

산업이 아니라 기업을 보면 주가가 보인다

Analyst 배세진

02) 3787-2573

sjbae@hmcib.com

항공 업종 투자의견 Overweight로 커버리지 개시

항공산업에 대해 Overweight 투자의견으로 대한항공, 아시아나항공, 제주항공, 진에어 4개 기업 커버리지를 개시한다. 현재 출국자 수 증가율이 둔화되는 가운데, 공급과잉 우려가 대두되고 있다. 그러나, FSC는 공급과잉이 심화되는 단거리노선 비중이 작아 영향은 크지 않을 것으로 판단한다. 제주항공과 진에어의 여객부문 Yield 하락은 불가피할 것으로 보이나, 빠른 여객부문의 매출성장과 부가매출의 성장으로 이익 가시성이 높을 전망이다.

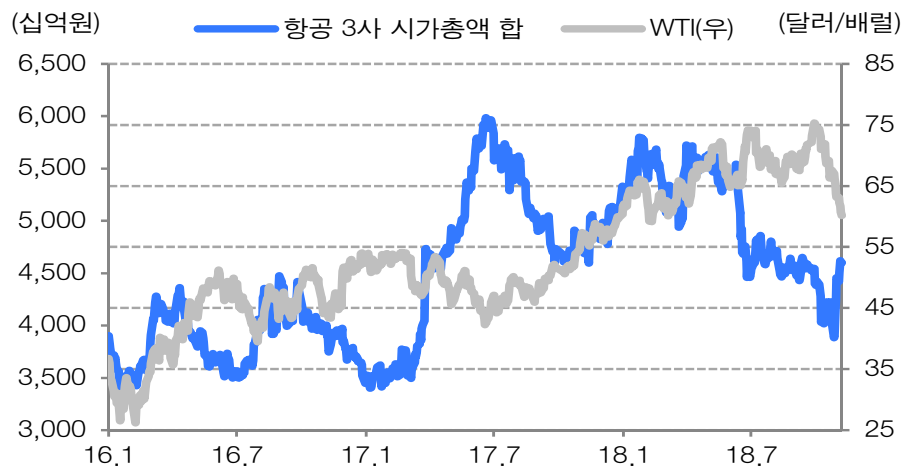
IMO SOx규제 시행으로 항공유-원유 스프레드 확대될 것

IMO SOx규제 시행으로, 디젤/등유 마진이 확대될 전망이다. 당사 전망에 따르면, 2020년 등유-두바이유 스프레드는 2018년 대비 약 \$4/배럴 높아질 것으로 전망하고 있다. 따라서 유가가 일정하다는 가정하에 항공유 가격은 5% 상승할 것으로 전망된다. 이에 따라 2020년 실적 컨센서스는 낮아질 것으로 전망한다.

Top pick은 진에어, 대한항공으로 제시

진에어는 국토부 제재가 해소된다면 50% 이상의 Upside를 기대할 수 있다. 내년부터 기재도입이 이뤄진다면, 이는 2019년 아닌 2020년 실적에 온기로 반영될 전망이다. 따라서 규제 해소 후 투자자들의 초점은 2020년 실적이 될 것으로 전망한다. 2020년 매출과 이익은 전년대비 약 30% 성장할 것으로 전망됨에 따라, 2020F P/E는 6배로 주가 상승 여력이 가장 클 것으로 전망한다. 대한항공은 내년 부터 급격히 개선되는 현금흐름으로 재무구조가 개선될 전망이다. 이는 순이익 개선으로 이어질 전망으로 밸류에이션 매력에 부각될 전망이다.

항공 3사 시가총액 vs. WTI



자료: Quantwise, Bloomberg, 현대차증권

급락하는 유가, Multiple 상향 요인인가?

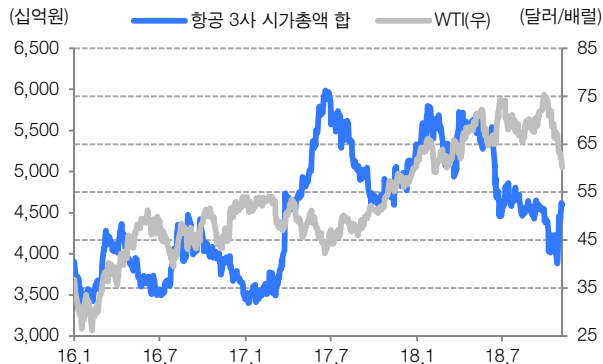
주가의 초점은 유가가 아닌 업황

항공사 비용 중 가장 중요하게 봐야 하는 항목은 연료유류비이다. 이는 1)연료유류비가 총 영업비용에서 차지하는 비중이 약 30%로 가장 크고, 2)기타 비용과 달리 유가에 따라 변동성이 크기 때문이다. 유가는 항공사가 통제할 수 없는 외부 변수로 유가 등락의 유일한 대응 방법은 운임에 전가시키는 것이다. 운임 전가의 여부는 항공산업의 수급상황에 따라 결정되는데, 여객 수요가 공급대비 우위에 있는 시장이라면 유가 상승에 따른 연료유류비 부담을 고객에게 상당부분 전가시킬 수 있다. 따라서, 유가가 항공주를 결정하는 절대적인 factor는 아니라는 판단이다.

WTI는 2016년 2월 \$26/배럴을 저점으로 2018년 5월 \$70/배럴까지 약 170% 상승했다. 같은 기간 항공업 3사(대한항공, 아시아나항공, 제주항공 기준) 시가총액은 44% 상승했다. 2년 넘게 지속되었던 유가 상승이 항공업 주가 하락으로 이어지지 않았던 것은 견조한 업황 때문이었다. 2016년 1월부터 2018년 5월까지 평균 16% 이상의 출국자 수 증가율을 보이면서 높은 L/F를 유지할 수 있었다. 이에 따라, 유류비 상승분을 고스란히 운임에 전가시킬 수 있었다.

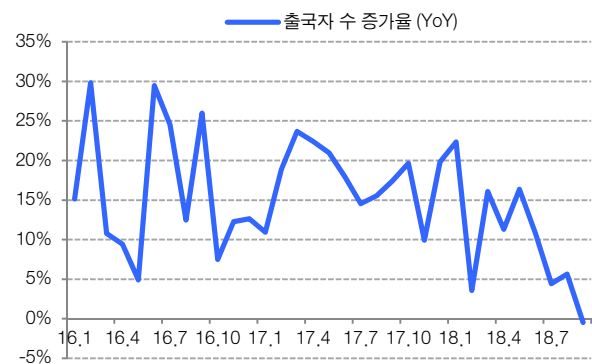
그러나, 지난 6월부터 항공주 주가는 급락하기 시작했는데, 이는 1)6월 초부터 원/달러 환율이 급등했고, 2)7월부터 일본 및 동남아시아 자연재해로 출국자 수가 급감했고, 3)중국인 기저효과가 점차 축소되면서 향후 실적에 대한 눈높이가 낮아졌기 때문으로 분석한다.

〈그림2〉항공사 시가총액과 유가 비교



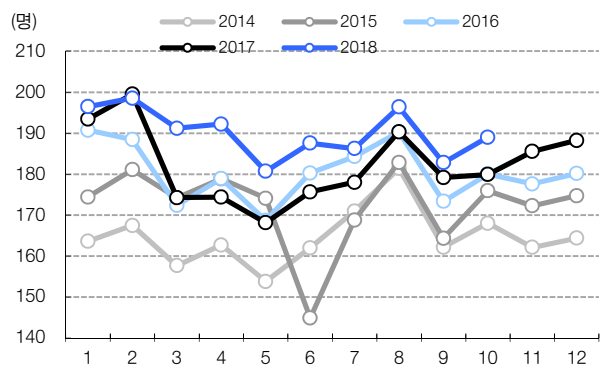
자료: Quantivise, Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉한국인 출국자 수 증가율 (YoY)



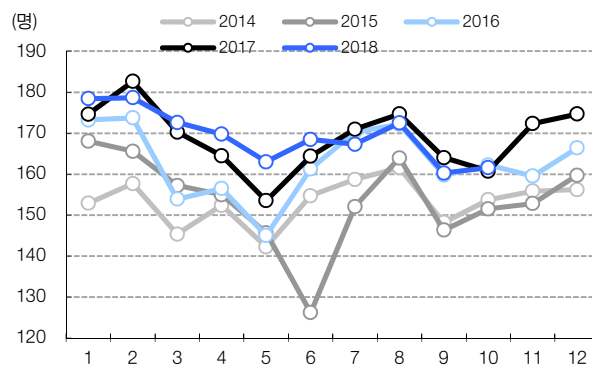
자료: 한국관광공사, 현대차증권

〈그림2〉FSC 운항편수 당 승객수 추이



자료: 한국관광공사, 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림2〉LCC 운항편수 당 승객수 추이



자료: 한국관광공사, 인천국제공항공사, 현대차증권

최근 유가 급락은 EPS 상향조정 요인이나 multiple 상향 조정요인은 아님

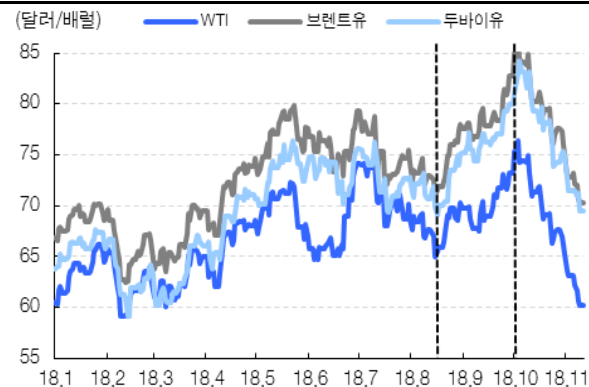
지난 10월 초 이후 유가는 급락했다. 국제유가(WTI 기준)는 10월 1일 \$75/배럴에서 \$57/배럴(11월 16일 기준)까지 약 24% 하락했다. 미국의 이란 제재에도 불구하고 유가가 크게 하락한 것은 공급과잉 우려 때문이다. 주로 공급에 대한 이슈가 불거졌다. 1)10월 6일 사우디 등 국가에서 이란 수출 감소분 이상을 증산하기로 밝히면서 유가 하락의 트리거가 되었고, 2)트럼프가 이란 원유 수출 제재에서 8개 국가에 면제권을 부여하면서 제재가 완화되었고, 3)최근 EIA에서 미국 원유 생산량 전망치를 상향조정했다.

당사 전망치에 따르면, 2019년, 2020년 WTI는 각각 \$60.5/배럴, \$63/배럴로 전망하고 있다. 2019년 유가는 상승여력이 제한적이며 하반기 점진적인 반등을 예상하고 있다. 유가 상방을 제약하는 요인은 2019년 하반기 중 미국 원유 수출 인프라가 확충된 이후, 미국 원유 생산량 증가세가 가속화될 것이라는 점이다. 유가 하방 제약 요인은 이란 원유 제재에서 예외 8개국을 지정했는데, 예외 기간이 종료된다면 내년 하반기부터 석유시장에 영향을 미칠 것이라는 점이다.

2018년 항공유 \$83/배럴(2018년 예상 평균 가격)을 기준으로 민감도를 구해보면 다음과 같다. 항공유가가 10% 하락할 때 대한항공, 아시아나항공, 제주항공, 진에어의 영업이익은 각각 3,270억원, 1,784억원, 335억원, 293억원 증가하는 것으로 추정된다. 유가 하락 시 매출액에 반영되는 유류할증료도 감소하는데, 유류할증료 감소액은 연료유류비 감소액의 약 50%인 것으로 추정된다.

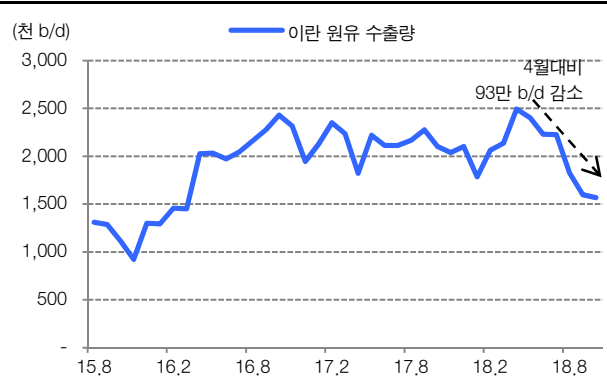
유가 하락으로 인한 영업이익 증가는 긍정적이다. 다만, 연료유류비 하락분에 의한 이익 상승이 밸류에이션 re-rating 요소는 아니라는 판단이다. 연료유류비가 낮아지면 EPS와 BPS의 전망치가 상향 조정되지만 밸류에이션 re-rating을 적용 받으려면 유가가 지속적으로 하락한다는 가정이 깔려 있어야 한다. 다만, 유가 하락이 RPK 증가로 이어진다면 이는 밸류에이션 re-rating을 적용할 수 있다고 판단한다. 향후 유가 하락으로 RPK 증가율이 상향된다면 multiple 상향 조정을 고려해볼 수 있다.

〈그림2〉국제유가 흐름



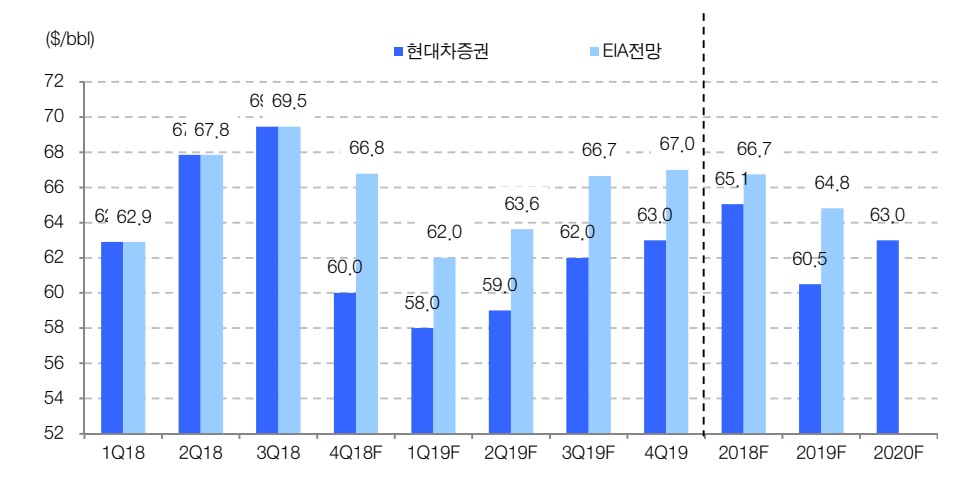
자료: Quantwise, Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉4월 이후 이란 원유 수출량 급감



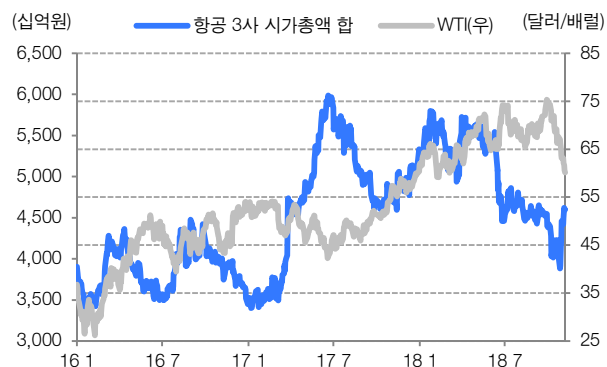
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림22〉 EIA 및 현대차증권 유가전망



자료: EIA, 현대차증권

〈그림2〉항공사 시가총액과 유가 비교



주: 진에어 상장은 2017년 12월로 제외
자료: Quantwise, Bloomberg, 현대차증권

〈표2〉원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈표00〉 유가 10% 상승 시 시나리오

(십억원)

항공사명	유류비 증가분	2018년 여객/화물 수익	연료유류비 100% 전가 시 Yield 상승률	연료유류비 50% 전가 시 Yield 상승률
대한항공	327.0	10,806	3.0%	1.5%
아시아나항공	178.4	5,567	3.2%	1.6%
제주항공	33.5	1,217	2.8%	1.4%
진에어	29.3	990	3.0%	1.5%

주: 2018년 여객/화물 수익은 예상치
자료: 각 사, 현대차증권

IMO SOx규제 시행으로 항공유 가격 상승 전망

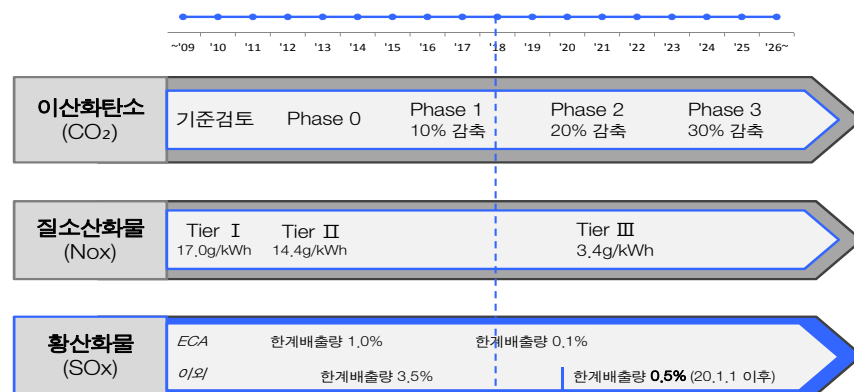
IMO SOx규제로 항공사들의 연료유류비 부담 소폭 증가 예상

유가가 상승할 때 연료유류비가 감소한다는 데에는 항공유와 원유의 스프레드가 일정하다는 전제가 깔려있어야한다. 그러나, 향후 항공유-원유 스프레드가 증가할 것으로 예상돼 앞으로는 유가 뿐만 아니라 항공유-원유 스프레드에 대한 지속적인 관심이 필요하다는 판단이다.

2020년 1월 1일부터 IMO 황산화물 배출 규제가 시행되면서 항공사들의 연료비 부담이 가중될 것으로 예상된다. 이는 항공유-원유 스프레드가 확대될 것으로 예상하기 때문이다. 따라서 기존 유가 가정이 변함이 없더라도 항공유는 기준대비 약 5%가 상승할 가능성이 존재한다.

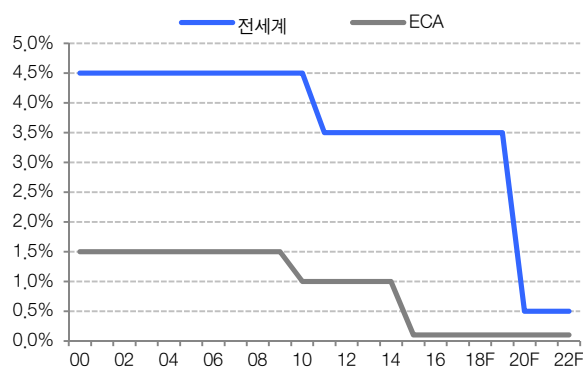
IMO 황산화물 배출 규제가 2020년 1월 1일부터 발효될 예정이다. 이에 따라 선주들은 선박 연료유에 포함된 황함유량 기준을 기존 3.5%에서 0.5% 낮추어야 한다. 해당 규제에 대응하기 위해 선사들이 택할 수 있는 대안은 1)스크러버를 설치해 기존에 사용하던 HSFO를 계속해서 사용하거나, 2)황함유량이 0.5% 미만인 MGO(Marine Gas Oil) 및 LSFO(Low Sulfur Fuel Oil)를 선박연료유로 대체 사용하거나, 3)LNG Fueled 엔진을 장착해 LNG를 연료로 사용하는 옵션이 존재한다.

〈그림1〉 2020년 1월 1일부로 IMO SOx규제 시행



자료 : EIA, 현대차증권

〈그림〉선박유 황함유량 규제 추이



자료 : IMO, 현대차증권

〈그림〉IMO, Sox 규제 딜레이 가능성 없다고 밝힘

An update from IMO

During PPR5 (Pollution Prevention and Response – an IMO sub-committee) held in March 2018 and inter-sessional (PPR5_ISWG) meeting this month (9-13 July), few key areas of implementation of the regulation 14.1.3 were discussed and some actions agreed for PPR6 (February 2019). It has been made clear that the implementation date is 1 January 2020 and there is no possibility of any delays. Secondly, PPR5 principally agreed the proposal of carriage ban of non-compliant fuels on-board after the implementation date which is expected to come into force from March 2020. It has been agreed to present and review draft text of the following key documents at PPR6 (Feb 2019) in order to progress and subsequently finalise;

1. Guidelines for consistent implementation of the 0.50% sulphur limit under MARPOL Annex VI
2. Amendments to the guidelines for on-board sampling for the verification of the sulphur content of the fuel used on board ships
3. Amendments to MARPOL on sampling points and fuel analysis methodologies
4. Amendments to (Resolution MEPC.181(59)) to the 2009 guidelines for Port State Control officers under revised MARPOL Annex VI

자료 : 아시아나항공, 현대차증권

선사의 대응은 주로 저유황유 사용이 될 것

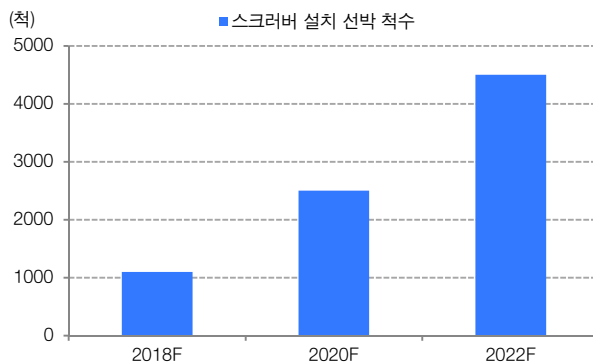
2020년 시행 직 후, MGO(or LSFO) 사용이 대세가 될 가능성이 높다고 판단한다. 이는 2020년 까지 스크러버 설치비용은 약 3%로 추정하고 있고, LNG 추진선도 중장기적으로는 보급율이 올라 갈 것으로 예상되나 당장은 CAPEX 부담으로 설치비용이 낮을 것으로 전망하고 있다.

