

항공운송산업

여객수요 호조와 항공화물 증가세

Industry Note | 2017. 4. 10

최근 항공운송산업은 중국선 부담을 받았지만, 기타 국제선 여객노선 호조와 항공화물 증가로 안정적인 수송량 확보. 특히 원화강세 흐름은 향후 항공운송업종에 긍정적으로 반영될 전망. Positive 투자 의견 제시

여객 및 화물 수송량 양호. 향후 환율효과 확대 예상

항공운송산업은 최근 안정적인 흐름 시현. 사드(THAAD) 문제로 중국선 부담은 이어졌지만, 일본선 등 기타 국제선 여객노선 호조와 항공화물 급증세 기록. 화물 수송량은 월 기준 사상 최대치 경신. 3월 이후 급격한 원화강세가 나타나면서 항공업종에 긍정적인 영향을 미칠 전망. 제트유가는 등락을 보이고 있지만, 올해 부담 요인으로 작용하지 않을 전망. 단지 항공사 1분기 영업이익은 유가의 기저효과로 전년동기대비 감소 불가피

항공운송업종에 대해 Positive 투자 의견을 유지하며, Top pick으로 제주항공(TP 37,000원) 추천. 제주항공은 기재 확대에 외형 급증세를 유지할 것이며, 높은 수익성과 재무 안정성을 확보할 전망. 대한항공(TP 38,000원)도 Buy 투자 의견 유지. 원화강세 효과와 양호한 영업실적 확보, 재무지표 안정화로 기업가치 재평가 예상. 단지 아시아나항공(TP 4,800원)은 중국선 부담이 크고 그룹 구조조정을 지켜봐야 하는 상황으로 Hold 투자 의견 유지

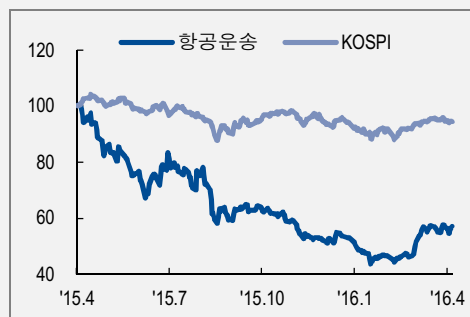
인천공항 3월 수송지표: 일본선 여객 +26.0%, 미국선 화물 +11.8%

2017년 3월 인천공항 국제선 수송지표 호조세 시현. 운항횟수는 28,901회(+6.4% y-y), 여객은 4,836,847명(+11.7% y-y), 화물은 259,889톤(+11.7% y-y) 기록. 여객 및 화물 모두 두 자릿수 증가율 기록. 노선별로는 일본선 여객이 전년동월대비 26.0%, 미국선 화물이 11.8% 증가하는 등 호조세 건인. 제주항공 여객수송은 53.8% 증가로 급증세 시현

Positive (유지)

	PER(배)	PBR(배)
KOSPI	9.9	1.0
Sector	6.9	1.1

Sector Index



업종 시가총액 6,101십억원 (Market 비중 0.4%)
주: KRX업종 분류 기준



Analyst 송재학

02)768-7473, martin.song@nhqv.com

인천공항 국제선 운항지표 추이

(단위: 회, 명, 톤, %)

	운항횟수			여객수송			화물운송		
	총횟수	y-y	일평균	총여객	y-y	일평균	총화물	y-y	일평균
2010	210,218	8.4	576	32,949,518	17.3	90,273	2,684,207	16.1	7,354
2011	224,687	6.9	616	34,537,845	4.8	94,624	2,538,929	-5.4	6,956
2012	248,031	10.4	678	38,350,976	11.0	104,784	2,456,509	-3.2	6,712
2013	264,586	6.7	725	40,785,953	6.3	111,742	2,464,133	0.3	6,751
2014	284,575	7.6	780	44,906,813	10.1	123,032	2,557,527	3.8	7,007
2015	300,634	5.6	824	48,720,319	8.5	133,480	2,595,552	1.5	7,111
2016	334,528	11.3	914	57,152,206	17.3	156,154	2,714,216	4.6	7,416
2016.2Q	80,896	9.1	889	13,494,288	16.3	148,289	674,798	4.3	7,415
3Q	87,589	19.7	952	15,333,979	28.6	166,674	678,094	6.2	7,371
4Q	85,618	9.0	931	14,497,681	13.2	157,583	749,785	10.8	8,150
2017.1Q	85,872	6.8	954	15,454,099	11.8	171,712	686,042	12.2	7,623
2017.01	29,902	9.2	965	5,491,862	12.4	177,157	218,009	8.5	7,033
02	27,069	4.6	967	5,125,390	11.2	183,050	208,144	16.9	7,434
03	28,901	6.4	932	4,836,847	11.7	156,027	259,889	11.7	8,384

주: 운항= 여객기+화물기, 여객= 유입여객+무입여객+환승여객, 화물= 직화물+환적화물+우편물. 자료: 인천국제공항

항공운송업종, 항공수요 호조속 원화강세 효과 커질 전망

양호한 항공수요속 외생변수 부담 약화

항공운송산업은 최근 안정적인 흐름을 유지하고 있다. 항공 여객 및 화물 수송량은 양호한 수준을 기록하고 있으며, 환율, 유가 등 주요 외생변수도 항공업종에 긍정적으로 전환되었다. 이에 따라 최근 항공운송업계 주가도 상승 흐름을 시험중이다.

중국선은 약세지만 기타 국제선여객 호조 항공화물도 증가세

항공운송업종에서 최근까지 가장 우려되었던 점은 사드(THAAD, 고고도 미사일 방어체계) 문제로 인한 중국선 수요 급감이었다. 인천공항 수송량 기준 3월 중국선 수송량은 전년동월대비 16.3% 급감한 849,023명을 기록하면서 부담을 주었다. 그러나 중국선 여객 약화와는 달리 일본선, 동남아선 등 기타 국제선 여객은 급증세를 기록하였다. 3월 일본선 여객은 전년동월대비 26.0% 증가한 978,536명을 기록하며 최대 호황기를 구가하고 있다. 결국 중국선의 부진을 일본선 등 다른 노선에서 충분히 만회하고 있는 것이다. 그리고 최근 항공여객뿐만 아니라 항공화물의 증가세도 이어지면서 항공운송업계는 양호한 영업실적을 달성할 전망이다.

원화강세 긍정적 유가도 안정적 수준

2016년말 항공운송업종에서 가장 우려되었던 악재는 원화약세 흐름이었다. 원/달러 환율이 1,210원까지 올라갔고 이는 항공사의 비용부담으로 전가될 수 있었다. 그러나 2017년에 들어오면서 안정화되었고 특히 3월 이후 급격한 원화강세로 전환되었다. 올해 원/달러 환율이 항공업종에 긍정적으로 전환되면서 항공사의 영업이익 증가 효과와 외화환산이익 계상이 전망된다. 제트유가도 최근 등락을 보이고 있지만, 2017년 전반적으로 부담 요인으로 작용하지는 않을 전망이다.

항공업종 Positive Top pick 제주항공

항공운송업종에 대해 Positive 투자 의견을 제시하며, 항공업종 Top pick으로 제주항공(TP 37,000원)을 추천한다.

제주항공은 지속적으로 항공기 도입하며 외형 급증세를 기록할 것이며, 높은 수익

표 1. 항공사 주요지표 및 투자 의견

	단위	대한항공			아시아나항공			제주항공		
투자 의견		Buy(유지)			Hold(유지)			Buy(유지)		
목표주가	원	38,000(유지)			4,800(유지)			37,000(유지)		
현재가(4/7)	원	30,500			4,415			31,650		
		2016	2017E	2018F	2016	2017E	2018F	2016	2017E	2018F
매출액	십억원	11,731.9	12,318.9	12,913.1	5,763.6	5,915.6	6,093.8	747.6	890.3	1,049.0
영업이익	십억원	1,120.8	1,017.8	1,133.4	256.5	238.4	256.8	58.7	73.1	95.7
영업이익률	%	9.6	8.3	8.8	4.5	4.0	4.2	7.8	8.2	9.1
EBITDA	십억원	2,872.3	2,877.3	2,946.7	657.8	646.0	666.7	72.7	88.1	110.2
EBITDA마진	%	24.5	23.4	22.8	11.4	10.9	10.9	9.7	9.9	10.5
순이익	십억원	-564.9	771.2	253.8	49.3	180.1	85.3	53.2	54.0	75.8
EPS	원	-7,274	8,513	2,676	251	877	416	2,047	2,053	2,885
PER	배	N/A	3.6	11.4	16.8	5.0	10.6	12.3	15.4	11.0
PBR	배	1.2	1.0	0.9	1.0	0.8	0.7	2.4	2.7	2.2
EV/EBITDA	배	3.0	2.8	2.7	5.5	6.0	5.7	4.6	5.1	3.6
ROE	%	-27.2	32.5	8.1	5.7	17.8	7.3	21.1	18.5	22.0
부채비율	%	1178.1	714.0	653.4	689.9	533.5	505.5	120.6	111.7	98.7

