

항공 (비중확대)

AIR Transformer, 변신하는 항공사들

Analyst **홍준기**

02)6923-7315

joonkih00@capefn.com

항공여객 산업은 해외여행 수요의 성장으로 빠르게 성장할 수 있었습니다. 소득 수준 높아지며 여객 수요는 안정적인 성장 이어갈 전망입니다. 특히, 2019년부터 중국 여객 수요가 확대될 것으로 기대됩니다.

저가항공사(LCC)들의 대형항공사(FSC) 점유율 침투 속도가 둔화되고 있어, 저가항공사들의 공급 비중이 높은 단거리 노선 점유율 경쟁이 심화될 전망입니다. 국내 항공사들은 효율적으로 점유율을 확대해나갈 필요성이 커졌습니다.

대한항공은 미주 노선을 강화하고, 부채비율 낮추며 ROE 개선에 힘쓸 전망입니다. 제주항공은 공급당 비용이 낮아 안정적으로 점유율 확대해 나갈 전망입니다. 두 항공사를 필두로 영업이익 개선 이어가는 항공산업에 대해 비중확대 의견 제시합니다.



Contents

1	항공업종 리뷰	06
	항공업종 주가 리뷰	
2	수요 전망	11
	2019-21년 내국인 출국 수요는 연평균 10% 성장할 전망	
	해외 사례	
	외국인 입국자 수 긍정적인 흐름 이어갈 전망	
	전체 여객 수요 전망	
	환율 민감도 분석	
3	가격 전망	26
	2019-21년 운임은 제한적으로 상승할 전망	
	장거리 노선: 대형항공사(FSC) 운임 인상 의지 높아질 전망	
	중거리 노선: 높아지는 프리미엄 좌석 수요	
	단거리 노선: 경쟁 심화로 운임 하방 압력 받을 전망	
	항공사 운임 추정	
4	성장 동력	46
	중국은 항공사들에게 새로운 성장 동력	
5	항공사별 경쟁력 비교	55
	효율적인 공급 확대가 필요한 시점	
6	원가 분석	60
	유가 및 환율에 따른 이익 변동위험	
7	항공업종 투자의견	64
	항공업종 합산 영업이익 전년대비 +45.4% 전망	
	주요 항공사 투자포인트	
	밸류에이션	
	Top pick 제주항공	
8	기업분석	85
	제주항공 (089590KS Buy 유지 TP 44,000원 유지)	
	효율적인 공급확대 가능한 제주항공	
	티웨이항공 (091810KS Buy 유지 TP 9,000원 유지)	
	중국 운항 기대감과 아쉬운 기재 도입 불확실성	

항공 (비중확대)

Analyst 홍준기 · 02)6923-7315 · Joonkih00@capefn.com

AIR TRANSFORMER: 변신하는 항공사들

하반기 중국 운항 확대로 여객 수요 성장을 회복 기대감은 유효하다고 판단합니다. 경쟁 심화되면서 항공사들은 외형 성장보다 수익성 제고에 집중할 전망입니다. 안정적인 수익 창출로 ROE 개선되는 대한항공, 낮은 공급당 비용으로 이익 성장 이어갈 수 있는 제주항공을 필두로 항공업종의 실적 개선은 계속될 전망입니다. 항공 업종에 대해 비중확대 의견 제시합니다.

2019-20년 주요 항공사 영업이익 개선 이어갈 전망. 항공 산업 비중확대 의견 제시

- 2019년 주요 항공사(대한항공, 제주항공, 진에어, 티웨이항공) 합산 영업이익은 1조2천억 원(+45% YoY), 2020년에는 1조5천억 원(+17% YoY) 전망함. 실적 개선 이어가는 항공 업종에 대해 비중확대 의견 제시.
- 내국인 출국 수요는 소득 수준 증대되며 2019-21년까지 연 평균 9.7% 성장할 전망이고, 외국인 입국 수요는 긍정적인 흐름 이어지며 15% 증가할 전망임. 따라서 전체 여객 수요는 연 평균 11.6% 성장할 전망.
- 경쟁 심화로 단거리 노선 운임은 하방 압력을 받을 전망. 다만, 중거리 노선 프리미엄 좌석 수요 그리고 장거리 노선은 대한항공, 델타항공 JV효과에 힘입어 단가 상승할 전망. 평균 운임 2019-21년 연 평균 1.6% 성장할 것으로 전망.

중국은 새로운 성장 동력, 그러나 효율적인 공급확대 필요

- 대형항공사(FSC)와 저가항공사(LCC) 사이의 점유율 경쟁이 일단락됐고, 일본, 동남아 지역에서 추가적인 신규 수요 창출이 쉽지 않을 것으로 예상. 저가항공사(LCC)들이 지방공항 출발 노선을 통해 공급 확대 이어가면서 단거리 노선 경쟁은 더욱 심화될 것으로 예상. 항공사들은 수익성 제고를 통해 효율적으로 공급을 확대할 필요성 커졌음.
- 2019년 하반기부터 국내 저가항공사(LCC)들의 중국 신규 운항이 시작될 계획. 저가항공사(LCC)들의 진입으로 평균 운임은 하락할 전망이지만, 전체 중국 여객 수요가 2021년까지 연 평균 25.5% 성장할 것으로 전망. 그 결과, 우리나라 중국 노선 매출은 연 평균 16.4% 성장할 전망.

2019년 항공업종 주가는 상저하고 주가흐름을 보일 전망

- 항공업종 주가는 비성수기 도래로 항공사 2분기 실적 둔화 전망을 반영하며 연초대비 수익률 0.6%에 머무르고 있음.
- 하반기에는 3분기 성수기에 따른 실적 개선, 중국 여객 수요 성장 기대감으로 긍정적인 주가 흐름 보일 전망. 나아가, 항공유 가격 낮아지고 있고, 환율도 2분기 이후 점진적으로 하락할 전망으로 유가 및 환율 부담감도 낮아질 전망.
- 대한항공은 안정적인 수익 창출과 현금창출능력 제고되며 ROE 개선될 전망. 제주항공은 경쟁사 중에서 공급당 비용이 가장 낮아, 효율적인 공급 확대로 이익 성장 이어갈 전망.

주요 기업 투자 의견

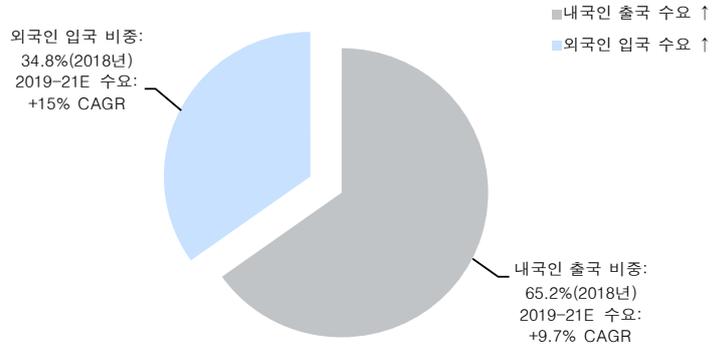
(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	2019E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
제주항공	Buy	44,000	34,200	28.7	3,421	9.9	1.9	21.5	-181
티웨이항공	Buy	9,000	6,670	34.9	545	12.5	1.3	10.7	-229

자료: 케이프투자증권 리서치본부

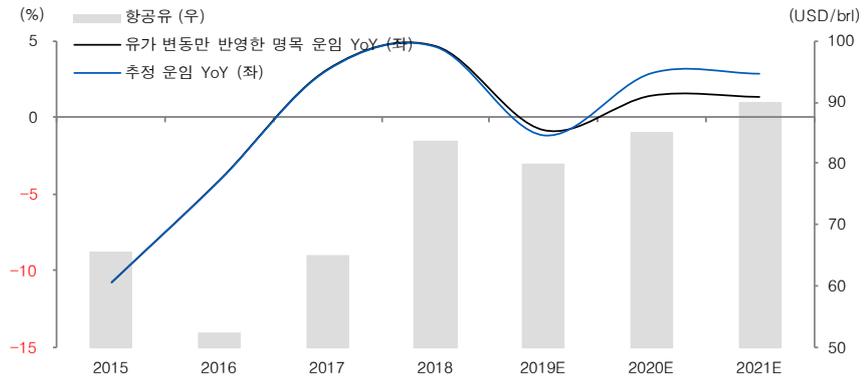
KEY CHARTS

Key Chart 1. 항공여객 수요, 2019-21년까지 연평균 11.6% 성장할 전망



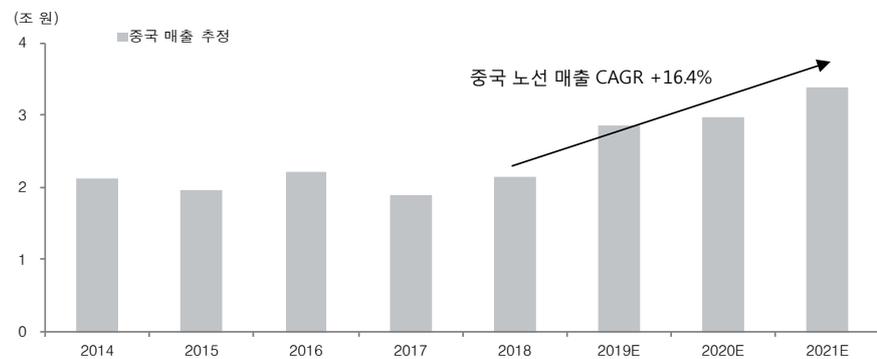
자료: 케이프투자증권 리서치본부

Key Chart 2. 항공여객 평균 운임, 2019-21년까지 연평균 1.6% 증가할 전망



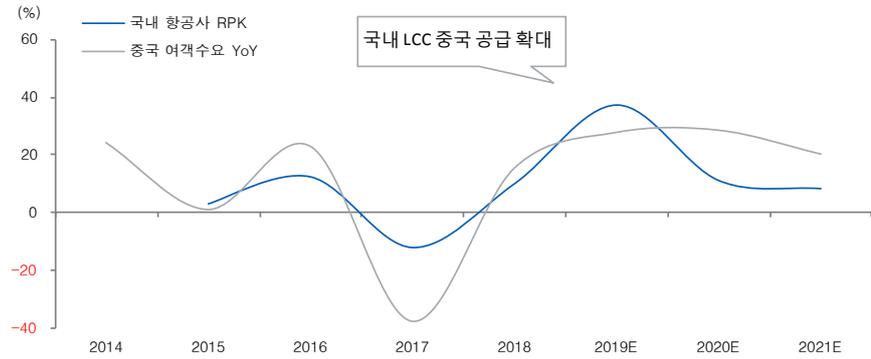
자료: 케이프투자증권 리서치본부

Key Chart 3. 중국 노선 운수권 확대에 따른 매출 추정



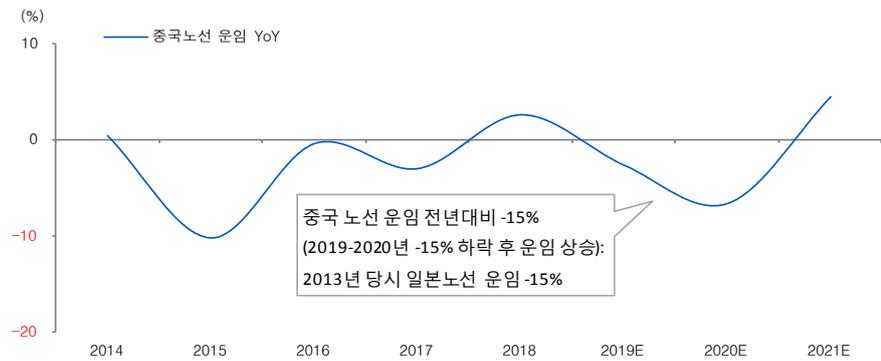
자료: 케이프투자증권 리서치본부

Key Chart 4. 중국 노선 국내 항공사 공급실적 전망



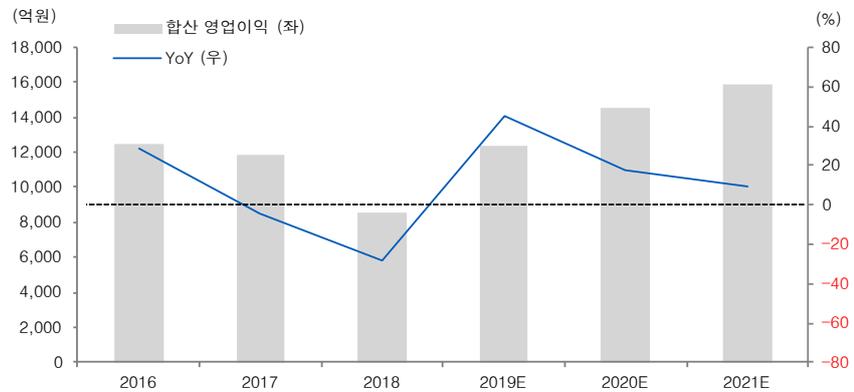
자료: 케이프투자증권 리서치본부

Key Chart5. 중국 노선 국내 항공사 운임 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

Key Chart6. 주요 항공사(대한항공, 제주항공, 진에어, 티웨이항공) 합산 영업이익



자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

I. 항공업종 리뷰

해외여행 수요를 중심으로 성장한 국내 항공여객 시장

2010년대에 들어오면서 우리나라 항공여객 산업은 해외여행 수요 성장에 힘입어 빠르게 커졌다. 2011년을 기점으로 1인당 국민소득이 2만 달러를 넘어가면서 해외여행심리가 빠르게 개선됐다. 일본 대지진 및 원전 폭발 사고 등으로 해외여행심리는 일시적인 위축과 회복을 반복했으나, 추세적으로 해외여행 수요가 성장 이어가면서, 2011-13년 전체 항공여객 수요는 매년 평균 8.3%의 성장률을 기록한다.

이후 2015년부터 2018년까지 우리나라 해외여행 수요의 성장 속도는 한층 더 빠르게 성장했다. 비정상적인 성장 속도의 주요 원인은 저가항공사(LCC)들이 국제선 여객 시장에서 공급을 빠르게 확대해 나갔기 때문이다. 항공요금 낮아지면서 내국인 출국 수요는 2015-17년까지 매년 평균 18% 수준으로 성장했고, 전체 항공 여객 수요는 매년 평균 10% 수준으로 성장했다.

항공 요금 하락으로 신규 수요 유입되며 FSC, LCC 함께 성장

2011년부터 저가항공사(LCC)들은 대형항공사(FSC)들의 수요를 흡수하며 국제선 여객 점유율을 빠르게 확대해갔다. 특히, 2014년 하반기부터는 유가가 빠르게 하락하기 시작하면서 항공사들의 연료비 부담이 대폭 줄어들었고, 수익성이 개선된 저가항공사(LCC)들이 안정적으로 외형 성장에 집중할 수 있었다. 결과적으로 저가항공사(LCC)의 국제선 여객 점유율은 2018년 말 기준 32% 수준까지 올라왔다.

단거리 노선에서 저가항공사(LCC)들의 점유율 확대되면서, 대형항공사(FSC)들의 운임 수준도 낮아질 수 밖에 없었다. 대형항공사(FSC)들의 점유율 하락으로 실적 악화 우려가 점점 높아졌으나, 2014년 하반기부터 유가가 빠르게 하락하면서 대형항공사(FSC)들은 수익성 압박에서 벗어날 수 있었다. 오히려 평균 항공요금 하락으로 유입되는 신규 해외 여행 수요에 힘입어 대형항공사(FSC)들의 실적도 저가항공사(LCC)들과 함께 성장할 수 있었다.

항공여객 시장 성장을 안정화로 수익성 제고 필요

2019년 저가항공사(LCC)들의 국제선 여객 침투율이 글로벌 평균인 30%를 넘어가면서, 점유율 확대 속도는 이전보다 둔화될 전망이다. 그 결과, 공급이 집중되어 있는 단거리 노선에서 국내 항공사들의 점유율 유지 및 추가적인 확보를 위한 경쟁은 한층 더 심화될 것으로 예상된다. 가격 경쟁 본격화되면서 항공사들의 수익성 악화에 대한 우려가 점차 커지고 있는 상황에서 항공사들은 외형성장보다는 수익성 제고에 대한 필요성이 커지고 있다. 대형항공사(FSC)와 저가항공사(LCC)의 수익성 제고 전략이 나뉘고 있는 상황에서 어떤 항공사가 안정적이고 효율적으로 이익의 양과 질을 개선해 나가고 있는지 판단해 볼 필요가 있다.

그림1. 우리나라 국제선 여객 수요



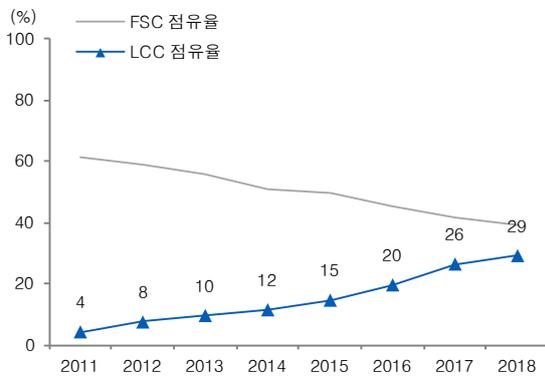
자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 우리나라 내국인 출국 수요



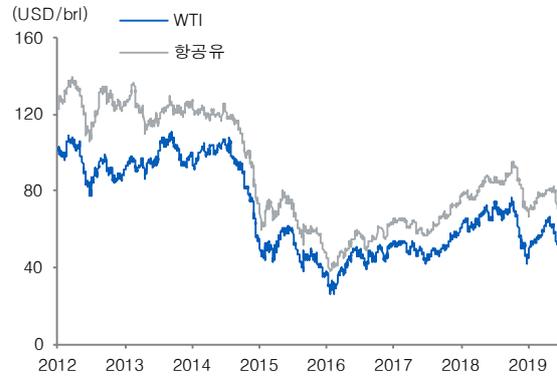
자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 국제선 저가항공사(LCC) 침투율



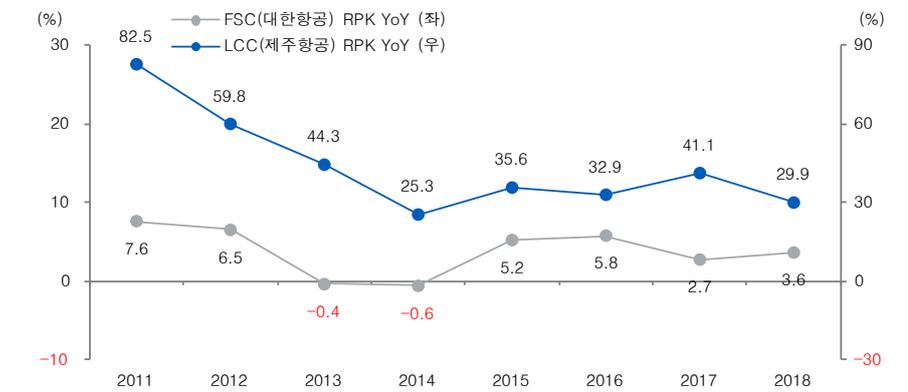
자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. WTI, 항공유 가격 추이



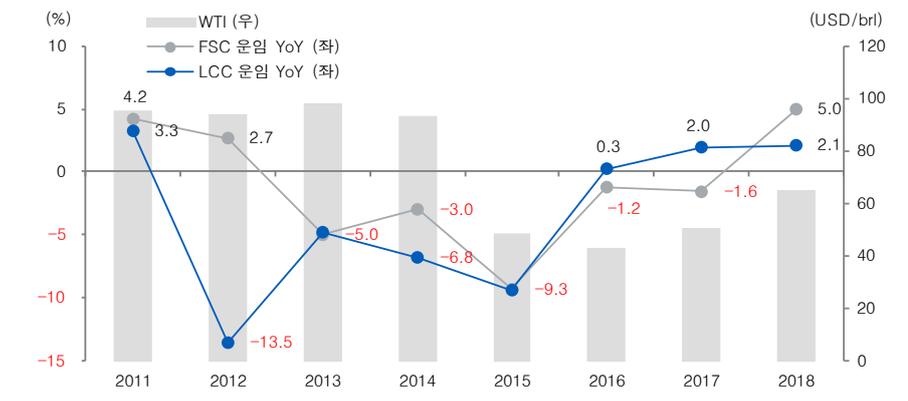
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. FSC/LCC 여객수송실적(RPK) 전년대비 증감률



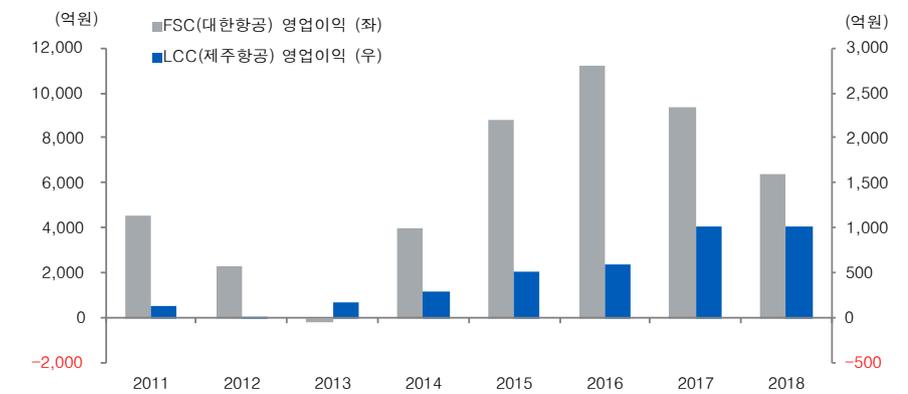
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 항공사 운임 전년대비 증감률과 유가



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림7. 항공사 연간 영업이익 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

항공업종 주가 리뷰

2018년 항공업종 상고하자 주가흐름

2018년 항공운송 업종 주가는 상고하자 흐름을 보였다. 상반기까지 내국인 출국 수요가 두 자리 수 성장을 보이며, 저가항공사(LCC) 중심의 수요 성장 모멘텀을 바탕으로 주요 항공사들의(대한항공, 제주항공, 진에어, 티웨이항공) 평균 주가 수익률은 연초대비 18% 까지 올라가며 강세를 보였다.

그러나 하반기에 들어서면서 내국인 출국 수요 성장률이 한 자리 수로 내려왔다. 이로 인해 여객 수요 성장 둔화 우려가 시작됐고, 성수기였던 3분기에 일본 여객 수가 태풍 영향으로 전년대비 소폭 감소하면서 항공운송 업종 주가는 연초대비 -15%를 기록한다.

이후 국제선 여객 수요 성장 둔화 우려가 상존하는 가운데, 유가 급등하면서 항공사들의 4분기 실적악화 반영하기 시작한 항공운송 업종 주가는 연초대비 -33%까지 하락했다. 12월까지 여객 수요가 빠른 회복세를 보여주지 못했고, 결국 2018년은 연초대비 -20% 평균 수익률로 마감했다.

그림8. 2018년 상고하자 주가 흐름을 보인 항공업종



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

2019년 항공업종 주가는 상저하고 흐름 보일 전망

- 항공업종 우려
 (1) 여객 수요 둔화
 (2) 실적 악화 전망
 (3) 단거리 경쟁 심화

2019년 항공업종 주가는 해외여행 수요 성장 모멘텀을 잃어버리면서, 항공유 가격과 분기별 항공사들의 실적 전망을 반영하며 움직이고 있다. 저가항공사(LCC)들은 1분기 동남아 지역 성수기에 힘입은 실적 호조를 주가에 반영하며 연초대비 평균수익률은 22%까지 상승했지만, 1분기 실적 발표 후 2분기 비성수기 도래에 따른 실적 둔화를 반영하며 0.6%까지 내려왔다. 대형항공사(FSC)는 대한항공 지배구조 이슈, 아시아나 항공 매각 이슈로 각각 주가 변동성이 커진 상황이다.

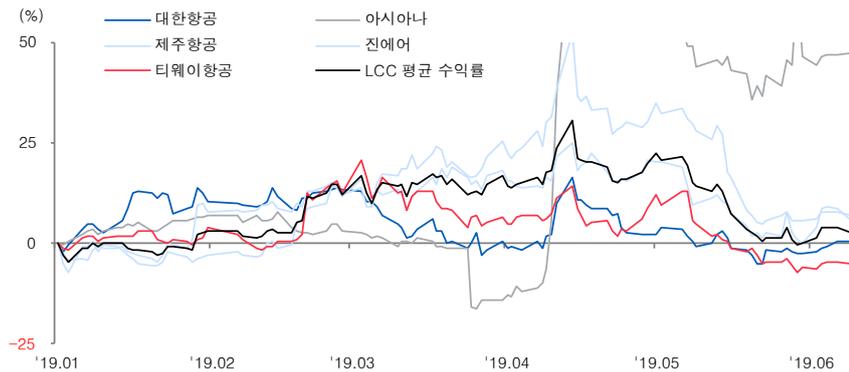
2019년 상반기까지 항공운송 업종 주가는 (1)국제선 여객 수요 성장률 둔화 우려와 (2)단거리 노선 경쟁 심화 우려가 상존하는 가운데, (3)유가흐름에 따른 분기별 실적 전망을 반영하며 움직이고 있다.

- 항공업종 기대감
 (1) 중국 수요 성장
 (2) 3분기 성수기
 (3)우호적인 매크로

그러나, 하반기에는 저가항공사(LCC)들이 중국 핵심 노선으로 운항 확대할 계획으로 (1)중국 항공여객 수요 성장 기대감, (2)해외여행 최대 성수기인 3분기 실적 기대감, (3)우호적인 유가와 환율 흐름으로 항공업종 주가는 긍정적인 흐름 보일 것으로 전망한다. 이에 더해, 2018년 하반기부터 한 자리 수로 내려온 내국인 출국 수요 성장률이 기저효과에 힘입어 하반기부터 두 자리 수 성장률 보여준다면 항공업종 주가는 긍정적인 흐름 보일 것으로 전망한다.

2019년 하반기부터 항공업종에 대한 투자センチ멘트를 개선시킬 수 있는 요소에 대한 기대감이 유효한 가운데, 각 항공사들의 수익성 제고를 위한 경쟁력 보유여부 및 경영 계획이 맞아떨어질 경우 항공업종 주가는 장기적인 관점에서도 충분히 재평가 받을 수 있다고 판단한다.

그림9. 2019년 항공업종 주가는 상저하고 흐름 보일 전망



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

II. 수요 전망

2019-21년 내국인 출국 수요는 연평균 10% 성장할 전망

2018년
내국인 출국 수요
+8.3% YoY

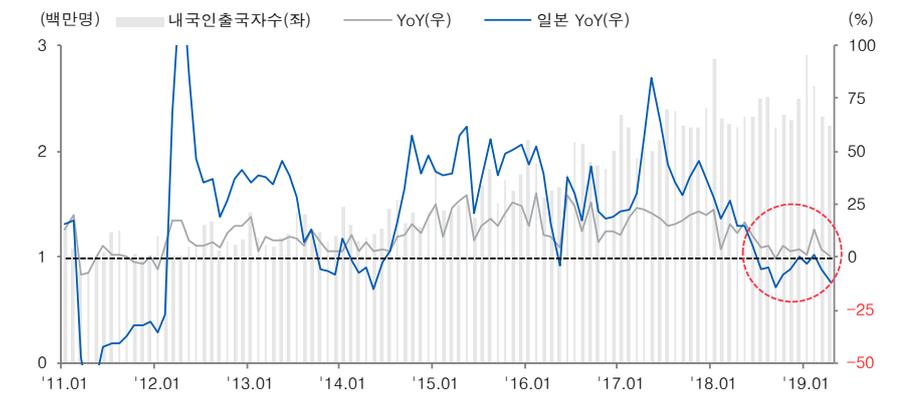
해외여행 수요 성장:
(1) 소득수준 증대,
(2) 중국 운항 확대

2018년 내국인 출국 수요는 전년대비 8.3% 성장했다. 2015년부터 두 자리 수 성장률을 기록하던 내국인 출국 수요는 2018년 9월 일본에서 발생한 자연재해 영향으로 해외여행 심리가 위축되면서 성장률이 한 자리 수로 내려왔다. 이후 2019년 2월에 전년대비 13.3% 성장한 것을 제외하면 계속 한 자리 수 초반에 머물고 있다.

2019년 내국인 출국 수요는 전년대비 8% 성장한 31백만 명으로 추정한다. (1) 2018년 일본 자연재해 영향으로 위축됐던 해외여행심리가 회복되고, (2) 소득 수준 높아지면서 자리잡아 가는 새로운 소비 트렌드 속에서 해외여행 수요가 성장을 이어갈 전망이다.

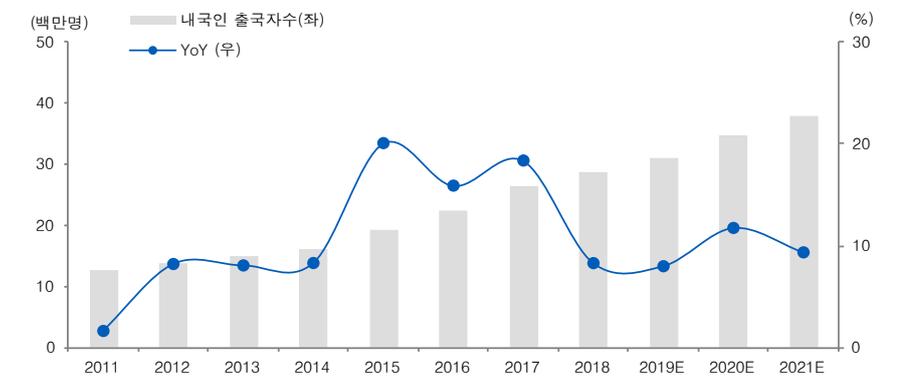
2020-21년까지 내국인 출국자 수는 전년대비 각각 12%, 9% 증가한 35백만 명, 38백만 명으로 추정한다. 2019년 하반기부터 저가항공사(LCC)들의 중국 운항 확대가 시작되고, 2020년부터 본격적으로 내국인 출국 수요의 성장을 견인할 것으로 예상된다.

그림10. 전체 및 일본 방문 내국인 출국자 수 추이



자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림11. 2019-21년 내국인 출국 수요, 연평균 9.7% 성장할 전망



자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

1인당 국민소득 3만 달러 시대 진입

소득 수준과 밀접한 관계 보이는 항공 여객 수요

항공 여객 운송 산업은 기타 대체 교통수단에 비해 운임이 비싸기 때문에 소득 수준과 밀접한 관계를 보인다. 우리나라의 경우, 해외여행 수요가 본격적으로 성장하기 시작한 2011년은 금융위기 이후 1인당 국민소득이 2만 달러를 넘어간 시점과 일치한다.

2018년 우리나라는 1인당 국민소득이 3만 달러를 넘어갔다. 1인당 국민소득이 새로운 만 단위를 넘어가면서 출국 수요 또한 성장 이어갈 것으로 기대됐다. 그러나 하반기에 일본 자연재해 영향으로 해외여행심리가 위축되면서, 내국인 출국 수요는 아쉽게 한자리 수 성장에 그쳤다.

소득 수준 증대 시, 오락·문화향 가계소비지출 증가

1인당 국민소득이 만 단위 갱신되는 시점마다 가계소비지출 수준은 한 단계 올라가는 모습을 확인할 수 있다[그림12]. 가계소비지출 항목 중 어떤 항목의 소비가 소득 수준 증대와 함께 한 단계 올라가는지 확인해 보면, 오락·문화향 소비지출이 한 단계 올라선다는 것을 확인할 수 있다.

2000년에 1인당 국민소득 1만 달러로 소득 수준이 올라오면서 6순위로 한 단계 올라선 오락·문화 소비지출(전체 가계소비지출 항목 중 비중 기준)은 2018년 1인당 국민소득이 3만 달러를 넘어가면서 가계소비지출 항목 중 비중이 3위인 식료품및비주류음료품과의 격차를 좁히고 있다.

자연스러운 여가생활 대안으로 자리잡은 해외여행

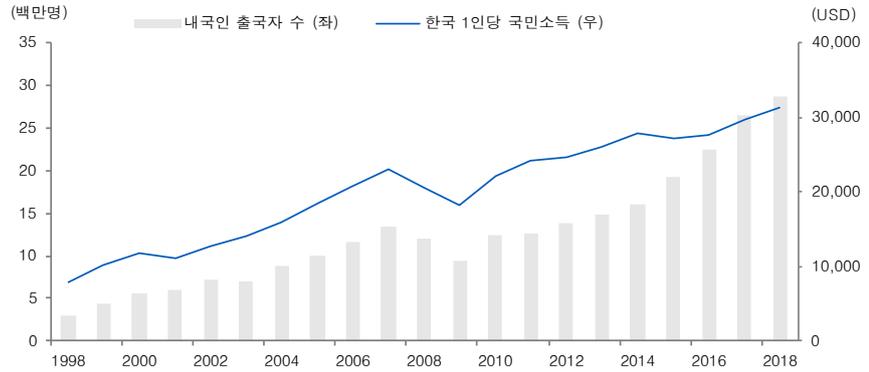
이는 소득 수준이 높아지면서 오락·문화 소비 행태에 변화가 생기는 것으로 볼 수 있다. 예를 들어, 이전에는 ‘필요에 의한 소비’, ‘스마트 소비’와 같은 가성비 중심의 소비 행태가 주목을 받았다면, 최근에는 ‘나심비’, 즉 개인의 심리적 만족도가 의사결정의 기준이 되는 새로운 소비 행태가 주목을 받고 있다.

또한 ‘주 52시간 근무제’ 등 사회적으로 삶의 질에 대한 논의가 확대되면서 오락·문화에 대한 소비는 더 빠르게 성장하고 또한 다변화될 전망이다. 그리고 해외여행은 개인의 질 높은 여가생활의 대안으로 빠르게 자리잡고 있다. 장기적으로도 소득 수준 높아지면서 해외여행에 대한 수요는 더욱 안정적으로 꾸준하게 커질 전망이다.

빠르게 커지고 있는 해외여행 관련 시장만 봐도 이러한 트렌드를 확인할 수 있다. 항공 여객 시장뿐만 아니라, 이제 해외여행 콘텐츠는 SNS, TV 예능 프로그램, 인터넷 등등 미디어를 통해 언제 어디서든 접할 수 있다. 이로 인해, 해외여행 정보의 접근성은 더욱 높아지고 있고, 동시에 수 많은 해외 여행 콘텐츠들이 해외여행 심리를 자극하면서 신규 수요를 향시 자극하고 있다.

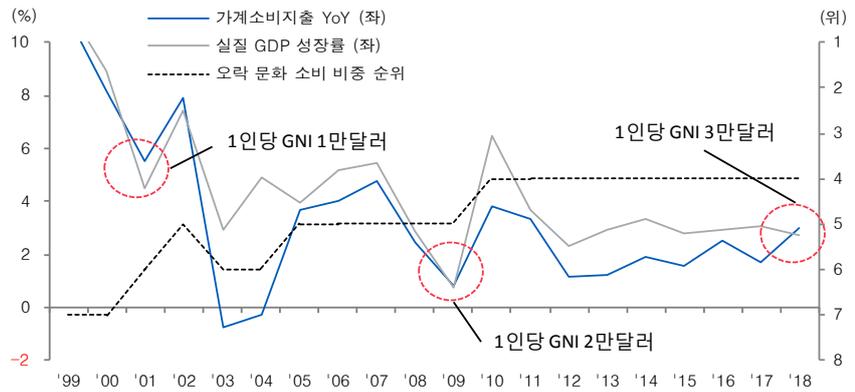
항공사들도 미디어 노출을 통해 직접 정보를 제공하고 또 수요를 자극한다. 기억에 남는 대한항공 “어디까지 가봤니” 광고 시리즈는 1인당 국민소득이 2만 달러를 넘어간 시점부터 나오면서 해외여행 수요를 자극하기 시작했었다. 근래에는 인스타그램 및 트위터 같은 SNS에서 끊임없이 항공사들 공식 계정에서 업로드 되는 항공권 가격 정보 및 추첨 이벤트와 같은 광고를 접할 수 있다.

그림12. 1인당 국민소득과 내국인 출국 수요 추이



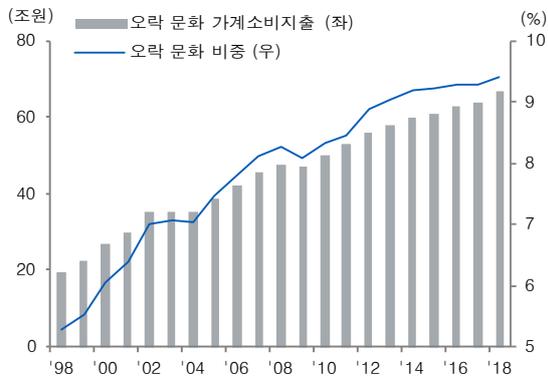
자료: 한국은행, 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림13. 1인당 국민소득 1만 달러 갱신하는 시점에 오락문화 중심으로 소비 증가



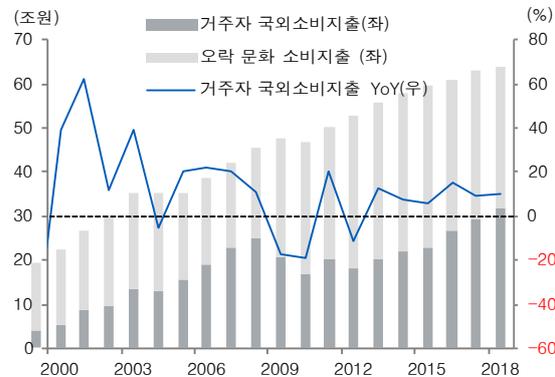
자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림14. 오락·문화소비 중심으로 증가하는 가계소비지출



자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림15. 자연스러워지는 국외 소비



자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림16. 소득 수준 높아지자 해외여행 광고 시작했던 대한항공



자료: 대한항공, 케이프투자증권 리서치본부
참고: 이미지는 2019년 대한항공 미주 노선 광고

그림17. 제주항공 트위터를 통한 홍보



자료: 제주항공 트위터 계정, 케이프투자증권 리서치본부

그림18. 티웨이항공 인스타그램을 통한 홍보



자료: 티웨이항공 인스타그램 계정, 케이프투자증권 리서치본부

내국인 출국 수요는 낮아진 가계소비지출 증가율에도 빠르게 성장할 전망

내국인 출국 수요는
가계소비지출 대비
2011-14년: 4배
2015-18년: 8배
빠르게 성장

2019년: 4배
2020-21년: 6배
빠르게 성장할 전망

우선 내국인 출국자 수 증감률은 가계소비지출 증감률과 유사한 방향성을 가지고 있다. 2010년대로 들어오면서, 가계소비지출 평균 약 2% 수준으로 증가하는 모습을 보이고 있는 반면, 내국인 출국자 수는 두 자리 수 증가율을 기록하고 있다. 증가하는 가계소비지출 속에서 해외여행 수요가 그만큼 빠르게 증가해온 것으로 해석할 수 있다.

