



항공

All Round Player가 살아남는다

운송, 조선 Analyst 김민지

02. 3779-8843 mjkim@etrade.co.kr

Overweight

항공사 비즈니스 모델의 3대 변화

최근 항공사 비즈니스 모델에 세 가지 변화가 생기고 있다. 저비용항공사와 대형 항공사간의 전략이 섞이고, 항공사간 합작사(JV) 설립이 활발해지고 있으며, 운송업 이외의 부가사업으로 사업 영역이 확장되고 있다.

비즈니스 모델 변화의 배경

항공사 비즈니스 모델에 이러한 변화가 생기는 원인으로 1) 경쟁구도의 변화로 포지셔닝이 필요하게 되었으며, 2) 리스크는 최소화하되 경쟁력은 극대화하려는 항공사의 니즈가 강해졌다. 또한 3) 사업 다각화를 통해 항공운송업의 불확실성을 분산시킬 필요성이 생겼기 때문이다.

특히 한국 항공사의 변화를 요구하는 환경

아시아 지역에서 저비용항공사의 가파른 성장과 공격적인 팽창 전략으로 급부상하는 중동항공사로 인해 한국 항공사에게도 변화가 요구되고 있다. 특히 최근 중국 정부의 입장 변화와 ASEAN의 단일시장 출범 가능성은 한국 항공사에게 어려운 환경이 전개될 수 있음을 뜻하기 때문이다.

KAL→항공우주사업을 통한 포트폴리오 강화, Asiana→LCC 전략 강화

한국의 대표 항공사인 대한항공과 아시아나항공은 자신의 상황에 맞게 비즈니스 모델을 변화시키고 있다. 대한항공의 경우 항공우주사업을 통해 포트폴리오를 강화하고 있으며 아시아나항공의 경우 추가 저비용항공사 설립을 통한 전략을 준비하고 있다.

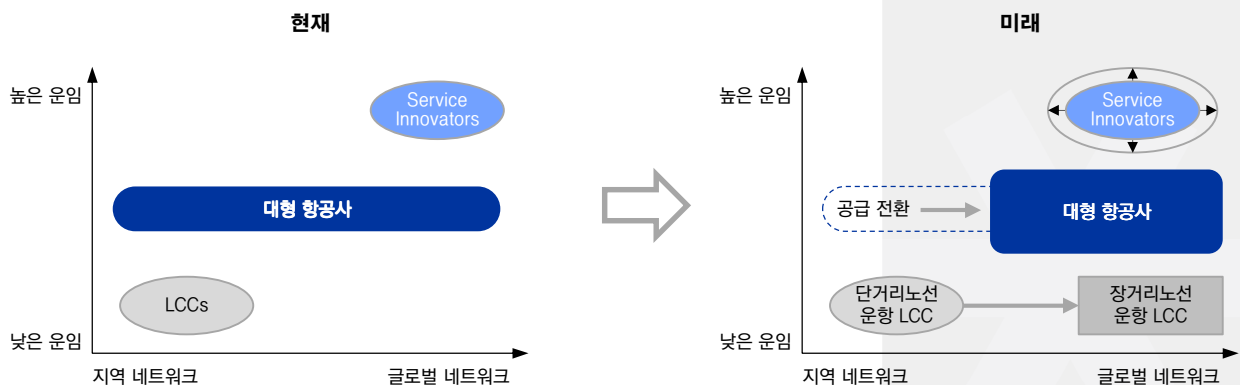
Top pick 대한항공, 목표주가 56,000원

항공산업에서의 Top pick으로 대한항공을 제시한다. 경영 환경이 개선될 것으로 예상되는 가운데 변화된 비즈니스 모델을 통한 성장과 수익성 개선이 가능할 것으로 판단되기 때문이다. 대한항공의 목표주가를 56,000원으로 상향한다.

Universe

종목명	투자판단	목표주가
대한항공	BUY(상향)	56,000 원(상향)
아시아나항공	BUY(유지)	6,000 원(하향)
AK 홀딩스	Not Rated	N.R.
예림당	Not Rated	N.R.

항공시장의 경쟁 구도 변화



자료: 이트레이드증권 리서치본부



Contents

Investment Summary	3
I. 비즈니스 모델에 변화가 생기다	4
1. LCC와 대형항공사 전략의 Hybrid화(化)	5
2. 항공사간 합작사(Joint Venture) 설립	6
3. 부가사업의 확장	7
II. 변화의 필요성	8
1. 경쟁구도 변화에 따른 Position 재정립	9
2. 리스크 최소화하되 경쟁력은 극대화하라	12
3. 부가사업, 새로운 수익원으로써의 매력	14
III. 한국 항공사, 변화가 요구되는 시점	16
1. 한국 항공시장도 경쟁 심화된다	17
2. 중국 정부의 입장 변화를 주시하라	19
3. 새로운 시장이 열린다	21
IV. 항공사에 대한 새로운 시각 필요	24
기업분석	28
대한항공 (003490) - 경쟁사 많아져도 괜찮아	29
아시아나항공 (020560) - 장거리, 단거리 모두 놓칠 수 없어요	35
AK홀딩스 (006840) - 국내 1등 LCC에 거는 기대	39
예림당 (036000) - 티웨이항공의 실적 개선 기대감	42
Appendix	45

Investment Summary

이제 저비용항공사와 대형항공사의 경계가 사라진다

최근 장거리 노선에 취항하는 저비용항공사와 부가수익에 집중하는 대형항공사 등 항공사 비즈니스 모델에 변화가 생기고 있다. 장거리 노선을 취항하기 위해 저비용항공사는 장거리 운항이 가능한 항공기를 주문하고 대형항공사는 기존 항공기의 좌석을 늘리고 있다. 또한 소속 얼라이언스가 있음에도 불구하고 항공사간 합작사(JV)를 설립하여 특정 노선의 지배력을 강화하려 하고 있으며 항공운수업 이외의 부가사업으로도 영역을 확장해나가고 있다.

저비용항공사의 가파른 성장과 중동항공사의 공격적인 전략으로 경쟁구도 변화

항공사 비즈니스 모델에 이러한 변화가 생기는 원인으로 저비용항공사의 급격한 성장과 중동항공사의 공격적인 전략으로 경쟁 구도가 과거와 달라졌기 때문이며, 투자에 대한 부담감이 커져 리스크는 최소화하되 경쟁력은 극대화하려는 니즈가 생겼기 때문이다. 더불어 사업 다각화를 통해 항공운수업의 불확실성을 분산시킬 필요성이 생겼기 때문이다.

저비용항공사와 중국 정부, 그리고 ASEAN의 단일시장 출범 가능성

아시아 지역에서 저비용항공사의 가파른 성장과 중국 정부의 입장 변화, 그리고 ASEAN의 단일시장 출범 가능성은 이제 한국 항공사에게도 변화를 요구하고 있다. 아시아 지역에서 저비용항공사의 침투율은 이미 50% 넘어섰고 중국 정부의 저비용항공사 육성 정책 발표는 한국 항공사에게 자칫 공정하지 못한 룰이 적용될 것으로 전망된다. 또한 ASEAN의 단일시장 출범 시 항공자유화가 발효되어 무한 경쟁의 시대가 펼쳐질 가능성이 있기 때문이다.

한국 항공사에게도 변화가 요구되는 시점

특히 국내 항공시장 수요 증가폭이 둔화되고 외국항공사의 한국 진출도 점점 늘어나고 있어 한국 항공사에게 새로운 경쟁에 대한 대비책이 요구되는 상황이다. 현재 한국의 대표 항공사인 대한항공과 아시아나항공은 자신의 상황에 맞게 비즈니스 모델을 변화시키고 있다. 대한항공의 경우 항공우주사업을 통해 포트폴리오를 강화하고 있으며 아시아나항공의 경우 추가 저비용항공사 설립을 통한 전략을 준비하고 있다.

Top pick 대한항공, 목표주가 56,000원

항공산업에서의 Top pick으로 대한항공을 제시한다. 경영 환경이 개선될 것으로 예상되는 가운데 변화된 비즈니스 모델을 통한 성장과 수익성 개선이 가능할 것으로 판단되기 때문이다. 특히 우후죽순 생겨나고 노선에 신규 취항하는 저비용항공사들은 항공운수업을 하는 항공사 입장에서 경쟁사이지만, 정비나 항공기 부품 제조사 입장에서는 고객이라는 점은 대한항공을 주목해야 할 투자 포인트라 판단한다. 대한항공의 목표주가를 56,000원으로 상향한다.

I. 비즈니스 모델에 변화가 생겼다

각 분야에서 저비용 사업모델의 바람이 거세다. 항공산업에서도 저비용항공사(Low Cost Carrier, LCC)의 바람이 거세지고 있다.

저비용항공사의 역사는 1971년 설립된 미국의 사우스웨스트항공에서 시작됐다. 사우스웨스트항공사는 동일한 기종의 소형기로 단거리 노선에만 집중하고 발권업무를 간소히 하는 한편 기내 서비스를 대폭 줄임으로써 큰 성공을 거뒀다. 이후 유럽에서 1991년 라이언에어가 등장하고, 아시아에서 말레이시아에 본사를 둔 에어아시아가 2001년 출범했다.

저비용항공사가 어떻게 저렴한 가격에 항공권을 제공할 수 있는지는 그들의 비즈니스 모델을 통해 알 수 있다. 대형항공사가 넓은 좌석, 음악·게임·영화 등 엔터테인먼트, 기내식, 무료신문 등 다양한 서비스를 이용해 승객을 유인한다면, 저비용항공사는 이러한 비용을 대폭 줄이고 비행기 기종을 단순화하며, 유지 관리비와 정비원 훈련비, 급여 등을 삭감함으로써 저렴한 항공권을 제공하는 것이다.

그러나 최근 저비용항공사의 기존 비즈니스 모델에도 변화가 생기고 있다. 국제경쟁력을 확보하기 위해 저비용항공사는 기존 비즈니스 모델을 변경하여 저가항공사와 대형항공사의 특징을 결합한 하이브리드 형태의 저가항공사를 많이 운영하고 있다. Jetblue airways가 중장거리 운항노선을 운영하고 장거리-단거리 운항 관련 혼합시스템을 운영하는 것이 대표적인 사례이다.

대형항공사 역시 비즈니스 모델이 변화하고 있다. LCC 비즈니스 모델의 특징으로 알려진 부가수익(Ancillary Revenue)에 대해 대형항공사들이 집중하고 있는 것이다. 부가수익은 LCC가 개별 서비스에 대한 별도의 운임을 책정함으로써 낮은 항공 운임을 제공하고 가격에 민감한 승객들을 유인할 수 있게 하여 대형항공사와 더욱 효과적으로 경쟁할 수 있게 만드는 중요한 포인트다. 이를 통해 비용 절감뿐만 아니라 추가적인 수익을 만들어낼 수 있기 때문이다.

글로벌 항공 뉴스를 확인하다보면 항공사의 비즈니스 모델에 어떠한 변화가 생기고 있는지 알 수 있을 것이다. 최근 항공사들의 변화와 관련된 기사를 보고 세계 항공사들은 어떠한 전략을 통해 자신들만의 비즈니스 모델을 구축해나가고 있는지 확인해야 할 것이다.

표1 저비용항공사와 대형항공사의 비즈니스 모델 비교

	저비용항공사	대형항공사
요금체계	단순요금	복잡한 요금구조
판매	주로 온라인	다양한 판매
노선	Point-to-Point	Interlining, Codeshare, Alliance
좌석등급	동일등급좌석	다양한 등급좌석
항공기운용	매우 높음	중급정도
항공기단	단일 기종	여러 종류
운용전략	여객운행만 집중	화물영업도 포함

자료: 이트레이드증권 리서치본부

1. 저가항공사와 대형항공사 전략의 Hybrid화(化)

News

■ 멀리 더 멀리... 美·유럽 LCC도 중장거리 진출 러시

한국경제, 2014.07.16

■ 서비스는 비즈니스, 가격대는 이코노미... 항공사, '프리미엄 이코노미' 뜬다

헤럴드경제, 2014.06.08

저비용항공사의 장거리 진출

불과 몇 년 전만해도 저비용항공사는 1)단거리 노선에 집중, 2)편복도식 여객기 사용 및 기종 단일화, 3)좌석 등급 동일제 등을 통해 비용 절감 및 규모의 경제를 극대화하는 비즈니스 모델을 향유했다. 그러나 최근 저비용항공사의 비즈니스 모델이 변화하고 있다.

저비용항공사의 비즈니스 모델의 변화는 고비용저효율 사업모델이라 외면되었던 장거리 노선에 대한 진출 때문으로, 이를 위해 장거리 운항이 가능한 항공기를 주문하고, 기존 좌석보다 등급이 높은 좌석을 마련하고 있는 것이다.

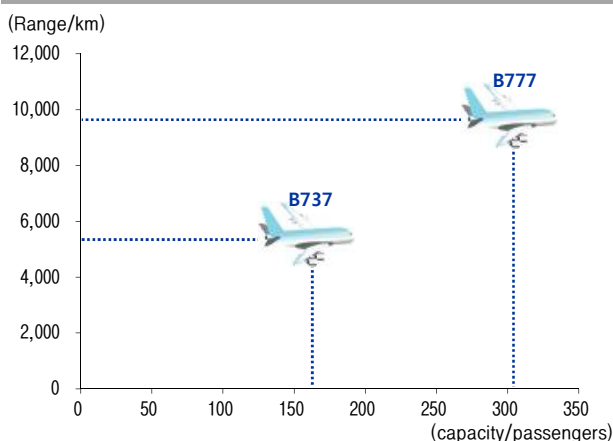
이미 한국을 포함한 아시아 지역의 저비용항공사들도 장거리 노선 진출 혹은 예정 계획을 발표했고 미국 및 유럽의 저가항공사들도 장거리 노선에 진출할 예정이다. 때문에 주로 사용하던 단거리용 기종(주로 B737)이 아닌 장거리 운항이 가능한 항공기(B777)가 발주되고 있다. 더불어 추가 요금을 내면 넓은 좌석을 쓸 수 있게 끄는 옵션의 판매나 이코노미석보다 좌석간격이 넓은 좌석을 마련하여 변화된 비즈니스 모델에 맞는 전략을 구축하고 있는 것이다.

대형항공사의 좌석 확충과 프리미엄 이코노미

대형항공사는 이와 반대의 모습이 나오고 있다. 불필요한 일등석을 없애고 대신 비즈니스석과 이코노미석의 중간 등급인 프리미엄 이코노미 좌석을 늘리고 있다. 현재 캐세이퍼시픽, 델타항공, 영국항공, 루프트한자, 에어프랑스 등이 이코노미석 보다 공간은 넓고 비즈니스석보다는 가격이 저렴한 프리미엄 이코노미좌석을 운영 중이다.

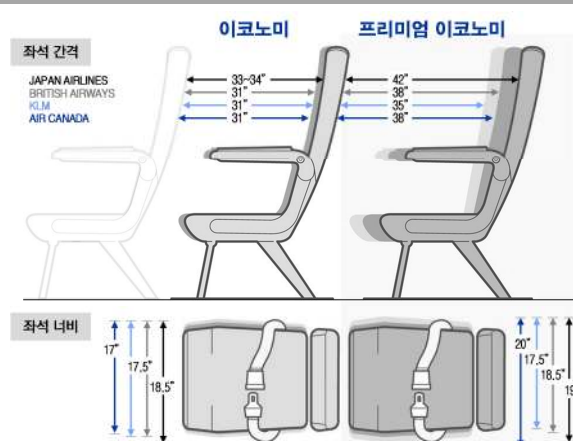
이러한 분위기는 미국 주요 항공사들의 최근 성과에 기인한 것으로 판단된다. 미국 항공사들은 글로벌 금융 위기 이후 계속해서 공급을 줄이는 반면, 수익률을 개선하기 위해 좌석수를 늘렸다. 아메리칸항공은 좌석을 적게는 10석에서 많게는 42석 늘렸고, 델타항공은 보잉 777-200 기종 좌석을 아메리칸항공보다 많은 291석으로 늘렸다. 이러한 전략으로 델타항공은 올해 2분기에 전년보다 운항편수를 4% 줄이고도 승객을 3% 이상 많이 태웠다.

그림1 B737과 B777의 비교



자료: 이트레이드증권 리서치본부

그림2 이코노미 좌석과 프리미엄 이코노미 좌석 비교



자료: WSJ, 이트레이드증권 리서치본부

2. 항공사간의 합작사(Joint Venture) 설립

News

- 루프트한자·에어차이나 합작법인 설립...獨-中 노선 특화
- 말레이시아 항공-에어아시아 'Win-Win'

조선비즈, 2014.07.06

아세안투데이, 2011.08.17

루프트한자(Lufthansa)항공의 최근 행보

지난 달 에어차이나와 루프트한자항공이 현재의 파트너십을 보다 강화하기 위해 합작투자(JV)를 형성하기로 합의했다. 스타얼라이언스 멤버인 두 항공사는 합작사(JV)를 통해 중국과 유럽노선에서 긴밀한 협력관계를 유지할 것으로 보인다. 루프트한자의 이러한 행보는 처음이 아니다. 루프트한자는 이미 유럽과 북미노선에서 유나이티드항공, 에어캐나다와 협력관계를 맺고 있고 일본과 유럽노선에는 전일본공수(ANA)와 협력관계를 맺고 있다. 루프트한자 이외에도 유럽 항공사 브리티시에어라인과 에어프랑스-KLM도 중국 항공사와의 협력 방안을 검토 중이라고 한다.

합작사(JV) 설립은 2009년부터 활성화

루프트한자와 같이 항공사들이 합작법인을 통해 특정 시장 공략에 박차를 가하는 추세다. 합작사 설립에 적극적인 항공사들은 주로 Codeshare를 선도했던 북미 및 유럽 항공사들로 2009년 델타항공과 에어프랑스가 대서양 노선을 위한 JV를 설립을 시작으로 최근 몇 년 새 많이 형성되고 있다. 일본 항공사들도 동참하는 분위기다. 2011년부터 전일본공수(ANA)는 유나이티드항공과, 일본항공(JAL)은 아메리칸항공과 각각 JV를 설립해 적극적인 협력에 나서고 있다.

저비용항공사도 동맹(Alliance) 체제 구축

저비용항공사들도 동맹(Alliance) 구축에 대한 시도를 하고 있다. 지난 2011년 에어아시아, 에어아시아X(AirAsiaX), 말레이시아항공(Malaysia Airlines)은 주식을 맞교환하고, 다양한 분야에서 공동으로 사업할 기회를 모색하기 위해 '포괄적 협력체제(Comprehensive Collaboration Framework, CCF)'를 체결한바 있다. 이는 동남아 최초 메이저 제휴로, 향후 동남아에 항공업계의 인수합병 및 합작 사업의 모델이 될 것으로 기대되고 있다. 에어아시아와 에어아시아X는 신규 항공노선과 목적지를 발굴하고, 보다 저렴한 항공운임을 제공함으로써, 고객규모를 증대시키는데 주력할 방침이다. 반면 말레이시아항공은 동맹을 통하여 저비용항공사업을 중단하고, 말레이시아항공의 프리미엄 자회사인 사파이어(Sapphire)와 프리미엄 시장을 집중적으로 공략할 방침이다.

표2 항공사간 합작사(Joint Venture) 설립 추이

연도	파트너	분배 매커니즘
2009	A++ (Air Canada, Lufthansa, United)	매출
2009~2010	Delta, Air France, KLM, Alitalia	수익
2010	American, British Airways, Lberia	매출
2011	ANA, United	매출
2011	American, JAL	매출
2011	Delta, Virgin Australia	매출
2012~2013	ANA, Lufthansa, Austrian, Swiss	매출
2013	Qantas, Emirates	매출
2013	British Airways, Japan Airlines, Finnair	매출
2013	Delta, Virgin Australia Atlantic	수익

자료: 이트레이드증권 리서치본부

3. 부가사업의 확장

News

- 에어아시아, 기내 Wi-Fi서비스 연내 도입 발표
- 아시아 태평양 지역 MRO 시장

이투데이, 2014.08.18

매일신문, 2014.03.07

항공사의 부가사업 확장 추세

항공사의 운수업 외 부가사업에 대한 확장 추세가 지속되고 있다. 항공사의 부가사업은 운수업과 관련된 사업으로 여객 부가서비스(호텔 연계 상품의 판매, 기내 면세 판매 등)와 항공우주사업(정비, 부품제조 등)이 대표적이다.

①부가서비스(Ancillary) 확장을 통한 수입 확보

아시아 저비용항공사의 대표항공사인 에어아시아의 경우 최근 기내 Wi-Fi 서비스, 면세 판매 등 새로 도입되는 서비스 제공을 통해 부가 수입 증가를 기대하고 있다. 실제로 에어아시아의 경우 작년 매출의 58%가 여객 운수업에서 창출되고 나머지 42%는 부가서비스에서 확보됐다. 에어아시아는 이미 다양한 부가서비스를 보유하고 있으나 앞으로도 더 많은 서비스를 런칭할 계획이다. 항공 컨설팅 회사 에어세이빙(Airsavings)에 따르면 항공사의 3대 부가서비스 수익은 호텔, 렌터카, 여행자 보험이라고 한다. 부가서비스 확장은 주로 저비용항공사에서 취하는 전략이었으나 최근에는 대형항공사들도 서비스 유료화등을 통해 부가수입을 확보하고 있다.

②항공기 정비 사업(Maintenance, Repair and Operation, MRO) 확장을 통한 수입 확대

항공사의 항공기 정비, 부품 제조 등 항공우주사업으로의 영역 확대 역시 지속되고 있다. 특히 역사가 깊은 대형항공사들이 이에 해당한다. 가장 대표적인 곳이 독일의 루프트한자이다.

루프트한자는 계열회사로 Lufthansa Technik이라는 항공기 정비사를 보유하고 있다. Lufthansa Technik은 주로 합작투자 형태로 다양한 나라에 진출하고 있다. 최근에는 중국국제항공(Air China)과 6 대 4로 합작투자해 Ameco 베이징을 설립했다. Ameco 베이징은 항공기 기체, 엔진, 부품 등의 유지 보수 정비를 담당하고 있다.

그림3 에어아시아의 부가서비스



자료: 에어아시아, 이트레이드증권 리서치본부

그림4 Lufthansa Technik의 계열사 현황



자료: 이트레이드증권 리서치본부

II. 변화의 필요성

최근 뉴스 플로우를 통해 1)저비용항공사들은 장거리 노선에 진출, 대형항공사들은 좌석 공급에 변화를 주고 있고 2)특정 노선 공략을 위해 항공사간의 합작사(JV) 설립을 추진하고 있으며, 3)항공사들이 항공운수업 이외의 부가수입 확보를 위해 노력하고 있다는 것을 알게 되었다. 이러한 노력은 항공사의 비즈니스 모델에 변화를 주려는 시도임 역시 확인할 수 있었다.

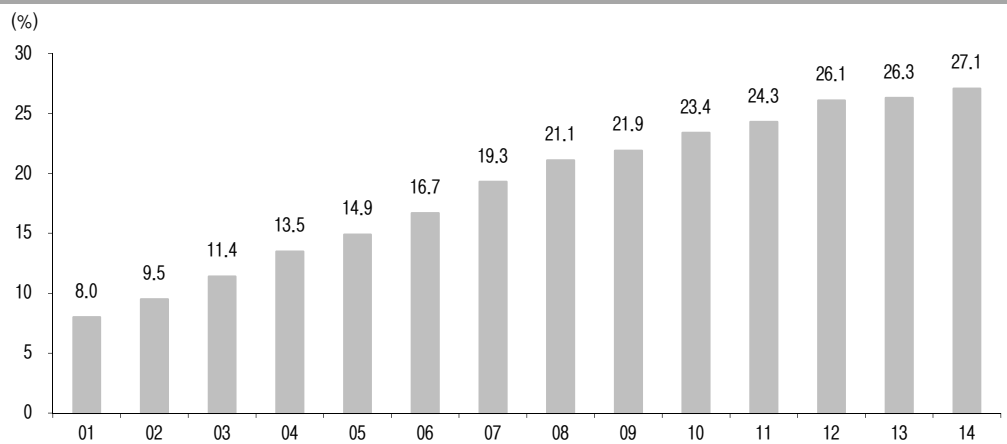
그런데 수 년간 혹은 수 십년간 유지해오던 그들만의 비즈니스 모델을 버리고 수정된, 혹은 바뀐 비즈니스 모델을 택하려는 이유는 무엇일까? 항공사의 이러한 결정은 무엇 때문일까?

지난 수개월 동안 항공사들의 시장 전망 보고서에서 가장 많이 사용된 단어 중 하나는 불확실성이었다. 이러한 불확실성이 새로운 '뉴 에브노말(New Abnormal; 시장의 변동성이 일시적이지 않고 상시 존재해 불확실성이 매우 커진 상황)'이 되면서, 현재 대부분의 항공사들은 미래 위험을 줄이는 것을 최우선의 목표로 삼고 있다.

이를 반영하듯 2013년에 글로벌 항공 컨설팅 전문업체인 CAPA(Centre for Asia Pacific aviation)가 글로벌 항공 산업에 대해 세 가지 특징이 나타나며 항공 산업이 변화할 것이라 전망하였다. 그 세 가지 특징은 1)불확실성과 위험을 줄이기 위한 항공사들의 노력, 2)걸프(Gulf)지역 항공사들의 세계 시장 변화 주도, 3)아시아(특히 중국)의 대두이다. CAPA는 이러한 현상들이 충돌하며 항공 산업의 새로운 패러다임을 창출될 것으로 전망하였다.

항공 산업의 새로운 패러다임이 무엇이고 어떠한 형태로 흡수될지는 알 수 없지만 앞서 뉴스로 확인한 비즈니스 모델 변화의 사례들, 그리고 그 변화를 이끈 근본적인 이유를 찾아본다면 단서를 찾을 수 있을 것이다.

그림5 저비용항공사의 글로벌 항공시장 침투율 추이



주: 2014년은 6월 누적 기준 데이터

자료: 이트레이드증권 리서치본부

1. 경쟁구도 변화에 따른 Position 재정립

높아지는 저비용항공사 침투율, 2001년 8%→2013년 27%

글로벌 시장에 저비용항공사의 돌풍이 불고 있다. 전통적인 항공사들이 보수적인 입장을 취하는 반면 새롭게 등장한 신생 저비용항공사(Low Cost Carrier, LCC)들은 사업을 확장하며 빠른 속도로 핵심 시장으로 진출 중이다.

글로벌 항공시장의 저비용항공사 침투율은 2001년 8.0%에 불과했으나 2014년 6월 기준 27.1%까지 높아졌다. 10여 년 동안 3배 이상 늘어난 것이다. 현재 전 세계 저비용항공사는 130개로 전체 항공사 수의 10%에 해당하는 수준이며, 지역별로는 아시아와 유럽이 각각 51개, 31개로 가장 많은 저비용항공사가 운항하고 있다고 한다.

글로벌 항공사 좌석 공급량 10위 안에 저비용항공사도 두 곳 포함

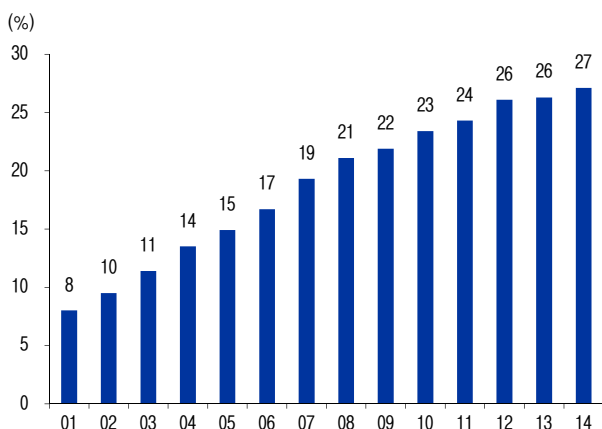
침투율이 늘어난만큼 공급량도 늘었다. 전 세계 항공시장 기준 좌석 공급량 Top 10 항공사를 꼽아보면 [그림7]과 같다. 놀랍게도 10개 항공사 중 저비용항공사 두 곳(Southwest, Ryanair)이 포함되어 있다. 좌석 공급량 Top 30 항공사 안에는 총 다섯 곳(Southwest, Ryanair, easyJet, Lion Air, JetBlue Airways)이 순위 안에 자리를 잡고 있다.