OPEC에 따르면, 2020년에 스크러버 장착 선박이 약 2,500척, 2022년에는 4,500척이 될 것으로 전망하고 있다. 전세계 운영 중인 선박은 약 9만척으로 2020년 스크러버 설치 선박 비중은 약 3%로 예상된다.

LNG추진선 또한 2020년 황산화물 배출 규제 도입 직후에는 비중이 미미할 것으로 판단한다. 중 장기적으로 LNG 추진선의 보급률은 올라갈 것으로 예상하나 몇 가지 제약요건이 따른다. 1)운항 중인 선박의 경우 LNG 추진선의 연료 교체 기간이 약 6~8개월 소요되고, 2)대형컨테이너선 기준, 설치비용이 약 \$20m로 선가의 약 10~20%를 차지한다. IMO SOx규제로 선사들의 비용 부담이 가중되는 상황에서 큰 CAPEX는 부담으로 다가올 수 밖에 없을 것이다. 현대중공업에 따르면, 현재 운항 중인 LNG추진선은 약 120척으로 추정된다. LNG 추진선 조건의 신규발주까지 감안해도 2020년까지 LNG추진선은 226척 수준에 불과할 것으로 추정된다. 이는 현재 운항중인 선박 수 9만 척 대비 0.3% 미만으로 비중은 미미할 것으로 예상된다.

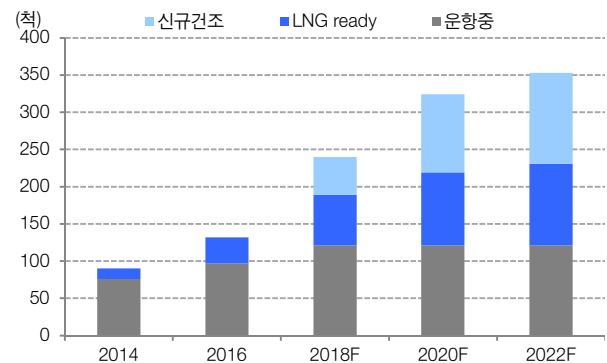
따라서, 디젤 수요 증가에 따라 디젤/등유 마진 확대가 예상된다. 당사 전망치에 따르면, 디젤-원유 스프레드는 2019년, 2020년 각각 \$19/배럴, \$20/배럴까지 상승할 것으로 전망하고 있다. 3분기 누적 기준, 항공유-WTI 스프레드는 16달러/배럴이다. 2020년 IMO SOx규제가 시행되게 된다면 등유-원유 스프레드는 20달러/배럴까지 상승할 수 있다고 판단한다. 즉, 현재 유가가 flat하다고 가정해도 항공유 가격은 약 4달러/배럴 상승할 수 있다는 것을 의미한다. 이는 항공유 가격이 기존 가정치 대비 약 5% 상승할 수 있다는 것을 의미해 대한항공, 아시아나항공, 제주항공, 진에어 각각 연료유류비 부담이 약 1,635억원, 892억원, 168억원, 147억원 상승할 것으로 전망한다.

〈그림〉스크러버 설치 선박 척수 전망



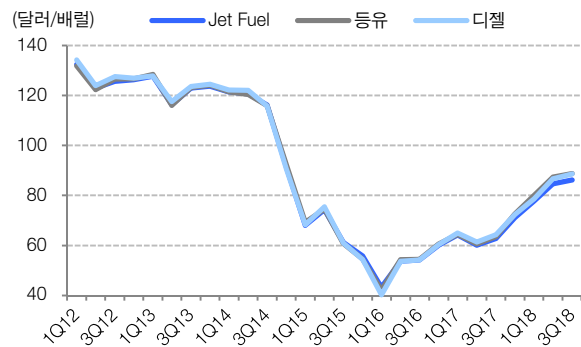
자료: OPEC, 현대차증권

〈그림〉LNG추진선 인도 및 선복량 전망



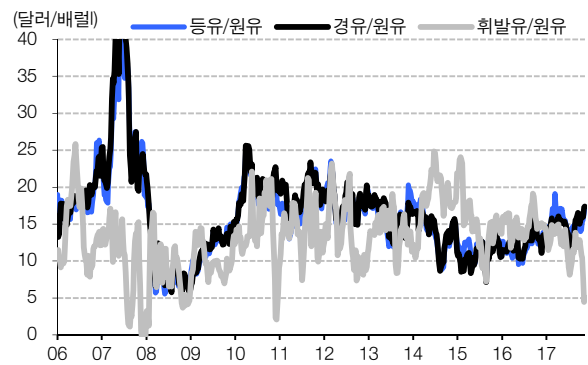
자료: 현대중공업, DNVGL, 현대차증권

〈그림〉등유, 디젤, 항공유의 가격은 동행



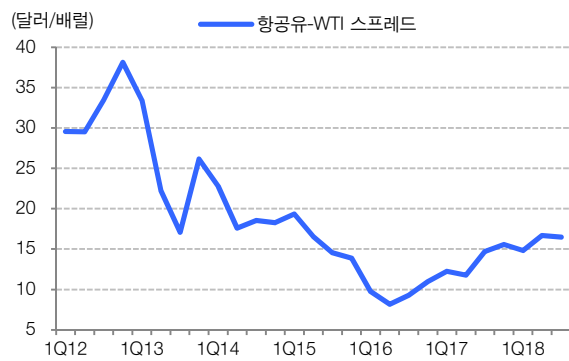
자료: Petronet, Clarkson, 현대차증권

〈그림〉등유 마진과 경유 마진은 동행



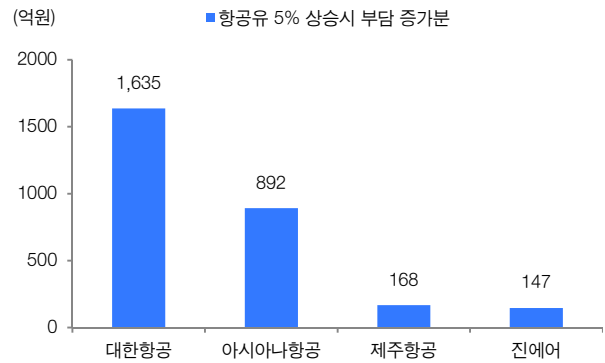
자료: Petronet, 현대차증권

〈그림〉항공유-WTI 스프레드 추이



자료: Petronet, Bloomberg, 현대차증권

〈그림〉항공유 5% 상승 시 항공사 추가되는 유류비



자료: 각 사, 현대차증권

〈표00〉 부문별 글로벌 석유 수요량 (2017년 -2023년)

(백만 b/d)

섹터부문	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2017-2023
자동차 수송용	43.6	44.3	44.8	45.3	45.8	46.2	46.6	3
항공	6.3	6.5	6.6	6.8	6.9	7.1	7.2	0.9
기차	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	2	2	0.1
선박	4.0	4.1	4.2	4.2	4.3	4.4	4.4	0.4
화학	13	13.3	13.6	13.9	14.2	14.4	14.5	1.5
기타 산업 등	12.7	12.9	13	13.3	13.3	13.3	13.3	0.6
기타	10.6	10.8	11	11.1	11.3	11.3	11.4	0.8
전기 생산	5.1	5.1	5.1	5.4	5.2	5.1	5	0
전세계 수요	97.2	98.8	100.3	102	102.9	103.7	104.5	7.3

자료: OPEC, 현대차증권

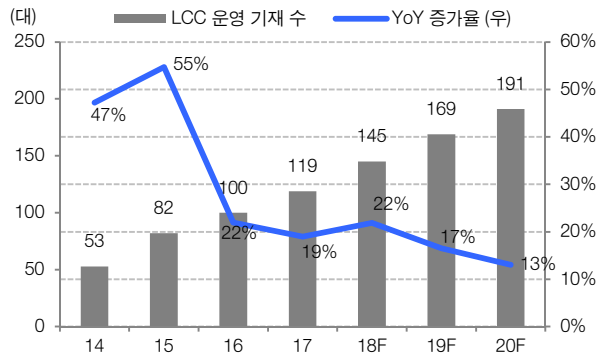
LCC의 공격적인 기재확대로 운임경쟁 불가피

LCC의 기재확대로 공급과잉 우려 확대

국내 LCC 기업들은 적극적인 기재 도입을 통해 외형 성장을 계획하고 있다. 반면, 여객 수 증가율은 소폭 둔화되면서 국내 항공산업 공급 과잉에 대한 우려가 상존한다. LCC들의 가격 경쟁으로 어느 정도의 운임 하락은 불가피 할 것으로 보이지만, FSC와 LCC를 구분해서 분석해야 한다는 판단이다. 이는 1)FSC가 LCC와 주로 경쟁하는 노선의 경우 FSC 총 매출의 20% 미만을 차지하고 있고, 2)상대적으로 경쟁강도가 낮은 구주노선과 미주노선의 수익성은 지속적으로 좋아질 것으로 전망하고, 3)저가 수요와 고가 수요의 이원화 현상이 나타나고 있기 때문이다.

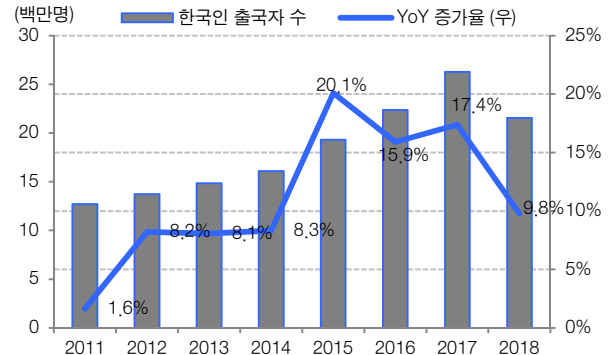
당사 추정치에 따르면, 2019년은 169대(+ 17%, YoY), 2020년은 191대(+ 13%, YoY)로 항공 기재가 증가할 전망이다. 반면, 여객 수 증가율은 점차 둔화되고 있다. 2015~2017년 각 해의 출국자 수 증가율은 각각 20%, 16%, 17% 기록한 반면 2018년 10월 누적 출국자 수 증가율은 9.8%에 그쳐 성장세가 둔화된 것으로 파악된다. 물론 7~9월 일본 자연재해로 인해 일시적으로 성장세가 크게 둔화됐지만, 일회성 요인이 없던 2018년 상반기 기준으로 출국자 수 증가율은 13%에 그친다.

〈그림2〉LCC 예상 운영 기재 수



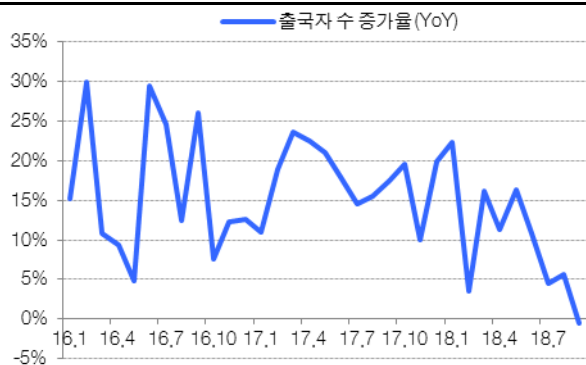
자료: 각 사, 현대차증권

〈표2〉출국자 수 성장률은 점차 둔화되는 추세



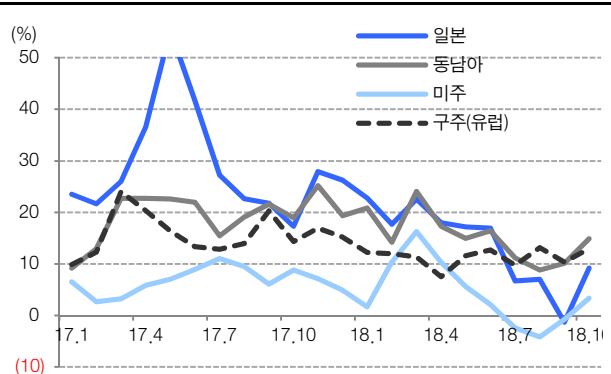
주: 2018년은 9월 누적기준
자료: 한국관광공사, 현대차증권

〈그림2〉월별 출국자 수 증가율(YoY)



자료: 한국관광공사, 현대차증권

〈표2〉노선별 RPK 증가율 (YoY)



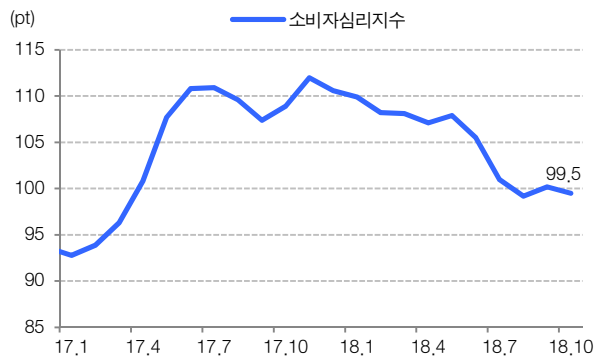
자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

출국자 수 증가율 둔화는 일본의 일시적 자연재해로 인한 것이라는 시각이 있지만, 출국자수 증가세는 2015~2017년 기록했던 연평균 17% 대비 둔화될 것으로 판단한다. 이는 1)내수 경기 부진으로 인한 여객 수요의 증가세 둔화, 2)낮은 티켓 가격에 대한 신규 수요 창출 효과가 점차 사라지고 있기 때문이다.

경기의 선행지표인 소비자심리지수는 연초 110에서 줄곧 하락세를 보여 10월에는 기준치 100pt 이하인 99.5pt를 기록했다. 여행비 지출전망 CSI도 연초부터 지속적으로 하락해 10월 92pt를 기록했다. 이는 최근 투자와 고용 부진, 경제성장률 하락, 대내외 불안요인이 겹치면서 소비심리가 위축된 결과라고 보여진다. 따라서, 과거 대비 여객 성장률의 높이를 낮추어야 한다는 판단이다.

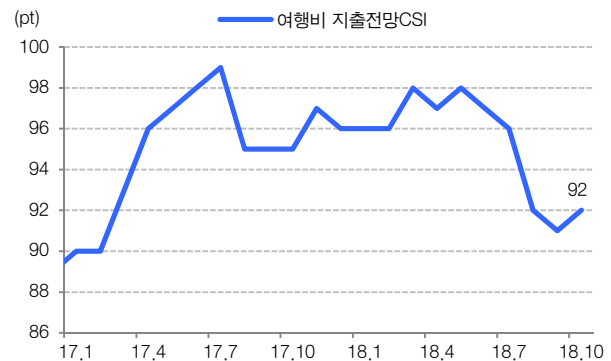
향후 항공 운임 하락으로 인한 신규 수요 창출 효과는 점차 둔화될 것으로 판단한다. 2011년부터 LCC들은 항공기재 도입을 확대하면서 국제선 점유율을 높여갔다. 그 결과, LCC의 국제선 점유율은 2010년 1.5%에서 현재 30%까지 상승했다. LCC의 노선 및 점유율 확대로 항공 운임은 낮아졌고, 2014년 하반기부터 유가가 크게 하락하면서 항공 운임은 또 한 번 낮아졌다. 그 결과, 2011~2017년 출국자 수 증가율은 CAGR 12.9%를 기록하면서 급성장세를 맞이했다. 그러나, 최근 출국자 수 증가율이 둔화된 것을 감안할 때 낮은 티켓 가격에 대한 효과는 점차 둔화되고 있고 지난 3년 동안 보였던 성장률 17% 대비 높이를 낮추어야 한다고 판단한다.

〈그림〉소비자심리지수 연초대비 급감



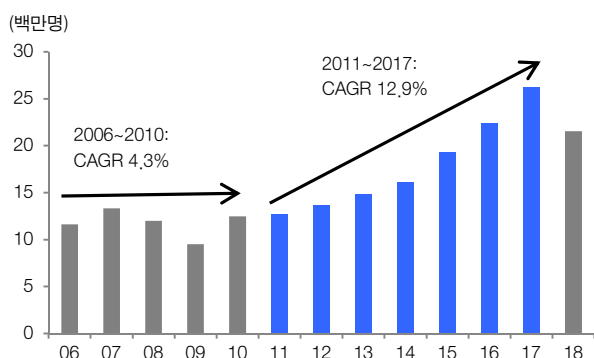
자료: 한국은행경제통계시스템, 현대차증권

〈그림〉여행비 지출전망CSI도 연초대비 급감



자료: 한국은행경제통계시스템, 현대차증권

〈그림〉내국인 출국자 수 추이



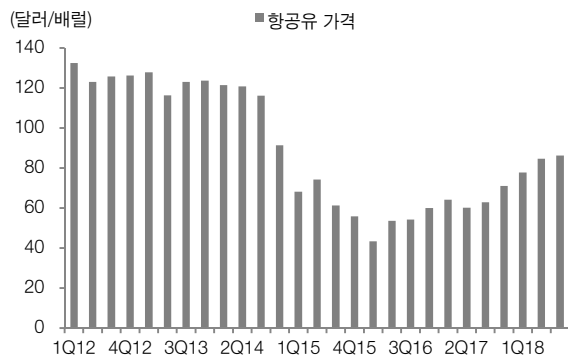
자료: 한국관광공사, 현대차증권

〈그림〉LCC 점유율 10년 1%대에서 현재 30%까지 상승



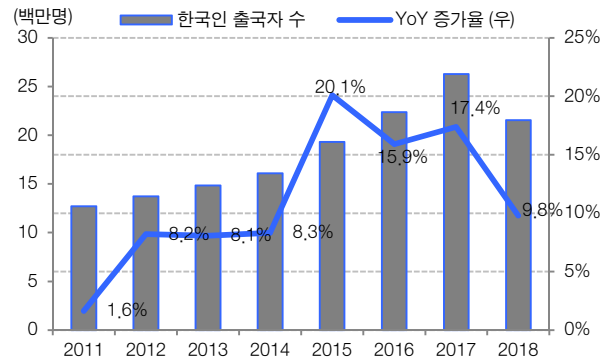
자료: 한국관광공사, 현대차증권

〈그림〉2014년 하반기부터 항공유가 급락



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림〉15~17년 저유가 효과로 출국자 수 급증



자료: 한국관광공사, 현대차증권

2019년 신규 LCC 사업자 진입으로 운임경쟁 계속될 것

2019년 상반기 최소 1개 이상의 LCC 사업자가 신규 진입할 가능성이 높아지면서 중단거리 노선의 경쟁이 더욱 심화될 것으로 파악된다. 현재 국내에는 대한항공, 아시아나항공 등 2개의 대형 항공사(FSC)를 비롯해 제주항공, 진에어, 티웨이항공, 에어부산, 이스타항공, 에어서울 등 6개 LCC가 영업을 하고 있다. 여기에 호남 기반 항공사 에어필립은 소형항공운송사업자 면허를 취득해 지난 6월 30일부터 일부 국내선 노선에서 50인승 항공기를 운항하고 있다.

내년 상반기 중으로 최소 1개 이상의 LCC 사업자가 신규 진입할 가능성이 높을 것으로 파악된다. 지난 10월, 국정현안점검회의에서 “사업자 간 과당 경쟁의 우려가 없을 것” 조항을 삭제하기로 의결하면서 항공사들의 신규면허 요건이 완화되었다. 정부가 그간 시장 포화를 이유로 중단했던 LCC 면허 발급을 재개한 것으로 파악된다. 강원도 기반 ‘플라이강원’, 청주 기반 ‘에어로케이’, 인천기반 ‘에어프레미아’, 에어필립 등 중장거리 위주 여객 4곳이 LCC 사업권 면허신청을 완료했고 내년 1분기에 면허 발급 여부를 발표할 예정이다.

2019년, 2020년 당장 공급에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단하나, 투자 심리에는 부정적인 것으로 예상된다. 신규 LCC로서 여타 신생 항공사들이 그래왔던 것처럼 1) 공격적인 기체 도입 확대를 통해 규모의 경제 효과를 누리고자 할 것이고, 2) L/F를 높이기 위해 어느 정도의 Yield 하락 또한 감수할 것으로 예상된다.

예비 LCC는 신규 진입 시 자금을 확보해 기체 확대에 열을 올릴 것으로 예상된다. 따라서, 내년 면허를 받게된 당시에는 공급과잉의 우려가 없지만 시중에선 향후 늘어날 공급에 대해 우려를 할 것이고, 이에 따라 주가에는 부정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다.

