

나비효과 셋

주제

✈ 대한항공

✈ 진에어

항공
(Positive)

| Contents |

I. 핵심 요약.....	03
II. 나비효과 셋	07
1. 빛날 MRO, 내재화의 경제학	07
2. 트럼프 학습 효과.....	17
3. 합병, 당장은 부정적으로 와닿지만.....	24
III. 투자전략: 리레이팅 구간 진입. 번외편도 기대해	30
IV. 기업분석	31
1. 대한항공 (003490)	32
2. 진에어 (272450)	36

I. 핵심 요약

새로운 키워드 3가지
: MRO, 관세, 합병

MRO, 관세, 합병. 당분간 국내 항공업의 화두는 이 세가지가 될 것으로 보인다. 세 키워드 모두 투자자들에게는 부정적으로 외닿을텐데 선제적으로 어떻게 대응을 하느냐에 따라 회사들의 실적 향방은 달라질 전망이다.

- 1) MRO 우선 MRO에 대한 이야기다. 지난 연말 발생한 여객기 사고, 그리고 그 이후 무수히 쏟아진 국내외 여러 항공기 관련 사건 사고들은 소비자들에게 일부 불안을 심어주었다. 이는 소비자들의 선호 항공사 이동으로 이어졌는데, LCC보다는 FSC를 선호하는 수요가 동계 성수기 구간에서 확인됐다. 비단 소비자 수요에만 변화가 생긴 건 아니다. 정부도 정책적으로 항공사들의 정비 및 안전 등에 주목한다. 벌써 국내 주요 항공사들은 정비 인력 확충 움직임을 보이고 있는데 인력에 대한 수요가 급작스럽게 생겨난만큼 확충이 여의치는 않을 것으로 보인다. 최근 해외 정비가 증가하는 트렌드가 정비 내재화가 어려운 회사들 중심으로 심화될 것으로 보이는데, 비용 증가로 이어질 수밖에 없다. 이렇듯 MRO 관련 투여 자본은 필연적으로 가파르게 늘어날텐데 대한항공의 선제적 관련 투자가 빛을 볼 전망이다.
- 2) 관세 두번째, 관세 전쟁. 항공사들은 이미 트럼프 1기 당시 무역 전쟁으로 인한 물동량 감소를 경험한 바 있다. 두번째라고 아프지 않을 순 없지만 당시보다는 대비가 되어있다는 판단이다. 팬데믹을 거치며 워낙 중국발 이커머스 물량이 항공 화물 시황에 미친 영향이 크지만, 과거와 달리 공급 조절, 화주 포트폴리오 변화 등을 통해 대응은 충분히 가능하다. 트럼프 1기 때보다 완만한 화물 시황 둔화가 전망된다.
- 3) 합병 양대 국적사 합병으로 기대했던 비용 개선 확인은, 아직까지는 아시아나항공의 재무구조 개선에 따른 차입 관련 비용 절감 정도뿐이다. 오히려 경쟁 제한성이 발생하는 노선에 대한 운임 상승 제한으로 1분기 일시적인 운임 하락이 확인되며 수익성에 제동을 걸었던 것으로 보인다. 다만 2분기부터 티웨이항공, 에어프레미아 및 외항사들의 해당 노선 증편 등으로 운임은 점진적으로 정상화될 수 있을 전망이다. 또한 마일리지 통합 문제는 일시적 비용 증가로 이어질 수 있으나, 선제적으로 아시아나 마일리지 소진을 위한 활동들을 이어가고 있다. 단기에는 합병 핸디캡만 보인다. 하지만 장기적으로는 결국 규모의 경제가 빛을 볼 수 있다는 의견을 유지한다. 과거 수차례 외항사 합병 사례에서도 확인됐던 바다.

매력적인 밸류에이션

여전히 매력적인 밸류에이션이다. 단기적으로 부정적일 것으로 예상되는 요소들을 전부 반영하더라도 너무 쉰 구간에 머물러있다. 케세이퍼시픽은 EV/EBITDA 기준 5배를 훌쩍 넘는 멀티플을 적용받는다. 여객은 꾸준히 견고하고, 화물도 완만한 시황 둔화가 예상되며, 합병 효과에 대한 기대는 유효하다. 대한항공을 업종 내 Top Pick으로 제시한다. 혹여나 환율을 걱정하는 투자자가 있다면, “영업 뉴트럴 헤지”와 “연간 외화 관련 손익 + 파생 관련 손익 = 0에 수렴”이라는 이야기를 해주고 싶다.

[표1] 제주항공 1분기 국제선 감편 계획

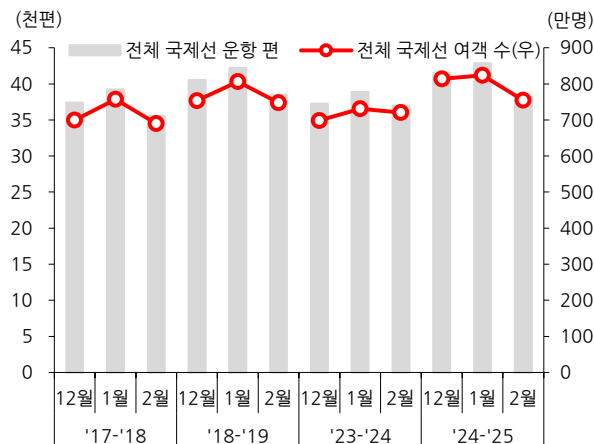
(단위: 편)

지역	노선	편수
일본	인천 나리타(도쿄) 오사카 후쿠오카 삿포로	344
	부산 나리타(도쿄)	
동남아	인천 다낭 방콕 보홀	326
대양주	인천 괌	136
	부산 사이판	
중화권	인천 홍콩	234
	제주 홍콩	
	부산 가오슝	
국제선 총 감편 수		1,040

주: 편도 기준

자료: 제주항공, 한화투자증권 리서치센터

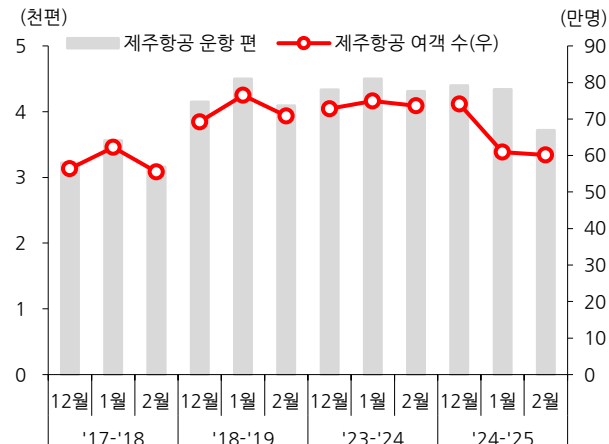
[그림1] 전체 국제선 수송 실적



주: 왕복 기준

자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 제주항공 국제선 수송 실적



주: 왕복 기준

자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

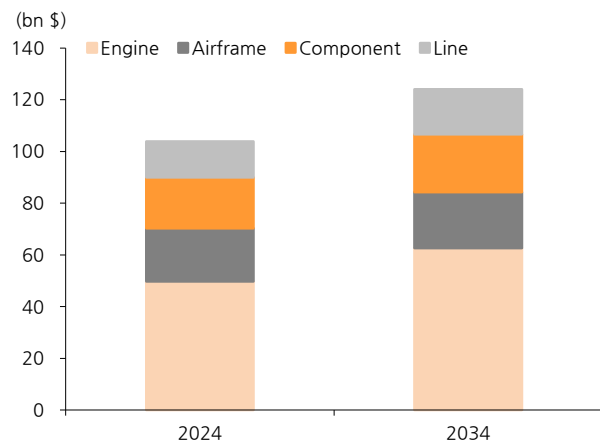
[표2] 국내 주요 항공사별 기재 및 정비 현황

(대, 억원, 명)

	대한항공	아시아나항공	제주항공	티웨이항공	진에어	에어부산
항공기재	168	81	41	38	31	21
정비비	19,491	10,092	2,187	1,056	1,123	1,664
기재 당 정비비	116	124	53	28	36	79
정비 인력	2,661	1,302	469	344	272	181

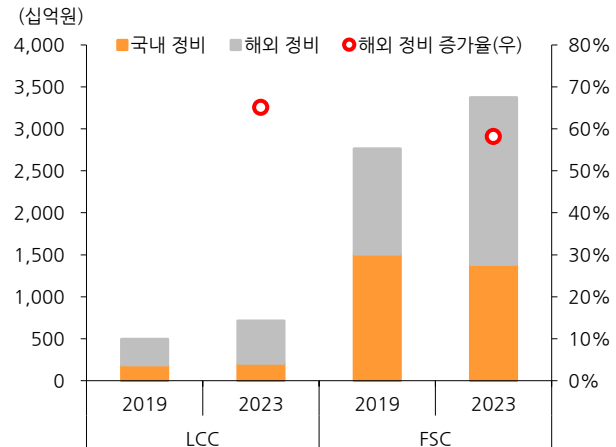
자료: 항공정보포털시스템, 국회 국토교통위원회 문진석 의원실

[그림3] 글로벌 항공 MRO 시장 전망



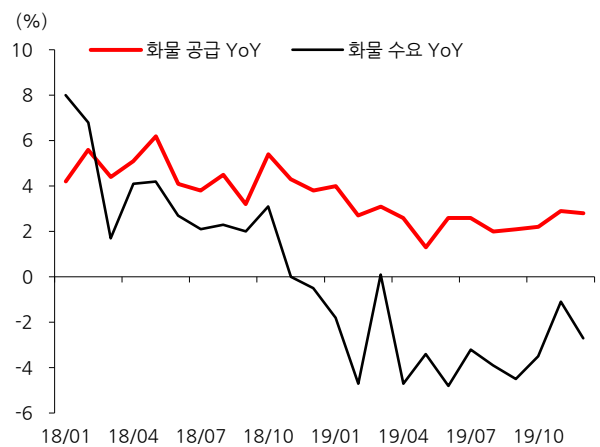
자료: Olyer Wymann, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 국내 주요 항공사 정비비 지출 현황



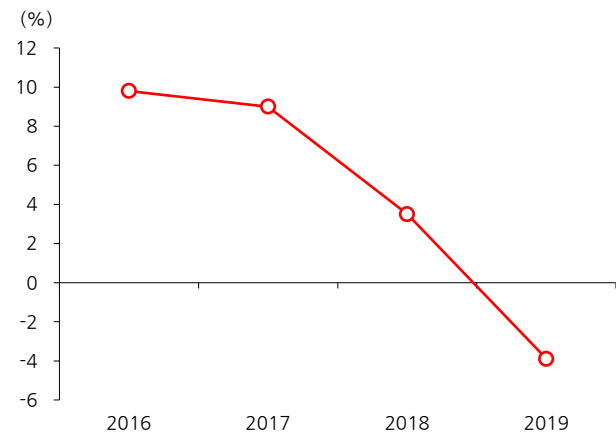
자료: 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 월별 글로벌 항공 화물 공급 및 수요 전년비 증감률



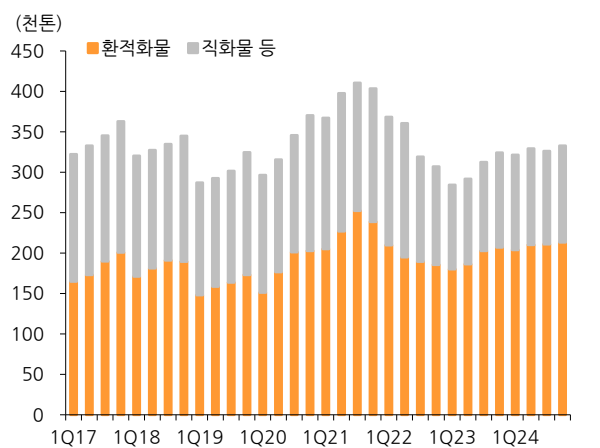
자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 연간 글로벌 항공 화물 수송량 전년비 증감률



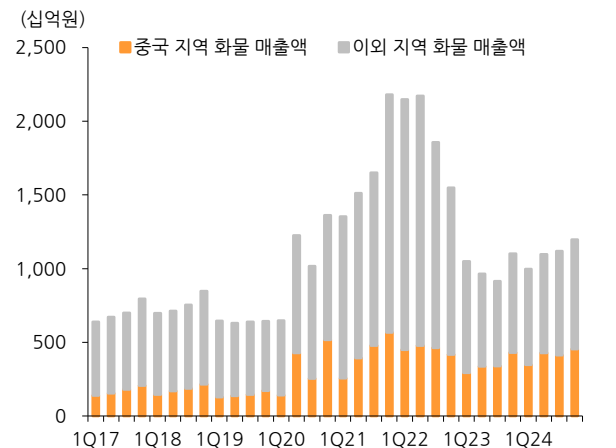
자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 대한항공 환적화물 수송 추이



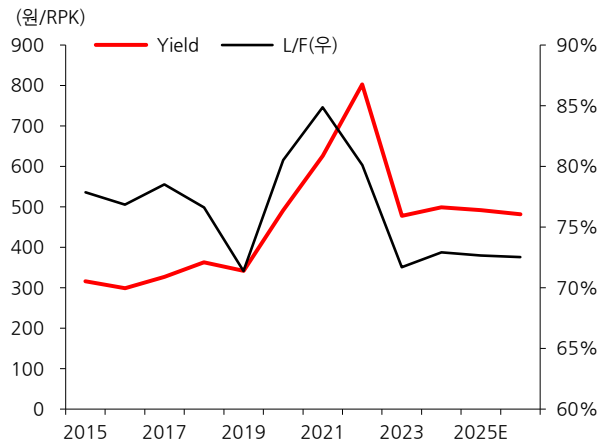
자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 대한항공 중국 지역 판매 화물 매출액 추이



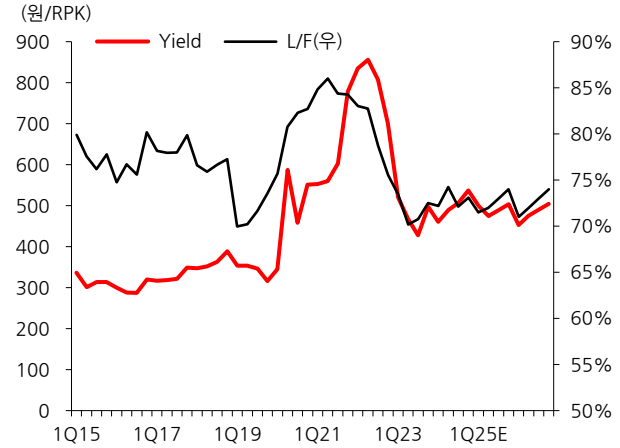
자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 대한항공 연간 화물 운임 및 L/F



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림10] 대한항공 분기별 화물 운임 및 L/F



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표3] 합병시 경쟁 제한성이 있는 국제 여객 노선(공정거래위원회)

(단위: 개)

구분	중복노선 개수	경쟁 제한성 노선 개수	경쟁 제한성 있는 노선명
미주	5	5	서울~뉴욕/로스앤젤레스/시애틀/샌프란시스코/호놀룰루
유럽	6	6	서울~바르셀로나/프랑크푸르트/런던/파리/로마/이스탄불
중국	18	5	서울~장자제/시안/선전. 부산~칭다오/베이징
일본	12	1	부산~나고야
동남아	19	6	서울~프놈펜/팔라우/푸켓/자카르타. 부산~세부/다낭
기타	5	3	서울~시드니/광. 부산~광
합계	65	26	-

자료: 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

II. 나비효과 셋

1. 빛날 MRO, 내재화의 경제학

지난 연말 국내에서 발생한 여객기 사고는 많은 사람들에게 충격을 가져다주었다. 여파로 사고 당사 회사인 제주항공은 1분기 감편을 시행하였고, 일부 특가 항공권 판매에도 나섰다. 사고의 충격은 소비자들의 선호 항공사 이동으로 이어졌다. LCC보다는 FSC를 선호하는 수요가 동계 성수기 구간에서 확인됐다. 때문인지 제주항공 외 다른 국내 LCC들도 특가 판매(ex. 진에어 매주 금요일 원데이 특가)에 지난해 대비 좀 더 힘을 실었던 모양새다.

한편, 국내 여객기 사고 이후 언론을 통해 전해지는 국내외 항공 사고 소식의 횟수가 부쩍 잦아졌다. 언론의 특성상 세간의 관심이 쏠리는 이슈 중심의 보도가 이어진다는 점도 배제하지는 못하겠다. 다만 그보다는 팬데믹 이후의 펜트업 효과가 비단 여객 수요에서뿐만 아니라 공급 과부하, 정비 및 인력 과부하로 연결된 영향이 크다는 판단이다. 모든 종류의 사망 사고 이후 소비자들과 정책 당국은 이전보다 “안전”에 민감해진다. 향후 국내외 항공 산업의 정비 등과 관련한 투여 자본은 빠른 속도로 증가할 전망이다.

>> ‘24년 연말 사고 그 이후

지난 연말 국내 지방 공항에서 안타까운 여객기 사고가 있었다. 사고 이후 제주항공은 ‘25년 1분기 국내외 노선에서 총 1,878편의 감편 계획(*편도 기준, 국제선 1,040편, 국내선 838편)을 발표했다. 일본 노선 344편, 동남아 노선 326편, 대양주 노선 136편, 중화권 노선 234편, 국내선 838편이 1분기 감편됐을 것으로 보인다. 전국 공항 월별 data로 파악되는 제주항공의 2월까지 누계 감편은 국제선 376편, 국내선 849편이 이뤄졌는데 국제선의 경우 3월 비수기, 국내선은 1~2월 비수기를 감안한 조정으로 추정된다.

여객 실적에 보다 큰 영향을 미치는 국제선 노선만 좀 더 살펴보면, 제주항공의 1~2월 운항 편수는 전년 대비 -9% 감소한 가운데 수송객 수는 같은 기간 -18% 감소했다. 전체 국제선 수송객 수가 1월, 2월 각각 전년비 +13%, +5% 증가한 점으로 미루어보건대 지난 연말의 사고가 국내 소비자의 국제 항공편 이용 수요에 큰 영향을 주지는 않았던 것으로 보인다. 해외 여행에 대한 수요는 견조한 가운데 수요의 이동만 확인됐다.

