

SECTOR REPORT

운송



비중확대 (유지)

[Analyst]

박광래 ☎ 02-3772-1513
책임연구원 ✉ krpark@shinhan.com

조용민 ☎ 02-3772-1564
연구원 ✉ ym.cho@shinhan.com

항공 산업 세 가지 이슈 점검

#1. 대한항공-델타항공의 태평양 노선 JV 효과 분석

대한항공은 델타항공과의 JV 운영을 통해 한국/아시아 지역으로 들어오는 인바운드 기업 출장(Corporate Travel) 고객을 확보할 수 있는 효과를 기대하고 있다. 미국의 United와 JV를 맺었던 일본의 ANA는 JV 시작 후 5년간 태평양 노선 승객 수가 2배로 증가하는 효과를 거두었다. 대한항공-델타항공의 JV가 시작되면 합산 점유율이 18%로 상승해 ANA-United 연합과 비슷한 규모를 갖추게 된다.

#2. 2018년 여객 시장: 단기/단거리 위주의 여객 수요 증가 전망

2018년에도 여객 수요는 꾸준한 성장을 지속할 전망이다. 그러나 현실적으로 아직은 장기간의 해외여행을 자유로이 갈 수 있는 사회 여건이 되지 않기 때문에 중단거리 여행지로의 여객 수요 증가가 예상된다. LCC(저비용항공사)들의 외형 확장이 이러한 여행 패턴을 지속시키는 또 다른 요인으로 작용하겠다.

#3. 2018년 항공 화물 시장 전망

1) 글로벌 경기 회복세와 2) 동아시아 항공 화물기 수급 밸런스 개선을 이유로 2018년에도 항공 화물 수송량 증가와 화물 운임 상승을 예상한다. 여기에 유가 상승분의 전가까지 더해져 올해 대한항공 기준의 항공 화물 운임은 11%대 상승이 가능하겠다.

Top picks: 대한항공, 진에어

Top picks로 대한항공과 진에어를 제시한다. 대한항공은 여객과 화물에서의 고른 성장이 예상되는 가운데 현재 밸류에이션 매력에 돋보인다. Trailing PBR 0.8배 수준으로 과거 계열사 리스크로 주가 흐름이 부진했던 시기보다 낮은 평가를 받고 있다. 진에어는 중대형 항공기 운영을 통해 타 LCC와 차별화된 실적 달성이 가능할 전망이다. 2018년 19.9%의 영업이익 증가를 기대한다.

Top Picks

종목명	투자의견	현재주가 (3월 23일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
대한항공 (003490)	매수	30,800	45,000	46.1
진에어 (272450)	매수	29,350	42,000	43.1

Contents

03 I. Investment Summary

05 II. Valuation

07 III. 대한항공-델타항공의 태평양 노선 JV 효과 분석

1. 2018년 상반기 중 JV 운영 시작 예상
2. United와 JV를 했던 ANA는 태평양 노선에서 승객 수가 5년 동안 2배로 증가

11 IV. 항공 여객 시장 전망

1. 여객 지출 증가 예상, 단기/단거리 위주의 여객 수요 증가 전망
2. 국내 LCC들의 외형 확장이 여객 수요 증가를 견인할 전망

14 V. 항공 화물 시장 전망

1. 국내 공항 기준 2018년 Mid-single(4~6%) 수준의 항공 화물 수송량 증가 전망
2. 글로벌 항공 물동량 증가, 수급 밸런스 안정, 유가 상승 → Yield 상승

17 Appendix

18 Company Analysis

대한항공 (003490) - 매수 (유지), 목표주가: 45,000원 (유지)
진에어 (272450) - 매수 (신규), 목표주가: 42,000원 (신규)
AK홀딩스 (006840) - 매수 (신규), 목표주가: 100,000원 (신규)
제주항공 (089590) - 매수 (신규), 목표주가: 47,000원 (신규)

I. Investment Summary

델타항공의 Corporate Network
활용해 기업 출장 수요 확보
→ 태평양 노선에서의 RPK 및
탑승률 개선

대한항공-델타항공의 태평양 노선 JV 효과 분석

대한항공과 미국 델타항공과의 태평양 노선 JV(조인트벤처)가 상반기 중으로 운영을 시작할 전망이다. 2017년 6월 양 사는 JV 운영을 합의하고 11월 미국 교통부는 이를 승인했다. 우리나라 국토교통부의 최종 승인만 받으면 정상 운영을 시작할 수 있다.

대한항공이 델타항공과의 JV 운영을 통해 기대하는 효과는 한국/아시아 지역으로 들어오는 인바운드 기업 출장(Corporate Travel) 고객 증가에 초점에 맞춰져 있다. 델타항공은 기업 출장 서비스에서 미국 내 선두권에 위치한 회사다. 대한항공은 델타항공의 넓은 Corporate Network를 활용해 기업 출장 수요를 확보해 태평양 노선에서의 RPK(유상여객킬로미터) 및 탑승률 개선 효과를 꾀할 수 있을 전망이다.

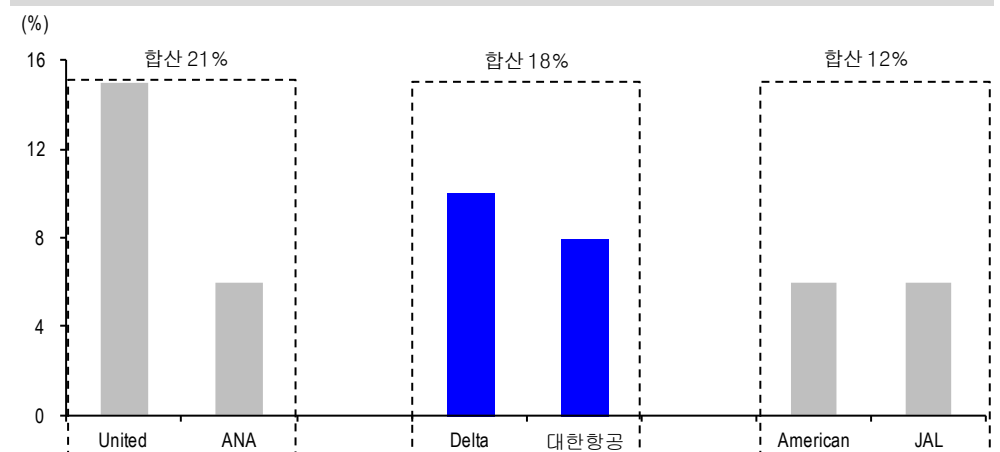
태평양 노선에서 성공적인 사례로 꼽히는 JV는 일본의 ANA와 미국의 United 간의 계약이었다. 두 항공사는 2011년 4월 JV 협정을 맺었다. JV 운영 시작 이후 5년간 ANA는 태평양 노선 승객 수가 2배로 증가하는 효과를 거두었다. 대한항공-델타항공의 JV가 시작되면 합산 점유율이 18%(= 대한항공 8% + 델타항공 10%)으로 상승해 ANA-United 연합과 비슷한 규모를 갖추게 된다.

대한항공 별도 영업이익률과 주요 핵심 변수들과의 회귀분석 결과

	계수	표준 오차	t 통계량	P-값	하위 95%	상위 95%	하위 95.0%	상위 95.0%
Y 절편	-118.367	45.445	-2.605	0.019	-214.247	-22.486	-214.247	-22.486
여객 Yield	6.100	1.707	3.574	0.002	2.499	9.701	2.499	9.701
여객 LF	0.689	0.319	2.160	0.045	0.016	1.361	0.016	1.361
화물 Yield	-0.477	0.459	-1.039	0.313	-1.444	0.491	-1.444	0.491
화물 LF	0.658	0.403	1.634	0.121	-0.192	1.507	-0.192	1.507
WTI	-0.288	0.073	-3.938	0.001	-0.443	-0.134	-0.443	-0.134

자료: 대한항공, 신한금융투자

아시아-북미 노선에서의 주요 항공사들의 시장 점유율 비교



자료: ICAO, 신한금융투자

한국 1인당 여행 지출 1,093달러
vs. 적정 여행 지출 1,821달러

항공 여객 전망: 여행 관련 지출 증가 예상, 단기/단거리 위주의 여객 수요 증가 전망

우리나라 여객 운송 수요는 성장 여력이 높다. 다른 국가들과 비교했을 때 1인당 소득에 비해 여행 지출 수준이 여전히 낮은 편이기 때문이다. 여행에 대한 씀씀이가 커짐과 동시에 여객 운송 수요도 증가가 예상된다. 우리나라 1인당 여행 지출은 약 1,093달러(117만원)다. 다른 나라와의 비교를 통해 구한 소득 대비 적정 여행 지출액은 1인당 1,821달러(195만원)로 산출된다.

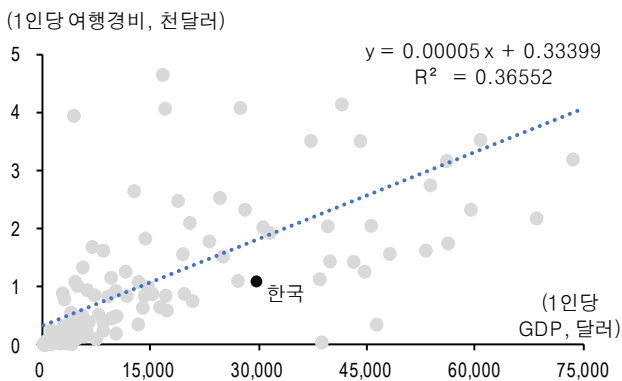
2018년으로만 국한해서 봐도 2017년 대비 여행 관련 지출은 각종 설문조사 결과를 토대로 봤을 때 증가할 전망이다. 그러나 현실적으로 아직은 장기간의 해외여행을 자유로이 갈 수 있는 사회 여건이 되지 않기 때문에 중단거리 여행지로 가는 대신 횡수를 늘리는 방식의 패턴이 올해에도 지속될 가능성이 높다.

항공 화물 전망: 2018년 Mid-single(4~6%) 수준의 항공 화물 수송량 증가 전망

1) 글로벌 경기 회복세와 2) 동아시아 항공 화물기 수급 밸런스 개선을 이유로 2018년에도 항공 화물 수송량 증가와 화물 운임 상승을 예상한다. 미국의 경우 전자부품 관련 수주잔고가 2015년 이후 꾸준히 증가하고 있다. 신규수주 금액도 전년 동월 대비 증가세가 19개월 연속 지속되고 있다. 유럽에서도 경기 개선세 지속에 따른 IT 수요 증가가 기대되고 있다. IT 디바이스의 다양화와 이에 따른 Q(물량)의 증가까지 더해져 항공 화물 시장은 훈풍이 지속될 전망이다.

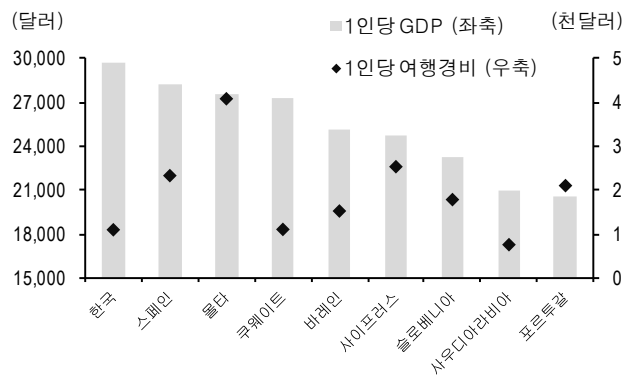
경기 개선으로 글로벌 전체 항공 화물 물동량의 증가세 지속이 점쳐지고 있다. 글로벌 제조업 PMI(구매 관리자 지수)가 전년 동월 대비 1% 오르면 글로벌 항공 화물 물동량은 0.8% 증가하는 상관성이 있다. 추가적인 PMI 상승세와 더불어 항공 화물 물동량의 증가도 나타날 전망이다. 한편 수급 측면에서는 항공사들이 항공 화물 공급을 낮은 수준으로 조율하면서 시장 내 수급 밸런스가 양호한 상태가 유지되고 있다. 유가 상승분의 전가까지 더해져 올해 대한항공 기준의 항공 화물 운임은 11%대 상승이 가능하겠다.

1인당 GDP와 1인당 여행 지출액의 비교 - 1



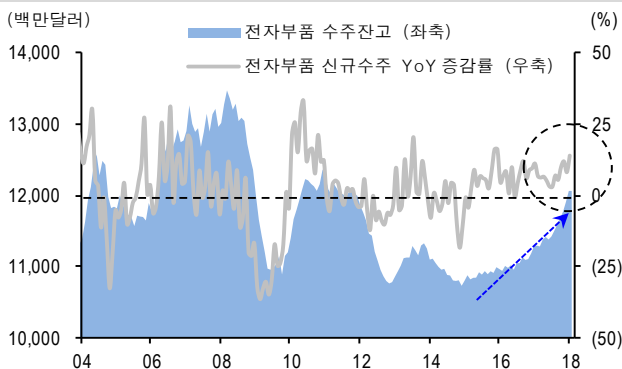
자료: WTC, 신한금융투자

1인당 GDP와 1인당 여행 지출액의 비교 - 2



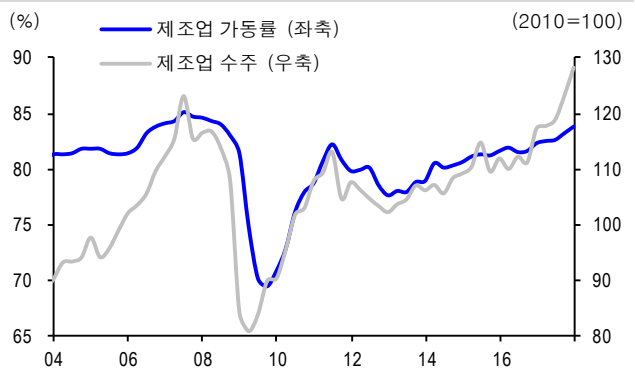
자료: WTC, 신한금융투자

미국 내 전자부품 수주잔고 및 신규 수주 증감률의 추이



자료: US Census Bureau, 신한금융투자

유럽의 제조업 가동률 및 수주 추이



자료: European Central Bank, Eurostat, 신한금융투자

II. Valuation

대한항공은 Trailing PBR 기준 0.8배의 밸류에이션을 받고 있다. 안전 장려금 일회성 이슈로 1분기 실적 부진의 우려가 있긴 하나 2018년 연간 실적은 증익이 가능하고 한진해운 법정관리 당시보다 낮은 수준의 밸류에이션은 지나친 저평가라는 판단이다.

제주항공과 **진에어**는 글로벌 LCC 평균 12개월 선행 PER 13배를 목표주가 산정에 반영했다. 글로벌 대표 LCC인 Southwest나 Ryanair보다 기재 규모나 노선 네트워크는 작지만 이익 성장성이 높기 때문에 충분히 타 LCC와 같은 수준의 밸류에이션 적용은 합리적이라 판단한다.

AK홀딩스는 자회사 제주항공의 성장과 애경산업의 IPO 효과, 백화점 부문에서의 자산 가치 등을 감안해볼 때 저평가 국면이다. 상장/비상장 자회사들의 가치를 합산해 구한 회사 가치는 1.3조원으로 현재의 9,500억원 대비 38% 이상의 상승 여력이 있다.

커버리지 요약

(십억원)				2016	2017	2018F	2019F	2020F
대한항공	투자의견	매수	매출액	11,731.9	12,092.2	12,570.3	13,003.6	13,609.3
	목표주가 (원)	45,000	영업이익	1,120.8	939.8	1,038.1	1,224.4	1,280.7
	상승여력 (%)	46.1	순이익	(564.9)	791.5	778.8	831.7	857.3
			EPS (원)	-	8,627	8,113	8,664	8,931
			BPS (원)	22,352	37,824	45,523	53,527	62,191
			ROE (%)	(27.2)	29.4	19.5	17.5	15.4
			PER (x)	-	3.9	3.8	3.6	3.4
			PBR (x)	1.2	0.9	0.7	0.6	0.5
진에어	투자의견	매수	매출액	719.7	888.4	1,128.4	1,349.5	1,607.8
	목표주가 (원)	42,000	영업이익	52.3	96.9	116.3	147.6	176.6
	상승여력 (%)	43.1	순이익	39.3	74.1	94.1	112.5	131.2
			EPS (원)	1,457	2,721	3,137	3,751	4,374
			BPS (원)	2,886	7,727	10,563	13,965	17,938
			ROE (%)	60.9	47.8	34.3	30.6	27.4
			PER (x)	-	9.7	9.4	7.8	6.7
			PBR (x)	-	3.4	2.8	2.1	1.6
AK홀딩스	투자의견	매수	매출액	2,921.8	3,392.5	3,791.5	4,202.2	4,595.6
	목표주가 (원)	100,000	영업이익	213.7	265.6	342.4	379.6	419.5
	상승여력 (%)	38.7	순이익	72.0	99.6	120.1	133.3	148.8
			EPS (원)	5,436	7,522	9,068	10,066	11,232
			BPS (원)	46,834	52,954	58,497	64,685	71,600
			ROE (%)	12.2	15.1	16.3	16.3	16.5
			PER (x)	10.3	9.1	8.0	7.2	6.4
			PBR (x)	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
제주항공	투자의견	매수	매출액	747.6	996.3	1,234.7	1,426.4	1,561.4
	목표주가 (원)	47,000	영업이익	58.7	101.6	129.9	148.5	162.8
	상승여력 (%)	13.5	순이익	53.2	77.1	90.3	112.0	123.5
			EPS (원)	2,047	2,929	3,427	4,250	4,688
			BPS (원)	10,351	12,558	15,287	18,739	22,528
			ROE (%)	21.1	25.6	24.6	25.0	22.7
			PER (x)	12.3	12.1	12.1	9.7	8.8
			PBR (x)	2.4	2.8	2.7	2.2	1.8

자료: 각 사, 신한금융투자 추정

FSC(Full Service Carrier) 밸류에이션 테이블

지역	회사	시가총액 (십억달러)	변동폭				PER (x)		PBR (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			1D	5D	3M	1Y	FY18	FY19	FY18	FY19	FY18	FY19	FY18	FY19
국내	대한항공	2,706	(4.8)	(6.5)	(7.1)	(0.5)	7.6	5.2	0.8	0.7	5.9	5.5	11.2	14.5
	아시아나항공	857	(3.7)	(6.4)	1.8	(3.8)	8.9	5.1	0.8	0.7	7.6	6.1	8.6	13.6
해외	DELTA AIR LINES	38,103	(1.4)	(4.9)	(3.8)	17.2	8.5	7.4	2.3	1.9	5.2	4.8	30.3	27.6
	AMERICAN AIRLINES GROUP	24,135	(2.5)	(7.9)	(3.0)	22.2	8.6	7.2	6.1	3.8	7.2	6.0	56.1	44.8
	AIR CHINA	24,095	(1.4)	(10.6)	(5.3)	31.9	15.7	11.9	1.7	1.5	6.4	5.4	11.6	13.5
	INTL CONSOLIDATED AIRLINE	17,360	(1.9)	(5.2)	(7.1)	9.0	6.2	5.7	1.7	1.4	3.4	3.2	29.0	26.2
	DEUTSCHE LUFTHANSA	14,704	(2.7)	(6.7)	(18.6)	68.4	5.6	5.2	1.1	0.9	3.0	2.9	19.5	18.9
	ANA HOLDINGS	13,580	(1.7)	(3.9)	(14.2)	15.8	10.1	12.0	1.4	1.3	5.9	5.6	14.0	10.9
	CHINA SOUTHERN AIRLINES	15,119	(2.0)	(7.5)	(12.5)	33.0	18.7	12.4	1.9	1.6	5.9	4.8	13.3	15.2
	CHINA EASTERN AIRLINES	14,726	(0.1)	(2.0)	(9.4)	(0.8)	18.4	12.2	1.7	1.5	5.9	4.8	11.3	13.4
	SINGAPORE AIRLINES	9,692	(2.2)	(4.1)	1.0	7.1	18.6	19.4	0.9	0.9	5.2	4.9	5.0	4.7
	ALASKA AIR GROUP	7,636	(1.5)	(7.0)	(16.7)	(34.7)	10.7	8.3	1.8	1.5	6.0	5.1	18.7	19.3
	CATHAY PACIFIC AIRWAYS	6,689	(1.9)	(9.1)	10.6	18.3	54.4	13.7	0.9	0.8	9.4	7.1	1.4	5.7
	AIR FRANCE-KLM	4,773	(2.7)	(4.3)	(33.7)	20.0	4.4	3.9	1.0	0.8	1.9	1.8	25.6	23.5
	SKYWEST	2,866	(3.3)	(8.9)	2.1	54.8	12.4	10.9	1.3	1.2	6.3	5.8	11.0	12.7
	AIR NEW ZEALAND	2,767	0.3	0.3	6.4	47.4	9.7	9.7	1.8	1.7	4.8	4.6	19.0	17.6

