

Issue Report: 운송

항공 시장의 재편은 어디서 오는가

아시아나항공 매각 이슈와 저비용항공시장의 딜레마



운송/철강금속 방민진
Tel. 02)368-6179
mj.bang@eugenfn.com



Glossary

용어	정의
FSC(Full Service Carrier)	대형항공사. 우리나라의 경우 대한항공과 아시아나항공이 있음.
LCC(Low Cost Carrier)	저비용항공사. 우리나라의 경우 제주항공, 진에어, 티웨이항공, 이스타항공, 에어부산, 에어서울의 6개 항공사가 있으며 추가로 플라이강원, 에어로케이, 에어프리미아의 3개의 신규 항공사가 취항 예정임
Sky Team	2000년 6월 22일 설립된 항공 동맹. 대한항공, 델타항공, 아에로멕시코, 에어프랑스의 4개사가 창설한 이후 2019년 현재 총 19개 회원사가 속해 있음
금융리스	리스사가 항공기 구입비를 항공사에 대출해주고 리스 기간 종료 후 항공사가 항공기의 소유권을 이전 받는 계약 방식
운용리스	이용 기간 동안 임차료를 지급하는 임대 계약 방식. 리스 기간 종료 후에는 항공기 반납
운수권(Traffic right)	상업 운송을 목적으로 타국에 항공기를 들여 보내어 그곳에서 여객, 화물을 탑재 및 하역하는 권리(양국 정부간의 협정에 의해 성립됨)
조인트벤처(Joint Venture)	항공사 간 최고 수준의 협력 체계로 운영 전략(노선 스케줄 조정, 기재 투입 전략, 공동 판매 및 마케팅, 마일리지서비스 혜택 강화 등)을 공유하고 수익을 배분
공동운항(Codeshare Agreement)	2개의 항공사가 1개의 항공기를 운항하는 것. 주로 공항의 슬롯이 부족하거나 항공동맹체 사이에서 이루어짐.

Summary

<2020 EUGENE's View>

매각 작업이 원활하게 마무리된다면 아시아나항공의 빠른 재무 건전성 회복을 기대할 수 있게 된다. 다만 이 과정에서 대규모 유상증자로 기존 주주 가치의 희석은 불가피해진다. 향후 아시아나항공의 수익성 회복이 관건인데 우리는 체질 개선에 상당한 시일이 소요될 것으로 보고 있다. 아시아나항공의 매각 이슈는 단기적으로 시장에 미치는 영향이 제한적일 것이다.

저비용항공시장의 공급이 내년부터 둔화될 전망이다. 반면 여객 수요는 단기 저점을 통과하고 있다는 판단으로 완만한 수급 개선이 가능할 수 있다. 다만 이는 한계 기업이 희생하고 신규 진입자들이 시장에 빠르게 정착할 수 있는 여건을 조성한다. 의미 있는 시장 재편은 압도적인 원가 경쟁력으로 이를 주도할 수 있는 선두 기업의 등장 없이는 쉽지 않은 일이다.

아시아나항공, 체질개선을 위한 시간을 벌다

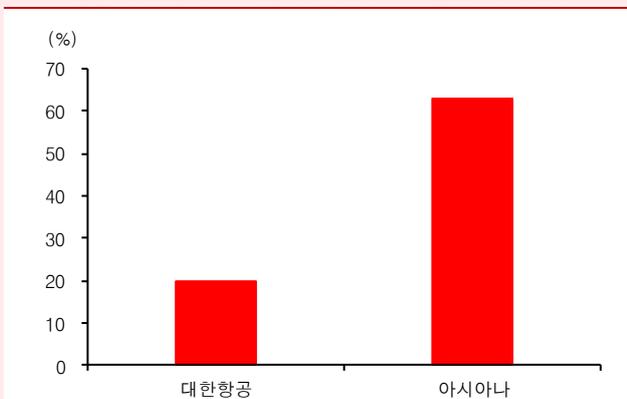
아시아나항공 재무구조 안정화

(십억원)	3Q19 말 기준	유동성 부채 상환 가정 시
부채총계	9,768	8,444
차입금	6,073	4,749
자본총계	1,210	2,752
부채비율(%)	807.6	306.8
이자비용	263*	153
평균이자율(%)	4.3*	3.2

자료: 유진투자증권, 주: 연 환산 시

- HDC현대산업개발 컨소시엄은 2조원 가량의 신주 발행을 통해 아시아나항공의 재무 구조를 개선시킬 계획.
- 아시아나항공 부채비율은 현재 807.6%에서 306.8% 수준으로 하락할 것으로 예상. 부채비율 개선은 레버리지 여력 확대를 의미하여 경쟁력 개선을 위해 아시아나항공이 자체적으로 투자를 진행할 수 있게 될 것임.
- 이자비용 감축 효과는 연 1,104억원 수준으로 추정

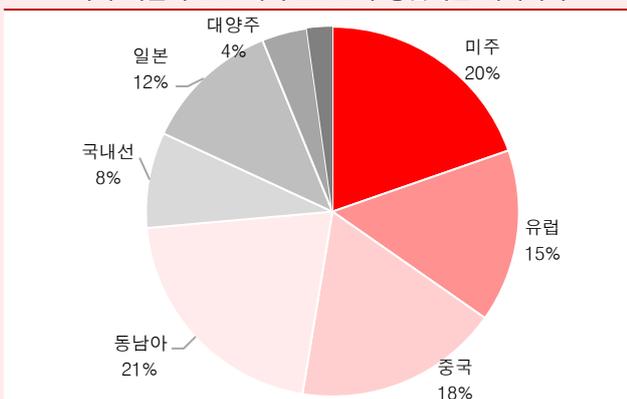
항공기 운용리스 비중이 절대적으로 높은 아시아나



자료: 각 사, 유진투자증권

- 아시아나항공과 대한항공의 마진을 격차는 항공기 보유구조와 노선 포트폴리오 상 차이에서 비롯된 것으로 판단함.
- 대한항공의 운용리스 비중은 20% 미만인 반면 아시아나항공은 63%. 운용리스의 반납보상금이 높은 정비비에 기여
- 대한항공의 매출액 대비 정비비 비중은 4% 내외인 반면 아시아나항공은 7% 이상. 즉 정비비에서만 3%p 이상의 마진을 격차

여객 매출의 50%에서 LCCs와 경합해온 아시아나



자료: 아시아나항공, 유진투자증권, 주: 3Q19 누계 기준

- 대한항공은 미주와 유럽 등 장거리인 노선이 50%에 육박하는 반면 아시아나항공은 35% 수준. 여객 매출의 50%에 육박하는 중국 외 단거리 노선에서 저비용항공사와 경합하고 있음.
- 아시아나항공의 노선 포트폴리오 수정이 필요함. 다만 장거리 노선은 광범위한 네트워크 구축과 이의 효율적인 운용 능력을 요하며 이를 구축하는 데 상당한 시간이 소요됨.

시장 재편은 아시아나로부터 오지 않는다

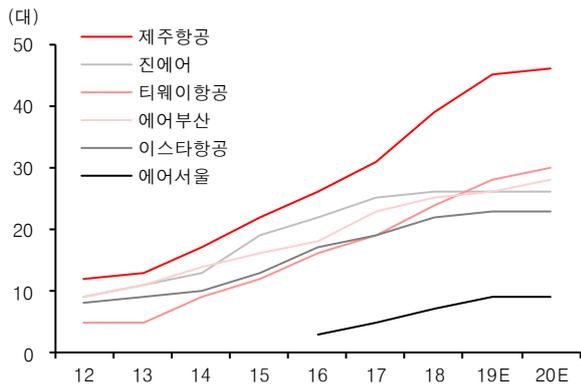
항공시장은 이미 글로벌 경쟁 중



자료: Emirates

- 국제선 여객 가운데 외항사 점유율이 이미 30%를 상회. 압도적 가격 경쟁력을 지닌 중동과 동남아 항공사들 꾸준히 항공편 확대 요구
- 대한항공은 Sky Team 회원사들과의 조인트벤처 또는 공동운항 등으로 대응 중. 치열한 비용 절감과 재무구조 개선으로 가격 경쟁력 제고 필요성

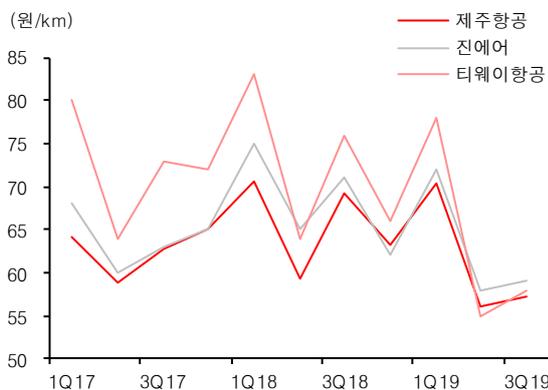
기존 저비용항공사 항공기 도입 계획 축소



자료: 각 사, 유진투자증권

- 단거리 노선 공급 증가가 둔화될 전망이다. 제주항공 역시 내년 항공기 순증 계획이 거의 없는 상황
- 가계 수입 전망은 8월 기점으로 반등하고 있는 모습. 여객 수요 반등은 내년 하반기부터 가시화될 것으로 판단함.
- 향후 2년간 완만한 수급 개선 가능성
- 이는 한계 기업이 회생하고 신규 진입자들이 시장에 빠르게 안착할 수 있는 여건이 조성됨을 의미함.

운임 차별성이 제한적인 국내 저비용항공 시장



자료: 각 사, 유진투자증권

- 미국, 유럽, 동남아 항공시장의 재편은 사우스웨스트, 라이언에어, 에어아시아와 같은 항공사가 있었기에 가능
- 압도적인 원가 경쟁력을 바탕으로 경쟁사 대비 확실한 저운임 전략을 펼칠 수 있는 여력이 있어야 함. 이를 통해 경쟁사들이 어려울 때 보다 공격적인 기체 도입으로 시장 재편을 주도
- 국내의 경우 제주항공과 경쟁사들의 운임 격차 미미. 확실한 원가 경쟁력을 확보하지 못했음을 의미
- B737Max 구매기가 본격 도입되는 2022년 이후를 기대

Contents

I 아시아나항공, 체질개선을 위한 시간을 벌다.....8

재무구조 개선, 가장 쉬운 속제

체질 개선이 관건

계열사 처리 이슈

II. 시장 재편은 아시아나로부터 오지 않는다..... 17

플서비스(FSCs) 시장은 이미 글로벌 경쟁

저비용항공시장(LCCs)의 딜레마

기업분석 25

아시아나항공(020560.KS)

대한항공(003490.KS)

제주항공(089590.KS)



I. 아시아나항공, 체질개선을 위한 시간을 벌다

재무구조 개선, 가장 쉬운 속제

아시아나항공 매각의 우선협상대상자로 선정된 HDC현대산업개발-미래에셋 컨소시엄이 본입찰에서 2.4조원 가량을 제시한 것으로 파악된다. 아직 구주 매출에 대한 협상이 진행 중이나 이 가운데 2조원 이상이 신주 발행에 투입될 전망이다.

신주 발행이 마무리되면 아시아나항공의 부채비율은 3분기 말 기준 807.6%에서 300% 수준까지 하락하게 된다. 이 자금 가운데 산업은행이 지원한 영구채 5,000억원은 우선 상환 대상이며 다음으로 유동성 부채(1.32조원)를 상환하는데 투입할 예정이다. 이를 감안한 부채비율은 306.8% 수준이 된다. 이와 같은 부채비율 개선은 레버리지 여력 확대를 의미하여 HDC현대산업개발의 추가적인 자금 투입 없이도 아시아나항공은 경쟁력 개선을 위한 투자를 진행할 수 있게 될 것이다.

