산업분석

항공/호텔/레저

2020. 6. 22

Neutral

코로나 싹싹!

Part I 최악의 상황에서도 살아남을 면세업

Part II 날고 싶어도 날지 못하는 항공업

이베스트투자증권

안녕하십니까, 이베스트투자증권 항공/호텔/레저 담당 **안진아**입니다.

COVID 19 확산에 따른 출입국자수 급감에 면세점 방문객도 2월 기점으로 반토막 난 상황입니다.
한국인 입국금지 및 제한국가가 183개로 늘어나며 4월 면세점 방문객은 91.4% 급감(출입국자수 -99% YoY),
면세점 매출액 역시 약 1조2천억원 수준으로 전년동월대비 51% 감소하는 모습입니다.

그럼에도 불구하고, 면세업 투자심리는 2분기 기점으로 바텀아웃 할 것으로 예상합니다.
출입국자 수의 완연한 회복을 가정하지 않더라도, 1)면세 장기재고 국내반출로 인한 매출 회복과
2)마진확보에 실질적인 기여가 예상되는 제 3자 국외반송, 공항임차료 감면 등의 효과가
3분기에 가시화 될 것으로 예상하기 때문입니다.

다가오는 하반기는 면세 매출의 70%를 차지하는 중국의 소비가 기대되는 시점입니다.
중국 소매판매증가율은 3월 저점으로 반등세를 보이고 있습니다. 2분기 중국 6·18 쇼핑시즌,
3~4분기 광군제(11월) 등 연말 소비시즌 도래와 소매판매율의 회복세 감안 시,
이연수요와 함께 하반기 면세점 매출 턴어라운드가 가능하다는 판단입니다.

한편, COVID 19 펜데믹으로 항공 비즈니스 판도가 바뀌고 있습니다.
국가간 이동이 제한됨에 따라 글로벌 항공사 여객부문 매출액은 전년대비 62.5% 역성장 할 것으로 예상됩니다.
반면, 부진했던 화물부문 매출은 COVID 19로 인한 뜻밖의 수요증가와 화물공급 부족으로
전년대비 8.2% 증가할 것으로 보입니다.

화물부문 매출이 여객대비 아웃퍼폼 하더라도 2020년 항공업의 턴어라운드를 기대하긴 어려운 상황입니다.
1)글로벌 항공사 매출의 70%는 여객부문에서 발생하며,
2)매출이 발생하지 않아도 비용(고정비) 지출이 클 수밖에 없는 산업 구조에 기인합니다.
타이트한 화물 수급이 다소 완화될 것으로 예상되는 가운데,
여객 수요의 의미 있는 반등이 있기 전까지 항공업에 대한 보수적인 접근이 필요하다는 판단입니다.

이에 당사는 하반기 턴어라운드가 예상되는 면세업의 수혜주인 **호텔신라(008770)**와
항공화물기의 차별화된 실적 개선이 돋보이는 **대한항공(003490)**를 **매수**
추천드립니다. 감사합니다.

운송/호텔/레저
Analyst **안진아**
02 3779 8687
aja1215@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **2 가지 Part** 로 구성되어 있습니다.

[Part I. 면세업, 2 분기 저점 후 하반기 반등 기대]

COVID 19 확산에 따른 출입국자수 급감에 면세점 방문객도 2월 기점으로 반토막 난 상황입니다.
한국인 입국금지 및 제한국가가 183개로 늘어나며 4월 면세점 방문객은 91.4% 급감(출입국자수 -99% YoY), 매출액 역시 약 1조2천억원 수준으로 전년동월대비 51% 감소하는 모습입니다.

그럼에도 불구하고, 면세업 투자심리는 의미 있게 바텀아웃할 것으로 예상합니다. 입국자 수 회복세를 가정하지 않더라도, 1)장기재고 국내반출로 인한 면세점 매출 회복과 2)마진 확보에 실질적인 기여가 예상되는 제 3자 국외반송, 공항임차료 감면 지원은 3분기에 가시화 될 것으로 예상하기 때문입니다.

면세 매출의 70%를 차지하는 중국의 소비가 기대되는 시점입니다. 중국 소매판매증가율은 3월 저점으로 반등세를 보이고 있습니다. 2분기 중국 6·18 쇼핑시즌, 3~4분기 광군제(11월) 등 연말 소비시즌 도래와 소매판매율의 회복세 감안 시, 이연수요와 함께 하반기 매출 턴어라운드가 가능하다는 판단입니다.

[Part II. COVID 19 가 바꾸어 놓은 항공 비즈니스]

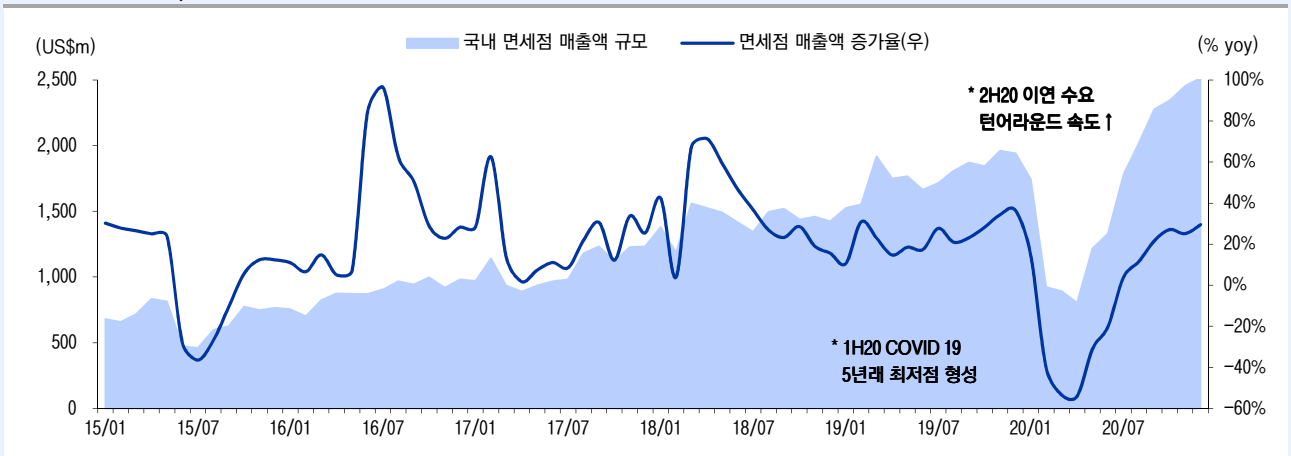
COVID 19 펜데믹으로 항공 비즈니스 판도가 바뀌고 있습니다. COVID 19 사태로 국가간 이동이 제한됨에 따라 글로벌 항공사 여객부문 매출액은 전년대비 62.5% 역성장 할 것으로 예상됩니다.

반면, 부진했던 화물부문 매출은 COVID 19로 인한 뜻밖의 수요증가와 화물공급부족으로 전년대비 8.2% 증가할 것으로 보입니다. 그러나, 화물부문 매출이 여객 대비 아웃퍼폼 하더라도 2020년 항공업의 턴어라운드를 기대하긴 다소 어려운 상황입니다.

1)글로벌 항공사 매출의 70%는 여객부문에서 발생하며, 2)매출이 발생하지 않아도 비용(고정비) 지출이 클 수밖에 없는 산업 구조에 기인합니다. 타이트한 화물 수급이 다소 완화될 것으로 예상되는 가운데, COVID 19 완화로 여객 수요의 의미 있는 반등이 있기 전까지 항공업에 대한 보수적인 접근이 필요하다는 판단입니다.

Key Charts

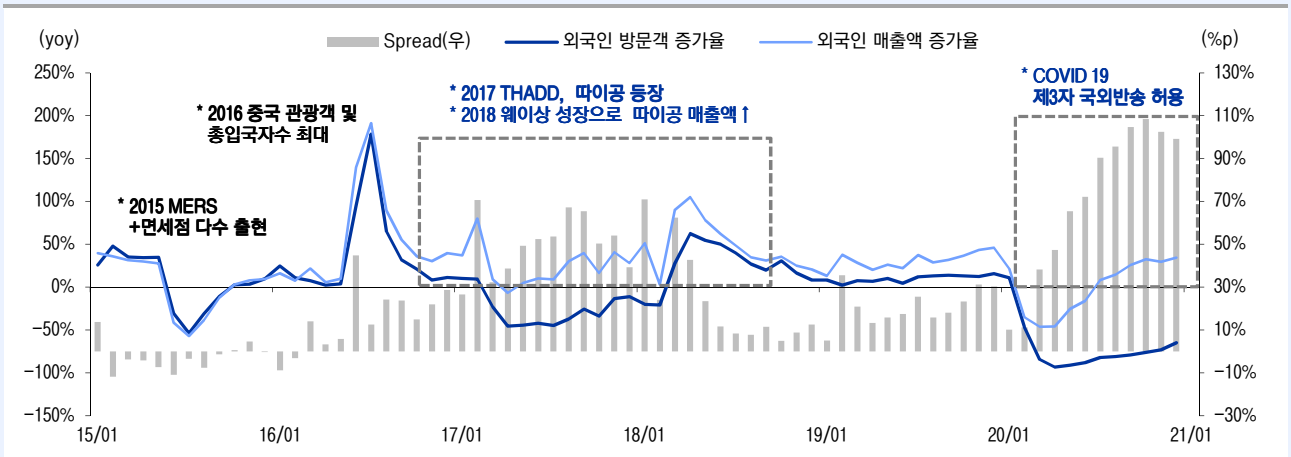
국내 면세점 시장, 2Q20 저점 형성 이후 하반기 반등 예상



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

- 1)장기재고 국내반출, 2)제 3 자 국외반송, 3)공항임차료 감면 지원은 3 분기에 가시화 될 것
- 2 분기 중국 6·18 쇼핑시즌, 3~4 분기 광군제(11 월)등 연말 소비시즌 도래

외국인 면세점 방문객 및 매출액 증가율

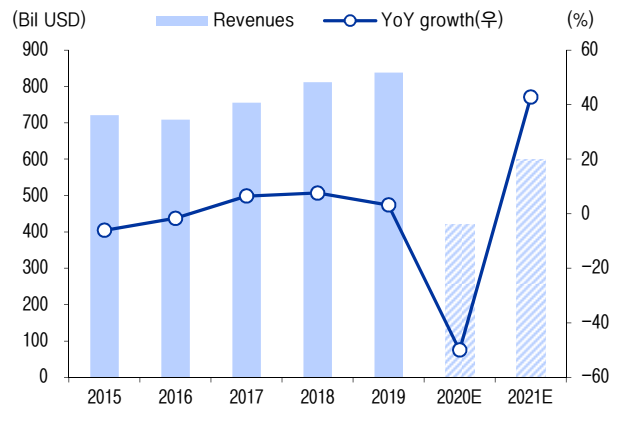


자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

- '면세품 제 3 자 국외반송' 허용은 면세 매출 턴어라운드에 실질적인 기여를 할 것
- 따이공으로부터 발생하는 면세매출 비중이 70% 수준

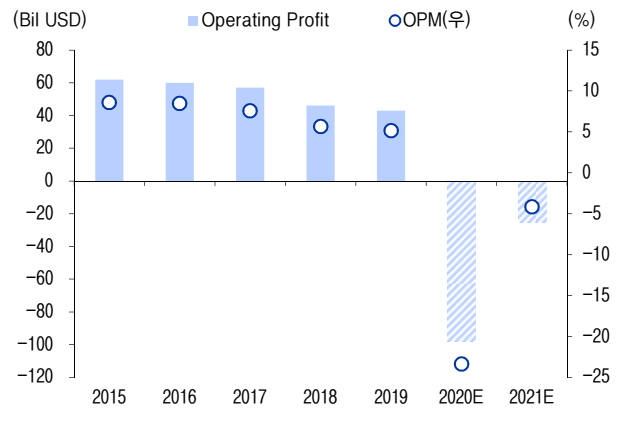
Key Charts

2020 년 글로벌 항공사 매출액 -50% YoY 역성장



자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터

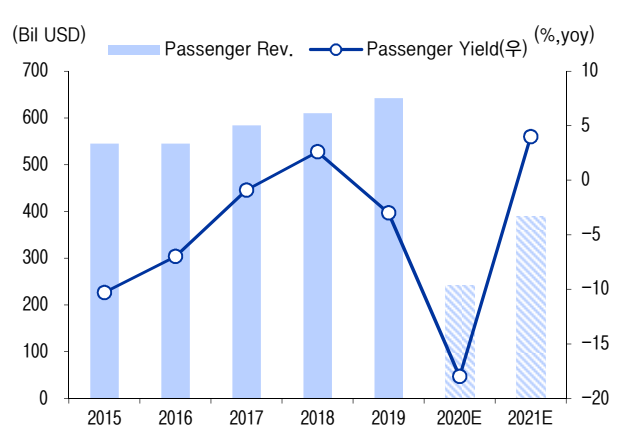
2020 년 영업이익 적자전환, OPM -21% 예상



자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터

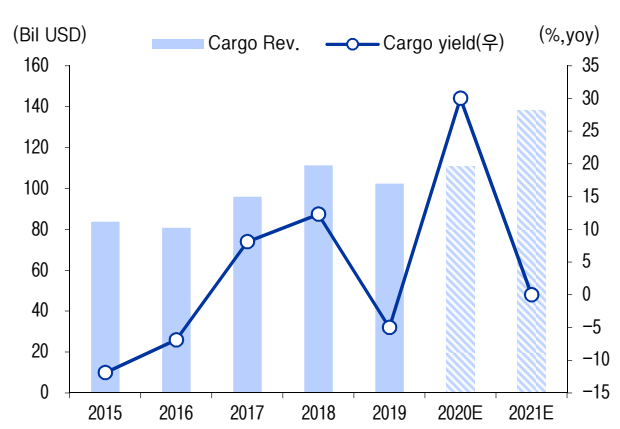
- **글로벌 항공사 매출액 가운데 통상 여객부문이 차지하는 비중은 75% 수준**
- **매출이 발생하지 않아도 비용(고정비) 지출이 클 수밖에 없는 산업 구조**

2020 년 글로벌 항공사 여객 매출 -62.5% YoY



자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터

글로벌 Cargo 매출 성장 지속할 것



자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터

- **여객 수요가 감소하는 상황에서 여객운임 역시 수요에 연동한 하락세를 나타낼 것으로 예상**
- **화물운송 물량 확대가 화물운임 상승으로 이어지는 모습은 하반기에도 지속될 것**

산업분석

항공/호텔/레저
Neutral

코로나 싹 3
코로나 타격 업종 점검

Contents

Part I	최악의 상황에서도 살아남을 면세업	7
Part II	날고 싶어도 날지 못하는 항공업	23

기업분석

호텔신라 (008770)	38
대한항공 (003490)	47
아시아나항공 (020560)	57
제주항공 (089590)	66
하나투어 (039130)	72
모두투어 (080160)	83

Part I

최악의 상황에서도 살아남을 면세업

면세업, 2분기 저점 후 하반기 반등 기대

COVID 19 확산에 따른 출입국자수 급감에 면세점 방문객도 2월 기점으로 반토막 난 상황입니다. 한국인 입국금지 및 제한국가가 183개로 늘어나며 4월 면세점 방문객은 91.4% 급감(출입국자수 -99% YoY), 매출액 역시 약 1조2천억원 수준으로 전년동월대비 51% 감소하는 모습입니다.

그럼에도 불구하고, 면세업 투자심리는 의미 있게 바텀아웃할 것으로 예상합니다. 입국자 수 회복세를 가정하지 않더라도, 1)장기재고 국내반출로 인한 면세점 매출 회복과 2)마진 확보에 실질적인 기여가 예상되는 제 3자 국외반송, 공항임차료 감면 지원은 3분기에 가시화 될 것으로 예상하기 때문입니다.

면세 매출의 70%를 차지하는 중국의 소비가 기대되는 시점입니다. 중국 소매판매증가율은 3월 저점으로 반등세를 보이고 있습니다. 2분기 중국 6·18 쇼핑시즌, 3~4분기 광군제(11월) 등 연말 소비시즌 도래와 소매판매율의 회복세 감안 시, 이연수요와 함께 하반기 매출 턴어라운드가 가능하다는 판단입니다.

출입국자수 급감에도 살아남는 면세업

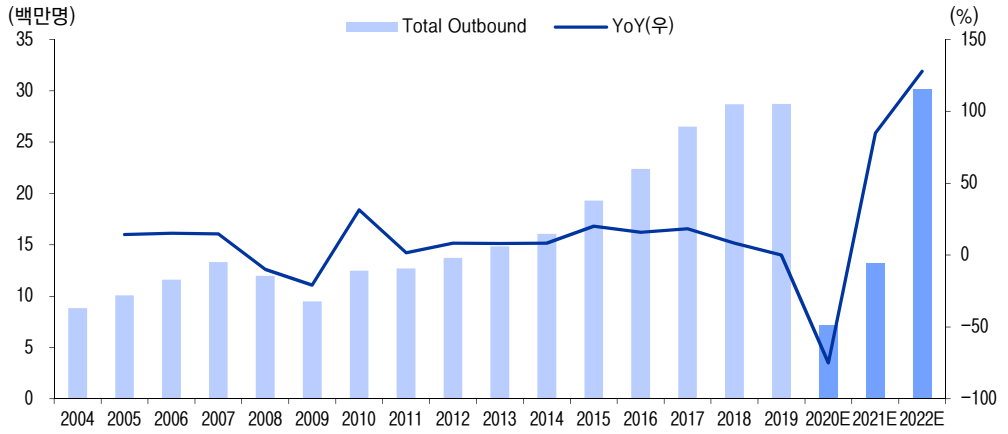
COVID19 직격탄 - 출입국자수 10년래 최저치

COVID 19 펜데믹 양상에 한국인 입국금지 및 제한국가가 2월말 기준 42개(입국금지 21개국, 입국제한 21개국)국가에서 5월말 기준 현재 약 185개(입국금지 150개국, 입국제한 35개국)로 늘어난 상황이다. 이에 2020년 출국자수는 716만명(YoY -75.1%)으로 15년래 최저치를 기록할 것으로 예상한다. 내국인 출국자수 가운데 단일 국가로 가장 높은 비중을 차지하는 일본향 출국자수는 약 156만명으로 전년비 72.1% 급감, 전체 아웃바운드 감소에 가장 크게 작용할 것으로 예상한다. 일본 제외 출국자수는 약 560만명으로 전년비 75.8% 감소할 것으로 추정한다.

한편, 2020년 입국자수는 전년대비 약 68% 급감한 약 569만명(YoY -67.5%)으로 10년래 최저치를 기록할 것으로 예상된다. 2013년 이후로 단일 국가 중 가장 큰 비중을 차지하는 중국(약 35%) 입국자수는 249만명으로 전년비 58.7% 감소, 10년전 수준으로 회귀할 것으로 보인다. 아울러 중국 다음으로 비중이 높은 일본 입국자수도 전년대비 89% 급감할 것으로 예상된다.

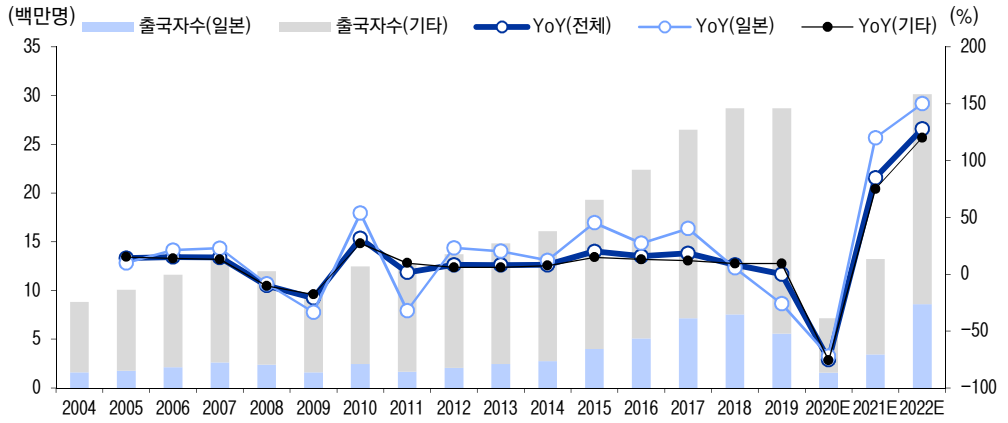
지난 10년간 중국 입국자수 성장률이 마이너스를 보인 사례는 메르스가 발병했던 2015년 598만명(YoY -2.3%)과 THAAD 한한령 조치가 가해진 2017년 417만명(YoY -48.3%) 두 차례다. 중국 입국자수는 2020년 저점 형성 후 COVID 19 사태가 완화되면 가장 빠르게 회복이 가시화 될 것으로 예상한다. 다만, 중국 아웃바운드 수요 회복은 금번 COVID 19 발생 근원지가 중국이라는 점을 감안 시 인바운드 반등 속도 대비 더뎌질 것으로 보인다.

그림1 아웃바운드 수요의 완전한 회복은 2022 년에 이루어질 것



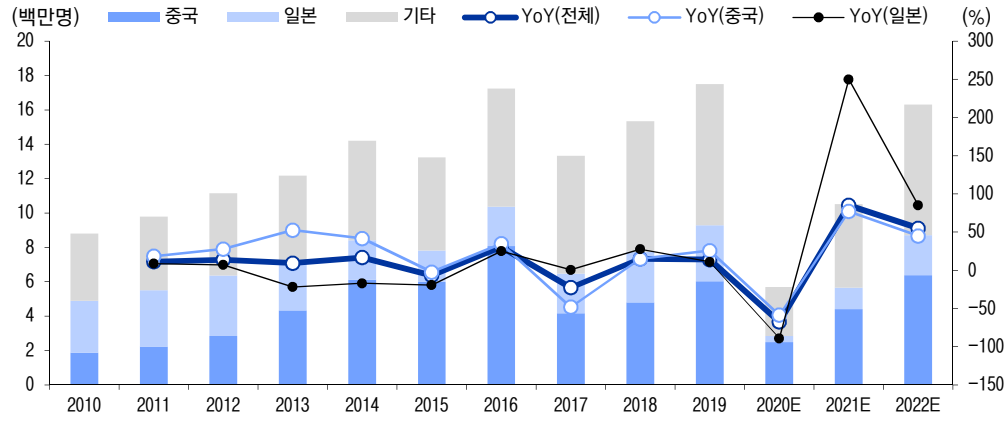
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 지역별 출국자수 추이 – 2020 년 저점 기준 회복세 예상



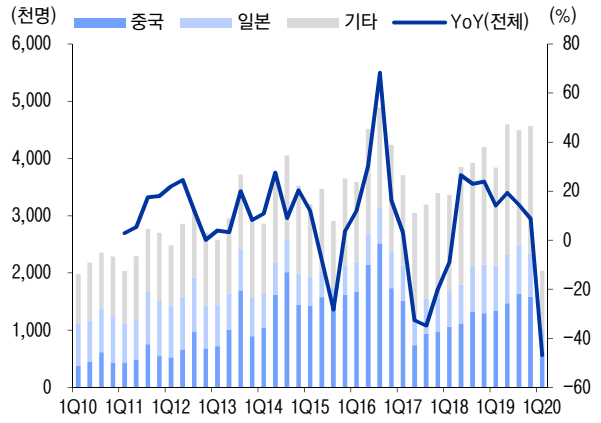
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 2020 년 전체 입국자수 전년대비 68% 감소 예상



자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 1Q20 입국자수 -46.9% YoY 급감

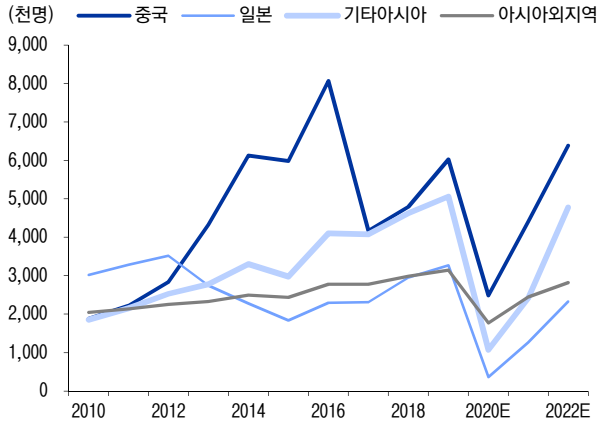


자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 월별 입국자수 – 3 월 기점으로 90% 이상 급감

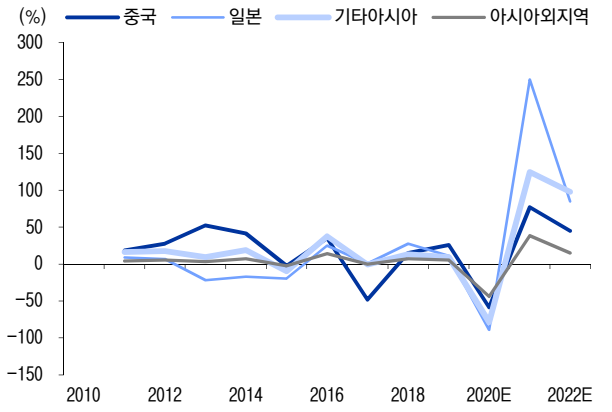
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 연간 입국자수 지역별 구성



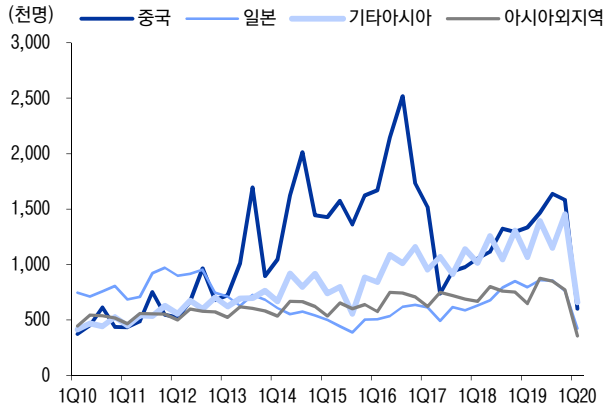
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 연간 입국자수 지역별 YoY



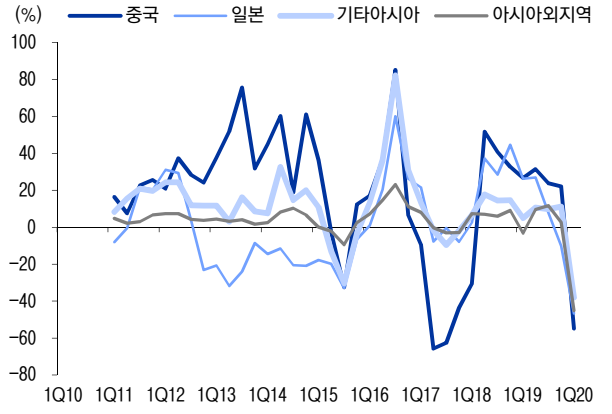
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 분기 입국자수 지역별 구성



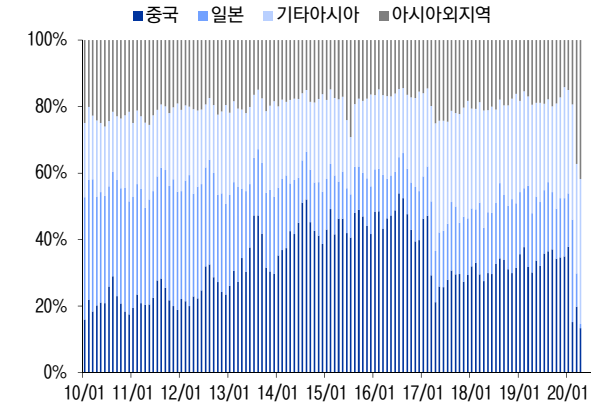
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 분기 입국자수 지역별 YoY



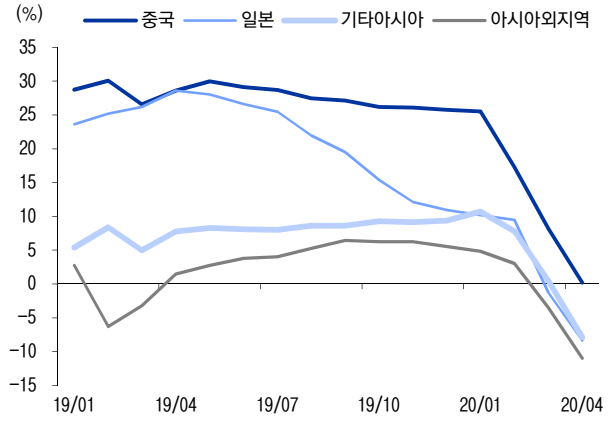
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 월별 입국자수 지역별 구성



자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 2019년 월별 누적 YoY 지역별 추이



자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

한 숨 돌린 면세업 – 면세 재고 판매 + 공항임차료 감면

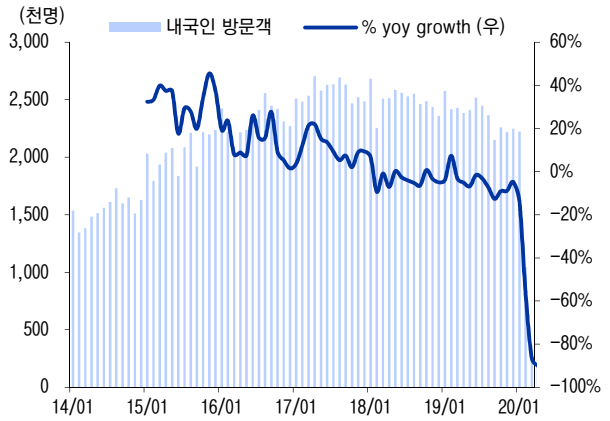
COVID 19 확산에 따른 출입국자수 급감에 면세점 방문객도 2월 기점으로 반토막 났다. 이후 한국인 입국금지 및 제한 국가가 약 180여개로 늘어나며 4월 면세점 방문객은 91.4% 급감(출입국자수 -99% YoY), 매출액 역시 약 1조2천억원 수준으로 전년 동월대비 51% 감소하는 모습이다.

국가간 출입국이 제한적인 상황에서 면세점 이용객이 전무하자 관세청은 지난 4월 29일 COVID 19로 인한 면세업 지원 대책을 발표했다. 면세업 지원 대책으로 1)면세 구매수량 제한 폐지, 2)면세점 특허 수수료 납부기한 연장, 3)면세점 재고 국내 판매를 한시적으로 허용 등을 내놓았으며, 업계 청원 사항을 수용해 1)6개월 이상 장기재고에 한해 국내 반출 허용, 2)제 3자 국외반송(수출 통관 절차를 거쳐 중국(따이공)으로 직송)을 허용했다. 정책 시행일은 4월 29일부터 적용 기간은 별도 통보 시까지 지속된다. 또한 인천국제공항 이용객수가 전년동기대비 60% 수준에 도달할 때까지 최장 6개월간 해당 지침을 시행할 예정이다.

그림12 월별 면세점 외국인 방문객 추이

자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 월별 면세점 내국인 방문객 추이

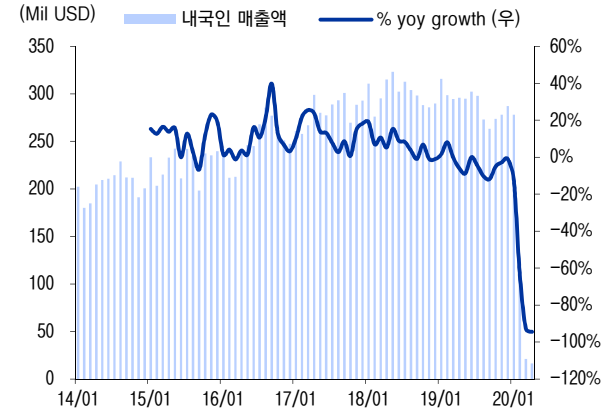


자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 면세점 외국인 매출액 추이

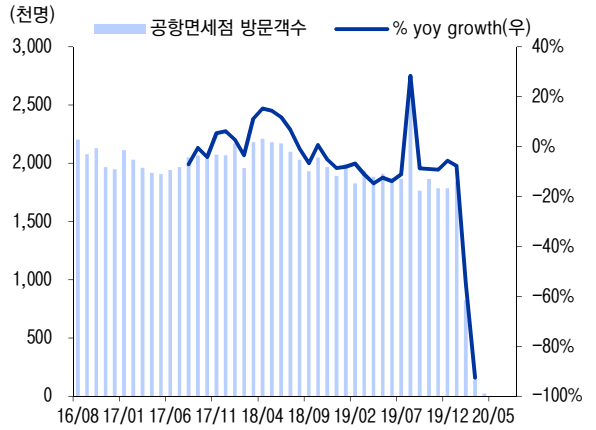
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 면세점 내국인 매출액 추이



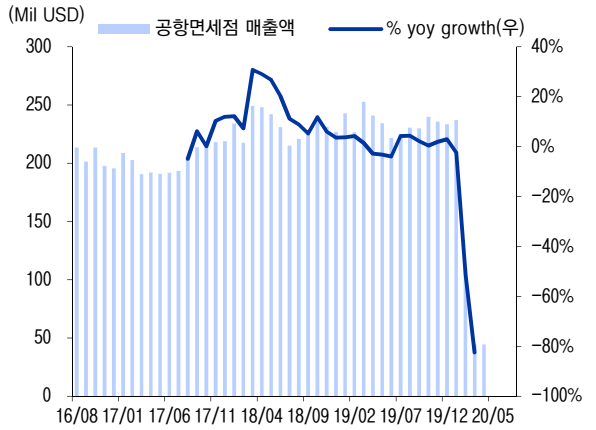
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 4월 공항면세점 방문객수 -92.5% (YoY) 급감



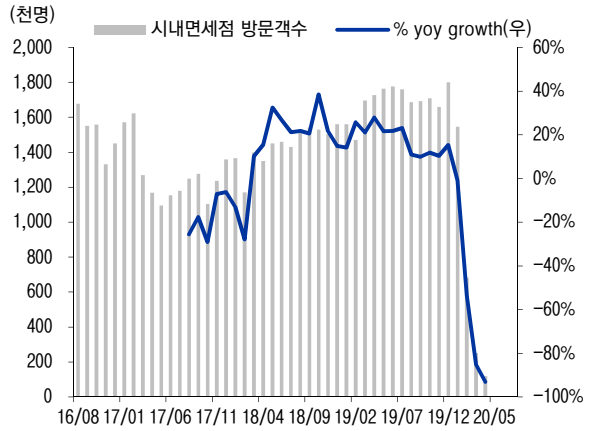
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 4월 공항면세점 매출 -82.4%(YoY)감소



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 4월 시내면세점 방문객수 -93.1% (YoY) 급감



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 4월 시내면세점 매출액 -49.4% (YoY) 감소

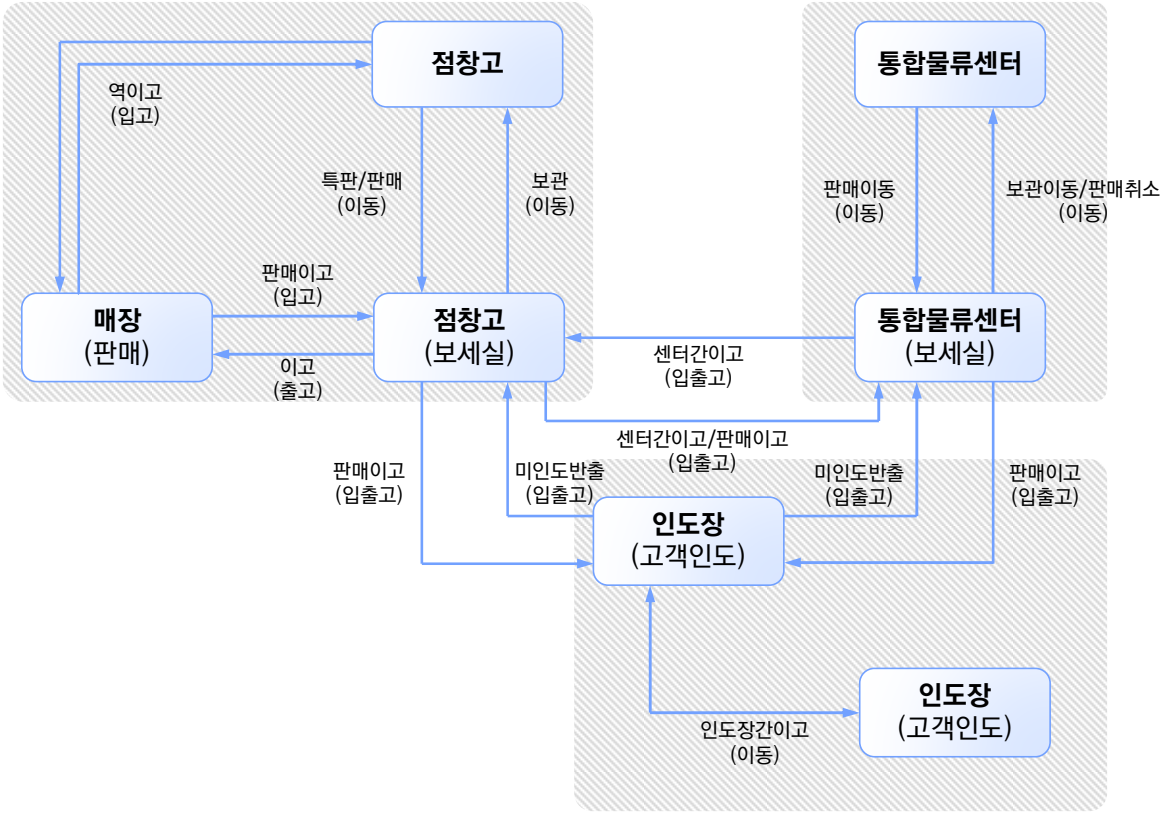
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

① 면세 장기재고 국내반출 허용

관세청이 발표한 지원책 가운데 '6개월 이상 장기재고에 한해 국내반출 허용' 사안은 면세 매출 회복이 가장 빠르게 나타날 수 있는 방안이다. 기존에는 내국인이 출국하지 않는 한 면세품 구입이 불가능했으나, 국내반출 허용으로 면세 재고품 구입이 가능해졌다. 또한 기존 면세품에 적용되었던 내국인 구매한도($600) 제한 없이 구매가 가능하다. 국내반출이 허용된 면세재고는 반입일 기준 6개월 이상이 지난 제품으로 품목에 대한 별도의 제한은 없다.

면세재고 국내 반출은 크게 두 가지 방식으로 진행된다. 첫째, 통관 이전 국내 거래처에 재고 반송한 후 해당 거래처에서 수입/통관 절차를 걸쳐 판매 진행하는 방식과 둘째, 면세점에서 별도 유통채널을 통해 판매하는 방식이다. 지난 6월 3일 신세계면세점은 업계 최초로 계열사인 신세계인터내셔날(S.I. Villiage, SSG.COM)을 통해 면세재고를 판매한 바 있다. 재고면세품 판매는 구매자 예약 주문 후 통관절차를 거쳐 배송된다.

그림20 기존 면세점 판매 및 유통 프로세스

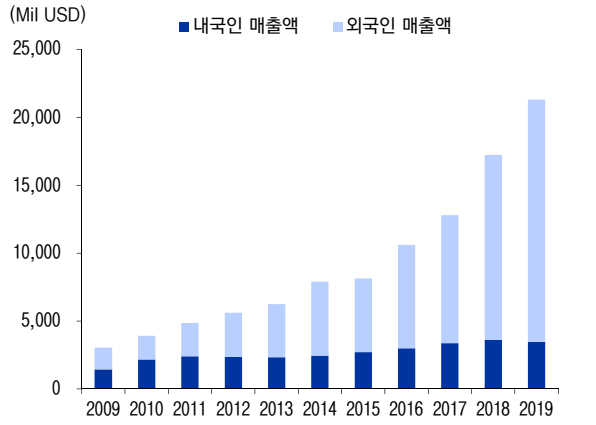


자료: CLO, 이베스트투자증권 리서치센터

금번 장기재고 국내반출로 인해 확보할 수 있는 최소 유동자금은 약 1,600억원으로 예상한다. 관세청이 추정하는 해당 장기재고 규모는 약 8천억원으로 재고의 20%(내국인 매출액 비중)소진을 가정한 금액이다. 장기재고 국내반출은 재고소진과 매출 회복에 의미있으나, 장기재고 소진으로 인한 마진확보는 좀 더 지켜봐야 한다는 입장이다.

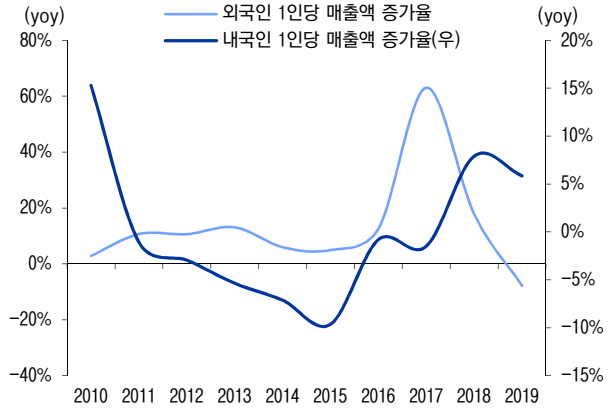
국내 유통채널을 통해 판매되는 면세 장기재고 가격은 정식 수입통관 절차를 거친 이후 관세와 기존 면세가를 고려해 판매 가격이 책정된다. 다만, 판매 가격이 기존 면세가와 차이가 없다면 구매자 입장에서 장기재고품 구입 할 이유가 없다. 때문에 면세점 측에서 재고 소진을 위해 가격 부담을 떠안고 마진을 최소화는 방향으로 판매할 가능성이 높다.