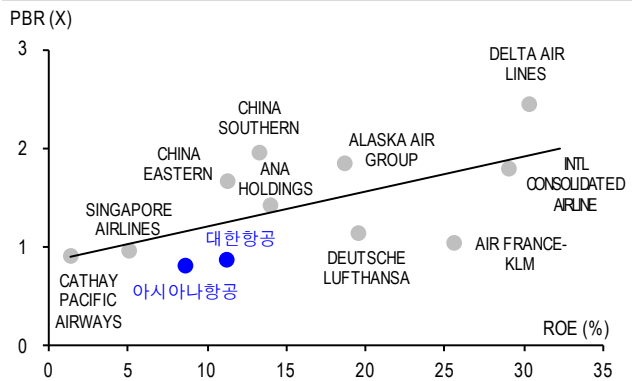
자료: Bloomberg, 신한금융투자

LCC(Low Cost Carrier) 밸류에이션 테이블

지역	회사	시가총액 (십억달러)	변동폭				PER (x)		PBR (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			1D	5D	3M	1Y	FY18	FY19	FY18	FY19	FY18	FY19	FY18	FY19
국내	한진칼	1,066	(4.9)	(5.1)	8.1	1.6	7.2	6.0	0.9	0.8	6.8	6.1	13.2	13.7
	제주항공	1,011	(3.9)	(3.7)	16.6	38.7	10.4	8.8	2.6	2.1	4.0	3.3	26.5	26.1
	AK홀딩스	885	(2.4)	(7.1)	9.1	25.2	7.7	7.2	1.1	1.0	3.7	3.6	16.1	14.9
	진에어	816	(2.2)	(4.7)	9.7	-	12.1	9.7	2.7	2.2	4.1	2.9	24.6	25.0
해외	SOUTHWEST AIRLINES	33,349	(0.5)	(6.9)	(14.0)	7.8	11.5	10.0	2.8	2.5	6.8	6.2	26.4	26.1
	RYANAIR HOLDINGS	23,240	(1.1)	(1.9)	6.6	10.0	13.2	12.8	3.8	3.1	8.8	8.6	30.0	26.3
	JETBLUE AIRWAYS	6,708	(2.0)	(7.7)	(7.1)	4.5	10.8	9.2	1.3	1.2	5.1	4.5	13.0	13.4
	SPRING AIRLINES	4,400	(5.9)	(9.7)	(20.1)	(18.2)	16.4	13.3	2.3	2.0	15.2	11.2	14.6	16.1
	WIZZ AIR HOLDINGS	4,666	(2.7)	(6.5)	(8.0)	95.4	16.4	13.8	3.8	3.0	7.0	5.9	25.5	23.5
	SKYWEST	2,866	(3.3)	(8.9)	2.1	54.8	12.4	10.9	1.3	1.2	6.3	5.8	11.0	12.7
	AIRASIA	3,424	2.0	(3.4)	21.1	40.7	8.9	9.0	1.4	1.3	6.9	6.8	17.9	15.3
	SPIRIT AIRLINES	2,726	(3.2)	(11.4)	(11.6)	(21.2)	11.6	9.3	1.4	1.3	6.1	5.1	12.9	13.9
	ALLEGIANTRAVEL	2,678	(0.5)	(6.3)	3.6	2.6	15.0	11.9	3.8	3.1	8.3	7.0	27.7	29.6
	GOL LINHAS AEREAS	2,236	3.7	(1.5)	45.5	166.3	31.7	18.7	-	-	7.2	6.3	(6.8)	(13.4)

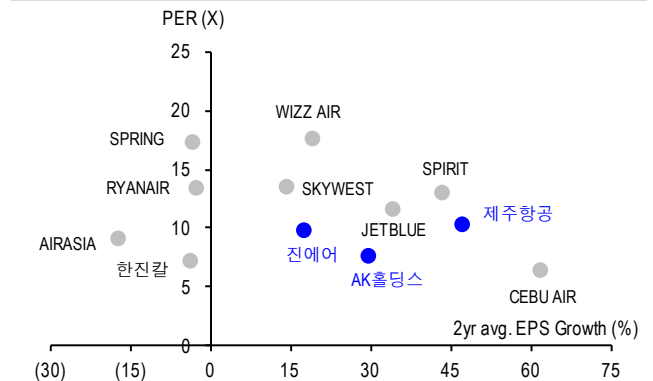
자료: Bloomberg, 신한금융투자

PBR/ROE - FSC (2018년 기준)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

PER/EPS growth - LCC (2018년 기준)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

III. 대한항공-델타항공의 태평양 노선 JV 효과 분석

2018년 상반기 중 JV 운영 시작 예상

대한항공-델타항공 태평양 노선 JV,
국토부 최종 승인만 남은 상황

대한항공과 미국 델타항공과의 태평양 노선 JV(조인트벤처)가 상반기 중으로 운영을 시작할 전망이다. JV는 특정 노선에서 두 개 이상의 항공사가 같이 티켓을 판매하고 비용은 각자가 정당한 후 남는 이익을 계약상 약정한 비율대로 나눠 갖는 컨셉의 협력 관계다.

2017년 6월 양 사는 JV 운영을 합의하고 11월 미국 교통부는 이를 승인했다. 우리나라 국토교통부의 최종 승인만 받으면 정상 운영을 시작할 수 있다. 국토교통부는 양 사의 JV 운영으로 인해 이용객들의 효용이 떨어지는가 여부를 최종적으로 검토하는 것으로 알려졌다.

항공사 제휴의 형태

형태	정의
인터라인 (Interline)	복수의 항공사가 제휴를 맺어 각각 운항하는 노선을 연계하는 형태
공동운항 (Code Share)	제휴사와 항공기 내 좌석 일부를 공유하는 형태
항공동맹 (Alliance)	공동운항에 마일리지, 라운지 공유 등을 추가한 연합체
조인트벤처 (Joint Venture)	모든 좌석을 공동판매하고 운항수익도 나누는 구조

자료: 언론 종합, 신한금융투자

델타항공의 아시아 태평양 노선



자료: 델타항공, 신한금융투자

대한항공

국제선 탑승률 1%p 상승 시
영업이익률 0.7%p 개선

이미 미국 노선은 항공자유화 시장이기 때문에 JV 운영으로 인해 다른 항공사들의 시장 진입이 어려워지는 부작용은 나타날 가능성이 낮다는 판단이다. 그리고 대한항공이 델타항공과의 JV 운영을 통해 기대하는 효과는 일반 여객보다 한국 또는 아시아 지역으로 들어오는 인바운드 기업(Corporate) 고객 증가에 초점에 맞춰져있기 때문에 일반 여객 티켓 가격의 상승으로 인한 소비자 효용 감소 역시 나타나지 않을 것으로 본다.

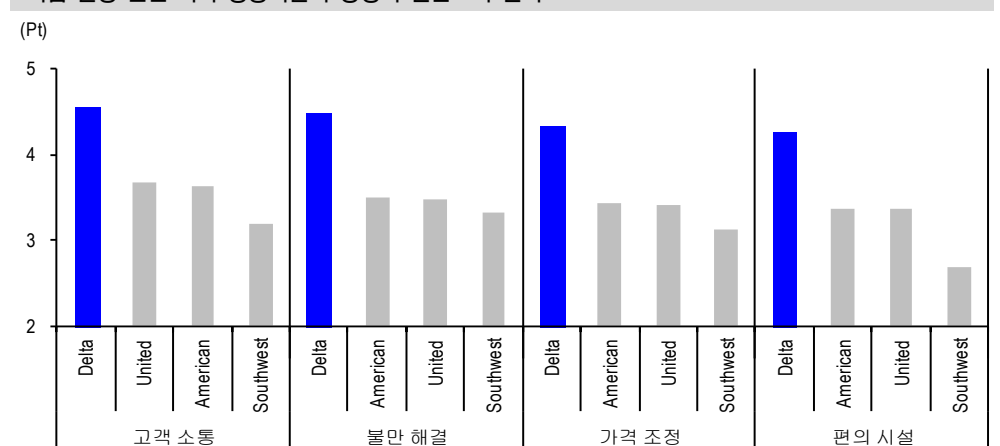
델타항공은 기업 출장(Corporate Travel) 서비스에서 미국 내 선두권에 위치한 회사다. 2017년 11월 미국 기업 출장 전문지인 Business Travel News의 설문조사에서 7년 연속 최우수 항공사로 선정되기도 했다. 대한항공은 델타항공의 넓은 Corporate Network을 활용해 기업 출장 수요를 확보해 태평양 노선에서의 RPK 및 탑승률 개선 효과를 꾀할 수 있을 전망이다. 여기에 인천공항 제2터미널 활용을 통해 아시아 지역으로 가는 환승고객을 추가로 유치할 수 있는 가능성도 높아진다. 대한항공의 국제선 탑승률이 1%p 올라갈 때 별도 영업이익률은 0.7%p 수준 개선되는 효과가 나타난다. JV 운영을 통한 외형 성장 및 이익률 개선을 기대해볼 수 있는 대목이다.

대한항공 별도 영업이익률과 주요 핵심 변수들과의 회귀분석 결과

	계수	표준 오차	t 통계량	P-값	하위 95%	상위 95%	하위 95.0%	상위 95.0%
Y 절편	-118.367	45.445	-2.605	0.019	-214.247	-22.486	-214.247	-22.486
여객 Yield	6.100	1.707	3.574	0.002	2.499	9.701	2.499	9.701
여객 LF	0.689	0.319	2.160	0.045	0.016	1.361	0.016	1.361
화물 Yield	-0.477	0.459	-1.039	0.313	-1.444	0.491	-1.444	0.491
화물 LF	0.658	0.403	1.634	0.121	-0.192	1.507	-0.192	1.507
WTI	-0.288	0.073	-3.938	0.001	-0.443	-0.134	-0.443	-0.134

자료: 대한항공, 신한금융투자

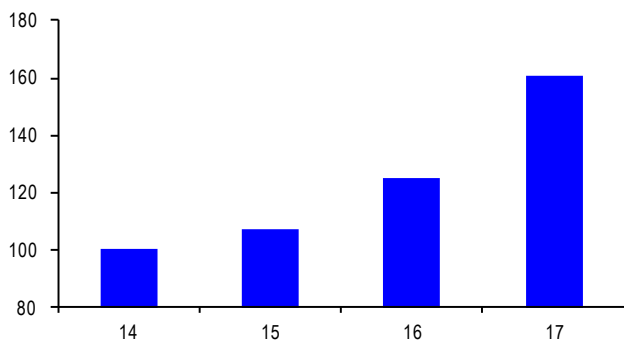
기업 출장 관련 미국 항공사들의 경쟁력 설문조사 결과



자료: Business Travel News, 신한금융투자

델타항공의 Skymiles 등록 회원 수 추이

(백만명)



자료: 델타항공, 신한금융투자

미국 내 가장 관련성 높은 회사 순위



자료: Forbes, 신한금융투자

United와 ANA 태평양 노선 JV
첫 5년간 매출액, ASK, RPK
각각 112%, 97%, 120% 증가

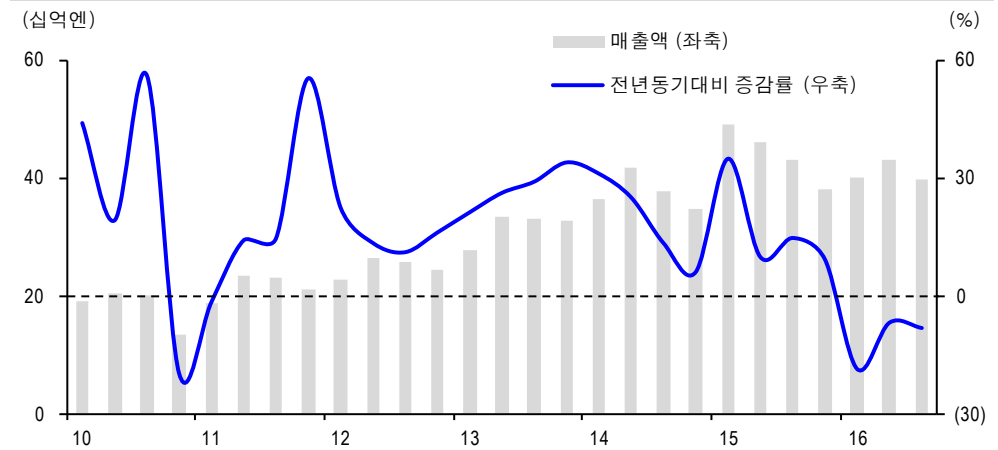
United와 JV를 했던 ANA는 태평양 노선에서 승객 수가 5년 동안 2배로 증가

항공사들이 단독으로 특정 노선에서 공급을 늘리거나 신규 노선을 확충할 경우 투입되는 비용이 많이 들 뿐더러 일정 수준 이상의 고객을 확보하지 못할 경우 심한 적자를 감내해야 하는 리스크가 있다. 항공사들은 JV 운영을 통해 이러한 영업 상의 리스크를 줄일 수 있다.

태평양 노선에서 성공적인 사례로 꼽히는 JV는 일본의 ANA와 미국의 United 간의 계약이었다. 두 항공사는 2011년 4월 JV 협정을 맺었다. JV 운영 시작 이후 5년간 ANA는 태평양 노선 승객 수가 2배로 증가하는 효과를 거두었다. 해당 노선 매출액, ASK(공급), RPK(수요)가 각각 112%, 97%, 120% 증가했다.

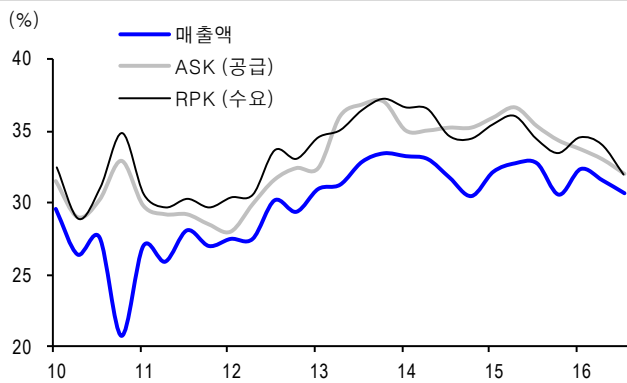
두 회사의 JV로 태평양 노선에서의 합산 점유율이 21%(= ANA 6% + United 15%)까지 올라가면서 해당 노선에서의 경쟁력이 강화되었다. ANA-United보다는 상대적으로 협력 효과는 적었던 것으로 평가받는 JAL-American도 합산 점유율을 12%(= JAL 6% + American 6%)까지 끌어올렸다. 대한항공-델타항공의 JV가 시작되면 합산 점유율이 18%(= 대한항공 8% + 델타항공 10%)으로 상승해 ANA-United 연합과 비슷한 규모를 갖추게 된다.

ANA의 북미 노선 매출액 추이



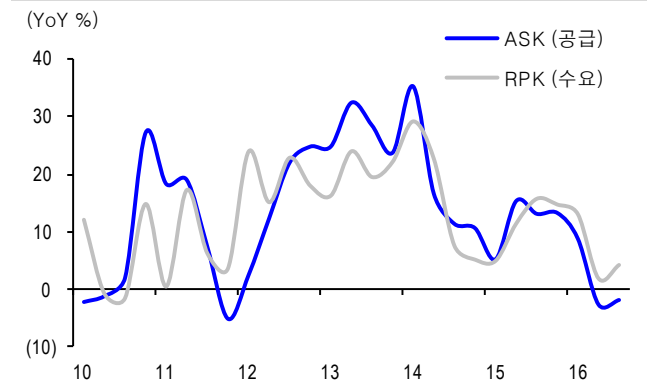
자료: ANA, 신한금융투자

ANA 북미 노선 비중의 추이



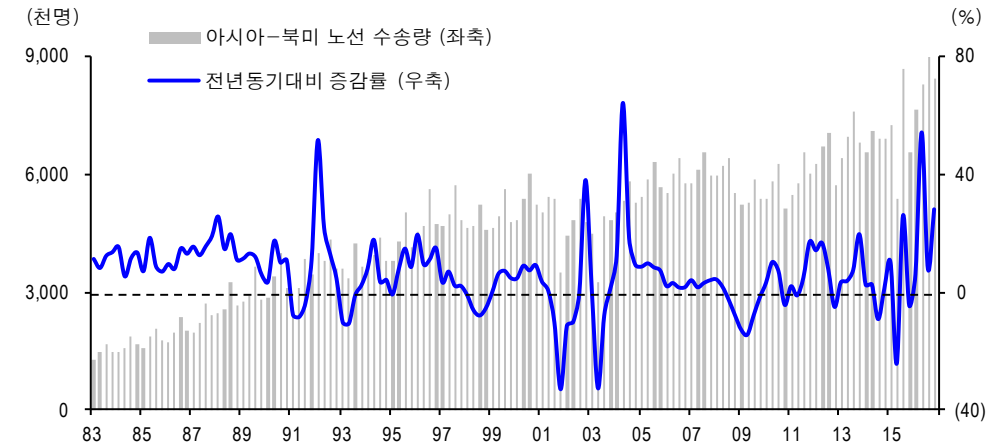
자료: ANA, 신한금융투자

ANA의 북미 노선 공급/수요 증감률의 추이



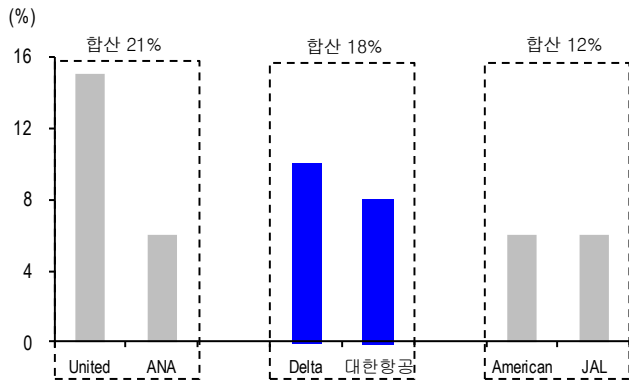
자료: ANA, 신한금융투자

아시아-북미 노선 전체 항공 여객 수송량의 추이



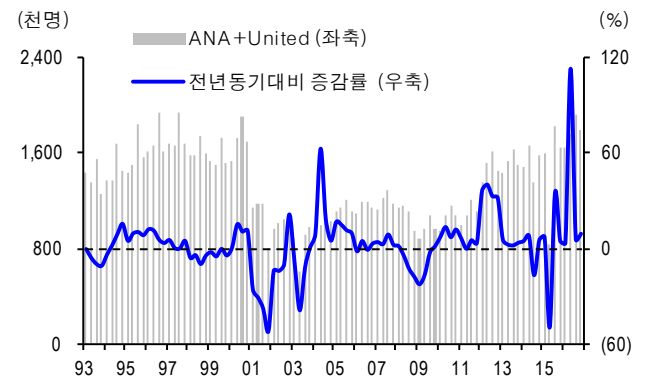
자료: ICAO, 신한금융투자

아시아-북미 노선에서의 주요 항공사들의 시장 점유율 비교



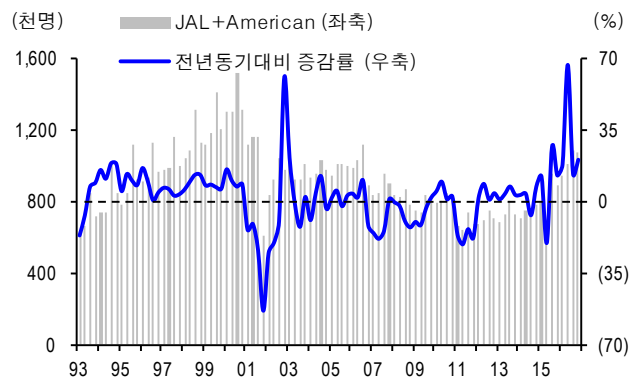
자료: ICAO, 신한금융투자

아시아-북미 노선 ANA+United 합산 수송량의 추이



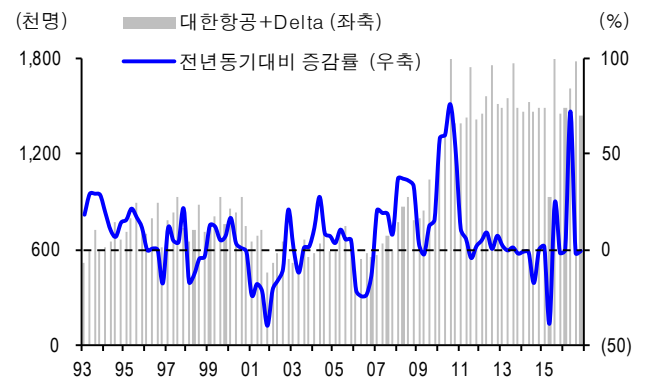
자료: ICAO, 신한금융투자

아시아-북미 노선 JAL+American 합산 수송량의 추이



자료: ICAO, 신한금융투자

아시아-북미 노선 대한항공+Delta 합산 수송량의 추이



자료: ICAO, 신한금융투자

IV. 항공 여객 시장 전망

여객 지출 증가 예상, 단기/단거리 위주의 여객 수요 증가 전망

한국 1인당 여행 지출 1,093달러
vs. 적정 여행 지출 1,821달러

거시적 관점에서 볼 때 우리나라 여객 운송 수요는 성장 여력이 높다. 다른 국가들과 비교했을 때 1인당 소득에 비해 여행 지출 수준이 여전히 낮은 편이기 때문이다. 여행에 대한 씬씀이가 커짐과 동시에 여객 운송 수요도 증가가 예상된다.

WTTC(세계관광위원회)에서는 매년 "Travel & Tourism Economic Impact" 보고서를 통해 국가별 여행 관련 지출 금액을 발표한다. 우리나라의 여행 관련 교통비 지출액은 2017년 기준으로 562.2억달러(약 60.2조원)다. 이를 인구 수로 나눠보면 1인당 여행 지출은 1,093달러(약 117만원)로 계산된다. 146개국의 데이터를 기반으로 구한 우리나라의 적정 1인당 여행 지출액은 현재 GDP 수준을 고려했을 때 약 1,821달러(약 195만원)로 산출된다.

'워라벨', 'YOLO' 등 삶의 질
중요시하는 사회 문화 확산

비교 대상을 우리나라와 비슷한 1인당 GDP 수준(20,000~30,000달러) 9개 국가로 좁혀보면 우리나라의 낮은 여행 경비 수준이 더 확연히 드러난다. 최근 '워라벨(Work-Life Balance)', 'YOLO(You only live ince)' 등 삶의 질을 중요시하는 사회 문화가 확산되고 있고 정부도 노동 시간 단축을 위한 정책적 노력을 펴하고 있기 때문에 우리나라의 여행 지출금액은 점진적으로 증가할 수 있다고 판단한다.