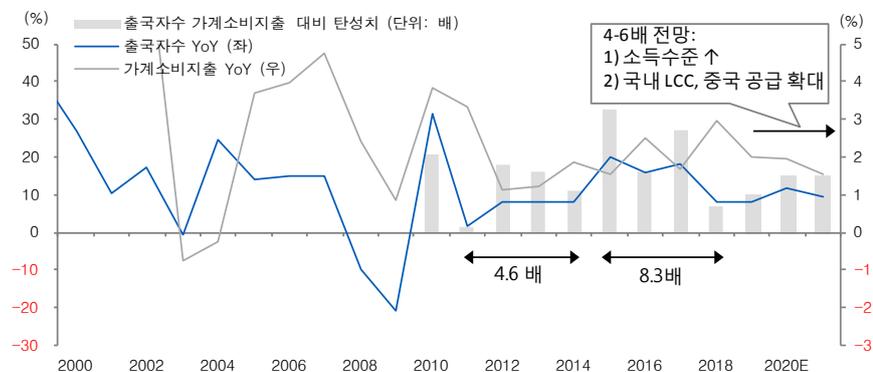
예를 들어, 2011년부터 14년까지 해외여행 수요는 가계소비지출 증가율보다 평균 4.6배 빠르게 증가했다. 저가항공사(LCC)들이 공격적으로 공급을 확대하기 전으로, 소득 수준 증대에 따른 해외여행 심리 개선을 주요 증가 요인으로 파악할 수 있다. 이후에 2015년부터 2017년까지는 저가항공사(LCC)들의 공급에 힘입어 해외여행 수요는 가계소비지출보다 평균 8.3배 빠르게 성장했다. 일본 및 동남아 지역 해외여행 신규 수요가 빠르게 유입되면서 내국인 출국 수요의 성장을 견인했다.

2018년 1인당 국민소득이 3만 달러 시대로 넘어갔지만, 하반기 일본 해외여행심리 위축으로 가계소비지출이 평균보다 높은 3% 증가했음에도 불구하고, 내국인 출국 수요는 8.3% 성장에 그쳤다.

우선 위축됐던 일본 해외여행 수요가 회복되고, 하반기부터 기저효과와 함께 중국 여객 수요 빠르게 성장하면서 2019년 내국인 출국 수요는 가계소비지출보다 4배 빠르게 성장할 수 있다고 가정했다. 해당 탄성치는 2010년대 초 소득 수준 높아지면서 개선된 해외여행심리만으로 내국인 출국 수요가 성장할 당시의 가계소비지출 대비 탄성치이다.

2020년부터는 중국이 본격적으로 내국인 출국 수요를 견인할 것으로 예상된다. 중국은 핵심 노선 외에도 지방 공항이 41개나 있고, 수익성도 높은 노선으로 저가항공사(LCC)들에게 새로운 성장 동력이 될 전망이다. 국내 저가항공사(LCC)들의 운항 확대로 중국 여객 수요가 내국인 출국 수요를 견인하면서, 2020-21년 내국인 출국 수요는 가계소비지출 증가율 대비 각각 6배 빠르게 성장할 수 있다고 가정했다. 중국 성장 동력 확보했지만, 경제성장률 둔화 전망 및 저가항공사(LCC)들의 공급 확대 속도가 2015-18년과 비교했을 때, 다소 둔화되는 점을 고려했다.

그림19. 내국인 출국자 수 증감률과 가계소비 증감률 추이 및 전망



자료: 한국은행, 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

참고: 출국자수 대비 탄성치, 출국자수 전년대비 증감률÷가계소비지출 전년대비 증감률

해외 사례

전체 인구 대비
내국인 출국자수
비중: 한국 55%

우리나라 잠재 해외여행 수요를 추정하기 위해 대만, 영국, 싱가포르, 일본 각 국가들의 내국인 출국 수요가 어느 수준인지 알아보았다. 우선 국토 면적, 국제선과 국내선 비중, 저가항공사(LCC)들의 국제선 침투율 등을 고려해 비교 대상 국가를 선정했다. 다음에는 비교 조건을 통일하기 위해 내국인 출국 수요를 결정하는 주요 변수인 소득 수준과 함께 각 국가 자국민 연간 출국자 수를 전체 인구 수로 나눈 비중을 통해 우리나라의 내국인 출국 수요의 추가적인 성장 잠재력을 가늠해 보았다.

대만 71%,
영국 108%,
싱가포르 144%

2018년 기준으로 전체 인구 대비 출국자 수 비중은 한국 56%, 일본 15%, 대만 71%, 싱가포르 144%, 영국 108%로 확인됐다. 대만과 영국을 유의미하게 한국에 대입할 수 있다고 판단한다. 대만의 경우, 인구 수가 우리나라의 절반 수준이고 1인당 국민소득도 우리나라보다 낮지만 인구 수 대비 출국자 수 비중이 15%pt 높다. 영국의 경우, 인구 수가 우리나라보다 약 15백만 명 많고, 1인당 국민소득도 3만 달러 후반인데, 인구 수 대비 출국자 수 비중이 52%pt 높다.

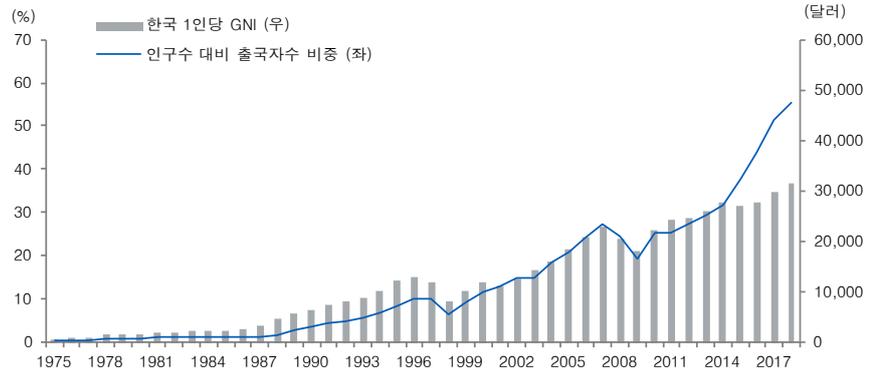
영국은 1년 동안 모든 인구가 최소 1회는 국외로 출국한다고 볼 수 있다. 소득 수준도 함께 비교할 경우, 비교 국가들 모두 유사한 출국 비중을 보여주고 있다. 대만 소득 수준은 2만 달러 중반 수준이고 출국 비중은 70% 수준이다. 싱가포르의 경우, 소득 수준이 2만 달러 중반이었던 2004년 당시 출국 비중이 70%이다. 영국도 소득 수준이 2만 달러 중반 수준이던 1990년대 중반 당시 출국 비중이 70% 수준이다. 그리고 싱가포르, 영국의 경우, 1인당 국민 소득이 3만 달러에서 4만 달러로 올라서면서 출국 비중이 100%로 올라섰다. 우리나라 인구 대비 출국자 수 비중이 소득 수준이 4만 달러를 넘어가면서 100%까지 증가할 수 있다고 본다면, 내국인 출국 수요의 성장여력은 80%이다.

소득 수준과 함께
출국 수요는
무리 없이 성장할 것

일본의 경우, 자국민 출국자 수 비중이 15% 수준으로 매우 낮다. 이는 일본 자체 특성인 것으로 보인다. 해외여행 수요보다는 국내 여행 수요가 높고, 그에 따라 국제선 비중도 15% 수준으로 매우 낮다. 또한, 1인당 국민 소득이 5만 달러에 도달하지 못하고 1995년 이후 횡보하고 있기 때문으로 보인다. 실제로 인구대비 출국자수 비중이 빠르게 증가했던 1986년부터 1995년까지는 소득 수준 높아지며, 출국자수 비중도 함께 빠르게 증가했기 때문이다.

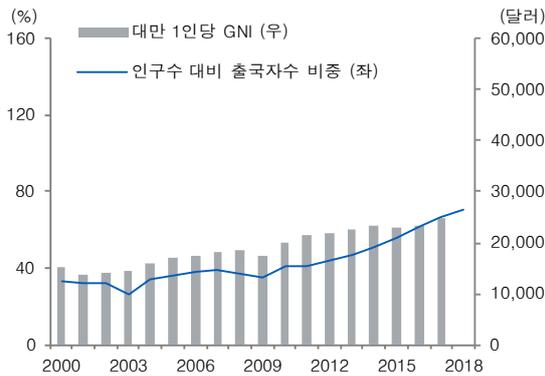
따라서, 우리나라도 향후 소득 수준 높아지면서 인구 대비 출국자수 비중이 100%까지는 무리 없이 성장할 수 있을 것으로 전망한다.

그림20. 한국 1인당 국민소득과 인구수 대비 출국자 수 비중



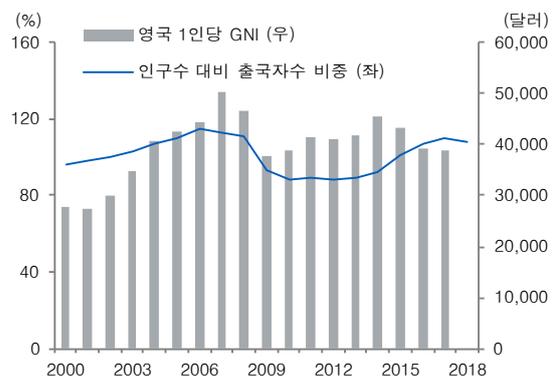
자료: 한국은행, 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림21. 대만 소득 수준과 인구수 대비 출국자 수 비중



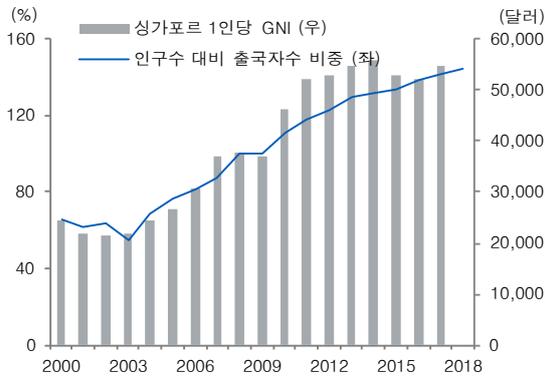
자료: 한국은행, 대만관광청, 케이프투자증권 리서치본부

그림22. 영국 소득 수준과 인구수 대비 출국자 수 비중



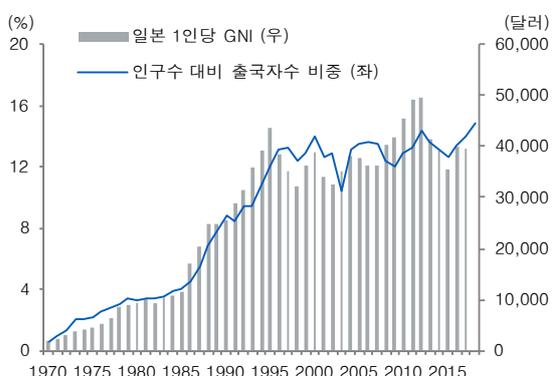
자료: 한국은행, 영국관광청, 케이프투자증권 리서치본부

그림23. 싱가포르 소득 수준과 출국자 수 비중



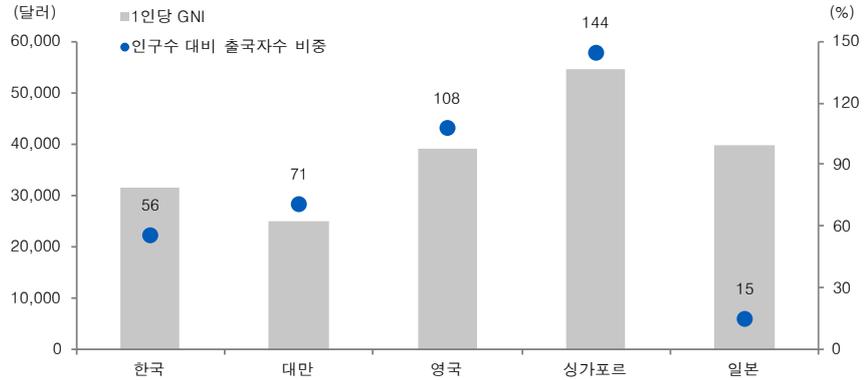
자료: 한국은행, 싱가포르관광청, 케이프투자증권 리서치본부

그림24. 일본 소득 수준과 인구수 대비 출국자 수 비중



자료: 한국은행, 일본정부관광국, 케이프투자증권 리서치본부

그림25. 비교 국가별 1인당 국민소득과 인구수 대비 출국자 수 비중(2018년 기준)



자료: 한국은행, 대만관광청, 영국관광청, 싱가포르관광청, 일본정부관광국, 케이프투자증권 리서치본부

표 1. 국가별 1인당 국민소득과 인구 대비 출국자 수 비중

	한국				대만				영국			
	1인당GNI (달러)	인구 수 (천명)	출국자 수 (천명)	비중 (%)	1인당GNI (달러)	인구 수 (천명)	출국자 수 (천명)	비중 (%)	1인당GNI (달러)	인구 수 (천명)	출국자 수 (천명)	비중 (%)
2000	11,865	47,008	5,508	11.7	15,142	22,277	7,329	32.9	27,929	58,951	56,660	96.1
2001	11,177	47,370	6,084	12.8	13,703	22,406	7,153	31.9	27,545	59,149	58,320	98.6
2002	12,729	47,645	7,123	15.0	14,062	22,521	7,319	32.5	30,091	59,349	59,630	100.5
2003	14,151	47,892	7,086	14.8	14,544	22,605	5,923	26.2	34,612	59,580	61,430	103.1
2004	15,884	48,083	8,826	18.4	15,879	22,689	7,781	34.3	40,612	59,884	64,110	107.1
2005	18,490	48,185	10,080	20.9	16,930	22,770	8,208	36.0	42,587	60,287	66,510	110.3
2006	20,795	48,438	11,610	24.0	17,446	22,877	8,671	37.9	44,546	60,803	69,580	114.4
2007	22,992	48,684	13,325	27.4	18,256	22,958	8,964	39.0	50,410	61,415	69,490	113.1
2008	20,419	49,055	11,996	24.5	18,564	23,037	8,465	36.7	46,478	62,076	68,890	111.0
2009	18,256	49,308	9,494	19.3	17,531	23,120	8,143	35.2	37,873	62,723	58,710	93.6
2010	22,105	49,554	12,488	25.2	19,864	23,162	9,415	40.6	38,872	63,307	55,640	87.9
2011	24,226	49,937	12,694	25.4	21,507	23,225	9,584	41.3	41,376	63,812	56,920	89.2
2012	24,600	50,200	13,737	27.4	21,967	23,316	10,240	43.9	41,129	64,250	56,450	87.9
2013	26,070	50,429	14,846	29.4	22,526	23,374	11,053	47.3	41,821	64,641	57,880	89.5
2014	27,892	50,747	16,081	31.7	23,330	23,434	11,845	50.5	45,523	65,016	60,160	92.5
2015	27,171	51,015	19,310	37.9	23,109	23,492	13,183	56.1	43,148	65,397	65,820	100.6
2016	27,681	51,246	22,383	43.7	23,258	23,491	14,589	62.1	39,333	65,789	70,650	107.4
2017	29,745	51,446	26,496	51.5	24,984	23,517	15,655	66.6	38,978	66,182	72,810	110.0
2018	31,349	51,635	28,696	55.6	-	23,537	16,645	70.7	-	66,574	72,770	107.8

자료: 한국은행, 대만관광청, 영국관광청, 케이프투자증권 리서치본부

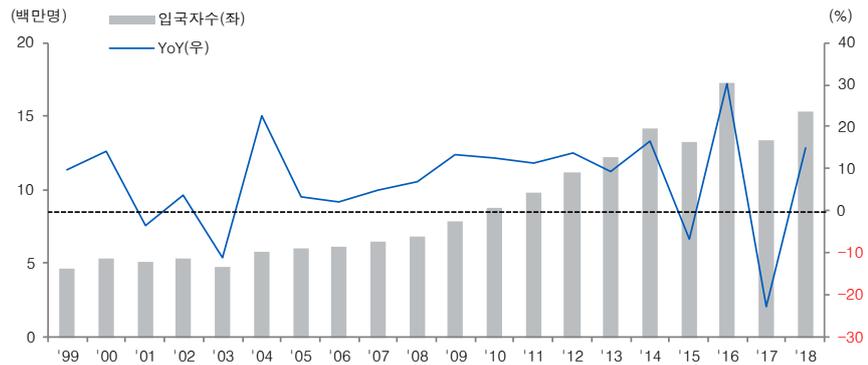
외국인 입국자 수 긍정적인 흐름 이어갈 전망

2018년 3월부터 중국 입국자 수가 회복세로 돌아서면서 외국인 입국자 수는 긍정적인 흐름을 이어오고 있다. 국가별로 외국인 입국자 수는 전년대비 중국 +14.9%, 일본 +27.6%, 대만 +20.5%, 미국 +11.4%, 유럽 +7.2% 증가하며 긍정적인 증가세를 보이고 있다.

주요 입국 국가별 비중(2018년 기준)은, 중국 31.2%, 일본 19.2%, 대만 7.3%, 유럽 6.5%, 미국 6.3%를 차지한다. 2016년 중국의 한국 입국 비중은 46.8%에 육박했으나, 2017년 중국의 한국 단체관광 금지 조치로 31.3%까지 하락했다.

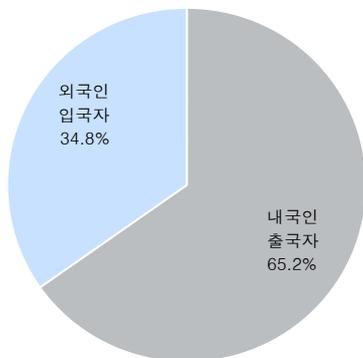
외국인 입국 수요는 중국, 일본, 동남아, 동북아 근거리 해외여행 수요가 기본이다. 따라서 주변국의 장기 연휴 및 휴가 시즌에 따라 입국 수요가 영향을 받는다. 다만 비중이 큰 일본과 중국 입국 수요는 국제관계에 민감하고, 그 외 국가들도 북한 도발 등 한반도 정세가 불안정할 경우, 수요의 변동 폭이 크다.

그림26. 외국인 입국자수 추이



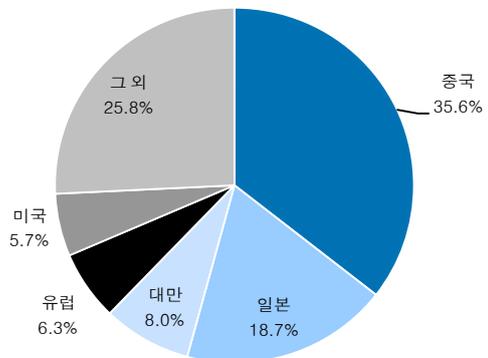
자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림27. 전체 항공 여객 수요 중 출·입국자 비중



자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림28. 입국 주요 국가별 비중(2018년 기준)



자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

2019년
중국인 입국자 수
+20% YoY 예상

중국인 입국자 수는 한-중 관계 악화로 2017년 전년대비 48.3% 하락했다. 2018년 3월부터 기저효과와 함께 빠른 회복세를 보인 중국인 입국자 수는 2018년 14.9% 증가했다. 2019년에도 두 자리 수 증가율 회복세를 이어가고 있지만 속도는 둔화되고 있다. 2019년 3월까지 전년대비 평균 27% 수준의 증가율을 기록하고 있다.

2019년 3월 한-중 항공회담이 2014년 이후 5년 만에 이뤄지면서 양국간 운수권을 주 70회(여객 60회, 화물 10회) 증대하기로 합의했다. 중국 항공사들의 한국 공급 확대로 중국인 입국자 수는 빠르게 이전 수준으로 회복할 것으로 보인다.

중국인 입국자 수는 2019년에 회복세 둔화되는 듯한 모습 보였으나, 2019년 4월에 지방 노선 재운항 및 신규 취항 등의 영향으로 전년대비 35% 증가하면서 빠른 증가세 회복하는 모습이다. 2019년 중국인 입국자 수는 전년대비 20% 증가하며 575만 명을 기록할 전망이다. 이후에도 한-중 양국간 관계가 큰 문제가 없다면, 입국 수요는 빠르게 증가세 이어갈 것으로 보인다.

2019년
일본인 입국자 수
+15% YoY 예상

일본인 입국자 수는 한-일 국제관계 외에도 원/엔 환율의 영향을 많이 받았다. 그러나 2017년부터 2010년대 초 대비 낮은 환율 수준이 지속되고 있음에도 일본인 입국자 수는 증가하는 모습을 보이고 있다.

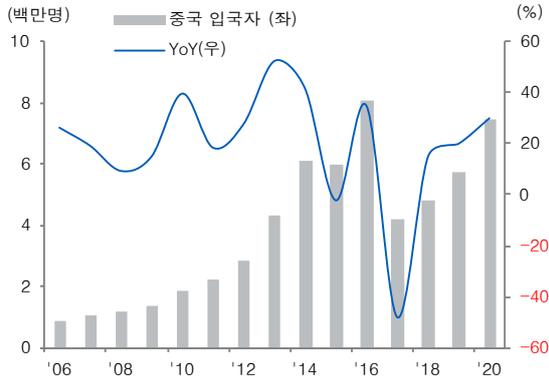
일본인들에게 한국이 해외여행 대안 국가 중 하나였다면, 이제는 한국으로 해외여행을 오고 싶어하는 수요가 확대되고 있다고 판단한다. 일본 최장 기간 골든위크(4.27-5.6) 영향으로 2019년 4월 일본인 입국자 수는 전년대비 35.7% 증가했다. 젊은 층 중심으로 개별여행(FIT) 수요 성장세가 계속되고 있고, 연휴기간 동안 한국에 방문하는 수요 외에도 주말 동안 방문 및 대형 한류 이벤트와 같이(부산 원아시아페스티벌 18.10.20 개막, 드림콘서트 18.5.20) 한국 입국 수요가 점차 다양해지고 있어 향후 입국자 수는 긍정적인 흐름 이어갈 전망이다. 2019년 일본인 입국 수요는 전년대비 15% 수준 성장 이어갈 수 있을 전망이다.

대한항공, 델타항공
조인트벤처로
환승객 증가 이어질 것

인천공항 환승 여객 수는 2013년 대한항공과 델타항공 코드쉐어가 끊어지면서 빠르게 감소했다. 2013년 인천공항 환승 여객 비중은 16.5%였으나 2018년 10%까지 하락했다. 내국인 출국자 수가 고 성장하며 환승 여객 비중이 낮아진 효과도 있으나, 환승 여객 수 자체도 2013년 6.8백만 명 수준에서 6.3백만 명 수준으로 7.4% 감소했다.

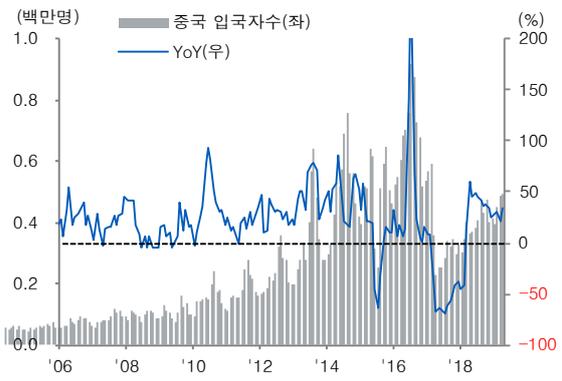
2017년에 대한항공이 델타항공과 코드쉐어를 재개했고, 2018년에는 조인트벤처, 그리고 델타항공이 인천공항으로 허브 터미널을 이전한 결과, 2017-18년 각각 환승 여객 수는 1%, 7%씩 증가했다. 인천공항도 환승 고객 유치에 힘쓰고 있고, 대한항공도 미주 직항 노선을 확대하면서(2019년 보스턴, 미니애폴리스) 미주 노선 중심으로 환승객 수요는 꾸준히 성장할 전망이다.

그림29. 연간 중국인 입국자 수 추이 및 전망



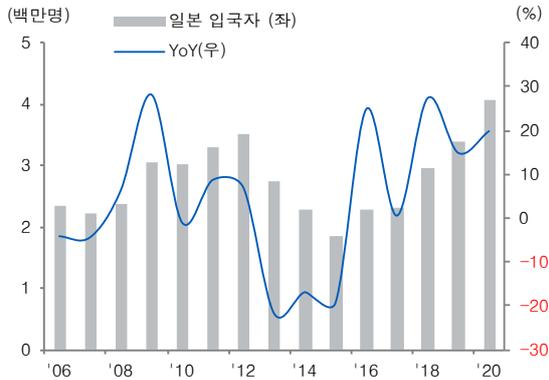
자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림30. 월별 중국인 입국자 수 추이



자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림31. 연간 일본인 입국자 수 추이 및 전망



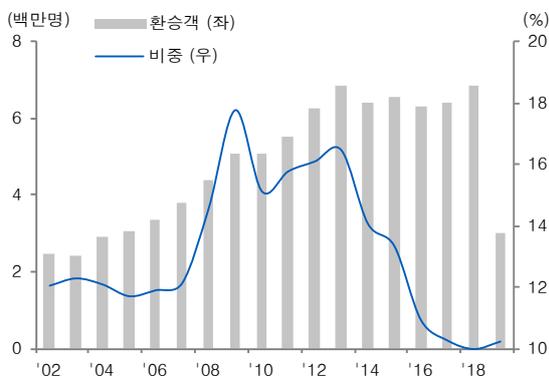
자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림32. 원/엔 환율과 월별 일본인 입국자 수 추이



자료: Bloomberg, 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

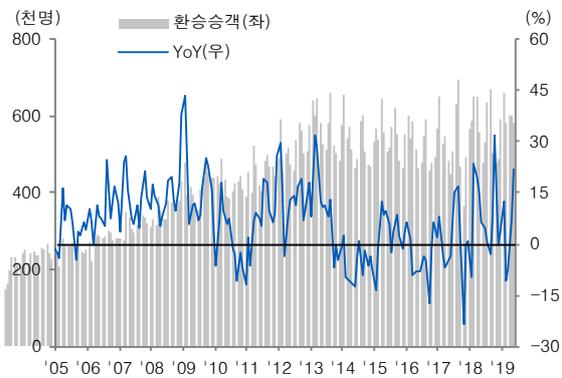
그림33. 연간 인천공항 환승여객 비중 추이



자료: 인천공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

참고: 2019년 환승객은 1-5월 누적 데이터

그림34. 인천공항 월별 환승객 추이



자료: 인천공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

전체 여객 수요 전망

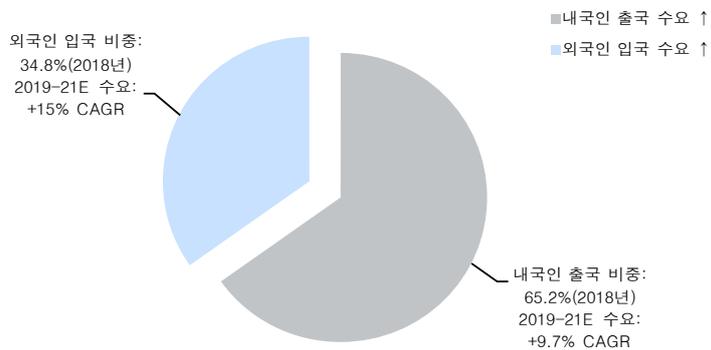
2019-21년
여객 수요 연평균
+11.6% YoY 전망

내국인 출국 수요는 2019년부터 2021년까지 3년 동안 연평균 9.7% 성장할 것으로 전망한다. 2019년 하반기부터 중국 여객 수요를 중심으로 국제선 여객 수요는 안정적인 성장 이어갈 전망이다. 또한, 장기적으로 우리나라 소득 수준 높아지면서 해외여행 수요 안정적으로 성장 이어갈 전망이다.

외국인 입국 수요는 2019년부터 2021년까지 3년 동안 연평균 15% 성장할 것으로 전망한다. 비중이 높은 중국과 일본에서 입국 수요가 빠르게 성장하고 있다. 중국은 한-중 항공 관계 정상화되면서 수요가 빠르게 회복되고 있고, 일본은 한국 입국 수요가 다변화되면서 빠르게 성장하고 있다. 그 외 경제성장률과 함께 해외여행 수요도 빠르게 성장 중인 동남아 국가들의 한국 입국 수요도 긍정적인 흐름 유지하고 있다.

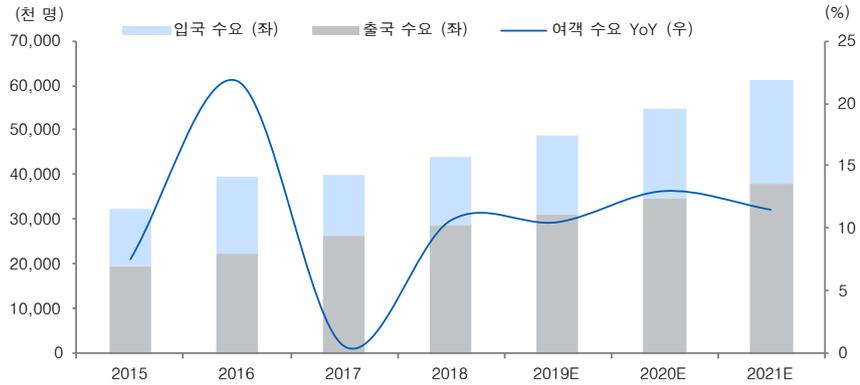
2019년 전체 여객 수요 성장률은 전년대비 소폭 하락한 10.4%를 전망한다. 2018년 10.6% 대비 성장률 소폭 둔화될 전망이다. 2020년부터 중국 여객 수요 성장에 힘입어 성장률은 다시 높아질 것으로 추정된다. 그 결과, 2019년부터 2021년까지 3년 동안 전체 여객 수요는 연평균 11.6% 성장할 것으로 전망한다.

그림35. 전체 여객 수요 전망: 2019-21E +11.6% CAGR



자료: 항공정보포털, 케이프투자증권 리서치본부

그림36. 전체 수요 추이 및 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표 2. 전체 여객 수요 추정 (단위: 천 명, %)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	19-21E 평균
내국인 출국 수요	19,310	22,383	26,496	28,696	30,992	34,636	37,878	
YoY 성장률	20.1	15.9	18.4	8.3	8.0	11.8	9.4	9.7
외국인 입국 수요	13,232	17,242	13,336	15,347	17,649	20,296	23,341	
YoY 성장률	-6.8	30.3	-22.7	15.1	18.0	14.0	13.0	15.0
국제선 여객 수요	32,542	39,625	39,832	44,043	48,641	54,933	61,219	
YoY 성장률	7.5	21.8	0.5	10.6	10.4	12.9	11.4	11.6
국제선 항공사별 점유율								
대형항공사(FSC)	49.5	45.1	41.9	39.3	- 저가항공사들의 점유율 확대 속도 둔화되는 모습			
대한항공	28.6	26.1	24.6	23.3	- 대형항공사 단거리 노선 점유율 안정화			
아시아나	20.9	19.0	17.3	16.0	- 저가항공사(LCC)들끼리 점유율 경쟁 시작			
저가항공사(LCC)	14.7	19.7	26.5	29.2	- 국제선 여객 수요 견인하던 해외여행 수요 성장을 안정화			
제주항공	4.8	5.7	7.6	8.5	- 2018년까지는 기재 도입이 점유율 확대에 이어졌음			
진에어	3.3	5.2	6.3	6.3	- 올해부터 노선 포트폴리오 및 가격 경쟁력 중요해질 전망			
에어부산	2.6	3.0	3.9	4.2				
이스타항공	2.1	2.8	3.3	3.3	- 대형항공사(FSC), 장거리 노선 비중 확대			
티웨이항공	1.8	2.8	4.3	4.9	- 저가항공사(LCC), 낮은 공급당 비용으로 가격경쟁 및 공급 확대 이어갈 전망			
에어서울	0.0	0.2	1.1	2.0				

자료: 케이프투자증권 리서치본부

환율 민감도 분석

환율 안정적 밴드
움직임: 여객 수요에
영향 제한적

원/달러 환율이 내국인 출국 수요 성장률에 미치는 영향을 알아보기 위해 구간별로 나누어 분석해 보았다.

(A 구간) 원/달러 환율 1,318원~1,175원 하락: 환율이 하락하는 구간이지만, 내국인 출국 수요는 큰 변화가 없었다.

(B 구간) 원/달러 환율 1,182원~921원 하락: 환율이 과도하게 낮아진 구간으로 내국인 출국자 수가 빠르게 증가했다. 환율이 낮은 수준 유지하는 동안 증가폭은 일정하게 유지되었다.

(C 구간) 원/달러 환율 1,018원~1,415원 급등 후 1,119원으로 안정: 환율이 급격하게 상승한 구간에서는 출국자 수 감소 폭은 두드러졌다. 이후 환율 안정화되면서, 1,160원 수준 회복되자 출국자 수는 빠르게 반등하는 모습 보인다.

(D 구간) 원/달러 환율 1,027원~1,201원 내에서 변동: 환율 변동성이 크지 않았고, 밴드 구간에서 움직이면서 내국인 출국자 수의 환율 변동에 따른 영향은 적었다.

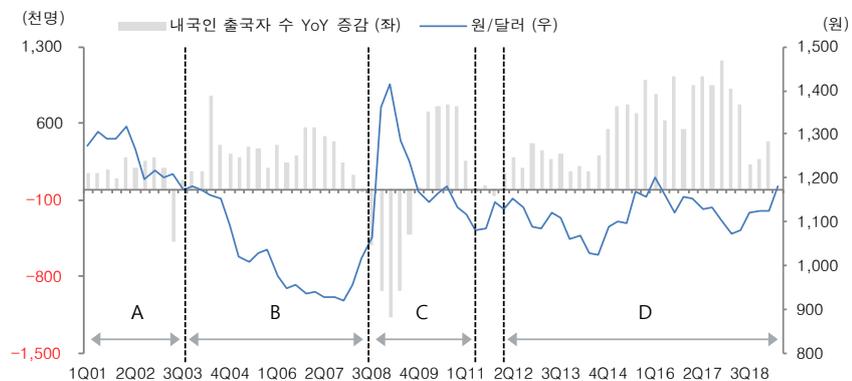
정리하자면, 환율이 일정 범위 내에서 움직인다면, 환율 변동이 내국인 출국 수요에 미치는 영향은 제한적이다. 다만, 환율 변동이 해외여행 수요에 영향을 미치는 환율 수준은 1,160원~1,180원 수준으로 보인다. 원/달러 환율이 1,160~1,180원 선을 지나 하락 혹은 상승할 경우, 내국인 출국 수요가 민감하게 반응하는 것을 확인할 수 있다.

표 3. 내국인 출국 수요 환율 민감도 분석

	A 구간	B 구간	C1 구간	C2 구간	D 구간
기간내 최고 환율	1,317.7	1,182.0	1,415.4	1,182.8	1,200.5
기간내 최저 환율	1,174.7	921.1	1,018.1	1,119.1	1,026.8
환율 변동 폭	-10.9	-22.1	39.0	-5.4	-14.5
수요 성장률	8.9	17.1	-20.1	22.7	12.6

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림37. 원/달러 환율과 내국인 출국자수 증감 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

원/달러 환율
점진적으로 하락할
전망

결론적으로 환율이 일정 구간 내에서 안정적으로 움직이는 동안은, 소득 수준 높아지면서 내국인 출국 수요도 안정적으로 성장할 전망이다. 다만, 현재 환율이 심리적으로 출국 수요에 영향을 미치는 1,160원에서 1,180원까지 움직이고 있어, 향후 추가적으로 원/달러 환율 상승한다면 내국인 출국자 수는 빠르게 둔화될 가능성이 존재한다.

그러나, 2019년 원/달러 환율은 2분기 1,180원을 고점으로 점진적으로 하락할 전망으로(자사 전망치 활용) 환율 급등에 따른 내국인 출국 수요 둔화에 대한 우려는 점차 해소될 것으로 전망한다.

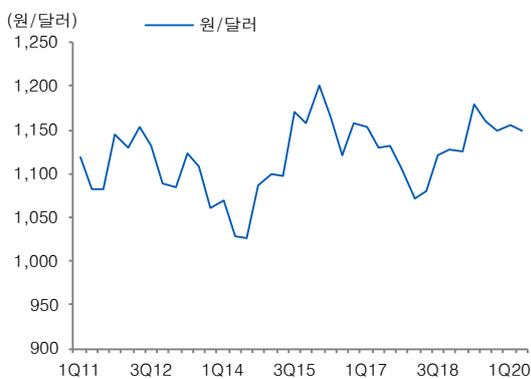
환율이 해외여행 수요량에 단기적인 영향을 미칠 가능성은 있다. 외화로 소비지출을 해야 하는 상황에서, 환율이 급등할 경우 해외여행에 필요한 예상 소비지출이 커지기 때문에 의사결정을 미루거나, 해외여행 자체를 포기할 가능성이 있다. 그러나, 이러한 부분은 소득 수준이 높아지고, 저가항공사(LCC)들의 시장 진입으로 항공 요금이 낮아지면서 원/달러 환율이 내국인 출국 수요에 미치기 시작하는 환율 수준은 점차 높아질 것으로 예상된다.

그림38. 원/달러 환율과 내국인 출국자수 추이



자료: 한국관광공사, Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

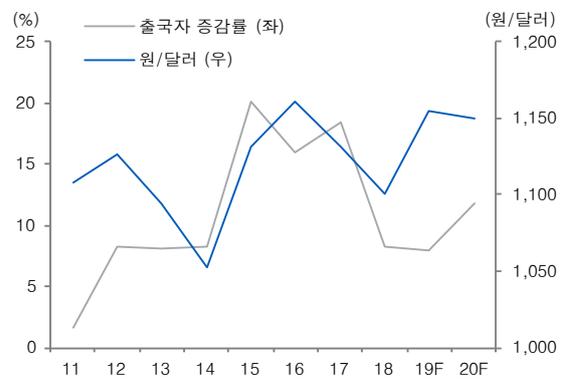
그림39. 원/달러 환율 추이와 전망



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

참고: 원/달러 환율 전망 자사 전망치 활용

그림40. 원/달러 환율과 내국인 출국자 수 증감률 추이



자료: Bloomberg, 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

III. 가격 전망

2019-21년 운임은 제한적으로 상승할 전망

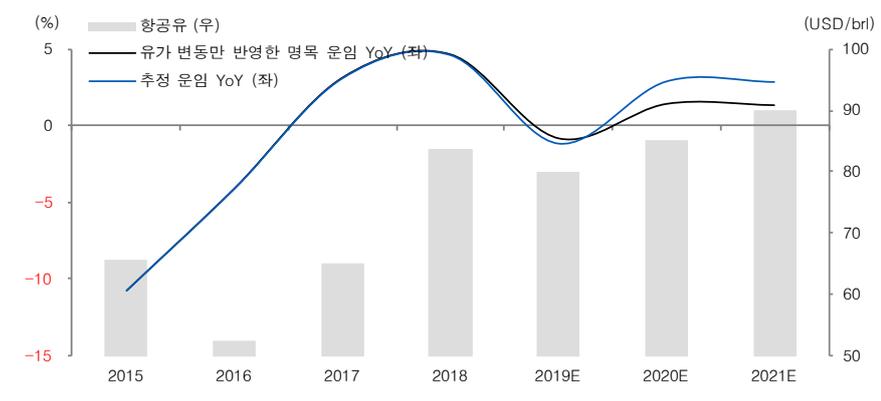
국내 항공사들의 평균 운임은 2019-21년 3년 동안 연 평균 1.6%의 제한적인 상승 보일 것으로 전망한다. 2021년까지 WTI 기준 유가 70달러 가정 시(자사 전망치 활용), 유가 상승만을 반영한 명목 운임은 0.6% 상승할 것으로 추정되지만, 항공사들의 노선 수익성 제고 노력 이어지며 평균 운임은 1.6% 상승할 것으로 전망한다.

