

항공

Overweight
(Reinitiate)

2018. 06. 12

항공산업, 그 화려한 비상

전 세계적으로 국제선 여객 수요는 높은 성장세를 보이고 있다. 2018년에도 국제선 여객 수요는 공급을 상회하는 견조한 성장이 전망된다. 현 시점은 LCC 항공사를 중심으로 적극적인 항공기 도입이 이루어지고 있는 구간으로 판단된다. 이에 따라 향후 항공사들의 외형 성장은 무난할 것으로 보인다. 한편, 항공사들에게 있어 국제 유가 상승은 부담이 될 수 있지만 유류비 부담을 상쇄 시킬만한 부가 서비스 및 고객 다양화에 따라 양호한 수익성 기대된다.



조선/운송/방산

Analyst 이창희

02) 3787-4751

Jaydenlee@kiwoom.com

키움증권

Contents



Investment Summary	3
> 글로벌 여객 수요 지속	3
> 글로벌 항공산업과 우리나라 항공산업	3
> Top pick은 제주항공, 차선호주 진에어	3
I. 글로벌 수요 지속	4
> 전 세계 국제선 여객 수요 증가	4
> 아시아 태평양 중심 국제선 여객 수요	7
> 2035년까지 국제선 여객수 2 배 성장 전망	9
> 국제여객 주요 거점은 북미, 아시아	11
> 전 세계 최대 여객수는 LCC항공사	12
> 전 세계 화물수요 견조	14
> 신흥국 중심 화물수요 성장	16
> 2022년까지 국제선 화물 20% 성장 전망	18
> 국제화물 주요 거점은 북미, 아시아	19
> 전 세계 최대 화물 항공사는 Federal Express	20
II. 글로벌 공급 제한	22
> 전 세계 ASK 증가율 RPK 증가율 하회	22
> 공급 증가에 따른 수요 침출	24
> 2036년까지 항공기 규모 2 배 성장	26
> 최다 기재 보유 항공사는 American Airlines	29
III. 글로벌 항공업계 현황	30
> 글로벌 항공사는 외형 성장 중	30
> 수요 증가로 Yield 상승 기대	33
> 유가 상승에 따른 부담 존재	34
> Ancillary(부기매출) 비중 증가	35
> 미국의 항공사 재편	37
IV. 우리나라 항공업계 현황	39
> 중국인 감소에도 수요 성장 지속	39
> 내국인 출국자수 증가	40
> 외래객 입국자수 회복	42
> LCC 중심 항공기 공급 확대	43
> 유가에 따른 부담은 사실	45
> 환율 효과는 우호적	47
> 국내 항공사는 외형 성장 중	49
기업분석	51
> 제주항공 (089590)	52
> 진에어 (272450)	58
> 대한항공 (003490)	65
> 아시아나항공 (020560)	73

Compliance Notice

- 당사는 6월 11일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

항공산업, 그 화려한 비상

>>> 글로벌 여객 수요 지속

2017년 전 세계 국제선 여객 수요는 전년 대비 약 7.6% 증가하며 과거 10년 평균치인 5.5%를 상회했다. 2018년의 국제선 여객 수요는 2017년의 높은 성장을 보다는 다소 감소할 것으로 예상한다. 하지만, 세계은행은 2018년 전 세계 GDP 성장을 2.9%로 전년 대비 증가할 것으로 전망하고 있다. 또한, 경제 선행 지표인 Global Composite PMI 지수 전망 또한 견조한 수준이다. 따라서 올해에도 견조한 수요 증가세 지속될 것이다. 과거 10년 평균 대비 높은 수치인 약 6%의 국제선 여객 수요 성장 전망한다.

>>> 글로벌 항공산업과 우리나라 항공산업

글로벌 및 우리나라 항공사들의 매출액 추이를 살펴보면 2016년 이후 항공기 공급을 상회하는 높은 수요 성장으로 인해 외형 성장을 이루고 있는 시기로 판단된다. 수익성 측면에서는 2015년부터 이어진 유가 하락으로 인해 항공사들의 비용에서 큰 부분을 차지하고 있는 연료비의 절감이 가능하여 수익성이 그 어느 때보다도 높은 시기를 보내고 있다. 하지만 최근 들어 유가가 반등하기 시작하면서 항공사들에게는 여객 수요를 창출해내는 공급 능력 및 연료비 부담을 상쇄 시킬 유류 할증료, 부가 매출 창출 등의 전략이 필요할 것으로 전망된다.

>>> Top pick 제주항공, 차선호주 진에어

Top pick으로 적극적인 기재 도입과 부가 서비스 매출 강화가 예상되는 제주항공 (투자의견 BUY, 목표주가 60,000원), 차선호주로 Hybrid LCC로서 수익성 향상 기대되는 진에어 (투자의견 BUY, 목표주가 40,000원)를 제시한다. 추가적으로 재무구조 개선이 가시화 되고 있고 중장거리 노선에 대한 차별화를 전략으로 하고 있는 대한항공(투자의견 BUY, 목표주가 42,000원)과 중국 노선에 대한 기저 효과 및 유동성에 대한 우려가 해소되고 있는 아시아나항공(투자의견 BUY, 목표주가 6,000원)도 관심 종목으로 제시한다.

Investment Summary

>> 글로벌 여객수요 지속

2017년 전 세계 국제선 여객수요는 전년 대비 약 7.6% 증가하며 과거 10년 평균치인 5.5%를 상회했다. 2018년의 국제선 여객수요는 2017년의 높은 성장을 보다는 다소 감소할 것으로 예상한다. 하지만, 세계은행은 2018년 전 세계 GDP 성장률을 2.9%로 전년 대비 증가할 것으로 전망하고 있다. 또한, 경제 선행 지표인 Global Composite PMI 지수 전망 또한 견조한 수준이다. 따라서 2018년 올해에도 견조한 수요 증가세 지속될 것이다. 과거 10년 평균 대비 높은 수치인 약 6%의 국제선 여객수요 성장 전망한다.

>> 글로벌 항공산업과 우리나라 항공산업

글로벌 및 우리나라 항공사들의 매출액 추이를 살펴보면 2016년 이후 항공기 공급을 상회하는 높은 수요 성장으로 인해 외형 성장을 이루고 있는 시기로 판단된다. 수익성 측면에서는 2015년부터 이어진 유가 하락으로 인해 항공사들의 비용에서 큰 부분을 차지하고 있는 연료비의 절감이 가능하여 수익성이 그 어느 때보다도 높은 시기를 보내고 있다. 하지만 최근 들어 유가가 반등하기 시작하면서 항공사들의 수익성은 과거 대비 다소 감소할 것으로 판단된다. 이에 따라 연료비 부담이 증가하는 항공사들에게는 높은 여객 수요를 창출해내는 공급 능력 및 연료비 부담을 상쇄 시킬 유류 할증료, 부가매출 창출 등의 전략이 필요할 것으로 전망된다.

>> Top pick은 제주항공, 차선호주 진에어

Top pick으로 적극적인 기재 도입과 부가 서비스 매출 강화가 예상되는 제주항공(투자의견 BUY, 목표주가 60,000원), 차선호주로 Hybrid LCC로서 수익성 향상 기대되는 진에어(투자의견 BUY, 목표주가 40,000원)를 제시한다. 추가적으로 재무구조 개선이 가시화 되고 있고 중장거리 노선에 대한 차별화를 전략으로 하고 있는 대한항공(투자의견 BUY, 목표주가 42,000원)과 중국 노선에 대한 기저 효과 및 유동성에 대한 우려가 해소되고 있는 아시아나항공(투자의견 BUY, 목표주가 6,000원)도 관심 종목으로 제시한다.

제주항공, 진에어, 대한항공, 아시아나항공 시가총액과 KOSPI지수 추이



자료: FnGuide, 2017.01.01 =100, 키움증권 리서치 *진에어는 2017년 12월 8일 상장.

I. 글로벌 수요 지속

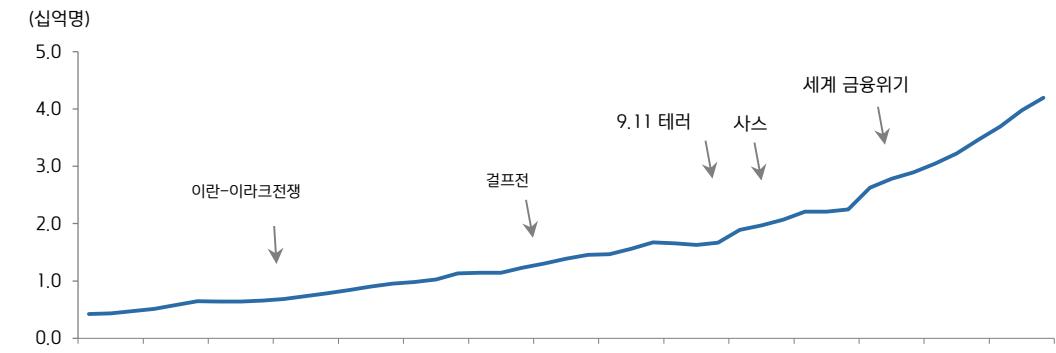
>> 전 세계 국제선 여객수요 증가

2018년 전 세계 국제선 여객수요 전년대비 6.0% 증가 전망

2017년 전 세계 국제선 여객수요는 전년대비 약 7.6% 증가하며 과거 10년 평균치인 5.5%를 상회했다. 전 세계 국제선 여객수요의 증가 원인은 1. 전 세계 GDP 성장을 회복 2. 낮은 운임 효과로 볼 수 있다. 먼저 세계은행에 따르면 전 세계 GDP 성장률은 2016년 2.5%에서 2017년 2.7%로 회복세를 보였다. 이에 따라 국제선 RPK도 견조한 증가세를 기록했다고 판단된다. 또한 2017년에는 국제유가가 낮은 가격에서 안정적으로 유지되며 항공사들이 저렴한 운임으로 영업이 가능한 환경이었다. 결론적으로 2017년은 우호적인 경제 환경 속에서 여객의 수요 성장이 지속됐다.

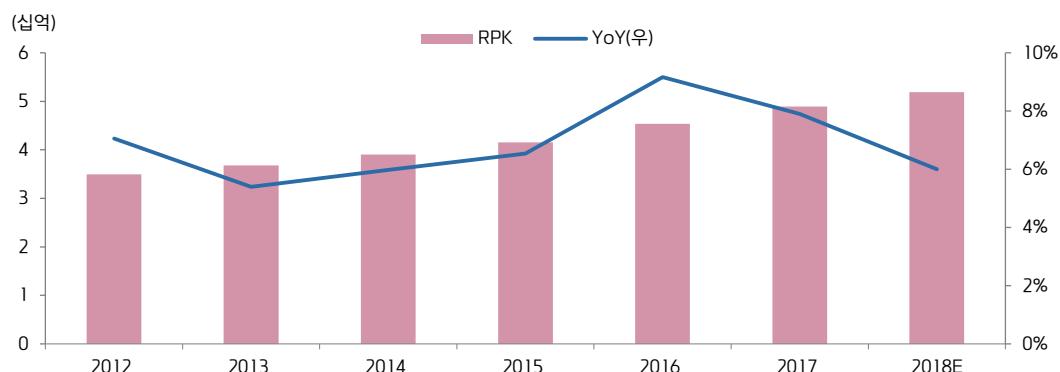
한편, 2018년의 여객 수요는 2017년의 높은 성장을 보다는 다소 감소할 것으로 예상한다. 세계은행은 2018년 전 세계 GDP 성장을 2.9%로 전년대비 증가할 것으로 전망하고 있다. 하지만 최근 들어 국제유가가 오르고 있어 전년대비 운임은 높은 수준을 형성할 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 과거 100 달러를 상회하던 때보다는 낮은 수준임에 분명하고, 경제 선행 지표인 Global Composite PMI 지수 전망 또한 견조한 수준이다. 따라서 2018년 올해에도 견조한 수요 증가세 지속될 것이다. 과거 10년 평균대비 높은 수치인 약 6%의 국제선 여객수요 성장 전망한다.

전 세계 여객수 추이



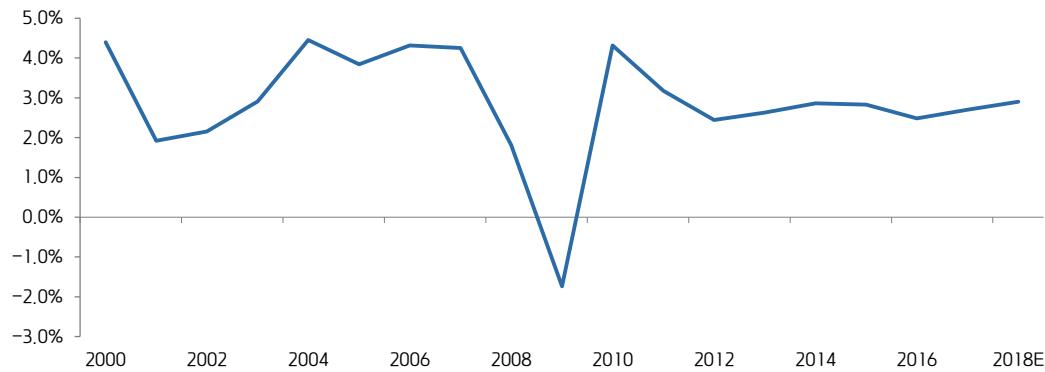
자료: CEIC, 키움증권 리서치

전 세계 국제선 RPK 추이 및 전망



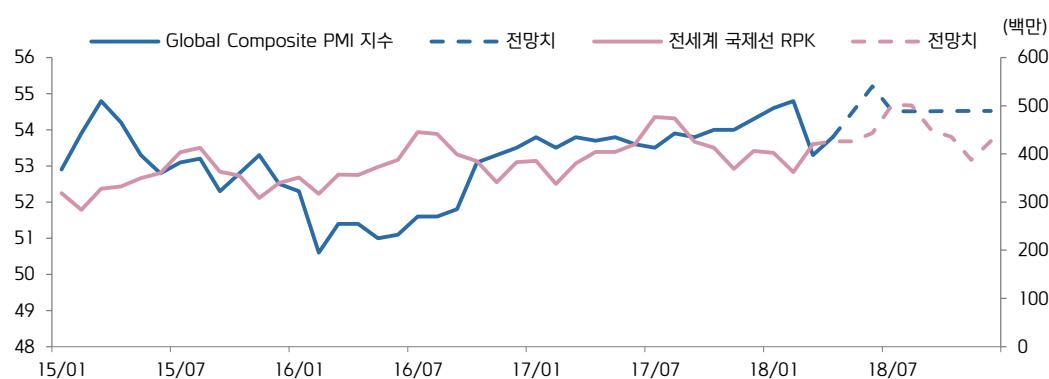
자료: IATA, 기움증권 리서치 *RPK(Remaining Passenger Kilometer, 유상여객킬로미터)= 유상 운송된 여객수와 운송한 거리를 곱한 것

전 세계 GDP 성장률 추이 및 전망



자료: 세계은행, 기움증권 리서치

Global Composite PMI 지수와 국제선 RPK 수요는 후행관계



자료: JP Morgan Global Composite PMI, IATA, 기움증권 리서치

싱가포르 제트유 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

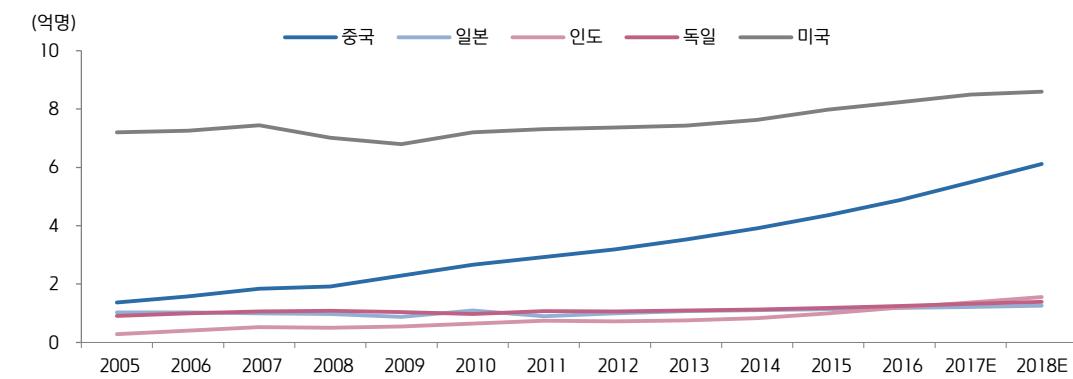
>>> 아시아 태평양 중심 국제선 여객수요

2018년 북미 제외 전 지역 높은 성장을 전망

국제 여행객수를 지역별로 나누어 분석해보면 가장 높은 수요 성장률을 보이고 있는 지역은 단연 아시아 태평양 지역이다. 아시아 태평양 지역은 2017년 기준 RPK 전년 대비 10.1% 증가했다. 이는 1994년 이후 가장 높은 증가율이다. 주요 증가 원인은 아시아 태평양 지역 내의 경제 상황이 좋아지고 있기 때문이다. 특히 중국, 인도 등의 경제 성장을 상승에 따른 국민들의 소비 수준 향상으로 인해 국제 여객수가 늘고 있는 효과가 큰 것으로 보인다. 2018년에도 중국, 인도를 비롯한 아시아 신흥국을 중심으로 한 국제 여객수요 성장세 유지 될 것이다.

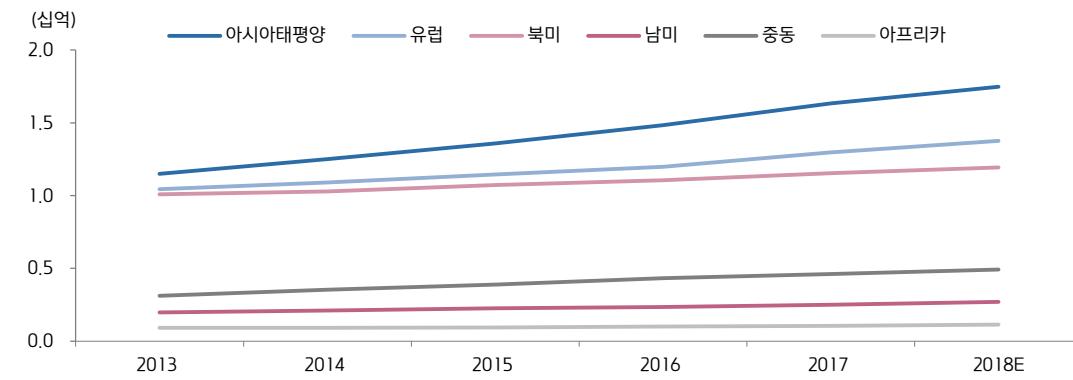
이 밖에도 2018년에는 남미 및 아프리카 지역의 RPK 성장률이 타 지역 대비 높게 성장할 것으로 예상된다. 남미 지역은 2017년도 상반기까지 높은 성장률을 보였으나 허리케인의 영향으로 하반기로 가면서 RPK 성장률이 둔화됐다. 하지만 2018년에는 지난해 상반기와 같은 높은 국제 여객 수요가 이어질 것으로 판단된다. 또한 아프리카 지역에서는 국제 유가 반등에 힘입어 아프리카 주요 국가 중 하나인 나이지리아를 포함해 주변국의 경제 회복이 전망되고 있어 수요에 긍정적이다.

주요국 여객수 추이 및 전망



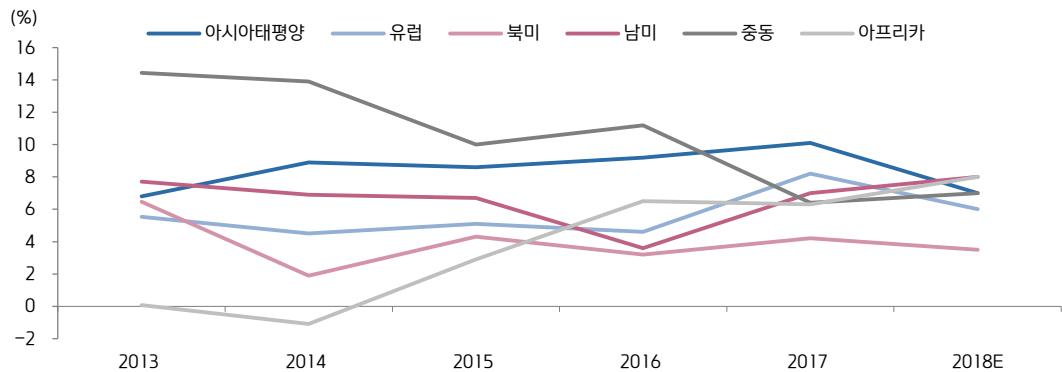
자료: CEIC, IATA, BTS, ICAO, 카운터 리서치

지역별 RPK 추이 및 전망



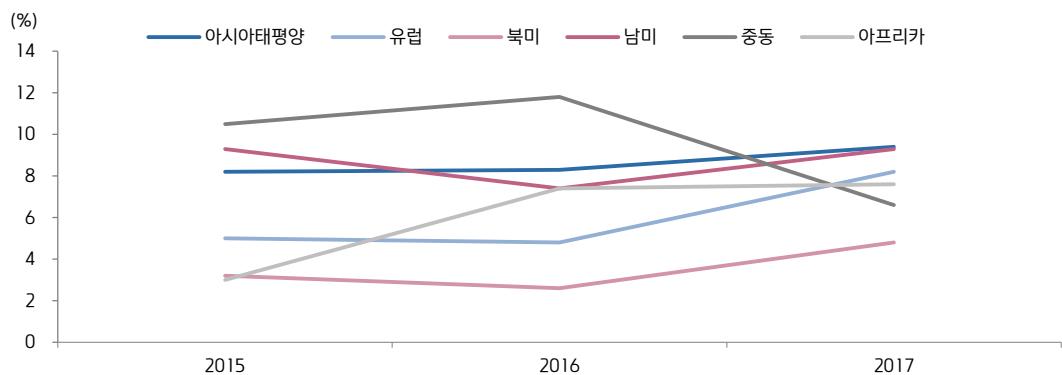
자료: IATA, 카운터 리서치

지역별 RPK 증가율 추이 및 전망



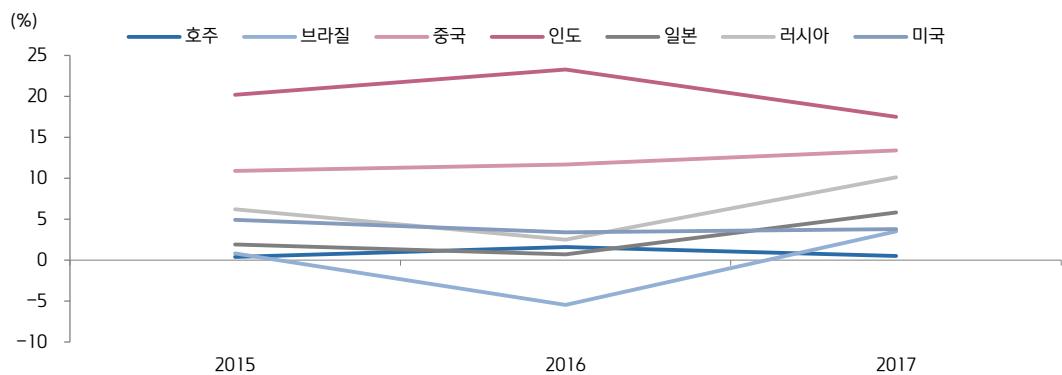
자료: IATA, 키움증권 리서치

지역별 국제선 RPK 증가율 추이



자료: IATA, 키움증권 리서치

지역별 국내선 RPK 증가율 추이



자료: IATA, 키움증권 리서치

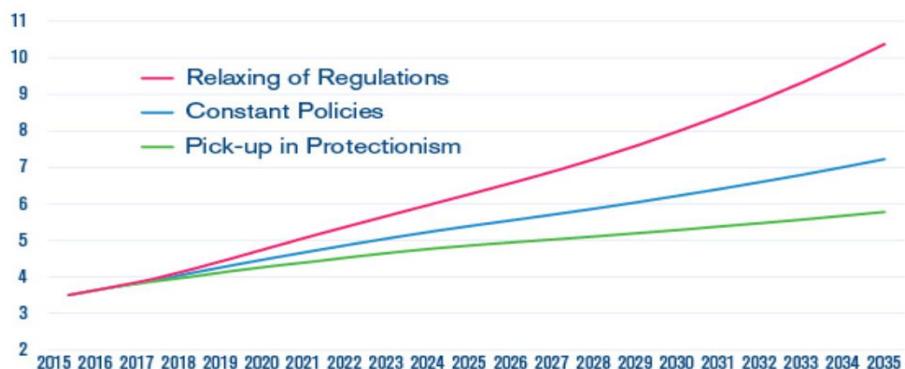
>>> 2035년까지 국제선 여객수 2 배 성장 전망

2015–2035 CAGR 3.7% 예상

국제항공운송협회 IATA(International Air Transport Association)의 2015–2035 국제 여객수 전망에 따르면 2015년 전 세계 국제 여객 수 약 38억 명에서 2035년에는 약 2배 증가한 약 72억명을 예상하고 있다. 2015년부터 2035년까지 20년간 약 3.7%의 CAGR 이다. 전망치의 주요 근거는 아시아 태평양 지역이며 그 중에서도 특히 중국과 인도의 성장이다. 향후에 중국은 국내선의 보급 확충을 비롯하여 국제 여객수의 성장까지 더해져 현재의 미국을 넘어서는 항공 여객 시장이 될 것으로 전망하고 있다. 또한 인도는 현재 전 세계 국제 여객수 3위를 차지하고 있는 영국을 넘어설 것으로 예상되고 있다.

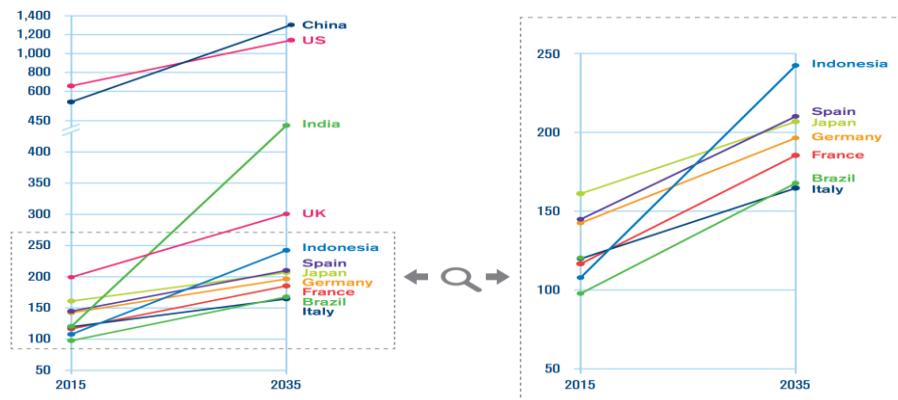
한편, 위에 서술한 전망치는 전제 조건으로서 국가간의 현재 정책이 유지될 경우에 해당된다. 만약 무역 자유화 등 전 세계의 규제 완화 추세 흐름이 지속될 경우에는 국제 여객수가 약 38억명에서 약 3배 정도 증가할 것으로 전망한다. 반면에 국가간의 보호 무역주의 등 전 세계의 규제 강화 추세 흐름이 지속될 경우에는 CAGR 2.5%대의 성장을 예상하고 있다.

2015–2035 국제 여객수 CAGR 3.7% 성장 전망



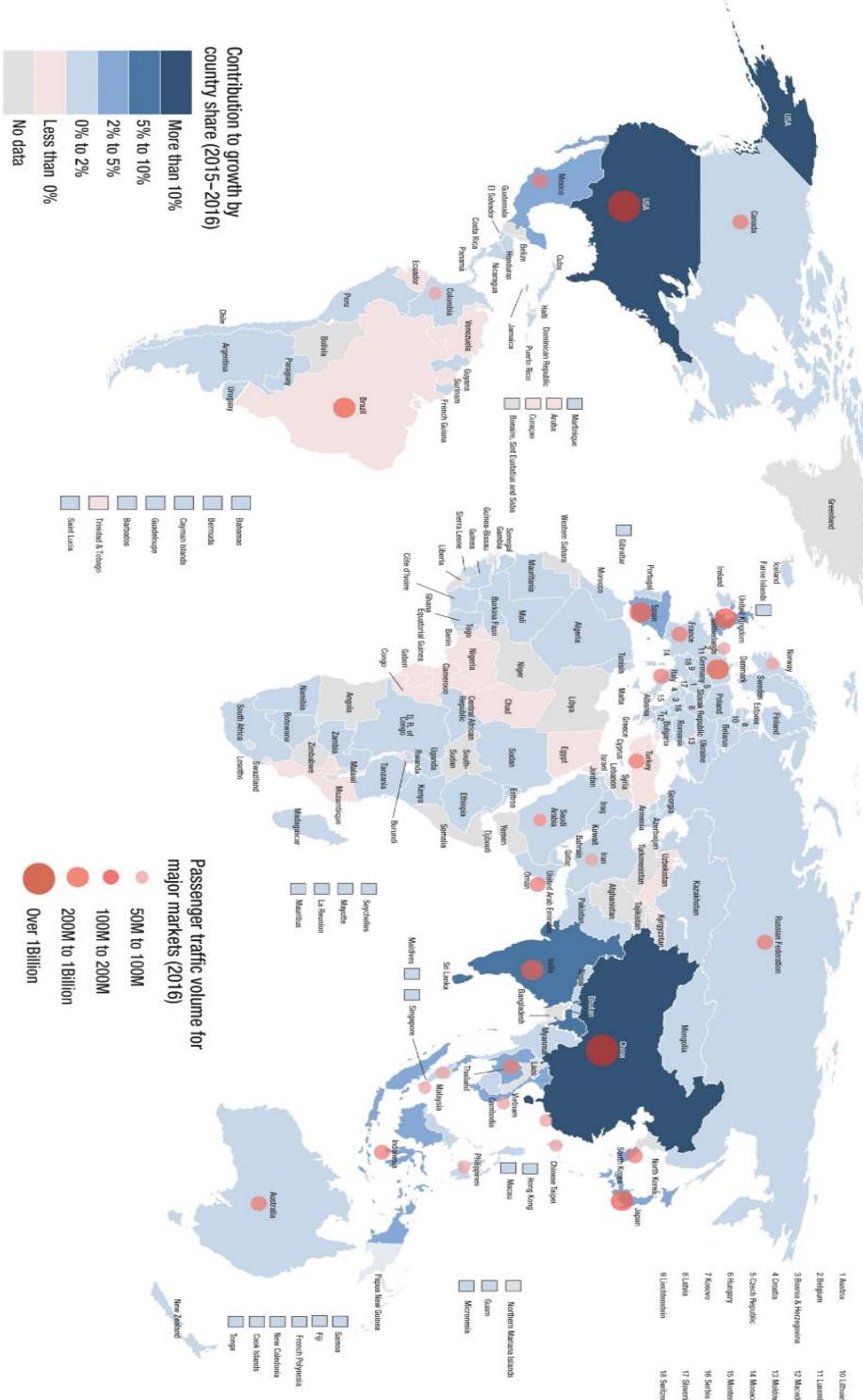
자료: IATA, 기울증권 리서치

2015–2065 국제 여객수 지역별 전망



자료: IATA, 기울증권 리서치

전세계 지역별 여객수 (참고용)



자료: ACI, 키움증권 리서치

>>> 국제여객 주요 거점은 북미, 아시아

전 세계 최대 공항을 위협하는 중국 공항

2016년 기준 주요 공항들의 국제 여객수를 분석해보면 세계에서 가장 많은 여객수를 기록한 공항은 미국의 하츠필드 잭슨 애틀랜타 국제공항이다. 세계에서 가장 규모가 큰 공항 중 한 곳이며 2016년 기준 연간으로 약 1억명이 넘는 여객수를 기록했다. 그 다음으로는 중국 베이징 국제공항으로 약 9천 4백만명을 기록했으며 전년 대비 약 5% 증가한 수치이다. 중국 베이징 국제공항은 중국인의 소득수준 향상 및 중국 내 항공 인프라 구축으로 인해 국내 및 국제 여객수가 증가하며 높은 성장률을 보이고 있다. 향후 전 세계에서 가장 많은 여객이 이용할 공항이 될 가능성이 높다고 판단된다.

한편, 일본 도쿄의 하네다 공항은 약 7천 9백만명으로 5위를 기록했다. 우리나라 국제 공항인 인천공항은 전년 대비 무려 약 17% 증가한 약 5천 8백만명을 기록하며 전 세계에서 20번째로 많은 국제 여객수를 기록했다.

전 세계 주요 공항 여객수 (2016년 연간 기준)

	도시명(공항)	여객수	증가율
1	ATLANTA GA, US (ATL)	104,171,935	2.64%
2	BEIJING, CN (PEK)	94,393,454	4.95%
3	DUBAI, AE (DXB)	83,654,250	7.23%
4	LOS ANGELES CA, US (LAX)	80,921,527	7.96%
5	TOKYO, JP (HND)	79,699,762	5.46%
6	CHICAGO IL, US (ORD)	77,960,588	1.31%
7	LONDON, GB (LHR)	75,715,474	0.97%
8	HONG KONG, HK (HKG)	70,305,857	2.96%
9	SHANGHAI, CN (PVG)	66,002,414	9.82%
10	PARIS, FR (CDG)	65,933,145	0.25%
11	DALLAS/FORT WORTH TX, US (DFW)	65,670,697	0.24%
12	AMSTERDAM, NL (AMS)	63,625,534	9.16%
13	FRANKFURT, DE (FRA)	60,786,937	-0.40%
14	ISTANBUL, TR (IST)	60,422,847	-1.51%
15	GUANGZHOU, CN (CAN)	59,732,147	8.21%
16	NEW YORK NY, US (JFK)	59,105,513	3.90%
17	SINGAPORE, SG (SIN)	58,698,000	5.86%
18	DENVER CO, US (DEN)	58,266,515	7.87%
19	JAKARTA, ID (CGK)	58,195,484	7.19%
20	INCHEON, KR (ICN)	57,849,814	17.07%

자료: ACI, 키움증권 리서치

>>> 전 세계 최대 여객수는 LCC 항공사

미국 LCC 항공사 Southwest Airlines 전 세계 가장 많은 여객수 기록

항공사는 크게 FSC(Full Service Carrier)와 LCC(Low Cost Carrier) 두 가지로 나눌 수 있다. FSC의 장점은 다양한 항공기 기종을 보유하고 있어 단거리, 장거리 비행이 가능한 점, 항공 얼라인언스를 통해 마일리지를 모을 수 있다는 점 등이고 단점은 가격이 비싸다는 점이다. 이에 반해 LCC의 장점은 저렴한 가격으로 가성비가 좋은 서비스를 받을 수 있다는 점 등이다. 하지만 단점은 좌석이 FSC에 비해 다소 좁다는 점과 노선 구성이 단거리 노선 위주라는 점이다.

2016년 기준 전 세계 항공사의 여객수를 분석해 보면 미국의 저가 항공사인 Southwest Airlines가 약 1억 5천명의 여객을 기록하며 1위를 기록했다. 이 밖에도 10위권내에 미국의 Ryanair가 5위, 영국의 easyjet가 8위를 기록하며 LCC 항공사들의 성장이 가파른 것을 알 수 있다.