단거리노선 포화상태, 장거리 뛰는 저비용항공사

아시아에서 홍콩과 싱가포르 국제공항을 통해 비싼 항공사들이 장악해 왔던, 비행시간 8시간 이상의 장거리 노선의 항공여행에 저비용항공사의 진출이 활발해지고 있다. 말레이시아의 에어아시아 X, 싱가포르의 스쿠트(Scout), 타이거에어, 발루항공, 호주 젯스타 등이 집중 공략하고 있기 때문이다.

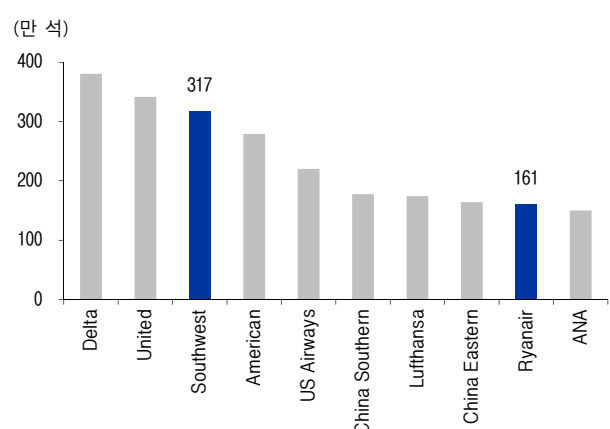
이러한 변화는 미국과 유럽 LCC들까지 변하게 하고 있다. 에어아시아 등 아시아권 저비용항공사들이 중장거리 노선을 앞세워 약진하자 전략을 바꾸는 것이다. 미국 최대 저비용항공사인 사우스웨스트항공은 카리브해 3개국에 취항했고 향후 중남미권으로 노선을 확대할 예정이다. 유럽 3위 LCC인 노르웨이항공은 유럽 LCC 최초로 대서양 횡단 노선을 개설했다. 차후 동남아 노선 진출도 염두에 두고 있는 것으로 알려졌다.

그림6 저가항공사의 글로벌 항공시장 침투율 추이



주: 2014년은 6월 누적 기준 데이터
자료: 이트레이드증권 리서치본부

그림7 글로벌 항공사 좌석 공급량 Top 10(2013년 기준)



자료: CAPA, 이트레이드증권 리서치본부

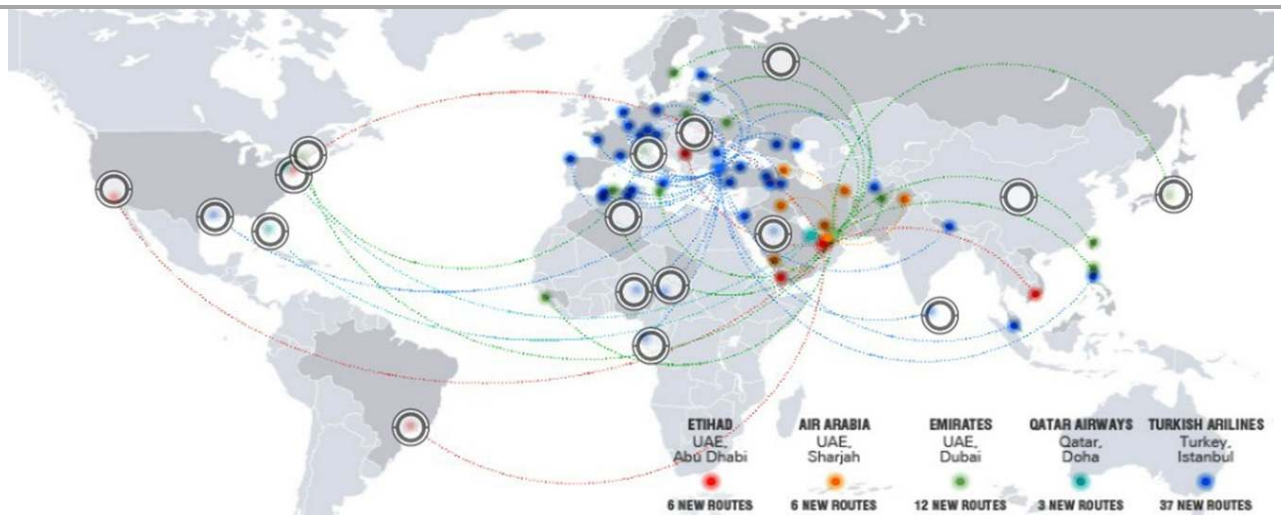
승객 확보에 적극적인 중동 항공사, 새로운 경쟁 상대로 부상

저비용항공사와 더불어 중동 항공사들도 새로운 경쟁 상대로 부각되고 있다. 중동 항공사들은 높은 서비스 품질을 바탕으로 공격적인 팽창 전략을 전개하고 있으며 Service Innovator로서 유럽과 아시아의 허브공항에서 승객을 빼앗아 오고 있다.

무서운 질주 3중 세트, 노선확장·투자확대·인수합병

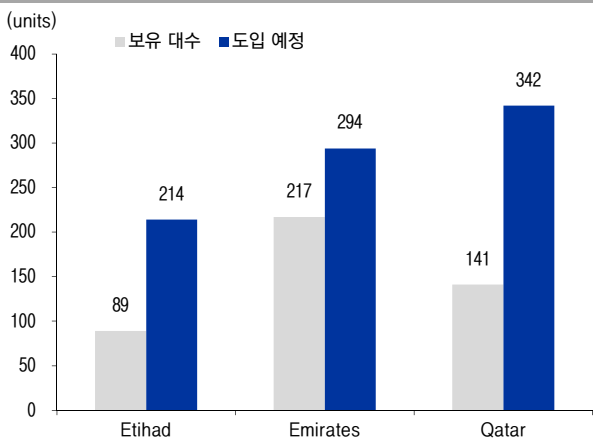
중동항공사의 노선 확장 속도가 가파르다. 중동항공사 5社(Etihad, Air Arabia, Emirates, Qatar Airways, Turkish Airlines)는 작년 한 해동안 총 64개의 새로운 노선(유럽 50개, 북미 6개, 아시아 8개)을 확장했다. 항공기 투자에도 적극적이다. 2013년 11월 두바이 에어쇼에서 에미리트 항공은 200대, 에티하드항공은 143대, 카타르항공은 55대의 항공기를 주문했다. 더불어 인수합병(M&A)에도 적극적이다. 에티하드항공은 최근 이탈리아 항공사인 알이탈리아의 지분 49%를 5억6,000만유로(약 7,760억원)에 인수했다. 에티하드항공은 이미 세이셸 국영 항공사 에어세이셸, 아일랜드 저가 항공사 에어링구스, 독일 항공사 에어베를린, 호주 저가 항공사 버진오스트레일리아, 세르비아 항공사 에어세르비아 등의 지분을 보유, 영역을 확장하고 있다.

그림8 중동항공사의 노선 증대 현황



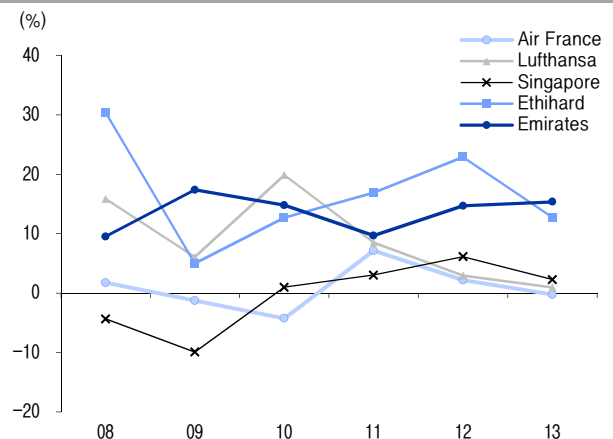
자료: CNN, 이트레이드증권 리서치본부

그림9 주요 중동항공사의 보유 항공기와 주문 항공기 대수



자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

그림10 중동항공사, 유럽항공사의 여객 처리량 증감 추이



자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

경쟁 구도의 변화, 세분화된 전략이 필요하다

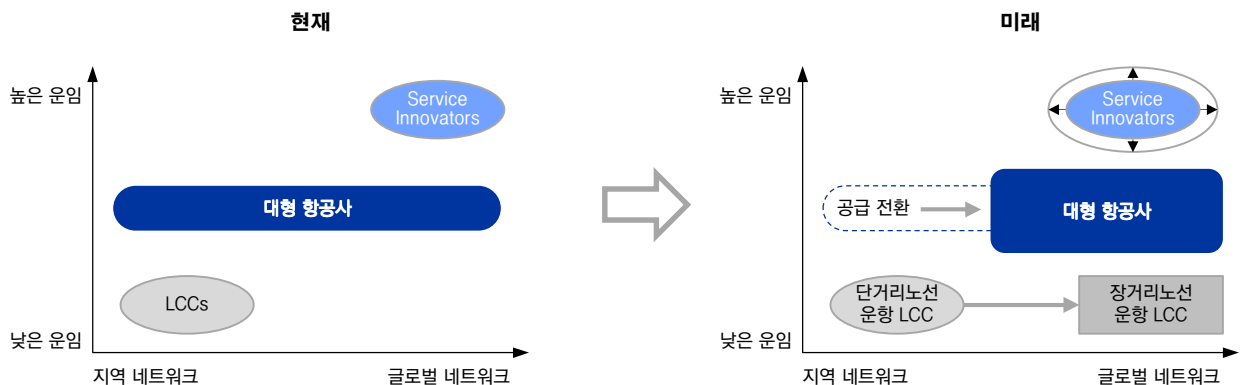
저가항공사의 장거리 노선 진출(Mega LCC)과 막강한 투자를 무기로 영역확장을 노리는 Service Innovator의 등장으로 [그림11]과 같이 항공시장의 경쟁 구도가 변화될 것으로 예상된다.

기존 대형항공사들은 저가항공사들의 진입으로 경쟁이 심화되는 수익성이 낮은 일부 국내선 및 단거리 노선 공급량을 줄여 수익성이 좋은 일부 중장거리 노선으로 공급을 전환할 것으로 전망된다. 일부 몇몇 노선에서는 Service Innovator와 더불어 장거리 저비용항공사와도 가격 경쟁을 해야 하는 상황이 될 것이다.

기존 저비용항공사들은 기존 사업 모델을 유지하거나 장거리 노선을 운항하는 저비용항공사(Mega LCC)로 사업 모델을 전환하게 될 것이다. 또한 단거리노선에서 기존 저비용항공사 보다 가격이 더 저렴한 초저비용항공사가 출범할 수 있어 이에 대한 경쟁 심화 가능성을 염두해 두어야 할 것이다.

이렇듯 변화하는 항공시장의 경쟁 구도에 대응하기 위해 현재 포지션이 어디인지를 파악하고 향후 회사가 지향하는 비즈니스 모델이 무엇인지, 그리고 그 비즈니스 모델로 유지 또는 변화하기 위해서는 어떠한 전략을 구사해야 하는지에 대한 준비가 필요할 것으로 판단된다.

그림11 항공시장의 경쟁 구도 변화



자료: 이트레이드증권 리서치본부

2. 리스크는 최소화하되, 경쟁력은 극대화하라

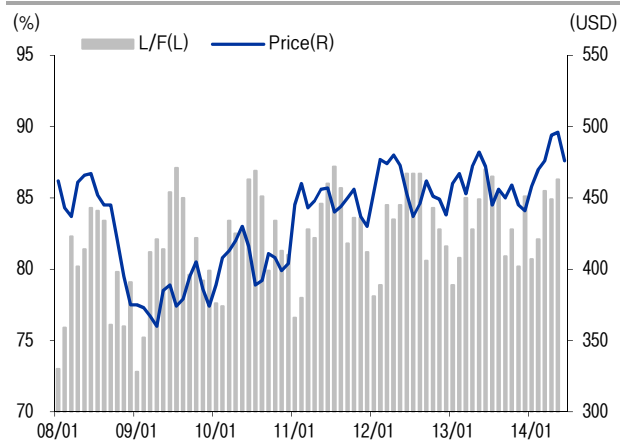
지속적으로 상승하고 있는 미국 국내선 항공요금

[그림12]와 같이 미국 국내선 항공요금이 지속적으로 상승하고 있다. Airline Reporting Corp에서 공개하는 데이터에 따르면, 시카고발 샌프란시스코행 노스탑 왕복권 가격은 2012년 7월 318달러였으나 2013년에는 510달러 수준으로 60% 올랐다. 시카고에서 덴버까지의 요금도 248달러에서 344달러로 38% 인상됐다.

미국 항공시장에 무슨 일이?

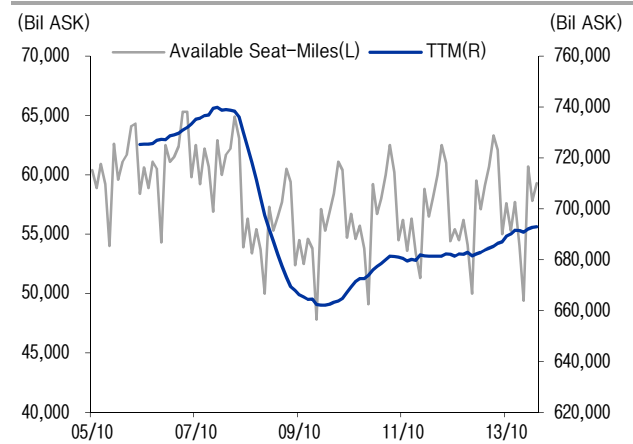
이렇듯 미국 국내선 항공요금이 지속적으로 상승할 수 있었던 이유는 1)항공사들의 의도적인 운송 규모 및 운항 횟수 축소와 2)항공사들의 합병으로 일부 노선에서 가격 경쟁이 사라졌기 때문이다. 2013년 2월에는 미국 3위 아메리칸항공과 5위인 US에어웨이스가 합병했고 앞서 2008년에는 미국 델타항공과 노스웨스트항공이 합병해 회사 규모를 키웠다. 또한 2010년 10월에는 미국 유나이티드항공과 콘티넨탈항공이 합병 작업을 마무리했다. 이러한 합병 작업으로 세 항공사가 차지하는 국내선 점유율은 무려 70%에 달한다.

그림12 미국 국내선의 탑승률과 운임 추이



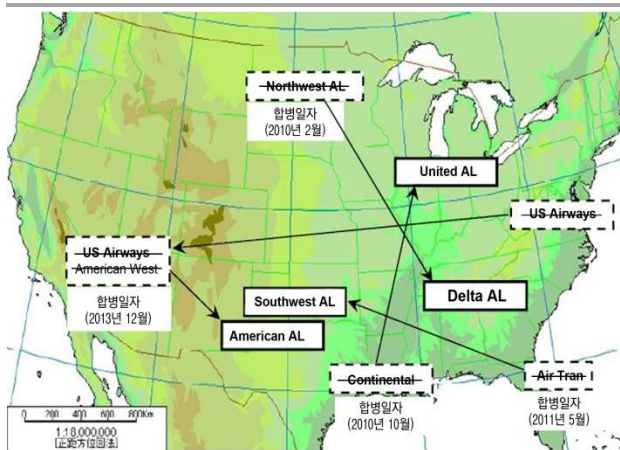
자료: DOT, 이트레이드증권 리서치본부

그림13 미국 국내선 공급량 추이



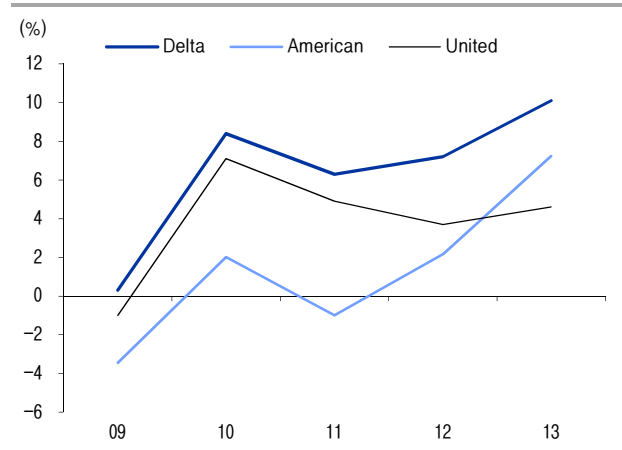
자료: DOT, 이트레이드증권 리서치본부

그림14 미국 항공사의 합병



자료: 이트레이드증권 리서치본부

그림15 미국 주요 항공 3사의 영업이익률 추이



자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

그러나 규제 때문에...

기업의 인수 및 합병은 단순한 업무제휴나 지분교환에 의한 제휴보다 관계의 긴밀성과 연대성, 항공기의 승무원의 운용, 구매와 자금차입능력, 소비자에 대한 기업 이미지 제고 측면에서 유리하다. 또한 경쟁가능 기업규모를 형성하여 다양한 허브를 확보하고 시장지배력을 강화할 수 있다.

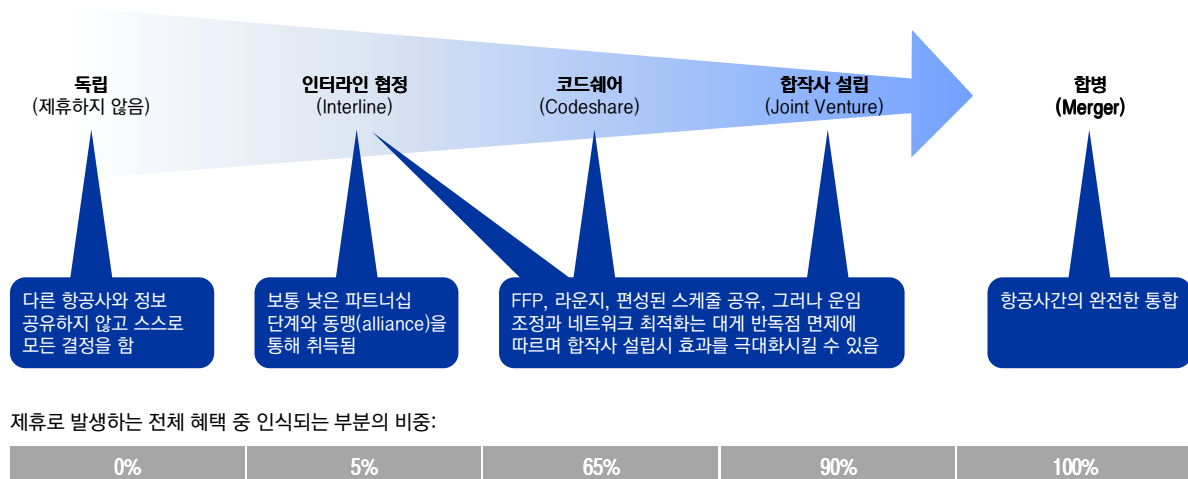
그러나 국적항공사와 외국항공사간의 인수·합병은 대부분의 국가에서 추진하기 어렵다. 싱가포르의 경우에 예외가 있으나 대부분의 국가에서는 외국인의 자국항공사 소유에 대해서 엄격히 규제를 하기 때문이다. 예를 들어, 미국에서는 국내 항공 운송을 담당하는 항공사는 미국국적이어야 하고, 외국 소유의 항공사는 국내 시장에 참여할 수 없다. 미국 국적이라는 요건을 충족하기 위해서는 최소 의결권이 있는 주식의 75% 이상을 미국인으로 구성해야 한다. 유럽공동체(EU)도 이와 유사한 규정을 두고 있는데, 외국 자본이 소유할 수 있는 유럽 국적항공사 지분을 49.9%로 제한하고 있다.

제휴 형태 중 합병과 같은 효과를 내는 합작사(Joint Venture)

이와 같이 자국 항공사에 대한 외국인 지분보유 제한으로 국적항공사와 외국항공사 간의 기업결합은 사실상 어렵다. 그러나 동맹(Alliance) 형태 중 인수·합병 효과에 상응하는 형태가 있다. 바로 합작사(JV)설립이다.

동맹(Alliance)형태 중에서 합작사(JV)협정은 독점금지 면제가 부여되기 때문에 인수·합병을 대체하는 수단이 된다. 항공사들은 합작사(JV)설립을 통해 매출이나 수익을 공유하게 되며 운항할 수 없는 먼지역으로 시장확장이 가능하고, 운수권이 없는 지역도 제휴를 통해 운항할 수 있다. 또한 항공상품공급을 확대함으로써 결과적으로 잠재적 시장을 넓히는 결과를 가져올 수 있고 새로운 노선을 추가하는데 발생하는 경제적 위험을 감소시키는 효과도 누릴 수 있어 최근 항공사 간 합작사 설립이 빈번해지고 있는 것이다.

그림16 얼라이언스의 단계에 따른 분류



자료: 이트레이드증권 리서치본부

3. 부가사업, 새로운 수익원으로써의 매력

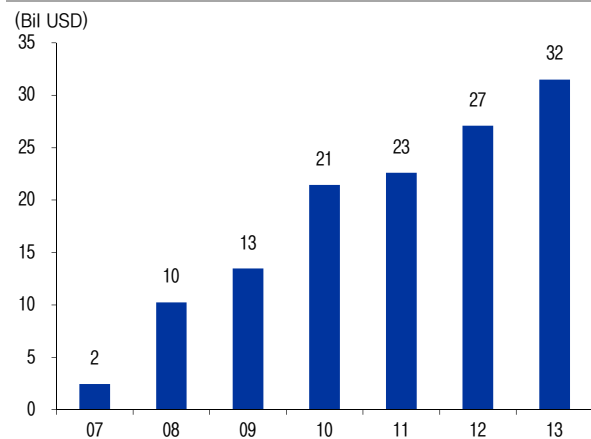
글로벌 항공사의 부가서비스 매출, 6년 동안 10배 성장

항공사의 부가서비스 매출이란 기내 수하물 요금, 식음료 판매, 면세품 판매, 항공권 환불 수수료, 항공기 임대 등 항공운송사업 외 분야에서 창출되는 수익을 뜻한다.

미국 항공조사업체 IWC 조사에 따르면, 2013년 전 세계 주요 59개 항공사들의 부수입은 315억 달러(약 32조4,000억원)에 달했다. 이는 부가 수익이 28억달러(약 3조원)에 그쳤던 2007년과 비교해보면 6년 새 10배 넘게 늘어난 수치다. 항공사 평균 부가서비스 수입액도 늘었다. 2007년 106.5백만달러에 불과했으나 2013년 533.9백만달러로 5배 늘어났다. 부가서비스 수입액은 특히 2008년부터 크게 증가하기 시작했는데 이는 당시 유가가 크게 올라 항공사들이 추가 수화물 수수료 부과와 예약수수료 징수 등 각종 부수입을 올리는데 치중해왔기 때문이다.

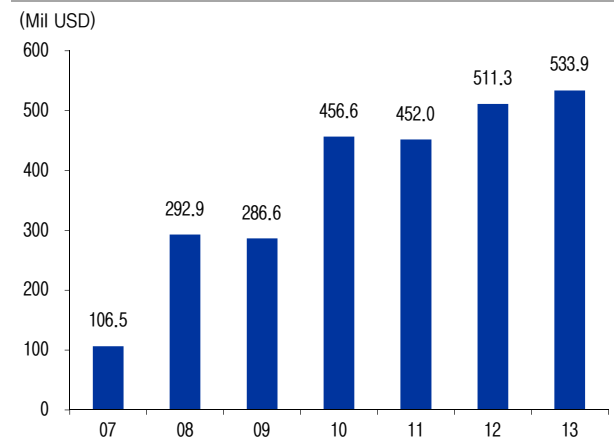
부가서비스 수입액을 많이 벌어들인 항공사는 대부분 미국 항공사와 저가항공사이나 유럽 대형 항공사인 에어프랑스(Air France)와 루프트한자(Lufthansa)도 포함되어 있어 대형항공사들도 최근 부가서비스에 대해 중요한 사업의 일부분으로 인지하고 있음을 확인할 수 있다.

그림17 부가서비스 수입액 규모 추이



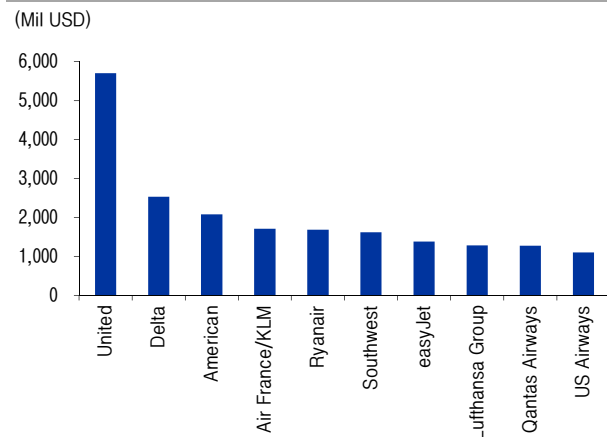
자료: IdeaWorks, 이트레이드증권 리서치본부

그림18 항공사당 평균 부가서비스 수입액 추이



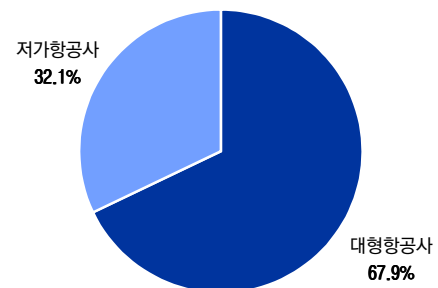
자료: IdeaWorks, 이트레이드증권 리서치본부

그림19 부가서비스 수입액 Top 10 항공사



자료: IdeaWorks, 이트레이드증권 리서치본부

그림20 항공사 타입별 부가서비스 수입액 점유율



자료: IdeaWorks, 이트레이드증권 리서치본부

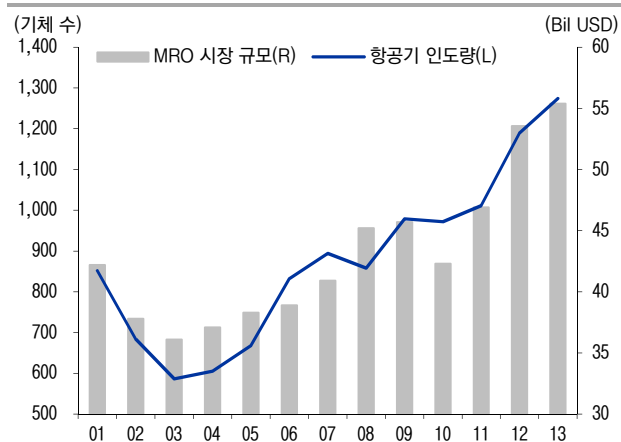
항공기 정비(MRO) 사업, 상대적으로 높고 안정적인 이익률

항공산업은 크게 엔진제작사와 부품제작사로부터 엔진과 부품을 지원받아 완제기를 제작하는 항공기 제작산업(Aircraft Manufacture Industry)과 완제기를 구입하여 항공기를 직접 운항하는 항공운송산업(Air Transport Industry), 그리고 항공기가 제작사에서 항공기 운항사로 인도된 후 지속적으로 항공기를 정비하는 항공기정비산업(Aircraft Maintenance, Repair, and Overhaul)으로 구분할 수 있다. 즉, 항공기MRO란 항공기가 신뢰성 및 안정성을 유지하면서 성능을 발휘할 수 있도록 항공기를 정비, 수리, 그리고 재생하는 산업을 말한다.

오랜 역사를 통해 쌓인 기술과 노하우가 있는 대부분의 대형항공사들은 자체적으로 운항정비를 실시하고 있다. 그러나 최근 등장한 저비용항공사들은 그렇지 못하다. 이들은 대부분 항공기 MRO 전문업체에 위탁하고 있다. 이렇듯 저비용항공사들의 설립과 저비용항공사들이 발주하여 인도되는 항공기로 인해 MRO 시장의 규모가 성장하고 있다. 2013년 기준 전세계 MRO 시장은 554억 달러의 규모로 파악되며, 항공기 인도량이 늘어나기 시작한 2003년부터 증가해왔다.

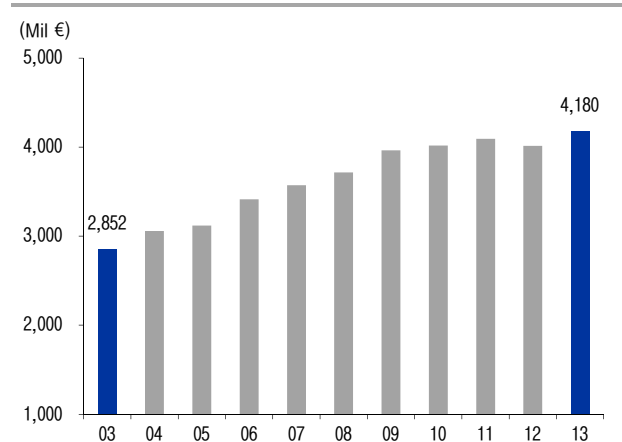
정비 사업에 대한 매력은 물론 시장의 성장성이기도 하지만, 항공운송산업 대비 상대적으로 높고 안정적인 이익률이 꼽힌다. 실제로 항공기 정비 업체 중 하나인 Lufthansa Technik의 영업이익률을 Lufthansa Group 및 글로벌 항공사 평균 영업이익률과 비교해보면[그림23] 영업평균이익률이 상대적으로 높을뿐만 아니라 변화의 폭도 상대적으로 적음을 알 수 있다.