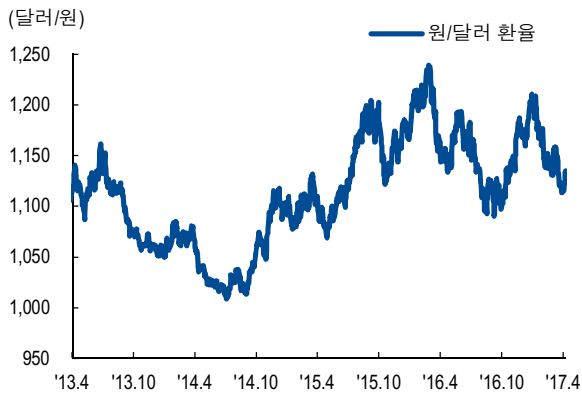
주: 연간 재무제표는 IFRS 연결 기준; 자료: NH 투자증권 리서치본부 전망

성과 재무 안정성을 확보할 전망이다. 대한항공에 대해서도 Buy 투자 의견과 목표주가 38,000원을 유지한다. 원화강세 효과가 제일 클 것으로 보이며, 2017년에도 양호한 영업실적을 확보할 전망이다. 유동성 및 재무 안정성 이슈도 점진적으로 희석될 것으로 보여 전체 기업가치의 재평가가 예상된다. 단지 아시아나항공은 Hold 투자 의견과 목표주가 4,800원을 유지한다. 동사는 상대적으로 중국선 약화 부담이 더 클 것으로 예상되며, 금호그룹 구조조정을 지켜봐야 하는 상황이다.

**4월 7일 기준
원/달러 환율 1,134원
제트유가 63.9달러**

2017년 4월 7일 기준 원/달러 환율은 1달러당 1,134원이다. 2016년말 환율 대비 원화강세 폭이 큰 상황이다. 이러한 흐름은 항공업종에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 제트유가는 최근 등락을 지속하고 있지만, 아직 안정적 수준이어서 악재 요인으로 작용하지는 않을 전망이다. 4월 7일 기준 제트유가는 배럴당 63.9달러이다.

그림 1. 최근 원화강세 기조



자료: Bloomberg

그림 2. 제트유가 등락 지속

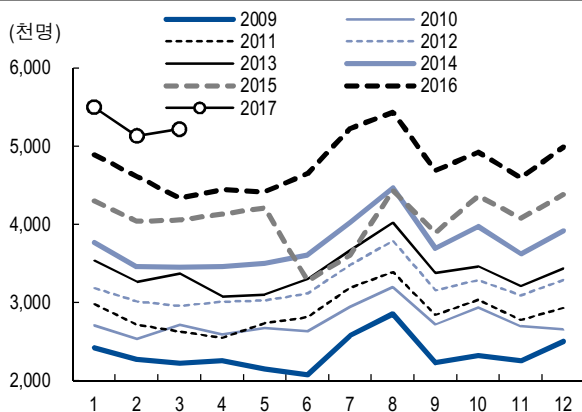


자료: Bloomberg

**여객 3월 기준 최고치
화물 역대 최고치 달성**

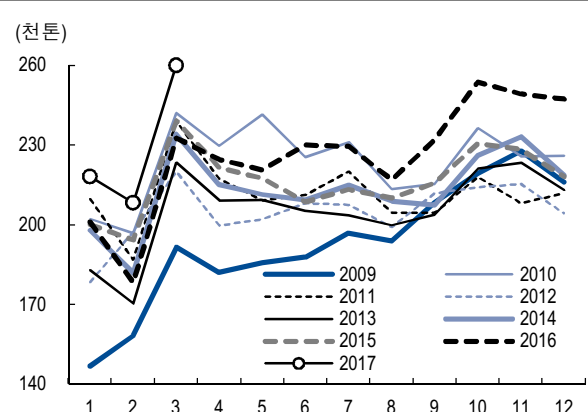
2017년 3월 인천공항 국제선 수송지표는 호조세를 시현했다. 운항횟수는 28,901회(+6.4% y-y), 여객은 4,836,847명(+11.7% y-y), 화물은 259,889톤(+11.7% y-y)을 기록했다. 여객은 3월 기준 최고치였으며, 화물은 역대 최고치를 달성했다.

그림 3. 여객수송, 중국선 약화 속에 기타 국제선은 호조세



자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

그림 4. 3월 화물운송 역대 최고치 달성



자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

인천공항 3월 여객수송 호조세 지속, 화물운송 역대 최고치 기록

3월 운항횟수

28,901회(+6.4% y-y)

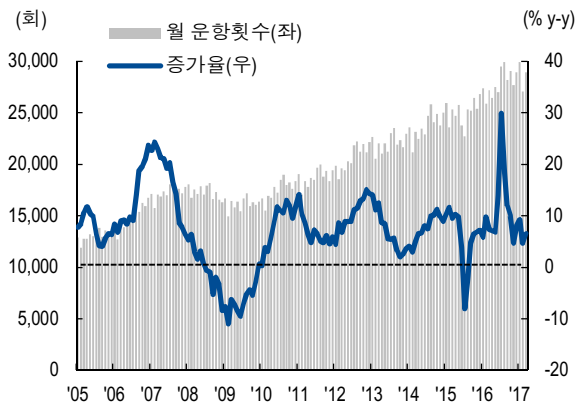
인천공항의 3월 국제선 총 운항횟수는 28,901회(+6.4% y-y), 일평균 운항횟수는 932회(-3.6% m-m)를 달성했다. 중국선 축소로 증가율은 더 약화될 것으로 예상됐지만, 기타 국제선 호조로 2월 대비 오히려 더 높아졌다. 3월 대한항공의 운항횟수는 전년동월대비 0.7% 감소했으나, 제주항공은 38.7% 증가했다.

국제선 여객수송

484만명(+11.7% y-y)

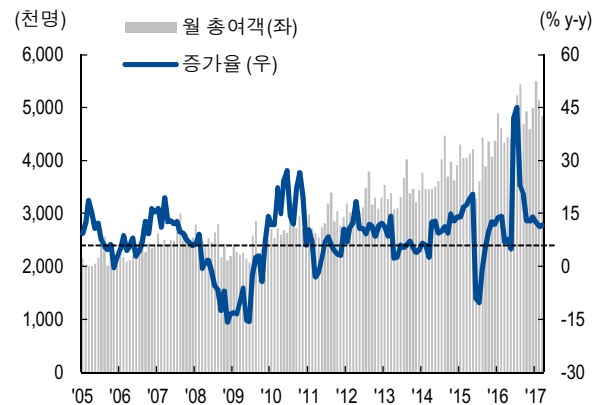
3월 국제선 여객수송은 4,836,847명(+11.7% y-y), 일평균 여객수송은 156,027명(-14.8% m-m) 등으로 3월 기준 최고치 기록을 이어갔다. 특히 일본선의 선전이 두드러졌다. 3월 환승여객은 546,664명(-7.1% y-y), 환승률은 11.3%(-2.3%p y-y), 유임여객비율은 88.0%(+2.2%p y-y) 등을 기록했다.