여행객들의 선호 항공사 변화는 같은 LCC 내에서보다는 LCC에서 FSC로의 움직임이 컸다. 2월까지 누계 기준, 대한항공의 국제선 공급은 전년비 +5%, 수요 +11%, 아시아나항공은 공급 +12%, 수요 +18%의 증가율을 기록했다. 반면 진에어는 공급 +15%, 수요 +8%, 티웨이항공은 공급 +6%, 수요 +4%의 증가율을 기록하는데 그쳤다.

[표4] 제주항공 1분기 국제선 감편 계획

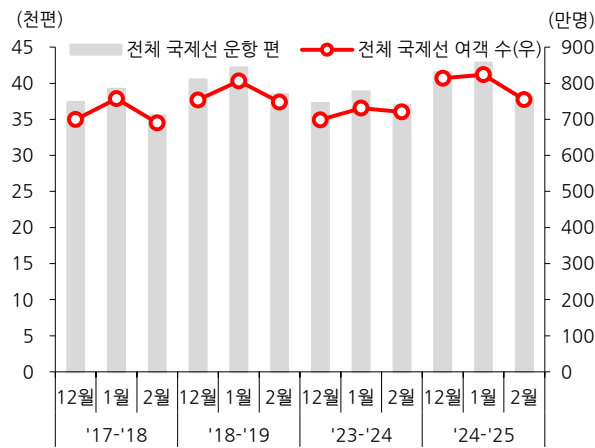
(단위: 편)

지역	노선	편수
일본	인천 나리타(도쿄) 오사카 후쿠오카 삿포로	344
	부산 나리타(도쿄)	
동남아	인천 다낭 방콕 보홀	326
대양주	인천 괌	136
	부산 사이판	
중화권	인천 홍콩	234
	제주 홍콩	
	부산 가오슝	
국제선 총 감편 수		1,040

주: 편도 기준

자료: 제주항공, 한화투자증권 리서치센터

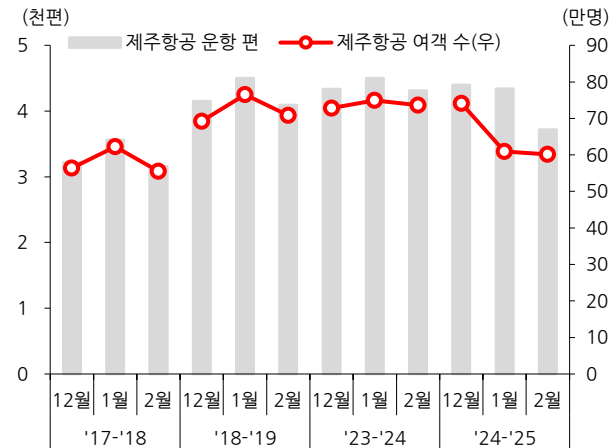
[그림11] 전체 국제선 수송 실적



주: 양복 기준

자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

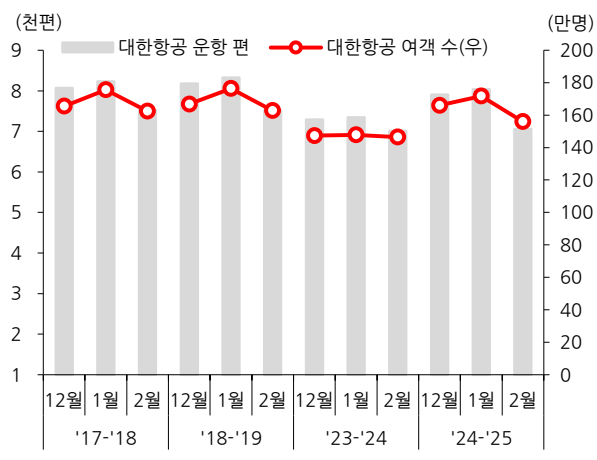
[그림12] 제주항공 국제선 수송 실적



주: 양복 기준

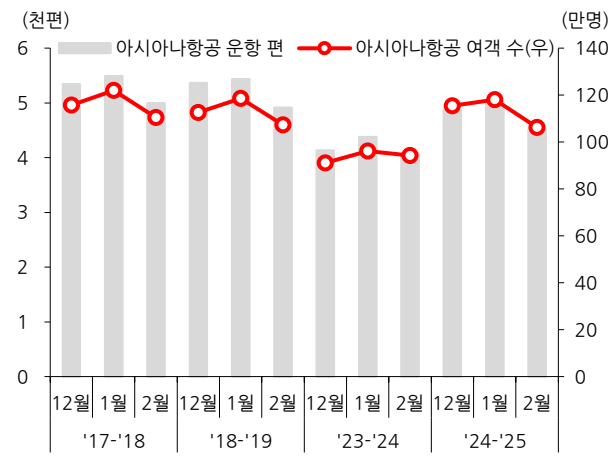
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 대한항공 국제선 수송 실적



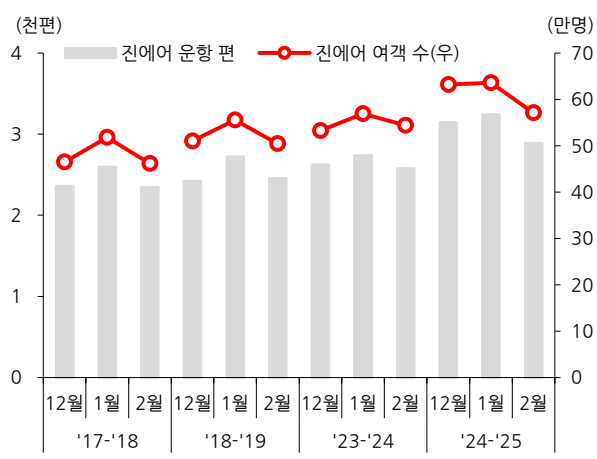
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 아시아나항공 국제선 수송 실적



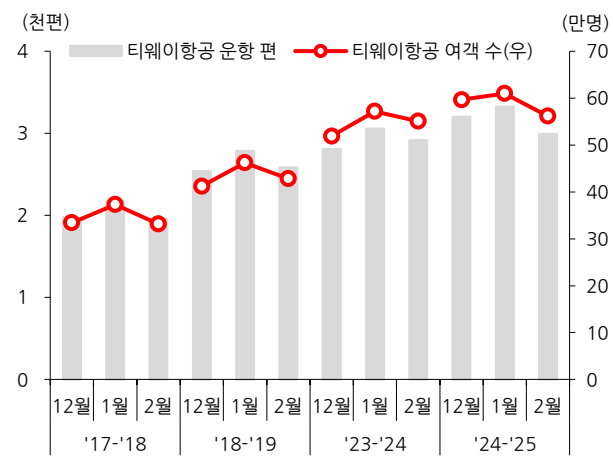
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 진에어 국제선 수송 실적



자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 티웨이항공 국제선 수송 실적



자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 진에어 1분기 특가 판매

2/7 ☹️ 원데이 특가 ☹️ 지금 바로 구매하세요!	2025.02.07 ~ 2025.02.07
2월 토스데이로 최대 1만원 즉시할인!	2025.02.03 ~ 2025.02.16
[매JIN특가] 2월 국내선 특별할인 🇰🇷	2025.02.03 ~ 2025.02.16
1/24 ☹️ 원데이 특가 ☹️ 지금 바로 구매하세요!	2025.01.24 ~ 2025.01.24
겨울방학 2월 국제선 세일	2025.01.22 ~ 2025.01.30
1/17 ☹️ 원데이 특가 ☹️ 지금 바로 구매하세요!	2025.01.17 ~ 2025.01.17
1/10 ☹️ 원데이 특가 ☹️ 지금 바로 구매하세요!	2025.01.10 ~ 2025.01.10
2025 설맞이 특가	2025.01.09 ~ 2025.01.14
1월 토스데이 즉시할인	2025.01.08 ~ 2025.01.21
1월 축하권 프로모션	2025.01.08 ~ 2025.01.21
1/3 ☹️ 원데이 특가 ☹️ 지금 바로 구매하세요!	2025.01.03 ~ 2025.01.03

1월 특가					
구분	노선	특가	구분	노선	특가
일본	인천-다카마쓰	54,600-	동남아	인천-세부	88,600-
	인천-가타카	59,600-		인천-코타라타	91,600-
	제주-상해	50,000-		인천-보통	98,600-
	부산-하카타	70,500-		인천-중국	115,700-
중국	대구-하카타	70,500-	동남아	인천-시트왕	118,600-
	인천-홍콩	80,700-		인천-양력	135,800-
	인천-하카타	85,700-		인천-주무국	139,600-
	부산-광	121,200-		인천-세명타칸	151,600-
동남아	부산-세부	96,700-		인천-우정	156,100-
	부산-중국	100,700-			

2월 특가					
구분	노선	특가	구분	노선	특가
일본	인천-다카마쓰	54,600-	동남아	인천-다낭	88,600-
	부산-고지나와	75,500-		인천-세부	88,600-
	제주-상해	50,000-		인천-코타라타	91,600-
	부산-하카타	70,500-		인천-중국	115,700-
중국	대구-하카타	70,500-	동남아	인천-시트왕	118,600-
	인천-홍콩	80,700-		인천-양력	135,800-
	인천-하카타	85,700-		인천-세명타칸	151,600-
	부산-광	121,200-		인천-우정	156,100-
동남아	부산-세부	96,700-			
	부산-중국	100,700-			

자료: 진에어, 한화투자증권 리서치센터

무안공항 여객기 사고 이후 국내외 항공기 사고 관련 뉴스가 부쩍 잦았다. 언론 특성상 세간의 관심이 집중되는 이슈 중심의 보도가 이어졌던 것으로 보이기도 한다. 다만 팬데믹 이후 나타난 항공 여객 시장에서의 펜트업 수요가 공급단의 과부하 누적(공항/기체/인력/정비)으로 이어지며 사고 발생이 잦아졌다는 분석도 무시할 수는 없다.

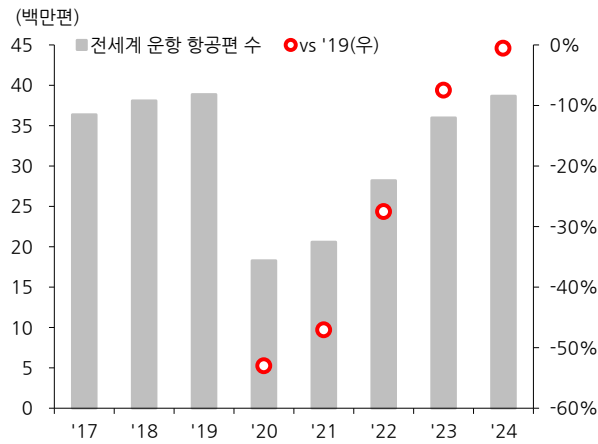
무안공항 사고 원인에 대한 조사가 아직 끝나지 않았다. 때문에 우리는 사고 원인을 단정지을 수 없다. 다만 전염병이 창궐했던 시기, 기체 제조부터 시작해 항공사, 정비사, 공항, 조업사 등 밸류체인 내 모든 산업이 대규모 인력 감축을 포함한 산업의 퇴행을 경험한 것은 사실이다. 산업의 거의 모든 인프라가 퇴행한 가운데 팬데믹 종료와 동시에 급격히 터져나온 펜트업 수요는 사실 과부하를 야기할 수밖에 없었다.

일례로, FAA(미 연방항공청)에 따르면 미국 내에서 관제사 부족 문제는 매우 심각하다. 팬데믹 기간 산업에 공백이 생겼던 탓에 2024년 14,000명 이상의 항공 교통 관제사를 고용했음에도 인력 부족 문제를 겪고 있다. 여전히 목표 인력 수준보다 약 3,500명의 관제 인력이 부족한 것으로 추정되며, 2012년 대비 관제사 수는 10% 감소한 수준이다. 때문에 최근 미국 정부는 2,000명의 관제사 대규모 채용을 발표(‘25년 3월 31일)하기도 했다. 지난 1월 29일 로널드 레이건 워싱턴 내셔널 공항 인근에서 훈련 중이던 육군 블랙호크 헬리콥터와 아메리칸 항공 여객기가 충돌해 67명의 사망자가 발생한 사고 또한 관제 인력 부족이 주 원인으로 여겨지고 있다.

‘24년 연간 운항했던 전세계 항공편수는 약 3,870만회로 추정(IATA, ICAO)되며 이는 팬데믹 직전이었던 2019년과 거의 유사한 수준이다. 지역별 편차가 있음을 감안한다면, 서구권에서는 북미/유럽, 아시아권에서는 동북아 특히 우리나라 중심의 회복이 상대적으로 가팔랐을 것으로 추정된다. 실제로 ASM(Available Seat Mile, 공급석마일)을 기준으로 보면, ‘24년 델타 항공 공급량은 ‘19년 대비 +5%, 아메리칸항공 +3%, 유나이티드 항공 +9%, 사우스웨스트항공 +13%, 스피릿항공 +27%의 증가율을 각각 기록했다. FSC보다는 LCC의 공격적인 공급 확장이 두드러졌다.

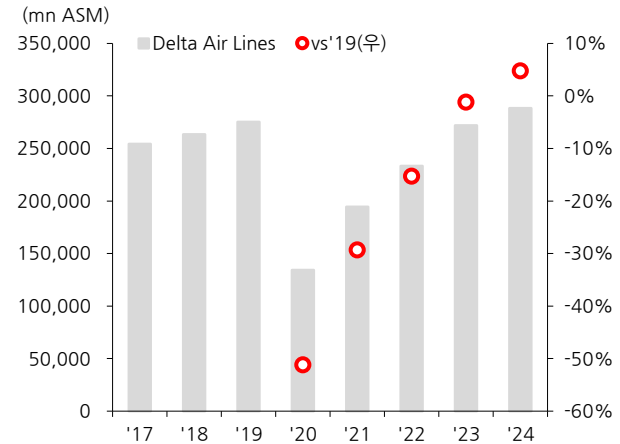
최근에는 미국 경기 부진 등으로 여객 수요에 대한 전망이 오히려 위축되며 공급 과부하에 대한 우려가 일어났다. 하지만 팬데믹 직후부터 미국 주요 항공사들의 조종사 등 비행 인력 부족 이슈는 지난해까지도 지속됐다. 직접적인 비행 관련 인력 외에도 관제 인력이나 조업 인력 부족 문제는 현재진행형이다.

[그림18] 전세계 운항 항공편수



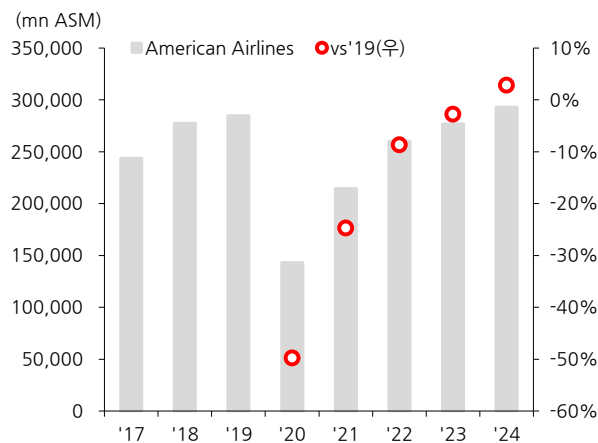
자료: IATA, ICAO, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 델타항공 연간 여객 공급량 추이



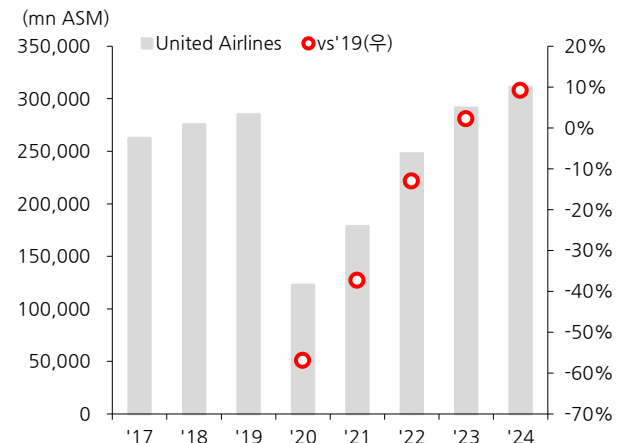
자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 아메리칸항공 연간 여객 공급량 추이



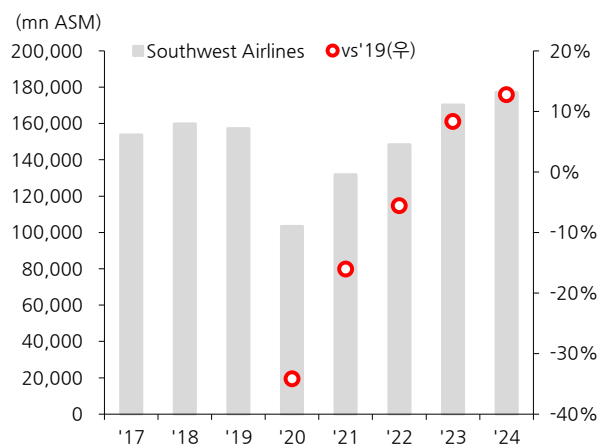
자료: American Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 유나이티드항공 연간 여객 공급량 추이



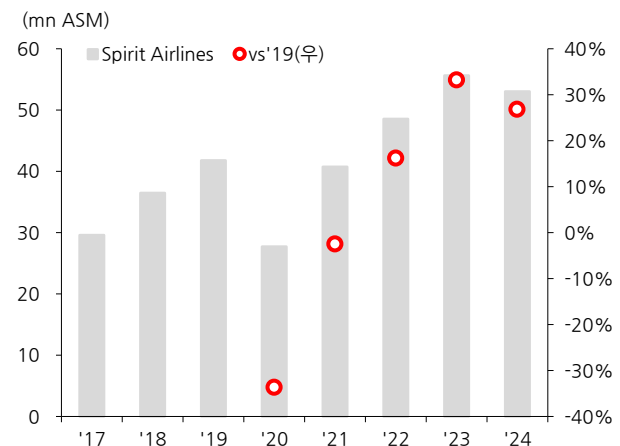
자료: United Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 사우스웨스트항공 연간 여객 공급량 추이



자료: Southwest Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 스피릿항공 연간 여객 공급량 추이



자료: Spirit Airlines, 한화투자증권 리서치센터

>> 빛날 MRO, 내재화의 경제학

국내 항공사들도 FSC, LCC를 가리지 않고 팬데믹 이후 급격한 공급량 증가를 이뤄냈다. 고용안정성이 미국보다 높게 보장되는 정책 특성상 인력 부족 문제를 겪지는 않았다. 다만 팬데믹 시기 일부 항공기의 퇴역/리스 만기 등으로 기재 수는 이전보다 소폭 감소했다. 이 가운데 공급량을 '19년 수준 혹은 그 이상까지 급격히 증가시키면서 과부하 문제는 마찬가지로 불가피했던 것으로 추정된다.