〈표00〉 국내 항공사 현황

항공사명	첫 취항	항공기수 (여객/화물)	취항노선 (국제/국내)	2017년 실적 (매출액/영업이익)
대한항공	1969년 3월	144/23대	125(112/13)	11조8028억/9562억
아시아나항공	1988년 12월	71/13대	87(76/11)	6조2270억/2758억
제주항공	2006년 6월	38대	59(53/6)	9963억/1016억
진에어	2008년 7월	26대	40(36/4)	8884억/970억
에어부산	2008년 10월	25대	33(29/7)	5617억/345억
이스타	2009년 1월	18대	34(29/5)	4928억/157억
티웨이	2010년 9월	21대	47(43/4)	5840억/471억
에어서울	2016년 10월	6대	18(국내선 없음)	1084억/적자

자료 : 국토부, 현대차증권

〈그림3〉기존 LCC, 예비 LCC 입장 비교

기존 LCC	예비 LCC
- 과당경쟁 우려	- 자유경쟁 필요
- 초저가로 수익 못낼 것	- 수요 호조로 수익창출 가능
- 공항 수용능력 부족	- 지방공항 발전 유도
- 조종사 인력이탈 우려	- 새 일자리 창출

자료: 산업자료, 현대차증권

〈그림4〉항공운송사업 주요 면허기준 완화

	기존	개정
자본금	150억원	150억원(유지)
항공기 보유대수	3대	5대
과당경쟁 조항	사업자 간 과당경쟁 우려가 없을것	삭제

자료: BNEF, 현대차증권

〈표0〉국적항공사 현황 신규 항공사업 준비 중인 LCC 현황

	에어로케이	플라이강원	에어프레미아	에어폴립
설립일	2016년 5월	2016년 4월	2017년 7월	2011년 1월
자본금	450억원	185억원	350억원	300억원
거점	청주공항	양양공항	인천공항	광주공항
기재 도입계획	A320(8대)	B737-800(5대)	B787-800(10대)	
주요노선	청주~중국/일본/대만	양양~무안/김포	인천~미주(LA/벤쿠버)	

자료: 국토부, 현대차증권

LCC의 운임 경쟁에서 상대적으로 자유로운 FSC

LCC의 공격적인 기재 확대와 내년 신규 LCC의 진입이 예상돼 경쟁 심화가 불가피하다고 판단한다. 그러나, FSC에 미치는 영향은 부분적일 것으로 판단한다. 이는 1)FSC가 주로 LCC와 경쟁하는 노선의 매출비중은 약 20%밖에 되지 않고(향후에는 더 줄어들 것으로 전망), 2)경쟁강도가 상대적으로 약한 구주노선과 미주노선의 수익성은 지속적으로 좋아질 것으로 예상되고, 3)저가수요와 고가수요가 이원화되고 있기 때문이다.

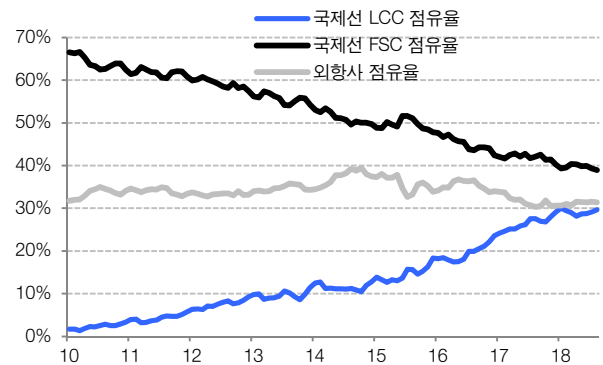
FSC의 매출비중을 먼저 살펴보면, 여객(국내선+ 국제선)매출이 약 60%, 화물매출이 약 25%를 차지한다. LCC와 주로 경쟁하는 노선은 일본과 동남아시아 노선이다. 대한항공과 아시아나항공의 총 여객매출에서 일본 및 동남아시아 노선이 차지하는 비중은 각각 30%, 35%로 파악된다. 즉, 대한항공과 아시아나항공의 총 매출에서 LCC와 경쟁하는 일본 및 동남아시아 노선이 차지하는 비중은 각각 18%(=60%*30%), 21%(=60%*35%)를 차지한다. 따라서, LCC와의 경쟁하는 노선은 총 매출에서 약 20%를 차지하기 때문에 LCC의 기재 확대에 따른 우려는 과도하다는 판단이다.

〈그림〉국내선 LCC 점유율



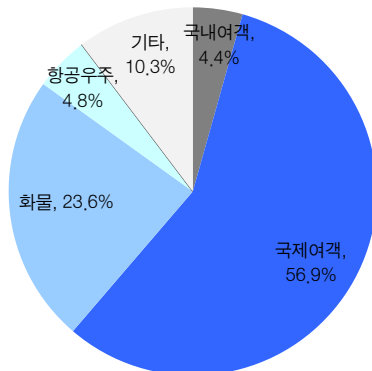
자료: 인천국제공항공사, 한국관광공사, 현대차증권

〈그림〉국제선 FSC, LCC, 외항사 점유율



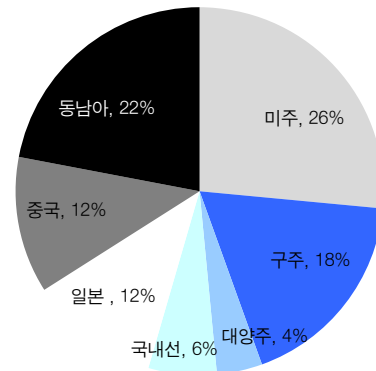
자료: 인천국제공항공사, 한국관광공사, 현대차증권

〈그림2〉대한항공 매출비중(18년 상반기 기준)



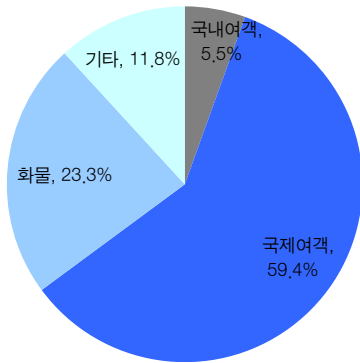
자료: 대한항공, 현대차증권

〈표2〉대한항공 노선별 매출비중(18년 상반기 기준)



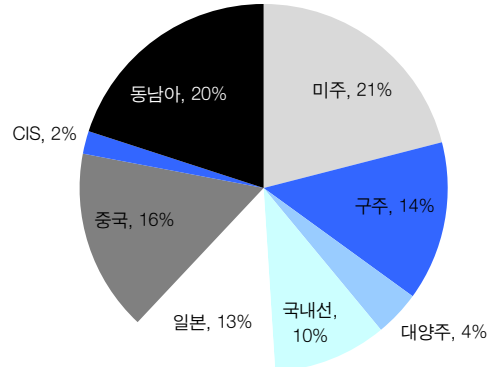
자료: 대한항공, 현대차증권

〈표2〉아시아나항공 매출비중(18년 상반기 기준)



자료: 아시아나항공, 현대차증권

〈표2〉아시아나항공 노선별 매출비중(18년 상반기 기준)

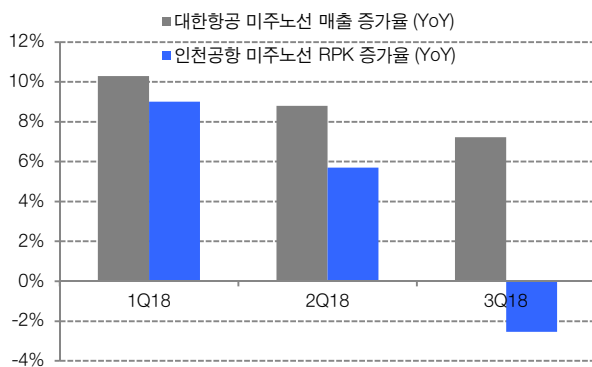


자료: 아시아나항공, 현대차증권

대한항공과 아시아나항공 등 FSC들이 장거리 노선 확대 전략을 통해 경쟁력을 강화하고 있다. 따라서, LCC와의 경쟁하는 일본 및 동남아시아 노선의 수익성 악화를 상쇄할 것으로 판단한다. 대한항공은 지난 5월부터 델타항공사와 JV를 설립해 미주노선을 강화하고 있어 미주노선 L/F가 상승할 것으로 기대될 뿐만 아니라 비즈니스석, 일등석의 L/F의 상승도 예상된다. 아시아나항공의 경우 올해 베네치아, 바르셀로나 등 신규 노선을 취항하는 등 장거리 노선 강화에 주력하고 있다. 또한 2022년까지 총 32대 장거리 여객기를 확보해 유럽 뿐만 아니라 미주 등 장거리 노선 공급을 전체 공급석의 60%까지 확대한다는 계획을 밝혔다.

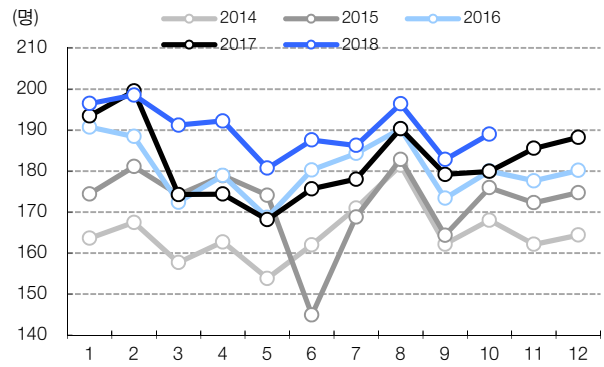
향후 공급이 상대적으로 제한된 구주노선과 미주노선의 수익성이 높아질 것으로 예상된다. 대한항공과 아시아나항공의 경우 기존 항공기 교체 수준의 기재 도입 계획을 가지고 있어, 구주노선과 미주노선의 공급은 제한적이다. 반면, 구주노선의 경우 매년 10% 이상의 여객 수요 성장률을 보이고 있어, 2009년 이후 꾸준히 편 당 승객수는 증가해왔다. L/F의 증가에 따라 향후 수익성 위주의 서비스 운영이 가능할 것으로 보인다. 최근 3년 동안, 구주노선의 여객 수 증가율은 2015~2017년 연평균 12.4%의 성장세를 보였고, 2018년 10월 누적 11.4%를 기록하면서 고성장세를 이어나가고 있다. 반면, 구주노선의 운항편수 증가율은 2015~2017년 연평균 8.7%에 불과했고, 2018년 10월 누적 9.2%에 그쳐 운항편수 당 승객 수가 꾸준히 증가세를 보이고 있다. 제한된 공급과 안정적인 여객 수요 성장에 따라 구주노선과 미주노선의 수익성 위주의 서비스 운영으로 동남아와 일본 노선의 경쟁을 다소 상쇄할 수 있을 것으로 보인다.

〈그림〉3분기부터 델타효과 두드러져



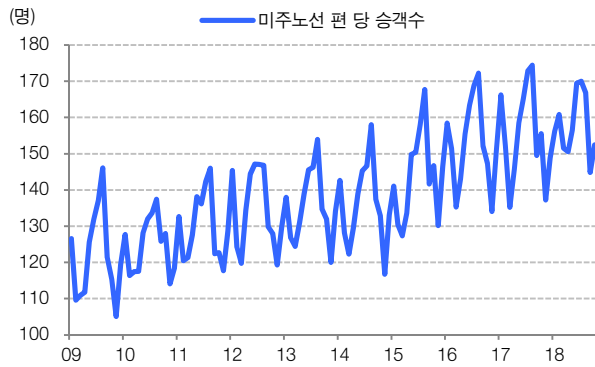
자료: 대한항공, 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림〉FSC 운항편수 당 승객수 추이



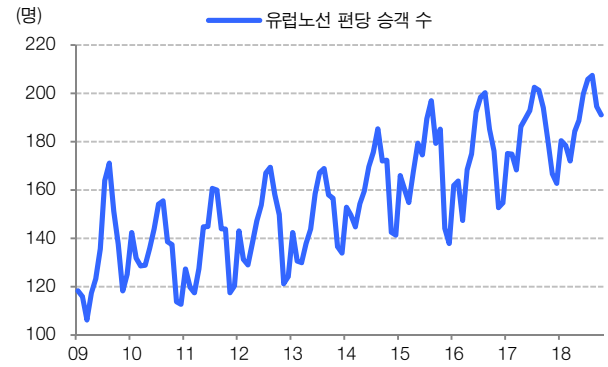
자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림〉미주노선 운항편수 당 승객 수 추이



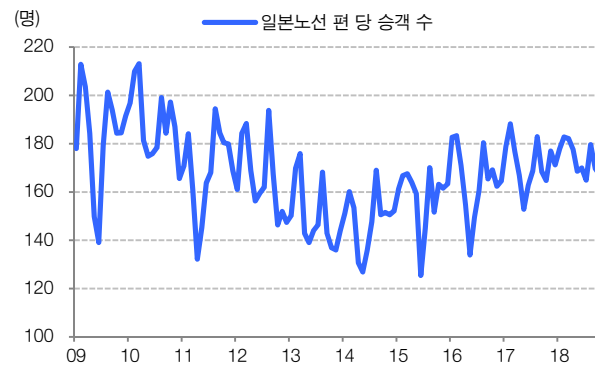
자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림〉구주노선 운항편수 당 승객 수 추이



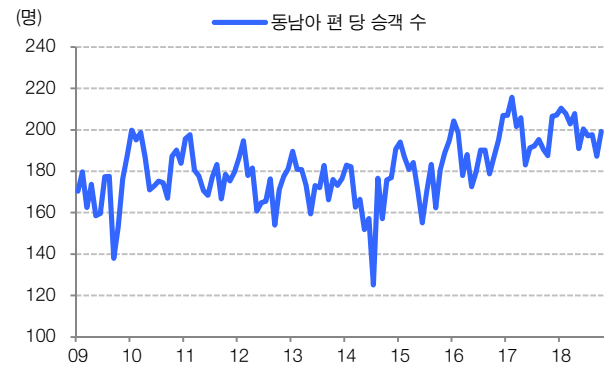
자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림〉일본노선 운항편수 당 승객 수 추이



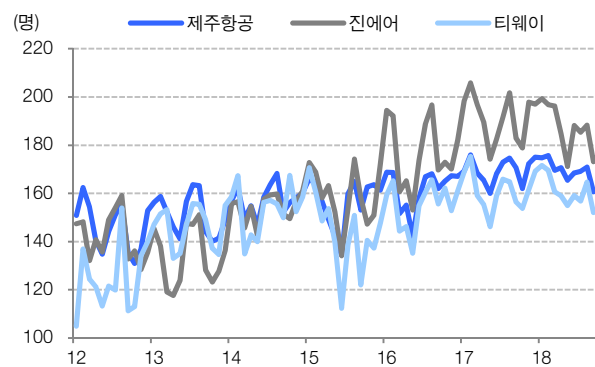
자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림〉동남아노선 운항편수 당 승객 수 추이



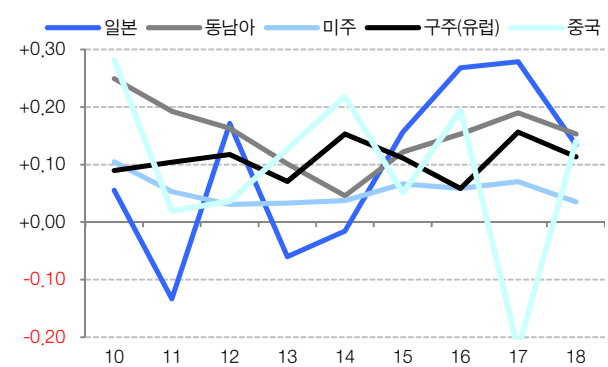
자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림〉LCC의 운항 편수당 승객수는 감소 추세(국제선)



자료: 각 사, 현대차증권

〈그림〉노선별 RPK 증가율



자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

화물 부문 수익성 지속될 전망

화물 부문 Yield 증가세는 둔화되지만 양호한 수익성 지속될 것

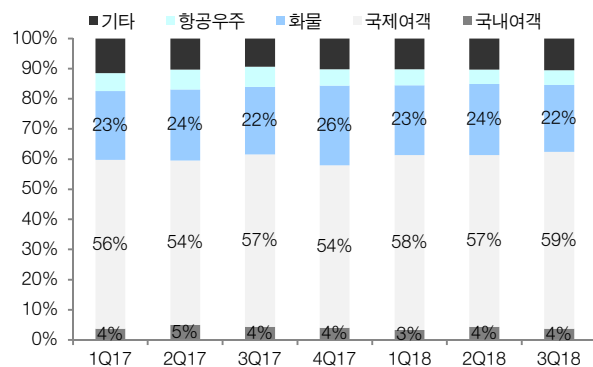
현재 국내선 화물운송사업을 하고 있는 항공사는 대한항공, 아시아나항공 2곳이다. FSC들에게 있어서 화물부문이 실적에 미치는 영향은 매우 크다. 대한항공과 아시아나항공은 총 매출에서 화물 사업부문이 차지하는 비중은 약 25%이기 때문이다.

국내 항공 화물운송 부문에서 대한항공과 아시아나항공은 과점 체제를 이어나가고 있다. 2018년 3분기 누적 기준, 항공 화물운송 점유율은 대한항공 43%, 아시아나항공 23%, 외항사 34%를 차지하고 있다. 따라서 대한항공과 아시아나항공의 전략에 따라 Yield 조절이 가능하다는 판단이다.

최근 항공화물 업황의 호조세가 지속되고 있다. 2016년 4분기부터 8분기 연속 Yield의 플러스 성장세를 보였다. 이는 2016년 하반기부터 IT 위주의 수요 호조, 경기 개선 효과로 FTK 증가율이 2016년 4분기부터 10% 이상의 성장을 보였기 때문이다. 반면, 항공 화물운송에서 약 70%를 점유하고 있는 대한항공과 아시아나항공의 화물기 공급은 2016년 1분기 39대에서 2016년 4분기 42대로 7% 증가에 그쳤고, 2017년 4분기부터 2018년 3분기까지 대한항공의 화물기를 7대 줄이면서(-17%, 4Q17대비) Yield의 두 자릿수 성장을 이끌었다.

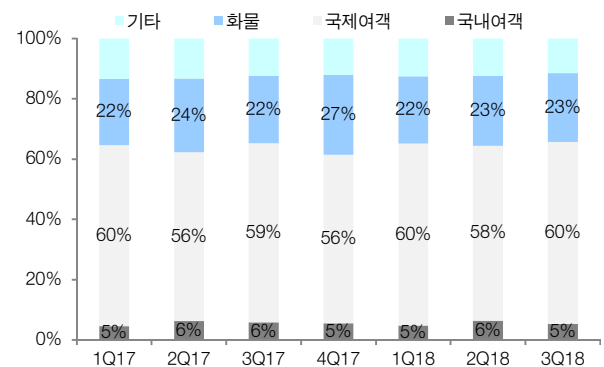
2019년 화물부문 업황에 대한 우려는 과도하다는 판단이다. 시장에서 IT 시장 부진에 따라 FTK 감소를 예상하고 있다. 그러나, 반도체 업황이 좋지 않은 것은 가격(P)의 문제이지 생산량(Q)의 문제는 아니라는 판단이다. 반도체 생산량은 꾸준히 성장하고 있어 향후에도 FTK 성장률은 지속될 것으로 전망한다. 다만, 내년부터 대한항공의 화물기 공급축소 계획이 없기 때문에, 최근에 보여왔던 Yield 성장은 다소 정체될 전망이다.

