



신영리서치와 함께하는 Study시리즈⁷

24 Oct, 2019

● Analyst 엄경아

항공주 이른 바닥콜

평소 무관심의 주식이라고 불리던 것이 무색할 만큼 금융위기 이후 항공산업의 수요는 폭발적! 결국 과도한 경쟁이 출국자수 둔화를 만나 투자심리는 악화일로로 걸어가는 중. 생각보다 빨리 한국 항공산업이 구조조정 사이클에 진입. 상장폐지 이후 3년도 되지 않아 시장으로 돌아온 일본의 JAL을 기억하자. 우리는 어떤 항공주를 들고 기다려야 하는가?

2차전지 동박

22 Oct, 2019

C-ITS & V2X

16 Oct, 2019

헬스케어와 빅데이터

10 Oct, 2019

화장품, 중국탐방기

2 Oct, 2019

코인을 낚는 메신저

30 Sep, 2019

Retailer와 REITs

24 Sep, 2019



Content

I. 항공업 안 좋을 때 공부하자	3
이른 바닥콜: 한국 항공산업 구조조정 사이클 진입	3
II. 일본의 항공산업	6
일본 항공사 구조	6
20년 앞서간 일본, 포기를 아는 항공산업	9
III. 한국의 항공산업	15
한국 항공사 구조	15
업계 재편을 앞두고 있는 한국 항공업계	16
아시아나항공 매각 이슈	19
기존 항공사 잡음 장기화, 누군가에게는 기회	21
Appendix	23
기업분석	25
1) 대한항공(매수(유지)) / TP 36,000원	26
2) 티웨이항공(매수(상향)) / TP 6,500원	29

I. 항공업, 안 좋을 때 공부하자!

이른 바닥콜: 한국 항공산업 구조조정 사이클 진입

앞서 나간 일본의 항공산업, 참고하여 한국시장 수혜주 찾기

한국 항공산업
영업영향요인들
악화일로

2019년 하반기 들어 항공업체들의 영업에 영향을 주는 요인들은 대부분 악화되는 방향으로 변하고 있다. 근접국(일본)과의 관계 악화로 여객수요가 급격하게 감소하고 있으며, 원/달러 환율은 1,200원/달러에 근접해있다. 여객뿐만 아니라 화물수요도 감소를 거듭하고 있고, 저가항공사들의 전략적 신기재인 보잉사 737MAX 기종의 사고로 신규노선 개발에도 차질이 빚어지고 있다.

영업은 안 좋지만
구조조정 이벤트에 대응할
필요는 있음

단기적인 이벤트를 차치하고 보더라도 한국의 항공업계 상황은 만만하지 않다. 인구 대비 출국자 수 비중이 이미 55%를 넘어 성숙기 진입에 대한 우려도 있다. 물론 항상 우리나라보다 출국자수 비중이 높은 대만(70% 이상)이 있어 출국자 수 비중의 성장여력이 남아있다고 생각할 수 있기도 하다. 하지만 공항인프라의 개선 속도가 느리고, 우리보다 인구가 많고, 항공산업의 발전이 빨랐던 일본의 출국자수 성장이 한계에 부딪힌 모습을 보면서 한 번 정도 항공산업의 현위치와 향후 전망을 하는데 있어서 참고해 봐야 할 문제이다.

일본 항공산업
구조조정 과정
알아두면
피가 되고 살이 되는
사실들

신영증권 리서치의 Study Series 7번째 주제는 구조조정 사이클을 맞이한 한국의 항공산업 진단이다. 항공산업 영업상황이 좋지 않지만, 산업 재편에 대응해야 할 수 있는 상황이기 때문에 명확한 현황파악이 필요하다고 판단한다. 역사가 오래된 대기업의 항공사업 매각, 구조조정 과정 없이 늘어만 나던 저가항공사들의 비상경영 돌입 등으로 시장의 판도가 크게 달라질 수 있는 상황이다. 이미 항공산업이 성숙기에 진입한 것으로 보이는 일본의 과거 사례 분석을 통해 한국과의 유사점과 차이점을 찾아보면서 구조조정에 대한 시나리오 분석을 더해보았다.

도표 1.한중일 내국인 출국자수 추이

시기	한국	일본	중국	시기	한국	일본	중국
1964(일본)	-	127	-	1993	-	11,934	3,740
1965	-	159	-	1994	-	13,579	3,734
1966	-	212	-	1995	3,819	15,298	4,521
1967	-	268	-	1996	4,649	16,695	5,061
1968	-	344	-	1997(중국)	4,542	16,803	5,324
1969	-	493	-	1998	3,067	15,806	8,426
1970	-	663	-	1999	4,342	16,358	9,232
1971	-	961	-	2000	5,508	17,819	10,473
1972	-	1,392	-	2001	6,084	16,216	12,134
1973	-	2,289	-	2002	7,123	16,523	16,602
1974	-	2,336	-	2003	7,086	13,296	20,222
1975	-	2,466	-	2004	8,826	16,831	28,850
1976	-	2,853	-	2005	10,078	17,404	31,026
1977	-	3,151	-	2006	11,610	17,535	34,524
1978	-	3,525	-	2007	13,325	17,295	40,954
1979	-	4,038	-	2008	11,996	15,987	45,844
1980	-	3,909	-	2009	9,494	15,446	47,656
1981	-	4,006	-	2010	12,488	16,637	57,387
1982	-	4,086	-	2011	12,694	16,994	70,250
1983	-	4,232	-	2012	13,737	18,491	83,182
1984	-	4,658	-	2013	14,846	17,473	98,185
1985	-	4,948	-	2014	16,081	16,903	116,593
1986	-	5,516	-	2015	19,310	16,214	127,860
1987	-	6,829	-	2016	22,383	17,116	135,130
1988	-	8,427	-	2017	26,496	17,889	142,727
1989(한국)	-	9,663	-	2018	28,695	18,954	161,993
1990	-	10,997	-				
1991	-	10,634	-				
1992	-	11,791	-				

자료: 관광지식정보시스템, Wind, JTB, 신영증권 리서치센터
 주) 음영으로 표시한 부분은 각국의 해외여행 자유화 시작점

도표 2.한중일 인구대비 내국인 출국자수비중 추이

시기	한국	일본	중국	시기	한국	일본	중국
1964	-	0.1%	-	1993	-	9.6%	0.3%
1965	-	0.2%	-	1994	-	10.9%	0.3%
1966	-	0.2%	-	1995	8.5%	12.2%	0.4%
1967	-	0.3%	-	1996	10.2%	13.3%	0.4%
1968	-	0.3%	-	1997	9.9%	13.3%	0.4%
1969	-	0.5%	-	1998	6.6%	12.5%	0.7%
1970	-	0.6%	-	1999	9.3%	12.9%	0.7%
1971	-	0.9%	-	2000	11.7%	14.0%	0.8%
1972	-	1.3%	-	2001	12.8%	12.8%	1.0%
1973	-	2.1%	-	2002	15.0%	13.0%	1.3%
1974	-	2.1%	-	2003	14.8%	10.4%	1.6%
1975	-	2.2%	-	2004	18.4%	13.2%	2.2%
1976	-	2.5%	-	2005	20.9%	13.6%	2.4%
1977	-	2.8%	-	2006	24.0%	13.7%	2.6%
1978	-	3.1%	-	2007	27.4%	13.5%	3.1%
1979	-	3.5%	-	2008	24.5%	12.5%	3.5%
1980	-	3.3%	-	2009	19.3%	12.1%	3.6%
1981	-	3.4%	-	2010	25.2%	13.0%	4.3%
1982	-	3.4%	-	2011	25.4%	13.3%	5.2%
1983	-	3.5%	-	2012	27.4%	14.5%	6.1%
1984	-	3.9%	-	2013	29.4%	13.7%	7.2%
1985	-	4.1%	-	2014	31.7%	13.3%	8.5%
1986	-	4.5%	-	2015	37.9%	12.8%	9.3%
1987	-	5.6%	-	2016	43.7%	13.5%	9.8%
1988	-	6.9%	-	2017	51.6%	14.1%	10.3%
1989	-	7.8%	-	2018	55.6%	15.0%	11.6%
1990	-	8.9%	-				
1991	-	8.6%	-				
1992	-	9.5%	-				

자료: 관광지식정보시스템, Wind, JTB, 신영증권 리서치센터

II. 일본의 항공산업

일본 항공사 구조

ANA & JAL과 친구들

일본 항공사
양대 FSC는
잘 알려진 JAL과 ANA

한국에 양대 대형항공사(FSC: Full Service Carriers) 대한항공과 아시아나항공이 있다면, 일본에는 JAL(Japan Airlines)과 ANA(All Nippon Airways, 전일본공수)가 있다. 한국과 비교해 보면, 2개의 큰 대형항공사 그룹이 장기간 항공산업을 이끌어 왔다는 공통점이 있다. 이들 두 기업을 포함하여 국내선과 국제선 여객서비스를 모두 시행하는 항공사는 일본 내 총 8곳이 있으며, 2020년에 신규취항 예정인 ZIP AIR를 포함하면 9개사가 될 예정이다.

국내선만 운영하는
지역항공사 다수

국내선만 운영하는 항공사는 15군데로 한국보다 지역항공사(regional airlines)나 커뮤터(Commuter)의 영업이 활발한 편이다. 이는 공항의 수(27곳)가 절대적으로 많고, 국토가 열도 형태로 되어있어 항공기나 선박을 이용한 이동이 보편적이기 때문이다. 국토의 넓이가 넓을수록 국내선 항공여객이 활성화 된다는 점이 일본의 경우에도 부합하는 면모라고 볼 수 있다.

