주가를 산정했다. 외부 Macro 변수와 RIM 이용하여 각종 Event Risk에 취약한 항공업의 특성을 반영해 Terminal Value를 산정하기 위한 지속계수는 대한항공 0.7, 제주항공은 0.8로 적용했다. 제주항공의 경우 원가경쟁력을 바탕으로 성장가능성이 높기 때문에 대한항공 대비 0.1 높게 적용했다. 또한, 대한항공의 경우 Macro상황에 따른 Bottom line 불확실성이 커 기업가치 추정 시 discount factor 0.6x를 적용하였다.

아시아나항공- 아시아나항공의 경우 우량 자회사 에어부산 지분가치와 보유한 매도가능금융자산 가치를 반영할 SOTP 이용하여 필요가 있어 SOTP 방식을 사용하여 목표주가를 산정하였다. 가파른 실적 성장세를 보이고 있는 에어부산의 지분가치 감안 시, Valuation 매력이 충분히 높다고 생각한다. 또한, 중장기적 전략 방향에 있어 아시아나항공의 방향을 가장 긍정적으로 판단해 Top pick 아시아나항공, 목표주가 7,100원을 제시한다.

〈그림6〉 아시아나항공 목표주가 산정방법

(십억원)

SOTP valuation			
항목	단위	값	내용
(A) 아시아나항공 EBITDA	(십억원)	697	2016년, 2017년 평균 연결기준
(B) 매도가능금융자산 가치	(십억원)	232	2Q16 반기보고서 기준 30% Discount
(B) 에어부산 지분가치	(십억원)	147	제주항공 시가총액 참고, 30% Discount
(C) Net Debt	(십억원)	3,307	2016년말 추정
(D) Target EV/EBITDA multiple	(X)	6.2	아시아 글로벌 FSC peer 6.2x
(E) EV	(십억원)	4,698	((A)*(D))+(B)
(F) 주주가치	(십억원)	1,390	(E)-(C)
(G) 발행주식수	(천주)	195,101	
주당적정가치	(원)	7,125	(F)/(G)
Target Price	(원)	7,100	

자료: HMC투자증권

〈그림7〉 대한항공 목표주가 산정방법

	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
당기순이익 (비지배 제외)	-635	-565	-146	773	911	905	1,005
(% of sales)	N/A	N/A	N/A	6.4%	7.2%	6.9%	7.3%
BPS	33,197	32,280	30,144	40,591	50,004	62,244	75,840
EPS	-10,268	-8,065	-2,006	10,606	12,510	12,426	13,804
자본총계 (비지배 제외)	2,091	2,387	2,229	3,002	3,698	4,603	5,608
(증감률)	-21.0%	14.2%	-6.6%	34.7%	23.2%	24.5%	21.8%
FROE	-26.8%	-25.2%	-6.3%	29.5%	27.2%	21.8%	19.7%
Cost of Equity	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
ROE spread	-36.0%	-34.4%	-15.5%	20.3%	18.0%	12.6%	10.5%
Residual Income	-753	-822	-346	611	666	581	589
Terminal Value	1,052						
RI 지속계수	0.7						
NPV of RI	1,495						
PV of Terminal Value	437						
Current Book Value	2,387						
Discount Factor	0.6						
Equity Value	2,548						
Shares Outstanding	72,840						
추정주당가치 (원)	34,987						
목표주가	35,000						
현재주가 (원)	31,550						
Upside (%)	10.9%						
Implied P/B			1.2	0.9	0.7	0.6	0.5
Implied P/E			N/A	3.3	2.8	2.8	2.5
Cost of Equity	9.2%						
Beta	1.2						
Market Risk Premium	5.0%						
Risk-free rate	3.0%						

자료: HMC투자증권

〈그림8〉 제주항공 목표주가 산정방법

	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
당기순이익 (비지배 제외)	32	47	64	97	127	150	178
(% of sales)	6.3%	7.8%	8.8%	10.6%	11.9%	12.0%	12.2%
BPS	3,639	8,948	10,613	13,948	18,450	23,830	30,270
EPS	1,454	2,053	2,484	3,734	4,902	5,780	6,840
자본총계 (비지배 제외)	80	232	276	362	479	619	786
(증감률)	52.2%	189.4%	18.9%	31.4%	32.3%	29.2%	27.0%
FROE	48.2%	30.2%	25.4%	30.4%	30.3%	27.3%	25.3%
Cost of Equity	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
ROE spread	43.1%	25.1%	20.3%	25.3%	25.2%	22.3%	20.2%
Residual Income	35	58	56	92	121	138	159
Terminal Value	632						
RI 지속계수	0.8						
NPV of RI	477						
PV of Terminal Value	385						
Current Book Value	232						
Mid-year abj Factor	0.9						
Equity Value	984						
Shares Outstanding	25,907						
추정주당가치 (원)	37,998						
목표주가	38,000						
현재주가 (원)	30,000						
Upside (%)	21.1%						
Implied P/B			3.6	2.7	2.1	1.6	1.3
Implied P/E			15.3	10.2	7.8	6.6	5.6
Cost of Equity	5.1%						
Beta	0.4						
Market Risk Premium	5.0%						
Risk-free rate	3.0%						

자료: HMC투자증권

Global Peer valuation 비교

아시아항공 Full Service Carrier인 대한항공과 아시아나항공, Low Cost Carrier인 제주항공 Valuation은 우량자회사와 매각가능자산 각각의 peer들과 비교해보아야 한다. 현재 대한항공은 P/B 1.0x, 아시아나항공은 1.1x에 거래되고 있다. 두 자릿수 ROE를 지속적으로 보여주는 FSC peer 항공사들이 평균 1.1x에 거래되고 있으므로 Valuation 측면에서 discount 되어있는 상황은 아니다. 하지만, 아시아나항공의 중장기적 전략 방향에 대해 주목할 필요가 있다. 또한, 우량 자회사 에어부산과 매각가능자산 감안 시 투자매력이 충분하다고 판단한다.

제주항공 제주항공의 경우 P/E 12.0x에 거래되고 있다. 가장 낮은 CASK를 보유하고 있어 지속적인 외형 확장을 통해 원가경쟁력을 유지할 수 있을 것으로 보인다. 성장성이 높은 중국항공사 대비 30%이 상 할인받고 있어 하반기 실적 가시성이 높아질 경우 Valuation 매력이 부각될 것이다. 하지만, 최근 호텔 투자에 관한 공시 이후 주가가 약 20% 하락하며, 독립형 LCC로서의 정체성에 대한 우려를 보여주었고 이에 대한 시장의 신뢰회복이 필요할 것으로 판단한다.

〈표3〉 항공사 Peer Valuation

	사기총액	P/E(x)			P/B(x)			ROE(%)			EV/EBITA(x)		
	USD mn	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F
Jeju Air	690	19.5	12.0	8.0	4.5	2.8	2.1	30.2	25.4	30.4	12.9	6.0	3.3
AIRASIA	2,026	6.6	7.1	7.9	0.8	1.5	1.3	12.0	25.3	16.7	5.1	6.7	6.8
Spring Airlines	5,623	36.3	20.2	16.3	7.5	4.6	3.7	26.3	22.2	22.4	33.7	13.8	10.6
JUNEYAO Airlines	5,302	35.2	22.0	17.4	11.5	5.8	4.4	39.0	27.5	25.1	26.9	0.8	10.9
Cebu Air Inc.	1,556	11.4	7.5	8.6	2.0	2.2	1.8	18.9	30.9	22.9	5.5	6.0	6.3
Southwest Airlines	22,874	12.2	9.6	9.4	3.8	2.5	2.1	30.9	30.9	25.3	5.6	4.4	4.2
Jetblue Airways	5,162	11.5	7.4	7.9	2.3	1.3	1.2	23.6	20.6	15.3	5.2	3.8	3.7
Spirit Air Inc.	2,800	9.1	10.3	10.0	2.3	1.9	1.6	28.5	20.5	18.1	4.6	6.7	6.2
RYANAIR	17,070	12.2	11.3	10.2	5.1	3.4	2.6	40.9	34.0	30.7	9.5	6.9	6.0
EASYJET	5,941	12.8	10.3	10.0	3.1	1.9	1.6	24.8	17.9	17.3	8.0	5.9	5.7
Norwegian Air Shuttle ASA	1,330	46.3	11.7	9.8	3.9	3.2	2.4	9.7	27.0	28.8	19.3	11.2	11.1
Asia LCC Avg.		21.8	13.8	11.6	5.3	3.4	2.7	25.3	26.3	23.5	16.8	6.7	7.6
선진국 LCC Avg.		17.4	10.1	9.5	3.4	2.4	1.9	26.4	25.1	22.6	8.7	6.5	6.2
Total LCC Avg.		19.4	11.8	10.5	4.3	2.8	2.3	25.9	25.7	23.0	12.4	6.6	6.8
Korean Airlines	2,242	N/A	N/A	3.3	0.9	1.1	0.9	N/A	N/A	29.5	6.7	6.2	6.1
Asiana Airlines	963	N/A	8.3	6.8	1.1	1.1	1.0	N/A	14.2	12.1	11.0	6.0	6.3
Air China	12,895	8.9	6.6	6.6	1.1	0.9	0.8	12.4	14.6	13.3	7.4	6.5	6.2
China Southern Airlines	9,303	13.2	5.9	5.8	1.3	0.9	0.8	10.0	16.7	14.8	7.4	6.5	6.5
China Eastern Airlines	11,958	10.5	6.3	6.4	1.3	1.0	0.8	13.5	18.4	14.8	8.8	7.5	7.4
CATHAY PACIFIC AIRWAYS	5,690	8.8	12.4	11.9	1.1	0.8	0.8	12.0	7.9	8.3	6.2	6.7	6.8
SINGAPORE AIRLINES	9,208	16.6	16.1	16.6	1.0	0.9	0.9	6.4	5.8	5.6	4.2	4.3	4.7
ANA HOLDINGS INC	9,609	14.2	12.1	10.5	1.4	1.1	1.0	9.8	9.9	10.7	5.4	4.7	4.4
JAPAN AIRLINES	10,882	8.6	6.0	6.8	1.8	1.1	1.0	21.5	20.2	15.9	3.9	2.7	2.5
DEUTSCHE LUFTHANSA	5,524	4.0	12.1	10.5	1.2	1.1	1.0	34.9	19.3	17.9	3.0	2.5	2.4
DELTA AIR LINES INC	27,522	10.8	6.2	6.3	3.6	2.0	1.6	46.0	34.5	26.9	4.6	3.7	3.7
Asia Ex-Japan FSC Avg.		11.6	9.3	8.2	1.1	1.0	0.9	10.9	12.9	14.1	7.4	6.2	6.3
선진국 FSC Avg.		9.4	9.1	8.5	2.0	1.4	1.2	28.1	21.0	17.9	4.2	3.4	3.3
Total FSC Avg.		10.6	9.2	8.3	1.4	1.1	1.0	18.5	16.2	15.4	6.2	5.2	5.2

자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈표4〉 Coverage

	아시아나항공	대한항공	제주항공
투자의견	BUY	MARKETPERFORM	BUY
목표주가(원)	7,100	35,000	38,000
현재주가(원)	5,370	31,550	30,000
상승여력(%)	24.4%	9.9%	21.1%
시가총액(십억원)	1,048	2,298	779
P/E(x)			
2015	N/A	N/A	19.5
2016F	8.5	N/A	12.2
2017F	8.7	2.9	8.1
P/B(x)			
2015	1.1	0.9	4.5
2016F	1.1	1.0	2.8
2017F	1.0	0.8	2.2
ROE(%)			
2015	N/A	N/A	30
2016F	14	N/A	25
2017F	12	30	30
EV/EBITDA(x)			
2015	11.0	6.7	12.9
2016F	6.1	6.2	6.1
2017F	6.3	6.0	3.4
매출액(십억원)			
2015	5,795	11,545	608
2016F	5,842	11,602	733
2017F	6,034	12,052	919
영업이익(십억원)			
2015	98	883	51
2016F	311	1,139	75
2017F	240	1,116	112
당기순이익(십억원)			
2015	-138	-565	47
2016F	127	-146	64
2017F	124	773	97

자료: 회사자료, Bloomberg, HMC투자증권

LCC – 경쟁에서 승리한 LCC, 높은 ROIC 창출

경쟁심화는 항공시장의 서열 재편 촉진

미국을 필두로 “하늘길의 자유화” 본격화
 항공운송업은 다른 어떤 교통수단보다도 안전과 안보문제에 민감하기에 자국의 법과 각종 규제
 로 보호되어 왔다. 하지만, 이는 항공사들의 경쟁력 약화를 가져왔고 미국을 필두로 “하늘길의 자
 유화”가 본격적으로 이루어지게 되었다.

규제완화는 항공산업의

Entry barrier 낮춰

이로 인해 경쟁심화

규제완화는 항공산업의 entry barrier를 낮아지게 만들었다. 이로 인해 저비용항공사들을 중심
 으로 신규 항공사 설립이 증가되었고 경쟁은 심화되었다. 항공산업에도 시장경쟁원리가 도입되기
 시작한 것이다. 자유로운 경쟁을 통해 경쟁에서 살아남거나 도태되면서 항공사들간의 서열이 재편
 되었다.

상대적으로 완전경쟁에 가까

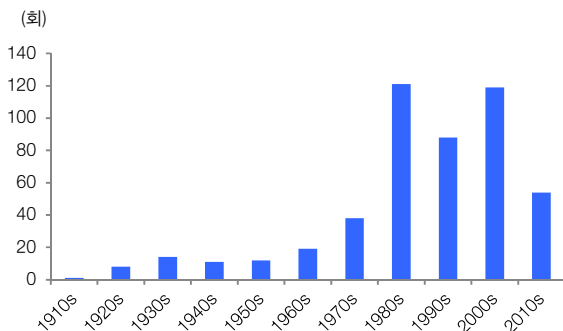
운 상황에서 경쟁했던 LCC.

소수의 살아남은 LCC들은

높은 ROIC 창출

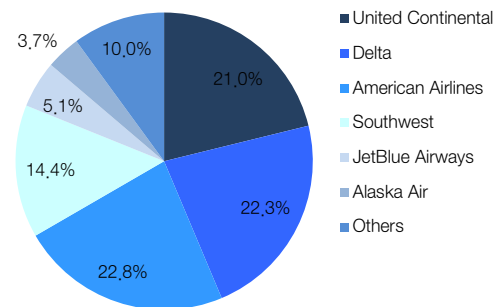
이 과정에서 상당수의 대형항공사들은 당기순손실을 기록하며 수익성이 나빴지만 정부의 재정적
 지원, 다른 항공사들간의 인수 및 합병 과정을 거치면서 살아남았다. 그 결과, ROIC는 낮아졌다.
 반면, 저비용항공사들은 완전경쟁 시장에 가까운 경쟁상황에 놓여있었고, 소수의 살아남은 항공사
 들은 높은 ROIC를 보였으며, 주주가치 향상에 더욱 더 기여했다. 이 부분에 대해서는 추후 더 자
 세히 알아보자.

〈그림9〉 미국 항공사 M&A 추이



자료 : A4A, HMC투자증권

〈그림10〉 2Q16 기준 미국 항공시장 M/S 현황



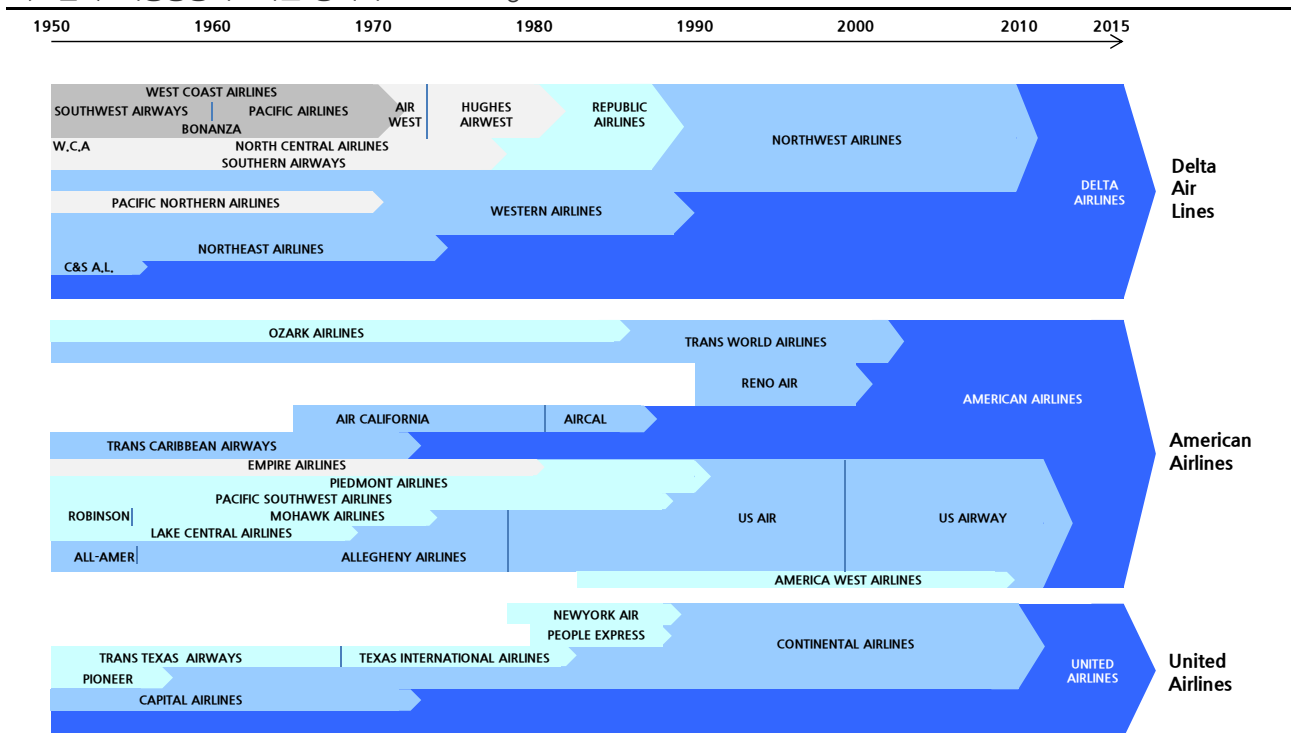
자료 : Bloomberg, HMC투자증권

상대적으로 완전경쟁 시장에 가까운 상황에 놓였던 LCC

대형항공사 현재 미국 항공 시장은 인수합병 과정을 거친 후의 American Airlines, United Airlines, Delta Air Lines 3사의 M/S 합이 약 66%에 달한다. 대형항공사들은 저비용항공사 대비 상대적으로 경쟁과정에서 완전히 파산하기보다는 무수히 많은 인수 및 합병 과정을 거쳐왔다. 공공적 측면에서 정부의 지원 아래 인수 및 합병의 중요성과 사회적 파급력을 고려해 파산보다는 정부의 지원 아래 인수 및 합병이 이루어진 것이다.

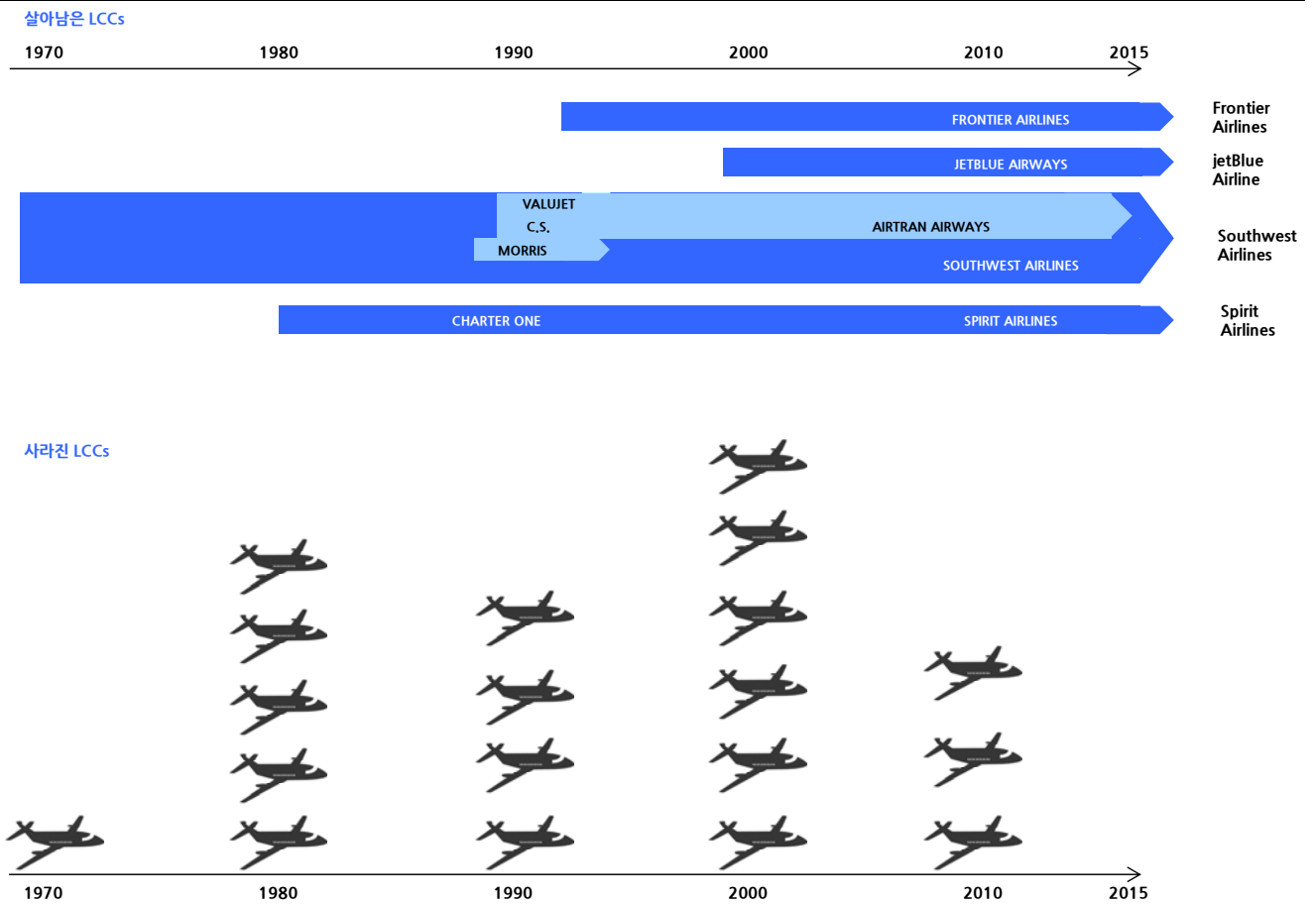
저비용항공사 저비용항공사의 경우 완전경쟁에 가까운 시장에 놓여있었다. 특히, 규제완화 직후 1980년대에 항공사 수가 급증하면서 경쟁심화과정을 견디지 못해 많은 저비용항공사들이 파산했고 이후 2000년대 초반 테러, 고유가, 기상재해 등의 부정적 외부변수가 발생했을 때에도 대거 파산했다. 상대적으로 초기 설립자본, 규모, 파급력, 정부의 재정적 지원 등의 면에서 대형항공사 대비 “Low” 했기 때문이다.