아시아나항공은 올해 3분기 누계 1,971억원의 이자비용을 지출하였고 연평균이자율은 4.3%이다 (2018년 평균 4.8%). 향후 신용등급이 현재 BBB-에서 BBB0로 한 단계 상향될 경우 공모사채 이자율은 1.116%p 가량 하락(1년 6개월 만기 채권 기준)할 수 있으며 대한항공의 BBB+ 수준으로 회복할 경우 현재 대비 1.926%p 가량 하락하게 된다. 차입금 규모 감소와 이자율 하락에 따른 **이자비용 감축 효과는 연 1,104억원 수준**으로 추정한다.

도표 1 HDC현대산업개발 자금 투입 계획

(십억원)	금액	비고
HDC현대산업개발 입찰 가격	2,400	
금호산업 지분(31.05%)	357	아시아나항공 주가 5,200원 기준
신주 발행 예상	2,043	
산업은행 영구채 상환	500	
1년 이내 만기 도래 채권 상환	1,324	
유보현금	219	

자료: 유진투자증권

도표 2 아시아나항공 재무구조

(십억원)	3Q19 말 기준	유동성 부채 상환 가정 시
부채총계	9,768	8,444
차입금	6,073	4,749
자본총계	1,210	2,752
부채비율(%)	807.6	306.8
이자비용	263*	153
평균이자율(%)	4.3*	3.2

자료: 유진투자증권

주: 연 환산 시



체질 개선이 관건

아시아나항공을 회생시키기 위한 대규모 유상증자로 기존 주주 가치의 희석은 불가피하다. 따라서 인수 이후 어느 정도 수익 창출력 회복이 가능할지가 관건이 된다.

도표 3 유상증자에 따른 희석

	3Q19 말 기준	유상증자 후	비고
자본	1,210	3,252	
유통주식 수(천주)	221,235	612,400	신주가격 5,222원 가정 시
BPS	5,467	5,311	
EPS	-2,230	-805	향후 이익 시 희석을 63.9%

자료: 유진투자증권

주: 신주발행가격은 2019/12/3을 기산일로 가정하여 산출, 할인율 0% 가정

도표 4 대한항공과 아시아나항공 수익지표

(십억원)	대한항공		아시아나항공	
	3Q19 누계	2018	3Q19 누계	2018
항공기(대)	168	167	84	82
매출액	9,643	13,020	5,304	7,183
영업이익	138	640	-174	28
영업이익률(%)	1.4	4.9	-3.3	0.4
지배주주순이익	-715	-193	-493	-198
EBITDA	1,699	2,382	668	562
EBITDA 마진율(%)	17.6	18.3	12.6	7.8

자료: 각 사, 유진투자증권

주: 2018년은 회계기준 변경 전

아시아나항공은 대한항공 기체의 절반 정도를 운용하고 있는데 EBITDA는 대한항공의 39%에 그치고 EBITDA 마진율은 -5.0%p 가량 격차를 보이고 있다. 높은 부채 비율에도 건조한 영업현금흐름 창출력으로 파인낸싱이 원활한 대한항공과 차이가 있는 것이다. 주요 배경은 높은 운용리스 비율과 노선 포트폴리오 등에 있었다는 판단이다.



1. 항공기 보유 구조 변경

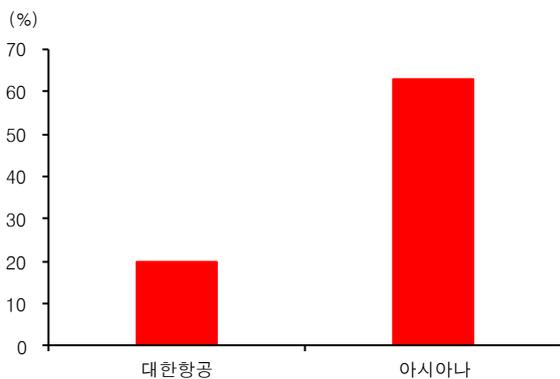
대한항공은 현재 168대(여객 + 화물), 아시아나항공은 85대의 항공기를 운용 중에 있다. 양 사의 기재 현황에서 가장 큰 차이는 보유 구조에 있다. 대한항공은 금융리스를 선호해왔기 때문에 운용 리스가 전체 항공기의 20% 미만인 반면 아시아나항공의 운용 리스 비중은 63%에 달한다.

금융리스와 운용리스는 항공기의 장기 임대 계약 방식이다. 금융 리스는 리스사가 항공기 구입비를 항공사에 대출해주고 리스 기간 종료 후 항공사가 항공기의 소유권을 이전 받게 되는, 사실상 할부 구매와 같다.

반면 운용 리스는 이용 기간 동안 임차료를 지급하는 임대 계약이다. 리스 기간이 종료되면 대부분 항공기를 반납하게 된다. 2019년 초 회계기준 변경으로 운용 리스 역시 금융 리스와 같이 재무제표에 사용권 자산과 리스 부채(향후 지급해야 할 임차료의 현재가치)를 인식하게 되었으며 기존 임차료 대신 감가상각비와 리스 부채에 대한 이자비용을 반영하게 되었다.

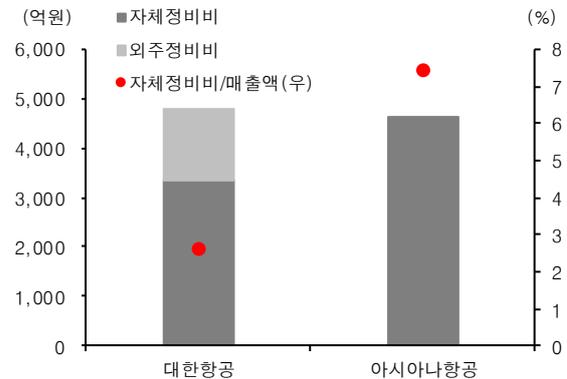
3분기 누계 기준 아시아나항공의 리스부채에 대한 이자비용은 1,283억원, 대한항공은 453억원이었다. 아시아나항공의 리스 부채에 대한 이자율(연율 4.0% 수준)은 대한항공(0.7% 수준)보다 훨씬 높은 것으로 파악된다. 운용 리스가 금융 리스보다 항공사에 그만큼 고비용 방식이었다는 것이다.

도표 5 항공기 운용리스 비중



자료: 각 사, 유진투자증권

도표 6 대한항공과 아시아나항공 정비비 비중



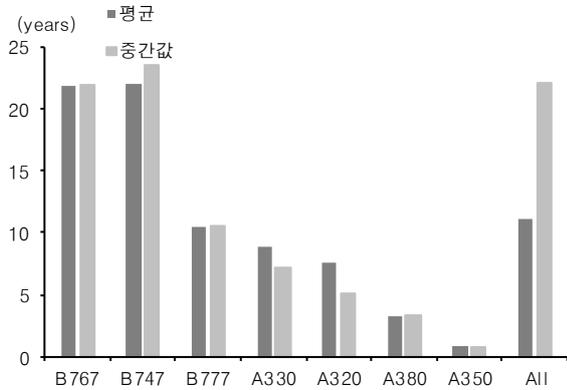
자료: 각 사, 유진투자증권

높은 운용 리스 의존도는 여전히 영업 비용에 영향을 주고 있다. 운용리스의 경우 리스 기간 종료 후 항공기 반납 시 정비 의무가 있기 때문에 반납보상금이 반영된다. 대한항공은 매출액 대비 정비비 비중이 4% 내외(자체 정비비 기준 3% 미만)인 반면 아시아나항공은 7% 이상이다. 즉, 정비비만 3%p 이상의 영업이익률 격차를 만들어냈다.

아시아나항공의 높은 정비비는 반납보상금뿐 아니라 항공기 노후화에 따른 잦은 정비 역시 주요한 배경이었을 것이다.

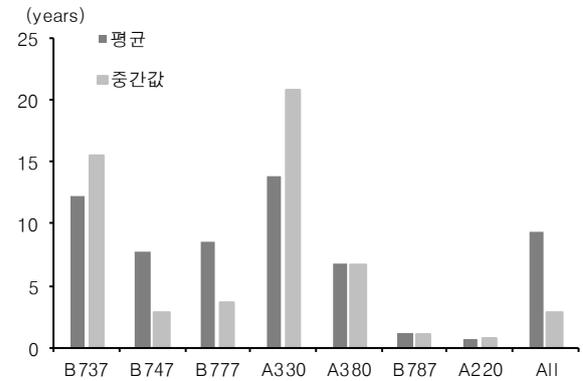


도표 7 아시아나 운용 항공기 평균 연령



자료: CAPA, 유진투자증권

도표 8 대한항공 운용 항공기 평균 연령



자료: CAPA, 유진투자증권

따라서 아시아나항공은 향후 신기종 항공기를 금융리스로 도입하는 작업을 할 것이다. 다만 현재 운용 리스 계약 기간이 평균 5년 이상 남아 있는 것으로 파악되며 신규 도입 역시 2021년까지는 운용리스로 확정되어 있기 때문에 변화는 중장기적으로 이루어질 전망이다.

항공기 보유 구조와 관련한 또 다른 이슈는 기종 다각화이다. 대한항공과 아시아나항공 모두 보잉과 에어버스사 기종을 모두 운용하고 있다. 기종이 다각화되어 있으면 각 기종별 조종 및 정비 인력이 필요하기 때문에 고비용 요인이라는 지적이 있다. 다만 대부분의 글로벌 대형항공사(FSCs)들이 다각화된 기종을 운용하고 있으며 이는 도입 비용을 낮추고 항공기 수급 불확실성을 최소화하기 위함인 것으로 판단된다.

그럼에도 아시아나항공의 항공기 도입 계획을 감안하면 기단이 점진적으로 에어버스로 통일될 가능성이 있다. 아시아나항공이 대규모 인도 예정인 항공기는 A350과 A321NEO로 모두 에어버스 기종이며 이에 대응하는 보잉 기종은 향후 자연스럽게 반납이 이루어질 것으로 보인다. 다만 이와 같은 기단 통일에 따른 비용 절감 효과 역시 가시화되기까지는 상당한 시일이 필요하다.

도표 9 대한항공과 아시아나항공 운용 항공기(여객기 기준)

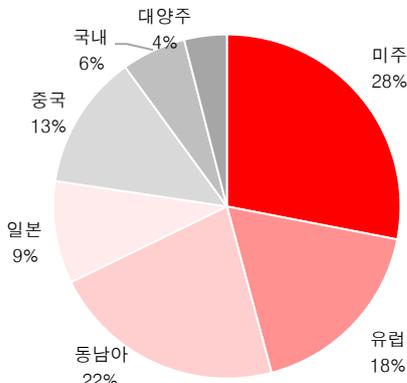
기종	좌석 수	대한항공	아시아나
A380-800	407	10	6
B777-300	338	44	9
A350-900	311	-	10
B737-800	147	38	-
A330	276	29	15
B747-400	404	14	1
B787-9	269	9	-
B767-300	250	-	6
A321-100~200	171	-	18
A321NEO	188	-	1
A320-200	159	-	7
CS300	130	9	-
여객기 합계		146	73

자료: 각 사, 유진투자증권



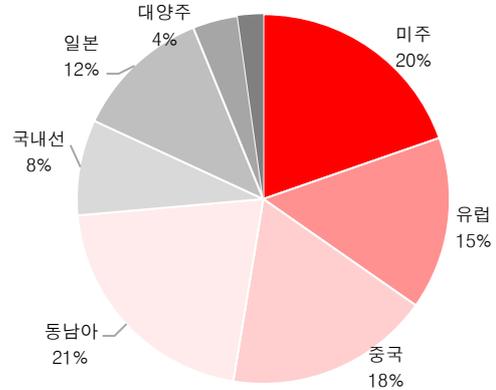
2. 노선 구조조정

도표 10 대한항공 노선별 매출 비중



자료: 대한항공, 유진투자증권
주: 3Q19 누계 기준

도표 11 아시아나항공 노선별 매출 비중



자료: 아시아나항공, 유진투자증권
주: 3Q19 누계 기준

대한항공은 미주와 유럽 등 장거리인 노선이 50%에 육박하는 반면 아시아나항공은 35% 수준에 그치고 있다. 여객 매출의 50%에 육박하는 중국 외 단거리 노선에서 저비용항공사(LCCs)와 치열하게 경쟁해온 것이다. 운수권으로 보호받으면서 동사의 절대적 수익 노선이었던 중국 노선 역시 올해 운수권 확대 과정에서 저비용항공사들이 일부 진입하게 되었다.

