



항공 (Positive)

인바운드와 무관합니다

▶ Analyst 박수영 suyong.park.0202@hanwha.com 02-3772-7634

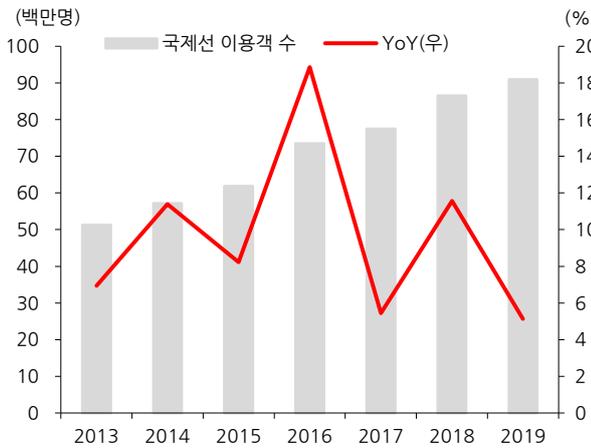
인바운드보다는 아웃바운드를 봐야...

국내 정치 변동성 확대(?)에 따라 미/일/영 등 주요국에서 한국을 여행 위험 지역으로 지정했다는 뉴스가 항공주에 악재로 작용한 듯하다. 국내 항공 산업은 사실 외국인 인바운드에 크게 영향을 받지 않는데, 펍 억울하다. 항공 산업의 주요 데이터는 총입국자수가 아니라 국제선 이용객 숫자다. 과거에도 인/아웃바운드 수요에 영향을 미치는 이벤트들은 다수 있었다. 2015년 메르스, 2017년 사드, 2019년 노재팬 등을 굽직한 이벤트로 꼽아볼 수 있다. 항공사 실적에 큰 영향을 미쳤던 이벤트는 2019년 노재팬 밖에 없었다. 2015년 메르스 유행 시기나, 2017년 사드 보복에 따른 중국인 관광객 급감 시기 주요 항공사 실적은 나쁘지 않았다. 2017년 중국인 관광객 감소 시기 2개 FSC의 영업이익 부진은 인바운드 수요 감소가 아닌, LCC 영업 확대에 따른 경쟁 심화 및 유가 상승 등이 주 원인이었다. 한편 주요 항공사 실적이 급격히 악화된 2019년은 과열된 중단거리 시장 경쟁 및 노재팬 운동에 따라 아웃바운드 수요가 급격히 감소했다. 결국 항공사 실적은 외국인의 인바운드보다 내국인의 아웃바운드 수요에 연동된다고 보는 게 맞다. 물론 환율 상승에 따라 실적 변동성이 커진 부분은 부인할 수 없다. 다만, 대한항공의 경우 과거 대비 외화환산차손익과 파생상품관련손익의 합계액의 변동성이 낮아졌다. 헤지가 가능하다는 이야기다. 어수선한 분위기는 맞지만, 이렇게까지 빠질 일은 아니다.

그보다는 구조조정 효과에 주목해야

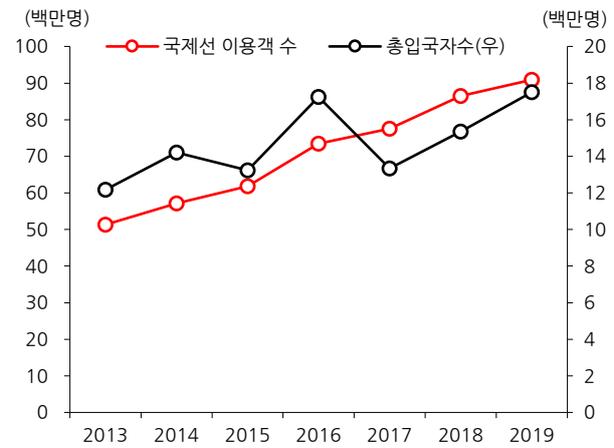
앞선 자료[반갑다, 구조조정(11/27)]에서 다뤘듯이 현재 진행 중인 산업 구조조정은 합병 당사회사뿐만 아니라 산업의 효율화를 견인할 수 있는, 산업의 터닝포인트다. 국내 항공산업은 국가 경제 및 인구 규모 대비 사업자가 비교적 많아 공급 과잉에 가까운 시장이었다. 그러나 대한항공과 아시아나항공의 합병을 시작으로 통합 LCC 탄생, 지분 구조가 지속적으로 바뀌고 있는 티웨이항공과 에어프레미아, PE에서 100% 지분을 보유 중인 이스타항공까지 수십년간 밀려 있던 M&A가 향후 2-3년간 꾸준히 예정돼 있다. 무관한 뉴스에 흔들리기 보다는 전에 없던 장기적인 호재(산업 구조조정에 따른 시장 효율화)에 주목할 시점이다. 항공 업종 비중 확대를 추천하며, 최선호주로 대한항공을 제시한다.

