

여행이나  
갈까?



INDUSTRY

2018년 10월 25일

항공/여행 (Positive)

포기하면 안되는 이유

“

항공/여행주를 포기하면 안되는 이유가 있습니다. 환율/유가/자연재해 등에 따른 악영향을 많이 받는 것이 단점이나, 업황이 회복될 때는 어느 산업보다 주가의 픽업 속도가 빠르다는 것이 더 큰 장점이기 때문입니다.

”

2019년 환율과 유가의 변동성이 완화된다는 가정하에, 1) 순수 자연재해로 타격을 받은 수요(Q)와 가격(P) 개선이 가능한지, 2) 실적 눈높이는 얼마만큼 합리적인 수준에 맞춰져있는지, 3) 이를 반영한 현재의 밸류에이션이 적절한지 등을 고민해봤습니다.

## | Contents |

---

I. Summary	03
II. 항공/여행업종에 무슨 일이?	04
III. 항공업: 모멘텀을 찾아서	11
1. 현재 밸류에이션은?	11
2. 매크로변수는 안정화 될까?	13
3. 반등의 트리거는?	15
4. KAL-DAL 조인트벤처(JV) 효과는 나타나고 있는가?	18
5. 항공주 투자전략은?	23
IV. 여행업: 바닥 통과	25
1. 개선될 수 있을까?	25
2. 수요 회복을 전망하는 근거는?	28
3. 업황이 아닌 주가 퍼포먼스의 계절성은?	29
4. PKG 산업의 구조적 변화는?	31
V. 분석대상 종목	37
1. 대한항공(003490)	38
2. 제주항공(089590)	42
3. 아시아나항공(020560)	46
4. 하나투어(039130)	50
5. 모두투어(080160)	53

## I. Summary

<p>항공/여행 업종 투자의견 'Positive' 제시</p>	<p>항공/여행 업종에 대해 투자의견 'Positive'를 제시한다. 항공과 여행업종에 있어 중요한 대외변수인 유가와 환율이 비우호적으로 흘러가고, 자연재해가 발생하면서 올해 주가는 상당히 부진했다. 하지만 악재는 이미 주가에 많은 부분이 반영 되었다고 판단하며, 향후 더 악화될 가능성보다, 개선의 여지가 더 높아보이기 때문이다.</p>
<p>항공주 1) 밸류에이션 매력 2) 대외변수 안정화 3) 국제선 운임 반등 기대</p>	<p>항공주에 대해 긍정적인 의견을 제시한다. 1) 항공사들의 밸류에이션은 금융위기 이후 최저 수준에서 거래되고 있는데, 당시와 대외변수(환율, 유가), 이익체력을 비교해보면 현재 하락은 너무 과도하며, 2) 주가하락을 견인했던 유가와 환율의 변동성은 완화가 예상되고, 3) 국제선 운임(yield)이 주가 반등의 트리거가 될 것이라는 기대 때문이다.</p>
<p>대형항공사에 대해 긍정적인 시각 유지</p>	<p>운임(yield) 상승은 저비용항공사(LCC) 보단, 대형항공사(FSC)에서 두드러지게 나타날 전망이다. 1) 미주와 유럽 등의 장거리노선 업황이 좋았고, 2) 수익성이 좋은 중국노선 회복이 지속되며 큰 폭의 운임상승이 3분기에 나타날 전망이기 때문이다.</p>
<p>최선호주 대한항공 제시</p>	<p>항공업종에서 주가가 가장 빠르게 반등할 업체로 대한항공을 제시한다. 1) 국제선 여객과 화물 운임(yield) 상승폭이 가장 높고, 2) 델타항공과의 조인트벤처(JV)가 순조롭게 진행 중이기 때문이다. 대한항공은 평균적으로 상반기에 높은 주가 수준을 유지했던 점을 감안하면 3분기 실적발표 전 저점매수 전략을 추천한다.</p>
<p>여행주에 톤업 의견 제시</p>	<p>여행주에 대해 톤업 의견을 제시한다. 보수적 입장을 유지한 지 6개월만의 변경이다. 1) 부담스러웠던 실적 추정치와 밸류에이션이 상당부분 하향됐고, 2) 충분한 조정의 시간, 그리고 무엇보다 3) 수요 회복에 대한 기대감이 포착되고 있기 때문이다.</p>
<p>내년 중순 '특급 회복기' 재구현 전망</p>	<p>현 시점부터 적어도 내년 중순까지 필자가 정의하는 '특급 회복기'가 재구현될 것이라 보는 이유는 네 가지다. 1) 10/1 발표된 여행주의 PKG 예약증감률 지표가 바닥일 가능성이 높다. 자연재해에 따른 순취소는 줄어드는 가운데, 날씨가 추워지면서 여행 수요가 동남아/중국/장거리 등으로 분산돼 blended 선행지표가 개선될 수 있기 때문이다.</p>
<p>1) 선행지표 반등 2) 기저 구간 진입 3) 씨니어 PKG 수요 확대 4) 치킨게임 마무리</p>	<p>2) 1Q19부터 완벽한 기저 구간에 도래한다. 분명, 올해 취소된 PKG 수요는 이연수요로 플러스 알파가 될 것이다. 3) 장기적으로는 인구구조 변화, 베이비부머 은퇴로 양질의 씨니어 PKG 수요가 지속적으로 확대될 것이며 4) 최근 공급과 수요의 불균형, 저가 출혈경쟁에서 버티지 못하는 중소형사가 도산되고 있어 치킨게임은 다소 마무리 될 수 있겠다. 결국, 이 시기를 버티는 대형사가 고마진 PKG 산업의 점유율을 흡수하게된다.</p>
<p>주가의 빠른 픽업 속도는 무시 못할 장점</p>	<p>아무리 안 좋아도 항공/여행주를 포기하면 안되는 이유가 있다. 환율/유가/자연재해 등에 따른 악영향을 많이 받는 것이 단점이나, 업황이 회복될 때는 어느 산업보다 주가의 픽업 속도가 빠르다는 것이 더 큰 장점이기 때문이다. 저점 매수, 업종 비중확대에 대한 고민이 분명 필요한 때다.</p>

## II. 항공/여행업종에 무슨 일이?

### 대외변수 三重苦: 유가상승, 원화약세, 자연재해

비우호적인 대외변수로  
항공/여행업 시가총액 추락

항공/여행업종에 있어 가장 중요한 세 가지 매크로 변수 및 이슈는 유가 / 환율 / 자연재해(천재지변)가 있다. 그런데 올해 들어 이 세 가지 변수 모두 유가상승 / 원화약세 / 자연재해로 인해 비우호적으로 흘러갔는데...

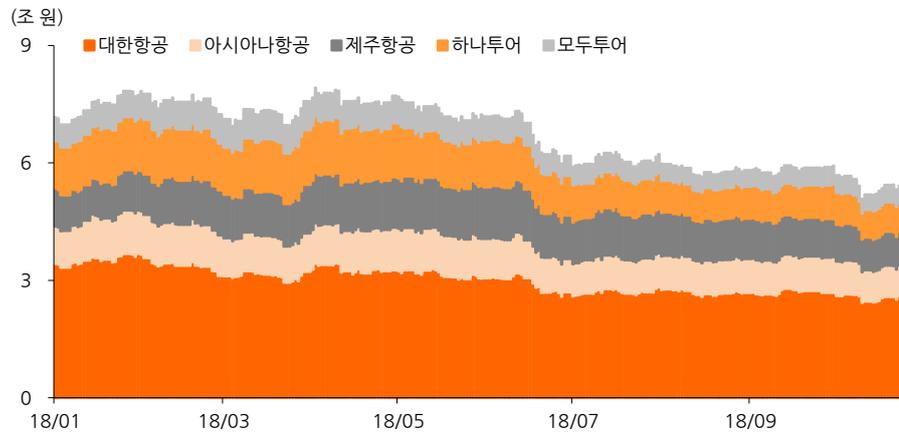
항공주는 원가 부담  
여행주는 수요 둔화

그 결과 항공주 커버리지 3개사 합산 시가총액은 4조 307억원으로 연간 고점이던 6조 1,210원 대비 약 30% 이상 하락했으며 2016년 말부터 2018년 상반기까지 고공행진을 이어오던 여행주 역시 2018년 10월 기준, 2014년 시가총액 수준까지 회귀했다.

다만, 영향을 미치는 변수는 다소 차이가 있는데, 항공은 원화약세 > 유가상승 > 자연재해 순으로서 원가부담, 혹은 가격(P) 조정에 민감한 반면, 여행은 원화약세와 유가상승보다는 자연재해로 인한 수요(Q) 둔화에 가장 예민하게 반응한다.

업종별로 살펴보자.

[그림1] 항공/여행 시가총액 추이

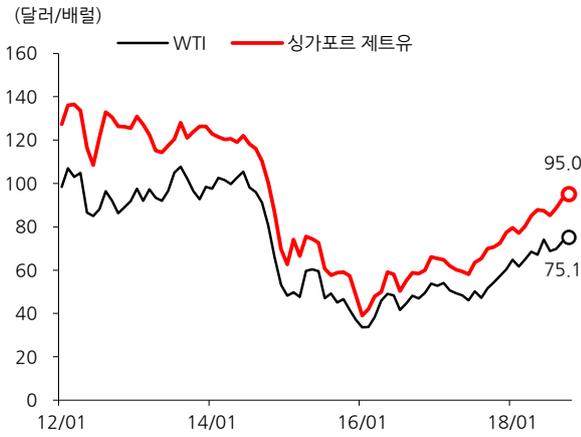


자료: Dataguide, 한화투자증권

(1) 항공: 원화약세 > 유가상승 > 자연재해

<p>대외변수 三重苦</p>	<p>항공주는 6월과 9월에 한번씩 두번의 가파른 하락을 기록했다. 6월의 하락은 유가와 환율 등의 매크로 변수가 비우호적인 방향으로 움직였고, 이로인해 시장에서 기대하던 항공사들의 이익모멘텀이 훼손되었기 때문이다. 유가 상승은 항공사들에게 그대로 원가부담으로 이어진다. 원화가 약세가 되면 1) 추가적인 유류비 부담 확대와, 2) 여객수요 둔화, 그리고 외화부채가 많은 대형항공사는 3) 외화환산손실이 발생하게 된다.</p>
<p>유가는 2014년 이후 최고 수준을 기록</p>	<p>지난 2018년 10월 3일 WTI유는 배럴당 76.4달러, 항공유(MOPS)는 95.0달러로 2014년 11월 이후 최고치를 기록했다. 1) 이란과 베네수엘라의 공급 감소로 인한 공급부족 우려 확대와, 2) 9월 말 OPEC+ 감산완화 합의가 불발되면서 상승압력이 커진 탓이다.</p>
<p>1) 이란과 베네수엘라의 수출 감소</p>	<p>트럼프 대통령이 11월 5일 재개되는 이란제재에 대해 지속적으로 강경한 입장을 밝히면서 각국 정유사들은 원유 수입처를 자발적으로 전환하고 있다. 이란산 원유수출 감소 규모가 당초 예상되었던 30만~40만 배럴/일 보다 많은 약 150만~170만 배럴/일 수준으로 예상되면서 공급부족에 대한 우려가 커졌다.</p> <p>베네수엘라의 산유량도 지난해부터 감소하면서 우려를 키웠다. 2017년 8월 기준 산유량은 187만 배럴/일에 달했으나 최근엔 123.5만 배럴/일로 감소했다. 불과 1년도 되지않아 약 64만 배럴/일의 산유량이 줄어든 것이다.</p>
<p>2) OPEC+의 감산완화 합의 불발이 유가 상승압력이 커진 주요인</p>	<p>게다가 9월 말에 OPEC, 러시아 등 산유국은 알제리 회의에서 원유수요 증가세 둔화와 非 OPEC 공급증가 전망에 따른 공급과잉 우려를 이유로 감산완화 합의에 이르지 못했다. 추가 감산완화 합의 불발로 이란 및 베네수엘라 공급차질로 인한 공급불안감이 더욱 커지면서 유가가 2014년 이후 최고치를 기록했다.</p>
<p>3분기 커버리지 3개사 합산 연료비는 전년동기비 37.1% 증가 예상</p>	<p>유가 상승으로 커버리지 3개사의 3분기 합산 연료유류비는 달러기준 전년동기대비 3.6억 달러(+37.1% YoY) 늘어난 것으로 추정한다(대한항공 2.1억 달러, 아시아나항공 1.26억 달러, 제주항공 3천만 달러). 이 중에서 온전히 유가 상승만으로 늘어난 유류비는 약 3.2억 달러로 전체 유류비 증분의 81.3%를 차지한 것으로 추정된다.</p>
<p>상반기 까진 업황호조 지속에 대한 기대감으로 유류비 부담이 상쇄됐었으나</p>	<p>지난 5월까지 유가상승이 항공주에 미치는 영향은 제한적이었다. 원/달러 환율도 강세가 유지되며 우호적이었고, 무엇보다 업황 호조에 대한 기대감이 컸었기 때문이다. 호황기에는 유류할증료(FSC 약 50%, LCC 약 80%) 이상으로 운임을 높이면서 유류비 상승부담을 충분히 상쇄하고도 남는 실적을 낼 수 있었다.</p>
<p>6월 환율의 상승전환이 추가하락의 트리거로 작용</p>	<p>그러나 6월 원/달러 환율은 한 분기 만에 무려 약 55원(3월말 1,066.5원 → 6월말 1,121.7원)이 급등했다. 추가적인 유류비 부담과 여객수요 둔화우려 확대, 그리고 외화부채가 많은 대형항공사들은 외화환산손실이 발생하며 시장 분위기는 급변했고 주가도 급락했다. 3분기에 환율효과로만 배럴당 3.8달러의 추가비용이 발생하며 대한항공은 약 124억원, 아시아나 76억원, 제주항공 18억원의 비용부담이 늘었을 것으로 추정된다.</p>

[그림2] WTI, 싱가포르 항공유가 추이



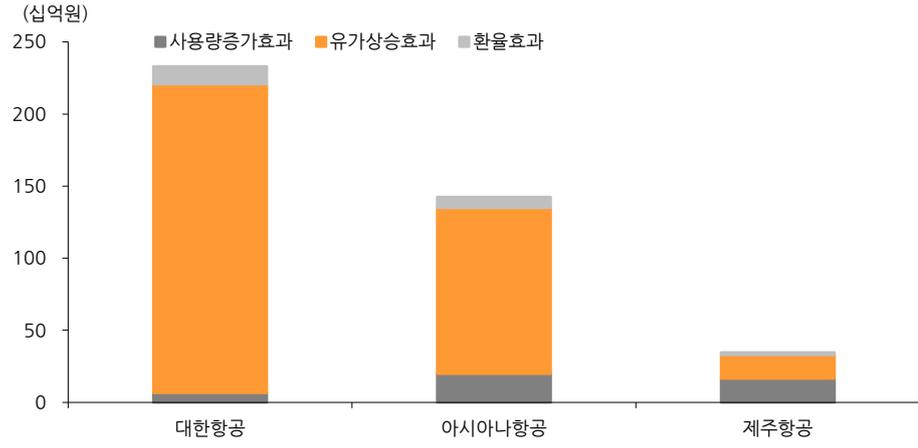
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림3] 원/달러 환율 추이



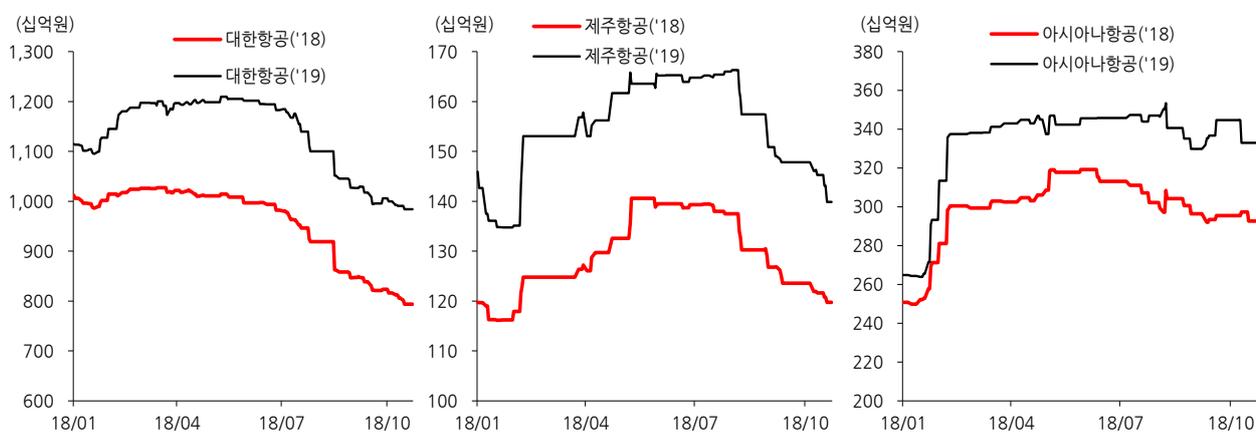
자료: 한국은행, 한화투자증권

[그림4] 3분기 추정 유류비 증분 breakdown



자료: Bloomberg, 각 사, 한화투자증권 추정

[그림5] 항공주 2018년, 2019년 영업이익 컨센서스 추이



자료: WiseFn, 한화투자증권

올해 3분기 일본에 대형 자연재해가 다수 발생

9월에는 자연재해로 항공사들의 3분기 실적우려가 확대되며 2차 하락이 나타났다. 올해는 오사카 지진(6/18), 태풍 제비(9/4 오사카), 삿포로 지진(9/6), 태풍 짜미(9/28 오사카) 등 유독 일본에 큰 자연재해가 많이 발생했다.

커버리지 3개사의 일본노선 여객량은 전년동기비 78% 수준에 그쳐

그 결과 최근 2년간 평균 20%의 성장세를 이어오던 일본노선 여객량은 6월 오사카 지진 이후 한자리 수(+6.0% YoY)로 둔화됐다. 9월엔 태풍 ‘제비’ 피해로 오사카 간사이 공항이 2주간 폐쇄되면서 9월 여객량은 16년 5월 이후 28개월만에 역성장(-4.4%)를 기록하는 등 일본노선 여객 수송실적이 크게 부진했다.

일본노선 매출의존도가 높은 저비용항공사들의 3분기 실적둔화 불가피

그 결과 커버리지 3개사의 합산 3분기 일본노선 여객량은 511,470명(-21.8% YoY)으로 전년동기대비 78% 수준에 그쳤다. 운항횟수는 전년동기와 거의 유사한 점을 볼 때 탑승률(L/F) 과 운임(yield) 모두 하락했을 것으로 추정된다. 3분기가 성수기인 점과 올해 추석 산입효과를 감안하면 부진한 실적이다.

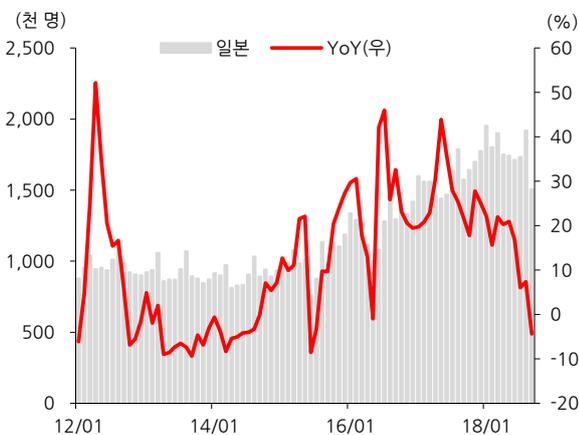
일본 매출의존도는 대형항공사 대비 저비용항공사가 상대적으로 높다. 국적항공사들의 2018년 상반기 전체 여객매출에서 일본노선이 차지하는 비중은 티웨이항공 31.5%, 제주항공 28.4%, 진에어 24.0%, 아시아나항공 13.4%, 대한항공 11.5% 순이다. 일본노선이 수익성이 좋은 노선인 만큼 저비용항공사들의 3분기 실적에 부정적인 영향은 불가피할 전망이다. 대형사 영향은 상대적으로 제한적이지만, 항공주 전체 투자심리가 악화되면서 대형항공사 주가도 동반 하락했다.

[표1] 일본 자연재해 타임라인

일자	내용	일자	내용
2018.06.18	일본 오사카에서 규모 6.1의 지진 발생 간사이 공항 일부 결항	2018.09.06	홋카이도 규모 7.0의 지진 발생 / 신치토세 공항 폐쇄되며 결항
2018.07.07	일본 지바현 인근 해역에서 규모 6.0 지진 발생	2018.09.07	신치토세 공항 운항 재개
2018.08.23	일본 오사카 태풍 시마론 상륙	2018.09.10	간사이 공항 일부 국제선 운항재개(30%)
2018.09.04	일본 오사카 태풍 제비 상륙 / 간사이공항 2주간 폐쇄	2018.09.21	간사이 공항 국제선 운항재개(100%)
		2018.09.30	태풍 짜미 일본상륙으로 간사이 공항 30일 하루 폐쇄

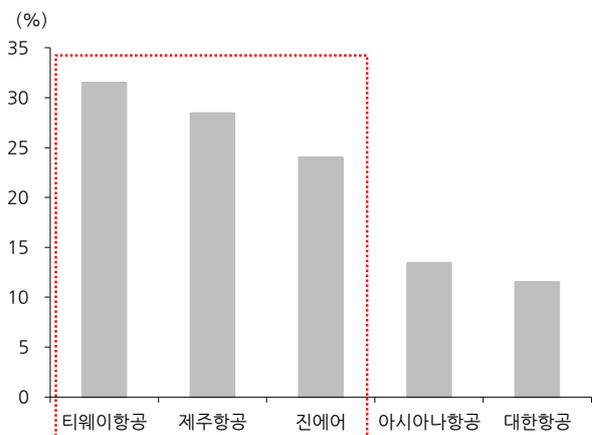
자료: 한화투자증권

[그림6] 일본노선 여객량



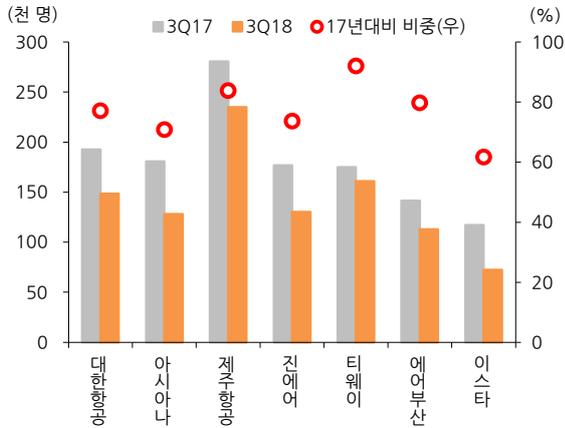
자료: 한국공항공사, 인천공항공사, 한화투자증권

[그림7] 항공사별 일본노선 매출의존도



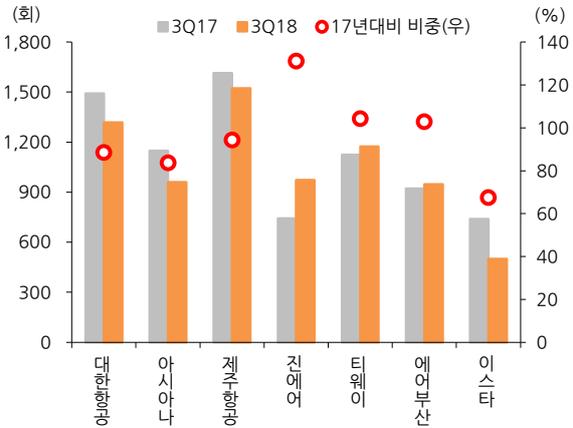
주: 2018년 상반기 기준  
자료: 각 사, 한화투자증권

[그림8] 3분기 간사이 노선 여객량 비교



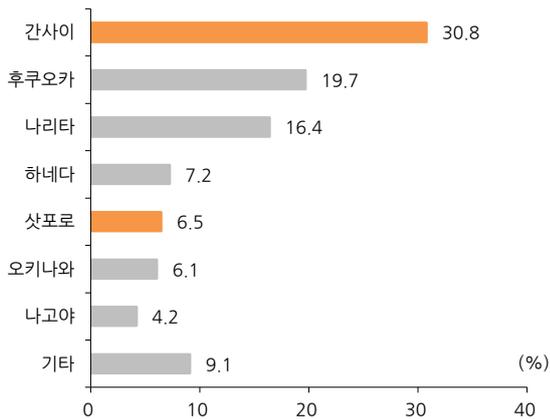
자료: 항공포탈, 한화투자증권

[그림9] 3분기 간사이노선 운항횟수 비교



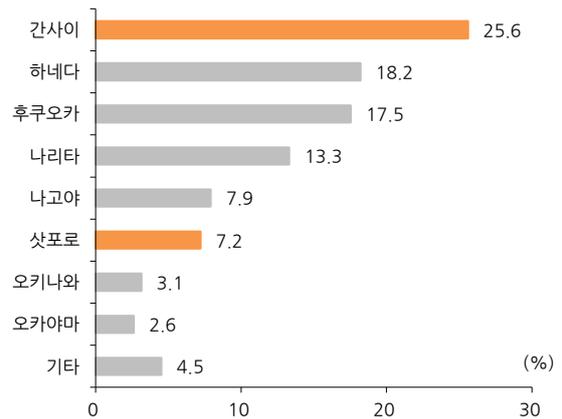
자료: 항공포탈, 한화투자증권

[그림10] 전체 일본노선 도시별 여객 비중



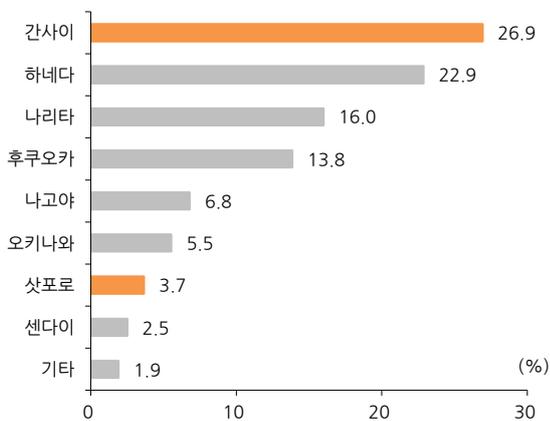
주: 2018년 상반기 전국공항 기준  
자료: 항공포탈, 한화투자증권

[그림11] 대한항공 일본노선 도시별 여객 비중



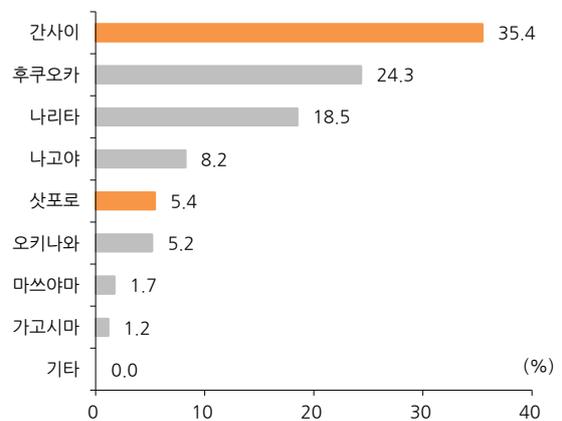
주: 2018년 상반기 전국공항 기준  
자료: 항공포탈, 한화투자증권

[그림12] 아시아나항공 일본노선 도시별 여객 비중



주: 2018년 상반기 전국공항 기준  
자료: 항공포탈, 한화투자증권

[그림13] 제주항공 일본노선 도시별 여객 비중



주: 2018년 상반기 전국공항 기준  
자료: 항공포탈, 한화투자증권

(2) 여행: 자연재해 > 환율 = 유가

올해 2월부터  
대형 스포츠 이벤트,  
자연재해/천재지변  
발생으로 여행수요 둔화

2016년 말부터 2018년 상반기까지 고공행진을 이어오던 여행주는 2018년 10월 기준, 2014년 시가총액 수준까지 회귀했다. 무슨 일이 있었던걸까?

