

금융기초산업팀

김영호
Analyst
youngho52.kim@samsung.com
02 2020 7853

항공 (NEUTRAL)

4Q preview- 실적의 바닥을 통과 중

- 항공 5개사 합산 매출액은 전년대비 2.9% 감소하고 영업이익은 2,820억원 적자를 기록하여 시장 기대치를 하회할 것으로 판단.
- 고수익 일본 노선 매출 감소뿐만 아니라 타 노선 공급 확대에 따른 여객 전반에 걸친 yield 하락과 화물 부문이 yield 하락을 동반한 물동량 감소로 부진한 데에 기인.
- 항공 섹터에 대해 NEUTRAL 의견을 유지하는데, 업계 재편과 신규 진입이 이어지고 있는 상황에서 여객, 화물 모두 상반기 내에 실적 개선 모멘텀이 부재하다고 판단.

▶ AT A GLANCE

대한항공 (003490 KS, 27,300원)		
투자 의견	HOLD	
목표주가:	27,000원	-1.1%
아시아나항공 (020560 KS, 5,200원)		
투자 의견	HOLD	
목표주가:	3,800원	-26.9%
제주항공 (089590 KS, 25,450원)		
투자 의견	HOLD	
목표주가:	25,000원	-1.8%
티웨이항공 (091810 KS, 5,320원)		
투자 의견	HOLD	
목표주가:	5,000원	-6%
진에어 (272450 KS, 16,200원)		
투자 의견	HOLD	
목표주가:	13,000원	-19.8%

WHAT'S THE STORY

비수기 수요 부진 겹치며 시장 기대치 하회 전망: 당사 커버리지 내 항공 5개사의 4Q19 합산 매출액은 전년대비 2.9% 감소한 5조 5,599억원, 영업이익은 2,820억원 적자를 기록하여 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망. 일본 수요 부진에 따른 업계 전반에 걸친 여객 yield 하락과 화물 부문이 yield 하락을 동반한 물동량 감소세가 이어지며 부진한 데에 기인.

일본 수요 부진이 이끈 여객 yield 하락세: 4Q19 국적 항공사 합산 국제선 여객은 전년대비 5.2% 감소한 1,433만여명을 기록했는데, 일본 노선 여객이 전년대비 40.8% 급감한 데에 기인. 동남아와 중국 노선 여객이 각각 21.1%, 31.9%씩 성장 했으나, 일본 노선 여객 감소 폭을 커버하기에는 역부족. 일본 boycott 영향은 고수익 일본 노선 매출 감소뿐만 아니라, 동남아를 비롯한 타 노선 공급 확대를 유발, 경쟁 심화로 인한 전반적인 여객 yield 하락을 초래. 따라서 항공 업황 개선의 신호는 부진한 일본 노선의 반등 시점이 될 것으로 판단.

화물 부문 턴어라운드는 하반기부터: 11월 항공 화물 수출이 전년대비 37.3% 급증한 10.1만 톤을 기록하여 10개월 만에 성장세로 전환된 데다, 대한항공과 아시아나항공의 4Q19 화물 수출 실적이 전년대비 각각 4.6%, 4.8% 감소를 기록해 하락세가 둔화. 이에 따라 반도체 업황 반등에 따른 화물 부문 턴어라운드에 대한 기대감이 높으나, 전기전자제품이 항공 화물에서 차지하는 비중이 24% 수준이며, 특히 반도체의 경우 5% 수준에 지나지 않음. 기저 효과가 기대되는 하반기부터는 반등 가능성이 있다고 판단하나, 2017~2018까지 글로벌 IT 수요 호황에 따른 yield 상승을 동반한 물동량 증가세를 기대하기엔 시기상조라고 판단.

신규 진입과 통합이 동시에 일어나고 있는 항공업계: 4월부터 현대산업개발이 아시아나항공의 최대주주에 오를 예정. 대규모 자금 유입으로 재무구조가 개선될 것으로 판단되나, 단거리 LCC, 장거리 대한항공과의 경쟁에 놓여 있는 상황에서 주도권 확보가 가능한 수준의 체질 개선이 가능 할지는 아직 미지수. 향후, 아시아나항공의 전략과 방향성에 귀추가 주목되는 상황. 한편, 제주항공이 2월까지 이스타항공 지분 인수를 마무리할 것으로 예상. 합산 기준 기단 78기, 국제선 여객 점유율 12.6%에 (LCC중 43%) 달해 3위 국적사로서의 입지를 공고히 할 예정. 다만, 플라이강원이 지난 해 11월 공식 취항 했으며, 에어로케이 또한 3월 취항, 에어프레미아 하반기 취항 등 신규 LCC들의 시장 진입 또한 이어지고 있는 상황.

항공 섹터 NEUTRAL 의견 유지: 항공섹터에 대해 NEUTRAL의견을 유지하는데, 상반기 내에 뚜렷한 어닝 모멘텀이 부재하기 때문. 1) 여객 수요 회복이 일본 boycott 영향이 완화되는 하반기에나 가능할 것으로 판단되며, 2) 신규 시장 진입으로 인해 yield 경쟁이 격화될 가능성을 배제할 수 없고, 3) 화물 부문 턴어라운드 역시 기저효과 등을 감안하면 상반기 내에 어려울 것으로 판단되기 때문.

항공 5사 합산

(십억원)	4Q19E	전년대비 (%)	전분기대비 (%)	4Q19E 컨센서스	Diff. (%)	2018	2019E	전년대비 (%)	2019E 컨센서스	Diff. (%)
매출액	5,598.6	-2.9	-6.9	5,717.0	-2.1	22,872.7	22,973.3	0.4	23,090.0	-0.5
영업이익	-282.0	적지	적지	-143.6	96.4	1,058.9	-293.8	적전	-155.8	88.5
세전이익	91.7	흑전	흑전	-130.1	-170.5	-15.8	-1,565.2	적지	-1,782.2	-12.2
순이익	73.7	흑전	흑전	-92.9	-179.3	-25.5	-1,223.1	적지	-1,365.3	-10.4
영업이익률 (%)	-5.0			-2.5		4.6	-1.3		-0.7	
세전이익률 (%)	1.6			-2.3		-0.1	-6.8		-7.7	
순이익률 (%)	1.3			-1.6		-0.1	-5.3		-5.9	

자료: 각 사, Wisefn, 삼성증권 추정

대한항공 (003490 KS, HOLD, TP: 27,000원)

(십억원)	4Q19E	전년대비 (%)	전분기대비 (%)	4Q19E 컨센서스	Diff. (%)	2018	2019E	전년대비 (%)	2019E 컨센서스	Diff. (%)
매출액	3,186.1	-3.3	-5.8	3,212.8	-0.8	13,020.3	12,828.9	-1.5	12,855.5	-0.2
영업이익	-22.3	적지	적전	29.1	-176.7	669.2	116.0	-82.7	167.6	-30.7
세전이익	169.4	흑전	흑전	26.9	529.5	-179.8	-741.4	적지	-856.9	-13.5
순이익	132.0	흑전	흑전	23.4	463.2	-164.4	-577.5	적지	-641.5	-10.0
영업이익률 (%)	-0.7			0.9		5.1	0.9		1.3	
세전이익률 (%)	5.3			0.8		-1.4	-5.8		-6.7	
순이익률 (%)	4.1			0.7		-1.3	-4.5		-5.0	

자료: 대한항공, Wisefn, 삼성증권 추정

아시아나항공 (020560 KS, HOLD, TP: 3,800원)

(십억원)	4Q19E	전년대비 (%)	전분기대비 (%)	4Q19E 컨센서스	Diff. (%)	2018	2019E	전년대비 (%)	2019E 컨센서스	Diff. (%)
매출액	1,724.5	-1.6	-6.0	1,794.9	-3.9	6,850.6	7,028.1	2.6	7,098.3	-1.0
영업이익	-135.8	적전	적지	-89.4	51.9	178.4	-309.7	적전	-263.3	17.6
세전이익	37.1	흑전	흑전	-67.2	-155.1	-36.8	-629.4	적지	-770.3	-18.3
순이익	29.1	흑전	흑전	-52.6	-155.5	-10.5	-495.0	적지	-605.3	-18.2
영업이익률 (%)	-7.9			-5.0		2.6	-4.4		-3.7	
세전이익률 (%)	2.1			-3.7		-0.5	-9.0		-10.9	
순이익률 (%)	1.7			-2.9		-0.2	-7.0		-8.5	

자료: 아시아나항공, Wisefn, 삼성증권 추정

제주항공 (089590 KS, HOLD, TP: 25,000원)

(십억원)	4Q19E	전년대비 (%)	전분기대비 (%)	4Q19E 컨센서스	Diff. (%)	2018	2019E	전년대비 (%)	2019E 컨센서스	Diff. (%)
매출액	307.1	-3.3	-16.7	319.1	-3.8	1,259.3	1,381.7	9.7	1,393.6	-0.9
영업이익	-58.9	적전	적지	-33.6	75.6	101.3	-46.8	적전	-19.3	141.9
세전이익	-59.5	적전	적지	-41.0	45.3	92.2	-83.0	적전	-52.7	57.5
순이익	-45.5	적전	적지	-28.1	62.2	69.7	-63.0	적전	-37.9	66.3
영업이익률 (%)	-19.2			-10.5		8.0	-3.4		-1.4	
세전이익률 (%)	-19.4			-12.8		7.3	-6.0		-3.8	
순이익률 (%)	-14.8			-8.8		5.5	-4.6		-2.7	

자료: 제주항공, Wisefn, 삼성증권 추정

티웨이항공 (091810 KS, HOLD, TP: 5,000원)

(십억원)	4Q19E	전년대비 (%)	전분기대비 (%)	4Q19E 컨센서스	Diff. (%)	2018	2019E	전년대비 (%)	2019E 컨센서스	Diff. (%)
매출액	183.8	6.0	-9.3	183.9	-0.0	731.9	809.5	10.6	808.8	0.1
영업이익	-27.7	적전	적지	-23.1	19.9	46.9	-27.4	적전	-22.9	19.7
세전이익	-32.5	적전	적지	-21.5	51.4	46.5	-73.5	적전	-64.5	14.0
순이익	-24.5	적전	적지	-15.6	57.2	34.9	-59.5	적전	-51.2	16.2
영업이익률 (%)	-15.1			-12.5		6.4	-3.4		-2.4	
세전이익률 (%)	-17.7			-11.7		6.3	-9.1		-6.9	
순이익률 (%)	-13.3			-8.5		4.8	-7.3		-5.5	

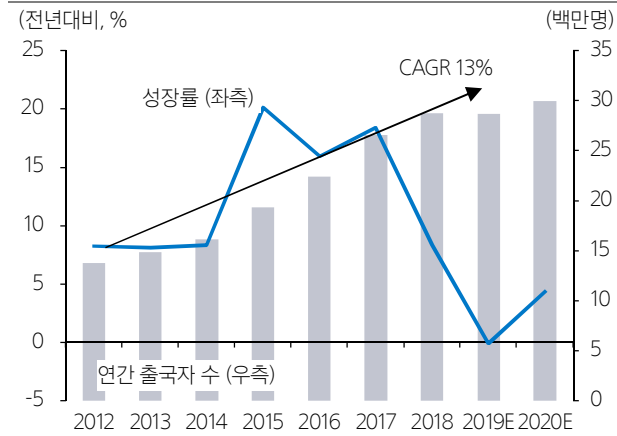
자료: 티웨이항공, Wisefn, 삼성증권 추정

진에어 (272450 KS, HOLD, TP: 13,000원)

(십억원)	4Q19E	전년대비 (%)	전분기대비 (%)	4Q19E 컨센서스	Diff. (%)	2018	2019E	전년대비 (%)	2019E 컨센서스	Diff. (%)
매출액	197.0	-13.9	-12.0	206.4	-4.6	1,010.6	925.0	-8.5	933.8	-0.9
영업이익	-37.3	적전	적지	-26.6	39.9	63.2	-26.0	적전	-17.9	45.0
세전이익	-22.8	적전	적지	-27.4	-16.9	62.2	-38.0	적전	-37.8	0.6
순이익	-17.4	적전	적지	-20.1	-13.3	44.7	-28.1	적전	-29.4	-4.3
영업이익률 (%)	-4.0			-12.9		6.3	-2.8		-1.9	
세전이익률 (%)	-2.5			-13.3		6.2	-4.1		-4.0	
순이익률 (%)	-1.9			-9.7		4.4	-3.0		-3.1	

