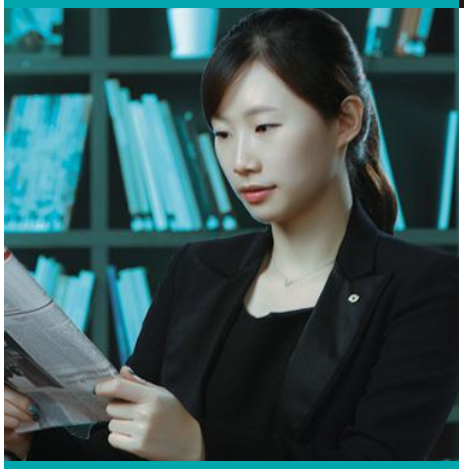
항공산업

항공산업 그 미래의 모습



이지윤
769.3429
Leejiyun0829@daishin.co.m

투자의견

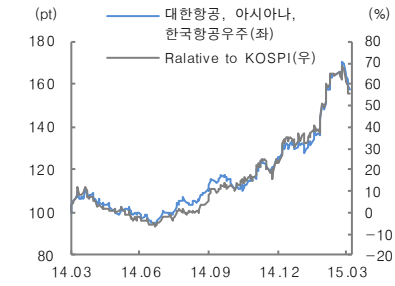
Overweight

비중확대, 신규

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
대한항공	BUY	60,000
한국항공우주	BUY	56,000
아시아나항공	BUY	10,000
제주항공		NR
한국공항		NR

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.0	19.9	36.6	48.4
상대수익률	-2.4	17.6	41.1	46.1



작성배경 및 Top-pick

- 국내 민간항공산업(항공운송업, 기체부품, 유지보수)의 현황 및 전망
- 항공운송업의 현황, 미래, 위기와 항공사들의 성장전략 정리
- 항공운송업에서 항공기 관련 제조업을 어우르는 수직계열성이 높은 업체 찾기
- Top-pick: 대한항공(60,000원), 한국항공우주(56,000원)

1. 2015년 항공운송업 업황 및 이슈: 성수기 오기 전 국적사에 관심 필요

- 1분기 실적 좋고 여객수요 좋고 화물수요도 좋다
- 올해 유럽, 미국은 꼭 가야 한다! 성수기 장거리 여행객 출국자 증가로 국적사 수혜
- 국적사의 동남아, 중국 단거리 노선도 전체 출국자 수 증가로 인해 80% 대 Load Factor 기록 예상
- 미국 경기 호조와 서부항만 적체 영향으로 화물 높은 수익성 기록
- 기업별 이슈:
  - ✓ 대한항공: 8/1일 이전 ㈜한진의 대한항공 지분 9.9% 매각 (5월~6월 추정)
  - ✓ 아시아나항공: 4월 금호산업의 새 주인은 누가 될 것인가? 제2의 LCC 설립 여부
  - ✓ 제주항공: 3월말 상장심사 증권시장에 청구 예정

2. 해외사례를 통한 LCC 시장 트랜드 분석

- 유럽: 유럽의 LCC는 비항공사 업체 기반으로 설립되어 현재는 대부분의 LCC가 국적사들을 최대주주로 두고 있음
- 아시아: 산업성장 초기부터 70% 이상이 항공사 계열 LCC로 시작
- 국내선 규모가 크지 않은 아시아 LCC들은 시장 영향력 확대를 위해 장거리 노선 진입을 검토 중

3. 중국 항공운송업 현황과 전망

- 중국 항공사 여객수송량의 93%는 국내선으로 아직 국내노선 증편에 힘쓰고 있음
- 중국 인구수 대비 출국자 비중은 한국의 10년 전 수준에 불과해 2030년 출국자 수는 2014년 대비 2.5배 증가 예상
- 정부의 LCC 육성정책 활성화로 일부 국적사들 미주, 유럽 직항노선 늘리는 추세

4. 위기를 발판 삼아 새로운 시장을 개척하자

- 신규 LCC 업체들의 증가로 항공사 간 경쟁은 매우 심화되었으나 후방산업인 기체부품, 항공기 유지보수 시장은 반사이익을 누리고 있음
- 항공제조업은 산업재 중에서 유일하게 한국이 기술력 및 시장영향력 면에서 개척할 부분이 많은 산업
- 국내 기체부품 생산업체(매출액 순): 한국항공우주, 대한항공, 아스트, 하이즈항공, 샘코
- 국내 MRO 사업 영위업체(매출액 순): 대한항공, 한국항공우주, 아시아나항공

Contents

1. 보고서 작성배경 및 투자의견 3

2. 2015년 항공운송업 전망: 성수기 오기 전 국적사에 관심 필요 5

3. 해외시장 분석을 통한 LCC 장기구도 전망 11

4. 중국 항공운송업의 현황과 전망 16

5. 간과하고 있는 항공기 유지보수의 중요성 20

6. 항공사들 포트폴리오 다각화 필요 21

7. 성장성 높은 민항기 기체부품 산업 전망 22

8. 무시할 수 없는 미래산업, 항공기 MRO 산업 26

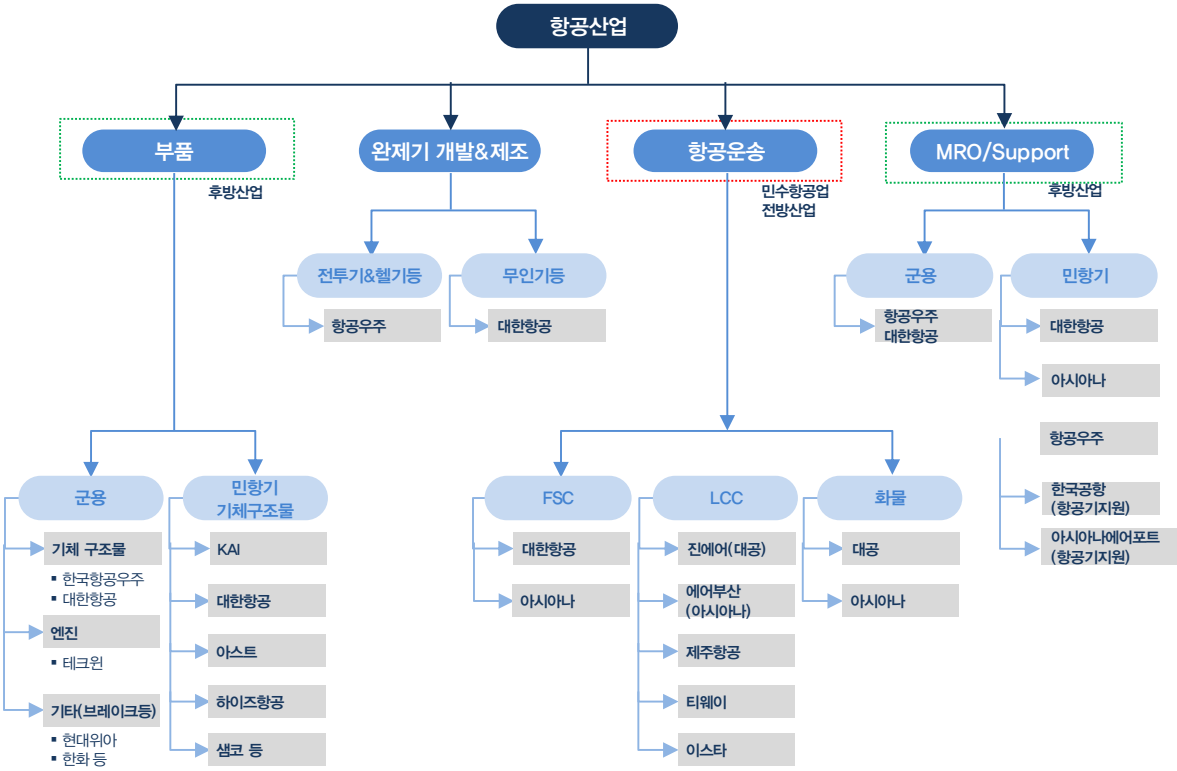
9. 기업분석 31

   - 대한항공(003490)
   - 아시아나항공(020560)
   - 제주항공(089590,장외상장)
   - 한국항공우주(047810)
   - 한국공항(005430)

10. Appendix 47

1. 보고서 작성배경 및 투자의견

그림 1. **국내 항공산업 구도**



자료: 대신증권 리서치센터 정리

작성배경. 항공업에서 수직계열화를 이룰 수 있는 성장성 높은 업체 찾기

국내 항공운송업 매출규모는 전세계 6위로 상위권에 등재되어 있으나 관련 파생산업인 항공기 제조업 순위는 전세계 29위, 유지보수 부분에서는 매출이 미미하다. 전세계적으로 LCC들이 우후죽순으로 생겨나면서 항공사들은 경쟁에서 살아남기 위해 기재를 늘리거나 신기종으로 교체할 수밖에 없는 상황이고 이러한 현상은 향후 5~6년간은 지속될 것으로 보고 있다. 그리고 아직 눈에띄는 수혜는 적으나 무섭게 성장할 수 있는 시장은 항공기 유지보수 산업이다. 장기적으로는 전방산업과 후방산업까지 어우르는 포트폴리오를 보유한 항공사와 후방산업에서 빠르게 성장하고 있는 전문 제조업체들의 투자매력도가 높아보인다.

이 보고서는 1~2년내 국내 항공업에 대한 전망만 나열한 보고서가 아니다. 정부가 추진하고 있는 항공업 육성 프로젝트와 국내외에서 포착되는 위기의 시그널들에 기반하여 5년이상의 장기적인 시각으로 1) 국내 항공업이 어떠한 구도로 변화할 것인지 2) 위기는 어디서부터 오는지 3) 그리고 이 위기 안에서 투자기회는 어떤 업체에 있는지 큰 그림을 그려보는 것에 작성 목적을 두고있다.

Top-pick: 대한항공, 한국항공우주 제시

대한항공 투자포인트

대한항공 Buy, 목표주가 60,000원(Upside 33.0%) 제시하며 커버리지 개시

1. 단기 투자포인트

1) 유가하락에 기인한 장거리 노선 수요 증가와 서부항만물류 적체로 1분기 비수기임에도 화물 수요 증가

2) 항공사 중 유가 레버리지 가장 큼에도 불구하고 유상증자, 한진 보유주식 오버행 이슈, 회항사건 등으로 타 항공사들 대비 주가 상승폭 상대적으로 낮았음

3) 아메리칸항공과 달라스 코드쉐어 운항 체결, 델타와의 코드쉐어 재개 기대

4) S-Oil 지분 매각자금+ 유상증자+ 항공기 매각을 통해 점진적인 재무구조 개선 기대

2. 장기 투자포인트

1) 항공사- 기체부품 제작- MRO-한국공항(지상조업지원) 수직계열화 형성

2) 국내 항공기의 50%가 대한항공 계열(진에어, 대한항공)로 MRO 사업 범위 확대하며 원가절감 효과 누릴 것

3) 장기적으로 진에어와의 시너지 낼 수 있는 부분을 발굴할 것 (예: 중국→한국을 진에어로 수송한 고객이 진에어 노선이 없는 장거리 지역으로 이동할 경우 대한항공으로 연결 하는 방법 등)

한국항공우주 투자포인트

한국항공우주 Buy 유지, 목표주가 56,000원(+7.7%, Upside 14.3%)으로 상향

1. 단기 투자포인트

1) 3월~4월 초 KF-X 우선협상자 대상자 선정 후 5월 체계개발업체 최종 계약

2) LAH/LCH 체계개발 계약 상반기 내 마무리될 것으로 예상

2. 장기 투자포인트

1) 국내에서 유일한 전투기와 헬기 개발 및 제조 -기체부품 제작- MRO를 어우르는 전문 항공제조업체

2) 2015년말 수주잔고 18조원에 육박할 것으로 예상. 향후 5년간 안정적인 실적 예상

3) 2016년 중순 TX 입찰 시작되면 다시한번 KF-X 사업 수준의 기대감 반영

2. 2015년 항공운송업 전망: 성수기 오기전 국적사에 관심필요

Chapter Summary

1) 2015년 국적사 투자매력도 높은 이유: 장거리노선 여객 증가, 저유가로 인한 원가절감 효과 LCC대비 높음, 화물수요 견조

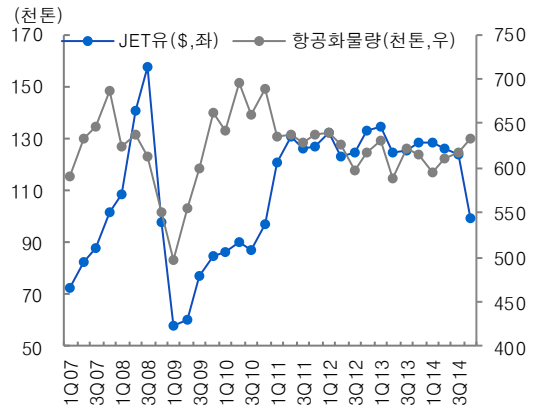
2) 11월 28일 유가급락 이후 주가 상승 폭 순위: 티웨이홀딩스→ 아시아나항공→ AK홀딩스→대한항공→ 예림당

3) 대한항공 PBR Valuation 아시아나항공보다 낮고 유상증자, 회항사건 마무리. 한진이 보유한 9.9% 지분에 대한 오버행 남아있으나 2015년 1분기부터 실적개선 뚜렷해지면서 1년 수익률 기준으로는 Upside 가장 높게 보고있음

유가와 항공업의 상관관계

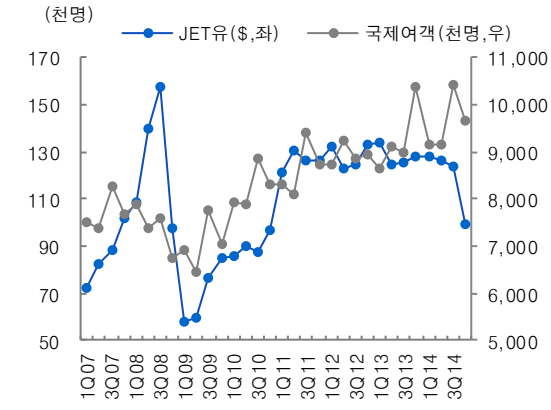
유가의 흐름과 국제여객, 항공화물량 추세를 그려보면 과거에는 유가가 보통 경기가 둔화되는 국면에 하락하였기 때문에 유가와 같이 수요도 하락하였다. 하지만 2015년은 경기둔화에 따른 불황형 유가하락이 아닌 중동 국가들의 미국 Shaleoil 생산 제재를 위한 정치적 저유가로 항공사들은 유류비 절감 효과와 여객,화물 수요증가까지 누리는 이례적인 해를 보낼 것이다.

그림 2. Jet 유와 항공 화물량 상관관계



자료: 인천공항

그림 3. Jet 유와 국제여객 수송량 상관관계



자료: 인천공항

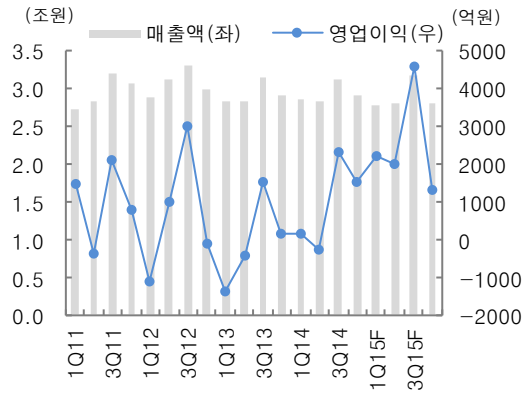
항공사별로 유가 민감도를 살펴보면 유류소모량이 가장 높은 순서는 대한항공>아시아나항공>LCC이지만 각 항공사의 매출원가에 유류비가 차지하는 비중은 30~35% 내외로 비슷한 편이다. 유류할증료를 감안하면 제트유 40불 하락은 각각 대한항공 6,387억원, 아시아나항공 3,167억원, LCC 100억원~150억원의 비용절감 효과가 있다.

표 1. 항공사별 유가 민감도 분석 (2014년 기준)

대분류	단위	대한항공	아시아나항공	티웨이
평균환율	(원/$)	1,050	1,050	1,050
연료유류비	(억원)	39,543	20,321	620
소모량	(천 BBL)	31,937	15,837	490
단가	(원/BBL)	123,816	128,316	126,531
	($/BBL)	118	122	121
1$당 비용 증감액	(억원)	319	158	5
할증료 50% 상쇄	**(억원)**	**160**	**79**	**2**
제트유 40$ 하락으로 비용 감소액	(억원)	12,775	6,335	196
할증료 50% 상쇄	**(억원)**	**6,387**	**3,167**	**98**

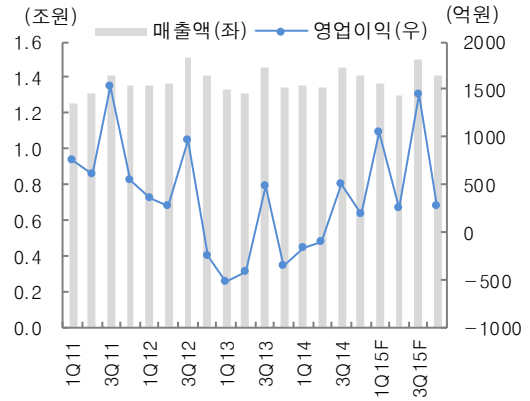
자료: 대신증권 리서치센터

그림 4. 대한항공 분기별 영업실적 추이 및 전망



자료: 대한항공, 대신증권 리서치센터

그림 5. 아시아나항공 분기별 영업실적 추이 및 전망

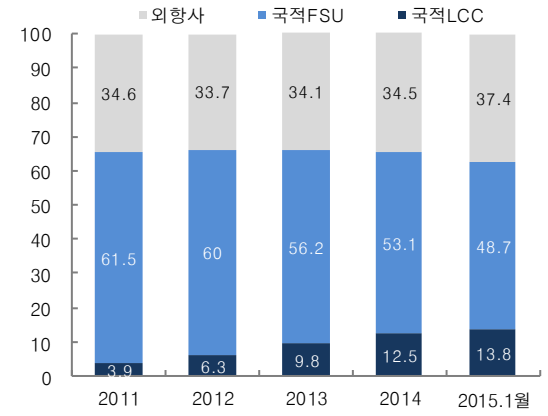


자료: 아시아나항공, 대신증권 리서치센터

유럽 외항사보다 국내 국적사가 더 싸다 !

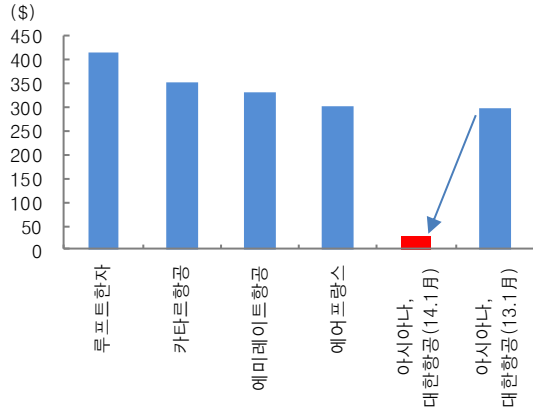
2012~2014년 항공사별 국제선 점유율 트랜드를 살펴보면 국내 LCC들뿐만 아니라 외항사의 점유율도 상승하며 국적사의 점유율을 뺏어갔다. 국내 국적사들은 1분기에 유류할증료를 대폭 인하하면서 일부 장거리 노선에서는 외항사보다 국내 국적사의 가격이 저렴하다. 이런 현상이 일어나고 있는 이유는 외항사는 자국 기준의 유류할증료 정책에 따라 가격을 책정하고 있으므로 한국 기준 유류할증료 제도를 따라갈 필요가 없기 때문이다. 외항사보다 나은 서비스에 가격까지 국적사들이 싸지면서 장거리 성수기 시즌인 3분기에는 국적사들이 외항사에 잃었던 점유율을 일부 회복할 수 있을 것으로 보인다.

그림 6. 항공사 국제선 점유율



자료: 인천공항, 대신증권 리서치센터

그림 7. 아시아-유럽노선 2 月 유류할증료 비교



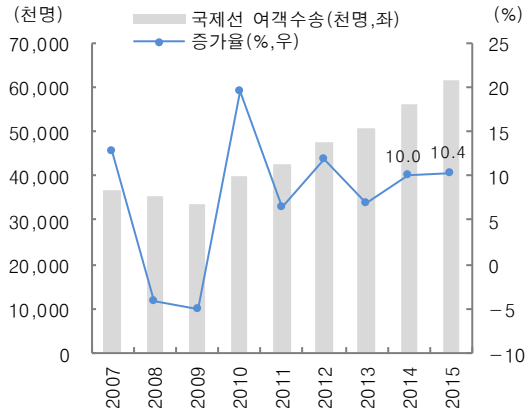
자료: 인천공항, 대신증권 리서치센터

여객: 단거리노선 수요 호조 지속. 성수기에는 장거리도 호조 전망

2015년 국제선 여객수송량 증가율은 전년 증가율과 비슷한 YoY +10.4% 성장을 예상한다. 노선별로는 전년과 같이 중국과 동남아 수요 호조가 지속되는 상황에서 유류할증료 하락에 따른 장거리 여행 수요도 증가할 것으로 예상된다. LCC들은 이 기회를 살려 생애최초 고객에 대한 유치를 높이고자 어느 때보다 적극적인 프로모션을 진행할 것이기 때문에 국적사들은 단거리노선에서 가격을 낮춰 경쟁하기보다는 그간 수익성이 좋지 못했던 장거리 노선 마케팅에 집중할 것으로 예상된다.