동사는 저비용항공사와의 경쟁에 대응하기 위해 자회사형 저비용항공사인 에어서울을 활용하고자 했다. 동사의 체급으로 저비용항공사들과 경쟁이 불가능한 노선을 에어서울에 넘겨주고 네트워크는 그룹 내에 유지시키는 전략인 것이다. 다만 몇 안 되는 비인기 노선만으로 에어서울이 자생력을 갖추기는 어려웠다.

궁극적으로 노선 포트폴리오를 수정하는 것이 동사의 경쟁력을 회복하는 방법이다. 아시아나항공 역시 최근 이를 절감하고 A350과 같은 대형기를 도입하고 있다. 다만 장거리 노선은 광범위한 네트워크 구축과 이의 효율적인 운용 능력을 요하며 이를 구축하는 데 상당한 시간이 소요된다. 장거리 노선 네트워크가 유지되기 위해서는 단순히 한국발 여행객만으로는 안되며 탄탄한 상용 수요와 환승 여객 수요가 뒷받침 되어야 한다. 이를 위해 필수적으로 요구되는 것이 전략적 파트너쉽이다.



계열사 처리 이슈

아시아나항공은 자산유동화신탁을 제외한 15개 종속기업을 보유하고 있다. 이 가운데 아시아나IDT와 에어부산이 상장되어 있다.

HDC현대산업개발이 아시아나항공을 인수하는 경우 에어부산과 아시아나IDT는 HDC현대산업개발의 최대주주인 지주사 HDC의 증손회사가 된다. 공정거래법은 '지주사의 손자회사는 증손회사 지분을 100% 보유하거나 이를 준수하지 못하면 2년 내에 처분해야 한다'고 규정하고 있다.

도표 14 아시아나항공 종속기업 현황

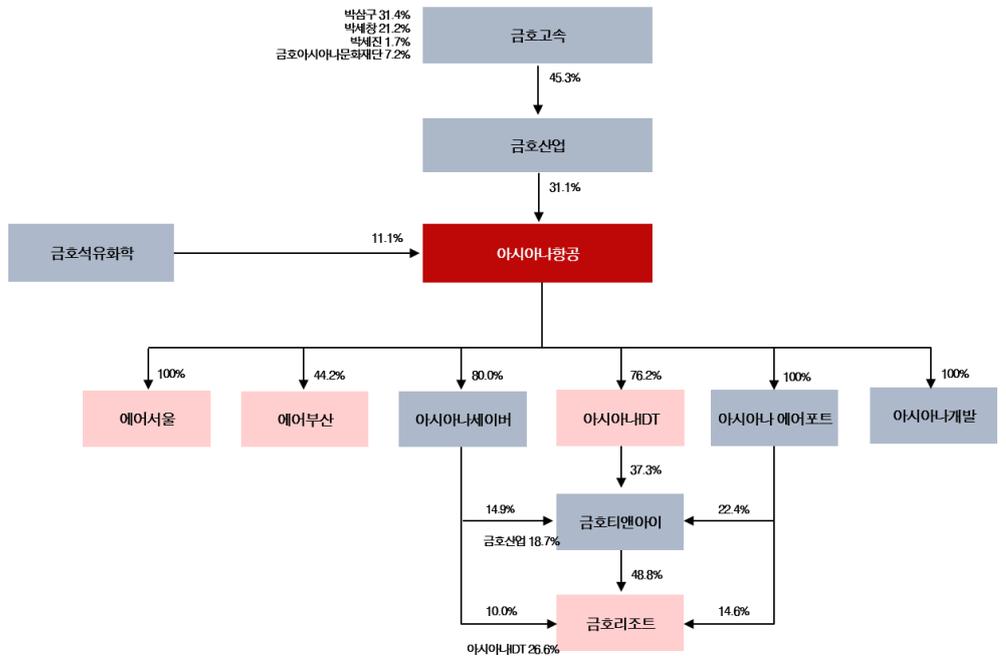
기업명	지배기업 지분율(%)	주요 영업활동	자산 (십억원)	자본 (십억원)	지분가치 (십억원)	매출액 (십억원)	당기순이익 (십억원)
아시아나IDT ¹⁾ (상장)	76.2	정보통신사업	236	149	220	184	4
에어부산 ¹⁾ (상장)	44.2	정기항공운송	520	83	141	490	-64
에어서울	100.0	정기항공운송	154	-4	-4	183	-11
아시아나에어포트	100.0	기타항공운송지원	201	79	79	220	6
아시아나세이버	80.0	컴퓨터예약서비스중개	60	51	40	23	7
아시아나개발	100.0	건물임대	31	26	26	9	4
금호홀딩스(H.K)	39.3	Investment Holdings	89	7	3	-	-3

자료: 아시아나항공, 유진투자증권

주1) 3Q19 사업보고서 기준

주1) 상장사 지분가치는 시가총액(12/3 종가 기준)에 지분을 감안

도표 15 금호그룹 지배구조



자료: 유진투자증권



물론 에어부산이 확보하고 있는 김해 공항 거점 노선 경쟁력(김해공항발 국내선 시장점유율 40.4%, 국제선 29.7%)은 간과할 수 없다. 또한 운수권 역시 신규로 취득하려면 상당한 비용과 시간을 투입해야 한다.

도표 19 에어부산 운수권 현황

노선	취항(회/주)	비고
인천-선전	6	2019/11 취항
인천-청두	3	
인천-닝보	3	2019/11 취항
인천-가오슝	4	2019/11 취항
인천-세부	7	2019/11 취항
부산-장가계	3	
부산-엔지	3	
부산-코타키나발루	7	
부산-칼리보	4	2019/11 취항

자료: 국토부, 유진투자증권

반면 현재 에어부산이 운용하고 있는 항공기는 에어버스 계열인데 제주항공, 진에어, 티웨이항공 모두 보잉 계열이라는 점도 감안해야 한다. 항공기 다각화는 저비용항공사 입장에서는 중대한 비용 증가 요인이다. 따라서 인수 후에도 단시일 내 통합작업이 어려울 수 있다는 점도 고민이 되는 사안일 것이다.

도표 20 제주항공 B737NG



자료: 제주항공

도표 21 에어부산 A320-200



자료: 에어부산

HDC지주사 등 HDC그룹 내 인수 가능성도 열어둘 필요가 있다. 최근 에어부산이 인천발 노선을 확보하는 등 에어서울과의 차별성이 약해지고 있음을 감안할 때 두 저비용항공사를 하나로 합쳐서 성장시키는 방안도 실현 가능한 시나리오다. 이 경우 항공기 운용대수가 35대가 되어 제주항공에 이은 2위 사업자가 된다. HDC그룹에 대형항공사(아시아나항공)와 저비용항공 시장(에어부산+에어서울) 양쪽에서 선두 경쟁을 해보고자 하는 유인이 있을 수 있다.



II. 시장 재편은 아시아나로부터 오지 않는다

플서비스(FSCs) 시장은 이미 글로벌 경쟁

향후 아시아나항공이 비용 구조 개선 및 노선 경쟁력 제고라는 과제를 해소하게 될 경우 현재 대한항공이 압도적 우위를 보이고 있는 장거리 및 상용 여객 시장에서 진정한 경쟁자가 될 것이다. 현재 아시아나항공의 장거리 노선 매출 비중은 35%, 상용 여객 비중은 15% 미만으로 파악된다.

다만 국내발 여행 수요뿐 아니라 상용 및 환승 수요까지 중요한 FSCs 시장은 이미 글로벌 경쟁이다. 전세계 항공권 비교검색 서비스 사용이 보편화되고 있는 가운데 이미 압도적인 가격 경쟁력을 가지고 있는 중동과 동남아 항공사들이 우리에게 항공편 확대를 요구하고 있다. 현재까지 자국 국내선에 집중해오던 중국 항공사들도 결국 국제선 시장으로 나올 것이다. 아시아나항공의 경쟁력 제고는 대한항공이 이에 대한 경각심을 갖고 선제적으로 대응할 수 있는 촉매제가 될 수 있다.

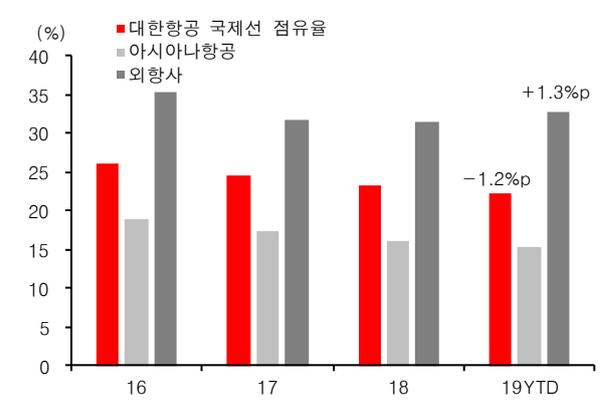
글로벌 경쟁 속에서 대한항공은 Sky Team 항공사들(델타, 아에로플로트, 에어프랑스, 중화항공, 중국동방항공 등)과의 조인트벤처(JV) 또는 공동운항(Codeshare Agreement)으로 대응하고 있는 모습이다. 특히 델타와의 JV는 태평양 노선 점유율을 공고히 하고 미주발 상용 여객 수요와 인천공항을 환승하여 아시아 각지로 이동하는 환승 수요를 유치하는 데 기여하고 있다. 여기에 더해 대한항공은 치열한 비용 절감과 재무구조 개선으로 가격 경쟁력을 제고시킬 필요가 있겠다.

도표 22 항공회담에서 대규모 노선 증편을 요구한 UAE



자료: Emirates

도표 23 국적 FSCs와 외항사 국제선 점유율 추이



자료: 한국공항공사, 유진투자증권
주: 외항사에는 FSCs와 LCCs 포함



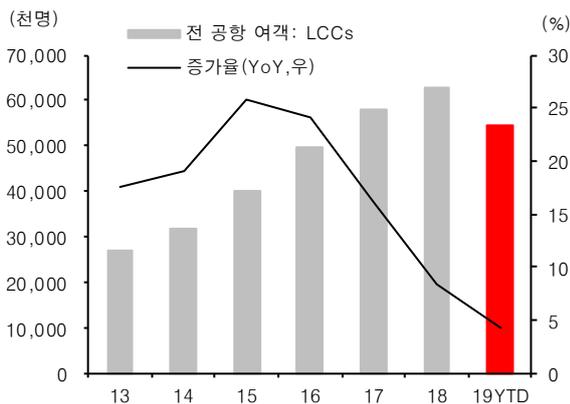
저비용항공시장(LCCs)의 딜레마

대형항공사이나 단거리 노선에서 저비용항공사들과 경합한 측면이 큰 아시아나항공은 중장기적으로 노선 포트폴리오를 조정할 가능성이 크다. 다만 단기적으로는 저비용항공시장의 경쟁 격화에 따른 운임 경쟁에 노출되어 있을 수 밖에 없다.