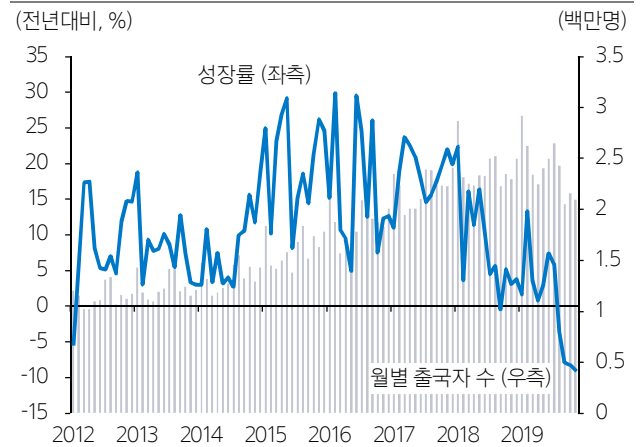
자료: 진에어, Wisefn, 삼성증권 추정

연간 출국자 수 추이



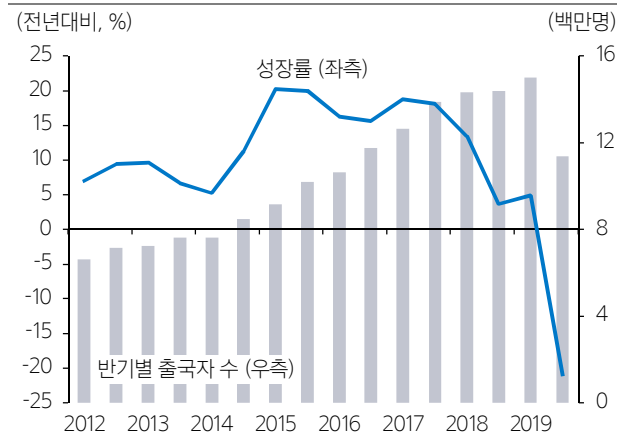
자료: 한국관광공사, 삼성증권 추정

월별 출국자 수 추이



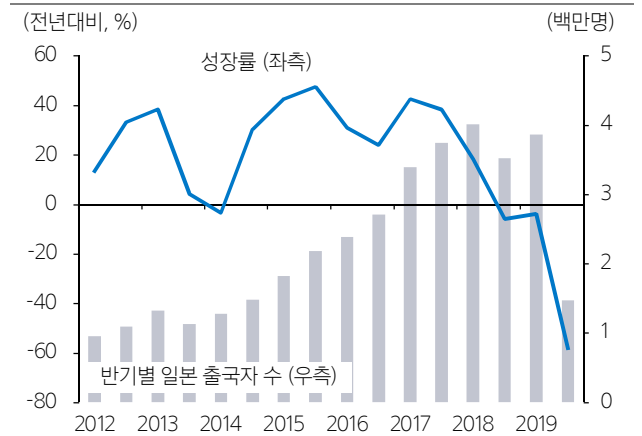
자료: 한국관광공사, 삼성증권

반기별 출국자 수 추이



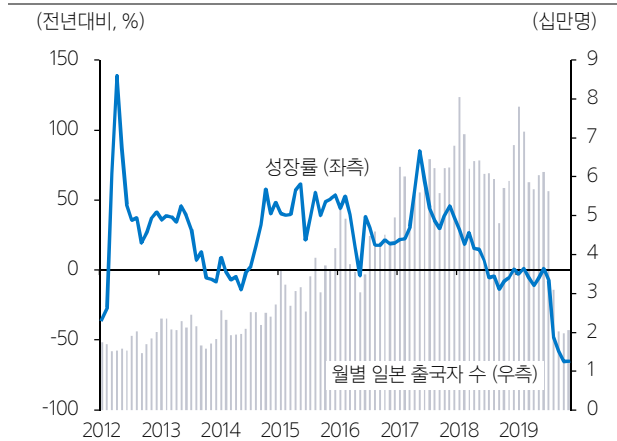
참고: 2H19는 11월까지 누계
자료: 한국관광공사, 삼성증권

반기별 일본 출국자 수 추이



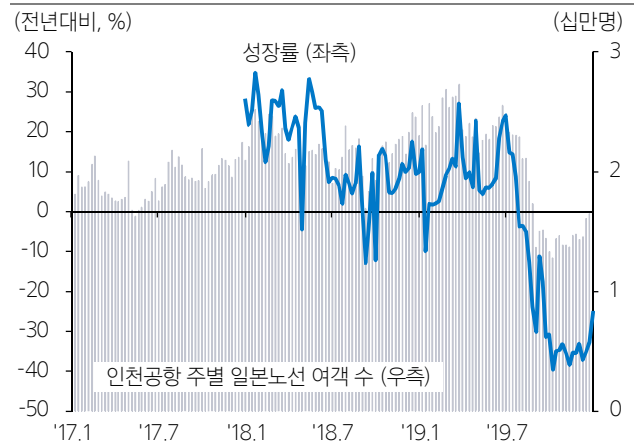
참고: 2H19는 11월까지 누계
자료: 한국관광공사, 삼성증권

월별 일본 출국자 수 추이



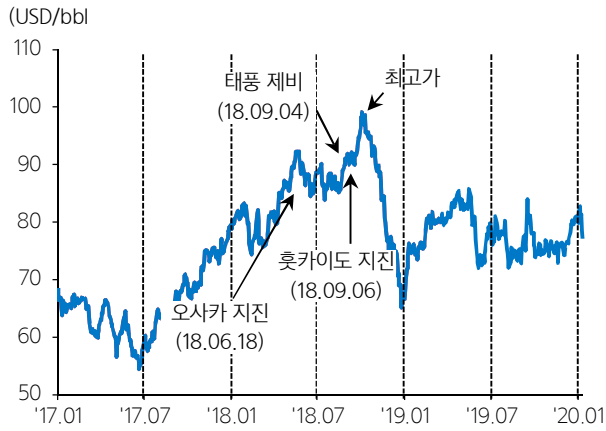
자료: 한국관광공사, 삼성증권

인천공항 주별 일본노선 여객 수



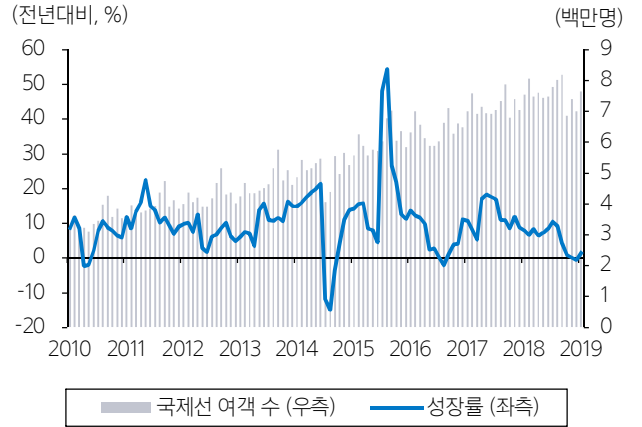
자료: 인천국제공항공사, 삼성증권

항공 유가 추이



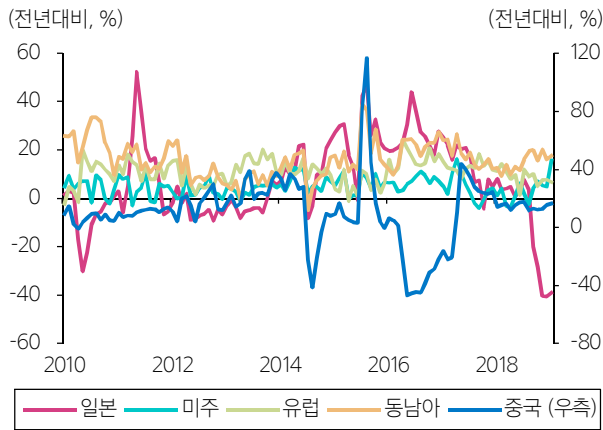
자료: Bloomberg

국제선 여객 성장률 추이



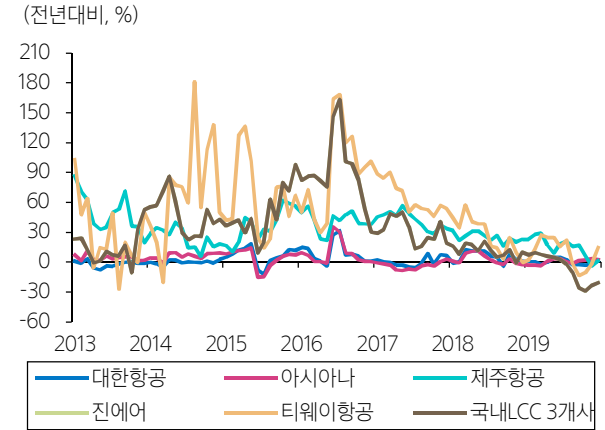
자료: 한국공항공사, 인천공항공사

노선별 여객 성장률 추이



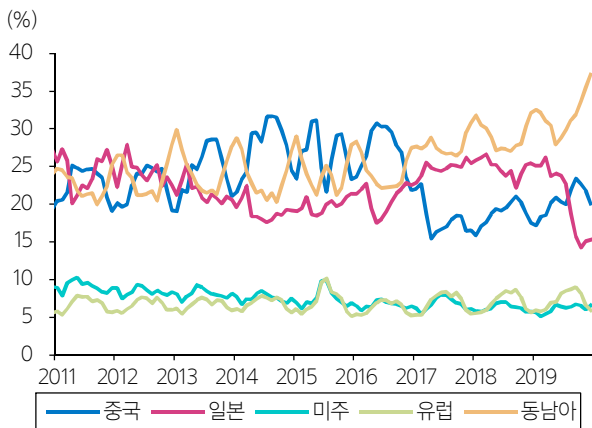
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사

항공사별 국제선 여객 성장률 추이



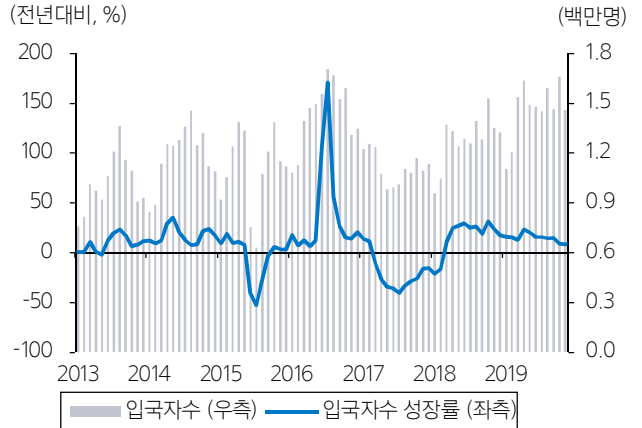
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사

노선별 여객 비중 추이



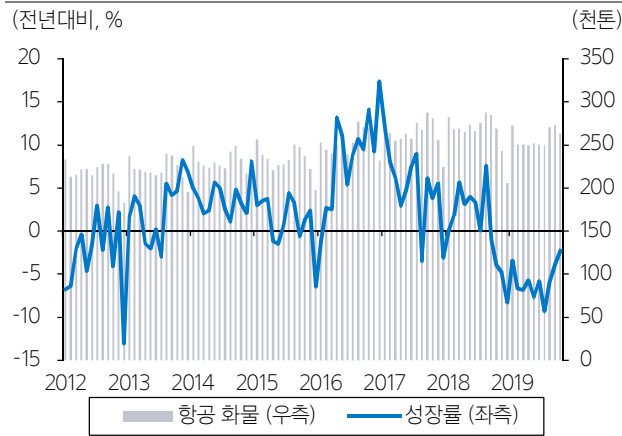
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사

월별 입국자 수 성장률 추이



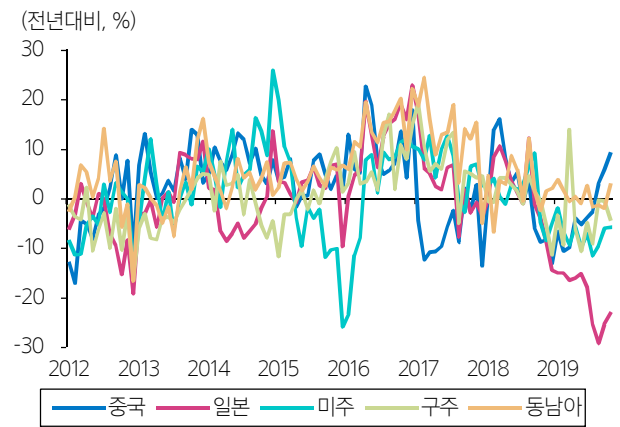
자료: 한국관광공사

한국공항 화물 수요 추이



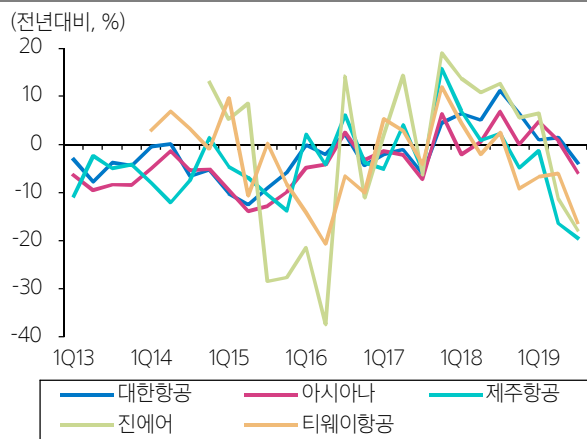
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사

한국공항 노선별 화물 수요 증감률



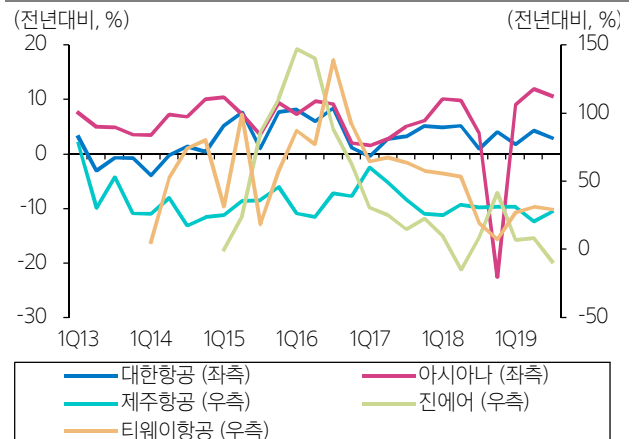
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사

항공사별 국제선 여객 yield 성장률 추이



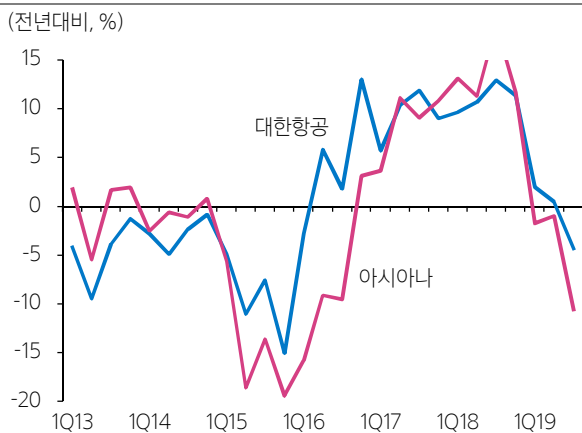
자료: 각 사, 삼성증권

항공사별 국제선 RPK 성장률 추이



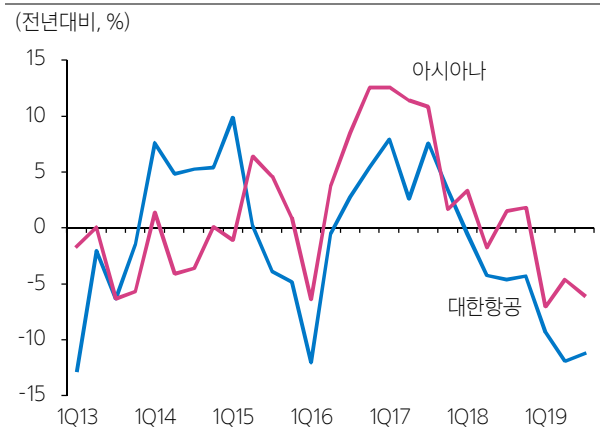
자료: 각 사, 삼성증권

양민항 화물 yield 성장률 추이



자료: 각 사, 삼성증권

양민항 화물 RFTK 성장률 추이



자료: 각 사, 삼성증권

SECTOR UPDATE

세계 항공사 Valuation

	한국					미국			중국계						기타 아시아				유럽		
	대한항공	아시아나	제주항공	진에어	티웨이항공	Delta Airlines	American Airlines	United Continental	Cathay Pacific	Air Chinar	China Eastern	China Southern	China Airlines	EVA Airways	Japan Airlines	ANA	Singapore Airlines	Air Asia Group	Deutsche Lufthansa	Air France	ICAG
코드	003490 KS	020560 KS	089590 KS	272450 KS	091810 KS	DAL US	AAL US	UAL US	293HK	753HK	670 HK	1055HK	2610 TT	2618 TT	9201JP	9202JP	SIA SP	AAGB MK	LHA GR	AF FP	IAG LN
통화	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	USD	USD	USD	HKD	HKD	HKD	HKD	TWD	TWD	JPY	JPY	SGD	MYR	EUR	EUR	GBX
주가 (현지통화)	27,300	5,200	25,450	16,200	5,320	59.2	27.3	87.3	11.2	7.9	4.3	5.4	9.1	13.9	3,432	3,588	9.0	1.7	15.8	9.9	664.0
시가총액 (백만달러)	2,234	993	579	419	216	38,313	11,968	22,093	5,673	18,213	12,027	11,471	1,636	2,241	10,761	11,423	7,862	1,402	8,418	4,713	17,212
매출액 (백만달러)	2018 11,235	5,348	938	872	632	44,438	44,541	41,303	14,300	19,767	16,660	18,492	5,692	5,999	13,587	18,804	12,099	2,610	39,862	29,487	27,142
	2019E 11,069	5,281	1,035	798	698	46,911	45,817	43,254	13,753	20,678	18,072	20,036	5,627	6,050	13,808	19,066	12,577	2,880	40,820	30,435	28,523
	2020E 11,486	5,437	1,117	867	749	48,799	47,793	45,380	14,455	22,186	19,809	21,831	5,802	6,381	14,420	20,167	13,086	3,081	41,438	31,195	29,661
	2021E 11,919	5,558	1,220	942	805	50,808	49,763	47,737	15,212	23,866	21,443	23,693	6,056	6,803	14,898	20,948	13,722	3,354	42,660	31,953	30,763
영업이익률 (%)	2018 4.9	0.4	8.0	6.2	6.4	11.8	6.0	8.0	3.6	10.5	8.1	6.1	2.4	4.9	11.8	8.0	7.0	11.8	7.7	5.0	15.4
	2019E 0.9	-3.7	-1.5	-2.8	-3.4	13.9	7.9	10.4	2.3	10.6	8.8	7.9	2.3	5.1	10.8	6.5	6.3	6.4	5.6	4.1	12.7
	2020E 2.3	0.4	2.0	-1.0	0.7	12.8	7.7	10.0	2.9	11.4	9.4	7.9	2.8	6.3	10.9	7.3	7.0	8.1	6.1	4.6	13.4
	2021E 5.6	1.6	4.5	4.3	3.6	12.8	7.9	10.3	3.5	11.2	9.7	8.3	n/a	n/a	11.2	7.8	7.0	8.6	6.7	5.2	13.7
EBITDA	2018 20.9	7.8	10.9	18.3	26.8	19.3	15.1	16.5	12.4	21.1	20.3	16.1	13.8	12.3	20.2	16.0	15.5	17.3	13.8	15.9	20.5
이익률 (%)	2019E 16.8	8.2	7.6	10.4	15.7	19.5	12.6	15.8	15.3	23.9	23.3	18.8	21.4	14.3	20.0	14.8	17.5	20.1	12.9	14.8	20.9
	2020E 16.8	11.5	10.0	8.6	16.7	18.6	13.0	15.6	15.9	24.2	23.3	18.8	21.0	15.2	20.1	15.7	18.8	22.0	13.5	15.2	21.4
	2021E 18.9	13.0	12.3	10.2	18.7	18.5	13.2	15.7	16.6	23.3	23.0	17.6	n/a	11.2	20.9	16.2	19.3	22.4	14.0	16.0	22.0
ROE (%)	2018 -5.7	-19.0	19.9	17.9	27.1	30.0	n/a	22.7	3.8	8.2	4.9	5.0	3.1	10.8	13.6	10.6	5.2	24.8	23.4	19.2	43.3
	2019E -22.1	-59.6	-12.0	-11.2	-30.3	31.0	687.2	28.4	2.5	8.2	7.0	6.7	0.6	8.9	9.2	8.1	5.2	2.6	13.2	22.6	31.6
	2020E -3.3	-16.3	4.0	-7.0	-2.9	26.4	130.4	24.3	4.9	9.7	8.7	8.5	2.6	10.7	9.7	9.2	5.9	7.5	14.7	25.2	28.2
	2021E 16.0	-18.3	12.4	11.0	9.6	23.3	69.7	20.9	5.6	9.9	9.0	9.6	5.7	5.9	10.1	9.7	5.7	10.5	15.2	26.7	27.3
P/E (배)	2018 732.9	-5.4	9.4	11.0	7.3	10.4	9.0	11.3	18.8	13.1	20.2	17.8	24.4	8.5	7.9	10.8	15.5	2.9	3.5	10.3	5.5
	2019E -7.6	-2.0	-16.0	-17.3	-3.9	8.4	5.5	7.3	24.0	12.7	12.9	11.1	58.4	14.6	10.8	13.1	15.7	25.9	5.8	9.5	7.0
	2020E -22.6	-9.3	67.0	-30.1	-26.6	8.2	5.2	6.8	13.9	9.8	10.0	8.5	25.8	10.7	10.2	11.3	14.3	10.8	4.9	6.3	6.5
	2021E 9.3	-13.1	14.4	18.8	21.6	7.7	4.6	6.0	11.9	8.5	8.3	7.4	201.6	9.8	9.3	9.9	14.2	8.0	4.1	5.0	6.1
P/B (배)	2018 1.0	1.1	1.8	2.0	1.2	2.9	-74.5	2.3	0.7	1.1	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1	0.8	0.7	0.8	2.3	2.3
	2019E 1.3	1.2	2.1	2.1	1.5	2.5	9.3	1.8	0.7	1.0	0.9	0.9	0.7	0.8	1.0	1.1	0.8	1.1	0.8	2.0	2.2
	2020E 1.3	1.3	2.1	2.3	1.6	2.0	3.8	1.4	0.7	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	0.8	1.0	0.7	1.6	1.7
	2021E 1.1	1.7	1.9	2.0	1.4	1.7	2.2	1.1	0.6	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.9	0.9	0.7	0.9	0.6	1.2	1.5
EV/EBITDA (배)	2018 5.6	7.3	3.3	1.5	-0.0	6.2	6.1	5.6	7.4	8.0	9.6	8.9	5.5	5.3	2.7	5.4	5.6	1.9	2.2	2.7	2.9
	2019E 7.1	11.3	7.9	5.4	2.7	5.3	6.1	4.8	6.9	7.1	8.3	7.9	3.9	4.3	3.1	5.7	5.7	3.8	2.7	2.6	3.6
	2020E 6.5	6.7	5.4	5.8	2.4	5.1	5.6	4.6	6.3	6.4	7.4	7.0	3.4	3.7	3.0	5.1	5.8	3.5	2.6	2.3	3.2
	2021E 5.2	6.1	3.9	4.5	2.1	5.0	4.8	4.0	5.7	6.1	6.9	7.0	n/a	4.6	2.8	4.6	6.0	3.3	2.3	2.1	3.1
순부채 (백만달러)	2018 11,013	2,207	-165	-178	-222	14,759	29,269	15,837	7,543	n/a	19,050	15,240	2,699	1,657	-3,469	4,796	2,664	-520	3,944	7,959	1,373
	2019E 11,017	4,062	125	28	76	10,376	23,214	10,772	8,789	12,831	21,551	18,346	3,039	1,447	-2,101	4,745	4,591	817	5,872	7,043	6,672
	2020E 10,410	3,339	107	17	81	8,428	22,495	10,167	8,857	13,986	20,776	17,320	2,535	1,336	-1,941	4,566	6,404	953	5,928	6,338	5,844
	2021E 9,567	3,529	81	14	98	8,565	19,484	8,070	8,800	13,555	20,297	17,721	1,798	1,292	-2,073	4,261	8,005	1,067	5,593	5,868	6,253