1) 2018년 2월부터 PKG 성장률이 둔화됐다. 평창 올림픽 영향이 컸다. 자국에 대형 스포츠 이벤트가 있을 때에는 실제로 PKG 성장이 저해되는 양상이 여러 번 포착됐기 때문이다. 또한, 해외여행객은 전체 인구 중 52%를 차지한다. 다수 입지 조건이 유사한 대만과 비교해보면 여전히 잠재여력이 존재하나, 타국가 대비해서 낮은 수치는 아니다.

그러나 2018년이 흘러갈수록 내수 경기 악화 현상이 극심히 나타나면서 PKG 여행수요 둔화가 경기침체 시작점의 시그널이 아니었겠느냐 하는 두려움마저 확산되고 있다.

2) 2016년 6월 지방선거 및 연이은 자연재해 발생으로 PKG 성장률이 더욱 악화됐다. ‘지방선거가 무슨 영향일까?’ 하겠지만 실제로 모든 공무원 수요, 그들의 가족 여행수요가 모두 쪼그라들어버리는 시기다. 더욱이 부정적이었던 것은 늘 관광수요가 많은 일본 주요 도시의 지진 및 폭우 등 자연재해, 히니문 수요가 많은 미국 하와이와 인도네시아 발리에서 화산 폭발이 발생했다.

여행상품단가 하락도 초래

여행사 입장에서는 Q 감소도 수익 악화 원인이지만, P 하락이 수익성 훼손에 더욱 직격탄일 것으로 추정된다. 최대 성수기인 7-9월에 여행상품을 바짝 많이 판매하고자 재고 부담을 지는 조건인 ‘그룹블럭’ 형식으로 항공권과 호텔 객실 공급을 대량 선구매 해왔을 것이기 때문이다. 즉, 이렇게 순예약 대비 순취소가 많을 경우에는, 재고부담을 지는 조건이기에 가격 할인을 수반하더라도 공급을 소진하는 것이 낫다는 뜻이다.

(2018/07/18 ‘여행-하필 이때!?’ 보고서 참고)

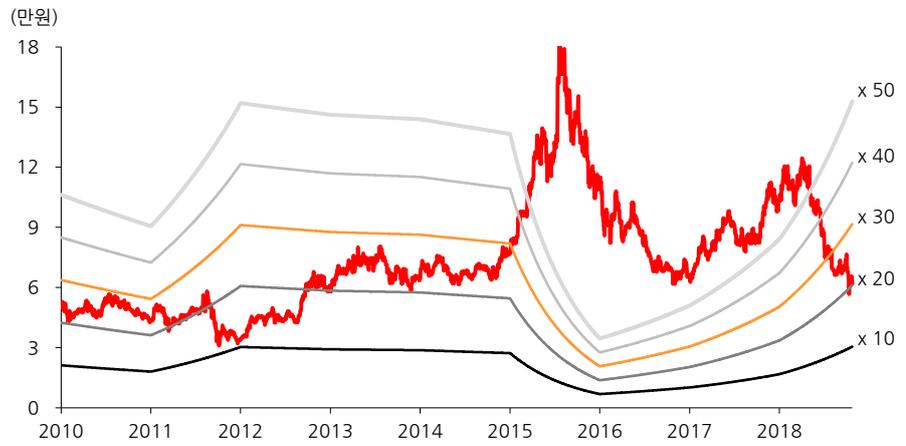
낮아진 고밸류 타당성,  
개선 여지는?

결국 성장주로서 평가받은 여행주는 성장성 둔화가 불거지면서 하락했다. 1등주인 하나투어에 PER 밸류에이션 30배를 적용했던 시대는 과거로 지나간 듯 보이나... 현재 하나투어와 모두투어의 PER 밸류에이션은 각각 저점으로 보이는 20배와 15배 이하에서 거래 중이다.

물론, PKG보다 FIT로 성행하는 여행 소비트렌드 변화도 주가 하락에 무시할 수 없는 이유이지만, 그것은 두 번째 문제다. 보고서 뒷부분에서 다룰 예정이다.

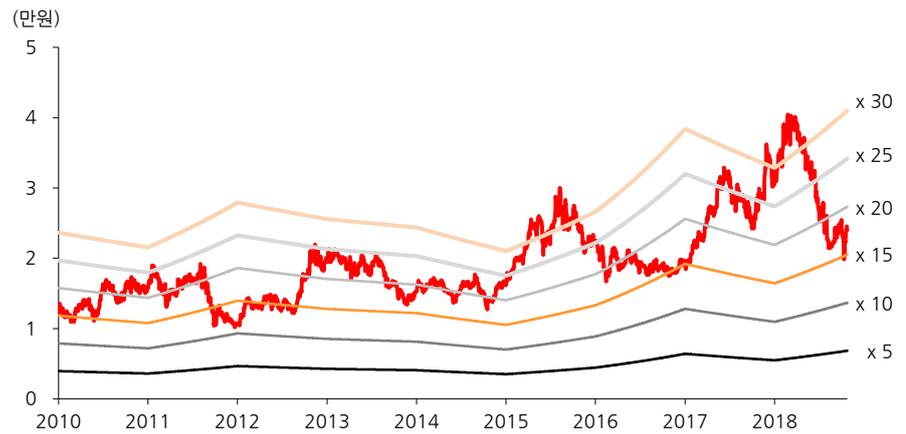
그렇다면, 현재 업황이... 나아질 수는 있는 것일까?

[그림14] 하나투어 PER BAND CHART



자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림15] 모두투어 PER BAND CHART



자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림16] 여행사 비즈니스 모델



자료: 각 회사, 한화투자증권

### Ⅲ. 항공업: 모멘텀을 찾아서

#### 1. 현재 밸류에이션은?

커버리지 3개사 중 대한항공의 밸류에이션 매력 부각 전망

- 1) 13년과 환율은 유사
- 2) 유가는 2~30불 낮고
- 3) 영업적자 vs 8천억 흑자

- 3분기 실적전망은 긍정적
- 1) 제한적인 일본재해 영향
- 2) 강한 3분기 일드모멘텀
- 3) JV효과 점진적 가시화 등

영구채 조정해도 저평가는 확실한 상황

상반기 거버넌스 이슈 과도한 할인의 주 요인

제주항공은 3분기 실적둔화 불가피 전망 연말까지 모멘텀 부재

아시아나 항공의 영업상황은 긍정적

그러나 재무구조개선이 최우선 과제가 되야할 것

현재 커버리지 3개사는 12개월 Fwd P/B 기준 대한항공 0.64배, 아시아나항공 0.55배, 제주항공 1.63배에서 거래 중이다. 필자는 이 중 대한항공의 밸류에이션이 과도하게 하락했다고 판단하며 반등 시점에 밸류에이션 매력이 가장 크게 부각될 것으로 전망한다.

대한항공의 12개월 Fwd P/B 0.64배는 2013년과 유사한 수준이다. 하지만 2013년과 현재의 여러상황을 비교해보면 현재 밸류에이션은 너무 과도하게 낮다는 생각이 든다. 환율은 1,120원~1,130원으로 유사했지만, 유가는 당시 현재보다 20~30불 높은 110~120불 수준이었고, 당시는 영업적자를 기록했었던 반면 올해는 약 8천억원의 영업흑자가 예상되는 등 상황이 더 좋기 때문이다.

3분기 영업실적도 긍정적인 상황이다. 1) 일본노선 매출 의존도가 가장 국내 항공사 중 가장 낮아 자연재해 영향이 제한적이고, 2) 수익성 좋은 중국노선의 회복과 장거리노선 업황호조로 3~4분기 운임(yield) 모멘텀이 기대되고, 3) 델타항공과의 미주노선 조인트 벤처(JV) 효과도 점진적으로 가시화되고 있기 때문이다.

혹시 영구채가 착시효과를 만든게 아닐까? 결론은 '아니다'. 2013년 평균 시총은 약 2.43조원이었다. 당시 자기자본은 2.7조원, 영구채는 2,089억원이 있었다. 이를 조정한 조정자본 2.5조원으로 P/B를 계산해보면 0.96배 수준이다. 2019년 예상 자기자본은 3.7조원, 영구채는 9천억원이다. 이를 조정한 조정자기자본 2.7조원에 현재시총 2.5조원을 대입해보면 P/B는 0.90배 수준으로 2013년 당시와 크게 차이가 없다.

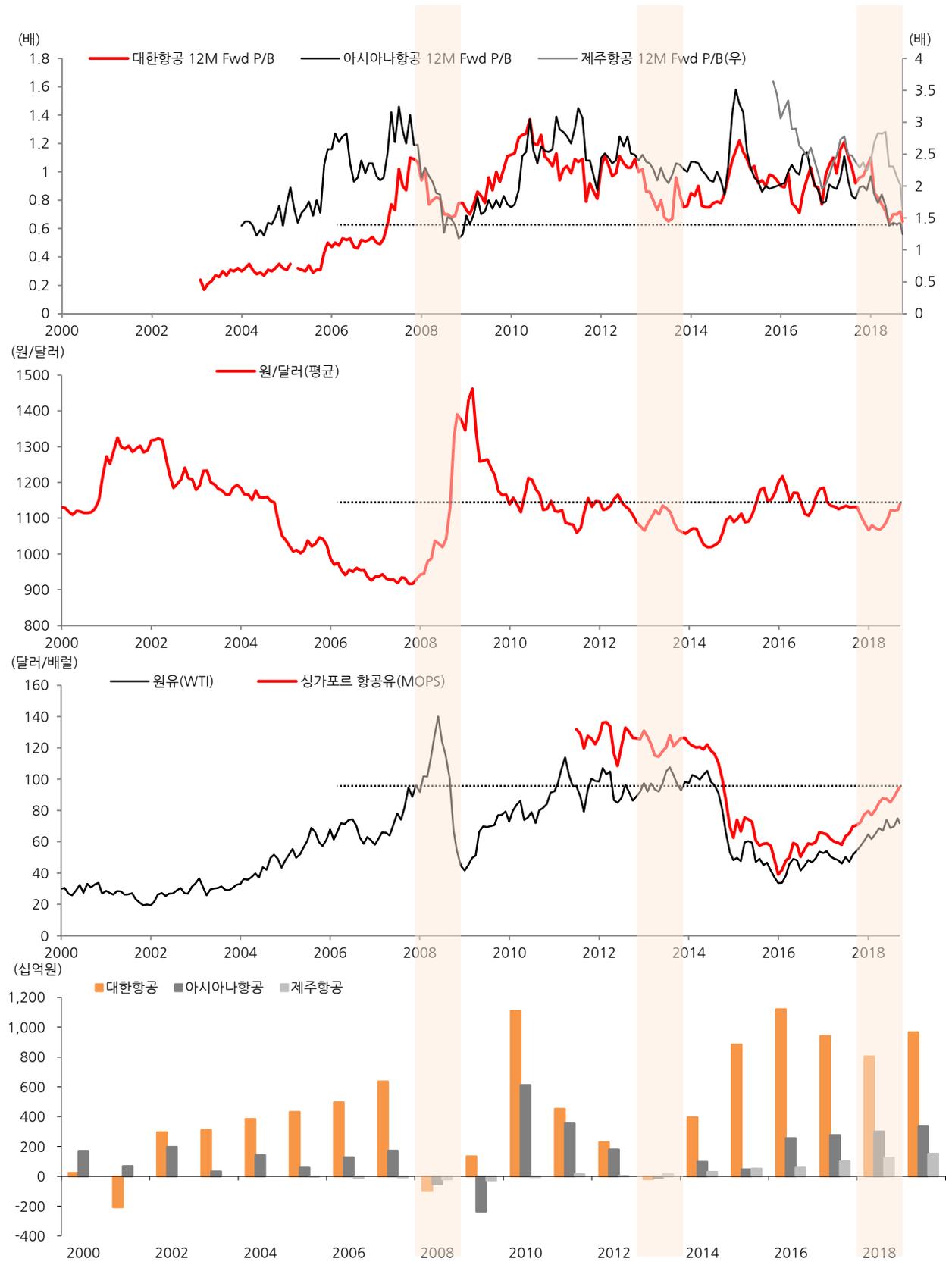
그렇다면 과도한 밸류에이션 하락은 무엇 때문이었을까? 항공업종 전반적으로 영향을 미친 대외변수의 악화 외에도 상반기에 거버넌스 이슈가 부정적인 영향을 미쳤기 때문이라고 판단한다. 거버넌스 이슈는 점진적으로 해소되는 국면이라고 판단하며, 앞으로 반등의 트리거만 나타나 준다면 주가는 충분히 반등할 수 있는 상황이라고 판단한다.

제주항공은 매출 비중이 높은 일본지역 자연재해로 3분기 실적은 시장기대치를 하회할 전망이다. 성수기인 6월~9월 사이에 자연재해가 집중되었던 만큼 탑승률(L/F)을 유지하기 위해 운임(yield)도 방어하기 쉽지 않았을 것으로 보인다. 여객위주의 저비용항공사(LCC) 사업모델상 4분기는 비수기로 내년 1분기까지 모멘텀도 부재한 상황이다.

아시아나항공의 경우 대한항공 다음으로 일본노선 매출의존도가 낮아 자연재해 영향이 제한적이고, 중국노선의 회복과 장거리노선 호조로 하이싱글 수준의 국제선 운임상승이 기대된다. 하지만 동사의 지속적인 재무구조개선 노력에도 불구하고, 유동성 우려가 완전히 해소되지 않은 점이 추가 할인요인으로 계속해서 작용할 전망이다.

최근 자회사인 아시아나DT 상장을 통해 보유지분 중 30%를(약 424.6억원, 2.2백만주) 구주매출을 통해 매각 할 예정이며, 연말까지 2번에 걸친 4,200억원 규모의 ABS 발행도 계획되어 있다. 게다가 기존에 계획중이던 영구채(2,000억원) 발행과, 에어부산 상장도 연말안에 예정되어 있어 동사의 부채비율은 점진적으로 개선될 전망이다.

[그림17] 커버리지 3개사의 P/B 밸류에이션, 원/달러 환율, 유가, 영업이익 비교



자료: 대한항공, 아시아나항공, 제주항공, 한국은행, Bloomberg, WiseFn, 한화투자증권

## 2. 매크로변수는 안정화 될까?

EIA는 연말부터 유가 변동성 축소 전망

항공주들의 주가하락의 주 요인이었던 유가와 환율 등의 대외변수 변동성은 점진적으로 안정화될 전망이다. 1) 유가는 2018년 4분기를 기점으로 안정화되면서 항공사들의 유류비 부담도 소폭이나마 완화될 전망이다, 2) 원/달러 환율은 2019년 평균 1,100원/달러 수준에서 머물 가능성이 높다고 예상한다.

OPEC 국가들의 추가 생산으로 감소분 일부는 커버가 가능하다고 추정

미국 에너지 관리청(U.S Energy Information Administration, 이하 EIA)은 올해 4분기부터 내년 3분기까지 점진적인 유가 하락세를 전망하고 있다. 여러가지 불확실성이 여전히 존재하긴 하나, 이란과 베네수엘라의 원유생산 감소분을 OPEC 및 기타국의 증산으로 2019년에 수요-공급의 균형이 맞춰질 것으로 전망하고 있다. EIA의 유가 전망치가 맞다고 가정하면 WTI 유가는 60~70불 내외에서 횡보할 가능성이 높다.

OPEC은 성명서를 통해 생산증가를 촉구

Reuters에 따르면 10월 1~2주 동안 이란의 일평균 원유 수출량은 150만 배럴 수준이었다. 과거 2015년 경제 제재 당시 이란의 원유 수출량은 일평균 100만 배럴 수준이었다. 당시에 비해 재제동참 국가가 많지 않음을 감안하면, 이란산 원유 수출량이 100만 배럴 이하로 감소할 가능성은 낮다는 이야기도 있다.

사우디도 11월부터 증산하기로 발표

석유수출기구(OPEC)과 러시아 등의 산유국을 포함한 공동감산점검회의(The Joint Ministerial Monitoring Committee, 이하 JMMC) 성명서에서 추가 생산여력이 있는 국가들에게 증산을 촉구한 점도 향후 공급확대에 긍정적이다.

사우디 산업에너지광물부 장관도 11월부터 산유량을 늘려 유가를 낮추기 위한 노력을 하겠다고 밝혔다. 현재 사우디의 일생산 Capa는 1,200만 배럴/일로 현재 산유량 1,070만 배럴/일에 추가로 130만 배럴/일을 더 생산할 수 있는 것으로 추정된다.

원유 수요전망치 하향조정

만약 이란의 감산 폭이 크지 않다고 가정하면, 베네수엘라와 이란을 제외한 OPEC 국가들의 추가 생산능력으로 감소분 커버가 가능하다고 추정한다. (OPEC의 증산여력에 대해 IEA는 18년 8월 기준 247만 배럴/일, EIA는 18년 4분기 149만 배럴/일로 추정)

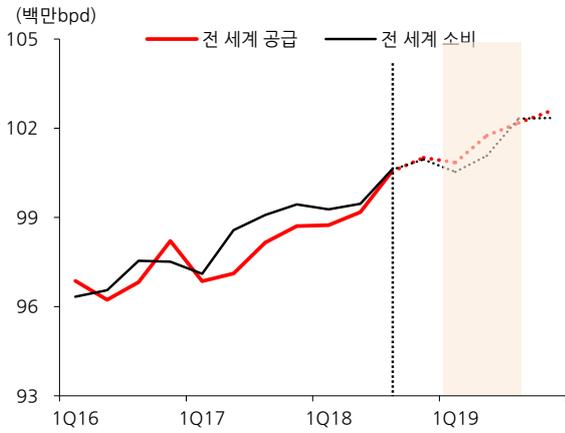
게다가 OPEC의 원유 수요 전망이 계속해서 하향조정 되고 있는점도 유가 안정화 요소 중 하나로 작용할 전망이다. 수요전망이 조정되는 이유는 미-중 무역분쟁에 따른 글로벌 경기 우려 때문이다. 지난 10월 11일 발간된 OPEC의 보고서에 따르면, 2018년 원유 수요는 9,879만 배럴/일로 지난 9월대비 3만 배럴 하향조정했으며, 2018년 원유 수요전망을 처음 발표했던 17년 9월대비 67만 배럴 감소했다.

원/달러 환율은 1,100원 수준에서 안정화 전망

원/달러 환율은 현재 수준인 1,100원/달러 대에서 큰 변동성 확대는 없을 전망이다. 원/달러 환율에 대해 주요기관 추정치를 집계한 Bloomberg 컨센서스는 2019년 말까지 원/달러 환율은 1,100원 수준에서 크게 벗어나지 않을 것으로 전망하고 있다.

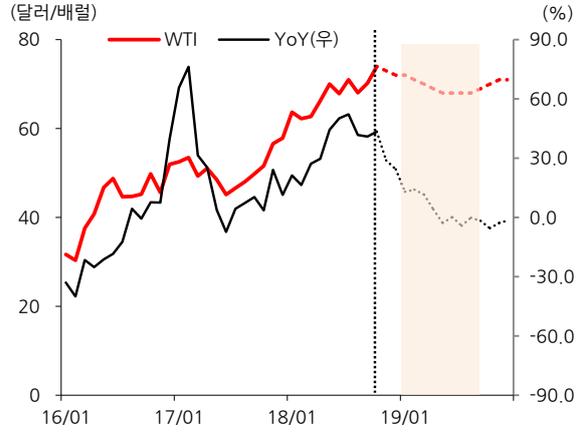
결론적으로 유가와 환율 변동성은 2019년 말까지 점진적으로 축소될 가능성이 높다고 판단한다. 소폭이나마 우호적인 방향이 예상되고 변동성이 축소되는 것만으로도 그동안 변동성 확대 우려가 반영되어왔던 항공사 주가엔 긍정적으로 작용할 수 있다고 본다.

[그림18] EIA 원유 공급 vs 소비 추이 및 전망



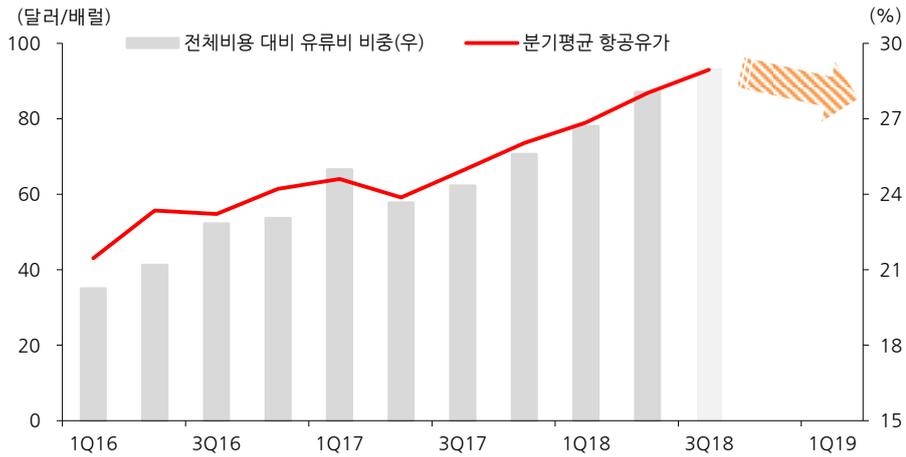
자료: EIA, 한화투자증권

[그림19] EIA WTI유가 추이 및 전망



자료: EIA, 한화투자증권

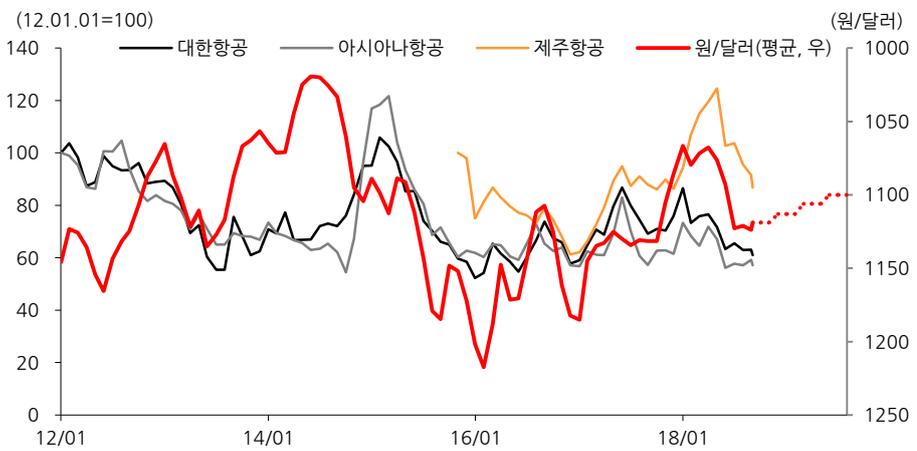
[그림20] 항공유가와 커버리지 3개사의 유류비 비중 추이



주: 커버리지 3개사는 대한항공, 아시아나항공, 제주항공 합산

자료: Bloomberg, 각 사, 한화투자증권

[그림21] 국적항공사 주가와 원/달러 환율 추이 및 전망



주: 환율은 역축 기준

자료: Bloomberg, WiseFn, 한화투자증권

### 3. 반등의 트리거는?

국제선 운임상승이  
주가 상승의 트리거가 될  
것으로 예상

항공주의 주가반등 트리거는 국제선 운임(yield) 상승이 될 것으로 판단한다. 대형항공사(FSC)는 매출의 60~70%, 저비용항공사(LCC)는 매출의 90% 이상이 국제선 여객영업에서 창출되기 때문에 국제선 운임은 환율 다음으로 주가에 큰 영향을 미치는 변수다. 과거 트렌드를 보면 국제선 운임 상승구간에 주가도 동행해 상승했다.

3분기 국제선 운임 상승은 대형항공사(FSC)에서 두드러지게 나타날 전망이다, 이유는 두 가지이다.

첫째, 3분기 미주와 유럽 등의 장거리노선 업황이 좋았기 때문이다. 게다가 작년엔 10월에 위치했었던 추석연휴가 올해 3분기에 산입되면서 나타난 기저효과와 함께, 올해는 긴 연휴가 9월 추석시즌 밖에 없어 장거리 여행 수요가 3분기에 집중될 수 있었다.

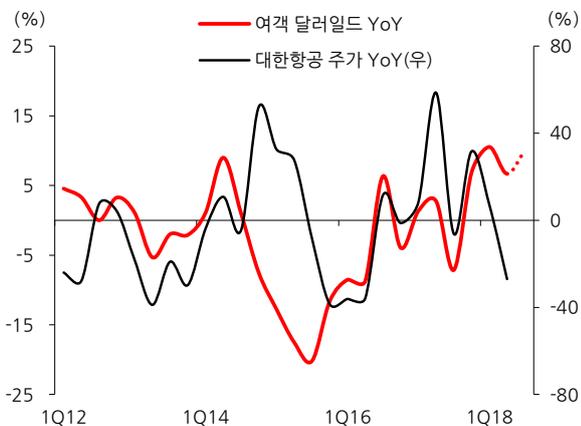
둘째, 대형항공사가 전체 운수권의 60%를 보유하고 있고, 과점시장이라 수익성이 상대적으로 좋은 중국노선의 여객량 회복세가 지속되고 있기 때문이다. 중국노선은 운수권을 배분받은 항공사의 독과점적인 시장이라 수익성이 여타노선대비 좋기 때문에 중국노선이 회복하면 할수록 대형항공사 운임엔 긍정적인일 수 밖에 없다.

3분기 대형항공사 운임은  
전년동기비 6%~10%  
상승세 예상

양대 국적사 중 대한항공이 가장 강한 운임상승률(+10%)을 시현하며 주가 상승압력이 더 크게 나타날 것으로 예상된다. 게다가 적극적인 유럽, 미주노선 공급확대 전략을 펼치면서 수송량(Q), 탑승률(L/F), 운임(P) 상승의 3박자가 맞아 떨어지며 두자리 수에 가까운 국제선 매출성장을 시현할 전망이다.

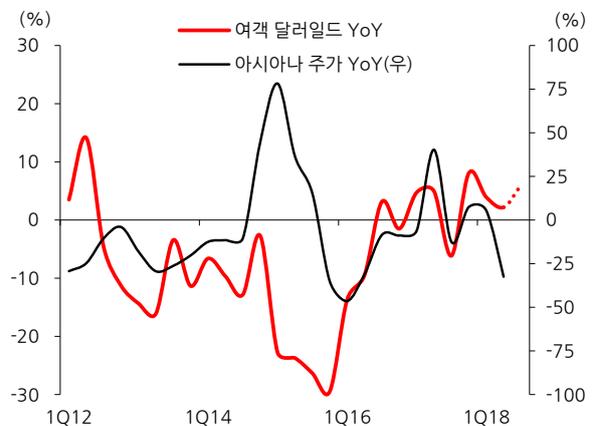
저비용항공사들은 2020년까지 신규노선 취항과 매년 20대가 넘는 신규기재 도입 스케줄이 잡혀 있는만큼 여객 수송량(Q) 증가는 이어질 전망이다. 그러나 자연재해로 인한 일본노선 부진에 따른 3분기 실적둔화, 4분기가 전통적인 여객 비수기인 점을 감안하면 국제선 탑승률과 국제선 운임을 크게 올리기가 쉽지 않은 상황이다. 내년 1분기에나 반등을 기대해볼만 하다.

[그림22] 대한항공 국제선 운임 증감률 vs 주가 증감률



자료: 대한항공, WiseFn, 한화투자증권

[그림23] 아시아나항공 국제선 운임 증감률 vs 주가 증감률



자료: 아시아나항공, WiseFn, 한화투자증권

여객 비수기인 4분기엔 화물운임 모멘텀 이어질 것

대형항공사는 여객비수기인 4분기에 화물운임 모멘텀이 이어질 전망이다. 1) 4분기는 전통적으로 운임이 강세를 보이는 성수기이고, 2) 국제 항공운송 협회(International Air Transport Association, 이하 IATA)에서 조사한 설문조사 결과도 향후 운임상승 가능성이 높음을 시사하고 있으며, 3) 전 세계적으로 화물기 공급조절이 이어지고 있기 때문이다.

미주와 유럽노선 화물운임 모두 강세가 지속되고 있는 모습 확인

대형항공사의 화물매출의 70%는 미주와 유럽노선(미주 50%, 유럽 20%)이 차지하는데 양노선 운임은 여전히 강세를 보이고 있다. 美 노동통계국(Bureau of Labor Statistics)이 집계해 발표하는 아시아-미주, 전세계-미주 지역 항공화물 운임지수는 9월 각각 184.3pt, 188.9pt로 전년동기비 성장세를 이어가며 높은 수준을 유지하고 있다.