그림21 항공기 정비 사업 성장세



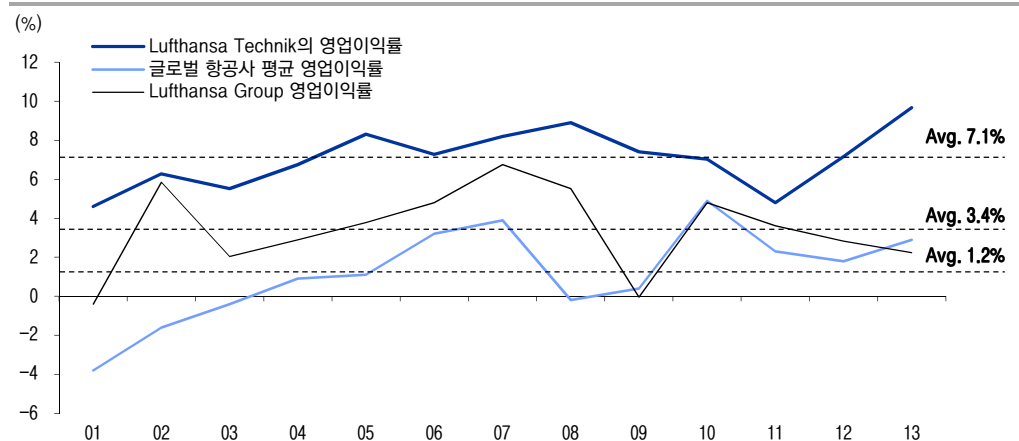
자료: 각 사, TeamSAI, 이트레이드증권 리서치본부

그림22 Lufthansa Technik의 매출액 추이



자료: Lufthansa Group, 이트레이드증권 리서치본부

그림23 Lufthansa Technik의 영업이익률과 글로벌 항공사 평균 영업이익률 추이



자료: 이트레이드증권 리서치본부

Ⅲ. 한국 항공사, 변화가 요구되는 시점

저비용항공사의 성장과 중동항공사의 부상으로 항공시장 경쟁 구도가 변화하고 있다. 이로 인해 살아남기 위한 항공사의 '포지셔닝'이 이루어지고 있다. 그 결과로 저비용항공사는 Mega LCC와 Local LCC로 분리되어 가고 있다. Mega LCC로서 북미지역에서는 사우스웨스트항공과 제트블루가, 유럽에서는 라이언에어와 이지젯이 대표 항공사로 꼽힌다. 그 이외의 많은 LCC들은 특정한 지역에 네트워크를 갖는 Mega LCC로서 살아남아 명맥을 유지하고 있다.

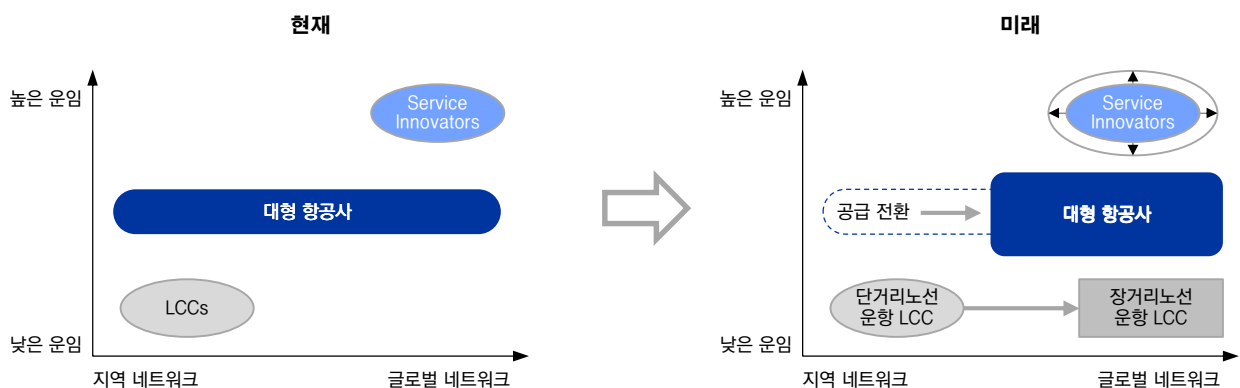
포지셔닝 변화와 더불어 항공사의 다양한 전략이 시도되고 있다. 코드쉐어 체결, 얼라이언스(Alliance) 가입, 합작사(JV)설립, 부가사업의 확장 등과 같은 항공사의 다양한 전략은 모두 새로운 사업 전략들의 방안을 수용하여 변화와 혁신을 통해 새로운 성장을 모색하려는 방법인 것이다.

한국의 항공사들도 포지셔닝을 통한 재정비가 필요한 시점이다. 최근 국내 항공시장 수요 증가폭이 둔화되고 주변국가, 특히 중국과의 항공협정에 따른 개방화가 늦어지고 있기 때문이다. 더불어 국내선의 저비용항공사 침투율은 이미 50%를 넘어섰고, 외국항공사의 한국 진출도 점점 늘어나고 있다.

최근 중국 정부의 저비용항공사(LCC)에 대한 입장 변화도 중요한 사건이다. 과거 중국은 신규 항공사와 LCC의 시장진입에 대해 다소 미온적인 입장이었으나, 이번에는 LCC 육성 의지를 적극적으로 피력하며 달라진 태도를 보였기 때문이다.

또한 ASEAN의 부상도 항공시장 변화를 가속화할 수 있다. 6억명 이상의 인구가 있는 ASEAN은 향후 도시화와 중산층의 증가가 전망되고 있다. 대개 중산층이 많아지면 항공교통의 이용도 같이 증가하는 바, ASEAN은 항공시장의 새로운 성장의 포인트가 될 것으로 전망된다.

그림24 항공시장 경쟁 구도의 변화



자료: 이트레이드증권 리서치본부

1. 한국 항공시장도 경쟁 심화된다

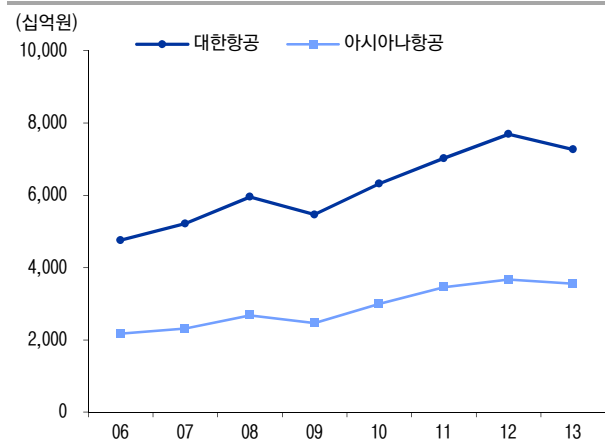
국내선 저비용항공사 침투율, 50% 넘어

국토교통부에 따르면 5월 말 기준 국적 저비용항공사의 국내선 여객 분담률이 사상 처음으로 50%를 넘어섰다고 한다. 이는 국내 여행에서 저비용항공사가 보편적인 운송수단으로 자리 잡았다는 의미도 되지만, 포화상태라는 뜻이기도 하다.

국토교통부의 저비용항공사 지원 대책→ 저비용항공사의 해외 노선 진출 가속화 전망

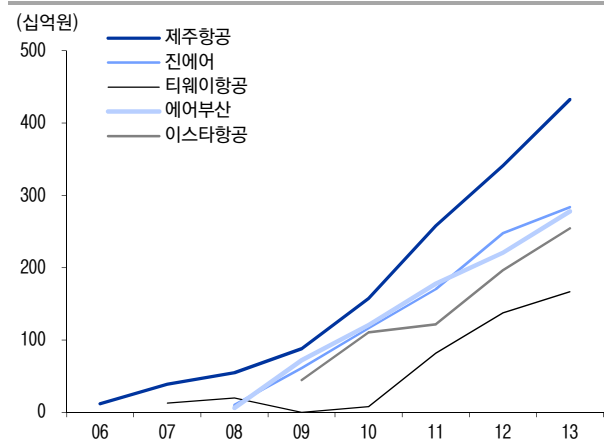
국토교통부는 최근 '저비용항공사 안전 확보 및 경쟁력 강화 대책'을 통해 저비용항공사를 위한 정부지원 확대를 발표했다. 해외 노선 개척 시 공항 사용료 3년간 감면 혜택을 지원(국적 대형항공사도 포함)하고, 인천공항의 경우 중소형기종의 착륙료를 인하할 방침이다. 또한 공항공사를 통한 항공유 공동구매를 실시하여 항공사의 유류비 절감을 지원하고 저렴한 정비가 가능하도록 항공정비산업 인프라를 조성할 계획이다. 이번 대책 추진을 통해 저비용항공사의 운항규모가 현재 34개 노선 이용객 491만명에서 60개 노선 이용객 1,000만명 정도로 확대될 것으로 기대하고 있어 저비용항공사의 해외 노선 진출 속도에 탄력이 붙을 전망이다.

그림25 한국 대형항공사 여객사업 매출액 추이



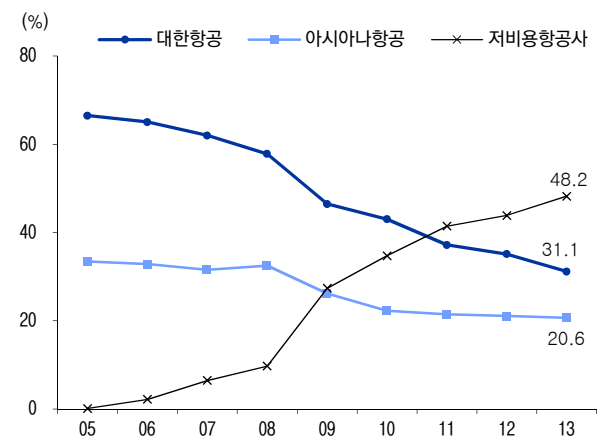
주: 여객 운송 매출
자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

그림26 한국 저비용항공사 매출액 추이



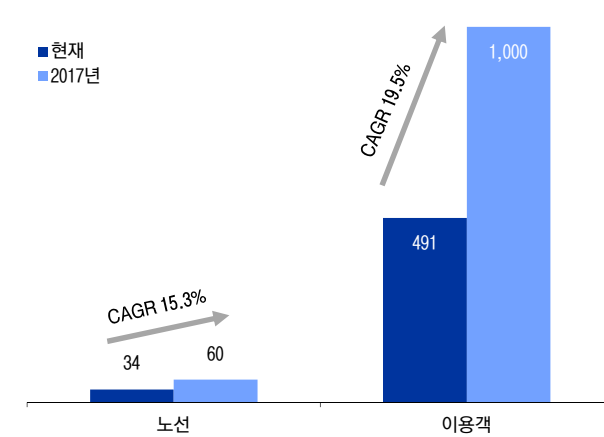
자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

그림27 항공사별 국내선 여객 실적



자료: 국토교통부, 이트레이드증권 리서치본부

그림28 저비용항공사 경쟁력 강화대책의 기대효과



자료: 국토교통부, 이트레이드증권 리서치본부

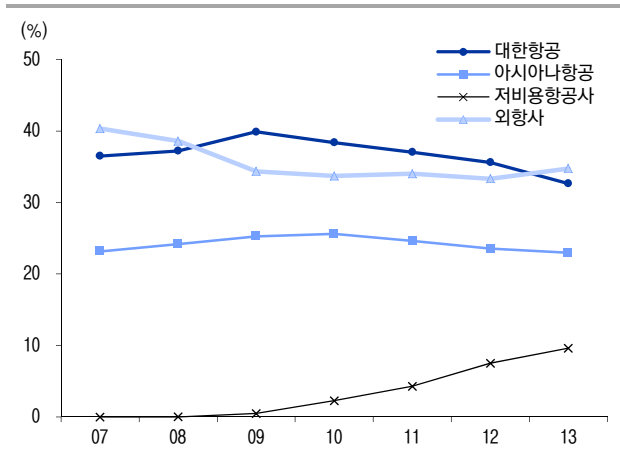
그러나 저비용항공사도 안심할 수 없다

국내선 여객 분담률의 증가와 국토교통부의 저비용항공사 장거리 노선 진출 지원으로 국내 저비용항공사들의 장거리 노선 진출 속도가 더욱 가속화될 것으로 전망된다. 최근 진에어, 에어부산 등이 장거리 노선에 진출하겠다고 발표한 것은 이러한 상황에 근거한 결과라 판단된다.

분명 저비용항공사의 장거리 노선 진출로 해당 노선을 대부분 운행하던 대형항공사는 수요를 뺏기거나 뺏기지 않기 위해 가격을 인하하는 등의 부정적 영향이 전망되는 것은 사실이다. 그러나 단거리 노선과 비용구조가 다른 장거리 노선에서 저비용항공사들이 기존 항공사 운임 대비 얼마나 낮은 운임을 제시할 수 있는지는 아직 미지수다.

또한 국내선 노선과 달리 외국 항공사와도 경쟁해야하는 상황도 무시할 수 없다. 최근 한국에 취항하거나 및 하려는 계획인 외국 항공사가 늘어나고 있어(그림30 참조) 저비용항공사 역시도 마냥 안심할 수 있는 상황은 아닌 것으로 판단된다.

그림29 항공사별 국제선 여객 실적



자료: 국토교통부, 이트레이드증권 리서치본부

그림30 한국 저가항공사 매출액 추이

국적	항공사	취항일	국적	항공사	취항일
중국	춘추항공	2013년 8월	필리핀	에어아시아제스트	2009년 6월
중국	길상항공	2013년 4월	베트남	비엠허	2014년 10월
중국	OK항공	2013년 1월	캄보디아	스카이웜스	2011년 6월
중국	홍콩익스프레스	2014년 3월	말레이시아	에어아시아X	2007년 11월
일본	피치항공	2012년 3월	싱가포르	스쿠트항공	2012년 6월
일본	바닐라에어	2014년 3월			
일본	스타플라이어	2005년 12월			
일본	젯스타재팬	연내취항예정			
태국	비즈니스에어	2009년 12월			
필리핀	세부퍼시픽	1996년 3월			

취항 준비중인 해외LCC

에어아시아 한국합작사 설립 추진중

중국 주위안항공 한국 포함 국제노선 추진중

자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

표3 국적 저비용항공사 현황

구분		제주항공	진에어	에어부산	이스타항공	티웨이항공
대표자		최규남	마 원	한태근	김정식	함철호
면허일		2005.8.25	2008.4.5	2008.6.11	2008.8.6	2005.3.31
최초취항일		2006.6.5	2008.7.17	2008.10.27	2009.1.7	2005.8.31
영업범위		국내, 국제	국내, 국제	국내, 국제	국내, 국제	국내, 국제
노선망	국내선	3개노선	1개노선	3개노선	3개노선	2개노선
	국제선	15개노선	12개노선	11개노선	8개노선	5개노선
수송량 (2013년)	국내여객(명)	2,866,662	2,777,375	2,447,439	1,078,964	1,810,942
	국제여객(명)	1,724,524	942,300	877,975	491,780	428,842
	화물(톤)	38,605	20,476	26,474	18,433	12,936
자본금(억원)		1,100	270	500	278	169
항공기	보유(대)	15	11	12	8	7
	기종	B737-800 15	B737-800 11	B737-400 4 B737-500 2 A321-200 5 A320-200 1	B737-700 4 B737-800 4	B737-800 7
종사자(명)		919	543	630	626	504

주: 2014년 4월 30일 기준

자료: 국토교통부, 이트레이드증권 리서치본부

2. 중국 정부의 입장 변화를 주시하라

최근 중국 정부의 달라진 태도, 저비용항공사 육성

중국은 항공규제를 유지하고 있는 국가 중 하나다. 한국과는 2006년 산둥반도와 해남반도만 항공자유화를 맺었고 나머지 지역은 주기적으로 항공회담을 통해 공급량을 결정하는 상황이다. 2006년 항공회담 당시 중국은 산둥성과 해남도에 대해 시범적으로 항공자유화를 시행하고, 이후 단계적으로 항공자유화를 논의하기로 합의했다. 그러나 전면적 시행을 검토하기로 했던 2010년 중국은 항공자유화로 인한 과잉경쟁에서 오는 노선 손실을 경험하면서 자국항공사에 대한 보호 정책으로 선회했다. 작년 한국의 항공사들에 대한 전세기 취항횟수를 일방적으로 제한하는 등 자국 항공업계에 대한 보호주의를 부쩍 강화하고 있다.

그런데 최근 중국 정부의 저비용항공사(LCC)에 대한 입장 변화가 있었다. 2013년 11월 중국민항총국(Civil Aviation Administration of China, CAAC)의 부국장은 중국에서 LCC를 육성시킬 필요가 있다고 강조하며 향후 신생 LCC의 용이한 시장진입 및 기존 항공사의 LCC 전환을 정책적으로 지원할 방침임을 밝혔다. 과거 중국은 신규 항공사와 LCC의 시장진입에 대해 다소 미온적인 입장이었으나, 이번에는 LCC 육성의 의지를 적극적으로 피력하며 달라진 태도를 보인 것이다.

노선 규제완화, LCC 전용터미널 건설도 예고

또한 노선 규제완화에 대한 언급도 있었다. 그 동안 중국은 불투명한 노선 운영과 배분, 승인 절차 등으로 비난의 대상이 되어왔다. 이에 중국은 항공사들의 운항을 '승인'하는 대신 항공사들로 하여금 운항지역을 '통지'하도록 제도를 변경할 계획임을 밝혔다.

더불어 LCC 전용터미널 건설도 예고되고 있다. CAAC는 국가의 지역경제개발정책을 책임지는 국가발전개혁위원회 및 춘추항공과 함께 LCC 전용터미널을 어느 지역에 도입할 지 고민 중에 있다. LCC 전용터미널 도입을 위해 CAAC는 기존 공항내 터미널 또는 유희건물을 리모델링하는 방안을 검토하고 있는 것으로 알려졌다. 현재 약 8%인 LCC 점유율을 2020년까지 약 19%로 확대하고자 하는 상하이 홍차오공항(Hongqiao Airport) 제 1 터미널을 춘추항공을 위한 LCCT로 개조할 예정이다. 베이징과 광저우 등도 LCC 전용터미널 도입 및 건설에 나설 것으로 전망되고 있다.

중국 민용항공 발전 12차 5개년 계획을 감안하면 매우 짙은 정부 정책 변화

현재 중국은 12차 5개년 계획(2011~2015)등을 시행하며 항공운송업의 발전을 도모하고 있다. 12차 5개년 계획의 주요 골자는 [그림31, 32]과 같이 여객과 수요의 지속적인 성장과 더불어 이를 무탈하게 처리할 수 있는 공항의 설립이다.

특히 공항 건립 중에서도 제 2 북경수도공항 설립이 핵심이다. 2018년 개장할 신(新)북경수도공항은 2025년까지 연간 여객 약 7,000만명에 달하는 공급력을 갖출 예정이다. 또한 신공항은 총 7개의 활주로를 보유하게 되며 시내 중심가에서 신공항을 약 30분에 연결하는 쾌속열차 1개 노선도 건설될 계획이다.

중국항공사의 세 가지 비교 우위

중국 정부의 자국 항공사 보호주의가 강해지는 상황 속에서 중국항공사도 단단해지고 있다. 중국 항공사들은 한국 항공사 대비 비교 우위에 있는 점이 세 가지가 있다.

첫째, 중국의 항공사들은 수익구조가 견고하다. 국제선 수요의 10배가 넘는 내수시장은 곧 중국 항공업계의 수익구조가 탄탄함을 의미한다. 경우에 따라서는 국제노선에서 출혈을 감수하는 공격적인 가격전략도 구사할 수 있다. 국제선에 승부를 걸고 있는 우리 항공사들과 대비되는 점이다.

둘째, 원가요소가 지니는 경쟁력이다. 중국은 낮은 인건비, 국영으로 운영되는 유류공급기업, 그리고 2천 대 이상의 항공기 보유에 따르는 규모의 경제 등 원가우위 요소가 풍부하다. 이는 향후 세계 항공운송시장을 주도할 요인이 될 것으로 전망된다.

마지막으로 중국 정부의 지원체계를 주목할 필요가 있다. 양적 팽창으로 산만하게 운영되던 중국의 민항은 2000년대 초반 대폭적인 구조조정을 거쳐 중국항공(CA), 동방항공(MU), 남방항공(CZ) 등 3대 국영기업으로 재편됐다. 이들은 전체 시장의 약 65% 이상을 점유하면서 막대한 정부보조금까지 지원받고 있다. 나머지 항공사들도 대부분 3대 기업의 자회사로 운영되고 있다.

중국 항공사와 경쟁할 수 있는 체력 구축 필요

향후 10년 동안 중국의 국제선 단거리 항공여객이 수백만 명에 달할 것으로 전망되며, 보호주의를 택하고 있는 중국 항공시장은 규제완화를 통해 항공수요는 날로 증가될 것으로 예상된다.

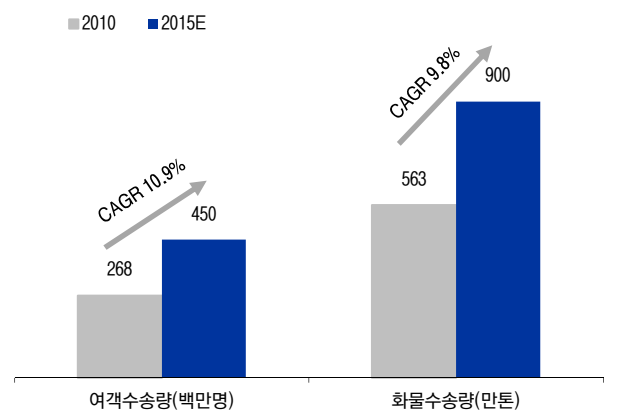
항공자유화가 실시될 경우, 슬롯경쟁으로 이어질 것이고 공정한 경쟁의 틀의 확보하지 못할 경우, 우리 항공업계로서는 불리한 입장에 놓일 수밖에 없다. 또한 승객 유치를 위해 공격적인 마케팅으로 출혈 경쟁을 불사할 수도 있다. 현재 중국은 가장 성장성이 높고 수익성이 좋은 노선이지만 현 상태에 안주하기 보다는 향후 중국항공사와 경쟁할 수 있는 체력 구축이 필요해 보인다.

표4 중국 3대 항공사에 대한 정부보조금 규모

구분	중국항공(CA)	남방항공(CZ)	동방항공(MU)
연간 보조금 (2012년 기준)	2,283억원 (12.8억 위안)	2,247억원 (12.6억 위안)	3,068억원 (17.2억 위안)

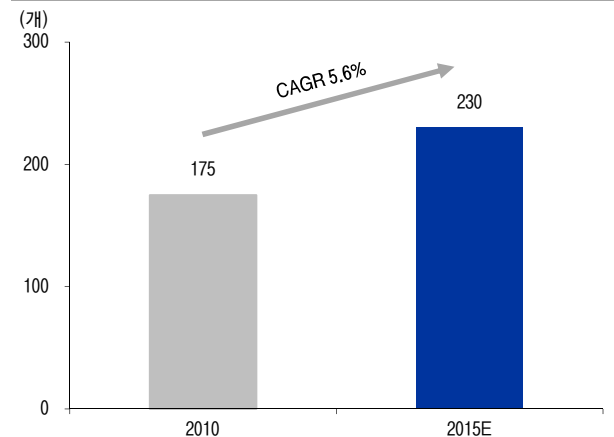
자료: 항공사별 연간실적보고서, 이트레이드증권 리서치본부

그림31 중국 항공 수송 계획



자료: CAAC, 이트레이드증권 리서치본부

그림32 중국 범용 수송 공항 계획



자료: CAAC, 이트레이드증권 리서치본부

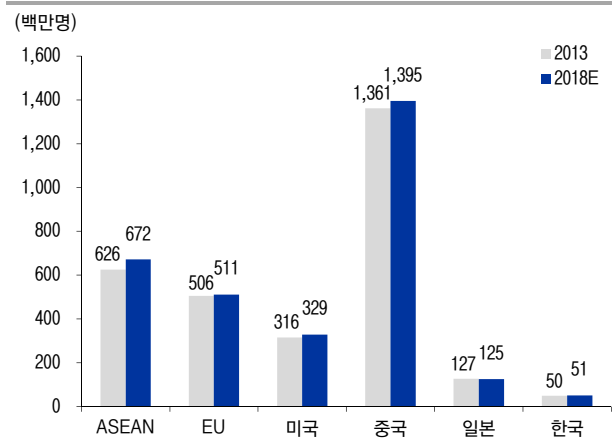
3. 새로운 시장이 열린다

ASENA 항공사들의 잇따른 대규모 항공기 주문

에어아시아는 2011년 에어버스 A320 200대(약 185억 달러)를 주문한데 이어 지난해 12월 다시 A320 100대(약 93억 달러)를 주문해 항공 업계에서 화두가 된 바 있다. 에어아시아에 비해 후발주자인 라이언에어는 2011년 보잉 B737 200여 대(약 217억 달러)를 주문한 데 이어 지난 3월 에어버스 A320 여객기 234대(약 184억 유로)를 주문하는 등 이미 500대 이상을 주문했다. 최근 인도네시아 국영 가루다항공이 항공기 보유 대수를 현재 131대에서 2015년까지 194대로 늘릴 것이라 발표, 에어아시아와 라이언에어 간 경쟁에 대응하기 위한 행보를 보이고 있다.

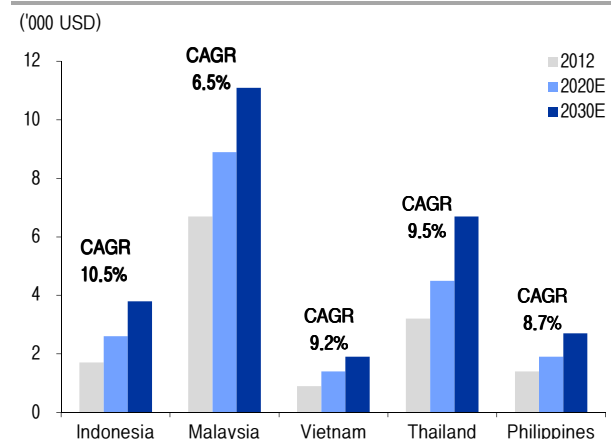
이와 같은 항공사의 몸집 불리기 경쟁은 2015년 ASEAN 단일시장 출범과 동남아국가연합(ASEAN) 회원국들의 빠른 경제성장으로 빠르게 팽창하고 있는 항공운송 시장을 선점하기 위한 것으로 풀이된다. [그림33]와 같이 우선 ASEAN은 현재 6.3억명이라는 풍부한 인구수를 보유하고 있다. 또한 회원국들의 실질 1인당 소득은 연평균 6~10%대 성장을 보일 것으로 전망되어 ASEAN의 중산층 비중이 2030년에는 인구 중 65%를 차지할 것으로 예상된다. ASEAN의 풍부한 인구수와 중산층의 증가는 항공 이용률의 증가로 이어질 것이다.