〈그림11〉 대형항공사 3사는 상대적으로 Too big to die



자료: A4A HMC투자증권

〈그림12〉 완전경쟁에 가까운 경쟁상황 下 살아남은 LCC들 vs 사라진 LCC들



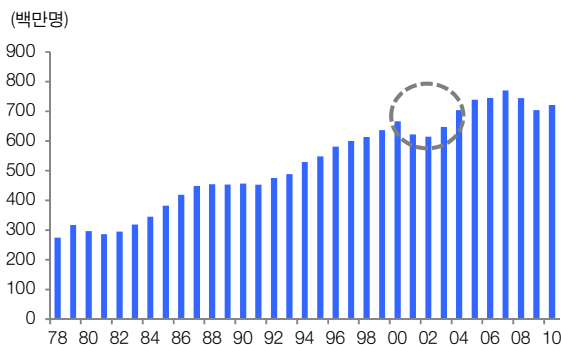
주: 역사적으로 사라진 LCC들 개수를 비율적으로 표현
 자료: A4A, HMC투자증권

살아남은 LCC, 대형항공사 대비 높은 ROIC 창출

2000년대 초반은 대형항공사와 저비용항공사의 차이가 극명하게 드러나는 때는 2000년대 초반 항공산업의 수요
항공산업에 약재가 될 수 있 에 악영향을 끼칠 수 있는 여러 외부요소가 발생했던 시기이다. 2001년 9.11 테러, 2003년 SARS
는 외부변수 다수 발생 발생으로 항공 수요가 급격히 감소했고 테러 발생 이후 보안관련 비용이 크게 확대되면서 항공사
의 비용 부담이 커졌다. 또한 2001년부터 2004년까지의 항공유 가격이 약 41% 상승했고 2005년
8월말 허리케인 카트리나가 발생하면서 유가는 한차례 더 폭등해 2001년 대비 최고 약 176% 상승
했던 때이다.

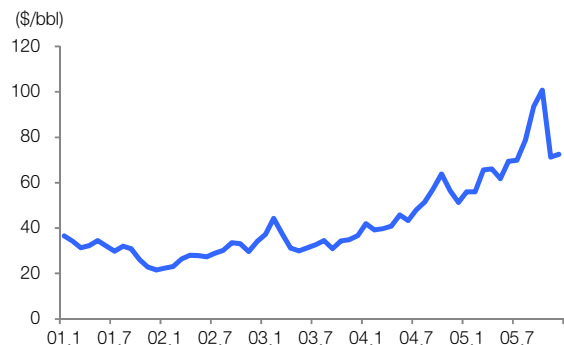
이 시기 대형항공사 2004년 미국 주요항공사들의 손익현황 및 재무상태를 보면 대부분이 당기순손실을 기록했다. 대
차려차례 파산신청할 수밖에 형항공사들은 저비용항공사 대비 평균 5배 높은 부채를 부담하고 있었다. 결국 차례 차례 파산신청
에 없었음 (Chapter 11)을 했다. 다른 산업 대비 공급에 있어서 막대한 자본과 시간이 소요되며, 공공적인 측면에서의
중요성이 높은 대형 항공사이기에, 구조조정을 거쳐 회생할 수 있도록 정부의 지원이 있
을 수밖에 없었다. 언론에 따르면 당시 지원금액이 최소 300억달러를 상회하는 것으로 보인다.

〈그림13〉 2000년대 초반 미국 항공수요 감소



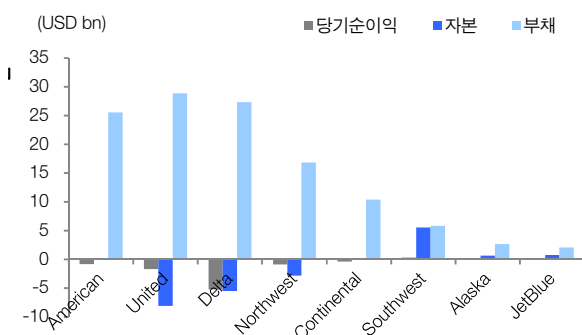
자료: A4A, HMC투자증권

〈그림14〉 2001-2005 항공유 폭등



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림15〉 2004년 주요항공사 주요 재무지표



자료: Bloomberg, HMC투자증권

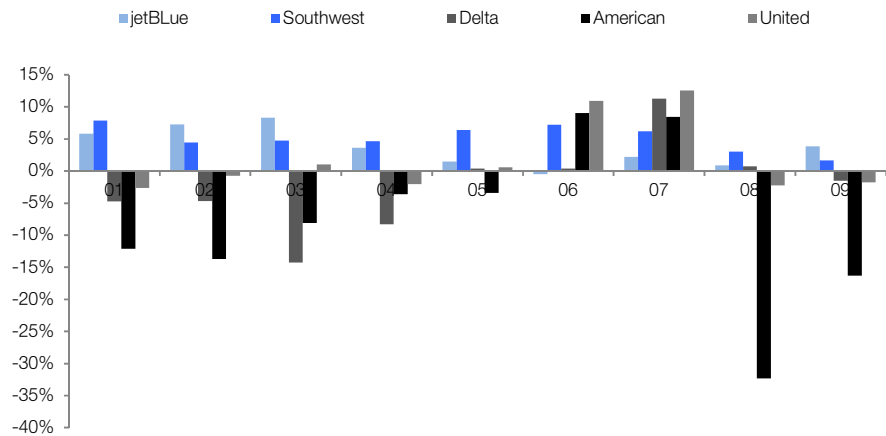
〈그림16〉 2000's Chapter 11 신청한 주요 항공사들

항공사	파산신청 시기
US Airways	Aug-02
United Airlines	Dec-02
Air Canada	Apr-03
US Airways(Second)	Sep-04
Northwest Airlines	Sep-05
Delta Air Lines	Sep-05
Frontier Airlines	Apr-08
American Airlines	Nov-11

자료: A4A, HMC투자증권

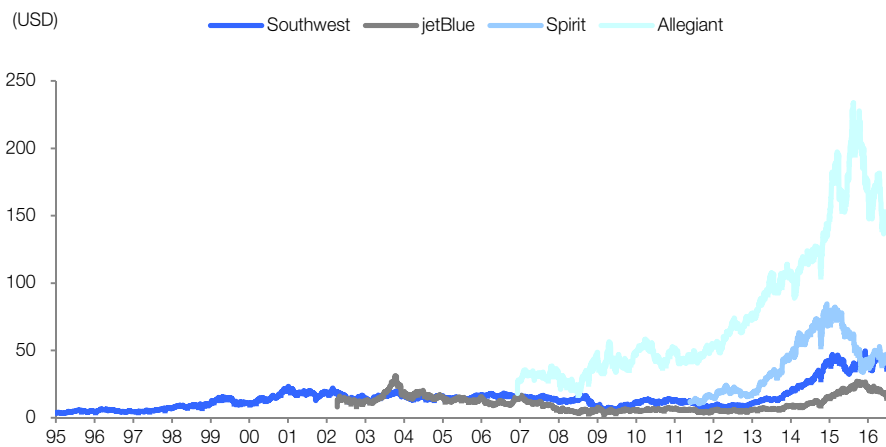
살아남은 저비용항공사 p.10의 그림16과 같이 저비용항공사들 또한 1980년대, 2000년대 특히 많이 파산했다. 살아남은 대형항공사 대비 높은 ROIC LCC의 경우 지속적인 경쟁우위를 유지하기 위한 투자를 해 높은 ROIC를 보여주었다. 반면, 대형 보임 항공사들은 이 기간 동안 순손실을 기록하고 재정적 어려움을 겪었으며 그 결과 ROIC는 낮아졌다

〈그림17〉 LCC는 대형항공사 대비 지속적으로 높은 ROIC 창출



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림18〉 소수의 살아남은 LCC들 높은 수익률 보임



자료: Bloomberg, HMC투자증권

특히, 독립형 LCC가 높은 ROIC 창출. 결국 본원적 경쟁력 강화 관건

경쟁력 차이는 Cost structure에서, 독립형 LCC 높은 ROIC 보임

결국 이들의 경쟁력 차이는 Cost structure였다. CASM(Ex-fuel, transport related and labor)을 살펴보면 LCC들은 FSC 대비 압도적인 경쟁우위를 지니고 있다. 현재까지 경쟁에서 살아 남은 LCC들 중에서도 독립형 LCC인 Southwest airline가 가장 낮은 CASM을 바탕으로 높은 주가수익률 및 ROIC를 보여주고 있다.

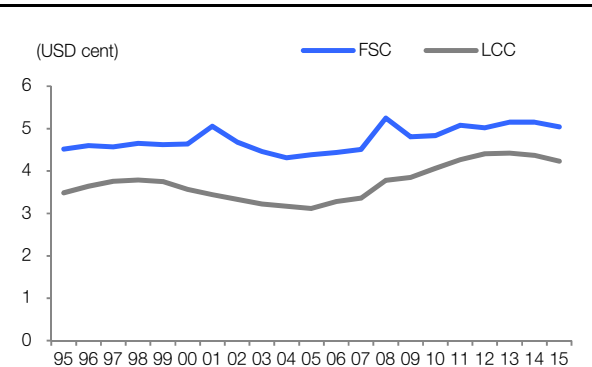
Southwest, 본원적 경쟁력 강화에 집중

하지만 이러한 Cost structure가 한 순간에 이뤄진 것은 아니다. 미국시장 점유율 약 14%를 차지하고 있는 1위 저비용항공사 Southwest의 경우를 살펴보자. Southwest의 경우 현재 미국시장 점유율 약 14%를 차지하고 있다(국내선, 국제선 포함). 동사의 경우, 타 LCC 보다 가장 낮은 CASM을 보유하고 있으며 이를 지속하기 위해 본원적 경쟁력 강화에 집중하고 있다.

정비비 절감을 위한 노력 꾸준히 지속 중 그 결과 낮은 단위비용 유지

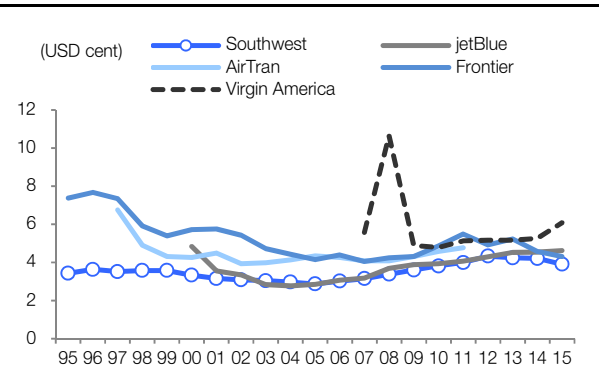
정비비 절감을 위해 노후기재를 고효율의, 정비비가 덜 소요될 수 있는 기재로 꾸준히 교체하고 있다. 또한, “power-by-the-hour” 계약을 엔진 정비업체와 맺고, 엔진정비 시 정비 type(level)과 관계없이 시간에 비례해 정비비를 청구해 효과적으로 1회성 비용 발생 가능성을 전이시키고 있다. 이러한 꾸준한 본원적 경쟁력 강화를 위한 투자로 미국 LCC 내에서도 가장 낮은 단위비용을 유지하고 있다.

〈그림19〉 미국 FSC vs LCC CASM 추이



*FSC: American, Continental, Delta, Northwest, United, US Airways, American West / LCC : Southwest, jetBlue, AirTran, Frontier, Virgin America
 **CASM(ex-Fuel, Transport related, Labor) 수치
 자료: Bureau of Transportation Statistics, HMC투자증권

〈그림20〉 Southwest는 LCC 중에서 압도적 우위



**CASM(ex-Fuel, Transport related, Labor) 수치
 자료: BTS, HMC투자증권

FSC-LCC 자회사 Positioning이 중요

대형항공사는 자회사형 LCC 설립 및 M&A로 대응

대형항공사 저비용항공사는 대형항공사와 완전히 다른 Cost structure을 가지고 있다. 주로 가격민감도가 높은 수요층을 대상으로, 4시간 이내의 단거리 노선에 투입된다. 스스로 수요를 창출하고 있어 전

LCC 공세에 대응하는 방법 세계 대부분의 지역에서 LCC 점유율은 고성장세를 지속할 전망이다. 이에 대응하기 위해 대형항공사는 저비용항공사를 자회사로 인수 및 합병하거나 자회사형 LCC를 설립하는 방법을 모색했다.

초기 대응 방법 초기에는 저비용항공사에 대응하기 위해 대형항공사가 자회사의 형태로 LCC를 설립한 경우는 많았다. Continental Airline의 자회사 Continental Lite(1993-1995), United Airline의 자회사 Ted Airline(2001-2009), Delta Airline의 자회사 Song Airline(2003-2006) 등이 대표적이다.

LCC 자회사 Positioning 실패 하지만, 많은 저비용항공사들이 브랜드 Positioning이 제대로 되지 않아 사라지거나 다시 모회사에 합병되었다.

아시아 FSC 아시아 지역의 경우 또한 LCC의 약 70%가 대형항공사의 자회사이거나 제휴사이다. 아시아 태평양 지역의 항공시장 잠재력이 높기 때문에 Positioning이 잘 이루어진다면 충분히 성공적일 수 있다. 또한, 대형 항공사의 기존 네트워크와의 시너지, 그리고 규모의 경제를 활용한다면 저비용항공사들의 공세에 대처해나갈 수 있을 것으로 보이며, 저가수요 성장의 과실을 취할 수 있을 것으로 판단한다. 대표적으로 일본의 ANA 그룹과 싱가포르의 SIA 그룹의 “Multi-brand strategy” 을 통해 자세히 알아보자.

〈그림21〉 아시아 대형항공사의 LCC 자회사들

모회사(대형항공사)	국적	LCC
싱가포르항공	싱가포르	스쿠트, 타이거항공, 필리핀타이거, 타이완타이거, 타이라이온에어, 타이거에어만달라, 실크항공, 비스트라
ANA	일본	ANA윙스, 에어재팬, 바닐라항공, 피치항공, 솔라시드항공, 두에어
제트스타	호주	제트스타항공, 제트스타재팬, 제트스타아시아, 제트스타퍼시픽
타이항공	태국	오리엔트타이타이스마일, 녹에어, 녹스쿠트, 타이스마일
하이난항공	중국	홍콩익스프레스

자료: 각 사, HMC투자증권

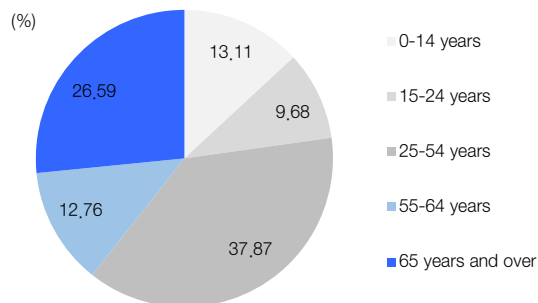
성공사례 1: 일본 ANA 그룹의 “Multi-brand Strategy”

일본의 ANA 그룹 일본의 ANA 그룹은 두 가지 전략 모듈을 활용해 FSC - LCC, 모회사 - 자회사 간 STP 전략이 잘 수행되고 있는 항공사 중 하나이다. 아래의 그룹 구성을 보면, ANA 그룹은 국제선 장거리는 Positioning 잘된 사례 FSC인 All Nippon Airways 국제선 단거리인 AIR Japan, 국내선 단거리의 경우 LCC인 Vanilla Air, Peach Aviation, ANA wings가 주로 담당하고 있다.

일본은 저출산 노령화 사회 일본 항공 시장의 경우, 저출산, 노령화 사회로 진입하면서 일본의 Outbound 항공여행 수요는 Outbound 수요는 정체 정체인 상태이다. 항공여행 수입은 꾸준히 증가하고 있지만 지출규모는 줄어들고 있다. 반면, 해외에서 들어오는 Inbound 여행수요는 아시아 태평양 항공시장의 성장 및 일본 정부의 지원과 함께 꾸준히 증가하고 있다.

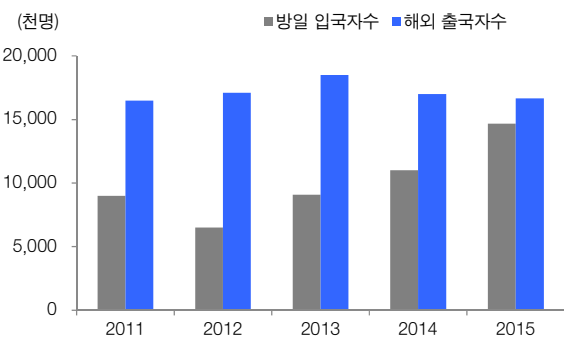
FSC-LCC 이에, ANA 그룹은 Inbound 여행수요 및 국내선 수요에 대해서는 100% 자회사로 설립한 저비용항공사 Vanilla Air와 홍콩투자회사와 함께 지분 투자한 Peach 항공으로 대응하고 있다. 반면, **각각 장거리 단거리** **효과적으로 대응** ANA는 network carrier로서 고품질의 서비스를 제공하며 Outbound Traffic에 집중하고 있다.

〈그림22〉 노령화된 일본 인구구조(2015년 기준)



자료: CIA the world factbook 2016, HMC투자증권

〈그림23〉 일본 항공수요 추이



자료: ANA annual report, HMC투자증권

〈그림24〉 ANA 그룹 구성



자료: ANA annual report, HMC투자증권

〈그림25〉 하네다공항 이용객수 기준 글로벌 4위

순위	허브공항(국가/지역)	이용객수(천명)
1	Atlanta (US)	96,178
2	Beijing (CN)	86,128
3	London (GB)	73,408
4	Haneda (JP)	72,826
5	Los Angeles (US)	70,663
6	Dubai (AE)	70,475
7	Chicago (US)	69,999
8	Paris (FR)	63,813
9	Dalls/Ft.Worth (US)	63,554
10	Hong Kong (HK)	63,121

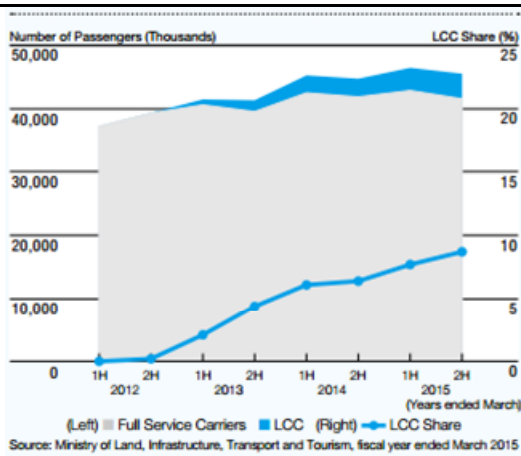
자료: ANA annual report, HMC투자증권

일본 LCC 시장 점유율은 향후 30%까지 상승전망 일본 LCC 시장은 다른 나라보다 역사가 짧다. 하지만, 국내선 LCC 점유율은 설립 이후 가파르게 상승해 현재 10%가 넘는 점유율을 보이고 있다. 일본정부는 2012년 10월 나리타 국제공항 내 LCC 전용 터미널을 설립했으며 피치항공이 독점사용하고 있다. 정부 차원의 LCC 지원 정책으로 LCC 점유율은 향후 30%까지 상승될 전망이다.

일본의 듀얼허브공항 전략 일본의 경우 “듀얼 허브공항” 전략을 가지고 있다. 기존 전략은 국제선은 지바현의 나리타, 국내선은 하네다로 초점이 맞춰져 있어, 승객들이 가장 많이 이용한 상위 5개의 노선 또한 2시간 내외의 하네다에서 일본 내 다른 도시로 이동하는 노선이었다. 하지만, 최근 하네다 공항에서도 유럽, 미국 서부와 동부 등 주요 도시를 연결하는 직항편이 생겨 듀얼 허브공항 경쟁이 본격적으로 이루어지고 있다.

사치효과가 대할 수 있는 “Multi-brand strategy” 이를 통한 허브공항 경쟁력 강화는 곧, ANA항공의 경쟁력 강화로 이어질 것이며, 두 LCC(Vanilla Air, Peach Aviation)를 통해서 국내선 시장 점유율 상승 및 해외 Inbound 수요의 국내선 간선 및 지선 연결 시 점유율 상승 목표로 “Multi-brand strategy” 를 운영하고 있다.