도표 3. 일본의 공항 분포



자료 : japan-guide.com, 신영증권 리서치센터

국제선 시장: 대기업자본 중심, 독립LCC는 없다

국제선 운영
FSC이거나
FSC 그룹소속 이거나

[도표 3]에서 확인할 수 있는 것처럼 일본에서 국제선을 운영하는 항공사는 FSC(Full Service Carriers, 대형항공사)이거나 FSC그룹에 소속된 저가항공사 형태이다. 우리나라 사례로 설명해 보면, 마치 진에어, 에어부산, 에어서울과 같은 저가항공사만 국제선 시장에 진출해 있는 것이다.

해외 항공사 자본
투입된 기업
국제선 시장 진출 활발

FSC그룹 자본이 투입되지 않은 항공사 에어아시아재팬(AirAsia Japan)은 대신 동남아 최대 저가항공사인 에어아시아(말레이시아)의 자본을 기반으로 형성되었다. 호주의 콰타스항공그룹, 중국의 춘추항공, 말레이시아의 에어아시아와 같은 해외 자본이 자국의 항공산업에 투입되는 경우가 많다는 점도 한국과 차이점이다. 제주항공, 티웨이항공, 이스타항공과 같이 non-FSC 그룹 소속 저가항공사가 국제선 시장에 전혀 없다.

ANA 지분 참여기업
국제선 시장에 포진

국제선을 운영하는 저가항공사는 대부분 전일본공수(ANA)의 자회사에 해당된다. JAL이 100% 출자한 ZIP AIR가 2020년에 운항을 시작한다면, 전일본공수와 관련 없는 유일한 일본계 국제선 운영 저가항공사가 될 예정이다.

도표 4. 일본의 국내선, 국제선 운영 항공사

항공사	ICAO	IATA	소유구조
AirAsia Japan	WAJ	DJ	AirAsia(말레이시아) 49% 지분, 나머지 일본기업 지분
All Nippon Airways	ANA	NH	
Japan Airlines	JAL	JL	
Jetstar Japan	JJP	GK	Qantas(호주) 33.3%, JAL (일본) 33.3%, 나머지 일본기업 지분으로 시작하여 지속적인 증가
Peach Aviation	APJ	MM	ANA (일본)과 홍콩기반 FI의 조인트벤처
Spring Airlines Japan	SJO	IJ	춘추항공(중국) 33%, 나머지 다수의 일본기업 지분
StarFlyer	SFJ	7G	ANA 17.96%와 기타일본기업이 지분을 보유
Vanilla Air	VNL	JW	AirAsia Japan이었다가 ANA 그룹에 편입
ZIP AIR Tokyo	TZT	-	JAL 이 100% 출자한 장거리 LCC

자료: 각 사, 신영증권 리서치센터 정리

국내선 지선서비스
한국보다 다수 업체가 진행
이 시장도 FSC 자본에
잠식

보잉과 에어버스 이외의
소형항공기종 운영사 다수

국내선 시장: 지역항공사 운영 활발하지만 대기업 영향권 안에 존재

국제선을 운영하지 않고 국내선만 운영하는 항공사는 무려 15기업이나 있다. 하지만 [도표]에서 보다시피 일본항공이나 전일본공수와 무관한 기업은 많지 않다. 처음 설립 시에 대형항공사와 무관했던 기업들도 재무구조 악화로 구조조정 과정을 거치게 되면 FSC의 지분투자가 이루어지게 된다. FSC가 지역항공사의 운항노선에 대해 투자하는 경우에 해당되기도 하고, 채권단이 대형항공사의 지분참여를 조건부로 하여 회생 절차에 돌입했기 때문이기도 하다.

국내선 시장의 또 다른 특징은 보잉사나 에어버스가 아닌 브랜드의 중소형기 운영의 사례가 많다는 점이다. 봄바디어(Bombardier, 캐나다), 엠브라에르(Embraer, 브라질), 사브((SAAB, 스웨덴) 등에서 생산한 좌석수 100석 미만의 항공기 도입이 활발하다. 한국에서 해당 기종을 운영하는 경우는 코리아익스프레스에어라는 소형항공사 정도가 있다.

도표 5. 일본의 국내선 운영 항공사

항공사	ICAO	IATA	소유구조
Air Do	ADO	HD	치토세(삿쵸), 하네다(도쿄) 허브, 홋카이도의 양계사업자 Teruo Hamada가 설립
Amakusa Airlines	AHX	MZ	아마쿠사가 허브, 지방정부지분 80%, JAL 계열, 소형항공사
ANA Wings	ANA/AKX	NH/EH	ANA그룹 100% 자회사, 신치토세(삿쵸), 하네다/나리타(도쿄), 오사카국제(오사카), 후쿠오카(후쿠오카) 공항이 허브
Fuji Dream Airlines	FDA	JH	일본 스즈요그룹 100% 자회사, 나고야 고마키(나고야), 시즈오카(시즈오카) 공항 허브
Hokkaido Air System	NTH	6L	JAL 계열(지분율 57.2%), 기타지분은 지방정부 분포, 사브기종 3대, 하코다테(하코다테), 오카다마(삿쵸) 허브
Ibex Airlines	IBX	FW	Japan Digital Laboratory 47.9%의 지역항공사, 센다이(센다이) 허브, 봄바디어 10대
J-Air	JLJ	XM	JAL 계열, 오사카국제(오사카), 신치토세(삿쵸) 허브, 엠브레어 32대
Japan Air Commuter	JAC	3X	JAL 60% 계열, 12개 개방자치단체 40%
Japan Transocean Air	JTA	NU	JAL 51.1%, 나하공항 17%, 오키나와현 12.9%, 기타 19.1%, 나하(나하) 허브, B737-800 12대
New Central Airlines	CUK	-	자가용비행기 운항사업
New Japan Aviation	NJA	-	
Oriental Air Bridge	ORC	OC	나가사키(나가사키) 허브, 봄바디어 2대
Ryukyu Air Commuter	RAC	-	JTA 72.9%, 기타 22%, 오키나와현 5.1%, 나하(나하) 허브, 봄바디어 5대
Skymark Airlines	SKY	BC	대기업계열 아니었다가 일본사모펀드 50.1%, ANA 16.5%, 일본개발은행 33.4%, 후쿠오카(후쿠오카), 고베(고베), 나하(나하), 신치토세(삿쵸), 하네다(도쿄) 베이스, B737-800 29대
Solaseed Air	SNJ	6J	일본개발은행 20.22%, ANA 17.03%, 나하(나하), 하네다(도쿄) 허브, B737-800 13대

자료: 각 사, 신영증권 리서치센터 정리

20년 앞서간 일본, 포기를 아는 항공산업

현존하는 민항기사업
한국과 일본
20년 정도 차이
FSC 2개사의
구조조정 역사
짚어볼 필요

한국의 해외여행 자유화 시기는 1989년, 일본의 경우 1964년이다. 일본 최초의 항공사인 일본항공이 설립된 시기는 1951년, 한국의 대한항공공사가 민영화되어 대한항공이 설립된 시기는 1969년이다. 규제 완화 시기와 민간항공사 설립시기가 약 20년 가량 차이난다. 2개의 대형항공사 그룹이 있다는 점도 한국과 닮은 점이다. 양대 항공그룹의 구조조정 역사를 되짚어보자.

JAL: 기나긴 구조조정 후 2등이 된 1등

첫 번째 FSC
반관반민으로 시작

일본은 제 2차 세계대전 이후 항공회사 운영이 금지되었다. 금지가 해제된 것이 1950년이었고, 반관반민의 형태로 일본항공이 설립된 것은 1951년이였다. 구 일본항공의 사유재산과 책임을 승계한 일본항공주식회사가 설립된 것은 1953년이며, 같은 해 최초의 국제선 영입이 시작되었다.

국제선 위주의 운수권 배분
1987년 완전 민영화
운수권의 자유도 확보

일본은 1972년 법안 개정안인 45/47 체제를 바탕으로 (1) 일본항공은 국제선과 국내간선 영업을, 전일본공수는 국내간선과 지역노선, 근거리 차터선을, 동아국내항공이 국내지역노선을 주로 운항하도록 정해졌다. 운수권 배분 제한은 1985년에 45/47 체제가 폐지되면서 없어졌고, 같은 해 일본항공 민영화 방침이 제안되어(기존에는 반관반민) 1987년에 비로소 완전 민영회사가 되었다.

민영화 이후
무리한 사업다각화
100% 감자하고
정부자금 지원 받음
구조조정 이후
규모면에서 2등이 됨

민영화 이후 1980년대 말부터 무리한 사업다각화(교육, 정보통신기술, 레스토랑 사업 등)가 기업의 폐인이 되었다. 잃어버린 20년(1991년~2011년) 기간 동안 쇠락의 길을 걸었다. 일본의 3대 항공사 중 하나였던 재팬에어시스템(Japan Air System, 구 동아국내항공)의 그룹 편입이 재무적 부담을 가중시켰고, 2009년에는 정부의 긴급 용자를 지원받는데 이르렀다. 하지만 재무 개선에 실패했고, 2010년 상장폐지되었다. 2년 뒤인 2012년 하반기에 재상장 되었고, 투입된 공적자금을 모두 상환하였지만, 그 사이 뼈를 깎는 구조조정이 이어져다. 1983년 전 세계 1등도 기록하는 기업을 토했던 JAL은 이렇게 탄탄한 2등이 되었다.