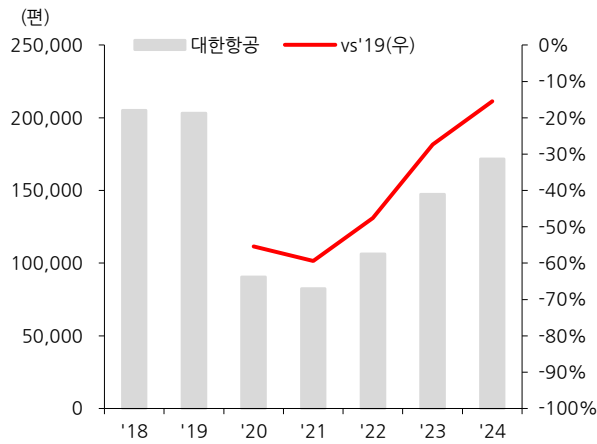
앞서 언급한 것처럼 지난 연말의 여객기 사고 원인은 아직까지 밝혀지지 않았다. 공항의 시설 탓일수도 있으며, 자연 환경 혹은 기체 자체가 원인이 됐을 수도 있다. 다만 사고 이후 공항의 시설, 환경, 기체 문제 외에도 틈을 비집고 흘러나왔던 이야기들 중 하나가 “너무 뻑뻑한 기체 가동 스케줄”이었다.

전국 공항 수송 실적 data를 통해 확인되는 주요 항공사들의 '24년 왕복기준 운항 횟수는 각각 대한항공 약 17만회('19년비 -16%), 아시아나항공 약 11만회('19년비 -19%), 제주항공 약 11만회('19년비 -1%), 진에어 약 9만회('19년비 +36%), 티웨이항공 약 8만회('19년비 +21%)다. 진에어는 2019년 국토부 제재, 티웨이항공은 팬데믹 이후 장거리 노선 진출 등의 변수도 함께 고려할 필요가 있다. 그럼에도 회사별 같은 기간 여객용 기재수 변화 추이를 보면, 일부 과부하가 맞다. 회사별 '24년말 기준 기재 수 및 '19년 대비 증감은 대한항공 139대/-5% 감소, 아시아나항공 69대/-5% 감소, 제주항공 39대/-13% 감소, 진에어 31대/+19% 증가, 티웨이항공 37대/+32% 증가를 기록했다.

모든 사망 사고 뒤에는 “안전”이 강조되고, 강제된다. 소비자들은 심리적으로 더 안전하다고 느껴지는 FSC를 선호하게 되고, 정책당국은 “안전”에 대한 규제를 강화한다. 실제로 지난 1월 23일, 국토교통부는 장관 주재로 국내 9개 LCC(제주항공, 티웨이항공, 이스타항공, 에어부산, 진에어, 에어서울, 에어인천, 에어프레미아, 에어로케이 등) CEO와 “LCC 항공안전 특별점검 회의”를 열었다. 회의에서 국토부는 LCC 안전을 한층 강화된 기준으로 감독하겠다는 방침을 밝혔으며 “숙련된” 정비사에 대한 기준 개선(인력 산출 기준 개선) 및 LCC 신규 항공기 도입 전 검증 강화, 신규 노선 심사 엄격화 등의 의지를 함께 피력한 것으로 알려졌다. 안전 관련 점검 과정에서 안전 수준이 낮은 것으로 드러나는 경우 운항을 중단하는 “운항중명 정지”등 보다 강력한 제재가 가해진다. 이 밖에도 국토부는 1월 민관 합동 점검단을 통해 LCC를 비롯한 11개 국적 항공사와 전국 공항의 안전 체계 및 시설 등에 대한 전반적 점검을 시행했으며, 결과를 바탕으로 4월 내 “항공 안전 혁신 대책”을 발표할 계획이다.

제주항공은 항공기 하루 평균 가동 시간을 14시간으로 12.8시간으로 약 9% 줄이고, 정비 인력 확충 방침도 발표했다. 타사들도 해당 사고와 유사한 조류 충돌 및 모든 엔진 정지 등의 비상 상황에 대응해 조종사 훈련 프로그램을 강화하는 한편 안전 투자를 확대할 계획을 발표했다. 이처럼 올해부터 항공사들, 특히 LCC 정비 및 안전 관련 투자 및 비용 집행 증가는 다소 가파를 개연성이 높다.

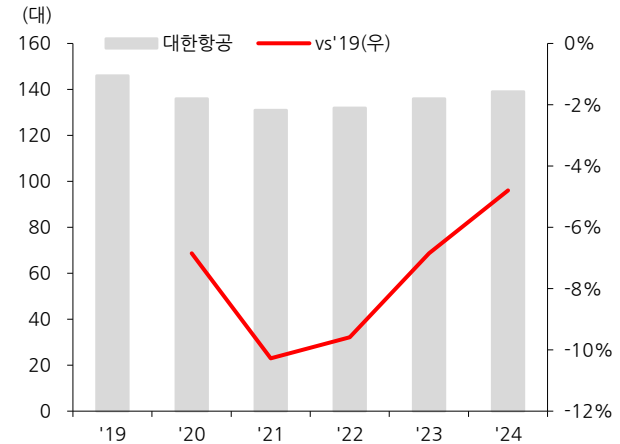
[그림24] 대한항공 연간 여객기 운항 횟수



주: 왕복 기준

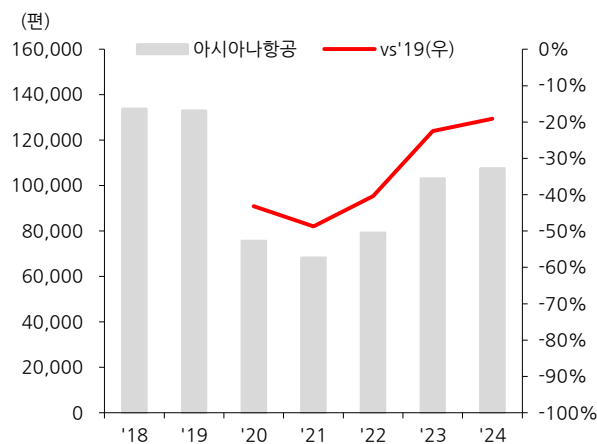
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 대한항공 연도별 운용 여객기재 수



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

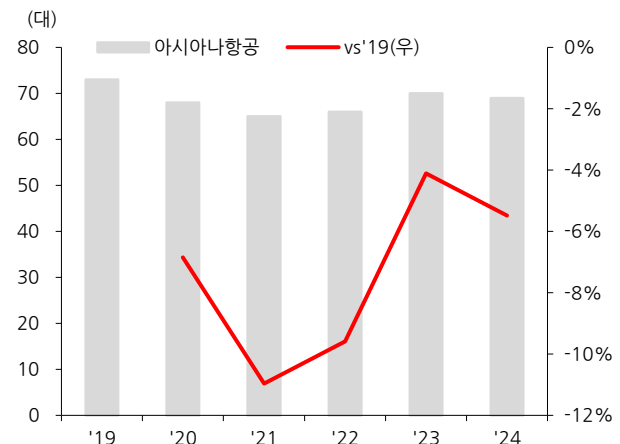
[그림26] 아시아나항공 연간 여객기 운항 횟수



주: 왕복 기준

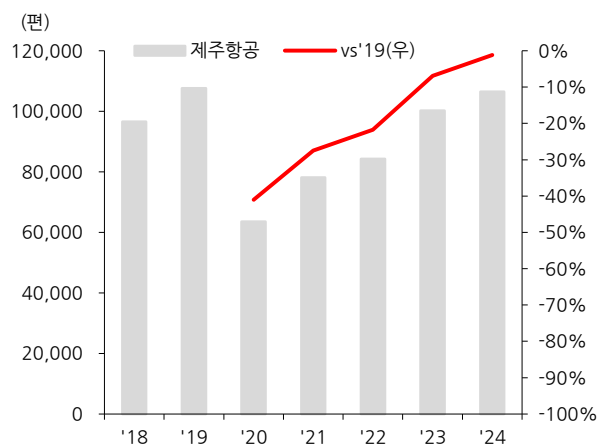
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 아시아나항공 연도별 운용 여객기재 수



자료: 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터

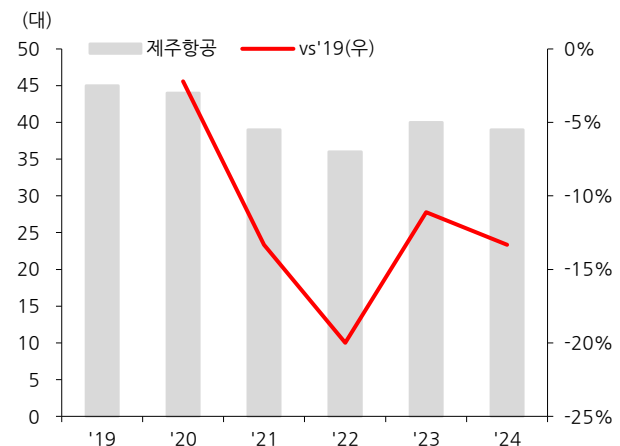
[그림28] 제주항공 연간 여객기 운항 횟수



주: 왕복 기준

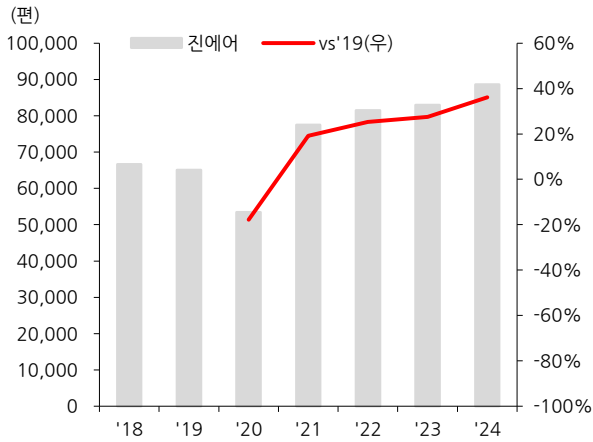
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 제주항공 연도별 운용 여객기재 수



자료: 제주항공, 한화투자증권 리서치센터

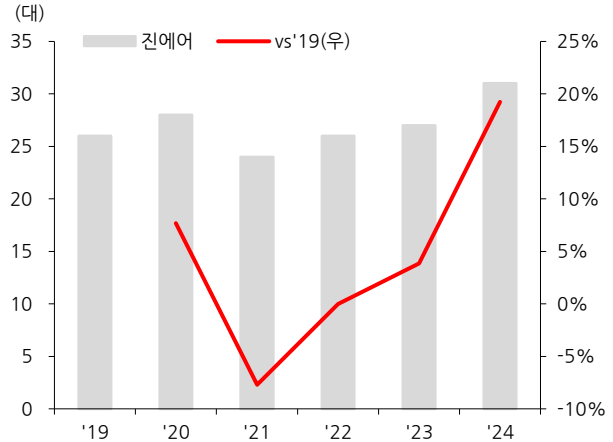
[그림30] 진에어 연간 여객기 운항 횟수



주: 왕복 기준

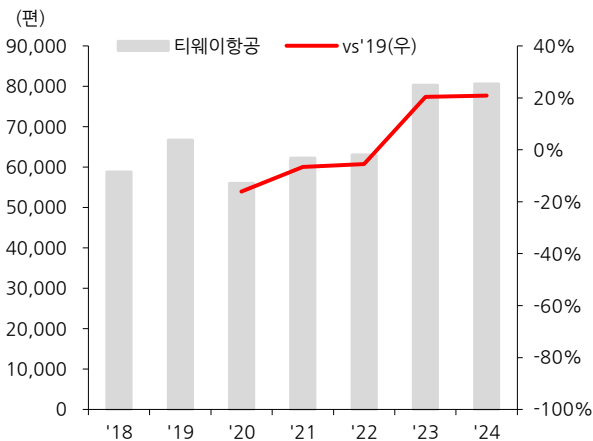
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 진에어 연도별 운용 여객기재 수



자료: 진에어, 한화투자증권 리서치센터

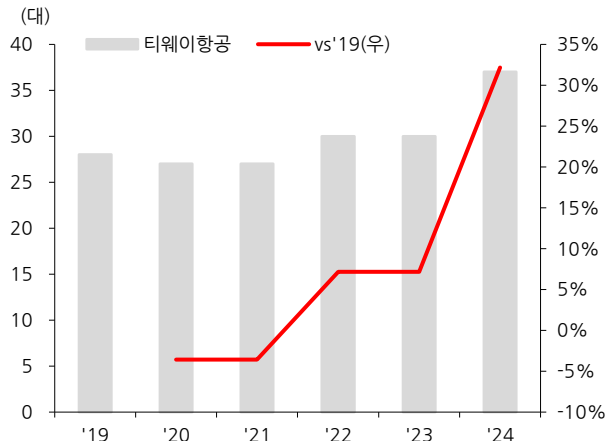
[그림32] 티웨이항공 연간 여객기 운항 횟수



주: 왕복 기준

자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 티웨이항공 연도별 운용 여객기재 수



자료: 티웨이항공, 한화투자증권 리서치센터

LCC 정비 인력 확충 움직임이 눈에 띈다. 최근 국내 주요 LCC들은 각각 티웨이항공 170여명, 제주항공 70여명, 진에어 60여명, 이스타항공 50여명, 에어부산 40여명의 정비 인력 채용 계획을 발표했다. 대한항공도 약 60여명의 신규 채용 계획이 잡혀있다. 다만 인력 확충이 계획대로 진행될 수 있을지 여부는 불투명하다. 인력 공급은 한정되어 있는 반면, 이처럼 수요가 폭발적으로 늘어났기 때문이다.

비단 인력만 문제는 아니다. 국토교통부에 따르면 국내 FSC들의 해외 정비 비용은 2019년 1조 2,580억원에서 2023년 1조 9,898억원으로 4년간 58.2% 증가했다. 해외 정비 비중은 45.5%에서 59%로 13.5%pt 증가했다. LCC들의 해외 정비 의존 심화는 더 심각하다. 같은 기간 LCC 해외 정비 비용은 3,072억원에서 5,072억원으로 63.6% 증가했으며, 비중도 62.2%에서 71.1%까지 올랐다. 전세계 항공 MRO 시장 규모는 2034년 1,241억달러(약 179조원) 규모로 성장할 것으로 전망된다(시장 조사 기관 자료). 반면 앞선 국토부 자료를 통해 추산할 수 있는 2023년 우리나라 국내 민항기 MRO 규모는 약 3조원 남짓이다. 인력적으로도 기술적으로도 자본적으로도 오랜 기간 너무 “소홀했다”.

“안전”에 대한 소비자 의식이 올라가고, 정부 규제가 강화되는 시기다. 항공기 정비에 그 어느 때보다 항공사들은 열을 올릴 시기라 판단된다. 그간의 정비 관련 Capex 투자도 결실을 맺을 수 있는 시기이며, 그 규모나 투자 자체의 여부에 따라 장기적인 수익성과 더 나아가 영업 경쟁력까지도 달라질 수 있겠다.

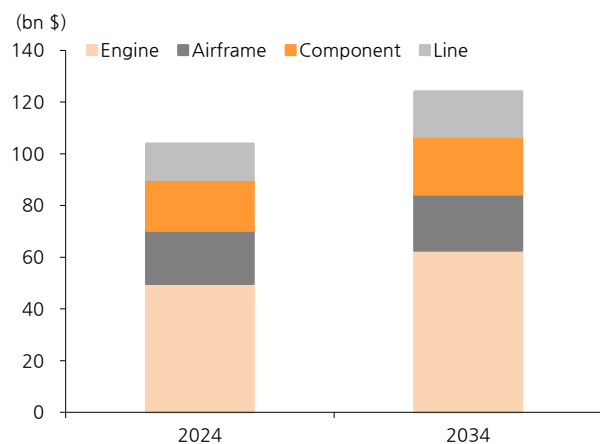
[표5] 국내 주요 항공사별 기재 및 정비 현황

(대, 억원, 명)

	대한항공	아시아나항공	제주항공	티웨이항공	진에어	에어부산
항공기재	168	81	41	38	31	21
정비비	19,491	10,092	2,187	1,056	1,123	1,664
기재 당 정비비	116	124	53	28	36	79
정비 인력	2,661	1,302	469	344	272	181

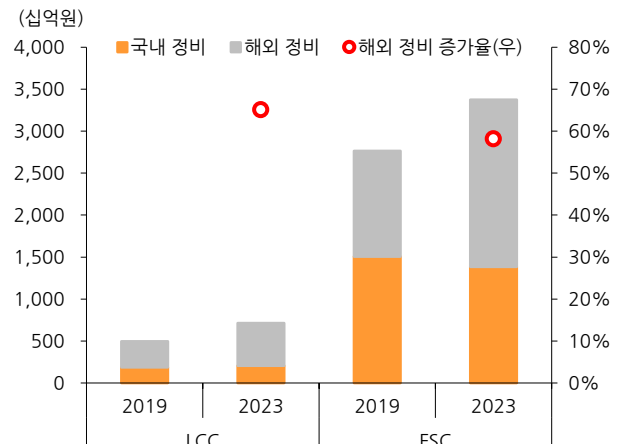
자료: 항공정보포털시스템, 국회 국토교통위원회 문진석 의원실

[그림34] 글로벌 항공 MRO 시장 전망



자료: Olyver Wyman, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 국내 주요 항공사 정비비 지출 현황



자료: 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터

항공기 정비, 엄밀히 말하자면 항공 MRO는 정비(Maintenance), 수리(Repair), 분해조립(Overhaul)을 의미한다. 단순 항공기 정비 외에도 부품 정비 및 성능 개선을 위한 개조 등까지 수행하는 과정도 포함된다. 항공기 정비는 특성에 따라 비계획정비, 계획정비 등으로 구분된다. 비계획정비(운항정비)는 항공기 출도착 전후 보고되는 결함의 신속한 정비를 이야기한다. 반면 계획정비는 항공기 정기 점검 개념으로 결함 유무와 별개로 주기적으로 수행한다. 5년 주기의 중정비도 계획정비에 포함된다. 15일 이상 소요되는 중정비는 기체를 분해한 후 세밀하게 살피는 작업 등이다. 매뉴얼대로 기체를 점검하는 방식인데, 고도의 정비기술이 필요하지 않다는 이유로 국내 LCC 기체 대부분이 인건비가 저렴한 인도네시아나 필리핀 등 동남아에서 이뤄지고 있다. 자체적으로 항공 MRO를 수행할 수 있는 항공사는 대한항공이 유일하다.