그림33 ASEAN과 주요 국가의 인구수 및 전망



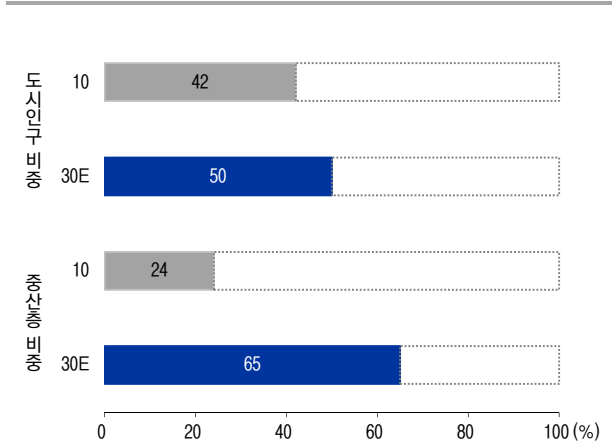
자료: IMF, 이트레이드증권 리서치본부

그림34 ASEAN 국가의 실질 1인당 소득 현황 및 전망



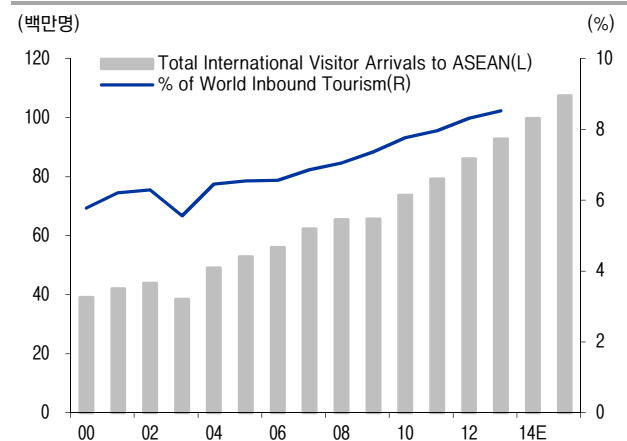
자료: 이트레이드증권 리서치본부

그림35 ASEAN의 도시화와 중산층 비중 변화 전망



자료: IMF, 이트레이드증권 리서치본부

그림36 전세계 여행객 중 ASEAN을 방문하는 수와 비중



자료: UNWTO, 이트레이드증권 리서치본부

ASEAN 단일시장 출범, 항공 시장 큰 폭으로 성장 할 것

ASEAN의 항공 여객 시장에 대한 데이터는 없으나 ASEAN이 속해있는 아시아 지역의 항공 규모는 2013년 9억7천만명에서 2030년 22억명으로 연간 6.7%씩 성장할 것으로 전망되고 있다. 이는 아시아 외 지역인 북미 2.3%, 유럽 3.5%의 성장률 보다 높아 항공시장으로써의 ASEAN이 더욱 주목받고 있는 것이다.

특히 ASEAN 단일시장 출범 시, 항공자유화를 기대해 볼 수 있다. ASEAN이 항공자유화가 된다면 과거 EU의 사례와 비슷할 것으로 판단된다. 1997년 EU는 완전 자유화된 역내 단일항공시장을 완성했다. 이를 통해 대형항공사 및 저가항공사들의 사업기회는 크게 확대되었다. 실제로 완전 자유화가 발효된 후, 1998년부터 2002년까지 유럽지역의 여객공급량은 연평균 36.2%로 늘었다. ASEAN의 항공자유화에 더욱 기대를 하게 되는 이유는 ASEAN 항공시장이 EU와 달리 철도와의 경쟁도 크지 않을 것으로 예상되기 때문이다.

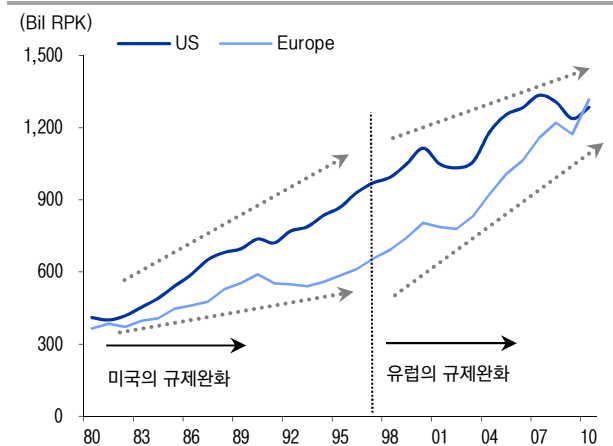
이에 [그림37]과 같이 동남아시아의 각 국 정부들은 공항의 신설 및 증설 계획을 세우고 있다. 일본 역시 LCC 육성을 위해 적극적으로 나서고 있다. 지난해 간사이공항에 저비용항공사인 피치항공만을 위한 전용터미널을 완공해 항공 운임료를 30~40%가량 낮췄고, 나리타공항과 오사카 간사이공항에 LCC 전용 터미널 건설할 계획을 발표한 바 있다.

그림37 동남아시아 공항들의 신·증설 계획



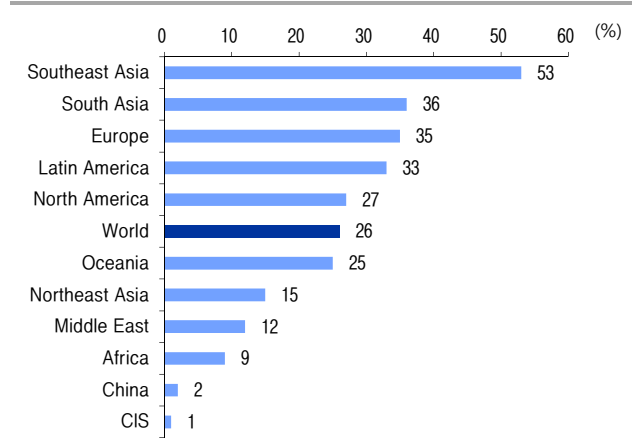
자료: 이트레이드증권 리서치본부

그림38 미국과 유럽의 여객 수요 추이



자료: ICAO, 이트레이드증권 리서치본부

그림39 아시아의 저가항공사 침투율 제일 높아



자료: 이트레이드증권 리서치본부

커질 수 밖에 없는 MRO와 부품 제조 시장, 비행기 주문량 사상 최대치

에어버스가 동남아시아국가연합(ASEAN·아세안) 항공사들이 민항기 매입에 필요한 자금을 융자할 수 있도록 싱가포르에 금융서비스 거점 설치를 발표한 것만으로도 ASEAN 지역에 신규 항공기에 대한 수요가 많음을 알 수 있듯이, 항공기 보유대수가 지속적으로 증가할 예정인 아시아태평양 지역은 미래 글로벌 MRO 산업의 중심지로 꼽히고 있다. 중국을 제외한 아시아태평양지역의 항공기 대수는 향후 5년 동안 연평균 5.4%씩 증가하여 2019년에 4,752대에 이르고 그 후 5년 동안에는 연평균 약 3.5%씩 증가하여 2024년에는 5,638대에 이를 전망이다.

글로벌 MRO 시장, 4% 성장한 577억달러 형성 전망

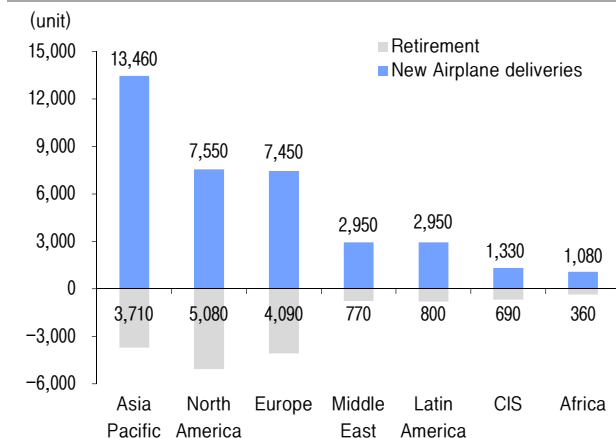
이에 전세계 제트기 및 터보프롭기에 대한 항공기 개조 및 정비 관련 지출액은 올해 전년 대비 약 4% 이상 증가하여 약 577억달러(약 58조 8,000억 원)에 달할 전망이다. 항공기 정비(MRO)는 항공사의 운영에 있어 대단히 중요한 부문을 차지하고 있다. 현재 항공기 MRO에 소요되는 비용은 항공사 운영비용 중 약 12~15%를 차지하고 있다.

대부분 전문업체에 위탁되는 항공기 정비, 새로운 영역 확장의 기회

대부분의 항공사들은 자체적으로 운항정비(line maintenance)를 실시하고 있지만, 전 세계 항공기의 약 60% 정도는 항공기 MRO 전문업체에 위탁하고 있다. 특히 저비용항공사의 등장으로 항공운송 회사가 우후죽순으로 생기면서 운송산업에 대한 경쟁이 치열해지고 있고, 이에 따라 비용 절감이 주요 화두가 되고 있어 각 항공사들은 인건비 비중이 높은 MRO 산업을 외주화하는 전략을 취하고 있다.

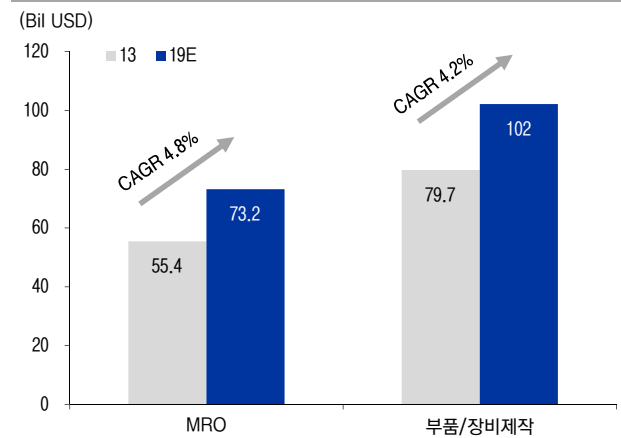
ASEAN은 저비용항공사의 침투율이 가장 높은 시장이다. 그리고 항공기 주문량도 많은 지역이다. 적극적으로 선점하기 위해 준비하고 진출한다면 새로운 영역 확장의 기회로 삼을 수 있을 것이다.

그림40 지역별 신규 항공기 주문량과 퇴역량(~2033년)



자료: ICAO, 이트레이드증권 리서치본부

그림41 MRO 및 부품/장비 제작 시장 성장 전망 추이



자료: TeamSAI, 이트레이드증권 리서치본부

IV. 항공사에 대한 새로운 시각 필요

그동안 항공주에 대한 투자시각은 양분화되어 있었다. 항공시장에서 저비용항공사의 점유율은 계속 확장될 것이고 대형항공사는 반대로 축소될 것이라는 시각이었다. 심하게 비약되었을 때는 저비용항공사만 남고 사라지게 될지도 모른다는 얘기도 있었다.

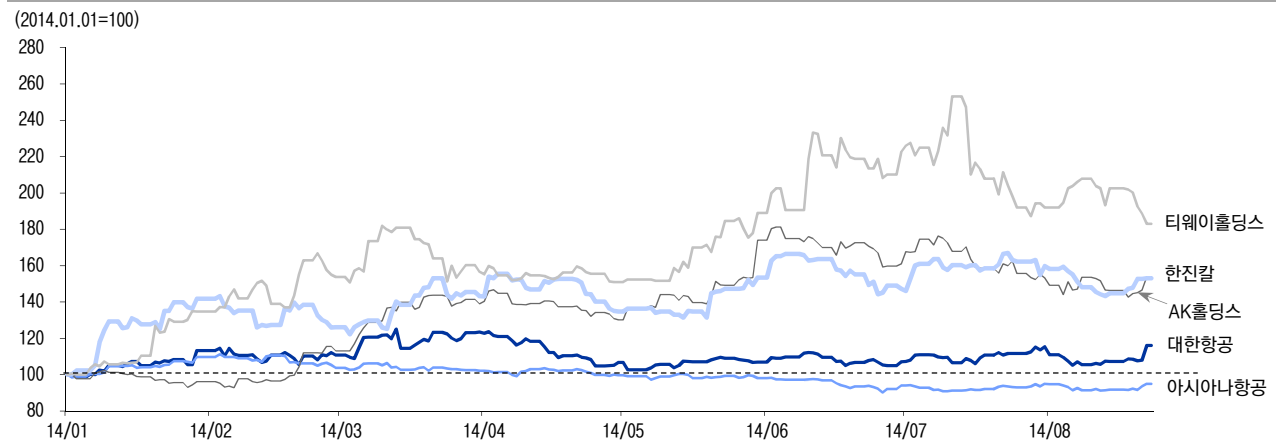
이에 따라 주식시장에서도 [그림42]와 같이 저비용항공사의 높은 성장률과 시장 장악력에 대한 프리미엄으로 평가받게 되었다. 크게는 연초 대비 200% 상승하기도 했다. 반면 대형항공사는 저비용항공사 확장의 피해대상으로 인식, 상대적으로 낮은 퍼포먼스를 보였다.

그러나 최근 국내 항공시장 수요 증가폭이 둔화되는 반면, 외국항공사의 취항이 늘면서 경쟁이 심화될 조짐이 보이고 있다. 새로운 성장을 위해서 변화를 모색해야 하는 시점이 다가오고 있는 것이다.

저비용항공사의 발전을 먼저 경험했던 미국과 유럽의 항공시장에서는 이미 비즈니스 모델의 변화가 이루어지고 있다. 세계 주요 항공사들은 그들의 비즈니스 모델을 새로운 환경에 맞춰 변화시키고 있고 향후 발생 가능한 문제점에 대해서는 선제적으로 대응하고 있다. 이러한 과정에서 저비용항공사와 대형항공사 간의 경계가 모호해지고 있어 둘로 나누는 양분화된 시각은 자칫 위험해질 수도 있는 것이다.

항공주에 대한 시각을 이제는 바꿔야 할 때라고 생각한다. 항공사의 형태에 따른 접근보다는 해당 항공사의 비즈니스 모델을 면밀히 살펴보고 변화하는 상황에 대해 어떻게 대처할 것인지, 그리고 그에 대한 어떠한 준비가 되어 있는지에 따라 평가가 달라져야 할 것이다.

그림42 대형항공사와 저비용항공사의 엇갈린 주가 흐름



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

글로벌 주요 항공사의 Valuation

[그림43]과 같이 글로벌 항공시장의 Valuation을 비교했을 때, 대한항공의 현 주가 수준은 2014~2016년 평균 ROE 2.2% 대비 PBR 0.8배 수준에 위치하고 있다. 아시아나항공의 경우 2014년~2016년 ROE 5.3% 대비 PBR 1배 수준에 위치하고 있다. 두 회사 모두 글로벌 항공시장 평균에 위치하고 있다.

한국 항공사와 달리 고평가를 받고 있는 항공사들의 공통점을 곰곰히 생각해보면 앞서 언급했던 비즈니스 모델 변화를 통해 실적 개선의 흐름이 나타났던 항공사임을 알 수 있다. 미국 주요 항공사들은 좌석을 늘리고 부가수입 확대에도 힘을 썼으며 특정 노선의 합작사(JV) 설립을 위한 적극적인 공략을 선도했음을 떠올릴 수 있다. Spirit이라는 미국 초저비용항공사 역시 기존에 없던 새로운 비즈니스 모델을 통해 평가받고 있고 JAL 역시 합작사 설립, 프리미엄 이코노미 좌석 도입, 피치항공이라는 저비용항공사를 통한 시장 공략 강화 등으로 역시 좋은 평가를 받고 있는 것이다.

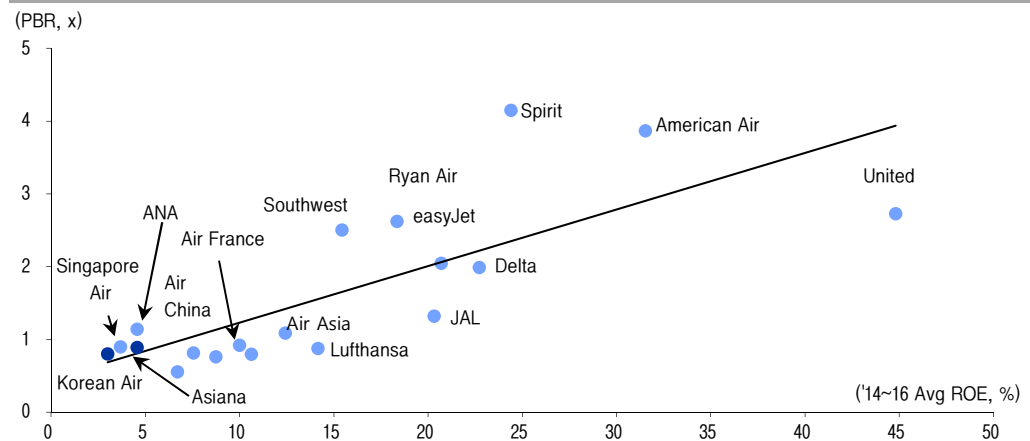
변화를 준비하고 있는 한국 항공사

그러나 현재 한국 항공사들도 변화를 준비하고 있다.

대한항공의 경우 사업 포트폴리오 다각화를 통해 지속적인 수익 창출을 꾀하고 있으며, 아시아나항공의 경우 추가 저비용항공사 설립과 장거리 노선 강화를 통해 여객에서의 지위를 확고히 하려 한다.

변화를 통해 개선된 실적이 나타나기 시작한다면 한국 항공사 역시 시장에서 재평가 받을 수 있을 것이라 판단한다.

그림43 Global Peer Valuation 비교



자료: 이트레이드증권 리서치본부

표5 세계 주요 항공사 Earning Consensus

		매출액	영업 이익	세전 이익	순이익	지배주주 순이익	EBITDA	OPM (%)	ROE (%)	EPS	BPS	PBR (x)	PER (x)
Delta	12Y	366.7	26.3	10.3	10.1	10.1	41.9	7.2	-	1.2	-2.5	-	6.5
	13Y	377.7	38.0	25.3	105.4	105.4	54.6	10.1	-	12.4	13.7	2.0	9.3
	14Y	399.2	51.4	44.6	27.3	25.8	69.6	12.9	21.4	3.2	16.6	2.4	12.5
	15Y	418.6	58.2	52.5	31.9	31.3	77.6	13.9	21.8	3.8	20.3	2.0	10.6
	16Y	439.0	63.0	58.3	36.0	35.7	84.6	14.3	25.0	4.5	20.7	2.0	9.0
American	12Y	248.6	5.3	-24.5	-18.8	-18.8	15.5	2.1	-	-15.0	-65.7	-	-
	13Y	267.4	19.6	-21.8	-18.3	-18.3	29.8	7.3	-	-11.3	-10.5	-	3.1
	14Y	432.5	49.4	40.9	41.0	37.4	62.0	11.4	-67.8	5.5	4.2	9.5	7.2
	15Y	454.4	58.6	50.0	49.8	44.6	72.5	12.9	110.5	6.8	10.3	3.9	5.8
	16Y	478.3	64.5	58.9	54.1	-	80.8	13.5	51.9	7.3	17.9	2.2	5.5
United	12Y	371.5	13.6	-7.2	-7.2	-7.2	28.8	3.7	-63.2	-2.2	1.4	16.2	13.1
	13Y	382.8	17.7	5.4	5.7	5.7	34.6	4.6	32.8	1.6	8.2	4.6	13.9
	14Y	391.6	24.4	17.5	17.6	15.0	41.4	6.2	44.6	4.6	12.2	4.0	10.6
	15Y	406.0	31.8	24.5	22.4	18.7	49.8	7.8	42.2	5.8	17.8	2.7	8.4
	16Y	421.2	39.8	36.4	30.1	28.6	61.4	9.4	47.6	8.0	24.9	1.9	6.1
Lufthansa	12Y	301.4	8.5	13.0	12.1	12.3	27.8	2.8	19.3	2.7	10.4	1.4	5.5
	13Y	300.3	6.7	5.5	3.3	3.1	24.1	2.2	5.8	0.7	13.1	1.2	22.7
	14Y	301.3	10.6	7.4	6.6	5.0	26.0	3.5	9.1	1.5	13.3	1.0	8.6
	15Y	310.5	16.9	14.6	10.9	10.3	33.2	5.4	16.5	2.4	15.0	0.9	5.4
	16Y	319.7	19.3	17.9	12.7	13.0	36.8	6.0	16.9	2.8	16.7	0.8	4.7
Air France	12Y	256.3	-3.0	-11.6	-11.9	-11.9	14.5	-1.2	-21.7	-4.0	16.4	0.4	-
	13Y	255.2	1.3	-7.4	-17.0	-18.3	18.7	0.5	-51.0	-6.2	7.5	1.0	-
	14Y	255.3	5.7	1.4	0.6	0.3	22.4	2.2	2.2	0.2	7.4	1.1	37.2
	15Y	262.2	8.7	5.4	3.6	3.5	25.5	3.3	13.7	1.2	8.5	0.9	6.8
	16Y	271.0	10.1	7.3	5.0	4.5	28.2	3.7	14.1	1.6	9.9	0.8	4.9
JAL	12Y	12,048.1	2,049.2	1,999.0	1,915.7	1,866.2	2,861.4	17.0	-	1,029.0	2,142.4	-	-
	13Y	12,388.4	1,952.4	1,904.8	1,765.5	1,716.7	2,762.5	15.8	36.0	946.7	3,116.3	1.4	4.6
	14Y	12,920.2	1,639.6	1,571.7	1,497.0	1,491.4	2,482.2	12.7	24.0	825.1	3,760.1	1.5	7.0
	15Y	13,540.4	1,612.0	1,536.5	1,417.7	1,415.6	2,467.1	11.9	19.2	776.0	4,380.8	1.3	7.5
	16Y	13,821.9	1,705.1	1,647.9	1,519.2	1,519.2	2,618.3	12.3	17.8	831.3	5,023.9	1.2	7.0
ANA	12Y	14,115.0	970.2	634.3	281.8	281.8	2,162.9	6.9	5.3	11.2	218.2	1.1	22.3
	13Y	14,835.8	1,038.3	708.8	418.1	431.4	2,277.4	7.0	6.6	13.5	218.4	0.9	14.2
	14Y	15,900.0	645.8	340.0	217.1	199.8	2,027.0	4.1	2.8	5.7	220.9	1.1	44.1
	15Y	16,954.6	883.8	648.5	395.0	389.7	2,283.4	5.2	5.1	11.3	222.0	1.1	22.5
	16Y	17,575.1	1,006.8	710.4	446.5	441.2	2,476.5	5.7	5.7	12.8	230.4	1.1	19.8
Singapore	12Y	148.6	3.9	4.5	4.0	3.4	19.8	2.6	2.5	0.3	11.0	1.0	38.1
	13Y	151.0	2.9	4.8	4.4	3.8	19.0	1.9	2.9	0.3	11.1	1.0	33.8
	14Y	153.9	3.8	5.0	4.8	4.1	20.2	2.5	3.3	0.4	11.2	0.9	23.9
	15Y	154.3	3.9	5.7	4.3	4.3	20.6	2.5	3.2	0.3	11.2	0.9	29.4
	16Y	161.4	6.1	7.5	5.9	5.9	22.8	3.8	4.6	0.5	11.4	0.9	21.1
Air China	12Y	953.2	83.5	69.1	53.0	48.2	187.5	8.8	10.0	0.4	3.9	1.4	13.3
	13Y	946.0	24.2	45.2	36.1	32.6	134.1	2.6	6.3	0.3	4.1	1.1	17.0
	14Y	1,098.5	58.1	43.8	32.2	32.9	182.5	5.3	5.7	0.2	4.5	0.9	16.0
	15Y	1,202.0	71.7	65.1	46.0	49.2	205.5	6.0	8.0	0.3	4.8	0.8	11.3
	16Y	1,305.8	88.9	85.0	56.6	61.9	229.0	6.8	9.0	0.4	5.3	0.7	8.8

		매출액	영업 이익	세전 이익	순이익	지배주주 순이익	EBITDA	OPM (%)	ROE (%)	EPS	BPS	PBR (x)	PER (x)
China	12Y	995.1	50.1	47.4	37.8	26.2	133.5	5.0	8.1	0.3	3.3	0.9	11.6
Southern	13Y	985.5	19.8	34.8	27.5	19.9	114.7	2.0	5.9	0.2	3.5	0.7	11.8
	14Y	1,091.6	32.9	26.5	15.7	15.4	137.9	3.0	4.2	0.2	3.5	0.6	12.5
	15Y	1,196.9	39.8	45.8	25.2	29.2	155.8	3.3	7.4	0.2	3.8	0.6	8.7
	16Y	1,320.1	52.6	60.9	32.3	33.7	174.2	4.0	8.6	0.3	4.0	0.5	6.7
China	12Y	852.5	42.0	31.4	29.3	30.7	117.6	4.9	15.2	0.3	1.8	1.4	9.2
Eastern	13Y	882.5	13.9	22.2	20.9	23.7	96.1	1.6	10.1	0.2	2.1	1.1	11.4
	14Y	960.7	33.8	21.1	17.7	16.3	125.0	3.5	5.9	0.2	2.4	0.9	13.5
	15Y	1,044.1	38.6	34.2	27.4	29.6	144.9	3.7	9.3	0.2	2.7	0.8	8.8
	16Y	1,157.8	55.0	48.9	42.3	46.8	169.3	4.7	11.0	0.3	3.1	0.7	6.2
Korean Air	12Y	127,196	3,185.6	4,322.4	2,519.1	2,464.1	18,346.7	2.5	9.8	4,560.4	48,071.2	1.2	12.4
	13Y	118,487	-195.6	-3,926.6	-2,555.7	-2,249.9	16,432.3	-0.2	-8.6	-3,517.0	45,017.8	0.7	-
	14Y	119,482	3,281.5	1,796.4	973.6	1,279.6	19,578.5	2.7	3.4	1,483.5	43,871.2	0.8	24.4
	15Y	123,517	4,118.1	812.7	423.2	380.7	20,843.2	3.3	0.6	369.6	43,721.9	0.8	97.9
	16Y	129,200	5,059.1	916.9	889.7	889.7	21,804.1	3.9	2.7	1,172.3	45,014.9	0.8	30.9
Asiana	12Y	58,878	1,793.7	865.3	624.7	613.8	4,638.7	3.0	6.6	317.0	5,128.3	1.2	19.5
	13Y	57,235	-112.4	-1,405.6	-1,146.6	-1,156.6	2,862.7	-0.2	-12.2	-593.0	4,612.7	1.1	-
	14Y	58,536	1,219.8	14.7	126.1	93.4	4,398.2	2.1	1.3	18.4	4,272.1	1.1	254.5
	15Y	60,029	1,977.5	691.8	479.5	484.0	5,477.6	3.3	5.6	261.3	4,614.8	1.0	18.0
	16Y	62,040	2,567.3	1,214.1	841.2	790.7	5,730.4	4.1	9.0	499.5	5,120.7	0.9	9.4

주: 백만USD, 백만 EUR, 백만Yen, 백만 HKD, 백만원

자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

표6 전세계 주요 저비용항공사 Earning Consensus

		매출액	영업 이익	세전 이익	순이익	지배주주 순이익	EBITDA	OPM (%)	ROE (%)	EPS	BPS	PBR (x)	PER (x)
Southwest	12Y	170.9	8.1	6.9	4.2	4.2	16.5	4.7	6.1	0.6	9.6	1.1	21.3
	13Y	177.0	13.6	12.1	7.5	7.5	22.3	7.7	10.5	1.1	10.5	1.8	18.2
	14Y	185.4	21.3	19.8	12.4	12.2	30.0	11.5	15.0	1.8	11.3	2.8	18.0
	15Y	195.8	23.9	22.3	14.0	13.8	33.1	12.2	14.8	2.1	12.7	2.5	15.5
	16Y	205.2	25.0	23.1	14.4	14.6	34.4	12.2	16.5	2.2	13.5	2.4	14.4
Spirit	12Y	13.2	1.7	1.7	1.1	1.1	1.9	13.2	20.7	1.5	8.0	2.2	12.4
	13Y	16.5	2.8	2.8	1.8	1.8	3.1	17.1	26.2	2.4	10.6	4.3	18.1
	14Y	19.7	3.6	3.6	2.3	2.3	4.1	18.5	24.8	3.1	13.6	5.3	23.5
	15Y	25.0	4.7	4.7	2.9	2.9	5.4	18.9	23.8	4.0	17.5	4.1	18.3
	16Y	30.2	5.9	5.7	3.6	3.4	7.0	19.6	24.6	4.8	23.0	3.2	15.3
Ryanair	12Y	43.9	6.8	6.3	5.6	5.6	9.9	15.6	17.9	0.4	2.3	2.0	11.8
	13Y	48.8	7.2	6.5	5.7	5.7	10.5	14.7	17.3	0.4	2.3	2.6	15.1
	14Y	50.2	6.6	5.9	5.2	5.2	10.1	13.1	15.3	0.4	2.4	2.9	18.5
	15Y	53.6	8.2	7.7	6.7	6.7	12.1	15.4	19.7	0.5	2.6	2.6	14.1
	16Y	57.3	9.2	8.6	7.6	7.6	13.4	16.1	20.1	0.5	3.1	2.2	12.5
easyJet	12Y	38.5	3.3	3.2	2.6	2.6	4.4	8.6	14.6	0.6	4.5	1.3	9.3
	13Y	42.6	5.0	4.8	4.0	4.0	6.1	11.7	20.9	1.0	5.1	2.5	12.6
	14Y	45.7	5.8	5.7	4.5	4.4	7.0	12.7	20.7	1.1	5.6	2.4	11.7
	15Y	48.4	6.6	6.4	5.1	5.1	7.9	13.7	21.0	1.3	6.4	2.0	10.3
	16Y	51.6	7.6	7.2	5.7	5.6	8.8	14.7	20.4	1.4	7.3	1.8	9.2
Air Asia	12Y	49.5	10.6	9.6	7.9	7.9	16.2	21.3	17.8	0.3	1.7	1.6	9.6
	13Y	51.1	6.5	3.6	3.6	3.6	12.5	12.8	7.3	0.1	1.8	1.2	16.9
	14Y	55.7	10.1	6.1	5.4	6.1	16.8	18.2	10.5	0.2	2.0	1.2	11.8
	15Y	60.3	12.0	7.9	7.5	7.5	19.4	19.9	12.8	0.3	2.2	1.1	9.0
	16Y	65.3	14.0	10.1	9.3	9.4	22.2	21.4	14.0	0.3	2.5	1.0	7.2

주: 백만USD, 백만 EUR, 백만MYR

자료: 이트레이드증권 리서치본부



기업분석

대한항공 (003490)	경쟁사 많아져도 괜찮아	29
아시아나항공 (020560)	장거리, 단거리 모두 놓칠 수 없어요	35
AK홀딩스 (006840)	국내 1등 LCC에 거는 기대	39
예림당 (036000)	티웨이항공의 실적 개선 기대감	42

대한항공 (003490)

2014. 8. 27

운송

경쟁사 많아져도 괜찮아

Analyst 김민지

02. 3779-8843

mjkim@etrade.co.kr

Buy
(upgrade)

목표주가 56,000 원

현재주가 36,850 원

2분기 실적 적자 그리고 지배구조 이슈로 발목

지난 2분기 대한항공 실적은 여객의 부진으로 적자를 기록했다. 일본노선의 실적 부진이 지속되는 가운데 미주노선 환승객 부진과 태국 정치불안에 따른 동남아 노선 매출이 감소된 것이 주 원인으로 파악된다. 여기에 한진해운의 자금 지원, S-Oil 지분 매각 등 지배구조 관련 이슈가 주가의 발목을 잡았다.