항공사별 여객수 (2016년 연간 기준)

국제선			국내선			합계		
순위	항공사	천명	순위	항공사	천명	순위	항공사	천명
1	Ryanair	112,015	1	Southwest Airlines	148,821	1	Southwest Airlines	151,740
2	easyJet	64,196	2	American Airlines	117,978	2	American Airlines	144,191
3	Emirates	55,198	3	Delta Air Lines	117,917	3	Delta Air Lines	143,322
4	Lufthansa	45,820	4	China Southern Airlines	100,799	4	China Southern Airlines	114,493
5	British Airways	38,097	5	United Airlines	73,797	5	Ryanair	112,015
6	Turkish Airlines	34,715	6	China Eastern Airlines	67,842	6	United Airlines	100,140
7	Air France	31,584	7	LATAM Airlines Group	51,793	7	China Eastern Airlines	80,509
8	Qatar Airways	31,209	8	Air China	51,496	8	easyJet	70,747
9	KLM	30,394	9	Hainan Airlines	44,331	9	LATAM Airlines Group	66,814
10	United Airlines	26,343	10	All Nippon Airways	38,460	10	Air China	62,308
11	American Airlines	26,213	11	IndiGo	37,933	11	Turkish Airlines	61,737
12	Delta Air Lines	25,405	12	Qantas Airways	35,480	12	Lufthansa	57,091
13	Cathay Pacific Airways	24,401	13	JetBlue	31,256	13	Emirates	55,198
14	Wizzair	22,787	14	Lion Airlines	30,925	14	Qantas Airways	53,227
15	Norwegian	22,673	15	Skywest Airlines	30,530	15	All Nippon Airways	47,325
16	Air Berlin	21,833	16	Gol Airlines	30,411	16	Hainan Airlines	46,601
17	Singapore Airlines	18,904	17	Turkish Airlines	27,022	17	Air France	44,308
18	Korean Air	18,756	18	Shenzhen Airlines	26,168	18	British Airways	44,098
19	Etihad Airways	18,101	19	Japan Airlines	24,375	19	IndiGo	39,768
20	Qantas Airways	17,746	20	Alaska Airlines	24,004	20	JetBlue	38,275
21	Vueling	17,637	21	ExpressJet	21,595	21	Japan Airlines	32,749
22	Scandinavian Airlines	17,113	22	Sichuan Airlines	21,347	22	Lion Airlines	32,409
23	SWISS	15,936	23	Azul Brazilian Airlines	20,854	23	Gol Airlines	32,216
24	LATAM Airlines Group	15,021	24	Garuda Indonesia	19,487	24	Qatar Airways	31,209
25	Aeroflot Russian Airlines	14,867	25	Spirit Airlines	19,072	25	Skywest Airlines	31,205

자료: WATS, 키움증권 리서치

항공사별 RPK (2016년 연간 기준)

국제선			국내선			합계		
순위	항공사	백만	순위	항공사	백만	순위	항공사	백만
1	Emirates	270,797	1	American Airlines	205,679	1	American Airlines	320,044
2	United Airlines	145,470	2	Southwest Airlines	194,862	2	Delta Air Lines	308,088
3	Lufthansa	145,124	3	Delta Air Lines	175,586	3	United Airlines	299,080
4	Ryanair	142,740	4	United Airlines	153,610	4	Emirates	270,797
5	British Airways	140,668	5	China Southern Airlines	148,040	5	China Southern Airlines	205,720
6	Qatar Airways	137,603	6	China Eastern Airlines	85,407	6	Southwest Airlines	200,848
7	Delta Air Lines	132,502	7	Air China	75,239	7	Lufthansa	149,702
8	Air France	129,153	8	Hainan Airlines	66,509	8	British Airways	144,028
9	American Airlines	114,366	9	JetBlue	58,469	9	Ryanair	142,740
10	Cathay Pacific Airways	110,246	10	Alaska Airlines	50,665	10	China Eastern Airlines	138,042
11	Turkish Airlines	108,286	11	LATAM Airlines Group	50,624	11	Qatar Airways	137,603
12	KLM	97,676	12	Qantas Airways	42,571	12	Air France	136,659
13	Singapore Airlines	92,437	13	Shenzhen Airlines	39,789	13	Air China	135,464
14	Etihad Airways	89,480	14	IndiGo	39,288	14	Turkish Airlines	125,098
15	Qantas Airways	77,458	15	All Nippon Airways	34,867	15	Qantas Airways	120,029
16	easyJet	75,333	16	Sichuan Airlines	33,311	16	LATAM Airlines Group	113,587
17	Korean Air	72,321	17	Spirit Airlines	31,622	17	Cathay Pacific Airways	110,246
18	Air Canada	69,321	18	Aeroflot Russian Airlines	29,351	18	KLM	97,676
19	LATAM Airlines Group	62,963	19	Gol Airlines	28,933	19	Air Canada	93,663
20	Air China	60,225	20	Lion Airlines	28,368	20	Singapore Airlines	92,437
21	Thai Airways International	57,711	21	Skywest Airlines	27,236	21	Etihad Airways	89,480
22	China Southern Airlines	57,680	22	Shandong Airlines	24,587	22	Aeroflot Russian Airlines	82,667
23	Aeroflot Russian Airlines	53,316	23	Air Canada	24,342	23	Hainan Airlines	82,290
24	China Eastern Airlines	52,635	24	Frontier Airlines	23,918	24	All Nippon Airways	79,099
25	Norwegian	47,269	25	Virgin Australia	20,412	25	easyJet	78,641

자료: WATS, 카운증권 리서치

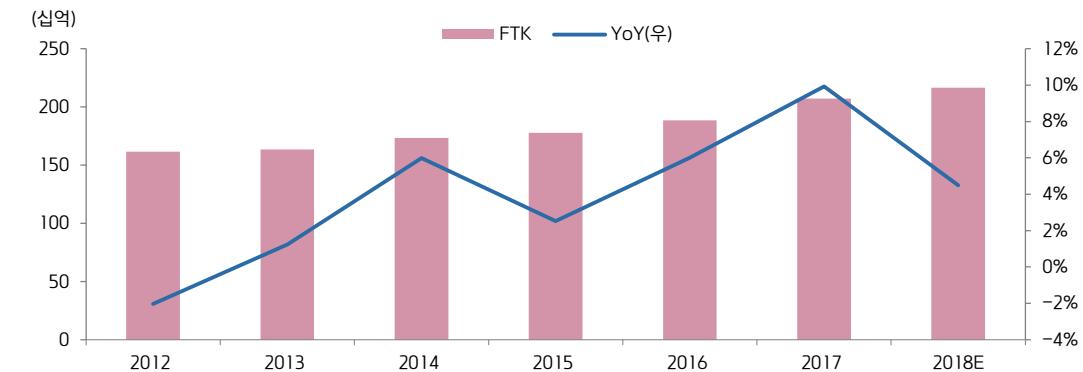
>>> 전 세계 화물수요 견조

2018년 전 세계 국제선 화물수요 전년 대비 4.5% 증가 전망

2017년 전 세계 국제선 화물수요는 전년 대비 약 9.9% 증가하며 전 세계 교역량 증가율 4.5% 보다 두 배 이상 높은 수치를 기록했다. 2017년 항공 화물 수요가 높은 성장률을 보인 주된 원인은 1. 전 세계 교역량 증가에 따른 영향, 2. 경기회복 시기 기업들의 신속한 재고 확충으로 판단된다. 과거 추이를 분석해보면 보통 항공 화물은 경제 불황기에는 전 세계 교역량 증가율을 하회하는 모습을 보였다. 높은 운임에 대한 부담 때문인 것으로 보인다. 하지만 반대로 경제 회복기에는 전 세계 교역량보다 높은 증가율을 보이는데 경제 회복기에는 타 운송 수단보다 필요한 제품들을 빠른 속도로 배송이 가능하여 사전에 재고를 확충하려는 기업들이 많이 생기기 때문이다.

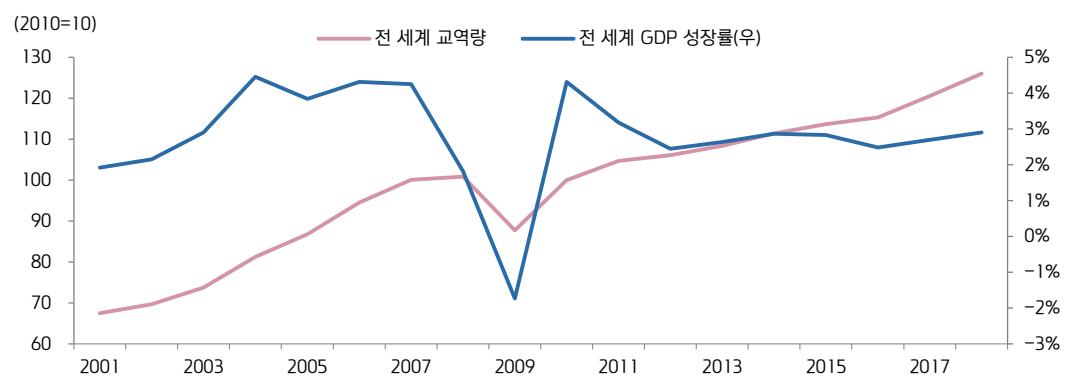
전 세계 GDP 증가율은 2016년 2.5%에서 2017년 2.7%로 회복세를 보였다. 이에 따라 국제선 FTK도 전 세계 교역량 증가율을 상회하며 높은 성장세 기록했다고 판단된다. 세계은행 전망에 따르면 2018년 전 세계 GDP 성장률은 2.9%로 전년 대비 증가할 것으로 전망하고 있다. 다만, 최근 들어 국제유가가 오르고 있어 전년 대비 운임은 높은 수준을 형성할 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 과거 100 달러를 상회하던 때보다는 낮은 수준임에 분명하다. 따라서 2018년 올해에도 견조한 수요 증가세 지속될 것이다. 전 세계 교역량 증가율 전망치와 비슷한 수치인 약 4.5%의 국제선 화물 수요 성장 전망한다.

전 세계 국제선 화물 FTK 추이 및 전망



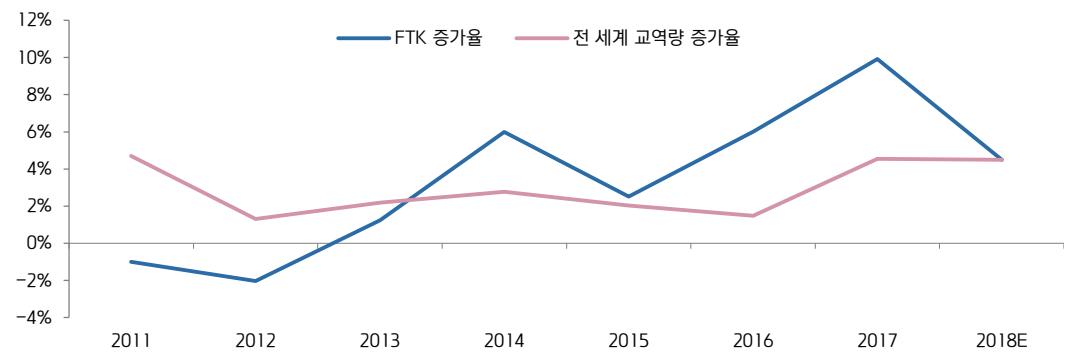
자료: IATA, 키움증권 리서치 *FTK(Freight Ton Kilometer, 화물톤킬로미터)= 유상 운송된 화물과 운송한 거리를 곱한 것

전 세계 교역량과 GDP 성장률



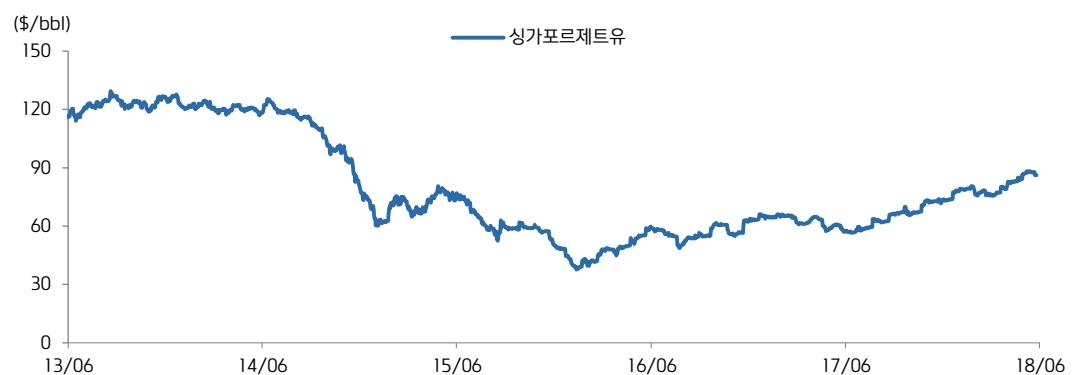
자료: IMF, WTO, 키움증권 리서치

전 세계 교역량과 국제선 화물 FTK 증가율 추이 및 전망



자료: 세계은행, 키움증권 리서치

싱가포르 제트유 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

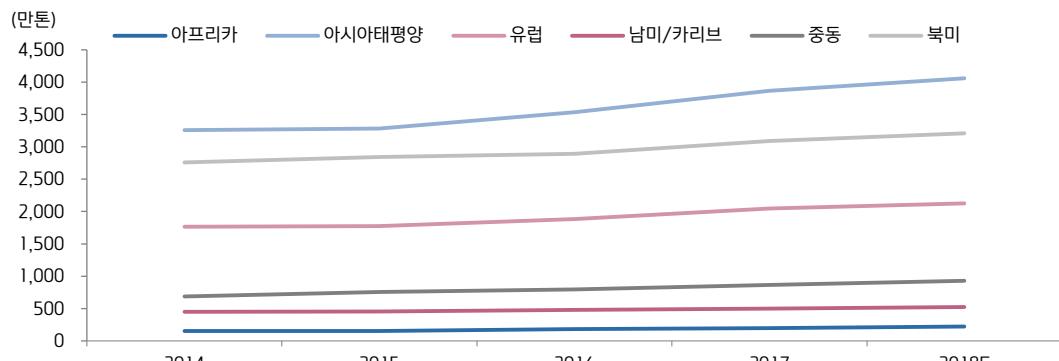
>>> 신흥국 중심 화물수요 성장

신흥국의 높은 성장 & 선진국의 견조한 성장

국제선 화물수요는 2010년 이후 가장 높은 성장을 9.9%를 기록했다. 국제선 화물수요를 지역별로 나누어 분석해보면 가장 높은 수요 성장률을 보이고 있는 지역은 아프리카 지역이다. 아프리카 지역의 연간 국제선 화물수요 증가율은 25.2%로 타 지역대비 훨씬 높은 성장률을 기록했다. 특히, 아프리카-아시아 노선에서는 전년 대비 무려 64% 증가했는데 아시아에서 아프리카향으로 운송되는 화물이 최근 들어 급증하고 있다고 판단된다. 또한 남미 지역에서는 주요국인 브라질의 경제 회복에 따른 화물 수요가 회복되고 있고 중동 지역에서도 과거 유가 급락 시기 대비 개선되고 있는 상황이다. 아시아 태평양 지역 및 북미 지역도 전반적으로 세계 경제 회복과 동시에 견조한 화물 수요를 보이고 있다.

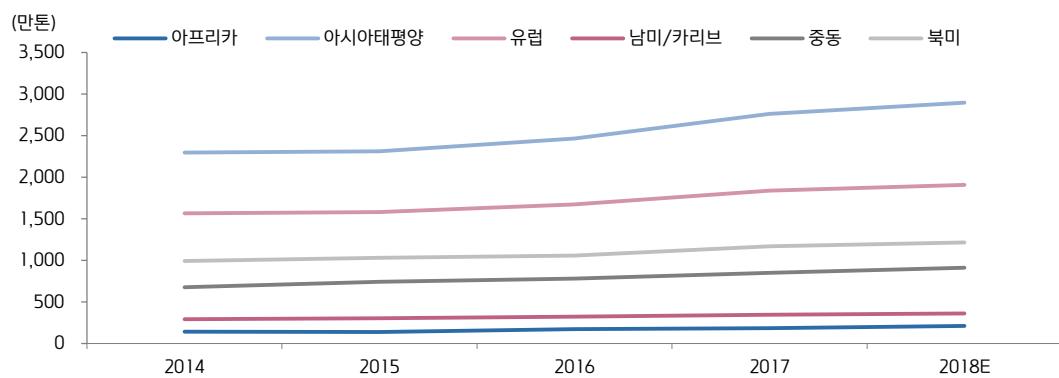
2018년에도 2017년도와 비슷한 모습을 보일 것으로 보인다. 유가 상승 등으로 인한 원가 상승에 따른 성장률 둔화는 있을 수 있지만 신흥국을 중심으로 하는 높은 성장률과 선진국을 중심으로 하는 견조한 성장세 유지 될 것으로 판단한다.

ACI 회원공항 지역별 화물 추이 및 전망



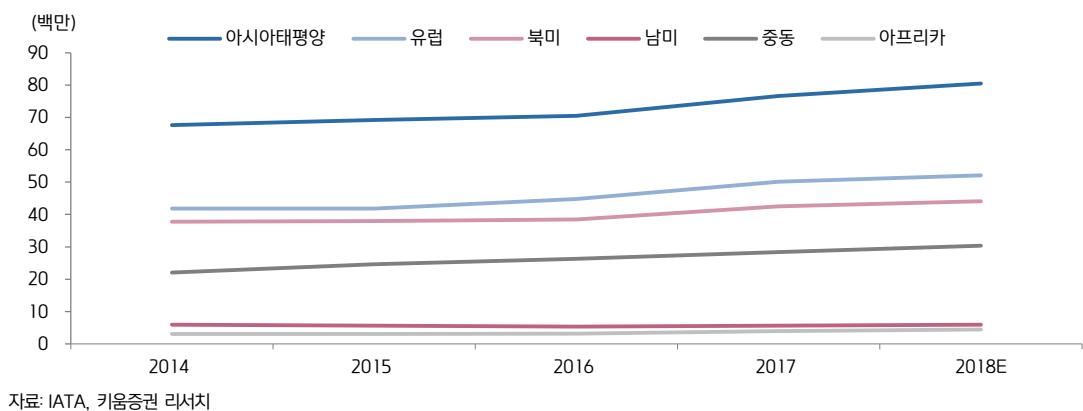
자료: ACI, 키움증권 리서치

ACI 회원공항 지역별 국제선 화물 추이 및 전망



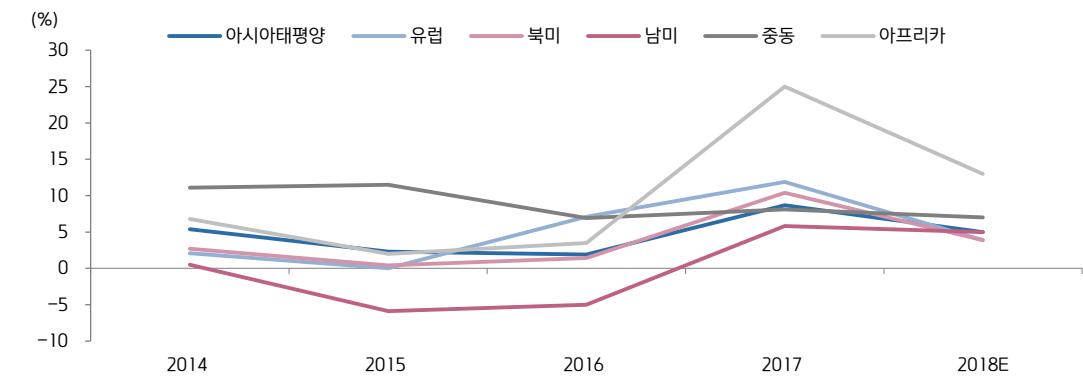
자료: ACI, 키움증권 리서치

지역별 국제선 FTK 추이 및 전망



자료: IATA, 기움증권 리서치

지역별 국제선 FTK 증가율 추이 및 전망



자료: IATA, 기움증권 리서치

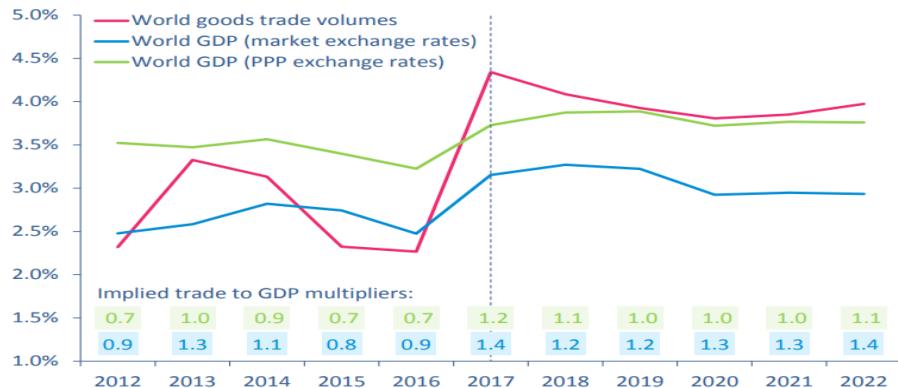
>>> 2022년까지 국제선 화물 20% 성장 전망

2018–2022 CAGR 4.9% 예상

국제항공운송협회 IATA(International Air Transport Association)의 2018–2022 국제 화물수요 전망에 따르면 2018년 전 세계 국제화물 FTK 약 2,200억 톤킬로미터에서 2022년에는 약 20% 증가한 약 2,700억 톤킬로미터를 예상하고 있다. 2018년부터 2022년까지 5년간 약 4.9%의 CAGR이다. 전망치의 주요 근거는 IMF의 GDP 성장률과 전 세계 교역량 전망치를 근거로 하고 있다. IMF에서는 향후 5년간 GDP 성장률을 평균 3.1%, 전 세계 교역량을 연평균 3.9%로 전망하고 있다. 과거 추이를 고려할 때 경기 확장 시에 FTK 성장률은 GDP 성장률과 전 세계 교역량 증가율을 상회하는 모습을 보였다.

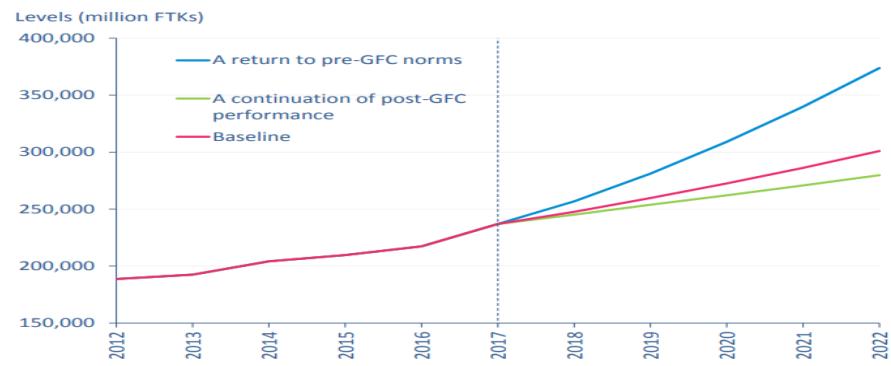
한편, 위에 서술한 전망치는 전제 조건으로서 Global Finance Crisis(GFC) 이후 거시 경제 상황이 회복 국면을 유지할 경우에 해당된다. 만약 글로벌 금융 위기 이전 수준으로 경제 회복이 가능할 경우에는 오히려 전망치 상향도 가능하다. 하지만 글로벌 금융 위기 이후 수준에서 회복이 더딜 경우는 기존의 CAGR 4.9% 보다 낮을 수도 있는 것을 고려해야 한다.

IMF의 전 세계 GDP 성장률 및 교역량 증가율 전망



자료: IMF, IATA, 키움증권 리서치

2018–2022 국제선 화물 FTK 전망



자료: IATA, 키움증권 리서치

>>> 국제화물 주요 거점은 북미, 아시아

미국, 중국의 화물 처리량 증가

2016년 기준 주요 공항들의 국제 화물 처리량을 보면 세계에서 가장 많은 화물 처리량을 기록한 공항은 홍콩의 첨락콕 공항이며 2위가 미국의 멤피스 공항, 3위 중국 상하이 푸동 공항, 우리나라의 인천국제공항이 4위에 올라있다. 인천국제공항은 2016년 역대 최고 화물 처리량 실적을 기록하며 전 세계 2위였으나 미주, 유럽, 중국 등 주요 국가의 제조업 경기 회복과 동시에 미국과 중국의 공항 화물처리가 늘어나면서 상위권 자리를 내주게 되었다. 유럽 및 미주향으로 전자기기·부품 수출 증가와 아시아 지역으로 소비재 수요가 늘어나면서 미국과 중국의 항공 화물 수요가 늘어나고 있다고 판단된다.

최근 우리나라 인천국제공항에서도 전년 대비 물동량 증가에 대한 인센티브 지급 및 처리량 증대에 대한 지원을 통해 연간 물동량 300만톤 진입을 목표로 하고 있는 상황이다.

전 세계 주요공항 화물 수송 실적 (2016년 연간 기준)

	도시명(공항)	화물량(톤)	증가율
1	HONG KONG, HK (HKG)	4,615,241	3.48%
2	MEMPHIS TN, US (MEM)	4,322,071	0.73%
3	SHANGHAI, CN (PVG)	3,440,280	5.04%
4	INCHEON, KR (ICN)	2,714,341	4.57%
5	DUBAI, AE (DXB)	2,592,454	3.45%
6	ANCHORAGE AK, US (ANC)	2,542,526	-3.35%
7	LOUISVILLE KY, US (SDF)	2,437,010	3.67%
8	TOKYO, JP (NRT)	2,165,427	2.03%
9	PARIS, FR (CDG)	2,135,172	2.12%
10	FRANKFURT, DE (FRA)	2,113,594	1.77%
11	TAIPEI, TW (TPE)	2,097,228	3.73%
12	MIAMI FL, US (MIA)	2,014,205	0.45%
13	SINGAPORE, SG (SIN)	2,006,300	6.32%
14	LOS ANGELES CA, US (LAX)	1,993,308	2.94%
15	BEIJING, CN (PEK)	1,943,159	2.82%
16	DOHA, QA (DOH)	1,758,074	20.83%
17	AMSTERDAM, NL (AMS)	1,694,729	2.38%
18	GUANGZHOU, CN (CAN)	1,652,215	7.44%
19	LONDON, GB (LHR)	1,640,400	3.06%
20	CHICAGO IL, US (ORD)	1,528,136	0.17%

자료: ACI, 카움증권 리서치

>>> 전 세계 최대 화물 항공사는 Federal Express

미국 화물 항공사 Federal Express 전 세계 가장 많은 화물 처리량 기록

미국의 대표 택배 회사인 Federal Express는 대다수의 사람들이 알고 있는 Fedex사이다. 동사는 전 세계 220여국을 대상으로 화물을 운송하고 있으며 항공기 보유대수가 약 660여대에 이르는 초대형 운송 회사이다. 2016년 연간 기준으로 약 7백만톤의 항공 화물을 처리했으며 약 6 백 억 달러의 매출액을 기록하고 있다.

Fedex 다음으로 2 위를 기록하고 있는 회사는 UPS 라는 이름으로 많이 알려진 United Parcel Service사이고 3위가 Emirates사, 우리나라의 대한항공은 7위, 아시아나항공이 15위를 기록했다. 10위권 안에는 우리나라 항공사를 포함하여 일본 및 중국의 항공사도 포함이 되어 있는데 이들 항공사는 전 세계에서 차지하는 국제여객 송출객수 비중 보다 항공화물 처리량 비중이 높은 것을 알 수 있다.

항공사별 화물 처리량 (2016년 연간 기준)

국제선			국내선			합계		
순위	항공사	천톤	순위	항공사	천톤	순위	항공사	천톤
1	Emirates	2,538	1	Federal Express	5,303	1	Federal Express	7,145
2	Federal Express	1,842	2	United Parcel Service	3,173	2	United Parcel Service	4,681
3	Qatar Airways	1,764	3	China Southern Airlines	1,041	3	Emirates	2,538
4	Cathay Pacific Airways	1,597	4	Air China	745	4	Qatar Airways	1,764
5	United Parcel Service	1,508	5	China Eastern Airlines	626	5	Cathay Pacific Airways	1,597
6	Korean Air	1,445	6	All Nippon Airways	480	6	China Southern Airlines	1,519
7	China Airlines	1,326	7	ABX Air	353	7	Korean Air	1,514
8	Singapore Airlines	1,139	8	Japan Airlines	351	8	Air China	1,331
9	Lufthansa	947	9	Hainan Airlines	351	9	China Airlines	1,326
10	Etihad Airways	929	10	Shenzhen Airlines	305	10	All Nippon Airways	1,263
11	Asiana Airlines	882	11	Garuda Indonesia	246	11	China Eastern Airlines	1,197
12	Turkish Airlines	819	12	SF Airlines	237	12	Singapore Airlines	1,139
13	Cargolux	809	13	LATAM Airlines Group	225	13	Lufthansa	958
14	Saudi Arabian Airlines	806	14	Sichuan Airlines	205	14	Etihad Airways	929
15	All Nippon Airways	783	15	CargoJet	191	15	Asiana Airlines	922
16	AirBridgeCargo Airlines	621	16	China Postal Airlines	177	16	Turkish Airlines	875
17	EVA Air	610	17	Polar Air Cargo	175	17	Saudi Arabian Airlines	857
18	British Airways	610	18	Shandong Airlines	130	18	Cargolux	809
19	Air China	586	19	Blue Dart Aviation	129	19	LATAM Airlines Group	799
20	LATAM Airlines Group	575	20	Vietnam Airlines	127	20	Polar Air Cargo	703
21	China Eastern Airlines	571	21	IndiGo	126	21	Japan Airlines	660
22	Thai Airways International	545	22	Delta Air Lines	119	22	AirBridgeCargo Airlines	621
23	Polar Air Cargo	528	23	Southwest Airlines	113	23	British Airways	612
24	Air France	490	24	American Airlines	108	24	EVA Air	610
25	China Southern Airlines	478	25	Philippine Airlines	104	25	Thai Airways International	572

자료: WATS, 키움증권 리서치

항공사별 FTK (2016년 연간 기준)

국제선			국내선			합계		
순위	항공사	백만	순위	항공사	백만	순위	항공사	백만
1	Emirates	12,270	1	Federal Express	8,712	1	Federal Express	15,712
2	Cathay Pacific Airways	9,947	2	United Parcel Service	5,660	2	Emirates	12,270
3	Qatar Airways	9,221	3	China Southern Airlines	1,692	3	United Parcel Service	11,264
4	Korean Air	7,639	4	Air China	1,140	4	Cathay Pacific Airways	9,947
5	Lufthansa	7,379	5	Polar Air Cargo	954	5	Qatar Airways	9,221
6	Federal Express	7,000	6	China Eastern Airlines	838	6	Korean Air	7,666
7	Cargolux	6,878	7	Hainan Airlines	600	7	Lufthansa	7,384
8	Singapore Airlines	6,345	8	All Nippon Airways	511	8	Cargolux	6,878
9	United Parcel Service	5,603	9	ABX Air	494	9	Singapore Airlines	6,345
10	China Airlines	5,273	10	Shenzhen Airlines	477	10	Air China	6,089
11	Air China	4,948	11	United Airlines	348	11	China Southern Airlines	5,939
12	AirBridgeCargo Airlines	4,914	12	Delta Air Lines	345	12	China Airlines	5,273
13	Etihad Airways	4,481	13	LATAM Airlines Group	343	13	AirBridgeCargo Airlines	4,914
14	China Southern Airlines	4,247	14	Japan Airlines	331	14	China Eastern Airlines	4,561
15	British Airways	4,112	15	Sichuan Airlines	327	15	Etihad Airways	4,481
16	All Nippon Airways	3,804	16	SF Airlines	317	16	All Nippon Airways	4,315
17	Asiana Airlines	3,796	17	Aeroflot Russian Airlines	309	17	Polar Air Cargo	4,211
18	China Eastern Airlines	3,723	18	American Airlines	271	18	British Airways	4,117
19	Turkish Airlines	3,609	19	Garuda Indonesia	252	19	Asiana Airlines	3,813
20	KLM	3,564	20	Hawaiian Airlines	242	20	Turkish Airlines	3,640
21	EVA Air	3,480	21	Shandong Airlines	212	21	KLM	3,564
22	Air France	3,418	22	CargoJet	199	22	United Airlines	3,534
23	Polar Air Cargo	3,258	23	IndiGo	156	23	EVA Air	3,480
24	United Airlines	3,185	24	Southwest Airlines	148	24	Air France	3,419
25	LATAM Airlines Group	2,936	25	Shanghai Airlines	146	25	LATAM Airlines Group	3,278

자료: WATS, 키움증권 리서치

II. 글로벌 공급 제한

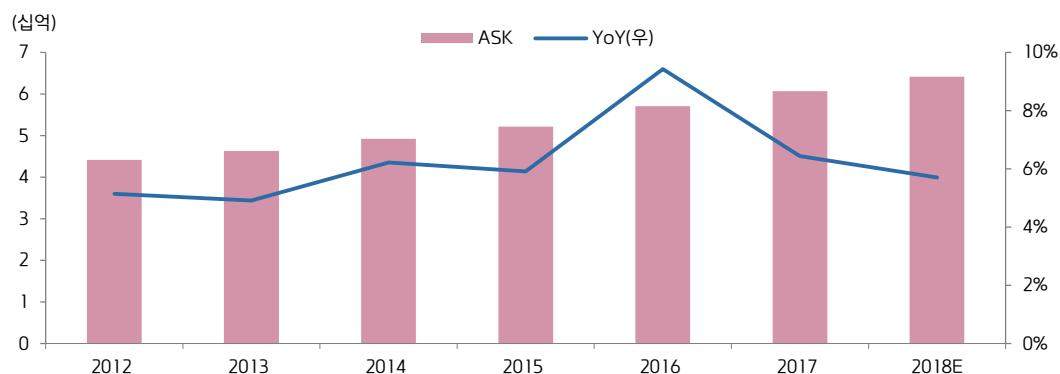
>> 전 세계 ASK 증가율 RPK 증가율 하회

2018년 국제선 ASK 전년대비 5.7% 증가 전망

2018년 전 세계 국제선 여객수요를 나타내는 RPK는 앞서 서술했듯이 전년대비 6.0% 증가할 것으로 전망된다. 이에 반해 전 세계 국제선 유효좌석수 즉 공급을 나타내는 ASK는 수요에 다소 못 미치는 전년대비 5.7% 증가할 것으로 전망된다.

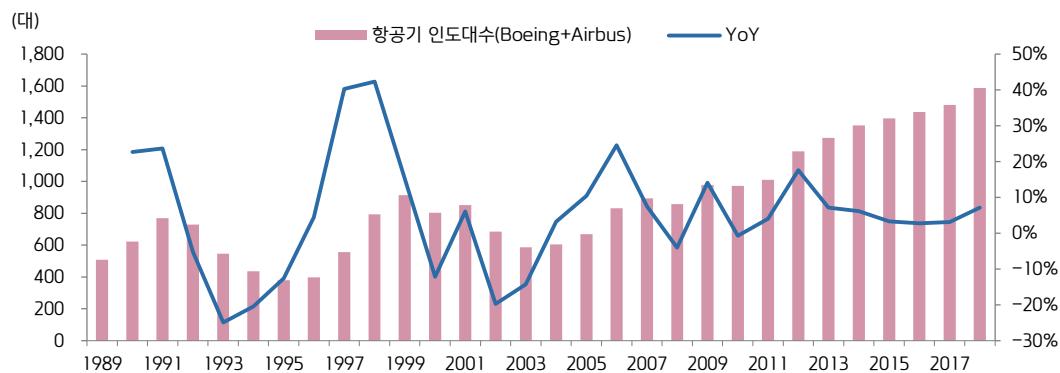
전 세계 항공기 인도 대부분을 차지하고 있는 양대 항공사인 Boeing과 Airbus의 항공기 인도 대수를 분석해보면 최근 5년 중 가장 높은 수준임을 알 수 있다. 즉 항공사의 항공기 인도 대수의 증가율이 감소한 것이 아니라 양대 항공사의 항공기 인도 대수 증가율을 상회하는 높은 여객수요의 성장이 나타나고 있다는 것이다. 높은 수요 성장으로 인해 수요를 하회하는 수준이지만 양대 항공사의 신규수주 추이를 살펴봐도 2016년을 기점으로 반등하는 모습을 보이고 있다. 따라서 향후 전 세계 국제선 여객 수요에 맞추어 항공기 공급도 수요에 비해서 제한적이지만 견조하게 증가할 전망이다.