Bloomberg에서 집계해 발표하는 홍콩발 미주, 유럽노선 항공화물 운임지수도 9월 각각 4.47달러, 2.85달러로 전년비 15% 전후의 성장세가 3분기까지 이어지고 있다. 미주와 유럽노선 운임지수 강세가 이어지는 만큼 3분기 대한항공과 아시아나항공의 화물 운임은 전년동기비 각각 약 15%, 약 9%~10%의 상승이 예상된다.

IATA 설문조사에 따르면 글로벌 화물 담당자들은 향후 12개월 화물운임 상승세 예상

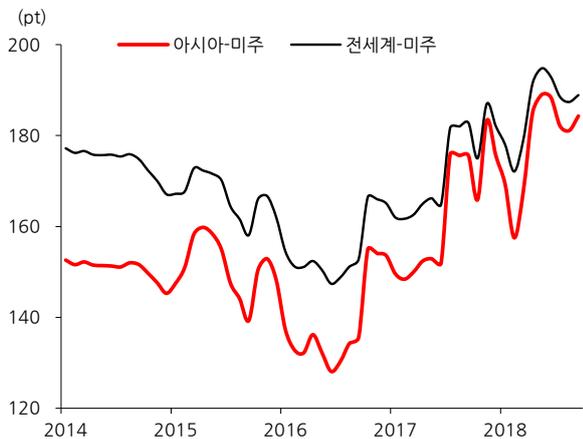
IATA는 '3Q18 Chart Book'에서 3분기 화물기 가동률도 높은 수준을 유지하면서 평균 비용을 낮추고 있고 화물운임 상승세는 3분기에도 계속되고 있다고 언급했다.

9월 항공사 화물 담당자를 대상으로한 설문조사 결과도 향후 12개월동안 항공화물 물동량과 운임모두 상승세를 이어갈 것으로 보는 의견이 하락보다 많았다. 4분기까지 운임강세가 이어질 것으로 예상해볼 수 있는 대목이다.

항공화물 물동량은 연초대비 둔화되는 모습을 계속 나타내고 있긴하나, 상반기 화물량 감소는 일본화물항공(NCA)의 법령위반으로 일정기간 운항중단을 했던 요인도 있었다. 최근엔 美-中 무역분쟁이 심화되며 글로벌 교역량 둔화에 대한 우려가 확대되고 있다.

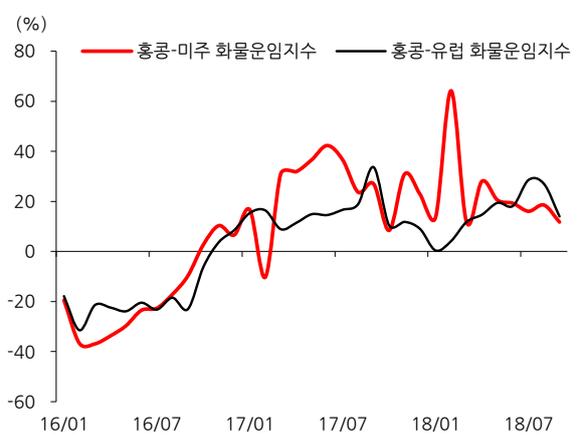
하지만 1) IATA는 2018년 항공화물수요(FTK) 전망치를 4% 수준으로 유지하고 있고, 2) 미국을 중심으로한 선진국 소비는 전년동기대비 +6.5%로 우상향 하고 있는 만큼 최근의 화물물동량 둔화는 수요의 감소라기 보단 2016년 하반기부터 시작된 글로벌 재고 축적 사이클(Inventory restocking cycle) 효과가 사라지는 영향이 더 크다고 판단한다.

[그림24] 아시아-미주, 전세계-미주 항공화물운임 지수



자료: U. S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권

[그림25] 홍콩발 미주, 유럽향 항공화물 운임 지수



자료: Bloomberg, 한화투자증권

글로벌 화물 시장에서  
공급조절은 지속적으로  
이어지는 중

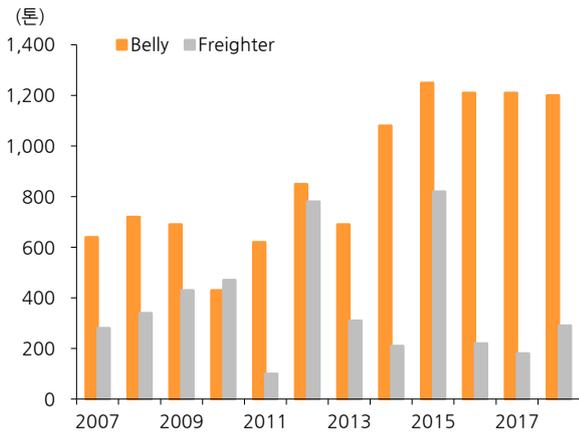
글로벌 항공화물 시장에서 공급조절은 계속되고 있다. 항공화물 공급은 화물기 (Freighter) 보다는 여객기의 화물칸(Belly)을 통해 대부분 증가해왔는데 전 세계적으로 여객수요가 크게 증가하면서 여객기 위주의 발주가 늘어났고, 2010년 화물호황기 당시에 화물기 발주를 늘렸다 실패했던 학습효과로 발주가 줄어들었기 때문이다.

최근 주요 발주기재는  
국제특송사의 노후기재 교체  
물량이 대부분

2010년 이후 화물기 발주 추이를 보면 세가지 특징을 발견할 수 있다. 1) 90% 이상이 Boeing의 화물기로 발주가 이루어졌으며, 2) 항공사들 물량보다 국제 특송사(Fedex, UPS, DHL)의 발주물량이 대부분이고, 3) 이들은 주로 노후항공기 교체목적의 발주라는 점이다. UPS만이 수요에 대응하기 위한 항공기단 확대 목적의 발주라고 밝혔다.

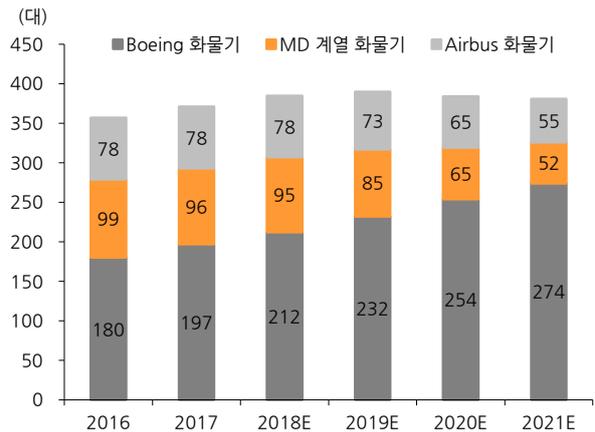
최근 8년간 FedEx가 가장 많은 화물기 발주를 한만큼 인도물량도 FedEx항 화물기가 대부분이다. FedEx의 기단계약을 보면 지속적으로 노후기재인 MD계열과 Airbus A300F 기종을 퇴역시킬 예정이다. 따라서 전체 화물기단 순증은 인도량보다 적으며 글로벌 장거리 화물노선에 공급증가는 예상보다 제한적일 것으로 판단한다.

[그림26] 항공화물 공급 순증 추이(화물기 vs 여객기 화물칸)



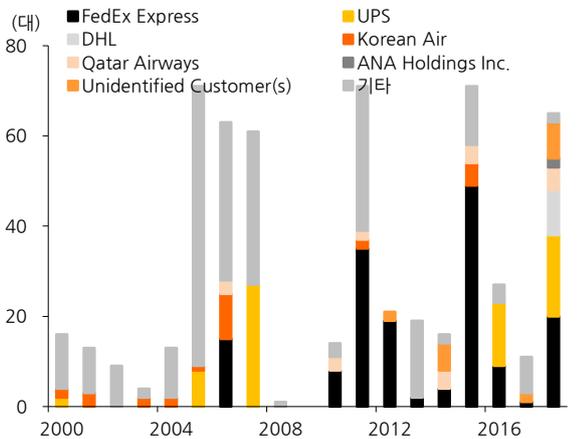
자료: IATA, 한화투자증권

[그림27] Fedex 화물기 운용기재 계획



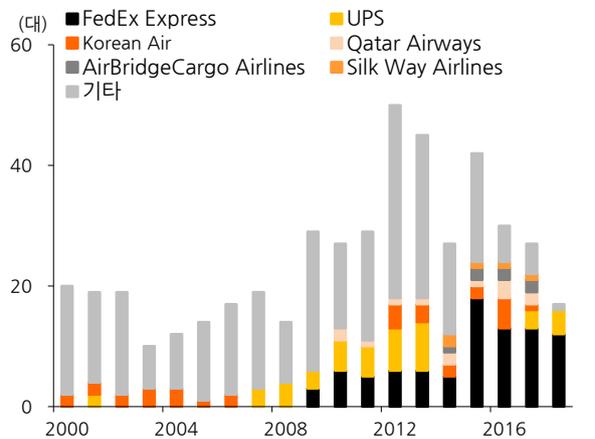
자료: Fedex, 한화투자증권

[그림28] 화물기 발주 추이



자료: Boeing, 한화투자증권

[그림29] 화물기 인도 추이



자료: Boeing, 한화투자증권

## 4. KAL-DAL 조인트벤처(JV) 효과는 나타나고 있는가?

### (1) 중복노선 조정으로 여객수요 증가 확인

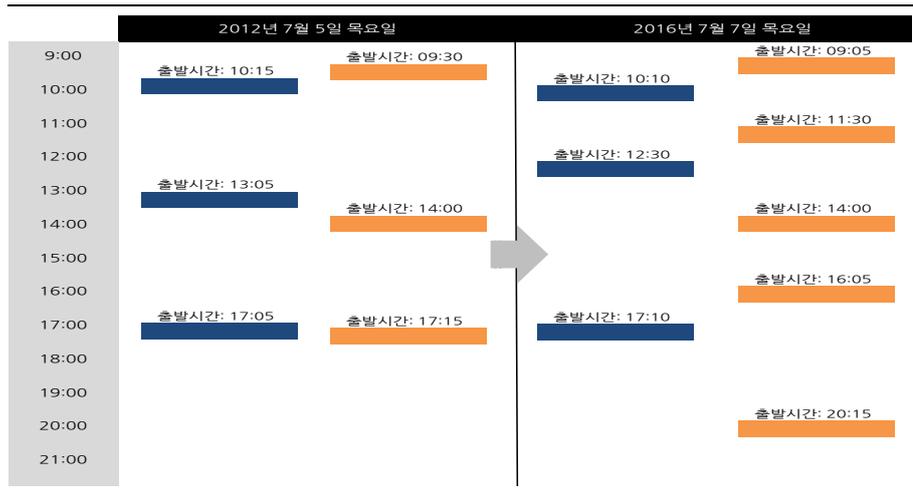
대한항공과 델타항공의  
JV를 통해 여객  
증가효과 확인

대한항공과 델타항공의 조인트벤처(JV)를 통한 여객증가 효과도 확인되고 있다. 양사는 조인트벤처(JV)를 시행과 동시에 얼라이언스나 코드셰어 단계에서는 반독점법에 걸려 할 수 없었던 중복되는 운항 스케줄을 효율적으로 조정했다. 그 결과 JV를 실시한 5월부터 9월까지 양사가 모두 취항하고 있는 인천-시애틀, 인천-애틀랜타 노선 합산 여객량은 전년동기비 14.5% 증가했다.

델타항공도 실적발표  
컨퍼런스콜에서 태평양노선  
JV가 순조롭게 진행되고  
있다고 밝힘

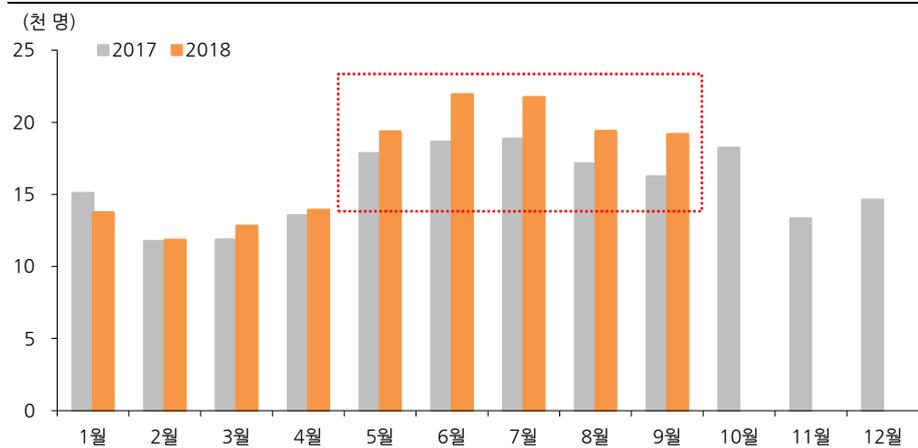
델타항공도 대한항공과의 조인트벤처(JV)가 순조롭게 진행되고 있다고 2분기, 3분기 실적발표에서 지속적으로 언급하고 있다. 델타항공은 JV를 통해 효율적인 태평양노선 네트워크 서비스를 제공하게 되었고 한-미 노선에서 공급(capacity)이 24% 늘었음에도 불구하고 두자리 수의 단위매출(Unit revenue, 매출액/공급량(ASM)) 상승을 기록했다. 수송량(Q)와 운임(P)의 동반 상승을 기대해볼 수 있는 대목이다.

[그림30] 조인트벤처(JV) 전, 후 런던-뉴욕 스케줄 비교



주: 델타항공-버진 애틀랜틱 JV 사례, 런던-뉴욕 노선 기준  
자료: OAG, 한화투자증권

[그림31] 대한항공 시애틀, 애틀랜타 노선 합산 여객량 추이



자료: 항공포털, 한화투자증권

고무적인건 비즈니스와 퍼스트클래스 탑승객이 전년동기대비 10% 이상 증가한 점이다. 탑승률도 전년 65%에서 75%로 10%p 증가했다. 우리는 지난 7월 9일 발간한 <폴(FSC)업!, 벌크(Bulk)업!> 자료에서 대한항공은 기업출장 서비스에 특화된 델타항공의 네트워크를 활용해서 미국발 아시아지역 출장수요를 확보할 수 있을 것이라고 예상 했는데 실제 증가 효과가 나타나고 있다.

**B777 기종으로 시뮬레이션**

프리미엄 클래스 승객 탑승률이 10%p 늘어나면 얼마나 수익성에 영향을 미칠까? 대한항공의 B777-300 기종으로 시뮬레이션을 해보았다. B777-300기종은 최대 연료량 17.2만리터를 싣고 리터당 0.08km를 날 수 있는 연비를 보유한 항공기다. 현재 대한항공은 이 기재를 1등석 8석, 비즈니스 56석, 이코노미 227석으로 운용을 하고 있다.

**인천-애틀랜타 노선 왕복 기준**

인천공항에서 델타항공의 허브인 애틀랜타까지 거리는 총 11,486km 정도로 왕복 연료 유 사용량은 1,791만 배럴이다. 이를 지난 5월~7월 평균 항공유가인 배럴당 85.8불과 1,110원의 환율을 적용하면 왕복으로 약 1억 7,000억원의 유류비가 필요하다. 전체 비용중 유류비 비중을 약 30%로 가정하면 총 비용은 대략 5.7억원 정도이다.

대한항공은 올해 12월 기준으로 해당노선의 왕복 티켓가격을 1등석 1,232만원, 비즈니스석 638만원, 이코노미석 153만원에 판매하고 있다. 이코노미 탑승률은 85% 동일하다고 가정하고, 비즈니스와 퍼스트클래스 탑승률을 10%p 상승한 것을 반영했다.

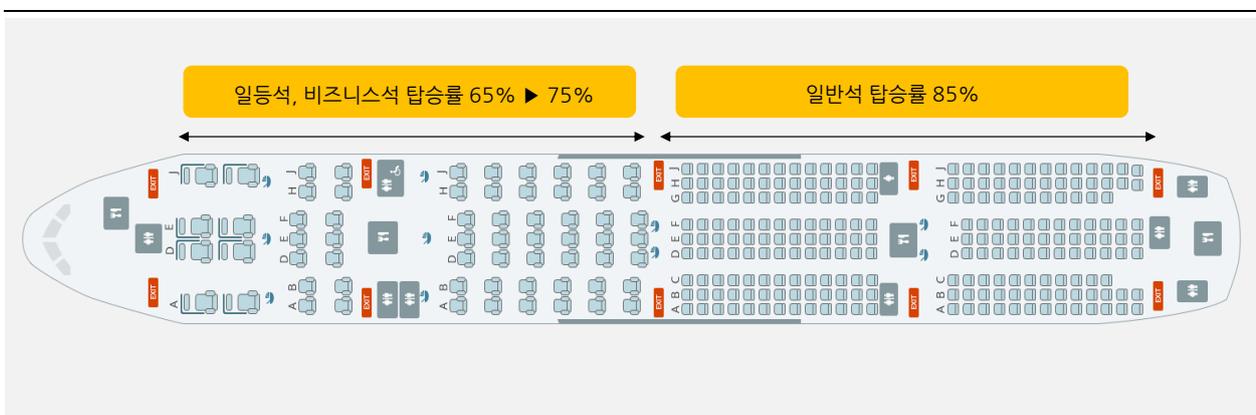
**총 수익은 4천만원 증가  
영업이익률은 약 7%p 개선  
가능성 확인**

그 결과 총 수익은 5.91억원에서 6.37억원으로 늘어나게되고, 이를 반영한 항공기 한대 당 영업이익률은 3.8%에서 10.7%로 약 7%p 개선이 가능한 것으로 추정된다. 단순히 미주노선 영업이익률이 6.9%p 개선된다고 가정하고 미주노선 매출비중(27%)을 감안하면 1%p 이상의 전사마진 개선을 기대해볼만 하다.

**중장기적으로 비즈니스  
수요확대는 분명  
마진개선으로 돌아올 것**

물론 미주노선 영업환경은 연중 변동성이 크기 때문에 단순하게 적용하긴 어렵지만, 계속해서 델타항공의 네트워크를 활용한 비즈니스 수요증가 효과가 나타난다면 중장기적으로 수익성 개선을 제고해볼 여지는 충분히 있다고 판단된다. LCC는 보유하고 있지 않은 대형항공사 만의 차별점이 극대화 되는 것이다.

[그림32] B777-300 기종



자료: 대한항공, 한화투자증권

[표2] B777-300 비즈니스 탑승률 상승시 이익 추정

기준	내용	기준	내용	
길이(m)	73.9	좌석(석)	좌석수	가격
날개폭(m)	64.8	1 등석	8	1,232
꼬리높이(m)	18.9	비즈니스	56	638
최대연료탑재량(리터)(a)	171,171	이코노미	227	153
최대이동거리(km)(b)	13,805	총 합계	291	2023
연비(리터/km)(c=a/b)	12.4	탑승률	65%	75%
서울-아틀란타 거리(km)(d)	11,486	1 등석(만원)	6,406	7,392
소모연료량(리터)(e=c*d)	142,417	비즈니스(만원)	23,223	6,796
킬로리터-배럴 환산계수(f)	6.29	이코노미(만원)	29,521	29,521
소모연료량(배럴, 왕복)(g=e*f/1000*2)	1,792	합산매출(만원)	59,151	63,709
연료유가(달러/배럴)(h)	85.8	합산비용(만원)	56,883	56,883
연료유류비(달러, 왕복)(i=g*h*2)	153,715	영업이익(만원)	2,268	6,827
환율(원/달러)(j)	1,110.16	영업이익률(%)	3.8	10.7
연료유류비(만원, 왕복)(k=i*j/10000)	17,065			
연료비 비중(l)	30%			
전체 추정 비용(만원)(m=k/l)	56,883			

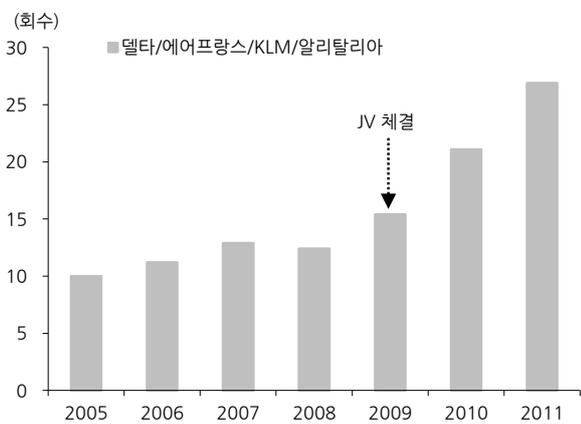
주1: 티켓가격은 2018년 12월 기준 인천-애틀란타 왕복 티켓가격 기준 / 주2: 전체 비용중 연료비 비중은 30%로 가정  
 주3: 연료유 가격은 2018년 5월~7월 평균가격 적용 / 자료: 대한항공, 산업자료, 한화투자증권 추정

조인트벤처 효과는  
내년 4월 이후  
가속화 전망

대한항공과 델타항공의 조인트벤처 효과는 내년 4월 신규노선 취항 이후 더욱 가속화 될 전망이다. 양사가 조인트벤처(JV) 시너지를 극대화 하기위해 2019년 4월 12일부터 대한항공은 인천-보스턴 노선에(주 5회), 같은 날 델타항공은 인천-미네아폴리스 노선에 신규취항할 예정이기 때문이다. 내년 2개 노선의 신규취항으로 대한항공과 델타항공은 인천에서 미국 13개 도시로 주간 120편의 항공편을 제공할 수 있게 된다.

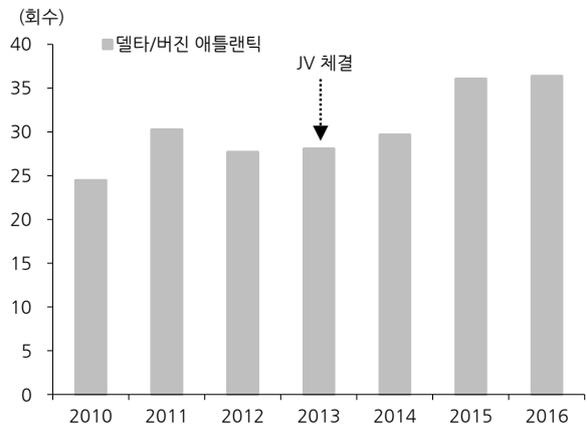
신규노선 취항 이후 운항횟수 확대를 통한 성장은 과거 델타항공의 사례에서도 확인된다. 2009년 델타항공은 에어프랑스-KLM, 알리탈리아항공과 대서양노선에서 조인트벤처(JV) 체결 후 2년간 8개 노선을 신규로 취항했다. 노선 조정을 통한 효율성 증가와 신규취항으로 대서양노선의 총 수송횟수(총 여객 수 / 해당노선 항공기 Capacity x 평균 탑승률)는 2009년 연간 15.4회에서 2011년 26.9회로 75% 증가했다. 2013년 델타항공과 버진 애틀랜틱의 사례에서도 JV체결 후 2년간 4개 노선을 신규로 취항하며 수송 횟수가 2013년 28.1회에서 2016년 36.4회로 약 30% 증가했다.

[그림33] 2009년 대서양노선 JV 체결 이후 운항 횟수 변화



주: 델타항공, 에어프랑스, KLM, 알리탈리아는 2009년 JV 체결  
 자료: 산업자료, 대한항공, 한화투자증권

[그림34] 2013년 대서양노선 JV 체결 이후 운항 횟수 변화



주: 델타항공과 버진 애틀랜틱은 2013년 JV 체결  
 자료: 산업자료, 한화투자증권

(2) 조인트벤처는 전세계 항공업종에서 나타나는 큰 흐름

조인트벤처는 항공업종에 나타나는 큰 흐름

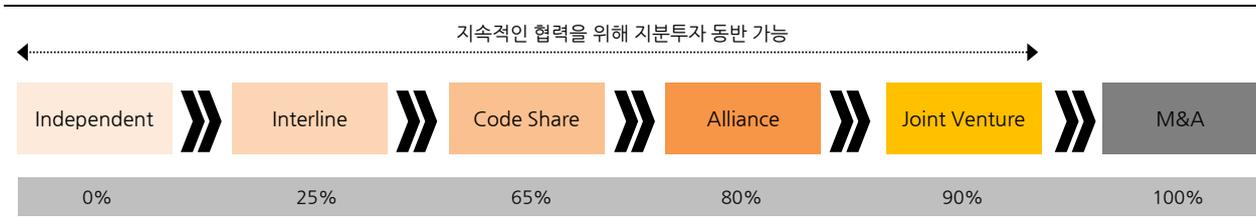
조인트벤처(JV)는 항공업종에 나타나는 큰 흐름이다. 전 세계 주요 항공사들은 2000년 초반 항공사들은 좌석, 마일리지, 라운지 등을 공유하는 얼라이언스(Alliance)라는 동맹체를 구성해 네트워크 확장과 스케줄 확보를 위해 노력했다면, 2000년대 후반부터는 조인트벤처(JV)를 통한 양자간 협력이 확대되는 모습이다.

저비용항공사(LCC)들이 중·단거리 노선에서 빠르게 침투하면서 대형항공사들은 저비용 항공사가 취항할 수 없는 장거리 노선에서 경쟁력 강화가 필요했다. 그러나 대부분 국가에서는 항공주권 보호를 이유로 자국항공사 소유에 대해 외국인 지분과 M&A를 통한 실효지배를 제한했기 때문에 독점금지면제권(Anti-Trust Immunity)을 얻을 수 있는 인수합병을 대체하는 수단으로 조인트벤처를 통한 제휴를 확대해온 것이다.

세부적인 조건은 모두 공개되고 있진 않으나, 조인트벤처는 얼라이언스에서 한발 더 나아가 해당 노선 스케줄을 효율적으로 조정하고 모든 좌석을 공동판매해 운영수익을 나누는 개념이다. 2009년 미국의 델타항공과 에어프랑스가 대서양 노선에서, 이후 2010년에는 태평양노선에서 아메리칸항공과 일본항공(JAL), 유나이티드항공과 전일본공수(ANA)의 조인트벤처를 출범하는 등 현재까지 약 15~20개의 JV가 출범했다.

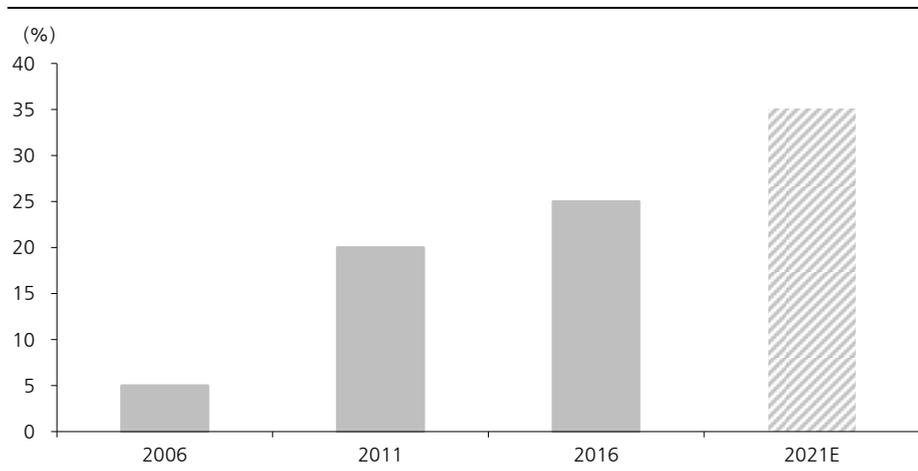
조인트벤처는 2006년 5% 수준에서 2011년 20%, 2016년 25% 수준까지 늘어났다. L.E.K Analysis는 전 세계 3,000마일(약 4,800km) 이상의 중장거리 노선에서 조인트벤처(JV)가 차지하는 점유율 비중이 2016년 25%수준에서 2021년 35%까지 늘어날 것으로 전망하고 있다.