운항 거리 기준으로 장거리, 중거리, 단거리로 나누어 노선 별 평균 운임을 전망했다. 2019년 주요 항공사(대한항공, 제주항공, 진에어, 티웨이항공)들의 평균 운임은 2018년 보다 낮아진 유가 수준 반영함과 동시에 단거리 노선에서 심화되는 경쟁으로 인해 추가적인 운임 하락 있을 전망이다.

다만, 장거리 노선은 대형항공사(FSC)의 자연 독점적인 공급이 이뤄지고 있기 때문에, 유가 상승분을 유류할증료 부과로 부담 없이 상쇄할 수 있다. 동시에, 단거리 노선 경쟁 심화로 커지는 수익성 부담감을 감안할 때, 대형항공사(FSC)들의 장거리 노선 운임 인상 의지가 높아질 것으로 전망한다.

중거리 노선도 항공사들의 공급이 수요가 높은 일부 지역에 집중돼 있기 때문에, 항공사들간 점유율 경쟁은 심화될 전망이다. 다만, 운항거리 및 운항 시간이 단거리 노선 대비 2배 길어 대형항공사(FSC)에 대한 충성 수요가 존재하고, 저가항공사(LCC)도 프리미엄 좌석을 도입하고 있다. 따라서 중거리 노선 운임은 한 단계 상승할 수 있을 것으로 전망했다.

그림41. 항공사 평균 운임 전망: 2019-21E 평균 운임 +1.6% CAGR



자료: 케이프투자증권 리서치본부

명목 운임은 2019년 하락 후 2020-21년까지 상승할 전망

18년 기준, 운임은
유가 변동분의
20% 수준 반영

자사 전망치에 따르면, WTI 기준 유가는 2019년에 60달러 초반으로 하락한 이후 상승하는 모습 보일 것으로 전망된다. 2018년 기준, 항공사들은 유가 변동분의 20% 수준을 운임에 반영하고 있는 것으로 추정된다. 이 부분 감안 시, 2019년 유가 변동만 감안한 운임은 0.8% 하락할 것으로 추정된다. 2020-21년까지는 유가 전망치 감안하면 각각 1.4%, 1.3%씩 상승할 것으로 추정된다.

국토교통부는 항공사들이 유가변동에 따라 국제선 유류할증료를 항공운임에 부과할 수 있도록 하고 있다. 항공유 가격을 갤런당 150센트부터 10센트 단위로 470센트까지 총 33단계에 걸쳐 유류할증료를 부과할 수 있다. 각 단계 별로 부과되는 유류할증료는 항공사들이 자체적으로 운항 거리에 따라 국토교통부의 인가를 받은 후 부과하고 있다.

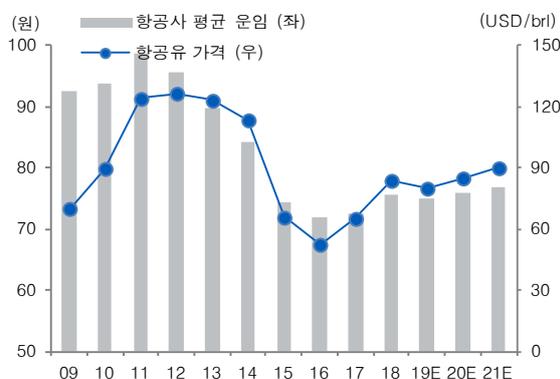
항공유 가격 63달러부터 유류할증료가 부과되기 시작한다. 2017년 말 배럴 당 70달러 수준이던 항공유는 2018년 말 95달러까지 상승하며 유류할증료 적용 단계는 8단계까지 올라갔다. 이후 유가 빠르게 하락하면서 현재까지 유류할증료 2단계 유지되고 있다.

유류할증료에 적용되는 항공유 가격은 두 달 전 16일부터 한 달 평균 가격이 기준이다. 예를 들어, 2019년 1월부터 적용되는 유류할증료는 11월 16일부터 12월 15일까지 평균 항공유 가격을 기준으로 부과된다. 부과되는 유류할증료는 항공사별로 다르다. 항공사들은 운항노선과 보유기재, 탑승률 등을 반영하여 국토교통부의 인가를 받은 운항거리별 부과기준표를 마련해 유류할증료를 부과하고 있다.

예를 들어, 제주항공은 500마일 미만, 500-1000마일 미만, 1000-1500마일 미만, 1500-2000마일 미만, 2000-2500마일로 기준을 마련해 유류할증료를 부과하고 있다. 진에어는 같은 저가항공사(LCC)지만, 보잉777 대형 항공기로 장거리 운항이 가능해, 600마일부터 600마일 단위로 기준을 마련했고, 3600-4600마일까지 기준이 마련돼 있다.

국토교통부가 제시한 국제선 유류할증료 인가 세부 심사 기준에는 승객 1인당 유류소모량이 고려되기 때문에 탑승률을 높게 유지하는 저가항공사(LCC)들은 대형항공사(FSC) 대비 운임 상승 폭은 다소 낮아질 수 있다고 판단한다.

그림42. 항공유 가격과 항공사 명목 운임 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부
참고: 2019-21년 항공유 가격은 케이프투자증권 전망치

그림43. 항공유 가격과 유류할증료 단계



자료: 국토교통부, 케이프투자증권 리서치본부

장거리 노선: 대형항공사(FSC) 운임 인상 의지 높아질 전망

19년 장거리 운임
-0.5% YoY 전망
3년 CAGR +2.7%

향후 경쟁심화
우려에서 자유로운
장거리 노선

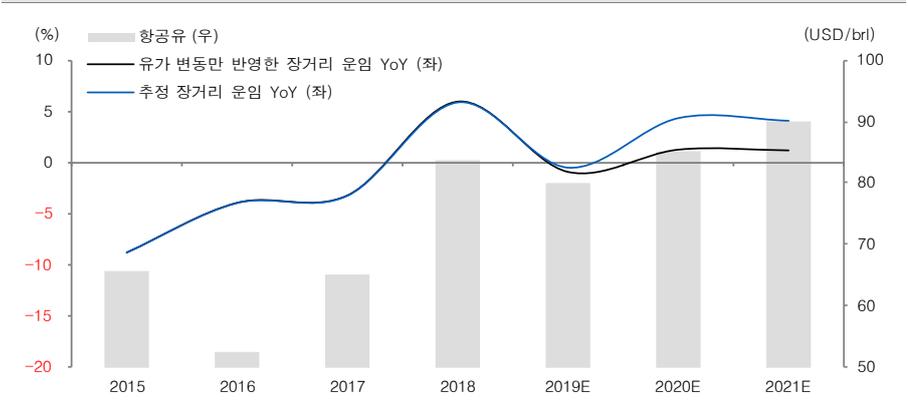
장거리노선은 대형항공사(FSC) 대한항공과 아시아나항공이 자연독점적으로 공급을 하고 있다. 따라서 유가 상승에 따른 비용 상승분을 비교적 용이하게 운임에 전가할 수 있다. 또한, 단거리 노선 경쟁심화로 수익성에 대한 부담감 커지면서, 장거리 노선에서 수익성 제고하기 위해 운임 인상의지가 높아질 것으로 전망한다.

장거리 노선 운임은 2019년 유가 수준 낮아지면서 0.9% 하락할 것으로 보이지만, 대형 항공사(FSC)는 수익성 제고 노력으로, 운임 하락 최소화하며 평균 운임은 전년 대비 0.5% 수준 하락할 것으로 전망한다. 2019-21년 유가 변동분만을 반영한 장거리 노선 운임은 0.5% 상승할 것으로 추정되지만, 적극적인 비용 전가와 운임 인상 의지로 매년 평균 2.7% 상승할 것으로 전망한다.

장거리 노선 경쟁환경을 보면, 미주 노선 수요는 내국인 출국자 중 비중이 10% 미만이지만 비교적 안정적인 수요층을 보유하고 있다. 태평양을 건너는 장거리 노선으로 저가 항공사(LCC)들이 보유한 소형기로는 운항이 불가능해 대형항공사(FSC)들이 자연독점을 누리고 있다. 향후 미국 본토 노선에서 경쟁하게 될 항공사는 아시아나항공과 신규 저가 항공사(LCC) 에어프레미아 정도 밖에 없기 때문에 미주 노선은 경쟁 심화에 대한 우려로부터 자유롭다.

유럽 노선 수요 비중은 수송 여객 수 기준 7% 수준이다. 대한항공, 아시아나항공 두 개 국적사가 과점하고 있다. 유럽 해외 여행 수요는 꾸준히 성장할 전망으로, 두 항공사는 유럽 주요 도시 여행 수요 성장 수혜를 온전히 받을 전망이다. 진에어가 유럽으로 신규 취항지를 확대할 계획을 가지고 있다. 다만, 대형항공사(FSC)와 경쟁하기 보다는 동유럽 및 북유럽 신규 수요를 겨냥해 공급을 확대할 계획이다. 그 외 에어프레미아가 유럽 주요 도시로 취항할 계획을 가지고 있다. 유럽노선도 경쟁 심화에 대한 우려로부터 비교적 자유롭다고 판단한다.

그림44. 장거리 노선 평균 운임 전망: 2019-21년까지 연 평균 +2.7%



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

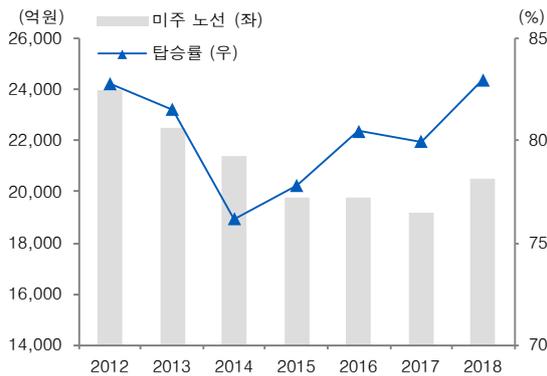
대한항공 미주노선 탑승률 개선, 단가 상승, 공급량 증가로 이어질 전망

대한항공,
델타항공과
시너지 본격화

미주노선은 대한항공이 40% 수준의 점유율을 가지고 있다. 대한항공은 인천공항을 허브 공항으로 하는 델타항공과 조인트벤처를 맺고 있어, 내국인 출국 수요 외, 미국인 입국 및 환승객 수요를 유치하며 안정성을 높이고 있다. 이미 2018년도에 델타항공과 조인트 벤처를 통해 미주노선 탑승률이 과거 80% 초반 수준으로 복귀했다. 또한 여객 수요 중 특히 비즈니스 수요에 대한 마케팅 역량 보유한 델타항공이 티켓 판매에 적극적일 경우, 단가 상승 또한 기대된다.

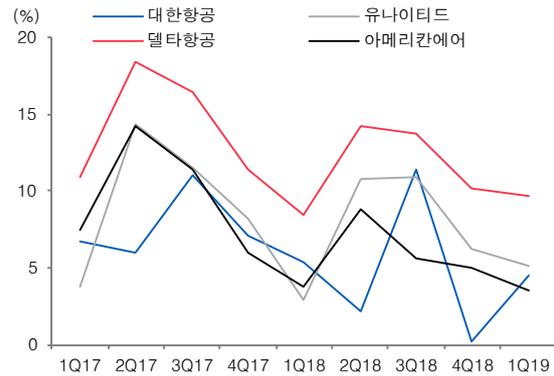
대한항공 미주노선 매출액은 2012년 2.4조원을 고점으로 지속 하락했다. 2015년 2.0조 원으로 하락했으며, 여객 호조에도 미주노선 매출액은 정체됐었다. 유가 하락으로 명목 운임이 하락한 영향도 있지만, 2013년 하반기 델타항공과 코드쉐어 끊어진 이후 탑승률 하락했기 때문인 것으로 보인다. 2019년 대한항공은 미국 미니애폴리스, 보스톤에 신규 취항한다. 향후에도 태평양 노선 확충되며 미주 수요 및 아시아지역 환승 수요 흡수하며 미주 노선 매출 점진적으로 개선될 전망이다.

그림45. 대한항공 미주노선 매출액 탑승률 추이



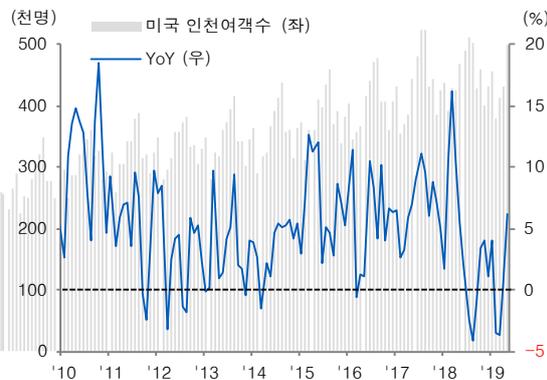
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림46. 대한항공과 미국 항공사들 영업이익률



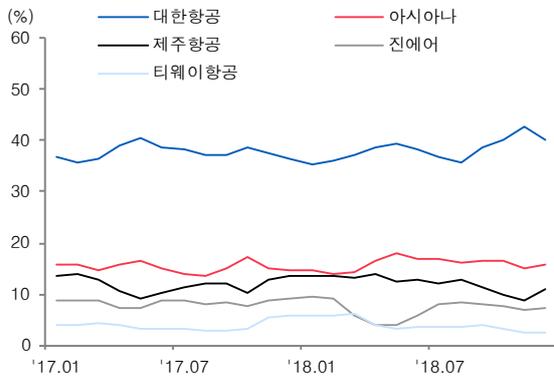
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림47. 인천공항 미국 여객 수 추이



자료: 인천공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림48. 미주 노선 항공사별 여객 점유율



자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

중거리 노선: 프리미엄 좌석 수요는 점차 높아질 것

19년 중거리 운임
-1.8% YoY 전망
3년 CAGR +3.4%

수요가 검증된 주요 도시로 항공사들의 공급이 집중돼 있는 동남아지역은 저가항공사(LCC)보다 대형항공사(FSC)에게 유리하다고 판단한다. 먼저 운항거리 길기 때문에 편한 서비스를 찾는 대형항공사(FSC)에 충성하는 수요가 있고, 타 국가들보다 휴양지 성격이 강하기 때문에 시기별로 수요 예측이 용이해 대형항공사(FSC)들의 운임에 대한 하방압력이 단거리 노선과 비교하면 약하다고 판단된다. 또한, 수익성이 낮기 때문에 저가항공사(LCC)들도 가격 경쟁에 한계가 있다. 이러한 모습은 동남아 지역 항공사별 점유율 추이에서 대한항공이 비교적 안정적으로 점유율을 유지하고 있는 반면, 2위 경쟁이 치열한 것에서 확인할 수 있다.

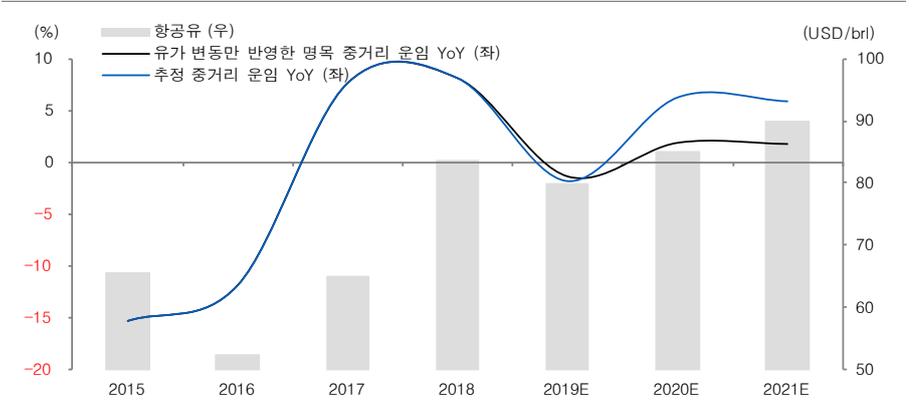
중거리 노선 운임은 2019년 유가 수준 낮아지면서 1.4% 하락할 것으로 보이지만, 다낭 방문 수요 성장률 안정화되고 있어, 경쟁 심화로 평균 운임은 전년대비 1.8% 수준 하락할 것으로 전망한다. 2019-21년 유가 변동분만을 반영한 노선 운임은 0.8% 상승할 것으로 추정된다. 차기 다낭에 수요 집중될 경우, 대형항공사들의 운임이 안정적으로 유가 상승을 반영하는 가운데, 저가항공사(LCC)들의 프리미엄 좌석 도입에 힘입어, 운임은 매년 평균 3.4% 상승할 것으로 전망한다.

주요 취항지
중심으로 경쟁
빠르게 심화될 것

동남아 지역 노선은 운항거리가 길어 수익성이 낮다. 현재 저가항공사(LCC)들은 동남아 지역에서 수요가 검증된 주요 도시에 집중해 공급을 확대 하고 있다. 동남아 지역에서 신규 노선 확대에 성공할 경우, 노선 선점 효과는 오래가지 못할 것으로 예상한다. 신규 수요가 확인되면 경쟁사들 빠르게 진입할 가능성이 높기 때문이다. 공급당 수익 압박이 적은 항공사들은 동남아 신규 수요 창출에 대한 부담감이 낮아, 신규 노선 선점을 하기 위한 시도를 계속해나갈 전망이다.

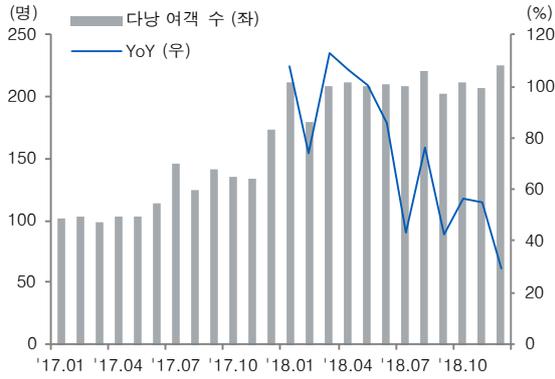
2018년 전체 베트남 해외 여행객 중 73%가 다낭 관광객이었다. 다낭 해외여행객은 2018년 매일 평균 74% 성장했다. 다낭시 해외여행 수요가 검증되자, 다른 항공사들도 빠르게 진입하면서 수요가 더욱 빠르게 증가한 것으로 보인다. 동남아에서 차기 다낭은 어디가 될 지 지켜볼 필요가 있다.

그림49. 중거리 노선 평균 운임 전망: 2019-21년까지 연 평균 +3.4%



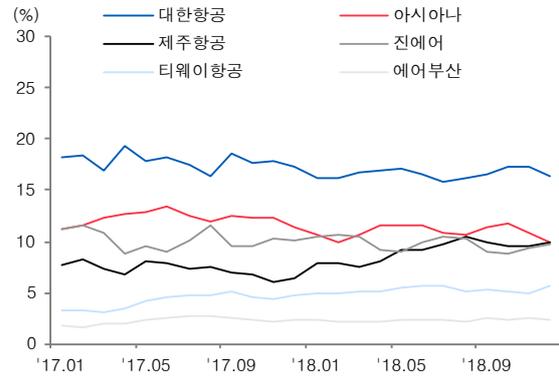
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림50. 베트남 다낭 여객 수 추이



자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

그림51. 동남아 항공사별 점유율 추이



자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

표 4. 저가항공사 취항지 비교

	제주항공	진에어	티웨이항공
일본	삿포르, 도쿄, 오사카, 후쿠오카, 오키나와, 나고야	삿포르, 도쿄, 오사카, 후쿠오카, 오키나와, 기타큐슈	삿포르, 도쿄, 오사카, 후쿠오카, 오키나와, 기타큐슈, 나고야
	가고시마, 마쓰야마		사가, 구마모토, 오이타
동남아	하노이(베트남), 비엔티안(라오스), 다낭(베트남), 방콕(태국), 클락(필리핀), 세부(필리핀), 코타키나발루(말레), 나트랑(베트남), 호치민(베트남)	하노이(베트남), 비엔티안(라오스), 다낭(베트남), 방콕(태국), 클락(필리핀), 세부(필리핀), 코타키나발루(말레)	하노이(베트남), 비엔티안(라오스), 다낭(베트남), 방콕(태국), 클락(필리핀), 세부(필리핀), 나트랑(베트남), 호치민(베트남)
	마닐라(필리핀), 치앙마이(태국)	칼리보(필리핀), 푸켓(태국), 조호르바루(말레)	
그 외	사이판, 괌, 블라디보스토크	사이판, 괌	사이판, 괌, 블라디보스토크
		케언스, 하와이	하바로브스크

자료: 각 사 홈페이지 운항 스케줄 참고(2019년 3월), 케이프투자증권 리서치본부

저가항공사(LCC), 프리미엄 좌석 도입으로 운임 수준 높아질 전망

프리미엄 좌석
수요가 높아질
동남아시아 노선

대형항공사(FSC)는 문제없이 동남아 지역으로 운항이 가능하지만, 소형기를 사용하는 저가항공사(LCC)들은 좌석 수를 줄여야만 푸켓 및 싱가포르까지 운항이 가능하다. 이에 제주항공은 하반기에 부산-싱가포르 노선을 운항할 때, 기존 이코노미 클래스 좌석 189석을 162석으로 줄이고, 좌석 사이의 간격을 늘린 12석을 프리미엄 좌석(뉴클래스 좌석)으로 운용할 계획이다. 동남아 지역 노선은 보통 운항시간이 4~5시간으로 단거리 일본 노선과 비교할 때 약 2배가 걸리기 때문에 프리미엄 좌석에 대한 수요가 높을 것으로 판단된다.

따라서, 저가항공사(LCC)들의 좌석에 따른 운임 차별은 동남아시아 지역에서 우선적으로 빠르게 자리 잡을 수 있을 것으로 예상된다. 더욱이 항공사별로 노선 차별화가 쉽지 않은 동남아 지역에서 점유율 경쟁 심화로 인한 탑승률 하락을 방어하면서 수익성 제고도 할 수 있다고 판단한다.

그림52. 운항거리가 길어 프리미엄 좌석 수요 높아지는 동남아 노선



자료: 케이프투자증권 리서치본부

잠재 수요가 풍부한 동남아 지역

동남아 지역이 전체 내국인 출국 수요에서 차지하는 비중은 28%로 가장 높다. 동남아는 휴양지로서 일본, 중국과는 차별화된 매력을 가지고 있기 때문에 해외여행 수요는 계속 높아질 것으로 예상된다. 2018년 베트남 외에도 말레이시아가 20% 초·중반의 성장률을 기록했고, 라오스도 비중(2018년 2.2%)은 작지만, 2012년 운항이 시작된 이후 빠르게 성장하고 있다. 현재 동남아는 국가별로 주요 취항지 1, 2개 정도로만 공급이 이뤄지고 있다. 신규 확대 가능한 후보지가 다양해 해외여행 잠재 수요는 풍부하다고 판단된다.

표 5. 동남아 주요 국가별 여객 수 전년대비 성장률 (단위: YoY, %)

국가	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
베트남	18.0	6.7	19.3	29.7	39.8	48.1	41.6
태국	19.8	5.4	-6.6	13.3	12.0	12.9	7.1
필리핀	8.5	12.5	3.0	12.4	10.2	13.5	4.3
말레이시아	9.3	17.6	18.9	6.2	27.4	27.0	23.4
싱가포르	14.9	7.8	10.8	-0.3	9.9	3.6	2.1
인도네시아	7.0	8.8	14.4	2.3	-3.5	1.7	-1.4
라오스	3,469.5	172.6	20.3	106.1	9.0	43.9	34.1
동남아 전체	15.0	10.5	5.0	13.3	16.6	21.7	15.3

자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

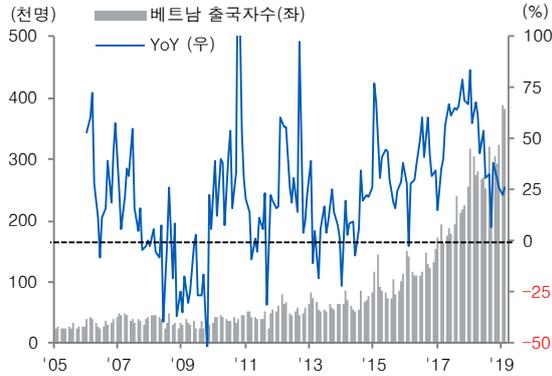
표 6. 동남아 지역 여객 수송 주요 국가별 비중 (단위: %)

국가	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
베트남	15.0	14.4	16.4	18.8	22.5	27.4	33.7
태국	28.2	26.9	23.9	23.9	23.0	21.3	19.8
필리핀	24.3	24.7	24.2	24.0	22.7	21.2	19.2
말레이시아	6.6	7.0	7.9	7.4	8.1	8.4	9.0
싱가포르	9.6	9.3	9.8	8.7	8.2	6.9	6.1
인도네시아	5.9	5.9	6.4	5.8	4.8	4.0	3.4
라오스	0.3	0.8	0.9	1.7	1.6	1.9	2.2
동남아	23.1	23.9	22.5	23.6	23.1	26.7	27.6
일본	24.1	21.4	19.0	19.8	20.7	24.7	24.8

자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

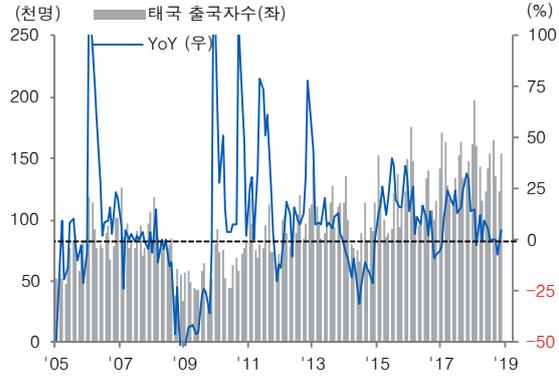
내국인 출국자 수 기준, 동남아 지역 내 주요 국가별 비중은 베트남 12.9%, 태국 5.2%, 필리핀 5.0%, 말레이시아 2.1%, 싱가포르 2.2%, 인도네시아 1.2% 수준이다.

그림53. 베트남 내국인 출국 수요 추이



자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림54. 태국 내국인 출국 수요 추이



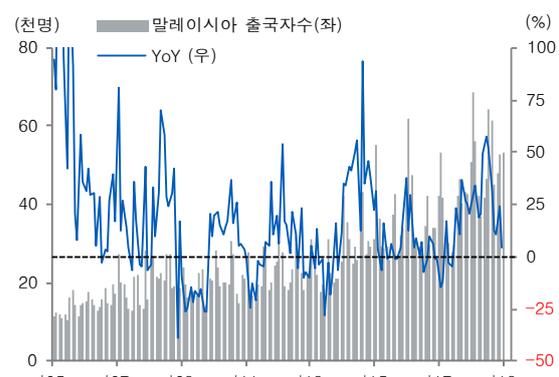
자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림55. 필리핀 내국인 출국 수요 추이



자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림56. 말레이시아 내국인 출국 수요 추이



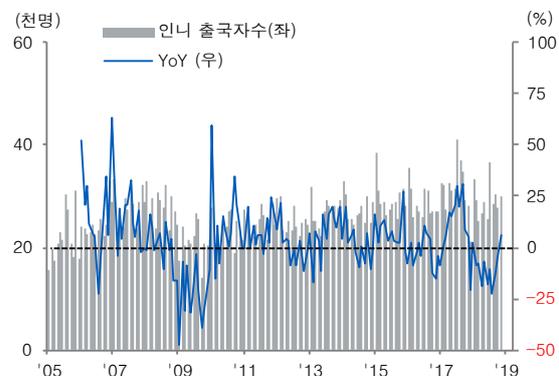
자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림57. 싱가포르 내국인 출국 수요 추이



자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림58. 인도네시아 내국인 출국 수요 추이



자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

단거리 노선: 경쟁 심화로 운임 하방 압력 받을 전망

19년 단거리 운임
-0.5% YoY 전망
3년 CAGR +0.7%

단거리 노선 운임은 2019년 유가 수준 낮아지면서 0.5% 하락할 것으로 보이지만, 일본 해외여행 수요가 성숙기에 접어들며, 저가항공사(LCC)들 사이의 점유율 경쟁 심화되어 평균 운임은 전년대비 0.9%까지 하락할 것으로 전망한다. 2019-21년 유가 변동분만을 반영한 노선 운임은 0.7%는 상승해야 하지만, (1) 신규 항공사 진입, (2) 저가항공사(LCC)들의 지방공항 출발 주요 노선 공급 확대에 의해 단거리 노선 경쟁은 더욱 심화될 것으로, 운임은 하방압력을 받을 전망이다.

일본 출국 수요
성숙기, 공급 확대
지속으로 경쟁 심화

저가항공사들은(LCC) 일본에서 신규 노선보다는 기존 주요 노선의 공급을 확대할 전망이다. 2015-18년까지 저가항공사(LCC)들은 일본 주요 도시 외에도 제 2선 도시 등으로 신규 취항하면서 수요를 창출할 수 있었다. 그러나 일본에서 추가적으로 성장할 수 있는 해외여행 신규 수요가 제한적이라고 판단한다. 따라서, 저가항공사(LCC)들이 일본 기존 주요 노선 중심으로 공급을 확대하면서 가격 경쟁은 심화될 전망이다. 운항 시간 등 가격 외적 요소로는 차별화 할 수 있는 부분이 크게 없어, 가격경쟁 심화로 운임은 하방 압력을 받을 전망이다.

예를 들어, 일본 소도시 가고시마는 대한항공만 취항하고 있었으나, 2017년 말에 이스타항공, 2018년 1월에 제주항공이 신규로 취항을 시작하면서 여객 수는 전년대비 375% 성장한다. 그러나 올해 1월 성장률은 -0.3%를 기록하며 성장을 멈춘 상태이다. 같은 기간 제주항공의 점유율은 26%에서 32%로 확대되는데, 이는 제주항공이 대한항공과 이스타항공 점유율을 뺏아온 것으로, 향후 추가적인 신규 수요 성장보다는 가고시마 노선에서 세 항공사의 점유율 경쟁이 치열해진 것으로 보인다.

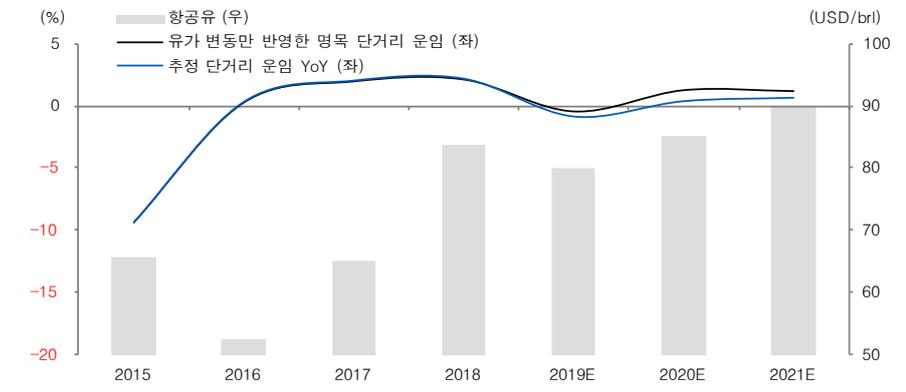
일본 노선에서 항공사들 사이의 점유율 경쟁은 치열해지고 있지만 동시에 자리를 잡아 가고 있는 것으로 보인다. 제주항공은 대형항공사(FSC)인 아시아나항공을 제치고 일본 여객 점유율 2위에 안착했다. 티웨이항공도 규모적 열위에도 불구하고 아시아나항공과 3위 싸움을 벌이고 있다. 에어부산을 제외한 5개 항공사들의 일본 점유율은 모두 간소한 차이로 12-17% 사이에서 움직이고 있다.

2015-18년
내국인 출국 수요
성장 견인했던 일본

2018년 상반기까지 해외 여행 수요 성장을 이끈 주역은 일본이다. 전체 내국인 출국자 수요에서 일본이 차지하는 비중은 26% 수준으로 동남아 지역에 이어 2번째이다. 일본은 지리적으로 가까워 해외여행객에게 물리적인 부담이 적다. 또한 관광지로써 성별, 연령대별 호불호가 심하지 않아 수요가 안정적이다. 공급 면에서도 운항거리가 짧아 동남아에 비해 수익성이 높아 항공사들의 최우선 공급 확대 후보지였다.

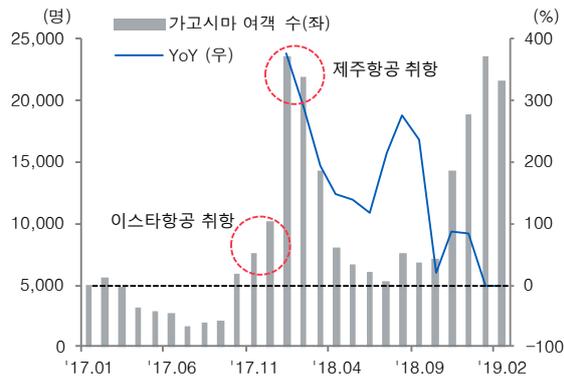
2015-18년까지 일본으로 향하는 내국인 출국자 수는 매년 45.3%, 27.2%, 40.3%, 5.6% 증가했고, 같은 기간 전체 내국인 출국자 수 또한 매년 20.1%, 15.9%, 18.4% 성장하며, 우리나라 해외여행 수요 성장의 주요 동력이었다.

그림59. 단거리 노선 평균 운임 전망: 2019-21년까지 연 평균 0.0%



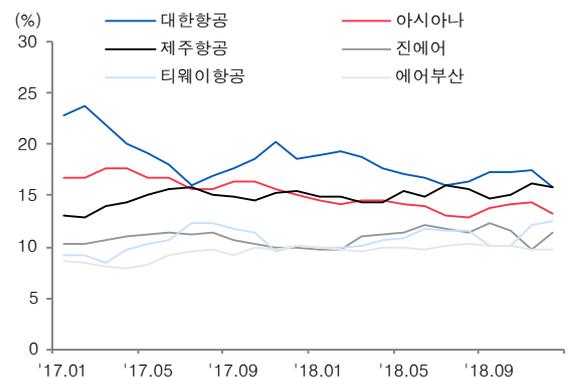
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림60. 일본 소도시 가고시마 수요 추이



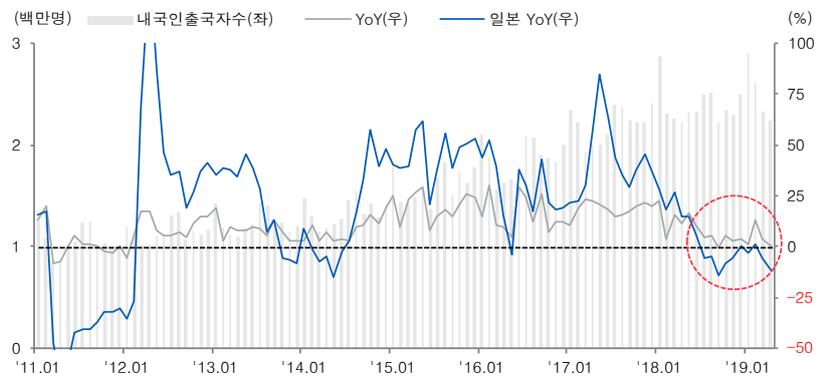
자료: 인천공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림61. 일본 항공사별 점유율 추이



자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

그림62. 2018년 하반기 둔화되기 시작한 일본 내국인 출국 수요



자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

신규 저가항공사(LCC) 시장 진입

신규 LCC
진입으로 가격경쟁
심화될 전망

국토교통부는 에어로케이, 에어프리미아, 플라이강원 3개사에 국제항공운송사업 면허를 발급했다. 신규 저가항공사(LCC)들의 시장 진입으로 단거리 노선 경쟁 심화 부담감은 더 가중될 전망이다. 신규 저가항공사(LCC)들이 점유율을 확대해 나가기 위해선 가격 경쟁이 필수적이다.

신규 LCC 3개사는 향후 1년 내 정부에서 운항증명을 신청하고 2년 내 취항(노선 허가)해야 한다. 사업계획 상으로 에어로케이와 플라이강원은 올해 각각 9월, 10월에 취항할 예정이고, 에어프리미아는 2020년 9월에 취항할 예정이다.

신규 LCC
안정적인 수익창출
가능성은 미지수

국토교통부는 신규 저가항공사(LCC)들에게 사업계획대로 거점 공항을 3년 이상 유지할 것을 요구했다. 거점 공항은 노선 운항뿐만 아니라 정비 시설 및 인력을 갖춰야 한다. 거점 공항을 유지하기 위해 신규 저가항공사(LCC)들은 주기적으로 거점공항에 취항할 필요가 있다. 해당 거점 공항에서 인접 지역 해외여행 수요가 충분히 따라오지 못하면 안정적인 수익창출을 이어갈 수 있을지는 미지수이다.

에어로케이는 청주공항을 거점공항으로 삼아 ‘울트라 LCC’ 사업모델을 내세우고 있다. 주요 취항지도 일본, 중국, 베트남 등으로 현재 저가항공사(LCC)들과 직접적으로 경쟁할 계획이다.

플라이강원은 강원도 외국인 관광 수요를 주요 목표로 삼았다. 양양국제공항의 내국인 수요 기반이 열악한 것을 감안할 때 합리적인 전략으로 판단된다. 다만 외국인 강원도 관광 잠재 수요를 안정적으로 끌어올 필요가 있다.

에어프리미아는 미주 등 중·장거리 해외여행 수요를 주요 목표로 삼았다. 장거리 노선의 점유율 확대 성공여부가 중요해질 전망이다. 최소한 동남아 지역에서는 기존 저가항공사(LCC)들과 경쟁이 불가피할 전망이다.