전 세계 국제선 ASK 추이 및 전망



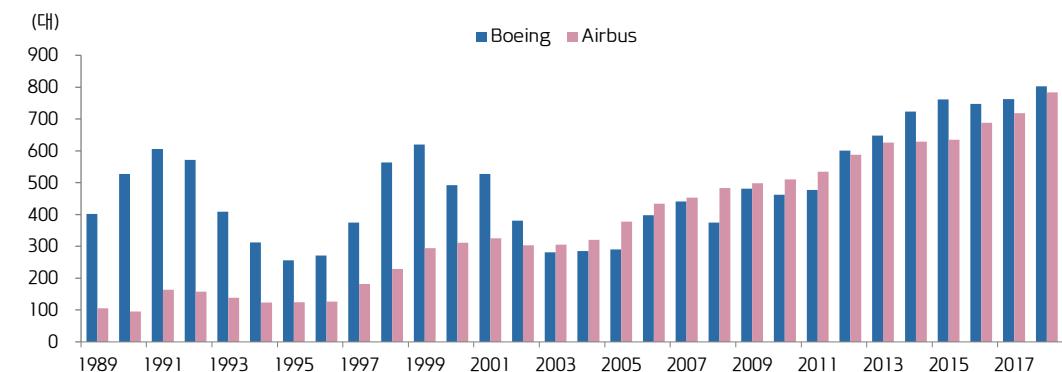
자료: IATA, 키움증권 리서치 *ASK(Available Seat Kilometer, 유효좌석킬로미터)= 항공기당 공급좌석과 운송한 거리를 곱한 것

전 세계 항공기 인도대수 추이 및 전망



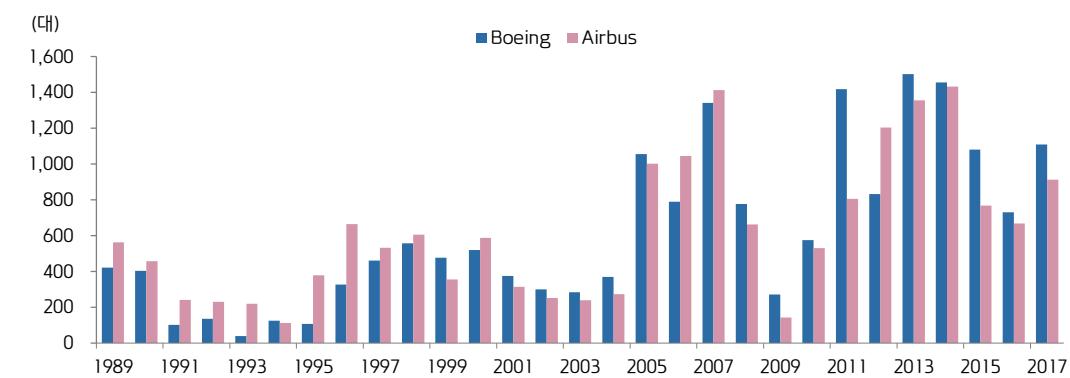
자료: Forecast International, 키움증권 리서치 * 항공기 인도대수는 Boeing과 Airbus의 합계

Boeing, Airbus 항공기 인도대수 추이 및 전망



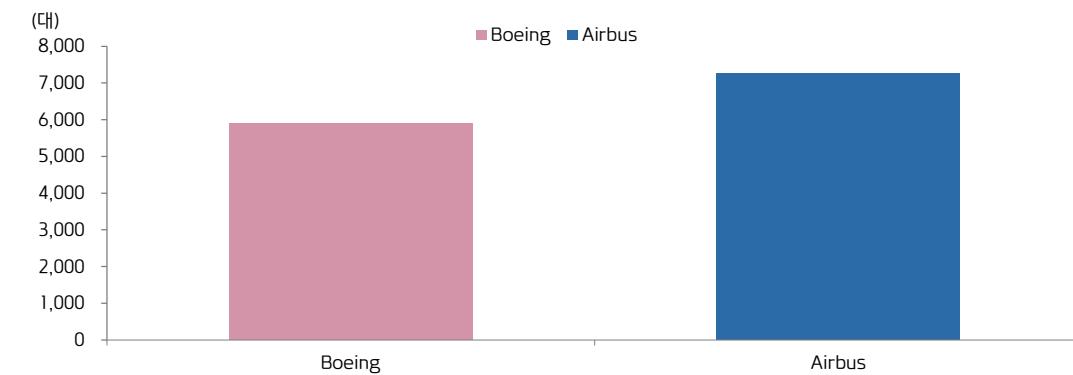
자료: Boeing, Airbus, 키움증권 리서치

Boeing, Airbus 신규수주 추이



자료: Boeing, Airbus, 키움증권 리서치

Boeing, Airbus 항공기 수주잔고



자료: Boeing, Airbus, 키움증권 리서치

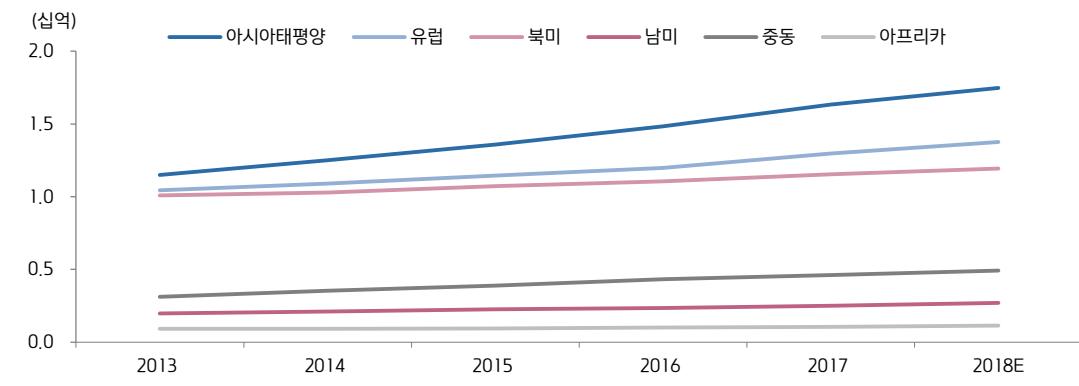
>>> 공급 증가에 따른 수요 창출

신흥국 위주 기재 공급 확대

지역별로 국제선 여객수요를 보면 아시아태평양, 남미, 중동, 아프리카 등 신흥국을 위주로 높은 성장률을 보이고 있고 북미, 유럽 등의 선진국을 중심으로 견조한 성장세를 나타내고 있다. 즉 전 세계적으로 성장하는 모습을 보이고 있다.

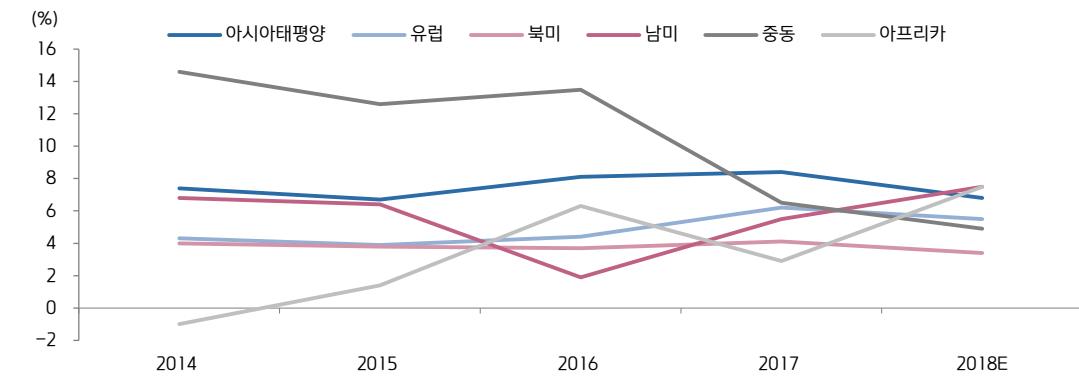
과거 전 세계적으로 국제선 여객 수요의 증가 원인을 살펴보면 수요자들의 1. 소비수준 향상 2. 여가에 대한 욕구 3. 비즈니스를 위한 상용여행 증가 등이 있다. 앞에 서술한 내용도 국제선 여객 수요창출의 주요 원인이었지만 최근 수 년간의 과거 추이를 분석해보면 LCC들의 기재 공급 확대 및 유가 하락으로 운임 하락에 따른 수요 창출이 가장 큰 요인이었다고 판단한다. 다시 말해서 저비용항공사를 중심으로 항공기 기재 공급을 공격적으로 늘렸고 공급 확대에 따른 높은 수요가 창출되었던 것이다. 지역별로 보면 선진국에서는 기재 도입을 대부분 원료한 상황이며 신흥국에서는 지금보다 더 많은 기재 도입이 필요한 상황이다.

지역별 ASK 추이 및 전망



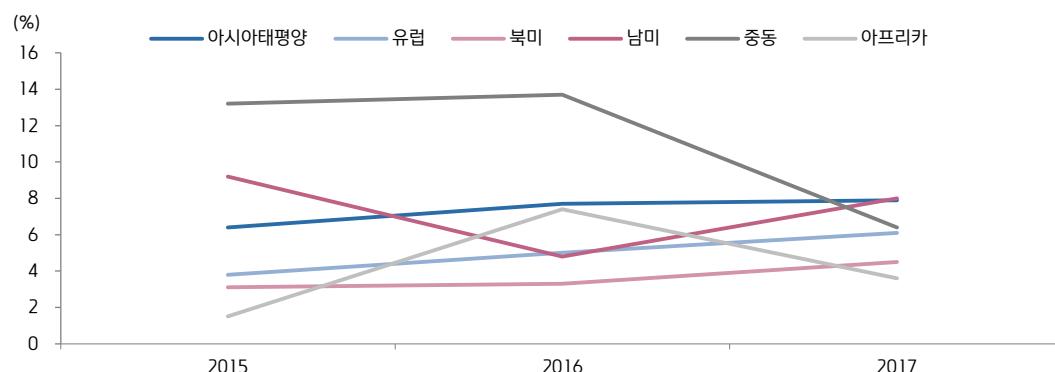
자료: IATA, 키움증권 리서치

지역별 ASK 증가율 추이 및 전망



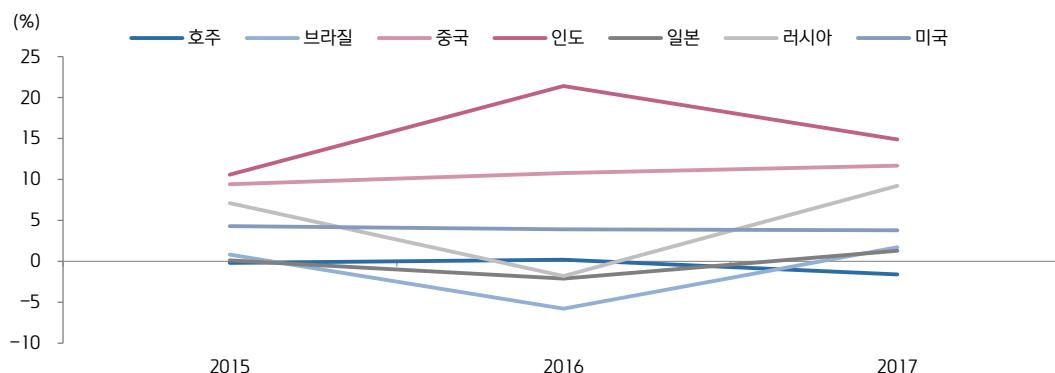
자료: IATA, 키움증권 리서치

지역별 국제선 ASK 증가율 추이



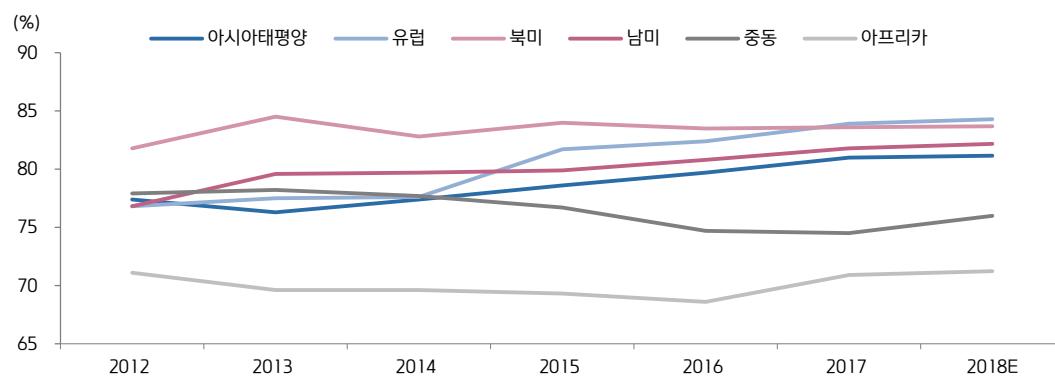
자료: IATA, 기움증권 리서치

지역별 국내선 ASK 증가율 추이



자료: IATA, 기움증권 리서치

지역별 국제선 탑승률 추이 및 전망 (L/F)



자료: IATA, 기움증권 리서치 *L/F: Load Factor: 탑승률

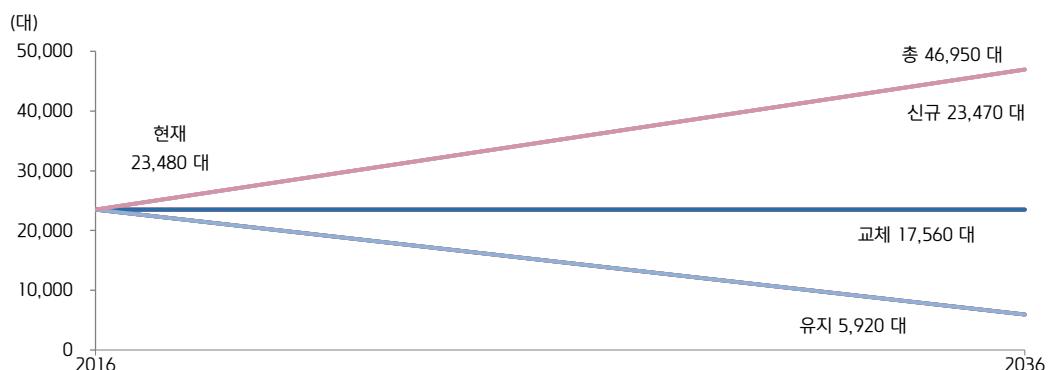
>>> 2036년까지 항공기 규모 2배 성장

2016–2036 CAGR 3.5% 예상

Boeing사의 향후 20년간의 항공기 수요 전망 자료에 따르면 현재 전 세계 항공기 대수 약 23,840대에서 약 2배 증가하는 46,950대가 전망된다. 지역별로 나누어서 보면 아시아 태평양, 북미, 유럽을 중심으로 항공기 대수가 증가할 것으로 예상된다. 특히 아시아태평양 지역에서 현재 규모의 2배가 넘는 수준으로 증가 될 것으로 분석되는데 대부분의 지역이 중국이며 그 다음 지역으로 동남아 지역의 항공기 공급 확대가 이루어 질 것으로 판단된다. 북미 및 유럽 지역에서는 기존의 도입했던 항공기의 평균 연령이 상승하면서 기존 신규 수요와 더불어 교체 수요가 상당부분 더 해지는 것으로 보인다.

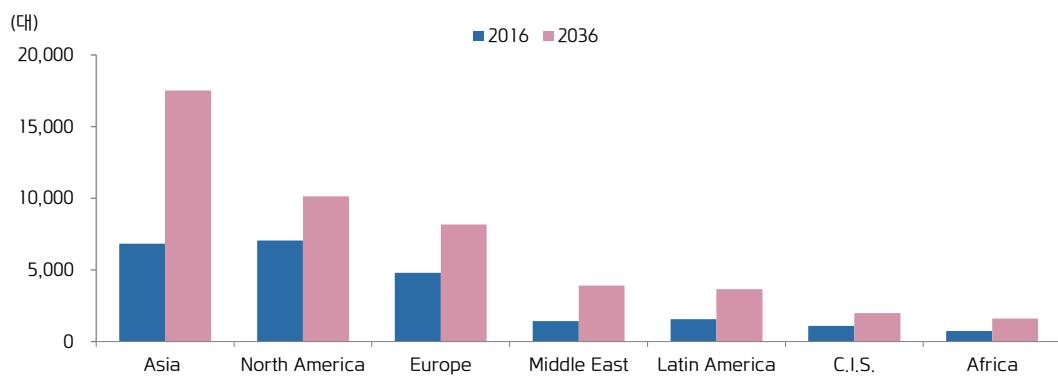
한편, 항공기를 크기별로 분류해 보면 최근의 주요 기종은 단일통로형이다. 대표적인 기종은 현재 전 세계적으로 베스트셀러 기종인 Boeing사의 B737 기종과 Airbus사의 A320 기종을 예로 들 수 있다. 좌석 규모는 주로 200석 이하의 기종이며 주로 LCC들이 많이 사용하며 단거리 노선이나 국내선 위주로 사용된다. 최근 두 기종의 업그레이드 버전인 B737 Max 기종 및 A320 Neo 기종은 엔진 성능이 개량되어 약 6시간의 비행거리도 가능한 것으로 파악되고 있다.

2016–2036 항공기 수요 전망



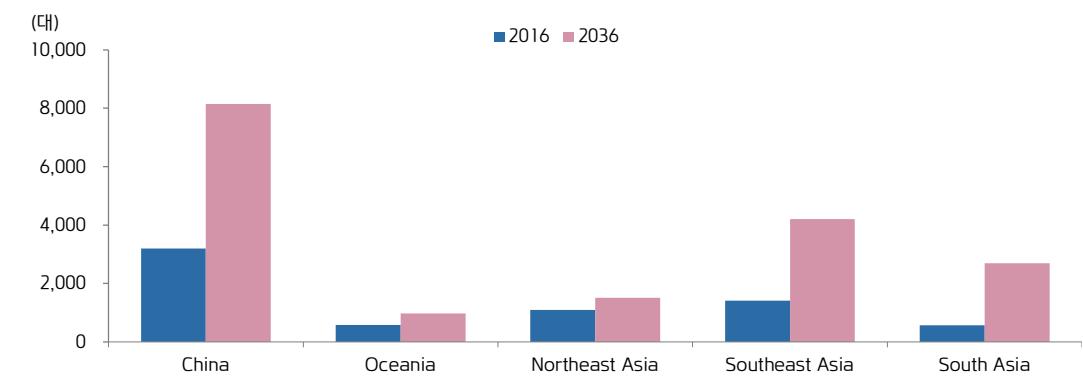
자료: Boeing, 키움증권 리서치

2016–2036 지역별 항공기 수요 전망



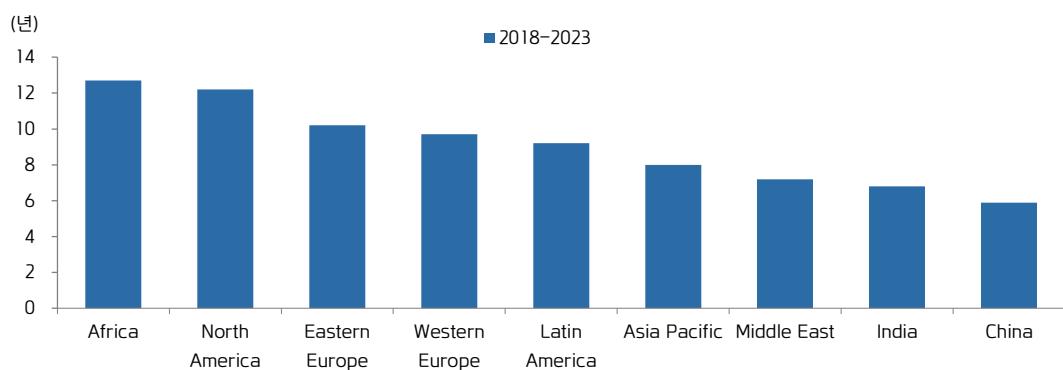
자료: Boeing, 키움증권 리서치

2016–2036 아시아지역 항공기 수요 전망



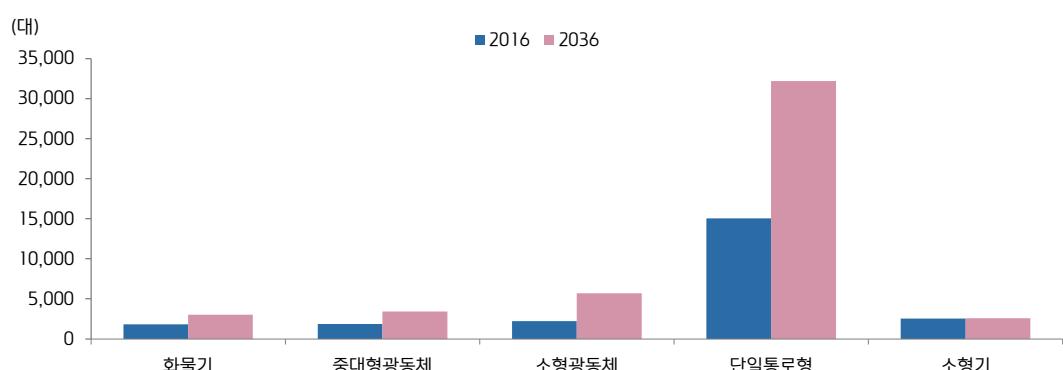
자료:Boeing, 키움증권 리서치

2018–2023 지역별 항공기연령 전망



자료: CAPA, 키움증권 리서치

2016–2036 크기별 항공기 수요 전망



자료:Boeing, 키움증권 리서치

항공기 상세 분류

항공기 분류	상세	기종	
Regional Jets	소형항공기	Antonov An-148, -158 AVIC ARJ-700 Avro RJ70, RJ85 BAe 146-100, -200 Fokker 70, F28 Mitsubishi MRJ	Sukhoi Superjet 100 Yakovlev Yak-40 Bombardier CRJ Dornier 328JET Embraer 170, 175 Embraer ERJ-135/140/145
Single Aisle	200석 이하의 단일통로형 항공기	Boeing 707, 757 Boeing 717, 727 Boeing 737-100 through -500 Boeing 737-600, -700, -800, -900ER Boeing 737-MAX7, MAX8, MAX9 Airbus A318, A319, A320, A321 Airbus A319neo, A320neo, A321neo Boeing/MDC DC-9, MD-80, -90 AVIC ARJ-900 BAe 146-300, Avro RJ100	Bombardier CRJ-1000 Bombardier CS100, CS300 Embraer 190, 195 Comac C919 Fokker 100 UAC MS 21-200/300 Ilyushin IL-62 Tupolev TU-154, TU-2014, TU-214 Yakovlev Yak-42
Small Passenger Widebody	200석 이상의 소형 광동체	Boeing 767, 787-8, -9 Boeing/MDC DC-10 Airbus A300, A310 Ilyushin IL-96	Airbus A330-200, -300, -800, -900 Airbus A350-800, -900 Lockheed L-1011
Medium/Large Passenger Widebody	200석 이상의 중대형 광동체	Boeing 747-8 Boeing 747-100 through -400 Airbus A380 Airbus A340 Ilyushin IL-86	Boeing 777, 777X Boeing 787-10 Boeing/MDC MD-11 Airbus A350-1000
Freighters	45톤 이하	BAe 146 Boeing/MDC DC-8/9 Boeing 737 Boeing 757-200 Airbus A320, A321	Boeing 727 Tupolev Tu-204 Boeing 707 Boeing/MDC MD-80
		Boeing 767 Lockheed L-1011SF Airbus A330 Ilyushin IL-76TD	Boeing /MDC DC-10 Boeing 787 Airbus A300
	80톤 이상	Boeing/ MDC MD-11 Boeing 747-100 through -400 Boeing 777 747-8F	Airbus A350 Ilyushin IL-96T Antonov An-124

자료: Boeing, 키움증권 리서치

>>> 최다 기재 보유 항공사는 American Airlines

American Airlines 항공기 총 952대 보유

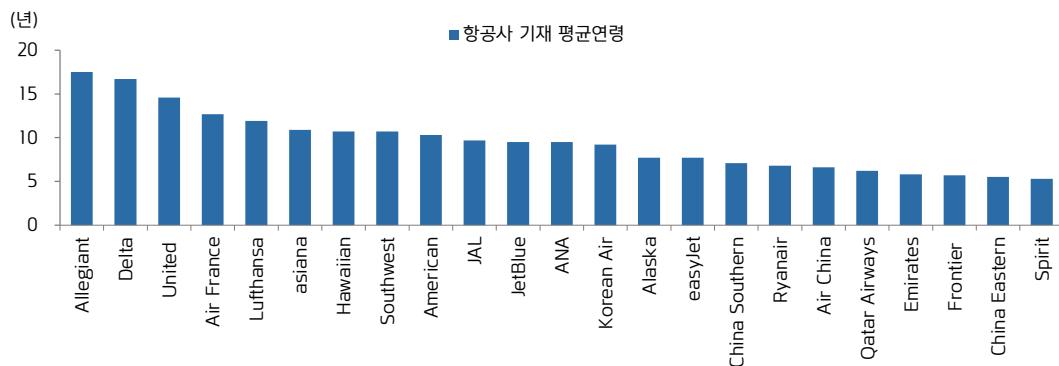
전 세계에서 항공기를 가장 많이 보유하고 있는 항공사는 미국의 American Airlines 항공사이다. 미국에서는 항공기 총 좌석수를 기준으로 90석 이상의 항공기를 Mainline 항공기, 90석 이하의 항공기를 Regional 항공기로 분류한다. Mainline 항공기 기준 약 952대를 확보하고 있으며 Regional 항공기를 포함할 경우 총 보유 항공기 수는 1,545대에 이른다. 항공기 보유대수 순위를 보면 대부분의 경우 북미의 항공사이지만 최근 들어 아시아 지역에서 특히 중국의 항공기 도입이 공격적으로 이루어지고 있다. 아래 표에서 알 수 있듯이 중국남방항공과 중국동방항공이 각각 6위와 7위에 랭크되어 있다. 이러한 이유로 이미 기재 확충이 이루어져 있던 북미 항공사 위주로 기재의 평균 연령이 높게 형성되어 있다. 반면에 최근에 기재 도입을 하고 있는 중화권 항공사를 비롯하여 신흥국가들의 항공사 기재 평균 연령은 낮은 것을 알 수 있다.

항공사별 보유 기재수

순위	항공사명	보유 기재수
1	American Airlines	952
2	Delta	881
3	United Airlines	755
4	Southwest	723
5	FedEx Express	634
6	China Southern Airlines	558
7	China Eastern Airlines	494
8	Lufthansa	282
9	Air France	211
10	Air Canada	184
	Korean Air	164
	Asiana Air	81

자료: Planespotters, 각사, 키움증권 리서치

항공사별 기재 평균연령 추이



자료: Forecast International, 키움증권 리서치

III. 글로벌 항공업계 현황

>>> 글로벌 항공사는 외형 성장 중

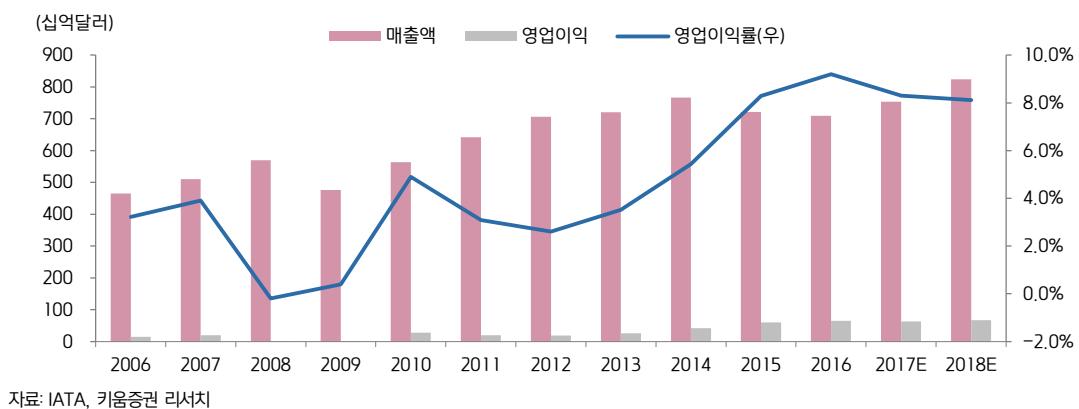
2018년 매출액 전년대비 6.3% 증가한 8,240억 달러 전망

현재 글로벌 항공사들의 매출액 추이를 살펴보면 2015년, 2016년에는 글로벌 항공기 공급이 증가함에 따라 Yield 하락으로 인해 매출액 감소가 진행됐다. 그러나 이후 항공기 공급을 상회하는 높은 수요 성장으로 인해 다시 한번 외형 성장을 이루고 있는 시기로 판단된다. 반면에 수익성 측면에서는 2015년부터 이어진 유가하락으로 인해 항공사들의 비용에서 큰 부분을 차지하고 있는 연료비의 절감이 가능하여 수익성이 그 어느 때보다도 높았다.

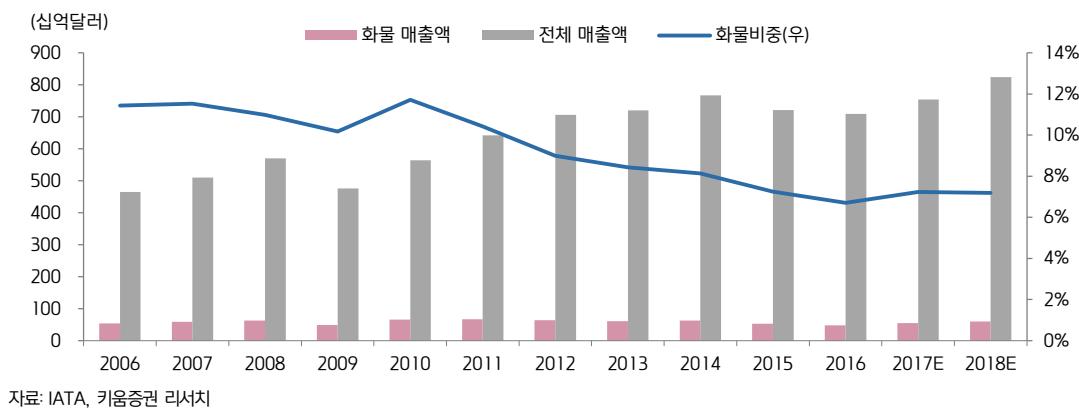
하지만 최근 유가가 다시 반등하기 시작하면서 항공사들의 수익성은 과거 대비 다소 감소할 것으로 판단된다. 2017년 영업이익률 전망치 8.3%에서 다소 감소한 8.1%가 전망된다. 이에 따라 연료비 부담이 증가하는 항공사들에게는 높은 여객 수요를 창출해내는 공급 능력 및 연료비 부담을 어느 정도 상쇄 시킬 유류 할증료 등의 세밀한 전략이 필요할 것으로 전망된다.

한편, 전 세계 항공사들의 평균 손익분기점 L/F는 비용 증가로 인해 일정 수준 올라갈 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 전 세계 국제여객 수요 증가율이 공급을 상회할 것으로 기대되는 만큼 실제 달성을 것으로 예상되는 L/F 역시 비슷한 수준으로 높아질 것으로 생각된다. 결론적으로 2018년 글로벌 항공사들은 전년 대비 외형성장을 이를 것으로 보이고 수익성은 전년 대비 다소 감소하지만 비슷한 수준으로 판단한다.

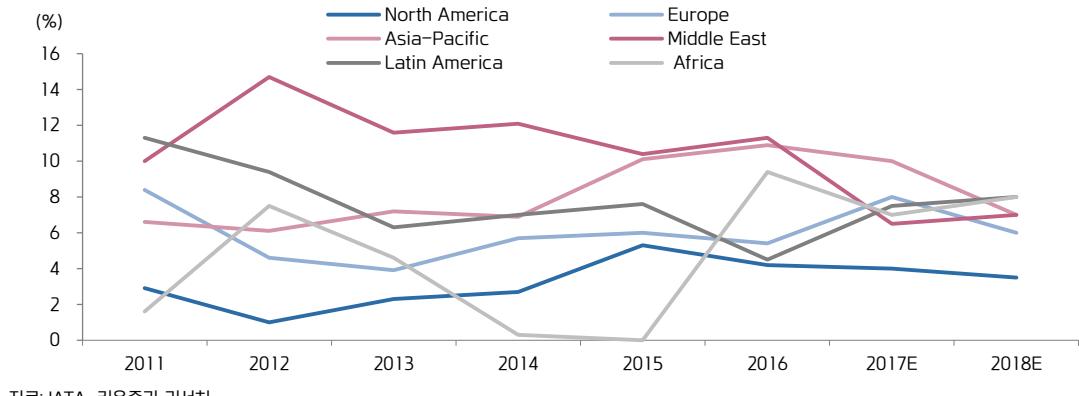
전 세계 항공사 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



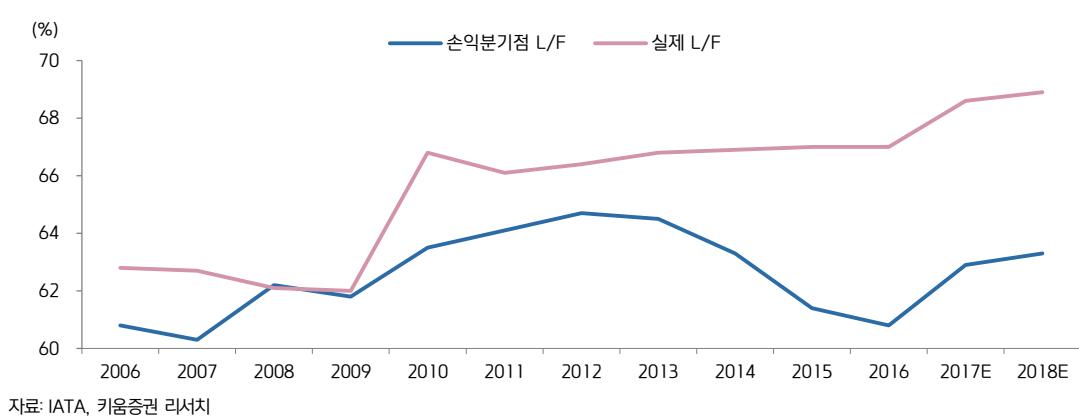
화물 매출액 과거 추이 및 전망



지역별 항공사 영업이익률 추이



항공사 평균 손익분기점 L/F 및 실제 L/F



항공사 매출액, 영업이익, 영업이익률 (2016년 기준, 단위: 백만 달러)

순위	기업	국가	매출액	영업이익	영업이익률	순이익
1	American	USA	40,180	5,284	13.2%	2,676
2	Delta	USA	39,639	6,952	17.5%	4,373
3	United	USA	36,556	4,338	11.9%	2,263
4	Lufthansa	Germany	34,912	1,932	5.5%	1,958
5	Air France-KLM	France	27,398	1,231	4.5%	873
6	FedEx	USA	27,358	2,678	9.8%	N.A.
7	Emirates	UAE	25,779	996	3.9%	670
8	IAG	UK	24,885	2,739	11.0%	2,152
9	Southwest	USA	20,425	3,760	18.4%	2,244
10	Air China	China	17,297	2,634	15.2%	1,166
11	China Southern	China	17,272	1,895	11.0%	886
12	ANA Holdings	Japan	16,298	1,344	8.2%	912
13	China Eastern	China	15,679	1,876	12.0%	744
14	Cathay Pacific Group	Hongkong	11,950	-68	-0.6%	-74
15	Japan Airlines	Japan	11,900	1,573	13.2%	1,516
16	Qantas Group	Australia	11,777	1,273	10.8%	748
17	Air Canada	Canada	11,094	1,017	9.2%	662
18	Qatar Airways	Qatar	10,816	574	5.3%	542
19	Singapore Airlines	Singapore	10,737	450	4.2%	319
20	Korean Air	Korea	9,901	929	9.4%	-509
21	Turkish Airlines	Turkey	9,871	-123	-1.2%	-16
22	LATAM Airlines	Chile	9,527	568	6.0%	69
23	Etihad Airways	UAE	9,400	N.A.	N.A.	N.A.
24	Aeroflot	Russia	7,482	954	12.8%	586
25	Ryanair	Ireland	7,274	1,679	23.1%	1,440
26	JetBlue	USA	6,632	1,312	19.8%	759
27	EasyJet	UK	6,574	701	10.7%	601
28	Hainan Airlines	China	6,111	451	7.4%	512
29	Saudia	Saudi Arabia	6,000	N.A.	N.A.	N.A.
30	Alaska Air Group	USA	5,931	1,349	22.7%	814
31	Thai Airways Int'l	Thailand	5,150	-40	-0.8%	1
32	Asiana Airlines	Korea	4,961	221	4.5%	45
33	UPS	USA	4,771	244	5.1%	122
34	SAS Group	Sweden	4,642	223	4.8%	155
35	Air Berlin	Germany	4,179	-736	-17.6%	-862
36	Avianca Holdings	Panama	4,138	258	6.2%	44
37	China Airlines	Taiwan	3,957	248	6.3%	16
38	Garuda Indonesia	Indonesia	3,864	99	2.6%	9
39	Virgin Australia	Australia	3,650	-187	-5.1%	-163
40	Virgin Group	UK	3,606	205	5.7%	250
41	EVA Air	Taiwan	3,584	154	4.3%	175
42	Air NewZealand	NewZealand	3,501	557	15.9%	310
43	Jet Airways	India	3,370	58	1.7%	58
44	Air India	India	3,360	N.A.	N.A.	N.A.
45	Alitalia	Italy	3,300	N.A.	N.A.	N.A.
46	SkyWest	USA	3,121	-173	-5.5%	-162
47	WestJet	Canada	3,116	333	10.7%	223
48	Norwegian	Norway	3,106	217	7.0%	135
49	Malaysia Airlines	Malaysia	2,900	N.A.	N.A.	N.A.
50	IndiGo	India	2,891	320	11.1%	248

자료: World Airline Rankings, 각사, 기우증권 리서치 *단위: 백만 달러

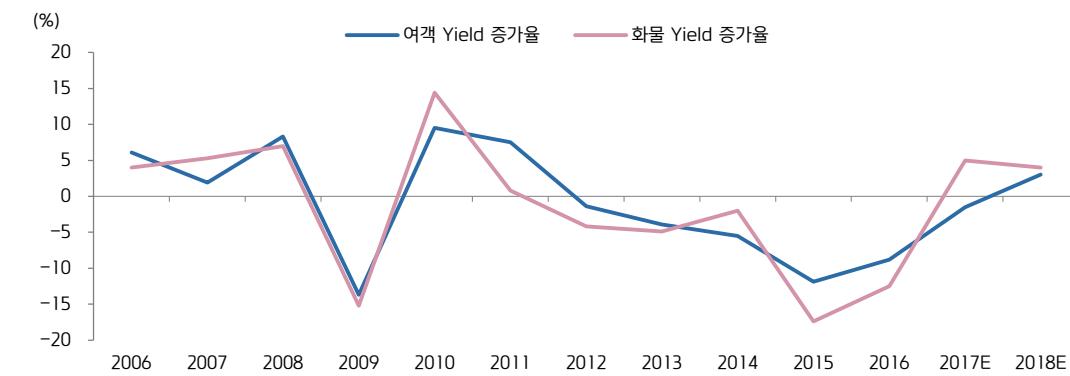
>>> 수요 증가로 Yield 상승 기대

2018년 전년대비 여객 Yield 3%, 화물 Yield 4% 증가 전망

2015년부터 유가가 급락하면서 항공사 비용의 대부분을 차지하는 유류비의 절감 효과가 나타났다. 같은 시기에 항공사들이 공격적으로 기재를 확충하면서 항공사의 운임을 나타내는 지표인 여객 Yield는 지속적으로 감소하는 모습을 보였다. 화물 운임을 나타내는 화물 Yield 역시 전 세계 교역량 감소에 따라 지속적으로 하락했다. 여객과 화물 Yield는 작년 2017년을 기점으로 하여 반등했는데 여객의 경우는 공급을 상회하는 수요의 높은 성장이, 화물의 경우는 경기 회복에 따른 교역량 증가가 주요 원인이었다.

