

# 항공 운송



돌아온 여행의 민족





CONTENTS

<b>00/</b>	Summary	05
<b>01/</b>	올해에도 여행은 계속된다	17
<b>02/</b>	변화하는 항공 시장	31
<b>03/</b>	KE-OZ 합병 업데이트	67
<b>04/</b>	반등하는 화물	77
<b>05/</b>	추천주	87

# 항공 운송

## 돌아온 여행의 민족

시간이 빠르게 흘러, 코로나에 대한 기억도 점차 희미해지고, 사람들은 예전처럼 해외로 떠나기 시작했다. 올해도 한국인들의 해외여행 흐름은 지속되고 있고, 이 흐름은 당분간 꺾이지 않을 것이다. 그럼에도 투자 시장에서는 항공 운송에 대한 수요를 과소평가하고 있다. 곧, 19년 수준으로 운임과 여객 수 모두 회귀할 것이라는 선부른 피크아웃에 대한 우려를 계속해서 주가에 반영해왔다. 그러나, 24년 1분기 실적 서프라이즈에서 확인할 수 있겠지만, 여전히 운임과 수요는 변함없이 좋은 상황이다.

올해 경기 상황이 녹록치 않지만, 소비 패턴의 변화를 주목해야한다. 여전히 여행에 대한 소비 심리는 강한 상황이기 때문이다. 재정적으로 어렵다면, 환율과 물가 모두 우호적인 곳으로 떠나면 되기 때문이다. 공급 측면에서는 올해 24년 국제 여객 수를 9천만명(인천+기타 지방)을 예상하는데, 올해 공격적인 기재 도입 가이던스가 모두 충족되더라도 적정 공급 수준을 유지할 전망이다. 언젠가 항공 업황이 꺾인다면 과거 수준으로 운임이 회귀할 수도 있겠지만, 이렇게 수요와 공급 상황이 적정 수준을 유지한다면, 운임 또한 쉽사리 꺾이지 않을 것이다. 운임도 시장의 논리가 적용되기 때문이다.

당사는 올해 항공사들의 수익 드라이버로 일본 노선에 가장 주목한다. 경기 불확실성이 존재하는 가운데 엔화도 싸고, 가깝고, 갈 곳은 많은데 더 이상 간선 노선의 공급을 확대하기 어려워 수요 초과가 계속될 것으로 예상하기 때문이다. 올해는 일본 노선의 익스포저가 높은 항공사의 실적에 주목하는 것이 유효하다는 판단이다. 현재 국내 항공사 중 일본 익스포저가 가장 큰 진에어를 최선호주로 제시한다.

### Executive Summary

by 양승윤, 이정훈

---

00

# Summary

# 한 장으로 정리해 보기

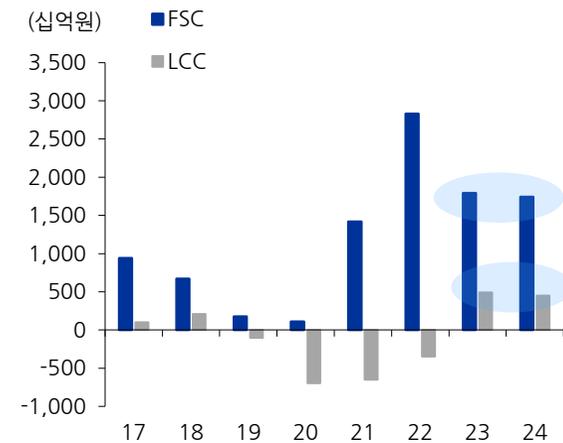
구분	내용
★결론	<ul style="list-style-type: none"> <li>항공 운송 피크아웃 우려에도 불구하고 업황은 견조할 전망. 특히 일본 노선의 높은 여객 수요 및 운임 강세가 전망됨에 따라 일본 노선 익스포저가 높은 항공사에 주목할 필요</li> </ul>
수요	<ul style="list-style-type: none"> <li>경기 불확실성 확대로 민간 소비 확대 기대감은 높지 않으나, 여행 소비 심리는 견조할 전망</li> <li>여행 수요는 금융위기 등 심각한 경기침체가 아닌 이상 꾸준히 증가해 왔음</li> </ul>
공급	<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 항공기 순증 대수는 27대로 전망. 이는 2024년 연간 국제 여객 추정치 9천만명을 핸들링하기에 적정 수준의 공급으로 판단. 공급 과잉에 대한 우려는 과도</li> <li>항공기 제조사의 신조기 인도 지연으로 예정된 기재 도입 스케줄의 차질 발생 가능성 높음</li> </ul>
운임	<ul style="list-style-type: none"> <li>운임 피크아웃 우려에도 불구하고 여전히 높은 수준의 운임 단가 유지 중. 높은 여행 수요와 적정 수준의 공급이 유지되며 올해 LCC 기준 국제선 일드는 4~10% 하락에 그칠 전망</li> </ul>
노선별 전망	<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 경기 상황 및 휴일 현황을 고려 중/단거리 중심 수요 강세 전망</li> <li>중/단거리에서는 외항사 LCC와 경쟁이 치열해지는 동남아보다 일본 노선의 수익성에 기대</li> <li>여행 인구에서 시니어의 존재감이 커지고 있음. 현재 시니어가 향하는 곳도 일본</li> <li>장거리도 미-중 직항노선 회복 지연(미주), 파리 올림픽 개최 및 티웨이항공 취항에 따른 좌석 공급 감소(유럽) 등 여파로 견조한 여객 수요 및 운임 지지될 전망</li> </ul>
KE-OZ 합병	<ul style="list-style-type: none"> <li>24년 2월 유럽의 조건부 승인으로 합병은 9부 능선을 넘었다는 판단. 마지막 필수신고국인 미국 승인 시 연내 기업결합 가능할 전망</li> <li>합병의 수혜로는 유럽 노선을 이관받는 티웨이항공. 연 4천억 수준의 매출 증가가 가능할 전망</li> </ul>
항공 화물	<ul style="list-style-type: none"> <li>물동량과 운임 모두 바닥 구간을 통과 중. 하반기 경기 회복에 따른 물동량 회복 기대</li> <li>또한 중국 발 미주 향 이커머스 물동량 증가에 따른 환적화물 증가, 홍해 사태에 따른 해운 화물의 항공 화물 전환 가능성 등 업사이드 리스크도 존재하는 점 긍정적</li> </ul>
★Top Pick	<ul style="list-style-type: none"> <li>진에어(272450.KS) BUY(유지)/TP 18,000원(유지)</li> </ul>
추천주	<ul style="list-style-type: none"> <li>대한항공(003490.KS) BUY(유지)/TP 30,000원(유지)</li> <li>티웨이항공(091810.KS) BUY(유지)/TP 3,700원(유지)</li> <li>제주항공(089590.KS) BUY(유지)/TP 15,000원(유지)</li> </ul>

# 놀라운 항공사의 실적, 하지만 부진한 주가

## 2018년 호황 대비 영업이익 2배 이상 증가

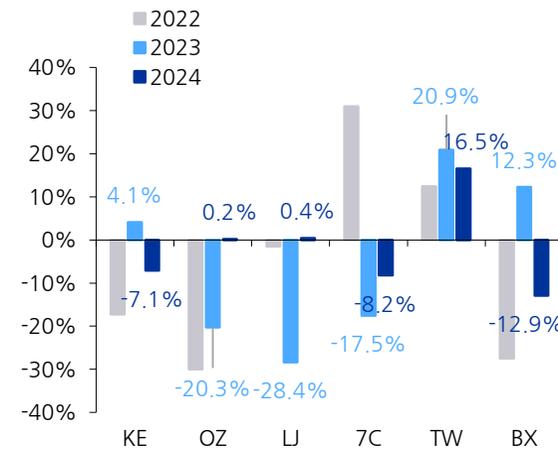
- 당사 커버 상장 항공사(KE, LJ, 7C, TW)의 2023년 영업이익 합계는 2조 2,815억원을 기록. 2018년 호황기 시절(8,814억원)의 2배 이상.
- 한편, 2023년말 기준 합계 시총은 전년대비 0.1% 감소에 그침(대한항공 4.1% 증가, LCC 시총 합계는 15.1% 감소).
- 호실적에도 불구하고, 여객 수요 및 항공 운임 피크아웃 우려와 대한항공-아시아나항공 합병 불확실성이 부진한 주가 흐름에 영향을 미쳤다는 판단
- 하지만, 올해도 항공사들은 전년과 마찬가지로 고수익 기조를 유지할 전망. 피크 아웃 우려로 저평가 받고 있는 항공주에 관심을 가져볼 때
- 24년도 전년과 유사한 이익 규모 기록할 전망. 일드는 소폭 하락해도 여객 수가 증가하며 상쇄할 것이기 때문
- 경기 둔화에 따른 소비 여력 축소, 코로나 기간에 누적된 이연 수요의 점진적 해소, 여행 트렌드 변화, 대한항공-아시아나항공 인수합병 등 많은 변화가 예상됨. 변화 속에서 효과적으로 대응 가능한 항공사의 상대적 매력도가 높아지는 구간
- 당사는 현재 매크로 상황 및 노선별 수익성 등을 고려하면 일본 노선에 주력하는 사업 전략이 유효할 것이라고 판단함

FSC, LCC 연간 영업이익 추이 및 전망



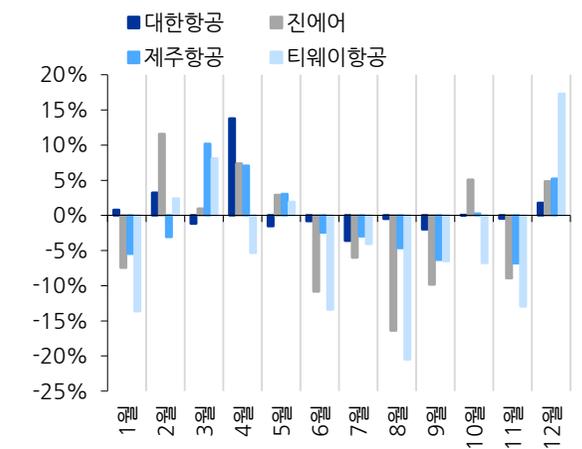
자료: Quantiwise, 유진투자증권

상장 항공사 연간 시총 변화율



자료: Quantiwise, 유진투자증권

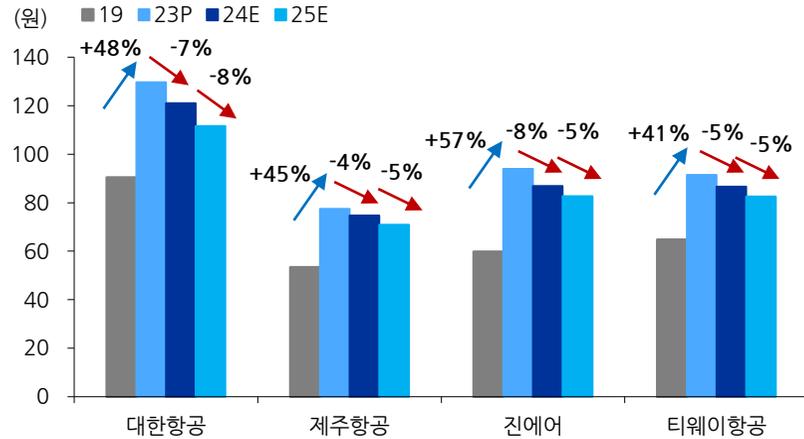
월별 시총 변화율(전월비 증감)



자료: Quantiwise, 유진투자증권

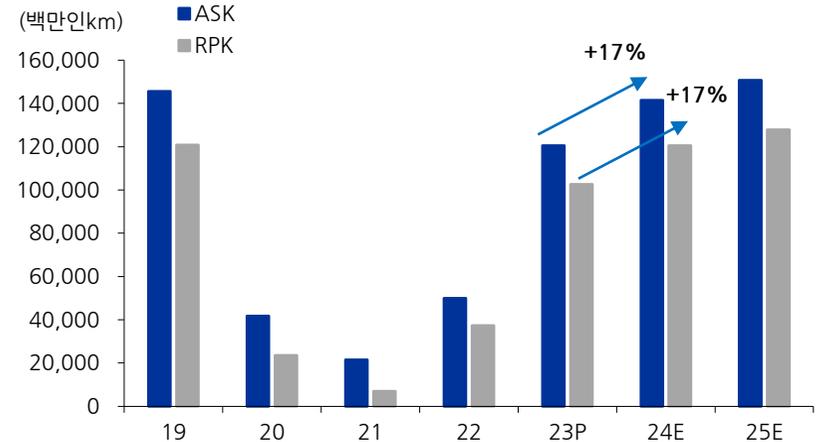
# 놀라운 항공사의 실적, 하지만 부진한 주가

## 커버리지 항공사 국제선 일드 전망



자료: 유진투자증권

## 커버리지 항공사 국제선 ASK 및 RPK 합계



자료: 유진투자증권

# 놀라운 항공사의 실적, 하지만 부진한 주가

## 대한항공 시총 및 분기 영업이익 추이(전망)



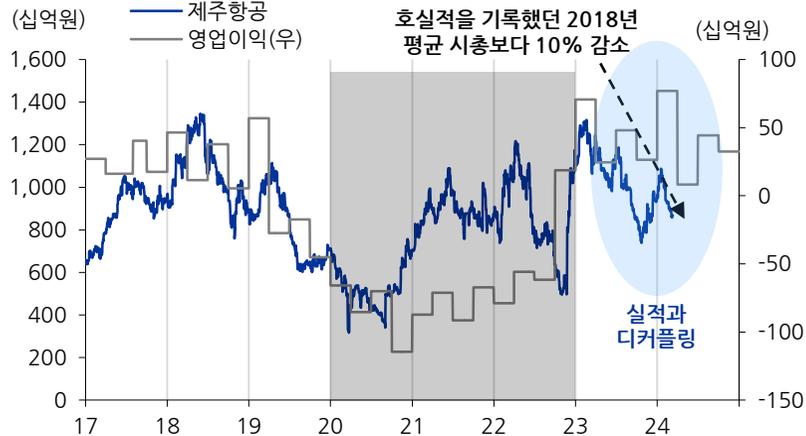
자료: 유진투자증권

## 진에어 시총 및 분기 영업이익 추이(전망)



자료: 유진투자증권  
참고: 2018년 평균 시총 7,730억원, 2019년 평균 시총 5,579억원, 2024년 6,175억원

## 제주항공 시총 및 분기 영업이익 추이(전망)



자료: 유진투자증권  
참고: 2018년 평균 시총 1조 755억원, 2019년 평균 시총 8,099억원, 2024년 8,685억원

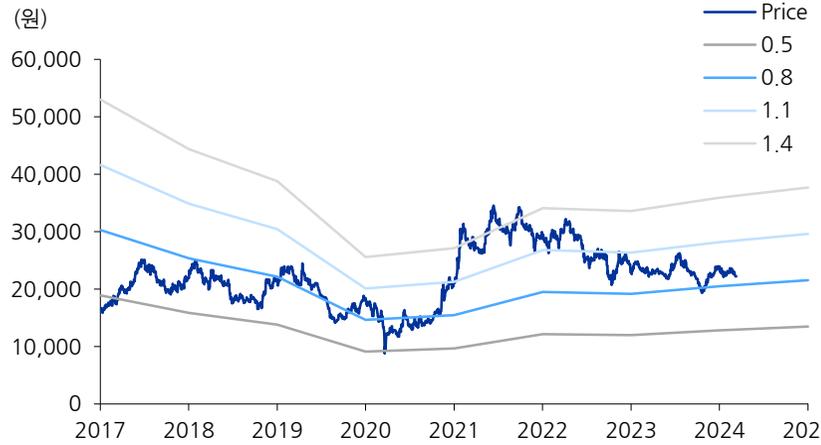
## 티웨이항공 시총 및 분기 영업이익 추이(전망)



자료: 유진투자증권  
참고: 2018년 평균 시총 1,769억원, 2019년 평균 시총 3,020억원, 2024년 5,591억원

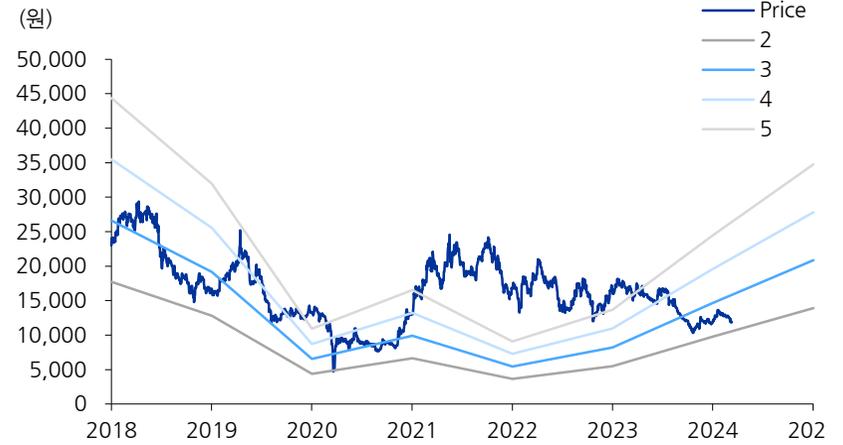
# 놀라운 항공사의 실적, 하지만 부진한 주가

## 대한항공 12MF PBR 밴드 차트



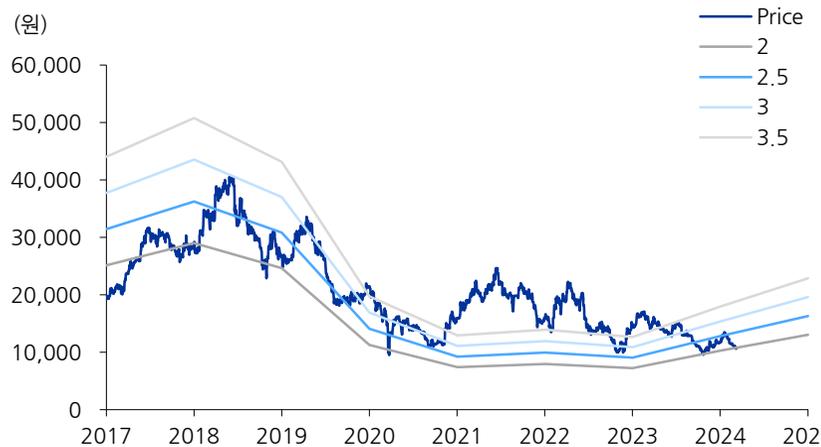
자료: Quantiwis, 유진투자증권

## 진에어 12MF PBR 밴드 차트



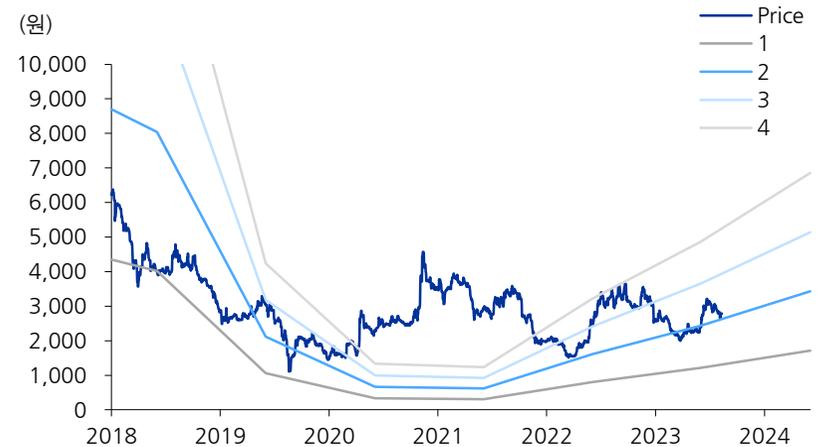
자료: Quantiwis, 유진투자증권

## 제주항공 12MF PBR 밴드 차트



자료: Quantiwis, 유진투자증권

## 티웨이항공 12MF PBR 밴드 차트



자료: Quantiwis, 유진투자증권

# 놀라운 항공사의 실적, 하지만 부진한 주가

글로벌 FSC 밸류에이션 차트

회사명	시가총액(B USD)	수익률				P/E 12MF	P/B 12MF	EV/EBITDA 12MF
		1M	3M	6M	1Y			
일본항공	8.2	-1.1	-4.1	-6.8	3.7	13.7	1.4	5.1
전일본공수	10.3	-3.4	1.3	-3.9	9.8	11.6	1.5	5.4
싱가포르항공	14.3	-6.2	0.0	-5.3	10.4	7.4	1.3	5.4
중화항공	3.8	-3.4	-8.5	-12.8	-5.3	20.7	1.4	-
에바항공	5.5	-0.6	-0.9	3.6	11.5	7.9	1.7	3.3
캐세이퍼시픽	6.9	3.7	8.2	1.4	11.9	6.3	1.0	4.8
델타항공	27.2	4.3	4.7	3.5	9.7	6.6	1.8	5.0
유나이티드항공	14.2	2.3	5.7	-8.7	-16.9	4.5	1.2	4.6
브리티쉬에어웨이즈	9.6	6.0	-3.8	-1.7	-0.6	4.4	1.5	3.1
루프트한자	9.0	-9.3	-18.1	-15.2	-34.8	4.6	0.7	2.5
외항사 평균	10.9	-0.8	-1.6	-4.6	-0.1	8.8	1.3	4.4
대한항공	6.2	-2.8	-2.2	-2.4	-5.7	7.6	0.8	3.5
아시아나항공	0.6	-17.2	2.5	3.3	-18.8	5.8	1.6	-

자료: Bloomberg, 유진투자증권

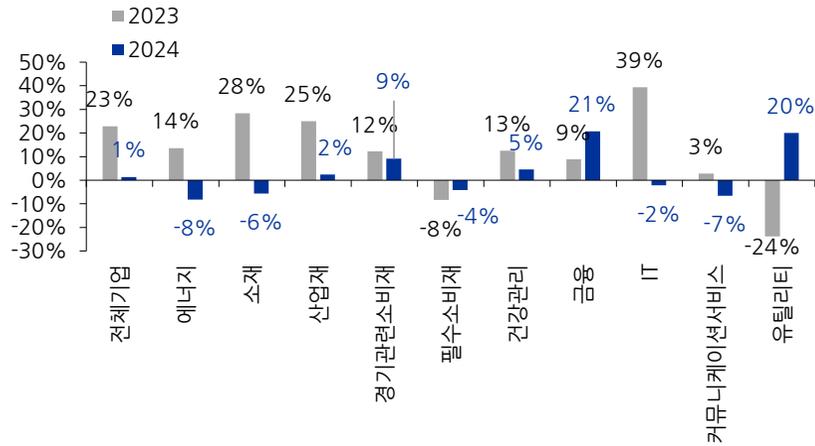
글로벌 LCC 밸류에이션 차트

회사명	시가총액(B USD)	수익률				P/E 12MF	P/B 12MF	EV/EBITDA 12MF
		1M	3M	6M	1Y			
춘추항공	7.4	-1.0	6.7	1.1	-12.1	21.7	3.3	13.0
세부항공	0.4	-3.5	3.3	-12.3	-19.3	4.2	9.0	-
에어아시아	0.9	2.6	18.6	-15.1	-18.1	18.6	3.5	6.6
사우스웨스트	20.4	5.4	17.9	16.0	3.6	19.3	1.8	7.0
스카이웨스트	2.7	13.9	37.9	59.0	233.9	10.5	1.3	-
이지젯	5.3	-1.1	13.1	26.0	6.1	8.5	1.3	2.8
라이언에어	25.4	1.7	10.2	28.4	34.2	12.0	3.2	7.0
외항사 평균	8.9	2.6	15.4	14.7	32.6	13.5	3.3	7.3
제주항공	0.7	-7.3	-3.8	-10.1	-29.7	6.8	1.9	3.2
진에어	0.5	-7.4	-1.2	-7.1	-29.2	6.6	2.3	2.4
티웨이	0.4	-2.3	22.4	5.1	-18.1	6.1	3.8	2.8
에어부산	0.2	-12.9	-8.3	-13.1	-35.0	-	-	-

자료: Bloomberg, 유진투자증권

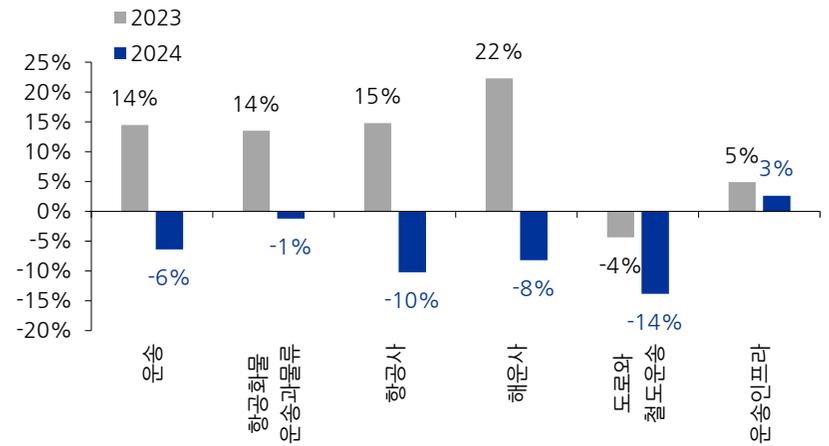
# 놀라운 항공사의 실적, 하지만 부진한 주가

연간 업종별 시가총액 변화



자료: Quantiverse, 유진투자증권

연간 운송 업종 시가총액 변화



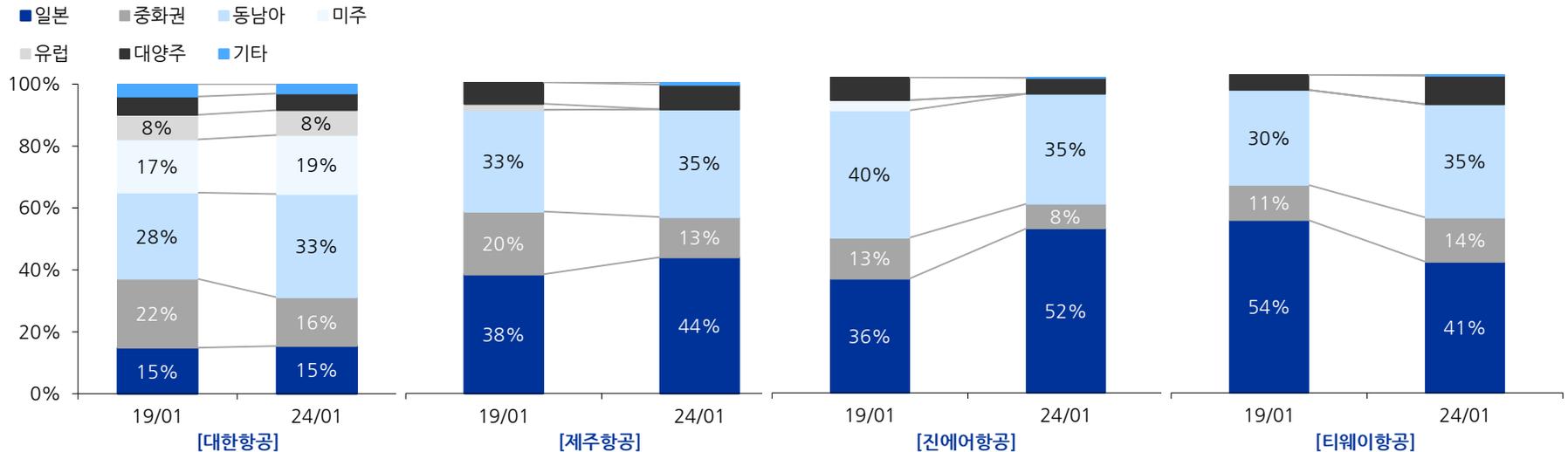
자료: Quantiverse, 유진투자증권

# 국내 항공사들의 전략

## 각기 다른 전략으로 대응 중인 항공사

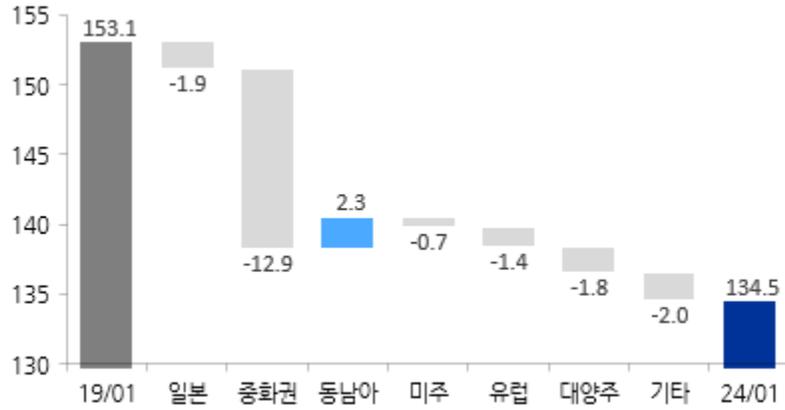
- 변화의 흐름 속, 항공사들은 각기 다른 전략 구사하고 있는 것으로 파악됨
- **대한항공:** 코로나 이전과 비교해 노선별 여객 비중 변화는 크지 않음. 중국 노선 위축으로 동남아 노선의 비중이 높아짐. 균형 잡힌 밸런스 강점 지속
- **진에어:** 과거 B777 기종을 도입하여 호놀룰루 등 장거리 노선을 운영하고, 동남아 노선의 여객 비중이 높았으나, 현재는 오히려 일본의 여객 비중이 높아짐. 높은 여행 수요가 존재하는 일본과 동남아 간선 노선 중심으로 수익성 중심의 대응 전략을 펼치는 중
- **제주항공:** 울란바토르, 달랏, 바탐 등 활발하게 신규 노선 개척을 추진하며, 특정 지역에 국한되지 않은 폭넓은 노선 운영 전략을 유지. B737-8 기종 도입 확대로 향후 싱가포르와 인도네시아 등 지속적인 신규 노선 개척 기대
- **티웨이항공:** A330 기재 도입으로 시드니, 비슈케크, 싱가포르 등 중장거리 노선까지 포트폴리오를 확대 중. 또한 일부 수요 높은 간선 노선에 대형기 투입으로 유연한 공급 전략을 구사. 2024년 5월에는 크로아티아 자그레브 노선을 시작으로 유럽 노선 진출 본격화가 예상