표 7. 국토교통부 신규 면허 발급

회사명	에어로케이(Aero K)	플라이강원(FLY Gangwon)	에어프리미아(Air Premia)
허브공항	청주국제공항	양양국제공항	인천국제공항
항공기	A320급 6대 계획(~'22년)	B737-8 9대 계획(~'22년)	B787-9 7대 계획(~'22년)
자본금	480억원	378억 원	179억원(자본잉여금 188억원 별도)
취항지	일본, 중국, 베트남 등 11개 노선 취항 계획	중국, 일본, 필리핀 등 25개 노선 취항 계획	미국, 캐나다, 베트남 등 중장거리 중심 9개 노선 취항 계획
사업 계획	저렴한 운임 및 신규노선 취항 등을 통해 충천권, 경기남부의 여행수요를 흡수하여 수요를 확보할 계획	국내, 외 44개 여행사와 여객모집 파트너십을 통해 강원도로 외국인 관광객을 유치하여 수요 확보하는 전략	미주 등 중장거리 노선 취항 및 프리미엄 이코노미석 도입과 같은 서비스 차별화 전략을 통해 수요를 확보할 계획
사업 조건	- 향후 1년 내에 운항증명 신청해야함. 2년 내 취항 해야함 - 제출했던 사업계획대로 거점공항을 최소 3년이상 유지할 의무		

자료: 국토교통부, 케이프투자증권 리서치본부

저가항공사(LCC), 지방공항 출발 주요 노선 공급 확대 계속될 것

인천공항 슬롯 포화
안정성, 공정성 문제
추가 배분 어려움

인천공항 시간당 슬롯(Slot: 공항 시간당 항공기 이·착륙 수용 능력)이 포화 상태에 이르고 있다. 인천공항의 시간당 최대 운항가능 횟수는 63회이다. 시간당 운항횟수가 연간만 대가 넘어가는 새벽 6시부터 밤 10시까지 18시간 동안 365일 가동된다고 하면, 인천공항 주요 시간대 연간 공급능력은 413,910회다(63회x18시간x365일=413,910회).

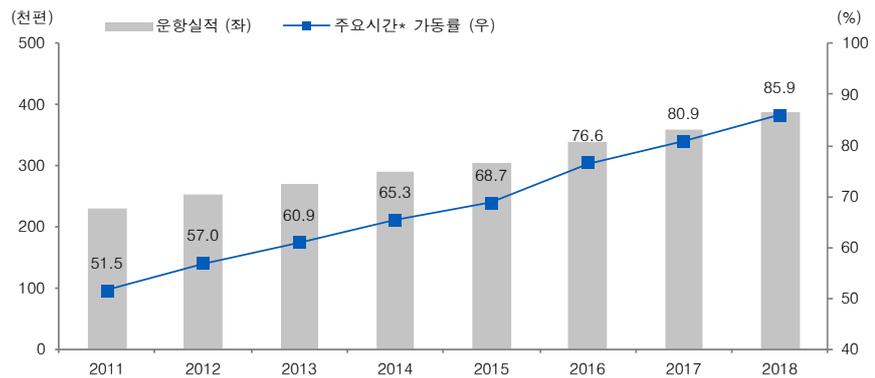
2019년 2월 20일 언론을 통해, 국토교통부 산하 서울지방항공청이 인천공항 슬롯을 63회에서 65회로 확대하겠다는 세부 운영지침을 발표했다. 오전 11시부터 오후 7시까지 슬롯 당 운항가능 횟수를 기존 63회에서 65회로 확대할 계획이라고 밝혔다. 이를 바탕으로 2018년 가동률을 계산해보면 84.7%로 1.2%pt의 개선 효과가 있다.

같은 시간대 연간 운항실적을 공급능력으로 나눠 가동률을 구해보면, 2014년 65.3%였던 가동률은 18년에 85.9%까지 올라온다. 동 시간대 항공기 교통량이 많아질 경우 안전과 직결되기 때문에 추가로 배분 받기 어려운 상황이다. 안정성이 문제되지 않더라도 남은 슬롯이 제한적인 상황에서 어떤 항공사에게 배분할지 공정성 문제로 배분 받기가 쉽지 않다.

인천공항 2024년에
활주로 1본 추가 예정

인천공항 슬롯 포화 문제는 공항에 활주로가 추가돼야 해결할 수 있다. 국토교통부는 2018년 12월 20일 인천공항 확장 사업 4단계 착공을 발표했다. 4단계 사업내용에 따르면 제2터미널이 확장되고 활주로 1본이 추가된다. 현재 활용 중인 활주로는 총 3본이다. 인천공항 4단계 확장으로 활주로 1본이 추가 되면 가동률은 64.5%(2018년 운항실적, 활주로 1본당 21회 슬롯 가정)까지 하락한다. 다만, 인천공항 4단계 완공 예상 시점은 2023년이다.

그림63. 인천공항 06시-10시 가동률: 안전 및 공정성 문제로 슬롯 추가 배분 쉽지 않음



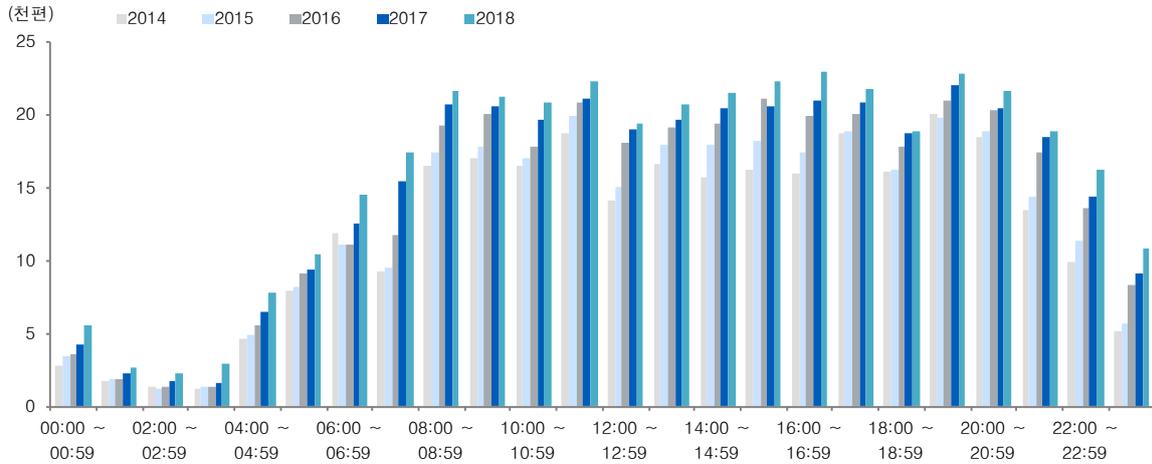
자료: 인천공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

참고: 인천공항 슬롯=63회 per 시간, 연간 CAPA: 63x12시간x365일 = 367,920 회 (* 주요시간: 11:00~18:59, 8시간)

단계	구분	내용
1단계 (2001년 3월 개항)	기간/비용	1991년~2000년 / 5.6조 원
	사업내용	터미널1, 활주로 2본
	시설규모	여객 4,000만 명. 화물 270만 톤
2단계 (2008년 6월 개장)	기간/비용	2002년~2008년 / 3.0조 원
	사업내용	탑승동, 활주로 1본
	시설규모	여객 1,400만 명 / 5,400만 명. 화물 180만 톤 / 450만 톤
3단계 (2018년 1월 18일 개장)	기간/비용	2009년~2017년 / 4.9조 원
	사업내용	제2터미널, 연결철도 / 도로
	시설규모	여객 1,800만 명 / 7,200만 명. 화물 50만 톤 / 500만 톤
4단계 (2018년 12월 20일 착공)	기간/비용	2017년~2023년 / 4.2조 원
	사업내용	제2터미널확장, 활주로 1본
	시설규모	여객 2,800만 명 / 1억 명. 화물 130만 톤 / 630만 톤
최종단계	기간/비용	미정 / 미정
	사업내용	제3터미널, 활주로 1본
	시설규모	여객 3,000만 명 / 1.3억 명. 화물 370만 톤 / 1,000만 톤

자료: 국토교통부, 케이프투자증권 리서치본부

그림64. 인천공항 시간별 연간 운항횟수



자료: 인천공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

지방공항 출발 노선
공급 확대하는
저가항공사

저가항공사(LCC)들은 인천공항에서 신규 슬랏을 추가로 배분 받기 어려워지면서, 지방공항에서 출발하는 노선을 확대하고 있다. 국제선 이용하는 승객 중 지방공항 이용 승객 비중은 대한항공 14%, 아시아나 11%, 제주항공 25%, 진에어 20%, 티웨이항공 40%이다. 제주항공과 티웨이항공이 빠르게 지방공항 출발 노선을 늘리고 있다.

지방 공항은 인접 지역 수요가 어느 정도까지 성장할 수 있는지 아직 불확실하기 때문에 저가항공사(LCC)들은 수요가 검증된 취항지로 운항을 확대할 것으로 판단된다. 하지만, 탑승률을 최대한 높여야 하는 저가항공사(LCC) 사업 모델 상, 인접 지역 수요를 끌어올 수 있는 방법은 항공요금 할인밖에 없다. 같은 목적지라도 인천공항보다 낮아지는 운임에 대한 우려 존재한다.

장기적으로
매출 안정성 기여
및 노선 선점 효과

제주항공과 티웨이항공의 선제적인 지방공항 출발 노선 확대는 안정적인 매출, 지방공항 슬랏 선점 효과가 기대된다. 올해 3월 전체 월 일본 수송 여객 수는 2백만 명 수준이다. 이 중 인천공항을 이용한 승객이 63%이다. 김포와 김해를 제외한 지방 공항을 이용한 승객은 8% 수준이다. 저가항공사(LCC)들의 지방공항 운항 확대로 여객 수가 어느 정도까지 성장할 수 있을지 미지수이지만, 현재는 아직 미미한 수준이다. 그러나, 안정적으로 수요가 성장할 경우, 매출 안정성에 긍정적인 전망이다.

인천공항에서 활주로가 추가되는 2024년까지 저가항공사(LCC)들의 공급 확대 속도는 둔화될 전망이다. 선제적인 지방공항 슬랏 확보로 향후 안정적으로 공급 확대를 이어갈 수 있을 것으로 예상된다. 또한 지방공항은 커피(Curfew: 운항제한시간)가 있어, 선점 효과는 더 커질 전망이다. 다만, 아직까지 지방공항은 인천공항 슬랏 포화에 따른 대안으로, 지방공항 수요 성장 추이를 더 지켜볼 필요가 있다. 당분간 지방공항에서 수요가 얼마나 성장하는지 보다는 인천공항에서 슬랏을 추가로 배분 받는 것이 항공사에게 더 긍정적으로 평가 받을 전망이다.

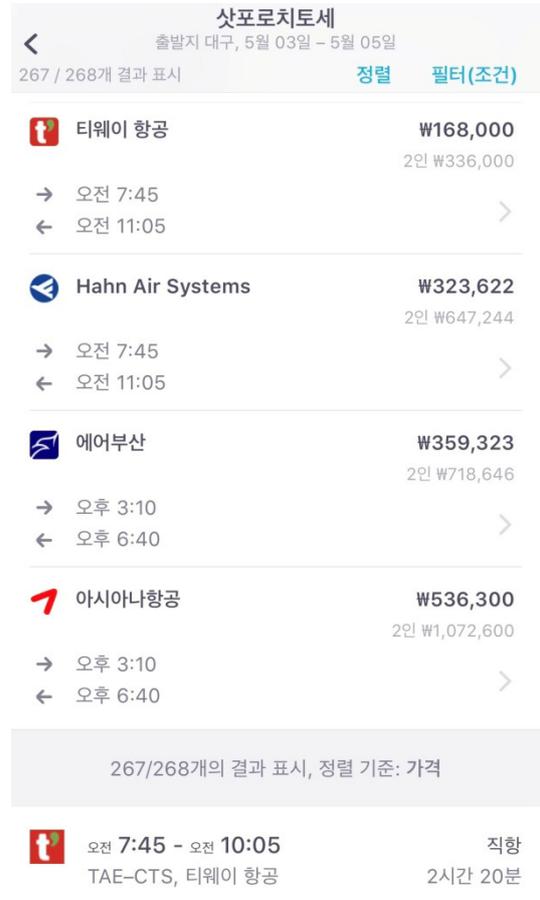
제주항공과 티웨이항공이 무안, 대구국제공항에서 운항을 확대하며 두 지방공항 이용객 수는 성공적으로 성장하고 있다. 무안공항에서는 제주항공이 2017년 7월부터 운항을 시작하며 성공적으로 해외여행 수요를 끌어들이고 있다. 무안공항에서 제주항공을 이용하는 승객 수는 2017년 3,115명에서 2018년 171,795명으로 5,400% 증가했다. 대구공항에서 티웨이항공 해외여행 수요 또한 두 자리 수 성장률을 유지하고 있다. 연간 수요는 2018년 26.4% 성장하며 150만 명 수준이다. 제주항공도 2018년 4월부터 대구공항에서 운항을 시작했다.

그림65. 인천-삿포르 항공권 가격 비교



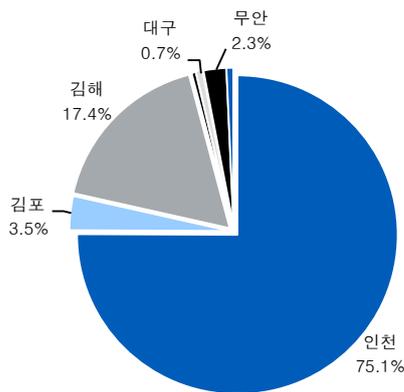
자료: 스카이스캐너, 케이프투자증권 리서치본부

그림66. 대구-삿포르 항공권 가격 비교



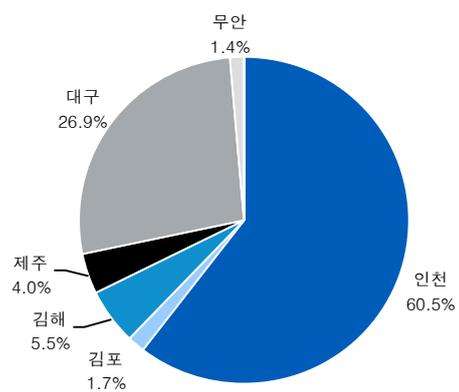
자료: 스카이스캐너, 케이프투자증권 리서치본부

그림67. 제주항공 공항별 여객 수 비중



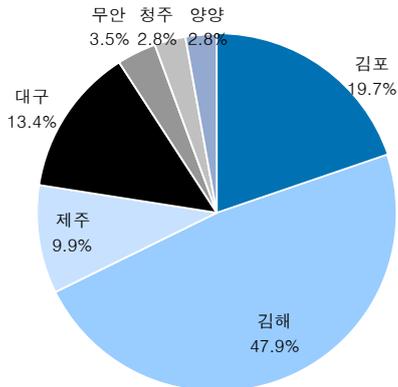
자료: 항공정보포털, 케이프투자증권 리서치본부

그림68. 티웨이항공 공항별 여객 수 비중



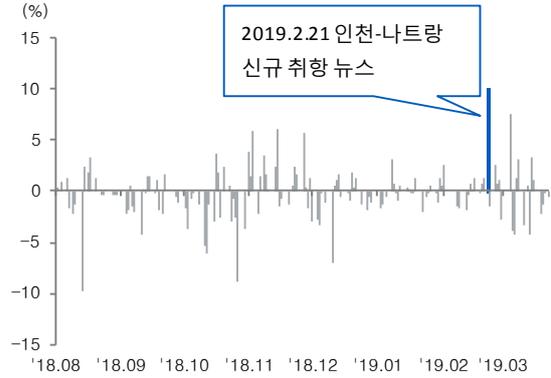
자료: 항공정보포털, 케이프투자증권 리서치본부

그림69. 지방공항별 이용객 수 비중(2019년 1분기 기준)



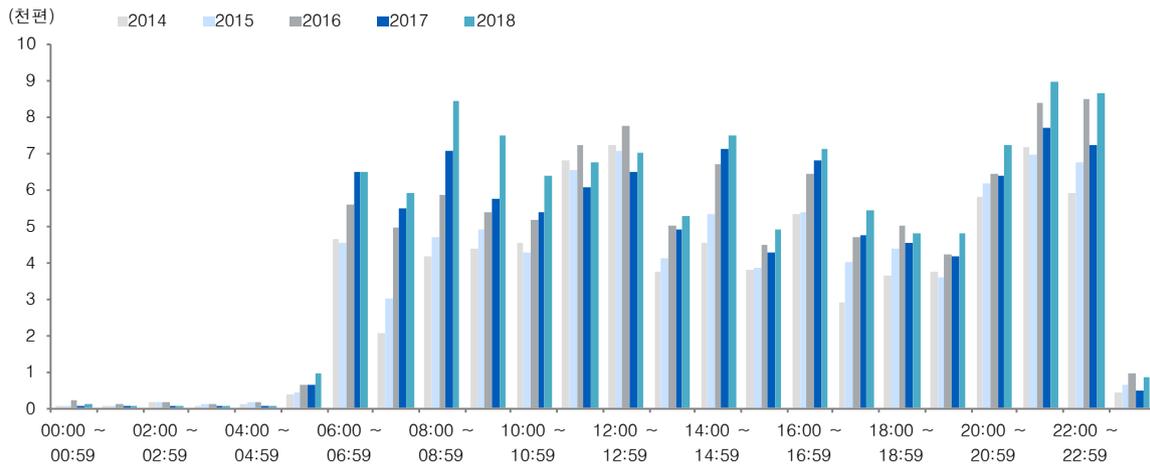
자료: 한국공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림70. 인천공항 슬랏 확보에 반응하는 시장



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림71. 지방공항 시간별 연간 국제선 운항 횟수: 운항제한시간이 존재해 선점 효과는 커질 전망



자료: 한국공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

항공사 운임 추정

2019-21E 운임
연평균 +1.6% 추정
장거리 2.7%,
중거리 3.4%,
단거리 0.0%

2019-21년 항공사들의 운임은 연평균 1.6% 상승할 것으로 추정했다. 항공유 가격 변동 반영하며 명목 운임 수준도 높아질 것으로 예상된다. 명목 운임에 심화되는 경쟁 환경 고려해 장거리 노선 운임은 연 평균 2.7%, 중거리 노선은 3.4%, 단거리 노선은 0.0% 상승할 것으로 전망한다.

운항 거리 별로, 장거리(미주, 유럽), 중거리(동남아), 단거리(일본, 중국)로 나눠 운임의 증가를 추세를 전망했다. 장거리 노선(미주, 유럽)의 경우 운항 횟수 기준으로 14% 수준이다. 대한항공은 장거리 노선에서 시장 점유율 65%로 운임 결정력이 높다고 판단했다. 따라서 대한항공의 미주, 유럽 노선 추정 운임으로 전체 장거리 노선 운임을 전망했다.

중거리 노선(동남아)은 운항 횟수 기준으로 35% 수준의 비중을 차지하고 있다. 동남아에서는 대한항공 15%, 제주항공 10%, 진에어 10%로 세 항공사의 운임 결정력이 높다고 판단했다. 동남아 주요 노선 경쟁은 심화될 예정이지만 프리미엄 좌석 수요는 점차 높아질 전망이다.

단거리 노선(일본, 중국)은 운항 횟수 기준으로 48%의 비중을 차지하고 있다. 중국 노선은 저가항공사(LCC)들이 9월부터 운항 확대할 계획이고, 일본의 경우 대한항공의 여객 점유율이 15%, 제주항공도 15% 수준으로 제주항공의 일본 노선 운임 결정력이 높다고 판단했다.

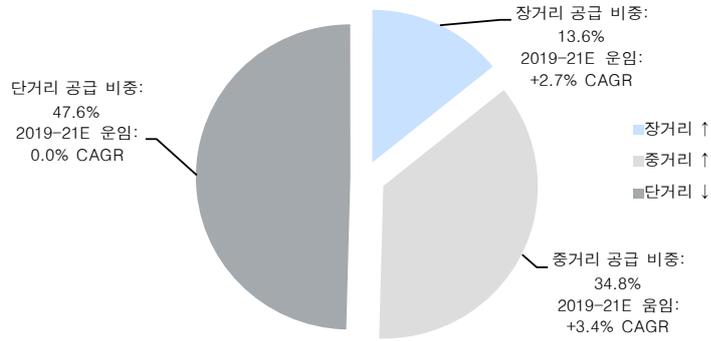
표 9. 항공사 지역별 취항 여부

	일본	동남아	중국	미주	유럽	대양주
대한항공	0	0	0	0	0	0
아시아나항공	0	0	0	0	0	0
제주항공	0	0	0 (9월부터)			
진에어	0	0		△ (하와이만)	△	△
티웨이항공	0	0	0 (계획 중)			
에어로케이 (2019년 9월 운항 시작 계획)	0 (계획 중)	0 (계획 중)				
플라이강원 (2019년 10월 운항 시작 계획)			0 (계획 중)			
에어프리메라 (2020년 9월 운항 시작 계획)		0 (계획 중)		0 (계획 중)	0 (계획 중)	△ (계획 중)
경쟁 강도	심화	심화	중립	약함	약함	약함

주: 0 운항(현재 운항 중이거나, 운항 계획 중), △ 운항은 가능하지만 구체적인 계획 없을 경우, 빈 칸은 현재로서는 운항 불가능

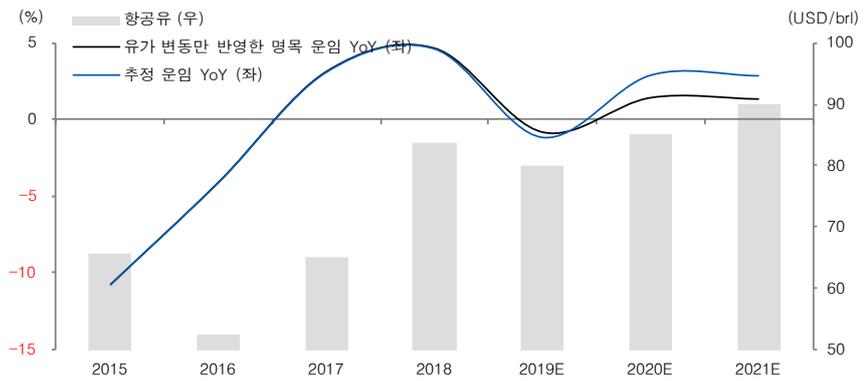
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림72. 운항거리 기준 노선별 평균 운임 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림73. 항공사 평균 운임 전망: 2019-21E 평균 운임 +1.6% CAGR



자료: 케이프투자증권 리서치본부

항공 | AIR TRANSFORMER: 변신하는 항공사들

	2018	2019E	2020E	2021E	2019-21E	비고
WTI	65	62	67	70		
항공유	84	80	85	90		
YoY 증감률	28.6	-4.6	6.3	5.9	2.5	
명목 운임 YoY % (a)	4.6	-0.8	1.4	1.3	0.6	
추정 운임 YoY % (b)	4.6	-1.1	2.9	2.9	1.6	: 2019-21E 평균 운임 +1.6% 전망
명목 운임 YoY % (a)						: 유가 변동 분 반영한 명목 운임(18년 기준)
장거리	5.9	-0.9	1.3	1.2	0.5	
중거리	8.1	-1.4	1.9	1.8	0.8	
단거리	2.1	-0.5	1.3	1.2	0.7	
추정 운임 YoY % (b)						: 유가 변동과 경쟁환경 반영한 명목 운임
장거리	5.9	-0.5	4.4	4.1	2.7	: FSC 운임 인상 의지, 대한항공 델타항공JV
중거리	8.1	-1.8	6.3	5.9	3.4	: FSC 충성 수요, LCC 프리미엄 좌석 수요
단거리	2.1	-0.9	0.3	0.6	-0.0	: LCC 신규 진입, 공급 과잉
공급 비중 %						
장거리	13.6	: 대한항공 점유율 65%. 대한항공 운임 결정력 높음				
중거리	34.8	: 대한항공15%, 제주항공10%, 진에어10%. 대한항공, 제주항공, 진에어 운임 결정력 높음				
단거리	47.6	: 대한항공 15%, 제주항공 15%(일본). 제주항공 운임 결정력 높음				

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

IV. 성장 동력

중국은 국내 항공사들에게 새로운 성장 동력

2019년 3월 15일 국토교통부는 한·중 항공회담에서 한국, 중국 양국 간 여객 운수권을 기존 주 548회에서 60회 증대된 608회로 합의했다고 발표했다. 2017년 중국 사드 보복으로 위축됐던 한·중 항공분야 교류가 정상화되면서, 중국 해외여행 수요가 빠르게 성장할 전망이다. 중국은 수요가 안정적인 주요 도시(베이징, 상하이 등) 외에 지방공항만 41개이다. 운수권 받은 저가항공사(LCC)들은 중국 노선 공급 확대를 통해 점유율 확대 및 신규 수요 창출에 집중할 계획이다. 운수권을 배분 받은 항공사들은 항공 당국의 허가, 지상조업 계약 등 운항준비 기간을 거쳐 빠르면 3-4개월 내 취항이 가능하다. 제주항공은 올해 9월부터 신규 운항 계획하고 있고, 티웨이항공은 빠르면 7월부터 공급 확대를 시작할 계획이다.

중국 (1) 핵심 노선 LCC 신규 공급, (2) 지방공항 취항 자유도 높아짐

한-중 운수권 확대 결과를 살펴 보면, 인천-베이징 간 새로 증대된 운수권 주 14회가 기존 대한항공, 아시아나항공 외 신규로 제주항공, 티웨이항공 저가항공사(LCC)에 배분됐으며, 인천-상하이 간 주7회는 이스타항공에게 배분됐다. 또한 높은 수요가 있음에도 기존 항공협정 체계상 개설될 수 없었던 인천-장가계 등 9개의 노선이 신규 개설됐다. 노선 개설 저조했던 지방출발 노선도 기존 24개 노선(주당 108회 운항)에서 29개 노선(주당 170회 운항)으로 크게 확충될 예정이다.

이번 한-중 항공 운수권 확대는 (1) 국내 저가항공사(LCC), 중국 핵심 노선 신규 공급, (2) 중국 지방공항 취항지 선택의 자유도 상승, 두 가지 의의가 있다.

현재 대형항공사(FSC)들이 독점 운항 중인 44개 노선 중, 항공 수요가 높은 인천-선양, 인천-난징 등 14개 노선에 저가항공사(LCC)를 중심으로 신규로 취항하게 된다. 국내 저가항공사들의 신규 공급 확대로 중국 주요 노선 항공 요금 하락과 함께 내국인 출국 수요가 빠르게 성장할 것으로 기대된다.

또한, 기존에는 노선 별로 운수권이 관리되었다면, 이번 항공회담 결과 12개 핵심 노선을 제외한 지방노선에서 최대 주 14회까지 2개 항공사가 자유롭게 운항이 가능하게 돼, 국내 항공사들이 탄력적으로 신규 수요 유입에 힘쓸 전망이다. 또한, 중국은 운항거리가 가까워 수익성이 좋기 때문에, 항공사들은 공급 확대에 적극적일 것으로 전망된다.

표 11. 여객 운수권 배분 주요 결과

구분	배분 전	배분 후
노선 수 / 운항횟수	57개 / 449회	66개(+9) / 588회(+139)
지방출발 노선 수 / 운항횟수	24개 / 108회	29개(+5) / 170회(+62)
운수권 보유 비율(FSC:LCC)	89.5% : 10.5%	71.9% : 28.1%

자료: 국토교통부, 케이프투자증권 리서치본부

참고: 중국 내 항공자유화 지역인 산둥성, 하이난성을 제외한 국적 항공사만의 통계

항공 | AIR TRANSFORMER: 변신하는 항공사들

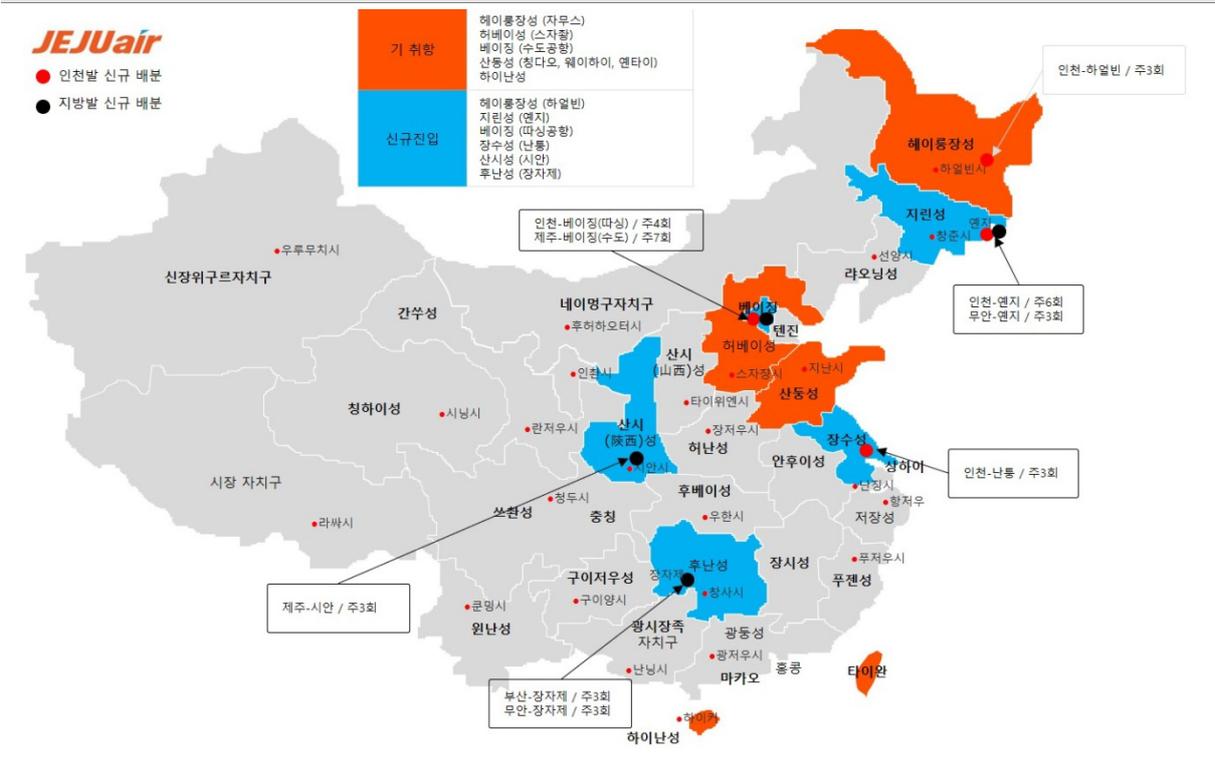
	증대 전	증대 후	내용
여객	주 548회	주 608회(+60회)	독점노선(1노선 1항공사) 폐지 → 12개 핵심노선 제외한 지방노선에서는 최대 주 14회까지 2개 항공사가 자유롭게 운항
화물	주 44회	주 54회(+10회)	화물 운송 가능한 지점 기존 7개에서 10개로 3개 추가 난징, 우시, 항저우 중 1지점, 스좌장, 쿤밍, 하얼빈, 청두 중 2지점 추후 선정
변경 사항	기존 한-중 70개 노선 운수권 각기 설정돼 관리: 총 548회	4개 유형으로 나누고, 유형별 총량으로 관리: 총 608회	(1유형) 한국 허브공항(인천) - 중국 허브공항(베이징, 상하이): 주 129회 (2유형) 한국 지방공항 - 중국 허브공항(베이징, 상하이): 주 103회 (3유형) 한국 허브공항(인천) - 중국 지방공항: 주 289회 (4유형) 한국 지방공항 - 중국 지방공항: 주 87회
핵심 노선	인천 - 베이징: 주 31회 → 주 45회(+14회) → 주 56회(+7회), 인천 - 상하이: 주 49회 → 주 21회(+7회), 부산 - 상하이: 주 14회 → 주 21회(+7회), 인천 - 옌지: 주 14회 → 주 21회(+7회), 인천 - 선전: 주 14회 → 주 21회(+7회) 인천 - 선양: 주 14회 → 주 21회(+7회)		
참고	* 핵심노선: (인천) - 베이징/ 상하이/ 광저우/ 선전/ 톈진/ 옌지/ 선양/ 다롄, (부산) - 베이징/ 상하이, (김포) - 베이징/상하이(기존의 전세편 방식) * 한국 지방공항 6개, 중국 지방공항 41개		

자료: 국토교통부, 케이프투자증권 리서치본부

항공사	운수권 수시배분 결과	
대한항공 (여객 4 노선 주 14회, 화물 1 노선 주 2회)	인천-베이징(서우두) 주4회 인천-난징 주4회 인천-항저우 주3회 인천-장자제 주3회 인천-시안(貨) 주2회	
아시아나 (여객 4 노선 주 14회, 화물 1 노선 주 2회)	인천-베이징(서우두) 주3회 부산-상하이 주2회 인천-옌지 주1회 인천-선전 주1회 인천-시안(貨) 주2회	
제주항공 (9 노선 주 35회)	인천-베이징(다싱) 주4회 제주-베이징 주7회 인천-옌지 주6회 인천-하얼빈 주3회 인천-난퉁 주3회	부산-장자제 주3회 제주-시안 주3회 무안-장자제 주3회 무안-옌지 주3회
에어부산 (5 노선 주 18회)	인천-선전 주6회 인천-청두 주3회 인천-닝보 주3회 부산-장자제 주3회 부산-옌지 주3회	
이스타 (6 노선 주 27회)	인천-상하이 주7회 제주-상하이 주7회 인천-정저우 주4회 부산-옌지 주3회 청주-하얼빈 주3회	청주-장자제 주3회
티웨이 (9 노선 주 35회)	인천-베이징(다싱) 주3회 대구-베이징 주7회 대구-상하이 주3회 인천-선양 주7회 인천-우한 주3회	인천-원저우 주3회 청주-옌지 주3회 대구-장자제 주3회 대구-옌지 주3회
에어서울 (1 노선 주 3회)	인천-장자제 주3회	
에어인천 (화물 1 노선 주 3회)	인천-청두(貨) 주3회	

자료: 국토교통부, 케이프투자증권 리서치본부

그림74. 제주항공 중국 운항 계획



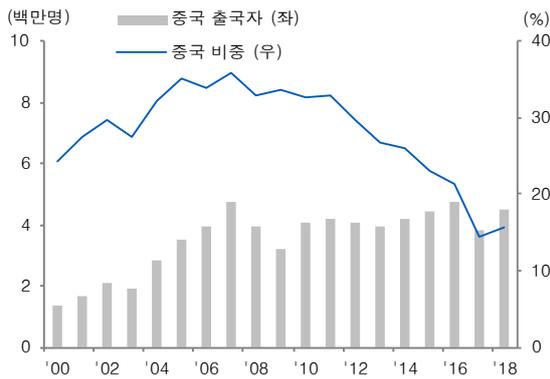
자료: 제주항공, 케이프투자증권 리서치본부

중국 출국 수요
2007년 이후
성장하지 못함

이번 한-중 항공회담은 2014년 4월 이후 5년 만에 개최된 공식 항공 회담이었다. 지난 항공 회담에서는 베이징, 상하이, 광저우 등 12개 핵심 노선 운수권이 대형항공사(FSC), 대한항공, 아시아나항공에게만 배분되었고, 그 외 노선(스좌좡, 자무스, 장자지에, 연지, 하얼빈, 다롄, 난닝 등) 운수권들이 저가항공사(LCC)들에게 배분됐었다. 그 결과, 잠재 수요 확인한 저가항공사(LCC)들이 공급 확대하며 해외여행 수요 빠르게 성장했던 일본 및 동남아 지역과는 다르게 중국은 핵심 노선을 대형항공사(FSC)가 독점하며 중국 내국인 출국자 수는 2007년도 수준에 머물러 있는 상태이다.

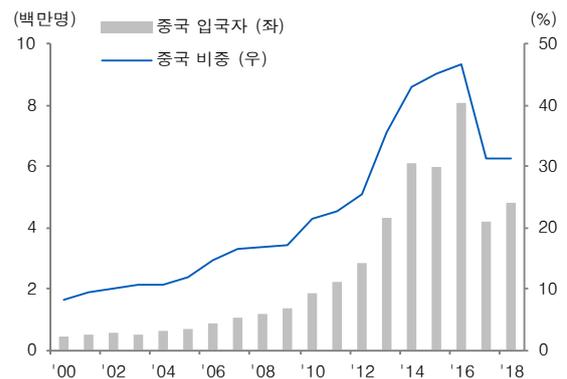
반면, 2014년 한-중 항공회담이 끝나고, 중국은 대형항공사(중국국제항공, 중국동방항공, 중국남방항공)뿐만 아니라, 춘추항공을 필두로 저가항공사들도 함께 공급을 확대했다. 2014년 중국 대형항공 3개사의 한국 운항횟수는 전년대비 21.6% 증가하고, 중국 저가항공사(LCC)들은 90.8% 증가한다. 그 결과, 당해 한국공항에서 중국 대형항공사 이용 여객 수는 전년대비 27% 증가했고, 저가항공사(LCC) 이용 여객 수는 114% 증가했다. 한국인 중국 출국 수요는 전년대비 5% 성장한 반면, 중국인 한국 입국 수요는 무려 41% 성장한다.

그림75. 중국 방문 내국인 출국 수요 및 비중 추이



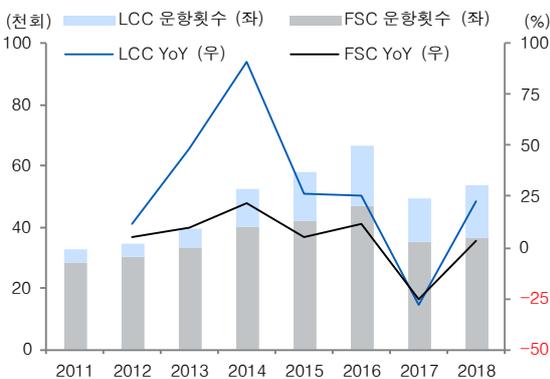
자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부
참고: 2018년 내국인 출국자 수는 자사 추정치

그림76. 중국인 한국 입국 수요 및 비중 추이



자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림77. 중국 항공사 한국 운항 횟수 추이



자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림78. 중국 항공사 한국 공급 LCC 점유율 추이



자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

국내 항공사 중국 여객 수요 성장에 따른 수혜 기대

19-21년 국내 항공사
중국 매출 연평균
+16.4% 전망

2019년 하반기부터 국내 저가항공사(LCC)들이 중국 노선 공급 확대를 계획하고 있는 가운데, 전체 한-중 여객 수요는 (1) 내국인 중국 해외여행 수요 빠른 성장, (2) 2018년 3월부터 회복세 이어가는 중국인 입국자 수에 힘입어 빠르게 성장할 것으로 기대된다. 중국 여객 수요 성장으로 국내 항공사들의 중국노선 매출은 2021년까지 연 평균 16.4% 수준의 성장 이어갈 수 있을 것으로 전망한다.

19-21년 국내 항공사
공급실적 +18.4%
운임 -1.7% CAGR

2019년 중국 전체 여객 수요는 7.8% 성장할 것으로 추정되고, 이후 2021년까지 연평균 16.4% 성장할 것으로 추정된다. 국내 항공사들의 중국노선 공급실적(유상승객킬로미터, RPK)은 2019년 37.4% 증가할 것으로 추정됐고, 이후 2021년까지 연평균 18.4% 증가할 수 있을 것으로 추정된다.

