

# 항공산업

Ready for Take-Off



로봇/기계/운송 양승윤  
02)368-6139  
syyang0901@eugenefn.com



# Glossary

용어	정의
FSC(Full Service Carrier)	수하물과 기내식 등 폭넓은 서비스를 제공하는 항공사. Legacy Carrier 로도 불림
LCC(Low Cost Carrier)	FSC와 달리 수하물과 기내식 등 서비스 제공을 최소화하고 저렴한 운임 가격을 제공하는 저비용 항공사를 뜻함. 일부 서비스는 유료로 제공되기도 함
ASK(Available Seat Kilometers)	공급좌석킬로미터로 판매된 좌석에 비행거리를 곱해 산출. 통상 항공사의 수송 능력을 의미함
RPK(Revenue per Kilometers)	유상여객킬로미터로 유상여객 수에 비행거리를 곱해 산출. 항공사의 운송 실적(수요)를 뜻함
AFTK(Available Freight Tonne Kilometers)	공급화물톤킬로미터, 공급톤에 비행거리를 곱해 산출. 화물 공급 능력을 의미함
FTK(Freight Tonne Kilometers)	화물톤킬로미터로 유상수송톤에 비행거리를 곱해 산출. 화물 운송 실적을 뜻함
I/F	공급좌석/화물 킬로미터에 대한 유상 여객/화물킬로미터의 비율
Yield	항공사의 단위당 수입
운수권	특정 국가에 취항하기 위해 필요한 권리, 정부간 항공회담을 통해 획득하게 됨
슬롯	항공기가 공항의 특정 시간에 이착륙할 수 있는 권리
Narrow Body Jet	항공기 내 통로(Aisle)가 한 개의 소형 항공기
Wide Body Jet	항공기 내 통로(Aisle)가 두개 이상의 중대형 항공기
MRO(Maintenance - Repair - Overhaul)	항공기의 감항성 유지를 위해 정비/수리/분해/조립 등을 실시하는 정비 사업
PTF(Passenger to Freighter)	여객기를 화물기로 개조한 개조 화물기를 뜻함

---

# Contents

<b>I. 항공 운송: 진정한 회복 국면에 돌입.....</b>	<b>8</b>
After Covid-19: 멈춰버린 3년	8
Beyond Covid-19: 외면했던 것들을 마주할 시간	11
변화가 필요한 시간	30
<b>II. 항공기 제조: 업사이클 도래.....</b>	<b>47</b>
항공기 수요 증가 사이클 진입	47
항공기 제조 산업 투자 전략	54
<b>기업분석.....</b>	<b>73</b>
대한항공(003490)	
제주항공(089590)	
진에어(272450)	
한국항공우주(047810)	
한화에어로스페이스(012450)	
켄코아에어로스페이스(274090)	
아스트(067390)	

# Ready for Take-Off

양승윤 Analyst

## 항공 운송(Overweight)

## 항공기 제조(Overweight)

대한항공(003490) BUY/TP 35,000 원

제주항공(089590) BUY/TP 14,000 원

진에어(272450) BUY/TP 16,000 원

한국항공우주(047810) BUY/TP 65,000 원

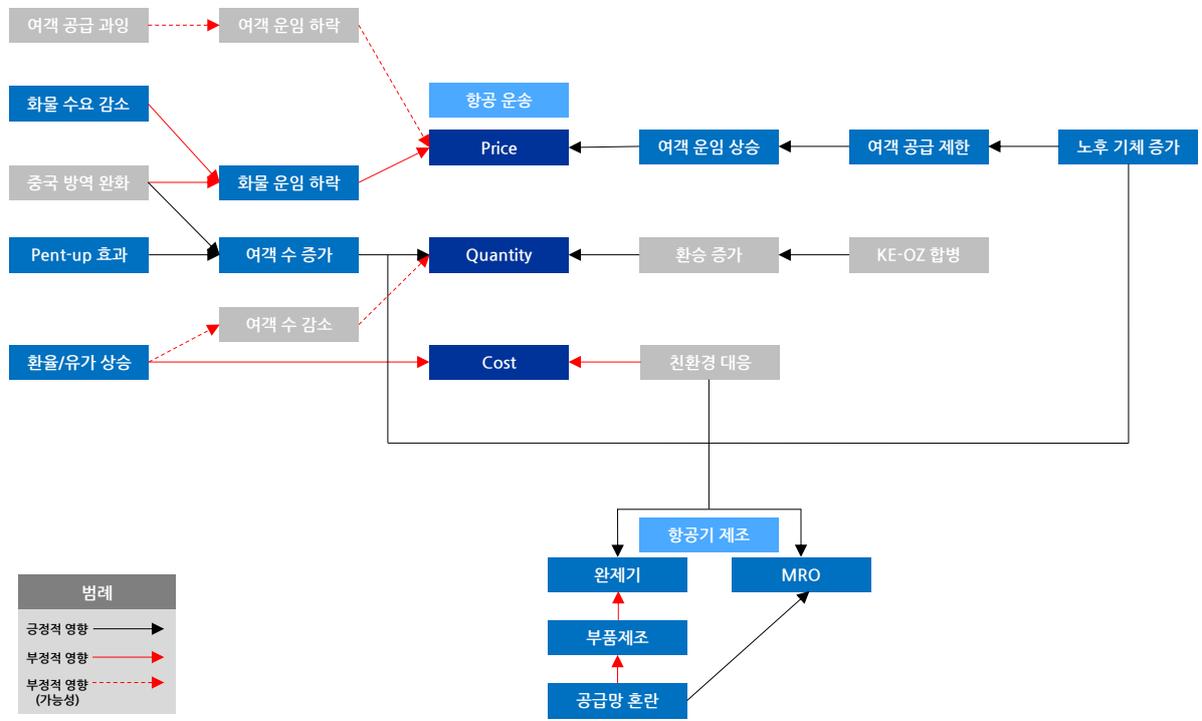
한화에어로스페이스(012450) BUY/TP 91,000 원

코로나 사태로 유례없는 타격을 입은 항공 산업이 고난의 3년 끝에 진정한 회복의 길로 들어섰다. 경기 둔화 우려와 높은 수준의 유가/환율 등 매크로 환경은 그다지 호의적이지만은 않지만, 이를 뛰어넘는 여객 수요와 견조한 운임이 항공 운송 기업들의 수익성을 지지해줄 것이다. 오랫동안 막혀있던 일본 여행이 정상화되며 항공사들의 숨을 틔워 주었고, 코로나 이전 국내 항공 운송 시장에서 우려되던 공급 과잉 이슈가 항공사들의 기단 축소에 따라 다소 해소된 점도 긍정적이다. 그리고, 당면한 문제를 넘어 기다리고 있는 것은 글로벌 항공사들과의 경쟁이다. 노선 경쟁력 강화 등 미리 대비하는 자가 앞으로의 시장을 주도하게 될 것이다. 대한항공과 아시아나항공의 기업 결합을 필두로 한 국내 항공 운송 시장의 재편의 향방에 주목하자.

한국뿐 아니라 전세계적으로 항공 운송 시장이 정상화되고 있는 현 시점에서 우리는 항공기 제조 시장으로도 투자의 시선을 넓혀볼 필요가 있다. 항공 여객 수요가 늘어나고 노후 기체가 대거 퇴역을 앞두고 있어, 항공기 수요는 빅 사이클 초입에 들어선 상황이다. 항공기 제조 시장에서 인력 부족과 부품 수급 차질 등의 공급망 이슈로 회복 속도가 더디게 진행되고는 있지만, 항공기 수요는 사라지는 것이 아니라 이연 되는 것일 뿐이다. 회복 속도 여하와 관계없이, 항공기 수요의 폭발적인 증가에 지속적인 관심을 추천한다. 무엇보다도 글로벌 항공기 부품사들이 큰 타격을 입은 상황은 살아남은 국내 기업들에 기회가 될 수도 있다.

비상(飛上)을 꿈꾸는 항공 운송과 항공기 제조 산업에 대해 투자 의견 Overweight 을 제시하고, 대한항공(003490)과 제주항공(089590), 진에어(272450), 한국항공우주(047810), 한화에어로스페이스(012450)에 대해 커버리지를 개시한다.

도표 1. 항공 산업 이슈 정리



자료: 유진투자증권

도표 2. 종목 추천 서머리

기업명	투자의견	목표주가(원)	투자 포인트
대한항공 (003490.KS)	BUY	35,000	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 국내 항공 운송 회복 및 고운임 지속에 따른 수익 구조 유지</li> <li>■ 아시아나항공과의 기업 결합에 따른 노선 경쟁력 제고 기대</li> </ul>
제주항공 (089590.KS)	BUY	14,000	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 국내 항공 운송 회복 및 고운임 지속에 따른 실적 회복 기대</li> <li>■ 일본 노선 재개에 따른 수익 증가 기대</li> <li>■ B737-8 도입에 따른 운영 원가 절감 및 신규 노선 개발 가능성</li> </ul>
진에어 (272450.KS)	BUY	16,000	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 국내 항공 운송 회복 및 고운임 지속에 따른 실적 회복 기대</li> <li>■ 대한항공과 아시아나항공 결합 시 통합 LCC로 경쟁력 제고 기대</li> </ul>
한국항공우주 (047810.KS)	BUY	65,000	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 글로벌 항공기 수요 회복에 따른 기체 부품 매출 증가 기대</li> <li>■ T-50 계열 해외 수출(폴란드 등) 호조</li> </ul>
한화에어로스페이스 (012450.KS)	BUY	91,000	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 글로벌 항공기 수요 회복에 따른 엔진 부품 매출 증가 기대</li> <li>■ 지배구조 개편에 따른 방산 사업 시너지 강화</li> <li>■ K-9 등 해외 방산 수출 증가 기대</li> </ul>
켄코아에어로스페이스 (274090.KQ)	NR	NA	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ PTF 사업 수주에 따른 신성장 동력 확보 기대</li> <li>■ 우주 사업 및 UAM 사업 등 미래 사업 투자</li> </ul>
아스트 (067390.KQ)	NR	NA	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 글로벌 항공기 수요 회복에 따른 기체 부품 매출 증가 기대</li> <li>■ 엠브라엘 사업 양수에 따른 실적 성장 및 포트폴리오 확대 기대</li> </ul>

자료: 유진투자증권

## I. 항공 운송: 진정한 회복 국면에 돌입

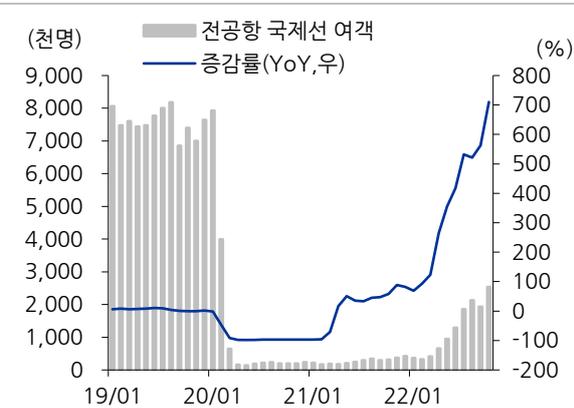
### After Covid-19: 멈춰버린 3년

#### 국제 여객 급감, 실적 악화

코로나 사태가 국내 항공 산업에 입힌 타격은 유례가 없을 정도다. 전세계적으로 전염병 확산 방지를 위한 고강도의 방역 정책이 실시됨에 따라 국가간 여객 수송이 단절되어버렸다. 과거 항공 산업은 9.11 테러, 사스(SARS-CoV), 신종플루(H1N1) 등 수차례 위기를 맞이 했었지만, 이번 코로나 사태가 미친 영향은 남달랐다.

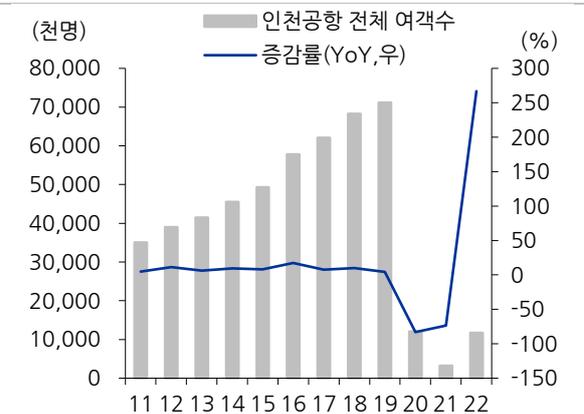
한국의 국제선 여객 수는 코로나 사태 이후 2020년 1,431만명으로 전년대비 84% 급감했다. 국제선 여객 수 감소로 주요 수입원을 잃어버린 항공사들이 국내선 운항 확대 및 화물 수송, 무착륙 비행, 기내식 카페 운영 등 다양한 자구책을 펼쳐왔음에도 불구하고, 저가항공사를 중심으로 수익성 악화를 피하지 못해 수차례의 자금 조달을 통해 겨우내 시간을 버텨내고 있는 모습이다.

도표 3. 전국 공항 국제선 여객 추이(월별)



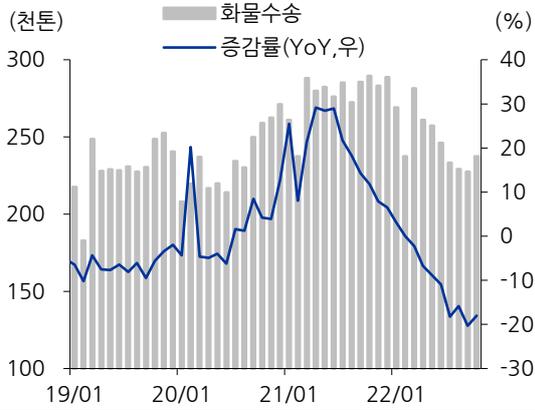
자료: KAC, 인천국제공항공사, 유진투자증권

도표 4. 인천국제공항 여객 수 추이(연간)



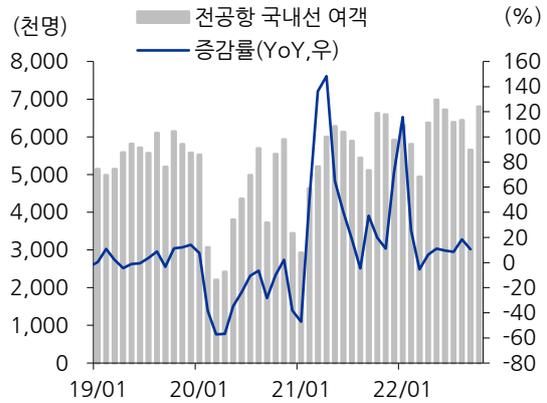
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권  
주) 2022년은 YTD(10월) 기준

도표 5. 인천국제공항 화물수송 추이



자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

도표 6. 전국 공항 국내선 여객 수 추이(월별)



자료: KAC, 인천국제공항공사, 유진투자증권

도표 7. 제주항공의 기내식 카페



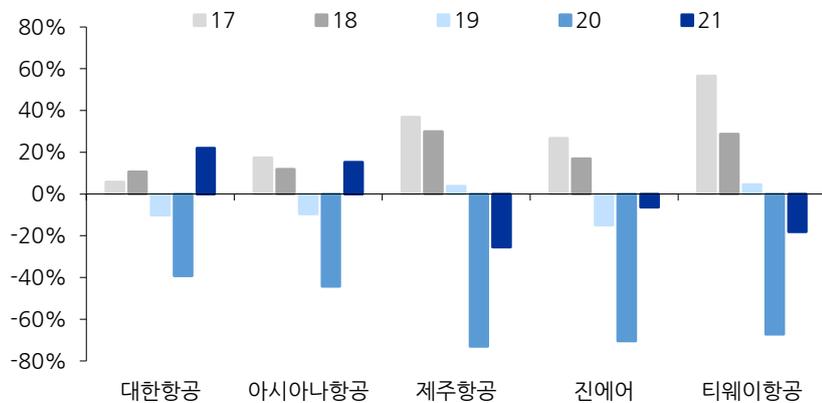
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 8. 대한항공 무착륙 비행 포스터



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 9. 국내 항공사 매출액 변동률(yoy)

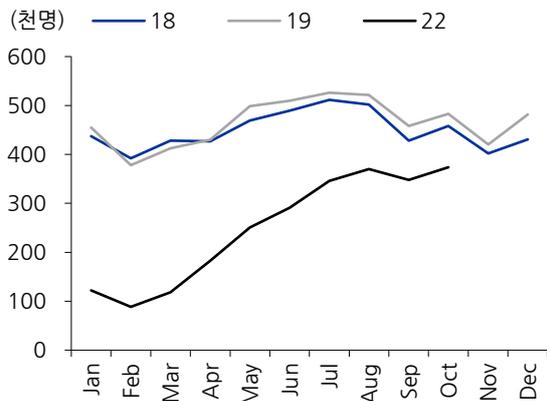


자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 이제는 진짜 회복이다

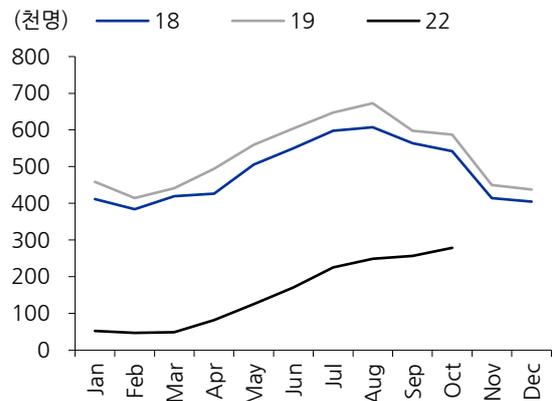
3년이라는 긴 고행의 시간 끝에, 다행히도 국제 여객 수는 느리지만 뚜렷한 회복세를 보여주고 있다. 2022년 10월 YTD 기준 인천공항 국제 여객 수는 1,172만명으로 2019년 동기 대비 20% 수준을 회복했으며, 노선별로는 미주 53%, 구주 28%, 동남아 27%, 일본 8%의 회복률을 기록하고 있다. 미주/구주 노선에 이어 동남아 노선 순으로 회복이 이어졌고, 2022년 4분기에는 일본 무비자 입국이 허용됨에 따라 단거리 노선 회복에 대한 기대감이 높아지고 있다. 코로나 이전 전체 국제선 여객 수에서 20%를 차지했던 중국 노선은 중국에서 아직 엄격한 방역 정책 기조가 이어지고 있는 관계로, 본격적인 여객 회복까지는 조금 더 시간이 걸릴 전망이다.

도표 10. 미주 노선 여객 수 추이(인천공항 기준)



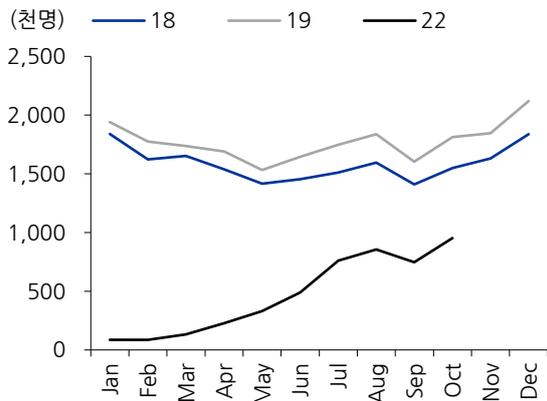
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

도표 11. 구주 노선 여객 수 추이(인천공항 기준)



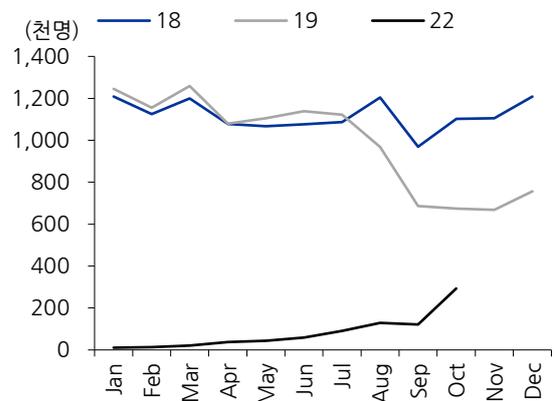
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

도표 12. 동남아노선 여객 수 추이(인천공항 기준)



자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

도표 13. 일본 노선 여객 수 추이(인천공항 기준)



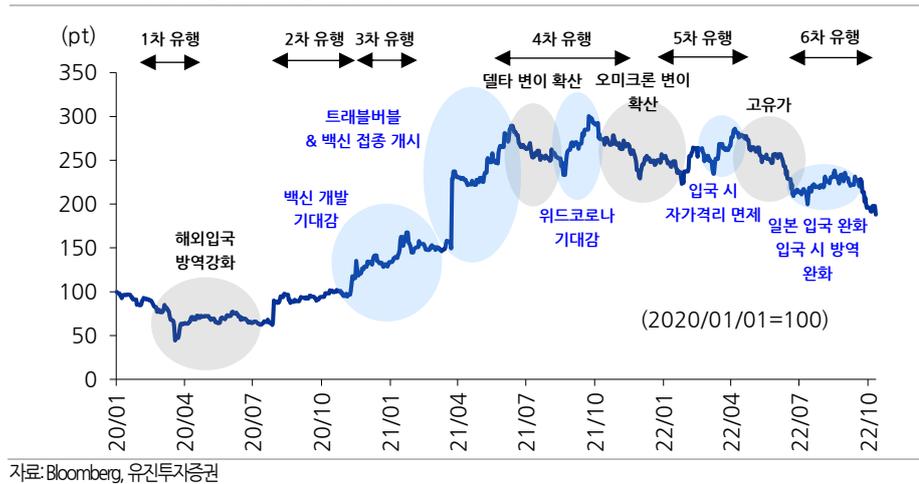
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

## Beyond Covid-19: 외면했던 것들을 마주할 시간

### 모멘텀 끝, 다시 제자리로

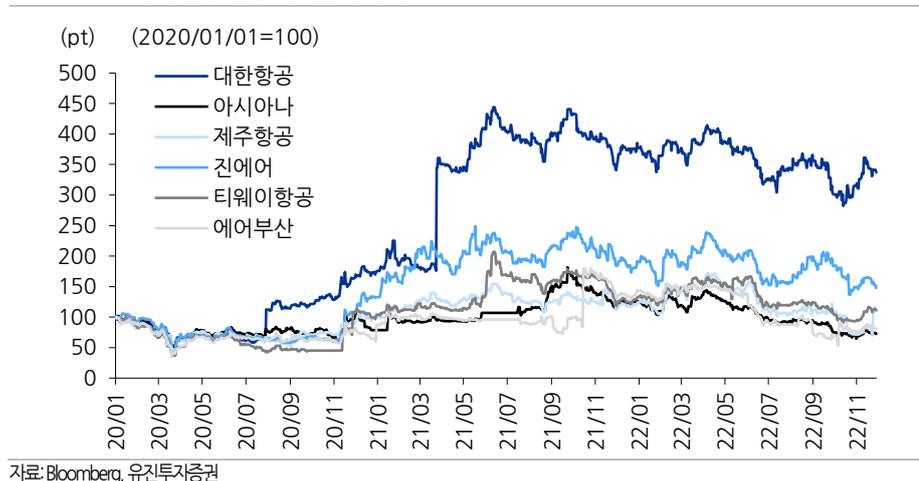
코로나라는 비정상적인 상황 속에서 국내 항공사들의 주가는 백신 개발/접종과 트래블 버블, 위드 코로나와 같은 긍정적 이슈와 여섯 차례에 걸친 코로나 대유행 및 사회적 거리두기와 출입국 방역 강화 등 부정적 이슈와 함께 등락을 거듭해왔다. 지난 2022년 10월 기다리던 일본 무비자 입국 허용이 발표되고, 출입국 시 PCR 검사 폐지라는 모멘텀을 끝으로 항공주들은 정상으로 회귀하고 있다. 항공 운송 회복을 위한 여건들이 갖추어지고 있는 가운데, 이제는 코로나 사태 이전의 항공사 주가에 많은 영향을 미쳤던 환율과 유가 등 매크로 요소와 항공 운송 시장을 둘러싼 다양한 이슈 (공급 과잉, 산업 재편, 친환경 등) 등에 다시 한 번 초점을 맞추어 볼 필요가 있다고 판단한다.

도표 14. 국내 항공사 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 15. 국내 항공사별 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 매크로 환경: 회복에 찬물을 끼얹는 고환율, 고유가

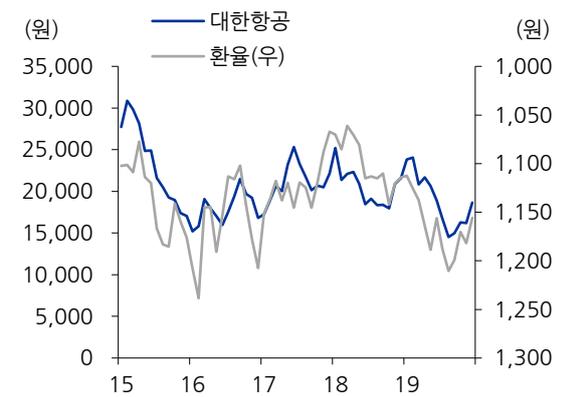
항공 운송은 매크로 변수에 크게 영향을 받는 산업이다. 환율과 유가와 같은 대외 요인과 항공사 실적 사이에 밀접한 상관 관계가 있기 때문이다. 이외에도 GDP 성장률, 가계소득/저축, 소비 심리 등 다양한 외부 변수가 항공 산업과 떼려야 뗄 수 없는 관계성을 보이고 있다.

환율의 경우, 여행 심리는 물론 외화로 결제하는 비용(유류비, 리스료, 해외공항사용료 등)에 영향을 미친다. 그리고 항공사는 그 특성상 항공기 리스 부채 등 대규모 외화부채를 보유하고 있어 환율 변동에 따라 외화환산손익이 발생할 수 있다. 이렇게 환율이 항공사 실적에 미치는 영향이 큰 탓에 환율과 주가 흐름은 상당 부분 동행하는 모습을 보인다.

유가는 항공사 전체 영업 비용의 30% 내외를 차지하는 유류비 변동에 직결된다. 유가 상승 시 항공사는 유류할증료 부과를 통해 통상 50% 정도 이용객에게 전가하지만, 유가 상승에 따른 비용 부담을 완전히 피하기는 어렵다.

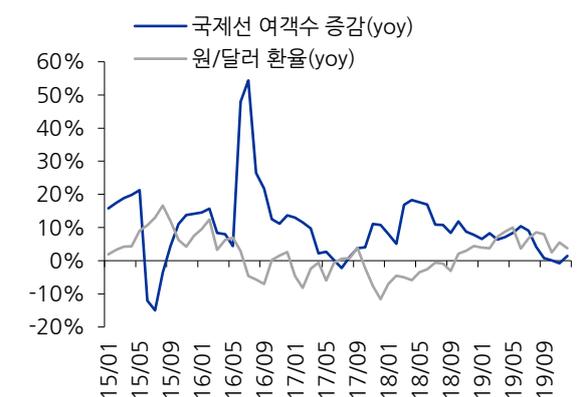
코로나 사태에서 벗어나며 점차 국제 여객 수가 회복 되고 있는 가운데, 현재 매크로 환경은 항공사에게 결코 우호적이지 않은 상황이다. 현재 환율은 원/달러 기준 1,300 원대를 상회하며 역사적으로 높은 수준을 기록하고 있고, 유가는 항공유 기준 배럴당 160 달러 수준을 기록한 이후 소폭 하락한 120 달러 수준에서 횡보하고 있으나, 70~80 달러 수준을 기록하던 2019 년과 대비하여 유가 부담은 훨씬 더 커진 상황이다. 대한항공 기준으로 유가 10 달러 상승 시 약 2 천억원 감익 영향이 있을 것으로 추정되며, 달러 환율 변동에 따른 유류비 부담은 원/달러 환율 50 원 상승 시 약 8 백억원의 비용 증가로 나타나는 것으로 파악된다.

도표 16. 15~19년 주가 및 환율 상관 관계



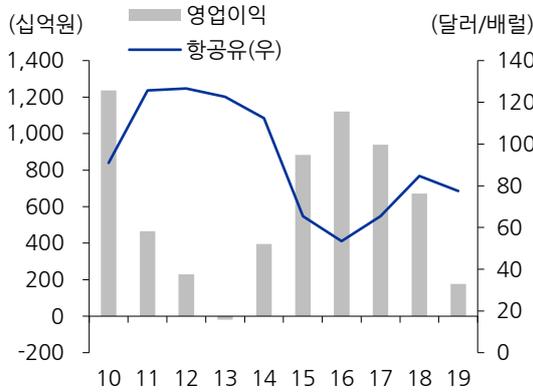
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 17. 환율과 여객 수 상관 관계(2015~2019년)



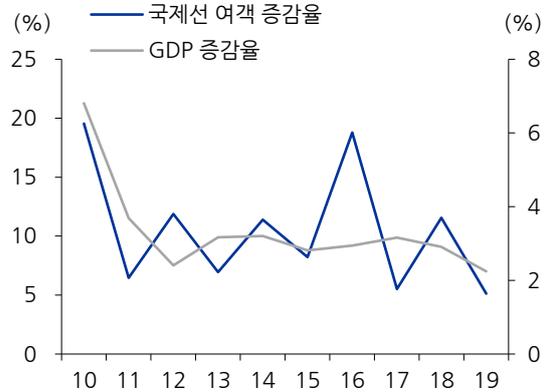
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 18. 항공유 가격 및 항공사(KE) 영업이익 추이



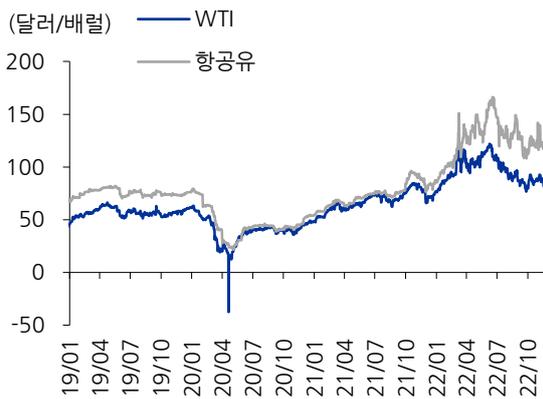
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 19. GDP와 여객 증감 상관관계(yoy 증감률)



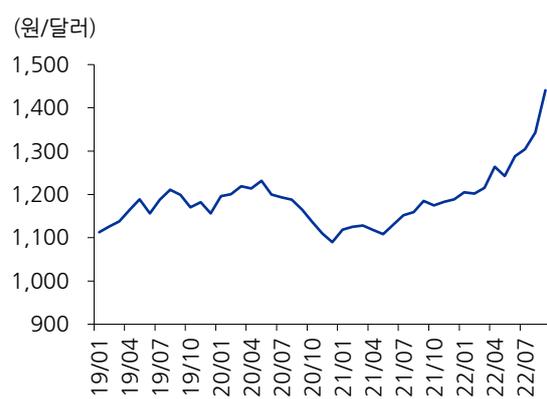
자료: 한국공항공사, 인천국제공항, World Bank, 유진투자증권

도표 20. 유가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 21. 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 22. 유가 및 환율 변동이 영업 손익에 미치는 영향(대한항공 기준)

단위: 억원	환율 (원)	유가(달러)								
		60	70	80	90	100	110	120	130	140
	1,000	9,900	8,250	6,600	4,950	3,300	1,650	0	-1,650	-3,300
	1,050	9,405	7,673	5,940	4,208	2,475	743	-990	-2,723	-4,455
	1,100	8,910	7,095	5,280	3,465	1,650	-165	-1,980	-3,795	-5,610
	1,150	8,415	6,518	4,620	2,723	825	-1,073	-2,970	-4,868	-6,765
	1,200	7,920	5,940	3,960	1,980	0	-1,980	-3,960	-5,940	-7,920
	1,250	7,425	5,363	3,300	1,238	-825	-2,888	-4,950	-7,013	-9,075
	1,300	6,930	4,785	2,640	495	-1,650	-3,795	-5,940	-8,085	-10,230
	1,350	6,435	4,208	1,980	-248	-2,475	-4,703	-6,930	-9,158	-11,385
	1,400	5,940	3,630	1,320	-990	-3,300	-5,610	-7,920	-10,230	-12,540

자료: 유진투자증권

## 네거티브 요소를 뛰어넘는 수요가 필요하다

비용 부담이 커진다면 비용 증가를 넘어서는 수입을 확보해야한다. 항공사 수입이 늘어나기 위해서는 항공 운임(P) 상승 or/and 여객 수(Q) 증가 조건이 충족되어야 하는데, 먼저 여객 수 관점에서 코로나 이후 3년 넘게 누적되어온 여행에 대한 이연 수요가 해외 출입국 정상화 흐름 속에서 폭발적인 여객 증가로 나타날지에 대한 관심이 높다. 현재 높은 수준의 원/달러 환율이 주는 해외 여행에 대한 심리적 부담도 여객 회복에 불확실성을 더하고 있는 만큼, 앞으로의 여객 회복 강도와 방향성을 주의 깊게 확인할 필요가 있다.

여행은 충분한 여유자금이 있어야하고, 여행에 비용을 지출하고자하는 심리가 있어야지 가능한 것이다. 실제로 지난 과거의 출국자 수 증감은 여행비 지출전망 CSI(소비자 심리)와 가계 가처분 소득 변화와 상당 부분 연동되어왔던 점을 확인해볼 수 있다. 현재 경기 침체 우려에도 여행비 지출전망 CSI는 여전히 90~100 선을 유지하며 견조한 여행 심리를 보여주고 있고, 개인 가처분 소득은 코로나 이전 대비 6% 증가하며 소비 여력 또한 과거 대비 높아진 점은 긍정적으로 평가할 수 있다.

여행 심리(여행비 지출전망 CSI)를 소득 수준별로 나누어서 보면, 500만원 이상 소득 분위에서 가장 높은 수준(2022년 10월 기준 99pt)을 기록하고 있지만, yoy 변동률로 보면 경기 악화 속에서 여행 심리가 급격하게 위축되고 있는 상황이다. 오히려, 중소득 구간(200만원 이상 400만원 미만)에서 여행 심리가 견조한 추세를 유지하고 있다. 소비 심리가 위축되고 있는 만큼, 적은 비용으로도 여행할 수 있는 일본과 중국과 같은 단거리 노선에 대한 수요에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

또 한가지 주목할 점으로 해외여행객의 연령별 통계에서 MZ세대(18세~41세)가 전체 해외여행객에서 차지하는 비중이 높아졌다는 점이다. 2022년 YTD 기준 MZ세대에 해당하는 연령대(21~40세) 비중이 43%로 과거 평균인 37%를 6%pt 상회하고 있고, 41세 이상의 연령층이 차지하는 비중은 45% 수준으로 과거 평균 수준인 52%를 7%pt 하회하고 있다. 코로나19라는 특수 상황 속에서 MZ세대의 여행 수요가 먼저 회복되고 있는 것으로 파악된다.

현재 해외여행의 주요 고객이라고 볼 수 있는 MZ세대는 일본 여행에 대한 관심이 매우 높은 것으로 추정되며, 그 외 미국과 유럽, 동남아 지역에 대해서는 관심이 한 풀 꺾인 모습이다. 한편, 40세 이상의 연령층에서는 일본 여행과 더불어 동남아 여행에 대한 관심도 높고, 비즈니스/프리미엄 이코노미와 같은 하이클래스 좌석에 대한 관심이 상당히 높은 수준을 보이고 있어, 향후 해당 연령층의 해외여행이 본격화 되는 시점에 중장거리 노선 및 하이클래스 수요 증가 흐름에 주목할 필요가 있을 것이다.

도표 23. 여행비 지출전망 CSI 및 출국자수 추이



자료: 한국은행, 한국관광데이터랩, 유진투자증권

도표 24. 가계처분소득 및 출국자수 증감률 추이



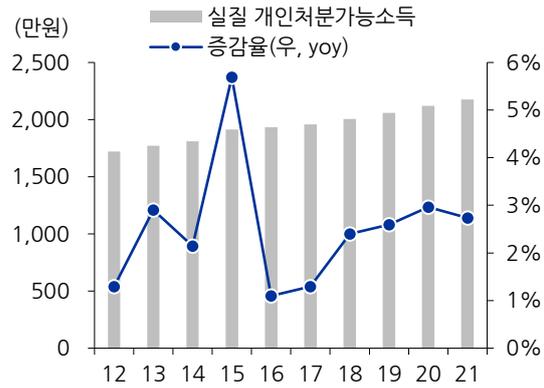
자료: 한국은행, 한국관광데이터랩, 유진투자증권

도표 25. 가계수입전망 CSI 및 여행비 지출전망 CSI 추이



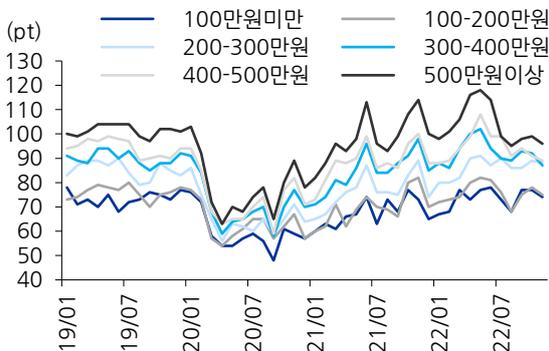
자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 26. 1인당 실질 개인처분가능소득 추이



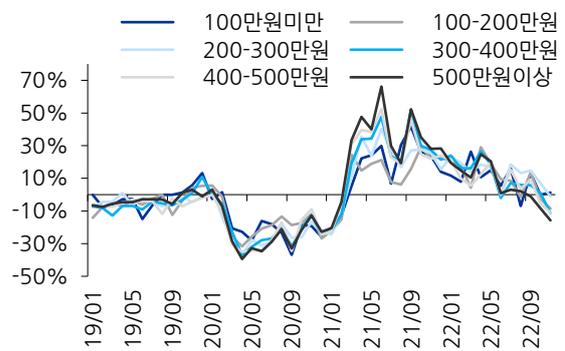
자료: e나라지표, 유진투자증권

도표 27. 소득구간별 여행비 지출전망 CSI 추이



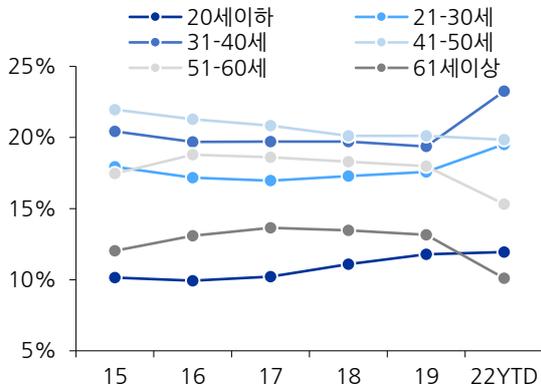
자료: 한국관광데이터랩, 유진투자증권

도표 28. 소득구간별 여행비 지출전망 CSI 추이(yoy%)



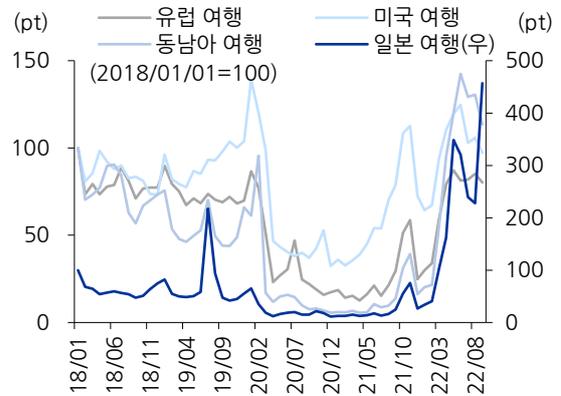
자료: 한국관광데이터랩, 유진투자증권

도표 29. 해외여행객 연령별 비중



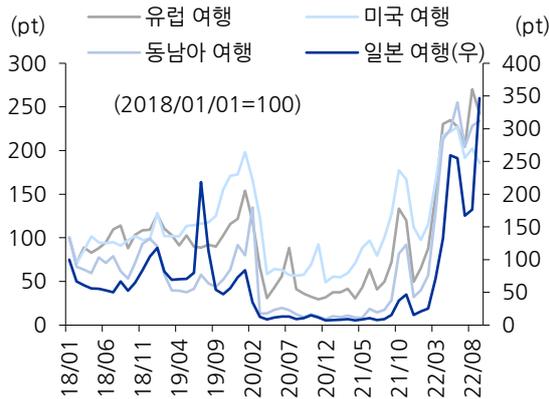
자료: 한국관광데이터랩, 유진투자증권

도표 30. MZ세대 여행지 검색 추이



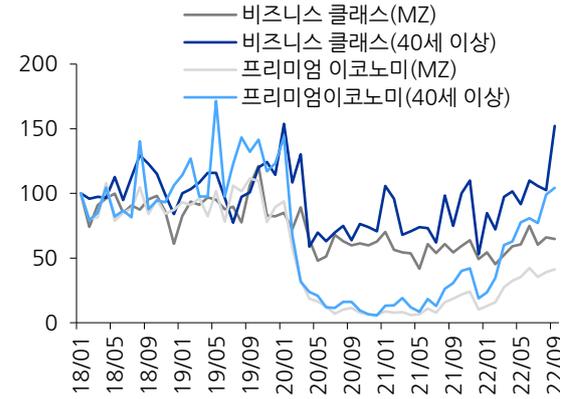
자료: 네이버 데이터랩, 유진투자증권

도표 31. MZ세대 이외 여행지 검색 추이



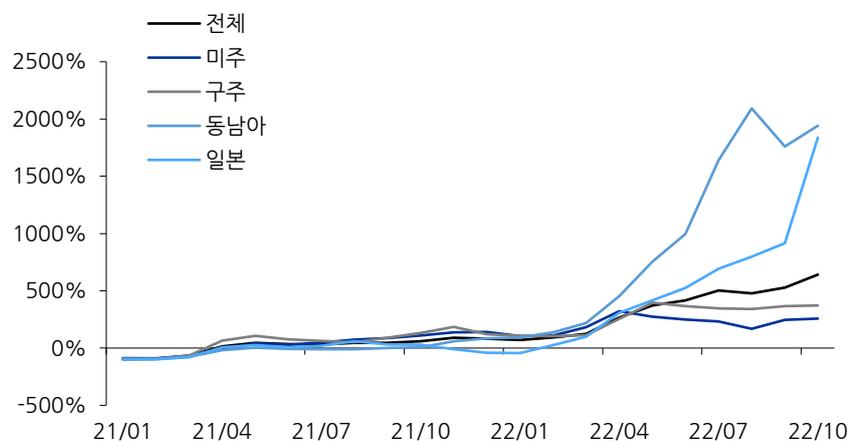
자료: 네이버 데이터랩, 유진투자증권

도표 32. 프리미엄 클래스 검색 추이



자료: 네이버 데이터랩, 유진투자증권

도표 33. 인천공항 노선별 여객 증감률(yoy) 추이



자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

## 단거리 노선에 거는 기대

현재 상황을 종합해보면, 지금 당장은 단거리 노선을 중심으로 한 여객 회복에 주목할 필요가 있어 보인다. 다행히도 단거리 노선은 중장거리 노선 대비 수익성이 좋기 때문에 여객 수요만 뒷받침 해 준다면 항공사 수익성 개선에 크게 기여가 가능하다.

항공사들의 현재 운임과 비용(\*유류비 제외 코로나 이전 단위 비용 적용)을 토대로 분석한 결과, 대한항공 기준 인천-뉴욕 노선과 인천-나리타 노선의 수익성을 비교해보면, 일본 노선의 수익성이 영업이익률 기준 52% 수준으로 미주 노선의 17% 대비 월등히 높은 것으로 파악된다. 일본 노선 왕복 기준 영업이익이 0.4 억원~0.9 억원 수준으로 뉴욕 노선 왕복 기준 영업이익 1.6~2.0 억원 대비 1 왕복 당 영업이익은 크지 않지만, 단거리 노선은 운항 스케줄에 따라 국제선 왕복 운항 후 국내선 운항에 활용하는 등 기재를 효율적으로 운용할 수 있어 추가적인 수익을 기대할 수 있다.

리스크 요인은 공급 과잉에 따른 탑승률 하락과 운임 경쟁이다. 지난 10 월 30 일을 기점으로 동계 운항 스케줄 적용됨과 동시에 국내 항공사들은 일본 노선 증편에 적극적으로 나서고 있다. 국내 주요 항공사(대한항공, 아시아나, 제주항공, 진에어, 티웨이항공, 에어부산, 에어서울)의 일본 노선 운항 편수는 11 월 기준 주 400 회 수준에서 12 월 기준 600 회까지 약 30% 이상 증가할 전망이다. 특히 제주항공은 12 월 기준 주 170 여회 일본 노선을 운영할 계획으로 가장 공격적이다. 인천-나리타/오사카/후쿠오카 등 주요 노선을 비롯해, 대구 및 부산 등 지방공항 출도착 노선과 일본 지방(타카마쓰) 노선 등 코로나 이전 수준으로 빠르게 공급 정상화가 이루어질 전망이다. 여객 수요와 공급 증가 속도가 보조를 맞출 수 있을지가 관건이다. 11 월 1~3 주차의 일본 노선 L/F 는 80%를 크게 상회하는 높은 수요를 기록하고 있어, 현재로서 공급 과잉에 대한 우려는 제한적인 상황이다.

향후 여객 회복의 방향성을 가늠하기가 어려운 만큼, 유연한 기재 전략과 가격 전략이 절실하다. 당사 추정에 따르면 현재 운임과 비용(\*유류비 제외 코로나 이전 단위 비용 적용)에 기반한 대한항공의 미주와 유럽 노선의 BEP L/F는 기종 상관없이 약 60% 수준, 아시아 노선은 약 40% 내외 수준인 것으로 파악된다. 다양한 기종을 보유하고 있는 대한항공은 노선별 여객 수요 흐름에 맞추어, 수요 증가 시 A380 과 B777 등 대형 기종을 투입하는 등 수익을 극대화하는 유연한 대응이 필요할 것이다. 단일 기종(B737)을 운영하는 제주항공의 경우, 현재 운임 기준 일본 노선 BEP L/F 가 30% 수준으로 낮아 경쟁 강도에 따라 유연하게 운임 전략을 펼칠 수 있는 상황으로 가격 경쟁에서 우위를 점할 수 있을 것으로 판단된다. 현재 운임에서 40% 할인하여 판매하더라도 BEP L/F 는 80%로 현재 탑승률 기준으로도 충분히 영업이익 흑자 기록이 가능한 수준이다.