대한항공은 통합 이후를 대비해 엔진 정비를 포함한 MRO 시설을 확충한다. ‘27년 가동을 목표로 인천국제공항 근처 운북지구에 축구장 20개를 합친 규모의 신엔진 정비 공장을 건설 중이다. 시설뿐만 아니라 기술력 보강도 진행 중이다. 빅데이터를 활용, 기체 상태의 실시간 모니터링 및 실제 고장 발생 전 미리 조치하는 “예지정비(Predictive Maintenance)” 정비 기법을 개발했다. 항공기 엔진 및 부품 결함이 뒤늦게 발견되면 지연 운항이나 결항 및 회항으로 이어지는데, 예지정비는 해당 가능성을 낮춰준다. 또한 무인 드론 자율운집 기술을 항공기 외관 점검에 적용한 “인스펙션 드론”을 개발해 수년 내 상용화할 예정인데, 기존보다 점검 정확도를 높이고 소요시간도 60% 단축할 수 있을 것으로 기대된다. 한편 항공기 엔진 정비를 위해서는 각 엔진 제조사로부터 정비 권한을 부여받아야 한다. 대한항공은 현재 CFM International, General Electric, Pratt&Whitney, Rolls-Royce 엔진 정비 권한을 보유하고 있다. 보잉뿐만 아니라 에어버스 기체 엔진까지 정비 커버리지를 보유해 신엔진 정비 공장 가동 이후 국내 항공사 뿐만 아니라 해외 MRO 수주도 가능할 전망이다. 대한항공은 이미 델타항공과 남방항공 등 해외 항공사 엔진 정비를 일부 수행 중이다.

[그림36] 영종도 운북지구 대한항공 항공기 엔진 정비 클러스터 조감도



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

2. 트럼프 학습 효과

‘18년 트럼프 1기 행정부 당시에도 미-중 무역 전쟁은 있었다. 트럼프 1기 행정부는 ‘18년 초부터 철강 및 알루미늄을 포함한 중국산 제품에 대한 관세를 부과했다. 이에 대한 대응으로 중국도 미국산 제품에 대한 보복 관세를 부과하는 등 한 차례 무역 분쟁을 겪었다. 이런 영향으로 ‘18년 연간 글로벌 항공화물 수요 성장률은 이전 ‘16~’17년 경험했던 항공 화물 수요 고성장 대비 둔화되는 모습이었다. ‘19년에는 글로벌 항공화물 수요의 역성장까지 경험해야했다. 대한항공과 아시아나항공도 ‘19년 화물 사업부 실적 이 급격히 꺾이는 것을 경험한 바 있다.

‘25년 트럼프 2기 행정부의 관세 조치의 핵심은 “De Minimis” 조항이었다. 800달러 이하의 저가 수입품(개인 물품)에 대한 면세 혜택을 지속하느냐 제한하느냐가 항공 화물 업계의 화두였다. 중국 전자상거래 업체인 알리/쉬인/테무 등의 미국향 수출품이 많아진 덕에 ‘24년 내내 항공 화물 시장 호조를 경험했기 때문이다. 안타깝게도 트럼프 대통령은 De Minimis 폐지 행정명령에 서명했다. 이 외에도 10% 추가 관세 및 국별 개별 관세 적용으로 C 커머스 및 전통 화물 물량 모두 부진할 수밖에 없을 전망이다.

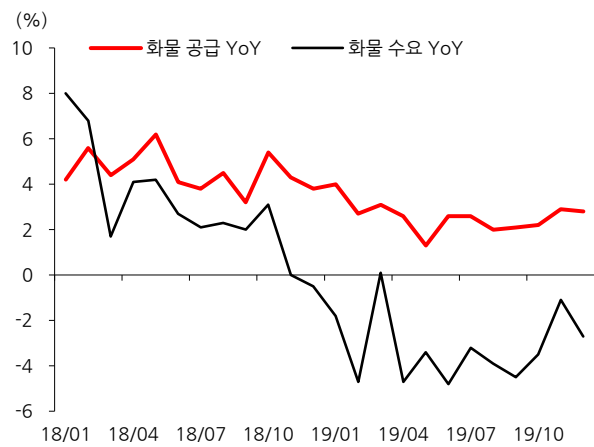
>> 아팠던 기억, 트럼프 1기 무역 전쟁

‘18년 트럼프 행정부가 철강 및 알루미늄을 포함한 중국산 제품에 대한 관세를 부과하며 글로벌 항공 화물 시장은 직격탄을 맞았다. 직전까지 비교적 높았던 경제성장률을 기반으로 ‘16년 +9.8%, ‘17년 +9.0%의 전년비 높은 수요 성장을 기록했으나 관세 전쟁 여파로 ‘18년에는 +3.5%로 수요 성장률이 둔화됐다. ‘19년에는 오히려 -3.9% 역성장을 기록하기도 했다.

우리나라도 상황은 크게 다르지 않았다. 전국 공항 수송 실적 data로 보면 공항 수송 화물은 ‘18년부터 성장률이 꺾이기 시작해 ‘19년에는 역성장했다. 동일 data상 대한항공 수송 화물은 ‘18년~’19년 모두 역성장했다. 관세청 수출금액 data로 보더라도, “공항”으로 나갔던 연간 수출금액은 ‘18년부터 성장률이 하락 전환, ‘19년에는 역성장했다. 그 시기 공항으로 수출됐던 품목 중 가장 높은 비중을 차지했던 메모리반도체(MTI 831110)도 ‘18년 성장률 하락 전환, ‘19년 역성장을 기록했다.

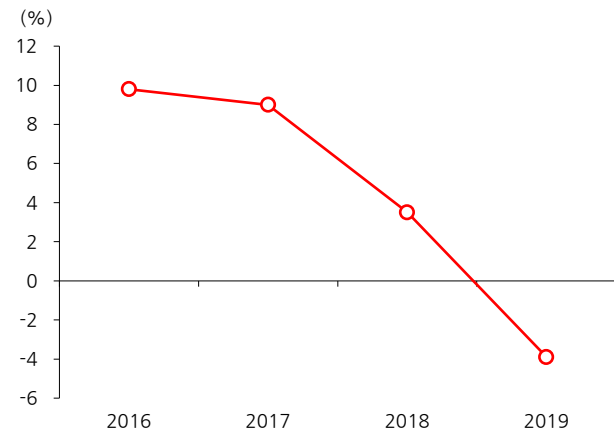
때문에 대한항공이나 아시아나항공 모두 해당 시기 화물 실적이 필연적으로 부진했다. 각 사 ‘19년 화물 매출액은 전년비 각각 -15%, -13% 하락했다. ‘19년 대한항공 화물 수송량은 7,482 mnFTK로 전년비 -10% 감소했으며 L/F는 71.4%로 마찬가지로 전년비 -5.2%pt 하락했다. 관세 전쟁으로 인한 물동량 감소는 결국 운임의 전년비 -6% 하락을 야기하며 외형과 수익성 모두 악화시키는 결과로 이어졌다. 아시아나항공도 상황은 유사했다. 수요는 전년비 -6% 감소, L/F는 전년비 -1.5%pt 하락, 운임은 전년비 -7% 하락했다.

[그림37] 월별 글로벌 항공 화물 공급 및 수요 전년비 증감률



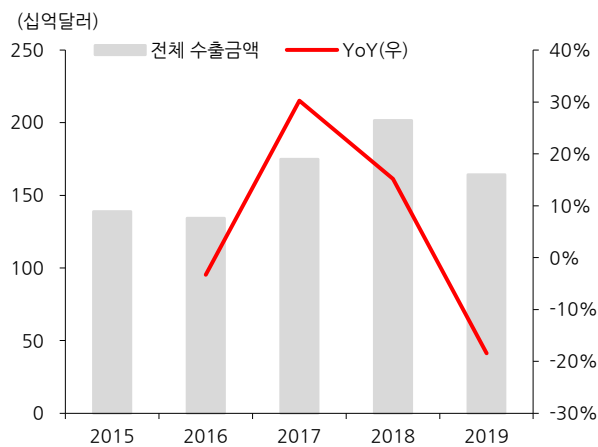
자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 연간 글로벌 항공 화물 수송량 전년비 증감률



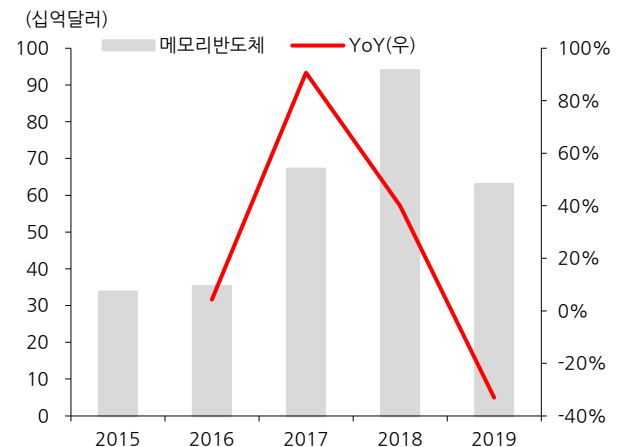
자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 우리나라 항공 화물 수출 금액 추이



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

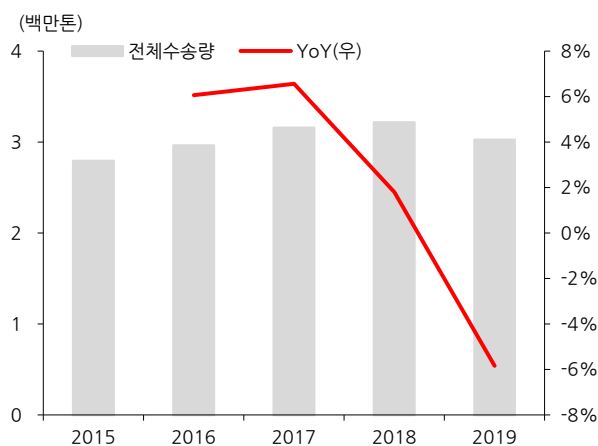
[그림40] 메모리반도체 항공 화물 수출 금액 추이



주: MTI831110

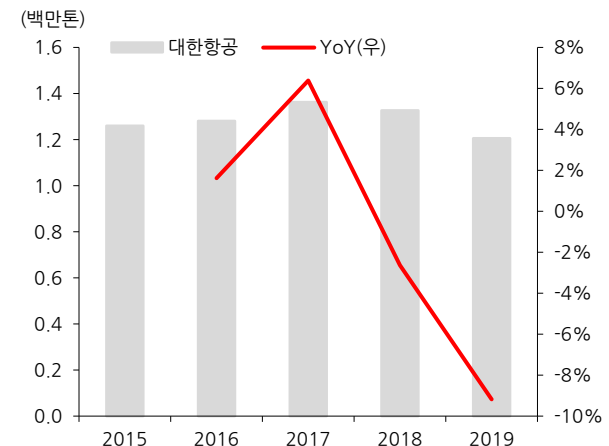
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 전국 공항 화물 수송량 추이



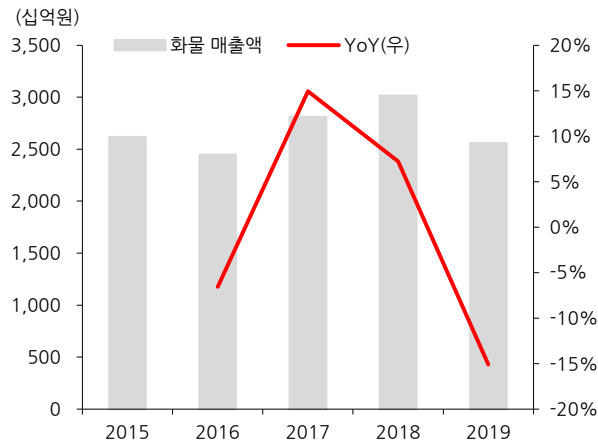
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 전국 공항 대한항공 화물 수송량 추이



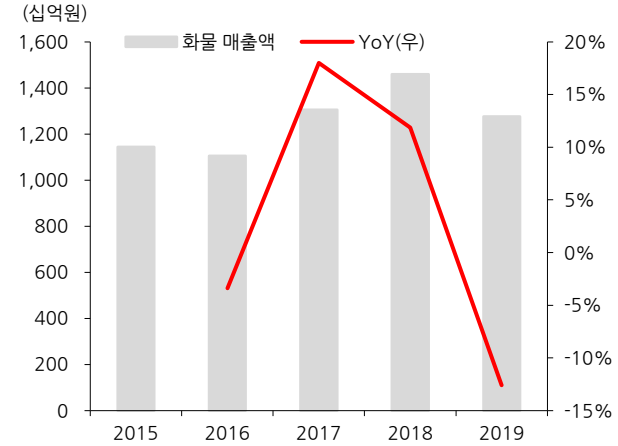
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 대한항공 화물 매출액 추이



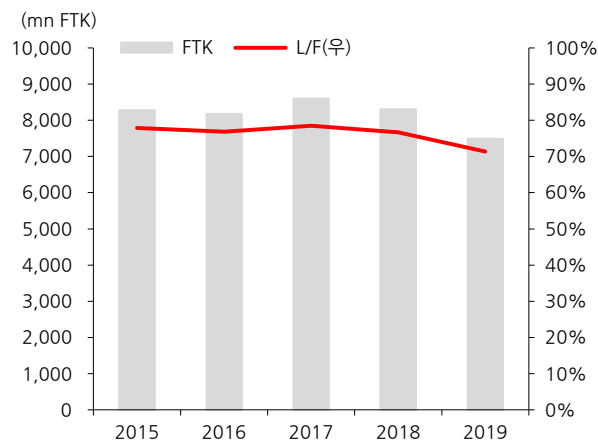
자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 아시아나항공 화물 매출액 추이



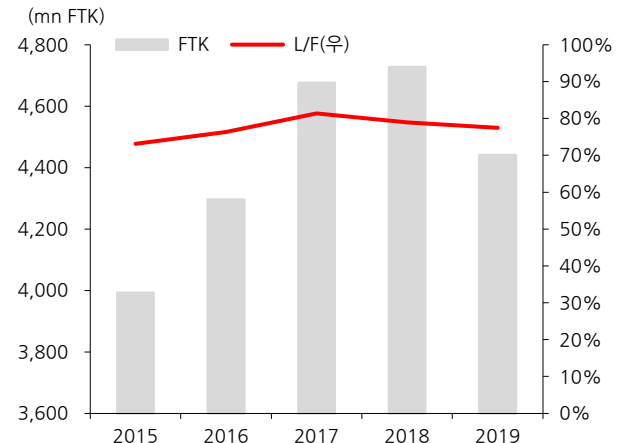
자료: 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 대한항공 화물 사업량



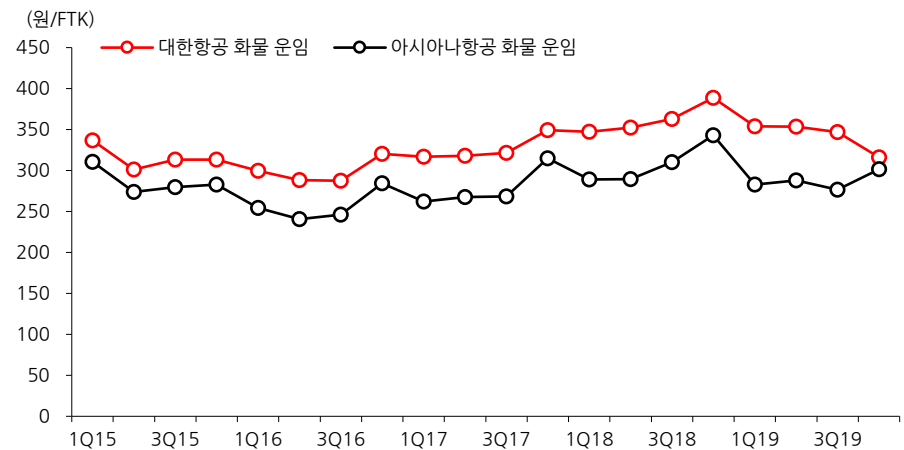
자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 아시아나항공 화물 사업량



자료: 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] FSC 2 개사 분기별 항공화물 운임 추이



자료: 대한항공, 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터

>> 트럼프 학습 효과

항공 화물 시장에서 트럼프 2기 행정부 출범 이후 관세 전쟁에서 촉발되는 물동량 불확실성에 대한 우려는 지난 4분기부터 짙었다. 1기때처럼 막연하게 전반적인 물동량 축소를 우려했던 것은 아니다. 그보다는 중국발 이커머스 물량 감소에 대한 보다 구체적인 우려였다.