[그림1] 코로나 이전 국제선 이용객 수 추이



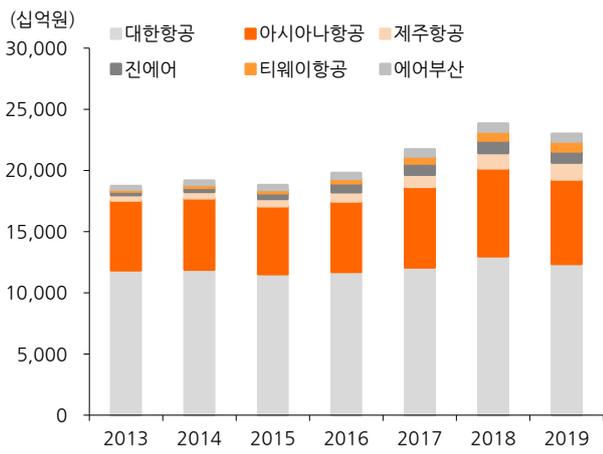
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 코로나 이전 국제선 이용객 수 및 총입국자수 추이



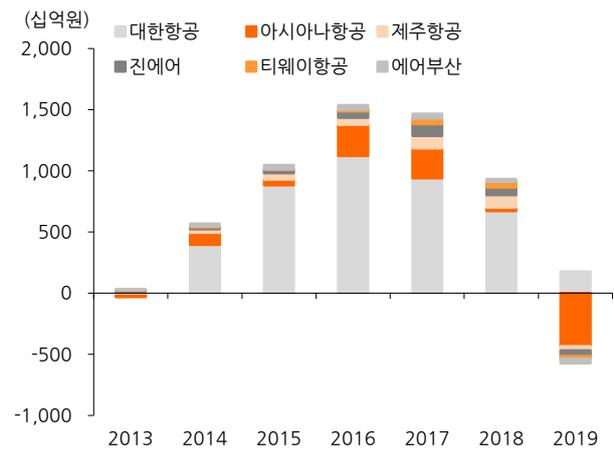
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, KOSIS, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 상장 항공사 합산 매출액 추이



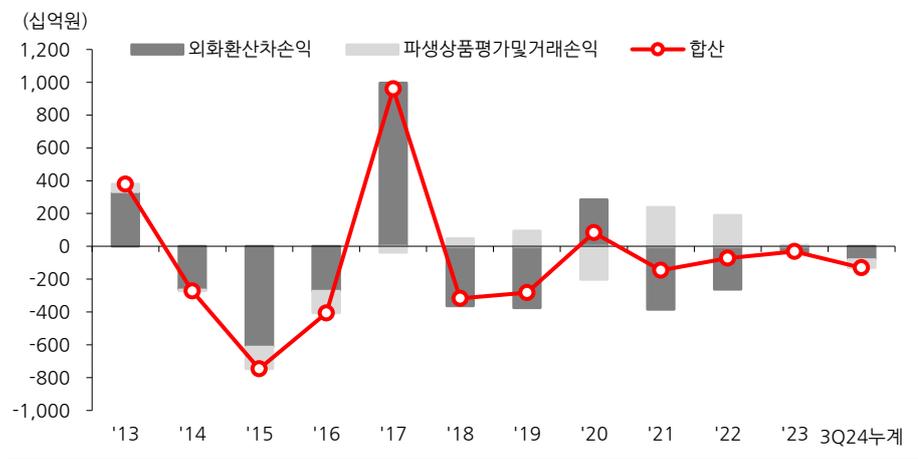
자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 상장 항공사 합산 영업이익 추이