〈그림26〉 일본 국내선 LCC 점유율



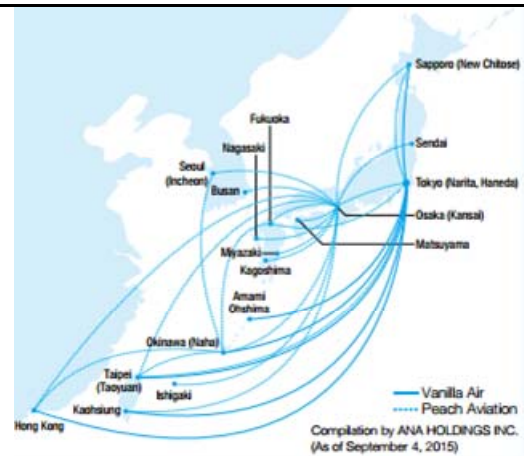
자료: ANA annual report, HMC투자증권

〈그림28〉 이용객수 기준 상위 5개 노선

순위	노선	이용객수(천명)	비행시간(hr)	신칸센 이동시 소요시간(hr)
1	Haneda-Sapporo	8,908	1:30	-
2	Haneda-Fukuoka	8,223	1:45	4:55
3	Haneda-Osaka	5,274	1:05	2:30
4	Haneda-Okinawa	4,904	2:30	-
5	Haneda-Kagoshima	2,246	1:45	6:45

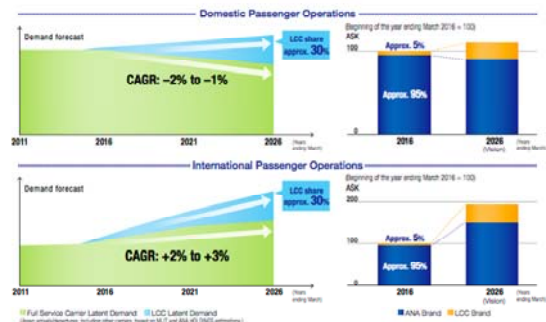
자료: Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism, HMC투자증권

〈그림27〉 ANA그룹 저비용항공사 노선



자료: ANA annual report, HMC투자증권

〈그림29〉 일본 국내선 및 국제선 수요 전망



자료: ANA annual report, HMC투자증권

성공사례2 : 싱가포르 SIA 그룹의 “Multi-brand Strategy”

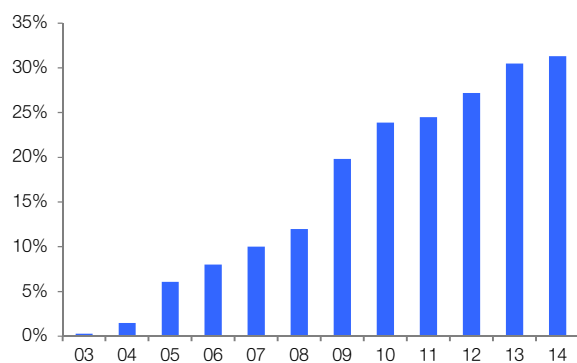
싱가폴 SIA 그룹	싱가폴의 SIA Group 또한, 경쟁력 있는 저비용항공사인 Tiger Airways의 지분을 추가로 인수해
FSC-LCC 대응전략	완전 자회사로 편입시키면서 “Multi-brand strategy” 를 운영하고 있다. SIA 그룹 또한 국제선 장
성공사례	거리는 FSC인 SIA, 국제선 단거리는 FSC인 Silk Air를 통해 휴양지(태국, 말레이시아, 베트남 등) 특화수요에 대응하고, 저비용 항공사 Tiger Airways, Scoot을 통해 각각 단거리, 장거리 수요에 특화해서 담당하는 전략을 취하고 있다.
초기 LCC 대응전략은	초기에, SIA Group의 LCC 대응 전략은 소극적이었다. 2004년에 설립된 저비용항공사 Tiger
소극적이었으나	Airways의 지분을 약 30%만 소유하며 LCC의 성장가능성에 대해 회의적인 입장을 보여왔다. 하지만
LCC 점유율은 가파르게	아래 그림과 같이 싱가포르 항공시장에서 LCC의 시장점유율은 빠르게 증가해 현재 30%가 넘는 수준이
상승	다. 동기간 동안 Tiger Airways는 2010년 IPO이후 해외 항공사들과 JV를 설립하며 급성장했고, 2013년 9월 기준 창이공항 LCC Traffic의 33% M/S를 기록, LCC중 1위의 자리를 확고히 했다.

〈그림30〉 SIA 그룹 Portfolio 전략



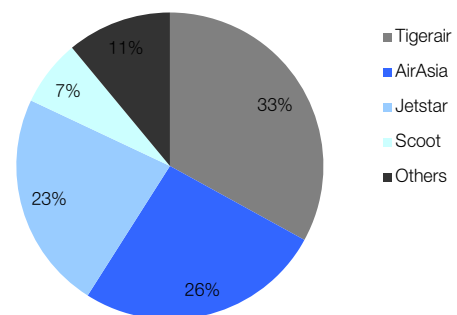
자료: SIA Group IR presentation, HMC투자증권

〈그림31〉 싱가포르 국제선 LCC 점유율



자료: CAPA, HMC투자증권

〈그림32〉 싱가포르 LCC capacity share(% of seats)



*주: 2013년 9월 창이공항 기준 수치
자료: CAPA, HMC투자증권

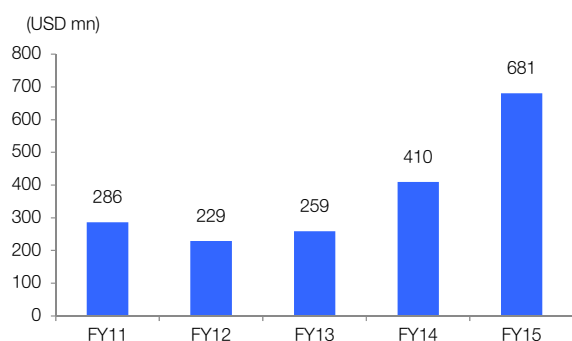
LCC 전략 방향 수정 결국 SIA Group은 LCC에 대한 전략의 방향을 수정할 수 밖에 없었으며, 2012년 중순 장거리용 LCC Scoot을 운항 시작했으며, 2016년 2월 단거리용 LCC Tiger Airways의 지분을 지속적으로 사들여 완전 자회사로 편입시켰다. STP 전략이 성공적으로 수행되기 위해서는 Tiger Airways의 100% 지분 인수가 불가피했는데, 그 이유는 일관된 전략 수행, 단일화된 웹사이트 운영을 통한 마케팅 시너지 향상, Cannibalization 이슈를 방지할 필요가 있었기 때문이다.

FY15 FY 15 기준 SIA 그룹 주요 자회사 재무실적을 보면, Scoot과 Tiger Airways 모두 흑자전환하며 SIA 그룹의 전반적인 영업이익의 상승(+66.1%, yoy)에 기여했다. 2016년 5월 SIA 그룹은 Scoot과 Tiger Airways를 자회사로 두는 새로운 지주회사 “Budget Aviation Holdings”를 설립했으며 향후 이들의 시너지 향상을 위한 전략을 구상 중이다.

FSC는 장기 네트워크 경쟁력 강화 모색 2016년 3월말 기준으로 SIA Group은 여객기 164대를 운영하고 있다. FSC인 Singapore Airline은 B777과 A380위주의 대형기를 운영 중이며 최근 Premium Economy석을 도입함으로써 L/F 상승을 통해 기재 운영효율성 상승 및 A350-900 XWB 대거 도입을 통해 장거리 네트워크 경쟁력 강화를 꾀하고 있다.

Multi-brand 전략 해외 확장 네트워크 경쟁력 강화 SIA Group은 또한, Multi-brand strategy를 해외로 확장시켜 글로벌 항공사들간 JV를 설립함으로써 네트워크를 확장하고 있다. 인도의 Tata Sons와 Singapore Airline간 JV를 통해 FSC인 Vistara Airline을 설립했으며, 타이항공의 LCC인 Nok Air와 Scoot 간 JV를 통해 Nok Scoot을 설립해 인도와 태국시장에서의 경쟁력을 강화 중이다.

〈그림33〉 SIA그룹 영업이익 추이



자료: SIA Group Annual Report, HMC투자증권

〈그림34〉 SIA그룹 주요 자회사 영업이익

(USD mn)	FY14	FY15	YoY
Singapore Airlines	340	485	42.6%
SIA Engineering	84	104	23.8%
SIA Cargo	-22	-50	N/A
Silk Air	41	91	122.0%
Scoot	-67	28	흑자전환
Tiger Airways	-9	14	흑자전환

자료: SIA Group Annual Report, HMC투자증권

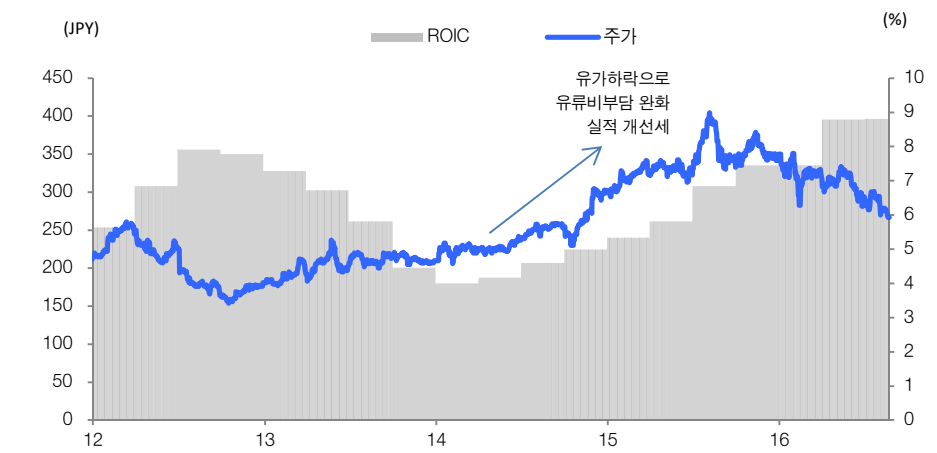
〈표5〉 SIA Group 여객기 보유 현황

(대)

Fleet	소유	금융리스	운용리스	Total	On firm order
Singapore Airlines					
B777-200	11			11	
B777-200ER	10			10	
B777-300	5		1	6	
B777-300ER	24		3	27	
A380-800	10		9	19	5
A330-300			28	28	
A350-900XWB	1			1	66
B787-10				0	30
Sub-total	61	0	41	102	101
SilkAir					
A319-100	1		3	4	
A320-200	3		8	11	
B737-800	5		9	14	3
B737-8 MAX					37
Sub-total	9	0	20	29	40
Scoot					
B787-8	4			4	4
B787-9	6			6	6
Sub-total	10	0	0	10	10
Tiger Airways					
A319-100			2	2	
A320-200		9	12	21	
A320-200N				0	39
Sub-total	0	9	14	23	39
Total	80	9	75	164	190

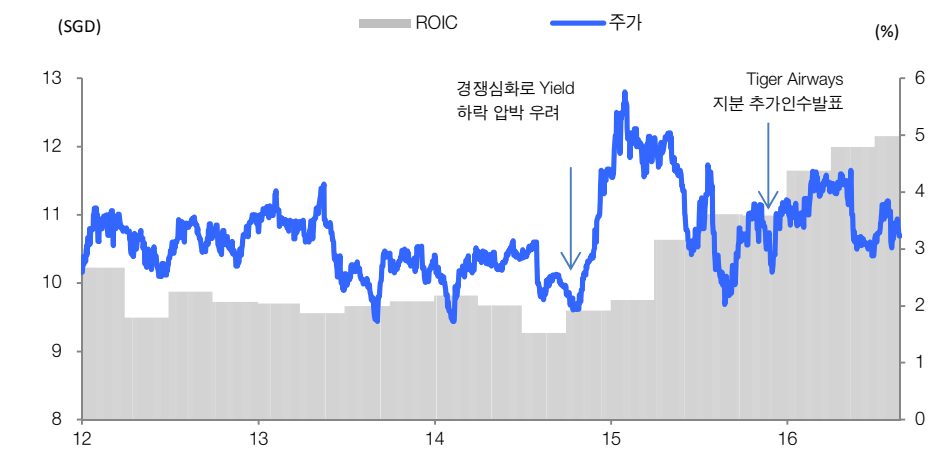
자료: SIA Group IR Presentation, HMC투자증권

〈그림35〉 ANA그룹 주가흐름 및 ROIC 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림36〉 싱가포르에어라인 주가흐름 및 ROIC 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

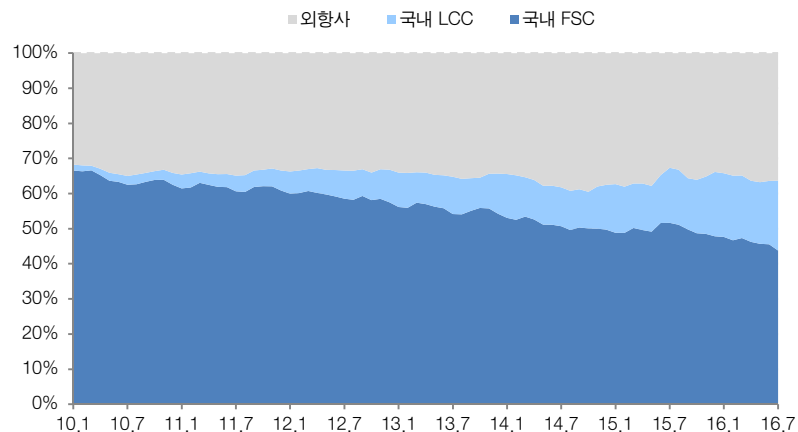
LCC 성장에 대응하는 국내 대형항공사의 전략

국내 항공시장 현황

국내 항공시장 LCC 점유율 상승 지속 전망 국내 항공시장의 경우 대한항공과 아시아나항공 양 대형항공사의 국제선 점유율이 감소세에 있지만 여전히 안정적인 시장 지배력을 보유하고 있다. LCC의 경우 현재 제주항공과 진에어를 필두로 고성장세를 이어가고 있는 상황이다. 향후 점유율 측면에서도, LCC 중심으로 항공시장의 파이가 커질 것으로 예상돼 LCC의 점유율 상승은 지속적으로 이어질 전망이다.

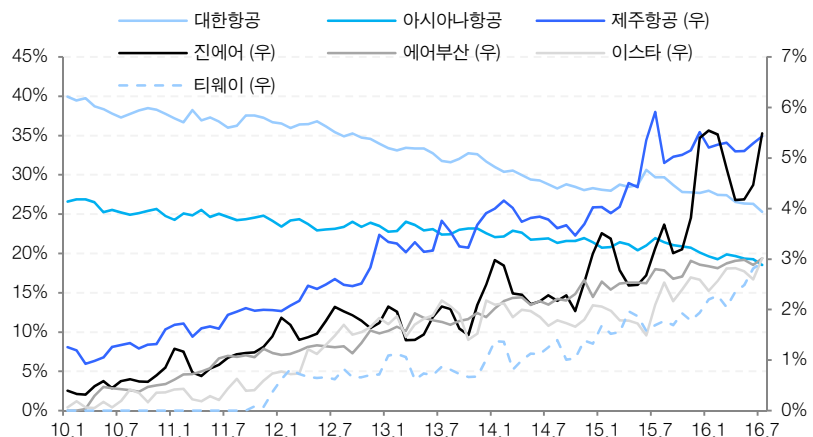
FSC의 경우 높은 부채비율에도 안정적 시장 지배력 보유 양 대형항공사의 경우 별도기준으로 전년 말 기준 부채비율이 각각 868%, 991%에 달해 재무구조 개선이 필요하다. 하지만 항공기단 확보를 위한 대규모 투자가 이루어지기 때문에 높은 부채규모가 불가피하기도 하다. 또한, 앞에서 살펴본듯 양 대형항공사는 규모나 파급력이 크고 공공적 성격이 강하기 때문에 정부나 산업은행 등 국책은행의 지원이 있을 수밖에 없어 높은 부채비율이 단기적으로 Risk가 될 가능성은 크지 않다. 하지만 주주가치 개선에는 부정적이다.

〈그림37〉 국제선 점유율 변화



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, HMC투자증권

〈그림38〉 국제선 M/S 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, HMC투자증권

LCC 성장의 과실 함께 향유할 수 있는 아시아나의 전략 긍정적

LCC 대응 전략 LCC에 대응하는 대형항공사의 전략의 경우 확인한 차이를 보인다. 아시아나항공의 경우, 앞서 양 대형항공사가 확인한 실패보았던 “Multi-brand strategy” 전략을 취하고 있다. 자회사로 저비용항공사인 에어부산 차이 보임 (46%지분 보유), 에어서울(100% 지분)을 두고 있는 아시아나항공은 국제선 장거리 및 단거리 Premium 수요층은 모회사인 아시아나항공을 통해, 에어부산과 에어서울을 통해서 성장하는 LCC 수요에 대응해 항공시장의 성장의 과실을 취하고 있다.

아시아나 전략 앞서 실패보았던 ANA 그룹과 SIA 그룹의 사례에서와 같이, 이러한 전략방향은 성공가능성이 높 긍정적시너지 기대 으며 시너지 창출을 통해 주주가치 제고에도 도움이 될 것이다. 최근 출범한 에어서울의 경우 2016년 7월 국내선 취항을 마쳤으며, 10월 국제선 취항 예정이며, 주로 아시아나항공이 취항중인 단거리 적자노선에 취항할 계획이다. 아시아나그룹 전체의 수익성 개선에는 시간이 소요될 전망이다, 2017년 하반기에는 긍정적인 시너지를 창출할 수 있을 것으로 보인다.

〈그림39〉 에어부산 공동운항 노선

Codeshare 협정방식	좌석 자유판매, 좌석 임대, 좌석 교환
공동운항 노선	김포/부산 노선
	부산/제주 노선
	부산/오사카 노선
	부산/나리타 노선
	부산/칭다오 노선
	부산/후쿠오카 노선
	부산/타이베이, 카오슝, 홍콩, 다낭, 마카오, 씨엠립 노선
	부산/치토세, 세부 노선
	대구/제주 노선

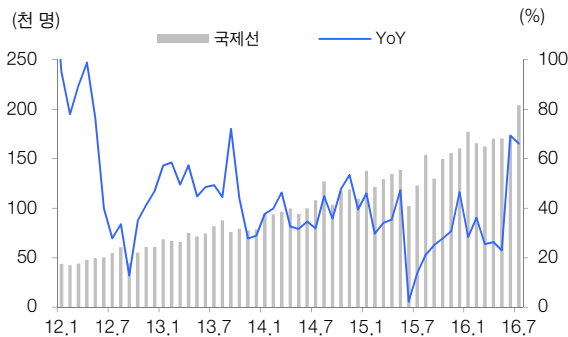
자료: 아시아나항공, HMC투자증권

〈그림40〉 에어서울 취항 노선 사업계획서

2016년 6월	(일본) 미야자키, 요나고, 시즈오카, 구마모토 주 3회
	(동남아) 씨엠립 주 4회
2016년 하반기	(일본) 도야마, 마쓰야마, 다카마쓰 주 3회, 야마히가와 주 2회
	(동남아) 프놈펜 주 7회
2016년 하반기	(일본) 오키나와 주 7회
	(동남아) 씨엠립 주 3회(총 주 7회)
2017년 상반기	(중국) 청타오 주 14회
	(동남아) 코타키나발루 주 7회
2017년 상반기	(중국) 옌타이, 웨이하이 주 7회
	(동남아) 다낭 주 7회

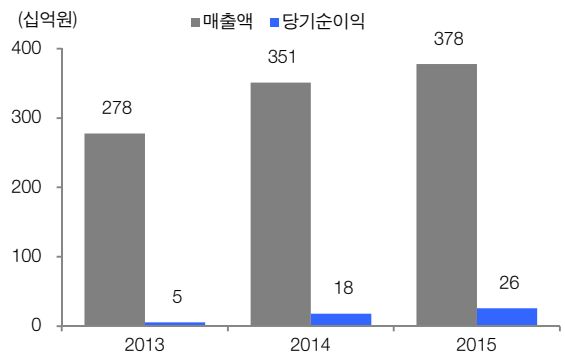
자료: 아시아나항공, HMC투자증권

〈그림41〉 에어부산 국제선 Traffic 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사 HMC투자증권

〈그림42〉 에어부산 실적추이



자료: 국토교통부, HMC투자증권

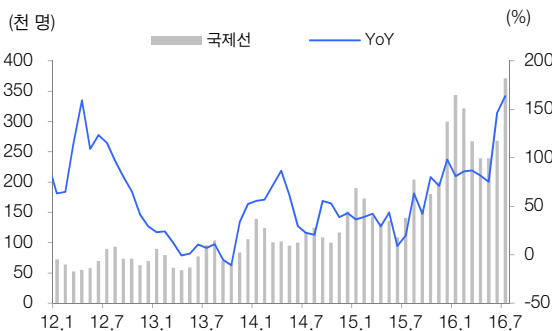
진에어 LCC 중 유일하게
중대형 항공기 도입해 장거
리 노선 취항.
향후 실적추이 지켜볼
필요

대한항공의 경우, 저비용항공사인 진에어를 한진칼의 100% 자회사로 소유하고 있어 직접적으로 저비용항공사를 소유하고 있지는 않다. 진에어는 국내 저비용항공사 최초로 중대형 항공기 (B777-200ER, 약 393석)를 도입해 장거리 노선인 하와이 노선에 취항 중이다. 2Q16 영업적자를 기록했는데, 비수기인 탓도 있었지만 장거리 노선 수요가 부진할 경우 특히 L/F 변동이 심해 실적 변동성이 클 것으로 전망된다

대한항공 - 진에어간
Cannibalization이슈,
이해상충 문제 존재

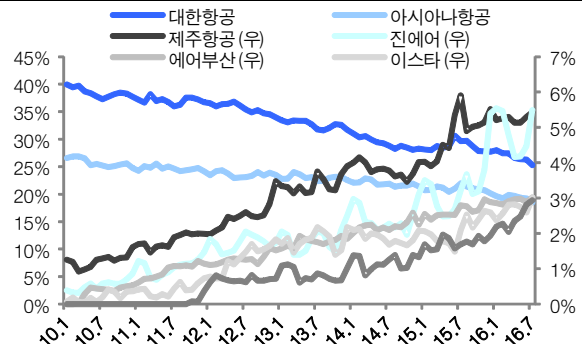
대한항공과 진에어는 이미 15개의 노선에서 Code share를 맺고 있다. 진에어의 국제선 여객수송량은 급증하며 점유율 측면에서 제주항공과 비슷한 수준에 도달한 반면, 대한항공의 경우 장거리노선에서의 경쟁이 불가피해 점유율이 지속적 감소하고 있다. 이러한 이해상충 문제로 진에어의 고성장세 지속성에 대해 보수적으로 바라본다. 또한, 장거리노선 환승수요 부진 및 경쟁이 심화되고 있는 상황에서 동사의 일방적인 지원은 Cannibalization으로 동사에게는 제약이 되는 요소이다.