## 노선별 여객 비중 변화



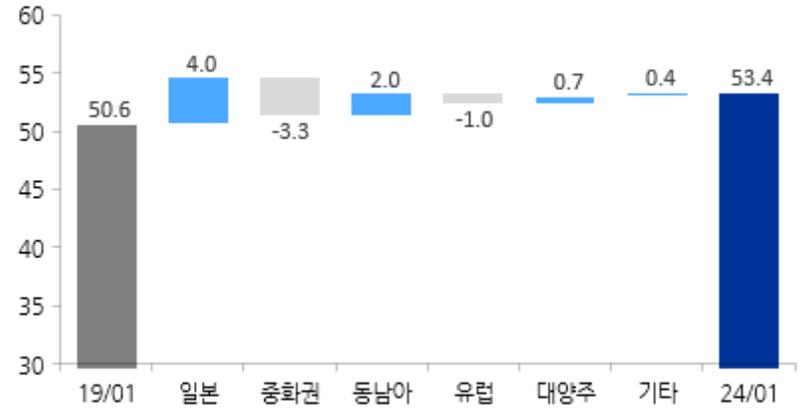
# 국내 항공사들의 전략

인천공항 노선별 대한항공 여객 수 변화(단위: 만명)



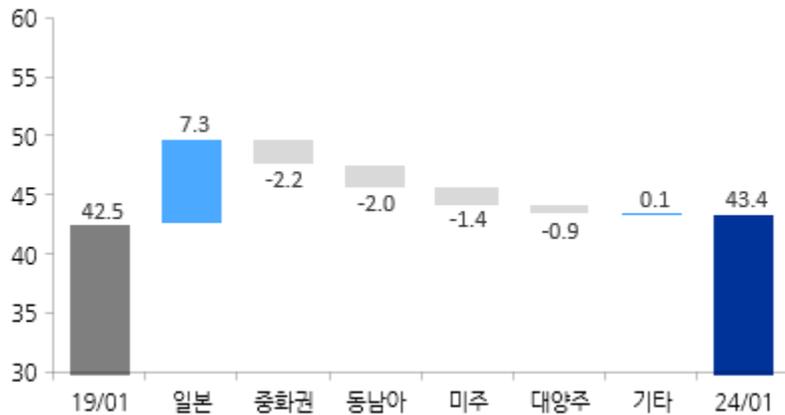
자료: 유진투자증권

인천공항 노선별 제주항공 여객 수 변화(단위: 만명)



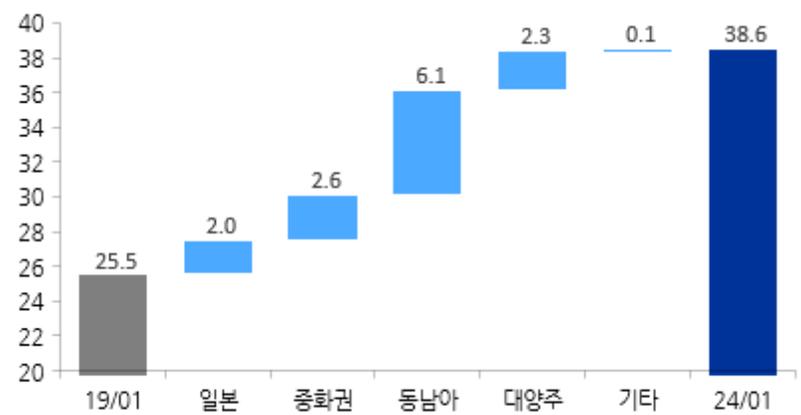
자료: 유진투자증권

인천공항 노선별 진에어 여객 수 변화(단위: 만명)



자료: 유진투자증권

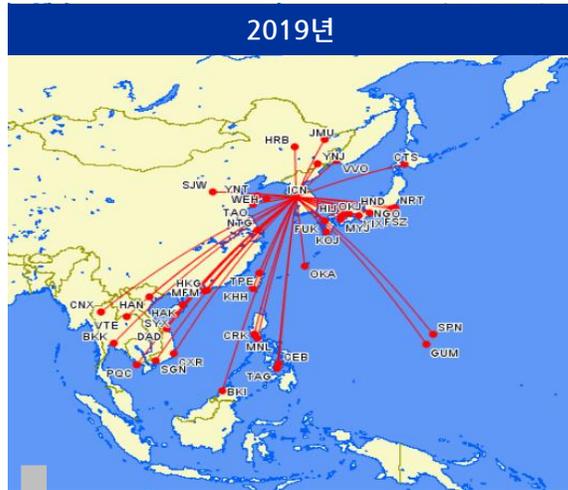
인천공항 노선별 티웨이항공 여객 수 변화(단위: 만명)



자료: 유진투자증권

# 국내 항공사들의 전략

제주항공 인천발 노선도



2019년

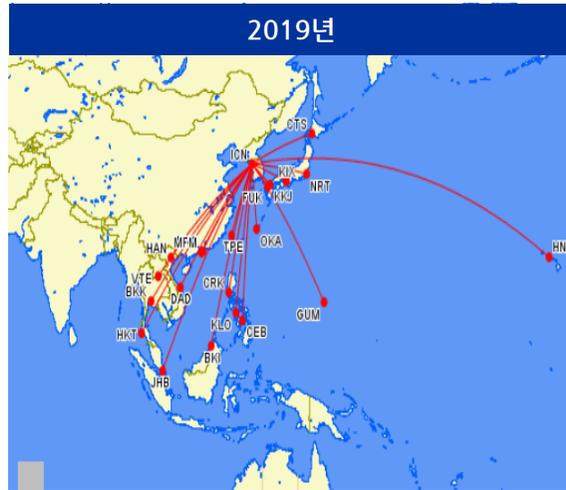
인도네시아 바탐, 마나도 전세기 운영,  
몽골 울란바토르 신규 취항 등 노선 다각화 시도



2023년

자료: 유진투자증권

진에어 인천발 노선도



2019년

호놀룰루 등 기존 장거리 노선 재개보다는  
수익성 중심의 중단거리 노선 집중



2023년

자료: 유진투자증권

티웨이항공 인천발 노선도



2019년

중장거리 기종(A330-300) 도입 통한  
시드니, 싱가포르, 비슈케크 등 노선 다각화 시도



2023년

자료: 유진투자증권

# 국내 항공사들의 전략

## 대한항공 인천발 국제여객 노선별 비중

노선	2017	2018	2019	2022	2023	19 vs 23
일본	15%	14%	12%	6%	13%	1%pt
중화권	22%	23%	24%	4%	13%	-11%pt
동남아	25%	25%	26%	34%	32%	6%pt
미주	18%	17%	18%	38%	22%	4%pt
유럽	10%	10%	10%	9%	11%	0%pt
대양주	5%	5%	5%	4%	4%	0%pt
기타	5%	4%	4%	4%	4%	0%pt

자료: 유진투자증권

## 진에어 인천발 국제여객 노선별 비중

노선	2017	2018	2019	2022	2023	19 vs 23
일본	40%	43%	35%	32%	58%	23%pt
중화권	11%	10%	13%	0%	8%	-5%pt
동남아	38%	40%	45%	41%	30%	-15%pt
미주	3%	1%	1%	0%	0%	-1%pt
유럽	0%	0%	0%	0%	0%	0%pt
대양주	8%	6%	6%	20%	4%	-3%pt
기타	0%	0%	0%	7%	0%	0%pt

자료: 유진투자증권

## 제주항공 인천발 국제여객 노선별 비중

노선	2017	2018	2019	2022	2023	19 vs 23
일본	40%	39%	32%	22%	48%	16%pt
중화권	21%	21%	24%	11%	8%	-16%pt
동남아	26%	28%	31%	45%	35%	4%pt
미주	0%	0%	0%	0%	0%	0%pt
유럽	0%	2%	3%	0%	0%	-3%pt
대양주	12%	10%	10%	21%	8%	-2%pt
기타	0%	0%	0%	2%	1%	1%pt

자료: 유진투자증권

## 티웨이항공 인천발 국제여객 노선별 비중

노선	2017	2018	2019	2022	2023	19 vs 23
일본	57%	56%	45%	19%	47%	2%pt
중화권	8%	11%	13%	18%	6%	-7%pt
동남아	24%	24%	34%	33%	38%	4%pt
미주	0%	0%	0%	0%	0%	0%pt
유럽	0%	0%	0%	0%	0%	0%pt
대양주	10%	9%	8%	27%	9%	1%pt
기타	0%	0%	0%	3%	1%	1%pt

자료: 유진투자증권

---

01

# 올해에도 여행은 계속된다

과도한 피크 아웃 우려 속 호황을 누릴 항공사

# 수요: 경기 반등에도 소비 부진 여전

## 가계의 소비 여력을 짓누르는 이자 부담

- 한국 경제는 지난해 하반기부터 수출이 빠르게 회복되면서 경기 저점을 벗어나고 있음. 그러나 민간소비는 부진한 흐름을 이어가며 수출과 내수의 차별화가 나타남
- 높아진 이자 부담에 가계 연체율이 상승하고, 부동산 가격도 짧은 반등을 뒤로하고 재차 하락 중. 팬데믹 기간 레버리지를 통해 주택 구입에 나선 가계들의 이자 부담은 올해도 지속될 가능성이 높음
- 2024년 연간 민간소비 증가율은 1%대 중반으로, 팬데믹 이후 최저치를 기록할 것으로 예상됨

### 한국 경제, 수출과 내수의 차별화 지속



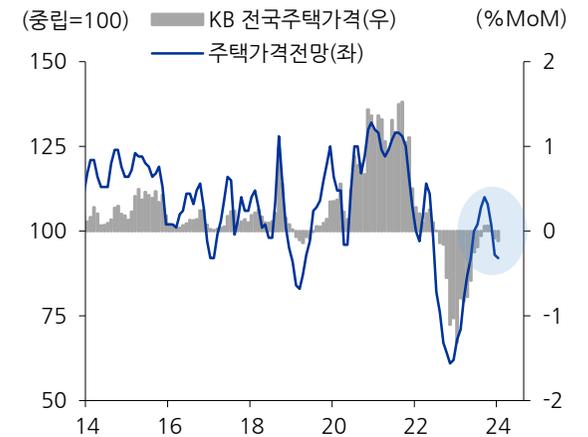
자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 이자부담 속 연체율은 상승 지속



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 부동산 가격도 재차 하락 전환



자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 수요: 최악은 아닌 소비 환경

## 소비 심리 개선, 안정적인 고용 상황

- 다행히 현재 소비를 둘러싼 환경은 과거 심각한 경기 침체와는 거리가 있음
- 소비심리는 인플레이션 부담이 완화되면서 지난해 초 이후 반등세를 이어감. **특히, 2022년 이후 여행지출 전망이 전반적인 소비심리에 비해 우위를 보이고 있음**
- 경기 부진에도 노동력 부족 여파로 취업자 증가는 30만 명 내외를 꾸준히 유지함. 지난해 감소세를 보였던 제조업 취업자도 점차 반등이 예상됨
- **올해 민간 소비에 대한 기대감이 높지 않지만, 소비 부진이 매우 심각하지는 않을 전망**

### 여행심리, 전반적 소비심리에 우위



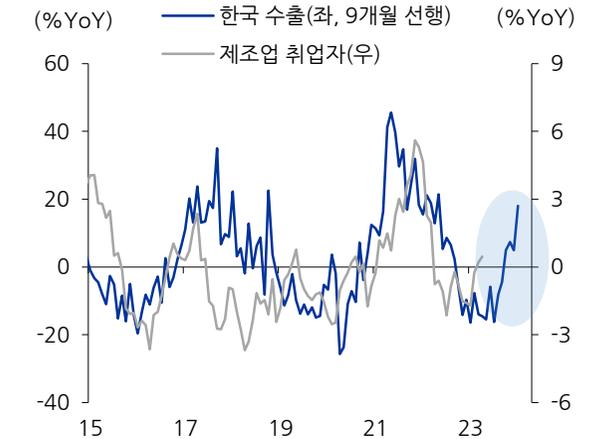
자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 취업자 증가세 30만 명 내외 유지 중



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 제조업 취업자는 점차 반등 예상



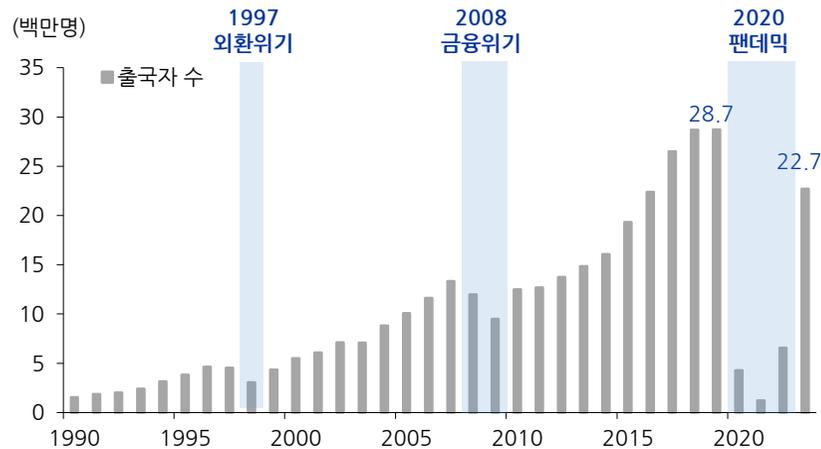
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 수요: 아직 회복 여력이 남아 있다

## 30년간 폭발적으로 증가한 해외 여행

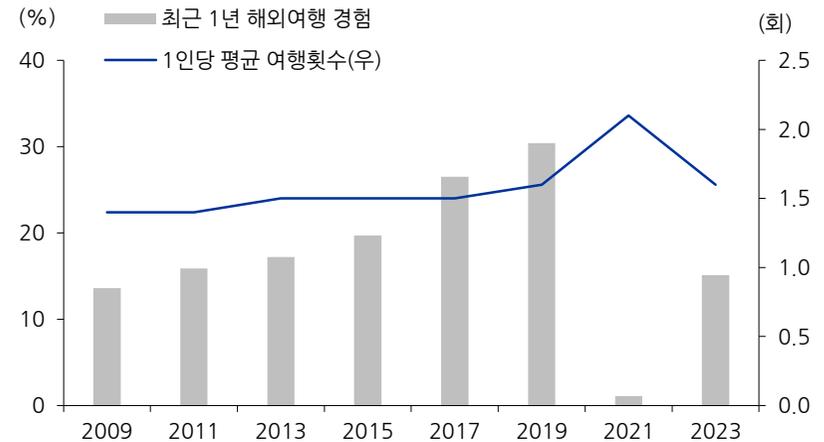
- 팬데믹 이전까지 한국의 출국자 수는 소득 수준이 높아짐에 따라 추세적인 증가를 지속. 2018년 출국자 수는 1990년 대비 20배 가까이 증가함
- 지난 30여 년간 출국자 수가 감소했던 적은 1997 외환위기, 2008 금융위기, 2020 코로나 팬데믹 세 번뿐임. 즉, 심각한 경기 침체가 닥치지 않는 한 해외여행 수요는 계속해서 증가함
- 통계청에 따르면 코로나 이전 10년 간 해외 여행 경험은 꾸준히 증가. 해외 여행이 하나의 트렌드로 자리 잡았음
- 2023년 출국자 수는 2,270만 명으로 큰 폭 반등했지만, 2018-2019년 수준을 아직 회복하지 못함. 추가 개선의 여지는 남아 있음

### 심각한 침체가 아니면 출국자 수는 꾸준히 증가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 해외 여행은 점차 하나의 트렌드가 되어가는 중



자료: 통계청, 유진투자증권

# 공급: 2024년 공급 과잉 아니다

## 2024년 전 항공사 여객기 순증은 27대 예상

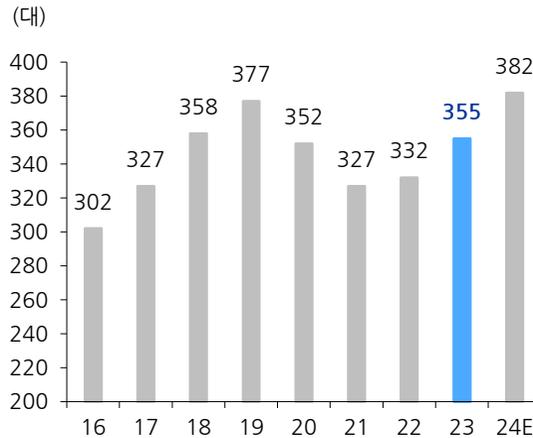
- 2023년 말 국내 항공사 보유 여객기 수는 총 355대로 집계. **올해 도입 계획은 66대 도입 및 39대 송출로 27대 순증가 예상**
- 2024년 말 기준 여객기 수는 382대(+7.6%yoy)가 될 예정이며, 총 공급 가능량 추산치(ASK 기준)는 2,615억 ASK로 전년비 6.6% 증가
- 당사 추정 2024년 국제 여객 수(인천공항+기타 지방공항)는 9,000만명**. 해당 여객 수를 핸들링 하기 위한 적정 항공기 대수는 382대로 추산
- 즉, 올해 도입 계획은 최적의 수요-공급 상태를 유지하는 수준**. 2024년 여객기 수는 2019년 수준을 상회하게 되지만, 단순히 기재가 많아졌다 하여 공급 과잉이라는 주장은 오판. 여객 수 증가가 뒷받침된다면 결코 공급 과잉이라고 할 수 없음. 또한, 신조기 시장의 공급망 혼란으로 예정된 기재 도입이 모두 이행될 가능성도 높지 않음

### 2024년 기종별 도입 및 송출/반납 예정

도입 기재	대수	송출 기재	대수
B737-800	3	B737-800	4
B737-8	21	B737-8	5
B787-9	8	B767-300	1
B787-10	10	B777-200	3
A320-200	5	B787-9	4
A321-NEO	10	B747-400	2
A330-200	5	B747-8i	3
A330-300	2	A320-200	2
A350	2	A321-200	1
		A330-200	5
		A330-300	6
		A380-800	3
<b>도입 합</b>	<b>66</b>	<b>송출 합</b>	<b>39</b>

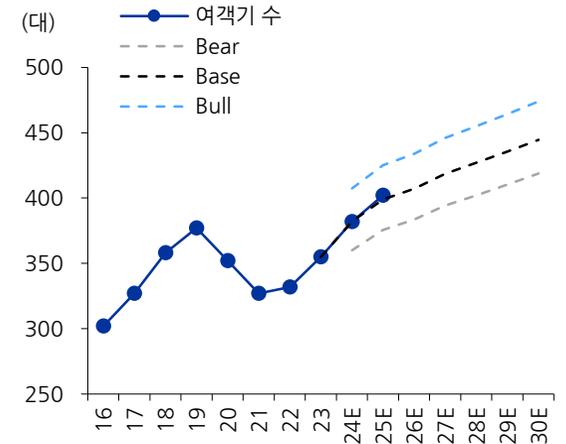
자료: 유진투자증권

### 국내 항공사 여객기 수 추이



자료: 유진투자증권

### 국내 항공사 여객기 수 추이 및 적정 레벨



자료: 유진투자증권  
주) 24년 27대 순증, 25년 20대 순증 가정

# 공급: 기재 도입의 높은 불확실성

국내 항공사별 보유 기재 현황(2024년 3월)

기종	대한항공	아시아나항공	제주항공	진에어	티웨이항공	에어부산	에어서울	이스타항공	플라이강원	에어로케이항공	에어프리미아
A220-300	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A320-200	-	1	-	-	-	6	-	-	-	6	-
A321-200	-	13	-	-	-	9	6	-	-	-	-
A321-200 NEO	9	9	-	-	-	8	-	-	-	-	-
A330-200	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A330-300	22	15	-	-	3	-	-	-	-	-	-
A350-900	0	15	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A380-800	10	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B737-800	2	-	40	19	25	-	-	6	-	-	-
B737-900	9	-	-	3	-	-	-	-	-	-	-
B737-900ER	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B737-8	6	-	2	1	2	-	-	4	-	-	-
B767-300	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B777-200	8	9	-	4	-	-	-	-	-	-	-
B777-300	4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B777-300ER	25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B787-9	13	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5
B747-400	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B747-8	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(여객기 합계)	140	70	42	27	30	23	6	10	0	6	5

자료:ATIS, 유진투자증권

# 공급: 기재 도입의 높은 불확실성

## 인도 시기 도래했지만, 불투명한 인도 스케줄

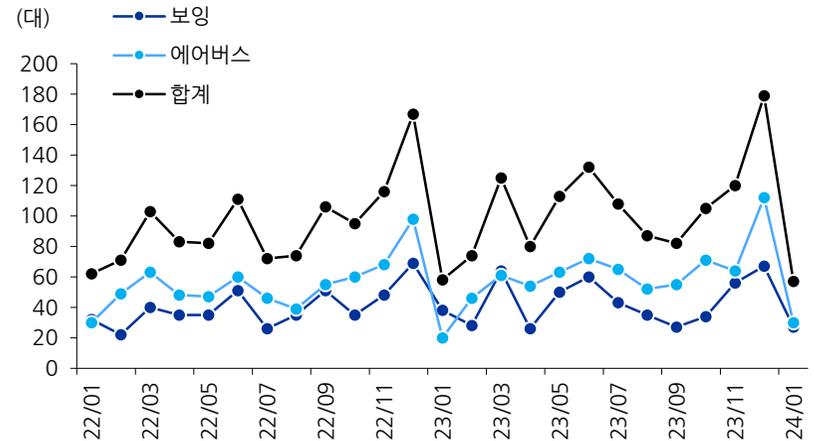
- 대표 항공기 제조사인 미국의 **보잉 항공기에서 계속되는 결함 발생으로 항공기 생산에 차질 발생 중**(B737-MAX 9 도어 플러그 결함 등). FAA 지시에 따라 MAX 기종의 생산 능력 증강(Ramp-up)은 중단된 상황(CAP: 38대/월 Rate). 보잉은 2023년 387대의 B737-MAX를 인도(월/32.3대 Rate)했으며, 최소 물량을 고려하지 않은 2023년말 기준 B737-MAX의 수주잔고는 6,383대(총 7,803대 중 1,420대 납품, 18% 인도 완료)
- 항공기 주문 후 인도 스케줄은 주문자(항공사)와 제조사 간의 도입 계약에 따라 천차만별. 다만, 주문 시기와 대량 주문 여부, 선납금 납부 여부 등이 일정 부분 인도 스케줄에 영향 미칠 것으로 예상. 즉, 대량의 항공기를 이른 시기에 주문하여 선납금 스케줄을 성실히 이행한 항공사가 우위
- 현재 대한항공이 B737-Max 30대, B787(2015년), 제주항공이 B737-MAX 40대 주문(2018년). 통상 B737-MAX의 주문 후 초호기 인도까지 소요 기간은 4.8년, B787은 7.3년으로 추정. **대한항공 및 제주항공 모두 인도 시기가 도래하긴 했으나, 코로나 및 결함 영향에 따른 본격 인도 타이밍은 지연될 가능성이 농후하다는 판단.**

### 국내 항공사 보잉사 기재 주문 현황

항공사	기종	주문 대수 (잔여)	주문 시점	인도 완료 시점	인도완료 시점 (*변경 후)
대한항공	B787-9&10	20대 (18대)	2015	2023	2028
	B737-MAX	30대 (24대)	2015	2023	2028
제주항공	B737-MAX	40대 (38대)	2018	2026	2027

자료: 유진투자증권

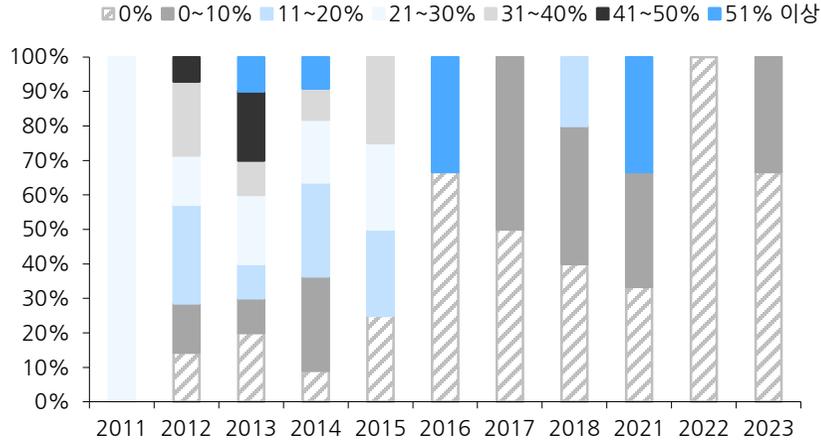
### 보잉 및 에어버스 항공기 월별 인도량 추이



자료: 보잉, 에어버스, 유진투자증권

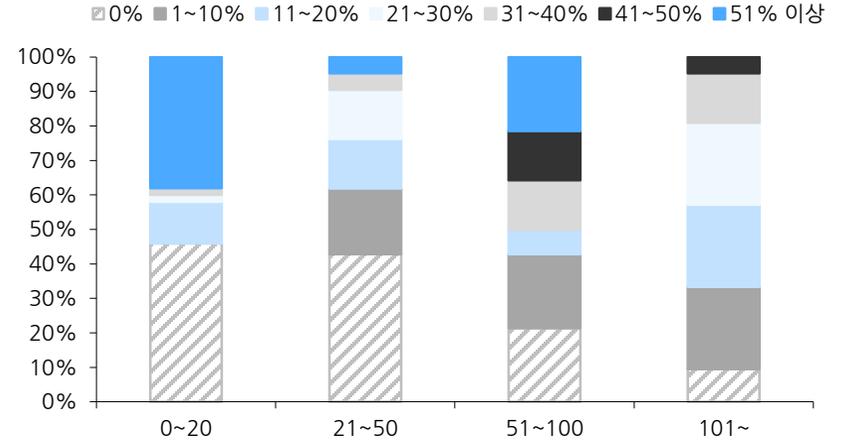
# 공급: 기재 도입의 높은 불확실성

## B737-MAX 최초 주문연도 기준 인도율 현황



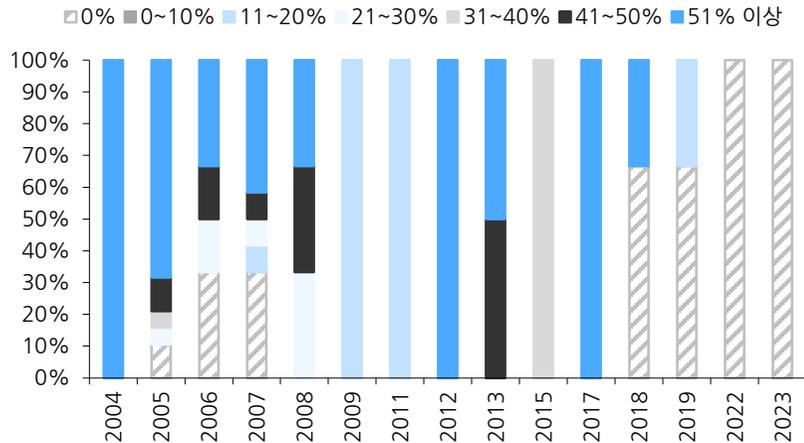
자료: 보잉, 유진투자증권

## B737-MAX 주문 대수 기준 인도율 현황



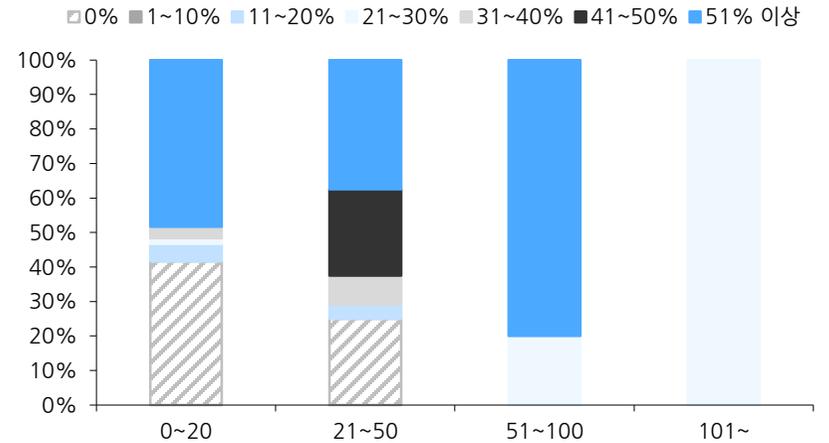
자료: 보잉, 유진투자증권

## B787 최초 주문연도 기준 인도율 현황



자료: 보잉, 유진투자증권

## B787 주문 대수 기준 인도율 현황



자료: 보잉, 유진투자증권

# 운임: 과도한 피크아웃에 대한 우려

## 전체적으로 높은 운임, 다만 상반된 흐름 감지

- 시장의 급격한 운임 피크 아웃에 대한 우려에도 불구하고, 4Q23 기준 대부분의 노선에서 18~19년 대비 높은 운임 단가가 유지 중
- 여행 수요가 유지된다는 가정하에, 급격한 운임 하락 가능성은 제한적이라는 판단. 코로나 이전 대비 유류비 부담이 크고, 인건비/조업비 등 비용 상승으로 항공사들의 Non-fuel CASK도 10% 이상 상승했기 때문에, 항공사들 또한 수익성을 고려하여 공격적인 운임 인하에 나설 가능성은 제한적
- 유가 변동에 따른 유류할증료 조정에도 불구하고, 유류할증료를 제외한 순수 운임의 급격한 하락은 전혀 감지되지 않고 있음. 과거처럼 계절성 및 항공 수요에 따라 변동 중

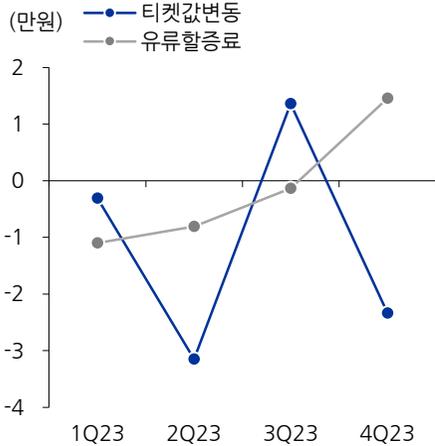
주요 노선별 운임단가 추정치 추이(단위: 만원)