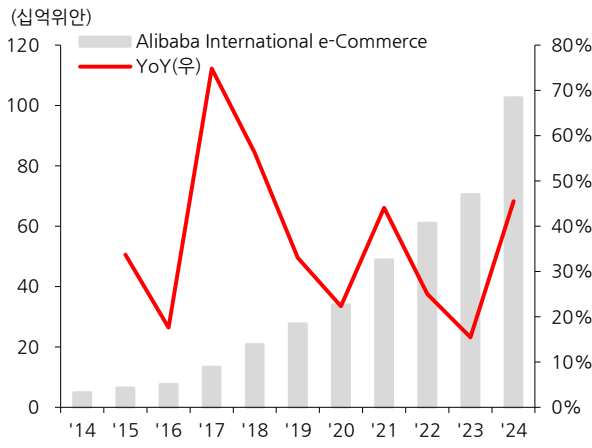
팬데믹 시기 화물 수급 불균형으로 항공 화물 운임은 급등했다. 전염병이 잠잠해질 무렵에는 해운 적체 현상도 해결되고, 일시적으로 쏠렸던 물량도 다소 안정화됐다. 하늘길은 러-우 전쟁으로 여전히 공급이 여의치는 않았으나 코로나가 한창이던 시기보다는 나아졌다. 그런데도 항공 화물 운임이 코로나 이전 수준으로 돌아오지 못한 데에는 중국발 이커머스 물량 쇄도 영향이 컸다.

우리나라에서도 “알리/테무 만수르”라는 유행어가 생길 정도로 중국 주요 커머스 사업자들의 저가 상품 구매는 유행처럼 번졌고, 서구권 국가들도 마찬가지였다. 알리익스프레스의 중국 외 지역 이커머스 매출액은 ‘24년 1천억위안을 돌파했던 것으로 추정된다. 10년간 약 36%의 연평균 성장률을 기록했다. 중국발 이커머스 상품들에 대한 전세계 수요가 높아지는 가운데 러-우 전쟁 영향 등으로 동북아시아 지역에서 미주 지역으로 넘어가는 하늘길은 공급이 여의치 않았다. 특히 중국의 리오프닝이 다소 늦기도 했고, 다소 냉랭했던 미-중 관계 탓에 미국 주요 국적사들이 중국 주요 도시 대신 동북아 타 지역으로 취항지를 바꾼 것들도 중국에서 미주 지역으로의 제한적인 항공 화물 공급을 유지하는데 기여했다.

대한항공의 화물매출액을 상세하게 뜯어보면 중국발 화물 물량 증가를 여실히 체감할 수 있다. 판매지역으로 매출액을 구분했을 때 중국 지역에서 판매한 매출, 즉 중국 지역 화주 향으로 발생한 매출액이 팬데믹을 거치며 급성장했다. 포스트 팬데믹으로 분류할 수 있는 ‘24년에는 전염병이 한창이던 시기보다 줄어들긴 했지만 코로나 이전 대비 2~3배 높은 매출액을 기록했다.

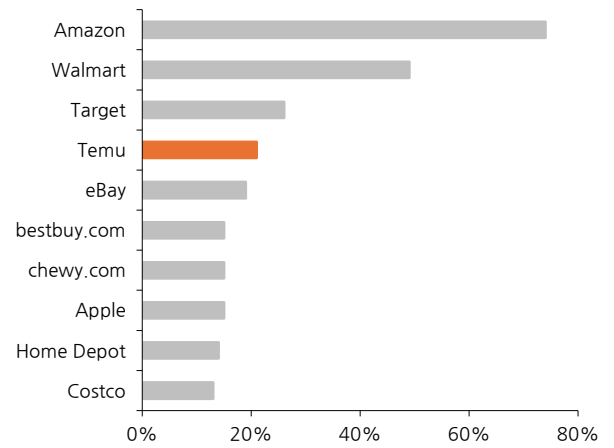
전국 공항 수송 실적 data를 참고하면, 대한항공 수송 화물 가운데 환적화물의 비중이 팬데믹을 거치며 증가한 것을 확인할 수 있다. 대한항공 전체 수송 화물 중 약 절반가량 차지했던 환적화물은 ‘24년 기준 그 비중이 60%를 넘어선다. 언급한 것처럼 중국발 이커머스 물량이 쇄도하는 가운데 미-중 직노선 공급 부족 문제로 대한항공의 중국-인천-미국으로 넘어가는 환적화물 물량이 증가한 것으로 추정된다. 덕분에 대한항공의 지난해 하반기 항공 화물 운임은 500원대에 머물러 있었다.

[그림48] Alibaba international e-commerce Revenue



자료: Alibaba Group, Statista, 한화투자증권 리서치센터

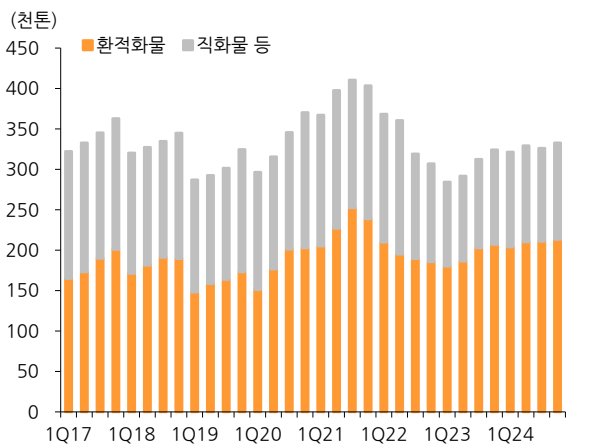
[그림49] Top 10 most used online shops in U.S.



주: "Which of these online shops have you bought something from in the past 12months?"에 대한 응답 결과, 25년 2월 설문

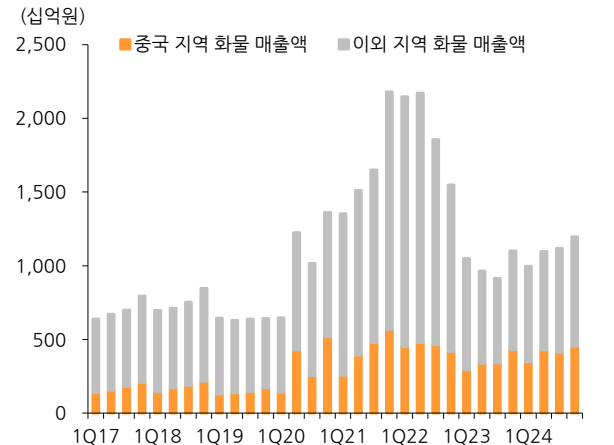
자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 대한항공 환적화물 수송 추이



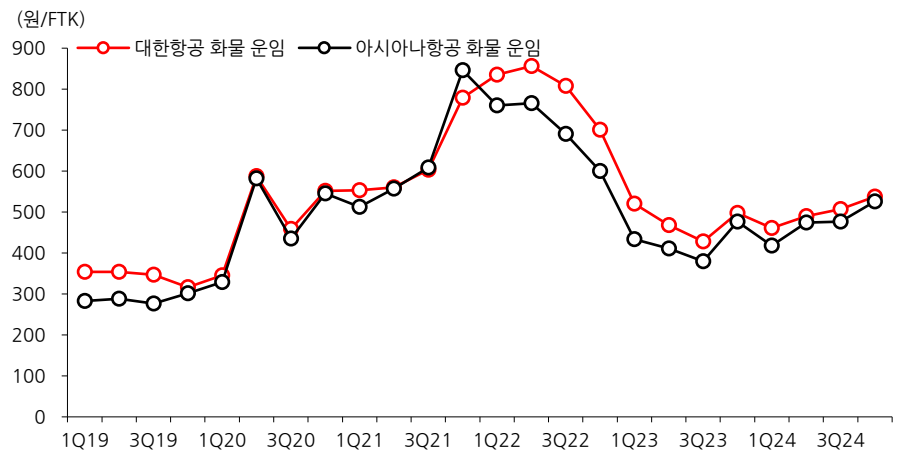
자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 대한항공 중국 지역 판매 화물 매출액 추이



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] FSC 2 개사 분기별 항공화물 운임 추이



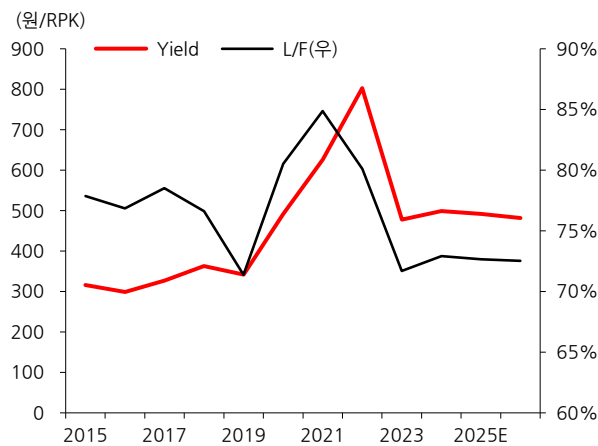
자료: 대한항공, 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터

관세 정책 발표를 앞두고 2월부터 물량은 감소세를 보였다. 관세 정책과 관련해 변동성이 커졌던 연초에는 미국에서 중국/홍콩발 소포를 (번복하긴 했지만) 일시적으로 “받지 않겠다”라고 선언하는 등 무역 전쟁의 전조가 있었다. 이런 영향으로 물량도 감소할 수밖에 없었던 것으로 추정된다. 2월이 영업일수 감소 등으로 전통적 비수기임을 감안하더라도 ‘25년 2월의 물량 감소는 상대적으로 크게 느껴졌다.

마지막 보루처럼 느껴졌던 De Minimis 조항(800달러 미만의 소액 물품에 대한 관세 부과 면제 조항)까지 폐지된 탓에 항공 화물 물동량은 급격한 감소세가 불가피할 것으로 전망된다. 때문에 단위당 500원 중반대까지 치솟았던 대한항공 화물 운임도 빠른 속도로 하향 안정화될 것으로 보인다.

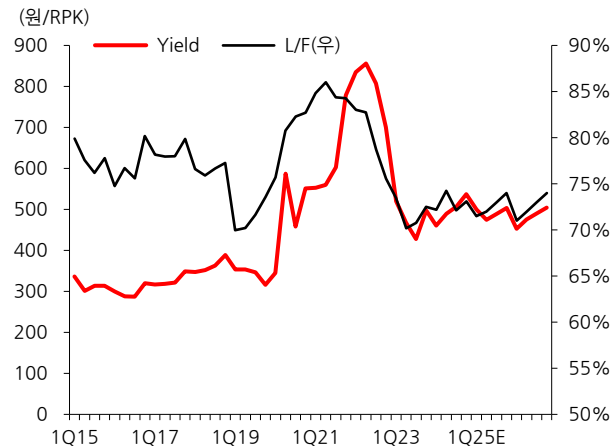
이미 트럼프 1기를 경험한 회사의 2기 대응은 사뭇 다르다. 항공 화물 수요가 급격히 줄었던 ‘18년 하반기 그리고 ‘19년에는 공급 대응이 다소 어려웠다. 이는 비단 대한항공 뿐 아니라 글로벌 거의 모든 항공사들도 마찬가지였다. 그러나 두번째 관세 전쟁에 대처, 대한항공 등은 1분기 이미 공급량을 선제적으로 줄인 것으로 추정된다. 수송과 공급 모두 전년비 미드 싱글 수준의 하락이 있었으나 로드팩터는 전년과 유사한 수준으로 운임 방어가 잘 났을 것으로 보인다. 2분기도 유사한 전략의 대응이 기대된다. 뿐만 아니라 스팟성의 화주 계약 중심이 아닌 장기 계약 체결이 가능한 화주 중심으로 포트폴리오를 변화시키려는 노력을 이미 지난해부터 지속해왔다. 때문에 운임 조정을 완전히 피할 수는 없겠으나 ‘19년과 같은 수준의 깊은 골은 아닐 것으로 전망한다.

[그림53] 대한항공 연간 화물 운임 및 L/F



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

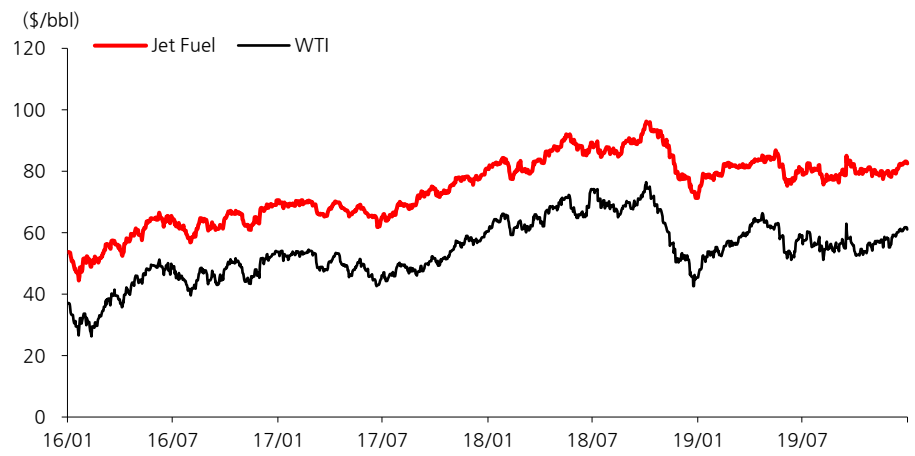
[그림54] 대한항공 분기별 화물 운임 및 L/F



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

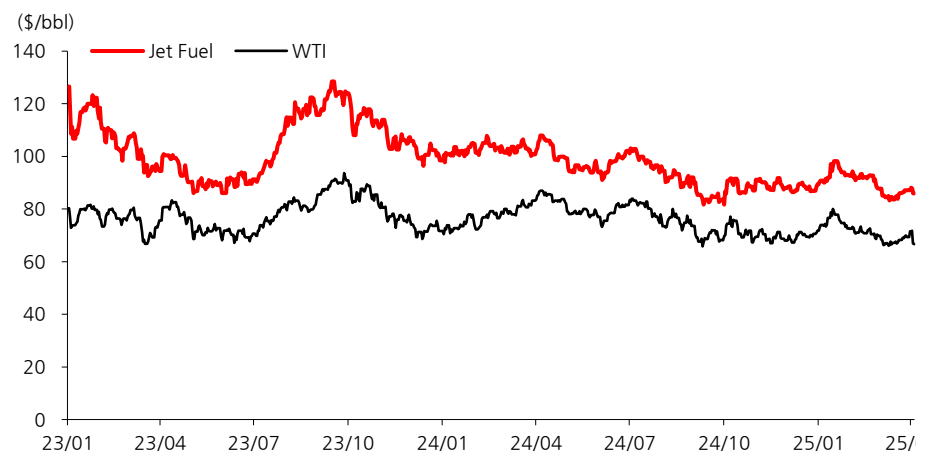
관세 전쟁은 경험적으로 유가 하락으로 이어졌던 바 있다. 4월 4일 현재까지 추이도 과거와 크게 다르지 않다. 오히려 OPEC+의 깜짝 증산 발표까지 겹치며 4월 3일 WTI 선물 최근월물은 6.64% 급락한 배럴당 66.95달러를 기록했다. 유가 하락 이벤트는 항공사들이 쌍수를 들고 반길 이벤트다. 경기 침체로 화물뿐만이 아니라 여객 수요까지 영향을 받을 수 있다는 우려도 있지만 FSC의 장거리 노선은 상대적으로 경기 민감도가 떨어진다는 점을 기억할 필요가 있다.

[그림55] WTI 및 Jet Fuel 가격 추이('16~'19)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] WTI 및 Jet Fuel 가격 추이('23~)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

3. 합병, 당장은 부정적으로 외당지만

‘24년 12월, 아시아나항공의 1.5조원 규모의 제3자배정 유상증자에 대한항공이 참여하며, 긴 시간을 끌었던 양대국적사 합병 이벤트가 일차적으로 마무리됐다. 지분율 63.9%로 대한항공은 아시아나항공의 대주주가 됐으며 연결자회사로 편입했다. 당초 우리는 양대 국적사 합병시 여러 긍정적 변화들을 포착할 수 있을 것으로 전망했다. 아직까지 확인된 부분은 아시아나항공의 영구채 및 단기차입금 상환 및 이에 따른 이자 부담 경감 정도뿐이다.

긍정적인 변화들보다는 단기 “악재”처럼 여겨지는 이벤트들이 더 많다. 우선 양사 합병 심사 당시 공정위에서 내걸었던 “조건” 중 운임과 관련한 행태적 조치가 1분기 시행된 것으로 보인다. 이에 따라 장거리 여객 중심으로 1분기 여객 운임 하락이 불가피했던 것으로 파악된다. 마일리지 통합 문제도 6월 내로 결론을 지어야 한다. 공정위는 합병 기일로부터 6개월 내로 마일리지 통합 관련 방안을 공식적으로 발표할 것을 요구하고 있다. 문제는 양사 마일리지의 가치가 다소 다른데 통합 방안에 따라 일회적 비용이 발생할 가능성도 배제하지 못한다는 점이다.

그럼에도 여전히 “규모의 경제”를 통한 비용 효율화가 가능할 것이라는 전망을 유지한다. 글로벌 항공사 합병 사례에서도 합병 이후 여러 정책적 허들이 주어졌으나 즉각적인 실적 개선을 보여준 바 있다. 크게 다르지 않을 것으로 기대한다.