참고: 2020년 1월 10일 종가 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

Global LCC Valuation

	한국			미국			중국		기타 아시아			유럽		
	제주 항공	진에어	티웨이 항공	Southwest Airlines	Jetblue Airways	Spirit Airlines	Spring Airlines	Juneyao Airlines	Air Asia Group	Cebu Air	Vietjet	Ryan Air	Norwegian Air	Easyjet
코드	089590 KS	272450 KS	091810 KS	LUV US	JBLU US	SAVE US	601021 CH	603885 CH	AAGB MK	CEB PM	VJC VN	RYA LN	NAS NO	EJZ LN
통화	KRW	KRW	KRW	USD	USD	USD	CNY	CNY	MYR	PHP	VND	EUR	NOK	GBX
주가(현지통화)	25,450	16,200	5,320	53.9	18.7	39.8	44.0	15.4	1.7	86.6	146,200	16.1	42.2	1,499
시가총액 (백만달러)	578.8	419.3	215.6	28,387.3	5,401.5	2,723.6	5,829.5	4,376.0	1,401.8	1,028.6	1.8	19,710.5	670.0	7,778.1
매출액 (백만달러)	2018 1,087	872	632	21,965	7,658	3,323	1,895	2,076	2,610	1,466	2,312	8,560	4,531	7,705
	2019E 1,192	798	698	22,421	8,090	3,808	2,184	2,406	2,880	1,694	2,511	9,463	4,861	8,910
	2020E 1,323	867	749	23,691	8,641	4,399	2,569	2,853	3,081	1,824	3,050	9,952	4,665	9,324
	2021E 1,455	942	805	25,177	9,226	5,039	2,984	3,338	3,354	1,980	3,693	10,850	5,003	9,835
영업이익률 (%)	2018 8.0	6.2	6.4	14.6	3.8	10.6	2.2	1.6	11.8	9.5	12.1	13.2	-9.6	7.9
	2019E -3.4	-2.8	-3.4	13.7	10.2	13.0	2.2	1.5	6.4	15.1	11.3	11.8	1.4	7.5
	2020E 1.0	-1.0	0.7	13.4	11.4	11.1	2.3	1.7	8.1	16.2	10.8	14.5	6.1	8.1
	2021E 5.9	4.3	3.6	13.8	11.8	11.5	2.4	1.8	8.6	16.8	11.7	14.6	8.6	9.2
EBITDA이익률 (%)	2018 21.4	18.3	26.8	20.1	10.2	15.9	21.7	16.0	17.3	19.6	12.4	21.5	-5.4	11.5
	2019E 9.8	10.4	15.7	19.2	16.7	19.0	19.9	13.2	20.1	27.5	13.1	20.9	16.5	15.0
	2020E 11.9	8.6	16.7	19.4	18.1	17.7	20.7	14.4	22.0	29.3	12.5	24.0	20.8	15.7
	2021E 16.2	10.2	18.7	19.5	18.3	18.0	20.3	14.6	22.4	30.2	12.4	23.9	23.2	16.5
ROE (%)	2018 19.9	17.9	27.1	25.3	4.0	8.4	13.8	13.6	24.8	9.8	43.3	18.3	-77.4	11.9
	2019E -18.0	-11.2	-30.3	23.4	11.8	16.0	12.7	12.3	2.6	21.0	38.7	16.6	-54.4	11.8
	2020E 5.5	-7.0	-2.9	23.3	13.8	14.5	13.5	13.8	7.5	21.0	37.8	19.3	-13.9	12.9
	2021E 25.7	11.0	9.6	21.9	14.2	14.1	14.0	14.7	10.5	21.1	40.5	18.9	21.9	14.7
P/E (배)	2018 10.0	11.0	7.3	12.5	31.2	17.5	26.3	22.3	2.9	13.3	14.8	20.8	-2.1	16.5
	2019E -11.7	-17.3	-3.9	12.3	9.8	8.2	21.6	21.4	25.9	5.6	13.8	15.0	-2.7	15.6
	2020E 28.2	-30.1	-26.6	11.2	7.8	8.2	17.6	16.7	10.8	4.8	12.6	13.5	-15.7	13.7
	2021E 6.5	18.8	21.6	9.8	6.9	7.2	16.4	13.8	8.0	4.3	10.1	10.9	10.8	11.6
P/B (배)	2018 2.0	2.0	1.2	3.0	1.2	1.4	3.0	2.9	0.7	1.3	5.6	3.5	2.0	1.8
	2019E 2.3	2.1	1.5	2.4	1.1	1.2	2.7	2.6	1.1	1.1	4.8	3.5	n/a	1.9
	2020E 2.1	2.3	1.6	2.1	0.9	1.1	2.4	2.3	1.0	1.0	3.9	2.3	1.6	1.7
	2021E 1.7	2.0	1.4	1.6	0.8	1.0	2.1	2.0	0.9	0.8	3.0	n/a	1.4	1.5
EV/EBITDA (배)	2018 2.0	1.5	-0.0	6.5	7.9	7.2	15.7	16.3	1.9	6.1	-0.4	11.0	-16.9	8.2
	2019E 7.8	5.4	2.7	6.5	4.9	5.8	15.2	17.0	3.8	3.9	-0.0	10.3	9.3	6.3
	2020E 5.5	5.8	2.4	6.1	4.2	5.6	12.7	13.7	3.5	3.5	0.5	8.5	7.6	5.7
	2021E 3.6	4.5	2.1	5.2	4.0	4.7	13.0	15.0	3.3	3.2	-0.0	8.2	6.5	5.2
순부채 (백만달러)	2018 -102.8	-177.8	-221.8	419.0	783.0	1,082.4	625.1	1,059.9	-520.5	729.9	-105.8	538.7	3,469.3	-517.3
	2019E 332.2	28.4	76.0	-298.7	1,153.8	1,448.3	762.2	1,043.2	817.4	797.4	-15.8	656.0	6,834.0	652.6
	2020E 283.1	16.5	81.1	-604.4	1,187.8	1,651.3	959.9	1,229.7	953.2	835.0	174.0	638.8	6,743.7	606.0
	2021E 278.3	14.1	98.4	-2,894.3	1,303.8	1,580.3	2,032.1	2,919.7	1,066.7	883.3	-10.9	1,582.5	6,821.8	630.2

참고: 2020년 1월 10일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

2020. 1. 13

금융기초산업팀

김영호
Analyst
youngho52.kim@samsung.com
02 2020 7853

대한항공 (003490)

4Q preview- 아직은 시간이 필요한 상황

- 매출액이 전년 대비 3.3% 감소하고 영업이익은 적자 전환하여 시장 기대치를 하회할 전망이다. 국제선 및 화물 부문 매출 감소가 주요 원인.
- 수요 부진으로 인해 여객, 화물 전 부문에 걸쳐 yield 하락세가 이어지고 있는 상황. 화물 부문 반등에 대한 기대감도 아직은 시기상조라 판단.
- 여객, 화물 모두 턴어라운드에 시간이 필요할 것으로 예상되며 상반기 내 어닝 모멘텀 부재로 목표주가 2.7만원과 HOLD 투자의견 유지

▶ AT A GLANCE

투자의견	HOLD	
목표주가	27,000원	(-1.1%)
현재주가	27,300원	
시가총액	2.6조원	
Shares (float)	94,844,634주 (66.6%)	
52주 최저/최고	21,800원/37,750원	
60일 평균거래대금	130.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
대한항공 (%)	5.0	-3.9	-19.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	0.3	-9.8	-23.8

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	27,000	27,000	0.0%
2019E EPS	-3,603	37	13.2%
2020E EPS	-1,207	-3,182	-32.1%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	16
Target price	31,875
Recommendation	3.9

BUY★★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1

WHAT'S THE STORY

적자 전환으로 기대치 하회 전망: 4Q19 매출액은 전년 대비 3.3% 감소한 3조 1,861억원, 영업이익은 223억 적자를 기록하여 시장 컨센서스를 하회할 것으로 판단. 일본 노선 수요 부진 영향으로 국제선 여객 매출이 전년 대비 1.1% 감소 한데다, 성수기 임에도 불구하고 화물 매출이 업황 부진으로 전년 대비 18.6% 역 성장한 데에 기인.

수요 부진으로 전 부문에 걸쳐 yield 하락: 국제선 RPK가 전년 대비 5.6% 성장하여 L/F가 3.9%p 개선된 83.3%에 이를 전망이나, 원화 yield가 전년 대비 6.3% 감소하여 매출이 역 성장 기록. 국내선 역시 RPK가 전년 대비 14.7%로 큰 폭 상승하여 L/F가 83.7%를 달성할 것으로 예상되나, yield는 7% 감소 전망. 화물 부문은 FTK가 전년 대비 7.4% 감소하여 하락 폭을 다소 좁힐 것으로 보이나, yield가 전년 대비 12% 급락하여 성수기가 무색한 실적 전망.

화물 부문 반등은 하반기부터: 11월 항공 화물 물동량이 전년 대비 37.3% 증가하여 10개월 만에 성장세로 전환 되었으며 4Q19 동사의 화물 수송량 또한 전년 대비 4.6% 감소에 그치며 하락세 둔화. 이에 따라 화물 부문 반등에 대한 기대감이 일고 있으나, 1H19까지 yield 호조세가 이어졌던 점을 감안하면 yield 상승을 동반한 물동량 증가세는 하반기부터 나타날 것으로 전망.

목표주가 27,000원, HOLD 투자의견 유지: 이익 추정치 미세 조정에 그침에 따라 목표주가 27,000원을 (글로벌 peer 평균 P/B 1.4배) 유지. 일본 boycott 영향에 따른 여객 수요 부진이 상반기 내 이어질 것으로 예상되며, 화물 부문의 본격적인 반등 또한 시간이 걸릴 것으로 판단. 1H20 어닝 모멘텀 부재로 HOLD 투자의견 유지.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	13,020	12,829	13,312	13,814
영업이익 (십억원)	640	116	312	780
순이익 (십억원)	-186	-578	-74	389
EPS (adj) (원)	37	-3,603	-1,207	2,939
EPS (adj) growth (%)	-99.0	적전	적지	흑전
EBITDA margin (%)	20.9	16.8	16.8	18.9
ROE (%)	-5.7	-22.1	-3.3	16.0
P/E (adj) (배)	737.0	nm	nm	9.3
P/B (배)	1.0	1.3	1.3	1.1
EV/EBITDA (배)	5.7	7.1	6.6	5.3
Dividend yield (%)	0.9	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