노선	구분	1Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
일본	FSC	18.4	19.9	18.2	18.1	16.5	18.2	16.1	28.1	36.0	31.8	28.4	27.0	23.0	24.3	23.4
	LCC	11.3	8.4	8.7	10.7	8.4	8.0	6.3	29.0	17.1	14.3	15.6	17.3	13.5	15.3	16.1
중국	FSC	16.5	18.6	16.4	17.7	16.2	18.4	14.2	45.9	49.0	58.2	33.4	31.6	24.3	22.7	19.2
	LCC	11.7	14.1	10.8	12.1	10.4	10.8	9.9	17.3	21.9	62.9	59.8	18.3	14.6	14.6	7.5
동남아	FSC	34.9	33.6	31.4	35.4	30.6	30.9	29.4	52.7	49.7	48.7	47.9	46.8	43.3	41.5	44.3
	LCC	19.3	20.2	16.2	19.7	14.1	15.9	14.6	76.7	36.0	25.7	22.6	26.2	18.9	20.5	22.8
미주	FSC	56.3	67.5	60.4	60.8	61.9	67.2	58.1	100.1	111.9	110.7	103.3	96.2	112.8	122.1	107.1
구주	FSC	68.2	75.5	77.3	67.3	69.9	71.6	66.2	129.0	128.7	123.1	108.7	101.2	106.5	115.7	103.0

자료: 유진투자증권

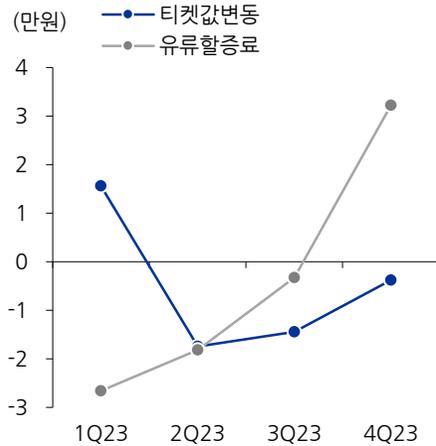
# 운임: 과도한 피크아웃에 대한 우려

## FSC 티켓/유류할증료 변동(일본)



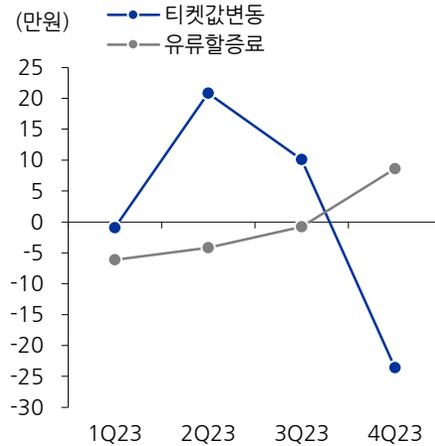
자료: 유진투자증권  
주) 전분기 대비 증감

## FSC 티켓/유류할증료 변동(동남아)



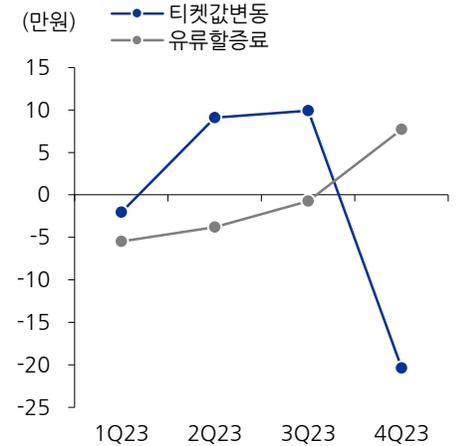
자료: 유진투자증권  
주) 전분기 대비 증감

## FSC 티켓/유류할증료 변동(미주)



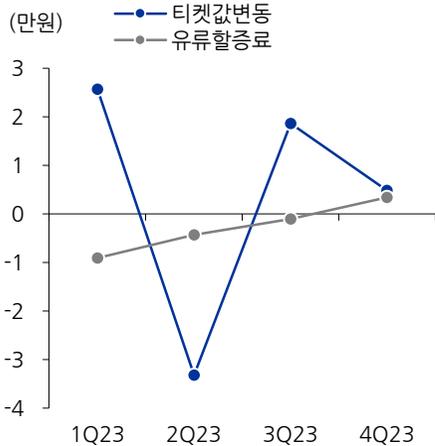
자료: 유진투자증권  
주) 전분기 대비 증감

## FSC 티켓/유류할증료 변동(구주)



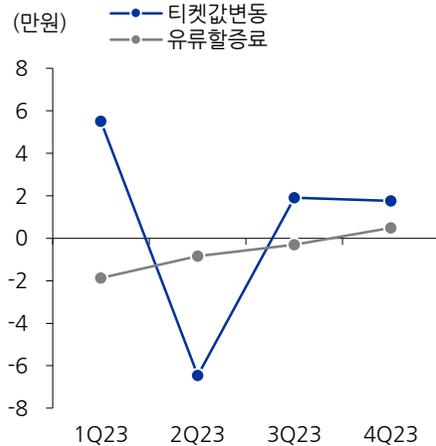
자료: 유진투자증권  
주) 전분기 대비 증감

## LCC 티켓/유류할증료 변동(일본)



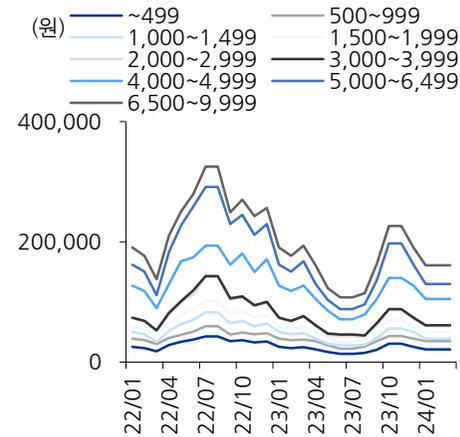
자료: 유진투자증권  
주) 전분기 대비 증감

## LCC 티켓/유류할증료 변동(동남아)



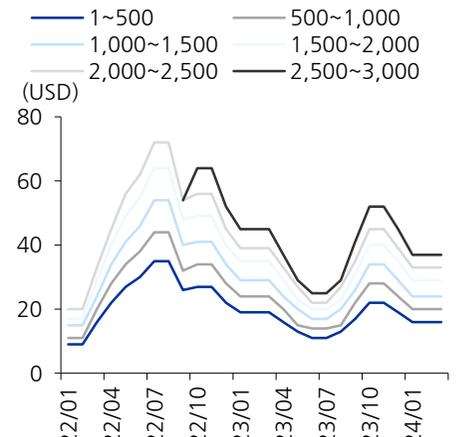
자료: 유진투자증권  
주) 전분기 대비 증감

## 대한항공 거리별 유류할증료 추이



자료: 유진투자증권

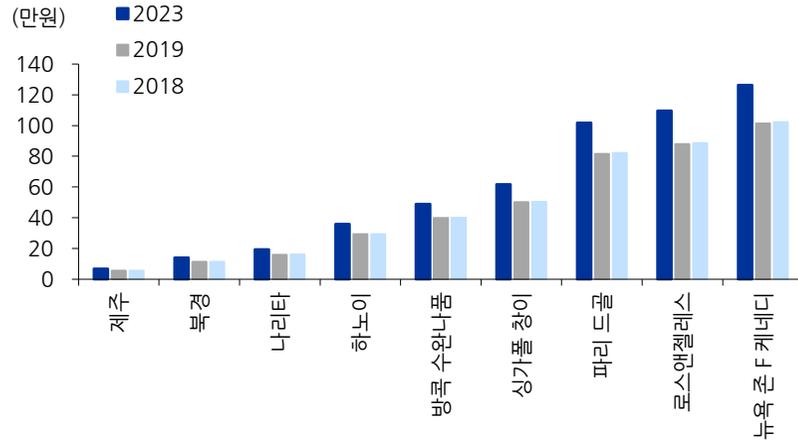
## 제주항공 거리별 유류할증료 추이



자료: 유진투자증권

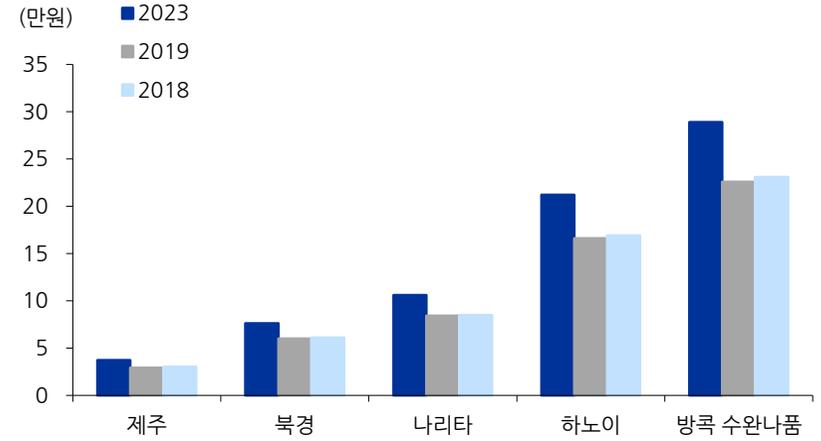
# 운임: 과도한 피크아웃에 대한 우려

주요 노선별 BEP 레벨 변화(FSC)



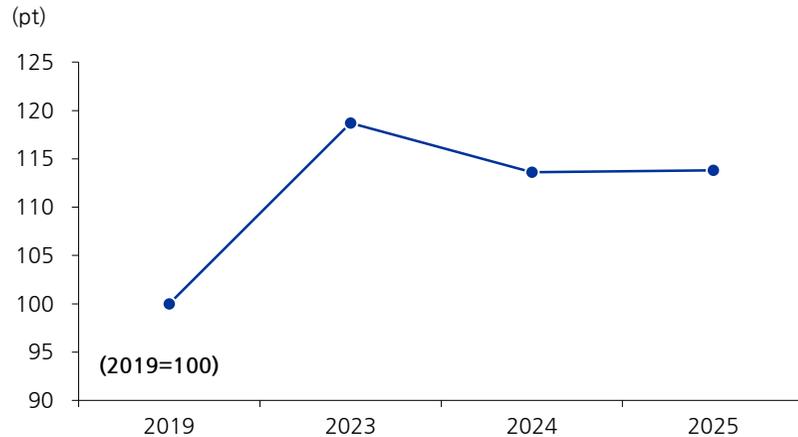
자료: 유진투자증권

주요 노선별 BEP 레벨 변화(LCC)



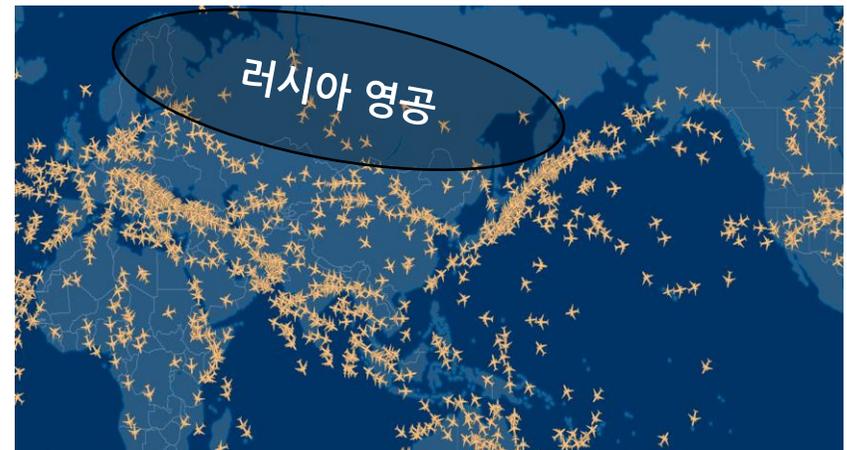
자료: 유진투자증권

주요 항공사 Non-Fuel CASK 변동



자료: 유진투자증권

미주/구주 노선은 러시아 영공을 우회하여 운항 중



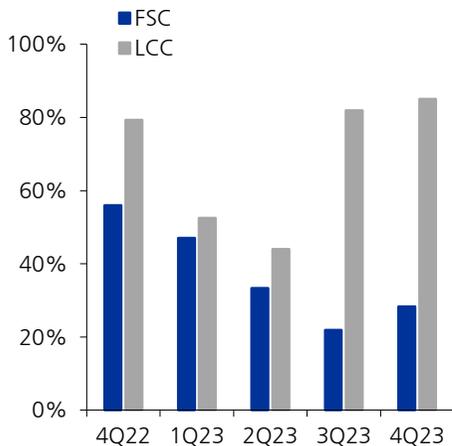
자료: Flight aware, 유진투자증권

# 운임: 노선별 현황

## 전체적으로 높은 운임, 다만 상반된 흐름 감지

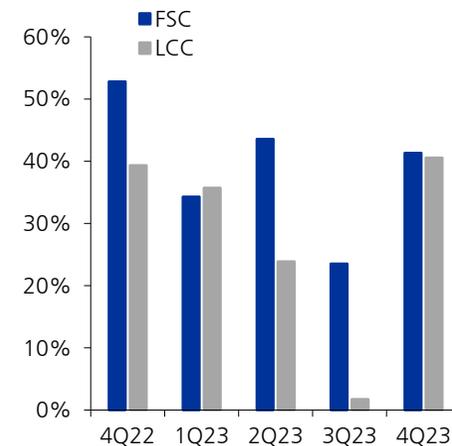
- 단거리에서는 동남아 대비 일본 노선 우위, 장거리에서는 유럽 노선 대비 미주 노선 우위
- **일본 노선:** FSC는 2018년 대비 20% 높은 수준에서 안정화, LCC는 2018년 대비 80% 이상으로 운임 강세 지속
- **동남아 노선:** LCC 운임 단가는 3Q23에 18년 수준 회귀, FSC는 강세 유지 중. 4Q23~1Q24에 계절적 성수기로 운임 반등 후 하향 안정화될 전망
- **미주 노선:** 성/비수기에 상관없이 2018년 대비 70% 이상 높은 운임 유지되고 있음
- **유럽 노선:** 23년 성수기까지는 18년 대비 50% 가량 높은 운임 기록했으나, 4Q23부터 계절적 비수기로 하락세 전환. 2Q24 이후 반등 여부 주목

일본 노선 18년 동분기 대비 변화



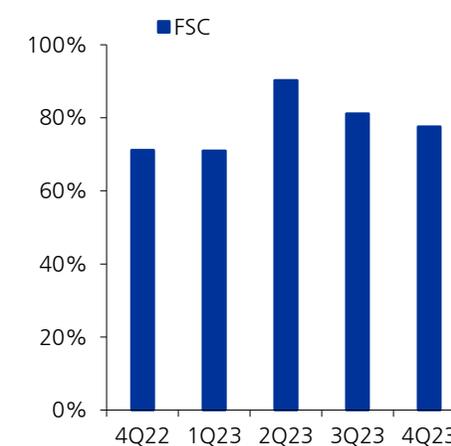
자료: 유진투자증권

동남아 노선 18년 동분기 대비 변화



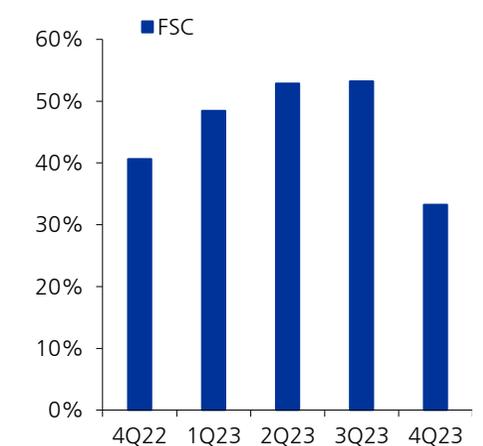
자료: 유진투자증권

미주 노선 18년 동분기 대비 변화



자료: 유진투자증권

구주 노선 18년 동분기 대비 변화



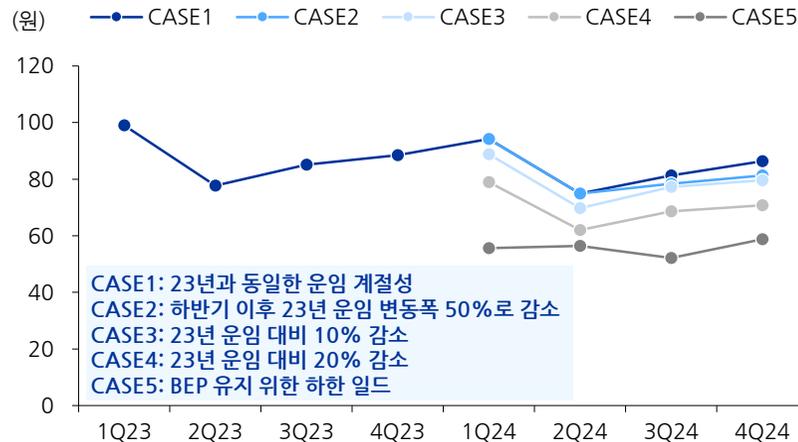
자료: 유진투자증권

# 운임: 급격한 일드 하락 가능성은 제한적

## 국제선 BEP 일드 레벨은 60원, 24년은 80원 수준 유지 전망

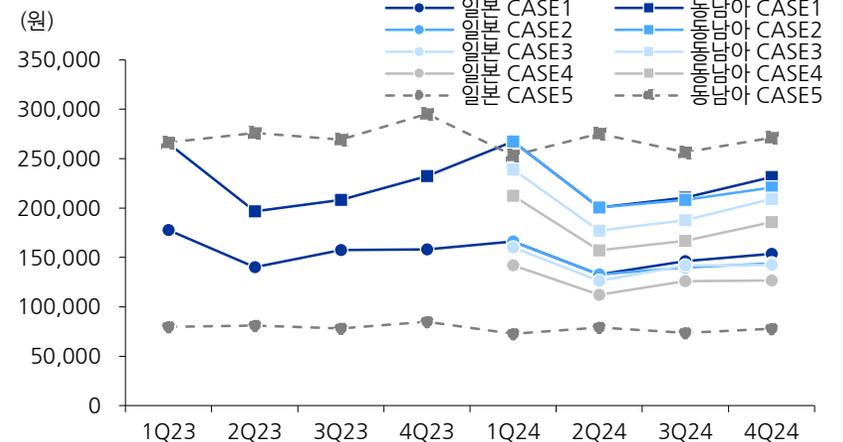
- 항공사의 일드 전망은 불가능에 가깝지만, **올해 LCC 기준 국제선 일드는 4%~10% 하락할 것으로 전망**(왼쪽 하단 도표의 CASE 1~3 가정)
- 현재 주요 LCC 1Q24 일드 레벨은 4Q23 보다 높고, 1Q23과 유사한 수준을 기록하고 있는 것으로 파악됨. **여행 수요와 공급 레벨을 고려, 올해 일드는 CASE 1~3 수준에서 형성될 것으로 전망함**
- **LCC 주력 노선인 일본과 동남아 노선의 운임 및 BEP 레벨을 고려하면, 수익성 확보를 위해서는 가능한 한 일본 노선 비중을 높이는 것이 중요할 것**

LCC 국제선 일드 CASE 분석



자료: 유진투자증권  
 주) 24년 NF-CASK는 전년 평균, L/F는 전년 수치, 환율 및 유가는 당사 추정치 사용

LCC 일본, 동남아 운임 단가 노선별 CASE 분석



자료: 유진투자증권  
 주) 24년 NF-CASK는 전년 평균, L/F는 전년 수치, 환율 및 유가는 당사 추정치 사용  
 주2) CASE는 좌측 표와 동일 가정  
 주3) 일본과 동남아 노선 탑승률은 동일하다고 가정

편집상의 공백페이지입니다

---

# 02

## 변화하는 항공 시장

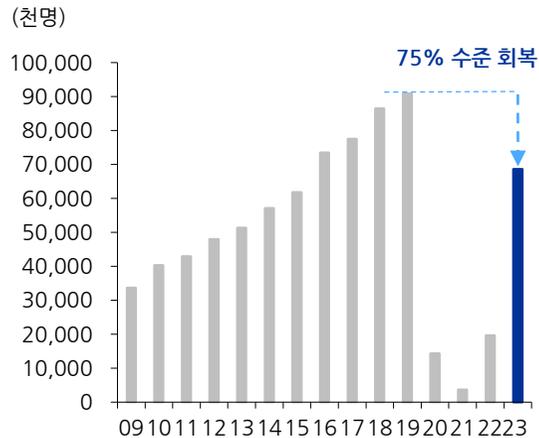
올해는 일본 노선에 주력하는 항공사가 승리자

# 이미 정상화된 해외여행

## 국제여객 90% 이상 회복 달성

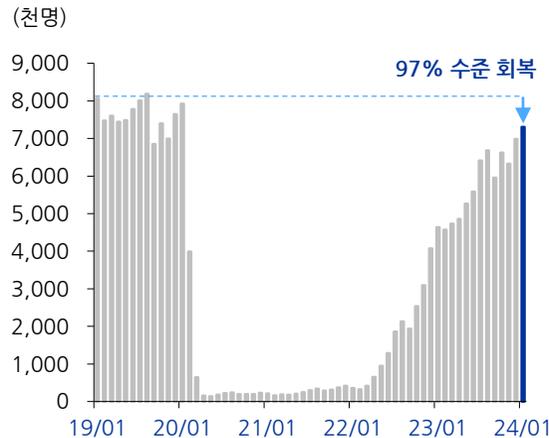
- 2023년 연간 전 공항 국제 여객 수는 6,862만명을 기록(+250%yoy). 2019년 연간 9,089만명 대비 75% 회복
- 2024년 1월 전 공항 국제 여객 수는 731만명(+58%yoy)으로 2019년 대비 91%, 2018년 대비 97% 회복하며 완전 정상화 근접
- 2024년에도 해외여행 수요는 지속될 것. 인천공항의 2024년 국제선 이용객은 6,750만~7,100만명(+21~26%yoy)을 기록할 전망

전 공항 국제선 여객 수 추이



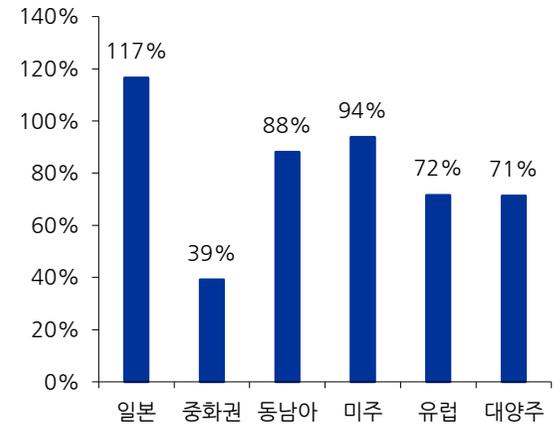
자료: 인천공항공사, KAC, 유진투자증권

전 공항 국제선 여객 수 추이(월별)



자료: 인천공항공사, KAC, 유진투자증권

인천공항 노선별 국적사 여객 수 회복률



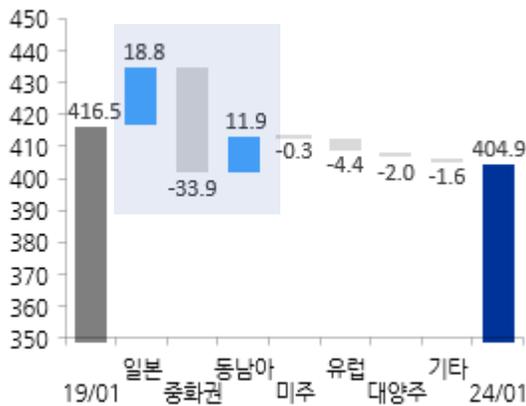
자료: 에어포탈  
주) 2019년, 2023년 비교

# 이미 정상화된 해외여행

## 코로나 정상화 과정에서 변화를 겪고 있는 항공 시장

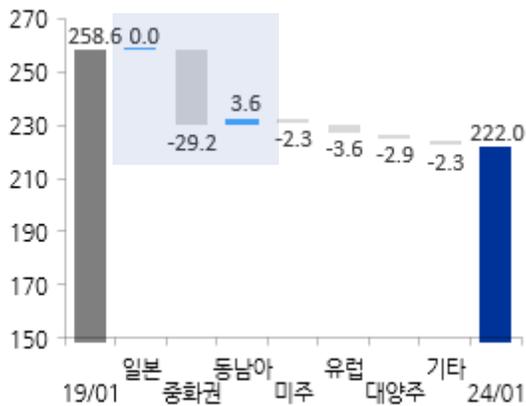
- 코로나 이후 항공 시장에서는 중국 노선 회복 지연, 러시아 노선 중단 등 일시적 변화가 발생
- 그럼에도 국제 여객 수가 90% 이상 회복할 수 있었던 배경에는 일본 및 동남아 노선 여객 수의 폭발적인 증가를 꼽아볼 수 있음. 중국 익스포저가 높았던 FSC 대비 LCC의 여객 수 회복 속도가 빠른 상황
- 올해 최대의 변수는 중국 노선의 회복 여부. 인천공항공사의 여객 목표 달성을 위해서는 중국 노선 자체의 회복, 또는 코로나 이전의 중국 노선 이용객 수 만큼 타 노선으로의 여객 유입, 그리고 이를 위한 노선 확장이 필요

인천공항 노선별 국적사 여객 수 변화(만명)



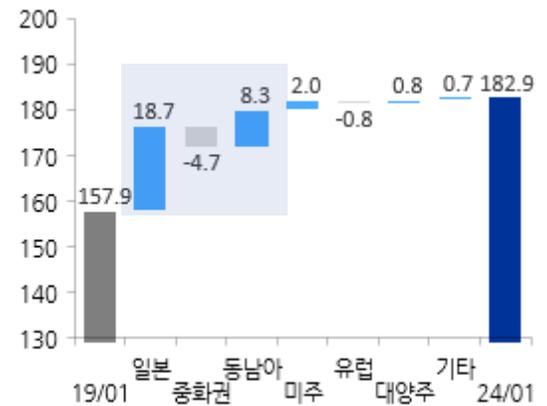
자료: 에어포탈, 유진투자증권

인천공항 노선별 FSC 여객 수 변화(만명)



자료: 에어포탈, 유진투자증권

인천공항 노선별 LCC 여객 수 변화(만명)



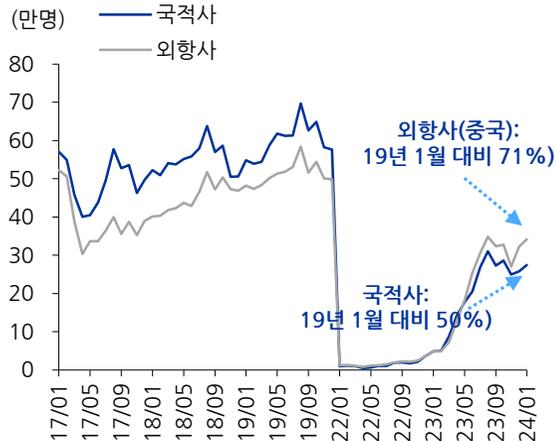
자료: 에어포탈, 유진투자증권

# 불확실한 중국 노선 회복

## 기대의 중국 노선, 공격적인 회복은 쉽지 않을 것

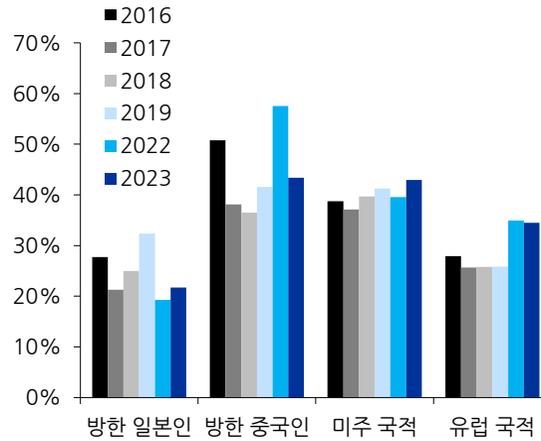
- 2024년 1월 기준 국적사의 중국 노선 여행객 수는 2019년 동월 대비 50% 수준에 그치고 있으며, 외항사(중국 국적)의 경우 71% 회복을 기록
- 외항사 대비 국적사의 여객 수 회복이 느린 현상은 아직 저조한 내국인의 방중 수요에 기인한다는 판단. 2023년 연간으로 인천공항 중국 노선 여객 수에서 차지하는 중국인 비중은 43%로 과거 17~19년 대비 높은 상황. 방중보다는 방한 수요가 우세로 보여짐
- 국내 여행사 패키지의 지역별 송출객 비중이 빠른 속도로 회복되며 중국 노선에 대한 기대감이 높아지고 있음. 3Q23 기준 중국 비중은 10% 수준까지 회복하며 2017~2019년 중국 비중 평균값 12% 수준에 근접. 40대 이상 시니어 고객들 중심으로 중국 여행 심리가 개선되고 있는 상황으로 판단되나, 여전히 중국 노선의 수요 회복 여부와 완전 회복 시점은 불투명하다는 판단