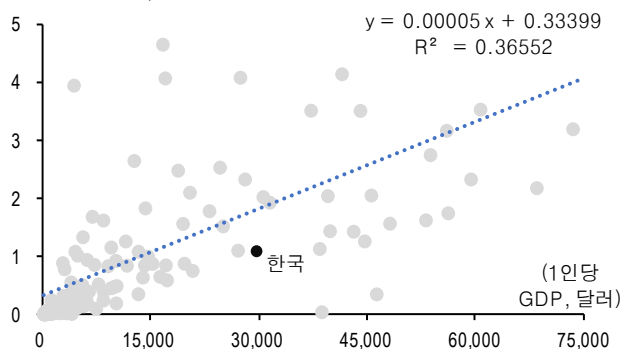
진에어의 바른 휴가 운동 캠페인



자료: 진에어, 신한금융투자

1인당 GDP와 1인당 여행 지출액의 비교 - 1

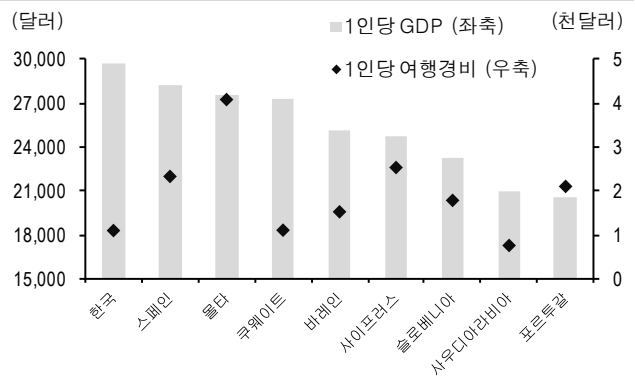
(1인당 여행경비, 천달러)



자료: WTTC, 신한금융투자

1인당 GDP와 1인당 여행 지출액의 비교 - 2

(달러)



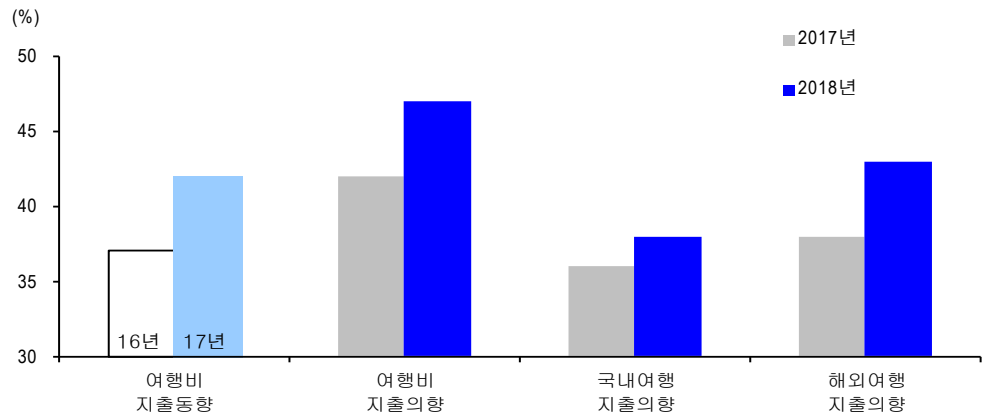
자료: WTTC, 신한금융투자

2018F(vs. 17년) 여행경비 질문
여행비 지출 증가 여부 47%
(국내 38%, 해외 43%)

여행 관련 설문조사 결과에서도 이러한 변화의 기류가 감지된다. 리서치전문업체 컨슈머인사이트가 시행한 '주례 여행 행태 및 계획 조사'를 정리하면 응답자의 42%가 2017년에 2016년보다 여행비를 더 지출했고, 47%는 2018년 예상 여행경비 관련한 질문에는 47%가 2017년보다 더 지출할 것이라 했다. 국내와 해외로 나뉘볼 때 국내는 38%, 해외는 43%가 지출 규모 증가를 고려한다고 답했다.

여행 관련 지출이 늘더라도 지금의 단거리 위주의 해외여행 패턴은 크게 바뀌지 않을 전망이다. 휴가 사용 계획과 관련한 설문조사 결과 휴가 없이 해외여행을 가겠다는 응답비율이 26% 수준이고 휴가를 사용하더라도 1~3일을 사용하겠다는 응답이 가장 많았다. 향후 계획하고 있는 여행기간을 묻는 질문에는 3박 이하의 응답률은 전년 동기 대비 증가한 반면 4박 이상의 응답률은 감소했다.

여행비 지출동향 및 의향 조사



자료: 컨슈머인사이트, 신한금융투자

휴가(연차) 사용 계획

	2017	2017			
		1Q	2Q	3Q	4Q
휴가를 사용하지 않음	26.1	21.2	27.6	29.3	26.3
휴가를 사용함	73.9	78.8	72.4	70.7	73.7
1일 사용	15.4	16.2	15.4	13.7	16.4
2일 사용	19.5	22.0	17.7	17.6	20.6
3일 사용	15.4	14.7	14.6	16.3	15.9
4일 사용	7.9	7.3	8.5	8.3	7.4
5일 사용	8.6	10.0	9.2	8.1	7.0
6일 사용	1.8	2.2	2.1	1.7	1.3
7일 이상 사용	5.4	6.4	5.0	4.9	5.2

자료: 컨슈머인사이트, 신한금융투자

여행계획 기간

(%)	2016	2017	YoY (%)p	2017				2016	YoY (%)p
				1Q	2Q	3Q	4Q	4Q	
2박3일 이하	16.6	13.0	3.6	14.4	15.0	18.0	19.0	14.9	4.1
3박4일	24.8	21.6	3.2	23.7	22.7	25.1	27.8	21.7	6.1
4박5일	22.9	21.5	1.4	23.9	22.9	23.0	21.8	22.8	(1.0)
5박6일	8.1	8.9	(0.9)	8.6	8.4	7.5	7.8	8.2	(0.4)
6박7일	5.6	6.2	(0.6)	6.3	6.0	5.0	5.0	6.4	(1.4)
8박9일	5.5	6.4	(0.9)	6.1	6.0	5.4	4.5	5.6	(1.1)
9박10일~14박15일	8.4	11.1	(2.7)	8.6	9.5	8.3	7.1	10.3	(33.3)
15박 이상	4.1	6.8	(2.7)	4.5	4.3	3.9	3.7	6.6	(2.8)

자료: 컨슈머인사이트, 신한금융투자

여객 수요: 일본과 베트남 등 근거리 위주 성장 예상

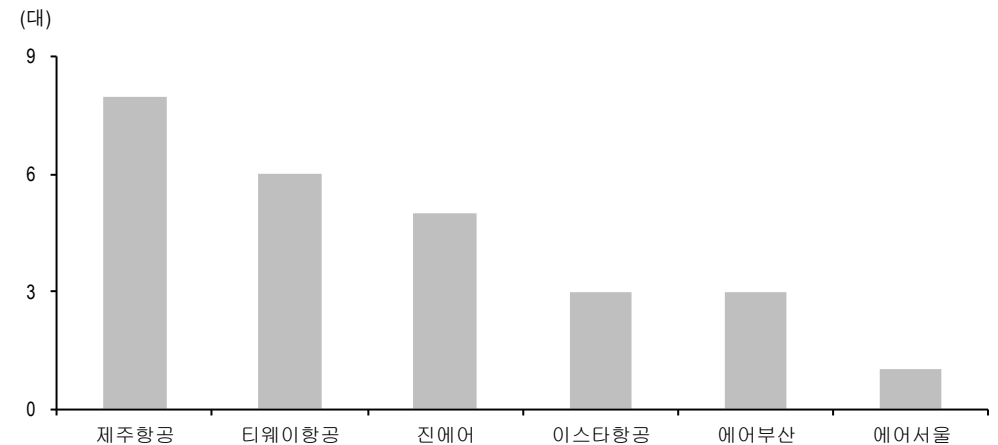
국내 LCC들의 외형 확장이 여객 수요 증가를 견인할 전망

향후 계획하고 있는 여행 지역도 아시아 지역에 여전히 집중되어 있다. 관심도가 높은 지역인 일본과 베트남의 경우에는 전년 동기 대비 응답비율이 상승했다. 국내 LCC(Low Cost Carrier, 저비용항공사)들의 2018년 기재 도입 계획을 봐도 공격적으로 외형을 확장할 것으로 전망되어 항공여객 수요는 2018년에도 근거리 위주로 성장하는 모습이 예상된다.

여행계획 지역									
(%)	2017	2016	YoY (%p)	2017				2016	YoY
				1Q	2Q	3Q	4Q	4Q	(%p)
아시아	70.9	70.1	0.9	68.2	68.8	72.7	74.2	68.2	6.0
일본	27.0	24.6	2.4	24.6	25.7	28.2	29.7	24.1	5.5
베트남	8.3	4.5	3.7	7.2	7.6	8.7	9.8	5.7	4.0
중국	5.8	10.3	(4.6)	7.6	4.9	5.3	5.2	10.4	(5.2)
태국	5.7	5.0	0.7	5.5	5.6	5.8	5.8	5.1	0.7
홍콩	5.2	5.4	(0.3)	5.6	4.9	5.7	4.6	5.2	(0.7)
대만	5.0	4.3	0.7	4.9	4.9	4.9	5.4	4.1	1.3
필리핀	3.8	4.1	(0.3)	3.2	4.0	3.6	4.4	4.3	0.1
기타	10.2	11.7	(1.5)	9.7	11.2	10.6	9.4	9.1	0.3
유럽	10.2	5.9	4.3	12.6	10.8	8.9	8.4	9.6	(1.2)
대양주	8.3	7.7	0.6	8.0	9.3	8.1	8.1	9.9	(1.8)
북미	7.7	6.0	1.6	8.4	8.0	7.8	6.5	8.6	(2.1)
중남미	0.7	8.5	(7.8)	0.8	0.8	0.7	0.6	1.2	(0.6)
중동	0.7	0.7	0.0	0.7	0.5	0.4	0.9	0.6	0.3
아프리카	0.6	0.4	0.2	0.7	0.7	0.5	0.5	1.3	(0.8)
기타	0.9	0.7	0.1	0.7	1.0	0.9	0.8	0.6	0.2

자료: 컨슈머인사이트, 신한금융투자

국내 저비용항공사들 2018년 기재 도입 계획



자료: 각 사, 신한금융투자

V. 항공 화물 시장 전망

국내 공항 기준 2018년 Mid-single(4~6%) 수준의 항공 화물 수송량 증가 전망

화물 수송량 & 운임 ↑

- 1) 글로벌 경기 회복세
- 2) 동아시아 항공 화물기 수급 밸런스 개선

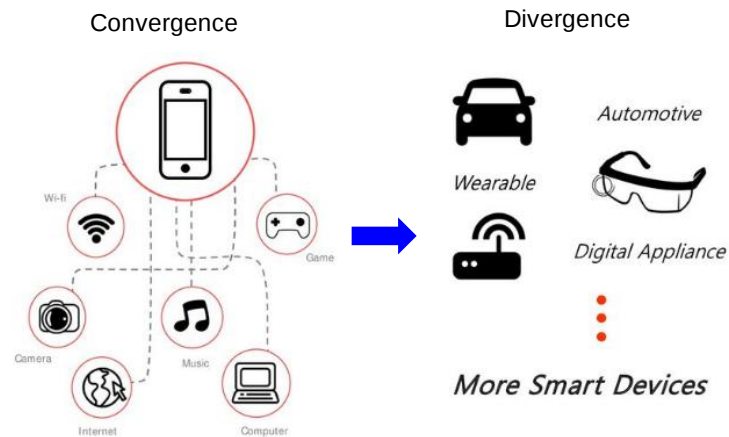
국내 전국 공항 기준으로 2017년 국제 항공 화물 수송량은 3,157만톤(+6.6% YoY)을 기록했다. 2018년 들어서도 1~2월 누적으로 479만톤의 수송 실적을 시현하며 증가세가 유지되고 있다. 1) 글로벌 경기 회복세와 2) 동아시아 항공 화물기 수급 밸런스 개선을 이유로 2018년에도 항공 화물 수송량 증가와 화물 운임 상승을 예상한다.

반도체, 디스플레이, 핸드셋 등과 관련된 전기전자 품목의 항공 수출입 물량이 증가하며 항공 화물 수송량을 견인하고 있다. 과거에는 IT 세트들이 스마트폰으로 합쳐치는 Convergence의 시대였다면 최근에는 다양한 디바이스로의 Divergence가 나타나고 있다. IT 관련 아이템들이 대부분 항공 화물을 통해 운반되기 때문에 IT 디바이스의 다양화와 이에 따른 Q(물량)의 증가는 항공 화물 시장에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

항공화물 수출 중 전자제품 비중
물량 기준 27%
금액 기준 85%

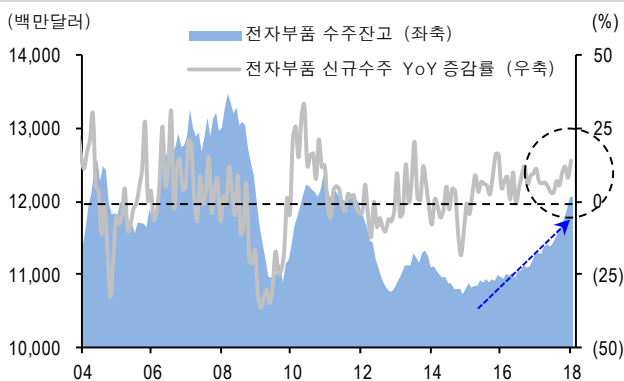
가장 중요한 시장인 미국의 경우 전자제품 관련 수주잔고가 2015년 이후 꾸준히 증가하고 있다. 신규수주 금액도 전년 동월 대비 증가세가 19개월 연속(일시적인 역기저 효과로 YoY 0.4% 감소를 기록한 2016년 6월을 제외하면 35개월 연속) 지속되고 있다. 미국 뿐만 아니라 유럽에서도 경기 개선세 지속에 따른 IT 수요 증가가 기대되고 있다. 우리나라의 항공 화물 수출에서 전자전자제품이 차지하는 비중은 물량 기준으로 27%, 금액 기준으로는 85%이기 때문에 선진국에서의 IT 관련 디바이스 수요 증가는 국내 항공 화물 수송에 긍정적이다.

IT 패러다임의 변화 (Convergence에서 Divergence로)



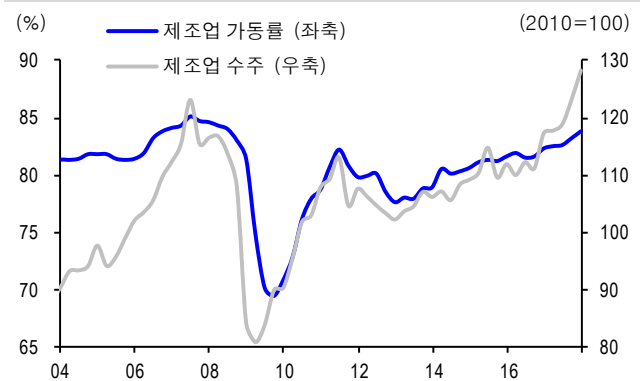
자료: SK하이닉스, 신한금융투자

미국 내 전자부품 수주잔고 및 신규 수주 증감률의 추이



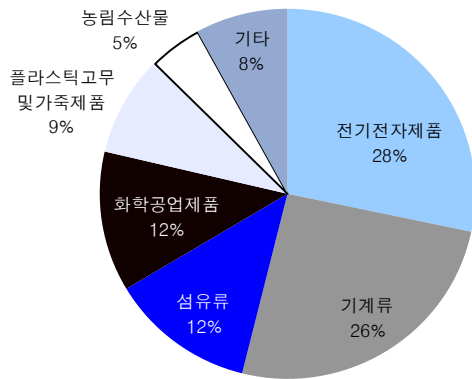
자료: US Census Bureau, 신한금융투자

유럽의 제조업 가동률 및 수주 추이



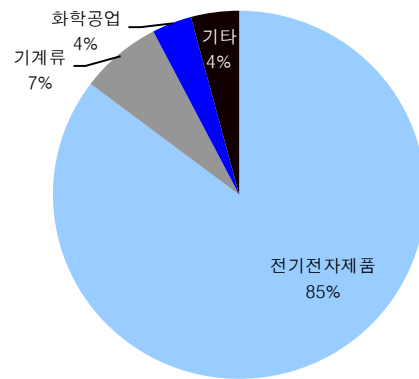
자료: European Central Bank, Eurostat, 신한금융투자

항공 수출 화물의 품목별 비중 (물량 기준)



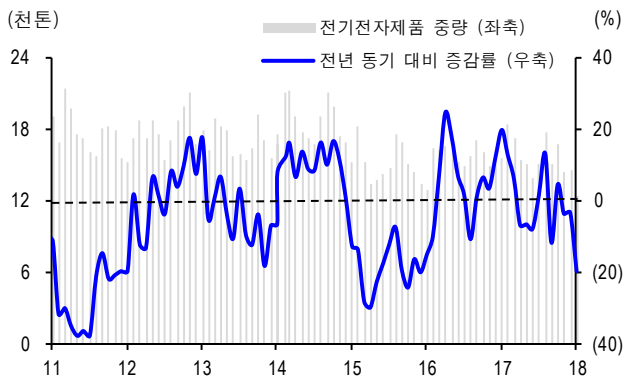
자료: 무역협회, 신한금융투자 / 주: 2018년 1~2월 누적 기준

항공 수출 화물의 품목별 비중 (금액 기준)



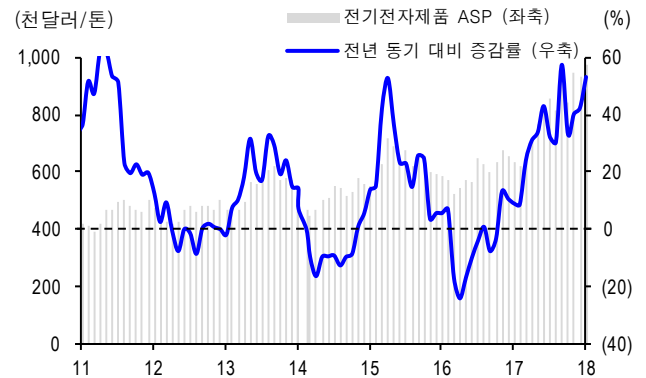
자료: 무역협회, 신한금융투자 / 주: 2018년 1~2월 누적 기준

항공을 통한 전기전자제품 수출 물량 추이



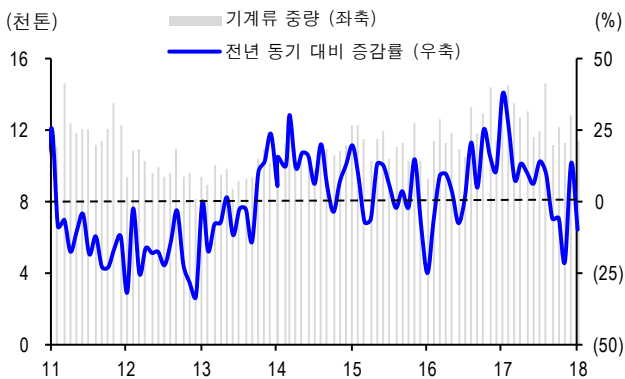
자료: 무역협회, 신한금융투자

항공을 통한 전기전자제품의 수출 ASP 추이



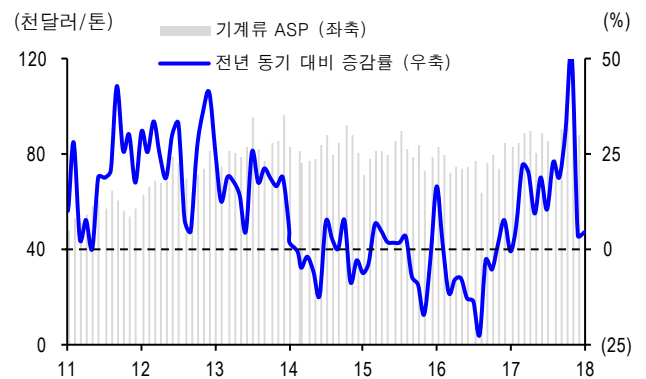
자료: 무역협회, 신한금융투자

항공을 통한 기계류 수출 물량의 추이



자료: 무역협회, 신한금융투자

항공을 통한 기계류 수출 ASP의 추이



자료: 무역협회, 신한금융투자

글로벌 제조업 PMI 1% 상승 시 항공 화물 물동량 0.8% 증가

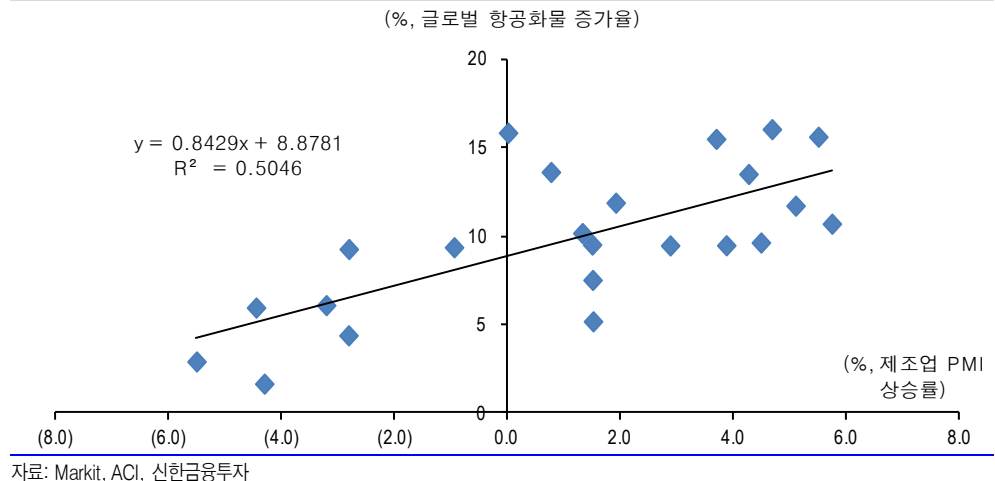
글로벌 항공 물동량 증가, 수급 밸런스 안정, 유가 상승 → Yield 상승

경기 개선으로 국내 공항을 통한 물량 뿐만 아니라 글로벌 전체 항공 화물 물동량의 증가세 지속이 점쳐지고 있다. 글로벌 제조업 PMI(구매 관리자 지수)가 전년 동월 대비 1% 오르면 글로벌 항공 화물 물동량은 0.8% 증가하는 상관성이 있다. 선진국과 신흥국 모두에서의 경기 개선으로 제조업 PMI는 추가 상승이 가능할 전망이다. 이에 따라 항공 화물 물동량 증가를 2018년에도 목도할 수 있겠다.