도표 34. 대한항공 노선별 수익성 비교(편도 기준)

구분	인천-뉴욕	인천-나리타
운임(원)	2,380,000	370,000
좌석수	277	146
L/F	75%	78%
매출액(백만원)	456	41
영업이익(백만원)	79	21
OPM	17%	52%

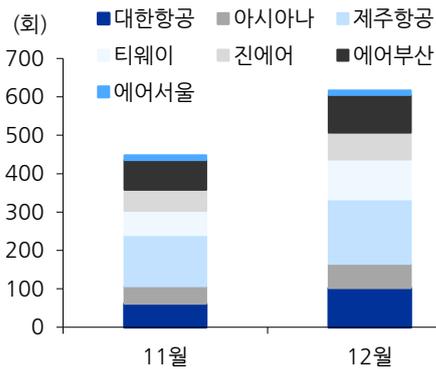
자료: 유진투자증권  
 주 1) 기제는 뉴욕 777-300ER, 나리타 737-8 기준  
 주 2) 좌석 클래스별 L/F는 이코노미 80%, 프레스티지 50%, 퍼스트 50%

도표 35. 대한항공/제주항공 나리타 노선 비교(편도 기준)

구분	대한항공	제주항공
운임(원)	370,000	290,000
좌석수	146	174(189)
L/F	78%	80%
매출액(백만원)	41	40
영업이익(백만원)	21	25
OPM	52%	63%

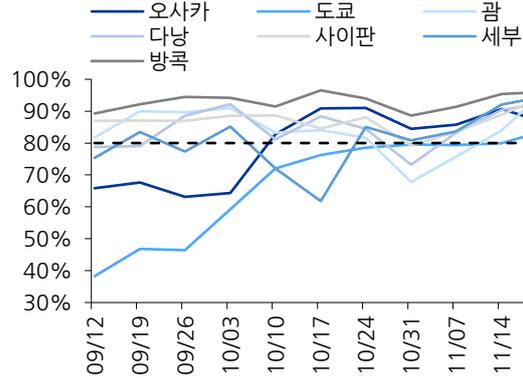
자료: 유진투자증권  
 주 1) 기제는 대한항공 737-8, 제주항공 737-800 기준  
 주 2) 좌석 클래스별 L/F는 이코노미 80%, 프레스티지 50%, 퍼스트 50%

도표 36. 일본 노선 운항 횟수(주당)



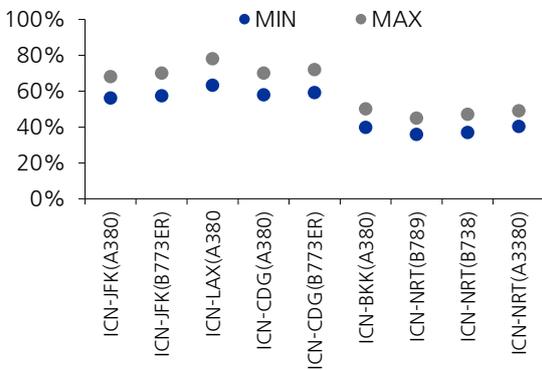
자료: 유진투자증권

도표 37. 제주항공 노선별 L/F 추정(주간 기준)



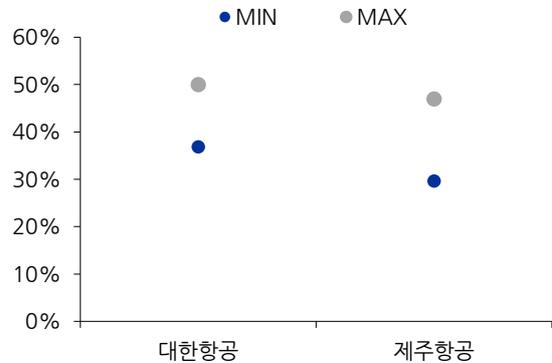
자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 38. 노선별 BEP L/F 추정(대한항공)



자료: 유진투자증권  
 주 1) MAX 값은 22년 3분기 단위비용(유류비 제외) 적용  
 주 2) MIN 값은 코로나 이전 평균 단위비용 적용

도표 39. 일본노선 BEP L/F 추정



자료: 유진투자증권  
 주 1) MAX 값은 22년 3분기 단위비용(유류비 제외) 적용  
 주 2) MIN 값은 코로나 이전 평균 단위비용 적용

## 기단 축소와 공항 인프라 확충으로 공급 과잉 우려 해소

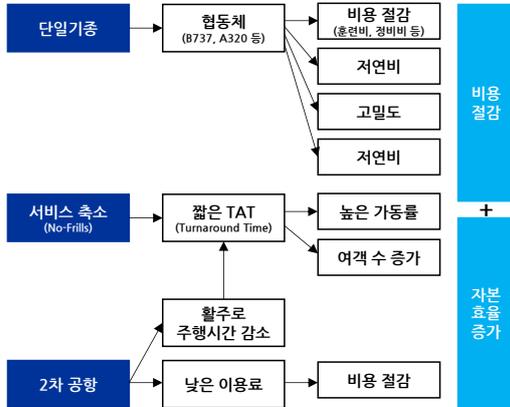
코로나 이전 한국 항공 운송 시장에서의 가장 큰 화두는 LCC의 부상과 공급 과잉에 대한 이슈였다. LCC는 저렴한 운임을 앞세워 일본과 동남아 노선에서 빠르게 점유율을 확대해왔으며, 한국의 국제 여객 수 증가를 주도해온 주역이기도 하다. 당시 LCC들의 공격적인 기단 확대로 공급 증가가 이어지며 2019년 기준 국제선 ASK(Available Seat Kilometer, 유효좌석킬로미터) 증가율이 RPK(Revenue Passenger kilometer, 유상여객킬로미터) 증가율을 상회해 공급 과잉에 대한 우려가 대두되었다. 항공사 수익은 여객 탑승(L/F)과 운임(Yield)에 좌우되고, 운임과 L/F 모두 공급 우위보다는 수요 우위 상황 하에서 항공사에 유리하게 작용하는데, 코로나 이전 LCC를 중심으로 한 과잉 공급은 항공사들의 운임 경쟁으로 이어져 수익성이 악화되는 결과를 초래하였다.

코로나 이후 노후 기체 퇴역에 더해 여객 수 부진 및 수익성과 재무구조 악화에 따라 보유 기체를 축소해온 결과, 2022년 10월 기준 국내 항공사의 총 보유 항공기 수는 364대로 2019년 413대 대비 12% 감소했다. 상장사 기준으로는 항공기 수가 약 7% 감소했고, 연간 16,000백만 km에 달하는 ASK(공급) 감소 영향이 있을 것으로 추정된다. 당사 추정에 따르면 2030년까지 추가로 퇴역 예정인 항공기 수는 국내 전체 여객기 기준 71대(조기 퇴역 고려 시 96대) 수준이며, 향후 3년간 퇴역을 앞둔 항공기 기종이 모두 광동체(B767/B777/B747/A330)라는 점에 주목할 필요가 있다. 2024년까지 총 18대의 광동체가 퇴역을 앞두고 있어, 중장거리 노선의 공급 능력 감소 및 1회당 운송 능력 감소가 예상된다. 해당 기체가 모두 퇴역할 경우, ASK(공급) 감소 영향은 연간 약 13,000백만 km 수준으로, 이는 코로나 이전 전체 ASK(상장사 기준)의 6% 수준에 달한다.

현재까지 공개된 계획에 따르면 국내 항공사들의 추가 항공기 도입 대수는 100여대가 넘는 것으로 파악된다. 향후 여객 수요(RPK)가 2024년에 코로나 이전 수준을 회복하고 연간 5%씩 증가할 경우, 2030년 기준 연간 RPK는 약 244,000백만 km로 늘어나게 된다. 현재 계획된 기체 도입과 퇴역 기체를 고려한 당사 추정 연간 ASK는 2030년 기준 245,000백만 km로 겨우 수요에 맞출 수 있는 수준이다. 적정 L/F 80% 수준을 유지하기 위해서는 추가로 60,000백만 km에 달하는 공급이 필요한데, 이는 현재 공개된 신규 항공기 도입 계획 외에 추가로 B737-8기준 130대 또는 B787기준 80대에 달하는 기체 조달이 필요함을 뜻한다.

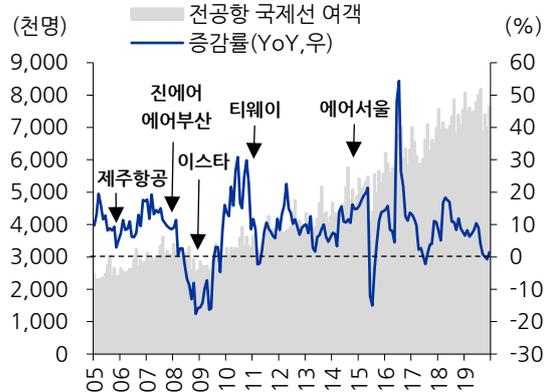
현재 항공사들의 재무구조가 손상되어 있는 점과, 현재 글로벌 항공기 제조 산업의 생산 능력 저하로 신규 항공기 공급 속도가 더딘 상황을 고려하면 적극적으로 기단 확대를 추진하기 쉽지 않은 상황이다. 기체 가동률 상승을 통한 공급 확대에도 한계는 있다. 타이트한 수급 상황이 이어질 것으로 예상되는 만큼, 운임의 하방 경직성과 L/F 상승에 따른 수익성 개선에 기대 가능하다.

도표 40. LCC 모델



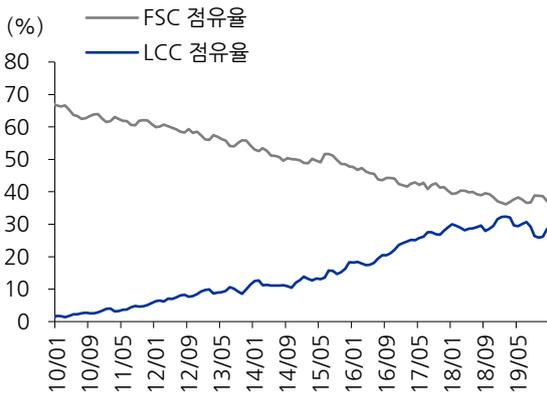
자료: 유진투자증권

도표 41. 국제선 여객 수 및 증감률 추이



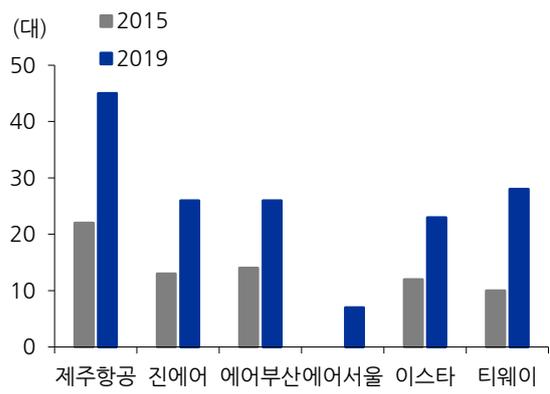
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 유진투자증권

도표 42. FSC vs LCC 국제선 점유율 추이



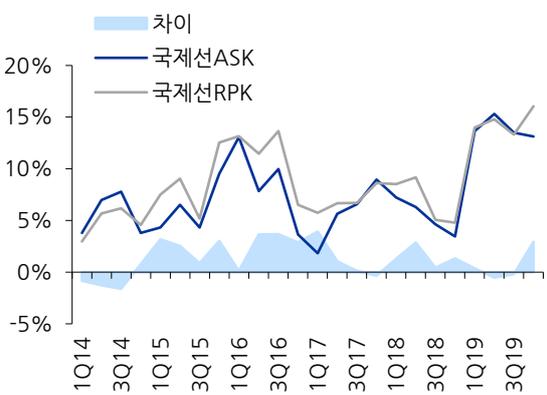
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

도표 43. LCC 보유 기단 변화



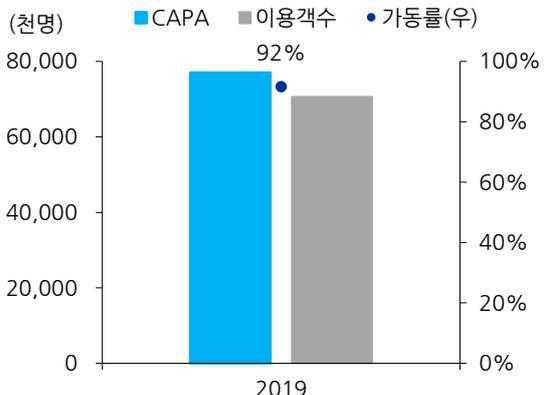
자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 44. 국내 항공사 ASK 및 RPK 증감률 추이(yoy)



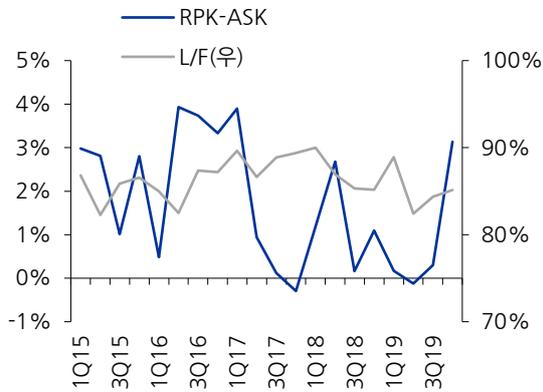
자료: Dart, 유진투자증권  
주: 항공사 상장 종목 기준

도표 45. 인천국제공항 CAPA 및 가동률



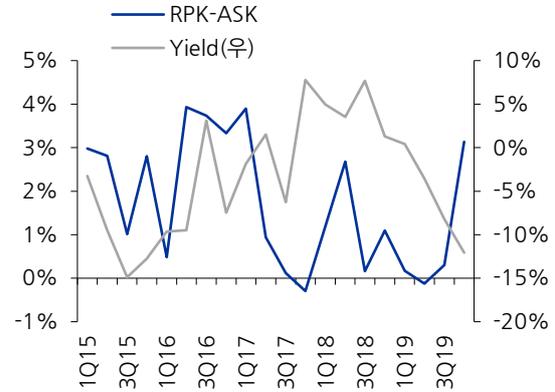
자료: 언론보도, 인천국제공항, 유진투자증권

도표 46. 수급과 L/F 관계성



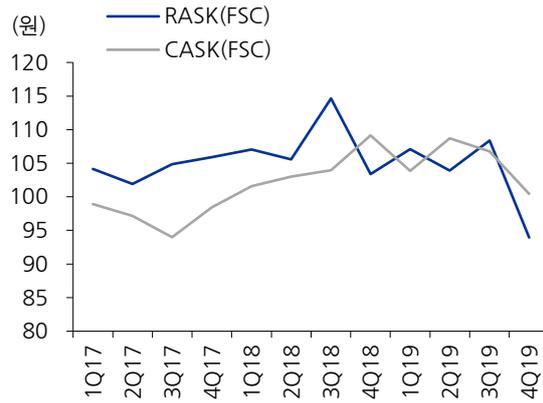
자료: Dart, 유진투자증권  
주) 대한항공, 아시아나, 제주항공, 진에어

도표 47. 수급과 Yield 관계성



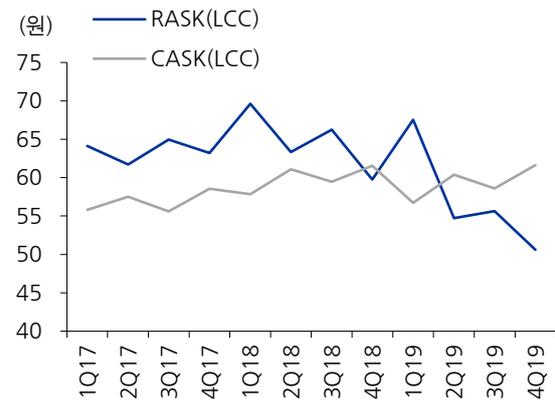
자료: Dart, 유진투자증권  
주) 대한항공, 아시아나, 제주항공, 진에어

도표 48. FSC CASK, RASK 추이



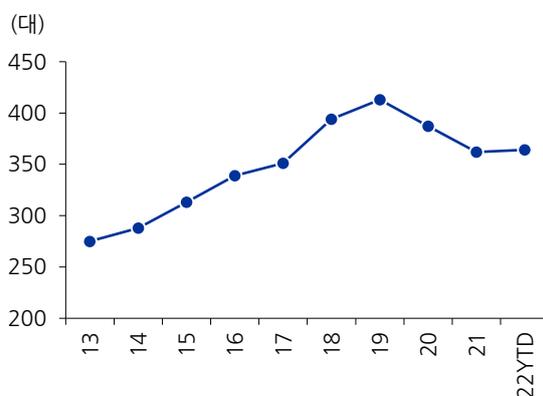
자료: Dart, 유진투자증권  
주) 대한항공, 아시아나

도표 49. LCC CASK, RASK 추이



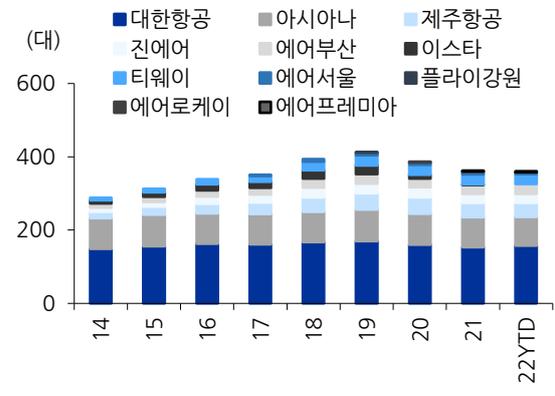
자료: Dart, 유진투자증권  
주) 제주항공, 진에어

도표 50. 국내 항공기 수 추이



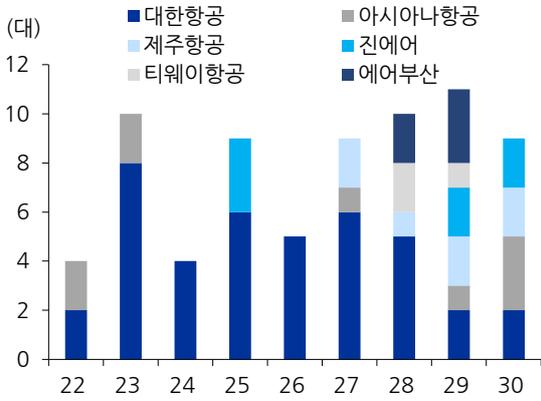
자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 51. 항공사별 항공기 보유 추이



자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 52. 항공사별 항공기 퇴역 추정



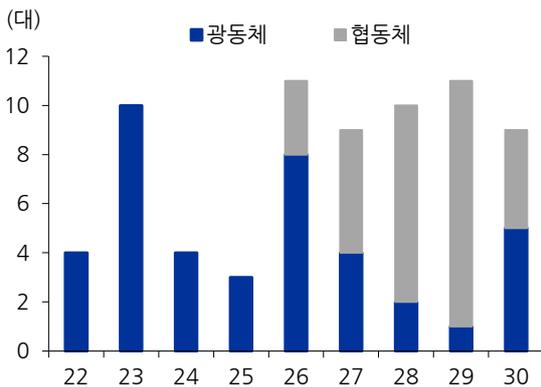
자료: ATIS, 유진투자증권

도표 53. 항공기 신규 도입 계획

구분	대한항공	아시아나	제주항공	티웨이
B787	30 대			
B777	2 대			
B737-8	24 대		40 대	
A350		3 대		
A330				7 대
A321NEO	29 대	2 대		
합계	85 대	5 대	40 대	7 대

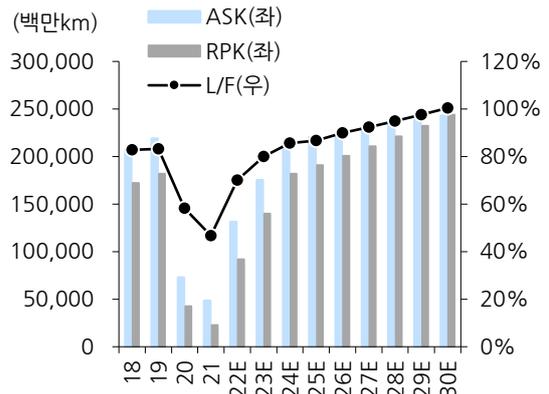
자료: 각사, 유진투자증권  
 주) 대한항공 A321NEO 옵션 20대, B737-8 옵션 20대 미 포함

도표 54. 퇴역 항공기 구분



자료: ATIS, 유진투자증권

도표 55. ASK, RPK, L/F 추정(상장사 기준)

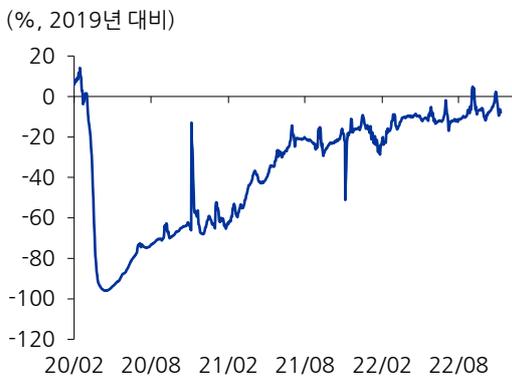


자료: ATIS, 유진투자증권

### 미국을 통해 보는 점쳐보는 미래

미국도 한국과 마찬가지로 코로나 기간 동안 항공 산업이 크게 타격을 입었지만, 2022년 현재 코로나 이전의 90% 수준에 가깝게 회복이 이루어진 상황이다. 한국보다도 앞서서 회복이 진행되고 있는 만큼, 참고해볼 수 있는 것들이 많다. 먼저 첫번째로는 인플레이션과 경기 침체 우려에도 누적된 여행에 대한 수요 실현이 폭발적으로 나타나고 있다는 점, 고유가 및 항공 공급 부족에 따른 높은 항공 운임에도 불구하고 여객 수요는 견조하게 증가하고 있다는 점, 이에 따라 항공사들의 실적은 이미 코로나 이전 수준을 넘어섰다는 점에 주목해볼 필요가 있다.

도표 56. 미국 여행객 수 추이



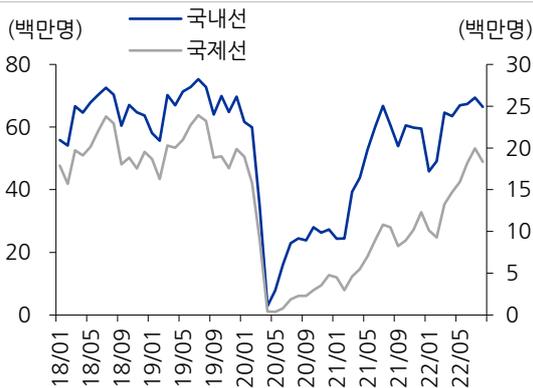
자료: TSA, 유진투자증권

도표 57. 미국 소비 및 소비자심리지수 추이



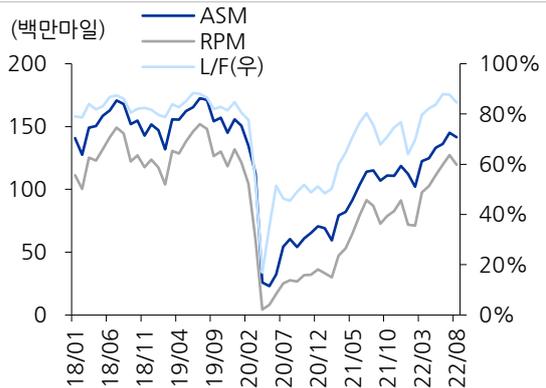
자료: BEA, 유진투자증권

도표 58. 미국 항공 국내선/국제선 여객 수 추이



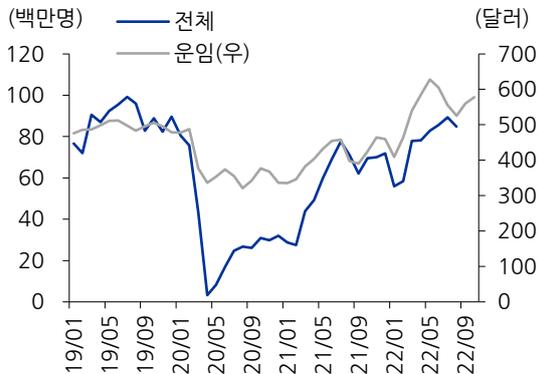
자료: BTS, 유진투자증권

도표 59. 미국 항공 수요/공급 추이



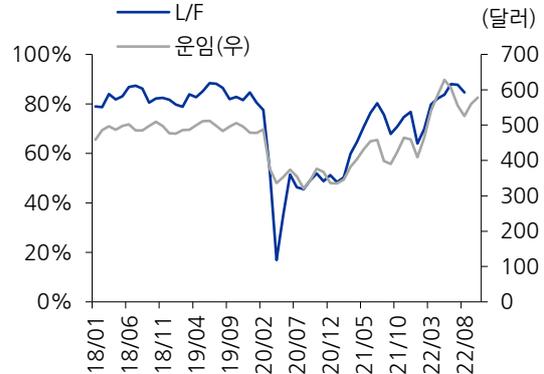
자료: BTS, 유진투자증권

도표 60. 미국 항공 여객 수 및 운임 추이



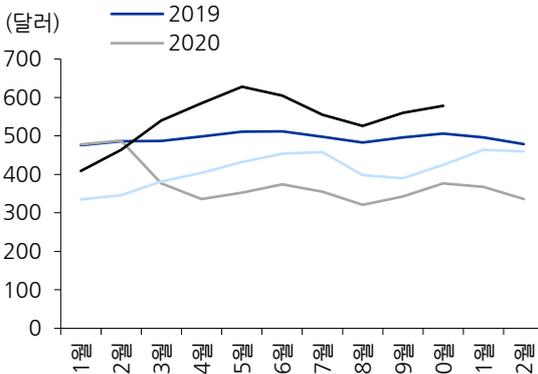
자료: BTS, ARC, 유진투자증권

도표 61. 미국 항공 여객 L/F 및 운임 추이



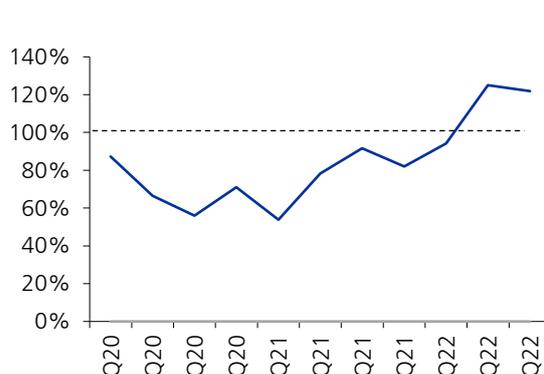
자료: BTS, ARC, 유진투자증권

도표 62. 미국 항공 운임 추이



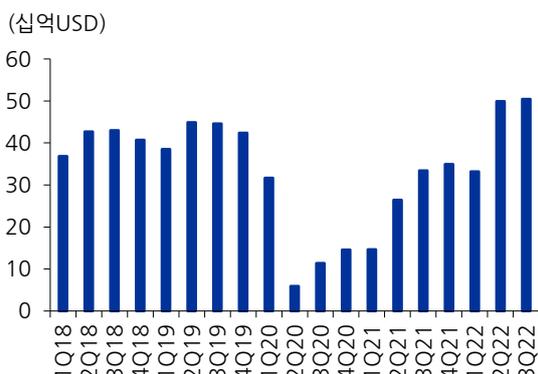
자료: ARC, 유진투자증권

도표 63. 델타항공 TRASM 추이



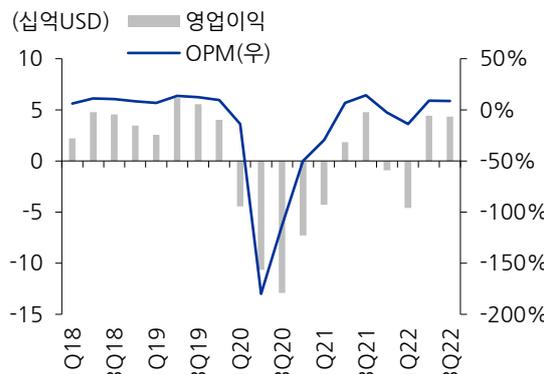
자료: Delta, 유진투자증권

도표 64. 미국 항공사 매출액 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 65. 미국 항공사 영업이익 및 OPM 추이



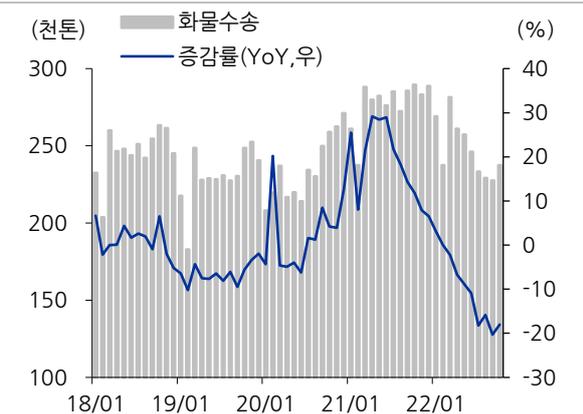
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 항공 화물: 그동안 고마웠다!

코로나 이후 국제 여객 급감에도 불구하고 국내 양대 FSC 인 대한항공과 아시아나항공이 영업이익 흑자를 기록하며 수익성 방어에 성공할 수 있었던 데에는 화물 운송 시장의 호조가 크게 기여했다. 국제 여객 수 급감에 따라 국제 여객기 운항이 축소되며 벨리 카고(Belly Cargo) 공급이 감소한 한편, 항공 화물 운송 수요는 해상 물류 정체에 기인하여 높은 수준으로 유지되는 수급 불균형이 발생해 높은 운임과 L/F 를 기록할 수 있었기 때문이다. 국가 간 방역 조치 강화로 외항사 운항 편수가 감소한 상황에서, 대한항공과 아시아나항공은 23 대의 여객기를 화물기(Preighter)로 개조하여 투입하며 항공 화물 운송 능력을 증강했고, 높은 화물 운임과 수송량 증가까지 더해지며 높은 수익성을 확보할 수 있었던 것이다.

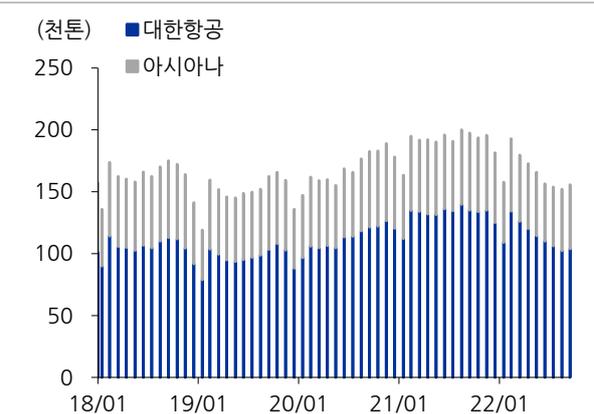
유례없는 호황을 누렸던 항공 화물 운송은 점차 과거 수준으로 돌아가게 될 것이다. 먼저 수요 측면에서 항만 정체 완화 및 해운 운임 하락으로 해상 물류가 점차 정상화되고 있고, 글로벌 경기 침체 속에서 국제 교역이 둔화되며 화물 운송 수요가 감소하고 있기 때문이다. 공급 측면에서도 항공 여객 운송 회복으로 벨리 카고 수송력 회복 및 외항사 운항 확대, 개조 화물기의 여객기 원복이 이루어지면서 코로나 이후 무너졌던 수급 균형이 다시 맞추어져 가는 과정에 있다. 아직 글로벌 항공 시장은 지역별로 회복 속도에 차이가 있기 때문에, 노선별로 여전히 항공 화물 운송 수급이 타이트한 노선(유럽-아시아, 미주-아시아)을 중심으로 항공 화물 운임이 지지되는 부분도 있겠으나, 항공 여객 시장 회복에 따라 항공 화물 시장도 점차 정상화될 것이다.

도표 66. 인천국제공항 화물 수송량 및 증감률 추이



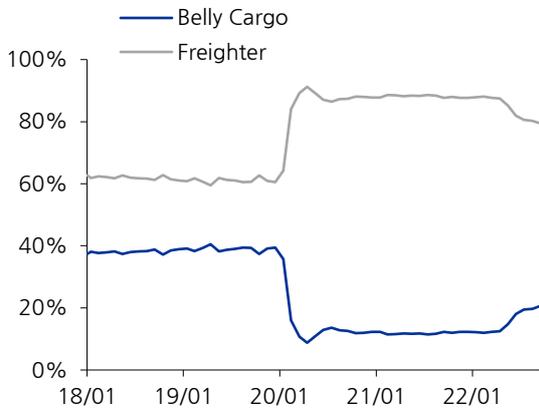
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

도표 67. 국적 FSC 인천국제공항 화물 수송량 추이



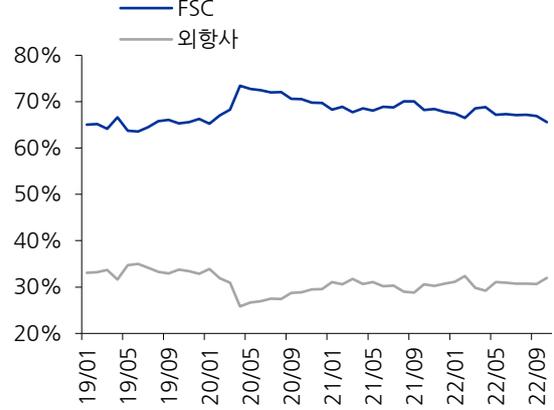
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

도표 68. 인천국제공항 화물 수송 방식별 비중 추이



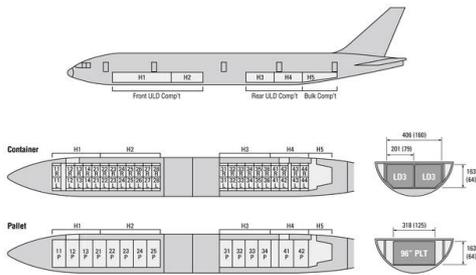
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

도표 69. 인천국제공항 화물 수송 점유율 추이



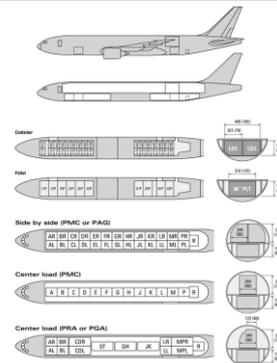
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

도표 70. 벨리 카고 개요



자료: ANA Cargo, 유진투자증권

도표 71. 프레ighter 개요



자료: ANA Cargo, 유진투자증권

도표 72. 코로나 기간 투입된 개조 화물기 수

항공사	대한항공	아시아나항공
개조 화물기	16 기	7 기
화물기	23 기	12 기

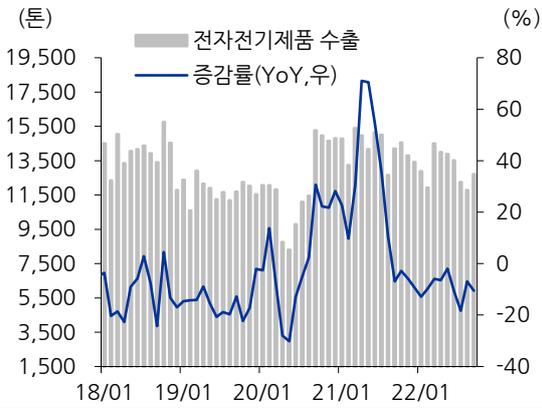
자료: 유진투자증권

도표 73. 대한항공 여객기의 화물기 개조 과정



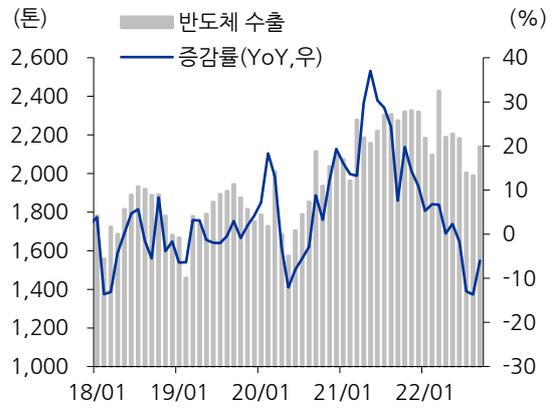
자료: 대한항공, 유진투자증권

도표 74. 항공화물 수출(전기전자제품) 추이



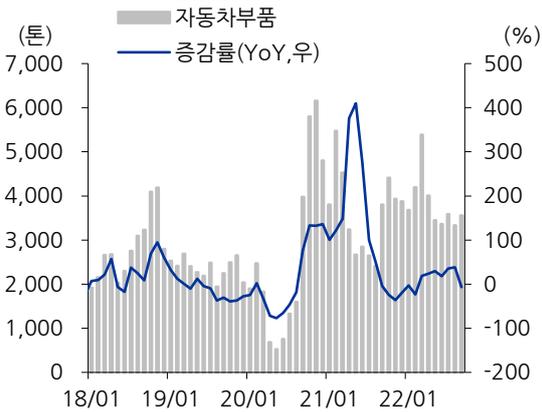
자료: KITA, 유진투자증권

도표 75. 항공화물 수출(반도체) 추이



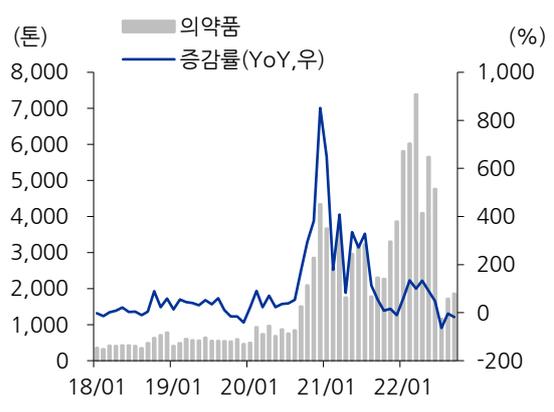
자료: KITA, 유진투자증권

도표 76. 항공화물 수출(자동차부품) 추이



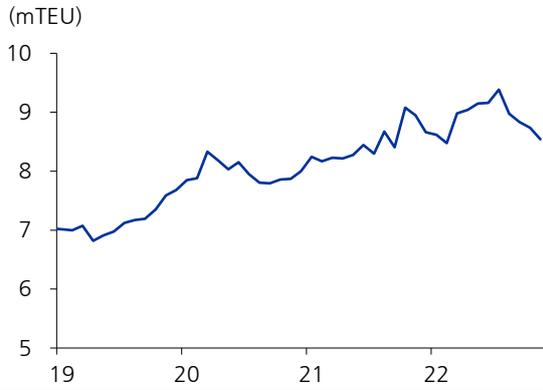
자료: KITA, 유진투자증권

도표 77. 항공화물 수출(의약품) 추이



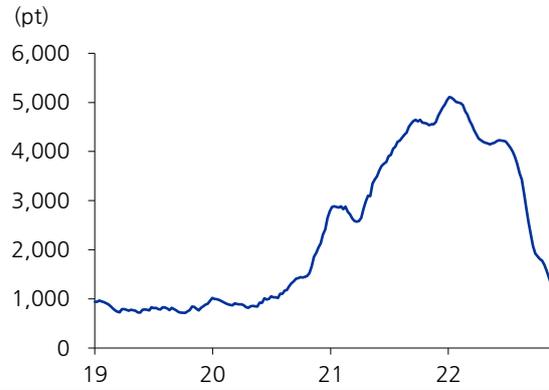
자료: KITA, 유진투자증권

도표 78. 항만 정체 지수 추이



자료: Clarkson, 유진투자증권

도표 79. 상하이 컨테이너 운임 지수(SCFI) 추이



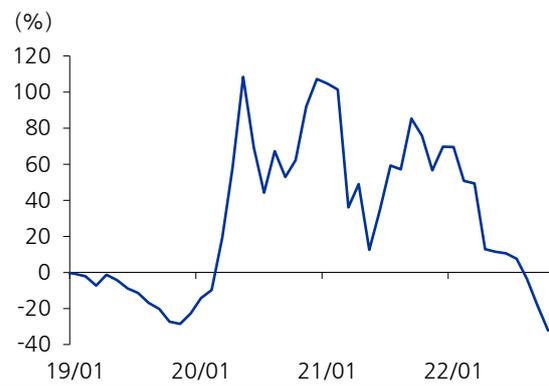
자료: Clarkson, 유진투자증권

도표 80. 항공 화물 운임 지수 추이



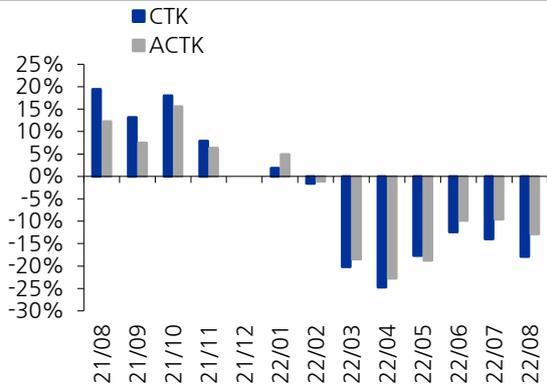
자료: TAC, 유진투자증권

도표 81. 항공 화물 운임 지수 yoy 변동률 추이



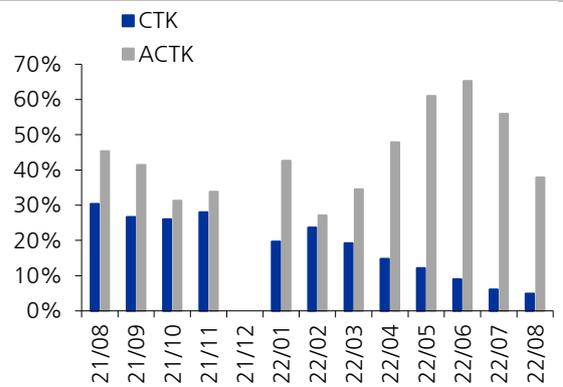
자료: TAC, 유진투자증권

도표 82. 항공 화물 수급 추이(유럽-극동 노선)



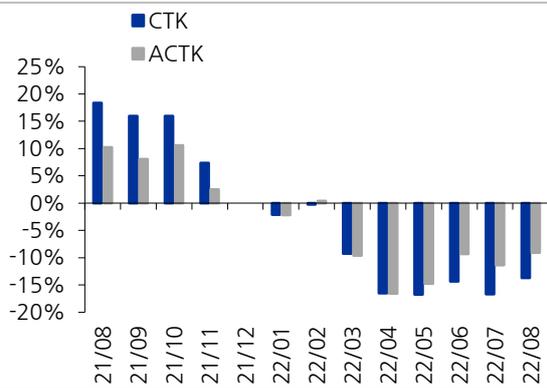
자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 83. 항공 화물 수급 추이(유럽-북미 노선)



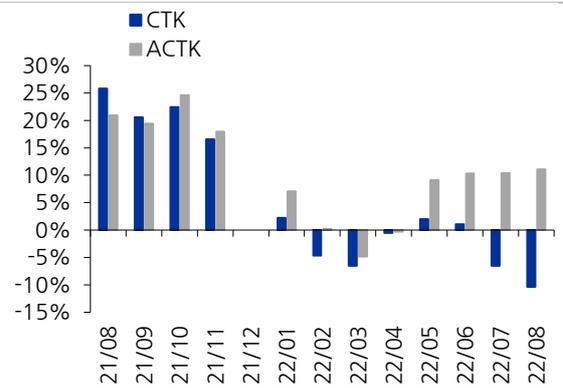
자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 84. 항공 화물 수급 추이(극동-북미 노선)



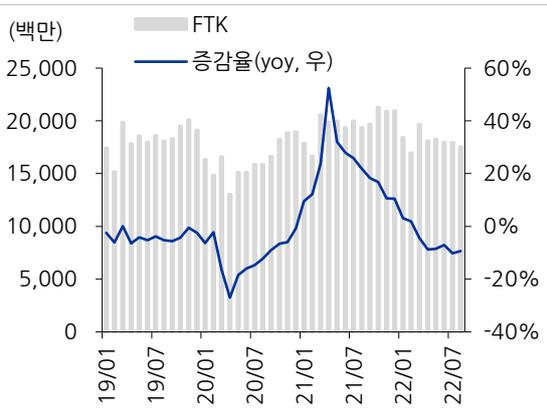
자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 85. 항공 화물 수급 추이(극동-역내 노선)



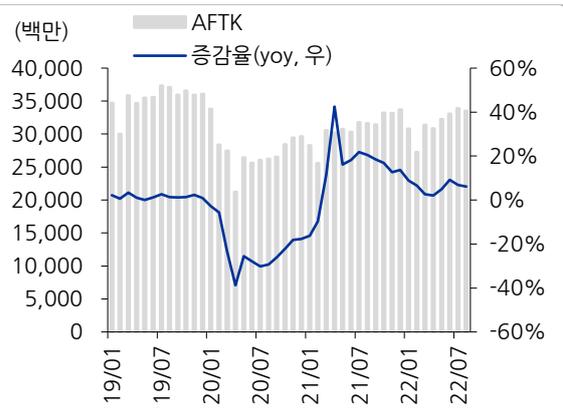
자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 86. 글로벌 항공 화물 수요



자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 87. 글로벌 항공 화물 공급



자료: 에어포탈, 유진투자증권

## 변화가 필요한 시간

### 대한항공-아시아나 합병 현황

2022년 2월 한국 공정거래위원회가 대한항공과 아시아나항공 기업결합에 대해 조건부로 승인함에 따라, 국내 항공 운송 산업은 중대한 기로에 놓이게 되었다. 현재 미국 등 국외 경쟁 당국에서 양사 기업결합에 대한 심사가 진행되고 있으며, 필수 신고 국가인 9 개 국가에서 한국을 포함한 5 개 국가에서 승인되었다(임의 신고 국가 5 개국 중 4 개국 승인, 영국 심사 중). 미국과 중국에서는 본 심사가 진행되고 있고, EU 와 일본에서는 현재 사전심사 단계에 머물러있는 상황으로 연내 기업 결합은 어려울 전망이다.

국내 양대 FSC 간의 합병인 만큼 한국 공정거래위원회도 조건부 승인을 내걸며 각종 조치를 부과하였다. 경쟁 제한이 우려되는 국제선 26 개 노선 및 국내선 8 개 노선(양사 중복노선)에 대해 슬롯 이전 및 운수권 반납이라는 구조적 조치(기업결합일로부터 10 년)를 부과할 계획으로, 양사 합산 점유율 50% 이상 노선에 신규 진입 항공사를 유치해 양사 합산 점유율을 50% 이하로 낮추어 경쟁 제한 우려를 해소시키겠다는 것이다. 또한 코로나 사태라는 특수한 상황을 고려해 구조적 조치 이행까지 소비자 피해 방지를 위한 운임 인상 제한 및 공급 축소 금지, 서비스 품질 유지 등 행태적 조치를 병행하여 부과하고 있다.

도표 88. 대한항공 아시아나 통합 이후 글로벌 위상 변화



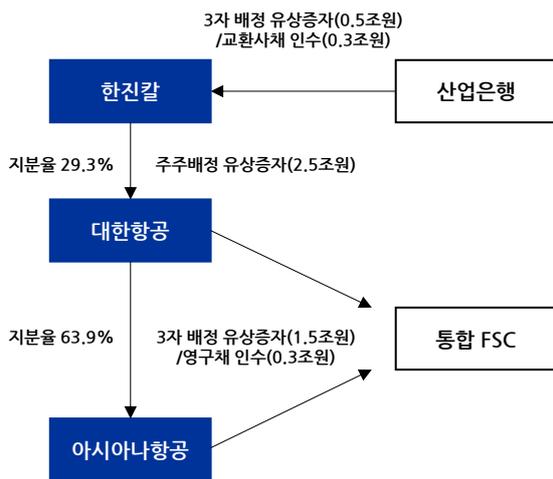
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 89. 아시아나 매각 일지

일자	주요 내용
2019-07-25	금호산업, 아시아나항공 매각공고
2019-12-27	HDC 현대산업개발과 주식매매계약(SPA) 체결
2020-09-11	매각 무산, HDC 현대산업개발에 계약해지 통보
2020-11-13	대한항공 아시아나 인수 검토 공시
2020-11-16	산업은행, 대한항공-아시아나 통합 추진 결정
2021-01-14	대한항공 필수 신고국에 기업결합 신고
2021-12-29	공정거래위원회 기업 결합 조건부 승인, 심사보고서 상정
2022-02-22	공정거래위원회 기업결합 신고 조건부 승인 확정

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 90. 대한항공 아시아나 인수 구조



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 91. 기업결합 심사 승인 현황

구분	국가	현황
필수 신고 국가	한국	승인
	미국	본 심사 *Second request 승인 유예(11 월)
	EU	사전심사
	일본	사전심사
	중국	본 심사
	터키	승인
	태국	승인
	대만	승인
	베트남	승인
임의 신고 국가	영국	본 심사 *승인 유예(11 월)
	호주	승인
	필리핀	승인
	말레이시아	승인
	싱가포르	승인

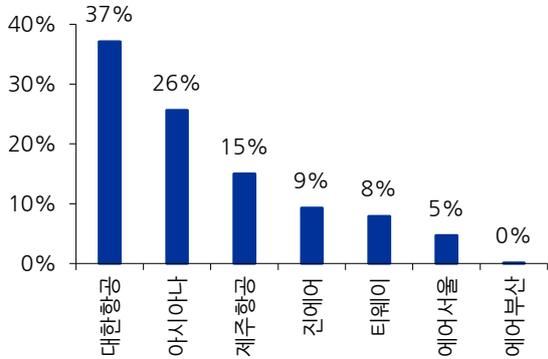
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 92. 대한항공 아시아나 경쟁제한성 노선 상세

구분	중복노선	경쟁제한성 노선	노선명
미주	5	5	서울-뉴욕/LA/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/괌, 부산-괌

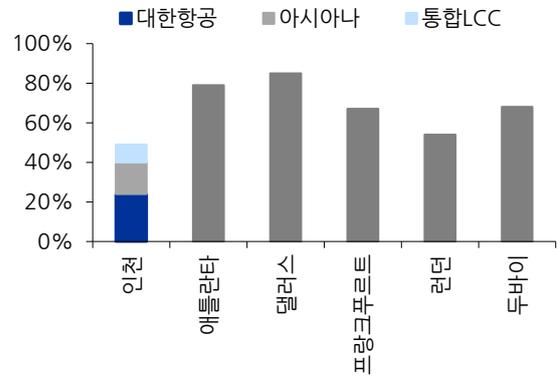
자료: 공정거래위원회, 유진투자증권

도표 93. 전체 슬롯배정현황(2019년)



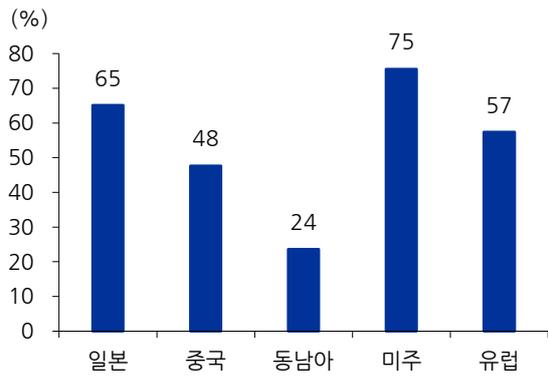
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 94. 주요 허브공항별 항공사 점유율



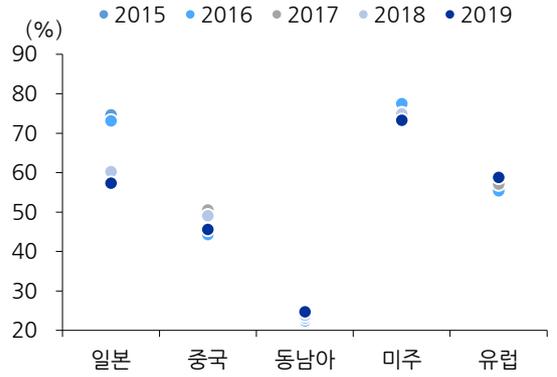
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 95. 통합 항공사 노선별 점유율(탑승객 기준)



자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 96. 연도별 노선 점유율 추이(통합 항공사 기준)



자료: 에어포탈, 유진투자증권  
주) 대한항공, 아시아나, 진에어, 에어부산, 에어서울

## 대한항공에 경쟁력 훼손에 대한 과도한 우려

구조적 조치로 인해 대한항공은 통합 이후 다수의 노선에서 슬롯 이전 및 운수권 반납이 필요한 상황이다. 2019년 1월 운항 편수 기준 통합 후 대한항공 그룹이 이전/반납할 필요가 있는 슬롯/운수권은 주 140 여회에 달하는 것으로 추정된다. 이 경우, 대한항공과 아시아나항공 양사가 높은 점유율을 차지하던 미주 및 구주 노선에서의 경쟁력 훼손이 우려되는 것도 사실이지만, 슬롯 이전 및 운수권 양도는 이를 요구하는 경쟁사가 있어야 하는 것이기 때문에 단기간에 노선 축소가 될 것이라는 우려는 과도하다.