[그림35] 항공사 제휴 단계



자료: 한화투자증권

[그림36] 3,000 마일(4,800km) 이상 노선에서 조인트벤처 점유율 추이 및 전망



자료: 산업자료, 한화투자증권

우리나라도 글로벌 제휴를 강화하는 추세

우리나라도 현재 저비용항공사들의 침투로 대형항공사의 경쟁력 강화가 필요한 시점이 다. 국적항공사인 대한항공은 향후 글로벌 제휴를 강화하겠다는 의사를 밝혔고, 지난 5월 아시아나항공 대표이사도 “조인트벤처 설립이 항공업계의 주요 흐름인 만큼 계속해서 긍정적으로 검토하고 있다.”고 밝힌 바 있다.

2018년 5월 대한항공과 델타항공의 JV로 첫 발을 내딛은 만큼 향후 국내항공사의 추가적인 조인트벤처 체결 가능성도 높아졌다고 판단한다. 다만, 미주지역 항공사들은 모두 태평양노선에서 조인트벤처를 운항하고 있는 만큼, 유럽지역 항공사와 조인트벤처(JV)가 체결될 가능성이 있다고 본다.

대한항공보다 먼저 태평양노선에서 조인트벤처를 체결했던 일본항공과 전일본공수가 태평양노선 조인트벤처(JV)를 체결하고 2~3년뒤 각각 유럽지역 항공사들과 조인트벤처를 체결한 사례가 있다. 대한항공의 경우 스카이팀 소속이자 이미 델타항공과 조인트벤처(JV)를 운항중인 에어프랑스-KLM과 가능성이 열려있다고 본다.

[표3] 글로벌 항공사 조인트벤처(JV) 체결 현황

연도	파트너사	노선	수익공유형태
2009	델타항공, 에어프랑스, KLM, 알리탈리아	미주-구주	Profit
2010	아메리칸 항공, IAG, 핀에어	미주-구주	Revenue
2011	ANA, 유나이티드 항공	미주-아시아	Revenue
2011	JAL, 아메리칸 항공	미주-아시아	Revenue
2011	델타항공, 버진 오스트레일리아	미주-오세아니아	Revenue
2011	에어 뉴질랜드, 버진 오스트레일리아	인트라 아시아	Revenue
2012	ANA, 루프트한자, 오스트리안 항공, 스위스 항공	아시아유럽	Revenue
2013	JAL, IAG, 핀에어	아시아유럽	Revenue
2013	델타항공, 버진 애틀랜틱	미주-구주	Profit
2014	에어 뉴질랜드, 싱가포르 항공	인트라아시아	Revenue
2014	에어 프랑스, KLM, 케냐 에어웨이즈	유럽-아프리카	Profit
2016	싱가포르 항공, 루프트한자	아시아유럽	Revenue
2017	에어차이나, 루프트한자	아시아유럽	Revenue
2017	델타항공, 에어로멕시코	북미-남미	Profit
2018	델타항공, 대한항공	미주-아시아	Profit

자료: L.E.K Insights, 한화투자증권

[표4] 글로벌 항공사 조인트벤처(JV) 체결 현황

스타얼라이언스	스카이팀	원월드
아시아나항공	대한항공	아메리칸항공
전일본공수(ANA)	델타항공	일본항공(JAL)
유나이티드항공	에어프랑스-KLM	케세이퍼시픽
타이항공	체코항공	영국항공
루프트한자	에어로멕시코	란항공
싱가포르항공	네덜란드항공	핀에어
스칸디나비아항공	아에로플로트	베를린항공
뉴질랜드항공	베트남항공	이베리아항공
오스트리아항공	아르헨티나항공	
포르투갈항공	중국남방항공	
폴란드항공	중국동방항공	
중국항공	대만중화항공	
터키항공		
스위스항공		
남아프리카항공		
이집트항공		
브뤼셀항공		

자료: 한화투자증권

## 5. 항공주 투자전략은?

항공운송업종에 대해 'Positive' 의견 유지

항공업종에서 주가가 가장 빠르게 반등할 업체로 대한항공을 제시한다. 1) 국제선 여객과 화물 운임(yield) 상승폭이 가장 높고, 2) 델타항공과의 조인트벤처(JV)가 순조롭게 진행 중이기 때문이다. 대한항공은 평균적으로 상반기에 높은 주가 수준을 유지했던 점을 감안하면 3분기 실적발표 전 저점매수 전략을 추천한다.

대형항공사에 대해 긍정적인 시각 유지

대형항공사에 대해서도 긍정적인 시각을 계속해서 유지한다. 운임(yield) 상승은 저비용 항공사(LCC) 보단, 대형항공사(FSC)에서 두드러질 전망이다. 1) 미주와 유럽 등의 장거리노선 업황이 좋았고, 2) 수익성이 좋은 중국노선 회복이 영향이다.

최선호주 대한항공 투자 의견 Buy, TP 41,000원

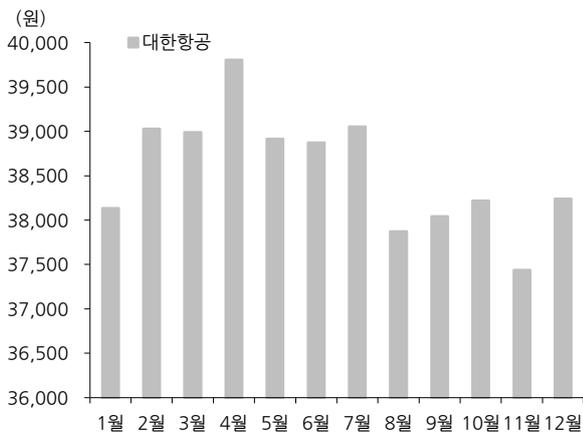
항공업종에서 주가가 가장 빠르게 반등할 업체로 대한항공을 제시한다. 1) 국제선 여객과 화물 운임(yield) 상승폭이 가장 높고, 2) 델타항공과의 조인트벤처(JV)가 순조롭게 진행 중이기 때문이다. 대한항공은 평균적으로 상반기에 높은 주가 수준을 유지했던 점을 감안하면 3분기 실적발표 전 저점매수 전략을 추천한다.

재무구조도 개선되고 있다. 대한항공의 Capex는 2018년 1.7조원, 2019년 1.4조원, 2020년 1조원 수준으로 감소할 전망이다. 투자감소로 인해 늘어나는 잉여현금은 전부 부채를 상환할 계획이다. 대한항공의 이자비용은 금리가 앞으로 2번 상승(0.25%씩 두 번)하는 것으로 가정하더라도 2018년 5,300억원, 2019년 4,970억원, 2020년 4,900억원으로 줄어들며 이자비용부담이 완화될 전망이다.

저비용항공사 반등시기는 2019년 상반기 예상

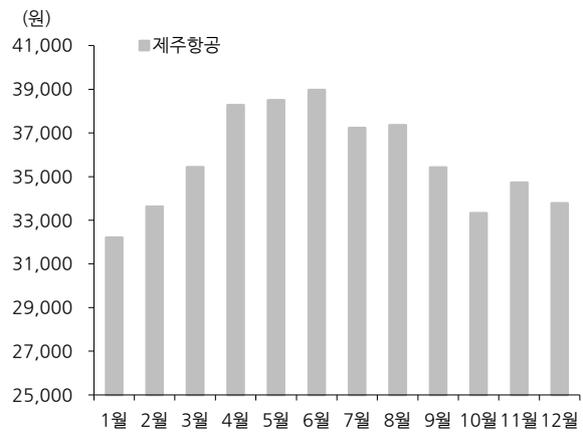
저비용항공사는 매출과 수익의존도가 높은 일본노선 회복이 가장 중요한 반등의 트리거가 될 것으로 판단한다. 4분기는 전통적인 여객 비수기이다. 저비용항공사 사업모델은 여객에 편중되어있고 작년엔 10월에 추석이 위치하며 기저가 높은 점을 감안하면 내년 상반기부터 반등을 예상한다. 여객수요는 풍선효과(balloon effect)가 있는만큼 올해 3분기 자연재해로 부진했던 단거리 여객수요는 점진적으로 이연될 전망이다.

[그림37] 대한항공 월별 주가 추이



주: 2009년 이후 평균  
자료: WiseFn, 한화투자증권

[그림38] 제주항공 월별 주가 추이



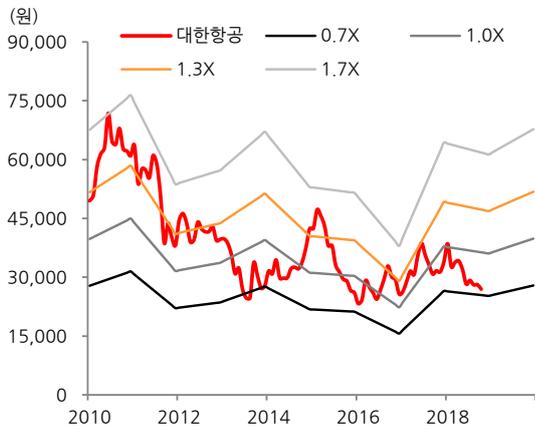
주: 2015년 11월 상장 이후 평균  
자료: WiseFn, 한화투자증권

[표5] 항공업종 분석대상 3개사 목표주가, 밸류에이션

항목	대한항공	제주항공	아시아나항공
투자의견	Buy	Buy	Buy
직전대비	유지	유지	유지
목표주가	41,000	43,000	4,700
직전대비	유지	하향	하향
현재주가	27,250	32,950	3,760
상승여력	50.5%	30.8%	25.0%
2019BPS	39,503원	18,418원	6,915원
Target P/B	1.1x	2.3x	0.7x

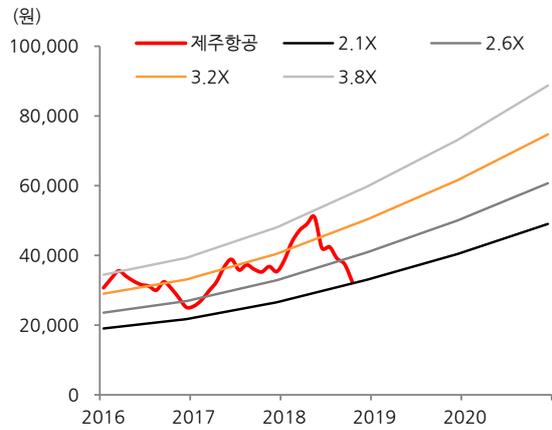
자료: 한화투자증권

[그림39] 대한항공 P/B 밴드차트



자료: WiseFn, 한화투자증권

[그림40] 제주항공 P/B 밴드차트



자료: WiseFn, 한화투자증권

[표6] 글로벌 항공업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	18	19	18	19	18	19	18	19
대한항공	SK	2.3	238	6.1	3.6	5.1	-7.3	4.1	N/A	7.5	0.8	0.7	6.3	6.0	-1.2	9.5
아시아나항공	SK	0.7	3.3	0.7	-2.7	0.0	-12.7	7.1	7.6	7.2	0.6	0.6	6.3	5.6	7.2	7.8
중국국제항공	CH	14.1	0.8	-2.1	-4.9	0.6	-17.3	23.0	13.0	8.8	0.9	0.8	7.2	6.1	7.2	9.8
일본항공	JP	11.9	34.1	2.4	2.5	-6.6	-10.8	-2.1	10.8	11.1	1.2	1.1	3.6	3.4	11.7	10.0
ANA 홀딩스	JP	11.2	32.2	1.1	-1.7	-9.6	-15.1	-18.5	11.4	10.4	1.1	1.0	5.3	4.9	10.5	10.6
중국동방항공	CH	9.3	0.7	-1.3	-10.9	-9.1	-11.9	-5.7	15.6	11.1	1.2	1.0	8.0	6.8	8.5	11.8
중국남방항공	CH	9.3	0.8	-0.4	-9.6	-8.5	-22.7	-6.4	17.1	12.4	1.1	1.0	9.2	7.9	9.2	13.1
델타에어라인스	US	36.6	53.5	3.1	-4.2	5.1	-6.2	-4.4	9.7	8.4	2.5	2.0	5.7	5.3	27.7	27.3
유나이티드 컨티넨탈	US	23.5	86.3	5.8	2.1	8.6	18.7	39.4	10.1	8.7	2.4	1.9	5.7	5.2	24.7	25.1
<b>FSC Peer Avg</b>									<b>12.5</b>	<b>10.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>6.4</b>	<b>5.7</b>	<b>14.2</b>	<b>15.4</b>
제주항공	SK	0.8	28.6	6.1	-4.2	-17.5	-17.6	11.3	8.5	7.8	2.1	1.7	3.5	2.9	26.9	23.8
진에어	SK	0.5	17.2	7.1	1.4	-8.2	-21.7	N/A	7.0	6.4	1.9	1.5	4.1	3.5	30.7	27.3
티웨이항공	SK	0.3	7.1	2.1	-8.6	N/A	N/A	N/A	5.1	3.9	3.4	1.8	1.9	1.6	101.5	61.2
춘추항공	CH	4.4	4.8	6.0	3.4	5.6	17.5	20.2	19.6	15.2	2.5	2.2	13.5	11.2	13.6	14.7
길상항공	CH	3.2	1.8	10.6	-1.4	-10.9	-0.1	10.1	15.0	11.8	2.3	2.0	8.6	7.5	15.5	16.8
사우스웨스트 에어라인스	UK	32.9	57.5	0.0	-3.7	10.1	0.5	-8.9	13.9	11.6	3.0	2.5	7.5	6.6	22.7	24.1
라이언에어	UK	16.0	14.1	6.3	-1.8	-5.2	-14.9	-15.5	10.2	13.0	2.9	2.8	6.8	7.9	30.3	23.3
<b>LCC Peer Avg</b>									<b>14.7</b>	<b>12.9</b>	<b>2.7</b>	<b>2.4</b>	<b>9.1</b>	<b>8.3</b>	<b>20.5</b>	<b>19.7</b>

자료: Bloomberg, 한화투자증권

## IV. 여행업: 바닥 통과

### 1. 개선될 수 있을까?

또다른 '특급 회복기',  
가능할까?

수요 둔화 속에서도 여행주를 포기할 수 없는 이유는 분명 존재한다. 여행주의 대표적인 특징은 천재지변 혹은 예측 불가능한 악재가 나왔을 때, 수요(Q) 급감, 단가(P) 급락에 따른 실적 악화로 주가는 크게 곤두박질 치지만, 여행업황이 다시 회복할 때는 어느 산업보다 주가 픽업 속도가 빠르기 때문이다.

악재 발생 시, 이미 예약이 완료된 여행상품을 취소하거나, 여행 계획 추진을 중단하는 고객들은 영원히 사라지는 수요가 아니다. 소득 대비 인구의 절반이 해외여행을 갈만큼 우리나라 국민들의 여행에 대한 니즈와 갈망은 상당한 수준이기에, 천재지변이 있다 할지라도 여행을 아예 '취소' 혹은 '포기'하는 수요보다는 내년 혹은 다음 휴가 시즌으로 '연기', '이연'시키는 수요가 많다는 의미다. (18/07/18 '여행-하필 이때!?' 보고서 참고)

이러한 흐름을 반복하며 필자가 늘 보고서를 통해 정의한 '특급 회복기' 시즌에는 ① 수요 회복 → ② 단가 상승 → ③ 이익 레버리지 순서로 주가 반등을 빠르게 이끌어왔다.

[그림41] 하나투어 주가 및 이벤트 정리



[그림42] 모두투어 주가 및 이벤트 정리



자료: Dataguide, 각사, 한화투자증권

[표7] 이벤트별 여행주 주가 변동 정리

(단위: 원)

시기	이벤트	하나투어					모두투어				
		max	min	회복	주가폭락	주가회복	max	min	회복	주가폭락	주가회복
'02년~'03년 7월	SARS	20,650	5,380	99,000	-74%	1740%	3,558	26,034			632%
'08년~'09년	신종플루, 금융위기 환율 폭등	76,500	13,750	56,800	-82%	313%	24,388	2,408	17,356	-90%	621%
'11년 3~11월	일본 대지진, 태국 홍수	58,100	31,050	80,500	-47%	159%	19,203	10,169	21,978	-47%	116%
'13년 8월~'14년	일본 방사능, 필리핀 태풍, 태국 반정부 시위, 세월호 참사 등	80,500	58,000	187,500	-28%	223%	21,344	12,707	31,583	-40%	149%
'15년 8월~'16년	메르스 질병, 유럽 테러, 지카 바이러스, 일본 지진, 신규사업 비용 부각	187,500	61,800	124,500	-67%	101%	31,583	16,142	40,450	-49%	151%
'18년 2월~	일본 지진과 폭우, 발리-하와이 화산 분화, PKG 성장 둔화 이슈	124,500	56,700	↑??	-54.5%	↑??	40,450	19,850	↑??	-50.9%	↑??

주: 모두투어, 하나투어 수정주가 기준  
 자료: Dataguide, 언론보도취합, 한화투자증권

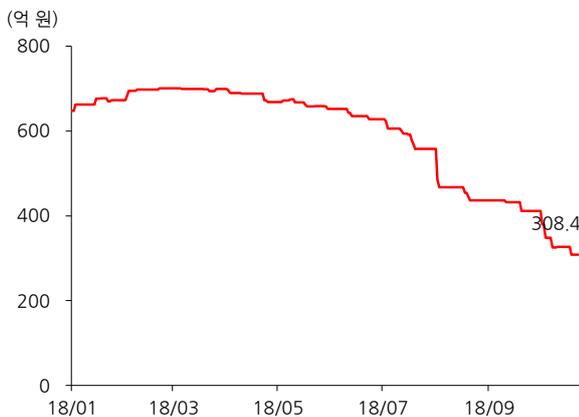
- 세 가지 요소 부합 시 가능,  
 1) 9개월의 기다림,  
 2) 실적추정치 하향조정,  
 3) 선행지표 개선 움직임

이번 회복구간에서도 가능할까? 결론부터 얘기하면 그렇다. 세 가지 요소에 충족한다면 말이다.

첫째, 과거 여러 번의 특급 회복기에서 나타난 공통점이 있다. 추락했던 주가와 시가총액, 그리고 실적이 개선되기까지는 약 9개월-1년이 소요됐다는 점이다. 이번 PKG 둔화는 지난 2월 올림픽 등 대형 이벤트를 시작으로 다양한 자연재해를 겪었기 때문에 현재는 9개월 째에 접어드는 구간이다. 시가상 비중확대를 충분히 고려해볼만 하다.

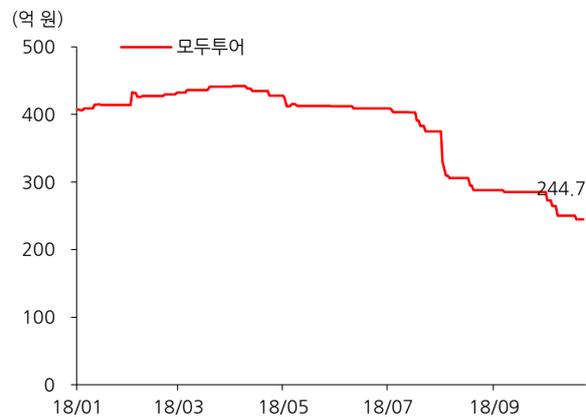
둘째, 실적 추정치 하향 조정이 충분히 반영됐다. 연초까지만 해도 하나투어와 모두투어 2018년 영업이익은 각각 650억, 400억 원을 웃돌았던 반면, 현재는 309억, 245억 원까지 내려왔다. 4Q18 실적도 역시 전년 높은 베이스로 대폭 감익이 예상되나, 이미 상당 부분 반영한 상황이다.

[그림43] 하나투어 2018년 연결 영업이익 추정치



자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림44] 모두투어 2018년 연결 영업이익 추정치



자료: Dataguide, 한화투자증권

조심스럽게 10/1 기준  
선행지표  
(PKG 예약증감률)  
바닥 수준으로 제시

셋째, 실제로 향후 여행수요를 추정해볼 수 있는 선행지표의 반등 유무가 가장 중요한 요소다.

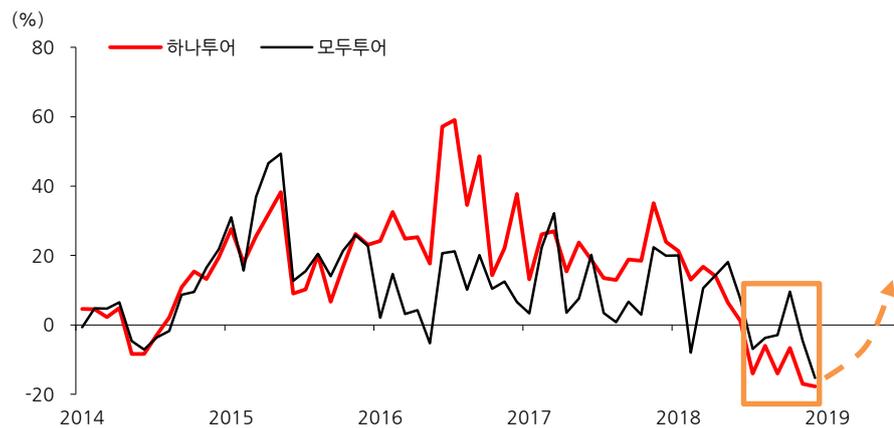
필자는 지난 10/15 <여행-선행지표의 유의미한 반등>이라는 보고서를 통해 여행주에 대한 바닥론을 제기한 바 있다. 이 당시 근거는 시장 조정 덕(?)분에 시가총액이 크게 추락했다는 점이 컸다. 아무리 PKG 성장 둔화를 감안하더라도 우리나라 인구의 절반 이상이 해외여행을 가는 시대인데, 1등 여행주 하나투어의 시가총액이 7,000억 원을 무너뜨린 것은 과매도라는 판단이었다.

더불어 1) 매우 부진한 3Q18 실적 하향조정이 이미 주가에 상당부분 반영됐고, 2) 10월 중순 기준 PKG 예약증감률이 개선되기 시작했다. 10/1 기준 발표된 하나투어와 모두투어의 10월 / 11월 / 12월 PKG 예약증감률은 각각 -7% / -17% / -18%, 10% / -5% / -15%였는데, 10/12 기준 파악한 결과, 하나투어는 아직 역성장이기는 하나, 감소율이 대폭 축소됐고, 상대적으로 일본 비중이 낮은 모두투어는 빠른 개선세를 보였다.

물론 영업일수 차이(작년에는 10월 추석 연휴 vs. 올해는 9월 추석 연휴)로 왜곡된 현상이 있을 수 있겠지만, 10/1 기준 발표된 하나투어와 모두투어의 큰 폭의 PKG 마이너스 지표는 최악을 반영한 숫자이며 이는 향후 점차 개선될 수 있다는 의견이었다.

11/1(목)에 발표되는 3Q18 실적발표, 10월 월별 마감 실적, 향후 11월 / 12월 / 2019년 1월 PKG 예약증감률, 이 세 가지 지표가 향후 6-7개월간의 여행주 주가 방향을 결정짓는 가장 중요한 숫자가 될 것 같다.

[그림45] 하나투어, 모두투어 PKG 증감률 및 향후 3개월 PKG 예약 증감률 추이



자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권

## 2. 수요 회복을 전망하는 근거는?

- 1) 동남아시아, 중국, 장거리 등으로 여행지역 분산 효과,
- 2) 내년 초부터 강해지는 기저효과로 수요 선행지표는 점진적으로 개선될 전망

‘최근 소폭의 개선세를 보인 여행주의 PKG 예약증감률이 추세적인 방향일까? 아니면 온전히 영업일수 차이에 따른 왜곡 현상일까?’의 궁금증을 놓고 봤을 때, 필자는 추세적인 방향일 가능성이 높다는 의견이다. 2019년 내수 경기 전망을 마냥 낙관적으로 바라볼 수는 없는 상황이나, 필자가 수요 회복에 무게를 두는 이유는 두 가지다.

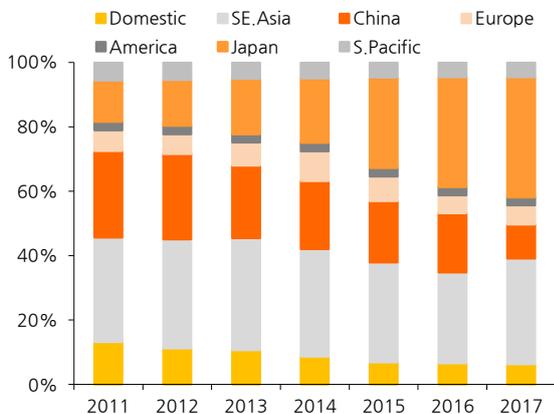
첫째, 여행 지역의 분산 효과다. 독자들도 이미 느끼고 있겠지만 한국 날씨가 생각보다 빠르게 추워지고 있다. 따라서 근거리, 특히 일본 관광지역 쏠림현상이 일어났던 수요는 따뜻한 동남아시아 지역, 혹은 일본 온천수요, 전년 베이스가 부담 없는 중국 지역, 그리고 겨울 방학 및 휴가 성수기를 맞이한 고객들의 장거리 지역으로 수요가 분산되거나 확산될 가능성이 높다.

자연재해에 따른 일본 순취소 문의는 줄어들면서 타지역 순예약 문의가 늘어나게 되면서 blended PKG 예약증감률은 점차 나아질 수 있다는 뜻이다. 최근 들어 리드타임(예약 시점부터 여행 출발까지 소요되는 시간)이 축소되고 있는 이유도 여기에 있다.

둘째, 기저효과가 크다. 2019년 2월부터는 본격적으로 베이스 부담이 완화되는 시기다. 단순한 기저효과에 따른 플러스 성장뿐 아니라 이연수요도 기대 가능하다. 공무원 수요, 계 모임 수요, 가족단위 수요 등 대부분 서두에 언급했듯 여행을 취소하기보다는 여행을 미루는 수요가 훨씬 더 많기 때문이다.

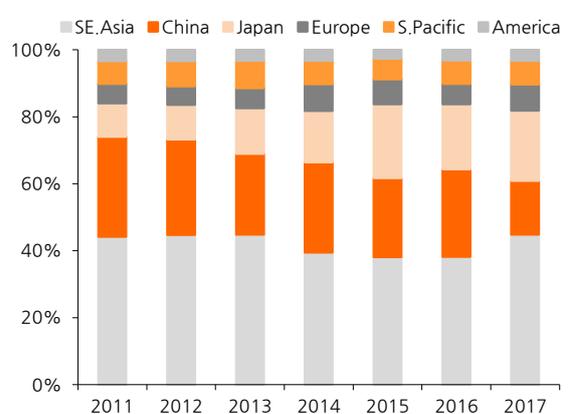
‘자연재해가 또 나타나면 어떡하지?’ 라는 우려가 들 수 밖에 없다. 이러한 이벤트가 여행 주가에 가장 큰 영향을 미치기 때문이다. 물론, 앞으로 자연재해 혹은 천재지변이 없을 것이라는 보장은 없다. 여행업종을 커버하는 애널리스트가 되기 위해서는 기상학(meteorology)을 공부해야 하나... 싶을 정도이나, 통계적으로 알 수 있는 것은 늘 자연재해 혹은 질병은 겨울보다 여름에 많이 발생한다는 점이다. 여름에 태풍, 홍수, 폭우 등이 많고, 질병 바이러스는 날씨가 추워지면 추워질수록 수그러드니 말이다.

[그림46] 하나투어 지역별 인원 비중



자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림47] 모두투어 지역별 인원 비중



자료: 모두투어, 한화투자증권

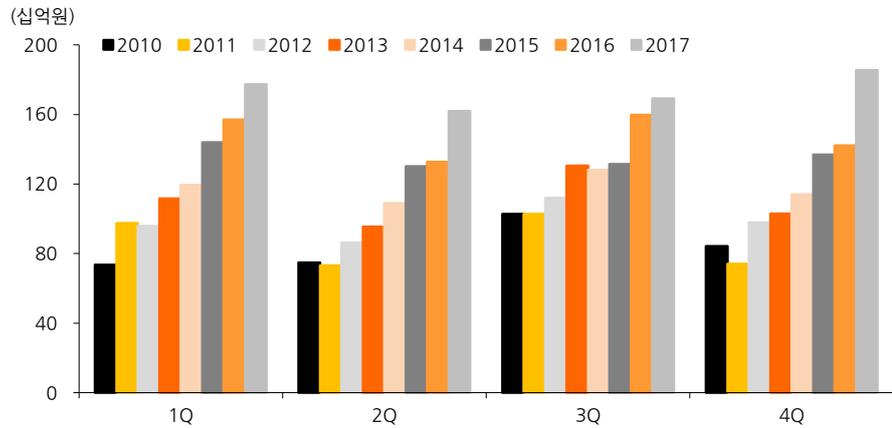
### 3. 업황이 아닌 주가 퍼포먼스의 계절성은?