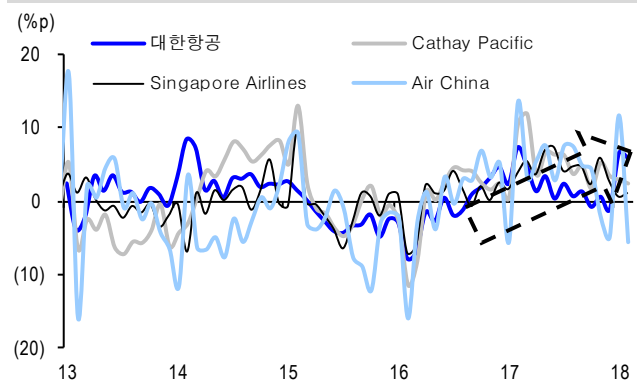
공급 측면에서는 글로벌 항공 화물 시장의 공급 과잉이 상존하는 가운데 항공사들의 공급 증대 추세가 둔화하고 있다. 우리나라가 속해있는 동북아권에서도 주요 항공사들이 항공 화물 공급을 낮은 수준으로 조율하면서 시장 내 수급 밸런스가 양호한 상태가 유지되고 있다.

최근 항공 화물 수요 회복으로 적재율(Load Factor)이 회복 국면에 접어들었으나 아직 2000년대 초반 수준보다는 낮기 때문에 항공 화물 업체들은 무리한 공급 확장보다는 적재율을 끌어올리는 전략을 취할 가능성이 높다. 유가 상승분이 전가되고 양호한 수급 밸런스가 유지되면서 항공 화물 운임은 상승이 가능할 전망이다. 대한항공은 2018년 화물 Yield(운임)이 2017년 대비 11.4%의 상승이 예상된다.

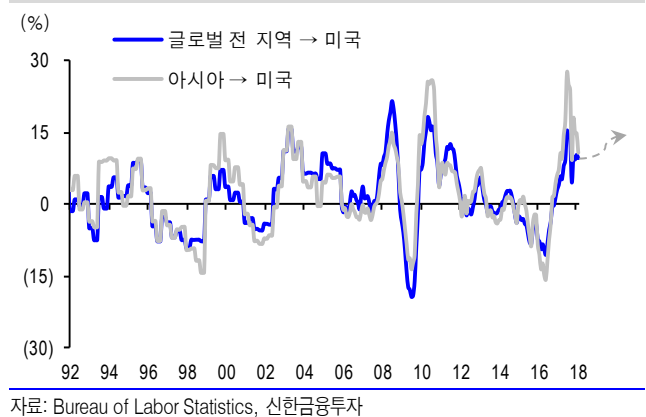
글로벌 제조업 PMI의 YoY 상승률과 항공화물 증가율 간의 상관관계 분석



동북아권 항공 화물 시장 수급(=수요 증가율-공급 증가율) 추이

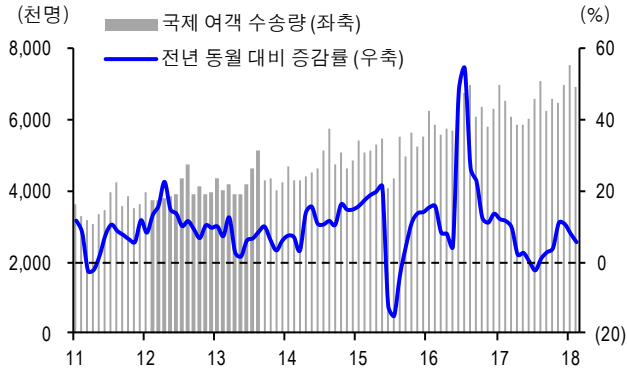


미국향 항공 화물 운임의 YoY 등락률의 추이



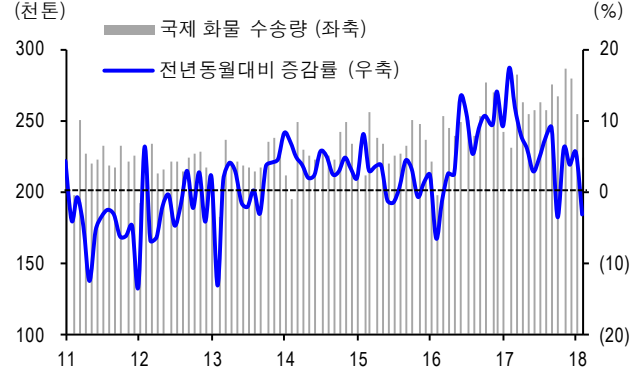
VI. Appendix

국제여객 YoY 증감률 추이



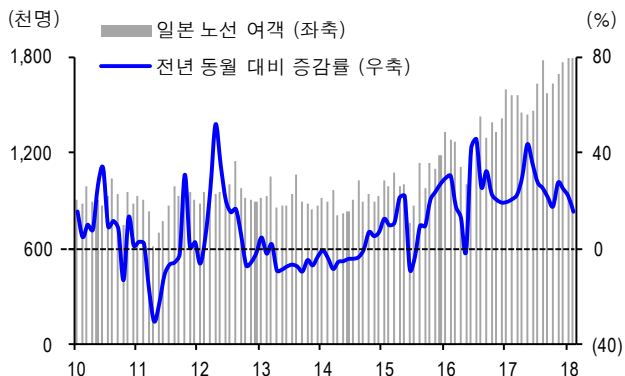
자료: 인천공항, 한국공항공사, 신한금융투자

국제 화물 수송량 추이



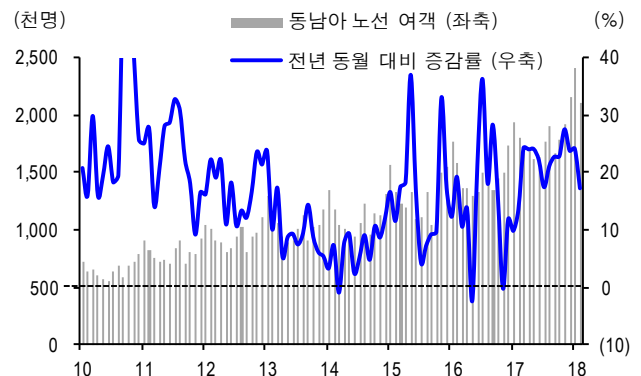
자료: 인천공항, 한국공항공사, 신한금융투자

일본 노선 여객 추이 (전국공항 기준)



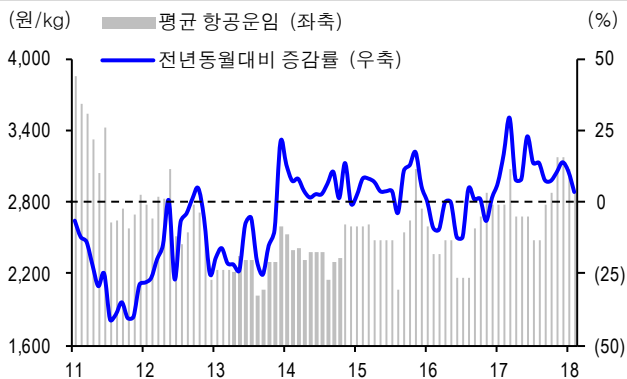
자료: 인천공항, 한국공항공사, 신한금융투자

동남아 노선 여객 추이 (전국공항 기준)



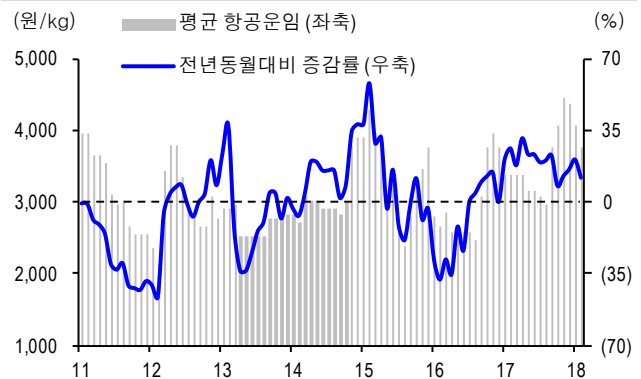
자료: 인천공항, 한국공항공사, 신한금융투자

항공 수출 운임 추이 (한국 - 프랑크푸르트)



자료: 한국무역협회, 신한금융투자

항공 수출 운임 추이 (한국 - 로스앤젤레스)



자료: 한국무역협회, 신한금융투자

대한항공 (003490)

매수 (유지)

현재주가 (3월 23일) **30,800 원**

목표주가 **45,000 원 (유지)**

상승여력 **46.1%**

박광래 (02) 3772-1513
krpark@shinhan.com

조용민 (02) 3772-1564
ym.cho@shinhan.com

KOSPI	2,416.76p
KOSDAQ	829.68p
시가총액	2,921.2 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	94.8 백만주
유동주식수	59.4 백만주(62.6%)
52 주 최고/최저가	38,750 원/29,400 원
일평균 거래량 (60 일)	564,877 주
일평균 거래액 (60 일)	19,937 백만원
외국인 지분율	16.42%
주요주주	한진칼 외 9 인 33.35%
	국민연금 12.40%
절대수익률	3 개월 -7.1%
	6 개월 -2.2%
	12 개월 0.3%
KOSPI 대비	3 개월 -6.2%
상대수익률	6 개월 -3.4%
	12 개월 -9.8%

주가차트



다시 한 번 Valuation Call

1분기 영업이익 1,668억원(-12.9% YoY)으로 시장 기대치 하회 예상

1분기 실적은 매출액 2.97조원(+3.6% YoY), 영업이익 1,668억원(-12.9% YoY, 영업이익률 5.6%)으로 시장 기대치(매출액 3.03조원, 영업이익 1,989억원)를 하회할 전망이다. 순이익의 경우 기말 원/달러 환율 상승으로 인한 2,100억원 수준의 외화환산손실을 반영해 -760억원을 예상한다.

수요를 대변하는 여객의 RPK(유상여객킬로)와 화물의 FTK(화물톤킬로)가 각각 전년 동기 대비 3.0%, 2.0% 개선될 전망이다. 그럼에도 불구하고 530억원 수준의 안전장려금(직원들의 안전 의식을 고취하기 위해 도입한 일종의 성과급 제도)이 1분기에 일시에 반영되면서 부진한 영업이익의 주 요인이 되겠다.

2018년 영업이익 1.04조원(+10.5% YoY), 순이익 7,788억원(-1.6% YoY) 전망

영업실적에 대한 전망 공시를 통해 올해 매출액 12.41조원(+2.6% YoY), 영업이익 1.07조원(+13.9% YoY) 가이던스를 발표했다. 1분기 안전장려금 일회성 비용과 회사 측의 올해 원/달러 환율 1,150원 가정치가 반영된 점을 감안하면 보수적인 가이던스라 판단한다.

당사는 RPK와 FTK의 상승률을 보수적으로 low-single 수준을 가정해 올해 영업이익을 1.04조원(+10.5% YoY)으로 전망한다. 그러나 2017년에 이어 올해에도 추가적인 원화 강세를 예상하는 바 순이익은 시장 기대치인 3,922억원을 크게 상회하는 7,788억원 달성이 가능할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 45,000원 유지

투자의견 매수, 목표주가 45,000원을 유지한다. 1분기 다소 부진한 실적이 예상됨에도 불구하고 1) 우호적인 매크로 환경(원/달러 평균 환율: '17년 1,130원, '18년 1,060원 예상)과 2) 주가와 상관성이 상대적으로 높은 화물 부문에서의 실적 개선세 지속(FTK 증가율: '17년 5.3%, '18년 +2.0% YoY), 3) 높은 밸류에이션 매력도(Trailing PBR 0.8배 수준으로 과거 한진해운 법정관리로 주가 흐름이 부진했던 시기의 1.0배보다 낮음)를 이유로 투자의견 매수를 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2016	11,731.9	1,120.8	(717.4)	(564.9)	(7,171)	적지	22,352	(3.6)	6.0	1.2	(27.2)	802.4
2017	12,092.2	939.8	1,121.7	791.5	8,627	흑전	37,824	3.9	6.4	0.9	29.4	362.0
2018F	12,570.3	1,038.1	1,020.0	778.8	8,113	(6.0)	45,523	3.8	5.7	0.7	19.5	282.0
2019F	13,003.6	1,224.4	1,045.3	831.7	8,664	6.8	53,527	3.6	5.0	0.6	17.5	218.6
2020F	13,609.3	1,280.7	1,185.2	857.3	8,931	3.1	62,191	3.4	4.5	0.5	15.4	167.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자

2018년 1분기 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q18F	1Q17	% YoY	4Q17	% QoQ	컨센서스	차이 (%)	신한 기준 추정치	차이(%)
매출액	2,969.3	2,866.0	3.6	3,107.1	(4.4)	3,032.3	(2.1)	3,032.6	(2.1)
영업이익	166.8	191.5	(12.9)	220.0	(24.2)	198.9	(16.1)	193.3	(13.7)
순이익	(76.1)	559.2	적전	381.4	적전	29.6	적전	37.7	적전
영업이익률 (%)	5.6	6.7		7.1		6.6		6.4	
순이익률 (%)	(2.6)	19.5		12.3		1.0		1.2	

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한금융투자 추정

영업실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
환율	원/달러 평균	1,154.3	1,129.4	1,132.2	1,105.7	1,080.0	1,070.0	1,045.0	1,045.0	1,160.9	1,130.4	1,060.0
	원/달러 기말	1,116.1	1,139.6	1,146.7	1,071.4	1,090.0	1,060.0	1,045.0	1,050.0	1,208.5	1,071.4	1,050.0
WTI	달러/배럴	51.7	48.2	48.1	55.4	62.0	63.0	65.0	62.0	43.3	50.8	63.0
매출액		2,866.0	2,905.2	3,213.9	3,107.1	2,969.3	3,101.5	3,326.2	3,173.2	11,731.8	12,092.2	12,570.3
1. 국제여객	매출액	1,573.9	1,553.8	1,786.5	1,625.0	1,675.8	1,706.1	1,889.4	1,675.4	6,472.0	6,539.2	6,946.7
	수송실적											
	공급: ASK (mn)	22,335.0	23,142.0	24,936.0	23,992.0	23,466.0	23,799.6	25,388.1	24,388.1	92,948.0	94,405.0	97,041.8
	수요: RPK (mn)	17,925.0	18,382.0	20,223.0	18,417.0	18,454.3	18,883.2	20,628.8	19,023.1	73,028.0	74,947.0	76,989.4
	탑재율 (%)	80.3	79.4	81.1	76.8	78.6	79.3	81.3	78.0	78.6	79.4	79.3
	운임 (US Cent)	7.6	7.5	7.8	8.0	8.4	8.4	8.8	8.4	7.6	7.7	8.5
	(%YoY)											
	공급	(4.5)	0.9	2.9	7.1	5.1	2.9	1.8	1.6	3.9	1.6	2.8
	수요	(0.4)	2.8	3.2	5.2	3.0	2.8	2.0	3.3	5.9	2.6	2.7
	운임	1.3	2.7	(6.9)	9.6	10.6	12.6	12.4	5.3	(3.9)	1.2	10.2
2. 화물	매출액	639.7	672.6	700.4	795.9	619.5	677.4	671.1	752.3	2,443.7	2,808.6	2,720.4
	Traffic											
	공급: AFTK (mn)	2,584.0	2,712.0	2,793.0	2,854.0	2,646.5	2,720.8	2,799.6	2,871.1	10,621.0	10,943.0	11,038.0
	수요: FTK (mn)	2,020.0	2,113.0	2,180.0	2,281.0	2,064.1	2,179.0	2,189.0	2,335.9	8,165.0	8,594.0	8,768.1
	탑재율 (%)	78.2	77.9	78.1	79.9	78.0	80.1	78.2	81.4	76.9	78.5	79.4
	운임 (US Cent)	24.8	25.5	25.8	28.8	27.8	29.1	29.3	30.8	23.2	26.3	29.3
	(% YoY)											
	공급	3.2	0.9	4.3	3.8	2.4	0.3	0.2	0.7	0.1	3.0	0.9
	수요	7.9	2.6	7.5	3.4	2.0	3.1	0.4	2.5	(1.2)	5.3	2.0
	운임	10.7	14.9	12.2	14.7	12.1	13.9	13.7	7.0	(8.7)	13.2	11.5
3. 항공우주	매출액	168.9	187.8	207.9	162.8	180.3	178.0	176.4	177.0	898.8	727.4	711.6
영업이익		191.5	172.8	355.5	220.0	166.8	223.6	390.2	257.5	1,120.8	939.8	1,038.1
지배주주순이익		557.7	(203.3)	57.9	518.5	(76.1)	391.2	342.8	120.9	(564.9)	930.8	778.8
영업이익률 (%)		6.7	5.9	11.1	7.1	5.6	7.2	11.7	8.1	9.6	7.8	8.3
순이익률 (%)		19.5	(7.0)	1.8	16.7	(2.6)	12.6	10.3	3.8	(4.8)	7.7	6.2
%YoY												
	매출액	(0.0)	3.1	3.1	6.1	3.6	6.8	3.5	2.1	1.6	3.1	4.0
	영업이익	(40.8)	8.5	(22.7)	23.4	(12.9)	29.4	9.8	17.1	26.9	(16.1)	10.5
	순이익	흑전	적지	(88.6)	흑전	적전	흑전	492.6	(76.7)	적지	흑전	(16.3)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

실적 추정 변경 사항

	변경 전		변경 후		변경률	
(십억원, %)	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	12,750.7	13,156.5	12,570.3	13,003.6	(1.4)	(1.2)
영업이익	1,016.3	1,181.5	1,038.1	1,224.4	2.1	3.6
세전이익	561.5	721.4	1,020.0	1,045.3	81.7	44.9
지배주주순이익	428.7	575.6	778.8	831.7	81.7	44.5

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한금융투자 추정

Valuation 컨센서스 비교

회사	시가총액 (십억원)	2018F (x)				2019F (x)			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE(%)	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE(%)
Delta Airlines	41,130	8.5	2.3	5.2	30.3	7.4	1.9	4.8	27.6
Southwest Air	35,999	11.5	2.8	6.8	26.4	10.0	2.5	6.2	26.1
American Air	26,053	8.6	6.1	7.2	56.1	7.2	3.8	6.0	44.8
Air China	26,010	15.7	1.7	6.4	11.6	11.9	1.5	5.4	13.5
China Southern	16,320	18.7	1.9	5.9	13.3	12.4	1.6	4.8	15.2
China Eastern	15,896	18.4	1.7	5.9	11.3	12.2	1.5	4.8	13.4
ANA Holdings	14,659	10.1	1.4	5.9	14.0	12.0	1.3	5.6	10.9
Singapore Air	10,462	18.6	0.9	5.2	5.0	19.4	0.9	4.9	4.7
Cathay Pacific	7,220	54.4	0.9	9.4	1.4	13.7	0.8	7.1	5.7
대한항공	2,921	7.6	0.8	5.9	11.2	5.2	0.7	5.5	14.5
평균		17.2	2.0	6.4	18.1	11.1	1.6	5.5	17.6

자료: Bloomberg, 신한금융투자

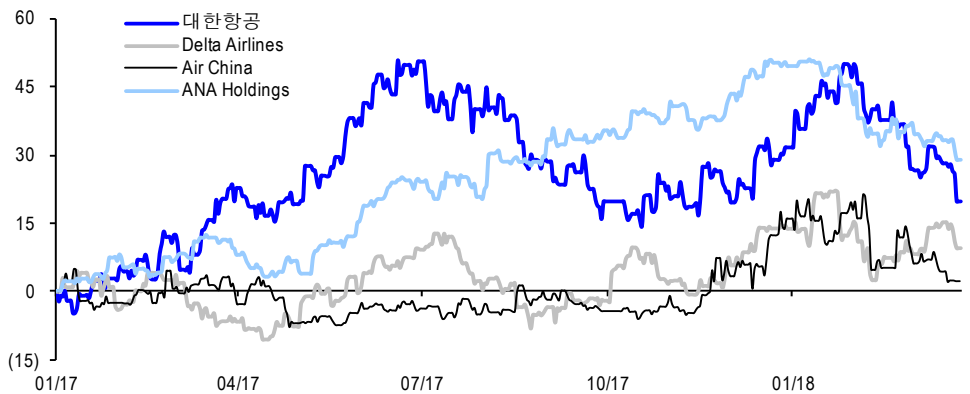
대한항공의 목표주가 선정

	내용	비고
BPS (원)	39,532	Trailing 기준
PBR (배)	1.14	국제선 화물 증가 및 전년 대비 원화 강세가 나타난 기간의 평균 PBR
적정주가	45,066	= BPS x PBR
목표주가	45,000	직전 목표주가 45,000원

자료: 신한금융투자

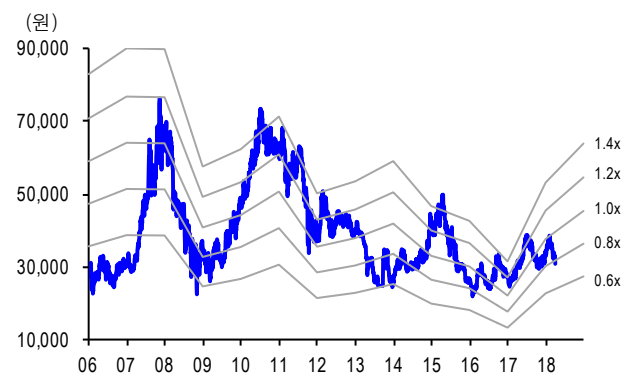
상대주가 추이

(2017/01/01=0)