분기별 이익 추이 및 전망

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출가정													
평균환율	(원/달러)	1,125	1,167	1,194	1,176	1,170	1,160	1,170	1,160	1,101	1,166	1,165	1,129
기말환율	(원/달러)	1,135	1,155	1,196	1,156	1,165	1,155	1,160	1,155	1,116	1,156	1,150	1,130
제트유가	(달러/배럴)	77	84	85	76	76	80	82	85	85	78	81	80
국내여객													
RPK	(백만km)	587	722	706	684	605	736	742	697	2,506	2,699	2,780	2,864
	(전년대비, %)	4.4	1.3	11.3	14.7	3.0	2.0	5.1	2.0	-13.4	7.7	3.0	3.0
L/F	(%)	76.6	83.2	81.1	83.7	77.6	82.6	82.2	83.2	75.0	81.3	81.5	81.7
	(전년대비, %)	4.4	2.9	8.5	9.3	1.0	-0.6	1.0	-0.5	-2.6	6.3	0.2	0.2
Yield	(원)	179.8	184.1	187.6	178.3	178.0	182.2	185.7	176.3	187.1	182.6	180.7	181.1
	(전년대비, %)	3.3	-0.3	-4.8	-7.0	-1.8	-1.9	-1.9	-2.0	6.8	-2.4	-1.0	0.2
Yield	(센트)	16.0	15.8	15.7	15.2	15.2	15.7	15.9	15.2	17.0	15.7	15.5	16.0
	(전년대비, %)	-1.6	-7.8	-10.6	-10.7	-0.8	-0.1	0.2	0.0	9.7	-7.9	-0.9	3.4
국제여객													
RPK	(백만km)	19,116	20,149	21,008	20,232	19,715	20,571	22,104	21,477	77,683	80,505	83,867	87,254
	(전년대비, %)	1.8	4.2	3.0	5.6	3.1	2.1	5.2	6.2	3.7	3.6	4.2	4.0
L/F	(%)	80.3	82.5	83.1	83.3	81.4	83.7	82.6	86.2	80.4	82.3	83.5	84.0
	(전년대비, %)	0.9	1.8	1.1	3.9	1.1	1.1	-0.5	2.9	1.0	1.9	1.1	0.5
Yield	(원)	94.2	90.0	94.4	87.8	93.3	89.1	93.5	87.0	93.6	91.6	90.7	90.6
	(전년대비, %)	0.9	1.4	-3.9	-6.3	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8	7.3	-2.1	-0.9	-0.1
Yield	(센트)	8.4	7.7	7.9	7.5	8.0	7.7	8.0	7.5	8.5	7.9	7.8	8.0
	(전년대비, %)	-3.9	-6.2	-9.7	-10.2	-0.4	-0.0	0.1	0.0	10.2	-7.6	-0.8	3.0
화물													
RPK	(백만km)	1,821	1,781	1,845	2,019	1,921	1,861	1,908	2,033	8,293	7,466	7,723	7,829
	(전년대비, %)	-9.4	-12.0	-11.3	-7.4	5.5	4.5	3.4	0.7	-3.5	-10.0	3.4	1.4
L/F	(%)	70.0	70.2	71.7	74.1	73.1	72.6	73.4	73.9	76.5	71.5	73.2	73.5
	(전년대비, %)	-6.7	-5.7	-5.0	-2.8	3.1	2.4	1.7	-0.2	-2.0	-5.0	1.7	0.3
Yield	(원)	354.0	353.7	346.9	341.8	327.1	334.6	368.6	376.1	363.2	348.9	352.1	354.8
	(전년대비, %)	1.9	0.4	-4.4	-12.0	-7.6	-5.4	6.3	10.0	11.1	-3.9	0.9	0.8
Yield	(센트)	31.5	30.3	29.1	29.1	28.0	28.8	31.5	32.4	33.0	29.9	30.2	31.4
	(전년대비, %)	-2.8	-7.1	-10.2	-15.6	-11.1	-4.9	8.4	11.5	14.2	-9.3	1.0	4.0
실적 전망 (십억원)													
매출액		3,138.9	3,121.0	3,382.9	3,186.1	3,194.6	3,204.1	3,548.4	3,365.1	13,020.3	12,828.9	13,312.2	13,814.1
국내선여객		105.6	132.9	132.4	121.9	107.6	134.2	137.7	123.0	468.8	492.8	502.5	518.5
국제선여객		1,800.1	1,812.7	1,982.1	1,776.5	1,839.7	1,833.8	2,066.6	1,869.5	7,268.7	7,371.4	7,609.6	7,905.4
화물		644.6	629.9	640.1	690.4	628.4	622.5	703.5	764.5	3,012.2	2,605.0	2,719.0	2,777.8
기타		499.6	444.6	528.3	597.4	619.0	613.6	640.5	608.1	2,270.6	2,359.7	2,481.2	2,612.3
영업이익		140.6	-98.6	96.4	-22.3	45.2	-50.4	200.5	116.2	640.3	116.1	311.6	779.8
이익률 (%)		4.5	-3.2	2.9	-0.7	1.4	-1.6	5.7	3.5	4.9	0.9	2.3	5.6
세전이익		-67.3	-498.3	-345.3	169.4	-57.0	-152.5	98.3	14.1	-208.7	-741.4	-97.1	511.4
순이익		-61.8	-396.3	-251.3	132.0	-43.3	-115.9	74.7	10.7	-185.7	-577.5	-73.8	388.6
증감률 (% y-y)													
매출액		1.2	0.5	-3.8	-3.3	1.8	2.7	4.9	5.6	7.7	-1.5	3.8	3.8
영업이익		-15.5	-247.9	-76.0	적전	-67.8	적지	108.0	흑전	-31.9	-81.9	168.5	150.2
세전이익		적지	적지	적전	흑전	적지	적지	흑전	-91.7	적전	적지	적지	흑전
순이익		적지	적지	적전	흑전	적지	적지	흑전	-91.9	적전	적지	적지	흑전

자료: 대한항공, 삼성증권 추정

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2018	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	13,020.3	12,828.9	13,312.2	12,806.5	13,281.3	0.2	0.2
영업이익	640.3	116.1	311.6	175.4	302.0	-33.8	3.2
세전이익	-208.7	-741.4	-97.1	-873.9	16.0	nm	nm
순이익	-185.7	-577.5	-73.8	-680.7	12.2	nm	nm
EBITDA	2,722.9	2,161.0	2,238.3	2,220.6	2,261.9	-2.7	-1.0
EPS (원)*	37	-3,603	-1,207	-3,182	-1,777	nm	nm

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석됨

자료: 대한항공, 삼성증권 추정

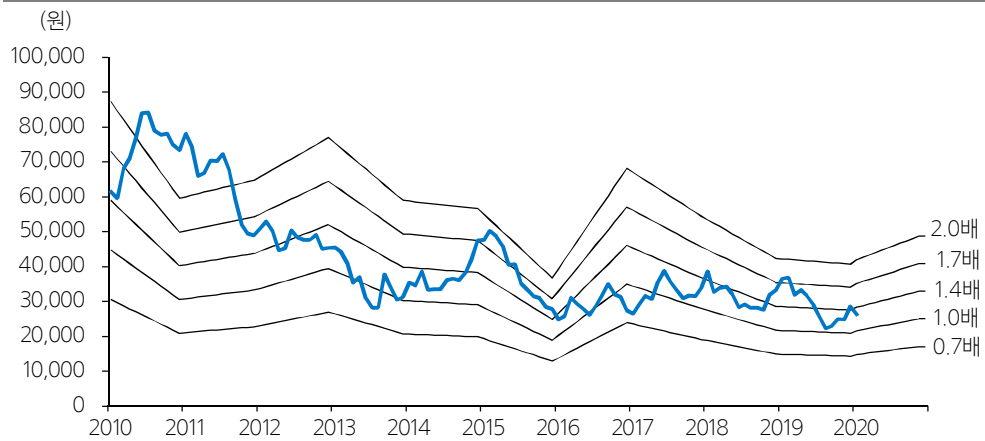
Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2017	12,092	940	1,122	802	3,898	nm	7.0	0.8	29.8	5.0	12,251
2018	13,020	640	-209	-186	37	-99.0	737.0	1.0	-5.7	5.7	12,763
2019E	12,829	116	-741	-578	-3,603	nm	nm	1.3	-22.1	7.1	12,768
2020E	13,312	312	-97	-74	-1,207	-66.5	nm	1.3	-3.3	6.6	12,065
2021E	13,814	780	511	389	2,939	nm	9.3	1.1	16.0	5.3	11,087
2022E	14,310	1,048	656	499	5,404	83.9	5.1	0.9	17.4	4.5	10,074

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석 됨

자료: 대한항공 삼성증권 추정

대한항공 P/B Band 차트



자료: 대한항공, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,092	13,020	12,829	13,312	13,814
매출원가	9,991	11,004	11,273	11,500	11,469
매출총이익	2,101	2,017	1,556	1,813	2,346
(매출총이익률, %)	17.4	15.5	12.1	13.6	17.0
판매 및 일반관리비	1,161	1,376	1,440	1,501	1,566
영업이익	940	640	116	312	780
(영업이익률, %)	7.8	4.9	0.9	2.3	5.6
영업외손익	182	(849)	(857)	(409)	(268)
금융수익	73	126	147	157	166
금융비용	531	580	678	618	596
지분법손익	11	1	1	1	1
기타	628	(395)	(327)	51	161
세전이익	1,122	(209)	(741)	(97)	511
법인세	320	(23)	(164)	(23)	123
(법인세율, %)	28.5	11.0	22.1	24.0	24.0
계속사업이익	802	(186)	(578)	(74)	389
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	802	(186)	(578)	(74)	389
(순이익률, %)	6.6	(1.4)	(4.5)	(0.6)	2.8
지배주주순이익	792	(193)	(601)	(77)	404
비지배주주순이익	10	7	23	3	(15)
EBITDA	2,984	2,723	2,161	2,238	2,611
(EBITDA 이익률, %)	24.7	20.9	16.8	16.8	18.9
EPS (지배주주)	8,631	(2,012)	(6,258)	(800)	4,212
EPS (연결기준)	8,357	(1,935)	(6,019)	(769)	4,050
수정 EPS (원)*	3,898	37	(3,603)	(1,207)	2,939

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	2,807	2,793	2,792	3,103	3,477
당기순이익	802	(186)	(578)	(74)	389
현금유출입이없는 비용 및 수익	2,114	3,394	3,346	3,236	3,150
유형자산 감가상각비	1,648	1,712	1,978	1,859	1,764
무형자산 상각비	45	29	29	29	29
기타	421	1,652	1,339	1,347	1,356
영업활동 자산부채 변동	(109)	(415)	23	(59)	(61)
투자활동에서의 현금흐름	(2,041)	(658)	(1,273)	(900)	(1,000)
유형자산 증감	(1,877)	(1,276)	(1,300)	(900)	(1,000)
장단기금융자산의 증감	104	97	7	0	0
기타	(268)	521	20	(0)	(0)
재무활동에서의 현금흐름	(1,036)	(1,408)	(1,219)	(1,903)	(2,177)
차입금의 증가(감소)	(968)	950	305	(403)	(677)
자본금의 증가(감소)	110	0	0	0	0
배당금	0	(24)	(24)	0	0
기타	(178)	(2,334)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
현금증감	(329)	743	300	300	300
기초현금	1,091	762	1,505	1,805	2,105
기말현금	762	1,505	1,805	2,105	2,405
Gross cash flow	2,772	2,188	2,922	2,125	2,386
Free cash flow	828	559	1,665	1,167	1,325

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 대한항공, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,582	3,872	4,050	4,576	5,096
현금 및 현금등가물	761	1,504	1,805	2,105	2,405
매출채권	636	706	695	722	749
재고자산	683	1,030	1,015	1,053	1,093
기타	1,502	633	535	697	850
비유동자산	21,066	21,707	21,003	20,043	19,279
투자자산	799	733	726	726	726
유형자산	18,907	19,648	18,970	18,011	17,247
무형자산	363	301	281	281	281
기타	997	1,026	1,026	1,026	1,026
자산총계	24,649	25,580	25,053	24,619	24,375
유동부채	6,638	7,522	6,299	6,047	5,522
매입채무	152	154	151	157	163
단기차입금	843	732	2,562	2,447	1,916
기타 유동부채	5,644	6,636	3,586	3,443	3,443
비유동부채	14,259	15,026	16,324	16,215	16,109
사채 및 장기차입금	3,045	3,893	4,170	4,024	3,878
기타 비유동부채	11,215	11,133	12,154	12,192	12,231
부채총계	20,898	22,548	22,623	22,263	21,630
지배주주지분	3,629	2,909	2,307	2,233	2,622
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	946	946	946	946
이익잉여금	577	82	(520)	(594)	(205)
기타	1,627	1,401	1,401	1,401	1,401
비지배주주지분	122	123	123	123	123
자본총계	3,751	3,032	2,430	2,356	2,745
순부채	12,251	12,763	12,768	12,065	11,087

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	3.1	7.7	(1.5)	3.8	3.8
영업이익	(16.2)	(31.9)	(81.9)	168.5	150.2
순이익	흑전	적전	적지	적지	흑전
수정 EPS**	흑전	적전	적지	적지	흑전
주당지표					
EPS (지배주주)	8,631	(2,012)	(6,258)	(800)	4,212
EPS (연결기준)	8,357	(1,935)	(6,019)	(769)	4,050
수정 EPS**	3,898	37	(3,603)	(1,207)	2,939
BPS	34,036	27,179	21,118	20,349	24,399
DPS (보통주)	250	250	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	7.0	737.0	nm	nm	9.3
P/B***	0.8	1.0	1.3	1.3	1.1
EV/EBITDA	5.0	5.7	7.1	6.6	5.3
비율					
ROE (%)	29.8	(5.7)	(22.1)	(3.3)	16.0
ROA (%)	1.5	0.0	(1.4)	(0.5)	1.2
ROIC (%)	8.0	1.8	(0.9)	2.3	5.8
배당성향 (%)	3.0	(13.0)	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.9	0.9	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	337.5	438.8	553.4	540.2	422.9
이자보상배율 (배)	2.1	1.2	0.2	0.5	1.4

2020. 1. 13

금융기초산업팀

김영호
Analyst
youngho52.kim@samsung.com
02 2020 7853

아시아나항공 (020560)

4Q preview- 대주주 변경 후의 청사진이 궁금해지는 구간

- 매출액은 전년대비 1.5% 감소, 영업이익은 1,358억 적자를 기록하여 기대치 하회
- 화물 매출이 yield 하락을 동반한 물동량 감소로 전년대비 17% 급감한데 기인
- 추정치 미세 조정에 그침에 따라 목표주가 3,800원과 HOLD 투자의견 유지

▶ AT A GLANCE

투자의견	HOLD	
목표주가	3,800원	(-26.9%)
현재주가	5,200원	
시가총액	1.2조원	
Shares (float)	221,235,294주 (68.9%)	
52주 최저/최고	3,420원/8,450원	
60일-평균거래대금	305.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
아시아나항공 (%)	-1.9	-14.8	24.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	-6.7	-20.5	16.2

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	3,800	3,800	0.0%
2019E EPS	-2,261	-2,266	-0.2%
2020E EPS	-479	-526	-8.9%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	4
Target price	4,900
Recommendation	3.0

BUY★★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1

WHAT'S THE STORY

화물 부진으로 컨센서스 하회 예상: 4Q19 매출액은 전년대비 1.5% 감소한 1조 7,245억원, 영업이익은 1,358억 적자를 기록하여 시장 기대치를 하회할 전망이다. 화물 업황 부진으로 매출이 전년대비 16.7% 급감 한데다, 업계 전반에 걸친 여객 yield 하락으로 국제선 여객 또한 전년대비 1.6% 감소한 데에 기인.

전반적인 yield 약세에 화물 부문은 물동량 감소세까지 지속: 국제선 RPK가 전년대비 4.5% 증가하여 전년 동기 수준의 L/F 수성에는 (84.4%, +0.7%p y-y) 성공 했으나, yield가 전년대비 5.9% 급락. 한편 화물 부문 부진이 지속 되었는데, FTK가 전년대비 7.5% 감소하여 L/F가 1.5%p 하락한 77.8%에 그칠 것으로 판단. Yield 또한 전년대비 10.2% 급락하여 3Q19에 이어 두 자리 수 감소세 지속.

신규 자금 수혈로 재도약의 발판 마련: 지난 12월 27일 현대산업개발-미래에셋대우 컨소시엄과 금호산업이 SPA 체결을 완료함에 따라 3월 추종 이후, 아시아나항공의 최대주주가 현대산업개발로 변경될 예정. 구주 매입과 산업은행 차입금 상황 후에도 약 1.4조원 가량이 재무구조 개선에 투입 됨에 따라 급한 불은 끌 수 있을 것으로 판단. 다만, 단거리 LCC, 장거리 대한항공과의 경쟁에서 우위를 점하기 위한 체질 개선에 필요한 충분한 자금이 확보 되었다고 판단하기 어려운 상황. 일본 불매 운동 장기화로 업계 전반에 걸친 여객 yield 하락세가 이어지고 있으며, 화물 부문 또한 yield와 물량 감소의 이중고가 지속되고 있기 때문.