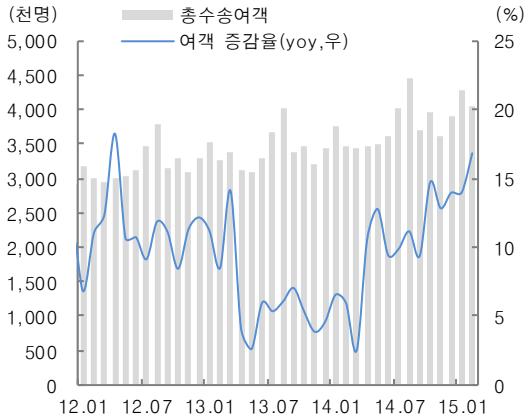
올해는 상대적으로 장거리노선 비중이 높아 LCC대비 주가 면에서 소외받았던 국적사들의 수혜가 기대된다. 유류할증료는 단거리 노선보다 장거리 노선에서의 비중이 더 크고 3월이면 1월에 58불이었던 장거리 노선의 유류할증료가 국적사 기준 10달러 이하로 하락하면서 저렴하게 미국과 유럽을 여행할 수 있는 기회이기 때문이다. 특히 아시아나항공의 항공권 할인 확대 전략, 델타항공과의 코드쉐어 종료 등으로 미주노선 수익이 좋지 못했던 대한항공의 점유율의 일부 회복이 기대된다.

그림 8. 국제선 여객수송 증가율 전망



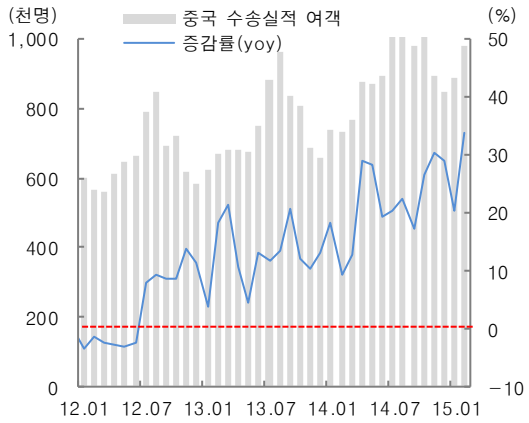
자료: 한국항공진흥협회 전망 (2015.1월 기준)

그림 9. 총 수송여객 2 月 YoY +16.8% 증가



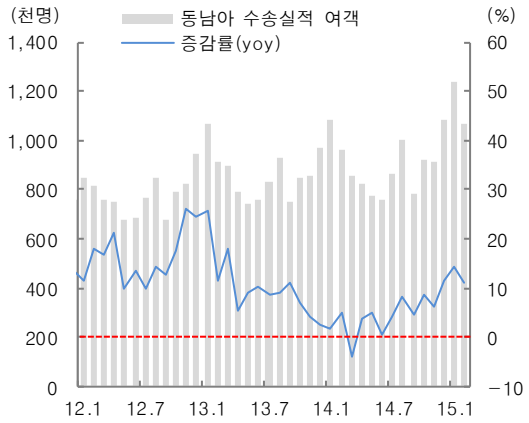
자료: 인천공항, 2015년 2월까지 업데이트

그림 10. 중국 수송실적 여객 2 月 YoY +33.8% 증가



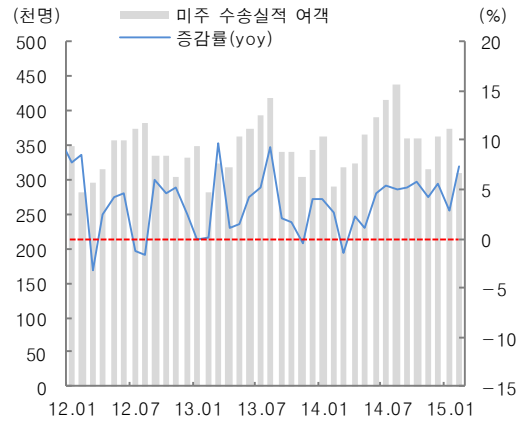
자료: 인천공항

그림 11. 동남아 수송실적 여객 2 月 YoY −1.4% 감소



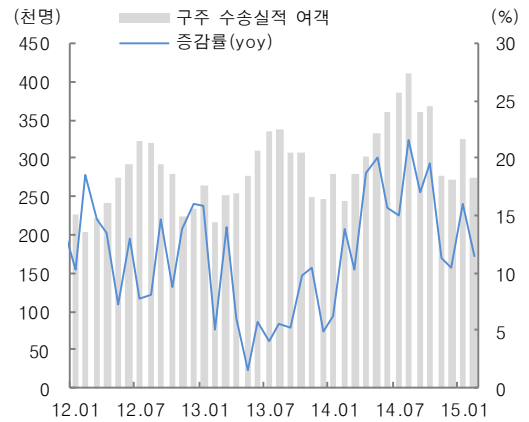
자료: 인천공항

그림 12. 미주 수송실적 여객 2 月 YoY +7.3% 증가



자료: 인천공항

그림 13. 구주 수송실적 여객 2 月 YoY +11.4% 증가

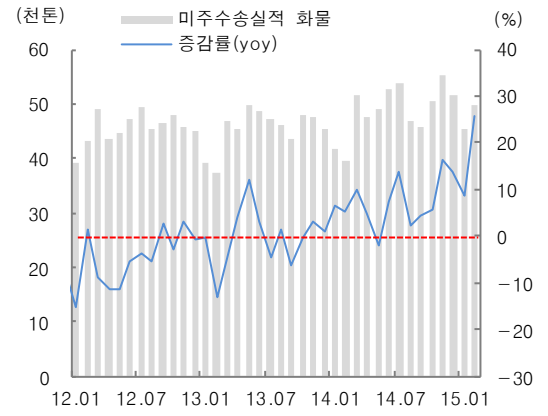


자료: 인천공항

화물: 미국이 이끄는 화물 성장세

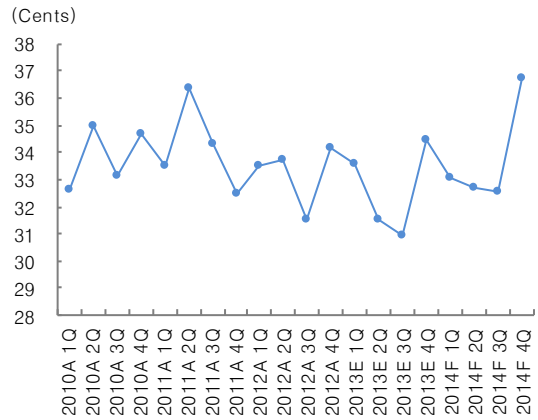
2015년 항공화물은 전년대비 5~6%의 성장이 예상된다. 2014년 10월부터 시작된 서부 항만(미국 컨테이너 물동량의 48% 점유) 노조파업으로 제조업체들이 일부 해운용 화물을 항공화물로 수송하면서 비수기인 1분기에도 화물 Yield가 하락하지 않았다. 또한 미국경기의 호조세 지속과 2015년 출시 예정인 신기종 스마트폰에 탑재되는 메모리반도체 용량이 증가하는 효과가 긍정적이다.

그림 14. 미국 화물수송량 2 月 YoY +25.9% 상승



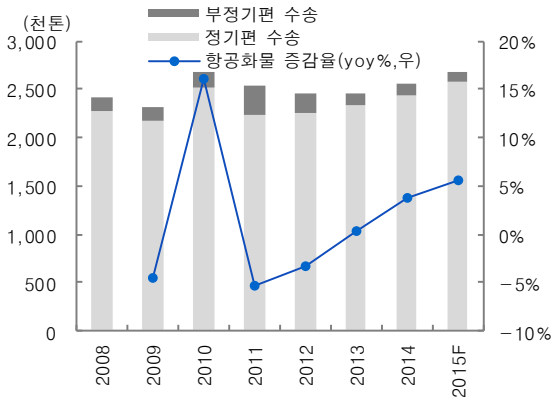
자료: 인천공항

그림 15. 항공화물 Yield 추이(대한항공 기준)



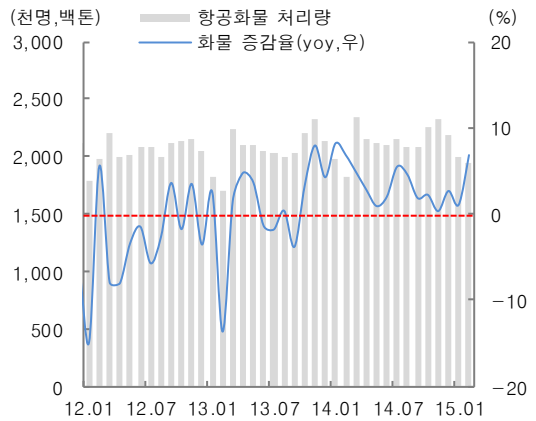
자료: 대한항공

그림 16. 2015 년 항공화물 수송량 YoY +5% 전망



자료: 한국항공진흥협회 전망

그림 17. 전체 항공화물 2 月 YoY +6.7 상승

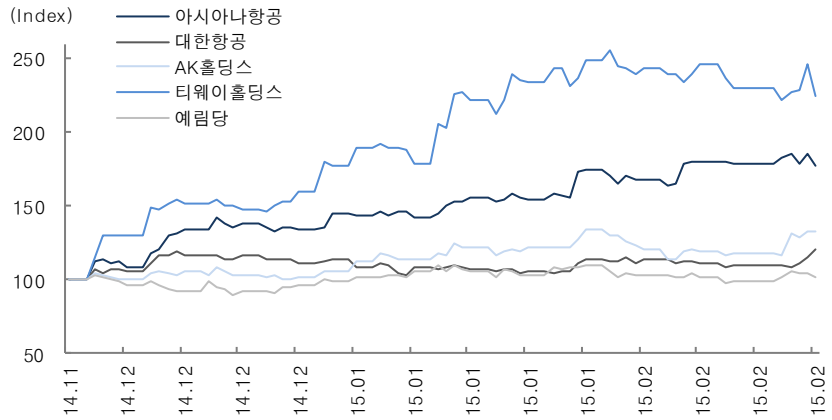


자료: 인천공항

LCC 와 국적사의 주가흐름

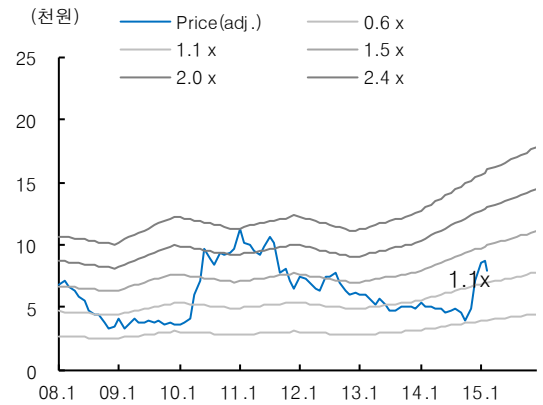
유가가 급락한 2014년 11월 28일 이후 주가 Index를 살펴보면 아시아나항공과 티웨이 홀딩스의 주가 상승폭이 가장 컸다. 아시아나항공은 유가영향 외에도 대기업으로의 인수 기대감까지 더해져 11월 28일 이후 주가는 2배 이상 상승하면서 대한항공보다 높은 PBR Valuation을 기록하고있다. 대한항공은 아직 한진이 보유한 9.9%의 지분 오버행이 남아있기는 하지만(5~6월 해소될 것으로 추측) 2015년 1분기부터 본격적으로 실적이 개선되고 성수기 장거리노선 호조 기대감으로 연말까지 보유했을 시 항공운송주 내 업사이드가 가장 높아보인다.

그림 18. LCC 와 국적사들의 주가 등락폭(2014 년 11 월 28 일 이후)



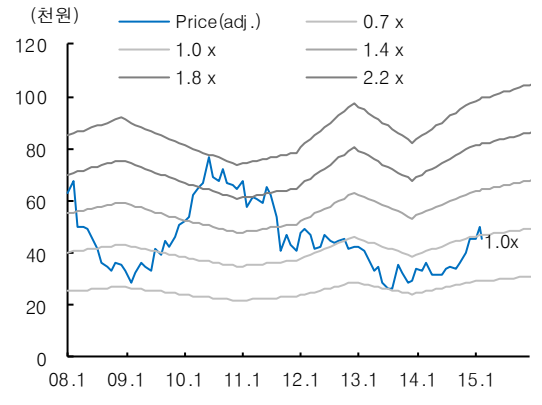
자료: Dataguide
주: 2014.11.28일 주가를 100으로 Index화

그림 19. 아시아나항공 PBR 차트(12m FW)



자료: 아시아나항공

그림 20. 대한항공 PBR 추이(12m FW)



자료: 대한항공

3. 해외시장 분석을 통한 LCC 장기구도 전망

Chapter Summary

1) 산업 성장 초기 단계에 규모의 경제를 이룬 1~2개의 독립 LCC를 제외하고는 대부분 국적사 자회사로 편입

2) 아시아 시장은 유럽 대비 국내선 규모가 작아 LCC 항공사의 70%가 국적사 자회사로 모회사와 시너지를 내는 형태로 운영 중

3) 전세계 LCC 항공사 중 47%가 아시아 LCC로 시장 포화 속도가 빠르게 진행되며 장거리 취항노선 확대 및 타 LCC항공사와 합병 사례 증가

4) 한국 LCC 국내선 점유율 3년 만에 50% 기록하며 매우 빠른 속도로 성장 중이며 지역 특성상 유럽, 섬나라 국가들보다 국적사와 LCC의 공존이 매우 어려움

5) 장기적으로 시장 성장초기에 규모의 경제를 이룬 1~2개의 독립 LCC와 우량 국적사 계열의 LCC들만 생존 가능한 구조

유럽 LCC 시장: 아시아 항공운송 시장은 유럽의 2000 년 초반 상황

1900년 초~1980년 80년간 독점적인 점유율을 누렸던 국적사들은 1990년대 LCC들이 빠르게 성장하면서 2000년 초반에 자회사형 LCC들을 설립하기 시작했다. 하지만 국적사계열 LCC들은 모회사와의 노선중복 등의 부작용으로 대형 LCC업체들에게 인수되어 국적사들은 자체적인 LCC를 설립하기보다는 기존에 설립된 LCC들의 지분매입을 통해 점유율을 확대해 나갔다. 1980~2005년 사이에 독립적으로 설립된 10개의 유럽 LCC들 중 4개 업체는 현재 국적사들을 최대주주로 두고 있다.

현재 유럽은 LCC가 신설되기보단 기존 LCC간 혹은 국적사간의 합병이 이루어지면서 시장경쟁을 완화시키고 있다. 또한 합병을 통해 몸집을 키운 종합항공사들이 자회사격 LCC들의 장거리노선 취항을 위해 조심스럽게 대형항공기 도입을 검토 중이다.

표 2. 유럽 항공운송업 변천사

1900 초~1980: 국영항공사 설립	1980~2005: 각 국가를 대표하는 독립 LCC 설립→향후 국적사에 지분매각	1990~2000: 자회사형 LCC 설립 및 국적사간 Alliance 협정	2000~: 독립 LCC 의 자회사형 LCC 인수 및 국적사간 합병 및 지분흡수
1919:KLM(네덜란드)	1983: 에어원(이탈리아)	1991: KLM, LCC Transavia 지분 확보하며 자회사로 편입	2002: 이지젯트 브리티시에어 LCC GO 인수
1926:루프트한자(독일)	1985: 라이언에어(아일랜드)	1997: 루프트한자, UA 등을 기반으로한 Star Alliance(아시아나항공 소속) 설립	2003: 라이언에어 KLM LCC Buzz 인수
1927:Iberia(스페인)	1986: Transavia(네덜란드)→ AF+KLM 최대주주	1998: 브리티시에어 자체 자회사형 LCC GO 설립	2005~2010: 루프트한자→ 스위스항공, 오스트리아항공, 브리쉘항공, 썬익스프레스 지분 인수
1933:에어프랑스 (프랑스 5 개 민간항공사 합병)	1993: 노르웨이에어셔틀	1999: 브리티시에어,AA, Qantas 를 기반으로한 Oneworld Alliance 설립	2004: 에어프랑스+KLM 과 합병하며 LCC 항공 Transavia 자회사로 편입
1946:Altalia(이탈리아)	1995: 이지젯트(영국)	2000: 에어프랑스, KAL 등을 기반으로한 SkyTeam Aliance 설립	2009: 브리티시에어+Iberia (스페인 국적사)와 합병. IAG 설립
1984:브리티시에어(영국)– 영국유럽항공과 영국해외항공이 재합병	1997: 저먼윙스(독일)→ 루프트한자 최대주주	2000: KLM 자체 자회사형 LCC Buzz 설립	2013: 스페인 LCC 브엘링 IAG 최대주주 등극
	2003: 위즈에어(헝가리, 동유럽 대표)		
	2004: 브엘링항공 (스페인)→ IAG 최대주주		

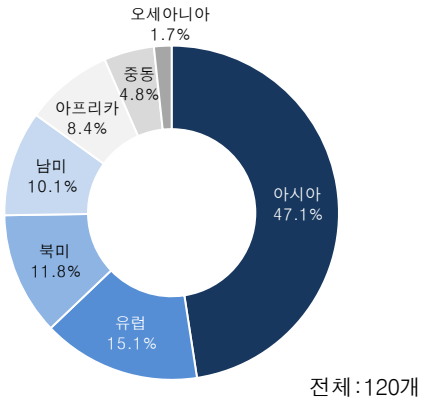
자료: 대신증권 리서치센터 정리

아시아 LCC 시장: 70%는 국적사 및 대형 LCC 관계기업

섬나라로 이루어져 도시 간 이동이 자유롭지 못한 말레이시아, 필리핀, 인도네시아, 일본을 중점으로 90년대부터 발전한 아시아 LCC시장은 현재 유럽과 미국보다 규모가 크다. 아시아에 현존하는 56개의 LCC 중 70%는 국적사 및 대형 LCC들의 자회사이다. 유럽의 항공사들은 초기에는 비항공사의 독립 LCC로 설립되어 향후 국적사들이 인수하거나 지분을 사들였으나 아시아 LCC는 처음부터 항공사들이 설립한 경우가 많았다.

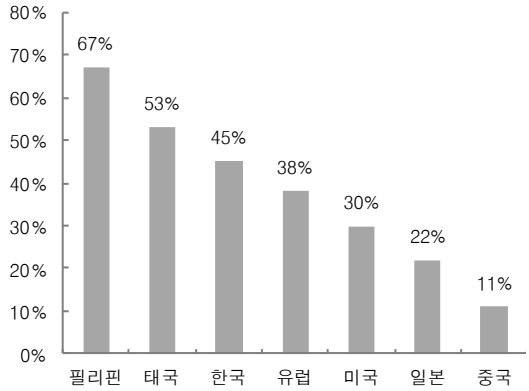
위에서 언급했다시피 아시아 LCC 시장은 유럽의 2000년대 초기 모습을 띠고 있다. 항공사들은 JV설립과 동시에 중복으로 자회사형 LCC를 지속적으로 확대하고 있어(싱가폴에어, 아시아나항공, ANA 등) 아시아 LCC 시장은 유럽과 미국의 초기 산업 성장 속도보다 빠르게 성숙기에 진입할 것이다.

그림 21. 글로벌 LCC 집중도



자료: 세계여행신문(2013년 기준)_

그림 22. 주요 국가별 LCC 수송 점유율



자료: 세계여행신문(2013년 기준)_

표 3. 아시아 주요 LCC 들의 구조

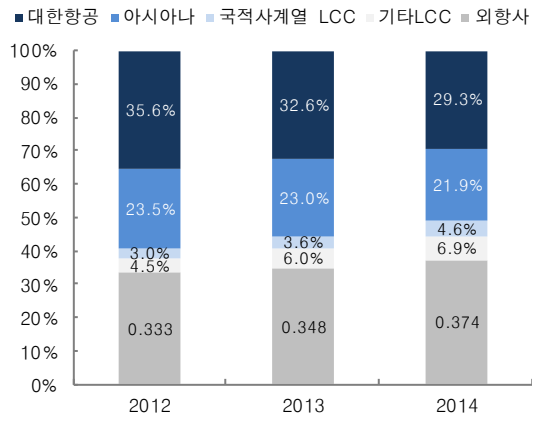
모회사 & 주요주주	성격	국적	LCC 자회사
에어아시아	독립 LCC	말레이시아	에어아시아인도, 인도네시아 에어아시아, 에어아시아X, 에어아시아제스트, 에어아시아필리핀 등
싱가폴에어	국적사	싱가폴	타이거(주요주주), 필리핀타이거, 타이완타이거, 타이라이온에어, 타이거에어만달라, 스쿠트(자회사), 실크에어(자회사)
라이언에어	독립 LCC	인도네시아	말린도항공,
제트스타	콴타스항공 자회사	호주	제트스타홍콩(콴타스+중국동방), 제트스타재팬, 제트스타아시아, 제트스타퍼시픽
춘추항공	독립 LCC	중국	춘추항공재팬
ANA	국적사	일본	피치항공, 에어아시아 재팬, 바닐라에어
타이항공	국적사	태국	오리엔트타이타이스마일, 녹에어, 녹스쿠트
대한항공	국적사	한국	진에어
아시아나항공	국적사	한국	에어부산
하이난항공	국적사	중국	홍콩 익스프레스
가루다 인도네시아	국적사	인도네시아	시티링크
필리핀항공	국적사	필리핀	팔익스프레스

자료: 대신증권 리서치센터 정리

한국 LCC 시장: 경쟁 심화 속도 매우 빨라. 항공사별 차별화 전략 필요

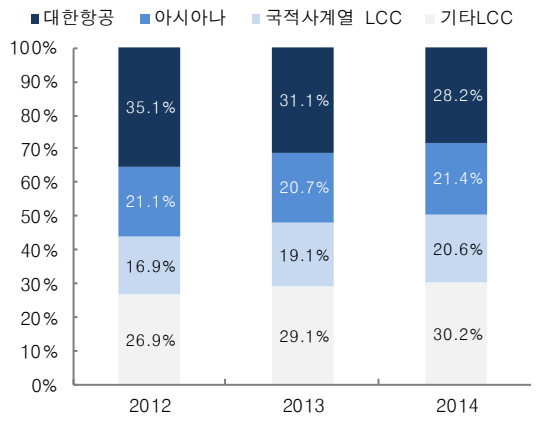
한국의 경우 철도 인프라가 잘 갖춰져 있고 국내선 시장이 작아 LCC도입이 비교적 늦었음에도 불구하고 LCC의 점유율 확대속도는 미국, 유럽보다 2~3배 빠르다. 국내선 기준으로 LCC들의 점유율 50%를 넘었고 최근에는 아시아나항공이 제2의 LCC 런칭을 발표하면서 경쟁은 더욱 심화될 것으로 예상된다. 국제선에서는 기재조달이 용이한 국적사계열 LCC들이 독립 LCC들보다 점유율을 확대에서 상대적으로 유리하다.