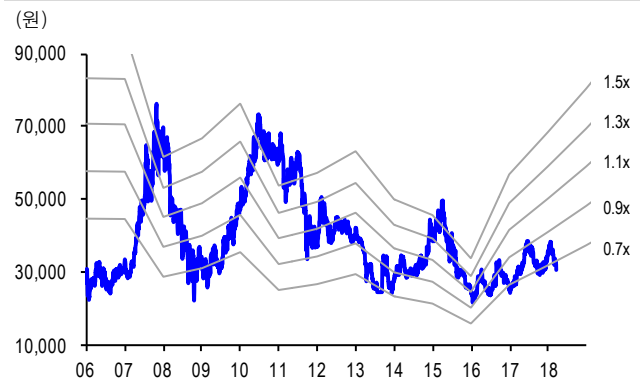
자료: Bloomberg, 신한금융투자

12개월 Trailing PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

12개월 Forward PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	23,956.5	24,648.7	25,519.2	26,586.7	27,703.4
유동자산	3,328.0	3,582.3	4,535.6	5,808.0	7,220.7
현금및현금성자산	1,089.9	761.2	1,654.5	2,787.9	4,068.3
매출채권	607.1	636.0	649.6	680.9	710.7
재고자산	564.7	682.7	697.2	730.9	762.9
비유동자산	20,628.5	21,066.4	20,983.6	20,778.6	20,482.7
유형자산	17,873.3	18,907.3	18,854.4	18,661.3	18,374.3
무형자산	405.0	363.5	323.5	288.2	256.9
투자자산	620.6	476.3	486.4	509.9	532.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	22,082.2	20,897.6	21,024.9	21,319.8	21,600.1
유동부채	9,131.1	6,638.1	6,691.2	6,814.2	6,931.1
단기차입금	1,168.0	772.6	772.6	772.6	772.6
매입채무	113.9	151.8	155.0	162.5	169.6
유동성장기부채	5,175.1	3,300.5	3,300.5	3,300.5	3,300.5
비유동부채	12,951.1	14,259.4	14,333.7	14,505.6	14,669.0
사채	83.2	1,103.0	1,103.0	1,103.0	1,103.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	9,562.1	9,668.4	9,668.4	9,668.4	9,668.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,874.4	3,751.1	4,494.3	5,266.9	6,103.2
자본금	369.8	479.8	479.8	479.8	479.8
자본잉여금	602.9	946.2	946.2	946.2	946.2
기타자본	595.5	956.0	956.0	956.0	956.0
기타포괄이익누계액	385.4	670.8	669.7	668.4	666.6
이익잉여금	(192.9)	576.7	1,316.4	2,085.8	2,919.1
지배주주지분	1,760.7	3,629.4	4,368.2	5,136.2	5,967.6
비지배주주지분	113.7	121.7	126.1	130.7	135.6
*총차입금	16,324.6	14,914.4	14,914.5	14,914.5	14,914.5
*순차입금(순현금)	15,038.9	13,580.7	12,675.2	11,513.6	10,206.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	2,806.3	2,806.8	3,493.7	3,854.6	3,405.5
당기순이익	(556.8)	801.9	768.2	798.0	862.2
유형자산상각비	1,698.3	1,647.8	1,688.8	1,670.7	1,642.2
무형자산상각비	53.3	45.2	40.0	35.4	31.3
외화환산손실(이익)	217.6	(806.1)	(183.6)	(2.5)	(104.5)
자산처분손실(이익)	214.5	226.0	202.4	212.6	15.6
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	454.6	14.7	150.6	206.6	40.6
운전자본변동	(97.2)	(41.1)	306.6	411.1	402.1
(법인세납부)	(10.4)	(5.4)	(251.8)	(247.3)	(323.0)
기타	832.4	923.8	772.5	770.0	839.0
투자활동으로인한현금흐름	(873.5)	(2,041.2)	(1,502.4)	(1,569.8)	(1,319.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(1,145.1)	(1,876.5)	(1,635.8)	(1,477.7)	(1,355.2)
유형자산의감소	271.9	81.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	1.2	0.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(89.9)	5.8	(38.0)	(66.4)	(42.1)
기타	88.4	(253.0)	171.4	(25.7)	77.7
FCF	1,494.7	325.4	879.9	1,175.1	1,261.3
재무활동으로인한현금흐름	(1,829.3)	(1,036.2)	(539.7)	(539.7)	(539.7)
차입금의증가(감소)	(2,794.1)	(2,365.2)	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(23.3)	(33.6)	(24.0)	(24.0)	(24.0)
기타	988.1	1,362.6	(515.7)	(515.7)	(515.7)
기타현금흐름	0.0	0.0	(558.4)	(611.7)	(265.7)
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	19.0	(58.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	122.4	(328.7)	893.2	1,133.4	1,280.5
기초현금	967.5	1,089.9	761.2	1,654.5	2,787.9
기말현금	1,089.9	761.2	1,654.5	2,787.9	4,068.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	11,731.9	12,092.2	12,570.3	13,003.6	13,609.3
증가율 (%)	1.6	3.1	4.0	3.4	4.7
매출원가	9,435.2	9,991.2	10,516.8	10,728.9	11,229.4
매출총이익	2,296.6	2,101.1	2,053.4	2,274.7	2,379.9
매출총이익률 (%)	19.6	17.4	16.3	17.5	17.5
판매관리비	1,175.8	1,161.3	1,015.3	1,050.3	1,099.2
영업이익	1,120.8	939.8	1,038.1	1,224.4	1,280.7
증가율 (%)	26.9	(16.2)	10.5	17.9	4.6
영업이익률 (%)	9.6	7.8	8.3	9.4	9.4
영업외손익	(1,838.2)	181.9	(910.7)	(1,125.5)	(380.2)
금융손익	(507.2)	(457.8)	(566.4)	(524.3)	(457.2)
기타영업외손익	(1,218.7)	628.4	(358.8)	(615.9)	62.4
종속 및 관계기업관련손익	(112.3)	11.3	14.5	14.6	14.6
세전계속사업이익	(717.4)	1,121.7	1,020.0	1,045.3	1,185.2
법인세비용	(160.6)	319.8	251.8	247.3	323.0
계속사업이익	(556.8)	801.9	768.2	798.0	862.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(556.8)	801.9	768.2	798.0	862.2
증가율 (%)	N/A	N/A	(4.2)	3.9	8.0
순이익률 (%)	(4.7)	6.6	6.1	6.1	6.3
(지배주주)당기순이익	(564.9)	791.5	778.8	831.7	857.3
(비지배주주)당기순이익	8.0	10.4	4.4	4.6	5.0
총포괄이익	(615.3)	1,105.7	767.2	796.7	860.4
(지배주주)총포괄이익	(622.0)	1,088.9	758.2	787.3	850.3
(비지배주주)총포괄이익	6.7	16.8	9.0	9.3	10.1
EBITDA	2,872.3	2,632.8	2,766.9	2,930.5	2,954.1
증가율 (%)	13.4	(8.3)	5.1	5.9	0.8
EBITDA 이익률 (%)	24.5	21.8	22.0	22.5	21.7

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS (당기순이익, 원)	(7,069)	8,740	8,003	8,313	8,982
EPS (지배순이익, 원)	(7,171)	8,627	8,113	8,664	8,931
BPS (자본총계, 원)	23,795	39,092	46,837	54,889	63,605
BPS (지배지분, 원)	22,352	37,824	45,523	53,527	62,191
DPS (원)	0	250	250	250	250
PER (당기순이익, 배)	-	3.9	3.8	3.7	3.4
PER (지배순이익, 배)	-	3.9	3.8	3.6	3.4
PBR (자본총계, 배)	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
PBR (지배지분, 배)	1.2	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA (배)	6.0	6.4	5.7	5.0	4.5
배당성향 (%)	0.0	3.0	3.1	2.9	2.8
배당수익률 (%)	0.0	0.7	0.8	0.8	0.8
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	24.5	21.8	22.0	22.5	21.7
영업이익률 (%)	9.6	7.8	8.3	9.4	9.4
순이익률 (%)	(4.7)	6.6	6.1	6.1	6.3
ROA (%)	(2.3)	3.3	3.1	3.1	3.2
ROE (지배순이익, %)	(27.2)	29.4	19.5	17.5	15.4
ROIC (%)	3.8	5.9	4.1	5.0	5.0
안정성					
부채비율 (%)	1,178.1	557.1	467.8	404.8	353.9
순차입금비율 (%)	802.4	362.0	282.0	218.6	167.2
현금비율 (%)	11.9	11.5	24.7	40.9	58.7
이자보상배율 (배)	2.8	2.1	2.0	2.4	2.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(29.7)	(37.5)	(51.6)	(51.6)	(51.6)
재고자산회수기간 (일)	16.4	18.8	20.0	20.0	20.0
매출채권회수기간 (일)	18.3	18.8	18.7	18.7	18.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

진에어 (272450)

매수 (신규)

현재주가 (3월 23일) **29,350 원**

목표주가 **42,000 원 (신규)**

상승여력 **43.1%**

박광래 (02) 3772-1513
krpark@shinhan.co

조용민 (02) 3772-1564
ym.cho@shinhan.c

KOSPI	2,416.76p
KOSDAQ	829.68p
시가총액	880.5십억원
액면가	1,000 원
발행주식수	30.0 백만주
유동주식수	11.4 백만주(38.0%)
52 주 최고가/최저가	32,100 원/26,200 원
일평균 거래량 (60 일)	199,206 주
일평균 거래액 (60 일)	5,929 백만원
외국인 지분율	10.24%
주요주주	한진칼 60.00%

절대수익률	3개월	9.7%
	6개월	0.0%
	12개월	0.0%
KOSPI 대비 상대수익률	3개월	10.8%
	6개월	0.0%
	12개월	0.0%

주가차트



Bigger aircraft, Better fly

투자이견 매수, 목표주가 42,000원으로 커버리지 개시

투자이견 매수, 목표주가 42,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 예상 EPS(주당순이익)에 목표 PER 13배(글로벌 LCC 평균)를 적용해 산정한다. 투자 포인트는 다음과 같다.

1) 여객 매출의 약 60%를 차지하는 동남아/일본행 여객 수요가 2018년에도 견조한 성장세를 유지할 전망이다. 2) 국내 LCC 업체 중 유일하게 B777-200ER 중대형 항공기를 운영함으로써 말레이시아 조호르바루, 미국 호놀룰루, 호주 케언스 등의 중장거리 노선도 운영해 경쟁사와의 차별화된 실적 달성이 예상된다. 3) 현재 주가는 2018년 예상 기준 PER 9.8배로 글로벌 피어 대비 저평가 국면이다.

국내 LCC 중 유일하게 중대형 항공기 운영, 2018년 중대형기 추가 2대 도입 예정

2008년 설립된 회사로 국제선 탑승객 시장점유율(2018년 1~2월 누적 기준 6.8%)과 연간 영업이익(2017년 970억원) 기준으로 제주항공에 이어 국내 2위 저비용항공사(LCC)다. 한진그룹 계열사로 항공기 정비에서 대한항공과의 시너지 효과를 활용해 현재 4대의 B777 중대형 항공기를 운영하고 있다. 2018년 1분기 중에는 조호르바루, 호놀룰루, 코타키나발루, 방콕, 케언스, 다낭, 괌, 푸켓, 타이페이 노선에 B777를 투입해 안정적인 수익을 창출하고 있다. 국내선 성수기인 2분기에는 B777을 김포-제주 노선에 투입하는 등 유연한 중대형기 운영이 가능할 전망이다.

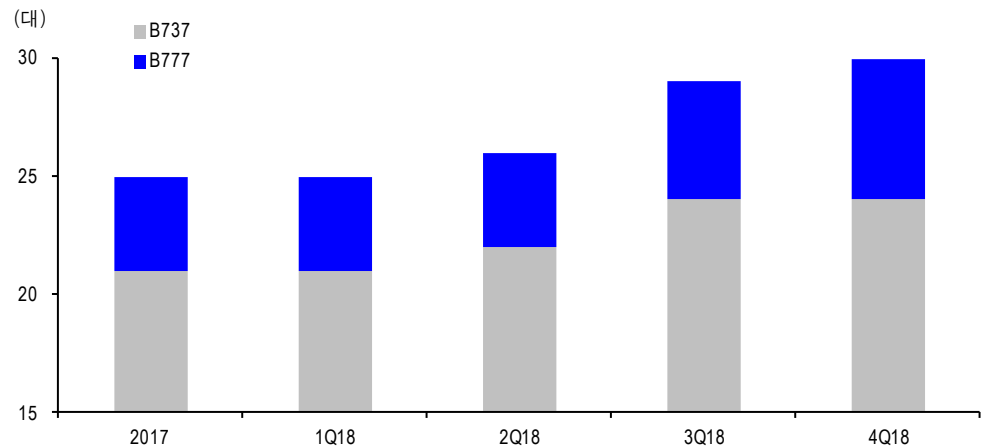
2018년 매출액 1.13조원(+27.0% YoY), 영업이익 1,163억원(+19.9% YoY) 전망

2018년 매출액 1.13조원(+27.0% YoY), 영업이익 1,163억원(+19.9% YoY, 영업이익률 10.3%)을 전망한다. 국제선 RPK(유상여객매출킬로)가 전년 대비 27.5% 성장하는 가운데 Yield(단위당 운임)도 7.3% 상승이 가능하겠다. 2018년 3월부터 도입된 신규 PSS(Passenger Service System) 도입으로 연간 100억원 수준의 비용 절감이 예상되는 점도 긍정적이다. 3분기와 4분기에는 B777기가 각각 1대씩 추가 도입되어 외형 성장에 기여할 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2016	719.7	52.3	50.5	39.3	1,457	73.3	2,886	-	-	-	60.9	(165.6)
2017	888.4	96.9	96.5	74.1	2,721	86.8	7,727	9.7	4.3	3.4	47.8	(132.3)
2018F	1,128.4	116.3	122.6	94.1	3,137	15.3	10,563	9.4	3.5	2.8	34.3	(116.2)
2019F	1,349.5	147.6	146.6	112.5	3,751	19.6	13,965	7.8	2.3	2.1	30.6	(104.9)
2020F	1,607.8	176.6	175.2	131.2	4,374	16.6	17,938	6.7	1.5	1.6	27.4	(99.1)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

진에어 2018년 기재 도입 계획



자료: 회사 자료, 신한금융투자

진에어의 영업실적 추이 및 전망

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	180.0	145.4	219.3	174.9	232.7	191.2	232.5	232.0	271.0	247.8	309.9	299.7	719.7	888.4	1,128.4
국내	29.9	50.8	53.6	41.3	32.1	58.9	46.1	40.4	29.7	52.0	41.2	29.6	175.6	177.5	152.6
국제	143.2	85.8	157.8	123.8	190.2	136.4	163.1	175.2	227.6	182.9	247.3	251.9	510.6	664.8	909.6
기타	6.9	8.8	7.9	9.9	10.4	(4.0)	23.3	16.4	13.7	12.9	21.4	18.2	33.5	46.1	66.3
영업이익	27.2	(7.2)	40.2	(7.9)	34.1	12.5	31.4	19.0	39.1	16.4	40.8	20.0	52.3	97.0	116.3
순이익	9.8	7.9	12.0	9.6	19.4	15.9	19.4	19.3	22.6	20.7	25.8	25.0	39.3	74.1	94.1
영업이익률 (%)	15.1	(5.0)	18.3	(4.5)	14.7	6.5	13.5	8.2	14.4	6.6	13.2	6.7	7.3	10.9	10.3
순이익률 (%)	5.5	5.5	5.5	5.5	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	5.5	8.3	8.3
%YoY															
매출액	68.3	55.4	78.2	27.0	29.3	31.5	6.0	32.6	16.5	29.6	33.3	29.2	56.0	23.4	27.0
영업이익	113.5	적전	194.7	적전	25.2	흑전	(21.7)	흑전	14.5	32.1	29.9	5.3	76.2	85.5	19.9
순이익	86.9	72.6	97.9	41.1	97.2	100.7	61.7	102.3	16.5	29.6	33.3	29.2	73.3	88.4	27.0
국내 매출															
ASK(백만km)	327.0	482.0	475.0	446.0	333.0	479.0	413.0	355.0	274.6	503.5	416.3	357.6	1,730.0	1,580.0	1,552.0
RPK(백만km)	310.0	461.0	450.0	425.0	317.0	453.0	392.0	338.0	257.7	465.2	390.4	340.0	1,646.0	1,500.0	1,453.3
L/F	94.8	95.6	94.7	95.3	95.2	94.6	94.9	95.2	93.9	92.4	93.8	95.1	95.1	94.9	93.6
Yield	96.5	110.2	119.1	97.2	101.4	130.0	117.5	119.6	115.4	111.9	105.5	87.0	106.7	118.3	105.0
%YoY															
ASK(백만km)	48.0	30.3	1.9	6.4	1.8	(0.6)	(13.1)	(20.4)	(17.5)	5.1	0.8	0.7	17.2	(8.7)	(1.8)
RPK(백만km)	54.2	35.6	4.4	6.5	2.3	(1.7)	(12.9)	(20.5)	(18.7)	2.7	(0.4)	0.6	20.1	(8.9)	(3.1)
L/F	3.9	3.8	2.2	0.1	0.4	(1.1)	0.2	(0.1)	(1.3)	(2.2)	(1.1)	(0.1)	2.3	(0.2)	(1.3)
Yield	(14.2)	(12.4)	19.3	(10.7)	5.1	18.0	(1.4)	23.0	13.8	(13.9)	(10.2)	(27.2)	(3.6)	10.9	(11.3)
국제 매출															
ASK(백만km)	2,659.0	2,209.0	2,765.0	2,749.0	3,220.0	2,540.0	3,182.0	3,355.0	3,455.7	3,689.8	4,392.4	4,626.6	10,382.0	12,297.0	16,164.5
RPK(백만km)	2,202.0	1,707.0	2,386.0	2,307.0	2,867.0	2,198.0	2,797.0	2,851.0	2,965.3	3,043.8	3,763.4	3,890.1	8,602.0	10,713.0	13,662.6
L/F	82.8	77.3	86.3	83.9	89.0	86.5	87.9	85.0	85.8	82.5	85.7	84.1	82.9	87.1	84.5
Yield	65.0	50.3	66.1	53.6	66.3	62.0	58.3	61.4	76.7	60.1	65.7	64.7	59.4	62.1	66.6
%YoY															
ASK(백만km)	159.9	160.8	81.3	58.7	21.1	15.0	15.1	22.0	7.3	45.3	38.0	37.9	102.5	18.4	31.5
RPK(백만km)	146.9	139.7	88.2	61.2	30.2	28.8	17.2	23.6	3.4	38.5	34.6	36.4	99.9	24.5	27.5
L/F	(4.4)	(6.8)	3.1	1.3	6.2	9.3	1.6	1.1	(3.2)	(4.0)	(2.2)	(0.9)	(1.1)	4.3	(2.6)
Yield	(21.5)	(37.5)	14.1	(9.3)	2.0	23.4	(11.8)	14.5	15.7	(3.2)	12.7	5.4	(11.7)	4.5	7.3

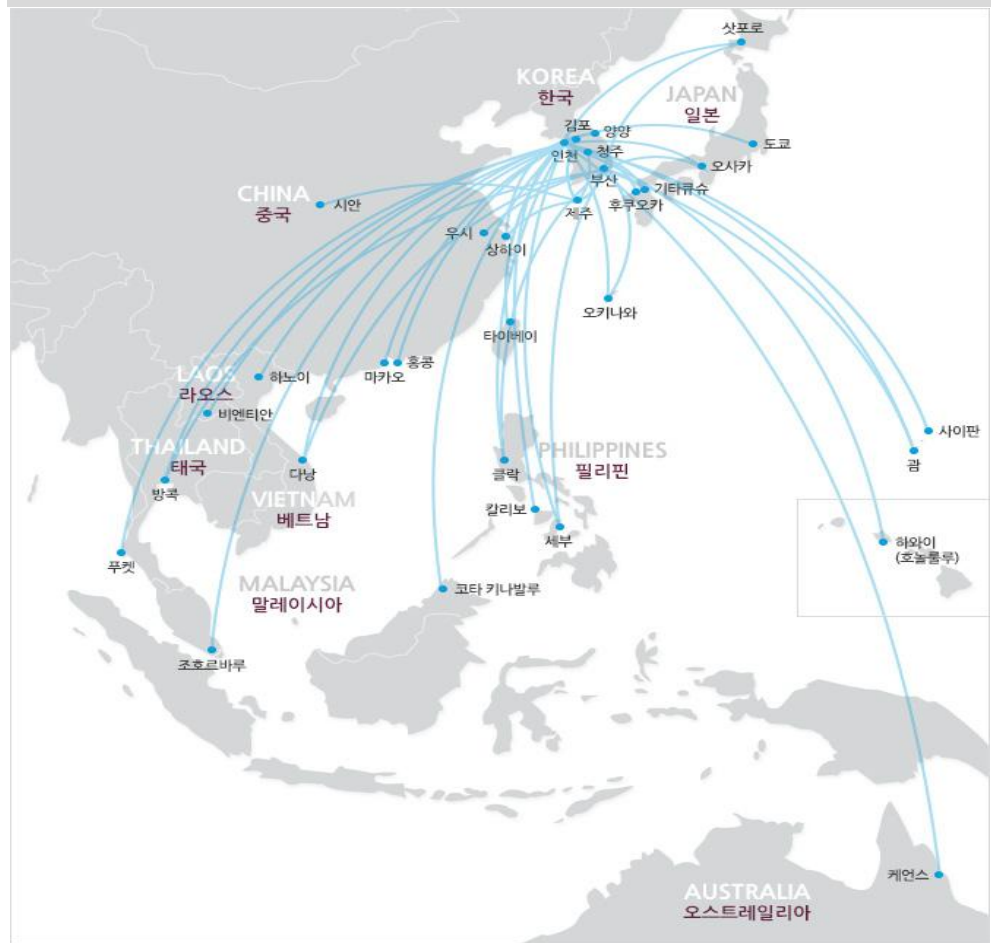
자료: 신한금융투자

진에어 운영 항공기 스펙

	B777-200ER	B737-800
좌석 수 (석)	393	189
항공기 길이 (m)	63.73	39.53
날개 폭 (m)	60.93	35.79
최대 운항 거리 (km)	12,610	5,376
순항 속도 (km/hr)	901	836

