

2010년 4월 16일

대한항공 (003490)

BUY

FLY, Higher!

✓ 인천 공항 - 동북아의 허브로 우뚝 서다.

동북아 3대 국제공항으로서 나머지 두 공항보다 많은 노선, 저렴한 가격, 신속한 서비스를 갖춘 인천 공항은 환승률, 환적률을 점점 높여가며 허브 공항으로서의 입지를 강화해가고 있다. 글로벌 경제위기로 외국 항공사의 비중이 작아짐에 따라 인천 공항의 성장은 동사의 이익 신장에 기여할 것이다.

✓ 굳건해진 동사의 마켓쉐어 - 위기의 아시아나항공, 무너진 JAL

동사는 공격적인 항공기 투자 확대로 '위기의 아시아나항공'의 마켓 쉐어를 잠식할 것으로 보인다. 아시아나항공 대비 동사의 노선 및 항공기에 대한 투자는 두 회사간의 격차를 더 벌이고 있다. 또, 올해 1월 일본의 대표항공사 JAL이 파산하면서, 50여 개의 노선을 축소할 것으로 밝혔다. 이 같은 JAL의 경쟁력 약화는 미주노선에 집중하고 있는 동사의 미주 장악력을 강화시킬 전망이다.

✓ 당분간 유가나 환율의 급등은 없을 것으로 예상된다

유가는 늘어난 수요 이상으로 공급이 늘어나 재고량이 증가 추세에 있는 등 WTI유가 기준 85달러/배럴의 안정적 수치를 유지할 것으로 보인다. 환율의 경우 달러화가 장기적으로 약세추세에 있고 원화 강세 요인으로 인하여 하락하고 있다. 미국의 금리 인상이 예상되는 하반기부터 안정을 이루는 하락안정세가 예측된다. 비록 한치 앞을 내다보기 힘들지만 당분간 급등 요소는 없는 것으로 분석되고, 이러한 전망 하에서 유가나 환율은 당분간 동사에 리스크로 작용하지 않을 것이다.

적정주가:

81,900원

현재주가:

67,500원 (4/16 기준)

상승여력: 21%

시가총액 48,580억원

ROE 18.63%

ROA 3.59%

영업이익률 3.58%

배당수익률 -

P/E Ratio 8.04

P/B Ratio 1.50

주요주주:

(주) 한진 (9.9%)

조양호 (9.63%)



SMIC 리서치 4팀

팀장 이찬우

팀원 김서윤

심미경

원철진

최강휘

I. 산업분석: 지금은 항공업에 주목할 때

경기에 민감하게 반응:
 턴어라운드로 화물/여
 객 수요 빠르게 증가

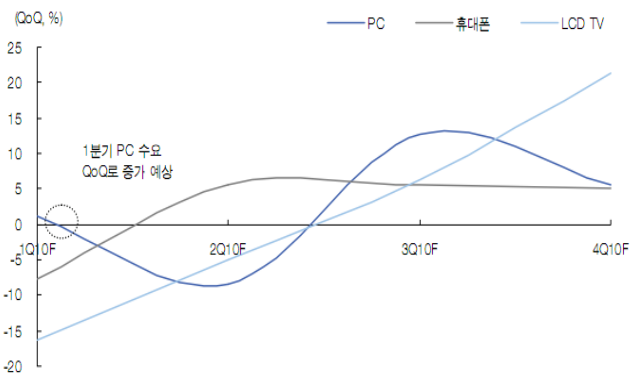
항공운송 산업은 세계와 국내 경기 변동에 민감하게 반응한다. 2008년 하반기 세계 경 제침체로 인해 소비가 위축되어 여객 수요가 크게 감소했고, 미국과 유럽의 경기침체로 인해 화물 운송 수요 역시 큰 폭으로 감소했다. 2010년에는 본격적으로 세계 경기가 회 복됨에 따라 여행수요가 회복된 것은 물론이고, 중국/ 북미/ 유럽지역을 중심으로 LCD, 반도체, 휴대폰 등의 IT 제품의 수출물량이 증가함에 따라 화물수요 역시 빠르게 회복 될 것이라 예상된다. 유가와 환율의 안정 추세도 항공 수요 증가에 한 몫 할 것이다.

표1. 2010년 거시경제 예측

	단위	2009년			2010년		
		상반기	하반기	연간	상반기	하반기	연간
경제성장률	%	-3.2	3.4	0.2	6.0	2.9	4.3
민간소비	%	-2.6	3.1	0.2	4.3	2.0	3.1
고정투자	%	-5.1	0.7	-2.1	5.5	3.2	4.2
설비	%	-19.5	-2.2	-11.1	11.0	5.7	8.2
총수출	%	-7.0	3.0	-2.1	10.8	6.3	8.0
총수입	%	-15.9	-2.6	-9.4	13.3	10.0	12.5
실업률	%	3.8	3.6	3.7	3.5	3.4	3.4
수출	억 달러	1653	1975	3627	1984	2170	4153
수입	억 달러	1451	1789	3240	1841	2107	3947

출처: SERI

그림 1. 분기별 PC/ 휴대폰/ LCD TV 수요 증감율 예측



출처: Gartner, HMC투자증권

표2. 항공 수요 예상

발표기관	발표기준	2010년	2011년
국제민간항공기구(ICAO)	RPK	3.3%	5.5%
	여객수	4.5%	5.7%
국제항공운송협회(IATA)	FTK	7.0%	-
	RTK	5.2%	-
세계공항협회(ACI)	여객수	5.4%	-
	FTK	6.4%	-
국토해양부	여객수요	9.7%	-
	화물수요	13.0%	-

출처: ICAO, IATA, ACI, 국토해양부, Research Team 4

항공 수요는 2010년 이후 본격적으로 회복될 전망이다

ICAO와 IATA는 여객 수요가 2010년에 3% 중반 그리고 2011년에는 5% 후반대로 성장하리라 예상하고 있고, 국토해양부는 2010년에 9.7%의 급격한 회복을 전망하고 있다. 출국자수가 최대였던 2007년에 비교해볼 때, 2010년 1분기의 출국자수는 완전히 회복되었다고 보기 힘들다. 환율 하향안정세와 경기회복을 고려하면 2011년에는 더 높은 항공수요를 예상할 수 있다. IATA에 따르면 화물수요는 전년 대비 12% 증가하여 2008년 수준을 회복할 것이라 전망되고, 국토해양부는 이보다 많은 13.5% 증가를 예상하고 있다.

아시아를 주목하라

BCG의 분석에 따르면, 어느 국가의 GDP가 15,000달러를 넘어서면서 출국 수요가 장거리를 중심으로 늘어난다고 한다. 이에 따라 한국을 비롯해 중국, 인도 등의 아시아 국가들의 여객 수요는 유럽이나 미국 등의 선진국에 비해 크게 성장할 잠재력이 충분하다고 할 수 있다. 또한 한국/중국/대만 등에서 생산되는 IT제품을 실어 나르는 화물수요의 증가까지 겹쳐져 아시아의 항공사들이 특히 주목 받고 있다. 국제민간항공기구(ICAO)에 따르면, 2025년까지 아시아 항공시장의 여객과 화물 수요는 각각 연평균 5.8%, 8.0%의 성장세가 예상된다고 한다.

다수의 여객수요증가 요인이 존재: 신종플루, 무비자입국, 대체휴일

2010년에는 경기회복 이외에도 여객수요가 증가할 만한 요인이 다수 존재한다. **첫째**, 2009년 여행수요를 압박했던 **신종플루**의 위협으로 이연된 항공여객수요가 본격화 될 것이다. **둘째**, 중국과의 상호 단기적 **무비자 입국** 허용이 무산되는 분위기지만, 한·중 방문의 해 그리고 비자간소화 움직임으로 볼 때 한국과 중국 사이의 여행수요 증가가 기대된다. **셋째**, **대체휴일제** 도입으로 휴가 및 공휴일 제도 변경이 있을 경우, 3일 이상의 휴가 증가로 이어져 일본, 중국, 동남아 등의 단거리 관광수요가 증가할 것이다. **넷째**, G20 정상회의, 남아공 월드컵, 상하이엑스포 등 여객수요를 자극할 국제적 행사가 2010년에 열린다. 대체휴일제와 중국과의 무비자 허용의 경우 빠른 시일 내에 시행될 것이라 확신할 수 없는 상황이지만, 장기적으로 볼 때 충분히 시행될 가능성이 있고 이는 여객수요를 자극할 수 있다.

계절적 요인: 항공업은 계절적 특성에 따라 수요가 오르락 내리락 한다

여객 및 화물 운송 수요가 큰 3분기와 4분기에는 높은 수익을 기록하는 반면, 나머지 시기에는 다소 부진하다. 항공사 입장에서는 이와 같은 비수기에 대비해 적절한 수요증다변화가 필요하다. 최근 대형 항공사를 중심으로 환승객 유치를 통해 비수기에도 안정적인 수익을 보이고 있다. 이에 대해 뒤에서 자세히 다루려 한다.

자본 집약적인 특성상 높은 진입장벽

항공기 확보와 주기적으로 항공기 교체 및 정비를 위해 대단위 자본을 투자해야 하고, 취항하는 공항에 각종 시설을 설치해야 한다는 점에서 볼 때 자본집약적 산업이다. 이에 따른 막대한 고정비는 항공산업의 불황기와 유가 상승으로 인해 원가 부담이 가중되는 시기에 항공사의 지속적인 영업을 어렵게 하기도 한다.

높은 진입장벽으로 인해 5년 전 까지만 해도 우리나라에는 동사와 아시아나항공 이라는 2개의 큰 항공사만이 존재했다. 그리고 현재는 제주항공, 에어부산, 진에어, 이스타항공 등 4개의 저가항공사가 틈새시장이라 할 수 있는 국내선과 단거리 국제선을 운행

하고 있을 뿐이다.

노선! 규모의 효과: 항공업의 KSF

항공사의 key Success Factor로 노선의 규모를 꼽을 수 있다. 얼마나 많은 노선을 확보하고 있느냐는 고객이 목적지에 도착할 수 있는 대안이 많아지는 것을 의미한다. 즉, 고객은 대안들 중 원하는 시간에, 얼마나 시간 효율적으로, 그리고 저렴한 가격에 도착할 수 있느냐에 부합하는 항공편을 선택할 수 있게 된다. 다르게 표현하자면, 여행사는 항공사를 선택하는 것이 아니라 '노선'을 선택해 고객들에게 판매하는 것이다.

신용상태의 중요성: 항공기를 도입하기 위한 거대 자본을 차입한다

항공기의 대당 가격은 2억달러에서 많게는 3억달러에 이르기 때문에 항공기 도입 시 금융리스 또는 운용리스가 사용된다. 금융리스는 대규모의 자본을 차입하는 것이므로 항공사의 신용등급과 금리(주로 LIBOR에 연동되며 프리미엄이 붙는 형태)가 매우 중요하다. 재무위기가 있을 경우 급격하게 조달비용이 증가하여 항공기 도입에 어려움을 겪을 수 있다. 그리고 차입을 통해 항공기를 도입하는 항공사의 특성상 우량한 항공사라도 부채비율이 300%-400%에 이르기도 한다.

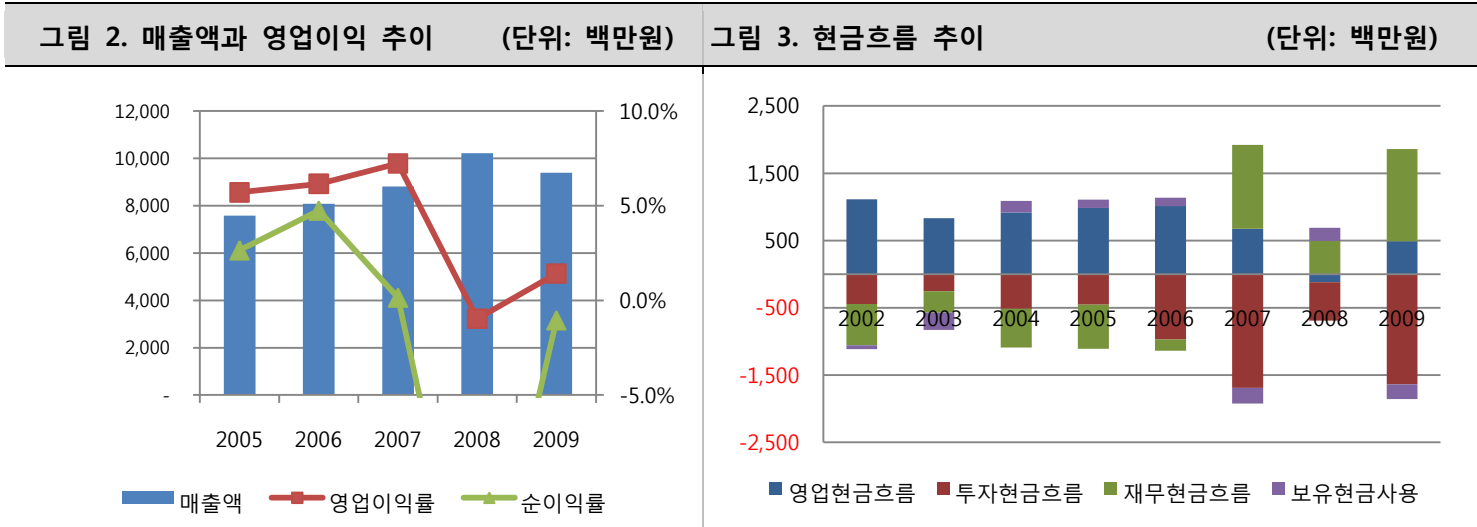
환율과 유가

무엇보다 항공사의 성장과 수익성에 지대한 영향을 미치는 것은 환율과 유가이다. Risk & Issue 부분에서 각각에 대해 다루었다.