올해 10월 누계 저비용항공 여객 수는 전년동기비 5.6% 성장에 그치고 있다. 일본 여행 보이콧에 따른 타격도 있었으나 2018년 하반기부터 가시화되고 있는 단거리 노선 여객 수요 모멘텀 둔화는 기본적으로 경기 여파로 판단한다. 경기 하방 압력으로 2018년부터 가계수입전망이 둔화하기 시작했고 시차를 두고 여행비 지출 전망 역시 축소되어 왔다. 이는 저비용항공 여행 수요에 보다 민감하게 작용했다는 판단이다.

다만 가계 수입 전망은 8월을 기점으로 반등하면서 최악은 벗어나고 있는 모습이다. 일본 노선 수요는 양국간 관계 정상화가 선행되어야 할 것이며 이후에도 점진적인 회복을 보일 것으로 기대한다. 전반적으로 국내 여객 수요 반등은 내년 하반기부터 가시화될 것으로 판단한다.

도표 24 저비용항공 여객 수 추이



자료: 인천공항, 한국공항공사, 유진투자증권

도표 25 가계수입 및 여행비 지출전망CSI 추이

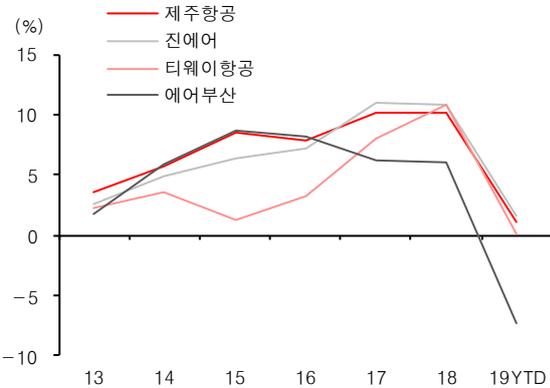


자료: 통계청, 유진투자증권

저비용항공 시장은 2018년 하반기부터 급격한 수요 조정으로 공급 과잉 구간에 진입했다. 이는 항공사들의 마진율, 탑승률(L/F), 운임 증감 등으로 가늠할 수 있다. 특히 현재 운임은 탑승률이 높아져도 수익을 내기 어려운 수준까지 온 것으로 파악된다.

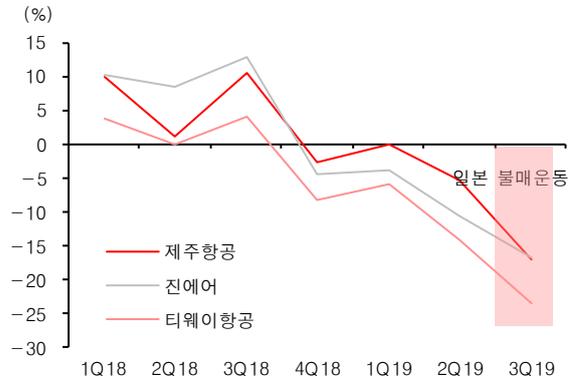


도표 26 저비용항공사 영업이익률 추이



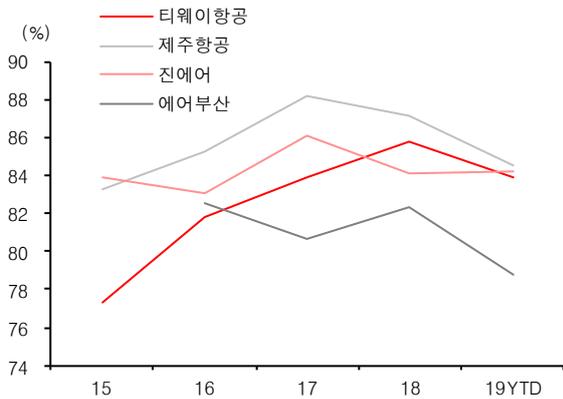
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 27 저비용항공사 국제선 운임 증감률 추이



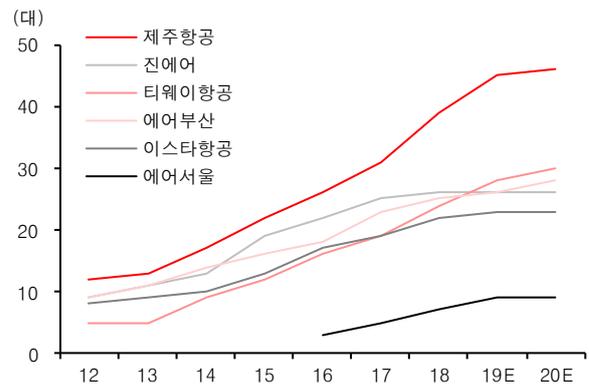
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 28 저비용항공사 국제선 탑승률 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

도표 29 저비용항공사 항공기 대수 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

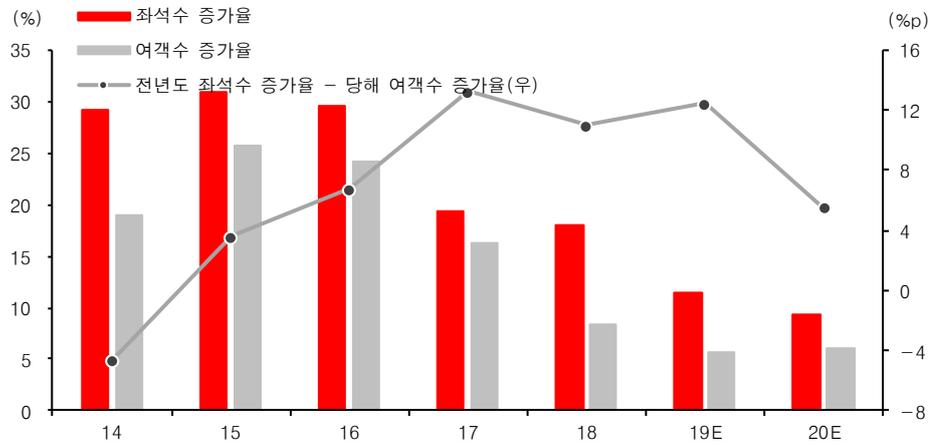
따라서 향후 단거리 노선 공급 증가는 둔화될 전망이다. 올해 3개 분기 연속 영업손실을 기록하면서 국내 저비용항공사들은 내년도 기재 계획을 보수적으로 수정하고 있다. 특히 지난해 8대 순증을 기록하며 공격적으로 항공기를 도입하던 제주항공의 내년 항공기 순증 대수는 아예 없거나 1대에 그칠 전망이다.

물론 B737 Max의 운항이 정상화될 경우 올해 인도 예정이었던 항공기들의 도입은 재개될 것으로 보인다. 다만 항공사들은 악화된 상황을 감안하여 인도 스케줄을 최대한 조정하려 할 것이다. 그럼에도 리스 계약 변경 협상의 불확실성과 신규 항공 3사의 기재 계획 등을 감안하면 2020년 항공기 순증 대수는 12~14대 수준일 것으로 전망(이스타항공 기재 변동 가능성 제외)하며 이는 전년 대비 8~9% 가량의 좌석 수 증가율을 의미한다.

여객 수요 증가율이 추가로 둔화하지 않는다면 향후 2년간 좌석 공급 증가율과 여객 수 증가율의 격차는 축소될 전망이다.



도표 30 저비용항공사 시장 공급 및 수요 증가율 추이



자료: 각 사, 인천공항, 한국공항공사, 유진투자증권
주: 이스타항공 기재 도입 배제

이스타항공은 이미 지난해 말 기준 50% 가량 자본 잠식되었고 올해 역시 적자 기록으로 결손금이 확대되었을 것으로 추정된다. 신규 저비용항공 3사는 인천/김포 - 제주와 같은 캐쉬 카우(Cash Cow) 노선 없이 현재 수요가 부진한 지방발 노선으로 경쟁을 시작해야 하는 상황이다. 이들의 자본금 규모는 400~500억원 수준으로 파악된다(플라이강원 394억원, 에어프레미아 445억원, 에어로케이 480억원 수준).

현재와 같은 시황이 장기화될 경우 국내 항공시장은 진정한 '재편' 과정에 들어설 수 있다. 하지만 앞서 논의한 바와 같이 시장 공급 증가가 둔화할 전망이다. 여객 수요는 어느 정도 저점을 통과하고 있는 상황으로 향후 수급의 완만한 개선 여지가 보이기 시작했다. 이는 한계 기업이 희생하고 신규 진입자들이 시장에 빠르게 안착할 수 있는 여건이 조성될 가능성을 의미한다.

도표 31 매각설이 불거지고 있는 이스타항공



자료: 이스타항공

도표 32 연말 첫 국제선 취항을 시작하는 플라이강원



자료: 플라이강원



하지만 9개 저비용항공사 체제는 늘 불안정할 수 밖에 없다. 구조적으로 항공기 도입 경쟁이 지속될 수 밖에 없는 저비용항공 비즈니스 모델의 특성 때문이다. 저비용항공 모델의 기본은 가격 경쟁을 통한 트래픽 제고와 이를 통한 고마진의 부가 매출(Ancillary) 창출이다. 최저가를 제시하기 위해 경쟁사보다 저원가 구조를 확보해야 하고 이를 위해 공격적인 항공기 도입으로 규모의 경제를 구축해야 한다. 따라서 저비용항공시장의 공급 과잉은 필연적이다.

1978년 항공규제완화법 이후 미국에는 100여개가 넘는 신생 항공사들이 설립되었고 1980년대 중반부터 2000년대 초까지 도태한 항공사의 수 역시 100여개였다. 유럽 역시 과거 유사한 과정을 겪었으나 지난해부터 구조조정이 재개되고 있는 모습이다. 이미 9개사가 파산했고 3개사가 매각 진행 중이다. 동남아 역시 2013년 에어아시아 필리핀의 Zest 인수, 2014년 세부퍼시픽의 타이거에어 필리핀 인수 등 시장 재편을 겪은 바 있다.

도표 33 저비용항공사 실패 사례

항공사	국가	운항/중단	기단	비고
America West Airlines	미국	1981-1983	145	US Airways그룹에 합병
People Express	미국	1981-1987	75	Continental 항공에 합병
Pacific Southwest Airlines	미국	1949-1988	75	US Airlines에 합병
Eastwind Airlines	미국	1995-1996	5	파산
ValuJet	미국	1993-1997	56	파산
Western Pacific Airlines	미국	1995-1998	22	파산
National Airlines	미국	1995-1999	19	파산
Kiwi International Airlines	미국	1992-1999	4	파산
Tower Air	미국	1983-2000	17	
MetroJet	미국	1998-2001	49	파산
Vangaurd Airlines	미국	1994-2002	15	
Midway Airlines	미국	1993-2002	33	
Duo Airways	영국	2003/2004	8	투자회수
Virgin Express	벨기에	1996-2004	20	SN Brussel이 인수
Southeast Airlines	미국	2004	11	파산
Independence Air	미국	1989-2006	85	파산
Song	미국	2003-2006	48	Delta에 흡수
Skybus Airlines	미국	2004-2007	12	
ATA Airlines	미국	1973-2008	29	파산
Sterling Airlines	덴마크	2005/2008	27	파산
FlyNordic	스웨덴	2000-2008	7	Norwegian Air에 인수
Primera Air	덴마크	2004-2018	7	파산
Small Planet Airlines	리투아니아	2008-2018	7	파산
Azur Air Germany	독일	2017-2018	10	파산
SkyWork Airlines	스위스	1983-2018	6	파산
Vlm	벨기에	2017-2018	6	파산
Cobalt Air	키프로스	2016-2018	6	파산
Cello Aviation	영국	2009-2018	2	파산
Flybmi	영국	1987-2019	17	파산
Wow Air	아이슬란드	2012-2019	10	파산

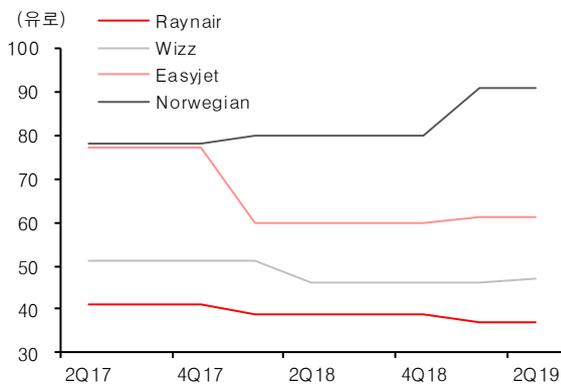
자료: 언론, Wikipedia, 유진투자증권



결국 저비용항공시장은 구조조정 없이는 궁극적인 안정화를 기대하기 어려운 구조이다. 미국, 유럽, 동남아 항공시장의 재편은 사우스웨스트, 라이언에어, 에어아시아와 같은 항공사가 있었기에 가능했다고 본다. 이들은 시장 내에서 압도적인 원가 경쟁력을 확보한 선두업체로 경쟁사 대비 확실한 저운임 전략을 펼칠 수 있는 여력이 있었다. 이를 바탕으로 경쟁사들이 어려워진 상황에서 보다 차별적인 가격 정책을 펼치는 동시에 공격적인 기체 도입 및 M&A를 통해 초격차를 만들어 간 것이다.