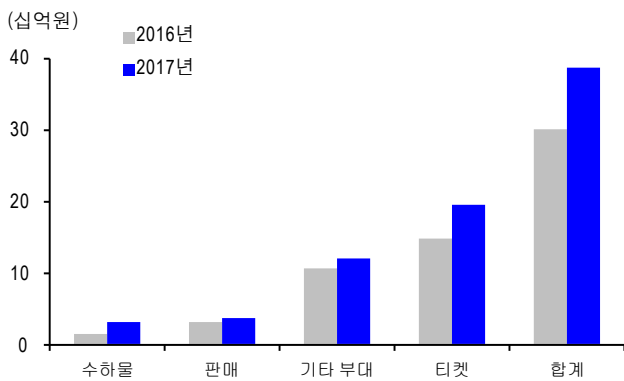
자료: 회사 자료, 신한금융투자

진에어의 취항 노선



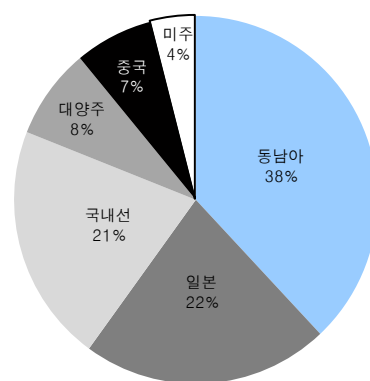
자료: 회사 자료, 신한금융투자

진에어의 연간 부가매출 항목별 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

진에어의 매출액 노선별 비중



자료: 회사 자료, 신한금융투자

LCC(Low Cost Carrier) 밸류에이션 테이블

지역	회사	시가총액 (십억달러)	변동폭				PER (x)		PBR (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			1D	5D	3M	1Y	FY18	FY19	FY18	FY19	FY18	FY19	FY18	FY19
국내	한진칼	1,066	(4.9)	(5.1)	8.1	1.6	7.2	6.0	0.9	0.8	6.8	6.1	13.2	13.7
	제주항공	1,011	(3.9)	(3.7)	16.6	38.7	10.4	8.8	2.6	2.1	4.0	3.3	26.5	26.1
	AK홀딩스	885	(2.4)	(7.1)	9.1	25.2	7.7	7.2	1.1	1.0	3.7	3.6	16.1	14.9
	진에어	816	(2.2)	(4.7)	9.7	-	9.8	8.2	4.3	2.9	6.5	4.4	55.0	42.5
해외	SOUTHWEST AIRLINES	33,349	(0.5)	(6.9)	(14.0)	7.8	11.5	10.0	2.8	2.5	6.8	6.2	26.4	26.1
	RYANAIR HOLDINGS	23,240	(1.1)	(1.9)	6.6	10.0	13.2	12.8	3.8	3.1	8.8	8.6	30.0	26.3
	JETBLUE AIRWAYS	6,708	(2.0)	(7.7)	(7.1)	4.5	10.8	9.2	1.3	1.2	5.1	4.5	13.0	13.4
	SPRING AIRLINES	4,400	(5.9)	(9.7)	(20.1)	(18.2)	16.4	13.3	2.3	2.0	15.2	11.2	14.6	16.1
	WIZZ AIR HOLDINGS	4,666	(2.7)	(6.5)	(8.0)	95.4	16.4	13.8	3.8	3.0	7.0	5.9	25.5	23.5
	SKYWEST	2,866	(3.3)	(8.9)	2.1	54.8	12.4	10.9	1.3	1.2	6.3	5.8	11.0	12.7
	AIRASIA	3,424	2.0	(3.4)	21.1	40.7	8.9	9.0	1.4	1.3	6.9	6.8	17.9	15.3

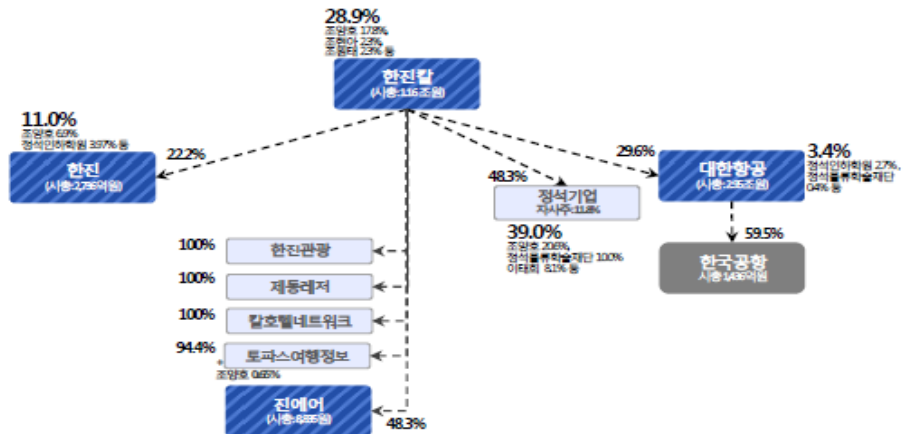
자료: Bloomberg, 신한금융투자

진에어의 목표주가 산정

	내용	비고
예상 EPS (원)	3,273	12개월 선행 예상치
목표 PER (배)	13	글로벌 주요 LCC 평균
적정주가 (원)	42,549	= EPS x PER
목표주가 (원)	42,000	신규

자료: 신한금융투자

한진그룹 지배구조도



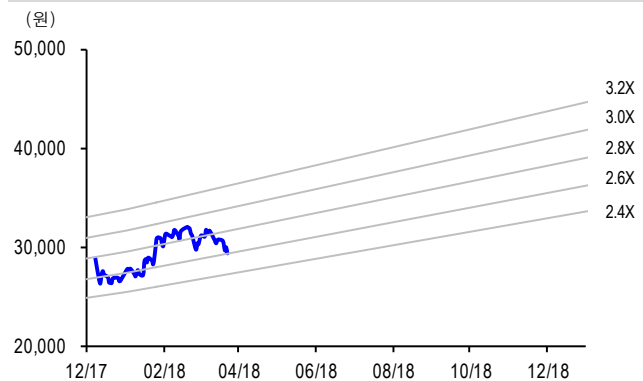
자료: 신한금융투자

진에어 12개월 선행 PER 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

진에어 12개월 선행 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	302.3	498.3	623.3	701.5	828.2
유동자산	215.1	399.2	507.2	577.0	692.6
현금및현금성자산	31.7	42.3	46.3	42.0	43.0
매출채권	24.0	27.3	35.2	40.9	49.7
재고자산	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
비유동자산	87.2	99.1	116.1	124.5	135.6
유형자산	40.7	51.9	59.9	61.9	63.1
무형자산	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
투자자산	35.0	30.8	39.8	46.2	56.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	224.3	266.5	306.4	282.6	290.0
유동부채	185.4	232.7	271.0	246.0	251.7
단기차입금	0.0	0.0	27.6	12.9	13.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	13.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	38.9	33.8	35.4	36.6	38.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	34.1	28.1	28.1	28.1	28.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	77.9	231.8	316.9	418.9	538.1
자본금	27.0	30.0	30.0	30.0	30.0
자본잉여금	0.0	91.8	91.8	91.8	91.8
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	51.0	110.3	195.4	297.4	416.6
지배주주지분	77.9	231.8	316.9	418.9	538.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	47.2	45.7	78.4	67.3	74.0
*순차입금(순현금)	(129.0)	(306.6)	(368.2)	(439.4)	(533.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	69.4	124.7	86.1	88.7	115.4
당기순이익	39.3	74.1	94.1	112.5	131.2
유형자산상각비	9.6	17.2	28.5	44.0	50.0
무형자산상각비	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.6	(0.6)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.6)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	10.5	17.6	(8.0)	(23.9)	(15.8)
(법인세납부)	(7.9)	(16.4)	(28.5)	(34.1)	(39.7)
기타	17.7	32.9	0.0	(9.8)	(10.3)
투자활동으로인한현금흐름	(77.3)	(171.3)	(107.4)	(72.8)	(110.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.9)	(7.7)	(8.0)	(2.0)	(1.2)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.4)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(3.8)	(9.3)	(9.0)	(6.4)	(9.9)
기타	(72.2)	(154.1)	(90.4)	(64.4)	(99.5)
FCF	75.9	118.9	101.6	131.8	169.3
재무활동으로인한현금흐름	(23.2)	58.8	25.3	(20.2)	(3.8)
차입금의증가(감소)	(9.1)	(17.5)	32.8	(11.2)	6.7
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(10.8)	(13.5)	(7.5)	(9.0)	(10.5)
기타	(3.3)	89.8	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	42.3	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.4)	(1.4)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(31.5)	10.7	46.3	(4.3)	1.0
기초현금	63.2	31.7	42.3	46.3	42.0
기말현금	31.7	42.3	46.3	42.0	43.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	719.7	888.4	1,128.4	1,349.5	1,607.8
증가율 (%)	56.0	23.4	27.0	19.6	19.1
매출원가	620.6	734.0	894.7	1,070.0	1,329.9
매출총이익	99.0	154.4	187.4	232.6	277.9
매출총이익률 (%)	13.8	17.4	16.6	17.2	17.3
판매관리비	46.8	57.5	71.1	85.0	101.3
영업이익	52.3	96.9	116.3	147.6	176.6
증가율 (%)	76.2	85.4	20.0	26.8	19.7
영업이익률 (%)	7.3	10.9	10.3	10.9	11.0
영업외손익	(1.7)	(0.4)	(1.3)	(2.2)	(2.6)
금융손익	(0.1)	(0.3)	(1.5)	(2.4)	(2.8)
기타영업외손익	(2.3)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2
세전계속사업이익	50.5	96.5	122.6	146.6	175.2
법인세비용	11.2	22.4	28.5	34.1	39.7
계속사업이익	39.3	74.1	94.1	112.5	131.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	39.3	74.1	94.1	112.5	131.2
증가율 (%)	73.3	88.4	27.0	19.6	16.6
순이익률 (%)	5.5	8.3	8.3	8.3	8.2
(지배주주)당기순이익	39.3	74.1	94.1	112.5	131.2
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	37.4	72.6	94.1	112.5	131.2
(지배주주)총포괄이익	37.4	72.6	94.1	112.5	131.2
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	62.0	114.3	144.9	191.6	226.6
증가율 (%)	91.1	84.2	26.7	32.3	18.3
EBITDA 이익률 (%)	8.6	12.9	12.8	14.2	14.1

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS (당기순이익, 원)	1,457	2,721	3,137	3,751	4,374
EPS (지배순이익, 원)	1,457	2,721	3,137	3,751	4,374
BPS (자본총계, 원)	2,886	7,727	10,563	13,965	17,938
BPS (지배지분, 원)	2,886	7,727	10,563	13,965	17,938
DPS (원)	2,500	250	300	350	400
PER (당기순이익, 배)	-	9.7	9.4	7.8	6.7
PER (지배순이익, 배)	-	9.7	9.4	7.8	6.7
PBR (자본총계, 배)	-	3.4	2.8	2.1	1.6
PBR (지배지분, 배)	-	3.4	2.8	2.1	1.6
EV/EBITDA (배)	(2.1)	4.3	3.5	2.3	1.5
배당성향 (%)	34.3	10.1	9.6	9.3	9.1
배당수익률 (%)	-	0.9	1.0	1.2	1.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	8.6	12.9	12.8	14.2	14.1
영업이익률 (%)	7.3	10.9	10.3	10.9	11.0
순이익률 (%)	5.5	8.3	8.3	8.3	8.2
ROA (%)	15.6	18.5	16.8	17.0	17.2
ROE (지배순이익, %)	60.9	47.8	34.3	30.6	27.4
ROIC (%)	(39.6)	(68.8)	(83.2)	(130.9)	(209.7)
안정성					
부채비율 (%)	287.9	115.0	96.7	67.5	53.9
순차입금비율 (%)	(165.6)	(132.3)	(116.2)	(104.9)	(99.1)
현금비율 (%)	17.1	18.2	17.1	17.1	17.1
이자보상배율 (배)	17.0	19.6	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(6.0)	(5.9)	(6.9)	(9.1)	(12.5)
재고자산회수기간 (일)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
매출채권회수기간 (일)	10.8	10.5	10.1	10.3	10.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

AK 홀딩스 (006840)

매수 (신규)

현재주가 (3월 23일) **72,100 원**

목표주가 **100,000 원 (신규)**

상승여력 **38.7%**

박광래 (02) 3772-1513
krpark@shinhan.com

조용민 (02) 3772-1564
ym.cho@shinhan.com

KOSPI	2,416.76p
KOSDAQ	829.68p
시가총액	955.1 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	13.2 백만주
유동주식수	4.3 백만주(32.3%)
52 주 최고가/최저가	86,900 원/57,600 원
일평균 거래량 (60 일)	32,382 주
일평균 거래액 (60 일)	2,524 백만원
외국인 지분율	12.98%
주요주주	채형석 외 20 인 64.87%

절대수익률	3개월	9.1%
	6개월	10.9%
	12개월	23.5%
KOSPI 대비 상대수익률	3개월	10.2%
	6개월	9.6%
	12개월	11.0%

주가차트



안정적인 포트폴리오, 성장하는 자회사

투자이건 매수, 목표주가 100,000원으로 커버리지 개시

투자이건 매수, 목표주가 100,000원으로 커버리지를 개시한다. 1) 2018년 주요 자회사들의 실적 증가가 기대된다. 2017년 대비 항공(제주항공) +29.5%, 화학(애경유화) +49.9%, 생활용품(애경산업) +16.7%의 영업이익 성장을 전망한다. 2) 다른 중소형 지주사들이 특정 사업부문에 대한 의존도가 높은 것과는 달리 AK홀딩스는 화학, 항공, 유통, 부동산 등 안정적인 포트폴리오를 갖추고 있다. 3) 밸류에이션 매력도도 높다. 영업 가치와 자회사 가치에 순차입금을 차감해 구한 기업가치는 1.37조원으로 현재 9,550억원 시가총액보다 높은 수준이다.

다른 중소형 지주사 대비 안정적인 사업 포트폴리오

1970년 10월 화학제품 제조 및 판매를 주사업목적으로 설립된 회사로, 2012년 7월에 투자사업부문과 화학 부문을 인적분할해 순수지주회사로 전환했다. 전체 매출액의 83%가 국내에서 발생하고 해외 매출 비중은 17%다. 현재 중국 매출 비중은 7% 수준이나 중국에서 인기있는 브랜드를 필두로 중국 시장 공략에 본격 나서게 될 전망이다.

사업부문별 매출 비중은 화학 44%, 항공운송 27%, 생활용품 16%, 백화점 및 부동산 13%다. 비슷한 시가총액 수준의 다른 중소형 지주사들 대비 포트폴리오 다각화가 잘 이루어져 있다. 사업부문별 매출비중 HH(허핀달-허쉬만 지수)는 3,058로 조사 대상 10개사 평균 5,692를 크게 하회(해당 지수가 낮을수록 특정 부문에 대한 의존도가 낮다고 판단할 수 있음)한다.

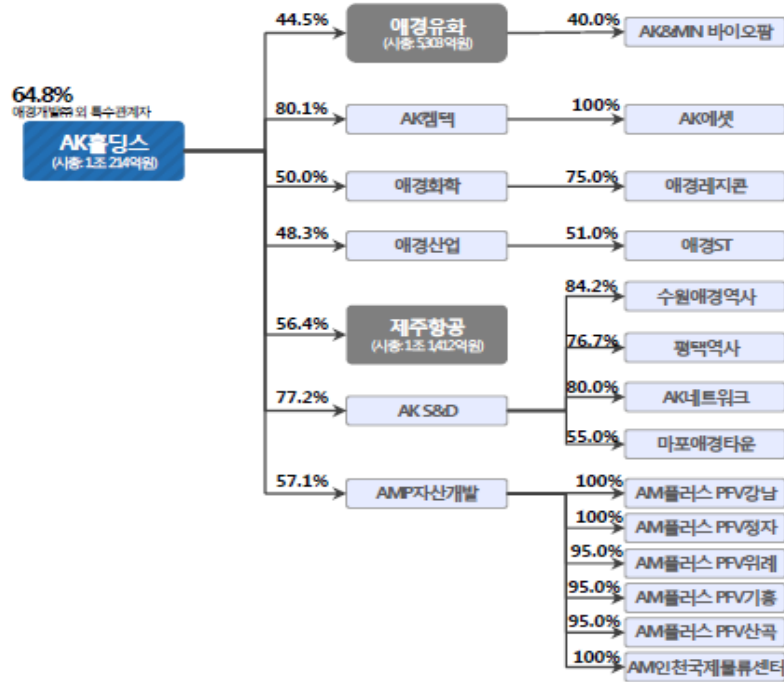
2018년 매출액 3.79조원(+11.8% YoY), 영업이익 3,424억원(+28.9% YoY) 전망

2018년 실적은 매출액 3.79조원(+11.8% YoY), 영업이익 3,424억원(+28.9% YoY, 영업이익률 9%)을 예상한다. 주력 자회사들의 성장세 지속으로 2020년까지 두 자리 수 영업이익 성장이 가능할 전망이다. 지주사 영업가치 3,100억원, 비상장 자회사 가치 2,329억원, 상장 자회사 가치 1.2조원, 순차입금 4,200억원을 반영한 총 기업가치는 1.29조원이다. 현재 시가총액 1조원 대비 높은 수준으로 밸류에이션 매력도가 높다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2016	2,921.8	213.7	194.1	72.0	5,436	흑전	46,834	10.3	4.5	1.2	12.2	14.7
2017	3,392.5	265.6	240.7	99.6	7,522	38.4	52,954	9.1	4.4	1.3	15.1	13.8
2018F	3,791.5	342.4	329.3	120.1	9,068	20.6	58,497	8.0	3.9	1.2	16.3	3.2
2019F	4,202.2	379.6	367.7	133.3	10,066	11.0	64,685	7.2	3.6	1.1	16.3	(6.3)
2020F	4,595.6	419.5	409.0	148.8	11,232	11.6	71,600	6.4	3.2	1.0	16.5	(15.0)

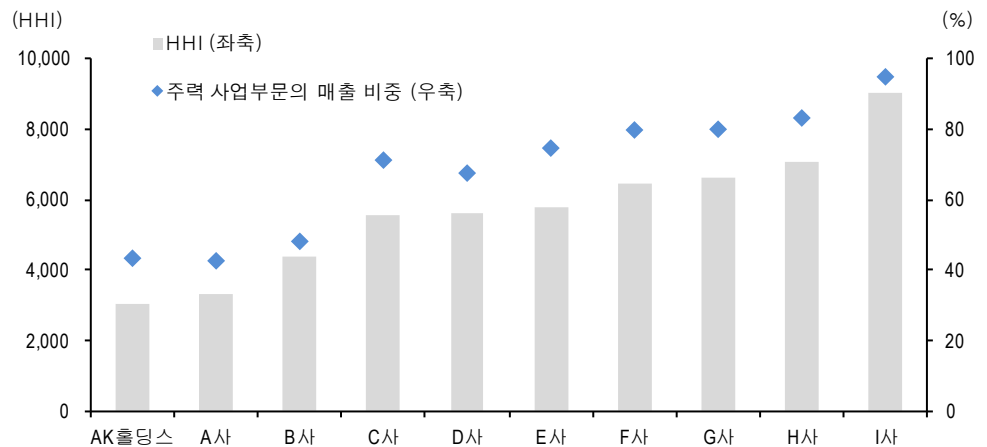
자료: 회사 자료, 신한금융투자

애경그룹 지배구조도



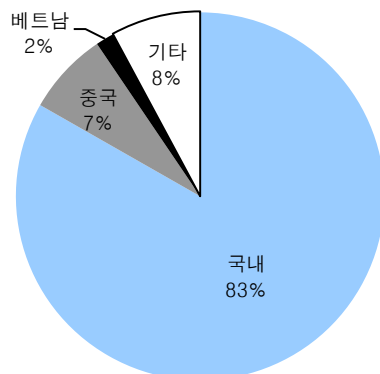
자료: 신한금융투자

주요 중소 지주사들의 HHI(허핀달-허쉬만 지수)와 주력 사업부문 매출 비중의 비교



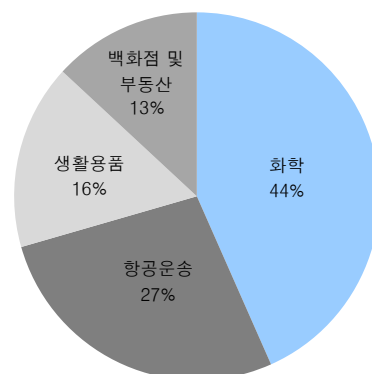
자료: 회사 자료, 신한금융투자

지역별 매출 비중 (2017년 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

사업부문별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한금융투자

AK홀딩스 별도 기준 연간 매출액의 추이 및 전망

(단위: 십억원)	14	15	16	17	18F	19F	20F
매출액	18.8	20.4	23.2	28.1	31.2	35.0	38.7
배당 수익	12.4	13.7	16.1	19.7	22.0	24.4	26.3
상표권 수익	3.4	3.3	3.8	4.5	5.1	6.0	7.1
경영자문수수료 수익	3.0	3.4	3.3	4.0	4.0	4.6	5.3
%YoY							
매출액	77.4	8.5	13.7	21.3	10.8	12.3	10.5
배당 수익	188.4	10.5	17.5	22.2	11.8	10.8	7.7
상표권 수익	3.0	(2.9)	15.2	17.2	15.4	17.5	18.0
경영자문수수료 수익	0.0	13.3	(2.9)	21.2	1.0	13.7	15.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자