>> 상반기까지 풀어야 할 다소 어려운 과제

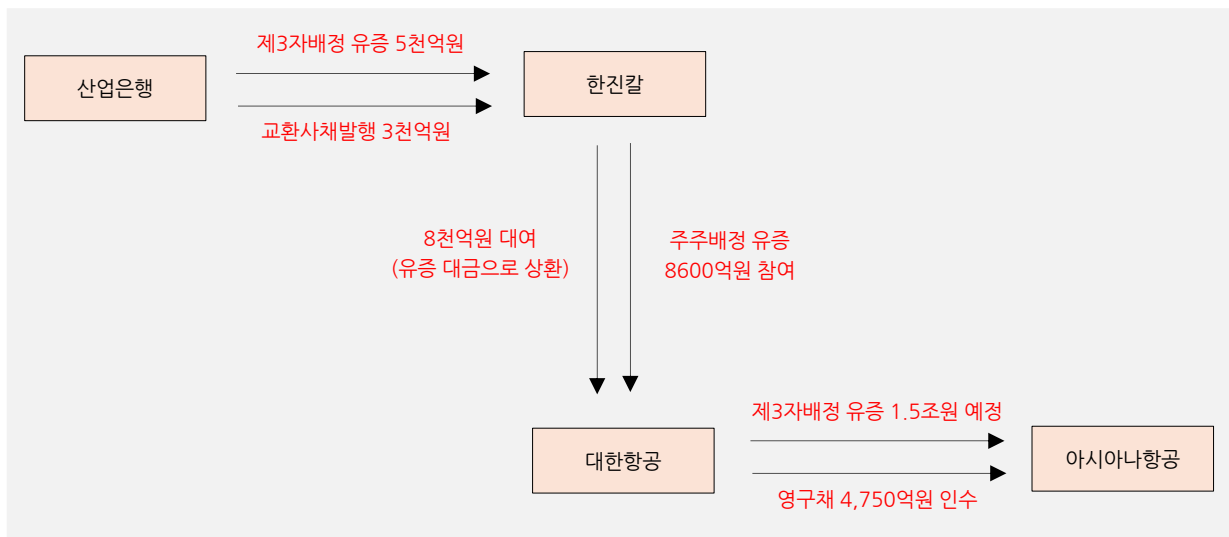
지난 12월, 아시아나항공의 1.5조원 규모의 제3자배정 유상증자에 대한항공이 참여했다. 기존 계약금 7천억 외 잔금 8천억이 아시아나에 납입됐고, 계약금 7천억원 중 운영자금으로 이미 소진한 4천억원을 제외한 금액과 잔금 8천억원은 전부 7~11%대의 영구채 및 10%에 가까웠던 단기차입금 상환에 쓰였다. ‘24년 4분기말 아시아나항공 연결 기준 부채 비율은 1085%로 ‘23년말 1462%에서 크게 개선됐다. 영구채 특성상 상환시 자본이 감소하는 효과 탓에 부채비율 개선이 일부 희석돼 보일 수 있으나 금리가 7~11% 였던 점을 감안하면 현금 여력은 훨씬 개선된 것으로 보인다.

다만 상반기 양사가 풀어야 할 과제들이 다소 어렵다. 우선 운임이다. 지난 ‘22년 2월 우리나라 공정거래위원회는 양사간 기업결합에 대해 조건부 승인을 내린 바 있다. 양사 합병시 5개 회사(대한항공, 아시아나항공, 진에어, 에어부산, 에어서울)를 하나의 집합체로 간주해 경쟁제한성이 유발되는 노선 26개를 지정했다. 해당 노선에 대해 신규 사업자에게 보유 슬롯/운수권을 양도하도록 명령했으며, 신규 사업자가 존재하지 않을 경우 10년간 운임을 2019년 대비 물가상승률 이상으로 올리지 못하도록 했다.

주로 미주 및 유럽의 장거리 노선에 운임 인상 제한이 적용되고 있는 것으로 파악된다. 미주 노선의 경우 대한항공과 델타항공의 JV까지 고려하면 서부 노선은 거의 독점에 가까웠다. 그러나 에어프레미아의 샌프란시스코, 로스앤젤레스 및 시애틀 취항이 이미 '24년 이뤄지며 경쟁제한성에 대한 우려는 해소된 것으로 보인다. 5월부터는 LA 및 샌프란시스코 노선을 증편 운항할 예정이다. LA 노선은 5/30~7/5 주간편 주7회 운항에 월, 수, 금 야간편이 추가되고, 7월 6일부터는 일요일 하루 야간편이 더 추가돼 총 주 11회를 운항한다. 샌프란시스코 노선도 5월 10일부터 토요일편을 추가해 기존 주 4회에서 주 5회로 늘어난다.

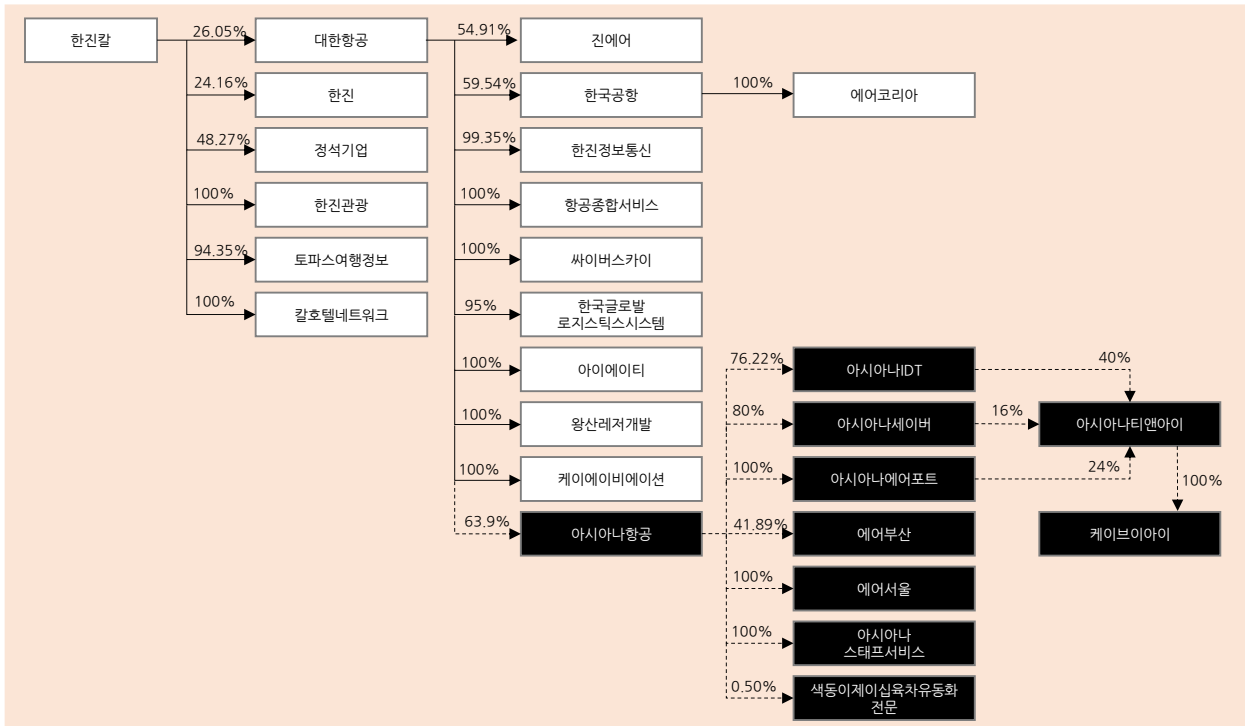
프랑크푸르트와 로마 노선은 이미 지난해 10월, 8월부터 티웨이항공이 취항을 시작했으며, 바르셀로나 노선의 경우 대한항공은 단항, 티웨이항공이 '24년 9월부터 취항하고 있다. 프랑크푸르트 노선은 5월말부터 주 7회 운항으로 증편되고, 로마 노선도 동계 시즌부터는 주 4회로 증편된다. 파리 노선도 지난해 취항 후 올 동계 시즌부터는 주 5회 운항이 예정돼있다. 이처럼 티웨이항공 및 에어프레미아, 외항사의 신규 취항과 증편으로 오는 2분기부터는 경쟁제한성이 해소되며 운임 정상화가 가능할 전망이다.

[그림57] 대한항공의 아시아나항공 인수 구조도



자료: 전자공시시스템, 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 아시아나항공 인수 후 한진그룹 지배구조도



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 합병시 경쟁 제한성이 있는 국제 여객 노선(공정거래위원회)

(단위: 개)

구분	중복노선 개수	경쟁 제한성 노선 개수	경쟁 제한성 있는 노선명
미주	5	5	서울~ 뉴욕/로스앤젤레스/시애틀/샌프란시스코/호놀룰루
유럽	6	6	서울~ 바르셀로나/프랑크푸르트/런던/파리/로마/이스탄불
중국	18	5	서울~ 장자제/시안/선전. 부산~ 칭다오/베이징
일본	12	1	부산~ 나고야
동남아	19	6	서울~ 프놈펜/팔라우/푸켓/자카르타. 부산~ 세부/다낭
기타	5	3	서울~ 시드니/광. 부산~ 광
합계	65	26	-

자료: 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

두번째 과제는 마일리지 통합 문제다. 항공사 마일리지 적립 방법은 통상 두가지로 나뉜다. 실제 탑승 후 탑승 마일리지를 적립하거나 제휴 신용카드 사용 실적을 통해 적립할 수 있다. 제휴카드 사용 경험이 있는 사람이라면 느꼈겠지만, 제휴 신용카드 사용 실적을 통한 적립의 경우 대한항공 마일리지 적립이 아시아나항공보다 어렵다(비싸다).

문제는 여기서 발생한다. 양사간 마일리지 통합시 아시아나 고객 마일리지를 얼마의 비율로 대한항공 마일리지로 전환시킬지의 문제다. 각사는 고객 마일리지를 이연수익으로 계상한다. 재무제표상 부채로 인식된다. 만약 아시아나 마일리지를 대한항공 마일리지와 유사한 수준으로 전환시켜준다면 통합시 일회적으로 부채를 일시에 더 쌓아야하는 문제가 발생한다. 실제 현금 유출은 없으나 긍정적인 영향으로 볼 수는 없다.

‘24년말 재무제표상 아시아나 마일리지 관련 이연수익은 약 9억 6천억원 수준으로 나와 있다. 통상 아시아나항공 마일리지의 경우 1마일당 11원으로 평가되는데, 재무제표상 마일리지 이연수익을 마일리지로 환산시 8,793만마일로 계산된다. 한편 대한항공 마일리지의 경우 1마일당 15원으로 평가되고 있다.

양사는 마일리지 부담을 덜기 위해 지난해부터 마일리지 좌석 공급을 본격적으로 늘리고 있다. 지난해 12월부터 올해 3월까지 총 4차례에 걸쳐 김포~제주 노선의 마일리지 좌석을 각각 4,500석 10,500석, 9,000석, 13,000석 공급했다. 4월부터는 국내 최초로 미주노선에 마일리지 전용기를 운영한다. 국제선 마일리지 전용기는 LA, 뉴욕 노선에 총 6회 운영된다.

[그림59] 아시아나항공 마일리지 소진 방안



자료: 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터

>> 합병, 당장은 부정적으로 외달지만

항공 산업은 규모의 경제가 확실한 산업이다. 몸집이 커질수록 비용을 자출하는데 있어 협상력이 올라간다. 유류 도입 원가, 공항 사용료, 기재 리스, 조업 원가 등이 대표적이다. 뿐만 아니라 규모가 커질수록 노선 및 기재 운영을 효율화시킬 수 있으며 다각화된 노선 및 네트워크로 외형 확장도 손쉽게 이뤄낼 수 있다. 미주/유럽 등 서구권 항공사들은 과거 여러 차례 대외적인 이슈에 따른 사업 위기를 거치며 이같은 합종연횡에 익숙하다.

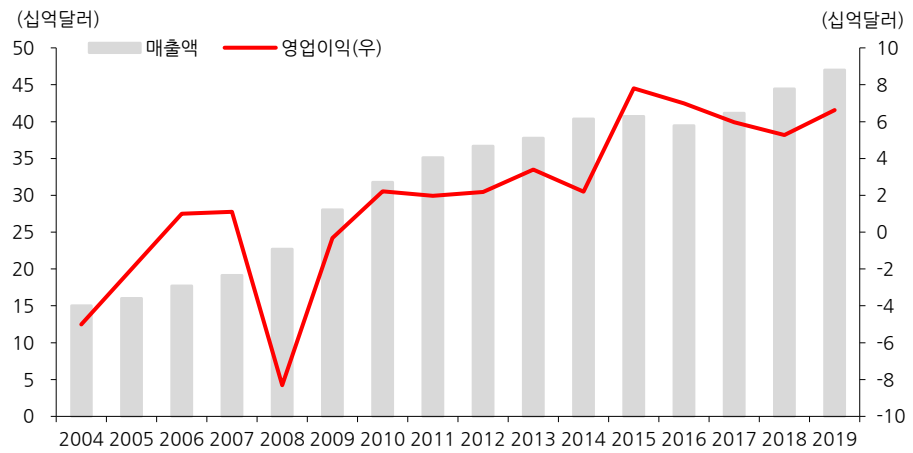
2000년대 이후 가장 대표적인 글로벌 항공사 합병 사례로 Delta Airlines와 Northwest Airlines 합병을 꼽을 수 있다. 2005년은 미국 FSC들의 수난시대였다. 과거 몇년간 두세 배로 치솟은 유가와 LCC 대비 경쟁력이 약화됐기 때문이다. 때문에 당시 미국 내 2위였던 United Airlines, 7위 US Airways에 이어 Delta Airlines도 파산 보호를 신청했다. 이후 Delta는 비슷한 시기 마찬가지로 파산 보호 절차에 들어간 Northwest와의 합병을 발표했다.

2008년 합병 이후 영업권 인식 및 PMI 일회성 비용 지출이 다소 크게 발생했고, 유가 급등세 속 경기 침체에 따른 항공 여객 수요 부진은 Delta의 대규모 적자로 연결됐다. 2008년 합병으로, 동사는 약 73억달러의 비현금성 영업권 상각 등을 인식하는 한편, 약 11억달러의 일회성 PMI 비용을 인식했다. 주요 일회성 PMI 비용으로는 스톡옵션 관련 비용 9.8억달러, 인력 감축 프로그램 관련 비용 1.1억달러, 시설 및 항공기 계약 관련 비용 약 0.4억달러의 비용 등이 발생했다.

Delta의 2008년 사업보고서에는 위에서 언급한 PMI 관련 비용 지출 외에도 합병에 따른 기대 시너지 효과도 함께 수록되어 있다. 당시 글로벌 경기 침체 및 고유가 상황에도 불구하고, 회사는 합병에 따라 매년 약 20억 달러의 외형 확장과 비용에서의 시너지 효과를 기대했다. 항공기재 운영 효율화 및 항로 다변화를 통한 외형 확장 효과, 간접비 효율화 등을 기대했다. 실제로 2011년까지 회사는 매년 20억달러 이상의 매출액 상승을 이뤄냈으며, 합병 이전 대비 개선된 영업이익률을 기록할 수 있었다. 한편 M/S 상승에 따른 경쟁력 강화는 회사의 여객 운임 상승으로 이어지며 재차 수익성 강화에 기여했다. 실제로 2012년 Delta의 여객 수송 단위당 운임은 합병 이전인 2007년 대비 약 20% 가까이 상승했다.

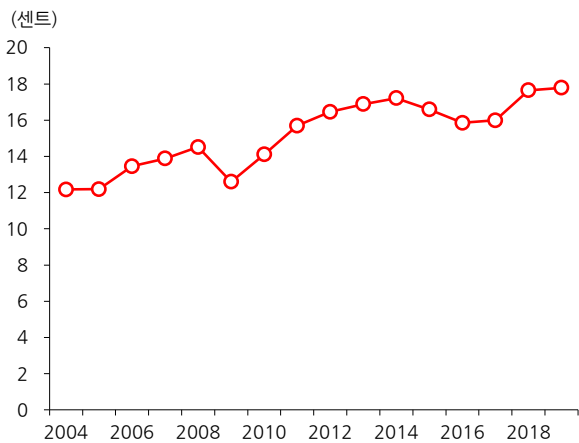
2010년대 초반에는 American Airlines와 US Airways의 합병 이벤트도 있었다. 당시 American Airlines는 일부 노선을 경쟁사에 넘기며 US Airways를 인수했다. 미국 DoJ가 미국 지역 내 일부 공항에서 독과점을 우려하며 소송을 제기했고, 이에 따라 양사는 기존에 보유하던 미국 내 주요 거점 공항의 슬롯을 경쟁사에 넘긴다는 절충안을 제시했다. 합병 이후 American Airlines의 실적은 급속도로 호전됐다. 2012년까지 지속되는 영업 적자를 기록했지만 2013년부터 흑자로 전환, 이후 빠른 수익성 개선을 보여줬다.