업황은 1,3분기 > 2,4분기,  
주가는 상반기 > 하반기 순

그래서 그런지, 여행업황과 주가 퍼포먼스의 계절성은 다소 차이가 있다.

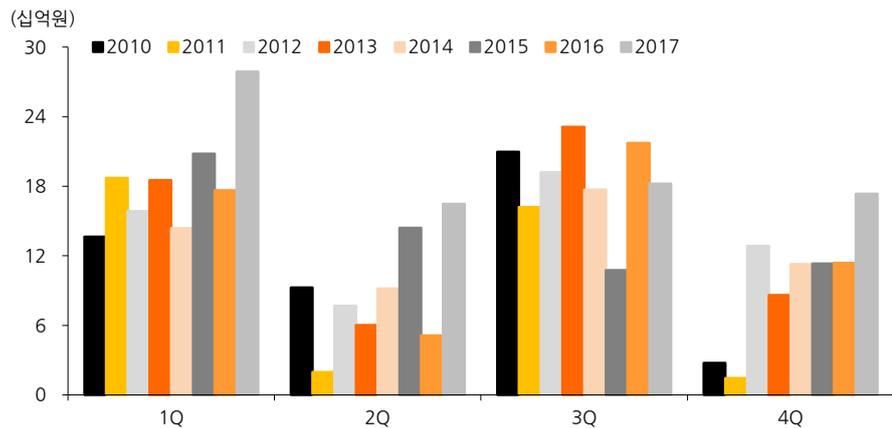
여행업의 계절성은 여름 방학과 휴가, 추석이 자리한 3분기와 겨울 성수기와 설날 연휴가 있는 1분기가 좋은 편이고, 상대적으로 2분기와 4분기가 비수기에 해당한다. 매출액보다 영업이익을 보면 성수기는 더욱 명확한 편이다.

[그림48] 하나투어와 모두투어의 별도 기준 분기별 합산 매출액



주: 4Q17 매출액이 높은 이유는 이례적으로 추석 연휴가 10월에 있었기 때문  
자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권

[그림49] 하나투어와 모두투어의 별도 기준 분기별 합산 영업이익



자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권

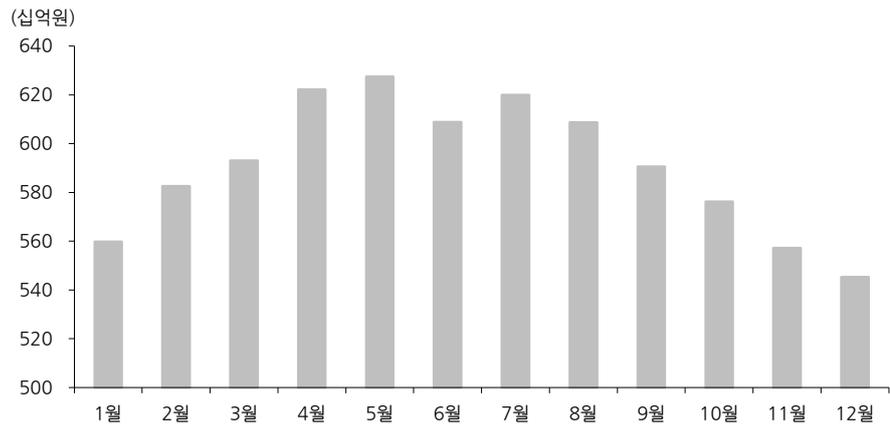
연말~중순까지  
전년도 이연수요를  
기대하며 다음해에 대한  
낙관적 전망을 주가에  
반영하기 때문

그러나 주가는 상반기, 하반기 흐름으로 구분된다. 특이한 점은 최대 성수기인 3분기가 위치한 하반기가 아니라 상반기 주가 흐름이 평균적으로 강세였다는 점이다. 이유를 고민해 본 결과, 결국 펀더멘털 보다는 여행주에 영향을 많이 미치는センチ멘털적인 요소가 더욱 크다는 결론에 이르렀다.

3분기 실적 기대감을 가져가면서도 태풍, 홍수, 폭우 등 자연재해가 집중되는 7월에 들어서부터는 실시간 자연재해 뉴스에 민감하게 반응하며 주가는 약세를 띠는 뜻이다.

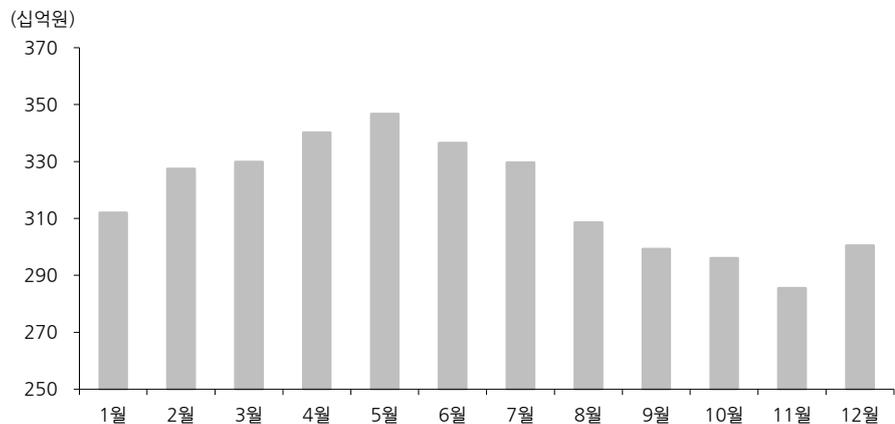
반면, 지속적으로 언급했듯 천재지변에 의해 둔화된 수요는 아예 사라지거나 취소되는 수요가 아니라 악재가 진정되면 언제든지 다시 돌아올 수 있는 이연수요다. 때문에 연말 끝자락에서는, 다음해의 이연수요까지 반영한 낙관적인 전망을 주가에 반영하기 시작해 그 시점부터 ~ 익년도 2분기까지의 주가 퍼포먼스는 상대적으로 안정적인 우상향 추세를 이어간다. 올해도 큰 이변이 없다면 유사한 흐름을 이어갈 전망이다.

[그림50] 하나투어 월별 평균 시가총액 추이



주: 상장일(2000/11/27) 이후 월별 평균 시가총액  
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림51] 모두투어 월별 평균 시가총액 추이



주: 상장일(2005/07/25) 이후 월별 평균 시가총액  
자료: Dataguide, 한화투자증권

### 4. PKG 산업의 구조적 변화는?

PKG 대비 FIT의 고성장,  
피해갈 수 없는 변화

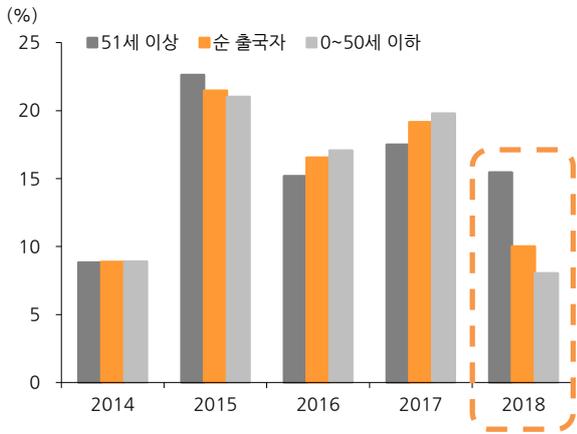
충분히 낮아진 시가총액, 개선 및 회복되는 여러가지 움직임들을 감안하면... 현재부터 내년 상반기까지 양호한 주가 흐름을 기대한다해도, 온전히 씻어낼 수 없는 우려는 PKG 산업의 구조적 문제, 즉, 점차 PKG 수요가 FIT(개별여행)로 이동하는 트렌드다. 필자도 이러한 트렌드에 대해서 결코 부정하지 않는다. PKG 성장은 점차 둔화될 수 있다. 그러나 인구구조 변화와 이웃나라의 과거 사례를 보면 이야기는 조금 달라진다.

그러나,  
인구구조 변화에 따라  
50세 이상 양질의  
씨니어 여행수요는  
지속될 전망

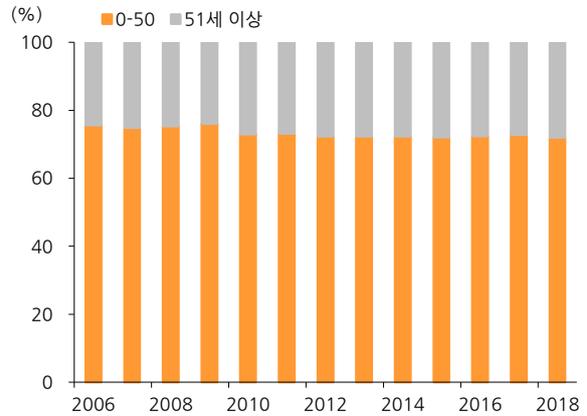
본질적인 질문은 “최근 3개월 간 기록한 PKG 역성장은 추세적인 것인가? PKG 시장은 이제 끝났나?” 하는 것이다. 이번에도 결론부터 얘기하면, 끝나지 않았다.

그 이유는 첫째, PKG를 주로 소비하는 타겟 연령층의 해외여행 수요가 꺾이지 않았기 때문이다. PKG 고객의 타겟 연령대는 50대 이상이다. 그러나, 2018년부터 PKG 시장이 추세적으로 꺾이는 모습이었다면 연령층 역시 50대 이상부터 무너져야 했을텐데... 올해 누적기준 여행수요 성장을 지탱해 온 연령층은 오히려 50대 이상 여행객이다. 오히려 시장 성장 대비 크게 아웃퍼폼하고 있다는 뜻이다.

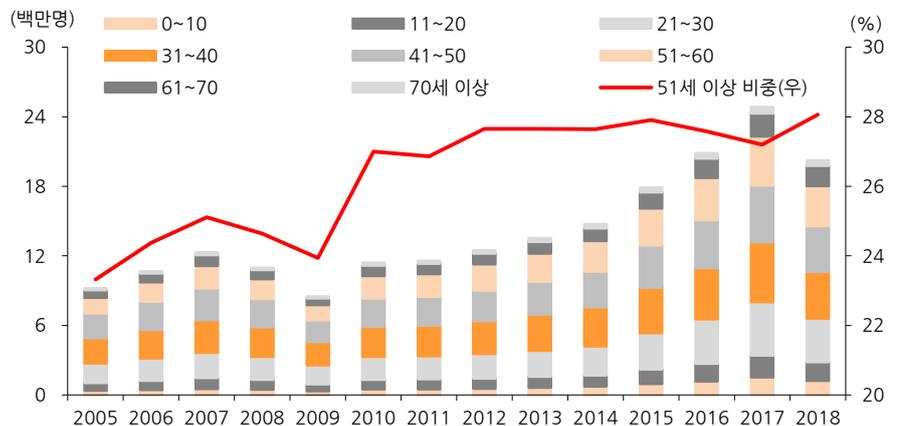
[그림52] 연령별 해외여행객 성장률



[그림53] 연령별 해외여행객 비중



[그림54] 연령별 해외여행객 추이



주: 2018년 1~9월 누적 / 자료: 관광지식정보시스템, 한화투자증권

한국은 2015년부터 베이비부머의 은퇴시기 도래

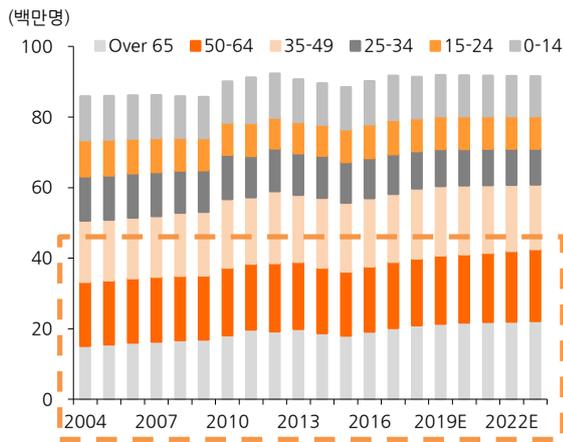
게다가, 50세 이상 씨니어들의 해외여행 수요 성장은 더욱 강화될 전망이다. 필자는 지난 2017/02/27 <여행-몽쳐야 뜬다>라는 보고서를 발간한 바 있다. 우리나라보다 베이비부머의 은퇴 세대를 먼저 겪은 선진국가별 연령층의 수요를 분석한 자료였는데...

결론을 요약하면 1) 베이비부머 은퇴 시기를 기점으로 60세 이상 여행객 비중이 점차 상승했고 → 이는 2) 각국 대표 여행주의 밸류에이션을 평균 10-15배 → 30-32배까지 끌어올렸으며, 이에 따라 3) 2015년부터 시작된 한국 베이비부머 세대의 은퇴 효과로 대표 여행사인 하나투어와 모두투어 역시 밸류에이션 리레이팅을 기대한다는 내용이였다. 이 의견 역시 달라진 점이 하나도 없다.

선진국 분석 결과, 은퇴시기 이후 높은 연령층의 레저 비중은 점진적으로 확대

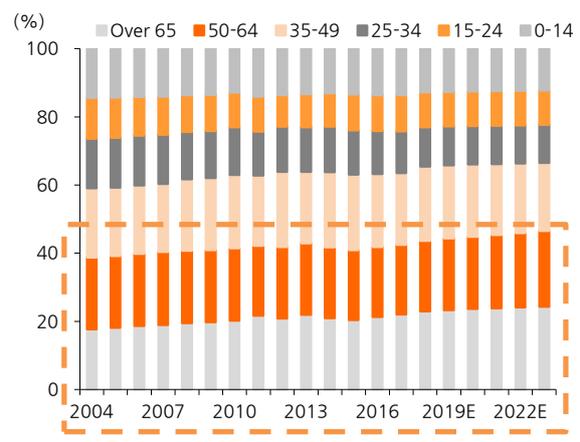
우리나라 소비의 선행지표라고 볼 수 있는 일본은 아직까지도 높은 연령층의 여행수요 비중이 확대되는 추세다. 2007년 시작된 베이비부머 은퇴 이후 60세 이상의 순수 아웃바운드 비중은 의미 있게 커졌고, 유로모니터에 따르면 일본의 연령별 국내+해외 여행객 중 50세 이상의 비중이 2004년 39% → 2017년 43%로 상승했으며 2023년 47%까지 확대될 것이라 전망하고 있다.

[그림55] 일본 연령별 국내+해외 합산여행객 추이



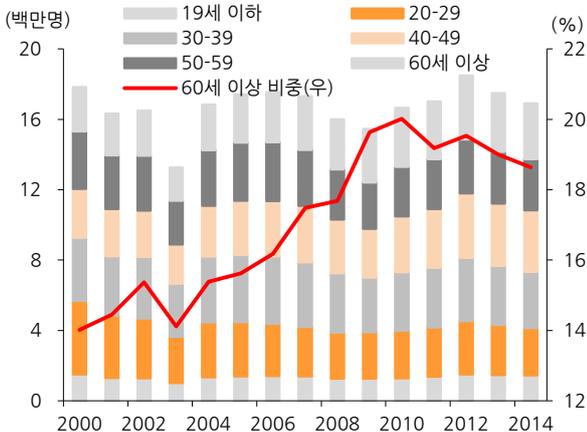
자료: 유로모니터, 한화투자증권

[그림56] 일본 연령별 국내+해외 합산여행객 비중



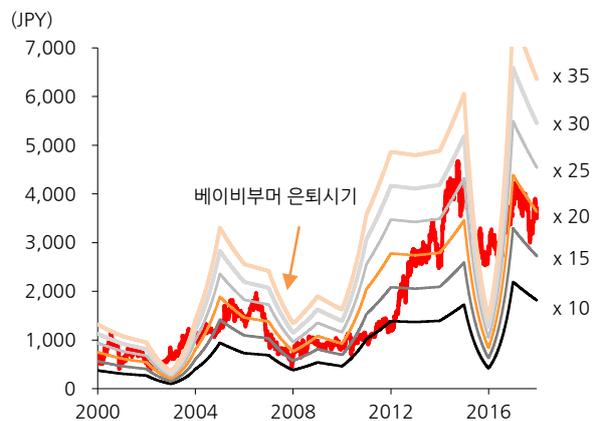
자료: 유로모니터, 한화투자증권

[그림57] 일본 연령별 순수 해외여행객 추이



자료: 일본 통계청, 한화투자증권

[그림58] 일본 대표 여행주 HIS 주가와 PER 밴드



자료: Bloomberg, 한화투자증권

높은 연령층 수요 확대로  
일본 대표 여행주  
리레이팅 경험

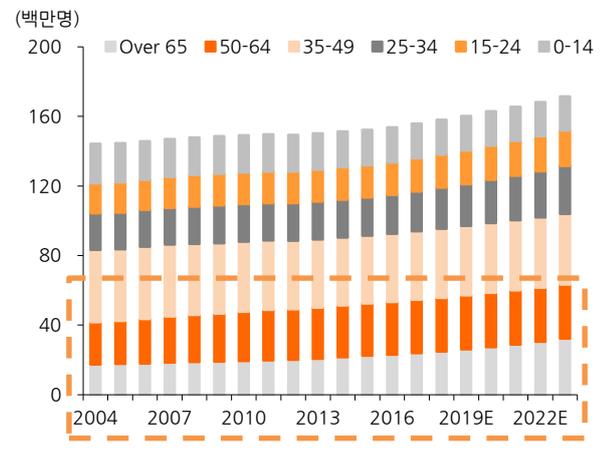
베이비부머 은퇴 시기인 2007년부터 50세 이상 연령층의 수요 확대에 따라 일본 대표 PKG 여행사인 HIS도 PER 평균 밸류에이션이 2007년 10배 → 2015년 30배까지 리레이팅을 향유했다. 현재 주가 기준으로도 20배에서 거래 중이다.

미국 역시 유사한 흐름

2012년부터 베이비부머의 은퇴시기가 도래한 미국 역시 비슷한 흐름이다. 50세 이상 국내+해외 여행객의 2012-2017 연평균성장률은 11%로 양호한 반면, 시장 수익은 4%대로 훨씬 낮았다. 50세 이상 여행객의 비중 또한 2012년 33% → 2017년 35% → 2023년 37%까지 상승할 전망이다.

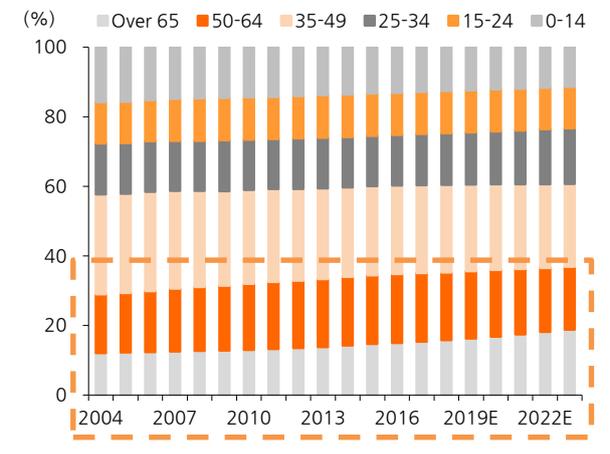
국내외 여행 소비는 점차 시간적으로 여유롭고 소비여력이 높은 씨니어 연령층 중심으로 집중될 가능성이 높다.

[그림59] 미국 연령별 국내+해외 합산여행객 추이



자료: 유로모니터, 한화투자증권

[그림60] 미국 연령별 국내+해외 합산여행객 비중



자료: 유로모니터, 한화투자증권

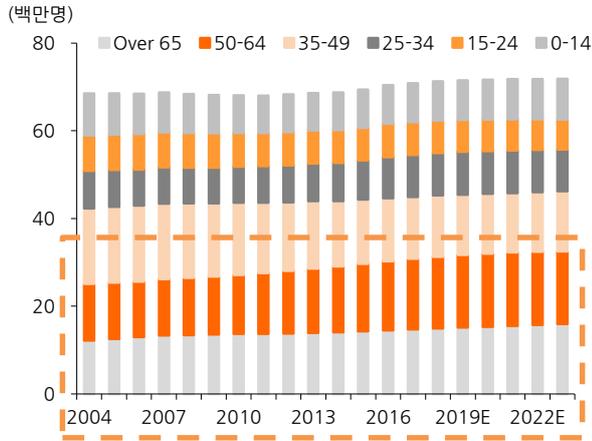
[표8] 국가별 베이비부머 정리

(단위: 만 명, 세)

국가별	출생시기	인구	은퇴년도	현재나이
미국	1946~1964	7700	2012~	53~71
일본	1946~1949	680	2007~	68~71
호주	1946~1965	559	2014~	52~68
영국	1946~1974	1490	2011~	43~71
<b>한국</b>	<b>1955~1963</b>	<b>743</b>	<b>2015~</b>	<b>54~62</b>

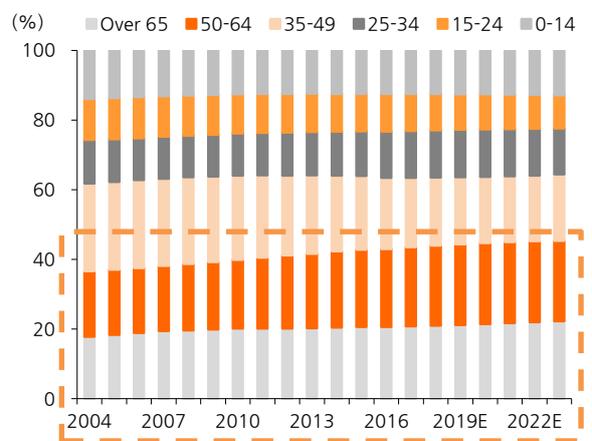
주: 명예퇴직 제도를 통해 실제 은퇴는 상기된 시기보다 1~2년 일찍 진행될 가능성 농후  
자료: 언론 보도, 한화투자증권

[그림61] 독일 연령별 국내+해외 합산여행객 추이



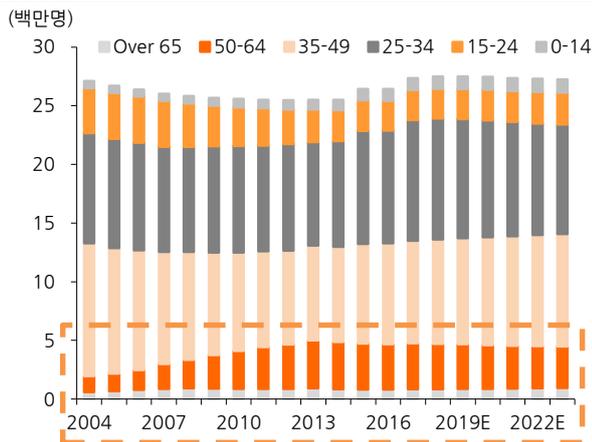
자료: 유로모니터, 한화투자증권

[그림62] 독일 연령별 국내+해외 합산여행객 비중



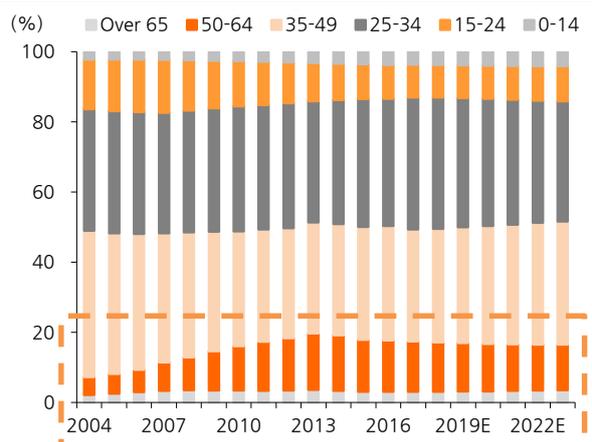
자료: 유로모니터, 한화투자증권

[그림63] 러시아 연령별 국내+해외 합산여행객 추이



자료: 유로모니터, 한화투자증권

[그림64] 러시아 연령별 국내+해외 합산여행객 비중



자료: 유로모니터, 한화투자증권

영세업체의 도산으로  
치킨게임도 막바지

둘째, 치킨게임이 마무리 될 가능성이 높다.

2018년 중순부터 연이어 항공권 전문 판매사업자인 탑항공, 홈쇼핑 채널에서 저가 PKG를 주로 판매하던 더좋은여행, e온누리여행사 등 종합여행사, 굿모닝티엔이, (주)파인비치, (주)호노미 등 일반여행사들이 줄줄이 도산했다. 서울시관광협회에 따르면 현재 여행사 부도에 따른 피해보상 집계 결과는 지난해의 2배를 넘은 것으로 알려졌다.

1) 과도한 경쟁, 2) 여행 형태 트렌드(PKG → FIT) 변화, 3) 악재 발생 시 공급과 수요의 불균형(재고부담을 지는 조건인 하드블럭을 신규 수요로 매꿀 수 없을 때)을 견디기 어려운 중소형업체 중심으로 나타나는 현상이다.

특히 한국 여행사간의 경쟁뿐 아니라 글로벌 OTA(Online Travel Agency) 사업자도 한국에 진출해 영역을 넓히는 중이다. 대표 OTA 사업자인 익스피디아의 경우 한국에 진출한지 7년 만에 역대 최대 매출액을 기록해 시장 위협을 초래한 바 있다. 하나투어와 모두투어의 별도 기준 판관비, 특히 마케팅 비용이 증가한 것도 이러한 흐름으로부터 비롯됐을 가능성이 높다.

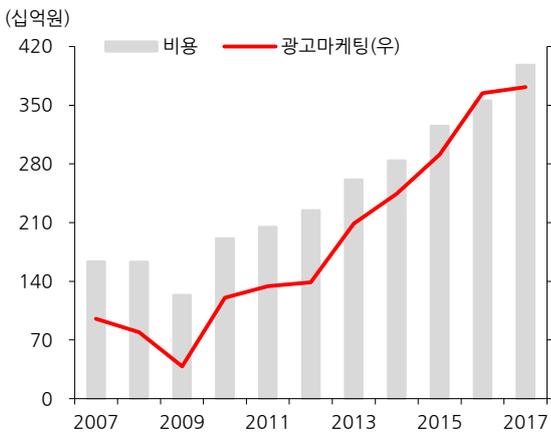
버티는 자가 고마진 PKG  
시장의 점유율을 흡수할 것

따라서 우리나라 인구구조의 변화, 액티브 시니어들의 레저 활동, 여행사들이 항공사로 부터 대량의 항공권을 싸게 받아오는 ‘그룹블럭’ 소싱이 존재하는 한 우리나라에서 PKG 시장은 결코 없어지지 않을 것이다. 즉, 과도기와 큰 변화 속에서 버틸 수 있는 체력을 지닌 업체들은 내년, 내후년에 고마진 PKG 시장 내에서 더 큰 시장의 점유율을 쟁겨갈 수 있다는 의미다.

또 다시 하나투어와  
모두투어로 집중

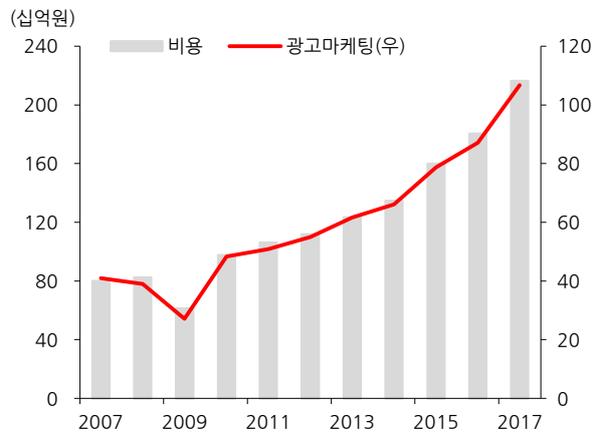
채널을 다변화한 업체, 랜드사를 직접 영위해 비용을 통제하는 업체, 규모의 경제 시현을 확보한 업체, 또 다시 하나투어와 모두투어밖에 없다. 적어도 내년 중순까지는 회복 사이클에 기반한 주가 상승률을 기대하기에는 충분한 여건이다.