그림21 국내 면세점 내·외국인 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 국내 면세점 내·외국인 1 인당 매출액 증가율



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 면세점 재고 국내반출 현황

면세점	유통채널	현황
신세계면세점 (6/3~)	신세계인터내셔날 (S.I. Villiage, SSG.com)	1차 면세품 재고 판매(6/3일-14일). 2차 판매 위해 각 브랜드와 협의 중 S.I. Villiage: 발렌시아가, 보테가베네타 등 10~50% 할인 판매 SSG.com: 지방시와 펜디 등 명품 브랜드를 최대 46% 할인 판매.
롯데면세점 (6/26~)	롯데쇼핑 점포	면세점에서 인수한 해외 명품 상품을 오프라인 백화점과 아울렛에서 판매 예정.
신라면세점 (6월 말)	-	대중적인 명품 브랜드를 중심으로 패션 잡화와 시계 등 판매 예정
현대백화점 면세점	-	재고 판매 검토중
동화면세점 (6/4~)	Naver 스마트스토어	백화점 판매가 대비 25~50% 할인 판매(22개 명품브랜드, 604개 품목)

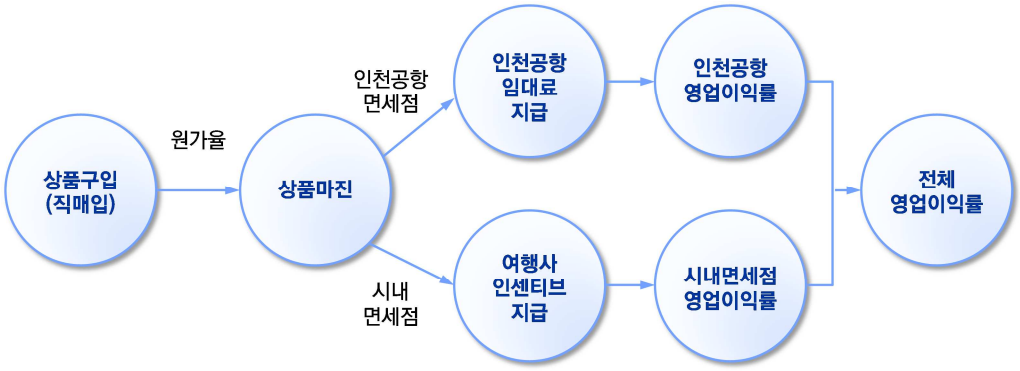
자료: 언론보도 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

② 공항임차료 감면

관세청의 면세품 국내 반출 허용 가운데 인천국제공항공사 역시 지난 6월3일 대형 면세사업자인 롯데와 신라, 신세계 면세점과 '코로나19 위기 극복 및 상호협력 증진을 위한 업무협약'을 체결했다. 내용은 1)공항상업시설 임대료 지원방안, 2)면세사업자의 고용안정 노력, 3)향후 항공수요 회복을 위한 공사-면세점 간 공동 노력 등 면세업 지원 등이다.

금번 협약에서 지난 4월 1일 정부가 발표한 공항면세점 임대료 감면율이 보다 확대되었다. 대중견기업 면세점은 공항임대료를 기존 20%에서50%로 중소면세점은 기존 50%에서 75%까지 감면율이 추가 확대되었으며, 최대 6개월(3~8월)동안 임차료 감면을 지원 받는다. 납부유예기간(3~5월) 역시 최대 6개월(3~8월)까지 연장하고, 납부유예 금액도 분할상환이 가능하도록 지원한다. 납부유예 후 임대료 체납 시, 체납연체료에 부과되던 연체율 역시 기존 15.6%에서 납부유예 기간종료 후 6개월까지 5%로 인하한다.

그림23 면세점 수익 구조



자료: 대외경제정책연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 인천공항 면세점 임대료 현황

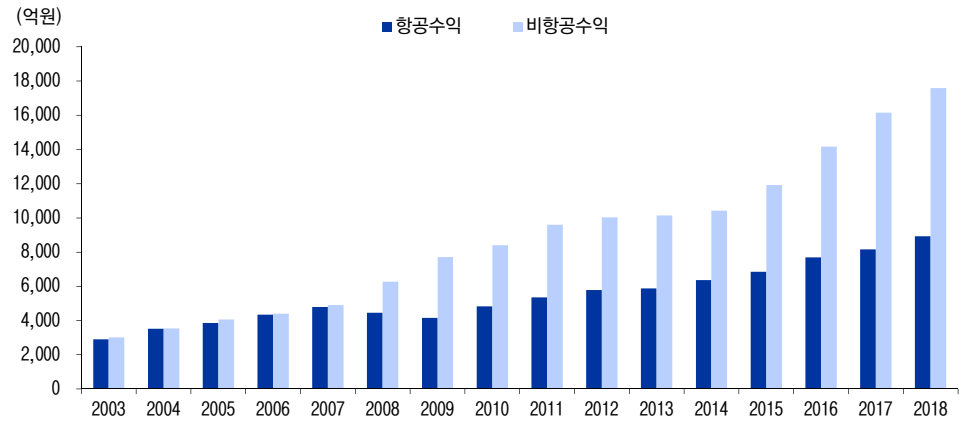
(단위: 억원)		2015	2016	2017	2018	2019
제 1여객터미널	대기업	6,014	7,919	9,483	7,916	7,621
	중소 · 중견기업	125	761	796	678	609
제 2여객터미널	대기업	-	-	-	2,002	2,225
	중소 · 중견기업	-	-	-	185	306
합계		6,139	8,680	10,279	10,781	10,761

자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

이 가운데 주목 할 방안은 '공항상업시설 임대료 지원'이다. 인천공항공사 수익 가운데 항공기 착륙료, 여객공항 이용료 등 항공기와 여객으로부터 발생하는 항공수익은 전체 수익 가운데 36%인 반면, 비항공수익 비중은 64% 로 항공수익 대비 압도적으로 높은 편이다. 비항공수익 가운데에서도 면세점 등 상업시설 임대수익이 90% 이상 차지하고 있다. 즉, 인천공항에 입점한 면세점의 임대료 비용이 높다는 것을 의미한다.

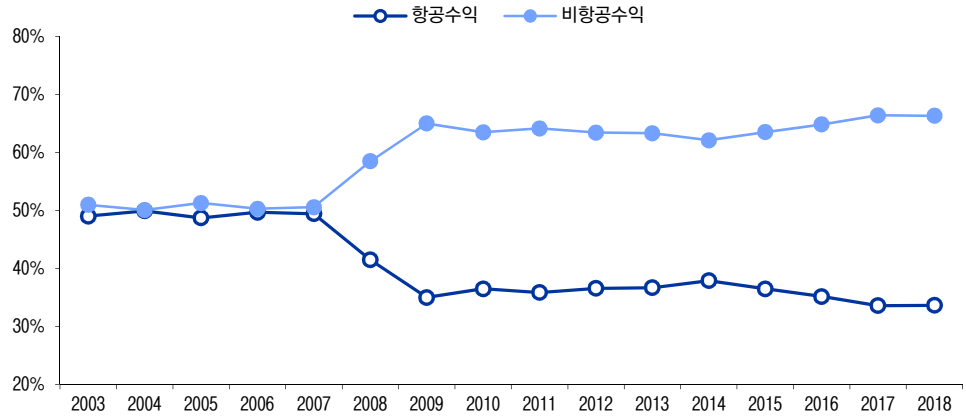
금번 지원책을 통해 국토부는 기존 지원보다 약 2,284억원 추가 감면이 지원될 것으로 추정하며, 공항 상업시설 임대료는 총 4,008억원 절감되는 효과가 있을 것으로 예상하고 있다. 추가 감면 조치로 인해 롯데면세점의 경우 월 100억원, 신라면세점 140억원, 신세계면세점의 경우 약 182억원 감면 혜택을 가져갈 것으로 보인다.

그림24 인천공항공사 항공수익 및 비항공수익 추이



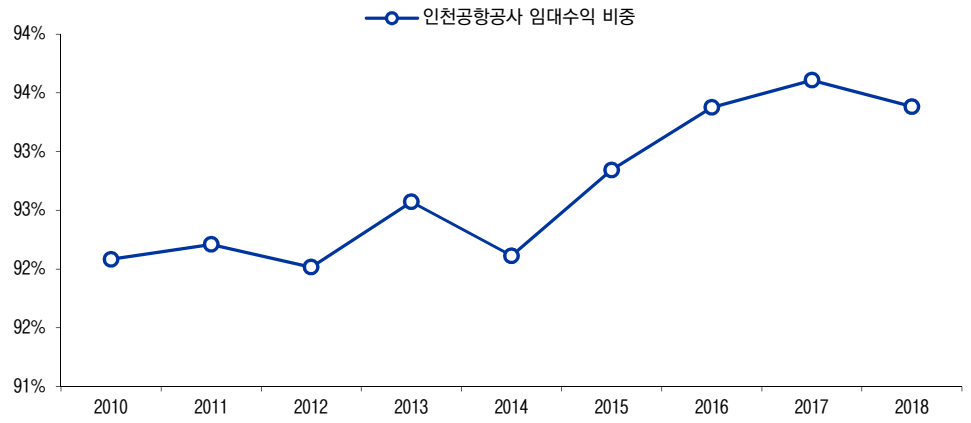
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 인천공항공사 비항공수익 비중 64%



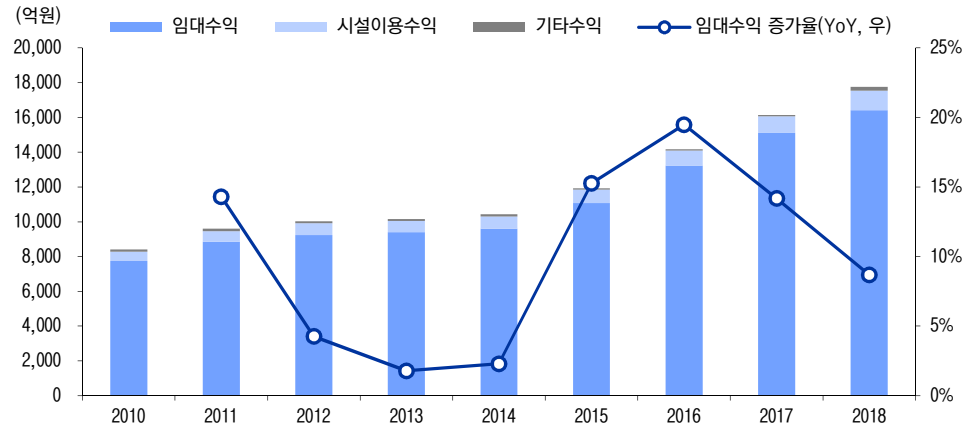
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 인천공항공사 임대수익은 비항공수익 가운데 90% 이상 차지



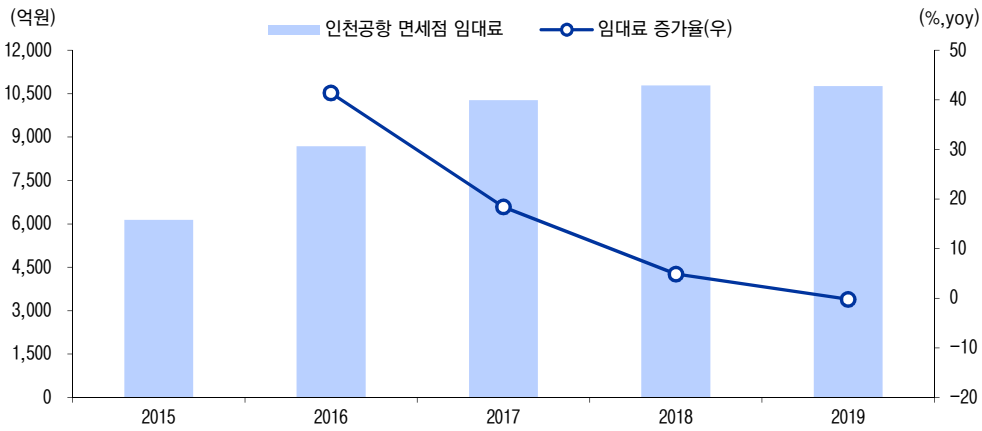
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 인천국제공항공사 비항공수익 가운데 임대수익 비중이 가장 높아



자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

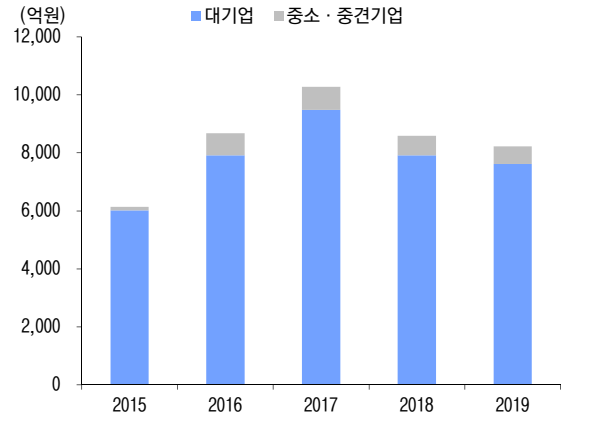
그림28 인천공항 제 1, 2 여객터미널 면세점 임대료 추이



자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

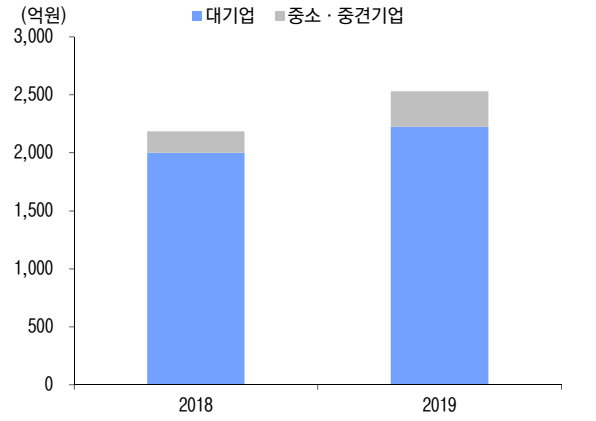
다만, 1)임대료 감면 기간이 오는 8월까지로 한정, 실질적인 여객회복 수요를 기대하기엔 너무 짧고, 2)지방 국제공항 면세점에 대한 추가 지원책이 부재하다는 점, 3)중견 기업(SM, 시티, 엔타스, 그랜드 등)면세점은 중소 기업과 규모가 비슷함에도 불구, 중소기업과 달리 임대료를 최대 50%까지만 감면 받을 수 있다는 점이 다소 아쉬운 부분이다.

그림29 인천공항 제 1 여객터미널 면세점 임대료 추이



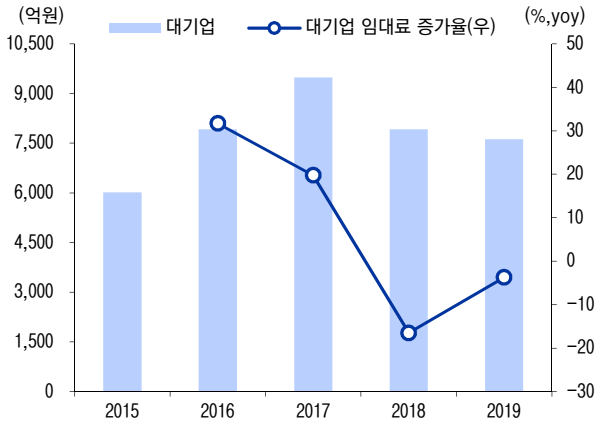
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 인천공항 제 2 여객터미널 면세점 임대료 추이



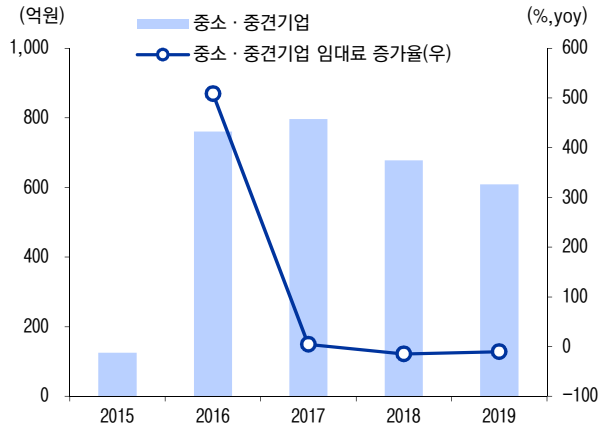
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 제 1 여객터미널 대기업 면세점 임대료 추이



자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 제 1 여객터미널 중소·중견 면세점 임대료 추이



자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 COVID 19 이후 인천공항공사-면세점 사업자 임대료 협약 Timeline

날짜	내용
2020.02.11	면세점협회, 인천공항공사에 임대료 감면 요청 공문 발송
2020.02.17	인천공항공사, 면세점협회에 영업시간을 조정하라고 답변
2020.02.20	인천공항공사 주관 입점 면세점 임원급 간담회 개최 면세점 임대료 인하 호소에 공사는 정부 지침이 없다고 대응
2020.02.28	정부, 중소기업 면세점(시티플러스, 그랜드면세점)만 임대료 감면(20~35%) 6개월 시행 발표
2020.03.12	인천공항공사 사장 주관 입점 면세점 대표급 간담회 개최 대기업 면세 사업자 3사(롯데, 신라, 신세계DF) 대표이사 참석
2020.03.16	인천공항공사-국토교통부 장관 주관 산하 기관 회의 참석 대기업 면세 입점업체 추가 지원 건의
2020.03.18	국토부, 공항 상업시설 중소기업 사업자 임대료 6개월간 25% 감면 그 외 사업자는 3개월간 납부 유예 발표
2020.04.01	기재부, 인천공항 면세점 임대료 감면 방안 발표 대 · 중견기업 임대료 6개월간 20% 감면 중 · 소상공인 임대료 6개월간 50% 감면
2020.04.03	인천공항공사, 여객 연동에 따른 임대료 감면 조건인 '내년도 임대료 ±9% 증감' 조항 삭제
2020.04.06	대기업 면세 사업자 3사(롯데, 신라, 신세계DF) - 인천공항공사 실무자 미팅 대기업 면세 사업자 3사는 계약내용에 대한 임의 수정 받아들이기 어렵다는 입장 표명
2020.04.13	대기업 면세 사업자 3사, 여객 연동에 따른 임대료 감면 조건인 '내년도 임대료 ±9% 증감' 조항 삭제는 받아들일 수 없다는 조건을 달아 임대료 감면 신청
2020.04.24	인천공항공사 사장 주관 면세점 3사 대표단과 간담회 개최
2020.05.15	인천공항공사 사장, 면세점 3사 대표단과 '임대료 추가 지원' 간담회 개최
2020.06.01	인천공항공사, 면세점 사업자와 업무협약(MOU) 체결, 임대료 감면 추가 지원 대기업: 기존 20%→50% 중소기업: 기존 50%→75%

자료: 언론보도 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

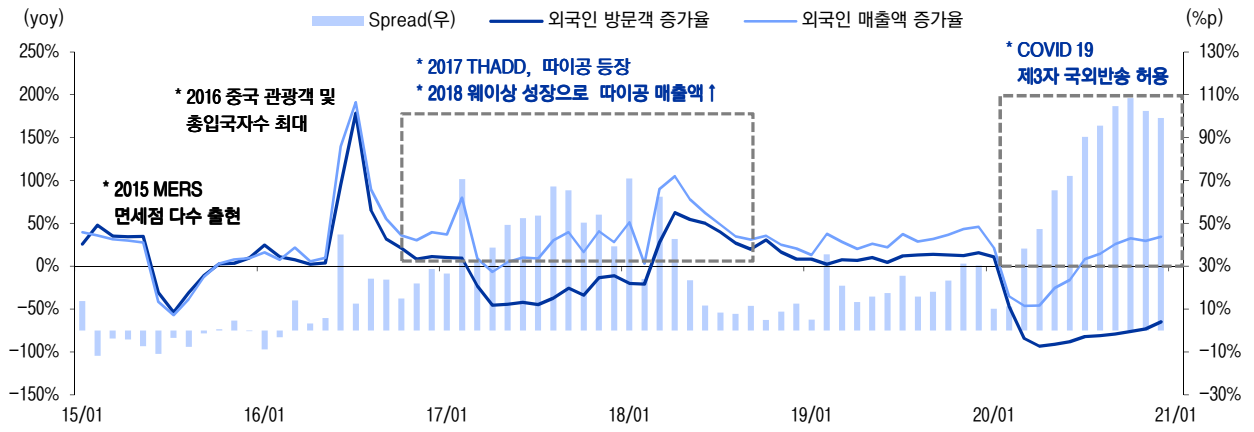
③ 면세품 제3자 국외반송 허용

장기재고 국내반출 허용 사안은 면세점 매출 회복이 가장 빠르게 나타날 수 있는 방안이나, 규모(장기재고품 규모 2019년 면세매출액의 5.7%)와 마진확보 차원에서 실질적인 이익 기여를 기대하긴 어렵다. 반면, 지원책 가운데 '면세품 제 3자 국외반송' 허용은 면세 매출 턴어라운드에 실질적인 기여를 할 것으로 예상된다.

면세품 제 3자 국외반송은 기존 면세점 제품 국외반출이 면세업체, 공급자에 한해 이루어졌던 것을 제 3자에게도 일시적으로 허용하는 방안이다. 면세점이 물품 공급자(면세업체, 공급자)가 아닌 해외업자에게도 면세품을 보낼 수 있으며, 제 3자는 대형 따이공 업체를 의미한다. 즉, 제 3자 국외반송으로 인해 따이공은 항공권이나 여권 없이 한국 면세점을 통해 글로벌 브랜드를 병행 수입, 판매 할 수 있게 된다.

따이공은 출입국시 거쳐야만 하는 1)자가격리 기간을 거치지 않고, 2)면세품 재고기간 제한 없이 3)럭셔리 제품 포함한 화장품 등 전 품목 구매가 가능하다. 따이공으로부터 발생하는 면세매출 비중이 70% 수준임을 감안 시, 제3자 국외반송으로 인한 면세 매출 회복을 기대 해 볼만하다. 다만, 1)면세점에 등록된 기업형(대형) 따이공으로 국외반송이 한정된다는 점과 2)브랜드 업체의 제 3자 반출 허용 여부, 3)중국 수요회복 등은 감안해야 할 사항이다.

그림33 **외국인 면세점 방문객 및 매출액 증가율**



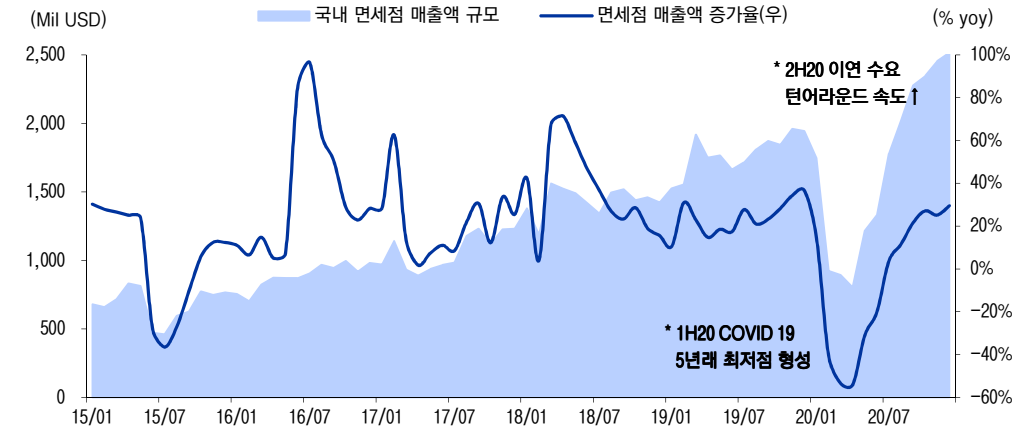
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

면세업, 2분기 저점 후 하반기 반등 예상

COVID 19 확산에 따른 출입국자수 급감에 면세점 방문객은 1~4월 누적기준 전년동기대비 59% 감소했다. 동기간 면세점 매출 하락율은 -32%로 면세점 방문객 감소 대비 하락폭이 제한적인 모습이다. 현재 면세점 매출에서 중국인 매출이 차지하는 비중은 70% 수준으로 따이공 매출 의존도가 높아 출입국자수와 면세 매출 상관관계는 2018년 이후로 낮아진 상황이다.

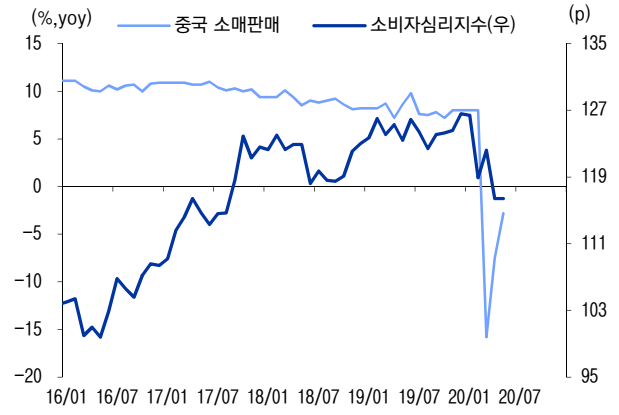
면세점 매출은 COVID 19 영향이 본격적으로 반영된 2분기 저점으로 하반기 턴어라드할 것으로 예상된다. 지원책 가운데 가시성이 빠른 장기재고 국내반출로 인한 면세점 매출 회복과 마진 확보에 실질적인 기여가 예상되는 제 3자 국외반송, 공항임차료 감면 지원은 3분기에 반영 될 것으로 예상한다. 중국 소매판매증가율은 3월 저점으로 반등세를 지속하고 있으며, S&P Global Luxury Index 역시 3월 저점 대비 20% 오른 상황이다. 2분기 중국 6 · 18 쇼핑시즌, 3~4분기 광군제(11월)등 연말 소비시즌 도래와 소매판매율의 회복세 감안 시, 이연수요와 함께 하반기 매출 턴어라운드가 기대된다.

그림34 국내 면세점 시장, 1H20 저점 형성 이후 하반기 반등 예상



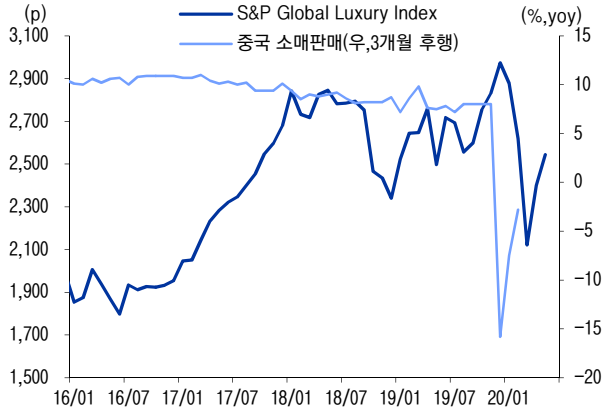
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 중국 소매판매 3월 저점으로 반등



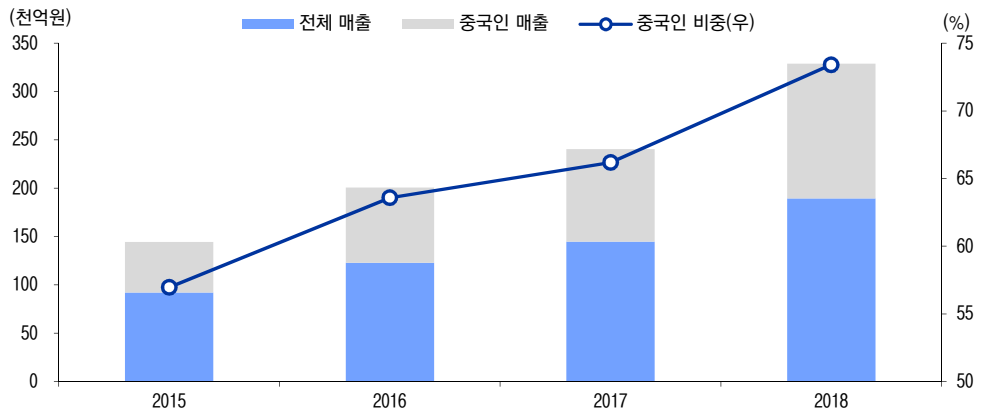
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 S&P Global Luxury Index 및 중국 소매판매 추이



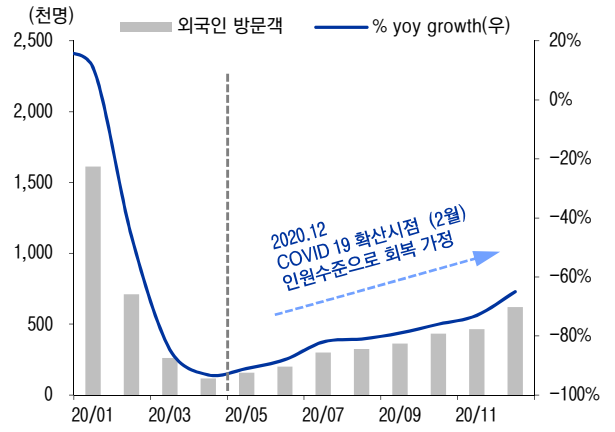
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 면세 매출 가운데 중국인 매출 비중은 70% 수준



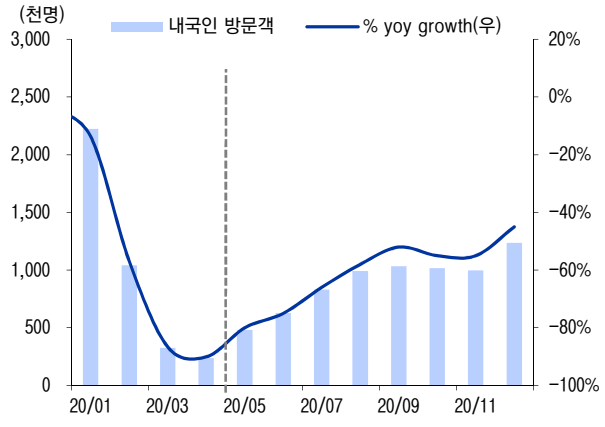
자료: 관세청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 외국인 방문객 완만한 회복세 예상



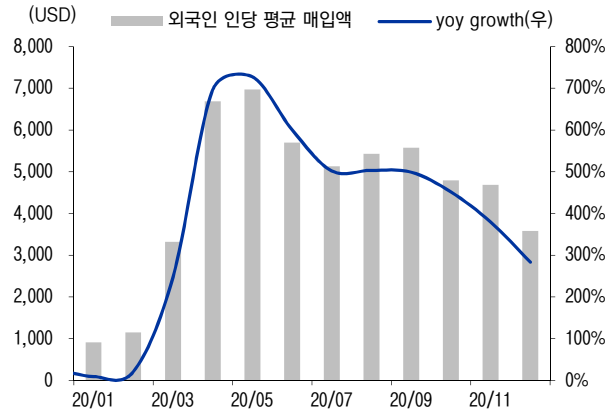
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 2020 년 월별 내국인 방문객 추이



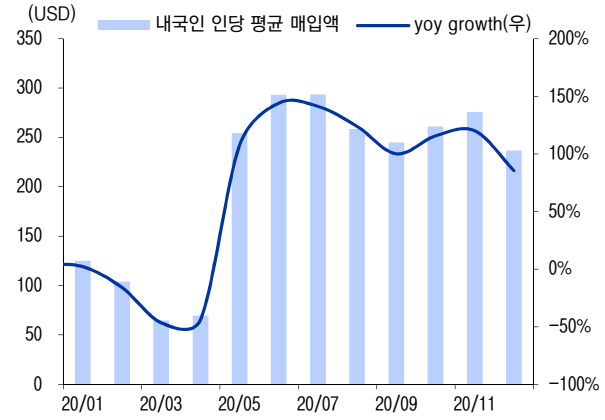
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 외국인 1 인당 평균 매입액 추정



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 내국인 1 인당 면세점 매출액 추정



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

날고 싶어도
날지 못하는 항공업

COVID 19가 바꾸어 놓은 항공 비즈니스

COVID 19 펜데믹으로 항공 비즈니스 판도가 바뀌고 있습니다. COVID 19 사태로 국가간 이동이 제한됨에 따라 글로벌 항공사 여객부문 매출액은 전년대비 62.5% 역성장 할 것으로 예상됩니다. 반면, 부진했던 화물부문 매출은 COVID 19로 인한 뜻밖의 수요증가와 화물공급부족으로 전년대비 8.2% 증가할 것으로 보입니다.

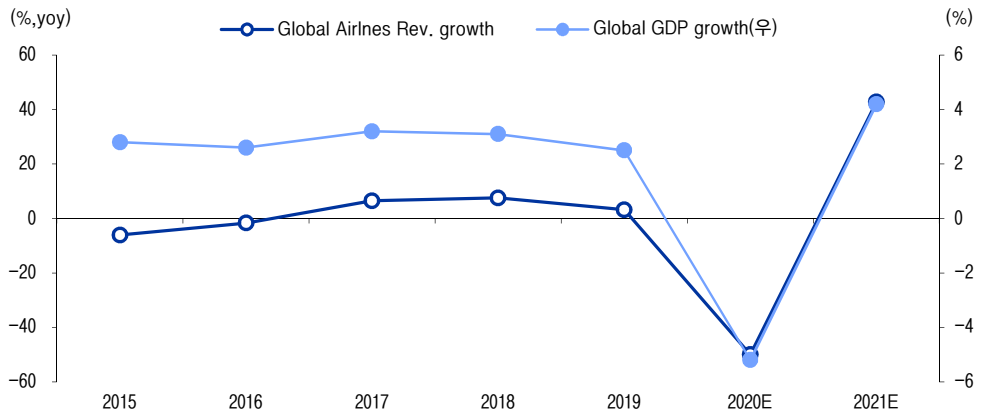
화물부문 매출이 여객 대비 아웃퍼폼 하더라도 2020년 항공업의 턴어라운드를 기대하긴 다소 어려운 상황입니다. 1)글로벌 항공사 매출의 70%는 여객부문에서 발생하며, 2)매출이 발생하지 않아도 비용(고정비) 지출이 클 수밖에 없는 산업 구조에 기인합니다. 타이트한 화물 수급이 다소 완화될 것으로 예상되는 가운데, COVID 19 완화로 여객 수요의 의미 있는 반등이 있기 전까지 항공업에 대한 보수적인 접근이 필요하다는 판단입니다.

COVID 19가 바꾸어 놓은 글로벌 항공업

2020년 항공 산업: 여객부문 역성장 vs. 화물부문 성장

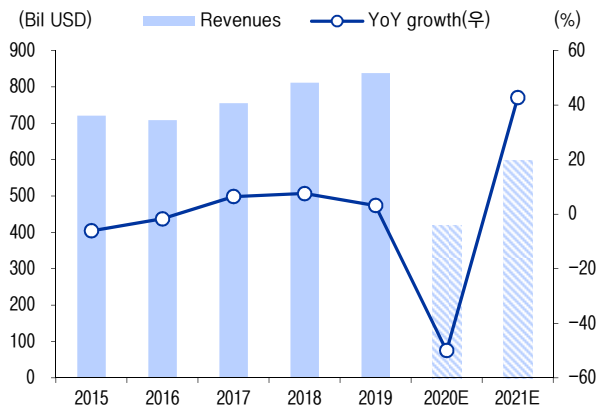
IATA 의하면 COVID 19로 인한 2020년 글로벌 항공사 매출은 전년대비 50.4% 감소한 $4,190억달러(약 500조원)를 기록할 것으로 추정된다. COVID 19 펜데믹으로 국가간 이동이 제한됨에 따라 여객부문 매출액은 전년대비 62.5% 감소한 $2,410억달러를 기록할 것으로 예상된다. 반면, 화물부문은 2019년 역성장에서 올해 턴어라운드 할 것으로 기대된다. 글로벌 화물 운송 가운데 화물기 비중은 약 50%로 화물기 이외 나머지는 여객기 밸리를 통해 이루어지고 있다. COVID 19로 여객기의 약 90%가 운항이 중단되면서 글로벌 화물 공급이 감소하는 반면, 화물 수요는 증가해 화물 운임이 상승하는 모습이다. 화물 수요 증가 지속에 따른 운임 상승으로 2020년 글로벌 화물부문 매출액은 $1,108억달러(8.2% YoY)를 기록할 것으로 예상된다.

그림42 2020 Global Commercial Airline 매출액 전년대비 -50% 역성장 예상



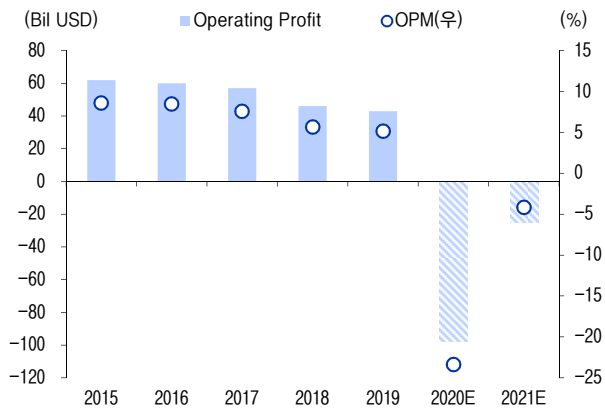
자료: IATA, WB, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Global Commercial Airlines 대상, Global GDP 성장률 전망치는 WB

그림43 2020 년 글로벌 항공사 매출액 -50% YoY 역성장



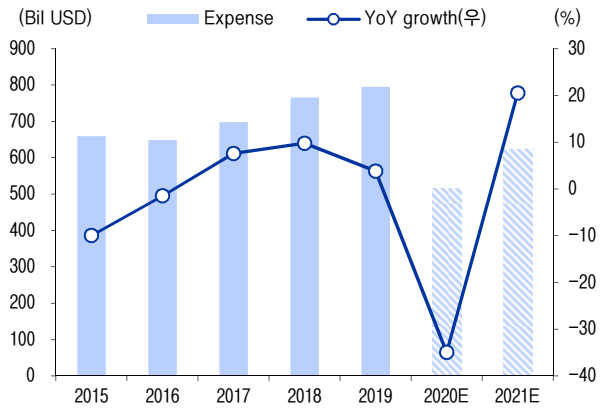
자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Global Commercial Airlines 대상

그림44 2020 년 영업이익 적자전환, OPM -21% 예상



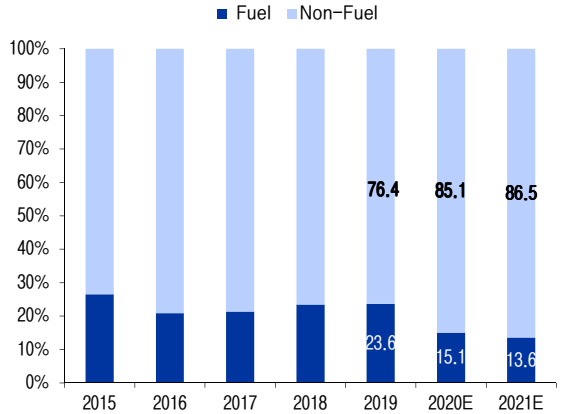
자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Global Commercial Airlines 대상

그림45 매출 모멘텀 부재한 가운데 비용 -35% YoY 축소 예상



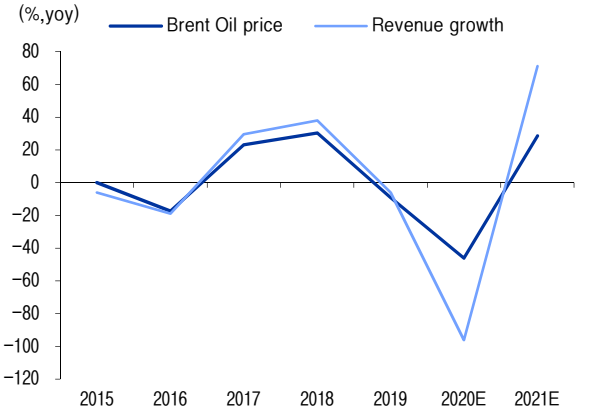
자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Global Commercial Airlines 대상

그림46 유류비 절감으로 인한 변동비 축소 vs. 고정비 증가



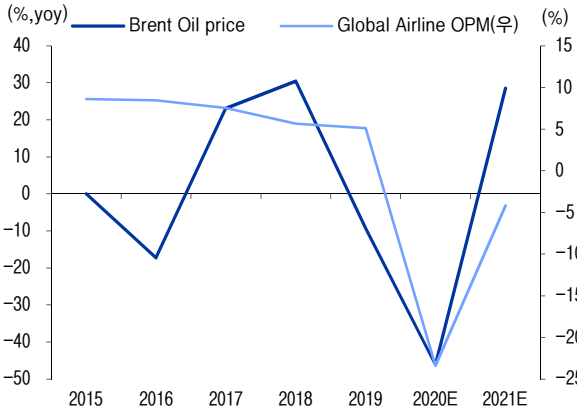
자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Global Commercial Airlines 대상

그림47 유가 증감율 및 글로벌 항공사 매출액 성장율 추이



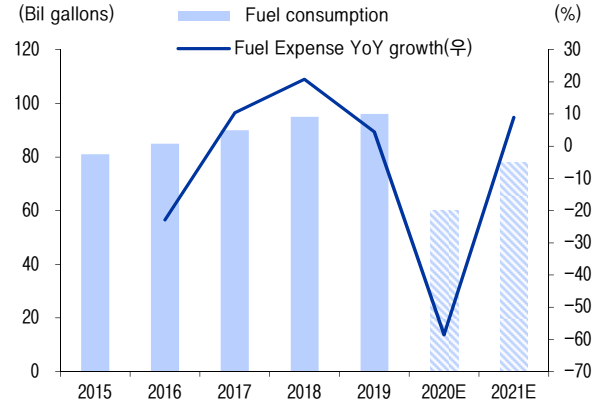
자료: IATA, Platts, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Global Commercial Airlines 대상

그림48 유가 증감율 및 글로벌 항공사 영업이익률 추이



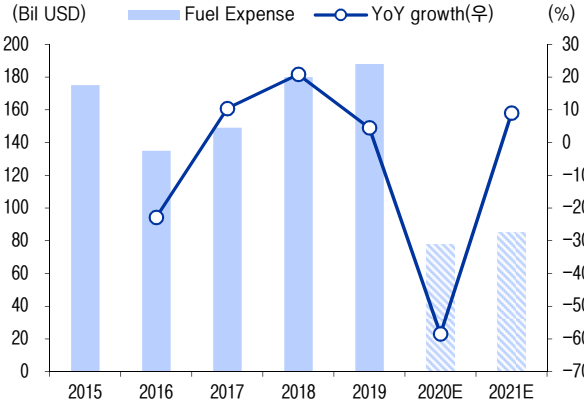
자료: IATA, Platts, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Global Commercial Airlines 대상

그림49 여객 및 화물 물동량 감소로 연료 소비 감소



자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Global Commercial Airlines 대상

그림50 유가(P↓)x유류소비(Q↓)로 인한 유류 비용 축소



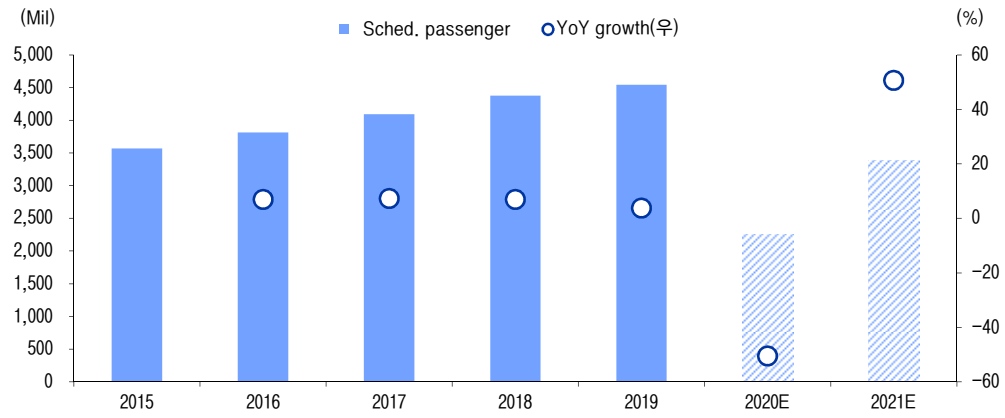
자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Global Commercial Airlines 대상

[여객]글로벌 항공업 가운데 여객부문 비중 75%

2020년 글로벌 화물부문 성장이 여객부문의 부진을 다소 만회할 수 있겠으나, 글로벌 항공사 매출액 가운데 통상 여객부문이 차지하는 비중은 75% 수준으로 여객수요가 회복되지 않는 한 업황 회복은 어려운 상황이다. 2020년 글로벌 여객수가 전년대비 50.6% 감소하면서 여객부문 매출은 전년대비 62.5% 역성장 할 것으로 예상된다. 여객 수요가 감소하는 상황에서 여객운임 역시 수요에 연동한 하락세를 나타낼 것으로 예상된다. 항공사 입장에서는 수요가 감소한 상황에서 여객운임 가격을 올려야 마진 확보가 가능한 상황이나, 여객 수요가 반토막 난 상황에서 운임 상승은 쉽지 않아 보인다.