II. 기업분석: 대한항공에 대해 알아보자!

대한항공은?

동사는 1962년 설립되었고 1969년에 민영화되었으며, 2010년 2월 기준으로 127대의 항공기를 보유(여객: 105 대, 화물: 22 대)하고 있는 대한민국 최초 그리고 최대의 항공사이다. 국내선과 국제선을 합쳐 39개국 117개 도시(국내 13개, 해외 38개국 104개 도시)를 운항하고 있으며 항공사 글로벌 얼라이언스 중 하나인 스카이팀(Sky Team)에 소속되어 있다. (주)한진, 한진해운, 한국공항 등 35개 회사로 구성된 한진그룹에 속해있다.



출처: 대한항공, Research Team 4

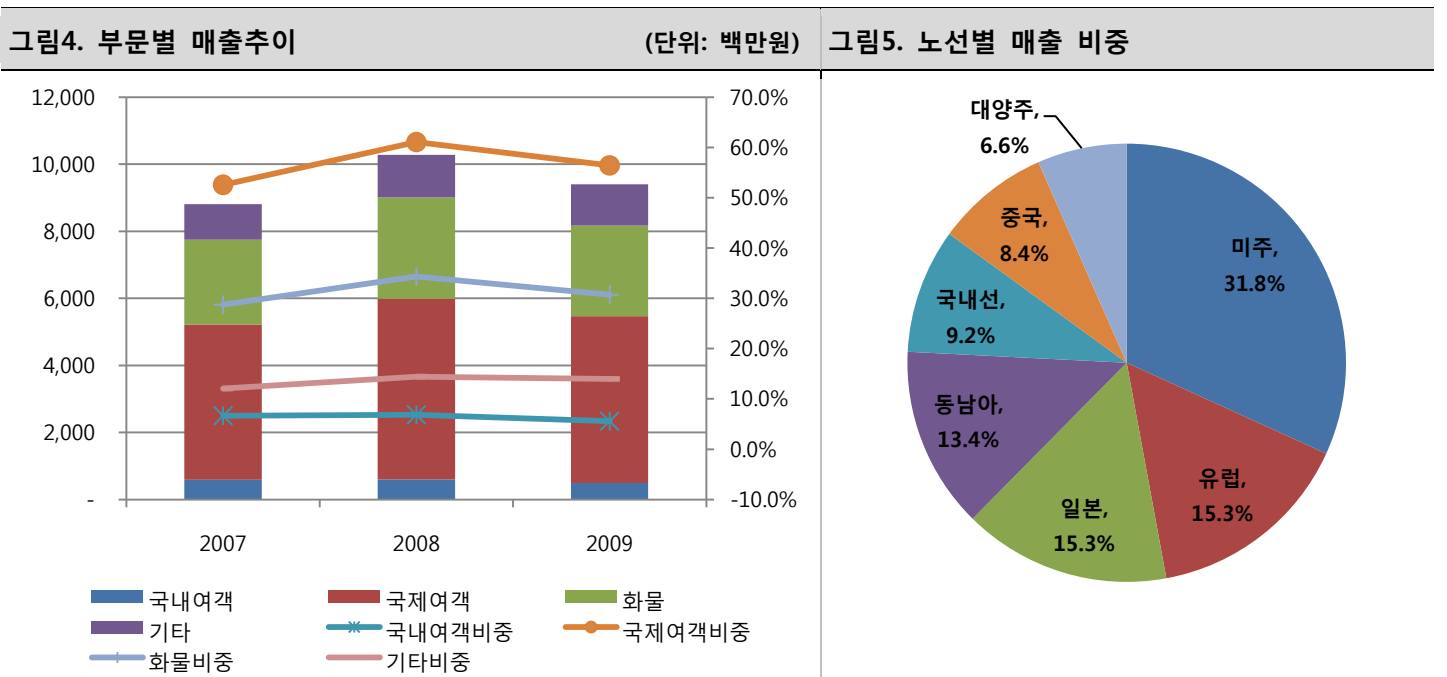
출처: 대한항공

BM(여객/ 화물/ 기타) 과 각 부분별 매출 비중 추이

동사의 사업은 크게 항공운송사업(여객/화물)과 기타사업(항공우주/ 기내식 및 기내판매/ 호텔 등)으로 나눌 수 있다. 이 중 국내와 국제여객 부문이 2009년 기준으로 약 5.2%와 52.9%로 매출에서 차지하는 비중이 가장 크고, 화물 운송은 약 28.8% 정도를 차지하고 있다.

주력 노선: 미주노선 위주, 국내선 미약

여객의 경우 미주와 구주로 대표되는 장거리 비중이 높고 중국, 일본, 동남아 등의 단거리 비중은 다소 낮은 편이다. 비자면제 및 엔고 그리고 경제교류로 수요가 증가하고 있는 미주, 일본, 그리고 CIS 노선을 증가시키고 있다. 화물을 노선 별로 살펴보면 역시 미주와 구주 비중이 70% 이상으로 압도적이다.



출처: 대한항공, Research Team 4

출처: 대한항공, Research Team 4

화물 운송부문의 시장 지배력은 더욱 강화될 것이다

동사는 국내뿐만 아니라 중국, 동남아지역에서 생산된 제품도 인천공항을 통해 미국과 유럽으로 수송하며 화물 운송량(FTK) 세계 1위로 도약했다. 2000년 초 성수기 이후 싱가포르항공과 케세이퍼시픽 등의 아시아 항공사들이 화물기를 증가시키면서 수익성이 악화되기도 했지만, 이 후에 경쟁사들이 화물기를 줄이거나 미주노선까지 커버할 수 없는 수준에 그침에 따라서 동사의 화물 수송 부문 시장장악력은 더욱 강해졌다. 또한 여객기보다 무거운 화물기의 특성상 직항 수송거리가 여객기보다 짧기 때문에, 지리적 이점을 갖고 있는 인천공항을 주무대로 하는 동사의 화물 수송은 더욱 경쟁력을 가질 수 있다.

재무분석

부채비율은 왜 이리 높은가: 금리가 낮은 시점에 대량의 차입을 통한 항공기 도입

2007년까지 200%대를 유지하던 부채비율이 2009년 12월 말 기준 453%에 이르렀다. 이는 2008년, 항공기 현대화 및 효율화 계획을 갖고 있던 동사가 금리가 낮은 시점에 대량의 차입(금융리스)을 통해 공격적으로 항공기를 도입했기 때문이다. 또한 환율 급상승으로 외환환산손실이 2조원에 이르렀기 때문에 자본이 상당수 잠식당한 점 역시 작용했다. 그리고 동사는 직접구매/금융리스를 통한 항공기 보유비율이 80%에 이르기 때문에 부채비율이 근본적으로 높은 점도 감안해야 한다.

과도한 차입에 대한 우려는 없다

동사의 장·단기 차입금(금융리스, 사채포함)은 2009년 말 기준으로 약 11조원에 이르며, 차입금의존도는 65% 정도로 높은 편이다. 만기가 돌아오는 사채와 차입금에 대해서 동사는 채권발행과 금융기관 차입을 통해서 대응해가고 있다. 동사는 신용등급이 A0로 양호하기 때문에 5.8%~7.4% 정도의 고정된 금리와 3M LIBOR에 연동된 비교적 낮은 금리를 적용 받고 있다. 따라서 많은 차입금에 비해 이자부담이 그리 막대하지 않고, 미래의 자금조달에도 큰 무리가 없다고 판단된다. 오히려 최근 3년 사이에 신용등급은 A-에서 A0로 상향 조정되었다. 금리 조건이 크게 변하지 않는 상태에서의 롤오버(채무 연장)에도 전혀 문제가 없다. 또한 영업을 통한 안정적인 현금흐름을 바탕으로 과도한 차입에 대한 우려는 줄어들 것이라 예상된다.

그림6. 부채비율과 금융리스

(단위: 백만원)

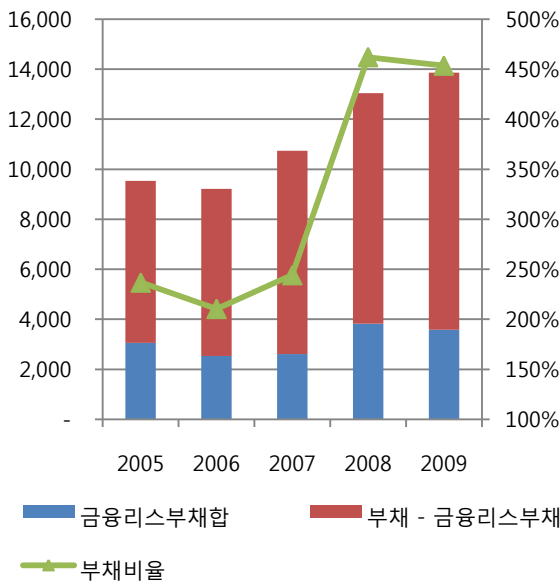


표3. 신규 취항과 노선 확대

일시	신규 취항과 노선 확대 내용
2008년 6월	인천~뮌헨 신규 취항
	인천~상파울루 재취항(6월 2일) 등 잇달아 장거리 노선 확장
2008년 9월	우즈베키스탄 타슈켄트 신규 취항
	이스라엘 텔아비브 취항
2008년 12월	김포~오사카 직항편 취항
	이탈리아 밀라노 신규 취항
	인천~오사카~괌 노선 개설
2009년 5월	인천~나보이~브뤼셀 항공화물노선 신설
	인천~시안 노선 취항
2009년 6월	인천~무단장 노선 취항
	인천~시즈오카 노선 취항
2009년 7월	우즈베크항공과 인천~타슈켄트 노선 공동운항 확대
2009년 11월	美 알래스카 항공과 공동운항 확대

출처: 대한항공, Research Team 4

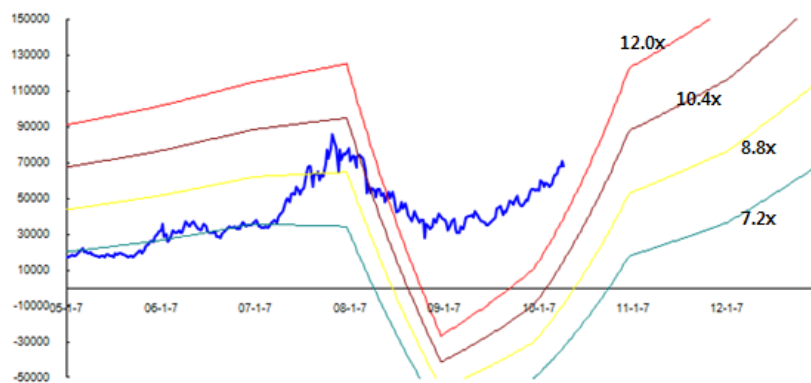
출처: 대한항공, Research Team 4

III. 본격적으로 들어가기에 앞서

동사의 주가흐름과 가장 유사한 EV/EBITDA를 이용해 벨류에이션 하였다.

항공주는 경기, 유가, 환율 등에 매우 민감하기 때문에 거시변수에 따라서 주가가 사이클을 보인다. 따라서 경기가 바닥일 때 또는 유가와 환율이 고점이라 생각이 들 때가 투자시점이라 생각할 수 있다. 실적이 개선되기 전에 주가는 급등하는데 지금이 그러한 시점이라 생각된다. 또한 현재의 주가 수준은 과거 EV/EBITDA 추세와 비교해볼 때 밴드의 상단에 위치해있으므로 이미 상승할 만큼 상승한 것이 아니냐고 생각할 수 있다.

최대 실적을 기록하며 주가가 급등했던 2007년(EV/EBITDA 9.43x)과 동사의 2010년을 비교해봄으로써 현재 주가를 정당화하고 앞으로의 상승여력을 평가해보려 한다.