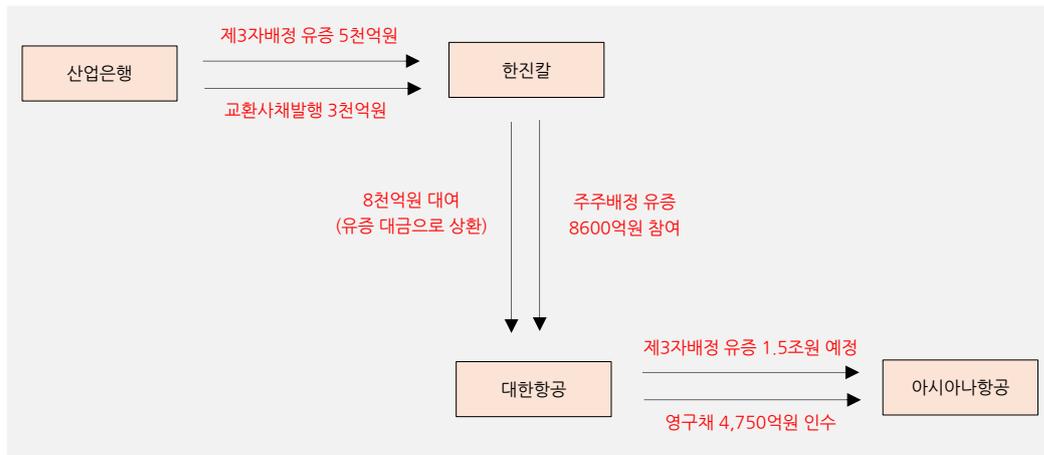
자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 대한항공 외화관련손익 및 파생상품평가및거래손익 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 대한항공의 아시아나항공 인수 구조도



자료: 전자공시시스템, 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

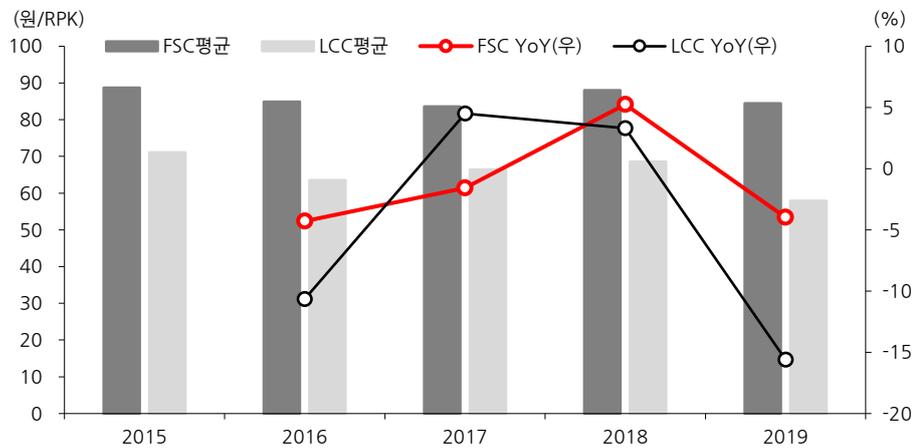
[표1] G20 주요 국가별 GDP, 인구수, 1인당 GDP, 항공사 수 비교

(십억달러, 백만명, 천달러, 개, pt)