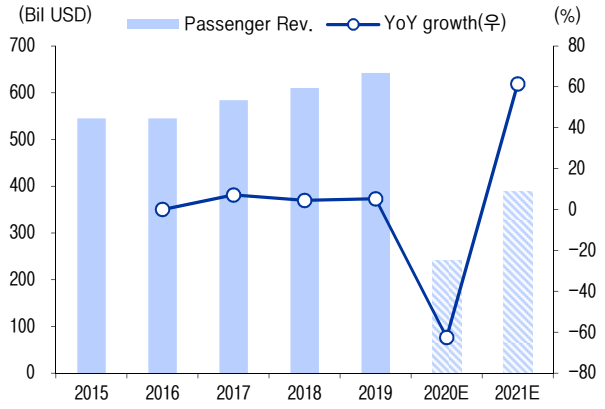
다만, 1)5월28일 기점으로 글로벌 COVID19 신규 확진자수가 안정화 추세에 접어들었다는 점, 2)6월 미국, 유럽, 동남아 등 주요국들의 국제선 운항재개와 3)7월 중 유럽 주요 관광국가들의 입국 허용 예정 등 감안 시, 하반기 여객수요가 소폭 회복될 수 있는 가능성도 열려있다.

그림51 COVID 19 로 글로벌 여객수 전년대비 50.6% 감소 예상



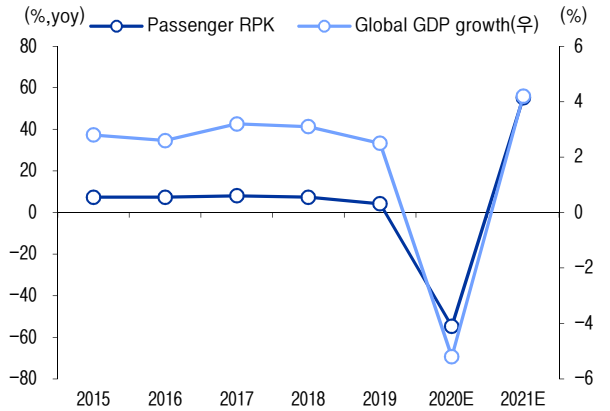
자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 2020 년 글로벌 항공사 여객 매출 -62.5% YoY



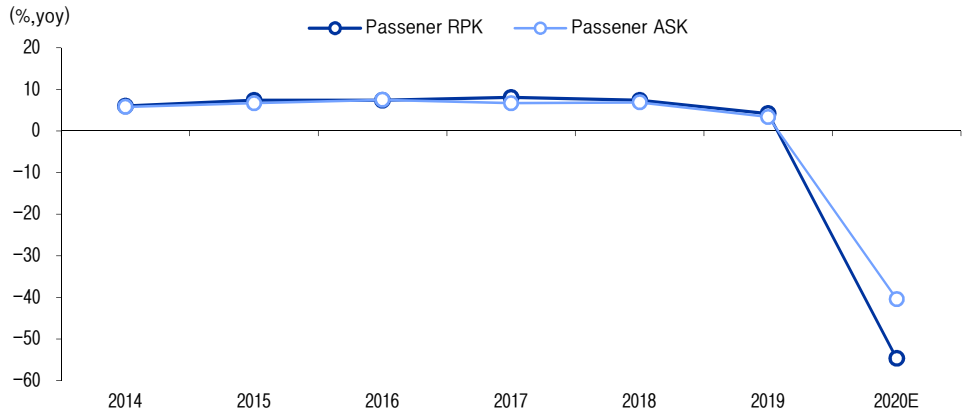
자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Global Commercial Airlines 대상

그림53 여객 매출 및 글로벌 GDP 성장률 추이



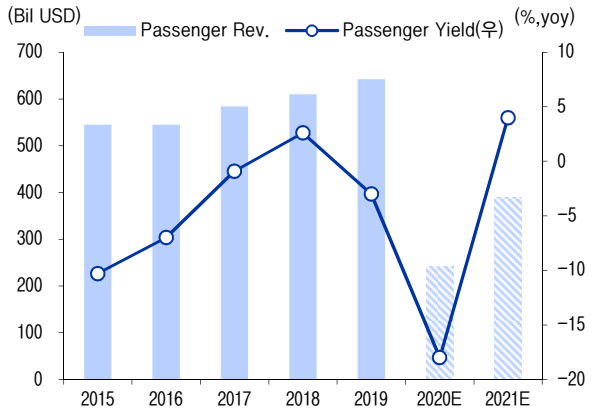
자료: IATA, WB, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Global Commercial Airlines 대상, Global GDP 성장률 전망치는 WB

그림54 2020 년 글로벌 여객 RPK -54.7% vs. ASK -40.4% (YoY) 감소 예상



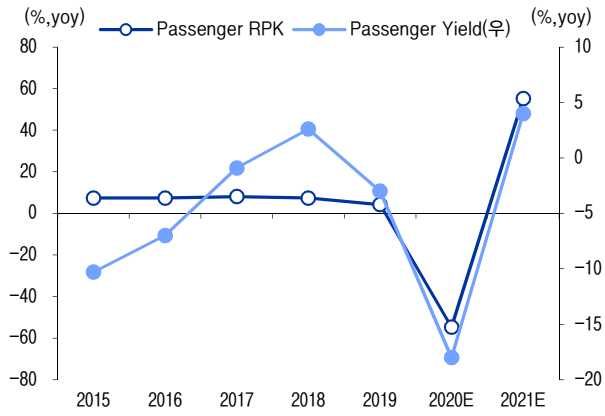
자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 여객 수요와 일드 감소로 매출 역성장



자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Global Commercial Airlines 대상

그림56 전년대비 여객 RPK-54.7%, Yield -18.0% 감소

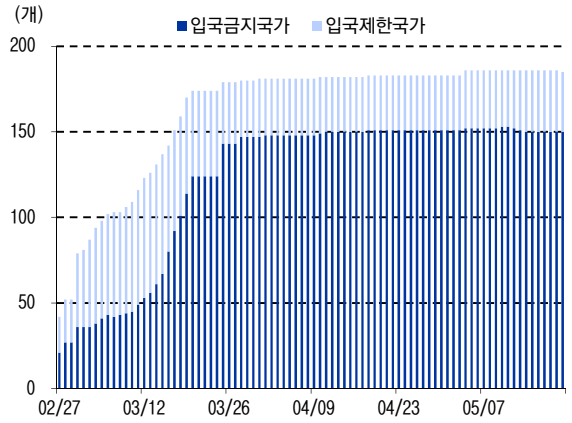


자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Global Commercial Airlines 대상

국내도 예외는 아니다. 외교부에 의하면 한국 출발 여행객에게 입국금지 조치를 내리거나 입국절차를 강화한 국가는 총 183개(6/17 기준) 국가로 집계되었다. 한국 전역에 대한 입국금지는 142개국, 격리조치 10개국, 검역강화 및 권고 사항 등은 31개국으로 내국인의 해외 출국 자체가 거의 불가능한 상황이다.

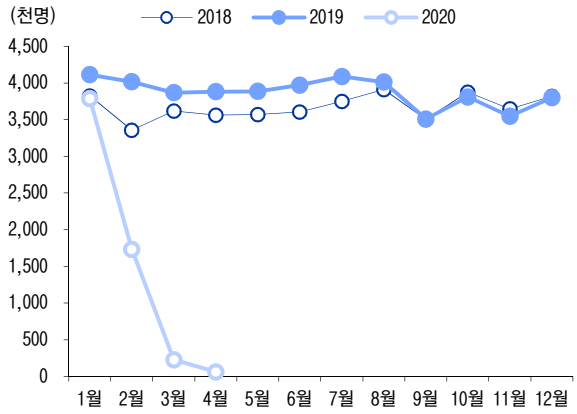
인천공항 3~5월 여객 수송실적은 전년동기대비 94.6% 급감했으며, 항공사별 여객 수송실적은 각각 대한항공은 93.3%, 아시아나항공 92.6% 감소했다. COVID19가 장기화됨에 따라 단기간 내 여객부문 실적 회복 가능성은 낮은 상황이다. 6월 기점으로 국내 FSC 항공사들이 국제선 운항을 재개하고 있으나, 향후 여객 수요회복이 이루어 진다면 1)국제선 보다 국내선 여객이, 2)국제선 내에서도 근거리 수요 회복이 점진적으로 이루어질 것으로 예상된다.

그림57 한국인 입국금지 및 검역조치국 183 개



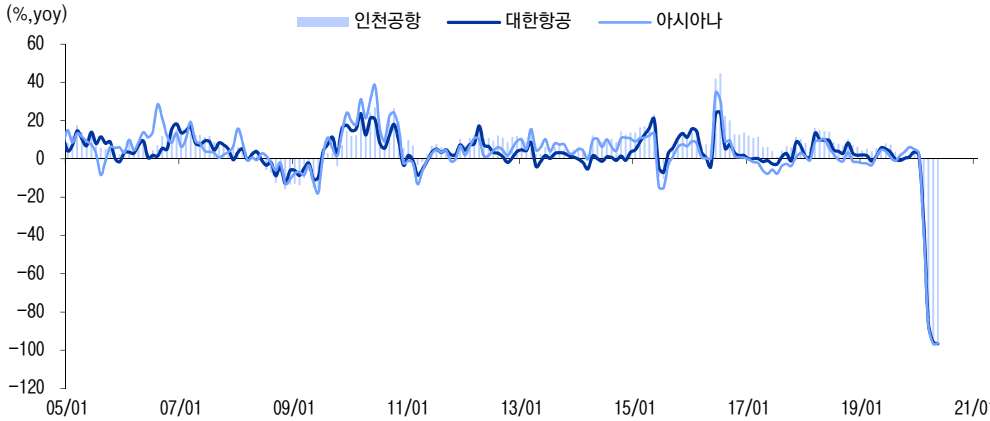
자료: 외교부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 출입국자수 3 월 기점으로 전년동기대비 90% 이상 급감



자료: KTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 5 월 여객수 전년동기대비 각각 인천공항 -97.6%, 대한항공 -96.6%, 아시아나 -96.3% 감소



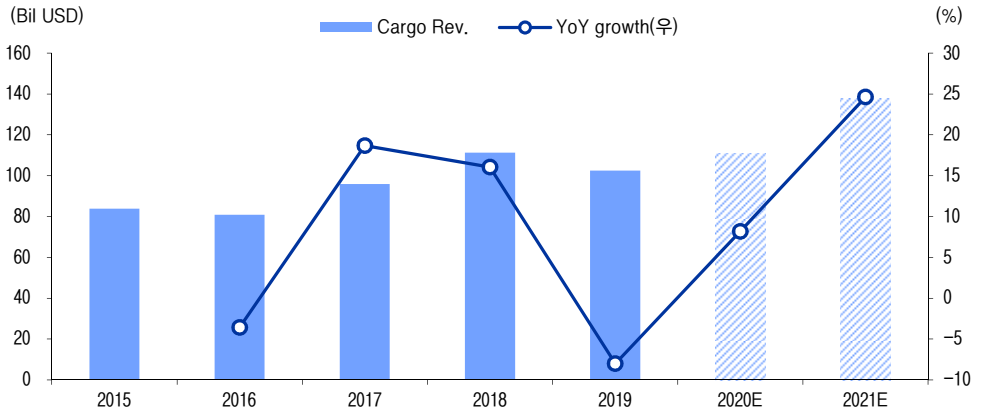
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

[화물]COVID 19로 인해 성장하는 화물시장

글로벌 항공사 매출액 가운데 여객을 제외한 화물 부문은 25% 수준이다. IATA에 의하면 2020년 글로벌 화물부문 매출은 $1,108억달러로 전년대비 8.2% 성장 할 것으로 예상된다. 글로벌 화물 운송 가운데 화물기 비중은 약 50%로 화물기 이외 나머지는 여객기 밸리를 통해 이루어진다. COVID 19로 여객기 약 90% 운항이 중단되면서 글로벌 화물 공급이 감소하는 반면, 화물 수요는 증가해 화물 운임이 상승하는 모습이다.

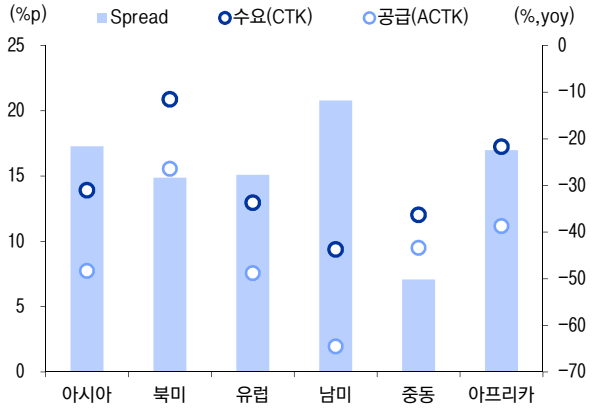
COVID 19 이후 글로벌 방역물자를 포함한 화물 수요가 급증하며 화물운임도 이에 연동해 상승했을 것으로 추정된다. 화물 공급이 부족한 상황에서 항공사들은 여객기 밸리를 적극 활용하는 모습을 보이고 있다. 항공화물 수요가 지속적으로 증가하는 가운데, 화물 운송 물량 확대가 화물운임 상승으로 이어지는 모습은 하반기에도 지속될 것으로 예상한다.

그림60 글로벌 화물 매출은 여객과 달리 전년대비 8.2% 증가할 것으로 추정



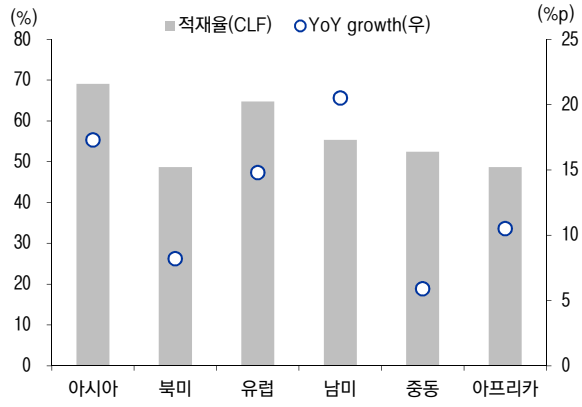
자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 4월 글로벌 지역별 항공화물 CTK 및 ACTK 증감율



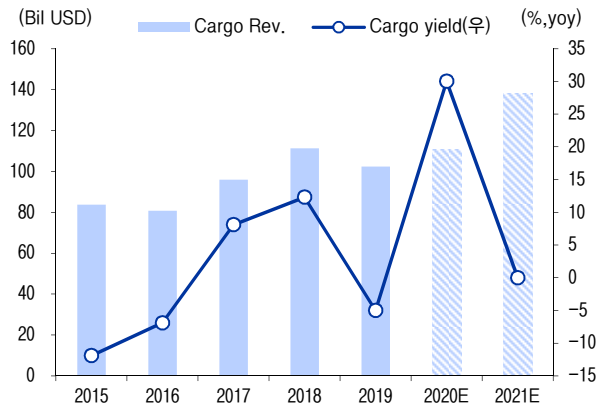
자료: IATA, Cargonews, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 4월 글로벌 지역별 항공화물 적재율



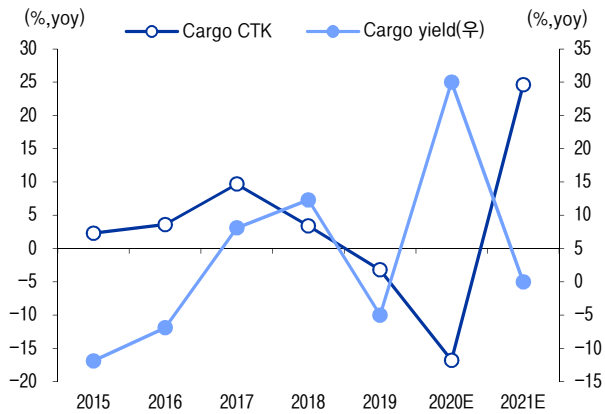
자료: IATA, Cargonews, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 글로벌 Cargo 매출 성장 지속할 것



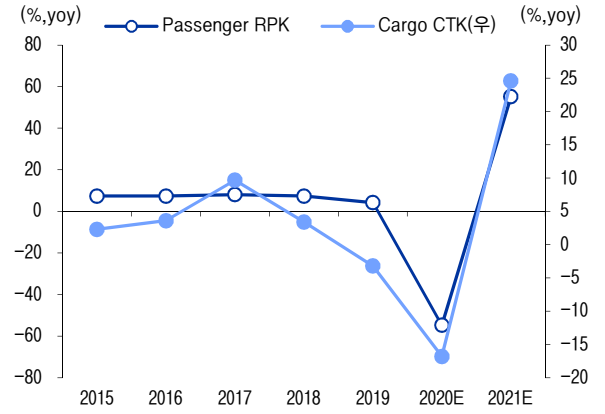
자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 Cargo yield 증가율 +30% YoY 로 5 년래 최고치



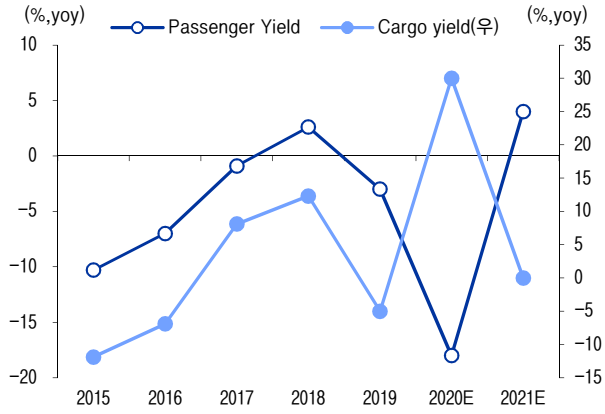
자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 글로벌 여객 및 Cargo 공급 정상화는 2020 년 이후



자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 2020 년 여객 yield -18% vs. Cargo yield +30% YoY

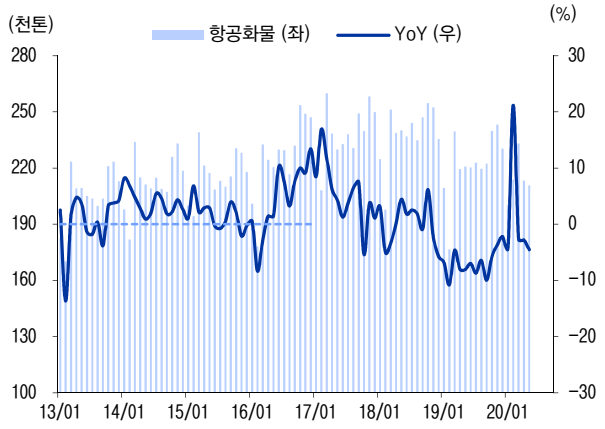


자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 FSC 항공사 역시 글로벌 항공사와 마찬가지로 화물부문 매출 성장이 여객부문의 부진을 다소 만회할 수 있겠으나, 1)매출액 가운데 여객부문이 차지하는 비중이 70%라는 점, 2)화물 운송실적 증가율이 2월 고점 이후로 하락 반전했다는 점 감안 시, 화물부문 실적 기대감만으로 업황 턴어라운드를 논하기에는 무리가 있어 보인다.

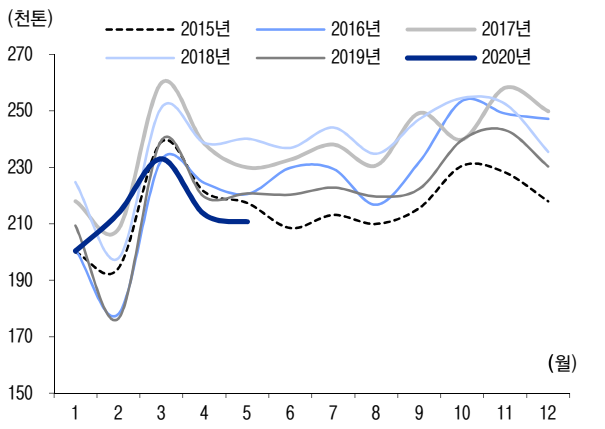
월별 화물수송 실적을 살펴보면, COVID 19가 사태가 발생했던 시기인 2월에 화물 수송실적은 전년동월대비 +21.1% 증가하는 모습을 보였다. 이후 1)항공사의 여객기 밸리 활용 등을 통한 화물공급 증대, 2)글로벌 COVID 19 신규 확진자수 완화에 따른 방역물자 수요 안정 등에 항공화물 수송 실적은 소폭 하락하는 모습이다. 18일 국토교통부는 여객기를 활용해 화물을 더 많이 운송할 수 있도록 규제를 완화했다. COVID 19로 인한 타이트한 수급이 하반기로 갈수록 다소 완화될 가능성도 배제할 수 없는 상황이다.

그림67 월별 화물 수송 실적



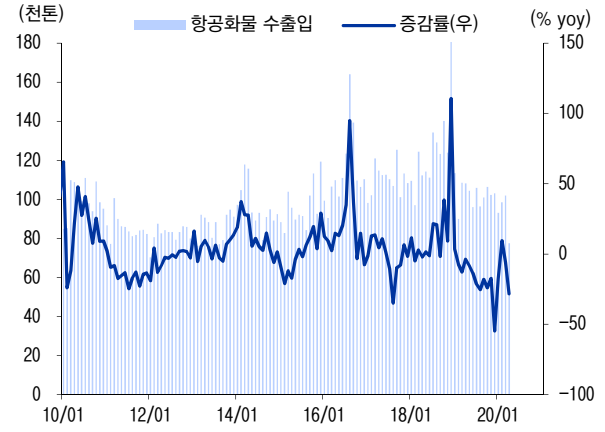
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 월별 화물수송 실적 YoY 추이



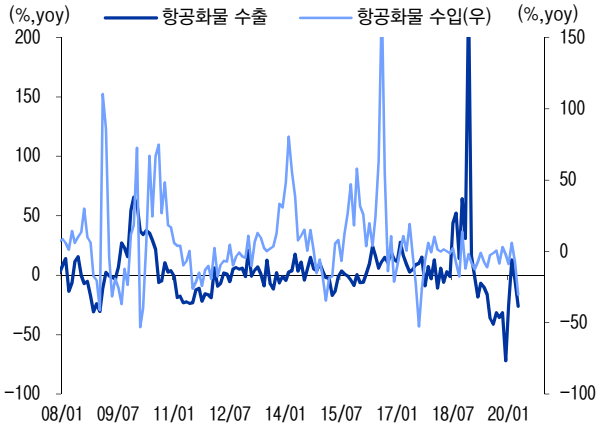
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 항공화물 수출입 추이



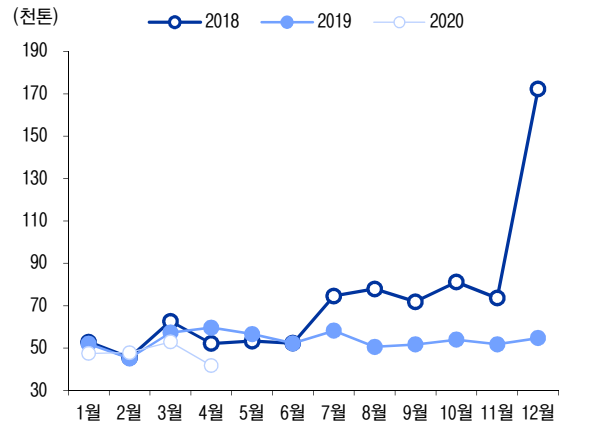
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 항공화물 수출입, 4월 기점으로 재차 반락



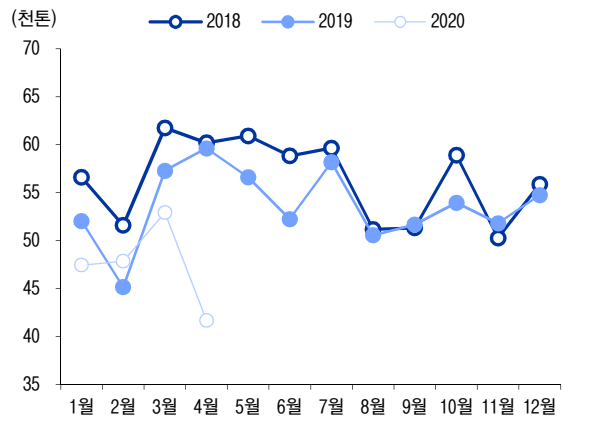
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 월별 항공화물 수출 추이



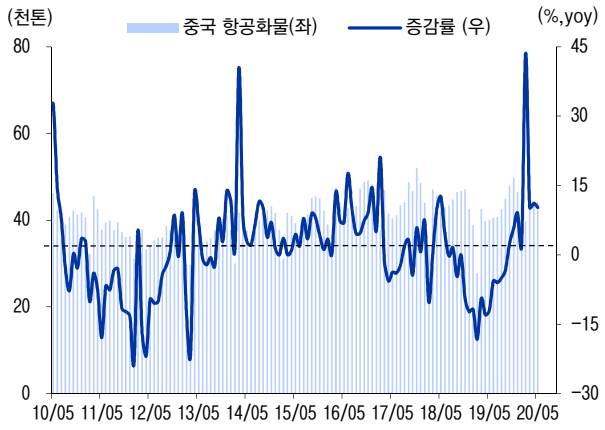
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 월별 항공화물 수입 추이



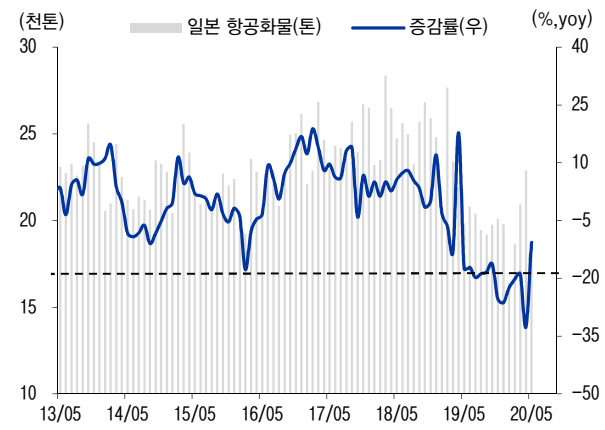
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 중국 항공화물 3 개월 연속 +10% YoY 증가



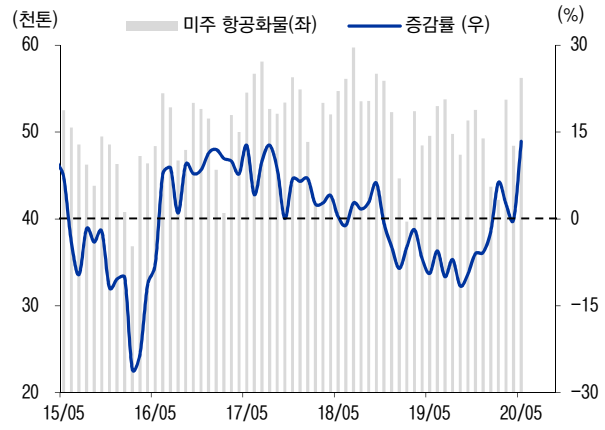
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 일본 항공화물은 5 월 기준 소폭 반락



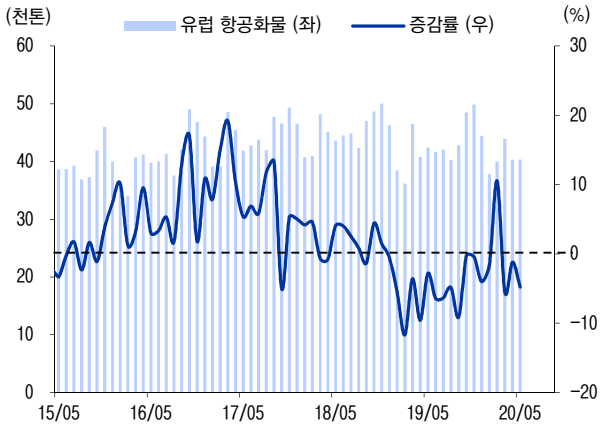
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 미주 항공화물은 5 월(+13.4%) 기점으로 큰 폭 상승



자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 5 월 유럽 항공화물 전월에 이어 소폭 상승세 지속



자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 화물 수송실적 Table

날짜	전체	증감률		세부항목				증감률			
	화물	YoY	MoM	직 화물	환적 화물	대한 항공	아시아나 항공	YoY (직화물)	YoY (환적화물)	YoY (대한)	YoY (아시아나)
Jan-18	224,761	3.1	(10.0)	67,993	45,237	102,068	55,167	8.8	6.3	3.8	5.7
Feb-18	197,788	(5.0)	(12.0)	57,356	39,916	90,034	45,889	(7.8)	4.5	(4.5)	(5.9)
Mar-18	251,163	(3.4)	27.0	75,493	49,743	114,285	59,411	(0.1)	(1.4)	(2.3)	2.0
Apr-18	238,661	0.1	(5.0)	69,259	49,034	105,651	56,676	(6.3)	6.3	(3.1)	1.7
May-18	240,120	4.4	0.6	69,453	49,902	104,823	55,590	1.6	8.5	(0.7)	3.3
Jun-18	236,898	1.8	(1.3)	66,156	49,147	102,645	55,379	(2.0)	4.4	(3.4)	2.9
Jul-18	244,099	2.5	3.0	69,090	52,056	106,727	59,239	3.4	3.8	(3.4)	7.4
Aug-18	234,815	1.8	(3.8)	67,569	50,830	104,533	57,787	1.6	3.0	(4.2)	9.0
Sep-18	247,062	(0.9)	5.2	72,229	53,528	109,939	60,286	(5.2)	5.2	(3.6)	4.4
Oct-18	254,564	6.1	3.0	77,233	54,162	112,788	62,261	8.7	2.4	1.3	7.0
Nov-18	252,454	(2.2)	(0.8)	76,294	53,995	111,856	60,386	(3.7)	0.4	(7.2)	(0.2)
Dec-18	235,480	(5.8)	(6.7)	67,950	47,938	104,453	59,597	(6.9)	(6.9)	(11.2)	2.0
Jan-19	209,383	(6.8)	(11.1)	63,767	40,803	91,607	49,767	(6.2)	(9.8)	(10.2)	(9.8)
Feb-19	176,432	(10.8)	(15.7)	53,153	34,057	78,789	40,393	(7.3)	(14.7)	(12.5)	(12.0)
Mar-19	239,519	(4.6)	35.8	71,614	45,975	103,711	55,807	(5.1)	(7.6)	(9.3)	(6.1)
Apr-19	219,486	(8.0)	(8.4)	63,932	45,605	93,473	52,363	(7.7)	(7.0)	(11.5)	(7.6)
May-19	220,756	(8.1)	0.6	63,366	44,339	93,747	51,224	(8.8)	(11.1)	(10.6)	(7.9)
Jun-19	220,322	(7.0)	(0.2)	61,910	44,155	93,557	51,526	(6.4)	(10.2)	(8.9)	(7.0)
Jul-19	222,822	(8.7)	1.1	62,349	46,113	95,197	53,568	(9.8)	(11.4)	(10.8)	(9.6)
Aug-19	219,672	(6.4)	(1.4)	62,891	45,534	96,837	52,820	(6.9)	(10.4)	(7.4)	(8.6)
Sep-19	222,379	(10.0)	1.2	66,450	45,295	98,747	53,446	(8.0)	(15.4)	(10.2)	(11.3)
Oct-19	239,755	(5.8)	7.8	73,474	49,340	103,233	59,143	(4.9)	(8.9)	(8.5)	(5.0)
Nov-19	243,168	(3.7)	1.4	74,166	50,960	107,878	57,779	(2.8)	(5.6)	(3.6)	(4.3)
Dec-19	230,311	(2.2)	(5.3)	69,589	45,162	102,774	56,604	2.4	(5.8)	(1.6)	(5.0)
Jan-20	200,334	(4.3)	(13.0)	61,941	39,144	88,131	47,651	(2.9)	(4.1)	(3.8)	(4.3)
Feb-20	213,746	21.1	6.7	67,563	38,895	96,619	50,652	27.1	14.2	22.6	25.4
Mar-20	233,025	(2.7)	9.0	70,383	45,095	105,995	55,806	(1.7)	(1.9)	2.2	(0.0)
Apr-20	213,322	(2.8)	(8.5)	59,067	45,927	104,662	54,459	(7.6)	0.7	12.0	4.0
May-20	210,729	(4.5)	(1.2)	58,681	48,545	106,424	53,444	(7.4)	9.5	13.5	4.3

자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

[Appendix]글로벌 항공업 정부 지원 정책

표5 국가별 항공산업 지원 현황

국가	내용
미국 (74조원)	-항공사에 대한 $500억달러 지원 요청(3/19) -여객항공 운송에 대한 보조금($250억) + 무담보 대출($250억)
독일 (무한대)	-자국 항공사 대상 Unlimited 금융지원(LH 등 일부 항공사) -무이자 대출기한 연장, 세금 유예, 공항이용료 면제 -대출보증 €6,000억 -저가항공사 대출지원
영국 (502조 대출 보증)	-근로자 휴업, 휴직 수당의 80%를 지원 -저가항공사 이지젯에 대출(9,200억 GBP) 지원 -502조원 규모 대출 보증
프랑스 (60.5조원)	-자국 항공사에 대한 €450억 지원 -법인세 납부 유예, 피해기업 임시 국유화 검토
이탈리아 (5.5조원)	-국적항공사 알리탈리아 완전 국유화 및 5억 유로 지원
네덜란드	- KLM 등에 구제금융 지원
일본 (무제한)	-항공사 대상 무제한 융자 지원 -공항시설 사용료 유예
중국	-항공사 노선별 보조금 지원 복수 항공사 운항 노선: ASK 당 0.0176위안 단독 운항 노선: ASK 당 0.0528위안 -국내선에 대한 민간항공개발기금 납부 면제 -착륙료, 주기료 감면 등
대만 (1.3조원)	-항공산업에 $1.6억지원 -항공사에 $10억 이상 1년간 무이자 대출 -2조원 규모 대출 보증 -공항시설 사용료 등 보조금 지원
홍콩	-Cathay Pacific에 390억 홍콩달러 구제 금융 지원
싱가포르 (16.5조원)	-항공산업에 6개월간 $8,100만달러 규모 지원 -$105억 규모 주식·전환사채 발행 -$28억 규모 대출 지원 -$2.8억 규모 임금보조금 지원
호주 (5,500억 원)	-화물기 착륙료 10% 리베이트, 여객기 주기료 100% 리베이트, 지상조업사 지언, 포워더 들에 대한 창이공항 내 임대료 리베이트 지원 -항공산업에 7.2억AUD 지원
뉴질랜드	-항공산업에 6억 NZD 지원 -항공사에 6개월간 승객 관련 요금(1.63억 NZD)+항공사 관련 요금(0.37억 NZD) 지원 -수입 감소 항공사에 대한 7억 NZD 지원 -에어뉴질랜드에 대한 9억 NZD 대출 지원
말레이시아	-6개월간 공항 구내 임대료 및 착륙료, 주기료 감면, 항공사 전기료 15% 할인

자료: 언론보도 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 글로벌 항공사 정부 자금지원 현황

국가	항공사	내용
미국	델타항공	-미국 정부 54억 달러 지원
	아메리칸항공	-미국 정부 58억 달러 지원
	유나이티드항공	-미국 정부 50억 달러 지원
독일	루프트한자	-독일 정부, LH에게 €90억(약 12.3조원) 공적 자금 지원 -독일 정부 기업 구제 펀드인 '연방경제안정화기금(WSF)' 통해 지원 받음 -WSF, LH 지분 20%(€3억)인수 + 무의결권 자본 투입(€57억) + 민간은행 유자(€30억) -독일 정부, 이사회 임원 2명 지명해 LH 경영에도 직접 참여 -다른 항공사가 LH 인수할 경우 독일 정부 지분을 25%까지 확대 할 수 있도록 근거 조항 마련 -2023년까지 LH 보유 주식 전량 매각 예정 -스위스, 오스트리아, 벨기에 정부, €10억 지원
	콘도르항공	-독일 정부, 콘도르항공에 대한 5.5억 유로(약 7,300억원) 대출 지원
영국	라이언에어	-영국 정부로부터 £6억(약 9천억원) 대출 지원 받음
	버진애틀랜틱	-영국 정부로부터 £75억 정부 보조금 지원 요청
	이지젯	-영국 정부로부터 6억 파운드(9,000억원) 대출 받음
프랑스	에어프랑스	-프랑스 정부로부터 €70억 대출 및 대출 보증 지원 받음
이탈리아	알리탈리아	-이탈리아 정부로부터 5억 유로(약 6,700억원) 지원 받음 -이탈리아 정부가 완전 국유화
네덜란드	KLM	-네덜란드 정부로부터 40억 유로 지원 받음
스칸디나비아 3국	스칸디나비아항공(SAS)	-스웨덴, 덴마크, 노르웨이 정부로부터 30억 스웨덴크로나(약 3,700억원) 지급보증 받음
s라트비아	에어발틱	-라트비아 정부로부터 1억 5,000만 유로(약 2,000억원) 지원 받음
일본	ANA홀딩스	-일본 정부에 4,000억엔(4조 6000억원) 자금 지원 요청한 상태
홍콩	캐세이퍼시픽	-홍콩 정부가 우선주(195억 홍콩달러) 매입 + 단기 대출(78억 홍콩 달러)

자료: 언론보도 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 미국 정부 항공산업 CAREs Act

규모	**여객항공사 $250억 + 화물항공사 $40억**
대상	아메리칸, 델타, 유니아니티드, 사우스웨스트 등 10개 항공사
기간	2020.04-2020.09
조건	-지원금의 30% 추후 상환 -정부, 지원금의 10% 항공사 주식 인수 -항공사, 9/30 까지 무급휴직 금지하며 현재 고용인원의 최소 90% 유지 -연봉이 $42.5만달러 이상인 고용인의 경우, 대출기간과 종료 후 1년간 연봉 동결 -연봉이 $30만달러 이상인 고용인의 경우, 30만달러 + 초과분의 50% 합산 금액으로 동결 -항공사, 2021년말까지 배당금 지급 및 자사주 매입 금지

자료: U.S. Senate, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 COVID 19 이후 정부의 항공업 지원 정책

일시	내용
2월 5일	한-중 노선에 대해 운수권, 슬롯 미사용분에 대해 회수 유예조치 시행
2월 11일	김현미 국토교통부 장관과 항공업계 간담회
2월 17일	〈항공분야 긴급 지원대책〉 발표 유동성 위기에 놓인 저비용항공사(LCC)에 최대 3000억원 지원하기로 결정(산업은행 통해) 운항중단, 감축이 이루어진 노선은 운수권(항공기 운항 횟수), 슬롯(시간당 이착륙 횟수) 미사용분에 대해 회수 연장 결정 전년동기대비 여객이 감소한 항공사에 대해서는 최대 3개월간 공항시설사용료 납부 유예 상반기 중 항공수요 회복이 되지 않을 경우 6월부터 2개월 간 착륙료 10% 감면하기로 결정 행정처분으로 항공사에 신규 과징금 발생시 1년간 과징금 납부를 유예, 항공기 안정성 인증 및 수리, 개조 승인에 대한 수수료 감면기한을 2년 연장
3월 18일	〈항공업계 추가 지원방안〉 발표 -운수권, 슬롯 전면 회수유예: 항공사가 보유 중인 전체 노선의 운수권을 21년에도 유지 -공항시설사용료 감면 정류료를 3월 납부분부터 3개월간 전액면제, 항행안전시설 사용료 4월부터 3개월간 납부유예(무이자) 5월까지 전국 공항에서 주기료 면제. 국제선 항공기 착륙시 부과되는 항행 안전시설 사용료 면제 6월부터 감면하기로 했던 착륙료는 3월분부터 앞당겨 2월간 감면. 감면폭도 20%로 확대 공항 내 상업시설 사용료 3월부터 3개월간 납부유예. 운항이 중단된 공항의 상업시설에 입주한 중소기업,소상공인의 임대료 전액면제 -고용유지 지원: 휴업수당의 3분의 2~90%까지 고용유지 지원금을 지원하고 4대 보험금 납부유예 등 지원
4월 21일	산업은행과 수출입은행이 아시아나항공에 마이너스 통장 형태인 한도 대출로 1조 7천억원 지원
4월 23일	공정거래위원회가 제주항공의 이스타항공 인수 승인
4월 24일	산업은행과 수출입은행이 대한항공에 1조 2천억원의 긴급 자금 지원 자산유동화증권 인수(7천억원), 영구채 인수(3천억원), 운영자금 지원(2천억원)
4월 29일	〈한국산업은행법 시행령 개정안〉 국회 통과 항공, 해운, 기계, 자동차, 조선, 전력, 통신 등 7개 업종 중심으로 지원하는 방침
5월 12일	〈한국산업은행법 시행령 개정안〉 국무회의 통과 40조원 규모의 기간산업안정기금 지원 대상 업종으로 항공과 해운업 확정 우선적으로 지원 수요가 있는 항공과 해운업을 확정하는 한국산업은행법 시행령 개정안이 국무회의 통과
5월 20일	〈기간산업안정기금 운용방안〉발표 총차입금 5,000억원 이상, 근로자 수 300인 이상 항공 및 해운업체에 기금 지원
6월 18일	기간산업안정기금운용심의회 회의를 통해 신청 공고 일정 확정
6월 중	기간산업안정기금채권 발행 및 자금지원 신청 접수 주채권은행 의견조회 및 산업은행의 자금지원 요건 심사 → 기금운용심의회 심의 후 자금지원 실행

자료: 언론보도 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

호텔신라 (008770)	38
대한항공 (003490)	47
아시아나항공 (020560)	57
제주항공 (089590)	66
하나투어 (039130)	72
모두투어 (080160)	83

Universe

종목명	투자판단	목표주가
호텔신라	Buy (신규)	105,000 원(신규)
대한항공	Buy (신규)	24,500 원(신규)
아시아나항공	Hold(신규)	3,400 원(신규)
제주항공	Not Rated	Not Rated
하나투어	Hold(신규)	45,000 원(신규)
모두투어	Hold(신규)	12,000 원(신규)

호텔신라 (008770)

2020. 6. 22 | 항공/호텔/레저

Analyst 안진아
02. 3779 8687
aja1215@ebestsec.co.kr

2H20 면세 업황 회복 기대

Buy (initiate)

목표주가 105,000 원
현재주가 72,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

면세 지원책이 가시화 될 하반기

면세점 매출은 COVID 19 영향이 본격적으로 반영된 2분기 저점으로 하반기 턴어라드 할 것으로 예상. 지원책 가운데 가시성이 빠른 장기재고 국내반출로 인한 면세점 매출 회복과 마진 확보에 실질적인 기여가 예상되는 제 3자 국외반송, 공항임차료 감면 지원은 3분기에 가시화 될 것. 중국 소매판매증가율은 3월 저점으로 반등세를 지속하고 있으며, S&P Global Luxury Index 역시 3월 저점 대비 20% 오른 상황. 2분기 중국 6·18 쇼핑시즌, 3~4분기 광군제(11월)등 연말 소비시즌 도래와 소매판매율의 회복세 감안 시, 이연 수요와 함께 하반기 매출 턴어라운드 기대

2분기 및 2020년 실적 전망

2분기 실적은 매출액 7,625억원(-43.7% YoY), 영업손실 -310억원(적자전환 YoY)으로 1분기 대비 매출액과 영업손실 적자폭 확대 예상. COVID 19 영향이 본격적으로 반영된 3월 중순 이후부터 전체 면세점 이용객수 급감이 90% 이상 지속되고 있기 때문. 2020년 동사 연간 실적은 매출액 4조 1,830억원(-26.8% YoY), 영업손실 -491억원(적자전환 YoY)으로 추정. 연결기준 전체 영업이익은 2분기 저점으로 하반기 턴어라운드 시현할 것으로 예상. COVID 19가 장기화됨에도 불구하고, 실적 회복을 예상하는 이유는 1)제 3자 국외반송을 통한 따이공 매출 증가, 2)본격적인 3분기 소비 시즌 기대감, 3)비용 가운데 가장 큰 부담인 공항임차료 감면 등이 영업 손실폭을 축소에 기여할 것으로 보기 때문

투자의견 BUY, 목표주가 105,000원 제시하며 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 105,000원을 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가는 정상화가 기대되는 시점인 2021년 EPS에 Target PER 19.3배를 적용하여 산출. 투자의견 매수 근거는 1)국내 면세점 매출 가운데 따이공 비중이 70%비중을 차지하는 점, 2)제 3자 국외 반송을 중심으로 한 실적 회복 기대, 3)하반기 COVID 19 확산 기조 완화 및 본격적인 소비 시즌 도래로 여타 업종 대비 실적 턴어라운드가 비교적 빠르게 나타날 데 기인

Stock Data

KOSPI (6/19)		2,141.32 pt
시가총액		28,259 억원
발행주식수		39,248 천주
52 주 최고가/최저가		108,500 / 61,800 원
90 일 일평균거래대금		580.26 억원
외국인 지분율		24.5%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		19,948 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-22.1%
	6 개월	-13.4%
	12 개월	-30.9%
주주구성	삼성생명보험 (외 6 인)	17.3%
	국민연금공단 (외 1 인)	12.7%
	자사주 (외 1 인)	5.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	4,714	209	147	110	2,965	340.3	284	25.8	12.0	4.0	15.4
2019	5,717	296	226	169	4,565	54.0	515	18.6	8.5	3.7	20.2
2020E	4,183	-49	-136	-108	-2,909	적전	163	-24.7	26.2	3.6	-12.6
2021E	5,644	318	254	202	5,430	흑전	489	13.3	8.7	2.9	22.4
2022E	6,613	349	281	223	6,019	10.8	495	12.0	7.7	2.4	20.1

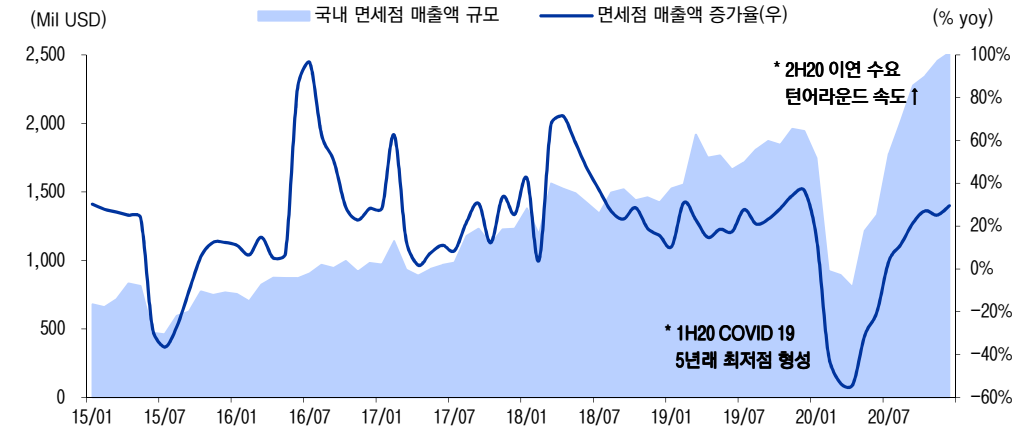
자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

하반기 면세 턴어라운드 기대

COVID 19 확산에 따른 출입국자수 급감에 면세점 방문객은 1~4월 누적기준 전년동기대비 59% 감소했다. 동기간 면세점 매출 하락율은 -32%로 면세점 방문객 감소 대비 제한적인 모습이다. 현재 면세점 매출에서 중국인 매출이 차지하는 비중은 70% 수준으로 따이공 매출 의존도가 높아 출입국자수와 면세 매출 상관관계는 2018년 이후로 낮아진 상황이다.