〈그림43〉 진에어 국제선 Traffic 추이



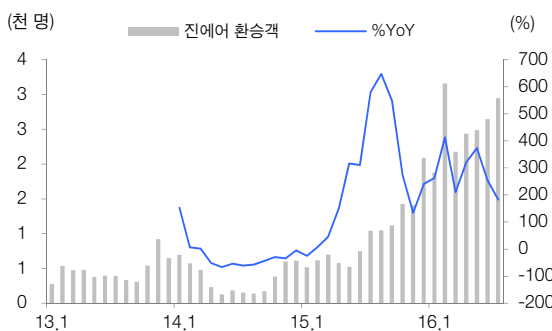
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사 HMC투자증권

〈그림44〉 국제선 LCC 점유율



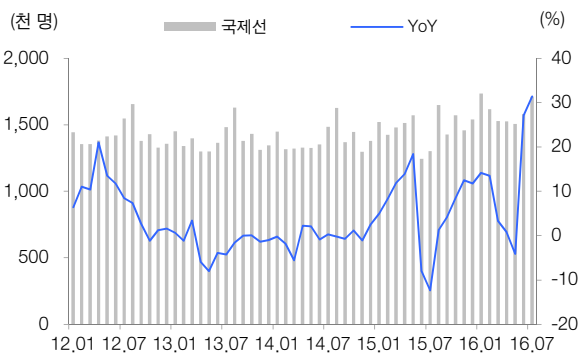
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사 HMC투자증권

〈그림45〉 진에어 환승객 Traffic 증가



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사 HMC투자증권

〈그림46〉 대한항공 국제선 Traffic 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사 HMC투자증권

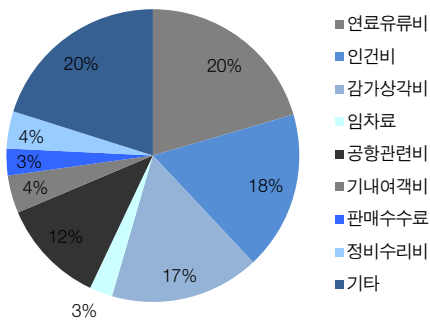
하반기 실적 전망

저유가와 원화강세, 이례적으로 우호적인 영업환경

저유가 지속되어 항공사 유류비 부담완화 항공사의 경우 유류비가 영업비용 중 가장 큰 원가비중을 차지한다. 저유가 기조가 하반기에도 이어질 가능성이 높아짐에 따라, 항공사의 유류비 부담은 완화될 것으로 보인다. 환율 또한, 대형 항공사의 경우 외화 차입금 비중이 높아 이익 변동성에 큰 영향을 미치는 Macro 요소이다. 원/달러 환율이 Brexit 이후 원화강세 흐름을 보이고 있어, 양 대형항공사의 Bottom line 안정화에 기여할 것으로 보인다.

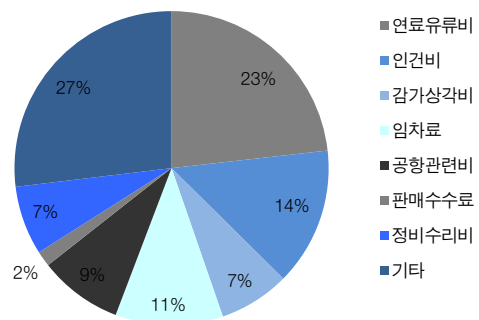
유가와 환율 민감도 유가와 환율에 따라 영업이익 민감도를 분석해본 결과, 대한항공의 경우 연평균 환율 10원 하락 시 약 153억원의 영업이익 증가하였고, 연평균 유가 1원 하락 시 약 370억원의 영업이익이 증가하였다. 아시아나항공의 경우 연평균 환율 10원 하락 시 약 99억원의 영업이익 증가, 연평균 유가 1원 하락 시 약 200억원의 영업이익이 증가하였다.

〈그림47〉 대한항공 2016년 2분기 별도기준 영업비용



자료: 대한항공, HMC투자증권

〈그림48〉 아시아나항공 2016년 2분기 별도기준 영업비용



자료: 아시아나항공, HMC투자증권

〈그림49〉 대한항공 유가/환율 민감도 추정

		항공유가(\$/bbl)																				
		47	48	49	50	51	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62	63	64	65	66	67
원/달 러 환율 (원)	1,150	1,535	1,499	1,462	1,426	1,391	1,354	1,317	1,280	1,244	1,207	1,170	1,134	1,097	1,061	1,024	988	951	915	878	842	805
	1,152	1,533	1,496	1,460	1,423	1,388	1,351	1,314	1,277	1,241	1,204	1,167	1,130	1,094	1,057	1,021	984	948	911	875	838	801
	1,154	1,530	1,494	1,457	1,420	1,385	1,348	1,311	1,275	1,238	1,201	1,164	1,127	1,091	1,054	1,017	981	944	908	871	834	798
	1,156	1,528	1,491	1,454	1,418	1,382	1,345	1,308	1,272	1,235	1,198	1,161	1,124	1,088	1,051	1,014	977	941	904	867	831	794
	1,158	1,525	1,489	1,452	1,415	1,379	1,342	1,306	1,269	1,232	1,195	1,158	1,121	1,084	1,048	1,011	974	937	901	864	827	790
	1,160	1,523	1,486	1,449	1,412	1,376	1,340	1,303	1,266	1,229	1,192	1,155	1,118	1,081	1,044	1,008	971	934	897	860	823	787
	1,162	1,521	1,484	1,447	1,410	1,374	1,337	1,300	1,263	1,226	1,189	1,152	1,115	1,078	1,041	1,004	967	930	894	857	820	783
	1,164	1,518	1,481	1,444	1,407	1,371	1,334	1,297	1,260	1,223	1,186	1,149	1,112	1,075	1,038	1,001	964	927	890	853	816	779
	1,166	1,516	1,479	1,442	1,405	1,368	1,331	1,294	1,257	1,220	1,183	1,146	1,109	1,072	1,035	998	961	924	887	850	812	775
	1,168	1,513	1,476	1,439	1,402	1,365	1,328	1,291	1,254	1,217	1,180	1,142	1,105	1,068	1,031	994	957	920	883	846	809	772
	1,170	1,511	1,474	1,436	1,399	1,362	1,325	1,288	1,251	1,214	1,177	1,139	1,102	1,065	1,028	991	954	917	879	842	805	768
	1,172	1,508	1,471	1,434	1,397	1,360	1,322	1,285	1,248	1,211	1,174	1,136	1,099	1,062	1,025	988	950	913	876	839	802	764
	1,174	1,506	1,469	1,431	1,394	1,357	1,320	1,282	1,245	1,208	1,171	1,133	1,096	1,059	1,021	984	947	910	872	835	798	761
	1,176	1,503	1,466	1,429	1,391	1,354	1,317	1,280	1,242	1,205	1,168	1,130	1,093	1,056	1,018	981	944	906	869	832	794	757
	1,178	1,501	1,464	1,426	1,389	1,351	1,314	1,277	1,239	1,202	1,165	1,127	1,090	1,052	1,015	978	940	903	865	828	791	753
	1,180	1,499	1,461	1,424	1,386	1,349	1,311	1,274	1,236	1,199	1,162	1,124	1,087	1,049	1,012	974	937	899	862	824	787	750
	1,182	1,496	1,459	1,421	1,384	1,346	1,309	1,271	1,234	1,196	1,159	1,121	1,083	1,046	1,008	971	933	896	858	821	783	746
1,184	1,494	1,456	1,419	1,381	1,343	1,306	1,268	1,231	1,193	1,156	1,118	1,080	1,043	1,005	968	930	892	855	817	780	742	
1,186	1,491	1,454	1,416	1,378	1,341	1,303	1,265	1,228	1,190	1,153	1,115	1,077	1,040	1,002	964	927	889	851	814	776	738	
1,188	1,489	1,451	1,413	1,376	1,338	1,300	1,263	1,225	1,187	1,149	1,112	1,074	1,036	999	961	923	886	848	810	772	735	
1,190	1,486	1,449	1,411	1,373	1,335	1,298	1,260	1,222	1,184	1,146	1,109	1,071	1,033	995	958	920	882	844	807	769	731	

자료: HMC투자증권

〈그림50〉 아시아나항공 유가/환율 민감도 추정

항공유가(\$/bbl)																							
원/달 러 환율 (원)		48	49	50	51	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62	63	64	65	66	67	68	
	1,150	529	509	489	470	451	431	411	391	371	351	331	311	291	271	252	232	212	192	172	152	133	
	1,152	527	507	488	468	449	429	409	389	369	349	329	309	289	269	249	230	210	190	170	150	130	
	1,154	526	506	486	466	447	427	407	387	367	347	327	307	287	267	247	227	208	188	168	148	128	
	1,156	524	504	484	464	445	425	405	385	365	345	325	305	285	265	245	225	205	185	166	146	126	
	1,158	522	502	483	463	443	423	403	383	363	343	323	303	283	263	243	223	203	183	163	143	123	
	1,160	521	501	481	461	441	421	401	381	361	341	321	301	281	261	241	221	201	181	161	141	121	
	1,162	519	499	479	459	439	419	399	379	359	339	319	299	279	259	239	219	199	179	159	139	119	
	1,164	518	497	477	457	438	417	397	377	357	337	317	297	277	257	237	217	197	177	157	136	116	
	1,166	516	496	476	456	436	416	395	375	355	335	315	295	275	255	235	215	194	174	154	134	114	
	1,168	514	494	474	454	434	414	394	373	353	333	313	293	273	253	232	212	192	172	152	132	112	
	1,170	513	492	472	452	432	412	392	371	351	331	311	291	271	251	230	210	190	170	150	130	109	
	1,172	511	491	471	450	430	410	390	370	349	329	309	289	269	248	228	208	188	168	147	127	107	
	1,174	509	489	469	449	428	408	388	368	348	327	307	287	267	246	226	206	186	165	145	125	105	
	1,176	508	487	467	447	427	406	386	366	346	325	305	285	265	244	224	204	183	163	143	123	102	
	1,178	506	486	465	445	425	405	384	364	344	323	303	283	262	242	222	202	181	161	141	120	100	
	1,180	504	484	464	443	423	403	382	362	342	321	301	281	260	240	220	199	179	159	138	118	98	
	1,182	503	482	462	442	421	401	381	360	340	319	299	279	258	238	218	197	177	157	136	116	95	
	1,184	501	481	460	440	420	399	379	358	338	318	297	277	256	236	216	195	175	154	134	114	93	
	1,186	500	479	459	438	418	397	377	356	336	316	295	275	254	234	213	193	173	152	132	111	91	
1,188	498	477	457	436	416	396	375	355	334	314	293	273	252	232	211	191	170	150	129	109	89		
1,190	496	476	455	435	414	394	373	353	332	312	291	271	250	230	209	189	168	148	127	107	86		

자료: HMC투자증권

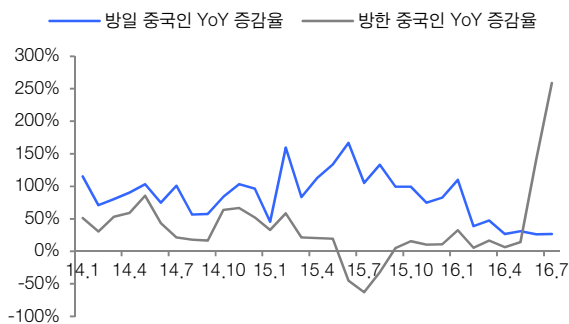
단거리노선 중심 항공수요 강세

MERS 기저효과 지난해 MERS 기저효과를 감안하더라도 항공수요가 더할 나위 없이 좋은 상황이다. 엔저종료 반
감안해도 사수혜로 아시아 지역 여행수요가 한국으로 회귀하고 있는 모습이다. 특히 방한 중국인 수가 YoY
단거리노선 중심 세 자릿수 성장을 보이고 있는 반면 방일 중국인 성장세는 확연한 둔화세를 보이고 있다.
항공수요 강세

항공수요 구조적 상승세 LCC들이 원가경쟁력 우위를 바탕으로 항공권 가격을 낮췄고 이를 통해 신규수요를 창출하면서
3분기 실적 모멘텀 강화 여행 수요는 성수기/비성수기 없이 강세를 보이고 있다. 소비자들은 각종 웹사이트를 통해 실시간
될 것 으로 가장 저렴한 항공권을 알아볼 수 있으며, 모바일 앱을 통해 간편하게 구매하는 등 합리적인
 여행 소비 패턴이 나타나고 있다. 이에 항공수요가 구조적인 상승세에 올라섰다는 판단된다.

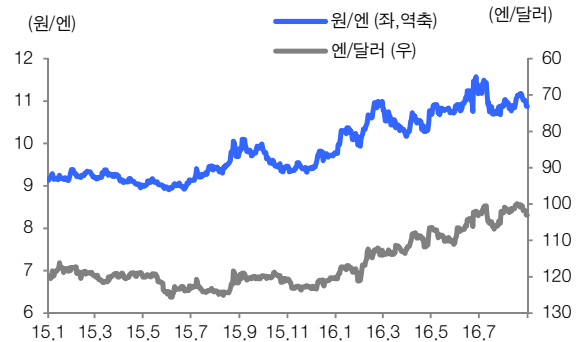
수익성이 좋은 단거리노선(중국, 일본 등)의 수요 초강세 뿐 아니라 유럽을 제외한 전 노선에서
 높은 L/F를 보일 것으로 항공사들의 3분기 실적 모멘텀이 더욱 강화될 것으로 보인다.

〈그림51〉 방한 중국인 수요 폭발적 증가



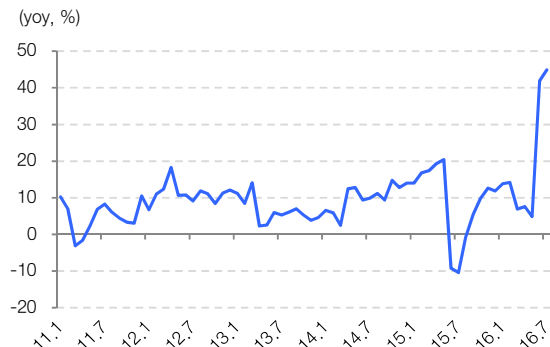
자료: 한국관광공사 HMC투자증권

〈그림52〉 엔저의 종료



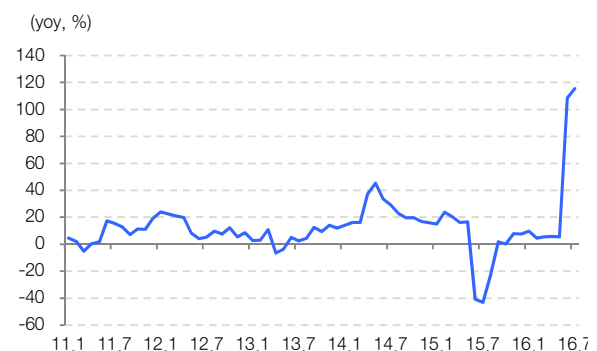
자료: Bloomberg HMC투자증권

〈그림53〉 인천공항 국제선 수송객 YoY 증감율



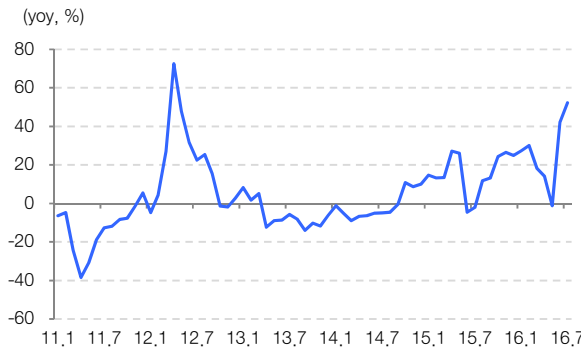
자료: 인천공항, HMC투자증권

〈그림54〉 인천공항 동북아노선 수송객 YoY 증감율



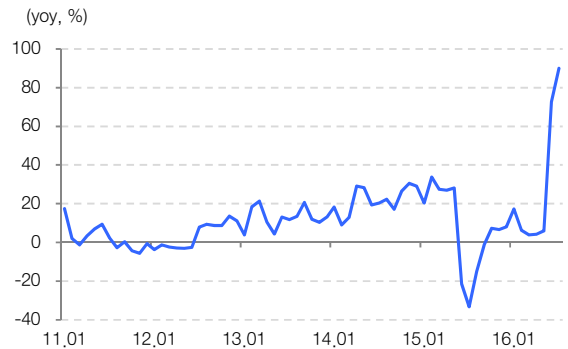
자료: 인천공항, HMC투자증권

〈그림55〉 인천공항 일본노선 수송객 YoY 증감율



자료 : 인천공항, HMC투자증권

〈그림56〉 인천공항 중국노선 수송객 YoY 증감율



자료 : 인천공항, HMC투자증권

화물업황은 최악의 상황은 지나보이나 구조적 공급과잉해소는 시간소요

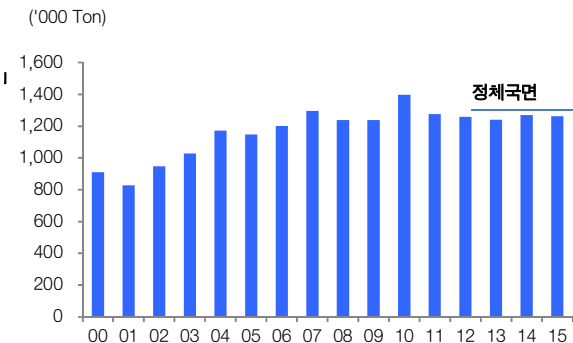
항공화물 공급과잉으로 운임하락 지속

항공 화물 시장은 공급과잉으로 인한 운임하락이 지속되고 있다. 수요시장을 견인할 글로벌 경제회복은 더디게 이루어지고 있어 2010년 고점 이후 하락세를 이어오고 있다. 양 대형항공사 모두 별도기준 매출액의 약 20%를 항공화물 부문이 차지하고 있어, 항공화물 업황 개선은 양 대형항공사 실적 개선의 Trigger 역할을 담당한다.

최악의 상황은 지나 보임

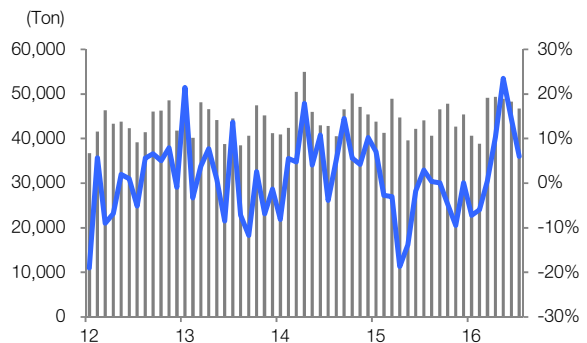
항공 화물 업황은 최악의 상황은 지난 것으로 보이며 하반기 Yield 하락폭은 점진적으로 개선될 것으로 보인다. 그 이유로는, 인천공항 전체 항공화물 수송실적이 4월부터 YoY 증가세를 이어가고 있으며 IT 제품 및 부품, 디스플레이 품목의 수출량 증가가 이어지고 있어 수급 측면에서 긍정적이다.

〈그림57〉 인천공항 연간 항공화물 수출입실적



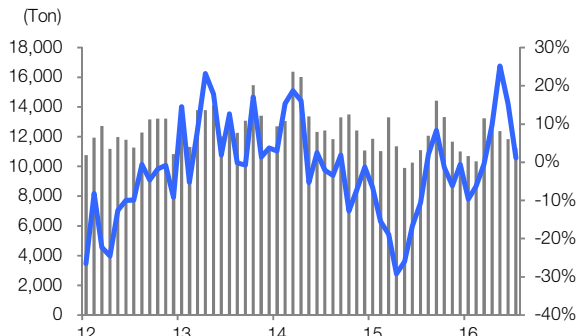
자료: KITA, HMC투자증권

〈그림58〉 인천공항 전체 항공화물 수송실적



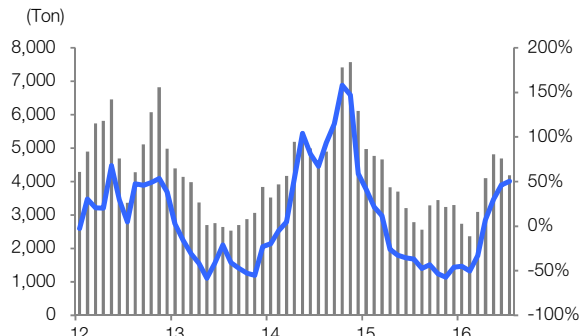
자료: KITA, HMC투자증권

〈그림59〉 인천공항 IT제품 및 부품 수송실적



자료: KITA HMC투자증권

〈그림60〉 인천공항 디스플레이 제품 및 부품 수송실적



자료: KITA HMC투자증권

양 대형항공사 기재효율성 증대, 고수익 물품 수송 확대 등으로 화물업황 부진에 대응

대한항공은 전년 기준 항공화물 수송량은 77.6억만 FTK(-4%, yoy) 기록하며 경쟁사들의 공격적 항공기 도입으로 IATA 집계 기준 글로벌 5위이며, 화물전문 항공사를 제외시 3위 수준이다. 하지만, 2분기 비수기인 점을 감안 시 2Q16 FTK는 0.5% (YoY) 소폭 감소에 그쳐 최악의 상황은 지난 것으로 보인다. 아시아나항공은 전년 기준 동사의 항공화물 수송량은 약 41억만 FTK(+2.6%, yoy) 를 기록했으며, 2Q16 FTK는 3.7%(yoy) 증가했다. 신선화물 및 의약품 등의 고부가가치 화물 수송을 확대하고 여객기 화물 탑재 공간의 운영 효율성을 높여 탑재율(L/F) 또한 2.5%p 증가했다.

화물업황 개선세는 더디게 이루어질 것

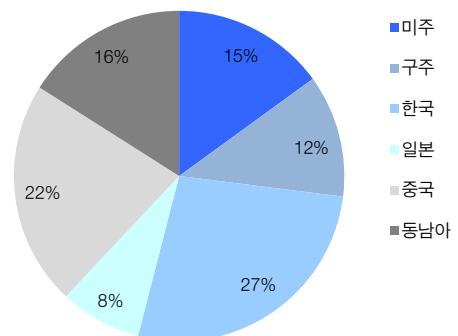
수익성(Yield) 측면에서는 2015년 초 미서부해안 파업으로 인한 기저효과 감안하더라도 하락세 지속되며 부진한 상황이다. 전형적인 화물운송 비수기인 2분기를 저점으로 하반기부터 Yield 하락 폭은 점진적으로 개선될 것으로 전망되지만 글로벌 항공화물 공급과잉 이슈에 대한 우려는 지속될 것으로 전망돼 향후 화물업황 개선세는 추이를 지켜봐야 할 것으로 판단된다.