〈그림2〉 대한항공 매출 비중



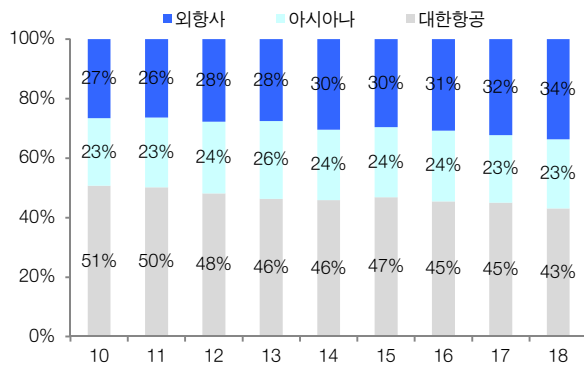
자료: 대한항공, 현대차증권

〈그림2〉 아시아나항공 매출 비중



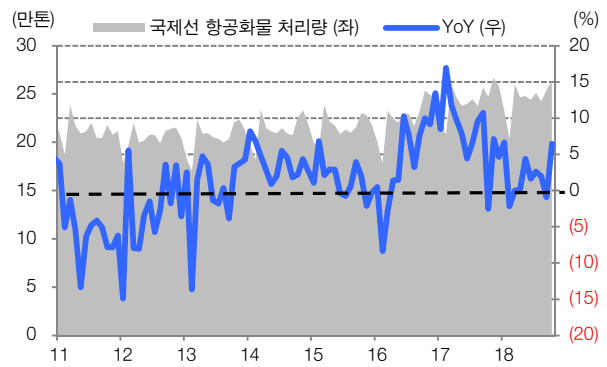
자료: 아시아나항공, 현대차증권

〈그림2〉 항공화물 점유율



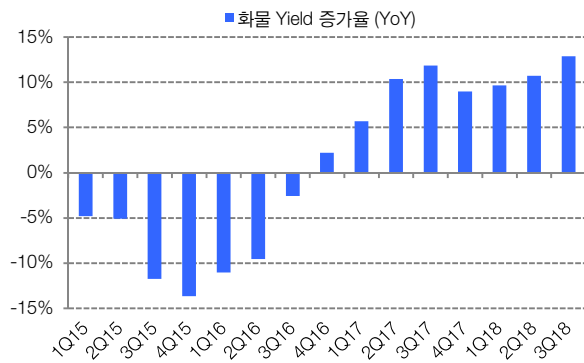
자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림2〉 국제선 항공화물 처리량



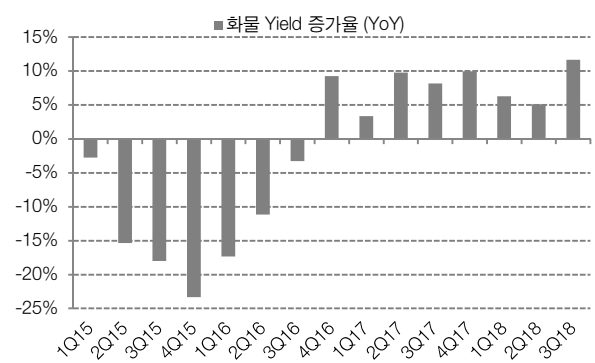
자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림2〉 대한항공 Yield 8분기 연속 증가세



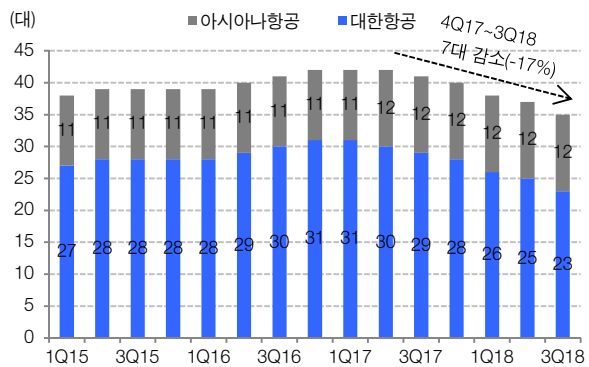
자료: 대한항공, 현대차증권

〈그림2〉 아시아나항공 Yield 8분기 연속 증가세



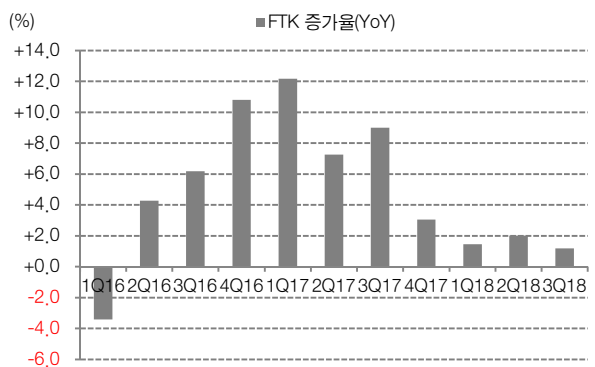
자료: 아시아나항공, 현대차증권

〈그림2〉 화물기 대수 추이



자료: 대한항공, 아시아나항공, 현대차증권

〈그림2〉 인천공항 FTK 증가율



자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

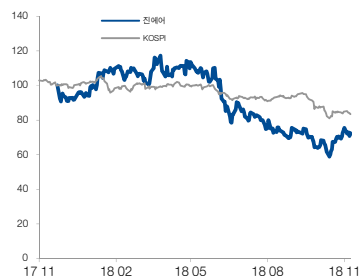
2020년 실적을 보면 Upside가 보인다

현재주가 (11/23)	20,900원		
상승여력	43.5%		
시가총액	627십억원		
발행주식수	30,000천주		
자본금/액면가	30십억원/1,000원		
52주 최고가/최저가	33,800원/17,000원		
일평균 거래대금 (60일)	4십억원		
외국인지분율	5.21%		
주요주주	한진칼 60.00%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	9.4	-0.2	-32.9
상대주가(%p)	12.0	10.7	-19.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before			
After	2,468	2,729	30,000
Consensus	2,428	2,765	29,167
Cons. 차이	1.6%	-1.3%	2.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 동사의 2019F P/E는 7.6배로 거래 중. 이는 경쟁사 대비 15% 디스카운트 받고 있는 상황
- 국토부 제재 해소 시, 2019년부터 공격적인 기재도입으로 2020년 매출 및 영업이익은 약 30% 성장할 전망
- 2020F P/E는 6.0배로 항공업종 내 upside 가장 큰 것으로 판단. 항공업종 Top Pick 제시
- 투자의견 BUY, 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시

2) 주요이슈 및 실적전망

- 동사는 국토부 제재로 신규 취항 및 신규 기재도입이 불가능한 상황. 올해 2분기부터 기재도입이 중단된 상황. 규제 해소까지 매출성장을 기대할 수 없는 이유
- 2019년 상반기 중 국토부 제재 해소 시, 2019년 하반기부터 공격적인 기재도입 진행할 전망. 당사는 2019년 32대, 2020년 38대까지 운영기재 확대할 것으로 전망하고 있음
- 2019년 하반기부터 신규 기재 도입한다면, 2020년부터 매출 성장에 따른 폭발적인 이익 성장 가능할 것
- 2019년 매출액 1조 1,388억원(+9.1%, YoY), 영업이익 1,057억원(+4.2%, YoY)을 기록할 것으로 전망
- 2020년 매출액 1조 4,696억원(+29.1%, YoY), 영업이익 1,350억원(+27.6%, YoY)을 기록할 것으로 전망. 2019년부터 도입된 운영 기재가 2020년부터 실적에 온기로 반영될 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 진에어의 2019F P/E는 7.6배 수준에서 거래 중. 2019년 EPS의 가시성이 떨어지기 때문에 밸류에이션 디스카운트가 과도하다고 볼 수 없어. 그러나, 국토부 제재 해소 시 2019년부터 증가하는 운영기재가 2020년 실적에 온기로 반영될 전망. 따라서 시장에선 2020년 실적을 근거로 밸류에이션을 적용할 것으로 예상
- 투자의견 BUY, Target P/E 11배 적용해 목표주가 30,000원 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 (%)
2016	719.7	52.3	39.3	62.0	1,457	73.3	0.0	0.0	-2.1	60.9	N/A
2017	888.4	96.9	74.1	114.3	2,721	86.8	9.7	3.4	4.3	47.8	0.9
2018F	1,043.6	101.5	74.0	120.5	2,468	-9.3	8.5	2.1	2.1	27.8	1.2
2019F	1,138.8	105.7	81.9	119.0	2,729	10.6	7.7	1.7	1.6	24.2	1.2
2020F	1,469.6	135.0	105.2	143.2	3,505	28.4	6.0	1.3	0.8	24.8	1.2

* K-IFRS 연결 기준

2019년 EPS의 가시성 낮아, 2019F P/E가 “싸다”라는 논리는 통하지 않아

진에어는 현재 2019F P/E 7.7배(당사 전망치)에서 거래 중으로 경쟁사 대비 약 15% 디스카운트를 받고 있다. 컨센서스 기준 2019년 P/E는 7.3배로 디스카운트 폭은 23%로 확대된다. 2019년 실적을 놓고 보면 현재 디스카운트는 정당하다고 보여진다. 그 이유는 2019년 예상 EPS가 가시성이 떨어지기 때문이다.

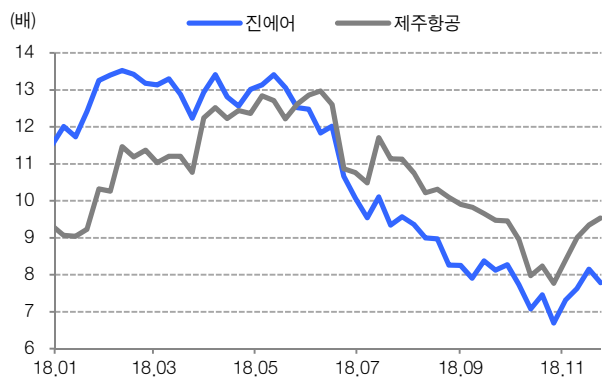
현재 진에어는 국토부 제재로 신규 노선 확대와 신규 기재 도입이 불가능한 상황이다. 국토부는 진에어가 경영 정상화를 이뤘다고 판단할 때 제재 해제를 논의할 방침이다. 그 결과 올해 2분기부터 신규 기재 도입이 중단된 상황이다. 현 상황에서 국토부 제재 해소 시기를 예측하는 것은 불가능하다. 이에 따라 2019년 EPS의 가시성이 떨어지기 때문에 2019F P/E를 근거로 “싸다”라는 논리는 통하지 않는 상황이다.

〈표1〉 진에어 실적추정

	2018F			2019F		
	현대차증권	Consensus	차이	현대차증권	Consensus	차이
매출액	1,044	1,041	0.3%	1,139	1,193	-4.5%
영업이익	101	100	1.2%	106	114	-6.9%
영업이익률	9.7%	9.6%	0.1%p	9.3%	9.5%	-0.2%p
지배지분순이익	74	73	1.7%	82	86	-4.9%

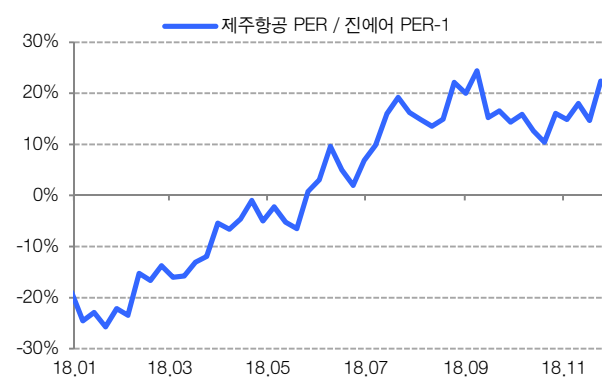
자료: 진에어, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 제주항공, 진에어 P/E 밸류에이션 비교



자료: Dataguide, 현대차증권

〈그림2〉 제주항공이 진에어 대비 22% 프리미엄에 거래



자료: Dataguide, 현대차증권

2020년 실적을 봐야 주가 Upside가 보인다

그러나, 진에어의 밸류에이션은 매력적으로 판단하는데, 이는 진에어의 밸류에이션은 2019년 실적이 아닌 2020년을 기준으로 산출해야 하기 때문이다. 2019년 상반기 중, 국토부 제재가 해소된 다 하더라도, 당장 2019년 실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 내년 상반기 중, 국토부 제재가 해소되어 2019년 하반기부터 기재 도입이 이뤄진다고 가정해도, 기재 투입이 하반기 전반에 걸쳐 순차적으로 도입되기 때문이다. 따라서, 2019년 하반기부터 도입된 기재들은 2019년이 아닌 2020년부터 실적에 온기로 반영될 것으로 전망한다.

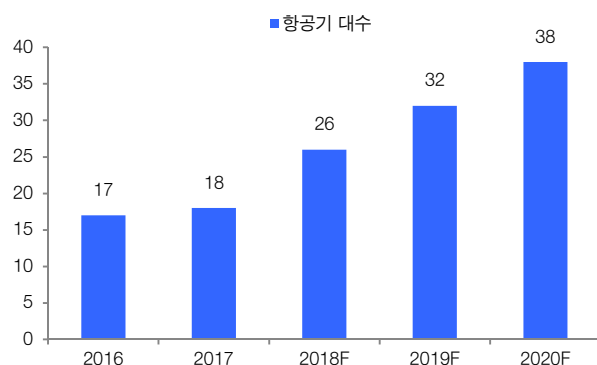
따라서, 규제가 해소된다면 2020년 EPS 기준으로 밸류에이션을 산출해야 정확한 가치평가가 가능하다는 판단이다. 규제 해소 후, 투자자들은 2020년 이익을 진에어가 창출할 수 있는 “정상적인 이익”으로 간주할 것이기 때문이다.

당사는 2019년 상반기 중으로 국토부 제재가 해소되어, 2019년 하반기부터 신규 기재도입과 신규 노선 취항을 개시한다고 가정해 실적을 추정 하였다. 국토부 제재가 있기 전, 당사는 2018년말 까지 운영기재를 30대까지 확대하겠다는 계획을 밝힌바 있다. 그러나, 현 상황에선 연말까지 운영 기재는 26대에 그칠 것으로 전망된다.

당사는 진에어가 2019년 말까지 32대(+6대, YoY), 2020년 말까지 38대(+6대, YoY) 도입한다고 가정했다. 기존 계획이 올해 하반기 중으로 4대를 추가 도입한다는 것이었기 때문에, 2019년에 6대를 도입한다는 가정은 무리한 가정이 아니라는 판단이다.

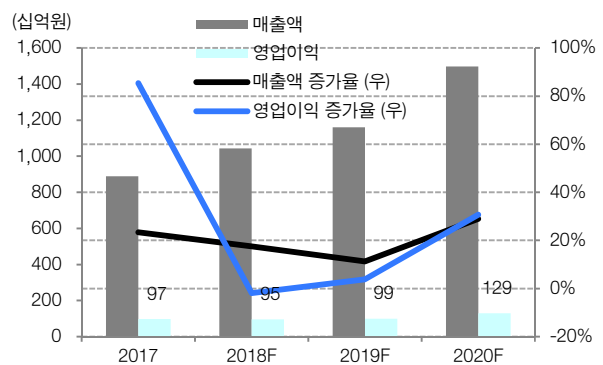
이를 근거로, 진에어의 매출액은 2019년 1조 1,613억원(+11%, YoY), 2020년 매출액은 1조 4,977억원(+29%, YoY)를 기록할 것으로 전망한다. 2020년의 영업이익은 1,289억원(+31%, YoY)로 전망하고 있어 2020F P/E는 6.0배로 전망돼 밸류에이션 매력이 확대될 것으로 보인다.

〈그림3〉 진에어 기재도입 전망



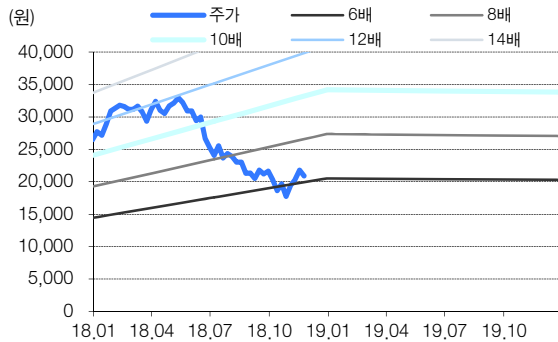
자료: 진에어, 현대차증권

〈그림4〉 진에어 매출액 및 영업이익 전망



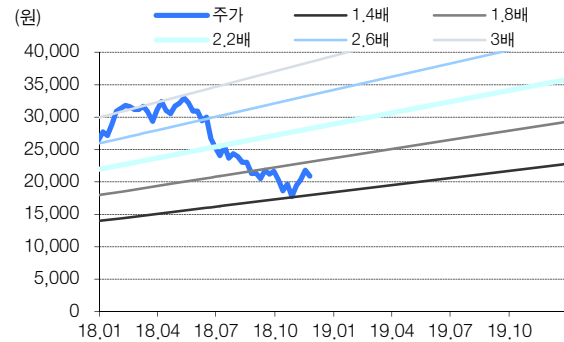
자료: 진에어, 현대차증권

〈그림5〉 진에어 P/E Band Chart



자료: 진에어, 현대차증권

〈그림6〉 진에어 P/B Band Chart



자료: 진에어, 현대차증권

〈표2〉 상세실적전망

(십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
가정											
원/달러(평균)	1,153	1,130	1,133	1,107	1,072	1,080	1,122	1,115	1,150	1,097	1,078
원/달러(기말)	1,118	1,144	1,145	1,067	1,064	1,115	1,109	1,110	1,130	1,099	1,073
항공유가(\$/bbl)	52	48	48	55	63	68	70	65	51	66	61
급유단가(\$/bbl)	64	60	63	71	78	85	86	82	64	83	79
국내여객											
ASK(백만km)	333	479	413	355	298	456	376	349	1,580	1,479	1,449
%YoY	2.1%	-0.2%	-13.1%	-21.1%	-10.5%	-4.8%	-9.0%	-1.7%	-8.7%	-6.4%	-2.0%
RPK(백만km)	317	453	392	338	275	423	347	321	1,500	1,366	1,377
%YoY	2.6%	-1.3%	-12.7%	-21.4%	-13.2%	-6.6%	-11.5%	-5.0%	-8.9%	-8.9%	0.8%
L/F	95.2%	94.6%	94.9%	95.2%	92.3%	92.8%	92.3%	92.0%	94.9%	92.4%	95.0%
%YoY	0.4%p	-1.1%p	0.4%p	-0.3%p	-2.9%p	-1.8%p	-2.6%p	-3.2%p	0.2%p	-2.7%p	2.9%p
Yield(KRW)	103	125	128	122	112	131	128	125	118	126	126
%YoY	4.3%	11.3%	4.9%	26.9%	9.0%	4.6%	0.0%	2.1%	11.4%	6.7%	0.0%
국제여객											
ASK(백만km)	3,220	2,540	3,182	3,355	3,532	2,910	3,725	3,643	12,297	13,810	15,085
%YoY	21.2%	15.3%	15.3%	21.5%	9.7%	14.6%	17.1%	8.6%	18.4%	12.3%	9.2%
RPK(백만km)	2,867	2,199	2,796	2,851	3,142	2,374	3,039	2,964	10,713	11,519	13,124
%YoY	30.3%	29.3%	17.4%	22.0%	9.6%	8.0%	8.7%	4.0%	24.3%	7.5%	13.9%
L/F	89.0%	86.6%	87.9%	85.0%	89.0%	81.6%	81.6%	81.4%	87.1%	83.4%	87.0%
%YoY	6.2%p	9.4%p	1.6%p	0.4%p	-0.1%p	-5.0%p	-6.3%p	-3.6%p	4.1%p	-4.3%p	4.3%p
Yield(KRW)	68	57	63	61	75	65	71	70	62	71	69
%YoY	1.4%	14.0%	-6.4%	18.7%	110.9%	114.7%	113.2%	113.4%	6.0%	13.8%	-2.4%
영업수익	232.7	191.2	232.5	232.0	279.8	226.5	275.5	261.8	888.4	1,043.6	1,138.8
%YoY					20.2%	18.5%	18.5%	12.8%	18.8%	17.5%	9.1%
영업이익	34.1	12.6	31.5	18.9	53.1	6.2	25.7	16.5	96.9	101.5	105.7
OPM	14.7%	6.6%	13.5%	8.1%	19.0%	2.8%	9.3%	6.3%	10.9%	9.7%	9.3%

자료: 진에어, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	720	888	1,044	1,139	1,470
증가율 (%)	56.0	23.4	17.5	9.1	29.1
매출원가	621	734	861	958	1,238
매출원가율 (%)	86.2	82.6	82.5	84.1	84.2
매출총이익	99	154	182	181	232
매출이익률 (%)	13.8	17.4	17.5	15.9	15.8
증가율 (%)	55.4	55.9	18.1	-0.8	28.3
판매관리비	47	57	81	75	97
판매비율 (%)	6.5	6.5	7.7	6.6	6.6
EBITDA	62	114	120	119	143
EBITDA 이익률 (%)	8.6	12.9	11.5	10.4	9.7
증가율 (%)	91.1	84.2	5.4	-1.3	20.4
영업이익	52	97	101	106	135
영업이익률 (%)	7.3	10.9	9.7	9.3	9.2
증가율 (%)	76.2	85.4	4.7	4.2	27.6
영업외손익	-2	-1	-3	1	2
금융수익	3	5	9	11	13
금융비용	3	5	3	3	4
기타영업외손익	-2	0	-9	-7	-7
종속/관계기업관련손익	1	0	0	0	0
세전계속사업이익	51	97	99	107	137
세전계속사업이익률	7.0	10.9	9.5	9.4	9.3
증가율 (%)	72.9	90.9	2.7	7.8	28.4
법인세비용	11	22	25	25	32
계속사업이익	39	74	74	82	105
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	39	74	74	82	105
당기순이익률 (%)	5.5	8.3	7.1	7.2	7.2
증가율 (%)	73.3	88.4	-0.1	10.6	28.4
지배주주지분 순이익	39	74	74	82	105
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-1	0	0	0
총포괄이익	37	73	74	82	105

(단위: 억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	69	125	75	102	110
당기순이익	39	74	74	82	105
유형자산 상각비	10	17	18	12	7
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
외환손익	1	-1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	10	18	-20	4	-7
기타	9	16	3	3	4
투자활동으로인한현금흐름	-77	-171	-43	-15	-17
투자자산의 감소(증가)	-9	4	-3	-1	-2
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1	-8	-1	0	0
기타	-67	-168	-39	-14	-15
재무활동으로인한현금흐름	-23	59	-23	1	-1
장기차입금의 증가(감소)	24	12	-12	12	11
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	96	0	0	0
배당금	-11	-14	-8	-8	-8
기타	-36	-34	-4	-3	-4
기타현금흐름	0	-1	0	0	0
현금의증가(감소)	-31	11	10	88	93
기초현금	63	32	42	52	140
기말현금	32	42	52	140	232