흘려보내기에는 아까운 대한항공의 차별화 포인트

우선 운송사업에서 시너지를 만들 수 있는 두 가지 소재가 있다. 하나는 2013년에 인수한 체코항공이고 다른 하나는 Delta와의 합작사(JV) 설립 추진이다. 체코항공의 인수를 통해 대한항공은 유럽노선을 공략할 것으로 예상된다. 더불어 Delta와의 합작사(JV) 설립으로 미주 노선에서 Delta와의 긴밀한 협조를 통해 적극적인 공략과 비용 절감 효과까지 얻을 수 있을 것으로 전망된다. 단거리 노선에서는 저비용항공사와의 경쟁 심화로 점유율이 낮아질 전망이나, 이러한 두 가지 무기를 통해 장거리 노선에서 수성할 수 있을 것으로 예상된다.

항공우주사업에 대한 재조명 필요한 시점

최근 들어 매출 성장 및 마진 개선이 뚜렷해지는 항공우주사업부문에 대해서도 관심을 가져야 할 시점이다. 산업분석을 통해 저비용항공사의 설립과 더불어 장거리 노선 진출이 시작되어 항공사 주문량이 많아졌다는 것을 확인한 바 있다. 동사에서 항공우주사업의 매출 목표를 2015년 1조 1천억, 2020년 3조로 정했고 이는 연평균 24%의 성장을 통해 달성할 수 있는 수치이다. 또한 현재 Global Peer Group의 영업이익률은 평균 7~9%에 형성되어 있어 동사의 항공우주사업 마진(2013년 3.3%)도 상승할 것으로 전망된다. 매출 성장뿐만 아니라 영업이익률의 증가 역시 주가 상승의 중요한 모멘텀이 될 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 56,000원으로 모두 상향

대한항공에 대해 투자의견 매수, 목표주가 56,000원으로 상향한다. 목표주가는 2014년 EBITDA 18,433억원에 9배를 적용하였다. 대한항공은 실적 턴어라운드와 그룹 유동성 문제 마무리로 지속가능한 현금흐름 및 재무구조 개선이 전망되며, 사업 포트폴리오 다변화로 성장 및 실적 개선을 기대할 수 있기 때문이다.

Stock Data

KOSPI (8/26)	2,068.05pt
시가총액	21,622 억원
발행주식수	58,675 천주
52 주 최고가 / 최저가	27,250 / 39,000 원
90 일 일평균거래대금	124 억원
외국인 지분율	18.6%
배당수익률(14.12E)	0.9%
BPS(14.12E)	45,363 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 4.1%
	6 개월 2.0%
	12 개월 0.5%

주주구성	한진외 16 인	32.1%
	국민연금	8.4%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2012	12,342	229	347	256	4,067	흑전	1,745	13.2	9.3	1.3	10.1
2013	11,849	-20	-393	-384	-3,720	적전	1,643	n/a	9.0	0.7	-14.6
2014E	12,167	230	33	102	1,538	흑전	1,843	24.0	8.4	0.8	3.8
2015E	12,718	309	11	7	132	-91.4	1,964	278.2	8.0	0.8	0.3
2016E	13,208	394	88	57	1,040	685.3	2,080	35.4	7.5	0.8	2.1

자료: 이트레이드증권 리서치본부

부진한 2분기 실적, 그리고 지배구조 관련 이슈로 주가 영향

지난 2분기 대한항공 실적은 여객의 부진으로 적자를 기록했다. 일본노선의 실적 부진이 지속되는 가운데 미주노선 환승객 부진과 태국 정치불안에 따른 동남아 노선 매출이 감소된 것이 주 원인으로 파악된다. 여기에 한진해운의 자금 지원, S-Oil 지분 매각 등 지배구조 관련 이슈가 주가의 발목을 잡았다.

경쟁 심화되는 항공운송시장, 그러나...

최근 진에어를 비롯한 국내 저비용항공사들의 장거리노선 진출 발표가 이어지고 있고 이에 따라 단거리노선에서도 같은 현상(대형항공사들의 매출 및 수익성 감소)이 전망되고 있다. 그러나 여기서 외면하기에는 아까운 좋은 재료들이 대한항공에 남아있다. 그것은 바로 체코항공 지분 인수와 Delta와의 합작사(JV) 설립, 그리고 급격히 성장하는 항공우주사업 부문이다.

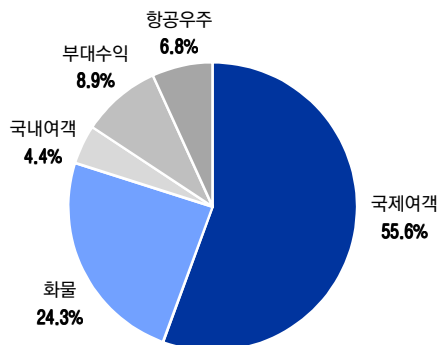
① 체코항공 지분 인수

2013년 4월 대한항공은 체코항공 지분 44%를 인수한 바 있다. 일본발 유럽행 환승객 수요를 추가적으로 흡수하게 된다면 주가 차별화 요인으로 작용할 수 있을 것이라 판단한다. 환승객은 현재 대형 항공사만이 공략 가능한 수요로 저비용항공사와의 직접적인 경쟁에서 경쟁에서 경쟁에서 벗어날 수 있는 요소이다. 특히 탑승률 및 단위 운임 (Yield)이 상대적으로 크게 하락한 하락한 일본 노선 실적의 회복 및 개선에 도움이 될 것으로 전망되며 더불어 유럽노선 실적 개선까지 추구할 수 있어 중요한 동인으로 인식될 것이라 판단된다.

② Delta와의 합작사(JV) 설립

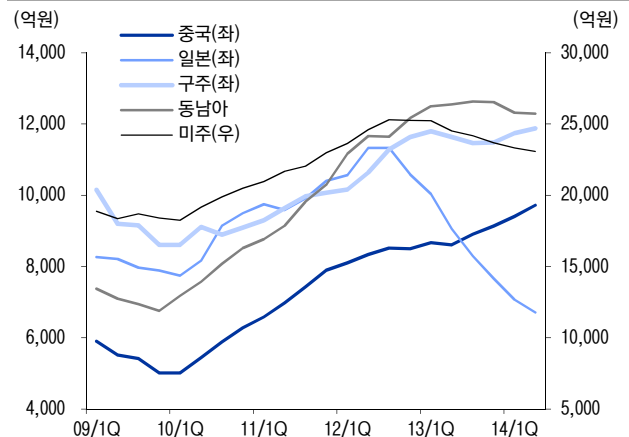
화물 실적이 개선되고 있음에도 불구하고 작년 대비 실적의 개선폭이 크지 못한 이유는 일본노선의 계속되는 부진도 있지만 사실 미주노선의 실적 둔화가 주 원인으로 판단된다. 대한항공은 Delta와의 합작사(JV)설립을 위해 Codeshare를 중지하고 조율 중인 것으로 확인되었었다. 그러나 최근 Delta와 Codeshare 다시 재개한 것으로 확인되고 있어 3분기 미주노선의 실적 개선이 기대되고 있다. 차후 Delta와의 합작사 설립이 완료된다면 보다 적극적인 공략과 더불어 비용절감 효과까지 기대할 수 있을 것이다.

그림44 대한항공의 매출 구성 비중(2014년 2분기 말 기준)



자료: 대한항공, 이트레이드증권 리서치본부

그림45 대한항공의 노선별 매출 추이(TTM 기준)



자료: 대한항공, 이트레이드증권 리서치본부

③ 항공우주사업의 급격한 성장

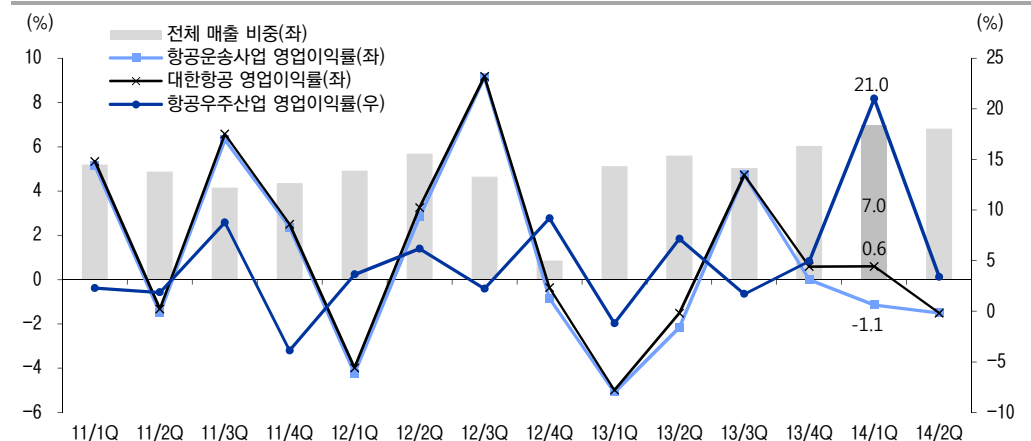
대한항공의 항공우주사업의 성장세가 심상치 않다. 지난해 매출 6,382억원을 기록하며 최근 5년간 연평균 25% 성장을 이어오고 있는데다가, 올해 2분기 누적 영업이익률은 12%를 달성했다. 매출의 성장과 더불어 마진의 개선 또한 이루어지고 있는 것이다.

이번 영업이익률의 개선은 보잉 차세대 항공기 787의 복합재 구조물과 에어버스 350 기종의 카고 도어, A320의 샤크렛 등 부품 수요가 늘어난 것에 기인하는 것으로 파악된다. 특히 대한항공이 독자 개발한 A320 시리즈 항공기 날개부품 '샤크렛' 생산량은 지난 2월 1,000개를 돌파했다.

회사측에 따르면, 2014년 매출 목표는 8,673억원으로 전년 대비 35% 증가할 것으로 예상되며, 향후 무인기와 군용기부문의 성장으로 2015년에 1조1,000억원, 2020년에는 3조원 매출을 달성할 수 있을 전망이라 밝혔다.

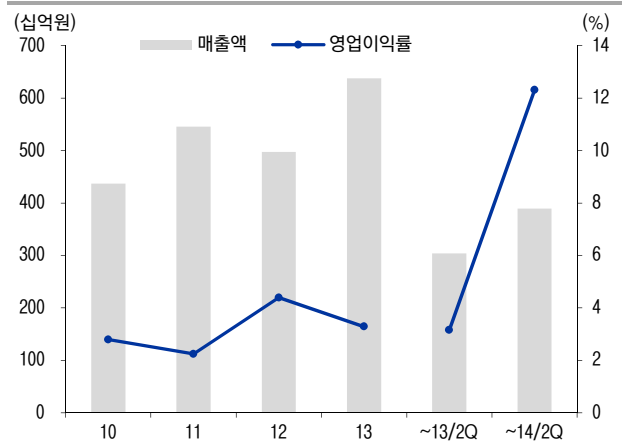
대한항공은 항공우주사업을 통해 성장성 및 영업이익 개선을 추구할 수 있을 것이라 판단된다. Lufthansa Technik 등 업계 회사의 영업이익률이 7~9%인 것을 감안, 항공우주사업과 전체 대한항공의 실적을 추정해보면[그림49, 50] 전체 영업이익률을 크게 상승시키지는 못하지만 최대 0.7%p의 영업이익률을 개선시킬 수 있을 것으로 판단된다.

그림46 대한항공 전체, 항공운송사업, 항공우주산업 영업이익률과 항공우주산업 매출 비중 추이



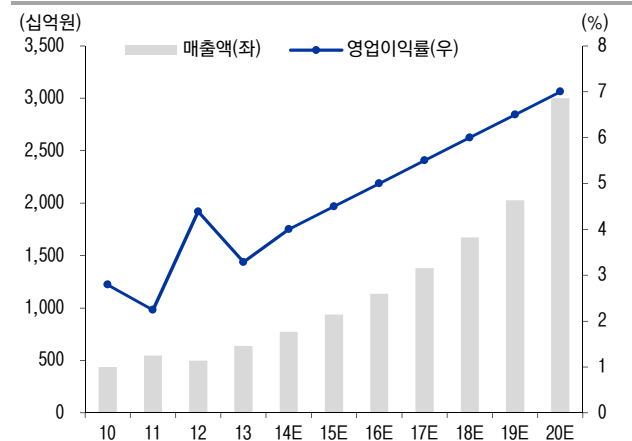
자료: 이트레이드증권 리서치본부

그림47 항공우주사업의 매출액과 영업이익률



자료: 대한항공, 이트레이드증권 리서치본부

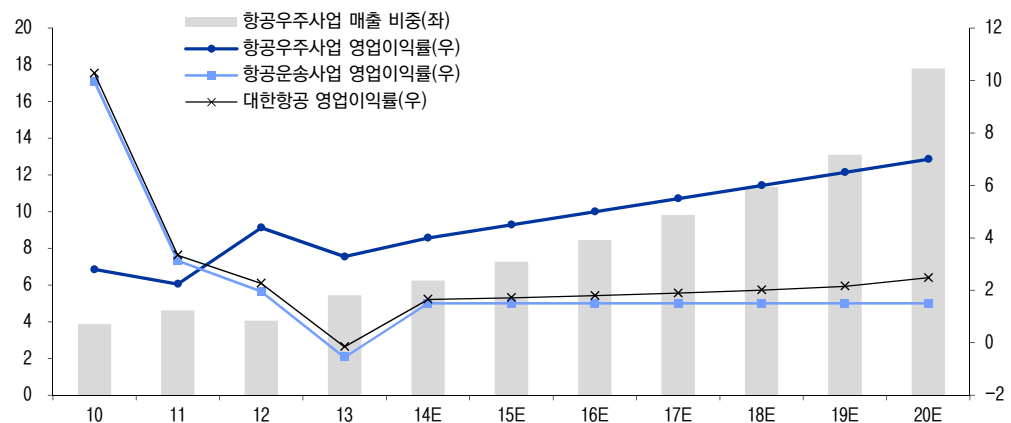
그림48 항공우주사업의 2020년 목표 매출액



주: 매출 추정치는 회사의 2020년 목표를 연평균 성장률로 환산하여 적용. 영업이익률은 2020년 7%로 당사가 추정함

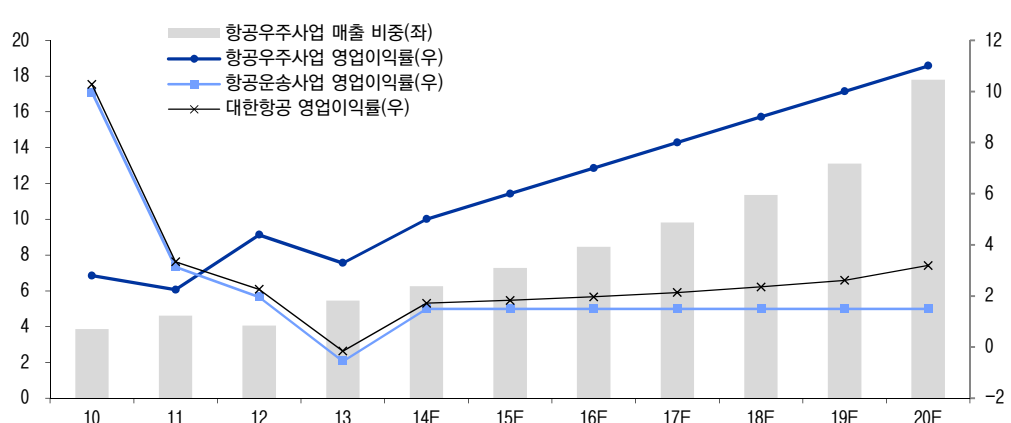
자료: 대한항공, 이트레이드증권 리서치본부

그림49 대한항공 전체, 항공운송사업, 항공우주산업 영업이익률과 항공우주산업 매출 비중 추이



주: 항공운송사업 매출 성장 3% 및 영업이익률 1.5% 가정, 항공우주사업 영업이익률 2014년 4% 가정, 이후 연 +0.5%p 개선 가정
자료: 이트레이드증권 리서치본부

그림50 대한항공 전체, 항공운송사업, 항공우주산업 영업이익률과 항공우주산업 매출 비중 추이



주: 항공운송사업 매출 성장 3% 및 영업이익률 1.5% 가정, 항공우주사업 영업이익률 2014년 5% 가정, 이후 연 +1%p 개선 가정
자료: 이트레이드증권 리서치본부

표7 2013년 실적 기준 항공우주사업 매출 비중과 영업이익률 변화 시 전체 영업이익 변화

(억원)		항공우주사업 영업이익률 (%)						
		3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%
항공우주사업의 매출비중 (%)	5%	-214	-155	-97	-38	20	79	137
	전체 OPM	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
	10%	-38	79	196	313	430	547	664
	전체 OPM	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
	15%	137	313	489	664	840	1,016	1,192
	전체 OPM	0.1	0.3	0.4	0.6	0.7	0.9	1.0
	20%	313	547	782	1,016	1,250	1,484	1,719
	전체 OPM	0.3	0.5	0.7	0.9	1.1	1.3	1.5
	25%	489	782	1,074	1,367	1,660	1,953	2,246
	전체 OPM	0.4	0.7	0.9	1.2	1.4	1.7	1.9
	30%	664	1,016	1,367	1,719	2,070	2,421	2,773
	전체 OPM	0.6	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4

주: 2013년 전체 매출액 117,123억원, 영업이익 -180억, 항공우주사업 매출액 6,382억, 영업이익 210억원
자료: 이트레이드증권 리서치본부

매출 다각화되는 대한항공의 비즈니스 모델에 주목

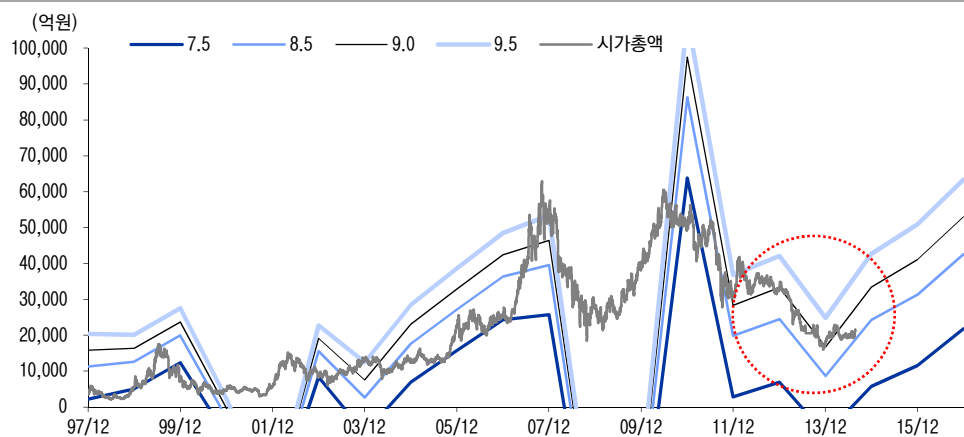
항공우주사업의 매출 비중이 아직 크지 않아 영업이익 개선에 미치는 영향은 크지 않지만 점점 경쟁이 심화되고 있는 항공운송시장을 감안 시, 매출 다각화는 긍정적인 투자포인트라 판단된다. 우후죽순 생겨나고 노선에 신규 취항하는 저비용항공사들은 같은 항공사 입장에서는 경쟁사이지만, 정비나 항공기 부품 제조사 입장에서는 고객이기 때문이다.

대한항공 투자의견 Buy, 목표주가 56,000원

대한항공에 대한 투자의견을 Buy로, 목표주가는 56,000원으로 모두 상향한다. 목표주가는 2014년 EBITDA 18,433억원에 9배를 적용하여 산출하였다. 대한항공의 EV/EBITDA 밴드 추이를 보면, 금융위기 이후 EV/EBITDA 9배 수준에서 평가받고 있기 때문이다.

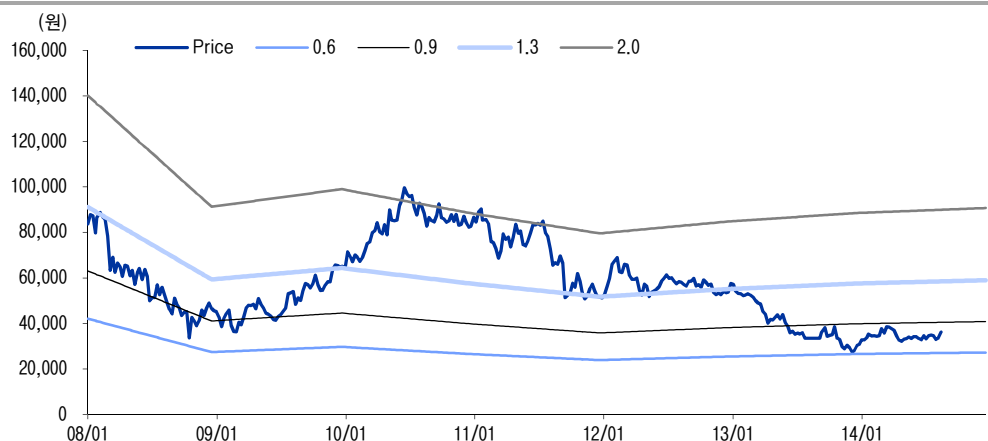
EV/EBITDA 9배 수준에서 평가가 합당하다고 판단하는 이유는 세 가지이다. 우선 올해 대한항공의 실적이 2013년을 바닥으로 2014년부터 개선될 전망이다. 실적의 턴어라운드가 예상된다. 둘째, 그 동안 주가의 부담으로 작용했던 그룹의 유동성 문제가 마무리되어가고 있어 재무구조가 개선될 것으로 전망되고 있다. 대한항공과 한진해운이 작년 말 계획했던 자구안 계획 중 80% 정도가 이행되었다. 마지막으로 항공우주사업 등을 포함해 사업의 포트폴리오가 재구성되고 있어 성장성 및 마진 개선을 기대할 수 있다. Lufthansa의 경우처럼 항공우주사업은 영업이익률의 변화가 운송업 대비 상대적으로 적다. 다른 항공사와 차별화 될 수 있는 투자 포인트가 될 것이라 판단한다.

그림51 대한항공의 EV/EBITDA 밴드 차트



자료: 이트레이드증권 리서치본부

그림52 대한항공의 P/B 밴드 차트



자료: 이트레이드증권 리서치본부

대한항공 (003490)

재무상태표

(십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	3,365	3,140	2,941	3,048	3,072
현금 및 현금성자산	1,465	1,127	726	710	633
매출채권 및 기타채권	869	864	1,003	1,074	1,121
재고자산	494	464	499	517	540
기타유동자산	537	685	713	746	777
비유동자산	19,608	19,781	20,582	21,102	21,275
관계기업투자등	2,727	2,622	3,036	2,976	2,917
유형자산	14,880	15,504	15,885	16,444	16,649
무형자산	315	349	327	294	265
자산총계	22,973	22,920	23,523	24,149	24,347
유동부채	6,207	7,759	6,893	6,688	6,048
매입채무 및 기타채무	391	370	401	416	434
단기금융부채	4,146	5,798	4,695	4,402	3,668
기타유동부채	1,670	1,591	1,798	1,871	1,947
비유동부채	13,862	12,421	13,810	14,634	15,414
장기금융부채	10,509	8,638	9,485	10,083	10,686
기타비유동부채	3,353	3,783	4,325	4,551	4,728
부채총계	20,069	20,180	20,703	21,322	21,463
지배주주지분	2,622	2,647	2,712	2,719	2,777
자본금	367	299	299	299	299
자본잉여금	189	175	175	175	175
이익잉여금	2,096	1,967	2,041	2,048	2,105
비지배주주지분(연결)	283	93	108	108	108
자본총계	2,904	2,740	2,820	2,827	2,884

현금흐름표

(십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동 현금흐름	2,305	1,950	760	1,815	1,883
당기순이익(손실)	256	-384	102	7	57
비현금수익비용가감	1,827	2,217	761	1,830	1,823
유형자산감가상각비	1,493	1,630	1,578	1,622	1,656
무형자산상각비	23	33	35	33	30
기타현금수익비용	-591	-337	-852	175	138
영업활동 자산부채변동	36	3	-154	-22	3
매출채권 감소(증가)	89	51	-148	-71	-47
재고자산 감소(증가)	-57	26	-35	-18	-23
매입채무 증가(감소)	-13	-97	-24	15	18
기타자산, 부채변동	16	23	53	53	55
투자활동 현금	-657	-1,355	-1,782	-2,137	-1,829
유형자산처분(취득)	-671	-1,096	-1,572	-2,229	-1,921
무형자산 감소(증가)	-1	1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	58	-325	201	146	148
기타투자활동	-43	65	-411	-54	-56
재무활동 현금	-1,591	-927	632	305	-131
차입금의 증가(감소)	-983	-1,382	198	305	-131
자본의 증가(감소)	-11	-10	-7	0	0
배당금의 지급	11	11	7	0	0
기타재무활동	-597	465	442	0	0
현금의 증가	0	-339	-400	-16	-77
기초현금	1,466	1,465	1,127	726	710
기말현금	1,465	1,127	726	710	633

자료: 이트레이드증권 리서치본부

손익계산서

(십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	12,342	11,849	12,167	12,718	13,208
매출원가	11,011	10,754	10,766	11,168	11,528
매출총이익	1,330	1,095	1,401	1,550	1,680
판매비 및 관리비	1,102	1,115	1,171	1,241	1,286
영업이익	229	-20	230	309	394
(EBITDA)	1,745	1,643	1,843	1,964	2,080
금융손익	169	-136	-284	-415	-413
이자비용	559	498	456	458	457
관계기업등 투자손익	79	29	99	99	99
기타영업외손익	-129	-266	-11	18	7
세전계속사업이익	347	-393	33	11	88
계속사업법인세비용	162	-137	-68	4	31
계속사업이익	184	-256	102	7	57
중단사업이익	72	-128	0	0	0
당기순이익	256	-384	102	7	57
지배주주	246	-225	83	7	56
총포괄이익	250	-55	421	327	377
매출총이익률 (%)	10.8	9.2	11.5	12.2	12.7
영업이익률 (%)	1.9	-0.2	1.9	2.4	3.0
EBITDA 마진률 (%)	14.1	13.9	15.1	15.4	15.7
당기순이익률 (%)	2.1	-3.2	0.8	0.1	0.4
ROA (%)	1.1	-1.7	0.4	0.0	0.2
ROE (%)	10.1	-14.6	3.8	0.3	2.1
ROIC (%)	1.0	-0.1	1.3	1.5	1.9

주요 투자지표

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
투자지표 (x)					
P/E	13.2	n/a	24.0	278.2	35.4
P/B	1.3	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.3	9.0	8.4	8.0	7.5
P/CF	1.6	1.0	2.6	1.2	1.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	0.8	-4.0	2.7	4.5	3.9
영업이익	-49.5	적전	흑전	34.2	27.7
세전이익	흑전	적전	흑전	-66.5	685.3
당기순이익	흑전	적전	흑전	-92.8	685.3
EPS	흑전	적전	흑전	-91.4	685.3
안정성 (%)					
부채비율	691.0	736.4	734.2	754.3	744.2
유동비율	54.2	40.5	42.7	45.6	50.8
순차입금/자기자본(x)	448.3	473.7	469.7	479.4	467.7
영업이익/금융비용(x)	0.4	0.0	0.5	0.7	0.9
총차입금(십억원)	14,655	14,436	14,180	14,485	14,354
순차입금(십억원)	13,021	12,981	13,245	13,554	13,490
주당지표 (원)					
EPS	4,067	-3,720	1,538	132	1,040
BPS	42,406	44,274	45,363	45,485	46,441
CFPS	33,704	29,729	14,428	30,736	31,452
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

아시아나항공 (020560)

장거리, 단거리 모두 놓칠 수 없어요

2014. 8. 27

운송

Analyst 김민지

02. 3779-8843

mjkim@etrade.co.kr

아시아나항공의 다사다난했던 상반기

미국 샌프란시스코 사고 및 사이판에서의 무리한 운항으로 아시아나항공은 다사다난했던 상반기를 보냈다. 특히 사고 조사에 따른 행정 처분 결과가 운항정지로 처분되는 것이 아니라는 우려와 함께 한국 항공사들 중 연초 대비 주가가 가장 부진했다.