<출처: Quantwise>

2007년은 1) 수요가 지속적으로 상승하여 국내 출국자 수가 최고치를 기록한 해 2) IMF 사태 이후 9년 만에 처음으로 원/달러 환율이 최저점인 929원까지 하락 3) 인천공항과의 협력을 통해 성장에 대한 기대감이 주가에 반영된 해라고 할 수 있다.

2010년은 1) 출국자 수요의 회복기간으로 2007년에 비해 출국자수가 적지만, 고 환율과 신종플루에 따른 이연수요 뿐만 아니라 다수의 수요성장 요인이 존재 2) 인천공항이 동북아 허브공항으로 성장이 확인됨에 따라 동사가 직접적인 수혜를 보고 있고, 환승수요 확보로 계절적·경기적 비수기에도 높은 탑승률을 유지 3) 아시아나와 JAL과 같은 경쟁사의 부진에 따른 반사이익 4) 국내 발 해외 여행 수요에 의존하던 경향에서 벗어나 화물 부문이 경기회복과 함께 빠른 증가세를 보이고 있음 5) 2007년 수준의 환율은 아니지만 점차 하향 안정화될 것이라는 예측 6) 유가 또한 급등의 염려는 존재하지 않는 점으로 요약할 수 있다.

2007년에는 경기/유가/환율이라는 거시경제변수 3종 세트에 실적이 크게 흔들리는 상황에 놓여있었던데 반해, 동사의 2010년은 위협적인 변수들로부터의 부담이 완화된 상태라 할 수 있다. 또한 2010년 안에 경기가 갑작스레 나빠질 것이라 전망하는 것은 다소 무리가 있다. 2010년 예상 EBITDA를 기준으로 한 EV/EBITDA는 9.24x로 2007년보다 오히려 저평가된 상태이다. 2007년 대비 프리미엄 또는 최소한 그 정도 수준의 벨류에이션이 필요하다.

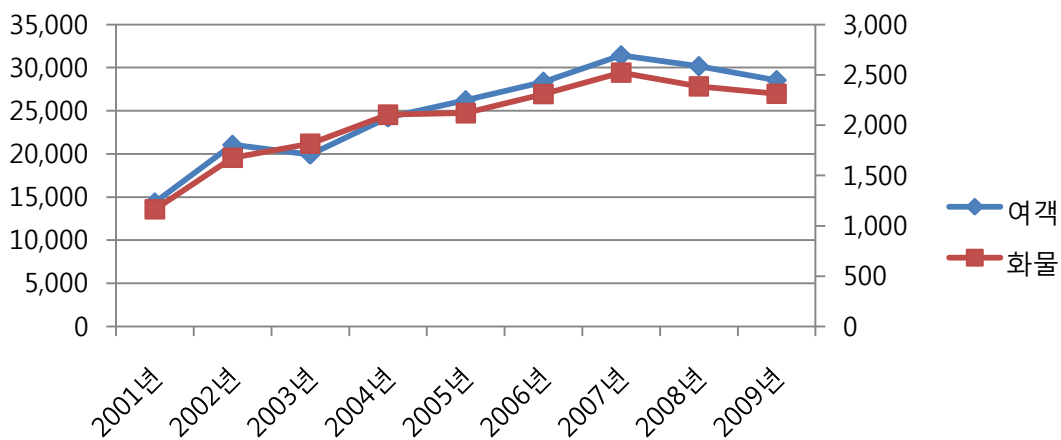
IV. 투자포인트1 인천 국제공항의 성장- 동북아 허브 공항으로 도약

대한민국을 대표하는
인천 국제 공항!

인천 국제공항은 국제 공항협의회(ACI)에서 매년 실시하는 세계 공항서비스 평가에서 2005년부터 2009년까지 5년 연속으로 세계 1위를 차지한 명실공히 한국을 대표하는 공항이다. 2001년 개항 후 세계 TOP3 규모의 면세점을 갖추고 있고, 국제화물량 세계 2위, 국제여객수 세계 12위까지 성장하였다. 지속적으로 여객, 화물 터미널 및 비행기 계류장을 확충하여 항공기 운항과 화물, 여객 운송량이 꾸준히 증가하였으나 글로벌 금융위기와 신종 플루 등의 여파로 2008년, 2009년에는 소폭 감소하였다. 2010년 1분기에는 점차 경기 침체에서 벗어남에 따라 빠른 회복 추세를 보이고 있다.

그림 7 인천공항 여객 및 화물 운송량 추이

(단위: 천톤 / 천명)



출처: 국제공항협회(ACI), Research Team 4

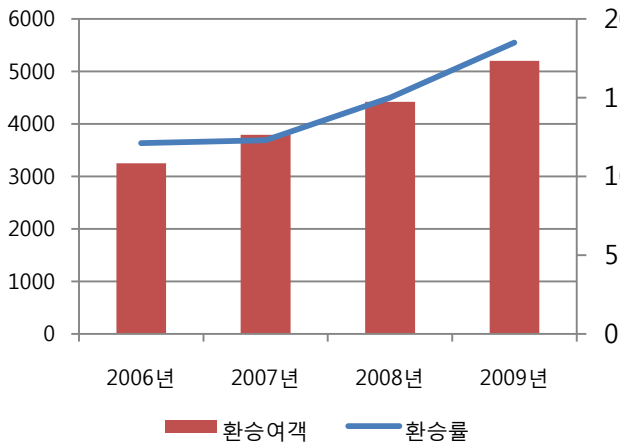
공항공사의 마케팅과 동사의 노선확보 노력으로 환적률, 환승률 상승, 허브공항으로서의 입지가 강화

최근 인천 공항이 동북아시아의 허브로 주목 받는 것은 탄탄한 인천공항의 설비를 바탕으로 한 환적률, 환승률 상승에 있다. 환적률은 2007년에 이미 50%를 기록하였고, 인천국제공항공사의 적극적인 마케팅과 동사의 노선 확보에 힘입어 환승률은 2009년 18.5%까지 상승하였다. 이 수치는 인천 공항과 함께 동북아시아의 3대 국제 공항으로 꼽히는 일본 나리타 공항의 18.2%와 중국 푸둥 공항의 15.4%보다도 높은 수치이다.

탑승률의 상승으로 수익 향상과 비수기에도 안정적인 수요를 낼 수 있다

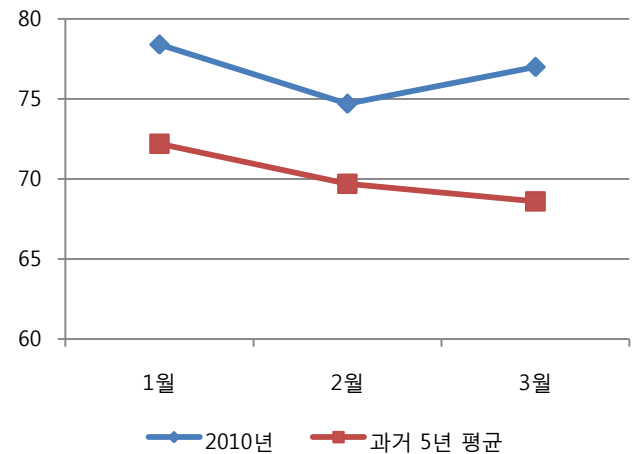
항공업의 호황기였던 2007년과 비교 해서 환율과 유가의 메리트가 없고, 탑승객의 절대적 수에서 차이가 크지 않은 상황에서 올해 달성한 동사의 높은 영업이익의 배경에는 환승률 상승으로 인한 L/F(탑승률) 상승이 있다. 고정비용의 비중이 큰 항공업의 특성상 탑승률 상승에 따른 추가적인 비용부담은 거의 적다. 따라서 탑승률 상승은 매출 증대 뿐만 아니라 수익성 개선을 의미한다. 또한 계절적 비수기나 국내 수요가 적은 상황에서도 안정적인 수요를 확보할 수 있게 한다. 동사의 경우, L/F 1% 상승에 따라 영업이익이 470억 가량 상승한다.

그림 8. 인천공항 환승여객, 환승률 (단위: 천명/ %)



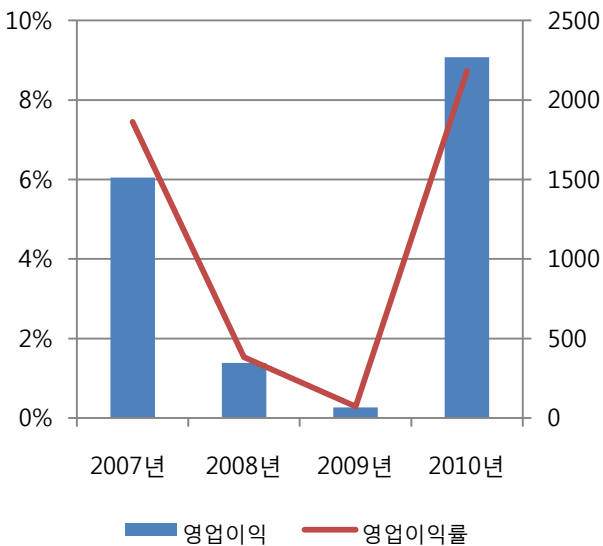
출처: 인천공항, Research Team 4

그림 9. 대한항공 L/F 추이 (단위: %)



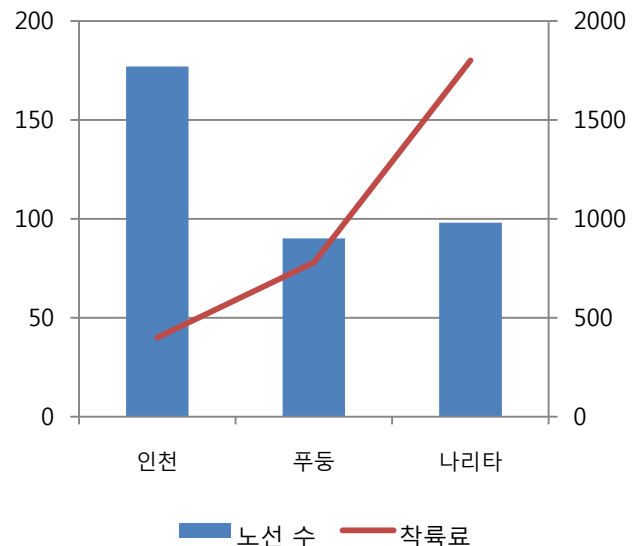
출처: 대한항공, Research Team 4

그림10. 대한항공 1분기 영업이익 및 이익률 (단위: 억)



출처: 인천공항, Research Team 4

그림 11. 동북아공항 노선수, 착륙료 (단위: 개/ 만원)



출처: 대한항공, Research Team 4

인천 공항은 타 공항보다 1) 저렴하고 2) 신속하며 3)노선이 많다!

인천 공항은 항공기 대당 착륙료가 나리타의 1/4, 부산의 1/2에 불과하여 동사에 가격 경쟁력을 부여하고 있다. 또한 두 공항에 비해 2배 가량의 노선을 갖추고 있어 환승이 활성화되기에 더 없이 유리한 조건이라 할 수 있다. 또한 환승 시 수하물을 찾았다가 다시 체크인을 해야 하는 번거로움을 없앤 Through check-in 시스템을 갖추고 있어 시간을 절약할 수 있다. 특히, 나리타 공항은 위치상으로 불리할 뿐 아니라 일본을 대표하는 항공사 JAL의 파산으로 인해 점점 힘을 잃을 것으로 보이기 때문에 당분간 인천 공항은 동북아시아 허브로서의 현재 위치를 유지할 것으로 예상된다.