아래는 파산 일본항공의 회장이었던 이나모리 가즈오에 대한 책((이나모리 가즈오, 마음에 사심은 없다)에서 발췌한 내용이다. 재무적 파산절차 과정과 수익성 개선으로 재상장이 이루어진 과정을 첨부해 보았다.

2010년 1월 19일 JAL은 도쿄지방법원에 회생 절차 신청을 하고, 이날 기업 재생 지원기구가 관재인이 되는 것이 정해졌다. 부채 총액 2조 3,221억엔. 전후 최대 규모의 파산이었다. 다음 날 JAL 주식은 상장 폐지, 단위 미만 주식을 포함한 44만 명의 주주가 가지고 있던 주식이 휴지 조각이 되는 것으로 결정되어 금융 기관은 5,215억 엔의 채권 포기를 강요했다. 기존 자본인 2,500억 엔을 100% 감자 진행하고 대신 기업 재생 지원기구에 의한 증자 3,500억 엔이 실시되었다. 그 자금은 일본 정책 투자 은행이 정부 보증 융자했다. 정부 보증 대출이기 때문에 국민 부담에 의한 공적 자금이다. 기구는 JAL 재상장으로 이 공적 자금을 회수하는 시나리오를 세웠다.

(중략)

회생 계획안이지만 개발은 신중하게 진행되어 예정보다 두 달 지연된 2010년 8월 말 드디어 도쿄지방법원에 제출할 수 있었다. 회생 절차 개시 시점에서 채무 초과액 9,592억 엔, 도산 사업 연도인 2010년 3월 영업이익은 1,337억엔의 적자였다. 그런 상태에서 재건 첫해 2011년 3월에는 갑자기 641억 엔의 영업이익으로 V자 회복시키겠다는 꿈과 같은 내용이었다. 지식인들 사이에서 탁상공론이라는 의문의 목소리가 높아졌다. 확실히 재상장을 전제로 하고 그것을 가능하게 하기 위해 만들어진 숫자다. 그러나 여기까지 왔다면 할 수밖에 없다. 공적 자금이 투입되고 있었다. JAL 재생이 실패하면 국민에게 더 폐를 끼쳐 일본경제는 큰 타격을 입을 것이었다.

11월 30일 법정관리인가 결정이 내려져 이듬해 12월 1일에 100% 감자가 실시되었다. 계획대로 기업 재생 지원기구가 주당 2,000엔으로 3,500억 엔의 출자를 하고, JAL은 기업 재생 지원기구의 100% 자회사가 되었다. 재생 계획으로 직원 감축 등 대규모 구조조정이 이뤄지게 되어 있었다. 인원 정리를 진행하면서 직원의 동요를 최소화해야 하는 매우 어려운 문제였던 것이다.

직원의 10% 정도에 해당하는 1,500명 절감을 목표로 희망퇴직자를 모집했다. 희망퇴직자의 모집 목표는 조종사 370명, 승무원 550명, 종합직 580명(이중 정비 480명, 사무 100명)이었다. 종합직은 1차 모집에서 목표에 도달했지만, 조종사 및 객실 승무원은 목표에 달지 않았다. 결국 2010년 12월 조종사 81명, 승무원 84명을 '정리 해고'하게 된다. 정리 해고란 인원 정리를 해야만 회사의 경영을 유지할 수 있는 경우에 행해지는 최후 수단이다. 과연 이것은 큰 상처를 남겼다 조종사 74명, 승무원 72명이 원고가 되어 부당해고 재판이 제기된 것이다. ... (중략) ... 해고는 유효인 것으로 법원 판결이 나왔다.

2011년 3월은 약 1,800억엔의 사상 최대 흑자 기록했다. 또한 당초 이익 감소를 전망했던 2012년 3월에도 사상 최대의 2,049억 엔의 영업이익을 내고, 최고 이익 기록을 2년 연속 경신하게 됐다. 말 그대로 V자 회복이었다. 2012년 3월 실적을 보면 매출액은 파산 전에 비해 4할 감소되었다. 운항 노선 검색 및 수익성 사업 매각 등에 의한 것이다.

도표 6. JAL 구조조정시 실행내역

1. 대형 항공기 45대 매각(B747-400 41대, MD-90 16기, A300-600 18대)
2. 예비엔진 18기 매각
3. 인력 16,000명 감축
4. 45개 노선 폐지

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 7. JAL 요약재무제표

	08/03	09/03	...	12/03	13/03	14/03	15/03
자산총계	19,845	17,859		10,876	12,166	13,402	14,734
부채총계	17,713	16,403		4,139	5,832	7,111	8,008
자본총계	2,133	1,456		6,738	6,334	6,291	6,726
매출액	21,974	19,492		12,048	12,388	13,093	13,447
영업이익	837	-539		2,049	1,952	1,668	1,797
계속사업이익	123	-657		1,916	1,765	1,704	1,539

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

JAL과
비슷한 시기에 시작

국내선 위주로
운수권 받았던 세월이 길어

운수권 배분 차등
ANA에 절대적으로 유리
일본은 국내선 교통량이
많은 국가

ANA: 돈 되는 것만 하다보니 1등

보통 ANA(All Nippon Airways)라고 불리는 전일본공수의 시작도 JAL의 시작 시점과 크게 다르지 않다. 1952년 말 헬리콥터 수송 주식회사로 설립되어 설립 당시부터 국내선 위주의 영업을 했다. 항공기를 도입한 것은 1955년이며, 현재의 사명을 갖게 된 것은 1957년이다. 1959년에 실시한 유상증자에 일본항공이 일부 참여하여 지분 보유 관계가 되기도 했다.

국제선을 처음 띄운 것은 1971년이었지만 전세기 형태였고, 45/47 체제 폐지 이후인 1986년이 되어서야 국제선 정기편을 운항하기 시작했다. 대형 항공사 그룹간 제한 없는 경쟁은 항공사업을 시작한 이후 30년 정도 지난 후에 이루어진 것이라 하겠다.

도표 8. 항공노선 이용객 순위

순위	공항1	공항2	거리(km)	2017년 여객수(명)	타입
1	제주	서울(김포)	449	13,430,306	국내선
2	시드니	멜버른	705	9,090,941	국내선
3	삿또로	도쿄(하네다)	835	8,726,502	국내선
4	후쿠오카	도쿄(하네다)	889	7,864,000	국내선
5	뭄바이	델리	1,150	7,129,943	국내선
6	베이징	상해(홍차우)	1,081	6,833,684	국내선
7	하노이	호치민	1,171	6,769,823	국내선
8	홍콩	대만(타오위안)	802	6,719,030	국제선
9	자카르타	수라바야	700	5,271,304	국내선
10	도쿄(하네다)	나하	1,573	5,269,481	국내선
11	도쿄(하네다)	오사카(이타미)	407	5,106,584	국내선
12	제다	리야드	857	5,091,629	국내선
13	자카르타	덴파사	991	4,952,852	국내선
14	청두	베이징	1,559	4,951,620	국내선
15	광저우	베이징	1,898	4,864,177	국내선

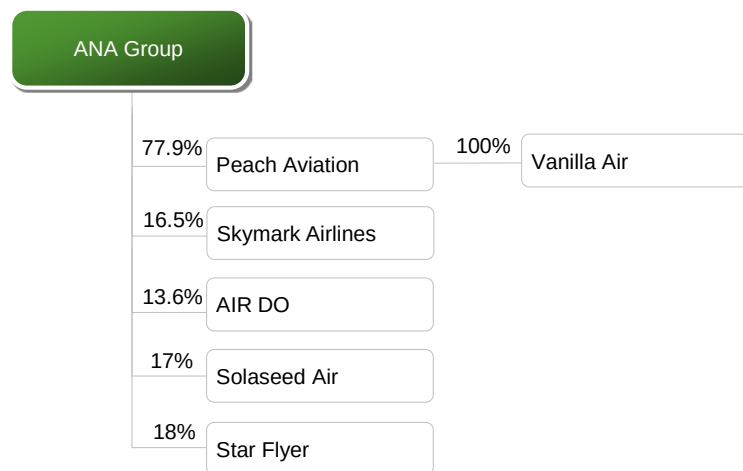
자료: RoutesOnline

ANA는 일본 운수성의 노선 차등 배정, 공항별 항공자유화 정책 적용의 수혜를 많이 본 편이다. 일본은 전세계에서 가장 교통량이 많은 여객노선 상위 11개 중 4개를 국내선으로 보유하고 있는 국가이다. 지역노선이나 간선노선을 ANA에 집중 배분한 것이 ANA의 꾸준한 수익 창출을 가능하게 했다. 나리타공항의 경우 7단계 자유를 허용하여 다른 국가의 항공사가 나리타공항을 허브로 하여 영업을 할 수 있게 오픈하였지만, 하네다 공항은 도쿄와의 접근

JAL보다 모자란
국제선 네트워크 확보에
집중
어느새 일본 1등

성을 바탕으로 국내 간선허브로 이용하면서 자유화 허들을 낮추지 않았다. 단거리 이동에 더 높은 운임을 책정할 수 있는 제도적 발판이 충분했다. 자체적인 국제선 네트워크가 JAL 보다 좁은 편이라 국제선을 운영하는 자회사 투자가 많은 편이다. JAL이 비수익성 사업을 축소하고 단단해지는 동안, ANA는 일본의 1등 항공사로 자리매김 했다.