	GDP (십억달러)	항공사 수	no ALN /GDP		인구수 (백만명)	항공사 수	no ALN /capita		1인당 GDP (천달러)	항공사 수	no ALN /인당 GDP
미국	27,721	15	0.001	인도	1,442	10	0.007	미국	82	15	0.182
중국	17,758	36	0.002	중국	1,409	36	0.026	호주	64	5	0.078
독일	4,527	6	0.001	미국	337	15	0.045	독일	53	6	0.112
일본	4,220	9	0.002	인니	282	11	0.039	캐나다	52	8	0.154
인도	3,568	10	0.003	일본	124	9	0.073	영국	49	11	0.223
영국	3,382	11	0.003	독일	85	6	0.071	한국	36	9	0.253
캐나다	2,142	8	0.004	영국	68	11	0.161	일본	34	9	0.264
한국	1,839	9	0.005	한국	52	9	0.174	중국	13	36	2.856
호주	1,741	5	0.003	캐나다	41	8	0.194	인니	5	11	2.259
인니	1,371	11	0.008	호주	27	5	0.183	인도	2	10	4.041

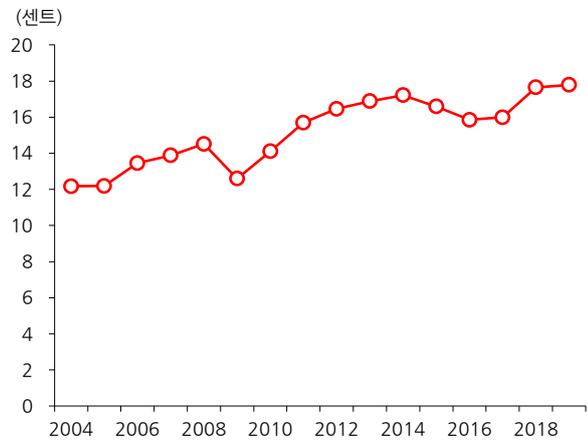
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 주요 5 개사 연간 국제선 운임 추이



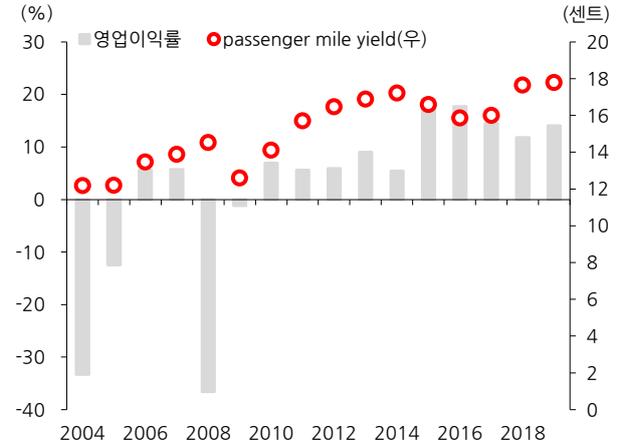
주: 아시아나항공은 에어서울 및 에어부산 포함
 자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] Delta 여객 운임 추이



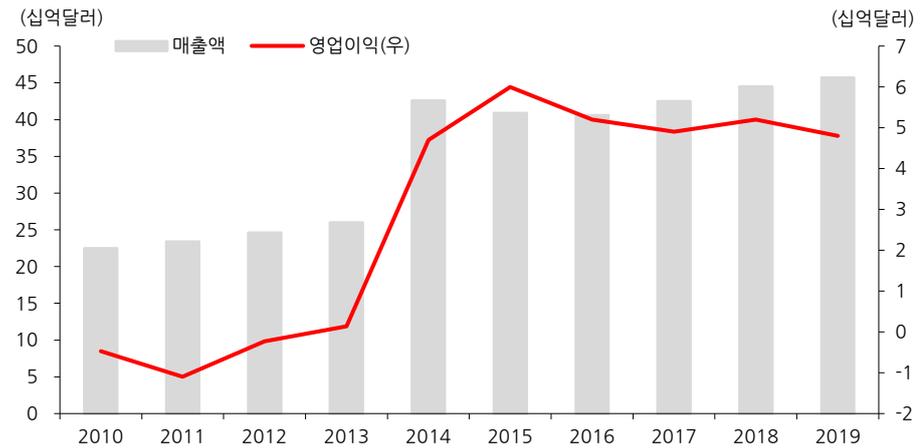
자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] Delta OPM vs Passenger mile yield