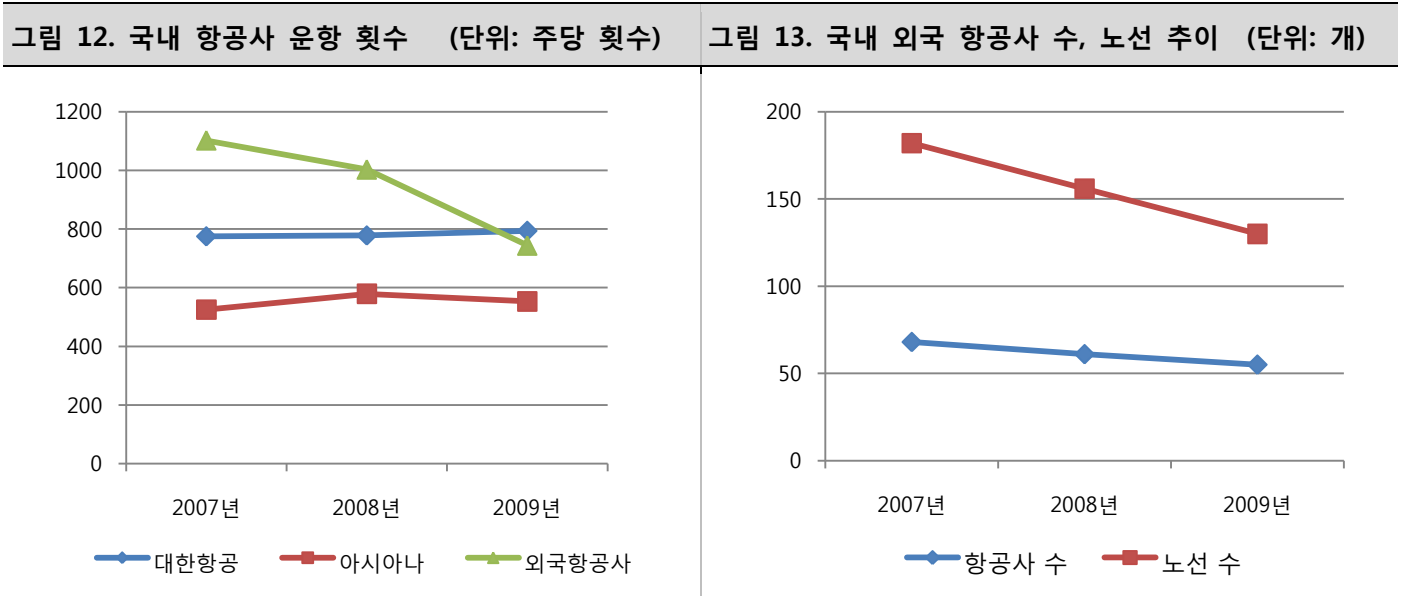
표 4. 인천 공항과 나리타 공항 비교			표 5. 인천 공항의 Through check-in system	
일본 오카야마에서 영국 런던으로 이동			일반 환승절차	인천공항 환승절차
	인천공항, KAL 이용	나리타 공항, JAL 이용	공항 도착	인천공항 도착
			입국 수속	보안검사
이동 시간	13시간 50분	15시간 40분	수하물 찾기	Free time
			세관 통과	
			터미널 이동	
			체크 인	
			보안 검사	
이동 비용	11만 5800엔	18만 5300엔	출국	출국

출처: NHK, Research Team 4

출처: 인천공항, Research Team 4

인천 공항 성장의 최대 수혜자는 대한항공이다.

인천 공항의 성장성은 곧 동사의 매출 신장으로 이어질 것으로 예측되는데, 그 이유는 2008년부터 2009년까지 이어진 글로벌 금융위기 속에서도 동사는 지속적으로 투자를 하면서 노선과 운항 횟수를 유지한 반면 국내에서 운행하는 외국항공사의 숫자와 운항 횟수가 크게 감소하였기 때문이다. 노선과 운항 횟수의 비율에서 동사의 비중이 커지고 있는 상황이므로 동사는 인천 공항의 성장에 가장 큰 수혜자가 될 것으로 예상된다.



출처: 국토해양부, Research Team 4

출처: 국토해양부, Research Team 4

IV. 투자포인트2: 굳건해진 동사의 마켓쉐어 '위기의 아시아나, 무너진 JAL'

1. 위기의 아시아나항공 - 동사의 공격적인 설비투자로 M/S를 잠식한다.

금호그룹의 무리한 대한통운 인수

금호아시아나 그룹은 2008년 대한통운을 인수했다. 인수 당시 조건으로 신주 2,400만 주(전체주식의 60%)에 대한 인수금액으로 4조1,040억원(주당 17만1000원)을 제시하였고, 이 중 6,600억원은 풋백옵션을 발행하여 취득 하였다. 발행 지분은 총 9.6%이고, 풋백옵션 행사 기준가는 이자 등을 고려해 주당 20만원 수준이다. 2011년 3월, 2012년 3월에 걸쳐 8곳이 옵션을 행사할 수 있고, 대한통운의 지분을 각각 23.95%씩 보유한 대우건설과 아시아나항공이 부담을 공동으로 져야 한다. 금호그룹이 대한통운의 현재가를 기준으로 풋백옵션 행사액을 지불할 경우, 아시아나항공은 약 1300억원의 행사액을 현금 내지 부채로 지불한다. 아시아나항공의 당기순이익(항공 경기가 호재였을 때)수준과 비슷한 규모의 지출이다.

대한통운 매각 시나 리오: 아시아나항공의 자본잠식과 항공기 도입 어려움

금호그룹이 유동성 문제를 해결하기 위해 대한통운을 매각할 경우, 매각손실로 약 5000억원(대한통운의 현재 시가 기준) 상당의 자본이 손실된다. 물론 대한통운 매각 금액의 일부는 아시아나 항공에 유입되겠지만, 아마 금호그룹 차원의 유동성 확보 외에는 여타의 용도를 갖기는 어려울 것이라 예상된다. 또한 금호그룹 내에서 꾸준히 흑자를 기록해주던 자회사를 잃음으로써 지분법이익이 사라진다. 결국 자본잠식과 수익원 손실의 이중고로 겪게 될 것이다. 이로 인해 아시아나항공은 자본을 조달할 여력이 부족해질 것이고, 악화된 재무구조로 자본비용이 상승해 항공기 도입을 위한 투자가 어려워질 수 있다.

'경쟁'중인 동사와 아시아나항공

동사와 아시아나항공은 국제선에서의 노선 점유율을 높이기 위해 경쟁하고 있다. 인천 공항을 거치는 노선들 중 동사가 취급하는 노선은 90개, 아시아나항공이 취급하는 노선은 64개이다. 이 중 겹치는 노선은 미주, 중국, 일본, 동남아시아 등 총 38개 수준이다. 이는 동사 전체 노선의 42%, 아시아나항공의 59%에 해당하는 수치로 상당한 수준으로 경쟁하고 있음을 확인 할 수 있다. 특히 최근 증가하는 미주노선에 대한 수요에 맞춰 두 경쟁사가 노선 공급을 늘리고 있다.

아시아나항공의 M/S 를 잠식할 동사의 공 격적인 투자

이 같은 경쟁구도에서 동사는 설비 투자 확대로 아시아나항공의 M/S를 빠르게 잠식할 수 있다. 리스를 통해 도입한 항공기를 나타내는 '금융리스자산' 계정과 항공기 제작사로부터 항공기를 구입해 생산 중에 있는 '건설중인 자산' 계정만 비교해보아도 동사와 아시아나항공의 격차는 꾸준히 벌어지고 있음을 확인할 수 있다. 2010년 1분기 들어 항공업계가 전에 없던 호황을 누리며, 양 대형항공사는 항공기 도입에 열을 올리고 있지만, 아시아나는 동사에 못 미치는 느낌이다. 동사는 5~7월 간 보잉사로부터 B777-300ER을 3대 도입할 예정이다. 이 뿐 아니라 연내 A330-200, B747-8F 등 총 6대의 항공기를 추가적으로 도입하며 유류비 절감 효과와 대 당 공급량 증가의 효과를 동시에 가져올 것으로 예상된다. 이에 비해, 아시아나항공은 자금의 부족으로 B777-200ER(300ER의 이전 버전) 1대만 계획을 갖고 있는 등, 급증하는 수요를 감당하지 못하고 있다.

투자규모의 차이로 두 항공사간의 노선 확대에서 현격히 차이가 벌어짐

대한항공은 올해 미국 10개, 캐나다 2개 노선 등 북미지역의 12개 노선에 최대 성수기인 8월까지 주 102회 운항을 늘릴 계획을 갖고 있다. 반면 아시아나항공은 인천-시애틀 노선과 인천-시카고 노선을 각각 1편씩 늘려 운항할 계획을 갖고 있는데 이는 대한항공의 12개 노선 신규취항과 대비되는 수준이다. 투자규모의 차이는 이처럼 두 항공사간의 노선확대 여력의 차이로 드러난다.

마일리지냐? 노선이냐? 노선을 충분히 갖추지 못하면 마일리지도 소용없다

마일리지 항공사를 선택하는데 분명 중요한 영향을 미치는 것이 맞으나, 이는 원하는 행선지와 시간을 만족하는 2개 이상의 노선이 있을 때만 해당되는 이야기이다. 충분한 노선을 갖추지 못하면 마일리지의 이점을 누릴 수 조차 없다. 앞에서 언급했듯이 원하는 곳에 더 빨리 갈 수 있을 확률은 노선이 다양해지고 운항수가 많아지면서 높아지는데 이것은 동사가 아시아나항공 대비 갖는 큰 강점이다. 이를 바탕으로 경쟁사의 고객을 지속적으로 유치할 수 있으리라 예상된다.

그림14. 동사와 아시아나항공의 설비투자추이 비교(단위:백만원)

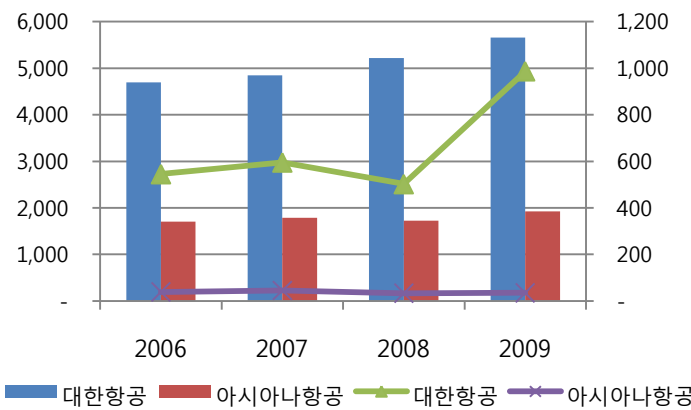


표6. 항공기 수치 비교 (300ER VS 200ER)

	B777-300ER	B777-200ER
엔진 추진력	115,300파운드	84,000파운드
최대운항거리	14,594km	14,300km
속도	1012m/h	906m/h
연속비행	15시간	14시간
300ER 특징	6%이상 추가 연료 장착 연료효율성 2.5% 향상, 소음 5db감소	

출처: 대한항공 IR, 아시아나항공 IR, Research Team 4
참고: 금융리스자산/ 꺾은선: 건설중인자산

출처: Research Team 4

일본의 대표항공사 JAL의 파산으로 노선 축소가 예상됨

2. JAL의 몰락 - 미주, 아시아 시장의 수익 상승을 기대한다.

JAL은 '02년 기준 매출액, 수송승객 각각 세계 3위, 6위에 세계 최대 보잉기 보유량(73대), 224개의 노선을 가진 일본 최대의 항공사였으나 계속해서 적자 운영을 한 끝에 2조 3천억엔의 부채를 감당하지 못하고 올해 1월 파산 신청하였다. JAL은 일본 내 경쟁사인 ANA보다 1.5배 많은 연금, 대형 비행기 운영에 비해 탑승률 60%대의 비효율성, '08년 시작된 글로벌 경제위기, 8개의 복수노조의 압박 등으로 인해 법정 관리 신청에 이르렀다. 현재 경영 효율화를 위한 노선 축소와 인원 감축이 추진되고 있는 상황이다.

JAL 파산의 최대 수혜자는 동사가 될 것

JAL은 아시아와 미주 위주의 대한항공과 유사한 노선 분포를 보이고 있으나 현재 국제선 93개 중 16개(미주 8개, 북경 5개, 방콕 3개)를 폐쇄하였고 2013년까지 50여 개의 노선 축소 계획을 수립한 상황이다. 게다가 올해 10월부터 10대의 화물 전용기 운영

중지를 결정함에 따라 화물 운송능력이 25% 감소할 것으로 예측된다. 그리고 보잉기 전체 73대 중 37대를 매각하고 전체적인 운항 규모 및 직원도 2/3 수준으로 줄이게 됨에 따라 일본과 가장 가까이에 있는 입지 조건에 힘입어 동사의 매출 상승이 기대되는 상황이다. 여기에 앞에서 언급한 인천 공항 이용에 따른 시간 절약, 저렴한 가격이라는 메리트까지 합쳐진다면 일본인 뿐 아니라 일본을 거쳐가는 외국인 환승객 수요를 상당 부분 흡수할 수 있을 것이며 이에 따라 동사의 아시아와 미주 시장 내 영향력이 화물, 여객 부분에서 모두 확대될 것이다.