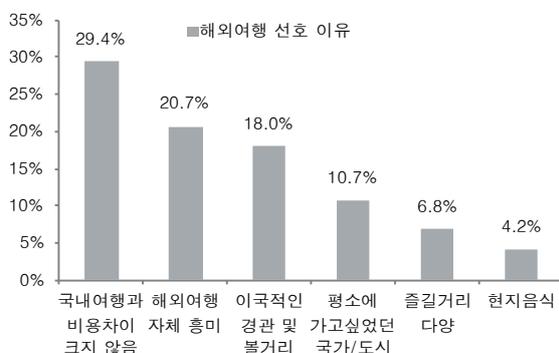
잠재 출국 수요를 확인한 국내 저가항공사(LCC)들의 해당 지역 공급 확대가 신규 출국 수요를 창출하는 선순환 구조는 이미 일본에서 확인됐다. 국내 저가항공사(LCC)들이 2015년부터 일본으로 공격적인 공급 확대를 시작하면서 한-일간 여객 운항횟수는 2015, 16, 17년 각각 10%, 21%, 25% 증가했다. 그 결과, 일본 내국인 출국 수요는 같은 기간 각각 45%, 27%, 40% 증가했다.

국내 항공사들의 중국노선 운임은 국내 저가항공사(LCC)들의 진입으로 15% 하락할 것으로 가정했다. 이는 2013년 일본 노선 운임 추이를 참고했는데, 2012년도 유가 수준이 유지되는 상황에서, 국내 저가항공사(LCC)들의 일본 공급 확대로 운임은 전년대비 14.5% 하락했다. 따라서 중국 노선으로 국내 저가항공사(LCC)들이 운항 확대할 경우, 평균 운임은 15% 수준 하락할 것으로 가정했다.

해외여행지
선택 이유는
'저렴한 경비'

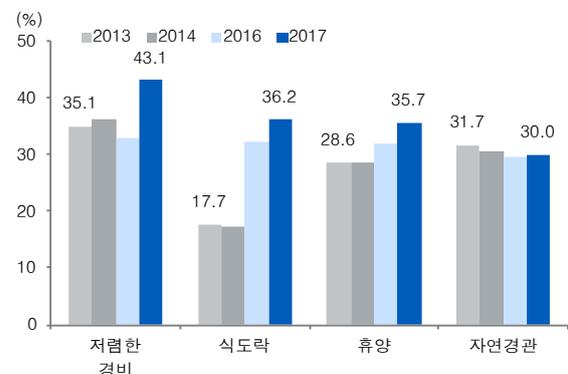
한국관광공사에서 발표한 '아웃바운드 현황 및 트렌드 조사'에 따르면, 해외여행과 국내 여행 선호 비율은 각각 61.5%, 국내여행 9.6%이다. 또한 해외여행을 국내여행보다 선호하는 이유로는 '국내여행과의 비용차이가 크지 않아서'인 것으로 조사됐다. 또한 해외여행지 선택이유를 '저렴한 경비'로 선택하는 비율 2013년 35%에서 2017년 43%로 증가했다. 따라서 국내 저가항공사(LCC)들의 중국 진출로 기존 및 신규 노선 해외여행 수요가 빠르게 성장할 수 있을 것으로 판단한다.

그림79. 해외여행 선호 이유



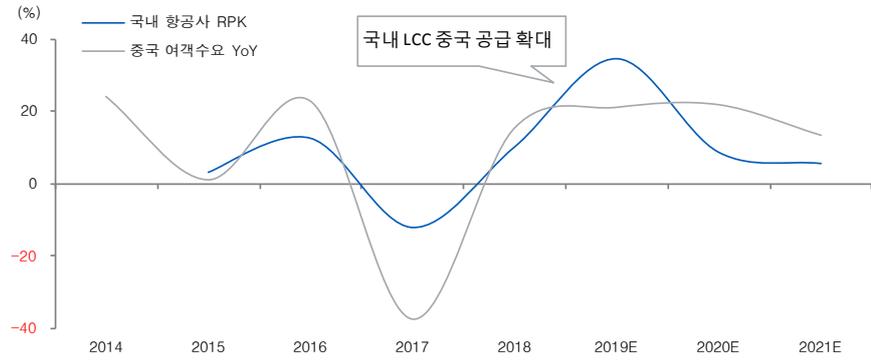
자료: 2017 아웃바운드 현황 및 트렌드 조사(한국관광공사), 케이프투자증권 리서치본부

그림80. 해외여행지 선택이유 변화



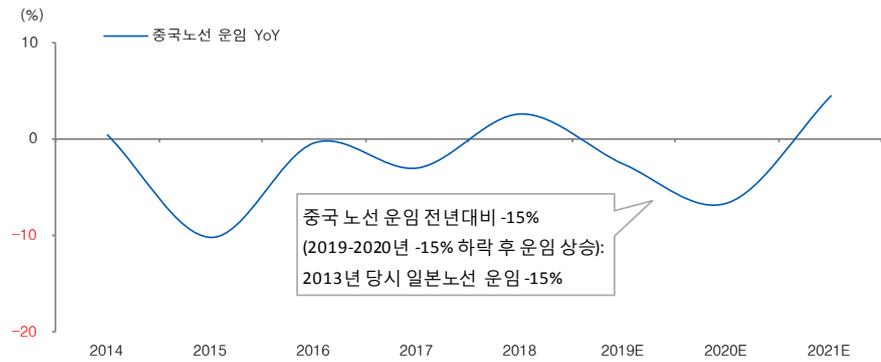
자료: 2017 아웃바운드 현황 및 트렌드 조사(한국관광공사), 케이프투자증권 리서치본부

그림81. 중국 여객 수요와 국내 항공사 추정 공급실적(유상승객킬로미터 RPK)



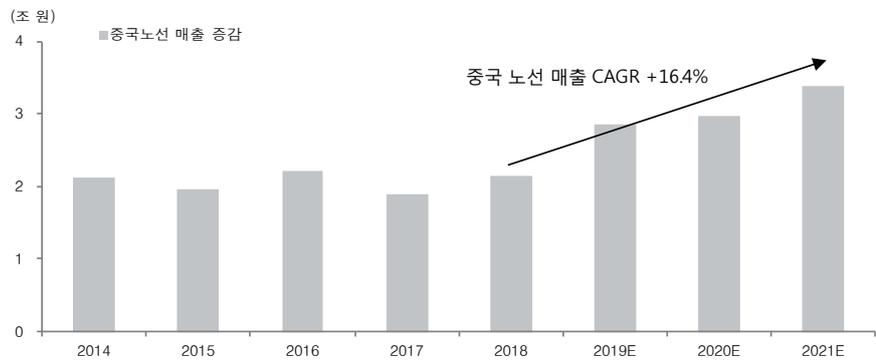
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림82. 중국 노선 국내 항공사 추정 운임



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림83. 중국 노선 매출 추정



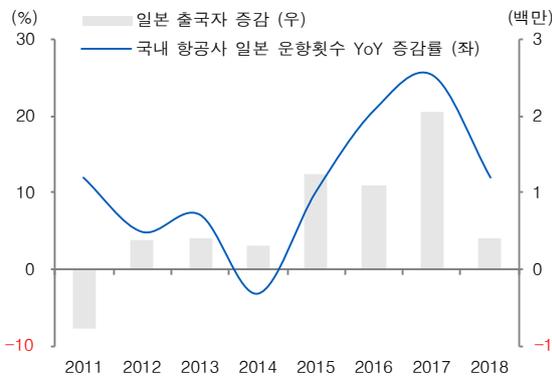
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표14. 국내 항공사 중국 노선 매출 추정: 대한항공 연간 중국 노선 매출 9,600억 원 수준 (2018년 기준)

		2015	2016	2017	2018	2019E	2019-21E	가정
중국 여객 수요	(명)	10,428,559	12,829,885	8,024,222	9,269,796	11,849,565	18,329,436	
성장률 YoY	(%)	1.2	23.0	-37.5	15.5	27.8	25.5	
출국자 수	(명)	4,444,389	4,762,163	3,854,869	4,480,284	6,102,151	10,261,714	: 국내 LCC 중국 진출
성장률 YoY	(%)	6.3	7.2	-19.1	16.2	36.2	31.8	: 일본 2015-18 성장률 가정
입국자 수	(명)	5,984,170	8,067,722	4,169,353	4,789,512	5,747,414	8,067,722	: 2016년 수준 회복 가정
성장률 YoY	(%)	-2.3	34.8	-48.3	14.9	20.0	19.0	
중국 운항횟수	(회)	119,740	135,174	106,308	113,049	125,894	156,128	
중국 항공사	(회)	57,890	66,696	49,136	53,367	60,429	70,258	
운수권	(회/주)	557	641	472	513	581	608	: 주 608회 운수권 모두 활용 가정
중국 점유율	(%)	48.3	49.3	46.2	47.2	48.0	45.0	: 운항횟수 기준 점유율
한국 항공사 RPK	(백만km)	12,828	14,442	12,723	14,021	19,270	23,264	
증감률 YoY	(%)	3.2	12.6	-11.9	10.2	37.4	18.4	
FSC	(백만km)	11,481	12,926	11,387	12,549	13,855	16,726	: 운수권 배분 결과에 따라
LCC	(백만km)	1,347	1,516	1,336	1,472	5,415	6,537	: FSC:LCC 비중은 71.9:28.1
중국운임	(원)	154	153	149	153	149	145	: 국내 LCC 진입으로 -15% 추정
증감률 YoY	(%)	-10.2	-0.4	-3.0	2.6	-2.6	-1.7	: 2013년 일본 노선 운임 참고
중국 노선 매출	(억원)	19,732	22,130	18,914	21,391	23,528	33,732	
증감률 YoY	(억원)	-7.3	12.2	-14.5	13.1	33.8	16.4	

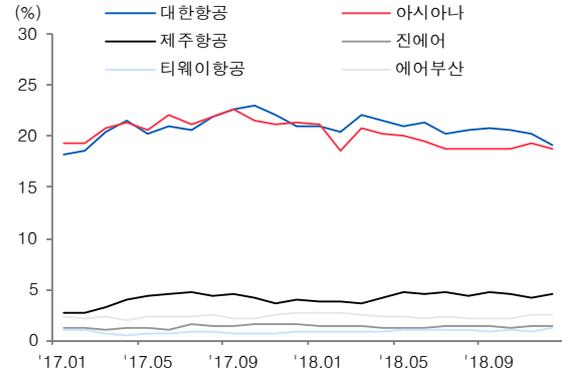
자료: 항공정보포탈, 한국관광공사, 인천공항공사, 한국공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림84. 일본 국내 항공사 운항횟수와 출국자 증감 추이



자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

그림85. 중국 노선 항공사 점유율



자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

중국 항공사들과의 점유율 경쟁은 제한적일 전망

<p>중국인 여객 수요 소화하기 바쁜 중국 항공사들</p>	<p>한-중 항공회담으로 운수권이 증편됐다. 국내 항공사들에게 중국 시장 진출이라는 기회와 함께 중국 항공사들의 저가공세 우려도 심화되고 있다.</p> <p>춘추항공을 필두로 중국의 저가항공사(LCC)들은 이미 2014년 한-중 항공회담 이후에 한국으로 운항을 확대해왔다. 한국으로 운항하는 중국 항공사들 중 저가항공사의 비중은 2014년 24%에서 2018년 32%까지 확대됐다. 다만, 중국 항공사들의 공급 확대는 중국인들의 한국 해외여행 수요를 소화하는데 급급했고, 한국인들의 중국 출국 수요 성장에는 아무런 영향을 미치지 못했다. 2021년까지는 이러한 추세가 이어질 것으로 전망한다.</p>
<p>중국 LCC들의 경쟁 상대는 아직 중국 FSC</p>	<p>중국 저가항공 시장은 2013년부터 본격적으로 성장할 수 있었다. 2013년까지 중국 정부는 중국 3개 국적사(중국국제항공, 중국동방항공, 중국남방항공)의 안정적인 성장을 위해 '항공 요금 하한선'을 설정하는 등 정책적으로 3개 국적사를 보호했다. 그리고 2013년이 되어서야 '항공요금 하한선'을 폐지하고 신규 저가항공사에게 면허를 발급하기 시작했다. 이후 중국 대형항공사들의 자회사 형태, 기존 소형 항공사들의 저가항공 사업모델 전환 등으로 현재는 한국으로 취항하는 저가항공사만 13개로 늘어났다.</p> <p>중, 단기적으로 중국 저가항공사들은 자국 여객 수요를 소화하면서 성장할 가능성이 높다고 판단한다. 현재 중국은 인구 수, 국토 면적 등이 저가항공사가 성장하기 위한 좋은 조건을 가지고 있다. 아직 중국 저가항공사들의 국내선 여객 점유율은 10% 수준이고(글로벌 평균 저가항공사 국내선 점유율 30%), 2035년까지 중국 저가항공사들의 점유율이 35%까지 성장할 것으로 전망되고 있어, 중국 저가항공사들의 공급은 국내선 점유율 확대에 집중될 것으로 예상된다.</p> <p>또한, 빠르게 회복하고 있는 중국인 한국 방문객 규모가 크기 때문에 중국 항공사들이 전략적으로 한국인 중국 방문객들을 목표로 하지 않는 이상, 한국 항공사와 가격 경쟁을 시작할 이유는 없다고 판단한다. 우리나라가 그랬듯이, 중국 저가항공사들은 우선 중국 3개 국적사들과 점유율 경쟁을 하며 성장할 전망이다.</p> <p>장기적으로도 국가별 저가항공사들간의 점유율 경쟁보다는 코드쉐어 및 조인트벤처를 통해 국내/외 가리지 않고 노선을 연결하며 공급범위를 넓히는 추세이다. 2019년 12월부터 제주항공은 호주 저가항공사 제트스타와 코드쉐어를 통해 호주로 운항을 시작한다. 제주항공의 사례도 이러한 추세를 반영한 것으로 판단한다.</p>
<p>16년 중국인 여객 수요 증가로, 오히려 국내 항공사 호재</p>	<p>2014년 중국 저가항공사들의 한국 운항 확대로 중국인 입국자 수는 전년대비 42% 증가했고, 미처 소화하지 못한 수요는 한국 항공사에게 호재로 작용했다. 이후 중국의 단체 관광금지 조치가 이뤄지기 전까지 급성장하는 중국 여객 수요로 한국 항공사들은 정기, 비정기편 운항을 통해 중국 노선 매출 비중이 오히려 높아졌다. 따라서, 2019년 국내 저가항공사(LCC)들의 중국 운항 확대 효과와 회복세 이어가고 있는 중국인 한국 해외여행 수요로 한국 항공사들의 공급실적은 2019년 34% 수준 성장할 것으로 전망한다.</p>

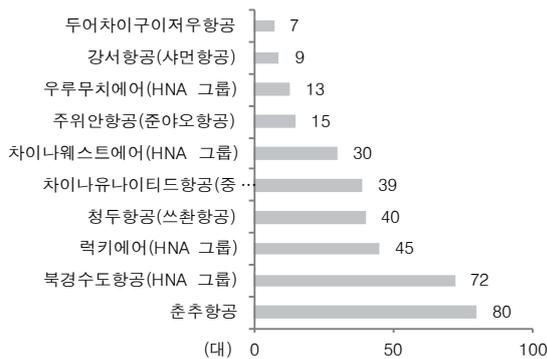
표 15. 국가별 저가항공사 침투율

	LCC 국내선 침투율		LCC 국제선 침투율	
	2008	2018	2008	2018
중국	2%	10%	3%	14%
일본	6%	17%	0%	26%
인도	48%	70%	11%	23%
인도네시아	40%	53%	26%	40%
태국	32%	72%	11%	32%
호주	19%	26%	7%	15%
한국	7%	53%	1%	35%
말레이시아	50%	57%	29%	51%
홍콩	n/a	n/a	3%	11%
싱가포르	n/a	n/a	12%	31%
베트남	26%	56%	12%	33%
대만	0%	0%	1%	18%
필리핀	45%	64%	15%	32%
뉴질랜드	0%	17%	4%	7%
파키스탄	0%	0%	1%	14%
캄보디아	n/a	n/a	14%	24%
방글라데시	n/a	n/a	4%	11%
스리랑카	n/a	n/a	10%	8%
미얀마	0%	0%	13%	25%
마카오	n/a	n/a	21%	33%

주: 국내선 시장이 존재하지 않거나, 연간 국내선 여객 수가 1백만 명 이하일 경우, "n/a"

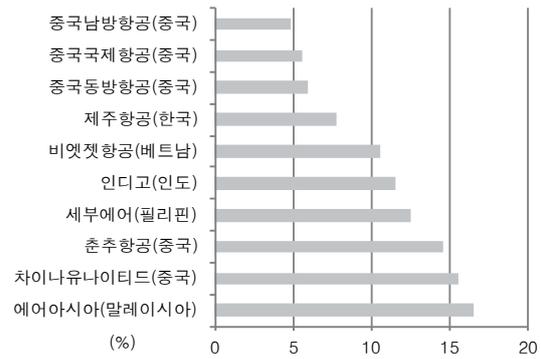
자료: Centre for Aviation & OAG, 케이프투자증권 리서치본부

그림86. 중국 항공사 항공기 보유 대수



자료: 인천공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림87. 아시아 LCC 영업이익률 비교



자료: 한국관광공사, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

V. 항공사 경쟁력 비교

효율적인 공급 확대가 필요한 시점

수익성 제고를
통한 효율적인
공급 확대 필요

저가항공사(LCC)들은 상대적으로 낮은 항공 요금으로 탑승률을 최대한 높이는 동시에, 규모의 경제 실현을 통해 공급당 비용을 최소한으로 낮추는 사업모델을 가지고 있다.

단거리 노선에서 저가항공사(LCC)들과 대형항공사(FSC) 사이의 점유율 경쟁이 일단락 되면서 저가항공사(LCC)들의 점유율 확대 속도가 둔화되고 있다. 국내 저가항공사(LCC)들의 점유율 경쟁이 본격화 되면, 탑승률 유지도 어려워질 전망이다.

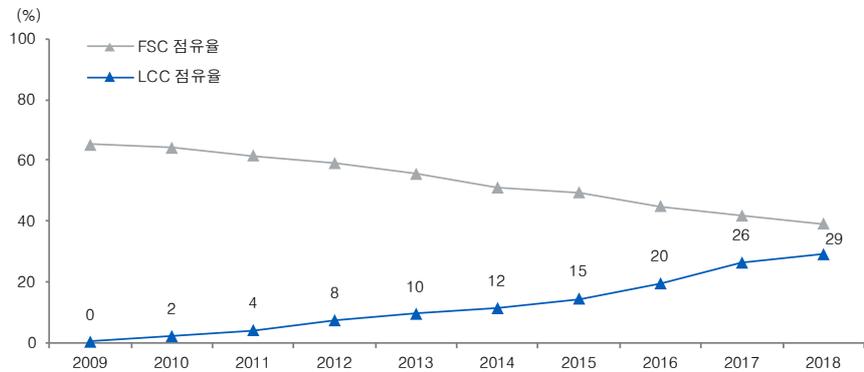
동시에 2019년 하반기부터 일부 항공사들의 항공기 도입 계획에 차질이 생긴 상태이고, 2020년부터 기재 도입 중단될 가능성도 있어 추가적인 한계 비용을 낮추는 속도도 둔화 될 것으로 예상되고 있어 수익성에 대한 압박감이 커질 전망이다.

따라서 지금까지 저가항공사(LCC)들은 공급 확대 속도를 유지하며 외형 성장을 계속해 나가는 것이 중요했다면, 2019년 변화된 경쟁 환경 속에서는 수익성 제고를 통해 효율적으로 점유율 확대를 계속해 나갈 수 있는지가 중요해졌다.

대한항공은 노선 및 항공기 규모가 절대 우위를 가지고 있고, 안정적인 노선 포트폴리오를 구축하고 있어 안정적인 수익창출 가능할 전망이다. 델타항공 JV를 통해 미주 노선 수익성을 강화하고 경쟁 심화되는 중, 단거리 노선에서는 수익성 중심으로 노선 증편 및 재편 등을 통해 수익성 제고해 나갈 전망이다.

공급 확대 속도가 둔화된 저가항공사(LCC)들은 공급당 비용 경쟁력에 기초해 경쟁 심화 속에서도 점유율 확대를 이어나갈 수 있을 전망이다. 상대적으로 공급당 비용이 낮으면, (1) 가격 경쟁력으로 점유율 유지 가능하고, (2) 적극적인 신규 노선 운항 확대가 가능해 경쟁 심화 속에서도 점유율 유지 및 확대 가능할 전망이다.

그림88. 저가항공사(LCC)들의 점유율 확대 속도 둔화



자료: 항공정보포털, 케이프투자증권 리서치본부

저가항공사(LCC)들의 공급당비용 비교

제주항공
규모의 경제로
공급당 비용 낮음

제주항공은 저가항공사(LCC) 사업모델에 맞게 규모의 경제를 통해 공급당 비용을 꾸준히 낮춰 가고 있다. 국내 저가항공사(LCC)들 중, 공급당 비용이 가장 낮은 수준이다. 공급당비용이 낮은 제주항공은 단거리 주요 노선에서 가격경쟁을 버텨낼 수 있는 기초 체력은 물론 운임 결정력도 높다고 판단한다. 나아가, 2019년까지 기재도입 계획도 차질 없이 진행될 것으로 추가적인 규모의 경제 달성도 가능할 전망이다.

이를 바탕으로 제주항공은 일본, 동남아 지역 단거리 주요 노선 증편 외에도 신규 노선 운항 확대를 계속할 수 있는 역량을 보유하고 있다. 또한 저가항공 경쟁사들보다 규모적으로 우위에 있기 때문에 중국 노선 공급 확대도 무리 없이 이뤄지며, 점유율 선점해 나갈 전망이다.

진에어
대형기 운용으로
공급당 비용 낮음

진에어는 저가항공 사업모델을 가지고 있지만 소형기와 대형기를 동시에 운용하고 있어 수익성이 높다. 장거리 노선 운항으로 노선 차별화가 가능하고, 동시에 대형기를 중, 단거리 노선에 투입 시 탑승률이 높아지는 효과로 공급당 비용을 낮출 수 있다. 이종 기재 운용 시, 정비비 같은 고정비가 증가하는데, 자매회사인 대한항공에 정비를 일괄 위탁한 효과로 단위당 비용이 단일 기재를 운용하는 제주항공과 비슷한 수준이다.

아쉬운 점은, 국토교통부의 제재 해소 시기가 불투명하다는 점이다. 기재 도입이 중단된 상태로 신규로 노선을 확대하지 못해 2018년 공급당비용은 상승했다. 국토교통부 제재 해소로 공급 확대 가능해질 경우, 가격 경쟁 및 장거리 신규 노선 확대 등으로 점유율 확대 계속해 나갈 수 있을 것으로 예상된다.

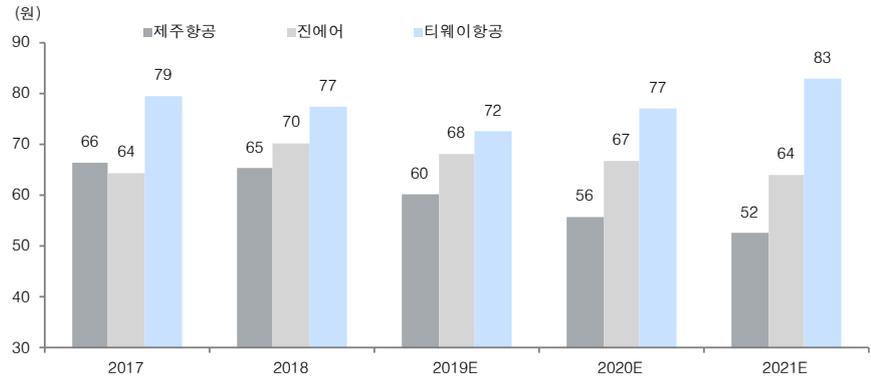
티웨이항공
규모적 열위와
기재도입 불확실성

티웨이항공은 저가항공 사업모델에 충실하게 외형 성장에 성공했지만, 후발주자로 아직 규모 측면에서 열위에 있다. 항공기 보유 대수는 진에어와 비슷하지만, 진에어는 대형기 운용으로 1회 운항당 수익성이 더 높다. 티웨이항공은 지속적인 기재 도입을 통해 추가적인 규모의 경제 효과가 필요한 상황이다.

적극적으로 보잉737맥스를 통해 외형 성장을 계속해 나갈 계획이었지만, 올해 보잉737맥스 운항 중지로 하반기부터 기재도입 계획에 차질이 생겼다. 이로 인해, 가격경쟁으로 인한 수익성 악화에 대한 부담감이 커질 전망이다. 또한, 공급당 비용이 높은 티웨이항공은 신규 노선 개발에 대한 부담감이 크다.

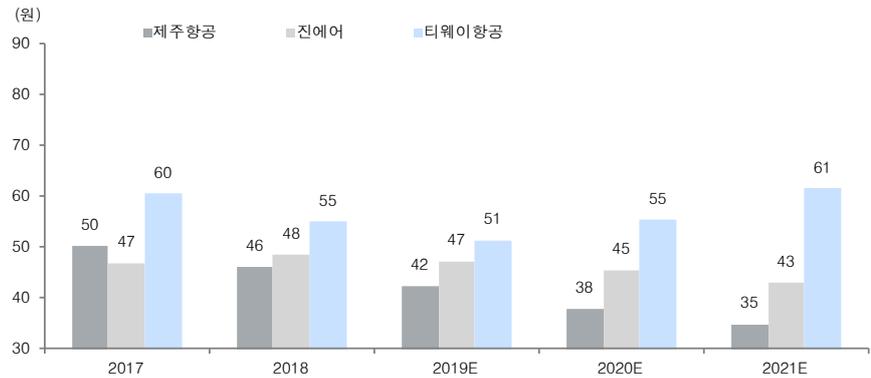
다행히 7월부터 배분 받은 운수권을 바탕으로 중국 노선 공급을 확대할 예정이다. 공급 집중하는 지역에서는 성공적으로 점유율을 확대해 왔기 때문에 중국에서 빠르게 점유율 확대해 나갈 전망이다. 다만, 2019년 하반기부터 기재 도입 계획이 불확실한 상태이다.

그림89. 국내 저가항공사(LCC) 공급당 비용(유류비 포함) 비교



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림90. 국내 저가항공사(LCC) 공급당 비용(유류비 제외) 비교



자료: 케이프투자증권 리서치본부

기재 도입 계획 불확실성 커지고 있어, 제한적인 규모의 경제 효과

항공사들은 기재 도입을 통해 공급 확대 이어나갈 계획이었으나, 보잉737맥스가 운항 중지 명령을 받으면서 일부 항공사들은 기재도입 계획에 차질이 생겼다. 2019년 하반기 부터 기재 도입 차질 생기면서 추가적인 규모의 경제 효과는 제한적일 전망이다.

대한항공
보잉737 맥스 6대
도입 차질

대한항공은 여객기 143대(2018년 말 기준)를 보유하고 있다. 2019년 소형기 2대, 대형기 2대 총 4대가 추가돼 147대를 운용할 계획이다. 계획은 1분기에 2대(CS300 1대, 보잉 787 1대), 2분기에 5대(보잉737 맥스 3대, 보잉777 2대) 그리고 하반기에 보잉737 맥스 3대가 계획돼 있었으나, 보잉737 맥스 도입이 무기한 연기되면서 원래 반납 예정이었던 보잉737의 계약을 연장했다. 2020년 이후엔 에어버스321 네오 기종을 4년(2020-23년) 동안 30대 도입할 계획이다. 중·대형기도 필요 시 추가 주문을 할 예정이다. 올해부터 2023년까지 보잉737 맥스 30대 도입할 계획이었으나 무기한 연기된 상태이다.

제주항공
올해 기재 도입 계획
차질 없음

제주항공은 여객기 39대(보잉737 단일 기종, 2018년 말 기준)를 보유하고 있다. 2019년 보잉737 총 6대가 추가되어, 45대를 운용할 계획이다. 2019년 1, 2, 3분기에 각각 2대씩 도입될 계획이다. 2019년 기재 도입은 계획대로 진행될 예정이지만, 2020년에 최대 6대 (보잉 737맥스 포함)까지 도입할 계획이었으나, 보잉 737맥스 운항 중지되면서 구체적인 계획을 조정 중이다.

진에어
국토부 제재 풀리면
올해 최대 6대까지
도입할 계획

진에어는 여객기 총 26대(보잉737 22대, 보잉777 4대 여객기, 2018년 말 기준)를 보유하고 있다. 2019년 국토교통부 제재가 해소되면 최대 6대까지 기재를 들여올 계획이다. 현재 보잉737 2대, 보잉777 2대와 2019년 도입 예정이었던 보잉737 3대, 보잉777 1대를 포함해 총 8대의 항공기 도입을 기다리고 있다. 3분기에 최대 4대까지 도입할 계획이고, 이후 2대를 추가로 도입해 총 6대까지 도입을 계획하고 있다. 다만, 국토교통부의 제재가 언제 해소될지는 불확실하다.

티웨이항공
보잉737 맥스 4대
올해 도입 차질

티웨이항공은 여객기 총 24대(보잉737 단일 기종, 2018년 말 기준)를 보유하고 있다. 2019년 보잉737 2대가 추가돼 26대를 운용할 계획이다. 1분기에 1대, 2분기에 2대 들어올 계획이다. 2분기에 1대를 반납할 예정으로 2분기에 1대가 순증할 예정이다. 하반기에 보잉737 맥스 총 4대를 도입할 계획이었으나, 도입이 무기한 연기된 상태이다. 2020년 이후로는 보잉737 맥스로만 기재를 도입할 계획이었으나, 잠정 중단 상태로 추이를 지켜봐야 할 것으로 보인다.

표 16. 항공사별 기재도입 계획 차질 여부

	18년 말	19년 계획	실질	보잉 737 맥스
대한항공	143	153	147	2019년 6대, 2019-23년까지 총 30대 도입 계획
제주항공	39	45	45	2020년 보잉737맥스 포함 최대 6대 도입 계획
진에어	26	32	26	도입 계획 없음
티웨이항공	24	30	26	2019년 4대

자료: 각 사, 케이프투자증권 리서치본부

보잉737맥스로 단거리 노선 운항 효율성 증대 가능

보잉 소형기 도입은 737맥스 기종으로 이뤄질 것

항공사들의 보잉737맥스 도입은 운항거리 증대보다는 1회 운항당 수익성 개선을 위한 선택이었다. 맥스 모델은 기존 보잉737(보잉737 NG)에 출력이 더 좋은 엔진으로 교체해 같은 연료로 더 많은 승객을 태울 수 있고, 더 멀리 날아갈 수 있다.

보잉 737맥스 추락 사고가 2건이나 발생하면서, 국토교통부는 해당 기종의 국내 공항 이·착륙 및 영공 통과 불허를 발표했다. 보잉사 또한 해당 기종 인도를 중단하고 소프트웨어 업데이트를 진행할 예정이지만, 보잉737맥스 운항 재개 시기는 불확실해 경과를 지켜볼 필요가 있다.

표 17. 항공기 크기가 같은 보잉 737 과 보잉 737 맥스: 운항 1 회당 효율성이 높다

	보잉737 NG	보잉737 맥스	보잉787	보잉777	A220	A330	A380
좌석 수	162-189	178-210	290	396	141-160	277	500-575
운항거리 (km)	5,496*	6,570	14,140	13,649	5,920	11,750	15,000
길이 (m)	39.5	39.5	63.0	73.9	38.7	63.7	72.7
넓이 (m)	35.8	35.9	60.0	64.8	35.1	60.3	79.8
높이 (m)	12.5	12.5	17.0	18.5	11.5	16.8	24.1

자료: Boeing, Airbus, 케이프투자증권 리서치본부

그림91. 보잉737과 보잉737 맥스 모델별 운항 가능 취항지(기존 보잉737모델도 탑승객을 줄이면 운항거리 확장 가능)



자료: Boeing, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

VI. 원가 분석

유가 및 환율에 따른 이익 변동위험

대한항공 2019년 1분기 기준 주요 원가들의 비중을 살펴보면, 연료비 27%, 급여 16%, 감가상각비 16%, 공항관련비 10%이다. 전체 원가에서 연료비가 차지하는 비중은 모든 항공사가 30% 내외 수준으로 가장 크다. 따라서 항공사들의 영업이익은 유가 등락에 따라 변동성을 가진다. 유가가 10달러 움직일 때, 항공사들의 영업이익은 20-27% 수준의 변동폭을 가진다.

또한, 항공사들은 영업활동이 국내에 국한돼있지 않기 때문에 매출 및 매입 등 거래에서 외화 수입, 지출이 발생한다. 영업이익 측면에서 국내 항공사들의 매출은 원화 비중이 높고, 비용은 유류비, 임대료 등 달러 비중이 높기 때문에 원/달러 환율이 낮아질 경우 영업이익이 증가하고, 원/달러 환율이 높아질 경우 영업이익은 하락한다.

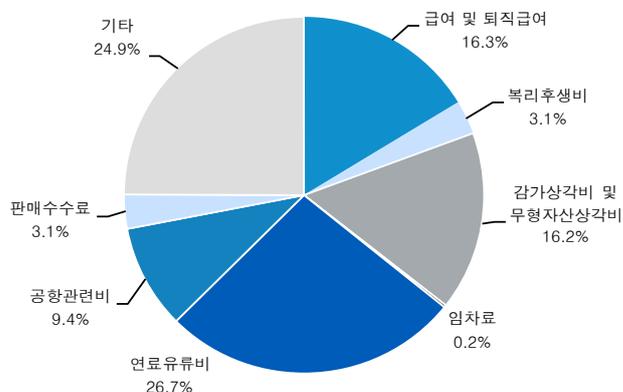
법인세차감전이익 측면에서 항공사들은 금융리스, 운용리스를 통해 항공기를 보유하고 있기 때문에 환율변동으로 인한 외화환산손익이 발생한다. 더욱이, 2019년부터 운용리스도 리스부채를 인식하게 되면서, 외화금융부채 규모가 커지게 됐고, 외화금융부채 보유에 따른 외화환산손익 규모도 이전보다 커질 전망이다.

표 18. 주요 경제지표 전망

		2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2019F	2020F	2021F
경제성장률	(%)	2.9	3.0	2.6	3.8	2.8	2.4	2.2	2.3	2.6	2.8	2.6
원/달러		1,180	1,160	1,150	1,155	1,150	1,150	-	-	1,155	1,150	-
원/100엔		1,073	1,036	1,045	1,031	1,036	1,027	-	-	1,041	1,027	-
WTI	(\$/bbl)	64	65	65	66	64	67	69	67	62	67	70
항공유가	(\$/bbl)	80	80	80	85	85	85	85	90	80	85	90

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림92. LCC들의 공급당 비용(유류비 제외) 추이 및 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

2019년 연료비 부담은 완화될 전망

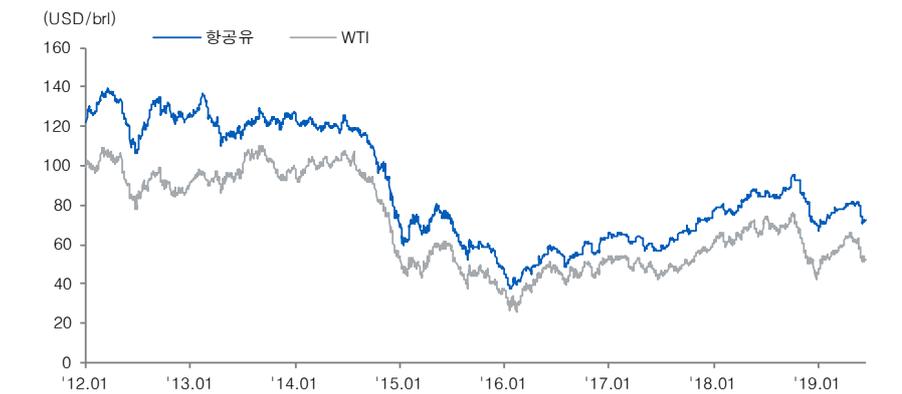
2019년 연료비 비중 전년 대비 낮아질 것

2018년 4분기를 고점으로 WTI 기준 유가는 무역분쟁 영향으로 50달러 초반까지 하락했다. 자사 전망치에 따르면, 2019년 유가는 60달러 초반으로 전망되고 있어, 항공사들 원가에서 연료비가 차지하는 비중은 24~27% 수준이 될 전망으로, 2018년 27~29%에 비해 소폭 하락할 전망이다.

항공사들은 항공유 가격 63달러부터 유류할증료를 부과한다. 유류할증료는 연료비 증가분의 절반 수준을 커버해 준다. 다만, 유류할증료와 연료비의 인식 시점이 서로 다르다. 18년 3분기 항공유 가격이 급등하며 항공사들의 4분기 실적에서 연료비 부담이 커졌던 반면, 4분기에 매출로 인식된 항공 티켓은 유류할증료가 부과되기 전 매출 인식되면서 수익성이 추가적으로 악화됐다.

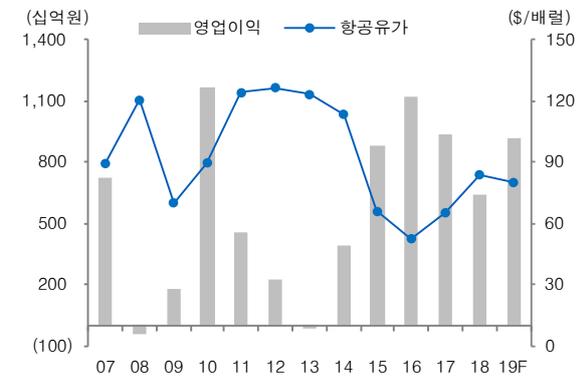
반면, 2019년 1분기엔 반대의 효과로 실적에 긍정적인 영향을 미쳤다. 유가 하락하면서 2019년 1분기 연료비 부담이 낮아진 가운데, 매출 인식된 항공권 가격에는 높은 유류할증료 적용돼 올해 1분기 수익성 개선에 도움이 됐다. 4월부터 유가 하락세가 이어지고 있어 2분기 실적에 긍정적인 영향 미칠 전망이다.

그림93. 국제유가(WTI 기준), 항공유 가격 추이



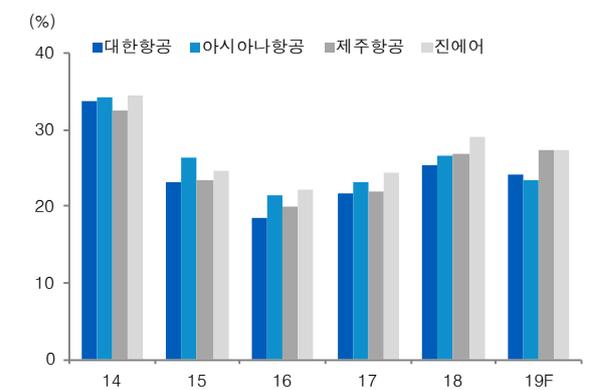
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림94. 대한항공 영업이익과 항공유가 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 대한항공, 케이프투자증권 리서치본부

그림95. 항공사별 매출액 대비 유류비 비중 추이 및 전망



자료: 각 사, 케이프투자증권 리서치본부

항공 | AIR TRANSFORMER: 변신하는 항공사들

항공유 가격이 10달러 변동할 때 항공사들의 영업이익 민감도를 계산했다. 대한항공은 2019년 기준 영업이익의 22%, 제주항공 17%, 진에어는 18%, 티웨이항공은 22% 수준의 움직임을 보일 것으로 추정된다.