그림 23. 항공사별 국제선 점유율



자료 인천공항

그림 24. 항공사별 국내선 점유율



자료 인천공항

독립 LCC들의 경우(제주,티웨이,이스타) 지방공항을 거점으로 국제선 노선을 확대하고 국적사들이 취항하지않는 Niche 노선을 발굴하면서 점유율을 확대하는 전략을 펼치고 있다. 지방공항 중 국제선 수요가 가장 높은 공항은 김해공항과 제주공항으로 이 두 공항은 현재 여객수송량이 한계에 근접하고 있어 5년이내에 공항확장이 필요한 단계이고 기타 지방공항은 유동인구가 많지않아 노선확장에 한계가있다. 단기적으로는 유가가 우호적이고 중국, 동남아 여행객 수요가 가파르게 상승하면서 시장 참여자들은 다같이 수혜를 보겠지만 한국에서 국적사 2개와 LCC 6개의(서울에어 포함) 공존이 얼마나 오래 갈 수 있을지는 의문이다.

표 4. 국내 LCC 들의 기재보유, 노선현황

	진에어	제주항공	에어부산	티웨이	이스타
항공기보유대수(14 년)	13	17	14	9	11
항공기보유대수(15 년)	20	21	20	11	
국내선	김포–제주	김포–제주	부산–김포	김포–제주	김포–제주
		부산–제주	부산–제주	광주–제주	청주–제주
		청주–제주	김포–제주	대구–제주	군산–제주
		대구–제주		무안–제주	
국제선(부정기노선 제외)	인천–나가사키	인천–도쿄(나리타)	부산–후쿠오카	김포–타이베이	인천–간사이(오사카)
	인천–오키나와	인천–오사카(간사이)	부산–오사카	인천–방콕	인천–나리타(도쿄)
	인천–삿포로	인천–후쿠오카	부산–도쿄	인천–사가	인천–방콕
	인천–후쿠오카	인천–홍콩	부산–타이베이	인천–삿포로	인천–코타키나발루
	인천–홍콩	인천–방콕	부산–가오슝	인천–오사카	인천–홍콩
	인천–마카오	인천–마닐라	부산–칭다오	인천–오이타	인천–씨엠립
	인천–방콕	인천–칭다오	부산–홍콩	인천–오키나와	인천–지난
	인천–세부	인천–세부	부산–마카오	인천–하이커우	김포–송산
	인천–치앙마이	인천–괌	부산–시안	인천–후쿠오카	청주–심양(선양)
	인천–클락	인천–사이판	부산–옌지	인천–비엔티엔	청주–상하이
	인천–비엔티안	인천–오키나와	부산–장자제	제주–난닝	청주–옌지
	인천–코타키나발루	인천–하노이	부산–세부		청주–하얼빈
	인천–괌	인천–웨이하이	부산–씨엠립		청주–대련
	제주–상하이	인천–스자좡			
	제주–시안	김포–오사카(간사이)			
	제주–취안저우	김포–나고야			
		부산–방콕			
		부산–괌			
		부산–오사카(간사이)			
		부산–후쿠오카			
		부산–타이베이			
		부산–스자좡			
		대구–베이징			
		대구–방콕			

자료: 각사 홈페이지, 대신증권 리서치센터 정리
주: 음영처리된 노선은 지방공항에서 출발하는 국제노선

LCC 의 성장전략: 단거리는 포화, 장거리를 뛰자

경쟁이 심화되는 아시아 시장에서 선제적으로 규모의 경제를 키운 LCC들이 택한 방법은 장거리노선 취항이다. 짧게는 타 아시아 국가와 호주 길게는 하와이와 유럽까지 넘어보고있다. LCC의 성격인 "불편함을 감수하고 단거리를 저렴하게 여행한다"라는 선입견을 깨고 국적사와 LCC 사이의 서비스를 제공하거나 일부 LCC들은 비즈니스 클래스를 도입하는 경우도 있다. 이러한 트랜드는 국적사 LCC와 대형 LCC들을 위주로 확대되고 있다. 국내에서는 진에어가 대한항공으로부터 B777, 2015년 하반기에는 B787 2대를 인도받아 하와이까지 취항할 예정이다.

표 5. **중장거리 노선을 넘보는 LCC 업체들**

항공사	모회사	기종
스쿠트항공(장거리전용 LCC)	싱가폴에어	B787 20 대 구매 계약. 2014 년부터 순차적으로 도입 예정 싱가폴– 시드니/ 싱가폴–골드코스트 등
진에어	대한항공	B777–200 대한항공으로부터 도입. 인천–괌 투입 예정
제트스타	콴타스에어	A330→B787 로 교체 계획. 계획 현재는 미룬 상태
에어아시아 X	에어아시아	A340–300 2 기 유럽,오세아니아 노선 투입중 A350–900 10 기 북미, 유럽 노선 투입예상, 2016 년부터 순차적으로 도입예정
노르웨이항공	독립 LCC	유럽 최초의 중장거리를 뛰는 저가항공사. B787 8 대 보유하고 있으며 2016~2018 년 순차적으로 10 대를 추가적으로 도입할 예정

자료: 각사, 대신증권 리서치센터 정리

LCC 의 성장전략 2: 중복 LCC 설립보다 지분투자로 Risk 를 줄이자

자체적인 LCC설립 외에도 해외 LCC 지분매입을 통해 리스크를 분산시키는 방법이 있다. 그 예로 에어아시아는 100% 자회사를 설립하기 보다는 LCC사업에 진출하고자 하는 국적사들과 JV를 맺어 국제선 점유율을 끌어올리고 투자손실 및 모회사와의 노선중복을 피하는 방법을 택하고 있다. 이는 우량 LCC들이 주로 이용하는 방법으로 국내 LCC들이 이 방법으로 국제선에서 영향력을 확대할 가능성은 있다.

4. 중국 항공운송업의 현황과 전망

Chapter Summary

1) 2014년 중국인 출국률은 한국의 10년 전 수준에 불과해 잠재적 수요 매우 커 중국노선을 위주로 성장하고 있는 LCC들의 수혜 당분간 이어질 것

2) 중국 항공사들은 국내선 노선 확장에 집중. 중국항공사 여객 비중의 93%가 국내선 고객

3) 하지만 중국 당국의 LCC 육성 활성화로 중국 국적사들 장거리 직항 늘리면서 인천 환승객 하락

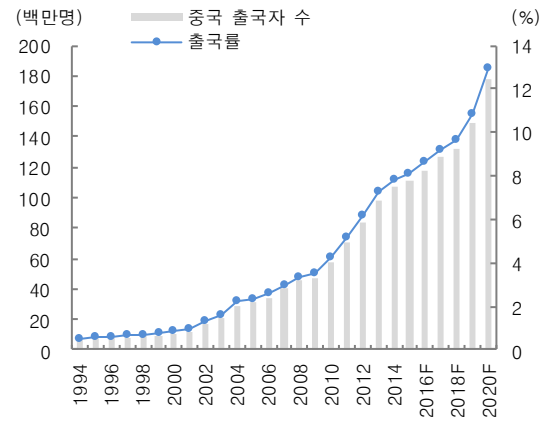
4) 이에 발맞춰 베이징 제2 국제선 공항 증설하는 등 중국 국적사들의 장거리 직항 증편은 국내 국적사에게 위험요소로 작용

2014년 중국 인구 대비 출국률 아직 8%, 한국의 10년전 수준

2014년 중국인 출국자 수는 107백만명(YoY +9%)으로 중국 전체 인구수 대비 7.8%를 차지한다. 이는 한국의 10년 전 수준으로 한국의 출국률 증가패턴을 적용해 봤을 때 2030년까지 예상되는 중국인 출국자수는 349백만명, 2014년 대비 2.5배 성장한 수치이다. 한국은 중국인이 홍콩과 마카오 다음으로 많이 찾는 국가이며 한국 도시 기준으로는 제주를 가장 많이 방문하고 있다.

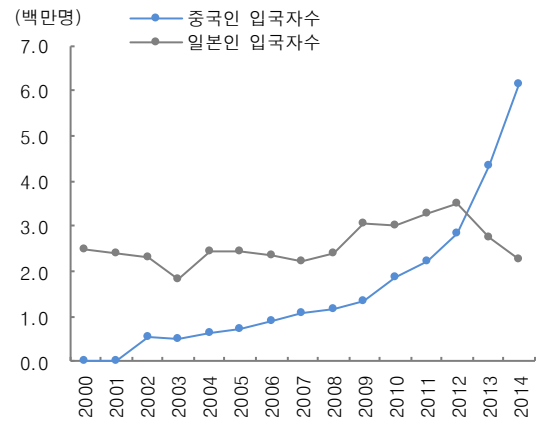
중국 방한객 증가는 국적사들보다는 LCC들 수익 기여로 더 크게 이어진다. LCC 중에서 중국 노선 비중이 높은 항공사는 이스타항공- 에어부산- 진에어 순인데 진에어는 LCC 중 유일하게 3개의 제주-중국공항 정기선 직항을 보유하고 있다. 또한 전 항공사가 취항하고 있는 김포-제주 노선에서 LCC중 점유율 1위를 차지하고 있어 장기적으로 가장 높은 수혜를 받을 것으로 예상된다(2위 제주항공, 3위 티웨이항공).

그림 25. 중국인 출국자수



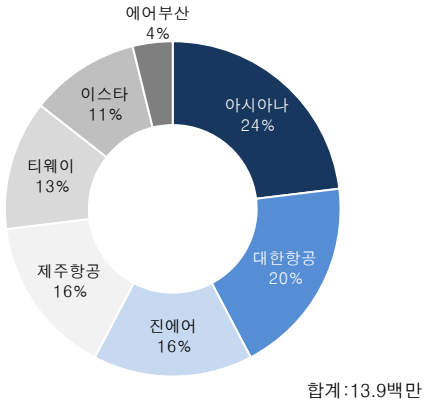
자료: 한국관광공사, 대신증권 리서치센터 추정

그림 26. 중국인, 일본인 입국자수 비교



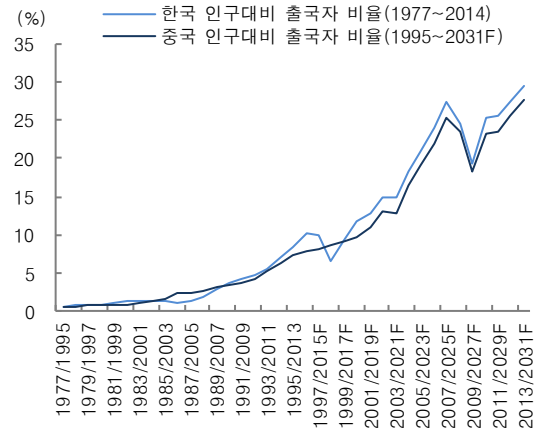
자료: 한국관광공사

그림 27. 김포-제주 노선 점유율



자료: 한국관광공사(2014년 기준)

그림 28. 한국, 중국 인구대비 출국자 비중



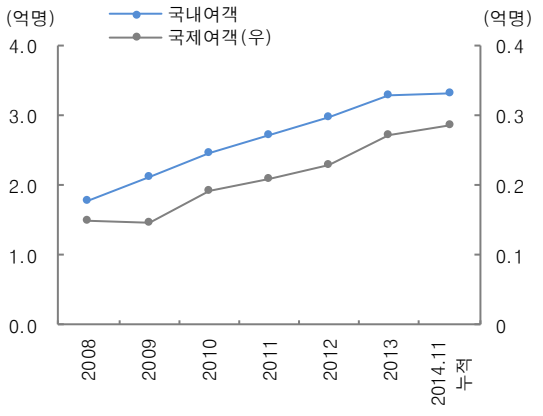
자료: 한국관광공사, 대신증권 리서치센터 추정

중국항공사들의 여객 수송량의 93%는 아직은 국내선 이용 여객

2014년 11월까지의 중국항공사들의 누적 여객수송량 3.6억명중 93%가 국내여객으로 국내선 수요가 월등히 높다. 지난 3년간 국내노선을 집중적으로 투자하여 2011년~2013년간 30% 이상의 국내노선을 확대하였다. 여전히 중국인 해외 출국자 수요를 자국 내 항공사들이 모두 감당하기는 어려운 상황으로 매년 두자릿수의 출국자 수 증가를 기록하고 있는 중국-동남아, 중국-한국 노선에서 취항을 늘리고있는 국내 항공사의 수혜는 당분간 이어질 것으로 전망된다.

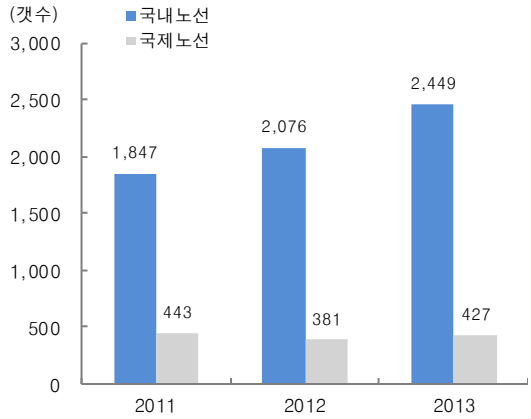
하지만 일부 중국 국적사들 사이에서는 국내에만 집중된 여객 포트폴리오를 다각화시키는 작업이 진행 중이다. 2013년에 중국-미주 운항횟수는 한국-미주 운항횟수의 55% 수준이었으나 1년 만에 66%까지 증가하면서 전년대비 20% 증가하였다. 중국 국적사들뿐만 아니라 미국 국적사들의 중국노선 증편으로 베이징, 상해에서 직항으로 갈 수 있는 미국도시 개수는 13개로 인천공항과 거의 비슷한 수준으로 올라왔다.

그림 29. 중국항공사들의 여객 수송량 중 93%가 아직 국내여객



자료: CAAC

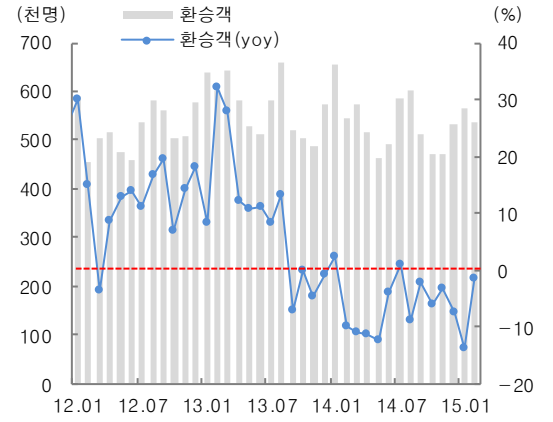
그림 30. 중국항공사 국내, 국제노선 수



자료: CAAC

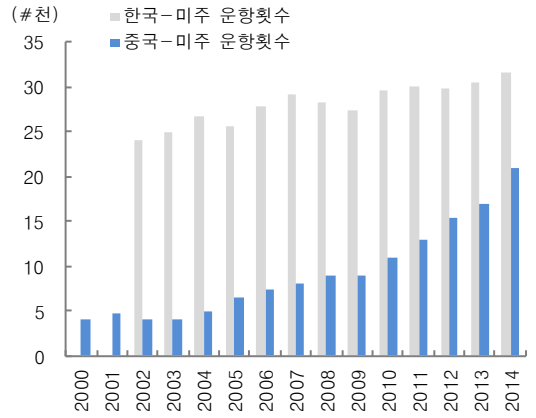
이와 같은 현상은 인천을 거쳐 미국으로 출국하는 중국인 비중이 높았던 인천공항 환승객 감소로 이어졌다. 인천국제공항 환승객은 2010년을 빼놓고 2006~2013년 매년 10~20% 증가율을 보였는데 2014년에는 5.9% 감소하였고 이는 중국 환승객을 유치했던 국내 국적사들의 여객 감소로 이어졌다. 2019년 베이징 제2 공항이 문을 열게 되면 직항노선이 더 많아지기 때문에 중국인 환승객 감소추세는 이어질 것으로 보인다.

그림 31. 인천공항 환승객: 15.2 月 YoY -1.5% 하락



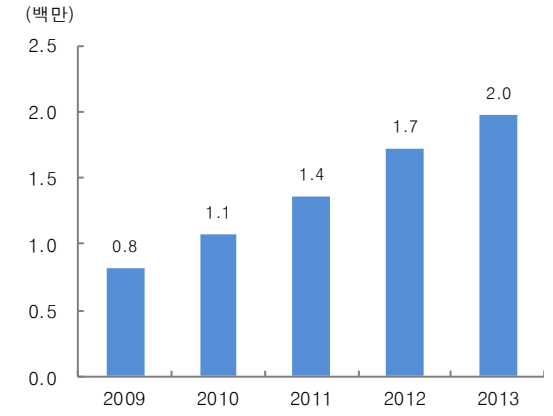
자료: 인천공항

그림 32. 중국과 한국공항 미주 직행 운항횟수



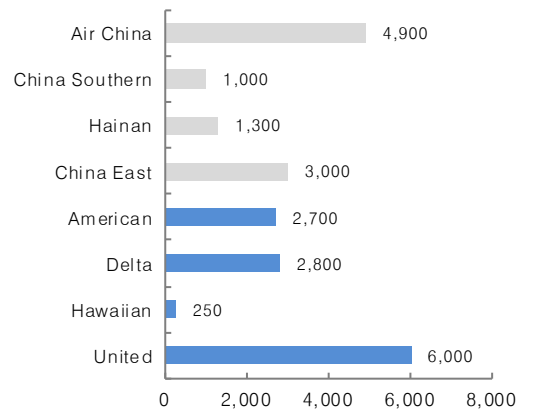
자료: CAAC

그림 33. 중국에서 미국가는 출국자수 추이



자료: CEIC

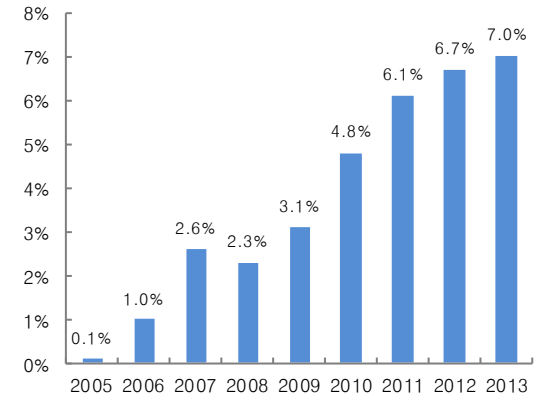
그림 34. 중국공항 기준 항공사별 미주 운항 횟수



자료: China Aviation Industry Outlook(2014)

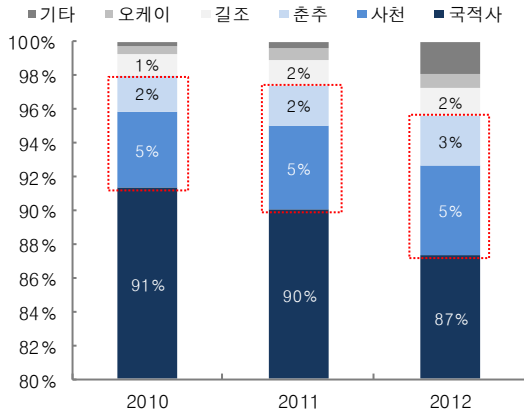
중국 국적사들의 장거리노선 증편은 무섭게 떠오르는 중국 LCC 때문이다. 중국 LCC들의 국내선 점유율은 7% 안팎으로 LCC의 국내선 점유율이 50%를 상회하는 한국시장과 비교해봤을 때 성장 초기 단계이다. 국적사 위주의 성장을 고집하던 중국 당국이 2013년 LCC산업을 육성하는 가이드라인을 제시했고 2014년 유가증권에 상장한 춘추항공(중국 내 저가항공사 1위)이 점유율을 공격적으로 늘려가면서 국적사들이 발 빠르게 국제선으로 진출을 도모하고 있다.