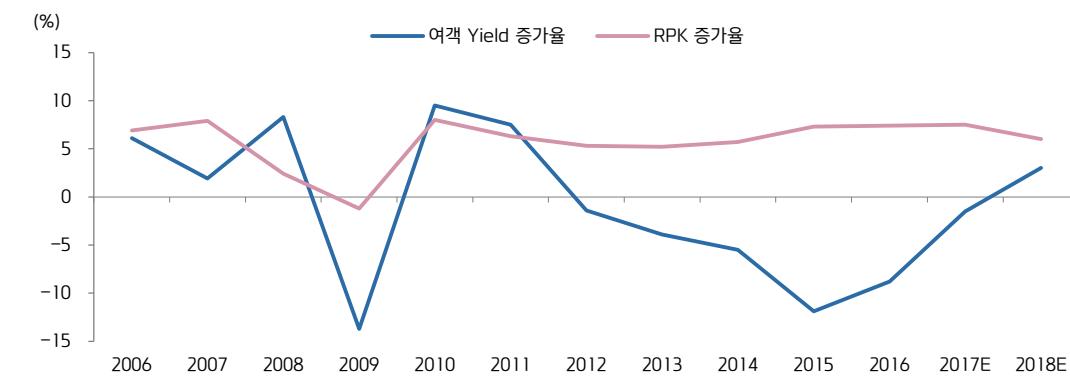
2018년에도 국제여객 수요는 공급을 상회하는 증가율을 전망하고 있어 이에 따른 Yield의 추가 개선이 전망된다. 화물 Yield는 전년 대비 다소 감소하는 수요 전망에 따라 4%의 증가율 전망한다.

여객 및 화물 Yield 증가율 추이 및 전망



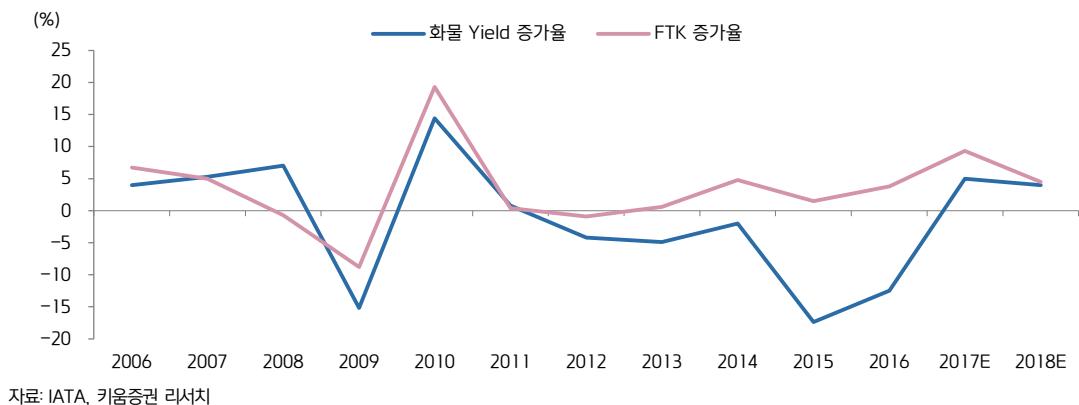
자료: IATA, 키움증권 리서치

여객 Yield와 RPK 증가율 추이 및 전망



자료: IATA, 키움증권 리서치

화물 Yield, FTK 증가율 추이 및 전망



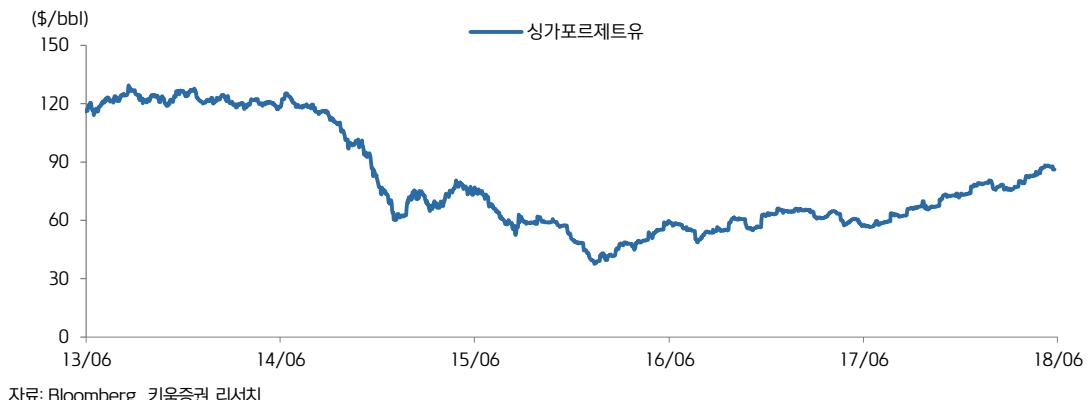
>>> 유가 상승에 따른 부담 존재

연료비 상승에 따른 수익성 훼손은 제한적

한편, 최근 들어 국제유가가 상승하는 모습을 보이고 있다. 항공사에게 있어 국제유가의 상승은 비용의 부담을 높여 수익성 측면에서 부정적인 영향을 미친다. 유류비 상승에 따른 비용 부담을 일부 유류할증료로 상쇄가 가능하지만 상쇄가 되지 않는 부분에 대한 리스크는 존재한다. 수요가 상승하는 국면일지라도 항공사들이 늘어나는 비용 구조를 바로 티켓가격의 전가하기는 다소 어려움이 있을 것으로 판단되기 때문이다.

다만, 국제 유가가 과거 100 달러를 상회하던 시기와 비교할 때 여전히 낮은 수준임에는 틀림 없으며 현재 수준에서 큰 폭으로 상승하기에는 가능성이 희박해 보이기 때문에 유가 상승에 따른 수익성 훼손은 제한적일 것으로 판단한다.

싱가포르 제트유 추이



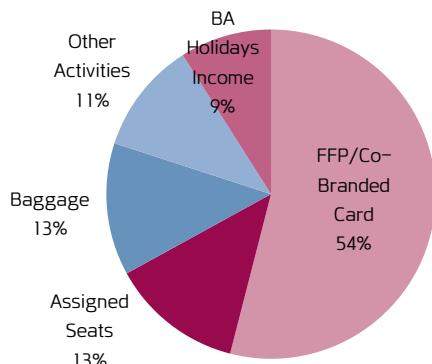
>>> Ancillary(부가매출) 비중 증가

부가매출 비중 향후 지속적 성장 전망

과거 항공사는 대부분의 매출을 여객과 화물에서 창출했다. 하지만 근래에 들어 운임 하락과 동시에 여객들에게 각종 새로운 서비스를 제공하는 새로운 비즈니스 모델을 도입하며 부가적인 매출액을 창출하기 시작했다. 이를바 Ancillary(부가매출) 이라고 하는 사업 부문으로서 북미 및 유럽지역에서는 여객 및 화물 매출과 함께 큰 비중을 차지하고 있다. 일례로서 2016년을 기준으로 미국의 Spirit사는 매출의 약 46.4%를 부가 매출에서 창출했다. 점차적으로 항공사들은 여객과 화물을 기본적인 서비스로서 공급하고 나머지 부분에 대한 서비스를 부가 매출 사업으로서 공급하는 추세로 판단된다.

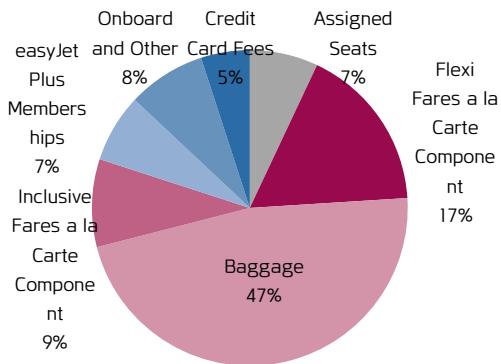
한편, 부가매출의 종류는 항공사별로 다양하게 공급되고 있어 하나로 정의하기 힘든 면이 있다. 또한 FSC(Full Service Carrier) 와 LCC(Low Cost Carrier)의 부가 매출의 구분도 서로 상이한 면이 존재해 구분하기 쉽지 않은 것이 사실이다. 하지만 크게 구분하면 기내에 가지고 탑승하는 수화물에 대한 추가 요금 부가서비스, 지정 좌석이나 기존의 좌석보다 안락한 좌석을 특정할 수 있는 추가 요금 부가서비스 등이 일반적인 부가 매출의 큰 부분을 차지하고 있다. 이외에 나머지 부분은 기내에서 판매되는 식음료 및 면세품 등의 부가매출로 볼 수 있다.

British Airways 부가매출 구성 (FSC)



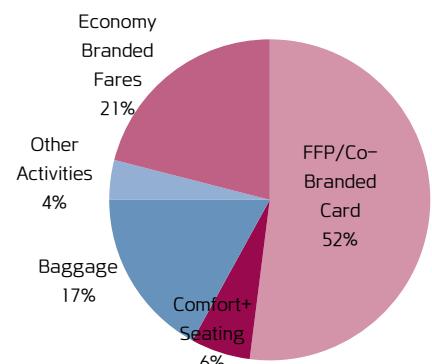
자료: Ideaworks, 기움증권 리서치

Delta 부가매출 구성 (FSC)



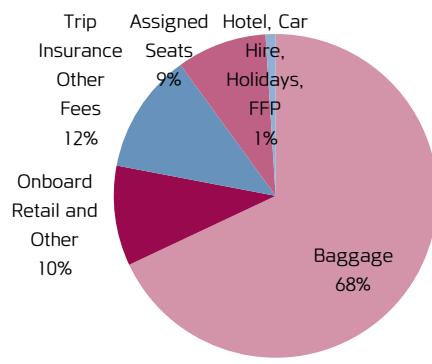
자료: Ideaworks, 기움증권 리서치

easyJet 부가매출 구성 (LCC)



자료: Ideaworks, 기움증권 리서치

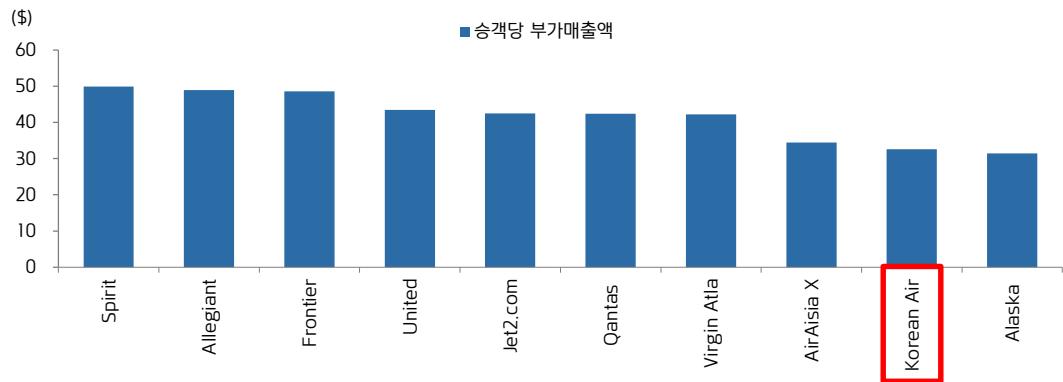
Hong Kong Express 부가매출 구성 (LCC)



자료: Ideaworks, 기움증권 리서치

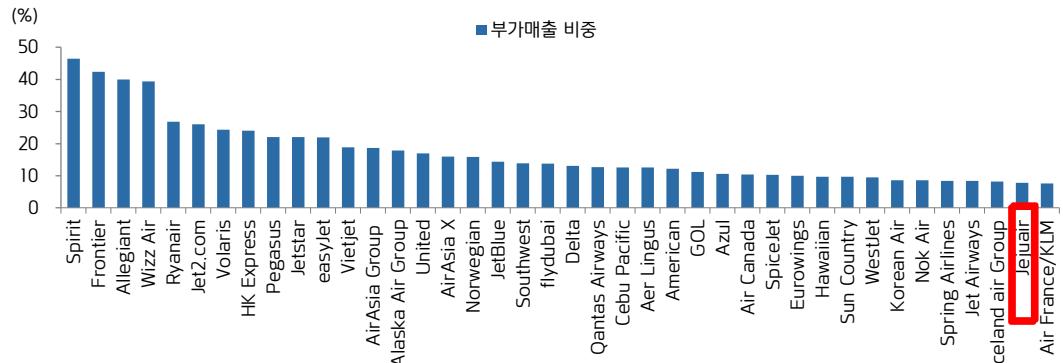
항공

항공사별 승객당 부가매출액



자료: Ideaworks, 카움증권 리서치

항공사별 부가매출 비중



자료: Ideaworks, 카움증권 리서치

>>> 미국의 항공사 재편

경쟁 난립에서 거대 항공사 과점체제로 재편

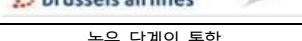
현재 미국의 3대 항공사는 American Airlines, Delta Air Lines, United Airlines를 들 수 있다. 3대 항공사는 매출액 기준으로 글로벌 항공업계 Top 3 기업이기도 하다. 추가적으로 매출액 기준 전 세계 9위인 미국의 저비용 항공사 Southwest까지 고려하면 상위 10개의 기업 중 4개의 기업이 미국의 항공사이다. 이처럼 현재 미국이 글로벌 항공 산업에서 차지하는 비중은 상당히 높은 편이다.

한편, 과거 미국의 항공사들은 과거 인수, 합병을 통해 현재 기업의 모습을 가지게 됐다. 2000년대 글로벌 경제가 불황을 겪기 시작하면서 여객 수요는 감소하기 시작했고 국제 유가는 상승하여 항공사들의 수익성 악화가 지속됐다. 당시 미국의 항공사들은 수익성을 내기 힘든 환경 속에서 해결책으로서 기업의 효율화를 도모하기 위한 방법으로 인수, 합병을 진행했다. 이 당시에는 미국뿐만 아니라 유럽, 러시아 등의 지역에서도 항공사들의 재편이 이루어졌다.

대표적으로 2008년 법정관리를 마친 Delta 항공과 당시 미국 4위 규모의 NorthWest 항공과의 합병이 있었다. 두 항공사는 합병 2년만에 흑자로 전환했고 미국 1위의 항공사로 급부상했다. 이어서 2010년 10월 미국의 3위 항공사 United 항공이 4위 항공사인 Continental 항공을 인수하면서 1위 자리를 뺏었다. 2014년에는 American 항공이 US Airways 항공을 인수하면서 현재 미국의 1위 항공사로 등극했다. 이처럼 미국의 항공 산업은 항공사들이 난립하던 무한경쟁 시기를 겪었고 현재의 거대 항공사들이 미국 시장의 대부분인 70~80%를 과점하는 시장을 형성하게 됐다.

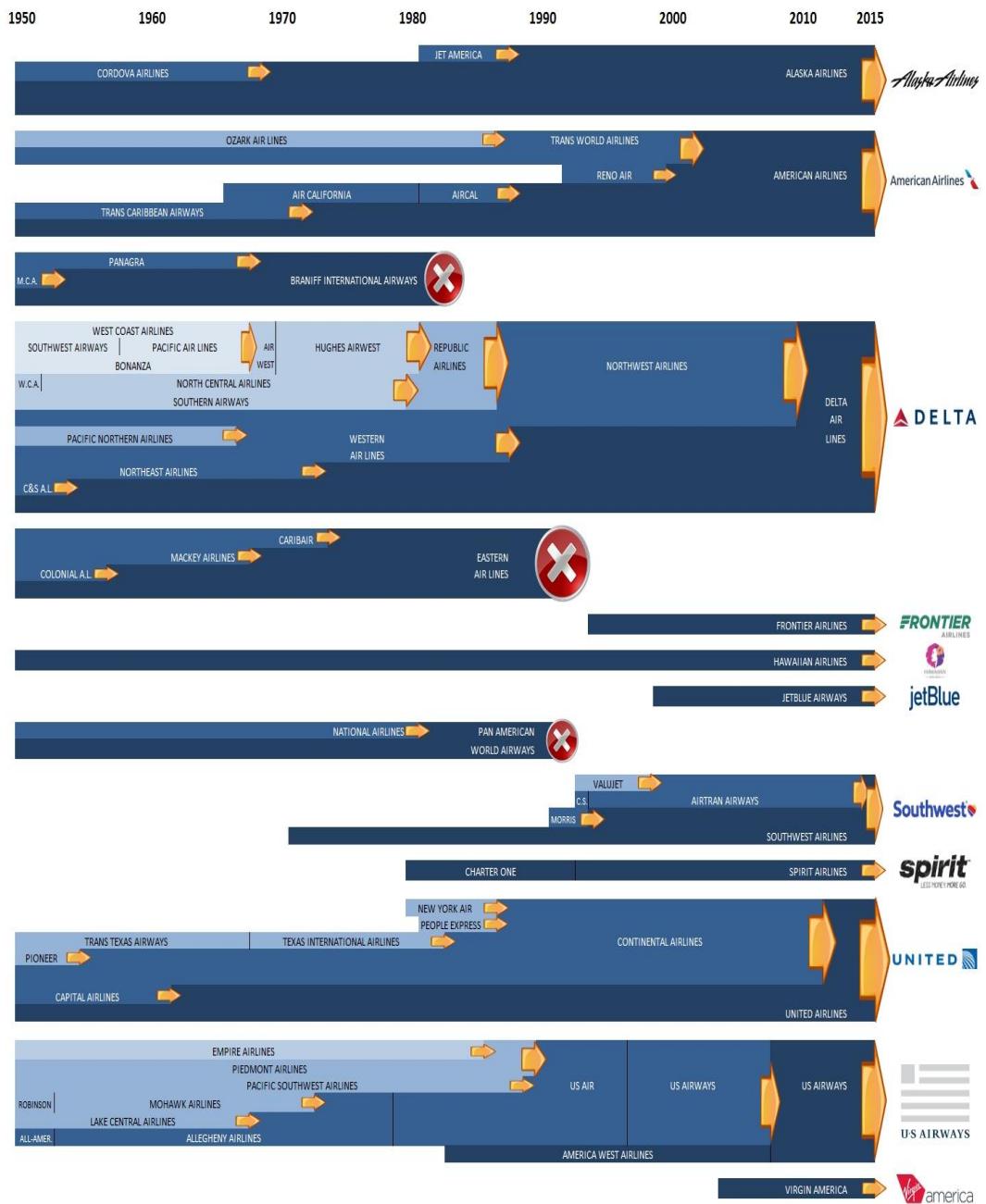
또한, 미국의 LCC 항공사 역시 재편되는 과정을 겪었다. LCC 항공사가 난립하면서 기업간의 경쟁이 심화된 결과 수익성 악화가 지속됐다. 이에 따라 대형 LCC 항공사들이 소형 LCC 항공사들을 인수, 합병하여 현재에 이르게 됐다. 2000년대 중반 최대 11개의 LCC 항공사가 존재 했지만 현재는 7개의 회사로 재편됐다. 대표적으로 2011년 미국에서 가장 큰 규모의 LCC 항공사인 Southwest 항공이 Airtran 항공을 인수한 것을 들 수 있다. Southwest 항공은 이 인수를 계기로 큰 수익을 거두었고 세계에서 가장 큰 규모의 공항인 애틀랜타 허초필드잭슨 공항을 거점으로 확보하게 됐다.

항공사들의 다양한 M&A 모델

	One-Brand	Co-Brand	Multi-Brand
항공사	 UNITED		 Lufthansa  SWISS Swiss International Air Lines  bmi  Austrian 
특징	완전한 통합 하나의 매니지먼트 하나의 브랜드	매우 높은 단계의 통합 매니지먼트 통합 두개의 브랜드	높은 단계의 통합 다수 매니지먼트 팀 구성 멀티 브랜드
장점	시너지효과 최대화 빠른 의사결정	높은 시너지 효과 브랜드 유지	브랜드 유지 성장성, 유연성
단점	브랜드 인지도 상실 가능성	복잡한 의사 결정	복잡한 의사 결정

자료: MIT 연구, 키움증권 리서치

미국 주요 항공사 재편 과정(1950년 부터)



자료: Aviation Week Intelligence, 키움증권 리서치 * 2014년 American Airlines는 US Airways와 합병, 2016년 Alaska Airlines는 Virgin America와 합병.

IV. 우리나라 항공업계 현황

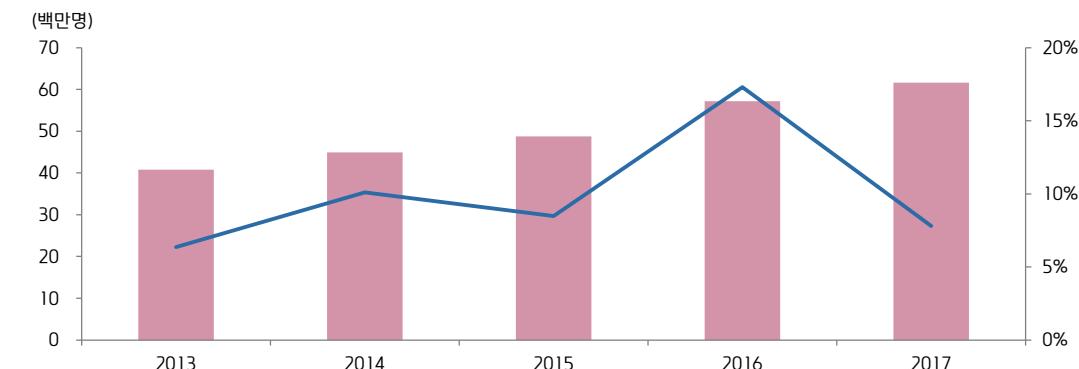
>>> 중국인 감소에도 수요 성장 지속

2017년 인천공항 국제선 여객수 전년대비 7.8% 증가

2017년 인천공항 국제선 여객수는 전년대비 7.8% 증가한 61,618,013명을 기록했다. 2017년 3월부터 정치적인 이슈로 인해 중국인 단체 관광객 방한금지령이 시행됐다. 이에 따라 연간 중국노선 여객수는 전년대비 22% 감소했다. 하지만 중국노선 이외의 지역에서 높은 성장률을 보이며 전체적으로는 높은 성장세가 지속됐다. 가장 높은 증가율을 보인 지역은 일본과 동남아 지역이며 각각 전년대비 22%, 19% 성장했다. 이외에도 유럽 지역 전년대비 16%, 미국 지역 전년대비 5% 증가하며 중국 제외한 모든 지역에서 국제여객 수요 성장세 이어졌다.

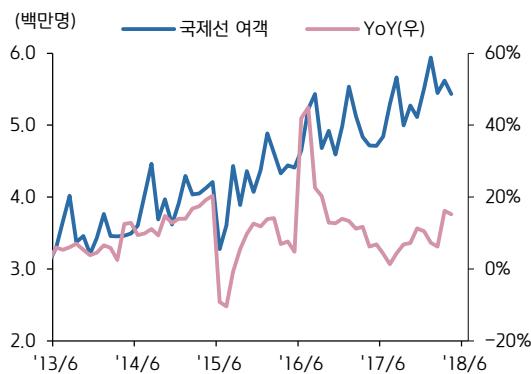
과거에는 원화강세 및 중국 지역의 저렴한 패키지 여행 수요에 따른 국제선 여객수 성장이 주였지만 최근 들어서는 한번 방문한 지역을 다시 방문하는 재방문 고객이 늘고 있으며 여행지의 선택지도 다양해짐에 따라 수요가 늘어나고 있는 것으로 분석된다. 2018년 4월 누적 국제선 여객수는 약 2천 2백만 명 규모로 전년대비 11% 증가한 수치이다. 최근 들어 점차 중국 노선의 여객수도 회복되는 모습을 보이고 있고 타 지역의 노선 수요도 안정적인 성장을 보이고 있어 연간 현재 수준의 성장이 유지될 것으로 전망된다.

인천공항 국제선 이용객수 연간 추이



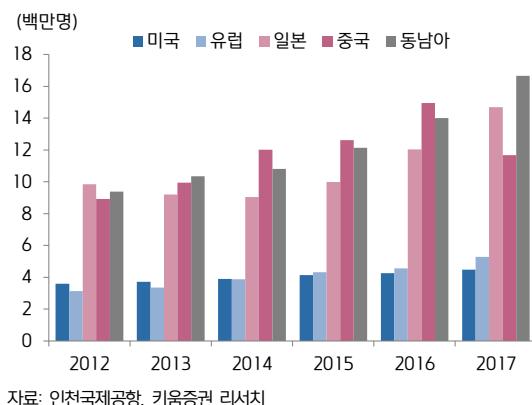
자료: 인천국제공항, 키움증권 리서치

인천공항 국제선 이용객수 월별 추이



자료: 인천국제공항, 키움증권 리서치

인천공항 국제선 지역별 이용객수 연간 추이



자료: 인천국제공항, 키움증권 리서치

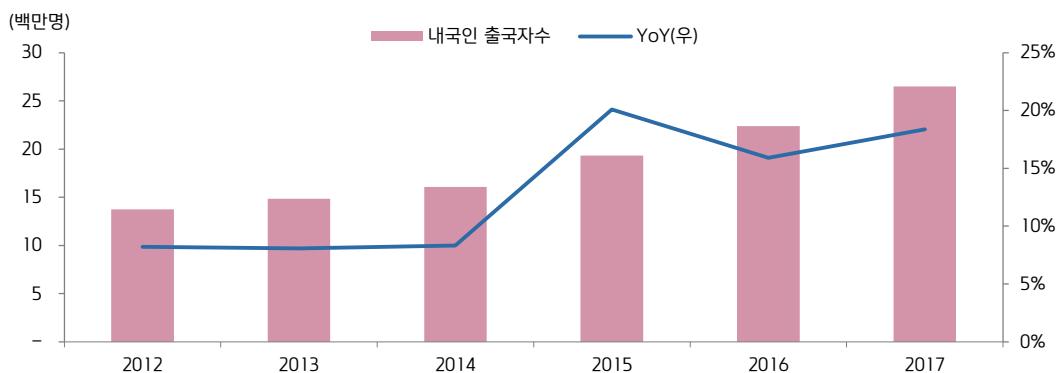
>>> 내국인 출국자수 증가

내국인 출국자수 전년대비 18.4% 증가

국제여객은 내국인 출국자수와 외래객 입국자수로 나누어서 분석해보면 최근 동향은 내국인 출국자수가 급격히 증가하는 반면 외래객 입국자수는 감소폭이 큰 것을 알 수 있다. 2017년 연간 내국인 출국자수는 약 2천 6백만명으로 전년대비 18.4% 증가하며 높은 성장률을 보인 반면 외래객 입국자수는 약 1천 3백만명으로 전년대비 -22.7% 감소했다.

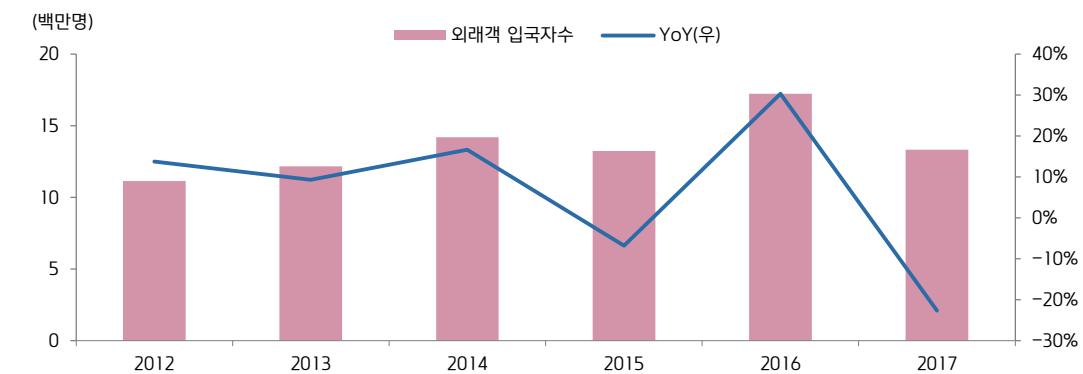
내국인 출국자수가 증가한 주요 원인으로는 인천과 김포공항의 노선별 운항횟수를 보면 일본의 운항횟수가 총 82,757회로 전년대비 18.7% 증가했고, 동남아 지역의 운항횟수는 총 85,278회로 전년대비 13.2% 증가했다. 즉 항공사들이 중국 노선 부정기편 불허가 영향으로 인해 항공 자유화 지역인 일본과 동남아 노선 중심으로 운항횟수를 늘린 효과로 해석된다. 이에 따라 내국인 출국자 수요가 전년대비 급증한 것으로 판단된다. 반면에 외래객 입국자수가 급감한 것은 중국인 단체관광객 방한 금지로 인해 중국인 입국자수가 전년대비 약 -48.3% 감소한 것이 주된 원인으로 생각된다.

연간 내국인 출국자수 및 YoY 추이



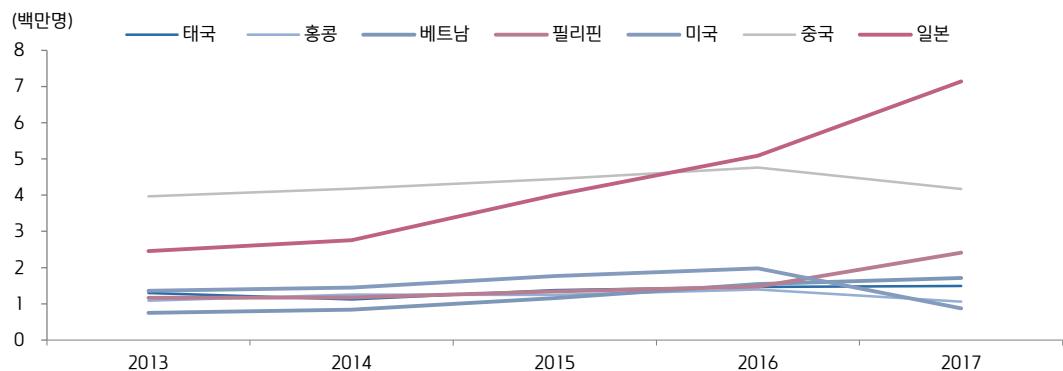
자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치

연간 외래객 입국자수 및 YoY 추이



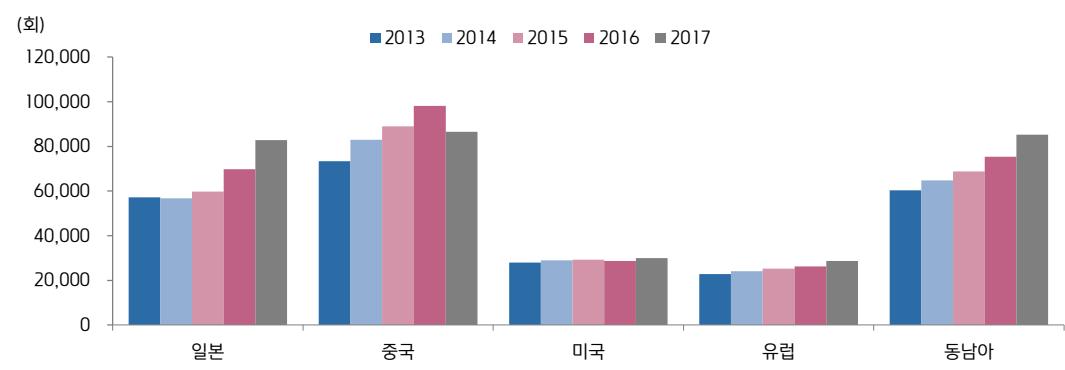
자료: 한국관광공사, 기움증권 리서치

내국인 주요 출국 국가



자료: 한국관광공사, 기움증권 리서치

인천+김포 공항 노선별 운항횟수



자료: 인천국제공항, 한국공항공사, 기움증권 리서치

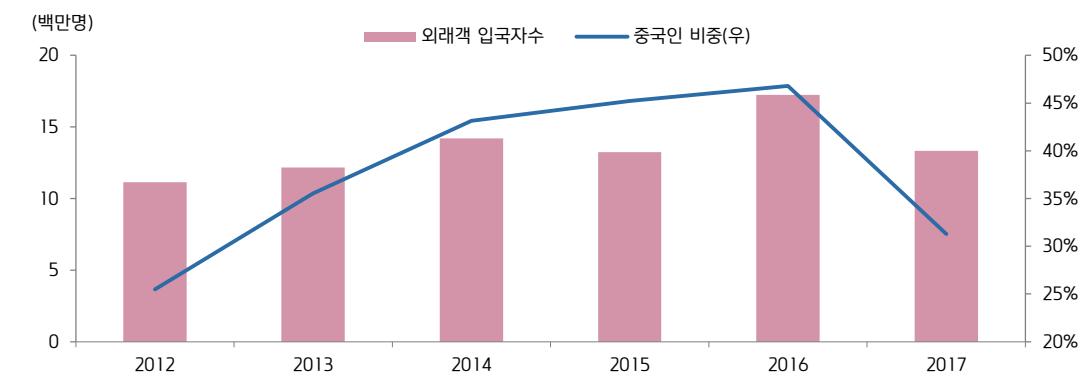
>>> 외래객 입국자수 회복

중국인 입국자수 회복, 다만 아직까지는 기저 효과

2017년 외래객 입국자수는 전년대비 -22.7% 감소한 1천 3백만명을 기록했다. 특히 2017년 3월부터 정치적인 요인에 의해 중국인 단체관광객이 급감하기 시작하면서 전체적으로 외래객 입국자수가 감소한 것 판단된다. 외래객 입국자수에서 중국인이 차지하는 비중은 2016년 최고 46.8%까지 높았지만 2017년에는 31.3%로 급감했으며 현재 2018년 4월 누적으로 30%를 겨우 넘는 수준까지 하락했다. 하지만 중국인을 제외한 입국자수를 고려할 때 중국인을 제외한 외국인들의 입국은 안정적으로 늘어나고 있다고 판단된다.