중국 노선 여객 수 회복률



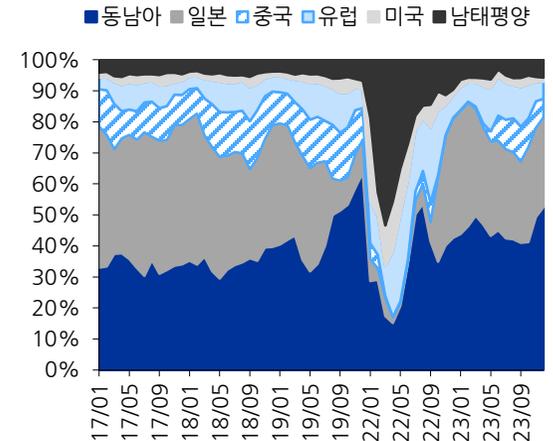
자료: 에어포탈, 유진투자증권

노선별 방한 외국인 점유율



자료: 인천공항공사, 한국관광데이터랩, 유진투자증권

하나투어 지역별 송출객 비중



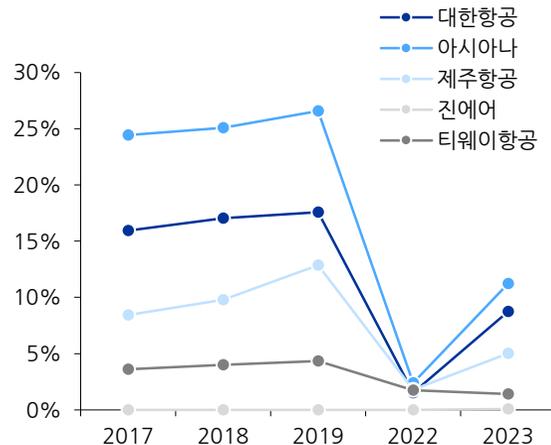
자료: 하나투어, 유진투자증권

# 불확실한 중국 노선 회복

## 아직까지는 저조한 중국 노선 수요

- 국내 항공사들의 중국 노선 복항/증편은 수요 회복에 따라 실시될 것으로 예상되며, 수요 회복 이전까지 일부 운수권 지역은 운수권 유지를 위한 최소 수준의 운항이 이루어질 것으로 예상됨
- 협동체를 투입하고 있는 제주항공 및 티웨이항공(B737/189석 가정)의 중국 노선 여객 실적을 토대로 중국 노선 탑승률을 추정한 결과, 2023년 1월 이후 평균 탑승률은 약 63% 수준.
- 타 노선(일본/동남아)의 탑승률이 80%를 크게 상회하는 것에 비교하여 아직 수요가 약해, 중국 노선 증편에 대한 유인이 크지 않은 상황.
- 올해도 23년과 마찬가지로 중/단거리 여행 수요에서는 일본과 동남아 노선으로의 수요 집중이 예상됨

국내 항공사별 중국 노선 여객 비중



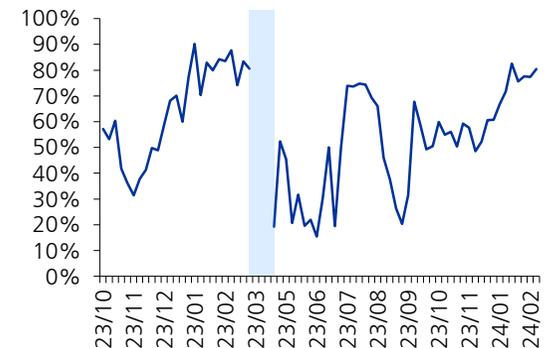
자료: 에어포탈, 유진투자증권  
주) 전체 여객에서 중국 노선 여객이 차지하는 비중

제주항공 주요 노선별 탑승률 추정



자료: 에어포탈, 유진투자증권

티웨이항공 주요 노선별 탑승률 추정



자료: 에어포탈, 유진투자증권

# 불확실한 중국 노선 회복

대한항공 24년 하계 스케줄 중국 노선 관련 신청(변경) 내용: 소형기 중심 투입, 복항 제한적 & 단항 유지

노선	신청(변경 내용)
김포-베이징	▪ 1 daily <b>737 MAX 8 service maintained, replaces previously filed A330-300</b>
김포-상하이	▪ 1 daily <b>737 MAX 8 service maintained, replaces previously filed A330-300</b>
인천-베이징	▪ Previously filed A330-300 replaced by following KE855/856 (4 weekly). - <b>31MAR24 - 30JUN24 737 MAX 8, 01JUL24 - 26OCT24 A321neo</b> ▪ KE859/860 eff 31MAR24 - 30JUN24 Reduce from 4 to 3 weekly, 737 MAX 8, 01JUL24 - 26OCT24 Increase from 3 to 7 weekly, 737 MAX 8 ▪ KE853/854 eff 31MAR24 <b>737-800 replaces previously filed A330-300</b>
인천 광저우	▪ eff 31MAR24 <b>A321neo replaces A330-300, 1 daily</b>
인천-허페이	▪ eff 31MAR24 <b>Service remains cancelled, instead of 5 weekly</b>
인천-무단장	▪ eff 31MAR24 <b>Service remains cancelled, instead of 5 weekly</b>
인천-난징	▪ eff 31MAR24 Increase from 3 to 4 weekly, A330-200 replaces 737-900ER (787-9 operating from 03JUL24)
인천-상하이	▪ 2 of 3 daily aircraft changes. KE897/898 Previously filed A330-300 replaced by - 31MAR24 - 23MAY24 A330-200/777-200ER - 24MAY24 - 24JUN24 A330-300/777-200ER/777-300ER
인천-선전	▪ eff 31MAR24 A321neo replaces 737-900ER, 1 daily
인천-웨이하이	▪ eff 31MAR24 <b>Service remains cancelled, instead of 1 daily</b>
인천-우한	▪ eff 31MAR24 A330-300 replaces 737-900ER, 5 weekly
인천-시안	▪ eff 31MAR24 <b>737 MAX 8 replaces A330-300, 1 daily</b>
인천-샤먼	▪ eff 31MAR24 737 MAX 8 replaces -900ER - <b>31MAR24 - 30JUN24 Reduce from 7 to 3 weekly</b>
인천-옌지	▪ eff 31MAR24 - <b>31MAY24 Reduce from 7 to 4 weekly</b> , 737 MAX 8 replaces -900ER
인천-장자제	▪ eff 23APR24 3 weekly 737-900ER, service resumption

자료: Aeroroutes, 유진투자증권

# 불확실한 중국 노선 회복

아시아나항공 24년 하계 스케줄 중국 노선 관련 신청(변경) 내용: 기존 계획 대비 복항 지연, 소형기 중심 투입

노선	신청(변경 내용)
인천-창춘	▪ eff 31MAR24 <b>Service operates 4 weekly instead of planned 7 weekly</b> , 5 weekly from 03JUL24, 7 from 14OCT24. A330-300 operating
인천-창사	▪ eff 31MAR24 <b>A321neo replaces A330-300, 4 weekly</b>
인천-칭다오	▪ eff 01JUL24 Tentative service resumption, 4 weekly A321neo ( <b>Previous: eff 31MAR24</b> )
인천-다롄	▪ eff 06JUL24 Increase from 4 to 5 weekly, A321neo ( <b>Previous: eff 31MAR24</b> )
인천-광저우	▪ eff 31MAR24 <b>10 weekly A321ceo/321neo service maintained, instead of 7 weekly A330-300</b>
인천-항저우	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 31MAR24 - 30JUN24 A330-300 replaces A321neo, 5 weekly</li> <li>▪ 01JUL24 - 31AUG24 <b>4 of 5 weekly operated by A321neo, instead of A330</b></li> <li>▪ 01SEP24 - 10OCT24 A330-300 replaces A321neo, 5 weekly eff 12OCT24 Increase from 5 to 7 weekly</li> </ul>
인천-난징	▪ Nanjing 31MAR24 - 27JUN24 <b>Reduce from 5 to 4 weekly, A321neo</b>
인천-칭다오	▪ eff 31MAR24 1 daily <b>A321neo service maintained, replacing A330-300</b>
인천-선전	▪ eff 01JUL24 Tentative service resumption, 5 weekly A321neo ( <b>Previous: eff 31MAR24</b> )
인천-옌지	▪ eff 01JUL24 A321neo replaces A321ceo, 1 daily

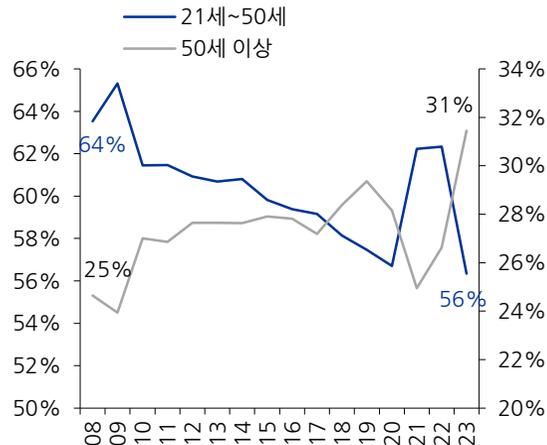
자료: Aeroroutes, 유진투자증권

# 변화하는 인구 구조

## 빠르게 늘어나는 시니어 비중

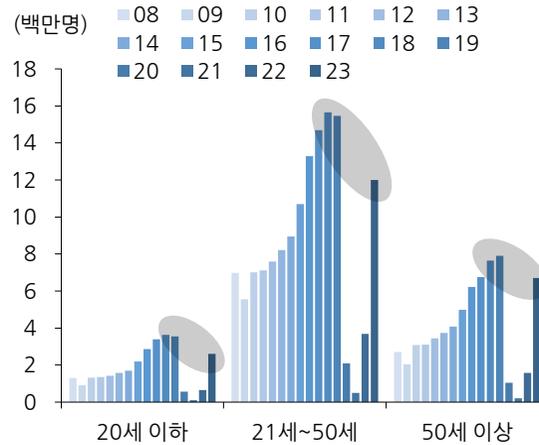
- 빠른 속도로 진행되는 한국의 인구 구조 변화는 앞으로 항공 운송에도 많은 영향을 미치게 될 것
- 전체 내국인 출국자 수에서 50세 이상 시니어가 차지하는 비중은 2008년 25%에서 2023년 31%까지 늘어남
- 50세 이상 연령층의 출국자 수의 2019년 대비 회복률은 85%로 타 연령층 보다 빠른 상황

전체 출국자 수 대비 연령별 비중



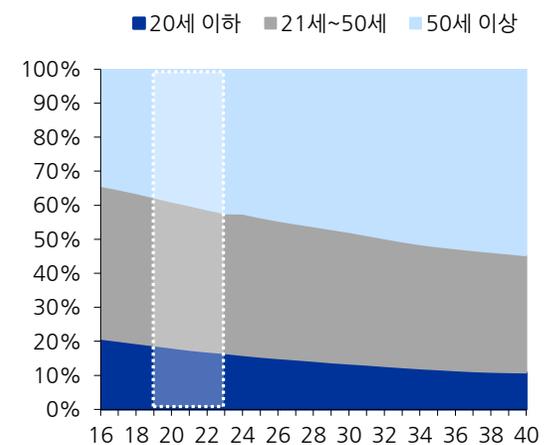
자료: 한국관광데이터랩, 유진투자증권

연도별, 연령별 출국자 수 추이



자료: 유진투자증권

한국 인구구조 변화



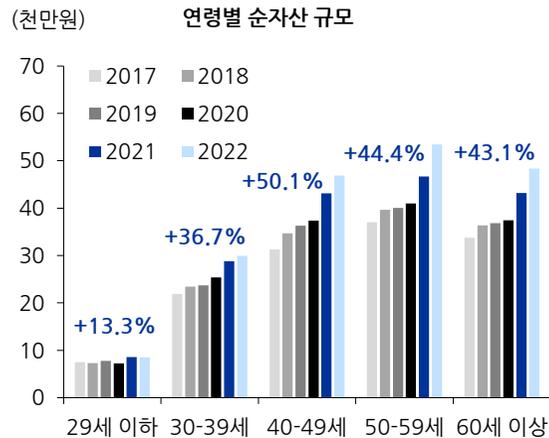
자료: 통계청, 유진투자증권

# 무시할 수 없는 시니어 여행 수요

## 수요와 구매력을 모두 보유한 시니어층

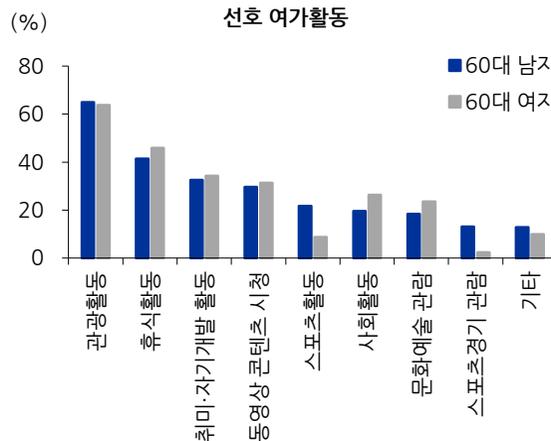
- 여행 수요에 있어 50대 이상의 시니어들은 무시할 수 없는 주요 계층임. 이들은 기본적인 구매력이 높고 국내 인구에서도 상당한 비중을 차지
- 특히 2017-2022년 5년간 순자산 증가율은 40-50대에서 두드러짐. 특히 코로나 이전 이미 주택을 보유하고 있었을 가능성이 높은 50대 이상의 연령층은 최근 가파른 금리 상승의 충격이 상대적으로 작을 수 있음
- 시니어들의 여행 의사도 강하게 나타남. 통계청 조사에 따르면, 60대의 선호 여가활동은 여행이 압도적 1위를 차지
- 여가활동 중 관광활동을 선호하는 비율도 20-30대 보다 중장년층 이상에서 오히려 더 높게 나타남

### 40대 이상에서 순자산 증가 두드러져



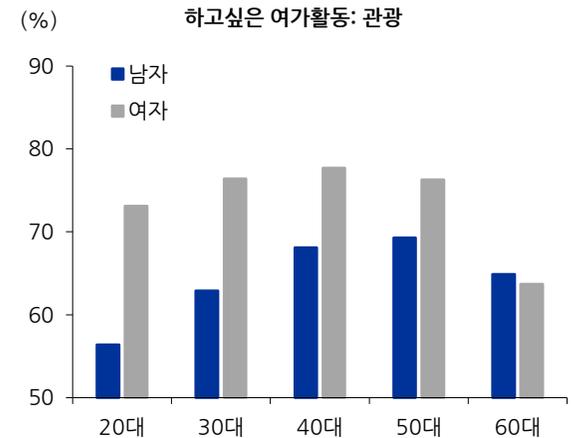
자료: 통계청, 유진투자증권

### 60대 선호 여가활동, 여행이 압도적 1위



자료: 통계청, 유진투자증권

### 여행 선호는 오히려 중장년층에서 더 높아



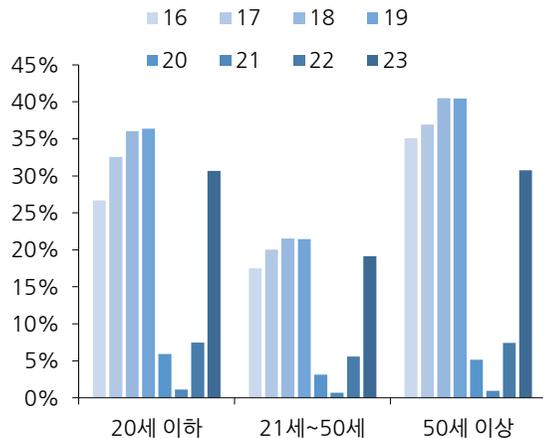
자료: 통계청, 유진투자증권

# 계절성을 깨트리는 인구구조 변화

## 빠르게 늘어나는 시니어 비중

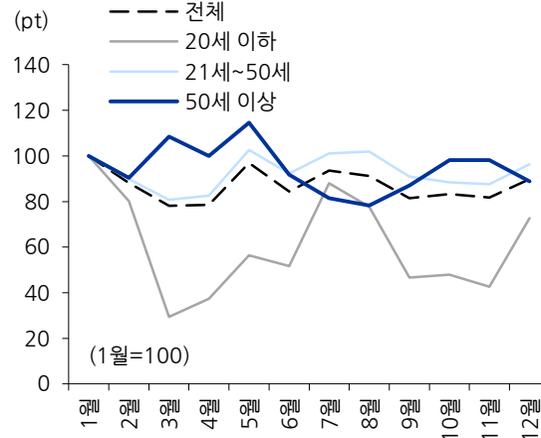
- 한국인의 평균 퇴직 연령은 50세 전후. 은퇴 후 상대적으로 시간적 여유가 있는 시니어들은 생각보다 여행을 많이 가고, 일반적인 성수기보다는 비수기에 여행하는 계절성이 확인되고 있음
- 장기적으로 시니어 비중이 높아짐에 따라 1분기 & 3분기 성수기, 2분기 & 4분기 비수기라는 공식은 깨지게 될 것
- 아직 유의미한 검증 데이터는 없으나, 2023년 3분기 성수기가 5~6월부터 앞당겨 찾아왔던 일부 요인으로 작용했을 것으로 추정

연령별 출국자 수/연령별 인구 %



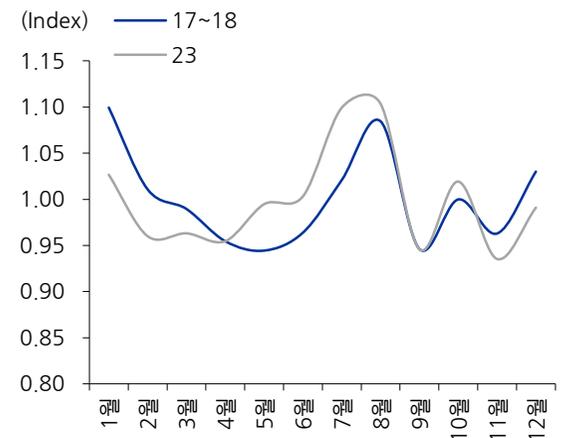
자료: 한국관광데이터랩, 통계청, 유진투자증권

연령별 & 월별 출국자 수 계절성



자료: 한국관광데이터랩, 유진투자증권

인천공항 월별 계절성 (17~18년 vs 23년)



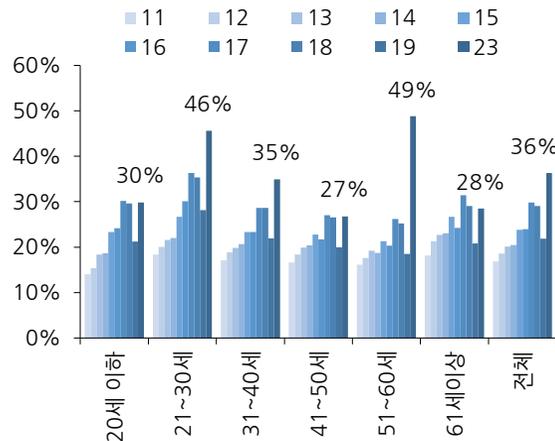
자료: 에어포탈, 유진투자증권

# 일본으로 가는 시니어

## 시니어, 어디로 가는가?

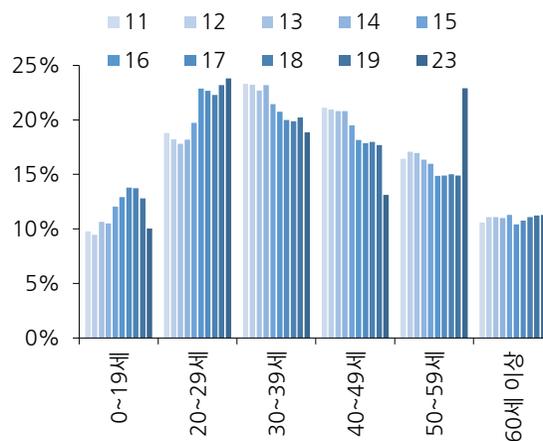
- 정보 부족으로 내국인의 구체적인 해외 목적지 등을 파악하기는 쉽지 않으나, 일본 법무성이 공개하는 데이터를 바탕으로 추정된 결과, 23년 기준 **50대 이상의 내국인 출국자 수 중 39%가 일본을 방문한 것으로 파악됨. 특히 50대 출국자의 49%가 일본을 방문**하며 일본 여행에 대한 높은 선호를 보임. 과거 시니어의 경우 중국 관광 비중이 높았던 것으로 추정되나, **중국 여행이 어려워지자 일본으로 선회하고 있는 상황으로 판단**
- 일본은 현재 20대와 50대의 주력 여행지이며, 20대는 도쿄와 오사카 등 간선 노선, 50대는 지방 노선의 이용률이 높은 것으로 파악됨**

내국인 출국자 중 일본 출국 비중(연령별)



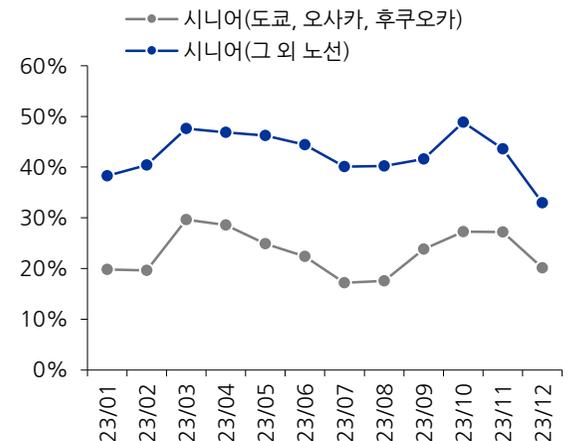
자료: 한국관광데이터랩, 일본 법무성, 유진투자증권

일본 여행객에서 차지하는 각 연령별 비중



자료: 일본 법무성, 유진투자증권

일본 노선별 시니어 여행객이 차지하는 비중



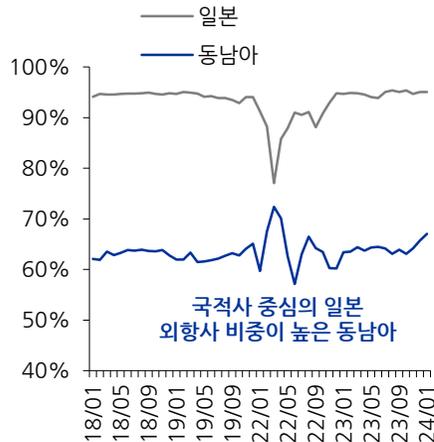
자료: 일본 법무성, 유진투자증권

# 2024년은 중/단거리 노선이 우세

## 일본 > 동남아 노선

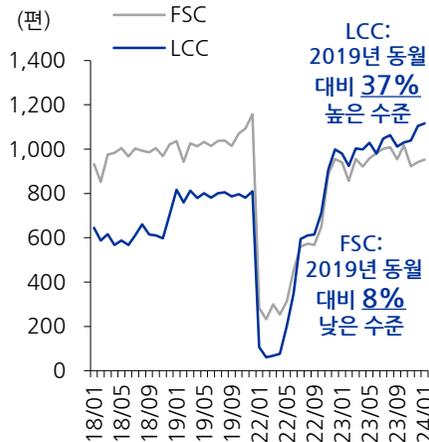
- 올해는 장거리보다 중/단거리 노선의 수요 강세가 지속될 전망. 2024년의 총 휴일 수는 119일로 전년대비 2일 증가. 3일 이상 연휴 5번, 징검다리 휴무 3번으로 짧은 연휴가 자주 있어, 중/단거리 중심의 여행 수요로 이어질 것이라는 판단
- 앞서 설명한 바와 같이, 중국 노선 회복이 부진하다는 가정하에 일본과 동남아로 여객 유입이 계속될 것으로 예상
- 동남아 노선은 인도네시아 등 신규 노선 개척에 따른 견조한 여객 수요가 전망되나, 일본 노선 대비 외항사와 경쟁이 치열하고, 해외 LCC 중심의 회복이 이루어지고 있어, 이는 운임 하방 압력으로 작용할 것으로 판단. 또한 계절성을 고려하면 1Q24 이후 최대 성수기를 지나게 됨
- 오히려 사계절 여행이 가능하고 환율 매력은 높은 일본 노선의 수요에 기대. 수익성 측면에서도 일본 노선 중심 운영이 바람직하다는 판단

각 노선별 국적사 여객 점유율



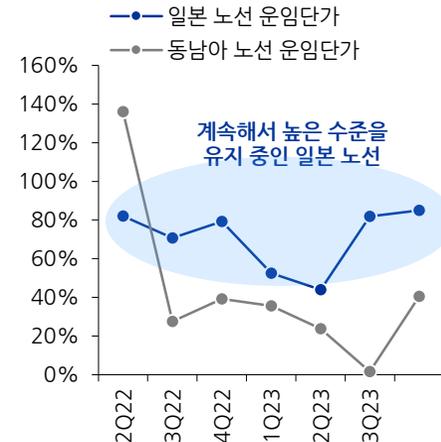
자료: 유진투자증권

동남아 노선 외항사 운항편수 추이



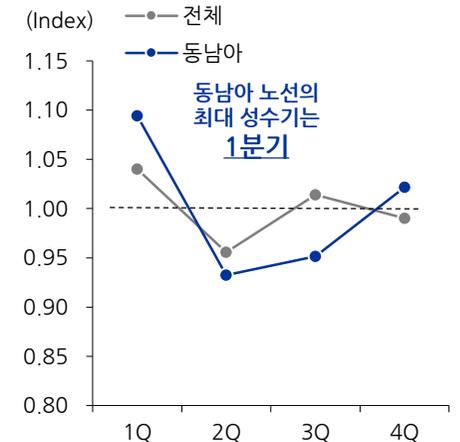
자료: 유진투자증권

동남아/일본 노선 운임 추이(vs 18)



자료: 유진투자증권

동남아 노선 계절성



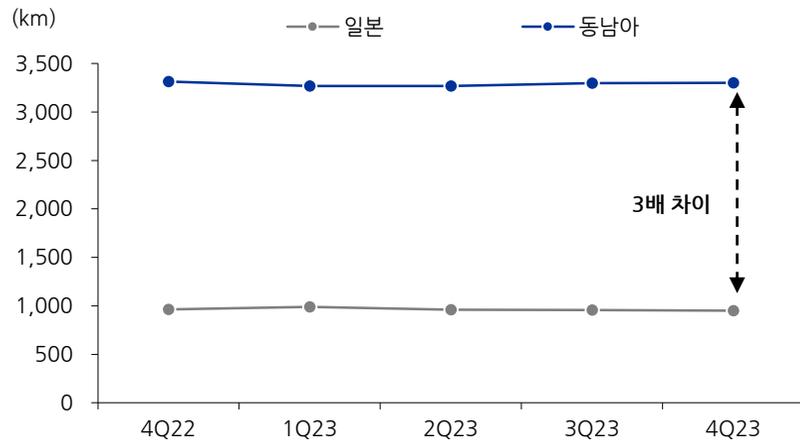
자료: 유진투자증권

# 일본 노선을 주목해야하는 이유

## 상대적 수익성이 높은 일본 노선

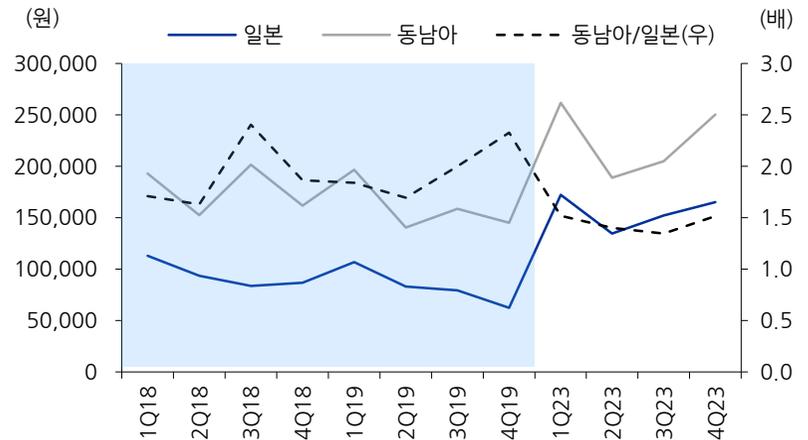
- 항공 운임은 비용과 다르게 운항 거리가 늘어나는 만큼 높아지지 않아, 통상적으로 단거리 노선의 수익성이 좋은 것으로 알려져 있음
- LCC의 주력 노선인 일본과 동남아 노선의 운항 거리는 각각 960km, 3,300km 내외로, 동남아 노선의 운항 거리가 일본 노선 대비 약 3배 수준
- 하지만, 당사가 추정된 **LCC의 동남아 및 일본 노선 운임 단가(4Q22~4Q23) 격차는 1.4배 수준에 그침**
- 참고로, 18~19년의 운임 단가 격차는 2배 수준이었던 점을 고려하면 코로나 이후 일본 노선의 가파른 운임 상승이 동남아 노선과 일본 노선 간의 운임 단가 격차를 좁히는 요인으로 작용한 것으로 판단. 즉, 일본 노선의 상대적 수익성이 높을 것으로 추정해볼 수 있음
- **고수익 노선의 비중이 향후 실적을 판단하는 바로미터가 될 것. 당사는 고운임/고수익성이 유지되고 있는 일본 노선에 주목**

일본과 동남아 노선 평균 운항거리 차이



자료: 유진투자증권

일본, 동남아 노선 운임 단가 추정 추이



자료: 유진투자증권

# 일본 여행의 확실한 매력, 엔저

## 환율을 고려하면 일본이 싸다

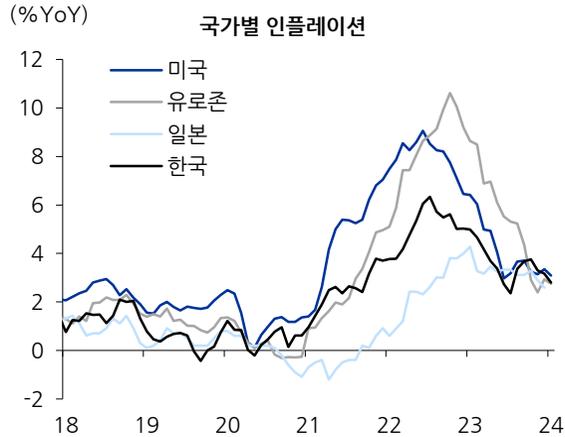
- **최근 일본 여행 붐을 주도하는 가장 큰 이유 중 하나는 바로 엔저임.** 원/100엔 환율은 지난해 하반기부터 900원 내외에 머물러 있음
- 팬데믹 이후 발생한 글로벌 인플레이션 압력은 일본도 예외가 아니었음. 그러나 일본의 인플레이션은 다른 국가들 대비 약했음
- 특히 **여행객들의 주요 소비 품목인 호텔과 식당 물가의 경우, 환율을 고려하면 일본은 아직도 2019년 수준에 불과함**
- 이는 미국, 유럽은 물론 국내와 비교해도 압도적으로 낮은 수준. 적어도 **여행 물가 측면에서 현재 일본은 확실한 매력을 보유함**