그림 5. 운항횟수 증가율 양호



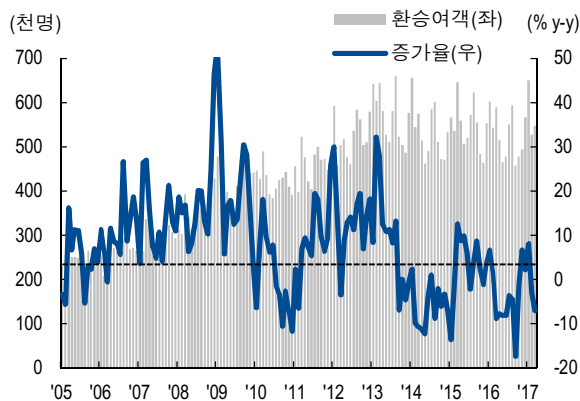
자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

그림 6. 3월 국제선 여객수송 +11.7% 증가



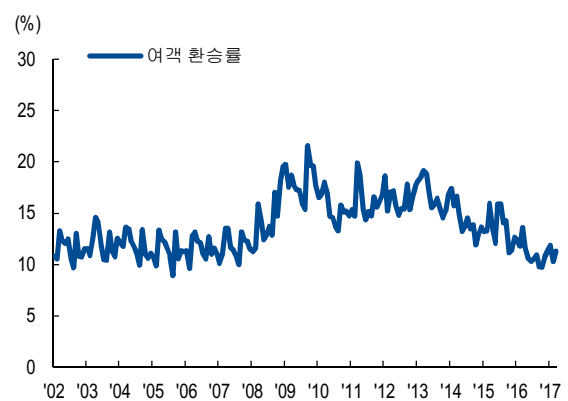
자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

그림 7. 환승여객 감소 → 직항여객 확대



자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

그림 8. 3월 여객 환승률 11.3%

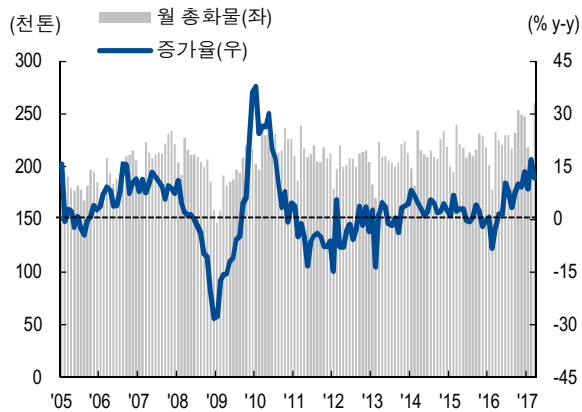


자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

3월 화물운송 호조 역대 최대치 기록

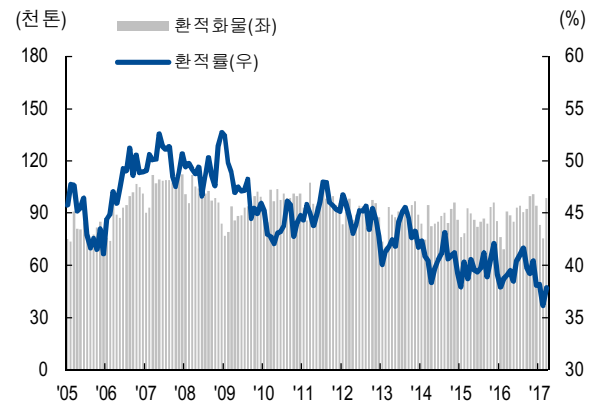
인천공항의 3월 국제선 화물운송은 259,889톤(+ 11.7% y-y), 일평균 화물운송은 8,384톤(+ 12.8% m-m)을 기록했다. 월별 수송량 기준으로 역대 최대치를 경신하였다. 이전 최대치는 2016년 10월 253,552톤이었다. 화물운송은 본격적인 호황국면에 접어든 것으로 보인다. IT 관련 완제품 및 부품 수출입이 급증하고 있다. 3월 환적화물 수송량은 98,240톤(+ 8.3% y-y)으로 양호했으며, 화물 환적률은 37.8%(-1.2%p y-y)를 기록했다.

그림 9. 화물운송 12 개월 연속 증가하며 역대 최고치 기록



자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

그림 10. 3월 화물 환적률 37.8%



자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

3월 여객수송 :
일본선 +26.0%
중국선 -16.3%

인천공항의 3월 주요 노선별 여객수송은 일본선 978,536명(+26.0% y-y), 중국선 849,023명(-16.3% y-y), 미국선 318,982명(+0.5% y-y) 등이었다. 중국선은 3월부터 급감세로 전환되었지만, 일본선 등 기타 국제선 여객노선은 급증세를 시험하였다. 3월 주요 노선별 환승여객은 일본선 92,204명(-7.7% y-y), 중국선 49,937명(-21.8% y-y), 미국선 127,443명(-4.4% y-y) 등을 기록했다.

3월 화물운송 :
미국선 +11.8%
일본선 +14.0%

인천공항의 3월 주요 노선별 화물운송은 일본선 26,850톤(+14.0% y-y), 중국선 46,909톤(-1.1% y-y), 미국선 47,959톤(+11.8% y-y) 등을 기록했다. 화물부문 핵심 노선인 미국선의 호조세로 항공사의 영업실적 개선이 전망된다.

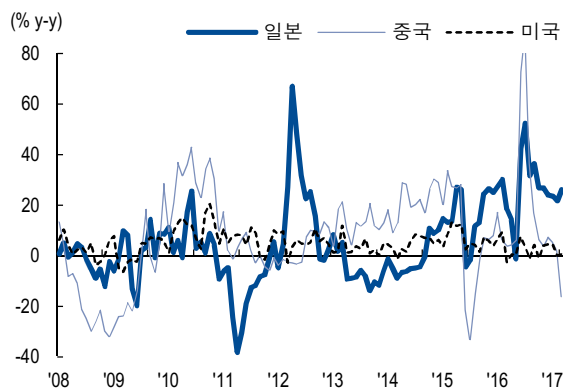
표 2. 인천국제공항 주요 노선별 여객 및 화물 수송량: 일본선 여객 급증, 미국선 화물 호조

(단위: 명, 톤, %)

	일본				중국				미국			
	여객	y-y	화물	y-y	여객	y-y	화물	y-y	여객	y-y	화물	y-y
2010	6,769,677	5.5	316,063	23.4	7,482,388	28.3	505,586	12.8	3,242,697	10.2	591,511	16.9
2011	5,866,211	-13.3	281,048	-11.1	7,630,956	2.0	465,217	-8.0	3,446,530	6.3	553,300	-6.5
2012	6,854,449	16.8	268,689	-4.4	7,907,784	3.6	429,420	-7.7	3,594,614	4.3	526,474	-4.8
2013	6,459,786	-5.8	271,188	0.9	8,912,641	12.7	444,201	3.4	3,708,382	3.2	512,748	-2.6
2014	6,361,448	-1.5	263,111	-3.0	10,860,543	21.9	469,567	5.7	3,890,996	4.9	546,469	6.6
2015	7,356,029	15.6	266,374	1.2	11,415,268	5.1	487,121	3.7	4,139,717	6.4	551,929	1.0
2016	9,329,812	26.8	271,441	1.9	13,635,871	19.5	527,921	8.4	4,257,216	2.8	524,773	-4.9
2016.2Q	1,905,229	16.4	66,604	0.1	3,555,562	21.4	128,904	10.4	1,089,383	2.8	134,980	-6.8
3Q	2,523,598	39.2	66,197	4.6	3,846,387	43.5	134,984	6.3	1,149,630	2.0	133,221	3.6
4Q	2,542,249	25.8	76,164	13.4	3,136,838	5.9	146,440	10.3	1,028,488	2.5	143,230	8.6
2017.1Q	2,918,279	23.7	71,822	15.0	3,006,644	-2.9	125,635	6.8	1,007,181	1.8	126,290	11.4
2016.10	860,216	26.8	24,953	9.9	1,165,133	6.5	48,905	7.4	349,639	-1.1	48,898	6.9
11	817,233	26.8	25,038	13.7	987,540	3.8	49,233	9.2	319,349	4.1	47,720	7.7
12	864,800	24.0	26,173	16.8	984,165	7.3	48,302	14.5	359,500	4.6	46,612	11.6
2017.01	983,760	23.5	22,100	12.3	1,098,069	5.3	41,023	5.1	378,941	4.4	41,506	11.9
02	955,983	21.7	22,872	18.8	1,059,552	1.9	37,703	21.1	309,258	0.0	36,825	10.4
03	978,536	26.0	26,850	14.0	849,023	-16.3	46,909	-1.1	318,982	0.5	47,959	11.8

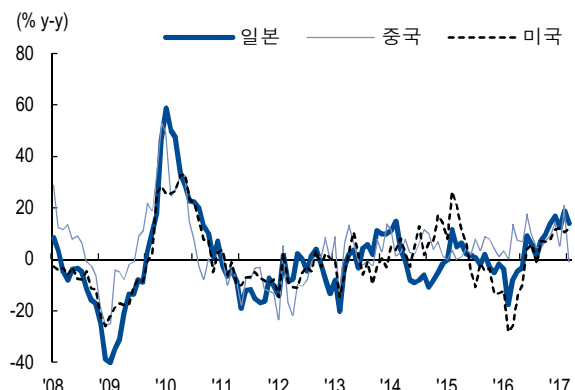
주: 지역별 화물수송은 항공화물(화물+우편물) 기준. 자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