목표주가 3,800원, HOLD 투자의견 유지: 추정치 미세 조정에 그침에 따라 목표주가 3,800원과 (2020E 아시아 역내 peer 평균 P/B 1.1배 적용) HOLD 투자의견 유지. 목표주가는 대주주 변경 이후, 약 2.2조원 규모의 유상증자를 반영한 기준. 자금 수혈에 따른 재무구조 개선은 긍정적이나 아시아나항공의 구조조정 계획 및 향후 전략에 대한 귀추가 주목 되는 상황.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	7,183	7,028	7,319	7,611
영업이익 (십억원)	28	-310	-124	170
순이익 (십억원)	-196	-495	-276	43
EPS (adj) (원)	-877	-2,261	-479	26
EPS (adj) growth (%)	적전	적지	적지	-흑전
EBITDA margin (%)	17.0	10.9	11.9	14.4
ROE (%)	-16.4	-43.6	-14.7	1.6
P/E (adj) (배)	nm	nm	nm	199.9
P/B (배)	1.2	1.3	1.4	1.4
EV/EBITDA (배)	3.3	8.3	7.4	5.5
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

분기별 이익 추이 및 전망

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출가정													
평균환율	(원/달러)	1,125	1,167	1,194	1,176	1,170	1,160	1,170	1,160	1,102	1,166	1,165	1,129
기말환율	(원/달러)	1,137	1,155	1,196	1,156	1,165	1,155	1,160	1,155	1,130	1,156	1,150	1,130
제트유가	(달러/배럴)	77	84	85	76	76	80	82	85	85	78	81	81
국내여객													
RPK	(백만km)	883	968	949	979	901	978	1,008	1,009	3,699	3,779	3,896	4,021
	(전년대비, %)	4.6	-1.0	-0.9	6.6	2.1	1.0	6.2	3.1	59.0	2.2	3.1	3.2
L/F	(%)	81.3	85.6	83.6	84.5	80.7	85.0	84.7	85.6	82.3	83.8	84.0	84.3
	(전년대비, %)	2.8	-0.7	0.1	3.7	-0.6	-0.6	1.1	1.1	-3.2	1.4	0.3	0.3
Yield	(원)	134.2	150.2	149.1	135.4	133.1	149.0	147.9	134.2	144.7	142.3	141.2	141.6
	(전년대비, %)	-3.6	-2.6	0.3	-0.1	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	5.2	-1.6	-0.8	0.2
Yield	(센트)	11.9	12.9	12.5	11.5	11.4	12.8	12.6	11.6	13.1	12.2	12.1	12.5
	(전년대비, %)	-8.1	-9.9	-5.8	-4.2	-4.6	-0.2	1.3	0.5	7.9	-7.0	-0.7	3.4
국제여객													
RPK	(백만km)	11,971	12,423	12,813	11,988	12,401	12,738	14,221	12,642	49,007	49,195	52,001	54,802
	(전년대비, %)	-2.4	0.8	-1.0	4.5	3.6	2.5	11.0	5.5	17.0	0.4	5.7	5.4
L/F	(%)	83.7	83.1	82.3	84.4	82.8	80.5	84.7	85.1	84.0	83.4	83.3	83.0
	(전년대비, %)	-1.5	-0.8	-0.9	0.7	-0.9	-2.6	2.4	0.7	2.2	-0.6	-0.1	-0.3
Yield	(원)	84.9	79.0	83.1	78.4	83.1	76.5	83.0	78.8	82.4	81.4	80.4	80.0
	(전년대비, %)	3.5	1.4	-3.5	-5.9	-2.2	-3.2	-0.2	0.6	3.8	-1.2	-1.2	-0.5
Yield	(센트)	7.6	6.8	7.0	6.7	7.1	6.6	7.1	6.8	7.4	7.0	6.9	7.1
	(전년대비, %)	-1.3	-6.2	-9.4	-9.7	-5.9	-2.6	1.9	1.9	5.6	-5.4	-1.1	2.7
화물													
RPK	(백만km)	1,022	1,114	1,138	1,154	1,045	1,138	1,163	1,180	4,726	4,428	4,526	4,553
	(전년대비, %)	-7.1	-4.6	-6.0	-7.5	2.2	2.2	2.2	2.2	1.2	-6.3	2.2	0.6
L/F	(%)	77.4	77.3	77.4	77.8	82.5	82.4	82.6	83.0	79.0	77.5	82.6	82.3
	(전년대비, %)	-0.6	-2.6	-1.2	-1.5	5.2	5.1	5.2	5.2	-2.4	-1.5	5.2	-0.3
Yield	(원)	292.6	294.6	284.4	316.0	295.3	297.3	287.0	318.9	317.3	297.1	299.8	299.8
	(전년대비, %)	-1.8	-1.0	-10.6	-10.2	0.9	0.9	0.9	0.9	13.6	-6.4	0.9	0.0
Yield	(센트)	26.0	25.2	23.8	26.9	25.2	25.6	24.5	27.5	28.8	25.5	25.7	26.6
	(전년대비, %)	-6.3	-8.5	-16.1	-13.9	-3.0	1.5	3.0	2.3	16.5	-11.5	1.0	3.2
실적 전망 (십억원)													
매출액		1,723.2	1,745.4	1,835.1	1,724.5	1,762.2	1,763.7	1,982.9	1,810.1	7,183.4	7,028.1	7,318.8	7,611.4
국내선여객		118.5	145.4	141.5	132.6	120.0	145.7	149.0	135.4	535.3	537.9	550.2	569.1
국제선여객		1,016.9	981.5	1,065.2	939.7	1,030.6	974.7	1,180.1	996.6	4,037.3	4,003.4	4,181.9	4,386.0
화물		299.2	328.1	323.7	364.6	308.6	338.4	333.8	376.1	1,499.6	1,315.6	1,356.9	1,365.0
기타		3.9	26.3	33.0	37.4	0.0	0.0	0.0	0.0	129.0	100.7	105.7	111.0
영업이익		7.2	-124.1	-57.0	-135.8	-16.1	-100.9	59.9	-66.5	28.2	-309.7	-123.6	169.9
이익률 (%)		0.4	-7.1	-3.1	-7.9	-0.9	-5.7	3.0	-3.7	0.4	-4.4	-1.7	2.2
세전이익		-120.2	-259.8	-286.5	37.1	-73.1	-157.9	3.0	-123.4	-249.6	-629.4	-351.4	54.1
순이익		-89.2	-202.4	-232.5	29.1	-57.5	-124.2	2.3	-97.1	-195.9	-495.0	-276.4	42.5
증감률 (% y-y)													
매출액		0.2	0.0	-6.8	-1.5	2.3	1.0	8.1	5.0	8.9	(2.2)	4.1	4.0
영업이익		-89.1	적전	적전	적지	적전	적지	흑전	적지	(88.5)	적전	적지	흑전
세전이익		적전	적지	적전	흑전	적지	적지	흑전	적전	적전	적지	적지	흑전
순이익		적전	적지	적전	흑전	적지	적지	흑전	적전	적전	적지	적지	흑전

자료: 아시아나항공, 삼성증권 추정

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2018	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	7,183.4	7,028.1	7,318.8	6,991.4	7,282.7	0.5	0.5
영업이익	28.2	-309.7	-123.6	-310.3	-145.0	nm	nm
세전이익	-249.6	-629.4	-351.4	-695.8	-346.4	nm	nm
순이익	-195.9	-495.0	-276.4	-547.2	-272.4	nm	nm
EBITDA	1,222.8	766.7	872.3	766.3	852.5	0.1	2.3
EPS (원)*	-877	-2,261	-479	-2,266	-526	nm	nm

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석됨

자료: 아시아나항공, 삼성증권 추정

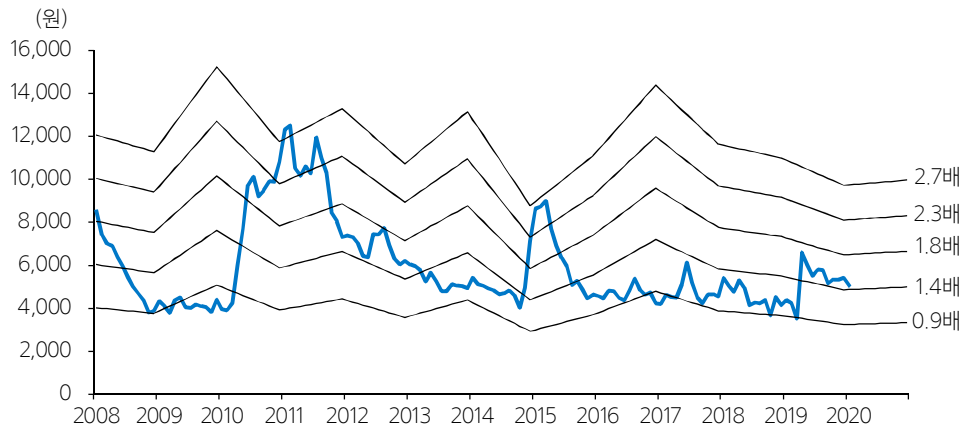
Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2016	6,594	246	374	263	874	59.2	5.9	0.9	22.4	3.8	4,159
2017	7,183	28	-250	-196	-877	적전	nm	1.2	-16.4	3.3	2,978
2018	7,028	-310	-629	-495	-2,261	적지	nm	1.3	-43.6	8.3	5,280
2019E	7,319	-124	-351	-276	-479	적지	nm	1.4	-14.7	7.4	3,370
2020E	7,611	170	54	43	26	흑전	199.9	1.4	1.6	5.5	2,927
2021E	7,938	352	262	206	346	1,228.2	15.0	1.3	7.5	5.0	2,304

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석 됨

자료: 아시아나항공 삼성증권 추정

아시아나항공 P/B Band 차트



자료: 아시아나항공, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,594	7,183	7,028	7,319	7,611
매출원가	5,710	6,453	6,612	6,699	6,679
매출총이익	884	730	416	620	932
(매출총이익률, %)	13.4	10.2	5.9	8.5	12.2
판매 및 일반관리비	639	702	726	744	763
영업이익	246	28	(310)	(124)	170
(영업이익률, %)	3.7	0.4	(4.4)	(1.7)	2.2
영업외손익	129	(278)	(320)	(228)	(116)
금융수익	8	7	8	15	26
금융비용	172	163	289	271	189
지분법손익	11	7	7	17	12
기타	282	(129)	(46)	11	35
세전이익	374	(250)	(629)	(351)	54
법인세	263	(196)	(495)	(276)	43
(법인세율, %)	70.1	78.5	78.6	78.6	78.6
계속사업이익	263	(196)	(495)	(276)	43
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	263	(196)	(495)	(276)	43
(순이익률, %)	4.0	(2.7)	(7.0)	(3.8)	0.6
지배주주순이익	252	(198)	(500)	(279)	43
비지배주주순이익	11	2	5	3	(0)
EBITDA	1,370	1,223	767	872	1,094
(EBITDA 이익률, %)	20.8	17.0	10.9	11.9	14.4
EPS (지배주주)	874	(877)	(2,261)	(479)	26
EPS (연결기준)	1,279	(954)	(2,412)	(459)	71
수정 EPS (원)*	874	(877)	(2,261)	(479)	26

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	724	717	607	658	885
당기순이익	263	(196)	(495)	(276)	43
현금유출입이없는 비용 및 수익	556	887	1,091	955	863
유형자산 감가상각비	517	534	961	882	813
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	40	353	130	73	50
영업활동 자산부채 변동	(94)	25	11	(20)	(20)
투자활동에서의 현금흐름	(721)	223	(488)	(429)	(342)
유형자산 증감	(484)	(354)	(354)	(354)	(354)
장단기금융자산의 증감	(54)	363	0	0	0
기타	(184)	214	(134)	(75)	12
재무활동에서의 현금흐름	(16)	(815)	(419)	650	(543)
차입금의 증가(감소)	(97)	(1,078)	2,000	(1,030)	(443)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	1,982	0
배당금	(3)	(3)	0	0	0
기타	84	266	(2,419)	(302)	(100)
현금증감	(12)	125	(300)	880	0
기초현금	271	289	413	113	993
기말현금	259	413	113	993	993
Gross cash flow	819	692	596	679	905
Free cash flow	200	713	119	230	543

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 아시아나항공, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,221	1,514	1,956	2,809	2,907
현금 및 현금등가물	289	414	113	993	993
매출채권	407	397	389	405	421
재고자산	235	263	257	268	278
기타	289	439	1,197	1,143	1,214
비유동자산	7,436	6,677	8,414	7,961	7,490
투자자산	543	191	191	191	191
유형자산	5,776	5,492	6,885	6,356	5,897
무형자산	266	218	218	218	218
기타	850	777	1,121	1,196	1,185
자산총계	8,656	8,191	10,370	10,770	10,397
유동부채	3,644	3,369	3,541	2,918	2,882
매입채무	115	158	154	161	167
단기차입금	451	163	795	465	423
기타 유동부채	3,078	3,048	2,592	2,292	2,292
비유동부채	3,712	3,729	5,568	5,187	4,808
사채 및 장기차입금	1,044	975	600	500	400
기타 비유동부채	2,668	2,753	4,968	4,687	4,408
부채총계	7,357	7,098	9,191	8,187	7,771
지배주주지분	1,146	939	1,025	2,429	2,471
자본금	1,026	1,026	1,026	3,008	3,008
자본잉여금	1	5	586	284	284
이익잉여금	155	(66)	(561)	(838)	(795)
기타	(36)	(26)	(26)	(26)	(26)
비지배주주지분	154	154	154	154	154
자본총계	1,300	1,093	1,179	2,583	2,625
순부채	4,159	2,978	5,280	3,370	2,927

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	14.4	8.9	(2.2)	4.1	4.0
영업이익	(4.2)	(88.5)	적전	적지	흑전
순이익	399.5	적전	적지	적지	흑전
수정 EPS**	59.2	적전	적지	적지	흑전
주당지표					
EPS (지배주주)	874	(877)	(2,261)	(479)	26
EPS (연결기준)	1,279	(954)	(2,412)	(459)	71
수정 EPS**	874	(877)	(2,261)	(479)	26
BPS	5,563	4,306	4,070	3,597	3,687
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	5.9	nm	nm	nm	199.9
P/B***	0.9	1.2	1.3	1.4	1.4
EV/EBITDA	3.8	3.3	8.3	7.4	5.5
비율					
ROE (%)	22.4	(16.4)	(43.6)	(14.7)	1.6
ROA (%)	3.1	(2.3)	(5.3)	(2.6)	0.4
ROIC (%)	3.3	0.5	(4.7)	(1.6)	2.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	319.9	272.5	447.7	130.5	111.5
이자보상배율 (배)	1.4	0.2	(1.1)	(0.5)	0.9

2020. 1. 13

금융기초산업팀

김영호
Analyst
youngho52.kim@samsung.com
02 2020 7853

제주항공 (089590)

4Q preview- 업황 회복을 기다리며...

- 수요 부진으로 6년여만에 매출 역 성장, 589억 적자 기록으로 컨센서스 하회 전망
- 일본 수요 회복이 요원한 가운데 yield 하락폭이 확대 되고 있는 상황
- 업황 회복 시, 이스타항공 인수 효과 기대, 목표주가 2.5만원 HOLD 투자의견 유지

WHAT'S THE STORY

Top-line 역 성장으로 시장 기대치 하회 전망: 4Q19 매출액은 전년대비 3.3% 감소한 3,071억원, 영업이익은 589억원 적자를 기록하여 시장 기대치를 하회할 것으로 전망. 매출액이 2Q13 이후 6년여 만에 처음으로 전년대비 역 성장을 기록할 것으로 예상 되는데, 자발적인 일본 불매운동 지속 때문. Top-line 감소와 기단 확대에 따른 (4Q19 45기, +6 y-y) 고정비 부담으로 영업이익 또한 적자 전환.

L/F 수성을 위한 yield 하락 심화: 국제선 RPK가 전년대비 17.8% 증가 했으나, 공급 증가량에 (+20.8% y-y) 못 미쳐 L/F가 전년대비 2.1%p 하락한 82.3% 수준에 머무를 것으로 추정. 경쟁 심화 속, L/F 수성을 위한 영업 전략으로 인해 원화기준 yield가 전년대비 19.8% 급락한 것으로 추정. 국내선 또한 RPK가 전년대비 5.7% 증가하여, L/F가 전년 동기 수준인 93.4%를 기록할 것으로 보이나, yield는 전년대비 3.9% 하락할 것으로 예상.

일본 수요 회복은 시기 상조: 4Q19 제주항공의 국제선 여객이 전년 동기 대비 1.1% 증가 했으나, 일본 노선 여객은 43.5% 급감. 10월, 11월 합산 일본 출국자 수가 전년대비 65.3% 급감하며 감소세가 가팔라 지고 있는 데다 한일 관계 악화에 따른 출국 감소가 본격적으로 나타나기 시작한 시점이 8월부터 임을 감안하면 상반기내 일본 수요 회복은 어려울 것으로 판단.

목표주가 25,000원, HOLD 투자의견 유지: 현재 동사는 이스타항공 지분 51% 인수를 위한 실사를 진행 중. 인수가 완료되면 기단 68기, 국제선 여객 점유율 12.6%로 (LCC 중 43%) 3위 국적사 입지가 공고히 될 예정. 일본 수요 부진이 지속되고 있는 가운데, 신규 시장 진입 마저 예정되어 있으나, 업황 회복 구간에서 규모 확대에 따른 레버리지 효과 기대. 목표주가 25,000원에 (글로벌 LCC peer 평균 P/B 2.0배) HOLD 투자의견 유지.