도표 9. ANA Group 지배구조



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 10. ANA 항공기 운영 현황

항공사명	모델명	2Q19	Owned	Leased
ANA	Airbus A380-800	2	2	-
ANA	Boeing 777-300/-300ER	29	26	3
ANA	Boeing 777-200/-200ER	20	16	4
ANA	Boeing 777-F	2	2	-
ANA	Boeing 787-10	1	1	-
ANA	Boeing 787-9	31	27	4
ANA	Boeing 787-8	36	31	5
ANA	Boeing 767-300/-300ER	27	22	5
ANA	Boeing 767-300F/-300BCF	12	9	3
ANA	Airbus A321-200neo	11	-	11
ANA	Airbus A321-200	4	-	4
ANA	Airbus A320-200neo	9	9	-
ANA	Airbus A320-200	3	3	-
ANA	Boeing 737-800	40	25	15
ANA	Boeing 737-700	7	7	-
ANA	Boeing 737-500	7	7	-
ANA	Bombardier DHC-8-00	24	24	-
Peach & Vanilla Air	Airbus A320-200	40	-	40
ANA Group Total		305	211	94

자료: ANA Holdings

도표 11. ANA 요약재무제표

(단위: 억엔)

	08/03	09/03	...	12/03	13/03	14/03	15/03
자산총계	17,834	17,611		20,026	21,372	21,736	23,024
부채총계	13,274	14,353		14,477	13,641	14,223	14,989
자본총계	4,559	3,258		5,549	7,731	7,513	8,036
매출액	14,878	13,926		17,912	17,653	19,718	20,583
영업이익	844	76		1,365	1,455	1,645	1,582
계속사업이익	650	-45		786	993	1,456	1,118

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

III. 한국의 항공산업

한국 항공사 구조

2 FSC & 6 LCC & 3 Beginner

2개의 FSC가 있는 한국
FSC 무관한
저가항공사 다수

한국은 양대 대형항공사인 대한항공과 아시아나항공, 대기업 항공그룹내 저가항공사인 진에어와 에어부산, 에어서울, 독립 저가항공사인 제주항공, 티웨이항공, 이스타항공으로 구성되어 있다. 신규 저가항공사 에어프레미아, 에어로K, 플라이강원이 운항 개시를 준비하고 있는 상황이다.

대한항공의
나홀로 영업기간
길다는 차이점

일본의 JAL과 ANA가 출범시기가 크게 차이나지 않았던 것과 반대로 국내 두 항공사는 출범 시기에 긴 차이가 있다. 대한항공의 경우 국영항공사인 대한항공공사가 1962년에 출범하여 민영화 단계를 거쳐 1969년에 대한항공이 되었고, 아시아나항공은 1987년부터 제 2민항 설립이 거론되기 시작하다가 1988년에 설립되었다. 두 그룹간에는 약 20년의 시차가 있다.

대한항공 vs. JAL
아시아나항공 vs. ANA
비교하곤 해

운항을 먼저 시작하다보니 장거리 국제선 노선에 대한 점유율이 높고 사명에 국가명이 포함되어 있다는 공통점을 가지고 보통 대한항공은 JAL과 비교된다. 후발주자이면서 국내선과 단거리 비중이 높은 FSC라는 이유로 아시아나항공은 ANA와 비교되곤 한다.

업계 재편을 앞두고 있는 한국 항공업계

적시에 잡힌 브레이크

앞만 보고 기재 늘리던
한국의 LCC들
브레이크 잡지 않았으면
운임 더 빨리 하락했을 것

일본 불매 운동으로 한국 항공업계가 큰 타격을 입었다고 표현하지만, 적시에 잡힌 브레이크라고도 볼 수 있다. 한국의 저가항공사들은 2014년부터 경쟁적으로 기재를 늘리기 시작했는데, 해당 경쟁이 과열되었던 이유는 저유가 기조가 그 뒤로 계속 되었고, 여유가 남아있던 인천공항 제 3 활주로에 대한 슬롯경쟁 때문이었다. 2023년까지 유동인구가 많은 공항의 슬롯공급이 제한적인 가운데, 기존에 항공사들이 계획을 세웠던 것 같은 속도로 기재를 들여왔다면, 탑승률(Load Factor)과 운임(yield)의 하락속도가 매우 가팔랐을 것이다.

도표 12. 한국 저가항공사 기재도입 추이 및 예정

항공사명	기종	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	맥스
제주	B737-800	3	1	4	1	5/-1	7/-2	6/-2	5	8	6		
	B737Max											2	
	소계	7	8	12	13	17	22	26	31	39	45	47	
진에어	B737-800	1	2	2	2	1	4	2	3	1			
	B777-200					1	2	1					
	소계	5	7	9	11	13	19	22	25	26	26	26	
티웨이	B737-800	2	2	1	1	3	3	4	4/-1	5	4	3	
	B737Max											2	
	소계	2	4	5	6	9	12	16	19	24	28	33	
	중형기									0	0	0	
	A321NEO									0	2	4	
	A321CEO									17	18	17	
	A320CEO									8	8	8	
에어부산	소계	6	7	9	10	14	16	18	23	25	28	29	
이스타	소계	6	6	7	9	11	13	17	18	22	22	22	
에어서울	소계							3	6	7	7	7	
총합계		26	32	42	49	64	82	102	123	143	156	164	도입
												160	미도입

자료: 각 사, 신영증권 리서치센터 정리

LCC 기재도입 증가율
한 자릿수로 내려옴

보잉사의 B737Max 기종의 사고와 일본 불매운동이 더해지면서 2019년부터 본격적으로 신기재 도입을 진행하려고 했던 저가항공사들의 공급증가 속도가 둔화되고 있다. B737Max 기종의 운항허가가 늦춰진다면, 저가항공사 영업을 시작한 이후에 처음으로 운항기재 증가율이 2년 연속 한 자릿수로 내려온다.

출국자수 둔화와 맞물린 공급증가율 둔화이기 때문에 운임 하락이 지속되는 것을 방지해줄 수 있을 것으로 기대한다.

도표 13. 외래객 입국자수와 내국인 출국자수 추이

	외래객 입국		국민 해외여행객	
	인원수(명)	증감(%)	인원수(명)	증감(%)
2004	5,818,138	22.4	8,825,585	24.5
2005	6,022,752	3.5	10,080,143	14.2
2006	6,155,046	2.2	11,609,879	15.2
2007	6,448,240	4.8	13,324,977	14.8
2008	6,890,841	6.9	11,996,094	-10
2009	7,817,533	13.4	9,494,111	-20.9
2010	8,797,658	12.5	12,488,364	31.5
2011	9,794,796	11.3	12,693,733	1.6
2012	11,140,028	13.7	13,736,976	8.2
2013	12,175,550	9.3	14,846,485	8.1
2014	14,201,516	16.6	16,080,684	8.3
2015	13,231,651	-6.8	19,310,430	20.1
2016	17,241,823	30.3	22,383,190	15.9
2017	13,335,758	-22.7	26,496,447	18.4
2018	15,346,879	15.1	28,695,983	8.3
1월	956,036	-21.7	2,866,780	22.4
2월	1,045,415	-16.5	2,311,009	3.6
3월	1,366,100	10.7	2,252,565	16.1
4월	1,331,709	23.8	2,230,200	11.3
5월	1,238,021	26.6	2,331,565	16.4
6월	1,282,093	29.3	2,323,986	10.8
7월	1,254,833	24.4	2,495,297	4.4
8월	1,391,727	26.1	2,519,860	5.6
9월	1,278,604	18.5	2,225,756	-0.5
10월	1,527,832	31.1	2,347,876	5.2
11월	1,350,390	23.5	2,295,810	3.1
12월	1,324,119	16.8	2,495,279	3.8
2019	11,473,580	16.3	20,078,068	3.9
1월	1,104,803	15.6	2,912,331	1.6
2월	1,201,802	15	2,617,946	13.3
3월	1,535,641	12.4	2,334,153	3.6
4월	1,635,066	22.8	2,246,417	0.7
5월	1,485,684	20	2,401,204	3.0
6월	1,476,218	15.1	2,495,798	7.4
7월	1,448,067	15.4	2,642,585	5.9
8월	1,586,299	14	2,427,634	-3.7

자료: 한국관광공사

2018년
이미 꺾인 내국인 출국자수

일본과의 관계악화 이전 2018년 하반기부터 이미 내국인 출국자 수 증가율이 두 자릿수에서 한 자릿수로 하락한 상황이었다. 2019년 연초에 항공사들이 세웠던 기재 도입 계획을 모두 이행하였다면, 공급과잉 쇼크가 더 심해졌을 것임이 자명하다.