〈그림 61〉 IATA 2015 세계항공화물수송실적 순위

Rank	Airline	FTK(bn Ton)
1	Federal Express	15.8
2	Emirates	12.2
3	United Parcel Service	10.8
4	Cathay Pacific Airways	9.9
5	Korean Air	7.8

자료: IATA HMC투자증권

〈그림 62〉 대한항공 화물부문 지역별 매출구성



주: 2016년 2분기 별도기준
자료: 대한항공 HMC투자증권

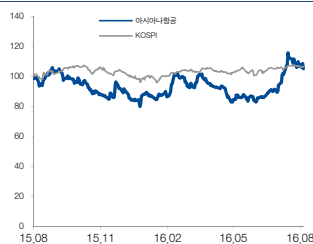
더 멀리 더 오래 날기 위한 선택

현재주가 (8/31)	5,370원		
상승여력	24.4%		
시가총액	1,048십억원		
발행주식수	195,101천주		
자본금/액면가	976십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	5,900원/4,080원		
일평균 거래대금 (60일)	8십억원		
외국인지분율	8.19%		
주요주주	금호산업 외 5인		
	30.10%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	11.2	20.3	20.7
상대주가(%)	10.2	17.2	13.7

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before	607	948	6,000
After	650	636	7,100
Consensus	358	343	5,992
Cons. 차이	81.7%	85.7%	18.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 동사의 중장기적 전략 방향 긍정적 에어서울 통한 비수익노선 구조조정은 시간이 소요되었지만 단거리 노선 수익성 개선 및 시너지 효과 극대화 될 수 있을 것으로 전망
- 단거리노선 중심 수요 강세 저유가 지속 화물부문 점진적 개선세로 하반기 실적 모멘텀 극대화될 것
- 투자이견 BUY, 우량자회사 에어부산과 보유자산가치 감안하여 목표주가 7,100원 선정 항공 3사 중 Top pick으로 제시

2) 주요 이슈 및 실적전망

- 동남아 및 국내선까지 포함하면 단거리 노선 비중이 약 65% 상회 특히 단거리 중심의 ICC 고성장세로 주력 노선인 일본노선의 경쟁심화되며 수익성(Yield) 부진이 동사의 실적 개선 지연
- 이에 100% 자회사 에어서울로 일본 동남아 등 비수익 노선 이관 계획 Cost structure 개선으로 에어서울의 수익성 개선 기여는 이르면 2017년 하반기부터 가능할 것
- 하반기 실적 모멘텀 극대화 될 전망
 1. 2분기 평균 국제유가(WTI 기준 \$45.5/bbl)으로 전년동기 \$57.8/bbl 대비 \$12.3/bbl 하락 현재까지 \$40~\$50/bbl Box권 내에서 저유가 지속 중 헷지비중이 낮아져서 헷지손실 제한적 유류비 절감효과가 지속될 것
 2. 단거리노선 중심 수요 강세 화물부문 점진적 개선세로 하반기 실적 모멘텀 극대화될 것
- 동사는 A380 하반기(10,12월) 2대 추가도입 2017년 A350 Premium Economy석 도입 등 장거리 네트워크 경쟁력 강화/ 에어부산 및 에어서울 통해 비수익노선 구조조정 에어서울 통한 수익성 제고는 2017년 하반기부터 개선될 것 에어부산도 네트워크 강화의 한 축을 담당할 것

3) 주가전망 및 Valuation

- 목표주가 7,100원은 SOTP 방식 이용하여 제시 P/B 11x 수준으로 글로벌 항공사와 유사한 수준에서 거래되고 있지만 에어부산 지분가치 및 보유자산 가치 감안 시 충분히 Valuation 매력 있다고 판단
- 향후 에어서울 성과 가시화 될 경우 투자매력 높아질 것
- 항공 3사 중 Top pick으로 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	5,836.2	98.1	62.2	458.4	319	흑전	22.4	1.4	11.1	6.5	0.0
2015	5,795.3	98.3	-138.1	524.1	-708	적전	N/A	1.1	11.0	N/A	0.0
2016F	5,842.3	311.0	126.9	733.2	650	흑전	8.5	1.1	6.1	14.2	0.0
2017F	6,034.0	240.1	124.2	660.1	636	-2.1	8.7	1.0	6.3	12.1	0.0
2018F	6,256.1	252.0	140.0	659.7	718	12.8	7.7	0.9	5.9	12.1	0.0

* K-IFRS 연결 기준

Valuation 및 투자전략

아시아나항공, 투자의견 BUY, 목표주가 7,100원으로 커버리지 재개

아시아나항공 Top pick 제시
우량자회사 에어부산 및
보유자산 가치 감안해
SOTP 방법으로
목표주가 7,100원 제시

아시아나항공에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 7,100원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가 7,100원은 SOTP 방법을 사용하여 산출하였다. 우량 자회사 에어부산의 지분가치와 약 3,300억 수준의 매도가능 금융자산 가치를 감안할 필요가 있다고 판단하였다. 에어부산 실적이 가파르게 개선세를 보이고 있다. 2016년 반기 기준 순이익 YoY 소폭 감소하긴 했지만 LCC 1,2위 업체인 제주항공과 진에어 대비 우수한 실적을 기록하였다. 보수적으로 보더라도 올해 10%의 매출성장 가능할 것으로 보인다. 제주항공이 약 8천억원의 시가총액인 점 고려해 에어부산의 시가총액을 약 4,500억원 정도로 추정한다. 지분가치 반영 시 30%의 Discount하여 지분율 46%를 적용해 약 1,470억원 반영하였다. 중장기적으로 동사와 에어부산의 시너지 확대가 가능할 것으로 생각하며 에어부산의 가치가 더 확대될 가능성도 있다. 향후 충분히 Valuation 매력 높아질 수 있을 것으로 보인다.

〈그림1〉 아시아나항공 목표주가 산정방법

(십억원)

SOTP valuation			
항목	단위	값	내용
(A) 아시아나항공 EBITDA	(십억원)	697	2016년, 2017년 평균 연결기준
(B) 매도가능금융자산 가치	(십억원)	232	2Q16 반기보고서 기준 30% Discount
(B) 에어부산 지분가치	(십억원)	147	제주항공 시가총액 참고, 30% Discount
(C) Net Debt	(십억원)	3,362	2016년말 추정
(D) Target EV/EBITDA multiple	(X)	6.2	아시아 글로벌 FSC peer 6.2x
(E) EV	(십억원)	4,698	((A)*(D))+(B)
(F) 주주가치	(십억원)	1,336	(E)-(C)
(G) 발행주식수	(천주)	195,101	
주당적정가치	(원)	6,847	(F)/(G)
Target Price	(원)	7,100	

자료: HMC투자증권

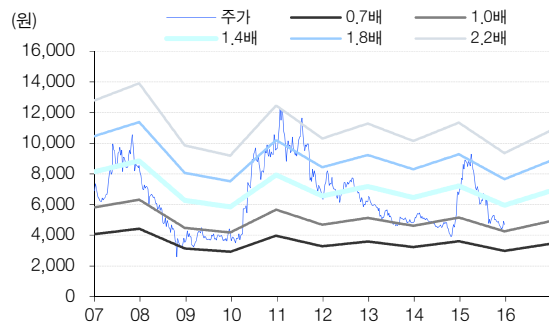
〈그림2〉 Valuation

(십억원)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
당기순이익 (비지배 제외)	62	-138	127	124	140	112	155
(% of sales)	1.1%	-2.4%	2.2%	2.1%	2.2%	1.7%	2.3%
BPS	5,156	4,252	4,923	5,559	6,277	6,850	7,646
EPS	319	-708	650	636	718	573	796
자본총계 (비지배 제외)	1,006	830	960	1,085	1,225	1,336	1,492
(증감률)	11.8%	-17.5%	15.8%	12.9%	12.9%	9.1%	11.6%
FROE	6.5%	-15.0%	14.2%	12.1%	12.1%	8.7%	11.0%
Cost of Equity	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
ROE spread	0.2%	-21.3%	7.9%	5.9%	5.8%	2.5%	4.7%
Residual Income	2	-177	76	64	72	33	70
Terminal Value	161						
RI 지속계수	0.7						
NPV of RI	265						
PV of Terminal Value	88						
Current Book Value	830						
Discount factor	1.0						
Equity Value	1,182						
Shares Outstanding	195,101						
추정주당가치 (원)	6,058						
목표주가	6,100						
현재주가 (원)	5,370						
Upside (%)	13.6%						
Implied P/B			1.2	1.1	1.0		
Implied P/E			9.4	9.6	8.5		
Cost of Equity	6.3%						
Beta	0.7						
Market Risk Premium	5.0%						
Risk-free rate	3.0%						

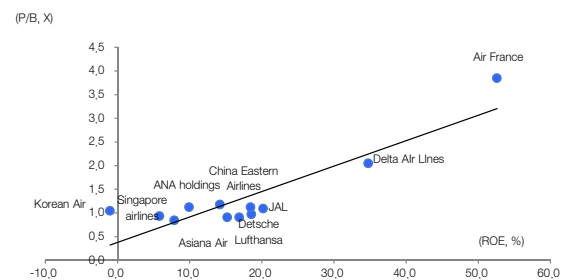
자료: HMC투자증권

〈그림3〉 P/B Band Chart



자료: Quantwise HMC투자증권

〈그림4〉 P/B-ROE Matrix



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림5〉 항공사 Peer Valuation

	시가총액 USD mn	P/E			P/B			ROE			EV/EBITDA		
		15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F
Korean Airlines	2,242	N/A	N/A	3.3	0.9	1.1	0.9	N/A	N/A	29.5	6.7	6.2	6.1
Asiana Airlines	963	N/A	8.3	6.8	1.1	1.1	1.0	N/A	14.2	12.1	11.0	6.0	6.3
Air China	12,895	8.9	6.6	6.6	1.1	0.9	0.8	12.4	14.6	13.3	7.4	6.5	6.2
China Southern Airlines	9,303	13.2	5.9	5.8	1.3	0.9	0.8	10.0	16.7	14.8	7.4	6.5	6.5
China Eastern Airlines	11,958	10.5	6.3	6.4	1.3	1.0	0.8	13.5	18.4	14.8	8.8	7.5	7.4
CATHAY PACIFIC AIRWAYS	5,690	8.8	12.4	11.9	1.1	0.8	0.8	12.0	7.9	8.3	6.2	6.7	6.8
SINGAPORE AIRLINES	9,208	16.6	16.1	16.6	1.0	0.9	0.9	6.4	5.8	5.6	4.2	4.3	4.7
ANA HOLDINGS INC	9,609	14.2	12.1	10.5	1.4	1.1	1.0	9.8	9.9	10.7	5.4	4.7	4.4
JAPAN AIRLINES	10,882	8.6	6.0	6.8	1.8	1.1	1.0	21.5	20.2	15.9	3.9	2.7	2.5
DEUTSCHE LUFTHANSA	5,524	4.0	12.1	10.5	1.2	1.1	1.0	34.9	19.3	17.9	3.0	2.5	2.4
DELTA AIR LINES INC	27,522	10.8	6.2	6.3	3.6	2.0	1.6	46.0	34.5	26.9	4.6	3.7	3.7
Asia Ex-Japan FSC Avg.		11.6	9.3	8.2	1.1	1.0	0.9	10.9	12.9	14.1	7.4	6.2	6.3
선진국 FSC Avg.		9.4	9.1	8.5	2.0	1.4	1.2	28.1	21.0	17.9	4.2	3.4	3.3
Total FSC Avg.		10.6	9.2	8.3	1.4	1.1	1.0	18.5	16.2	15.4	6.2	5.2	5.2

자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림6〉 상세실적전망

(십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F
가정												
원/달러(기말)	1100.29	1097	1170	1158	1201	1163	1120	1150	1053	1132	1159	1165
원/달러(평균)	1109.5	1115	1185	1172.5	1143	1152	1140	1170	1099	1172.5	1170	1150
항공유가 (\$/bbl)	68	74	66	56	43	54	52	51	112	66	50	56
금유단가 (\$/bbl)	82	83	75	72	58	59	57	56	121	78	58	62
국제여객												
RPK (백만 km)	9164	8,981	9,738	9,826	9,827	9,848	10,721	10,330	35,071	37,709	40,725	42,558
Yield (원)	87	81	85	78	82	77	77	74	92	81	78	80
L/F (%)	82%	78%	80%	80%	80%	83%	85%	83%	79%	80%	83%	83%
화물												
FTK (백만 km)	1,011	1,029	993	1,071	946	1,067	1,065	1,149	4,000	4,104	4,227	4,290
Yield (원)	302	265	279	284	254	241	241	266	333	270	247	240
L/F (%)	75%	75%	74%	77%	72%	77%	75%	81%	73%	75%	76%	76%
영업수익 (십억 원)	1,408	1,334	1,539	1,515	1,476	1,375	1,519	1,472	5,836	5,795	5,842	6,034
국내여객 (십억 원)	73	75	76	65	63	78	81	75	347	290	298	307
국제여객 (십억 원)	796	727	827	768	809	763	901	788	3,306	3,118	3,261	3,460
항공화물 (십억 원)	306	273	270	296	241	257	264	315	1,374	1,144	1,076	1,139
기타 (십억 원)	233	259	365	386	363	277	273	294	810	1,243	1,206	1,128
영업비용 (십억 원)	1,331	1,395	1,469	1,502	1,418	1,346	1,377	1,391	5,738	5,697	5,531	5,794
유류비용	357	369	369	363	288	293	294	287	2,002	1,458	1,163	1,325
기타	879	924	1,007	1,046	1,033	960	977	997	344	383	402	420
영업이익 (십억 원)	77	-61	69	13	59	29	142	81	98	98	311	240
세전이익 (십억 원)	80	-101	-68	-76	63	-14	121	27	41	-164	198	162
순이익 (십억 원)	60	-87	-63	-48	44	-31	93	21	62	-138	127	124

자료: 아시아나항공, HMC투자증권

전략 및 이슈 점검

단거리노선 중심 여객수요 초강세

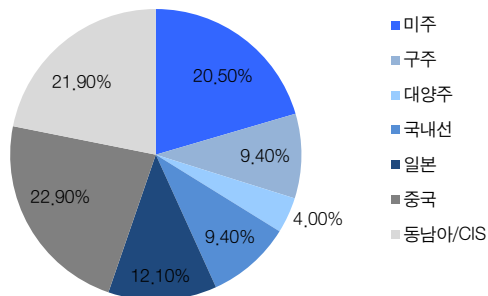
단거리노선 중심 수요강
세 이어갈 것
3Q16 이익 모멘텀
극대화될 것

본업인 항공여객 부문은 단거리 노선 중심의 수요강세를 이어갈 것으로 보인다. 엔저종료 반사 수혜로 아시아 지역의 여행수요가 한국으로 회귀하는 모습을 보이고 있다. 유럽지역을 제외한 전 노선의 수요 강세가 예상된다. 화물부문 또한 IT 수요 회복세로 최악의 상황은 지난 것으로 보인다. 9월 현재까지 저유가가 지속중이며 환율 또한 변동성 확대 가능성이 크지 않아 항공사에 우호적인 상황이 지속되고 있어 성수기에 힘입어 3Q16 이익 모멘텀이 극대화될 것으로 전망된다

에어서울 통한 비수익노
선 구조조정 공략적
향후 LCC 성장 동사가
함께 취할 수 있는 구조

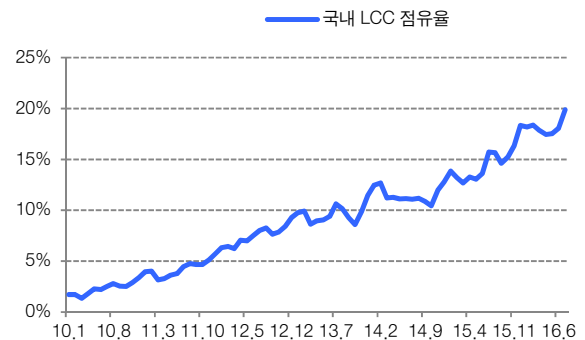
동사의 경우 동남아 및 국내선까지 포함하면 단거리 노선 비중이 약 65%를 상회한다. 단거리 노선 중심의 LCC들이 고성장하면서 특히 마진이 좋았던 일본노선 수익성이 하락하며 동사의 이익 개선을 지연시켰다. 동사는 100% 자회사 에어서울을 출범시켜 일본 및 동남아 비수익 노선에 취항시킬 계획으로, LCC가 저운임을 바탕으로 신규수요를 창출하며 성장하고 있는 항공시장의 파이를 모회사와 자회사가 자기잠식효과 없이 함께 나눌 수 있을 전망이다. 동사가 46% 보유한 에어부산 역시 네트워크 강화의 한 축을 담당할 것이다.

〈그림7〉 2016년 2분기 별도기준 여객 노선별 매출구성



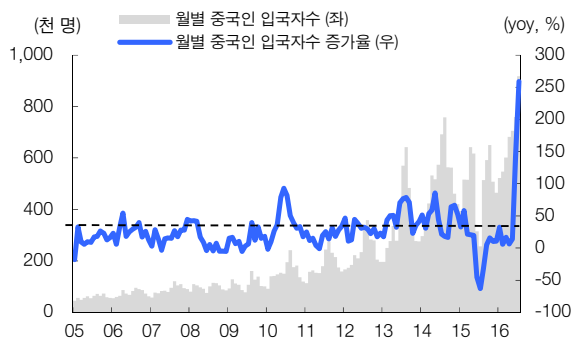
자료: 아시아나항공, HMC투자증권

〈그림8〉 국내 LCC 점유율 20% 수준



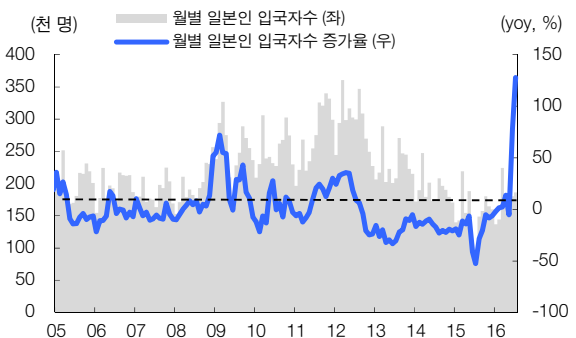
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, HMC투자증권

〈그림9〉 월별 중국인 입국자수 및 yoy 증감율



자료: 한국공항공사, HMC투자증권

〈그림10〉 월별 일본인 입국자수 및 yoy 증감율



자료: 한국관광공사, HMC투자증권

일석이조로 돌아올 멀티브랜드 전략

에어서울 출범으로 향후
아시아나항공과의 시너지
확대로 안정적 실적 개선
기대

동사의 멀티브랜드 전략은 중장기적 관점에서 긍정적으로 평가한다. LCC 고성장세에 대응해 에어서울을 출범시켜 동사의 비수익 노선 수익성을 제고하는 전략은 시간이 소요되겠지만 cost structure 개선으로 충분히 동사와의 시너지 효과를 기대할 수 있을 것으로 판단한다. 에어서울은 이르면 4분기부터 일본노선 6~7개와 동남아 노선 1~2개로 취항할 예정으로 2017년 하반기부터 실적 개선에 기여할 것으로 추정한다. 에어부산은 설립 후 2년만에 흑자 전환하였고 올해 상반기 실적 또한 순이익은 yoy 소폭 감소하였지만 LCC 점유율 1,2위 업체인 제주항공, 진에어 대비 우수한 실적을 기록하고 있다. 아시아나항공과의 시너지 확대로 안정적 실적 개선 기대된다.

동사는 장거리 노선 경쟁력
강화해 나갈 것

동사는 하반기 2대의 A380을 추가 도입할 예정이며, 2017년부터는 고효율의 신형기 A350을 도입해 기재효율성을 높이고 장거리 네트워크 경쟁력을 강화할 계획이다. 모회사인 아시아나항공을 통해서 장거리 노선 경쟁력을 강화하고 두 회사 에어부산과 에어서울 통해서 단거리노선 수요 강세 대응 및 비수익 노선 취항으로 그룹 전체의 수익성 제고가 가능할 것으로 판단한다.