그림 35. 중국 국내선 LCC 분담율



자료: CAAC

그림 36. 중국 항공사별 국내선 점유율 (2013 년)



자료: CAAC

표 6. 중국 저가항공 육성가이드라인 Summary

1. 2013 년 5 월 중국항공당국은 국영항공사 보호 및 발전을 위해 6 년간 지속해 온 민영 항공사 설립 제한 조치를 해제
2. 2013 년 11 월 저가항공사 육성을 위해 항공권 가격 하한선 철폐(기존: 상한선은 기준가의 25%, 하한선은 45% 이내로 제한)
3. 새로운 저가항공사의 등록 절차 간소화
4. 저가항공사가 새로운 항공기를 도입하는데 필요한 자금을 정부가 일정부분 지원(민간 항공산업 육성을 위해 33 억 달러 규모의 투자펀드 조성)
5. 중국 내 공항에서 저가항공사 소속 항공기들이 이착륙에 불편을 겪지 않고 고객들이 편리하게 이용할 수 있도록 터미널 확충 계획
6. 저가항공사에 각종 세제 지원 혜택 추가, 공항에 납부 해야 하는 이착륙 수수료 인하

자료: 대신증권 리서치센터 정리

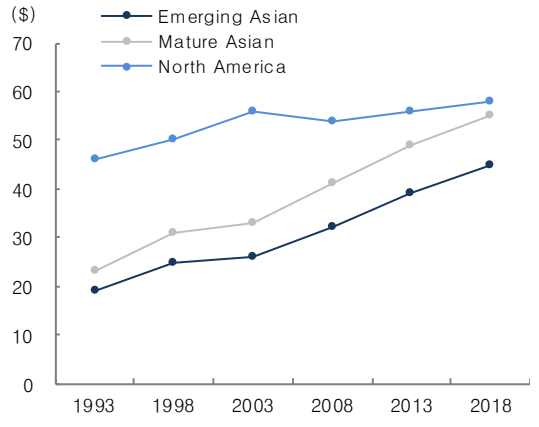
5. 간과하고 있는 항공기 유지보수(MRO)의 중요성

정비인력 수급 이미 Tight 해지고 있어…

에어아시아와 말레이시아 항공기 추락사건, 아시아나항공 기체결함으로 인한 회항 등 어느때보다 우리는 언론에서 항공기 관련 사건 사고를 자주 접하게 되었다. 소규모의 기재로 여러 노선을 운항하다 보니 그만큼 기체점검 수요가 증가하는 것이다. 전세계 정비인력의 임금을 살펴보면 2008~2009년에 크게 차이 나던 개도국과 선진국 정비사들의 임금차이가 현재는 매우 좁혀진 상태이다. 이는 항공기 수 대비 정비인원이 부족하다는 것을 증명하고 있다.

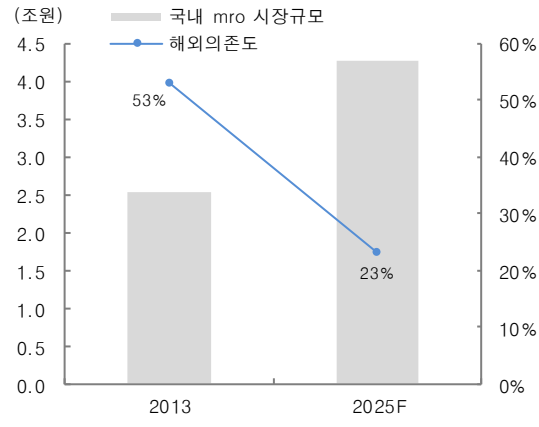
현재는 간과하고 있지만 장기적으로는 자체적인 MRO 업체 혹은 안정적인 파트너를 보유하고 있는 것이 고객유치, 원가절감에 있어서 굉장히 큰 경쟁력으로 작용할 것이다. MRO사업은 LCC들이 진입하기에는 어려운 사업이기 때문에 국적사 계열의 자회사들에게 유리한 면이 많다. 국내에서는 제주항공이 독립 LCC로는 처음으로 2015년까지 격납고 2개를 완공하며 자체 MRO 비중을 늘려갈 예정이고 에어부산과 진에어는 각각 아시아나항공, 대한항공으로부터 유지보수 서비스를 받고 있다.

그림 37. 정비인력 임금 추이



자료: SAI Consulting(2014.1월 기준)

그림 38. 국내 MRO 해외의존도 50% 이상



자료: 국토부

표 7. 국내 주요 항공사의 외주정비 현황(2013년 기준) (단위: 억원/년)

항공사	외주정비범위	외주국가	외주액(백만불/년)
대한항공	일부엔진	미주(P&W) 등	3,300
아시아나항공	항공기 및 엔진 등	대만(EGAT), 이집트 등	3,000
제주항공	항공기 엔진 중정비	호주 등	302
이스타항공	항공기 엔진 중정비	스위스	178
에어부산	엔진 등	아일랜드	194
진에어	엔진 등	미주(P&W) 등	198
티웨이	항공기 엔진 중정비	대만, 태국, 싱가폴	109
합계			**7,281**

자료: 국토해양부 항공정책실
주: 대한항공, 아시아나항공은 사업보고서 기준/ LCC는 매출액에 LCC들의 평균 정비비 비중인 7% 적용

6. 국적사들 포트폴리오 다각화 필요

국적사들의 포트폴리오 다각화와 원가절감 범위 확대

국적사들 사업 다각화와 원가절감 노력이 필요

해외사례에 비춰봤을 때 한국도 결국 우량한 국적사와 산업 초기에 점유율을 확대한 LCC 1~2개만 살아남을 가능성이 높다. 국내 국적사는 LCC, 중국항공사와 가격으로 경쟁하는 방법보다는 국적사라는 메리트로 사업 포트폴리오를 다각화하는 방법으로 진화할 가능성이 크다. 한국 항공기 관련 제조업은 걸음마 단계지만 정부는 어떤 산업보다 항공제조업 육성정책에 힘을 쏟고 있어 국적사들은 사업영위범위를 확대할 기회가 열려 있다.

대한항공 관전포인트
1. 항공우주사업 육성
2. 자체수행 MRO 범위확대로 원가절감

대한항공은 기체부품 매출 국내 2위, 항공기 유지보수 기술력은 국내 최상위급의 수준을 보유하고 있으며 국책프로젝트로 무인항공기 개발도 진행하고 있다. 국내에 등록된 항공기의 50%는 대한항공계열 항공기로 꾸준한 기재확충과 자체 유지보수 능력을 확대하면서 경쟁력을 높이고 고수익, 고난이도인 엔진정비를 사업화 시킨다면 제2의 먹거리를 제공할 것이다. 동사는 이미 영종도에 미국의 엔진 최대업체인 P&W와 합작하여 B777,B787,A380 항공기의 대형 엔진 정비단지 조성을 계획 중이다.

아시아나항공 관전포인트1. 제2의 LCC설립
2.우량기업의 인수 가능성

아시아나항공은 대한항공에 비하여 기체부품이나 MRO 부분에서 인프라규모와 수행능력이 부족하다. 그래서 오히려 항공업 본업에 충실해야 하는 상황이고 이와 관련하여 에어부산을 이어 서울을 기반으로 한 제2의 LCC설립을 구상하고 있다. 또한 금호산업이 시장에 매물로 나오면서 현금창출능력이 뛰어난 우량기업의 인수 가능성이 잠재적인 주가 상승요인으로 작용한다.

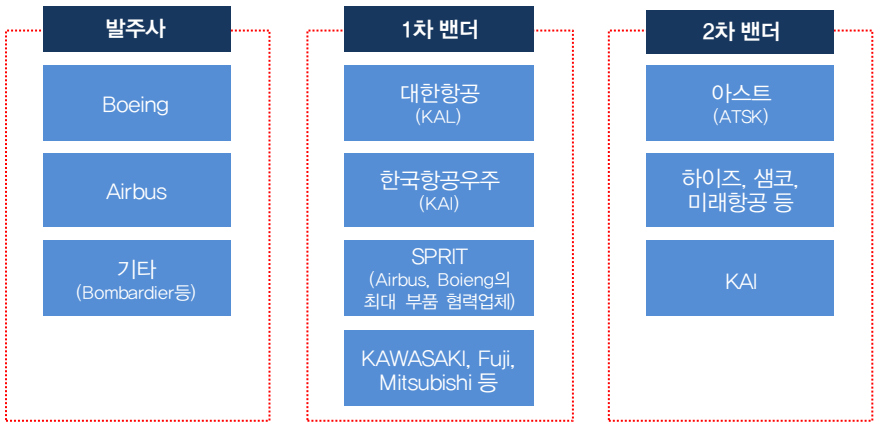
7. 성장성 높은 민항기 기체부품 산업 전망

국내 민항기 기체부품 생산업체 Supply Chain

기체부품 시장은 크게 발주사와 밴더업체로 나누어진다. 발주사는 보잉, 에어버스가 독점적 지위를 보유하고 있으며 각 국가별로 대표 1차 밴더업체들과 이들과 협력관계를 유지하고 있는 여러 개의 하청업체로 이루어져 있다. 국내에서는 한국항공우주, 대한항공이 각각 기체부품 매출 순위 1, 2위를 기록하고 있으며 중소형 기체부품 업체로는 최근 상장한 아스트와 매출액 기준 100억 원이 넘는 업체로는 하이즈항공과 샘코가 있다.

대한항공과 한국항공우주는 보잉, 에어버스와 직접 개발부터 생산까지 담당하는 대형기 RSP(국제공동개발, Risk Sharing Partners)를 진행하며 1차밴더 지위를 보유, 다양한 항공기 모델에 독점적 생산 체제를 보유하고 있으며 아스트는 소형기종인 B737-900 Section 48동체와 일부 조립부품에 대한 독점지위를 보유하고 있다.

그림 39. 국내 항공기 기체산업 Supply Chain



자료: 대신증권 리서치센터

표 8. 국내 기체부품 생산업체 정리

단위:십억원

	KAL	KAI	ASTK	하이즈항공	샘코	미래항공
상장여부	상장사, 코스피	상장사, 코스피	상장사, 코스닥	비상장	비상장	비상장
임직원수(명)	NA	NA	384	445	172	200
기체매출액 (14 년기준)	500(항공우주사업부 매출의 50% 추정)	790	67	30	22	10
영업이익	NA	NA	-1	3	2	
주력모델	· B787 RSP, 후방 동체와 날개구조물 등 6 가지 패키지 단독 · B737 FSF 단독 · A320 Sharkelt 구조물	· A320 Wing Bottom Panel 독점 · A350 RSP ,Wingrib 독점 · B787,737 동체 및 Wing 등	· B737-900 Bulkhead 독점 · B737-900 Secrtion 48 · B737Max RSP	· B787 Wing 조립 (Section 11, Section 15) · A321, Skiin panel 등	· Sukhoi Door System · B737,B777,757, A321 Door	· A320 WBP 주날개 하부판넬 조립 · 수리온 Sub-assemblies
주요고객 (주요고객순위)	보잉, 에어버스	에어버스,보잉, 후지, 가와사키 등	Spirit, Triumph, KAI 등	KAI, 후지, 가와사키 등	KAI, SPIRIT, Sukhoi, 한화 등	KAI
수주잔고	2,450	8,800	800			
수주방식	1ST Tier RSP 참여(B787), 항공기 구입시 OFFSET	1ST Tier RSP 참여(A350), 글로벌 1 차밴더로부터 하청	2nd Tier RSP 참여(B787MAX), 1 차밴더로부터 하청	2nd Tier KAI 하청	2nd Tier KAI 하청	2nd Tier KAI 하청

자료: 대신증권 리서치센터 정리

국내 기체부품 매출액 증가하는 이유

1. Boeing과 Airbus의 기체부품 아웃소싱 비중 증가

- 대형기 새 모델(B787,A350XWB) 출시로 해외 업체간의 국제공동개발 진행
- 새 모델 출시 혹은 기존모델 생산 증대 시 투자 Risk를 최소화하기 위해 자체적인 투자보다는 협력업체를 통한 부품조달을 늘리고 있음
- 특히 아태 지역의 LCC의 소형항공기의 주문증가로 수주잔고 역사상 최고

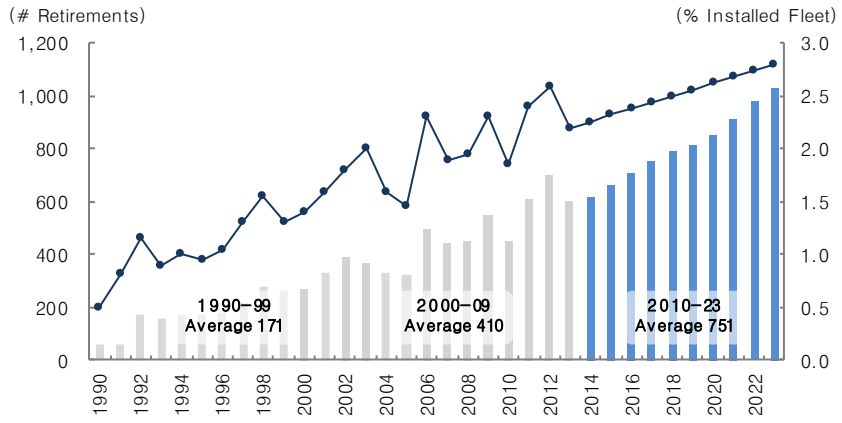
2. 국내 업체의 RSP(Risk Sharing Partners)를 통한 독점적 지위 확보

- 한국항공우주 A350, 대한항공 B787 RSP로 참여하며 Tier1 지위 확보
- LCC들이 선호하는 B737, A320, A330 등 기존 중소형 모델 주문 증가하며 한국업체들이 기존에 생산하고 있던 제품 생산물량 증대

3. Boeing과 Airbus 연료효율 높은 신규 항공기 출시

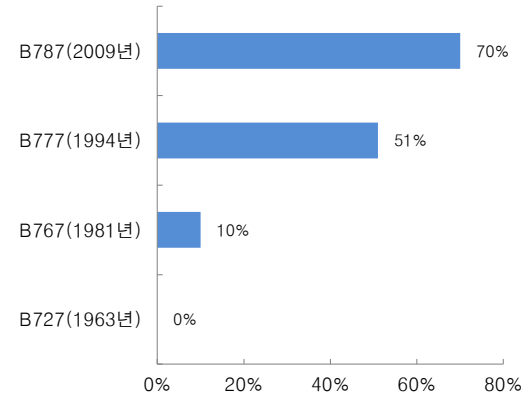
- Boeing B737 Max, Airbus A320 Neo등 기존 모델에서 연료 효율성을 높인 모델 연속으로 출시하며 새로운 부품 공급자 모집하고 있어 사업 다각화 할 기회로 작용

그림 40. 항공기 교체주기 도래로 신규수주 증가



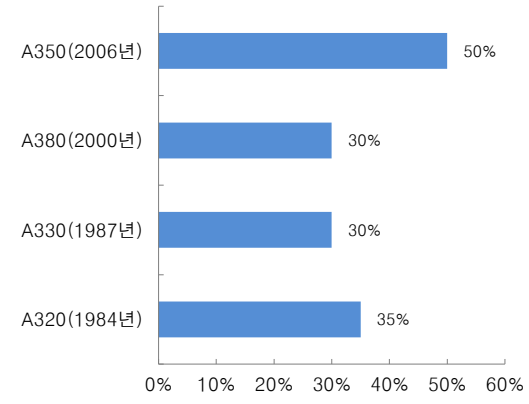
자료: IFC Global (2015년 1월 기준)

그림 41. 보잉 아웃소싱 비중



자료: Boeing

그림 42. 에어버스 아웃소싱 비중



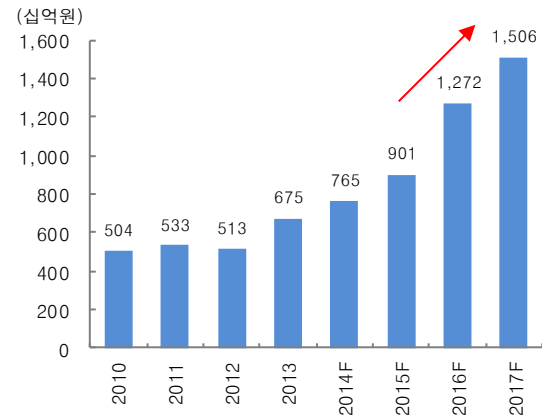
자료: Airbus

표 9. 국내업체가 참여한 국제공동개발 프로젝트

사업명	Airbus A350	Boeing B787	A350 Cargo Door	Genx 엔진	GTF 엔진
개발기간	06~'10년	07~'10년	06년~'10년	06년~'10년	09년~'11년
개발품목	주익/동체 부품	주익/동체 부품	동체 부착품	엔진 압축기	엔진 압축기
총개발비	10조	13조	10조	4조	–
해외참여	50%이상	일본 35%,프랑스 15%	50%이상	일본 14%, 프랑스 12%	
국내참여	KAI 2%(200십억원)	KAL 1.2%(157십억원)	KAL 0.7%(70십억원)	테크윈 2%(167십억원)	테크윈 1.5%(96십억원)
수출효과	연간 190십억원	연간 80십억원	연간 80십억원	연간 60십억원	연간 54십억원

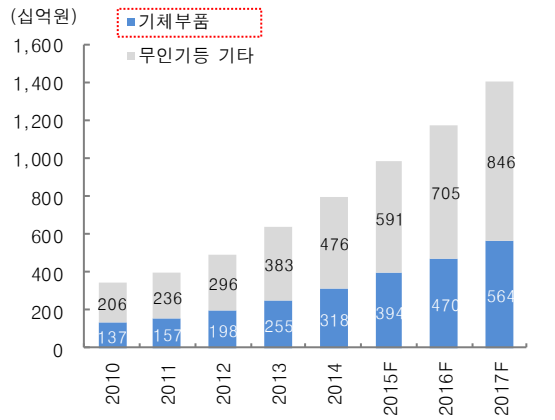
자료: 국토부, 대신증권 리서치센터

그림 43. 한국항공우주 기체사업부 매출 전망



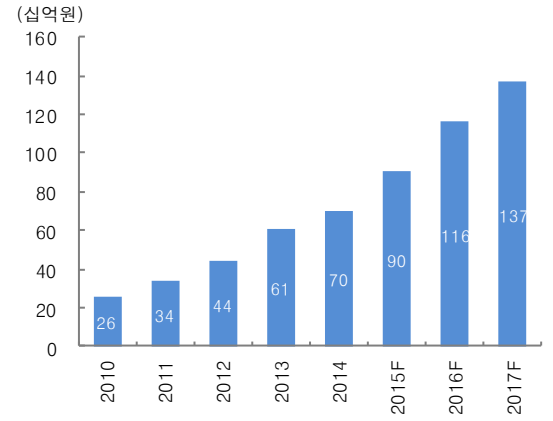
자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터

그림 44. 대한항공 항공우주 사업부 매출전망



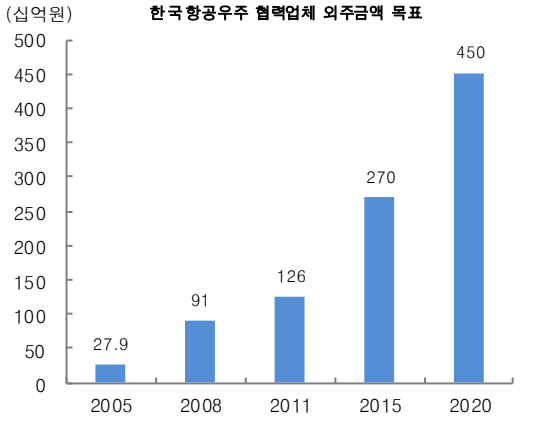
자료: 대한항공, 대신증권 리서치센터
주: 기체부품은 항공우주사업부 매출액의 50% 가정

그림 45. 아스트 매출전망



자료: 아스트
주: 전망은 아스트 IR Book 기준

그림 46. KAI 매출액 증대에 따른 외주금액 증가로 시장파이 커질 전망



자료: 한국항공우주 블로그

국내 기체부품 업체 성장성 전망

1. 에어버스, 보잉 2013년 수주를 Peak로 2014년에는 소폭 감소 하지만 우리는 그들의 풍부한 수주잔고로부터 먹거리 창출

- 두 업체의 수주잔고 증가율은 지난 3년간 평균 18%, 인도증가율은 이를 따라가지 못하고 있음.
- 항공기 생산 증대를 위해서는 대규모 투자가 필요하고 협력업체를 확대하기에도 진입장벽이 높기 때문에 수주잔고는 천천히 해소될 것
- 즉, 현재 수주잔고로만 기체 부품업체들은 5-6년간 안정적인 수주풀을 확보

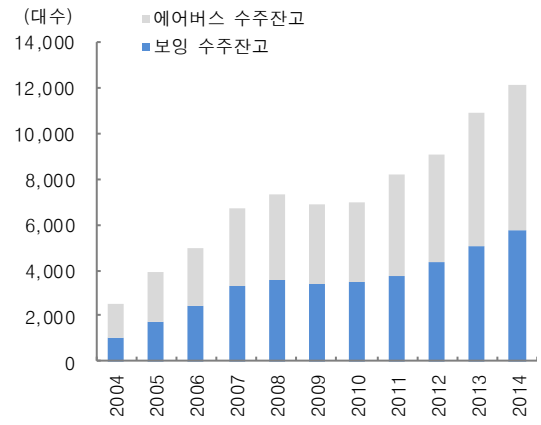
2. 한국업체들의 제작범위 확대로 수주 가능한 풀 증가

- Wing 부분을 집중적으로 수주하였으나 동체 및 난이도가 높은 부품까지 확대하며 수주 가능한 풀 증가

3. 기체부품 업체의 상장 잇다르며 항공사업에 대한 인지도 증가

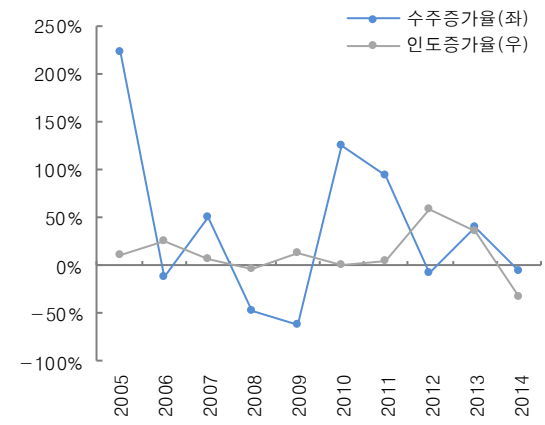
- 대기업의 기체부품 수주 증가에 따른 아웃소싱 비중 증가하며 중소형 항공업체들의 이익 증가
- 2014.12.24일 KAI로부터 분사하여 설립된 민항기 기체부품 제작업체인 아스트가 성공적으로 상장
- 기체부품 제작업체 중 매출액이 100억 원을 상회하는 업체는 하이즈항공(300억원), 샘코(216억원) 정도로 이들 업체 IPO 검토 가능성 있음

그림 47. 보잉, 에어버스 수주잔고 현황



자료: 에어버스, 보잉
주: 대수기준

그림 48. 보잉, 에어버스 연간 인도량 YoY 증가율



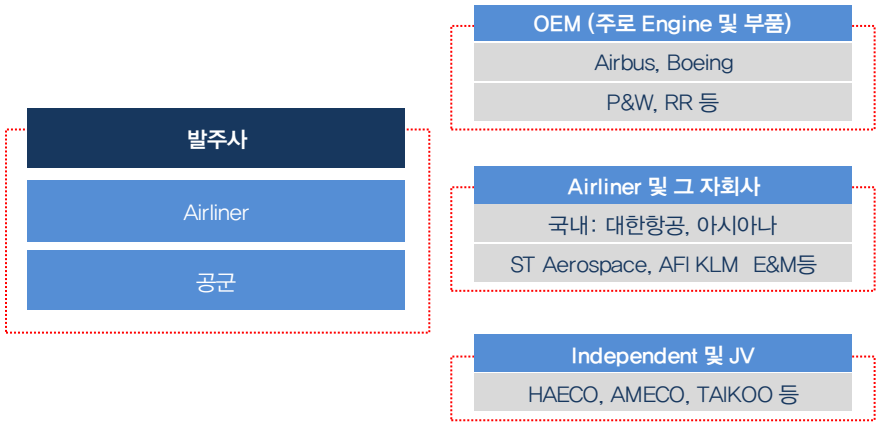
자료: 에어버스, 보잉
주: 대수기준

8. 무시할 수 없는 미래의 풍성한 먹거리, 항공기 MRO산업

국내 MRO산업 Supply Chain

항공기 MRO 발주사는 단연 항공사가 독보적이며 항공사들의 60% 정도는 자체적으로 유지보수를 처리하고 있다. 하지만 MRO 능력이 미흡한 LCC들의 취항 증가로 인하우스 비중은 점점 내려가고 있어 전문 MRO업체들의 시장이 커지고 있는 분위기이다. 국내에서는 대한항공이 항공사 중에서는 가장 체계적으로 항공기 유지보수를 진행하고 있으며 한국항공우주가 군수 MRO사업을 기반으로 시작하여 민+군수 전문 MRO 제조업체로까지 성장하는 것을 목표로 하고 있다.