도표 14. 대한항공 기재 현황

대 분 류	기 종	2Q19
중대형기	A380	10
	A330	29
	B747-400	2
	B747-8I	10
	B777	44
	B787-9	10
소형기	B737-800/900	3
	A220(CS300)	10
여객기 계		146
화물기	B747F	4
	B747-8F	7
	B777F	12
화물기계		23
총 계		169

자료 : 대한항공, 신영증권 리서치센터

주) 여객기 중 737-800 22대, 777-200 4대 진에어 대여

도표15 아시아나항공 기재 현황

대 분 류	2기 종	2Q19
중대형기	A380-800	6
	B767-600	6
	B777-200ER	9
	B747-Pax	2
	A330-300	15
	A350-900	9
소형기	A320-200	7
	A321-100	2
	A321-200	16
여객기 계		72
화물기	B767-Frt	1
	B747-Frt	11
화물기계		12
총계		84

자료 : 아시아나항공, 신영증권 리서치센터

주) 에어서울 7대, 에어부산 25대 대여

아시아나항공 매각 이슈

만만치 않은 인수가격

다음달 7일 아시아나항공
매각 본입찰
채권단 신중인수 하한선
8천억원 제시

아시아나항공의 매각은 성공적으로 이루어질 수 있을까? 인수전에는 애경그룹·스톤브릿지캐피탈 컨소시엄, HDC현대산업개발·미래에셋대우 컨소시엄, KCGI(강성부 펀드)·뱅크스트리트프라이빗에쿼티(PE) 컨소시엄 등 3개 진영이 경쟁을 벌일 전망이다. 11월 7일에 본입찰이 진행될 예정이며, 채권단이 본입찰에 앞서 새롭게 제시한 가이드라인이 생겼다. 신주 인수에 8천억원 이상을 써내야 한다는 점이다. 채권단이 하한선 가이드라인을 주는 기준은 명확하다. 채권회수이다.

영구채 포함 9조원의 부채
8천억원 차입 상환
이후에도 갈 길이 멀어

인수자는 고려해야 할 점이 더 많다. 신주 인수로 들어간 자금으로 아시아나항공을 정상화 시켜야 한다. 아시아나항공은 2분기말 별도기준 8.5조원의 부채를 가지고 있다. 여기에 매각작업 이후 영구채 상환을 감안하면 9조원의 부채를 가지고 있는 것과 같다고 볼 수 있다. 장/단기 선수금, 퇴직급여 부채 등 조급한 상황과 관계없는 부채를 제외하더라도 5.6조원 가량의 금융권 차입금을 줄일 수 있는 방향으로 인수계획을 세워야 할 것이다. 신주인수자금 하한선인 8천억원이 상황에 쓰인다면, 8천억원 이상의 신주 인수자금으로는 4.8조원에 대한 상황계획에 사용해야 할 것이다.

도표 16. 아시아나항공 금융권차입금과 상환기한

(단위: 억원)

차입종류	총잔액	1년 이내	1~2년 이내	2~3년 이내	3~4년 이내	4~5년 이내	5년 초과	비 고
금융기관차입	560	560						표면이자율 7.2%
기업어음	1,300	1,300						
장기차입	2,278	2,262	1		14			
사채	710	210	300		200			
영구전환사채	5,000							
리스부채(상환)	41,816	8,515	7,427	6,499	5,570	4,642	14,677	
리스채권(회수)	-4,071	-1,123	-813	-712	-610	-508	-304	
자산유동화부채	8,891	3,837	3,250	1,487	317			
금융권 차입금 금액과 상환기한	56,484	15,561	10,164	7,274	5,491	4,134	14,373	

자료: 아시아나항공, 신영증권 리서치센터 정리

아시아나항공 다시 세우기, JAL 정상화보다 어려운 이야기

상장폐지 이후
3년도 되기전에 돌아왔던
JAL

앞에서 언급한 바와 같이 일본의 JAL은 상장폐지 이후에 3년이 안 되어서 다시 시장에 돌아올 만큼 빠른 회복을 했다. 이는 공적자금과 기존 주주들의 극심한 손실감내가 있었기에 가능했던 일이다. 한국의 아시아나항공 매각 과정을 JAL의 구조조정 과정과 비교하면서 정상화 기대감을 갖는 투자자들이 많을 것으로 보인다. 하지만 현재 진행되는 매각 입찰의 틀은 일본의 그것과는 판이하게 다르다.

아시아나항공 인수전
구주주와 채권단은
아직 잃은 것이 없는 딜

부채비율 1100%를 50%
까지 낮춘 JAL과 달라

먼저 구주주의 보유 지분에 대한 값을 입찰참여자가 지불한다는 점이다. 아시아나항공의 최대주주는 31.05%(보유주식수 68,688,063주)를 보유한 금호산업이며, 전일종가 기준 5,200원으로 산정하면 3,572억원이다. JAL의 경우 기존 주주 보유주식에 대해 100% 감자한 바 있다. 금융기관도 5천억엔 이상의 채권 회수를 포기했다. 2009년 3월 말 6천억엔이었던 장기차입금은 2012년 3월 말 420억엔으로 줄어있다. 뿐만 아니라 3,500억엔 규모의 공적자금 수혈로 재무구조를 개선할 수 있었다. 1100% 이상이었던 부채비율을 50%까지 낮추는 자금 수혈의 결과물이다.

첫번째 입찰에서
인수하게 되는 주체
2년 안에 금융부채
2조 줄일 각오해야

아시아나항공의 매각이 신주인수대금 최저수준인 8천억원과 구주인수대금(약 3,500억원)으로 진행되고, 신주인수대금이 차입금과 영구채 상환에 사용될 경우 기존 659%의 부채비율이 529%까지 하락하는데 그친다. [도표]에 작성한 바와 같이 향후 2년 간 약 2조원의 금융부채를 상환할 수 있는 영업현금 흐름을 이끌어 내야 재무적으로 안정권에 들 수 있다. 저가 경쟁이 판을 치고 있는 현 상황에서는 일정 기간 동안의 손실을 감내하면서 부채도 줄일 수 있는 보수적인 가정을 세워야 할 것이다.

기존 항공사 잡음 장기화, 누군가에게는 기회

티웨이항공 어떤가요?

1개 항공사 구조조정
전항공사 수익에 영향

일본의 사례에서 확인할 수 있는 것처럼 항공업내 한 기업의 구조조정은 경쟁사들의 수익성까지 같이 개선시키는 영향을 준다. 특히나 그 과정이 운영 기재 효율화에 따른 노선효율화로 이어질 경우 운임 레버리지 효과가 크게 나타난다.

아시아나항공 매각이슈
장기간 걸릴 것
원매자그룹
주가 리스크 존재

한국의 아시아나항공 매각 이슈는 마무리까지 오랜 시간 걸릴 가능성이 높아 보인다. 채권단 중심의 일방적인 매각이 아니어서 구조주와 매수희망자간 가격 합의점을 찾는데 많은 시간이 걸릴 것으로 보이기 때문이다. 따라서 원매자측 기업은 해당 입찰이 마무리 되기 전까지 계속 리스크에 노출되어 있을 것으로 보인다. 제주항공에 대한 투자의견을 상향하지 못하는 이유는 바로 때문이다. 제주항공에 대한 투자의견 중립을 유지한다.

리스크 적은
가치주
티웨이항공 다시보기

이벤트에서 자유롭고 밸류에이션 부담이 가장 적은 업체는 국내 상장사 중 티웨이항공이다. 시가총액만큼 현금을 보유하고 있어 영업가치를 거의 인정받지 못하고 있다. 현재 영업에서 일본의 매출비중이 가장 높다는 이유로 가장 큰 폭의 조정을 받고 있는 상황이나, 2분기보다 높은 일본비중은 없을 것이므로 주가에 상당부분 반영했다고 보아야 한다.

하반기 약세인 영업상황
주가에 충분히 반영
매수의견으로 상향

일본 여행객 감소의 본격적인 영향이 나타나는 3분기에 이어 비수기 영향을 여실히 보여줄 4분기가 남아있으므로 2019년 어닝시즌은 항공업체들에게 있어서 피로감만 줄 것으로 보인다. 하지만 역대 가장 대규모의 구조조정이 이루어질 예정이어서 해당 이슈에 대한 대응이 필요하다고 판단한다. 경쟁사 구조조정에 따른 반사이익을 고려하여 티웨이항공을 항공업종 최선호주로 추천하며 기존의 중립의견에서 매수의견으로 상향한다. LCC와 다른 노선경쟁력을 갖는 대한항공의 경쟁력 부각을 고려하여 매수의견을 제시한다. 아시아나항공 매각 이슈에 직접적인 관계가 있는 제주항공에 대해서는 보수적인 시각을 유지할 것을 제안한다.

도표 17. 주요 항공사 투자의견 및 목표주가

종목명	투자의견	목표주가(원)	목표주가 변동
티웨이항공	매수(상향)	6,500	상향
대한항공	매수(유지)	36,000	하향
제주항공	중립(유지)	26,500	-

자료: 신영증권 리서치센터

Appendix. 아시아나항공 관련 상세 표

도표 1. 아시아나항공 금융권차입금 상세 -1

(단위: 억원)

차입처	연이자율	2Q19	합계
<금융기관차입금>			560
한국수출입은행	4.99%	560	
<기업어음>			1300
(주)BNK투자증권	4.30%	110	
케이비증권(주)	4.30%, 5.30%	240	
케이프투자증권(주)	5.30%	50	
아이비케이투자증권(주)	5.30%	41	
DB금융투자(주)	4.30%	50	
키움증권(주)	4.30%~5.30%	289	
우리종합금융(주)	5.30%	100	
유안타증권(주)	4.30%	190	
신영증권(주)	4.30%, 5.30%	50	
NH투자증권(주)	5.10%	120	
한국투자증권(주)	5.10%	60	
<장기차입금>			2,278
한국산업은행	3M LIBOR + 2.80% 등	1,498	
한국수출입은행	3M KORIBOR + 2.74%	133	
(주)한국스탠다드차타드은행	5.93%	440	
(주)우리은행	4.46%	124	
(주)광주은행	5.31%	67	
주택도시보증공사	-	16	
<사채>			710
제87회 무보증 전환사채	2.00%	200	
제88회 무보증 사모사채	6.10%	200	
제89회 무보증 사모사채	6.10%	300	
제91회 무보증 사모사채	5.80%	10	