표 19. 대한항공 영업이익 기준 항공유 민감도 분석

	2017	2018	2019E	환율 +10 원	2020E	환율 +10 원
환율 (원/달러)	1,130.77	1,100.42	1,155.00	1,165.00	1,150.00	1,160.00
항공유 (달러/배럴)	65.2	83.8	80.0	80.0	85.0	85.0
항공유 +10달러	7,401	4,444	7,206	7,189	8,874	8,858
영업이익 (억 원)	9,398	6,403	9,182	9,182	10,768	10,768
항공유 -10달러	11,394	8,361	11,159	11,176	12,662	12,679
영업이익 증감 (억 원)	±1,996	±1,958	±1,976	±1,993	±1,894	±1,910
영업이익 대비 비중 (%)	21.2	30.6	21.5	21.7	17.6	17.7

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표 20. 제주항공 영업이익 기준 항공유 민감도 분석

	2017	2018	2019E	환율 +10 원	2020E	환율 +10 원
환율 (원/달러)	1,130.77	1,100.42	1,155.00	1,165.00	1,150.00	1,160.00
항공유 (달러/배럴)	65.2	83.8	80.0	80.0	85.0	85.0
항공유 +10달러	846	810	1,241	1,238	1,276	1,273
영업이익 (억 원)	1,013	1,012	1,502	1,502	1,601	1,601
항공유 -10달러	1,180	1,214	1,764	1,766	1,926	1,928
영업이익 증감 (억 원)	±167	±202	±262	±264	±325	±328
영업이익 대비 비중 (%)	16.5	20.0	17.4	17.6	20.3	20.5

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표 21. 진에어 영업이익 기준 항공유 민감도 분석

	2017	2018	2019E	환율 +10 원	2020E	환율 +10 원
환율 (원/달러)	1,130.77	1,100.42	1,155.00	1,165.00	1,150.00	1,160.00
항공유 (달러/배럴)	65.2	83.8	80.0	80.0	85.0	85.0
항공유 +10달러	803	454	832	831	1,134	1,132
영업이익 (억 원)	969	630	1,010	1,010	1,354	1,354
항공유 -10달러	1,135	806	1,188	1,189	1,575	1,577
영업이익 증감 (억 원)	±166	±176	±178	±179	±221	±223
영업이익 대비 비중 (%)	17.2	28.0	17.6	17.7	16.3	16.4

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표 22. 티웨이항공 영업이익 기준 항공유 민감도 분석

	2017	2018	2019E	환율 +10 원	2020E	환율 +10 원
환율 (원/달러)	1,130.77	1,100.42	1,155.00	1,165.00	1,150.00	1,160.00
항공유 (달러/배럴)	65.2	83.8	80.0	80.0	85.0	85.0
항공유 +10달러	373	360	531	530	608	606
영업이익 (억 원)	472	479	681	681	783	783
항공유 -10달러	570	597	831	832	958	960
영업이익 증감 (억 원)	±99	±118	±150	±151	±175	±177
영업이익 대비 비중 (%)	20.9	24.7	22.0	22.2	22.4	22.6

자료: 케이프투자증권 리서치본부

환율 부담감 완화될 전망

2분기 이후 원/달러
점진적 하락하며
실적 개선에 긍정적

2019년 평균 원/달러 환율은 2분기 1,180원을 고점으로 점진적으로 하락해 1,155원(자사 전망치 활용) 수준이 될 전망이다. 2분기 환율 수준이 높아지면서 영업이익에 부정적인 영향 미칠 것으로 예상되고, 외화환산손실 또한 추가적으로 발생할 것으로 추정된다. 다만, 이후 환율 수준 낮아지면서 영업이익 개선에 긍정적인 전망이고, 외화환산이익 또한 발생해 법인세차감전이익 개선에도 긍정적으로 작용할 전망이다.

대한항공은 현금흐름 측면에서 원/달러 환율 10원 변동 시, 약 240억 원 이상의 현금흐름 변동이 발생한다. 평가손익 측면에서는 원/달러 환율 10원 변동 시, 약 920억의 외화평가손익 발생한다. 제주항공은 원/달러 환율 10원 변동 시, 약 50억 원 수준의 법인세차감전순이익의 변동이 발생하는 것으로 추정된다.

2019년부터 항공사들이 항공기를 도입할 때, 금융리스뿐만 아니라 운용리스도 추가로 리스부채를 인식하게 됐다. 이로 인해, 대한항공은 2019년 1분기 전기대비 리스부채 1조 2,486억 원이 증가했고, 외화환산손실 1,916억 원(전 분기 742억 원)을 인식했다. 제주항공은 1분기 리스부채가 전기대비 2,963억 원 증가했고, 외화환산손실은 90억 원(전 분기 7억 원) 인식했다.

2분기 환율은 1분기 대비 1,195원까지 상승해, 2분기 외화환산손실 규모도 커질 것으로 전망된다. 다만, 3분기부터는 원/달러 환율 점진적으로 하락하며 항공사들의 실적 개선에 긍정적으로 작용할 것으로 환율에 대한 부담감 점차 낮아질 것으로 전망한다.

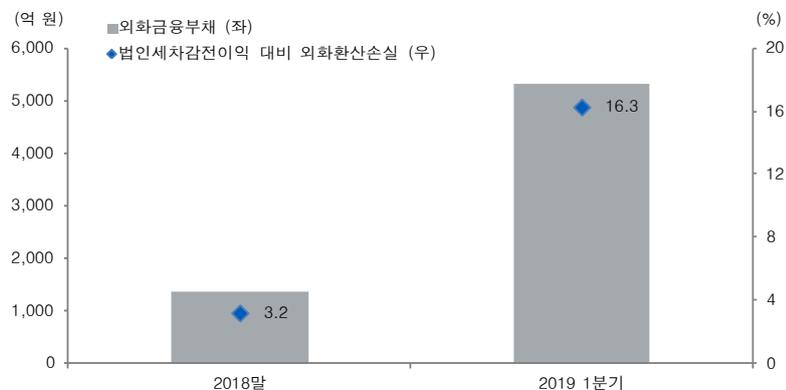
표 23. 대한항공 환위험 노출 및 관리 전략

환율	Cash Flow 측면 평가손익측면	연간 달러 부족량: 약 24억 달러 이상 순외화부채: 약 92억 달러	환율 10원 변동 시: 약 240억 원 이상의 Cash 변동 발생 환율 10원 변동 시: 약 920억 원의 외화평가손익 발생
----	------------------------	---	--

자료: 대한항공, 케이프투자증권 리서치본부

참고: 통계적 수치와 시장상황을 감안, 연간 Exposure의 30% 이내 헷지 시행(기본 헷지), 환율 급변동 예상되는 경우 물량 추가 헷지 시행(추가 헷지)

그림96. 제주항공 외화금융부채, 법인세차감전이익 대비 외환손실 비중 변화



자료: 제주항공, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

Ⅶ. 항공업종 투자의견

항공업종 합산 영업이익 전년대비 +45.4% 전망

실적 개선 이어가는
항공업종 비중확대
의견 제시

2019년 주요 항공사(대한항공, 제주항공, 진에어, 티웨이항공) 공급실적은 전년대비 7.4% 증가, 운임은 2.3% 하락할 것으로 전망한다. 단거리 노선 가격 경쟁 심화로 운임 소폭 하락할 것으로 전망했지만, 중국 여객 수요가 빠르게 성장할 수 있을 것으로 전망한다. 그 결과, 합산 영업이익은 전년대비 45.4% 성장하며 실적 개선 이어갈 전망이다.

2020년에는 공급실적 8.7%, 운임은 2.0% 증가할 것으로 추정했다. 안정적인 여객 수요 성장 이어지지만, 항공사들의 기재 도입 속도가 둔화되는 점을 고려했다. 운임은 항공사들이 수익성 제고 노력 계속되며 2% 상승할 것으로 전망했다. 영업이익은 전년대비 17.2% 성장하며 2019년에 이어 실적 개선 계속해 나갈 수 있을 것으로 전망한다.

2019년부터 단거리 노선 경쟁 심화 속에서도 중국 여객 수요 성장에 힘입어 영업이익 개선 이어가는 항공업종에 대해 비중확대 의견 제시한다.

표 24. 커버리지 기업 합산 실적 추이 및 전망

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
항공사 매출 (억원)	128,808	135,816	145,611	160,222	165,423	173,270	180,950
성장률 (%)		5.4	7.2	10.0	3.2	4.7	4.4
대한항공	115,448	117,319	120,922	130,203	131,126	132,558	133,860
제주항공	6,081	7,476	9,964	12,594	15,330	17,817	20,792
진에어	4,613	7,197	8,884	10,107	10,400	13,296	15,553
티웨이항공	2,667	3,825	5,841	7,318	8,566	9,597	10,745
여객 국제선 매출 (억원)	70,020	77,233	83,399	95,752	100,446	107,288	113,972
성장률 (%)		10.3	8.0	14.8	4.9	6.8	6.2
공급실적 (백만인km)	81,323	93,578	103,119	112,112	120,377	130,832	140,862
성장률 (%)		15.1	10.2	8.7	7.4	8.7	7.7
운임 (원)	86.1	82.5	80.9	85.4	83.4	82.0	80.9
성장률 (%)		-4.1	-2.0	5.6	-2.3	2.0	5.0
항공사 영업이익 (억원)	9,674	12,443	11,852	8,509	12,376	14,506	15,881
영업이익률 (%)	7.5	9.2	8.1	5.3	7.5	8.4	8.8
성장률 (%)		28.6	-4.8	-28.2	45.4	17.2	9.5
대한항공	8,831	11,208	9,398	6,403	9,182	10,768	11,543
제주항공	514	587	1,013	1,012	1,502	1,601	1,930
진에어	297	523	969	616	1,010	1,354	1,486
티웨이항공	32	126	472	479	681	783	923

자료: 케이프투자증권 리서치본부

주요 항공사 투자포인트

대형항공사(FSC),
단거리 노선
매출 비중이 낮음

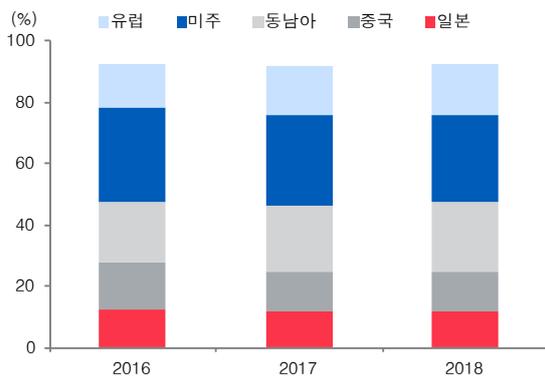
대한항공은 경쟁이 과열되는 일본, 동남아에서 비교적 안정적인 매출 비중을 유지하고 있다. 보유 항공기 대수와 노선 규모가 절대적 우위에 있어, 각 지역별로 핵심 노선에, 주요 시간대로 선별적인 공급 확대가 가능하다. 이에 따라 점유율 경쟁 심화 속에서도 수익성 중심으로 노선 증편 및 신규 운항을 통해 수익성을 제고할 전망이다.

나아가, 미주, 유럽 장거리 노선은 자연 독점을 하고 있어 안정적인 수요를 누리고 있다. 장거리 노선은 안정적인 수요 성장과 더불어 유가 변동에도 가격 전가가 단거리 노선에 비해 용이해 수익성 방어가 가능하다.

저가항공사(LCC)는
단거리 노선
매출 비중이 높음

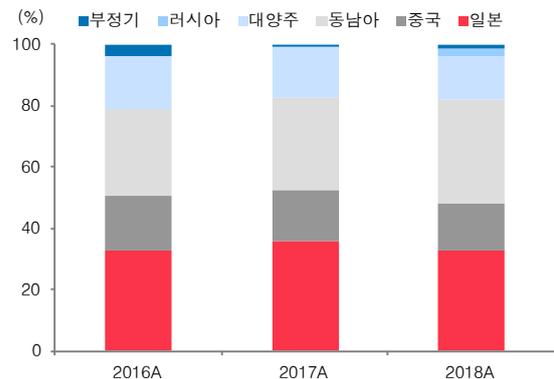
저가항공사(LCC)들은 일본, 동남아 매출 비중이 높기 때문에 단거리 노선에서 저가항공사(LCC) 사이의 가격 경쟁 심화로 수익성 압박이 커질 전망이다. 그로 인해, 낮은 공급당 비용 경쟁력이 중요해질 전망이다. 따라서 낮은 공급당 비용 경쟁력으로 시장 점유율 유지 및 확대해 나가는 저가항공사를 선별해낼 필요가 있다. 또한 2019년 저가항공사(LCC)들의 공급확대 속도가 둔화될 것으로 예상되는 가운데, 하반기부터 공급 확대되는 중국노선에서 계획대로 운항을 시작하는지 확인할 필요가 있다.

그림97. 대한항공 국제선 지역별 매출 비중



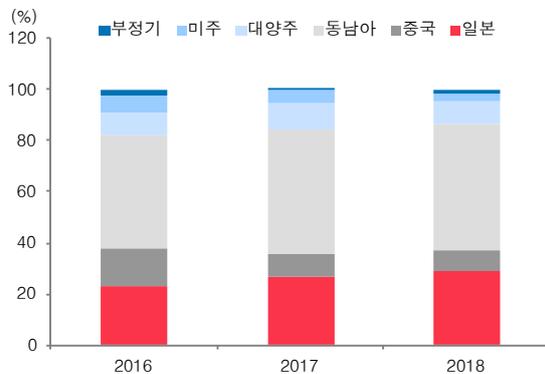
자료: 대한항공, 케이프투자증권 리서치본부

그림98. 제주항공 국제선 지역별 매출 비중



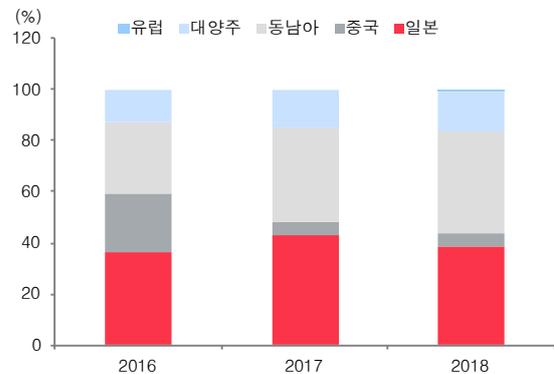
자료: 제주항공, 케이프투자증권 리서치본부

그림99. 진에어 국제선 지역별 매출 비중



자료: 진에어, 케이프투자증권 리서치본부

그림100. 티웨이항공 국제선 지역별 매출 비중



자료: 티웨이항공, 케이프투자증권 리서치본부

대한항공

대한항공은 기재 수, 노선 수 등 규모 면에서 절대 우위를 가지고, 국제선 전 지역에서 점유율 1등을 하고 있는 우리나라 대표 국적사이다. 경쟁이 심한 일본과 동남아의 경우, 인기 노선 중심으로 증편을 통해 공급을 확대할 계획이고, 2019년 델타항공JV를 통해 미주 노선을 강화하고 있어 미니애폴리스, 보스턴으로 신규 취항을 계획 중이다.

강점 대한항공은 지역별 매출 비중이 안정적이다. 경쟁이 심화되는 단거리 노선 매출 비중보다 장거리 노선 매출 비중이 더 높다. 매출 비중이 높은 미주, 유럽 등 장거리 노선에서 운임 결정력이 높다. 미주, 유럽 여객 수요가 꾸준한 성장률을 보이고 있어 안정적인 수익창출 이어갈 수 있을 전망이다. 특히, 미주 노선은 탑승률과 단가 상승으로 실적 개선에 긍정적인 전망이다. 경쟁이 심화되는 단거리 노선에서도 수요가 높은 노선 중심으로 증편에 집중할 수 있어 점유율 하락에도 안정적인 수익 창출이 가능할 전망이다.

약점 2019년 중국 독점 운수권이 폐지되면서 하반기부터 저가항공사(LCC)들의 중국 운항 확대가 본격화된다. 수익성이 높았던 중국 노선에서 점유율 및 운임이 하락은 불가피할 것으로 전망된다.

표25. 대한항공 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %)

	2018A	2019E	2020E	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19E	3Q19E	4Q19E
USD/KRW(평균)	1,100.2	1,136.3	1,140.0	1,072.8	1,079.5	1,121.1	1,127.5	1,125.4	1,140.0	1,140.0	1,140.0
항공유 가격	83.1	77.4	80.0	76.7	81.8	85.1	88.7	72.8	77.0	80.0	80.0
영업수익(연결)	13,020	13,113	13,256	3,102	3,106	3,518	3,295	3,139	3,127	3,546	3,301
성장률	7.7	0.7	1.1	8.2	6.9	9.5	6.0	1.2	0.7	0.8	0.2
영업수익(별도)	12,655	12,752	12,876	3,017	3,014	3,410	3,215	3,050	3,034	3,438	3,230
여객	7,738	7,848	7,928	1,852	1,847	2,128	1,911	1,906	1,862	2,162	1,919
국내선	469	496	496	98	132	125	114	106	139	132	120
국제선	7,269	7,352	7,432	1,754	1,715	2,003	1,796	1,800	1,723	2,030	1,798
화물	4,918	4,904	4,948	698	713	754	848	645	1,172	1,277	1,311
영업비용	12,380	12,194	12,179	2,936	3,039	3,116	3,289	2,998	3,029	3,090	3,076
연료비	3,296	3,162	3,220	726	793	876	888	722	783	825	830
영업이익	640	918	1,077	166	67	402	5	141	98	455	225
영업이익률	4.9	7.0	8.1	5.4	2.1	11.4	0.2	4.5	3.1	12.8	6.8
성장률	-31.9	43.4	17.3	-13.1	-61.4	13.0	-97.5	-15.5	45.9	13.3	4,390.0
국내선 RPK YoY	-13.4	2.5	0.0	-13.2	-6.6	-11.5	-5.0	0.4	2.0	2.0	2.0
국내선 Yield YoY	6.8	3.4	-0.1	10.7	6.3	2.0	-4.4	-1.7	3.3	3.3	3.3
국제선 RPK YoY	3.6	2.0	1.0	9.6	11.3	11.2	-1.3	6.7	1.0	3.0	2.0
국제선 Yield YoY	6.0	0.4	0.1	13.7	10.1	12.5	-4.0	-4.6	1.6	-1.6	-1.9

자료: 케이프투자증권 리서치본부

제주항공

제주항공은 기재, 노선 수 등 규모 면에서 저가항공사(LCC) 중 1위 항공사이다. 주요 매출 지역인 일본에서는 대한항공 점유율을 위협하고 있고, 동남아에서는 대형항공사(FSC) 아시아나항공보다 높은 점유율을 기록하고 있다.

강점 2019년 기재 도입 계획에 차질이 없어 점유율 확대 및 선점이 가능할 전망이다. 또한, 공급 확대 및 규모의 경제를 통한 공급당 수익성 제고도 가능할 전망이다. 지방공항에서 출발하는 노선도 성공적으로 해외여행 수요를 유치하고 있다.

저가항공사(LCC) 중에서 공급당 비용이 가장 낮다. 단거리 노선에서 가격경쟁을 통해 점유율 유지 가능할 전망이고, 신규 노선 개발에 대한 부담감이 적어 적극적으로 노선 선점 이어갈 수 있을 전망이다. 또한 안정적으로 중국으로 신규 운항 등 공급을 확대할 수 있을 전망이다.

약점 단거리 노선 경쟁 심화로 운임 하락에 따른 수익성 악화는 불가피할 전망이다. 또한, 2020년부터 기재 도입 속도 둔화될 전망으로 공급당 비용 하락 외 수익성 제고를 위한 명확한 전략이 부재하다.

표26. 제주항공 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %)

	2018A	2019E	2020E	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19E	3Q19E	4Q19E
USD/KRW(평균)	1,259.4	1,533.0	1,781.7	308.6	283.3	350.1	317.5	392.9	332.3	436.8	371.0
항공유 가격	26.4	21.7	16.2	28.5	24.2	31.3	21.4	27.3	17.3	24.8	16.9
영업수익(연결)	1,259	1,533	1,782	309	283	350	317	393	332	437	371
성장률	26.4	21.7	16.2	28.5	24.2	31.3	21.4	27.3	17.3	24.8	16.9
여객	1,168	1,438	1,654	291	266	323	288	380	308	406	344
국내선	225	228	229	47	64	60	54	49	64	60	54
국제선	943	1,194	1,426	244	202	264	234	315	244	345	290
부가매출	99	104	120	22	24	26	27	28	22	29	25
영업비용	1,158	1,373	1,611	267	275	317	315	340	324	375	347
연료비	339	419	552	71	78	93	96	90	102	118	108
영업이익	101	150	160	46	12	38	5	57	8	61	24
영업이익률	8.0	9.8	9.0	15.0	4.1	10.8	1.7	14.5	2.4	14.1	6.4
성장률	-0.1	48.4	6.5	70.6	-28.2	-6.5	-69.3	22.7	-32.0	62.7	344.2
국내선 RPK YoY	2.6	1.7	0.2	6.8	3.9	-1.2	1.7	3.8	1.0	1.0	1.0
국내선 Yield YoY	-2.3	-0.2	-0.0	0.8	0.1	-2.2	-6.9	-0.5	0.0	0.0	0.0
국제선 RPK YoY	29.9	28.3	20.4	24.9	32.7	30.8	31.2	30.9	22.0	35.0	25.0
국제선 Yield YoY	2.1	-1.4	-0.8	6.9	0.6	6.1	-4.9	-1.3	-1.0	-3.0	-1.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

진에어

진에어는 저가항공사(LCC) 중 유일하게 대형기 보잉777를 보유하고 있어, 장거리 운항이 가능하다. 장거리 노선 운항을 통해 노선 차별화가 가능하고, 장거리 노선 수요가 부진한 시기에는 중, 단거리 노선에 대형기를 투입해 수익성 제고가 가능하다. 다만, 국토교통부의 제재 해제가 가장 시급하다.

강점 대형기를 통해 시기별로 수요에 맞춰 탄력적으로 운항이 가능하다. 장거리 노선 성수기에 노선 차별화를 통해 독점적인 공급이 가능하고, 비성수기에는 단거리 노선에 투입해 기재 도입 없이 규모의 경제 효과를 누릴 수 있다. 자매회사 대한항공에 정비를 일괄 위탁하고 있어 단위당 비용이 단일 기재를 운용하는 제주항공과 비슷한 수준이다.

향후 북유럽, 동유럽으로 운항을 확대할 계획을 가지고 있어, 성공적으로 신규 수요를 유입시킬 경우, 안정적인 수익창출이 가능할 전망이다.

약점 장거리 신규 노선에 운항할 때, 수요 예측 실패에 대한 리스크가 크다. 국토교통부 제재로 공급 확대 전략에 제동이 걸린 상태로, 제재해소 시기가 불확실하다.

표27. 진에어 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %)

	2018A	2019E	2020E	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19E	3Q19E	4Q19E
USD/KRW(평균)	1,100.2	1,136.3	1,140.0	1,072.8	1,079.5	1,121.1	1,127.5	1,125.4	1,140.0	1,140.0	1,140.0
항공유 가격	83.1	77.4	80.0	76.7	81.8	85.1	88.7	72.8	77.0	80.0	80.0
영업수익	1,011	1,040	1,330	280	227	276	229	290	220	294	236
성장률	13.8	2.9	27.8	2.0	1.8	1.9	-0.1	0.4	-2.9	6.6	3.3
여객	951	975	1,245	269	212	264	216	277	204	278	221
국내선	167	164	161	31	55	44	37	31	52	45	37
국제선	784	810	1,084	237	155	217	176	241	151	234	184
기타합계	60	73	85	12	17	14	17	18	18	18	18
영업비용	949	939	1,194	227	220	250	251	239	232	234	234
연료비	295	284	375	70	65	81	79	70	68	77	69
영업이익	62	101	135	53	6	26	-22	51	-12	60	2
영업이익률	6.1	9.7	10.2	19	3	9	-10	18	-5.3	20.4	0.9
성장률	-36.5	64.0	34.1	55.8	-50.0	-18.6	적자전환	-4.1	적자전환	133.0	흑자전환
국내선 RPK YoY	-8.9	-1.5	-2.0	-13.2	-6.6	-11.5	-5.0	0.4	-5.0	0.0	0.0
국내선 Yield YoY	3.4	-0.4	0.0	10.7	6.3	2.0	-4.4	-1.7	0.0	0.0	0.0
국제선 RPK YoY	7.4	6.4	34.9	9.6	11.3	11.2	-1.3	6.7	3.0	10.0	5.0
국제선 Yield YoY	9.7	-2.8	-0.8	13.7	10.1	12.5	-4.0	-4.6	-5.0	-2.0	0.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

티웨이항공

뒤늦게 합류한 저가항공사(LCC)로 제주항공 뒤를 이어 보잉737 단일 기재 운용을 통해 충실하게 저가항공사 사업모델을 따르고 있다. 다만, 경쟁사 대비 늦은 시장 진입으로 아직 규모적으로 열위에 있어 힘든 시기를 마주하고 있다.

강점 티웨이항공은 늦게 시장에 진입했음에도 일본, 동남아 지역 노선에서 성공적으로 점유율을 확대하는 모습을 보여주었다. 향후 일본 2선 도시로 공급 확대 계속할 의지를 가지고 있다. 대구공항을 거점 공항으로 삼고 있고, 성공적으로 해외여행 수요를 유지하고 있다. 중국 운수권을 배분 받아 7월부터 운항을 시작할 계획이다. 일본, 동남아 노선에서 성공적으로 점유율을 확대했던 만큼, 중국에서도 성공적인 영업활동 보여줄 수 있을 것으로 기대된다.

약점 저가항공 경쟁사 대비 공급당 비용이 높다. 추가적인 규모의 경제 실현이 절실한 상황이지만, 보잉737맥스 사태로 2019년 하반기부터 기재 도입 계획이 불투명해진 상황이다.

표28. 티웨이항공 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %)

	2018A	2019E	2020E	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19E	3Q19E	4Q19E
USD/KRW(평균)	1,100.2	1,136.3	1,140.0	1,072.8	1,079.5	1,121.1	1,127.5	1,125.4	1,140.0	1,140.0	1,140.0
항공유 가격	83.1	77.4	80.0	76.7	81.8	85.1	88.7	72.8	77.0	80.0	80.0
영업수익(연결)	732	857	960	204	162	192	173	241	182	230	203
성장률	25.3	17.0	12.0	50.0	29.4	16.3	10.1	18.3	11.9	19.8	17.4
여객	715	831	930	191	153	202	169	237	175	222	198
국내선	136	143	143	28	38	36	34	33	39	37	34
국제선	579	688	787	163	115	166	135	204	136	185	163
화물 및 기타	38	25	30	13	10	12	4	5	7	8	6
영업비용	684	789	881	157	160	180	186	204	184	202	198
연료비	199	240	298	43	47	54	54	55	61	64	61
영업이익	48	68	78	46	2	12	-13	37	-3	28	5
영업이익률	6.5	8.0	8.2	22.8	1.1	6.3	-7.2	15.5	-1.5	12.3	2.6
성장률	1.5	42.3	15.0	195.9	-62.4	-52.6	적자전환	-19.6	-248.3	131.9	흑자전환
국내선 RPK YoY	-1.8	2.5	0.0	-8.8	2.2	-2.2	1.5	10.8	0.0	0.0	0.0
국내선 Yield YoY	0.5	2.5	0.0	4.4	0.0	-1.4	-1.2	5.3	3.0	3.0	0.0
국제선 RPK YoY	33.7	21.5	15.0	57.1	44.7	18.0	22.6	25.8	18.0	20.0	22.0
국제선 Yield YoY	4.3	-2.2	-0.6	3.5	-2.6	17.5	-2.9	-0.4	0.0	-7.0	-1.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

밸류에이션

FSC 대한항공
CAPEX 감소 사이클
ROE 개선

대한항공은 안정적인 수익 구조를 바탕으로 실적 개선과 동시에 재무구조 개선에 힘을 계획이다. 특히 소형기 중심 기재 도입 계획으로 CAPEX 감소 사이클 진입하게 되면서, 개선되는 현금창출능력으로 부채비율 낮추기 위해 차입금 상환에 힘을 계획이다.

대한항공과 ROE가 비슷한 일본과 중국 대형항공사들 대비 PBR 주가배수가 저평가돼 있다. 대한항공은 안정적으로 실적 개선하며 ROE 개선 이어갈 전망으로 적정 PBR로 재평가 받을 필요가 있다.

LCC, 중국 성장
동력 남아있어
이익 성장 지속

항공사들의 주가는 여객 수요 둔화가 시작되면서 만성적인 하방 압력을 받고 있다. 다만 저가항공사(LCC)는 중국 여객 수요에 힘입은 이익 성장 기대감 유효하다고 판단한다.

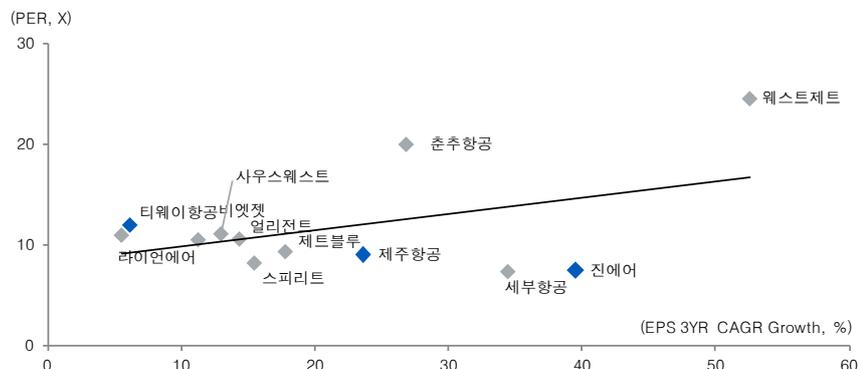
아직 FSC와 비교할 때, 항공기 및 노선 규모가 작은 우리나라 LCC들은 이익 성장성에 초점을 맞추어 주가가 평가 받을 필요가 있다. 여객 수요 둔화 우려 상존하고 있지만, 중국 여객 수요라는 성장 동력이 남아 있는 만큼, 높은 EPS 성장률에 적절한 PER 주가 배수로 재평가 받을 필요가 있다.

그림101. 대형항공사(FSC) 글로벌피어 ROE 대비 PBR(2019E) 비교



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림102. 저가항공사(LCC) 글로벌피어 3년 평균 EPS 성장률 대비 PER 비교



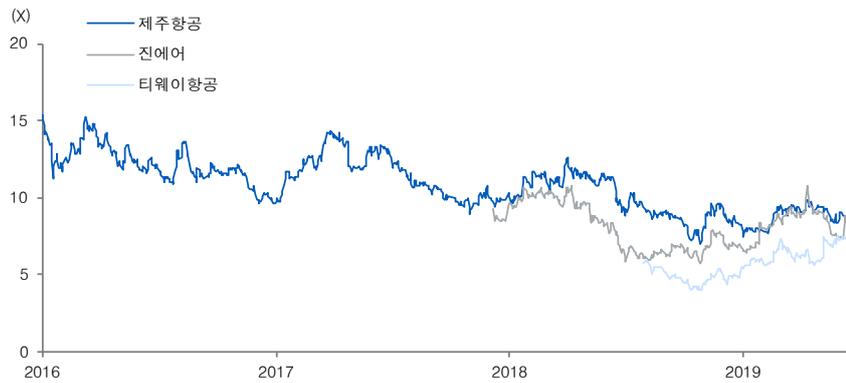
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림103. 대형항공사(FSC) 12개월 포워드 PBR 추이



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림104. 저가항공사(LCC) 12개월 포워드 PER 추이



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

여객 수요가 빠르게 성장할 때 상대적으로 고평가 받은 사우스웨스트항공

2015, 17년
상대적으로 고평가
받는 사우스웨스트

미국 국내선, 국제선 합계 여객 수는 2018년 연간 기준으로 9천만 명에 육박한다. 이 중 국내선 비중이 약 90%이다. 항공 여객 수요의 성장 속도는 한국에 비해 안정적이다.

미국의 대표 대형항공사 델타항공은 현재 899대의 항공기를 운용하고 있다. 그리고 대표 저가항공사 사우스웨스트는 보잉737만 754대를 운용하고 있다. 델타항공의 ROE는 2019년 기준 27.9%이고, 사우스웨스트는 22.4%이다.

사업모델은 다르지만, 규모의 차이가 크지 않은 두 항공사는 시장에서 유사한 PBR 추가 배수를 적용 받고 있다. 주목할 점은 미국 여객 수요가 빠르게 성장했던 2015, 17년에는 사우스웨스트가 델타항공보다 더 높은 PER 추가 배수를 적용 받고 있는 것을 확인할 수 있다.