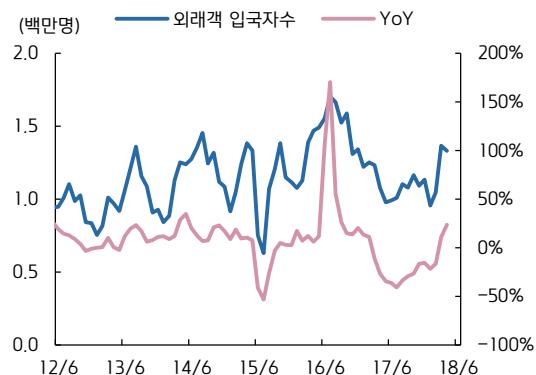
또한 물론 기저효과가 있기는 하지만 중국인이 급감하기 시작한 2017년 3월과 2018년 3월의 중국인 입국자수를 비교해 보면 전년대비 회복되는 모습이 보이고 있는 것이 사실이다. 단체관광객을 제외한 개인 여행객들의 점차적인 회복이 기대된다. 다만 향후 중국과의 정치적인 요소에 대한 해결이 언제 이루어질지 확실하지 않은 만큼 단체 관광객 수요 회복에 대해서는 주시할 필요가 있다는 판단이다.

외래객 입국자수 중국인 비중



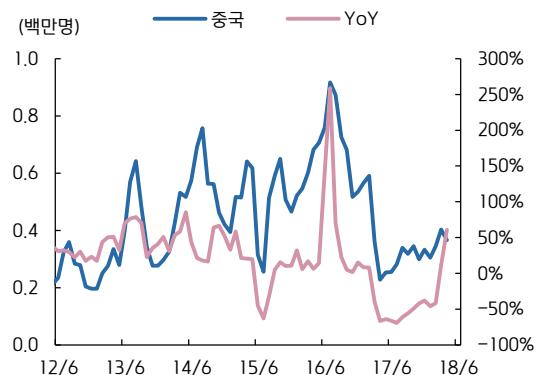
자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치

월별 외래객 입국자수 및 YoY



자료: 인천국제공항, 키움증권 리서치

월별 중국인 입국자수 및 YoY



자료: 인천국제공항, 키움증권 리서치

>>> LCC 중심 항공기 공급 확대

18년 항공기 공급 확대 전망

2017년말 기준 주요 항공사의 총 기재수는 323대이다. 2016년말 기준 303대에서 20대 늘어난 수준이다. 과거 추이로 볼 때 높은 수준임에 틀림없지만 올해에는 작년보다 많은 수준인 약 36대가 새롭게 공급될 것으로 전망된다. 제주항공(총 8대 공급 예상)을 비롯하여 진에어 5대, 티웨이 5대 등 LCC 항공사를 중심으로 적극적으로 기재 확충을 진행하고 있다. 도입하는 기재의 모델은 주로 B737 기종으로 현재 세계에서 가장 인기가 좋은 단일통로형 기종으로 약 200석 이하의 항공기이다. 비행 시간은 약 6시간 정도로 판단되며 업그레이드 버전인 B737-MAX의 경우는 1시간 가량 비행시간이 증가되는 것으로 예측된다. 즉, 비행시간을 고려할 때 최대 동남아 노선까지 비행이 가능하며 주로 단거리 노선 위주로 노선 확충이 이루어질 것으로 예상할 수 있다.

한편, 대한항공 및 아시아나항공은 B787, B777, A350, A380 등 중장거리 운행이 가능한 대형 기재의 도입을 계획하고 있다. LCC 항공사들이 단거리 노선을 중심으로 공격적으로 기재 도입을 확대하고 있는 상황에서 치열한 경쟁 보다는 중장거리 노선에 좀 더 집중하겠다는 전략으로 파악된다.

국내 주요 항공사 항공기 현황과 18년 말 예정 기재 규모

	대한항공	아시아나 항공	제주항공	진에어	이스타항공	티웨이항공	에어서울	에어부산
15년말	133	73	22	19	13	12		19
16년말	129	72	26	22	17	16	3	18
17년말	133	69	31	25	18	19	5	23
18년말	143	71	39	30	21	24	6	25

자료: 각사, 키움증권 리서치, *18년 반납 규모에 따라 변동 가능

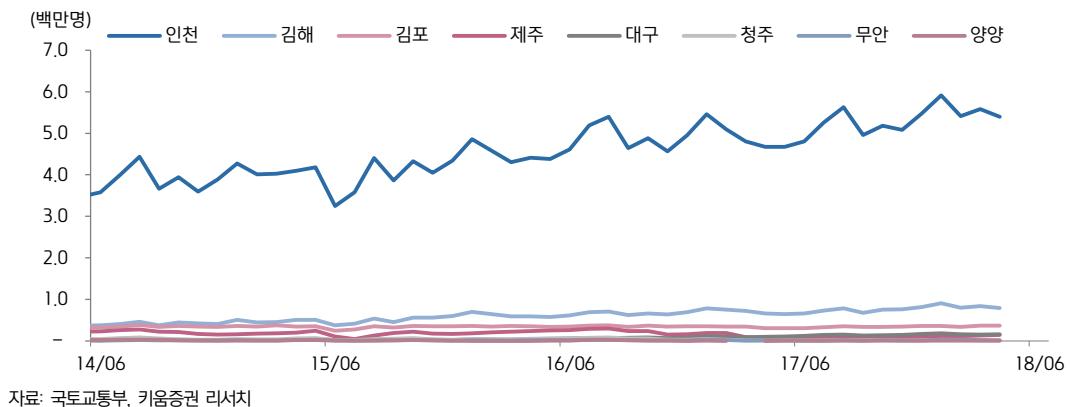
>>> 공항별 여객수 분석

2018년 제주공항 국제선 여객수 회복

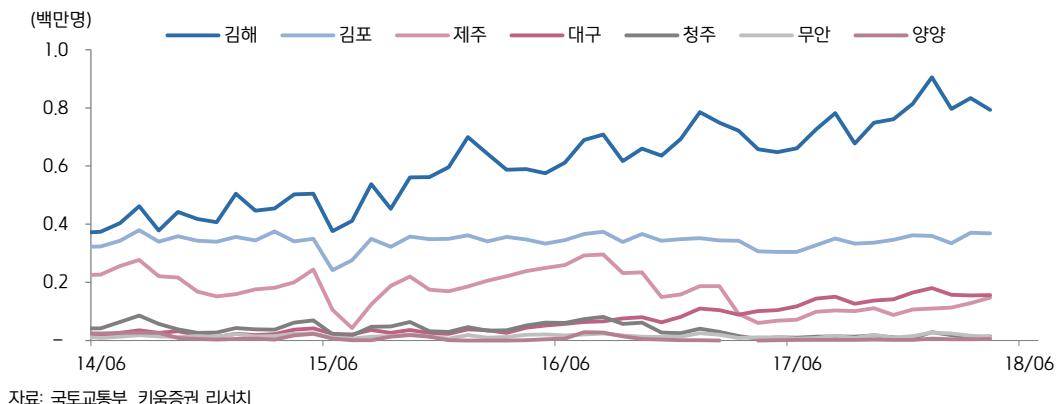
2017년 기준 국제선 여객수를 공항 별로 나누어 보면 대부분의 LCC 취항이 집중되고 있는 인천공항과 김해공항이 각각 7.6%와 13.3% 성장했다. 하지만 중국 단체관광객 방한금지령 이후 부정기편을 중단하면서 국제선 여객이 큰 폭으로 감소한 제주공항은 약 53.4% 감소한 1,268,195명을 기록했다. 같은 이유로 김포공항도 5.0% 감소한 4,011,833명을 기록했다. 그럼에도 불구하고 8개 공항 전체적으로 분석해보면 약 5.4% 성장한 76,955,491명을 기록했다.

한편, 2018년 4월까지 발표된 실적을 보면 2017년 부정기편 중단 영향이 커던 제주공항과 김포공항의 국제선 여객수가 완연한 회복을 보이고 있다. 2017년 4월 제주공항 국제선 이용객수는 60,469 명까지 감소했지만 2018년 4월 제주공항 국제선 이용객수는 146,664명까지 늘어나며 회복세를 나타내고 있다. 전체 국제선 여객수에서 차지하는 비중도 1% 대에서 2% 대로 증가했다. 지방공항 중 대구공항의 성장을 또한 눈에 띠는데 과거 제주공항을 사용하는 국제선 여객수의 절반에도 못 미치던 지역이었지만 최근에는 지속적으로 제주공항 국제선 이용객수를 상회하며 높은 성장률을 보이고 있다.

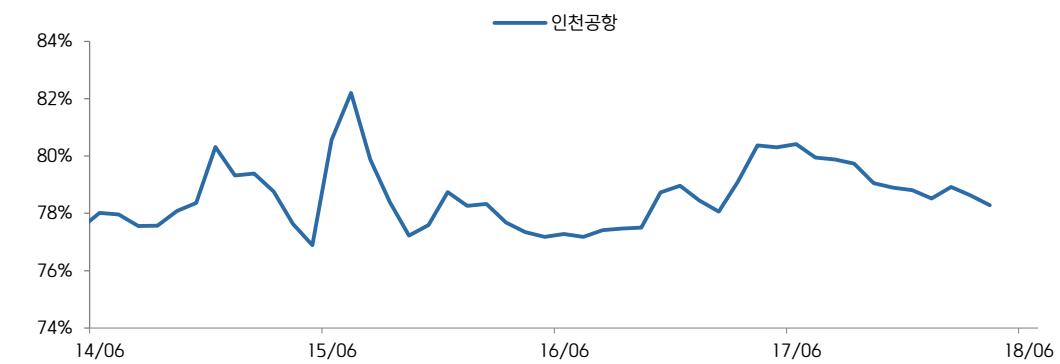
공항별 국제선 승객수



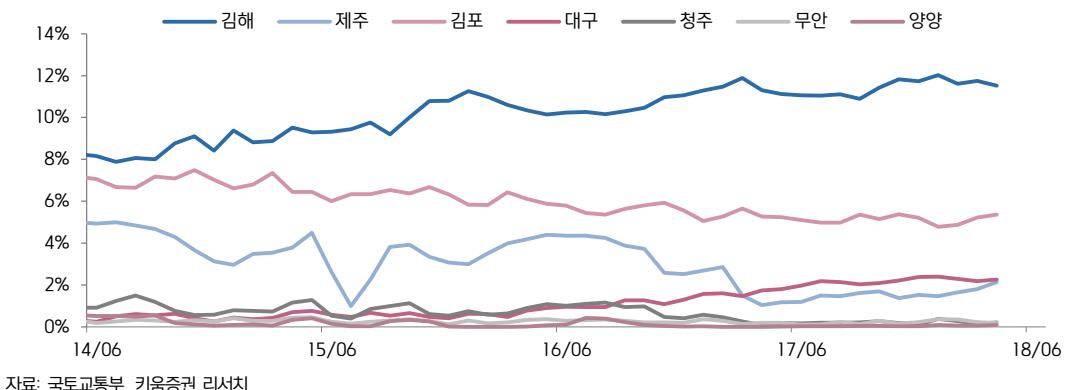
공항별 국제선 승객수(인천공항 제외)



국제선 인천공항 비중



국제선 공항별 비중(인천공항 제외)



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

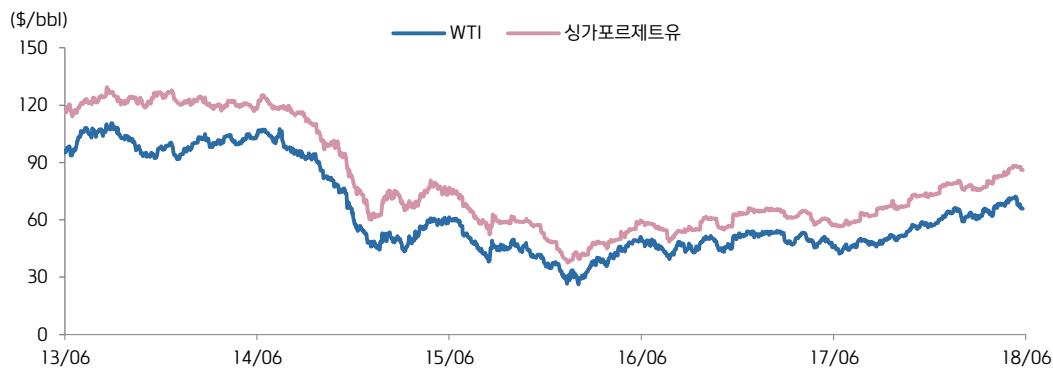
>> 유가에 따른 부담은 사실

국제유가 상승이 수요와 실적에 미치는 영향

2015년 국제 유가가 급락하면서 저유가 시대를 맞아 항공사들은 수익성 개선이 이루어졌다. 게다가 국제선 여객 수요 또한 급증하면서 최대 실적을 기록했다. 하지만 2018년 들어 국제 유가는 상승하기 시작해 현재 2018년 6월 WTI 기준 배럴당 65 달러 수준에 있다. 과거 30~40 달러 수준의 저유가 시대는 어느 정도 마무리된 상황이라고 판단되며 2013년과 같은 WTI 기준 배럴당 100 달러를 상회하는 것도 가능성이 작아 보인다. 당 리서치센터 투자전략팀에서는 2018년 하반기 평균 WTI 기준 배럴당 70 달러 수준으로 전망하고 있다.

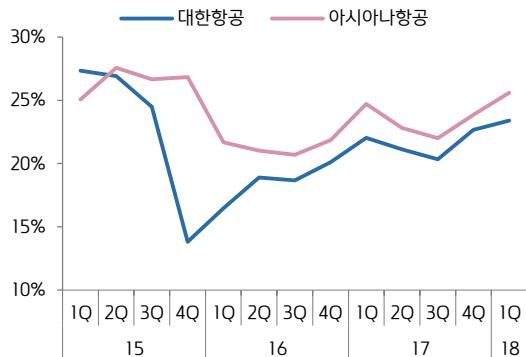
하지만 확실히 2017년도 대비 항공사의 유류비에 대한 부담은 늘어날 것으로 생각된다. 항공사들은 보통 전체 비용에서 유류비 비중이 가장 높은 편이며 유류할증료 부과 및 헛지를 제외하면 마땅한 대응 방안이 없기 때문이다. 즉 대부분의 경우 유류비의 부담을 완전히 상쇄시키기에는 어려움이 있다. 다만, 과거 대비 항공사들이 연료 효율성이 높은 신형기를 도입하고 있고, 화물 수송시에 여객기를 활용하는 등 유류비 절감을 위한 다양한 방법을 채택하여 방안을 모색하고 있다.

싱가포르 제트유와 WTI 추이



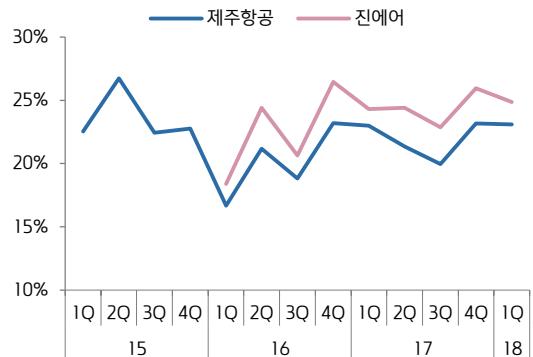
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

대한항공, 아시아나 항공 매출액 대비 유류비 비중



자료: 대한항공, 아시아나 항공, 키움증권 리서치

제주항공, 진에어 매출액 대비 유류비 비중



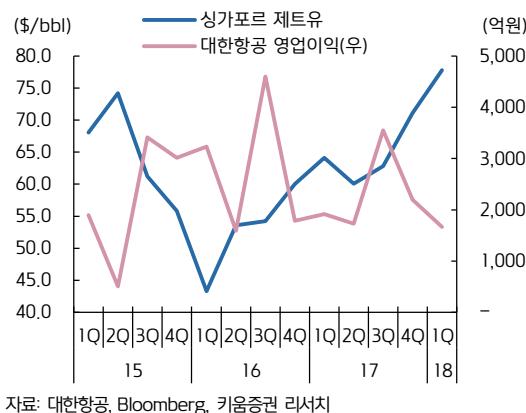
자료: 제주항공, 진에어, 키움증권 리서치

유류비 증가에 따른 운임 상승 제한적

국제유가가 상승하는 구간에서 유류비 상승으로 인한 운임에 대한 인상 가능성을 살펴보면 결론부터 말하면 초기에는 쉽지 않은 것이 사실이다. 기존의 저렴한 티켓가격으로 창출된 국제선 여객 수요는 운임 상승으로 인해 이용에 제한이 있을 가능성이 있다. 또한 운임 상승이 이어질 경우에는 기존의 수요층 역시 부담을 느낄 가능성도 있다. 또한 현재 대부분의 LCC 항공사들은 운행하는 노선이 중복되기 때문에 경쟁이 심화되는 구간이다. 이에 따라 해당 노선의 운임을 올리는 것은 쉽지 않은 상황임에 틀림없다.

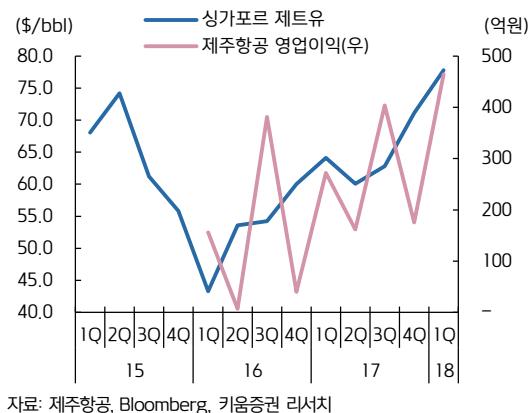
다만, 최근 국제유가 상승과 동시에 경기 회복이 진행되고 있다는 점은 운임 인상에 긍정적 요인이다. 2017년에 큰 폭으로 국제선 여객 수요가 늘어난 이유는 유류비 부담 감소와 기재 공급 확대에 따른 운임 하락 측면도 있겠지만 전 세계 경제 회복에 따른 소비 수준의 상승도 큰 원인 중 하나로 분석된다. 따라서 국제 유가 상승에 따른 비용 부담이 증가하는 것은 사실이지만 과거 어느 때 보다도 높은 수요 속에서 수익을 내기 위한 항공사의 전략이 중요할 것으로 생각된다. 일례로 현재 미국의 LCC 항공사들이 부가 매출을 항공사의 주요 수익원으로서 큰 비중을 차지하고 있는 만큼 국내의 LCC 항공사들도 부가 매출이 차지하고 있는 비중을 늘릴 수 있는 전략이 유효해 보인다. 대한항공 및 아시아나 항공과 같은 중장거리 노선을 보유하고 있는 항공사의 경우는 단거리 노선에 비해 상대적으로 경쟁 강도가 적은 이점을 살리는 전략을 채택할 것으로 보인다.

분기 평균 싱가포르 제트유와 대한항공 영업이익



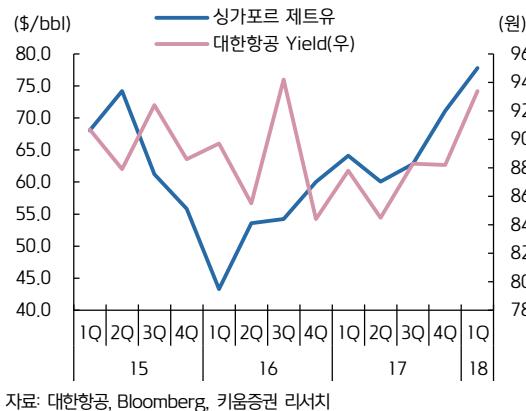
자료: 대한항공, Bloomberg, 키움증권 리서치

싱가포르 제트유와 제주항공 영업이익



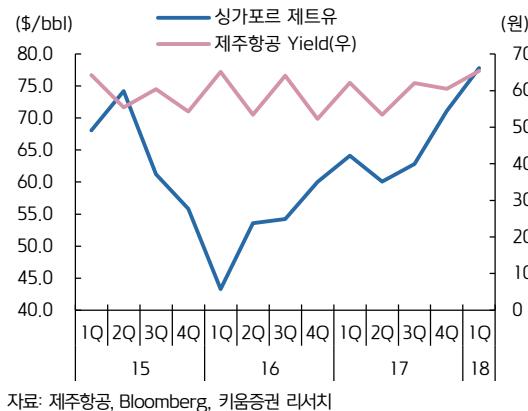
자료: 제주항공, Bloomberg, 키움증권 리서치

분기 평균 싱가포르 제트유와 대한항공 Yield



자료: 대한항공, Bloomberg, 키움증권 리서치

분기 평균 싱가포르 제트유와 제주항공 Yield



자료: 제주항공, Bloomberg, 키움증권 리서치

>>> 환율 효과는 우호적

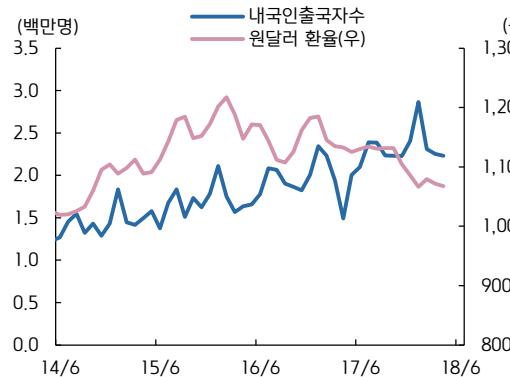
환율이 수요와 실적에 미치는 영향

항공사들의 비용 측면에서 유류비가 차지하는 비중이 높은 것은 사실이다. 유류비 이외에도 항공사들에게 중요한 요소는 바로 환율이다. 환율 변동에 따른 국제선 여객 수요의 영향이 있을 수 있고 보통 항공사들은 항공기를 리스하는 경우가 많아 구조상 외화 부채를 많이 보유하고 있기 때문이다.

국제선 여객 수요 창출 측면에서 보면 원화 강세는 여행객들의 여행부담을 줄여 주는 긍정적인 면이 있다. 여행지의 물가, 숙박료 등 고려 시 원화 강세로 인해 이득을 볼 수 있어 국제 여객 수요가 추가적으로 늘어날 가능성이 있다. 다만 환율에 대한 민감도는 과거 수준만큼 크지 않은 것도 사실이다. 과거에는 환율의 변동에 따라 수요가 민감하게 반응을 하였으나 최근에는 수요자들의 소비 수준 상승으로 환율 민감도는 과거 대비 작아진 것이 사실이다.

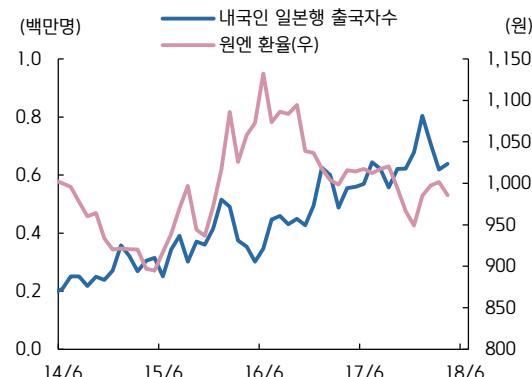
한편 비용 측면에서 보면 항공사들은 대부분 항공기를 리스해서 사용하고 있는데 리스 비용의 경우 달러를 이용하는 경우가 일반적이다. 게다가 항공사에서 발생하는 비용 중 외화로 발생하는 비중이 해외에서 발권으로 창출되는 매출을 상회하는 수준이기 때문에 원화 강세는 비용적인 부분에서 항공사에게는 긍정적인 측면이 강하다고 볼 수 있다. 다만 해외에서 발권하는 매출이 원화 강세로 감소하는 측면은 고려해야 할 필요가 있다. 여전히 LCC 항공사와 같은 경우는 국내에서 발권하는 비중이 높아 해외 발권에 대한 매출 감소 영향은 작은 상황이지만 향후 해외 발권을 늘리려는 전략을 채택하고 있어 변동성은 고려해야 할 것이다.

내국인 출국자수와 원/달러 환율



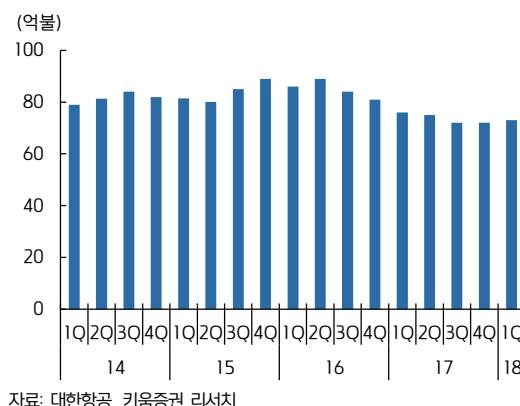
자료: Bloomberg, 한국관광공사, 키움증권 리서치

내국인 일본행 출국자수와 원/엔 환율



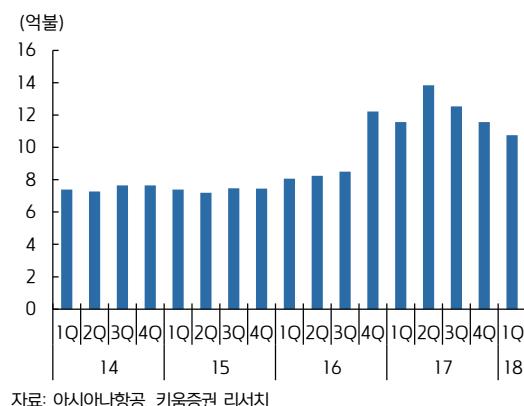
자료: Bloomberg, 한국관광공사, 키움증권 리서치

대한항공 달러 부채 규모 추이



자료: 대한항공, 키움증권 리서치

아시아나항공 달러 부채 규모 추이



자료: 아시아나항공, 키움증권 리서치

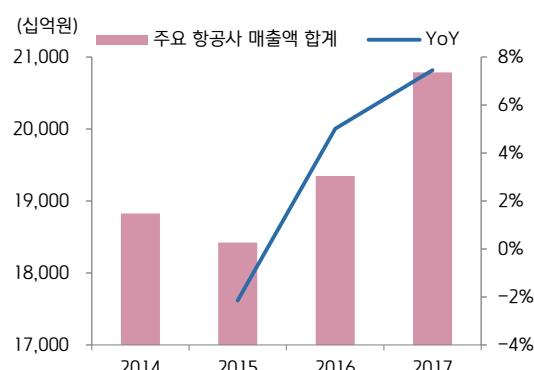
>>> 국내 항공사는 외형 성장 중

외형은 성장, 수익성은 유지

국내 항공사들의 매출액 추이를 살펴보면 2015년을 저점으로 외형 성장을 진행 중이다. 2016년부터 본격적으로 LCC 항공사들의 공급이 증가함에 따라 국제선 여객 수요도 높은 성장률을 보였다. 특히 2017년에는 주요 항공사들의 매출액 합계가 전년 대비 7.5% 증가하며 처음으로 20 조원을 상회하는 결과를 냈다. 반면에 수익성 측면에서는 2015년부터 이어진 유가 하락으로 인해 항공사들의 비용에서 큰 부분을 차지하고 있는 연료비의 절감이 가능하여 2016년에는 주요 항공사들의 전체 영업이익률은 약 7.8%에 달했다.

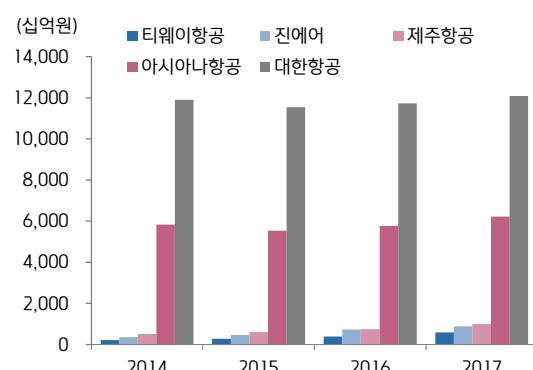
하지만 최근 국제 유가가 다시 반등하기 시작하면서 항공사들의 수익성은 과거 대비 다소 감소할 것으로 판단된다. 2017년 주요 항공사 전체 영업이익률 7.0%과 비슷한 수준 전망된다. 이에 따라 연료비 부담이 증가하는 항공사들에게는 높은 여객 수요를 창출해내는 공급 능력 및 연료비 부담을 어느 정도 상쇄 시킬 유동할증료, 부가 매출 창출 등의 세밀한 전략이 필요할 것으로 전망된다. 결론적으로 2018년 항공사들은 전년 대비 외형성장을 이룰 것으로 보이고 수익성은 전년과 비슷한 수준일 것으로 예상한다.

국내 주요 항공사 매출액 합계 추이



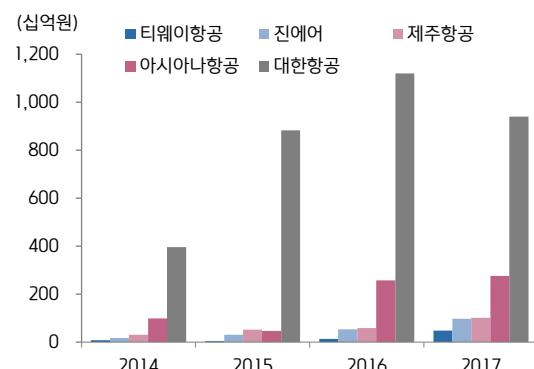
자료: Data Guide, 기움증권 리서치

국내 주요 항공사 매출액 추이



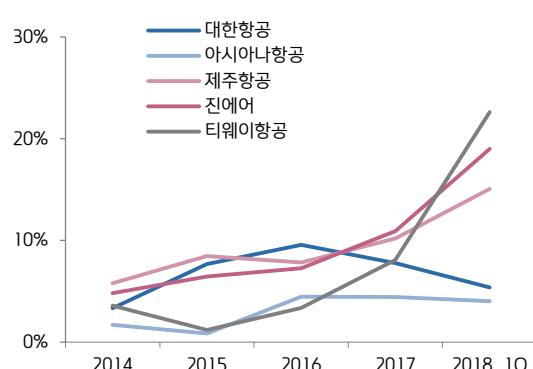
자료: Data Guide, 기움증권 리서치

국내 주요 항공사 영업이익 추이



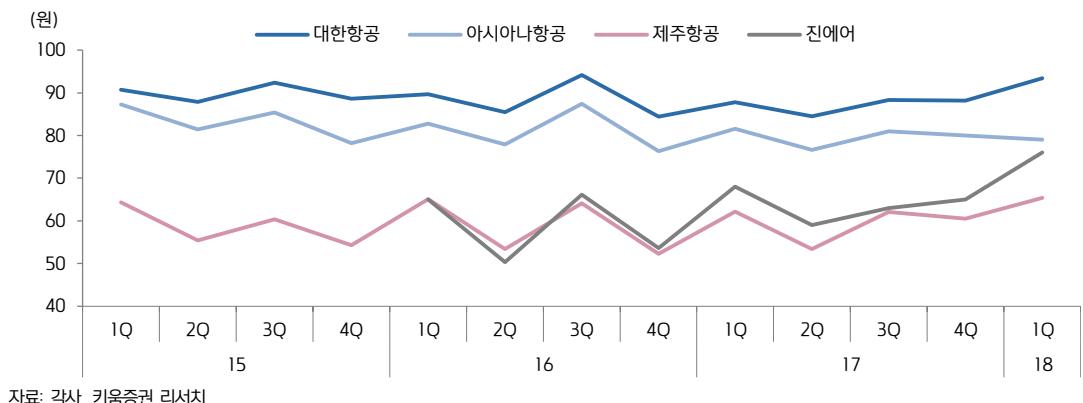
자료: Data Guide, 기움증권 리서치

국내 주요 항공사 영업이익률 추이

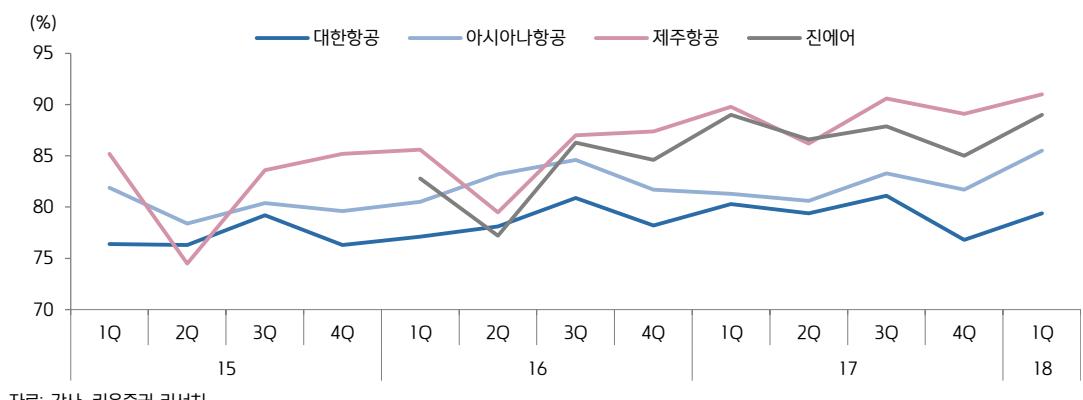


자료: Data Guide, 기움증권 리서치

주요 항공사 국제선 Yield 추이



주요 항공사 국제선 L/F 추이





기업분석

제주항공
(085590)

BUY(Reinitiate)/목표주가 60,000원
선제적 점유율 확대

진에어
(272450)

BUY(Initiate)/목표주가 40,000원
Hybrid의 장점을 잘 살린다면

대한항공
(003490)

BUY(Reinitiate)/목표주가 42,000원
수익성 개선의 시기

아시아나항공
(020560)

BUY(Reinitiate)/목표주가 6,000원
재무구조 개선 가시화

제주항공 (089590)

**BUY(Reinitiate)**

주가(06/11) 49,500원

목표주가 60,000원

국제선 여객 수요가 공급을 상회하는 시점에서 적극적인 기재 도입에 따른 시장 점유율 확대가 전망된다. 타사 대비 높은 L/F를 유지하고 있고 다양한 부가서비스를 공급하며 수익성도 안정적으로 확보하고 있다. 향후 LCC 항공사의 선두주자로서의 지위가 확고해 질 것이다.