자료: 아시아나항공, 신영증권 리서치센터

도표 1. 아시아나항공 금융권차입금 상세-2

(단위: 억원)

차입처	연이자율	2Q19	합계
<리스부채>			41,816
<리스채권>			-4,071
OZ GEMINI	3M LIBOR + 0.30%	762	
OZ CAELUS	3M LIBOR + 0.50%	229	
OZ CAPELLA	3M LIBOR + 0.38%	396	
OZ SCORPIO	3M LIBOR + 1.10%	710	
OZ JUNO	91 CD - 0.34%	32	
OZ VICTORY1(*1)	3M EURIBOR + 0.70%, 3M LIBOR + 3.28%	2,803	
OZ VICTORY2(*1)	5.50%, 3M EURIBOR + 1.89%	1,831	
OZ VICTORY3(*1)	3M EURIBOR + 0.38%	1,804	
OZ LEO	-	-	
OZ YUNTIAN6(*1)	3M LIBOR + 2.80%	1,928	
OZ YUNTIAN7(*1)	3M LIBOR + 2.80%	1,928	
OZ Kalmia DAC(*1)	3M LIBOR + 2.85%~4.10%	503	
OZ Adonis DAC(*1)	3M JPY LIBOR + 1.47%, 6M EURIBOR + 1.70%	224	
ABCL Aviation 1 Limited	4.71%	1,407	
ACG Aircraft Leasing Ireland	4.71% ~ 4.82%	1,841	
ALC BLARNEY AIRCRAFT	4.71%	1,008	
BOC AVIATION IRELAND LIMITED	4.71%	1,789	
Jackson Square Aviation	4.71%	1,475	
Sky High XCIII Leasing Company	4.82%	2,833	
SMBC AVIATION CAPITAL LIMITED	4.71%	6,179	
Wilmington Trust SP Services Dublin	4.71%	1,028	
기타	4.71% ~ 4.82%	11,105	
<자산유동화채무>			8,891
색동이제십칠차유동화전문(유)	6.15%	66	
색동이제십팔차유동화전문(유)	5.71%	2,100	
색동이제십구차유동화전문(유)	1.89%	1,310	
색동이제이십차유동화전문(유)	4.49%	863	
색동이제이십일차유동화전문(유)	5.94%	1,110	
색동이제이십이차유동화전문(유)	5.60%	1,305	
색동이제이십삼차유동화전문(유)	4.32%	2,137	

자료: 아시아나항공, 신영증권 리서치센터

주) 2~5년 리스부채 상환스케줄은 당사에서 총액을 기준으로 추정한 것

기업분석

종목명	투자의견	목표주가
대한항공(003490.KS)	매수(유지)	36,000원(하향)
티웨이항공(091810.KS)	매수(상향)	6,500원(상향)



대한항공(003490.KS)

항공산업 투자의 대안

매수(유지)

현재주가(10/23) 24,650원
목표주가(12M, 하향) 36,000원

■ 영업측면의 악재 영향 가장 적어, 섹터 대장주

항공산업 종사 기업에게는 가장 추운 겨울이 될 것으로 보임. 수요 약세에 따른 공급 조절의 영향을 2020년 1분기에나 느낄 수 있을 것으로 보이기 때문. 과당경쟁의 단거리 노선의 피해가 적은 대한항공, 현 시점 한국 항공산업의 투자대안

■ 3분기 유일한 영업흑자 항공사, 개별적인 차별점도 많음

대한항공의 3분기 매출액은 3조 3,850억원으로 전년동기대비 3.8% 감소, 전분기대비 8.5% 증가할 것으로 전망. 영업이익은 1,122억원을 기록하며 전년동기대비 무려 72% 감소하겠지만, 유일하게 상장 항공사 중 분기영업이익을 기록할 것으로 보임. 장거리 경쟁력, 미주 JV 효과 등 경쟁사와 차별점을 드러낼 수 있는 여력이 충분

■ 투자의견 매수 유지, 목표주가 2천원 하향하여 36,000원

대한항공에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 38,000원 대비 2천원 하향하여 36,000원을 제시. 2020년 추정 BPS에 목표배수 1.3배를 적용하여 산정. 2019년 연초대비 기말환율 상승에 따른 자감소 반영

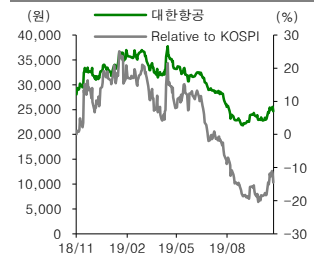
Key Data (기준일: 2019. 10. 23)

KOSPI(pt)	2080.62
KOSDAQ(pt)	658.98
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	23,549
발행주식수(천주)	95,955
평균거래량(3M, 주)	465,431
평균거래대금(3M, 백만원)	11,228
52주 최고/최저	37,750 / 21,800
52주 일간Beta	1.2
배당수익률(19F, %)	1.0
외국인지분율(%)	19.8
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 14인	33.4
국민연금공단	10.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.7	-12.4	-28.9	-6.3
KOSPI대비상대수익률	5.2	-11.6	-24.1	-5.1

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	12,092.2	13,020.3	13,068.7	13,899.2	14,193.3
영업이익(십억원)	939.8	640.3	222.8	607.7	496.6
세전손익(십억원)	1,121.7	-208.7	-503.7	214.9	-53.9
지배순이익(십억원)	791.5	-193.0	-396.7	163.4	-40.5
EPS(원)	8,631	-2,012	-4,134	1,702	-422
증감률(%)	흑전	적전	적지	흑전	적전
ROE(%)	29.4	-5.9	-14.7	6.3	-1.5
PER(배)	3.9	na	na	14.5	na
PBR(배)	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	6.4	7.3	7.7	6.6	6.8

도표 1. 대한항공 분기실적 추정

(단위: 백만명km, cent, 억원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
평균환율	1,073	1,079	1,121	1,115	1,126	1,167	1,194	1,193	1,097	1,170	1,180
기말환율	1,064	1,115	1,109	1,120	1,135	1,155	1,196	1,190	1,120	1,190	1,170
<사업량>											
여객											
ASK	24,416	24,840	25,767	24,974	24,570	25,136	26,273	25,708	99,997	101,688	104,590
%yoy	5.4%	2.8%	-0.7%	0.4%	0.6%	1.2%	2.0%	2.9%	1.9%	1.7%	2.9%
RPK	19,342	20,051	21,062	19,816	19,703	20,662	21,684	20,209	80,271	82,258	83,416
%yoy	4.2%	4.5%	0.2%	3.8%	1.9%	3.0%	3.0%	2.0%	3.1%	2.5%	1.4%
Yield	8.7	8.3	8.9	8.5	8.8	8.4	8.2	8.4	8.6	8.4	8.6
%yoy	10.6%	6.2%	9.7%	3.6%	1.2%	1.1%	-7.5%	-1.8%	7.5%	-1.9%	1.9%
L/F	79.2%	80.7%	81.7%	79.3%	80.2%	82.2%	82.5%	78.6%	80.3%	80.9%	79.8%
화물											
ATK	2,623	2,666	2,710	2,797	2,603	2,592	2,520	2,657	10,945	10,796	10,373
%yoy	1.5%	-1.7%	-3.0%	-2.0%	-0.8%	-2.8%	-7.0%	-5.0%	4.0%	-1.4%	-3.9%
FTK	2,008	2,023	2,070	2,177	1,821	1,807	1,801	2,003	8,278	7,432	7,634
%yoy	-0.6%	-4.3%	-5.0%	-4.5%	-9.3%	-10.7%	-13.0%	-8.0%	-3.7%	-10.2%	2.7%
Yield	29.4	30.1	29.9	32.4	30.0	30.5	27.5	30.8	30.5	29.7	30.0
%yoy	18.8%	17.7%	15.9%	13.0%	1.9%	1.2%	-8.0%	-5.0%	16.0%	-2.6%	1.0%
L/F	76.5%	75.9%	76.4%	77.8%	70.0%	69.7%	71.5%	75.4%	76.7%	71.6%	72.9%
<연결실적>											
매출액	31,020	31,057	35,179	32,947	31,389	31,210	33,850	34,238	130,203	130,687	138,992
%yoy	8.2%	6.9%	9.5%	6.0%	1.2%	0.5%	-3.8%	3.9%	7.7%	0.4%	6.4%
%qoq	-0.2%	0.1%	13.3%	-6.3%	-4.7%	-0.6%	8.5%	1.1%	-	-	-
영업비용	29,357	30,391	31,160	32,892	29,983	32,196	32,729	33,550	123,800	128,459	132,914
영업이익	1,663	667	4,018	54	1,406	-986	1,122	687	6,403	2,228	6,077
%yoy	-13.1%	-61.4%	13.0%	-97.5%	-15.5%	적전	-72.1%	1167.7%	-31.9%	-65.2%	172.7%
%qoq	-24.4%	-59.9%	502.5%	-98.7%	2493.0%	적전	흑전	-38.7%	-	-	-
영업이익률	5.4%	2.1%	11.4%	0.2%	4.5%	-3.2%	3.3%	2.0%	4.9%	1.7%	4.4%
지배순이익	-625	-3,980	-526	1,165	1,604	-666	388	308	-3,967	1,634	30
순이익률	-2.0%	-12.8%	-1.5%	3.5%	5.1%	-2.1%	1.1%	0.9%	-3.0%	1.2%	0.0%