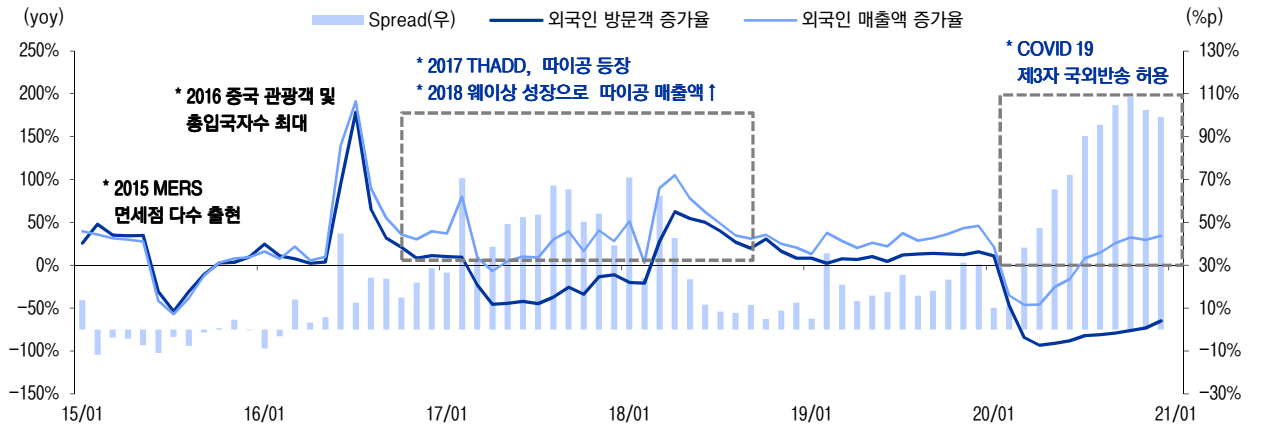
면세점 매출은 COVID 19 영향이 본격적으로 반영된 2분기 저점으로 하반기 턴어라드할 것으로 예상된다. 지원책 가운데 가시성이 빠른 장기재고 국내반출로 인한 면세점 매출 회복과 마진 확보에 실질적인 기여가 예상되는 제 3자 국외반송, 공항임차료 감면 지원은 3분기에 가시화 될 것으로 예상한다. 중국 소매판매증가율은 3월 저점으로 반등하고 있으며, S&P Global Luxury Index 역시 3월 저점 대비 20% 오른 상황이다. 2분기 중국 6 · 18 쇼핑시즌, 3분기 광군제(11월), 4분기 연말 소비시즌 도래와 소매판매율의 회복세 감안 시, 이연 수요와 함께 하반기 매출 턴어라운드가 기대된다.

그림77 국내 면세점 시장, 2Q20 저점 형성 이후 하반기 반등 예상



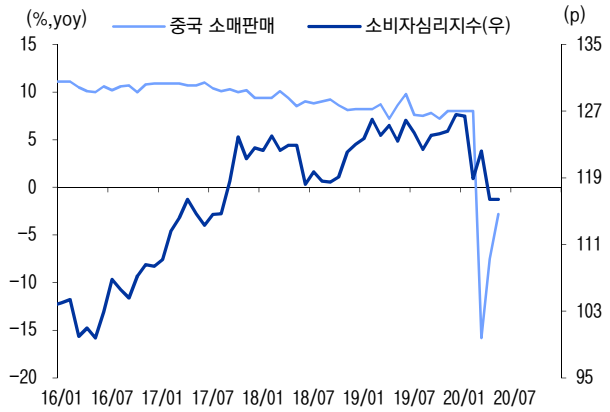
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 외국인 면세점 방문객 및 매출액 증가율



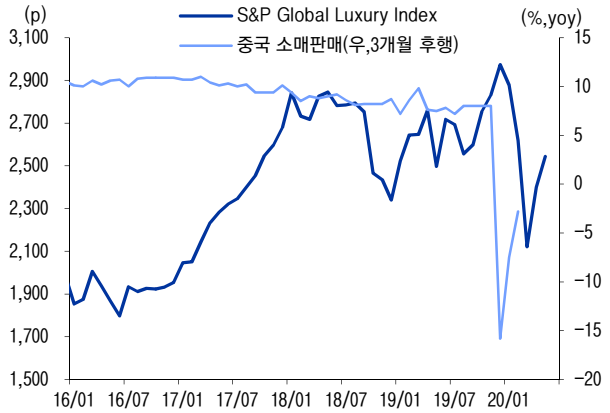
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 중국 소매판매 3 월 저점으로 반등



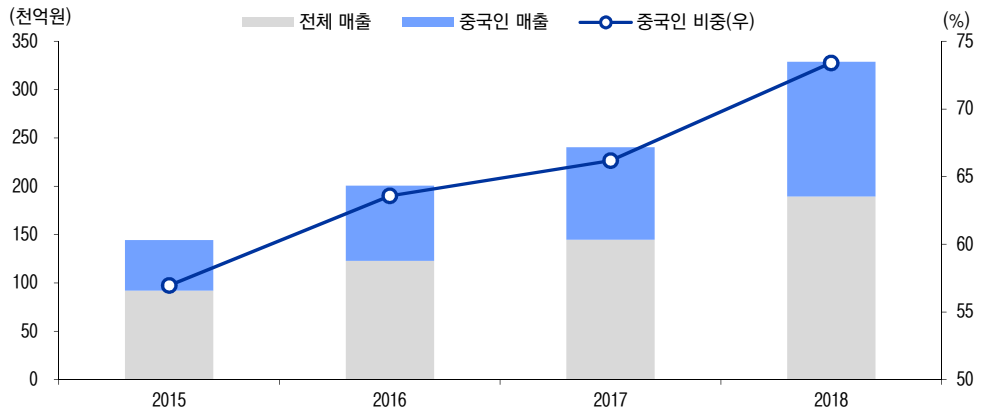
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 S&P Global Luxury Index 및 중국 소매판매 추이



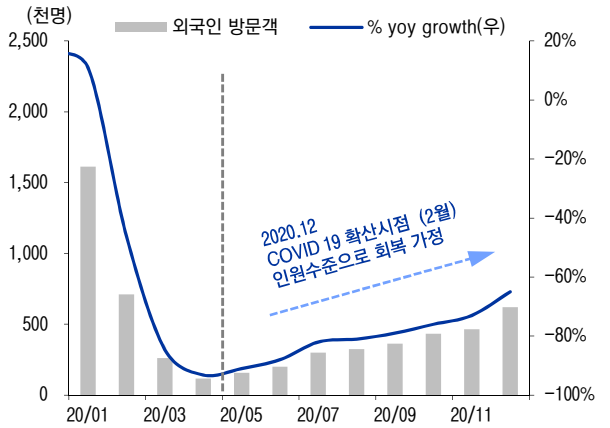
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 면세 매출 가운데 중국인 매출 비중은 70% 수준



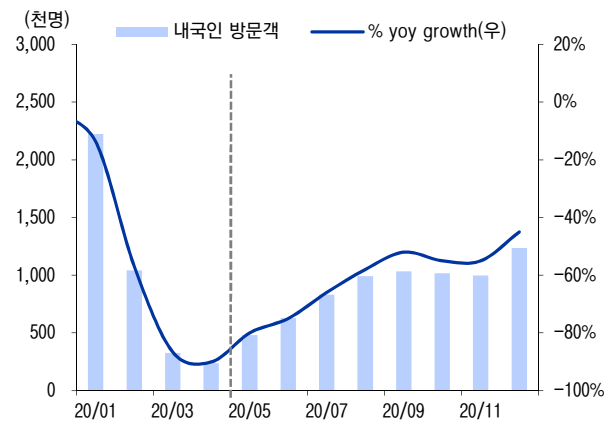
자료: 관세청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 외국인 방문객 완만한 회복세 예상



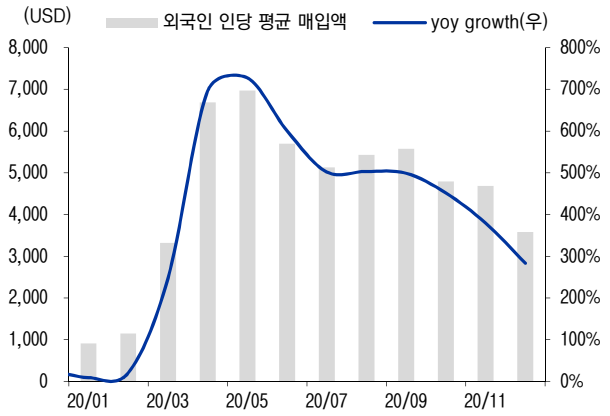
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 2020 년 월별 내국인 방문객 추이



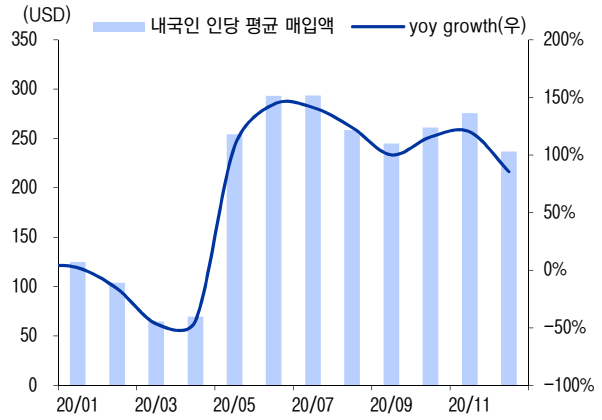
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 외국인 1 인당 평균 매입액 추정



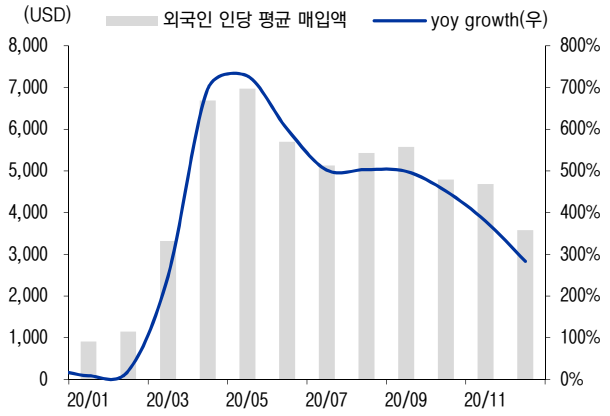
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 내국인 1 인당 면세점 매입액 추정



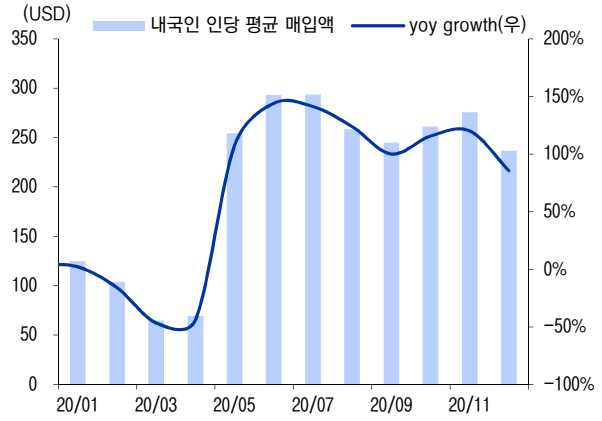
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 외국인 1 인당 평균 매입액 추정



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 내국인 1 인당 면세점 매입액 추정



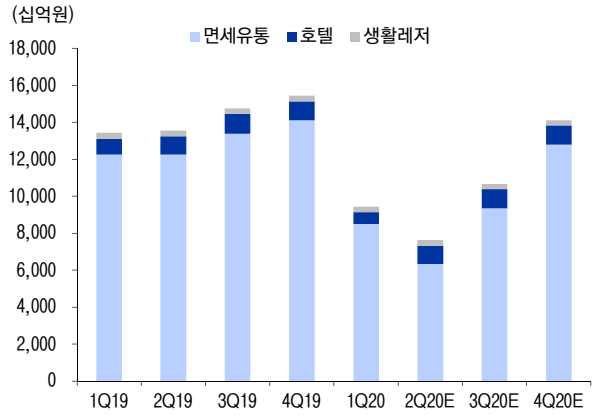
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q20 & 2020년 실적 전망

COVID 19 여파로 전 세계적으로 출입국 제한이 강화되며 면세 방문객 수는 거의 전무하다고 볼 수 있다. 2분기 동사 실적은 매출액 7,625억원(-43.7% YoY), 영업손실 -310억원(적자전환 YoY)으로 1분기 대비 매출액과 영업이익 적자폭이 확대될 것으로 예상한다. COVID 19 영향이 본격적으로 반영된 3월 중순 이후부터 전체 출입국자수 및 면세점 이용객수 급감이 90% 이상 지속되고 있기 때문이다. 다만, 1)면세품 국내 반출 및 제 3자 국외반송과, 2)인천공항 임차료 인하 등의 조치가 2분기에 시행됨에 따라, 해당 효과는 2분기 기점으로 하반기 실적에 반영될 것으로 예상한다.

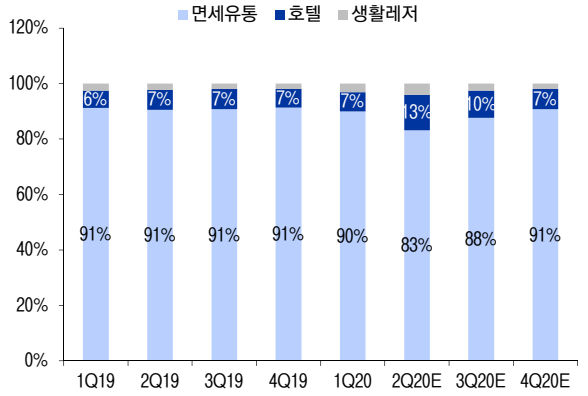
2020년 동사 연간 실적은 매출액 4조 1,830억원(-26.8% YoY), 영업손실 -491억원(적자전환 YoY)으로 추정한다. 연결기준 전체 영업이익은 2분기 저점으로 하반기 턴어라운드 시현할 것으로 예상한다. COVID 19가 장기화됨에도 불구하고, 실적 회복을 예상하는 이유는 1)제 3자 국외반송을 통한 따이공 매출 증가, 2)본격적인 3분기 소비시즌 기대감, 3)비용 가운데 가장 큰 부담인 공항임차료 감면 등이 영업 손실폭을 축소에 기여할 것으로 보기 때문이다.

그림88 호텔신라 사업부문별 매출액 추이



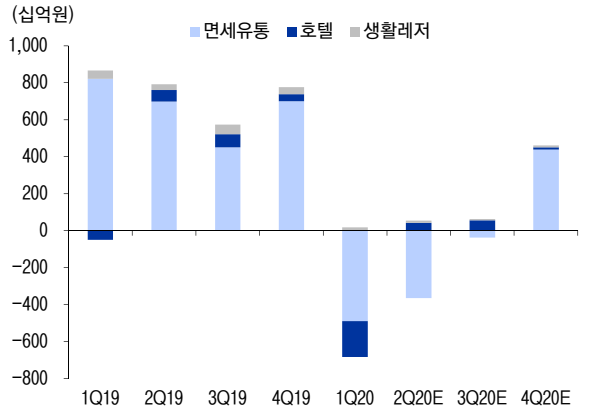
자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 호텔신라 사업부문별 매출액 비중



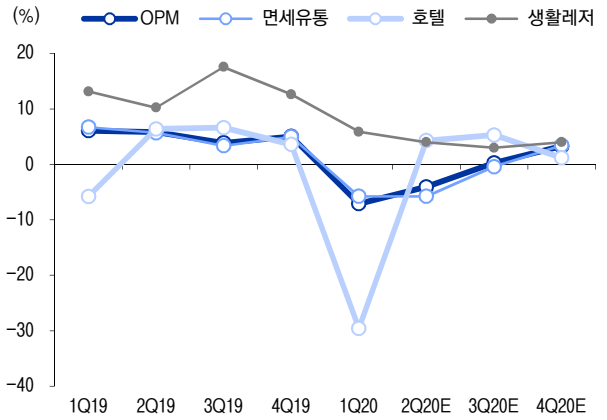
자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 호텔신라 부문별 영업이익 추이



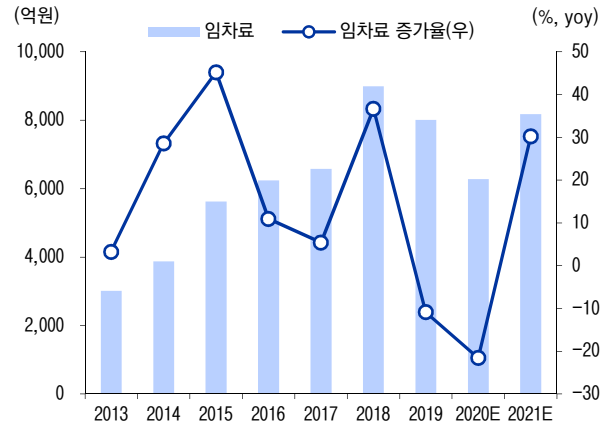
자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 호텔신라 부문별 영업이익률 추이



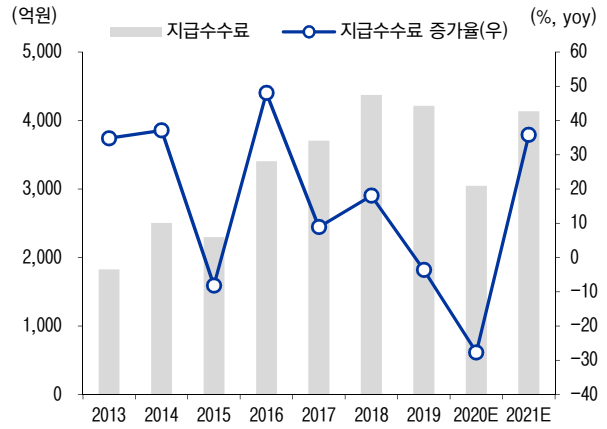
자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 호텔신라 임차료 추이



자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 호텔신라 지급수수료 추이



자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 호텔신라 분기별 실적 추이

(단위: 억원,%)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**13,432**	**13,549**	**14,753**	**15,440**	**9,437**	**7,625**	**10,658**	**14,110**	**57,173**	**41,830**	**56,438**
YoY%	19.3	15.3	20.9	29.4	-29.7	-43.7	-27.8	-8.6	21.3	-26.8	34.9
면세점	12,252	12,265	13,386	14,109	8,492	6,341	9,342	12,801	52,012	36,976	51,553
YoY%	20.9	16.3	22.4	31.7	-30.7	-48.3	-30.2	-9.3	22.9	-28.9	39.4
시내점	7,210	7,561	8,564	9,405	5,589	4,159	6,851	9,969	32,740	26,568	35,056
공항점	2,294	2,114	2,189	2,184	1,305	1,163	1,423	1,572	8,781	5,463	7,892
해외	2,748	2,590	2,633	2,520	1,598	1,020	1,068	1,259	10,491	4,945	8,604
호텔	845	971	1,071	1,030	656	979	1,044	1,033	3,917	3,712	3,787
생활레저	335	313	296	301	289	305	272	277	1,245	1,143	1,099
영업이익	**817**	**792**	**574**	**776**	**-668**	**-310**	**25**	**462**	**2,959**	**-491**	**3,175**
YoY%	84.8	14.1	-15.6	182.2	적전	적전	-95.6	-40.5	41.5	적전	흑전
면세점	822	698	451	701	-490	-364	-38	439	2,672	-454	3,019
YoY%	72.7	9.1	-24.1	177.1	적전	적전	적전	-37.4	36.1	적전	흑전
호텔	-49	62	71	37	-194	42	55	12	121	-85	59
생활레저	44	32	52	38	17	12	8	11	166	48	97
OPM(%)	**6.1**	**5.8**	**3.9**	**5.0**	**-7.1**	**-4.1**	**0.2**	**3.3**	**5.2**	**-1.2**	**5.6**
면세유통	6.7	5.7	3.4	5.0	-5.8	-5.7	-0.4	3.4	5.1	-1.2	5.9
호텔	-5.8	6.4	6.6	3.6	-29.6	4.3	5.3	1.2	3.1	-2.3	1.6
생활레저	13.1	10.2	17.6	12.6	5.9	4.0	3.0	4.0	13.3	4.2	8.8
세전이익	665	678	376	538	-925	-419	-303	293	2,256	-1,355	2,541
지배지분순이익	**519**	**521**	**274**	**380**	**-736**	**-333**	**-241**	**233**	**1,694**	**-1,077**	**2,020**

자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 및 밸류에이션

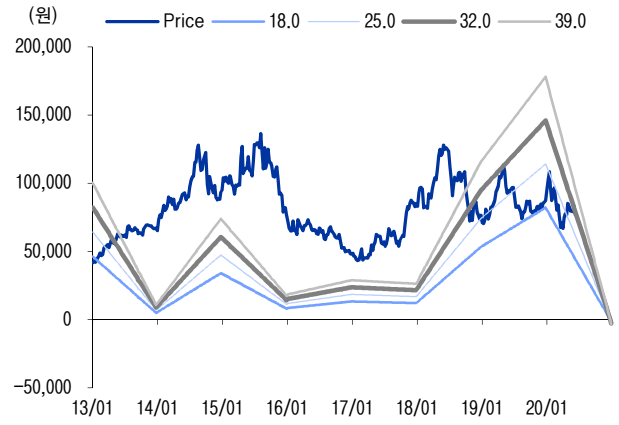
동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 105,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 정상화가 기대되는 시점인 2021년 EPS에 Target PER 19.3배를 적용하여 산출했다. 투자의견 매수 근거는 1)국내 면세점 매출 가운데 따이공 비중이 70%비중을 차지하는 점, 2)제 3자 국외 반송을 중심으로 한 실적 회복 기대, 3)하반기 COVID 19 확산 기조 완화 및 본격적인 소비 시즌 도래로 여타 업종 대비 실적 턴어라운드가 비교적 가장 빠르게 나타날 가능성이다.

표10 호텔신라 목표주가 산정

구 분	Value	내용
ⓐEPS	5,430	2021년 EPS 적용
ⓑTarget PER	19.3	사드 회복 기조 시 중국 소비주 업종 밸류에이션에 45% 할인
ⓒ주당 가치	104,799	ⓐ*ⓑ
Target Price(원)	105,000	
현 주가	72,000	2020년 6월 19일 종가 기준
Upside(%)	45.8%	

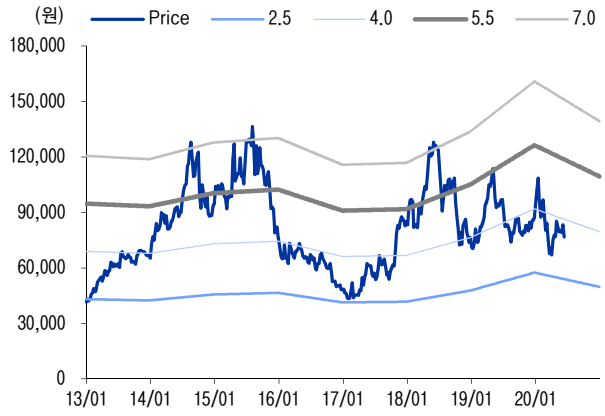
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 호텔신라 PER Band



자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 호텔신라 PBR Band



자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,272	1,716	1,828	2,233	2,606
현금 및 현금성자산	282	508	320	323	758
매출채권 및 기타채권	203	266	319	385	443
재고자산	704	849	1,120	1,453	1,330
기타유동자산	84	92	69	72	75
비유동자산	1,032	1,811	1,767	1,707	1,687
관계기업투자등	35	48	50	52	54
유형자산	697	675	560	465	404
무형자산	48	56	48	37	28
자산총계	**2,304**	**3,527**	**3,594**	**3,940**	**4,293**
유동부채	1,003	1,438	1,632	1,775	1,903
매입채무 및 기타재무	350	507	607	734	845
단기금융부채	160	419	619	619	619
기타유동부채	493	512	406	422	439
비유동부채	536	1,170	1,164	1,165	1,167
장기금융부채	499	1,143	1,132	1,132	1,132
기타비유동부채	37	27	32	34	35
부채총계	**1,539**	**2,608**	**2,796**	**2,941**	**3,070**
지배주주지분	764	919	798	999	1,223
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	475	627	506	707	931
비지배주주지분(연결)	1	0	0	0	0
자본총계	**765**	**920**	**798**	**1,000**	**1,223**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**4,714**	**5,717**	**4,183**	**5,644**	**6,613**
매출원가	0	0	1,780	3,083	3,614
매출총이익	**4,714**	**5,717**	**2,403**	**2,560**	**3,000**
판매비 및 관리비	4,505	5,421	2,452	2,243	2,650
영업이익	**209**	**296**	**-49**	**318**	**349**
(EBITDA)	284	515	163	489	495
금융손익	-13	-33	-40	-18	-14
이자비용	19	40	28	24	20
관계기업등 투자손익	-2	-4	0	0	0
기타영업외손익	-47	-33	-46	-46	-55
세전계속사업이익	**147**	**226**	**-136**	**254**	**281**
계속사업법인세비용	37	56	-28	52	58
계속사업이익	110	169	-108	202	223
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**110**	**169**	**-108**	**202**	**223**
지배주주	110	170	-108	202	223
총포괄이익	**113**	**173**	**-108**	**202**	**223**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	57.4	45.4	45.4
영업이익률 (%)	4.4	5.2	-1.2	5.6	5.3
EBITDA 마진률 (%)	6.0	9.0	3.9	8.7	7.5
당기순이익률 (%)	2.3	3.0	-2.6	3.6	3.4
ROA (%)	4.9	5.8	-3.0	5.3	5.4
ROE (%)	15.4	20.2	-12.6	22.4	20.1
ROIC (%)	14.9	14.9	-1.8	11.2	12.4

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**156**	**405**	**-225**	**117**	**561**
당기순이익(손실)	110	169	-108	202	223
비현금수익비용가감	178	341	201	173	147
유형자산감가상각비	62	205	197	160	137
무형자산상각비	12	15	15	11	9
기타현금수익비용	-3	3	-11	1	2
영업활동 자산부채변동	-115	-42	-319	-258	191
매출채권 감소(증가)	-16	-28	-77	-66	-58
재고자산 감소(증가)	-230	-139	-269	-333	123
매입채무 증가(감소)	43	150	125	127	111
기타자산, 부채변동	89	-25	-98	15	16
투자활동 현금	**-104**	**-93**	**-92**	**-113**	**-127**
유형자산처분(취득)	-71	-65	-53	-65	-76
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	1	2	-3	-4
기타투자활동	-31	-28	-41	-45	-47
재무활동 현금	**-246**	**-89**	**126**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	-214	-58	131	0	0
자본의 증가(감소)	-13	-13	-13	0	0
배당금의 지급	13	13	13	0	0
기타재무활동	-19	-18	9	0	0
현금의 증가	**-193**	**226**	**-188**	**3**	**435**
기초현금	474	282	508	320	323
기말현금	282	508	320	323	758

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	25.8	18.6	-24.7	13.3	12.0
P/B	4.0	3.7	3.6	2.9	2.4
EV/EBITDA	12.0	8.5	26.2	8.7	7.7
P/CF	10.6	6.6	30.8	7.7	7.8
배당수익률 (%)	0.5	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	34.1	21.3	-26.8	34.9	17.2
영업이익	186.1	41.5	적전	흑전	10.0
세전이익	228.4	53.5	적전	흑전	10.8
당기순이익	336.2	53.6	적전	흑전	10.8
EPS	340.3	54.0	적전	흑전	10.8
안정성 (%)					
부채비율	201.1	283.6	350.3	294.1	251.0
유동비율	126.9	119.3	112.0	125.8	136.9
순차입금/자기자본(x)	46.4	110.7	175.2	139.4	78.3
영업이익/금융비용(x)	11.3	7.5	-1.7	13.4	17.8
총차입금 (십억원)	659	1,562	1,751	1,751	1,751
순차입금 (십억원)	355	1,018	1,398	1,394	958
주당지표(원)					
EPS	2,965	4,565	-2,909	5,430	6,019
BPS	19,110	22,979	19,948	24,986	30,571
CFPS	7,201	12,764	2,335	9,359	9,254
DPS	350	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

대한항공 (003490)

2020. 6. 22 | 항공/호텔/레저

Analyst **안진아**
02. 3779 8687
aja1215@ebestsec.co.kr

화물 운송이 있어 다행

Buy (initiate)

목표주가 24,500 원
현재주가 19,450 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

화물기 공급부족으로 인한 화물 운임 상승 지속

글로벌 항공 화물 운송 가운데 화물기 비중은 약 50%로 화물기 이외는 여객기 밸리를 통해 이루어짐. COVID 19로 여객기 약 90%가 운항이 중단되면서 글로벌 화물 공급이 감소하는 반면, 화물 수요는 증가해 화물 운임이 상승하는 모습. 동사의 화물기 전용 운송 비중은 약 60%(여객기 30~40%)로 경쟁 항공사 대비 화물 운송에 강점을 지니고 있음. 동사는 엑스트라 편성 등 가용 화물기를 최대로 투입, 화물 전용 여객기를 적극 활용할 예정. 긴급 방역물자 이외 단가 높은 제품(IT, 신선식품, 의약품 등)에 대한 물량 유치 확대와 고정 수요 선점을 통해 마진을 확보, COVID 19로 인한 여객 부진을 커버할 것으로 예상

2분기 및 2020년 실적 전망

2020년 연결기준 매출액 10조8,700억원(-14.3% YoY), 영업이익 130억원(-94.9% YoY) 예상. 2분기 연결기준 매출액 2조3,910억원(-23.4% YoY), 영업손실 -430억원(적자지속 YoY)으로 전분기에 이어 적자 지속 예상. [화물]여객화물 운영 중단에 따른 화물 공급 부족으로 화물 매출 +35.5%(YoY) 증가 예상. 타이트한 수급으로 인한 운임상승과 견조한 수요는 하반기에도 지속될 것. [여객]여객 매출은 전년동기대비 51.9% 감소할 것으로 추정. 국내외 출입국 통제가 심화됨에 따라 2분기 전체 출입국자 수가 전분기 대비 급격히 축소될 것. 하반기로 갈수록 1)국제선보다 국내선 여객을, 2)국제선 내에서도 근거리 수요 회복이 점진적으로 이루어질 것으로 추정. 1)여객수 감소, 2)원화 약세 지속으로 인한 외화환산손실 등에 2분기에도 적자 지속될 것으로 예상

투자의견 BUY, 목표주가 24,500원 제시하며 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 24,500원을 제시하며 커버리지 개시. 목표주가 24,500원은 약 1조원 규모의 유상증자로 인한 주식수 증가(+7,937만주)를 반영, 2020년, 2021년 평균 BPS에 Target P/B 1.5배(글로벌 FSC 평균 대비 40% 프리미엄)를 적용하여 산출. 금번 유상증자와 영구채(3,000억원) 발행을 통해 일단 급한 불은 끈 상황으로 유동성 리스크 완화된 가운데, 경쟁 항공업체 대비 화물 부문 우위 경쟁력을 감안하여 Target P/B에 프리미엄을 적용

Stock Data

KOSPI (6/19)		2,141.32 pt
시가총액		18,447 억원
발행주식수		94,845 천주
52 주 최고가/최저가		26,258 / 11,373 원
90 일 일평균거래대금		474.69 억원
외국인 지분율		13.1%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		17,705 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	11.2%
	6 개월	-13.7%
	12 개월	-26.7%
주주구성	한진칼 (외 19 인)	30.3%
	대한항공우리사주	1.2%
	이승범 (외 1 인)	0.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	13,012	671	-178	-161	-1,780	적전	2,422	-18.6	6.6	1.0	-5.1
2019	12,683	257	-734	-623	-6,633	적지	2,340	-3.8	7.1	0.9	-22.1
2020E	10,870	13	-926	-700	-7,332	적지	2,090	-2.7	7.9	0.6	-24.1
2021E	12,597	228	-480	-471	-4,967	적지	2,208	-3.9	7.3	0.7	-16.4
2022E	13,411	624	-48	-204	-2,147	적지	2,533	-9.1	6.0	0.8	-8.0

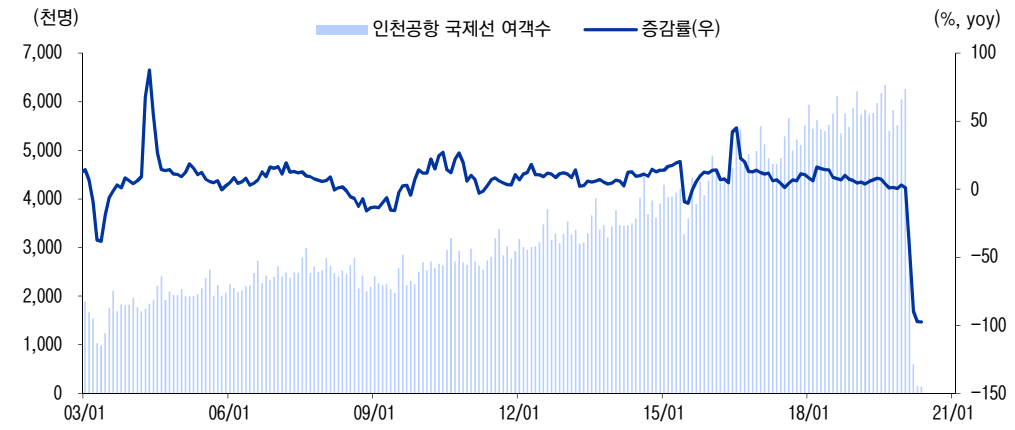
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

[여객]국제선 여객 급감하며 적자 전환, COVID 19 영향 지속

동사 연결 기준 1분기 매출액은 2조 4,270억원(-22.7% YoY), 영업이익 -830억원(적자전환 YoY)으로 컨센서스를 크게 하회하며 적자 전환을 기록했다. 2월 중국 COVID 19 발생으로 인한 중국 노선 운항 중지를 시작으로, 3월 미국과 유럽 중심으로 COVID 19 사태가 본격적으로 확산되면서 장거리 노선 운항을 중지하였다. 3월 기점으로 미국 및 유럽 등 장거리 여객 공급을 약 70% 줄이면서 국제 여객 매출이 눈에 띄게 감소하는 모습이다. 여객 부문 실적은 2019년부터 꾸준히 좋아지는 모습이었으나, COVID 19 사태가 종식되지 않는 한, 당분간 국제 여객 매출 회복은 쉽지 않아 보인다. 유럽과 미국 확진자 증가에 따른 글로벌 팬데믹 양상은 하반기에도 지속될 것으로 예상된다.

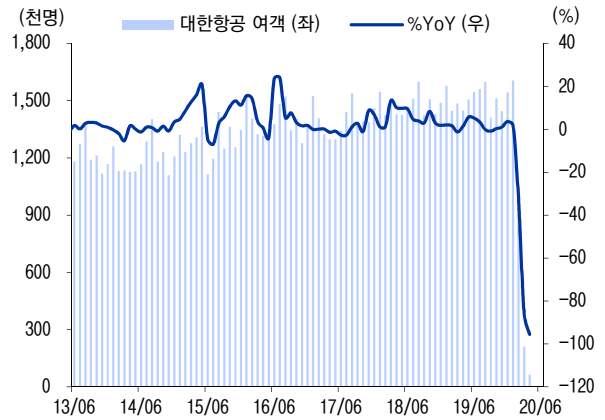
국가 간 이동 제한이 지속되고 있는 가운데, 5월 이후 지역 내 봉쇄 조치는 완화 추세에 있다. 동사는 6월 기점으로 국제선 수요 회복 대응을 위한 선제적 공급 운영에 나서고 있으며, 해외 교민, 유학생 등 귀국 수요와 필수 출장 수요에 대한 부정기를 적극 지원할 예정이다. 동사는 6월 총 110개 국제선 노선 중 미주, 유럽, 동남아, 중국 등 국제선 운항을 현재 13개 노선(주간 55회)에서 32개 노선(주간 146회)으로 늘린데 이어, 7월 미국 댈러스와 오스트리아빈 노선의 운항 재개 방안을 검토 중에 있다. 6월 기점으로 국제선 노선 운항 재개가 점진적으로 이루어지고 있으나, COVID 19 사태 장기화로 연내 의미 있는 여객수요 회복은 기대하기 어려운 상황이다.