그림 11. 노선별 여객: 일본선 급증, 중국선 급감



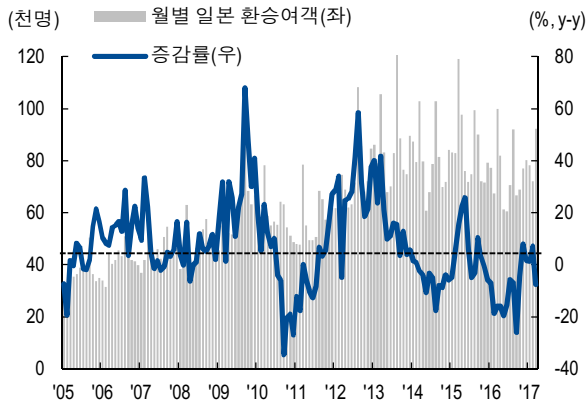
자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

그림 12. 노선별 화물: 미국선, 일본선 호조



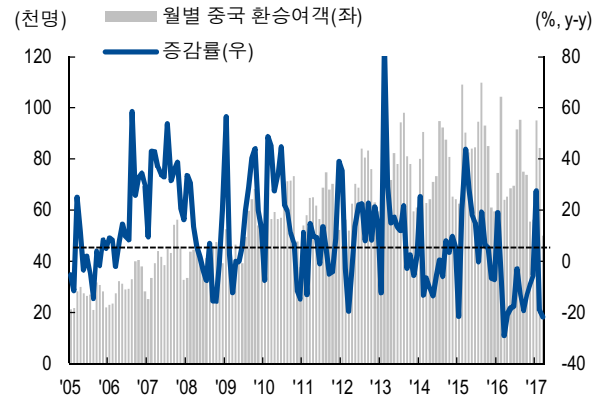
자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

그림 13. 일본선 환승여객 감소



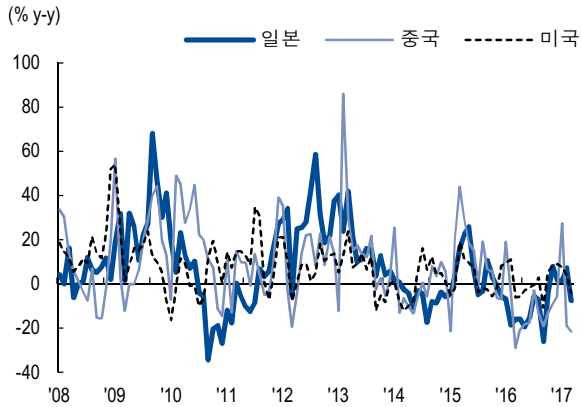
자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

그림 14. 중국선 환승여객 급감



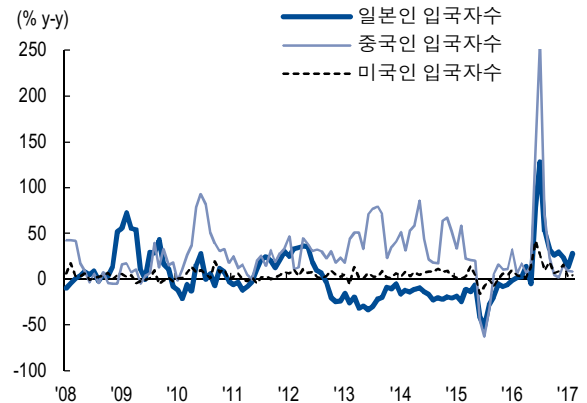
자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

그림 15. 노선별 환승여객 증감률



자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

그림 16. 국적별 외국인 입국자수 증감률



자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

3월 운항횟수

제주항공 +38.7%

항공사별 3월 국제선 운항횟수는 대한항공 7,294회(-0.7% y-y), 아시아나항공 5,349회(-5.5% y-y), 제주항공 1,966회(+38.7% y-y), 기타항공사 14,292회(+12.2% y-y) 등을 기록했다. 제주항공 등 저비용항공사의 선전이 지속되었다.

제주항공 여객+53.8%

대한항공 화물+10.3%

항공사별 3월 국제선 여객수송은 대한항공 1,287,583명(0.0% y-y), 아시아나항공 955,137명(-2.1% y-y), 제주항공 332,908명(+53.8% y-y), 기타항공사 2,261,219명(+22.2% y-y) 등을 기록했다. 화물운송은 대한항공 117,029톤(+10.3% y-y), 아시아나항공 58,262톤(+3.7% y-y), 제주항공 774톤(30.3% y-y), 기타항공사 83,824톤(+20.3% y-y) 등으로 모든 항공사가 급증세를 기록했다.

표 3. 항공사별 인천공항 국제선 운항지표: 여객 제주항공, 화물 대한항공 선전

(단위: 회, 명, 톤, %)

	운항횟수				여객수송				화물운송			
	대한항공	y-y	아시아나	y-y	대한항공	y-y	아시아나	y-y	대한항공	y-y	아시아나	y-y
2010	75,730	5.1	54,529	7.1	12,914,886	12.3	9,024,890	20.3	1,360,141	13.4	609,798	14.0
2011	78,298	3.4	57,090	4.7	13,144,852	1.8	8,981,151	-0.5	1,274,491	-6.3	594,282	-2.5
2012	82,344	5.2	60,709	6.3	14,058,318	6.9	9,602,680	6.9	1,182,449	-7.2	592,728	-0.3
2013	82,953	0.7	64,385	6.1	13,874,114	-1.3	10,155,024	5.8	1,141,571	-3.5	642,527	8.4
2014	83,422	0.6	65,671	2.0	13,937,153	0.5	10,958,554	7.9	1,198,948	5.0	617,916	-3.8
2015	85,136	2.1	65,585	-0.1	14,990,026	7.6	11,363,072	3.7	1,214,738	1.3	613,644	-0.7
2016	88,460	3.9	66,990	2.1	16,175,585	7.9	12,277,210	8.0	1,234,235	1.6	643,808	4.9
2016.2Q	21,904	2.8	16,539	1.0	3,880,177	5.8	2,976,297	9.8	310,453	3.0	160,214	6.5
3Q	22,818	7.4	17,406	7.8	4,219,645	12.2	3,242,577	15.7	307,728	2.9	161,742	5.0
4Q	21,815	0.2	16,317	-3.4	3,931,467	2.3	3,006,858	1.2	333,807	6.3	176,635	10.6
2017.1Q	21,439	-2.2	15,787	-5.6	4,144,048	0.0	3,017,093	-1.1	309,673	9.7	159,181	9.6
2016.10	7,536	1.3	5,670	-1.4	1,361,938	3.3	1,043,947	1.8	111,729	5.5	60,396	8.1
11	7,007	-0.5	5,291	-4.0	1,239,703	1.8	967,622	1.0	111,741	5.1	58,549	8.0
12	7,272	-0.1	5,356	-4.9	1,329,826	1.8	995,289	0.9	110,337	8.2	57,690	16.1
2017.01	7,470	-0.9	5,458	-4.0	1,485,567	-0.1	1,074,083	-0.1	98,328	5.8	52,175	11.3
02	6,675	-5.1	4,980	-7.5	1,370,898	0.1	987,873	-1.3	94,316	13.3	48,744	15.6
03	7,294	-0.7	5,349	-5.5	1,287,583	0.0	955,137	-2.1	117,029	10.3	58,262	3.7

자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

그림 17. 항공사별 여객수송 증감률: 제주항공 호조



자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

그림 18. 항공사별 화물운송 증감률: 대한항공 급증



자료: 인천국제공항, NH투자증권 리서치본부

표4. 대한항공 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Net profit	771	254	449	509	611	779	815	853	893	934	977	1,022
Shareholder's equity	2,990	3,243	3,644	4,105	4,620	5,303	6,002	6,716	7,445	8,189	8,948	9,721
Forecast ROE (FROE)	32.5%	8.1%	13.0%	13.1%	14.0%	15.7%	14.4%	13.4%	12.6%	11.9%	11.4%	11.0%
Spread (FROE-COE)	22.5%	-1.9%	3.0%	3.1%	4.0%	5.7%	4.4%	3.4%	2.6%	1.9%	1.4%	1.0%
Residual income	534	-58	104	122	174	283	250	217	185	152	120	89
Cost of equity (COE)	10.0%											
Beta	1.0											
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	1,761											
PV of forecast period RI	1,338											
PV of continuing value	153											
Equity value (C+P)	3,252											
No of shares (common, mn)	94,845											
		12m TP										
Fair price (C)		37,722										
Current price (C)		30,500										
Upside (-downside)		23.7%										
Implied P/B (x)		1.5										
Implied P/E (x)		5.7										