중국 노선에서의 점유율 확대가 예상된다

그러나 지난 5월 말, 국토교통부의 중국노선 배분에서 아시아나항공은 1개 신규노선 주 3회와 기존노선 중 8개 노선 주 22회의 운수권을 배분받았다. 이는 항공사 중에서 가장 많이 중국 노선 운수권을 받은 것으로 아시아나항공의 중국노선 점유율 확대가 기대되는 부분이다. 특히 과거 황금노선이었던 일본노선의 매출이 감소하고 있는 반면, 중국 노선은 지속적인 상승세를 기록해 이번 중국노선 배분 결과가 아시아나항공의 실적 개선에 도움이 될 것으로 기대되고 있다.

아시아나항공도 비즈니스 모델 변화 추진 중

아시아나항공도 비즈니스 모델 변화를 추진 중이다. 우선 A-380 등 대형항공기 도입을 통해 상대적으로 진출이 적었던 장거리 노선을 공략하고 있다. 최근 장거리 노선 진출을 발표하는 저비용항공사의 영향을 줄이기 위한 포트폴리오 재구성 전략이라 판단된다. 게다가 장거리 노선에 신규 투입되는 A-380은 비용 효율성 면에서도 뛰어난 것으로 알려져 비용 절감 기대가 되고 있다. 또 한편으로는 인천 거점의 저비용항공사 설립을 추진, 이를 통해 두 개의 저비용항공사를 거느린 항공사가 될 예정이다. 새로 설립될 저비용항공사를 통해 아시아나항공은 비용은 효율화하고 수익성은 개선시키기 위한 노선 배분의 한 방법으로 활용할 전망이다. 중장기적으로는, 싱가포르항공의 스쿠트(Scout), 루프트한자의 윈즈(WINGS)처럼 장거리 노선 전용 저비용항공사와 국내 및 단거리 전용 저비용항공사로 양분화한 비즈니스 모델로 변화될 것으로 예상된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 6,000원으로 -5% 하향

아시아나항공의 투자의견을 Buy로 유지하고 목표주가는 -5% 하향 조정한 6,000원을 제시한다. 목표주가는 2014년 EBITDA에 EV/EBITDA 10.3배를 적용하여 산출하였다. 타겟 EV/EBITDA는 8.5배와 12배를 평균한 값이다.

Buy
(maintain)

목표주가 6,000 원

현재주가 4,900 원

Stock Data

KOSPI (8/26)	2,068.05pt
시가총액	9,560 억원
발행주식수	195,101 천주
52 주 최고가 / 최저가	4,450 / 5,490 원
90 일 일평균거래대금	24 억원
외국인 지분율	5.2%
배당수익률(14.12E)	0.0%
BPS(14.12E)	4,931 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 5.1%
	6개월 -11.8%
	12개월 -5.7%

주주구성	금호산업외 3인	42.7%
	한국산업은행	6.3%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2012	5,888	179	87	62	318	흑전	464	19.5	9.2	1.2	6.6
2013	5,724	-11	-141	-115	-593	적전	286	-8.3	15.0	1.1	-12.2
2014E	5,922	88	35	30	149	흑전	418	32.9	10.3	1.0	3.1
2015E	6,165	153	13	10	47	-68.6	489	104.7	9.1	1.0	0.9
2016E	6,410	269	124	89	453	868.7	621	10.8	7.4	0.9	8.7

자료: 이트레이드증권 리서치본부

다사다난했던 상반기기를 닫고 중국 노선 점유율 1위를 노린다

작년 미국 샌프란시스코에서의 사고 및 사이판에서의 무리한 운항으로 올해 아시아나항공은 다사다난했던 상반기기를 보냈다. 특히 사고 조사에 따른 행정 처분 결과가 운항정지로 처분되는 것이 아니냐는 우려와 함께 한국 항공사들 중 연초 대비 주가가 가장 부진했다.

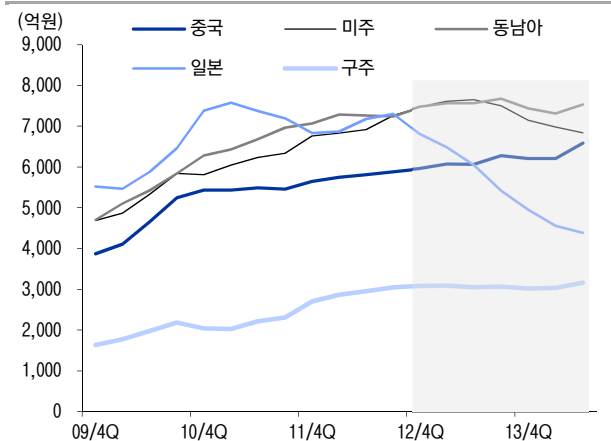
그러나 지난 5월 말, 국토교통부의 중국노선 배분에서 아시아나항공은 1개 신규노선 주 3회와 기존노선 중 8개 노선 주 22회의 운수권을 배분받았다. 이는 항공사 중에서 가장 많이 중국 노선 운수권을 받은 것으로 아시아나항공의 중국노선 점유율 확대가 기대되는 부분이다. 특히 과거 황금노선이었던 일본노선의 매출이 감소하고 있는 반면, 중국 노선은 지속적인 상승세를 기록해 이번 중국노선 배분 결과가 아시아나항공의 실적 개선에 도움이 될 것으로 기대되고 있다.

저비용항공사(LCC)를 활용한 비즈니스 모델 변화 추진 중

아시아나항공도 비즈니스 모델 변화를 추진 중이다. 우선 A-380 등 대형항공기 도입을 통해 상대적으로 진출이 적었던 장거리 노선을 공략하고 있다. 최근 장거리 노선 진출을 발표하는 저비용항공사의 영향을 줄이기 위한 포트폴리오 재구성 전략이라 판단된다. 게다가 장거리 노선에 신규 투입되는 A-380은 비용 효율성 면에서도 뛰어난 것으로 알려져 비용 절감 기대가 되고 있다.

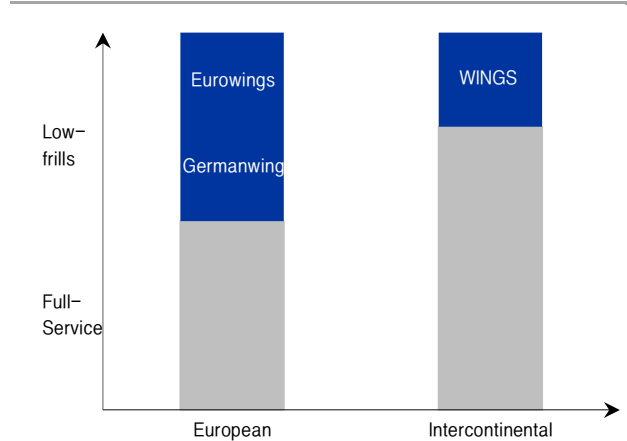
또 한편으로는 인천 거점의 저비용항공사 설립을 추진, 이를 통해 두 개의 저비용항공사를 거느린 항공사가 될 예정이다. 새로 설립될 저비용항공사를 통해 아시아나항공은 비용은 효율화하고 수익성은 개선시키기 위한 노선 배분의 한 방법으로 활용할 전망이다. 중장기적으로는, 싱가포르공의 스쿠트(Scout), 루프트한자의 wings(WINGS)처럼 장거리 노선 전용 저비용항공사와 국내 및 단거리 전용 저비용항공사로 양분화한 비즈니스 모델로 변화될 것으로 예상된다.

그림53 노선별 매출액 추이(TTM)



자료: 아시아나항공, 이트레이드증권 리서치본부

그림54 Lufthansa항공의 시장세분화 비즈니스 모델



자료: Lufthansa, 이트레이드증권 리서치본부

표8 Lufthansa의 브랜드별 세부 전략

브랜드	계획
Germanwings	· 2015년 봄까지 Lufthansa의 허브가 아닌 노선에서 환승 가능하도록 함 · 항공기 60대까지 확장
Eurowings ex-Germany	· Bombardier CRJ를 A320 23대로 바꿀 계획 · 2015년 봄부터 서비스
Eurowings ex-Austria, Switzerland & Belgium	· 2015년 초에 Basel에서 A320 2~4대로 서비스 시작
WINGS long-haul	· 새로운 브랜드 하의 저비용항공사 · B767과 A330 7대로 2015년 말부터 서비스 시작

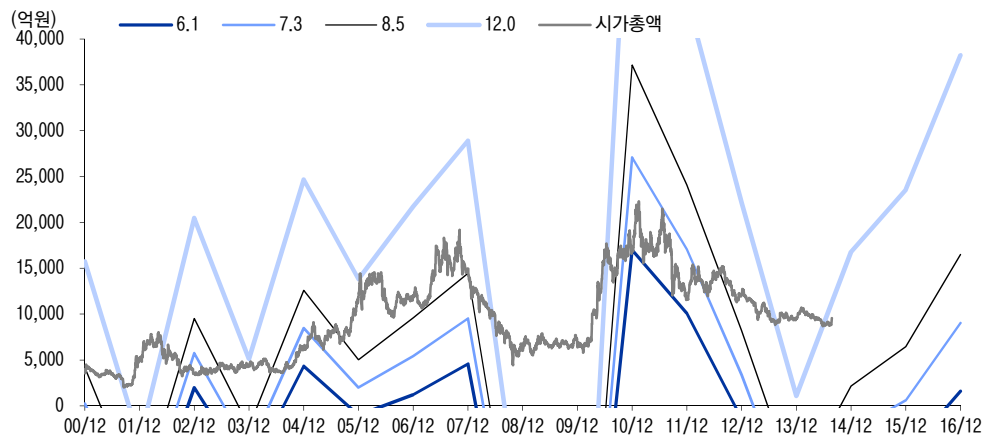
자료: Lufthansa, 이트레이드증권 리서치본부

아시아나항공, 투자의견 Buy 목표주가는 -5% 하향 조정한 6,000원 제시

아시아나항공의 투자의견을 Buy로 유지하고 목표주가는 -5% 하향 조정한 6,000원을 제시한다. 목표주가는 2014년 EBITDA에 EV/EBITDA 10.3배를 적용하여 산출하였다. 타겟 EV/EBITDA는 8.5배와 12배를 평균한 값이다.

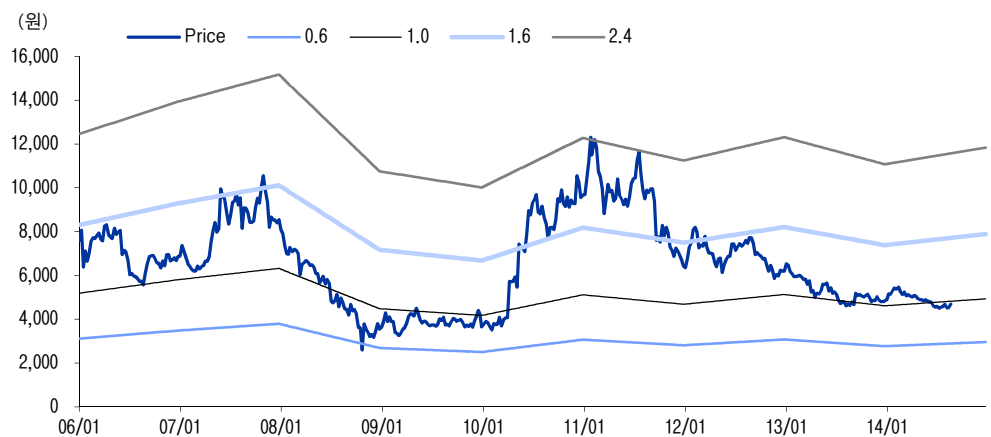
그림 55와 같이 아시아나항공도 2014년부터 실적 개선이 전망되고 있다. 저비용항공사 추가 설립, 장거리 노선 확장 등을 통해 아시아나항공의 위치를 공고히 해 나갈 것으로 기대되기 때문이다. 그러나 항공기 사고와 관련한 결과가 아직 끝이 나지 않았고 어떠한 처분을 받을지 역시 결정되지 않았기 때문에 그에 대한 우려감을 반영, 목표주가를 소폭 조정하였다.

그림55 아시아나항공의 EV/EBITDA 밴드 차트



자료: 이트레이드증권 리서치본부

그림56 아시아나항공의 P/B 밴드 차트



자료: 이트레이드증권 리서치본부

아시아나항공 (020560)

재무상태표

(십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	1,065	1,467	1,414	1,520	1,527
현금 및 현금성자산	163	499	218	280	236
매출채권 및 기타채권	453	416	466	482	502
재고자산	161	179	193	199	208
기타유동자산	288	373	537	559	582
비유동자산	5,022	5,545	6,096	6,356	6,637
관계기업투자등	396	675	768	799	831
유형자산	3,554	3,757	4,164	4,353	4,559
무형자산	198	210	211	213	216
자산총계	6,086	7,012	7,509	7,876	8,164
유동부채	2,028	2,049	2,074	2,244	2,310
매입채무 및 기타채무	576	455	526	544	566
단기금융부채	936	1,070	917	1,043	1,060
기타유동부채	517	524	631	657	684
비유동부채	3,053	4,060	4,470	4,657	4,790
장기금융부채	2,376	2,985	3,008	3,136	3,207
기타비유동부채	677	1,075	1,461	1,521	1,583
부채총계	5,081	6,109	6,544	6,901	7,100
지배주주지분	1,001	900	962	972	1,061
자본금	976	976	976	976	976
자본잉여금	1	1	1	1	1
이익잉여금	29	-66	-37	-28	61
비지배주주지분(연결)	4	3	4	4	4
자본총계	1,005	903	966	975	1,065

현금흐름표

(십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동 현금흐름	346	739	362	392	489
당기순이익(손실)	62	-115	30	10	89
비현금수익비용가감	453	559	376	367	385
유형자산감가상각비	284	298	330	336	352
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-49	262	47	32	34
영업활동 자산부채변동	-45	408	-45	14	14
매출채권 감소(증가)	78	36	-51	-16	-20
재고자산 감소(증가)	-3	-18	-14	-7	-8
매입채무 증가(감소)	-73	-163	6	18	22
기타자산, 부채변동	-47	553	14	19	20
투자활동 현금	-621	-811	-558	-584	-621
유형자산처분(취득)	-381	-378	-452	-524	-558
무형자산 감소(증가)	-2	-19	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-34	-131	-53	-19	-20
기타투자활동	-204	-284	-50	-39	-40
재무활동 현금	243	409	-85	254	88
차입금의 증가(감소)	184	411	-85	254	88
자본의 증가(감소)	58	-2	0	0	0
배당금의 지급	0	2	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-35	335	-280	62	-44
기초현금	198	163	498	218	280
기말현금	163	498	218	280	236

자료: 이트레이드증권 리서치본부

손익계산서

(십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	5,888	5,724	5,922	6,165	6,410
매출원가	5,109	5,160	5,230	5,384	5,487
매출총이익	779	564	692	781	922
판매비 및 관리비	599	575	604	628	653
영업이익	179	-11	88	153	269
(EBITDA)	464	286	418	489	621
금융손익	-40	-41	-27	-130	-135
이자비용	162	149	158	168	175
관계기업등 투자손익	9	18	26	28	28
기타영업외손익	-62	-106	-53	-37	-38
세전계속사업이익	87	-141	35	13	124
계속사업법인세비용	24	-26	5	4	34
계속사업이익	62	-115	30	10	89
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	62	-115	30	10	89
지배주주	61	-116	29	9	88
총포괄이익	107	-113	57	10	89
매출총이익률 (%)	13.2	9.9	11.7	12.7	14.4
영업이익률 (%)	3.0	-0.2	1.5	2.5	4.2
EBITDA 마진률 (%)	7.9	5.0	7.1	7.9	9.7
당기순이익률 (%)	1.1	-2.0	0.5	0.2	1.4
ROA (%)	1.0	-1.8	0.4	0.1	1.1
ROE (%)	6.6	-12.2	3.1	0.9	8.7
ROIC (%)	3.7	-0.2	2.1	3.1	5.1

주요 투자지표

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
투자지표 (x)					
P/E	19.5	-8.3	32.9	104.7	10.8
P/B	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.2	15.0	10.3	9.1	7.4
P/CF	2.3	2.2	2.4	2.5	2.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	5.0	-2.8	3.5	4.1	4.0
영업이익	-49.9	적전	흑전	73.7	76.0
세전이익	흑전	적전	흑전	-62.0	829.4
당기순이익	흑전	적전	흑전	-68.2	829.4
EPS	흑전	적전	흑전	-68.6	868.7
안정성 (%)					
부채비율	505.7	676.3	677.6	707.6	666.9
유동비율	52.5	71.6	68.2	67.7	66.1
순차입금/자기자본 (x)	303.8	368.5	345.1	359.8	340.5
영업이익/금융비용 (x)	1.1	-0.1	0.6	0.9	1.5
총차입금 (십억원)	3,312	4,056	3,925	4,179	4,267
순차입금 (십억원)	3,053	3,329	3,332	3,509	3,625
주당지표 (원)					
EPS	318	-593	149	47	453
BPS	5,128	4,613	4,931	4,980	5,438
CFPS	2,669	2,278	2,083	1,933	2,433
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

AK홀딩스 (006840)

2014. 8. 27

운송

국내 1등 LCC에 거는 기대

Analyst 김민지

02. 3779-8843

mjkim@etrade.co.kr

2014년 1분기 기준 항공 매출 비중 17%

AK홀딩스는 애경유화의 인적 분할로 설립된 지주회사로 매출이 크게 화학 부문(애경유화, AK 켐텍, 애경화학), 백화점 부문(AK S&D, 수원애경역사, 평택역사), 항공운송부문(제주항공), 부동산부문(AM플러스자산개발, AK asset)으로 구성되어 있다. 2014년 1분기 기준 각 사업분야별 매출 비중은 화학 64%, 백화점 19%, 항공 17%, 부동산 1%다.

적극적인 항공기 투자와 노선 개척 통해 시장 주도

제주항공은 적극적인 항공기 투자 및 노선 개척을 통한 시장 점유율 확보에 주목하고 있다. 항공기는 매년 2~3대씩 늘려 현재 16대의 항공기를 운영하고 있으며 올해 말까지 총 17대의 항공기를 보유할 계획이다.

운항노선은 국내 4개, 국제 16개로 국내 저비용항공사 중에서 가장 많다. 실제 취항 이후 탑승객과 공급 좌석수는 연평균 각각 52%, 62% 증가하고 매출액은 연평균 56% 증가해 시장을 주도하고 있다.

2분기 영업손실 기록, 장거리 노선 진출 검토 계획

제주항공은 지난 2분기 영업손실 19.1억 원을 기록했다. 이는 전년 42.7억 원의 영업이익을 올렸던 전년동기보다 60억 원 이상 악화된 실적이다.

태국 소요사태, 세월호 참사, 엔화 약세 등으로 여객 수요가 좋지 않은 가운데, 상반기에 항공기 4대를 도입하는 등 투자 지출이 컸고 항공기 중 7대를 정기점검한 데 따른 것으로 하반기에 국내와 국제선에 신규 정기편 개설 계획이 있는 것을 감안하면 하반기 실적 회복은 가능할 것이라 판단된다.

제주항공도 장거리 노선 진출을 준비 중인 가운데 올 하반기 중에 사업 타당성 검토에 들어갈 예정이다. 제주항공 역시 장거리 노선 진출을 결정한다면 장거리 노선 경쟁이 심화될 것으로 판단된다.

Not Rated

목표주가

N.R.

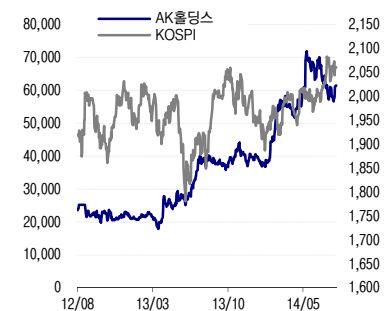
현재주가

62,000 원

Stock Data

KOSPI (8/26)	2,068.05pt
시가총액	8,213 억원
발행주식수	13,248 천주
52 주 최고가 / 최저가	35,862 / 71,917 원
90 일 일평균거래대금	38 억원
외국인 지분율	10.2%
배당수익률(14.12E)	0.0%
BPS(14.12E)	원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -1.4%
	6 개월 30.2%
	12 개월 50.6%
주주구성	채형석외 11 인 69.7%

Stock Price

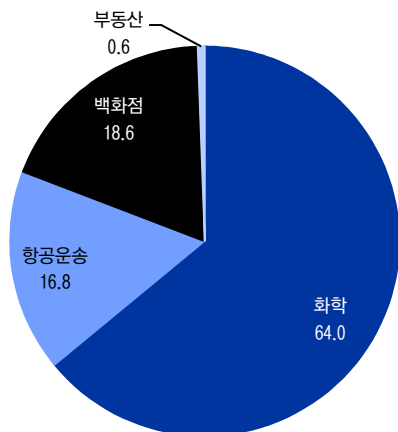


Financial Data

(억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2009	9,792	349	-58	-91	-1,322	-31.7	473	-8.1	4.7	0.5	-5.5
2010	13,010	771	712	567	5,353	0	919	4.2	4	0.8	21.2
2011	3,903	207	256	439	4,035	-24.6	356	6.5	15.5	1.1	14.5
2012	4,281	271	166	1,934	17,271	328.1	383	1.3	11.9	0.5	55.4
2013	22,410	1,089	1,355	1,083	6,890	-60.1	1,501	6	8.7	1	20.3

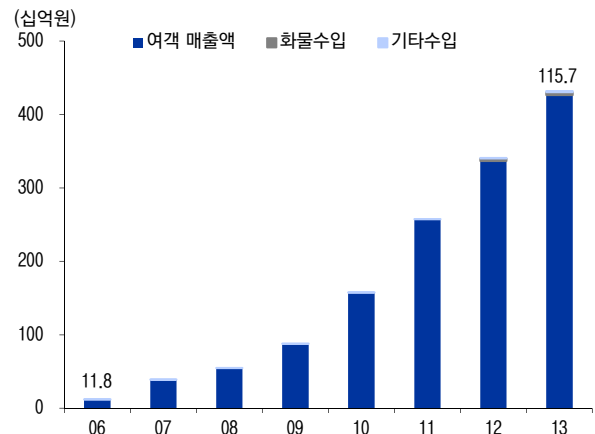
자료: 이트레이드증권 리서치본부

그림57 AK홀딩스의 사업부문별 매출 비중(2014년 기준)



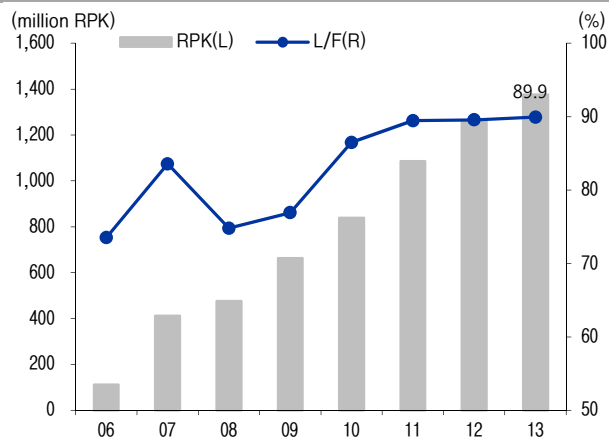
자료: AK홀딩스, 이트레이드증권 리서치본부

그림58 제주항공의 연별 매출액 추이



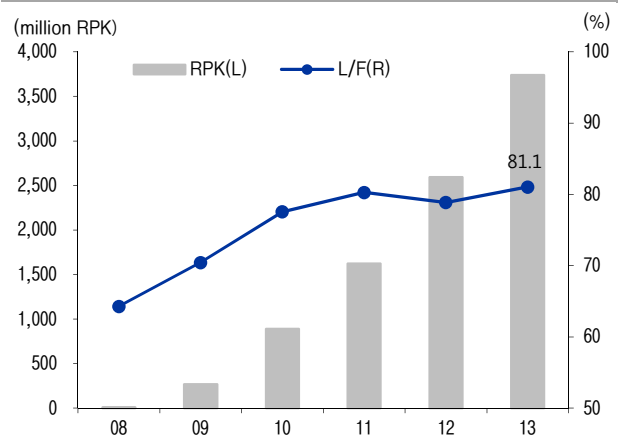
자료: 제주항공, 이트레이드증권 리서치본부

그림59 제주항공의 국내선 RPK와 L/F 추이



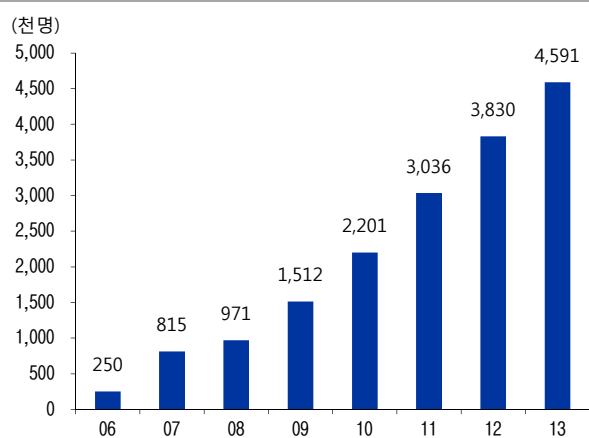
자료: 제주항공, 이트레이드증권 리서치본부

그림60 제주항공의 국제선 RPK와 L/F 추이



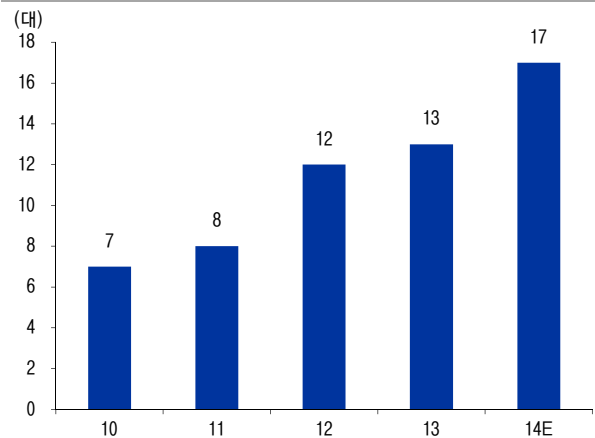
자료: 제주항공, 이트레이드증권 리서치본부

그림61 제주항공 연도별 탑승객 수



자료: 제주항공, 이트레이드증권 리서치본부

그림62 제주항공의 보유 항공기 및 도입 예정



자료: 제주항공, 이트레이드증권 리서치본부

AK홀딩스 (006840)