그림96 인천공항 국제선 5월 여객수 97.6% YoY 감소



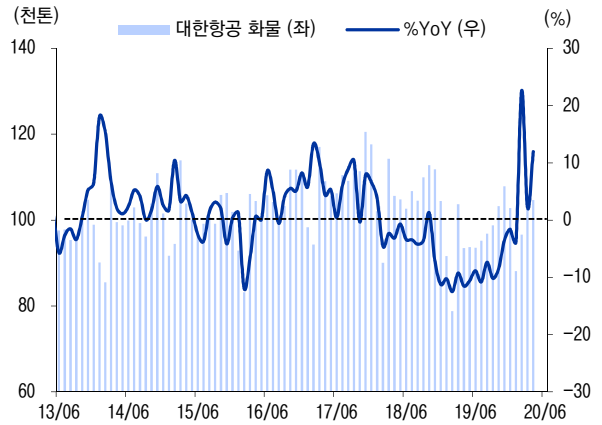
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 인천공항 대한항공 여객수 추이



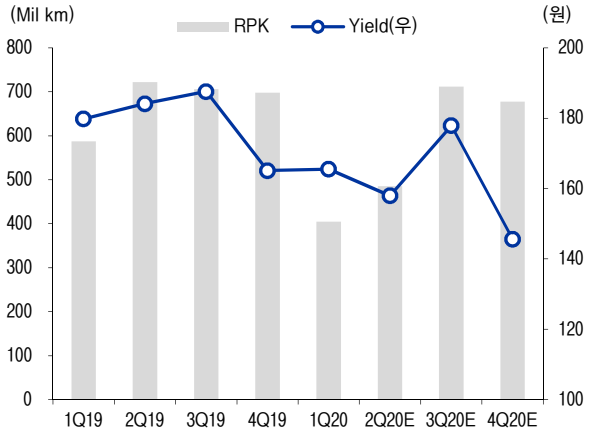
자료: 인천국제공항공사, 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 인천공항 대한항공 화물 수송 추이



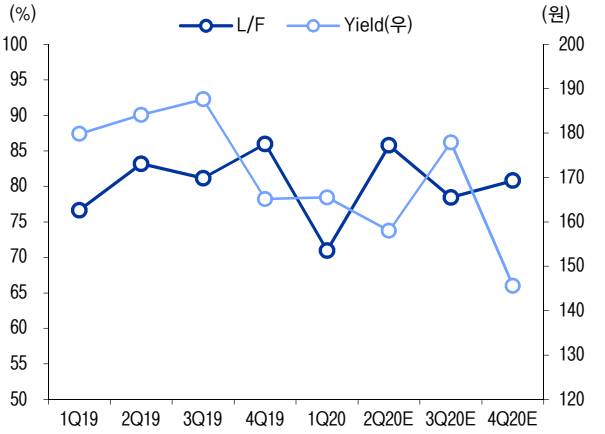
자료: 인천국제공항공사, 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 국내 여객 RPK 및 Yield 추이



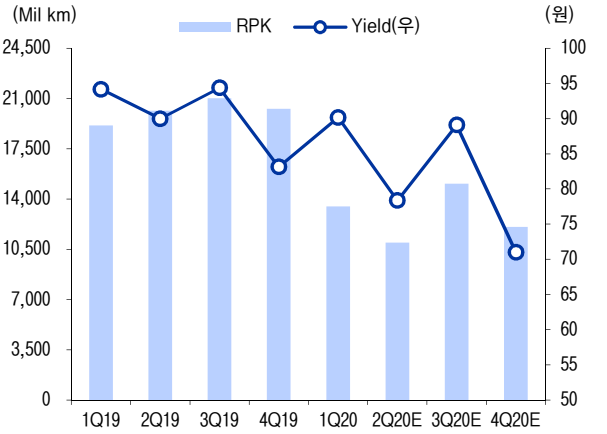
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 국내선 L/F 및 Yield 추이



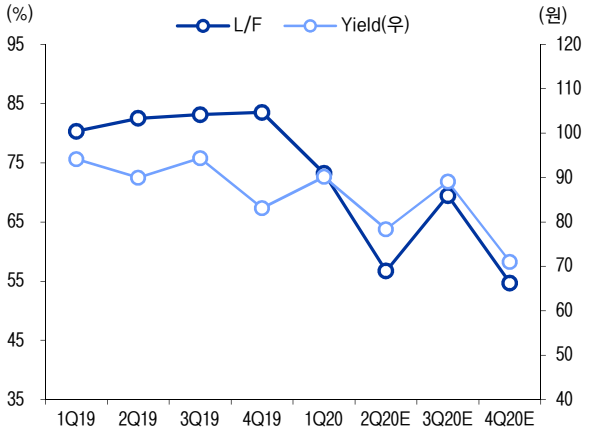
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 국제 여객 RPK 및 Yield 추이



자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 국제선 L/F 및 Yield 추이



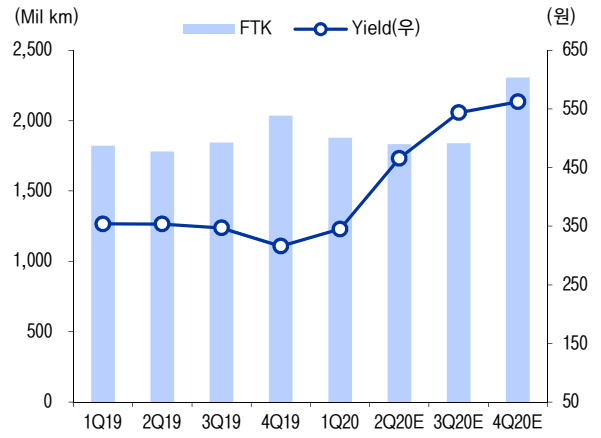
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

[화물]공급 부족으로 인한 운임 상승 지속될 것

글로벌 화물 운송 가운데 화물기 비중은 약 50%로 화물기 이외 나머지는 여객기 밸리를 통해 이루어진다. COVID 19로 여객기 약 90% 운항이 중단되면서 글로벌 화물 공급이 감소하는 반면, 화물 수요는 증가해 화물 운임이 상승하는 모습이다. 동사의 경우 화물 실적은 전년부터 올해 1월까지 부진한 모습이었으나, 여객기 밸리 공급이 본격적으로 제한된 3월 기점으로 화물 운임은 상승하는 모습이다.

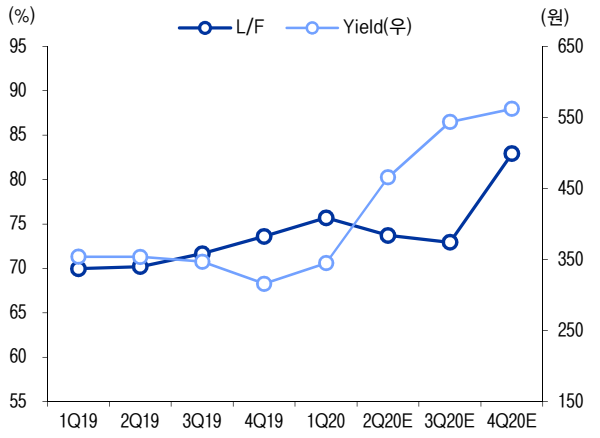
실제 글로벌 방역물자 수요가 급증하며 동사 4월 화물 운임은 전년동기대비 약 70% 이상 상승했을 것으로 예상된다. 5월 들어 방역물자 수급이 비교적 안정화 되면서, 기존 운송이 지연된 산업재나 최종 소비재 물량 역시 늘어나고 있다. 동사의 화물기 전용 운송 비중은 약 60%(여객기 30~40%)로 여타 항공사 대비 화물 운송에 강점을 지니고 있으며, 엑스트라 편성 등 가용 화물기를 최대로 투입, 화물 전용 여객기를 적극 활용할 예정이다. 긴급 방역물자 이외 단가 높은 제품(IT, 신선식품, 의약품 등) 물량 유치 확대와 고정 수요 선점을 통해 마진을 확보, COVID 19로 인한 여객 부진을 커버할 것으로 예상된다. 항공화물 수요가 지속적으로 증가하는 가운데, 화물 운송 물량 확대가 화물운임 상승으로 이어지는 모습은 하반기에도 지속될 것으로 보인다.

그림103 대한항공 FTK 및 Yield 추이



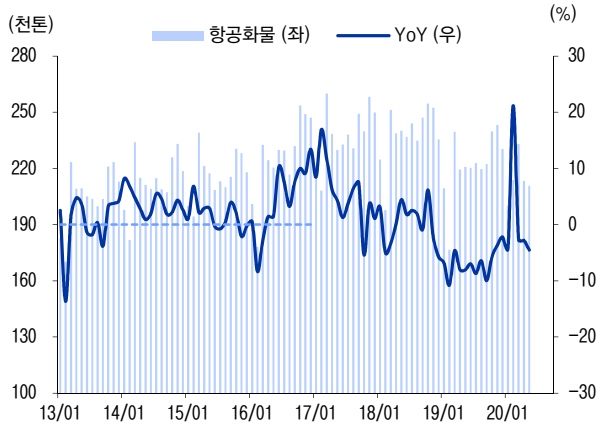
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 COVID 19 로 인한 화물공급 감소 → 화물 운임 상승



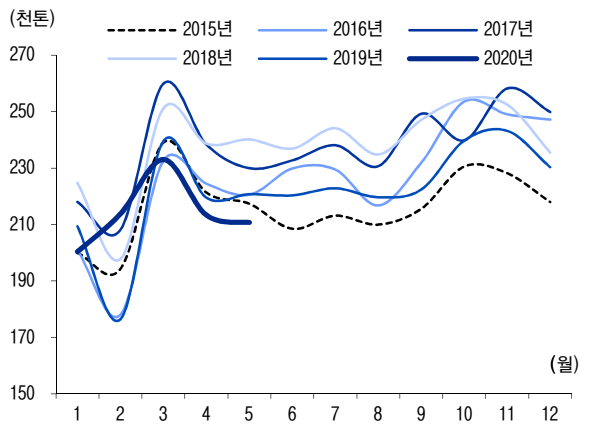
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 월별 화물 수송 실적



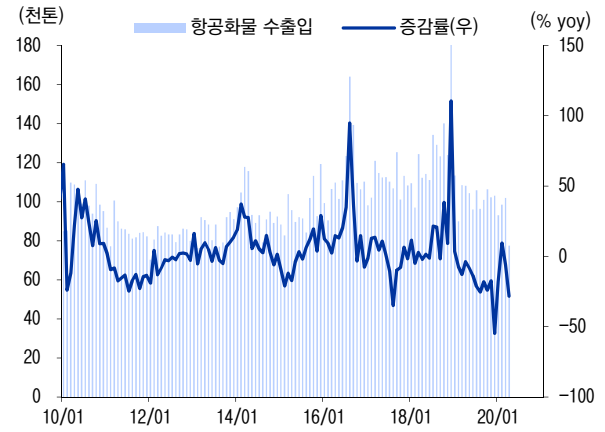
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림106 월별 화물수송 실적 YoY 추이



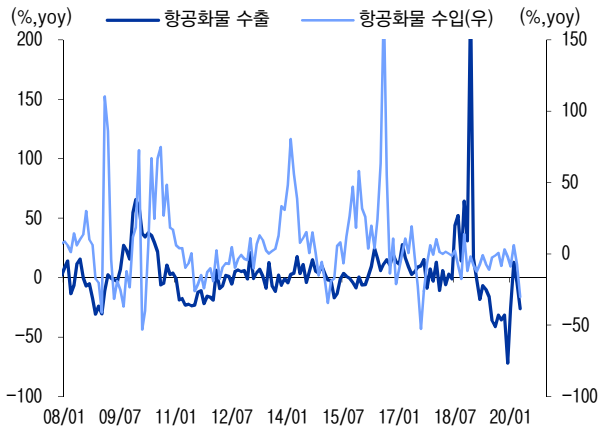
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 항공화물 수출입 추이



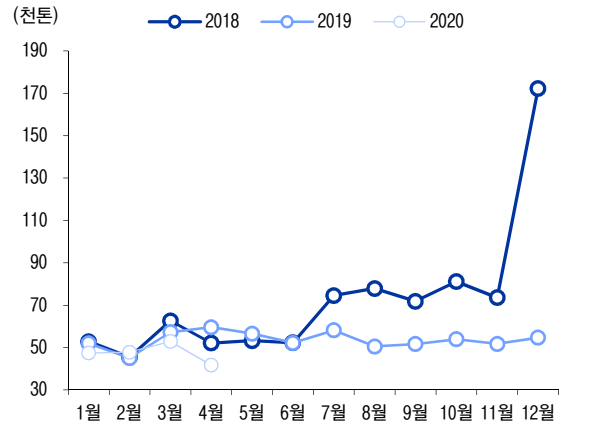
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림108 항공화물 수출입, 4월 기점으로 재차 반락



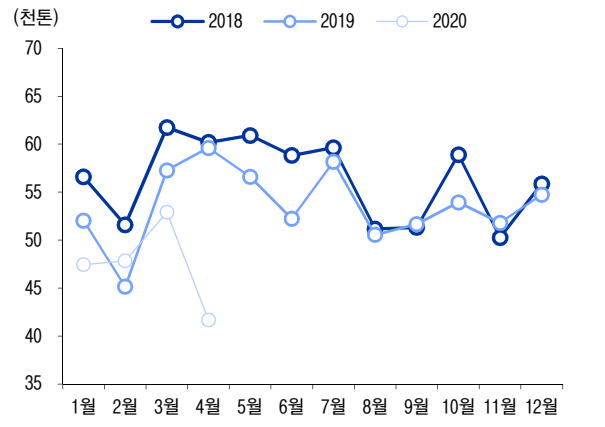
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 월별 항공화물 수출 추이



자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 월별 항공화물 수입 추이



자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 대한항공 항공기 보유 현황

구분		기종	1Q20	2019
여객기	중대형기	A380	10	10
		A330	29	29
		B747-400	2	2
		B747-81	10	10
		B777	44	44
		B787-9	10	10
	소형기	B737-800/900	31	29
		A220(CS300)	10	10
여객기 합계			146	144
화물기		B747F	4	4
		B747-8F	7	7
		B777F	12	12
화물기 합계			23	23
총 합계			169	167

자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

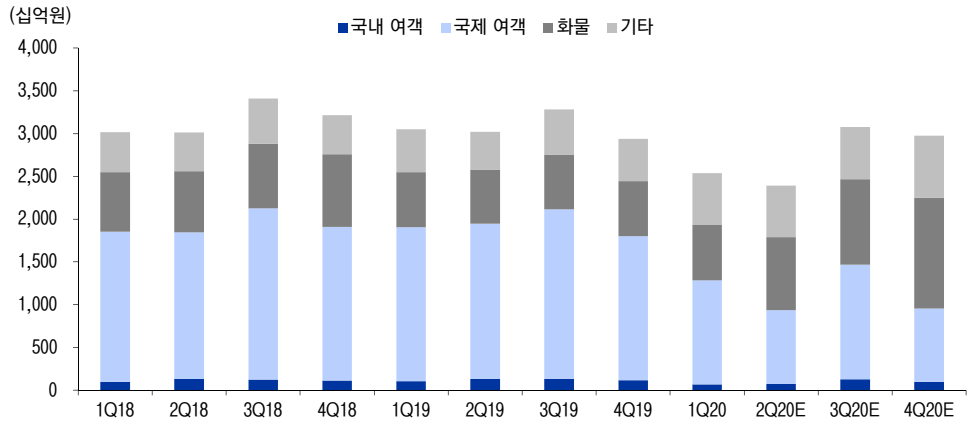
2Q20 & 2020년 실적 전망

2분기 실적은 연결기준 매출액 2조3,910억원(-23.4% YoY), 영업손실 -430억원(적자지속 YoY)으로 전분기에 이어 적자 지속할 것으로 예상한다. 여객 화물 운영 중단에 따른 화물 공급 부족으로 화물 매출이 전년동기대비 35.5% 증가할 것으로 추정하나, 여객 부문 매출은 전년동기대비 51.9% 이상 감소할 것으로 예상한다.

국내외 해외출입국 관련 통제가 심화됨에 따라 2분기 전체 출입국자 수가 전분기 대비 급격히 축소된 바에 기인한다. 1)COVID 19로 인한 여객수 감소, 2)원화 약세 지속으로 인한 외화환산손실 등에 2분기에도 적자는 지속될 것으로 추정한다.

2020년 실적은 매출액 10조8,700억원(-14.3% YoY), 영업이익 130억원(-94.9% YoY)으로 1)국제선 보다 국내선 여객을, 2)국제선 내에서도 근거리 중심의 수요 회복이 점진적으로 이루어질 것으로 추정했으나, COVID19가 장기화됨에 따라 단기간 내 실적 회복할 가능성은 낮은 상황이다. 다만, 여객 수요 부재는 동사뿐만 아니라 글로벌 항공사 모두에게 해당되는 사항이라 이를 배제하고 화물 운송 부문 실적 감안 시, 여타 피어그룹 대비 적자폭 확대는 제한적일 것으로 판단한다.

그림111 대한항공 여객&화물 영업수익 추정



자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 대한항공 실적 추이 및 전망(연결 기준)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
원/달러(Avg)	1,125	1,167	1,194	1,176	1,193	1,220	1,195	1,190	1,166	1,195	1,181
YoY	*4.9*	*8.1*	*6.5*	*4.2*	*6.0*	*4.6*	*0.1*	*1.2*	*6.0*	*2.5*	*-1.2*
Jet Fuel($/bbl)	77	84	85	76	61	34	45	49	78	60	70
YoY	*-3.1*	*0.0*	*-4.3*	*-9.6*	*-20.1*	*-58.9*	*-46.4*	*-35.5*	*-8.5*	*-23.1*	*16.7*
매출액(연결)	3,139	3,121	3,383	3,041	2,427	2,391	2,978	3,073	12,683	10,870	12,597
국내선	106	133	132	115	67	77	127	99	486	369	437
ASK(Mil km)	766	868	870	812	570	566	907	838	3,316	2,882	3,141
RPK(Mil km)	587	722	706	698	405	485	712	677	2,713	2,279	2,553
L/F(%)	77	83	81	86	71	86	78	81	82	79	81
Yield(원)	180	184	188	165	166	158	178	146	179	162	171
국제선	1,800	1,813	1,982	1,686	1,216	859	1,342	856	7,281	4,272	6,257
ASK(Mil km)	23,804	24,419	25,274	24,295	18,416	19,323	21,684	22,034	97,792	81,457	90,544
RPK(Mil km)	19,116	20,149	21,008	20,286	13,487	10,961	15,059	12,051	80,559	51,558	69,861
L/F(%)	80	83	83	83	73	57	69	55	82	63	77
Yield(원)	94	90	94	83	90	78	89	71	90	83	90
화물	645	630	640	643	648	854	903	1,393	2,557	3,798	3,348
ATK(Mil km)	2,603	2,537	2,575	2,765	2,481	2,486	2,524	2,780	10,480	10,270	10,373
FTK(Mil km)	1,821	1,781	1,845	2,035	1,878	1,833	1,840	2,305	7,482	7,856	7,964
L/F(%)	70	70	72	74	76	74	73	83	71	76	77
Yield(원)	354	354	347	316	345	466	490	605	342	483	420
YoY(%,%pt)											
매출액(연결)	1.2	0.5	-3.8	-7.5	-22.7	-23.4	-9.1	-2.2	-2.5	-14.3	15.9
국내선	7.8	1.0	5.9	0.9	-36.5	-42.3	-4.4	-14.4	3.7	-24.1	18.4
ASK(%)	-1.7	-2.3	-0.3	1.4	-25.5	-34.8	4.3	3.2	-0.7	-13.1	9.0
RPK(%)	4.4	1.3	11.3	17.1	-31.0	-32.8	0.8	-3.0	8.3	-16.0	12.0
L/F(%pt)	4.4	2.9	8.5	11.6	-7.4	3.1	-3.3	-6.0	9.1	-2.7	2.2
Yield(%)	3.3	-0.3	-4.8	-13.8	-8.0	-14.2	-5.2	-11.8	-4.2	-9.7	5.7
국제선	2.6	5.7	-1.0	-6.1	-32.4	-52.6	-32.3	-49.3	0.2	-41.3	46.5
ASK(%)	0.6	2.0	1.6	0.7	-22.6	-20.9	-14.2	-9.3	1.2	-16.7	11.2
RPK(%)	1.8	4.2	3.0	5.9	-29.4	-45.6	-28.3	-40.6	3.7	-36.0	35.5
L/F(%pt)	0.9	1.8	1.1	4.1	-8.8	-31.3	-16.5	-34.5	2.4	-19.1	13.9
Yield(%)	0.9	1.4	-3.9	-11.3	-4.3	-12.9	-5.6	-14.6	-3.4	-8.3	8.1
화물	-7.6	-11.6	-15.1	-24.2	0.5	35.5	56.3	101.6	-15.1	48.5	-11.8
ATK(%)	-0.7	-4.8	-5.1	-2.5	-4.7	-2.0	-2.0	0.5	-3.3	-2.0	1.0
FTK(%))	-9.4	-12.0	-11.3	-6.7	3.1	2.9	-0.3	13.3	-9.8	5.0	1.4
L/F(%pt)	-6.7	-5.7	-5.0	-3.3	8.2	5.0	1.8	12.7	-6.7	5.1	0.3
Yield(%)	1.9	0.4	-4.4	-18.7	-2.5	31.7	56.7	77.9	-5.9	41.4	-13.0
영업이익(연결)	141	-99	96	119	-83	-43	50	89	257	13	228
OPM (%)	*4.5*	*-3.2*	*2.9*	*3.9*	*-3.4*	*-1.8*	*1.7*	*2.9*	*2.0*	*0.1*	*1.8*
순이익(연결)	-62	-396	-251	87	-737	-335	120	252	-623	-700	-471
NPM (%)	*-2.0*	*-12.7*	*-7.4*	*2.9*	*-30.4*	*-14.0*	*4.0*	*8.2*	*-4.9*	*-6.4*	*-3.7*

자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 및 밸류에이션

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 24,500원을 제시하며 커버리지 개시한다. 목표주가 24,500원은 약 1조원 규모의 유상증자로 인한 주식수 증가(+7,937만주)를 반영, 2020년, 2021년 평균 BPS에 Target P/B 1. 5배(글로벌 FSC 평균 대비 40% 프리미엄)를 적용하여 산출하였다. 금번 유상증자와 영구채(3,000억원) 발행을 통해 일단 급한 불은 끈 상황으로 유동성 리스크 완화된 가운데, 경쟁 항공업체 대비 화물 부문 우위 경쟁력을 감안하여 Target P/B에 프리미엄을 적용 했다.

표13 대한항공 목표주가 산정

구 분	Value	내용
ⓐBPS(원)	16,362	2020E, 2021E 평균 BPS(유상증자로 인한 주식수 증가 반영)
ⓑTarget P/B(x)	1.5	글로벌 FSC 평균 PBR에 40% 프리미엄
ⓒ적정주가(원)	24,543	ⓐ*ⓑ
ⓓTarget Price(원)	**24,500**	
현재주가(원)	19,450	2020년 6월 19일 종가 기준
Upside(%)	26.0	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 대한항공 PBR 밴드 차트

자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

대한항공 (003490)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	3,750	3,575	6,453	7,057	7,762
현금 및 현금성자산	1,504	816	2,879	3,278	3,939
매출채권 및 기타채권	816	793	892	958	942
재고자산	918	713	878	943	927
기타유동자산	512	1,252	1,804	1,878	1,954
비유동자산	22,092	23,439	21,955	21,231	20,658
관계기업투자등	155	143	123	128	133
유형자산	20,098	21,310	19,731	18,951	18,316
무형자산	301	295	269	247	226
자산총계	**25,843**	**27,014**	**28,408**	**28,288**	**28,420**
유동부채	7,557	8,777	9,157	9,288	9,396
매입채무 및 기타재무	292	296	303	326	320
단기금융부채	4,326	5,269	6,174	6,174	6,174
기타유동부채	2,938	3,212	2,680	2,788	2,902
비유동부채	15,123	15,456	16,030	16,249	16,477
장기금융부채	10,264	10,676	10,628	10,628	10,628
기타비유동부채	4,860	4,780	5,401	5,621	5,849
부채총계	**22,680**	**24,233**	**25,187**	**25,537**	**25,873**
지배주주지분	3,040	2,656	3,104	2,633	2,429
자본금	480	480	877	877	877
자본잉여금	946	720	1,482	1,482	1,482
이익잉여금	213	-346	-1,057	-1,528	-1,731
비지배주주지분(연결)	123	125	118	118	118
자본총계	**3,163**	**2,781**	**3,222**	**2,751**	**2,547**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**13,012**	**12,683**	**10,870**	**12,597**	**13,411**
매출원가	10,964	11,139	9,669	11,264	11,437
매출총이익	**2,048**	**1,544**	**1,201**	**1,333**	**1,974**
판매비 및 관리비	1,376	1,287	1,188	1,105	1,350
영업이익	**671**	**257**	**13**	**228**	**624**
(EBITDA)	2,422	2,340	2,090	2,208	2,533
금융손익	-864	-933	-501	-415	-415
이자비용	546	618	582	586	586
관계기업등 투자손익	1	0	0	0	0
기타영업외손익	15	-60	-438	-293	-258
세전계속사업이익	**-178**	**-734**	**-926**	**-480**	**-48**
계속사업법인세비용	-17	-112	-226	-9	155
계속사업이익	-161	-623	-700	-471	-204
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-161**	**-623**	**-700**	**-471**	**-204**
지배주주	-168	-629	-695	-471	-204
총포괄이익	**-205**	**-599**	**-700**	**-471**	**-204**
매출총이익률 (%)	15.7	12.2	11.0	10.6	14.7
영업이익률 (%)	5.2	2.0	0.1	1.8	4.7
EBITDA 마진률 (%)	18.6	18.5	19.2	17.5	18.9
당기순이익률 (%)	-1.2	-4.9	-6.4	-3.7	-1.5
ROA (%)	-0.7	-2.4	-2.5	-1.7	-0.7
ROE (%)	-5.1	-22.1	-24.1	-16.4	-8.0
ROIC (%)	3.1	1.2	0.1	1.1	3.1

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**2,793**	**2,334**	**1,684**	**1,691**	**2,034**
당기순이익(손실)	-161	-623	-700	-471	-204
비현금수익비용가감	2,843	3,276	3,298	2,200	2,137
유형자산감가상각비	1,721	2,054	2,050	1,955	1,886
무형자산상각비	29	29	28	25	23
기타현금수익비용	341	542	1,221	219	228
영업활동 자산부채변동	101	-367	-924	-38	100
매출채권 감소(증가)	-112	-23	-117	-66	16
재고자산 감소(증가)	-247	-237	-255	-65	16
매입채무 증가(감소)	60	67	23	22	-5
기타자산, 부채변동	400	-175	-574	71	74
투자활동 현금	**-658**	**-1,595**	**-1,185**	**-1,292**	**-1,373**
유형자산처분(취득)	-1,198	-1,178	-1,164	-1,175	-1,251
무형자산 감소(증가)	1	-1	-2	-3	-3
투자자산 감소(증가)	346	-516	4	-40	-42
기타투자활동	194	99	-23	-74	-77
재무활동 현금	**-1,408**	**-1,447**	**1,356**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	-1,363	-1,621	-233	0	0
자본의 증가(감소)	-68	-77	1,159	0	0
배당금의 지급	68	77	0	0	0
기타재무활동	24	251	431	0	0
현금의 증가	**743**	**-688**	**2,063**	**399**	**661**
기초현금	761	1,504	816	2,879	3,278
기말현금	1,504	816	2,879	3,278	3,939

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	-18.6	-3.8	-2.7	-3.9	-9.1
P/B	1.0	0.9	0.6	0.7	0.8
EV/EBITDA	6.6	7.1	7.9	7.3	6.0
P/CF	1.2	0.9	0.7	1.1	1.0
배당수익률 (%)	0.8	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	7.6	-2.5	-14.3	15.9	6.5
영업이익	-28.6	-61.6	-95.1	1,700.8	174.2
세전이익	적전	적지	적지	적지	적지
당기순이익	적전	적지	적지	적지	적지
EPS	적전	적지	적지	적지	적지
안정성 (%)					
부채비율	717.1	871.5	781.8	928.4	1,015.8
유동비율	49.6	40.7	70.5	76.0	82.6
순차입금/자기자본(x)	405.3	510.3	405.1	458.7	468.0
영업이익/금융비용(x)	1.2	0.4	0.0	0.4	1.1
총차입금 (십억원)	14,590	15,945	16,802	16,802	16,802
순차입금 (십억원)	12,819	14,191	13,052	12,618	11,920
주당지표(원)					
EPS	-1,780	-6,633	-7,332	-4,967	-2,147
BPS	31,677	27,682	17,705	15,018	13,857
CFPS	27,949	27,649	27,074	18,015	20,152
DPS	250	n/a	n/a	n/a	n/a

자료:대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

아시아나항공 (020560)

2020. 6. 22 | 항공/호텔/레저

Analyst 안진아
02. 3779 8687
aja1215@ebestsec.co.kr

안개구름 속 비행

Hold(initiate)

목표주가 3,400 원
현재주가 3,990 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

2분기 및 2020년 실적 전망

동사 연결기준 2분기 실적은 매출액 1조 1,339억원(-35.0% YoY), 영업손실 2,385억원(적자지속 YoY)으로 1분기에 이어 적자 지속 될 것으로 예상한다. 별도기준 2분기 매출액은 1조335억원(-30.2% YoY), 영업손실 975억원(적자지속 YoY)을 기록할 것으로 추정. 매출액 비중에서 여객 비중이 차지하는 부분은 약 70% 수준으로 절대적인 여객 수요 감소에 따른 역성장 불가피한 상황

'비용 절감 + 화물 수요' 증가 지속

1Q20 기준 정비비 항목 제외한 고정비+변동비성 비용 모두 감소하며 영업비용은 전년동기대비 -8% 감소. 특히 유류비(-15% YoY), 공항비(-18% YoY) 등 변동비 항목에서 유의미한 비용 절감이 두드러진 모습. 2분기에도 1)비용 통제 본격화, 2)운항 감소에 따른 유류비 감소와 유가 하락분 반영, 3)임차료 조정 협의 등에 변동비 절감은 지속될 것. 이 가운데 화물 매출은 2월 기점으로 전년동기대비 턴어라운드 하는 모습. 3월 COVID19 확산이 본격화되면서 원화기준 화물 Yield는 45%(YoY) 이상 급증하며 운임 상승폭 확대 지속. 지난해 충당금 설정(약 1,000억원)으로 인한 고정비 선반영과 변동비 축소 예상되는 가운데 화물 수요(Q)증가와 일드(P) 상승 시, 화물부문의 마진 확보가 적자폭 축소에 기여할 것으로 예상

유상증자 및 신규자금 지원을 통한 자본 확충 기대

비정상적인 부채비율 불구 동사에게는 자본확충 기회가 남아있음. 1)HDC그룹과 인수(약 2.2조원) 협상이 진행 중이며, 2)산업은행과 수출입은행의 신규대출(1.7조원), 3)정부 기간산업안정기금 등 자본확충에 노력을 가하고 있음. HDC그룹은 인수 협상에 앞서 동사의 1)재무제표 투명성, 2)본원가치 회복방안, 3)자본구조 변동에 대한 대책 등 인수 계약과 관련한 주요사항들에 대한 재점검을 요구하고 있는 상\황으로 파악

Stock Data

KOSPI (6/19)		2,141.32 pt
시가총액		8,907 억원
발행주식수		223,235 천주
52 주 최고가/최저가		6,580 / 2,270 원
90 일 일평균거래대금		192.66 억원
외국인 지분율		6.3%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		1,449 원
KOSPI 대비	1 개월	-6.6%
	6 개월	-22.1%
	12 개월	-32.0%
주주구성	금호산업 (외 6 인)	30.8%
	금호석유화학 (외 1 인)	11.0%
	오윤규 (외 1 인)	0.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	7,183	28	-250	-196	-964	적전	563	-4.3	7.4	0.9	-19.0
2019	6,966	-444	-1,081	-818	-3,646	적지	626	-1.5	13.8	1.5	-90.7
2020E	4,775	-979	-1,893	-1,582	-6,143	적지	376	-0.6	18.5	2.8	-196.9
2021E	5,415	-275	-533	-405	-755	적지	948	-5.3	7.0	5.8	-70.6
2022E	7,303	465	299	228	425	흑전	1,589	9.4	3.6	3.6	46.9

자료:아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

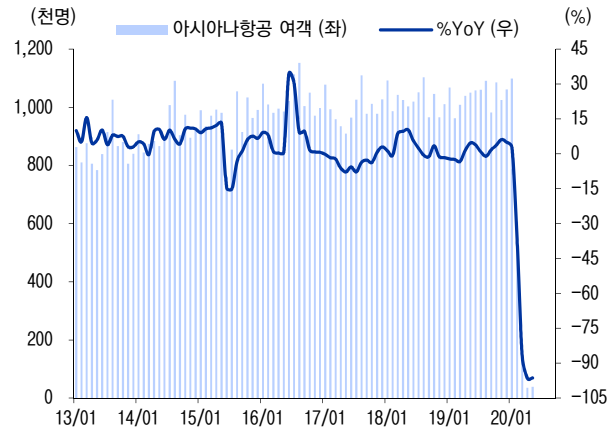
2Q20 & 2020년 실적 전망

동사 연결기준 2분기 실적은 매출액 1조 1,339억원(-35.0% YoY), 영업손실 2,385억원(적자지속 YoY)으로 1분기에 이어 적자 지속 될 것으로 예상한다. 별도기준 2분기 매출액은 1조335억원(-30.2% YoY), 영업손실 975억원(적자지속 YoY)을 기록할 것으로 추정한다.

매출액 비중에서 여객 비중이 차지하는 부분은 약 70% 수준으로 COVID 19로 인한 절대적인 여객 수요 감소에 외형 축소는 불가피한 상황이다. 부문별로 2분기 국내여객 매출은 578억원(-35.6% YoY), 국제여객 매출은 1,922억원(-78.0% YoY)을 기록할 것으로 예상한다. 약180개 국가에서 한국인 입국이 제한된 관계로 국제여객 매출 감소폭이 국내여객 대비 클 것으로 예상된다.

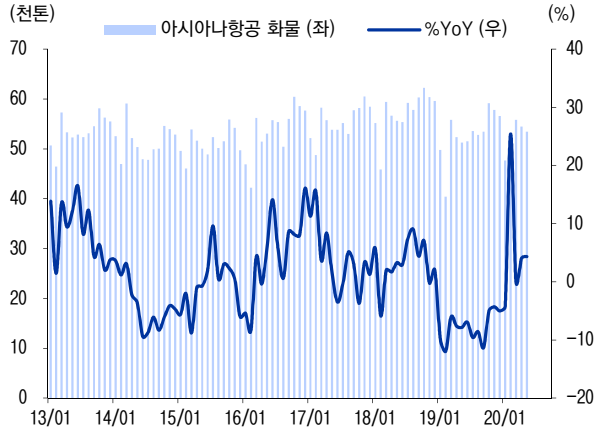
반면, 여객과 달리 2분기 화물 매출은 5,614억원(+75.7% YoY)으로 1분기에 이어 플러스 성장 이어갈 것으로 예상한다. 화물 매출은 2월 기점으로 전년동기대비 턴어라운드 하는 모습이다. COVID19 확산이 본격화된 시점인 3월부터 원화기준 화물 운임은 45%(YoY) 이상 급증하는 모습이다. COVID 19로 인한 화물 여객기 공급 부족에 화물 수요(Q)증가와 일드(P)가 동반 상승 중이다. 현재와 같은 화물운임 상승이 지속된다면 화물부문의 마진 확보가 적자폭 축소에 기여할 것으로 예상한다.

그림113 아시아나항공 인천공항 월별 여객 수송실적



자료: 인천국제공항공사, 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림114 아시아나항공 인천공항 월별 화물 수송실적

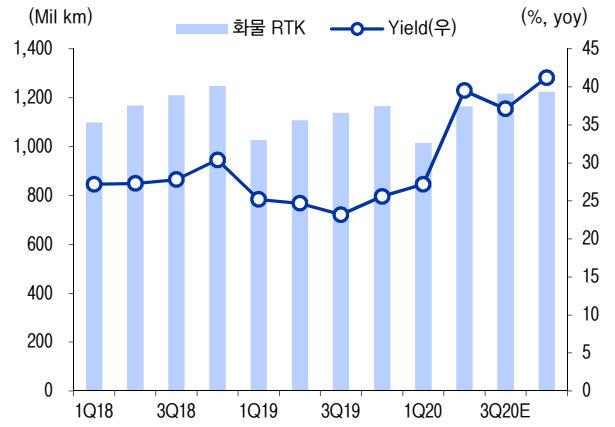


자료: 인천국제공항공사, 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

COVID 19로 인한 외형축소 불가피한 가운데 동사가 할 수 있는 조치는 비용 절감이다. 지난해 충당금 설정(약 1,000억원)으로 인한 고정비 선반영과 변동비 축소 노력은 연내 지속될 것으로 보인다. 1분기 기준 동사 별도 영업비용은 정비비 항목 제외한 고정비와 변동비성 비용 모두 감소하며 전년동기대비 8% 감소한 상황이다. 특히 유류비(-15% YoY), 공항비(-18% YoY) 등 변동비 항목에서 유의미한 비용 절감이 두드러진 모습이다. 2분기에도 1)비용 통제 본격화, 2)운항 감소에 따른 유류비 감소와 유가 하락분 반영, 3)임차료 조정 협의 등에 변동비 절감 효과는 1분기 대비 더욱 확대될 것으로 보인다.

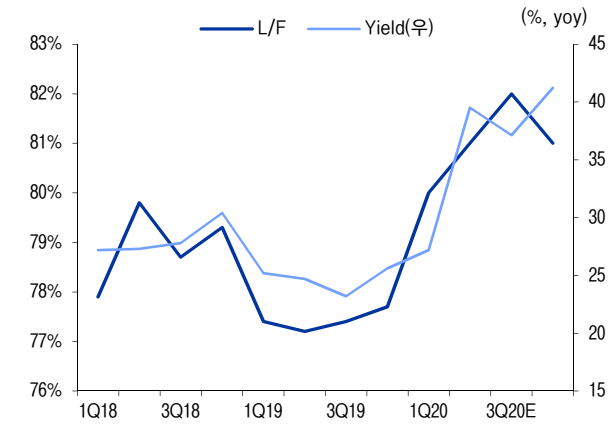
연결기준 2020년 연간 실적은 매출액 4 조 7,748억원(-31.5% YoY), 영업손실 9,793억원(적자지속 YoY)으로 전년에 이어 적자 지속 예상한다. 별도기준 연간 매출액은 4조2,759억원(-27.8% YoY), 영업손실 6,945억원(적자지속 YoY)을 기록할 것으로 추정한다.