표5. 아시아나항공 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Net profit	180	85	132	151	165	165	170	174	179	184	189	194
Shareholder's equity	1,135	1,218	1,316	1,424	1,535	1,636	1,739	1,841	1,942	2,043	2,142	2,241
Forecast ROE (FROE)	17.8%	7.3%	10.4%	11.0%	11.1%	10.4%	10.0%	9.7%	9.5%	9.2%	9.0%	8.8%
Spread (FROE-COE)	7.8%	-2.7%	0.4%	1.0%	1.1%	0.4%	0.0%	-0.3%	-0.5%	-0.8%	-1.0%	-1.2%
Residual income	79	-32	5	14	17	7	1	-5	-10	-16	-21	-25
Cost of equity (COE)	10.0%											
Beta	1.0											
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	892											
PV of forecast period RI	46											
PV of continuing value	-44											
Equity value (C+P)	894											
No of shares (common, mn)	205,235											
		12m TP										
Fair price (C)		4,790										
Current price (C)		4,415										
Upside (-downside)		8.5%										
Implied P/B (x)		1.0										
Implied P/E (x)		6.6										

표6. 제주항공 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Net profit	54	76	94	120	140	161	179	200	222	247	275	306
Shareholder's equity	313	376	457	563	691	839	1,000	1,175	1,366	1,573	1,798	2,042
Forecast ROE (FROE)	18.5%	22.0%	22.6%	23.5%	22.4%	21.1%	19.5%	18.3%	17.5%	16.8%	16.3%	15.9%
Spread (FROE-COE)	7.9%	11.4%	12.0%	12.9%	11.8%	10.5%	8.9%	7.7%	6.9%	6.2%	5.7%	5.3%
Residual income	23	39	50	66	74	80	82	84	87	91	96	102
Cost of equity (COE)	10.6%											
Beta	1.1											
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	272											
PV of forecast period RI	443											
PV of continuing value	160											
Equity value (C+P)	876											
No of shares (common, mn)	26,294											
		12m TP										
Fair price (C)		36,844										
Current price (C)		31,650										
Upside (-downside)		16.4%										
Implied P/B (x)		3.4										
Implied P/E (x)		15.8										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(Rit) = 당기순이익t - 자기자본t-1 * 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 * (ROEt - COEt)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

표 7. Global Peer Analysis I – Earnings

(단위: 백만달러)

회사명		대한항공	아시아나 항공	Singapore Airlines	Cathay Pacific	All Nippon Airways	Air China	China Eastern Airlines	China Airlines	Int'l Consolidated Airline	Deutsche Lufthansa
주가 (4/7, 달러)		26.9	3.9	7.2	1.4	3.0	0.9	1.0	0.3	6.5	15.7
시가총액		2,548.2	798.2	8,536.5	5,691.6	10,459.1	17,119.9	12,945.8	1,691.8	13,675.5	7,388.4
		한국	한국	싱가포르	홍콩	일본	중국	중국	대만	영국	독일
매출액	2016P	9,708	4,769	10,993	11,949	14,932	17,117	14,806	4,378	24,978	35,042
	2017E	11,199	5,378	10,597	12,277	15,834	18,107	15,703	4,902	24,054	35,564
	2018F	11,530	5,441	10,853	12,752	16,714	19,836	17,369	5,274	24,893	36,127
영업이익	2016P	927	212	578	-18	1,138	2,527	1,054	142	2,932	1,820
	2017E	925	217	469	-2	1,321	2,059	885	184	2,739	1,708
	2018F	1,012	229	419	137	1,453	2,028	1,024	187	2,847	1,781
EBITDA	2016P	2,377	544	1,716	1,084	2,380	4,559	2,881	691	4,356	3,633
	2017E	2,616	587	1,646	1,227	2,627	4,233	3,463	821	4,245	3,725
	2018F	2,631	595	1,622	1,468	2,829	4,487	3,667	835	4,392	3,810
순이익	2016P	-461	43	501	-63	683	1,044	616	18	2,129	1,539
	2017E	691	164	456	-98	757	1,043	827	150	1,984	1,161
	2018F	223	76	378	90	847	1,263	906	157	2,071	1,167
EPS (달러)	2016P	-6.4	0.2	0.4	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0	1.0	3.3
	2017E	7.5	0.8	0.4	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	0.9	2.7
	2018F	2.4	0.4	0.3	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	1.0	2.6
BPS (달러)	2016P	19.7	3.8	8.1	1.8	2.0	0.8	0.5	0.3	2.7	15.9
	2017E	27.4	4.9	7.9	1.7	2.3	0.8	0.5	0.4	3.5	18.1
	2018F	29.8	5.2	8.0	1.8	2.5	0.9	0.6	0.4	4.1	20.0
Net debt	2016P	5,716	2,317	-2,445	6,433	3,789	14,455	18,102	2,863	2,124	2,889
(-net cash)	2017E	4,419	2,505	-1,382	7,540	3,754	12,789	17,432	3,031	2,188	3,250
	2018F	4,311	2,418	-394	8,033	3,838	11,971	18,449	3,024	1,431	2,643

주: 대한항공, 아시아나항공은 NH투자증권 추정치 및 4월 7일 기준. 나머지는 Bloomberg 추정치 및 4월 7일 기준
 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

표 8. Global Peer Analysis II – Valuation

회사명		대한항공	아시아나 항공	Singapore Airlines	Cathay Pacific	All Nippon Airways	Air China	China Eastern Airlines	China Airlines	Int'l Consolidated Airline	Deutsche Lufthansa
PER (배)	2016P	N/A	16.8	16.6	#N/A	14.2	8.1	9.6	93.0	5.5	3.2
	2017E	3.6	5.0	22.6	#N/A	13.7	11.5	21.2	10.1	6.9	6.4
	2018F	11.4	10.6	23.4	45.1	12.2	9.8	19.5	7.5	6.5	6.1
PBR (배)	2016P	1.2	1.0	1.0	0.7	1.4	0.8	1.0	0.9	2.0	0.8
	2017E	1.0	0.8	0.9	0.8	1.3	1.1	1.9	0.8	1.9	0.9
	2018F	0.9	0.7	0.9	0.8	1.2	1.0	1.8	0.8	1.6	0.8
EV/EBITDA	2016P	3.0	5.5	4.4	10.7	5.4	5.5	9.1	6.5	3.4	2.6
(배)	2017E	2.8	6.0	4.5	10.8	5.4	7.3	8.9	5.8	3.8	2.9
	2018F	2.7	5.7	5.2	9.4	5.1	6.7	8.7	5.7	3.5	2.7
ROE (%)	2016P	-27.2	5.7	5.5	-0.9	10.3	10.8	9.7	1.0	36.4	21.7
	2017E	32.5	17.8	4.5	-0.2	10.2	9.8	11.5	9.3	28.1	15.9
	2018F	8.1	7.3	4.0	1.4	10.4	9.9	10.5	8.6	24.9	14.8
Div yield (%)	2016P	0.0	0.0	3.9	0.5	1.6	2.4	3.1	N/A	4.6	4.1
	2017E	0.0	0.0	3.5	0.5	1.8	1.5	0.7	3.3	3.9	3.5
	2018F	0.0	0.0	2.7	0.7	2.1	1.8	0.7	3.5	4.2	3.7

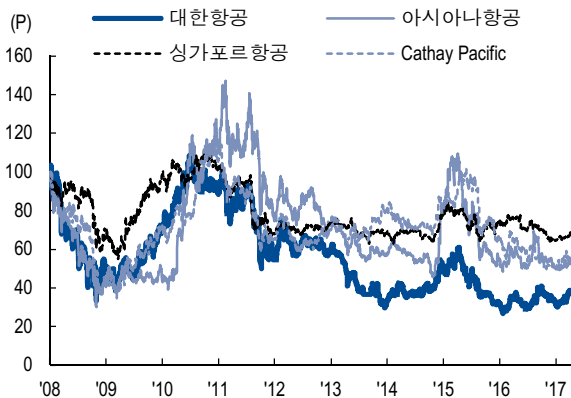
주: 대한항공, 아시아나항공은 NH투자증권 추정치 및 3월 8일 기준. 나머지는 Bloomberg 추정치 및 3월 7일 기준
 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