그림 49. **국내 MRO 산업 Supply Chain**



자료: 대신증권 리서치센터

표 10. **MRO 사업 영위업체 정리(민수,군수)**

	KAL	KAI	아시아나항공	UI 헬리콥터	삼성테크윈
상장여부	상장사, 코스피	상장사, 코스피	상장사, 코스피	비상장	비상장
정비인력(명)	3,500	2,800	1,000	100	981
연간매출(십억원)	300(추정)	100(추정)			
주력부분	민항기, 일부 군수	군수	민항기	헬리콥터	엔진
사업체 공항	김해, 인천, 김포	사천	김포, 인천	예산	창원
사업범위	– 항공기 중정비, 엔진 오버홀, 부품정비 – 외항기 정비지원	– 항공기 및 우주제품 중정비	– 항공기중정비, 외항기 정비지원	헬기부품 중정비	엔진부품 제작 및 수리

자료: 대신증권 리서치센터 정리
주: 2014년 기준

표 11. **주요 MRO 업체 현황– 비교적 높은 영업이익률 시현**

단위:명, 백만불

국가	업체명	사원수(정비인력만)	매출액(항공부분만)	EBIT	비고
싱가포르	ST Aero(상장)	7,336	1,662	233(14.0%)/13년	주요고객:ANA, JAL, Fedex, UPS, SIA 등
홍콩	HAECO Group(상장)		952	29(3.0%)/13년	2014년 반기 기준 영업이익률 5.0%이상
미국	AAR	6,000	2,035	131(6.4%)/14년	
싱가포르)	SIAEC(상장		936	95(10.1%)/14년	주요고객:SIA, UA, Air India, Fedex 등
독일	Lufthansa Technik	10,600 (정비인력 6,330명)	4,733	517(10.9%)/13년	
프랑스	AFI KLM E&M		3,714	180(4.8%)/13년	

자료: 대신증권 리서치센터 정리

MRO 산업의 특징과 현황

MRO 산업 특징

1. Leading 업체의 점유율이 4~6% 밖에 안될 정도로 분산된 산업

- HAECO(중국), ST Aerospace(싱가폴) 등 업계 최고의 수준의 MRO 전문 업체들의 점유율도 6%밖에 되지 않을 정도로 분산된 사업
- MRO사업을 수행하기 위해서는 활주로 매입, 격납고 건설에 대규모 투자가 필요하기 때문에 Captive 물량을 보유한 우량 항공사들의 자회사 중심으로 성장

2. MRO의 종류: Line, Airframe, Component, Engine 정비

- 난이도별로 Line→Airframe→Component→Engine
- Line, Airframe과 같은 비교적 난이도가 낮은 정비의 경우 인건비 비중이 매우 높고 Engine, Component는 부품조달비용이 높음
- Line, Airframe 정비의 대부분은 국적사 및 그 자회사들이 대부분 자체적으로 해결하고 있고 LCC 정비나 중정비 같은 경우에 MRO 전문 대행업체에 아웃소싱

3. MRO단계: Acheck→Dcheck, 4단계로 나뉨(단계별 내용은 표12 참고)

- 국적사들은 보유 자회사 혹은 자체정비팀에서 A~C Check까지 담당하는 경우가 많고 일부 C 와 D check, 엔진은 아웃소싱 하고 있음
- 싱가폴에어라인, 루프트한자 등 최상위급의 MRO 자회사를 보유한 국적사들은 수직계열화를 통해 원가절감 중
- 국내에서는 대한항공이 A~Dcheck까지의 기술을 보유하고 있으며 자체기재에 대해서 A~C까지 주로 진행하고 Dcheck와 일부엔진은 아웃소싱 중. 아시아나항공도 A~C Check까지 진행
- LCC(에어부산,진에어 제외)같은 경우에는 A check 정도만 자체적으로 수행하며 나머지는 해외기업에 아웃소싱 중

4. MRO 사업 요구조건: 값싼 노동력, 대형 인프라투자, 허브공항, 기술력

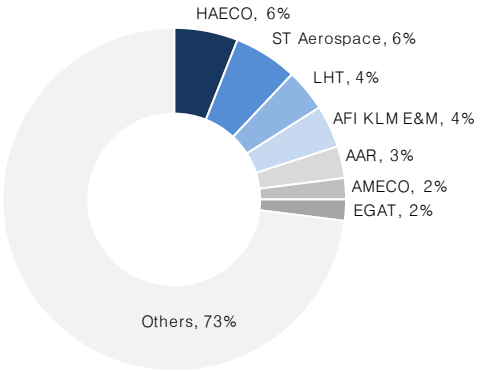
- 값싼 노동력: 비용구성의 60%가 인건비인 노동집약적인 사업으로 인건비가 저렴한 동남아, 중국업체의 경쟁력이 높음
- 활주로 부지, 격납고 건설 등에 들어가는 비용이 높음 (대형기 격납고 설치 시 1,500억원 소요, 대형기 월 2~3대 기준)
- 허브공항: MRO사업단지 주변에 허브공항이 있어야 Captive 고객을 보유할 수 있음
- 기술력: 단순정비가 아닌 중정비, 엔진분야 유지보수 수행을 위해서는 유수 기업과의 JV 설립이 유리

표 12. 기체정비 종류와 개념

구분	개념
일일 점검 (Overnight Maintenance)	– 운항 종료 후 제조사의 운영기준과의 일치 여부를 간단히 확인 – 승객이나 승무원들이 운항 중 느꼈던 불편사항과 이상 징후, 새로 설치된 시설, 비품 등 상태 확인
A Check	– 약 600 시간마다 주기적으로 수행하는 예방 정비 – 주로 동체의 외부 상태, 전력공급 상태, 전자장비 및 보조기계류와 같이 쉽게 정비가 가능한 하부시스템에 대해 비행 전 육안으로 검사하여 항공기의 전반적인 상태가 양호한지 확인
B Check	– 특정기종에 한하여 항공기의 패널, 카울링 등을 개방하고 내부 상태 점검 – 기체의 외부청소, 엔진오일점검 등 예방 정비 수행 – 요즘에는 항공기의 신뢰성 향상으로 대부분 미수행 – A Check 포함
C Check	– 약 7,500 시간 또는 18 개월마다 감항성 정비 – 부품의 수리와 비행계기의 정밀도에 대한 측정, 내부의 주요 기계시스템 검사 – A Check, B Check 포함
D Check	– 일반적으로 매 6 년마다 수행되며 원형상태로 복구시키는 정비 – 조종시스템 및 연료계통의 상태 검사 등 – 객실의 시설과 설비 등 항공기를 전체적으로 분해하여 구조적인 검사를 수행하고 원상 복구하는 과정을 거치면서 출고 당시 상태에 가깝도록 정비됨

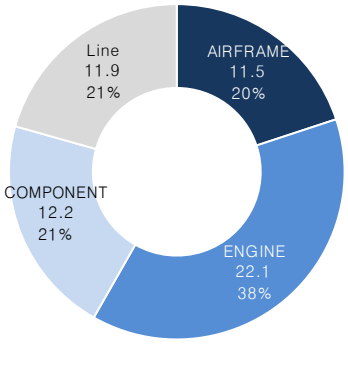
자료: 산업은행

그림 50. MRO 업체 점유율(2013 년 기준)



자료: Aviation Week

그림 51. MRO 종류별 금액 점유율(2013 년 기준)



자료: Aviation Week

아시아 MRO 산업 전망을 좋게 보는 이유

1. 보잉, 에어버스의 수주잔고중 30%이상이 아시아 항공사로 아시아 MRO 수요 폭발적으로 성장할 것으로 예상

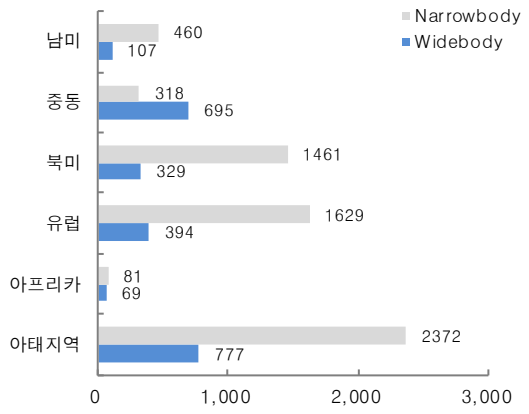
- 아시아 LCC들의 비행기 결함, 추락사고 이어지며 기체 유지보수에 대한 필요성 강화

2. 정비능력이 미흡한 LCC의 항공기주문이 증가하며 대다수의 MRO는 전문업체에게 아웃소싱될 것

3. 아시아 공항들의 허브화 추세

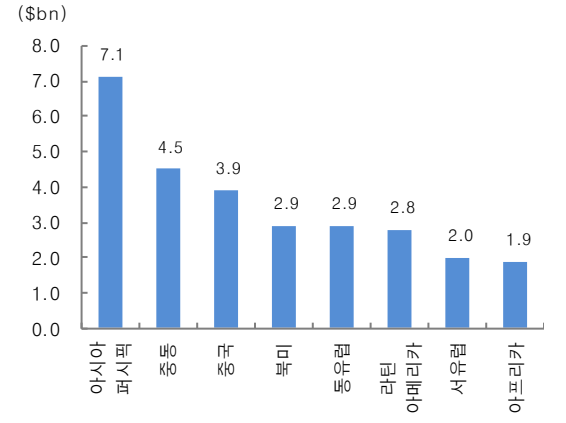
- 아시아 퍼시픽 지역의 여객수송률 연간 7%씩 성장하면서 외항사들의 아시아 공항 취항 증가
- 보통 허브공항으로 비행기를 이동시킨 뒤 그곳에 정착하여 정비를 받는 방법으로 진행되기 때문에 비행수요가 높은 허브공항지역 주변에 MRO 인프라를 보유하고 있는 업체들이 장점을 갖고 있음
- 싱가폴 MRO 업체들이 빠르게 성장할 수 있었던 이유도 싱가폴 창이공항이 아시아 허브공항 중 한 곳이기 때문

그림 52. **지역별 항공기 수주잔고 댓수**



자료: 에어포탈(2014년말 기준)

그림 53. **향후 10년간 지역별 MRO 매출 증가 예상폭**



자료: SAI Consulting(2013년~2023년)

국내 MRO 산업 육성 프로젝트 수혜업체

국내 MRO 시장 규모는 군수, 민수를 합쳐 약 2.5조원으로 이 중 50%를 해외기업에 외주를 주고있다. 국토부는 2025년까지 국내 MRO 시장규모가 4.3조원(+72%)까지 성장할 것으로 전망하고 50%에 육박하는 해외외주 비중을 20%까지 낮추겠다는 목표를 가지고 사천과 청주공항을 중점으로 MRO 클러스터 조성 프로젝트를 진행하고 있다. 현재 한국항공우주와 아시아나항공이 사업계획서를 검토 중이고 올해 안에 어느 지역에 MRO 단지를 조성할지 윤곽이 드러날 것으로 보인다.

1. MRO 사업 수행 가능한 업체는 대한항공, 한국항공우주, 아시아나항공

- 국토부가 진행하는 MRO 사업단지 조성 프로젝트에 한국항공우주가 가장 적극적
- 대한항공 또한 엔진분야 MRO 사업화 가능성

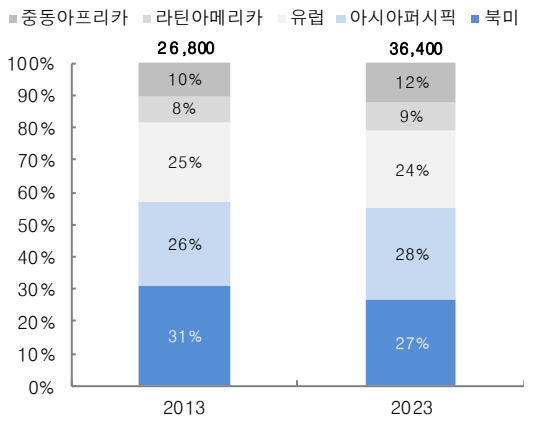
2. 한국항공우주는 군수 MRO를 기반으로 시작하여 민항기 중정비 (Airframe, Component 부분)를 공략

- 6개월, 6년 단위로 도래하는 중정비 공략. Airframe 중정비 분야는 수준급이나 Component, Engine 등 난이도가 높은 정비산업을 영위하기 위해서는 기술제휴가 필요
- 국내 LCC업체, 아시아나항공의 중정비 물량만으로는 규모가 크지 않아 군수 MRO를 기반으로 경험을 쌓은 뒤 차차 민항기 MRO 사업을 확대해 나갈 것
- 부채비율 낮아 투자금 조달여력 항공사 대비 용이

3. 대한항공은 A check 부터 D check까지 수행 가능. 엔진정비도 수준급

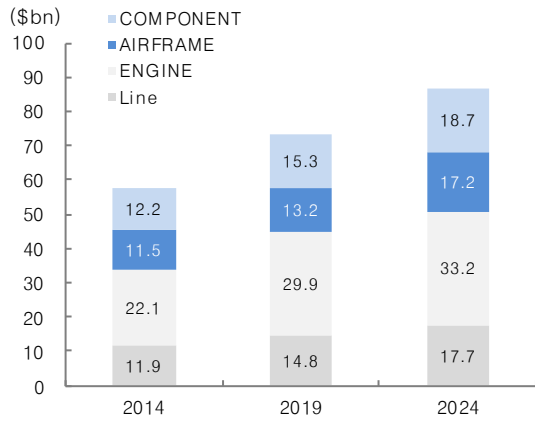
- Daily Check부터 중정비까지 수행 가능한 기술력 보유하고 있으며 엔진 또한 A380을 제외한 모든 모델의 정비 가능한 단계
- 대한항공은 진에어까지 합쳐 국내 등록된 항공기의 50%를 보유하며 풍부한 Captive market보유. (14년 기준 국내 299대 항공기 중 대한항공 계열 162대)

그림 54. 지역별 항공기 수주잔고 댓수



자료: SAI Consulting

그림 55. 2013~2023년 MRO 종류별 시장 성장규모



자료: SAI Consulting

기업분석

Issue & News

대한항공 (003490)

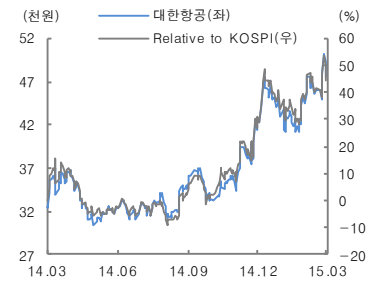
항공사부터 제조업까지 포트폴리오 다각화

이지윤
02.769.3429
Leejiyun0829@daishin.com

투자의견	BUY 신규, 담당자변경
목표주가	60,000 신규, 담당자변경
현재주가 (15.03.10)	45,100
	운수업종

KOSPI	1,984.77
시가총액	2,667억원
시가총액비중	0.22%
자본금(보통주)	435십억원
52주 최고/최저	50,200원/30,446원
120일 평균거래대금	239억원
외국인지분율	21.58%
주요주주	한진칼 외 9인 43.71% 국민연금 5.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.5	-2.7	25.3	24.9
상대수익률	-4.9	-4.6	29.3	23.0



투자의견 매수, 목표주가 60,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target PBR 1.34배를 적용하여 산정
- 2015년 평균 제트유 가정: $83불→ 2016년 평균 제트유 가정 $99불
- 2015년 평균환율 가정: 1,088원→ 2016년 평균환율 가정: 1,080원

단기 투자포인트: 실적 GOOD, 장기리노선 수요증가

- 2015년 매출액 영업이익 각각 YoY -0.2%, YoY +154.4% 성장 예상
- 저유가로 인한 여객 수요 호조로 단거리 노선 L/F 상승과 3분기 성수기 미주노선 흑자 기대
- 서부항만 적체 효과로 화물 1,2월 비수기임에도 불구하고 성수기 수준의 Yield 기록하며 이익에 기여. 3~4월까지 적체효과 이어질 것
- 유상증자(5,000억원)+ Soil 매각대금(8,900억원)+ 항공기 매각 등으로 차입금 약 1조원 상환가능 할 것으로 예상
- 한진해운 양호한 실적 기록하며 당분간 유동성 리스크 낮아짐

장기 투자포인트: 항공산업에서 수직계열화가 가장 잘 되있는 기업

- 여객 + 화물 + 기체부품 제조 + MRO + 지상조업지원 및 단순 MRO(한국공항) 포트폴리오 보유하며 항공산업 참여업체 중 수직계열화가 가장 뛰어남
- LCC, 중국항공사 취항 증가로 항공 전방사업은 경쟁 심화되나 성장성이 높은 기체부품, MRO 사업에서 장기적으로 잠재적인 성장 가능성 높은 기업
- 현재는 미미하나 장기적으로 진에어와 환승객 유치에서 시너지 운영 가능

2015년 주가 변수로 작용할 수 있는 이슈

- 유가 급등 가능성(-)
- 델타와의 미주노선 코드쉐어 재개 (+)
- ㈜한진이 보유한 9.9% 지분에 대한 오버행 (5~6월에 해소될 것으로 추측)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	11,849	11,910	11,882	12,194	12,587
영업이익	-20	395	1,005	697	725
세전순이익	-393	-284	586	299	346
총당기순이익	-384	-458	453	231	267
지배지분순이익	-225	-440	434	222	257
EPS	-3,366	-7,491	6,223	3,045	3,522
PER	NA	NA	7.2	14.8	12.8
BPS	44,274	36,923	43,426	46,425	49,895
PBR	0.7	1.3	1.0	1.0	0.9
ROE	-8.5	-18.1	16.0	6.7	7.2

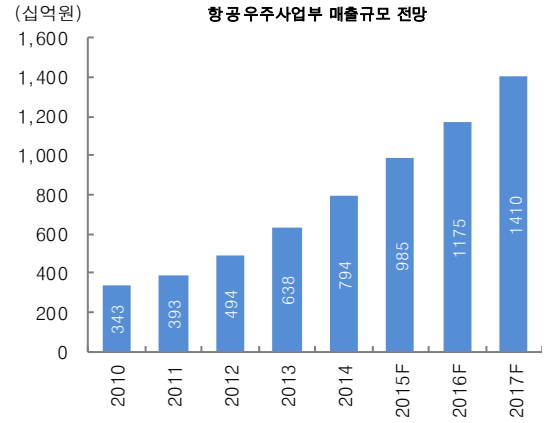
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 대한항공, 대신증권 리서치센터

표 1. **대한항공 목표주가 선정방법**

항목	단위	값	비고
BPS	원	44,326	12 개월 Fw BPS
Target PBR	배	1.34	
2010~2012 평균 PBR	배	1.68	업황 상승 사이클 기간 평균치
20% 할인	배	1.34	수익에 기여하는 LCC 없는 것, 부채비율 높은 것을 반영하여 20% 할인
Target Price		59,496	
목표주가	원	60,000	6 개월 기준
Upside		33%	