그림15. 대한항공(좌)과 JAL(우)의 주요 노선 비교

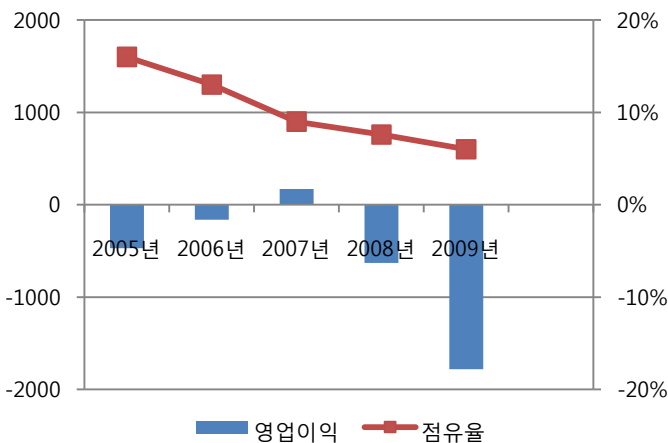


출처: 대한항공 IR



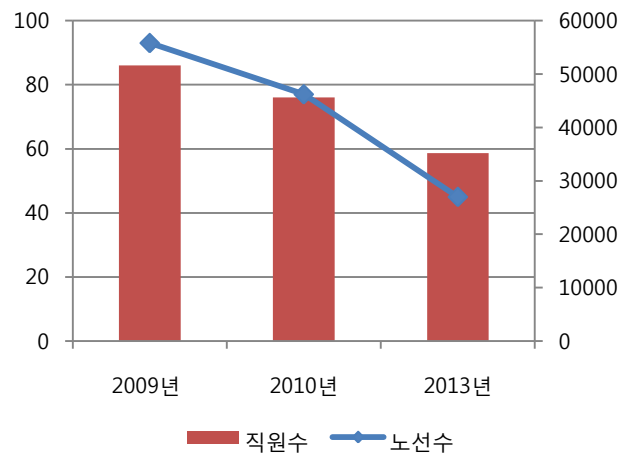
출처: JAL

그림16. JAL영업이익 및 아시아-미주지역 M/S 추이 (단위: 억엔)



출처: JAL, Bloomberg, Research Team 4

그림 17. JAL 구조조정 계획 (단위: 개, 명)



출처: JAL, Research Team 4

V. 경쟁사 분석

태평양 노선의 부상

아시아의 높은 경제 성장을 바탕으로 아시아와 미주 노선, 즉 태평양 노선이 부각되고 있다. 현재, 태평양 노선에 중심에 있는 항공사는 크게 동사, 아시아나 항공, 싱가포르 창이 국제 공항을 중심으로 하는 싱가포르 항공(Singapore Airline), 홍콩을 거점으로 하는 캐세이퍼시픽(Cathy Pacific) 4개의 항공사로 좁힐 수 있다.

경쟁자? 각자 취향하는 노선이 다르다

동사와 2개의 국제항공사는 취향하는 노선이 다르다. 항공산업의 KSF가 노선임을 감안하면, 동사와 2개의 국제항공사는 서로가 서로의 파이를 뺏는 경쟁사라고 보기 힘들다. 동사는 아시아에서 59개의 도시, 미주에서 13개의 도시를 취향한다. 이는 네 개의 항공사 모두 통틀어서 아시아 노선수가 가장 많으며 미주 노선 또한 가장 많다. 반면, 싱가포르항공은 유럽과 아시아 중심의 노선을 취하고 있고, 캐세이퍼시픽은 유럽과 아시아, 오세아니아 중심의 노선을 취하고 있다.

동사가 주력하고 있는 미주노선의 수익성이 가장 좋다

다른 해외 항공사에 비해 동사가 주력하고 있는 미주 노선이 다른 노선에 비해 수익성이 가장 좋다. 기본적인 탑승률(L/F, %)이 미주가 가장 높았으며, 공항이용료와 이착륙에 소모되는 연료비용을 생각한다면 장거리 노선 운행이 수익성이 가장 좋다. 실제로 영업수익과 영업비용을 고려하여 1회 운항당 수익의 크기는 미주>구주>중동>일본>중국 순으로 나타났다. 그러므로, 전체 노선 중 미주를 주력하고 있는 동사가 다른 비중을 갖고 있는 해외 항공사들에 비해 수익성에서 경쟁력을 갖는다.

표7. 대륙 별 주요노선 1회 운항 시 예상수익 추정

구분	미주	구주	일본	중동	중국
	시카고	프랑크푸르트	나리타	두바이	푸둥
탑승률(L/F,%)	*77.4%	65.0%	70.7%	58.1%	59.4%
평균여행거리(km)	9,525	8,582	1,003	7,195	1,196
영업수익(천원)	512,936	410,418	125,623	243,774	55,714
운영영업비용(천원)	218,179	220,402	80,051	102,794	41,277
1회 운항당 계산수익	*294,757	190,016	45,572	140,981	14,437
이론적 1일 가능 수익	476,910	348,564	312,493	307,594	118,795

출처: 동부증권 리서치 센터, Research Team 4

미주노선에서는 더 이상 경쟁자가 없다

게다가, 더 이상 미주 노선에 있어서 경쟁자는 없을 것으로 보인다. JAL의 몰락으로 현재 미주노선 점유율은 1위를 유지하고 있으며 여전히 상승세를 지속하고 있다. 미국항공사들은 원가구조가 취약해 이익을 낼 수 없는 태평양노선을 이미 거의 포기한 상황이며, Singapore Airlines와 Cathay Pacific은 운항 거리가 멀어 미주지역 공략에 한계가 있다. 중국항공사는 항공기 도입계획으로 봤을 때 아직은 전략적으로 국내선에 치중하고 있다. 국제선으로 확장하기에는 아직 경쟁력이 부족하다고 본다.

그림18. 주요 항공사의 미주/구주 매출 비중

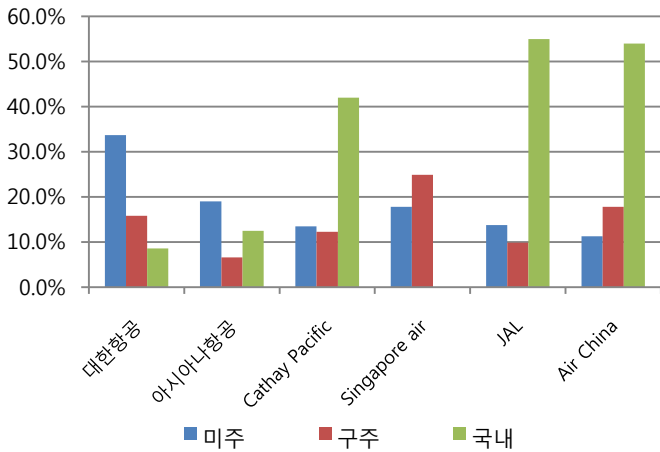


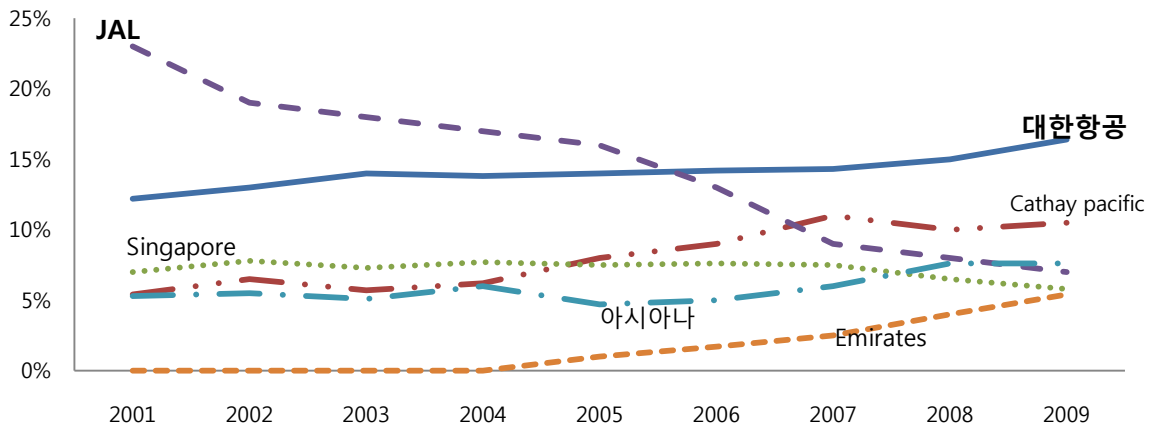
표8. 취항 도시 수 (단위: 개)

	대한항공	아시아나	싱가포르	캐세이퍼시픽
아시아	59	52	35	27
미주	13	5	4	5
대양주	5	4	7	7
유럽	14	2	14	5
아프리카	1	0	2	0
total	92	63	62	44

출처: 각 사 사업보고서, Research Team 4

출처: 각 사 홈페이지, Research Team 4

그림19. 아시아-미주지역 운항 아시아계 항공사의 M/S추이



출처: 삼성증권 리서치 센터, Research Team 4

그림20. Cathay Pacific 노선 - 유럽과 오세아니아, 아시아 중심



출처: Cathay Pacific

그림21. 싱가포르 항공 노선 - 유럽과 아시아 중심



출처: 싱가포르항공

VI. Risk & Issue

1. 저가항공사의 진입

저가항공사의 현황

2005년 한성항공의 첫 취항을 시작으로 우리나라도 저가항공사의 경쟁이 시작되었다. 대한항공과 아시아나항공이 양분했던 시장에서 국내 항공여객시장은 기존의 항공료보다 80%안팎으로 저렴한 비용으로 서비스를 제공하는 저비용 항공사들의 시장점유율이 크게 확대되고 있어 2009년 국내선에서 27.4%의 점유율을 기록하였다.

표11. 저가항공사 현황

항공사	내용
한성항공	2005년 8월 첫 취항(부정기) 2008년 10월 운행 중단 2010년 7월 영업개시 계획
제주항공	2006년 6월 첫 취항
진에어(동사 자회사)	2008년 7월 첫 취항
에어부산(아시아나 자회사)	2008년 10월 27일 첫 취항
이스타항공	2009년 1월 7일 첫 취항
영남항공	2008년 7월 25일 첫 취항 2008년 12월 3일 최종부도
코스타항공	2002년 1월 23일 설립 2009년 첫 출항 못한 채 항공운항증명(AOC) 취득 신청을 철회

출처: 각 사, Research Team 4

저가항공사와는 주력 노선과 타겟층이 다르다

동사는 미주, 유럽 등 장거리 노선과 상용 수요가 주축을 이루는 노선을 맡아 고품격 서비스를 바탕으로 한 항공사라면 저가항공사는 요금에 대한 민감도가 높은 젊은 계층 및 단체관광 수요 등을 중심으로 제주나 일본, 중국을 찾는 실속형 소비자를 타겟으로 하고 있다. 이렇게 주력 노선과 타겟층이 다르므로, 저가항공사는 동사와 같은 대형항공사가 아닌 다른 국내의 저가항공사와 외국 저가항공사와의 경쟁하게 될 것이다. 동사는 이러한 국내선 시장에 자사의 저가브랜드 '진에어'를 만들어 견제에 들어가기 시작한다.

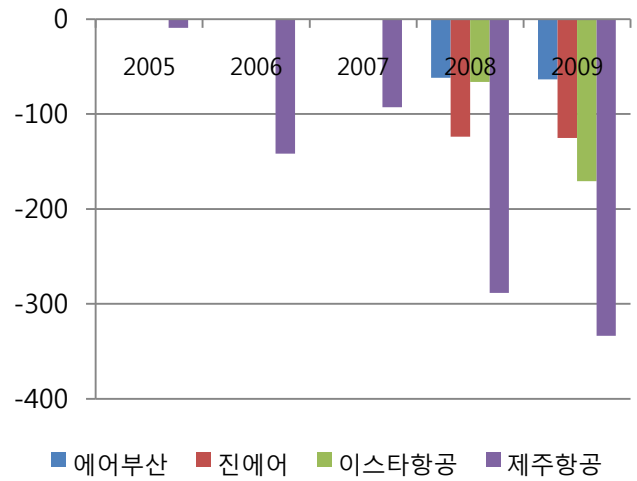
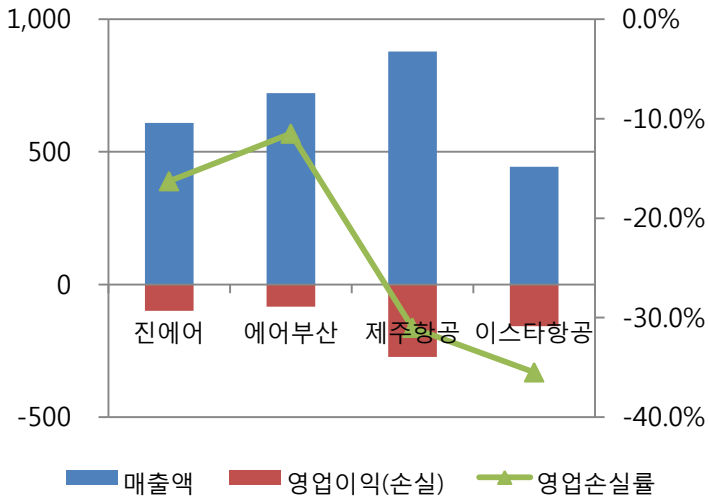
유가에 취약한 저가항공사

저가항공은 유가에 매우 취약한 구조를 가지고 있다. 대형 항공사는 유가 헤지를 이용해 25%에서 최대 50%까지 유가 상승에 대한 부담을 완화할 수 있다. 하지만, 저가항공사의 경우는 유가 헤지의 규모가 작거나 관리가 미흡하다. 또한, 유가가 상승했을 경우 동사를 포함한 대형항공사는 유가할증료를 부과해 상승분을 보상받을 수 있지만, 저가항공사의 경우는 유가할증료를 소비자들에게 부담할 경우 자신의 가장 큰 파워인 가격경쟁력을 잃어버리기 때문에 곧장 실적 손실의 결과를 얻게 된다. 그렇기 때문에, 유가가 상승하더라도 저가항공사는 가격을 쉽게 올리기 힘들게 되고 그로 인해 영업 손실을 얻게 된다. 실제, 2008년 7월에 유가가 정점을 찍기 3개월 전에 다수의 저가항공사가 파산을 맞은 사례가 있다.