자료: 대한항공, 신영증권 리서치센터 추정

도표 2. 대한항공 목표주가 산정

구분	가격/배수
2020년 추정 BPS(원)	27,644
target PBR(배)	1.0
할증률(%)	30
적정주가(원)	35,938
목표주가(원)	36,000

자료: 신영증권 리서치센터

대한항공(003490.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	12,092.2	13,020.3	13,068.7	13,899.2	14,193.3
증가율(%)	3.1	7.7	0.4	6.4	2.1
매출원가	9,991.2	11,003.5	11,435.6	11,939.1	12,314.9
원가율(%)	82.6	84.5	87.5	85.9	86.8
매출총이익	2,101.1	2,016.7	1,633.1	1,960.0	1,878.3
매출총이익률(%)	17.4	15.5	12.5	14.1	13.2
판매비와 관리비 등	1,161.3	1,376.4	1,410.3	1,352.3	1,381.8
판매비율(%)	9.6	10.6	10.8	9.7	9.7
영업이익	939.8	640.3	222.8	607.7	496.6
증가율(%)	-16.1	-31.9	-65.2	172.8	-18.3
영업이익률(%)	7.8	4.9	1.7	4.4	3.5
EBITDA	2,632.8	2,382.0	2,256.6	2,630.1	2,535.7
EBITDA마진(%)	21.8	18.3	17.3	18.9	17.9
순금융손익	-457.8	-454.7	-382.8	-376.1	-392.0
이자손익	-426.5	-505.0	-378.7	-380.0	-395.9
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	628.4	-394.8	-345.7	-19.2	-161.0
종속및관계기업 관련손익	11.3	0.5	2.0	2.5	2.5
법인세차감전 계속사업이익	1,121.7	-208.7	-503.7	214.9	-53.9
계속사업손익 법인세비용	319.8	-23.0	-125.9	43.0	-10.8
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	801.9	-185.7	-377.8	172.0	-43.1
증가율(%)	-244.0	-123.2	103.4	-145.5	-125.1
순이익률(%)	6.6	-1.4	-2.9	1.2	-0.3
지배주주지분 당기순이익	791.5	-193.0	-396.7	163.4	-40.5
증가율(%)	-240.1	-124.4	105.5	-141.2	-124.8
기타포괄이익	303.8	-231.9	13.7	11.7	34.2
총포괄이익	1,105.7	-417.6	-364.1	183.6	-9.0

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외수익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	2,806.8	2,792.6	1,083.4	1,968.4	1,706.2
당기순이익	801.9	-185.7	-377.8	172.0	-43.1
현금유출이없는비용및수익	2,017.6	2,827.6	2,284.6	2,442.8	2,421.7
유형자산감가상각비	1,647.8	1,712.3	2,004.4	1,996.1	2,015.5
무형자산상각비	45.2	29.4	29.4	26.3	23.6
영업활동관련자산부채변동	-41.1	141.1	-570.6	-223.4	-287.3
매출채권의감소(증가)	-19.5	-112.1	99.5	0.4	8.4
재고자산의감소(증가)	-116.0	-190.9	170.5	-54.6	-19.3
매입채무의증가(감소)	5.5	60.3	45.7	58.1	54.2
투자활동으로인한현금흐름	-2,041.2	-657.9	-1,978.0	-1,939.2	-1,654.9
투자자산의 감소(증가)	155.6	74.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소	81.8	78.0	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-1,876.5	-1,276.2	-1,889.7	-1,903.6	-1,615.8
단기금융자산의감소(증가)	-376.8	305.1	-88.3	-35.6	-39.1
재무활동으로인한현금흐름	-1,036.2	-1,407.5	375.4	453.2	705.4
장기차입금의증가(감소)	1,531.8	1,019.2	-147.6	0.0	354.1
사채의증가(감소)	683.3	1,161.2	500.0	0.0	50.0
자본의 증가(감소)	453.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-58.0	15.5	207.8	-11.8	-50.0
현금의 증가	-328.7	742.7	-311.4	470.6	706.7
기초현금	1,089.9	761.2	1,504.0	1,192.6	1,663.2
기말현금	761.2	1,504.0	1,192.6	1,663.2	2,369.9

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,582.3	3,872.4	3,388.6	3,958.9	4,726.0
현금및현금성자산	761.2	1,504.0	1,192.6	1,663.2	2,369.9
매출채권 및 기타채권	964.5	883.3	783.8	783.4	775.1
재고자산	682.7	1,030.1	859.6	914.2	933.6
비유동자산	21,066.4	21,707.3	21,565.2	21,448.9	21,028.0
유형자산	18,907.4	19,648.0	19,533.3	19,440.9	19,041.1
무형자산	363.5	300.8	271.4	245.0	221.4
투자자산	476.3	402.5	404.5	407.0	409.5
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	24,648.7	25,579.7	24,953.8	25,407.8	25,754.1
유동부채	6,638.1	7,521.9	6,681.2	6,948.9	6,986.8
단기차입금	772.6	732.3	953.6	1,158.7	1,374.3
매입채무및기타채무	1,069.1	1,074.7	1,120.4	1,178.5	1,232.7
유동성장기부채	3,300.5	3,588.9	3,256.7	3,382.3	3,379.1
비유동부채	14,259.4	15,026.0	15,629.1	15,655.8	15,997.1
사채	1,103.0	1,519.0	2,019.0	2,019.0	2,069.0
장기차입금	1,941.9	2,373.6	2,226.0	2,226.0	2,580.1
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	20,897.6	22,547.9	22,310.2	22,604.6	22,983.9
지배주주지분	3,629.4	2,908.7	2,501.7	2,652.6	2,622.2
자본금	479.8	479.8	479.8	479.8	479.8
자본잉여금	946.2	946.2	946.2	946.2	946.2
기타포괄이익누계액	670.8	627.0	640.7	652.3	686.5
이익잉여금	576.7	81.8	-339.0	-199.6	-264.2
비지배주주지분	121.7	123.1	142.0	150.5	148.0
자본총계	3,751.1	3,031.8	2,643.6	2,803.2	2,770.2
총차입금	14,914.4	15,794.4	16,388.0	16,841.8	17,487.1
순차입금	13,566.6	14,008.9	14,839.7	14,787.3	14,686.7

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Per Share (원)					
EPS	8,631	-2,012	-4,134	1,702	-422
BPS	37,824	30,313	26,071	27,644	27,327
DPS	250	250	250	250	250
Multiples (배)					
PER	3.9	na	na	14.5	na
PBR	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.4	7.3	7.7	6.6	6.8

Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	흑전	적전	적지	흑전	적전
EBITDA(발표기준) 증가율	-8.3%	-9.5%	-5.3%	16.6%	-3.6%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	28.5%	-5.5%	-13.3%	6.3%	-1.5%
ROE(지배순이익 기준)	29.4%	-5.9%	-14.7%	6.3%	-1.5%
ROIC	5.8%	2.3%	0.9%	2.5%	2.1%
WACC	3.8%	4.4%	3.1%	3.1%	3.2%
안전성(%)					
부채비율	557.1%	743.7%	843.9%	806.4%	829.7%
순차입금비율	361.7%	462.1%	561.3%	527.5%	530.2%
이자보상배율	2.1	1.2	0.5	1.4	1.1

티웨이항공(091810.KS)

항공산업 투자 엿지는 티웨이항공으로

매수(상향)

현재주가(10/23) 4,990원

목표주가(12M, 상향) 6,500원

■ 일본 어렵고, 평가 좋지 않은 것을 확인하는 하반기 될 것

저가항공사의 영업상황이 좋지 않고, 하반기 실적이 부진할 것이라는 점은 충분히 주가에 반영. 불황기 현금유동성과 영업 탄력성이 중요한 시점

■ 3분기 적자지속, 영업량이 재차 늘어나는 시기는 2020년 1분기

티웨이항공의 3분기 매출액은 2,425억원으로 전년동기대비 26.1% 증가하고, 전분기대비 33.3% 증가하겠으나, 성수기임에도 불구하고 영업 적자를 이어갈 것으로 보임. 3분기는 일본여행객 감소의 영향을 가장 본격적으로 받기 시작하는 분기에 해당. 비수익성 노선을 수익노선으로 전환하기 위해서는 시간이 필요. 2020년 1분기가 영업 한계에서 벗어나는 시기가 될 것으로 판단

■ 투자의견 매수로 상향, 목표주가 6,500원 제시

티웨이항공에 대한 투자의견을 매수로 상향하고, 목표주가로 6,500원을 제시함. 2020년 추정 BPS에 목표배수 1.7배를 적용하여 산정. 1.7배는 2018년 평균밸류에이션에 해당. 시가총액만큼 보유한 현금성자산 주가 하방지지선으로 작용할 것. 인수합병 이슈에서 자유로운 유일한 저가항공사

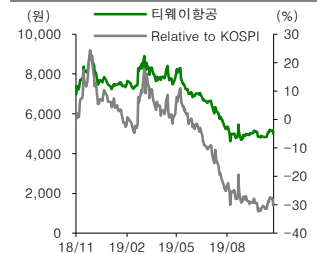
Key Data (기준일: 2019. 10. 23)

KOSPI(pt)	2080.62
KOSDAQ(pt)	658.98
액면가(원)	500
시가총액(억원)	2,344
발행주식수(천주)	46,975
평균거래량(3M, 주)	104,592
평균거래대금(3M, 백만원)	523
52주 최고/최저	8,960 / 4,620
52주 일간Beta	1.6
배당수익률(19F, %)	0.0
외국인지분율(%)	0.3
주요주주 지분율(%)	
티웨이홀딩스 외 1인	58.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.2	-12.3	-34.3	-36.0
KOSPI대비상대수익률	-1.6	-11.4	-29.9	-35.2