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	215	399	466	556	656
현금성자산	32	42	52	123	196
단기투자자산	145	310	350	365	379
매출채권	24	27	33	38	49
재고자산	0	0	1	1	2
기타유동자산	15	19	29	30	30
비유동자산	87	99	87	75	68
유형자산	41	52	30	18	11
무형자산	1	1	7	5	4
투자자산	35	31	34	35	37
기타비유동자산	11	15	17	17	17
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	302	498	553	630	724
유동부채	185	233	226	237	246
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	13	0	0	0	0
기타유동부채	172	233	226	237	246
비유동부채	39	34	26	36	42
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	34	28	15	24	30
기타비유동부채	5	6	12	12	12
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	224	266	252	272	287
지배주주지분	78	232	301	375	473
자본금	27	30	30	30	30
자본잉여금	0	92	92	92	92
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	51	110	179	254	351
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	78	232	301	375	473

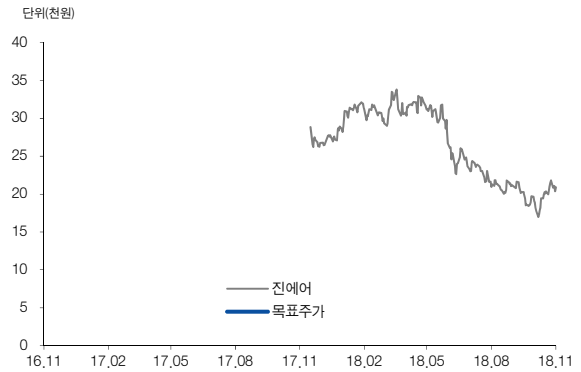
(단위: 원,백%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	1,457	2,721	2,468	2,729	3,505
EPS(지배순이익 기준)	1,457	2,721	2,468	2,729	3,505
BPS(자본총계 기준)	2,886	7,727	10,030	12,509	15,764
BPS(지배자본 기준)	2,886	7,727	10,030	12,509	15,764
DPS	2,500	250	250	250	250
P/E(당기순이익 기준)	0.0	9.7	8.5	7.7	6.0
P/E(지배순이익 기준)	0.0	9.7	8.5	7.7	6.0
P/B(자본총계 기준)	0.0	3.4	2.1	1.7	1.3
P/B(지배자본 기준)	0.0	3.4	2.1	1.7	1.3
EV/EBITDA(Reported)	-2.1	4.3	2.1	1.6	0.8
배당수익률	N/A	0.9	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	73.3	86.8	-9.3	10.6	28.4
EPS(지배순이익 기준)	73.3	86.8	-9.3	10.6	28.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	60.9	47.8	27.8	24.2	24.8
ROE(지배순이익 기준)	60.9	47.8	27.8	24.2	24.8
ROA	15.6	18.5	14.1	13.8	15.5
안정성 (%)					
부채비율	287.9	115.0	83.7	72.5	60.8
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	17.0	19.6	32.6	33.6	32.4

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18/11/26	BUY	30,000		

▶ 최근 2년간 진에어 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 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 주가사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 배세진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 : 현대차증권의 업종투자 의견은 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
- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 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 (2017.10.01~2018.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	145건	90.06%
보유	16건	9.94%
매도	0건	0%

- 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.

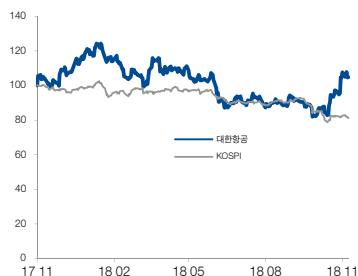
재무구조 개선으로 밸류에이션 매력 부각될 것

현재주가 (11/23)	32,550원
상승여력	29.0%
시가총액	3,087십억원
발행주식수	94,845천주
자본금/액면가	480십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	38,550원/25,450원
일평균 거래대금 (60일)	16십억원
외국인지분율	18.83%
주요주주	한진칼 3인 33.35%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	23.8 16.9 2.7
상대주가(%)	26.7 29.7 23.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before			
After	-8	5,005	42,000
Consensus	-345	3,678	38,737
Cons. 차이	-97.7%	36.1%	8.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 2019년부터 현금흐름은 큰 폭으로 개선될 것 이는 재무구조 개선으로 이어질 전망
- 미주노선과 구주노선의 공급은 제한된 상황. 구주노선의 높은 RPK 성장률과 델타효과로 장거리 노선 수익성 개선 지속될 전망
- 밸류에이션은 역사상 하단에 근접, 밸류에이션 매력 부각
- 투자이견 BUY, 목표주가 40,000원으로 커버리지 개시. 업종 내 Top Pick 제시

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2019년부터 양호한 현금흐름으로 재무구조 개선이 예상
 - 1) 2019년부터 연간 영업현금흐름이 연간 3조원 수준으로 추정
 - 2) 2019년부터 CAPEX는 크게 감소할 것으로 전망. 2017년, 2018년 CAPEX는 각각 1.8조원, 1.7조원으로 예상. 반면, 2019년은 1.2조원, 2020년부터는 1조원 이하로 예상. 2020~2023년 기재 도입은 모두 소형기로 CAPEX 부담 완화될 전망
 - 3) 따라서, 2019년부터 1조원 이상의 잉여현금흐름이 창출될 전망, 이는 차입금 축소로 향후 이자비용 부담을 완화시킬 것
- 미주노선과 구주노선의 수익성 개선은 지속될 전망
 - 1) 구주노선: 구주노선의 공급은 제한적인 반면, 매년 10% 이상의 여객 수요 성장률을 보이고 있어 운항편수 당 승객 수는 꾸준히 증가 추세.
 - 2) 미주노선: 대한항공은 지난 5월부터 델타항공사와 JV 설립. 이는 미주노선의 L/F를 높이는 효과로 이어질 것. 실제로 3분기부터 미주노선의 Yield가 상승한 것으로 추정되는데, 이는 일등석과 비즈니스석 L/F 상승효과로 판단
- 10월부터 국제유가는 30% 이상 하락. 유가 급락으로 1)비용부담이 완화되고, 2)낮아진 항공운임으로 신규 여객수요 창출할 것

3) 주가전망 및 Valuation

- 대한항공의 2019F P/B는 0.8배 수준에서 거래 중으로 밸류에이션 디스카운트는 과도한 수준으로 판단. 2016년 한진해운 리스크 부각 시 밸류에이션 최저점은 0.84배. 밸류에이션 매력 높은 것으로 판단
- 투자이견 BUY, Target P/B 1.0배 적용해 목표주가 42,000원 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 (%)
2016	11,731.9	1,120.8	-564.9	2,872.3	-7,274	-3.8	N/A	1.2	6.0	-27.2	0.0
2017	12,092.2	939.8	791.5	2,632.8	8,733	-220.1	3.9	0.9	6.4	29.4	0.7
2018F	13,036.1	866.2	-0.4	2,654.1	-8	-100.1	N/A	0.9	6.4	0.0	0.8
2019F	13,653.6	1,213.8	475.1	3,060.9	5,005	-62,005.4	6.5	0.8	5.2	12.6	0.8
2020F	13,983.2	1,029.7	369.6	2,792.5	3,893	-22.2	8.4	0.7	5.2	8.9	0.8

* K-IFRS 연결 기준

내년부터 기대되는 안정적인 현금흐름으로 재무구조 개선 기대

2019년부터 예상되는 차입금 축소로 순이익 개선폭은 점차 확대될 것으로 전망한다. 동사의 순이자비용은 연간 4~5천억원 수준으로 영업이익 1조원 수준을 감안할 때 이자비용 부담이 큰 것으로 판단한다. 내년부터 영업활동으로 인한 순현금을 활용해 차입금 규모를 축소시킬 것으로 전망한다.

동사는 2013년부터 양호한 EBITDA를 창출했음에도 불구하고 순차입금 규모를 축소시키지 못하였다. 이는 1)2013년부터 2017년까지 대한항공의 100% 자회사인 HIC를 통해 약 1조 6천억원을 수혈했고, 2)2013년부터 2016년까지 한진해운에 약 8천억원을 지원했고, 3)지속적인 항공기의 대규모 투자 때문이었다.

그러나, 2019년부터는 순차입금 규모 축소를 기대할 수 있다는 판단이다. 2019년 예상되는 연간 EBITDA는 약 3조원으로 예상하고 있다. 반면, 2019년부터 항공기 관련 CAPEX가 크게 감소할 것으로 예상된다. 특히, 2020년~2023년 4년 동안 대형기 도입계획이 없어 투자규모는 1조원 미만으로 추정된다. 따라서, 대한항공의 2019년, 2020년 CAPEX는 각각 1.2조원 9,680억원으로 추정된다. 순이자비용과 CAPEX를 커버하고 남는 현금흐름은 내년부터 약 1.4조원 수준으로 전망돼 향후 재무구조 개선이 기대된다.

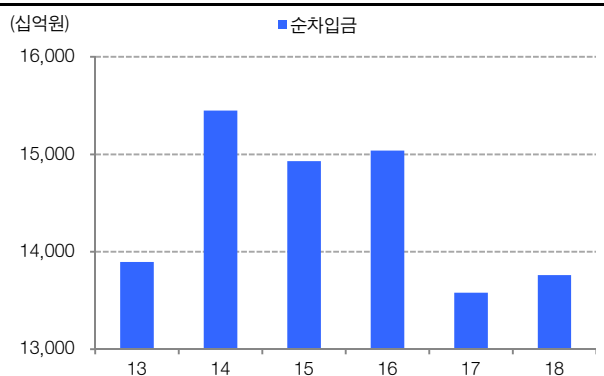
〈표1〉 2019년부터 급격히 개선되는 현금흐름

(십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
EBITDA (1)	1,643	1,988	2,534	2,872	2,633	2,654	3,061	2,793
순이자비용 (2)	470	372	331	378	427	331	498	458
CAPEX (3)	1,242	1,121	1,743	1,145	1,877	1,743	1,210	968
(1)-(2)-(3)	-69	496	461	1,349	330	450	1,353	1,367

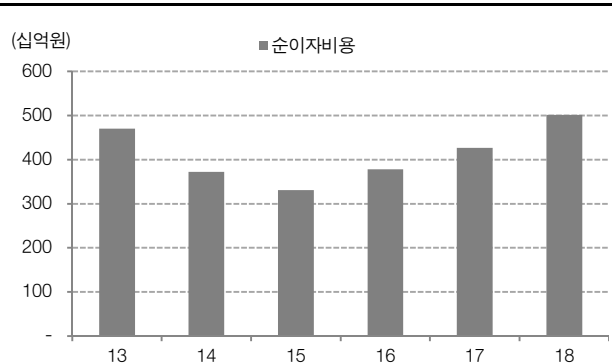
자료: 현대차증권

〈그림1〉 대한항공 순차입금 추이



자료: 대한항공, 현대차증권

〈그림2〉 순이자비용 추이



자료: 대한항공, 현대차증권

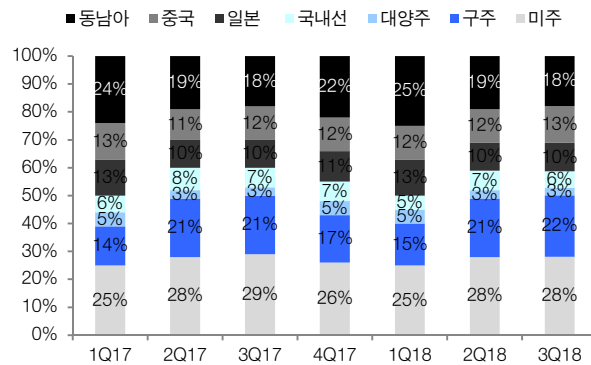
장거리 노선의 수익성 개선 기대

향후 공급이 상대적으로 제한된 장거리노선의 수익성 개선이 기대된다. 대한항공은 미주노선과 구주노선을 중심으로 전략적 운영에 집중하고 있다. 미주노선의 경우, 지난 5월부터 델타항공사와 JV를 설립해 미주노선을 강화하고 있어, 미주노선의 L/F가 상승할 것으로 기대된다. 실제로 3분기부터 델타효과가 두드러지게 나타난 것으로 파악되는데, 3분기 인천공항 미주노선 RPK 증가율은 -3%를 기록한 반면, 대한항공의 미주노선 매출 증가율은 +7%를 기록했다. 미주노선의 Yield가 큰 폭으로 개선된 것을 유추할 수 있는데, 이는 일등석/비즈니스석 L/F 상승 효과로 파악된다.

구주노선의 경우 공급은 제한적인 반면 RPK는 매년 10% 이상의 성장률을 보이고 있다. 최근 3년 동안, 구주노선의 여객 수 증가율은 2015~2017년 연평균 12.4%의 성장세를 보였고, 2018년 10월 누적 11.4%를 기록하면서 고성장세를 이어나가고 있다. 반면, 구주노선의 운항편수 증가율은 2015~2017년 연평균 8.7%에 불과했고, 2018년 10월 누적 9.2%에 그쳐 운항편수 당 승객수가 꾸준히 증가세를 보이고 있다.

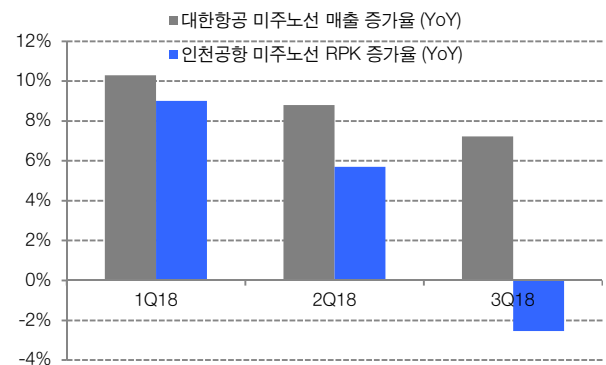
제한된 공급과 안정적인 여객 수요 성장에 따라 구주노선과 미주노선의 수익성 위주의 서비스 운영으로 동남아와 일본 노선의 경쟁을 다소 상쇄할 수 있을 것으로 보인다.

〈그림3〉노선별 매출비중 추이



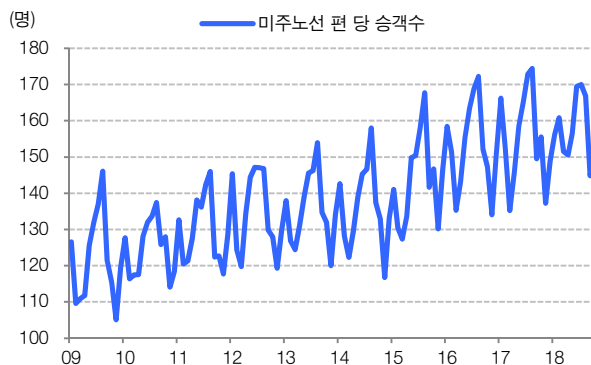
자료: 대한항공, 현대차증권

〈그림4〉2분기부터 델타효과 나타나기 시작



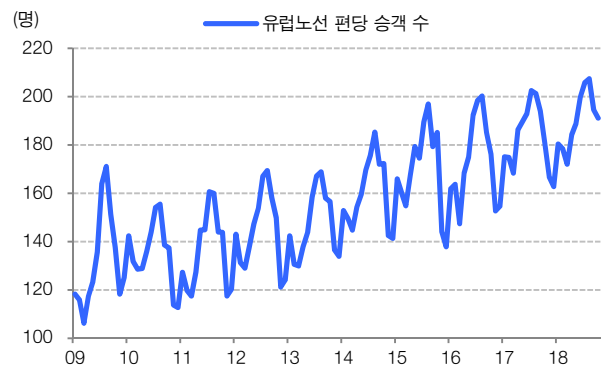
자료: 대한항공, 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림5〉미주노선 운항편수 당 승객 수 추이



자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림6〉구주노선 운항편수 당 승객 수 추이



자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

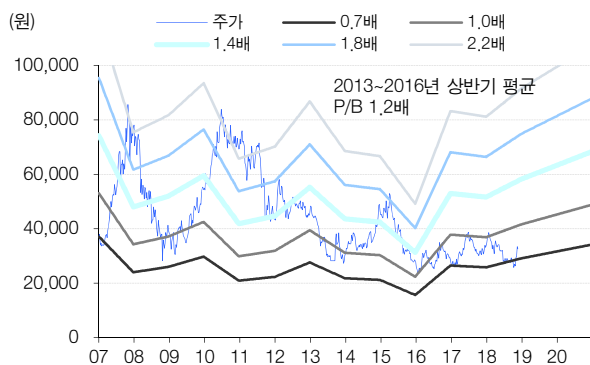
현 밸류에이션 수준에서 하방리스크는 제한적

대한항공은 현재 2019F P/B 0.8배 수준에서 거래 중이다. 하방리스크는 제한적이나 상승여력은 충분한 밸류에이션 수준으로 판단한다. 동사는 2013년부터 한진해운 리스크가 부각되기 시작했다. 1)2013~2016년 동안 약 8천억원을 지원했고, 2)2016년에만 약 8천억원의 한진해운 관련 손실을 인식했다. 2013~2016년 상반기 평균 12개월 선행 P/B는 1.2배이고, 한진해운 관련 리스크가 가장 부각됐을 당시 2016년 1월 최저점 밸류에이션은 0.84배를 적용 받았다.

1)내년부터 개선되는 재무구조로 순이익의 증가가 예상되고, 2)낮아진 유가 등을 감안하면 현재 밸류에이션 수준에서 하방은 제한적으로 판단한다. 2019년부터 잉여현금흐름이 1조원 이상으로 예상돼 차입금 축소가 예상된다. 따라서, 향후 순이익의 증가를 고려할 때 현재 밸류에이션은 과도하다는 판단이다. 현재 2013년부터 2016년까지 한진해운 리스크로 밸류에이션 디스카운트를 받았다. 그 때 당시의 밸류에이션보다 낮다는 것은 과도하다. 따라서 현재 밸류에이션에서 더 이상 빠질게 없다는 판단이다.

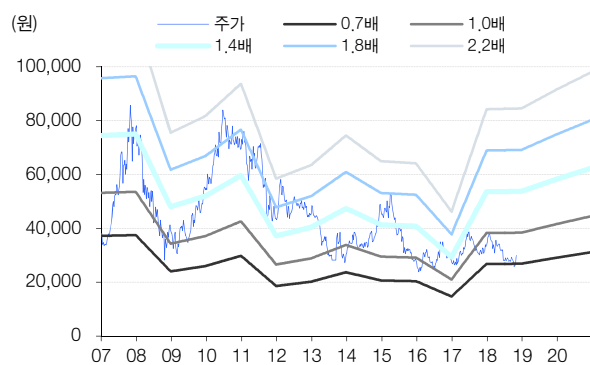
2015~2018년 평균 영업이익은 9,525억원, 평균 EBITDA는 2.7조원 수준으로 예상. 1)순이자비용 4~5천억원과, 2)한진해운 관련 손실, 3)외환차손 등 이유로 2015~2018년 평균 지배주주순이익은 -850억원 기록. 2019년부터 순이익 3천억원 이상 기록할 것으로 전망. 순이자비용 5천억원의 감소된다면 순이익의 레벨은 점차 올라갈 것. 따라서 밸류에이션 매력 부각될 것으로 전망한다.