〈그림11〉 에어부산 실적 추이

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1H16
매출액	72.1	120.8	177.6	220.8	277.9	351.0	378.0	205.9
영업이익	-8.3	3.7	2.1	3.9	5.1	20.5	33.0	N/A
순이익	-6.3	5.7	4.7	4.5	4.6	17.5	27.2	16.1
OPM	N/A	3.1%	1.2%	1.8%	1.8%	5.8%	8.7%	N/A
NPM	N/A	4.7%	2.6%	2.0%	1.7%	5.0%	7.2%	7.8%

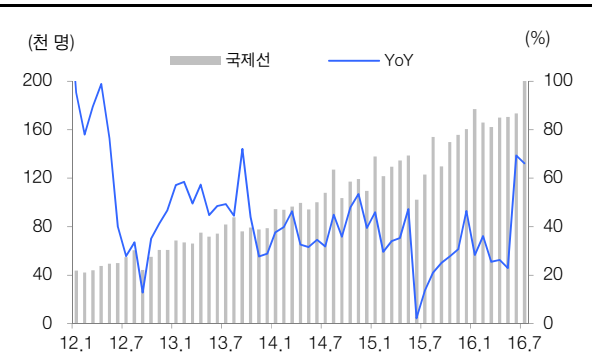
자료: 인천국제공항공사, HMC투자증권

〈그림12〉 아시아나항공 신기종 도입계획

기종	A380	A350 XWB	A321 Neo
좌석규모	495석	300석 내외	140~180석
도입대수	6대 (4대 기도입)	30대	25대
도입시기	2014-2016	2017-2025	2018~2025

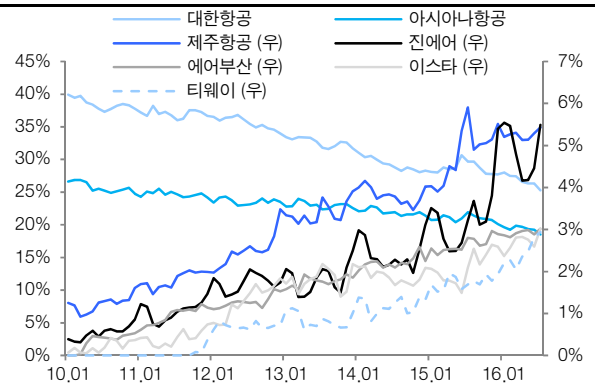
자료: 인천국제공항공사, HMC투자증권

〈그림13〉 전공항공기준 에어부산 국제선 수송실적



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, HMC투자증권

〈그림14〉 국제선 점유율 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	5,836	5,795	5,842	6,034	6,256
증가율 (%)	2.0	-0.7	0.8	3.3	3.7
매출원가	5,187	5,118	4,962	5,213	5,403
매출원가율 (%)	88.9	88.3	84.9	86.4	86.4
매출총이익	649	677	881	821	853
매출이익률 (%)	11.1	11.7	15.1	13.6	13.6
증가율 (%)	15.2	4.3	30.1	-6.8	3.9
판매관리비	551	579	570	581	601
판매비율 (%)	9.4	10.0	9.7	9.6	9.6
EBITDA	458	524	733	660	660
EBITDA 이익률 (%)	7.9	9.0	12.5	10.9	10.5
증가율 (%)	60.1	14.3	39.9	-10.0	-0.1
영업이익	98	98	311	240	252
영업이익률 (%)	1.7	1.7	5.3	4.0	4.0
증가율 (%)	흑전	0.2	216.5	-22.8	5.0
영업외손익	-83	-258	-168	-118	-109
금융수익	18	11	27	44	57
금융비용	153	176	187	178	182
기타영업외손익	52	-93	-7	16	16
종속/관계기업관련손익	26	-5	55	40	40
세전계속사업이익	41	-164	198	162	183
세전계속사업이익률	0.7	-2.8	3.4	2.7	2.9
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	-17.8	12.8
법인세비용	-22	-25	70	38	42
계속사업이익	63	-139	128	125	141
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	63	-139	128	125	141
당기순이익률 (%)	1.1	-2.4	2.2	2.1	2.3
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	-2.1	12.8
지배주주지분 순이익	62	-138	127	124	140
비지배주주지분 순이익	1	-1	1	1	1
기타포괄이익	44	11	4	0	0
총포괄이익	107	-128	131	125	141

(단위: 십억원)

현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	373	443	455	562	557
당기순이익	63	-139	128	125	141
유형자산 상각비	360	426	422	420	408
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-4	59	22	-16	-16
운전자본의 감소(증가)	22	-16	-63	73	64
기타	-69	113	-53	-40	-40
투자활동으로인한현금흐름	-390	-851	1,023	-297	-292
투자자산의 감소(증가)	15	-61	402	28	27
유형자산의 감소	88	6	783	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-333	-287	-337	-315	-310
기타	-160	-510	175	-10	-10
재무활동으로인한현금흐름	-218	329	-978	238	78
장기차입금의 증가(감소)	427	691	-596	102	118
사채의증가(감소)	-182	-39	-113	76	30
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-463	-323	-270	60	-70
기타현금흐름	-1	0	2	0	0
현금의증가(감소)	-236	-80	501	503	342
기초현금	499	263	183	684	1,187
기말현금	263	183	684	1,187	1,529

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,328	1,245	1,933	2,513	2,932
현금성자산	263	183	684	1,187	1,529
단기투자자산	325	329	328	354	380
매출채권	388	333	334	361	388
재고자산	183	206	213	229	246
기타유동자산	169	194	374	381	389
비유동자산	6,883	8,048	6,608	6,515	6,430
유형자산	4,907	5,546	4,578	4,473	4,375
무형자산	365	646	644	644	644
투자자산	706	840	492	505	517
기타비유동자산	906	1,017	895	895	895
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	8,212	9,293	8,541	9,028	9,362
유동부채	2,366	3,311	2,903	3,027	3,038
단기차입금	69	293	152	157	177
매입채무	156	135	137	148	159
유동성장기부채	1,184	1,689	1,423	1,483	1,413
기타유동부채	958	1,194	1,191	1,239	1,289
비유동부채	4,726	5,130	4,655	4,893	5,075
사채	1,229	1,190	1,078	1,154	1,184
장기차입금	719	833	360	430	500
장기금융부채 (리스포함)	990	1,342	1,361	1,388	1,416
기타비유동부채	1,788	1,764	1,856	1,921	1,975
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,092	8,441	7,558	7,920	8,113
지배주주지분	1,006	830	960	1,085	1,225
자본금	976	976	976	976	976
자본잉여금	1	1	1	1	1
저분조정 등	-28	-78	-78	-78	-78
기타포괄이익누계액	77	98	102	102	102
이익잉여금	-19	-167	-40	84	224
비지배주주지분	113	22	23	23	24
자본총계	1,119	852	983	1,108	1,249

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	324	-713	654	640	722
EPS(지배순이익 기준)	319	-708	650	636	718
BPS(자본총계 기준)	5,736	4,365	5,038	5,678	6,400
BPS(지배자본 기준)	5,156	4,252	4,923	5,559	6,277
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	22.0	N/A	8.5	8.7	7.7
P/E(지배순이익 기준)	22.4	N/A	8.5	8.7	7.7
P/B(자본총계 기준)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
P/B(지배자본 기준)	1.4	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	11.1	11.0	6.1	6.3	5.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	적전	흑전	-2.1	12.8
EPS(지배순이익 기준)	흑전	적전	흑전	-2.1	12.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	6.3	N/A	13.9	11.9	11.9
ROE(지배순이익 기준)	6.5	N/A	14.2	12.1	12.1
ROA	0.8	N/A	1.4	1.4	1.5
안정성 (%)					
부채비율	633.8	991.2	768.9	714.9	649.8
순차입금비율	321.9	567.8	342.0	277.2	222.7
이자보상배율	0.6	0.6	1.7	1.3	1.4

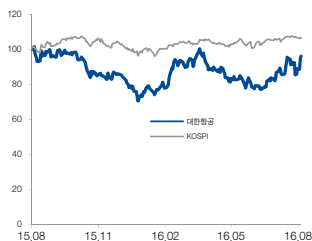
본격적 실적 모멘텀에 오르기 전 생각해볼 것들

현재주가 (8/31)	31,550원		
상승여력	9.9%		
시가총액	2,298십억원		
발행주식수	72,840천주		
자본금/액면가	370십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	33,300원/23,200원		
일평균 거래대금 (60일)	11십억원		
외국인지분율	15.22%		
주요주주	한진칼 외 8인		
	35.56%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	10.7	13.9	22.8
상대주가(%)	9.7	11.0	15.6

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before	-2,532	9,733	32,000
After	-2,006	10,606	35,000
Consensus	-145	4,700	36,500
Cons. 차이	1278.9%	125.7%	-4.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 동사의 멀티브랜드 전략과 관련해 보수적 관점 진에어 성장의 과실을 함께 향유하기 어려운 상황. 향후 진에어와의 시너지 극대화하기 위한 방향 모색 필요
- 단거리노선 중심 수요 강세. 저유가 지속. 화물부문 점진적 개선세로 하반기 실적 모멘텀 극대화될 것
- 투자의견 MARKETPERFORM, 목표주가 RIM(잔여이익모델) 이용해 목표주가 35,000원 제시. Valuation 매력 부각되기는 어려운 상황

2) 주요 이슈 및 실적전망

- 동사의 경우 장거리 노선 비중이 50% 상회. 장거리 노선 환승수요는 10개월째 yoy 감소세
- 진에어와의 Cannibalization 우려로 동사 주주 가치 개선엔 제약 사항. 해외 사례를 보았을 때 LCC positioning이 중요. 향후 진에어와의 시너지 극대화하기 위한 방향 모색 필요
- 본격적인 성수기에 진입. 항공여객 Traffic 강세 이어갈 것. 수요강세에 힘입어 하반기에는 Yield 전년동기 대비 개선될 것
- 하반기 실적 모멘텀 극대화 될 전망
 - 1. 2분기 평균 국제유가는 WTI 기준 \$45.5/bbl로 전년동기 \$57.8/bbl 대비 \$12.3/bbl 하락. 9월 현재까지 \$40~\$50/bbl Box권 내에서 저유가 지속. 헷지손실 관련 회계변경으로 유류비 절감효과는 지속될 것
 - 2. 단거리노선 중심 수요 강세. 화물부문 점진적 개선세로 하반기 실적 모멘텀 극대화될 것
- 외화차입금 높은 비중 차지하는 재무구조로 환율 방향성에 따라 Bottom line 변동성이 큰 점은 Risk
- 동사의 가장 큰 Risk 요인 중 하나인 한진해운 관련 불확실성 해소된 점은 긍정적. 다만 약 3,700억의 잔여 Exposure과 관련해서는 향후 Book Value 훼손 불가피하며 재무부담 가중

3) 주가전망 및 Valuation

- 목표주가 35,000원은 RIM (잔여이익모델) 이용하여 제시. Implied P/B 1.2x 수준. 현재 0.9x에 거래중인 상황이지만 자본에 반영된 영구채 감안시 Global peer 대비 valuation 매력 부각되기는 어려운 상황
- 동사의 중장기적 전략과 관련해서는 보수적 관점. 투자의견 MARKETPERFORM 유지.

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	11,909.7	395.3	-635.4	1,988.4	-10,268	적전	N/A	1.4	9.2	N/A	0.0
2015	11,544.8	883.1	-565.0	2,534.0	-8,065	적지	N/A	0.9	6.7	N/A	0.0
2016F	11,602.4	1,139.4	-146.1	2,924.4	-2,006	적지	N/A	1.0	6.2	N/A	0.0
2017F	12,052.2	1,116.2	772.5	2,892.1	10,606	흑전	2.9	0.8	6.0	29.5	0.0
2018F	12,598.5	1,208.5	911.2	2,984.8	12,510	18.0	2.5	0.6	5.7	27.2	0.0

* K-IFRS 별도 기준

Valuation 및 투자전략

목표주가 35,000원으로 커버리지 재개

RIM valuation 통해 대한항공에 대해 투자의견 MARKETPERFORM, 목표주가 35,000원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가 35,000원은 RIM(잔여이익모델)을 사용하여 산출하였다. 외부 Macro 변수(유가, 환율, 금리 등)와 테러, 질병, 자연재해 등의 Event Risk에 취약한 항공업의 특성 고려 Terminal Value를 산정하기 위한 지속계수는 0.7로 산정하였다. 또한, Macro 상황에 따라 Bottom line 불확실성이 커 기업가치 추정 시 discount factor 0.6x를 적용하여 목표주가 35,000원을 제시한다. 현재 P/B 0.9x 수준에서 거래중인데 Global FSC Peer들이 1.1x에 거래 중인 점, 동사 자가자본에 반영된 영구채 감안 시 Valuation 매력에 부각되기는 어렵다.

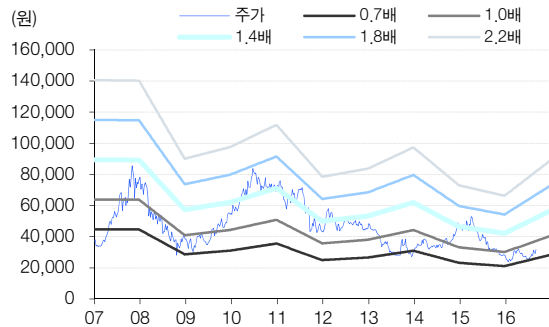
〈그림1〉 대한항공 목표주가 산정방법

(십억원)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
당기순이익 (비지배 제외)	-635	-565	-146	773	911	905	1,005
(% of sales)	N/A	N/A	N/A	6.4%	7.2%	6.9%	7.3%
BPS	33,197	32,280	30,144	40,591	50,004	62,244	75,840
EPS	-10,268	-8,065	-2,006	10,606	12,510	12,426	13,804
자본총계 (비지배 제외)	2,091	2,387	2,229	3,002	3,698	4,603	5,608
(증감률)	-21.0%	14.2%	-6.6%	34.7%	23.2%	24.5%	21.8%
FROE	-26.8%	-25.2%	-6.3%	29.5%	27.2%	21.8%	19.7%
Cost of Equity	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
ROE spread	-36.0%	-34.4%	-15.5%	20.3%	18.0%	12.6%	10.5%
Residual Income	-753	-822	-346	611	666	581	589
Terminal Value	1,052						
RI 지속계수	0.7						
NPV of RI	1,495						
PV of Terminal Value	437						
Current Book Value	2,387						
Discount Factor	0.6						
Equity Value	2,548						
Shares Outstanding	72,840						
추정주당가치 (원)	34,987						
목표주가	35,000						
현재주가 (원)	31,550						
Upside (%)	10.9%						
Implied P/B			1.2	0.9	0.7	0.6	0.5
Implied P/E			N/A	3.3	2.8	2.8	2.5
Cost of Equity	9.2%						
Beta	1.2						
Market Risk Premium	5.0%						
Risk-free rate	3.0%						

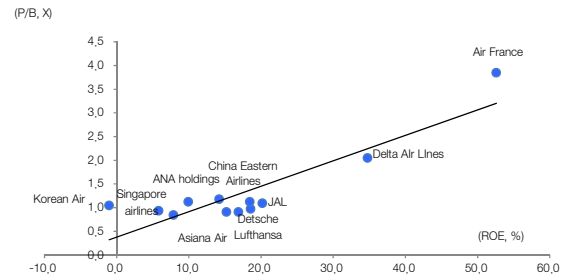
자료: HMC투자증권

〈그림2〉 P/B Band Chart



자료: Quantiwise HMC투자증권

〈그림3〉 P/B-ROE Matrix



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림4〉 항공사 Peer Valuation

	시가총액 USD mn	P/E			P/B			ROE			EV/EBITDA		
		15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F
Korean Airlines	2,242	N/A	N/A	3.3	0.9	1.1	0.9	N/A	N/A	29.5	6.7	6.2	6.1
Asiana Airlines	963	N/A	8.3	6.8	1.1	1.1	1.0	N/A	14.2	12.1	11.0	6.0	6.3
Air China	12,895	8.9	6.6	6.6	1.1	0.9	0.8	12.4	14.6	13.3	7.4	6.5	6.2
China Southern Airlines	9,303	13.2	5.9	5.8	1.3	0.9	0.8	10.0	16.7	14.8	7.4	6.5	6.5
China Eastern Airlines	11,958	10.5	6.3	6.4	1.3	1.0	0.8	13.5	18.4	14.8	8.8	7.5	7.4
CATHAY PACIFIC AIRWAYS	5,690	8.8	12.4	11.9	1.1	0.8	0.8	12.0	7.9	8.3	6.2	6.7	6.8
SINGAPORE AIRLINES	9,208	16.6	16.1	16.6	1.0	0.9	0.9	6.4	5.8	5.6	4.2	4.3	4.7
ANA HOLDINGS INC	9,609	14.2	12.1	10.5	1.4	1.1	1.0	9.8	9.9	10.7	5.4	4.7	4.4
JAPAN AIRLINES	10,882	8.6	6.0	6.8	1.8	1.1	1.0	21.5	20.2	15.9	3.9	2.7	2.5
DEUTSCHE LUFTHANSA	5,524	4.0	12.1	10.5	1.2	1.1	1.0	34.9	19.3	17.9	3.0	2.5	2.4
DELTA AIR LINES INC	27,522	10.8	6.2	6.3	3.6	2.0	1.6	46.0	34.5	26.9	4.6	3.7	3.7
Asia Ex-Japan FSC Avg.		11.6	9.3	8.2	1.1	1.0	0.9	10.9	12.9	14.1	7.4	6.2	6.3
선진국 FSC Avg.		9.4	9.1	8.5	2.0	1.4	1.2	28.1	21.0	17.9	4.2	3.4	3.3
Total FSC Avg.		10.6	9.2	8.3	1.4	1.1	1.0	18.5	16.2	15.4	6.2	5.2	5.2

자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림5〉 상세실적전망

(십억원)

(별도기준)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F
가정												
원/달러(평균)	1,100	1,097	1,170	1,158	1,201	1,163	1,120	1,150	1,053	1,132	1,179	1,200
원/달러(기말)	1,110	1,115	1,185	1,173	1,143	1,152	1,140	1,170	1,099	1,173	1,190	1,150
항공유가 (\$/bbl)	68	74	66	56	43	54	52	51	112	66	50	56
급유단가 (\$/bbl)	91	86	78	46	54	60	58	57	121	75	57	63
국제여객												
RPK (백만 km)	16,654	16,880	18,083	17,331	18,006	17,894	19,034	18,841	65,535	68,948	73,774	76,725
Yield (원)	90.5	87.2	92.9	88.3	88.3	85.4	92.2	91.5	99.3	89.9	89.8	90.0
L/F (%)	76.4%	76.3%	79.2%	76.3%	77.1%	78.1%	80.8%	79.7%	75%	77%	79%	79%
화물												
FTK (백만 km)	2,129	2,071	1,973	2,093	1,872	2,060	2,046	2,206	8,259	8,266	8,183	8,347
Yield (원)	310	293	271	288	276	265	255	273	319	291	267	266
L/F (%)	79.9%	77.6%	76.2%	77.8%	74.8%	76.7%	80.2%	83.2%	79%	78%	78%	79%
영업수익 (십억 원)	2,871	2,786	2,973	2,915	2,867	2,818	2,998	2,920	11,910	11,545	11,602	12,052
국내여객 (십억 원)	96	109	149	120	102	132	134	137	494	473	505	518
국제여객 (십억 원)	1,509	1,473	1,681	1,537	1,616	1,530	1,756	1,723	6,509	6,201	6,625	6,905
항공화물 (십억 원)	718	660	580	657	562	594	562	566	2,860	2,616	2,283	2,304
기타 (십억 원)	548	543	562	602	586	561	546	494	2,046	2,255	2,189	2,325
영업비용 (십억 원)	2,681	2,789	2,683	2,509	2,544	2,659	2,583	2,678	11,514	10,662	10,463	10,936
유류비용	789	754	732	406	475	536	561	558	4,031	2,681	2,131	2,518
감가상각비	397	402	410	422	431	432	436	442	1,577	1,632	1,742	1,763
기타	1,495	1,633	1,541	1,680	1,637	1,690	1,586	1,677	5,906	6,349	6,590	6,655
영업이익 (십억 원)	190	-3	289	406	323	159	415	242	395	883	1,139	1,116
세전이익 (십억 원)	43	-241	-599	310	-173	-290	448	-122	-442	-486	-137	882
순이익 (십억 원)	-131	-168	-495	230	-178	-254	392	-107	-635	-565	-146	773

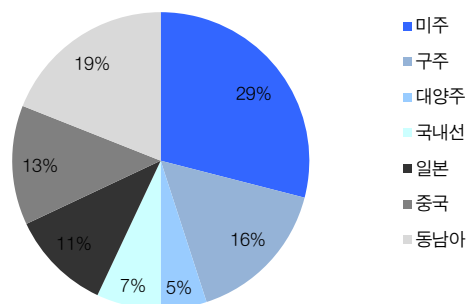
자료: 대한항공, HMC투자증권

하반기 실적 전망

단거리 노선 중심 수요강세 이어갈 것으로 보인다. 엔저종료 반사
아갈 것 수혜로 아시아 지역의 여행수요가 한국으로 회귀하는 모습을 보이고 있다. 유럽지역을 제외한 전
3Q16 이익모멘텀은 노선의 수요 강세가 예상된다. 화물부문 또한 IT 수요 회복세로 최악의 상황은 지난 것으로 보인
극대화 될 것 다. 9월 현재까지 저유가가 지속중이며 환율 또한 변동성 확대 가능성이 크지 않아 항공사에 우호
 적인 상황이 지속되고 있어 성수기에 힘입어 3Q16 이익 모멘텀이 극대화될 것으로 전망된다

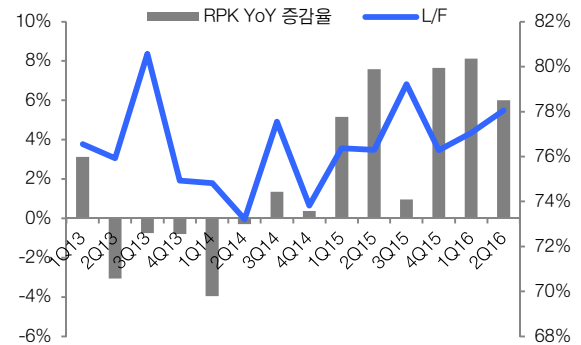
향후 장기 노선 환승수요 다만, 동사의 경우 장거리 노선 비중이 50%를 상회한다. 주변국(일본, 중국, 싱가포르 등)의 허
추이는 지켜봐야 할 것 브공항 경쟁력 강화로 동사의 환승객 수송량은 10개월째 yoy 감소세를 보이고 있는 것은 우려사항
 이다. 인천공항의 허브공항으로서의 경쟁력 강화가 뒷받침 되어야 할 것이다.