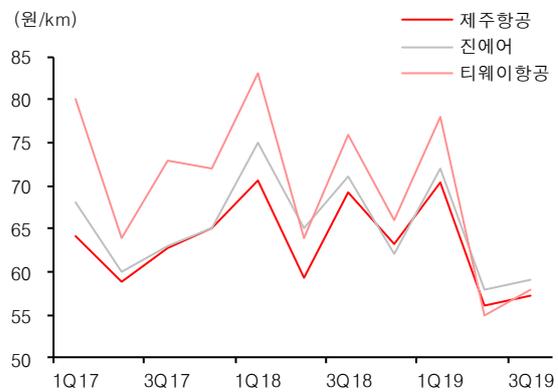
하지만 국내 선두업체 제주항공과 경쟁사들의 운임 격차는 아직 미미한 것으로 파악된다. 그만큼 원가 구조에 있어 확실한 경쟁 우위를 확보하지 못했음을 의미하며 시장 재편을 주도하지 못하고 확장 전략을 후퇴시키고 있는 모습이다.

도표 34 유럽 저비용항공사 운임 현황



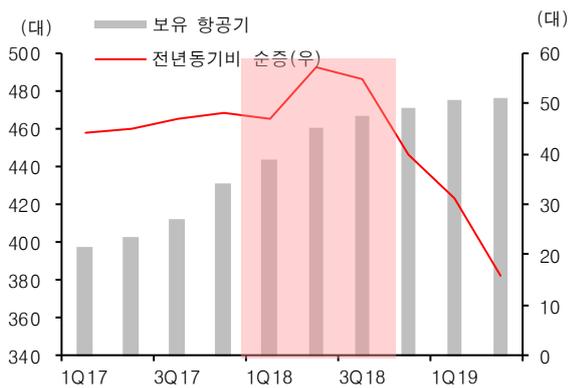
자료: Ryanair, 유진투자증권

도표 35 한국 저비용항공사 운임 현황(국제선)



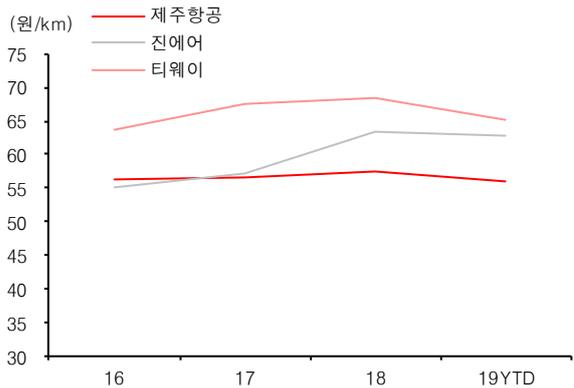
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 36 라이언에어 항공기 대수 추이



자료: Ryanair, 유진투자증권

도표 37 한국 저비용항공사 CASK 현황



자료: 각 사, 유진투자증권
주: CASK = 영업비용/ASK로 산출



시장 지배적인 저비용항공사가 재편된 시장을 상당기간 향유할 수 있다. 이를 위해 항공사는 차별적인 원가 경쟁력 확보에 주력해야 할 것이다. 최근 글로벌 항공사들이 주목하고 있는 것은 B737Max와 A321Neo과 같은 신기종이다. 올해 두 차례의 추락사고로 인도가 지연되고 있지만 B737Max는 기존 NG 기종 대비 좌석 수가 4% 증가하는 동시에 연료 효율이 16% 개선되어 원가 경쟁력에 크게 기여할 것으로 기대된다.

올해 티웨이항공과 이스타항공(이미 인도된 2대는 운항중단 상태) 등이 B737 Max를 도입할 예정이 었나 이들은 Max가 운항 재개하더라도 당분간 도입의 속도 조절을 하거나 보류할 가능성이 높다. 반면 제주항공은 이 기종을 50대 구매 계약(리스보다 낮은 도입비용 추정)한 상황으로 2022년부터 본격적으로 도입될 예정이다. 다만 2022년은 아직 멀고 이전까지 국내 저비용항공시장의 의미 있는 재편은 쉽지 않을 것으로 전망한다.



편집상의 공백페이지입니다



EUGENE

your best
partner.



기업분석

아시아나항공(020560.KS)
HOLD(신규) / TP 4,700원(신규)

대한항공(003490.KS)
BUY(유지) / TP 32,000원(유지)

제주항공(089590.KS)
HOLD(유지) / TP 25,000원(유지)

your best
partner

유진투자증권





아시아나항공(020560.KS)

운송/철강금속 방민진

Tel. 368-6179 / mj.bang@eugenefn.com

체질 개선을 위한 시간을 벌다

■ 투자 의견 HOLD 및 목표주가 4,700원으로 커버리지 재개

대규모 유상증자가 이루어질 예정으로 기존 주주 가치의 희석은 불가피함. 물론 유상증자는 확실한 재무구조 개선을 위한 작업으로 아시아나항공은 체질 개선을 위한 시간을 벌게 됨. 향후 수익력 회복 정도에 따라 경쟁사 대비 밸류에이션 디스카운트 해소를 기대함.

목표주가는 자본 확충을 감안한 BPS 5,385원에 현재 대한항공이 적용 받고 있는 PBR 0.88배를 감안하여 산출한 적정가치에 근거하여 4,700원을 제시함.

■ 투자포인트

1) 즉각적인 재무 안정화

HDC현대산업개발 컨소시엄의 인수가 예상대로 마무리될 경우 신주발행을 통한 2조원 이상의 자금 유입이 이루어질 전망이다. 아시아나항공은 산업은행 영구채에 이어 유동성 부채(1.32조원 규모)를 상환할 것으로 예상함. 이를 통해 부채비율은 현 807.6%에서 306.4%까지 하락하며 신용등급 상향에 따른 이자비용 감소를 기대함. 재무구조 개선은 향후 레버리지 여력 확대를 의미하여 경쟁력 개선을 위한 투자를 진행할 수 있게 될 것임.

2) 중장기 체질 개선 기대

운용리스기의 순차적 반납과 금융리스로의 전환으로 정비비 및 금융 비용 감소를 기대함. 또한 항공기 도입 구조 변화에 따라 자연스럽게 기종 단일화가 이루어질 전망으로 이에 따른 비용 절감 효과도 가능해질 것. 이와 함께 장거리 기체 도입으로 노선 포트폴리오도 변화시킬 것임. 이를 통해 저비용항공사들과의 경쟁도가 축소될 것으로 기대함. 다만 이러한 변화들은 중장기적 관점에서 접근할 필요

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	6,594	7,183	7,124	7,259	7,332
영업이익(십억원)	246	28	-293	-154	1
세전계속사업손익(십억원)	374	-250	-843	-516	-362
당기순이익(십억원)	263	-196	-662	-402	-284
EPS(원)	1,227	-964	-2,928	-1,721	-1,217
증감률(%)	400.7	적전	-	-	-
PER(배)	3.7	-	-	-	-
ROE(%)	24.7	-19.0	-65.9	-49.6	-60.9
PBR(배)	0.8	0.9	1.2	2.0	3.7
EV/EBITDA(배)	6.7	7.4	11.3	5.7	5.1

자료: 유진투자증권

HOLD(신규)

목표주가(12M, 신규) 4,700원
현재주가(12/4) 5,120원

Key Data

(기준일: 2019.12.4)

KOSPI(pt)	2,069
KOSDAQ(pt)	625
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	1,133
52주 최고/최저(원)	9,450 / 3,290
52주 일간 Beta	1.48
발행주식수(천주)	221,235
평균거래량(3M, 천주)	4,891
평균거래대금(3M, 백만원)	29,396
배당수익률(19F, %)	-
외국인 지분율(%)	8.4
주요주주 지분율(%)	
금호산업 (외 6인)	31.1
금호석유화학 (외 1인)	11.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.6	-3.2	-14.7	12.8
KOSPI 대비상대수익률	-8.7	-7.3	-14.8	14.9

Company vs KOSPI composite

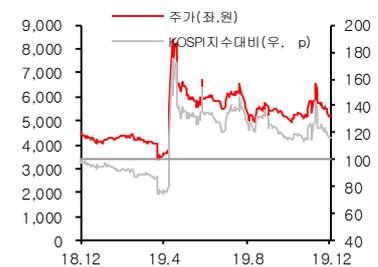




도표 38 아시아나항공 분기실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018	2019E	2020E
매출액	1,720	1,643	1,852	1,969	1,723	1,745	1,835	1,820	7,183	7,124	7,259
여객	941	945	1,086	930	952	959	1,038	901	3,902	3,849	3,841
화물	318	338	376	428	290	319	315	395	1,459	1,319	1,333
영업이익	66	38	101	-176	7	-124	-57	-119	28	-293	-154
영업이익률(%)	3.8	2.3	5.5	-9.0	0.4	-7.1	-3.1	-6.5	0.4	-4.1	-2.1
지배주주순이익	-6	-51	48	-189	-90	-192	-211	-132	-198	-625	-381
증감률(YoY,%)											
매출	18.0	10.1	13.6	19.5	0.2	6.2	-0.9	-7.6	15.4	-0.8	1.9
여객	7.9	10.1	9.8	0.5	1.1	1.4	-4.4	-3.1	7.1	-1.4	-0.2
화물	13.4	6.2	17.3	10.9	-8.7	-5.6	-16.2	-7.6	11.9	-9.6	1.0
영업이익	149.1	-11.2	-14.8	적전	-89.1	-426.3	-156.4	-32.6	-89.8	적전	적지
순이익	적전	적지	198.9	적전	1,490.7	278.2	-542.4	-30.3	적전	적지	적지
RPK(YoY,%)											
여객	10.0	9.4	3.4	1.4	-2.2	0.7	-1.2	0.0	5.9	-0.7	0.0
화물	3.3	-1.8	1.5	1.9	-6.6	-5.0	-6.0	-2.0	1.2	-4.8	2.0
L/F(YoY, %p)											
여객	4.2	4.1	0.6	0.4	-1.4	-0.9	-0.9	0.0	2.3	-0.8	0.0
화물	-0.9	-2.6	-3.3	-2.3	-0.3	-2.7	-1.2	-0.8	-2.3	-1.2	1.6
*원화 Yield(YoY,%)											
여객	-1.9	0.6	6.2	-0.9	3.4	0.7	-3.3	-3.1	1.1	-0.7	-0.2
화물	9.8	8.2	15.6	8.8	-2.2	-0.6	-10.9	-5.7	10.5	-5.0	-0.8
항공유 평균(\$/bbl)	78.3	83.7	87.3	90.4	74.5	81.8	75.9	76.2	84.9	77.1	76.2
평균환율(KRW/USD)	1,072	1,079	1,122	1,128	1,125	1,166	1,193	1,183	1,100	1,167	1,163