현재로서 국내 경쟁사(LCC) 중에 미주와 구주 노선을 운영할 수 있는 항공사는 티웨이항공과 에어프레미아 밖에 없다. 티웨이항공이 보유한 A330-300 기종(3 대)은 최대 항속거리(11,760km)의 구조적 한계로 장거리 노선 취항에 활용이 쉽지 않고, 에어프레미아는 B787-9 기종을 5 대 운용할 계획이나 아직 규모 관점에서 통합 항공사 노선의 반납 분을 모두 가져가기는 어렵다. 이에 한국과 상대국 외의 제 3국의 외항사 진입 가능성도 제기되고 있지만, 한국 발착 이원권 확보를 위해서는 정부간 항공 협정 체결이 필요한 부분으로 이 또한 현실 가능성은 높아 보이지 않다.

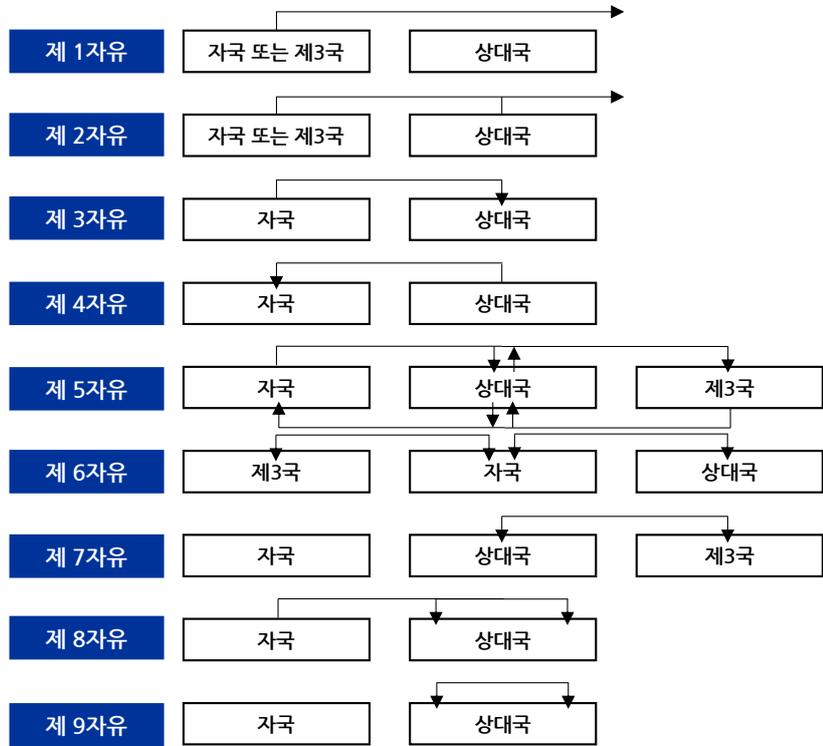
오히려 인천국제공항 제 4 활주로 개설로 연간 수용 능력이 기존 연간 7,200 만명에서 1억 600 만명으로 확장되었기 때문에 인천공항의 추가 슬롯 개설도 기대되고, 항공 회담을 통해 추가 운수권 확보도 지속적으로 이루어지고 있어 노선 파이 싸움은 우려보다 크지 않을 것으로 예상된다. 실제로 인천국제공항공사에서는 지난 11월 IATA 슬롯 조정회의에서 인천공항의 2023년 하계시즌(3월말~10월말) 슬롯 배정 횟수는 2019년 대비 13% 증가할 것이라고 밝힌바 있다.

도표 97. 통합 항공사 점유율 50% 초과 슬롯/운수권 추정(2019년 1월 기준)

지역 구분	노선명	통합 항공사	경쟁사	합계	통합 항공사 점유율	이전 /반납 필요
미주	인천-뉴욕	27	0	27	100%	14
	인천-LA	37	0	37	100%	19
	인천-시애틀	16	7	23	70%	5
	인천-호놀룰루	24	5	29	83%	10
	인천-샌프란시스코	23	7	30	77%	8
구주	인천-바르셀로나	8	0	8	100%	4
	인천-프랑크푸르트	24	7	31	77%	9
	인천-런던	16	7	23	70%	5
	인천-파리	12	7	19	63%	3
	인천-로마	40	4	44	91%	18
동남아	인천-프놈펜	14	0	14	100%	7
	인천-푸켓	21	0	21	100%	11
	인천-괌	35	22	57	61%	7
	인천-자카르타	14	7	21	67%	4
기타	인천-시드니	14	0	14	100%	7
	인천-심천	14	12	26	54%	1
	인천-시안	12	0	12	100%	6
	인천-팔라우	6	0	6	100%	3

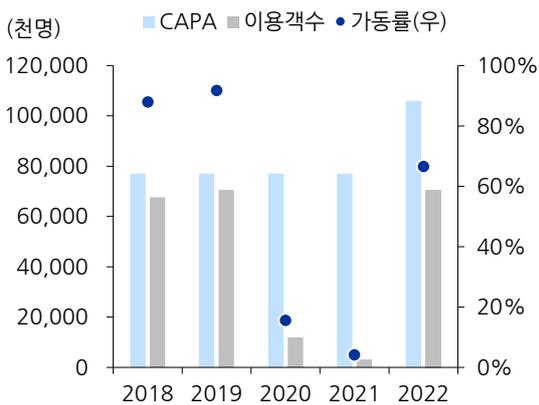
자료: 에어포탈, 유권투자증권

도표 98. 국제항공운수권 종류



자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 99. 인천국제공항 연간 CAPA 및 가동률 추이



자료: 유진투자증권  
 주) 2022년 이용객수는 참고를 위해 2019년 수치 활용

도표 100. 추가 운수권 배분현황(2022년)

노선	배정 회사	비고
인천-울란바토르	대한항공	주 1 회
	아시아나항공	주 1 회
	제주항공	주 4 회
	티웨이항공	주 3 회
양양-청두	플라이강원	주 2 회
한-뉴질랜드	대한항공	주 2 회
한-독일	에어프레미아	주 5 회
양양-상하이	플라이강원	주 2 회
청주-마닐라	이스타항공	주 760 석
태국 중간 5 자유	대한항공	주 1 회

자료: 언론보도, 유진투자증권

## 기업 결합이 주는 선물: 노선 경쟁력 강화

대한항공이 이번 통합을 진행하는 가장 큰 목적은 글로벌 항공 운송 시장에서의 경쟁력 확보일 것이다. 항공사의 가장 중요한 경쟁력은 노선 경쟁력으로, 다양한 노선을 확보해 최대한 많은 여객수를 유치하는 것이 성장의 핵심이다.

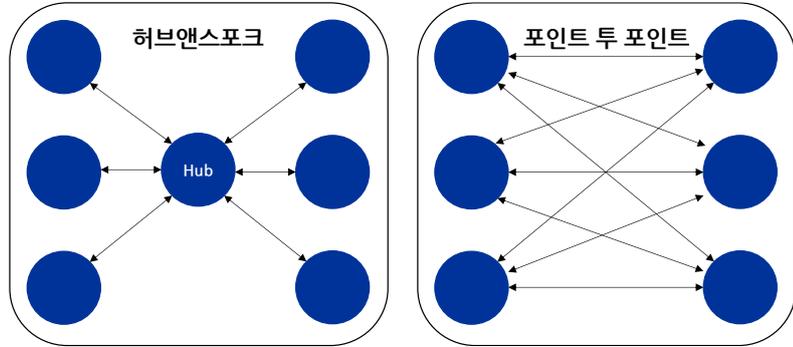
현재 항공 운송 산업에서의 주요 노선 전략으로 허브앤스포크(허브 공항을 중심으로 주변 공항 연결하는 형태)가 일반적이며, 최근에는 포인트 투 포인트 전략으로 각 공항을 직접 연결하는 형태도 많아지고 있다. LCC 들이 이 전략을 통해 비 허브 공항 간 수요를 흡수하며 성장을 해왔고, FSC 도 장거리 운항이 가능하고 연료 효율이 좋은 최신 기체(B787, A350)를 활용하여 주요 공항을 경유 없이 직접 잇는 노선을 선보이고 있다. 대표적으로는 A350-1000 기체를 활용하여 약 20 시간 내외의 비행 시간을 자랑하는 콰타스 항공의 프로젝트 선라이즈(시드니-뉴욕, 런던 등)가 있다.

한국은 세계 최고 수준의 허브 공항인 인천 공항을 보유하고 있고 미주-태평양 지역 환승 수요를 중심으로 성장해왔지만, 지난 수년간 인천공항의 주요 환승 지역이었던 중국 및 대양주 노선에서 국제선 직항이 확대됨에 따라 점차 인천공항 환승 여객 수 성장이 둔화되었다. 대한항공은 그동안 델타항공과의 JV 구축을 통해 미주 노선 경쟁력 강화를 추진해왔지만, 주변 경쟁국들의 허브 공항 확장(중국 북경 다싱국제공항 등) 및 해외 항공사들의 노선 경쟁력 강화(ANA-Singapore Airlines JV 등) 속에서 추가적인 경쟁력 제고가 필요한 상황이다. 참고로, 대한항공과 아시아나항공의 인천 공항 이용 승객 중 무려 20% 내외가 환승 여객이다.

이번 합병이 성사될 경우, 대한항공과 아시아나항공, 통합 LCC(진에어, 에어부산, 에어서울)가 보유한 노선을 활용하여 더욱 다양한 노선 구성이 가능해질 전망이다. 대한항공은 2019 년 기준 114 개 국제선 노선(진에어 포함, 중복 노선 제외)을 갖추고 있었으나, 이번 통합으로 중복 노선을 제외 하더라도 145 개 노선으로 보유 노선 수가 약 28% 증가하게 된다. 아시아나항공의 중국 노선 경쟁력과 에어서울의 일본 노선 경쟁력을 흡수하며, 미주-태평양 노선에서 높은 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 기대된다. 또한, 노선 확대에 따른 허빙 효과로 허브 경유 연결 가능한 경우의 수(미주-태평양 노선)는 기존 1,440 개에서 1,872 개로 30% 증가하게 될 것으로 추산된다.

단순히 노선 수가 늘어나는 효과 외에, 각 항공사가 보유한 운항 시간대(슬롯)을 환승 노선 구축에 유리하게끔 구성할 수 있는 선택지도 늘어날 수 있다. 예를 들어 대한항공과 아시아나항공은 미주 노선에서 동 시간대(10 분~1 시간 차이)에 운항하고 있어 제한된 수요를 두고 경합을 벌이고 있는 상황인데, 합병 이후 시간대 분산을 통해 신규 흡수는 물론 더욱 다양한 환승 전략을 펼칠 수 있다.

도표 101. 허브앤스포크와 포인트 투 포인트 개념도



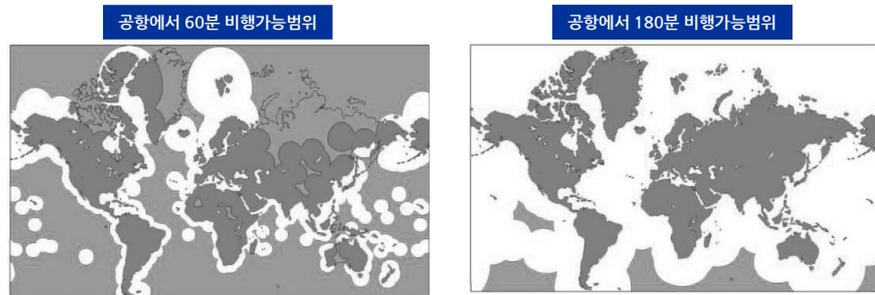
자료: 유진투자증권

도표 102. 콰타스 항공의 Project Sunrise



자료: Qantas, 유진투자증권

도표 103. ETOPS 완화로 가능해진 장거리 노선



자료: JADC, 유진투자증권

도표 104. 장거리 기종별 특징

구분	B777-300ER	B787-9	A350-900	A350-1000
이미지				
좌석수	396 석	290 석	325 석	366 석
최대항속거리 (km)	13,649	14,010	15,372	16,112
최대연료탑재량 (리터)	181,283	126,372	166,488	164,000
연료효율 (리터당 항속거리)	0.08km	0.11km	0.09km	0.10km

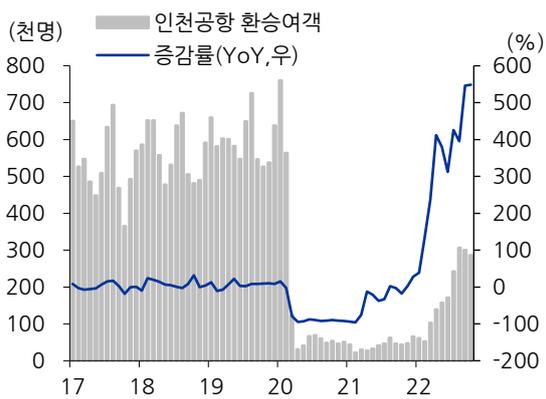
자료: Boeing, Airbus, 유진투자증권

도표 105. 아시아권 허브 공항 비교

구분	국내선 (백만명)	국제선 (백만명)	국내 취항도시(개)	국제 취항도시(개)	출도착횟수 (천회)
서울	21	72	8	152	540
도쿄	50	79	49	108	750
베이징	84	23	150	111	660
상해	85	32	123	102	770
싱가폴	0	65	0	150	390
홍콩	0	74	0	150	440

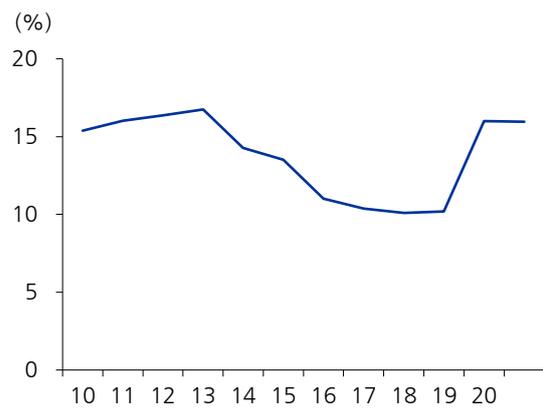
자료: ACI, 유진투자증권

도표 106. 인천국제공항 환승 여객 및 증감률 추이



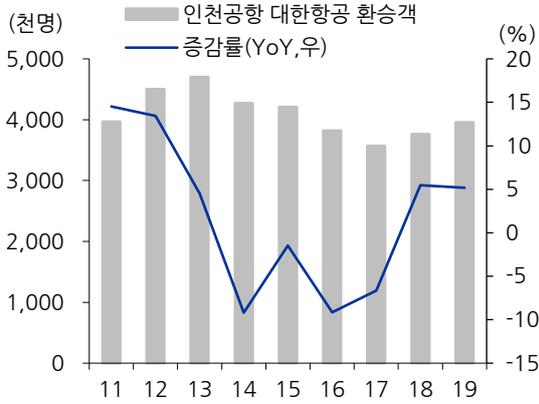
자료: 인천국제공항, 유진투자증권

도표 107. 인천공항 환승 여객 비중 추이



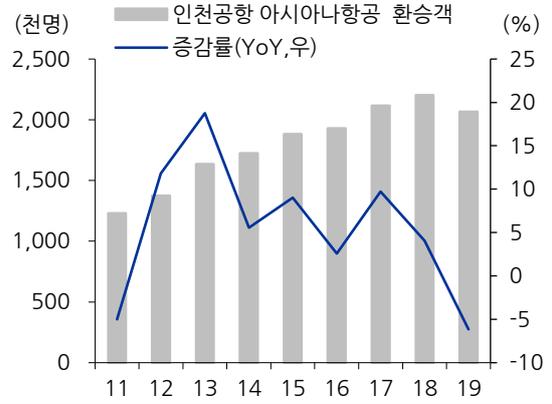
자료: 인천국제공항, 유진투자증권

도표 108. 대한항공 인천공항 환승 여객 추이



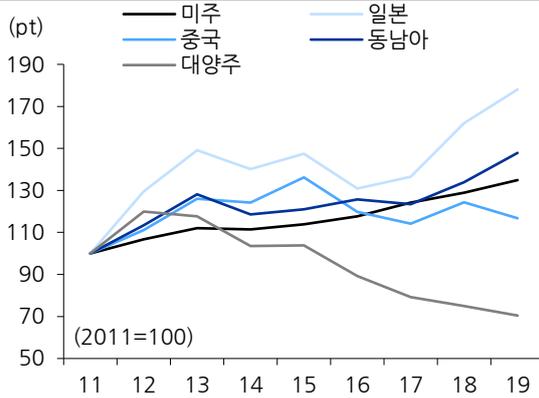
자료: 인천국제공항, 유진투자증권

도표 109. 아시아나 인천공항 환승 여객 추이



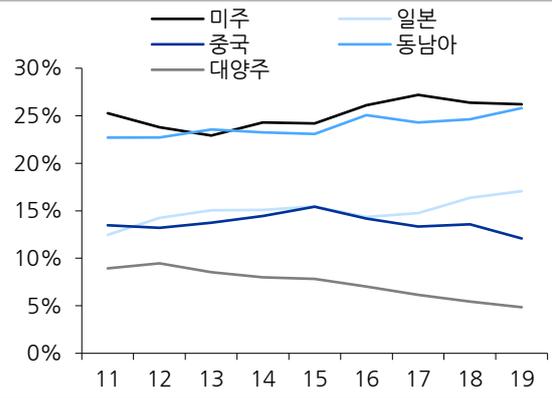
자료: 인천국제공항, 유진투자증권

도표 110. 지역별 환승 여객 수 증감 추이



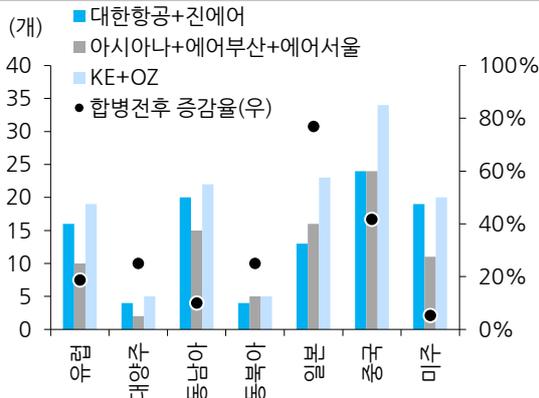
자료: 인천국제공항, 유진투자증권

도표 111. 지역별 환승 여객 비중 추이



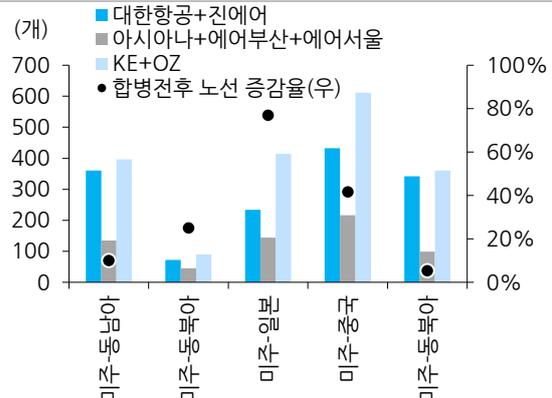
자료: 인천국제공항, 유진투자증권

도표 112. 운항 도시 수 변화



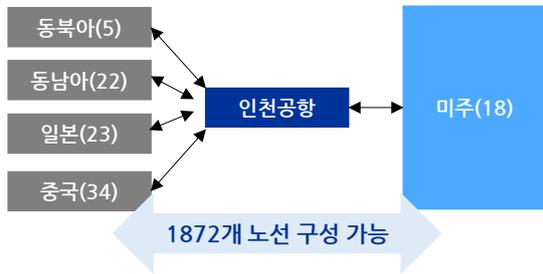
자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 113. 미주-태평양 노선 경우의 수 변화



자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 114. 미주-태평양 노선 경우의 수 변화(2)



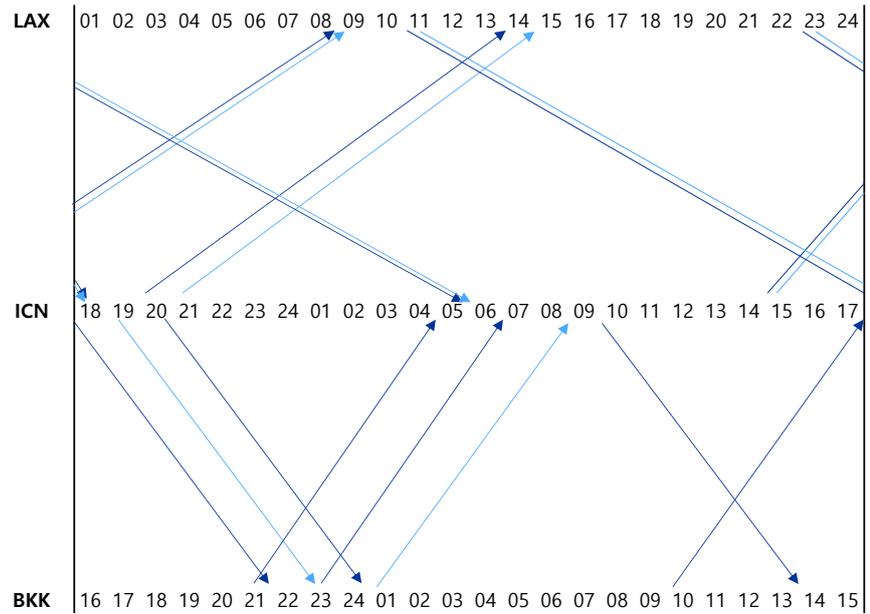
자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 115. 환승 여객 유입시 효과 이미지



자료: MLT, 유진투자증권

도표 116. 대한항공&아시아항공 로스앤젤러스/방콕 시간표(11 월 기준)



자료: 대한항공, 아시아항공, 유진투자증권

도표 117. 주요 아시아 항공사 지역별 운항 거점 수

구분	ANA	JAL	Air China	China Southern	Singapore Airlines	Cathay Pacific
미주	16	12	9	1	7	7
유럽/중동/아프리카	11	6	17	8	13	13
아시아/오세아니아	48	21	34	15	62	42
합계	75	39	60	24	82	62
미주-아태 연결편 경우의 수	768	252	306	15	434	294

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 118. ANA(전일본공수) JV 현황



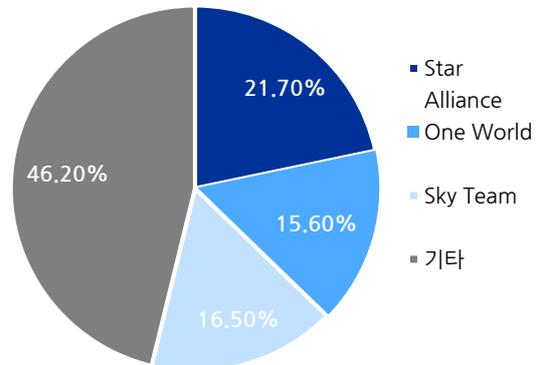
자료: ANA, 유진투자증권

도표 119. 얼라이언스 개요

구분	Star Alliance	Sky Team	One World
로고			
가맹회사 수	26	18	13
국가 수	184	170	170
목적지 수	1,200+	1,062	900

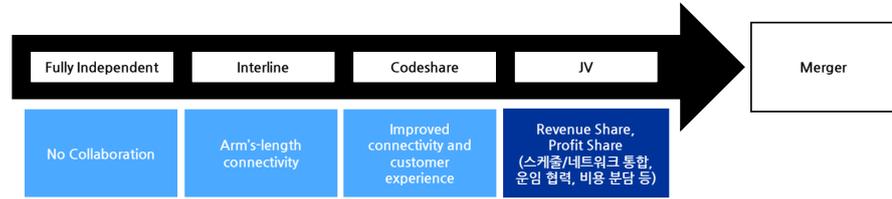
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 120. 얼라이언스별 RPK 점유율(2019년)



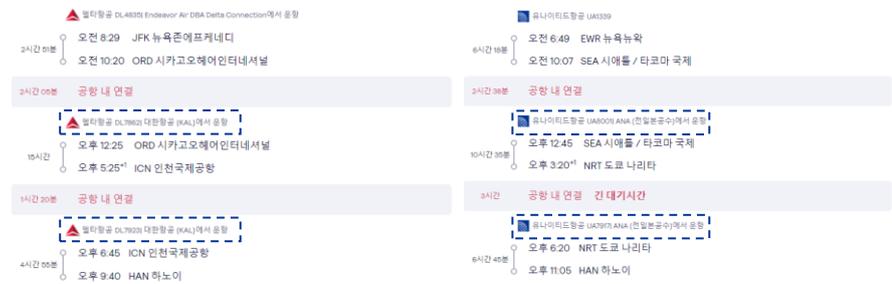
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 121. 항공사 협력 유형별 개요



자료: L.E.K. Insights, 유진투자증권

도표 122. 공동운항편 이미지



자료: Skyscanner, 유진투자증권

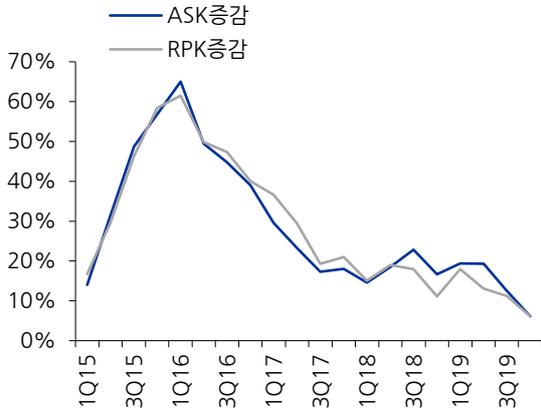
## 같이 수혜입는 LCC: 더 멀리 가야한다

코로나 이전 국내 LCC 들은 인천공항 슬롯 포화와 운수권 부족으로 국제선 신규 취항에 어려움을 겪으며 구조적인 성장의 한계에 부딪혔었다. 저가 항공사는 지방공항 발착 국제선 노선 취항, 화물기 운용 등 다양한 활로를 모색해왔으나, 이번 대한항공 통합 추진이 또 다른 성장 기회를 열어줄 가능성이 크다. 대한항공-아시아나 통합 항공사의 점유율이 50%가 넘는 노선에 대해 LCC 가 운수권 및 슬롯 이전을 받아 신규로 진입할 수 있기 때문이다.

이에 국내 LCC 들은 중장거리 기재를 도입하며 중장거리 노선으로 진출을 예고하고 있다. 제주항공은 기존 B737NG 세대보다 항속거리가 1,000km 가량 긴 B737-8을 40대 구매할 계획이고, 티웨이항공과 에어프레미아는 A330-300 과 B787-9 와 같은 중장거리 기재 도입을 통해 미주와 유럽, 대양주 노선 개척에 나서고 있다. LCC 는 그 특성상 단거리 노선에서 고밀도 고가동물로 수익을 창출하는 구조이지만, 국내 LCC 들은 이미 포화된 일본과 동남아 노선을 넘어선 중장거리 노선에서 새로운 먹거리를 찾아야하는 상황이다. 한편, LCC 가 장거리 노선에서 충분한 운임 경쟁력을 가질 수 있는지, 또 수익 확보가 가능한지에 대한 의문이 제기되고 있는 것도 부정할 수 없다.

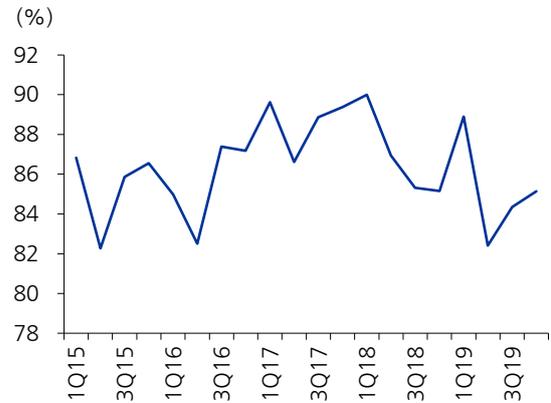
LCC의 운임 경쟁력은 결국 비용 절감에서 나온다는 점을 고려할 필요가 있는데, 통상적으로 LCC 는 단위 비용 기준으로 FSC 의 60% 내외 수준을 유지하고 있어 비용 부담이 적은 것으로 파악된다. 장거리 노선에서도 이 수준을 유지할 수 있다면 충분한 운임 경쟁력 확보가 가능할 것이다. 수익성 관점에서는 LCC 가 FSC 대비 더욱 많은 좌석을 배치하고 고밀도로 운항이 가능한지에 대한 것을 확인할 필요가 있다. 동일 기종 기준으로 티웨이항공과 에어프레미아는 대한항공 대비 14~22% 더 많은 좌석을 두고 있다. 높은 운임 가격의 프리미엄 클래스 비중이 적은 만큼 이코노미 클래스의 탑승률을 높게 유지할 필요가 있지만, 앞서 언급한 운임 경쟁력을 바탕으로 높은 L/F 를 기록한다면, 장거리 노선에서도 충분히 흑자 기록이 가능하다. 물론, 특히 지금과 같은 고유가 고환율 상황에서 장거리 노선이 단거리 노선 대비 수익성이 낮은 것은 아쉽지만, 조금이라도 흑자가 나온다면 비행기를 띄우는 것이 이득이다. 현재 티웨이항공과 에어프레미아는 시장 진입 초기로 항공권 가격에 높은 할인율을 적용하고 있는 것으로 파악되며, 아직까지 흑자가 나올 수 있는 구조는 아닌 것으로 추정된다. 하지만 어느정도 장거리 노선 시장에 안착하고 비용 수준도 안정적으로 유지가 가능해진다면 운임 상승 등 가격 전략을 통해 흑자 전환도 노려볼 수 있을 것이다.

도표 123. LCC ASK, RPK 증감률 추이(yoy%)



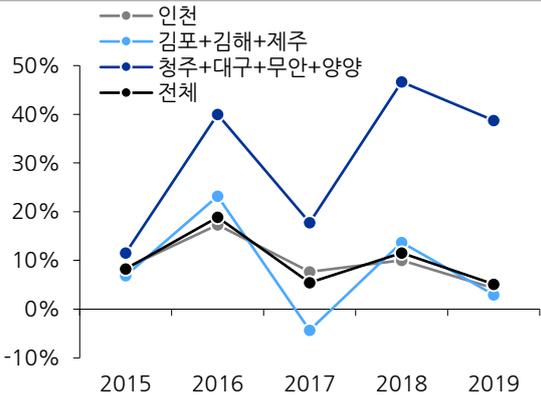
자료: 각 사, 유진투자증권  
주) 진에어, 제주항공 기준

도표 124. LCC L/F 추이



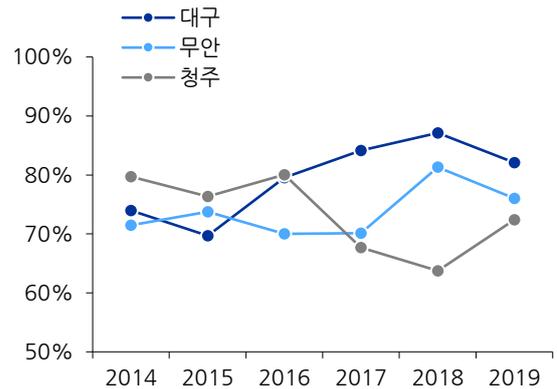
자료: 각 사, 유진투자증권  
주) 진에어, 제주항공 기준

도표 125. 공항별 이용객수 증감률 추이(yoy%)



자료: 국토교통부, 유진투자증권

도표 126. 주요 지방공항 운항편수 증감률 추이(yoy%)



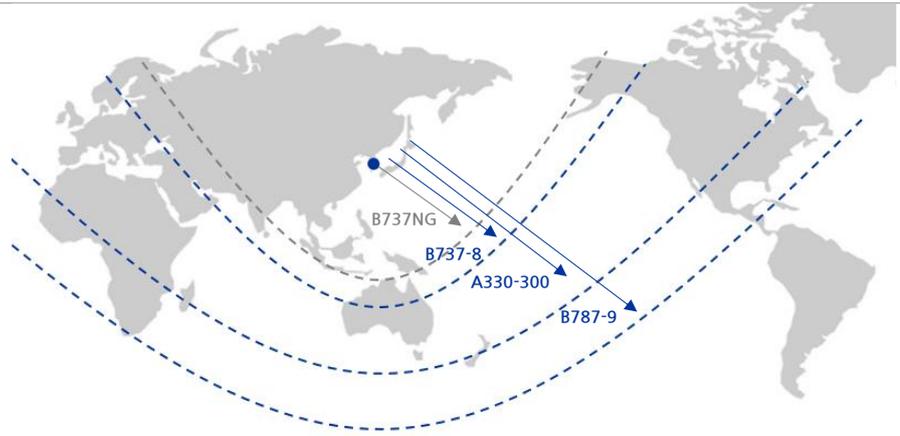
자료: 국토교통부, 유진투자증권

도표 127. LCC 주력 항공기 스펙 비교

구분	B737-800	B737-8	B787-9	A330-300
이미지				
좌석수	175 석	210 석	290 석	440 석
최대항속거리 (km)	5,765	6,570	14,010	11,760
최대연료탑재량 (리터)	26,025	25,817	126,372	97,530
연료효율 (리터당 항속거리)	0.22	0.25	0.11	0.12

자료: Boeing, Airbus, 유진투자증권

도표 128. 기종별 운항거리 비교



자료: 유진투자증권

도표 129. 장거리 노선 FSC-LCC 비교(1), 편도 기준

인천-로스앤젤레스 기준(기종: B787-9)			
구분	대한항공	에어 프리미아	차이
탑승여객 수(명)	209	230	+10%
BEP 항공운임(원)	1,400,000	1,300,000	-7%
인천-시드니 기준(기종: A330-300)			
구분	대한항공	티웨이항공	차이
탑승여객 수(명)	220	276	+25%
BEP 항공운임(원)	1,160,000	990,000	-15%

자료: 유진투자증권  
 주 1) 단위 비용이 FSC의 90% 수준으로 가정  
 주 2) 탑승률은 이코노미 80%, 프리미엄클래스 50% 가정  
 주 3) 항공유 및 달러환율은 각각 120달러, 1400원으로 가정

도표 130. 장거리 노선 FSC-LCC 비교(2), 편도 기준

인천-로스앤젤레스 기준(기종: B787-9)			
구분	대한항공	에어 프리미아	차이
탑승여객 수(명)	209	230	+10%
BEP 항공운임(원)	1,400,000	990,000	-29%
인천-시드니 기준(기종: A330-300)			
구분	대한항공	티웨이항공	차이
탑승여객 수(명)	220	276	+25%
BEP 항공운임(원)	1,160,000	740,000	-36%

자료: 유진투자증권  
 주 1) 단위 비용이 LCC 평균 값으로 가정  
 주 2) 탑승률은 이코노미 80%, 프리미엄클래스 50% 가정  
 주 3) 항공유 및 달러환율은 각각 120달러, 1400원으로 가정

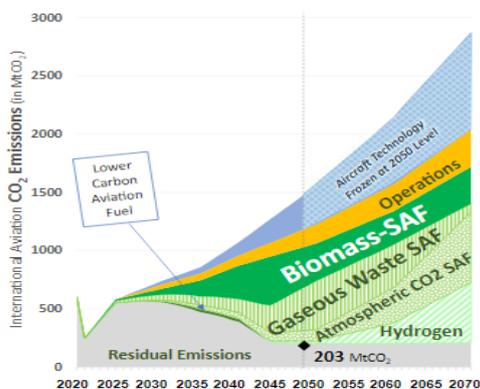
### 피할 수 없는 친환경 바람

현재 한국 항공 운송 시장에서는 코로나 이후 원상 회복에 대한 관심, 그리고 산업 재편에 초점이 맞추어져 있지만, 변화의 흐름에 발 맞춘 대응도 필요하다. 코로나 사태 이후 항공 운송 시장에서 좌석 피치 확대 요구와 상용 수요 감소 우려 등 다양한 변화의 움직임들이 감지되기 시작했다. 그 무엇보다도 친환경 바람이 커지고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

국제항공운송협회(IATA)는 2021년 연례 총회에서 2050년까지 탄소중립 달성을 결의했고, 민간항공공기구(ICA)도 2050년까지 연 평균 2%의 연료 효율 개선과 탄소배출량 증가 억제(2020년 배출량 기준)를 위한 CNG2020(Carbon Neutral Growth 2020)과 CORISA(Carbon Offsetting and Reduction Scheme for International Aviation)를 채택한 바 있다. 특히 유럽의 경우 RefuelEU에서 지속가능연료(SAF, Sustainable Aviation Fuel) 사용을 의무화하였고, 2025년부터 전체 연료의 2%를 SAF로 대체할 필요가 있다. 이미 대한항공은 프랑스 규정(프랑스 내 주유 시, SAF 1% 비율로 혼합 공급)에 따라 파리-인천 노선에서 SAF를 도입하여 운항하고 있다.

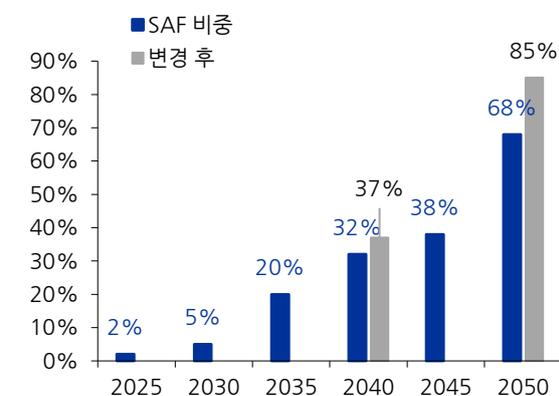
SAF는 바이오 매스와 폐기물을 원료로 만든 대체연료로서 기존 항공유(케로신) 대비 40~80%의 탄소 배출을 감축할 수 있으나, 가격도 기존 항공유 대비 3~5배 가량 높아 항공사 비용 부담 증대로 이어질 가능성이 크다. SAF 2% 혼유 시 유류비가 4~8% 증가하고, 10% 혼유 시 20~40% 유류비 부담이 커지게 되는 것으로 추정된다. 향후 SAF 대량생산 체제 구축 등을 통해 가격 하락이 예상된다. 단기적으로 비용 부담이 늘어나는 점에 대해 항공사들은 연료 사용 절감 등의 대책 마련이 필요할 것이다. 이에 따라 연료 효율이 높은 친환경 항공기 도입(B787 등)과 운항 효율화(비행 경로, 지상 대기 최소화 등)와 같은 연료 사용 감소를 위한 다양한 대책 마련이 요구된다. 대한항공의 경우 기존 노후 기종을 B787-9와 B737-8, A321-NEO와 같은 연료 효율이 높은 항공기 도입을 추진하고 있고, 제주항공도 B737-8 도입을 결정한 바 있다. 글로벌 항공 시장에서도 여러 변화가 관측되는 가운데, 트렌드에 맞추어 대응에 나서는 항공사에 주목할 필요가 있다.

도표 131. 항공 운송 탄소배출 감축안



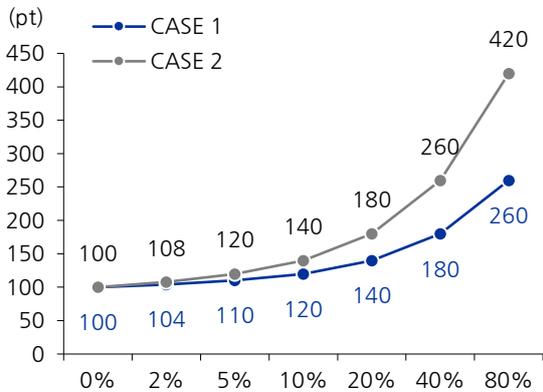
자료: ICAO, 유진투자증권

도표 132. 연도별 SAF 의무 사용 비중(유럽)



자료: EU, 유진투자증권

도표 133. SAF 사용 비중별 유류비용 변화



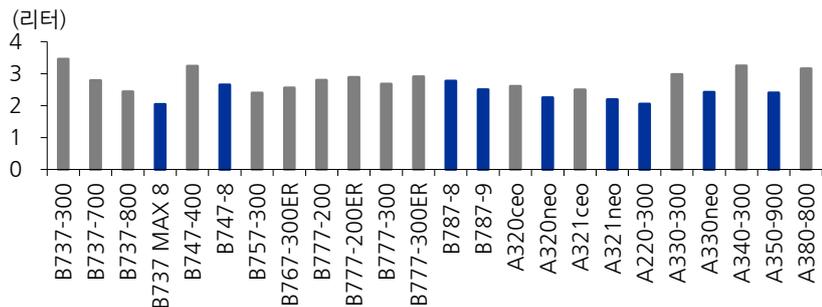
자료: 유진투자증권  
 주1) CASE 1: SAF 가격이 항공유 대비 3배의 경우  
 주2) CASE 2: SAF 가격이 항공유 대비 5배의 경우

도표 134. 항공사별 SAF 구매처

항공사	SAF 구매계약 현황
United Airlines	World Energy, Fulcrum
Delta	GEVO, Northwest Advanced Bio-Fuels
Lufthansa	NESTE, GEVO
KLM/Air France	NESTE, SkyNRG
Finnair	NEST, World Energy
ANA	LanzaJet
대한항공	Shell(MOU)

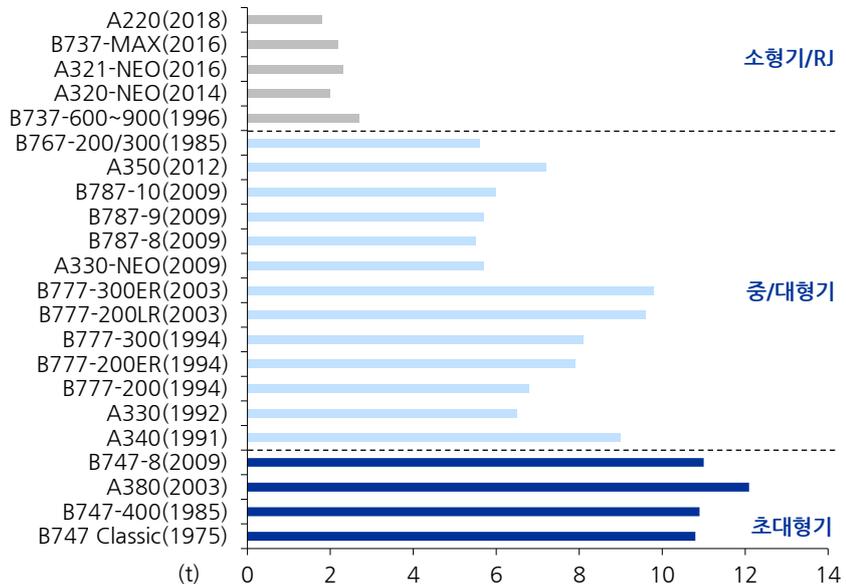
자료: 유진투자증권

도표 135. 기종별 1 좌석(100km 당) 연료 사용량



자료: Okinawa Airport, 유진투자증권

도표 136. 1 LTO 사이클 당 이산화탄소 배출량



자료: AERC, 유진투자증권

## II. 항공기 제조: 업사이클 도래

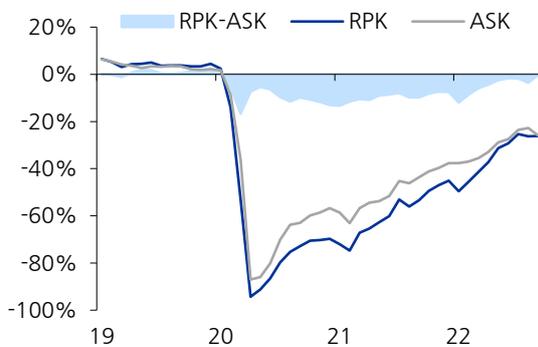
### 항공기 수요 증가 사이클 진입

#### 여객 회복 → 항공사 실적 회복 → 항공기 도입 증가 전망

코로나 사태는 한국뿐 아니라 글로벌 항공 운송 시장에도 막대한 영향을 미쳤으나, 전세계적으로 항공 여객 수가 회복 기조에 있고 항공사 실적도 올해 2 분기를 기점으로 영업이익 기준 적자 축소와 흑자 전환을 달성하며 긴 터널의 끝을 통과하고 있는 상황이다.

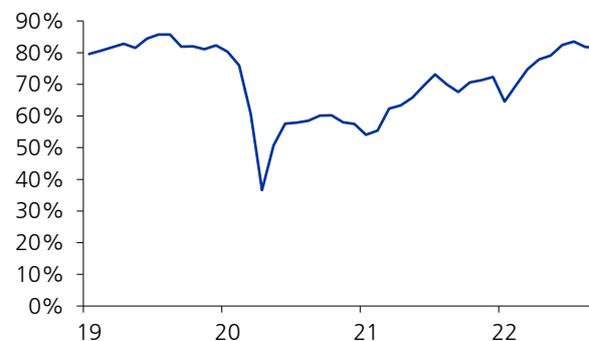
항공 운송 시장이 정상화되고, 항공사 실적도 회복되고 있다는 것은 노후 기체 교체 및 미래 성장을 위한 추가 기체 도입 등 항공기 도입 증가가 이루어질 수 여건들이 갖추어지고 있다는 것을 의미한다. 항공 산업 정상화에 따라 투자의 시선을 항공기 제조 산업에도 확장하여 볼 필요가 있다.