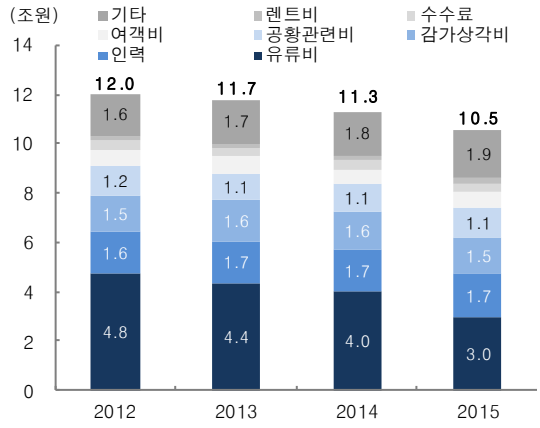
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. **무인기 양산체제로 돌입하며 매출증가**



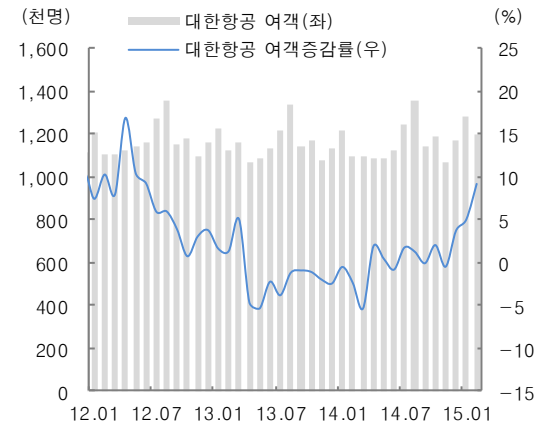
자료: 대한항공, 대신증권 리서치센터

그림 2. **대한항공 비용 구성**



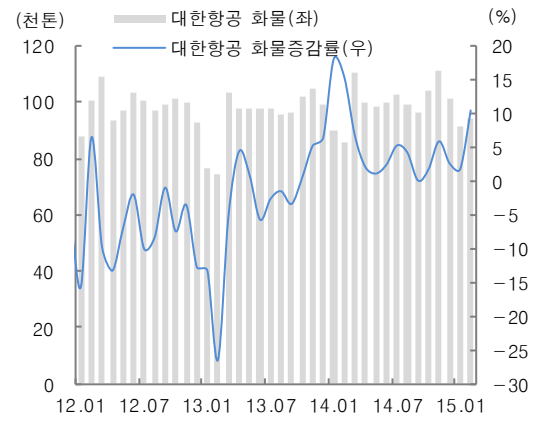
자료: 대한항공

그림 3. **여객: 15.2 月 YoY +9.2% 증가**



자료: 인천공항

그림 4. **화물: 15.2 月 YoY +10.5% 증가**



자료: 인천공항

표 2. 대한항공 실적추정 Table

항목	단위	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F
환율가정	(W/$)	1,069.0	1,029.0	1,026.0	1,060.0	1,110.0	1,080.0	1,080.0	1,080.0
유가가정	($/bbl)	128.0	126.0	124.0	107.0	78.0	80.0	85.0	90.0
ASK	Domestic (백만인 km)	783.0	949.0	920.0	847.0	779.1	944.3	915.4	842.8
	(%, yoy)	*-1.4*	*-1.0*	*1.1*	*-0.5*	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
	Int'l Passenger (백만인 km)	21,164.0	21,415.0	23,094.0	21,808.0	21,798.9	22,057.5	23,786.8	22,462.2
	(%, yoy)	*-1.7*	*3.3*	*5.3*	*1.9*	3.0	3.0	3.0	3.0
	Cargo (백만톤 km)	2,461.0	2,595.0	2,597.0	2,740.0	2,485.6	2,621.0	2,623.0	2,767.4
	(%, yoy)	*1.4*	*3.2*	*1.9*	*3.2*	1.0	1.0	1.0	1.0
RPK	Domestic (백만인 km)	540.0	655.0	655.0	563.0	534.6	648.5	661.6	557.4
	(%, yoy)	*8.7*	*-4.1*	*-1.7*	*-3.1*	-1.0	-1.0	1.0	-1.0
	Int'l Passenger (백만인 km)	15,836.0	15,689.0	17,911.0	16,099.0	15,994.4	16,002.8	18,806.6	16,421.0
	(%, yoy)	*-4.0*	*-0.3*	*1.4*	*0.4*	1.0	2.0	5.0	2.0
	Cargo (백만톤 km)	1,938.0	2,067.0	2,054.0	2,054.0	1,879.9	2,087.7	2,095.1	2,074.5
	(%, yoy)	*7.6*	*4.8*	*5.2*	*-1.7*	-3.0	1.0	2.0	1.0
Load Factor	Domestic	69.0	69.0	71.2	66.5	68.6	68.7	72.3	66.1
	Int'l Passenger	74.8	73.3	77.6	73.8	73.4	72.6	79.1	73.1
	Cargo	78.7	79.7	79.1	75.0	75.6	79.7	79.9	75.0
Yield(Cent)	Domestic	19.7	20.2	20.8	19.4	18.8	19.1	19.5	18.8
	(%, yoy)	*-0.8*	*5.9*	*4.7*	*-4.2*	-4.7	-5.7	-6.0	-2.8
	Int'l Passenger	9.4	9.7	9.9	8.9	8.0	8.2	8.6	8.2
	(%, yoy)	*1.5*	*8.7*	*1.4*	*-4.9*	-15.0	-15.0	-13.0	-7.0
	Cargo	33.1	32.7	32.6	36.7	35.1	33.0	33.2	32.3
	(%, yoy)	*-1.6*	*3.7*	*5.1*	*6.4*	6.0	1.0	2.0	-12.0
영업수익	(억원)	28,433	28,388	31,041	28,942	27,675	27,988	31,574	28,126
Domestic		1,137	1,363	1,397	1,158	1,115	1,336	1,397	1,135
Int'l PAX		15,951	15,641	18,252	15,108	14,219	14,233	17,551	14,602
Cargo		6,852	6,955	6,860	7,988	7,316	7,446	7,513	7,234
Others		4,492	4,428	4,532	4,689	5,026	4,973	5,113	5,156
영업비용		28,263	28,657	28,737	27,422	25,485	25,982	27,007	26,843
연료유류비		10,175	10,317	10,345	9,323	6,751	6,977	7,933	8,089
유가외 비용		18,088	18,340	18,392	18,099	18,734	19,005	19,074	18,754

자료: 대신증권 리서치센터
주: 별도기준

대한항공 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	11,849	11,910	11,882	12,194	12,587
매출원가	10,754	10,402	9,714	10,310	10,643
매출총이익	1,095	1,508	2,169	1,884	1,945
판매비와관리비	1,115	1,113	1,164	1,187	1,219
영업이익	-20	395	1,005	697	725
영업이익률	-0.2	3.3	8.5	5.7	5.8
EBITDA	1,643	2,027	2,665	2,258	2,199
영업외손익	-373	-679	-418	-398	-379
관계기업손익	32	7	30	30	30
금융수익	106	86	90	89	88
외환관련이익	675	744	738	732	726
금융비용	-527	-716	-521	-500	-481
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	16	-56	-17	-17	-17
법인세비용차감전순손익	-393	-284	586	299	346
법인세비용	137	-174	-134	-68	-79
계속사업순손익	-256	-458	453	231	267
중단사업순손익	-128	0	0	0	0
당기순이익	-384	-458	453	231	267
당기순이익률	-3.2	-3.8	3.8	1.9	2.1
비지배지분순이익	-159	-18	18	9	11
지배지분순이익	-225	-440	434	222	257
매도가능금융자산평가	40	40	40	40	40
기타포괄이익	319	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	-24	-420	490	269	305
비지배지분포괄이익	-180	-17	20	13	12
지배지분포괄이익	156	-403	471	256	293

재무상태표 (단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	3,140	2,835	4,690	4,917	5,087
현금및현금성자산	1,127	739	2,495	2,536	2,441
매출채권 및 기타채권	907	974	1,060	1,218	1,452
재고자산	464	467	466	478	493
기타유동자산	641	655	669	685	701
비유동자산	19,781	20,150	18,600	18,149	17,852
유형자산	15,504	15,754	15,973	15,290	14,692
관계기업투자금	2,407	2,419	502	535	569
기타비유동자산	1,869	1,977	2,125	2,324	2,590
자산총계	22,920	22,985	23,290	23,067	22,939
유동부채	7,759	7,276	6,832	6,437	6,084
매입채무 및 기타채무	933	934	933	939	946
차입금	817	817	817	817	817
유동성채무	4,948	4,453	4,008	3,607	3,246
기타유동부채	1,061	1,072	1,073	1,074	1,075
비유동부채	12,421	13,423	13,134	13,075	13,035
차입금	3,618	4,177	3,677	3,477	3,277
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8,803	9,247	9,457	9,599	9,759
부채총계	20,180	20,700	19,965	19,513	19,119
지배지분	2,647	2,207	3,211	3,433	3,690
자본금	299	299	441	441	441
자본잉여금	175	175	603	603	603
이익잉여금	1,967	1,528	1,962	2,184	2,441
기타자본변동	206	206	206	206	206
비지배지분	93	78	113	121	130
자본총계	2,740	2,285	3,324	3,554	3,820
순차입금	7,928	8,364	5,645	4,985	4,500

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	-3,366	-7,491	6,223	3,045	3,522
PER	NA	NA	7.2	14.8	12.8
BPS	44,274	36,923	43,426	46,425	49,895
PBR	0.7	1.3	1.0	1.0	0.9
EBITDAPS	24,586	34,541	38,177	31,003	30,187
EV/EBITDA	6.0	5.5	3.2	3.4	3.3
SPS	173,986	199,206	167,537	164,897	170,213
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
CFPS	26,928	33,255	40,877	33,680	32,858
DPS	0	0	0	0	0

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	-4.0	0.5	-0.2	2.6	3.2
영업이익 증가율	적전	흑전	154.3	-30.6	4.0
순이익 증가율	적전	적지	흑전	-48.9	15.7
수익성					
ROIC	-0.1	3.9	4.7	3.3	3.6
ROA	-0.1	1.7	4.3	3.0	3.2
ROE	-8.5	-18.1	16.0	6.7	7.2
안정성					
부채비율	736.4	905.8	600.6	549.0	500.6
순차입금비율	289.3	366.0	169.8	140.3	117.8
이자보상배율	0.0	0.9	2.1	1.5	1.7

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	1,949	1,412	2,342	1,986	1,927
당기순이익	-384	-458	453	231	267
비현금항목의 가감	2,217	2,446	2,447	2,260	2,163
감가상각비	1,663	1,632	1,661	1,561	1,473
외환손익	-368	-335	-335	-335	-336
지분법평가손익	-32	-7	-30	-30	-30
기타	955	1,156	1,151	1,064	1,055
자산부채의 증감	3	16	30	-5	-12
기타현금흐름	113	-592	-587	-500	-491
투자활동 현금흐름	-1,355	-1,896	0	-995	-1,054
투자자산	1	-90	1,806	-188	-246
유형자산	-1,096	-1,853	-1,853	-853	-853
기타	-260	48	47	46	45
재무활동 현금흐름	-927	529	89	-136	-96
단기차입금	-345	0	0	0	0
사채	532	200	-500	-200	-200
장기차입금	1,497	358	0	0	0
유상증자	1	0	569	0	0
현금배당	-11	0	0	0	0
기타	-2,601	-30	20	64	104
현금의 증감	-339	-388	1,756	41	-95
기초 현금	1,465	1,127	739	2,495	2,536
기말 현금	1,127	739	2,495	2,536	2,441
NOPLAT	-13	637	776	538	560
FCF	406	269	436	1,099	1,033

자료: 대한항공, 대신증권 리서치센터

Issue & News

아시아나항공 (020560)

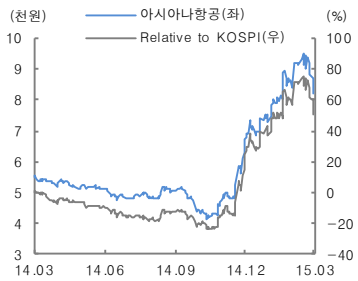
제 2의 LCC 설립으로 시너지효과 기대

이지윤
02.769.3429
Leejyun0829@daishin.com

투자의견	BUY
	신규, 담당자변경
목표주가	10,000
	신규, 담당자변경
현재주가 (15.03.10)	7,890
	운송업종

KOSPI	1984.77
시가총액	1,539십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	976십억원
52주 최고/최저	9,180원 / 3,860원
120일 평균거래대금	241억원
외국인지분율	8.31%
주요주주	금호산업 외 2인 30.10% 금호석유화학 12.61%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.7	22.5	65.1	52.0
상대수익률	-6.0	20.1	70.4	49.7



투자의견 매수, 목표주가 10,000원 제시하며 커버리지 개시

– 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target PBR 1.60배를 적용하여 산정

단기포인트: 수요 좋고 탑승률 좋고 실적 모멘텀 성수기까지 지속

– 2015년 매출액 YoY +0.0%, 영업이익 +283.7% 증가 예상

– A380 대형기 도입으로 미주, 유럽노선 장거리확대(이탈리아 노선 신규취항 예정) 및 환승객 유치율 증가

– 중국, 동남아 L/F 호조, 일본 출국자 수 증가

장기포인트: 제 2의 LCC 설립으로 시너지효과 기대

– 김포나 인천을 거점으로 하는 100% 자회사 LCC 올해 안에 설립할 예정 (현재 국토부와 승인 협의 중이며 3월 초에 조직결성)

– LCC와 경쟁하여 상대적으로 수익성이 저조한 일본, 동남아 노선에 배치

– 아시아나항공은 장거리와 중국노선 확대에 집중하며 최대한 노선중복 피할 것

– 설립 초기에는 인력, 고객 유치로 판관비 증가 예상되나 장기적으로 포트폴리오 다각화, 단거리노선 경쟁력 상승에 기여

2015년 주가 변수로 작용할 수 있는 이슈

– 유가 상승(-)

– M&A 결과

✓ 금호산업 M&A 4월 말 본 입찰 시행 뒤 우선협상자 선정. 상반기 내에 새주인 결정될 것으로 예상

✓ 박삼구 회장단을 제외한 입찰적격자로 호반건설과 사모펀드 4곳이 선정

✓ 사모펀드+ 제조업 컨소시엄으로 본 입찰에 참여할 가능성. 사모펀드에 인수된 후에도 지분매각 가능성 아직 남아있어 주가에 변수로 작용

– LCC 설립 여부 관련 에어부산 주주들과의 협상 결과

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	5,724	5,836	5,867	6,090	6,238
영업이익	-11	98	376	305	167
세전순이익	-141	42	328	267	166
총당기순이익	-115	63	250	203	126
지배지분순이익	-116	61	245	202	125
EPS	-593	315	1,256	1,035	643
PER	NA	22.7	6.3	7.6	12.3
BPS	4,613	4,927	6,184	7,219	7,862
PBR	1.1	1.4	1.3	1.1	1.0
ROE	-12.2	6.6	22.6	15.4	8.5

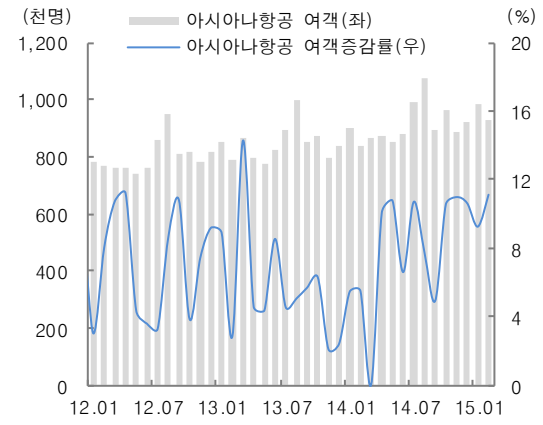
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 아시아나항공, 대신증권 리서치센터

표 3. **아시아나항공 목표주가 선정방법**

항목	단위	값	비고
BPS	원	6,494	12 개월 Fw BPS
Target PBR	배	1.60	
2010~2012 평균 PBR	배	1.60	업황 상승사이클 기간 평균치
Target Price		10,390	
목표주가	원	**10,000**	6 개월 기준
Upside		27%	

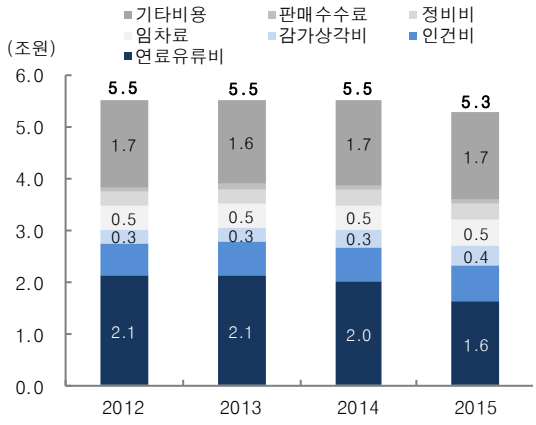
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. **여객: 15.2 月 YoY +11.0% 증가**



자료: 아시아나항공, 대신증권 리서치센터

그림 2. **아시아나항공 비용 구성**



자료: 아시아나항공, 대신증권 리서치센터

표 1. 아시아나항공 실적추정 Table

대분류	단위	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F
환율가정	(W/$)	1,069.0	1,033.3	1,013.3	1,060.0	1,110.0	1,080.0	1,080.0	1,080.0
유가가정	($/bbl)	128.0	126.0	124.0	108.0	78.0	80.0	85.0	90.0
ASK	Domestic (백만인 Km)	618.0	673.0	664.0	675.0	624.2	679.7	670.6	681.8
	(%, yoy)	*15.9*	*19.1*	*12.2*	6.8	1.0	1.0	1.0	1.0
	Int'l Passenger	10,600.0	10,656.0	11,512.0	11,382.0	11,130.0	10,869.1	12,087.6	11,609.6
	(%, yoy)	*2.4*	*4.8*	*4.6*	6.7	5.0	2.0	5.0	2.0
	Cargo (백만톤 Km)	1,390.0	1,334.0	1,320.0	1,415.0	1,348.3	1,307.3	1,293.6	1,386.7
	(%, yoy)	*2.5*	*-2.6*	*-2.6*	0.0	-3.0	-2.0	-2.0	-2.0
RPK	Domestic (백만인 Km)	440.0	489.0	521.0	515.0	448.8	528.1	521.0	515.0
	(%, yoy)	*18.0*	*14.5*	*12.3*	16.5	2.0	8.0	0.0	0.0
	Int'l Passenger	8,304.0	8,374.0	9,411.0	8,982.0	8,968.3	8,876.4	10,069.8	9,431.1
	(%, yoy)	*3.4*	*5.8*	*6.8*	10.0	8.0	6.0	7.0	5.0
	Cargo (백만톤 Km)	1,022.0	949.0	949.0	1,061.4	981.1	920.5	939.5	1,061.4
	(%, yoy)	*-5.9*	*-5.9*	*-3.7*	0.1	-4.0	-3.0	-1.0	0.0
Load Factor	Domestic	71.2	72.7	78.5	76.3	71.9	77.7	77.7	75.5
	Int'l Passenger	78.3	78.6	81.7	78.9	80.6	81.7	83.3	81.2
	Cargo	73.5	71.1	71.9	75.0	72.8	70.4	72.6	76.5
Yield(Cent)	Domestic	*16.7*	*16.8*	*16.8*	15.7	15.2	15.3	15.0	15.2
	(%, yoy)	*2.2*	*-4.0*	*-1.6*	-6.4	-8.5	-9.1	-10.9	-3.0
	Int'l Passenger	*9.0*	*8.8*	*9.6*	8.1	8.5	8.2	8.9	8.1
	(%, yoy)	*-3.2*	*0.0*	*3.0*	-6.8	-6.0	-7.0	-7.0	1.0
	Cargo	30.3	32.2	31.1	31.8	29.8	31.1	29.5	32.1
	(%, yoy)	*7.6*	*6.7*	*7.7*	-0.9	-1.8	-3.4	-5.2	1.0
연료유류비	(억원)	5,218	5,005	5,114	4,869	3,800	3,878	4,230	4,362
	(%, yoy)	*-3.1*	*-1.6*	*-7.3*	-7.8	-27.2	-22.5	-17.3	-10.4
유가외 비용	(억원)	7,168	7,149	7,553	7,842	7,479	7,591	7,810	8,063
	(%, yoy)	*-0.1*	*1.0*	*4.4*	8.5	4.3	6.2	3.4	2.8
영업수익	(억원)	13,504	13,405	14,524	14,094	13,668	12,985	14,958	14,082
국제여객	(억원)	7,994	7,878	9,175	7,827	8,427	7,846	9,731	8,300
화물	(억원)	3,310	3,153	2,992	3,639	3,241	3,089	2,992	3,677
영업원가	(억원)	12,350	12,158	12,674	12,553	11,279	11,469	12,040	12,425
판관비	(억원)	1,326	1,343	1,356	1,344	1,339	1,272	1,466	1,380
영업이익	(억원)	-172	-96	494	197	1,049	243	1,452	277