AK홀딩스의 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	820.7	795.5	865.6	910.7	917.1	918.9	981.4	974.0	2,921.8	3,392.5	3,791.5	4,202.2
1. 에이케이캡텍 (계면활성제)	92.1	95.6	90.0	83.2	88.5	93.8	92.0	89.2	337.9	360.8	363.5	379.7
2. 애경유화 (무스프탈산)	235.5	229.3	239.1	256.0	265.1	272.1	269.7	266.0	867.7	959.8	1,072.9	1,094.4
3. 제주항공 (항공운송)	240.2	228.0	266.6	261.6	295.4	288.8	333.4	317.0	747.6	996.4	1,234.7	1,498.4
4. 백화점매출	118.6	121.1	118.4	130.9	115.6	123.7	115.0	132.7	503.3	489.0	487.0	490.9
5. 애경산업 (생활용품)	144.7	133.2	162.7	188.3	163.2	150.9	182.2	179.1	506.8	628.9	675.4	781.0
%YoY												
매출액	21.7	13.1	14.5	15.6	11.7	15.5	13.4	7.0	4.1	16.1	11.8	10.8
에이케이캡텍	11.1	12.7	14.3	(9.2)	(3.9)	(1.8)	2.3	7.1	(22.2)	6.8	0.7	4.5
애경유화	20.5	6.3	13.6	4.0	12.6	18.7	12.8	3.9	(4.9)	10.6	11.8	2.0
제주항공	38.7	40.7	20.3	37.2	23.0	26.7	25.1	21.2	23.0	33.3	23.9	21.4
백화점매출	10.7	(12.4)	0.1	(6.3)	(2.6)	2.1	(2.9)	1.4	2.7	(2.8)	(0.4)	0.8
애경산업	13.9	18.8	18.2	44.9	12.8	13.3	12.0	(4.9)	10.2	24.1	7.4	15.6
영업이익	66.7	54.1	88.8	55.9	91.4	71.2	105.0	74.8	213.7	265.6	342.4	379.6
에이케이캡텍	4.3	4.4	7.8	5.0	7.8	7.0	8.2	7.5	36.7	21.6	30.6	27.4
애경유화	18.7	19.4	21.2	15.8	24.8	30.6	33.6	23.7	75.0	75.1	112.6	120.1
제주항공	27.0	15.9	40.1	17.3	38.3	19.6	43.8	28.3	57.8	100.3	129.9	152.6
백화점매출	0.4	4.9	5.6	11.6	0.5	3.4	1.0	10.8	9.2	22.5	15.6	19.4
애경산업	16.5	10.4	14.9	7.9	21.0	11.8	19.6	5.6	38.7	49.7	58.0	64.7
영업이익률 (%)	8.1	6.8	10.3	6.1	10.0	7.7	10.7	7.7	7.3	7.8	9.0	9.0
에이케이캡텍	4.7	4.6	8.7	6.1	8.9	7.4	9.0	8.4	10.9	6.0	8.4	7.2
애경유화	7.9	8.5	8.9	6.2	9.3	11.2	12.5	8.9	8.6	7.8	10.5	11.0
제주항공	11.2	7.0	15.1	6.6	13.0	6.8	13.1	8.9	7.7	10.1	10.5	10.2
백화점매출	0.3	4.1	4.8	8.8	0.4	2.7	0.9	8.1	1.8	4.6	3.2	4.0
애경산업	11.4	7.8	9.2	4.2	12.8	7.8	10.8	3.1	7.6	7.9	8.6	8.3
%YoY												
영업이익	22.7	29.1	22.6	24.6	37.0	31.5	18.2	33.6	101.0	24.3	28.9	10.9
에이케이캡텍	(60.1)	(50.0)	8.2	(49.1)	81.8	59.7	5.2	49.1	흑전	(41.2)	41.8	(10.3)
애경유화	46.9	(20.3)	19.0	(21.4)	32.3	57.3	58.2	50.6	132.3	0.2	49.9	6.6
항공운송	73.3	2,591.0	6.1	348.6	42.0	22.8	9.1	63.7	12.4	73.5	29.5	17.4
백화점매출	(31.5)	154.0	적전	11.7	27.5	(31.3)	(82.5)	(6.8)	(19.4)	143.5	(30.5)	24.1
생활용품	8.5	44.7	4.3	298.4	27.1	13.4	31.4	(28.7)	30.4	28.6	16.7	11.6
순이익	43.4	38.9	77.0	26.1	65.3	53.3	79.9	23.6	133.3	185.4	222.2	248.6
지배주주순이익	23.6	21.2	45.1	9.8	37.5	28.8	44.2	9.6	72.0	99.6	120.1	133.3
지배주주순이익률 (%)	2.9	2.7	5.2	1.1	4.1	3.1	4.5	1.0	2.5	2.9	3.2	3.2
% YoY	(0.9)	18.0	89.7	50.2	59.1	36.2	(2.2)	(1.5)	흑전	38.4	20.6	11.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

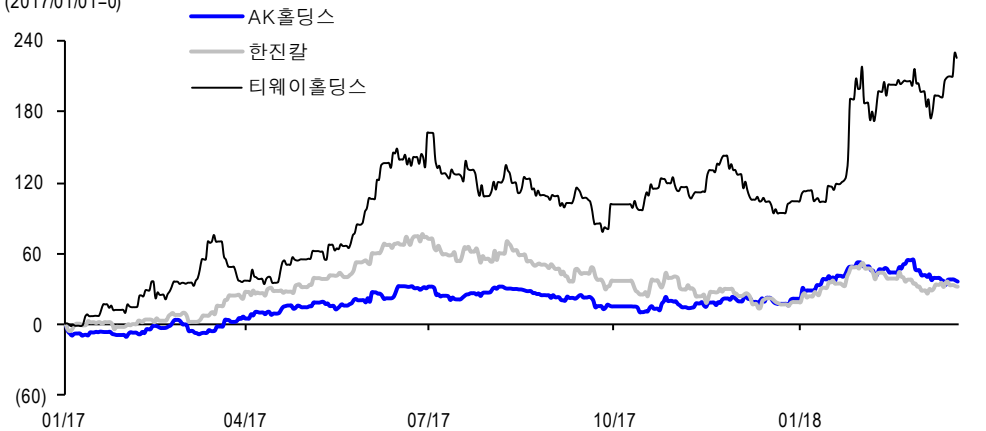
AK홀딩스의 목표주가 산정

항목	금액 (십억원)	장부가액 (십억원)	지분율 (%)	비고
지주사 자체사업	31.2			
A: 영업가치	445.3			g 0%, wacc 7% 가정
에이케이캠텍	56.6	70.6	80.1	2017년 3분기 장부가액
애경화학	32.2	64.5	50.0	2017년 3분기 장부가액
에이케이에스앤디	118.9	154.1	77.2	2017년 3분기 장부가액
에이엠플러스자산개발	25.1	43.9	57.1	2017년 3분기 장부가액
B: 비상장 자회사 가치	232.9			
제주항공	763.8			지분가치 30% 할인
애경유화	344.3			지분가치 30% 할인
애경산업	640.0			지분가치 30% 할인
C: 상장 자회사 가치	1,108.1			
D: 순차입금	420.0			
기업가치 = (A+B+C) - D	1,366.3			
주식 수 (천주)	12,895			
적정 주가 (원)	105,950			
목표 주가 (원)	100,000			
현재 주가 (원)	72,100			
상승 여력 (%)	38.7			

자료: 신한금융투자 / 주: WACC(Weighted Average Cost of Capital): 가중평균자본비용

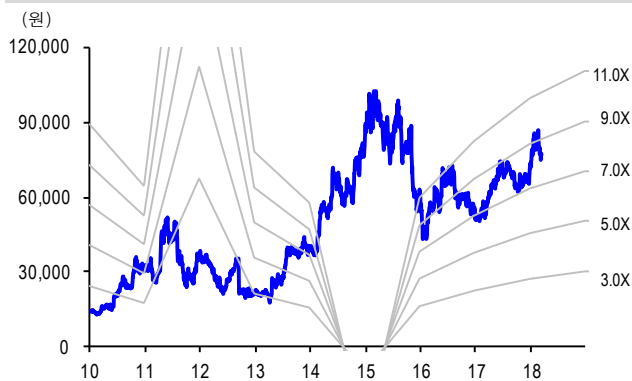
항공산업 관련 주요 지주사들의 상대주가 추이

(2017/01/01=0)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

AK홀딩스의 PER 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

AK홀딩스의 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	2,741.9	2,944.8	3,229.1	3,607.1	3,979.7
유동자산	1,179.9	1,218.5	1,376.8	1,605.4	1,847.5
현금및현금성자산	388.4	330.4	426.9	534.6	684.4
매출채권	266.4	279.4	298.8	336.9	365.9
재고자산	197.9	217.8	232.9	262.6	285.2
비유동자산	1,562.1	1,726.3	1,852.3	2,001.7	2,132.2
유형자산	958.5	1,103.0	1,220.9	1,348.2	1,462.7
무형자산	163.7	150.1	143.8	138.0	132.7
투자자산	198.0	205.6	219.9	247.9	269.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,730.5	1,792.7	1,864.5	2,004.9	2,112.0
유동부채	1,314.8	1,307.6	1,365.0	1,477.2	1,562.8
단기차입금	362.0	340.6	340.6	340.6	340.6
매입채무	381.6	363.4	388.7	438.2	476.0
유동성장기부채	148.9	142.6	142.6	142.6	142.6
비유동부채	415.8	485.1	499.5	527.7	549.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	243.3	278.2	278.2	278.2	278.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,011.4	1,152.1	1,364.6	1,602.2	1,867.7
자본금	66.2	66.2	66.2	66.2	66.2
자본잉여금	254.1	248.5	248.5	248.5	248.5
기타자본	(10.1)	(10.1)	(10.1)	(10.1)	(10.1)
기타포괄이익누계액	6.7	2.7	2.7	2.7	2.7
이익잉여금	303.5	394.1	467.5	549.5	641.1
지배주주지분	620.4	701.6	774.9	856.9	948.5
비지배주주지분	391.0	450.5	589.7	745.3	919.2
*총차입금	754.5	765.3	765.6	766.1	766.5
*순차입금(순현금)	148.3	158.8	43.3	(101.5)	(279.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	318.3	280.9	204.3	259.9	284.3
당기순이익	133.3	185.4	222.2	248.6	277.7
유형자산상각비	59.9	68.6	56.1	64.6	72.4
무형자산상각비	9.6	11.1	6.2	5.8	5.4
외화환산손실(이익)	0.7	3.6	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(2.3)	(11.3)	(8.4)	(11.5)	(10.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(7.8)	(11.0)	(9.4)	(10.2)	(9.8)
운전자본변동	66.2	(8.7)	(81.2)	(53.5)	(66.9)
(법인세납부)	(25.3)	(61.9)	(80.6)	(84.7)	(100.9)
기타	84.0	105.1	99.4	100.8	116.4
투자활동으로인한현금흐름	(128.6)	(292.5)	(188.1)	(235.4)	(214.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(73.1)	(234.7)	(174.0)	(191.9)	(186.9)
유형자산의감소	7.7	20.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.9)	(5.4)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(2.0)	(4.4)	(5.0)	(18.0)	(11.7)
기타	(58.3)	(68.0)	(9.1)	(25.5)	(15.7)
FCF	270.1	39.6	161.4	199.1	228.5
재무활동으로인한현금흐름	(74.3)	(39.3)	(37.0)	(37.2)	(39.1)
차입금의증가(감소)	(53.7)	(1.5)	0.3	0.5	0.4
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(16.3)	(20.4)	(8.4)	(9.7)	(11.0)
기타	(4.3)	(17.4)	(28.9)	(28.0)	(28.5)
기타현금흐름	0.0	0.0	117.3	120.5	118.9
연결법위반등으로인한현금의증가	(2.7)	0.2	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.6	(7.3)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	114.3	(58.0)	96.5	107.7	149.8
기초현금	274.0	388.4	330.4	426.9	534.6
기말현금	388.4	330.4	426.9	534.6	684.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,921.8	3,392.5	3,791.5	4,202.2	4,595.6
증가율 (%)	4.1	16.1	11.8	10.8	9.4
매출원가	2,001.8	2,328.2	2,505.8	2,727.4	3,027.4
매출총이익	920.0	1,064.3	1,285.7	1,474.9	1,568.2
매출총이익률 (%)	31.5	31.4	33.9	35.1	34.1
판매관리비	706.4	798.6	943.4	1,095.3	1,148.6
영업이익	213.7	265.6	342.4	379.6	419.5
증가율 (%)	101.0	24.3	28.9	10.9	10.5
영업이익률 (%)	7.3	7.8	9.0	9.0	9.1
영업외손익	(19.6)	(25.0)	(13.0)	(11.9)	(10.5)
금융손익	(16.6)	(22.9)	(10.8)	(11.1)	(9.0)
기타영업외손익	(10.8)	(12.8)	(11.5)	(10.8)	(11.2)
종속 및 관계기업관련손익	7.8	10.8	9.3	10.0	9.7
세전계속사업이익	194.1	240.7	329.3	367.7	409.0
법인세비용	60.8	55.3	80.6	84.7	100.9
계속사업이익	133.3	185.4	222.2	248.6	277.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	133.3	185.4	222.2	248.6	277.7
증가율 (%)	-	39.1	19.9	11.9	11.7
순이익률 (%)	4.6	5.5	5.9	5.9	6.0
(지배주주)당기순이익	72.0	99.6	120.1	133.3	148.8
(비지배주주)당기순이익	61.3	85.8	139.1	155.6	173.9
총포괄이익	124.1	175.9	222.2	248.6	277.7
(지배주주)총포괄이익	66.7	93.7	63.8	71.3	79.7
(비지배주주)총포괄이익	57.4	82.2	158.4	177.2	198.0
EBITDA	283.2	345.4	404.7	450.0	497.3
증가율 (%)	57.7	22.0	17.2	11.2	10.5
EBITDA 이익률 (%)	9.7	10.2	10.7	10.7	10.8

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS (당기순이익, 원)	10,064	13,996	16,775	18,763	20,964
EPS (지배순이익, 원)	5,436	7,522	9,068	10,066	11,232
BPS (자본총계, 원)	76,348	86,964	103,009	120,945	140,984
BPS (지배지분, 원)	46,834	52,954	58,497	64,685	71,600
DPS (원)	550	650	750	850	950
PER (당기순이익, 배)	5.6	4.9	4.3	3.8	3.4
PER (지배순이익, 배)	10.3	9.1	8.0	7.2	6.4
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5
PBR (지배지분, 배)	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (배)	4.5	4.4	3.9	3.6	3.2
배당성향 (%)	9.8	8.4	8.1	8.2	8.2
배당수익률 (%)	1.0	0.9	1.0	1.2	1.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.7	10.2	10.7	10.7	10.8
영업이익률 (%)	7.3	7.8	9.0	9.0	9.1
순이익률 (%)	4.6	5.5	5.9	5.9	6.0
ROA (%)	5.1	6.5	7.2	7.3	7.3
ROE (지배순이익, %)	12.2	15.1	16.3	16.3	16.5
ROIC (%)	15.4	21.3	23.9	25.0	25.0
안정성					
부채비율 (%)	171.1	155.6	136.6	125.1	113.1
순차입금비율 (%)	14.7	13.8	3.2	(6.3)	(15.0)
현금비율 (%)	29.5	25.3	31.3	36.2	43.8
이자보상배율 (배)	7.0	9.3	11.9	13.5	14.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(18.9)	(15.9)	(17.6)	(17.7)	(17.5)
재고자산회수기간 (일)	25.1	22.4	21.7	21.5	21.8
매출채권회수기간 (일)	30.7	29.4	27.8	27.6	27.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

제주항공 (089590)

매수 (신규)

현재주가 (3월 23일) **41,400 원**

목표주가 **47,000 원 (신규)**

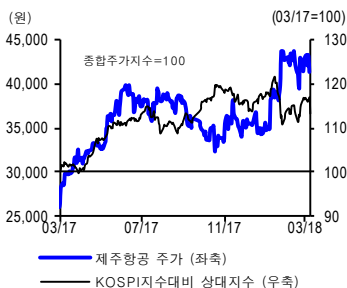
상승여력 **13.5%**

박광래 (02) 3772-1513
krpark@shinhan.co

조용민 (02) 3772-1564
ym.cho@shinhan.c

KOSPI	2,416.76p
KOSDAQ	829.68p
시가총액	1,091.2 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	26.4 백만주
유동주식수	8.4 백만주(31.8%)
52 주 최고가/최저가	43,800 원/29,700 원
일평균 거래량 (60 일)	101,991 주
일평균 거래액 (60 일)	4,068 백만원
외국인 지분율	9.92%
주요주주	AK 홀딩스 외 9 인 59.83%
	제주특별자치도청 7.64%
절대수익률	3 개월 16.6%
	6 개월 16.8%
	12 개월 39.4%
KOSPI 대비	3 개월 17.8%
상대수익률	6 개월 15.4%
	12 개월 25.3%

주가차트



1등 프리미엄은 지속된다

투자의견 매수, 목표주가 47,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 47,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 예상 EPS(주당순이익)에 목표 PER 13배를 적용해 산정한다. 1) 저비용항공사 중 올해 가장 공격적인 기재 확충(8대 순증)으로 국제선 ASK는 전년 대비 21.6% 증가하고 이에 따라 RPK도 18.0% 증가가 예상된다. 2) 해외여행 선호도 1위 지역인 일본 노선에서의 강점이 2018년에도 돋보일 전망이다, 3) 국내선에서도 김포-제주 노선 점유율 1위 자리를 2017년에 차지하는 등 경쟁력이 강화되는 점이 투자 포인트다.

국내 LCC 점유율 1위 업체

2005년에 설립된 저비용항공사(LCC)로 국내 LCC 점유율 1위(전국 공항 기준 2018년 1~2월 누적 시장 점유율: 국제선 8.1%, 국내선+국제선 10.8%) 업체다. 2008년 국내 LCC 최초로 국제선을 운항하기 시작했다. 2018년 1분기 현재 32대의 B737 단일 기종으로 11개 국가 46개 노선(국내선 6개, 국제선 40개)을 운항하고 있다. 2017년 기준 매출액 지역별 비중은 일본 27%, 국내 24%, 동남아 23%, 중국 13%, 대양주 12%, 기타 1%다.

부가매출의 비중 확대에 차별화 및 이익의 안정성을 추구

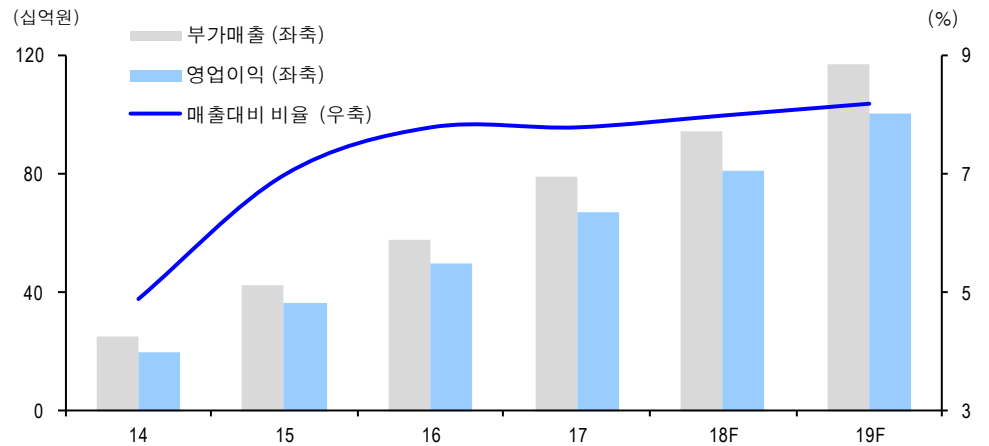
다른 국내 LCC 업체보다 일찍 부가매출(Ancillary Revenue)을 도입했다. 부가매출은 1) 이익률이 높고, 2) 소비자의 편익을 증대시킬 수 있다. 3) 성수기와 비수기 간 이익의 차이로 발생하는 실적의 변동성을 부가매출 확대에 줄일 수 있는 장점도 있다. 2010년 0.9%였던 부가매출 비중은 2017년에는 7.8%까지 증가했다. 향후 10% 이상까지 이 비중을 늘릴 계획이다. 비즈니스석이 없는 단일 기종 운영을 통해 비용 절감이 가능하다는 점도 주목할만한 대목이다.