자회사 '진에어' 모회사 없는 다른 저가항공사보다 우위적 위치 선점

대형 항공사를 모회사로 가지고 있는 진에어와 에어부산은 상대적으로 모회사가 없는 회사들보다 우위적인 위치에 있다. 우선, 모회사로부터 항공기 리스를 싼 값에 들여올 수 있다. 진에어의 경우 3대를 동사로부터 운용리스계약을 체결하고 있으며, 에어부산의 경우 소유항공기 2대와 리스항공기 1대를 제공받아 운용리스계약을 체결하고 있다. 또 결정적으로 유가에 취약한 단독 저가항공사에 비해, 대형 모회사로부터의 항공유를 함께 관리하는 두 저가항공사가 유가 변동에 덜 취약한 구조를 갖는다.

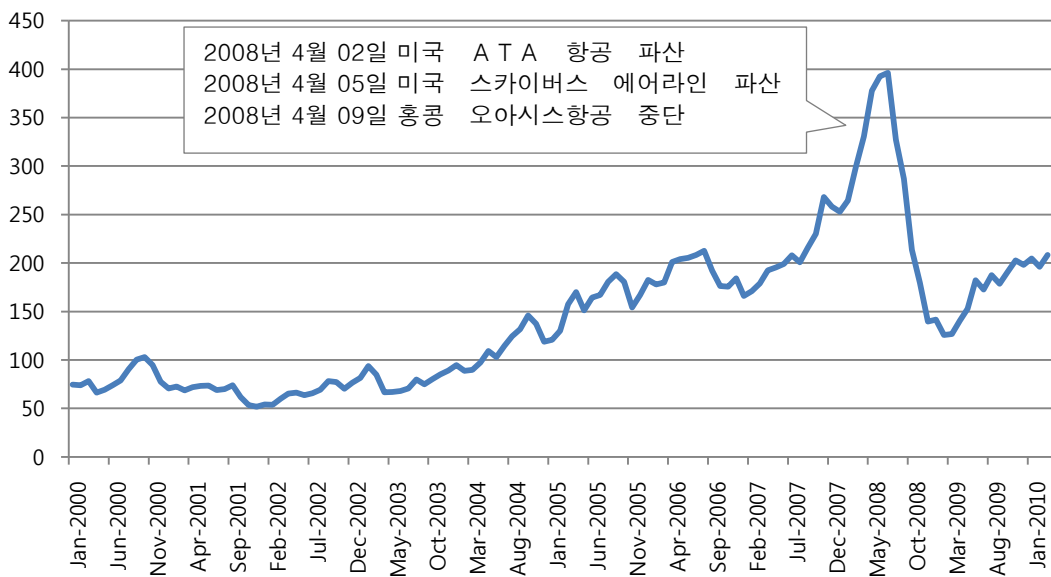
그림22. 2009년 저가항공사의 매출액과 영업손익과 비율 (단위: 억원) **그림23. 저가항공사의 당기순이익 추이 (단위: 억원)**



출처: 각 사 감사보고서, Research Team 4

출처: 각 사 감사보고서, Research Team 4

그림24. 항공유가 추이와 파산한 외국 저가 항공사 (단위: Cents per Gallon)



출처: U.S. Energy information Administration, Research Team 4

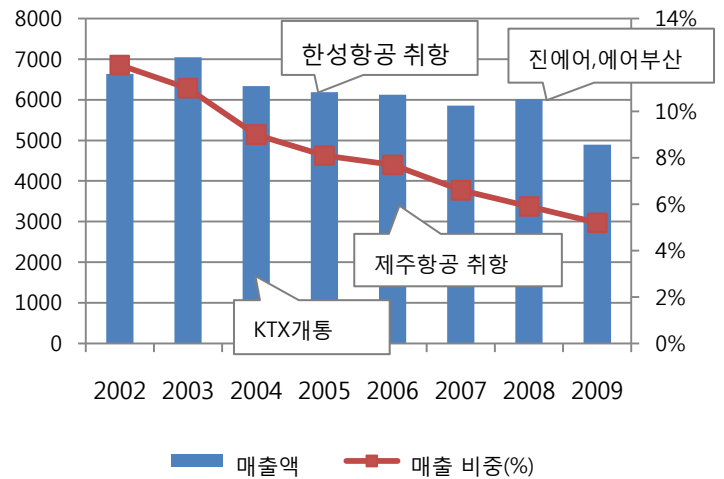
국내선은 적자 노선

2004년 KTX 개통과 이후 연이은 저가항공사 출범으로 동사의 국내선 매출과 비중은 감소하였다. 국내선은 운영비용이 국제선과 크게 다를 바 없고, 상승하는 원가를 가격에 전가하기 쉽지 않기 때문에, 수익성이 국제선보다 낮다. 국내선 비중이 큰 저가항공사들은 이 때문에 적자를 면치 못하고 있는 것이다.

표12. 저가항공사 재무 현황 단위 (단위: 억원)

		진에어	에어부산	제주항공	이스타항공
2009	매출액	609	721	878	444
	영업이익(손실)	-99	-83	-272	-157
	당기순이익	-125	-63	-334	-171
	영업손실률	-16.30%	-11.50%	-31.00%	-35.50%
2008	매출액	102	59	545	
	영업이익(손실)	-103	-87	-212	-68
	당기순이익	-124	-62	-288	-66
	영업손실률	-101.50%	-149.40%	-38.90%	

그림25. 국내선 매출액과 매출 비중 변화 (단위 : 억원)



출처: 각 사 감사보고서, Research Team 4

출처: 대한항공, Research Team 4

저가항공의 국제선 확장은 제한적

저가항공사들은 올해 저가항공사들은 동남아는 물론 한·중·일 단거리 노선 취항에 적극 나서고 있다. 현재 저가 항공사의 박리다매를 위해 국내선은 제주도에 집중되어 있는 경향이 있으며, 일본의 주요 도시와 괌, 방콕 등의 관광지 중심의 노선을 취항하고 있다. 저가항공사의 항공기는 기술적으로 장거리의 국제선은 불가능하고, 가까운 동남아시아나 한, 중일의 국제선이 추가 취항된다고 하더라도 보유하고 있는 항공기의 수가 적기 때문에 국제선이 주7회 이상 운항이 불가능하며 미주 노선이 주력인 동사에 피해를 주기는 힘들 것이라고 예상된다.

도미노 부도 & 적자행진

국내 저가 항공사의 점유율과 매출이 증가하고 있다 하여 그 결과가 좋은 것만은 아니다. 코스타항공은 투자자를 찾지 못해 첫 취항도 못하고 폐지되었으며, 영남항공은 취항 5개월 만에 부도 났으며, 첫 저가항공사인 한성항공도 2년 동안 운항중지에 있는 상태이다. 현재 운행중인 4개의 저가 항공사 모두 2008년도와 2009년도에 영업손실과 당기순손실을 얻었다. 이는 유가의 영향으로 볼 수 있지만, 유가에 비해 무리한 가격으로 파격적인 마케팅으로 인한 출혈을 원인으로 찾을 수 있으며, 여전히 저가 항공사가 흑자를 위한 규모의 경제를 이루기에는 어려울 것으로 보인다.

표13. 정기노선 운행 현황(2010년 04월 현재 기준)

항공사	대한항공	아시아나항공	제주항공	진에어	에어부산	이스타항공	
항공기수	125대	67대	10대	4대	5대	5대	
노선	국내	19개	13개	3개	1개	2개	3개
	국제	139개	82개	5개	2개	2개	-

	제주항공		진에어		에어부산		이스타항공	
국내선	제주 ↔	김포	김포 ↔ 제주	부산 ↔	김포	제주 ↔ 제주	김포 ↔	김포
		청주			청주/대전			
국제선	인천 ↔	방콕	인천 ↔ 방콕	부산 ↔	오사카			
		오사카			후쿠오카			
	키타큐슈							
	김포 ↔	오사카						
		나고야						

출처: 각 사 홈페이지, Research Team 4

2. 유가

유가 1달러 변동당
350억원 정도의 영업
이익 피해를 입는다.

유가의 영향을 많이 받는 항공업의 특성 상 유가의 향후 추이에 따라 동사의 영업이익이 크게 변동할 수 있다. 동사의 연간 유류 소모량은 약 3천만 배럴으로써 유가가 배럴당 1달러 증감할시(Jet유 기준 갤런당 2.4센트) 영업이익이 350억원 정도 변동한다. 그 래프에서 알 수 있듯이 Jet유기준 10센트 내외의 작은 유가 변동에는 영업이익에 큰 변동이 없으나 2008년과 같이 Jet유 가격이 80센트 이상 급상승하는 경우 영업이익에 큰 타격을 입는다.

그림26. 제트유 가격과 영업이익 추이

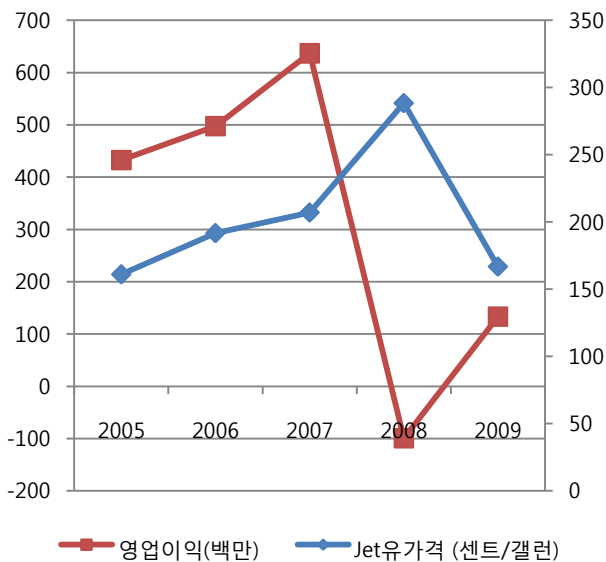
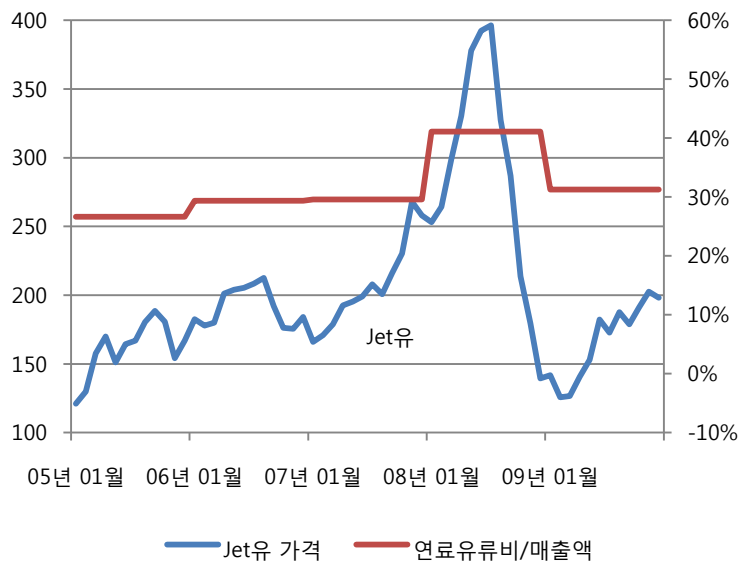


그림27. Jet유 가격과 연료유류비/매출액 비중 (단위 : 센트, %)