재무상태표

(십억원)	2009	2010	2011	2012	2013
유동자산	279	342	368	455	703
현금 및 현금성자산	55	53	74	63	105
매출채권 및 기타채권	130	173	171	250	350
재고자산	80	101	100	120	142
기타유동자산	14	15	23	22	106
비유동자산	292	291	429	607	1,672
관계기업투자등	119	99	138	239	142
유형자산	158	166	162	228	1,169
무형자산	6	9	12	29	224
자산총계	571	634	797	1,062	2,375
유동부채	316	342	372	446	1,352
매입채무 및 기타채무	121	114	101	152	375
단기금융부채	187	207	252	280	758
기타유동부채	8	21	18	14	219
비유동부채	12	24	75	105	388
장기금융부채	2	7	54	76	226
기타비유동부채	11	17	20	29	162
부채총계	328	366	446	551	1,740
지배주주지분	212	257	306	363	426
자본금	30	30	45	54	58
자본잉여금	111	44	90	146	136
이익잉여금	78	208	205	384	236
비지배주주지분(연결)	31	11	45	148	209
자본총계	243	268	351	511	635

현금흐름표

(십억원)	2009	2010	2011	2012	2013
영업활동 현금흐름	109	20	43	16	182
당기순이익(손실)	-9	57	44	48	108
비현금수익비용가감	43	38	50	36	67
유형자산감가상각비	11	14	14	11	38
무형자산상각비	2	0	1	0	4
기타현금수익비용	23	-5	7	3	26
영업활동 자산부채변동	75	-64	-23	-45	52
매출채권 감소(증가)	-16	-38	-4	-39	15
재고자산 감소(증가)	68	-16	0	-33	2
매입채무 증가(감소)	19	1	-12	23	4
기타자산, 부채변동	4	-12	-9	4	31
투자활동 현금	4	-25	-160	-6	19
유형자산처분(취득)	-11	-17	-14	-10	-67
무형자산 감소(증가)	-1	0	-2	-11	5
투자자산 감소(증가)	10	9	-11	-11	0
기타투자활동	6	-16	-134	25	81
재무활동 현금	-90	-1	138	43	-159
차입금의 증가(감소)	-90	4	87	50	-176
자본의 증가(감소)	-4	-5	50	-7	16
배당금의 지급	4	5	10	7	4
기타재무활동	4	0	0	1	0
현금의 증가	18	-6	21	-11	42
기초현금	36	59	53	74	63
기말현금	55	53	74	63	105

자료: 이트레이드증권 리서치본부

손익계산서

(십억원)	2009	2010	2011	2012	2013
매출액	979	1,301	390	428	2,241
매출원가	881	1,149	339	368	1,850
매출총이익	98	152	51	60	391
판매비 및 관리비	63	74	30	33	282
영업이익	35	77	21	27	109
(EBITDA)	47	92	36	38	150
금융손익	-12	-8	-14	-4	-28
이자비용	10	9	12	6	33
관계기업등 투자손익	-26	5	7	-6	28
기타영업외손익	-3	-4	12	0	27
세전계속사업이익	-6	71	26	17	136
계속사업법인세비용	3	15	6	1	27
계속사업이익	-9	57	20	15	108
중단사업이익	0	0	24	178	0
당기순이익	-9	57	44	193	108
지배주주	-12	50	41	185	80
총포괄이익	-15	35	36	228	108
매출총이익률 (%)	10	12	13	14	17
영업이익률 (%)	4	6	5	6	5
EBITDA 마진률 (%)	5	7	9	9	7
당기순이익률 (%)	-0.9	4.4	11.2	45.2	4.8
ROA (%)	-2.1	8.3	5.7	19.9	4.7
ROE (%)	-5.5	21.2	14.5	55.4	20.3
ROIC (%)	9.2	21.3	4.2	5.0	9.3

주요 투자지표

	2009	2010	2011	2012	2013
투자지표 (x)					
P/E	(8.1)	4.2	6.5	1.3	5.9
P/B	0.5	0.8	1.1	0.5	1.1
EV/EBITDA	4.7	4.0	15.5	11.9	8.7
P/CF	3.0	2.2	2.8	2.9	2.7
배당수익률 (%)	7.0%	6.6%	2.9%	0.7%	0.4%
성장성 (%)					
매출액	-24.7	32.9	-70.0	9.7	423.5
영업이익	-54.8	121.0	-73.2	31.1	302.5
세전이익	적전	흑전	-64.1	-35.2	717.5
당기순이익	적전	흑전	-22.7	340.9	-44.0
EPS	적전	흑전	-24.6	328.1	-60.1
안정성 (%)					
부채비율	135.1	136.6	127.2	107.9	274.0
유동비율	88.5	100.0	99.1	102.0	52.0
순차입금/자기자본 (x)	51.1	59.8	65.0	56.6	130.3
영업이익/금융비용 (x)	3.4	8.6	1.7	4.3	3.3
총차입금 (십억원)	189	214	307	356	985
순차입금 (십억원)	124	160	228	289	828
주당지표 (원)					
EPS	-1,322	5,353	4,035	17,271	6,890
BPS	22,844	27,651	24,740	48,685	36,611
CFPS	3,613	10,186	9,275	7,778	15,031
DPS	750	1,500	750	150	150

예림당 (036000)

티웨이항공의 실적 개선 기대감

2014. 8. 27

운송

Analyst 김민지

02. 3779-8843

mjkim@etrade.co.kr

예림당의 매출 중 65%가 항공운송 매출

(주)티웨이홀딩스와 함께 2013년 1월에 (주)티웨이항공의 경영권 인수, 저비용 항공 사업에 진출한 예림당은 2014년 1분기 기준 항공운송 65.2%, 도서출판 및 부대사업 30.2%, 기타 4.6%로 매출이 구성되어 있다. 지분구조는 예림디지털, 예림아이, 예림 M&B, 예림물류유통, 와이스쿨 100%, 나라교육(주) 99.6%, 티웨이홀딩스 58.4%, 티웨이 11.9% 의 지분을 보유하고 있다.

도서출판업, 중장기 성장 동력 확보

동사의 국내 도서출판시장의 시장점유율은 4.9%로 전체 3위에 해당한다. 아동용 전집 시장점유율은 2위를 차지하고 있다. 특히 'Why?' 시리즈가 2014년 4월까지 5,986만부 이상 판매되며 안정적 수익을 창출하고 있는데 동사가 저작권 100% 보유하여 인세(정가의 10%)가 지출되지 않는다. 향후 e-Book 시장이 성장할 것으로 전망하여 'Why?' 시리즈를 기반으로 One Source Multi Use 전략 통해 신성장 동력을 확보할 계획이다.

항공사업, 실적 개선 기대감 유효

현재 티웨이항공은 항공기 부족으로 배정받은 아시아 노선의 운행을 하지 못하고 있는 상황이다. 내년에 9, 10호기가 도입될 예정이며 2016년에도 11호기가 도입될 전망이다. 회사측에 따르면 올해 매출액은 2,400억(+44.5%yoy), 영업이익은 100억(+212.5%yoy)로 전망하고 있다.

장거리 노선 진출은 결정된 바 없어

최근 들어 저비용항공사들의 장거리 노선 진출 발표가 잇따르고 있으나 티웨이항공은 아직 계획은 없는 것으로 상대적으로 장거리 노선 진출에 소극적인 입장인 것으로 확인되었다. 아무래도 중장거리용 항공기 도입에 자금이 크게 소요될뿐더러 조종사, 정비사 등 인력 투입까지 새로 준비해야하는 부분이 많아 장거리 노선 진출로 얻을 수 있는 수익과 소요될 비용에 대한 고민을 하고 있는 것으로 판단된다.

Not Rated

목표주가

N.R.

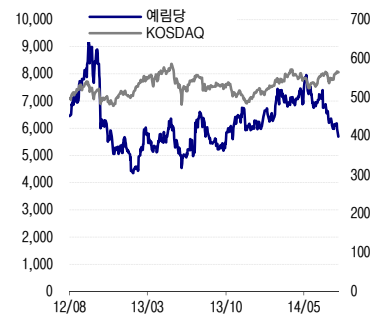
현재주가

5,760 원

Stock Data

KODAQ (8/26)	568.24pt
시가총액	1,327 억원
발행주식수	23,034 천주
52 주 최고가 / 최저가	7,960 / 5,180 원
90 일 일평균거래대금	20.95 억원
외국인 지분율	4.9%
배당수익률(14.12E)	0.0%
BPS(14.12E)	원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -14.2%
	6 개월 -16.4%
	12 개월 -16.5%
주주구성	나춘호외 5인 54.5%

Stock Price

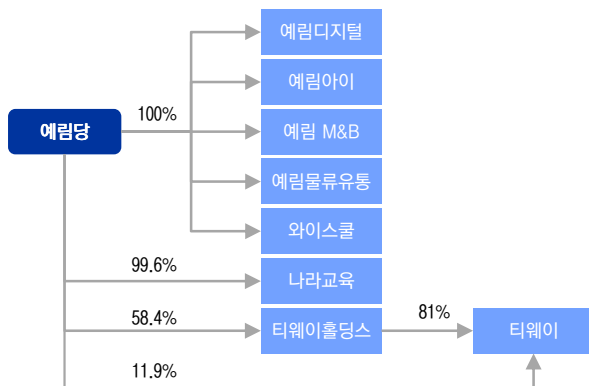


Financial Data

(억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2009	507	169	123	91	598	0.0	198	7.3	5.2	2.3	31.7
2010	541	177	171	110	525	-12.3	199	12.7	6.9	2.7	23.9
2011	563	150	120	106	510	-2.9	162	15.1	10.2	2.8	19.4
2012	514	108	103	81	366	-28.2	125	14.4	9.6	1.8	12.9
2013	1,381	103	84	74	306	-16.4	141	19.4	11	1.9	9.9

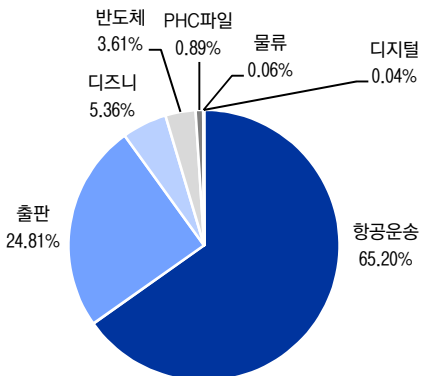
자료: 이트레이드증권 리서치본부

그림63 예림당의 기업지배구조



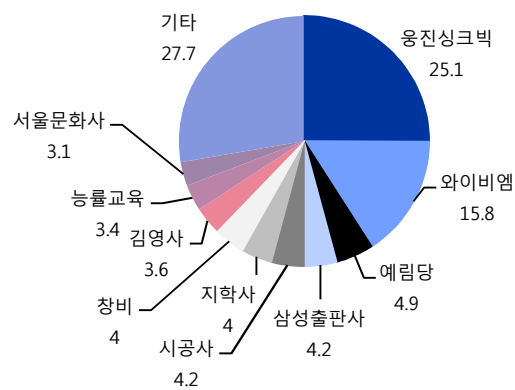
자료: 예림당, 이트레이드증권 리서치본부

그림64 예림당의 사업부문별 매출 비중



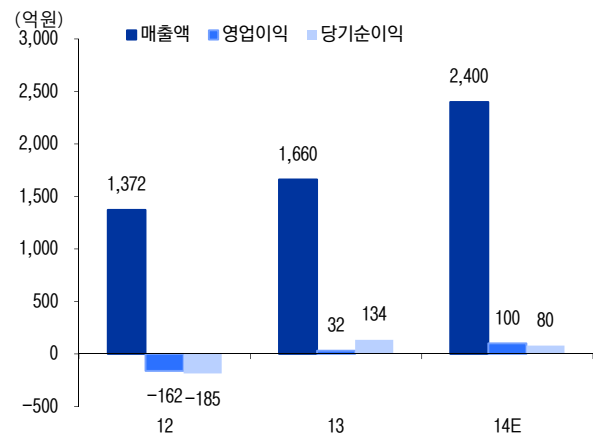
자료: 예림당, 이트레이드증권 리서치본부

그림65 국내도서출판시장 업체별 시장점유율 현황



자료: NICE 신용평가정보, 이트레이드증권 리서치본부

그림66 티웨이항공의 실적 추이 및 전망



주: 2014년 추정치는 회사 추정치

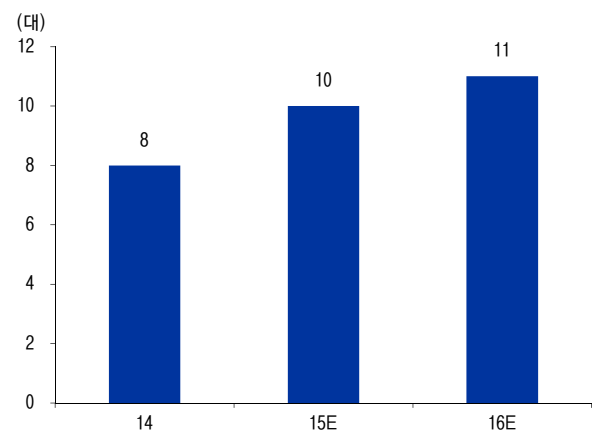
자료: 이트레이드증권 리서치본부

그림67 티웨이항공 취항 노선 현황



자료: 티웨이항공, 이트레이드증권 리서치본부

그림68 티웨이항공 항공기 현황 및 도입 계획



자료: 예림당, 이트레이드증권 리서치본부

에림당 (036000)

재무상태표

(십억원)	2009	2010	2011	2012	2013
유동자산	16	36	27	34	38
현금 및 현금성자산	2	14	5	3	9
매출채권 및 기타채권	9	15	12	9	12
재고자산	4	5	7	9	12
기타유동자산	1	2	4	13	5
비유동자산	46	38	52	59	121
관계기업투자등	3	5	9	14	1
유형자산	24	27	14	14	39
무형자산	13	4	7	8	56
자산총계	62	74	79	93	159
유동부채	15	15	16	16	48
매입채무 및 기타채무	5	4	4	4	13
단기금융부채	8	8	11	9	20
기타유동부채	1	3	1	4	16
비유동부채	8	7	6	8	24
장기금융부채	6	4	2	3	7
기타비유동부채	2	3	3	5	17
부채총계	22	22	22	24	73
지배주주지분	40	52	57	69	73
자본금	11	11	11	12	12
자본잉여금	27	27	27	33	33
이익잉여금	22	20	27	31	35
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	14
자본총계	40	52	57	69	87

현금흐름표

(십억원)	2009	2010	2011	2012	2013
영업활동 현금흐름	7	7	15	11	10
당기순이익(손실)	9	17	12	10	8
비현금수익비용가감	8	4	7	5	8
유형자산감가상각비	1	2	1	1	3
무형자산상각비	2	0	0	0	1
기타현금수익비용	1	1	0	0	4
영업활동 자산부채변동	-10	-10	-1	-3	-2
매출채권 감소(증가)	-4	-6	1	1	1
재고자산 감소(증가)	0	-1	-2	-2	-1
매입채무 증가(감소)	-5	-1	0	0	-1
기타자산, 부채변동	-2	-2	1	-2	-1
투자활동 현금	-38	-9	-19	-15	-10
유형자산처분(취득)	-8	-6	-8	0	-2
무형자산 감소(증가)	0	0	-4	-2	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	-1	-3	2
기타투자활동	-30	-3	-6	-10	-9
재무활동 현금	32	13	-5	2	4
차입금의 증가(감소)	11	-2	0	-2	8
자본의 증가(감소)	21	15	-3	4	-3
배당금의 지급	0	1	3	3	3
기타재무활동	0	0	-1	0	-1
현금의 증가	0	11	-9	-3	6
기초현금	2	3	14	5	3
기말현금	2	14	5	3	9

자료: 이트레이드증권 리서치본부

손익계산서

(십억원)	2009	2010	2011	2012	2013
매출액	51	54	56	51	138
매출원가	16	19	20	18	95
매출총이익	34	35	37	33	43
판매비 및 관리비	17	17	22	22	33
영업이익	17	18	15	11	10
(EBITDA)	20	20	16	12	14
금융손익	-1	-1	0	0	-1
이자비용	1	1	1	0	2
관계기업등 투자손익	-1	0	-1	0	4
기타영업외손익	-3	0	-2	-1	-4
세전계속사업이익	12	17	12	10	8
계속사업법인세비용	3	4	1	2	1
계속사업이익	10	13	11	8	7
중단사업이익	-1	-2	0	0	0
당기순이익	9	11	11	8	7
지배주주	9	11	11	8	7
총포괄이익	9	11	10	8	7
매출총이익률 (%)	68	65	65	65	31
영업이익률 (%)	33	33	27	21	7
EBITDA 마진률 (%)	39	37	29	24	10
당기순이익률 (%)	17.9	20.3	18.9	15.9	5.4
ROA (%)	22.1	16.1	13.8	9.4	5.6
ROE (%)	31.7	23.9	19.4	12.9	9.9
ROIC (%)	54.1	29.2	26.9	16.0	11.0

주요 투자지표

	2009	2010	2011	2012	2013
투자지표 (x)					
P/E	7.3	12.7	15.1	14.4	19.4
P/B	2.3	2.7	2.8	1.8	1.9
EV/EBITDA	5.2	6.9	10.2	9.6	11.0
P/CF	3.9	6.7	8.3	7.9	8.6
배당수익률 (%)	3.4%	2.2%	2.0%	2.9%	2.5%
성장성 (%)					
매출액	-6.3	6.7	4.2	-8.8	169.0
영업이익	-4.8	5.0	-15.6	-27.6	-5.2
세전이익	-27.9	38.7	-29.6	-14.2	-19.0
당기순이익	-17.3	20.9	-2.9	-23.4	-8.6
EPS	14.0	-12.3	-2.9	-28.2	-16.4
안정성 (%)					
부채비율	56.1	41.9	38.5	35.2	84.1
유동비율	110.6	235.8	167.2	206.1	78.9
순차입금/자기자본 (x)	28.5	-4.6	9.7	-2.0	20.6
영업이익/금융비용 (x)	22.3	26.4	25.5	38.0	6.8
총차입금 (십억원)	14	12	13	12	27
순차입금 (십억원)	11	-2	6	-1	18
주당지표 (원)					
EPS	598	525	510	366	306
BPS	1,894	2,503	2,749	2,994	3,155
CFPS	1,110	993	931	667	692
DPS	150	150	150	150	150



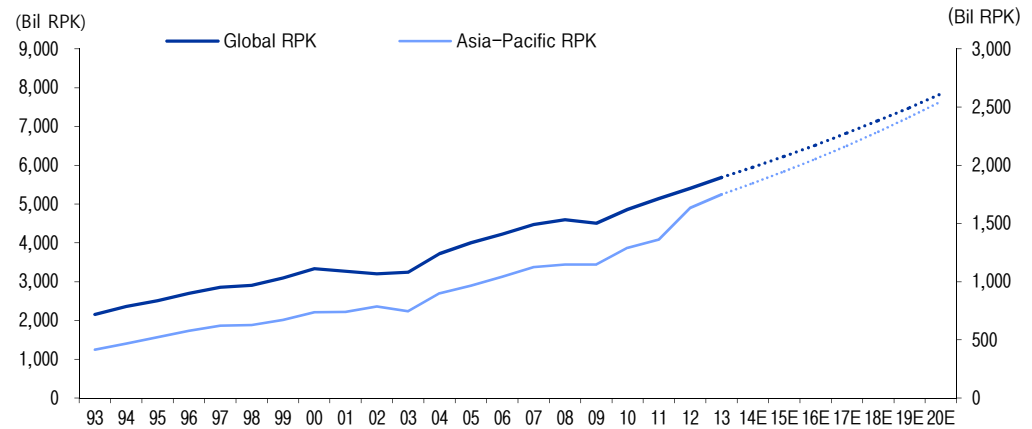
Appendix

1. 글로벌 항공산업 현황
2. 중동항공사의 현황
3. 미국 주요 항공사 3사의 주가 흐름
4. 부가서비스 시장의 현황
5. 항공우주산업 현황
6. 중국의 공항 현황
7. 글로벌 항공기 주문량과 퇴역량 전망



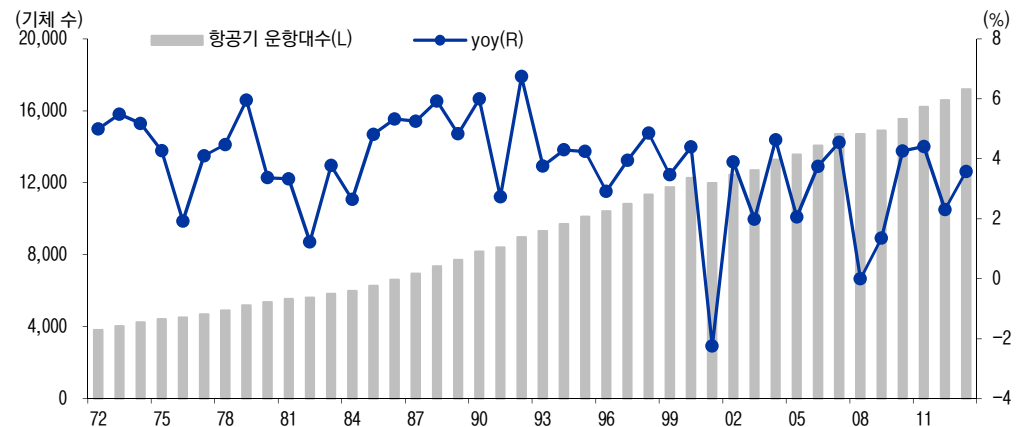
1. 글로벌 항공산업 현황

그림69 전 세계 항공시장과 아시아태평양 항공시장의 유상여객수요 추이 및 전망



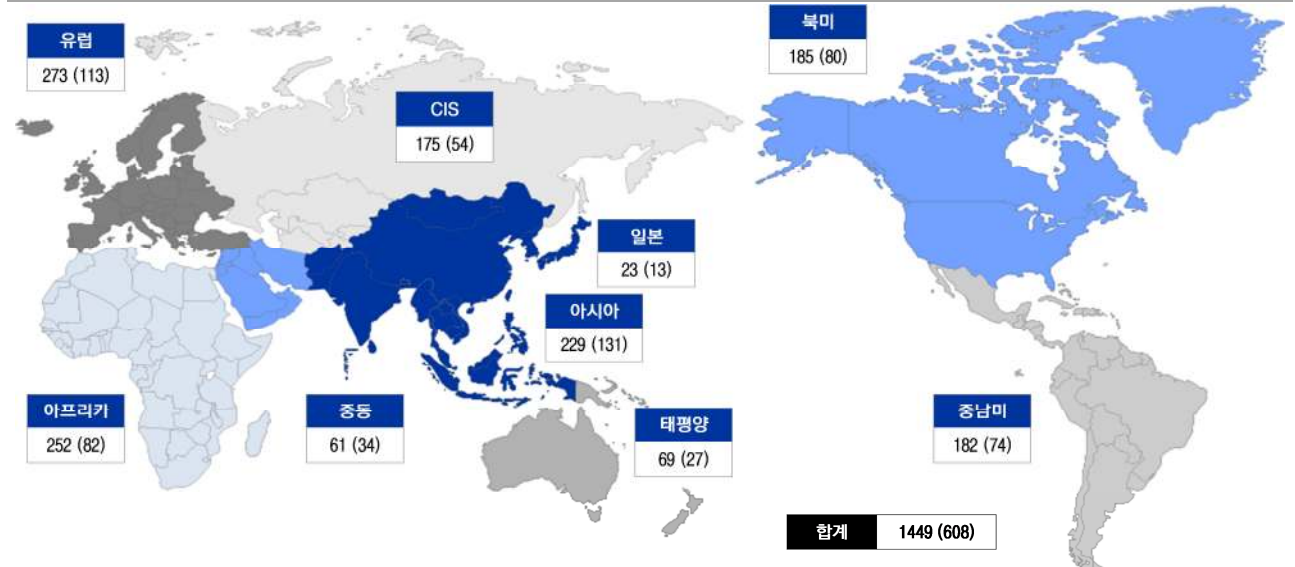
자료: IATA, 이트레이드증권 리서치본부

그림70 전세계 운항 항공기 대수 및 증감률 추이



자료: 이트레이드증권 리서치본부

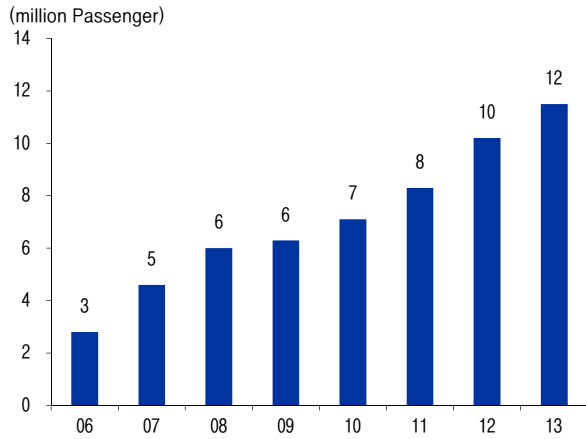
그림71 전세계 항공사 수 현황(2013년 기준, 정기·부정기 포함)