〈그림6〉 2Q16 여객 노선별 매출구성



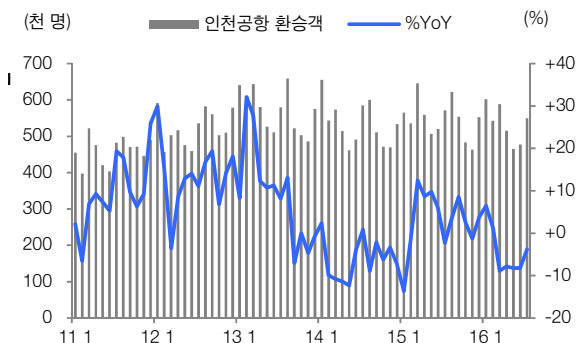
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, HMC투자증권

〈그림7〉 국제선 RPK YoY 증감률 및 L/F 추이



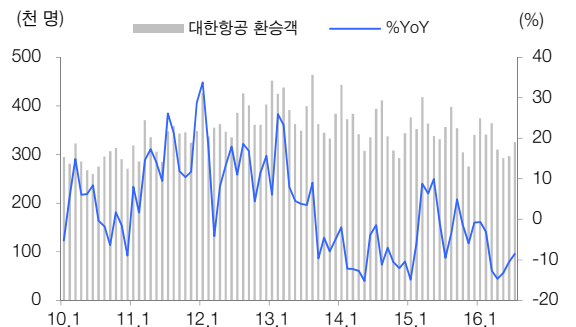
자료: 대한항공, HMC투자증권

〈그림8〉 인천공항 허브공항으로서의 경쟁력 강화필요



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, HMC투자증권

〈그림9〉 환승객 수요 감소



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, HMC투자증권

전략 및 이슈 점검

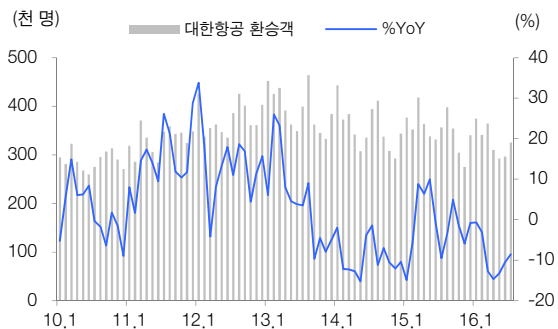
시너지 효과 극대화시키기엔 어려운 동사의 멀티브랜드 전략

대한항공진에어 동사는 저비용항공사인 진에어를 한진칼의 100% 자회사로 소유하고 있어 직접적으로 저비용항
이해상충 이슈 존재 공사를 소유하고 있지는 않다. (한진칼 지분 31% 보유) 이 경우, Cannibalization 이슈는 우려사항
 이다. 대한항공과 진에어는 공동운항 노선 개수가 2016년 6월 기준 15개로 확대되어 운항되고 있
 다. 진에어는 대한항공과의 공동운항을 통해 장거리 노선까지 취항하고, 항공기 도입비용이 다른
 저비용항공사 대비 낮다. 하지만, 대한항공의 주주가치 개선에는 긍정적이지는 않다.

아직 장거리용 LCC 모델은 진에어는 국내 저비용항공사 최초로 중대형 항공기(B777-200ER, 약 393석)를 도입해 장거리
실험적인 모델 노선인 하와이에 취항 중이며 향후 호주노선에도 취항 예정이다. 2Q16 영업적자를 기록했는데, 비
향후 실적 추이 지켜봐야함 수기인 탓도 있겠지만 장거리 노선 수요가 부진할 경우 특히 L/F 변동이 심해 실적변동성이 클 것
 으로 보인다. 또한, 단일기종 사용으로 단위비용 절감하는 LCC의 강점이 부각되기 쉽지 않아 보인
 다. 아직 장거리용 LCC 모델은 실험적인 모델이며 향후 실적 추이를 지켜볼 필요가 있다.

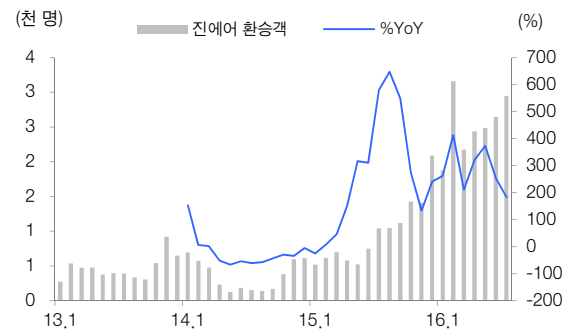
동사의 멀티브랜드 전략에는 중장기적으로 보았을 때는, 장거리 노선 비중이 큰 동사의 경우, 진에어의 장거리 취항이 동사와
보수적 관점 견지 시너지 효과를 내기는 어려워 보이며, Singapore Airline의 장거리용 LCC인 Scoot 또한 좌석수가
 약 300석 미만인 B787를 주 항공기로 사용하면서도 영업흑자로 전환하는데 상당기간이 걸렸다는
 점 감안하면 동사의 멀티브랜드 전략과 관련해서는 보수적인 관점을 견지한다.

〈그림10〉 대한항공 환승객 Traffic 감소



자료: 인천국제공항공사, HMC투자증권

〈그림11〉 진에어 환승객 Traffic 증가

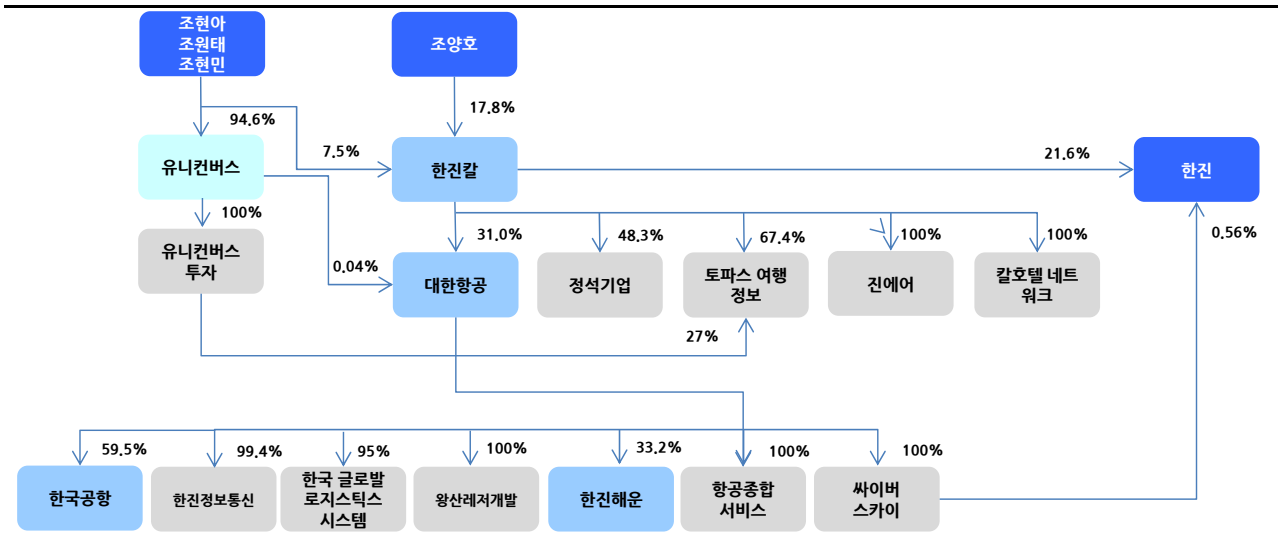


자료: 인천국제공항공사, HMC투자증권

한진해운 관련 불확실성은 일단락

한진해운 지원관련 불확실성은 해소 동사가 33.2%의 지분을 보유하고 있는 관계회사 한진해운 지원에 대한 불확실성은 채권단이 추가 지원 불가 결정을 내리면서 일단락되었다. 이 경우, 한진해운은 법정관리 신청 가능성이 한층 높아져 동사의 추가 지원 가능성이 사라진 점은 긍정적이다. 하지만, 약 3700억원의 한진해운 관련 된 Exposure 관련 손상차손 가능성으로 인해 Book Value가 훼손될 수밖에 없어, 여전히 Valuation 매력이 부각되기는 어렵다. 또한, 부채비율 상승으로 재무건전성 측면에서도 부담이 될 요소이다.

〈그림12〉 한진그룹 지배구조



자료: 각 사 사업보고서, HMC투자증권

〈그림13〉 한진해운 관련 보유 포지션 잔액

구분		금액	비고
추가 손실 가능 금액	한진해운 EB TRS 차액정산 관련	102.7	2016년 6월말 기준 미상환금액
	한진해운 잔여지분 손상차손	163.4	2016년 6월말 기준 공정가치
	신종자본증권 손상차손	110.0	2016년 3월말 기준 장부가액
	소계	376.1	

자료: 대한항공, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	11,910	11,545	11,602	12,052	12,598
증가율 (%)	0.5	-3.1	0.5	3.9	4.5
매출원가	10,390	9,517	9,299	9,746	10,158
매출원가율 (%)	87.2	82.4	80.1	80.9	80.6
매출총이익	1,520	2,027	2,303	2,306	2,441
매출이익률 (%)	12.8	17.6	19.9	19.1	19.4
증가율 (%)	38.8	33.4	13.6	0.1	5.9
판매관리비	1,125	1,144	1,164	1,190	1,232
판매비율 (%)	9.4	9.9	10.0	9.9	9.8
EBITDA	1,988	2,534	2,924	2,892	2,985
EBITDA 이익률 (%)	16.7	21.9	25.2	24.0	23.7
증가율 (%)	21.0	27.4	15.4	-1.1	3.2
영업이익	395	883	1,139	1,116	1,208
영업이익률 (%)	3.3	7.6	9.8	9.3	9.6
증가율 (%)	흑전	123.4	29.0	-2.0	8.3
영업외손익	-844	-1,387	-1,169	-175	-168
금융수익	53	56	43	26	23
금융비용	633	516	442	379	369
기타영업외손익	-264	-927	-770	178	178
종속/관계기업관련손익	7	17	-108	-59	0
세전계속사업이익	-442	-486	-138	882	1,040
세전계속사업이익률	-3.7	-4.2	-1.2	7.3	8.3
증가율 (%)	착지	착지	착지	흑전	18.0
법인세비용	-157	-85	6	117	138
계속사업이익	-285	-401	-144	765	902
중단사업이익	-328	-162	0	0	0
당기순이익	-613	-563	-144	765	902
당기순이익률 (%)	-5.1	-4.9	-1.2	6.3	7.2
증가율 (%)	착지	착지	착지	흑전	18.0
지배주주지분 순이익	-635	-565	-146	773	911
비지배주주지분 순이익	22	2	2	-8	-9
기타포괄이익	98	-18	-12	0	0
총포괄이익	-515	-581	-156	765	902

(단위: 십억원)

현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	1,864	2,728	2,650	3,050	3,047
당기순이익	-613	-563	-144	765	902
유형자산 상각비	1,558	1,611	1,751	1,746	1,750
무형자산 상각비	35	40	34	30	26
외환손익	234	495	85	-178	-178
운전자본의 감소(증가)	-346	52	-99	249	178
기타	996	1,093	1,022	438	369
투자활동으로인한현금흐름	-1,065	419	-2,518	-2,154	-2,057
투자자산의 감소(증가)	1,887	-124	120	-67	-2
유형자산의 감소	382	318	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,121	-1,743	-2,296	-2,260	-2,330
기타	-2,214	1,967	-343	173	274
재무활동으로인한현금흐름	-1,138	-2,997	-550	-1,077	-952
장기차입금의 증가(감소)	2,360	-19	370	-348	-278
사채의증가(감소)	54	-1,722	495	-300	-50
자본의 증가	0	499	0	0	0
배당금	-14	-14	0	0	0
기타	-3,538	-1,740	-1,415	-429	-624
기타현금흐름	9	21	3	0	0
현금의증가(감소)	-330	171	-416	-181	37
기초현금	1,127	797	967	552	371
기말현금	797	967	552	371	408

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	4,948	3,289	2,709	2,620	2,730
현금성자산	797	967	552	371	408
단기투자자산	232	340	80	85	88
매출채권	607	571	595	632	658
재고자산	430	491	486	516	538
기타유동자산	2,822	920	997	1,017	1,037
비유동자산	18,518	20,891	21,328	21,820	22,275
유형자산	15,778	17,851	18,475	18,989	19,569
무형자산	331	295	261	231	205
투자자산	998	1,139	985	992	994
기타비유동자산	1,411	1,607	1,607	1,607	1,507
기타금융유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	23,466	24,180	24,038	24,440	25,006
유동부채	7,442	8,450	7,897	7,866	7,916
단기차입금	1,635	869	1,024	994	984
매입채무	122	124	118	125	131
유동성장기부채	3,718	5,161	4,304	4,254	4,214
기타유동부채	1,968	2,297	2,451	2,493	2,587
비유동부채	13,823	13,231	13,797	13,465	13,294
사채	2,415	693	1,037	837	797
장기차입금	1,627	1,109	1,096	1,026	1,056
장기금융부채 (리스포함)	6,906	8,370	8,599	8,349	8,049
기타비유동부채	2,844	3,059	3,064	3,253	3,392
기타금융유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	21,265	21,681	21,694	21,331	21,210
지배주주지분	2,091	2,387	2,229	3,002	3,698
자본금	299	370	370	370	370
자본잉여금	175	603	603	603	603
저분조정 등	-184	215	215	215	0
기타포괄이익누계액	411	405	393	393	393
이익잉여금	1,389	794	648	1,421	2,332
비지배주주지분	110	112	115	107	98
자본총계	2,201	2,499	2,344	3,109	3,796

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	-9,906	-8,037	-1,974	10,498	12,383
EPS(지배순이익 기준)	-10,268	-8,065	-2,006	10,606	12,510
BPS(자본총계 기준)	34,947	33,793	31,701	42,041	51,329
BPS(지배자본 기준)	33,197	32,280	30,144	40,591	50,004
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	N/A	N/A	N/A	3.0	2.5
P/E(지배순이익 기준)	N/A	N/A	N/A	2.9	2.5
P/B(자본총계 기준)	1.3	0.8	1.0	0.7	0.6
P/B(지배자본 기준)	1.4	0.9	1.0	0.8	0.6
EV/EBITDA(Reported)	9.2	6.7	6.2	6.0	5.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	착지	착지	착지	흑전	18.0
EPS(지배순이익 기준)	착지	착지	착지	흑전	18.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	N/A	N/A	N/A	28.0	26.1
ROE(지배순이익 기준)	N/A	N/A	N/A	29.5	27.2
ROA	N/A	N/A	N/A	3.2	3.6
안정성 (%)					
부채비율	966.1	867.6	925.4	686.1	558.8
순차입금비율	701.8	597.5	666.1	485.5	386.9
이자보상배율	1.0	2.4	3.0	2.9	3.3

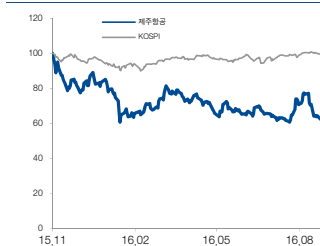
지체할 시간이 없다

현재주가 (8/31)	30,000원
상승여력	21.1%
시가총액	779십억원
발행주식수	25,966천주
자본금/액면가	130십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	48,100원/29,200원
일평균 거래대금 (60일)	4십억원
	2.39%
외국인지분율	AK홀딩스 외 5인
주요주주	63.66%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-3.8 -8.0 -9.9
상대주가(%)	-4.7 -10.3 -15.1

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before	2,559	3,309	51,000
After	2,484	3,734	38,000
Consensus	2,165	2,893	44,900
Cons. 차이	14.7%	29.1%	-15.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 단거리 노선 중심의 항공수요 강세는 구조적인 것이라 판단. 가격경쟁력 보유한 동사 신규수요 창출하며 항공시장의 파이 키워나갈 것
- 하반기 항공기 반납 없어 비용부담 완화 및 Capa 확충으로 하반기 이익모멘텀 극대화 기대
- 국내 LCC 중 가장 저비용항공사 모델에 가까운 공격적인 M/S 확보에 있어 가장 유리. 다만 경쟁우위 지속을 위해서는 본원적인 경쟁력 강화에 집중할 필요
- 투자의견 BUY, 목표주가 38,000원으로 커버리지 재개

2) 주요 이슈 및 실적전망

- 단거리 노선 중심의 항공수요 강세는 구조적인 것이라 판단. 항공사에 이례적으로 우호적인 Macro(저유가, 원화강세)환경이 지속되고 있어 하반기 실적 모멘텀 극대화될 것
- 하반기 항공기 반납 없어 정비비 관련 비용 부담 완화. 향후 학습효과 및 정비 체계의 구조적 개선으로 매출 대비 정비비 비중은 지속적으로 감소할 것
- 저운임을 바탕으로 신규수요 창출하며 항공시장의 파이 키우는 중. 국내 LCC 중 가장 저비용항공사 모델에 가까운 동사가 공격적인 M/S 확보하기엔 가장 유리한 상황
- 본원적인 경쟁력 강화에 집중할 때. 2018년 3대의 B737-800 항공기 도입예정. 단위원가 개선에 기여할 것. 외형확대에 주력하며 규모의 경제 확보해야 원가경쟁력 우위 지속할 수 있을 것
- 호텔 투자와 관련한 수익성은 향후 점검할 필요 있음. 본원적 경쟁력 강화에 필요한 투자에 집중할 필요

3) 주가전망 및 Valuation

- 목표주가 38,000원은 RIM(잔여이익모델) 이용하여 제시. 현재 P/E 12.2x 수준에서 거래되고 있으며, 선진국 LCC의 평균 P/E가 10.0x, 성장성이 높은 중국 LCC 평균 P/E 20x를 상회하고 있는 점 감안하면 동사의 Valuation 여전히 매력적
- 3분기 실적 이후 실적에 대한 신뢰가 생기면 주가는 강세 보일 것

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	510.6	29.5	32.0	37.9	1,454	65.1	0.0	0.0	-2.7	48.2	N/A
2015	608.1	51.4	47.2	61.2	2,053	41.2	19.5	4.5	12.9	30.2	1.0
2016F	733.1	75.4	64.4	79.7	2,484	21.0	12.2	2.8	6.1	25.4	1.3
2017F	919.0	112.4	97.0	119.2	3,734	50.4	8.1	2.2	3.4	30.4	1.3
2018F	1,071.2	147.9	127.3	154.8	4,902	31.3	6.2	1.6	1.9	30.3	1.3

* K-IFRS 연결 기준

Valuation 및 투자전략

투자의견 BUY, 목표주가 38,000원으로 커버리지 재개

RIM 이용하여 목표주가 38,000원산정 제주항공에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 38,000원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가 38,000원은 RIM(잔여이익모델)을 이용하여 산정하였다. Terminal Value를 산정하기 위한 지속계수는 0.8로 산정하였다. 동사는 저비용항공사 모델에 가장 충실한 항공사로 단위원가(CASK)가 가장 낮은 수준으로 압도적 원가경쟁력과 저운임을 바탕으로 신규수요를 창출하고 있기 때문에 대형항공사 대비 높은 지속계수를 적용했다. 또한, 기업가치 추정 시 Discount factor는 심화되는 LCC 시장 감안해 0.9 적용하였다.

〈그림1〉 제주항공 목표주가 산정방법

(십억원)

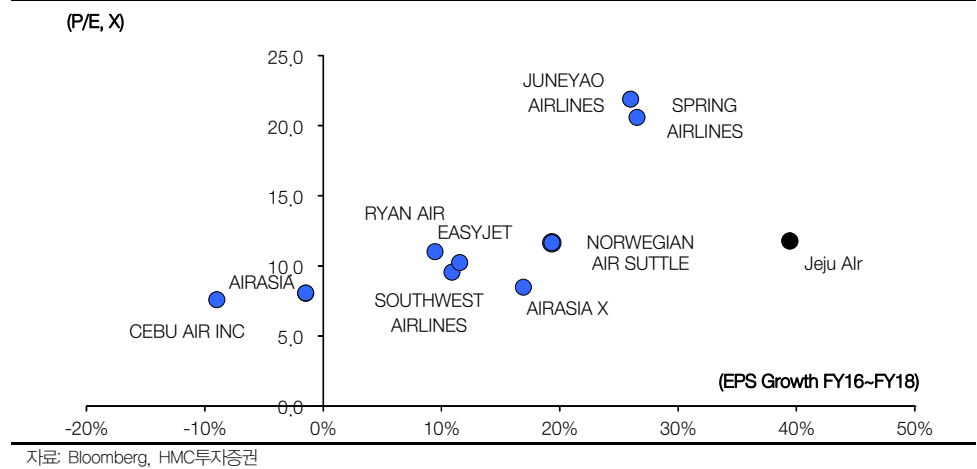
	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
당기순이익 (비지배 제외)	32	47	64	97	127	150	178
(% of sales)	6.3%	7.8%	8.8%	10.6%	11.9%	12.0%	12.2%
BPS	3,639	8,948	10,613	13,948	18,450	23,830	30,270
EPS	1,454	2,053	2,484	3,734	4,902	5,780	6,840
자본총계 (비지배 제외)	80	232	276	362	479	619	786
(증감률)	52.2%	189.4%	18.9%	31.4%	32.3%	29.2%	27.0%
FROE	48.2%	30.2%	25.4%	30.4%	30.3%	27.3%	25.3%
Cost of Equity	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
ROE spread	43.1%	25.1%	20.3%	25.3%	25.2%	22.3%	20.2%
Residual Income	35	58	56	92	121	138	159
Terminal Value	632						
RI 지속계수	0.8						
NPV of RI	477						
PV of Terminal Value	385						
Current Book Value	232						
Mid-year abj Factor	0.9						
Equity Value	984						
Shares Outstanding	25,907						
추정주당가치 (원)	37,998						
목표주가	38,000						
현재주가 (원)	30,000						
Upside (%)	21.1%						
Implied P/B			3.6	2.7	2.1	1.6	1.3
Implied P/E			15.3	10.2	7.8	6.6	5.6
Cost of Equity	5.1%						
Beta	0.4						
Market Risk Premium	5.0%						
Risk-free rate	3.0%						

자료: HMC투자증권

하반기 실적 확인 후
동사의 Valuation 매력 부각될
수 있을 것

현 주가는 P/E 12.4x 수준에서 거래되고 있는데, 선진국 LCC의 평균 P/E가 10.0x 수준이며, 성장성이 높은 중국 LCC 평균 P/E 20x 수준이라는 점을 감안하면 동사의 Valuation 매력은 충분하다고 판단한다. 국내 LCC 시장이 빠르게 포화상태로 치킨게임의 양상을 보이고 있지만 향후에는 이미 시장지배력을 확보한 점유율 상위업체 위주로 재편될 확률이 높다. 하반기 실적 확인 후 동사의 Valuation 매력이 부각될 수 있는 상황이 될 것으로 판단한다.