표 9. Global Peer Analysis III - Performance

Company Name	국가	Relative share performance (%)					Absolute share performance (%)				
		1w	1m	3m	6m	1y	1w	1m	3m	6m	1y
대한항공	한국	-2.9	5.6	18.4	-4.6	-4.4	-3.3	8.3	24.5	-0.2	4.3
아시아나항공	한국	-1.8	-1.1	-0.3	-10.4	-20.7	-2.2	1.5	4.9	-6.3	-13.4
Singapore Airlines	싱가포르	0.6	0.8	-2.4	-12.5	-20.8	0.7	2.2	3.2	-3.2	-10.4
Cathay Pacific Airways	홍콩	-0.6	-5.7	0.0	1.5	-26.2	0.0	-2.9	6.6	3.3	-12.1
All Nippon Airways	일본	-1.2	3.7	6.5	8.5	-7.0	-2.7	-1.9	2.9	19.7	7.7
Air China	중국	10.9	21.0	29.6	27.9	-2.8	11.6	24.6	38.3	30.1	15.8
China Eastern Airlines	중국	-2.1	-2.1	-6.9	7.2	7.7	-0.1	0.1	-3.2	15.6	18.7
China Airlines	대만	-10.5	-7.8	-4.0	-6.0	-25.9	-9.9	-5.4	1.4	0.2	-14.4
Eva Airways	대만	-1.4	-8.4	10.9	38.6	-15.2	-1.0	-8.3	12.1	43.5	0.4
Thai Airways	태국	-1.2	0.8	20.3	38.6	-15.5	-2.0	3.0	27.0	59.5	7.4
Qantas Airways	호주	-2.9	5.6	18.4	-4.6	-4.4	-3.3	8.3	24.5	-0.2	4.3
Deutsche Lufthansa	독일	-1.8	-1.1	-0.3	-10.4	-20.7	-2.2	1.5	4.9	-6.3	-13.4
Int'l Consolidated Airline	영국	0.6	0.8	-2.4	-12.5	-20.8	0.7	2.2	3.2	-3.2	-10.4
Air France - KLM	프랑스	-0.6	-5.7	0.0	1.5	-26.2	0.0	-2.9	6.6	3.3	-12.1
United Continental Holdings	미국	-1.2	3.7	6.5	8.5	-7.0	-2.7	-1.9	2.9	19.7	7.7
Delta Airlines	미국	10.9	21.0	29.6	27.9	-2.8	11.6	24.6	38.3	30.1	15.8

자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

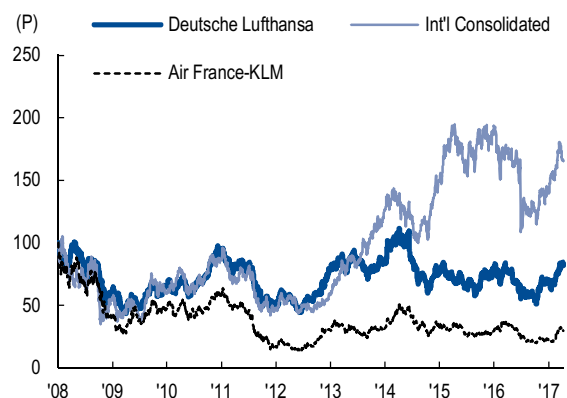
그림 19. 아시아 항공사 주가 추이



주: 2008년초 주가 = 100

자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

그림 20. 미주, 유럽 항공사 주가 추이



주: 2008년초 주가 = 100

자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

표 10. Global LCC Peer Analysis I - Earnings

(단위: 백만달러)

회사명		제주항공	Air Asia	Easy Jet	West Jet Airlines	Southwest Airlines	Ryan Air	Cebu Air	Spring Airlines
주가 (3/8, 달러)		27.9	0.7	12.9	16.8	54.5	16.0	1.9	5.0
시가총액		733.1	2,268.1	5,131.0	1,970.6	33,556.0	19,536.6	1,181.0	4,034.3
		한국	말레이시아	영국	캐나다	미국	아일랜드	필리핀	중국
매출액	2016P	619	1,674	6,649	3,114	20,425	7,218	1,304	1,268
	2017E	809	1,585	6,160	3,341	21,325	7,092	1,357	1,502
	2018F	937	1,694	6,592	3,612	22,409	7,464	1,527	1,793
영업이익	2016P	49	476	713	332	3,957	1,612	259	94
	2017E	66	366	478	407	3,833	1,636	221	147
	2018F	85	313	564	482	4,415	1,793	224	193
EBITDA	2016P	60	657	954	597	5,178	2,084	386	175
	2017E	80	550	712	573	5,176	2,162	344	351
	2018F	98	533	811	667	5,771	2,391	384	429
순이익	2016P	44	492	612	225	2,370	1,371	205	133
	2017E	49	296	382	174	2,346	1,402	172	192
	2018F	68	286	440	232	2,700	1,536	173	239
EPS (달러)	2016P	1.8	0.2	1.6	1.9	3.8	1.0	0.3	0.2
	2017E	1.8	0.1	1.0	1.4	3.8	1.1	0.3	0.3
	2018F	2.5	0.1	1.1	1.9	4.6	1.3	0.3	0.3
BPS (달러)	2016P	9.1	0.5	8.9	13.1	13.0	3.2	1.1	1.3
	2017E	10.5	0.6	9.1	14.3	15.8	3.6	1.3	1.5
	2018F	12.6	0.6	9.7	15.7	18.1	4.7	1.6	1.8
Net debt	2016P	-286	1,970	-276	391	697	-340	655	729
(-net cash)	2017E	-334	1,723	-20	1,441	152	151	673	591
	2018F	-388	1,714	505	1,375	-1,010	-524	924	640

주: 제주항공은 NH투자증권 추정치. 나머지는 Bloomberg 추정치

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

표 11. Global LCC Peer Analysis II - Valuation

회사명		제주항공	Air Asia	Easy Jet	West Jet Airlines	Southwest Airlines	Ryan Air	Cebu Air	Spring Airlines
PER (배)	2016P	12.3	3.1	9.3	9.3	13.3	12.2	5.8	30.9
	2017E	15.4	7.6	13.7	11.1	14.3	14.3	6.7	18.5
	2018F	11.0	8.1	11.7	8.8	11.8	12.6	6.8	16.0
PBR (배)	2016P	2.4	1.0	1.5	1.3	3.8	5.1	1.7	4.0
	2017E	2.7	1.2	1.4	1.2	3.4	4.5	1.4	3.3
	2018F	2.2	1.1	1.3	1.1	3.0	3.4	1.2	2.8
EV/EBITDA (배)	2016P	4.6	5.6	5.6	4.1	6.4	9.5	4.9	29.7
	2017E	5.1	7.3	7.2	6.0	6.5	9.1	5.4	13.2
	2018F	3.6	7.5	6.9	5.0	5.6	8.0	5.5	10.9
ROE (%)	2016P	21.1	36.8	17.3	14.8	30.0	32.5	33.4	12.7
	2017E	18.5	16.8	10.9	10.7	25.2	33.7	22.8	15.9
	2018F	22.0	13.6	12.0	12.7	26.4	30.9	17.2	16.9
Div yield (%)	2016P	2.0	0.0	5.3	2.4	0.8	0.0	1.1	0.4
	2017E	1.6	3.1	3.6	2.5	0.8	0.0	2.5	0.5
	2018F	1.6	2.3	4.5	2.6	0.9	0.6	2.4	0.7

주: 제주항공은 NH투자증권 추정치. 나머지는 Bloomberg 추정치

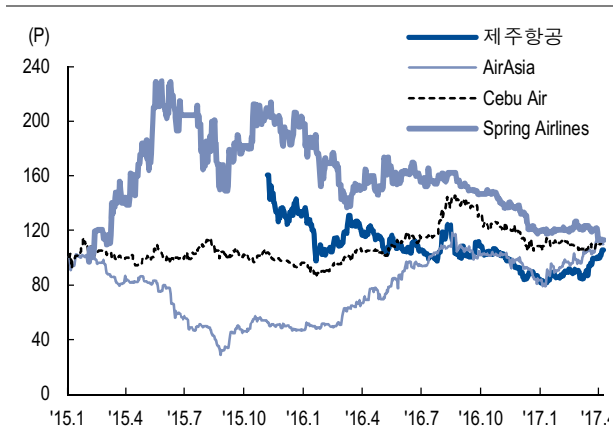
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

표 12. Global LCC Peer Analysis III - Performance

Company Name	국가	Relative share performance (%)					Absolute share performance (%)				
		1w	1m	3m	6m	1y	1w	1m	3m	6m	1y
제주항공	한국	6.6	20.3	23.8	-1.1	-17.1	6.2	23.4	30.2	3.4	-9.6
Air Asia	말레이시아	-4.2	3.4	33.8	2.4	57.1	-4.1	4.9	39.4	7.1	59.3
Easy Jet	영국	1.3	6.9	-1.9	12.4	-39.4	1.7	7.0	-0.9	16.4	-28.3
West Jet Airlines	캐나다	-1.9	1.0	-1.9	-6.2	-6.0	-1.2	2.0	-0.4	0.9	10.0
Southwest Airlines	미국	1.8	-2.5	4.4	30.2	6.5	1.5	-3.2	8.4	41.8	22.6
Ryan Air	아일랜드	3.4	4.3	1.8	17.7	5.2	4.2	4.8	3.5	34.6	14.1
Cebu Air	필리핀	-0.4	0.0	1.3	-10.8	4.1	3.3	6.1	4.3	-10.2	8.9
Spring Airlines	중국	-8.9	-8.9	-8.8	-28.6	-33.8	-7.1	-6.8	-5.2	-23.0	-27.0