원/엔 환율 2008년 이후 최저치



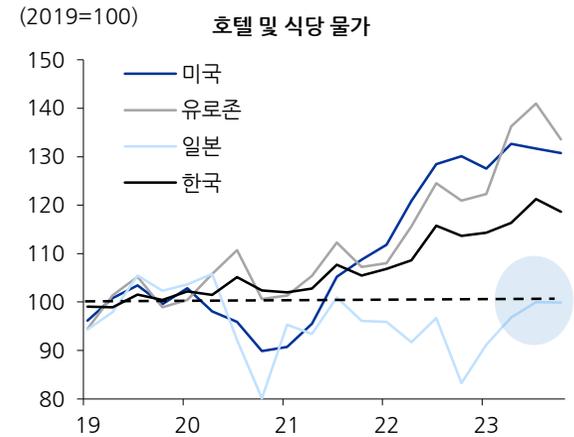
자료: Refinitiv, 유진투자증권

팬데믹 이후 일본의 인플레이션 가장 양호



자료: Refinitiv, 유진투자증권

환율 고려 시 일본 식당/호텔 물가는 제자리



자료: Refinitiv, 유진투자증권  
주: 식당 및 호텔 물가지수 단순평균, 환율 고려

# 환율만은 아니다

## 이제 한국은 일본만큼 잘 산다

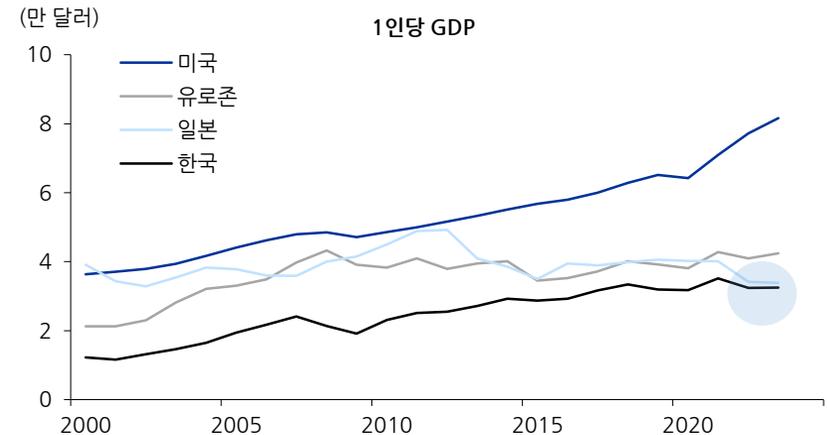
- 환율이 핵심적인 요인인 것은 틀림없으나, **환율만으로 최근 일본 여행 붐을 설명하기에는 무리가 따름**
- **일본 여행이 늘어날 수 있는 또다른 이유는 소득격차 축소임.** 예를 들어 원엔 환율이 700원대로 하락했던 2006-2007년 일본 출국자 비중은 20% 수준으로 지금보다 훨씬 낮았음. 당시 일본의 소득수준은 한국의 1.5~1.6배였음
- 그러나 2010년 이후 양국의 소득격차는 빠르게 축소, **2023년 기준 한국의 소득 수준은 일본과 유의미한 격차가 없음**
- 즉, 일본은 한국보다 훨씬 잘사는 나라가 아니라 비슷한 생활 수준을 가진 나라가 되었음. **더 이상 일본 여행이 국내 여행에 비해 큰 부담이 되지 않음**

### 엔화가 더 싼던 2006-2007년 일본 여행 비중은 지금보다 낮아



자료: Refinitiv, 유진투자증권  
주: 6개월 이동평균

### 2023년 일본과의 소득 수준 격차 거의 없어



자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 엔화 가치의 하락은 마무리 국면

## 엔화 강세가 기대되는 2024년

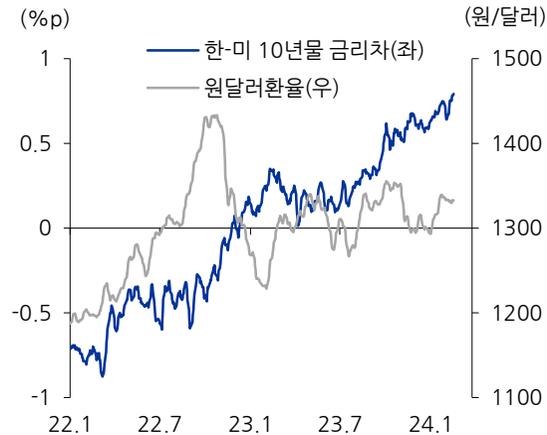
- 엔화 가치를 결정하는 가장 강력한 변수는 미국과의 금리 차이임. 이에 비해 한국은 내외금리차와 통화가치 간의 연관성이 상대적으로 약함
- 따라서 미국의 금리 인하가 시작되는 올해 엔화 가치는 원화 대비 강세를 보일 가능성이 높음. 원엔 환율 상승이 예상됨
- 특히 엔화는 안전자산으로 분류되는 반면, 원화는 위험통화로 분류되어 미국 경기 침체 시기에 엔화의 강세가 두드러짐. 미국에서 침체가 발생할 경우 원엔 환율의 상방은 더 확대될 수 있음

### 엔화가치는 미국과의 금리 차에 밀접



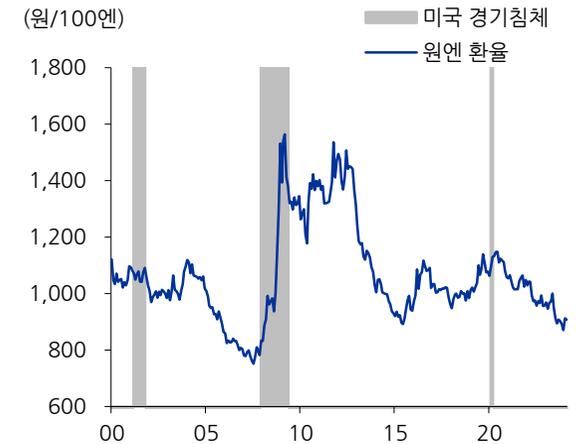
자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 반면 한국은 상대적으로 연관성 떨어져



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 미국 경기침체 시 원엔환율 상승



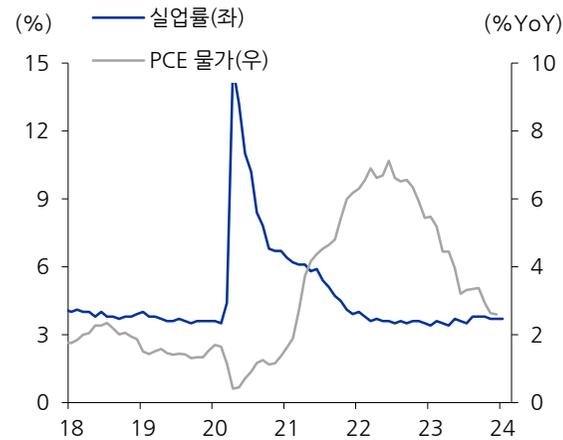
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 엔화, 금등 보다는 완만한 반등

## 미국은 연착륙, 일본은 점진적 정상화

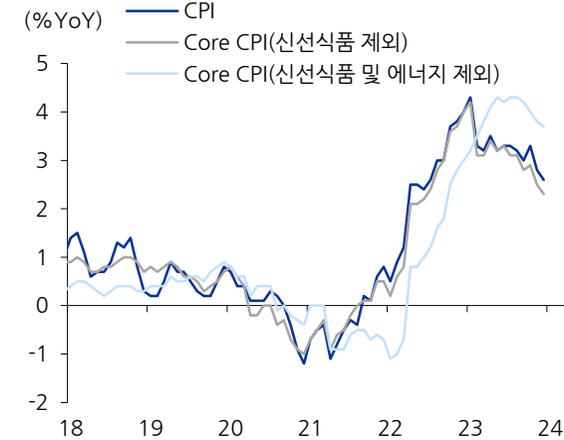
- 다행히 미국은 고금리 정책에도 견조한 고용 시장을 바탕으로 연착륙 기대감이 높아지고 있음. 미국의 금리 하락 폭이 크지 않을 가능성을 시사
- 일본도 인플레이 압력이 유지되면서 올해 봄 춘투(春闘) 임금 협상 이후 마이너스 금리 해제 가능성 상승 중. 이는 엔화 강세 요인임
- 그러나 지난해 하반기를 기점으로 일본 성장률이 크게 둔화되는 등 전반적인 경제 상황이 그리 좋지 못함. 통화정책 정상화가 진행된다 해도 올해 안에 2~3번의 금리 인상이 이뤄질 가능성은 희박함
- 결론적으로 올해 엔화 강세 전망은 유효하지만, 큰 폭의 강세를 보이긴 어려울 것으로 예상됨

### 미국, 실업률 상승 없이 인플레이 빠르게 하락



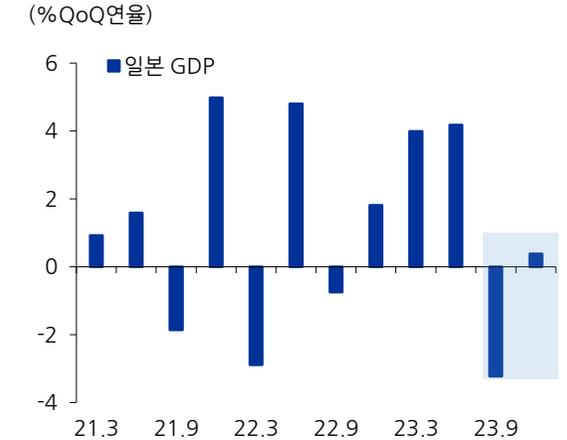
자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 일본 물가상승률, 여전히 목표치 상회



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 최근 성장세가 크게 둔화된 일본



자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 원엔 환율 상방은 더 제한적

## 2024년 원/100엔 환율 950원 밑돌 것

- 그러나 현재 엔화가 너무 쌀 뿐, 저평가를 받고 있는 것은 원화도 마찬가지
- 지난해 중반 이후 국내 교역조건이 개선되는 것에 비해 원달러 환율은 여전히 1,300원대 초중반에 머물러 있음
- 미국이 연착륙에 성공한다면, 하반기 연준의 금리 인하가 시작되면서 원화도 점진적으로 강세를 보일 것으로 기대됨
- 이는 상대적으로 엔화의 강세 폭이 더 클 뿐 엔화와 원화 모두 강세를 보인다는 의미. 따라서 원화 대비 엔화의 가치는 상방이 더 제한될 것
- 올해 안에 원/100엔 환율이 950원을 넘기는 어려울 것으로 판단. 단기적으로 일본 여행에 대한 수요가 유지될 수 있는 환경이 이어질 전망

### 엔화가 너무 쌀 뿐, 원화도 싸다



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 펀더멘탈에 비해 저평가 중인 원화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 미국 금리 안정되며 달러도 점진적 약세 예상



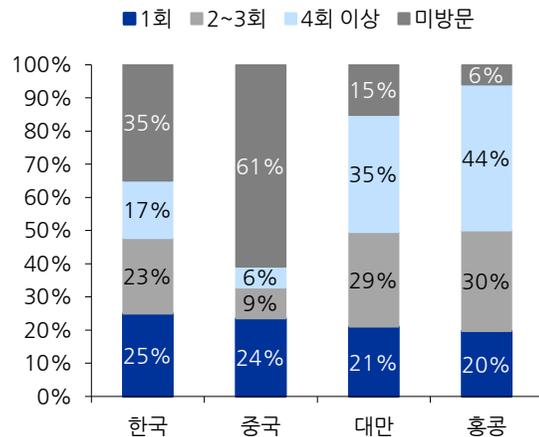
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 일본 여행 붐은 쉽게 꺼지지 않는다

## “일본 지겹지 않니?” “아니요!”

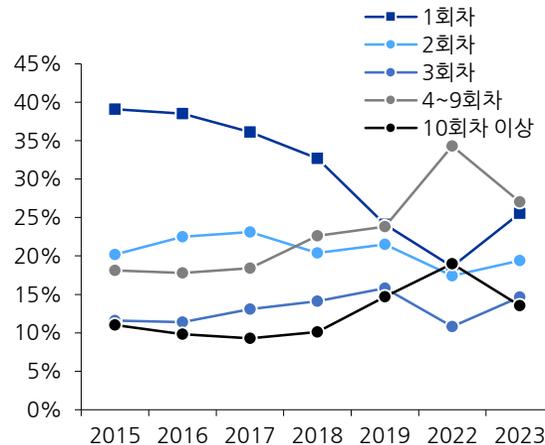
- 일본 노선에 대한 한가지 우려는 ‘이미 너무 많이 갔다’라는 점. 일본 관광청(JNTO)의 추산에 따르면, 한국인 해외 여행 경험자 중 일본 여행을 경험한 비중은 65% 수준. 일본 여행을 선호하는 대만과 홍콩의 경우 전체 해외 여행 경험자 중 일본 여행 경험률이 85~94%(2회 이상 경험률 64~74%)로 매우 높은 점을 고려하면, 아직 한국인의 일본 여행에 대한 추가적인 성장 여력은 존재
- 2023년 한국인의 처음으로 일본 여행을 실시한 여행객 비중(1회차 방문)은 26%로 2017~2018년 평균 34% 대비 낮은 상황. 일본 여행 헤비 유저(또는 리피터)의 수요가 현재의 수요를 주도하고 있는 것으로 판단됨. 최근 1년 내 일본 재방문 비중은 2023년 3분기 기준 30% 수준이며, 일본 관광청 설문 조사에 따른 재방문을 희망하는 한국인 비중은 3Q23기준 97%(\*반드시 또 오고싶다 63%, 오고싶다 34%, 약간 오고싶다 2%, 모르겠다/안 오고싶다 1%)
- 아직 1회차 방문 회복 여지도 남아있고, 재방문율도 높아 단기간에 일본 여행 붐이 꺼질 것이라는 것은 과도한 우려라는 결론

주요 국가별 일본 여행 경험률



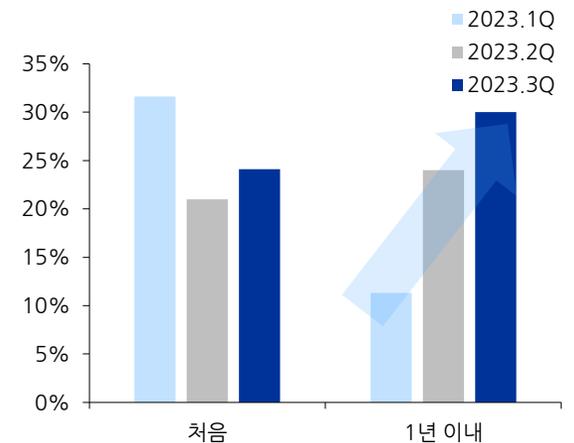
자료: JNTO, 유진투자증권

지금까지는 리피터 중심의 회복



자료: JNTO, 유진투자증권

1년 이내 재방문율은 빠르게 증가 중



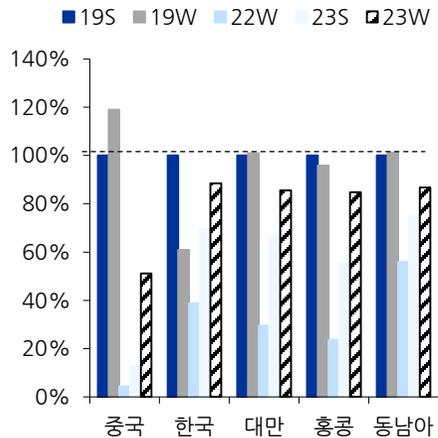
자료: JNTO, 유진투자증권

# 일본 노선 공급 확대는 쉽지 않을 것

## 수요가 좋아서 일본 더 띄우고 싶어도...

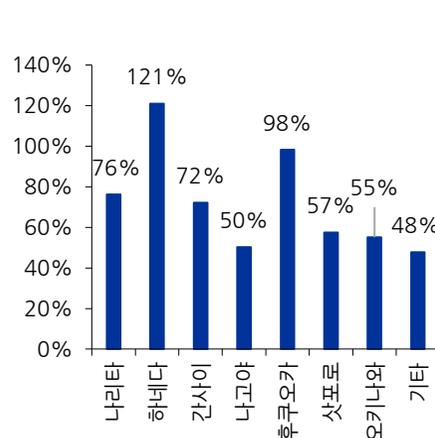
- 2023년 동계 스케줄 기준, 한국 항공사의 일본 공항 슬롯은 2019년 하계 대비 88% 수준 회복(주 1,131회). 아태 국가 중 가장 빠른 속도
- 하지만, 기재 여력 및 일본 현지 공항 슬롯 여유를 고려하면 추가적인 증편 가능성이 낮아 공급 과잉 리스크는 제한적
- 슬롯 배분이 필요한 공항(혼잡도 Level 2~3) 중 서울 출발 나리타, 간사이, 후쿠오카, 삿포로 공항 슬롯 수는 2019년 하계 대비 13% 증가
- 향후 중국 등 기타 국가의 슬롯 배분 요구, 일본 공항의 인력 부족 문제 등을 고려하면 추가 증편은 쉽지 않을 듯
- 이는 공급 제약 효과로 견조한 여객 수요만 유지된다면 높은 운임 수준이 지속될 수 있을 것으로 예상됨
- 일본 노선 확장 시, 소도시 취항이 확대될 전망. 슬롯 배분 필요 없고, 새로운 여행지에 대한 수요가 증가할 것이기 때문

일본 노선 슬롯 회복률



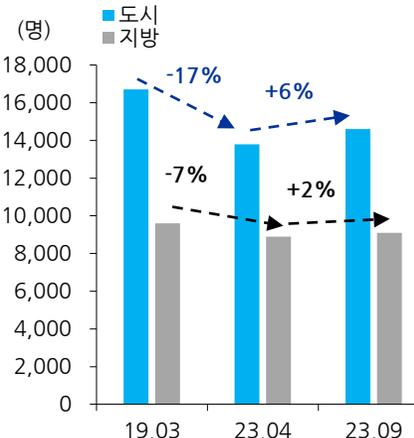
자료: MLIT, 유진투자증권

일본 공항별 슬롯 회복률



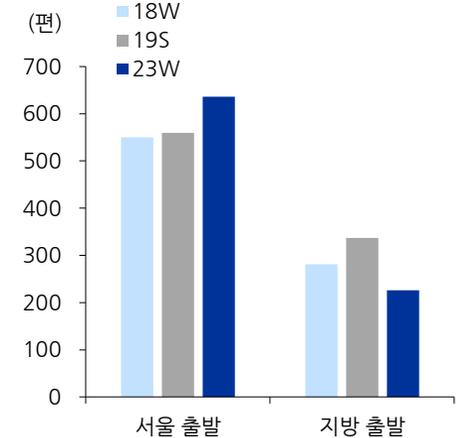
자료: MLIT, 유진투자증권

일본 공항 지상조업 인력 추이



자료: 국토교통성, 유진투자증권  
주) 여객 핸들링+램프 핸들링 합

서울 출발 일본 노선편수 증가



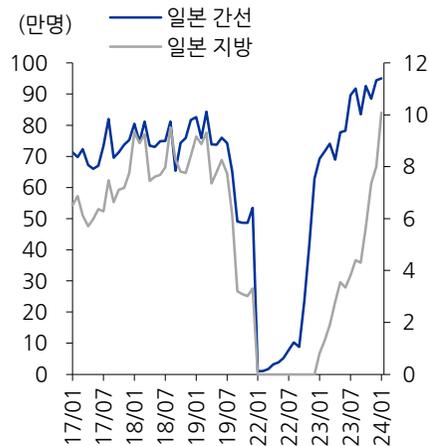
자료: MLIT, 유진투자증권

# 늘어난다면 일본 소도시로

## 이제는 소도시로 가볼까?

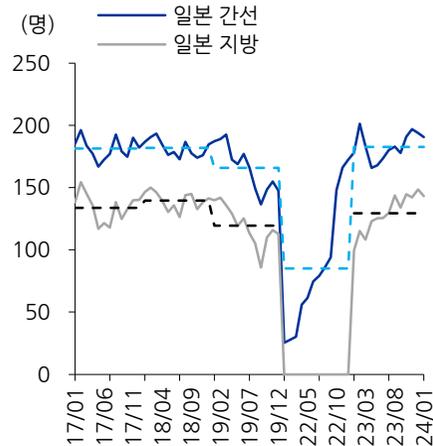
- **2024년 1월 기준 일본 소도시 여행객 수는 2019년 동월 대비 10% 증가한 수준.** 일본 간선 노선 대비 복항 속도 느렸지만 빠르게 여행객 수 회복 달성
- **여러 번 일본을 방문하는 여행객들이 증가하고 있어, 점진적으로 지방도시에 대한 관심도가 높아질 것으로 전망됨.** 일본을 처음 방문한 여행객이 지방도시로 향하는 비중은 49% 수준이나, 2~9회차 60%, 10회차 이상 67%로 증가하는 추세를 보이고 있음
- **시니어 여행객들의 일본 방문율 또한 크게 증가 중.** 온천, 골프 여행 등 휴양 등을 목적으로 지방 소도시 중심의 방문이 이루어지고 있는 것으로 판단되며, 시니어 여행객이 일본 소도시 여행의 Key Driver가 될 전망
- 과거 소도시의 경우 교통/언어적 편의성 등을 이유로 패키지 여행이 선호되었던 만큼, 향후 여행사의 소도시 패키지 여행 확대가 필요. **항공의 경우 지방 노선은 하드 블록 형태로 확보하는 경우가 많아, 여행사의 모객과 연동될 가능성이 높음.** 하나투어 등 주요 여행사들은 일본 소도시 방문을 테마로 한 패키지 상품을 출시하여 판매 중

일본 간선/지방 노선 여행객 수 추이



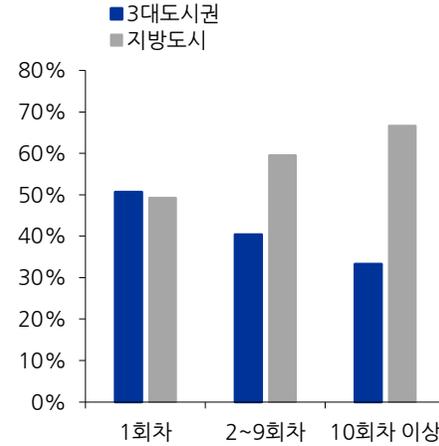
자료: 에어포탈, 유진투자증권

일본 간선/지방 노선 편당 여행객 추이



자료: 에어포탈, 유진투자증권

일본에 많이 갈수록 지방으로 간다



자료: JNTO, 유진투자증권

일본 지방에 갈 때는 패키지를 이용



자료: JNTO, 유진투자증권

# 늘어난다면 일본 소도시로

## 일본 소도시를 홍보하는 여행사

자료: 하나투어, 유진투자증권

## 2월 기준 일본 소도시 여행사 패키지 테마

소도시 지역	패키지 주요 여행 테마
<b>주부 지역</b> (니가타/도야마/이시카와/후쿠이/야마나시/나가노/도치기/시즈오카/아이치)	온천(*공통), 골프(나고야), 설국 여행(니가타), 스키(니가타), 트레킹(북알프스&남알프스), 알펜루트 투어(북알프스)
<b>주고쿠/시코쿠</b> (돗토리,시마네, 오카야마, 히로시마, 야마구치, 도쿠시마, 카가와, 에히메, 고치)	온천(*공통), 우동(타카마츠), 골프(타카마츠&히로시마&오카야마), 예술 투어(나오시마), 트레킹(돗토리)

자료: 하나투어, 모두투어, 유진투자증권

# 일본 소도시의 매력에 빠지다

## 낮선 일본 지방 여행, 새로운 동력으로

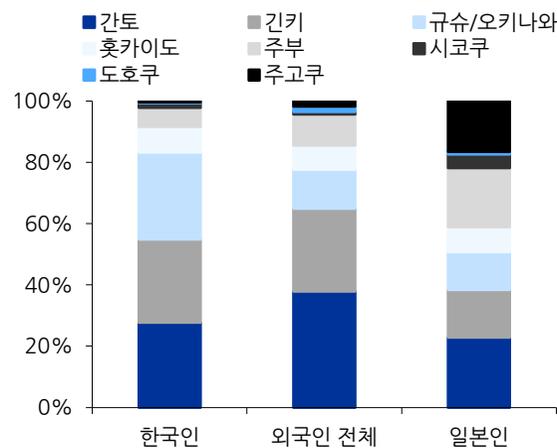
- 사실 그동안 **한국인 여행객들의 일본 여행은 일본 여행을 선호하는 대만·홍콩 등 타국 여행객과 다르게 지방 도시 지역으로 많이 확장되지 못했음**. 한국인들의 일본 여행은 외국인 전체 및 일본인과 비교했을 때 간토 지방(도쿄)/긴키 지방(오사카)/규슈(후쿠오카)/홋카이도(삿포로)와 같은 **간선 도시**에 집중됨. 지방 권역(주부, 시코쿠, 도호쿠, 주고쿠)의 여객 비중은 상대적으로 낮고, 인지도도 높지 않음
- 지방 도시를 방문하는 한국인들은 '우천/특색 있는 숙박시설(료칸 등)/휴식/바다'에 관심이 높고**, 자연풍광이나 현지 액티비티에 대한 관심도가 낮아 반드시 소도시를 선호하지는 않았던 것으로 판단됨. **방일 연령대 또한 20대 이하가 45%로 젊은 층이 주를 이루고 있는 점도 하나의 배경**
- 또한, **한국인들의 일본 평균 체재일 수는 3일 이내가 34%를 차지해 단기간 머무르는 경우가 많음**. 최대한 이동 시간을 줄이고 싶은 수요가 높을 수밖에 없고, **직항 노선 운영 여부가 중요**. 도호쿠, 주부, 주고쿠 지역의 경우, 일부 여행객들이 타 권역 공항을 통해 이동하는 경우도 많음. 이 경우 신칸센(고속철도) 등 공항 도착 후에도 추가 이동시간 및 비용이 소요되는 만큼, 지방 소도시 방문 확대를 위해서는 강력한 여행에 대한 동인 혹은 시간과 금전적 여유가 필요하다는 판단
- 하지만, 코로나 이후 다양한 목적지를 선호하는 트렌드로 변화하고 있고, 시니어 여행객 증가로 인해 일본 소도시로의 관광객 유입 확대가 기대됨**

일본 지방 구분 방법



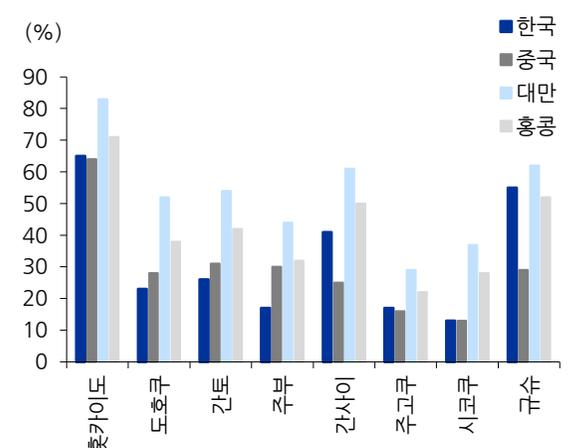
자료: 유진투자증권

각기 다른 일본 지방 여행 선호도(2019년)



자료: JNTO, 유진투자증권

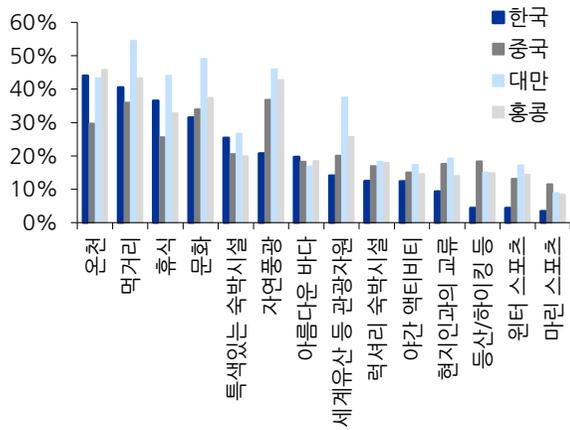
일본 지방 지역에 대한 인지도



자료: JNTO, 유진투자증권

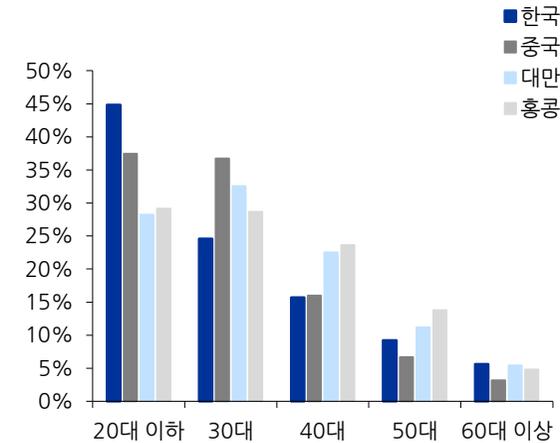
# 일본 소도시의 매력에 빠지다

일본 지방에 대한 방문의향을 높이는 요인



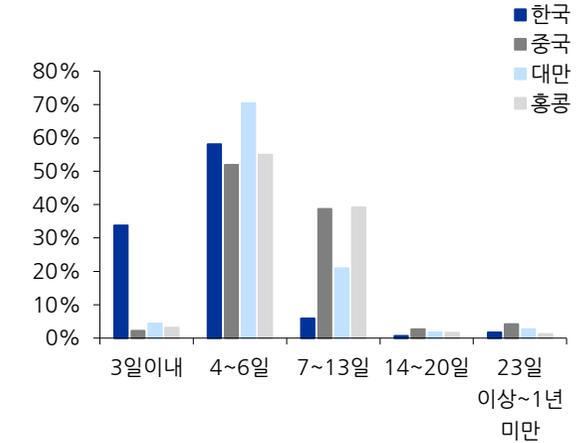
자료: JNTO, 유진투자증권

국가별 방일 연령대 비중(16~19년 평균값)