〈그림7〉대한항공 P/B Band Chart(연결기준)



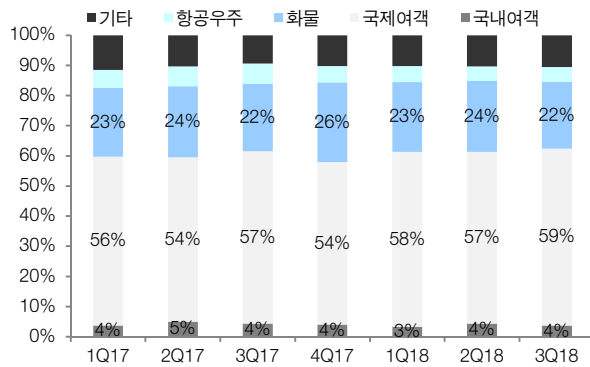
자료: Dataguide, 현대차증권

〈그림8〉대한항공 P/B Band Chart(별도기준)



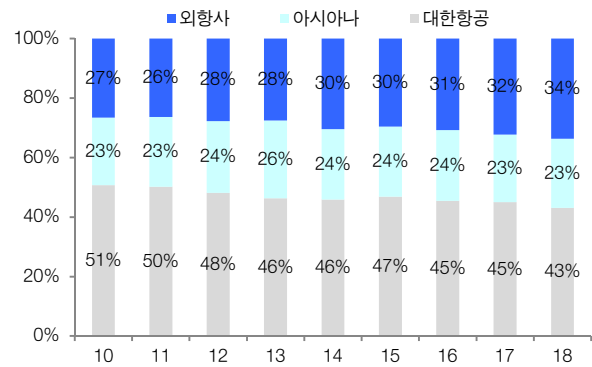
자료: Dataguide, 현대차증권

〈그림9〉 대한항공 매출 비중



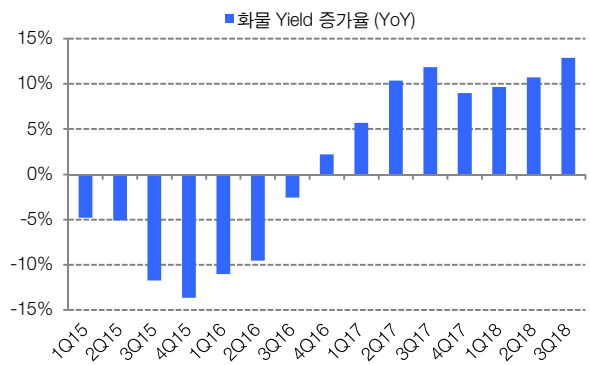
자료: 대한항공, 현대차증권

〈그림10〉 항공화물 점유율



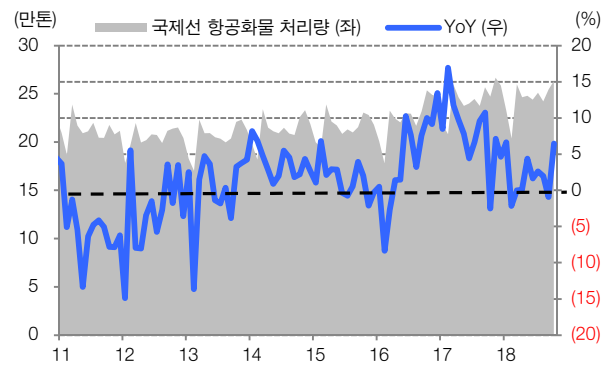
자료: 대한항공, 현대차증권

〈그림11〉 대한항공 Yield 8분기 연속 증가세



자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림12〉 국제선 항공화물 처리량



자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

〈표2〉 상세실적전망

(십억원)

(별도기준)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
가정											
원/달러(평균)	1,153	1,130	1,133	1,107	1,072	1,080	1,122	1,115	1,150	1,097	1,078
원/달러(기말)	1,118	1,144	1,145	1,067	1,064	1,115	1,109	1,110	1,130	1,099	1,073
WPI (\$/bbl)	52	48	48	55	63	68	70	65	51	66	61
항공유가 (\$/bbl)	64	60	63	71	78	85	86	82	64	83	79
국제여객											
RPK (백만 km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,785	19,330	20,407	18,977	74,948	78,679	81,826
Yield (원)	87.8	84.5	88.3	88.2	93.4	88.7	98.2	90.9	87.2	92.8	94.2
Yield (Cent)	7.6	7.5	7.8	8.0	8.7	8.2	8.8	8.2	7.6	8.5	8.7
L/F (%)	80.3%	79.4%	81.1%	76.8%	79.4%	80.7%	82.1%	77.9%	79.4%	79.6%	80.8%
화물											
FTK (백만 km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,023	2,079	2,274	8,593	8,385	8,427
Yield (원)	316.7	318.1	321.4	349.1	347.3	352.2	362.8	394.0	326.9	365.0	365.0
L/F (%)	78.2%	77.9%	78.0%	79.9%	76.6%	75.9%	76.7%	81.6%	78.5%	77.7%	78.1%
매출액 (십억 원)	2,811	2,851	3,126	3,015	3,017	3,014	3,410	3,209	11,930	12,618	13,209
국내여객 (십억 원)	105	144	137	122	98	132	125	91	507	445	440
국제여객 (십억 원)	1,574	1,554	1,786	1,624	1,754	1,715	2,003	1,725	6,539	7,301	7,707
항공화물 (십억 원)	640	673	700	796	698	712	754	896	2,809	3,060	3,076
기타 (십억 원)	492	481	503	473	468	454	527	497	2,076	1,811	1,987
영업비용 (십억 원)	2,626	2,690	2,747	2,784	2,840	2,931	3,017	2,985	10,847	11,773	12,035
유류비용	634	617	658	708	729	796	879	865	2,616	3,270	3,191
감가상각비	410	416	413	402	409	421	424	429	1,641	1,684	1,764
기타	1,582	1,657	1,676	1,674	1,702	1,714	1,713	1,690	6,589	6,820	7,079
영업이익 (십억 원)	185	162	379	231	177	82	393	224	1,084	844	1,174
세전이익 (십억 원)	719	-246	109	539	-1	-380	345	85	1,122	49	650
순이익 (십억 원)	558	-203	58	379	-10	-304	252	62	792	0	475

자료: 대한항공 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	11,732	12,092	13,036	13,654	13,983
증가율 (%)	1.6	3.1	7.8	4.7	2.4
매출원가	9,435	9,991	10,806	11,044	11,519
매출원가율 (%)	80.4	82.6	82.9	80.9	82.4
매출총이익	2,297	2,101	2,231	2,610	2,464
매출이익률 (%)	19.6	17.4	17.1	19.1	17.6
증가율 (%)	13.3	-8.5	6.2	17.0	-5.6
판매관리비	1,176	1,161	1,364	1,396	1,434
판매비율 (%)	10.0	9.6	10.5	10.2	10.3
EBITDA	2,872	2,633	2,654	3,061	2,793
EBITDA 이익률 (%)	24.5	21.8	20.4	22.4	20.0
증가율 (%)	13.4	-8.3	0.8	15.3	-8.8
영업이익	1,121	940	866	1,214	1,030
영업이익률 (%)	9.6	7.8	6.6	8.9	7.4
증가율 (%)	26.9	-16.2	-7.8	40.1	-15.2
영업외손익	-1,726	171	-818	-564	-524
금융수익	51	73	133	111	119
금융비용	559	531	560	580	548
기타영업외손익	-1,219	628	-391	-95	-95
종속/관계기업관련손익	-112	11	1	0	0
세전계속사업이익	-717	1,122	49	650	505
세전계속사업이익률	-6.1	9.3	0.4	4.8	3.6
증가율 (%)	적지	흑전	-95.7	1,235.8	-22.2
법인세비용	-161	320	43	165	128
계속사업이익	-557	802	6	485	377
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-557	802	6	485	377
당기순이익률 (%)	-4.7	6.6	0.0	3.5	2.7
증가율 (%)	적지	흑전	-99.3	8,370.8	-22.2
지배주주지분 순이익	-565	792	0	475	370
비지배주주지분 순이익	8	10	6	10	7
기타포괄이익	-58	304	9	0	0
총포괄이익	-615	1,106	15	485	377

(단위: 억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	2,806	2,807	2,844	2,894	2,719
당기순이익	-557	802	6	485	377
유형자산 상각비	1,688	1,648	1,759	1,823	1,741
무형자산 상각비	53	45	29	24	22
외환손익	218	-806	248	0	0
운전자본의 감소(증가)	-97	-41	78	29	78
기타	1,491	1,159	725	533	501
투자활동으로인한현금흐름	-874	-2,041	-940	-1,231	-975
투자자산의 감소(증가)	631	156	75	-6	0
유형자산의 감소	272	82	65	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,145	-1,877	-1,702	-1,210	-968
기타	-631	-402	622	-15	-7
재무활동으로인한현금흐름	-1,829	-1,036	-1,640	-1,552	-1,208
장기차입금의 증가(감소)	346	-289	-40	-218	-185
사채의증가(감소)	-274	754	425	-331	-117
자본의 증가	0	453	0	0	0
배당금	-23	-34	-49	-24	-24
기타	-1,878	-1,920	-1,974	-979	-882
기타현금흐름	19	-58	17	0	0
현금의증가(감소)	122	-329	282	111	536
기초현금	967	1,090	761	1,043	1,155
기말현금	1,090	761	1,043	1,155	1,690

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,328	3,582	3,541	3,794	4,448
현금성자산	1,090	761	1,043	1,177	1,770
단기투자자산	196	573	278	293	300
매출채권	607	636	713	751	769
재고자산	565	683	1,061	1,118	1,145
기타유동자산	870	930	447	456	465
비유동자산	20,629	21,066	21,591	20,960	20,165
유형자산	17,873	18,907	19,660	19,047	18,274
무형자산	405	363	301	277	255
투자자산	621	476	402	408	408
기타비유동자산	1,730	1,319	1,228	1,228	1,228
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	23,957	24,649	25,133	24,755	24,613
유동부채	9,131	6,638	6,563	6,137	5,772
단기차입금	1,168	773	773	733	693
매입채무	114	152	144	151	155
유동성장기부채	5,175	3,300	3,083	2,637	2,256
기타유동부채	2,674	2,413	2,563	2,615	2,668
비유동부채	12,951	14,259	14,903	14,468	14,282
사채	83	1,103	1,597	1,267	1,150
장기차입금	1,016	1,942	1,935	1,757	1,611
장기금융부채 (리스포함)	8,546	7,726	7,688	7,688	7,688
기타비유동부채	3,306	3,488	3,683	3,757	3,833
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	22,082	20,898	21,466	20,605	20,054
지배주주지분	1,761	3,629	3,540	3,991	4,336
자본금	370	480	480	480	480
자본잉여금	603	946	946	946	946
자본조정 등	596	956	955	955	955
기타포괄이익누계액	385	671	648	648	648
이익잉여금	-193	577	511	962	1,308
비지배주주지분	114	122	127	136	144
자본총계	1,874	3,751	3,666	4,127	4,480

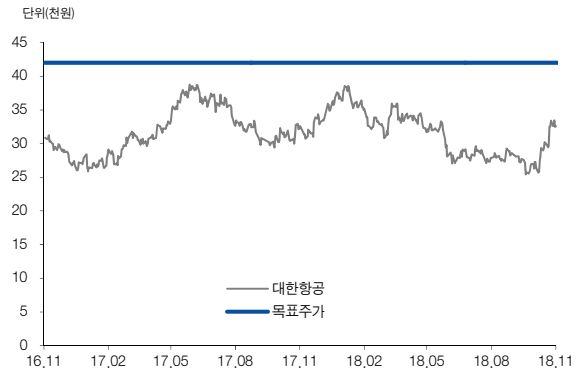
(단위: 원,백%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	-7,170	8,847	57	5,106	3,972
EPS(지배순이익 기준)	-7,274	8,733	-8	5,005	3,893
BPS(자본총계 기준)	23,795	39,092	38,209	43,009	46,688
BPS(지배자본 기준)	22,352	37,824	36,891	41,591	45,192
DPS	0	250	250	250	250
P/E(당기순이익 기준)	N/A	3.8	572.9	6.4	8.2
P/E(지배순이익 기준)	N/A	3.9	N/A	6.5	8.4
P/B(자본총계 기준)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
P/B(지배자본 기준)	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(Reported)	6.0	6.4	6.4	5.2	5.2
배당수익률	0.0	0.7	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-4.9	-223.4	-99.4	8,888.5	-22.2
EPS(지배순이익 기준)	-3.8	-220.1	-100.1	-62,005.4	-22.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-25.5	28.5	0.2	12.4	8.8
ROE(지배순이익 기준)	-27.2	29.4	0.0	12.6	8.9
ROA	-2.3	3.3	0.0	1.9	1.5
안정성 (%)					
부채비율	1,178.1	557.1	585.5	499.3	447.6
순차입금비율	802.4	362.0	375.3	305.7	253.0
이자보상배율	2.8	2.1	1.6	2.3	2.1

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18/11/26	BUY	42,000		

▶ 최근 2년간 대한항공 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 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 주가사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 자료작성자 배세진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 : 현대차증권의 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

- ▶ 현대차증권의 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 (2017.10.01~2018.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	145건	90.06%
보유	16건	9.94%
매도	0건	0%

-
- 본 조사자료는 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.
-

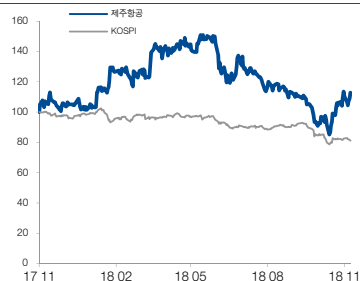
부가매출 증가로 이익가시성 가장 높아

현재주가 (11/23)	38,150원
상승여력	18.0%
시가총액	1,006십억원
발행주식수	26,357천주
자본금/액면가	132십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	51,000원/28,800원
일평균 거래대금 (60일)	4십억원
외국인지분율	9.97%
주요주주	AK홀딩스 외 6인 59.56%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	20.7 -3.0 -19.2
상대주가(%)	23.6 7.6 -2.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before			
After	3,789	4,023	45,000
Consensus	3,668	4,016	46,353
Cons. 차이	3.3%	0.2%	-2.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 향후 공급과잉으로 이익 성장에 대한 시장의 의구심 존재. 그러나, 이익 성장은 지속될 전망
- 1)2020년까지 매출성장률 25%로 전망. 이후에도 계속되는 기재도입으로 높은 매출성장 가능할 것 2)부가매출 증가로 인한 영업이익 증가분은 최소 200억 이상으로 전망
- 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시

2) 주요이슈 및 실적전망

- 동사는 연말까지 총 39대, 2020년까지 50대 이상까지 운영 기재를 확대할 계획. 이에 따라 2020년까지 매출 성장률은 연평균 12%로 전망
- 1)LCC 항공사들의 공격적인 기재 확대, 2)내년 신규 LCC 항공사 진입 가능성으로 공급과잉 우려 부각. 공급과잉으로 여객 Yield 하락은 불가피하다는 판단. 그러나, 이익률(RASK-CASK)의 감소폭이 매출 증가폭 대비 작을 것으로 판단해 여객부문 이익성장 가능할 것
- 동사가 목표하는 부가매출 비중은 10% 수준. 보수적으로, 과거 2016~2018년 3분기 평균 부가매출 비중 7.8% 적용 시 2020년까지 부가매출 증분은 260억원 수준으로 예상. 이에 따라, 2020년까지 부가매출 증분이 창출하는 영업이익은 208억원이 될 것(OPM 80% 가정 시) 부가매출 부문의 이익 가시성은 매우 높아, 제주항공의 증익에 꾸준히 기여할 전망
- 10월부터 WTI는 약 30% 이상 하락해 \$50/배럴 수준까지 하락. 4분기부터 점진적인 수익성 개선으로 이어질 것. 또한 항공권 운임이 낮아지는 효과로 신규 여객수요 창출에도 긍정적

3) 주가전망 및 Valuation

- 제주항공의 2019F P/E는 9.5배 수준에서 거래 중, 내년 운임 경쟁으로 국제선 수익성이 악화되는 것을 감안해도 증익은 가능하다는 판단. 따라서 현재 밸류에이션 수준은 매력적
- 투자의견 BUY, Target P/E 11배 적용해 목표주가 45,000원 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 (%)
2016	747.6	58.4	53.0	72.5	2,038	N/A	12.3	2.4	4.6	19.5	2.0
2017	996.4	101.3	77.8	126.5	2,954	44.9	12.0	2.8	5.1	25.8	1.7
2018F	1,274.4	114.8	99.9	158.7	3,789	28.3	10.1	2.4	4.4	26.6	1.6
2019F	1,423.0	128.9	106.0	211.5	4,023	6.2	9.5	2.0	3.0	22.9	1.6
2020F	1,591.6	136.9	113.0	229.5	4,288	6.6	8.9	1.7	2.5	20.3	1.6

* K-IFRS 연결 기준

현재 밸류에이션 수준은 향후 이익성장에 대한 우려가 반영

Thomson Reuters에 따르면, KOSPI의 2019년 EPS 증가율은 5.4%로 전망된다. 이를 근거로 KOSPI의 2019F P/E는 8배 수준으로 파악된다. 제주항공은 현재 2019F P/E 9.5배 수준에서 거래 중이다. 먼 미래까지 빠른 매출성장이 담보되어 있는데 반해 이렇게 낮은 수준의 밸류에이션을 적용받고 있다는 것은, 향후 단거리 노선의 경쟁심화에 따른 이익 훼손 우려가 반영되어 있다는 판단이다. 그러나, 1) 공격적인 기체확대 도입으로 인한 빠른 매출성장과, 2) 부가매출의 증가로 꾸준한 이익성장은 가능할 것으로 판단한다.

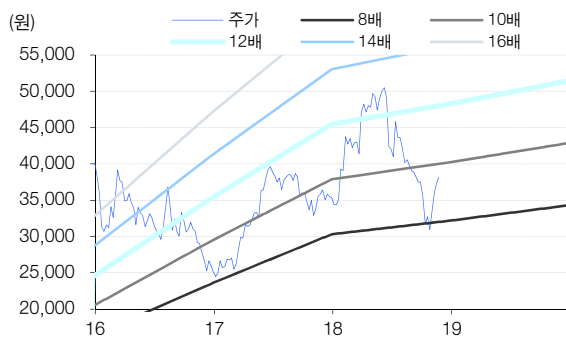
〈표1〉 KOSPI, 제주항공 밸류에이션 비교

KOSPI			
	2018F	2019F	2020F
EPS (pt)	243.7	256.8	279.7
YoY		5.4%	8.9%
P/E (배)	8.4	8.0	7.4

제주항공			
	2018F	2019F	2020F
EPS (원)	3,789	4,023	4,288
YoY		6.2%	6.6%
P/E (배)	10.1	9.5	8.9

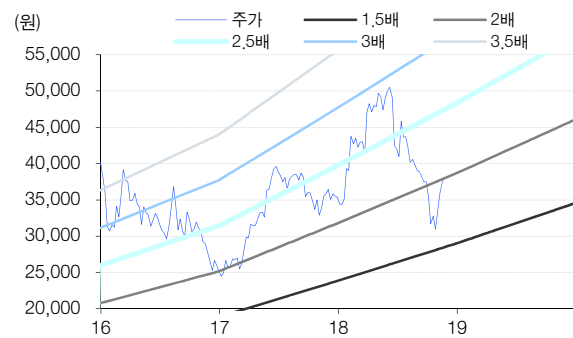
자료 : Thomson Reuters, 제주항공, 현대차증권

〈그림1〉 P/E Band Chart



자료 : 제주항공, 현대차증권

〈그림2〉 P/B Band Chart



자료 : 제주항공, 현대차증권

2020년까지 부가매출로 인한 영업이익 증가분은 208억으로 전망

제주항공은 2020년까지 부가매출 비중을 10%까지 목표로 하고 있다. 부가매출은 이익률이 높기 때문에 부가매출 비중이 확대된다면 향후 제주항공의 이익기여에는 크게 작용할 것으로 전망한다. 그러나, 보수적으로 부가매출 비중이 증가하지 않는다 하더라도 매출증가에 따라 부가매출의 절대금액은 증가할 것으로 판단해 향후 제주항공의 이익증가를 이끄는 원동력이 될 것으로 판단한다.

2020년까지 부가매출 비중을 두 가지 case로 나누어서 부가매출 증가분에서 발생하는 영업이익을 추정했다. 1)Base case는 현재 수준의 부가매출 비중을 유지한다고 가정했고, 2)Bull case는 제주항공의 목표대로 2020년까지 부가매출 비중 10%를 달성한다고 가정했다. 부가매출 증가분의 GPM을 80%로 계산했고 부가매출의 판매비는 없다고 가정해 OPM도 80%로 가정했다.

1)Base Case: 2016년부터 2018년 3분기까지 부가매출 비중은 평균 7.8%를 기록했다. 보수적으로 2020년까지 부가매출 비중을 7.8%로 가정해도 부가매출로 인한 영업이익 증가분은 208억 원으로 전망한다. 이는 2020년까지 제주항공이 기재공급을 50대 이상으로 계획하고 있고, 이에 따라 매출액이 2018년 예상 1.3조원 수준에서 2020년 1.7조원 수준까지 약 30% 증가하기 때문에 부가매출도 2020년까지 약 30% 증가하기 때문이다.

2)Bull Case: 2019년, 2020년 부가매출 비중을 각각 8.5%, 10%로 가정했다. 이 경우, 2020년까지 부가매출 증가분은 612억원으로 추정돼 부가매출 증가분으로 발생한 영업이익 증가분은 2020년까지 489억원으로 전망된다.

〈표2〉 Base Case: 2020년까지 부가매출 증가분에서 발생한 영업이익은 208억원 (십억원)

	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	996	1274	1421	1592
부가매출	79	98	111	124
부가매출 비중	7.9%	7.7%	7.8%	7.8%
부가매출 증가분	21	19	13	13
부가매출 증가분에서 발생한 영업이익	17	15	10	11

주1: 2019년, 2020년 부가매출 비중을 2016~2018년 평균치 7.8%로 가정

주2: 부가매출 증가분의 GPM을 80%로 가정

자료: 제주항공, 현대차증권

〈표3〉 Bull case: 2020년까지 부가매출 증가분에서 발생한 영업이익은 489억원 (십억원)

	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	996	1274	1421	1592
부가매출	79	98	121	159
부가매출 비중	7.9%	7.7%	8.5%	10.0%
부가매출 증가분	21	19	23	38
부가매출 증가분에서 발생한 영업이익	17	15	18	31

주1: 2019년, 2020년 부가매출 비중을 각각 8.5%, 10.0%로 가정

주2: 부가매출 증가분의 GPM을 80%로 가정

자료: 제주항공, 현대차증권

공격적인 기재확대로 가파른 매출성장

FSC와는 달리 LCC는 공격적인 기재확대로 빠른 매출성장이 기대된다. 특히 LCC 중 점유율 1위를 차지하고 있는 제주항공의 경우 2020년까지 기재 도입을 50대 이상까지 확대해 가장 빠른 매출성장을 보여줄 것으로 전망한다.