주: 화물 전문 항공사 포함, 괄호 안 수는 정기 여객 항공사 수 자료: 이트레이드증권 리서치본부

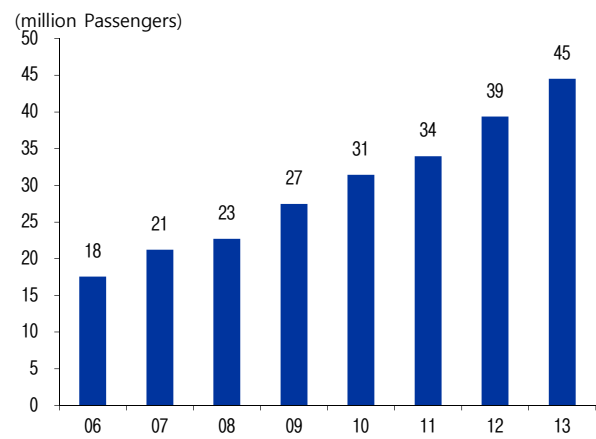
2. 중동항공사의 현황

그림72 Etihad 항공사의 연별 여객 처리량 추이



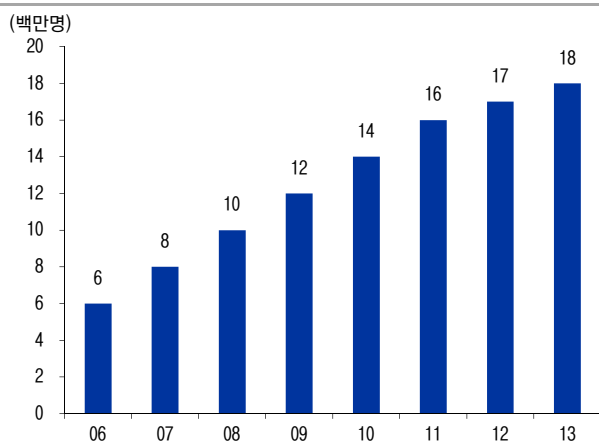
자료: Etihad Airways, 이트레이드증권 리서치본부

그림73 Emirates 항공사의 연별 여객 처리량 추이



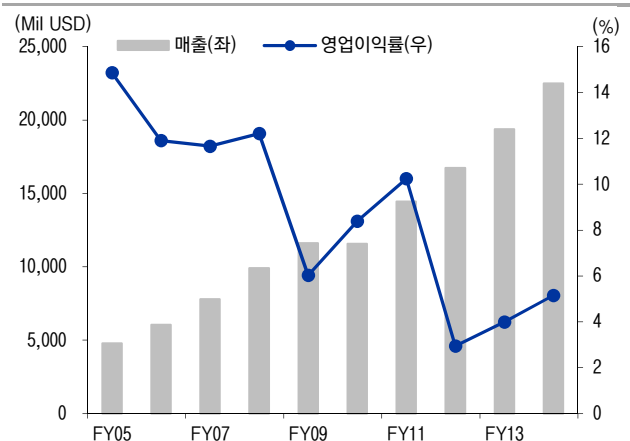
자료: Emirates Airlines, 이트레이드증권 리서치본부

그림74 Qatar 항공사의 연별 여객 처리량 추이



자료: Qatar Airways, 이트레이드증권 리서치본부

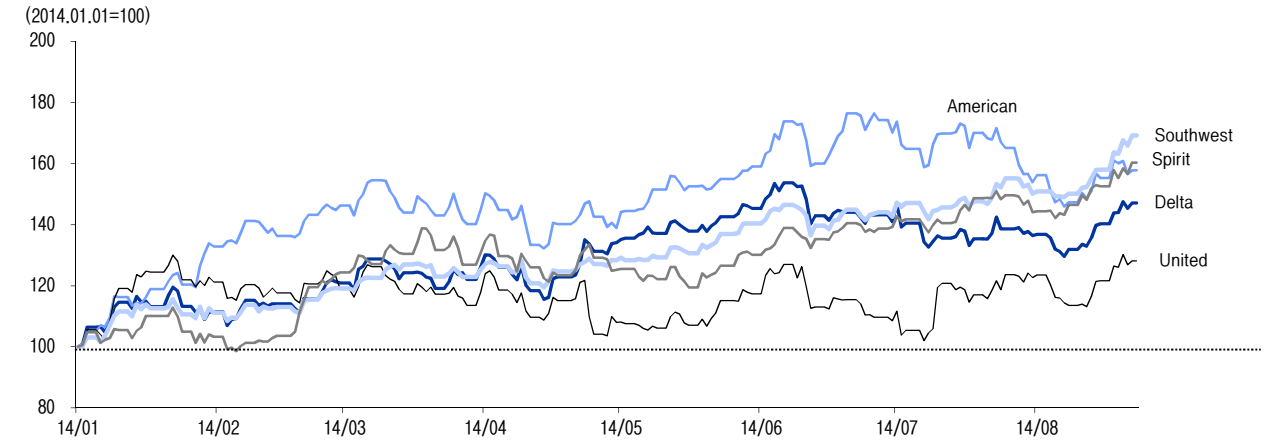
그림75 Emirates 항공사 매출 및 영업이익률 추이



자료: Emirates Airlines, 이트레이드증권 리서치본부

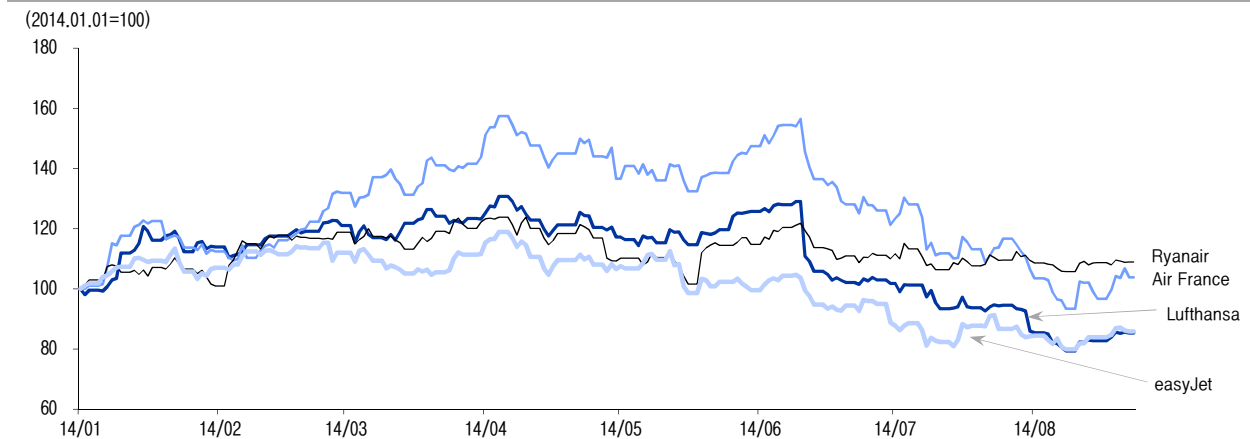
3. 주요 항공사의 주가 흐름

그림76 미국 주요 항공사의 연초 대비 주가 흐름



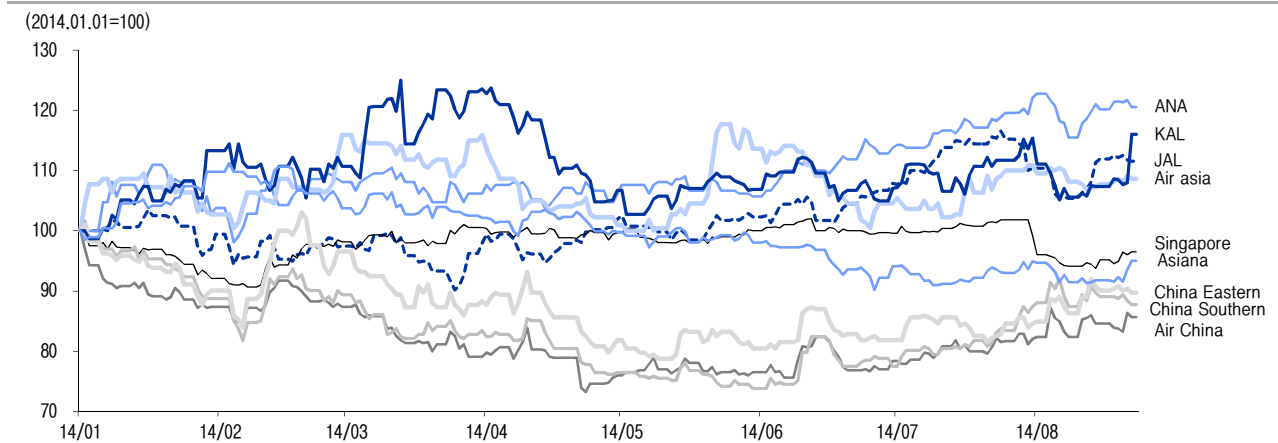
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

그림77 유럽 주요 항공사의 연초 대비 주가 흐름



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

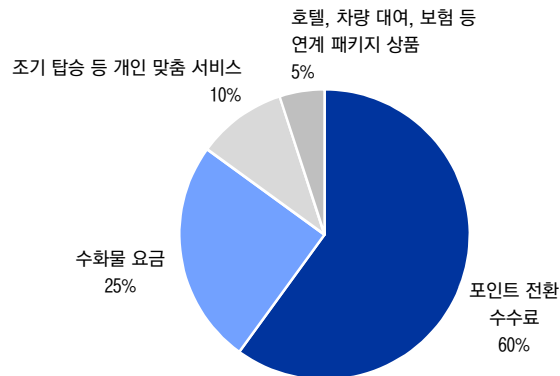
그림78 아시아 주요 항공사의 연초 대비 주가 흐름



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

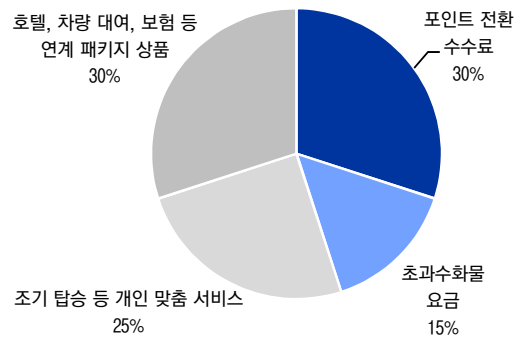
4. 부가서비스 시장의 현황

그림79 미국 메이저항공사의 부수입 매출 구성 비중



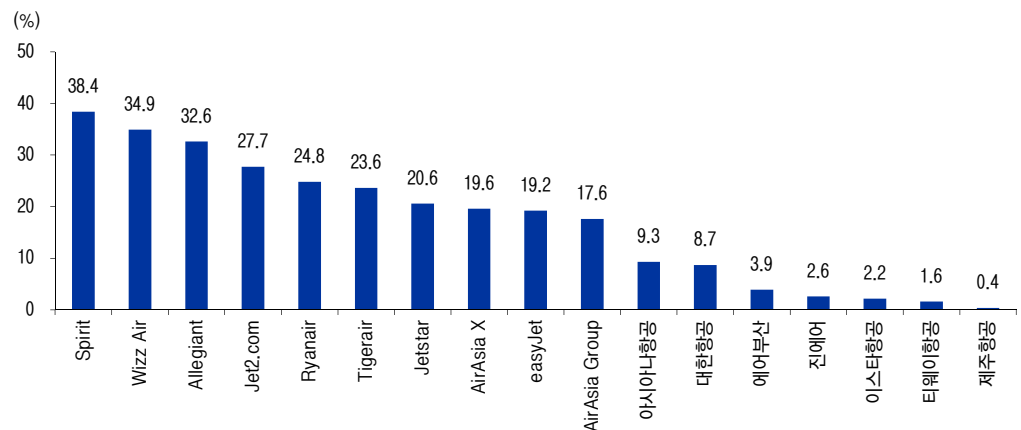
자료: IdeaWorks, 이트레이드증권 리서치본부

그림80 미국 외 대형항공사의 부수입 매출 구성 비중



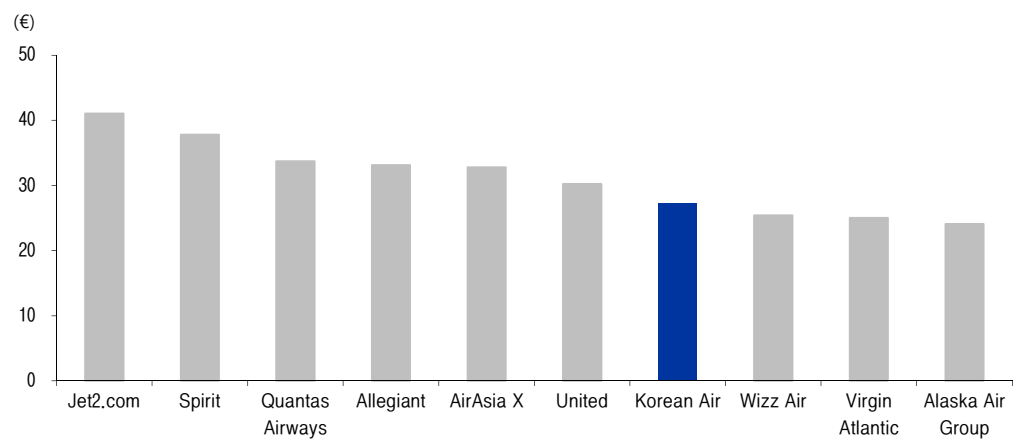
자료: IdeaWorks, 이트레이드증권 리서치본부

그림81 2013년 부가서비스 매출액 비중 Global Top 10 항공사와 한국 항공사 비교



주: 부가서비스 매출 비중은 운송사업을 제외한 기타사업에서 발생한 매출로 산출. 단, 대한항공의 경우 항공우주사업 매출 제외
자료: IdeaWorks, 이트레이드증권 리서치본부

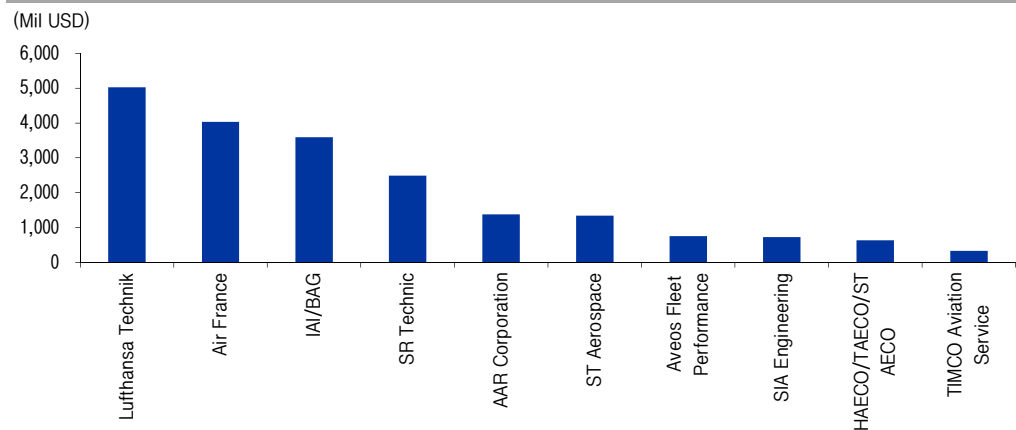
그림82 2013년 승객 1인당 부가서비스 매출 Top 10 항공사



자료: IdeaWorks, 이트레이드증권 리서치본부

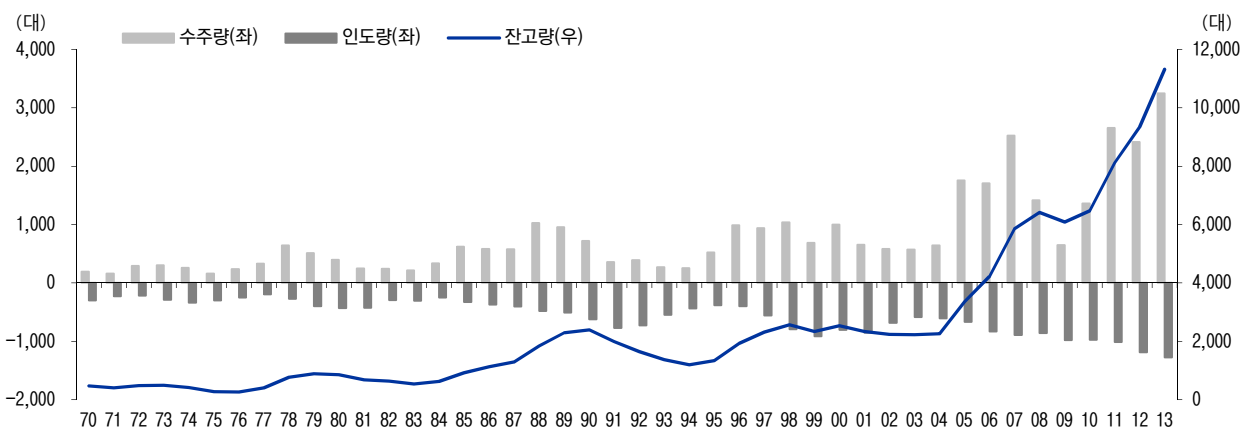
5. 항공우주산업 현황

그림83 세계 항공기 정비업 매출액 상위 10개 업체



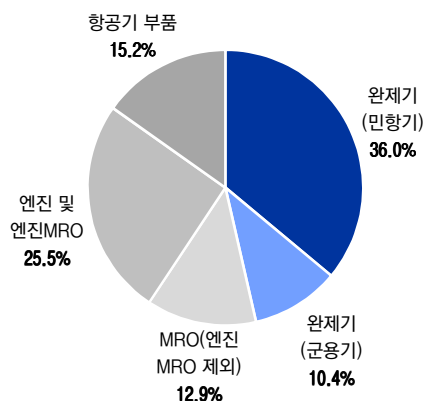
자료: IdeaWorks, 이트레이드증권 리서치본부

그림84 항공기 연도별 수주량, 인도량, 잔고량 추이



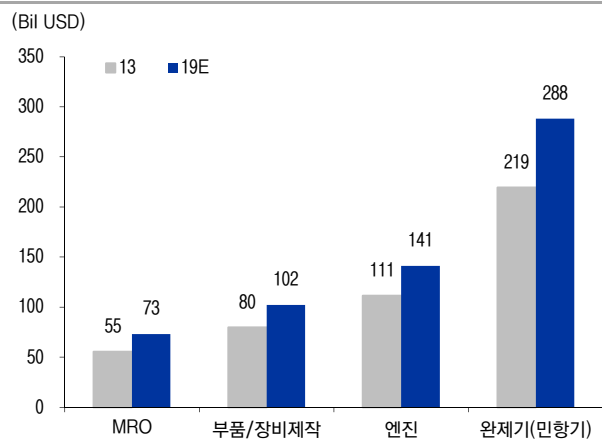
자료: Boeing, Airbus, Bombardier, 이트레이드증권 리서치본부

그림85 항공산업의 사업부문별 구성(2013년 기준)



자료: 이트레이드증권 리서치본부

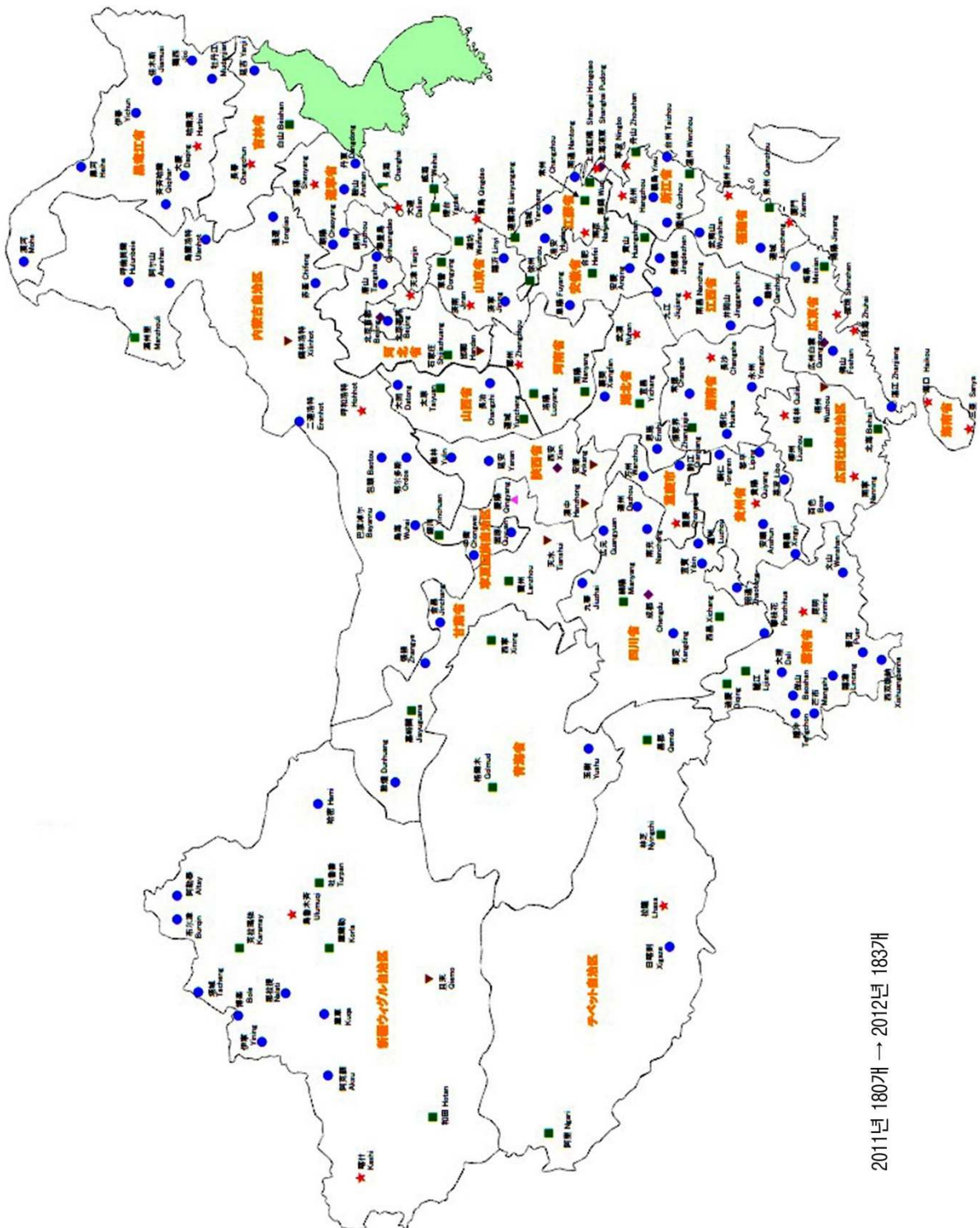
그림86 사업부문별 글로벌 시장 규모



주: 엔진사업은 엔진MRO 제외
자료: 이트레이드증권 리서치본부

6. 중국의 공항 현황

그림87 중국 공항지도 →

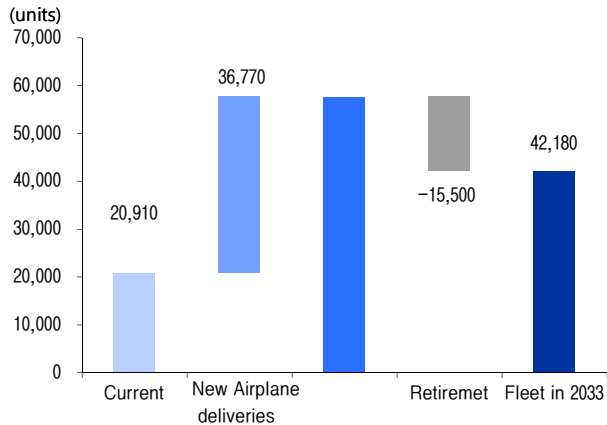


2011년 180개 → 2012년 183개

자료: 이트레이드증권 리서치본부

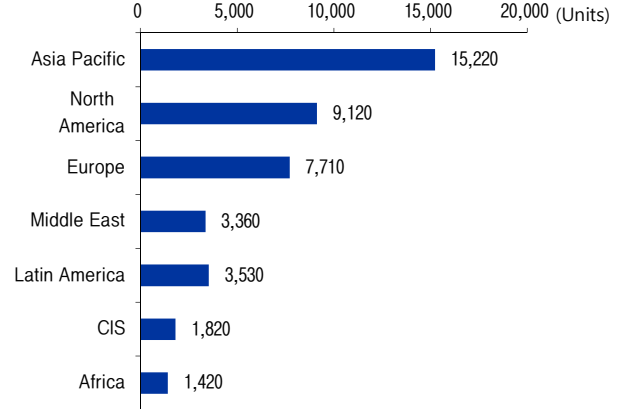
7. 글로벌 항공기 주문량과 퇴역량 전망

그림88 항공기 주문량 및 인도량 추이 및 전망



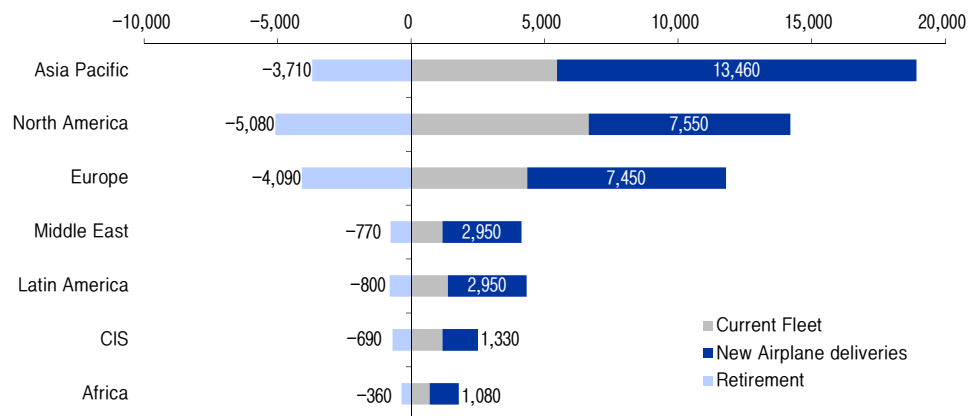
자료: Boeing, 이트레이드증권 리서치본부

그림89 2033년 지역별 항공기 보유대수 전망



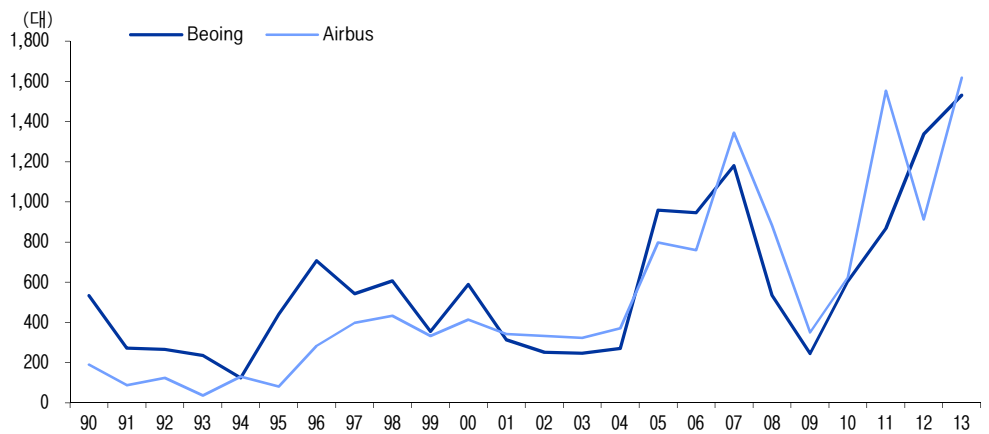
자료: Boeing, 이트레이드증권 리서치본부

그림90 지역별 항공기 도입 및 퇴역 전망(~2033년)



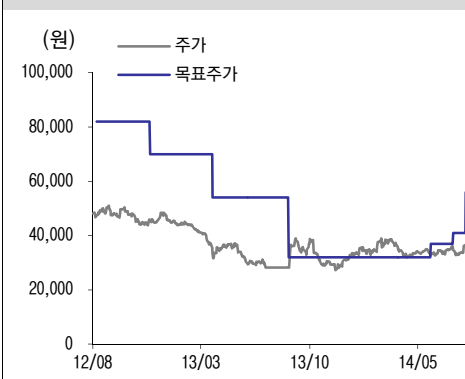
자료: Boeing, 이트레이드증권 리서치본부

그림91 Boeing과 Airbus의 항공기 수주량 추이



자료: Boeing, Airbus, 이트레이드증권 리서치본부

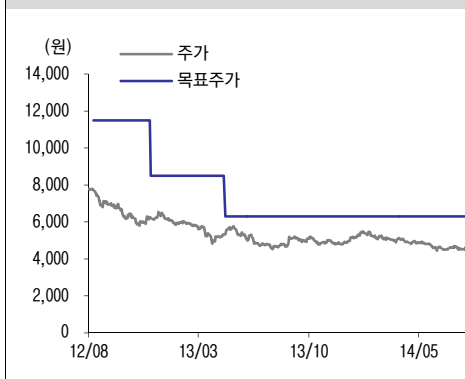
대한항공 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2012.08.31	Buy	82,000			
2012.10.26	Buy	82,000			
2012.11.13	Buy	82,000			
2012.12.14	Buy	70,000			
2013.02.04	Buy	70,000			
2013.04.16	Marketperform	54,000			
2013.05.06	Marketperform	54,000			
2013.06.20	Marketperform	54,000			
2013.09.12	Marketperform	32,000			
2013.11.14	Marketperform	32,000			
2014.01.07	Marketperform	32,000			
2014.06.18	Marketperform	37,000			
2014.08.01	Marketperform	41,000			
2014.08.27	Buy	56,000			

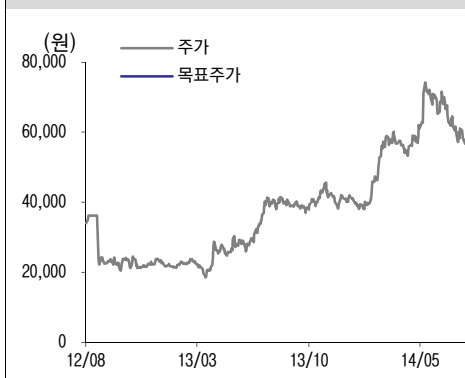
아시아나항공 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2012.08.31	Buy	11,500			
2012.10.18	Buy	11,500			
2012.11.07	Buy	11,500			
2012.12.20	Buy	8,500			
2013.02.08	Buy	8,500			
2013.05.13	Marketperform	6,300			
2013.06.03	Marketperform	6,300			
2013.08.12	Marketperform	6,300			
2013.08.22	Marketperform	6,300			
2013.10.17	Marketperform	6,300			
2014.03.20	Marketperform	6,300			
2014.05.16	Marketperform	6,300			
2014.07.10	Buy	6,300			
2014.08.27	Buy	6,000			

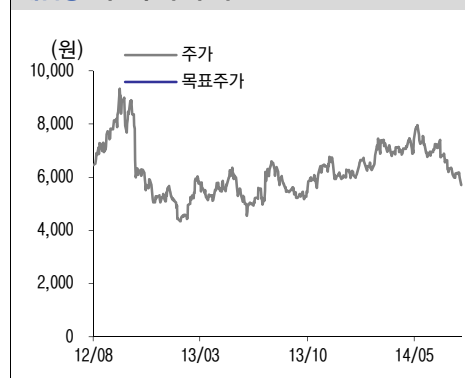
AK홀딩스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2014.08.27	Not Rated	N.R.			

에림당 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2012.11.08	Not Rated	N.R.			
2014.08.27	Not Rated	N.R.			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김민지)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다..

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준	Overweight (비중확대)		
	투자등급 3 단계	Neutral (중립)		
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 4 단계	Underweight (비중축소)		
		Strong Buy (강력매수)	50% 이상 기대	2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3 단계 (Buy / Hold / Sell)에서 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)로 변경
		Buy (매수)	15%~50% 기대	
		Marketperform (시장수익률)	-15%~15% 기대	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	
		N.R. (Not Rated)	등급보류	