〈그림2〉 P/E-EPS Growth Matrix



〈그림3〉 항공사 Peer Valuation

	시가총액 USD mn	P/E			P/B			ROE			EV/EBITDA		
		15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F
Jeju Air	701	19.5	12.0	7.9	4.5	2.8	2.1	30.2	21.8	23.5	12.9	6.4	5.1
AIRASIA	2,055	6.6	7.2	8.0	0.8	1.5	1.3	12.0	25.3	16.7	5.1	6.8	7.2
Spring Airlines	5,636	36.3	19.2	15.3	7.5	4.6	3.6	26.3	23.3	23.7	33.7	12.1	9.3
JUNEYAO Airlines	5,301	35.2	21.7	17.1	11.5	6.2	4.5	39.0	29.0	26.1	26.9	14.1	11.4
Cebu Air Inc.	1,545	11.4	7.4	8.5	2.0	2.1	1.8	18.9	30.9	22.9	5.5	5.7	6.0
Southwest Airlines	23,060	12.2	9.7	9.4	3.8	2.5	2.1	30.9	31.1	25.5	4.1	4.4	4.4
Jetblue Airways	5,207	11.5	7.5	7.9	2.3	1.4	1.2	23.6	20.6	15.3	3.2	3.3	3.4
Spirit Air Inc.	2,798	9.1	10.3	10.0	2.3	1.9	1.6	28.5	20.5	18.1	4.6	4.9	4.4
RYANAIR	16,986	12.2	11.3	10.2	5.1	3.4	2.6	40.9	34.0	30.7	9.5	7.0	6.1
EASYJET	5,780	12.8	10.3	10.0	3.1	1.9	1.6	24.8	17.9	17.3	8.0	5.9	5.7
Norwegian Air Shuttle ASA	1,323	46.3	11.6	9.7	3.9	3.2	2.4	9.7	27.0	28.8	19.3	11.3	11.1
Asia LCC Avg.		22.4	13.9	12.2	5.5	3.6	2.8	24.1	27.1	22.4	17.8	9.7	8.5
선진국 LCC Avg.		17.4	10.1	9.5	3.4	2.4	1.9	26.4	25.2	22.6	8.1	6.1	5.9
Total LCC Avg.		19.4	11.6	10.6	4.2	2.9	2.3	25.4	26.0	22.5	12.0	7.5	6.9

자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림4〉 상세실적전망

(십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
가정											
원/달러(평균)	1,100	1,097	1,170	1,158	1,201	1,163	1,120	1,150	1,132	1,159	1,165
원/달러(기말)	1,110	1,115	1,185	1,173	1,143	1,152	1,140	1,170	1,173	1,170	1,150
항공유가(\$/bbl)	68	74	66	56	43	54	52	51	66	50	56
금유단가(\$/bbl)	77	83	75	65	52	58	56	55	75	55	60
국내여객											
ASK(백만km)	493	529	603	561	551	578	651	606	2,186	2,386	2,588
%YoY	35.4%	25.1%	25.1%	11.3%	11.8%	9.3%	8.0%	8.0%	23.3%	9.2%	8.5%
국제여객											
ASK(백만km)	1,713	1,888	1,981	2,047	2,176	2,233	2,674	2,763	7,629	9,847	12,692
%YoY	20.8%	38.3%	39.6%	39.6%	27.0%	18.3%	35.0%	35.0%	34.6%	29.1%	28.9%
영업수익	144	142	167	155	173	162	203	195	608	733	919
%YoY	21.1%	22.5%	16.9%	16.6%	19.9%	13.8%	21.8%	26.0%	19.1%	20.6%	25.4%
국내여객	42	51	58	48	42	53	61	50	199	206	224
%YoY	17.2%	12.5%	5.2%	-3.1%	-1.3%	5.5%	4.8%	4.8%	7.1%	3.7%	8.7%
국제여객	93	83	99	96	120	98	128	129	371	475	616
%YoY	19.0%	25.9%	21.6%	25.5%	28.9%	18.1%	29.2%	34.1%	22.9%	27.9%	29.7%
기타매출	8	9	10	10	11	11	14	16	38	52	79
%YoY	87.7%	62.9%	61.8%	59.8%	27.4%	20.8%	48.9%	49.1%	66.6%	37.3%	52.1%
매출대비비중	5.9%	6.5%	5.8%	6.8%	6.2%	6.9%	7.1%	8.0%	6.2%	7.1%	8.6%
영업이익	22	9	17	4	16	1	35	23	51	74	110
%YoY	293.0%	-761.6%	7.6%	-60.1%	-27.8%	-93.0%	107.9%	476.2%	74.2%	43.2%	49.7%
세전이익	21	14	15	3	15	4	37	24	53	81	121
%YoY	175.2%	-831.8%	-11.7%	-69.6%	-26.9%	-70.5%	145.7%	756.2%	65.6%	52.2%	50.5%
당기순이익	21	11	13	2	12	3	30	19	47	64	97
%YoY	215.0%	-681.2%	-29.7%	-75.6%	-43.0%	-70.2%	135.5%	752.8%	47.3%	36.6%	50.6%
OPM	15.0%	6.4%	10.1%	2.5%	9.0%	0.4%	17.2%	11.5%	8.5%	10.0%	12.0%
NPM	14.6%	7.9%	7.5%	1.5%	6.9%	2.1%	14.6%	10.0%	7.8%	8.8%	10.6%

자료: 제주항공 HMC투자증권

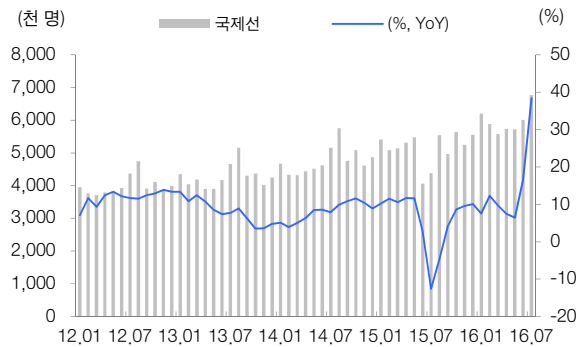
실적 및 영업환경 점검

하반기 실적 전망

엔저종료 반사수혜로 단거리노선 강세 이어질 것

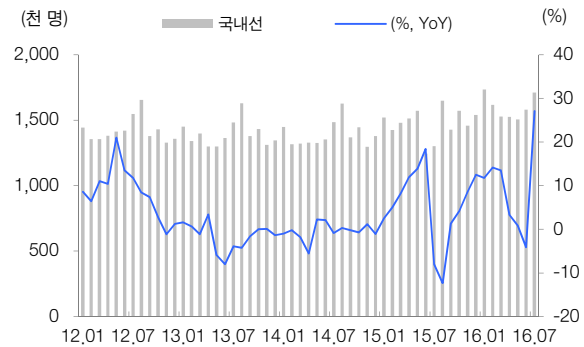
국제선 여객 수송량은 지난해 MERS 기저에서 완전히 벗어나며 일본, 동남아, 중국 등의 단거리 노선 수요 중심으로 자릿수 고성장세를 이어가고 있다. 엔저종료 반사수혜로 단거리노선 강세는 이어질 것으로 보인다.

〈그림5〉 전공항기준 국제선 여객수송 추이



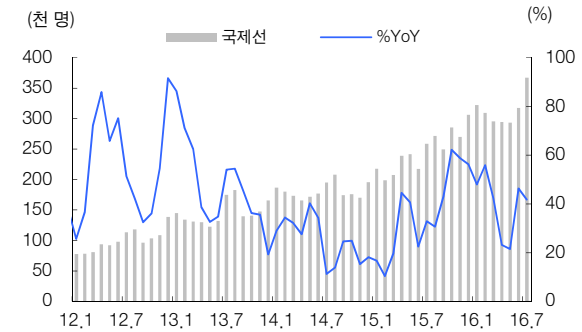
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, HMC투자증권

〈그림6〉 전공항기준 국내선 여객수송 추이



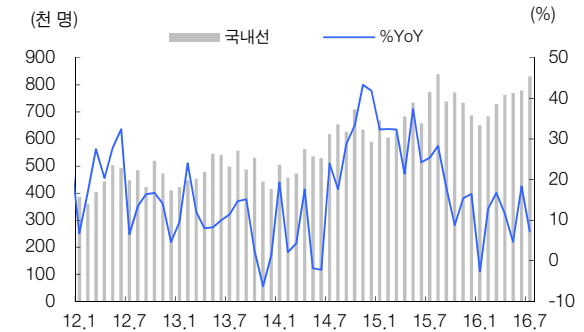
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, HMC투자증권

〈그림7〉 제주항공 국제선 여객수송 추이



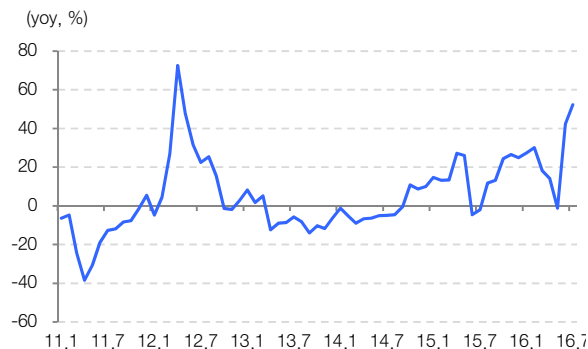
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, HMC투자증권

〈그림8〉 제주항공 국내선 여객수송 추이



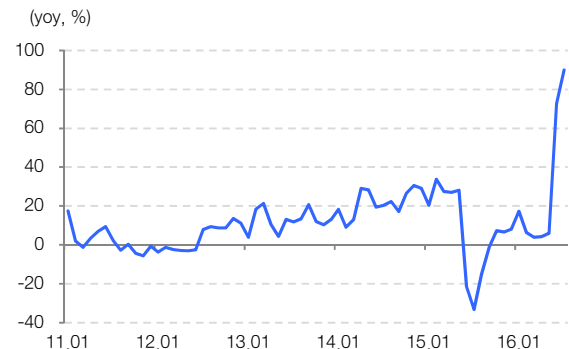
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, HMC투자증권

〈그림9〉 일본노선 여객수송 추이



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, HMC투자증권

〈그림10〉 중국노선 여객수송 추이



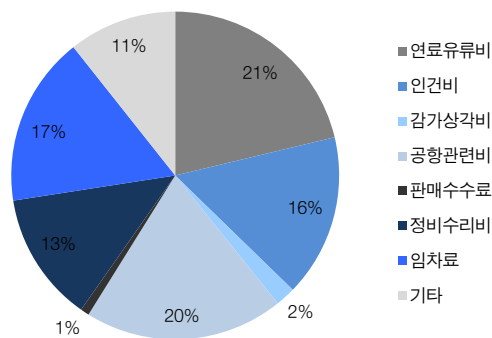
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, HMC투자증권

영업환경 분석

하반기 항공기 반납없음 동사의 영업비용 중 정비비와 관련한 우려가 높다. 정비비는 규모의 경제 확보를 위한 항공기 기
향후 자가보유시 비용부담 재 확충 과정에서 높아지기 마련이다. 하반기 항공기 반납은 없고 향후 자가보유 시 비용부담은 완
완화될 것 화될 것이다. 또한, 항공기 도입과 반납의 경험 축적되면 향후 정비비 비중은 지속적으로 감소할
것으로 전망한다.

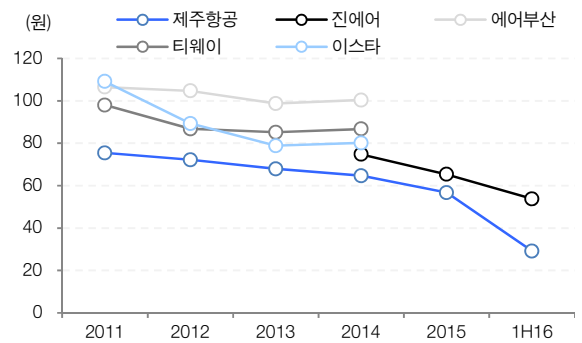
꾸준한 외형확대로 동사는 독립형 LCC 모델에 가장 충실한 저비용항공사로써 국내 LCC 중 단위비용(CASK)가
단위 경쟁력 유지 가능할 것 가장 낮다. LCC 시장이 커지면서 경쟁이 심화되며 치킨게임 양상에 대한 우려가 높다. 하지만,
본원적 경쟁력 확보를 위한 시장점유율 상위업체 위주로 재편될 것으로 판단한다. 경쟁우위를 지속하기 위해서는 본원적인 경
투자 지속할 필요 있음 쟁력 강화에 집중할 필요가 있다. 이를 위해 항공기 기재의 꾸준한 도입으로 규모의 경제를 확보할
수 있는 투자를 지속한다면, 시장 재편 과정에서 가장 경쟁력 있는 업체는 동사일 것이다.

〈그림11〉 영업비용 구성



자료: 제주항공, HMC투자증권

〈그림12〉 가장 낮은 CASK 보유



자료: 제주항공, HMC투자증권

〈그림13〉 국내 LCC 업체 실적 추이

국내 LCC	항목	2011	2012	2013	2014	2015	1H16
제주항공	매출액	258	341	432	511	608	335
	영업이익	14	2	15	30	51	16
	당기순이익	17	5	19	32	47	17
	OPM	5.4%	0.6%	3.5%	5.8%	8.5%	4.8%
	NPM	6.5%	1.6%	4.5%	6.3%	7.8%	5.0%
진에어	매출액	170	248	283	351	461	325
	영업이익	7	15	7	17	30	20
	당기순이익	3	10	4	13	23	15
	OPM	4.1%	5.9%	2.5%	4.8%	6.4%	6.2%
	NPM	1.9%	4.0%	1.5%	3.7%	4.9%	4.6%
에어부산	매출액	178	221	278	351	378	206
	영업이익	2	4	5	21	33	N/A
	당기순이익	5	5	5	18	27	16
	OPM	1.2%	1.8%	1.8%	5.8%	8.7%	N/A
	NPM	2.6%	2.0%	1.7%	5.0%	7.2%	7.8%
이스타항공	매출액	122	196	254	270	289	N/A
	영업이익	-24	-18	2	13	17	N/A
	당기순이익	-27	-21	-17	13	18	N/A
	OPM	N/A	N/A	0.9%	4.9%	6.0%	N/A
	NPM	N/A	N/A	N/A	4.9%	6.2%	N/A
티웨이항공	매출액	82	137	167	219	267	N/A
	영업이익	-12	-16	4	8	3	N/A
	당기순이익	-13	-19	14	7	3	N/A
	OPM	N/A	N/A	2.2%	3.6%	1.2%	N/A
	NPM	N/A	N/A	8.4%	3.2%	1.0%	N/A

자료: 각 사 사업보고서, 감사보고서, HMC투자증권

(단위: 십억 원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	511	608	733	919	1,071
증가율 (%)	18.1	19.1	20.6	25.4	16.6
매출원가	423	486	573	700	799
매출원가율 (%)	82.9	79.9	78.1	76.2	74.6
매출총이익	87	122	160	219	272
매출이익률 (%)	17.1	20.1	21.9	23.8	25.4
증가율 (%)	45.6	39.7	31.4	36.5	24.3
판매관리비	58	71	85	106	124
판매비율 (%)	11.3	11.6	11.6	11.6	11.6
EBITDA	38	61	80	119	155
EBITDA 이익률 (%)	7.4	10.1	10.9	13.0	14.5
증가율 (%)	65.1	61.3	30.4	49.5	29.9
영업이익	30	51	75	112	148
영업이익률 (%)	5.8	8.5	10.3	12.2	13.8
증가율 (%)	94.4	74.2	46.6	49.2	31.5
영업외손익	2	2	5	9	11
금융수익	4	4	8	9	12
금융비용	4	6	2	0	0
기타영업외손익	2	4	-1	0	0
a 증속/관제기업관련손	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	32	53	81	121	159
세전계속사업이익률	6.3	8.7	11.0	13.2	14.9
증가율 (%)	65.1	65.6	52.1	50.4	31.2
법인세비용	0	6	16	24	32
계속사업이익	32	47	64	97	127
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	32	47	64	97	127
당기순이익률 (%)	6.3	7.8	8.8	10.6	11.9
증가율 (%)	65.1	47.3	36.6	50.6	31.3
지배주주지분 순이익	32	47	64	97	127
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-4	0	0	0
총포괄이익	31	43	64	97	127

(단위: 십억 원)

현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	60	72	98	147	170
당기순이익	32	47	64	97	127
유형자산 상각비	7	7	4	7	7
무형자산 상각비	2	2	0	0	0
외환손익	-2	-2	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	15	5	20	43	36
기타	7	12	9	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-5	-152	-76	-96	-88
투자자산의 감소(증가)	1	-1	0	0	0
유형자산의 감소	0	17	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-41	-36	-50	-50
기타	-1	-127	-40	-46	-38
재무활동으로인한현금흐름	0	127	-8	-9	-9
장기차입금의 증가(감소)	3	21	1	1	1
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	107	0	0	0
배당금	0	0	-10	-10	-10
기타	-3	-1	1	0	0
기타현금흐름	1	1	-1	0	0
현금의증가(감소)	57	48	13	42	73
기초현금	21	78	126	139	181
기말현금	78	126	139	181	254

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억 원)

재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	178	355	427	540	672
현금성자산	78	126	139	181	254
단기투자자산	29	147	185	231	268
매출채권	16	18	22	27	31
재고자산	5	6	8	10	11
기타유동자산	50	59	74	93	108
비유동자산	86	122	153	197	240
유형자산	32	41	71	115	158
무형자산	8	12	12	12	12
투자자산	0	1	1	2	2
기타비유동자산	46	68	69	69	69
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	264	478	580	737	912
유동부채	136	200	247	303	349
단기차입금	0	20	19	19	19
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	136	180	227	283	329
비유동부채	48	46	58	72	84
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	48	46	58	72	84
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	184	246	304	375	433
지배주주지분	80	232	276	362	479
자본금	110	130	130	130	130
자본잉여금	0	88	88	88	88
자본조정 등	0	1	1	1	1
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-30	14	57	144	261
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	80	232	276	362	479

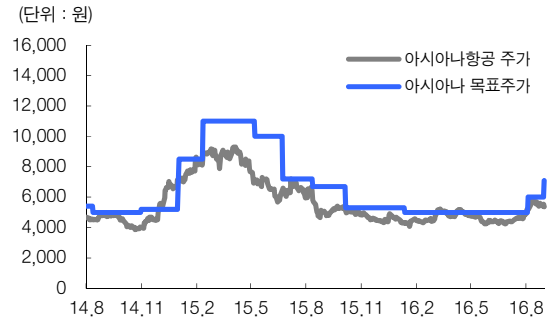
(단위: 원,백%)

주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	1,454	2,053	2,484	3,734	4,902
EPS(자배순이익 기준)	1,454	2,053	2,484	3,734	4,902
BPS(자본총계 기준)	3,639	8,948	10,613	13,948	18,450
BPS(자배지분 기준)	3,639	8,948	10,613	13,948	18,450
DPS	0	400	400	400	400
P/E(당기순이익 기준)	0.0	19.5	12.2	8.1	6.2
P/E(자배순이익 기준)	0.0	19.5	12.2	8.1	6.2
P/B(자본총계 기준)	0.0	4.5	2.8	2.2	1.6
P/B(자배지분 기준)	0.0	4.5	2.8	2.2	1.6
EV/EBITDA(Reported)	-2.7	12.9	6.1	3.4	1.9
배당수익률	N/A	1.0	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	65.1	41.2	21.0	50.4	31.3
EPS(자배순이익 기준)	65.1	41.2	21.0	50.4	31.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	48.2	30.2	25.4	30.4	30.3
ROE(자배순이익 기준)	48.2	30.2	25.4	30.4	30.3
ROA	15.1	12.7	12.2	14.7	15.4
안정성 (%)					
부채비율	229.2	106.1	110.5	103.5	90.3
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	N/A	734.3	203.6	295.0	377.3

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
13/11/07	M.perform	5,400	15/06/23	M.perform	7,200
13/11/08	M.perform	5,400	15/08/12	M.perform	6,700
14/01/16	M.perform	5,400	15/10/07	M.perform	5,300
14/02/10	M.perform	5,400	15/11/17	M.perform	5,300
14/05/16	M.perform	5,400	16/01/13	M.perform	5,000
14/08/11	M.perform	5,000	16/02/04	M.perform	5,000
14/11/07	BUY	5,200	16/07/13	M.perform	5,000
15/01/05	BUY	8,500	16/08/06	BUY	6,000
15/02/12	BUY	11,000	담당자 변경	BUY	7,100
15/04/14	BUY	11,000			
15/05/11	BUY	10,000			
15/05/28	BUY	10,000			

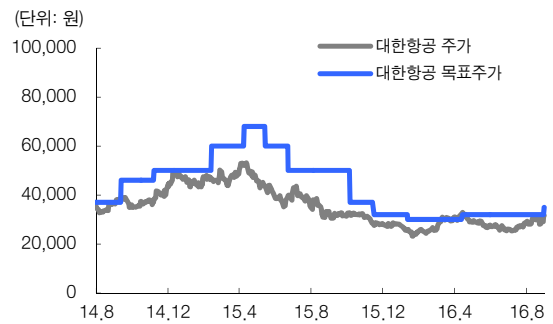
▶ 최근 2년간 아시아나항공 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/07/03	M.perform	37,000	15/11/17	M.perform	32,000
14/08/01	M.perform	37,000	16/01/13	M.perform	30,000
14/09/15	BUY	46,000	16/02/03	M.perform	30,000
14/10/10	BUY	46,000	16/04/14	M.perform	32,000
14/11/11	BUY	50,000	16/05/19	M.perform	32,000
15/02/13	BUY	60,000	16/07/13	M.perform	32,000
15/03/23	BUY	60,000	담당자 변경	M.perform	35,000
15/04/09	BUY	68,000			
15/05/15	BUY	60,000			
15/06/23	BUY	50,000			
15/08/17	BUY	50,000			
15/10/07	M.perform	37,000			

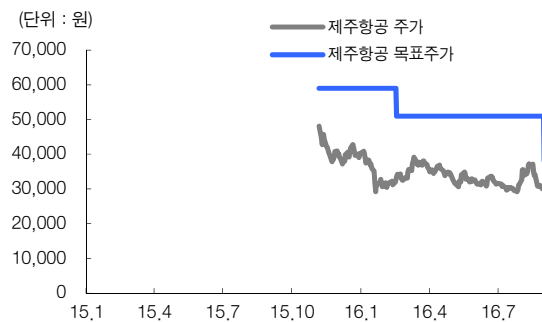
▶ 최근 2년간 대한항공 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
15/11/10	BUY	59,000원			
15/11/17	BUY	59,000원			
16/01/13	BUY	59,000원			
16/02/17	BUY	51,000원			
16/04/15	BUY	51,000원			
16/05/19	BUY	51,000원			
16/07/15	BUY	51,000원			
16/09/01	담당자 변경	38,000원			
	BUY				

▶ 최근 1년간 제주항공 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 윤소정의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2015.07.01~2016.6.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	126건	81.8%
보유	27건	17.5%
매도	1건	0.6%

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.