자료: JNTO, 유진투자증권

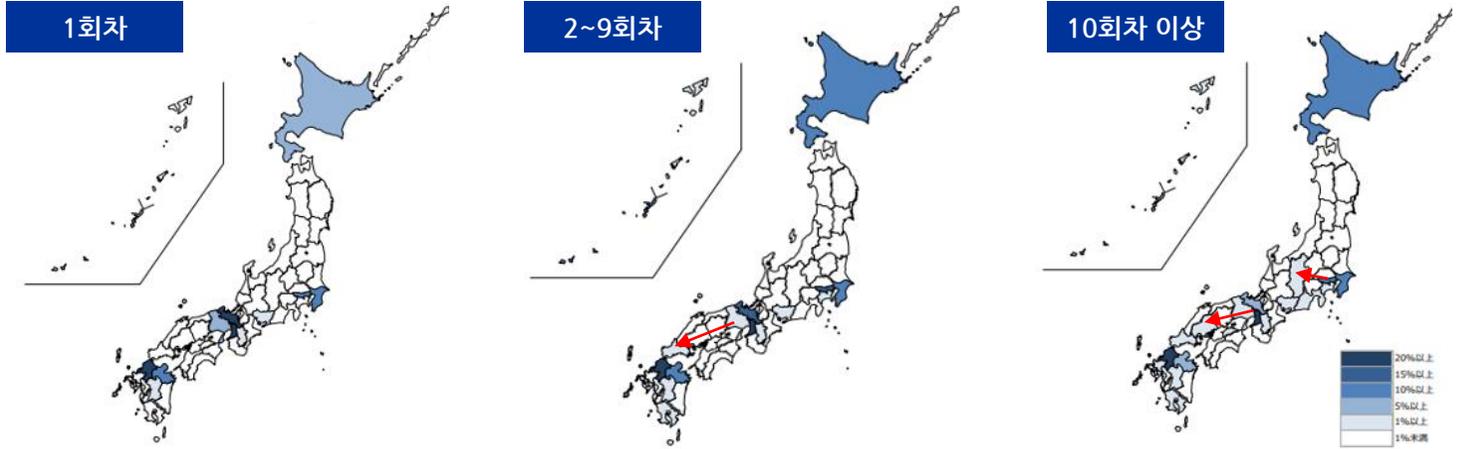
국가별 일본 여행일수 비중(16~19년 평균값)



자료: JNTO, 유진투자증권

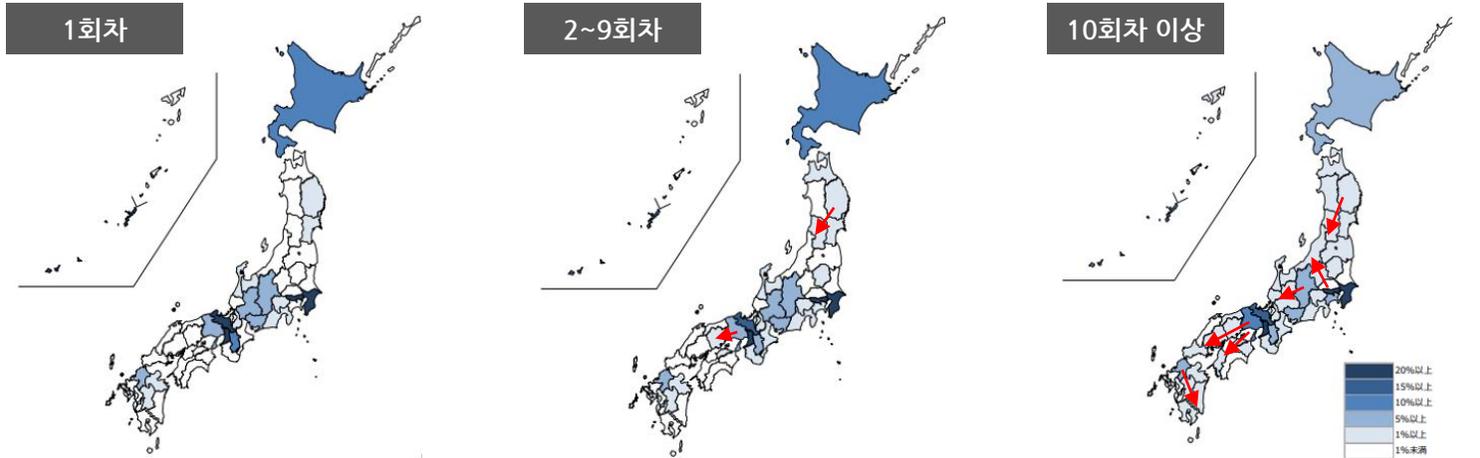
# 일본 소도시의 매력에 빠지다

한국인 여행객 여행 회차별 지방 도시 방문 확산 Flow



자료: JNTO, 유진투자증권

대만인 여행객 여행 회차별 지방 도시 방문 확산 Flow



자료: JNTO, 유진투자증권

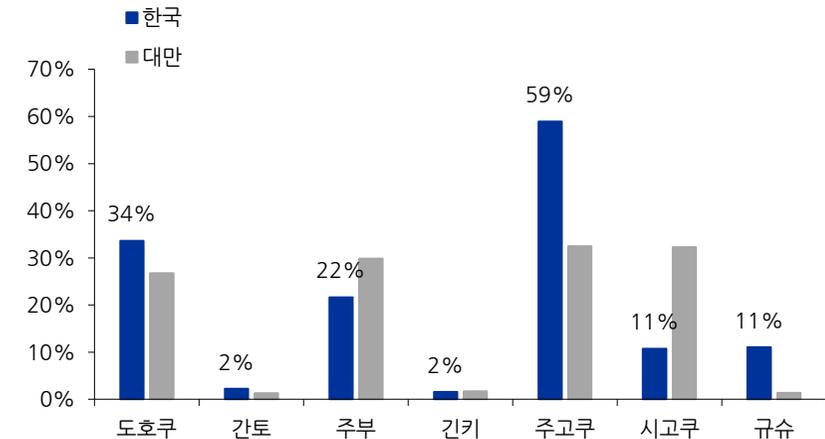
# 일본 소도시의 매력에 빠지다

한국인 일본 방문지별 입국 공항 비중

방문지	도호쿠		간토		주부		긴키		주고쿠		시고쿠		규슈	
입국 공항/항구	나리타	10%	나리타	66%	나리타	8%	나리타	0%	나리타	0%	나리타	1%	나리타	0%
	간사이	2%	간사이	0%	간사이	1%	간사이	98%	간사이	3%	간사이	3%	간사이	0%
	주부	1%	주부	0%	주부	65%	주부	1%	주부	0%	주부	0%	주부	0%
	삿포로	1%	치토세	0%	센다이	0%	하네다	0%	하네다	0%	하네다	0%	하네다	0%
	아오모리	29%	이바라키	0%	하네다	8%	요나고	0%	요나고	17%	오카야마	2%	후쿠오카	71%
	센다이	37%	하네다	32%	니가타	2%	오카야마	0%	오카야마	13%	다카마쓰	60%	사가	3%
	하네다	11%	고마츠	0%	도야마	3%	히로시마	0%	히로시마	11%	마쓰야마	30%	구마모토	3%
	니가타	1%	시즈오카	0%	고마츠	2%	후쿠오카	0%	다카마쓰	0%	후쿠오카	2%	후쿠오카	3%
	후쿠오카	2%	오카야마	0%	시즈오카	5%	기타	0%	기타	0%	불명	2%	미야자키	2%
	불명	4%	후쿠오카	0%	다카마쓰	0%	후쿠오카	0%	기타큐슈	12%	불명	2%	가고시마	4%
			불명	1%	후쿠오카	0%	불명	0%	항구	33%			오키나와	0%
					불명	4%			불명	3%			기타큐슈	4%
													항구	8%
												기타	1%	
												불명	2%	

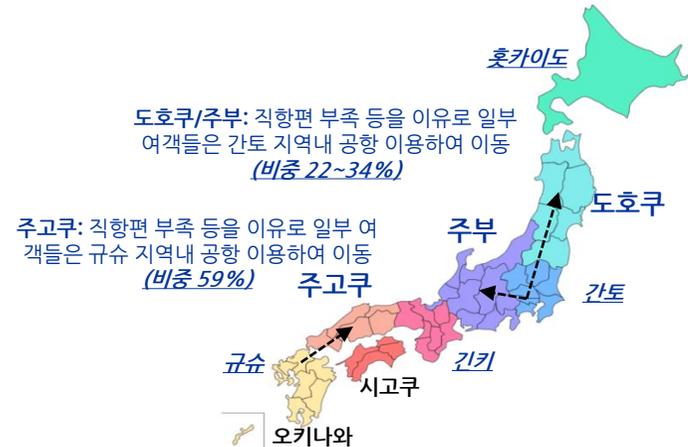
자료: 국토교통성, 유진투자증권  
 주) 별도 표시 공항/항구는 해당 권역 내 공항/항구를 뜻함

일본 지역별 방문시 타 지역 공항을 통해 입국하는 비중



자료: 유진투자증권

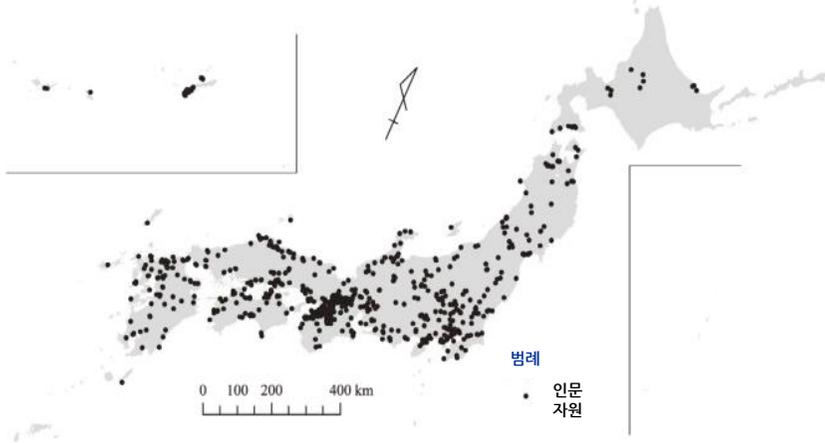
타 지역 공항으로 입국하는 이유



자료: 유진투자증권

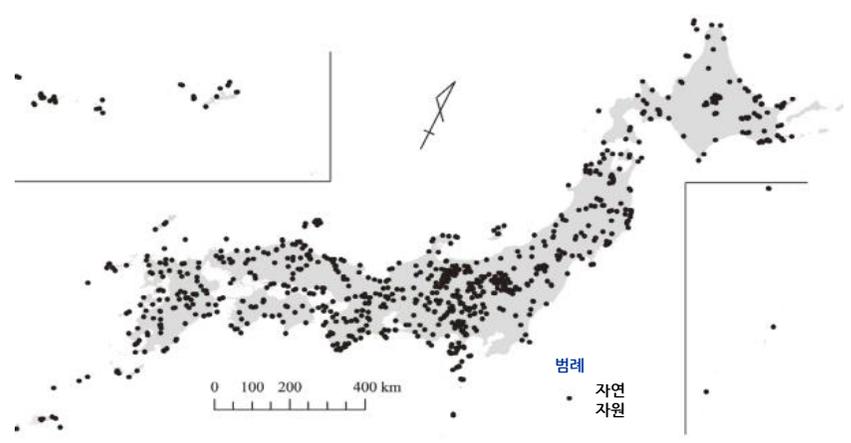
# 일본 소도시의 매력에 빠지다

일본 관광자원 분포도(인문자원, ex. 유적지 등)



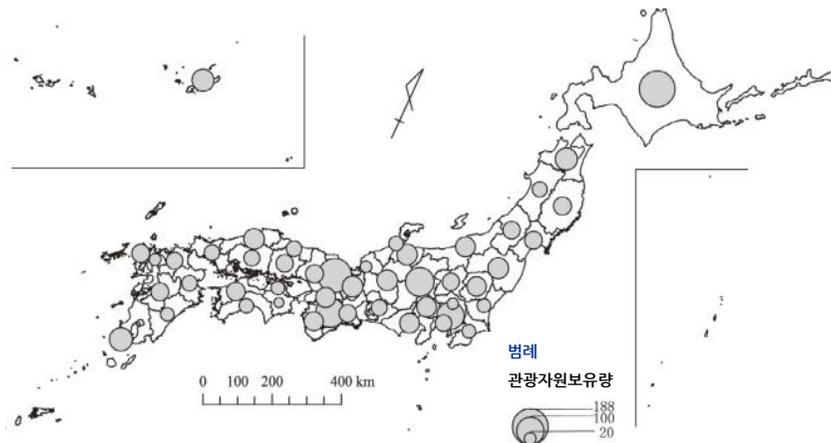
자료: Sugimoto & Kikuchi(2013), 유진투자증권

일본 관광자원 분포도(자연자원, ex. 온천, 산 등)



자료: Sugimoto & Kikuchi(2013), 유진투자증권

일본 도도부현별 관광자원 보유량



자료: Sugimoto & Kikuchi(2013), 유진투자증권

일본 권역별 관광자원 보유 스코어링 순위

순위	권역명	스코어
1	주부 지방	24,832
2	긴키 지방	23,249
3	간토 지방	21,397
4	규슈/오키나와 지방	11,481
5	도호쿠 지방	11,092
6	주쿠 지방	8,022
7	시코쿠 지방	5,786
8	홋카이도 지방	4,643

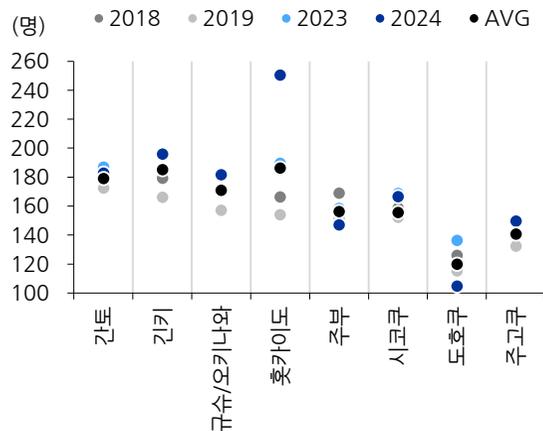
자료: 산업자료, 유진투자증권

# 높아지는 일본 소도시 여행 수요

## 낮선 일본 지방 여행

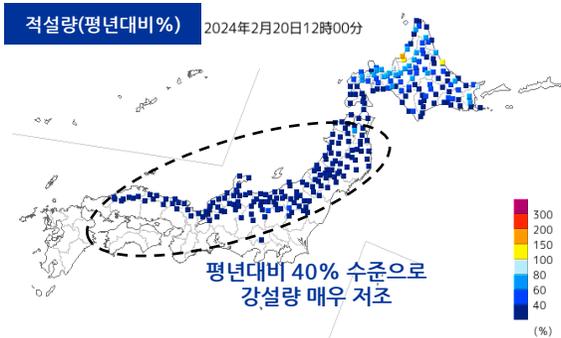
- 국적사의 권역별 편당 여객 수는 주부와 도호쿠 지방을 제외한 모든 지역에서 코로나 이전(2018~2019년) 대비 높은 수준을 기록하고 있음
- 간선 노선의 경우, 진에어와 티웨이항공의 대형기 투입 등 공급력에 의한 요인도 있기 때문에 반드시 편당 여객 수 증가를 탑승률이 높아졌다는 뜻으로 해석할 수는 없지만, 지방 소도시의 경우 B737급의 협동체 기종을 투입하고 있어, '편당 여객 수 증가 = 높은 여행 수요'로 볼 수 있음
- 참고로, 2024년 1월 기준 주부와 도호쿠 지방의 편당 여객 수가 저조한 것은 올해 일본의 겨울철 이상 기온으로 인하여 강설량이 적었던 기후 영향으로 판단(홋카이도 제외). 해당 지역들은 겨울철 눈 구경, 스키 등 윈터 스포츠를 즐길 수 있는 지역임
- 코로나 이전 대한항공/아시아나항공/제주항공/진에어/티웨이항공의 일본 노선 내 지방 노선 여객 수 비중은 약 10% 수준으로 여객 규모는 크지 않으나, 향후 일본 간선 노선 포화 및 여행객들의 수요 다변화의 지속적인 노선 개척이 이루어질 것으로 전망함
- 권역별 전망은 계절성을 고려하여 24년 1분기에는 전 노선(주부/도호쿠 제외) 최대 호황 기록 후, 2분기 전 노선 비수기로 부진, 3분기 홋카이도/도호쿠/주부 노선 강세, 4분기 이후 시코쿠, 주고쿠, 규슈 노선이 성수기를 맞이할 것으로 예상됨. 지방 노선은 도쿄와 오사카 노선 대비 계절성에 따른 수요 변동의 폭이 크기 때문에 항공사들의 유연한 대응 능력이 요구될 것

권역별 편당 여객수 추이



자료: 유진투자증권

일본 지역별 평년 대비 적설량 현황



자료: 일본 기상청, 유진투자증권

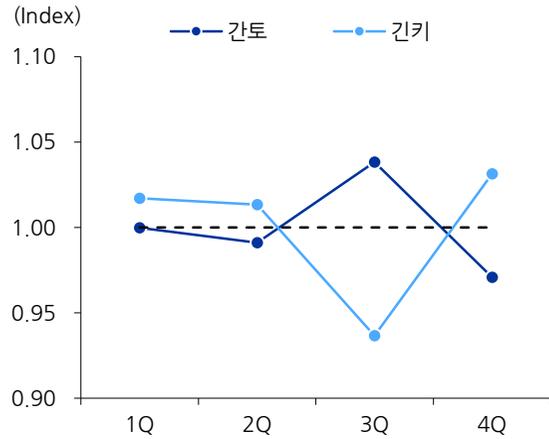
일본 지방노선 여객 수 비중

항공사	2017	2018	2019	2023
대한항공	13%	13%	13%	2%
아시아나항공	6%	7%	6%	8%
제주항공	0%	4%	6%	8%
진에어	10%	10%	8%	3%
티웨이항공	26%	28%	16%	7%

자료: 유진투자증권

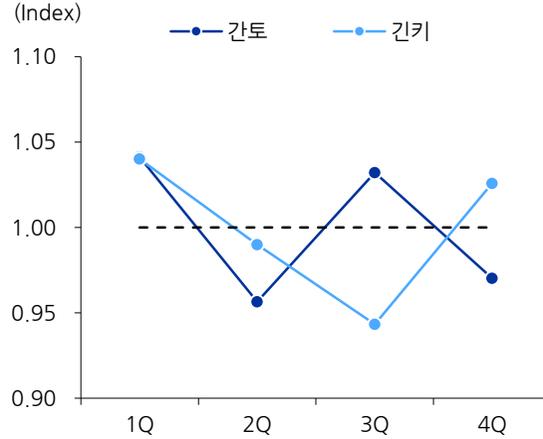
# 높아지는 일본 소도시 여행 수요

간토/긴키 운항편수 계절성(17~18년)



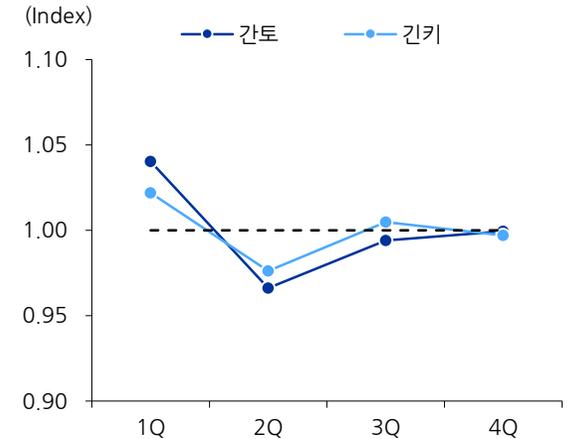
자료: 유진투자증권

간토/긴키 여객 수 계절성(17~18년)



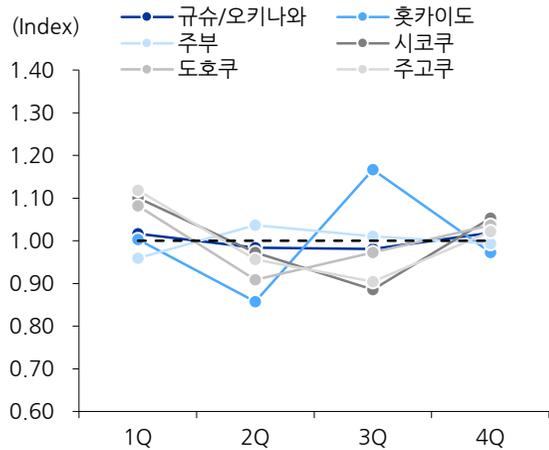
자료: 유진투자증권

간토/긴키 편당 여객 수 계절성(17~18년)



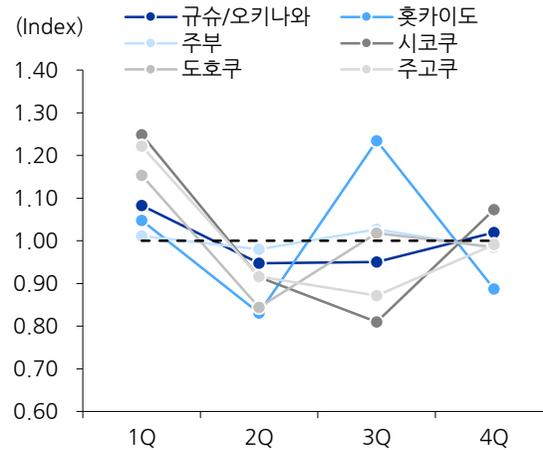
자료: 유진투자증권

기타 지방 운항편수 계절성(17~18년)



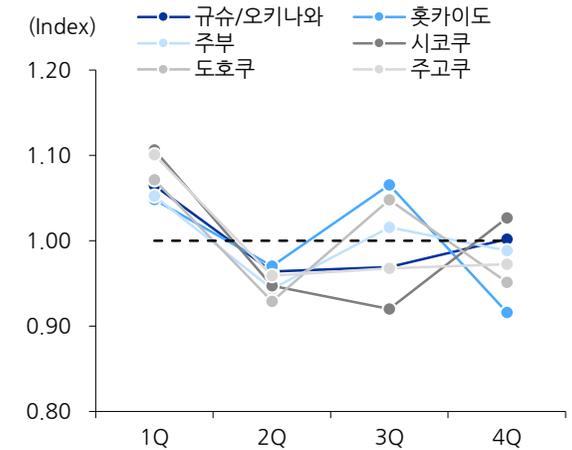
자료: 유진투자증권

기타 지방 여객 수 계절성(17~18년)



자료: 유진투자증권

기타 지방 편당 여객 수 계절성(17~18년)



자료: 유진투자증권

# 변화하는 여행 트렌드

## 2024년 주요 여행 트렌드 정리

기관	키워드	내용
하나 투어	D.R.E.A.M.E.R	<ul style="list-style-type: none"> <li>Don't waste time&amp; Safe bet: 실패 없는 여행</li> <li>Responsibility: 책임감 있는 여행</li> <li>Customer experience: 일상 속 여행 경험</li> <li>A Commonality: 취향 공동체</li> <li>Mania traveler: 재방문 마니아</li> <li>Explorer: 새로운 여행지 탐험가</li> <li>Relieve stress: 재충전 여행</li> </ul>
컨슈머 인사이트	T.R.A.V.E.L	<ul style="list-style-type: none"> <li>Target: 20대 남성 수요 증가</li> <li>Resource: 안전과 휴식을 추구</li> <li>Accessibility: 단거리 여행지 강세</li> <li>Value for money: 항공권, 환율, 현지 물가 고려</li> <li>E-connect: 정보 채널의 다변화</li> <li>Loyalty: 가성비보다 가심비(효율적 시간 중시)</li> </ul>
한국관광공사	R.O.U.T.E	<ul style="list-style-type: none"> <li>Relax and empty your mind: 쉬어 가는 여행</li> <li>One point travel: 단일 여행 콘텐츠(특정 목적지, 테마)</li> <li>Undiscovered place: 대중적이지 않은 관광지 탐험</li> <li>Travel tech: AI 활용 추천, SNS 경험 공유 등</li> <li>Easy access for everyone: 시니어 여행, 반려동물 동반 여행</li> </ul>
제주항공	S.O.F.T	<ul style="list-style-type: none"> <li>Short: 여행시간&amp;일정 모두 짧게</li> <li>Often: 해외여행은 다다익선, 자주 떠난다</li> <li>Free: 성수기/비수기 상관없이 자유롭게 떠난다</li> <li>Trigger: 취미/흥미 등 계기만 있다면 바로 출국</li> </ul>
야놀자	D.R.A.G.O.N	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ditto-want to travel: 여행 심리 회복 가속화</li> <li>Region wide travel: 여행지의 다양화</li> <li>AI innovation for travel: 트래블테크의 발전</li> <li>Gleeful Lifestyle: 문화생활 니즈 확대</li> <li>One-stop travel: 여행 준비 간편화</li> <li>Networking: 여행 커뮤니티 활성화</li> </ul>

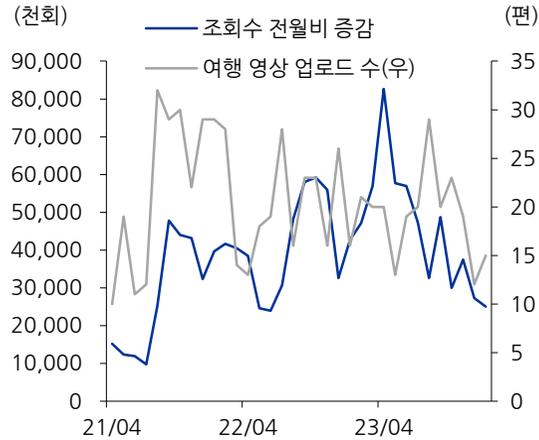
자료: 각 사, 유진투자증권

## 예전의 여행이 아니야

- 거시 환경과 더불어 변화하는 여행 트렌드에도 주목 필요. 하나 투어 등 주요 여행관련 업계가 제시한 2024년 여행 트렌트에서 강조되고 있는 키워드로 **‘근거리 여행’, ‘가성비&가심비 여행’, ‘새로운 여행지 탐험’, ‘휴식’** 등으로 정리해볼 수 있음
- 코로나 기간 여행 유튜버들에 대한 관심도 높아짐. 구독자들은 **‘현실적으로 쉽게 접하기 어려운 이색적인 지역 방문, 현지인과의 교류 및 현지 체험, 대륙 횡단, 시골 지역 방문, 항공기/열차 탑승 후기 등 다양한 콘텐츠들에 대한 높은 관심’**을 보여왔음. 상기 변화하는 여행 트렌드와 일맥상통하는 요소들이 다수 있음
- TV 예능도 태계일주(태어난 김에 세계일주), 지구마블 세계여행, 텐트 밖은 유럽 등 코로나 이전 꽃보다 시리즈를 잇는 다수의 여행 예능이 화제를 모으는 중. 꽃보다 할배와 꽃보다 청춘이 유럽 여행과 라오스 여행 등 새로운 수요를 촉발 시켰던 점을 참고하면, **‘영상 매체가 잠재적 여행 수요에 미치는 영향력은 작지 않음’**
- 또한, 트래블 테크의 발전에도 주목 필요. 트래블월렛(간편 환전), 파파고(통/번역), 투어라이브(셀프 가이드 투어), 트리플(예약/일정 가이드) 등 **‘다양한 서비스들이 출시되며 여행에 대한 장벽을 낮추고, 여행객들의 여행 편의성 또한 높아지고 있음’**