도표 137. 글로벌 항공 운송(여객) 수요와 공급 추이



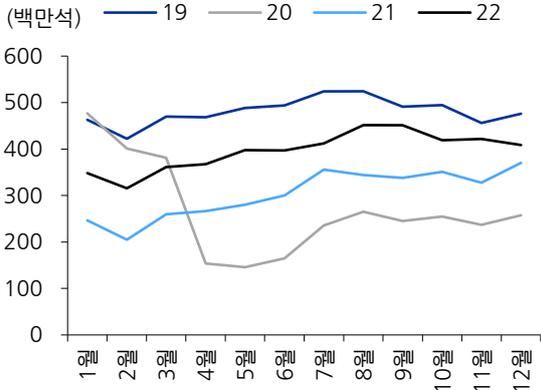
자료: ICAO, IATA, 유진투자증권

도표 138. 글로벌 항공 운송(여객) L/F



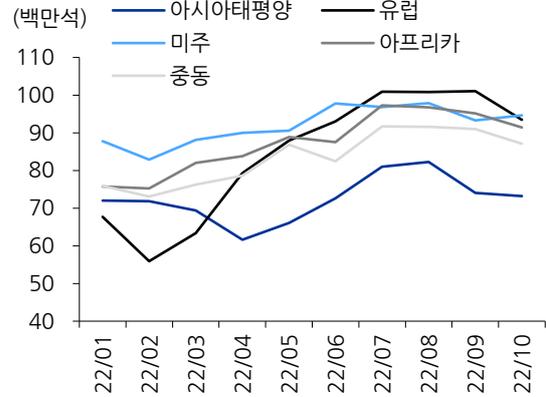
자료: ICAO, IATA, 유진투자증권

도표 139. 글로벌 항공 운송 월간 좌석 공급 추이



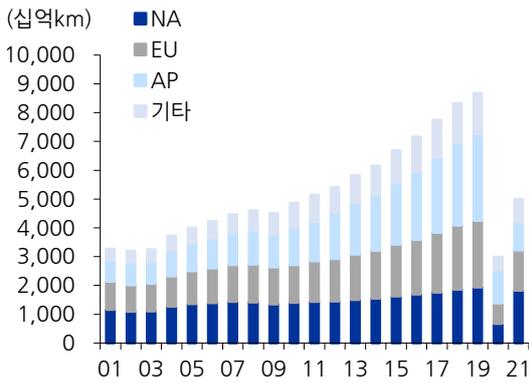
자료: OAG, 유진투자증권

도표 140. 글로벌 항공 운송 주간 좌석 공급 추이(지역별)



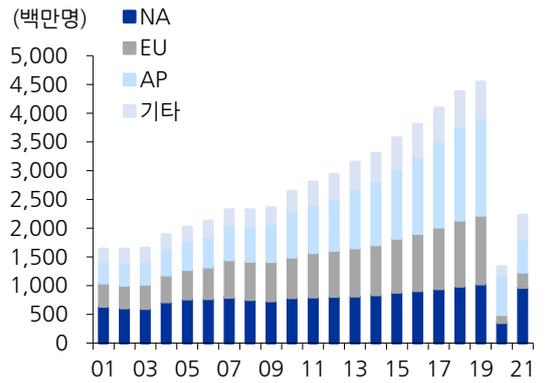
자료: OAG, 유진투자증권

도표 141. 지역별 RPK 추이



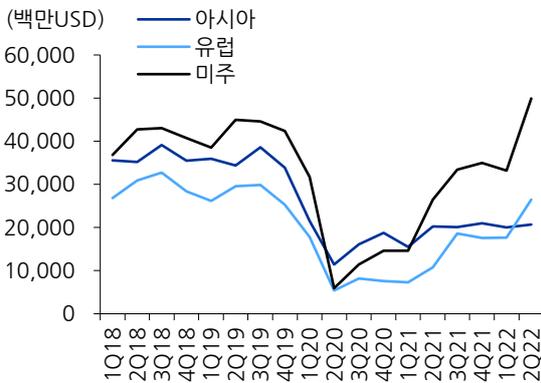
자료: JADC, 유진투자증권

도표 142. 지역별 여객 수 추이



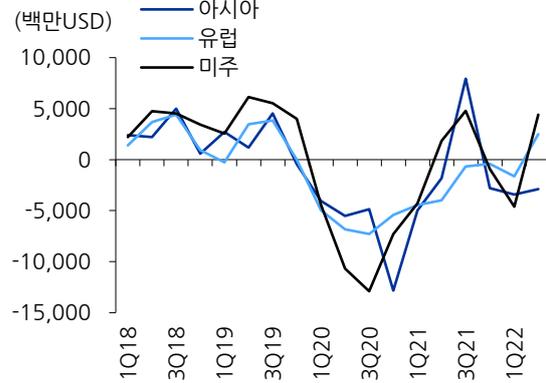
자료: JADC, 유진투자증권

도표 143. 글로벌 항공사(지역별) 매출액 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 144. 글로벌 항공사(지역별) 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

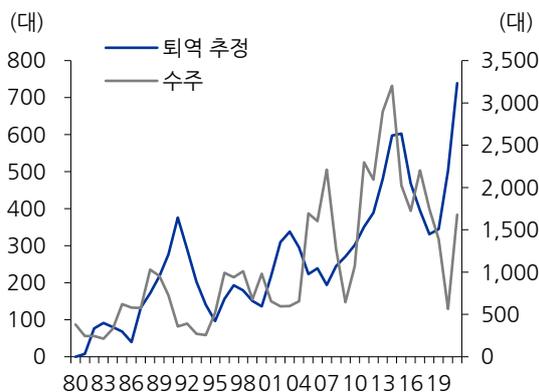
## 고유가 + 친환경 + 노후기 교체가 이끄는 항공기 수요 증가

최근 경기둔화 흐름 속에서 항공기 수요 둔화에 대한 우려도 있으나, (1) 노후 항공기 증가 및 (2) 친환경/고유가 대응에 따라 항공기 수요는 향후 견조하게 증가할 것으로 전망한다.

항공기의 수명은 일반적으로 30 년 내외로 알려져 있지만, 안전성 등을 이유로 민항기(Commercial Aircraft)의 경우 통상 23~25 년 사용 후 퇴역을 맞이하게 된다. 항공기가 퇴역하게 되면 이에 상응하는 교체 수요가 발생하게 되기 때문에, 과거로부터 노후 항공기 퇴역과 신규 수주는 유사한 추세를 보여왔다. 그리고 최근 고유가 흐름이 지속되고 있고 ICAO 와 IATA 를 비롯해 세계 각국에서 항공 산업 탄소 중립을 내세우며 친환경 대응에 대한 요구가 커지고 있어, 에너지 효율이 좋은 최신 기재로의 교체 압박도 존재할 것이다. 실제로 과거 항공기 수주 흐름을 보면, 고유가 시기에 항상 항공기 수주가 크게 늘어났던 점을 확인할 수 있다. 글로벌 양대 항공기 제조사인 보잉과 에어버스의 10 월 누적 수주 대수는 약 1,700 여대(화물기 제외)를 기록했다. 과거 2018 년과 2019 년의 전체 항공기 수주 대수가 1,400~1,700 대였던 점을 고려하면, 항공기 수요는 이미 코로나 이전 수준을 뛰어넘었다.

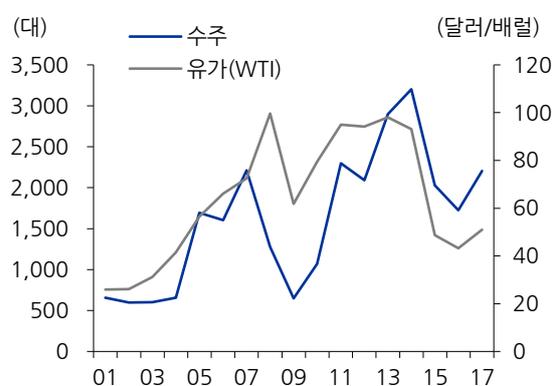
현재 1990 년대 후반에 인도되었던 항공기들이 대거 퇴역을 맞이하는 시점에 있기 때문에 항공기 인도 증가에도 기대해볼 수 있다. 글로벌 항공 여객 수가 빠르게 코로나 이전 수준으로 회복하고 있는 상황에서 기재 감소분만큼 보충이 되어야 한다. 과거 인도 실적을 바탕으로 추정한 결과 코로나 이후 2020~2024 년 사이에 퇴역 대상이 되는 항공기 대수는 무려 3,700 여대에 달하며, 코로나 사태로 조기 퇴역한 항공기 대수를 포함하면 퇴역 대수는 이보다 더 많을 수 있다. 보잉과 에어버스의 항공기 인도 대수는 2022 년 3 분기 누계 700 여대로 2019 년 동기간 대비 각각 109%(2018 년 대비로는 58%), 76%까지 회복하며 견조한 인도 실적을 기록하고 있다.

도표 145. 항공기 퇴역 추정 및 수주 추이



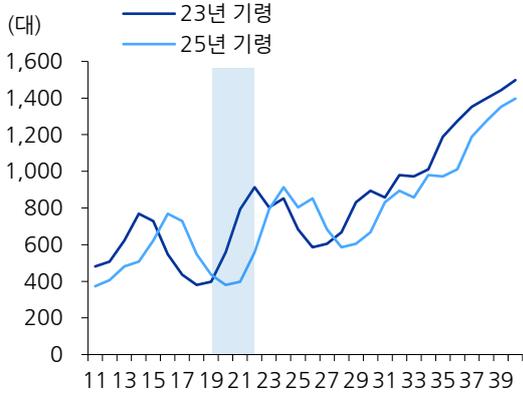
자료: JADC, 유진투자증권  
주) 보잉, 에어버스 기준

도표 146. 항공기 수주 및 유가 추이



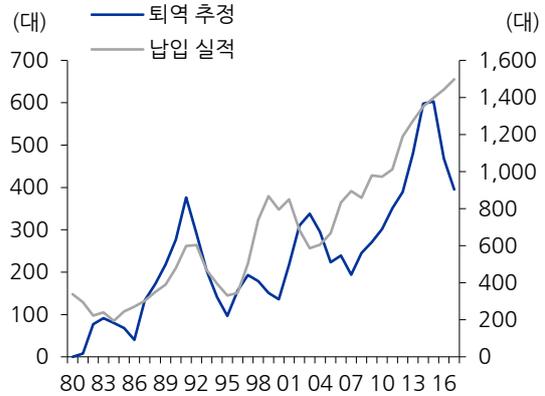
자료: JADC, Bloomberg, 유진투자증권  
주) 보잉, 에어버스 기준

도표 147. 항공기 퇴역 추정



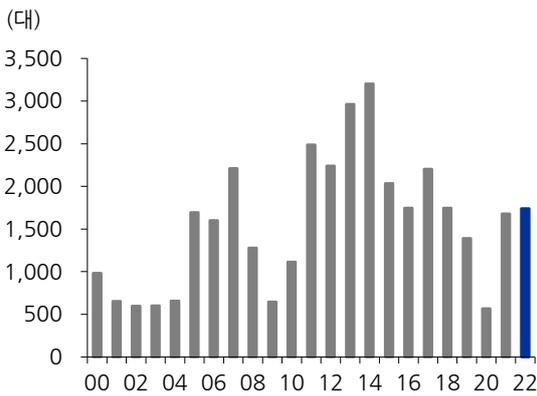
자료: JADC, 유진투자증권  
주) 보잉, 에어버스 기준

도표 148. 항공기 퇴역 추정 및 납입 실적 추이



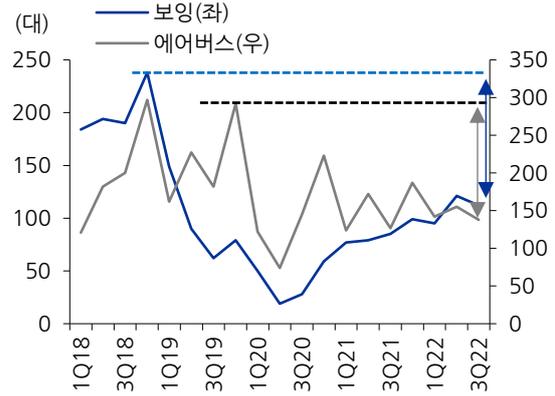
자료: JADC, 유진투자증권  
주) 보잉, 에어버스 기준

도표 149. 보잉&에어버스 수주 추이



자료: JADC, 유진투자증권

도표 150. 보잉&에어버스 인도 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 151. 항공기 수주잔고 추이



자료: JADC, 유진투자증권  
주) 보잉, 에어버스 기준

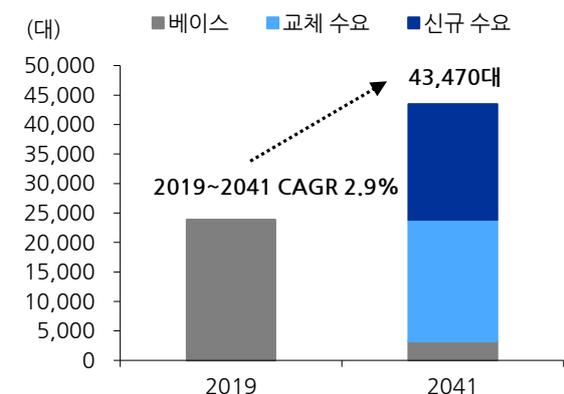
## 항공기 수요는 장기적 우상향: 협동체의 시대

코로나 사태로 항공 여객 수가 일시적으로 급감했지만, 과거에 여객 수는 꾸준히 증가하는 추세를 보여왔다. 글로벌 GDP 증감과 여객 수 증감이 유사한 추세를 보이는 점을 고려하면, 글로벌 경제 성장에 따라 항공 여객 수도 지속적으로 증가할 가능성이 크다. 이에 항공기 수요도 장기적으로 우상향을 그리게 될 것이다. 보잉과 에어버스는 각각 CMO(Commercial Market Outlook)과 GMF(Global Market Forecast)에서 중장기 항공기 시장 전망을 제시하고 있는데, 2041년까지 항공기 대수가 43,470~46,930 대로 늘어나 현재 수준에서 2 배 성장할 것으로 예측하고 있다.

또 한가지 주목할 점은 협동체(Narrowbody Jet)의 비중이 더욱 커질 전망이다. 과거 항공기 시장에서는 허브 앤 스포크 노선 전략을 중심으로 B747 및 A380과 같은 대형 기종이 선호되었지만, 경제성과 운영 효율성 측면에서 점차 협동체가 선호되고 있다. 보잉은 협동체 비중이 2019년 69%에서 76%로 늘어날 것으로 예측하고, 에어버스는 2041년까지 신규 인도되는 항공기의 80%가 협동체일 것으로 전망하고 있다. 실제로 올해 인도된 항공기의 협동체 비중은 보잉이 84%, 에어버스가 86%로 매우 큰 비중을 차지하고 있다.

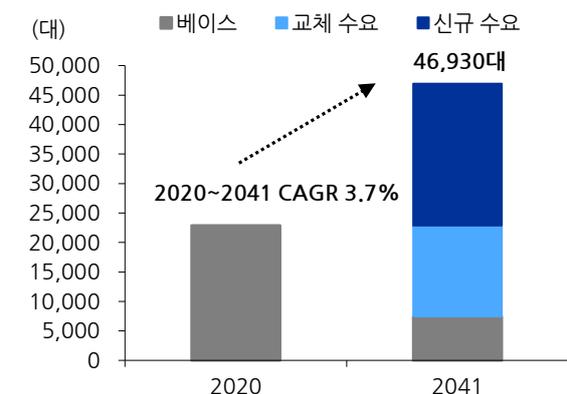
대표적인 협동체 라인업인 B737 및 A320 시리즈도 대거 퇴역 시기에 도달할 전망이다. 2020~2024년 사이 퇴역을 맞이할 협동체가 전체 퇴역기에서 차지하는 비중은 약 71%으로, 지난 2015~2019년의 62% 수준에서 크게 증가할 것이다. 코로나 사태로 일부 인도가 연기되었던 협동체의 인도 일정이 다시금 앞당겨지고 있는 추세도 확인되고 있고, 항공기 결함으로 인도가 중단되었던 B737-MAX 인도가 재개되며 협동체 인도는 광동체 대비 빠르게 증가하는 추세이다. 광동체는 보잉의 B787 시리즈 인도 재개가 올해 8월부터 이루어지며 뒤늦게 회복하고 있는 모습이다.

도표 152. 글로벌 항공기 시장 전망(보잉)



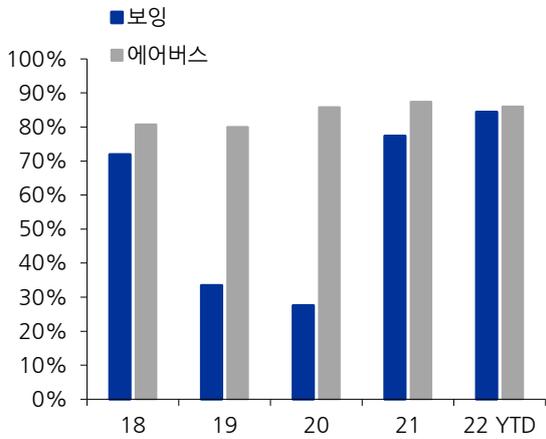
자료: 보잉, 유진투자증권

도표 153. 글로벌 항공기 시장 전망(에어버스)



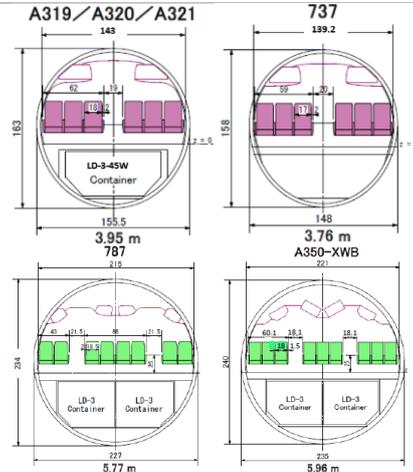
자료: 에어버스, 유진투자증권

도표 154. 인도 항공기 중 협동체 비중



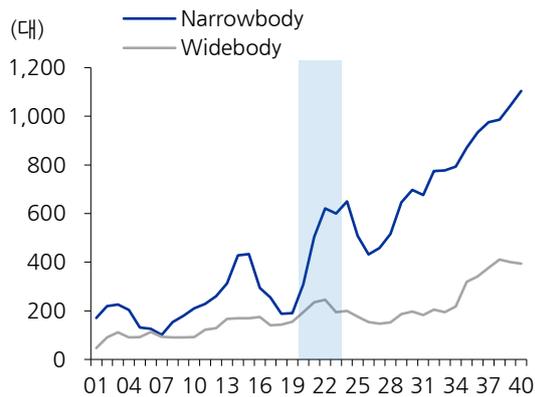
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 155. 협동체와 광동체 비교



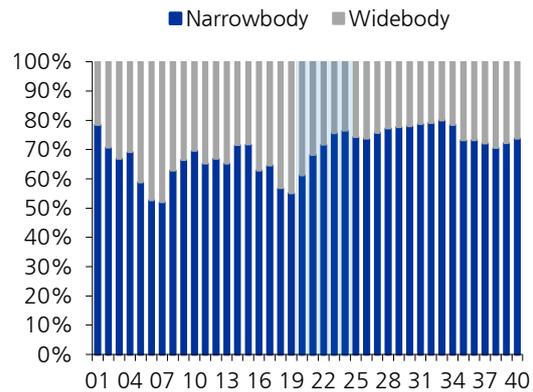
자료: JADC, 유진투자증권

도표 156. 협동체 및 광동체 퇴역 추정



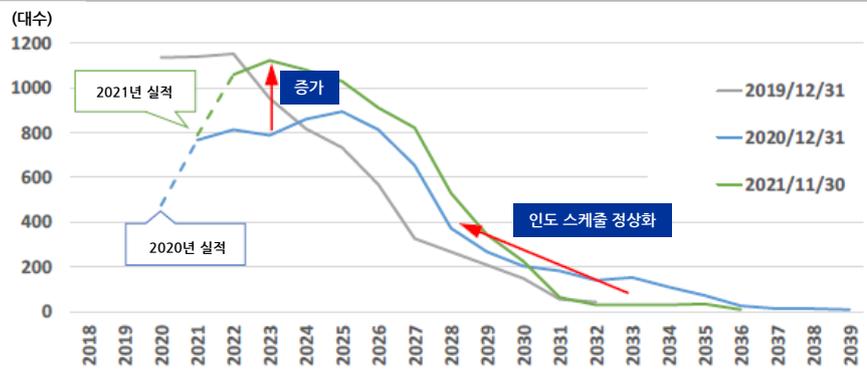
자료: JADC, 유진투자증권  
주) 보잉, 에어버스 기준

도표 157. 퇴역 대상 항공기 중 협동체 비중



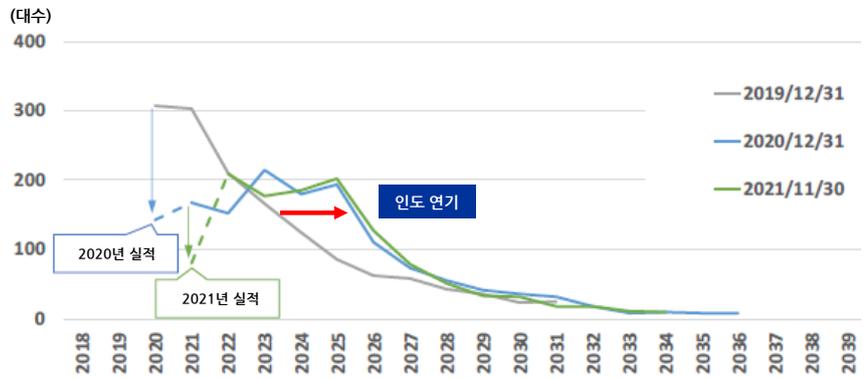
자료: JADC, 유진투자증권  
주) 보잉, 에어버스 기준

도표 158. 협동체 인도 스케줄 변화



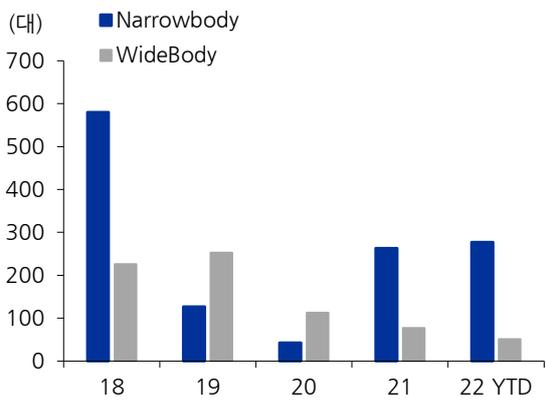
자료: JADC, 유진투자증권

도표 159. 광동체 인도 스케줄 변화



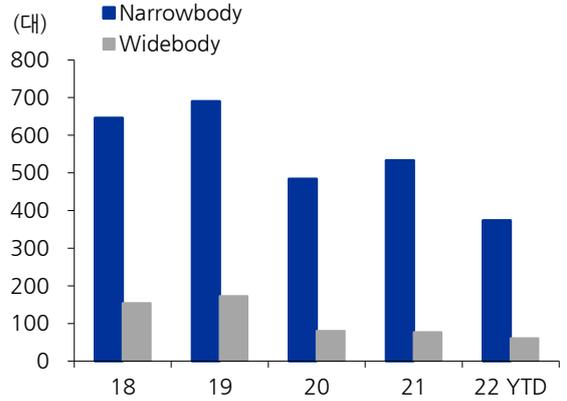
자료: JADC, 유진투자증권

도표 160. 보잉 항공기 인도 추이(협동체, 광동체별)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 161. 에어버스 항공기 인도 추이(협동체, 광동체별)



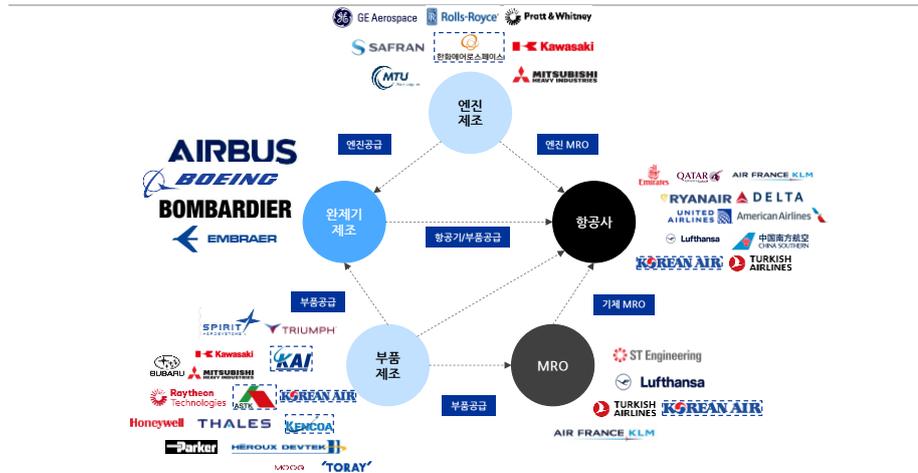
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 항공기 제조 산업 투자 전략

### MRO/엔진 → 완제기/기체부품

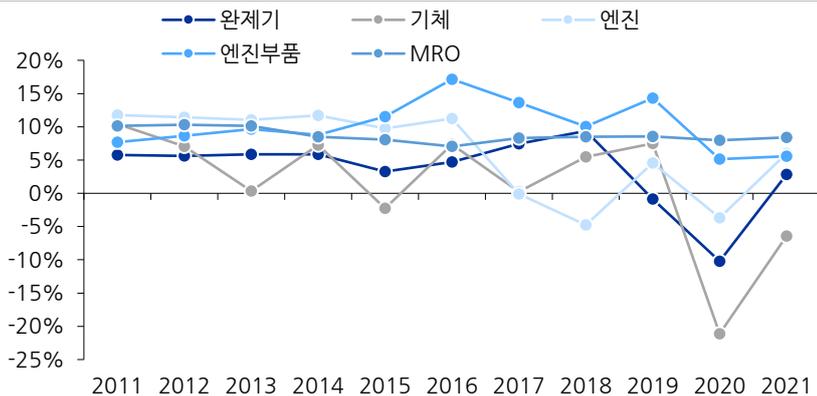
항공기 제조 산업은 크게 부품(기체, 엔진) - 완제기 - MRO(Maintenance Repair Overhaul)로 나누어서 볼 수 있다. 항공기 산업이 빅 사이클에 진입하고 있는 만큼 밸류체인 전반에 주목할 필요가 있지만, 코로나 사태의 여파로 서플라이체인이 상당 부분 손상되어 항공기 생산이 지연되고 있고, 퇴역 시기에 도달한 노후 기체를 계속해서 보유 및 운항할 수 밖에 없는 상황인 점을 고려할 필요가 있다. 노후 기체에 대한 유지 보수 수요와 글로벌 여객 회복에 따른 유휴 항공기들의 복귀를 위한 정비 수요가 MRO 업체들의 실적을 견인할 것으로 예상됨에 따라 단기적으로는 MRO 분야에 대한 관심이 가장 유효할 것이다. 다만, 점진적으로 신조기 인도 물량이 회복되고 있는 추세이고 완제기 업체들이 공격적인 생산 계획을 내세우고 있는 만큼 완제기 업체와 부품 업체에도 중장기적인 접근을 추천한다.

도표 162. 항공 산업 밸류체인



자료: 유진투자증권

도표 163. 항공기 제조 산업별 OPM 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

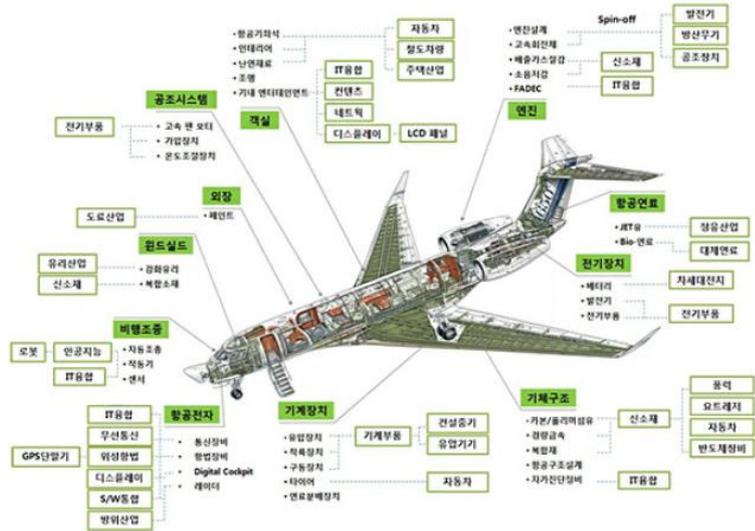
## 완제기&부품: 서플라이체인 회복이 Key

항공기는 수십 만개에서 수백 만개에 이르는 다양한 부품(동체, 날개, 장비품, 엔진)으로 구성된다. 항공기 제조 산업은 완제기 업체(Boeing, Airbus, Bombardier, Embraer) 아래 수많은 부품 회사들이 존재하는 피라미드 구조로, 설계부터 시스템 통합, 핵심 부품 생산을 담당하는 Tier 1 부품사(KAI, 한화에어로스페이스)와 서브 시스템 제조를 담당하는 Tier 2 부품사(아스트, 켈코아에어로스페이스), 하위의 차공구, 원소재, 컴포넌트 생산을 담당하는 Tier3~Tier4 등으로 세분화 되어있다. 항공기 완제기 업체가 항공사로부터 수주하면 완제기 업체 - Tier 1 - Tier 2 순으로 발주가 이어지고, 하위 부품 업체에서 상위 부품 업체, 완제기 업체 순으로 납품 및 공정 진행이 이루어지며 항공기가 제작되는 형태로 볼 수 있다. 완제기 업체와 부품 제조업체는 서로 밀접하게 관련되어 있다.

현재 항공기 제조 산업에서의 공급망 이슈는 과거 보잉의 항공기 결함에 따른 B737-Max 및 B787 시리즈의 인도 중단과 코로나 사태가 더해지면서 항공기 생산이 크게 위축되었던 것에 기인한다. 당시 완제기 업체뿐 아니라 부품 업체들의 생산 물량도 동반 감소하며 유동성 악화와 숙련공 감축, 파산 등을 겪어 기업 체력이 상당 부분 훼손된 상황이다. 항공기 수요가 다시금 회복되고 있지만, 부품 업체의 생산 능력 감소에 따라 부품 수급 문제가 발생했고, 이에 따라 완제기 업체들도 마음껏 항공기를 최종 생산하지 못하는 상황이다.

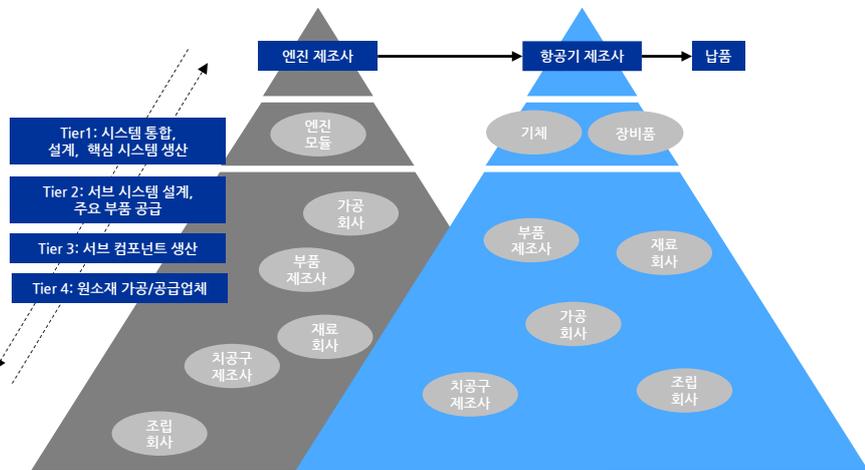
그래도 조금씩 항공기 인도가 늘어나고 있어 서플라이체인 또한 점진적으로 정상화될 것으로 예상된다. 오히려 지금은 생존한 부품 제조사들이 추가적인 사업 확장에 나서기 좋은 시점이다. 항공 산업은 항공기의 높은 안전성 확보를 위해 높은 수준의 품질과 신뢰도를 요구하는 특성이 있다. 이로 인해 부품 업체는 품질 및 공정 인증(Nadcap, ISO9100 등)과 완제기 업체 서플라이어 인증, 제조 레퍼런스 확인 등 까다로운 과정을 거쳐 서플라이어로 지정되게 된다. 그리고 일반적으로 각 서플라이어는 항공기 개발 또는 시제품 제작 단계에서 정해지고, 비용 절감과 제작상의 편의를 위해 Sole vendor 로 진행되어 기존 부품 업체가 파산하거나 생산을 못하지 않는 한 신규 업체들의 진입이 쉽지 않다는 특징도 있다. 항공기 수요는 높아지고 있지만 공급망 문제로 부품 수급에 대한 대응이 필요한 현재, 살아남은 부품 기업들의 추가적인 부품 수주에 기대해볼 수 있으며 사업 확대를 통해 장기적인 먹거리 확보가 가능할 것이다.

도표 164. 항공기 주요 부품



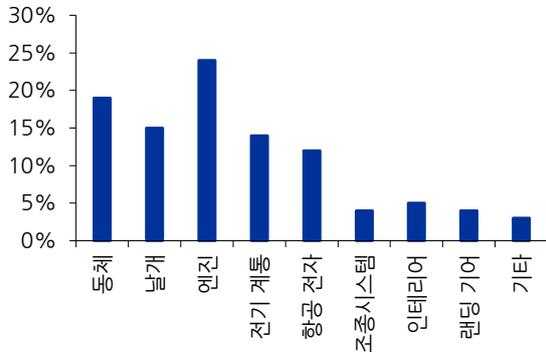
자료: KAA, 유진투자증권

도표 165. 항공기 제조산업 구조



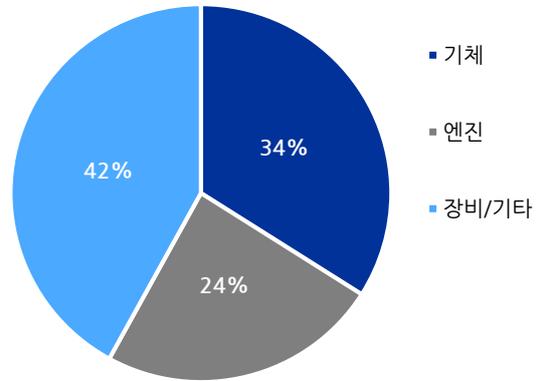
자료: 유진투자증권

도표 166. 항공기 가치 구성 비중(1)



자료: METI, 유진투자증권

도표 167. 항공기 가치 구성 비중(2)



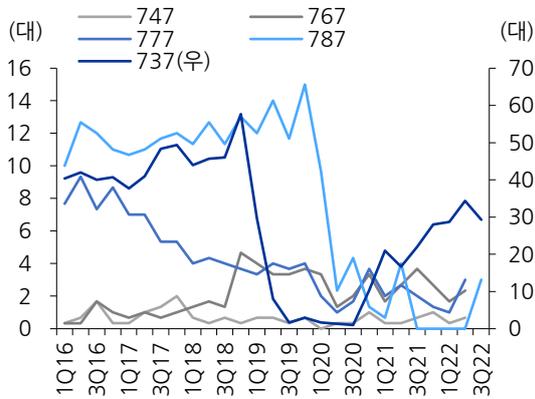
자료: METI, 유진투자증권

도표 168. 항공기 제조산업 개요

구분	항공기	조선	자동차
개발기간	평균 10 년	평균 5 년	평균 3 년
양산기간	30 년	주문생산	5 년
사용기간	30 년	25 년	10 년
수주방식	선주문	선주문	인도 후 납부
주요고객	기업(운항사)	기업(상선사)	개인
개발생산방식	개발-주문-생산	주문-개발-인도	개발-생산-판매
분업구조	RSP 가 보편적	수직계열화	수직계열화
라인업	Partial Line-up	주문생산	Full Line-up
매출액대비 개발비	10%	1%	3.50%
개발비	대형기 10 조 전투기 5~10 조 중형기 3 조	-	중형차 4,500 억
모델별 생산대수	천여대 수준	1 대	4~50 만대
생산방식	수작업	수작업	자동화
생산설비	생산치구	제조설비	조립라인
대량생산	소품종 소량생산	주문생산	다품종 대량생산
Offset 교역	활성화	없음	없음
시험인증	생산과정 및 생산품에 인증	생산품에 대한 인증	생산품에 대한 인증

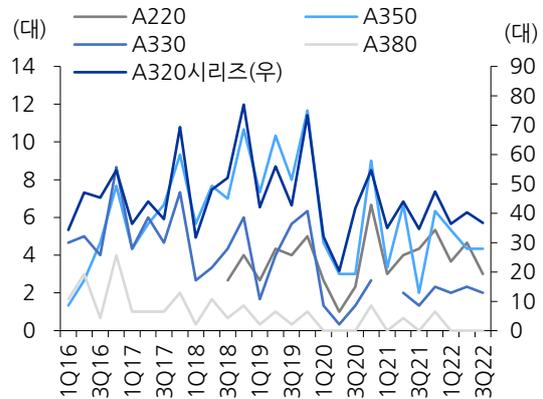
자료: KAA, 유진투자증권

도표 169. 보잉 기종별 월간 생산대수



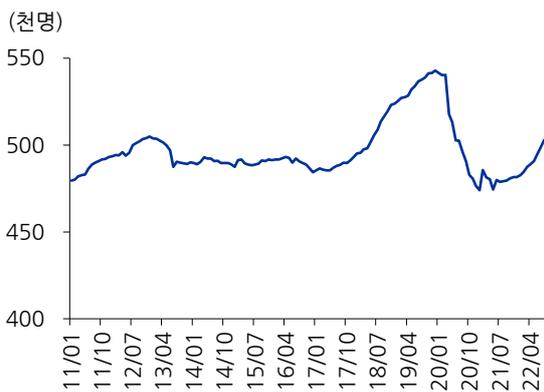
자료: 보잉, 유진투자증권

도표 170. 에어버스기종별 월간 생산대수



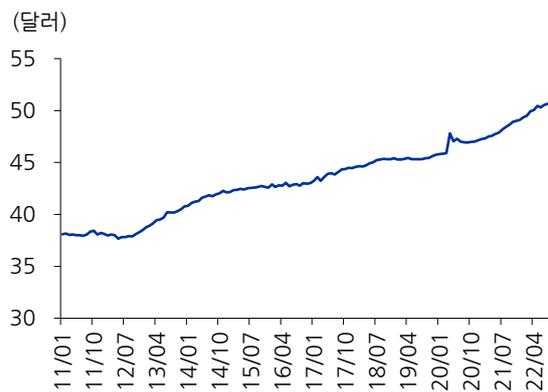
자료: 에어버스, 유진투자증권

도표 171. 미국 우주항공 제조업 인력 추이



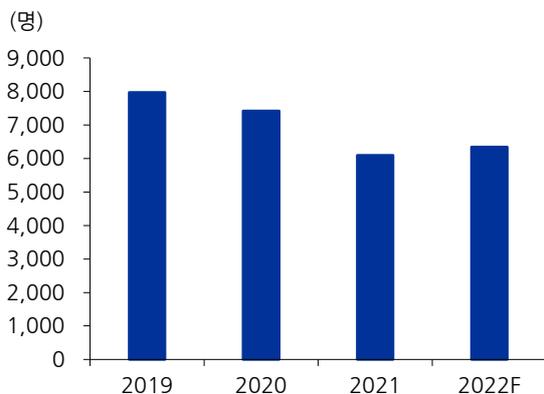
자료: BLS, 유진투자증권

도표 172. 미국 우주항공 제조업 시간당 임금 추이



자료: BLS, 유진투자증권

도표 173. 한국 우주항공 제조업 인력 추이



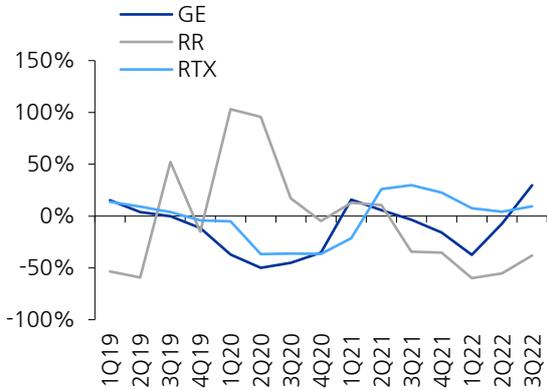
자료: KAMA, 유진투자증권

도표 174. 크게 타격 입은 국내 항공 제조업



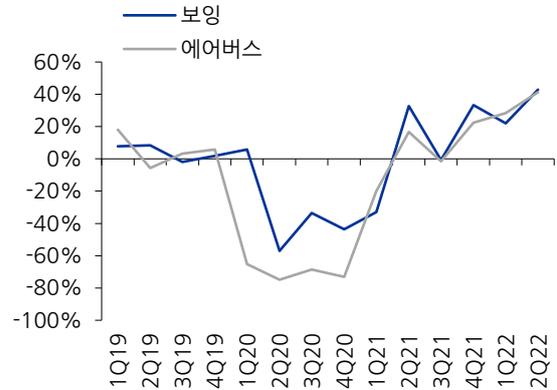
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 175. 제트 엔진 인도 증감률 추이(yoy)



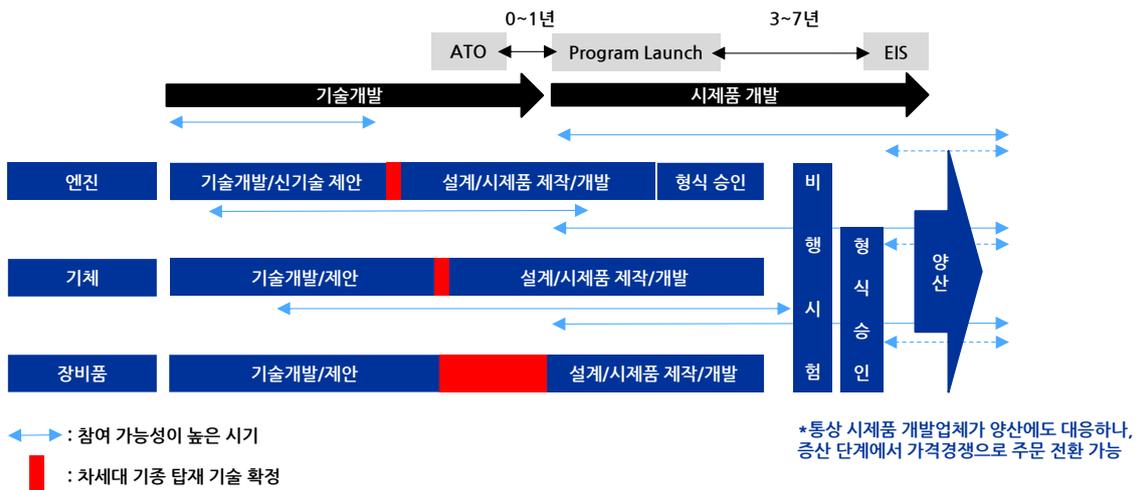
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 176. 항공기 동체 부품 인도 증감률 추이(yoy)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 177. 항공기 산업 개발 생산 스케줄 및 진입 타이밍



자료: MUFJ Research & Consulting, 유진투자증권

## 항공기 제조 시장의 완전 정상화 시점은 2024년

올해 보잉과 에어버스의 연간 인도 항공기 수는 약 1,000대 수준으로 추정되며 2019년 대비 82%, 2018년 대비 63% 수준 회복을 달성할 것이다. 보잉은 2023년 주요 기종인 B737과 B787의 월간 생산량을 각각 37~38대와 6~7대 수준까지, 에어버스는 A320 시리즈(A321, A320, A319)의 월간 생산량을 65대까지 늘릴 계획이다. 2025년 이후로는 월간 생산량 기준 B737 50대, B787 10대, B777X 4대, A320 시리즈 75대로 생산 속도를 높이는 것이 목표다. 양사 계획대로라면 연간 항공기 생산량은 2023년 1,500여대, 2025년 2,000여대까지 늘어나게 되며, 2023년에 코로나 이전 수준(2018년 1,606대, 2019년 1,243대)을 거의 회복하게 된다. 앞서 지적한 서플라이체인 이슈가 선결될 필요가 있지만, 생산량이 유의미하게 늘어난다면 완제기 업체는 물론 부품 업체들의 실적 개선에 기대해볼 수 있을 것이다.

다만 부품 업체들에게 변수는 존재한다. 바로 보잉의 인도 중단으로 쌓인 재고 물량이다. 보잉은 2022년 3분기말 기준으로 B737 MAX 270대, B787 115대의 재고를 보유하고 있다. 인도 재개에 따라 재고 물량도 속속 주안을 찾아가거나, 주문 취소의 경우 리마케팅을 통해 소진이 되고 있는 상황이지만, 당사 추정에 따르면 해당 재고 물량이 완전히 해소되는 시점은 2024년일 것으로 예상된다. 보잉도 2022년 11월 2일 Investor Day에서 2025년경에 재고물량이 해소될 것으로 예측하고 있다. 재고 소진 물량을 보잉이 제시하는 월간 생산량에 포함하여 볼 경우, 신규로 생산되는 물량은 재고 소진에 따라 적게 나타날 수 밖에 없다. 완제기 업체 실적 대비 부품 업체들의 실적 상승이 더디게 나타날 수 있는 요인이다. 물론 현재 서플라이체인 이슈를 고려하면 합당한 처사일 수 있으나, 부품 업체들의 완전 정상화 시점은 완제기 업체보다 뒤늦은 2024년으로 예상해볼 수 있다.

반면, 에어버스의 경우 보잉이 주춤하는 동안 빠르게 시장 점유율을 높이고 있는 상황이다. B737 MAX의 경쟁 기종인 A320 NEO, B787의 경쟁 기종인 A350, B777X의 경쟁 기종인 A330 NEO를 적극 마케팅하고 있다. 에어버스는 2018년 대비 73%, 2019년 대비 67% 생산을 기록하며 보잉보다 빠르게 회복하고 있으며, 생산 종료된 A380 생산 기지(프랑스 툴루즈)를 A320 시리즈 생산 거점으로 전환하면서 2023년에 현재 40대 내외인 월간 생산량을 65대까지 끌어올릴 계획이다. 보잉의 인도가 재개되고 있지만, 보잉의 주요 고객인 중국 항공사들이 보잉에서 에어버스로 구매 전환하는 모습도 다수 관측되며 시장에서 에어버스의 입지가 더욱 단단해지고 있는 상황이다. 에어버스와 함께 에어버스 항공기 부품을 납품하는 업체들의 매력 또한 주목할 필요가 있다. 한국에서는 한국항공우주가 에어버스사에 A350 부품(Wing Rib, NLGB 등), A320 부품(Wing Bottom Panel)을 납품하고 있고, A321 부품의 신규 수주도 예정되어 있는 것으로 파악된다.