낮아지고 있는 출국자 수 증가율과 단거리 노선의 경쟁강도를 감안하면 L/F를 유지하기 위해 어느 정도의 Yield 훼손은 불가피할 것으로 보인다. 그러나, RASK-CASK의 감소 속도가 매출 성장을 대비 낮을 것으로 판단되어 여객부문의 증익 가능성은 높다는 판단이다.

또한 최근 WTI가 \$50/배럴까지 낮아진 점은 1)연료유류비 감소로 영업이익에 긍정적인 영향을 미칠뿐만 아니라, 2)항공 운임이 낮아지면서 신규 여객 수요를 창출할 것으로 전망한다. 따라서, 매출성장에 따른 이익성장 스토리는 유효하다는 판단이다.

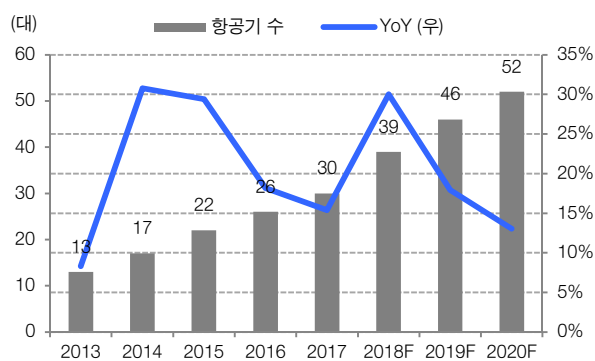
〈표4〉 국내 LCC 기재대수 추이

(대)

(대)	2014	2015	2016	2017	2018F
제주항공	17	22	26	31	39
진에어	13	19	22	25	26
에어부산	14	16	18	23	26
이스타항공	11	13	17	16	20
티웨이항공	9	12	16	19	24
에어서울			3	5	6
합	64	82	102	119	141

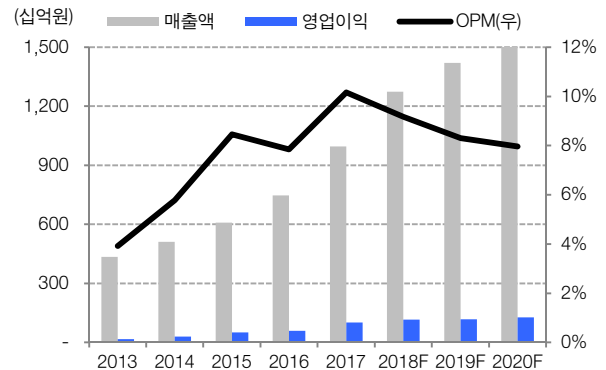
자료 : 각 사, 현대차증권

〈그림3〉 제주항공의 공격적인 기재 확대 계획



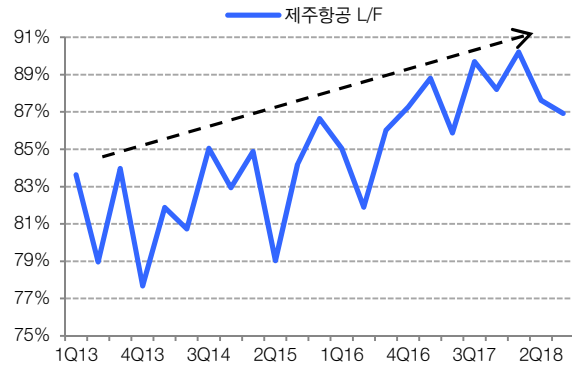
자료 : 제주항공, 현대차증권

〈그림4〉 제주항공 매출 및 영업이익



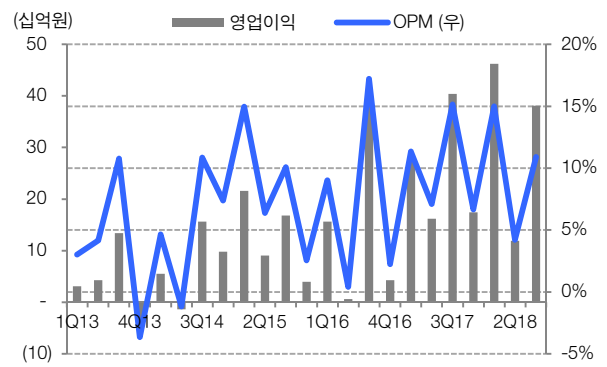
자료 : 제주항공, 현대차증권

〈그림5〉 제주항공 국제선 L/F 추이



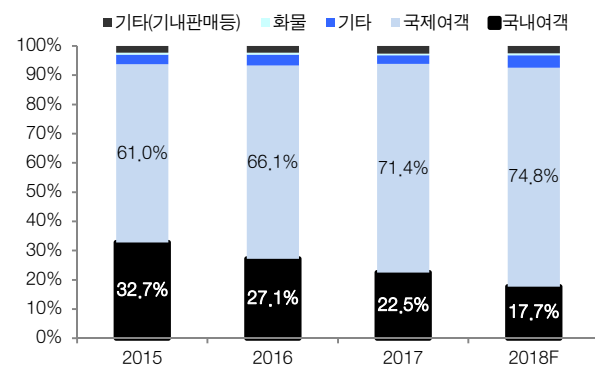
자료 : 제주항공, 현대차증권

〈그림6〉 제주항공 영업이익, OPM



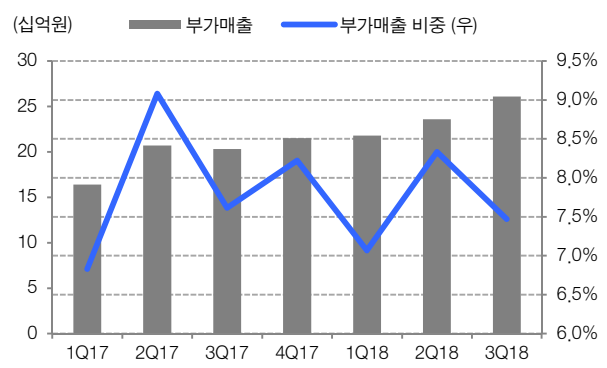
자료 : 제주항공, 현대차증권

〈그림7〉 제주항공 매출 비중



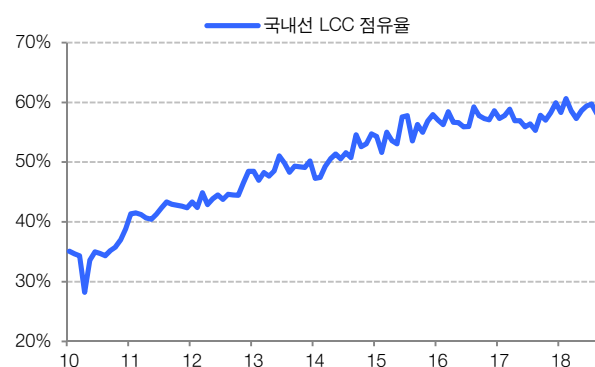
자료 : 제주항공, 현대차증권

〈그림8〉 제주항공 부가매출 비중 추이



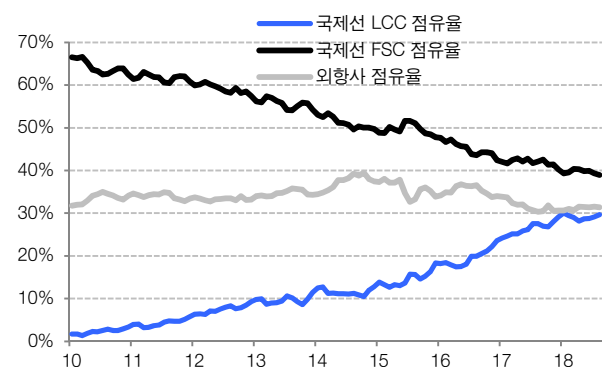
자료 : 제주항공, 현대차증권

〈그림9〉 국내선 LCC 점유율



자료 : 인천국제공항공사, 한국관광공사, 현대차증권

〈그림10〉 국제선 FSC, LCC, 외항사 점유율



자료 : 인천국제공항공사, 한국관광공사, 현대차증권

〈표5〉 상세실적전망

(십억원)

(별도기준)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
가정											
원/달러(평균)	1,153	1,130	1,133	1,107	1,072	1,080	1,122	1,115	1,150	1,097	1,078
원/달러(기말)	1,118	1,144	1,145	1,067	1,064	1,115	1,109	1,110	1,130	1,099	1,073
항공유가(\$/bbl)	52	48	48	55	63	68	70	65	51	66	61
급유단가(\$/bbl)	64	60	63	71	78	85	86	82	64	83	79
국내여객											
ASK(백만km)	516	578	592	585	558	603	601	602	2,270	2,364	2,376
%YoY	-6.4%	0.0%	-6.9%	0.1%	8.1%	4.4%	1.6%	3.0%	-3.4%	4.1%	0.5%
RPK(백만km)	541	489	568	559	523	575	561	564	2,156	2,223	2,281
%YoY	9.9%	-10.0%	-3.3%	3.3%	-3.3%	17.6%	-1.2%	1.0%	-0.3%	3.1%	2.6%
L/F	104.8%	84.7%	95.9%	95.6%	93.7%	95.4%	93.3%	93.8%	95.0%	94.0%	96.0%
%YoY	15.5%	-9.4%	3.5%	3.0%	-11.1%	10.7%	-2.6%	-1.8%	3.1%	-1.0%	2.1%
Yield(KRW)	81	125	109	102	90	111	117	100	104	102	103
%YoY	-24.2%	7.6%	-12.0%	-5.9%	11.4%	-11.5%	7.6%	-2.0%	10.8%	-2.0%	1.1%
국제여객											
ASK(백만km)	3,305	3,196	3,497	3,513	4,063	4,155	4,720	4,886	13,510	17,824	21,436
%YoY	53.1%	42.0%	30.5%	24.6%	22.9%	30.0%	35.0%	33.9%	36.4%	31.9%	20.3%
RPK(백만km)	2,935	2,744	3,136	3,099	3,665	3,641	4,103	4,184	11,914	15,592	18,649
%YoY	59.9%	48.9%	36.1%	26.0%	24.9%	32.7%	30.8%	35.0%	41.1%	30.9%	19.6%
L/F	88.8%	85.9%	89.7%	88.2%	90.2%	87.6%	86.9%	85.6%	88.2%	87.5%	87.0%
%YoY	4.4%	4.9%	4.3%	1.1%	1.6%	2.0%	-3.1%	-2.9%	3.5%	-0.8%	-0.5%
Yield(KRW)	62	55	61	61	67	55	69	61	60	61	59
%YoY	-5.2%	4.1%	-5.5%	15.8%	6.9%	0.6%	14.3%	0.0%	2.0%	2.4%	-3.5%
영업수익	240.2	228.0	266.6	261.5	308.5	283.3	349.5	332.4	996.3	1,273.6	1,420.9
%YoY	38.7%	40.7%	20.3%	37.1%	28.4%	24.2%	31.1%	27.1%	33.3%	27.8%	11.6%
국내여객	44	61	62	57	47	63	59	56	224	226	235
%YoY	4.7%	14.9%	-0.1%	24.8%	7.7%	2.7%	-4.6%	-1.0%	10.4%	1.1%	3.7%
국제여객	183	151	190	188	244	202	254	253	711	953	1,100
%YoY	51.6%	54.9%	28.6%	45.8%	33.5%	33.5%	33.8%	35.0%	43.9%	34.0%	15.5%
기타매출	14	15	15	17	17	18	36	23	61	94	86
%YoY	26.5%	39.1%	23.1%	3.5%	27.5%	19.2%	145.8%	34.3%	21.0%	54.8%	-9.1%
매출대비비중	5.7%	6.8%	5.6%	6.5%	5.6%	6.5%	10.4%	6.9%	6.1%	7.4%	6.0%
영업이익	27.2	16.2	40.4	17.4	46.2	11.9	38.1	20.6	101.3	116.8	121.7
%YoY	74.6%	244.2%	5.8%	310.6%	69.6%	-26.5%	-5.7%	18.1%	72.6%	15.3%	4.2%
세전이익	22.1	20.0	42.6	16.5	47.9	22.0	40.9	19.4	100.5	130.2	138.1
%YoY	43.2%	245.9%	12.4%	66.2%	116.9%	9.6%	-4.0%	17.7%	45.7%	29.5%	6.1%
당기순이익	17.0	15.1	32.1	12.9	36.9	16.8	31.1	15.0	77.1	99.9	106.0
%YoY	41.1%	229.6%	12.7%	59.6%	117.7%	11.1%	-3.1%	16.2%	45.0%	29.5%	6.2%

자료: 대한항공 HMC투자증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	748	996	1,274	1,423	1,592
증가율 (%)	N/A	33.3	27.9	11.7	11.9
매출원가	602	775	1,011	1,128	1,269
매출원가율 (%)	80.5	77.8	79.3	79.3	79.7
매출총이익	146	222	263	295	322
매출이익률 (%)	19.5	22.2	20.7	20.7	20.3
증가율 (%)	N/A	52.1	18.9	11.9	9.4
판매관리비	87	120	149	166	185
판매비율 (%)	11.7	12.1	11.7	11.7	11.7
EBITDA	72	127	159	211	229
EBITDA 이익률 (%)	9.7	12.7	12.5	14.9	14.4
증가율 (%)	N/A	74.6	25.4	33.3	8.5
영업이익	58	101	115	129	137
영업이익률 (%)	7.8	10.2	9.0	9.1	8.6
증가율 (%)	N/A	73.4	13.3	12.2	6.2
영업외손익	10	0	15	9	10
금융수익	11	9	19	11	12
금융비용	2	8	2	2	2
기타영업외손익	1	-1	-1	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	69	101	130	138	147
세전계속사업이익률	9.2	10.2	10.2	9.7	9.2
증가율 (%)	N/A	47.1	28.6	6.1	6.5
법인세비용	16	23	30	32	34
계속사업이익	53	78	100	106	113
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	53	78	100	106	113
당기순이익률 (%)	7.1	7.8	7.8	7.5	7.1
증가율 (%)	N/A	46.9	28.4	6.2	6.6
지배주주지분 순이익	53	78	100	106	113
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	-1	0	0	0
총포괄이익	48	77	100	106	113

(단위: 억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	110	145	138	192	208
당기순이익	53	78	100	106	113
유형자산 상각비	11	20	37	77	88
무형자산 상각비	4	5	7	6	4
외환손익	-1	4	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	33	23	5	3	2
기타	11	15	-11	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-62	-223	-164	-133	-133
투자자산의 감소(증가)	-2	-4	-1	-1	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-30	-133	-128	-120	-120
기타	-29	-87	-35	-12	-13
재무활동으로인한현금흐름	-7	20	33	-16	-16
장기차입금의 증가(감소)	20	-9	57	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	221	1	0	0	0
배당금	-10	-13	-16	-16	-16
기타	-238	41	-8	0	0
기타현금흐름	1	-6	0	0	0
현금의증가(감소)	42	-65	7	43	58
기초현금	126	168	104	110	153
기말현금	168	104	110	153	212

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	438	450	535	598	677
현금성자산	168	104	112	155	214
단기투자자산	178	247	304	317	330
매출채권	25	32	38	42	47
재고자산	8	9	12	14	15
기타유동자산	58	58	68	69	71
비유동자산	163	350	477	515	543
유형자산	59	171	256	299	331
무형자산	12	19	22	17	12
투자자산	2	6	7	7	8
기타비유동자산	90	155	192	192	192
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	600	800	1,012	1,113	1,220
유동부채	261	368	370	376	383
단기차입금	20	8	0	0	0
매입채무	0	0	1	1	1
유동성장기부채	0	47	37	37	37
기타유동부채	241	314	332	339	345
비유동부채	68	101	222	225	229
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	67	67	67
장기금융부채 (리스포함)	0	0	1	1	1
기타비유동부채	67	101	154	157	160
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	328	469	592	602	612
지배주주지분	272	331	419	509	606
자본금	131	132	132	132	132
자본잉여금	89	90	90	90	90
자본조정 등	0	-5	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	51	115	199	289	387
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	272	331	419	509	606

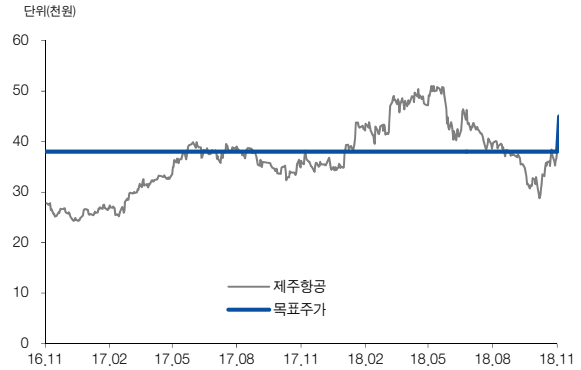
(단위: 원,백%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	2,038	2,954	3,789	4,023	4,288
EPS(지배순이익 기준)	2,038	2,954	3,789	4,023	4,288
BPS(자본총계 기준)	10,342	12,574	15,885	19,310	22,999
BPS(자본지분 기준)	10,342	12,574	15,885	19,310	22,999
DPS	500	600	600	600	600
P/E(당기순이익 기준)	12.3	12.0	10.1	9.5	8.9
P/E(지배순이익 기준)	12.3	12.0	10.1	9.5	8.9
P/B(자본총계 기준)	2.4	2.8	2.4	2.0	1.7
P/B(자본지분 기준)	2.4	2.8	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA(Reported)	4.6	5.1	4.4	3.0	2.5
배당수익률	2.0	1.7	1.6	1.6	1.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	44.9	28.3	6.2	6.6
EPS(지배순이익 기준)	N/A	44.9	28.3	6.2	6.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	19.5	25.8	26.6	22.9	20.3
ROE(지배순이익 기준)	19.5	25.8	26.6	22.9	20.3
ROA	8.8	11.1	11.0	10.0	9.7
안정성 (%)					
부채비율	120.8	141.5	141.3	118.2	100.9
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	140.4	223.5	123.4	72.1	76.6

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18/11/26	BUY	45,000		

▶ 최근 2년간 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 배세진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 : 현대차증권의 업종투자 의견은 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

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 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 (2017.10.01~2018.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	145건	90.06%
보유	16건	9.94%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 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.