출처: 사업보고서, EIA(미 에너지 정보청), Research Team 4

출처: 사업보고서, EIA(미 에너지 정보청), Research Team 4

헤지와 유류할증료를 통하여 유가상승피해를 완화.	WTI유가와 Jet유가가 함께 움직이는 특성상 동사는 WTI 헤지를 통하여 Jet유가 상승을 커버하고 있다. 동사는 WTI를 기초자산으로 25% 규모의 헤지를 기본으로 실시하고 있으며 여기에 대량상승이 감지되는 경우 50%까지 추가헤지를 실시하고 있다. 추가로 2개월에 한번씩 유가 상승을 고려하여 유류 상승분을 티켓 가격에 포함시키는 유류 할증료를 실시하고 있어 유가 상승시 장기적으로는 가격상승분을 완충할 수 있다. 현재 유류 할증제는 유가 상승 피해액의 50%정도를 보상하는 수준으로 유지되고 있다. 이와 같은 유가 헤지와 유류 할증료를 통하여 동사는 유가가 폭등한 2008년을 제외하고는 연료유류비/매출액 비중을 30%정도 수준으로 유지하고 있다.
저유가 시나리오는 70d/b 예상	유가는 변동을 예측하기 힘들기 때문에 일반적으로 고유가, 저유가, 기준유가의 세가지 시나리오로 나뉜다. 우선 CGE, CERA 등의 기관에서 예측한 저유가 시나리오는 미국의 실업률 증가 등으로 인해 2010 년에 세계 GDP 가 1.5%정도의 더딘 성장에 그칠 것이라는 전망에 기인하고 있으며 이에 따르면 동사의 이익이 800 억 가량 상승할 것으로 예상된다.
기준유가 시나리오는 85d/b 예상	한편 OPEC, EIA, PIRA와 JP모건 등 대부분의 기관에서는 기준유가 시나리오를 주장하는데 이는 세계 경제가 회복세에 접어들면서 어느 정도 성장세는 보일 것이라고 판단되나 폭발적 성장으로까지 이어지지는 않을 것이라는 분석이다. 그리고 원유 수요와 공급 측면에서 공급이 수요보다 많다는 하락 요인과 미국의 달러화 약세라는 상승요인이 서로 상충하여 유가가 80~85달러선 정도로 안정될 것이라고 한다. 기준 유가는 2009년 평균유가인 60달러에 비하면 높은 가격이나 이미 2010년 3월 유가가 80달러까지 올랐으며, 유가 상승 피해액을 환율의 감소세, 항공여객수요 등으로 이미 흡수하였기 때문에 동사에 큰 피해가 되지는 않을 것으로 예측된다.
고유가 시나리오는 100 d/b 예상	동사의 영업 이익에 피해를 줄 수 있는 것은 고유가 시나리오인데 이 시나리오에 따르면 세계경제가 빠르게 성장하면서 유류 수요가 폭발적으로 증가하고, 달러화 약세가 지속되어 유가가 배럴당 100 달러에 근접할 것이라는 분석이다. 이 시나리오 하에서는 현재 유가 80 달러와의 차액과 회피 정도를 감안했을 때 1750 억원 정도의 손실이 예상된다.
고유가 시나리오는 공급측면, 미국 금리인상을 고려하지 않아 실현성 적다.	고유가 시나리오는 가능성이 높지 않은 것으로 보인다. 그 이유는 먼저 유류의 수요 측면만 고려하고 공급 측면을 고려하지 않았기 때문이다. 세계 석유 공급량은 전년대비 증가 추세로 세계 석유 생산량의 60%를 차지하는 비 OPEC 국가의 하루 생산량이 전년대비 60 만 배럴 증가한 5 천 200 만 배럴 정도로 이는 추정치를 22 만 배럴 가량 상회한다. 또한 세계에너지기관의 분석에 따르면, 2010 년 유가수요는 86.4 백만 barrel/dollar 이나 원유공급량이 86.7 백만 b/d 이므로 유가 수요증가분을 흡수할 것으로 보이며, 실제로 석유 재고량은 11 주 증가하는 추세여서 공급이 수요 상승분을 커버하고 있는 상황이다. 또한 미국이 하반기부터 금리를 증가시킬 것이라는 예상이 지배적인 상황이므로 고유가 시나리오의 가능성은 높지 않다.

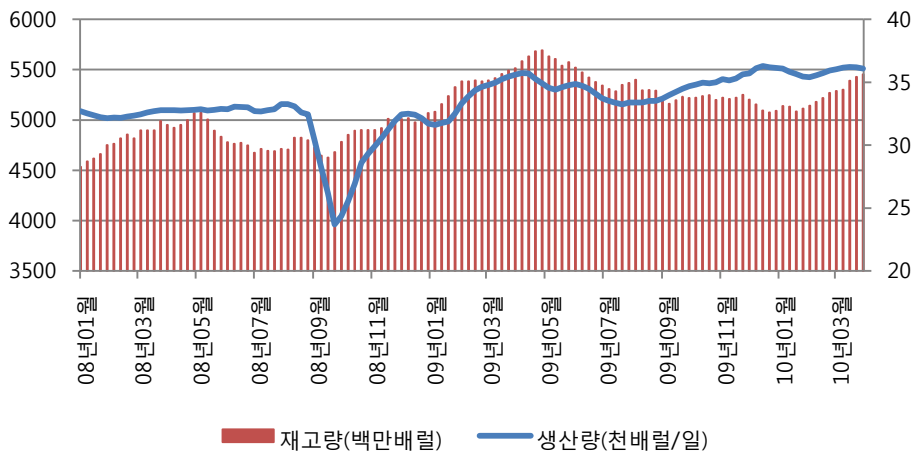
표13. 각 시나리오 별 전망치 및 논거

	세계 GDP 성장률 전망	WTI유가 전망치	전망 논거
고유가	4%	100 d/b	고성장, 달러약세 지속, 투기자금 유입
저유가	1.5%	70 d/b	경제회복 더뎠을 것
기준유가	2.5%	85 d/b	원유공급 증가, 하반기 금리인상

출처: 에너지 경제 연구원, Research Team 4

그림28. Crude Oil 총생산량 및 재고량

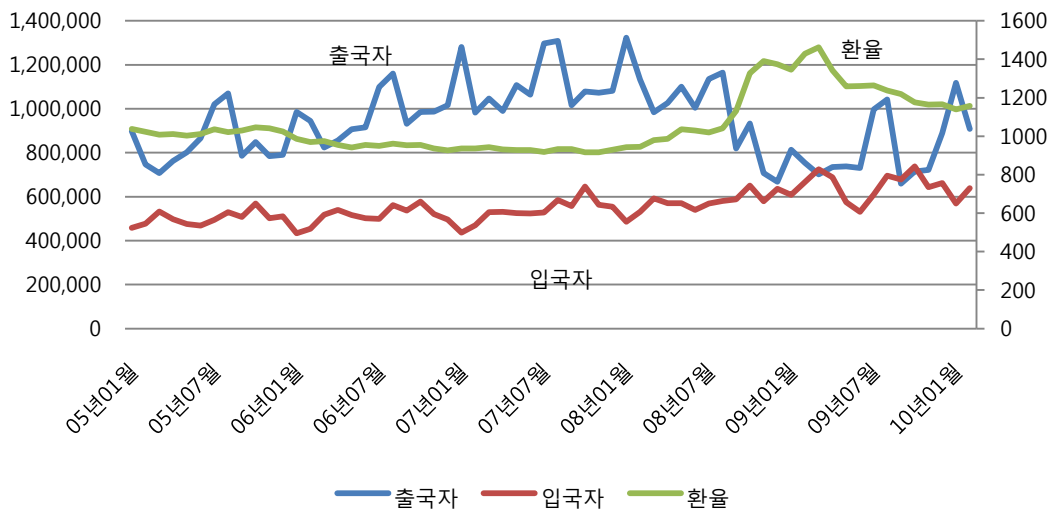
(막대그래프: 재고량)



출처: 미 에너지 관리청, Research Team 4

그림29. 환율 변동에 따른 총 출국자 수와 입국자수 변화

(단위: 명/ 원)



출처: 한국관광공사, Research Team 4

3. 환율

환율 10원 상승당 510 억원 재무 피해 발생

항공업에서 환율 증감 또한 영업이익에 큰 영향을 미친다. 환율 상승 시 수출은 증가하지만 동사의 주요 매출 경로인 출국자 수요가 크게 감소하기 때문에 수익에 악영향을 미칠 뿐 아니라 동사가 달러 표시 부채를 51 억 달러 가량 보유하고 있기 때문에 재무적으로도 환율 10 원 상승 당 약 510 억의 손실이 발생한다.

동사는 헤지를 통하여 환율상승 30%가량을 흡수

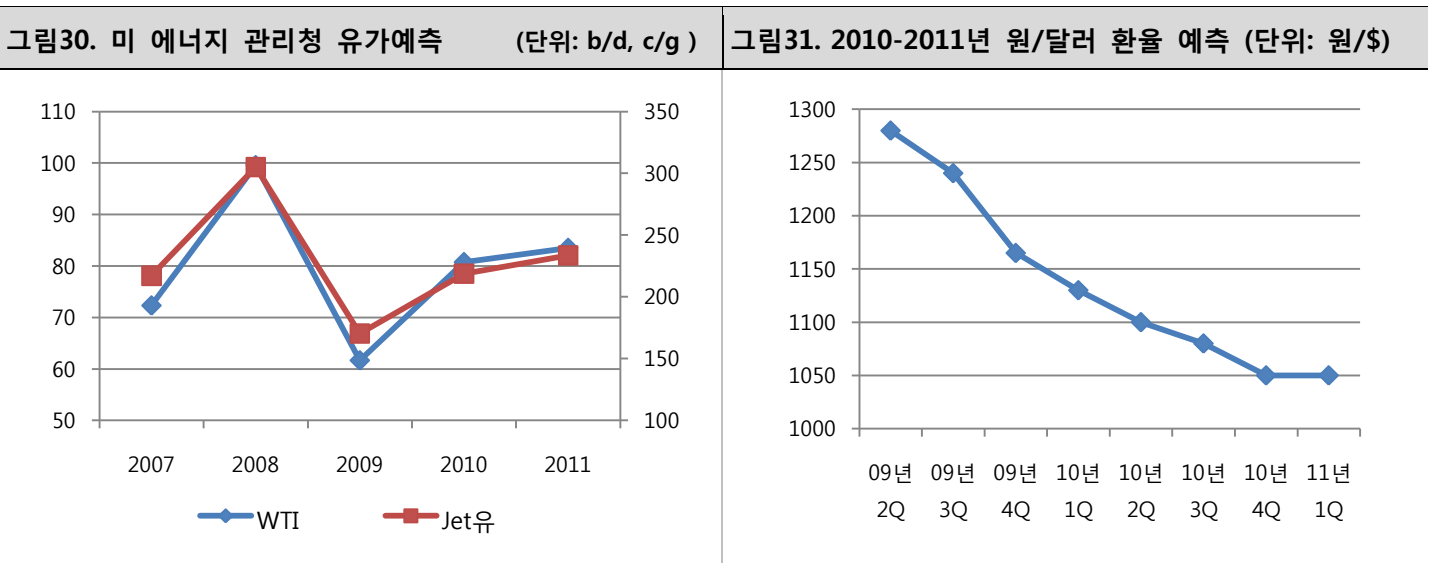
동사는 환율 변동에 대응하기 위해 Natural Hedge를 실시하고 있는데 이는 엔화 및 원화 차입 비중을 증가시켜 달러 차입금 비중을 축소시켜 외환평가손익을 감소시키고, 달러 부족액 감소를 통하여 통화 별로 수입 / 지출 균형을 도모하는 방법이다. 또한 연간 달러 부족량의 최대 50%까지 Active Hedge를 실행하고 더불어, HSBC 은행과의 9천만 달러규모의 Swap과 통화옵션계약을 통해 환율변동성을 일정 범위 내에 고정시키고 있다. 이와 같은 일련의 헤지를 통하여 대한항공은 환율상승에 따른 피해를 30%가량 흡수하고 있다.

환율상승리스크 < 환율하락요인

올해 상반기 미국, 중국 등의 금리인상 논란으로 인한 불확실성 등이 환율 상승 요인으로 작용할 수 있으나 이러한 상승 리스크에 비해 원화 강세와 달러화 약세라는 환율 하락의 요인이 더 많이 존재하고 있는 상황이다.

원화 강세 요인 +달러화 약세
⇒ 환율 하락요인

우선 원화의 강세 측면에서 달러를 차입하여 한국의 증권에 투자하는 달러 캐리 트레이드가 확대되는 추세에 있고, 중국의 위안화는 절상 계획에 따라 원화 강세에 기여할 것이고(위안화 절상으로 인한 한국의 원화 평가절상 압박, 중국의 달러화 매수세 감소로 달러화 약세가 일어나 상대적 원화 평가절상), 경상수지 흑자로 인한 달러 공급 강화 등으로 인해 2010년에 원화는 강세를 보일 것으로 전망된다. 또한 달러화 약세의 측면에서 미국의 상대적 저금리 및 고물가, 낮은 달러화 신인도로 인하여 달러화는 중장기적으로 약세 측면에 있다.



출처: 미 에너지 관리청(EIA), Research Team 4

출처: Bloomberg, Research Team 4

2010년 환율은 1100 원 선에서 하락안정세를 취할 것으로 예상

만일 미국의 2010년 하반기 금리인상 정책이 실현된다면 달러화는 상대적 약세에서 강세로 전환되어 2011년 이후에는 환율은 안정될 것으로 보인다. 올해 삼성금융연구소는 원/달러 환율을 1100원으로 전망하였고 블룸버그도 1090원 정도로 예측한 상황이다. 이와 같은 추정치를 감안할 때 원/달러 환율은 2009년 4Q 1170원에 비하여 70원 가량 하락할 것으로 보이며 동사에게 재무적으로 2500억 정도의 이익이 될 것으로 예상된다.