그림115 아시아나항공 화물 RTK 및 Yield 상승 예상



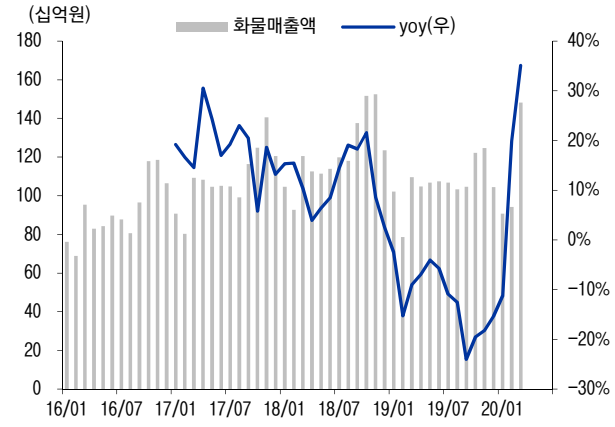
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림116 아시아나항공 화물 L/F 및 Yield 1Q20 기준 급증



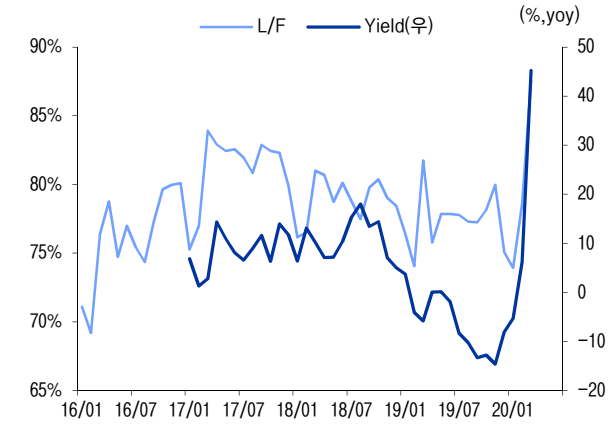
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 아시아나항공 월별 화물 매출 추이



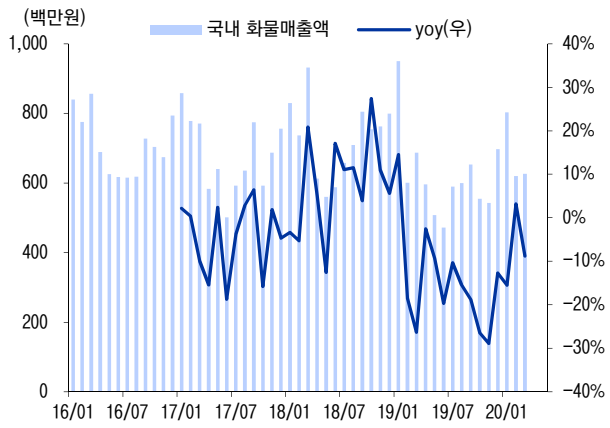
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 아시아나항공 월별 화물 L/F 및 Yield 추이



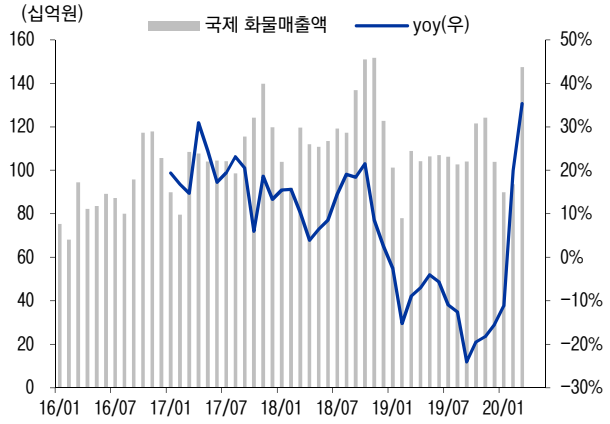
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림119 아시아나항공 월별 국내 화물 매출 추이



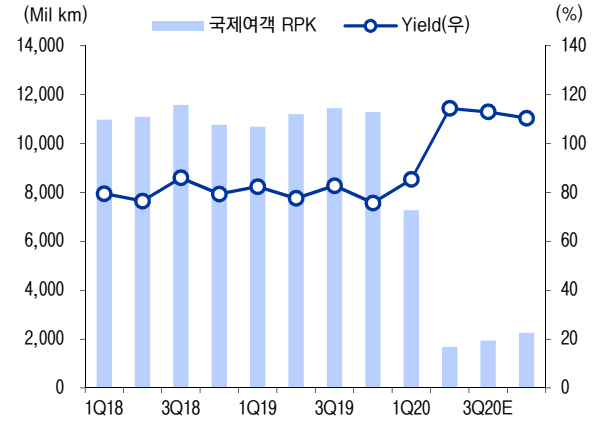
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림120 아시아나항공 월별 국제 화물 매출 추이



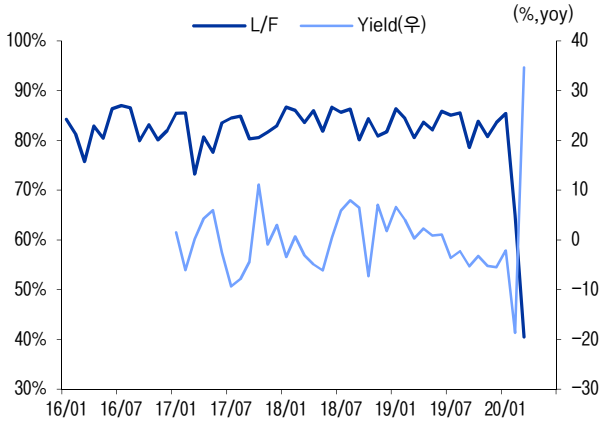
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림121 아시아나항공 국제여객 RPK/Yield 추이



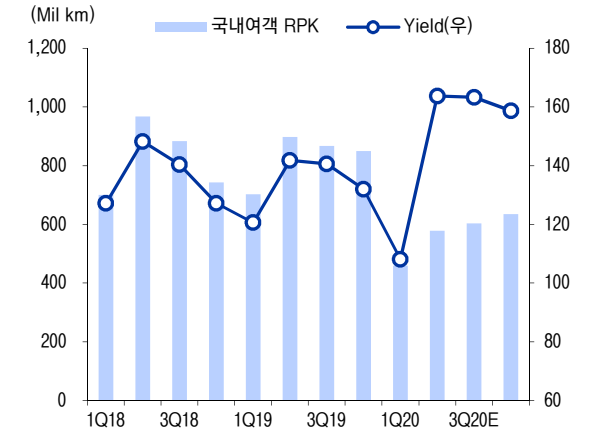
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림122 1Q20 국제여객 L/F 급감 vs. Yield 급증



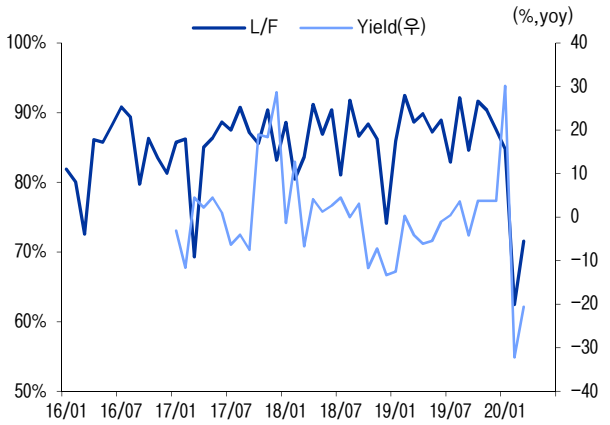
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림123 아시아나항공 국내여객 RPK/Yield 추이



자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림124 1Q20 국내여객 L/F 감소 vs. Yield 증가



자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 아시아나항공 실적 추이(별도기준)

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
영업수익	**14,385**	**14,814**	**15,633**	**14,413**	**11,295**	**10,335**	**10,422**	**10,708**	**59,245**	**42,759**	**47,321**
YoY	*-2.5%*	*-1.3%*	*-7.6%*	*-6.0%*	*-21.5%*	*-30.2%*	*-33.3%*	*-25.7%*		*-27.8%*	*10.7%*
국제여객	8,819	8,691	9,506	8,556	5,840	1,922	2,200	2,495	35,572	12,781	17,895
YoY	*1.1%*	*2.2%*	*-4.7%*	*0.0%*	*-33.8%*	*-78.0%*	*-76.7%*	*-70.6%*	*-0.5%*	*-64.0%*	*40.0%*
RPK(Mil Km)	10,688	11,195	11,456	11,295	7,267	1,679	1,948	2,259	44,634	13,153	15,636
Yield(원)	82	78	83	76	85	114	113	110	80	106	106
L/F(%)	83.7%	83.9%	83.1%	82.8%	63.6%	40.5%	39.8%	40.0%	83.4%	52.8%	48.2%
국내여객	700	895	871	853	483	578	603	635	3,318	2,277	2,896
YoY	*1.8%*	*-5.7%*	*-0.9%*	*14.5%*	*-31.0%*	*-35.6%*	*-30.5%*	*-25.3%*	*1.8%*	*-31.4%*	*27.2%*
RPK(Mil Km)	583	631	616	646	423	353	369	400	2,475	1,546	1,998
Yield(원)	121	142	141	132	108	164	163	159	134	148	145
L/F(%)	89.0%	88.7%	86.6%	89.9%	73.0%	62.1%	65.8%	70.1%	88.5%	68.0%	79.6%
화물	2,904	3,191	3,147	3,514	3,331	5,614	5,401	6,005	12,756	20,319	21,626
YoY	*-8.7%*	*-5.6%*	*-16.2%*	*-17.9%*	*14.7%*	*75.7%*	*71.3%*	*71.1%*	*-12.6%*	*59.1%*	*6.4%*
FTK(Mil Km)	1,027	1,109	1,138	1,166	1,015	1,164	1,218	1,224	4,440	4,621	4,779
Yield(원)	25	25	23	26	27	40	37	41	287	435	452
L/F(%)	77.4%	77.2%	77.4%	77.7%	80.0%	81.0%	82.0%	81.0%	77.5%	81.0%	80.1%
기타(연결조정 포함)	1,963	2,037	2,110	1,490	1,641	2,220	2,215	1,564	7,599	7,640	8,159
영업비용	**14,503**	**15,884**	**16,084**	**17,641**	**13,377**	**11,310**	**11,462**	**11,619**	**64,112**	**47,768**	**49,081**
YoY	*2.0%*	*7.8%*	*-0.1%*	*2.0%*	*-7.8%*	*-28.8%*	*-28.7%*	*-34.1%*	*2.8%*	*-25.5%*	*2.7%*
연료유류비	3,882	4,625	4,621	4,753	3,308	678	1,059	1,326	17,881	6,372	7,172
감가상각비	2,214	2,371	2,530	1,106	2,200	2,200	2,273	2,273	8,221	8,947	7,896
임차료	298	338	269	1,614	192	192	195	195	2,519	774	780
인건비	2,000	2,009	2,010	2,069	1,901	1,888	1,869	1,924	8,088	7,583	7,754
정비수리비	1,117	1,346	1,182	1,117	1,559	1,413	1,241	1,117	5,286	5,937	5,663
기타(연결조정 포함)	3,991	4,114	4,360	4,230	3,399	4,073	3,924	3,595	16,695	14,991	14,978
영업이익	**-118**	**-1,070**	**-451**	**-3,228**	**-2,082**	**-975**	**-1,040**	**-118**	**-4,867**	**-6,945**	**-2,102**
YoY	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
OPM	*-0.8%*	*-7.2%*	*-2.9%*	*-22.4%*	*-18.4%*	*-9.4%*	*-10.0%*	*-0.8%*	*-8.2%*	*-16.2%*	*-4.4%*

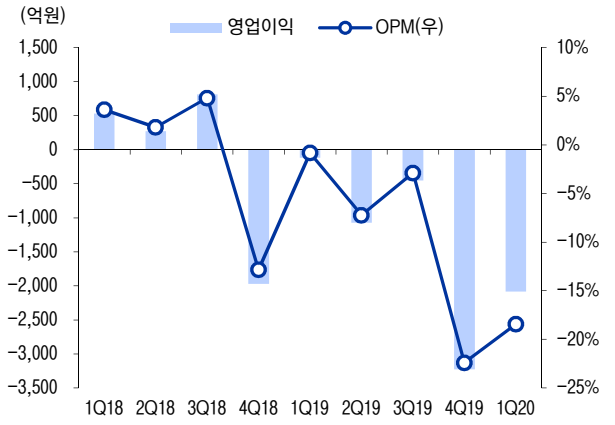
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

대규모 자본 수혈을 통한 자본잠식 우려 완화

1Q20 연결기준 동사 부채비율은 약 6,280%다. 지난 2017년부터 부채비율이 지속적으로 상승하고 있으나, 2018년 미중부역분쟁, 2019년 일본 보이콧, 2020년 COVID19 발생 등 연이은 영업환경 대내외 악재에 부채비율은 최고치를 보이고 있다. 부채는 전년 대비 4.6% 늘어났으나, 당기순손실이 전년동기대비 약 662% 증가하며 결손금이 누적, 이로 인해 자본총계가 전년동기대비 약 73% 급감하며 부채비율이 급증하는 모습이다.

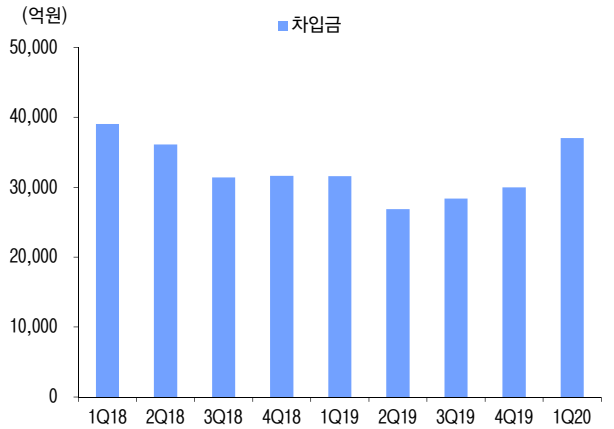
비정상적인 부채비율 불구 동사에게는 자본확충 기회가 남아있다. 1)HDC그룹과 인수(약 2.2조원) 협상이 진행 중이며, 2)산업은행과 수출입은행의 신규대출(1.7조원), 3)정부 기간산업안정기금 등 자본확충에 노력을 가하고 있다. HDC그룹은 인수 협상에 앞서 동사의 1)재무제표 투명성, 2)본원가치 회복방안, 3)자본구조 변동에 대한 대책 등 인수 계약과 관련한 주요사항들에 대한 재점검을 요구하고 있는 상황으로 파악된다.

그림125 아시아나항공 분기별 영업이익 추이(별도기준)



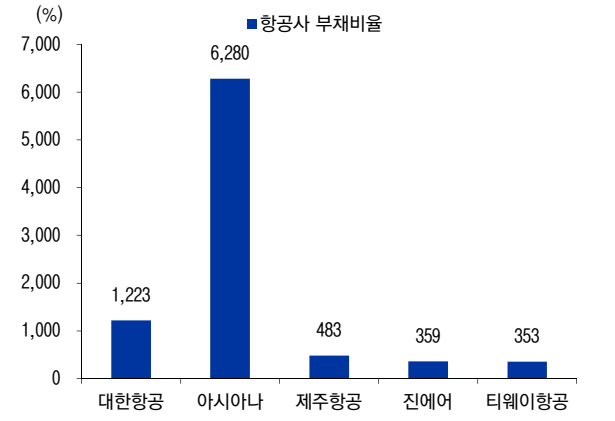
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림126 아시아나항공 차입금 추이(별도기준)



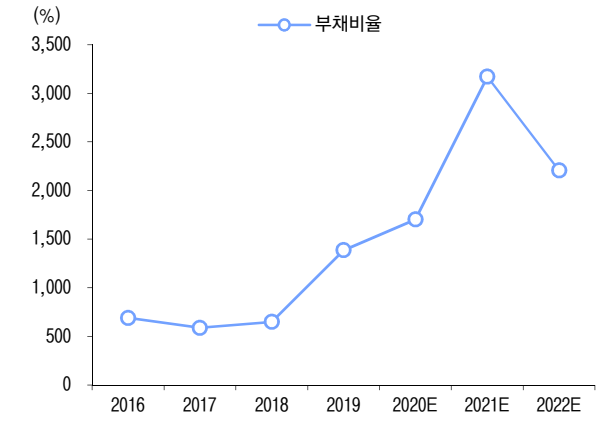
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림127 1Q20 기준 항공사 부채비율(연결기준)



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림128 아시아나항공 부채비율 추이(연결기준)



자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 HDC 현대산업개발, 아시아나항공 인수 개요

날짜	내용
2019.07.25	금호산업, 아시아나항공 매각 공고
2019.09.03	아시아나항공 매각 예비입찰 마감
2019.11.07	아시아나항공 매각 본입찰 마감 HDC현대산업개발, 미래에셋대우 컨소시엄, 제주항공(애경)-스톤브릿지 컨소시업, KCGI-뱅커스트릿 컨소시엄 신청
2019.11.12	아시아나항공 인수 우선협상대상자로 HDC현대산업개발, 미래에셋대우 컨소시엄 선정
2019.12.27	금호산업과 HDC현대산업개발, 아시아나항공 주식매매계약(SPA) 체결안 가결(3,200억원)
2020.01	HDC현대산업개발, 4,000억원 유상증자 결의
2020.03	정기주주총회에서 발행가능 주식 증가 정관 변경 COVID19 로 신용등급 하향 검토 7,107억원 규모 2차 유증 결의
2020.04	공정위, HDC현대산업개발 아시아나 인수 승인
2020.04.29	인수대금 총 2조5,000억원 납입 예정 HDC, 아시아나 지분 취득 예정이었으나 무기한 연기

자료: 언론보도 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

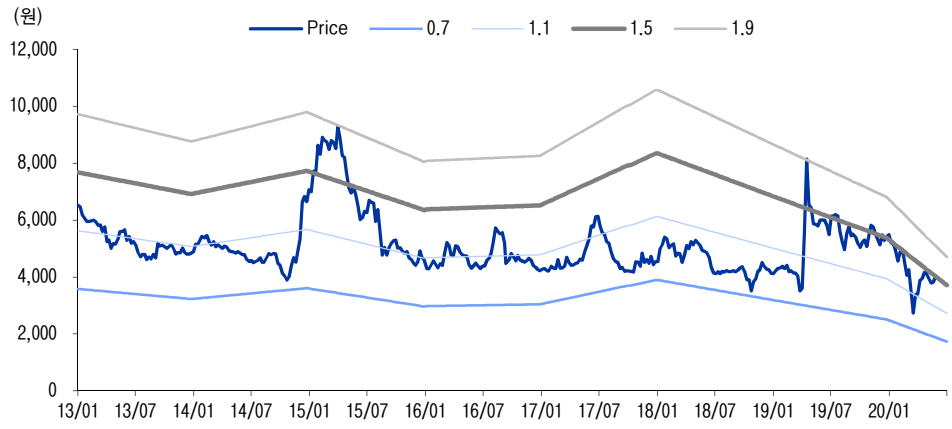
동사에 대해 투자의견 Hold, 목표주가 3,400원을 제시하며 커버리지 개시한다. 목표주가는 1)산업은행과 수출입은행의 1.7조 규모의 신규대출, 2)정부 기간산업안정기금 지원, 3)유상증자 등을 통한 자본 확충 기회를 반영, 2021년, 2022년 평균 BPS에 Target P/B 3.7배를 적용하여 산출하였다. 본업에 대한 실적 자체는 COVID 19 종식과 함께 여객 수요 회복 중심으로 가파르게 회복될 것으로 예상한다. 다만, 지나치게 높은 부채비율과 HDC현대산업개발 인수 여부 등 리스크 감안 시, 해당 사안이 해결되기 전까지 보수적인 접근이 필요하다고 판단된다.

표16 아시아나항공 목표주가 산정

구 분	Value	내용
ⓐBPS(원)	906	2021,2022년 평균 BPS(유상증자 반영)
ⓑTarget P/B(x)	3.7	
ⓒ적정주가(원)	3,352	ⓐ*ⓑ
ⓓTarget Price(원)	**3,400**	
현재주가(원)	3,990	2020년 6월 19일 종가 기준
Upside(%)	-14.8	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림129 아시아나항공 PBR 밴드 차트



자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

아시아나항공 (020560)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,514	1,561	4,545	5,263	6,322
현금 및 현금성자산	414	194	3,523	3,830	4,738
매출채권 및 기타채권	515	419	203	427	506
재고자산	263	226	68	223	264
기타유동자산	322	722	752	782	814
비유동자산	6,677	11,943	10,973	10,180	9,614
관계기업투자등	125	141	146	152	159
유형자산	5,492	10,358	9,321	8,459	7,822
무형자산	218	204	215	226	236
자산총계	**8,191**	**13,503**	**15,518**	**15,442**	**15,936**
유동부채	3,369	4,558	6,219	6,427	6,593
매입채무 및 기타재무	520	483	379	520	615
단기금융부채	1,554	2,487	4,187	4,187	4,187
기타유동부채	1,295	1,589	1,653	1,720	1,790
비유동부채	3,729	8,037	8,438	8,544	8,653
장기금융부채	2,215	5,534	5,834	5,834	5,834
기타비유동부채	1,514	2,503	2,604	2,710	2,819
부채총계	**7,098**	**12,595**	**14,657**	**14,970**	**15,246**
지배주주지분	939	793	745	357	575
자본금	1,026	1,116	2,583	2,583	2,583
자본잉여금	5	586	586	586	586
이익잉여금	-66	-881	-2,395	-2,783	-2,565
비지배주주지분(연결)	154	115	115	115	115
자본총계	**1,093**	**908**	**861**	**472**	**691**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**7,183**	**6,966**	**4,775**	**5,415**	**7,303**
매출원가	6,453	6,689	4,915	5,121	5,937
매출총이익	**730**	**277**	**-141**	**294**	**1,366**
판매비 및 관리비	702	721	839	568	901
영업이익	**28**	**-444**	**-979**	**-275**	**465**
(EBITDA)	563	626	376	948	1,589
금융손익	-209	-530	-348	-349	-148
이자비용	163	350	358	355	154
관계기업등 투자손익	7	-15	-1	1	1
기타영업외손익	-76	-92	-564	90	-19
세전계속사업이익	**-250**	**-1,081**	**-1,893**	**-533**	**299**
계속사업법인세비용	-54	-263	-311	-128	72
계속사업이익	-196	-818	-1,582	-405	228
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-196**	**-818**	**-1,582**	**-405**	**228**
지배주주	-198	-785	-1,514	-389	219
총포괄이익	**-204**	**-821**	**-1,582**	**-405**	**228**
매출총이익률 (%)	10.2	4.0	-2.9	5.4	18.7
영업이익률 (%)	0.4	-6.4	-20.5	-5.1	6.4
EBITDA 마진률 (%)	7.8	9.0	7.9	17.5	21.8
당기순이익률 (%)	-2.7	-11.7	-33.1	-7.5	3.1
ROA (%)	-2.3	-7.2	-10.4	-2.5	1.4
ROE (%)	-19.0	-90.7	-196.9	-70.6	46.9
ROIC (%)	0.4	-5.2	-9.5	-3.1	6.2

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**717**	**559**	**265**	**754**	**1,484**
당기순이익(손실)	-196	-818	-1,582	-405	228
비현금수익비용가감	887	1,525	1,525	1,344	1,223
유형자산감가상각비	534	1,070	1,355	1,223	1,124
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	31	181	170	121	99
영업활동 자산부채변동	187	200	322	-184	33
매출채권 감소(증가)	-2	47	216	-224	-79
재고자산 감소(증가)	-24	-31	158	-155	-41
매입채무 증가(감소)	63	-19	-104	141	96
기타자산, 부채변동	150	204	52	54	57
투자활동 현금	**223**	**-848**	**-403**	**-447**	**-576**
유형자산처분(취득)	-349	-388	-318	-361	-487
무형자산 감소(증가)	-8	-8	-11	-11	-11
투자자산 감소(증가)	155	-340	-24	-23	-24
기타투자활동	425	-111	-50	-52	-55
재무활동 현금	**-815**	**64**	**3,466**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	-807	-708	2,000	0	0
자본의 증가(감소)	-11	-28	1,466	0	0
배당금의 지급	3	28	0	0	0
기타재무활동	4	801	0	0	0
현금의 증가	**126**	**-220**	**3,328**	**308**	**908**
기초현금	289	414	194	3,523	3,830
기말현금	414	194	3,523	3,830	4,738

자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	-4.3	-1.5	-0.6	-5.3	9.4
P/B	0.9	1.5	2.8	5.8	3.6
EV/EBITDA	7.4	13.8	18.5	7.0	3.6
P/CF	1.2	1.7	n/a	2.2	1.4
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	8.9	-3.0	-31.5	13.4	34.9
영업이익	-88.5	적전	적지	적지	흑전
세전이익	적전	적지	적지	적지	흑전
당기순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
EPS	적전	적지	적지	적지	흑전
안정성 (%)					
부채비율	649.3	1,386.7	1,702.9	3,172.0	2,207.8
유동비율	44.9	34.2	73.1	81.9	95.9
순차입금/자기자본(x)	301.4	815.3	704.0	1,214.9	696.2
영업이익/금융비용(x)	0.2	-1.3	-2.7	-0.8	3.0
총차입금 (십억원)	3,769	8,021	10,021	10,021	10,021
순차입금 (십억원)	3,295	7,405	6,059	5,734	4,807
주당지표(원)					
EPS	-964	-3,646	-6,143	-755	425
BPS	4,576	3,584	1,449	693	1,118
CFPS	3,369	3,283	n/a	1,824	2,820
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

제주항공 (089590)

2020. 6. 22 | 항공/호텔/레저

Analyst **안진아**
02. 3779 8687
aja1215@ebestsec.co.kr

쉬어가는 한 해

Not Rated

목표주가	NR
현재주가	17,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

COVID19 장기화, 영업적자 불가피한 상황

동사 2분기 연결기준 실적은 매출액 1,810억원(-42.2% YoY), 영업손실 470억원(적자지속 YoY)으로 전분기에 이어 적자 지속 예상. 다만, 국내 근거리 운항 중심으로 LCC 수요 일부 회복 가능성 상존하며, 7월 기점으로 중국, 홍콩 등 중화권 중심으로 국제 여객 노선 일부 재개 예정 있으나 운항 정상화 확신할 수 없는 상황

동사 1분기 기준 현금 및 현금성자산은 약 680억원으로 현금화 가능한 단기금융자산까지 포함 시 약 1,000억원으로 수준. 매출 모멘텀 부재한 가운데 판관비중 가장 높은 비중을 차지하는 유류비(약 25%)의 경우 유가 하락 영향으로 다소 감소하겠으나, 고정비 비중은 전체 비용의 30% 수준으로 2분기 고정비용만 635억원으로 추정. 이에 이스타항공 인수 사안까지 감안한다면, 현 보유 현금수준 여력은 다소 미비한 수준

2020년 적자지속 및 이스타항공 인수 리스크 상존

인수가 지연되고 있는 이스타항공 이슈도 리스크 요인. 이스타항공 인수 관련 거래 최종 시한은 오는 6월말까지이나, 해외기업결합심사 미승인의 이유 등으로 인수 여부가 불확실한 상황. 인수합병 계약 성사를 위해 동사는 이스타홀딩스에 계약금(약 120억원)을 제외한 차액 425.5억원을 납입해야 함. 여유자금 부족한 상황에 이스타항공 인수 시, 유동성 리스크 재부각될 가능성 상존

유상증자 일정 연기

지난 4일 동사는 1,700억원 규모의 유상증자 시행 일정 연기. 주주배정 후 실권 일반공모 방식으로 신주 1,214만 2,857주 발행(발행 예정가 14,000원)예정이었으나, 발행가액 확정 예정일은 기존 7월 9일에서 7월 31로 연기. 이에 청약예정일은 8월5일, 납입일은 8월 13일로 각각 늦춰졌으며, 신주 상장예정일은 8월 26일로 변경. 우리사주조합 배정 물량은 총 공모주식의 20%에 해당하는 242만 8,571주로 동사 최대주주인 AK홀딩스(56.94%)와 AKIS(1.74%)가 약 950억원 유증대금 부담. 조달 자금은 운영자금(1,178억원)과 채무상환(552억원) 자금으로 활용할 계획

Stock Data

KOSPI (6/19)		2,141.32 pt
시가총액		4,692 억원
발행주식수		26,357 천주
52 주 최고가/최저가		34,300 / 12,000 원
90 일 일평균거래대금		64.74 억원
외국인 지분율		3.0%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		7,358 원
KOSPI 대비	1 개월	-16.1%
	6 개월	-30.7%
	12 개월	-48.9%
주주구성	AK 홀딩스 (외 4 인)	58.9%
	제주특별자치도 (외	7.8%
	국민연금공단 (외	5.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	608	51	53	47	1,827	-38.5	61	21.9	12.9	4.5	30.2
2016	748	58	69	53	2,040	11.6	72	12.3	4.6	2.4	21.0
2017	996	101	101	78	2,971	45.6	127	6.0	1.4	1.4	25.8
2018	1,259	101	93	71	2,695	-9.3	137	6.6	1.9	1.2	19.9
2019	1,384	-33	-47	-33	-1,260	적전	133	-14.1	6.0	1.4	-9.4

자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q20 & 2020년 실적 전망

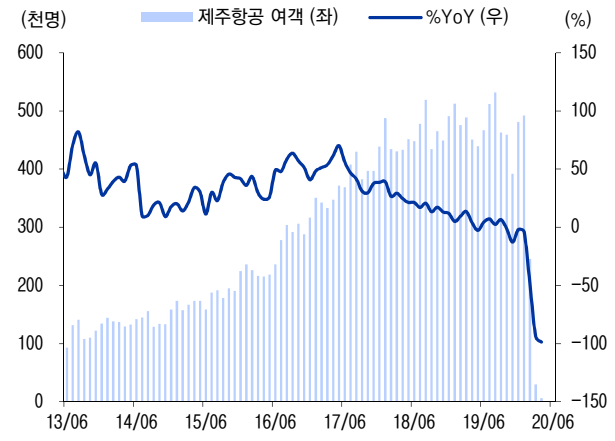
2020년 동사 연결기준 실적은 매출액 8,410억원(-39.2% YoY), 영업손실 2,210억원(적자지속 YoY)으로 추정한다. 동사 2분기 연결 실적은 매출액 1,810억원(-42.2% YoY), 영업손실 470억원(적자지속 YoY)으로 전분기에 이어 적자 지속할 것으로 예상한다. 다만, 국내 근거리 운항 중심으로 LCC 수요 일부 회복 가능성 상존하며, 7월 기점으로 중국, 홍콩 등 중화권 중심으로 국제 여객 노선 일부 재개 예정 있으나 국제선 운항 정상화 여부는 확신할 수 없는 상황이다.

1분기 기준 현금 및 현금성 자산은 약 680억원으로 현금화 가능한 단기금융자산까지 포함 시 약 1,000억원이다. COVID19로 매출 모멘텀 부재한 가운데 판관비중 가장 높은 비중을 차지하는 유류비(약 25%)의 경우 유가 하락 영향으로 하반기 다소 감소하겠으나, 기본적으로 나가는 고정비 비중은 전체 비용의 30% 수준으로 2분기 변동비 제외한 고정비용만 635억원으로 추정된다. 변동비성 비용까지 포함한 영업비용과 이스타항공 인수를 감안한다면, 기존 보유 현금 여력은 다소 미비한 수준이다.

인수가 지연되고 있는 이스타항공 이슈도 리스크 요인이다. 이스타항공 인수 관련 거래 최종 시한은 오는 6월 말까지이나 해외기업결합심사 미승인 이유 등으로 인수 여부가 불확실한 상황이다. 인수합병 계약 성사를 위해 동사는 이스타홀딩스에 계약금(약 120억원)을 제외한 차액 425.5억원을 납입해야 한다. 여유자금이 부족한 상황에 이스타항공 인수 사안까지 겹쳐 유동성 리스크가 재부각 될 가능성이 높아 보인다.

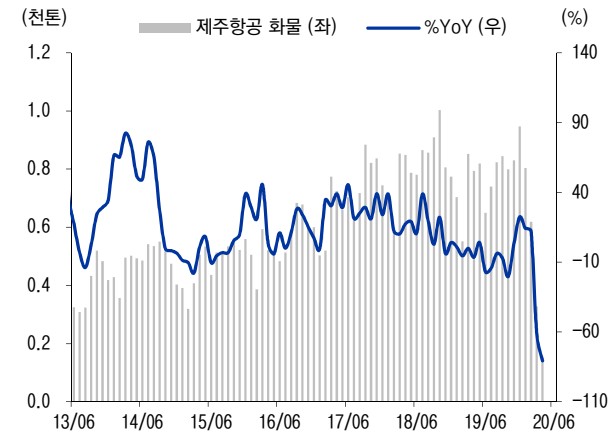
이 가운데 1,700억원 규모 유상증자 시행 일정이 당초 계획보다 연기되었다. 주주배정 후 실권 일반공모 방식으로 신주 1,214만 2,857주를 발행(발행 예정가 14,000원)할 예정이었으나, 발행가액 확정 예정일은 기존 7월 9일에서 7월 31로 늦춰졌다. 이에 청약예정일은 8월5일, 납입일은 8월 13일로 각각 미루어졌으며, 변경된 신주 상장예정일은 8월 26일로 변경되었다. 조달 자금은 운영자금(1,178억원)과 채무상환(552억원) 자금으로 활용할 계획이다.

그림130 월별 제주항공 여객수 추이



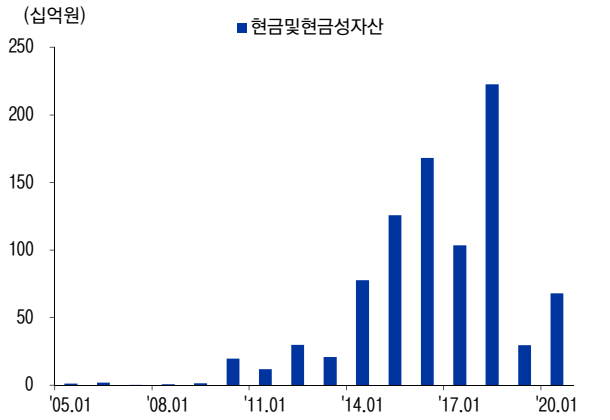
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림131 제주항공 월별 화물 운송 추이



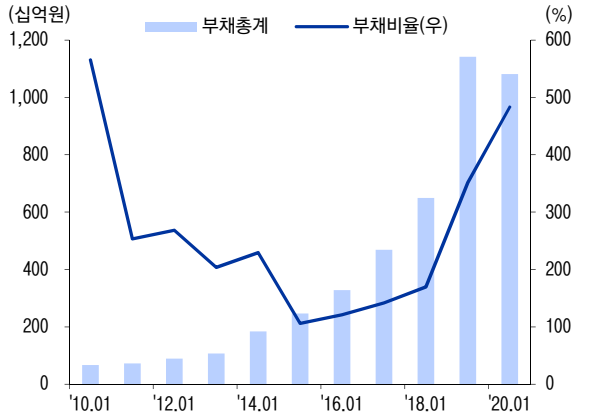
자료: 인천국제공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림132 1Q20 기준 현금 및 현금성자산 약 680억원



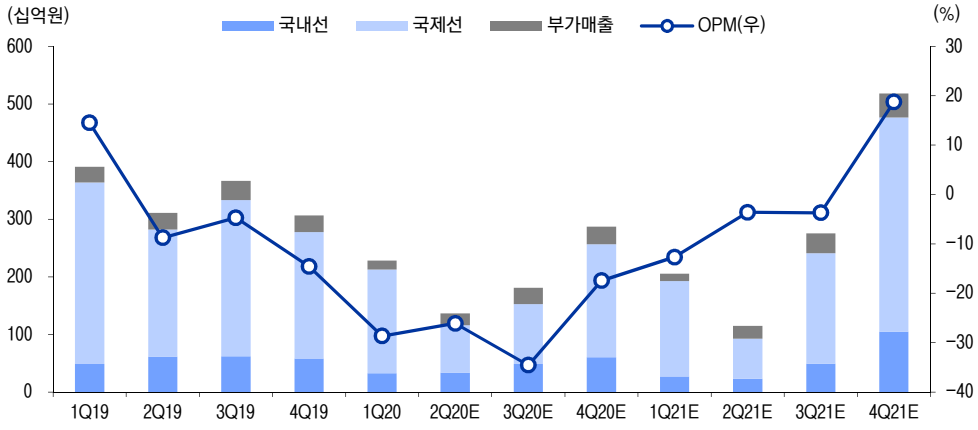
자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림133 제주항공 1Q20 기준 부채비율 483%



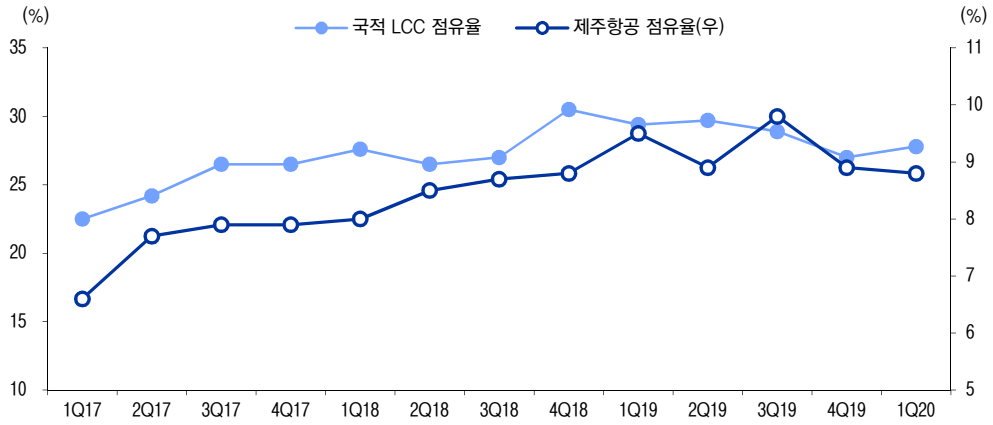
자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림134 제주항공 매출액 및 영업이익율 추이



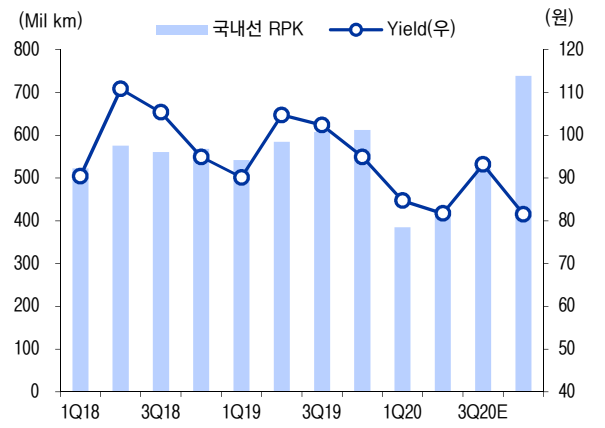
자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림135 국제선 탐승객 기준 국적 LCC 및 제주항공 점유율 추이



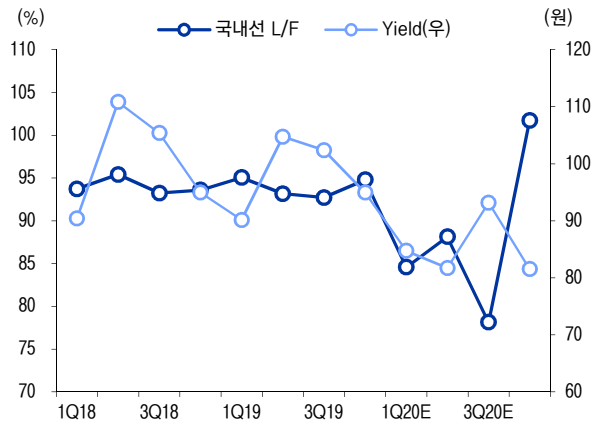
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림136 국내선 RPK 및 Yield 추이



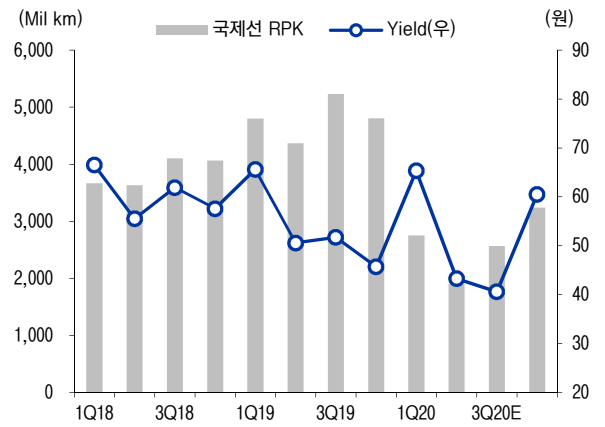
자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림137 국내선 탑승률 및 Yield 추이



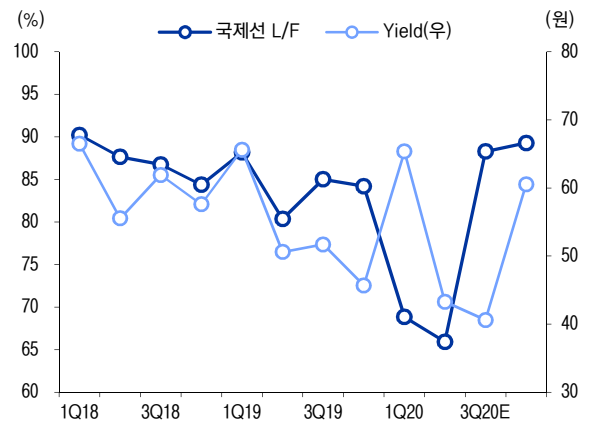
자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림138 국제선 RPK 및 Yield 추이



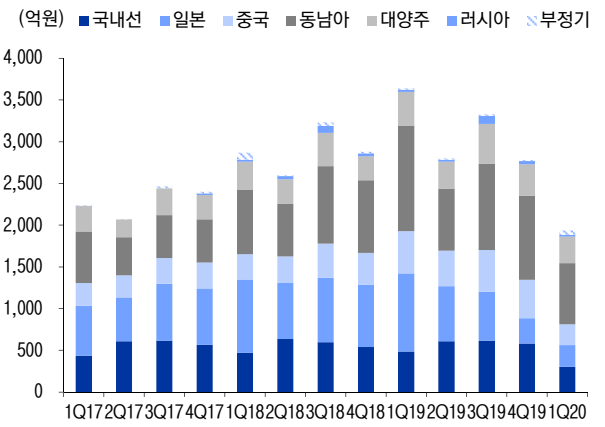
자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림139 국제선 탑승률 및 Yield 추이



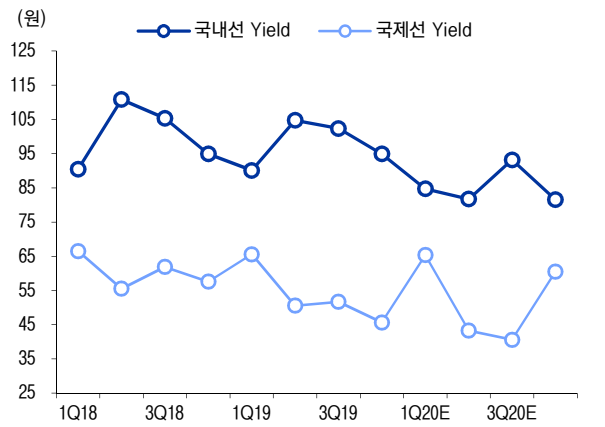
자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림140 제주항공 노선별 매출 추이



자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림141 국제선 및 국내선 Yield 추이



자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 제주항공 실적 추이 및 전망(연결 기준)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
원/달러(Avg)	1,126	1,080	1,194	1,176	1,193	1,220	1,195	1,190	1,166	1,195	1,181
YoY	*4.9*	*8.1*	*6.5*	*4.2*	*6.0*	*13.0*	*0.1*	*1.2*	*6.0*	*2.5*	*-1.2*
Jet Fuel($/bbl)	77	84	85	76	61	34	45	49	78	60	70
YoY	*-3.1*	*0.0*	*-4.3*	*-9.6*	*-20.1*	*-58.9*	*-46.4*	*-35.5*	*-8.5*	*-23.1*	*16.7*
영업수익	**393**	**313**	**369**	**309**	**229**	**181**	**193**	**238**	**1,384**	**841**	**1,123**
국제여객	315	221	271	219	180	82	104	196	1,026	563	798
RPK(Mil km)	4,799	4,369	5,234	4,804	2,754	1,905	2,567	3,241	19,206	10,467	13,806
Yield(원)	66	51	52	46	65	43	41	61	53	54	58
L/F(%)	88.2	80.4	85.0	84.2	68.8	65.9	88.3	89.3	84.5	77.9	87.9
국내여객	49	61	62	58	33	33	49	60	231	175	204
RPK(Mil km)	542	585	608	613	385	409	521	739	2,348	2,054	2,260
Yield(원)	90	105	102	95	85	82	93	82	98	85	90
L/F(%)	95.1	93.2	92.7	94.8	84.6	88.1	78.1	101.7	93.9	88.8	90.5
부가매출	27.3	28.5	33.5	28.8	15.5	20.8	28.1	30.5	118.0	94.9	111.5
YoY(%,%pt)											
영업수익	27.3	10.5	5.3	-2.5	-41.7	-42.2	-47.5	-23.2	9.9	-39.2	33.5
국제여객	29.1	9.5	6.6	-6.3	-42.8	-62.7	-61.5	-10.6	2.9	-24.1	16.6
RPK(%)	30.9	20.2	27.6	18.2	-42.6	-56.4	-51.0	-32.5	24.2	-45.5	31.9
Yield(%)	-1.4	-8.9	-16.5	-20.7	-0.4	-14.4	-21.5	32.5	-11.5	0.7	7.5
L/F(%pt)	-2.3	-7.3	-1.7	-0.2	-21.9	-14.4	3.3	5.1	-2.7	-6.5	10.0
국내여객	3.4	-4.0	5.3	7.8	-33.3	-45.4	-21.9	3.6	9.9	-45.1	41.8
RPK(%)	3.8	1.6	8.4	7.8	-29.0	-30.0	-14.3	20.6	5.4	-12.5	10.0
Yield(%)	-0.3	-5.5	-2.9	0.0	-6.0	-22.0	-9.0	-14.1	-2.4	-13.3	6.0
L/F(%pt)	1.4	-2.2	-0.5	1.2	-11.0	-5.0	-14.6	7.0	-0.1	-5.1	1.6
부가매출	55.8	61.3	-7.2	6.5	-43.1	-26.9	-16.1	5.8	20.1	-19.6	17.5
영업비용	**336**	**340**	**386**	**354**	**295**	**228**	**260**	**279**	**1,417**	**1,062**	**1,100**
연료유류비	90	100	111	101	64	49	47	47	403	207	271
감가상각비	36	37	40	51	37	37	37	37	166	147	121
임차료	10	10	11	3	8	8	9	9	33	34	36
공항관련비	66	66	76	65	56	51	61	57	272	226	241
인건비	62	56	64	63	56	58	60	61	245	236	216
정비수리비	29	29	37	29	29	26	32	27	124	115	126
판매수수료	4	3	3	2	2	1	2	2	12	7	10
기타(연결조정 포함)	40	39	44	40	41	-3	12	39	160	90	78
영업이익	**57**	**-27**	**-17**	**-45**	**-66**	**-47**	**-67**	**-41**	**-33**	**-221**	**23**
YoY	22.7	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적전	적지	흑전
OPM	14.5	-8.8	-4.7	-14.6	-28.7	-26.1	-34.5	-17.5	-2.4	-26.3	2.1
순이익(지배주주)	**42**	**-29**	**-30**	**-16**	**-101**	**-6**	**-21**	**-4**	**-33**	**-131**	**-55**
YoY	14.0	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적전	적지	적지
NPM	10.7	-9.4	-8.2	-5.0	-44.2	-3.6	-11.0	-1.7	-2.4	-15.6	-4.9