[그림65] 하나투어 별도 비용 추이



자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림66] 모두투어 별도 비용 추이



자료: 모두투어, 한화투자증권



## V. 분석대상 종목

대한항공 (003490)  
제주항공 (089590)  
아시아나항공 (020560)  
하나투어 (039130)  
모두투어 (080160)

# 대한항공 (003490)

## Valuation Call



▶ Analyst 김유혁 yuhyuk.kim@hanwha.com 3772-7638

### Buy (유지)

목표주가(유지): 41,000원

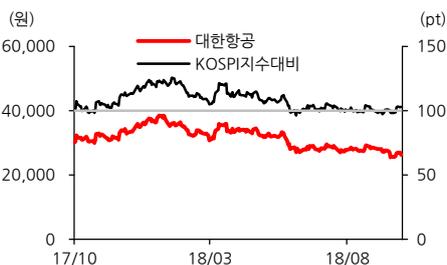
현재 주가(10/24)	27,250원
상승여력	▲50.5%
시가총액	25,845억원
발행주식수	94,845천주
52 주 최고가 / 최저가	38,550 / 25,450원
90 일 일평균 거래대금	105.27억원
외국인 지분율	16.3%
주주 구성	
한진칼(외 9인)	33.4%
국민연금공단	10.0%
이승범	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.7	-0.9	-20.4	-9.8
상대수익률(KOSPI)	5.6	7.1	-5.6	6.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	12,092	13,015	13,410	14,022
영업이익	940	806	958	1,088
EBITDA	2,633	2,574	2,753	2,835
지배주주순이익	792	-64	332	384
EPS	8,451	-678	3,501	4,045
순차입금	12,320	12,315	11,365	10,528
PER	4.0	n/a	7.8	6.7
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.9	5.8	5.1	4.6
배당수익률	0.7	0.9	0.9	0.9
ROE	29.4	-1.8	9.1	9.7

### 주가 추이



비우호적인 대외환경으로 동사 주가에 반영된 시장의 우려는 너무 과도하다고 판단합니다. 경쟁사 중 가장 강한 국제선 일드 모멘텀을 보여 줄 동사에 대해 항공운송업종 Top-Pick 의견을 유지합니다.

### 밸류에이션 매력 부각, 국제선 운임이 반등의 트리거

동사의 밸류에이션 매력이 부각되는 시점이라고 판단한다. 현재 동사의 P/B는 0.64배에서 거래되고 있다. 같은 밸류에이션을 받았던 2013년의 환율과 유가, 영업이익의 창출능력 등을 비교해보면 현재 밸류에이션 수준은 너무 과도한 저평가라고 판단한다. 과거 국제선 운임이 상승하는 구간에 주가가 항상 동행해서 상승한 점을 감안하면 3분기 국제선 운임(yield) 상승이 주가 반등의 트리거가 될 전망이다. 여객 비수기인 4분기에는 화물운임이 강세를 보이며 모멘텀은 지속될 전망이다.

동사 Capex는 2018년 1.7조원, 2019년 1.4조원, 2020년 1.0조원 수준으로 감소할 전망이다. 잉여현금은 모두 부채상환에 쓸 예정으로 재무구조 개선도 동사 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 전망한다.

3분기 영업이익 3,450억원(-3.0%)으로 시장기대치 부합 전망  
대한항공의 3분기 실적은 매출액 3조 4,520억원(+7.4% 이하 YoY), 영업이익 3,450억원(-3.0%)로 전망한다. 유류비가 전년동기대비 40% 가까이 상승했음에도 불구하고 국제선 운임(yield)이 10% 넘게 상승하며 시장기대치에 부합하는 실적이 예상된다. 미주와 유럽 등 장거리노선과, 중국, 동남아 일본 등 거의 전 노선에서 탑승률, 수송량, 운임이 개선됐다. 작년 3분기 350억원의 적자를 냈던 LA 호텔 적자폭이 200억원정도 축소된 점도 연결영업이익 증가에 기여할 전망이다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 41,000원 유지

투자의견 Buy와 목표주가 41,000원을 유지한다. 목표주가는 2019년 예상 BPS 39,503원에 전일본공수(ANA)와, 일본항공(JAL)의 P/B 평균 1.05배를 적용해 산출했다. 델타항공과의 태평양 노선 JV 효과가 점차 나타나고 있는 점을 감안하면 전일본공수(ANA)나 일본항공(JAL)의 평균 P/B는 충분히 받을 수 있다고 판단한다. 현재 밸류에이션은 금융위기 이후 최저 수준이다.

[표9] 대한항공 Valuation Table

구분	내용	비고 및 주요 가정
예상 BPS	39,503	2019년 BPS
Target P/B	1.05	ANA와 JAL의 2019년 평균 P/B
적정 주가(원)	41,478	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>41,000</b>	
현재 주가(원)	27,250	
상승여력(%)	50.5	

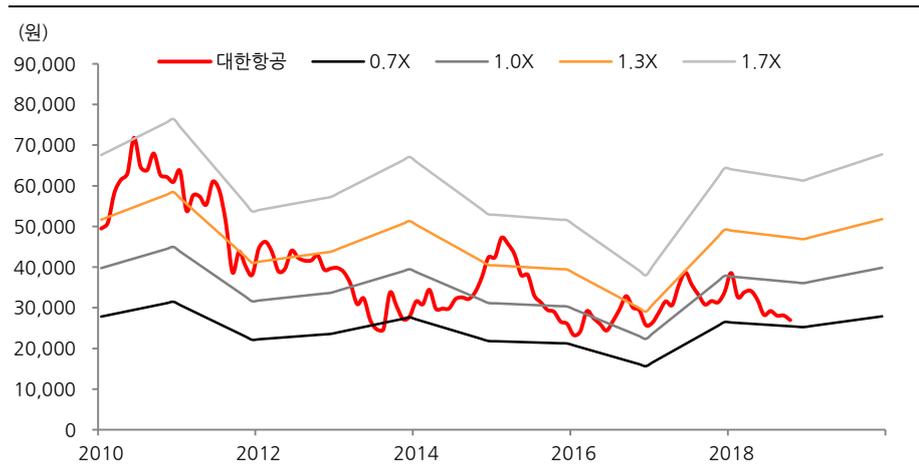
자료: 한화투자증권

[표10] 글로벌 항공업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	18	19	18	19	18	19	18	19
대한항공	SK	2.3	23.8	6.1	3.6	5.1	-7.3	4.1	N/A	7.5	0.8	0.7	6.3	6.0	-1.2	9.5
아시아나항공	SK	0.7	3.3	0.7	-2.7	0.0	-12.7	7.1	7.6	7.2	0.6	0.6	6.3	5.6	7.2	7.8
중국국제항공	CH	14.1	0.8	-2.1	-4.9	0.6	-17.3	23.0	13.0	8.8	0.9	0.8	7.2	6.1	7.2	9.8
일본항공	JP	11.9	34.1	2.4	2.5	-6.6	-10.8	-2.1	10.8	11.1	1.2	1.1	3.6	3.4	11.7	10.0
ANA 홀딩스	JP	11.2	32.2	1.1	-1.7	-9.6	-15.1	-18.5	11.4	10.4	1.1	1.0	5.3	4.9	10.5	10.6
중국동방항공	CH	9.3	0.7	-1.3	-10.9	-9.1	-11.9	-5.7	15.6	11.1	1.2	1.0	8.0	6.8	8.5	11.8
중국남방항공	CH	9.3	0.8	-0.4	-9.6	-8.5	-22.7	-6.4	17.1	12.4	1.1	1.0	9.2	7.9	9.2	13.1
델타에어라인스	US	36.6	53.5	3.1	-4.2	5.1	-6.2	-4.4	9.7	8.4	2.5	2.0	5.7	5.3	27.7	27.3
유나이티드 컨티넨탈	US	23.5	86.3	5.8	2.1	8.6	18.7	39.4	10.1	8.7	2.4	1.9	5.7	5.2	24.7	25.1
<b>Global Peer Avg</b>									<b>12.5</b>	<b>10.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>6.4</b>	<b>5.7</b>	<b>14.2</b>	<b>15.4</b>

자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림67] 대한항공 P/B 밴드차트



자료: WiseFn, 한화투자증권

[표11] 대한항공 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>2,866</b>	<b>2,905</b>	<b>3,214</b>	<b>3,107</b>	<b>3,102</b>	<b>3,106</b>	<b>3,452</b>	<b>3,355</b>	<b>12,092</b>	<b>13,015</b>	<b>13,410</b>
항공운송	2,319	2,370	2,623	2,542	2,550	2,559	2,914	2,800	9,854	10,824	11,122
국제여객	1,574	1,554	1,786	1,624	1,754	1,715	2,053	1,719	6,539	7,241	7,609
ASK(백만 km)	22,335	23,142	24,936	23,992	23,662	23,947	24,647	23,842	94,405	96,098	99,809
RPK(백만 km)	17,925	18,382	20,223	18,417	18,785	19,330	20,964	19,381	74,947	78,460	82,502
Yield(원)	88	85	88	88	91	87	98	89	87	91	92
L/F(%)	80.3	79.4	81.1	76.8	79.4	80.7	85.1	81.3	79.4	81.6	82.7
국내여객	105	144	137	122	98	132	152	125	507	506	508
ASK(백만 km)	850	1,015	987	876	779	888	975	877	3,728	3,519	3,485
RPK(백만 km)	641	812	768	675	563	713	776	682	2,896	2,734	2,762
Yield(원)	165	177	178	180	173	186	196	183	175	185	183
L/F(%)	75.4	80.0	77.8	77.1	72.3	80.3	79.6	77.8	77.7	77.7	79.2
화물	640	673	700	796	698	712	709	957	2,809	3,076	3,005
AFTK(백만 km)	2,584	2,712	2,793	2,854	2,622	2,665	2,752	2,979	10,943	11,018	11,143
FTK(백만 km)	2,020	2,113	2,180	2,281	2,009	2,023	2,115	2,304	8,594	8,450	8,557
Yield(원)	286	289	292	349	316	324	335	415	304	348	350
L/F(%)	78.2	77.9	78.1	79.9	76.6	75.9	76.9	77.3	78.5	76.7	76.8
<b>영업이익</b>	<b>192</b>	<b>173</b>	<b>355</b>	<b>220</b>	<b>166</b>	<b>67</b>	<b>345</b>	<b>228</b>	<b>940</b>	<b>806</b>	<b>958</b>
영업이익률(%)	6.7	5.9	11.1	7.1	5.4	2.1	10.0	6.8	7.8	6.2	7.1
<b>순이익</b>	<b>559</b>	<b>-200</b>	<b>62</b>	<b>381</b>	<b>-10</b>	<b>-305</b>	<b>153</b>	<b>97</b>	<b>802</b>	<b>-64</b>	<b>332</b>
순이익률(%)	19.5	-6.9	1.9	12.3	-0.3	-9.8	4.4	2.9	6.6	-0.5	2.5
<b>YoY(%)</b>											
매출액	-0.0	3.1	3.1	6.1	8.2	6.9	7.4	8.0	3.1	7.6	3.0
항공운송	1.7	5.1	2.1	10.3	10.0	8.0	11.1	10.2	4.7	9.8	2.8
국제여객	-2.6	1.6	-3.2	9.8	11.4	10.4	14.9	5.8	1.0	10.7	5.1
ASK(백만 km)	-4.4	0.9	2.9	7.0	5.9	3.5	-1.2	-0.6	1.6	1.8	3.9
RPK(백만 km)	-0.4	2.7	3.2	5.1	4.8	5.2	3.7	5.2	2.6	4.7	5.2
Yield(원)	-2.0	-0.9	-6.2	4.6	3.0	2.8	11.0	0.5	-1.3	4.4	1.2
국내여객	2.9	8.9	-3.6	3.1	-6.9	-8.4	11.3	2.8	2.7	-0.1	0.4
ASK(백만 km)	1.8	4.9	-1.0	-3.4	-8.4	-12.5	-1.2	0.1	0.6	-5.6	-1.0
RPK(백만 km)	6.0	4.1	-3.5	-3.3	-12.2	-12.2	1.1	1.1	0.6	-5.6	1.0
Yield(원)	-2.5	5.0	-0.4	6.7	5.1	4.9	10.2	1.7	2.1	5.5	-0.7
화물	14.0	13.2	20.3	12.7	9.1	5.9	1.3	20.2	14.9	9.5	-2.3
AFTK(백만 km)	3.2	0.9	4.2	3.8	1.5	-1.7	-1.5	4.4	3.0	0.7	1.1
FTK(백만 km)	7.9	2.6	7.5	3.4	-0.5	-4.3	-3.0	1.0	5.3	-1.7	1.3
Yield(원)	6.3	12.0	13.4	20.3	10.5	12.4	14.8	19.0	13.1	14.4	0.5
영업이익	-40.8	8.5	-22.7	23.3	-13.1	-61.4	-3.0	3.8	-16.2	-14.2	18.8
순이익	흑전	적지	-87.9	흑전	적전	적지	149.0	-74.5	흑전	적전	흑전

자료: 대한항공, 한화투자증권

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,732	12,092	13,015	13,410	14,022
매출총이익	2,297	2,101	2,135	2,247	2,436
영업이익	1,121	940	806	958	1,088
EBITDA	2,872	2,633	2,574	2,753	2,835
순이자손익	-374	-422	-450	-450	-443
외화관련손익	-273	995	-208	-12	-12
지분법손익	-455	-15	0	0	0
세전계속사업손익	-717	1,122	-30	465	537
당기순이익	-557	802	-64	332	384
지배주주순이익	-565	792	-64	332	384
<b>증가율(%)</b>					
매출액	1.6	3.1	7.6	3.0	4.6
영업이익	26.9	-16.2	-14.2	18.8	13.5
EBITDA	13.4	-8.3	-2.2	7.0	3.0
순이익	적지	흑전	적전	흑전	15.5
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	19.6	17.4	16.4	16.8	17.4
영업이익률	9.6	7.8	6.2	7.1	7.8
EBITDA 이익률	24.5	21.8	19.8	20.5	20.2
세전이익률	-6.1	9.3	-0.2	3.5	3.8
순이익률	-4.7	6.6	-0.5	2.5	2.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금흐름	2,806	2,807	2,796	2,285	2,094
당기순이익	-557	802	-64	332	384
자산상각비	1,752	1,693	1,767	1,795	1,748
운전자본증감	-97	-41	327	158	-38
매출채권 감소(증가)	-63	-19	-250	-39	-50
재고자산 감소(증가)	-73	-116	-177	148	-147
매입채무 증가(감소)	-129	5	142	-25	24
투자현금흐름	-874	-2,041	-1,223	-1,311	-1,233
유형자산처분(취득)	-873	-1,795	-1,595	-1,319	-1,241
무형자산 감소(증가)	1	1	6	8	8
투자자산 감소(증가)	7	-402	336	0	0
재무현금흐름	-1,829	-1,036	-1,275	-1,024	-824
차입금의 증가(감소)	-2,794	-1,836	-1,326	-1,000	-800
자본의 증가(감소)	-20	420	185	-24	-24
배당금의 지급	23	34	24	24	24
총현금흐름	2,892	2,820	2,473	2,127	2,131
(-)운전자본증가(감소)	-7	163	-505	-158	38
(-)설비투자	1,145	1,877	1,611	1,319	1,241
(+)자산매각	273	82	21	8	8
Free Cash Flow	2,027	863	1,389	975	861
(-)기타투자	113	-277	148	0	0
잉여현금	1,915	1,139	1,241	975	861
NOPLAT	813	672	585	685	778
(+) Dep	1,752	1,693	1,767	1,795	1,748
(-)운전자본투자	-7	163	-505	-158	38
(-)Capex	1,145	1,877	1,611	1,319	1,241
OpFCF	1,426	325	1,246	1,319	1,246

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,328	3,582	3,833	3,686	3,940
현금성자산	1,286	1,334	1,415	1,366	1,402
매출채권	874	908	978	1,017	1,067
재고자산	565	683	1,089	941	1,089
비유동자산	20,629	21,066	21,531	21,046	20,532
투자자산	2,301	1,700	1,835	1,835	1,835
유형자산	17,873	18,907	19,380	18,893	18,376
무형자산	405	363	315	318	321
<b>자산총계</b>	<b>23,957</b>	<b>24,649</b>	<b>25,364</b>	<b>24,732</b>	<b>24,472</b>
유동부채	9,131	6,638	6,552	5,611	4,991
매입채무	320	320	411	386	410
유동성이자부채	6,679	4,143	3,382	2,382	1,582
비유동부채	12,951	14,259	15,211	15,211	15,211
비유동이자부채	7,913	9,511	10,349	10,349	10,349
<b>부채총계</b>	<b>22,082</b>	<b>20,898</b>	<b>21,762</b>	<b>20,822</b>	<b>20,202</b>
자본금	370	480	480	480	480
자본잉여금	603	946	946	946	946
이익잉여금	-193	577	450	758	1,118
자본조정	431	743	652	652	652
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>1,874</b>	<b>3,751</b>	<b>3,602</b>	<b>3,910</b>	<b>4,270</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표</b>					
EPS	-7,291	8,451	-678	3,501	4,045
BPS	22,356	37,824	36,289	39,503	43,253
DPS	0	250	250	250	250
CFPS	36,725	29,749	25,772	22,168	22,213
ROA(%)	-2.3	3.3	-0.3	1.3	1.6
ROE(%)	-27.2	29.4	-1.8	9.1	9.7
ROIC(%)	5.3	4.4	3.7	4.4	5.2
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-3.5	4.0	-40.2	7.8	6.7
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	0.7	1.1	1.1	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.3	5.9	5.8	5.1	4.6
배당수익률	0.0	0.7	0.9	0.9	0.9
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	1,178.1	557.1	604.2	532.5	473.1
Net debt/Equity	710.0	328.4	341.9	290.6	246.5
Net debt/EBITDA	463.3	467.9	478.5	412.9	371.3
유동비율	36.4	54.0	58.5	65.7	78.9
이자보상배율(배)	2.8	2.1	1.6	1.9	2.2
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	80.6	83.9	82.9	82.5	81.9
현금+투자자산	19.4	16.1	17.1	17.5	18.1
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	88.6	78.4	79.2	76.5	73.6
자기자본	11.4	21.6	20.8	23.5	26.4

# 제주항공 (089590)

아쉬운 성수기



▶ Analyst 김유혁 yuhyuk.kim@hanwha.com 3772-7638

## Buy (유지)

목표주가(하향): 43,000원

현재 주가(10/24)	32,950원
상승여력	▲30.5%
시가총액	8,685억원
발행주식수	26,357천주
52 주 최고가 / 최저가	51,000 / 30,750원
90 일 일평균 거래대금	32.36억원
외국인 지분율	10.3%
주주 구성	
한진칼(외 9인)	59.6%
국민연금공단	7.6%
이승범	5.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-12.1	-23.3	-30.5	-1.9
상대수익률(KOSPI)	-1.8	-15.3	-15.6	13.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	996	1,254	1,447	1,612
영업이익	101	101	125	155
EBITDA	127	136	179	222
지배주주순이익	78	87	107	132
EPS	2,954	3,289	4,061	5,025
순차입금	-292	-383	-449	-567
PER	12.0	10.0	8.1	6.6
PBR	2.8	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	5.1	3.6	2.3	1.4
배당수익률	1.7	1.8	1.8	1.8
ROE	25.8	23.5	23.7	23.9

### 주가 추이



올해 3 분기 실적은 여러 약재가 겹치며 부진이 불가피합니다. 하지만 항공사 중 가장 공격적으로 공급을 확대하는 동사는 1 위사업자 지위를 계속해서 이어갈 전망입니다.

### 자연재해로 인한 부진은 아쉬움, 내년 1분기 이연수요 기대

연중 최대 성수기였던 3분기에 자연재해로 인해 일본이 부진했던점은 아쉬운 대목이다. 여객 수송량(RPK)과 운임(yield), 탑승률(L/F) 모두 상승했어야 하나, 탑승률과 운임을 방어하긴 쉽지 않았을 것으로 추정된다. 4분기는 전통적인 비수기이고 작년엔 추석이 10월 위치해 기저가 높은 영향을 고려하면 연말까지 모멘텀이 부재한 상황이다. 3분기 자연재해로 부진했던 여행수요가 이연될 가능성을 고려하면 빠르면 올해 연말, 늦더라도 내년 1분기에 반등을 기대해볼 수 있겠다.

### 3분기 실적은 시장기대치를 하회 전망

제주항공의 3분기 매출액은 3,380억원(+26.7% YoY)으로 시장기대치에 부합하는 수준을 기록할 전망이다, 영업이익은 317억원(-21.6% YoY)을 기록하며 시장기대치를 하회할 전망이다. 시장 기대치 하회의 주 요인은 유류비 상승과 일본지역 자연재해로 인한 여객수요 둔화 때문이다. 3분기 유류비는 전년동기비 약 500억원 늘어난 1,039억원(+86.7% YoY)으로 추정된다.

다만, 동사의 경쟁력 중 하나는 경쟁사 대비 우월한 단위당 비용(CASK)이다. 간사이공항 폐쇄로 인한 일본노선 운항차질에도 영업이익은 예상보다 선방할 것으로 추정한다.

### 목표주가 43,000원으로 하향, 투자의견은 Buy 유지

동사의 목표주가를 43,000원으로 하향조정한다. 2019년 예상 BPS 18,845원에, 글로벌 LCC 평균 P/B 2.3배를 적용해 산출했다. 대외변수 악화로 인한영업환경 변화와, 3분기 시장기대치를 하회하는 실적을 반영해 내년 이익을 조정한 영향이다. 목표주가와와의 차이를 감안해 투자의견은 Buy를 유지한다.

[표12] 제주항공 Valuation Table

구분	내용	비고 및 주요 가정
예상 BPS	18,845	2019년 BPS
Target P/B	2.3	글로벌 동종업체의 19년 평균 P/B
적정 주가(원)	43,343	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>43,000</b>	
현재 주가(원)	32,950	
상승여력(%)	30.5	

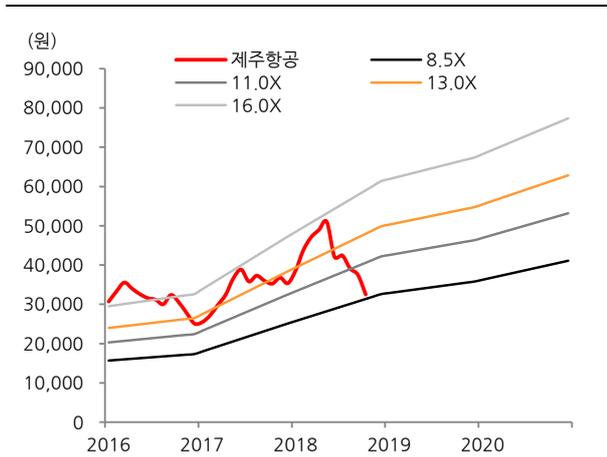
자료: 한화투자증권

[표13] 글로벌 항공업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	18	19	18	19	18	19	18	19
제주항공	SK	0.8	28.6	6.1	-4.2	-17.5	-17.6	11.3	8.5	7.8	2.1	1.7	3.5	2.9	26.9	23.8
진에어	SK	0.5	17.2	7.1	1.4	-8.2	-21.7	N/A	7.0	6.4	1.9	1.5	4.1	3.5	30.7	27.3
티웨이항공	SK	0.3	7.1	2.1	-8.6	N/A	N/A	N/A	5.1	3.9	3.4	1.8	1.9	1.6	101.5	61.2
춘추항공	CH	4.4	4.8	6.0	3.4	5.6	17.5	20.2	19.6	15.2	2.5	2.2	13.5	11.2	13.6	14.7
길상항공	CH	3.2	1.8	10.6	-1.4	-10.9	-0.1	10.1	15.0	11.8	2.3	2.0	8.6	7.5	15.5	16.8
사우스웨스트 에어라인스	UK	32.9	57.5	0.0	-3.7	10.1	0.5	-8.9	13.9	11.6	3.0	2.5	7.5	6.6	22.7	24.1
라이언에어	UK	16.0	14.1	6.3	-1.8	-5.2	-14.9	-15.5	10.2	13.0	2.9	2.8	6.8	7.9	30.3	23.3
<b>Global Peer Avg</b>									<b>14.7</b>	<b>12.9</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>9.1</b>	<b>8.3</b>	<b>20.5</b>	<b>19.7</b>

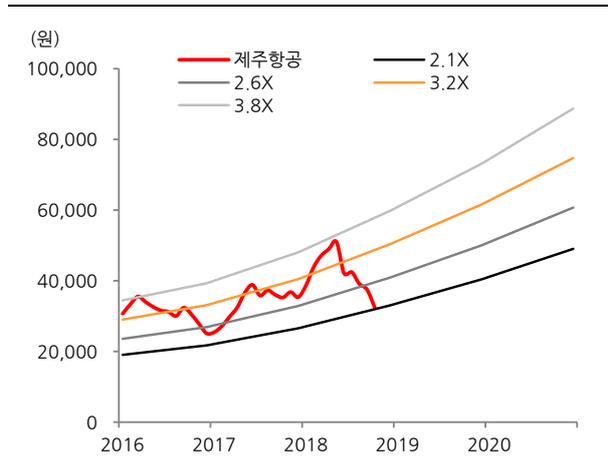
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림68] 제주항공 P/E 밴드차트



자료: WiseFn, 한화투자증권

[그림69] 제주항공 P/B 밴드차트



자료: WiseFn, 한화투자증권

[표14] 제주항공 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>240</b>	<b>228</b>	<b>267</b>	<b>262</b>	<b>309</b>	<b>283</b>	<b>338</b>	<b>324</b>	<b>996</b>	<b>1,254</b>	<b>1,447</b>
항공운송	234	221	260	252	291	266	317	303	935	1,177	1,356
국제여객	183	151	190	188	244	202	253	246	711	945	1,111
ASK(백만 km)	3,305	3,196	3,497	3,513	4,063	4,155	4,564	4,537	13,510	17,318	20,951
RPK(백만 km)	2,935	2,744	3,136	3,099	3,665	3,641	4,018	4,016	11,914	15,340	18,518
Yield(원)	62	55	61	61	67	55	63	61	60	62	60
L/F	89	86	90	88	90	88	88	89	88	89	88
국내여객	44	61	62	57	47	64	64	57	224	232	245
ASK(백만 km)	516	578	592	585	558	603	602	594	2,270	2,357	2,369
RPK(백만 km)	489	554	568	559	523	575	568	559	2,170	2,224	2,249
Yield(원)	90	111	109	102	90	111	113	102	103	104	109
L/F	95	96	96	96	94	95	94	94	96	94	95
기타	14	15	15	17	18	18	21	20	61	77	91
<b>영업이익</b>	<b>27</b>	<b>16</b>	<b>40</b>	<b>18</b>	<b>46</b>	<b>12</b>	<b>32</b>	<b>11</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>125</b>
영업이익률(%)	11.3	7.1	15.1	6.7	15.0	4.1	9.4	3.4	10.2	8.0	8.6
<b>순이익</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>32</b>	<b>13</b>	<b>37</b>	<b>16.8</b>	<b>25</b>	<b>8</b>	<b>78</b>	<b>87</b>	<b>107</b>
순이익률(%)	7.1	6.7	12.1	5.0	12.0	5.9	7.4	2.4	7.8	6.9	7.4
<b>YoY(%)</b>											
매출액	38.7	40.7	20.3	37.2	28.5	24.2	26.7	23.8	33.3	25.8	15.4
여객	39.4	41.8	20.8	39.6	24.6	20.1	21.8	20.2	34.2	25.8	15.2
국제여객	51.6	54.9	28.6	45.8	33.5	33.5	33.1	31.2	43.9	32.8	17.6
ASK(백만 km)	53.1	42.0	30.5	24.6	22.9	30.0	30.5	29.1	36.4	28.2	21.0
RPK(백만 km)	59.9	48.9	36.1	26.0	24.9	32.7	28.1	29.6	41.1	28.8	20.7
Yield(원)	-5.2	4.1	-5.5	15.8	6.9	0.6	3.9	1.3	1.5	3.2	-2.6
국내여객	4.7	14.9	-0.1	24.8	7.7	4.0	3.3	0.6	10.4	3.6	5.5
ASK(백만 km)	-6.4	-0.0	-6.9	0.1	8.1	4.3	1.8	1.6	-3.4	3.8	0.5
RPK(백만 km)	-0.4	1.7	-3.4	3.4	6.8	3.9	0.0	0.0	0.3	2.5	1.1
Yield(원)	5.2	12.9	3.4	20.7	0.8	0.1	3.3	0.6	10.2	1.2	4.4
기타	26.5	39.1	23.1	3.8	28.4	14.2	41.9	20.2	21.1	25.8	18.7
영업이익	74.5	2428.1	5.8	312.5	70.6	-28.1	-21.6	-37.7	72.7	-0.7	24.2
순이익	41.7	232.3	13.4	67.7	116.8	10.2	-22.6	-40.1	46.9	11.4	23.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 제주항공, 한화투자증권