자료: 대신증권 리서치센터

아시아나항공 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	5,724	5,836	5,867	6,090	6,238
매출원가	5,160	5,149	4,886	5,168	5,454
매출총이익	564	687	981	922	784
판매비와관리비	575	589	605	617	617
영업이익	-11	98	376	305	167
영업이익률	-0.2	1.7	6.4	5.0	2.7
EBITDA	286	402	697	642	518
영업외손익	-129	-56	-47	-39	-1
관계기업손익	19	23	28	33	33
금융수익	23	21	21	21	93
외환관련이익	204	102	121	76	76
금융비용	-149	-149	-145	-142	-176
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-21	49	49	49	49
법인세비용차감전순손익	-141	42	328	267	166
법인세비용	26	20	-78	-63	-39
계속사업순손익	-115	63	250	203	126
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-115	63	250	203	126
당기순이익률	-2.0	1.1	4.3	3.3	2.0
비지배지분순이익	1	1	5	1	1
지배지분순이익	-116	61	245	202	125
매도가능금융자산평가	2	0	0	0	0
기타포괄이익	13	17	18	18	18
포괄순이익	-100	79	268	222	145
비지배지분포괄이익	1	2	5	1	1
지배지분포괄이익	-101	78	263	220	144

재무상태표 (단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,467	1,539	1,669	1,787	1,742
현금및현금성자산	499	674	792	876	803
매출채권 및 기타채권	436	446	451	468	481
재고자산	179	182	183	190	195
기타유동자산	353	236	243	253	263
비유동자산	5,545	5,694	5,928	6,154	6,361
유형자산	3,757	3,846	4,017	4,173	4,315
관계기업투자금	397	405	417	435	453
기타비유동자산	1,391	1,444	1,494	1,546	1,594
자산총계	7,012	7,233	7,598	7,941	8,103
유동부채	2,049	2,003	1,908	1,829	1,757
매입채무 및 기타채무	704	708	709	715	719
차입금	50	50	50	50	50
유동성채무	1,016	965	869	782	704
기타유동부채	278	280	281	282	284
비유동부채	4,060	4,266	4,478	4,698	4,806
차입금	2,084	2,084	2,083	2,083	2,083
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,976	2,182	2,395	2,615	2,723
부채총계	6,109	6,268	6,387	6,528	6,563
지배지분	900	961	1,206	1,408	1,534
자본금	976	976	976	976	976
자본잉여금	1	1	1	1	1
이익잉여금	-66	-5	241	443	568
기타자본변동	-11	-11	-11	-11	-11
비지배지분	3	4	5	5	6
자본총계	903	965	1,211	1,414	1,540
순차입금	2,423	2,188	1,967	1,786	1,771

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	-593	315	1,256	1,035	643
PER	NA	22.7	6.3	7.6	12.3
BPS	4,613	4,927	6,184	7,219	7,862
PBR	1.1	1.4	1.3	1.1	1.0
EBITDAPS	1,467	2,061	3,572	3,291	2,654
EV/EBITDA	11.8	8.9	5.0	5.2	6.4
SPS	29,336	29,914	30,072	31,215	31,971
PSR	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
CFPS	2,278	4,151	5,203	5,052	4,415
DPS	0	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	739	1,247	1,363	1,338	1,281
당기순이익	-115	63	250	203	126
비현금항목의 가감	559	747	765	782	735
감가상각비	298	304	321	337	351
외환손익	-113	92	3	28	28
지분법평가손익	-19	-23	-28	-33	-33
기타	394	374	469	451	390
자산부채의 증감	408	545	550	537	542
기타현금흐름	-113	-108	-203	-185	-123
투자활동 현금흐름	-811	-474	-579	-591	-594
투자자산	-245	-34	-41	-49	-52
유형자산	-378	-393	-493	-493	-493
기타	-189	-48	-46	-49	-49
재무활동 현금흐름	409	-51	-97	-87	-78
단기차입금	49	0	0	0	0
사채	821	0	0	0	0
장기차입금	104	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-2	0	0	0	0
기타	-563	-51	-97	-87	-78
현금의 증감	336	175	118	84	-73
기초 현금	163	499	674	792	876
기말 현금	498	674	792	876	803
NOPLAT	-9	146	286	233	127
FCF	-115	50	107	69	-22

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	-2.8	2.0	0.5	3.8	2.4
영업이익 증가율	적전	흑전	283.0	-18.7	-45.3
순이익 증가율	적전	흑전	299.3	-18.7	-37.9
수익성					
ROIC	-0.2	3.5	6.7	5.2	2.8
ROA	-0.2	1.4	5.1	3.9	2.1
ROE	-12.2	6.6	22.6	15.4	8.5
안정성					
부채비율	676.3	649.6	527.4	461.7	426.3
순차입금비율	268.2	226.8	162.4	126.3	115.0
이자보상배율	-0.1	0.7	2.6	2.2	0.9

자료: 아시아나항공, 대신증권 리서치센터

Issue & News

제주항공
(089590,장외상장)

이지윤
02.769.3429
Leejyun0829@daishin.com

항공운송업

타이밍도 좋고 전략도 잘 짰다

제주항공 상장개요 및 일정

- 2015년 3월 상장심사 증권시장에 청구 예정이며 2015년 안에 상장 계획
- 시가총액 4,500억원 ~ 5,000억원 추정하고 있음 (2015년 예상 순이익에 에어아시아와 세부퍼시픽 평균 PER 15배 적용)
- 애경이 보유한 지분율 85%로 구주매출 비중 높을 것으로 예상

2014년 실적 및 2015년 가이던스

- 2014년 실적: 매출액 5,106억원, 영업이익 295억원(YoY +18.1%, OPM 5.8%)
- 2015년 가이던스: 매출액 6,500억원, 영업이익 360억원
- 2014년 항공기 18대, 노선 24개→ 2015년 항공기 21대, 노선 30개로 확대
  - ✓ 경쟁이 심한 수도권 공항을 벗어나 선제적으로 대구, 청주, 김해 공항 등 지방공항을 거점으로 국제선 노선을 취항하며 Niche 수요 발굴

투자포인트

- LCC 중 보유 기재수 가장 많고 허브도시 취항 비율 가장 높음
- 상대적으로 LCC중 중국노선 비중이 낮았었는데 2월에는 LCC 최초로 베이징 노선 취항(대구-베이징)하며 중국발 수요 증가 기대
- 상장을 통한 대규모 자금 확보하며 정비 인프라, 인력 충원, 항공기 구매 등을 통해 한 단계 레벨업 예상
- 인천공항에 350억원을 투자하여 2015년 말 격납고 완공을 앞두고 있어 원가절감 기대(B737-800 2대 정비 가능한 규모)

Risk

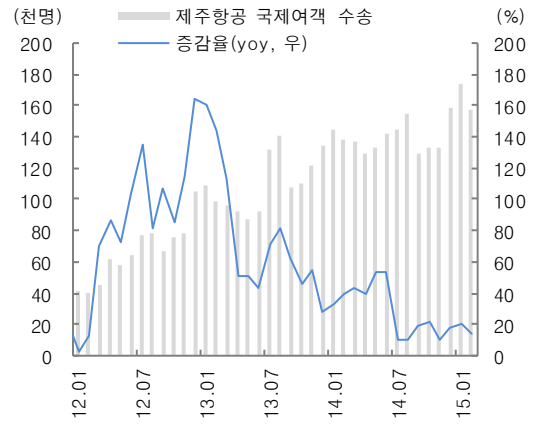
- 모회사 계열 프로젝트 금융투자회사인 애경 PFV-1 추가 자금지원 가능성 (2014년까지 350억원의 자금 지원)
- 현재 애경 PFV-1은 청산절차 밟고 있음
- 아시아나항공 제2의 LCC 설립으로 점유율 경쟁 심화 가능성

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 억원, 원)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F
매출액	2,577	3,412	4,323	5,106	6,200
영업이익	139	22	152	295	350
세전순이익	168	53	194	296	385
총당기순이익	168	53	194	296	385
지배지분순이익	168	53	194	296	385

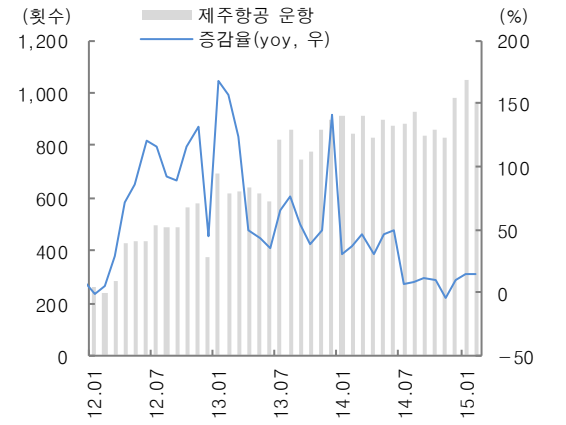
자료: 제주항공, 대신증권 리서치센터

그림 1. 제주항공 국제여객 수송



자료: 인천공항

그림 2. 제주항공 국제여객 운항



자료: 인천공항

표 1. 제주항공 VS 타 LCC 재무구조 비교 (2013 년 기준)– 영업이익 창출력 가장 뛰어나 (단위: 억원, %)

	제주항공	진에어	에어부산	이스타항공	티웨이항공
매출액	4,323	2,833	2,779	2,543	1,558
영업이익	152	71	50	23	37
영업이익률	3.5%	2.5%	1.8%	0.9%	2.4%
EBITDA	266	119	99	93	79
부채비율	203%	399%	66.20%	완전자본잠식	완전자본잠식
자기자본	526	178	562	-604	-101
차입금		152		204	86

자료: 각사 사업보고서, 대신증권 리서치센터

Issue & News

한국항공우주 (047810)

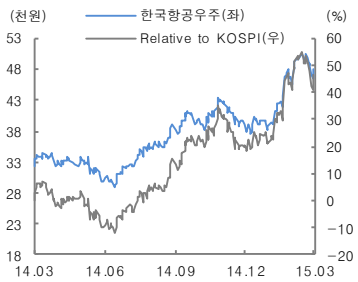
군수와 민수업 포트폴리오가 최적화된 업체

이지윤
02.769.3429
Leejyun0829@daishin.com

투자의견	BUY 유지
목표주가	56,000 상향
현재주가 (15.03.10)	48,150
	기계업

KOSPI	1,984.77
시가총액	4,693십억원
시가총액비중	0.38%
자본금(보통주)	487십억원
52주 최고/최저	50,500원 / 28,900원
120일 평균거래대금	136억원
외국인지분율	15.09%
주요주주	한국항업은행 26.75% 삼성테크윈 10.00%

주가수익률(%)	1M	3W	6W	12W
절대수익률	3.2	23.3	23.5	48.4
상대수익률	0.7	20.9	27.5	46.1



투자의견 매수 유지, 목표주가 56,000원(+7.7%)으로 상향

- 목표주가 56,000원은 2020년 EPS 5,872원에 Target PER 9.6배 적용하여 산정(Valuation 근거에 대한 내용은 본문 참고)
- 2015년 EPS 기준 PER 36.8배, 2016년 EPS 기준 PER 28.1배에 해당
- 2014년 5월부터 가파르게 수직으로 상승한 주가는 단기 차익 실현 구간 진입 한 것으로 회사의 펀더멘탈 변화 및 부정적 이슈로 하락한 것이 아님
- 큰 악재가 없다면 TX사업이 가시화되는 2016년 중순까지 주가의 수직상승보다는 상단을 조금씩 올리는 점진적인 흐름 보일 것으로 예상되어 단기 차익실현 목적의 매매보다는 장기 투자권유

국내 항공산업 육성정책의 가장 큰 수혜 주

- 1) 전투기, 헬기 개발~제조 2) 항공기 기체부품 생산 3) 유지보수까지 항공기 관련 제조업 부문을 모두 수직계열화
- 2015년~ 2016년 초 MRO 사업에 대한 윤곽 나올 것
- KF-X 사업 수준급의 이벤트는 TX 사업자 선정이 있으며 현재 미국 정부는 2016년 중순에 입찰을 시작하여 2017년에 계약을 계획하고 있음
- 3월말~4월초 KF-X 우선협상자 발표, 2분기 내 LAH/LCH(소형무장헬기) 계약 예상

이유 있는 Valuation 프리미엄

- 국내 항공기 방산업체 독점적 지위
- 헬기보유국 7위, 전투기 보유국 6위로 전투기, 헬기 개발 시 안정적인 사용처가 있는 몇 안 되는 국가
- 군수와 민수 매출액 비중 60%:40%로 안정적인 포트폴리오 구성
- 15년말 기준 18조 원의 수주잔고 보유할 것으로 예상. 향후 5년간 안정적인 실적 기록할 것

2015년 주가 변수로 작용할 수 있는 이슈

- KF-X 사업 결과, 수주목표 달성 가능성

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	2,016	2,315	2,985	3,826	4,883
영업이익	125	161	221	295	399
세전순이익	92	140	189	248	341
총당기순이익	90	111	148	194	268
지배지분순이익	90	111	148	194	268
EPS	924	1,139	1,520	1,994	2,748
PER	31.4	34.9	31.7	24.1	17.5
BPS	9,864	10,809	12,137	13,939	16,496
PBR	2.9	3.7	4.0	3.5	2.9
ROE	9.7	11.0	13.3	15.3	18.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터

Valuation: 고평가 상태를 유지할 수밖에 없는 이유

동사의 밸류에이션을 미국 방산업체들과 비교해보면 표면적으로는 현재 주가가 고평가라고 판단할 수 있으나 여러 정황상 한국항공우주의 멀티플은 대외적으로 큰 이슈가 있지 않는 이상 고평가 상태를 유지할 수 밖에 없다.

그 이유는 1) 한국의 항공산업은 현재 성장기이고 유럽과 미국의 항공산업은 성숙기이다. 상장 역사가 가장 오래된 보잉(맥더글라스 시절)도 회사 성장기인 1990년 초반에는 PER을 60배까지 받았었다. 2) KAI와 같이 군수(고정익, 회전익)와 민수업의 포트폴리오를 밸런스 있게 갖춘 방산업체가 드물다 3) 동사는 개발단계의 사업이 많아 수주잔고는 높지만, 매출인식으로 연결되는 데 소요되는 시간이 길어 멀티플이 빠르게 낮아지지 않는다 4) 한국기업들의 매출 성장은 더디고 대외 메크로 변동성은 높아 한국항공우주와 같은 방어주에 대한 수요가 높다는 것이다.

표 1. 대표 항공 방산 및 기체부품 업체의 Valuation (2015F) (단위: 배)

기업명	국가	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
KAI(당사추정기준)	한국	31.7	4.0	13.6	13.3
Dassault System	프랑스	29.8	4.8	17.4	15.8
Lockheed Martin	미국	17.7	16.5	10.2	94.4
General Dynamics	미국	16.1	3.8	9.6	22.8
SPIRIT AERO	미국	13.2	3.1	7.1	26.4
AVIC Aircraft	중국	123.0	4.8		5.4
Boeing	미국	18.0	8.8	9.8	62.0

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터
주: 중국의 한국항공우주 격인 AVIC Aircraft는 최근 신형 스텔스 기 개발완료 등으로 낮은 ROE 대비 매우 높은 PER 받고있음

표 2. 당사의 한국항공우주 목표주가 산정 방법

항목	단위	값	가정 및 비고
매출액	십억원	8,883	2020년 기준
영업이익	십억원	753	
지배순이익	십억원	564	
Capex	십억원	300	5년평균 300십억원 지출 가정
순차입금	십억원	1,000	평균 이자율 3% 가정(현재 평균 2%에 조달)
EPS	원	5,782	
적용 PER	배	9.6	코스피 대형주 50 평균 PER 12배에 현재가치 할인율 20% 적용한 값
Target Price	원	55,500	
목표주가	**원**	**56,000**	6개월 기준
Upside	**%**	**14**	

자료: 대신증권 리서치센터

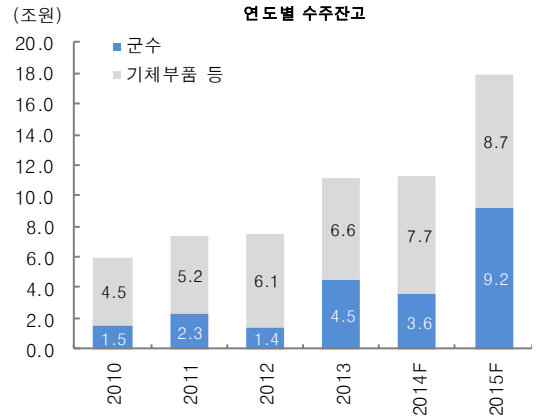
대신증권은 동사의 2020년 EPS에 2015년 대형주 평균 PER에 20%를 할인한 값을 적용하여 목표주가를 산정하는 방법을 쓰고 있다. 동사의 5년 후 EPS를 사용하는 근거로는 1) 수주잔고가 이미 18조원에 육박하여 향후 5년간의 실적가시성이 높다는 것 2) 국내 항공방산업체로 독점적인 지위를 보유하고 있기 때문에 조달금리가 낮아 이자 변동성에 대한 리스크가 낮고 3) 개발사업과 항공기부품 수주잔고의 매출 평균 인식 기간이 5년~8년이다는 것이다. 동사의 큰 그림의 주가는 TX사업 및 KF-X의 본격적인 양산 등 주가에 크게 영향을 미칠 수 있는 이벤트가 가시화되기 전에는 그 기간 외에는 수직적인 상승보다는 실적이 꾸준히 상승하면서 상단을 서서히 높여가는 점진적인 주가 상승을 예상하고 있다.

표 3. 한국항공우주 실적 추이 및 전망 (단위:십억원)

	2014				2015				2014	2015	2017F	2020F
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F				
매출액	503	599	517	696	620	799	684	882	2,315	2,985	4,887	8,883
군수+완제기수출	301	431	343	476	381	605	482	620	1,551	2,088	3,381	5,842
기체부품	206	168	174	217	240	195	203	263	765	901	1,506	2,040
영업이익	29	46	40	47	47	59	48	67	161	221	399	753
OPM(%)	5.7%	7.7%	7.7%	6.7%	7.5%	7.4%	7.1%	7.6%	7.0%	7.4%	8.2%	8.5%
세전이익	18	33	42	47	39	51	40	59	140	189	379	723
지배주주순이익	18	27	34	33	30	40	32	46	111	148	268	564
NIM(%)	3.5%	4.5%	6.5%	4.7%	4.9%	5.0%	4.6%	5.2%	4.8%	5.0%	5.5%	6.3%

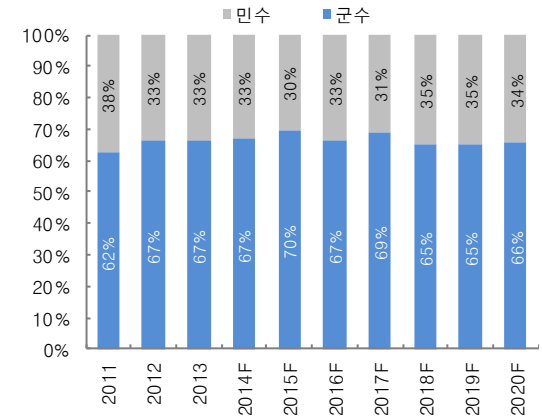
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. 한국항공우주 연도별 수주잔고



자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터 추정

그림 2. 한국항공우주 군수, 민수 매출비중



자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터 추정

한국항공우주 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	2,016	2,315	2,985	3,826	4,883
매출원가	1,774	2,022	2,592	3,332	4,256
매출총이익	242	294	394	494	627
판매비와관리비	118	132	173	199	228
영업이익	125	161	221	295	399
영업이익률	6.2	7.0	7.4	7.7	8.2
EBITDA	203	229	307	415	525
영업외손익	-32	-22	-32	-47	-58
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	36	35	35	35	35
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-45	-49	-58	-73	-84
외환관련손실	33	25	25	25	25
기타	-22	-7	-9	-9	-9
법인세비용차감전순손익	92	140	189	248	341
법인세비용	-2	-29	-41	-53	-73
계속사업순손익	90	111	148	194	268
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	90	111	148	194	268
당기순이익률	4.5	4.8	5.0	5.1	5.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	90	111	148	194	268
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	94	114	152	198	271
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	94	114	152	198	271

재무상태표 (단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,145	1,334	1,491	1,698	2,122
현금및현금성자산	138	210	143	73	157
매출채권 및 기타채권	394	451	550	670	815
재고자산	359	413	533	683	872
기타유동자산	254	259	265	271	279
비유동자산	831	939	1,133	1,464	1,540
유형자산	494	559	677	937	945
관계기업투자금	3	3	2	2	1
기타비유동자산	335	377	454	526	593
자산총계	1,976	2,272	2,624	3,162	3,662
유동부채	722	860	1,010	1,222	1,314
매입채무 및 기타채무	486	520	564	620	691
차입금	50	150	250	400	415
유동성채무	136	136	136	136	136
기타유동부채	49	54	60	65	72
비유동부채	293	359	431	581	740
차입금	91	121	151	251	351
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	202	238	280	330	389
부채총계	1,015	1,219	1,441	1,803	2,054
지배지분	961	1,054	1,183	1,359	1,608
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	341	432	561	736	984
기타자본변동	5	6	7	7	8
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	962	1,054	1,183	1,359	1,608
순차입금	87	139	330	643	668

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	924	1,139	1,520	1,994	2,748
PER	31.4	34.9	31.7	24.1	17.5
BPS	9,864	10,809	12,137	13,939	16,496
PBR	2.9	3.7	4.0	3.5	2.9
EBITDAPS	2,086	2,347	3,147	4,255	5,383
EV/EBITDA	14.3	17.6	16.4	12.9	10.2
SPS	20,686	23,753	30,625	39,252	50,095
PSR	1.4	1.7	1.3	1.0	0.8
CFPS	2,648	2,992	3,771	4,879	6,007
DPS	200	200	200	200	200