▶ AT A GLANCE

투자의견	HOLD	
목표주가	25,000원	(-1.8%)
현재주가	25,450원	
시가총액	6,668.3억원	
Shares (float)	26,356,758주 (33.0%)	
52주 최저/최고	22,800원/42,300원	
60일-평균거래대금	39.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
제주항공 (%)	-0.2	-12.8	-25.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	-4.7	-18.1	-29.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	25,000	25,000	0.0%
2019E EPS	-2,182	-2,286	-4.5%
2020E EPS	901	436	106.6%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	16
Target price	29,467
Recommendation	3.3
BUY★★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1	

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	1,259	1,382	1,534	1,686
영업이익 (십억원)	101	-47	15	100
순이익 (십억원)	71	-63	18	97
EPS (adj) (원)	2,551	-2,182	901	3,894
EPS (adj) growth (%)	(15.9)	적전	흑전	332.2
EBITDA margin (%)	21.4	9.8	11.9	16.2
ROE (%)	19.9	-18.0	5.5	25.7
P/E (adj) (배)	9.9	nm	28.1	6.5
P/B (배)	1.95	2.25	2.12	1.68
EV/EBITDA (배)	2.0	7.7	5.5	3.6
Dividend yield (%)	2.6	0.0	0.0	2.4

자료: 삼성증권 추정

분기별 이익 추이 및 전망

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출가정													
평균환율	(원/달러)	1,126	1,080	1,194	1,176	1,170	1,160	1,170	1,160	1,102	1,166	1,165	1,129
기말환율	(원/달러)	1,135	1,155	1,196	1,156	1,165	1,155	1,160	1,155	1,130	1,156	1,150	1,130
제트유가	(달러/배럴)	77	84	85	76	76	80	82	85	85	78	81	81
국내여객													
RPK	(백만km)	542	585	608	601	543	604	634	607	2,227	2,336	2,388	2,430
	(전년대비, %)	3.8	1.6	8.4	5.7	0.2	3.2	4.3	1.0	2.6	4.9	2.2	1.8
L/F	(%)	95.1	93.2	92.7	93.4	93.5	92.6	92.1	93.7	94.0	93.5	92.9	92.8
	(전년대비, %)	1.4	-2.2	-0.5	-0.2	-1.7	-0.6	-0.6	0.3	-1.6	-0.5	-0.6	-0.2
Yield	(원)	90.1	104.7	102.3	91.2	90.3	104.9	102.5	91.0	100.6	97.2	97.4	97.6
	(전년대비, %)	-0.3	-5.5	-2.9	-3.9	0.2	0.2	0.2	-0.2	-2.6	-3.4	0.2	0.2
Yield	(센트)	8.0	9.7	8.6	7.8	7.7	9.0	8.8	7.8	9.1	8.3	8.4	8.6
	(전년대비, %)	-5.0	-5.5	-8.8	-7.9	-3.6	-6.7	2.3	1.1	-0.1	-8.6	0.3	3.4
국제여객													
RPK	(백만km)	4,799	4,369	5,234	4,791	4,997	5,004	6,238	5,967	15,468	19,193	22,207	24,084
	(전년대비, %)	31	20	28	18	4	15	19	25	30	24	16	8
L/F	(%)	88.2	80.4	85.0	82.3	87.8	80.0	84.7	82.4	87.1	84.0	83.6	84.8
	(전년대비, %)	-2.3	-7.3	-1.7	-2.1	-0.4	-0.3	-0.3	0.1	-1.1	-3.1	-0.3	1.2
Yield	(원)	65.6	50.6	51.7	46.2	59.2	46.7	54.2	48.0	60.4	53.5	52.0	53.3
	(전년대비, %)	-1.4	-8.9	-16.5	-19.8	-9.7	-7.8	4.8	4.1	1.1	-11.3	-2.9	2.5
Yield	(센트)	5.8	4.7	4.3	3.9	5.1	4.0	4.6	4.1	5.5	4.6	4.5	4.7
	(전년대비, %)	-6.0	-8.9	-21.6	-23.1	-13.1	-14.2	7.0	5.5	3.7	-16.2	-2.8	5.8
실적 전망 (십억원)													
매출액		392.9	313.0	368.8	307.1	379.2	332.3	444.5	377.8	1,259.4	1,381.7	1,533.8	1,685.8
국내선여객		48.9	61.2	62.2	54.8	49.1	63.4	65.0	55.2	224.1	227.1	232.6	237.2
국제선여객		314.9	221.0	270.7	221.2	296.0	233.5	338.2	286.7	933.7	1,027.8	1,154.4	1,283.6
기타		27.3	28.5	33.5	28.9	31.7	33.1	39.0	33.5	98.3	118.1	137.3	154.9
영업이익		57.0	-27.4	-17.4	-58.9	17.9	-22.0	37.3	-18.0	101.2	-46.8	15.2	99.9
이익률 (%)		14.5	-8.8	-4.7	-19.2	4.7	-6.6	8.4	-4.8	8.0	-3.4	1.0	5.9
세전이익		55.5	-38.7	-40.2	-59.5	20.1	-19.8	39.5	-15.8	93.3	-83.0	24.0	127.8
순이익		42.1	-29.5	-30.1	-45.5	15.3	-15.0	30.0	-12.0	70.9	-63.1	18.2	97.1
증감율 (% y-y)													
매출액		27.3	10.5	5.3	-3.3	-3.5	6.2	20.5	23.0	26.4	9.7	11.0	9.9
영업이익		22.7	적전	적전	적전	-68.6	적지	흑전	적지	-0.1	적전	흑전	555.1
세전이익		15.7	적전	적전	적지	-63.8	적지	흑전	적지	-7.8	적전	흑전	433.3
순이익		14.0	적전	적전	적지	-63.8	적지	흑전	적지	-8.9	적전	흑전	433.3

자료: 제주항공, 삼성증권 추정

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2018	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	1,259.4	1,381.7	1,533.8	1,378.6	1,529.4	0.2	0.3
영업이익	101.2	-46.8	15.2	-42.4	4.4	nm	248.0
세전이익	93.3	-83.0	24.0	-86.6	7.8	nm	205.7
순이익	70.9	-63.1	18.2	-65.8	6.0	nm	205.7
EBITDA	269.1	135.9	181.9	143.7	189.3	-5.4	-3.9
EPS (원)*	2,551	-2,182	901	-2,286	436	nm	106.6

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석됨

자료: 제주항공, 삼성증권 추정

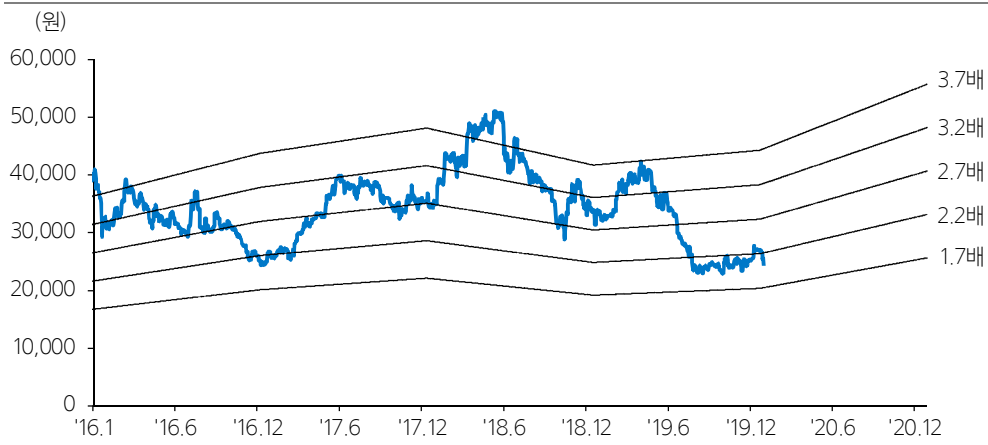
Valuation summary

12월 31일	매출액	영업이익	세전계속사업이익	순이익	EPS	증감률	P/E	P/B	ROE	EV/EBITDA	순부채
기준	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)*	(%)	(배)	(배)	(%)	(배)	(십억원)
2017	996	101	101	78	3,032	52.7	8.3	2.1	25.8	1.5	-296
2018	1,259	101	93	71	2,551	(15.9)	9.9	1.9	19.9	2.0	-119
2019E	1,382	-47	-83	-63	-2,182	적전	nm	2.2	-18.0	7.7	385
2020E	1,534	15	24	18	901	흑전	28.1	2.1	5.5	5.5	328
2021E	1,686	100	128	97	3,894	332.2	6.5	1.7	25.7	3.6	323
2022E	1,804	143	142	108	4,304	10.5	5.9	1.4	23.2	3.0	273

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석 됨

자료: 제주항공 삼성증권 추정

제주항공 P/B Band 차트



자료: 제주항공, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	996	1,259	1,382	1,534	1,686
매출원가	775	1,016	1,262	1,349	1,400
매출총이익	222	244	119	184	286
(매출총이익률, %)	22.2	19.4	8.6	12.0	17.0
판매 및 일반관리비	120	143	166	169	186
영업이익	101	101	(47)	15	100
(영업이익률, %)	10.2	8.0	(3.4)	1.0	5.9
영업외손익	(0)	(8)	(36)	9	28
금융수익	9	17	29	28	29
금융비용	8	18	27	28	29
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(1)	(7)	(38)	9	29
세전이익	101	93	(83)	24	128
법인세	23	22	(20)	6	31
(법인세율, %)	23.1	24.0	24.0	24.0	24.0
계속사업이익	78	71	(63)	18	97
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	78	71	(63)	18	97
(순이익률, %)	7.8	5.6	(4.6)	1.2	5.8
지배주주순이익	78	71	(63)	18	97
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	245	269	136	182	273
(EBITDA 이익률, %)	24.6	21.4	9.8	11.9	16.2
EPS (지배주주)	2,952	2,689	(2,393)	691	3,684
EPS (연결기준)	3,032	2,551	(2,182)	901	3,894
수정 EPS (원)*	3,032	2,551	(2,182)	901	3,894

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	145	121	145	163	228
당기순이익	78	71	(63)	18	97
현금유출입이없는 비용 및 수익	75	64	212	150	136
유형자산 감가상각비	20	29	140	124	129
무형자산 상각비	5	7	7	7	7
기타	50	28	65	18	(0)
영업활동 자산부채 변동	(9)	(14)	(4)	(5)	(5)
투자활동에서의 현금흐름	(223)	(6)	(88)	(106)	(206)
유형자산 증감	(133)	(153)	(50)	(50)	(150)
장단기금융자산의 증감	9	58	0	0	0
기타	(99)	89	(38)	(56)	(56)
재무활동에서의 현금흐름	20	5	(7)	3	39
차입금의 증가(감소)	34	60	553	3	54
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(13)	(16)	0	0	(16)
기타	(1)	(39)	(560)	0	0
현금증감	(65)	119	50	60	60
기초현금	167	103	222	272	332
기말현금	103	222	272	332	392
Gross cash flow	153	135	149	168	233
Free cash flow	1	(49)	112	113	78

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 제주항공, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	450	478	561	651	759
현금 및 현금등가물	350	233	282	342	402
매출채권	32	45	49	54	60
재고자산	9	12	11	11	11
기타	58	189	218	243	286
비유동자산	350	553	961	893	921
투자자산	114	110	116	122	128
유형자산	171	331	734	660	681
무형자산	19	24	24	24	24
기타	48	87	87	87	87
자산총계	800	1,032	1,522	1,544	1,680
유동부채	368	403	478	468	462
매입채무	0	1	1	1	1
단기차입금	8	0	75	69	63
기타 유동부채	360	402	401	398	398
비유동부채	101	246	725	738	799
사채 및 장기차입금	0	65	62	62	62
기타 비유동부채	101	181	663	676	737
부채총계	469	649	1,203	1,206	1,261
지배주주지분	331	382	319	338	419
자본금	132	132	132	132	132
자본잉여금	90	90	90	90	90
이익잉여금	115	163	100	118	199
기타	(5)	(2)	(2)	(2)	(2)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	331	382	319	338	419
순부채	(296)	(119)	385	328	323

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	33.3	26.4	9.7	11.0	9.9
영업이익	72.7	(0.1)	적전	흑전	555.1
순이익	46.2	(8.9)	적전	흑전	433.3
수정 EPS**	52.7	(15.9)	적전	흑전	332.2
주당지표					
EPS (지배주주)	2,952	2,689	(2,393)	691	3,684
EPS (연결기준)	3,032	2,551	(2,182)	901	3,894
수정 EPS**	3,032	2,551	(2,182)	901	3,894
BPS	11,813	12,992	11,267	11,958	15,043
DPS (보통주)	600	650	0	0	600
Valuations (배)					
P/E***	8.3	9.9	n/a	28.1	6.5
P/B***	2.1	1.9	2.2	2.1	1.7
EV/EBITDA	1.5	2.0	7.7	5.5	3.6
비율					
ROE (%)	25.8	19.9	(18.0)	5.5	25.7
ROA (%)	11.4	7.3	(4.5)	1.5	6.4
ROIC (%)	(138.0)	110.9	(11.7)	5.8	18.4
배당성향 (%)	20.2	24.1	0.0	0.0	16.3
배당수익률 (보통주, %)	2.4	2.6	0.0	0.0	2.4
순부채비율 (%)	(89.3)	(31.2)	120.5	97.2	77.0
이자보상배율 (배)	223.5	67.8	(1.8)	0.6	3.7

2020. 1. 13

금융기초산업팀

김영호

Analyst

youngho52.kim@samsung.com

02 2020 7853

티웨이항공 (091810)

4Q preview- 부진한 업황 속 깊어지는 고민

- 매출액은 전년대비 6% 증가하여 시장 기대치를 상회할 것으로 판단되나 영업이익은 277억 적자로 컨센서스를 하회할 것으로 판단.
- 일본 노선 수요 부진에 따른 업계 전반에 걸친 yield 하락세가 적자지속의 주요 원인
- 업황 부진 속 경쟁 심화와 이종 항공기 도입에 따른 비용 부담 증가 가능성 상존. 목표주가 5,000원, HOLD 투자 의견 유지.

▶ AT A GLANCE

투자 의견	HOLD	
목표주가	5,000원	(-6%)
현재주가	5,320원	
시가총액	2,499.1억원	
Shares (float)	46,974,812주 (32.0%)	
52주 최저/최고	4,620원/8,900원	
60일 평균거래대금	20.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
티웨이항공 (%)	-6.7	-16.1	-28.2
Kospi 지수 대비 (%pts)	-11.3	-21.7	-32.9

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	5,000	5,000	0.0%
2019E EPS	-1,367	-1,395	-2.0%
2020E EPS	-200	-337	-40.5%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	7
Target price	6,083
Recommendation	3.3

BUY★★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1

WHAT'S THE STORY

시장 기대치를 하회하는 이익 시현 전망: 4Q19 매출액은 전년대비 6% 증가한 1,838억원, 영업이익은 277억 적자를 기록하여 매출액은 시장 기대치를 상회하나 영업이익은 기대치에 못 미칠 것으로 전망. 여객 사업부터 부가 매출까지 전 부문 매출이 증가했으나 기단 확대에 (26기, 2018년 말 대비 +2기) 따른 고정비를 커버하기에는 역부족 이었던 것으로 판단.

여객 수요 부진에 따른 yield 감소 지속: 일본 boycott 영향으로 인한 업계 전반에 걸친 yield 하락세에서 자유롭지 못한 모습. 국제선 RPK가 전년대비 33.2% 증가 했으나 공급 증가량에 (ASK +37.5% y-y) 미치지 못하여 L/F가 2.7%p 하락한 82.7%를 기록할 것으로 예상. 수요 부진이 지속 되고 있어 L/F 수성을 위한 yield 하락 용인으로 국제선 yield가 전년대비 19.8% 급락한 것으로 전망. 국내선 또한 RPK가 전년대비 5.8% 성장하여 L/F가 96.4%까지 상승하나, yield 는 2.6% 하락한 것으로 판단.

중·장거리 노선 취항 본격 검토: 최근 동사는 업황 타계 및 추가 성장 동력 확보를 위한 중·장거리 노선 취항을 천명. 단거리 노선이 이미 포화 상태에 이른 상황에서 이스타항공 인수를 통한 제주항공의 점유율 상승 마저 예고 되고 있어, 노선 차별화를 통해 대응하려는 것으로 판단. 이를 위해 377석 규모의 A330을 도입, 하와이, 호주, 인도네시아, 싱가포르 등 기존 B737-800NG로 취항이 불가능한 신규 노선을 선점 한다는 전략.