Stock Data

KOSPI (06/11)	2,470.15pt
시가총액	13,047억원
52주 주가동향	최고가 51,000원 최저가 32,350원 최고/최저가 대비 등락 -0.98% 56.11%
주가수익률	절대 상대 1M 3.3% 3.2% 6M 44.1% 44.8% 1Y 32.5% 27.8%

Company Data

발행주식수	26,357천주
일평균 거래량 3M)	98천주
외국인 지분율	11.56%
배당수익률(18.E)	1.98%
BPS(18.E)	16,422원
주요 주주	AK홀딩스 외 9인
	59.59%

Price Trend**선제적 점유율 확대****>>> 적극적인 항공기 도입**

제주항공은 2018년 1분기 기준 32대의 항공기를 보유하고 있다. 32대 전부 B737 단일 기종이며 2018년 연말 기준 39대로 항공기를 도입할 예정이다. 현 시점은 국제선 여객 수요가 공급을 상회하는 구간으로 보인다. 동사는 적극적으로 항공기를 도입하고 있는 전략은 LCC 항공사 중에서 선제적으로 시장 점유율을 확대할 수 있는 유효한 전략으로 해석된다.

>>> 높은 L/F와 부가서비스가 경쟁 우위

동사는 지난해부터 중국 노선에 대한 운항 횟수를 일본과 동남아 노선으로 대체했다. 그 결과 지난 1분기 일본 및 동남아 매출 증가가 지속됐다. 중장기적으로 중국 노선 운항 횟수 증가가 중요한 변수이지만 그 전까지 일본과 동남아 노선에서 최대한 높게 L/F를 유지하고, 승객이 만족할만한 부가서비스를 통해 수익성을 올리는 것이 중요한 상황이라 판단된다. 동사는 이 부문에서 경쟁사 대비 우위를 점하고 있다는 판단이다.

>>> 2분기 영업이익 204억원 전망

국제선 여객의 수요가 확대되는 시점에 맞춰 공급 능력을 확장하며 높은 L/F를 유지하고 있다. 또한 항공사의 중요한 수익원인 부가 서비스 매출을 다양화하고 있어 수익성도 높은 수준이다. 향후 LCC의 선두 주자로서의 지위는 더욱 확고해질 것으로 판단한다. 투자의견 'BUY'와 목표주가 '60,000원'을 제시한다.

투자지표, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	7,476	9,964	12,331	14,960	16,378
보고영업이익(억원)	584	1,013	1,408	1,797	1,967
핵심영업이익(억원)	584	1,013	1,408	1,797	1,967
EBITDA(억원)	725	1,265	1,628	2,097	2,339
세전이익(억원)	688	1,012	1,447	1,832	2,006
순이익(억원)	530	778	1,171	1,434	1,579
지배주주지분순이익(억원)	530	778	1,171	1,434	1,579
EPS(원)	2,038	2,954	4,444	5,441	5,990
증감율(%YoY)	-0.8	44.9	50.5	22.4	10.1
PER(배)	12.3	12.0	11.4	9.3	8.4
PBR(배)	2.4	2.8	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA(배)	4.6	5.0	3.2	2.0	1.8
보고영업이익률(%)	7.8	10.2	11.4	12.0	12.0
핵심영업이익률(%)	7.8	10.2	11.4	12.0	12.0

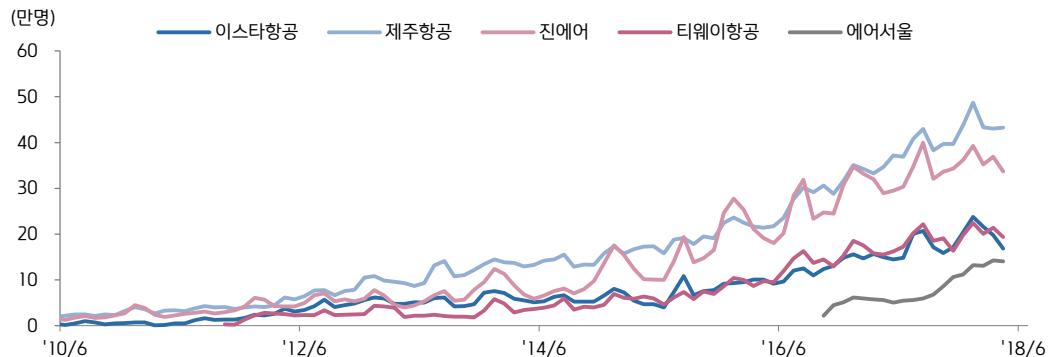
>>> 적극적인 항공기 도입

현재 B737 단일 기종 항공기 32대에서 연말 기준 39대로 확대

현재 세계에서 가장 인기가 높은 기종은 Boeing사의 B737 기종과 Airbus사의 A320 기종과 같은 단일통로형 기종이다. 약 200석 이하의 항공기로 연료 효율성이 좋고 6시간 정도의 비행이 가능한 기종이다. 제주항공은 2018년 1분기 말 기준 32대의 항공기를 보유하고 있고 32대 전부 B737 단일 기종으로 구성되어 있다. 항공기를 단일 기종으로 구성할 경우 항공기를 정비하고 관리하는데 있어 비용 면에서 효율적이기 때문에 타사 대비 비용의 절감이 가능한 장점이 있다. 물론 최근 들어 LCC 항공사들이 여럿 생겨나면서 비행 가능한 거리의 지역이 증복됨에 따라 향후 경쟁이 심화될 수 있다. 이 때문에 동사 역시 중장기적으로 단일통로형 기종보다 더 긴 거리를 비행할 수 있는 항공기를 도입하겠다는 계획을 세우고 있다.

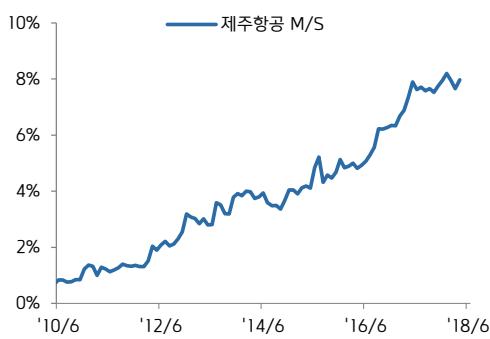
하지만, 현 시점에서는 아직 경쟁이 심화되는 시기는 아니라고 판단되며 국제선 여객 수요가 공급을 상회하는 구간으로 보인다. 이 시점에서 동사가 적극적으로 항공기를 도입하고 있는 전략은 LCC 항공사 중에서 선제적으로 시장점유율을 확대할 수 있는 유효한 전략으로 해석된다. 이로 인해 대부분의 LCC 항공사들도 동일한 전략으로 동일 단일통로형 기종의 도입을 선택하고 있는 상황이다.

LCC 항공사별 인천공항 국제선 여객수



자료: 인천국제공항, 카움증권 리서치

제주항공 인천공항 국제선 여객수 시장점유율



자료: 인천국제공항, 카움증권 리서치

국내 LCC 항공기 추이 및 전망

	제주 항공	진에어	이스타 항공	티웨이 항공	에어 서울	에어 부산
15년말	22	19	13	12		19
16년말	26	22	17	16	3	18
17년말	31	25	18	19	5	23
18년말	39	30	21	25	6	25

자료: 각사, 18년은 카움증권 추정

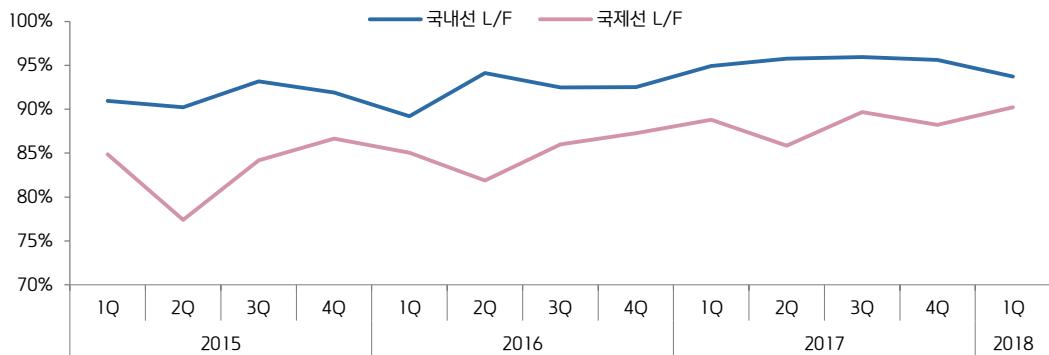
>>> 높은 L/F와 부가매출 확대

타사 대비 높은 L/F와 다양한 부가서비스

제주항공은 연결 기준 지난 1분기 매출액 3,086억원(YoY 기준 +28.5%)과 영업이익 464억원(+70.6%)을 기록했다. 국제유가 상승으로 인해 유류비 부담이 상승했음에도 불구하고 컨센서스를 상회하는 호실적이었다. 일본과 동남아 노선의 매출 증가가 지속되었고 부가 매출도 전년 대비 약 33% 증가했다. 특히 L/F가 국제선 기준 약 1.4% 증가하며 유류비 상승에 대한 비용 부담을 대부분 상쇄한 것으로 보인다. 동사는 2018년 연말까지 전년 대비 항공기 대수를 8대 늘릴 예정이다. 무난한 매출 확대 예상되며 매출 확대에도 불구하고 높은 L/F 유지 가능하여 이익률 하락은 제한될 것으로 판단된다. 추가적으로 타 LCC 항공사대비 적극적인 기재도입으로 인해 선제적인 시장점유율 확대라는 전략은 유효해 보인다. 2018년 매출액 1조 2,331억원 (YoY 기준 +23.7%), 영업이익 1,408억원(YoY 기준 +38.6%) 전망한다.

제주항공은 국제선 여객의 수요가 확대되는 시점에 맞춰 공급 능력을 확장하며 높은 L/F를 유지하고 있다. 또한 항공사의 중요한 수익원인 부가 서비스 매출을 다양화하고 있어 수익성도 높은 수준이다. 향후 LCC의 선두 주자로서의 지위는 더욱 확고해질 것으로 판단한다. 2019년도 예상 EPS 5,441원에 아시아 LCC 항공사 평균 11배 적용했다. 동사에 투자의견 'BUY'와 목표주가 '60,000원'을 제시한다.

제주항공 분기별 국제선 및 국내선 L/F



자료: 제주항공, 키움증권 리서치

제주항공 부가매출 비중



자료: 제주항공, 키움증권 리서치

제주항공 부가서비스 항목



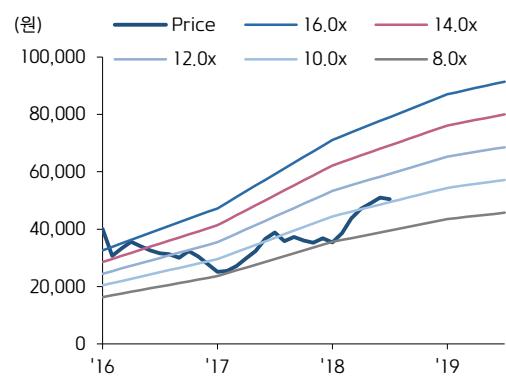
자료: 제주항공, 키움증권 리서치

제주항공 실적 추정

(억원, %)	2017				2018E				2016 Annual	2017 Annual	2018E Annual	2019E Annual	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE					
전체 매출액	2,402	2,280	2,666	2,616	3,086	2,696	3,281	3,268	7,476	9,964	12,331	14,960	
매출액	439	613	619	569	473	594	648	648	2,029	2,241	2,363	2,450	
국내선	ASK(백만 Km)	516	578	592	585	558	558	610	659	2,349	2,270	2,385	2,447
	RPK(백만 Km)	489	554	568	559	523	534	585	630	2,164	2,170	2,272	2,331
	L/F(%)	94.9%	95.8%	95.9%	95.6%	93.7%	95.8%	95.9%	95.6%	92.1%	95.6%	95.3%	95.3%
	Yield(원)	90	111	109	102	90	111	111	103	94	103	104	105
매출액	1,827	1,512	1,898	1,876	2,438	1,925	2,431	2,428	4,944	7,114	9,222	11,676	
국제선	ASK(백만 Km)	3,305	3,196	3,497	3,513	4,063	3,986	4,325	4,448	9,906	13,510	16,823	20,836
	RPK(백만 Km)	2,935	2,744	3,136	3,099	3,665	3,457	3,938	3,971	8,443	11,914	15,031	18,778
	L/F(%)	88.8%	85.9%	89.7%	88.2%	90.2%	86.7%	91.0%	89.3%	85.2%	88.2%	89.4%	90.1%
	Yield(원)	62	55	61	61	67	56	62	61	59	60	61	62
기타	136	155	148	170	174	177	201	191	503	609	743	833	
YoY													
전체 매출액	38.7%	40.7%	20.3%	37.1%	28.5%	18.3%	23.1%	24.9%	23.0%	33.3%	23.7%	21.3%	
매출액	4.7%	14.9%	-0.1%	24.8%	7.7%	-3.1%	4.7%	13.9%	1.9%	10.4%	5.5%	3.6%	
국내선	ASK	-6.4%	0.0%	-6.9%	0.1%	8.1%	-3.5%	3.2%	12.7%	7.4%	-3.4%	5.0%	2.6%
	RPK	-0.4%	1.7%	-3.4%	3.4%	6.8%	-3.5%	3.2%	12.7%	8.0%	0.3%	4.7%	2.6%
	L/F	6.4%	1.8%	3.7%	3.3%	-1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	3.7%	-0.3%	0.0%
	Yield	5.2%	12.9%	3.4%	20.7%	0.8%	0.5%	1.5%	1.0%	-5.7%	10.1%	0.7%	1.0%
매출액	51.6%	54.9%	28.6%	45.8%	33.5%	27.3%	28.1%	29.4%	33.2%	43.9%	29.6%	26.6%	
국제선	ASK	53.1%	42.0%	30.5%	24.6%	22.9%	24.8%	23.7%	26.6%	29.9%	36.4%	24.5%	23.9%
	RPK	59.9%	48.9%	36.1%	26.0%	24.9%	26.0%	25.6%	28.1%	32.9%	41.1%	26.2%	24.9%
	L/F	4.4%	4.9%	4.3%	1.1%	1.6%	1.0%	1.5%	1.2%	2.3%	3.5%	1.3%	0.9%
	Yield	-5.2%	4.1%	-5.5%	15.8%	6.9%	1.0%	2.0%	1.0%	0.3%	2.0%	2.8%	1.4%
기타	11.5%	24.0%	20.8%	17.7%	27.5%	14.8%	35.5%	12.7%	7.3%	18.6%	16.0%	15.0%	
영업비용	2,130	2,118	2,262	2,441	2,621	2,492	2,807	3,002	6,892	8,950	10,923	13,164	
인건비	340	390	393	436	476	468	491	559	1,123	1,559	1,993	2,591	
감가상각비	51	50	49	55	58	55	56	64	105	204	232	267	
무형자산상각비	10	11	13	14	16	13	16	18	35	48	63	79	
임차료	298	308	313	327	323	339	345	360	1,090	1,247	1,366	1,667	
연료유류비	552	487	533	606	713	648	800	805	1,493	2,178	2,965	3,482	
정비비	209	207	218	238	211	224	235	257	853	872	927	1,019	
공항관련비	401	413	457	465	504	475	549	581	1,331	1,736	2,108	2,530	
판매수수료	28	27	27	32	30	29	31	38	78	113	128	160	
기타비용	240	226	259	265	294	241	285	319	781	991	1,139	1,367	
영업이익	272	162	404	175	464	204	473	266	584	1,013	1,408	1,797	
영업이익률	11.3%	7.1%	15.1%	6.7%	15.0%	7.6%	14.4%	8.1%	7.8%	10.2%	11.4%	12.0%	
YoY	74.6%	2447.1%	5.9%	316.0%	69.6%	26.2%	17.2%	51.1%	14.1%	73.1%	38.6%	27.6%	

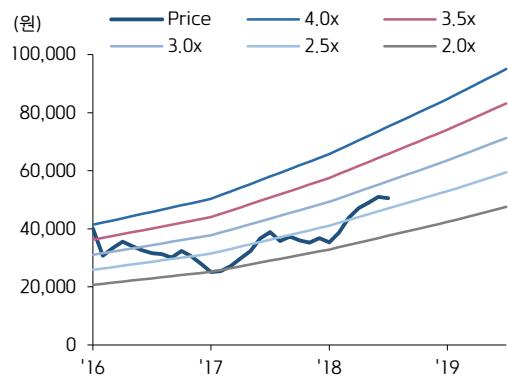
자료: 제주항공, 기움증권 리서치 * 매출액 및 영업비용 상세내역은 별도기준

제주항공 PER 밴드



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

제주항공 PBR 밴드



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,476	9,964	12,331	14,960	16,378
매출원가	6,020	7,749	9,471	11,393	12,463
매출총이익	1,456	2,215	2,860	3,567	3,915
판매비및일반관리비	872	1,202	1,452	1,771	1,948
영업이익(보고)	584	1,013	1,408	1,797	1,967
영업이익(핵심)	584	1,013	1,408	1,797	1,967
영업외손익	104	-1	39	35	39
이자수익	23	32	38	47	51
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	150	167	159	0	0
이자비용	4	5	5	5	5
외환손실	119	174	147	0	0
관계기지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	11	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	77	-27	0	0	0
기타	-22	-5	-6	-7	-8
법인세차감전이익	688	1,012	1,447	1,832	2,006
법인세비용	158	234	275	398	427
우회법인세율 (%)	23.0%	23.1%	19.0%	21.7%	21.3%
당기순이익	530	778	1,171	1,434	1,579
지배주주지분순이익(억원)	530	778	1,171	1,434	1,579
EBITDA	725	1,265	1,628	2,097	2,339
현금순이익(Cash Earnings)	670	1,030	1,392	1,734	1,951
수정당기순이익	471	791	1,171	1,434	1,579
증감율(% YoY)					
매출액	23.0	33.3	23.8	21.3	9.5
영업이익(보고)	13.6	73.4	38.9	27.6	9.5
영업이익(핵심)	13.6	73.4	38.9	27.6	9.5
EBITDA	18.5	74.6	28.7	28.8	11.6
지배주주지분 당기순이익	12.3	46.9	50.6	22.4	10.1
EPS	-0.8	44.9	50.5	22.4	10.1
수정순이익	-12.0	67.8	48.1	22.4	10.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,102	1,446	2,034	2,112	1,637
당기순이익	530	778	1,171	1,434	1,579
감가상각비	105	204	182	270	348
무형자산상각비	35	48	38	30	24
외환손익	-14	38	-12	0	0
자산처분손익	12	35	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	331	231	642	378	-314
기타	102	112	12	0	0
투자활동현금흐름	-618	-2,234	-1,564	-1,884	-1,738
투자자산의 처분	-276	-700	-496	-700	-350
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-304	-1,332	-1,000	-1,000	-1,000
무형자산의 처분	-13	-57	0	0	0
기타	-25	-145	-68	-184	-388
재무활동현금흐름	-73	202	82	83	-66
단기차입금의 증가	2	-114	0	0	0
장기차입금의 증가	0	492	0	0	0
자본의 증가	27	4	0	0	0
배당금지급	-104	-131	-157	-183	-210
기타	1	-49	239	266	144
현금및현금성자산의순증가	424	-647	552	310	-167
기초현금및현금성자산	1,258	1,682	1,036	1,588	1,898
기말현금및현금성자산	1,682	1,036	1,588	1,898	1,731
Gross Cash Flow	771	1,215	1,392	1,734	1,951
Op Free Cash Flow	604	-126	1,002	1,084	606

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,378	4,501	5,666	6,747	7,378
현금및현금성자산	1,682	1,036	1,588	1,898	1,731
유동금융자산	1,782	2,468	2,996	3,670	3,999
매출채권및유동채권	831	904	988	1,085	1,632
재고자산	83	94	94	94	16
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,626	3,503	4,391	5,700	6,988
장기매출채권및기타비유동채권	872	1,459	1,532	1,931	2,182
투자자산	22	89	56	82	103
유형자산	589	1,706	2,524	3,254	3,906
무형자산	119	185	147	117	93
기타비유동자산	23	64	132	316	704
자산총계	6,003	8,004	10,057	12,447	14,366
유동부채	2,609	3,682	4,482	5,355	5,762
매입채무및기타유동채무	2,289	2,891	3,632	4,440	4,812
단기차입금	203	80	80	80	80
유동성장기차입금	0	465	465	465	465
기타유동부채	116	246	305	370	405
비유동부채	675	1,007	1,247	1,513	1,656
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	675	1,007	1,247	1,513	1,656
부채총계	3,284	4,690	5,728	6,868	7,418
자본금	1,315	1,318	1,318	1,318	1,318
주식발행초과금	894	896	896	896	896
이익잉여금	509	1,149	2,163	3,413	4,782
기타자본	1	-49	-49	-49	-49
지배주주지분분자분총계	2,719	3,314	4,328	5,579	6,948
비지배주주지분분자분총계	0	0	0	0	0
자본총계	2,719	3,314	4,328	5,579	6,948
순차입금	-3,261	-2,958	-4,040	-5,024	-5,185
총차입금	203	545	545	545	545

진에어 (272450)

**BUY(Reinitiate)**

주가(06/11) 30,100원

목표주가 40,000원

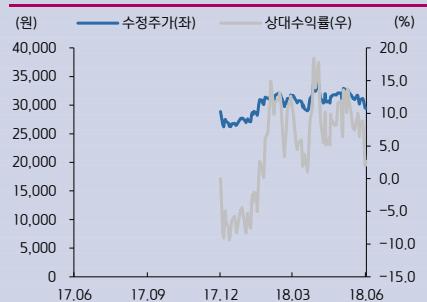
중대형 항공기 보유의 장점을 살려 단거리 성수기 시즌에 공급 능력을 확장하며 높은 수익성을 실현하고 있다. 또한 부가 서비스에서도 Hybrid LCC 항공사 전략을 채택해 새로운 고객층을 창출해내고 있다.

Stock Data

KOSPI (06/11)	2,470.15pt
시가총액	9,030억원
52주 주가동향	최고가 33,800원 최저가 26,200원
최고/최저가 대비 등락	-12.87% 12.40%
주가수익률	절대 상대 1M -8.3% -8.3% 6M 2.1% 2.6% 1Y N/A N/A

Company Data

발행주식수	30,000천주
일평균 거래량(3M)	250천주
외국인 지분율	10.94%
배당수익률(18.E)	0.94%
BPS(18.E)	10,852원
주요 주주	한진칼 60.00%

Price Trend**Hybrid의 장점을 잘 살린다면****>> B737과 B777 기종 동시 도입**

진에어의 타 LCC 항공사 대비 가장 차별화되는 요소는 중대형기의 보유이다. B737 기종은 약 189석에 불과하지만 B777 기종의 경우는 393석을 보유하고 있어 약 2 배의 좌석 공급 효과이다. 현재 동사는 B737 21대, B777 4대를 보유 중이다. 2018년 연말까지 B737 3대, B777 2대를 늘려 총 기재 30대를 운영할 예정이다.

>> 부가 서비스에서도 Hybrid

대부분의 LCC 항공사는 기내에서 식사를 제공하지 않으며 부가 서비스의 일환으로 유료로 제공하고 있다. 하지만 동사는 LCC 항공사임에도 불구하고 기내식을 제공하고 있다. 또한 기내 수화물과 같은 경우에도 일부 노선에서는 타 항공사 대비 허용치가 크다. 즉, LCC 항공사임에도 일부 부가 서비스를 무료로 제공하는 Hybrid LCC 항공사의 모습을 전략으로 채택하고 있다.

>> 2분기 영업이익 150억원 전망

중대형 항공기 보유의 장점을 살려 단거리 노선 성수기 시즌에 공급 능력을 확장하며 높은 수익성을 실현하고 있다. 또한 Hybrid LCC 항공사 전략을 채택해 새로운 고객층을 창출해내고 있다. 투자의견 'BUY'와 목표주가 '40,000원'을 제시한다.

투자지표, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	7,197	8,884	10,988	13,219	14,671
보고영업이익(억원)	523	969	1,339	1,599	1,814
핵심영업이익(억원)	523	969	1,339	1,599	1,814
EBITDA(억원)	620	1,143	1,469	1,771	2,018
세전이익(억원)	505	965	1,308	1,567	1,780
순이익(억원)	393	741	1,013	1,212	1,374
지배주주지분순이익(억원)	393	741	1,013	1,212	1,374
EPS(원)	1,457	2,722	3,376	4,039	4,579
증감율(%YoY)	73.3	86.8	24.0	19.6	13.4
PER(배)	0.0	9.7	8.7	7.3	6.4
PBR(배)	0.0	3.4	2.7	2.0	1.6
EV/EBITDA(배)	-2.1	4.3	2.5	1.4	0.7
보고영업이익률(%)	7.3	10.9	12.2	12.1	12.4
핵심영업이익률(%)	7.3	10.9	12.2	12.1	12.4

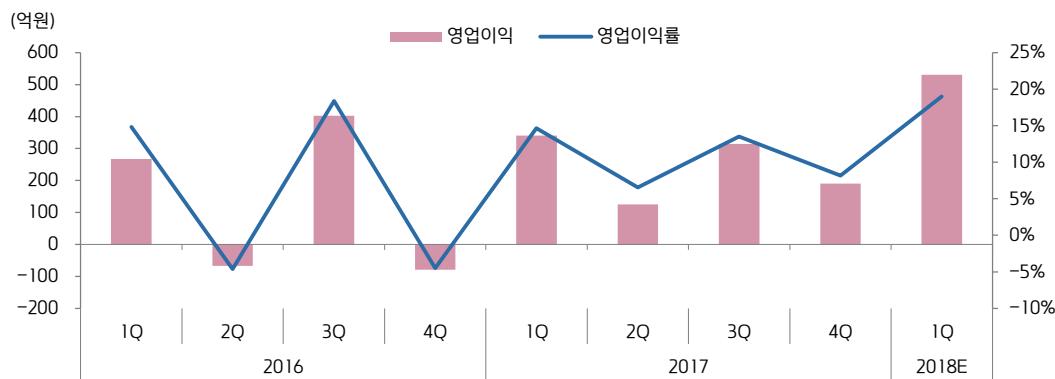
>>> B737과 B777을 동시에 도입

2018년 1분기 25대에서 연말 기준 30대까지 도입 계획

진에어의 타 LCC 항공사 대비 가장 차별화되는 요소는 중대형기의 보유일 것이다. B737 기종은 약 189석에 불과하지만 B777 기종의 경우는 393석을 보유하고 있어 약 2배의 좌석 공급 효과이다. 과거 동사는 해당 이점을 살려 하와이와 같은 단거리 노선 비행기가 운행이 불가능한 지역에 중대형기를 투입하여 성수기 시즌에 타사보다 높은 수익을 거두었다. 현재 동사는 B777을 총 4대 운영 중이며 2018년 연말까지 2대를 늘려 총 30대를 운영할 예정이다.

다만, 중대형기를 보유하고 있는 경우 성수기 시즌에는 좌석수를 늘려 수익성을 높이는 것이 가능하지만 비수기 시즌에 성수기 때와 같은 높은 L/F를 유지하는 것이 어려운 것이 사실이다. 과거 이 때문에 비수기 시즌에 동사는 수익성 악화를 경험했다. 하지만 경험 이후 비수기 시즌에는 노선의 공급을 줄여 타 노선에 공급을 확대함으로써 과거 수익성 훼손을 개선하고 있다. 또한 단거리 노선 성수기 시즌에 중대형기를 투입하여 기존보다 2배 이상의 공급 증가 효과를 누릴 수도 있을 것이다. 이처럼 중대형기를 보유하는 장점과 단점이 극명하게 존재하기 때문에 향후 타 노선으로 대체 투입을 하는 등의 운항 전략을 철저히 하는 것이 동사에게 있어 가장 중요하다고 판단된다.

진에어 분기별 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 진에어, 키움증권 리서치

진에어 운항 노선



자료: 진에어, 키움증권 리서치

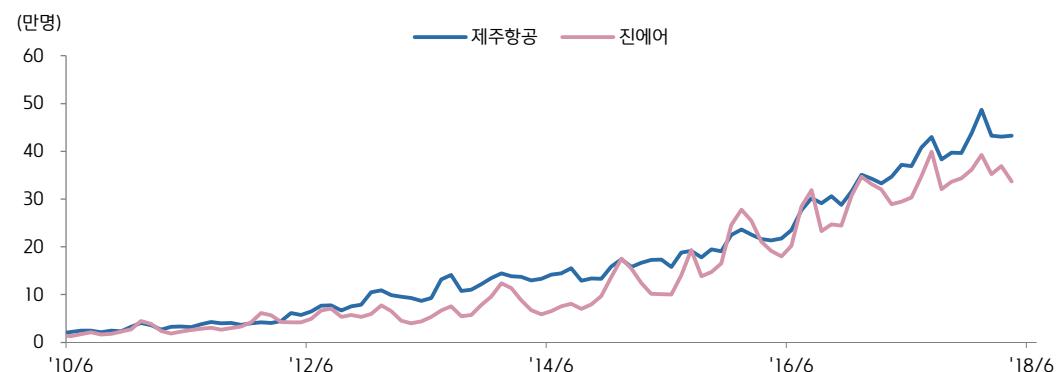
>>> 부가 서비스에서도 Hybrid를 목표로

기내식 무료 제공 및 화물 허용치 증대

고객들이 실제로 느끼기에 FSC 항공사와 LCC 항공사의 가장 큰 차이점은 기내식을 제공하지 않는다는 점일 것이다. 실제로 대부분의 LCC 항공사는 기내에서 식사를 제공하지 않으며 부가 서비스의 일환으로 유료로 제공하고 있다. 하지만 동사는 LCC 항공사임에도 불구하고 기내식을 제공하고 있다. 또한 기내 수화물 같은 경우에도 일부 노선에서는 타 항공사 대비 허용치가 크다. 즉, LCC 항공사임에도 일부 부가 서비스를 무료로 제공하는 Hybrid LCC 항공사의 모습을 전략으로 채택하고 있다고 판단된다.

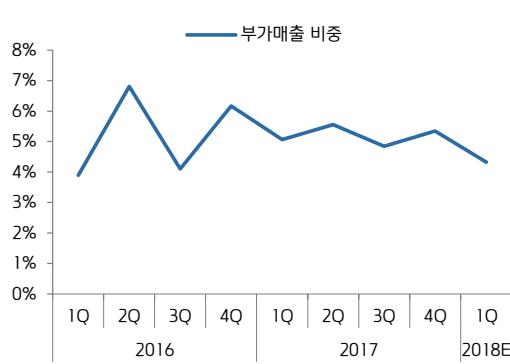
한편, 진에어는 연결 기준 지난 1분기 매출액 2,798억원(YoY 기준 +20.3%)와 영업이익 531억원 (+55.8%)을 기록했다. 국제유가 상승으로 인해 유류비 부담이 상승했음에도 불구하고 컨센서스를 상회했다. 추가적인 기재 도입은 없었지만 국내선 공급을 줄이고 국제선으로 공급을 늘리는 전략을 택한 결과로 판단된다. 국제선 공급을 전년 대비 약 10% 증가 시켰으며, 국제선 Yield는 약 14.5% 증가하며 높은 수익성 실현했다. 2018년 연말까지 총 30대 규모로 기재를 도입함으로써 매출 성장은 무난할 것으로 보인다. 또한 3분기부터는 예약 시스템의 교체와 오사카, 삿포로, 푸켓 등의 수익 노선에서 정기 및 부정기 노선의 공급을 늘려 수익성의 향상도 기대된다. 2018년 매출액 1조 988억원 (YoY 기준 +23.7%), 영업이익 1,339억원(YoY 기준 +37.9%) 전망한다. 2019년도 예상 EPS 4,039원에 아시아 LCC 항공사 평균 11배에 10% 디스카운트한 10배 적용했다. 동사에 투자의견 'BUY'와 목표주가 '40,000원'을 제시한다.