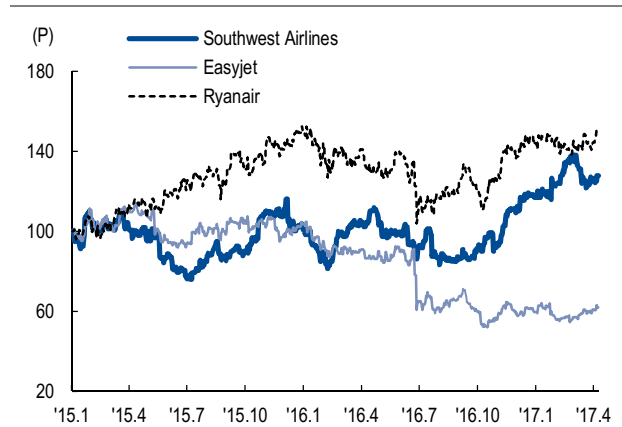
자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

그림 21. 아시아 LCC 주가 추이



주: 2015년초 주가 = 100. 제주항공은 2015년 11월 5일, Spring Airlines 는 2015년 2월 3일 기준; 자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

그림 22. 미주, 유럽 LCC 주가 추이



주: 2015년초 주가 = 100
자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

[대한항공]

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	11,732	12,319	12,913	13,443
증감률 (%)	1.6	5.0	4.8	4.1
매출원가	9,435	10,059	10,490	10,892
매출총이익	2,297	2,260	2,423	2,550
Gross 마진 (%)	19.6	18.3	18.8	19.0
판매비와 일반관리비	1,176	1,242	1,290	1,342
영업이익	1,121	1,018	1,133	1,208
증감률 (%)	26.9	-9.2	11.4	6.6
OP 마진 (%)	9.6	8.3	8.8	9.0
EBITDA	2,872	2,877	2,947	2,971
영업외손익	-1,838	-15	-803	-624
금융수익(비용)	-507	-486	-447	-434
기타영업외손익	-1,219	534	-296	-132
종속, 관계기업관련손익	-112	-63	-60	-58
세전계속사업이익	-717	1,003	330	584
법인세비용	-161	243	80	141
계속사업이익	-557	760	250	442
당기순이익	-557	760	250	442
증감률 (%)	적지	흑전	-67.1	76.9
Net 마진 (%)	-4.7	6.2	1.9	3.3
지배주주지분 순이익	-565	771	254	449
비지배주주지분 순이익	8	-11	-4	-6
기타포괄이익	-58	0	0	0
총포괄이익	-615	760	250	442

Valuation / Profitability / Stability				
	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
PER(배)	N/A	3.6	11.4	6.5
PBR(배)	1.2	1.0	0.9	0.8
PCR(배)	0.7	1.1	1.1	1.1
PSR(배)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	3.0	2.8	2.7	2.6
EV/EBIT(배)	7.7	7.9	7.0	6.3
EPS(원)	-7,274	8,513	2,676	4,726
BPS(원)	22,352	31,156	33,801	37,978
SPS(원)	151,064	135,972	136,150	141,733
자기자본이익률(ROE, %)	-27.2	32.5	8.1	13.0
총자산이익률(ROA, %)	-2.3	3.1	1.0	1.8
투자자본이익률 (ROIC, %)	4.2	4.8	5.5	5.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	1.6
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	10.6
총현금배당금(십억원)	0	0	0	48
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	500
순부채(현금)/자기자본(%)	346.4	162.4	146.5	123.5
총부채/ 자기자본(%)	1,178.1	714.0	653.4	577.0
이자발생부채	16,325	16,034	15,937	15,842
유동비율(%)	36.4	49.7	49.6	52.7
총발행주식수(백만)	79	96	96	96
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	25,713	30,500	30,500	30,500
시가총액(십억원)	2,006	2,907	2,907	2,907

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	1,090	2,262	2,279	2,456
매출채권	607	637	668	696
유동자산	3,328	4,590	4,698	4,956
유형자산	17,873	17,865	17,794	17,672
투자자산	621	652	683	711
비유동자산	20,629	20,582	20,484	20,343
자산총계	23,957	25,172	25,182	25,299
단기성부채	6,679	6,656	6,776	6,903
매입채무	114	120	125	130
유동부채	9,131	9,230	9,475	9,397
장기성부채	9,645	9,378	9,161	8,939
장기충당부채	1,305	1,370	1,304	1,251
비유동부채	12,951	12,849	12,365	12,165
부채총계	22,082	22,080	21,839	21,562
자본금	370	480	480	480
자본잉여금	603	951	951	951
이익잉여금	-193	578	832	1,233
비지배주주지분	114	103	99	93
자본총계	1,874	3,092	3,342	3,737

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
영업활동 현금흐름	2,806	2,491	2,445	2,339
당기순이익	-557	760	250	442
+ 유/무형자산상각비	1,752	1,859	1,813	1,763
+ 종속, 관계기업관련손익	455	63	60	58
+ 외화환산손실(이익)	218	-797	157	-5
Gross Cash Flow	2,892	2,482	2,693	2,724
- 운전자본의증가(감소)	-97	208	-224	-303
투자활동 현금흐름	-874	-1,088	-1,943	-1,684
+ 유형자산 감소	272	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-1,145	-1,782	-1,684	-1,594
+ 투자자산의매각(취득)	357	-94	-92	-86
Free Cash Flow	1,661	710	760	745
Net Cash Flow	1,933	1,403	501	655
재무활동현금흐름	-1,829	-231	-485	-477
자기자본 증가	0	458	0	0
부채증감	-1,829	-688	-485	-477
현금의증가	122	1,172	17	178
기말현금 및 현금성자산	1,090	2,262	2,279	2,456
기말 순부채(순현금)	6,493	5,020	4,897	4,616

[아시아나항공]

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	5,764	5,916	6,094	6,305
증감률 (%)	4.0	2.6	3.0	3.5
매출원가	4,909	5,057	5,190	5,341
매출총이익	854	859	904	964
Gross 마진 (%)	14.8	14.5	14.8	15.3
판매비와 일반관리비	598	621	647	676
영업이익	256	238	257	287
증감률 (%)	456.6	-7.1	7.8	11.9
OP 마진 (%)	4.5	4.0	4.2	4.6
EBITDA	658	646	667	699
영업외손익	-186	-1	-144	-114
금융수익(비용)	-135	-147	-151	-147
기타영업외손익	-76	122	-16	11
종속, 관계기업관련손익	24	23	23	22
세전계속사업이익	70	238	113	174
법인세비용	19	57	27	42
계속사업이익	51	180	85	132
당기순이익	53	180	85	132
증감률 (%)	흑전	242.5	-52.6	54.4
Net 마진 (%)	0.9	3.0	1.4	2.1
지배주주지분 순이익	49	180	85	132
비지배주주지분 순이익	3	0	0	0
기타포괄이익	-18	12	-3	-3
총포괄이익	35	193	83	129

Valuation / Profitability / Stability				
	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
PER(배)	16.8	5.0	10.6	6.9
PBR(배)	1.0	0.8	0.7	0.7
PCR(배)	1.1	1.5	1.4	1.3
PSR(배)	0.1	0.2	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	5.5	6.0	5.7	5.4
EV/EBIT(배)	14.2	16.4	14.8	13.0
EPS(원)	251	877	416	642
BPS(원)	4,346	5,531	5,934	6,414
SPS(원)	29,313	28,823	29,692	30,720
자기자본이익률(ROE, %)	5.7	17.8	7.3	10.4
총자산이익률(ROA, %)	0.6	2.2	1.0	1.6
투자자본이익률 (ROIC, %)	2.4	3.2	3.4	3.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	3.4
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	23.4
총현금배당금(십억원)	0	0	0	31
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	150
순부채(현금)/자기자본(%)	252.6	221.4	200.9	183.0
총부채/ 자기자본(%)	689.9	533.5	505.5	470.9
이자발생부채	4,615	4,128	4,104	3,997
유동비율(%)	36.6	34.3	36.1	36.6
총발행주식수(백만)	205	205	205	205
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	4,220	4,415	4,415	4,415
시가총액(십억원)	866	906	906	906