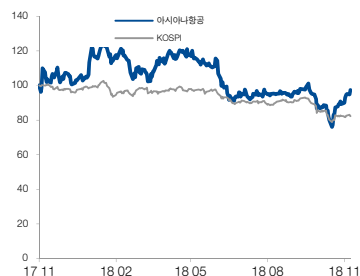
장거리노선 확대 전략 유효

현재주가 (11/23)	4,290원		
상승여력	18.9%		
시가총액	880십억원		
발행주식수	205,235천주		
자본금/액면가	1,026십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	5,460원/3,350원		
일평균 거래대금 (60일)	3십억원		
외국인지분율	12.21%		
주요주주	금호산업 외 4인 33.48%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	9.9	2.1	-16.0
상대주가(%)	13.7	10.3	-0.8

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before			
After	55	527	5,100
Consensus	172	494	5,136
Cons. 차이	-68.0%	6.8%	-0.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 올해 1.4조원 유동성 확보로 차입금 규모 축소 진행 중. 내년부터 상환부담 절반으로 줄어들어 유동성 우려 어느정도 해소된 것으로 판단
- 2022년까지 장거리 노선 공급을 전체 공급의 60%까지 확대한다는 계획 밝힘. 장거리노선의 수익성 개선은 지속될 것으로 전망돼 동사의 경영전략은 유효하다는 판단
- 투자의견 BUY, 목표주가 40,000원으로 커버리지 개시

2) 주요이슈 및 실적전망

- 올해 1.4조원 유동성을 확보하면서 유동성 우려가 어느정도 해소된 것으로 파악. 올해 3분기 말 차입금은 3.1조원 수준으로 17년말대비 9,159억원 감소
- 올해 4분기 ABS발행(4,200억원), 아시아나 IDT 구주매출(231억원)으로 총 4,431억원 유동성 확보. 4분기 상환금액은 약 3천억원 수준으로 차입금 상환에는 전혀 무리가 없는 상황
- 내년부터 차입금 상환부담 절반이하로 축소 전망. 내년은 분기별 차입금 상환액이 3천억 미만으로 예상돼 재무구조 리스크 우려는 어느정도 해소된 것으로 판단
- 화물부문의 수익성은 지속적으로 개선 중. 2016년 4분기부터 8분기 연속 Yield의 플러스 성장세를 보이는 중. 이는 1)대한항공의 화물기 공급 축소와, 2)수익성 위주의 영업전략에 기인한 것으로 파악. 다만, 내년 화물기 공급축소 계획은 없어 Yield 성장은 소폭 둔화될 것
- 장거리노선의 수익성 개선 지속될 전망. 미주노선과 구주노선의 공급은 상대적으로 제한적. 반면, 구주노선의 경우 매년 10% 이상의 여객 수요 성장률을 보이고 있어, 운항편수당 승객수는 꾸준히 증가 추세.
- 동사의 경우 2022년까지 총 32대 장거리 여객기를 확보해 유럽 뿐만 아니라 미주 등 장거리 노선 공급을 전체 공급량의 60%까지 확대한다는 계획을 밝힘. 따라서 단거리노선의 수익성악화를 장거리노선이 상쇄할 것으로 전망

3) 주가전망 및 Valuation

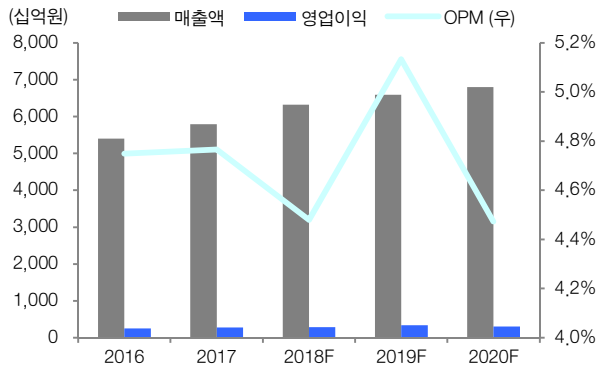
- 아시아나항공의 2019F P/B는 0.68배 수준에서 거래, 경쟁사 대비 디스카운트 약 15% 적용받는 상황. 재무구조 개선된다면 밸류에이션 매력 부각될 것
- 투자의견 BUY, Target P/B 0.8배 적용해 표주가 5,100원 제시

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 (%)
2016	5,763.6	256.5	49.3	657.8	251	-135.4	16.8	1.0	8.1	5.7	0.0
2017	6,227.1	275.9	251.9	722.9	1,227	389.8	3.7	0.8	7.2	24.7	0.0
2018F	6,903.5	283.1	11.3	739.6	55	-95.5	78.1	0.7	5.6	1.0	0.0
2019F	7,071.2	338.2	108.2	800.0	527	860.0	8.1	0.68	4.8	8.8	0.0
2020F	7,389.6	304.1	85.8	751.2	418	-20.7	10.3	0.6	4.8	6.4	0.0

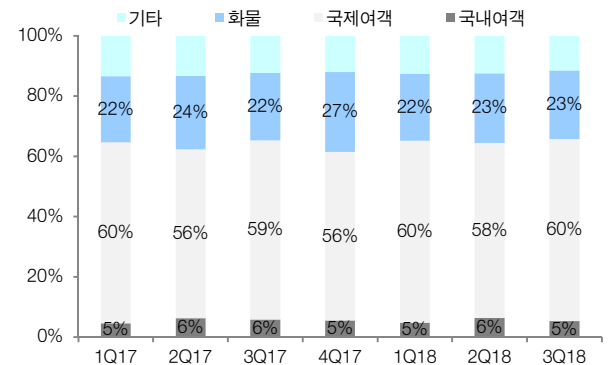
* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 아시아나항공 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



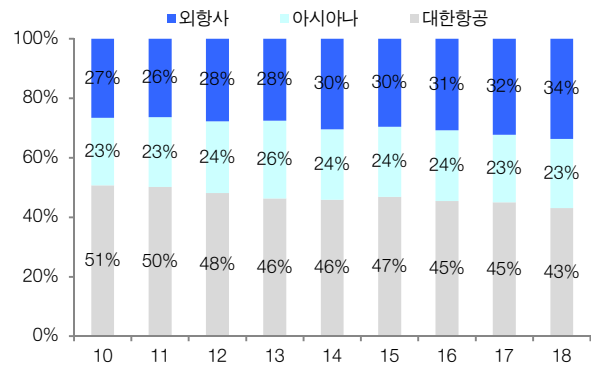
자료 : 아시아나항공, 현대차증권

〈그림2〉 아시아나항공 매출 비중



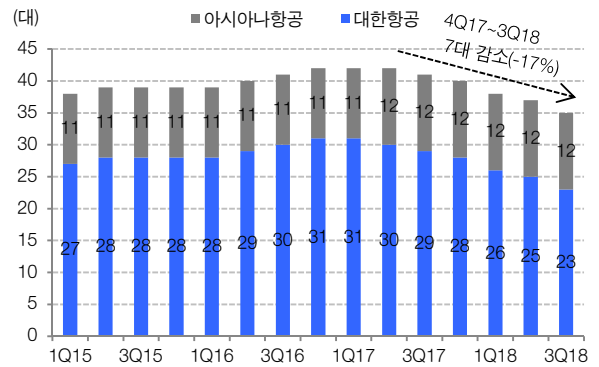
자료 : 아시아나항공, 현대차증권

〈그림3〉 항공화물 점유율



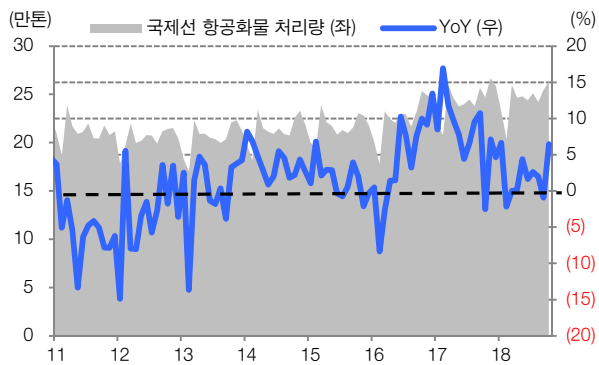
자료 : 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림4〉 화물기 대수 추이



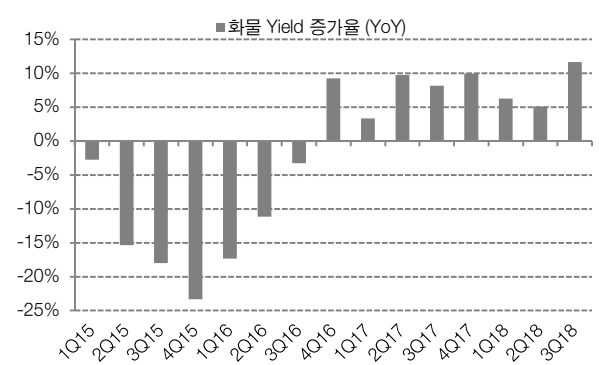
자료 : 대한항공, 아시아나항공, 현대차증권

〈그림5〉 국제선 항공화물 처리량



자료 : 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림6〉 아시아나항공 Yield 8분기 연속 증가세



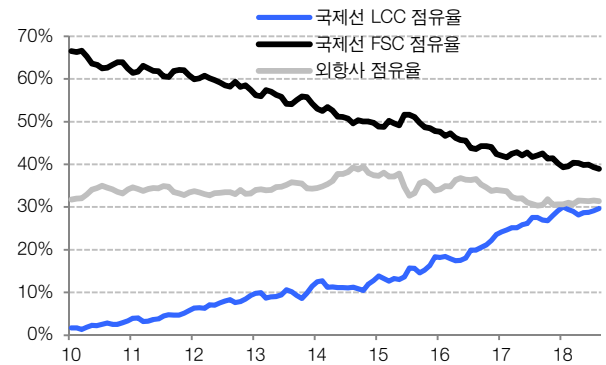
자료 : 아시아나항공, 현대차증권

〈그림7〉국내선 LCC 점유율



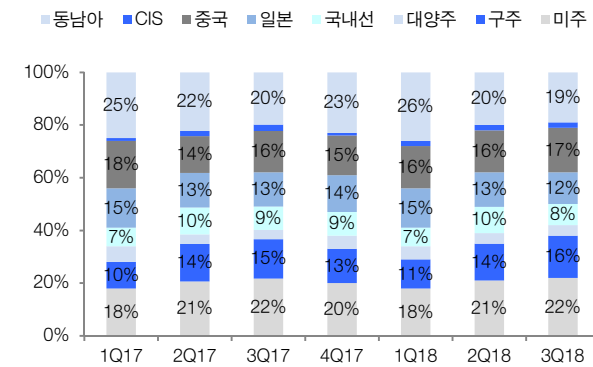
자료: 인천국제공항공사, 한국관광공사, 현대차증권

〈그림8〉국제선 FSC, LCC, 외항사 점유율



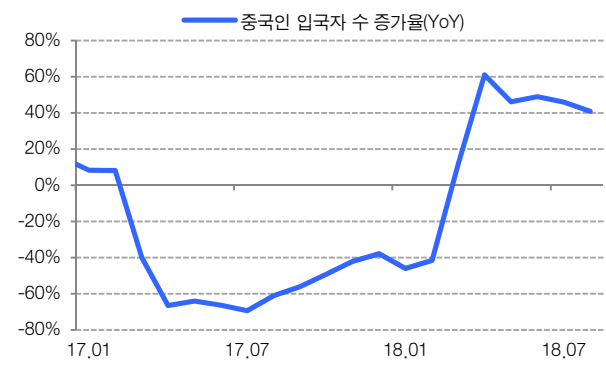
자료: 아시아나항공, 현대차증권

〈그림9〉노선별 매출비중 추이



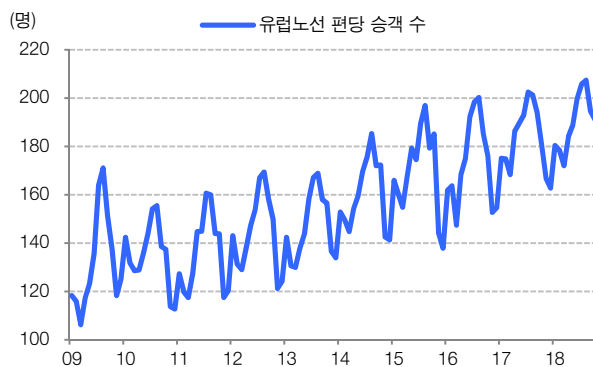
자료: 아시아나항공, 현대차증권

〈그림10〉중국인 입국자 수 증가율(YoY)



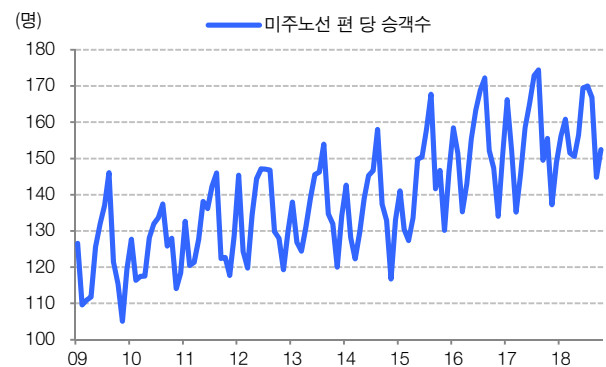
자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림11〉구주노선 운항편수 당 승객 수 추이



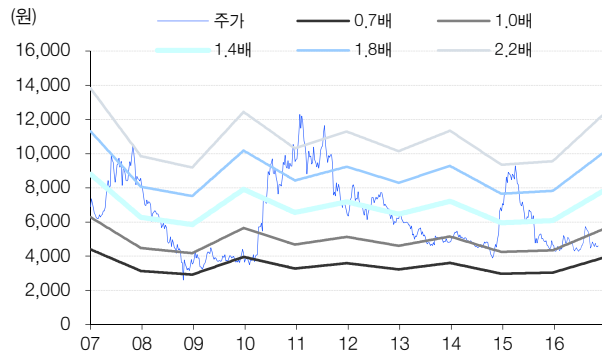
자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림12〉미주노선 운항편수 당 승객 수 추이



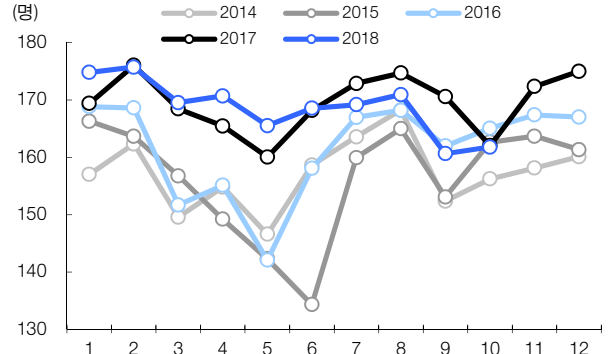
자료: 인천국제공항공사, 현대차증권

〈그림13〉 아시아나항공 P/B Band Chart



자료 : 아시아나항공, 현대차증권

〈그림14〉 아시아나항공 운항편수 당 승객 수 추이



자료 : 아시아나항공, 현대차증권

〈표1〉 상세실적전망

(십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
가정											
원/달러(평균)	1,153	1,130	1,133	1,107	1,072	1,080	1,122	1,115	1,095	1,053	1,132
원/달러(기말)	1,118	1,144	1,145	1,067	1,064	1,115	1,109	1,110	1,054	1,099	1,173
항공유가 (\$/bbl)	52	48	48	55	63	68	70	65	98	93	49
급유단가 (\$/bbl)	64	60	63	71	78	85	86	82	124	112	65
국제여객											
RPK (백만 km)	9,977	10,116	11,165	10,626	10,981	11,103	11,587	11,028	51,227	53,318	56,517
Yield (원)	81.6	76.6	81.0	80.4	81.2	78.5	88.2	81.1	79.9	82.9	81.4
L/F (%)	81.3%	80.6%	83.3%	81.7%	85.5%	84.8%	84.1%	85.9%	81.8%	83.8%	85.5%
화물											
FTK (백만 km)	1,065	1,193	1,193	1,225	1,100	1,168	1,212	1,259	4,676	4,739	4,744
Yield (원)	280.4	283.1	284.8	331.4	297.9	297.5	318.0	350.3	319.7	319.7	319.7
L/F (%)	78.9%	83.0%	81.8%	81.6%	78.0%	79.8%	78.9%	79.5%	79.1%	78.0%	78.0%
영업수익 (십억 원)	1,357	1,384	1,521	1,527	1,475	1,501	1,691	1,652	5,789	6,320	6,590
국내여객 (십억 원)	62	87	88	84	70	96	89	90	322	345	353
국제여객 (십억 원)	814	775	904	854	892	871	1,023	922	3,347	3,707	3,935
항공화물 (십억 원)	299	338	340	406	328	348	385	454	1,382	1,515	1,517
기타 (십억 원)	182	184	188	183	186	187	194	186	738	753	785
영업비용 (십억 원)	1,338	1,352	1,430	1,445	1,428	1,477	1,582	1,585	5,565	6,073	6,229
유류비용	357	338	356	386	398	438	502	446	1,437	1,784	1,762
감가상각비	96	101	107	112	108	100	109	109	416	426	425
기타	885	913	967	947	922	939	971	1,031	3,712	3,863	4,041
영업이익 (십억 원)	26	43	119	88	64	38	101	80	224	247	361
세전이익 (십억 원)	132	-102	27	294	-5	-79	71	26	351	13	141
순이익 (십억 원)	101	-75	16	211	-6	-51	48	20	252	11	108

자료 : 아시아나항공, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,764	6,227	6,903	7,071	7,390
증가율 (%)	4.0	8.0	10.9	2.4	4.5
매출원가	4,909	5,341	5,973	6,098	6,417
매출원가율 (%)	85.2	85.8	86.5	86.2	86.8
매출총이익	854	886	930	974	973
매출이익률 (%)	14.8	14.2	13.5	13.8	13.2
증가율 (%)	40.2	3.7	5.0	4.6	-0.1
판매관리비	598	610	647	635	669
판매비율 (%)	10.4	9.8	9.4	9.0	9.0
EBITDA	658	723	740	800	751
EBITDA 이익률 (%)	11.4	11.6	10.7	11.3	10.2
증가율 (%)	39.4	9.9	2.3	8.2	-6.1
영업이익	256	276	283	338	304
영업이익률 (%)	4.5	4.4	4.1	4.8	4.1
증가율 (%)	456.6	7.6	2.6	19.5	-10.1
영업외손익	-210	50	-285	-197	-192
금융수익	9	3	4	6	8
금융비용	144	173	160	147	145
기타영업외손익	-76	220	-129	-56	-55
종속/관계기업관련손익	24	25	15	0	0
세전계속사업이익	70	351	13	141	112
세전계속사업이익률	1.2	5.6	0.2	2.0	1.5
증가율 (%)	흑전	399.4	-96.2	969.2	-20.7
법인세비용	19	103	0	32	26
계속사업이익	51	248	13	108	86
중단사업이익	1,614,563	0	0	0	0
당기순이익	53	248	13	108	86
당기순이익률 (%)	0.9	4.0	0.2	1.5	1.2
증가율 (%)	흑전	371.6	-94.7	730.2	-20.7
지배주주지분 순이익	49	252	11	108	86
비지배주주지분 순이익	3	-4	2	0	0
기타포괄이익	-18	-5	-9	0	0
총포괄이익	35	242	4	108	86

(단위: 억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	659	660	676	672	633
당기순이익	53	248	13	108	86
유형자산 상각비	401	447	457	462	447
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	51	-135	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	12	37	-369	37	35
기타	142	63	575	65	65
투자활동으로인한현금흐름	-55	-655	363	-327	-329
투자자산의 감소(증가)	404	143	145	-6	-6
유형자산의 감소	186	15	420	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-375	-448	-316	-320	-320
기타	-271	-365	114	-1	-2
재무활동으로인한현금흐름	-512	-8	-793	-104	-44
장기차입금의 증가(감소)	-226	-166	-375	137	131
사채의증가(감소)	-465	52	220	-116	-76
자본의 증가	50	0	9	0	0
배당금	0	0	-1	0	0
기타	130	107	-646	-126	-98
기타현금흐름	-4	8	0	0	0
현금의증가(감소)	88	5	246	241	261
기초현금	183	271	276	522	763
기말현금	271	276	522	763	1,023

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,197	1,221	1,988	2,190	2,435
현금성자산	271	276	506	682	878
단기투자자산	33	42	48	49	51
매출채권	362	402	425	433	453
재고자산	210	234	266	272	284
기타유동자산	320	267	743	754	769
비유동자산	7,033	7,329	6,110	5,975	5,854
유형자산	5,156	5,364	4,773	4,631	4,504
무형자산	246	262	264	264	264
투자자산	460	342	199	205	211
기타비유동자산	1,171	1,361	875	875	875
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	8,229	8,551	8,098	8,165	8,289
유동부채	3,274	3,544	3,059	3,028	3,030
단기차입금	277	432	192	252	312
매입채무	139	117	124	126	132
유동성장기부채	1,648	1,673	1,073	948	849
기타유동부채	1,209	1,323	1,670	1,702	1,738
비유동부채	3,914	3,764	3,816	3,805	3,841
사채	725	758	937	821	745
장기차입금	285	287	134	183	223
장기금융부채 (리스포함)	1,680	1,358	1,290	1,316	1,342
기타비유동부채	1,224	1,362	1,456	1,485	1,530
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,187	7,308	6,875	6,833	6,871
지배주주지분	892	1,151	1,182	1,290	1,376
자본금	1,026	1,026	1,026	1,026	1,026
자본잉여금	1	1	9	9	9
자본조정 등	-96	-84	-65	-65	-65
기타포괄이익누계액	82	52	43	43	43
이익잉여금	-121	155	169	277	363
비지배주주지분	150	92	41	42	42
자본총계	1,042	1,242	1,223	1,332	1,418

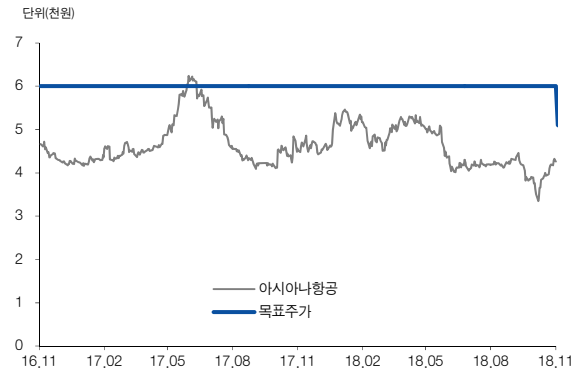
(단위: 원,백%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	267	1,208	64	529	419
EPS(지배순이익 기준)	251	1,227	55	527	418
BPS(자본총계 기준)	5,076	6,054	5,960	6,489	6,908
BPS(지배자본 기준)	4,346	5,607	5,759	6,286	6,705
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	15.8	3.8	67.4	8.1	10.2
P/E(지배순이익 기준)	16.8	3.7	78.1	8.1	10.3
P/B(자본총계 기준)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
P/B(지배자본 기준)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(Reported)	8.1	7.2	5.6	4.8	4.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-137.5	351.8	-94.7	730.2	-20.7
EPS(지배순이익 기준)	-135.4	389.8	-95.5	860.0	-20.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.6	21.7	1.1	8.5	6.3
ROE(지배순이익 기준)	5.7	24.7	1.0	8.8	6.4
ROA	0.6	3.0	0.2	1.3	1.0
안정성 (%)					
부채비율	689.9	588.2	562.0	513.0	484.6
순차입금비율	413.8	338.6	263.0	220.4	190.0
이자보상배율	1.8	1.6	1.8	2.3	2.1

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18/11/26	BUY	5,100		

▶ 최근 2년간 아시아나항공 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 배세진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 : 현대차증권의 업종투자 의견은 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

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 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 (2017.10.01~2018.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	145건	90.06%
보유	16건	9.94%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 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.