도표 178. 보잉 월간 인도 능력 변화 및 전망

기종	18	19	20	21	22 YTD	23	25 ~26
737	48	11	4	22	31	38	50
747	1	1	0	1	0	-	-
767	2	4	3	3	2	-	-
777	4	4	2	2	2	-	4
787	12	13	4	1	1	7	10

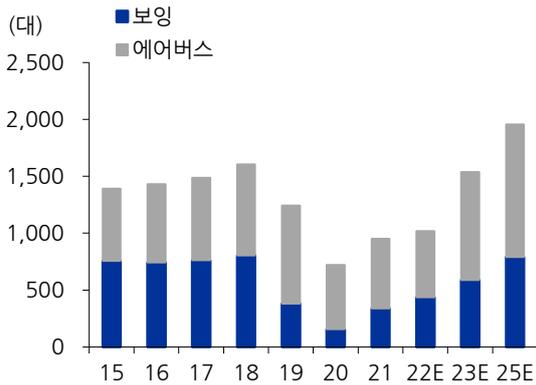
자료: 보잉, 유진투자증권

도표 179. 에어버스 월간 인도 능력 변화 및 전망

기종	18	19	20	21	22 YTD	23	25
320	35	36	21	22	18		
321	17	17	16	18	19	65	75
319	1	1	0	0	1		
220	2	4	3	4	4	6	14
350	8	9	5	5	5	6	-
330	4	4	1	1	2	2	-
380	1	1	0	0	0	-	-

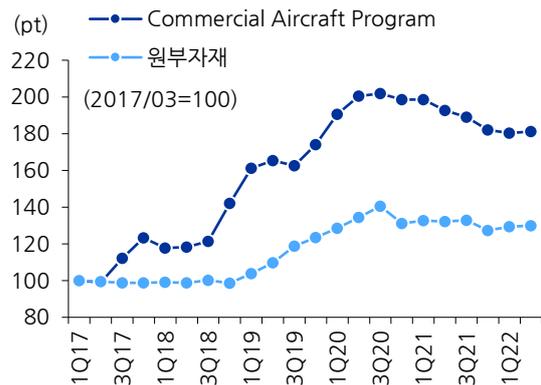
자료: 에어버스, 유진투자증권

도표 180. 보잉&에어버스 연간 생산 대수 전망



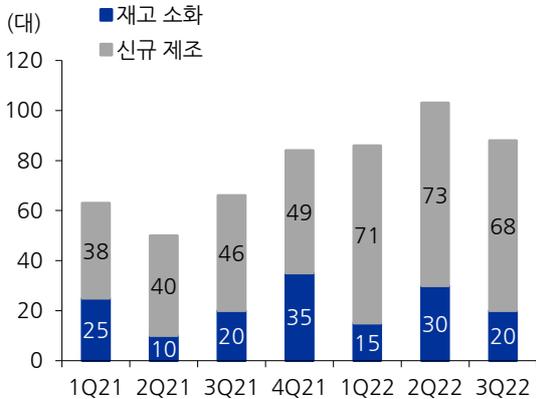
자료: 보잉, 에어버스, 유진투자증권

도표 181. 보잉 재고 추이



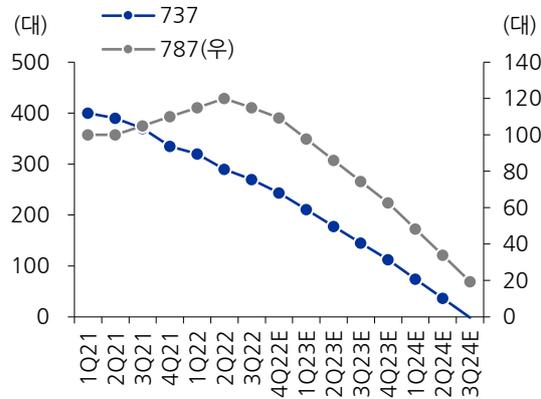
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 182. 보잉 재고 소화 및 신규 제조 물량 추이



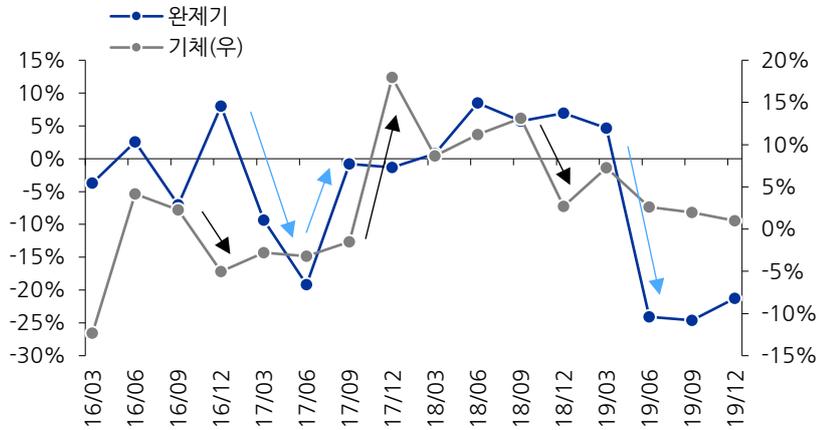
자료: 보잉, 유진투자증권

도표 183. 보잉 재고 항공기 감소 전망



자료: 유진투자증권

도표 184. 완제기 및 기체 업체 매출액 증감률 추이(yoy)



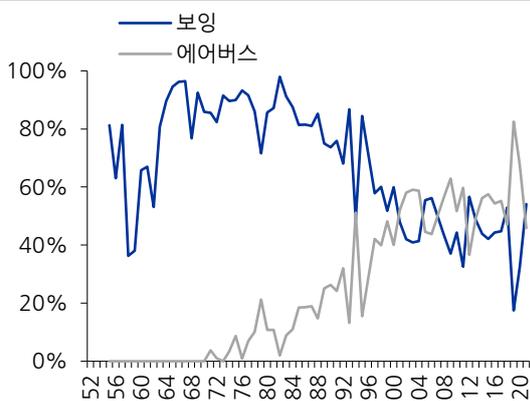
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 185. 인도되지 못하는 보잉의 737-MAX



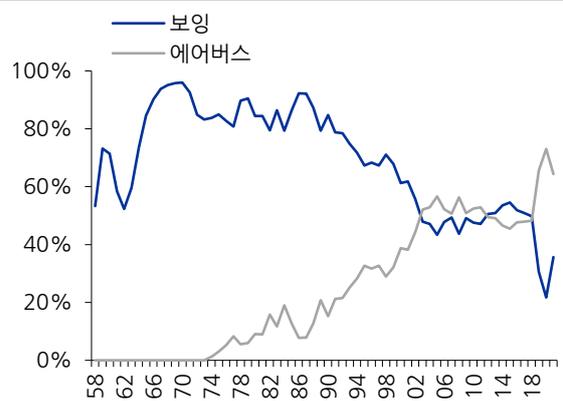
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 186. 항공기 수주 점유율



자료: JADC, 유진투자증권

도표 187. 항공기 인도 점유율



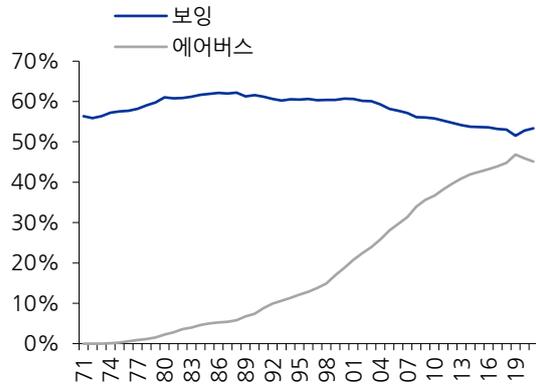
자료: JADC, 유진투자증권

도표 188. 항공기 수주 잔고 추이



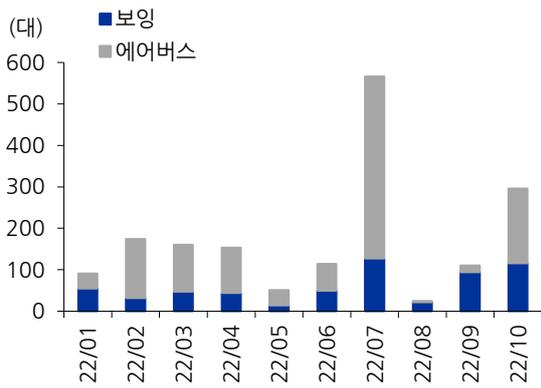
자료: JADC, 유진투자증권

도표 189. 운항 중 기재 점유율



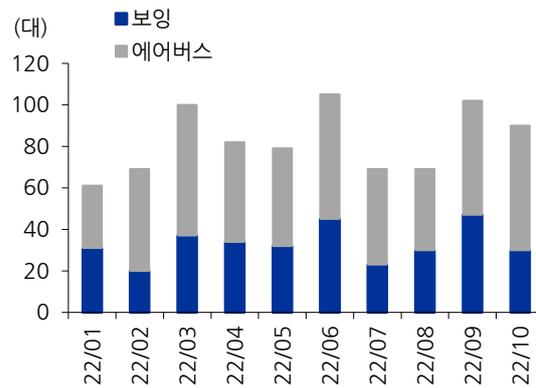
자료: JADC, 유진투자증권

도표 190. 월별 수주 추이



자료: JADC, 유진투자증권

도표 191. 월별 인도 추이



자료: JADC, 유진투자증권

도표 192. 한국항공우주(KAI) 에어버스 사업



자료: KAI, 유진투자증권

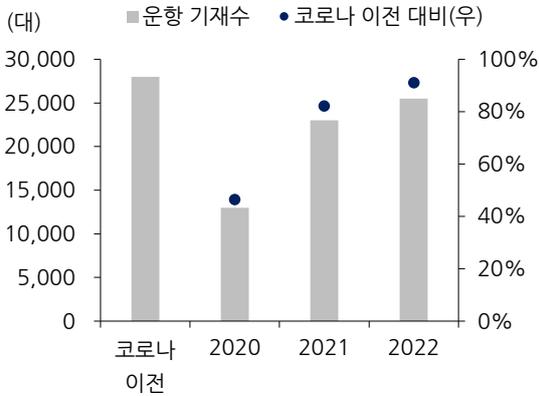
### 빛을 발하는 MRO, 엔진의 AM(After Market)에 주목하자

MRO(Maintenance Repair Overhaul) 분야에 주목이 필요하다. 서플라이체인 훼손으로 항공기 수급이 원활하지 않은 상황에서 여객 회복이 지속되고 있어, 노후 기체를 정비해서 쓸 수 밖에 없고, 여기에 코로나 기간 동안 운항되지 않던 항공기들이 순차적으로 복귀함에 따라 MRO 수요가 높아지고 있기 때문이다. 항공 MRO는 크게 운항 정비와 기체 정비, 엔진 정비, 부품 정비를 구분되며, 정비 주기와 수준에 따라 A~B 체크와 같은 경정비와 C~D 체크로 분류되는 중정비로 세분화된다. 기체 정비와 운항 정비 등은 항공사에서 자체적으로 실시하는 경우가 있지만, 엔진의 경우 기술 진입장벽이 높아 제조사(GE, Rolls Royce, P&W)에 외주를 맡기는 형태가 많다. 항공 MRO의 꽃으로 불리는 엔진 MRO는 전체 시장의 약 43%를 차지하고 있다.

다양한 항공기 부품 중에서도 추진력을 만들어내는 제트 엔진은 기종에 따라 2~3 개의 옵션이 있고 구매자인 항공사가 주문 시에 선택을 하게 되는데, 엔진 제조사는 판매가의 30~50% 이상 할인 판매하며 일시적인 매출 확보보다도 판매 이후의 유지 보수 매출(After Market)을 고려해 시장 점유율을 높이는데 주력한다. 엔진은 사용 후 4~7 년차에 탈거하여 중정비를 실시하게 되고, 일정 주기마다 지속적으로 노후 부품들을 교체해주게 된다. 피로도가 높은 회전체 및 고온/고압 부분의 부품(고압 압축기, 연소기, 고압 터빈)과 수명제한 부품(엔진 샤프트, 터빈 디스크 등)이 주요 교체 대상으로, 터빈 블레이드의 경우 보통 한 단에 60~100 장 정도가 필요한데 한 장당 700~2,000 만원의 가격을 호가하기 때문에, 한 단 전체를 교체할 경우 최소 4 억원이 소요된다. 항공사에게는 비용 부담이지만, 엔진 제조사는 유지 보수를 통한 매출로 막대한 수익을 얻게 되는 것이다. 일반적으로 개발을 시작하여 20 년을 경과하는 시점부터 손익분기점을 넘어 폭발적인 수익을 창출하게 된다. 최근에는 PMA(Parts Manufacturer Approval) 또는 DER(Designated Engine Repair)과 같은 비순정품 제조사의 저렴한 부품이 활용되면서 엔진 제조사들의 유지 보수 수익 확보가 저해될 것이라는 우려도 있지만, 엔진 제조사는 포괄 계약(PBTH, Power By The Hour)을 통해 항공사를 락인시키고, 비순정품 부품을 사용할 경우 엔진에 대한 보증 책임 중단을 통해 시장 사수에 나서고 있다.

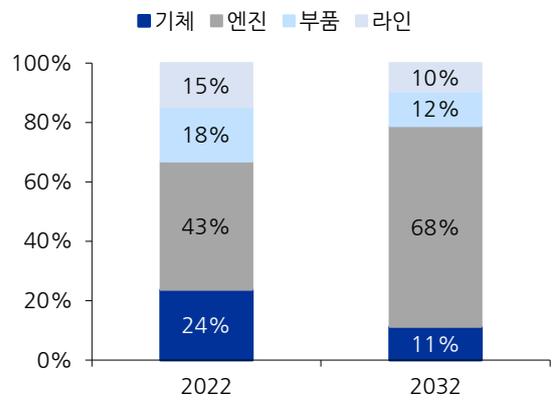
항공기 엔진 MRO를 수행하는 주요 업체인 GE, Rolls Royce, P&W, Safran, MTU Aero 등은 코로나 여파 속에서도 AM 매출 증가로 견조한 실적을 유지하고 있다. 코로나 이후 노후 기체 유지와 운항 복귀에 따른 정비 대상 항공기 증가로 지속적인 AM 매출 증가가 이루어질 것으로 예상된다. 한국의 경우 한화에어로스페이스가 P&W 사의 최신 엔진인 GTF(Geared Turbo Fan, PW1000G)의 RSP(Risk and Revenue Sharing Program) 사업에 참여하여 IBR(일체식 로터 블레이드)와 MTF(미들 터빈 프레임), HPT 디스크 등 교체 수요가 높은 회전체 및 고압부 부품에 대한 공급권을 확보한 상황이다. GTF 엔진은 A321, A320, A319, A220 과 같은 에어버스의 주력 기종에 엔진 옵션으로 제공되고 있고, 해당 기종은 2022년 3분기 기준 2,400 여대가 인도되었다. 당사 추정에 따르면 2030년 전후로 정비 대상 엔진 수가 크게 증가하며 본격 수익 창출 구간에 접어들 것으로 전망한다.

도표 193. 글로벌 운항 기재 수 변화



자료: OliverWyman, 유진투자증권

도표 194. MRO 시장 비중 전망



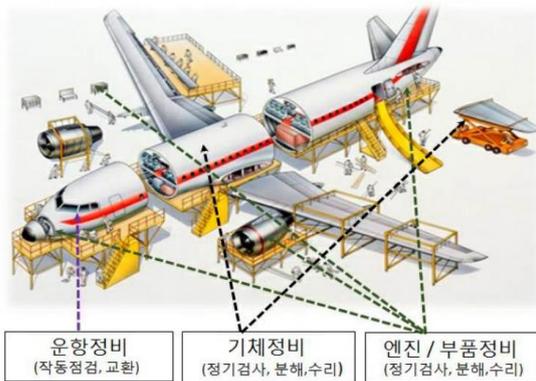
자료: OliverWyman, 유진투자증권

도표 195. 국내 항공사 정비 해외 의존도(2017년)

항공사	분야	해외의존도 (%)
대한항공	기체정비	9%
	엔진/부품	40%
	운항정비	17%
아시아나	기체정비	67%
	엔진/부품	90%
	운항정비	13%
LCC	기체정비	55%
	엔진/부품	71%
	운항정비	11%
합계	기체정비	34%
	엔진/부품	60%
	운항정비	14%

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 196. 항공기 정비 개요



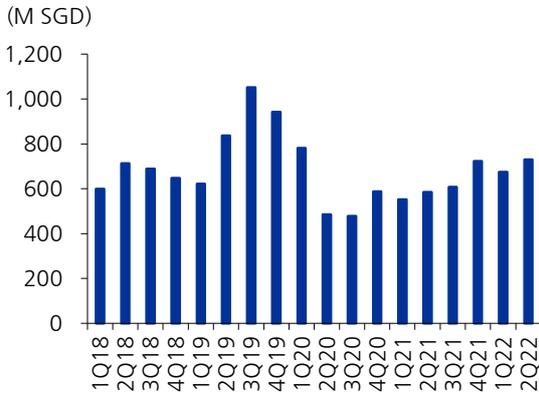
자료: 국토부, 유진투자증권

도표 197. 정비 종류별 상세

구분	정비활동	점검주기	내용
운항정비	일일 /주간점검	수시	운항 전후 제작사 운영 기준과 일치 여부 검사
경정비	A 체크	600 시간	동체의 외부상태, 전력공급상태, 전자장비 및 보기류와 같은 하부 시스템 틀에 대한 육안검사
	B 체크	수시	외부청소, 오일필터 교체 또는 부품의 순환상태, 엔진오일 점검 등 예방 정비활동
중정비	C 체크	7,500 시간 /18 개월	부품수리, 비행계기 정밀도 측정 등 모든 점검 후의 비행 검사 등의 활동
	D 체크	6 년	구조적 검사, 조종시스템 및 연료계통의 상태 검사 실시
	ISI (Internal Structural Inspection)	2 년	항공 MRO 작업의 대부분을 C 체크에서 분산 실시하며 D 체크를 폐지하고 2년에 1회 정도 부정기적으로 1-2 주간 운항을 중단시켜 기체를 보수하는 활동

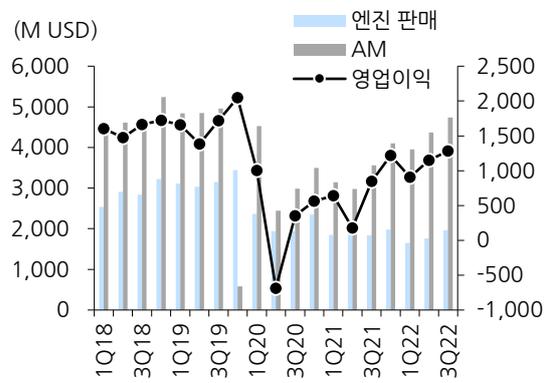
자료: KOTRA, 유진투자증권

도표 198. ST Engineering 민항기 사업(MRO) 매출 추이



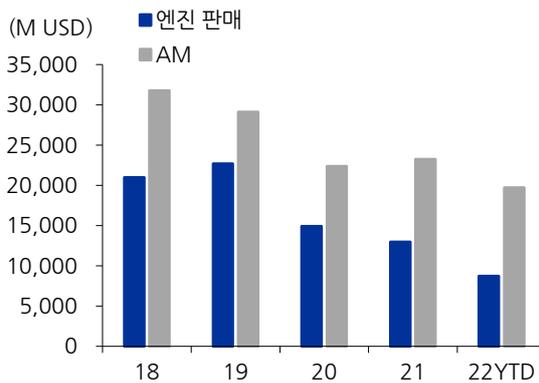
자료: ST Engineering, 유진투자증권

도표 199. GE 엔진 사업 실적 상세



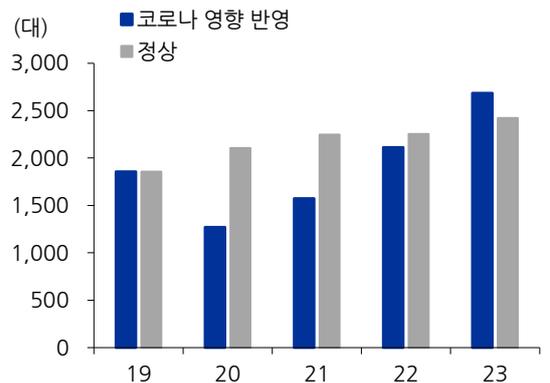
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 200. 주요 엔진 제조사 AM 매출 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 201. 엔진 정비 대상 항공기 수 추이



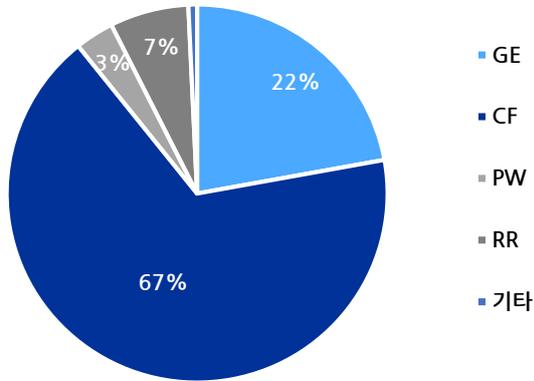
자료: 유진투자증권

도표 202. 엔진 판매 예측(2022~2041년)

구분	엔진 수(기)	시장 규모 (십억 USD)	대당 가격 추정 (백만 USD)
12,000~35,000 lbs (*A320 시리즈, B737)	59,523	684	11
35,000~65,000 lbs (*B767 등)	4,491	74	16
65,000~115,000 lbs (*A330, A350, B777, B787 등)	14,473	511	35

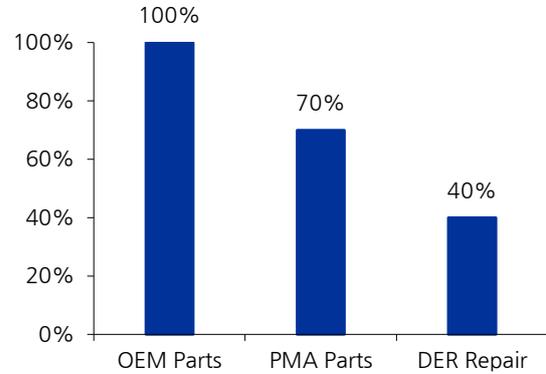
자료: JADC, 유진투자증권

도표 203. 보잉 인도 항공기 엔진 채택 비중



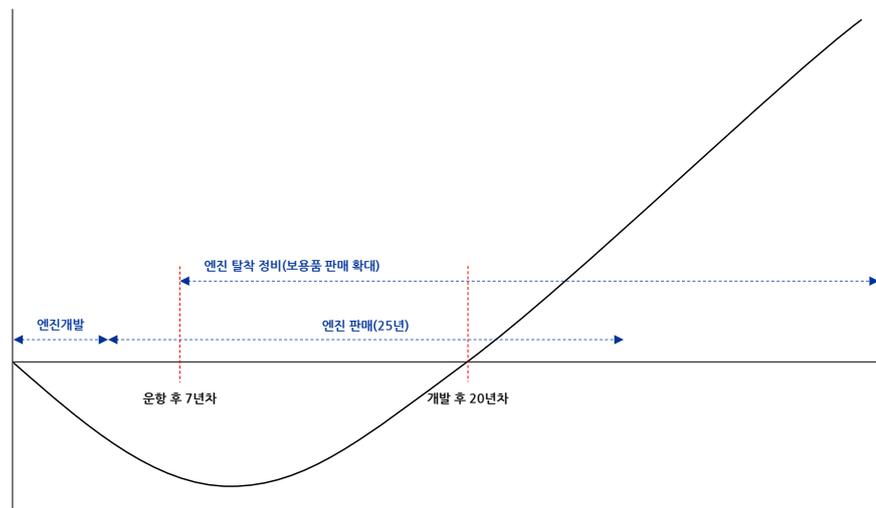
자료: 보잉, 유진투자증권

도표 204. AM 부품 가격 비교



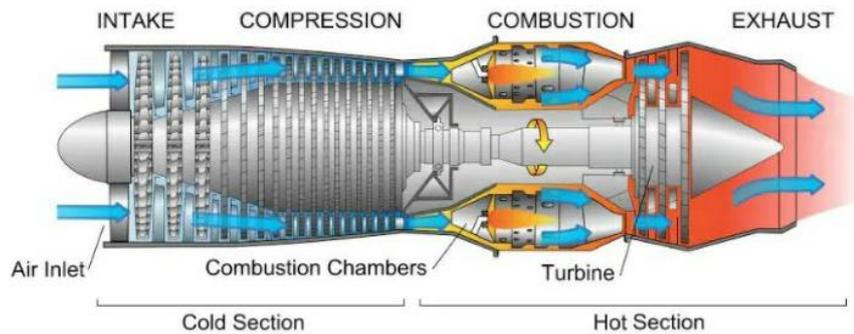
자료: IADF, 유진투자증권

도표 205. 항공기 엔진 사업 수익 커브



자료: Ritsumei, 유진투자증권

도표 206. 제트엔진 구조



자료: 위키피디아, 유진투자증권

도표 207. 항공기 기종별 엔진 옵션

제작사	기종	초호기 납입연도	채용 엔진			엔진 수
Airbus	A319NEO	2019	LEAP-1A	PW1100G-JM		2
	A350-1000	2018			TRENT XWB-93	2
	A321NEO LR	2018	LEAP-1A	PW1100G-JM		2
	A321NEO	2017	LEAP-1A	PW1100G-JM		2
	A220-100	2016		PW1519G/1521G		2
	A220-300	2016		PW1519G/1521G		2
	A320NEO	2016	LEAP-1A	PW1100G-JM		2
	A350-900	2014			TRENT XWB-84	2
	A380-800	2007	GP7270		TRENT 970/972	4
	A340-500	2003		PW4457	TRENT500	4
	A340-600	2002		PW4457	TRENT500	4
	A330-200	1998	CF6-80E1	PW4168A/4170	TRENT772B/C-60	2
	A330-300	1993	CF6-80E1	PW4164/4170	TRENT772B/C-60	2
	Boeing	737MAX-10	2022	LEAP-1B		
787-10		2018	GENX		TRENT1000	2
737MAX-9		2018	LEAP-1B			2
737MAX-8		2017	LEAP-1B			2
787-9		2014	GENX-1B		TRENT1000	2
747-8		2012	GENX-2B67			4
787-8		2011	GENX-1B		TRENT1000	2
777-200LR		2006	GE90-110B/115B			2
777-300ER		2004	GE90-115B			2
747-400ER		2002	CF6-80C2B5F	PW4062	RB211-524H	4
767-400ER		2000	CF6-80C2B7F/8F	PW4062		2
777-300		1998	GE90-94B	PW4090/4098	TRENT884/895	2
737-800		1998	CFM56-7B24/B27			2
777-200ER		1997	GE90-85B/94B	PW4084/4090	TRENT884/895	2

자료: SIAC, 유진투자증권

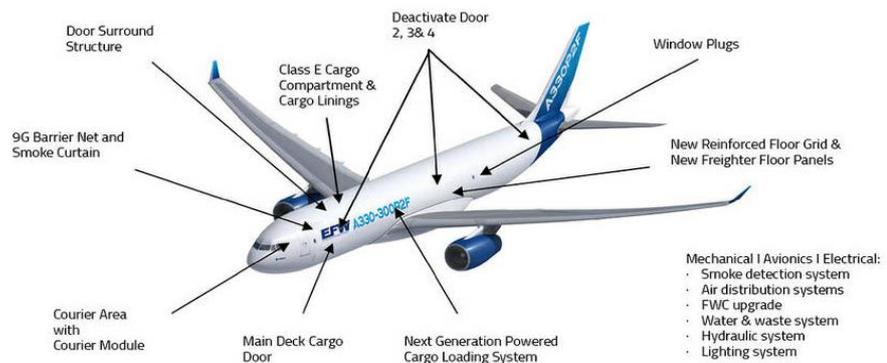
### P to the T to the F(PTF: Passenger to Freighter): 소형 화물기의 세대 교체

화물기 도입 방법에는 크게 화물 전용기(Freighter)를 구입하거나, 여객기를 화물기로 전환한 PTF(Passenger to Freighter) 화물기를 도입하는 두가지 방법이 있으며, 각각 50%의 비중을 차지하고 있다. 보잉과 에어버스 모두 중대형 기종(B777F, B747F, A350F)에서만 화물 전용기 라인업을 제공하고 있기 때문에 중형(광동체) 및 소형 화물기(협동체)의 경우 여객기에서 전환한 기재를 활용할 수 밖에 없다. PTF 기제는 여객기에서 화물기로 전환되는데 2~3 달 밖에 소요되지 않아 화물 전용기 대비 신속하게 도입이 가능하고, 전환 비용 또한 신조기 구매 비용보다 저렴하다는 장점이 있다. 보잉 777F의 가격이 약 350백만달러 수준인데, 동급의 B777-300ER의 PTF에 소요되는 비용은 40~50 백만 달러 수준이다. 또한 PTF는 항공기 오너에게도 매력적인 선택지이다. 항공기는 도입 15년 전후로 가치(CMV)가 20~50% 정도 하락하게 되는데, 화물기로의 전환을 통해 수익 극대화(여객기 25년 운항 vs 화물기로 30~40년 운항)를 꾀할 수 있기 때문이다.

먼저, 국제 장거리 화물 운송에 활용되는 대형 화물기종 PTF의 경우, 코로나 이후 항공기 제조 산업의 밸류체인 손상으로 화물 전용기 제작이 지연되며 PTF 기재 도입이 일시적으로 늘어나는 모습이 관측되었다. 현재 국제 항공 여객 수요의 가파른 회복에 따라 벨리 카고 공급이 늘어나고 있고, 글로벌 경기 둔화로 화물 운송 수요가 줄어들며 항공 화물 운송 시장의 수급 밸런스가 수요 우위에서 공급 우위로 전환되어가는 과정에 있는 점은 화물기 수요 둔화로 이어질 가능성이 있다.

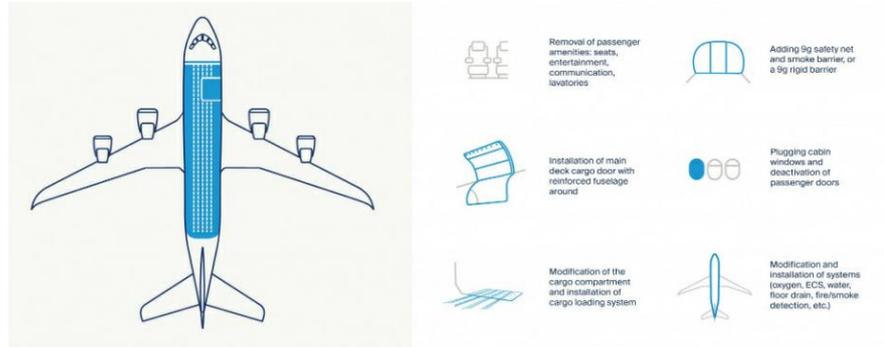
한편, 내륙 또는 단거리 소형 특급 화물 수송(Express Air Cargo)에 주로 활용되는 소형 화물기의 경우 현재 화물기로 전환하여 운용중인 기제들(B757, B737 Classic 등)의 노후화가 진행되고 있어 교체 시기가 다가오고 있고, 여객기 분야에서 B737 MAX 및 A320 NEO 시리즈의 항공기 공급이 본격화됨에 따라 B737 NG와 A320 CEO 시리즈의 PTF 수요가 높아질 전망이다. 국내 일부 업체(켄코아에어로스페이스, 아스트, 케일럼 등)가 주요 PTF 사업자(ST Aerospace, EFW, IAI)와 PTF에 필요한 주요 부품(화물기 도어 등) 공급 계약을 체결하고 있는 점에 주목이 필요하다.

도표 208. PTF 주요 작업 내용(1)



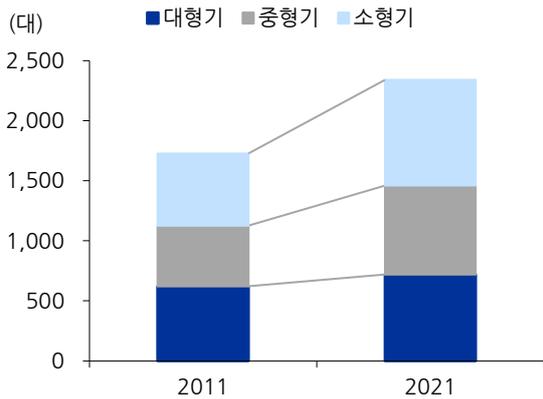
자료: EFW, 유진투자증권

도표 209. PTF 주요 작업 내용(2)



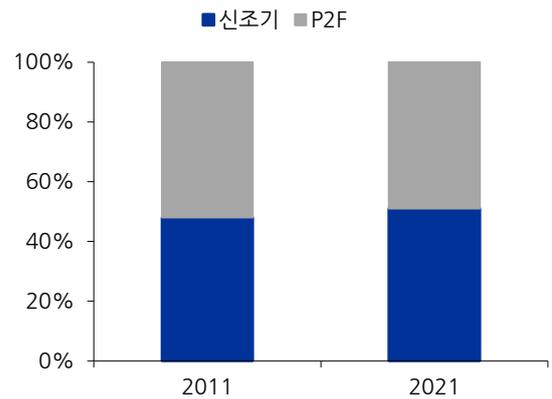
자료: EFW, 유진투자증권

도표 210. 화물기 종류별 운항대수 규모



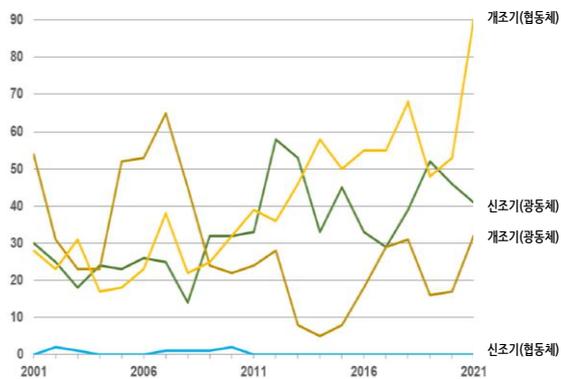
자료: JADC, 유진투자증권

도표 211. 화물기 중 전용화물기 및 PTF 비중



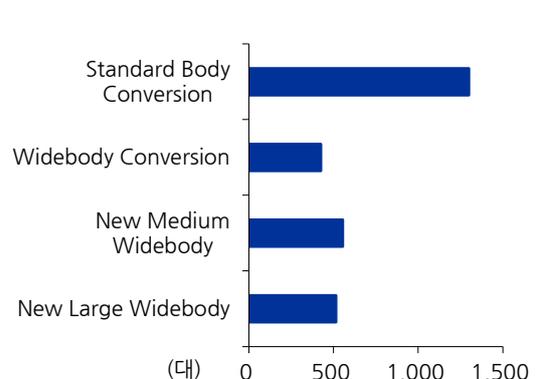
자료: JADC, 유진투자증권

도표 212. 화물기 종류별 납입 추이



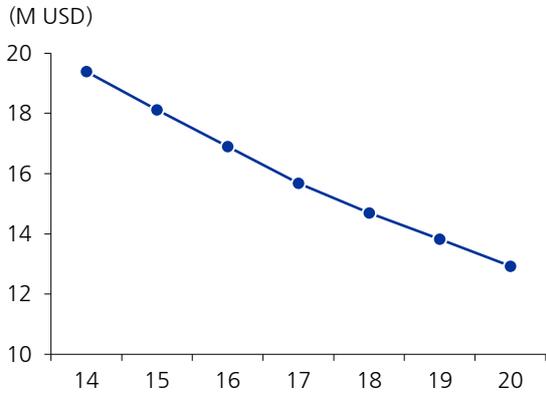
자료: JADC, 유진투자증권

도표 213. 2019~2041 화물기 종류별 인도 전망



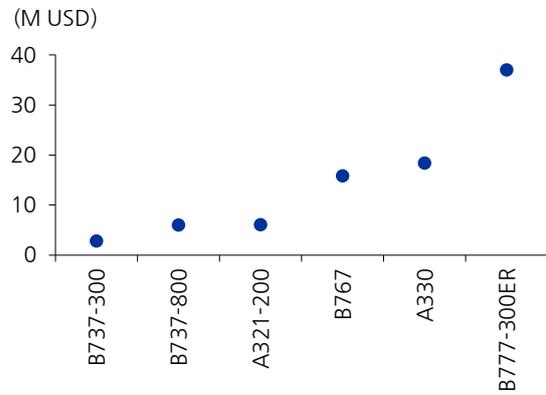
자료: 보잉, 유진투자증권

도표 214. B737-800 항공기 가치(CMV) 변화



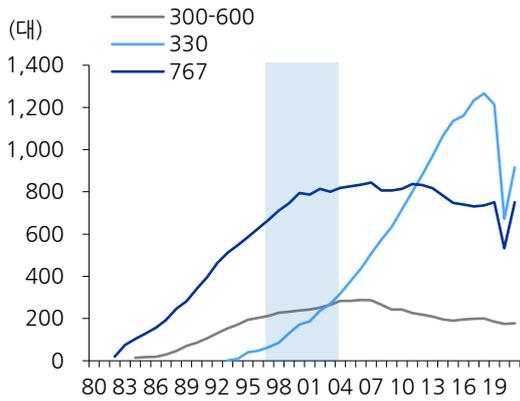
자료: IBA, 유진투자증권

도표 215. PTF 전환 비용 비교



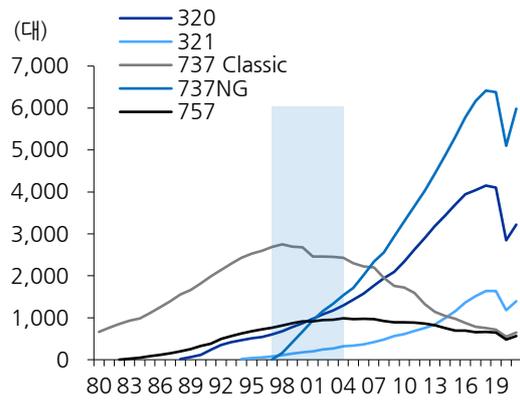
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 216. 중형기 운항 대수 추이



자료: JADC, 유진투자증권

도표 217. 소형기 운항 대수 추이



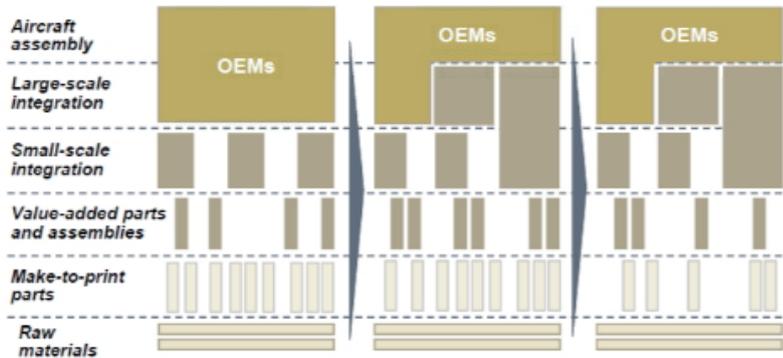
자료: JADC, 유진투자증권

### 한국에게는 절호의 기회

한국의 항공기 제조 시장은 완제기를 포함하여 2021년 기준 약 46 억불 규모이다. 코로나 이전인 2019년에는 57 억불의 규모로 2013년~2019년 CAGR 8.5%의 성장을 이루어 왔지만, 글로벌 RSP 사업에 다수 참여하고 있는 이웃 나라인 일본의 절반(2021년 기준 1조 1,554억엔)에도 못 미치는 결코 크지 않은 시장 규모이다.

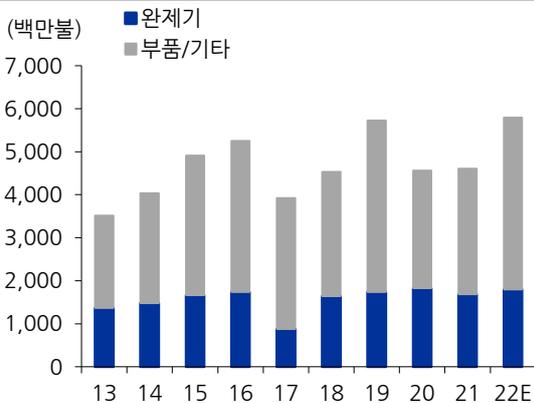
하지만, 한국에게도 분명한 기회가 오고 있다. 앞서 확인한 바와 같이 글로벌 항공기 제조 시장에서 취약한 재무구조를 가진 일부 기업들이 도태되고 있는 상황이고, 항공기 제조 산업의 밸류체인이 재편됨에 따른 신규 시장 진입과 추가 물량 확보 가능성이 있기 때문이다. 신규 진입이 하늘의 별 따기만큼 어려운 항공기 제조 시장에서 이는 돌도 없는 기회다. 살아남은 국내 기업들에게 추가적인 수주 물량과 고부가가치 부품 공급권 확보 여부가 미래 성장을 좌우하게 될 것이다.

도표 218. 항공기 서플라이체인 통합 진행 중



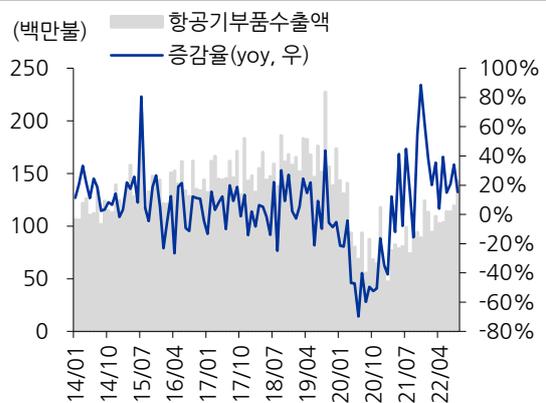
자료: Alix Partners, 유진투자증권

도표 219. 국내 항공산업 품목별 생산 규모



자료: 한국항공우주산업진흥협회, 유진투자증권

도표 220. 항공기 부품 수출 추이



자료: KITA, 유진투자증권

# 기업분석

## 대한항공(003490)

BUY(신규) / TP 35,000 원  
Anti-Fragile

## 제주항공(089590)

BUY(신규) / TP 14,000 원  
화려하게 돌아올 LCC 강자

## 진에어(272450)

BUY(신규) / TP 16,000 원  
한 발 빠른 턴 어라운드

## 한국항공우주(047810)

BUY(신규) / TP 65,000 원  
This is your savior speaking

## 한화에어로스페이스(012450)

BUY(신규) / TP 91,000 원  
보여줄게 완전히 달라진 나

## 켄코아에어로스페이스(274090)

NR  
미래 먹거리 다 가졌네

## 아스트(067390)

NR  
힘들 때도 웃는 자가 일류다

# 대한항공(003490)

## Anti-Fragile

2022.11.29

투자의견: **BUY**(신규)

목표주가: **35,000**원(신규)

현재주가: 24,550원(11/28)

시가총액: 9,071(십억원)

항공/기계 양승윤\_02)368-6139\_syayang0901@eugenefn.com

### 투자의견 BUY, 목표주가 35,000 원 제시

대한항공에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 35,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2023 년 추정 EPS 4,381 원에 Target PER 8 배를 적용해 산출했다. 현재 주가 수준은 고환율/고유가와 화물 운임 하락 등 대외 불확실성에 대한 우려 요소를 상당 부분 반영하였으며, 본격적인 여객 회복과 국내 항공 운송 시장의 공급 과잉 우려 해소에 따라 중장기적으로 안정적인 수익 창출이 가능한 점을 고려해 주가 상승 여력이 있다고 판단한다.

### 수익 체질은 여전히 견조하다

역대 최고 실적 갱신에 크게 기여한 항공 화물 운송 업황이 정점을 통과하고 있지만, 대한항공의 수익 체질은 여전히 견조하다. 단기적으로는 더디게 하락하고 있는 화물 운임과 본격적인 여객 회복이 맞물리게 됨에 따른 고수익 창출이 예상되고, 중장기적으로도 타이트한 여객 수급이 운임의 하방 경직성을 키워 높은 수익성을 유지할 것으로 전망한다. 코로나 기간 국내 항공사들의 보유 기단 축소에 따라 좌석 공급 여력이 코로나 이전 대비 낮아졌고, 노후기 퇴역과 신조기 인도 지연으로 공급 확대가 제한적인 상황으로 수요 우위의 시장이 지속될 것이다. 이와 더불어 대한항공의 재무 구조가 대폭 개선된 점과 리스크 관리를 통한 변동성 축소로 안정적인 실적에 기대해볼 수 있다. 동사의 2023 년 실적은 연결 기준 매출액 15 조 8,225 억원(+10%yoy), 영업이익 2 조 988 억원(-30%yoy)을 기록할 것으로 전망한다.

### 글로벌 경쟁력 확보를 위한 몸부림

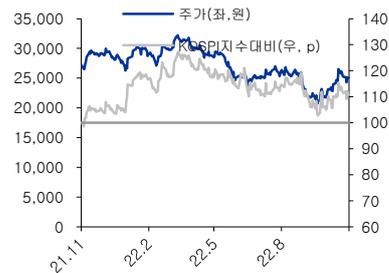
대한항공은 현재 아시아나항공과의 합병을 위한 기업 결합 심사를 추진 중에 있다. 아직 미국과 EU, 중국, 일본에서 승인 받을 필요가 있어 갈 길이 많이 남았지만, 글로벌 경쟁력 강화가 필요한 대한항공에게 포기할 수 없는 선택지이다. 2018년 델타항공과의 JV 협약 체결에 이어, 아시아나항공과의 기업 결합이 성사될 경우 아시아나항공이 보유한 노선과 스케줄을 활용하여 더욱 다양한 노선 구성과 환승 전략 추구가 가능해져 글로벌 항공사와의 여객 유치 경쟁에서 우위를 점할 수 있을 것이다.

발행주식수	369,331천주
52주 최고가	32,550원
최저가	20,400원
52주 일간 Beta	1.04
90일 일평균거래대금	34,063백만원
외국인 지분율	16.2%
배당수익률(2022F)	0.0%

주주구성	
한진칼(외 23인)	30.4%
국민연금공단(외 1인)	6.3%

	1M	6M	12M
주가상승률	6.0%	-16.6%	-9.7%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	35,000	-	-
영업이익(22)	3,010	-	-
영업이익(23)	2,099	-	-



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	7,611	9,017	14,363	15,822	15,955
영업이익(십억원)	107	1,418	3,010	2,099	1,473
세전계속사업손익(십억원)	-936	843	2,782	2,242	1,688
당기순이익(십억원)	-230	579	1,972	1,607	1,208
EPS(원)	-938	1,661	5,411	4,381	3,313
증감률(%)	na	흑전	225.8	-19.0	-24.4
PER(배)	na	17.7	4.5	5.6	7.4
ROE(%)	-7.2	11.6	26.8	18.1	11.8
PBR(배)	1.2	1.5	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	8.9	5.9	3.6	4.0	4.3

자료: 유진투자증권

## Valuation & 실적 추정

대한항공에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 35,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2023년 추정 EPS 4,381 원에 Target PER 8 배(글로벌 Peer 평균에서 여객 회복 속도 및 대외 불확실성, 아시아나 항공과의 결합 이슈 등을 고려하여 30% 할인 적용)를 적용해 산출했다.

현재 주가 수준은 고환율/고유가와 화물 운임 하락 등 대외 불확실성에 대한 우려 요소를 상당 부분 반영하였으며, 본격적인 여객 회복과 국내 항공 운송 시장의 공급 과잉 우려 해소에 따라 중장기적으로 안정적인 수익 창출이 가능한 점을 고려해 주가 상승 여력이 있다고 판단한다. 동사의 2023년 실적은 연결 기준 매출액 15조 8,225 억원(+10%yoy), 영업이익 2조 988 억원(-30%yoy)을 기록할 것으로 전망한다.

도표 221. Valuation Table

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉑ 2023년 당기순이익	1,613	
㉒ Target PER(배)	8	글로벌 Peer 평균(30% 할인)
㉓ 기업가치	12,759	㉓=㉑×㉒
㉔ 주식수(천주)	368,221	
㉕ 주당가치(원)	34,651	㉕=㉓/㉔
㉖ 목표주가(원)	35,000	
상승여력(%)	43%	
현재주가(원)	24,550	

자료: 유진투자증권

도표 222. 대한항공 실적 추이 및 전망

구분(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2019	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>2,805</b>	<b>3,332</b>	<b>3,668</b>	<b>3,853</b>	<b>12,018</b>	<b>13,659</b>	<b>14,383</b>
yoy%	60.3	70.8	64.7	36.3	-2.8	56.0	5.3
qoq%	-0.7	18.8	10.1	5.0			
<b>영업이익</b>	<b>788</b>	<b>736</b>	<b>839</b>	<b>702</b>	<b>205</b>	<b>3,065</b>	<b>2,036</b>
yoy%	533.4	273.7	91.3	-0.4	-65.9	109.3	-33.6
qoq%	11.9	-6.7	14.0	-16.4			
opm%	28.1	22.1	22.9	18.2	1.7	22.4	14.2
<b>(1) 국내선</b>	<b>77</b>	<b>128</b>	<b>135</b>	<b>118</b>	<b>486</b>	<b>459</b>	<b>451</b>
ASK(백만 km)	678	782	769	761	3,316	2,990	3,014
RPK(백만 km)	515	694	649	623	2,713	2,481	2,500
L/F(%)	76	89	84	82	82	83	83
Yield(원)	150	185	208	190	179	185	180
<b>(2) 국제선</b>	<b>282</b>	<b>746</b>	<b>1,319</b>	<b>1,640</b>	<b>7,281</b>	<b>3,987</b>	<b>7,514</b>
ASK(백만 km)	5,670	6,946	12,117	15,683	97,792	40,416	74,924
RPK(백만 km)	2,254	5,492	9,670	12,641	80,559	30,057	61,037
L/F(%)	40	79	80	81	82	74	81
Yield(원)	125	136	136	130	90	133	123
<b>(3) 화물</b>	<b>2,149</b>	<b>2,171</b>	<b>1,856</b>	<b>1,749</b>	<b>2,557</b>	<b>7,926</b>	<b>4,814</b>
AFTK(백만 km)	3,097	3,064	2,920	2,891	10,480	11,972	10,812
FTK(백만 km)	2,572	2,536	2,299	2,276	7,482	9,683	8,164
L/F(%)	83	83	79	79	71	81	76
Yield(원)	835	856	807	768	342	818	590

자료: 유진투자증권

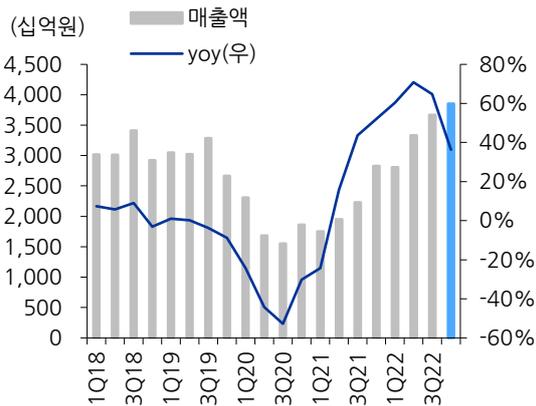
주) 별도 기준

### 2022 년: 역대 최대 실적 기록

대한항공에게 2022 년은 말 그대로 놀라운 한 해였다. 거의 매분기마다 어닝 서프라이즈와 역대 최고 실적을 갱신해왔기 때문이다. 글로벌 항공 운송 시장이 침체된 가운데, 괄목할만한 실적을 기록한 배경에는 글로벌 물류 혼란 속에서 높은 화물 운임이 형성된 영향도 있으나, 여객기를 화물기 (Preighter)로 전환하여 운영하는 등 시장 변화에 발 맞춘 전략을 취한 점이 주효했다.

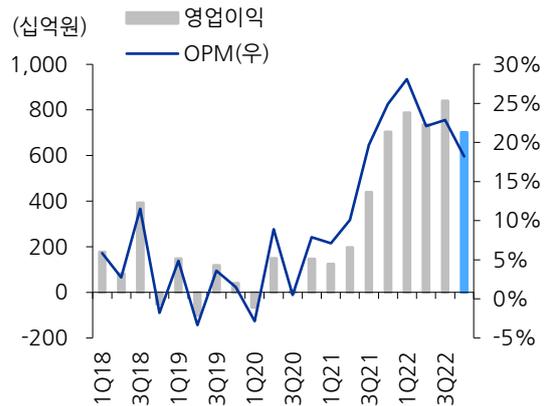
이제는 화물 운송 시장이 정점을 통과하며 화물 운임과 수요 모두 하락 사이클에 접어든 상황이다. 다만, 현재 중국 항공사들의 공급 확대가 지연되고 있고, 또 4 분기는 화물 수송의 계절적 성수기인 만큼 예상보다 견조한 화물 업황이 이어질 전망이다. 여기에 10 월 이후 본격적인 여객 회복이 더해지며 올해 4 분기까지도 견조한 실적 흐름은 지속될 것이다. 동사의 2022 년 4 분기 실적은 연결 기준 매출액 4 조 1,463 억원(+43%yoy), 영업이익 6,957 억원(-1%yoy)을 기록할 것으로 전망한다.

도표 223. 대한항공 분기 매출액 실적 및 4Q 전망치



자료: 대한항공, 유진투자증권

도표 224. 대한항공 분기 영업이익 실적 및 4Q 전망치



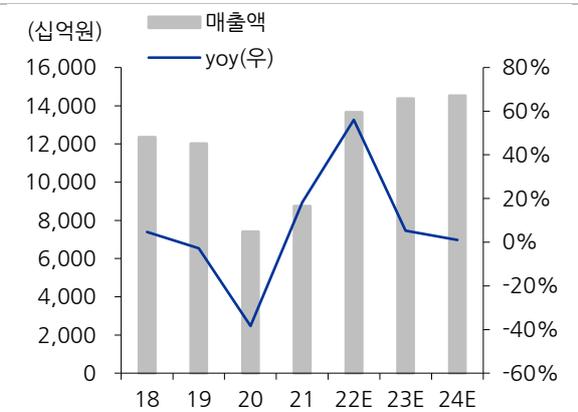
자료: 대한항공, 유진투자증권

### 2023년 이후: 높은 여객 운임 지속으로 지속되는 수익 창출

2023년 이후 화물 운임이 정상화되고 고환율 고유가 상황 속에서 실적 전반에 대한 눈높이는 2021~2022년 대비 낮아지겠지만, 여객 회복과 과거 대비 높은 수준의 운임이 지속적인 수익 창출을 견인하게 될 것으로 예상된다. 지난 2년간의 호실적 속에서 안정적인 재무 체력을 확보한 점도 긍정적이다. 2022년 3분기말 기준 부채 비율은 239% 수준으로 2020년 말의 634%에서 대폭 개선되었고, 외화 순부채도 70억 달러에서 30억 달러로 줄어들어 환율 등락에 따른 실적 변동 가능성을 크게 낮춘 상황이다.

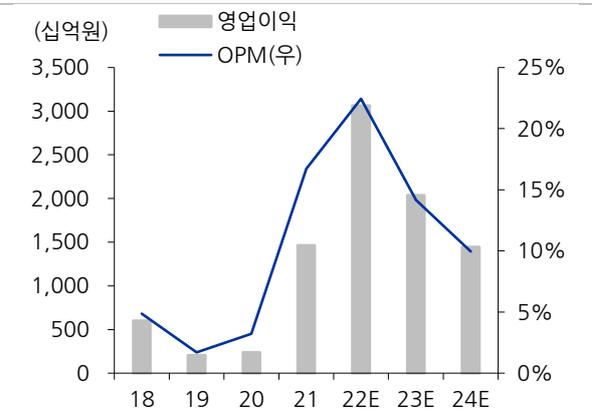
단기적으로는 코로나 기간 동안 쌓여온 여행 수요가 대한항공의 하이클래스(프레스티지, 퍼스트) 판매 호조로 이어지고 있어 높은 여객 일드 유지가 가능할 것이다. 중장기적으로도 공급 대비 수요 우위 시장이 지속됨에 따라 일드와 L/F 모두 높은 수준을 유지할 가능성이 크다고 판단한다. 국내 항공사들의 보유 기단 축소에 따라 좌석 공급 여력이 과거보다 낮아졌기 때문이다. 향후 5년간 50대 이상의 노후 기체가 추가로 퇴역을 맞이하게 될 예정이나, 국내 항공사들의 기업 체력 손상과 글로벌 항공기 수급 문제로 타이트한 여객 수급이 운임의 하방 경직성을 키울 전망이다.

도표 225. 대한항공 매출액 추이 및 전망



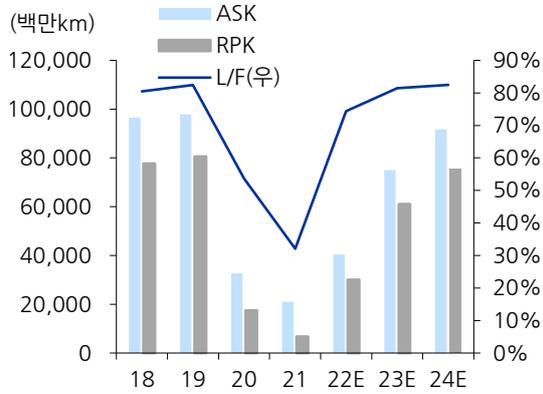
자료: 대한항공, 유진투자증권

도표 226. 대한항공 영업이익 추이 및 전망



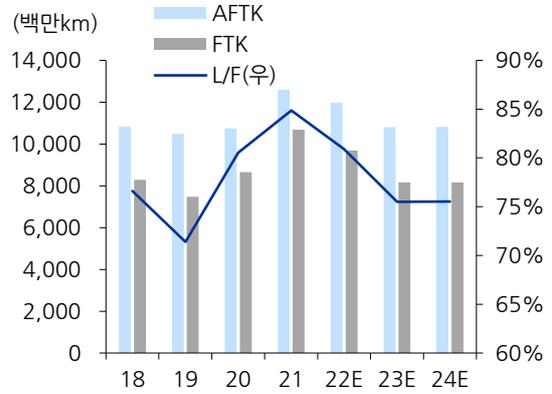
자료: 대한항공, 유진투자증권

도표 227. 대한항공 국제여객 수급 추이 및 전망



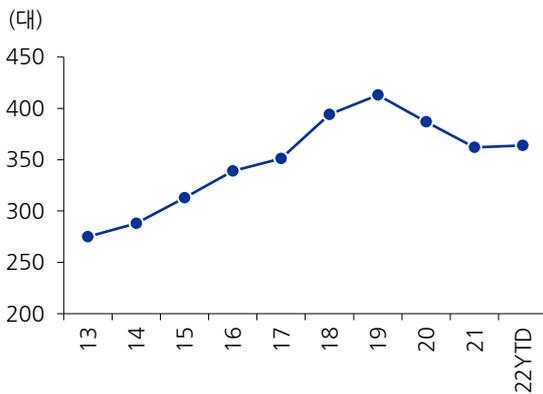
자료: 대한항공, 유진투자증권

도표 228. 대한항공 화물 수급 추이 및 전망



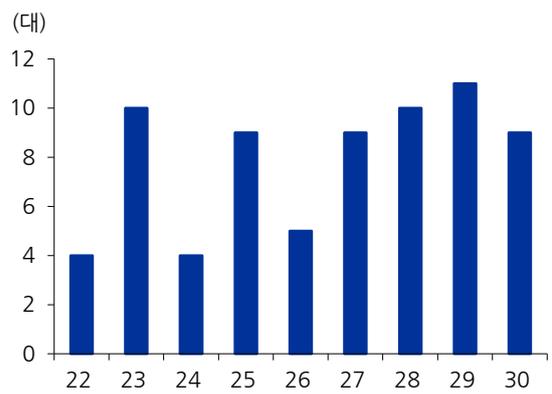
자료: 대한항공, 유진투자증권

도표 229. 국내 항공사 보유 기재 수 추이



자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 230. 퇴역 예정 항공기 수 전망



자료: AITS, 유진투자증권

### 대한항공의 무대는 글로벌 무대다

대한항공의 경쟁 상대는 글로벌 항공사들이다. 국내 항공 운송 시장이 이미 성숙기를 맞이한 만큼, 자생적인 성장(organic growth)을 기대하기보다 환승 수요 유치 등 보다 적극적으로 글로벌 항공사들과의 경쟁에 나서야만 한다. 대한항공은 2018년에 미국의 델타항공과 조인트벤처 협약을 통해 미주-아태지역 내 노선 경쟁력을 강화한 바 있고, 여기에 또 하나의 성장 발판이 될 수 있는 계기가 바로 아시아나항공과의 합병일 것이다.

이번 통합이 성사될 경우, 대한항공은 아시아나항공과 그 계열사가 보유한 노선을 활용해 더욱 다양한 노선 구성과 환승 전략이 가능해질 전망이다. 노선 확대에 따른 허브 효과로 허브 경우 연결 가능한 미주-태평양 노선의 경우의 수는 기존 1,440 개에서 1,872 개로 약 30% 증가하게 될 것으로 추산된다. 이와 동시에 진에어를 주축으로 한 통합 LCC 탄생으로 상용/프리미엄 수요를 대한항공이 맡고, 가격 탄력적인 레저 수요(VFR)를 통합 LCC 로 이관하며 여객 수요에 더욱 유연하게 대응할 수 있을 것이다.

2022년 2월 한국 공정거래위원회의 조건부 승인과 함께 주요 국가에서 기업 결합 심사가 진행 중으로, 현재 미국과 EU, 중국, 일본 경쟁당국의 심사 결과를 기다리고 있다. 이번 합병에서 키맨으로 꼽히는 미국에서 해당 기업 결합 심사에 대해 2차 심사로 격상시키고 11월 예정된 심사 결과 발표를 유예하며 불확실성이 커진 상황이지만, 끝까지 포기할 수는 없다. 합병 불발 시 대한항공은 델타항공과의 JV와 같은 글로벌 항공사들과의 협력을 추진하는 플랜 B가 필요할 것이다.

도표 231. 대한항공 아시아나 인수 구조

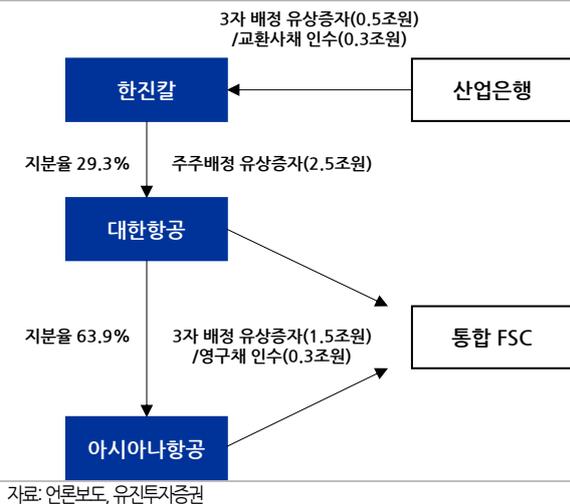


도표 232. 대한항공 인천공항 환승객 수 추이

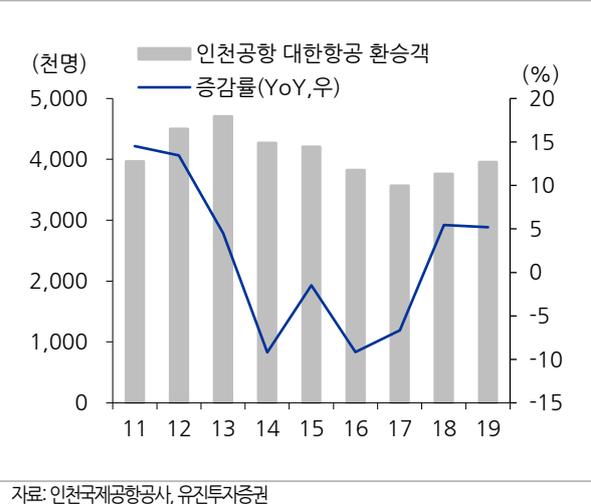
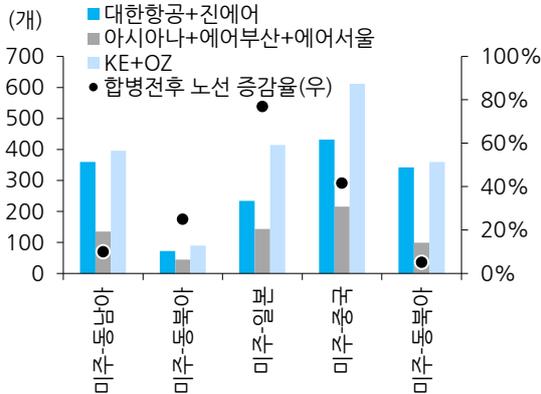
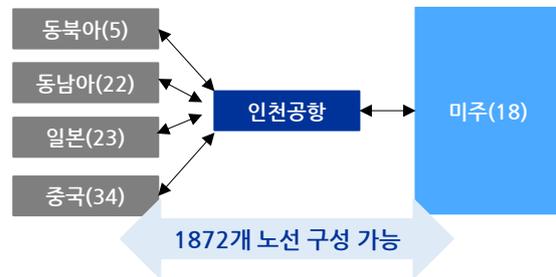


도표 233. 미주-태평양 노선 경우의 수 변화(1)



자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 234. 미주-태평양 노선 경우의 수 변화(2)



자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 235. 기업결합 심사 승인 현황

구분	국가	현황
필수 신고 국가	한국	승인
	미국	본 심사 *Second request 승인 유예(11 월)
	EU	사전심사
	일본	사전심사
	중국	본 심사
	터키	승인
	태국	승인
	대만	승인
	베트남	승인
임의 신고 국가	영국	본 심사 *승인 유예(11 월)
	호주	승인
	필리핀	승인
	말레이시아	승인
	싱가포르	승인

자료: 언론보도, 유진투자증권

## 대한항공(003490.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	25,190	26,672	28,394	30,129	31,522
유동자산	4,003	6,641	7,779	9,461	10,772
현금성자산	1,961	4,261	4,988	6,761	8,094
매출채권	806	1,127	1,359	1,297	1,279
재고자산	551	597	770	734	724
비유동자산	21,188	20,031	20,615	20,668	20,750
투자자산	2,437	2,841	3,414	3,553	3,697
유형자산	18,482	16,914	16,399	16,404	16,420
기타	268	276	801	712	633
<b>부채총계</b>	21,878	19,806	20,140	20,262	20,435
유동부채	7,988	8,445	7,504	7,464	7,468
매입채무	833	949	1,338	1,277	1,259
유동성이자부채	5,871	5,365	4,013	4,013	4,013
기타	1,284	2,131	2,152	2,174	2,196
비유동부채	13,891	11,361	12,636	12,799	12,968
비유동이자부채	9,805	7,151	8,620	8,620	8,620
기타	4,086	4,210	4,016	4,179	4,348
<b>자본총계</b>	3,312	6,866	8,254	9,867	11,087
자배지분	3,207	6,754	8,129	9,742	10,962
자본금	877	1,745	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	1,519	3,948	4,146	4,146	4,146
이익잉여금	(523)	110	2,137	3,750	4,970
기타	1,334	951	(0)	(0)	(0)
비자배지분	105	112	124	124	124
<b>자본총계</b>	3,312	6,866	8,254	9,867	11,087
총차입금	15,675	12,516	12,633	12,633	12,633
순차입금	13,714	8,255	7,645	5,872	4,539

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업현금</b>	1,377	3,514	3,439	3,495	3,074
당기순이익	(230)	579	1,972	1,607	1,208
자산상각비	1,969	1,695	1,620	1,668	1,659
기타비현금성손익	531	1,135	(130)	169	181
운전자본증감	(940)	48	(651)	51	25
매출채권감소(증가)	35	(305)	(152)	63	18
재고자산감소(증가)	79	(38)	(165)	35	10
매입채무증가(감소)	(113)	43	275	(62)	(18)
기타	(942)	347	(609)	15	15
<b>투자현금</b>	(3)	(2,445)	(2,651)	(1,920)	(1,947)
단기투자자산감소	(66)	(2,402)	(1,790)	(198)	(206)
장기투자증권감소	(96)	0	(29)	(25)	(26)
설비투자	611	343	567	1,582	1,596
유형자산처분	40	39	31	0	0
무형자산처분	(5)	(5)	(1)	(1)	(1)
<b>재무현금</b>	(858)	(1,211)	(1,894)	0	0
차입금증가	(2,240)	(2,945)	(1,528)	0	0
자본증가	1,058	2,535	0	0	0
배당금지급	61	18	0	0	0
<b>현금 증감</b>	498	(129)	(1,078)	1,575	1,126
기초현금	816	1,315	1,185	107	1,682
기말현금	1,315	1,185	107	1,682	2,808
Gross Cash flow	2,270	3,409	4,383	3,444	3,048
Gross Investment	877	(5)	1,511	1,671	1,716
<b>Free Cash Flow</b>	1,393	3,414	2,871	1,773	1,333

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	7,611	9,017	14,363	15,822	15,955
증가율(%)	(38.5)	18.5	59.3	10.2	0.8
<b>매출원가</b>	6,850	6,912	10,294	12,103	12,848
<b>매출총이익</b>	760	2,105	4,068	3,720	3,108
판매 및 일반관리비	653	687	1,058	1,621	1,635
기타영업손익	(49)	5	54	53	1
<b>영업이익</b>	107	1,418	3,010	2,099	1,473
증가율(%)	(39.1)	1,221.2	112.3	(30.3)	(29.8)
<b>EBITDA</b>	2,076	3,113	4,630	3,767	3,132
증가율(%)	(8.1)	49.9	48.7	(18.6)	(16.9)
<b>영업외손익</b>	(1,043)	(575)	(228)	144	215
이자수익	47	76	137	120	122
이자비용	514	391	385	395	381
자본법손익	(1)	(0)	(1)	(0)	(0)
기타영업손익	(575)	(260)	20	419	475
<b>세전순이익</b>	(936)	843	2,782	2,242	1,688
증가율(%)	적지	흑전	229.9	(19.4)	(24.7)
법인세비용	(112)	264	809	636	479
<b>당기순이익</b>	(230)	579	1,972	1,607	1,208
증가율(%)	적지	흑전	240.7	(18.5)	(24.8)
지배주주지분	(212)	578	1,992	1,613	1,220
증가율(%)	적지	흑전	244.9	(19.0)	(24.4)
비지배지분	(18)	1	(20)	(6)	(11)
<b>EPS(원)</b>	(938)	1,661	5,411	4,381	3,313
증가율(%)	적지	흑전	225.8	(19.0)	(24.4)
수정EPS(원)	(938)	1,661	5,411	4,381	3,313
증가율(%)	적지	흑전	225.8	(19.0)	(24.4)

### 주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(938)	1,661	5,411	4,381	3,313
BPS	18,289	19,356	22,011	26,379	29,681
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	n/a	17.7	4.5	5.6	7.4
PBR	1.2	1.5	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.9	5.9	3.6	4.0	4.3
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	2.1	3.0	2.1	2.6	3.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	1.4	15.7	21.0	13.3	9.2
EBITDA이익률	27.3	34.5	32.2	23.8	19.6
순이익률	(3.0)	6.4	13.7	10.2	7.6
ROE	(7.2)	11.6	26.8	18.1	11.8
ROIC	0.5	6.3	14.3	9.9	7.0
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	414.1	120.2	92.6	59.5	40.9
유동비율	50.1	78.6	103.7	126.8	144.2
이자보상배율	0.2	3.6	7.8	5.3	3.9
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	8.9	9.3	11.6	11.9	12.4
재고자산회전율	12.0	15.7	21.0	21.0	21.9
매입채무회전율	7.7	10.1	12.6	12.1	12.6

# 제주항공(089590)

## 화려하게 돌아올 LCC 강자

2022.11.29

투자의견: **BUY**(신규)목표주가: **14,000**원(신규)

현재주가: 10,250원(11/28)

시가총액: 789 (십억원)

항공/기계 양승윤\_02)368-6139\_syang0901@eugenefn.com

### 투자의견 BUY, 목표주가 14,000 원 제시

제주항공에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 14,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2023 년 추정 EPS 1,108 원에 Target PER 12 배를 적용해 산출했다. 코로나 이후의 실적 부진과 대규모 유상증자, 그리고 비우호적인 매크로 환경 탓에 저조한 주가 흐름을 기록했으나, 일본 노선 재개에 따른 본격적인 여객 회복과 함께 실적 턴 어라운드 예에 주목이 필요한 시점이다.

### 일본 드디어 풀렸다, Go Japan!

10 월 11 일부로 일본의 입국 규제가 대폭 완화되며 예전만큼이나 자유롭게 일본을 왕래할 수 있게 되었다. 코로나 이전 일본 노선의 매출비중이 20% 이상을 차지했던 제주항공에게 이보다 더 좋은 뉴스는 없을 것이다. 일본 노선 재개와 함께 단숨에 운항 편수를 코로나 이전 수준까지 늘려 공격적으로 노선 정상화에 나서고 있고, 이에 여객 수요도 보조를 맞추면서 내년 1 분기 이후 흑자 전환 가능성이 높아졌다. 동사의 2023 년 실적은 연결 기준 매출액 1 조 5,161 억원(+123%yoy), 영업이익 1,023 억원(흑자전환 yoy)을 기록할 것으로 전망한다.

### 제주항공의 일관된 방향성 추구

제주항공의 강점은 단일 기종 활용에 따른 경쟁사 대비 낮은 단위 비용에 있다. 2023 년 이후 도입 예정인 신규 기종도 B737-8 기종으로 기존에 보유하던 B737-800 기종과 높은 호환성을 갖추고 있다. 동 기종은 보유 기종 대비 연료 효율이 뛰어나고 항속 거리도 길어 추가적인 비용 절감과 신규 노선 개발이 가능해, 제주항공의 경쟁력을 한층 더 높여줄 수 있을 것으로 기대된다. 다만, 신규 기종 도입을 위해 2,173 억원을 유상증자를 통해 추가 조달한 상황으로 주식 수 증가에 따른 주당 가치 희석은 불가피하나, 향후 심화될 경쟁환경에 대비한 미래 경쟁력 확보를 위한 투자 자금 확보인 점에 대해서는 긍정적으로 평가한다.

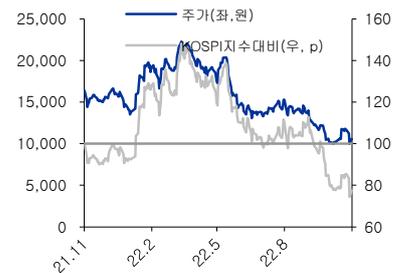
발행주식수	76,994천주
52주 최고가	24,900원
최저가	8,740원
52주 일간 Beta	1.34
90일 일평균거래대금	5,535백만원
외국인 지분율	1.9%
배당수익률(2022F)	0.0%

#### 주주구성

AK홀딩스(외 3인)	51.8%
제주항공우리스주(외 1인)	2.2%

	1M	6M	12M
주가상승률	1.0%	-45.6%	-37.5%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	14,000	-	-
영업이익(22)	-236	-	-
영업이익(23)	102	-	-



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	377	273	679	1,516	1,683
영업이익(십억원)	-336	-317	-236	102	157
세전계속사업손익(십억원)	-405	-355	-267	112	166
당기순이익(십억원)	-306	-272	-202	85	127
EPS(원)	-6,340	-4,559	-3,233	1,108	1,649
증감률(%)	na	na	na	흑전	48.8
PER(배)	na	na	na	9.2	6.2
ROE(%)	-113.1	-135.8	-133.1	52.6	47.3
PBR(배)	2.8	4.3	6.6	3.9	2.4
EV/EBITDA(배)	na	na	na	4.9	3.8

자료: 유진투자증권

## Valuation & 실적 추정

제주항공에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 14,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2023 년 추정 EPS 1,108 원에 Target PER 12 배(과거 일본 여행을 포함하여 해외 여행 정상화 시기였던 2017~2018 년 평균 PER 에 중국 노선 회복 속도 불확실성을 고려하여 10% 할인 적용)를 적용해 산출했다.

코로나 이후의 실적 부진과 대규모 유상증자, 그리고 비우호적인 매크로 환경 탓에 저조한 주가 흐름을 기록했으나, 일본 노선 재개에 따른 본격적인 여객 회복과 함께 실적 턴 어라운드에 주목이 필요한 시점이다. 동사의 2023 년 실적은 연결 기준 매출액 1 조 5,161 억원(+123%yoy), 영업이익 1,023 억원(흑자전환yoy)을 기록할 것으로 전망한다.

도표 236. Valuation Table

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉠ 2023 년 당기순이익	85	
㉡ Target PER(배)	12	17~18 년 평균 PER(10% 할인)
㉢ 기업가치	1,040	㉢=㉠×㉡
㉣ 주식수(천주)	76,994	
㉤ 주당가치(원)	13,514	㉤=㉢/㉣
㉦ 목표주가(원)	14,000	
상승여력(%)	37%	
현재주가(원)	10,250	

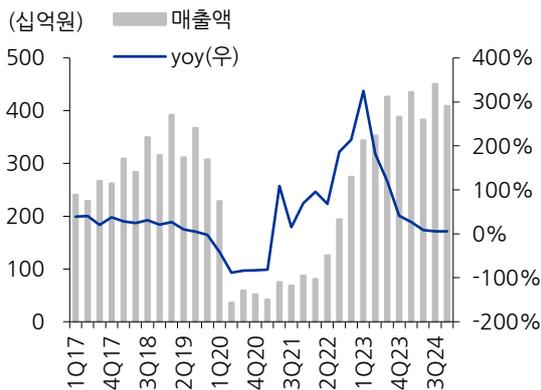
자료: 유진투자증권

도표 237. 제주항공 실적 추이 및 전망

구분(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2019	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>81</b>	<b>125</b>	<b>194</b>	<b>274</b>	<b>1,376</b>	<b>674</b>	<b>1,509</b>
yoy%	60.3	70.8	64.7	36.9	9.5	148.8	124.0
qoq%	-0.7	18.8	10.1	5.5			
<b>영업이익</b>	<b>-78</b>	<b>-55</b>	<b>-61</b>	<b>-39</b>	<b>-35</b>	<b>-233</b>	<b>106</b>
yoy%	533.4	273.7	91.3	-2.4	-134.0	-26.1	흑전
qoq%	11.9	-6.7	14.0	-18.1			
opm%	-96.4	-43.9	-31.3	-14.3	-2.5	-34.5	7.0
<b>(1) 국내선</b>	<b>74</b>	<b>107</b>	<b>109</b>	<b>92</b>	<b>231</b>	<b>382</b>	<b>337</b>
ASK(백만 km)	885	874	848	816	2,500	3,423	3,011
RPK(백만 km)	781	826	782	738	2,348	3,127	2,751
L/F(%)	88	94	92	90	94	91	91
Yield(원)	95	130	140	125	98	122	122
<b>(2) 국제선</b>	<b>5</b>	<b>16</b>	<b>78</b>	<b>174</b>	<b>1,026</b>	<b>274</b>	<b>1,123</b>
ASK(백만 km)	80	235	1,363	2,670	22,740	4,348	17,484
RPK(백만 km)	36	167	1,027	2,190	19,206	3,420	14,692
L/F(%)	44	71	75	82	84	79	84
Yield(원)	154	96	76	80	53	80	76

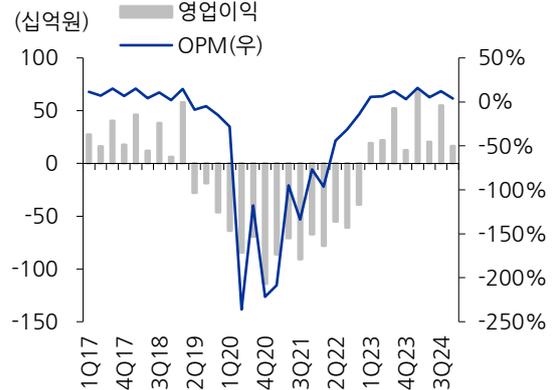
자료: 유진투자증권  
주) 별도 기준

도표 238. 제주항공 매출액 추이 및 전망



자료: 제주항공, 유진투자증권

도표 239. 제주항공 영업이익 추이 및 전망



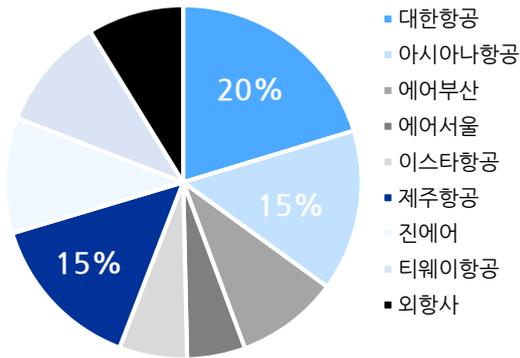
자료: 제주항공, 유진투자증권

### 기다리고 기다리던 일본 노선 정상화

올해 10월 11일 일본의 굳게 닫혔던 문이 개방되면서 제주항공은 기다렸다는 듯이 누구보다 공격적으로 일본 노선 정상화에 나서고 있다. 제주항공이 과거 일본 노선 전체 여객 수 기준 15% 내외의 점유율을 차지하던 강자였다는 점을 상기시켜준다. 일본 노선은 제주항공 전체 매출의 약 20~27%(17~19년 기준)를 차지하던 주력 노선이었던 만큼, 동사 실적 회복에 크게 기여할 것이다.

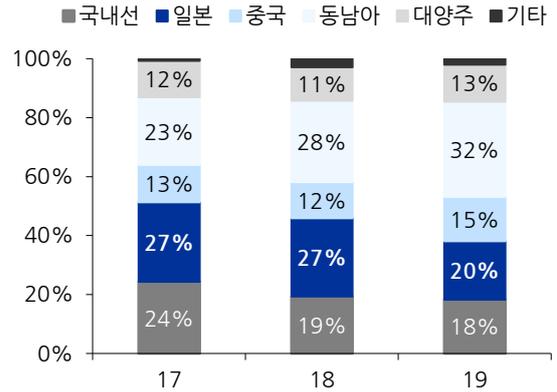
당사 추정 제주항공의 일본 주요 간선 노선(인천-나리타, 오사카)의 운항 편수는 현재 2018년 수준까지 회복된 것으로 파악된다. 공격적인 공급 확대 탓에 공급 과잉 우려도 상존하지만, 일본 노선 재개 이후 일본 노선의 L/F(여객 수/공급 좌석)는 85% 수준을 유지하고 있어, BEP 수준을 상회하고 있는 상황으로 추정된다.

도표 240. 일본 노선 점유율(여객 수 기준)



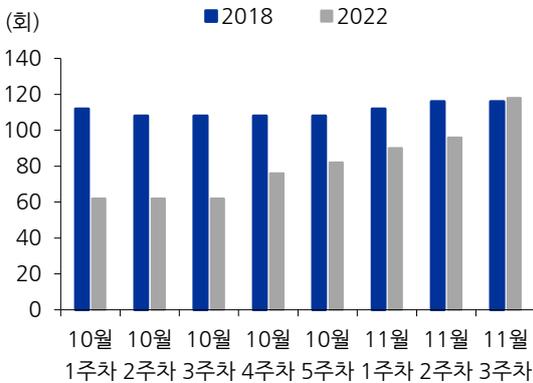
자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 241. 제주항공 노선별 매출액 비중



자료: 제주항공, 유진투자증권

도표 242. 제주항공 일본 노선 운항 편수 비교(NRT/KIX)



자료: 에어포탈, 유진투자증권

도표 243. 제주항공 일본 노선 L/F 추이



자료: 에어포탈, 유진투자증권

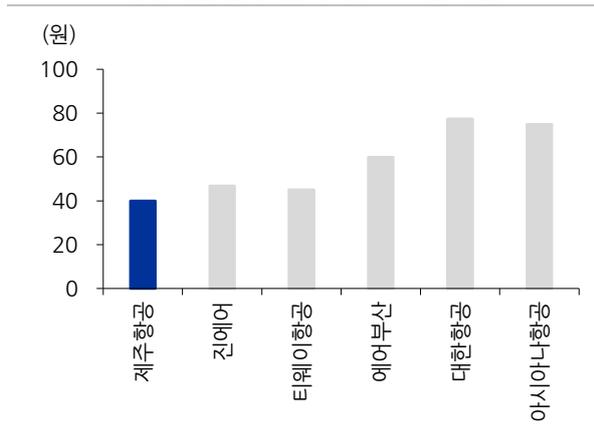
### 단일 기종 + 중거리 노선 전략

이제 제주항공의 시선은 코로나 사태 회복에서 벗어나 중장기 성장을 바라봐야 한다. 대한항공과 아시아나 합병 이후 진에어를 주축으로 한 통합 LCC (진에어, 에어부산, 에어서울) 탄생 가능성도 거론되고 있는 상황인 만큼, 제주항공은 자신만의 강점을 살려 경쟁력을 유지할 필요가 있다.

코로나 이전, 제주항공의 가장 큰 강점은 낮은 단위 비용에 기반한 높은 수익성이었다. 복수 기종을 채택하고 있는 진에어(B737, B777)와 최근 중장거리 노선 진출을 위해 A330 을 도입한 티웨이항공과는 다르게 제주항공은 단일 기종을 활용하여 비용 절감을 추구하는 전통적인 LCC 모델을 고수해오고 있다. 향후 신규 도입 기종도 B737-8 으로 결정하며 B737 단일 기종 전략을 이어나갈 계획이다. B737-8 기종이 이전 기종 보다 연료 효율이 10% 이상 뛰어난 점을 고려하면 추가적인 단위 비용 감소가 기대되는데, 낮은 단위 비용은 높은 수익성 확보에 더해 유연한 가격 전략을 펼칠 수 있다는 이점이 있어 향후 격화되는 경쟁 환경에서 유효한 전략으로 판단된다.

이와 더불어 신규 도입 예정인 B737-8 기종의 긴 항속 거리도 제주항공의 경쟁력 제고에 힘을 실어줄 전망이다. B737-8 은 기존 보유 기재인 B737-800 대비 항속 거리가 1,000km 가량 더 길다. 물론, 진에어의 B777 과 티웨이항공의 A330 대비 항속 거리는 짧지만, 인천공항을 기준으로 말레이시아(페낭, 쿠알라룸푸르)와 인도네시아(발리, 자카르타), 싱가포르, 인도까지 운항 가능한 기종으로 동남아와 서남아를 중심으로 한 추가 노선 개발이 가능하다. 특히 말레이시아와 싱가포르의 경우, 한국과 항공 자유화 협정(3/4 단계)가 체결되어 있어 신규 진입도 용이해, 대한항공과 아시아나항공의 아성을 넘보는 최대 경쟁자가 될 것이다.

도표 244. 항공사별 단위비용 추정(2019년 기준)



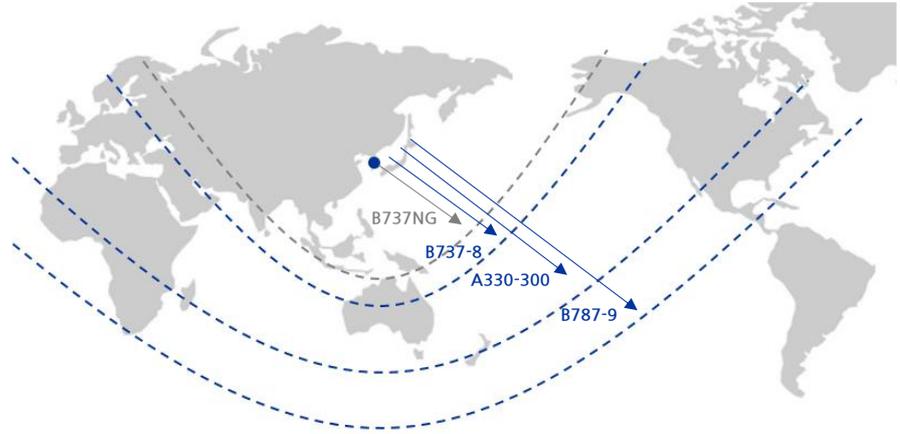
자료: 유진투자증권

도표 245. 제주항공 주력 기종 비교

구분	B737-800	B737-8
이미지		
좌석수	175 석	210 석
최대항속거리 (km)	5,765	6,570
최대연료탑재량 (리터)	26,025	25,817
연료효율 (리터당 항속거리)	0.22	0.25

자료: Boeing, 유진투자증권

도표 246. 기종 별 운항 가능 거리



자료: 유진투자증권

## 제주항공(089590.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	1,169	1,267	1,275	1,426	1,572
유동자산	300	391	295	443	567
현금성자산	103	297	122	205	317
매출채권	79	66	133	188	199
재고자산	15	13	25	35	37
비유동자산	868	876	981	983	1,005
투자자산	584	592	648	674	701
유형자산	262	249	307	289	288
기타	22	34	26	20	16
<b>부채총계</b>	952	1,083	1,156	1,221	1,240
유동부채	459	488	555	612	623
매입채무	63	84	135	190	201
유동성이자부채	292	280	295	295	295
기타	104	124	125	126	128
비유동부채	493	594	601	609	617
비유동이자부채	344	401	406	406	406
기타	148	194	195	203	211
<b>자본총계</b>	217	184	120	205	332
지배지분	217	184	120	205	332
자본금	192	50	77	77	77
자본잉여금	178	373	563	563	563
이익잉여금	(197)	(311)	(518)	(433)	(306)
기타	43	73	(2)	(2)	(2)
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	217	184	120	205	332
총차입금	637	681	701	701	701
순차입금	534	384	579	497	384

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업현금</b>	(286)	(84)	(218)	243	289
당기순이익	(306)	(272)	(202)	85	127
자산상각비	175	126	138	158	154
기타비현금성손익	3	81	(83)	8	8
운전자본증감	(160)	(11)	(83)	(8)	(1)
매출채권감소(증가)	13	4	(54)	(55)	(10)
재고자산감소(증가)	2	2	(12)	(10)	(2)
매입채무증가(감소)	(84)	19	52	56	10
기타	(91)	(36)	(69)	1	1
<b>투자현금</b>	95	63	(150)	(161)	(177)
단기투자자산감소	0	0	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(1)	(1)
설비투자	17	24	114	134	149
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(2)	(2)	(0)	(0)	(0)
<b>재무현금</b>	262	214	191	0	0
차입금증가	66	(20)	(101)	0	0
자본증가	149	204	296	0	0
배당금지급	0	1	0	0	0
<b>현금 증감</b>	71	193	(175)	82	113
기초현금	30	101	294	120	202
기말현금	101	294	120	202	315
Gross Cash flow	(129)	(65)	(125)	252	290
Gross Investment	65	(52)	233	169	177
<b>Free Cash Flow</b>	(194)	(13)	(358)	82	113

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	377	273	679	1,516	1,683
증가율(%)	(72.8)	(27.6)	148.6	123.4	11.0
매출원가	608	500	799	1,231	1,322
<b>매출총이익</b>	(231)	(227)	(120)	286	360
판매 및 일반관리비	105	90	116	183	203
기타영업손익	(38)	(14)	28	59	11
<b>영업이익</b>	(336)	(317)	(236)	102	157
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	53.7
<b>EBITDA</b>	(161)	(191)	(98)	260	312
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	19.7
<b>영업외손익</b>	(69)	(38)	(31)	10	9
이자수익	1	1	4	4	4
이자비용	23	23	28	28	28
자본법손익	0	0	(0)	(0)	(0)
기타영업손익	(47)	(16)	(7)	34	33
<b>세전순이익</b>	(405)	(355)	(267)	112	166
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	48.8
법인세비용	(99)	(82)	(64)	27	39
<b>당기순이익</b>	(306)	(272)	(202)	85	127
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	48.8
지배주주지분	(306)	(272)	(202)	85	127
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	48.8
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	(6,340)	(4,559)	(3,233)	1,108	1,649
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	48.8
수정EPS(원)	(6,340)	(4,559)	(3,233)	1,108	1,649
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	48.8

### 주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(6,340)	(4,559)	(3,233)	1,108	1,649
BPS	5,632	3,700	1,554	2,662	4,311
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	n/a	n/a	n/a	9.2	6.2
PBR	2.8	4.3	6.6	3.9	2.4
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	4.9	3.8
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	n/a	3.1	2.7
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	(89.1)	(116.1)	(34.8)	6.7	9.3
EBITDA이익률	(42.8)	(69.9)	(14.4)	17.2	18.5
순이익률	(81.3)	(99.7)	(29.8)	5.6	7.5
ROE	(113.1)	(135.8)	(133.1)	52.6	47.3
ROIC	(30.6)	(34.9)	(27.5)	11.5	17.5
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	246.1	208.6	484.0	242.4	115.7
유동비율	65.5	80.0	53.1	72.3	91.0
이자보상배율	(14.7)	(14.1)	(8.5)	3.7	5.6
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.3	0.2	0.5	1.1	1.1
매출채권회전율	4.1	3.8	6.8	9.4	8.7
재고자산회전율	24.0	20.0	36.4	51.2	47.2
매입채무회전율	3.6	3.7	6.2	9.3	8.6

## 진에어(272450)

## 한 발 빠른 턴 어라운드

2022.11.29

투자의견: **BUY**(신규)목표주가: **16,000**원(신규)

현재주가: 13,100원(11/28)

시가총액: 684(십억원)

항공기계 양승윤\_02)368-6139\_syang0901@eugenefn.com

## 투자의견 BUY, 목표주가 16,000 원 제시

진에어에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 16,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2023 년 추정 EPS 1,362 원에 Target PER 12 배를 적용해 산출했다. 현재 동사의 주가는 그간의 실적 부진과 자본 잠식 우려에 따라 크게 조정 받은 상황이다. 올해 4 분기를 기점으로 영업이익 흑자 전환이 가시화되고 있고, 자본 잠식 리스크도 해소한 상황으로, 추가적인 주가 조정과 밸류에이션 할인 가능성은 낮다고 판단한다. 이제는 내년 실적을 바라볼 시기이다.

## 자본잠식 리스크 완화, 손익분기점 근접

영구채 조기상환과 적자 구조가 이어졌던 영향 탓에 2022 년 3 분기 말 기준으로 완전자본잠식(잠식률 102%)에 빠졌지만, 이내 곧 620억원에 달하는 영구채를 추가로 조달하며 자본 확충을 실시해 연말 기준 자본 잠식 우려는 크게 해소되었다. 여기에 일본 노선 재개로 여객 회복에 속도가 붙으며, 2022 년 4 분기 영업이익 흑자 전환 달성을 시작으로 본격적인 실적 회복 국면에 진입할 것으로 전망한다. 동남아 노선의 집중도가 높고, 동남아 노선의 정상화가 일본/중국 노선 대비 선행되어온 만큼 타사에 앞선 실적 회복을 기대해볼 수 있다. 동사의 2023 년 실적은 매출액 1 조 1,317 억원(+93%yoy), 영업이익 962 억원(흑자전환 yoy)을 기록할 것으로 전망한다.

## 대한항공 LCC 전략의 핵심

진에어는 2022 년 6 월에 다시 한 번 대한항공의 완전 자회사로 편입되었다. 이후 국내선 공동 운항을 개시하는 등 한층 협력의 강도가 높아지고 있다. 이번 자회사 편입은 대한항공 - 아시아나항공 합병 이후 통합 LCC 브랜드 출범을 위한 초석으로 보여지며, 진에어가 통합 LCC 에서 핵심적인 역할을 수행하게 될 것으로 예상된다. 자회사 LCC 의 경우 그 특성상 모기업(FSC)와의 카니발라이제이션(Cannibalization) 이슈에서 자유롭지 못했으나, 통합 LCC 발족 시 글로벌 트렌드에 맞게 FSC 와 자회사 LCC 간의 철저한 역할 분담과 자원 공유를 통한 운영 효율화가 이루어지게 된다면 자기 잠식에 대한 우려도 해소될 수 있을 전망이다.

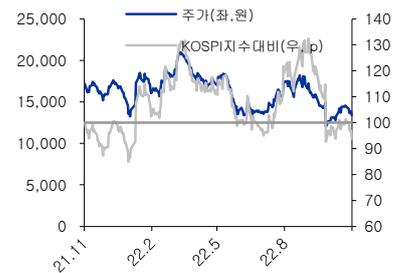
발행주식수	52,200천주
52주 최고가	21,300원
최저가	12,000원
52주 일간 Beta	1.60
90일 일평균거래대금	5,003백만원
외국인 지분율	3.0%
배당수익률(2022F)	0.0%

## 주주구성

대한항공(외 2인)	54.9%
국민연금공단(외 1인)	6.6%

	1M	6M	12M
주가상승률	0.0%	-27.2%	-23.8%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	16,000	-	-
영업이익(22)	-73	-	-
영업이익(23)	96	-	-



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	272	247	587	1,132	1,115
영업이익(십억원)	-185	-185	-73	96	64
세전계속사업손익(십억원)	-178	-221	-109	94	59
당기순이익(십억원)	-190	-134	-84	71	45
EPS(원)	-4,078	-2,559	-1,604	1,362	856
증감률(%)	na	na	na	흑전	-37.2
PER(배)	na	na	na	9.6	15.3
ROE(%)	-131.4	-98.6	-66.6	62.3	26.0
PBR(배)	6.0	5.0	8.7	4.6	3.5
EV/EBITDA(배)	na	na	2,092.9	9.1	13.3

자료: 유진투자증권

## Valuation & 실적 추정

진에어에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 16,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2023년 추정 EPS 1,362 원에 Target PER 12 배(과거 일본 여행을 포함하여 해외 여행 정상화 시기였던 2017~2018년 평균 PER)를 적용해 산출했다.

현재 동사의 주가는 그간의 실적 부진과 자본 잠식 우려에 따라 크게 조정 받은 상황이다. 올해 4분기를 기점으로 영업이익 흑자 전환이 가시화되고 있고, 자본 잠식 리스크도 해소한 상황으로, 추가적인 주가 조정과 밸류에이션 할인 가능성은 낮다고 판단한다. 이제는 내년 실적을 바라볼 시기이다. 동사의 2023년 실적은 매출액 1조 1,317 억원(+93%yoy), 영업이익 962 억원(흑자전환 yoy)을 기록할 것으로 전망한다.

도표 247. Valuation Table

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉑ 2023년 당기순이익	71	
㉒ Target PER(배)	12	17~18년 평균 PER
㉓ 기업가치	846	㉓=㉑×㉒
㉔ 주식수(천주)	52,200	
㉕ 주당가치(원)	16,206	㉕=㉓/㉔
㉖ 목표주가(원)	16,000	
상승여력(%)	22%	
현재주가(원)	13,100	

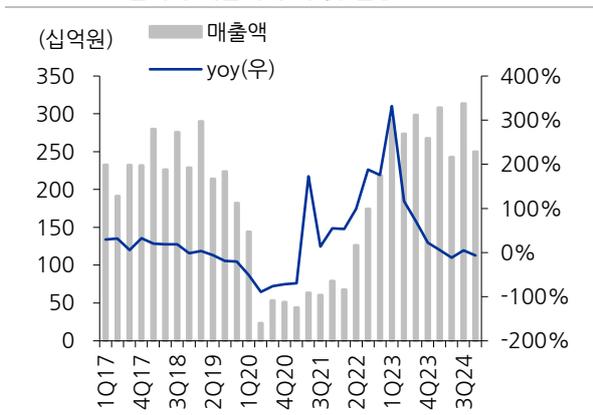
자료: 유진투자증권

도표 248. 진에어 실적 추이 및 전망

구분 (단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2019	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>68</b>	<b>126</b>	<b>175</b>	<b>218</b>	<b>910</b>	<b>587</b>	<b>1,132</b>
yoy%	53.7	99.4	187.8	175.8	-9.9	137.4	92.8
qoq%	-14.8	87.1	38.1	25.2			
<b>영업이익</b>	<b>-46</b>	<b>-15</b>	<b>-17</b>	<b>6</b>	<b>-49</b>	<b>-73</b>	<b>96</b>
yoy%	-22.8	-69.1	-60.8	-118.0	-177.5	-60.5	흑전
qoq%	45.6	-67.6	15.9	-133.0			
opm%	-68.7	-11.9	-10.0	2.6	-5.4	-12.5	8.5
<b>(1) 국내선</b>	<b>61</b>	<b>100</b>	<b>102</b>	<b>94</b>	<b>171</b>	<b>357</b>	<b>311</b>
ASK(백만 km)	628	684	664	631	1,505	2,607	2,223
RPK(백만 km)	493	603	557	526	1,395	2,179	1,858
L/F(%)	79	88	84	83	93	84	84
Yield(원)	123	166	184	179	123	164	167
<b>(2) 국제선</b>	<b>2</b>	<b>19</b>	<b>61</b>	<b>110</b>	<b>675</b>	<b>192</b>	<b>747</b>
ASK(백만 km)	38	280	1,031	1,679	13,227	3,028	11,547
RPK(백만 km)	14	205	778	1,363	11,117	2,360	9,710
L/F(%)	37	73	75	81	84	78	84
Yield(원)	155	94	78	81	61	81	77

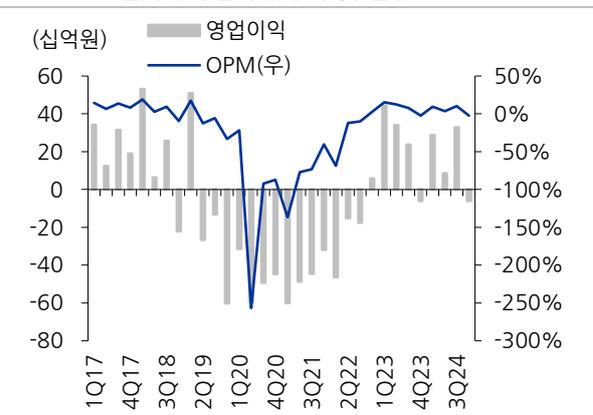
자료: 유진투자증권

도표 249. 진에어 매출액 추이 및 전망



자료: 진에어, 유진투자증권

도표 250. 진에어 영업이익 추이 및 전망



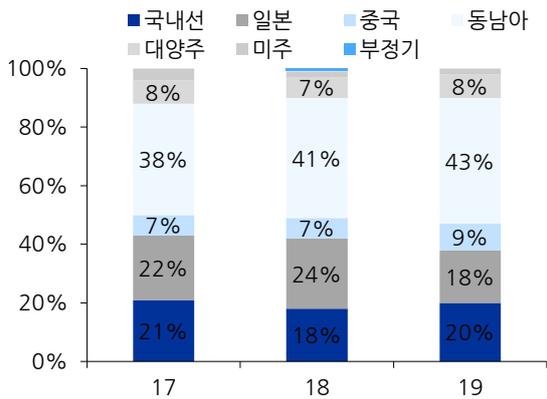
자료: 진에어, 유진투자증권

### 영구채 발행으로 자본잠식 우려 해소, 손익분기점 돌파도 근접

진에어는 2022 년 3 분기 말 기준으로 완전자본잠식(자본잠식률 102%)을 기록했다. 이자 비용 상승 부담을 덜기 위해, 기존에 발행했던 영구채(신종자본증권) 745 억원을 조기 상환했고, 비우호적인 매크로 환경과 여객 회복 지연에 따라 적자 구조가 이어진 영향이다. 10 월 말에 다시금 영구채 620 억원을 조달하며 자본 확충을 실시해 연말 기준 자본잠식 우려는 해소되었다.

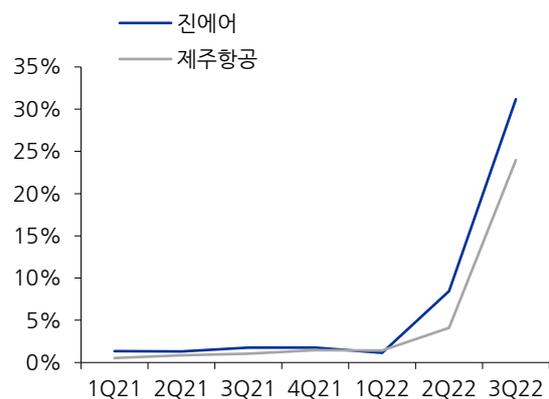
여기에 진에어가 국내 LCC 중에서도 영업이익의 손익분기점 돌파에 가장 근접해 있다는 점도 재무 구조 리스크에 대한 불안감을 덜고 있다. 타사 대비 동남아 노선의 집중도가 높은 진에어는 동남아 여객 회복이 일본/중국 노선 정상화보다 앞서 이루어졌던 만큼, 실적 회복도 LCC 중에서 가장 빠른 상황이다. 여기에 일본 노선 재개가 더해지며 올해 4 분기 영업이익 흑자 전환을 달성할 전망이다. 최근 1,400 원대를 상회하던 원/달러 환율이 1,300 원대로 하락한 점도 영업외 손익에서 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상되며, 본격적인 실적 회복 국면에 진입하고 있다.

도표 251. 진에어 지역별 매출액 비중 추이



자료: 진에어, 유진투자증권

도표 252. 진에어/제주항공 ASK 회복률 추이



자료: 진에어, 제주항공, 유진투자증권  
주) 2019년 평균 분기 ASK 대비 회복률

### 대한항공과의 콤비 플레이

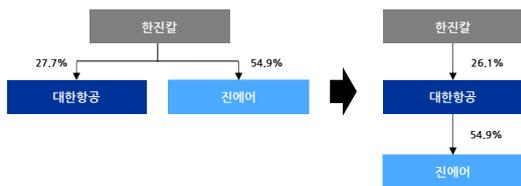
진에어는 2022년 6월 다시 한 번 대한항공의 완전 자회사로 편입되었다. 이는 향후 대한항공과 아시아나 합병 시 진에어를 주축으로 한 통합 LCC 브랜드 출범을 위한 초석으로 볼 수 있다. 과거로부터 진에어는 케이터링과 항공기 정비, 지상 조업을 대한항공에 위탁하며 비용 절감과 운영 효율화를 추구해왔고, 이번 자회사 편입 이후 국제선에 이어 국내선 공동 운항을 개시하며 협력의 강도를 높이고 있다. 차후 대한항공과 아시아나항공의 기업결합이 성사될 경우, 진에어를 중심으로 한 통합 LCC가 탄생할 예정으로 대한항공의 한층 더 고도화된 LCC 전략 추구가 가능해질 전망이다.

FSC의 LCC 자회사들은 탄생 이래 줄곧 모기업과의 카니발라이제이션(Cannibalization, 자기 잠식) 이슈에서 자유롭지 못했다. 글로벌 항공 운송 시장에서 독립형 LCC들의 시장 침투를 저지하기 위한 목적으로 자회사 LCC들을 설립했지만, 일부 중복 노선에서 FSC와 자회사 LCC간의 고객 확보 경쟁으로 이어져, 이는 자회사 LCC의 한계점으로 지적되기도 했다. 이에 서로의 경쟁력을 훼손하지 않으면서 그룹 전체의 이익 확대를 위한 더욱 고도화된 전략의 필요성이 떠오르고 있다. 최근 글로벌 항공사들의 전략은 FSC와 자회사 LCC서로가 잘할 수 있는 것들에 집중하고, 그룹 내 자원 공유 등 운영 효율화에 초점이 맞춰져 있는 것으로 파악된다.

일본의 양대 국적항공사인 ANA와 JAL의 경우, 산하의 LCC 계열사들의 역할과 브랜드 가치를 명확히 제시하고 있다. FSC(ANA, JAL)는 상용 수요와 프리미엄 수요 흡수, 중장거리(또는 하이브리드) LCC(Air Japan, Zip Air)는 신규 성장 시장 개척 및 가격 탄력적인 레저 수요 담당, 단거리 LCC(Peach, Vanila Air 등)는 세컨더리 공항 발착 국내외 단거리 노선 중심 수요 커버 등 역할 분담을 통해, 항공 운송 수요를 촘촘하게 흡수하고자 노력하고 있다. 이와 함께 LCC로의 일부 노선 이관과 공동 운항(현재는 중단) 추진 등 다각도로 협력을 모색하고 있는 상황이다.

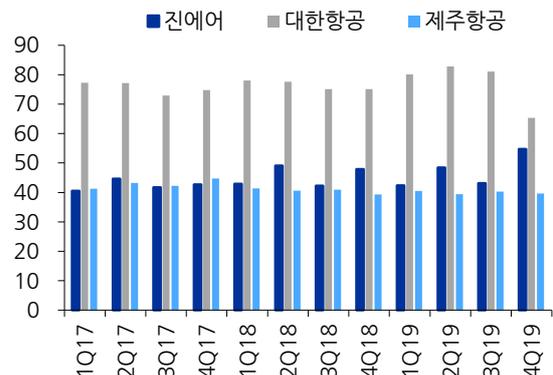
국내 항공사들도 글로벌 항공사 전략과 궤를 같이할 수 밖에 없을 것이고, 대한항공도 진에어를 중심으로 유사한 그림을 그리고 있을 것으로 추정된다. 대한항공 그룹의 LCC 전략 고도화는 곧 기업 경쟁력 제고로 이어질 수 있어, 통합 이후의 LCC 전략 방향성에 주목해볼 필요가 있다.

도표 253. 진에어 지배구조 변경



자료: 유진투자증권

도표 254. 진에어/대한항공/제주항공 CASK 추이



자료: 각사, 유진투자증권  
주) 유류비 제외

도표 255. 일본 전일본공수(ANA) LCC 브랜드 포지셔닝



자료: ANA, 유진투자증권

## 진에어(272450.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	557	602	577	668	706
유동자산	161	194	141	215	235
현금성자산	149	186	108	176	199
매출채권	4	3	27	33	31
재고자산	1	1	2	2	2
비유동자산	395	407	436	453	471
투자자산	390	404	434	451	469
유형자산	2	1	0	0	0
기타	4	3	2	2	1
<b>부채총계</b>	459	429	498	518	512
유동부채	188	201	256	275	269
매입채무	57	54	85	105	98
유동성이자부채	125	132	156	156	156
기타	5	15	15	15	15
비유동부채	271	228	242	243	243
비유동이자부채	245	213	228	228	228
기타	26	15	14	15	15
<b>자본총계</b>	98	173	79	150	194
지배지분	98	173	79	150	194
자본금	45	52	52	52	52
자본잉여금	181	297	297	297	297
이익잉여금	(117)	(241)	(323)	(252)	(207)
기타	(10)	64	52	52	52
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	98	173	79	150	194
총차입금	370	345	384	384	384
순차입금	222	160	276	208	185

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업현금</b>	(172)	(74)	24	86	42
당기순이익	(190)	(134)	(84)	71	45
자산상각비	115	97	74	2	1
기타비현금성손익	15	(43)	14	1	1
운전자본증감	(121)	5	4	13	(4)
매출채권감소(증가)	23	0	(17)	(6)	2
재고자산감소(증가)	0	(0)	(0)	(0)	0
매입채무증가(감소)	(6)	1	15	19	(7)
기타	(139)	3	6	0	0
<b>투자현금</b>	122	(22)	123	(19)	(20)
단기투자자산감소	127	(22)	128	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	0	0	0	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
<b>재무현금</b>	18	108	(102)	0	0
차입금증가	(65)	(73)	(74)	0	0
자본증가	101	122	62	0	0
배당금지급	0	1	0	0	0
<b>현금 증감</b>	(31)	13	45	67	22
기초현금	63	32	44	90	157
기말현금	32	44	90	157	179
Gross Cash flow	(60)	(79)	20	73	46
Gross Investment	126	(5)	1	6	24
<b>Free Cash Flow</b>	(186)	(75)	18	68	23

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	272	247	587	1,132	1,115
증가율(%)	(70.1)	(9.0)	137.4	92.8	(1.5)
매출원가	417	392	602	936	953
<b>매출총이익</b>	(146)	(145)	(15)	196	162
판매 및 일반관리비	39	40	58	99	98
기타영업손익	(53)	3	45	71	(2)
<b>영업이익</b>	(185)	(185)	(73)	96	64
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	(33.4)
<b>EBITDA</b>	(69)	(88)	0	98	65
증가율(%)	적전	적지	흑전	21,224.8	(33.1)
<b>영업외손익</b>	7	(36)	(36)	(2)	(5)
이자수익	7	2	2	2	2
이자비용	18	15	16	23	26
지분법손익	(0)	(0)	0	0	0
기타영업손익	19	(22)	(22)	20	19
<b>세전순이익</b>	(178)	(221)	(109)	94	59
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	(37.1)
법인세비용	12	(87)	(25)	23	15
<b>당기순이익</b>	(190)	(134)	(84)	71	45
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	(37.2)
지배주주지분	(190)	(134)	(84)	71	45
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	(37.2)
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	(4,078)	(2,559)	(1,604)	1,362	856
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	(37.2)
수정EPS(원)	(4,078)	(2,559)	(1,604)	1,362	856
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	(37.2)

### 주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(4,078)	(2,559)	(1,604)	1,362	856
BPS	2,181	3,309	1,505	2,867	3,723
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	n/a	n/a	n/a	9.6	15.3
PBR	6.0	5.0	8.7	4.6	3.5
EV/EBITDA	n/a	n/a	2,092.9	9.1	13.3
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	34.8	9.3	14.7
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	(68.0)	(74.9)	(12.5)	8.5	5.8
EBITDA이익률	(25.5)	(35.6)	0.1	8.6	5.9
순이익률	(70.1)	(54.0)	(14.3)	6.3	4.0
ROE	(131.4)	(98.6)	(66.6)	62.3	26.0
ROIC	(54.8)	(41.6)	(15.6)	20.6	13.2
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	226.1	92.4	350.9	139.1	95.3
유동비율	86.0	96.8	55.0	78.0	87.7
이자보상배율	(10.2)	(12.4)	(4.5)	4.1	2.5
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.4	0.4	1.0	1.8	1.6
매출채권회전율	16.9	70.8	38.7	37.7	34.9
재고자산회전율	187.4	185.2	399.0	660.6	610.8
매입채무회전율	3.1	4.5	8.4	11.9	11.0

# 한국항공우주(047810)

This is your savior speaking

2022.11.29

투자의견: **BUY**(신규)

목표주가: **65,000**원(신규)

현재주가: 44,800원(11/28)

시가총액: 4,467(십억원)

항공기계 양승윤\_02)368-6139\_syang0901@eugenefn.com

## 투자의견 BUY, 목표주가 65,000 원 제시

한국항공우주에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 65,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2023년 추정 EPS 2,315 원에 Target PER 28 배를 적용해 산출했다. 동사는 현재 항공 산업 회복에 따른 기체 부품 매출 증가와 폴란드 완제기 수출에 따른 실적 성장이 시작되는 초입에 있다. 과거 해외 완제기 수출의 실적 기여로 사상 최고가를 기록했던 2015 년의 재현이 기대된다. 동사의 2023 년 연결 기준 실적은 매출액 3 조 6,506 억원(+35%yoy), 영업이익 2,522 억원(+80%yoy)을 기록할 것으로 전망한다.

## Welcome aboard, 다시 뜨는 기체 부품

코로나 여파로 침체되었던 민항기 제조 수요가 다시 돌아오고 있다. 글로벌 항공 여객 회복과 노후 항공기 증가로 강력한 신조기 수요가 관측되고 있어, 한국항공우주의 기체 부품 수출 증가가 기대된다. 코로나 이전 대비 기체 부품 사업의 매출액은 2020년과 2021년 기준 코로나 이전 대비 40~50% 감소한 상황이나, 2023년에는 90%가까이 회복한 9,192 억원(+31%yoy)의 매출액을 기록할 것으로 전망한다. 코로나 기간 동안 항공기 부품 제조 기업들의 기업 체력이 크게 약화된 상황인 점도 한국항공우주에 추가 수주 기회가 될 수 있다.

## 두번째 맞이하는 완제기 수출 호황

2022년 폴란드로부터 48대의 FA-50 공급 계약을 체결하며 두번째 완제기 수출 호황을 맞이했다. 이번 수주 건을 합하면 2011년부터 총 120여대의 완제기 수출을 기록하게 된다. 당장 내년 하반기에 12대의 완제기를 폴란드로 수출할 예정에 있어, 빠른 실적 기여도 기대된다. 당사 추정 2023년 완제기 수출 사업의 매출액은 9,955 억원(+449%yoy)이다. 여기서 끝이 아니라, 현재 말레이시아(18대 추정), 이집트(36대 추정), 필리핀(12대 추정), 페루(24대 추정) 등 추가 수주 파이프라인만 100여대에 달한다. 여기에 미국 록히드 마틴과 함께 500여대 규모에 달하는 미국의 전술훈련기 사업에도 참여할 예정이다. 노후 경공격기 대체 흐름에서 뛰어난 스펙과 기존 전투기(F-16)과 높은 호환성을 자랑하는 T-50 계열 완제기 수출 증가에 주목이 필요하다.

결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	2,825	2,562	2,699	3,651	3,427
영업이익(십억원)	140	58	140	252	240
세전계속사업손익(십억원)	82	54	231	274	261
당기순이익(십억원)	72	53	188	223	213
EPS(원)	766	656	1,952	2,315	2,205
증감률(%)	-56.2	-14.4	197.8	18.6	-4.8
PER(배)	33.7	49.5	22.9	19.3	20.3
ROE(%)	6.4	5.2	14.1	14.6	12.3
PBR(배)	2.1	2.5	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA(배)	10.4	16.3	15.7	11.5	10.6

자료: 유진투자증권

발행주식수	97,475천주
52주 최고가	63,900원
최저가	26,850원
52주 일간 Beta	0.39
90일 일평균거래대금	81,503백만원
외국인 지분율	26.0%
배당수익률(2022F)	0.4%

### 주주구성

한국수출입은행(외 1인)	26.4%
국민연금공단(외 1인)	9.1%

	1M	6M	12M
주가상승률	-0.9%	-12.7%	51.4%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	65,000	-	-
영업이익(22)	140	-	-
영업이익(23)	252	-	-



## Valuation & 실적 추정

한국항공우주에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 65,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2023년 추정 EPS 2,315 원에 Target PER 28 배(과거 완제기 수출의 실적 기여 시기였던 2014~2016년 평균 PER)를 적용해 산출했다.

동사는 현재 항공 산업 회복에 따른 기체 부품 매출 증가와 폴란드 완제기 수출에 따른 실적 성장이 시작되는 초입에 있다. 과거 해외 완제기 수출의 실적 기여로 사상 최고가를 기록했던 2015년의 재현이 기대된다. 동사의 2023년 연결 기준 실적은 매출액 3조 6,506 억원(+35%yoy), 영업이익 2,522 억원(+80%yoy)을 기록할 것으로 전망한다.

도표 256. Valuation Table

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉠ 2023년 당기순이익	226	
㉡ Target PER(배)	28	14~16년 평균 PER
㉢ 기업가치	6,269	㉠×㉡
㉣ 주식수(천주)	97,475	
㉤ 주당가치(원)	64,318	㉢/㉣
㉦ 목표주가(원)	65,000	
상승여력(%)	45%	
현재주가(원)	44,800	

자료: 유진투자증권

도표 257. 한국항공우주 실적 추이 및 전망

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액(십억원)</b>	<b>641</b>	<b>669</b>	<b>609</b>	<b>780</b>	<b>2,562</b>	<b>2,699</b>	<b>3,651</b>	<b>3,427</b>
yoy%	4.7	-5.6	36.8	-2.1	-9.3	5.3	35.3	-6.1
국내사업	405	492	412	491	1,832	1,800	1,720	1,726
완제기수출	56	2	25	98	218	181	996	706
기체부품	177	171	171	184	499	702	919	978
<b>매출총이익</b>	<b>90</b>	<b>85</b>	<b>96</b>	<b>92</b>	<b>307</b>	<b>363</b>	<b>580</b>	<b>535</b>
yoy%	48.8	-29.4	77.9	28.0	-7.5	18.3	59.8	-7.7
gpm%	14.1	12.8	15.7	11.7	12.0	13.5	15.9	15.6
<b>영업이익</b>	<b>39</b>	<b>34</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>58</b>	<b>140</b>	<b>252</b>	<b>240</b>
yoy%	366.7	-42.7	989.3	흑전	-58.2	140.7	79.8	-4.9
opm%	6.1	5.1	5.0	4.6	2.3	5.2	6.9	7.0

자료: 유진투자증권

### 항공 산업 회복과 기체 부품 매출 증가

한국항공우주는 항공기 제조 Tier 1 부품사로 Boeing 과 Airbus, Embraer 등 글로벌 항공기 제조사에 날개 구조물 등 주요 기체 부품을 공급하고 있다. 기체 부품 매출이 전체 실적에서 차지하는 비중은 2018 년과 2019 년 기준 각각 37%, 33% 수준이다.

코로나 사태 여파 등으로 항공기 제조 산업이 위축되며 2020 년과 2021 년에는 기체 부품 사업 매출액이 크게 감소했지만, 글로벌 항공 여객 회복과 노후 기체 증가로 항공기 수요가 크게 늘어나고 있는 상황으로 동사의 기체 부품 실적은 빠르게 개선될 것이다.

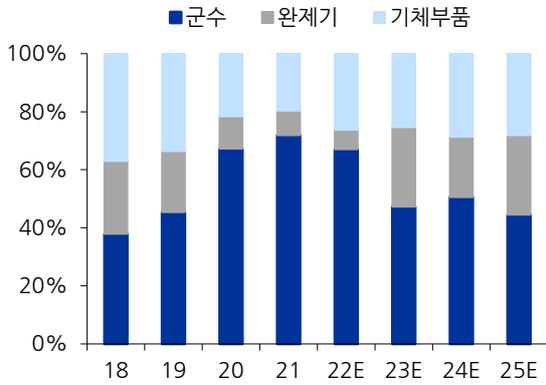
2022 년 Boeing 과 Airbus 의 항공기 인도 수량은 2018 년의 60%, 2019 년의 80% 수준까지 회복할 것으로 추정된다. 2023 년에는 Boeing 의 B737-MAX 및 B787 기종, Airbus 의 A320 NEO 시리즈의 생산이 큰 폭으로 증가하게 되며, 2023 년 양사의 항공기 인도 수량은 코로나 이전 수준인 1,500 여대에 도달하고, 2025 년에는 2,000 여대까지 증산이 이루어질 것으로 전망한다. 항공기 제조 산업의 회복과 동반하여 한국항공우주의 기체 부품 매출 증가가 기대되며, 코로나 기간 일부 부품 업체들이 재무구조 악화 및 파산하며 항공기 부품 시장에서 대체 공급이 필요해진 상황으로 추가 기체 부품 수주 가능성도 높다고 판단한다. 한국항공우주는 2022 년 하반기 B777X 와 A321 의 신규 부품 수주 가능성을 제시하고 있다.

도표 258. 한국항공우주의 기체 부품 라인업



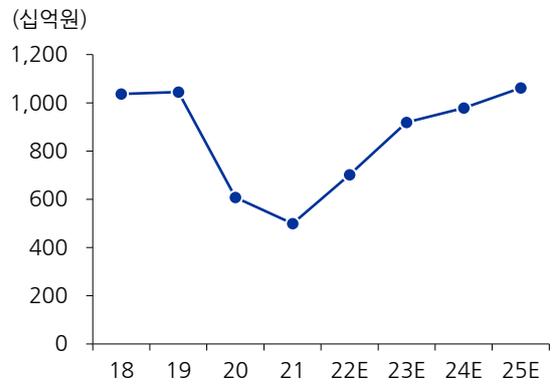
자료: 한국항공우주, 유진투자증권

도표 259. 한국항공우주 사업별 매출 비중



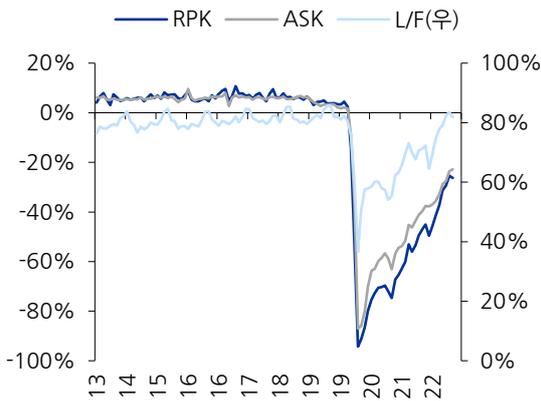
자료: 한국항공우주, 유진투자증권

도표 260. 한국항공우주 기체 부품 매출 실적 및 전망



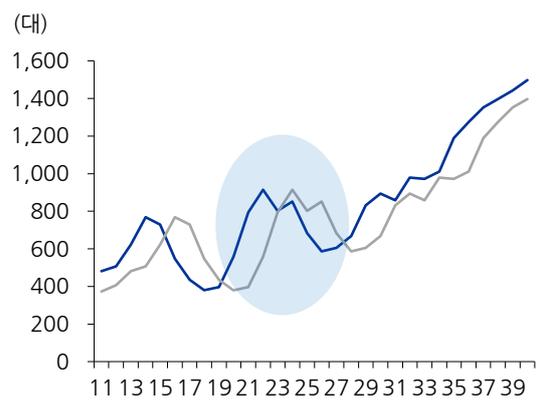
자료: 한국항공우주, 유진투자증권

도표 261. 글로벌 항공 여객 회복 추이



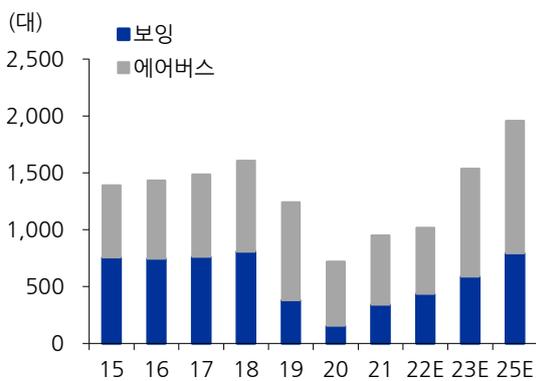
자료: ICAO, IATA, 유진투자증권

도표 262. 퇴역 시기 도래 항공기 수 추이



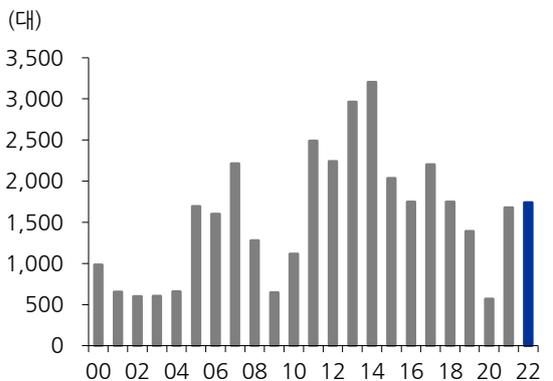
자료: JADC, 유진투자증권

도표 263. 연간 항공기 인도 추이 및 전망



자료: 보잉, 에어버스, 유진투자증권

도표 264. 연간 항공기 수주액 추이



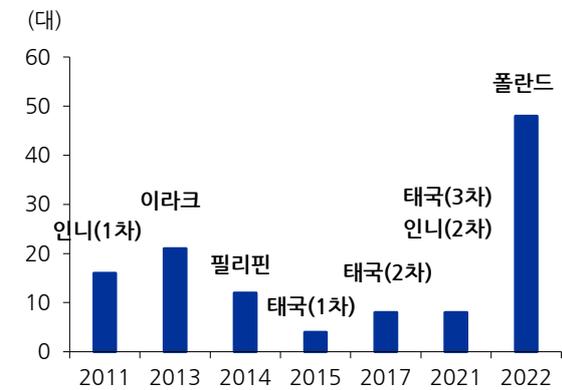
자료: JADC, 유진투자증권

### 화려하게 돌아온 완제기 수출

한국항공우주는 2021년 태국과 인도네시아 T-50 계열 훈련기 8대 추가 수주에 이어, 올해 폴란드로부터 FA-50 경공격기 48대를 신규 수주했다. 과거 2011년 인도네시아 16대 수출을 시작으로 이어져온 국산 전투기 해외 수출이 다시금 활황을 맞이하고 있는 상황이다. 이번 폴란드 수주 건을 합하면 해외 수출 전투기는 120대(KT-1 제외)에 달한다. 폴란드 수출 물량 중 12대가 2023년 하반기에 인도될 예정으로, 당장 내년부터 실적 기여가 가능한 점도 긍정적이다.

또한 현재 말레이시아를 비롯해 글로벌 각국과 추가 수출에 대한 협상 진행 및 제안 검토 등이 이루어지고 있고, 현재까지 파악된 추가 수출 파이프라인만 100여대(미국 전술훈련기 사업 미포함)가 넘는다. FA-50은 로우급 전투기에서도 가장 스펙이 뛰어나며, F-16과의 높은 호환성으로 노후 경공격기 대체 흐름 속에서 많은 관심을 받고 있는 기종이다. 이와 함께 올해 무사히 시범 비행을 마친 차세대 전투기인 KF-21의 양산(120대)이 2024년에 개시될 예정이다. 한국항공우주 완제기 사업의 중장기적 성장에 주목이 필요하다.

도표 265. T-50 계열 수출 역사



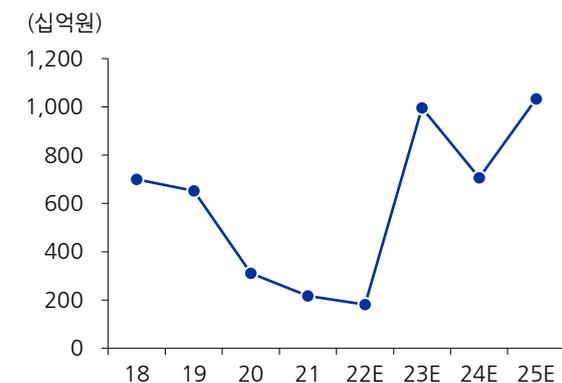
자료: 유진투자증권

도표 266. 한국항공우주의 FA-50



자료: 한국항공우주, 유진투자증권

도표 267. 완제기 사업 매출 실적 및 전망



자료: 한국항공우주, 유진투자증권

도표 268. 시범 비행 중인 KF-21

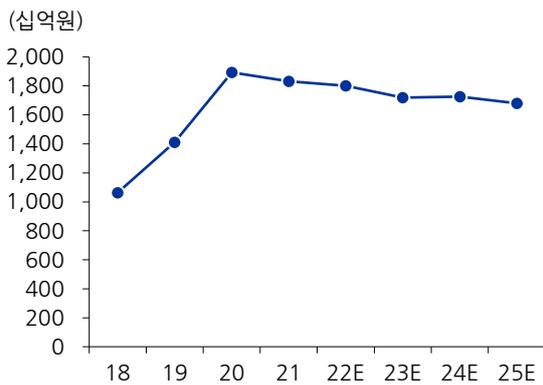


자료: 언론보도, 유진투자증권

### 견조한 국내 군수 사업

국내 방산 사업은 지난 수년간의 기체 부품 및 완제품 매출 감소 분을 메꿔준 고마운 존재다. KF-X 및 LAH(Light Armed Helicopter, 소형무장헬기) 등 신규 무기 체계 개발 사업과, 수리온 3차 & 4차 양산, MUH(Marine Utility Helicopter, 상륙기동헬기) 초도 양산 사업의 견조한 실적을 바탕으로 지난 2020년 이후 꾸준히 1.8조원 수준의 매출을 기록하고 있다. 현재 진행중인 체계 개발 사업을 비롯해 헬기 양산 사업이 후반부에 접어들고 있지만, 이미 사업자 선정이 완료된 상륙공격헬기(MUH 파생형) 체계 개발 사업에 더해, 올해~내년 사이에 LAH 초도 양산과 해군 소해헬기 체계 개발 사업 수주가 예정 되어있고, 이번에 폴란드 수출로 일부 전환된 FA-50 Block 20(FA-50 20대) 사업도 남아있어 국내 군수 사업 매출은 견조하게 이어질 전망이다.

도표 269. 국내 군수 사업 매출 실적 및 전망



자료: 한국항공우주, 유진투자증권

도표 270. 해병대 MUH(마린온)



자료: 한국항공우주, 유진투자증권

도표 271. 방위산업대전에서 공개된 LAH



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 272. 해군 소해헬기



자료: 언론보도, 유진투자증권

## 한국항공우주(047810.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	5,159	5,855	6,092	6,539	6,668
유동자산	3,152	3,681	3,761	4,072	4,080
현금성자산	686	1,013	1,255	830	1,245
매출채권	270	249	247	375	301
재고자산	1,197	1,325	1,153	1,751	1,406
비유동자산	2,007	2,174	2,331	2,467	2,588
투자자산	576	683	747	777	809
유형자산	917	865	836	857	868
기타	514	626	748	833	912
<b>부채총계</b>	3,925	4,558	4,627	4,868	4,801
유동부채	2,623	2,800	2,985	3,204	3,114
매입채무	433	425	378	574	461
유동성이자부채	337	103	312	312	312
기타	1,853	2,272	2,295	2,318	2,341
비유동부채	1,301	1,758	1,642	1,664	1,687
비유동이자부채	671	1,128	910	910	910
기타	630	630	731	754	777
<b>자본총계</b>	1,234	1,297	1,465	1,672	1,867
지배지분	1,195	1,269	1,439	1,645	1,841
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	601	675	846	1,052	1,247
기타	(21)	(21)	(22)	(22)	(22)
비지배지분	39	28	26	26	26
<b>자본총계</b>	1,234	1,297	1,465	1,672	1,867
총차입금	1,009	1,230	1,222	1,222	1,222
순차입금	323	218	(33)	392	(23)

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업현금</b>	732	440	549	(110)	725
당기순이익	72	53	188	223	213
자산상각비	134	149	136	161	169
기타비현금성순이익	238	114	(174)	24	25
운전자본증감	274	179	258	(518)	318
매출채권감소(증가)	68	(9)	56	(128)	74
재고자산감소(증가)	(33)	(177)	178	(598)	345
매입채무증가(감소)	(6)	(20)	(146)	196	(113)
기타	245	385	170	12	12
<b>투자현금</b>	(353)	(416)	(166)	(297)	(291)
단기투자자산감소	88	(167)	89	(0)	(0)
장기투자증권감소	(0)	(12)	(3)	(3)	(3)
설비투자	253	84	81	120	112
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(208)	(185)	(161)	(147)	(147)
<b>재무현금</b>	216	201	(34)	(19)	(19)
차입금증가	255	220	(15)	0	0
자본증가	(39)	(19)	(19)	(19)	(19)
배당금지급	39	19	19	19	19
<b>현금 증감</b>	592	225	359	(426)	415
기초현금	69	662	887	1,245	819
기말현금	662	887	1,245	819	1,234
Gross Cash flow	445	316	317	408	407
Gross Investment	168	71	(2)	814	(27)
<b>Free Cash Flow</b>	277	246	320	(406)	434

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	2,825	2,562	2,699	3,651	3,427
증가율(%)	(9.2)	(9.3)	5.3	35.3	(6.1)
<b>매출원가</b>	2,493	2,255	2,336	3,071	2,892
<b>매출총이익</b>	332	307	363	580	535
판매 및 일반관리비	192	249	223	328	295
기타영업순이익	(6)	29	(10)	47	(10)
<b>영업이익</b>	140	58	140	252	240
증가율(%)	(49.4)	(58.2)	140.4	80.0	(4.9)
<b>EBITDA</b>	274	207	276	413	409
증가율(%)	(30.1)	(24.4)	33.2	49.7	(0.9)
<b>영업외순이익</b>	(57)	(4)	91	22	21
이자수익	4	3	13	14	14
이자비용	22	23	26	26	26
자본법순이익	0	0	(0)	0	0
기타영업순이익	(40)	16	103	33	32
<b>세전순이익</b>	82	54	231	274	261
증가율(%)	(36.3)	(34.0)	324.5	18.7	(4.8)
법인세비용	10	1	43	51	48
<b>당기순이익</b>	72	53	188	223	213
증가율(%)	(57.0)	(26.3)	252.9	18.7	(4.8)
지배주주지분	75	64	190	226	215
증가율(%)	(56.2)	(14.4)	197.8	18.6	(4.8)
비지배지분	(2)	(11)	(2)	(2)	(2)
<b>EPS(원)</b>	766	656	1,952	2,315	2,205
증가율(%)	(56.2)	(14.4)	197.8	18.6	(4.8)
수정EPS(원)	766	656	1,952	2,315	2,205
증가율(%)	(56.2)	(14.4)	197.8	18.6	(4.8)

### 주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	766	656	1,952	2,315	2,205
BPS	12,264	13,023	14,765	16,881	18,885
DPS	200	200	200	200	200
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	33.7	49.5	22.9	19.3	20.3
PBR	2.1	2.5	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	10.4	16.3	15.7	11.5	10.6
배당수익률	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
PCR	5.7	10.0	13.8	10.7	10.7
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	4.9	2.3	5.2	6.9	7.0
EBITDA이익률	9.7	8.1	10.2	11.3	11.9
순이익률	2.6	2.1	7.0	6.1	6.2
ROE	6.4	5.2	14.1	14.6	12.3
ROIC	7.7	3.9	8.2	12.3	10.5
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	26.1	16.8	(2.3)	23.5	(1.2)
유동비율	120.2	131.5	126.0	127.1	131.0
이자보상배율	6.5	2.5	5.5	9.8	9.3
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5
매출채권회전율	9.2	9.9	10.9	11.7	10.1
재고자산회전율	2.4	2.0	2.2	2.5	2.2
매입채무회전율	5.9	6.0	6.7	7.7	6.6

# 한화에어로스페이스(012450)

보여줄게 완전히 달라진 나

2022.11.29

투자의견: **BUY**(신규)

목표주가: **91,000**원(신규)

현재주가: 71,500원(11/28)

시가총액: 3,620(십억원)

항공/기계 양승윤\_02)368-6139\_syang0901@eugenefn.com

## 투자의견 BUY, 목표주가 91,000 원 제시

한화에어로스페이스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 91,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2023년 추정 EPS 5,979 원에 Target PER 15 배를 적용해 산출했다. 동사의 2023년 연결 기준 실적은 항공 엔진 사업의 턴 어라운드와 함께 해외 방산 수출의 실적 기여로 매출액 7 조 4,590 억원(+19%yoy), 영업이익 5,272 억원(+44%yoy)을 기록할 것으로 전망한다.

## 항공 엔진 사업의 턴 어라운드

항공기 엔진(민수) 사업 부문은 2019년 EDAC(현 HAU) 인수에도 불구하고, 코로나 사태 여파로 그 효과를 온전히 누리지 못했다. 항공 운송 시장이 회복세를 기록하고 있는 지금, 엔진 사업 실적 회복에 주목이 필요하다. 항공기 제조 서플라이체인 손상에 따라 신조기 인도가 예상보다 더디게 늘어나고 있는 점은 리스크 요인이나, 이 또한 기회다. 노후 기체를 고쳐서 쓸 수 밖에 없고, 부품 교체 수요가 큰 엔진의 MRO 사업이 활황을 맞이하며 부품 수요가 견조할 것으로 전망되기 때문이다. 당사 추정 한화에어로스페이스의 민수 사업(항공 엔진)의 2023년 실적은 매출액 8,924 억원(+26%yoy)을 기록할 것으로 예상된다.

또한, 8년차에 접어든 GTF 엔진 RSP 사업은 누적 판매 대수만 어느덧 3,000 여대를 기록했다. 4~7년차에 Shop visit(중정비)가 시작되는 엔진 물량이 발생하기 시작해 AM(After Market) 매출 증가가 기대되고, 러닝 커브 효과에 따른 원가를 하락으로 영업 적자 폭도 저점을 통과하고 점차 축소될 전망이다. 당사는 RSP 사업의 영업이익이 2025~2028년에 BEP 수준에 근접하고, 2029년 이후 연간 1,000~2,000 억원의 영업이익을 기록할 것으로 전망한다.

## 더욱이 뚜렷해지는 방산의 색

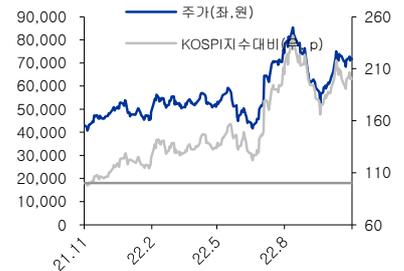
현재 동사는 방산 사업을 중심으로 지배구조 재편이 진행되고 있고, 2022년 한 해에만 10 조 원에 달하는 해외 무기 수출 계약을 체결하며 K-방산 대표주자로 우뚝 서게 되었다. 폴란드 K-9 수출은 이미 출하가 진행되고 있어 빠르면 올해부터 큰 폭의 매출 기여가 이루어질 전망이다. 폴란드 천무 등 나머지 수주 건에 대해서도 내년 이후 순차적으로 실적에 반영될 것으로, 매해 1 조원 가량의 매출 증대 효과가 기대된다.

발행주식수	50,630천주
52주 최고가	86,800원
최저가	40,200원
52주 일간 Beta	1.46
90일 일평균거래대금	106,407백만원
외국인 지분율	22.6%
배당수익률(2022F)	1.0%

주주구성	
한화(외 4인)	34.0%
국민연금공단(외 1인)	9.9%

	1M	6M	12M
주가상승률	12.1%	36.7%	66.1%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	91,000	-	-
영업이익(22)	366	-	-
영업이익(23)	527	-	-



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	5,321	6,415	6,265	7,459	8,507
영업이익(십억원)	244	383	366	527	700
세전계속사업손익(십억원)	172	405	278	499	673
당기순이익(십억원)	165	302	264	369	497
EPS(원)	2,398	4,989	5,107	5,979	8,055
증감률(%)	-6.5	108.0	2.4	17.1	34.7
PER(배)	11.9	9.6	14.0	12.0	8.9
ROE(%)	4.8	9.2	9.3	10.8	13.1
PBR(배)	0.6	0.8	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	5.2	4.2	7.4	5.8	4.9

자료: 유진투자증권

### Valuation & 실적 추정

한화에어로스페이스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 91,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2023년 추정 EPS 5,979 원에 Target PER 15 배(글로벌 엔진/방산 Peer PER 평균에 20% 할인 적용)를 적용해 산출했다.

동사의 2023년 연결 기준 실적은 항공 엔진 사업의 턴 어라운드와 해외 방산 수출의 실적 기여로 매출액 7조 4,590 억원(+19%yoy), 영업이익 5,272 억원(+44%yoy)을 기록할 것으로 전망한다.

도표 273. Valuation Table

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉠ 2023년 당기순이익	303	
㉡ Target PER(배)	15	글로벌 방산/엔진 Peer 평균 (20% 할인)
㉢ 기업가치	4,601	㉢=㉠×㉡
㉣ 주식수(천주)	50,630	
㉤ 주당가치(원)	90,874	㉤=㉢/㉣
㉦ 목표주가(원)	91,000	
상승여력(%)	27%	
현재주가(원)	71,500	

자료: 유진투자증권

도표 274. 한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액(십억원)</b>	<b>1,167</b>	<b>1,457</b>	<b>1,398</b>	<b>2,244</b>	<b>6,415</b>	<b>6,265</b>	<b>7,459</b>	<b>8,507</b>
본사	298	367	329	460	1,450	1,453	1,687	1,751
민수	148	192	200	170	669	710	892	916
군수/기타	150	175	129	290	781	743	795	836
한화디펜스	242	333	352	758	1,468	1,684	2,630	3,490
내수	225	318	280	427	1,299	1,250	1,383	1,452
수출	18	15	71	330	170	434	1,247	2,038
기타	626	758	717	1,026	3,497	3,128	3,142	3,266
<b>영업이익</b>	<b>47</b>	<b>87</b>	<b>64</b>	<b>167</b>	<b>383</b>	<b>366</b>	<b>527</b>	<b>700</b>
본사	-6	23	15	35	1	68	99	140
민수	2	7	19	43	16	72	112	120
RSP	-14	-5	-7	-14	-48	-40	-60	-40
군수/기타	6	21	3	6	34	36	47	60
한화디펜스	3	15	9	87	91	115	242	364
기타	49	49	40	45	292	183	186	196
opm%	4.0	6.0	4.6	7.5	6.0	5.8	7.1	8.2

자료: 유진투자증권

### 본업의 엔진 사업의 회복 국면

한화에어로스페이스는 국내 유일의 항공 엔진 제조 기업으로 글로벌 3 대 항공 엔진 제조사인 GE, Rolls-Royce, P&W 에 주요 엔진 부품을 공급하고 있으며, 군용(전투기 및 전함 등) 가스터빈 엔진 조립과 엔진 정비 사업도 함께 수행하고 있다. 2019년에는 미국의 엔진 부품 제조사 EDAC(현 Hanwha Aerospace USA, HAU) 지분 100%를 인수하고, 2015년에는 P&W GTF 엔진 RSP 사업에 참여하는 등 항공기 엔진 사업에 대한 지속적인 투자를 실시해오고 있다. 이를 통해 엔진 내에서 고부가가치 부품에 해당하는 회전체, 고압부 부품으로 제품 포트폴리오 확대를 달성했고, 국제공동개발(RSP) 사업에도 참여하는 글로벌 엔진 부품기업으로 성장했다.

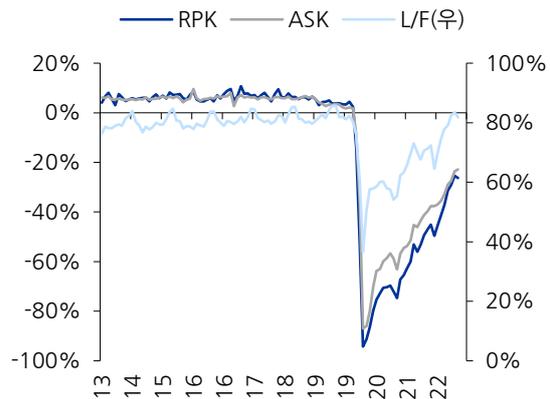
코로나 사태 직후의 항공 운송 시장 위축과 이에 따른 민항기 인도 수량 감소로 항공기 엔진 및 부품 시장 또한 수요 악화를 피할 수 없었다. 2020년 이후 글로벌 항공 운송 산업이 다시금 회복세를 기록하고 있으나, 노후 항공기 수 증가와 공급망 혼란에 따른 신조기 생산 부진으로, 오래된 항공기를 고쳐 쓸 수 밖에 없는 상황이다. 이에 따라, 유지 보수 부품 등 엔진 MRO에 대한 수요가 증가하고 있어, 엔진 MRO 수요 회복을 중심으로 엔진 제조사들의 실적 턴 어라운드 가 시작되었다. 한화에어로스페이스의 민수 사업 또한 관련 매출 증가에 2019년에 인수한 HAU 실적이 더해지며 민수 사업의 매출액은 오히려 코로나 이전 수준을 넘어선 상황이다. 글로벌 항공기 제조사들이 내년 이후 공격적인 항공기 생산 증대 계획을 내세우고 있는 만큼 엔진 및 엔진 부품 수요 증가가 기대되며, 한화에어로스페이스의 민수 사업은 코로나 이전 수준을 상회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 당사 추정 2023년 한화에어로스페이스 본사 매출액은 1조 6,871억원(+16%yoy), 그중 민수 사업은 8,924억원(+26%yoy)의 매출액을 기록할 것으로 예상된다.

도표 275. 한화에어로스페이스 주요 엔진 부품



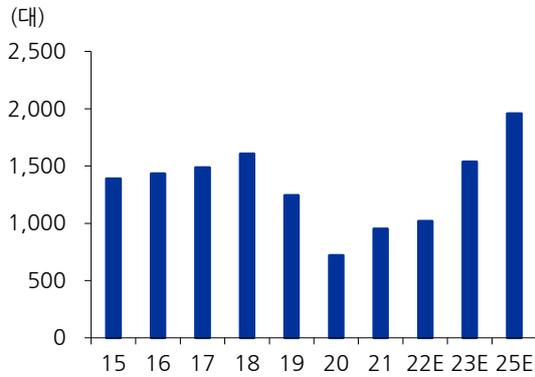
자료: 한화에어로스페이스, 유진투자증권

도표 276. 글로벌 항공 여객 수요와 공급 추이



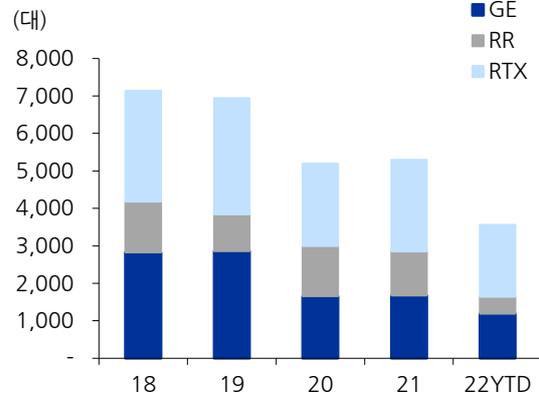
자료: ICAO, IATA, 유진투자증권

도표 277. 보잉 & 에어버스 항공기 인도 추이 및 전망



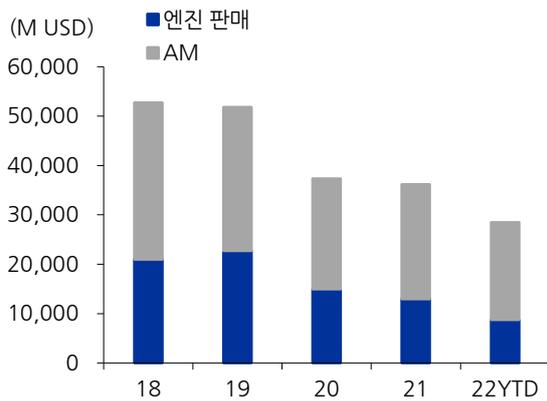
자료: 보잉, 에어버스, 유진투자증권

도표 278. 주요 엔진 제조사 엔진 인도 추이



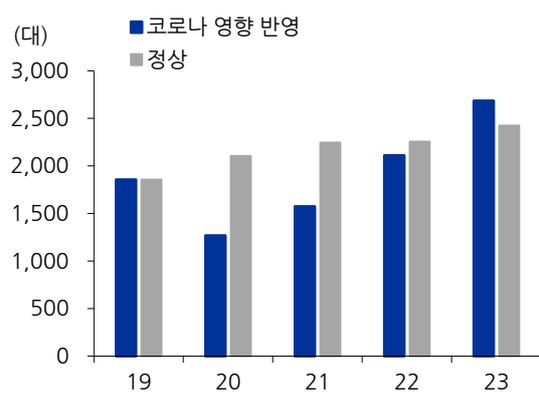
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 279. 글로벌 엔진 제조사 매출 상세



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 280. 엔진 MRO 코로나 영향 추정



자료: 유진투자증권

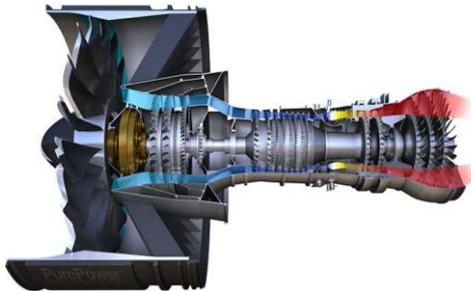
## RSP 사업 참여로 중장기 실적 확보, 흑자 구간 곧 도래

2015년 12월, 한화에어로스페이스는 P&W의 차세대 엔진 모델인 GTF 엔진(PW1000G)의 RSP(Risk and Revenue Sharing Program) 사업 참여를 결정했다. 동 RSP 사업의 지분 2.3% 투자를 통해 IBR(일체식 로터 블레이드)와 MTF(미들 터빈 프레임), HPT 디스크 등 교체 수요가 높은 회전체 및 고압부 부품에 대한 공급권을 확보했다. GTF 엔진은 차기 협동체 베스트셀러로 주목받고 있는 Airbus의 A320 NEO(A321 NEO, A320 NEO, A319 NEO) 시리즈에 채용되어, 2015년 첫 인도를 시작으로 현재까지 누적 3,000여대의 GTF 엔진이 인도되었다. 투자손익분기 대수인 2,000대를 이미 초과 달성했고, 현재 A320 NEO 시리즈의 수주 잔고가 6,500여대에 달하고 있어 향후 막대한 수익 창출이 기대된다.

엔진 RSP 사업 특성 상, 사업 초기에는 영업 손실을 피할 수 없다. 한화에어로스페이스도 지난 2019년에 RSP 사업에서만 연간 900억원 가량의 영업손실이 발생한 바 있다. 엔진 RSP 사업의 핵심은 엔진 판매 금액의 2~3배에 달하는 유지보수 매출(AM, After Market)에 있다는 점을 잊지 말자. 사업 초기 대규모 적자가 발생하는 이유는 엔진을 정가보다도 대폭 할인된 가격에 판매하고 있어, 팔면 팔수록 적자가 발생하는 구조이기 때문이다. 다만, 이는 초기 적자를 감수하더라도 AM 매출 극대화를 위해 시장 점유율을 확보하기 위한 것이다. 엔진 판매가 저조하다면 투자 회수가 어렵겠지만, GTF 엔진과 같은 성공한 엔진의 경우 이야기는 달라진다.

올해로 8년차를 맞이하는 한화에어로스페이스의 GTF 사업 실적은 연초 예상 대비 적은 손실을 기록하고 있다. 이는 엔진의 첫번째 Shop Visit이 시작됨에 따라 AM 매출이 발생하기 시작했고, 여기에 코로나 기간 동안 신규 엔진 판매가 감소했기 때문이다. 내년 이후 엔진 판매가 연간 1,000여대 이상으로 늘어나며 단기적인 손실 확대가 우려되는 것도 사실이지만, (1) 양산 경험 축적에 따른 러닝 커브 효과로 원가율이 하락해 손실 폭이 축소되고, (2) Shop visit 엔진 물량 증가에 따른 AM 매출 확대가 이루어지며, RSP 손실은 저점을 통과해 점차 수익 구간에 가까워지고 있다고 판단한다. 당초 예상 손익분기 돌파 시점인 2030년보다도 이른 시기에 흑자 전환할 수 있는 가능성에도 주목이 필요하다. 유지보수 대상 엔진이 대폭 증가하는 2030년 이후에는 연간 1,000~2,000억원 이상의 영업이익을 기록하며 한화에어로스페이스의 안정적인 수입원으로 자리잡을 것이다.

도표 281. GTF(Geared Turbofan) 엔진



자료: MTU Aerospace, 유진투자증권

도표 282. GTF 엔진 채용 기종



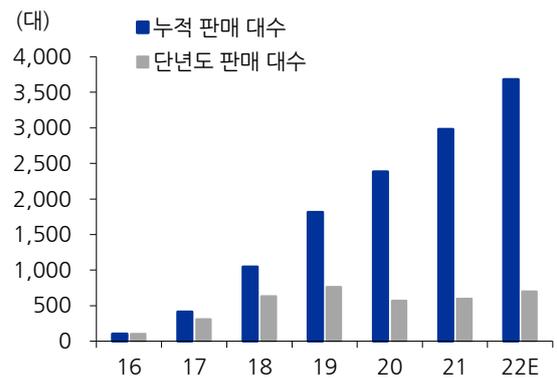
자료: P&W, 유진투자증권

도표 283. GTF 엔진 주요 일정

일자	내용
2012년 11월	개발 엔진 초호기 운전
2014년 9월	첫 비행
2014년 12월	FAA 형식인증 취득
2016년 1월	기체 상업운항 개시

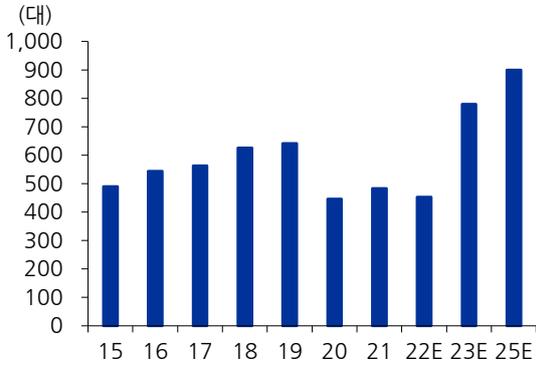
자료: 유진투자증권

도표 284. GTF 엔진 판매 추이



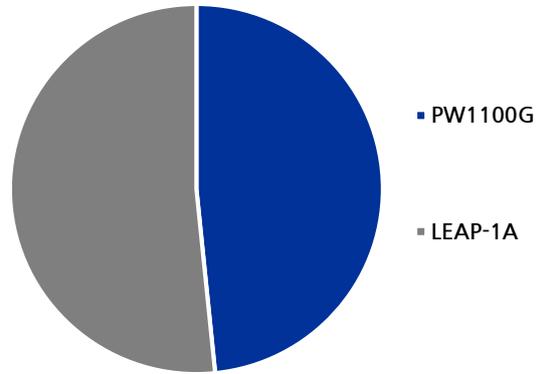
자료: 한화에어로스페이스, 유진투자증권

도표 285. A320 시리즈 인도 추이 및 전망



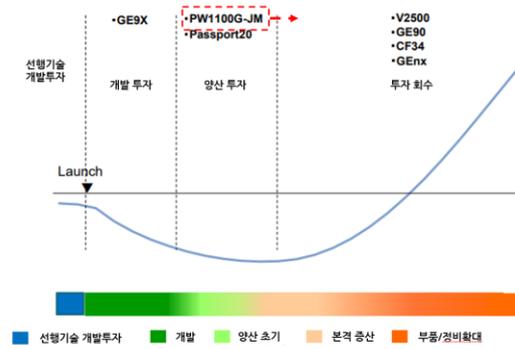
자료: 에어버스, 유진투자증권

도표 286. PW1100G 점유율 추정



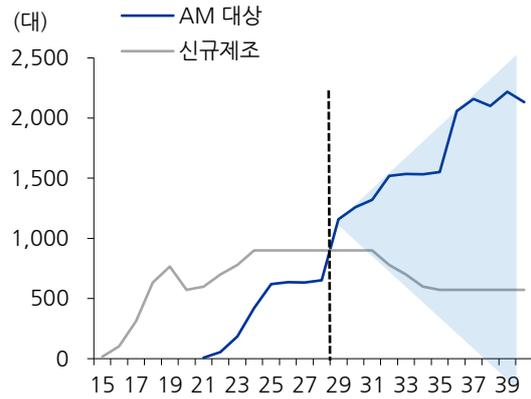
자료: 유진투자증권

도표 287. GTF 엔진의 현재 단계



자료: IAE, 유진투자증권

도표 288. GTF 엔진 신규 판매 및 정비 엔진 수 추정



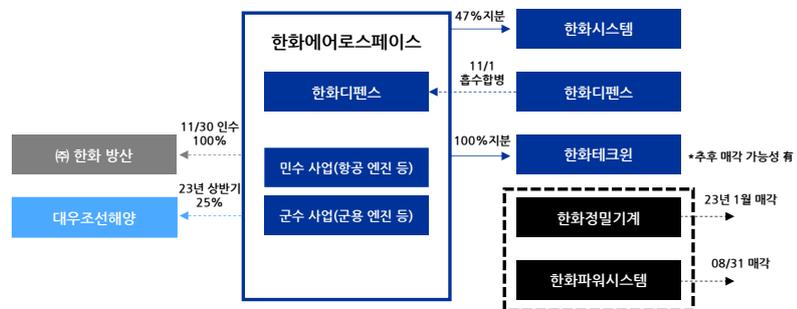
자료: 유진투자증권

### 지배구조 개편과 방산 수출 기대

한화에어로스페이스는 지난 7 월 지배구조 개편을 시작하여, 종합 방산 기업으로의 변모를 꾀하고 있다. 한화디펜스 흡수합병, (주)한화 방산부문 및 대우조선해양 인수를 통해 방산 사업을 한화에어로스페이스로 집결시키고, 민수 사업을 영위하는 한화정밀기계와 한화파워시스템을 매각한다. 지배구조 개편을 통해 한화 그룹 내 방산 사업간의 시너지 극대화를 목표로 하고 있으며, 개편은 내년 상반기 경에 완료될 예정이다. 한화에어로스페이스가 가진 방산의 색이 더욱 뚜렷해지고 있다.

이와 함께 한화에어로스페이스의 해외 무기 수출 또한 본격화되고 있다. 올해 초 이집트 K-9 수출 (2 조원)과 UAE 천궁 발사대(3,600 억원) 수주에 이어 폴란드 K-9(2.9 조원) 및 천무(5 조원) 실행 계약을 체결하며, 올해에만 10 조원에 달하는 수출 계약을 체결했다. 폴란드 향 K-9 수출은 1 차 실행 계약 212 문 중 24 문이 지난 10 월 19 일에 출하되며 연내 실적 기여가 기대되고 있다. 내년 이후 순차적으로 동사 실적에 반영되게 되며, 매년 1 조원 가량의 매출 증대 효과로 나타날 수 있다. 이와 더불어 폴란드 K-9 2 차 실행 계약(현지 생산)과 호주 LAND400, 미국 차세대 보병전차 (OMFV), 영국 MFP 사업(K-9) 등이 풍부한 추가 수주 파이프라인이 남아있어, 추가 대형 수주에 대한 기대감도 지속될 전망이다.

도표 289. 한화에어로스페이스 지배구조 개편도



자료: 유진투자증권

도표 290. 폴란드 향 K-9 출하식



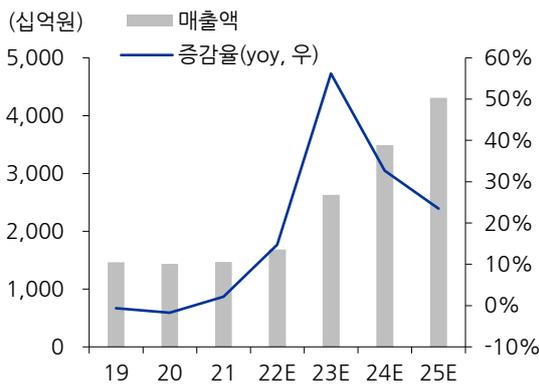
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 291. 5조원 수출 계약의 '천무'



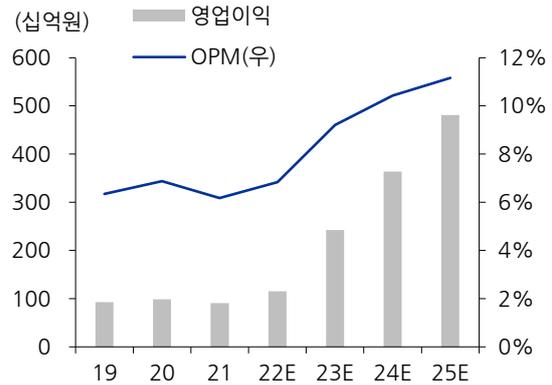
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 292. 한화디펜스 매출액 추이



자료: 한화에어로스페이스, 유진투자증권

도표 293. 한화디펜스 영업이익 추이



자료: 한화에어로스페이스, 유진투자증권

도표 294. 한화디펜스 21~22년 주요 해외수출 계약

수주명	시작년도	종료년도	계약금액(백만원)
(호주) K9	2021	2027	932,020
(UAE) 천궁 M-sam 발사대	2022	2027	360,719
(이집트) K9	2022	2027	2,000,000
(폴란드) K-9 1 차 계약	2022	2026	2,911,722
(폴란드) 천무	2022	2027	5,047,620

자료: 한화에어로스페이스, 유진투자증권

## 한화에어로스페이스(012450.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	9,465	11,046	11,757	12,124	12,692
유동자산	5,123	6,284	6,364	6,614	7,041
현금성자산	1,397	2,626	1,944	2,017	1,914
매출채권	1,044	1,037	1,340	1,406	1,611
재고자산	1,591	1,605	2,055	2,156	2,470
비유동자산	4,342	4,762	5,392	5,509	5,651
투자자산	549	887	1,390	1,447	1,506
유형자산	1,898	1,898	1,910	1,936	1,985
기타	1,895	1,977	2,092	2,126	2,160
<b>부채총계</b>	6,475	7,114	7,949	8,049	8,245
유동부채	3,900	4,330	5,266	5,344	5,517
매입채무	756	887	917	962	1,102
유동성이자부채	729	816	1,107	1,107	1,107
기타	2,414	2,627	3,242	3,275	3,308
비유동부채	2,575	2,784	2,683	2,705	2,728
비유동이자부채	1,757	1,965	1,817	1,817	1,817
기타	818	819	866	888	911
<b>자본총계</b>	2,990	3,932	3,808	4,075	4,447
지배지분	2,598	2,889	2,671	2,938	3,311
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	413	429	371	371	371
이익잉여금	1,581	1,812	2,037	2,304	2,676
기타	338	383	(2)	(2)	(2)
비지배지분	392	1,042	1,136	1,136	1,136
<b>자본총계</b>	2,990	3,932	3,808	4,075	4,447
총차입금	2,487	2,781	2,924	2,924	2,924
순차입금	1,090	155	980	907	1,010

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업현금</b>	435	990	(1)	474	329
당기순이익	165	302	264	369	497
자산상각비	246	237	252	249	253
기타비현금성손익	230	149	(664)	(44)	(66)
운전자본증감	(122)	311	(81)	(100)	(356)
매출채권감소(증가)	23	33	(383)	(66)	(205)
재고자산감소(증가)	(295)	7	(622)	(101)	(314)
매입채무증가(감소)	(31)	91	79	45	140
기타	181	180	846	22	22
<b>투자현금</b>	(299)	(607)	(712)	(368)	(398)
단기투자자산감소	51	(201)	(683)	(2)	(2)
장기투자증권감소	(28)	(72)	172	(40)	(42)
설비투자	189	166	153	193	220
유형자산처분	2	6	4	0	0
무형자산처분	(139)	(159)	(140)	(116)	(116)
<b>재무현금</b>	199	813	85	(35)	(35)
차입금증가	243	226	132	0	0
자본증가	(43)	(45)	(35)	(35)	(35)
배당금지급	17	43	35	35	35
<b>현금 증감</b>	331	1,197	(632)	71	(104)
기초현금	1,000	1,331	2,528	1,896	1,967
기말현금	1,331	2,528	1,896	1,967	1,863
Gross Cash flow	641	688	181	574	685
Gross Investment	472	95	110	466	752
<b>Free Cash Flow</b>	169	593	71	108	(67)

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	5,321	6,415	6,265	7,459	8,507
증가율(%)	1.1	20.6	(2.3)	19.1	14.1
매출원가	4,251	5,120	4,946	5,967	6,806
<b>매출총이익</b>	1,070	1,295	1,319	1,492	1,701
판매 및 일반관리비	826	912	953	965	1,001
기타영업손익	(4)	10	4	1	4
<b>영업이익</b>	244	383	366	527	700
증가율(%)	47.6	57.0	(4.4)	44.0	32.9
<b>EBITDA</b>	490	620	619	776	954
증가율(%)	27.5	26.7	(0.3)	25.4	22.9
<b>영업외손익</b>	(72)	22	(89)	(28)	(28)
이자수익	15	14	30	16	16
이자비용	66	64	66	64	64
자본법손익	(2)	(29)	(16)	(1)	(1)
기타영업손익	(18)	101	(37)	21	21
<b>세전순이익</b>	172	405	278	499	673
증가율(%)	9.9	135.9	(31.5)	79.9	34.7
법인세비용	7	104	87	130	175
<b>당기순이익</b>	165	302	264	369	497
증가율(%)	1.4	83.2	(12.4)	39.6	34.7
지배주주지분	121	253	259	303	408
증가율(%)	(8.2)	108.0	2.4	17.1	34.7
비지배지분	43	49	6	67	90
<b>EPS(원)</b>	2,398	4,989	5,107	5,979	8,055
증가율(%)	(6.5)	108.0	2.4	17.1	34.7
수정EPS(원)	2,398	4,989	5,107	5,979	8,055
증가율(%)	(6.5)	108.0	2.4	17.1	34.7

### 주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,398	4,989	5,107	5,979	8,055
BPS	51,308	57,066	52,759	58,037	65,393
DPS	600	700	700	700	700
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	11.9	9.6	14.0	12.0	8.9
PBR	0.6	0.8	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.2	4.2	7.4	5.8	4.9
배당수익률	2.1	1.5	1.0	1.0	1.0
PCR	2.3	3.5	20.0	6.3	5.3
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	4.6	6.0	5.8	7.1	8.2
EBITDA이익률	9.2	9.7	9.9	10.4	11.2
순이익률	3.1	4.7	4.2	4.9	5.8
ROE	4.8	9.2	9.3	10.8	13.1
ROIC	6.1	7.5	6.8	10.0	12.4
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	36.5	3.9	25.7	22.3	22.7
유동비율	131.3	145.1	120.9	123.8	127.6
이자보상배율	3.7	6.0	5.5	8.3	11.0
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7
매출채권회전율	4.6	6.2	5.3	5.4	5.6
재고자산회전율	3.6	4.0	3.4	3.5	3.7
매입채무회전율	7.0	7.8	6.9	7.9	8.2

# 켄코아에어로스페이스(274090)

## 미래 먹거리 다 가졌네

2022.11.29

투자의견: **NR**목표주가: **NA**

현재주가: 13,250원(11/28)

시가총액: 162(십억원)

항공/기계 양승윤\_02)368-6139\_syang0901@eugenefn.com

### 2022년 3분기 실적 Review: 우주와 항공 MRO가 이끄는 실적

2022년 3분기 실적은 매출액 196억원(+29%yoy), 영업이익 20억원(흑자전환)을 기록하며 사상 최고 매출액 실적을 갱신했다. 동사의 주력 사업으로 자리잡은 MRO 사업이 연간 누적 매출액 230억원을 달성하며 실적 성장을 견인하고 있다. 켄코아에어로스페이스는 2022년과 2023년 매출액으로 각각 754억원, 2023년 1,042억원을 기록할 것으로 전망하고 있다.

### Driver: Passenger to Freighter(PTF) Conversion

동사는 난삭재 가공에 강점을 가진 항공 제조 기업으로 항공기(회전익/고정익) 제조에 필요한 각종 부품부터 대형 구조물까지 생산이 가능하며, 완제기(KT-100, MELB) 조립 및 군용기 창 정비 수행 능력도 갖추고 있다. 이러한 항공기 구조물 제조 경험을 바탕으로 지난 2020년에는 여객기를 화물기로 개조하는 PTF 사업에 진출했다. Airbus의 PTF 사업을 도맡아 수행하고 있는 ST Aerospace으로부터 3,800억원에 달하는 A321/A320/A330 PTF에 필요한 각종 기체 구조물(도어, 하중 보강용 바닥 조립, 스킨 패널 등) 공급 계약을 체결했다. 사업 3년차 양산 단계에 접어드는 2023년부터는 매출 증대와 함께 러닝 커브에 따른 원가율 하락으로 수익성 개선이 본격화 될 것으로 기대된다.

### Future: 우주와 도심 모빌리티(UAM)

동사의 미래 먹거리인 우주 사업의 경우, 미국 자회사인 KENCOA USA와 California Metal에서 미국 NASA, 스페이스 X, 블루 오리진, 버진 갤러리의 우주 발사체에 사용되는 디테일 파츠와 원소재 공급 사업을 영위하고 있고, 미국 내 우주항공 관련 기업(M&J) 지분 투자도 실시하며 사업 강화에 나서고 있는 모습이다. 이외에 미래 모빌리티로 주목받는 UAM 분야에서는 2인승 이하의 UAM 자체 개발과 시범 운항까지 완료했고, 장기적으로는 비도심 항로에서의 UAM 운항부터 Vertiport 운영, 기체 파운드리와 MRO까지 다각도로 사업을 추진하고 있다.

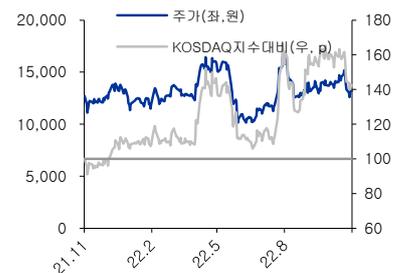
발행주식수	12,248천주
52주 최고가	16,900원
최저가	10,000원
52주 일간 Beta	1.37
90일 일평균거래대금	4,296백만원
외국인 지분율	29.0%
배당수익률(2021A)	0.0%

### 주주구성

LEE MINKYU(외 1인)	29.0%
에셋플러스자산운용(외 1인)	7.0%

	1M	6M	12M
주가상승률	-4.7%	-12.0	4.3%

	현재	직전	변동
투자의견	NR	-	-
목표주가	NA	-	-
영업이익(22)	-	-	-
영업이익(23)	-	-	-



결산기(12월)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액(백만원)	6,977	28,937	46,299	31,647	54,682
영업이익(백만원)	-648	-916	1,024	-7,428	-13,768
당기순이익(백만원)	-1,213	-9,474	-7,566	-9,339	-19,646
EPS(원)	-2,982.7	-2,428.0	-1,496.0	-1,111.0	-1,734.0
증감률(%)	적전	적지	적지	적지	적지
PER(배)	-	-	-	-	-
ROE(%)	-10.9	-	-	-27.9	-63.3
PBR(배)	-	-	-	2.0	6.0
EV/EBITDA(배)	-	-	-	-	-

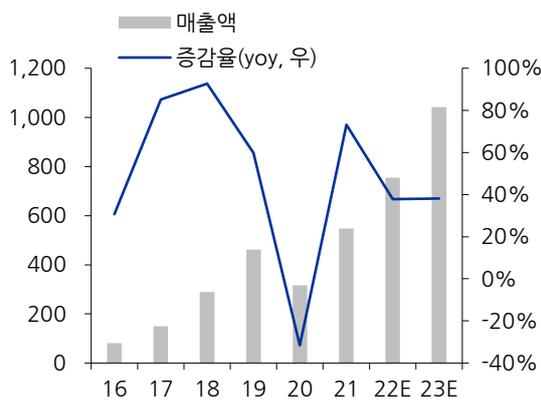
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 기업 개요

켄코아에어로스페이스는 2013년에 설립된 우주항공 제조 기업으로 과거로부터 항공기의 주요 부품과 완제품 조립, 군용기 창정비 등을 수행해오고 있다. 다양한 기계 설비를 갖추고 난삭재 가공에 특화되어 있으며, 최대 20m에 달하는 대형 부품 생산도 가능하다는 강점을 지니고 있다.

설립 이래 고속 성장을 달성해온 동사는 항공기 부품 제조가 주력 사업이었던 만큼 코로나 사태 여파로 2020년에 잠시 주춤하는 모습을 보였지만, MRO(PTF) 사업에 뛰어들며 2021년에는 역대 최고 매출액인 547억원(+73%yoy)을 기록하며 성공적으로 성장 궤도에 복귀했다. 항공 시장 회복에 더해, 신성장 사업의 본격적인 실적 기여로 2023년에는 매출액 1,042억원(+38%yoy)을 기록할 전망이다.

도표 295. 매출액 및 증감율 추이



자료: 켄코아에어로스페이스, 유진투자증권

도표 296. 주요 거점 및 사업 내용

주요 거점	사업 내용
KENCOA Korea	PTF 사업
KENCOA 2 공장&AIL	방산(헬기 동체) 사업, 우주항공 원소재 물류
California Metal & Supply	우주항공 원소재 공급
KENCOA USA	우주항공 부품 가공
KAI 고성공장	B767/777 부품 생산
김해공항	군용기 창정비

자료: 켄코아에어로스페이스, 유진투자증권

도표 297. 항공기 주요 부품 라인업



자료: 쉐코어에어로스페이스, 유진투자증권

도표 298. 완제기 조립 능력 보유



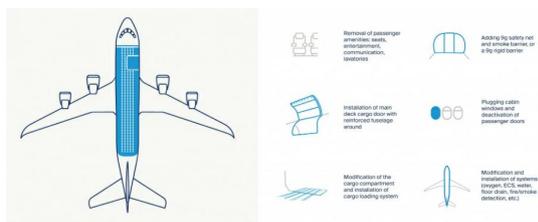
자료: 언론보도, 유진투자증권

### 투자포인트: (1) PTF 사업 본격화와 (2) 미래 사업(우주&UAM)

켄코아에어로스페이스는 2020 년에 ST Aerospace 로부터 Airbus 여객기를 화물기로 개조하는 PTF 사업에 진출했다. PTF 개조기는 화물기 전체 시장에서 50%를 차지하고 있는데, 소형 화물기(Narrow body)의 경우에는 별도 전용 화물기(Freighter) 라인업이 없어 전량 PTF로 생산되고 있는 상황이다. 최근 소형 화물기 시장에서 B757, B737 Classic 기종의 노후화 및 재고(운항 중인 여객기) 소진으로 B737 NG와 A320 시리즈로의 교체 수요가 높아지고 있는 가운데, 켄코아에어로스페이스는 향후 주력 PTF 기재로 주목 받는 A321과 A320 PTF 사업을 확보한 상황이다. 동사는 ST Aerospace에 화물기 도어, 하중 보강용 바닥 조립, 스킨 패널 등을 공급하고 있다. 2023년에는 사업 3년차 양산 단계에 진입하게 되어, 러닝 커브에 따른 원가를 하락으로 수익성 개선이 이루어질 것으로 전망한다.

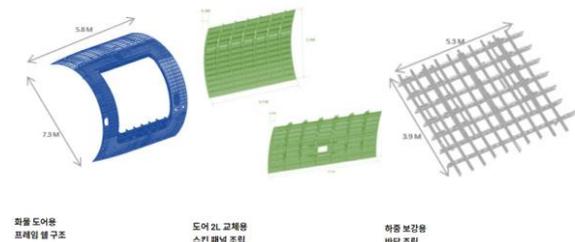
중장기적 성장 동력으로 우주항공과 도심 모빌리티 분야로의 사업 확장에 나서고 있는 점도 동사의 미래를 기대하게 한다. 미국 자회사인 KENCOA USA와 California Metal에서 미국 NASA, 스페이스 X, 블루 오리진, 버진 갤러틱의 우주 발사체에 사용되는 디테일 파츠와 원소재를 공급하고 있고, 미국 우주 발사체 M/S 1위 기업 ULA(United Launch Alliance)의 부품 공급 기업인 M&J Precision에 지분 투자도 실시한 바 있다. 그리고, 미래 도심 모빌리티로 주목받는 UAM 분야에서는 2인승 이하의 UAM을 자체 개발해 시범 운항까지 완료한 상황으로, 장기적으로는 제주도과 남부 내륙 지역을 중심으로 한 비도심 항로에서 UAM 운항부터 Vertiport 운영 참여를 준비하고 있고, 항공기 부품 사업에서 축적한 기술을 바탕으로 기체 파운드리 사업과 MRO까지 다각도로 사업화하는 것을 목표로 하고 있다.

도표 299. PTF 개요



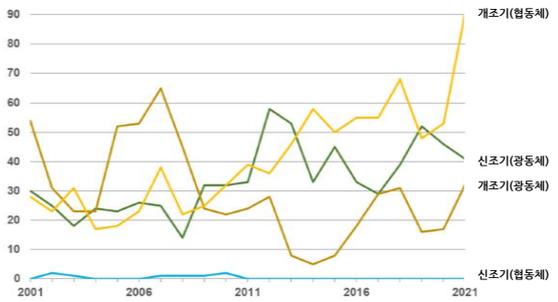
자료: EFW, 유진투자증권

도표 300. 켄코아에어로스페이스 PTF 주요 제작 구조물



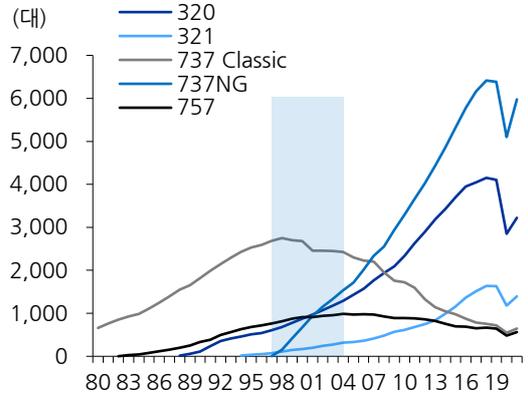
자료: 켄코아에어로스페이스, 유진투자증권

도표 301. 소형기의 PTF 급증



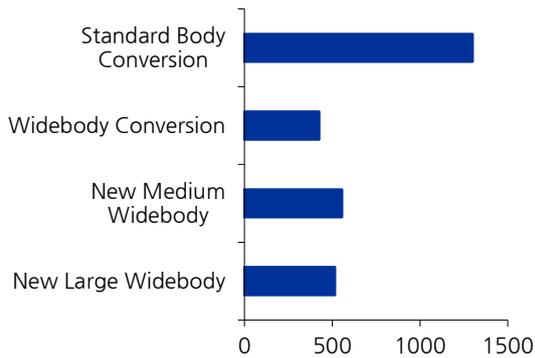
자료: 케코아에어로스페이스, 유진투자증권

도표 302. 소형 화물기의 세대교체



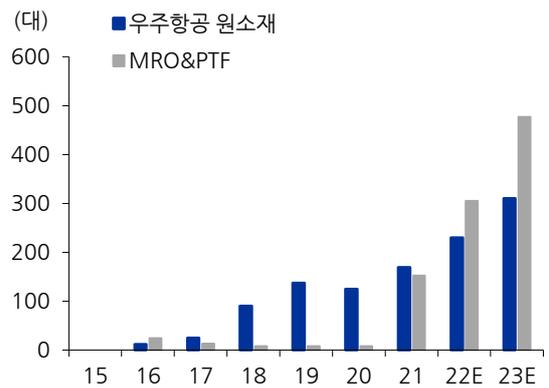
자료: JADC, 유진투자증권

도표 303. 기종별 PTF 수요 전망



자료: 보잉, 유진투자증권

도표 304. 미래 사업 매출 기여 추이 및 가이드선스



자료: 케코아에어로스페이스, 유진투자증권

도표 305. NASA 아르테미스 프로젝트 참여



자료: 케코아에어로스페이스, 유진투자증권

도표 306. 제주시 드론택시 실증 시연



자료: 언론보도, 유진투자증권

## 아스트(067390)

힘들 때도 웃는 자가 일류다

2022.11.29

투자의견: **NR**목표주가: **NA**

현재주가: 5,050원(1/1/28)

시가총액: 130(십억원)

항공/기계 양승윤\_02)368-6139\_syang0901@eugenefn.com

## 2022년 3분기 실적: Top Line의 가파른 회복

2022년 3분기 실적은 매출액 400억원(+83%yoy), 영업이익 27억원(흑자전환)을 기록했다. 민항기 수요 증가와 보잉의 완제기 생산 재개 영향으로 코로나 이전(2018~2019년)의 분기 평균 매출액인 327억원을 상회하는 실적을 기록했고, 영업이익률도 과거 평균 수준인 7%를 달성하며 유의미한 실적 회복세를 보여주었다.

## 고난 끝, 턴 어라운드 시작!

아스트의 주력 제품은 B737 기종의 후미 동체(Section 48) 부품이다. B737-MAX 추락사고와 코로나 사태 여파로 동 기종 인도 대수가 큰 폭으로 줄어들며, 아스트는 급격한 실적 부진을 겪었다. 그러나 보잉 737 MAX 인도 재개, 코로나 이후 항공 산업 회복, 노후 항공기 수 증가에 따라 B737 수요와 생산 모두 증가 흐름을 기록하고 있는 점에 주목이 필요하다. Boeing은 지난 11월 B737-MAX의 월간 생산량을 현재 31대 수준에서 2023년 36~38대, 2025~2026년 50대로 확대하겠다고 발표한 바 있어(2018년 월 48대 생산), 아스트의 Section 48 공급도 과거 수준을 빠르게 회복할 전망이다.

## Tier 1으로 한단계 레벨업

동사는 항공기의 뼈대(Stringer) 제작에서 시작했으나, 2019년 Triumph Group로부터 Embraer E-Jet II의 제조, 판매 및 기술이전에 대한 독점적 지위와 권리를 양수하며 11m에 달하는 중/후방 동체 제조 및 설계 능력까지 갖춘 Tier 1 부품사로 거듭났다. 사업 양수 이후 E-Jet II 관련 매출이 큰 폭으로 늘고 있고, 설계 능력 이전으로 타 RSP 프로그램에 참여할 수 있는 레퍼런스 또한 확보하게 되었다. 지난 2022년 3월에는 Airbus사의 Approved Supplier에 선정되었으며, PTF 사업도 신규 수주하며 다각도로 사업을 확장해 나가고 있다. 코로나 이후 부채 증가 및 금융 비용 증가 등 재무구조가 취약해진 점은 리스크 요인이지만, 매출액 및 영업이익 단에서의 실적 성장 흐름에 주목할 필요가 있다. 당사는 아스트의 2023년 실적으로 매출액 1,898억원, 영업이익 285억원을 기록할 것으로 전망한다.

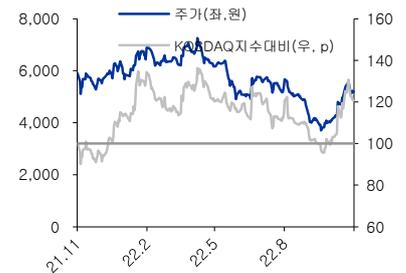
발행주식수	25,713천주
52주 최고가	7,280원
최저가	3,635원
52주 일간 Beta	1.26
90일 일평균거래대금	431백만원
외국인 지분율	1.2%
배당수익률(2021A)	0.0%

## 주주구성

김희원(외 2인)	13.0%
아스트우리스주(외 1인)	2.0%

	1M	6M	12M
주가상승률	21.4%	-18.2%	-14.4%

	현재	직전	변동
투자의견	NR		
목표주가	NA		
영업이익(20)	-		
영업이익(21)	-		



결산기(12월)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액(백만원)	97,206	117,013	144,614	54,493	81,162
영업이익(백만원)	8,052	10,832	14,307	-19,083	-13,754
당기순이익(백만원)	1,446	4,001	-728	-31,427	-27,445
EPS(원)	90.3	235.3	-34.0	-1,230.0	-1,074.0
증감률(%)	-80.7	160.6	적전	적지	적지
PER(배)	195.5	39.9	-	-	-
ROE(%)	1.6	3.9	-0.5	-18.0	-18.8
PBR(배)	2.9	1.6	1.1	0.9	1.1
EV/EBITDA(배)	28.3	19.5	18.3	-	-

자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 기업 개요

2001년 한국항공우주의 Stringer 사업 부문에서 분사되어 설립되어, Stringer와 Skin, Bulkhead 등 구조물 단품부터 후방 동체 일체를 제작할 수 있는 기술을 갖춘 항공 부품 전문 제조기업이다. 미국 Boeing을 비롯한 Airbus, Embraer 등 글로벌 항공기 제조사와 Spirit Aerosystems와 같은 Tier 1 항공기 부품사를 주요 고객으로 두고 있다.

2020년 이전까지 두 자릿수 이상 매출액 성장을 달성해왔으나, B737-MAX 추락사고와 코로나 사태가 발생하며 2020~2021년 급격한 실적 악화를 겪었다. 올해 들어 항공 산업이 회복세로 돌아섬에 따라 동사 실적도 다시금 이전 수준으로 정상화되고 있다. 당사 추정에 따르면 2023년 실적은 매출액 1,898억원으로 코로나 이전 수준을 크게 상회할 것으로 전망한다.

도표 307. 대표 제품 B737 Section 48



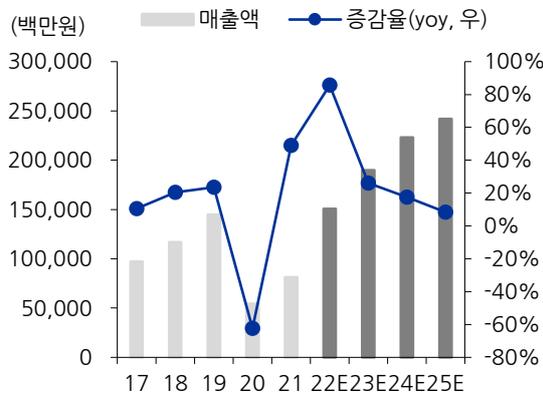
자료: 아스트, 유진투자증권

도표 308. 주요 고객사



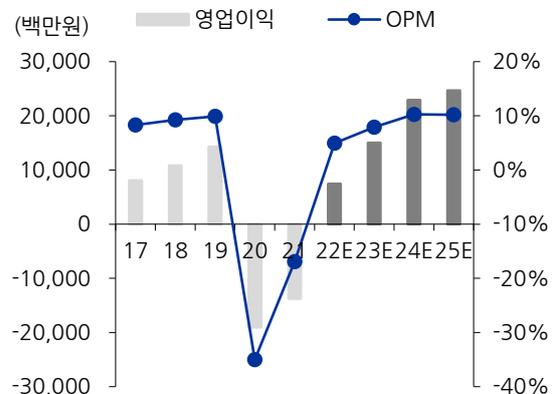
자료: 아스트, 유진투자증권

도표 309. 아스트 매출액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 310. 아스트 영업이익 추이 및 전망



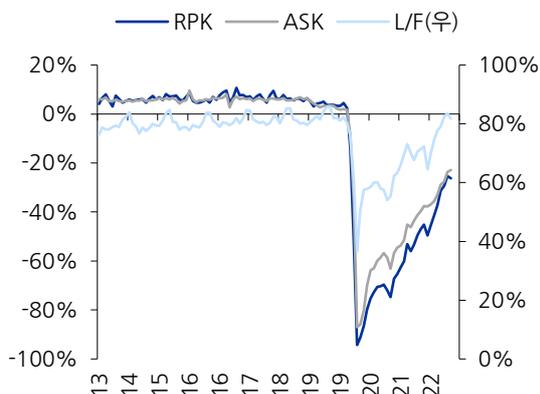
자료: 유진투자증권

## 투자포인트: (1) 항공 산업 회복과 (2) 신사업 양수 효과

코로나 이후 급감했던 항공 여객 수 회복과 퇴역 시기에 도달하는 노후 기체 수 증가로 항공기 수요가 다시금 활기를 띠고 있다. 지난 3년간 항공기 인도량이 급감하며 항공 제조 서플라이체인이 많이 훼손되었던 탓에 항공기 인도량 증가는 예상보다 더디게 나타나고 있지만, 2023년에는 주요 항공기 제조사인 Boeing 및 Airbus의 항공기 생산량이 코로나 이전 수준을 회복하며 정상화 될 것으로 예상된다. 이와 함께 아스트의 주력 제품인 Boeing의 B737 후방 동체 구조물(Section 48) 공급 실적이 개선될 것으로 기대된다.

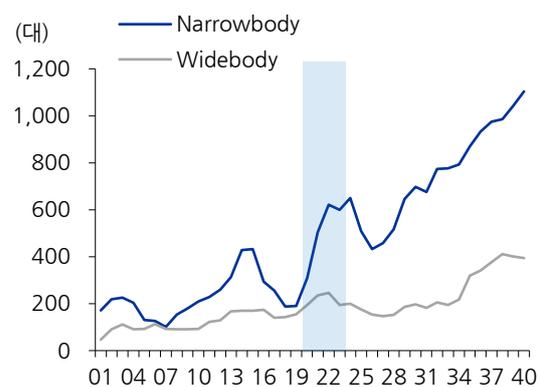
2019년에 양수한 Embraer의 최신 항공기인 E-Jet II의 동체 구조물 사업이 본격적으로 실적에 기여하기 시작한 점에도 주목이 필요하다. Embraer의 E-Jet II는 80~150석 규모의 소형 항공기(Regional Jet)로, E-Jet 시리즈의 차세대 기종이다. 기존 라인업 대비 20% 가량 연료 효율이 뛰어나 운항 비용 절감이 가능한 것이 강점이다. 현재 160대 가량의 수주 잔고가 확보되어 있으나, 향후 연간 200여대의 소형 항공기 퇴역이 예정되어있는 만큼 지속적인 수요 증가 흐름이 예상된다. 지난 11월에는 중국에서 운항 허가를 받아, 경쟁 기종인 Airbus의 A220보다도 앞서서 거대 시장에 진입하고 있는 상황이다. 아스트는 해당 사업 양수를 통해 동체 구조물의 제작 판매 권리는 물론, 설계 능력 등 기술 이전도 확보해, 향후 항공기 개발 사업에도 참여할 수 있는 역량을 갖추게 될 것으로 기대해볼 수 있다.

도표 311. 글로벌 항공 수요 공급 추이



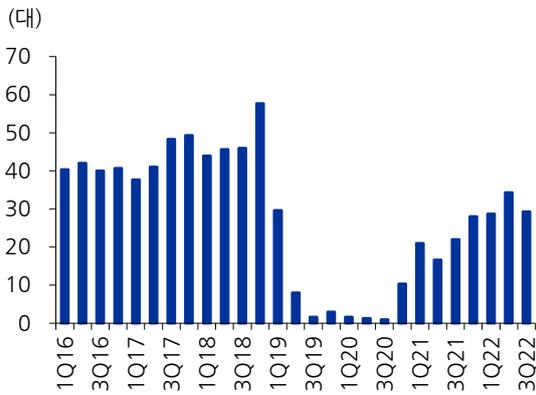
자료: ICAO, IATA, 유진투자증권

도표 312. 항공기 퇴역 시기 추정



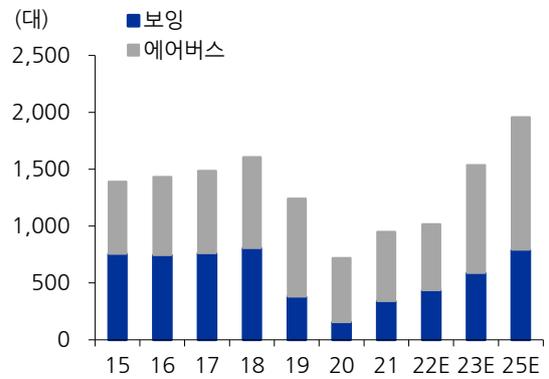
자료: JADC, 유진투자증권

도표 313. 보잉 B737 분기 생산 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 314. 항공기 제조 산업 회복 전망



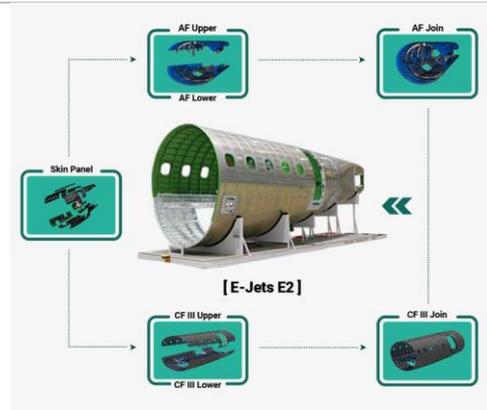
자료: 유진투자증권

도표 315. E-JET II 포트폴리오



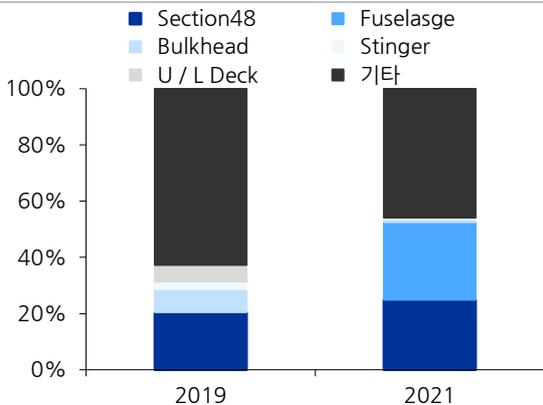
자료: Embraer, 유진투자증권

도표 316. 아스트 공급 부품(중/후방 동체)



자료: 아스트, 유진투자증권

도표 317. 아스트 제품별 매출액 비중



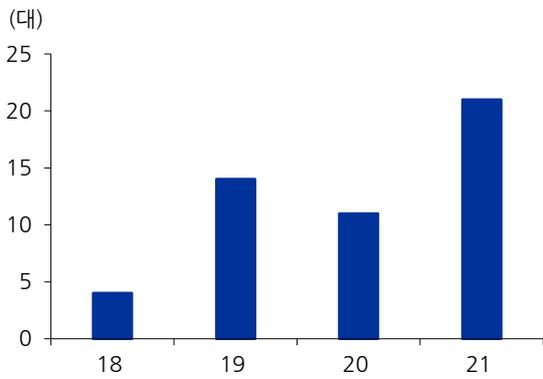
자료: 아스트, 유진투자증권

도표 318. E-JET vs E-JET II 비교



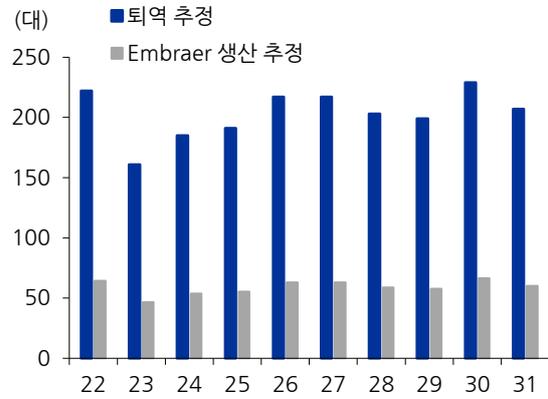
자료: Embraer, 유진투자증권

도표 319. E-JET II 인도 대수



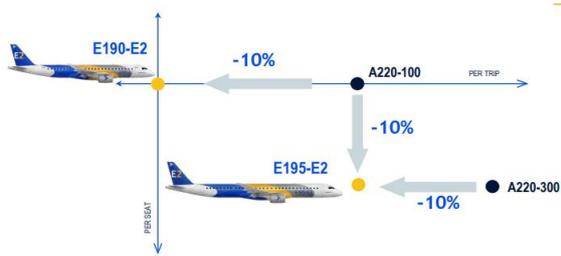
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 320. 소형 항공기(100~150 석) 퇴역 추정



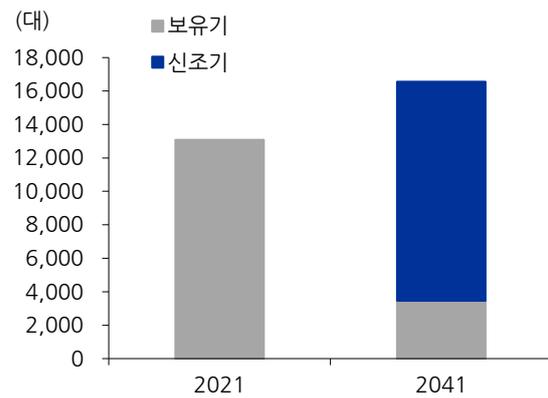
자료: Embraer, 유진투자증권

도표 321. 경쟁 기종 비교



자료: Embraer, 유진투자증권

도표 322. 100~170 석 항공기 수요 전망



자료: JADC, 유진투자증권

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	6%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2022.9.30 기준)