[그림60] Delta Airlines 영업 실적 추이



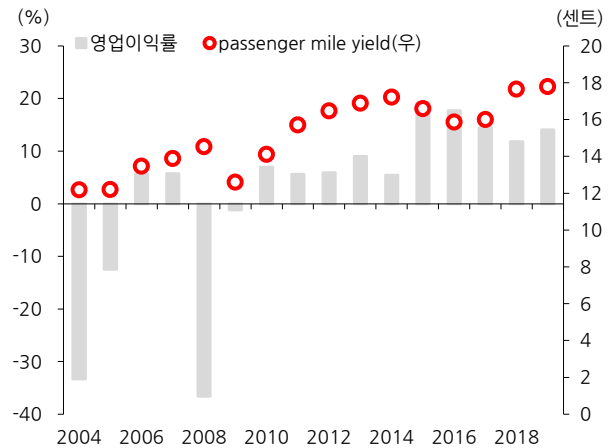
자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] Delta 여객 운임 추이



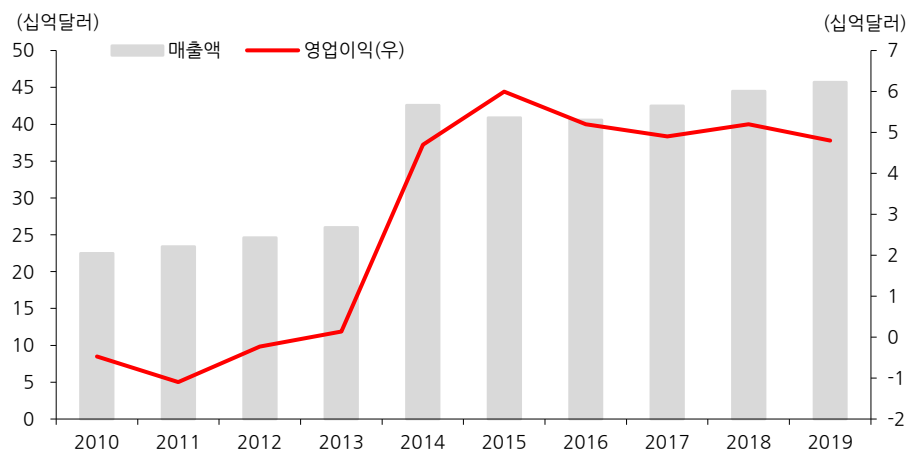
자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] Delta OPM vs Passenger mile yield



자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] American Airlines 합병 전후 영업실적 추이



자료: American Airlines, 한화투자증권 리서치센터

III. 투자전략

지금의 항공 업황은 마냥 핑크빛은 아니다. 다만 부정적으로 비춰지는 요소들을 모두 반영하더라도 여전히 밸류에이션이 매력적인 구간이다. 대한항공과 케세이퍼시픽을 비교했을 때 케세이퍼시픽보다 할인받을 이유가 없다. 케세이퍼시픽의 EV/EBITDA 적용 멀티플은 5배가 훌쩍 넘는다. 대외 변수를 고려해보자면, 유가는 영업하기 나쁘지 않은 수준이고, 대한항공은 환율 리스크로부터 벗어난지 오래다. 여기서 더 할인받을 이유는 없다는 판단이다. **대한항공을 업종 내 최선호주로 제시한다.** MRO 관련 선제적 투자나 화물 시황의 유동적 대응, 합병으로 인한 긍정적 효과들을 고려해볼 필요가 있다. 과거 해외 항공사 사례를 떠올려보면, 합병 이후 운임 상승 원가 절감 등을 이뤄내며 이익률 개선은 필연적으로 따라왔다. 경기 등 대외변수 불확실성이 확대되는 구간이지만, 업종 실적은 상저하고가 전망되며 점차 리스크보다는 좋아지는 부분들이 부각될 것이다.

[표7] 대한항공 Valuation

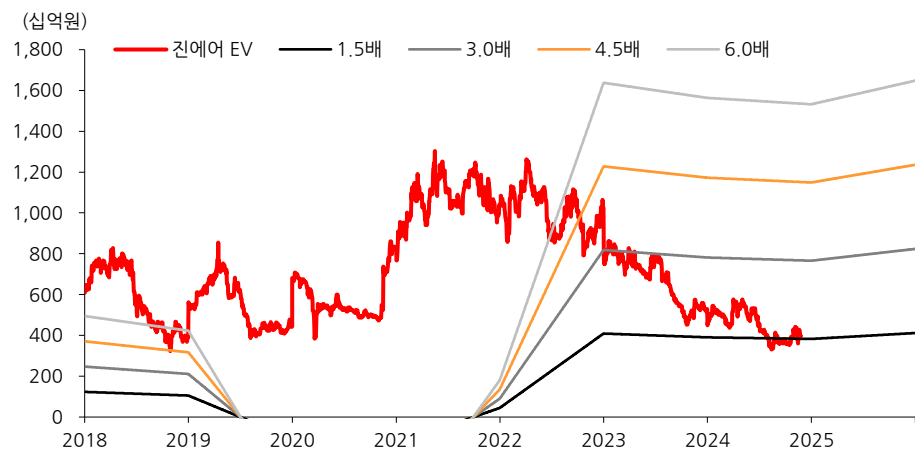
(단위: 십억원, 천주, 원, %, 배)

합병시 적정 EV 산출	2025E EBITDA	적용 멀티플	지분율	지분가치 반영 EV
대한항공 별도	3,629	5.5	100%	19,960
진에어	255	1.5	55%	210
아시아나	1,257	4	64%	3,212
합산 EV				23,382
합산 순차입금				12,808
우선주 시가총액				26
보통주 적정 시가총액				10,549
유통주식수				368,221
적정주가				28,647
목표주가				30,000
현재주가				21,550
상승여력				39%

주: 4/4일 종가 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림64] 진에어 12mth Fwd EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정



IV.

기업분석

1. 대한항공 (003490)
2. 진에어 (272450)

대한항공 (003490)

다 감안해도 너무 싼 주가



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

Buy (유지)

목표주가(하향): 30,000원

현재 주가(4/4)	21,550 원
상승여력	▲ 39.2%
시가총액	79,352 억원
발행주식수	368,221 천주
52 주 최고가 / 최저가	25,950 / 19,900 원
90 일 일평균 거래대금	243.25 억원
외국인 지분율	18.1%
주주 구성	
한진칼 (외 24 인)	30.4%
국민연금공단 (외 1 인)	9.0%
대한항공우리사주 (외 1 인)	3.0%

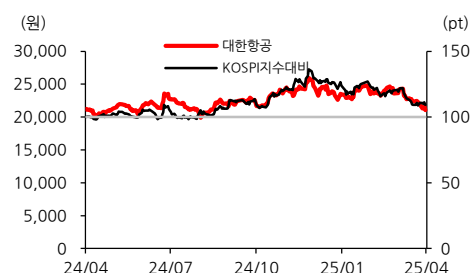
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.9	-8.1	-0.7	1.4
상대수익률(KOSPI)	-6.4	-9.1	3.4	11.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	16,112	17,871	25,197	26,107
영업이익	1,790	2,110	2,111	3,020
EBITDA	3,513	3,906	4,015	4,925
지배주주순이익	1,061	1,317	1,074	1,667
EPS	2,879	3,575	2,915	4,525
순차입금	4,736	12,566	12,808	12,038
PER	8.3	6.3	7.4	4.8
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.9	5.4	5.2	4.1
배당수익률	3.1	3.3	3.5	3.5
ROE	11.5	13.2	9.9	14.0

주: 합병 반영 전

주가 추이



1Q25 Preview: 운임 하락으로 영업이익 기대 하회했을 것

지난 1분기는 여객과 화물 모두 운임 하락이 불가피했던 것으로 추정된다. 우리는 동사의 별도 기준 1분기 영업이익을 3,600억원, 연결 기준 1분기 영업이익을 4,389억원으로 추정한다. 여객의 경우 합병 이후 경쟁 제한 노선에 대한 공정위 분기 단위 모니터링 실시에 따라 3월 할인 판매 영향이 컸다. 화물도 2월까지의 500원대의 운임이 유지됐으나 3월 들어서며 대외 불확실성 확대에 따라 물량 등이 감소, 운임도 조정됐던 것으로 추정된다. 여객 운임의 경우 2분기부터 경쟁 제한 노선에 대해 경쟁사들의 증편 등으로 제재가 소멸될 수 있을 전망이다. 화물은 선제적인 공급 조절 및 장기 계약 화주 위주의 포트폴리오 구성으로 하락세가 안정화될 수 있을 전망이다.

지금 당장은 보이지 않지만 P/Q/C 모두 좋아질 것

항공 산업은 규모의 경제의 꽃이다. 몸집이 커지면 커질수록 소비자와의 가격협상력에서도 그렇고, 영업 비용을 지출할 때에도 협상력이 올라간다. 실제로 서구권 항공사들은 대외 변수 악화로 인한 업황 부진의 시기마다 합종연횡 이벤트가 잦았는데, 이벤트 후에는 늘상 호전된 실적을 투자자들에게 안겨줬다. 금번 양사 합병도 유사한 결과를 낳으리라 전망된다. M/S 상승은 결국 P 상승으로 이어질 개연성이 크고, 유류 및 기재 도입, 공항 사용 계약, 조업 계약 등 주요 비용 항목과 관련된 영역에서 올라간 협상력은 마진을 상승으로 직결된다. 선제적 정비 내재화에 따른 정비비 효율화 및 추가 수익 발생도 기대할 수 있다.

투자의견 Buy 유지. 목표주가 3만원으로 하향

실적 추정치를 하향 조정함에 따라 목표주가를 3만원으로 하향한다. 합병으로 인한 실적 개선 효과는 점진적으로 나타날 전망이다. 최근 관세나 공정위 제재 등과 관련해 P, Q 모두 변동성이 커진 부분은 사실이다. 그러나 모든 부정적인 요소들을 감안해도 너무 싼 주식임은 맞다. 업종 내 Top Pick으로 지속해서 제시한다.

[표8] 대한항공 Valuation

(단위: 십억원, 천주, 원, %, 배)

합병시 적정 EV 산출	2025E EBITDA	적용 멀티플	지분율	지분가치 반영 EV
대한항공 별도	3,629	5.5	100%	19,960
진에어	255	1.5	55%	210
아시아나	1,257	4	64%	3,212
합산 EV				23,382
합산 순차입금				12,808
우선주 시가총액				26
보통주 적정 시가총액				10,549
유통주식수				368,221
적정주가				28,647
목표주가				30,000
현재주가				21,550
상승여력				39%

주: 4/4일 종가 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[표9] 대한항공 연결 영업 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	17,871	25,197	26,107	4,291	4,402	4,675	4,502	6,221	6,278	6,393	6,305
항공운송	17,629	24,778	25,547	4,277	4,324	4,611	4,417	6,129	6,179	6,285	6,185
KAL 별도항공운송	15,524	15,606	16,633	3,693	3,861	4,085	3,885	3,672	3,758	4,050	4,127
아시아나항공등(1Q25~)	0	7,021	6,683	0	0	0	0	1,879	1,903	1,682	1,557
진에어(2Q22~)	1,461	1,449	1,514	430	308	365	358	403	343	378	325
기타	644	702	716	154	155	162	173	174	175	176	177
항공우주	593	654	794	130	163	156	144	152	159	167	176
호텔/리무진	183	192	193	43	45	48	47	47	47	47	51
기타	231	274	274	57	49	56	68	68	68	68	68
연결조정	-765	-700	-700	-216	-178	-196	-175	-175	-175	-175	-175
KAL 연결 영업비용	15,761	23,086	23,087	3,754	3,959	4,010	4,038	5,782	5,857	5,783	5,664
KAL 별도 Operating Cost	14,213	14,358	14,626	3,386	3,610	3,622	3,594	3,463	3,545	3,661	3,688
OZ Operating Cost	0	7,344	7,027	0	0	0	0	1,953	1,975	1,768	1,649
JNA 별도 Operating Cost	1,295	1,304	1,355	332	307	324	331	346	317	334	307
기타법인 비용 및 조정	253	80	80	36	42	63	112	20	20	20	20
영업이익	2,110	2,111	3,020	538	443	666	464	439	421	610	640
OPM	11.8%	8.4%	11.6%	12.5%	10.1%	14.2%	10.3%	7.1%	6.7%	9.5%	10.2%

자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표10] 대한항공 별도 세부 영업 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	2018	2019	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	12,647	12,018	14,575	16,117	16,260	17,428	3,823	4,024	4,241	4,030	3,823	3,917	4,217	4,302
국내선	469	486	479	473	469	503	104	130	125	113	104	127	123	115
ASK(mn)	3,341	3,316	2,724	2,712	2,739	2,767	629	711	718	654	635	718	725	661
RPK(mn)	2,506	2,713	2,358	2,356	2,357	2,381	531	629	612	584	540	639	616	561
L/F(%)	75.0%	81.8%	86.6%	86.9%	86.0%	86.0%	84.4%	88.5%	85.2%	89.3%	85.0%	89.0%	85.0%	85.0%
Yield(원/RPK)	187	179	203	201	199	211	197	207	204	193	193	199	199	205
국제선	7,269	7,281	8,535	9,306	9,501	10,419	2,238	2,314	2,492	2,262	2,238	2,270	2,478	2,514
ASK(mn)	96,601	97,792	78,053	88,344	93,001	97,651	21,631	21,775	22,634	22,304	22,280	22,864	23,992	23,865
RPK(mn)	77,683	80,559	65,695	74,311	79,274	82,027	18,022	18,399	18,917	18,973	19,161	19,434	20,393	20,285
L/F(%)	80.4%	82.4%	84.2%	84.1%	85.2%	84.0%	83.3%	84.5%	83.6%	85.1%	86.0%	85.0%	85.0%	85.0%
Yield(원/RPK)	94	90	130	125	120	127	124	126	132	119	117	117	122	124
화물	3,012	2,557	4,030	4,412	4,312	4,261	997	1,097	1,120	1,198	1,018	1,042	1,104	1,148
AFTK(mn)	10,823	10,480	11,757	12,131	12,072	12,193	2,999	3,019	3,062	3,051	2,849	3,049	3,093	3,082
FTK(mn)	8,293	7,482	8,431	8,845	8,770	8,844	2,165	2,241	2,209	2,230	2,037	2,195	2,258	2,280
L/F(%)	76.6%	71.4%	71.7%	72.9%	72.6%	72.5%	72.2%	74.2%	72.1%	73.1%	71.5%	72.0%	73.0%	74.0%
Yield(원/FTK)	363	342	478	499	492	482	460	490	507	537	500	475	489	504
기타	1,897	1,693	1,532	1,927	1,978	2,245	484	482	504	457	463	478	513	525
영업비용	11,949	11,813	12,988	14,213	14,358	14,626	3,386	3,610	3,622	3,594	3,463	3,545	3,661	3,688
연료유류비	3,296	3,183	4,457	4,585	4,464	4,348	1,168	1,186	1,166	1,065	1,084	1,125	1,143	1,113
항공유단가(\$/bbl)	85	80	105	95	87	85	103	99	92	89	89	88	87	86
사용량(kbbl)	32,465	32,746	29,567	31,666	32,994	34,038	7,941	7,790	8,516	7,420	7,839	8,241	8,509	8,406
인건비	2,069	2,122	2,587	2,922	3,058	3,143	632	729	749	812	733	749	773	803
기타	6,584	6,508	5,944	6,706	6,836	7,134	1,587	1,695	1,707	1,717	1,647	1,672	1,745	1,772
영업이익	698	205	1,587	1,903	1,902	2,802	436	413	619	435	360	372	556	614
영업이익률(%)	5.5%	1.7%	10.9%	11.8%	11.7%	16.1%	11.4%	10.3%	14.6%	10.8%	9.4%	9.5%	13.2%	14.3%
EBITDA	2,368	2,189	3,116	3,516	3,629	4,529	819	801	1,029	867	792	804	988	1,046
EBITDA 마진율(%)	18.7%	18.2%	21.4%	21.8%	22.3%	26.0%	21.4%	19.9%	24.3%	21.5%	20.7%	20.5%	23.4%	24.3%

주: 대한항공 별도 기준

자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	14,096	16,112	17,871	25,197	26,107
매출총이익	3,851	3,261	3,758	5,157	5,344
영업이익	2,831	1,790	2,110	2,111	3,020
EBITDA	4,480	3,513	3,906	4,015	4,925
순이자손익	-239	-224	-226	-225	-225
외화관련손익	-262	-38	-394	-528	-562
지분법손익	-1	0	0	0	0
세전계속사업손익	2,562	1,576	1,836	1,610	2,499
당기순이익	1,730	1,129	1,382	1,165	1,808
지배주주순이익	1,728	1,061	1,317	1,074	1,667
증가율(%)					
매출액	18.4	14.3	10.9	41.0	3.6
영업이익	616.0	-36.8	17.9	0.0	43.1
EBITDA	125.3	-21.6	11.2	2.8	22.6
순이익	흑전	-34.7	22.4	-15.7	55.2
이익률(%)					
매출총이익률	27.3	20.2	21.0	20.5	20.5
영업이익률	20.1	11.1	11.8	8.4	11.6
EBITDA 이익률	31.8	21.8	21.9	15.9	18.9
세전이익률	18.2	9.8	10.3	6.4	9.6
순이익률	12.3	7.0	7.7	4.6	6.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	5,572	4,092	4,559	3,027	4,044
당기순이익	1,730	1,129	1,382	1,165	1,808
자산상각비	1,650	1,723	1,796	1,905	1,905
운전자본증감	1,019	969	412	-163	197
매출채권 감소(증가)	28	90	-93	-358	-87
재고자산 감소(증가)	-124	-118	-99	-278	-65
매입채무 증가(감소)	194	88	-10	300	169
투자현금흐름	-2,976	-2,410	-871	-3,181	-3,195
유형자산처분(취득)	-725	-1,901	-2,878	-2,845	-2,845
무형자산 감소(증가)	-2	-8	-12	-5	-5
투자자산 감소(증가)	-1,971	-532	1,497	-190	-198
재무현금흐름	-2,698	-2,085	-2,163	-577	-877
차입금의 증가(감소)	-2,277	-1,201	-1,341	-300	-600
자본의 증가(감소)	-5	-282	-277	-277	-277
배당금의 지급	-5	-282	-277	-277	-277
총현금흐름	4,804	3,781	4,171	3,190	3,846
(-)운전자본증가(감소)	-2,065	-529	-1,688	163	-197
(-)설비투자	762	1,909	2,894	2,845	2,845
(+)자산매각	35	-1	4	-5	-5
Free Cash Flow	6,143	2,401	2,969	177	1,194
(-)기타투자	1,325	-472	754	141	147
잉여현금	4,818	2,873	2,215	36	1,047
NOPLAT	1,911	1,283	1,588	1,527	2,185
(+) Dep	1,650	1,723	1,796	1,905	1,905
(-)운전자본투자	-2,065	-529	-1,688	163	-197
(-)Capex	762	1,909	2,894	2,845	2,845
OpFCF	4,864	1,627	2,178	424	1,442