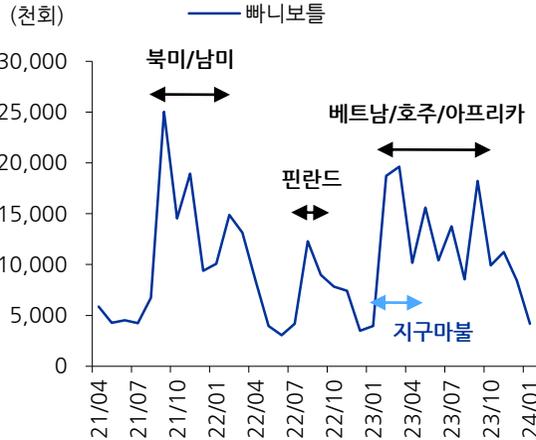
# 변화하는 여행 트렌드

## 주요 여행 유튜버 조회수 및 업로드 수 추이



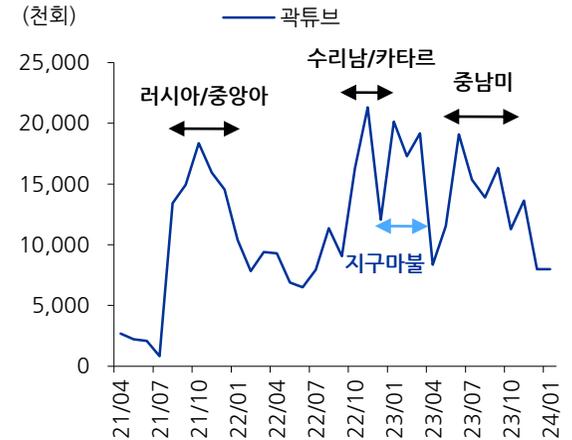
자료: 소셜블레이드, 유진투자증권

## 빠니보틀 조회수 수 추이 및 주요 여행지



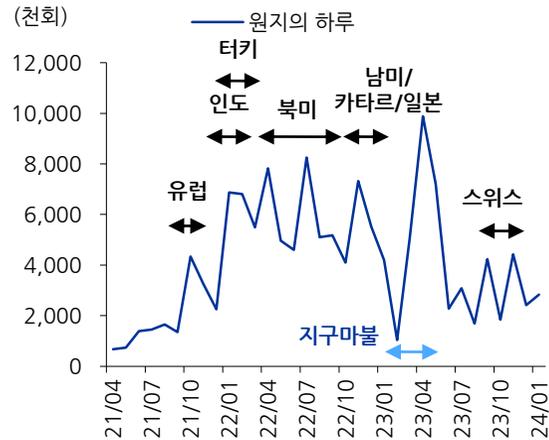
자료: 소셜블레이드, 유진투자증권

## 곽튜브 조회수 수 추이 및 주요 여행지



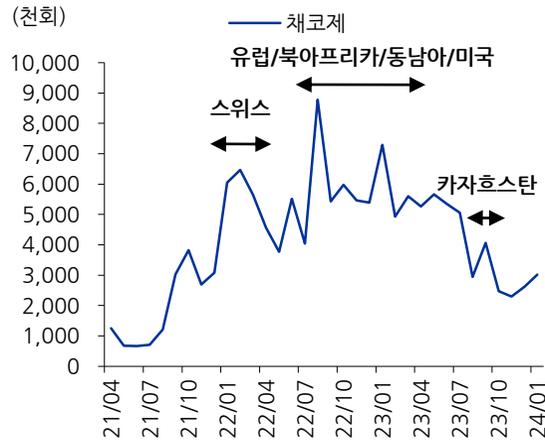
자료: 소셜블레이드, 유진투자증권

## 원지의 하루 조회수 수 추이 및 주요 여행지



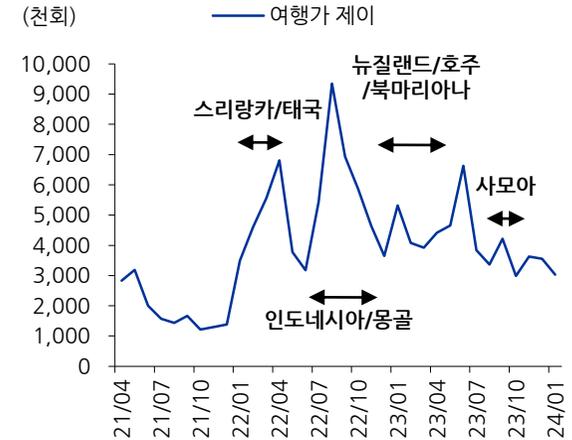
자료: 소셜블레이드, 유진투자증권

## 채코제 조회수 수 추이 및 주요 여행지



자료: 소셜블레이드, 유진투자증권

## 여행가 제이 조회수 수 추이 및 주요 여행지



자료: 소셜블레이드, 유진투자증권

# 변화하는 여행 트렌드

## 주요 여행 유튜브 조회 수 상위 영상 제목

순위	빠니보틀	곽튜브	원지의 하루
1	인도 1등칸 vs 중간칸 vs 꼴등칸 타보기	만원짜리 소련 아파트 생활(러시아)	미국 슬리핑 기차에서 보낸 놀라운 34시간
2	미국 1등석 기차 리뷰	찐따, 일본 오타쿠의 성지에 가다(일본)	마일리지 12년치 박박 긁어도 못타는 아시아나 최고급 좌석
3	탈모와 똥보와 털보의 여행기(베트남)	끝없는 시베리아 횡단열차 꼬리칸에서의 숙식	매물이 넘치는 치앙마이 장기숙소 알아보기
4	방콕 풀코스, 동남아 안 가본 곽튜브와 함께	도쿄의 고독한 대식가(일본)	갑자기 터키가서 환율 폭락 쇼핑하기
5	인도에서 밥먹으러 돌아다니기	최저온도 -71.2도, 지구상 가장 추운 마을 '오이마콘'으로 가는 길(러시아)	35만원 티켓 끊고 그리스 가보기
6	공짜로 먹여주고 재워주는 인도 사원 체험기	수리남으로 간 사나이(수리남)	대한항공 일등석 체험기
7	독재자가 꾸민 이상한 도시 가보기(투르크메니스탄)	벤투 감독님과 월드컵 16강행 직관한 썰(카타르)	미식의 도시 이스탄불 밥먹으로 돌아다니기
8	세계에서 인구밀도 제일 높은 섬 가보기(산타크루즈)	500만원짜리 초호화 일등석 비행후기(아제르바이잔)	타코 먹으러 멕시코 갔다오기
9	인적 드문 일본 강시골 생활기	카자흐스탄 만칼로리 먹방 기행	염세주의자의 디즈니랜드 VIP 투어 후기(미국)
10	LA의 코리아타운 차이나타운 재팬타운	한국어 능력이자 넘쳐나는 이상한 마을 결혼식(우즈베키스탄)	귀국 티켓 찢고 인도 들어가기
순위	채코제	여행가 제이	쏘이
1	한국인 없는 태국 시골 강촌에 가면 생기는 신기한 일들	인구 45%가 한국 혈통인 태평양 작은섬 가보기(북마리아나)	인도에 가면 연예인병 걸린다는게 실화?(인도)
2	한국인에게 역대급으로 친절함, 알려지지 않은 나라(튀니지)	먹여주고 재워주는 인도네시아 1등급 열차 대이동	인도여행의 첫 관문! 악명 높은 인도 델리 빠하르간지 입성에 도전!
3	다시 찾은 사라예보 삼시 세끼 만원으로 먹어보기	필리핀 배 1등급 칸에서 먹고 자고 33시간	낭만의 미국횡단열차 VIP 1등석에서 보낸 47시간
4	당황스러운 몽골 기차 일등칸 vs 꼴등칸	한국에서 일했던 스리랑카 노동자 고향집 찾아가기	인도여행의 첫 관문! 악명 높은 인도 델리 빠하르간지 입성에 도전!
5	동양인은 없는 그리스 시골 도시 1박 2일 로드트립	몽골에서 가장 비싼 호텔 투숙 일기	인도 갠지스강 바라나시에서 생존하기 프로젝트
6	유럽 여행 중 가장 당황스러웠던 날(영국)	호주 퍼스트클래스 침대칸 기차에서 숙식 후기	긴장 가득 아프리카 여행 시작!(탄자니아)
7	영국 일등석 슬리핑 기차 여행	요트 위에서 평생을 먹고자고 떠돌아다니는 사람들(쿡제도)	정신 안 차리면 눈뜨고 코 베이는 아프리카 섬마을 들어가기
8	화폐가치가 폭락한 터키 로컬 시장에서 할 수 있는 것들	12시간 동안 끊임없이 먹고 즐기는 대한항공 비즈니스석 후기	여자혼자 인도여행하면 생기는 일
9	낭만의 미국 횡단 일등석 기차 타보기	인도 첫날.. 숙소가는 길마저 충격적이다	꿈 여행 전면 무산.. 핫김에 홀로 떠나버린 베트남 호치민 여행
10	몽골 수도 울란바토르의 놀라운 20대들	티니안 원주민식 작살총 물고기 사냥(북마리아나)	지옥행 버스 9시간 타고 관광객 없는 아프리카 시골 마을로 도망치기

자료: 유진투자증권

주) 일부 해외여행과 관련 없는 영상, 쇼츠 영상 등은 경우 순위에서 제외

# 변화하는 여행 트렌드

## 태어난 김에 세계일주 인도편



자료: 유진투자증권

## 지구마블 세계여행



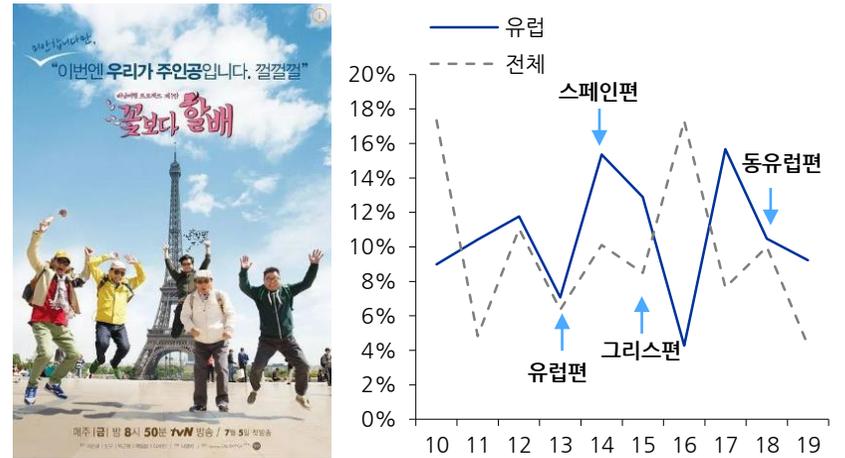
자료: 유진투자증권

## 텐트 밖은 유럽



자료: 유진투자증권

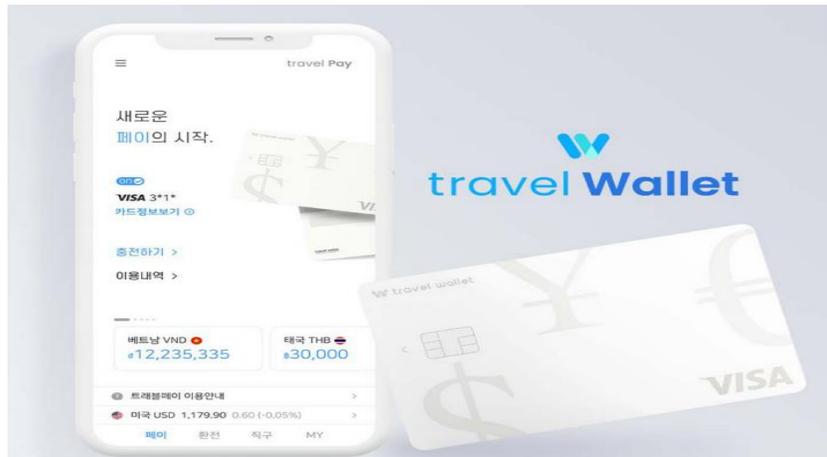
## 꽃보다 할배 시리즈와 유럽 노선 여객 수 전년비 증감 추이



자료: 유진투자증권

# 변화하는 여행 트렌드

## 간편한 환전 서비스, 트래블 월렛



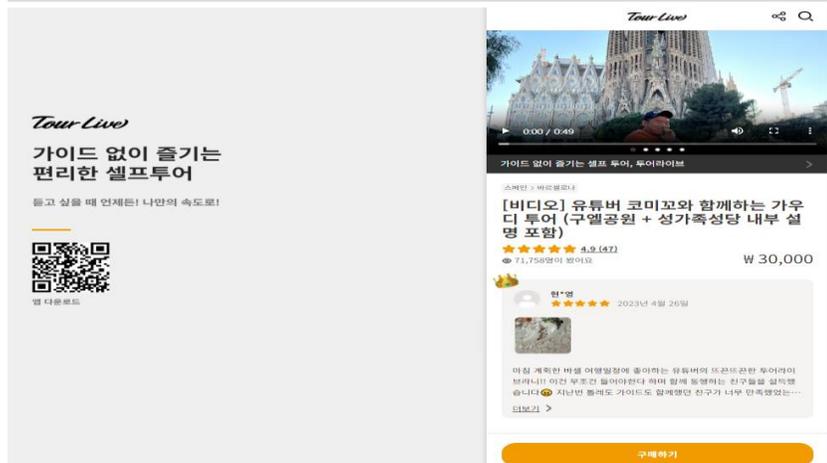
자료: 유진투자증권

## 여행 필수품인 파파고 번역



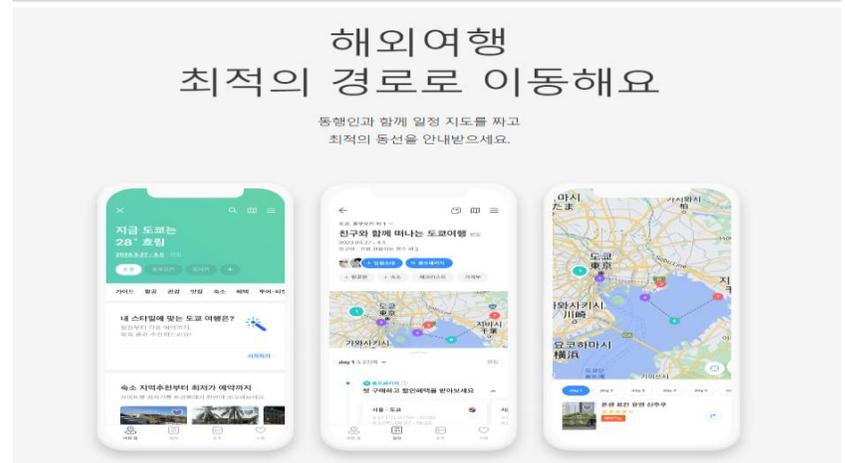
자료: 유진투자증권

## 가이드 없이도 투어가 가능한 투어라이브



자료: 유진투자증권

## 여행 일정 관리 앱, 트리플



자료: 유진투자증권

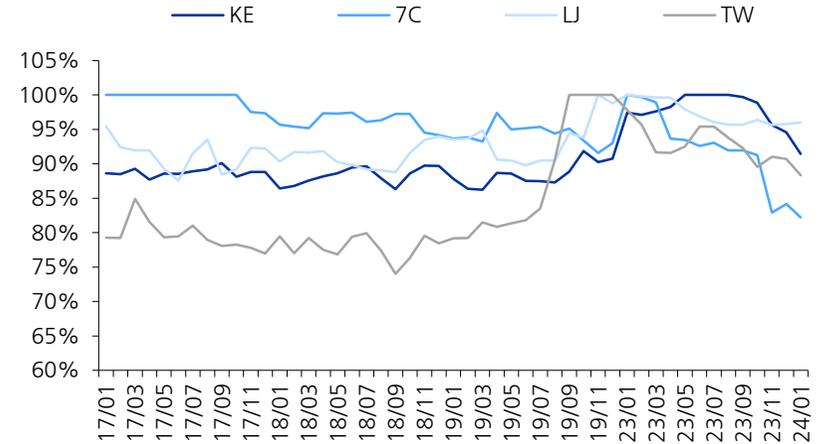
# 변화하는 여행 트렌드

## 일본 노선 여객 Top 20 도시

순위	2017	2018	2019	2023
1	간사이	간사이	간사이	간사이
2	후쿠오카	나리타	나리타	나리타
3	나리타	후쿠오카	후쿠오카	후쿠오카
4	오кина와	삿포로	삿포로	삿포로
5	삿포로	오кина와	나고야	나고야
6	나고야	나고야	오кина와	오кина와
7	하네다	하네다	하네다	하네다
8	기타큐슈	기타큐슈	가고시마	다카마쓰
9	오이타	가고시마	기타큐슈	구마모토
10	사가	사가	다카마쓰	마쓰야마
11	오카야마	오이타	센다이	기타큐슈
12	센다이	오카야마	오카야마	시즈오카
13	시즈오카	구마모토	구마모토	센다이
14	구마모토	센다이	미야자키	히로시마
15	다카마쓰	미야자키	오이타	오이타
16	히로시마	시즈오카	시즈오카	가고시마
17	가고시마	다카마쓰	마쓰야마	미야자키
18	요나고	요나고	요나고	사가
19	미야자키	히로시마	요나고	요나고
20	나가사키	도야마	히로시마	도야마

자료: 유진투자증권

## 항공사별 일본 노선 여객 중 간선 노선 여객 비중



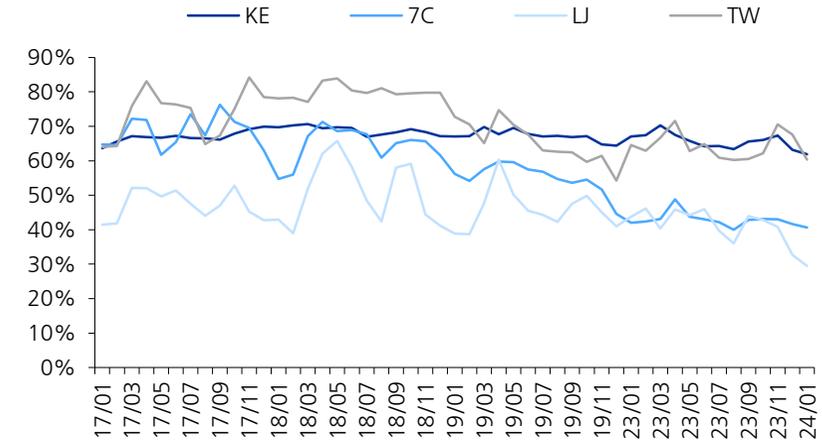
자료: 유진투자증권

## 동남아 노선 여객 Top 20 도시

순위	2017	2018	2019	2023
1	방콕	방콕	방콕	방콕
2	하노이	다낭	다낭	싱가포르
3	마닐라	하노이	하노이	다낭
4	싱가포르	마닐라	호찌민	호찌민
5	다낭	호찌민	마닐라	마닐라
6	호찌민	싱가포르	싱가포르	하노이
7	세부	세부	세부	나트랑
8	쿠알라룸푸르	쿠알라룸푸르	쿠알라룸푸르	세부
9	코타키나발루	코타키나발루	나트랑	쿠알라룸푸르
10	칼리보	방콕(돈므앙)	칼리보	코타키나발루
11	방콕(돈므앙)	자카르타	코타키나발루	자카르타
12	푸켓	푸켓	방콕(돈므앙)	클라크
13	자카르타	비엔티안	클라크	치앙마이
14	발리	나트랑	자카르타	푸꾸옥
15	비엔티안	칼리보	푸켓	칼리보
16	클라크	클라크	발리	팡라오
17	씨엠립	발리	비엔티안	프놈펜
18	프놈펜	프놈펜	치앙마이	발리
19	치앙마이	씨엠립	프놈펜	푸켓
20	양곤	치앙마이	푸꾸옥	비엔티안

자료: 유진투자증권

## 항공사별 동남아 노선 여객 중 간선 노선 여객 비중



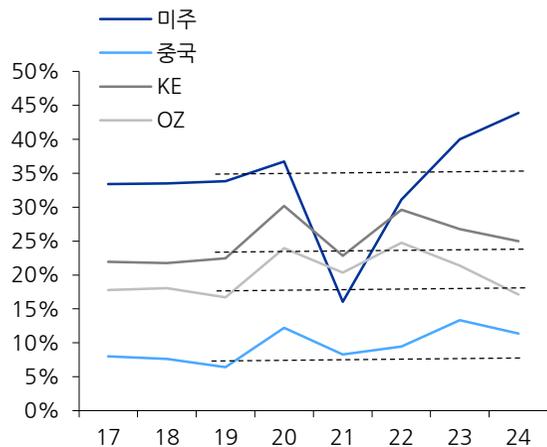
자료: 유진투자증권

# 장거리 노선도 견조할 것

## 업사이드 리스크도 다수

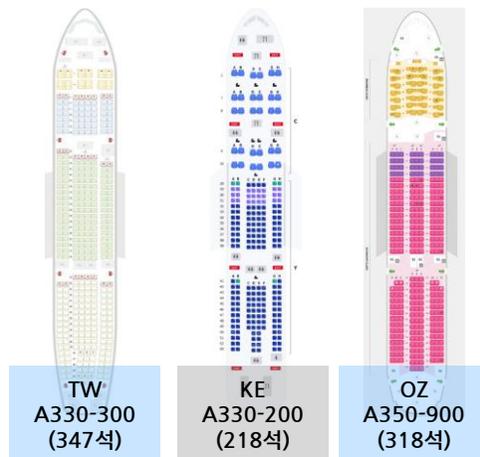
- 미주, 구주 노선에서도 모두 견조한 여객 흐름이 예상됨. 특히 미주/구주는 **4월 이후 계절성에 따른 여객 수요 반등이 기대**되며, 구주 노선은 올해 다양한 업사이드 리스크가 존재. **미주 또한 미-중 직항 노선의 더딘 회복에 따라 지속적인 미주-태평양 노선의 환승 여객의 유입이 기대**되는 상황
- 구주 노선의 업사이드 리스크는 크게 두가지. 먼저, 유럽의 대한항공-아시아나항공 합병 조건부 승인 조건에 따라 티웨이항공으로의 슬롯/운수권 이관 조치 시행 예정. 다만, 티웨이항공이 보유한 A330-300 기재로는 이관 노선(프랑크푸르트/로마/바르셀로나/파리) 운항이 어려워, FSC의 일부 기재의 대여가 이루어질 전망이다. 언론에서 보도된 임대 기종은 A330-200(대한항공) 5대로 파악. 대한항공의 A330-200의 좌석 레이아웃은 218석이며, 현재 **대한항공의 유럽 노선 투입 기종이 B787-9(269/278석)인 점을 고려하면 임대 기재의 별도 좌석 구성을 변경하지 않을 경우에 좌석 수는 19~21% 감소하게 됨.** 다만, 최근 아시아나항공의 A350-900(318석) 임대 논의도 보도되고 있어, 오히려 좌석 수가 늘어날 수 있는 점은 유의
- 두번째 요인은 올해 7월 24일부터 8월 10일까지 프랑스 파리에서 개최되는 올림픽 이벤트. **대형 이벤트에 따른 관람객 수요가 더해질 수 있음.** 해당 기간 내 인천-파리 노선 항공편의 좌석 매진도 심심치 않게 보이는 중

미주/중국/대한항공/아시아나 환승객 비중



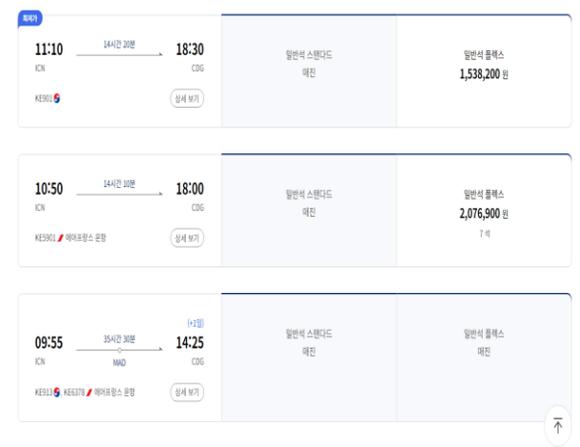
자료: 인천공항공사, 유진투자증권  
 주) 미주 노선 환승% = 미주 노선 환승객 ÷ 미주 노선 전체 여객

기종별 좌석 수



자료: 대한항공, 아시아나항공, 티웨이항공, 유진투자증권

7월 25일(파리올림픽 개막식 전날) 예약 현황



자료: 대한항공, 유진투자증권

---

03

# KE-OZ 합병 업데이트

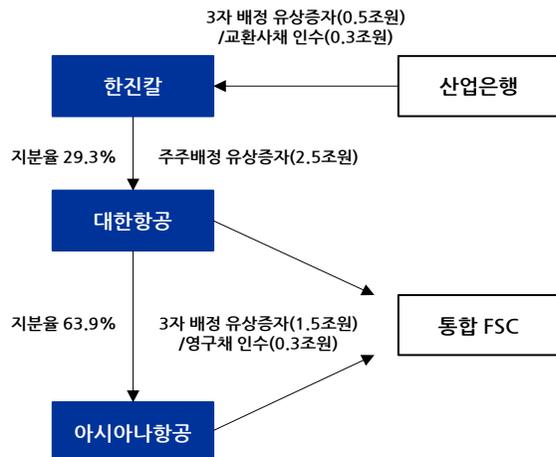
기나긴 시간 끝, 다가오는 재편

# 9부 능선을 넘은 대한항공-아시아나 합병

## 기업결합신고국 14개국 중 13개국 승인

- 대한항공의 아시아나항공 기업 결합 관련, 2021년 1월 14개국에 대해 기업결합 신고 후 2023년 2월 13일 EU 조건부 승인으로 총 13개국으로 부터 승인 또는 심사 종료. 남은 것은 미국 경쟁당국의 승인 뿐. 연내 기업결합 완료 기대
- 양사 인수 구조는 대한항공이 아시아나항공에 대한 제3자 배정 유상 증자 1.5조원/영구채 인수 0.3조원으로 지분율 63.9%를 확보하는 구조. 이미 1.5조 유상증자 금액 중 7천억원(계약금 3천억원, 중도금 4천억원) 지급. 대한항공은 과거 PMI 계획안 발표 당시, 인수 후 통합까지 약 2년이 소요되며, 통합과정에서 발생하는 필수적 비용은 6천억원, 시너지 효과는 영업이익 기준 3~4천억원으로 추산한 바 있음

### 대한항공-아시아나 인수 구조



자료: 유진투자증권

### 필수신고국가 심사 현황

구분	국가	현황
필수 신고 국가	한국	22.02 승인
	미국	*심사 중
	EU	24.02 조건부 승인
	일본	24.01 승인
	중국	22.12 승인
	터키	21.02 승인
	태국	21.05 승인
	대만	21.05 승인
	베트남	21.11 승인

자료: 유진투자증권

# 기업 결합 시 반납해야 할 슬롯 수는?

## 반납이 필요한 슬롯 수는 최대 200여개로 추정

- 공정거래위원회 및 해외경쟁당국이 우려를 표명한 경쟁제한노선에 대한 독과점 우려 완화를 위해서는 일정 수준의 슬롯(및 운수권) 반납이 필요. 한국 공정거래위가 제시한 시정 조치 사항은 외국 경쟁당국 결과 반영하여 수정될 계획. 참고로, 마지막 남은 심사 국가인 미국은 아직 미승인 단계이나 법무부에서 특정 노선에 대한 독점 우려를 표명한 상황
- 영국과 중국을 제외한 국가는 통합 이후 몇 개의 슬롯을 반납해야 경쟁제한 해소가 될지 명시하고 있지 않아, 반납 슬롯의 정확한 전체 규모를 추정하기는 어려움. 따라서, 통합 항공사(KE, OZ, LJ, BX, RS)의 노선 점유율을 50% 이하로 축소시킨다고 가정할 경우, 최대로 반납해야하는 슬롯 규모는 200여개로 추정
- 이는 통합 항공사의 전체 보유 슬롯의 10%에 해당하는 수준으로 추산되며(미주와 구주는 2~30% 수준), 양사 통합 이후 시너지 반감 우려는 과도하다는 판단. 또한, 경쟁당국들은 반드시 자국 항공사로 슬롯을 양도하도록 규정하고 있지 않음(영국 제외). 외항사로의 슬롯 유출 우려도 제한적

### 통합 항공사 반납 슬롯 규모 추정(주당 슬롯)

권역	공정거래위가 제시한 경쟁제한노선 및 반납 슬롯 추정치(총 133개)		해외경쟁당국이 제시한 경쟁제한노선 및 반납 슬롯 추정치(총 162개)		반납 최대치(총 200개)
미주	서울-뉴욕/LA/시애틀/샌프란시스코/호놀룰루	54	*서울-뉴욕/LA/시애틀/샌프란시스코/호놀룰루	54	54
유럽	서울-바르셀로나/프랑크푸르트/런던/파리/로마/이스탄불	20	서울-파리/프랑크푸르트/로마/바르셀로나/런던	20	20
중국	서울-장자제/시안/선전 부산-칭다오/베이징	16	서울-장자제/시안/선전/창사/베이징/상하이/텐진 부산-칭다오/베이징	49	49
일본	부산-나고야	5	서울-오사카/삿포로/나고야/후쿠오카, 부산-오사카/삿포로/후쿠오카	39	39
동남아	서울-프놈펜/팔라우/푸켓/자카르타 부산-세부/다낭	34	-	-	34
기타	서울-시드니/괌 부산-괌	4	-	-	4

자료: 외교부, 에어포탈, 일본 국토교통성, 유진투자증권

주) 단거리/장거리 노선 모두 직항편 기준

주2) 중국 및 영국을 제외한 노선은 통합항공사의 노선 점유율 50% 이하로 축소 가능한 슬롯 수를 반납 슬롯으로 산정

주3) 상기 슬롯은 2019년 동계 스케줄을 기준으로 추정. 일본은 예외적으로 2019년 하계/동계 전체의 평균을 기준으로 추정

# 통합 후 기단 운영은?

## 너무 많은 기종, 주력 기종으로 정리될 것으로 예상

- 대한항공과 아시아나항공 기업 결합 완료 후 시너지 및 비용 효율화를 위해 보유 기종의 정리가 필요할 것이라는 판단
- 당사는 **통합 항공사 기준 A321NEO, A350, B737-8, B777, B787의 5개 핵심 기종을 중심으로 기단이 재편될 것으로 예상**
- 참고로 일본의 ANA는 12종(A380/B773/B772/B787-10/B789/B788/B763/A321NEO/A321/A320NEO/B737NG/Dash8-400), JAL은 13종 운영 중(A350-1000/A350-900/B773ER/B772ER/B789/B788/B763ER/B737NG/Embraer 190/Embraer 170/Dash8-400/ATR42/ATR72)

대한항공 기단 변화 추정

기종명	2024/02	2030-①	2030-②
A220-300	10	10	-
A321-200 NEO	9	50	50
A330-200	5	5	-
A330-300	22	6	-
A380-800	10	10	-
B737-800	2	2	-
B737-900	9	1	-
B737-900ER	6	6	-
B737-8	6	30	30
B777-200	8	5	-
B777-300	4	-	-
B777-300ER	25	27	27
B787-9	13	21	21
B747-400	1	-	-
B747-8	10	10	-
B787-10	-	20	20
합계	140	203	148

자료: 유진투자증권  
 주) 2030-①는 대한항공 보유 기재의 기령 25년 초과시 퇴역 가정, 시설 투자 공사로 발표한 기재 도입 계획 적용. 2030-②의 경우 주력 기재를 제외한 모든 기재 처분한다는 가정

대한항공-아시아나 그룹 합병 후 기재 합산

기종	KE+OZ	통합 LCC
A220-300	10	-
A320-200	1	6
A321-200	13	15
A321-200 NEO	18	7
A330-200	5	-
A330-300	37	-
A350-900	15	-
A380-800	16	-
B737-800	2	19
B737-900	9	3
B737-900ER	6	-
B737-8	6	1
B767-300	1	-
B777-200	17	4
B777-300	4	-
B777-300ER	25	-
B787-9	13	-
B747-400	2	-
B747-8	10	-
합계	244	55

자료: 유진투자증권  
 주) 대한항공, 아시아나항공, 진에어, 에어부산, 에어서울 단순 합산

대한항공-아시아나 통합 항공사 주력 기종

기종	KE+OZ 대수	합계 연령	평균 연령
A220-300	10	53	5.3
A320-200	1	15	15.0
A321-200	13	116	8.9
A321-200 NEO	18	18	1.0
A330-200	5	63	12.6
A330-300	37	638	17.2
A350-900	15	65	4.3
A380-800	16	168	10.5
B737-800	2	24	12.0
B737-900	9	178	19.8
B737-900ER	6	66	11.0
B737-8	6	20	3.3
B767-300	1	26	26.0
B777-200	17	286	16.8
B777-300	4	99	24.8
B777-300ER	25	227	9.1
B787-9	13	56	4.3
B747-400	2	47	23.5
B747-8	10	72	7.2