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	202	195	167	221	268
당기순이익	90	111	148	194	268
비현금항목의 가감	168	181	219	281	318
감가상각비	79	68	86	120	126
외환손익	10	-4	-4	-4	-4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	78	117	137	165	196
자산부채의 증감	-42	-50	-133	-159	-192
기타현금흐름	-15	-47	-67	-95	-126
투자활동 현금흐름	-241	-180	-287	-457	-208
투자자산	0	-1	-1	-1	-1
유형자산	-141	-114	-180	-350	-100
기타	-99	-65	-106	-106	-107
재무활동 현금흐름	-47	123	123	243	108
단기차입금	-58	100	100	150	15
사채	0	0	0	50	50
장기차입금	18	30	30	50	50
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-19	-19	-19	-19	-19
기타	12	12	12	12	12
현금의 증감	-86	72	-67	-70	83
기초 현금	223	138	210	143	73
기말 현금	138	210	143	73	157
NOPLAT	122	128	173	231	313
FCF	-1	22	-21	-99	239

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	31.4	14.8	28.9	28.2	27.6
영업이익 증가율	-1.0	29.5	36.8	33.6	35.4
순이익 증가율	22.1	22.9	33.4	31.2	37.8
수익성					
ROIC	10.0	10.2	11.8	12.6	14.4
ROA	6.4	7.6	9.0	10.2	11.7
ROE	9.7	11.0	13.3	15.3	18.1
안정성					
부채비율	105.5	115.7	121.8	132.7	127.7
순차입금비율	9.0	13.2	27.9	47.3	41.5
이자보상배율	9.6	6.6	6.7	6.1	6.8

자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터

Issue & News

한국공항 (005430)

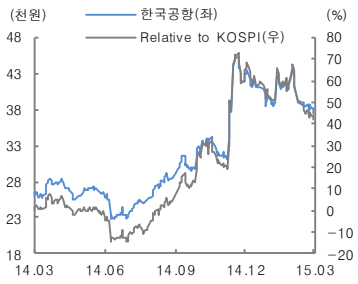
이지윤
02.769.3429
Leejyun0829@daishin.com

투자의견	N.A
목표주가	N.R
현재주가 (14.03.10)	37,400

항공운송업

KOSPI	1984.77
시가총액	118 억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	16억원
52주 최고/최저	45,250원 / 22,750원
120일 평균거래대금	5억원
외국인지분율	1.89%
주요주주	대한항공 외 1인 59.54% 국민연금 6.93%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.8	-13.0	31.9	43.3
상대수익률	-15.9	-14.7	36.2	41.1



공항이 바빠질수록 한국공항이 좋다

대한항공 계열의 국내 1위 항공운수보조 업체

- 국내 항공운수보조업체에서 점유율 50%에 육박
- 매출액 구조: 항공운수보조 84%, 제품판매(제주워터, 석회석 채굴하여 포스코에 판매): 11%, 기타 6%
- 국내 15개 공항에서 대한항공, 진에어, 외항사에 대한 서비스 제공(에어프랑스, 에어아시아 등)

인천공항 외항사 취항, 항공기 운항횟수 증가

- 2014년 국제선 운항횟수 YoY +11%, 2015년에도 두 자릿수 증가 예상
- 외항사 국내 공항에 취항하기 위해서는 운수보조업체와의 계약 필요
- 대형기 운항이 높을수록 수익성이 높아 저유가로 장거리 운항이 늘어나는 점이 긍정적
- 수주 타입별 수익성 순위: 장거리 대형기>단거리 소형기>화물

투자증권 처분으로 영업 외 변동성 축소

- 동사의 영업 외 손실 발생의 주요인이었던 한진해운홀딩스(2014.8.6), 한진해운(2014.11.18) 주식 전량 매각하면서 영업외 변동폭 크게 낮아짐
- 2014년 계열사 주식 처분하면서 826억원 현금 유입

고객 다각화, 보유한 사업의 진화 가능성

- 대한항공, 진에어라는 Captive 고객을 기반으로 단순보조 업에서 정비범위 확대 가능성
- 외항사 고객 유치 증대
- 제주워터 패케징과 마케팅 강화를 통해 판매수익 확대 가능성

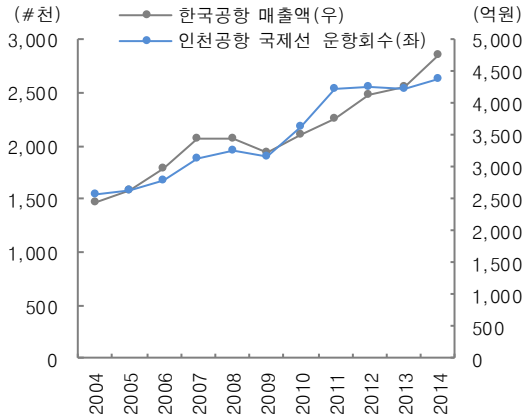
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F
매출액	4,216	4,263	4,217	4,382	4,600
영업이익	275	187	82	134	160
세전순이익	-192	20	-138	35	102
총당기순이익	-145	14	-115	28	81
지배지분순이익	-176	-2	-115	28	81
EPS	-5,554	-59	-3,618	871	2,569
PER	-5.5	-454.9	-6.3	47.2	15.0
BPS	-4,592	453	-3,618	871	2,569
PBR	0.39	0.36	0.30	0.48	0.37
ROE	-6.6	-0.1	-4.8	1.1	2.7

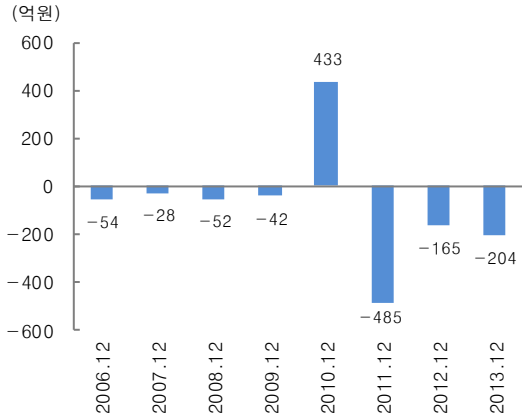
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국공항, 대신증권 리서치센터

그림 1. 국제선 운항횟수와 한국공항 매출액 관계



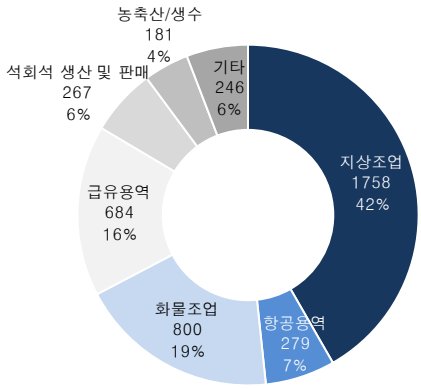
자료: 한국공항, 인천공항

그림 2. 한국공항 기타 영업외 비용 추이



자료: 한국공항

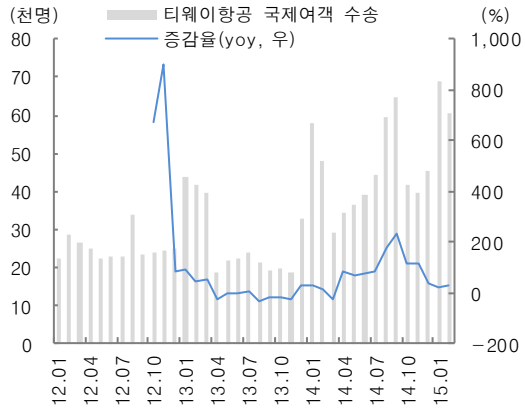
그림 3. 매출액 분석



자료: 한국공항,, 대신증권 리서치센터

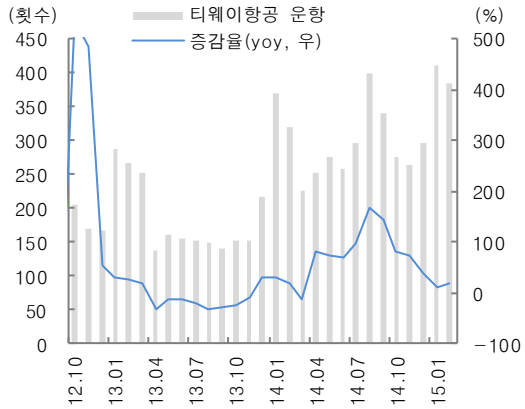
Appendix

그림 1. 티웨이항공 여객 수송량



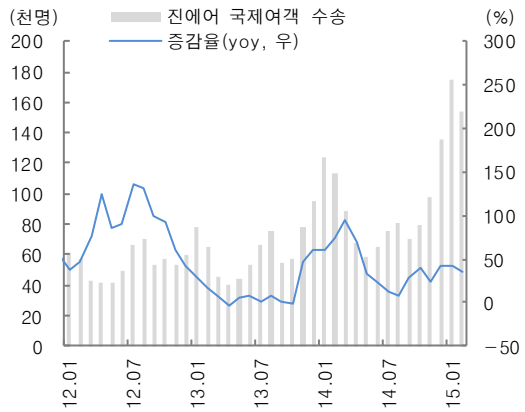
자료: 인천공항

그림 2. 티웨이항공 운항



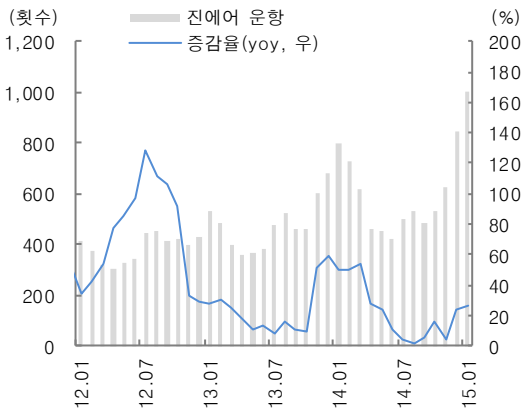
자료: 인천공항

그림 3. 진에어 여객 수송량



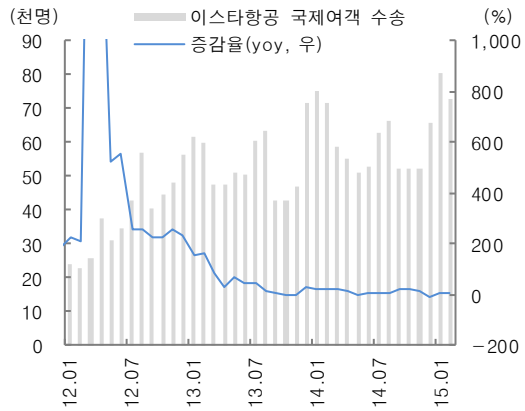
자료: 인천공항

그림 4. 진에어 운항



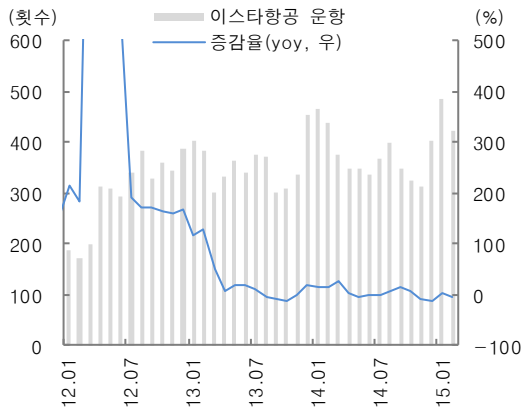
자료: 인천공항

그림 5. 이스타 여객 수송량



자료: 인천공항

그림 6. 이스타 운항



자료: 인천공항

표 1. Full Service Carrier 항공사들의 PEER Valuation (단위: 백만불, %, 배)

		대한항공	아시아나항공	루프트한자	American Airline	에어차이나	JAL	케세이 퍼시픽
매출액	14Y	11,316	5,545	33,740	42,650	16,868	12,590	13,606
	15Y	10,566	5,287	33,968	43,125	17,714	11,234	14,036
	16Y	10,817	5,442	34,528	44,898	19,814	11,276	14,984
영업이익	14Y	375	93	1,148	4,249	779	1,665	673
	15Y	797	344	1,761	8,275	1,597	1,428	1,066
	16Y	749	330	2,067	8,128	1,655	1,574	1,207
OPM(%)	14Y	3.3	1.7	3.4	10.0	4.6	13.2	4.9
	15Y	7.5	6.5	5.2	19.2	9.0	12.7	7.6
	16Y	6.9	6.1	6.0	18.1	8.4	14.0	8.1
순이익	14Y	(456)	15	396	2,882	500	1,459	442
	15Y	368	183	1,052	7,289	1,168	1,233	801
	16Y	336	171	1,266	6,170	1,260	1,308	929
PER	14Y	–	8.6	14.7	10.3	27.1	9.0	19.2
	15Y	8.6	8.7	6.4	4.6	14.6	9.1	10.9
	16Y	9.5	9.2	5.3	5.6	12.6	8.6	9.2
PBR	14Y	1.0	1.1	1.1	18.9	1.6	2.0	1.0
	15Y	1.2	1.6	1.0	4.2	1.5	1.7	1.0
	16Y	1.0	1.4	0.9	2.5	1.3	1.4	0.9
EV/EBITDA	14Y	8.9	12.3	3.5	7.5	10.6	3.5	7.9
	15Y	6.5	7.1	2.8	4.6	7.6	4.3	6.2
	16Y	6.4	6.9	2.5	4.7	7.0	3.7	5.5
ROE	14Y			5.2	297.3	5.5	24.0	5.6
	15Y	14.2	17.6	18.3	155.8	10.7	19.9	9.0
	16Y	11.8	14.7	18.9	58.6	11.2	18.5	10.1
주가등락률	1M	0.8	3.5	(7.8)	0.3	–	(1.5)	(3.9)
	3M	10.7	61.4	(11.5)	(4.0)	17.4	(3.0)	(2.0)
	6M	29.9	79.9	(4.3)	29.3	93.3	25.1	16.7
	YTD	3.7	20.6	(5.4)	(8.7)	(8.0)	3.1	(0.8)

자료:Bloomberg 컨센서스(2015년 3월 8일 기준)
주: 대한항공, 아시아나항공 블룸버그 추정치 기준

표 2. LCC PEER Valuation

(단위: 백만불, %, 배)

		CEBU AIR	SOUTHWEST AIRLINES	이지젯트	제트블루	버진에어	타이거에어	에어아시아	중국 춘추항공
매출액	14Y	1,173	18,568	7,177	5,817	3,998	597	1,496	1,167
	15Y	1,299	19,610	7,304	6,289	3,627	485	1,570	1,255
	16Y	1,419	20,722	7,727	6,880	3,880	507	1,694	1,606
영업이익	14Y	105	2,327	918	510	(122)	(39)	254	107
	15Y	159	3,912	1,006	1,088	11	(27)	375	157
	16Y	168	4,097	1,083	1,163	191	46	393	236
OPM(%)	14Y	9.0	12.5	12.8	8.8	(3.0)	(6.6)	17.0	9.2
	15Y	12.3	20.0	13.8	17.3	0.3	(5.6)	23.9	12.5
	16Y	11.8	19.8	14.0	16.9	4.9	9.0	23.2	14.7
순이익	14Y	71	1,363	716	252	(157)	(96)	135	125
	15Y	131	2,373	804	582	(40)	(122)	237	166
	16Y	131	2,433	903	623	82	12	270	238
PER	14Y	17.8	22.4	15.1	26.8	–	–	13.5	27.6
	15Y	9.7	12.6	13.0	10.8	–	–	7.8	27.4
	16Y	9.1	11.9	11.6	10.2	15.6	–	6.9	19.3
PBR	14Y	2.3	3.7	3.1	2.4	1.5	1.2	1.2	6.2
	15Y	1.9	3.2	2.7	1.9	1.5	3.1	1.1	4.6
	16Y	1.6	2.6	2.4	1.6	1.4	3.0	1.0	3.8
EV/EBITDA	14Y	10.0	8.8	8.7	10.0	24.7	–	10.1	–
	15Y	7.4	5.6	7.8	5.3	9.1	–	7.9	–
	16Y	6.7	5.1	7.0	4.8	5.3	18.7	7.5	–
ROE	14Y	13.8	17.9	21.5	11.5	(17.3)	(58.1)	9.6	24.3
	15Y	21.8	29.2	22.1	21.6	(4.8)	(78.6)	15.3	21.1
	16Y	19.7	24.2	21.3	19.3	9.3	3.9	15.0	21.9
주가등락률	1M	(4.0)	(1.0)	0.7	6.3	9.0	(10.6)	(13.7)	9.2
	3M	10.8	7.0	(1.3)	18.1	15.5	3.5	(12.4)	–
	6M	33.0	34.1	27.2	43.1	16.9	(14.2)	(2.8)	–
	YTD	3.6	4.0	4.0	13.1	15.5	11.3	(11.8)	–

자료: Bloomberg 컨센서스(2015년 3월 8일 기준)

표 3. **기체부품 업체 PEER Valuation** (단위: 백만불, %, 배)

		한국항공우주	아스트	SPIRIT AEROSPACE	TRIUMPH	ZODIAC AERO	AVIC AIRCRAFT
국가		한국	한국	미국	미국	프랑스	중국
기체부품 매출비중		37%	100%	72%	100%	89%	12%
매출액	14Y	2,199	61	6,799	3,763	5,681	3,135
	15Y	2,727	82	6,720	3,855	5,453	3,542
	16Y	3,438	105	6,960	3,999	5,924	4,079
영업이익	14Y	153	(2)	354	400	771	101
	15Y	203	3	820	409	772	130
	16Y	274	12	863	528	881	162
OPM(%)	14Y	7.0	(2.8)	5.2	10.6	13.6	3.2
	15Y	7.5	3.5	12.2	10.6	14.2	3.7
	16Y	8.0	11.8	12.4	13.2	14.9	4.0
순이익	14Y	106	(5)	359	206	482	70
	15Y	145		516	219	505	88
	16Y	201	8	547	289	593	110
PER	14Y	42.5		11.0	14.3	21.6	159.0
	15Y	29.2		13.2	10.4	20.4	123.6
	16Y	21.4		12.3	9.9	17.4	95.5
PBR	14Y	4.0		3.6	1.5	3.1	5.8
	15Y	3.9		3.2	1.3	3.1	4.8
	16Y	3.4		2.5	1.1	2.7	4.6
EV/EBITDA	14Y	20.4		7.7	7.6	14.5	–
	15Y	16.1		7.1	7.9	12.9	–
	16Y	13.0		6.5	6.1	11.1	–
ROE	14Y	10.6	(14.8)	35.8	11.5	15.3	3.9
	15Y	14.8	0.1	26.5	10.7	16.3	4.7
	16Y	16.8	13.5	22.1	11.4	16.2	5.4
주가등락률	1M	5.2	23.3	1.8	10.1	10.5	5.9
	3M	23.2	–	13.2	(13.8)	19.1	48.6
	6M	25.4	–	24.5	(14.9)	26.5	81.2
	YTD	22.9	80.4	14.9	(11.6)	17.9	37.7

자료:Bloomberg 컨센서스(2015년 3월 8일 기준)

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지윤)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):
향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

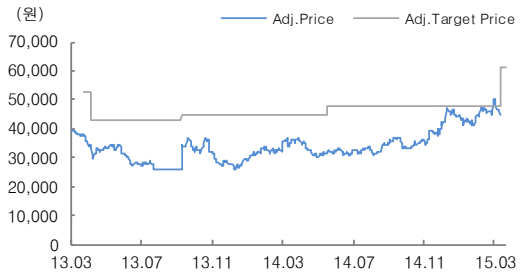
Buy(매수):
향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):
향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

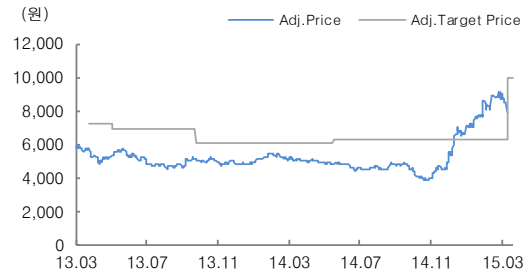
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

대한항공(003490) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



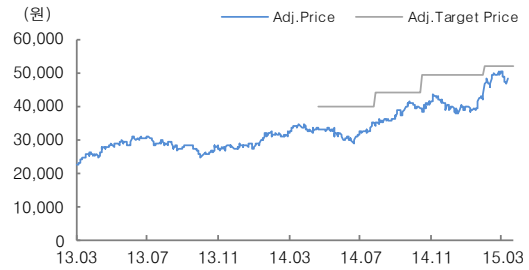
제시일자	15.03.11	14.05.21	14.05.20	14.01.28	14.01.14	14.01.08
투자의견	Buy,담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	60,000	48,000	48,000	45,000	45,000	45,000
제시일자	13.12.18	13.11.10	13.10.30	13.10.24	13.10.01	13.09.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000
제시일자	13.09.15	13.08.07	13.07.28	13.07.02	13.06.11	13.05.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	45,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000
제시일자	13.05.05	13.05.04	13.04.15	13.04.07	13.04.01	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	43,000	43,000	43,000	53,000	53,000	

아시아나항공(020560) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.03.11	14.05.20	14.01.14	14.01.08	13.11.10	13.10.01
투자의견	Buy,담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	10,000	6,300	6,100	6,100	6,100	6,100
제시일자	13.09.29	13.08.07	13.07.07	13.07.02	13.06.11	13.05.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	6,100	6,900	6,900	6,900	6,900	6,900
제시일자	13.05.08	13.05.05	13.04.07	13.04.01		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	7,200	7,200	7,200	7,200		
제시일자						
투자의견						
목표주가						

한국항공우주(047810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.03.11	15.01.30	15.01.12	14.12.22	14.11.05	14.10.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	56,000	52,000	49,000	49,000	49,000	49,000
제시일자	14.09.02	14.07.29	14.07.23	14.07.08	14.05.22	14.05.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	40,000	40,000	40,000	40,000
제시일자	14.05.09	14.04.24				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	40,000	40,000				
제시일자						
투자의견						
목표주가						