진에어와 제주항공의 국제선 여객수 추이



자료: 진에어, 키움증권 리서치

진에어 부가매출 비중



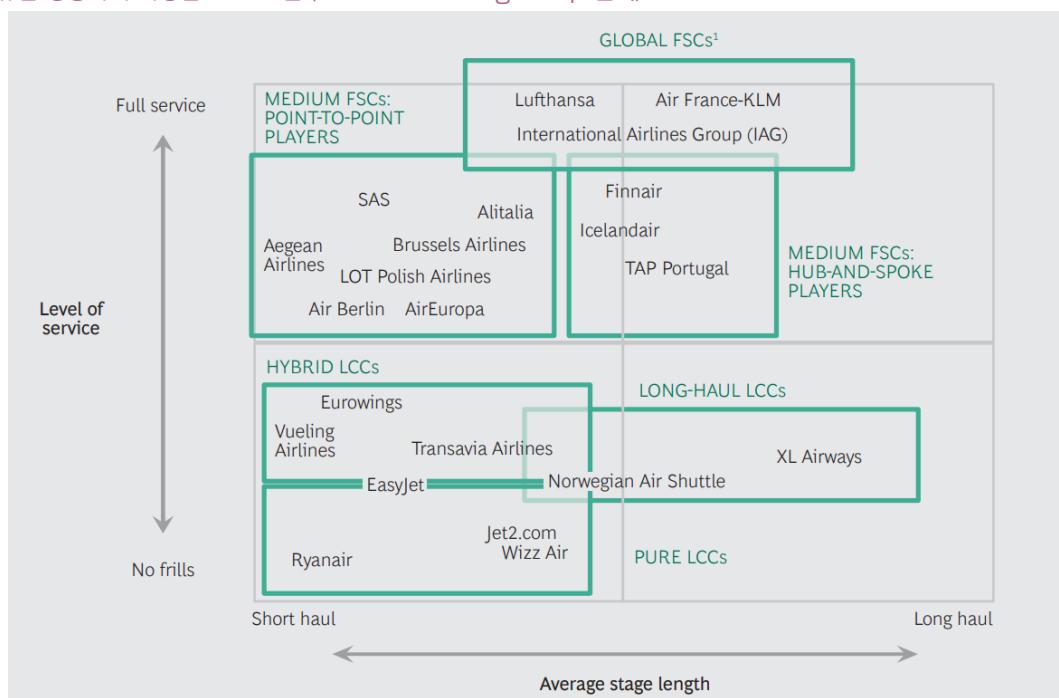
자료: 진에어, 키움증권 리서치

국내 LCC 항공기 추이 및 전망

	제주 항공	진에어	이스타 항공	티웨이 항공	에어 서울	에어 부산
15년말	22	19	13	12		19
16년말	26	22	17	16	3	18
17년말	31	25	18	19	5	23
18년말	39	30	21	25	7	27

자료: 각사, 키움증권 리서치

유럽 항공사의 다양한 LCC 모델 (Boston Consulting Group 분석)



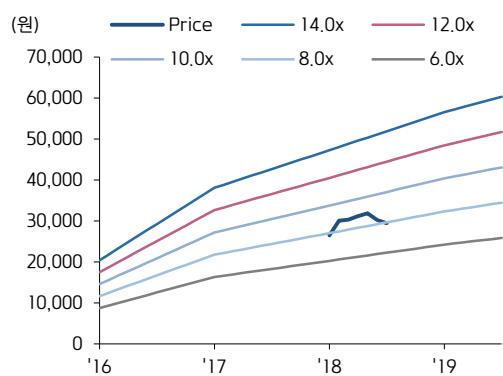
자료: BCG, 기울증권 리서치

진에어 실적 추정

(억원, %)	2017				2018E				2016	2017	2018E	2019E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
전체 매출액	2,327	1,912	2,325	2,320	2,798	2,280	2,976	2,933	7,197	8,884	10,988	13,219
매출액	321	558	492	404	309	548	534	424	1,750	1,775	1,815	1,919
ASK(백만 Km)	333	479	413	355	298	461	435	373	1,730	1,580	1,567	1,630
국내선 RPK(백만 Km)	317	453	392	338	275	436	413	355	1,646	1,500	1,479	1,538
L/F(%)	95.2%	94.6%	94.9%	95.2%	92.3%	94.6%	94.9%	95.2%	95.1%	94.9%	94.4%	94.3%
Yield(원)	101	123	126	120	112	126	129	120	106	118	123	125
매출액	1,888	1,248	1,720	1,792	2,369	1,577	2,307	2,366	5,080	6,648	8,619	10,680
ASK(백만 Km)	3,220	2,540	3,182	3,355	3,532	3,070	4,083	4,430	10,382	12,297	15,115	18,185
국제선 RPK(백만 Km)	2,867	2,199	2,796	2,851	3,142	2,698	3,641	3,765	8,620	10,713	13,246	16,029
L/F(%)	89.0%	86.6%	87.9%	85.0%	89.0%	87.9%	89.2%	85.0%	83.0%	87.1%	87.6%	88.1%
Yield(원)	66	57	62	63	75	58	63	63	59	62	65	67
기타	118	106	113	124	121	156	135	142	367	461	554	619
YoY												
전체 매출액	29.3%	31.5%	6.0%	32.6%	20.3%	19.3%	28.0%	26.4%	N.A	23.4%	23.7%	20.3%
매출액	7.0%	9.8%	-8.4%	-0.2%	-3.9%	-1.8%	8.5%	5.1%	N.A	1.4%	2.2%	5.8%
ASK	1.8%	-0.6%	-13.1%	-20.4%	-10.5%	-3.8%	5.4%	5.1%	N.A	-8.7%	-0.8%	4.0%
국내선 RPK	2.3%	-1.7%	-12.9%	-20.5%	-13.2%	-3.8%	5.4%	5.1%	N.A	-8.9%	-1.4%	4.0%
L/F	0.4%	-1.1%	0.2%	-0.1%	-3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	N.A	-0.2%	-0.6%	0.0%
Yield	4.6%	11.8%	5.2%	25.4%	10.8%	2.0%	3.0%	0.0%	N.A	11.3%	3.7%	1.7%
매출액	32.0%	47.3%	9.8%	44.9%	25.5%	26.4%	34.1%	32.0%	N.A	30.9%	29.7%	23.9%
ASK	21.1%	15.0%	15.1%	22.0%	9.7%	20.9%	28.3%	32.0%	N.A	18.4%	22.9%	20.3%
국제선 RPK	30.2%	28.8%	17.2%	22.6%	9.6%	22.7%	30.2%	32.0%	N.A	24.3%	23.6%	21.0%
L/F	7.5%	12.0%	1.8%	0.5%	-0.1%	1.5%	1.5%	0.0%	N.A	4.9%	0.6%	0.6%
Yield	1.4%	14.4%	-6.3%	18.1%	14.5%	3.0%	3.0%	0.0%	N.A	5.3%	4.9%	2.4%
기타	14.3%	17.6%	42.9%	-5.0%	-3.1%	46.3%	20.0%	14.8%	N.A	15.4%	11.1%	15.0%
영업비용	1,986	1,787	2,010	2,130	2,267	2,131	2,541	2,711	6,673	7,913	9,649	11,620
항공연료비	566	467	532	602	696	680	858	887	1,602	2,167	3,121	3,716
정비비	230	222	245	262	253	255	282	314	850	959	1,104	1,325
공항관련비	352	343	374	365	389	353	411	438	1,286	1,434	1,591	1,910
항공기임차료	273	252	276	283	277	265	290	297	1,047	1,084	1,128	1,298
인건비	241	243	272	324	311	292	326	421	878	1,080	1,350	1,755
기내여객비	61	49	62	61	68	54	74	73	191	233	270	316
운영비용	263	211	249	233	274	232	299	280	819	956	1,084	1,301
영업이익	341	125	315	190	531	150	436	222	524	971	1,339	1,599
영업이익률	14.7%	6.6%	13.5%	8.2%	19.0%	6.6%	14.6%	7.6%	7.3%	10.9%	12.2%	12.1%
YoY	27.7%	-287.0%	-21.9%	-340.5%	55.8%	19.4%	38.4%	17.0%	N.A	85.3%	37.9%	19.4%

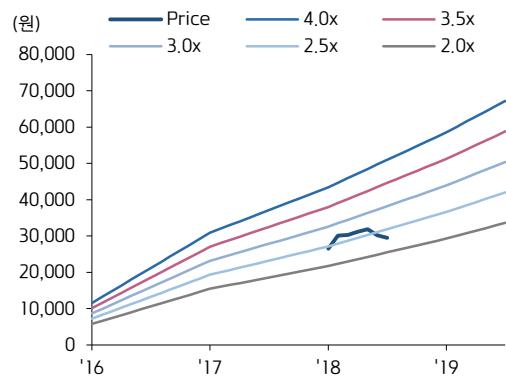
자료: 진에어, 키움증권 리서치

진에어 PER 밴드



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

진에어 PBR 밴드



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,197	8,884	10,988	13,219	14,671
매출원가	6,206	7,340	8,904	10,750	11,888
매출총이익	990	1,544	2,084	2,469	2,784
판매비밀일반관리비	468	575	745	870	970
영업이익(보고)	523	969	1,339	1,599	1,814
영업이익(핵심)	523	969	1,339	1,599	1,814
영업외손익	-17	-4	-30	-32	-34
이자수익	30	47	46	62	65
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	57	106	82	0	0
이자비용	31	49	49	49	49
외환손실	63	80	72	0	0
관계기업지분법손익	6	3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-17	-30	-37	-45	-49
법인세차감전이익	505	965	1,308	1,567	1,780
법인세비용	112	224	296	355	406
유효법인세율 (%)	22.2%	23.2%	22.6%	22.7%	22.8%
당기순이익	393	741	1,013	1,212	1,374
지배주주지분순이익(억원)	393	741	1,013	1,212	1,374
EBITDA	620	1,143	1,469	1,771	2,018
현금순이익(Cash Earnings)	491	915	1,144	1,384	1,578
수정당기순이익	393	741	1,013	1,212	1,374
증감율(% YoY)					
매출액	56.0	23.4	23.7	20.3	11.0
영업이익(보고)	76.2	85.4	38.1	19.4	13.5
영업이익(핵심)	76.2	85.4	38.1	19.4	13.5
EBITDA	91.1	84.2	28.6	20.5	13.9
지배주주지분 당기순이익	73.3	88.4	36.7	19.6	13.4
EPS	73.3	86.8	24.0	19.6	13.4
수정순이익	73.2	88.4	36.7	19.6	13.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	694	1,247	1,570	1,653	1,774
당기순이익	393	741	1,013	1,212	1,374
감가상각비	96	172	129	171	203
무형자산상각비	2	2	2	1	1
외환손익	6	-6	-10	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	105	176	426	269	196
기타	93	162	10	0	0
투자활동현금흐름	-773	-1,713	-275	-1,456	-781
투자자산의 처분	-760	-1,634	73	-1,092	-187
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-9	-77	-300	-300	-500
무형자산의 처분	-4	-2	0	0	0
기타	0	0	-49	-64	-94
재무활동현금흐름	-232	588	-58	-45	-30
단기차입금의 증가	-91	-175	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	948	0	0	0
배당금지급	-108	-135	-75	-75	-75
기타	-32	-49	17	30	45
현금및현금성자산의순증가	-315	107	1,236	152	964
기초현금및현금성자산	632	317	423	1,660	1,812
기말현금및현금성자산	317	423	1,660	1,812	2,776
Gross Cash Flow	589	1,070	1,144	1,384	1,578
Op Free Cash Flow	596	1,015	1,294	1,378	1,300

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,151	3,992	5,247	6,593	7,884
현금및현금성자산	317	423	1,660	1,812	2,776
유동금융자산	1,445	3,071	3,002	4,090	4,274
매출채권및유동채권	385	494	581	686	819
재고자산	4	4	4	4	15
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	872	991	1,413	1,660	2,093
장기매출채권및기타비유동채권	342	307	516	569	609
투자자산	32	42	36	40	43
유형자산	407	519	690	819	1,115
무형자산	7	9	7	6	5
기타비유동자산	84	114	163	227	321
자산총계	3,023	4,983	6,660	8,253	9,977
유동부채	1,854	2,327	3,049	3,475	3,856
매입채무및기타유동채무	1,615	1,959	2,635	3,013	3,362
단기차입금	131	175	175	175	175
유동상장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	108	193	238	287	318
비유동부채	389	338	355	385	431
장기매입채무및비유동채무	0	2	2	3	3
사채및장기차입금	341	281	281	281	281
기타비유동부채	49	54	71	101	146
부채총계	2,243	2,665	3,404	3,861	4,287
자본금	270	300	300	300	300
주식발행초과금	0	918	918	918	918
이익잉여금	510	1,103	2,040	3,177	4,475
기타자본	-1	-2	-2	-2	-2
지배주주지분자본총계	779	2,318	3,256	4,392	5,691
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	779	2,318	3,256	4,392	5,691
순차입금	-1,290	-3,037	-4,205	-5,446	-6,594
총차입금	472	457	457	457	457

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,457	2,722	3,376	4,039	4,579
BPS	2,886	7,727	10,852	14,641	18,970
주당EBITDA	2,298	4,199	4,898	5,905	6,728
CFPS	1,818	3,360	3,812	4,615	5,260
DPS	0	250	250	250	250
주가배수(배)					
PER	0.0	9.7	8.7	7.3	6.4
PBR	0.0	3.4	2.7	2.0	1.6
EV/EBITDA	-2.1	4.3	2.5	1.4	0.7
PCFR	0.0	7.9	7.7	6.4	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	10.9	12.2	12.1	12.4
영업이익률(핵심)	7.3	10.9	12.2	12.1	12.4
EBITDA margin	8.6	12.9	13.4	13.4	13.8
순이익률	5.5	8.3	9.2	9.2	9.4
자기자본이익률(ROE)	60.9	47.8	36.3	31.7	27.2
투하자본이익률(ROIC)	-62.6	-106.4	-109.2	-107.6	-119.6
안정성(%)					
부채비율	287.9	115.0	104.6	87.9	75.3
순차입금비율	-165.6	-131.0	-129.2	-124.0	-115.9
이자보상배율(배)	17.0	19.6	27.0	32.3	36.7
활동성(배)					
매출채권회전율	21.5	20.2	20.5	20.9	19.5
재고자산회전율	1,715.5	2,318.3	2,823.2	3,396.3	1,580.7
매입채무회전율	4.9	5.0	4.8	4.7	4.6

대한항공 (003490)



BUY(Reinitiate)

주가(06/11) 32,550원

목표주가 42,000원

대한항공은 미국의 델타항공과 JV 설립 및 인천국제공항 제 2 여객터미널 개장 따른 신규 수요 창출이 기대된다. 또한, 장거리 노선 고객과 프리미엄 고객을 중심으로 하는 LCC 항공사와의 차별화 전략이 동사의 주요 투자 포인트로 판단된다.

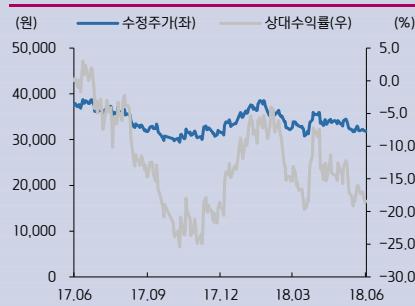
Stock Data

KOSPI (06/11)	2,470.15pt
시가총액	30,872억원
52주 주가동향	최고가 38,750원 최저가 29,400원
최고/최저가 대비 등락	-18.06% 7.99%
주가수익률	절대 상대 1M -4.8% -4.9% 6M 0.6% 1.1% 1Y -15.3% -18.4%

Company Data

발행주식수	95,955천주
일평균 거래량(3M)	607천주
외국인 지분율	16.50%
배당수익률(18.E)	0.74%
BPS (18.E)	32,133원
주요 주주	한진칼 외 9인 33.40%

Price Trend



수익성 개선의 시기

>>> 재무구조 개선 순항 중

항공사는 일반적으로 항공기 도입을 위해 투자가 선행되어야 하는 산업이다. 이로 인해 부채 비율이 타 산업대비 높은 경우가 많다. 동사는 재무 구조 측면에서 과거 대규모 CAPEX가 지속되면서 부채 비율이 급증하던 시기에서 점차 개선되는 모습을 보이고 있다. Free Cash Flow가 투자 규모를 상회하고 있어 구조적 개선이 순조롭게 진행 중이라고 판단된다.

>>> 중장거리 노선에서의 차별화

대한항공은 중장거리 노선을 중심으로 타사와의 차별화가 기대된다. LCC 항공사와 중장거리 노선에 대한 경쟁은 없다고 봐도 무방한 상황이다. 이런 상황 속에서 동사는 중장거리 노선 이용객들의 점유율 확대를 안정적으로 확보해가고 있다. 또한 LCC 항공사들은 대부분 보유하고 있지 않은 비즈니스 클래스에 대한 수요도 꾸준히 있어 이러한 부분에서 타 항공사대비 차별화 되는 점으로 판단된다.

>>> 2분기 영업이익 1,787억원 전망

미국의 델타항공과 JV 설립 및 인천국제공항 제 2 여객터미널 개장 따른 수요 창출이 기대된다. 특히, 장거리 노선 고객과 프리미엄 고객 서비스 강화에 따른 차별화 전략 유효할 것으로 판단된다. 목표주가는 '42,000원' 투자의견 'BUY'를 제시한다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	117,319	120,922	129,815	135,002	139,962
보고영업이익(억원)	11,208	9,398	10,070	11,030	12,280
핵심영업이익(억원)	11,208	9,398	10,070	11,030	12,280
EBITDA(억원)	28,723	26,328	25,627	26,368	27,418
세전이익(억원)	-7,174	11,217	4,885	7,971	10,942
순이익(억원)	-5,568	8,019	3,770	6,013	8,173
자체주주지분순이익(억원)	-5,649	7,915	3,721	5,935	8,067
EPS(원)	-7,106	8,516	3,864	6,163	8,377
증감율(%YoY)	N/A	N/A	-54.6	59.5	35.9
PER(배)	-3.6	4.0	8.2	5.2	3.8
PBR(배)	1.2	0.9	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	5.3	5.9	6.1	5.6	4.9
보고영업이익률(%)	9.6	7.8	7.8	8.2	8.8
핵심영업이익률(%)	9.6	7.8	7.8	8.2	8.8
ROE(%)	-25.5	28.5	10.8	17.2	19.6
순부채비율(%)	707.9	326.6	381.9	305.6	221.1

>>> 재무 구조 개선 순조롭게 진행 중

안정적인 부채 비율 감소

항공사는 일반적으로 항공기 도입을 위해 투자가 선행되어야 하는 산업이다. 이로 인해 부채비율이 타 산업대비 높은 경우가 많다. 과거 대한항공도 선제적인 항공기 도입을 위해 큰 투자를 선행적으로 단행했고 부채비율이 1,000%를 상회하기도 했다. 일부 항공사들은 부채 비율의 부담을 감소시키기 위해 항공기 도입 시에 금융리스 대신 운용리스를 채택하는 경우도 있다. 하지만 이런 경우 부채비율이 감소하는 대신 영업 측면에서 비용 부담이 증가한다. 또한 2019년부터는 운용리스 역시 금융리스와 같은 회계처리가 적용될 전망이다. 따라서 항공사들의 부채 비율 감소 등 재무구조 개선은 반드시 필요한 상황이다.

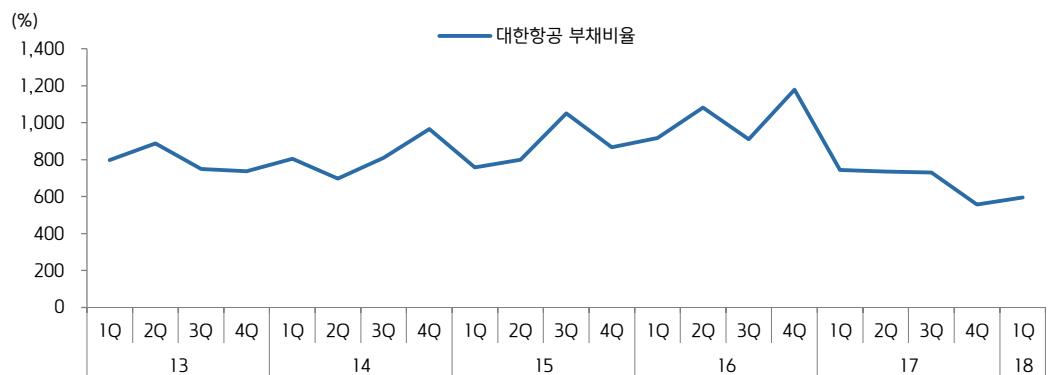
동사는 재무구조 측면에서 과거 대규모 CAPEX가 지속되면서 부채 비율이 급증하던 시기에서 점차 개선되는 모습을 보이고 있다. 영업측면에서 안정적으로 이익을 창출했음에도 항공기 도입 등 투자로 인해 부채가 늘어났던 구조에서 Free Cash Flow가 투자 규모를 상회하고 있어 구조적 개선이 순조롭게 진행 중이라고 판단된다.

대한항공 분기별 영업이익 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

대한항공 부채 비율 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

>>> 중장거리 노선에서의 차별화

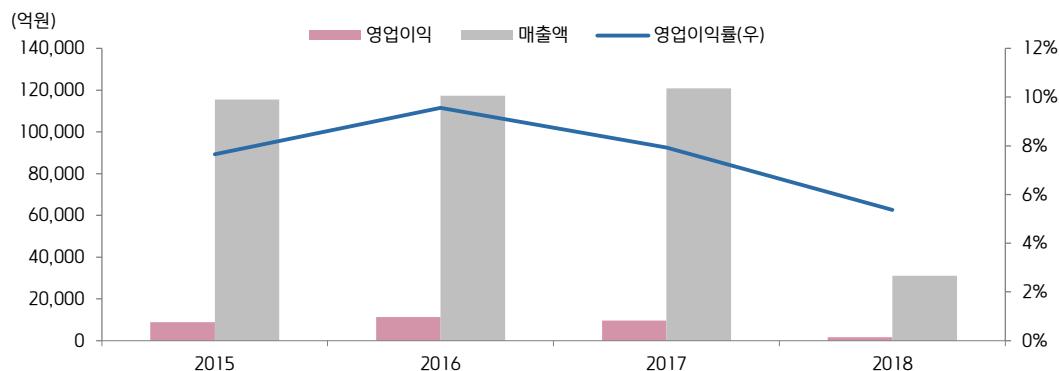
델타항공과 JV, 인천공항 제 2 여객 터미널 효과

2015년 이후 국제 유가 하락과 동시에 LCC 항공사들이 공격적으로 공급을 늘리며 항공산업의 경쟁이 심화됐다. 이에 따라 항공사들의 운임 하락이 있었고 FSC 항공사들은 LCC 항공사들에게 일부 기존 고객층의 수요를 잃었다. 실제로 국제선 여객 수 기준으로 대한항공은 시장점유율이 과거 약 40%에 육박했었지만 현재는 약 25% 대로 하락했다. 높은 부채 비율로 인해 재무 구조 개선이 필요한 시점에서 저렴한 운임을 기반으로 하는 LCC 항공사들과의 가격 경쟁까지 심화된 결과이다.

하지만 대한항공은 중장거리 노선을 중심으로 타사와의 차별화가 기대된다. 현재 LCC 항공사에서 중장거리 노선을 운항하는 항공사는 진에어 뿐이다. B777 기종 총 4대를 운항 중이지만 운항 노선이 제한적이어서 LCC 항공사와 중장거리 노선에 대한 경쟁은 없다고 봐도 무방한 상황이다. 이런 상황 속에서 동사는 중장거리 노선 이용객들의 점유율 확대를 안정적으로 확보해가고 있다. 또한 LCC 항공사들은 대부분 보유하고 있지 않은 비즈니스 클래스에 대한 수요도 꾸준히 있어 이러한 부분에서 타 항공사 대비 차별화 되는 점으로 판단된다.

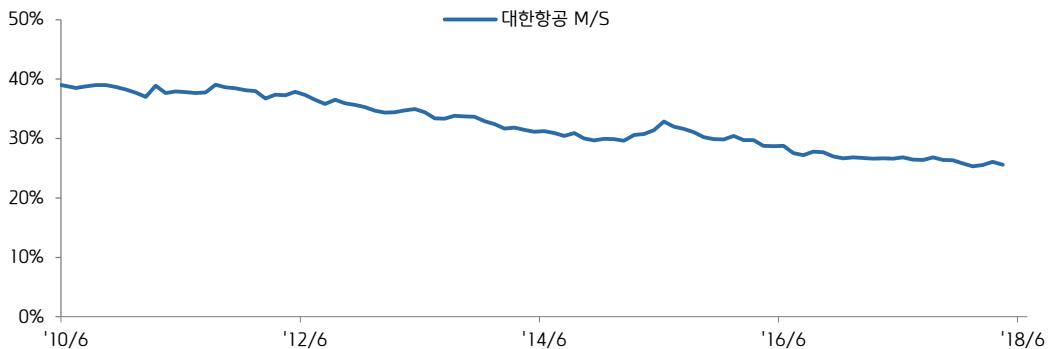
한편, 미국의 거대 항공사인 델타항공과 JV 설립으로 미국에서 인천을 거쳐 동남아 등 제 3의 국가가 목적지인 환승객 수요 확보도 가능할 것으로 보인다. 또한 동사는 지난 1월 오픈한 인천국제공항 제 2 여객터미널을 우선적으로 사용하게 되어 승객들의 편의 개선에 따른 수요 창출도 기대해 볼만 할 것이다. 향후 동사에게 있어 중장거리 노선을 중심으로 하는 시장점유율 확대 및 프리미엄 고객층의 확보에 따른 수익성 개선 전략의 전망이 중요할 것으로 판단된다.

대한항공 연간 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이



자료: FnGuide, 기움증권 리서치 *2018년은 1분기 기준

대한항공 국제선 여객수 시장점유율 변화



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

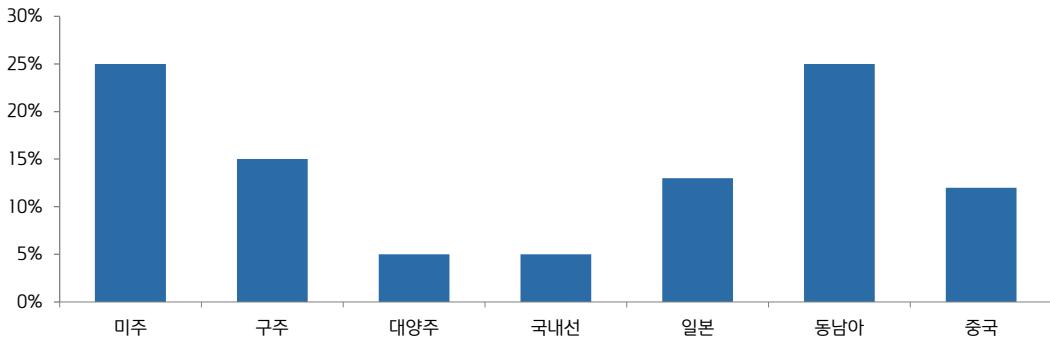
>>> 올해는 수익성 개선

연간 수익성 개선은 유효

대한항공은 지난 1분기 IFRS 연결 기준 매출액 3조 1,020억원(YoY 기준 +8.2%)과 영업이익 1,663억 원(YoY 기준 -13.2%)를 기록했다. 중장거리 노선인 미주 및 구주 지역과 동남아 지역에서 국제선 여객 수요 증가로 인해 안정적인 매출 성장 견인했다. 또한 화물의 운임 상승으로 인한 효과도 있었던 것으로 판단된다. 안전장려금 약 534억원 및 국제유가 상승에도 불구하고 양호한 실적으로 해석된다.

2018년은 국제유가 상승이 예상되어 동사의 비용 부담은 늘 것으로 보이지만, 그럼에도 불구하고 2017년보다 개선된 10,070억원의 영업이익 달성이 전망된다. 동사는 높았던 부채 비율이 안정적으로 감소하고 있고, 중장거리 노선에서 LCC 항공사와 차별화되는 전략을 채택하고 있다. 또한 올해 연말까지 신형 대형기뿐 아니라 B737 기종 보다 규모가 작은 CS300 6대를 도입할 예정이다. 2018년 동사는 차별화 전략에 따른 수익성의 개선 이루어 질 것으로 기대된다. 동사에 투자의견 'BUY'와 목표주가 '42,000원'을 제시한다.

대한항공 노선별 매출 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치 * 2018년 3월말 기준

대한항공 기재 현황

기종	18년 3월말 기준	2018년 연말까지 도입 예정
A380	10	
A330	29	
B747-400	4	
B747-8I	10	
B777	41	
B787-9	5	1
B737	35	4
CS300	4	6
여객기 계	138	11
B747F	7	
B747-8F	7	
B777F	12	
화물기 계	26	0
Total	164	11

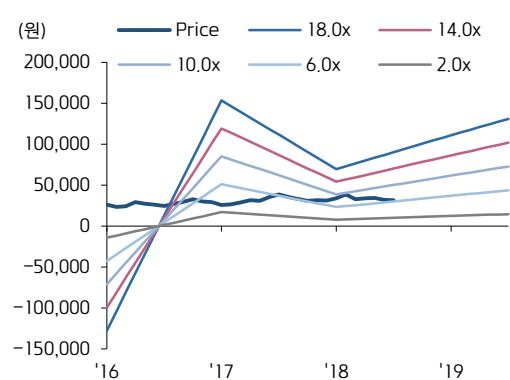
자료: 대한항공, 키움증권 리서치

대한항공 실적 추정

(억원, %)	2017				2018E				2016 Annual	2017 Annual	2018E Annual	2019E Annual	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE					
전체	매출액	28,660	29,052	32,139	31,071	31,020	31,168	34,683	32,944	117,319	120,922	129,815	135,002
	매출액	1,052	1,437	1,365	1,215	980	1,466	1,420	1,246	4,937	5,070	5,111	5,163
	ASK(백만 Km)	850	1,014	987	875	779	1,014	987	875	3,708	3,726	3,655	3,655
국내선	RPK(백만 Km)	640	812	768	675	563	812	783	678	2,879	2,895	2,837	2,851
	L/F(%)	75.3%	80.1%	77.8%	77.1%	72.3%	80.1%	79.4%	77.5%	77.6%	77.7%	77.6%	78.0%
	Yield(원)	164	177	178	180	174	181	181	184	171	175	180	181
	매출액	15,739	15,538	17,865	16,243	17,540	16,730	19,798	17,237	64,720	65,385	71,305	73,859
	ASK(백만 Km)	22,335	23,143	24,936	23,991	23,662	23,837	25,684	24,471	92,946	94,405	97,654	99,854
국제선	RPK(백만 Km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,785	19,123	21,142	19,068	73,029	74,948	78,118	80,279
	L/F(%)	80.3%	79.4%	81.1%	76.8%	79.4%	80.2%	82.3%	77.9%	78.6%	79.4%	80.0%	80.4%
	Yield(원)	88	85	88	88	93	87	94	90	89	87	91	92
	매출액	6,397	6,725	7,004	7,960	6,976	7,268	7,538	8,361	24,437	28,087	30,144	31,054
	FTK(백만 Km)	2,584	2,712	2,794	2,854	2,622	2,739	2,822	2,883	10,621	10,944	11,066	11,176
화물	AFTK(백만 Km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,135	2,223	2,303	8,164	8,593	8,670	8,756
	L/F(%)	78.2%	77.9%	78.0%	79.9%	76.6%	77.9%	78.8%	79.9%	76.9%	78.5%	78.3%	78.3%
	Yield(원)	317	318	321	349	347	340	339	363	299	327	348	355
	기타	4,918	4,812	5,026	4,729	4,677	5,164	5,005	5,177	20,935	19,486	20,023	21,533
	YoY												
전체	매출액	0.0%	3.1%	2.3%	5.1%	8.2%	7.3%	7.9%	6.0%	1.7%	3.1%	7.4%	4.0%
	매출액	2.9%	8.9%	-3.6%	3.1%	-6.9%	2.0%	4.0%	2.5%	4.3%	2.7%	0.8%	1.0%
	ASK	1.8%	4.8%	-1.0%	-3.6%	-8.4%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	0.5%	-1.9%	0.0%
국내선	RPK	6.0%	4.0%	-3.4%	-3.4%	-12.0%	0.0%	2.0%	0.5%	6.7%	0.6%	-2.0%	0.5%
	L/F	4.1%	-0.7%	-2.4%	0.2%	-4.0%	0.0%	2.0%	0.5%	5.4%	0.1%	-0.1%	0.5%
	Yield	-2.9%	4.7%	-0.2%	6.8%	5.8%	2.0%	2.0%	2.0%	-2.2%	2.1%	2.9%	0.5%
	매출액	-2.6%	1.6%	-3.2%	9.8%	11.4%	7.7%	10.8%	6.1%	4.4%	1.0%	9.1%	3.6%
	ASK	-4.4%	1.0%	2.9%	7.0%	5.9%	3.0%	3.0%	2.0%	3.9%	1.6%	3.4%	2.3%
국제선	RPK	-0.4%	2.7%	3.2%	5.1%	4.8%	4.0%	4.5%	3.5%	5.9%	2.6%	4.2%	2.8%
	L/F	4.1%	1.7%	0.3%	-1.8%	-1.1%	1.0%	1.5%	1.5%	2.0%	1.0%	0.8%	0.5%
	Yield	-2.2%	-1.1%	-6.2%	4.4%	6.3%	3.5%	6.0%	2.5%	-1.4%	-1.6%	4.6%	0.8%
	매출액	14.0%	13.2%	20.3%	12.7%	9.1%	8.1%	7.6%	5.0%	-0.5%	14.9%	7.3%	3.0%
	FTK	3.2%	0.9%	4.3%	3.8%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	0.1%	3.0%	1.1%	1.0%
화물	AFTK	7.9%	2.6%	7.6%	3.4%	-0.5%	1.0%	2.0%	1.0%	-1.2%	5.3%	0.9%	1.0%
	L/F	4.6%	1.6%	3.2%	-0.4%	-2.0%	0.0%	1.0%	0.0%	-1.3%	2.1%	-0.2%	0.0%
	Yield	5.7%	10.4%	11.9%	9.0%	9.6%	7.0%	5.5%	4.0%	-5.4%	9.2%	6.4%	2.0%
	기타	14.0%	13.2%	20.3%	12.7%	9.1%	8.1%	7.6%	5.0%	-0.5%	14.9%	7.3%	3.0%
	영업비용	26,745	27,324	28,584	28,871	29,357	29,381	30,590	30,418	106,110	111,524	119,745	123,972
급여 및 퇴직급여		3,768	4,176	3,894	4,042	3,974	4,351	4,058	4,212	15,216	15,880	16,595	17,292
복리후생비		631	829	814	810	1,210	846	831	826	2,893	3,085	3,713	3,788
감가상각비 및 무형자산상각비		4,097	4,160	4,135	4,023	4,091	4,160	4,135	4,063	17,294	16,414	16,448	16,613
임차료		904	878	853	882	844	895	870	900	2,880	3,516	3,509	3,579
연료유류비		6,343	6,168	6,576	7,075	7,293	7,877	8,424	8,338	21,901	26,162	31,931	34,390
공항관련비		2,888	2,862	3,069	3,037	2,957	2,919	3,130	3,097	12,199	11,855	12,104	12,346
판매수수료		771	796	845	861	1,080	812	862	878	3,072	3,274	3,632	3,705
기타		6,856	7,028	7,287	7,109	6,955	7,098	7,360	7,180	28,784	28,280	28,593	28,879
	영업이익	1,915	1,728	3,555	2,200	1,663	1,787	4,093	2,526	11,208	9,398	10,070	11,030
영업이익률		6.4%	5.6%	11.8%	7.4%	5.7%	5.4%	11.8%	7.7%	9.6%	7.8%	7.8%	8.2%
YoY		-40.0%	8.9%	-15.4%	31.8%	-4.3%	3.3%	8.0%	9.4%	25.6%	-11.4%	5.2%	9.5%

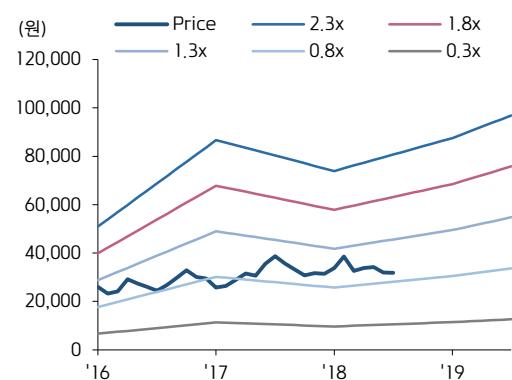
자료: 대한항공, 키움증권 리서치, * 매출액 및 영업비용 상세내역은 별도기준

대한항공 PER 밴드



자료: Fnguide, 기움증권 리서치

대한항공 PBR 밴드



자료: Fnguide, 기움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	117,319	120,922	129,815	135,002	139,962
매출원가	94,352	99,912	108,090	112,271	116,184
매출총이익	22,966	21,011	21,725	22,731	23,778
판매비및일반관리비	11,758	11,613	11,655	11,700	11,498
영업이익(보고)	11,208	9,398	10,070	11,030	12,280
영업이익(핵심)	11,208	9,398	10,070	11,030	12,280
영업외손익	-18,382	1,819	-5,184	-3,059	-1,339
이자수익	288	308	254	264	277
배당금수익	39	46	38	39	41
외환이익	4,717	13,908	7,409	8,678	9,998
이자비용	4,068	4,573	4,573	4,573	4,573
외환손실	7,448	3,953	7,044	6,148	5,715
관계기지분법손익	-4,546	-147	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-2,123	-2,229	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1,490	-360	0	0	0
기타	-3,752	-1,181	-1,268	-1,318	-1,367
법인세차감전이익	-7,174	11,217	4,885	7,971	10,942
법인세비용	-1,606	3,198	1,115	1,959	2,768
우호법인내율 (%)	22.4%	28.5%	22.8%	24.6%	25.3%
당기순이익	-5,568	8,019	3,770	6,013	8,173
지배주주지분순이익(억원)	-5,649	7,915	3,721	5,935	8,067
EBITDA	28,723	26,328	25,627	26,368	27,418
현금순이익(Cash Earnings)	11,947	24,949	19,327	21,351	23,311
수정당기순이익	-2,765	9,870	3,770	6,013	8,173
증감율(% YoY)					
매출액	1.6	3.1	7.4	4.0	3.7
영업이익(보고)	26.9	-16.2	7.1	9.5	11.3
영업이익(핵심)	26.9	-16.2	7.1	9.5	11.3
EBITDA	13.4	-8.3	-2.7	2.9	4.0
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	-53.0	59.5	35.9
EPS	N/A	N/A	-54.6	59.5	35.9
수정순이익	N/A	N/A	-61.8	59.5	35.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	28,063	28,068	11,428	19,236	26,816
당기순이익	-5,568	8,019	3,770	6,013	8,173
감가상각비	16,983	16,478	15,157	14,984	14,825
무형자산상각비	533	452	400	353	313
외환손익	2,176	-8,061	-365	-2,530	-4,283
자산처분손익	2,415	3,004	0	0	0
지분법손익	1,123	-113	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-972	-411	1,026	-2,008	3,643
기타	11,375	8,700	-8,560	2,423	4,146
투자활동현금흐름	-8,735	-20,412	-11,450	-13,291	-13,377
투자자산의 처분	-837	-2,653	1,550	-291	-377
유형자산의 처분	2,719	818	0	0	0
유형자산의 취득	-11,451	-18,765	-13,000	-13,000	-13,000
무형자산의 처분	12	7	0	0	0
기타	823	182	0	0	0
재무활동현금흐름	-18,293	-10,362	1,664	964	932
단기차입금의 증가	-39,337	-45,803	0	0	0
장기차입금의 증가	11,396	27,443	0	0	0
자본의 증가	35	4,533	0	0	0
배당금지급	-233	-336	-241	-241	-241
기타	9,846	3,802	1,906	1,205	1,173
현금및현금성자산의순증가	1,224	-3,287	1,643	6,909	14,371
기초현금및현금성자산	9,675	10,899	7,612	9,255	16,164
기말현금및현금성자산	10,899	7,612	9,255	16,164	30,535
Gross Cash Flow	29,035	28,479	10,402	21,244	23,174
Op Free Cash Flow	13,803	4,479	11,355	8,650	14,954

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	33,280	35,823	37,279	47,378	59,984
현금및현금성자산	10,899	7,612	9,255	16,164	30,535
유동금융자산	1,958	5,726	3,782	3,972	4,255
매출채권및유동채권	14,627	14,004	15,156	16,413	16,690
재고자산	5,647	6,827	8,238	9,863	7,226
기타유동비금융자산	148	1,654	848	966	1,277
비유동자산	206,285	210,664	208,878	207,371	205,233
장기매출채권및기타비유동채권	5,743	4,601	4,933	5,625	5,492
투자자산	6,655	6,322	6,761	6,900	7,033
유형자산	178,733	189,073	186,916	184,931	183,106
무형자산	4,050	3,635	3,235	2,882	2,569
기타비유동자산	11,105	7,033	7,033	7,033	7,033
자산총계	239,565	246,487	246,157	254,750	265,217
유동부채	91,311	66,381	68,506	69,613	70,521
매입채무및기타유동채무	24,426	24,547	26,646	27,738	28,632
단기차입금	11,680	7,726	7,726	7,726	7,726
유동성장기차입금	55,122	33,704	33,704	33,704	33,704
기타유동부채	83	404	430	445	459
비유동부채	129,511	142,594	145,491	147,273	148,999
장기매입채무및비유동채무	18,260	13,467	14,457	15,035	15,587
사채및장기차입금	78,736	94,417	94,417	94,417	94,417
기타비유동부채	32,515	34,711	36,617	37,822	38,995
부채총계	220,822	208,976	213,997	216,887	219,520
자본금	3,698	4,798	4,798	4,798	4,798
주식발행초과금	6,029	9,462	9,462	9,462	9,462
이익잉여금	-1,929	5,767	9,255	14,957	22,791
기타자본	4,305	7,430	7,430	7,430	7,430
지배주주지분자본총계	17,607	36,294	30,944	36,646	44,480
비지배주주지분자본총계	1,137	1,217	1,217	1,217	1,217
자본총계	18,744	37,511	32,160	37,863	45,697
순차입금	132,681	122,509	122,810	115,711	101,057
총차입금	145,538	135,847	135,847	135,847	135,847

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-7,106	8,516	3,864	6,163	8,377
BPS	22,149	37,689	32,133	38,054	46,189
주당EBITDA	36,134	28,328	26,611	27,381	28,472
CFPS	15,029	26,845	20,070	22,171	24,207
DPS	0	250	250	250	250
주가배수(배)					
PER	-3.6	4.0	8.2	5.2	3.8
PBR	1.2	0.9	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.3	5.9	6.1	5.6	4.9
PCFR	1.7	1.3	1.6	1.4	1.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.6	7.8	7.8	8.2	8.8
영업이익률(핵심)	9.6	7.8	7.8	8.2	8.8
EBITDA margin	24.5	21.8	19.7	19.5	19.6
순이익률	-4.7	6.6	2.9	4.5	5.8
자기자본이익률(ROE)	-25.5	28.5	10.8	17.2	19.6
투자자본이익률(ROIC)	5.2	3.9	4.3	4.7	5.3
안정성(%)					
부채비율	1,178.1	557.1	665.4	572.8	480.4
순차입금비율	707.9	326.6	381.9	305.6	221.1
이자보상배율(배)	2.8	2.1	2.2	2.4	2.7
활동성(배)					
매출채권회전율	8.1	8.4	8.9	8.6	8.5
재고자산회전율	22.2	19.4	17.2	14.9	16.4
매입채무회전율	4.9	4.9	5.1	5.0	5.0

아시아나항공 (020560)



BUY(Maintain)

주가(06/11) 4,895원

목표주가 6,000원

2018년 아시아나항공은 중국 노선의 기저 효과에 따른 수익성 개선이 기대된다. 한편, 차입금 상환에 대한 유동성 확보도 계획대로 착실히 시행되고 있다. 동사의 자회사 LCC 항공사인 에어서울의 단거리노선과 A380, A350기 도입으로 중장거리 노선에서 안정적인 수익을 확보하는 전략이 유효하다면 주가 회복도 가능할 것으로 판단된다.