목표주가 5,000원, HOLD 투자 의견 유지: 일본 노선 수요 회복에 시간이 걸릴 것으로 판단되며 신규 시장 진입이 예정되어 있어 경쟁이 심화될 것으로 판단. 중·장거리 노선 선점을 위해 이종 항공기 도입을 검토 중에 있어 비용 부담 증가가 불가피할 것으로 판단. 목표주가 5,000원 (역사적 저점 multiple P/B 1.4배), HOLD 투자 의견 유지.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	732	810	868	933
영업이익 (십억원)	47	-27	6	21
순이익 (십억원)	35	-59	-5	16
EPS (adj) (원)	728	-1,367	-200	246
EPS (adj) growth (%)	-39.4	적전	적지	흑전
EBITDA margin (%)	26.8	15.7	16.7	18.7
ROE (%)	27.1	-30.3	-2.9	9.6
P/E (adj) (배)	7.3	nm	nm	21.6
P/B (배)	1.2	1.5	1.6	1.4
EV/EBITDA (배)	-0.0	2.7	2.4	2.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

분기별 이익 추이 및 전망

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출가정													
평균환율	(원/달러)	1,125	1,167	1,165	1,176	1,170	1,160	1,170	1,160	1,102	1,166	1,165	1,129
기말환율	(원/달러)	1,135	1,155	1,150	1,156	1,165	1,155	1,160	1,155	1,130	1,156	1,150	1,130
제트유가	(달러/배럴)	77	80	85	76	76	80	82	85	85	78	81	81
국내여객													
RPK	(백만km)	276	282	271	293	272	273	290	307	1,075	1,122	1,142	1,161
	(전년대비, %)	12.5	-0.4	0.4	5.8	-1.3	-3.3	6.9	4.8	-2.3	4.4	1.8	1.7
L/F	(%)	93.6	93.4	88.3	96.4	91.1	90.8	91.2	99.7	92.7	92.9	93.2	92.2
	(전년대비, %)	3.2	-3.2	-2.9	3.8	-2.5	-2.5	2.9	3.3	0.8	0.2	0.3	-1.1
Yield	(원)	118.8	135.2	140.3	120.1	119.0	135.5	140.6	120.1	126.6	128.5	128.7	129.0
	(전년대비, %)	3.7	1.8	4.6	-2.6	0.2	0.2	0.2	0.0	1.0	1.5	0.2	0.2
Yield	(센트)	10.6	11.6	12.0	10.2	10.2	11.7	12.0	10.4	11.5	11.0	11.0	11.4
	(전년대비, %)	-1.2	-5.9	0.6	-6.6	-3.6	0.8	-0.2	1.3	3.6	-4.1	0.3	3.4
국제여객													
RPK	(백만km)	2,454	2,316	2,532	2,560	2,596	2,527	2,988	2,870	7,556	9,862	10,981	11,734
	(전년대비, %)	26.9	29.0	32.8	33.2	5.8	9.1	18.0	12.1	33.2	30.5	11.3	6.9
L/F	(%)	87.8	81.2	82.7	82.7	82.6	78.8	81.8	81.1	85.4	83.6	81.1	80.9
	(전년대비, %)	0.6	-2.9	-2.0	-2.7	-5.2	-2.4	-0.9	-1.7	1.5	-1.8	-2.5	-0.2
Yield	(원)	83.0	60.3	63.4	56.5	72.5	55.6	67.7	59.1	73.8	65.8	63.8	64.7
	(전년대비, %)	-1.3	-6.1	-16.2	-19.8	-12.7	-7.9	6.7	4.7	0.8	-10.9	-3.0	1.5
Yield	(센트)	7.4	5.2	5.4	4.8	6.2	4.8	5.8	5.1	6.7	5.6	5.5	5.7
	(전년대비, %)	-5.9	-13.1	-19.4	-23.0	-16.1	-7.3	6.2	6.1	3.4	-15.7	-2.9	4.7
실적 전망 (십억원)													
매출액		241.1	181.9	202.6	183.8	226.3	182.5	247.9	211.6	731.9	809.5	868.3	933.4
국내선여객		32.8	38.1	38.0	35.2	32.4	36.9	40.7	36.9	136.1	144.2	147.0	149.8
국제선여객		203.8	139.7	160.6	144.6	188.1	140.5	202.3	169.6	557.6	648.8	700.5	759.7
기타		4.6	4.0	4.0	4.0	5.7	5.1	5.0	5.0	38.2	16.6	20.8	23.9
영업이익		37.0	-26.5	-10.2	-27.7	10.6	-21.3	24.1	-7.2	46.9	-27.4	6.2	33.7
이익률 (%)		15.3	-14.5	-5.1	-15.1	4.7	-11.7	9.7	-3.4	6.4	-3.4	0.7	3.6
세전이익		25.0	-38.8	-27.2	-32.5	10.9	-21.0	24.3	-20.4	46.9	-73.5	-6.2	21.4
순이익		19.8	-33.3	-21.5	-24.5	8.3	-16.0	18.5	-15.5	35.4	-59.2	-4.7	16.3
증감율 (% y-y)													
매출액		18.3	12.0	5.3	6.0	-6.2	0.3	22.4	15.1	25.3	10.6	7.3	7.5
영업이익		-19.8	적전	적전	적지	-71.4	적지	흑전	적지	-0.5	적전	흑전	446.3
세전이익		-47.4	적전	적전	적지	-56.5	적지	흑전	적지	5.0	적전	적지	흑전
순이익		-45.6	적전	적전	적지	-58.3	적지	흑전	적지	-10.9	적전	적지	흑전

자료: 티웨이항공, 삼성증권 추정

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2018	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	731.9	809.5	868.3	803.8	875.6	0.7	-0.8
영업이익	46.9	-27.4	6.2	-28.2	4.2	nm	47.1
세전이익	46.9	-73.5	-6.2	-75.1	-14.6	nm	nm
순이익	35.4	-59.2	-4.7	-60.5	-11.1	nm	nm
EBITDA	195.9	126.9	144.8	123.5	140.2	2.8	3.3
EPS (원)*	728	-1,367	-200	-1,395	-337	nm	nm

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석됨

자료: 티웨이항공, 삼성증권 추정

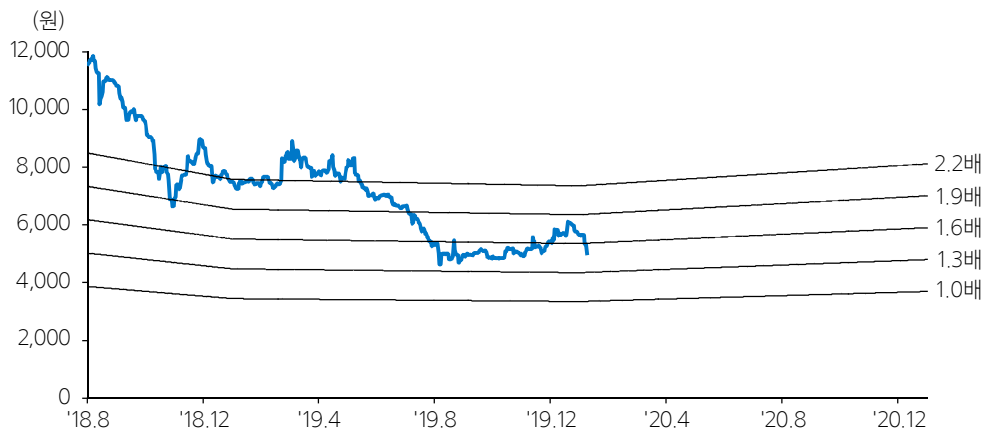
Valuation summary

12월 31일	매출액	영업이익	세전계속사업이익	순이익	EPS	증감률	P/E	P/B	ROE	EV/EBITDA	순부채
기준	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)*	(%)	(배)	(배)	(%)	(배)	(십억원)
2017	584	47	45	40	1,201	2,184.3	4.4	6.6	227.6	0.4	-108
2018	732	47	47	35	728	-39.4	7.3	1.2	27.1	nm	-257
2019E	810	-27	-73	-59	-1,367	적전	nm	1.5	-30.3	2.7	88
2020E	868	6	-6	-5	-200	적지	nm	1.6	-2.9	2.4	94
2021E	933	34	21	16	246	흑전	21.6	1.4	9.6	2.1	114
2022E	964	39	32	25	423	72.0	12.6	1.3	13.0	2.0	131

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석 됨

자료: 티웨이항공, 삼성증권 추정

티웨이항공 P/B Band 차트



자료: 티웨이항공, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	584	732	810	868	933
매출원가	486	621	757	781	814
매출총이익	98	111	53	87	119
(매출총이익률, %)	16.9	15.2	6.5	10.0	12.8
판매 및 일반관리비	51	64	80	81	86
영업이익	47	47	(27)	6	34
(영업이익률, %)	8.1	6.4	(3.4)	0.7	3.6
영업외손익	(1)	(0)	(46)	(12)	(12)
금융수익	10	12	9	5	3
금융비용	10	14	23	13	9
지분법손익	2	0	0	0	0
기타	(1)	2	(32)	(4)	(6)
세전이익	45	47	(73)	(6)	21
법인세	5	12	(14)	(1)	5
(법인세율, %)	11.1	24.6	19.4	24.0	24.0
계속사업이익	40	35	(59)	(5)	16
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	40	35	(59)	(5)	16
(순이익률, %)	6.8	4.8	(7.3)	(0.5)	1.7
지배주주순이익	40	35	(59)	(5)	16
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	182	196	127	145	175
(EBITDA 이익률, %)	31.1	26.8	15.7	16.7	18.7
EPS (지배주주)	1,174	753	(1,261)	(100)	346
EPS (연결기준)	1,174	753	(1,261)	(100)	346
수정 EPS (원)*	1,201	728	(1,367)	(200)	246

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	116	31	27	68	86
당기순이익	40	35	(59)	(5)	16
현금유출입이없는 비용 및 수익	85	(1)	89	75	72
유형자산 감가상각비	13	11	100	82	77
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	71	(13)	(13)	(8)	(6)
영업활동 자산부채 변동	(9)	(4)	(3)	(2)	(2)
투자활동에서의 현금흐름	(24)	(73)	(62)	(74)	(106)
유형자산 증감	(11)	(23)	(30)	(30)	(62)
장단기금융자산의 증감	1	0	0	0	0
기타	(14)	(50)	(32)	(44)	(44)
재무활동에서의 현금흐름	0	152	50	6	20
차입금의 증가(감소)	0	0	360	6	20
자본금의 증가(감소)	0	7	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	0	145	(310)	0	0
현금증감	91	111	15	0	0
기초현금	16	108	218	233	233
기말현금	108	218	233	233	233
Gross cash flow	125	34	29	70	88
Free cash flow	100	0	9	38	24

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 티웨이항공, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	156	324	391	444	496
현금 및 현금등가물	108	257	272	272	272
매출채권	14	15	17	18	19
재고자산	7	9	10	11	12
기타	27	43	92	143	193
비유동자산	69	106	340	288	273
투자자산	2	0	0	0	0
유형자산	31	51	285	233	218
무형자산	4	4	4	4	4
기타	32	51	51	51	51
자산총계	226	430	732	732	769
유동부채	166	173	239	245	223
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	55	61	49
기타 유동부채	166	173	184	184	173
비유동부채	23	32	327	327	369
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	23	32	327	327	369
부채총계	189	205	566	571	592
지배주주지분	37	225	166	161	177
자본금	17	23	23	23	23
자본잉여금	32	178	178	178	178
이익잉여금	(13)	22	(37)	(42)	(25)
기타	0	1	1	1	1
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	37	225	166	161	177
순부채	(108)	(257)	88	94	114

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	52.6	25.3	10.6	7.3	7.5
영업이익	267.3	(0.5)	적전	흑전	446.3
순이익	1,898.5	(10.9)	적전	적지	흑전
수정 EPS**	2,184.3	(39.4)	적전	적지	흑전
주당지표					
EPS (지배주주)	1,174	753	(1,261)	(100)	346
EPS (연결기준)	1,174	753	(1,261)	(100)	346
수정 EPS**	1,201	728	(1,367)	(200)	246
BPS	803	4,432	3,436	3,336	3,682
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	4.4	7.3	nm	nm	21.6
P/B***	6.6	1.2	1.5	1.6	1.4
EV/EBITDA	0.4	(0.0)	2.7	2.4	2.1
비율					
ROE (%)	227.6	27.1	(30.3)	(2.9)	9.6
ROA (%)	25.1	10.4	(11.1)	(1.3)	1.5
ROIC (%)	(457.5)	1,744.4	(35.5)	0.8	7.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	(296.1)	(114.3)	53.2	58.4	64.4
이자보상배율 (배)	162.0	46.2	(1.5)	0.4	3.2

2020. 1. 13

금융기초산업팀

김영호
Analyst
younggho52.kim@samsung.com
02 2020 7853

진에어 (272450)

4Q preview- 제재 해소의 발판 마련

- 매출액은 전년대비 14% 감소하고 영업적자 기록으로 시장 기대치 하회 예상
- 당국 규제로 인해 Yield 하락에도 L/F 수성이 어려운 상황. 최근 국토부와의 소통 재개는 긍정적
- 이익 추정치 상향 조정을 반영하여 목표주가를 8% 상향하나, HOLD 투자 의견 유지

WHAT'S THE STORY

업황 부진 속 규제 지속으로 기대치 하회: 4Q19 매출액은 전년대비 13.9% 감소한 1,970억 원, 영업이익은 373억 적자를 기록하여 시장 기대치를 하회하는 실적 달성 전망. Yield와 L/F가 동반 하락하여 국제선 매출이 전년대비 19.3% 급감한 것이 주요 원인. 당국의 규제 속에서 제한된 기단과 노선을 통해 일본 수요 부진에 대응하기 어려웠던 것으로 판단.

수송량과 운임 동반 하락으로 국제선 부진: 국제선 RPK가 전년대비 8.8% 감소하여 L/F가 2.8%p 하락한 79.6%에 그칠 전망. 한편, yield 마저 수요 부진 속 경쟁 심화로 전년대비 11.5% 급감한 것으로 추정. 한편, 국내선의 경우 RPK가 전년대비 2% 성장하나, 공급 증가량에 (ASK +4% y-y) 못 미치며 L/F가 1.8%p 하락한 93.4%를 기록할 것으로 예상. 다만, yield는 전년 동기 수준을 방어한 것으로 판단.

규제 당국과의 커뮤니케이션 재개는 긍정적: 최근 국토부가 진에어 측에 독립 경영 강화를 위한 추가 보안책 마련을 주문. 9월 경영 문화 개선안 제출 이후 미온적인 태도로 일관해 왔던 당국이 구체적인 제스처를 취하면서 규제 해소에 대한 기대감 고조. 다만, 제재 해제 여부와 시기에 대해 정해진 바가 없어 총수 일가의 경영 간섭 배제를 위한 추가 조치가 반드시 규제 해소로 이어진다고 예단할 수 없는 상황.

목표주가 13,000원으로 상향, HOLD 투자 의견 유지: 동사는 17개월째 이어지고 있는 국토부의 규제로 인해 업황 악화에 적극적으로 대응하기 어려운 처지. 제한된 기단과 노선으로 인해 top-line 감소세가 지속되고 있으며, 동사의 차별화 포인트인 대형기 운영에도 제약이 따르는 상황. 선제적인 투자로 인해 발생하고 있는 비효율 또한 실적에 부담으로 작용. 2020년 실적 추정치 소폭 상향을 반영하고 역사적 저점 multiple P/B 1.9배를 적용하여 목표주가를 13,000원으로 8% 상향 조정하나 HOLD 투자 의견 유지.

▶ AT A GLANCE

투자의견	HOLD	
목표주가	13,000원	(-19.8%)
현재주가	16,200원	
시가총액	4,860.0억원	
Shares (float)	30,000,000주 (36.5%)	
52주 최저/최고	13,400원/29,000원	
60일 평균거래대금	23.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
진에어 (%)	11.7	-13.8	-14.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	6.2	-19.6	-19.6

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	13,000	12,000	8.3%
2019E EPS	-938	-1,067	-12.1%
2020E EPS	-538	-729	-26.2%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	10
Target price	17,056
Recommendation	3.2
BUY★★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1	

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	1,011	925	1,005	1,092
영업이익 (십억원)	63	-26	-10	46
순이익 (십억원)	44	-28	-16	26
EPS (adj) (원)	1,472	-938	-538	862
EPS (adj) growth (%)	-40.2	적전	적지	흑전
EBITDA margin (%)	18.3	10.4	8.6	10.2
ROE (%)	17.9	-11.2	-7.0	11.0
P/E (adj) (배)	11.0	nm	nm	18.8
P/B (배)	2.0	2.1	2.3	2.0
EV/EBITDA (배)	1.5	5.4	5.8	4.5
Dividend yield (%)	1.9	0.0	0.0	1.5