그림105. 미국 항공 여객 수요 가속화 됐던 2015년, 2017년



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림106. 델타항공, 사우스웨스트항공 PBR 비교



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림107. 델타항공, 사우스웨스트항공 PER 비교



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

항공 | AIR TRANSFORMER: 변신하는 항공사들

표 29. FSC 글로벌 피어즈 밸류에이션 비교 (1)

		중국국제 항공	ANA 홀딩스	일본항공	중국남방 항공	중국동방 항공	싱가포르 항공	관타스 에어웨이즈	캐세이 패시픽항공	평균
현재주가	(현재통화)	8.76	3,616.00	3,485.00	4.95	4.25	9.17	5.47	11.04	
시가총액	(억원, M\$)	16,765	11,631	11,233	11,142	10,776	7,923	5,912	5,544	
추가수익률 (%)	1D	0.1	-0.7	-0.9	-1.0	-0.7	0.1	-1.4	-0.4	-0.6
	1M	3.1	-3.3	-2.9	-8.3	-8.0	-1.4	4.5	-9.8	-3.3
	3M	-12.1	-10.4	-11.4	-22.5	-18.6	-6.7	-3.1	-16.7	-12.7
	6M	8.3	-8.0	-10.5	-4.4	-7.0	-2.3	-1.0	2.6	-2.8
P/E (배)	2018A	11.2	9.9	11.2	15.8	20.2	14.4	11.0	18.7	14.0
	2019E	11.5	10.9	9.2	8.7	7.9	15.9	9.5	9.6	10.4
	2020E	9.2	11.1	10.6	6.7	6.2	13.5	8.6	8.0	9.2
	2021E	8.0	9.7	9.8	6.2	5.5	13.7	8.4	7.0	8.5
P/B (배)	2018A	0.9	1.4	1.4	0.8	1.0	1.0	2.5	0.7	1.2
	2019E	1.2	1.1	1.1	0.8	0.8	0.8	2.5	0.6	1.1
	2020E	1.1	1.0	1.0	0.7	0.7	0.8	2.2	0.6	1.0
	2021E	1.0	1.0	0.9	0.6	0.7	0.8	1.9	0.6	0.9
EV/EBITDA (배)	2018A	9.3	5.6	3.1	11.0	8.8	5.7	3.7	7.2	6.8
	2019E	7.8	5.3	2.9	9.3	7.5	6.1	3.8	5.8	6.0
	2020E	6.5	5.3	2.8	8.2	6.5	5.3	3.7	5.5	5.5
	2021E	6.3	4.7	2.7	7.6	6.0	4.9	3.5	5.3	5.1
매출성장률 (%)	2018A	12.7	11.7	7.3	12.4	12.5	6.3	6.2	14.2	10.4
	2019E	7.8	4.1	3.6	11.3	11.3	4.4	5.4	3.0	6.4
	2020E	9.7	7.5	5.1	9.5	10.4	4.1	3.0	6.0	6.9
	2021E	10.3	3.6	2.9	8.9	7.6	4.0	1.8	4.9	5.5
영업이익 성장률 (%)	2018A	22.0	13.0	2.5	-3.7	-1.0	67.8	13.1	n/a	16.2
	2019E	14.8	0.9	-3.1	25.4	39.3	0.7	-0.1	39.1	14.6
	2020E	20.8	15.4	6.0	21.8	23.5	6.0	5.7	11.8	13.9
	2021E	25.0	5.5	2.3	9.5	18.3	-0.9	4.8	10.6	9.4
영업이익률 (%)	2018A	10.5	8.3	12.6	6.1	8.1	6.9	9.1	3.6	8.2
	2019E	11.2	7.8	11.1	6.9	10.1	6.8	8.7	4.9	8.4
	2020E	12.3	8.3	11.2	7.7	11.3	6.9	8.9	5.1	9.0
	2021E	13.9	8.5	11.1	7.7	12.4	6.6	9.1	5.4	9.4
순이익률 (%)	2018A	5.4	7.3	9.8	2.0	2.3	5.6	5.7	2.1	5.0
	2019E	8.0	5.4	9.1	3.8	5.3	4.6	5.3	3.9	5.7
	2020E	7.2	5.1	7.4	4.3	5.8	4.8	5.4	4.3	5.5
	2021E	8.8	5.4	7.5	4.3	7.3	4.6	5.6	4.3	6.0
ROE (%)	2018A	7.4	12.4	14.4	4.3	4.5	7.3	27.7	3.7	10.2
	2019E	10.6	11.1	12.3	9.3	10.2	5.2	25.7	6.8	11.4
	2020E	11.8	9.7	9.6	11.5	12.0	6.1	26.0	7.3	11.7
	2021E	12.2	10.6	10.0	11.8	12.5	5.8	26.2	7.4	12.1
순부채비율 (%)	2018A	88.3	44.1	-29.5	150.8	214.0	3.0	76.7	91.6	79.9
	2019E	94.8	44.5	-25.6	164.0	233.3	17.9	76.0	106.9	89.0
	2020E	88.7	45.1	-22.8	156.5	224.1	49.4	69.3	109.1	89.9
	2021E	81.6	40.2	-21.9	158.3	223.0	67.1	56.9	104.2	88.7

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

표 30. FSC 글로벌 피어즈 벨류에이션 비교 (2)

		델타항공	유나이티드 컨티넨탈	중국국제 항공	아메리칸 에어라인스	루프트한자	에어프랑스	대한항공	아시아나	평균
현재주가 시가총액	(현재통화) (억원, M\$)	55.67 36,444.2	86.77 22,930.8	8.76 16,765.1	32.56 14,483.8	15.60 8,325.9	7.89 3,796.3	31,300 2,511.2	5,850 1,089.3	
주가수익율 (%)	1D	-0.6	-0.4	0.1	-0.4	-11.8	-4.3	-0.6	-0.2	-2.3
	1M	1.4	6.5	3.1	2.6	-14.1	-5.7	-2.3	-0.2	-1.1
	3M	9.7	7.5	-12.1	3.8	-25.1	-26.2	-8.9	42.1	-1.2
	6M	5.1	-1.2	8.3	-2.9	-19.1	-14.9	-5.3	39.9	1.2
P/E (배)	2018A	8.8	9.2	11.2	7.1	4.3	9.9	n/a	n/a	8.4
	2019E	8.2	7.8	11.5	6.7	3.9	5.5	20.3	198.2	32.8
	2020E	7.8	7.1	9.2	5.8	3.7	4.6	7.1	15.8	7.6
	2021E	7.8	6.8	8.0	5.8	3.3	3.8	5.9	13.5	6.9
P/B (배)	2018A	2.5	2.3	0.9	n/a	1.0	2.2	1.1	0.9	1.5
	2019E	2.4	1.9	1.2	8.1	0.7	1.4	1.0	1.0	2.2
	2020E	1.9	1.5	1.1	3.8	0.6	1.1	0.8	0.9	1.5
	2021E	1.6	1.3	1.0	2.4	0.5	0.9	0.7	0.9	1.2
EV/EBITDA (배)	2018A	6.8	6.5	9.3	7.9	2.9	2.5	7.3	10.9	6.7
	2019E	5.9	5.9	7.8	7.6	2.7	2.5	6.8	7.5	5.8
	2020E	5.7	5.6	6.5	6.9	2.5	2.4	6.6	8.4	5.6
	2021E	5.7	5.3	6.3	7.1	2.4	2.3	6.5	5.8	5.2
매출성장률 (%)	2018A	8.0	9.3	12.7	4.5	0.7	2.5	7.7	8.9	6.8
	2019E	5.1	5.0	7.8	4.0	3.5	3.8	1.9	6.1	4.7
	2020E	4.3	5.6	9.7	4.8	3.5	3.0	3.1	3.7	4.7
	2021E	2.9	4.8	10.3	2.6	2.7	2.3	2.5	-29.6	-0.2
영업이익 성장률 (%)	2018A	-11.8	-10.3	22.0	-37.2	-7.8	8,150.0	-31.8	-88.5	998.1
	2019E	19.8	30.7	14.8	39.3	-3.1	-1.6	31.6	737.4	108.6
	2020E	1.3	3.6	20.8	5.7	6.7	9.0	13.9	28.3	11.2
	2021E	5.3	10.5	25.0	3.1	9.8	12.6	8.0	-198.2	-15.5
영업이익률 (%)	2018A	11.8	8.0	10.5	6.0	7.7	5.0	4.9	0.4	6.8
	2019E	13.5	9.9	11.2	8.0	7.3	4.7	6.4	3.3	8.0
	2020E	13.1	9.7	12.3	8.1	7.5	5.0	7.0	4.1	8.3
	2021E	13.4	10.3	13.9	8.1	8.0	5.5	7.4	-5.7	7.6
순이익률 (%)	2018A	8.9	5.2	5.4	3.2	6.0	1.5	-1.5	-2.8	3.2
	2019E	9.5	6.9	8.0	4.8	5.1	2.2	1.2	0.1	4.7
	2020E	9.4	6.8	7.2	5.1	5.3	2.5	3.0	1.1	5.0
	2021E	9.5	6.9	8.8	5.0	5.6	3.0	3.5	-8.8	4.2
ROE (%)	2018A	29.9	26.9	7.4	n/a	22.0	17.1	-6.4	-14.9	11.7
	2019E	30.5	27.5	10.6	506.7	17.4	26.6	4.4	-0.2	77.9
	2020E	27.8	25.9	11.8	112.0	16.8	24.1	12.6	6.7	29.7
	2021E	22.4	26.7	12.2	60.1	16.8	23.2	13.1	7.0	22.7
순부채비율 (%)	2018A	108	156	88	-17,319	37	384	461	271	-1,977
	2019E	63	96	95	-12,963	46	348	435	363	-1,440
	2020E	52	77	89	-12,192	43	304	397	335	-1,362
	2021E	43	83	82	-10,150	38	262	363	438	-1,105

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

항공 | AIR TRANSFORMER: 변신하는 항공사들

표 31. LCC 글로벌 피어즈 밸류에이션 비교 (1)

		사우스 웨스트항공	라이언에어	인터글로벌 에비에이션	춘추항공	제트블루 에어웨이즈	위즈에어 홀딩스	이지젯	스피리트 에어라인스	평균
현재주가 (현재통화)		51.18	10.13	1,642.55	44.95	19.39	3,531.00	888.40	49.99	
시가총액 (억원, M\$)		27,794.1	12,843.8	9,052.2	5,957.8	5,835.4	4,539.4	4,420.9	3,421.3	
추가수익률 (%)	1D	-1.2	-4.4	-0.2	-0.3	0.2	-2.6	-4.4	-0.7	-1.7
	1M	-2.0	-6.2	11.5	8.4	8.9	4.3	-13.3	4.9	2.1
	3M	0.2	-16.3	24.4	23.0	16.6	10.6	-28.8	-5.4	3.0
	6M	3.2	-4.0	48.2	42.3	15.5	27.2	-17.6	-14.6	12.5
P/E (배)	2018A	11.0	13.2	21.5	19.0	10.4	9.2	14.5	12.7	13.9
	2019E	11.3	12.4	3,386.7	21.5	10.2	17.3	10.5	8.8	434.8
	2020E	9.9	12.2	32.3	17.8	8.3	14.2	9.0	7.9	14.0
	2021E	9.3	10.0	19.5	14.0	7.7	11.8	7.8	7.5	11.0
P/B (배)	2018A	2.6	4.2	7.0	2.2	1.1	2.2	1.6	2.1	2.9
	2019E	2.3	2.4	8.9	2.8	1.1	3.2	1.0	1.5	2.9
	2020E	1.9	2.1	7.5	2.4	1.0	2.8	1.0	1.2	2.5
	2021E	1.6	1.8	6.0	2.1	0.8	2.3	0.9	1.0	2.1
EV/EBITDA (배)	2018A	6.8	5.4	14.0	16.3	6.2	7.0	4.5	8.7	8.6
	2019E	6.5	6.4	n/a	13.0	5.5	7.0	4.3	7.1	7.1
	2020E	6.0	6.7	11.1	10.6	4.8	4.4	4.0	6.4	6.8
	2021E	5.7	5.8	7.2	9.2	4.4	3.6	3.5	5.5	5.6
매출성장률 (%)	2018A	3.9	7.6	22.0	19.6	9.2	23.4	16.9	25.7	16.0
	2019E	5.1	11.7	n/a	18.5	6.6	18.6	7.8	17.2	12.2
	2020E	7.2	8.0	26.9	18.0	8.3	16.1	8.3	14.7	13.5
	2021E	5.0	8.3	n/a	18.2	6.1	16.7	7.3	10.4	10.3
영업이익 성장률 (%)	2018A	-5.9	8.7	49.4	12.2	-71.0	18.8	13.9	-8.8	2.2
	2019E	0.5	8.9	n/a	15.0	192.8	37.1	0.7	59.0	44.9
	2020E	8.4	21.0	n/a	25.6	20.1	21.8	13.8	10.1	17.2
	2021E	8.5	11.3	n/a	19.2	7.3	18.3	18.0	13.7	13.8
영업이익률 (%)	2018A	14.6	23.3	11.2	15.4	3.8	15.1	7.8	10.6	12.7
	2019E	14.0	13.1	n/a	15.0	10.3	14.9	7.3	14.3	n/a
	2020E	14.1	14.7	n/a	15.9	11.5	15.7	7.7	13.7	n/a
	2021E	14.6	15.1	n/a	16.1	11.6	15.9	8.4	14.1	n/a
순이익률 (%)	2018A	11.2	20.3	10.0	11.5	2.5	14.2	6.1	4.7	10.0
	2019E	10.6	13.6	-0.1	12.4	7.0	12.2	5.6	9.8	8.9
	2020E	10.9	10.6	5.8	13.0	7.7	12.5	5.8	9.4	9.5
	2021E	11.0	12.0	7.2	13.3	8.0	12.9	6.2	9.7	10.1
ROE (%)	2018A	25.0	33.1	36.5	13.3	10.4	25.0	15.4	16.8	21.9
	2019E	24.4	21.0	-2.6	13.0	10.8	20.7	10.5	18.2	14.5
	2020E	24.0	17.2	30.0	13.9	11.7	20.1	11.1	16.3	18.0
	2021E	22.8	18.7	40.2	14.8	11.9	20.3	11.8	14.9	19.4
순부채비율 (%)	2018A	4	7	-148	32	17	-76	-12	56	-15
	2019E	2	12	-127	19	25	-72	2	62	-10
	2020E	-4	20	-177	20	28	-28	9	60	-9
	2021E	-35	18	-247	-12	17	-19	4	23	-31

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

표 32. LCC 글로벌 피어즈 밸류에이션 비교 (2)

	비엣젯 항공	웨스트제트 에어라인스	얼리전트 트래블	세부 항공	제주항공	진에어	에어아시아 X	제트 에어웨이즈 인디아	평균
현재주가 (현재통화)	119,900.0	30.2	141.6	85.7	33,850.0	22,100.0	0.2	68.4	
시가총액 (억원, M\$)	2,781.1	2,566.2	2,306.2	987.9	752.5	560.1	228.3	111.3	
주가수익율 (%)									
1D	0.0	0.2	-0.3	-1.3	0.1	2.8	0.0	-16.2	-1.8
1M	1.7	0.3	-1.4	7.5	-6.7	-0.5	2.2	-45.0	-5.2
3M	0.1	54.1	12.3	12.2	-14.1	-5.4	-8.0	-71.1	-2.5
6M	-4.0	71.4	19.4	24.1	2.6	16.1	4.5	-72.2	7.8
P/E (배)									
2018A	12.2	23.3	10.0	11.3	12.4	13.0	n/a	n/a	13.7
2019E	10.6	25.5	10.4	6.8	9.3	9.8	38.3	n/a	15.8
2020E	9.8	16.8	9.3	5.8	7.7	7.5	23.0	n/a	11.4
2021E	8.3	12.1	n/a	5.4	7.0	6.3	8.8	2.2	7.2
P/B (배)									
2018A	4.6	0.9	2.3	1.1	2.3	2.2	1.7	n/a	2.2
2019E	3.6	1.5	2.7	1.1	1.9	2.1	1.6	n/a	2.1
2020E	2.7	1.4	2.2	1.0	1.6	1.7	1.4	n/a	1.7
2021E	2.2	1.3	1.9	0.9	1.4	1.4	1.2	n/a	1.4
EV/EBITDA (배)									
2018A	8.8	8.3	8.5	5.8	6.7	n/a	112.2	8.4	22.7
2019E	8.4	5.6	6.3	4.4	3.9	n/a	10.2	n/a	6.4
2020E	6.5	4.8	5.8	3.7	3.4	n/a	9.9	30.6	9.2
2021E	6.3	3.9	5.5	3.5	2.9	n/a	8.6	7.4	5.4
매출성장률 (%)									
2018A	26.7	5.0	10.3	8.9	26.4	13.8	-0.2	8.0	12.4
2019E	19.2	7.6	10.6	13.4	22.3	11.2	10.6	5.1	12.5
2020E	26.7	9.4	10.4	7.7	12.5	16.3	6.7	-11.7	9.7
2021E	13.1	9.7	8.4	4.1	10.6	13.4	6.8	0.6	8.3
영업이익 성장률 (%)									
2018A	12.9	-64.1	5.6	-30.4	-0.1	-35.0	n/a	-92.6	-29.1
2019E	25.6	63.9	43.3	43.9	34.4	62.0	163.4	n/a	62.4
2020E	25.7	45.0	6.6	18.2	13.5	23.5	39.7	n/a	24.6
2021E	3.8	43.7	13.4	13.9	11.8	19.0	27.8	n/a	19.1
영업이익률 (%)									
2018A	12.1	3.3	14.6	9.5	8.0	6.2	-4.5	0.7	6.2
2019E	13.0	5.0	18.9	12.1	8.8	9.1	2.6	n/a	n/a
2020E	12.9	6.6	18.3	13.2	8.9	9.6	3.4	n/a	n/a
2021E	11.9	8.7	19.1	14.5	9.0	10.1	4.0	n/a	n/a
순이익률 (%)									
2018A	10.0	1.9	9.7	5.3	5.6	4.4	-6.6	-2.6	3.5
2019E	10.2	2.7	11.6	9.0	6.2	6.0	0.2	-13.3	4.1
2020E	9.9	3.6	11.2	9.8	6.7	6.7	0.8	-1.5	5.9
2021E	9.2	5.2	11.2	10.1	6.6	7.2	1.9	1.3	6.6
ROE (%)									
2018A	43.2	3.9	25.7	9.9	19.2	17.7	-37.8	n/a	11.7
2019E	39.0	7.3	27.8	17.4	22.8	23.1	-4.9	43.7	22.0
2020E	38.3	9.4	26.7	17.6	22.5	24.6	4.9	5.7	18.7
2021E	36.4	11.2	22.8	17.7	20.5	23.9	13.8	-3.9	17.8
순부채비율 (%)									
2018A	-17.5	30.4	126.9	92.0	-57.9	-127.7	77.8	-127.5	-0.4
2019E	-14.6	64.0	144.2	106.0	-22.5	N/A	33.4	-241.9	9.8
2020E	-26.3	70.1	141.5	124.7	-34.6	N/A	-18.1	-242.3	2.1
2021E	13.9	50.1	131.6	128.8	-49.4	N/A	-58.6	-230.1	-2.0

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

Top pick 제주항공

대한항공
당사 공표 제한

대한항공은 경쟁이 심화되는 단거리 노선 매출 비중이 낮고, 지역별 노선 포트폴리오가 안정적으로 구축돼있다. 단거리 가격 경쟁에 따른 운임 하락 압력에서 자유로워 장거리 노선을 중심으로 안정적인 실적 개선이 가능할 전망이다.

소형기 중심 기재 도입(올해는 보잉737 맥스 사태로 기재 도입 계획 차질)을 준비하고 있어, CAPEX 감소에 따른 현금창출능력 개선될 전망이다. 이를 바탕으로 2023년까지 재무구조 개선에 힘쓰면서 ROE 또한 개선될 전망이다.

비슷한 ROE 수준을 보이고 있는 일본, 중국 대형항공사 대비 PBR 추가배수 저 평가 받고 있다. 다만, 현재 한진가 경영권 승계 이슈로 추가 변동성 커진 상황이다.

제주항공
BUY
44,000원

제주항공은 경쟁이 심화되는 단거리 노선 매출 비중이 높지만, 저가항공사(LCC) 규모가 가장 크다. 경쟁 저가항공사들 중 공급당 비용이 가장 낮고, 2019년까지 기재도 계획대로 도입되고 있다. 이를 바탕으로 중국노선 신규 운항 및 증편 통한 공급 확대 이어갈 전망이다.

현재 주가는 2분기 비성수기 도래에 따른 실적 둔화를 반영하고 있다. 하반기부터 3분기 성수기 실적 개선 및 중국 운항 확대 기대감을 반영하며 긍정적인 추가 흐름 보일 것으로 예상된다.

중국을 동력으로 여객 수요 성장 회복 기대감과 함께 낮은 공급당 비용으로 변화된 경쟁 환경 속에서도 효율적인 공급 확대로 이익 성장 계속해 나갈 수 있을 전망이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 44,000원 유지한다.

진에어
당사 공표 제한

진에어는 경쟁이 심화되는 단거리 노선 매출 비중이 높지만, 탄력적인 대형기 운용으로 공급당 비용을 낮출 수 있다. 또한 정비비 같은 고정비를 대한항공에 일괄 위탁해 이중 기재 운용하면서도 공급당 비용이 제주항공만큼 낮다. 장거리 노선 운항도 가능하다.

다만, 국토교통부의 제재 해소 시기가 불확실하고 계속 뒤로 미뤄지고 있는 상황이다. 제재 해소 불확실성은 이미 주가에 반영돼 있다고 판단하지만, 제재 해소가 선행되어야 공급확대를 재개할 수 있고, 주가도 실적을 반영할 수 있을 것으로 판단한다.

티웨이항공
BUY
9,000원

티웨이항공은 아직 규모 측면에서 열위에 있어 공급당 비용이 상대적으로 높다. 2019년 하반기부터 보잉737 맥스 항공기 도입 계획이 불투명해지면서, 공급 확대 속도 둔화 및 추가적인 규모의 경제 효과가 제한적인 점이 아쉽다.

현재 주가는 항공업종 추가 흐름을 따라가고 있고, 이후 3분기 성수기 실적 개선 기대감 및 중국 공급 확대 기대감으로 하반기부터 긍정적인 추가흐름 보일 것으로 예상되지만, 추가적인 상승을 위해서는 기재 도입 불확실성이 해소될 필요가 있다.

투자 의견 BUY, 목표주가 9,000원 유지한다.

항공사들은 공급의 효율성과 수익성을 제고하고 새로운 경쟁환경에 적응하며 점유율을 확대해 나갈 필요가 있다. 안정적으로 수익 창출이 가능한 대한항공, 낮은 공급당 비용으로 외형 성장 이어갈 수 있는 제주항공을 필두로 항공업종은 실적 개선을 이어갈 전망이다.

표 33. 기업별 투자 포인트 (단위: 십억 원, %, 배)

				2018A	2019E	2020E	투자 포인트
대한항공 003490	투자의견 목표주가	공표 제한 -	매출액	13,020	13,113	13,256	- 안정적인 지역별 매출 포트폴리오 - 미주&유럽 노선 자연 독점 - 규모에서 절대 우위 - CAPEX 규모 감소에 따른 ROE 개선 - 중국 노선 점유율 하락 전망
			영업이익	640	918	1,077	
			OPM	4.9	7.0	8.1	
			ROE	-5.7	4.9	13.1	
			PBR	1.2	1.1	0.9	
제주항공 089590	투자의견 목표주가	BUY 44,000	매출액	1,259.4	1,533.0	1,781.7	- 일본, 동남아 지역 여객 점유율 높음 - LCC 중 규모 절대 우위 - 낮은 공급당 비용 - 중국 운항 확대
			영업이익	101.2	150.2	160.1	
			OPM	8.0	9.8	9.0	
			EPS	2,689	3,421	3,708	
			PER	12.5	9.9	9.1	
진에어 272450	투자의견 목표주가	공표 제한 -	매출액	1,011	1,040	1,330	- 대형기 운용, 단거리 노선 수익성 제고 - 동남아 지역 점유율 높음 - 장거리 노선 운항으로 차별화 가능 - 국토부 제재 해소 시기 불확실
			영업이익	62	101	135	
			OPM	6.1	9.7	10.2	
			EPS	1,482	2,110	3,067	
			PER	7.5	10.4	7.1	
티웨이항공 091810	투자의견 목표주가	BUY 9,000	매출액	731.8	856.6	959.7	- 일본, 동남아 여객 점유율 빠르게 성장 - 중국 운항 확대 - 기재도입 계획 불확실
			영업이익	47.9	68.1	78.3	
			OPM	6.5	8.0	8.2	
			EPS	948	545	869	
			PER	7.9	12.5	7.8	

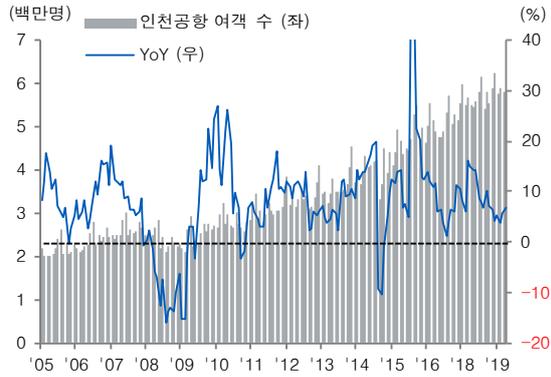
자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

Appendix.

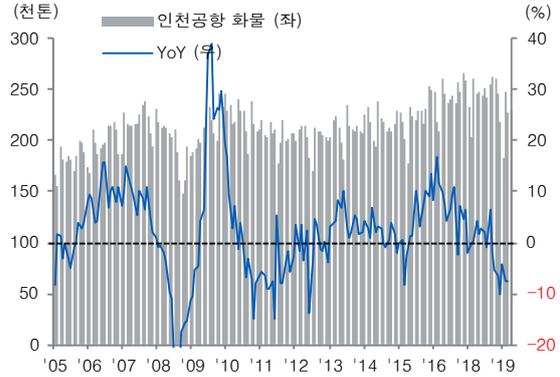
인천공항 주요 지표 (1)

그림1. 인천공항 여객 추이



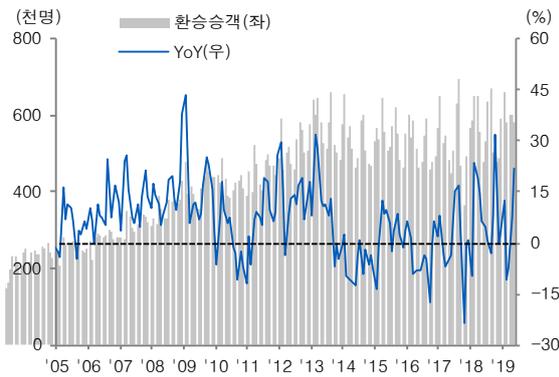
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 인천공항 화물 추이



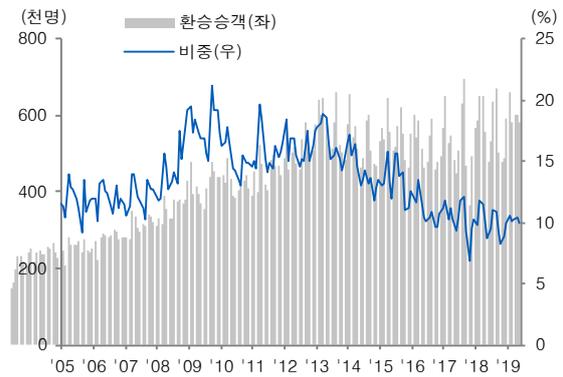
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 환승객 추이



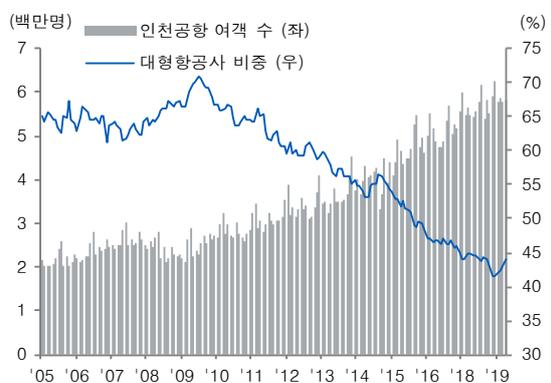
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 인천공항 내 환승객 비중



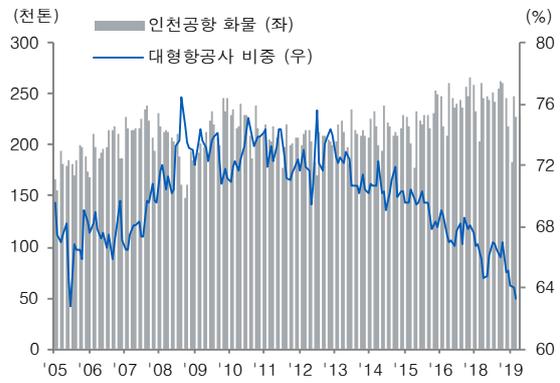
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 여객수 및 국내 대형항공사 비중



자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

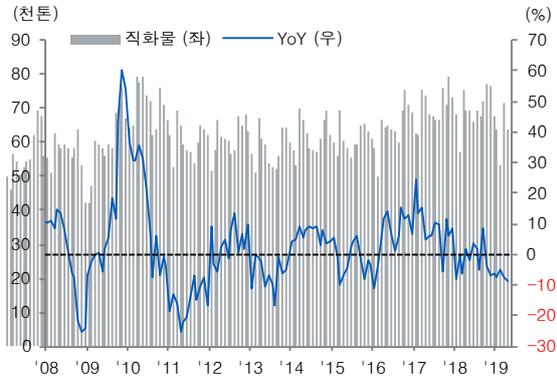
그림6. 화물 물동량 및 국내 대형항공사 비중: 66%



자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

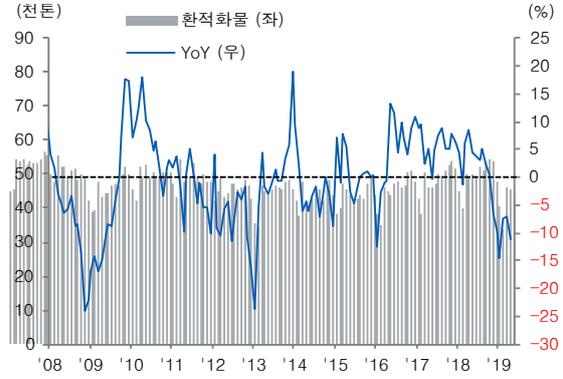
인천공항 주요 지표 (2)

그림7. 수출 화물 추이



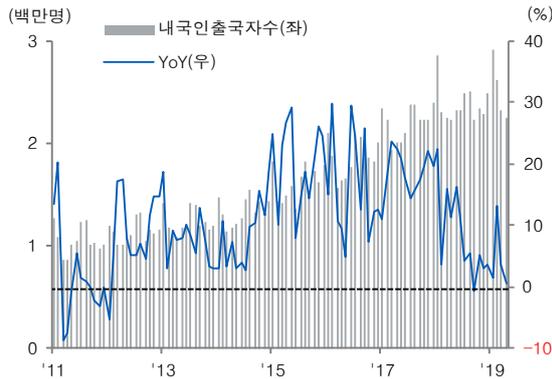
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림8. 환적 화물 추이



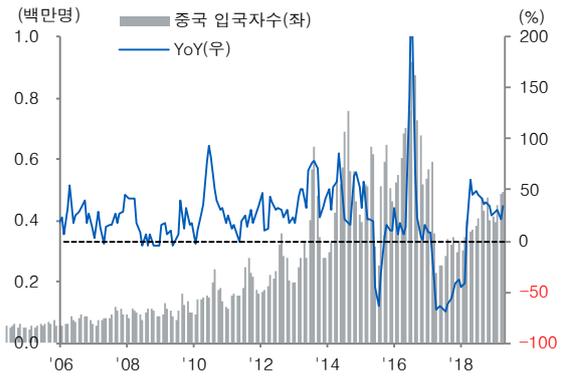
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림9. 내국인 4월 출국자 수: +0.7% YoY



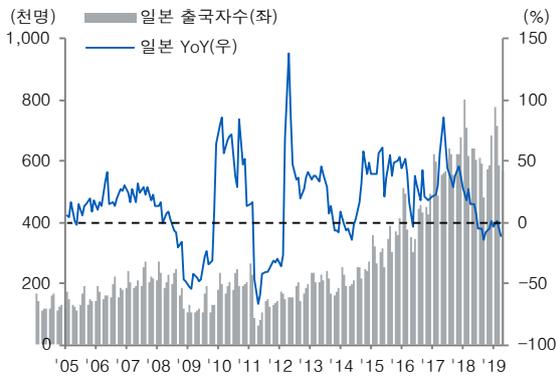
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림10. 중국 4월 입국자 수: +34.5% YoY



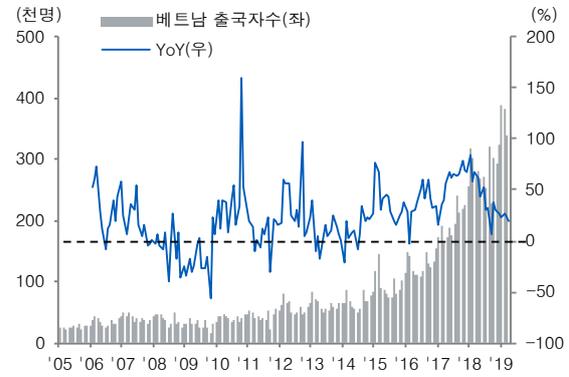
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림11. 일본 4월 출국자 수: -11% YoY



자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

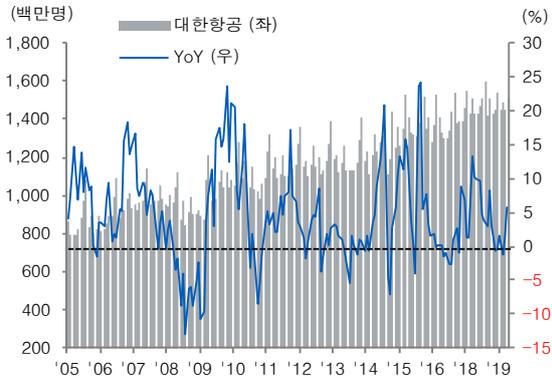
그림12. 베트남 4월 출국자 수: +20.2% YoY



자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

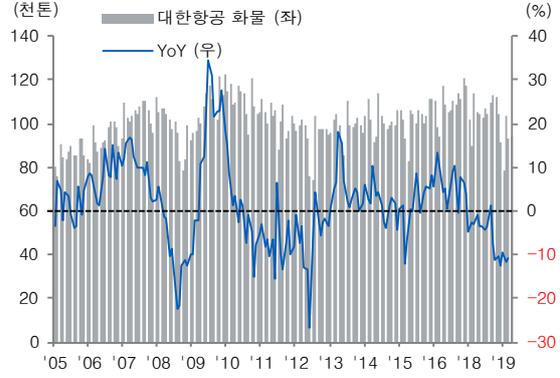
인천공항 주요 지표 (3)

그림13. 대한항공 여객 추이: +5.7% YoY



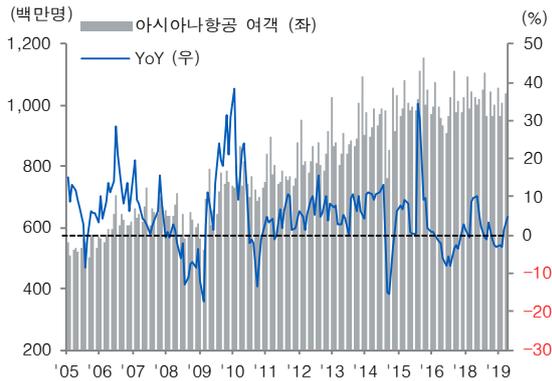
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림14. 대한항공 화물 추이: -10.6% YoY



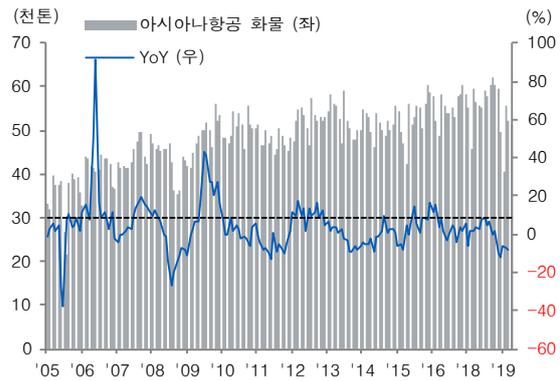
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림15. 아시아나항공 여객 추이: +4.7% YoY



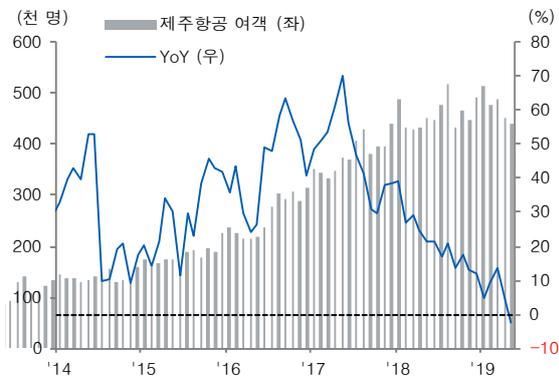
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림16. 아시아나항공 화물 추이: -7.9% YoY



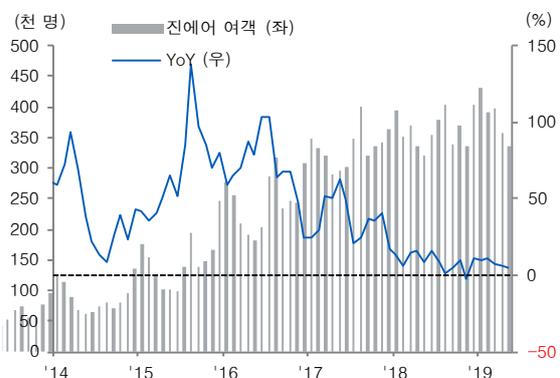
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림17. 제주항공 여객 추이: -2.7% YoY



자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

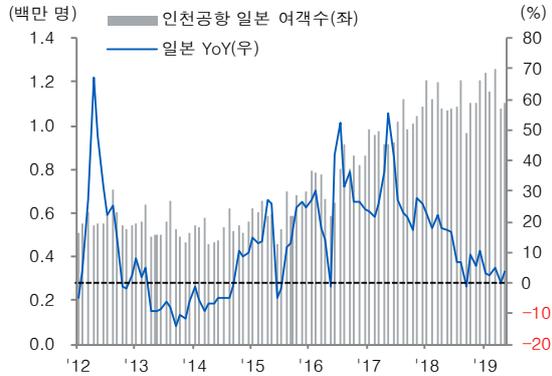
그림18. 진에어 여객 추이: +5.2% YoY



자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

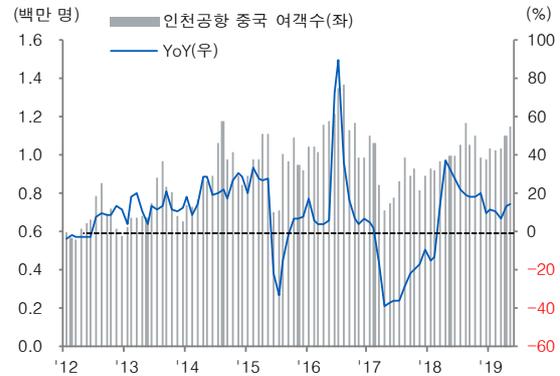
노선별 여객 추이

그림19. 일본 노선 여객 추이: +3.6% YoY



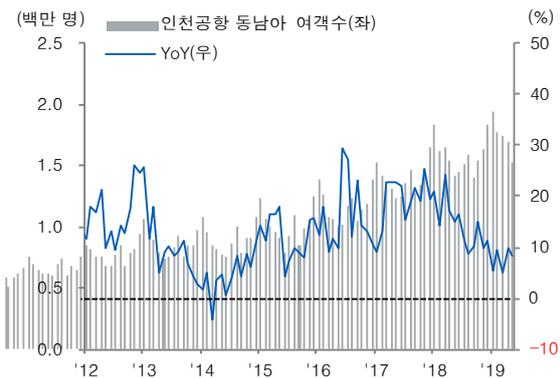
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림20. 중국 노선 여객 추이: +14.8% YoY



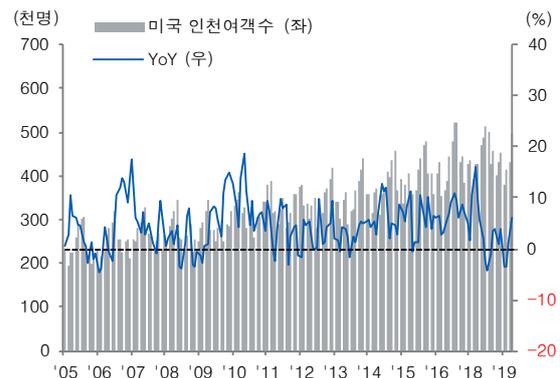
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림21. 동남아 노선 여객 추이: +8.2% YoY



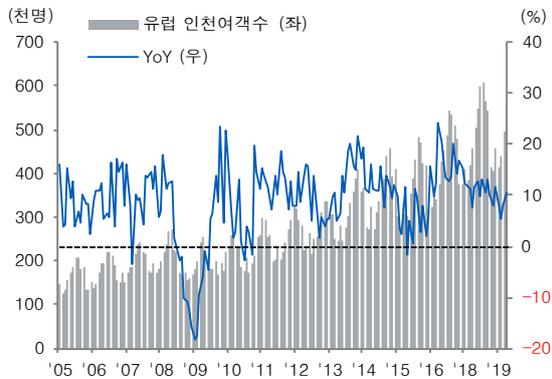
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림22. 미주 노선 여객 추이: +6.2% YoY



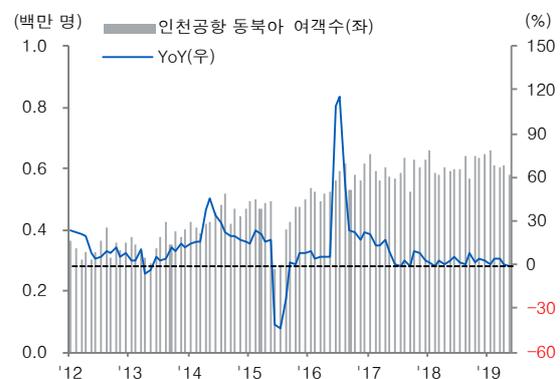
자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림23. 유럽 노선 여객 추이: +10.7% YoY



자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

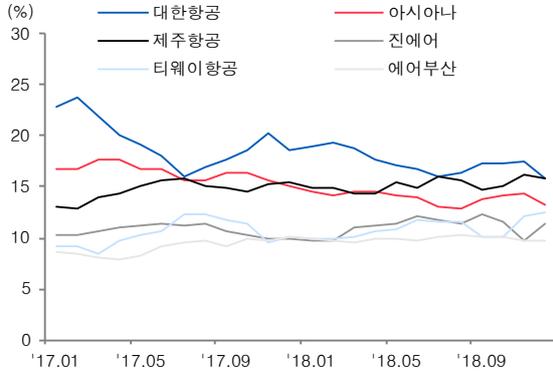
그림24. 동북아 노선 여객 추이: -1.2% YoY



자료: 인천국제공항공사, 케이프투자증권 리서치본부

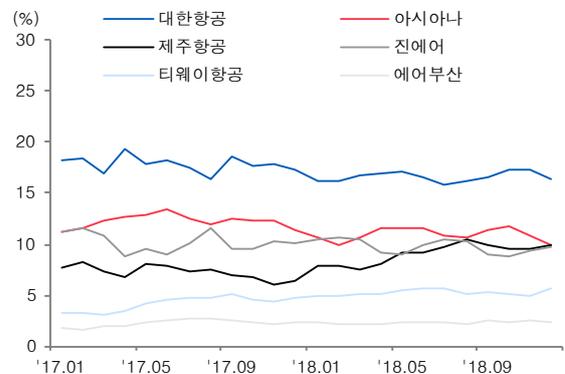
국제선 지역별 점유율

그림25. 일본 지역 항공사별 여객 점유율 추이



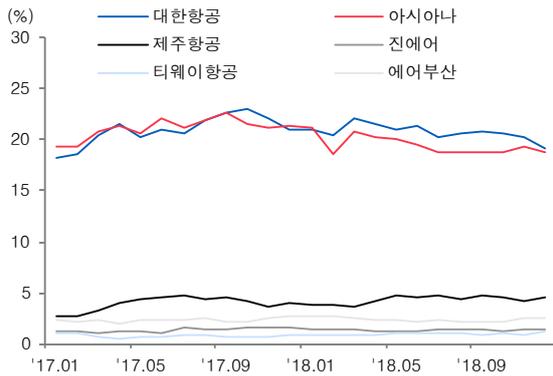
자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