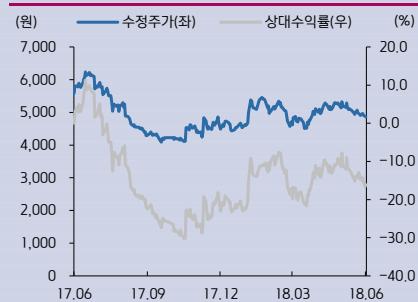
Stock Data

KOSPI (06/11)	2,470.15pt
시가총액	10,046억원
52주 주가동향	최고가 6,240원 최저가 4,090원
최고/최저가 대비 등락	-22.04% 18.95%
주가수익률	절대 상대
1M	-5.4%
6M	8.5%
1Y	-13.0%
	-16.1%

Company Data

발행주식수	205,235천주
일평균 거래량(3M)	1,336천주
외국인 지분율	14.37%
배당수익률(18.E)	0.00%
BPS(18.E)	6,029원
주요 주주	금호산업 외 4인
	33.48%

Price Trend



재무구조 개선 가시화

>>> 중국 노선 수익성 회복

2017년 3월 중국인 단체 관광객 방한 금지령으로 인해 중국 노선에 대한 수요가 큰 폭으로 하락했다. 중국 노선이 차지하는 매출 비중이 높았던 동사의 수익성은 악화됐다. 2018년에는 기저 효과로 인한 수익성 개선이 가시화되고 있고 단거리 노선은 자회사인 에어서울을 통해 LCC 항공사와의 운임 경쟁에 대응하고, 중장거리 노선은 A380, A350과 항공기를 도입하여 대응하는 방향으로 전략을 설정하면서 수익성 개선이 기대된다.

>>> 유동성 우려 해소 구간

동사의 총 차입금 수준은 약 4.4조원으로 파악된다. 이 중 약 2조원 가량의 금액이 올해 만기가 돌아온다. 동사는 해결책으로 CJ 대한통운 주식 매각, 전환사채 발행, 광화문 사옥 매각, 해외 신종자본증권 발행 등 현재까지 약 1.2 조원의 유동성을 확보했다. 하반기에는 자회사 및 계열사의 상장도 준비 중에 있다. 차입금 상환에 대한 유동성 확보가 계획대로 착실히 시행되고 있다고 판단된다.

>>> 2분기 영업이익 470억원 전망

중국 노선의 기저 효과에 따른 수익성 개선이 기대된다. 한편, 차입금 상환에 대한 유동성 확보도 계획대로 착실히 시행되고 있다. 동사의 자회사 LCC 항공사인 에어서울의 단거리노선과 A380, A350기 도입으로 중장거리 노선에서 안정적인 수익을 확보하는 전략이 유효하다면 주가 회복도 가능할 것으로 판단된다. 투자의견 'BUY'와 목표주가 '6,000원'을 제시한다.

투자지표, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	57,636	62,271	67,059	70,309	73,292
보고영업이익(억원)	2,565	2,759	3,249	3,970	4,943
핵심영업이익(억원)	2,565	2,759	3,249	3,970	4,943
EBITDA(억원)	6,578	7,229	7,375	8,087	9,051
세전이익(억원)	703	3,510	1,173	1,502	2,459
순이익(억원)	526	2,479	883	1,093	1,792
지배주주지분순이익(억원)	493	2,519	867	1,073	1,760
EPS(원)	251	1,227	422	523	857
증감율(%YoY)	N/A	389.7	-65.6	23.8	63.9
PER(배)	16.8	3.7	11.5	9.3	5.7
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	8.0	7.1	6.9	6.2	5.1
보고영업이익률(%)	4.5	4.4	4.8	5.6	6.7
핵심영업이익률(%)	4.5	4.4	4.8	5.6	6.7

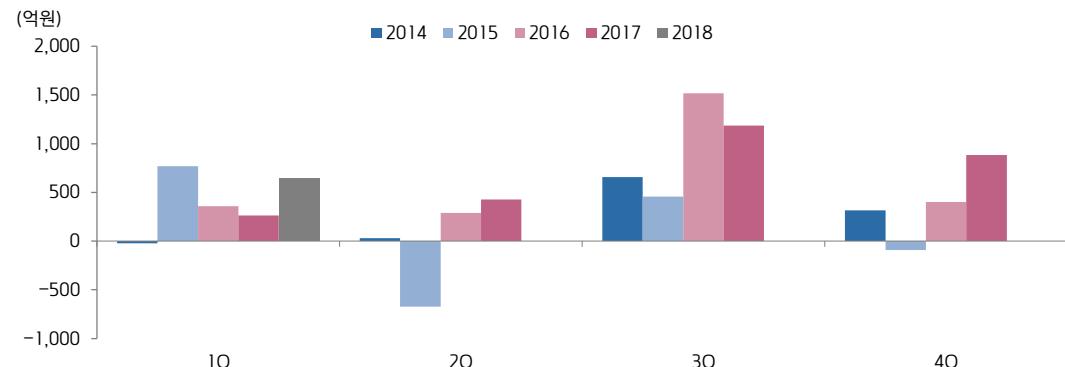
>>> 중국 노선에 대한 기저 효과

자회사와 중대형 항공기 도입으로 수익성 개선

2017년 3월 중국인 단체 관광객 방한 금지령으로 인해 중국인 여행객이 급감하면서 중국 노선에 대한 수요도 큰 폭으로 하락했다. 이에 따라 중국 노선에 대한 운수권을 보유하고 있고 중국 노선이 차지하는 매출 비중이 높았던 아시아나 항공의 수익성이 악화됐다. 2017년은 그 어느 때보다도 국제선 여객 수요가 좋았던 한 해였기에 동사에게는 힘든 한 해였다. 또한, 차입금 상환에 대한 유동성 우려까지 겹쳐 주가는 액면가를 하회기도 했다.

하지만 2018년도부터 단거리 노선은 동사의 100% 자회사인 에어서울 및 46% 자회사 에어부산을 이용해 LCC 항공사와의 운임 경쟁에 대응하고, 중장거리 노선은 A380, A350과 같은 중장거리 노선 비행이 가능한 항공기를 도입하는 방향으로 전략을 설정하면서 실적 회복세를 보이고 있다. 또한 2017년 수익성이 악화되었던 중국 노선에 대해서도 기저 효과로 인해 수익성이 개선되고 있다고 판단된다.

아시아나항공 분기별 영업이익



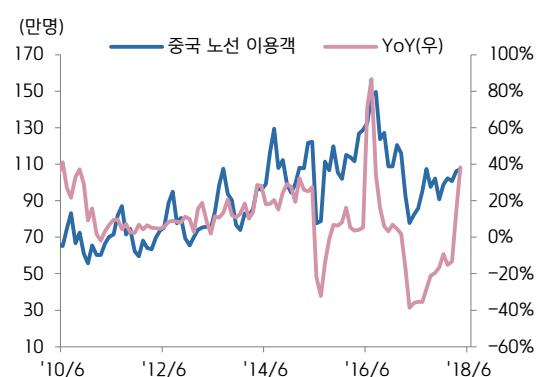
자료: 아시아나항공, 키움증권 리서치

아시아나항공 항공기 추이

구 분	'17년말	2017년 9월말			'18년말 E
		운영대수	금융리스	소유기	
A320/321	26	26		3	26
B767	7	7	4	3	7
A330	15	15			15
B747	2	2		2	2
B777	10	9	8	1	9
A350	4	4			4
A380	6	6	6		6
여객합	70	69	21	6	45
B767F	1	1	1		1
B747F	11	11	2	5	4
화물합	12	12	3	5	4
					12

자료: 아시아나항공, 키움증권 리서치

인천+김포공항 중국노선 이용객수와 YoY 증감율



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, 키움증권 리서치

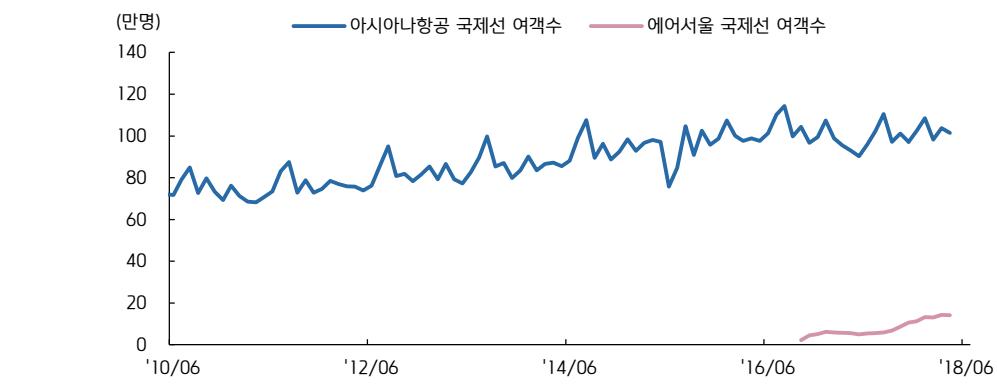
>> 유동성에 대한 우려 해소 구간

차입금 만기와 따른 유동성 확보

2018년 3월말 기준 아시아나 항공의 총 차입금 수준은 약 4.4 조원으로 파악된다. 이 중 약 2 조원 가량의 금액이 올해 만기가 돌아온다. 동사는 유동성 우려에 대한 해결책으로 지난 2월 주식담보대출 약 2,600억원, 3월 CJ 대한통운 주식 약 74만주 935억원 매각, 4월 약 1,000억원 전환사채 발행, 5월 금호아시아나그룹 광화문 사옥 약 4,180억원 매각, 6월 해외 신종자본증권 약 3,000억원 발행 등 현재 까지 약 1.2 조원의 유동성을 확보했다. 하반기에는 아시아나항공의 자회사 에어부산 및 계열사 아시아나 IDT의 상장도 준비 중에 있다. 또한, 채권단과의 재무 구조 개선에 대한 MOU를 체결하여 만기를 연장하고, 지속적으로 유휴 자산을 매각할 예정이다.

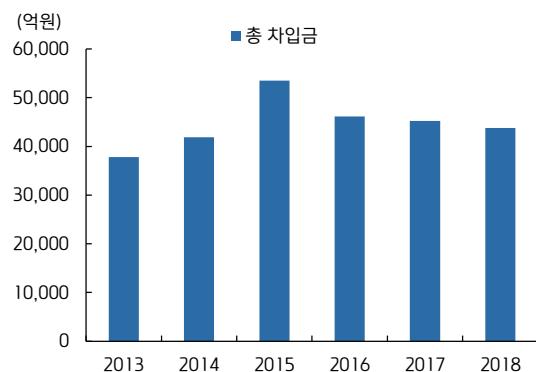
동사는 지난 1분기 IFRS 연결 기준 매출액 1조 5,887억원(YoY 기준 +9.0%)와 영업이익 643억원 (+144.4%)으로 시장 기대치를 상회했다. 여객과 화물 모두 호조세를 보여 좋은 실적 기록했다. 2018년에도 3,249억원의 영업이익이 가능할 것으로 기대한다. 중국 노선의 기저 효과로 인한 수익성 개선이 기대되기 때문이다. 향후 자회사 LCC 항공사인 에어서울의 단거리노선과 A380, A350기 도입으로 중장거리 노선에서 안정적인 수익을 확보하는 전략이 유효하다면 추가 회복도 가능할 것으로 판단된다. 차입금 상환에 대한 유동성 확보도 계획대로 착실히 시행되고 있어 투자의견 'BUY'와 목표주가 '6,000원'을 제시한다.

아시아나항공과 에어서울 국제선 여객수 추이



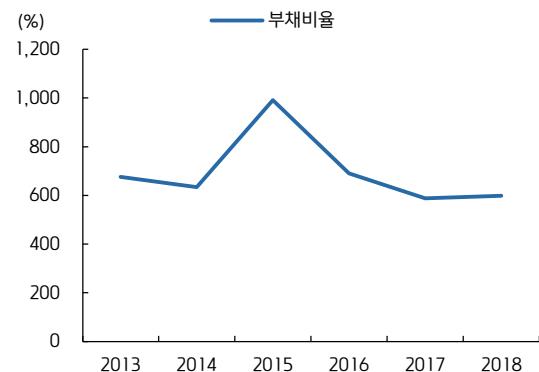
자료: 아시아나항공, 기움증권 리서치

아시아나항공 차입금 추이



자료: 아시아나항공, 기움증권 리서치 * 2018년은 3월 말 기준

아시아나항공 부채비율 추이



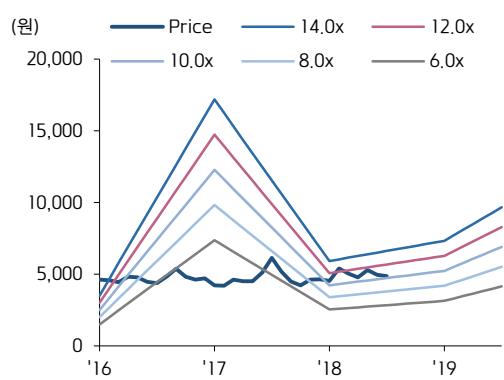
자료: 아시아나항공, 기움증권 리서치 * 2018년은 3월 말 기준

아시아나항공 실적 추정

(억원, %)		2017				2018E				2016	2017	2018E	2019E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
전체	매출액	14,571	14,919	16,308	16,473	16,028	15,822	17,882	17,327	57,636	62,271	67,059	70,309
	매출액	623	873	884	821	687	899	920	848	2,902	3,200	3,354	3,448
	ASK(백만 Km)	622	707	727	664	645	718	742	675	2,567	2,720	2,780	2,835
국내선	RPK(백만 Km)	498	613	643	573	544	628	663	589	2,153	2,327	2,424	2,485
	L/F(%)	80.0%	86.7%	88.5%	86.4%	84.4%	87.6%	89.4%	87.2%	83.9%	85.6%	87.2%	87.7%
	Yield(원)	125	142	137	143	126	143	139	144	135	138	138	139
	매출액	8,101	7,709	9,001	8,433	8,726	8,099	9,929	8,731	32,547	33,244	35,485	36,890
	ASK(백만 Km)	12,273	12,547	13,407	13,001	12,850	12,923	13,809	13,261	48,869	51,227	52,843	54,033
국제선	RPK(백만 Km)	9,977	10,116	11,165	10,626	10,981	10,628	11,729	11,001	40,320	41,884	44,339	45,572
	L/F(%)	81.3%	80.6%	83.3%	81.7%	85.5%	82.2%	84.9%	83.0%	82.5%	81.8%	83.9%	84.3%
	Yield(원)	81	76	81	79	79	76	85	79	81	79	80	81
	매출액	2,804	3,180	3,203	3,858	3,180	3,506	3,531	4,091	11,055	13,046	14,308	14,910
	FTK(백만 Km)	1,349	1,439	1,457	1,501	1,410	1,467	1,486	1,516	5,627	5,746	5,880	5,939
화물	AFTK(백만 Km)	1,065	1,189	1,193	1,225	1,100	1,225	1,229	1,237	4,296	4,672	4,791	4,863
	L/F(%)	78.9%	82.6%	81.9%	81.6%	78.0%	83.5%	82.7%	81.6%	76.3%	81.3%	81.5%	81.9%
	Yield(원)	263	268	268	315	289	286	287	331	257	279	299	307
기타		2,041	2,083	2,119	2,156	2,159	2,245	2,291	2,331	7,510	8,398	9,026	9,736
	YoY												
전체	매출액	5.6%	8.1%	3.8%	11.4%	10.0%	6.1%	9.7%	5.2%	3.8%	8.0%	7.7%	4.8%
	매출액	-1.6%	10.9%	6.3%	26.2%	10.3%	3.0%	4.1%	3.3%	0.3%	10.3%	4.8%	2.8%
	ASK	0.0%	9.5%	10.7%	3.4%	3.6%	1.5%	2.0%	1.8%	-0.1%	6.0%	2.2%	2.0%
국내선	RPK	2.5%	9.5%	12.9%	6.6%	9.3%	2.5%	3.0%	2.8%	9.3%	8.1%	4.2%	2.5%
	L/F	2.5%	0.0%	2.0%	3.1%	5.5%	1.0%	1.0%	1.0%	9.4%	2.0%	2.0%	0.5%
	Yield	-4.0%	1.3%	-5.9%	18.4%	0.9%	0.5%	1.0%	0.5%	-8.2%	2.0%	0.6%	0.3%
	매출액	0.1%	1.0%	-2.7%	11.4%	7.7%	5.1%	10.3%	3.5%	4.4%	2.1%	6.7%	4.0%
	ASK	0.5%	6.0%	6.7%	6.1%	4.7%	3.0%	3.0%	2.0%	3.7%	4.8%	3.2%	2.3%
국제선	RPK	1.5%	2.7%	5.0%	6.1%	10.1%	5.1%	5.1%	3.5%	6.9%	3.9%	5.9%	2.8%
	L/F	1.0%	-3.1%	-1.5%	0.0%	5.1%	2.0%	2.0%	1.5%	3.1%	-0.9%	2.6%	0.5%
	Yield	-1.4%	-1.6%	-7.4%	5.0%	-2.1%	0.0%	5.0%	0.0%	-2.4%	-1.7%	0.8%	1.1%
	매출액	16.6%	23.8%	20.8%	12.5%	13.4%	10.2%	10.2%	6.0%	-3.4%	18.0%	9.7%	4.2%
	FTK	3.3%	3.5%	2.5%	-0.5%	4.5%	2.0%	2.0%	1.0%	3.0%	2.1%	2.3%	1.0%
화물	AFTK	12.5%	11.4%	10.8%	1.6%	3.3%	3.0%	3.0%	1.0%	7.6%	8.8%	2.6%	1.5%
	L/F	8.9%	7.6%	8.2%	2.1%	-1.2%	1.0%	1.0%	0.0%	4.4%	6.5%	0.2%	0.5%
	Yield	3.6%	11.1%	9.0%	10.7%	9.8%	7.0%	7.0%	5.0%	-10.2%	8.5%	6.9%	2.7%
기타		18.6%	14.5%	10.5%	5.1%	5.8%	7.8%	8.1%	8.1%	15.1%	11.8%	7.5%	7.9%
	영업비용	14,308	14,490	15,123	15,591	15,385	15,352	16,615	16,458	55,071	59,512	63,810	66,339
	인건비	1,756	1,730	1,779	1,782	1,802	1,782	1,833	1,836	6,863	7,049	7,253	7,471
감가상각비 및 무형자산상각비		961	1,011	1,069	1,117	1,076	1,031	1,091	1,129	3,659	4,159	4,326	4,456
	연료유류비	3,567	3,378	3,565	3,862	3,982	4,059	4,788	4,445	12,394	14,372	17,273	18,031
	임차료	1,443	1,508	1,556	1,570	1,535	1,584	1,603	1,649	5,738	6,077	6,371	6,689
	정비비	943	1,129	1,247	1,043	996	1,162	1,284	1,053	3,809	4,360	4,496	4,745
	공항관련비	1,061	1,049	1,091	1,079	1,047	1,049	1,091	1,090	4,374	4,279	4,276	4,404
	기타비용	3,594	3,680	3,864	3,931	3,781	3,680	3,864	3,931	14,832	15,069	15,256	15,561
	영업이익	263	428	1,185	882	643	470	1,267	869	2,565	2,759	3,249	3,970
	영업이익률	1.8%	2.9%	7.3%	5.4%	4.0%	3.0%	7.1%	5.0%	4.5%	4.4%	4.8%	5.6%
	YoY	-26.5%	48.7%	-21.8%	119.3%	144.4%	9.8%	6.9%	-1.5%	456.6%	7.6%	17.8%	22.2%

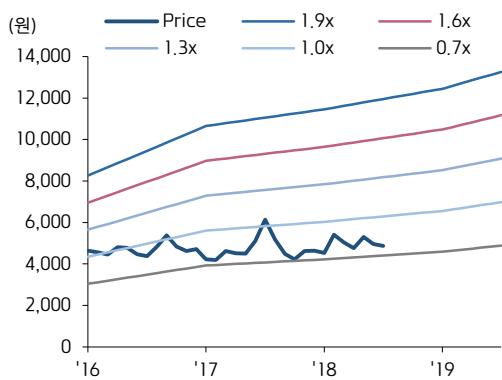
자료: 아시아나항공, 키움증권 리서치, * 매출액 및 영업비용 상세내역은 별도기준

아시아나항공 PER 밴드



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

아시아나항공 PBR 밴드



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	57,636	62,271	67,059	70,309	73,292
매출원가	49,095	53,411	57,655	60,118	62,235
매출총이익	8,541	8,860	9,403	10,191	11,057
판매비밀밀반관리비	5,976	6,101	6,154	6,221	6,114
영업이익(보고)	2,565	2,759	3,249	3,970	4,943
영업이익(핵심)	2,565	2,759	3,249	3,970	4,943
영업외손익	-1,862	752	-2,075	-2,468	-2,484
이자수익	91	31	45	43	44
배당금수익	5	2	3	3	3
외환이익	1,711	3,068	2,389	0	0
이자비용	1,436	1,727	1,689	1,670	1,651
외환손실	2,331	1,707	2,019	0	0
관계기업지분법손익	579	1,418	0	0	0
투자및기타자산처분손익	385	101	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	313	0	0	0
기타	-866	-747	-804	-843	-879
법인세차감전이익	703	3,510	1,173	1,502	2,459
법인세비용	193	1,031	290	409	667
유효법인세율 (%)	27.5%	29.4%	24.7%	27.2%	27.1%
당기순이익	526	2,479	883	1,093	1,792
지배주주지분순이익(억원)	493	2,519	867	1,073	1,760
EBITDA	6,578	7,229	7,375	8,087	9,051
현금순이익(Cash Earnings)	4,539	6,950	5,010	5,210	5,900
수정당기순이익	247	2,187	883	1,093	1,792
증감율(% YoY)					
매출액	4.0	8.0	7.7	4.8	4.2
영업이익(보고)	456.6	7.6	17.8	22.2	24.5
영업이익(핵심)	456.6	7.6	17.8	22.2	24.5
EBITDA	39.4	9.9	2.0	9.6	11.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	411.2	-65.6	23.8	63.9
EPS	N/A	389.7	-65.6	23.8	63.9
수정순이익	N/A	785.8	-59.6	23.8	63.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	6,588	6,603	4,912	3,327	7,455
당기순이익	526	2,479	883	1,093	1,792
감가상각비	4,013	4,471	4,127	4,117	4,108
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	509	-1,353	-371	0	0
자산처분손익	366	5	0	0	0
지분법손익	-240	-250	0	0	0
영업활동자산부채 증감	116	375	-79	-1,860	1,590
기타	1,299	876	352	-23	-35
투자활동현금흐름	-551	-6,547	-4,902	-3,593	-3,852
투자자산의 처분	3,717	110	-1,150	149	-38
유형자산의 처분	1,863	152	0	0	0
유형자산의 취득	-3,749	-4,480	-4,000	-4,000	-4,000
무형자산의 처분	-72	-60	0	0	0
기타	-2,311	-2,270	248	258	185
재무활동현금흐름	-5,116	-82	-169	132	119
단기차입금의 증가	-47	1,825	-1,000	-500	-500
장기차입금의 증가	-5,568	-967	0	0	0
자본의 증가	501	0	0	0	0
배당금지급	-2	-2	0	0	0
기타	0	-939	831	632	619
현금및현금성자산의순증가	880	54	-159	-134	3,722
기초현금및현금성자산	1,829	2,709	2,763	2,604	2,470
기말현금및현금성자산	2,709	2,763	2,604	2,470	6,192
Gross Cash Flow	6,472	6,228	4,992	5,188	5,865
Op Free Cash Flow	2,168	2,254	2,493	1,147	5,301

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	11,966	12,212	13,342	14,696	17,294
현금및현금성자산	2,709	2,763	2,604	2,470	6,192
유동금융자산	328	423	419	458	467
매출채권및유동채권	6,829	6,689	7,322	7,987	7,895
재고자산	2,100	2,337	2,968	3,770	2,725
기타유동비금융자산	0	1	29	11	15
비유동자산	70,326	73,294	74,335	74,854	74,805
장기매출채권및기타비유동채권	9,496	9,529	9,790	10,869	11,082
투자자산	4,814	5,990	7,146	6,960	6,991
유형자산	51,555	53,637	53,510	53,393	53,286
무형자산	2,462	2,625	2,625	2,625	2,625
기타비유동자산	2,000	1,513	1,264	1,007	822
자산총계	82,292	85,506	87,677	89,550	92,098
유동부채	32,737	35,445	35,879	36,021	36,167
매입채무및기타유동채무	13,389	14,135	15,564	16,202	16,844
단기차입금	2,774	4,315	3,315	2,815	2,315
유동장기차입금	16,481	16,921	16,921	16,921	16,921
기타유동부채	93	73	79	82	86
비유동부채	39,137	37,637	38,506	39,164	39,807
장기매입채무및비유동채무	386	503	541	568	592
사채및장기차입금	26,899	23,994	23,994	23,994	23,994
기타비유동부채	11,853	13,140	13,971	14,602	15,221
부채총계	71,874	73,081	74,385	75,184	75,973
자본금	10,262	10,262	10,262	10,262	10,262
주식발행초과금	5	5	5	5	5
이익잉여금	-1,206	1,555	2,422	3,495	5,255
기타자본	-142	-315	-315	-315	-315
지배주주지분자본총계	8,920	11,507	12,374	13,448	15,207
비지배주주지분자본총계	1,499	918	918	918	918
자본총계	10,419	12,425	13,292	14,365	16,125
순차입금	43,116	42,045	41,207	40,802	36,571
총차입금	46,153	45,230	44,230	43,730	43,230

투자지표

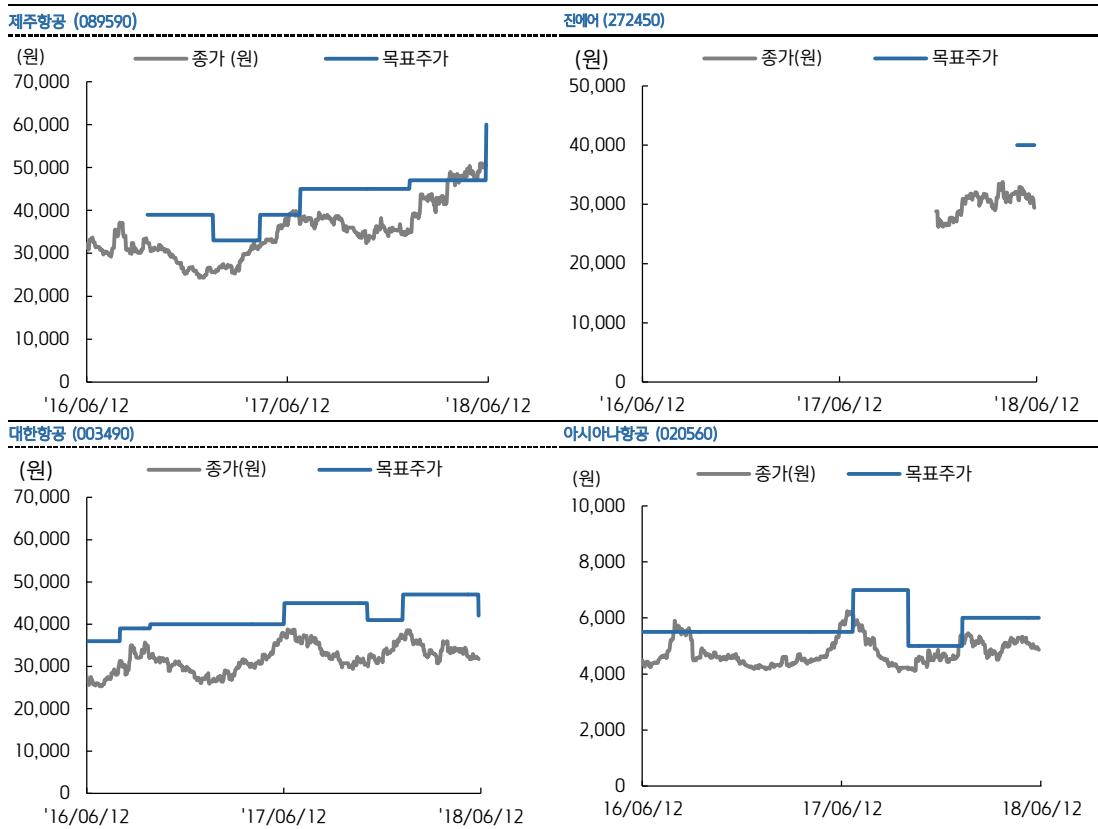
(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	251	1,227	422	523	857
BPS	4,346	5,607	6,029	6,552	7,410
주당EBITDA	3,346	3,522	3,594	3,940	4,410
CFPS	2,309	3,386	2,441	2,539	2,875
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	16.8	3.7	11.5	9.3	5.7
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.0	7.1	6.9	6.2	5.1
PCF	1.8	1.3	2.0	1.9	1.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.5	4.4	4.8	5.6	6.7
영업이익률(핵심)	4.5	4.4	4.8	5.6	6.7
EBITDA margin	11.4	11.6	11.0	11.5	12.3
순이익률	0.9	4.0	1.3	1.6	2.4
자기자본이익률(ROE)	5.6	21.7	6.9	7.9	11.8
투하자본이익률(ROIC)	3.4	3.3	4.1	4.8	5.9
안정성(%)					
부채비율	689.9	588.2	559.6	523.4	471.1
순차입금비율	413.8	338.4	310.0	284.0	226.8
이자보상배율(배)	1.8	1.6	1.9	2.4	3.0
활동성(배)					
매출채권회전율	9.6	9.2	9.6	9.2	9.2
재고자산회전율	27.7	28.1	25.3	20.9	22.6
매입채무회전율	4.3	4.5	4.5	4.4	4.4

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)			종목명	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)			
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비					목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비	
제주항공 (089590)	2016-10-11	BUY(Initiate)	39,000원	6개월	-29.24	-18.08	진에어 (272450)	2018-06-12	Buy(Initiate)	40,000원	6개월			
	2017-02-03	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-13.62	-1.36								
	2017-04-27	BUY(Maintain)	39,000원	6개월	-7.80	2.31								
	2017-07-07	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-16.40	-14.11								
	2017-08-04	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-15.51	-12.22								
	2017-09-19	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-18.25	-12.22								
	2017-11-08	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-19.30	-12.22								
	2018-01-22	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-14.72	-12.56								
	2018-02-07	BUY(Maintain)	47,000원	6개월	-1.89	8.51								
	담당자 변경	2018-06-12	BUY(Reinitiate)	60,000원	6개월									
대한항공 (003490)	2016-06-03	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-31.19	-27.27	아시아나항공 (020560)	2016-06-03	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-19.85	-16.45	
	2016-07-18	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-28.97	-18.26		2016-07-18	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-12.02	7.27	
	2016-08-16	BUY(Maintain)	39,000원	6개월	-21.86	-14.06		2016-10-11	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-12.73	7.27	
	2016-10-11	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-25.11	-22.32		2016-11-08	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-13.22	7.27	
	2016-10-26	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-29.60	-20.63		2017-01-06	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-20.54	-14.36	
	2017-05-12	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-12.54	-5.13		2017-04-07	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-19.87	-14.36	
	2017-06-14	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-17.97	-13.89		2017-05-11	BUY(Maintain)	5,500원	6개월	-13.88	13.45	
	2017-08-11	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-21.23	-13.89		2017-07-05	BUY(Maintain)	7,000원	6개월	-22.04	-15.43	
	2017-09-19	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-24.97	-13.89		2017-08-11	BUY(Maintain)	7,000원	6개월	-31.47	-15.43	
	2017-11-15	BUY(Maintain)	41,000원	6개월	-17.99	-8.29		2017-10-13	BUY(Maintain)	5,000원	6개월	-8.58	7.60	
	2018-01-22	BUY(Maintain)	47,000원	6개월	-27.61	-17.98		2018-01-22	BUY(Maintain)	6,000원	6개월	-11.70	-9.00	
담당자 변경	2018-06-12	BUY(Reinitiate)	42,000원	6개월				2018-02-08	BUY(Maintain)	6,000원	6개월	-16.05	-9.00	
*주가는 수정주가를 기준으로 고리율을 산출하였음.														
담당자 변경														
2018-06-12 BUY(Reinitiate) 6,000원 6개월														

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%