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	382.8	731.8	903.2	1,098.0	1,314.1
영업이익(십억원)	12.8	47.8	-9.8	35.2	55.9
세전순이익(십억원)	2.5	49.4	-51.1	10.0	33.6
지배순이익(십억원)	2.0	37.9	-38.3	7.5	25.2
EPS(원)	59	945	-815	160	537
증감률(%)	na	1,508.2	적전	흑전	235.2
ROE(%)	-122.3	33.8	-18.7	4.1	12.7
PER(배)	0.0	7.9	na	31.8	9.5
PBR(배)	0.0	1.6	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	0.0	1.6	na	8.8	3.5

도표 1. 티웨이항공 분기실적 추정

(단위: 백만명km, cent, 억원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
평균환율	1,073	1,079	1,121	1,127	1,126	1,167	1,194	1,193	1,100	1,170	1,186
기말환율	1,064	1,115	1,109	1,122	1,135	1,155	1,196	1,190	1,122	1,190	1,185
매출액	2,038	1,625	1,922	1,734	2,411	1,819	2,425	2,377	7,319	9,033	10,982
%yoy	50.0%	29.3%	16.4%	10.1%	18.3%	12.0%	26.1%	37.2%	25.3%	23.4%	21.6%
%qoq	29.6%	-20.3%	18.4%	-9.9%	39.2%	-24.6%	33.3%	-2.0%	-	-	-
국내선 매출	281	376	393	342	328	381	405	352	1,392	1,466	1,481
ASK	272	293	298	299	295	302	304	305	1,162	1,206	1,230
RPK	245	283	275	277	276	282	281	283	1,080	1,121	1,143
L/F	90.1%	96.6%	92.3%	92.6%	93.6%	93.4%	92.3%	92.6%	92.9%	93.0%	93.0%
yield	112	133	143	123	116	128	144	125	129	131	130
국제선 매출	1,627	1,153	1,659	1,353	2,038	1,397	1,863	1,857	5,792	7,155	8,780
ASK	2,218	2,134	2,248	2,250	2,795	2,851	3,046	3,128	8,850	11,820	14,302
RPK	1,933	1,770	1,961	1,922	2,454	2,316	2,451	2,652	7,586	9,874	11,848
L/F	87.2%	82.9%	87.2%	85.4%	87.8%	81.2%	80.5%	84.8%	85.7%	83.5%	82.8%
yield	83	65	85	70	83	72	76	70	76	72	74
기타+화물	130	96	-130	39	46	40	158	169	135	413	721
영업비용	1,564	1,608	1,801	1,853	2,038	2,077	2,559	2,458	6,840	9,132	10,630
영업이익	474	17	121	-120	373	-257	-134	-81	479	-98	352
%yoy	202.4%	-68.2%	-53.0%	적전	-21.3%	적전	적전	적지	1.8%	적전	흑전
%qoq	8162.2%	-96.7%	673.1%	적전	흑전	적전	적지	적지	-	-	-
영업이익률	23.3%	1.1%	6.3%	-6.9%	15.5%	-14.1%	-5.5%	-3.4%	6.5%	-1.1%	3.2%

자료: 티웨이항공, 신영증권 리서치센터 추정

도표 2. 티웨이항공 목표주가 산정

구 분	가격/배수
2020년 추정 BPS(원)	4,467
목표배수(배)	1.3
적정주가(원)	5,807
목표주가(원)	6,000

자료: 신영증권 리서치센터

티웨이항공(091810.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	382.8	731.8	903.2	1,098.0	1,314.1
증가율(%)	43.4	91.2	23.4	21.6	19.7
매출원가	334.1	621.3	831.5	962.9	1,138.7
원가율(%)	87.3	84.9	92.1	87.7	86.7
매출총이익	48.7	110.5	71.7	135.0	175.4
매출총이익률(%)	12.7	15.1	7.9	12.3	13.3
판매비와 관리비 등	35.9	62.7	81.5	99.8	119.5
판매비율(%)	9.4	8.6	9.0	9.1	9.1
영업이익	12.8	47.8	-9.8	35.2	55.9
증가율(%)	300.0	273.4	-120.5	-459.2	58.8
영업이익률(%)	3.3	6.5	-1.1	3.2	4.3
EBITDA	12.8	60.0	-7.0	46.9	99.5
EBITDA마진(%)	3.3	8.2	-0.8	4.3	7.6
순금융손익	-10.7	-0.1	-41.5	-25.4	-22.5
이자손익	0.0	2.7	-26.5	-24.4	-21.5
외환관련손익	0.0	-1.4	-15.0	-1.0	-1.0
기타영업외손익	0.3	1.7	0.2	0.2	0.2
종속및관계기업 관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세차감전계속사업이익	2.5	49.4	-51.1	10.0	33.6
계속사업손익법인세비용	0.5	11.5	-12.8	2.5	8.4
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.0	37.9	-38.3	7.5	25.2
증가율(%)	NA	1,795.0	-201.1	-119.6	236.0
순이익률(%)	0.5	5.2	-4.2	0.7	1.9
지배주주지분 당기순이익	2.0	37.9	-38.3	7.5	25.2
증가율(%)	NA	1,795.0	-201.1	-119.6	236.0
기타포괄이익	0.0	-3.7	-3.7	-3.7	-3.7
총포괄이익	2.0	34.2	-42.0	3.9	21.6

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	156.4	325.0	207.3	190.4	229.3
현금및현금성자산	0.0	219.4	148.3	125.4	157.7
매출채권 및 기타채권	10.1	15.6	9.7	11.8	14.1
재고자산	3.7	9.3	9.0	11.0	13.1
비유동자산	23.3	105.9	600.0	669.3	725.8
유형자산	21.5	50.9	69.1	133.1	190.2
무형자산	4.4	4.2	3.2	2.5	1.9
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	0.0	430.9	807.3	859.8	955.1
유동부채	165.9	173.0	241.4	245.0	248.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무	28.3	67.9	71.3	74.9	78.6
유동성장기부채	0.0	0.0	65.0	65.0	65.0
비유동부채	23.3	32.1	382.1	427.1	497.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	189.3	205.2	623.6	672.1	745.9
지배주주지분	-1.6	225.7	183.7	187.6	209.2
자본금	16.9	23.5	23.5	23.5	23.5
자본잉여금	32.3	177.5	177.5	177.5	177.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	-3.7	-7.3	-11.0
이익잉여금	-50.8	23.2	-15.1	-7.6	17.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	-1.6	225.7	183.7	187.6	209.2
총차입금	0.0	0.0	365.0	335.0	305.0
순차입금	-14.1	-257.7	176.5	167.3	102.9

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	0.0	31.4	39.1	94.8	169.1
당기순이익	0.0	37.9	-38.3	7.5	25.2
현금유출이없는비용및수익	0.0	32.5	31.5	39.6	74.4
유형자산감가상각비	0.0	11.2	1.9	10.9	43.0
무형자산상각비	0.0	1.0	1.0	0.8	0.6
영업활동관련자산부채변동	0.0	-27.9	59.5	74.5	99.3
매출채권의감소(증가)	0.0	-2.3	5.8	-2.1	-2.3
재고자산의감소(증가)	0.0	-2.8	0.3	-1.9	-2.2
매입채무의증가(감소)	0.0	-2.6	3.4	3.6	3.7
투자활동으로인한현금흐름	0.0	-73.6	-34.4	-89.5	-114.6
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
CAPEX	0.0	-23.1	-20.0	-75.0	-100.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-38.3	-1.9	-2.0	-2.1
재무활동으로인한현금흐름	0.0	151.8	65.0	0.0	0.0
장기차입금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	151.8	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	2.1	-140.8	-28.1	-22.1
현금의 증가	0.0	111.8	-71.1	-22.9	32.3
기초현금	0.0	107.6	219.4	148.3	125.4
기말현금	0.0	219.4	148.3	125.4	157.7

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Per Share (원)					
EPS	59	945	-815	160	537
BPS	0	4,805	3,911	3,994	4,453
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	0.0	7.9	na	31.8	9.5
PBR	0.0	1.6	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	0.0	1.6	-60.5	8.8	3.5
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	na	1508.2%	적전	흑전	235.2%
EBITDA(발표기준) 증가율	300.0%	368.8%	-111.7%	-770.0%	112.2%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-122.3%	33.8%	-18.7%	4.1%	12.7%
EPS(지배순이익 기준)	-122.3%	33.8%	-18.7%	4.1%	12.7%
ROIC	-9.7%	-26.7%	-3.9%	5.7%	7.9%
WACC	13.1%	13.1%	8.9%	9.0%	9.2%
안전성(%)					
부채비율	-11643.6%	90.9%	339.4%	358.3%	356.5%
순차입금비율	881.3%	-114.2%	96.1%	89.2%	49.2%
이자보상배율	0.0	47.1	-0.3	1.3	2.3

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 $\pm 10\%$ 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업

- 비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일(2019.09.30)	매수 : 85.37%	중립 : 14.02%	매도 : 0.61%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증
	ELW	주식선물	주식옵션				
티웨이항공	-	-	-	-	-	-	-
대한항공	-	-	-	-	-	-	-
제주항공	-	-	-	-	-	-	-