그림26. 동남아 지역 항공사별 여객 점유율 추이



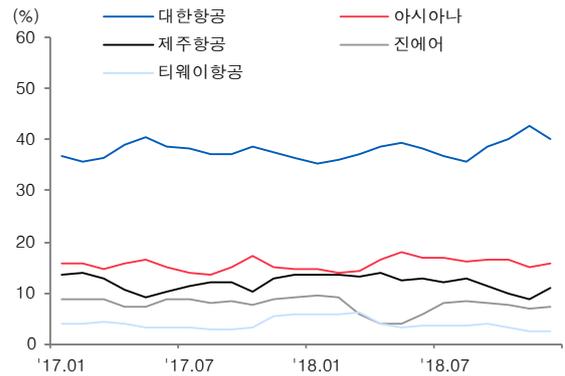
자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

그림27. 중국 지역 항공사별 여객 점유율 추이



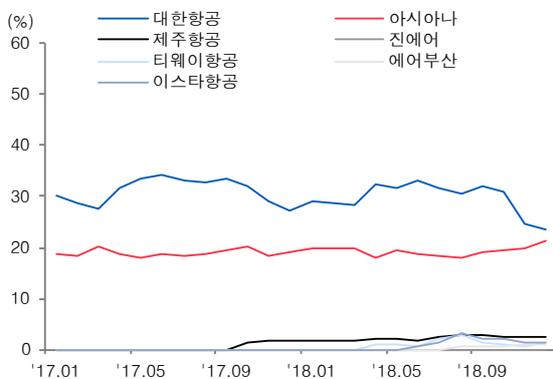
자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

그림28. 미주 지역 항공사별 여객 점유율 추이



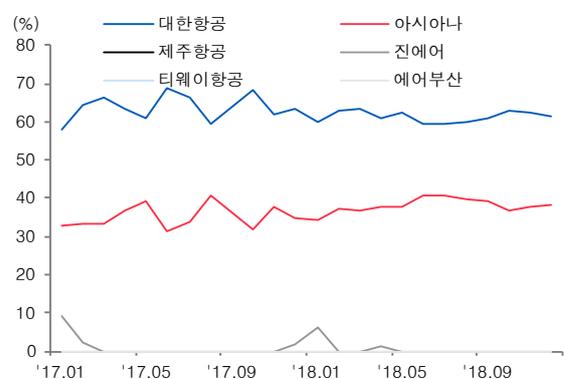
자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

그림29. 유럽 지역 여객 점유율 추이



자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

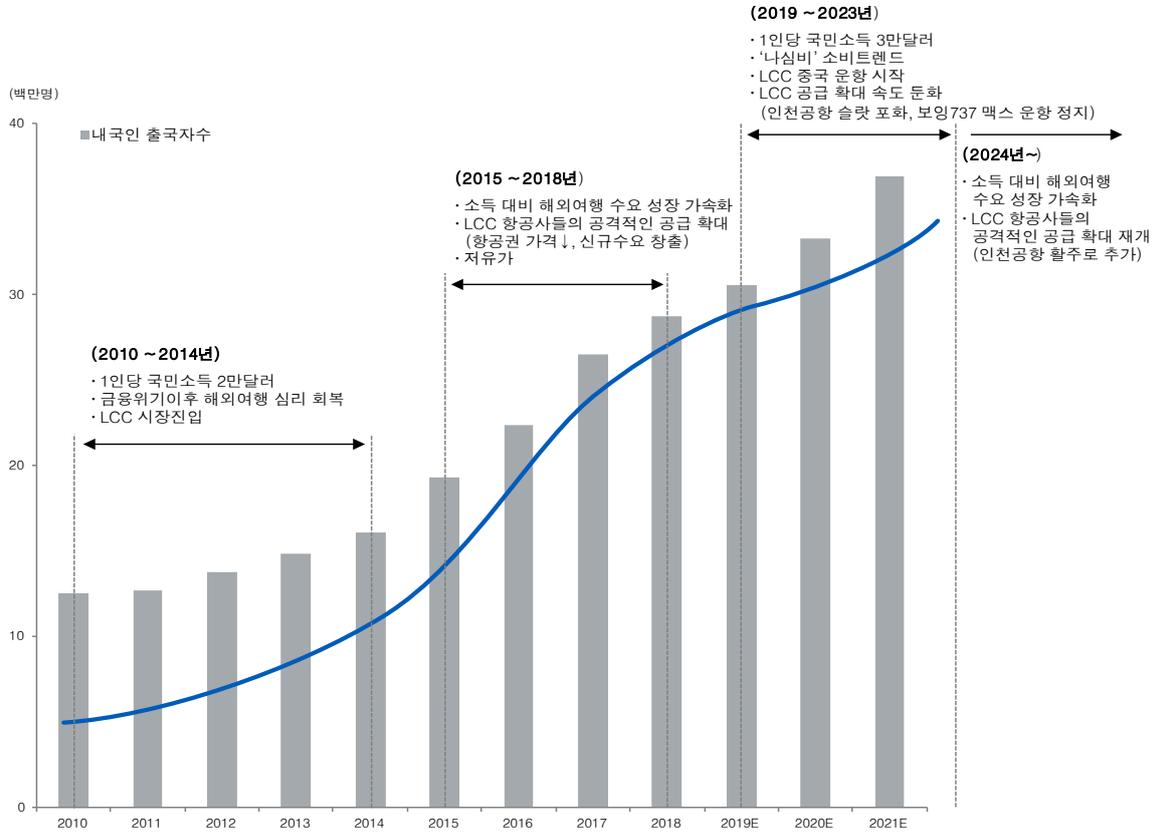
그림30. 대양주 지역 항공사별 여객 점유율 추이



자료: 항공정보포탈, 케이프투자증권 리서치본부

참고 자료

2019년 과도기를 맞이한 항공 산업



자료: 케이프투자증권 리서치본부

기업분석

제주항공 (089590KS Buy 유지 TP 44,000원 유지)	86
티웨이항공 (091810KS Buy 유지 TP 9,000원 유지)	91

Analyst 홍준기 · 02)6923-7315 · Joonkih00@capefn.com

제주항공 (089590KS | Buy 유지 | TP 44,000원 유지)

효율적인 공급확대 가능한 제주항공

제주항공은 꾸준한 기재 도입으로 점유율 확대에 성공했습니다. 이제 심화되는 경쟁 속에서는 낮은 공급당 비용 경쟁력으로 점유율 확대를 계속해 나갈 전망입니다. 목표주가 44,000원, 투자 의견 BUY 의견 유지합니다.

2019년 매출액 +22% YoY, 영업이익 +48% YoY 전망

- 2019년 매출액 1,533십억원(+21.7% YoY), 영업이익 150십억원(+48.4% YoY) 전망. 일본 수요 정체 지속 및 2분기 비수기 영향으로 실적 둔화 예상되지만, 3분기 성수기 도래 및 중국 공급 확대로 실적 개선 이어갈 전망.
- 2020년 매출액 1,782십억원(+16.2% YoY), 영업이익 160십억원(+6.5% YoY) 전망. 중국 여객 수요의 빠른 성장이 계속될 것으로 전망. 기재 도입 계획이 아직 미정이고, 2022년까지 도입 중단할 시 공급 확대 속도는 둔화될 전망.

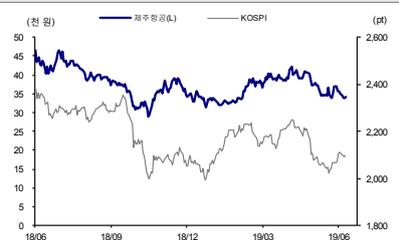
효율적인 공급확대가 가능한 제주항공

- 제주항공은 규모의경제로 공급당 비용 경쟁력이 높음. 단거리 노선 경쟁 심화로 탑승률 유지 압박 높아지고 있지만, 가격 경쟁에서 상대적으로 유리함. 신규 노선 확대 부담감 상대적으로 적어 신규 수요 창출 노력 이어질 전망.
- 9월부터 중국 운항 확대를 시작할 계획. 핵심노선 인천-베이징(다싱 신공항) 주 4회, 인천-엔지 주 6회 등의 노선을 배분 받음. 보잉737 모델 최대 46대까지 늘릴 계획으로 중국으로 공급 확대는 문제없이 이뤄질 전망.
- 연말부터 호주 저가항공사 제트스타와 코드쉐어 통해 장거리 노선 공급도 가능해짐. 장기적인 관점에서 노선 선점 및 포트폴리오 다변화되면서 항공 여객 수요 성장 속에서 안정적으로 점유율 확대해 나갈 것으로 전망.

상저하고 주가흐름 보일 전망

- 현재 주가는 2분기 비수기 실적 둔화를 반영하며 연초대비 수익률 -0.1%임. 2분기 실적 발표 가까워지면서, 주가는 3분기 성수기를 반영할 것으로 전망. 중국 노선 운항 확대 기대감 유효하고 환율 및 유가 흐름도 후호적임.
- 12개월 포워드 EPS에 목표 PER 12.3배를 적용함. 2019년 9월부터 중국 운항 확대에 따른 이익 성장 기대감 반영함. 목표 PER 12.3배는 단거리 일본 노선 공급 확대하던 2016-18년 3년 동안의 PER을 평균한 값.

Stock Data



주가(6/18)	34,200원		
액면가	5,000원		
시가총액	901십억원		
52주 최고/최저가	46,550원/ 28,800원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-5.8	3.6	-26.5
상대주가(%)	-7.7	1.8	-16.8

경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	996	1,259	1,533	1,782	2,079
영업이익	(십억원)	101	101	150	160	193
영업이익률	(%)	10.2	8.0	9.8	9.0	9.3
순이익	(십억원)	78	71	90	98	116
EPS	(원)	2,954	2,689	3,421	3,708	4,393
증감률	(%)	44.9	-9.0	27.2	8.4	18.5
PER	(배)	12.0	12.5	10.8	9.9	8.4
PBR	(배)	2.8	2.3	2.1	1.8	1.5
ROE	(%)	25.8	19.9	21.5	19.7	19.8
EV/EBITDA	(배)	5.1	4.9	4.4	4.1	3.2
순차입금	(십억원)	-292	-209	-181	-172	-215
부채비율	(%)	141.5	169.8	251.4	212.7	183.9

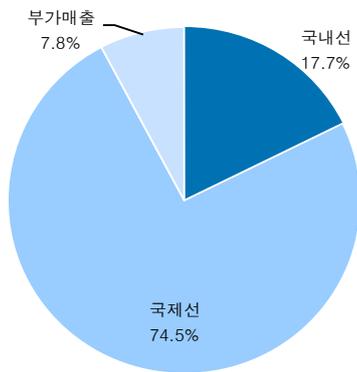
제주항공 | 효율적인 공급확대 가능한 제주항공

표1. 제주항공 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원)

	2018A	2019E	2020E	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19E	3Q19E	4Q19E
USD/KRW(평균)	1,100.2	1,136.3	1,140.0	1,072.8	1,079.5	1,121.1	1,127.5	1,125.4	1,140.0	1,140.0	1,140.0
항공유 가격	83.1	77.4	80.0	76.7	81.8	85.1	88.7	72.8	77.0	80.0	80.0
영업수익(연결)	1,259	1,533	1,782	309	283	350	317	393	332	437	371
성장률	26.4	21.7	16.2	28.5	24.2	31.3	21.4	27.3	17.3	24.8	16.9
여객	1,168	1,438	1,654	291	266	323	288	380	308	406	344
국내선	225	228	229	47	64	60	54	49	64	60	54
국제선	943	1,194	1,426	244	202	264	234	315	244	345	290
부가매출	99	104	120	22	24	26	27	28	22	29	25
영업비용	1,158	1,373	1,611	267	275	317	315	340	324	375	347
연료비	339	419	552	71	78	93	96	90	102	118	108
영업이익	101	150	160	46	12	38	5	57	8	61	24
영업이익률	8.0	9.8	9.0	15.0	4.1	10.8	1.7	14.5	2.4	14.1	6.4
성장률	-0.1	48.4	6.5	70.6	-28.2	-6.5	-69.3	22.7	-32.0	62.7	344.2
법인세차감전순이익	93	119	129	48	22	41	-17	55	-21	63	21
당기순이익	71	90	98	37	17	31	-14	42	-16	48	16
순이익률	5.6	5.9	5.5	12.0	5.9	8.9	-4.4	10.7	-4.8	11.0	4.3

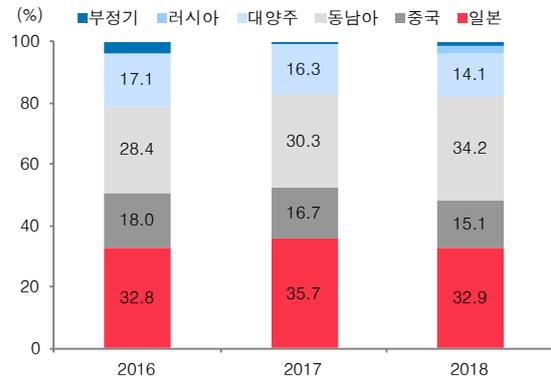
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 제주항공 사업부문별 매출 비중



자료: 제주항공, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 제주항공 국제선 지역별 매출 비중



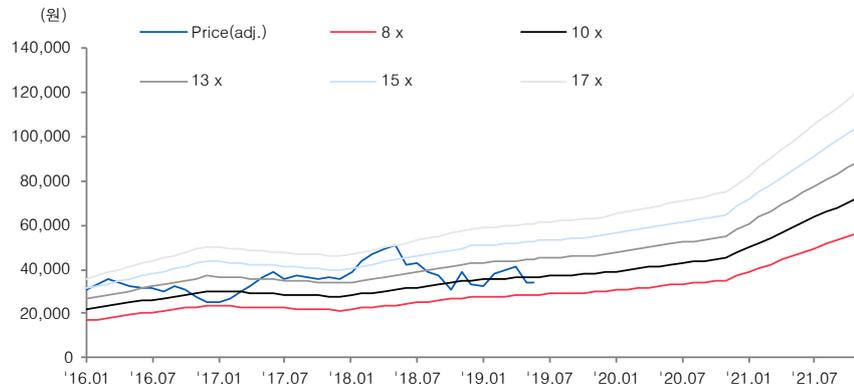
자료: 제주항공, 케이프투자증권 리서치본부

표2. 제주항공 목표주가 산출

	2018A	2019E	2020E	2021E
당기순이익 (억 원)	709	902	977	1,158
주식수 (주)	26,356,758	26,356,758	26,356,758	26,356,758
EPS (원)	2,689	3,421	3,708	4,393
Price (원)	33,550	34,200		
Trailing PER (배)	12.5	9.9		
적정 PER (배)		12.3	: 중국 여객 수요 성장 기대감. 2015-18 평균 PER	
목표 주가 (원)		44,000	: 12개월 포워드 추정 EPS에 적정 PER 적용	
상승 여력 (%)		28.7	: 상승여력 15% 이상, 투자의견 BUY	

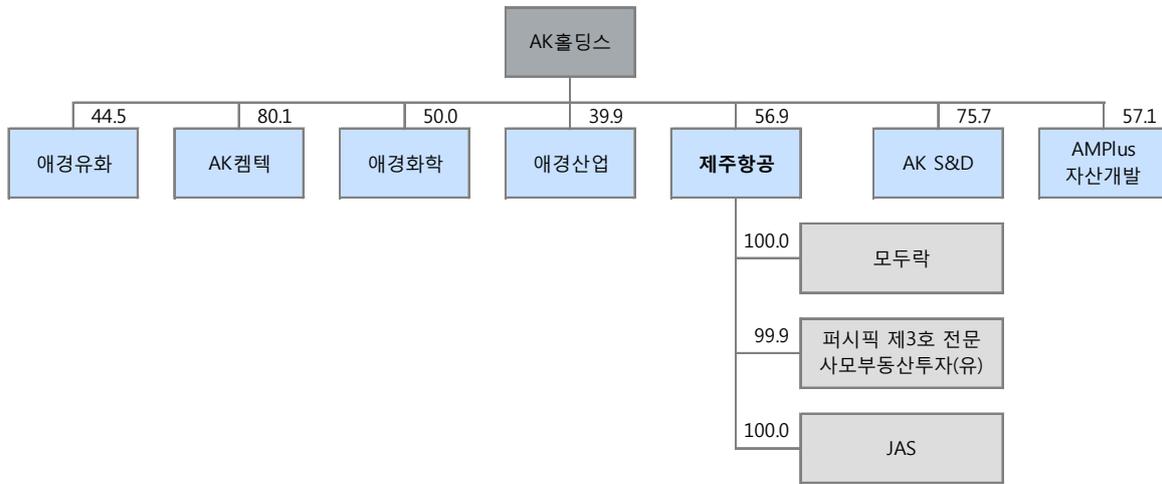
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 제주항공 PER 밴드차트



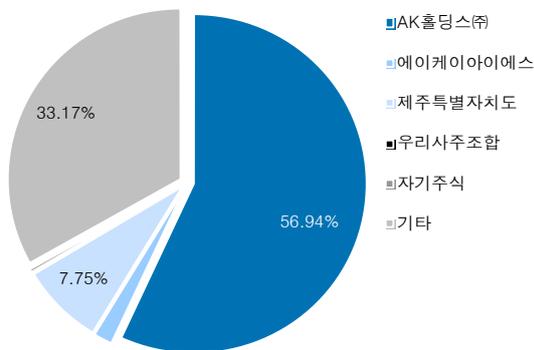
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 제주항공 지배구조



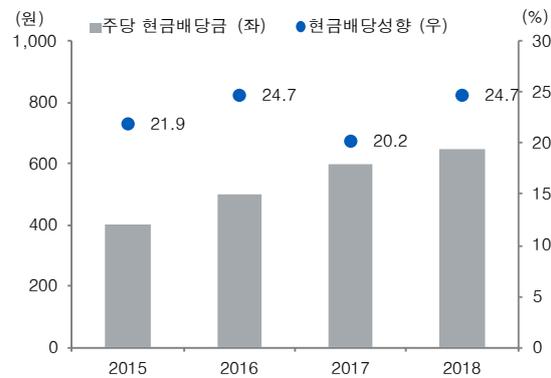
주: 애경유화, AK캠텍, 애경화학, 애경산업, AK S&D, AMPlus자산개발 종속회사는 생략함
 자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 제주항공 주주구성



자료: 제주항공, 케이프투자증권 리서치본부

그림7. 제주항공 배당성향



자료: 제주항공, 케이프투자증권 리서치본부

제주항공 | 효율적인 공급 확대 가능한 제주항공

재무상태표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	478	532	544	614
현금및현금성자산	223	109	165	133
매출채권 및 기타채권	59	71	83	97
재고자산	12	14	16	19
비유동자산	553	1,068	1,132	1,188
투자자산	2	3	2	3
유형자산	331	406	478	541
무형자산	24	26	27	27
자산총계	1,032	1,601	1,677	1,802
유동부채	403	583	658	749
매입채무 및 기타채무	146	178	207	241
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	15	110	109	108
비유동부채	246	562	482	418
사채 및 장기차입금	65	55	46	38
부채총계	649	1,145	1,140	1,167
지배기업소유자본	382	455	536	635
자본금	132	132	132	132
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	163	236	316	415
기타자본	-2	-2	-2	-2
비지배자본	0	0	0	0
자본총계	382	455	536	635
총차입금	127	178	170	164
순차입금	-209	-181	-172	-215

현금흐름표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	121	219	210	257
영업에서 창출된 현금흐름	153	272	263	315
이자외의 수취	2	6	6	2
이자외의 지급	-1	-30	-28	-24
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-33	-29	-31	-37
투자활동 현금흐름	-6	-698	-30	-175
유동자산의 감소(증가)	134	-137	72	-69
투자자산의 감소(증가)	3	-1	1	0
유형자산 감소(증가)	-153	-98	-100	-95
무형자산 감소(증가)	-13	-9	-9	-9
재무활동 현금흐름	5	365	-125	-113
사채 및 차입금증가(감소)	69	382	-108	-96
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-16	-17	-17	-17
외환환산으로 인한 현금변동	-1	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	119	-114	56	-32
기초현금	104	223	109	165
기말현금	223	109	165	133
FCF	-32	119	110	157

자료: 케이프투자증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	1,259	1,533	1,782	2,079
증가율(%)	26.4	21.7	16.2	16.7
매출원가	1,016	1,207	1,419	1,649
매출총이익	244	326	363	430
매출총이익률(%)	19.4	21.3	20.4	20.7
판매비와 관리비	143	176	203	237
영업이익	101	150	160	193
영업이익률(%)	8.0	9.8	9.0	9.3
EBITDA	137	181	196	234
EBITDA M%	10.9	11.8	11.0	11.2
영업외손익	-8	-32	-31	-41
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	-1	-21	-35	-35
기타영업외손익	-7	-11	4	-5
세전이익	93	119	129	152
법인세비용	22	29	31	37
당기순이익	71	90	98	116
지배주주순이익	71	90	98	116
지배주주순이익률(%)	5.6	5.9	5.5	5.6
비지배주주순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	0	0	0
총포괄이익	65	90	98	116
EPS 증가율(%, 지배)	-9.0	27.2	8.4	18.5
이자손익	3	-25	-22	-22
총외화관련손익	-1	-16	-1	-10

주요지표				
	2018A	2019E	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	26,357	26,357	26,357	26,357
시가총액(십억원)	884	970	970	970
주가(원)	33,550	36,800	36,800	36,800
EPS(원)	2,689	3,421	3,708	4,393
BPS(원)	14,582	17,355	20,415	24,160
DPS(원)	650	650	650	650
PER(X)	12.5	9.9	9.1	7.7
PBR(X)	2.3	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA(X)	4.9	3.9	3.7	2.9
ROE(%)	19.9	21.5	19.7	19.8
ROA(%)	7.7	6.9	6.0	6.7
ROIC(%)	155.0	85.9	76.6	83.5
배당수익률(%)	1.9	1.8	1.8	1.8
부채비율(%)	169.8	251.4	212.7	183.9
순차입금/자기자본(%)	-54.6	-39.7	-32.1	-33.9
유동비율(%)	118.6	91.4	82.7	82.0
이자보상배율(X)	67.8	5.0	5.8	8.1
총자산회전율	1.4	1.2	1.1	1.2
매출채권 회전율	24.2	23.6	23.1	23.1
재고자산 회전율	120.4	119.7	117.2	117.4
매입채무 회전율	7.6	7.5	7.4	7.4

Analyst 홍준기 · 02)6923-7315 · Joonkih00@capefn.com

티웨이항공 (091810KS | Buy 유지 | TP 9,000원 유지)

중국 운항 기대감과 아쉬운 기재 도입 불확실성

티웨이항공은 동남아, 일본에서 성공적으로 점유율을 확대해 왔습니다. 하반기 중국 운항으로 새로운 성장 동력 확보한 상황이지만 기재 도입 불확실성이 아쉽습니다. 목표주가 9,000원, 투자 의견 BUY 유지합니다.

2019년 매출액 +17% YoY, 영업이익 +42% YoY 전망

- 2019년 매출액 857십억원(+17.0% YoY), 영업이익 68십억원(+42.3% YoY) 전망. 일본 수요 정체 지속 및 비수기 영향으로 2분기 실적 둔화 예상되지만, 3분기 성수기 도래하고 빠르면 7월부터 중국 운항 시작할 계획임.
- 2020년 매출액 960십억원(+12.0% YoY), 영업이익 78십억원(15.0% YoY) 전망. 중국 여객 수요 빠르게 성장하며, 중국 노선 매출 비중 높아질 것으로 전망.

중국 운항 기대감과 아쉬운 기재 도입 불확실성

- 다소 늦은 시장 진입과 규모적 열위에도 불구하고, 일본 노선에 공격적으로 운항 확대하며 점유율 확대에 성공했음. 다만, 아직 경쟁사 대비 공급당 비용이 높아 경쟁 심화 속에서 수익성 악화에 대한 부담감 커질 전망.
- 7월 대구-연길 운항을 시작으로 3분기부터 장가계, 베이징으로 운항 시작할 계획임. 수요가 높은 노선으로 공급실적 확대 가능할 것으로 판단함. 일본과 동남아와 같이 중국에서도 빠르게 점유율 확대 가능할 것으로 기대.

3분기 주가 흐름 긍정적인 것으로 예상, 추가 상승 위해서는 기재 도입 불확실성 해소될 필요

- 12개월 포워드 실적에 목표 PER 12배, 목표 PBR 1.6배 적용 후 평균 값으로 목표주가 산정함. 티웨이항공은 경쟁사 대비 리스 회계 기준 변경으로 순이익 감소폭이 컸음. 모든 항공기가 운용리스였기 때문에 리스부채 새로 인식하며 1분기 리스부채이자비용 73억, 외화환산손실 63억 원 인식함. 이로 인해, 2019년 추정 EPS 대비 현재 주가 고 평가 된 것처럼 보이나, 회계기준 변경이 현금흐름에 미치는 영향은 없음.
- 3분기 해외여행 최대 성수기에 따른 실적 호조 및 우호적인 유가와 환율 흐름으로 주가는 상저하고 흐름 보일 전망. 다만, 주가가 추가적인 모멘텀 받기 위해서는 보잉737맥스 운항 중지에 따른 불확실성 해소될 필요가 있다고 판단.



경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	N/A	732	857	960	1,074
영업이익	(십억원)	N/A	48	68	78	92
영업이익률	(%)	N/A	6.5	8.0	8.2	8.6
순이익	(십억원)	N/A	38	26	41	53
EPS	(원)	N/A	945	545	869	1,134
증감률	(%)	N/A	-19.5	-42.4	59.6	30.4
PER	(배)	N/A	7.9	12.5	7.8	6.0
PBR	(배)	N/A	1.6	1.3	1.1	0.9
ROE	(%)	N/A	16.8	10.7	15.0	16.7
EV/EBITDA	(배)	N/A	1.6	1.2	1.0	0.7
순차입금	(십억원)	N/A	-258	-229	-235	-254
부채비율	(%)	N/A	90.9	208.1	167.0	132.1

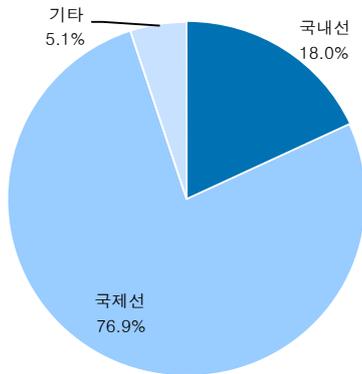
티웨이항공 | 중국 운항 기대감과 아쉬운 기재 도입 불확실성

표1. 티웨이항공 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원)

	2018A	2019E	2020E	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19E	3Q19E	4Q19E
USD/KRW(평균)	1,100.2	1,136.3	1,140.0	1,072.8	1,079.5	1,121.1	1,127.5	1,125.4	1,140.0	1,140.0	1,140.0
항공유 가격	83.1	77.4	80.0	76.7	81.8	85.1	88.7	72.8	77.0	80.0	80.0
영업수익(연결)	732	857	960	204	162	192	173	241	182	230	203
성장률	25.3	17.0	12.0	50.0	29.4	16.3	10.1	18.3	11.9	19.8	17.4
여객	715	831	930	191	153	202	169	237	175	222	198
국내선	136	143	143	28	38	36	34	33	39	37	34
국제선	579	688	787	163	115	166	135	204	136	185	163
화물 및 기타	38	25	30	13	10	12	4	5	7	8	6
영업비용	684	789	881	157	160	180	186	204	184	202	198
연료비	199	240	298	43	47	54	54	55	61	64	61
영업이익	48	68	78	46	2	12	-13	37	-3	28	5
영업이익률	6.5	8.0	8.2	22.8	1.1	6.3	-7.2	15.5	-1.5	12.3	2.6
성장률	1.5	42.3	15.0	195.9	-62.4	-52.6	적자전환	-19.6	-248.3	131.9	흑자전환
법인세차감전순이익	50	32	54	47	2	13	-12	25	-20	27	1
당기순이익	38	26	41	36	1	5	-4	20	-15	20	0
순이익률	5.2	3.0	4.3	17.7	0.7	2.7	-2.5	8.3	-8.4	8.8	0.2

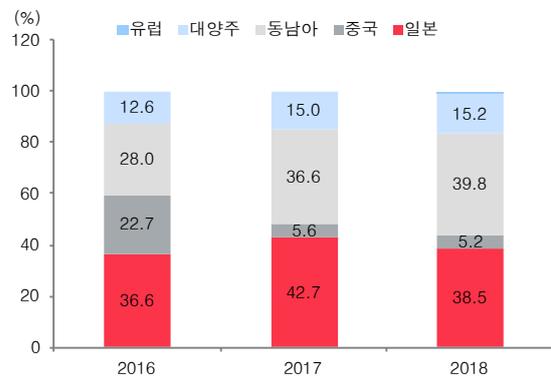
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 티웨이항공 사업부문별 매출 비중



자료: 티웨이항공, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 티웨이항공 국제선 지역별 매출 비중



자료: 티웨이항공, 케이프투자증권 리서치본부

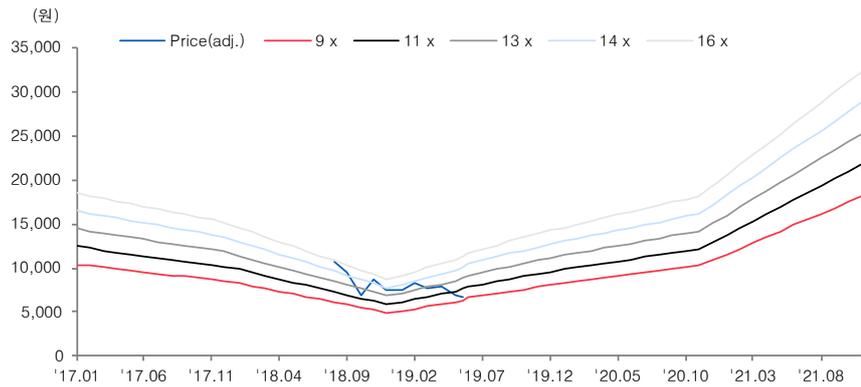
티웨이항공 | 중국 운항 기대감과 아쉬운 기재 도입 불확실성

표2. 티웨이항공 목표주가 산출

	2018A	2019E	2020E	2021E
당기순이익 (억 원)	380	256	408	533
주식수 (주)	40,064,709	46,974,812	46,974,812	46,974,812
EPS (원)	948	545	869	1,134
Price (원)	7,480	6,670		
Trailing PER (배)	7.9	12.5		
적정 PER (배)		12.0	: 중국 여객 수요 성장 기대감. 제주항공 2015-18 평균	
목표 주가 (1) (원)		9,000	: 12개월 포워드 EPS에 목표 PER 적용	
BPS (억 원)	4,805	5,349	6,218	7,352
Trailing PBR (배)	1.6	1.3		
적정 PBR (배)		1.6	: 제주항공 PBR. 경쟁사대비 낮은 ROE 감안	
목표 주가 (2) (원)		9,000	: 12개월 포워드 BPS에 목표 PBR 적용	
목표 주가 (원)		9,000	: 목표 주가 (1), (2) 평균	

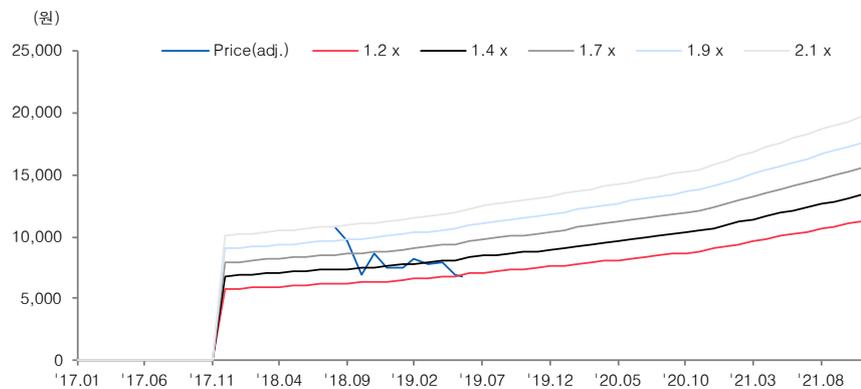
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 티웨이항공 PER 밴드차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 티웨이항공 PBR 밴드차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

티웨이항공 | 중국 운항 기대감과 아쉬운 기재 도입 불확실성

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	325	294	309	336	매출액	732	857	960	1,074
현금및현금성자산	219	162	161	170	증가율(%)	25.3	17.1	12.0	12.0
매출채권 및 기타채권	16	13	14	16	매출원가	621	714	798	888
재고자산	9	11	12	14	매출총이익	111	142	162	186
비유동자산	106	480	472	466	매출총이익률(%)	15.1	16.6	16.9	17.3
투자자산	0	0	0	0	판매비와 관리비	63	74	84	94
유형자산	51	52	53	55	영업이익	48	68	78	92
무형자산	4	5	6	6	영업이익률(%)	6.5	8.0	8.2	8.6
자산총계	431	774	780	802	EBITDA	60	73	83	97
유동부채	173	203	227	254	EBITDA M%	8.2	8.5	8.6	9.0
매입채무 및 기타채무	68	80	89	100	영업외손익	2	-36	-25	-22
단기차입금	0	0	0	0	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	0	-36	-25	-23
비유동부채	32	320	261	202	기타영업외손익	2	1	1	1
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	세전이익	49	32	54	70
부채총계	205	523	488	456	법인세비용	12	7	13	17
지배기업소유자본	226	251	292	345	당기순이익	38	26	41	53
자본금	23	23	23	23	지배주주순이익	38	26	41	53
자본잉여금	178	178	178	178	지배주주순이익률(%)	5.2	3.0	4.3	5.0
이익잉여금	23	49	90	143	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	1	1	1	1	기타포괄이익	-4	0	0	0
비지배자본	0	0	0	0	총포괄이익	34	26	41	53
자본총계	226	251	292	345	EPS 증가율(%, 지배)	-19.5	-42.4	59.6	30.4
총차입금	0	0	0	0	이자손익	3	-25	-22	-20
순차입금	-258	-229	-235	-254	총외화관련손익	-1	-9	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	31	76	67	82	총발행주식수(천주)	46,975	46,975	46,975	46,975
영업에서 창출된 현금흐름	42	107	102	118	시가총액(십억원)	351	319	319	319
이자의 수취	3	5	5	5	주가(원)	7,480	6,790	6,790	6,790
이자의 지급	0	-29	-27	-25	EPS(원)	945	545	869	1,134
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	4,805	5,349	6,218	7,352
법인세부담액	-14	-7	-13	-17	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-74	-416	-4	-8	PER(X)	7.9	12.5	7.8	6.0
유동자산의 감소(증가)	-38	-28	-8	-9	PBR(X)	1.6	1.3	1.1	0.9
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	1.6	1.2	1.0	0.7
유형자산 감소(증가)	-23	-5	-4	-6	ROE(%)	16.8	10.7	15.0	16.7
무형자산 감소(증가)	-5	-2	-2	-1	ROA(%)	8.8	4.2	5.3	6.7
재무활동 현금흐름	152	283	-64	-64	ROIC(%)	0.0	-82.3	-68.1	-68.0
사채 및 차입금증가(감소)	0	283	-64	-64	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	201	0	0	0	부채비율(%)	90.9	208.1	167.0	132.1
배당금 지급	0	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	-114.2	-91.1	-80.6	-73.6
외환환산으로 인한 현금변동	2	0	0	0	유동비율(%)	187.8	145.2	135.9	132.2
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	47.1	2.3	2.9	3.8
현금증감	112	-57	-1	10	총자산회전율	1.7	1.4	1.2	1.4
기초현금	108	219	162	161	매출채권 회전율	47.0	60.1	70.0	70.0
기말현금	219	162	161	170	재고자산 회전율	78.4	84.5	82.8	82.8
FCF	8	71	63	76	매입채무 회전율	9.1	9.7	9.5	9.4

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경내역

제주항공(089590) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-10-16	2018-01-15	2018-02-06	2018-05-09	2018-08-07	2018-11-06	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	45,000원	45,000원	52,000원	60,000원	57,000원	50,000원	
제시일자	2019-05-31	2019-05-31	2019-06-19				
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy				
목표주가		44,000원	44,000원				
제시일자							
투자 의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-10-16	Buy	45,000원	-22.40	-15.11
2018-02-06	Buy	52,000원	-13.97	-4.42
2018-05-09	Buy	60,000원	-23.92	-15.00
2018-08-07	Buy	57,000원	-36.42	-27.37
2018-11-06	Buy	50,000원	-27.06	-15.40
2019-05-31	Buy	44,000원		

티웨이항공(091810) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-11-30	2019-05-31	2019-05-31	2019-06-19		
투자 의견	Buy	담당자 변경	Buy	Buy		
목표주가	11,000원		9,000원	9,000원		
제시일자						
투자 의견						
목표주가						
제시일자						
투자 의견						
목표주가						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-11-30	Buy	11,000원	-29.82	-19.09
2019-05-31	Buy	9,000원		

*괴리율 선정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비율]	12개월	매수(93.83%) · 매도(0.00%) · 중립(6.17%)	

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 훈준기 및 그배우자 황보경은 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.

리서치본부장
 김유겸/이코노미스트
 02)6923-7332
 yukyum@capefn.com

투자전략팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
투자전략	윤영교	팀장	6923-7352	skyhum00@capefn.com
퀀트	방인성	연구위원	6923-7334	antonio81@capefn.com
시황	한지영	책임연구원	6923-7349	hedge0301@capefn.com
퀀트 RA	김윤보	전임연구원	6923-7331	younbokim@capefn.com
기업분석1팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
철강/금속/건설(총괄)	김미송	팀장	6923-7336	misongkim@capefn.com
은행/증권	전배승	연구위원	6923-7353	junbs@capefn.com
화장품/음식료	김혜미	책임연구원	6923-7337	consumer@capefn.com
운송	홍준기	전임연구원	6923-7315	joonkih00@capefn.com
기업분석2팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
철강/금속/건설(총괄)	김미송	팀장	6923-7336	misongkim@capefn.com
정유/화학	전유진	전임연구원	6923-7354	yujinjn@capefn.com
RA	김충현	전임연구원	6923-7314	chunghyun333@capefn.com
기업분석3팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
스몰캡(총괄)	김인필	팀장	6923-7351	ipkim01@capefn.com
Tech	박성순	연구위원	6923-7333	sspark@capefn.com
인터넷/게임	이경일	책임연구원	6923-7321	ki.lee@capefn.com
스몰캡	김광진	전임연구원	6923-7339	kwangjin.kim@capefn.com

Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.