자료: 아시아나항공, 유진투자증권 추정



아시아나항공(020560.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	8,656	8,191	11,030	10,946	10,777
유동자산	1,221	1,514	1,431	1,828	2,053
현금성자산	359	475	453	785	1,000
매출채권	479	515	433	503	508
재고자산	235	263	281	272	275
비유동자산	7,436	6,677	9,598	9,118	8,723
투자자산	1,393	968	1,135	1,181	1,229
유형자산	5,776	5,492	8,240	7,703	7,251
기타	266	218	223	233	243
부채총계	7,357	7,098	9,954	10,251	10,351
유동부채	3,644	3,369	4,203	4,427	4,451
매입채무	473	520	361	566	572
유동성이자부채	2,119	1,554	1,994	1,994	1,994
기타	1,053	1,295	1,848	1,866	1,885
비유동부채	3,712	3,729	5,751	5,824	5,900
비유동이자부채	2,402	2,215	3,949	3,949	3,949
기타	1,310	1,514	1,802	1,875	1,951
자본총계	1,300	1,093	1,076	695	426
지배지분	1,146	939	958	577	308
자본금	1,026	1,026	1,106	1,106	1,106
자본잉여금	1	5	484	484	484
이익잉여금	155	(66)	(692)	(1,073)	(1,342)
기타	(36)	(26)	59	59	59
비지배지분	154	154	118	118	118
자본총계	1,300	1,093	1,076	695	426
총차입금	4,521	3,769	5,943	5,943	5,943
순차입금	4,161	3,295	5,490	5,158	4,943

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	724	717	1,154	1,103	995
당기순이익	263	(196)	(662)	(402)	(284)
자산상각비	517	534	881	1,263	1,185
기타비(현금성손익)	(300)	27	568	84	80
운전자본증감	73	187	424	159	14
매출채권감소(증가)	(38)	(2)	59	(70)	(5)
재고자산감소(증가)	(23)	(24)	(19)	9	(3)
매입채무증가(감소)	(21)	63	(177)	205	6
기타	155	150	561	16	16
투자현금	(721)	223	(1,465)	(776)	(785)
단기투자자산감소	2	155	(35)	(5)	(5)
장기투자증권감소	50	0	4	5	4
설비투자	484	354	1,277	726	733
유형자산처분	15	4	3	0	0
무형자산처분	(6)	(8)	(10)	(10)	(10)
재무현금	(16)	(815)	236	0	0
차입금증가	86	(807)	(406)	0	0
자본증가	(3)	(11)	642	0	0
배당금지급	3	3	0	0	0
현금 증감	(5)	126	(74)	328	210
기초현금	293	289	414	340	668
기말현금	289	414	340	668	878
Gross Cash flow	845	691	786	944	982
Gross Investment	650	(255)	1,006	612	767
Free Cash Flow	195	947	(219)	332	215

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	6,594	7,183	7,124	7,259	7,332
증가율(%)	14.4	8.9	(0.8)	1.9	1.0
매출원가	5,710	6,453	6,690	6,675	6,587
매출총이익	884	730	434	585	745
판매 및 일반본분비	639	702	727	739	744
기타영업손익	7	10	4	2	1
영업이익	246	28	(293)	(154)	1
증가율(%)	(4.2)	(88.5)	적전	적지	흑전
EBITDA	762	563	588	1,109	1,187
증가율(%)	15.9	(26.2)	4.6	88.5	7.0
영업외손익	129	(278)	(551)	(362)	(363)
이자수익	8	13	11	10	10
이자비용	172	163	308	315	315
지분법손익	128	7	11	11	11
기타영업손익	165	(135)	(264)	(68)	(69)
세전순이익	374	(250)	(843)	(516)	(362)
증가율(%)	432.5	적전	적지	적지	적지
법인세비용	112	(54)	(181)	(114)	(78)
당기순이익	263	(196)	(662)	(402)	(284)
증가율(%)	399.5	적전	적지	적지	적지
지배주주지분	252	(198)	(625)	(381)	(269)
증가율(%)	411.2	적전	적지	적지	적지
비지배지분	11	2	(37)	(22)	(15)
EPS(원)	1,227	(964)	(2,928)	(1,721)	(1,217)
증가율(%)	400.7	적전	적지	적지	적지
수정EPS(원)	1,227	(964)	(2,928)	(1,721)	(1,217)
증가율(%)	400.7	적전	적지	적지	적지

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,227	(964)	(2,928)	(1,721)	(1,217)
BPS	5,583	4,576	4,329	2,608	1,391
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	3.7	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	0.8	0.9	1.2	2.0	3.7
EV/ EBITDA	6.7	7.4	11.3	5.7	5.1
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	1.1	1.2	1.4	1.2	1.2
수익성(%)					
영업이익률	3.7	0.4	(4.1)	(2.1)	0.0
EBITDA이익률	11.6	7.8	8.3	15.3	16.2
순이익률	4.0	(2.7)	(9.3)	(5.5)	(3.9)
ROE	24.7	(19.0)	(65.9)	(49.6)	(60.9)
ROIC	3.4	0.4	(4.0)	(1.8)	0.0
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	320.1	301.4	510.4	742.3	1,161.3
유동비율	33.5	44.9	34.1	41.3	46.1
이자보상배율	1.4	0.2	(0.9)	(0.5)	0.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	14.4	14.5	15.0	15.5	14.5
재고자산회전율	29.6	28.8	26.2	26.2	26.8
매입채무회전율	14.1	14.5	16.2	15.7	12.9



대한항공(003490.KS)

운송/철강금속 방민진

Tel. 368-6179 / mj.bang@eugenefn.com

중장기 재무 구조 개선 기대

■ 투자 의견 BUY 및 목표주가 32,000원 유지

델타와의 JV 효과는 여전히 미주와 동남아 노선을 중심으로 유효한 모습임. 상용 및 환승 수요를 통한 프리미엄 좌석 가동률 제고가 경기 둔화에도 동사 여객 부문이 선방하고 있는 배경으로 판단함. 향후 화물 시황 개선 시 탄력적인 이익 회복으로 현재 진행 중인 재무 구조 개선을 지지할 것임.

목표주가는 내년도 예상 EBITDA 2.4조원에 Target EV/EBITDA 6.7배를 적용하여 산출한 EV에서 순차입금(신종자본증권 포함)을 차감한 적정 시가 총액에 근거함.

■ 투자포인트

1) 항공화물과 환율 기저효과

올해 실적에 가장 큰 타격을 준 항공화물은 글로벌 경기 하방 압력에 의한 것이나 향후 국내 비중이 높은 전자전기제품의 반등 여부에 주목할 필요. 이는 환율 개선에도 기여할 수 있어 동사 이익 개선에 핵심적 변수가 될 전망이다. 화물 물동량의 기저 효과는 내년 1분기부터 가능할 전망이다.

2) 재무구조 개선 의지

동사는 올해 초 중장기 비전 및 경영발전 방안을 통해 2023년까지 EBITDAR 3.8조원과 부채비율 395% 달성이라는 목표를 발표한 바 있음. 가파른 시황 악화로 목표 수정 가능성은 있으나 올해 상반기에 이어 3분기에 도 순차입금을 축소하는 모습으로 재무구조 개선 의지는 유효하다는 판단임.

Financial Data

계산기(12월)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	12,092	13,020	12,875	13,084	13,738
영업이익(십억원)	940	640	165	387	524
세전계속사업손익(십억원)	1,122	-209	-899	68	228
당기순이익(십억원)	802	-186	-701	50	203
EPS(원)	8,451	-2,035	-7,442	528	2,162
증감률(%)	흑전	적전	-	흑전	309.3
PER(배)	4.0	-	-	45.9	11.2
ROE(%)	29.4	-5.9	-25.9	2.0	7.6
PBR(배)	0.9	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	5.9	6.7	6.8	5.9	5.4

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 32,000원
현재주가(12/4) 24,250원

Key Data (기준일: 2019.12.4)

KOSPI(pt)	2,069
KOSDAQ(pt)	625
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	2,300
52주 최고/최저(원)	41,650 / 21,700
52주 일간 Beta	1.21
발행주식수(천주)	94,845
평균거래량(3M, 천주)	457
평균거래대금(3M, 백만원)	11,258
배당수익률(19F, %)	0.4
외국인 지분율(%)	18.9
주요주주 지분율(%)	
한진칼 (외 18인)	33.4
국민연금공단 (외 1인)	10.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.4	8.5	-24.1	-22.4
KOSPI 대비상대수익률	-3.5	4.5	-24.2	-20.2

Company vs KOSPI composite

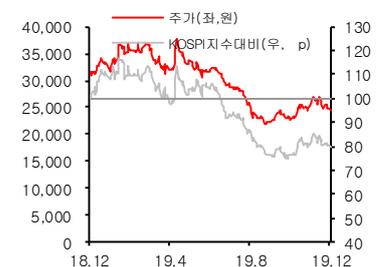




도표 39 대한항공 분기실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018	2019E	2020E
매출액	3,102	3,106	3,518	3,295	3,139	3,121	3,383	3,233	13,020	12,875	13,084
여객	1,852	1,847	2,128	1,911	1,906	1,946	2,115	1,915	7,738	7,880	8,041
화물	698	712	754	848	645	630	640	768	3,012	2,683	2,722
항공우주	159	144	169	179	179	157	211	204	651	751	825
영업이익	166	67	402	5	141	-99	96	27	640	165	387
영업이익률(%)	5.4	2.1	11.4	0.2	4.5	-3.2	2.9	0.8	4.9	1.3	3.0
지배주주순이익	-10	-304	252	-131	-63	-398	-254	9	-193	-706	50
증감률(YoY,%)											
매출	8.2	6.9	9.5	6.0	1.2	0.5	-3.8	-1.9	7.7	-1.1	1.6
여객	10.3	8.8	10.7	9.4	2.9	5.3	-0.6	0.2	9.8	1.8	2.0
화물	9.1	5.9	7.7	6.5	-7.6	-11.6	-15.1	-9.4	7.2	-10.9	1.5
항공우주	-6.0	-23.5	-18.8	9.6	12.7	9.0	25.0	14.1	-10.6	15.5	9.8
영업이익	-13.1	-61.4	13.0	-97.5	-15.5	-247.9	-76.0	390.0	-31.9	-74.2	134.7
순이익	적전	적지	335.9	적전	적지	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전
RPK(YoY,%)											
여객	4.2	4.4	0.2	3.5	1.8	4.1	3.2	2.7	3.0	3.0	2.8
화물	-0.5	-4.3	-4.6	-4.3	-9.4	-12.0	-11.3	-5.2	-3.5	-9.4	2.0
L/F(YoY, %p)											
여객	-0.9	1.2	0.8	2.5	1.0	1.8	1.3	1.4	0.9	1.4	0.7
화물	-1.6	-2.0	-1.3	-2.6	-6.7	-5.7	-5.0	-2.1	-1.9	-4.8	1.4
*원화 Yield(YoY,%)											
여객	5.8	4.2	10.4	5.8	1.0	1.2	-3.7	-2.5	6.6	-1.1	-0.8
화물	9.7	10.7	12.9	11.3	1.9	0.4	-4.4	-4.4	11.1	-1.7	-0.5
항공유 평균(\$/bb)	78.3	83.7	87.3	90.4	74.5	81.8	75.9	76.2	84.9	77.1	76.2
평균환율(KRW/USD)	1,072	1,079	1,122	1,128	1,125	1,166	1,193	1,183	1,100	1,167	1,163