주: 합병 미반영. IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	8,091	8,595	11,617	11,792	12,196
현금성자산	6,043	6,238	6,902	6,361	6,531
매출채권	1,143	1,138	1,590	1,948	2,035
재고자산	730	854	1,171	1,449	1,514
비유동자산	20,907	21,797	35,395	36,481	37,573
투자자산	2,954	2,800	3,943	4,085	4,232
유형자산	17,079	18,175	28,374	29,374	30,373
무형자산	874	824	3,077	3,023	2,968
자산총계	28,998	30,392	47,012	48,273	49,770
유동부채	8,475	9,410	16,973	15,927	14,559
매입채무	1,393	1,814	3,465	3,765	3,934
유동성이자부채	3,662	3,758	7,276	5,676	3,876
비유동부채	11,230	11,167	19,075	20,639	22,114
비유동이자부채	7,483	7,217	12,193	13,493	14,693
부채총계	19,705	20,577	36,049	36,566	36,673
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	4,146	4,145	4,145	4,145	4,145
이익잉여금	2,054	2,592	3,486	4,283	5,673
자본조정	948	942	995	942	942
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	9,292	9,815	10,963	11,707	13,097

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	4,691	2,879	3,575	2,915	4,525
BPS	24,353	25,793	28,356	30,370	34,134
DPS	750	750	750	750	750
CFPS	13,007	10,238	11,295	8,636	10,415
ROA(%)	6.2	3.6	3.4	2.3	3.4
ROE(%)	22.0	11.5	13.2	9.9	14.0
ROIC(%)	13.5	9.2	8.6	6.5	9.0
Multiples(x, %)					
PER	4.9	8.3	6.3	7.4	4.8
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
PSR	0.6	0.5	0.5	0.3	0.3
PCR	1.8	2.3	2.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	3.0	3.9	5.4	5.2	4.1
배당수익률	3.3	3.1	3.3	3.5	3.5
안정성(%)					
부채비율	212.1	209.6	328.8	312.3	280.0
Net debt/Equity	54.9	48.3	114.6	109.4	91.9
Net debt/EBITDA	113.9	134.8	321.7	319.0	244.4
유동비율	95.5	91.3	68.4	74.0	83.8
이자보상배율(배)	7.1	3.4	4.1	4.3	6.2
자산구조(%)					
투자자본	60.7	60.8	68.0	69.7	69.6
현금+투자자산	39.3	39.2	32.0	30.3	30.4
자본구조(%)					
차입금	54.5	52.8	64.0	62.1	58.6
자기자본	45.5	47.2	36.0	37.9	41.4

진에어 (272450)

통합 LCC 모멘텀 여전히 유효



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

Buy (유지)

목표주가(하향): 12,000원

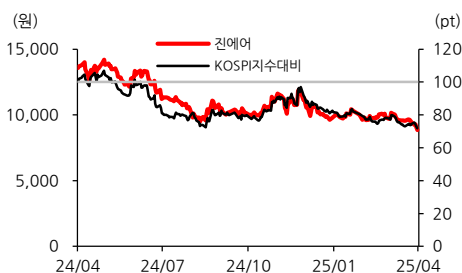
현재 주가(4/4)	9,250 원
상승여력	▲ 29.7%
시가총액	4,829 억원
발행주식수	52,200 천주
52 주 최고가 / 최저가	14,200 / 8,840 원
90 일 일평균 거래대금	16.16 억원
외국인 지분율	4.3%
주주 구성	
대한항공 (외 4 인)	54.9%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
진에어우리스주 (외 1 인)	1.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.7	-6.2	-7.7	-31.8
상대수익률(KOSPI)	-2.2	-7.1	-3.6	-21.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,277	1,461	1,449	1,514
영업이익	182	163	145	159
EBITDA	273	261	255	275
지배주주순이익	134	96	76	85
EPS	2,564	1,857	1,481	1,657
순차입금	-85	-165	-248	-360
PER	6.2	0.0	6.2	5.6
PBR	5.8	0.0	1.6	1.2
EV/EBITDA	2.8	-0.6	0.9	0.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	112.5	51.2	28.3	24.4

주가 추이



1Q25 Preview: 운임 하락 등으로 시장 기대 하회

연말 여객기 사고 여파가 동사에도 일부 있었던 것으로 추정된다. 경쟁사 공급 축소 기간 동사는 오히려 일부 증편 등 공급 확대가 있었지만 모객은 공급 증가대비 소폭 부진했던 것으로 보인다. 이에 따른 국제선 여객 운임 하락도 불가피했다. 우리는 동사의 1분기 매출액과 영업이익을 각각 4,033억원, 574억원으로 추정한다. 영업이익 기준 컨센서스 668억원을 하회했을 것으로 보인다.

통합 LCC 모멘텀 여전히 유효

동사 밸류에이션은 여전히 저평가되어있다. 통합 LCC 모멘텀도 여전히 유효하다는 판단이다. 대한항공의 아시아나항공 인수 PMI 기본 대전제는 중북 계열사간 통합시 매출액의 규모가 더 큰 회사를 중심으로 통합한다는 방침이다. 이에 따라 아시아나항공이 보유한 에어서울 및 에어부산을 진에어를 거점으로 통합할 전망이다. 기단의 규모는 LCC 중 가장 커질 것으로 예상되며, 중북 노선 통폐합 및 협상력 상승에 따른 비용 절감 효과까지 기대할 수 있겠다.

투자의견 및 목표주가를 각각 Buy, 12천원으로 하향 조정

여객 운임의 추가적인 하향 안정화가 예상된다. 올해 연휴가 유독 많은 부분은 사실이나, 소비자들의 FSC 선호 및 전년 대비 부진한 경기 흐름을 고려했을 때 운임 하락이 불가피할 전망이다. 이런 부분들을 반영해 실적 추정치를 하향 조정, 목표주가를 12천원으로 내린다. 다만 언급한 것처럼 FSC 및 LCC 통합의 수혜를 받을 수 있다. 진에어는 지난 주주총회에서 자본준비금을 감액해 일부를 이익잉여금으로 전입하고 결손금을 보전하는 안건을 처리했다. 재무건전성 확보를 통해 통합 LCC를 위한 밑작업을 진행 중인 것으로 보인다. 순현금 상태의 유일한 LCC다. 밸류에이션 매력에 돋보이는 구간이다.

[표 11] 진에어 EV/EBITDA Valuation

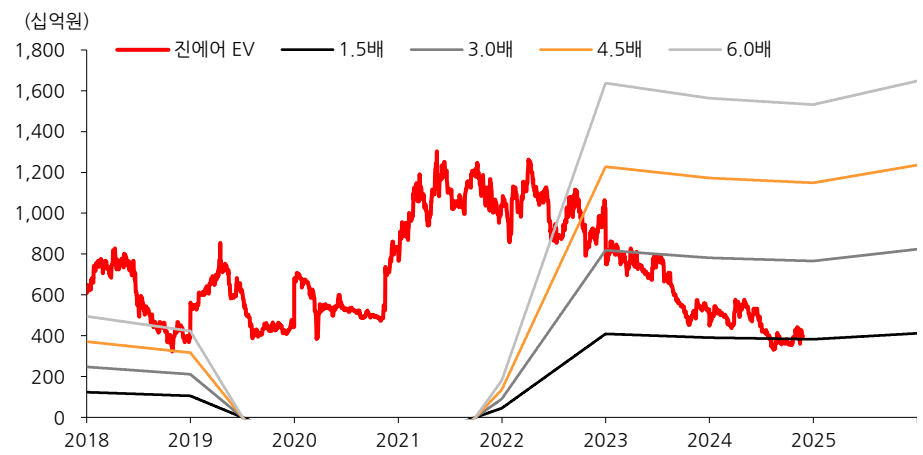
(단위: 십억원, 천주, 원, %, 배)

EV/EBITDA Valuation	2025E
EBITDA	255
Target EV/EBITDA	1.5
적정 EV	383
신종자본증권	
순차입금	-248
우선주시가총액	
보통주적정시가총액	631
유통주식수	51,534
적정주가	12,242
목표주가	12,000
현재주가	9,250
상승여력	30%

주: 4/4일 종가 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림 65] 진에어 12mth Fwd EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표12] 진에어 세부 영업 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	2018	2019	2023	2024E	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	1,011	910	1,277	1,461	1,449	1,514	430	308	365	358	403	343	378	325
국내선	167	171	286	265	242	234	58	73	69	65	47	68	63	63
ASK(mn)	1,466	1,504	1,887	1,794	1,715	1,715	417	467	472	438	328	481	453	453
RPK(mn)	1,365	1,395	1,656	1,544	1,457	1,457	355	412	405	372	279	409	385	385
L/F(%)	93%	93%	88%	86%	85%	85%	85%	88%	86%	85%	85%	85%	85%	85%
Yield(원/RPK)	123	123	172	172	166	161	163	178	171	174	169	166	165	164
국제선	784	675	910	1,102	1,111	1,179	348	214	271	269	329	252	289	241
ASK(mn)	13,515	13,227	10,743	12,708	13,826	14,285	3,454	2,750	3,201	3,303	3,981	3,208	3,578	3,059
RPK(mn)	11,358	11,117	9,423	11,362	12,096	12,581	3,144	2,438	2,807	2,973	3,495	2,791	3,149	2,661
L/F(%)	84%	84%	88%	89%	87%	88%	91%	89%	88%	90%	88%	87%	88%	87%
Yield(원/RPK)	69	61	97	97	92	94	111	88	97	90	94	90	92	90
기타	60	64	81	94	97	101	24	21	24	25	27	23	25	22
영업비용	948	959	1,095	1,298	1,304	1,355	332	307	324	335	346	317	334	307
연료유류비	297	278	376	435	455	441	113	104	110	107	126	110	117	102
항공유단가(\$/bbl)	85	80	105	95	87	0	103	99	92	89	89	88	87	86
사용량(kbbl)	3,032	2,844	2,519	2,988	3,075	0	766	691	775	757	834	739	799	703
인건비	133	141	169	188	198	202	46	43	45	54	47	49	50	52
기타	518	540	550	675	651	712	173	160	169	174	173	158	167	153
영업이익	63	-49	182	163	145	159	98	1	40	24	57	26	43	18
OPM-(%)	6.2%	-5.4%	14.3%	11.2%	10.0%	10.5%	22.9%	0.3%	11.0%	6.6%	14.2%	7.7%	11.5%	5.7%
EBITDA	83	71	273	261	255	275	121	25	65	50	85	54	71	46
EBITDA M-(%)	8.2%	7.7%	21.4%	17.8%	17.6%	18.1%	28.1%	8.0%	17.9%	13.9%	21.0%	15.7%	18.7%	14.1%

자료: 진에어, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	593	1,277	1,461	1,449	1,514
매출총이익	-9	280	282	274	287
영업이익	-67	182	163	145	159
EBITDA	30	273	261	255	275
순이자손익	-13	-5	-1	-3	-3
외화관련손익	-18	-4	-39	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-90	174	123	97	108
당기순이익	-64	134	96	76	85
지배주주순이익	-64	134	96	76	85
증가율(%)					
매출액	69.0	115.2	14.4	-0.8	4.5
영업이익	적전	흑전	-10.5	-10.9	9.7
EBITDA	54.5	800.8	-4.5	-2.0	7.5
순이익	적전	흑전	-28.5	-20.2	11.8
이익률(%)					
매출총이익률	-1.5	21.9	19.3	18.9	18.9
영업이익률	-11.3	14.3	11.2	10.0	10.5
EBITDA 이익률	5.1	21.4	17.8	17.6	18.1
세전이익률	-15.2	13.6	8.4	6.7	7.2
순이익률	-10.7	10.5	6.5	5.3	5.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	176	417	329	85	111
당기순이익	-64	134	96	76	85
자산상각비	98	91	97	110	115
운전자본증감	138	59	-28	0	16
매출채권 감소(증가)	-31	-7	-2	10	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	1	0	0
매입채무 증가(감소)	5	9	-2	-22	6
투자현금흐름	-14	-219	-113	-17	-14
유형자산처분(취득)	0	-1	0	0	0
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-1	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-11	-222	-102	-19	-19
재무현금흐름	-131	-224	-131	0	0
차입금의 증가(감소)	-98	-139	-109	0	0
자본의 증가(감소)	-4	-5	0	0	0
배당금의 지급	-4	-5	0	0	0
총현금흐름	36	355	351	85	95
(-)운전자본증가(감소)	-146	-106	-76	0	-16
(-)설비투자	0	1	0	0	0
(+)자산매각	-1	-2	-1	-2	-2
Free Cash Flow	181	459	426	83	108
(-)기타투자	10	42	114	-4	-7
잉여현금	172	417	311	87	116
NOPLAT	-49	140	127	114	125
(+) Dep	98	91	97	110	115
(-)운전자본투자	-146	-106	-76	0	-16
(-)Capex	0	1	0	0	0
OpFCF	195	336	301	224	257

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	275	492	681	759	878
현금성자산	229	418	592	679	795
매출채권	35	50	56	45	47
재고자산	1	2	1	1	1
비유동자산	483	460	546	543	537
투자자산	480	457	542	538	531
유형자산	0	1	1	1	0
무형자산	2	3	3	4	6
자산총계	758	952	1,227	1,302	1,415
유동부채	392	487	583	624	645
매입채무	115	159	160	138	144
유동성이자부채	140	102	106	156	158
비유동부채	271	323	413	371	377
비유동이자부채	255	232	321	275	278
부채총계	663	809	996	995	1,022
자본금	52	52	52	52	52
자본잉여금	297	296	296	296	296
이익잉여금	-305	-195	-107	-30	55
자본조정	51	-11	-10	-11	-11
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
자본총계	95	143	231	307	393

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-1,217	2,564	1,857	1,481	1,657
BPS	1,819	2,739	4,430	5,891	7,526
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	695	6,807	6,724	1,636	1,814
ROA(%)	-9.3	15.7	8.8	6.0	6.3
ROE(%)	-47.5	112.5	51.2	28.3	24.4
ROIC(%)	-16.6	89.7	270.0	320.9	699.9
Multiples(x, %)					
PER	-13.5	6.2	0.0	6.2	5.6
PBR	9.0	5.8	0.0	1.6	1.2
PSR	1.4	0.7	0.0	0.3	0.3
PCR	23.7	2.4	0.0	5.7	5.1
EV/EBITDA	33.8	2.8	-0.6	0.9	0.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	698.2	566.0	430.6	323.5	260.1
Net debt/Equity	175.1	-59.5	-71.2	-80.6	-91.5
Net debt/EBITDA	548.8	-31.2	-63.2	-97.1	-131.0
유동비율	70.1	101.1	116.8	121.6	136.2
이자보상배율(배)	n/a	10.7	7.2	5.4	6.0
자산구조(%)					
투하자본	26.7	5.9	3.4	2.5	0.3
현금+투자자산	73.3	94.1	96.6	97.5	99.7
자본구조(%)					
차입금	80.6	70.0	64.9	58.4	52.6
자기자본	19.4	30.0	35.1	41.6	47.4

[Compliance Notice]

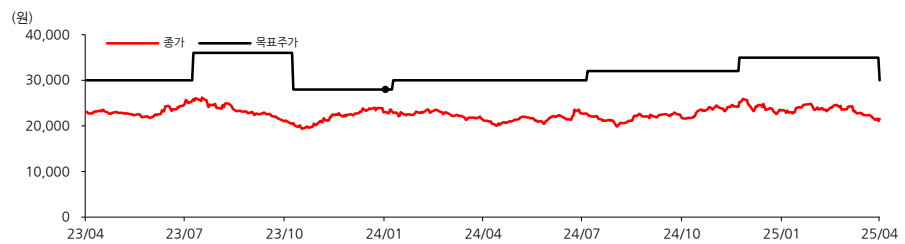
(공표일: 2025년 4월 4일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 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 종목을 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]

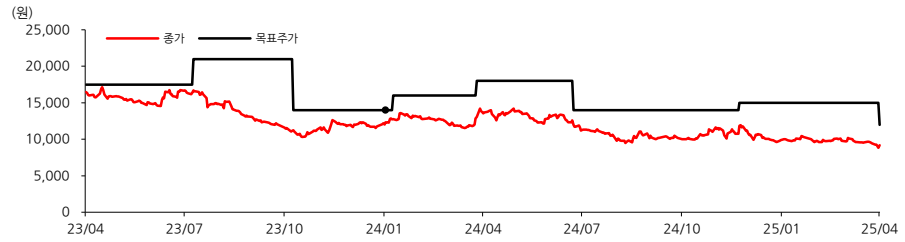
일 시	2016.08.12	2023.04.10	2023.06.09	2023.07.12	2023.07.20	2023.10.12
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		30,000	30,000	36,000	36,000	28,000
일 시	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.12	2024.06.28	2024.07.09	2024.07.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	28,000	28,000	30,000	30,000	32,000	32,000
일 시	2024.08.08	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.26	2024.11.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	32,000	32,000	32,000	32,000	35,000	35,000
일 시	2024.12.11	2024.12.27	2025.01.24	2025.02.10	2025.02.28	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2025.04.04					
투자의견	Buy					
목표가격	30,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-32.44	-25.86
2025.04.04	Buy	30,000		

[진에어 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	투자 의견	목표 가격
2023.04.10	Hold	17,500
2023.06.09	Hold	17,500
2023.07.12	Buy	21,000
2023.07.20	Buy	21,000
2023.10.12	Buy	14,000
2024.01.12	Buy	16,000
일 시	투자 의견	목표 가격
2024.03.29	Buy	18,000
2024.04.26	Buy	18,000
2024.05.31	Buy	18,000
2024.06.26	Hold	14,000
2024.11.26	Buy	15,000
2025.04.04	Buy	12,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.07.12	Buy	21,000	-34.39	-20.48
2023.10.12	Buy	14,000	-16.66	-8.21
2024.01.12	Buy	16,000	-21.44	-14.94
2024.03.29	Buy	18,000	-26.67	-21.11
2024.06.26	Hold	14,000	-24.01	-14.29
2024.11.26	Buy	15,000	-33.20	-20.40
2025.04.04	Buy	12,000		

[종목 투자 등급]

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 추정치에 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 투자 등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 3월 31일)

투자 등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%