자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

제주항공 (089590)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	355	438	450	478	456
현금 및 현금성자산	126	168	104	223	30
매출채권 및 기타채권	30	29	45	59	57
재고자산	6	8	9	12	17
기타유동자산	194	232	292	185	352
비유동자산	122	163	350	553	1,012
관계기업투자등	0	1	2	2	2
유형자산	41	59	171	331	285
무형자산	12	12	19	24	29
자산총계	**478**	**600**	**800**	**1,032**	**1,468**
유동부채	200	261	368	403	557
매입채무 및 기타재무	40	55	71	86	112
단기금융부채	24	20	58	25	140
기타유동부채	135	185	239	292	304
비유동부채	46	68	101	246	586
장기금융부채	0	0	0	101	430
기타비유동부채	46	68	101	145	155
부채총계	**246**	**328**	**469**	**649**	**1,142**
지배주주지분	232	272	331	382	325
자본금	130	131	132	132	132
자본잉여금	88	89	90	90	90
이익잉여금	14	51	115	163	106
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**232**	**272**	**331**	**382**	**325**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**608**	**748**	**996**	**1,259**	**1,384**
매출원가	486	602	775	1,016	1,247
매출총이익	**122**	**146**	**222**	**244**	**137**
판매비 및 관리비	71	87	120	143	170
영업이익	**51**	**58**	**101**	**101**	**-33**
(EBITDA)	61	72	127	137	133
금융손익	5	5	2	1	-41
이자비용	0	0	0	1	26
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	5	-2	-9	26
세전계속사업이익	**53**	**69**	**101**	**93**	**-47**
계속사업법인세비용	6	16	23	22	-14
계속사업이익	47	53	78	71	-33
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**47**	**53**	**78**	**71**	**-33**
지배주주	47	53	78	71	-33
총포괄이익	**47**	**53**	**78**	**71**	**-33**
매출총이익률 (%)	20.1	19.5	22.2	19.4	9.9
영업이익률 (%)	8.5	7.8	10.2	8.0	-2.4
EBITDA 마진률 (%)	10.1	9.7	12.7	10.9	9.6
당기순이익률 (%)	7.8	7.1	7.8	5.6	-2.4
ROA (%)	12.7	9.8	11.1	7.7	-2.7
ROE (%)	30.2	21.0	25.8	19.9	-9.4
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	73.9	-5.7

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**72**	**110**	**145**	**121**	**84**
당기순이익(손실)	47	53	78	71	-33
비현금수익비용가감	25	26	61	73	182
유형자산감가상각비	7	11	20	29	158
무형자산상각비	2	4	5	7	8
기타현금수익비용	0	-1	4	-1	12
영업활동 자산부채변동	5	33	23	9	-15
매출채권 감소(증가)	-13	1	-16	-12	1
재고자산 감소(증가)	-1	-2	-1	-2	-5
매입채무 증가(감소)	8	0	26	24	14
기타자산, 부채변동	12	34	14	-1	-25
투자활동 현금	**-152**	**-62**	**-223**	**-6**	**-132**
유형자산처분(취득)	-24	-30	-133	-153	-41
무형자산 감소(증가)	0	-1	-6	-7	-6
투자자산 감소(증가)	-118	-27	0	0	0
기타투자활동	-10	-3	-85	154	-85
재무활동 현금	**127**	**-7**	**20**	**5**	**-146**
차입금의 증가(감소)	19	0	38	20	-129
자본의 증가(감소)	108	-8	-13	-16	-17
배당금의 지급	0	10	13	16	17
기타재무활동	0	0	-5	0	0
현금의 증가	**48**	**42**	**-65**	**119**	**-193**
기초현금	78	126	168	104	223
기말현금	126	168	104	223	30

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	21.9	12.3	6.0	6.6	-14.1
P/B	4.5	2.4	1.4	1.2	1.4
EV/EBITDA	12.9	4.6	1.4	1.9	6.0
P/CF	14.3	8.3	3.4	3.3	3.1
배당수익률 (%)	1.0	2.0	3.4	3.7	n/a
성장성 (%)					
매출액	-39.0	23.0	33.3	26.4	9.9
영업이익	-49.3	13.6	73.4	-0.1	적전
세전이익	-47.6	29.8	47.1	-7.8	적전
당기순이익	-39.4	12.3	46.9	-8.9	적전
EPS	-38.5	11.6	45.6	-9.3	적전
안정성 (%)					
부채비율	106.1	120.8	141.5	169.8	351.4
유동비율	177.7	167.8	122.2	118.6	81.9
순차입금/자기자본(x)	-107.1	-119.9	-88.1	-54.6	103.3
영업이익/금융비용(x)	734.3	140.4	223.5	67.8	-1.3
총차입금 (십억원)	24	20	58	127	570
순차입금 (십억원)	-248	-326	-292	-209	336
주당지표(원)					
EPS	1,827	2,040	2,971	2,695	-1,260
BPS	8,948	10,342	12,574	14,509	12,335
CFPS	2,810	3,031	5,284	5,445	5,663
DPS	400	500	600	650	n/a

자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

하나투어 (039130)

2020. 6. 22 | 항공/호텔/레저

Analyst 안진아
02. 3779-8687
aja1215@ebestsec.co.kr

긴 기다림이 필요한 때

Hold (initiate)

목표주가 45,000 원
현재주가 39,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

2Q20 적자폭 확대 불가피하나, 저점 통과중인 대장주라는 점 감안

동사 2분기 연결기준 실적은 매출액 573억원(-70.4% YoY), 영업손실 496억원(적자지속 YoY)으로 전분기에 이어 적자 지속, 적자폭이 확대될 것으로 예상. COVID 19로 인한 불가항력적인 상황이나, 출국자수 회복이 이루어지지 않는 한 동사의 송출객수 급감은 지속될 것으로 판단. 2020년 연결기준 매출액 3,327억원(-56.4% YoY), 영업손실 1,50억원(적자전환 YoY)으로 창립이래 가장 큰 폭의 손실을 기록할 것으로 예상. 이익 레벨 회복은 2021년 3분기를 기점으로 이루어질 것으로 전망. COVID 19가 장기화되면서 해외여행에 대한 잠재수요는 커지고 있을 것으로 예상. 해외여행에 대한 이연 수요가 2022년에 증가하면서 살아남은 여행업체로 수혜가 집중될 것으로 예상

송출객수, 2020년 저점 후 2021년 반등 예상

여행 수요의 근간인 출국자수 회복은 COVID 19 완화 정도와 시기에 따라 결정될 수 밖에 없음. 당사는 올해 출국자수가 약 2,300만명 감소한다는 보수적인 가정 아래, 출국자수 반등은 2021년(1,324만명)에 가시화될 것으로 예상. 2022년은 (1,840만명) COVID 19 이전 수준의 약 70% 정도 회복할 것으로 추정. 서구권의 동양인 인종차별과 국가별 COVID 19 완화 속도를 감안 시, 장거리 보다 아시아, 동남아시아 지역부터 순차적으로 패키지 회복세가 이루어질 것으로 추정

투자의견 Hold, 목표주가 45,000원 제시하며 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 Hold, 목표주가 45,000원을 제시하며 커버리지 개시. 목표주가 45,000원은 이익의 완전한 정상화가 예상되는 2023년 EPS에 Target PER 25배를 적용하여 산정. 1) 업황 저점 형성, 2) 메이저 사모펀드로 최대주주가 변경되며 유입자금이 온라인 강화에 투자되는 점을 감안하고 글로벌 Peer 역시 온라인 채널에 강점을 갖고 있는 비즈니스 모델을 고려하여 Target PER을 산정

Stock Data

KOSPI (6/19)		2,141.32 pt
시가총액		5,436 억원
발행주식수		13,939 천주
52 주 최고가/최저가		56,900 / 27,800 원
90 일 일평균거래대금		64.8 억원
외국인 지분율		5.8%
배당수익률(20.12E)		2.6%
BPS(20.12E)		14,788 원
KOSPI 대비	1 개월	-14.7%
	6 개월	-19.3%
	12 개월	-30.4%
주주구성	하모니아 1 호	28.3%
	키움프라이빗에쿼티	8.7%
	국민연금공단 (외	5.7%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	828.3	24.9	22.3	10.6	791	-33.6	47	87.0	13.3	4.0	4.3
2019	763.2	5.9	-5.7	-12.0	-725	적전	80	-70.4	11.0	3.3	-4.2
2020E	332.7	-150.2	-158.8	-106.2	-8,584	적지	-100	-4.5	-8.8	2.6	-51.3
2021E	489.5	-29.4	-31.6	-18.7	-1,396	적지	19	-27.9	52.1	3.1	-9.8
2022E	550.0	6.0	2.9	-15.4	-1,151	적지	64	-33.9	16.0	3.7	-9.7

자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

COVID19 직격탄 - 출입국자수 10년래 최저치

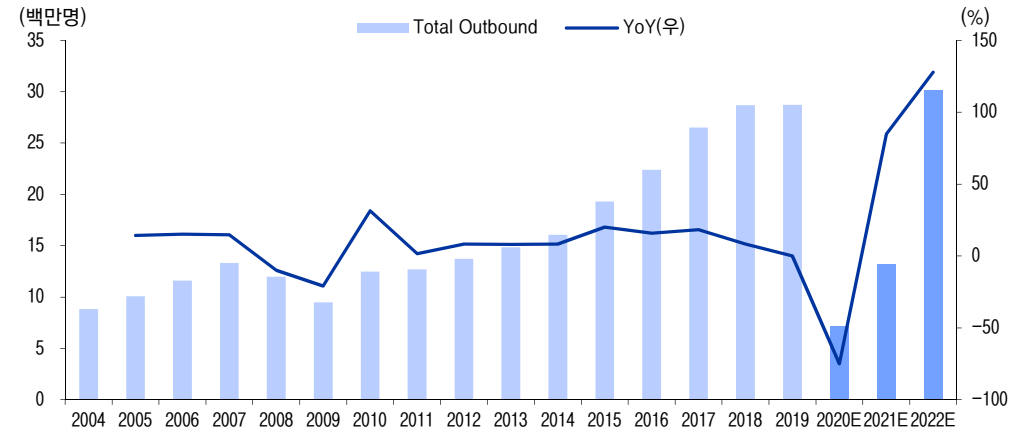
2020년 출국자수는 716만명(YoY -75.1%)으로 15년래 최저치를 기록할 것으로 예상된다. 출국자수 가운데 단일 국가로 가장 높은 비중을 차지하는 일본향 출국자수는 약 156만명으로 전년비 72.1% 급감, 전체 아웃바운드 감소에 가장 크게 작용할 것으로 보인다. COVID 19로 일본뿐만 아니라 여타 국가로의 아웃바운드 수요도 큰 폭으로 감소할 것으로 예상된다.

3월 COVID 19가 미국과 유럽을 중심으로 확산되며 한국인 입국금지 및 제한국가가 기하 급수적으로 늘어난 상황이기 때문이다. 2월말 기준 42개(입국금지 21개국, 입국제한 21개국)국가에서 5월말 기준 현재 약 185개(입국금지 150개국, 입국제한 35개국)국가가 한국인 입국에 제약을 두고 있다.

일본 제외 출국자수는 약 560만명으로 전년비 75.8% 감소할 것으로 추정한다. 2019년 일본 불매로 인한 여행 수요 급감에 이어 2020년 연초 COVID 19 발생에 주요 여행사 예약률이 바닥을 찍은 상황이다. COVID 19 장기화에 여행주에 대한 관점은 실적보다 COVID 19 기간 동안 버틸 수 있는 업체 중심으로 보수적 접근하는 것이 바람직해 보인다.

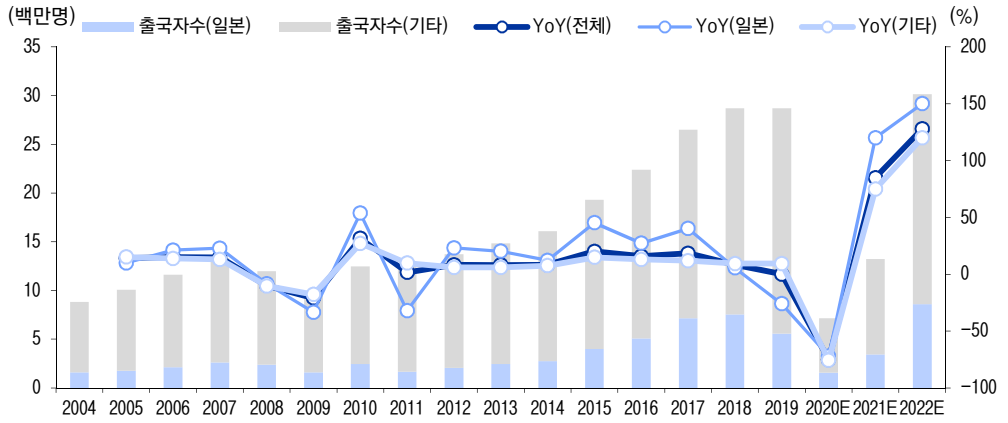
여행 수요의 근간인 출국자수 회복은 COVID 19 완화 정도와 시기에 따라 결정될 수밖에 없다. 당사는 올해 출국자수가 약 2,300만명 감소한다는 보수적인 가정 아래, 출국자수 반등은 2021년(1,324만명)에 가시화될 것으로 예상한다. 2022년은(1,840만명) COVID 19 이전 수준의 약 70% 정도 회복할 것으로 추정한다. 서구권의 동양인 인종차별과 국가별 COVID 19 완화 속도를 감안 시, 장거리 보다 아시아, 동남아시아권 지역부터 순차적으로 패키지 시장 회복세가 점진적으로 가능할 것으로 가정했다.

그림142 COVID 19 이전 수준 아웃바운드 회복은 2022 년 예상



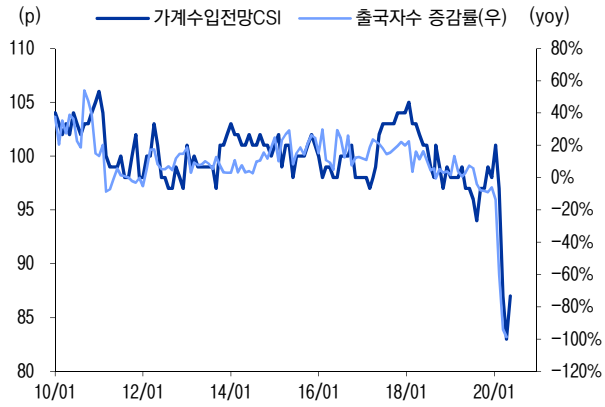
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림143 지역별 출국자수 추이 –2020년 저점 기준 회복세 예상



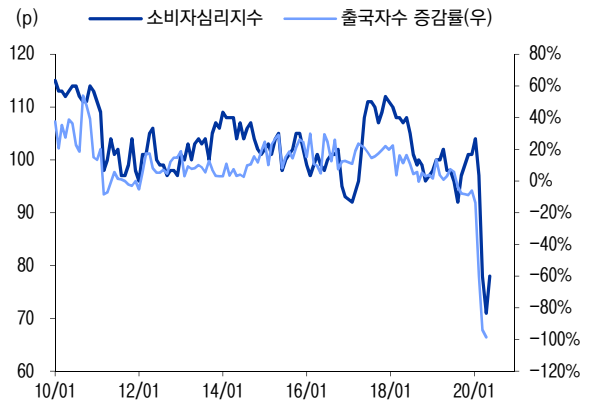
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림144 가계수입전망 CSI 4월(83) 저점으로 소폭 반등



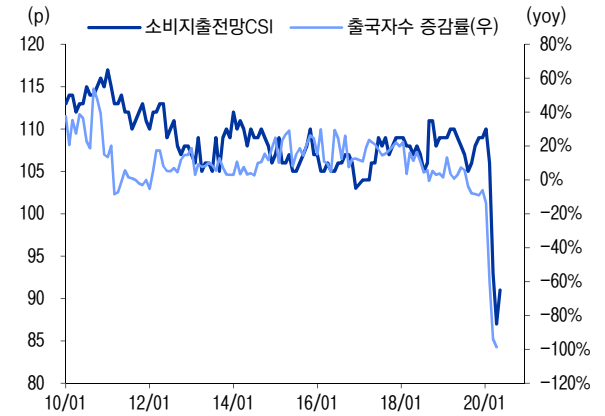
자료: KOSIS, 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림145 5월 소비자심리지수는 전년동월대비 -20p 하락



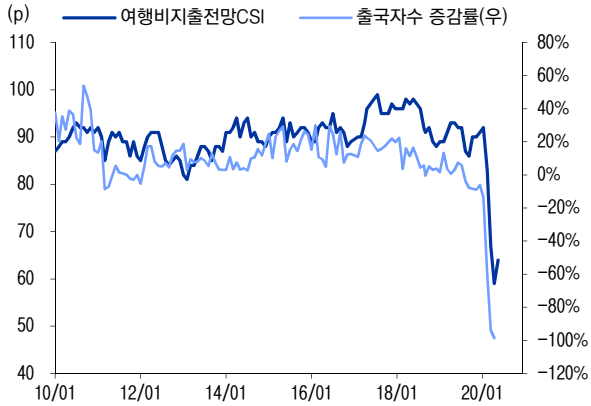
자료: KOSIS, 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림146 소비지출전망은 5월 소폭 반등, 3월 수준으로 회귀



자료: KOSIS, 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림147 여행비지출전망 역시 5월들어 반등, 하락폭 축소



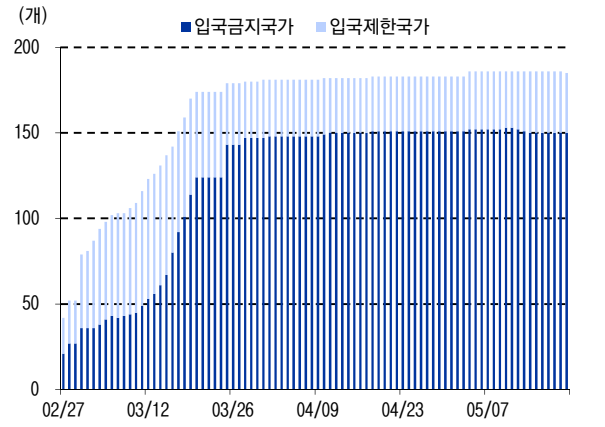
자료: KOSIS, 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

COVID 19 이후 3개월 연속 송출객수 및 예약률 99% 감소

동사 전체 송출객수는 COVID 19가 발생한 2월(-63.4% YoY) 부터 급감하는 모습을 보이고 있다. 3월 COVID 19 사태가 미국과 유럽을 중심으로 확산되며 한국인 입국금지 및 제한국가가 기하 급수적으로 늘어난 상황이다. 2월말 기준 42개(입국금지 21개국, 입국제한 21개국)국가에서 5월말 기준 현재 약 185개(입국금지 150개국, 입국제한 35개국)국가가 한국인 입국에 제약을 두고 있다. COIVD 19가 장기화되면서 연초 이후 전체 송출객수 감소는 5개월째 이어지고 있다. 월별 감소율로도 5월은 전년동기대비 100% 감소하는 모습을 보이며, 전례 없는 극한의 시기를 보내고 있는 중이다.

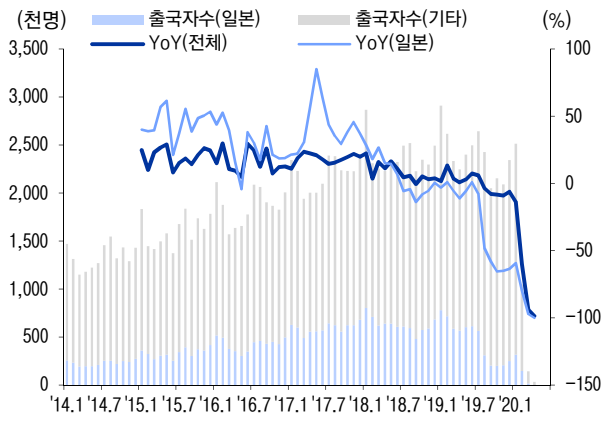
예약률도 마이너스 성장률 폭을 확대하며 COVID 19 여파가 장기화 되고 있다는 판단이다. COVID 19가 본격적으로 확산된 3월부터 예약률은 악화되고 있으며, 7~8월 예약률도 현재 -98% 수준이다. 약 185개 국가에서 내국인 입국을 제한을 두고 있는 상황이다보니 출국자는 거의 전무한 상태로 2분기 실적은 1분기 대비 적자폭 확대가 불가피하다고 판단된다.

그림148 한국인 입국금지 및 입국제한 국가 약 185 개



자료: 외교부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림149 1Q20 출국자수 84.2% YoY 감소

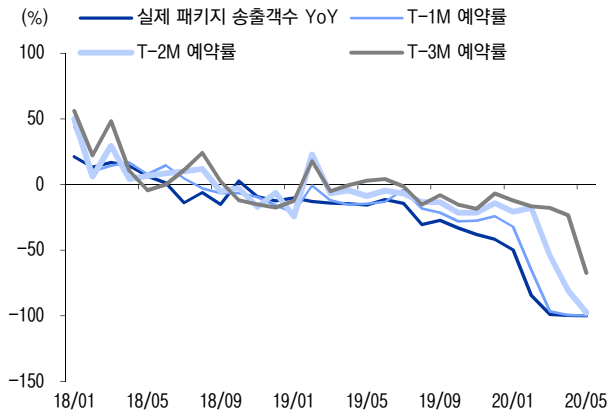


자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q20 & 2020년 실적 전망

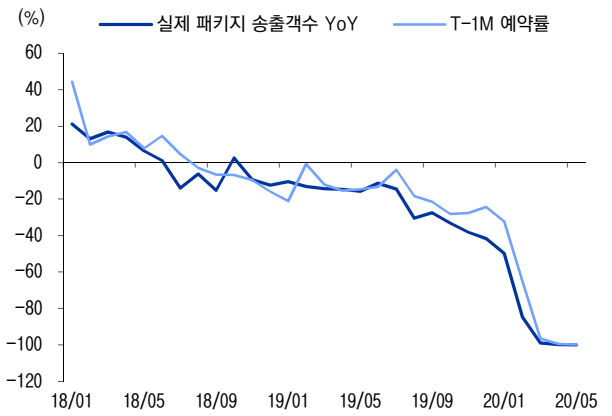
동사 2분기 연결기준 실적은 매출액 573억원(-70.4% YoY), 영업손실 496억원(적자지속 YoY)으로 전분기에 이어 적자 지속, 적자폭이 확대될 것으로 예상한다. COVID 19로 인한 불가항력적인 상황이나, 출입국자수 회복이 이루어지지 않는 한 동사의 송출객수 급감은 지속될 것으로 판단된다. 동사를 포함한 여행사 실적은 COVID 19 사태가 종식되지 않는 한 의미가 없다고 본다. 다만, 장기화되는 COVID 19 기간 동안 얼마나 버틸 수 있는지 기초체력 여부에 따라 여행업 내에서도 차별화된 접근이 필요하다. 2020년 연결기준 매출액 3,327억원(-56.4% YoY), 영업손실 1,500억원(적자전환 YoY)으로 창립이래 가장 큰 폭의 손실을 기록할 것으로 예상한다. 이익 레벨 회복은 2021년 3분기를 기점으로 이루어질 것으로 전망한다. COVID 19가 장기화되면서 해외여행에 대한 잠재수요는 커지고 있을 것으로 예상된다. COVID 19 사태 완화 시, 해외여행에 대한 이연 수요가 증가하며 살아남은 여행업체로 수혜가 집중될 것으로 예상한다. 서구권의 동양인 인종차별과 국가별 COVID 19 완화 속도를 감안 시, 장거리 보다 아시아, 동남아시아 지역부터 순차적으로 패키지 회복세가 이루어질 것으로 추정했다.

그림150 하나투어 패키지 예약률 추이



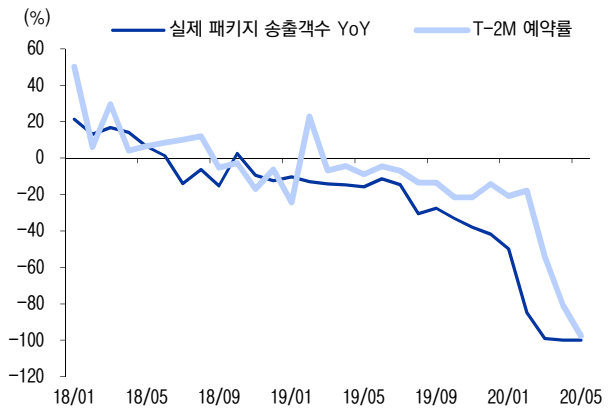
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림151 2Q20 T-1M 평균 예약률 -99.6%



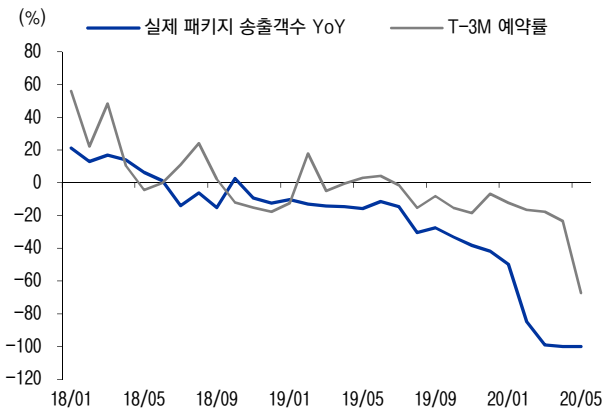
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림152 2Q20 T-2M 평균 예약률 -91.7%



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림153 2Q20 T-3M 평균 예약률 -60.7%



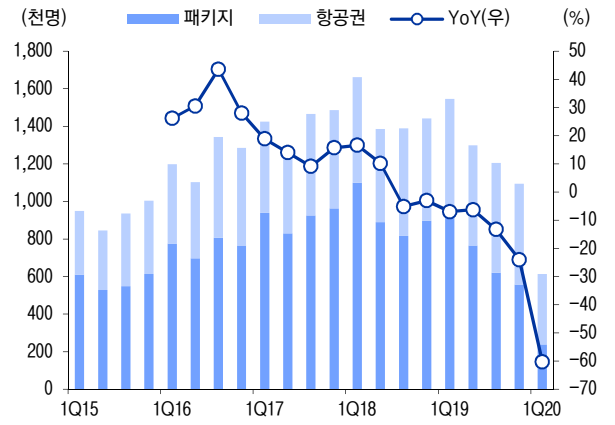
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 하나투어 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
연결 매출액	**222.9**	**193.7**	**183.2**	**163.5**	**110.5**	**57.3**	**69.8**	**95.1**	**804.3**	**828.3**	**763.2**	**332.7**	**489.5**
YoY	-2.8%	-1.6%	-12.1%	-15.7%	-50.4%	-70.4%	-61.9%	-41.8%	35.1%	3.0%	-7.9%	-56.4%	47.1%
하나투어 (별도)	**149.7**	**114.6**	**107.4**	**91.3**	**66.2**	**29.7**	**22.7**	**45.7**	**444.6**	**542.7**	**462.9**	**164.3**	**305.4**
Ticket	1.6	1.6	1.4	1.7	0.6	0.1	0.0	0.7	10.3	9.6	6.3	1.3	5.3
Travel	98.1	78.6	72.0	65.4	41.3	3.3	0.1	23.7	374.8	359.1	314.1	68.4	216.9
Other services	12.1	13.4	10.2	11.9	10.2	10.7	10.3	12.0	45.4	48.3	47.6	43.2	43.7
Others	3.4	5.4	2.6	1.8	2.7	2.9	2.7	1.8	14.2	13.9	13.2	10.1	10.3
자회사 및 연결 조정	**106.0**	**112.2**	**75.8**	**72.2**	**44.3**	**27.6**	**47.1**	**49.5**	**359.7**	**294.7**	**300.2**	**16.5**	**184.2**
국내자회사	19.8	23.8	22.9	22.1	12.8	12.2	21.3	21.0	81.7	99.7	88.6	67.3	65.9
해외자회사	32.8	33.1	25.6	21.1	12.9	7.3	9.5	3.2	104.1	129.4	112.6	32.8	48.9
SM DF	27.2	31.1	35.0	36.4	22.7	10.9	19.3	29.1	91.3	101.4	129.7	82.0	92.4
연결 영업이익	**13.2**	**3.6**	**-2.8**	**-8.1**	**-27.5**	**-49.6**	**-40.3**	**-32.8**	**41.1**	**24.9**	**5.9**	**-150.1**	**-29.4**
YoY	9.6%	-24.1%	적전	적전	적전	적지	적지	적지	96.5%	-39.5%	-76.2%	적전	적지
하나투어 (별도)	**12.9**	**-0.9**	**-2.5**	**-3.8**	**-10.2**	**-46.1**	**-41.9**	**-19.3**	**46.8**	**27.3**	**5.7**	**-117.4**	**26.0**
국내자회사	-1.5	1.5	1.9	3.5	-19.7	0.2	8.5	-4.2	2.1	9.2	5.4	-15.3	-16.9
해외자회사	2.7	3.7	-1.0	-6.6	-8.5	0.9	0.6	-0.6	20.9	11.9	-1.2	-7.6	-20.4
SM DF	-1.0	-0.7	-0.7	-0.9	-0.7	-4.6	-7.4	-8.7	-27.6	-13.8	-3.3	-21.4	-18.1
연결 OPM	**5.9%**	**1.9%**	**-1.5%**	**-5.0%**	**-24.9%**	**-86.5%**	**-57.7%**	**-34.5%**	**5.1%**	**3.0%**	**0.8%**	**-45.1%**	**-6.0%**
하나투어 (별도) OPM	**8.6%**	**-0.8%**	**-2.3%**	**-4.2%**	**-15.3%**	**-155.3%**	**-184.4%**	**-42.2%**	**10.5%**	**5.0%**	**1.2%**	**-71.5%**	**8.5%**
국내자회사	-7.5%	6.1%	8.3%	15.8%	-154.1%	1.5%	40.0%	-20.0%	2.5%	9.2%	6.1%	-5.5%	25.1%
해외자회사	8.3%	11.1%	-3.9%	-31.3%	-65.7%	13.1%	6.0%	-20.0%	20.1%	9.2%	-1.1%	-14.0%	11.7%
SM DF	-3.7%	-2.3%	-2.0%	-2.5%	-2.9%	-42.5%	-38.7%	-29.8%	-30.2%	-13.6%	-2.5%	-26.1%	-19.6%

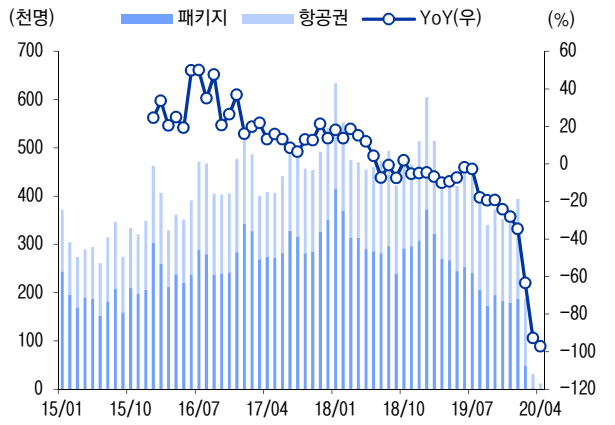
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림154 분기별 패키지/항공권 총 송객수 추이



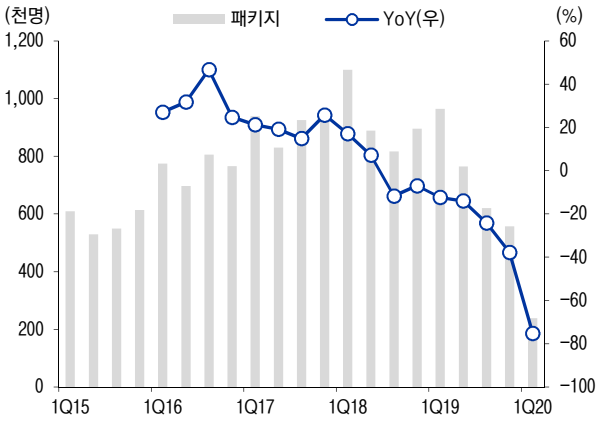
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림155 월별 패키지/항공권 총 송객수 추이



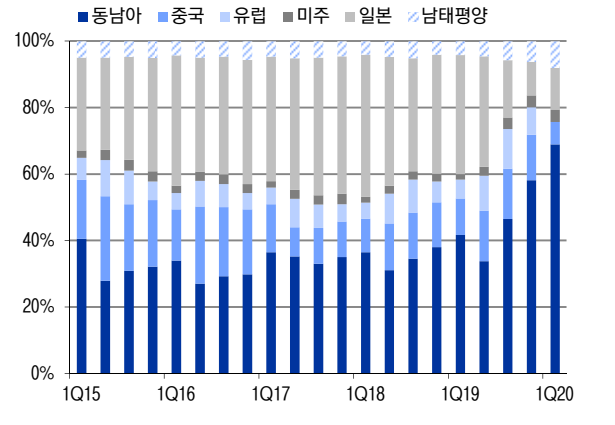
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림156 분기별 패키지 송객수 추이



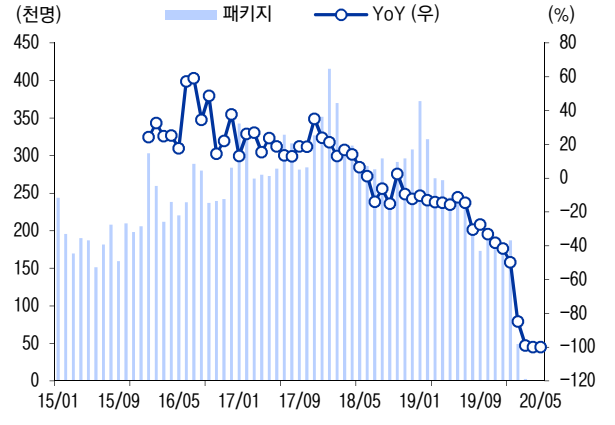
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림157 분기별 지역별 패키지 송출객수 비중



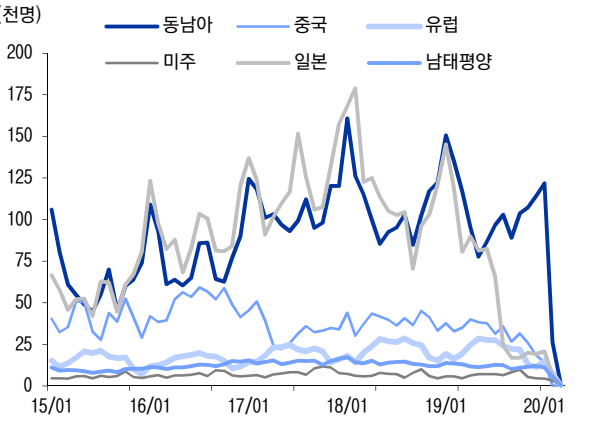
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림158 월별 패키지 송객수 추이



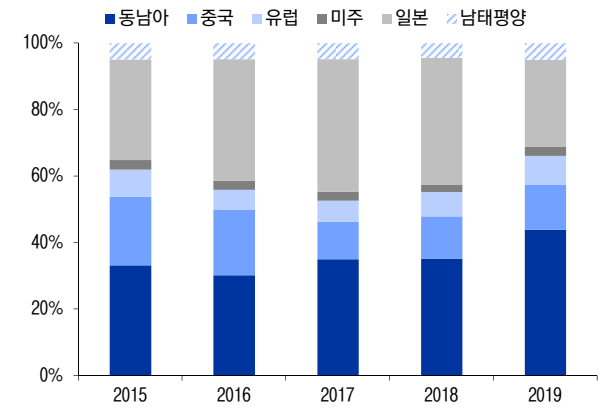
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림159 월별 지역별 패키지 송출객수



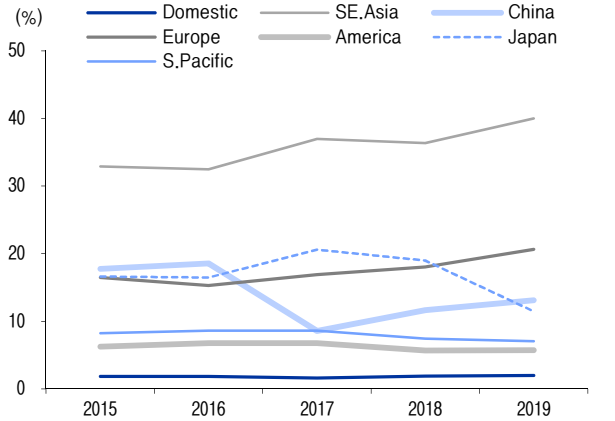
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림160 연간 지역별 패키지 송객수 추이



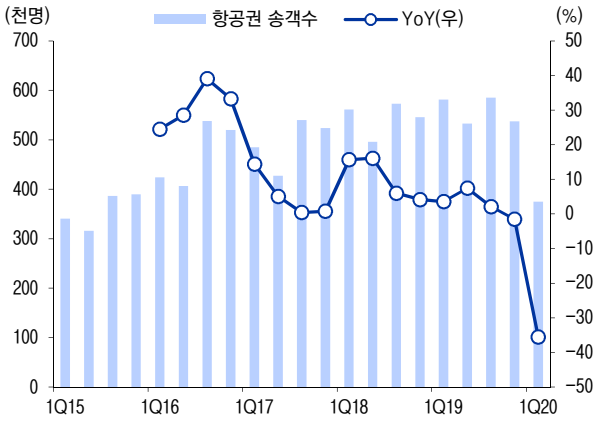
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림161 연간 지역별 매출액 비중



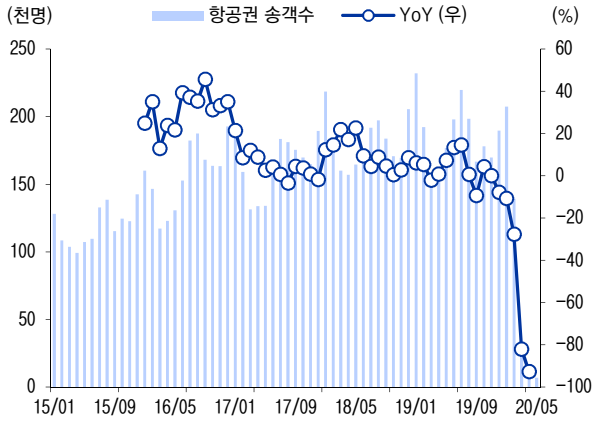
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림162 분기별 항공권 송객수 추이



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림163 월별 항공권 송객수 & YoY



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 및 밸류에이션

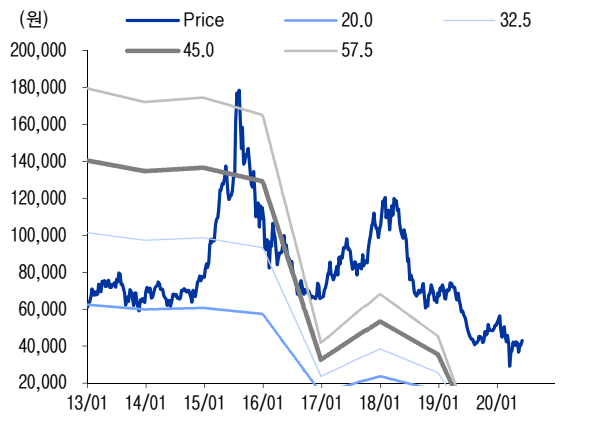
동사에 대해 투자의견 Hold, 목표주가 45,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 45,000원은 COVID 19 사태 종식, 이익의 완전한 정상화가 예상되는 2023년 EPS에 Target PER 25배를 적용하여 산출했다. 1)업황이 저점을 형성, 2)메이저 사모펀드로 최대주주가 변경되며 유입자금이 온라인 강화에 투자되는 점을 감안하고 글로벌 Peer 역시 온라인 채널에 강점을 갖고 있는 비즈니스 모델을 고려하여 Target PER을 산정하였다.