2018년 실적은 매출액 1,233억원(+23.7% YoY), 영업이익 1,281억원(+26.4% YoY, 영업이익률 10.4%)을 기록할 전망이다. 유가 상승에 따른 비용 증가에도 불구하고 Yield 상승 및 부가매출 증가로 2017년 수준의 이익률을 유지할 수 있겠다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2016	747.6	58.7	69.0	53.2	2,047	(0.3)	10,351	12.3	4.6	2.4	21.1	(119.5)
2017	996.3	101.6	100.5	77.1	2,929	43.1	12,558	12.1	5.1	2.8	25.6	(87.9)
2018F	1,234.7	129.9	118.5	90.3	3,427	17.0	15,287	12.1	4.1	2.7	24.6	(88.8)
2019F	1,426.4	148.5	147.4	112.0	4,250	24.0	18,739	9.7	2.9	2.2	25.0	(93.9)
2020F	1,561.4	162.8	160.7	123.5	4,688	10.3	22,528	8.8	2.2	1.8	22.7	(93.4)

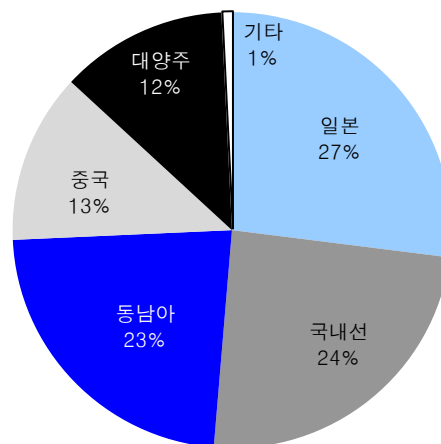
자료: 회사 자료, 신한금융투자

부가매출 수익의 추이 및 전망



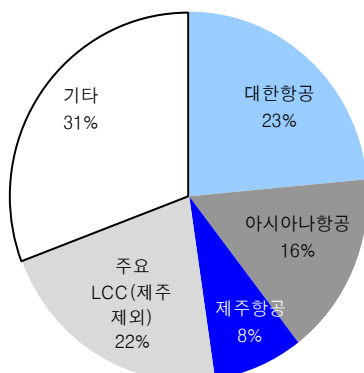
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

여객매출 지역별 비중 (2017년 기준)



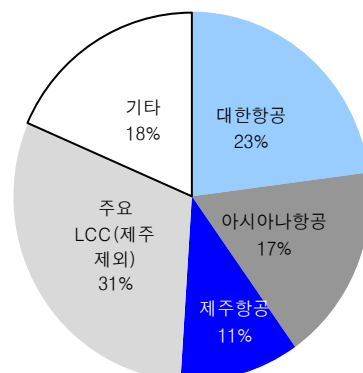
자료: 회사 자료, 신한금융투자

전국 공항 국제선 점유율 (2018년 1~2월 누적 기준)



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, 신한금융투자

전국 공항 국내+국제선 점유율 (2018년 1~2월 누적 기준)



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, 신한금융투자

제주항공 2018년 기재 도입 계획

	1Q	2Q	3Q	4Q
항공기		 	 	  
일본 시장 수요 다변화	인천-가고시마	인천-2선도시	인천-2선도시	
가동률 제고	인천-나트랑 인천-호치민	인천-동남아	인천-동남아	인천-동남아
지방발 노선 활성화	부산발/제주발	지방발 국제선	지방발 국제선	지방발 국제선

자료: 회사 자료, 신한금융투자

제주항공의 영업실적 추이 및 전망

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	173.2	162.1	221.7	190.7	240.2	228.0	266.6	261.6	295.4	288.8	333.4	317.0	747.6	996.4	1,234.7
여객	168.0	157.1	216.1	156.1	233.1	219.4	258.4	252.3	285.0	275.6	321.4	303.4	697.3	963.2	1,185.3
국내	41.9	53.4	62.0	45.6	43.9	61.3	61.9	50.8	57.0	57.6	56.3	52.3	202.9	217.9	223.2
국제	120.5	97.6	147.7	128.7	182.7	151.2	189.8	185.6	220.9	210.6	257.9	233.8	494.4	709.3	923.3
기타	5.6	6.1	6.5	(18.1)	6.5	6.8	6.7	16.0	7.0	7.4	7.2	17.2	0.0	36.0	38.9
화물	1.1	1.1	1.3	1.3	1.2	1.3	1.5	1.5	1.4	1.6	1.8	1.8	4.7	5.6	6.6
기타	4.2	3.9	4.3	5.2	5.9	7.3	6.6	7.7	9.1	11.6	10.2	11.8	17.6	27.5	42.7
영업이익	15.6	0.6	38.2	4.0	27.2	16.2	40.4	17.5	38.3	19.6	43.8	28.3	58.4	101.3	129.9
순이익	12.0	4.6	28.5	7.9	17.0	15.3	32.3	13.2	29.6	14.9	32.5	19.9	53.0	77.8	96.9
영업이익률 (%)	9.0	0.4	17.2	2.1	11.3	7.1	15.2	6.7	13.0	6.8	13.1	8.9	7.8	10.2	10.5
순이익률 (%)	6.9	2.8	12.9	4.1	7.1	6.7	12.1	5.0	10.0	5.1	9.7	6.3	7.1	7.8	7.8
%YoY															
매출액	19.9	13.8	33.0	23.3	38.7	40.7	20.3	37.2	23.0	26.7	25.1	21.2	23.0	33.3	23.9
영업이익	(27.8)	(93.0)	127.5	1.2	74.5	2,441.4	5.8	339.2	40.7	20.8	8.4	61.2	13.6	73.5	28.2
순이익	(43.0)	(59.0)	126.9	244.1	41.6	232.3	13.4	67.3	74.0	(2.7)	0.6	51.5	12.3	46.8	24.6
국내 매출															
ASK(백만km)	551.0	578.5	635.4	584.2	515.7	578.2	591.6	584.6	600.0	584.7	562.6	533.2	2,349.1	2,270.1	2,280.4
RPK(백만km)	491.5	544.3	587.5	540.6	489.5	553.8	567.6	558.9	550.1	545.9	528.0	497.7	2,163.9	2,169.7	2,121.8
L/F	89.2	94.1	92.5	92.5	94.9	95.8	95.9	95.6	91.7	93.4	93.9	93.3	92.1	95.6	93.0
Yield	8.5	9.8	10.5	8.4	9.0	11.1	10.9	9.1	10.4	10.5	10.7	10.5	9.3	10.0	10.6
%YoY															
ASK(백만km)	11.8	6.8	7.6	4.1	(6.4)	(0.1)	(6.9)	0.1	16.3	1.1	(4.9)	(8.8)	7.4	(3.4)	0.5
RPK(백만km)	9.6	11.4	6.7	4.8	(0.4)	1.7	(3.4)	3.4	12.4	(1.4)	(7.0)	(10.9)	8.0	0.3	(2.2)
L/F	(1.8)	3.9	(0.7)	0.6	5.7	1.7	3.5	3.1	(3.2)	(2.4)	(2.1)	(2.3)	0.5	3.5	(2.5)
Yield	(10.0)	(5.2)	(0.4)	(9.0)	5.2	12.9	3.4	7.7	15.6	(4.8)	(2.3)	15.7	(5.9)	7.3	6.3
국제 매출															
ASK(백만km)	2,158.0	2,250.7	2,679.0	2,818.8	3,304.5	3,195.6	3,496.5	3,513.2	3,671.9	3,959.1	4,250.4	4,545.6	9,906.5	13,509.8	16,426.9
RPK(백만km)	1,835.4	1,843.1	2,304.4	2,460.0	2,934.9	2,744.0	3,136.3	3,098.9	3,167.0	3,235.5	3,682.3	3,971.8	8,443.0	11,914.1	14,056.6
L/F	85.1	81.9	86.0	87.3	88.8	85.9	89.7	88.2	86.3	81.7	86.6	87.4	85.2	88.2	85.6
Yield	6.6	5.3	6.4	5.2	6.2	5.5	6.1	6.0	7.0	6.5	7.0	5.9	5.9	5.9	6.6
%YoY															
ASK(백만km)	26.0	16.6	38.0	37.8	53.1	42.0	30.5	24.6	11.1	23.9	21.6	29.4	29.9	36.4	21.6
RPK(백만km)	26.3	23.4	41.0	38.8	59.9	48.9	36.1	26.0	7.9	17.9	17.4	28.2	32.9	41.1	18.0
L/F	0.2	4.5	1.8	0.6	3.8	4.0	3.7	0.9	(2.6)	(4.1)	(3.1)	(0.8)	1.9	3.0	(2.6)
Yield	2.1	(4.3)	6.1	(3.8)	(5.2)	4.1	(5.5)	14.5	12.1	18.1	15.7	(1.7)	0.3	1.2	10.3

자료: 신한금융투자

LCC(Low Cost Carrier) 밸류에이션 테이블

지역	회사	시가총액 (십억달러)	변동폭				PER (x)		PBR (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			1D	5D	3M	1Y	FY18	FY19	FY18	FY19	FY18	FY19	FY18	FY19
국내	한진칼	1,066	(4.9)	(5.1)	8.1	1.6	7.2	6.0	0.9	0.8	6.8	6.1	13.2	13.7
	제주항공	1,011	(3.9)	(3.7)	16.6	38.7	10.4	8.8	2.6	2.1	4.0	3.3	26.5	26.1
	AK홀딩스	885	(2.4)	(7.1)	9.1	25.2	7.7	7.2	1.1	1.0	3.7	3.6	16.1	14.9
	진에어	816	(2.2)	(4.7)	9.7	-	9.8	8.2	4.3	2.9	6.5	4.4	55.0	42.5
해외	SOUTHWEST AIRLINES	33,349	(0.5)	(6.9)	(14.0)	7.8	11.5	10.0	2.8	2.5	6.8	6.2	26.4	26.1
	RYANAIR HOLDINGS	23,240	(1.1)	(1.9)	6.6	10.0	13.2	12.8	3.8	3.1	8.8	8.6	30.0	26.3
	JETBLUE AIRWAYS	6,708	(2.0)	(7.7)	(7.1)	4.5	10.8	9.2	1.3	1.2	5.1	4.5	13.0	13.4
	SPRING AIRLINES	4,400	(5.9)	(9.7)	(20.1)	(18.2)	16.4	13.3	2.3	2.0	15.2	11.2	14.6	16.1
	WIZZ AIR HOLDINGS	4,666	(2.7)	(6.5)	(8.0)	95.4	16.4	13.8	3.8	3.0	7.0	5.9	25.5	23.5
	SKYWEST	2,866	(3.3)	(8.9)	2.1	54.8	12.4	10.9	1.3	1.2	6.3	5.8	11.0	12.7
	AIRASIA	3,424	2.0	(3.4)	21.1	40.7	8.9	9.0	1.4	1.3	6.9	6.8	17.9	15.3
	SPIRIT AIRLINES	2,726	(3.2)	(11.4)	(11.6)	(21.2)	11.6	9.3	1.4	1.3	6.1	5.1	12.9	13.9
	ALLEGiant TRAVEL	2,678	(0.5)	(6.3)	3.6	2.6	15.0	11.9	3.8	3.1	8.3	7.0	27.7	29.6

자료: Bloomberg, 신한금융투자

제주항공의 목표주가 산정

	내용	비고
예상 EPS (원)	3,610	12개월 선행 예상치
목표 PER (배)	13	글로벌 주요 LCC 평균
적정주가 (원)	46,930	= EPS x PER
목표주가 (원)	47,000	신규

자료: 신한금융투자

제주항공의 영업이익, EPS, PER의 추이 및 전망

	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업이익 (십억원)	51.4	58.7	102	129.9	148.5
%YoY	74.2	14.1	73.1	27.9	14.3
EPS (원)	2,053	2,047	2,929	3,427	4,250
%YoY	41.2	(0.3)	43.1	17.0	24.0
PER 기말	19.5	12.3	12.1	12.1	9.7
PER 최고	25.1	20.0	13.8	13.2	10.6
PER 최저	17.8	12.1	8.2	9.8	7.9
PER 평균	19.8	15.7	11.4	11.5	9.3

자료: 신한금융투자

제주항공 12개월 선행 PER 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

제주항공 12개월 선행 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	600.4	799.8	959.7	1,140.2	1,273.0
유동자산	436.8	448.8	537.6	666.2	765.2
현금및현금성자산	167.3	102.3	117.6	171.3	242.8
매출채권	24.7	32.4	39.3	46.3	48.8
재고자산	8.3	9.4	11.4	13.4	14.1
비유동자산	163.6	351.0	422.1	474.0	507.7
유형자산	58.9	170.5	237.6	283.8	316.7
무형자산	11.9	18.5	13.0	9.1	6.3
투자자산	9.5	44.8	54.3	64.0	67.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	328.3	468.9	556.8	646.4	679.2
유동부채	260.9	368.2	434.8	502.7	527.5
단기차입금	20.3	8.0	8.0	8.0	8.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	46.5	46.5	46.5	46.5
비유동부채	67.4	100.6	121.9	143.7	151.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	272.2	331.0	402.9	493.9	593.8
자본금	131.5	131.8	131.8	131.8	131.8
자본잉여금	89.4	89.6	89.6	89.6	89.6
기타자본	0.1	(4.9)	(4.9)	(4.9)	(4.9)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	51.2	114.5	186.4	277.4	377.2
지배주주지분	272.2	331.0	402.9	493.9	593.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	20.3	58.2	59.0	59.9	60.1
*순차입금(순현금)	(325.2)	(290.8)	(357.7)	(463.9)	(554.7)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	116.7	175.8	198.0	237.0	217.6
당기순이익	53.2	77.1	90.3	112.0	123.5
유형자산상각비	10.5	20.4	43.7	61.5	74.3
무형자산상각비	3.5	4.8	5.6	3.9	2.7
외화환산손실(이익)	(1.4)	3.8	0.1	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	0.2	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	39.3	54.2	63.3	64.6	22.0
(법인세납부)	(3.8)	(19.0)	(28.2)	(35.4)	(37.2)
기타	15.3	34.3	23.2	30.4	32.3
투자활동으로인한현금흐름	(69.1)	(255.0)	(167.7)	(165.7)	(125.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(30.4)	(133.0)	(110.8)	(107.6)	(107.2)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(1.3)	(5.6)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(8.3)	(33.1)	(9.5)	(9.7)	(3.6)
기타	(29.1)	(83.3)	(47.4)	(48.4)	(14.5)
FCF	85.3	31.2	82.1	116.1	111.7
재무활동으로인한현금흐름	(7.4)	20.2	(14.9)	(17.6)	(20.7)
차입금의증가(감소)	0.2	37.8	0.8	0.8	0.3
자기주식의처분(취득)	0.0	4.9	0.0	0.0	0.0
배당금	(10.4)	(13.1)	(15.7)	(18.4)	(21.0)
기타	2.8	(9.4)	(0.0)	(0.0)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.3	(6.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	41.5	(65.0)	15.3	53.7	71.5
기초현금	125.8	167.3	102.3	117.6	171.3
기말현금	167.3	102.3	117.6	171.3	242.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	747.6	996.3	1,234.7	1,426.4	1,561.4
증가율 (%)	23.0	33.3	23.9	15.5	9.5
매출원가	602.0	774.3	990.0	1,091.6	1,194.7
매출총이익	145.6	222.0	244.7	334.8	366.7
매출총이익률 (%)	19.5	22.3	19.8	23.5	23.5
판매관리비	86.9	120.4	114.8	186.2	203.9
영업이익	58.7	101.6	129.9	148.5	162.8
증가율 (%)	14.1	73.1	27.9	14.3	9.6
영업이익률 (%)	7.8	10.2	10.5	10.4	10.4
영업외손익	10.3	(1.0)	(0.2)	(1.1)	(2.1)
금융손익	9.6	0.4	0.8	0.1	(0.5)
기타영업외손익	0.8	(1.4)	(1.0)	(1.2)	(1.6)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	69.0	100.5	118.5	147.4	160.7
법인세비용	15.8	23.4	28.2	35.4	37.2
계속사업이익	53.2	77.1	90.3	112.0	123.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	53.2	77.1	90.3	112.0	123.5
증가율 (%)	12.8	45.0	17.1	24.0	10.3
순이익률 (%)	7.1	7.7	7.3	7.9	7.9
(지배주주)당기순이익	53.2	77.1	90.3	112.0	123.5
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	47.9	76.4	90.3	112.0	123.5
(지배주주)총포괄이익	47.9	76.4	90.3	112.0	123.5
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	72.7	126.8	179.2	213.9	239.8
증가율 (%)	18.9	74.3	41.4	19.3	12.1
EBITDA 이익률 (%)	9.7	12.7	14.5	15.0	15.4

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

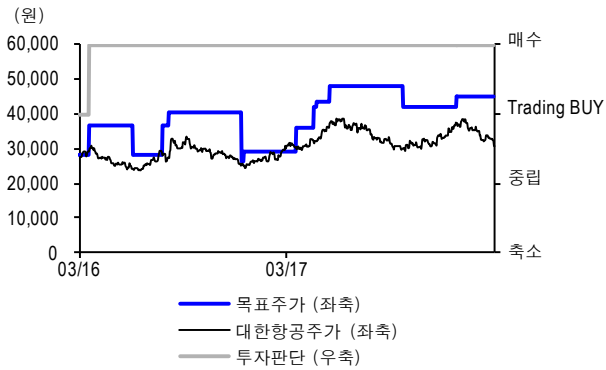
주요 투자지표

12월 결산	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS (당기순이익, 원)	2,047	2,929	3,427	4,250	4,688
EPS (지배순이익, 원)	2,047	2,929	3,427	4,250	4,688
BPS (자본총계, 원)	10,351	12,558	15,287	18,739	22,528
BPS (지배지분, 원)	10,351	12,558	15,287	18,739	22,528
DPS (원)	500	600	700	800	900
PER (당기순이익, 배)	12.3	12.1	12.1	9.7	8.8
PER (지배순이익, 배)	12.3	12.1	12.1	9.7	8.8
PBR (자본총계, 배)	2.4	2.8	2.7	2.2	1.8
PBR (지배지분, 배)	2.4	2.8	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA (배)	4.6	5.1	4.1	2.9	2.2
배당성향 (%)	24.7	20.4	20.4	18.8	19.2
배당수익률 (%)	2.0	1.7	1.7	1.9	2.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.7	12.7	14.5	15.0	15.4
영업이익률 (%)	7.8	10.2	10.5	10.4	10.4
순이익률 (%)	7.1	7.7	7.3	7.9	7.9
ROA (%)	9.9	11.0	10.3	10.7	10.2
ROE (지배순이익, %)	21.1	25.6	24.6	25.0	22.7
ROIC (%)	(75.4)	(148.4)	(778.3)	(1,921.9)	(17,115.1)
안정성					
부채비율 (%)	120.6	141.6	138.2	130.9	114.4
순차입금비율 (%)	(119.5)	(87.9)	(88.8)	(93.9)	(93.4)
현금비율 (%)	64.1	27.8	27.0	34.1	46.0
이자보상배율 (배)	141.0	224.0	233.3	277.8	301.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(6.2)	(5.5)	(5.3)	(5.1)	(5.1)
재고자산회수기간 (일)	3.5	3.2	3.1	3.2	3.2
매출채권회수기간 (일)	10.4	10.5	10.6	10.9	11.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자의견 및 목표주가 추이

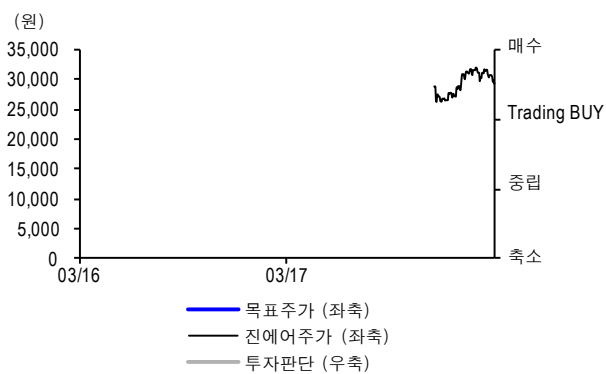
대한항공 (003490)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2016년 04월 12일	매수	36,666	(27.5)	(15.6)
2016년 06월 28일	매수	28,204	(8.1)	4.3
2016년 08월 19일	매수	36,666	(25.9)	(22.3)
2016년 08월 30일	매수	40,426	(27.4)	(17.1)
2017년 01월 05일	매수	26,324	(4.3)	(4.3)
2017년 01월 09일	매수	29,144	(3.6)	8.9
2017년 04월 11일	매수	36,000	(14.2)	(8.9)
2017년 05월 12일	매수	42,000	(23.3)	(23.2)
2017년 05월 17일	매수	43,500	(19.4)	(13.8)
2017년 06월 09일	매수	48,000	(27.4)	(19.3)
2017년 10월 16일	매수	42,000	(22.4)	(10.5)
2018년 01월 18일	매수	45,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

진에어 (2724500)

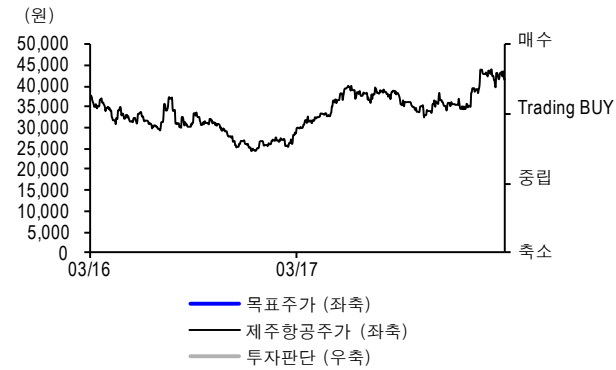


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

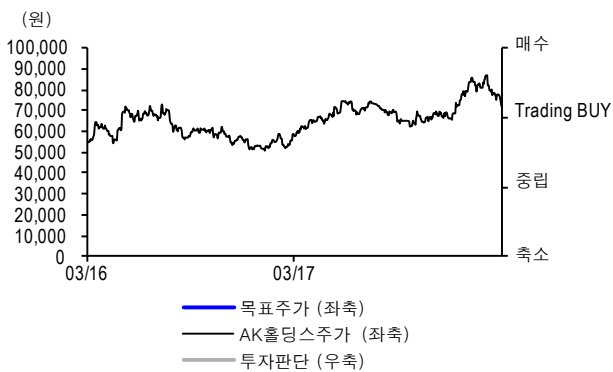
제주항공 (089590)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

AK홀딩스 (006840)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 박광래, 조용민) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

구분	비중	비중	비중	비중	비중
매수	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	비중확대	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우	중립	중립 (중립)
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우		
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우		
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하				

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2018년 3월 16일 기준)

매수 (매수)	91.98%	Trading BUY (중립)	4.72%	중립 (중립)	3.30%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----

고객지원센터 : 1588-0365
서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com