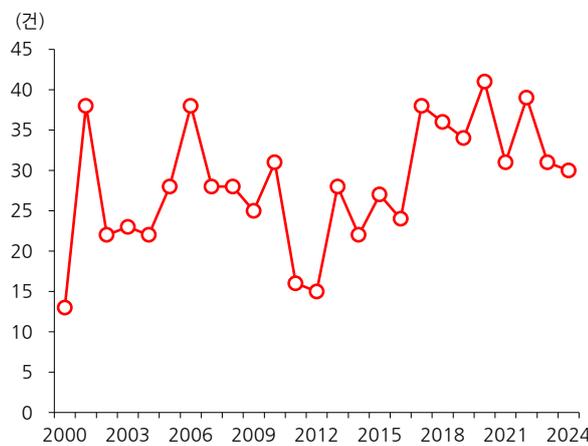
자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] American Airlines 합병 전후 영업실적 추이



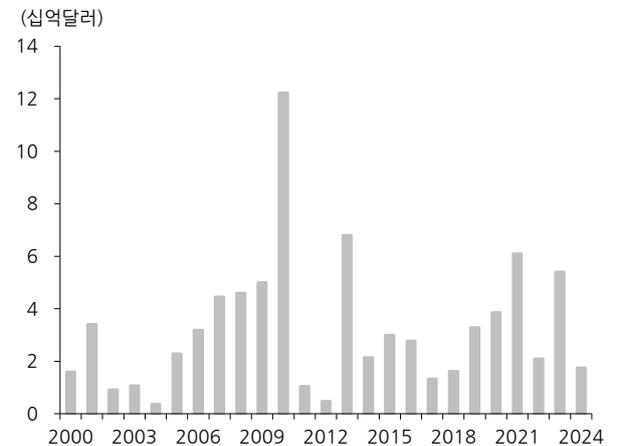
자료: American Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 항공산업 연간 M&A 딜 추이(건 수)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 항공산업 연간 M&A 딜 추이(거래 규모)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

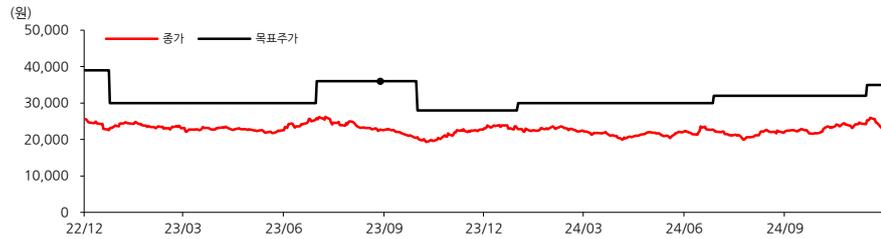
[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 12월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영)
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[대한항공 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.01.04	2023.02.01	2023.02.08	2023.02.28	2023.03.09
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2023.04.10	2023.06.09	2023.07.12	2023.07.20	2023.10.12	2023.11.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	36,000	36,000	28,000	28,000
일 시	2023.12.28	2024.01.12	2024.06.28	2024.07.09	2024.07.26	2024.08.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	28,000	30,000	30,000	32,000	32,000	32,000
일 시	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.26	2024.11.29	2024.12.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	32,000	32,000	32,000	35,000	35,000	35,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.01.04	Buy	30,000	-22.27	-14.33
2023.07.12	Buy	36,000	-34.65	-27.08
2023.10.12	Buy	28,000	-21.68	-14.29
2024.01.12	Buy	30,000	-26.73	-21.17
2024.07.09	Buy	32,000	-30.01	-22.97
2024.11.26	Buy	35,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%