자료: 대한항공, 유진투자증권 추정



대한항공(003490.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	24,649	25,580	27,349	27,181	27,387
유동자산	3,582	3,872	4,318	4,708	5,334
현금성자산	1,334	1,771	2,260	2,633	3,166
매출채권	908	816	767	773	811
재고자산	683	1,030	1,033	1,042	1,094
비유동자산	21,066	21,707	23,032	22,473	22,053
투자자산	1,700	1,659	3,671	3,820	3,975
유형자산	18,907	19,648	19,088	18,406	17,854
기타	459	400	273	247	224
부채총계	20,898	22,548	24,681	24,472	24,483
유동부채	6,638	7,522	7,792	7,825	7,866
매입채무	320	292	203	204	214
유동성이자부채	4,143	4,326	4,522	4,522	4,522
기타	2,175	2,903	3,067	3,098	3,129
비유동부채	14,259	15,026	16,889	16,647	16,617
비유동이자부채	9,511	10,264	10,508	10,008	9,708
기타	4,749	4,762	6,381	6,640	6,909
자본총계	3,751	3,032	2,668	2,709	2,904
지배지분	3,629	2,909	2,545	2,586	2,781
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	946	735	735	735
이익잉여금	577	82	(427)	(386)	(191)
기타	1,627	1,401	1,757	1,757	1,757
비지배지분	122	123	123	123	123
총차입금	13,654	14,590	15,030	14,530	14,230
순차입금	12,320	12,819	12,770	11,897	11,064

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	2,807	2,793	3,419	2,341	2,373
당기순이익	802	(186)	(701)	50	203
자산상각비	1,693	1,742	2,066	2,016	1,950
기타비현금성손익	(771)	341	1,935	260	272
운전자본증감	(41)	141	118	15	(52)
매출채권감소(증가)	(19)	(112)	49	(6)	(39)
재고자산감소(증가)	(116)	(191)	(3)	(8)	(52)
매입채무증가(감소)	5	60	(90)	2	10
기타	89	384	162	28	28
투자현금	(2,041)	(658)	(3,502)	(1,470)	(1,542)
단기투자자산감소	(402)	346	(11)	(11)	(12)
장기투자증권감소	6	0	(7)	(8)	(8)
설비투자	1,877	1,276	1,485	1,308	1,374
유형자산처분	82	78	7	0	0
무형자산처분	1	1	(0)	(0)	(0)
재무현금	(1,036)	(1,408)	561	(510)	(310)
차입금증가	(1,836)	(1,363)	440	(500)	(300)
자본증가	420	(68)	121	(10)	(10)
배당금지급	34	68	24	10	10
현금 증감	(329)	743	478	362	521
기초현금	1,090	761	1,504	1,982	2,343
기말현금	761	1,504	1,982	2,343	2,865
Gross Cash flow	2,820	2,642	3,301	2,326	2,425
Gross Investment	1,680	862	3,373	1,443	1,582
Free Cash Flow	1,139	1,780	(72)	882	843

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	12,092	13,020	12,875	13,084	13,738
증가율(%)	3.1	7.7	(1.1)	1.6	5.0
매출원가	9,991	11,004	11,223	11,187	11,746
매출총이익	2,101	2,017	1,653	1,897	1,992
판매 및 일반본보비	1,161	1,376	1,488	1,510	1,468
기타영업손익	(1)	19	8	2	(3)
영업이익	940	640	165	387	524
증가율(%)	(16.2)	(31.9)	(74.2)	134.7	35.5
EBITDA	2,633	2,382	2,231	2,403	2,474
증가율(%)	(8.3)	(9.5)	(6.3)	7.7	3.0
영업외손익	182	(849)	(1,064)	(319)	(296)
이자수익	35	45	44	51	53
이자비용	457	546	621	576	557
지분법손익	(15)	1	(1)	(1)	(1)
기타영업외손익	618	(348)	(485)	207	209
세전순이익	1,122	(209)	(899)	68	228
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	235.1
법인세비용	320	(23)	(198)	19	25
당기순이익	802	(186)	(701)	50	203
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	309.5
지배주주지분	792	(193)	(706)	50	205
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	309.3
비지배지분	10	7	5	(1)	(2)
EPS(원)	8,451	(2,035)	(7,442)	528	2,162
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	309.3
수정EPS(원)	8,451	(2,035)	(7,443)	527	2,161
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	310.0

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	8,451	(2,035)	(7,442)	528	2,162
BPS	37,824	30,313	26,525	26,947	28,983
DPS	250	250	100	100	100
밸류에이션(배,%)					
PER	4.0	n/a	n/a	45.9	11.2
PBR	0.9	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/ EBITDA	5.9	6.7	6.8	5.9	5.4
배당수익률	0.7	0.8	0.4	0.4	0.4
PCR	1.1	1.2	0.7	1.0	1.0
수익성(%)					
영업이익율	7.8	4.9	1.3	3.0	3.8
EBITDA이익율	21.8	18.3	17.3	18.4	18.0
순이익율	6.6	(1.4)	(5.4)	0.4	1.5
ROE	29.4	(5.9)	(25.9)	2.0	7.6
ROIC	4.4	3.0	0.8	1.9	3.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	328.4	422.8	478.6	439.2	381.0
유동비율	54.0	51.5	55.4	60.2	67.8
이자보상배율	2.1	1.2	0.3	0.7	0.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	13.6	15.1	16.3	17.0	17.3
재고자산회전율	19.4	15.2	12.5	12.6	12.9
매입채무회전율	37.8	42.5	52.0	64.3	65.6



제주항공(089590.KS)

운송/철강금속 방민진

Tel. 368-6179 / mj.bang@eugenefn.com

압도적 경쟁 우위가 필요

■ 투자 의견 HOLD 및 목표주가 25,000원 유지

아시아나항공 매각에 따른 자회사 처리 이슈가 국내 저비용항공시장에 어떤 방향으로 영향을 미칠지는 아직 미지수임. 이에 대비해 동사는 보다 확고한 경쟁 우위를 확보할 필요성. 국내 저비용항공 시장의 재편이 마무리되기 전까지는 꾸준한 이익창출의 가시성이 낮다는 판단임.

목표주가는 올해 예상 BPS에 Target PBR 2.0배(글로벌 Peers 평균)를 적용한 적정가치에 근거하여 25,000원을 유지함.

■ 투자포인트

1) 단기 저점을 통과하고 있는 여객 수요

일본 올림픽을 앞두고 한일 관계 개선 시 동사에 이익 기여가 절대적인 일본 노선 수요가 점진적으로 회복될 가능성. 저비용 항공 여행에 민감하게 작용하고 있는 가계 소득 전망도 8월을 저점으로 반등하고 있음.

2) 중장기 시장 재편을 주도할 가능성

다만 저비용항공시장의 공급 통제는 지속성을 확신하기 어려움. 수급 개선은 한계 기업의 회생과 신규 진입자들의 성공적 안착을 도와줄 것이며 이들은 또다시 공격적 기재 도입에 나서게 될 것임.

동사가 시장 재편을 주도할 수 있을 정도로 압도적 선두업체로 자리매김하기 위해서는 보다 뚜렷한 원가 경쟁력 확충이 필요함. 리스가 아닌 직접 구매한 B737 Max와 같은 효율적 기재 도입이 이를 촉진할 수 있으며 이는 2022년부터 본격화될 예정임.

Financial Data

결산구(12월)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	996	1,259	1,422	1,505	1,656
영업이익(십억원)	101	101	-10	4	40
세전계속사업손익(십억원)	101	93	-46	-1	36
당기순이익(십억원)	78	71	-34	-1	27
EPS(원)	2,954	2,689	-1,306	-33	1,031
증감률(%)	44.9	-9.0	적전	-	흑전
PER(배)	12.0	12.5	-	-	23.9
ROE(%)	25.8	19.9	-9.7	-0.3	7.9
PBR(배)	2.8	2.3	2.0	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	5.1	4.9	5.9	4.3	3.6

자료: 유진투자증권

HOLD(유지)

목표주가(12M, 유지) 25,000원
현재주가(12/4) 24,700원

Key Data (기준일: 2019.12.4)

KOSPI(pt)	2,069
KOSDAQ(pt)	625
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	651
52주 최고/최저(원)	47,000 / 22,200
52주 일간 Beta	1.34
발행주식수(천주)	26,357
평균거래량(3M, 천주)	96
평균거래대금(3M, 백만원)	2,368
배당수익률(19F, %)	-
외국인 지분율(%)	6.8
주요주주 지분율(%)	
AK홀딩스 (외 4인)	58.9
제주특별자치도 (외 1인)	7.8

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.4	2.5	-32.9	-34.0
KOSPI 대비상대수익률	4.3	-1.6	-33.0	-31.8

Company vs KOSPI composite

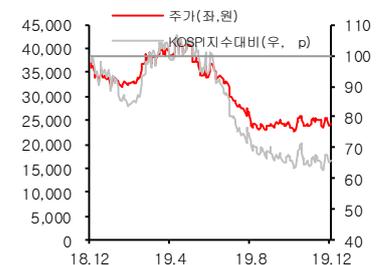




도표 40 제주항공 분기실적 추이 및 전망(연결기준)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018	2019E	2020E
매출액	309	283	350	317	393	313	369	348	1,259	1,422	1,505
국내선	47	63	60	54	49	61	62	54	224	226	231
국제선	239	197	264	234	315	221	270	261	934	1,068	1,141
영업이익	46	12	38	5	57	-27	-17	-23	101	-10	4
영업이익률(%)	15.0	4.1	10.8	1.7	14.5	-8.8	-4.7	-6.5	8.0	-0.7	0.3
지배주주순이익	37	17	31	-14	42	-29	-30	-17	71	-34	-1
증감률(YoY,%)											
매출	28.5	24.2	31.3	21.4	27.3	10.5	5.3	9.5	26.4	12.9	5.8
국내선	7.4	2.9	-3.3	-5.2	3.5	-3.9	3.3	0.7	0.1	0.7	2.2
국제선	33.1	34.7	42.9	27.9	31.5	12.8	2.5	11.6	34.6	14.4	6.8
영업이익	70.6	-28.2	-6.5	-69.3	22.7	적전	적전	적전	-0.1	적전	흑전
지배주주순이익	116.8	10.2	-3.7	적전	14.0	적전	적전	적지	-8.1	적전	적지
ASK(YoY,%)											
국내선	8.1	4.3	1.6	3.9	2.3	4.1	9.0	3.3	4.4	4.7	1.6
국제선	22.9	30.0	35.2	37.2	34.0	30.8	30.2	21.5	31.5	28.8	6.3
RPK(YoY,%)											
국내선	6.8	3.9	-1.2	1.7	3.8	1.6	8.4	1.8	2.6	3.9	1.6
국제선	24.9	32.7	30.8	31.2	30.9	20.0	27.6	17.2	29.9	23.9	8.0
L/F(YoY, %p)											
국내선	-1.2	-0.4	-0.4	-1.9	1.3	-2.2	-0.5	-1.4	-1.6	-0.7	0.0
국제선	1.4	1.7	-2.9	-4.0	-2.0	-7.3	-1.7	-3.5	-1.1	-3.4	1.3
원화 Yield(YoY,%)											
국내선	1.0	-0.5	2.5	2.1	3.1	-3.9	-6.4	-1.3	1.2	-2.4	0.6
국제선	10.0	0.9	10.3	-2.9	-0.1	-5.3	-17.2	-5.4	4.6	-7.1	-1.8
항공유 평균(\$/bb)	78.3	83.7	87.3	89.9	74.5	81.8	75.9	76.2	84.8	77.1	76.2
기재(대수)	32	34	37	39	40	42	45	45	39	45	46