VII. Valuation

EBITDA 추정

EBITDA 추정		2007	2008	2009	2010(E)
매출액		8,812	10,213	9,394	10,735
단위: 십억	여객	5,217	5,953	5,463	5,995
	ASK	76,561	77,140	78,941	79,400
	RPK	55,419	55,054	55,127	57,644
	L/F	72.4%	71.4%	69.8%	72.6%
	Yield	94.1	108.1	99.1	104
	화물	2,533	3,026	2,704	3,490
	AFTK	12,992	12,180	11,289	12,500
	FTK	9,678	9,005	8,426	9,563
	L/F	74.5%	73.9%	74.6%	76.5%
	Yield	261.7	336.0	320.9	365
	기타	1,062	1,269	1,231	1,250
매출원가		6,789	8,821	7,980	8,547
	유류비	2,606	4,168	2,938	3,521
	매출액대비	29.6%	40.8%	31.3%	32.8%
	제트유(c/gal)	207	288	167	219
	감가상각	697	732	774	810
	인건비	1,079	1,041	1,091	1,070
	기타	2,407	2,881	3,177	3,145
	매출액대비	27.3%	28.2%	33.8%	29.3%
매출총이익		2,023	1,391	1,414	2,188
판매비와 일반관리비		1,386	1,491	1,280	1,386
	인건비	265	278	265	269
	판매수수료	598	614	631	614
	기타	523	599	384	502
영업이익		637	-99	133	803
유무형자산감가상각비		746	776	803	840
EBITDA		1,383	677	936	1,643

여객 매출액

여객 부문의 L/F(탑승률)은 인천공항의 동북아 허브화, 2009년의 이연수요, 그리고 앞서 언급한 다수의 수요 증가요인으로 2007년 수준을 회복하리라 봤다. 비수기인 1분기에 이미 71.7%를 기록했으니 성수기에는 72%를 상회하는 L/F를 기록하는 데는 무리가 없을 것이다.

신종플루로 수요가 적었던 2009년 2분기를 바닥으로 Yield 또한 상승하고 있다. 비록 유가 상승분이 반영된 2008년 수준은 아니지만 높은 L/F와 수익성 높은 장거리 노선을 바탕으로 그에 걸 맞는 수준일 것이라 가정했다.

화물 매출액

국내발 IT 수출증가와 아시아 지역에서의 화물 수송 장악력 상승으로 L/F는 2009년에 비해 크게 성장할 것이라 가정했다. 2010년 1분기에 2009년 평균을 크게 뛰어넘는 77.1%를 기록했으니 결코 과도하지 않다고 본다.

화물 운송 수요에 비해 화물기 공급이 빠르게 증가하지 못하고 있으므로 2010년 Yield 역시 높은 수준을 유지할 것이라 봤다. 이미 2010년 1분기에 373원을 기록했다.

기타 매출액

커다란 변화가 없을 것이라 예상되므로 2008년과 2009년 수준을 가정했다.

매출원가

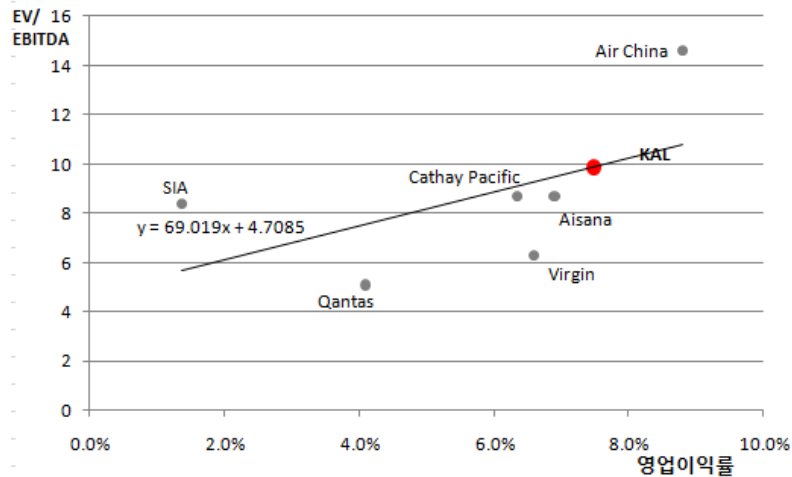
2010년 제트유 가격은 2009년에 비해 약간 높은 수준일 것이라 예상된다. 유가의 급격한 상승이 없었던 해에는 소폭의 상승이 있더라도 매출액 대비 유류비 비중은 27~31% 수준이었다. 따라서 유류비 비중은 2009년보다 소폭 상승한 정도인 33.5%를 적용하는데 무리가 없다고 본다. 매출액의 증가폭에 비해 매출원가의 변화가 적은 것은 고정원가(인건비, 정비비, 공항비, 항공기 감가상각비, 유류비 등) 비중이 높기 때문이다.

판매비 및 일반관리비

제로커미션이 볼륨인센티브로 대체되면서, 9%의 판매수수료가 자연스럽게 변동하는 구조로 변화하므로 긍정적이라 생각할 수 있지만, 구체적으로 정해진 것이 없으므로 반영하지 않았다. 나머지는 모두 3년간 평균을 적용하였다.

유무형자산상각비

2010년에 도입되는 6대의 비행기를 고려해 375억(한대 당 2,500억 가정, 2~3분기부터 상각을 가정)만큼 상각비가 늘어날 것이라 가정했다.



<출처: Bloomberg>

Multiple 도출

앞서 알아본 바와 같이 2007년 수준인 9.43x 보다 분명 프리미엄을 받을 요소가 있다. 또한 최근 5년 평균 EV/EBITDA가 11.2x인 것을 고려할 때 2010년 예상 EBITDA 기준으로 현재 적용 받고 있는 9.24x는 분명히 동사의 향상된 가치를 충분히 반영하지 못하고 있다고 할 수 있다.

아시아항공사 중에서 1)국외선 비중이 높고 2)허브공항을 갖고 있으며 3)재무레버리지가 높은 것을 기준으로 Peer Group을 선정하였다. Peer Group의 영업이익률과 EV/EBITDA 간의 상관관계를 도출했고, 2010년 동사의 2010년 예상 영업이익률 7.48%에 상관계수를 곱해 EV/EBITDA multiple 9.87x를 도출했다. 수익성 좋은 미주노선에서의 경쟁력을 강화하고 있으며 인천공항과 함께 빠르게 성장하고 있는 점을 고려할 때 경쟁사 대비 더 높은 밸류에이션을 주는 것도 과도하다고 생각하지 않는다.

EBITDA	1,643	십억
multiple	9.87	
목표 EV	16,214	십억
순차입금	10,318	십억
적정시가총액	5,897	십억
발행주식수	72.0	백만주
목표주가	81,933	원
현재가	67,500	원
상승여력	21%	

2010년 예상 EBITDA는 1조 6430억이 도출되었다. EV/EBITDA multiple 9.87x를 적용해 적정 EV 16조 2140억을 제시한다. 2009년 말 순차입금을 제한 적정 시가총액은 5조 8970억으로 목표주가 81,900원으로 상승여력 21%로 BUY를 제시하는 바이다.

리스크 요인인 유가나 원/달러 환율이 갑작스럽게 상승할 경우에 민감도 분석을 통해 투자의견을 조정할 여지는 있다. 하지만, 유가와 환율 모두 분석을 통해 갑작스러운 상승의 위험이 없다고 결론 내렸으므로 목표주가에 할인율을 적용하지는 않는다.

VIII. Appendix

손익계산서

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
매출액	80,779	88,120	102,126	93,937
매출원가	63,045	67,893	88,214	79,800
매출총이익	17,734	20,227	13,912	14,137
판매비 및 일반관리비	12,760	13,858	14,905	12,803
인건비	1,725	1,919	2,072	2,003
광고상각비	311	325	263	118
기타판매비 및 일반관리비	2,073	2,249	2,694	1,667
영업이익	4,974	6,368	-993	1,334
영업외손익	-95	-5,446	-23,515	-2,588
이자수익	293	282	463	320
이자비용	4,075	4,251	4,863	5,470
외환차손익	586	440	-3,017	-374
외환환산손익	3,494	-593	-15,512	5,178
지분이익	814	744	495	228
기타영업외손익	-807	-2,819	-88	-21
세전계속사업이익	4,879	923	-24,508	-1,254
법인세비용	1,049	815	-5,084	-265
계속사업이익	3,830	107	-19,424	-989
종단사업이익				
당기순이익	3,830	107	-19,424	-989
EPS (원)	5,725	148	-28,762	-1,464
수정EPS				

현금흐름표

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
영업활동으로인한현금흐름	10,145	6,729	-1,184	4,899
당기순이익	3,830	107	-19,424	-989
비행기수익비용가산	5,823	8,728	26,094	7,387
유형자산상각비	6,969	7,293	7,582	7,860
무형자산상각비	133	171	178	166
퇴직급여	1,502	1,286	968	1,047
외환환산손익	-3,608	679	15,934	-5,184
지분법결가손익	-739	6,729	-1,184	4,899
기타	1,566	-7,431	2,616	-1,401
영업활동으로인한자산부	492	-2,106	-7,853	-1,499
투자활동으로인한현금흐름	-9,705	-16,878	-5,703	-16,367
유형자산 투자	-10,946	-10,231	-15,953	-19,520
유형자산 처분	969	2,157	8,069	3,537
무형자산 종량	-164	-200	-16	-20
투자자산 종량	424	-8,374	2,461	-293
기타	11	-230	-264	-70
재무활동으로인한현금흐름	-1,678	12,496	4,947	13,683
장단기차입금증가	5,644	9,590	5,950	10,136
사채종량	6,725	10,707	10,602	12,880
자본종량	0	0	0	0
배당금의지급	-239	-69	-345	0
기타	-13,807	-7,731	-11,260	-9,333
영업투자재무활동기타	0	0	0	0
순현금흐름	-1,238	2,348	-1,940	2,215
기초현금	5,774	4,537	6,885	4,945
기말현금	4,537	6,885	4,945	7,160

대차대조표

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
유동자산	14,741	19,820	19,756	24,961
현금등가물 및 만기금물	4,689	7,048	5,106	8,220
시장성유가증권	36	3	9	2
매출채권	6,026	6,946	6,753	8,703
재고자산	2,208	2,792	2,510	3,203
비유동자산	121,106	131,705	138,921	144,232
투자자산	8,244	16,646	15,802	15,546
유형자산	107,498	108,697	112,852	116,817
무형자산	1,968	2,321	2,159	2,967
자산총계	135,847	151,525	158,676	169,193
유동부채	29,949	36,477	42,885	46,149
매입채무	2,290	1,957	961	1,582
단기차입금	3,695	5,299	7,882	8,119
유동성장기차입금	730	902	875	6,690
비유동부채	62,143	70,959	87,557	92,473
사채	14,706	18,601	25,447	28,014
장기차입금	11,614	17,489	19,293	21,240
부채총계	92,093	107,437	130,442	138,622
자본금	3,633	3,668	3,668	3,668
자본잉여금	30,070	30,067	30,088	21,087
이익잉여금	10,538	10,542	-9,159	-1,148
자본조정	-654	-654	-654	-654
자본총계	43,754	44,087	28,234	30,571

주요투자지표

(%,%)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	6.5%	9.1%	15.9%	-8.0%
EBITDA성장률 %	6.0%	14.6%	-51.1%	38.3%
EBIT성장률 %	15.0%	28.0%	-115.6%	234.3%
총자산성장률 %	0.1%	11.5%	4.7%	6.6%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	22.0%	23.0%	13.6%	15.0%
EBITDA마진률 %	14.9%	15.7%	6.6%	10.0%
EBIT마진률 %	6.2%	7.2%	-1.0%	1.4%
세전계속사업이익률 %	6.0%	1.0%	-24.0%	-1.3%
당기순이익률 %	4.7%	0.1%	-19.0%	-1.1%
Stability Ratios				
부채비율 %	210.5%	243.7%	462.0%	453.5%
순부채비율 %	138.7%	168.2%	356.5%	340.1%
유동비율 %	49.2%	54.3%	46.1%	54.1%
당좌비율 %	41.8%	46.7%	40.2%	47.1%
이자보상배율	1.2	1.5	-0.2	0.2
Performance Ratios				
ROE %	9.1%	0.2%	-53.7%	-3.4%
ROA %	2.8%	0.1%	-12.5%	-0.6%
ROIC %	3.8%	1.1%	-2.8%	1.0%
Per Share Ratios				
수정EPS	5,222	146	-26,481	-1,348
주당순자산	59,651	60,105	38,492	41,677
주당현금흐름	14,903	10,322	-15,902	9,593
주당배당금	150	500	0	0

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.