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	748	996	1,254	1,447	1,612
매출총이익	146	222	249	299	349
영업이익	58	101	101	125	155
EBITDA	72	127	136	179	222
순이자손익	2	3	6	20	35
외화관련손익	3	-1	-3	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	69	101	113	139	172
당기순이익	53	78	87	107	132
지배주주순이익	53	78	87	107	132
<b>증가율(%)</b>					
매출액	23.0	33.3	25.8	15.4	11.4
영업이익	13.6	73.4	-0.7	24.2	23.7
EBITDA	18.5	74.6	7.7	31.5	24.0
순이익	12.3	46.9	11.4	23.5	23.8
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	19.5	22.2	19.8	20.7	21.6
영업이익률	7.8	10.2	8.0	8.6	9.6
EBITDA 이익률	9.7	12.7	10.9	12.4	13.8
세전이익률	9.2	10.2	9.0	9.6	10.7
순이익률	7.1	7.8	6.9	7.4	8.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금흐름	110	145	191	182	233
당기순이익	53	78	87	107	132
자산상각비	14	25	36	54	68
운전자본증감	33	23	76	21	32
매출채권 감소(증가)	1	-8	7	-11	-10
재고자산 감소(증가)	-2	-1	-2	-2	-1
매입채무 증가(감소)	0	0	41	5	7
투자현금흐름	-62	-223	-154	-101	-99
유형자산처분(취득)	-30	-133	-108	-97	-95
무형자산 감소(증가)	-1	-6	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-26	-69	-58	0	0
재무현금흐름	-7	20	-3	-16	-16
차입금의 증가(감소)	0	38	13	0	0
자본의 증가(감소)	-8	-13	-16	-16	-16
배당금의 지급	10	13	16	16	16
총현금흐름	79	139	134	161	200
(-)운전자본증가(감소)	-56	-61	-83	-21	-32
(-)설비투자	30	133	108	97	95
(+)자산매각	-1	-6	-3	-3	-3
Free Cash Flow	103	61	107	82	134
(-)기타투자	27	54	-8	0	0
잉여현금	76	8	115	82	134
NOPLAT	45	78	77	96	119
(+) Dep	14	25	36	54	68
(-)운전자본투자	-56	-61	-83	-21	-32
(-)Capex	30	133	108	97	95
OpFCF	85	31	88	74	124

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	438	450	571	659	799
현금성자산	346	350	454	520	638
매출채권	29	45	37	48	58
재고자산	8	9	12	14	15
비유동자산	163	350	446	492	523
투자자산	92	161	180	180	180
유형자산	59	171	242	286	316
무형자산	12	19	24	26	27
<b>자산총계</b>	<b>600</b>	<b>800</b>	<b>1,016</b>	<b>1,151</b>	<b>1,322</b>
유동부채	261	368	481	525	579
매입채무	55	71	110	115	122
유동성이자부채	20	58	71	71	71
비유동부채	68	101	130	130	130
비유동이자부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>328</b>	<b>469</b>	<b>611</b>	<b>654</b>	<b>709</b>
자본금	131	132	132	132	132
자본잉여금	89	90	90	90	90
이익잉여금	51	115	186	277	394
자본조정	0	-5	-2	-2	-2
자기주식	0	-5	-2	-2	-2
<b>자본총계</b>	<b>272</b>	<b>331</b>	<b>405</b>	<b>497</b>	<b>613</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표</b>					
EPS	2,040	2,954	3,289	4,061	5,025
BPS	10,342	12,574	15,384	18,845	23,270
DPS	500	600	600	600	600
CFPS	3,031	5,284	5,082	6,118	7,592
ROA(%)	9.8	11.1	9.5	9.9	10.7
ROE(%)	21.0	25.8	23.5	23.7	23.9
ROIC(%)	n/a	n/a	265.6	283.3	259.7
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	12.3	12.0	10.0	8.1	6.6
PBR	2.4	2.8	2.1	1.7	1.4
PSR	0.9	0.9	0.7	0.6	0.5
PCR	8.3	6.7	6.5	5.4	4.3
EV/EBITDA	4.6	5.1	3.6	2.3	1.4
배당수익률	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	120.8	141.5	150.6	131.7	115.5
Net debt/Equity	-119.9	-88.1	-94.4	-90.4	-92.4
Net debt/EBITDA	-449.9	-230.8	-280.8	-250.5	-255.1
유동비율	167.8	122.2	118.6	125.6	138.0
이자보상배율(배)	140.4	223.5	151.6	154.1	301.9
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	-14.4	6.7	3.3	6.2	5.2
현금+투자자산	114.4	93.3	96.7	93.8	94.8
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	7.0	14.9	14.9	12.5	10.4
자기자본	93.0	85.1	85.1	87.5	89.6

# 아시아나항공 (089590)

실적은 양호



▶ Analyst 김유혁 yuhyuk.kim@hanwha.com 3772-7638

## Buy (유지)

목표주가(하향): 4,700원

현재 주가(10/24)	3,760원
상승여력	▲25.0%
시가총액	7,717억원
발행주식수	205,235천주
52 주 최고가 / 최저가	5,460 / 3,755원
90 일 일평균 거래대금	35.85억원
외국인 지분율	10.6%
주주 구성	
금호산업(주)(외 4인)	33.5%
금호석유화학(주)	12.0%
엔에이치큐씨피중소증권글로벌	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.0	-8.0	-27.4	-8.6
상대수익률(KOSPI)	-2.6	0.1	-12.5	7.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,227	6,727	6,921	6,964
영업이익	276	248	308	330
EBITDA	723	567	713	722
지배주주순이익	252	128	116	188
EPS	1,227	624	564	918
순차입금	4,207	3,203	3,018	2,774
PER	3.7	6.9	6.7	4.1
PBR	0.8	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.1	7.2	5.3	4.9
배당수익률	n/a	n/a	0.0	0.0
ROE	24.7	10.4	8.5	12.5

### 주가 추이



비우호적인 대외환경에도 불구하고 중국노선의 회복과 장거리노선의 순항으로 3 분기 실적은 양호한 수준을 기록할 전망입니다. 남은건 재무구조개선 일니다.

### 3분기 영업이익 1,087억원(-8.3%)으로 전망

아시아나항공의 3분기 실적은 매출액 1조 7,858억원(+9.5% 이하 YoY), 영업이익 1,087억원(-8.3%)로 전망한다. 미주와 유럽 등 장거리 노선과, 중국노선 회복으로 국제선 탑승률(L/F), 수송량(RPK), 운임(yield)가 모두 개선될 전망이다.

유류비가 전년동기대비 40% 가까이 상승했음에도 불구하고 국제선 운임(yield)이 하이싱글(6~9%) 수준으로 상승하며 시장기대치에 소폭 못 미치는 영업이익이 예상된다. 3분기 1,669억원의 당기순이익을 기록하며 시장기대치를 상회할 전망이다. 금호사옥 매각이익 약 1,400억원과 기내식 사업 영업권 매각이익 등의 일회성 이익이 반영되기 때문이다.

### 재무구조개선이 최우선 순위

아시아나항공이 연말까지 상환해야할 차입금은 대략 5,300억원(ABS 2,000억원, 금융리스 976억원, 차입금 2,300억원 등) 정도다. 최근 자회사인 아시아나내DT 상장을 통해 보유지분 중 30%를(약 424.6억원, 2.2백만주) 구주매출을 통해 매각 할 예정이며, 연말까지 2번에 걸친 4,200억원 규모의 ABS 발행을 통해 상환할 계획이다. 게다가 기존에 계획중이던 영구채(2,000억원) 발행과, 에어부산 상장도 연말안에 예정 되어 있어 동사의 부채비율은 점진적으로 개선될 전망이다.

### 목표주가 4,700원으로 하향, 투자의견 Buy 유지

실적 추정치를 하향조정함에 따라 목표주가를 4,700원으로 하향하고, 현재 주가와 의 괴리를 고려해 투자의견은 Buy를 유지한다. 2019년 예상 BPS 6,915원에 동사의 ROE-P/B를 감안한 글로벌 동종업체 P/B 배수를 10% 할인한 0.7배를 적용해 산출했다.

[표15] 아시아나항공 Valuation Table

구분	내용	비고 및 주요 가정
예상 BPS	6,915	2019년 예상 기준
Target P/B	0.7	동사 수익성 감안한 글로벌 Peer 평균 배수를 10% 할인
적정 주가(원)	4,752	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>4,700</b>	
현재 주가(원)	3,760	
상승여력(%)	25.0	

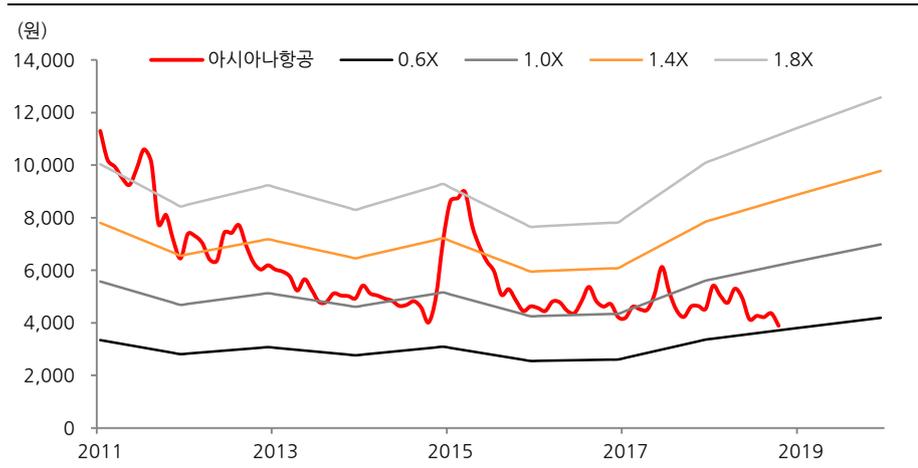
자료: 한화투자증권

[표16] 글로벌 항공업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	18	19	18	19	18	19	18	19
대한항공	SK	2.3	23.8	6.1	3.6	5.1	-7.3	4.1	N/A	7.5	0.8	0.7	6.3	6.0	-1.2	9.5
아시아나항공	SK	0.7	3.3	0.7	-2.7	0.0	-12.7	7.1	7.6	7.2	0.6	0.6	6.3	5.6	7.2	7.8
중국국제항공	CH	14.1	0.8	-2.1	-4.9	0.6	-17.3	23.0	13.0	8.8	0.9	0.8	7.2	6.1	7.2	9.8
일본항공	JP	11.9	34.1	2.4	2.5	-6.6	-10.8	-2.1	10.8	11.1	1.2	1.1	3.6	3.4	11.7	10.0
ANA 홀딩스	JP	11.2	32.2	1.1	-1.7	-9.6	-15.1	-18.5	11.4	10.4	1.1	1.0	5.3	4.9	10.5	10.6
중국동방항공	CH	9.3	0.7	-1.3	-10.9	-9.1	-11.9	-5.7	15.6	11.1	1.2	1.0	8.0	6.8	8.5	11.8
중국남방항공	CH	9.3	0.8	-0.4	-9.6	-8.5	-22.7	-6.4	17.1	12.4	1.1	1.0	9.2	7.9	9.2	13.1
델타에어라인스	US	36.6	53.5	3.1	-4.2	5.1	-6.2	-4.4	9.7	8.4	2.5	2.0	5.7	5.3	27.7	27.3
유나이티드 컨티넨탈	US	23.5	86.3	5.8	2.1	8.6	18.7	39.4	10.1	8.7	2.4	1.9	5.7	5.2	24.7	25.1
<b>Global Peer Avg</b>									<b>12.5</b>	<b>10.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>6.4</b>	<b>5.7</b>	<b>14.2</b>	<b>15.4</b>

자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림70] 아시아나항공 P/B 밴드차트



자료: WiseFn, 한화투자증권

[표17] 아시아나항공 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,457</b>	<b>1,492</b>	<b>1,631</b>	<b>1,647</b>	<b>1,603</b>	<b>1,643</b>	<b>1,786</b>	<b>1,695</b>	<b>6,227</b>	<b>6,727</b>	<b>6,921</b>
항공운송	1,357	1,384	1,521	1,527	1,475	1,501	1,673	1,579	5,051	5,457	5,619
국제여객	814	775	904	854	892	871	1,031	879	3,347	3,673	3,840
ASK(백만 km)	12,273	12,546	13,407	13,001	12,850	13,094	13,786	13,100	51,227	52,830	54,443
RPK(백만 km)	9,977	10,116	11,165	10,626	10,981	11,102	11,555	10,997	41,884	44,635	45,881
Yield(원)	81	76	81	80	79	77	89	80	80	81	84
L/F(%)	81.3	80.6	83.3	81.7	85.5	84.8	83.8	83.9	82	84	84
국내여객	62	87	88	84	69	96	98	77	322	340	339
ASK(백만 km)	622	707	727	664	645	716	751	672	2,720	2,783	2,801
RPK(백만 km)	498	613	643	573	544	640	654	583	2,327	2,422	2,442
Yield(원)	125	142	137	146	126	148	150	132	138	139	138
L/F(%)	80.1	86.7	88.4	86.3	84.4	89.4	87.1	86.8	86	87	87
화물	299	338	340	406	328	348	344	425	1,382	1,444	1,439
AFTK(백만 km)	1,349	1,437	1,458	1,501	1,410	1,462	1,427	1,561	5,745	5,861	5,937
FTK(백만 km)	1,065	1,193	1,193	1,225	1,100	1,168	1,181	1,258	4,676	4,707	4,794
Yield(원)	263	268	268	315	289	289	291	338	279	302	299
L/F(%)	78.9	83.0	81.8	81.6	78.0	79.9	82.7	80.6	81	80	81
기타	182	184	188	183	187	187	200	198	738	772	808
<b>영업이익</b>	<b>26</b>	<b>43</b>	<b>119</b>	<b>88</b>	<b>64</b>	<b>38</b>	<b>109</b>	<b>37</b>	<b>276</b>	<b>248</b>	<b>308</b>
영업이익률(%)	1.8	2.9	7.3	5.4	4.0	2.3	6.1	2.2	4.4	3.7	4.5
<b>순이익</b>	<b>96</b>	<b>-75</b>	<b>17</b>	<b>210</b>	<b>-5</b>	<b>-49</b>	<b>168</b>	<b>17</b>	<b>248</b>	<b>130</b>	<b>116</b>
순이익률(%)	6.6	-5.0	1.0	12.7	-0.3	-3.0	9.4	1.0	4.0	1.9	1.7
<b>YoY(%)</b>											
매출액	-1.3	17.8	4.8	12.5	10.0	10.1	9.5	2.9	8.0	8.0	2.9
항공운송	5.6	8.1	3.8	11.4	8.7	8.4	10.0	3.4	6.5	8.0	3.0
국제여객	0.1	1.0	-2.7	11.7	9.5	12.4	14.1	2.9	2.2	9.7	4.6
ASK(백만 km)	0.5	6.0	6.7	6.1	4.7	4.4	2.8	0.8	4.8	3.1	3.1
RPK(백만 km)	1.5	2.7	5.1	6.1	10.1	9.7	3.5	3.5	3.9	6.6	2.8
Yield(원)	-1.9	-2.2	-7.4	5.3	-2.1	0.5	10.2	-0.6	-1.8	2.0	2.8
국내여객	-1.6	10.8	6.3	32.2	10.3	10.2	11.2	-8.2	11.5	5.7	-0.2
ASK(백만 km)	0.0	9.4	10.7	3.4	3.7	1.3	3.3	1.1	6.0	2.3	0.6
RPK(백만 km)	2.7	9.5	12.8	6.5	9.3	4.4	1.7	1.7	8.1	4.1	0.8
Yield(원)	-4.2	1.3	-5.8	24.1	0.9	4.1	9.3	-9.7	3.0	1.0	-0.5
화물	16.3	22.7	19.7	11.7	9.7	2.9	1.2	4.7	17.2	4.5	-0.3
AFTK(백만 km)	3.3	3.5	2.5	-0.5	4.5	1.7	-2.1	4.0	2.1	2.0	1.3
FTK(백만 km)	12.6	11.8	10.7	1.6	3.3	-2.1	-1.0	2.7	8.8	0.7	1.9
Yield(원)	3.6	11.1	9.1	10.8	9.8	8.2	8.5	7.3	8.7	8.4	-0.9
기타	19.9	15.7	11.8	2.2	2.9	1.3	6.1	8.1	12.0	4.6	4.7
영업이익	-55.2	625.6	-21.8	119.3	144.3	-11.2	-8.3	-58.2	7.6	-10.2	24.3
순이익	116.3	적지	-88.9	흑전	적전	적지	887.1	-92.0	371.6	-47.7	-10.8

자료: 아시아나항공, 한화투자증권

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,764	6,227	6,727	6,921	6,964
매출총이익	854	886	906	987	1,014
영업이익	256	276	248	308	330
EBITDA	658	723	567	713	722
순이자손익	-134	-169	-142	-102	-95
외화관련손익	-62	136	-47	-26	-26
지분법손익	58	142	15	0	0
세전계속사업손익	70	351	178	164	267
당기순이익	53	248	130	116	188
지배주주순이익	49	252	128	116	188
<b>증가율(%)</b>					
매출액	4.0	8.0	8.0	2.9	0.6
영업이익	456.6	7.6	-10.2	24.3	7.3
EBITDA	39.4	9.9	-21.6	25.7	1.3
순이익	흑전	371.6	-47.7	-10.8	62.9
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	14.8	14.2	13.5	14.3	14.6
영업이익률	4.5	4.4	3.7	4.5	4.7
EBITDA 이익률	11.4	11.6	8.4	10.3	10.4
세전이익률	1.2	5.6	2.6	2.4	3.8
순이익률	0.9	4.0	1.9	1.7	2.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금흐름	659	660	779	522	582
당기순이익	53	248	130	116	188
자산상각비	401	447	319	404	391
운전자본증감	12	37	73	2	3
매출채권 감소(증가)	-51	-26	10	-17	2
재고자산 감소(증가)	-9	-23	25	-4	-2
매입채무 증가(감소)	42	-31	9	0	-6
투자현금흐름	-55	-655	256	-336	-338
유형자산처분(취득)	-189	-433	90	-330	-332
무형자산 감소(증가)	-7	-6	-9	-7	-7
투자자산 감소(증가)	46	-17	3	0	0
재무현금흐름	-512	-8	-777	0	0
차입금의 증가(감소)	-561	86	-757	0	0
자본의 증가(감소)	50	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	754	808	778	520	580
(-)운전자본증가(감소)	141	-63	-235	-2	-3
(-)설비투자	375	448	329	330	332
(+)자산매각	179	9	410	-7	-7
Free Cash Flow	417	432	1,095	186	244
(-)기타투자	-247	224	-10	0	0
잉여현금	665	208	1,104	186	244
NOPLAT	186	195	181	218	233
(+) Dep	401	447	319	404	391
(-)운전자본투자	141	-63	-235	-2	-3
(-)Capex	375	448	329	330	332
OpFCF	71	257	406	294	295

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,197	1,221	1,542	1,754	2,001
현금성자산	304	319	574	759	1,003
매출채권	440	465	485	503	501
재고자산	210	234	245	249	251
비유동자산	7,033	7,329	6,732	6,664	6,611
투자자산	1,631	1,703	1,357	1,357	1,357
유형자산	5,156	5,364	5,107	5,040	4,988
무형자산	246	262	268	267	266
<b>자산총계</b>	<b>8,229</b>	<b>8,551</b>	<b>8,273</b>	<b>8,418</b>	<b>8,611</b>
유동부채	3,274	3,544	3,306	3,335	3,340
매입채무	461	448	516	516	510
유동성이자부채	1,925	2,124	1,585	1,585	1,585
비유동부채	3,914	3,764	3,609	3,609	3,609
비유동이자부채	2,690	2,402	2,192	2,192	2,192
<b>부채총계</b>	<b>7,187</b>	<b>7,308</b>	<b>6,915</b>	<b>6,944</b>	<b>6,949</b>
자본금	1,026	1,026	1,026	1,026	1,026
자본잉여금	1	1	9	9	9
이익잉여금	-121	155	286	402	590
자본조정	-14	-31	-18	-18	-18
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>1,042</b>	<b>1,242</b>	<b>1,358</b>	<b>1,474</b>	<b>1,663</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표</b>					
EPS	245	1,227	624	564	918
BPS	4,346	5,607	6,352	6,915	7,834
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	3,753	3,938	3,792	2,534	2,825
ROA(%)	0.6	3.0	1.5	1.4	2.2
ROE(%)	5.7	24.7	10.4	8.5	12.5
ROIC(%)	3.8	3.9	3.8	5.0	5.4
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	17.2	3.7	6.0	6.7	4.1
PBR	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	1.1	1.2	1.0	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.9	7.1	7.0	5.3	4.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	689.9	588.2	509.0	471.1	418.0
Net debt/Equity	413.8	338.6	235.8	204.7	166.8
Net debt/EBITDA	655.4	581.9	565.2	423.5	384.3
유동비율	36.6	34.5	46.6	52.6	59.9
이자보상배율(배)	1.8	1.6	1.7	2.9	3.4
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	71.7	71.7	69.6	67.2	64.5
현금+투자자산	28.3	28.3	30.4	32.8	35.5
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	81.6	78.5	73.5	71.9	69.4
자기자본	18.4	21.5	26.5	28.1	30.6

# 하나투어 (039130)

## 업황의 턴이라면?



▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619

### Buy (유지)

목표주가(하향): 85,000원

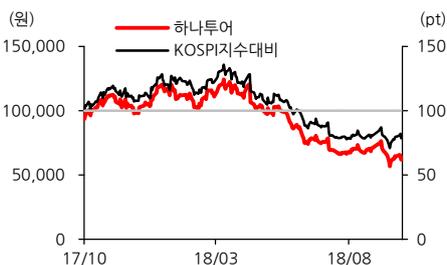
현재 주가(10/24)	61,900원
상승여력	▲ 37.3%
시가총액	7,190억원
발행주식수	11,616천주
52 주 최고가 / 최저가	124,500 / 56,700원
90 일 일평균 거래대금	126.24억원
외국인 지분율	12.5%
주주 구성	
박상환(외 25인)	14.8%
국민연금공단	10.4%
SIMSL(외 1인)	5.5%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-12.6	-17.0	-45.5	-33.2
상대수익률(KOSPI)	-2.2	-9.0	-30.6	-17.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	596	682	827	984
영업이익	21	42	29	50
EBITDA	38	61	53	79
지배주주순이익	8	13	16	39
EPS	692	1,116	1,392	3,326
순차입금	-166	-228	-150	-157
PER	95.6	92.3	44.5	18.6
PBR	4.1	5.8	3.3	3.0
EV/EBITDA	15.7	15.8	10.7	7.1
배당수익률	2.3	1.5	2.4	2.6
ROE	4.2	6.6	7.7	16.9

### 주가 추이



하나투어는 업황 회복이 기대되는 여행산업의 1 등주입니다. 낮아진 실적 눈높이와 밸류에이션 조정으로 토크업 의견 드립니다.

### 높은 일본 비중으로 실적 타격 불가피

2017년 기준 동사의 일본 인원 및 수익 비중은 각각 37%, 21%다. 따라서 6월부터 일본에서 발생한 연이은 천재지변은 실적을 추락시킬 수밖에 없고, 이는 본사 실적 감소뿐 아니라 일본에서 면세점, 호텔, 버스 등을 운영하는 재팬지사(랜드사)에도 악영향이 크다. 일본행 수요가 꺾이면 전체적으로 역레버리지가 나는 구조다.

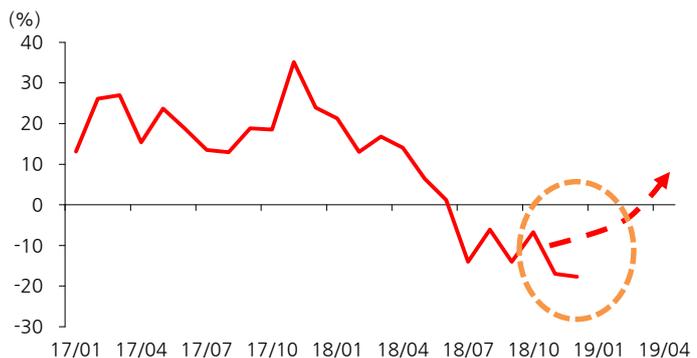
### PKG 예약증감률은 점차 개선될 전망

그러나 매달 1일에 발표하는 PKG 예약증감률은 10/1을 저점으로 점차 개선될 가능성이 높다. 날씨가 추워지면서 지역 분산 효과가 일어나고 있고, 1Q19부터는 기저효과가 강해질 것이기 때문이다. 면세점도 분기 30억 원 적자에서 큰 변동성 없이 유지될 것이며 실적 하향과 시장 눈높이도 충분히 시가총액에 반영된 상태다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 85,000원으로 하향 조정

적어도 내년 중순까지 분업 회복 사이클에 기반한 주가 상승률은 기대 가능하겠다. 하나투어에 대해 투자의견 BUY, 목표주가는 2019년 EPS에 적용 PER 배수(기존 30배(베이비부머를 겪을 당시 선진국의 대표 여행주 평균 밸류에이션) → 25배(PKG 성장둔화와 천재지변에 취약한 약점을 반영))를 변경해 85,000원으로 하향 조정한다.