표19 하나투어 목표주가 산정

구 분	Value	내용
ⓐEPS(원)	1,762	이익 정상화가 예상되는 2023년 EPS
ⓑTarget P/E(x)	25.3	COVID 19 발생직전 연도 글로벌 Peer 평균 P/E 적용
ⓒ적정주가(원)	44,579	ⓐ*ⓑ
ⓓTarget Price(원)	**45,000**	
현재주가(원)	39,000	2020년 6월 19일 종가 기준
Upside(%)	15.4	

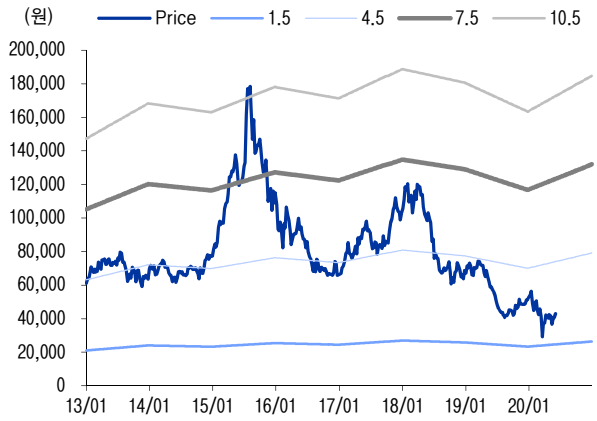
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림164 하나투어 PER Band



자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림165 하나투어 PBR Band



자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

표20 IMM PE 투자 포트폴리오 상세 내역

기업명	산업	투자일	지분율	투자금액	단가	매각일	매각 금액	총 수익률	투자 기간	연환산 (%)
하나투어	여행업	'20.02	16.7%	1,347 억	58,000					
에어퍼스트	산업가스	'19.04	100%	1.3 조						
신한지주	금융	'19.04	CPS 3.7%	7,500 억						
K Bank	금융	'18.10	10%	470 억						
쏘카	차량공유	'18.04	CPS 12%	600 억						
W 컨셉 코리아	e 커머스	'17.11	80%	612 억						
현대삼호중공업	조선	'17.07	우선주 714 만주	4,000 억	56,000					
에이블씨앤씨	화장품	'17.06	57%	3,914 억						
우리은행	금융	'16.11	6%	4,500 억						
iNtRON Biotech	바이오	'16.07	CPS 42 만주	270 억	64,000					
레진엔터	웹툰	'16.07	19%	500 억	56,000					
Mars Ent. Group	영화	'16.05	컨소시엄 61.9%	4,891 억중 천억						
대한전선	전선	'15.09	SPC 71%	3,000 억	500					
현대 LNG 해운	운송(LNG)	'14.06	80%	5,000 억	62,500					
할리스에프엔비	카페	'13.07	65%	450 억						
교보생명	보험	'12.09	5.2%	2,624 억						
태림포장그룹	골판지	'15.07	100%	3,500 억		'19.10	7,300 억	108.6%	4.25	25.5%
제넥신	제약	'14.10	CPS	200 억		'16.08	400 억	100.0%	1.83	54.5%
티브로드	케이블 TV	'14.02	20.1%	2,000 억		'19.06	3,041 억	52.1%	5.33	9.8%
포스코특수강	철강	'13.08	12%	1,250 억	29,000	'15.02	1,600 억	4.0%	1.50	2.6%
알보젠코리아	제약	'12.10	33%	600 억		'14.02	700 억	16.7%	1.33	12.5%
한독	제약	'12.10	36.4%	740 억		'18.03	1,500 억	102.7%	5.09	20.2%
GS 이니마	수처리	'12.05	20%	700 억		'19.07	887 억	26.8%	7.16	3.7%
캐프	제조업	'10.03	100%	600 억		'19.10	800 억	33.3%	7.00	4.8%
셀트리온제약	제약	'10.02	n/a	300 억		'14.02	380 억	26.7%	4.00	6.7%
하이마트	유통	'10.01	CPS 389 만주	1,750 억	45,000	'12.08	2,777 억	58.8%	2.50	23.5%
노벨리스코리아	제조업	'10.12	19.9%	1,400 억	15,000	'12.11	2,513 억	80.0%	1.92	41.7%
두산 DST	방산	'09.06	49%(JV)	2,156 억		'16.05	3,405 억	57.9%	6.92	8.4%
삼화왕관	제조업	'09.06	6.87%	67 억	25,614 원	'10.10	156 억	134.2%	1.33	100.6%
SRS KOREA	프랜차이즈	'09.06	49%(JV)	500 억		'12.09	810 억	62.0%	3.25	19.1%
KAI	방산	'09.06	10.3%	950 억	19,492 원	'14.02	2,100 억	121.1%	4.67	25.9%
평균								65.6%	3.87	24.0%

자료: IMM PE, 하나투어, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

하나투어 (039130)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	497.7	408.2	297.7	236.4	150.1
현금 및 현금성자산	157.7	110.8	62.7	47.2	12.9
매출채권 및 기타채권	100.0	92.2	60.6	93.0	50.6
재고자산	53.1	33.8	22.1	33.9	21.7
기타유동자산	186.9	171.4	152.4	62.3	64.8
비유동자산	218.4	599.3	619.1	675.4	731.9
관계기업투자등	11.0	7.5	7.0	7.3	7.6
유형자산	109.5	470.2	149.6	180.2	211.1
무형자산	22.1	40.5	48.2	56.9	64.6
자산총계	**716.1**	**1,007.6**	**916.8**	**911.8**	**882.0**
유동부채	413.6	407.5	295.2	321.8	320.3
매입채무 및 기타재무	116.0	76.3	41.3	63.5	57.3
단기금융부채	74.8	141.5	144.4	144.4	144.4
기타유동부채	222.8	189.7	109.5	114.0	118.6
비유동부채	62.7	382.2	385.6	386.0	386.5
장기금융부채	47.7	369.7	372.4	372.4	372.4
기타비유동부채	14.9	12.5	13.2	13.6	14.1
부채총계	**476.2**	**789.7**	**680.8**	**707.9**	**706.9**
지배주주지분	199.9	180.8	206.1	174.1	145.3
자본금	5.8	5.8	7.0	7.0	7.0
자본잉여금	111.3	111.3	239.1	239.1	239.1
이익잉여금	118.2	96.9	-6.7	-38.7	-67.5
비지배주주지분(연결)	40.0	37.1	29.8	29.8	29.8
자본총계	**239.9**	**217.9**	**236.0**	**203.9**	**175.1**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**828.3**	**763.2**	**332.7**	**489.5**	**550.0**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**828.3**	**763.2**	**332.7**	**489.5**	**550.0**
판매비 및 관리비	803.4	757.3	482.9	518.9	544.0
영업이익	**24.9**	**5.9**	**-150.2**	**-29.4**	**6.0**
(EBITDA)	47.3	80.1	-100.5	19.1	64.0
금융손익	0.4	-13.6	-9.0	-3.8	-4.1
이자비용	1.3	10.6	11.2	11.2	11.2
관계기업등 투자손익	-0.5	-2.8	-1.7	-1.7	-1.7
기타영업외손익	-2.5	4.8	2.2	3.4	2.7
세전계속사업이익	**22.3**	**-5.7**	**-158.8**	**-31.6**	**2.9**
계속사업법인세비용	11.7	6.3	-52.5	-12.9	18.3
계속사업이익	10.6	-12.0	-106.2	-18.7	-15.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**10.6**	**-12.0**	**-106.2**	**-18.7**	**-15.4**
지배주주	8.7	-8.0	-99.2	-18.7	-15.4
총포괄이익	**13.4**	**-9.9**	**-106.2**	**-18.7**	**-15.4**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	3.0	0.8	-45.1	-6.0	1.1
EBITDA 마진률 (%)	5.7	10.5	-30.2	3.9	11.6
당기순이익률 (%)	1.3	-1.6	-31.9	-3.8	-2.8
ROA (%)	1.3	-0.9	-10.3	-2.0	-1.7
ROE (%)	4.3	-4.2	-51.3	-9.8	-9.7
ROIC (%)	n/a	1.5	-20.4	-3.5	-4.9

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**20.4**	**24.4**	**-103.5**	**12.6**	**96.2**
당기순이익(손실)	10.6	-12.0	-106.2	-18.7	-15.4
비현금수익비용가감	52.5	116.2	65.1	50.7	60.2
유형자산감가상각비	18.3	70.0	44.9	42.8	51.5
무형자산상각비	4.1	4.2	4.9	5.6	6.5
기타현금수익비용	1.7	5.5	15.4	2.2	2.2
영업활동 자산부채변동	-14.1	-63.7	-57.0	-19.4	51.5
매출채권 감소(증가)	-3.4	7.0	42.6	-32.5	42.4
재고자산 감소(증가)	4.7	17.3	11.9	-11.9	12.2
매입채무 증가(감소)	-4.1	-32.7	-30.3	22.2	-6.1
기타자산, 부채변동	-11.2	-55.3	-81.2	2.8	2.9
투자활동 현금	**-131.0**	**-112.7**	**-64.7**	**-14.7**	**-117.1**
유형자산처분(취득)	-12.1	-96.2	-35.8	-73.4	-82.4
무형자산 감소(증가)	-6.6	-28.5	-14.3	-14.3	-14.3
투자자산 감소(증가)	-108.1	22.8	-3.2	89.8	-2.9
기타투자활동	-4.2	-10.8	-11.4	-16.8	-17.5
재무활동 현금	**36.7**	**32.9**	**117.7**	**-13.4**	**-13.4**
차입금의 증가(감소)	56.9	46.5	-9.8	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-18.2	-14.8	117.9	-13.4	-13.4
배당금의 지급	18.2	14.8	11.1	13.4	13.4
기타재무활동	-2.0	1.2	9.7	0.0	0.0
현금의 증가	**-70.7**	**-46.9**	**-48.2**	**-15.5**	**-34.2**
기초현금	228.4	157.7	110.8	62.7	47.2
기말현금	157.7	110.8	62.7	47.2	12.9

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	87.0	-70.4	-4.5	-27.9	-33.9
P/B	4.0	3.3	2.6	3.1	3.7
EV/EBITDA	13.3	11.0	-8.8	52.1	16.0
P/CF	12.7	5.7	n/a	17.0	12.1
배당수익률 (%)	1.9	2.0	2.6	2.6	2.6
성장성 (%)					
매출액	3.0	-7.9	-56.4	47.1	12.4
영업이익	-39.5	-76.1	적전	적지	흑전
세전이익	-41.7	적전	적지	적지	흑전
당기순이익	-18.1	적전	적지	적지	적지
EPS	-33.6	적전	적지	적지	적지
안정성 (%)					
부채비율	198.5	362.4	288.5	347.2	403.7
유동비율	120.3	100.2	100.8	73.5	46.8
순차입금/자기자본(x)	-70.7	133.4	144.9	220.3	275.7
영업이익/금융비용(x)	19.8	0.6	-13.4	-2.6	0.5
총차입금 (십억원)	123	511	517	517	517
순차입금 (십억원)	-170	291	342	449	483
주당지표(원)					
EPS	791	-725	-8,584	-1,396	-1,151
BPS	17,206	15,562	14,788	12,487	10,420
CFPS	5,428	8,978	n/a	2,293	3,213
DPS	1,300	1,000	1,000	1,000	1,000

자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

모두투어 (080160)

2020. 6. 22 | 운송/호텔/레저

Analyst 안진아
02. 3779 8687
aja1215@ebestsec.co.kr

2020년은 버티는 수 밖에

전체 송출객수 -99%(YoY), 2분기 적자 확대 불가피

2 분기 연결기준 실적은 매출액 199 억원(-71.7% YoY), 영업손실 61 억원(적자지속 YoY)으로 예상. 전체 송출객 수는 COVID 19 가 발생한 2 월(-46.6% YoY) 기점으로 급감, 3 월부터 전년대비 감소세가 눈에 띄게 확대되며 가장 최근인 5 월 현재 99%까지 떨어진 상황. 이는 비단 동사만의 문제가 아닌 COVID 19 팬데믹에 따른 글로벌 이동이 제한된 구조적인 환경에 기인. COVID 19 가 종식되지 않는 한 실적을 논의하는 것은 지금 상황에서 무의미 한 상황. 관건은 언제 종식될지 모르는 COVID 19 기간 동안 '영업활동으로 인한 이익 창출 없이 얼마나 버틸 수 있는가'의 여부.

2020 년 실적은 매출액 1,103 억원(-62.9% YoY), 영업손실 130 억원(적자전환 YoY 을 기록할 것으로 추정. COVID 19 완화 정도에 따라 적자폭을 축소해 나가는 점진적인 이익 회복을 가정. COVID 19 사태가 완화되더라도 미국, 유럽 등 서구권을 중심으로 한 장거리 수요보다 동남아를 중심으로 한 아시아권 지역의 단거리 수요가 먼저 회복될 것으로 예상. 동사의 경우 동남아를 비롯한 대체상품 비중을 높여둔 상황이라 COVID 19 완화 시 실적 개선세가 뚜렷하게 나타날 것으로 전망.

1분기 말 기준 현금 및 현금성 자산 약 95억원 수준

동사 1분기 말 기준 동사의 현금 및 현금성 자산은 약 95억원으로, 지난 5년간 평균 540억원 수준을 유지해오던 수준에서 금융위기가 있었던 2008년 수준으로 회귀. 비용 측면을 보면, 판관비 가운데 가장 높은 비중을 차지하는 항목은 지급수수료와 인건비임. COVID 19 이후 3월부터 필수인력 제외 전직원 대상으로 월급의 70%를 지원하는 유급 휴직을 시행중에 있으며, 인건비의 75%는 정부 지원금으로 충당. 현재 남은 현금보유 수준으로 영업활동을 통한 현금 흐름 창출이 없다고 가정 시, 비용 세이브로 1년6개월 ~2년 기간 동안 버티는 그림이 가능

투자의견 Hold, 목표주가 12,000원 제시하며 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 Hold, 목표주가 12,000원을 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가 12,000원은 COVID 19 이전 수준의 이익 정상화가 예상되는 2023년 EPS에 Target PER 16.3배를 적용하여 산정. Target P/E는 글로벌 Peer 평균 P/E에 40% 할인을 적용하여 산출. 글로벌 여행사 대비 40% 할인 근거는 동사 영업 정상화가 아시아권 지역 중심으로 국지적으로 회복되는 이익 추정에 기인

Hold (initiate)

목표주가	12,000 원
현재주가	11,050 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSDAQ (6/19)		742.03 pt
시가총액		2,088 억원
발행주식수		18,900 천주
52 주 최고가/최저가		20,950 / 7,690 원
90 일 일평균거래대금		51.16 억원
외국인 지분율		13.6%
배당수익률(20.12E)		1.1%
BPS(20.12E)		5,539 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-21.2%
	6 개월	-51.0%
	12 개월	-50.1%
주주구성	우종웅(외 20 인)	15.3%
	JP Morgan Investment	10.1%
	자사주(외 1 인)	6.4%

Stock Price

Financial Data

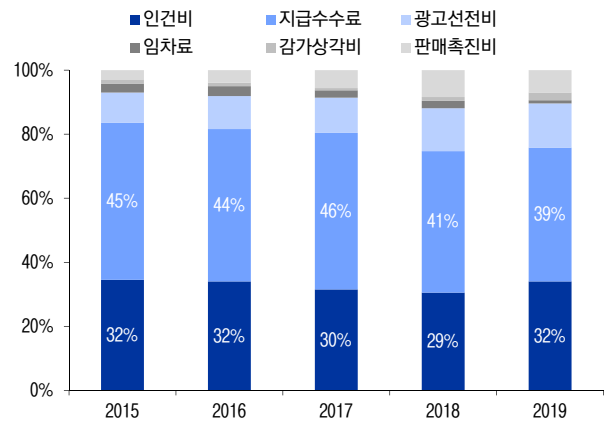
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	365.0	16.6	15.8	12.2	700	-48.8	21	34.4	16.8	3.4	9.3
2019	297.2	3.2	6.3	2.3	101	-85.6	12	180.0	25.3	2.8	1.4
2020E	110.3	-13.0	-9.3	-13.3	-732	적전	-1	-15.1	-181.7	2.0	-11.3
2021E	201.8	3.0	6.4	3.8	216	흑전	15	51.1	17.8	2.0	3.6
2022E	338.9	8.3	11.6	5.2	292	35.1	21	37.8	14.2	1.9	4.8

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

2Q20 & 2020년 실적 전망

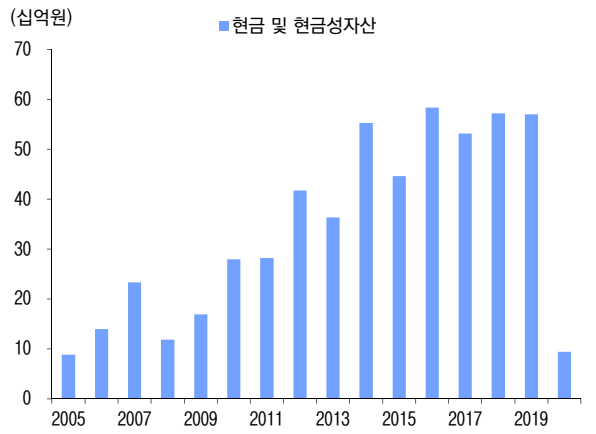
2분기 연결기준 실적은 매출액 199억원(-71.7% YoY), 영업손실 61억원(적자지속 YoY)으로 예상한다. 전체 송출객 수는 COVID 19가 발생한 2월(-46.6% YoY) 기점으로 급감, 3월부터 전년대비 감소세가 눈에 띄게 확대되며 가장 최근인 5월 현재 99%까지 떨어진 상황이다. 이는 비단 동사만의 문제가 아닌 COVID 19 팬데믹에 따른 글로벌 이동이 제한된 구조적인 환경에 기인한다. COVID 19가 종식되지 않는 한 실적을 논의하는 것은 지금 상황에서 무의미하다. 관건은 언제 종식될지 모르는 COVID 19 기간 동안 '영업활동으로 인한 이익 창출 없이 얼마나 버틸 수 있는가'의 여부이다.
1분기 말 기준 동사의 현금 및 현금성 자산은 약 95억원으로 지난 5년간 평균 약 540억원 수준을 유지해오던 수준에서 금융위기가 있었던 2008년 수준으로 회귀한 모습이다. 비용 측면을 보면, 판관비 가운데 가장 높은 비중을 차지하는 항목은 지급수수료와 인건비다. 동사는 COVID 19 이후 전직원을 대상으로 월급의 70%를 지원하는 유급 휴직을 시행하고 있다. 현재 남은 현금 보유 수준으로 영업활동을 통한 현금 흐름 창출이 없다고 가정해도 1년6개월~2년 정도 버티는 그림이 가능해 보인다.

그림166 판관비 가운데 인건비와 지급수수료율 비중 약 80%



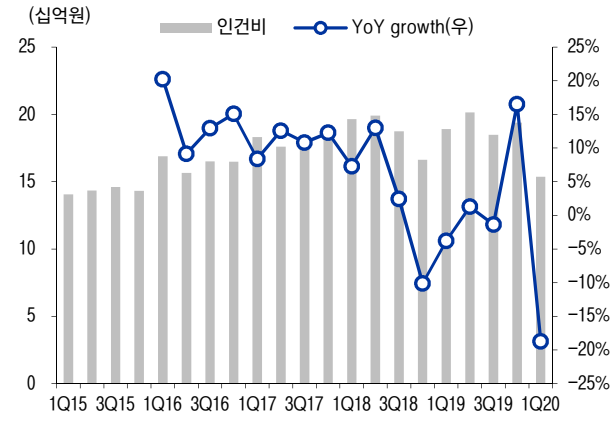
자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림167 모두투어 1Q20 기준 현금성 자산은 약 95 억원



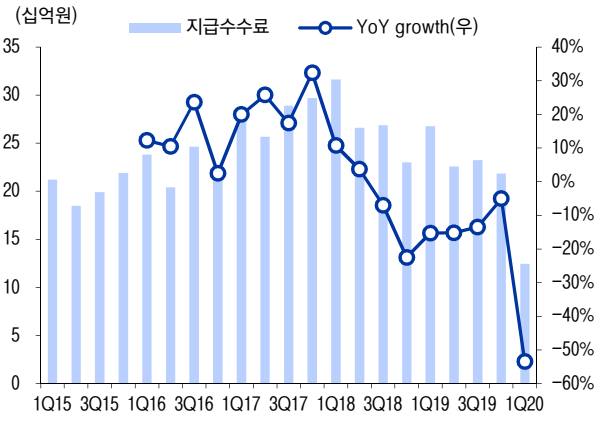
자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림168 모두투어 인건비 비용 추이



자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림169 모두투어 지급수수료 추이



자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

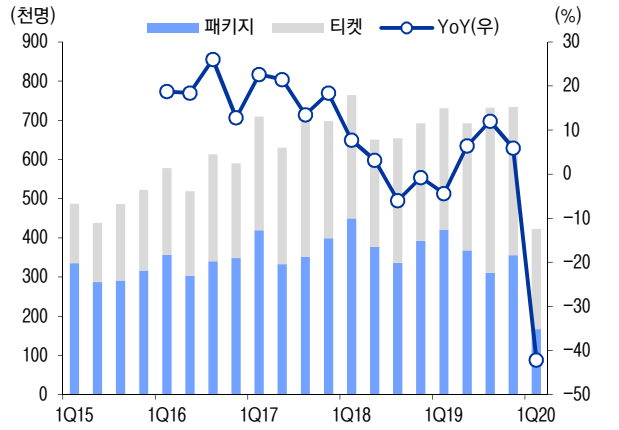
2020년 실적은 매출액 1,103억원(-62.9% YoY), 영업손실 130억원(적자전환 YoY)을 기록할 것으로 추정한다. COVID 19 완화 정도에 따라 적자폭을 축소해 나가는 점진적인 이익 회복을 가정했다. 동사는 2분기 저점을 바닥으로 하반기와 2021년으로 갈수록 영업이익의 완만한 회복 가능성이 높다고 판단된다. COVID 19 사태가 완화되더라도 미국, 유럽 등 서구권을 중심으로 한 장거리 수요보다 동남아를 중심으로 한 아시아권 지역의 단거리 수요가 먼저 회복될 것으로 예상하기 때문이다. 동사의 경우 동남아를 비롯한 대체상품 비중을 높여둔 상황이라, COVID 19 완화 시 실적 개선세가 뚜렷하게 나타날 것으로 전망한다.

표21 모두투어 실적 추이 및 전망(연결 기준)

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
영업수익	**92.3**	**70.2**	**69.3**	**65.4**	**44.2**	**19.9**	**21.0**	**25.3**	**365.0**	**297.2**	**110.3**
YoY	*-15.9%*	*-15.9%*	*-28.8%*	*-12.1%*	*-52.1%*	*-71.7%*	*-69.7%*	*-61.4%*	*-1.9%*	*-18.6%*	*-62.9%*
별도	78.0	57.0	56.0	51.4	37.3	8.6	6.5	16.8	310.9	251.8	69.2
자회사	14.3	13.2	13.3	14.0	6.9	11.3	14.5	8.5	54.1	52.4	41.1
영업이익	**9.1**	**-0.1**	**-2.2**	**-3.6**	**-1.4**	**-6.1**	**-3.9**	**-1.6**	**16.6**	**3.2**	**-13.0**
YoY	*0.2%*	*적전*	*적전*	*적전*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*-7.9%*	*-38.9%*	*-48.0%*
별도	9.3	0.4	-1.3	-3.0	2.0	-10.4	-8.5	-2.0	21.2	5.3	-18.8
자회사	-0.2	-0.6	-0.9	-0.6	-3.4	4.3	4.6	0.4	-5.0	-2.3	-10.7
OPM	**9.9%**	**-0.2%**	**-3.2%**	**-5.5%**	**-3.3%**	**-30.7%**	**-18.6%**	**-6.2%**	**4.6%**	**1.1%**	**-11.8%**
별도	11.9%	0.7%	-2.3%	-5.9%	5.2%	-119.9%	-131.3%	-11.6%	6.8%	2.1%	-27.2%
자회사	-1.4%	-4.5%	-6.9%	-4.1%	-49.3%	38.0%	31.5%	4.7%	-9.3%	-4.4%	-25.9%
당기순이익	**8.3**	**-0.8**	**-0.1**	**-5.1**	**-1.2**	**-6.0**	**-3.8**	**-2.3**	**12.2**	**2.3**	**-13.3**
YoY	*4.8%*	*적전*	*적전*	*적전*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*-51.1%*	*-81.4%*	*적전*
NPM	**9.0%**	**-1.2%**	**-0.1%**	**-7.8%**	**-2.8%**	**-30.3%**	**-18.2%**	**-5.8%**	**3.3%**	**0.8%**	**-12.0%**

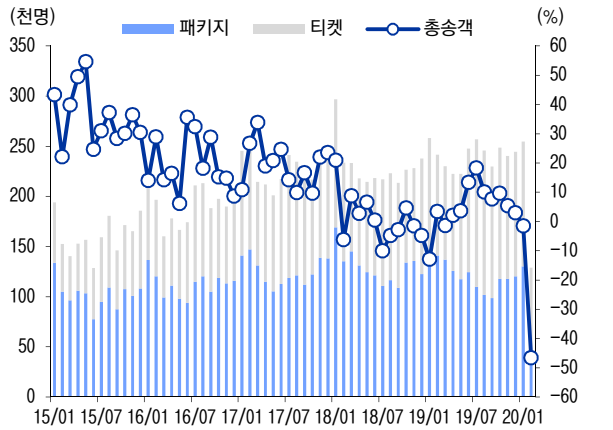
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림170 분기별 패키지/항공권 총 송객수 추이



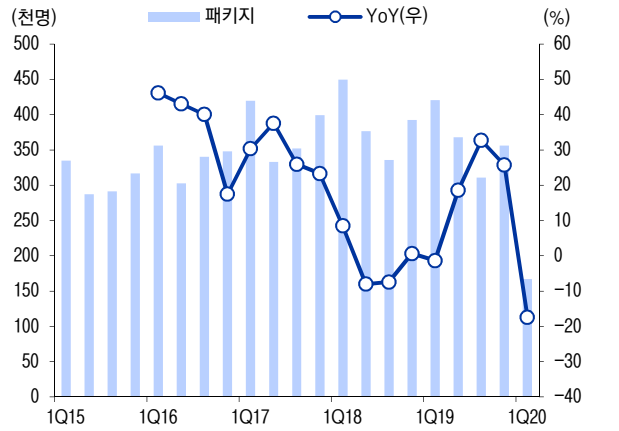
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림171 월별 패키지/항공권 총 송객수 추이



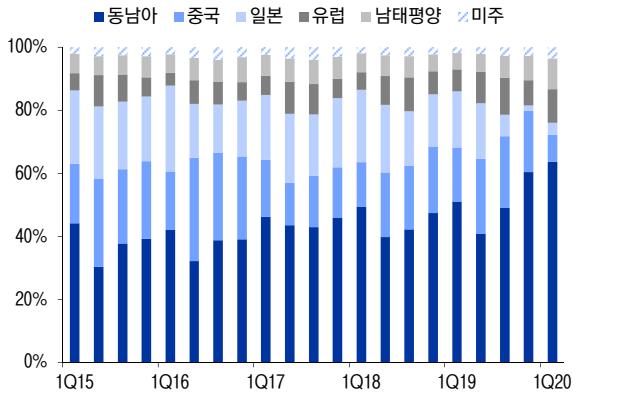
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림172 분기별 패키지 송객수 추이



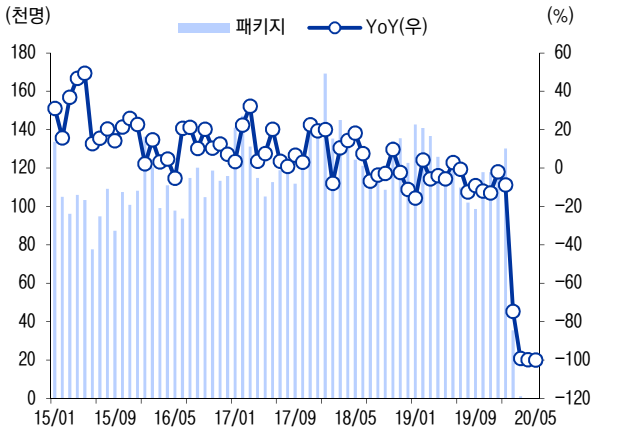
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림173 분기별 지역별 패키지 송출객수 비중



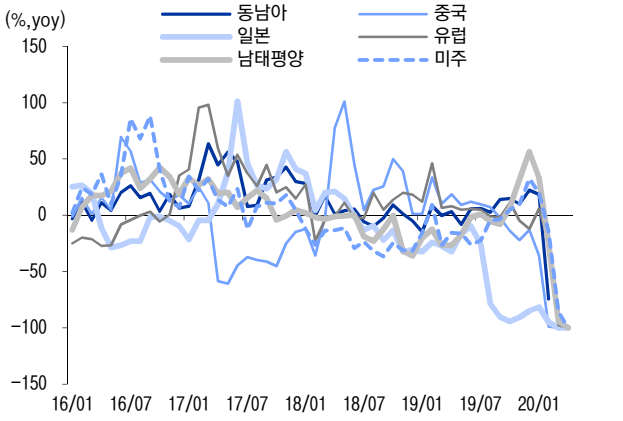
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림174 월별 패키지 송객수 추이



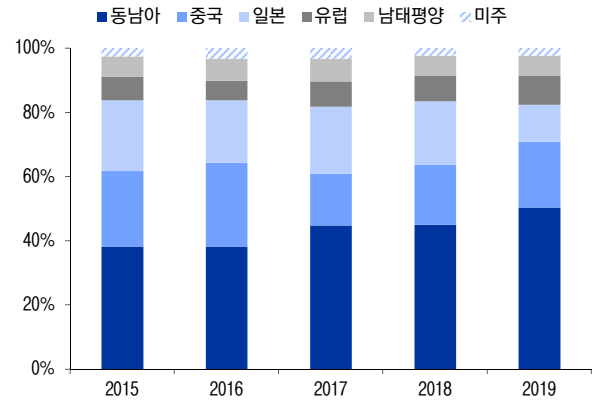
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림175 월별 지역별 패키지 송출객수 증가율 추이



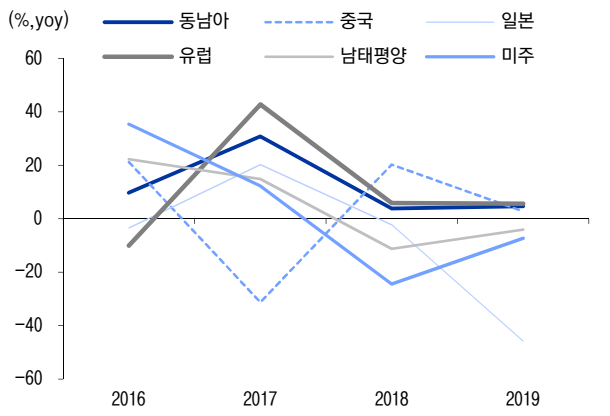
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림176 연간 지역별 패키지 송객수 추이



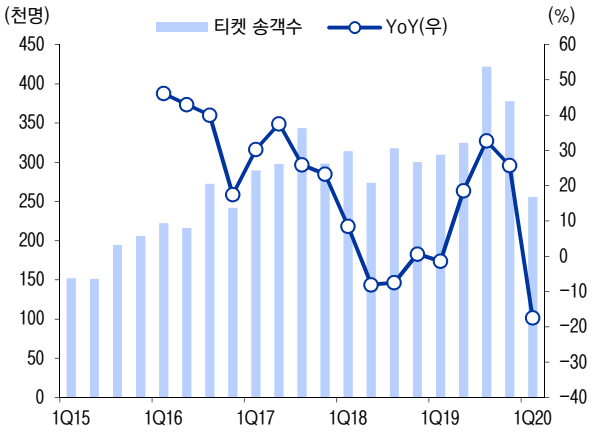
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림177 지역별 패키지 송객수 YoY 증가율



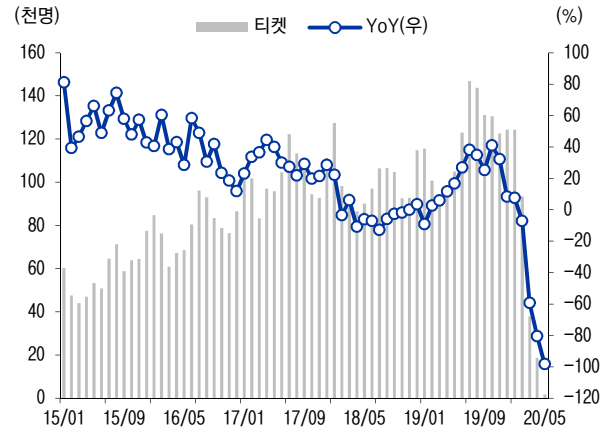
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림178 분기별 티켓 송객수 추이



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림179 월별 티켓 송객수 & YoY



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 및 밸류에이션

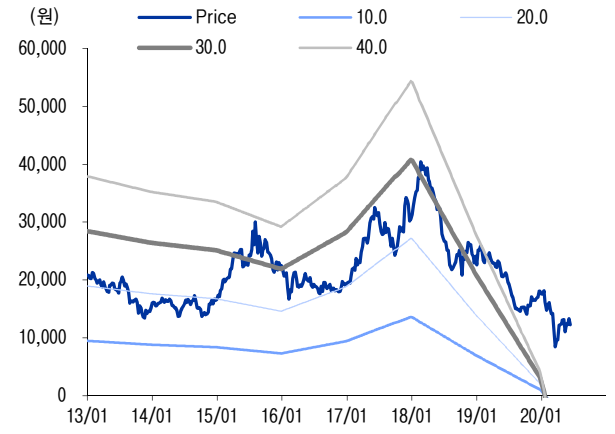
동사에 대해 투자의견 Hold, 목표주가 12,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 12,000원은 COVID 19 이전 수준의 이익 정상화가 예상되는 2023년 EPS에 Target PER 16.3배를 적용하여 산정하였다. Target P/E는 글로벌 Peer 평균 P/E에 40% 할인을 적용하여 산출했다. 글로벌 여행사 대비 40% 할인의 근거는 동사의 영업 정상화가 아시아권 지역 중심으로 회복되는 이익 추정에 기인한다. 향후 COVID 19 사태가 완화되더라도 미국, 유럽 등 서구권을 중심으로 한 장거리 수요보다 동남아를 중심으로 한 아시아권 지역의 단거리 중심 패키지 매출이 이익 정상화에 기여할 것으로 예상하기 때문이다.

표22 모두투어 목표주가 산정

구 분	Value	내용
ⓐEPS(원)	776	온전한 이익 정상화가 예상되는 2023E EPS
ⓑTarget P/E(x)	16.25	글로벌 Peer 평균 P/E에 40% 할인 적용
ⓒ적정주가(원)	12,608	ⓐ*ⓑ
ⓓTarget Price(원)	**12,000**	
현재주가(원)	11,050	2020년 6월 19일 종가 기준
Upside(%)	8.6	

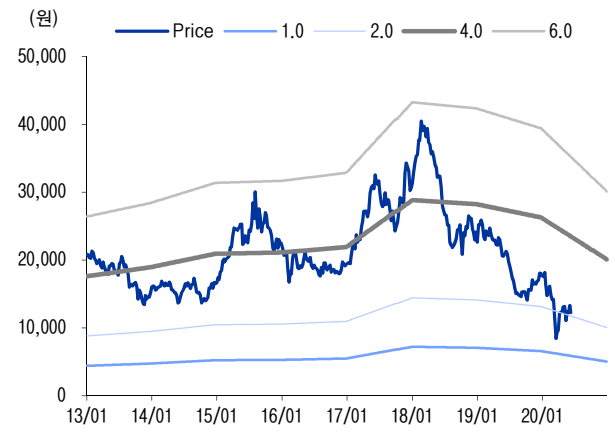
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림180 모두투어 PER Band



자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림181 모두투어 PBR Band



자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

모두투어 (080160)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	200.6	203.7	97.3	124.2	81.4
현금 및 현금성자산	57.2	57.0	51.3	53.8	18.3
매출채권 및 기타채권	28.6	26.7	11.1	26.5	17.8
재고자산	10.9	9.8	3.5	11.3	11.4
기타유동자산	103.9	110.1	31.3	32.5	33.8
비유동자산	134.0	216.9	220.5	228.3	247.6
관계기업투자등	8.9	9.5	4.5	4.6	4.8
유형자산	100.6	183.3	182.0	188.4	206.1
무형자산	1.1	0.6	0.5	0.4	0.3
자산총계	**334.6**	**420.6**	**317.8**	**352.6**	**329.0**
유동부채	146.8	139.4	54.3	87.2	60.3
매입채무 및 기타재무	45.5	46.6	14.4	46.0	17.8
단기금융부채	23.3	6.9	8.1	8.1	8.1
기타유동부채	78.1	85.9	31.8	33.1	34.4
비유동부채	26.6	128.7	131.0	131.2	131.4
장기금융부채	24.2	123.8	126.0	126.0	126.0
기타비유동부채	2.4	4.9	4.9	5.1	5.3
부채총계	**173.4**	**268.1**	**185.3**	**218.4**	**191.7**
지배주주지분	133.3	124.1	104.7	106.4	109.4
자본금	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	29.2	29.0	29.0	29.0	29.0
이익잉여금	120.3	115.6	99.7	101.4	104.5
비지배주주지분(연결)	27.8	28.4	27.8	27.8	27.8
자본총계	**161.2**	**152.5**	**132.5**	**134.2**	**137.3**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**365.0**	**297.2**	**110.3**	**201.8**	**338.9**
매출원가	87.0	53.1	28.0	44.8	69.7
매출총이익	**278.0**	**244.0**	**82.3**	**157.0**	**269.3**
판매비 및 관리비	261.4	240.8	95.3	154.0	261.0
영업이익	**16.6**	**3.2**	**-13.0**	**3.0**	**8.3**
(EBITDA)	20.6	12.5	-1.5	15.0	21.3
금융손익	2.2	-0.5	-3.3	-3.0	-3.0
이자비용	1.4	3.7	4.1	4.1	4.1
관계기업등 투자손익	0.1	1.4	-0.3	-0.3	-0.3
기타영업외손익	-3.2	2.2	7.3	6.7	6.6
세전계속사업이익	**15.8**	**6.3**	**-9.3**	**6.4**	**11.6**
계속사업법인세비용	5.6	4.1	4.0	2.6	6.5
계속사업이익	10.2	2.3	-13.3	3.8	5.2
중단사업이익	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**12.2**	**2.3**	**-13.3**	**3.8**	**5.2**
지배주주	12.6	1.8	-13.0	3.8	5.2
총포괄이익	**12.1**	**2.3**	**-13.3**	**3.8**	**5.2**
매출총이익률 (%)	76.2	82.1	74.6	77.8	79.4
영업이익률 (%)	4.6	1.1	-11.8	1.5	2.4
EBITDA 마진률 (%)	5.6	4.2	-1.4	7.5	6.3
당기순이익률 (%)	3.3	0.8	-12.0	1.9	1.5
ROA (%)	3.7	0.5	-3.5	1.1	1.5
ROE (%)	9.3	1.4	-11.3	3.6	4.8
ROIC (%)	21.5	1.5	-6.2	1.0	1.8

현금흐름표

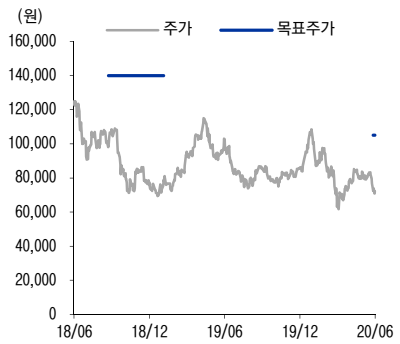
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**34.4**	**26.1**	**-68.5**	**25.6**	**0.0**
당기순이익(손실)	12.2	2.3	-13.3	3.8	5.2
비현금수익비용가감	11.8	16.2	13.0	12.5	13.5
유형자산감가상각비	3.5	8.9	11.2	11.8	12.8
무형자산상각비	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
기타현금수익비용	-5.1	-2.8	1.5	0.5	0.5
영업활동 자산부채변동	18.2	10.2	-66.4	9.3	-18.6
매출채권 감소(증가)	19.0	2.8	23.7	-15.4	8.7
재고자산 감소(증가)	14.1	0.8	6.5	-7.8	-0.1
매입채무 증가(감소)	-16.3	-3.8	-32.3	31.6	-28.2
기타자산, 부채변동	1.5	10.5	-64.3	0.9	0.9
투자활동 현금	**-18.2**	**-36.2**	**67.6**	**-21.0**	**-33.4**
유형자산처분(취득)	-2.8	-26.7	-6.4	-18.1	-30.5
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	-13.3	-5.4	81.4	-1.3	-1.3
기타투자활동	-1.9	-3.9	-7.2	-1.4	-1.4
재무활동 현금	**-12.8**	**8.0**	**-5.0**	**-2.1**	**-2.1**
차입금의 증가(감소)	2.5	19.2	-1.3	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-8.5	-5.3	-2.1	-2.1	-2.1
배당금의 지급	8.5	6.6	2.1	2.1	2.1
기타재무활동	-6.7	-5.9	-1.5	0.0	0.0
현금의 증가	**4.0**	**-0.2**	**-5.7**	**2.5**	**-35.5**
기초현금	53.1	57.2	57.0	51.3	53.8
기말현금	57.2	57.0	51.3	53.8	18.3

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	34.4	180.0	-15.1	51.1	37.8
P/B	3.4	2.8	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA	16.8	25.3	-181.7	17.8	14.2
P/CF	19.0	18.7	n/a	12.8	11.2
배당수익률 (%)	1.5	0.7	1.1	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액	-1.9	-18.6	-62.9	82.9	68.0
영업이익	-51.1	-80.7	적전	흑전	173.8
세전이익	-54.6	-59.9	적전	흑전	82.5
당기순이익	-51.1	-81.4	적전	흑전	35.1
EPS	-48.8	-85.6	적전	흑전	35.1
안정성 (%)					
부채비율	107.6	175.8	139.8	162.7	139.7
유동비율	136.6	146.2	179.1	142.5	134.9
순차입금/자기자본(x)	-67.5	-19.1	47.1	44.0	68.2
영업이익/금융비용(x)	11.9	0.9	-3.2	0.7	2.0
총차입금 (십억원)	47	131	134	134	134
순차입금 (십억원)	-109	-29	62	59	94
주당지표(원)					
EPS	700	101	-732	216	292
BPS	7,056	6,567	5,539	5,629	5,790
CFPS	1,270	975	n/a	864	987
DPS	350	120	120	120	120

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

호텔신라 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.09.11	Buy	140,000	-22.1		-41.1						
2019.01.24		커버리지제외									
2020.06.22	신규	안진아									
2020.06.22	Buy	105,000									

대한항공 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.07.18	Buy	35,100	-29.5		-33.0						
2018.09.11	Buy	33,450	-5.6		-19.2						
2019.05.27	Buy	34,300	-20.7		-24.7						
2019.07.09	Buy	32,200	-25.3		-27.8						
2019.07.31		커버리지제외									
2020.06.22	신규	안진아									
2020.06.22	Buy	24,500									

아시아나항공 목표주가 추이

투자의견 변동내역

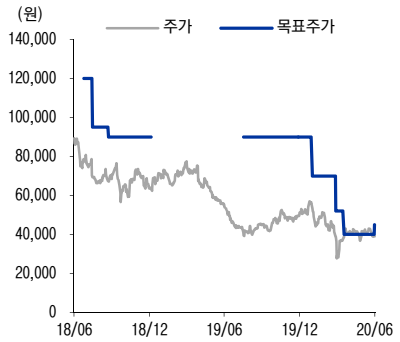
일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.09.11	Buy	6,000	24.3		-31.3						
2018.12.26		커버리지제외									
2020.06.22	신규	안진아									
2020.06.22	Hold	3,400									

제주항공 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.07.11	Buy	65,000	-28.6		-36.4						
2018.09.11	Buy	60,000	-29.5		-40.0						
2018.12.26		커버리지제외									
2020.06.22	변경	안진아									
2020.06.22	NR	NR									

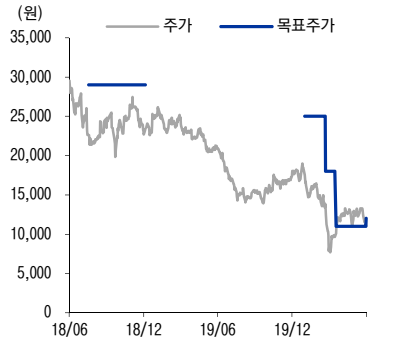
하나투어 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.07.13	Buy	120,000	-32.8		-36.2						
2018.08.03	Buy	95,000	-18.5		-31.8						
2018.12.26		커버리지제외									
2020.01.20	신규	김현용									
2020.01.20	Buy	70,000	-23.9		-33.4						
2020.03.17	Buy	52,000	-25.3		-34.0						
2020.04.06	Hold	40,000	7.6		1.9						
2020.06.22	변경	안진아									
2020.06.22	Hold	45,000									

모두투어 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.08.06	Buy	29,000	-5.3		-21.6						
2018.12.26		커버리지제외									
2020.01.20	신규	김현용									
2020.01.20	Buy	25,000	-29.8		-38.8						
2020.03.11	Buy	18,000	-25.3		-45.3						
2020.04.06	Hold	11,000	20.9		12.1						
2020.06.22	변경	안진아									
2020.06.22	Hold	12,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안진아)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)