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	271	203	216	199
매출채권	362	376	392	405
유동자산	1,197	1,167	1,227	1,245
유형자산	5,156	5,137	5,205	5,261
투자자산	460	423	436	451
비유동자산	7,033	6,974	7,055	7,125
자산총계	8,229	8,141	8,282	8,371
단기성부채	1,925	2,019	1,970	1,925
매입채무	139	143	147	152
유동부채	3,274	3,403	3,396	3,400
장기성부채	2,690	2,109	2,133	2,072
장기충당부채	468	480	495	512
비유동부채	3,914	3,453	3,518	3,505
부채총계	7,187	6,856	6,914	6,905
자본금	1,026	1,077	1,077	1,077
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	-121	59	145	246
비지배주주지분	150	150	150	150
자본총계	1,042	1,285	1,368	1,466

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
영업활동 현금흐름	659	543	538	553
당기순이익	53	180	85	132
+ 유/무형자산상각비	401	408	410	411
+ 종속, 관계기업관련손익	-58	-23	-23	-22
+ 외화환산손실(이익)	51	-140	29	0
Gross Cash Flow	754	613	664	694
- 운전자본의증가(감소)	12	118	37	33
투자활동 현금흐름	-55	-174	-500	-463
+ 유형자산 감소	186	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-375	-389	-478	-467
+ 투자자산의매각(취득)	392	72	7	5
Free Cash Flow	284	153	60	87
Net Cash Flow	604	368	38	90
재무활동현금흐름	-512	-437	-24	-107
자기자본 증가	50	51	0	0
부채증감	-562	-487	-24	-107
현금의증가	88	-68	14	-17
기말현금 및 현금성자산	271	203	216	199
기말 순부채(순현금)	2,632	2,846	2,747	2,684

[제주항공]

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	748	890	1,049	1,198
증감률 (%)	23.0	19.1	17.8	14.2
매출원가	602	725	854	968
매출총이익	146	166	195	230
Gross 마진 (%)	19.5	18.6	18.6	19.2
판매비와 일반관리비	87	93	99	110
영업이익	59	73	96	120
증감률 (%)	14.1	24.7	30.8	25.8
OP 마진 (%)	7.8	8.2	9.1	10.0
EBITDA	73	88	110	136
영업외손익	10	-2	4	4
금융수익(비용)	10	2	3	3
기타영업외손익	1	-4	2	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	69	71	100	124
법인세비용	16	17	24	30
계속사업이익	53	54	76	94
당기순이익	53	54	76	94
증감률 (%)	12.8	1.5	40.5	24.0
Net 마진 (%)	7.1	6.1	7.2	7.9
지배주주지분 순이익	53	54	76	94
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	0	0	0
총포괄이익	48	54	76	94

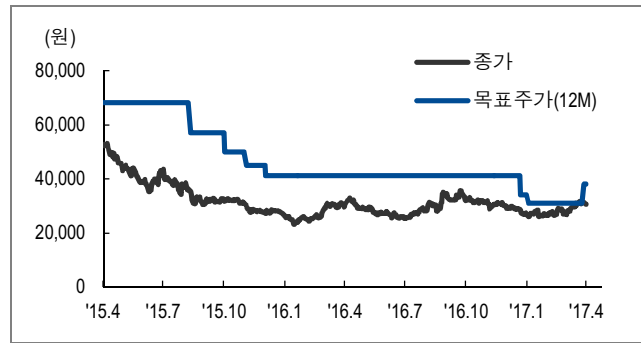
Valuation / Profitability / Stability				
	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
PER(배)	12.3	15.4	11.0	8.8
PBR(배)	2.4	2.7	2.2	1.8
PCR(배)	8.3	9.3	7.5	6.1
PSR(배)	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	4.6	5.1	3.6	2.3
EV/EBIT(배)	5.7	6.2	4.1	2.6
EPS(원)	2,047	2,053	2,885	3,577
BPS(원)	10,351	11,904	14,288	17,366
SPS(원)	28,765	33,858	39,894	45,566
자기자본이익률(ROE, %)	21.1	18.5	22.0	22.6
총자산이익률(ROA, %)	9.9	8.6	10.8	11.8
투자자본이익률 (ROIC, %)	346.9	-918.2	-791.5	-4,896.4
배당수익률(%)	2.0	1.6	1.6	1.6
배당성장(%)	24.7	24.4	17.3	14.0
총현금배당금(십억원)	13	13	13	13
보통주 주당배당금(원)	500	500	500	500
순부채(현금)/자기자본(%)	-119.5	-121.3	-117.2	-112.4
총부채/ 자기자본(%)	120.6	111.7	98.7	85.1
이자발생부채	20	22	23	24
유동비율(%)	167.5	183.8	201.2	222.1
총발행주식수(백만)	26	26	26	26
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	25,100	31,650	31,650	31,650
시가총액(십억원)	660	832	832	832

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	167	189	213	252
매출채권	25	29	35	40
유동자산	437	510	591	684
유형자산	59	50	53	59
투자자산	9	11	13	15
비유동자산	164	152	155	161
자산총계	600	662	746	845
단기성부채	20	22	23	24
매입채무	0	0	0	0
유동부채	261	277	294	308
장기성부채	0	0	0	0
장기충당부채	65	70	74	77
비유동부채	67	72	77	81
부채총계	328	350	371	389
자본금	131	131	131	131
자본잉여금	89	89	89	89
이익잉여금	51	92	155	236
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	272	313	376	457

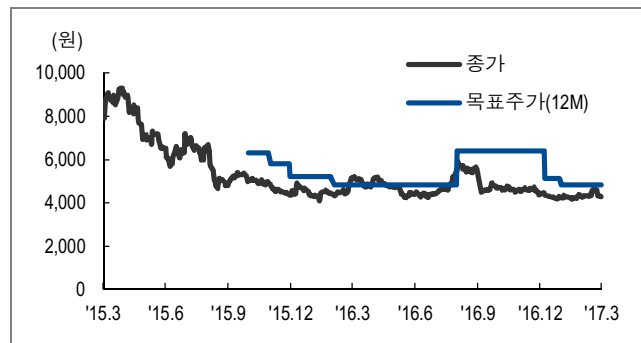
CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
영업활동 현금흐름	117	77	90	108
당기순이익	53	54	76	94
+ 유/무형자산상각비	14	15	15	15
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-1	5	-1	0
Gross Cash Flow	79	89	111	136
- 운전자본의증가(감소)	39	3	0	-1
투자활동 현금흐름	-69	-43	-54	-57
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-30	-2	-15	-20
+ 투자자산의매각(취득)	-8	-2	-2	-2
Free Cash Flow	86	75	75	88
Net Cash Flow	48	34	36	51
재무활동현금흐름	-7	-12	-12	-12
자기자본 증가	3	0	0	0
부채증감	-11	-12	-12	-12
현금의증가	42	22	24	39
기말현금 및 현금성자산	167	189	213	252
기말 순부채(순현금)	-325	-380	-440	-513

투자이전 및 목표주가 변경내역

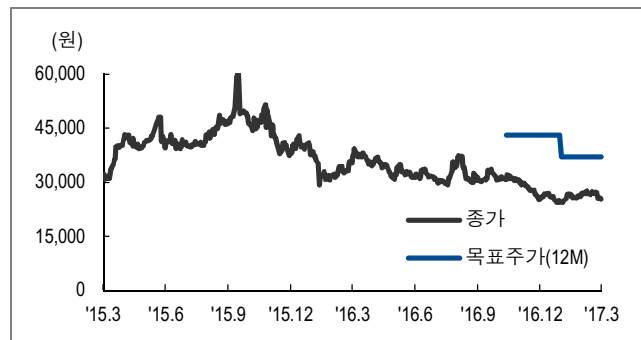
종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
대한항공	003490.KS	2017.04.07	Buy	38,000원(12개월)
		2017.01.09	Hold	31,000원(12개월)
		2016.12.28	Hold	34,000원(12개월)
		2015.12.08	Buy	41,000원(12개월)
		2015.11.09	Buy	45,000원(12개월)
		2015.10.08	Buy	50,000원(12개월)
		2015.08.17	Buy	57,000원(12개월)
		2015.04.03	Buy	68,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
아시아나항공	020560.KS	2017.01.09	Hold	4,800원(12개월)
		2016.12.16	Hold	5,100원(12개월)
		2016.08.09	Buy	6,400원(12개월)
		2016.02.11	Hold	4,800원(12개월)
		2015.12.08	Hold	5,200원(12개월)
		2015.11.09	Buy	5,800원(12개월)
		2015.10.08	Buy	6,300원(12개월)
아시아나항공은 2014.12.12~2015.9.30 동안 당사의 조사분석제한 종목이었음				



종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
제주항공	089590.KS	2017.01.09	Buy	37,000원(12개월)
		2016.10.20	Buy	43,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 4월 7일 기준)

● 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
74.8%	25.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '대한항공'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 '대한항공'을 제외한 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.