### 기준 하나투어 PKG 증감률 및 10/1 기준 향후 예약증감률



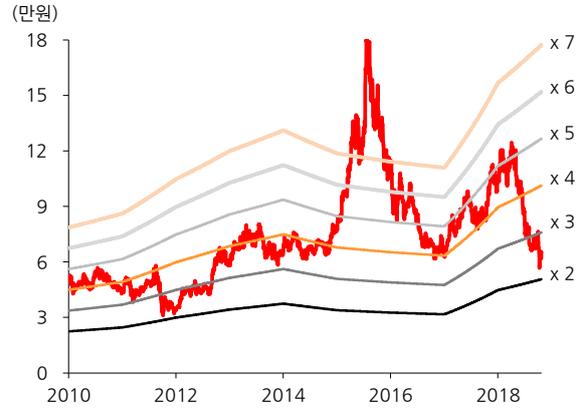
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림71] 하나투어 PER BAND CHART



자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림72] 하나투어 PBR BAND CHART



자료: Dataguide, 한화투자증권

[표18] 하나투어 연결기준 분기별 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

VS	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	193.0	185.8	166.9	181.4	229.3	196.7	192.0	209.0	595.5	727.2	827.0	983.8
growth %	29.6%	33.0%	4.3%	23.5%	18.8%	5.9%	15.0%	15.2%	29.6%	22.1%	13.7%	19.0%
여행	154.3	149.0	83.6	143.3	188.9	155.7	152.0	169.1	463.9	530.4	665.6	815.0
growth %	26.6%	39.4%	-32.6%	29.1%	22.4%	4.4%	81.7%	17.9%	8.2%	14.3%	25.5%	22.5%
sales %	79.9%	80.2%	50.1%	79.0%	82.4%	79.1%	79.2%	80.9%	77.9%	72.9%	80.5%	82.8%
면세점	33.1	31.6	31.2	30.5	32.7	32.8	32.8	31.4	114.3	126.4	129.7	129.7
growth %	27.8%	8.4%	3.2%	5.0%	-1.2%	4.0%	5.0%	3.0%	347.9%	10.6%	2.6%	0.0%
sales %	17.1%	17.0%	18.7%	16.8%	14.3%	16.7%	17.1%	15.0%	19.2%	17.4%	15.7%	13.2%
기타	13.8	16.6	16.5	18.1	15.8	19.6	18.6	19.9	51.0	65.0	73.9	81.3
growth %	56.6%	33.5%	10.8%	21.3%	14.1%	18.4%	13.0%	10.0%	60.8%	27.3%	13.8%	10.0%
sales %	7.2%	8.9%	9.9%	10.0%	6.9%	10.0%	9.7%	9.5%	8.6%	8.9%	8.9%	8.3%
영업이익	10.8	5.7	9.9	15.8	12.0	4.8	4.4	7.8	20.9	42.2	29.0	50.0
growth %	12.6%	흑전	-4.9%	317.7%	11.0%	-15.9%	-55.3%	-50.4%	-53.3%	101.6%	-31.2%	72.1%
margin %	5.6%	3.1%	5.9%	8.7%	5.2%	2.4%	2.3%	3.8%	3.5%	5.8%	3.5%	5.1%
여행	18.4	13.4	14.5	18.3	16.7	8.1	7.4	9.8	44.5	64.7	42.0	54.5
growth %	27.3%	228.9%	-9.9%	86.1%	-9.5%	-39.3%	-49.1%	-46.3%	-3.3%	45.3%	-35.0%	29.6%
margin %	11.9%	9.0%	17.4%	12.8%	8.8%	5.2%	4.9%	5.8%	9.6%	12.2%	13.5%	13.5%
면세점	-7.0	-8.3	-4.4	-3.1	-3.4	-3.3	-3.0	-2.0	-25.5	-22.7	-11.7	-6.0
growth %	적지	적전	적지	적지	적지							
margin %	-21.1%	-26.2%	-14.0%	-10.3%	-10.3%	-10.1%	-9.2%	-6.4%	-22.3%	-2.0%	-9.0%	-4.6%
기타	-1.2	-1.5	-0.3	0.6	-1.3	0.0	0.0	0.0	1.9	0.2	-1.3	1.5
growth %	적전	적전	적전	333.5%	14.0%	흑전	흑전	흑전	-34.7%	-88.4%	적전	흑전
margin %	-8.5%	-8.9%	-2.0%	3.3%	-8.5%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	0.3%	-1.8%	1.8%

자료: 한화투자증권

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	459	596	682	827	984
매출총이익	459	596	682	827	984
영업이익	45	21	42	29	50
EBITDA	55	38	61	53	79
순이자수익	3	2	1	3	2
외화관련손익	-1	-1	1	-1	0
지분법손익	0	0	-2	-1	0
세전계속사업손익	47	24	38	32	54
당기순이익	34	8	13	21	41
지배주주순이익	32	8	13	16	39
<b>증가율(%)</b>					
매출액	19.2	29.6	14.6	21.2	19.0
영업이익	10.6	-53.2	95.1	-28.8	72.0
EBITDA	14.8	-29.7	59.7	-13.3	48.3
순이익률	-3.5	-78.0	68.9	64.7	94.2
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	9.7	3.5	6.0	3.5	5.1
EBITDA 마진	11.9	6.5	9.0	6.4	8.0
세전이익률	10.2	4.0	5.6	3.9	5.5
순이익률	7.4	1.3	1.9	2.5	4.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	35	27	66	30	67
당기순이익	34	8	13	21	41
자산상각비	10	17	21	24	29
운전자본증감	-20	-8	2	-38	-3
매출채권감소(증가)	-7	-24	-17	-8	-19
재고자산감소(증가)	-8	-15	7	6	-9
매입채무증가(감소)	-3	2	9	-2	19
투자현금흐름	-1	7	-22	-100	-47
유형자산처분(취득)	-16	-47	-21	-19	-32
무형자산 감소(증가)	-8	-4	-4	-6	-7
투자자산 감소(증가)	46	35	-2	-72	-4
재무현금흐름	-2	-25	33	20	-17
차입금증가	9	-12	7	31	0
자본증가	-16	-17	-17	-10	-17
배당금지급	16	17	17	10	17
총현금흐름	63	51	78	56	70
(-) 운전자본증가(감소)	7	13	-30	51	3
(-) 설비투자	16	48	21	20	32
(+) 자산매각	-8	-3	-3	-5	-7
Free Cash Flow	32	-13	84	-20	28
(-) 기타투자	36	-28	23	-10	4
잉여현금	-4	15	60	-10	24
NOPLAT	33	7	14	19	38
(+) Dep	10	17	21	24	29
(-) 운전자본투자	7	13	-30	51	3
(-) Capex	16	48	21	20	32
OpFCF	19	-37	43	28	32

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	340	346	430	467	504
현금성자산	219	186	254	247	254
매출채권	61	90	96	109	128
재고자산	9	24	15	52	61
비유동자산	164	175	174	219	233
투자자산	86	66	78	89	93
유형자산	59	92	83	114	123
무형자산	17	16	14	16	17
<b>자산총계</b>	<b>504</b>	<b>520</b>	<b>605</b>	<b>686</b>	<b>737</b>
유동부채	275	287	343	369	397
매입채무	83	85	91	109	128
유동성이자부채	22	7	17	51	51
비유동부채	12	22	20	59	59
비유동이자부채	8	13	8	46	46
<b>부채총계</b>	<b>287</b>	<b>308</b>	<b>363</b>	<b>428</b>	<b>456</b>
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	91	92	115	112	112
이익잉여금	135	126	123	137	161
자본조정	-35	-35	-38	-38	-38
자기주식	-36	-34	-34	-34	-34
<b>자본총계</b>	<b>217</b>	<b>212</b>	<b>241</b>	<b>258</b>	<b>281</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표					
EPS	2,732	692	1,116	1,392	3,326
BPS	16,952	16,312	17,628	18,668	20,670
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,600
CFPS	5,425	4,396	6,756	4,807	6,027
ROA(%)	6.7	1.6	2.3	2.5	5.4
ROE(%)	16.8	4.2	6.6	7.7	16.9
ROIC(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	37.6
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	42.1	95.6	92.3	44.5	18.6
PBR	6.8	4.1	5.8	3.3	3.0
PSR	2.9	1.3	1.8	0.9	0.7
PCR	21.2	15.0	15.2	12.9	10.3
EV/EBITDA	21.0	15.7	15.8	10.7	7.1
배당수익율	1.3	2.3	1.5	2.4	2.6
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	132.1	145.3	150.4	165.9	162.1
Net debt/Equity	-87.0	-78.1	-94.5	-58.0	-55.6
Net debt/EBITDA	-345.9	-431.0	-372.1	-281.6	-198.5
유동비율	123.5	120.6	125.4	126.5	127.1
이자보상배율	110.4	33.5	56.1	45.6	76.4
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	-0.9	10.1	-1.6	21.6	23.8
현금+투자자산	100.9	89.9	101.6	78.4	76.2
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	12.3	8.7	9.6	27.4	25.7
자본금	87.7	91.3	90.4	72.6	74.3

# 모두투어 (080160)

안정적 선택지를 찾는다면?



▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619

## Buy (유지)

목표주가(하향): 30,000원

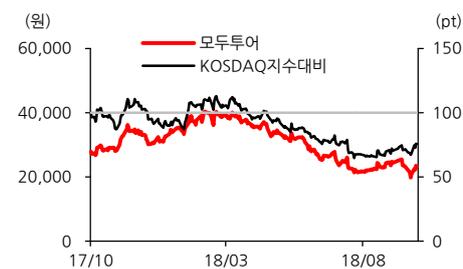
현재 주가(10/24)	24,000원
상승여력	▲ 25.0%
시가총액	4,536억원
발행주식수	18,900천주
52 주 최고가 / 최저가	40,450 / 19,850원
90 일 일평균 거래대금	64.65억원
외국인 지분율	31.3%
<b>주주 구성</b>	
우종우(외 13인)	15.4%
Columbia Management	5.0%
모두투어 자사주	3.2%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.4	-0.2	-32.5	-10.3
상대수익률(KOSDAQ)	14.1	8.0	-12.5	-12.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	237	291	366	496
영업이익	20	32	23	35
EBITDA	23	35	26	39
지배주주순이익	17	24	16	27
EPS	887	1,280	869	1,438
순차입금	-95	-99	-105	-124
PER	21.8	23.8	27.6	16.7
PBR	3.5	4.3	3.2	2.8
EV/EBITDA	11.8	13.6	13.3	8.6
배당수익률	3.1	1.5	1.4	2.2
ROE	16.5	20.3	11.9	18.0

### 주가 추이



모두투어는 업황 회복이 기대되는 여행산업의 2 등주입니다. 기타사업과 일본 비중이 낮아 안정적이라는 점에서 톱업 의견 드립니다.

### 낮은 일본 비중으로 선방

동사 역시 6월부터 연이어 발생한 자연재해와 천재지변을 피해갈 수는 없었지만, 실적 측면에서는 상대적으로 선방하고 있다. 2017년 기준 일본 인원 및 수익 비중은 각각 21%, 17%로 타사대비 타격이 적었기 때문이다. 동사는 타사만큼 일본지사를 크게 키우지 않았기 때문에 일본행 수요 감소에 따른 역레버리지도 제한적인 상황이다.

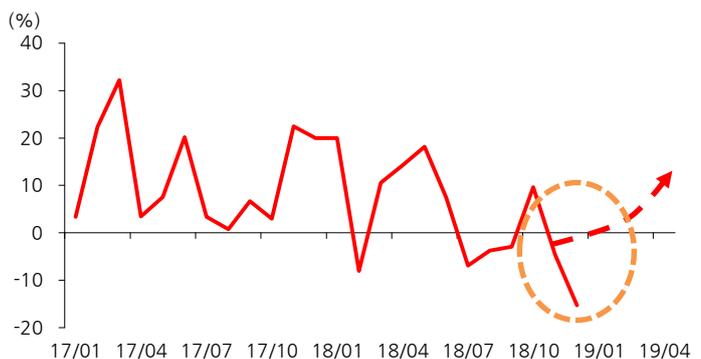
### PKG 예약증감률 반등 중

일본 예약 순취소 대비 타지역 문의가 많아지면서 동사의 blended PKG 예약증감률은 빠르게 반등을 시도하고 있다. 이 역시 일본 비중이 낮은 효과가 크다. 비우호적인 업황을 반영하고 있지만, 10/1 보어준 PKG 예약증감률이 최악을 반영한 바닥 지표일 가능성이 높다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 30,000원으로 하향

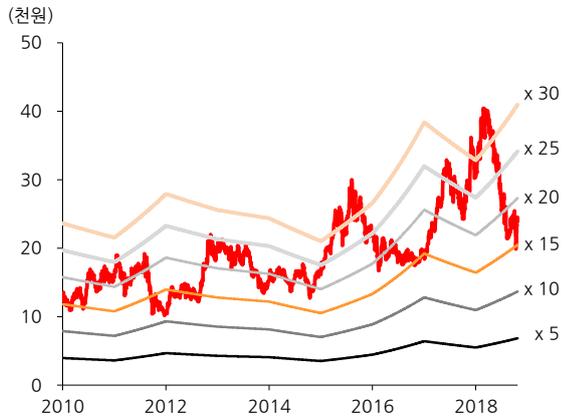
업황 턴어라운드 시, 타사대비 이익 레버리지는 적겠지만, 면세점 등 기타사업 비중과 일본 의존도가 낮아 안정적인 선택지로는 좋은 판단일 것이다. 하나투어에 부여한 PER 배수가 낮아지면서 모두투어 목표주가도 3만 원으로 하향한다. 2019년 EPS에 타사대비 20%를 할인한 20배를 적용해 산출했다. 투자의견은 매수를 유지한다.

### 모두투어 PKG 증감률 및 10/1 기준 향후 예약증감률



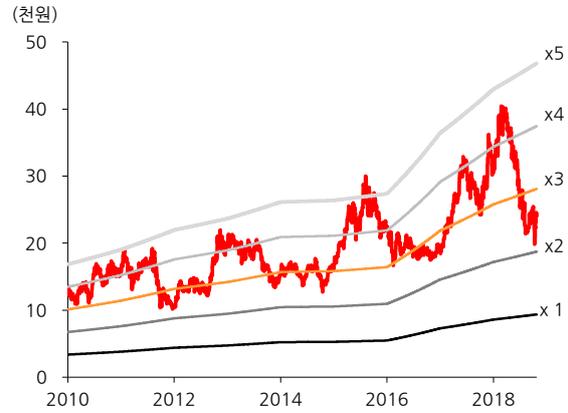
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림73] 모두투어 PER BAND CHART



자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림74] 모두투어 PBR BAND CHART



자료: Dataguide, 한화투자증권

[표19] 모두투어 분기별 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

IS	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	74.0	67.3	72.7	77.0	109.8	83.4	79.3	93.2	237.1	290.9	365.8	496.3
growth %	24.3%	23.9%	13.2%	30.3%	48.4%	24.0%	9.1%	21.0%	16.0%	22.7%	25.7%	35.7%
별도(여행)	64.3	57.3	62.5	65.2	94.3	70.4	66.4	78.5	205.8	249.4	309.6	430.9
growth %	21.1%	23.6%	12.2%	28.7%	46.6%	22.9%	6.3%	20.3%	12.9%	21.1%	24.2%	39.2%
sales %	86.9%	85.2%	86.0%	84.8%	85.9%	84.4%	83.7%	84.2%	86.8%	85.7%	84.7%	86.8%
자회사	11.1	11.7	11.7	13.1	17.0	14.5	14.4	16.2	37.5	47.7	62.2	68.4
growth %	46.3%	23.2%	16.3%	28.0%	52.8%	24.2%	22.9%	23.2%	31.6%	27.4%	30.3%	10.0%
sales %	15.1%	17.4%	16.2%	17.1%	15.5%	17.4%	18.2%	17.4%	15.8%	16.4%	17.0%	13.8%
영업이익	11.0	7.3	8.1	5.5	9.1	4.0	3.7	6.0	20.1	32.0	22.8	35.4
growth %	154.8%	99.9%	-2.3%	45.4%	-17.1%	-45.6%	-54.2%	7.9%	22.3%	59.1%	-28.7%	55.1%
margin %	14.9%	10.9%	11.2%	7.2%	8.3%	4.8%	4.7%	6.4%	8.5%	11.0%	6.2%	7.1%
별도(여행)	11.9	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	3.9	6.0	25.5	33.1	25.1	35.4
growth %	89.0%	65.4%	-2.1%	-17.2%	-11.8%	-41.3%	-55.5%	34.1%	13.3%	29.9%	-24.3%	41.2%
margin %	18.6%	13.7%	14.1%	6.8%	11.2%	6.6%	5.9%	7.6%	12.4%	13.3%	8.1%	8.2%
자회사	-0.3	0.0	-0.2	1.3	-1.4	-0.5	-0.2	0.0	-3.0	0.8	-2.0	0.0
growth %	적지	흑전	적지	흑전	적지	적전	적지	BEP	적지	흑전	적전	BEP
margin %	-2.3%	0.3%	-2.1%	9.6%	-8.0%	-3.2%	-1.4%	0.0%	-8.1%	1.7%	-3.3%	0.0%

자료: 한화투자증권

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	204	237	291	366	496
매출총이익	196	226	280	286	372
영업이익	16	20	32	23	35
EBITDA	20	23	35	26	39
순이자수익	1	1	1	0	-1
외화관련손익	0	1	-3	1	0
지분법손익	0	2	3	0	2
세전계속사업손익	18	23	33	23	36
당기순이익	13	16	24	16	27
지배주주순이익	13	17	24	16	27
<b>증가율(%)</b>					
매출액	24.1	16.0	22.7	25.7	35.7
영업이익	-0.9	22.3	59.6	-28.9	55.1
EBITDA	4.2	17.4	53.3	-25.1	46.3
순이익률	-8.7	23.8	52.4	-32.6	66.7
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	96.0	95.3	96.2	78.1	75.0
영업이익률	8.1	8.5	11.0	6.2	7.1
EBITDA 마진	9.6	9.7	12.1	7.2	7.8
세전이익률	8.8	9.7	11.3	6.2	7.2
순이익률	6.3	6.7	8.3	4.5	5.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	-3	32	38	22	30
당기순이익	13	16	24	16	27
자산상각비	3	3	3	4	3
운전자본증감	-19	12	12	3	2
매출채권감소(증가)	-4	-8	-10	4	-14
재고자산감소(증가)	0	0	0	4	-6
매입채무증가(감소)	-15	16	9	-2	20
투자현금흐름	-6	-6	-54	-18	-9
유형자산처분(취득)	-2	-1	-1	-2	-2
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	-1
투자자산 감소(증가)	18	-15	-37	-12	-4
재무현금흐름	-2	-12	11	-11	-6
차입금증가	2	1	2	0	0
자본증가	3	-5	10	-9	-6
배당금지급	6	5	7	9	6
총현금흐름	21	25	35	22	28
(-) 운전자본증가(감소)	13	-19	-13	-6	-2
(-) 설비투자	2	1	1	2	2
(+) 자산매각	0	-1	0	0	-1
Free Cash Flow	6	42	47	26	27
(-) 기타투자	27	-4	16	7	2
잉여현금	-21	46	31	19	25
NOPLAT	12	14	24	17	27
(+) Dep	3	3	3	4	3
(-) 운전자본투자	13	-19	-13	-6	-2
(-) Capex	2	1	1	2	2
OpFCF	0	34	38	24	30

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	114	151	209	221	261
현금성자산	71	100	145	151	170
매출채권	26	38	45	43	58
재고자산	4	0	0	19	25
비유동자산	68	59	130	134	139
투자자산	48	32	104	109	113
유형자산	15	22	23	23	23
무형자산	5	6	3	2	2
<b>자산총계</b>	<b>182</b>	<b>210</b>	<b>338</b>	<b>356</b>	<b>400</b>
유동부채	76	103	142	170	193
매입채무	31	46	50	60	80
유동성이자부채	1	3	15	32	32
비유동부채	7	5	33	17	17
비유동이자부채	4	2	30	14	14
<b>부채총계</b>	<b>83</b>	<b>108</b>	<b>175</b>	<b>187</b>	<b>211</b>
자본금	6	6	9	9	9
자본잉여금	28	28	29	29	29
이익잉여금	85	98	115	123	144
자본조정	-20	-28	-19	-21	-21
자기주식	-21	-29	-19	-21	-21
<b>자본총계</b>	<b>100</b>	<b>103</b>	<b>163</b>	<b>168</b>	<b>189</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>주당지표</b>					
EPS	701	887	1,280	869	1,438
BPS	5,274	5,474	7,134	7,417	8,528
DPS	390	600	450	330	530
CFPS	1,125	1,329	1,859	1,182	1,481
ROA(%)	6.5	8.5	8.8	4.7	7.2
ROE(%)	13.4	16.5	20.3	11.9	18.0
ROIC(%)	68.3	n/a	#VALUE!	30.1	47.8
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	32.1	21.8	23.8	27.6	16.7
PBR	4.3	3.5	4.3	3.2	2.8
PSR	2.1	1.5	2.0	1.2	0.9
PCR	20.0	14.5	16.4	20.3	16.2
EV/EBITDA	18.4	11.8	13.6	13.3	8.6
배당수익률	1.7	3.1	1.5	1.4	2.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	83.1	104.9	107.5	111.3	111.2
Net debt/Equity	-65.8	-92.4	-60.8	-62.2	-65.3
Net debt/EBITDA	-335.7	-413.7	-281.9	-397.2	-321.0
유동비율	151.2	146.6	147.2	129.9	135.1
이자보상배율	37.0	46.2	66.1	15.9	24.5
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	4.8	-11.6	18.0	17.6	16.7
현금+투자자산	95.2	111.6	82.0	82.4	83.3
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	4.8	5.1	21.8	21.5	19.5
자본금	95.2	94.9	78.2	78.5	80.5

[ Compliance Notice ]

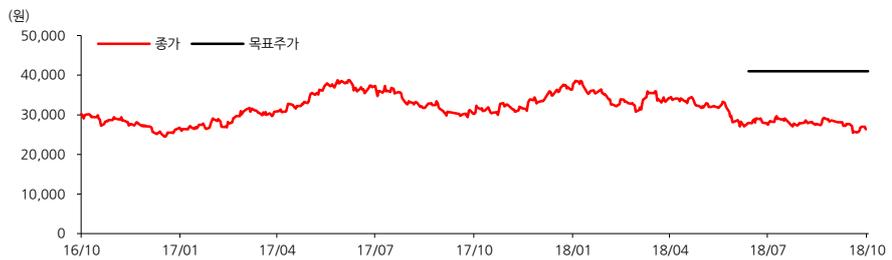
(공표일: 2018년 10월 25일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해, 김유혁)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 대한항공 주가 및 목표주가 추이 ]



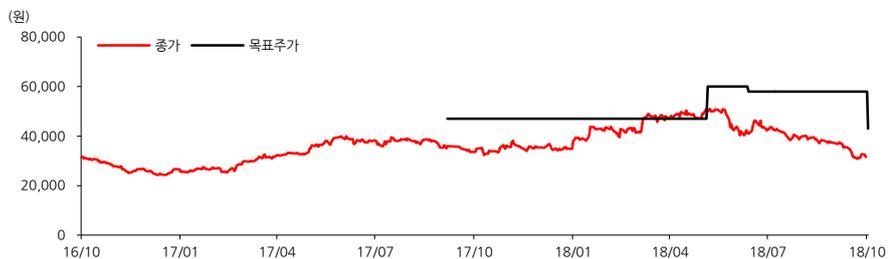
[ 투자 의견 변동 내역 ]

일시	2016.08.12	2018.07.06	2018.07.06	2018.08.16	2018.09.07	2018.09.10
투자 의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김유혁	41,000	41,000	41,000	41,000
일시	2018.09.13	2018.10.10	2018.10.25			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	41,000	41,000	41,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.07.06	Buy	41,000		

[ 제주항공 주가 및 목표주가 추이 ]



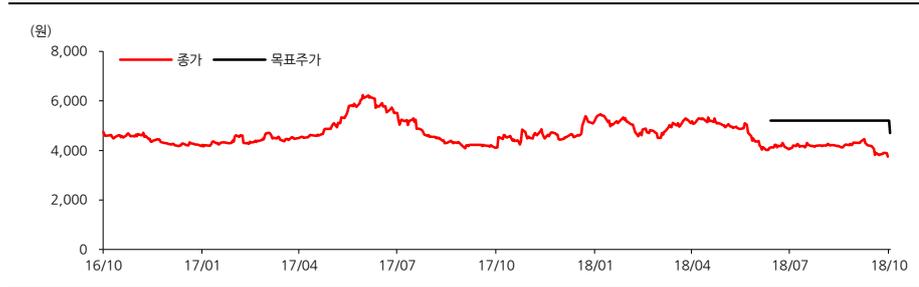
[ 투자 의견 변동 내역 ]

일시	2017.09.29	2017.09.29	2018.05.28	2018.05.29	2018.07.06	2018.07.06
투자 의견	담당자변경	Buy	담당자변경	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	이승욱	47,000	김병기	60,000	김유혁	58,000
일시	2018.08.08	2018.09.07	2018.09.10	2018.10.10	2018.10.25	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	43,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2017.09.29	Buy	47,000	-14.74	8.51
2018.05.29	Buy	60,000	-23.06	-15.00
2018.07.06	Buy	58,000	-32.56	-20.00
2018.10.25	Buy	43,000		

[ 아시아나항공 주가 및 목표주가 추이 ]



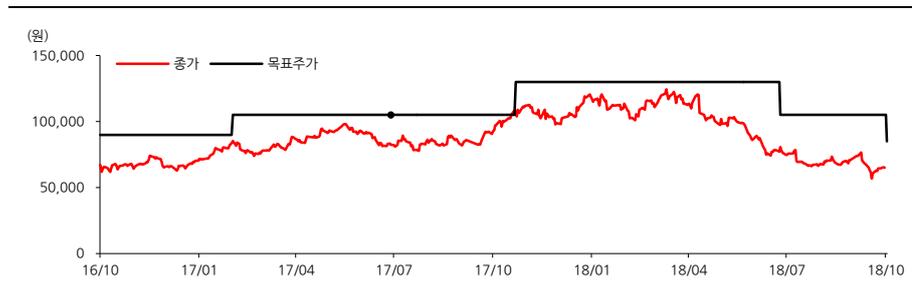
[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2018.07.06	2018.07.06	2018.08.09	2018.09.05	2018.09.07
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김유혁	5,200	5,200	5,200	5,200
일 시	2018.09.10	2018.10.10	2018.10.25			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	5,200	5,200	4,700			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.07.06	Buy	5,200	-20.0	14.3
2018.10.25	Buy	4,700		

[ 하나투어 주가 및 목표주가 추이 ]



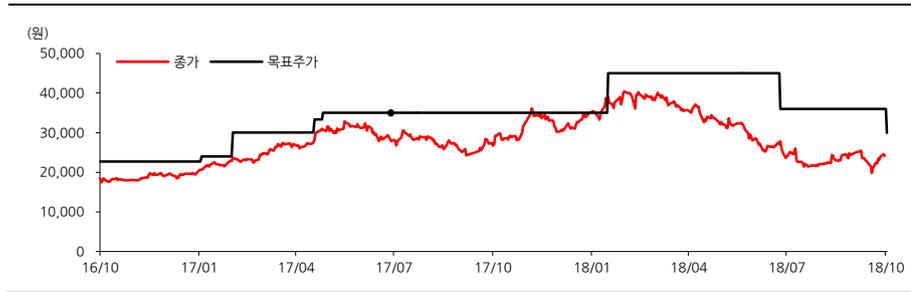
[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.10.31	2016.11.02	2016.11.28	2016.12.12	2017.01.03	2017.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2017.02.02	2017.02.07	2017.02.23	2017.02.24	2017.03.03	2017.04.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	90,000	90,000	90,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2017.05.11	2017.05.19	2017.06.02	2017.06.05	2017.07.05	2017.07.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2017.08.02	2017.09.29	2017.11.02	2017.11.14	2017.12.04	2018.01.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2018.02.08	2018.03.23	2018.04.04	2018.05.04	2018.06.04	2018.07.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2018.07.18	2018.07.24	2018.08.02	2018.08.23	2018.09.04	2018.09.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2018.09.21	2018.10.02	2018.10.15	2018.10.24	2018.10.25	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	85,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2017.02.24	Buy	105,000	-17.43	3.33
2017.11.14	Buy	130,000	-18.58	-4.23
2018.07.18	Buy	105,000	-33.82	-23.14
2018.10.25	Buy	85,000		

[ 모두투어 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일 시	2016.10.31	2016.11.02	2016.11.28	2016.12.12	2016.12.30	2017.01.03
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000
일 시	2017.01.24	2017.01.26	2017.01.31	2017.02.07	2017.02.23	2017.02.24
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	34,000	36,000	36,000	36,000	36,000	45,000
일 시	2017.02.27	2017.03.03	2017.03.16	2017.03.17	2017.03.31	2017.04.04
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000
일 시	2017.04.28	2017.05.11	2017.05.19	2017.06.02	2017.06.05	2017.06.30
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	45,000	50,000	55,000	55,000	55,000	35,000
일 시	2017.07.05	2017.08.02	2017.09.29	2017.11.02	2017.12.04	2018.01.03
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2018.02.08	2018.03.23	2018.04.04	2018.05.04	2018.06.04	2018.07.03
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000
일 시	2018.07.18	2018.07.24	2018.08.02	2018.08.23	2018.09.04	2018.09.07
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
일 시	2018.09.21	2018.10.02	2018.10.15	2018.10.24	2018.10.25	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표 가격	36,000	36,000	36,000	36,000	30,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2017.01.26	Buy	24,012	-8.33	-4.30
2017.02.24	Buy	30,016	-15.97	-8.56
2017.05.11	Buy	33,351	-9.67	-7.00
2017.05.19	Buy	35,000	-10.68	-6.05
2017.06.30	Buy	35,000	-14.01	10.57
2018.02.08	Buy	45,000	-23.54	-10.11
2018.07.18	Buy	36,000	-35.26	-22.50
2018.10.25	Buy	30,000		

[ 종목 투자 등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자 등급 부여 비중 ]

(기준일: 2018년 09월 30일)

투자 등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	86.6%	13.4%	0.0%	100.0%