자료: 삼성증권 추정

분기별 이익 추이 및 전망

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출가정													
평균환율	(원/달러)	1,125	1,167	1,194	1,176	1,170	1,160	1,170	1,160	1,102	1,166	1,165	1,129
기말환율	(원/달러)	1,135	1,155	1,196	1,156	1,165	1,155	1,160	1,155	1,130	1,156	1,150	1,130
제트유가	(달러/배럴)	77	84	85	76	76	80	82	85	81	74	81	83
국내여객													
RPK	(백만km)	276	392	355	325	275	386	368	327	1,365	1,348	1,356	1,363
	(전년대비, %)	0.4	-7.5	2.3	2.0	-0.5	-1.5	3.6	0.5	-9.0	-1.2	0.6	0.5
L/F	(%)	95.8	92.9	89.4	93.4	95.7	92.8	89.3	93.5	93.1	92.7	92.6	89.6
	(전년대비, %)	3.6	-0.1	-2.6	-1.8	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-1.9	-0.5	-0.1	-3.0
Yield	(원)	110.4	128.8	128.5	114.9	108.1	126.8	131.0	115.9	122.5	121.6	121.5	121.5
	(전년대비, %)	-1.7	-1.3	0.3	-0.0	-2.1	-1.6	1.9	0.9	3.5	-0.8	-0.1	0.0
Yield	(센트)	9.8	11.0	10.8	9.8	9.2	10.9	11.2	10.0	11.1	10.4	10.4	10.8
	(전년대비, %)	-6.3	-8.7	-5.8	-4.1	-5.8	-1.0	4.0	2.2	6.2	-6.2	0.0	3.2
국제여객													
RPK	(백만km)	3,354	2,567	2,758	2,570	3,243	2,628	3,764	3,161	11,358	11,249	12,796	13,844
	(전년대비, %)	6.7	8.8	-9.2	-8.8	-3.3	2.4	36.5	23.0	6.0	-1.0	13.7	8.2
L/F	(%)	88.5	82.4	80.9	79.6	80.4	81.9	85.4	82.1	84.0	83.1	82.6	81.0
	(전년대비, %)	-0.5	-0.8	-0.6	-2.8	-8.1	-0.5	4.5	2.5	-3.1	-1.0	-0.5	-1.6
Yield	(원)	71.9	57.7	58.6	55.1	66.3	54.9	60.9	55.8	69.0	61.6	59.8	61.0
	(전년대비, %)	-4.6	-12.0	-17.9	-11.5	-7.7	-4.8	3.9	1.2	10.3	-10.8	-2.9	2.0
Yield	(센트)	6.4	4.9	4.9	4.7	5.7	4.7	5.2	4.8	6.3	5.3	5.1	5.4
	(전년대비, %)	-9.1	-18.6	-23.0	-15.1	-11.3	-4.3	6.1	2.6	13.2	-15.7	-2.8	5.3
실적 전망 (십억원)													
매출액		290.1	214.0	223.9	197.0	264.6	210.5	296.0	234.2	1,010.7	925.0	1,005.3	1,092.3
국내선여객		30.5	50.5	45.6	37.4	29.7	49.0	48.1	37.9	167.3	164.0	164.7	165.6
국제선여객		241.2	148.1	161.6	141.6	215.1	144.3	229.2	176.3	783.8	692.5	764.9	844.3
기타		18.4	15.5	16.7	18.0	19.7	17.3	18.7	20.0	59.6	68.5	75.7	82.3
영업이익		50.9	-26.6	-13.1	-37.3	13.4	-27.2	31.9	-28.5	63.0	-26.0	-10.4	46.4
이익률 (%)		17.6	-12.4	-5.8	-18.9	5.1	-12.9	10.8	-12.2	6.2	-2.8	-1.0	4.3
세전이익		42.0	-32.0	-25.3	-22.8	14.1	-26.5	32.6	-42.0	61.8	-38.0	-21.8	35.0
순이익		31.8	-24.4	-18.1	-17.4	10.4	-19.6	24.1	-31.1	44.5	-28.1	-16.1	25.9
증감율 (% y-y)													
매출액		3.7	-5.5	-18.7	-13.9	-8.8	-1.7	32.2	18.9	13.8	-8.5	8.7	8.7
영업이익		-4.1	적전	적전	적전	-73.8	적지	흑전	적지	-35.0	적전	적지	흑전
세전이익		-20.1	적전	적전	적전	-66.6	적지	흑전	적지	-36.0	적전	적지	흑전
순이익		-21.1	적전	적전	적전	-67.3	적지	흑전	적지	-40.0	적전	적지	흑전

자료: 진에어, 삼성증권 추정

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2018	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	1,010.7	925.0	1,005.3	925.5	1,005.3	-0.1	0.0
영업이익	63.0	-26.0	-10.4	-31.3	-16.4	nm	nm
세전이익	61.8	-38.0	-21.8	-43.3	-29.6	nm	nm
순이익	44.5	-28.1	-16.1	-32.0	-21.9	nm	nm
EBITDA	185.0	96.0	86.6	90.4	61.9	6.2	39.9
EPS (원)*	1,472	-938	-538	-1,067	-729	nm	nm

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석됨

자료: 진에어, 삼성증권 추정

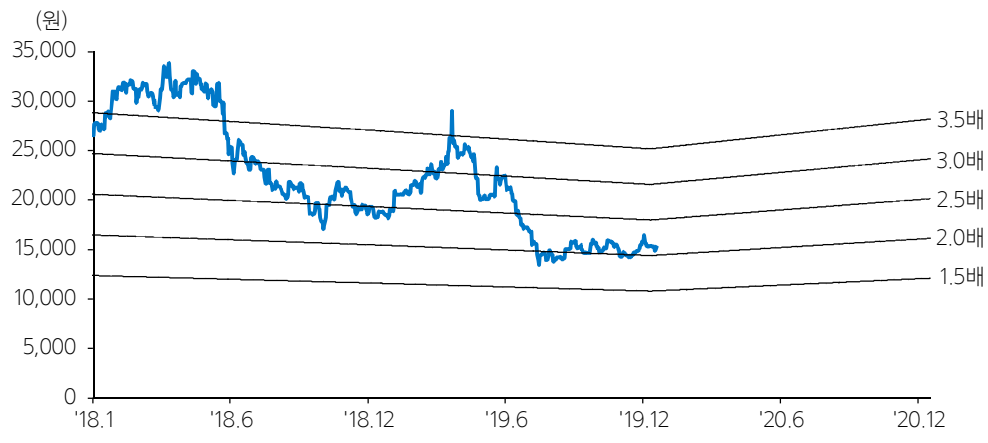
Valuation summary

12월 31일	매출액	영업이익	세전계속사업이익	순이익	EPS	증감률	P/E	P/B	ROE	EV/EBITDA	순부채
기준	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)*	(%)	(배)	(배)	(%)	(배)	(십억원)
2016	888	97	97	74	2,460	64.9	6.6	2.2	47.8	0.8	-324
2017	1,011	63	62	44	1,472	-40.2	11.0	2.0	17.9	1.5	-206
2018	925	-26	-38	-28	-938	적전	nm	2.1	-11.2	5.4	33
2019E	1,005	-10	-22	-16	-538	적지	nm	2.3	-7.0	5.8	19
2020E	1,092	46	35	26	862	흑전	18.8	2.0	11.0	4.5	16
2021E	1,190	93	83	61	2,045	137.2	7.9	1.6	22.0	3.7	-7

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석 됨

자료: 진에어, 삼성증권 추정

진에어 P/B Band 차트



자료: 진에어, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	888	1,011	925	1,005	1,092
매출원가	734	865	871	929	953
매출총이익	154	146	54	76	140
(매출총이익률, %)	17.4	14.5	5.9	7.6	12.8
판매 및 일반관리비	57	83	80	87	93
영업이익	97	63	(26)	(10)	46
(영업이익률, %)	10.9	6.2	(2.8)	(1.0)	4.3
영업외손익	(1)	(1)	(12)	(11)	(11)
금융수익	5	8	10	12	12
금융비용	5	3	14	14	14
지분법손익	(0)	(0)	0	0	0
기타	(0)	(7)	(8)	(9)	(9)
세전이익	97	62	(38)	(22)	35
법인세	22	17	(10)	(6)	9
(법인세율, %)	23.2	28.0	26.1	26.1	26.1
계속사업이익	74	44	(28)	(16)	26
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	74	44	(28)	(16)	26
(순이익률, %)	8.3	4.4	(3.0)	(1.6)	2.4
지배주주순이익	74	44	(28)	(16)	26
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	209	185	96	87	112
(EBITDA 이익률, %)	23.6	18.3	10.4	8.6	10.2
EPS (지배주주)	2,469	1,482	(938)	(538)	862
EPS (연결기준)	2,460	1,472	(938)	(538)	862
수정 EPS (원)*	2,460	1,472	(938)	(538)	862

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	125	55	44	27	37
당기순이익	74	44	(28)	(16)	26
현금유출입이없는 비용 및 수익	54	10	70	45	14
유형자산 감가상각비	17	18	120	94	63
무형자산 상각비	0	1	1	1	1
기타	37	(9)	(51)	(51)	(50)
영업활동 자산부채 변동	(3)	(0)	2	(2)	(2)
투자활동에서의 현금흐름	(171)	(12)	4	(13)	(27)
유형자산 증감	(8)	(1)	(1)	(1)	(15)
장단기금융자산의 증감	(11)	9	0	0	0
기타	(152)	(21)	4	(12)	(12)
재무활동에서의 현금흐름	59	(28)	(48)	(14)	(10)
차입금의 증가(감소)	(6)	(19)	352	(14)	(3)
자본금의 증가(감소)	3	0	0	0	0
배당금	(14)	(8)	0	0	(7)
기타	75	(2)	(400)	0	0
현금증감	11	15	0	0	0
기초현금	32	42	57	57	57
기말현금	42	57	57	57	57
Gross cash flow	128	55	42	29	40
Free cash flow	114	47	56	26	22

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 진에어, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	399	427	365	429	501
현금 및 현금등가물	352	216	329	329	329
매출채권	27	26	24	26	29
재고자산	0	1	1	1	2
기타	19	184	11	73	142
비유동자산	99	93	343	249	202
투자자산	31	40	36	36	36
유형자산	52	29	233	140	92
무형자산	1	7	7	7	7
기타	15	17	67	67	67
자산총계	498	520	708	679	703
유동부채	233	234	37	43	48
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	17	23	28
기타 유동부채	233	234	20	20	20
비유동부채	34	20	434	414	407
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	34	20	434	414	407
부채총계	266	253	470	457	455
지배주주지분	232	266	238	222	248
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	92	92	92	92	92
이익잉여금	110	145	116	100	126
기타	(0)	(0)	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	232	266	238	222	248
순부채	(324)	(206)	33	19	16

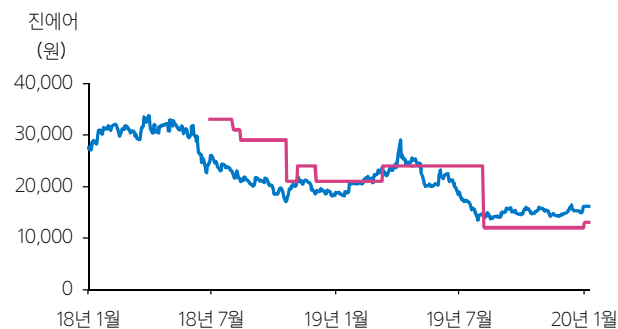
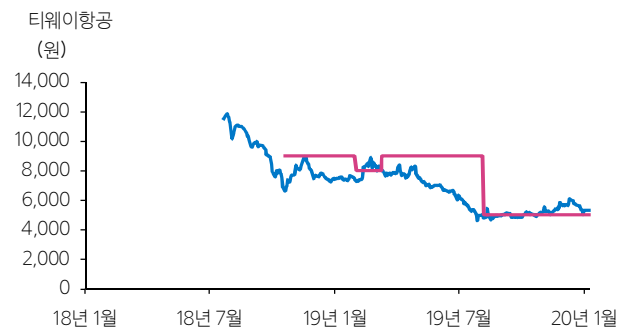
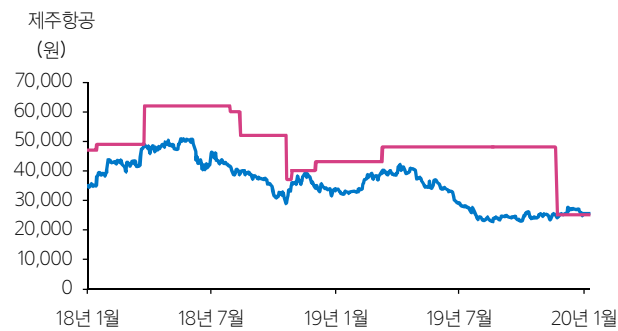
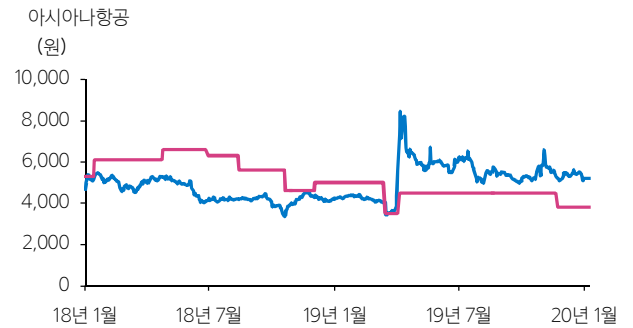
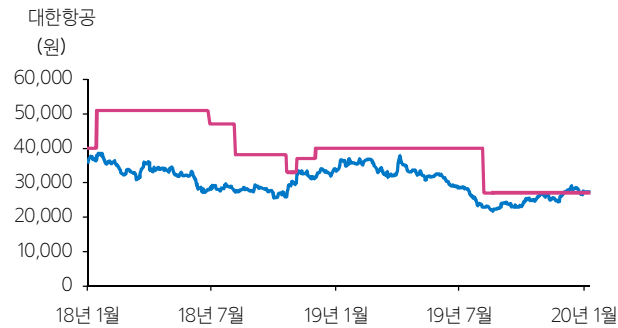
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	23.4	13.8	(8.5)	8.7	8.7
영업이익	85.4	(35.0)	적전	적지	흑전
순이익	88.4	(40.0)	적전	적지	흑전
수정 EPS**	64.9	(40.2)	적전	적지	흑전
주당지표					
EPS (지배주주)	2,469	1,482	(938)	(538)	862
EPS (연결기준)	2,460	1,472	(938)	(538)	862
수정 EPS**	2,460	1,472	(938)	(538)	862
BPS	7,316	8,224	7,719	7,181	8,044
DPS (보통주)	250	300	0	0	250
Valuations (배)					
P/E***	6.6	11.0	nm	nm	18.8
P/B***	2.2	2.0	2.1	2.3	2.0
EV/EBITDA	0.8	1.5	5.4	5.8	4.5
비율					
ROE (%)	47.8	17.9	(11.2)	(7.0)	11.0
ROA (%)	18.4	8.7	(4.6)	(2.3)	3.7
ROIC (%)	(92.0)	(219.1)	(15.3)	(5.6)	10.9
배당성향 (%)	10.1	20.2	0.0	0.0	28.5
배당수익률 (보통주, %)	1.5	1.9	0.0	0.0	1.5
순부채비율 (%)	(139.8)	(77.4)	13.8	8.6	6.6
이자보상배율 (배)	19.6	20.4	(1.9)	(0.7)	3.3

Compliance notice

- 당사는 1월 10일 현재 지난 6개월 간 아시아나항공의 M&A자문 업무를 수행한 사실이 있습니다.
- 당사는 1월 10일 현재 지난 6개월 간 제주항공의 M&A자문 업무를 수행한 사실이 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 1월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

대한항공										
일 자	2017/9/29	2018/1/24	7/9	8/16	10/30	11/14	12/12	2019/8/16		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD		
TP (원)	40,000	51,000	47,000	38,000	33,000	37,000	40,000	27,000		
과리율 (평균)	(18.39)	(34.97)	(39.33)	(27.62)	(11.35)	(12.79)	(19.42)			
과리율 (최대or최소)	(6.00)	(24.41)	(37.02)	(23.03)	(8.48)	(9.59)	(5.63)			
아시아나항공										
일 자	2017/9/29	2018/1/24	5/4	7/9	8/23	10/30	12/12	2019/3/23	4/14	11/30
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	5,300	6,100	6,600	6,300	5,600	4,600	5,000	3,500	4,500	3,800
과리율 (평균)	(13.73)	(17.66)	(28.19)	(33.64)	(27.13)	(8.87)	(15.57)	8.36	28.25	
과리율 (최대or최소)	1.51	(10.49)	(19.24)	(31.75)	(20.45)	(1.30)	(11.80)	(2.29)	10.22	
제주항공										
일 자	2017/9/29	2018/1/24	4/4	8/8	8/23	10/30	11/7	12/12	2019/3/20	11/30
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
TP (원)	47,000	49,000	62,000	60,000	52,000	37,000	40,000	43,000	48,000	25,000
과리율 (평균)	(25.64)	(14.35)	(25.41)	(34.02)	(31.02)	(11.41)	(7.95)	(19.18)	(37.42)	
과리율 (최대or최소)	(18.72)	(0.61)	(17.74)	(31.75)	(22.88)	(5.81)	(2.25)	(8.37)	(11.88)	
티웨이항공										
일 자	2018/10/30	2019/2/10	3/20	8/16						
투자의견	BUY	HOLD	HOLD	HOLD						
TP (원)	9,000	8,000	9,000	5,000						
과리율 (평균)	(14.07)	0.47	(23.88)							
과리율 (최대or최소)	(0.44)	11.25	(6.67)							
진에어										
일 자	2018/7/9	8/13	8/23	10/30	11/15	12/12	2019/3/20	8/16	2020/1/13	
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	
TP (원)	33,000	31,000	29,000	21,000	24,000	21,000	24,000	12,000	13,000	
과리율 (평균)	(26.91)	(29.41)	(30.29)	(6.06)	(14.78)	(4.10)	(12.52)	24.82		
과리율 (최대or최소)	(21.06)	(25.65)	(24.66)	(0.24)	(9.17)	12.38	20.83	14.17		

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 12월 31일 기준

매수 (77%) | 중립 (23%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM