

항공사 실적호조 지속 가능한가?

- 팬데믹 이전과 비교한 중단기 실적의 주요변수 점검

문이영 기업평가본부 선임연구원 02-2014-6354 aymoon@nicerating.com

박세영 기업평가본부 기업평가3실장 02-2014-6246 spark@nicerating.com

2023.04.05.

SUMMARY

리오프닝이 본격화된 항공산업, 코로나 이전 사업구조로 회귀하는 과도기적 시기를 마주한 시점

- 코로나 시기 여객수요 급감으로 전례없는 침체시기를 겪은 국내 항공산업은 정부의 정책적 지원과 우호적인 수급여건에 따른 화물부문의 우수한 실적을 바탕으로 3년간의 항공산업 침체 시기를 버텼다. 기간산업의 역할을 하는 항공산업의 붕괴를 막기 위해 정부는 국내 항공업계에게 고용유지지원금 지급, 3조원 이상의 기간산업 안정기금 조성을 통한 금융지원 등의 정책적 지원을 제공하였으며, 우호적인 수급여건 조성으로 화물운임이 강세를 보이며, 화물기단 비중이 높은 국내 FSC(Full Service Carrier)는 코로나19 기간동안 오히려 이익창출력이 확대되는 모습을 보였다.
- 다만, 리오프닝이 본격화되면서 국내 항공산업은 코로나 이전 사업구조로 회귀하는 과도기적 시기를 마주하고 있다. 국가간 이동량 증가로 여객부문 매출 회복세가 나타나고 있으며, 코로나 시기 확대되었던 화물부문 매출이 Belly Cargo 공급확대와 반도체, IT업황 부진으로 감소세가 나타나고 있다. 이에 본 보고서에서는 여객 및 화물사업에 영향을 미치는 주요 변수를 중심으로 국내 항공사들의 중단기 실적 방향성 및 신용위험을 점검해보고자 한다.

중단기 실적의 4가지 주요 변수

- 여객(Quantity): 여객수요 회복 추세가 지속될 것으로 전망되나 단기간 내 2019년 수준으로의 회복은 어려울 전망
국제공항협회는 단기적으로 펜트업 효과 등에 기반하여 견조한 여객 수요가 지속될 것으로 전망하고 있으며, 글로벌 평균 대비 느린 회복력을 보인 아태지역은 2023년에 더욱 가파른 회복을 할 것으로 예상하고 있다. 국내 역시 회복추세가 지속될 것으로 예상되는데, 이연된 해외여행 수요 발현과 최근까지 회복률(23년 2월 누적 기준 '19년 동기 대비 회복률 7.7%)이 더딘 중국 수요 회복이 가시화될 것으로 예상되기 때문이다. 다만, ① 경기둔화에 따른 소비자 심리 위축 등 여객수요 회복 탄력성을 낮출 요인들이 존재하는 점 ② 항공사들의 본격적인 증편 계획에도 여객기 복항을 위한 인프라 정비에 시일이 소요될 것으로 예상되는 점 ③ 단체여행 규제 등 제약 여건 해소시점의 불확실성 등으로 중국 노선 정상화에 시일이 소요될 것으로 예상되는 점 감안 시 단기간 내 2019년 수준으로의 회복은 어려울 것으로 보인다.
- 여객(Price): 단기적으로는 공급부족으로 운임 하방 지지, 중기적으로는 노선별 차별화 예상
항공사들의 여객기 수가 코로나 이전 대비 축소된 가운데, ① 항공기 제조업체들의 공급망의 완전한 회복이 2024년 이후로 전망되는 점 ② 약 3년간 추가 기재 도입이 제한적이었던 가운데 보유 항공기 노후화에 따른 퇴역 물량 등을 감안 하면 단기간 내 급격한 공급 능력 확대는 제한적일 것으로 판단된다. 특히, 근 시일 내 퇴역 예정인 항공기가 모두 광동체(중장거리용)이며, 글로벌 항공기 제조업체의 수주 물량이 특정 기종(협동체, 단거리용)에 집중되어 있어 중장거리 노선용 항공기 공급 증가는 더욱 더딜 것으로 예상된다. 다만, 단거리 노선의 경우 공급 부족 상황이 예상보다 빠르게 해소

될 수 있다. 신생 LCC(Low Cost Carrier) 3개의 실질적인 운항 개시 시기 감안 시 국내 항공사 수는 코로나 이전 대비 증가한 상황이며, 상대적으로 LCC의 운용리스 비중이 높아 신규 항공기 대비 항공기 도입에 소요되는 시간이 짧은 편인 것도 단거리 노선의 공급 능력 회복 시기를 앞당길 수 있는 요인이다.

■ **화물(Freight): 이익감소가 불가피하나 급격하게 감소하는 모습을 보이지는 않을 전망**

여객기 Belly Cargo 공급능력 증가 전망, 주요 품목인 반도체 및 IT제품 수요 부진, 해상운송 공급망 차질 완화 및 운임 하락에 따른 대체수요 감소 등을 감안할 때 **항공화물운임 하락이 예상되며**, 이로 인해 화물부문의 이익감소도 불가피할 것으로 예상된다. 다만, 화물부문 이익의 급격한 감소가능성 또한 제한적이다. 이는 공급능력에 미치는 영향이 큰 중국의 리오프닝에도 불구하고, 먼저 국경개방을 한 국가들 사례 감안 시 국제선 여객기 Belly Cargo **공급능력 확대는 시일이 소요될 것으로 예상되며**, FSC 자체적으로도 **수요 감소에 대응하여 공급능력을 조절**하고 있기 때문이다.

■ **비용(Cost): 고유가 상황은 가격전가력 약화로 인해 영업실적에 미치는 부정적 영향이 확대될 전망**

최근 유가 안정화에도 불구하고 정제시설 CAPA가 제한된 가운데, 급격한 항공유 수요 증가에 따른 스프레드 확대로 항공유 가격은 배럴당 100달러를 상회하며 과거(19년 배럴당 평균 78.8달러) 대비 높은 수준을 지속하고 있다. 과거 항공유 가격 및 환율을 감안한 1배럴 구매시 소모비용에 따라 항공사의 영업수익성도 유사하게 변동되어 왔다. 2022년의 경우 1배럴 구매 시 소모비용이 과거 대비 크게 증가하였음에도, 매우 높은 화물운임을 유지하며 수익성이 방어되는 모습을 보였으나, **운임 하락이 본격화된 지금 항공사들의 수익성 하방압력은 심화될 것으로 보인다**. 환율의 경우 주요 기관들의 전망치를 감안할 때 점차 하향 안정화될 것으로 예상되지만, 절대적인 수준은 높은 수준에서 유지될 것으로 보여 항공사 영업외수지에 미치는 부정적 영향은 지속될 전망이다.

결론 및 항공사별 신용도 방향성

- **단기적으로** FSC와 LCC 모두 공급능력이 축소된 상황에서, 여객수요 증가와 비탄력적인 항공기 공급여건을 기반으로 과거 대비 높은 운임을 유지 가능할 것으로 예상된다. FSC의 경우 화물실적 저하는 불가피하나 2019년 수준의 Belly Cargo 공급능력 회복에는 시일이 소요될 것으로 예상되며, 공급능력 조절 대응 등을 통해 이익규모가 급격히 감소하지는 않을 것으로 예상된다. 따라서 FSC, LCC 모두 **비우호적 매크로 환경에도 불구하고 2019년을 상회하는 수익성을 시현할 수 있을 것으로 보인다**. **중기적으로는** 단거리 노선의 경우 상대적으로 공급능력 회복 시점이 빠를 것으로 예상되는 가운데, 경쟁심화 재발에 따른 운임 하방 압력 증대로 항공사들의 수익성 저하로 이어질 가능성이 높은 상황으로 판단된다. 이는 단거리노선 집중도가 높은 LCC가 부정적 영향을 더 많이 받을 것으로 보인다.

표. 2019년 대비 절대적 업황 수준

구분		여객(Quantity)	여객(Price)	화물(Freight)	비용(Cost)	종합
단기	FSC	비우호적	우호적	다소 우호적	비우호적	우호적
	LCC	비우호적	우호적	-	비우호적	다소 우호적
중기	FSC	중립적	우호적	중립적	비우호적	중립적
	LCC	중립적	중립적	-	비우호적	중립적

■ **대한항공: 화물부문 이익감소 불가피하나, 여객부문 회복을 바탕으로 양호한 수익성 유지 전망. 순이익 누적, 유상증자 등으로 개선된 재무구조는 신용도에 긍정적**

대한항공은 코로나19기간 화물운임 급등 수혜를 받으며 호실적을 지속하였다. 영업실적 호조는 현금성자산 축적과 순이익 누적으로 이어졌으며, 이와 더불어 적극적인 자구계획과 2020~2021년 두 차례의 대규모 유상증자(총 4.4조원)를 수행하며 재무안정성이 크게 개선되었다('19년말 연결기준 부채비율 871.5%, 순차입금의존도 57.3% → '22년말 부채비율 212.1%, 순차입금의존도 17.7%). 업황이 정상화되는 과정에서 화물 부문 실적 저하는 불가피하나 공급능력 조절을 통해 저하 속도를 완화할 것으로 예상되며, 중단기적으로 여객부문의 우호적 수급환경 지속, 프리미엄 좌석 수요 증가 등 수요패턴 변화의 수혜를 바탕으로 운임의 하방 경직성을 확보하여 양호한 이익창출력을 유지할 것으로 예상된다. 아울러, 아시아나항공 인수에 따른 재무부담 상승 폭이 제한적일 것으로 예상되며 이러한 점들은 대한항공 신용도에 긍정적이다.

■ **아시아나항공: 실적 개선에도 재무안정성 여전히 열위한 수준. 재무구조 개선수준, 기업결합 진행 경과 등이 신용도 좌우**

아시아나항공도 화물사업 호조와 여객수요 회복 본격화로 이익창출력이 확대되었다. 중단기적으로 화물 시장 하락 영향을 받겠지만, 중국 노선 경쟁력 등을 기반으로 여객부문의 실적 회복이 지속될 것으로 예상된다. 또한, 부진한 영업실적으로 연결실적에 부정적 영향을 미쳤던 LCC 자회사(에어부산, 에어서울)도 수익성 회복이 가속화될 것으로 예상되어 양호한 EBITDA창출을 지속할 것으로 예상된다. 다만, 아시아나항공은 누적된 당기순손실과 높은 차입 부담으로 재무안정성 지표가 열위하며('22년말 연결기준 부채비율 1,780.2%), 자본의 상당부분이 고금리의 신종자본증권으로 구성되어있다. 영업수익성은 양호한 수준을 유지할 것으로 예상되나, 열위한 재무구조 감안 시 단기간 내 재무안정성의 자체적인 회복은 어려울 것으로 판단된다. 향후, 재무구조 개선 정도와 기업결합 진행 경과 등이 신용도를 좌우할 것으로 판단된다.

■ **LCC: 단기적인 실적 회복이 신용도를 개선시키는 충분한 요소로 작용하기는 어려울 전망**

코로나19기간 실적 저하 폭이 컸던 LCC는 단기적으로 구조적인 초과수요 시장 형성이 전망되는 가운데, 일본, 베트남 등 단거리 국제여객 노선 수요 회복에 따라 실적 개선의 폭은 클 것으로 전망된다. 다만, 누적된 순손실로 재무적 체력이 크게 저하된 상황에서 단기적인 실적 회복이 신용도를 개선시키는 충분한 요소로 작용하기는 어려울 전망이다. 중기적 관점에서 단거리 노선 중심으로 과당경쟁 이슈가 재발될 가능성이 높은 점은 FSC대비 LCC에 부정적이며, 여전히 사업 포트폴리오 다각화 수준이 미약한 상태로 급변하는 사업환경에 대응할 수 있는 체력은 부족하다. 신용도 상승을 위해서는 FSC와 구분되는 LCC만의 강점(낮은 단위당 비용 등)을 강화시켜 운임과 가동률을 적절히 관리하고, 차별화된 수익구조와 경쟁력 확보를 통해 포스트코로나 시대에도 안정적인 이익창출 지속이 필요하다.

목차

I. 들어가며	5
II. 항공업계 최근현황	6
III. 중단기 실적의 4 가지 주요 변수	9
1. 여객(Quantity): 코로나 이전 수준으로의 여객 수 회복 시점은?	9
2. 여객(Price): 높은 수준의 운임, 지속 가능한가?	11
3. 화물(Freight): 이익 감소 불가피, 연착륙 가능한가?	14
4. 비용(Cost): 고유가, 고환율의 비우호적 영업환경에 따른 영향은?	16
IV. 결론 및 항공사별 신용도 방향성	18
1. FSC	19
2. LCC	21

I. 들어가며

글로벌 항공운송업은 여객부문 중심으로 추세적인 성장을 지속해왔으나, 2020년 코로나19의 전세계적 확산으로 전례 없는 침체시기를 겪었다. 국가 간 입출국 제한조치, 일정기간의 격리 등 고강도의 방역 정책 실시는 여객수요를 크게 위축시켰고, 이는 여객기 감편 및 운휴 노선 확대로 이어지며 글로벌시장을 대상으로 하는 항공운송 산업환경에 매우 부정적인 영향을 미쳤다. 이러한 파급효과로 항공사, 항공기 제조업체, 공항 등 관련 기업들은 영업활동에 큰 타격을 받았다. 각 기업들은 현금흐름 저하에 대응하기 위해 인력 구조조정, 생산 감축 등을 수행하였으며, 항공산업 밸류체인 전 영역의 순환이 원활하지 않은 상태가 지속되었다.

우리나라의 경우에도 좁은 영토로 국내선 기반이 협소한 특성 상 국제여객 수요 급감의 영향을 온전히 받았으며, 2020~2021년 국제여객 수가 각각 2019년의 15.7%, 3.6%에 그치고, 2022년에도 절대적인 회복 수준은 미흡했다. 다만, 기간산업의 역할을 하는 항공산업의 붕괴를 막기 위해 각국 정부가 금융지원, 세제 혜택 등을 지원한 가운데, 우리나라 정부도 국내 항공업계에 고용유지지원금 지급, 3조원 이상의 기간산업 안정기금 조성을 통한 금융지원 등의 정책적 지원을 제공하며 숨통을 열어줬다. 또한, 전세계적인 여객기 운항 급감으로 Belly Cargo 공급량이 감소한 가운데, 항공화물 수요 증가로 우호적인 수급여건이 조성되며 화물 운임 강세가 지속되었고, 화물기단 비중이 높은 국내 FSC는 오히려 코로나기간 이익창출력이 크게 확대되었다.

이에 따라 국내 항공사들은 3년간의 항공산업 침체 시기를 버텨낼 수 있었으며, 현 시점 업황 정상화로 가는 과도기적 시기를 마주하고 있다. 국내 항공사들은 코로나기간 여객·화물 포트폴리오 다각화 수준에 따라 영업실적 차이가 극명하게 나타나고, 재무적 대응력의 격차도 확대된 상황이다. 리오프닝 국면에서 영업실적이 화물중심에서 여객중심으로 리밸런싱이 이루어질 것으로 예상되는 가운데, 중단기적으로 항공사들의 실적은 팬데믹 이전으로 회귀하는 것인지, 아니면 변화된 양상을 보일지 예측하기 어려운 상황이다. 이에 본 고에서는 항공사들의 중단기 실적 방향성을 점검해 보고자 한다. 먼저 ① 항공운송업의 최근 현황을 짚어보고 ② 영업실적을 결정하는데 주요한 4가지 변수를 중심으로 ③ 항공사들의 실적방향성과 신용도에 미치는 영향을 분석해보려고 한다.

II. 항공업계 최근현황

글로벌 여객운송업황 정상화 진행중이나, 우리나라를 포함한 아태지역의 회복 수준 미흡
전세계적으로 항공운송업황 정상화가 진행되고 있으나, 지역별로 회복률은 차별화된 모습을 보이고 있다. 먼저 리오프닝이 진행된 미국은 RPK(여객운송지표)가 '22년 12월 기준 '19년 동기간의 92%수준을 회복하였으며, 유럽의 경우에도 러우 전쟁의 영향을 받고 있지만 약 85% 수준까지 회복된 상황이다. 다만, 아태지역의 경우 서구권 지역 대비 입출국 규제 완화가 더디게 이루어졌으며, 주요국인 중국의 강도 높은 방역정책이 최근까지 지속되며 타 지역 대비 회복률이 낮은 편이다 ('19년 12월 대비 '22년 12월 RPK : 글로벌 (-)23.1%, 아태지역 (-)43.5%, [그림1] 참조). 중국은 춘절 이후 국내선 중심으로 수요 회복세를 보이고 있으나, 국제선 회복률은 미미하며 글로벌 항공운송업에 미치는 리오프닝 효과가 본격화 되기까지는 시일이 소요될 것으로 예상된다.

그림1. 지역별 RPK 회복률(2019.12 vs 2022.12)

단위: %

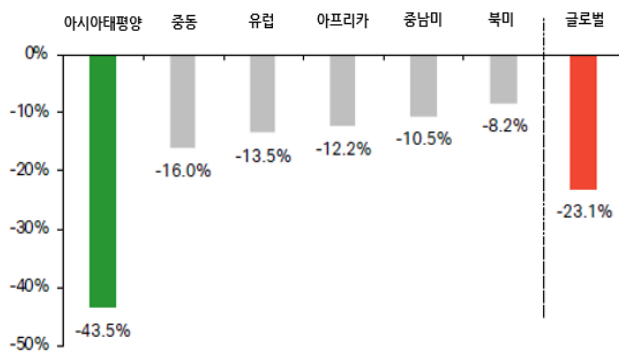
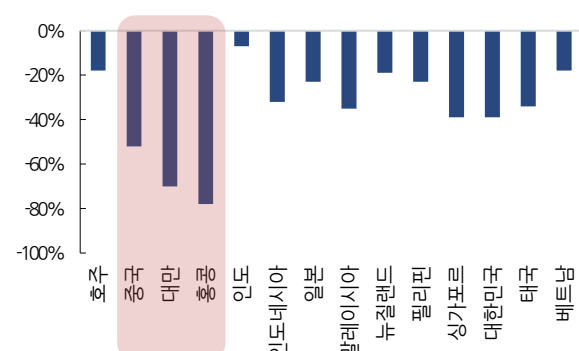


그림2. 아태지역 국가별 여객 수 회복률

단위: %



자료: IATA(2023.02 발간)

주: RPK(Revenue Passenger Kilometer): 각 운항구간 유상여객수*구간거리의 합계

자료: IATA(2023.02 발간)

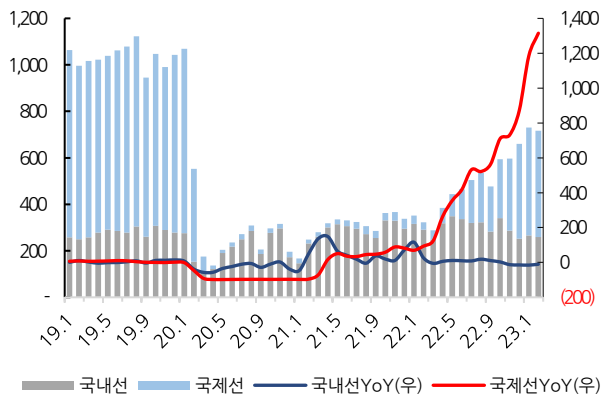
주: 2019년 4분기 대비 2022년 4분기 여객 수 회복률

우리나라도 여타 아태지역 국가들과 더불어 비교적 느린 방역정책 완화로 더딘 회복세를 보여왔다. 다만, 10월부터 PCR 검사 의무 폐지, 일본 개인 무비자 관광 재개 등과 맞물려 여객 수요 회복세가 가팔라지는 모습이다. '19년 동월 대비 '22년 9월 국제선 여객수 회복률은 28.3%에 불과하였으나, '23년 2월 61.2%까지 증가하는 등 경기침체 우려에도 불구하고 뚜렷한 여객 수요 회복세를 보이고 있다. 그러나, 2019년 기준 국제선 여객 수요의 20% 이상을 차지했던 중국 여객수 회복률은 7~8%수준에 불과하여 업황 정상화 과정의 걸림돌로 작용하고 있다.

한편, 2022년 6월부터 인천국제공항의 커류(운항금지시간), 도착슬롯 및 항공편 공급횟수 제한 등이 해제되었지만 여전히 코로나19 이전 대비 운항편수 회복률은 낮은 수준이다. 리오프닝이 먼저 진행된 미주노선의 경우 운항횟수가 2019년 동기간을 상회하고 있으나, 대부분의 지역 회복률은 70%를 하회하고 있다. 시장상황 변화에 따른 수요 증가 속도를 공급 증가 속도가 따라가지 못하며 높은 여객 운임 수준이 유지되고 있다.

그림3. 국내공항 여객운송 실적 추이

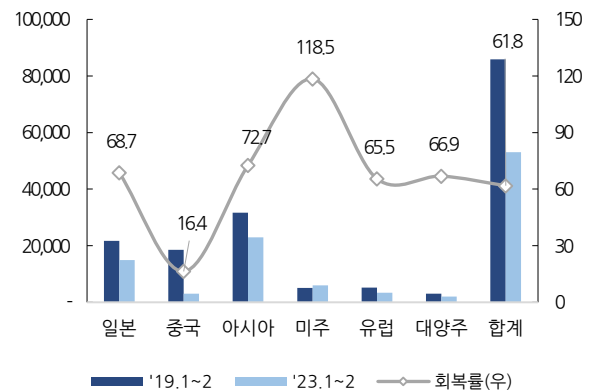
단위: 만명, %



자료: 국토교통부, NICE신용평가경리
 주1: 전년동월 대비 증감률
 주2: 국내선 출발기준, 국제선 출도착 기준

그림4. 국내공항 국제선 운항횟수 회복률

단위: 회, %



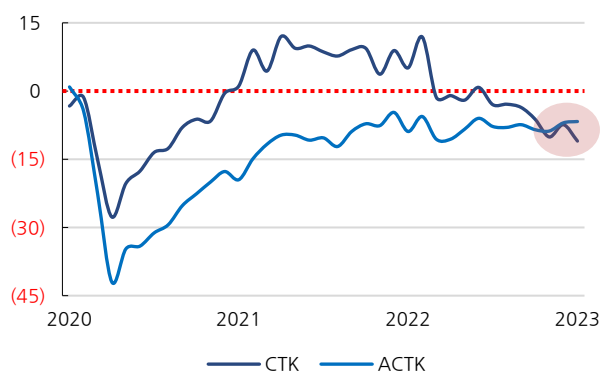
자료: 국토교통부, NICE신용평가경리
 주: 국내공항 2019년 1~2월 대비 2023년 1~2월 운항횟수 기준

유례없는 호황시기를 지난 글로벌 항공화물시장은 하강국면 진입

글로벌 항공화물시장은 2021~2022년 상반기 코로나 진단키트 등 긴급성 이송수요, 각국의 경기부양책 집행에 따라 항공운송수요가 크게 증가한 반면, 여객기의 Belly Cargo 공급량 증가가 더디게 이루어지며 유례없는 호황기를 겪었다. 다만, 2022년 하반기부터 여객기 공급 증가 추세와 글로벌 경기 둔화에 따른 항공화물수요 감소가 맞물려, 수급불균형 완화가 빠르게 진행되며 글로벌 항공화물운임의 조정이 본격화되고 있다. 국내 FSC도 이러한 흐름에 영향을 받으며, 4분기 전통적인 화물 성수기에도 불구하고 FSC의 화물 매출은 감소 추세가 지속되었다. 대한항공과 아시아나항공은 각각 2022년 4분기, 3분기부터 여객매출이 화물매출을 상회한 상황이며, 본격적으로 화물중심에서 여객중심으로 영업실적의 리밸런싱이 진행되고 있다.

그림5. 글로벌 항공화물 수급 추이('19년 대비)

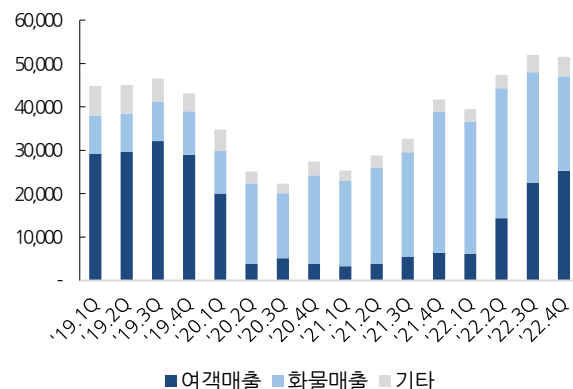
단위: %



자료: IATA, NICE신용평가재구성
 주1: 2019년 동월 대비 증감률
 주2: CTK: Cargo Tonne-Kilometer(수요)
 주3: ACTK: Available Cargo Tonne-Kilometer(공급)

그림6. FSC 분기별 매출액 추이

단위: 억원



자료: 각사 제시자료
 주: 대한항공, 아시아나항공 합산기준(별도)

여객수요 회복 수준, 화물사업 비중에 따라 국내외 항공사들의 영업실적 차별화

지역별 상이한 회복률과 여객/화물 시장의 상반된 흐름은 글로벌 주요 항공사들의 영업실적 추이에서도 확인할 수 있다([표1] 참조). 먼저 리오프닝이 진행된 미국항공사(Delta, American Airlines)는 2022년 2분기부터 EBIT흑자를 지속하고 있으며, 고유가와 공급부족 상황에 따른 높은 운임에도 불구하고 여객수요가 강하게 회복되며 2022년 매출 규모는 팬데믹 이전을 초과하는 등 타국 항공사들에 비해 빠른 실적 개선이 이루어졌다. 반면, 강한 방역 정책을 최근까지 지속한 중국(중국남방항공) 항공사는 2022년에도 분기별 영업적자를 지속하였고, 잠정 실적 기준 연간 약 390억위안(원화기준 7조원 이상)의 순손실을 기록하였다.

한편, 국내 FSC(대한항공, 아시아나항공)는 팬데믹 이전 대비 영업수익성이 크게 제고되었는데, 이는 화물전용기 비중이 상대적으로 높아 항공화물운임 급등 수혜를 받았기 때문이다. 또한, 일본, 중국 노선 상당수의 재개 지연으로 2022년 하반기부터 이연된 여행수요가 미주, 유럽 및 동남아 노선으로 집중되며 국내 LCC 대비 여객 부문 실적 개선도 빠르게 이루어졌다. 국제여객 단거리 노선 중심의 포트폴리오를 보유한 LCC(제주항공, 티웨이항공)는 2022년에도 온기기준 EBIT적자를 면치 못하였으나, 2022년 4분기부터 실적 개선 폭이 빠르게 이루어지는 모습이다.

표 1. 국내외 주요 항공사 매출 및 영업이익

구분		2021				2022				2019	2022
		1~3월	4~6월	7~9월	10~12월	1~3월	4~6월	7~9월	10~12월	누적	누적
대한항공 (억원)	매출액	17,928	20,130	23,035	29,075	28,843	34,214	39,108	38,797	123,843	140,961
	영업이익	1,010	1,931	4,191	7,048	7,731	7,403	8,007	5,165	1,761	28,306
	EBIT/매출액(%)	5.6	9.6	18.2	24.2	26.8	21.6	20.5	13.3	1.4	20.1
아시아나항공 (억원)	매출액	8,472	9,815	10,666	14,445	12,463	15,493	16,780	17,332	68,868	62,067
	영업이익	-886	572	63	1,183	1,435	1,395	1,995	1,163	-4,357	5,988
	EBIT/매출액(%)	-10.5	5.8	0.6	8.2	11.5	9.0	11.9	6.7	-6.3	9.6
제주항공 (억원)	매출액	418	751	682	879	812	1,262	1,957	2,994	13,840	7,025
	영업이익	-873	-712	-913	-673	-789	-557	-616	187	-329	-1,775
	EBIT/매출액(%)	-208.8	-94.8	-133.9	-76.6	-97.2	-44.2	-31.5	6.3	-2.4	-25.3
티웨이항공 (억원)	매출액	353	568	530	693	597	937	1,584	2,140	8,104	5,258
	영업이익	-454	-347	-391	-291	-390	-295	-323	-32	-192	-1,039
	EBIT/매출액(%)	-128.8	-61.2	-73.6	-42.0	-65.3	-31.5	-20.4	-1.5	-2.4	-19.8
Delta Air Lines (mil USD)	매출액	4,150	7,126	9,154	9,470	9,348	13,824	13,975	13,435	47,007	50,582
	영업이익	-1,398	816	2,205	263	-783	1,519	1,456	1,470	6,618	3,662
	EBIT/매출액(%)	-33.7	11.5	24.1	2.8	-8.4	11.0	10.4	10.9	14.1	7.2
American Airlines (mil USD)	매출액	4,008	7,478	8,969	9,427	8,899	13,422	13,462	13,189	45,768	48,972
	영업이익	-1,315	441	595	-780	-1,723	1,017	930	1,383	3,065	1,607
	EBIT/매출액(%)	-32.8	5.9	6.6	-8.3	-19.4	7.6	6.9	10.5	6.7	3.3
Lufthansa Group (mil EUR)	매출액	2,560	3,211	5,207	5,833	5,363	8,462	10,068	8,877	36,424	32,770
	영업이익	-1,135	-979	-9	-193	-640	340	1,126	405	1,857	1,231
	EBIT/매출액(%)	-44.3	-30.5	-0.2	-3.3	-11.9	4.0	11.2	4.6	5.1	3.8
중국남방항공 (mil RMB)	매출액	21,253	30,323	26,919	23,149	21,471	19,346	29,344		154,322	
	영업이익	-3,626	244	-199	-4,516	-4,844	-6,056	-2,398		10,304	
	EBIT/매출액(%)	-17.1	0.8	-0.7	-19.5	-22.6	-31.3	-8.2		6.7	
Singapore Airlines (mil SGD)	매출액	1,114	1,295	1,533	2,316	2,471	3,928	4,489	4,846	16,870	15,734
	영업이익	-318	-274	-345	76	-67	556	678	755	1,116	1,922
	EBIT/매출액(%)	-28.6	-21.2	-22.5	3.3	-2.7	14.2	15.1	15.6	6.6	12.2
ANA Holdings (mil JPY)	매출액	201,069	198,911	232,214	306,921	282,278	350,419	440,297	467,939	2,072,047	1,540,933
	영업이익	-102,366	-64,612	-51,395	190	-57,310	-1,321	32,768	67,535	128,067	41,672
	EBIT/매출액(%)	-50.9	-32.5	-22.1	0.1	-20.3	-0.4	7.4	14.4	6.2	2.7

자료: 각사 공시자료(연결기준)

주 1: 연결 기준 재무수치

주 2: 중국남방항공은 불룸버그 수치 기준이며 2022년 온기 실적 미공시

Ⅲ. 중단기 실적의 4 가지 주요 변수

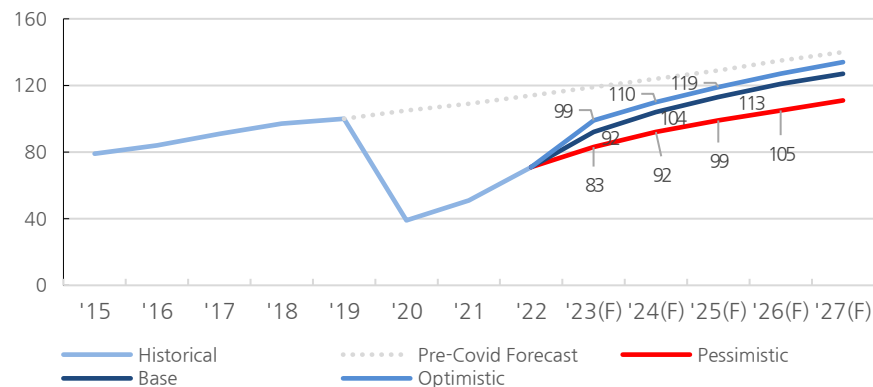
1. 여객(Quantity): 코로나 이전 수준으로의 여객 수 회복 시점은?

중단기적으로 여객수요 회복 추세 지속 전망

추세적으로 성장해오던 여객수요를 외부규제가 억제시키면서 업황 침체가 야기된 점 감안 시, 대부분의 규제가 해소된 현재 여객 수요의 회복 기조는 지속될 것으로 예상된다. ACI World(국제공항협회)는 경기침체 우려에도 단기적으로 펜트업 효과 등에 기반하여 견조한 여객 수요 회복세가 지속될 것으로 예상하고 있다. 특히 글로벌 평균 대비 느린 회복력을 보인 아태지역은 2023년에 더욱 가파른 회복을 할 것으로 예상하고 있다.

그림7. 글로벌 항공여객 수 회복 전망

단위: 2019=100



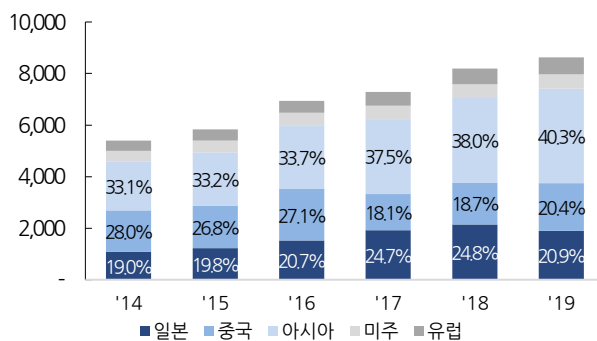
자료: ACI(Airports Council International) World, NICE신용평가 정리

국내의 경우에도 여객 수요 회복 추세는 지속될 것으로 예상된다. '23년 1~2월 일본, 베트남 등 단거리 노선 중심으로 여객수가 급증하며 이연된 해외여행수요를 확인할 수 있었으며, 최근까지 강도 높은 방역 정책 지속으로 회복률이 더딘 중국 여객 수요 회복이 점진적으로 가시화될 것으로 예상되기 때문이다. 중국은 코로나19 이전 우리나라 국제선 여객의 2~30% 비중을 차지했으며, 국내 항공사들 노선 매출의 상당부분(FSC 기준 약 15%)을 차지하는 등 주요 수익원 역할을 하였다. 다만, 중국의 더딘 리오프닝으로 '23년 2월 누적 기준 '19년 동기 대비 여객 수 회복률은 7.7%에 불과하며, 타 권역 대비 회복률이 매우 저조하다(일본, 기타 아시아, 대양주 약 70%, 미주 91.5%, 유럽 57.4%).

다만, 한국과 중국이 2023년 2월부터 양국간 단기 비자 발급 재개, 3월부터 입국 후 PCR 검사 의무 조치를 해제하였고, 양국 정부간 운항 확대 합의를 함으로써 상당부분의 규제가 해소되었다. 이와 발맞추어 국내 항공사들도 본격적인 중국 노선 증편을 예고했으며, 주요 항공사들은 2023년 상반기까지 2019년의 4~50%수준으로 증편할 계획으로 수요 회복 제약 요소가 해소되고 있다.

그림8. 코로나19 이전 국가별 여객 수

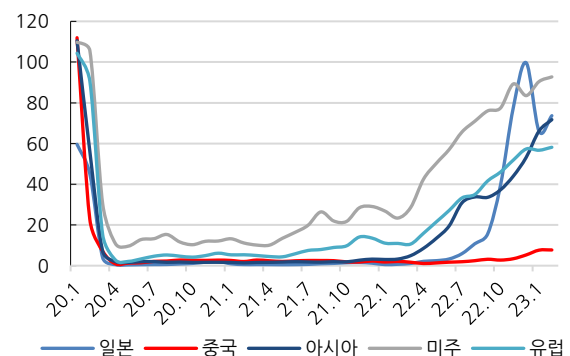
단위: 억원



자료: 국토교통부
주: 국제선 여객수 중 차지 비율

그림9. 국내공항 권역별 여객 수 회복률

단위: %



자료: 국토교통부
주: 2019년 동월 대비 회복률

다만, 단기간 내 2019년 수준으로의 수요 회복은 어려울 것으로 예상

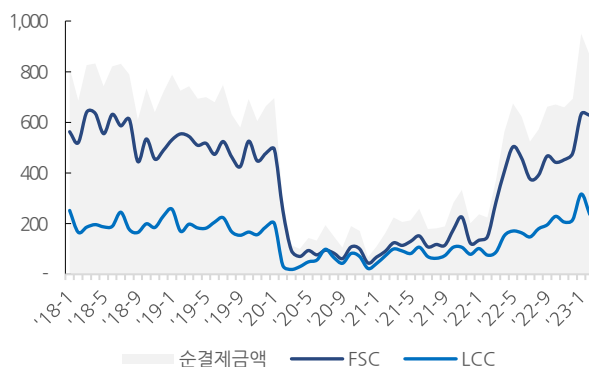
여객수요 회복 추세가 지속될 것으로 예상되나, ① 경기둔화 등 회복 탄력성을 낮출 요인들의 존재와 ② 중국 노선 정상화에 시일이 소요될 것으로 예상되는 점 감안 시 단기간 내 2019년 수준으로의 회복은 어려울 것으로 보인다.

경기민감도가 높은 항공수요 특성 상 인플레이션과 금리 인상, 경기침체에 대한 심리적 우려는 여객수요 회복 속도를 늦출 수 있는 요인으로 작용할 수 있다. 국내의 경우 펜트업 효과 등에 기반해 항공권 순결제금액이 코로나19 이전과 유사한 수준으로 빠르게 증가하고, 비교적 견조한 여행비 지출 심리를 보였다. 다만, 2022년 하반기부터 가계수입전망이 하락하고, 이와 연동하여 소비자 심리지수가 90대로 빠르게 위축된 상황으로 여객 수요 회복의 탄력성을 낮출 요인으로 작용할 수 있다.

또한, 중국의 경우 국내 항공사들의 본격적인 증편 계획에도 양국 공항의 여객기 복항과 노선 증편을 위한 인프라 정비에 시일이 소요될 것으로 예상되며, 여전히 중국이 자국민 단체여행 허용국에 한국을 제외시키는 등 완전한 규제 해제 시점에 불확실성이 존재한다. 이러한 점들을 고려할 때 팬데믹 이전 수준으로의 여객 수요 회복까지는 시일이 소요될 것으로 예상된다.

그림10. 국내 항공권 순결제금액 추이

단위: 십억원

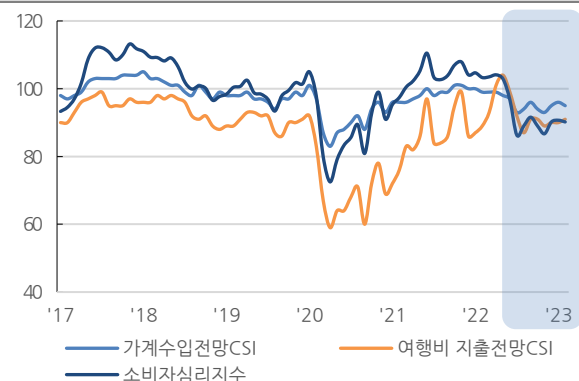


자료: 산업자료

주: 순결제금액은 대한항공, 아시아나항공, 진에어, 제주항공 합산 금액

그림11. 가계수입전망, 여행비 지출전망 CSI

단위: pt



자료: 한국은행경제통계시스템

주: 100이상인 경우 긍정적 답변 소비자수 > 부정적 답변 소비자수

2. 여객(Price): 높은 수준의 운임, 지속 가능한가?

구조적인 공급부족에 따른 운임 하방 지지, 다만 노선별로 차별화 예상

여객 수요 회복이 지속된다면, 항공사들의 가격 전가력을 결정할 주요 요소는 공급일 것이다. 현재 항공산업 인력 수급 문제, 공항 인프라 정상화 지연 등의 이슈도 공급 부족 현상에 상당한 영향을 미치고 있으나, 중단기적인 공급능력 증대의 주요 요소는 항공기다.

항공컨설팅 전문업체인 CAPA에 따르면 전세계 여객기 수는 2019년말 30,940대에서 2022

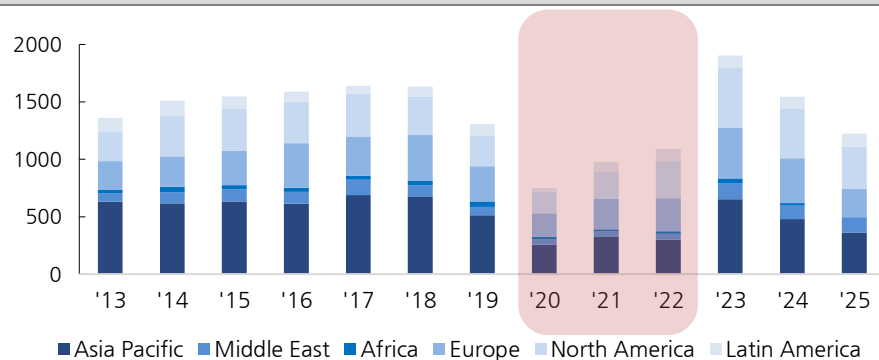
년말 29,938대로 감소하였으며, 아태지역의 항공기 감소 대수가 가장 많다(432대). 우리나라 국적항공사들의 총 기재도 코로나 이전 대비 감축된 상황이며('19년말 411대, '23년 3월 21일 기준 366대), 이 중 20년 이상 노후 항공기는 54대로 중장거리 노선용(A330, B777, B747, B767)이 대부분을 차지하고 있다.

코로나19 발발 이후 급감한 항공기 수요는 점차 회복되어갔지만, 수십만개의 부품이 투입되는 항공기 특성 상 서플라이체인이 더딘 회복으로 항공기의 생산 및 인도 지연은 2022년까지 지속되었으며, 항공사들의 기단 축소를 심화시키는 요인으로 작용하였다. 2022년말 기준 Airbus와 Boeing의 상업용 항공기 수주잔고는 각각 7,239대, 4,578대로 약 10여년간 인도 물량이 누적되어있으며, 수주물량 해소와, 공급망의 점진적 회복으로 향후 2개년의 항공기 인도량은 2019년을 상회할 것으로 전망되고 있다. 다만, ①항공기 제조 공급망의 완전한 회복은 2024년 이후로 전망되어 단기적으로 생산, 인도 지연 가능성이 상존하고 있는 점, ②항공사들이 약 3년 동안 추가 기재 도입이 제한적이었던 가운데 보유 항공기 노후화에 따른 퇴역 물량 감안 시 단기간 내 급격한 공급 능력 확대는 제한적일 것으로 판단된다.

또한, 글로벌 항공기 제조업체의 수주 물량이 특정 기종(B737/A320, 협동체)에 집중되어 있어 생산투입이 편중될 것으로 예상되는 바, 중장거리 노선용 항공기 공급 증가는 더욱 더딜 것으로 예상된다. 더불어, 국내의 경우 근시일 내 퇴역 예정인 항공기가 모두 광동체임을 감안할 때 중장거리 노선의 급격한 공급능력 증가는 더욱 제한적일 것으로 예상된다.

그림12. 여객기 인도 실적 추이 및 전망

단위: 대



자료: CAPA(Centre for aviation), NICE신용평가 정리
주: 대륙별 항공기 인도대수 전망은 2023.03 기준

다만, 단거리 노선의 경우 공급 부족 상황이 예상보다 빠르게 해소될 수 있다. 현재 국내 항공사는 FSC2개, LCC9개로 신생 LCC 3개의 실질적인 운항 개시 시기 감안 시 항공사 수는 코로나 이전 대비 증가한 상황이다. 최근 이스타항공의 AOC(항공운항증명) 재취득으로 국내 항공운송업계는 실질적인 구조조정이 이루어지지 않았으며, 단거리 노선 중심의 경쟁심화가 재차 촉진될 가능성이 높은 상황이다. 상대적으로 LCC의 운용리스 비중이 높아 신규 항공기 구매 대비 항공기 도입에 소요되는 시간이 짧은 편인 것도 단거리 노선의 공급 능력 회복 시기를 앞당길 수 있는 요인이다.

표 2. 국내 항공사 보유 기체 현황 및 추이

단위: 대

기업명	2018.12	2019.12	2020.12	2021.12	2023.03
대한항공	166	169	159	154	158
아시아나항공	82	85	82	81	77
제주항공	39	45	44	39	37
진에어	27	26	28	24	26
티웨이항공	24	28	27	27	31
에어부산	25	26	24	25	21
이스타항공	17	23	10	2	3
에어서울	7	7	6	5	6
플라이강원	-	2	3	2	3
에어로케이	-	-	1	1	1
에어프레미아	-	-	-	1	3
합계	387	411	384	361	366

자료: 각사 공시 및 제시자료, ATIS(항공기술정보시스템)

주 1: 2023년은 3월 21일, 국제항공운송사업용 기준

주 2: 에어인천은 화물 전용 항공사로 제외

수요 트렌드 변화 추세는 항공사 수익구조에 긍정적

IATA에 따르면 전세계적으로 2019년 대비 프리미엄(퍼스트/비즈니스) 좌석 회복률이 일반석을 추월하는 소비패턴을 보이고 있으며, 먼저 회복 국면을 맞이한 델타항공의 경우에도 전체 매출액 중 프리미엄 티켓 매출 비중이 증가하는 추세를 보이고 있다. 소비 양극화, 가치소비 트렌드가 심화되고 있는 만큼, 이에 맞추어 글로벌 항공사들도 좌석클래스를 세분화하여 수익군을 다양화하는 추세이다. 경기둔화로 인해 가계의 소비지출 감소로 프리미엄 좌석 수요가 둔화될 가능성은 있지만, 전반적으로 이러한 변화는 상대적으로 출장, 고소득층 수요 비중이 높아 수요의 가격 탄력성이 비탄력적인 점, 항공사들의 Yield(km당 수익)를 상승시켜 외형 확대의 요소로 작용한다는 점에서 단기적으로는 항공사 수익구조에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

그림13. 좌석 종류별 국제선 RPK 회복 추이

단위: %

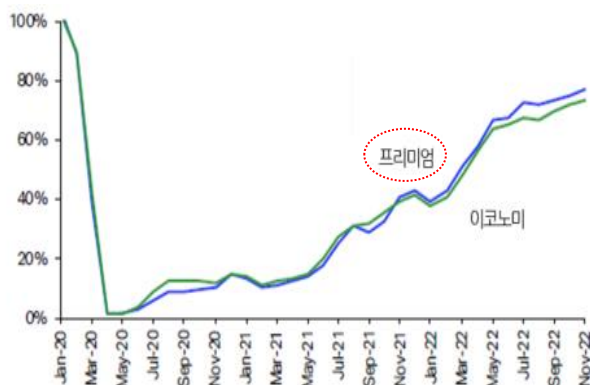
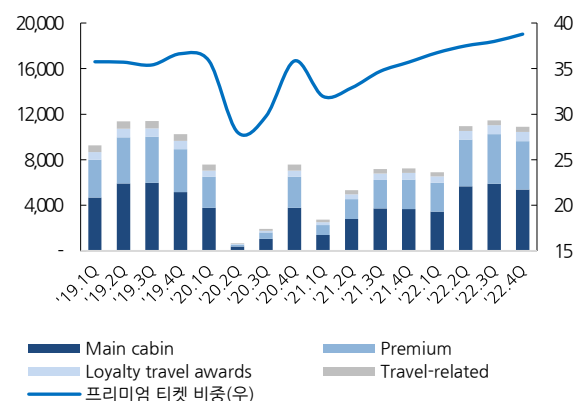


그림14. Delta 세부 부문별 여객매출 추이

단위: 백만달러, %



자료: IATA(2022.12)

주: 2019년 동월 대비 회복률

자료: 델타항공 공시자료, NICE신용평가 정리

앞의 논의를 종합할 때, 중단기적으로 항공권 운임(P)은 상대적으로 장거리노선 비중이 높은 FSC의 영업실적에 유리하게 작용할 것으로 예상된다. LCC의 경우에도 단기적으로는 구조적인 초과수요 시장 상황 하 코로나 이전 대비 우호적인 상황 전개로 높은 운임이 유지 가능할 것으로 예상된다. 다만, 근본적인 공급과잉 이슈가 해소되지 않은 상황으로 중기적으로 경쟁 심화에 따른 수익성 하방 압력은 높은 상황으로 판단된다.

3. 화물(Freight): 이익 감소 불가피, 연착륙 가능한가?

단기적으로 수요 감소세 지속 예상

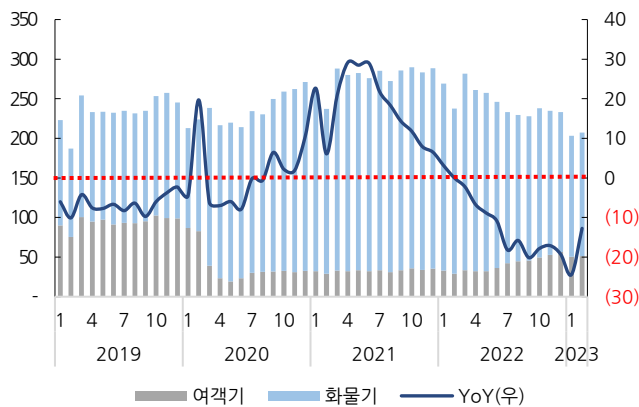
2022년 7월부터 나타난 화물수요 둔화세는 단기적으로 지속될 것으로 예상된다. 코로나 시기 재택근무 등으로 인하여 유례없는 호조를 보였던 반도체, 전자제품 수요가 코로나 엔데믹 전환, 경기침체의 영향으로 수요가 감소하고 있으며, 해운 공급망 정상화에 따른 대체수요 감소도 항공화물수요에 부정적 영향을 미치고 있다.

국내공항 국제선 화물운송량은(수하물 제외) '20년 9월부터 '22년 2월까지 전년 동월 대비 증가 추세가 지속되었으나, 3월부터 흐름이 반전되는 모습이다. 특히 '22년 7월부터는 코로나 발생 이전인 '19년 동기상을 하회하며 수요 둔화가 가속화되었는데, 팬데믹 기간 증가했던 백신 등 의약품 운송량감소('22년 3월 의약품 수출입 9,173톤, '23년 1~2월 평균 2,400톤), 반도체 업황 저하와 IT수요 감소로 관련 품목들의 수출부진에 따른 물동량 감소가 주요 사유로 작용하였다.

또한 해상운임(SCFI기준)의 경우 코로나기간 공급망 적체와 수급불균형 지속으로 '22년 1월 5,067p까지 급등하였으나('18~'19년 평균 823.3p), 글로벌 긴축기조 전환에 따른 수요 위축, 물류망 병목 완화로 수급불균형이 완화되며 운임지수가 급격하게 하락하고 있다. '23년 3월 4째주 기준 SCFI 지수는 908.4p로 고점 대비 약 82%조정된 상황으로, 항공운송으로 유입되던 대체수요가 감소할 요인이 증가하고 있다.

그림15. 국내공항 국제선 항공화물 운송 실적

단위: 천톤, %



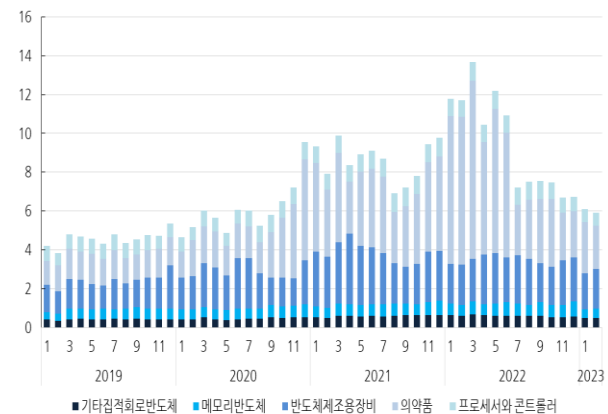
자료: 국토교통부

주1: 전년 동월 대비 증감률

주2: 수하물 제외, 출도착 기준

그림16. 주요 항공화물 품목 운송추이

단위: 천톤



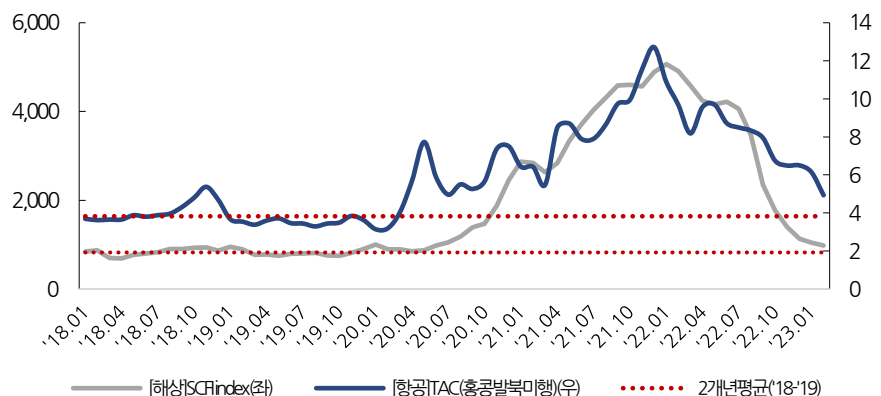
자료: KITA, 한국항공협회 자료 바탕으로 NICE신용평가재구성

주1: '21~'22년 누적 항공화물 수출입금액 TOP5 품목 기준

주2: 인천공항 국제선 수출입 중량 합계 기준

그림17. 글로벌 항공 및 해상운임 추이

단위: index, USD/kg



자료: Clarkson, aircargonews(TAC index 재인용)

이익감소는 불가피하나, 급격한 감소가능성은 제한적

여객기 Belly Cargo 공급능력 증가 전망, 주요 품목인 반도체 및 IT제품 수요 부진, 해상운송 공급망 차질 완화 및 운임 하락에 따른 대체수요 감소 등을 감안할 때 항공화물운임 하락이 예상되며, 이로 인해 화물부문의 이익감소도 불가피할 것으로 예상된다. 다만, 화물부문 이익의 급격한 감소가능성 또한 제한적이다. 이는 여객기 Belly Cargo 공급능력 확대가 점진적으로 이루어질 것으로 예상되며, FSC 자체적으로도 수요 감소에 대응하여 공급능력을 조절하고 있기 때문이다.

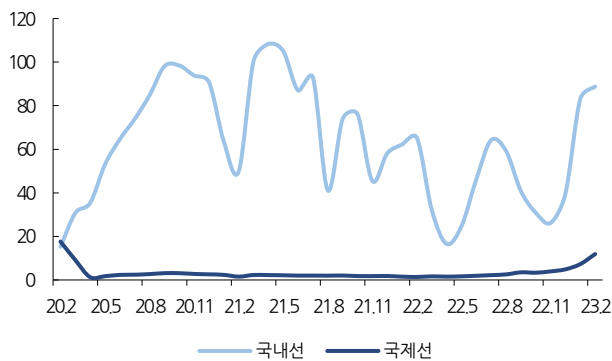
여객기 Belly Cargo 공급능력 증가는 대륙간 이동인 국제선 노선 회복 여하에 달려 있는데, 공급능력에 미치는 영향이 큰 중국 항공노선의 경우, 먼저 국경개방을 한 국가들 사례 감안 시 리오프닝 본격화에도 불구하고, 과거 수준을 회복하는 데에는 시일이 소요될 것으로 예상된다. 또한, 러우 전쟁 장기화도 일부 노선의 화물 운임 하방압력을 완화하는 요인으로 작용하

고 있다. 국내 FSC도 공급능력 조절을 통해 수요 감소에 대응하고 있다. 대한항공은 코로나 시기 화물기로 개조했던 여객기 16대를 여객수요 증가와 화물운임하락에 대응하여 다시 복원하였으며, 아시아나항공도 7대를 여객기로 전환하였다.

이에 따라 FSC의 화물운임은 지속적인 하락세를 보이고 있지만, 글로벌 항공운임 대비 상대적으로 완만한 하락세를 보이고 있으며, 2019년 대비해서도 높은 수준을 유지하고 있다. 대한항공과 아시아나항공의 화물부문 실적은 단기적으로 이익감소가 불가피하겠지만, 보유 화물 네트워크, 기재운용전략 등에 차별화되며, 급격하게 감소하는 모습을 보이지는 않을 것으로 예상된다.

그림18. 중국 여객 수 회복률 추이

단위: %

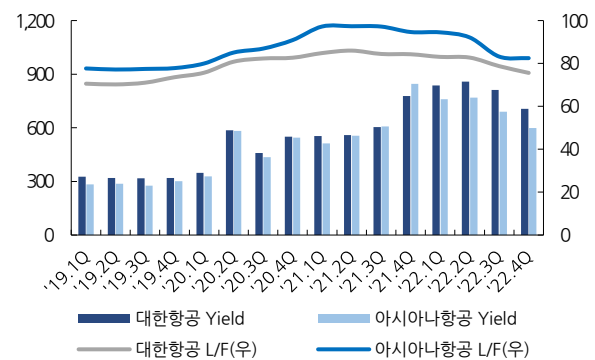


자료: CEC

주: 2019년 동월 대비 회복률

그림19. 국내 FSC 화물 영업지표 추이

단위: 원, %



자료: 각사 공시 및 제시자료

주: Yield는 단위당 수익성(매출/RTK), L/F(Load Factor)는 전체 운송능력의 이용률

4. 비용(Cost): 고유가, 고환율의 비우호적 영업환경에 따른 영향은?

고유가 상황은 가격전가력 약화로 인하여 영업실적에 미치는 부정적 영향이 확대될 전망

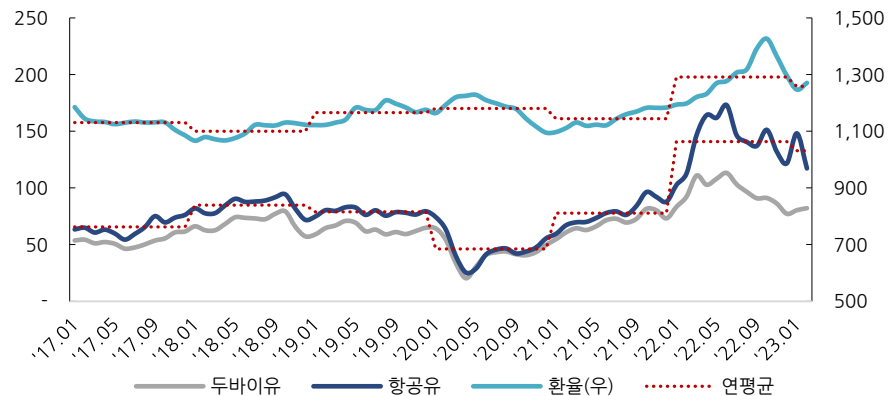
최근 유가 안정화에도 불구하고 정제시설 CAPA가 제한된 가운데, 급격한 항공유 수요 증가에 따른 스프레드 확대로 항공유 가격은 배럴당 100달러를 상회하며 과거(19년 배럴당 평균 78.8달러) 대비 높은 수준을 지속하고 있다. 유류비가 항공사 비용의 20~30%를 차지해온 가운데, 과거 항공유 가격 및 환율을 감안한 1배럴 구매 시 소모비용에 따라 항공사의 영업수익성도 유사하게 변동되어 왔다.

2022년의 경우 1배럴 구매 시 소요비용이 과거 대비 크게 증가하였음에도, 매우 높은 화물운임을 유지하며 수익성이 방어되는 모습을 보였으나, 운임 하락이 본격화된 지금 항공사들의 수익성 하방압력은 심화될 것으로 보인다. 유류할증료(\$) 제도를 통한 판매가격 전가(통상 유가 상승분의 40~50%)와 유류비 헷지 등을 통해 비용 증가영향을 일정부분 상쇄할 수 있을 것으로 예상되나, 점차 타이트한 수급 여건 완화에 따른 교섭력저하로 가격전가력이 약화될

전망임을 감안하면, 고유가 상황이 항공사 영업수익성에 미치는 부정적 영향은 점차 확대될 전망이다.

그림20. 항공유 및 환율 추이

단위: \$/bb, 원/달러



자료: 페트로넷, U.S. Energy Information Administration, 한국은행경제통계시스템

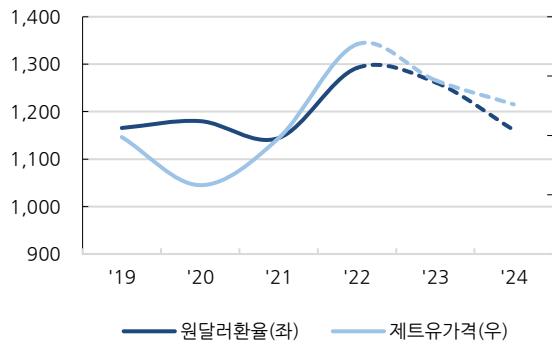
높은 환율은 영업외수지 및 국제 여객 수요 회복에 부정적 영향

환율의 경우 2022년 하반기 대비 달러 강세의 압력은 완화되었지만, 여전히 1,200~1,300원 대의 높은 수준을 유지하고 있으며 변동성도 크다. 항공기 구입으로 외화부채 비중이 높은 항공사 특성 상 환율상승은 환산손익에도 영향을 미쳐 영업외수지에 부정적 영향을 미친다. 대한항공의 경우, 2022년 우수한 영업실적에도 불구하고, 기말환율이 1185.5원에서 1267.3원으로 상승함에 따라 2,619억원 규모의 외화관련순손실이 발생하였으며, 아시아나항공도 2,818억원 규모의 외화관련 순손실이 발생하였다.

주요 기관들의 전망치(그림21 참조)를 감안할 때 원달러환율은 점차 하향 안정화될 것으로 예상된다. 다만, 절대적인 수준은 높은 수준에서 유지될 것으로 보여 항공사 영업외수지에 미치는 부정적 영향은 지속될 전망이며, 높은 환율은 국제 여객수요 회복을 제한하는 요소로 영업실적에도 부정적인 영향을 미칠 전망이다.

그림21. 주요기관 전망치

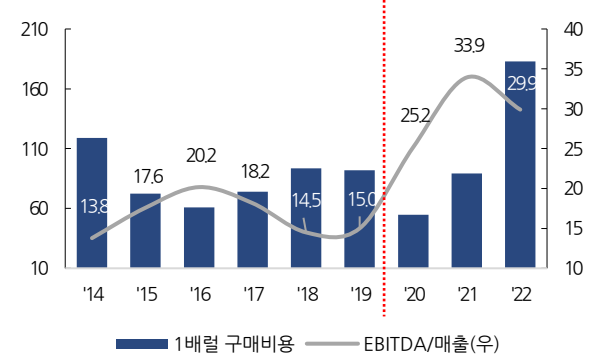
단위: 원/달러, \$/bbl



자료: Bloomberg, CIBC, NICE신용평가 정리
 주1: 환율은 주요 금융기관의 3월 발표 전망치의 평균
 주2: 2019~2022년은 평균환율, 평균 항공유 가격

그림22. 1배럴 구매 시 소요금액, 수익성

단위: 천원/배럴, %



자료: 각사 공시자료, 페트로넬, U.S.EA, NICE신용평가 정리
 주1: 1배럴 구매비용: 연도별 평균 항공유 가격(\$/배럴) * 평균환율로 산정
 주2: 수익성: 대한항공, 아시아나항공 연결실적 합산하여 산정

IV. 결론 및 항공사별 신용도 방향성

리오프닝이 본격화되었지만, 전술한 내용을 종합할 때 과거와 비교한 항공산업의 절대적 업황은 우호적이지 않다. 매크로 환경이 비우호적으로 조성되어있으며, 여객 수요도 단기간 내 2019년 수준으로의 회복은 어려울 것으로 예상된다.

다만, 단기적으로 FSC와 LCC 모두 여객기 공급능력이 축소된 상황에서, 여객수요 증가와 비탄력적인 항공기 공급여건을 기반으로 과거 대비 높은 운임을 지속할 수 있을 것으로 예상된다. FSC의 경우 화물실적 저하는 불가피하나 2019년 수준의 Belly Cargo 공급능력 회복에는 시일이 소요될 것으로 예상되며, 공급능력 조절 대응 등을 통해 이익규모가 급격하게 감소하는 모습을 보이지는 않을 것으로 예상된다. 이에 따라 FSC, LCC 모두 단기적으로 여객 수요 회복을 바탕으로 2019년을 상회하는 수익성을 시험할 수 있을 것으로 보인다.

중기적으로는 노선별로 차별화된 영업실적이 예상된다. 장거리 노선은 프리미엄 좌석 수요 증가, 유리한 수급구조 시황에서 유리한 운임 전략을 펼칠 수 있을 것으로 예상되나, 단거리 노선의 경우 상대적으로 공급능력 회복 시점이 빠를 것으로 예상되는 가운데, 경쟁심화 재발에 따른 수익성 저하 가능성이 높은 상황으로 판단된다. 이는 단거리노선 집중도가 높은 LCC가 부정적 영향을 더 많이 받을 것으로 보인다.

표 3. 2019년 대비 절대적 업황 수준

구분	여객(Quantity)	여객(Price)	화물(Freight)	비용(Cost)	종합
단기					
FSC	비우호적	우호적	다소 우호적	비우호적	우호적
LCC	비우호적	우호적	-	비우호적	다소 우호적
중기					
FSC	중립적	우호적	중립적	비우호적	중립적
LCC	중립적	중립적	-	비우호적	중립적

1. FSC

대한항공은 코로나19기간 여객부문 매출 급감에 따른 외형 감소에도 불구하고, 화물운임 급등 수혜를 받으며 호실적을 지속하였다. 영업실적 호조는 현금성자산 축적과 당기순이익 누적으로 이어졌으며, 이와 더불어 적극적인 자구계획과 2020~2021년 두 차례의 대규모 유상증자(총 4.4조원)를 수행하며 재무안정성이 크게 개선되었다(19년말 연결기준 부채비율 871.5%, 순차입금의존도 57.3% → '22년말 기준 부채비율 212.1%, 순차입금의존도 17.7%).

업황이 정상화되는 과정에서 화물 부문 실적 저하는 불가피하나 공급능력 조절을 통해 저하 속도를 완화할 것으로 예상되며, 중단기적으로 여객부문의 우호적 수급환경 지속, 프리미엄 좌석 수요 증가 등 수요패턴 변화의 수혜를 바탕으로 운임의 하방 경직성을 확보하여 양호한 이익창출력을 유지할 것으로 예상된다.

한편, 대한항공의 아시아나항공 인수 절차가 진행되고 있으며 해외 경쟁당국의 심사가 진행 중이다(신고의무국 3개국(미국, EU, 일본)). 인수 절차 완료 시 상대적으로 재무구조가 취약한 아시아나항공의 연결 편입으로 재무안정성 지표의 저하가 예상되지만, 양사 합산 부채비율은 350%, 차입금의존도는 46% 수준으로 저하 수준은 제한적으로 판단된다.

결론적으로 대한항공의 재무안정성 지표가 크게 개선된 가운데, 화물 실적 저하에도 불구하고 여객 부문의 실적 개선을 바탕으로 양호한 이익창출력을 유지할 것으로 전망되는 점, 아시아나항공 인수에 따른 재무부담 상승 폭이 제한적일 것으로 예상되는 점은 대한항공 신용도에 긍정적이다.

표 4. 대한항공 주요 재무지표(연결기준)

단위: 억원

구분	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	120,922	130,116	123,843	76,105	90,168	140,961
당기순이익	8,019	-1,986	-6,228	-2,300	5,788	17,295
EBITDA	26,328	23,656	22,587	20,764	31,133	44,803
잉여현금흐름	5,548	10,511	4,835	2,592	27,939	44,478
자본총계	37,511	28,949	27,808	33,117	68,657	92,925
총차입금	148,453	157,392	170,237	155,379	125,069	111,373
EBIT/매출액(%)	7.8	4.8	1.4	1.4	15.7	20.1
EBITDA/금융비용(배)	5.8	4.3	3.7	4.0	8.0	11.2
총차입금/EBITDA(배)	5.6	6.7	7.5	7.5	4.0	2.5
부채비율(%)	557.1	783.5	871.5	660.6	288.5	212.1
순차입금의존도(%)	55.1	54.7	57.3	54.5	31.5	17.7

자료: 대한항공 공시자료를 바탕으로 NICE신용평가 재구성

주: 현금흐름표 중 이자, 배당수취, 법인세 관련은 영업현금흐름으로, 배당지급은 재무현금흐름으로 분류

표5. 대한항공의 아시아나항공 인수 가정 시 예상 재무지표(연결기준)

단위: 억원

구분	대한항공 2022	아시아나항공 2022	대한항공+아시아나항공 2022 (주1,2,3)
매출액	140,961	62,067	203,028
EBIT	28,306	5,988	34,294
자산총계	289,977	134,553	407,566
총차입금	111,373	77,369	188,742
자본총계	92,925	7,156	90,092
EBITDA/매출액(%)	31.8	25.6	29.9
EBITDA/금융비용(배)	11.2	3.9	7.5
부채비율(%)	212.1	1,780.2	352.3
차입금의존도(%)	38.4	57.5	46.3

자료: 각사 공시자료, NICE신용평가 정리

주1: 합산 시 유상증자 반영(1.5조원), 단순합산 수치에서 종속기업투자주식(1.5조원) 및 기취득한 영구채(0.3조원) 상계

주2: 아시아나항공 유상증자 반영 시, 기수령한 선수금 7,000억원 고려하여 합산

주3: 아시아나항공 유상증자 이후 국책은행 보유 신종자본증권 상환 가정(6,800억원)

아시아나항공도 화물사업 호조 지속과 여객수요 회복 본격화로 2022년 연결기준 매출액 62,067억원, 영업이익 5,988억원을 기록하며 2017년 이후 처음으로 당기순이익을 기록하였다. 중단기적으로 화물 시장 하락 영향을 받겠지만, 중국 노선 확대와 수익성 확보 전략 등을 기반으로 여객부문의 실적 회복이 지속될 것으로 예상된다. 또한, 부진한 영업실적을 면치 못해 연결실적에 부정적 영향을 미쳤던 LCC 자회사(에어부산, 에어서울)도 수익성 회복이 가속화될 것으로 예상되어 전반적으로 양호한 EBITDA 창출을 지속할 것으로 예상된다.

다만, 아시아나항공은 누적된 당기순손실과 높은 금융비용 부담으로 2022년말 연결기준 부채비율이 1,780.2%에 달하고, 자본의 상당부분이 고금리의 신종자본증권으로 구성되어있어 재무구조가 열위하다. 영업수익성은 양호한 수준을 유지할 것으로 예상되나, 열위한 재무구조 감안 시 단기간 내 재무안정성의 자체적인 회복은 어려울 것으로 판단된다. 향후, 재무구조 개선 정도와 기업결합 진행 경과 등이 신용도를 좌우할 것으로 판단된다.

표 6. 아시아나항공 주요 재무지표(연결기준)

단위: 억원

구분	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	65,941	71,834	68,868	38,781	43,397	62,067
당기순이익	2,626	-1,959	-8,179	-5,030	-5,168	265
EBITDA	7,624	5,626	6,340	8,163	14,176	15,886
잉여현금흐름	2,498	3,601	1,622	-7,261	6,398	14,604
자산총계	86,565	81,911	135,034	138,515	130,827	134,553
총차입금	45,180	34,402	78,103	84,620	80,843	77,369
EBIT/매출액(%)	3.7	0.4	-6.3	-7.0	2.1	9.6
EBITDA/금융비용(배)	4.4	3.4	1.8	2.2	4.2	3.9
총차입금/EBITDA(배)	5.9	6.1	12.3	10.4	5.7	4.9
부채비율(%)	565.9	649.3	1,386.7	1,171.5	2,410.6	1,780.2
순차입금의존도(%)	48.3	36.3	53.5	53.9	48.9	42.0

자료: 대한항공 공시자료를 바탕으로 NICE신용평가 재구성

주: 현금흐름표 중 이자, 배당수취, 법인세 관련은 영업현금흐름으로, 배당지급은 재무현금흐름으로 분류

2. LCC

코로나19기간 실적 저하 폭이 컸던 LCC는 단기적으로 구조적인 초과수요 시장 형성이 전망 되는 가운데, 일본, 베트남 등 단거리 국제여객 노선 수요 회복에 따라 실적 개선의 폭은 클 것으로 전망된다. 10월 일본 노선 재개에 힘입어 제주항공, 진에어는 2022년 4분기에 코로나 19 발발 이후 처음으로 영업흑자전환에 성공하였고, 티웨이항공과 에어부산도 적자폭을 크게 감축시켰으며, 높은 운임이 유지되며 수익성은 오히려 2019년 4분기를 상회하였다. 또한, 여객선수금 유입에 따른 현금 유입 증가도 재무위험 측면에서 긍정적이다.

다만, 누적된 순손실로 재무적 체력이 크게 저하된 상황에서 단기적인 실적 회복이 신용도를 개선시키는 충분한 요소로 작용하기는 어려울 전망이다. 중기적 관점에서 단거리 노선 중심으로 과당경쟁 이슈가 재발될 가능성이 높은 점은 FSC 대비 LCC에 부정적이며, 여전히 사업 포트폴리오 다각화 수준이 미약한 상태로 급변하는 사업환경에 대응할 수 있는 체력은 부족하다. 신용도 상승을 위해서는 FSC와 구분되는 LCC만의 강점(낮은 단위당 비용 등)을 강화시켜 운임과 가동률을 적절히 관리하고, 차별화된 수익구조와 경쟁력 확보를 통해 포스트코로나 시대에도 안정적인 이익창출 지속이 필요하다.

표 7. 국내 주요 LCC 재무지표(별도기준)

단위: 억원

구분	제주항공			진에어			티웨이항공			에어부산		
	21.12	22.12	22.09	21.12	22.12	22.09	21.12	22.12	22.09	21.12	22.12	22.09
매출액	2,708	6,956	3,996	2,472	5,934	3,684	2,144	5,259	3,119	1,765	4,050	2,525
EBIT	-3,145	-1,750	-1,935	-1,853	-673	-789	-1,481	-1,050	-1,014	-2,040	-813	-754
EBITDA	-1,912	-502	-990	-881	303	-57	-563	-130	-320	-560	513	258
당기순이익	-2,752	-1,665	-1,874	-1,336	-494	-1,007	-1,543	-1,198	-1,420	-2,660	-1,502	-2,303
EBITDA/매출액(%)	-70.6	-7.2	-24.8	-35.6	5.1	-1.6	-26.3	-2.5	-10.3	-31.7	12.7	10.2
자산총계	12,535	16,609	13,648	6,016	7,719	5,308	7,345	10,415	9,721	10,097	12,279	11,681
자본총계	1,826	3,128	692	1,727	1,090	-12	461	565	318	1,305	1,267	502
총차입금	6,778	6,624	6,980	3,451	3,950	3,839	3,222	4,086	4,417	5,338	6,174	7,142
순차입금	3,929	2,978	5,117	1,672	1,736	3,243	2,406	2,250	3,323	4,861	4,580	5,917
부채비율(%)	586.7	431.0	1,871.2	248.2	607.9	자본잠식	1,494.6	1,744.1	2,952.5	673.6	869.4	2,227.6

자료: 각사 공시자료를 바탕으로 NICE 신용평가가 재구성

관련참고자료

[\(주\)대한항공 기업상세정보\(기업개요/평정요지/재무부표\)](#)

[아시아나항공\(주\) 기업상세정보\(기업개요/평정요지/재무부표\)](#)

[2023 산업전망 - 항공운송 - 여객부문 회복 가속화 전망, 비우호적 매크로 환경 대응능력
관건, 2022.12.07](#)

[항공사, 2022 년 상반기 실적점검 - 여객수요 회복속도 vs 화물운임 정상화속도 차이, 기업
결합승인 경과 중심으로 모니터링 예정, 2022.08.22](#)

[대한항공과 아시아나항공의 장기신용등급 등급전망을 각각 Stable로 상향조정,
2022.03.31](#)

[대한항공 · 아시아나항공 기업결합 관련 공정위의 조건부 승인 발표 - 통합 관련 불확실성
은 제거되었으나, 시너지 창출 제약 예상, 2022.02.25](#)

[소매유통\(면세점\)/항공산업 신용위험 전망 : 실적 저하 속 구조조정이 성공할 것인가, NICE
신용평가/S&P Global Rating 공동세미나 2021.01.27](#)

[산업별 평가방법론 - 항공운송\(2020.11.30\)](#)

〈유의사항〉

NICE신용평가(주)가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가(주) 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, NICE신용평가(주)가 외부에 제공하는 보고서 및 연구자료(이하 '발간물')는 상대적인 신용위험 현황 및 전망에 대한 견해를 포함할 수 있습니다. NICE신용평가(주)는 신용위험을 미래의 채무 불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 신용등급과 발간물은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가(주)의 신용등급과 발간물은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시점에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급과 발간물은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가(주)의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자의사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급과 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결정에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대한 자체적인 분석과 평가를 수행하여야 하며, 개인투자자의 경우 외부 전문가의 도움을 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가(주)는 신용등급 결정에 활용하고 발간물에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출 자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 따라서 NICE신용평가(주)는 신용평가 대상인 발행주체와 그의 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다든 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나, NICE신용평가(주)는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가(주)는 신용등급 결정 시 활용된 또는 발간물에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가(주)는 그의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 발간물 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가(주)에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가(주)의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 사전 서면동의 없이 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.