자료: 제주항공, 유진투자증권 추정



제주항공(089590.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	800	1,032	1,537	1,550	1,594
유동자산	450	478	505	538	512
현금성자산	350	336	376	406	373
매출채권	45	59	44	46	51
재고자산	9	12	12	13	14
비유동자산	350	553	1,032	1,012	1,083
투자자산	161	198	178	186	193
유형자산	171	331	826	796	858
기타	19	24	28	30	32
부채총계	469	649	1,206	1,221	1,238
유동부채	368	403	545	551	559
매입채무	71	86	38	40	44
유동상이자부채	58	25	136	136	136
기타	239	292	371	375	379
비유동부채	101	246	661	670	679
비유동이자부채	0	101	442	442	442
기타	101	145	219	228	237
자본총계	331	382	331	330	357
지배지분	331	382	331	330	357
자본금	132	132	132	132	132
자본잉여금	90	90	90	90	90
이익잉여금	115	163	111	110	138
기타	(5)	(2)	(2)	(2)	(2)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	331	382	331	330	357
총차입금	58	127	578	578	578
순차입금	(292)	(209)	202	172	206

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	145	121	240	199	234
당기순이익	78	71	(34)	(1)	27
자산상각비	25	36	156	189	197
기타비현금성손익	4	(1)	(138)	9	9
운전자본증감	23	9	257	2	1
매출채권감소(증가)	(16)	(12)	14	(2)	(5)
재고자산감소(증가)	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
매입채무증가(감소)	26	24	(48)	2	4
기타	14	(1)	291	3	3
투자현금	(223)	(6)	(638)	(174)	(272)
단기투자자산감소	0	0	(5)	(5)	(5)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	133	153	642	151	248
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(6)	(7)	(12)	(12)	(12)
재무현금	20	5	434	0	0
차입금증가	38	20	451	0	0
자본증가	(13)	(16)	(17)	0	0
배당금지급	13	16	17	0	0
현금 증감	(65)	119	36	25	(38)
기초현금	168	104	223	258	283
기말현금	104	223	258	283	245
Gross Cash flow	139	144	(17)	197	233
Gross Investment	200	(3)	377	167	266
Free Cash Flow	(61)	146	(394)	30	(33)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	996	1,259	1,422	1,505	1,656
증가율(%)	33.3	26.4	12.9	5.8	10.0
매출원가	775	1,016	1,266	1,324	1,428
매출총이익	222	244	156	181	228
판매 및 일반본분비	120	143	167	177	187
기타영업손익	38	19	17	6	6
영업이익	101	101	(10)	4	40
증가율(%)	73.4	(0.1)	적전	흑전	875.0
EBITDA	127	137	145	193	237
증가율(%)	74.6	8.6	5.7	33.0	22.6
영업외손익	(0)	(8)	(36)	(5)	(5)
이자수익	3	4	4	5	5
이자비용	0	1	32	35	35
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(3)	(10)	(8)	25	25
세전순이익	101	93	(46)	(1)	36
증가율(%)	47.1	(7.8)	적전	적지	흑전
법인세비용	23	22	(12)	(0)	9
당기순이익	78	71	(34)	(1)	27
증가율(%)	46.9	(8.9)	적전	적지	흑전
지배주주지분	78	71	(34)	(1)	27
증가율(%)	46.9	(8.9)	적전	적지	흑전
비지배지분	0	0	0	0	(0)
EPS(원)	2,954	2,689	(1,306)	(33)	1,031
증가율(%)	44.9	(9.0)	적전	적지	흑전
수정EPS(원)	2,954	2,689	(1,306)	(33)	1,031
증가율(%)	44.9	(9.0)	적전	적지	흑전

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,954	2,689	(1,306)	(33)	1,031
BPS	12,574	14,509	12,541	12,508	13,539
DPS	600	650	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	12.0	12.5	n/a	n/a	23.9
PBR	2.8	2.3	2.0	2.0	1.8
EV/ EBITDA	5.1	4.9	5.9	4.3	3.6
배당수익률	1.7	1.9	n/a	n/a	n/a
PCR	6.7	6.2	n/a	3.3	2.8
수익성(%)					
영업이익율	10.2	8.0	(0.7)	0.3	2.4
EBITDA이익율	12.7	10.9	10.2	12.8	14.3
순이익율	7.8	5.6	(2.4)	(0.1)	1.6
ROE	25.8	19.9	(9.7)	(0.3)	7.9
ROIC	n/a	73.9	(2.1)	0.6	5.8
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	(88.1)	(54.6)	61.2	52.3	57.7
유동비율	122.2	118.6	92.6	97.8	91.6
이자보상배율	223.5	67.8	(0.3)	0.1	1.2
활동성(회)					
총자산회전율	1.4	1.4	1.1	1.0	1.1
매출채권회전율	26.9	24.3	27.7	33.4	34.3
재고자산회전율	112.7	120.4	119.2	119.7	122.8
매입채무회전율	15.7	16.0	22.9	38.5	39.5



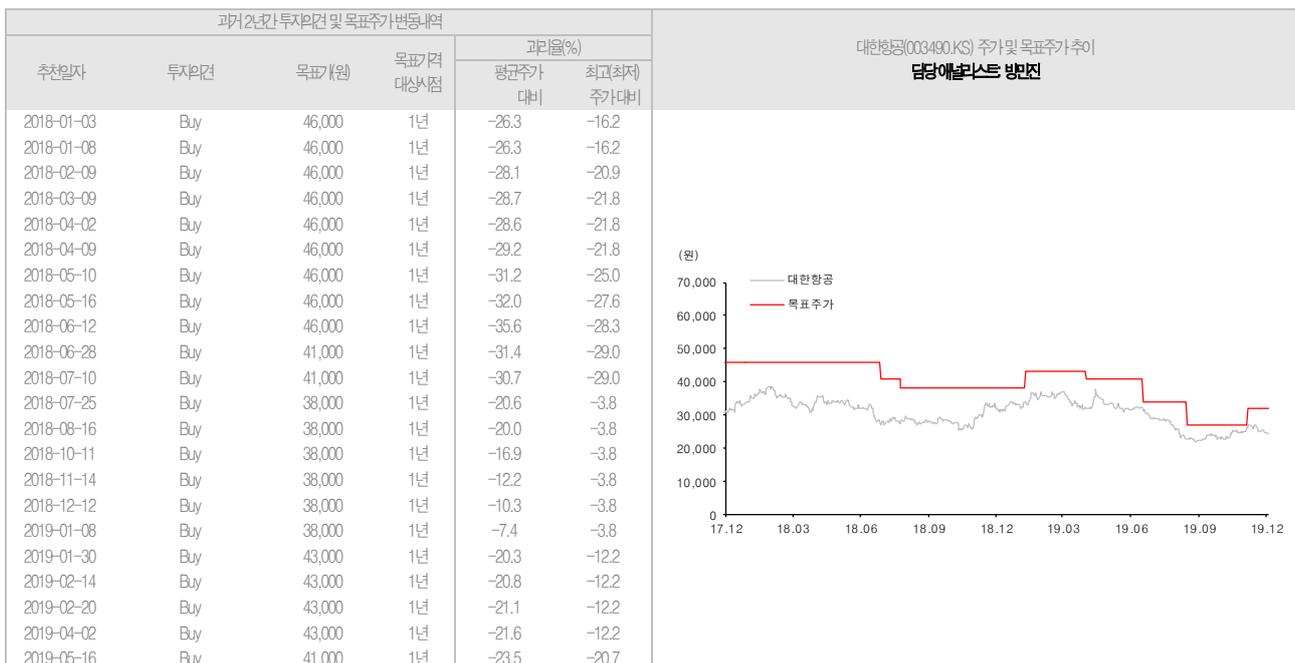
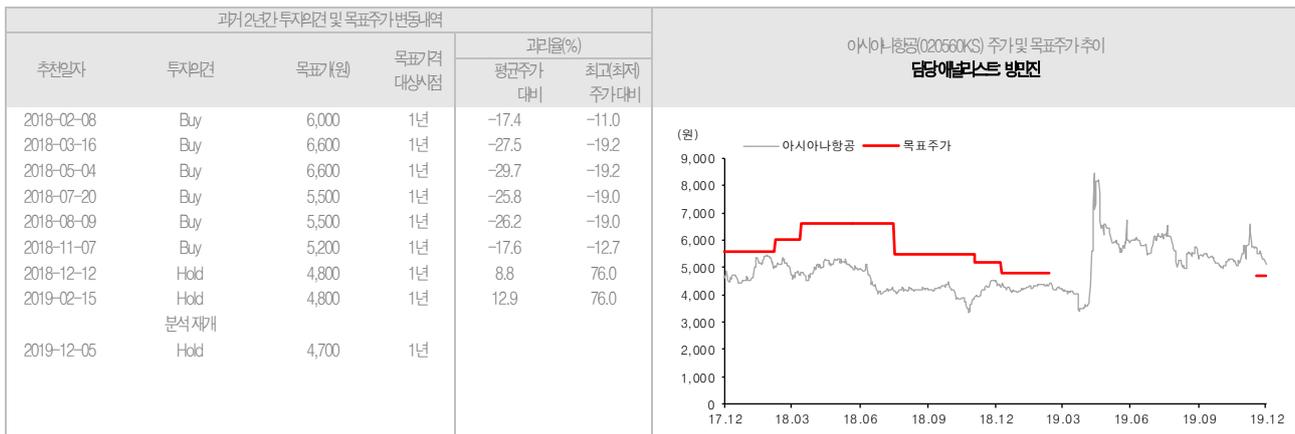
Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자 의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자 의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2019.9.30 기준)





2019-07-01	Buy	34,000	1년	-21.1	-13.8
2019-08-16	Buy	27,000	1년	-11.2	-0.2
2019-09-03	Buy	27,000	1년	-9.8	-0.2
2019-10-11	Buy	27,000	1년	-5.8	-0.2
2019-11-15	Buy	32,000	1년	-21	-17.8
2019-12-05	Buy	32,000	1년		

과거 2년간 투자이건 및 목표주가 변동내역				과목율(%)		제주항공(069590.KS) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트 방민진
추천일자	투자이건	목표가(원)	목표/현재 대상/시점	평균주가 대비	최고/최저 주가대비	
2018-01-22	Buy	44,000	1년	-12.7	-10.6	
2018-02-07	Buy	51,000	1년	-14.1	-3.9	
2018-04-17	Buy	59,000	1년	-18.6	-15.8	
2018-05-09	Buy	63,000	1년	-27.7	-19	
2018-05-10	Buy	63,000	1년	-27.7	-19	
2018-06-12	Buy	63,000	1년	-31	-19.5	
2018-06-21	Buy	63,000	1년	-31.9	-26.3	
2018-07-10	Buy	63,000	1년	-30.9	-26.3	
2018-08-08	Buy	58,000	1년	-34	-29.4	
2018-10-11	Buy	42,000	1년	-24.4	-17	
2018-11-07	Hold	39,000	1년	-8.8	0.3	
2018-12-12	Hold	39,000	1년	-13.3	-8.7	
2019-01-10	Hold	36,000	1년	1.3	17.5	
2019-02-13	Hold	36,000	1년	3.5	17.5	
2019-05-08	Hold	36,000	1년	-2.6	-8.9	
2019-07-02	Hold	33,000	1년	-15.8	-6.1	
2019-08-07	Hold	27,000	1년	-11.3	-7.8	
2019-10-07	Hold	25,000	1년	-1.6	4	
2019-11-15	Hold	25,000	1년	-1.8	-6.6	
2019-12-05	Hold	25,000	1년			