자료: 유진투자증권  
 주) 통합 후 양사 기종 모두 합산 시, 총 기종은 19종. 주력 기종은 5종으로 판단되며, 기타 노후 기종 퇴역 가정 최대 11종을 운영할 것으로 예상됨

# 누가 수혜인가?

## 유럽 노선 확대의 Key를 잡은 티웨이항공

- 현재 한국 공정 거래위/EU/영국/중국/일본이 반납 조건을 내세운 것으로 파악되며, 미국 또한 승인을 위해서는 일부 슬롯 반납이 필요할 전망
- 유럽과 영국은 조건부 승인의 조건으로 슬롯/운수권의 의무 반납을 명시(Remedy Taker: 유럽-티웨이항공, 영국-버진애틀랜틱). 기타 경쟁당국에서는 별도 조건없이 승인하였으나, 신규 진입 항공사 또는 증편 희망 항공사의 요청이 있을 시, 통합 항공사는 이에 응할 의무가 있다고 규정. 미국에서는 에어프레미아가 수혜를 입게 될 것으로 예상
- 티웨이항공이 몇 개의 슬롯을 이관 받는지 구체적인 명시는 없으나, (CASE 1) 통합 항공사 점유율 50% 이하로 축소시킬 수 있는 개수 (CASE 2) 아시아나 또는 대한항공 보유분 슬롯 전체 등 다양한 케이스를 상정해볼 수 있음. (CASE 1)의 경우 반납 슬롯 수는 약 13개(프랑크푸르트 4개, 로마 3개, 바르셀로나 5개, 파리 3개)로 추정. (CASE 2)는 21~23개 수준(프랑크푸르트 7개, 로마 5개, 바르셀로나 3~4개, 파리 6~7개)
- 유럽 노선 이관에 따른 티웨이항공의 공급량 증분은 최소 26.6억~66.5억 ASK, 확보 가능한 매출 규모는 연간 기준 2,000~5,200억원. 2023년 연간 티웨이항공 국제선 공급량은 131.1억 ASK. 매출액은 1조원 수준이었던 점을 고려하면, 공급량과 매출 모두 20~50% 증가하는 효과를 기대해 볼 수 있음. 다만 2024년은 6월 파리, 8월 로마, 9월 바르셀로나, 10월 프랑크푸르트 순으로 점진적인 취항이 예상되며, 이관 효과는 2025년에 본격 반영될 것으로 추정

### 티웨이항공 수혜 강도 CASE 분석(\*왕복 기준)

구분	CASE 1: 13개 슬롯 이관		CASE 2: 23개 슬롯 이관 (대한항공 슬롯 이전 기준)	
	A332(218)	A359(311)	A332(218)	A359(311)
기재(좌석수)	A332(218)	A359(311)	A332(218)	A359(311)
공급량(백만인km)	2,662	3,815	4,643	6,654
매출액(십억원)	207	296	365	524

자료: 유진투자증권

주) 좌석 수의 경우, A332는 대한항공 레이아웃, A359는 아시아나 레이아웃 변경 없다는 가정

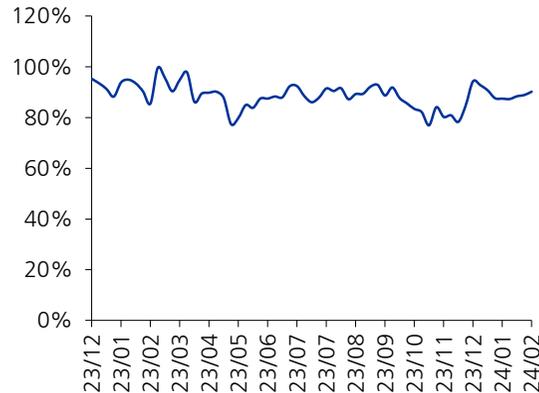
주2) 매출 산정에 활용한 운임 단가는 아시아나 구주 노선 운임단가의 80% 적용, L/F는 보수적으로 80% 적용

# 재편 속, 새로운 기회를 찾아 나서는 LCC

## 미지의 영역 장거리, 생각보다 선방 중

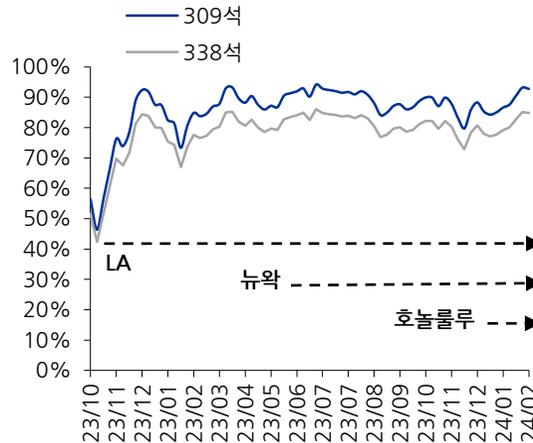
- 대한항공-아시아나항공 통합, 그리고 과거 중/단거리 노선 경쟁 과열로 LCC들은 더 다양한 곳, 더 멀리 가고자 새로운 기회를 모색 중. 대표적으로는 A330-300을 도입하여 중장거리 노선을 운항 중인 티웨이항공, B787-9을 도입하여 하이브리드 LCC를 꿈꾸는 에어프리미아가 있음
- 티웨이항공은 현재 A330 기종을 시드니 노선 등 장거리와 일부 수요가 높은 일본/동남아 노선에 투입 중. 에어프리미아는 다수의 미주/구주 노선 운항, 도쿄와 방콕 등 중/단거리도 함께 운항
- 장거리 노선의 성공 가능성을 파악하기 위해 각 사의 장거리 노선 탑승률을 추정. **티웨이항공의 시드니 노선은 운항 이래 평균 89%의 높은 탑승률 기록 중. 에어프리미아 또한 미주 노선 평균 탑승률 78%~86%, 구주 노선 평균 탑승률 80%~88% 기록하며 선방 중**
- 통상적으로 장거리 LCC는 LCC 특유의 경쟁력(No Frills, 기재/승무원 고가동 등)을 발휘하기 쉽지 않음. 거리가 늘어날수록 FSC-LCC 단위비용 격차가 줄어들기 때문. 그럼에도 FSC 대비 비용 경쟁력을 키우기 위해서는 **고효율 항공기(연료 효율 등), 좌석 수 확대를 통한 비용 절감이 필요**

티웨이항공 시드니 노선 L/F 추정



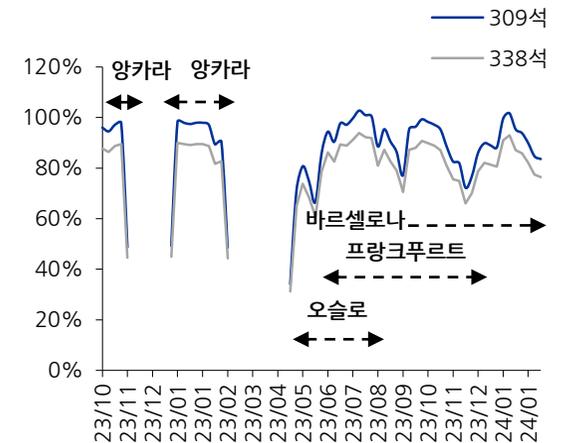
자료: 유진투자증권

에어프리미아 미주 노선 L/F 추정



자료: 유진투자증권

에어프리미아 구주 노선 L/F 추정



자료: 유진투자증권

# 재편 속, 새로운 기회를 찾아 나서는 LCC

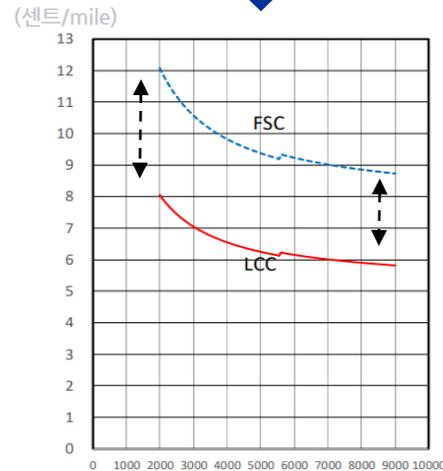
거리 증가에 따른 단위비용(FSC vs LCC) 격차 감소의 원리

블록 시간에 비례 해 증가하는 비용(B)
비행 당 정액 비용(C)
(C) 객실 서비스 비용(기내식 등)
(B) 기재 보유 비용, 보험 비용 등
(B) 운항 승무원 비용
(B) 객실 승무원 비용
(C) 승무원 경비(떠돌 등)
(B) 연료 비용
(B) 기재 정비 비용
(C) 착륙료 등
(C) 공항 비용 등
(C) 판매관리비
(B) 기타 간접비

$$\text{단위비용} = \frac{(B+C)}{(\text{좌석 수} \times \text{거리})}$$

$$\begin{aligned} \text{Unit Cost}_{\text{FSC}} - \text{Unit Cost}_{\text{LCC}} &= \frac{B_{\text{FSC}} + C_{\text{FSC}}}{\text{좌석 수}_{\text{FSC}} \times \text{거리}} - \frac{B_{\text{LCC}} + C_{\text{LCC}}}{\text{좌석 수}_{\text{LCC}} \times \text{거리}} \\ &= \left[ \frac{B_{\text{FSC}}}{\text{좌석 수}_{\text{FSC}} \times \text{거리}} - \frac{B_{\text{LCC}}}{\text{좌석 수}_{\text{LCC}} \times \text{거리}} \right] + \left[ \frac{\text{좌석 수}_{\text{LCC}} \times C_{\text{FSC}} - \text{좌석 수}_{\text{FSC}} \times C_{\text{LCC}}}{\text{좌석 수}_{\text{FSC}} \times \text{좌석 수}_{\text{LCC}} \times \text{거리}} \right] \end{aligned}$$

일정값
감소



이론적으로 거리 증가에 따라 FSC와 LCC 사이에 단위비용 격차는 감소

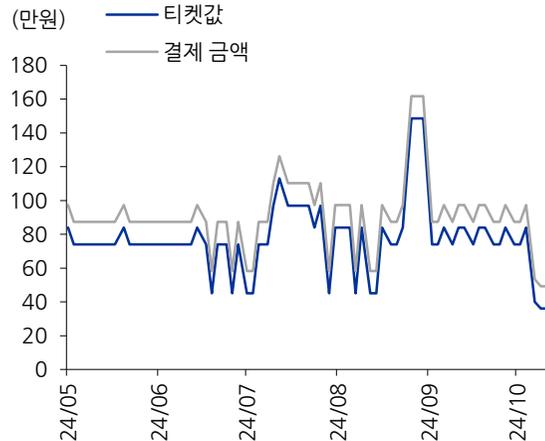
자료: JTTRI, 유진투자증권

# 충분히 수익화 가능하다

## FSC와 가격 차이는 20%

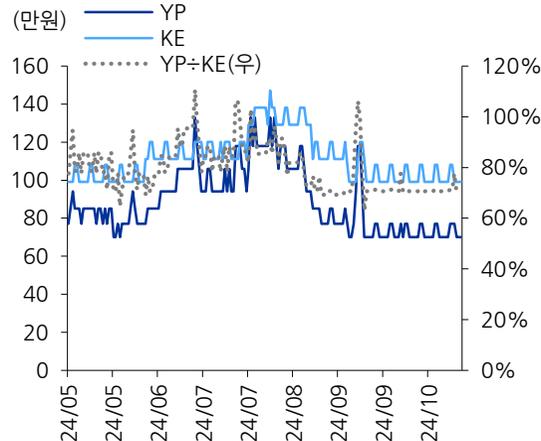
- 장거리 노선의 운항 비용은 편도 2억원 수준으로 추정. 이에 따른 BEP 레벨은 FSC 기준 80만원 수준(ICN-LAX 기준)
- 5월부터 유럽 노선(크로아티아 자그레브)을 신규 취항하는 티웨이항공의 평균은 90만원(최저가 기준). 인천 발 항공편은 중간 경유지에서 급유가 필요해 추가적인 비용 발생 가능성이 있으나, **통상적인 장거리 노선 비용 고려 시 노선 수익 흑자 달성 가능하다는 판단**
- 에어프레미아의 경우 과거 FSC 대비 20% 저렴하게 공급할 것이라고 밝힌 바 있음. 실제로 최저가 기준 대한항공과의 가격 차이는 20% 수준(LA 노선). 다만, 성/비수기에 따라 가격 차이는 확연히 달라지는 모습. 비수기에는 30%까지도 저렴해지지만, 성수기에는 FSC의 가격에 추종하며 10% 내외까지 가격 차이가 줄어들게 됨. 에어프레미아가 대한항공과 운임 격차를 20%로 설정하고 있는 배경에는 장거리 노선의 운항 비용 격차가 20% 차이가 나기 때문으로 추정
- 현재 고유가/고환율 상황에서도 여객 수요가 지지되며 높은 운임을 유지할 수 있는 구간에서는 FSC 티켓 가격과 20% 내외의 가격 차이를 유지하며 수익 창출이 가능.** 다만, 여객 수요 악화 시 수익 변동성 확대 리스크 존재. 특히, **구주 노선의 경우 계절에 따라 여객 수요 편차가 크기 때문에 보유 슬롯 및 운수권을 유지 가능한 수준에서 유연한 공급 조절이 필요할 것**

티웨이항공 시드니 노선 티켓 가격 추이



자료: 유진투자증권  
주) 최저가 기준

LA 노선 에어프레미아, 대한항공 운임 차이



자료: 유진투자증권  
주) 최저가 기준

장거리 노선 기준 FSC 및 LCC 비용 차이

구분	FSC	LCC	비용 비중
객실 서비스 비용(기내식 등)	100	14	3%
기재 보유 비용, 보험 비용 등	100	100	12%
운항 승무원 비용	100	77	16%
객실 승무원 비용	100	77	9%
승무원 경비(떠돌음 등)	100	75	2%
연료 비용	100	100	24%
기재 정비 비용	100	100	8%
착륙료 등	100	100	5%
공항 비용 등	100	50	2%
판매관리비	100	26	6%
기타 간접비	100	60	14%
합계	100	80	-
<b>LCC ÷ FSC</b>			<b>80%</b>

자료: JTTRI, 유진투자증권

# 대세가 되어가는 장거리 LCC?

## 옆 나라 일본도 장거리 LCC & HSC 전략 추진

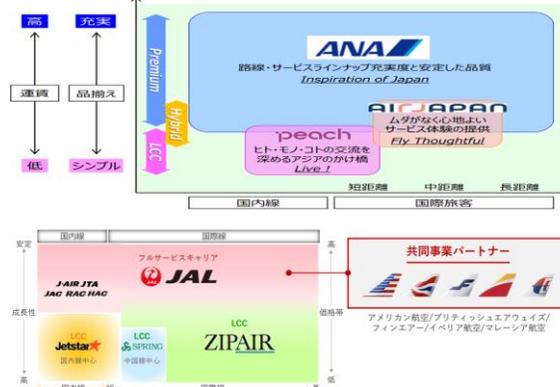
- 일본에서도 장거리 LCC 또는 HSC(하이브리드 항공사)가 연이어 출범. 일본 항공사의 경우 비즈니스/레저/인바운드 등 다양한 수요를 효과적으로 흡수하기 위해 FSC/HSC/LCC로 브랜드 다각화를 결정. ANA(전일본공수)와 JAL(일본항공)은 각각 Air Japan과 ZIP Air을 설립하여 운영 개시 중
- Air Japan은 24년 2월 9일 나리타-방콕 노선에 취항. 동사는 성장 시장인 동남아시아를 중심으로 일본 인바운드 및 레저/VFR 수요 흡수를 기대. 장기적으로는 간사이 국제공항도 거점으로 활용하며, 오세아니아 지역으로 노선 확대를 계획. 모회사 ANA의 B787을 활용하여 초기 투자를 억제
- ZIP Air은 일본 최초의 중장거리 LCC로 B787을 활용해 나리타 공항을 거점으로 아시아/미주 노선 9개를 전개 중. 기체는 모회사 JAL로부터 6기를 리스, 2기는 신조기로 도입. FSC 대비 저렴한 가격으로 여객 수요를 창출하고 흡수하는 것이 목표. 일반 LCC의 평균 하루 기재 가동 시간(12~13시간) 대비 1.5배 많은 18시간 가동을 통해 기재 운영 효율화를 추구 중

### Air Japan, ZIP Air 운항 지역



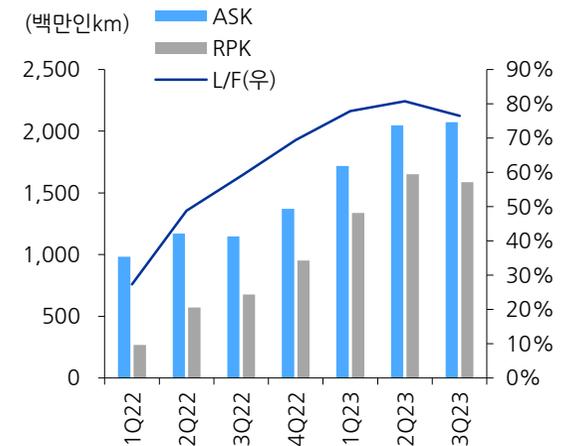
자료: ANA, JAL, 유진투자증권

### Air Japan, ZIP Air 브랜드 포지셔닝



자료: ANA, JAL, 유진투자증권

### ZIP Air 국제선 운항 실적 추이



자료: JAL, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

---

# 04

## 반등하는 화물

물동량 바닥 통과, 중국발 이커머스와 홍해 사태가 변수

# 항공 화물 동향 업데이트

## 코로나 이전으로 회귀 완료, 다만 변수는 존재

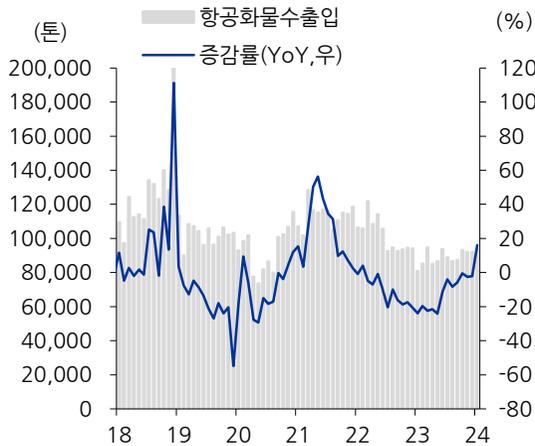
- 항공 화물 물동량은 인천 기준 24년 1월 22.6만톤(+11.3%yoy)을 기록하며 전년비 지속 회복 중. 항공 화물 수출입 물동량 또한 회복세
- 운임 또한 BAI 지수(홍콩-북미 운임) 기준 바닥권에 진입했다는 판단. 23년 12월에는 계절성에 따른 반등세 기록
- 물동량과 운임 모두 코로나 이전 평년 수준으로 회귀 중. 항공 화물의 변수로는 ①중국발 이커머스, ②홍해 이슈를 꼽아볼 수 있음

인천공항 화물 물동량 추이



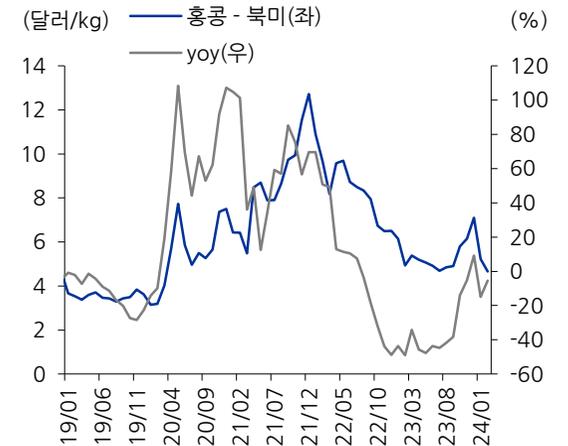
자료: 유진투자증권

항공화물수출입 동향



자료: KITA, 유진투자증권

항공 화물 운임지수(BAI) 추이



자료: TAC, 유진투자증권

# 항공 화물 동향 업데이트

## 전자전기 항공 수출 추이



자료: KITA, 유진투자증권

## 화학공업제품 항공 수출 추이



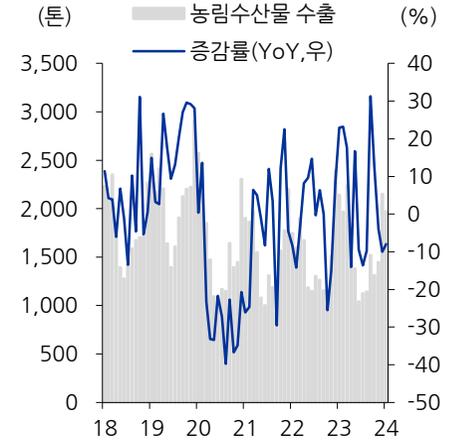
자료: KITA, 유진투자증권

## 기계류 항공 수출 추이



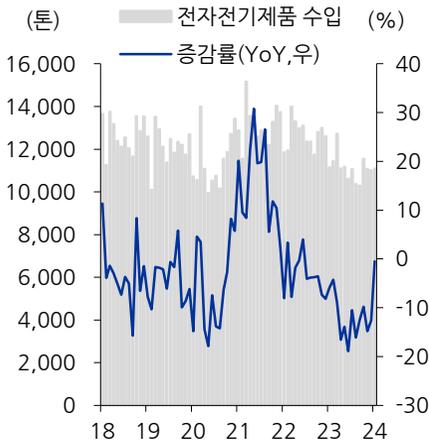
자료: KITA, 유진투자증권

## 농수산물 항공 수출 추이



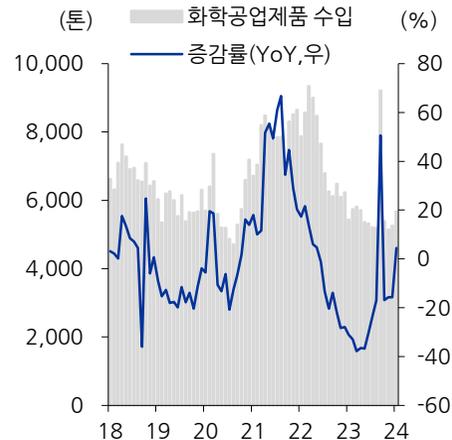
자료: KITA, 유진투자증권

## 전자전기 항공 수입 추이



자료: KITA, 유진투자증권

## 화학공업제품 항공 수입 추이



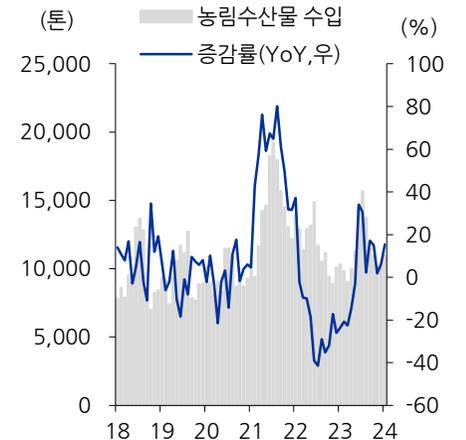
자료: KITA, 유진투자증권

## 기계류 항공 수입 추이



자료: KITA, 유진투자증권

## 농수산물 항공 수입 추이



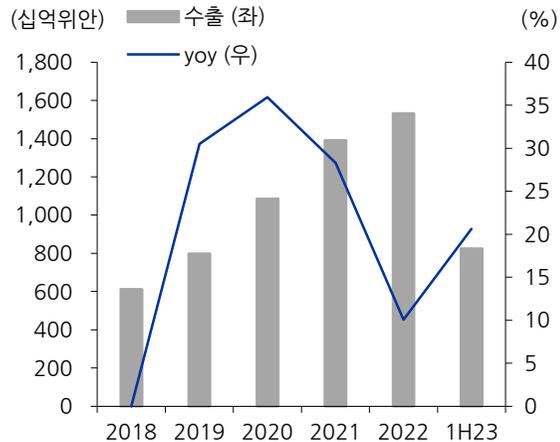
자료: KITA, 유진투자증권

# 중국발 이커머스, 새로운 성장 동력인가?

## 중국발 이커머스

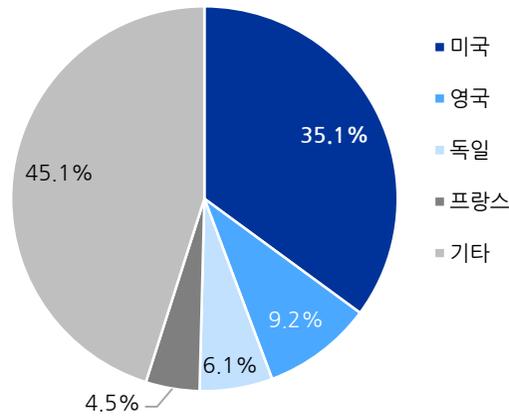
- 경기 불황 속 전세계적으로 중국발 이커머스(테무, 쉬인 등)의 물동량 증가가 두드러지는 중
- 한국의 경우, 한국-중국 간 수송에는 해운을 활용하고 있는 만큼 항공 화물에 직접적인 영향은 크지 않음
- 다만, 미국-중국 등 장거리 수송에는 항공 화물이 활용되고 있음. **현재 미국-중국 직항 노선 회복이 요원한 가운데, 인천을 경유하여 수송되는 환적 화물이 크게 증가하고 있는 것으로 판단.** 대한항공도 이커머스 화물의 매출 비중이 2019년 4%에서 2023년에 13%까지 크게 증가
- 그동안 동남아 등 주요 지역에서의 환적화물 물동량 감소가 중국발 물량으로 상쇄되는 중. **미-중 직항 노선 완전 회복 전까지 지속적으로 국내 항공 사로의 화물 유입이 기대됨**
- **다만, 미국 내 중국발 이커머스 대상 면세 폐지(소형 소포, 800달러까지 면세) 움직임 등은 리스크 요인**

중국 이커머스 수출입 규모



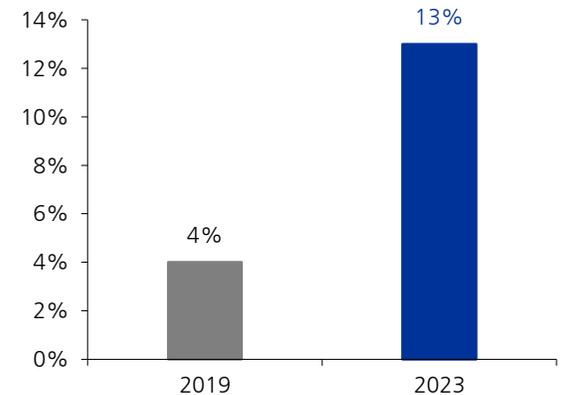
자료: 중국 해관, 유진투자증권

중국 이커머스 수출대상국 비중



자료: 중국 해관, 유진투자증권

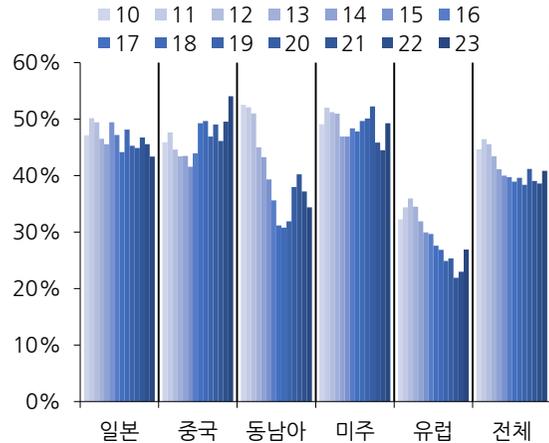
대한항공 이커머스 화물 매출 비중 변화



자료: 유진투자증권

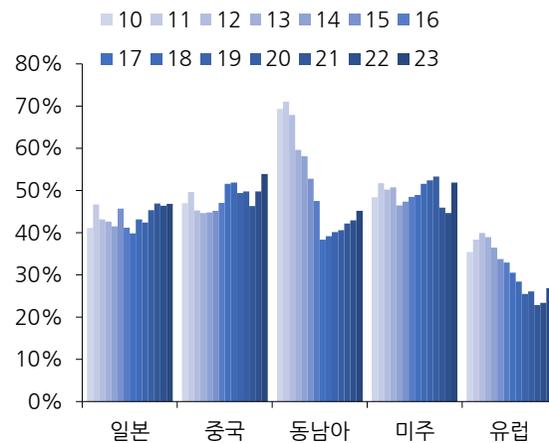
# 중국발 이커머스, 새로운 성장 동력인가?

항공화물 중 환적화물 비중 추이



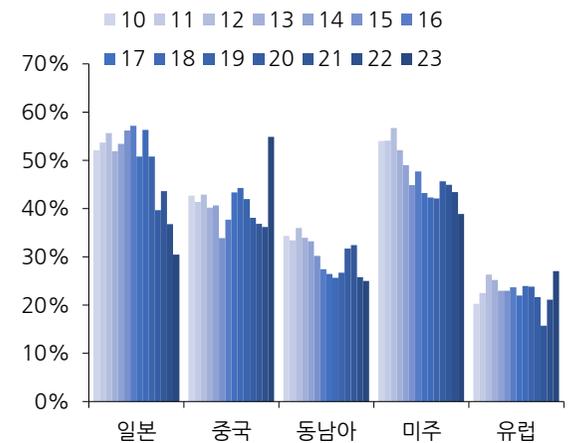
자료: 인천공항공사, 유진투자증권

화물기 물동량 중 환적화물 비중



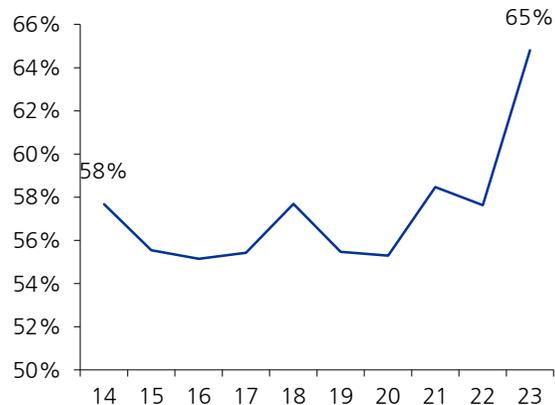
자료: 인천공항공사, 유진투자증권

벨리 물동량 중 환적화물 비중



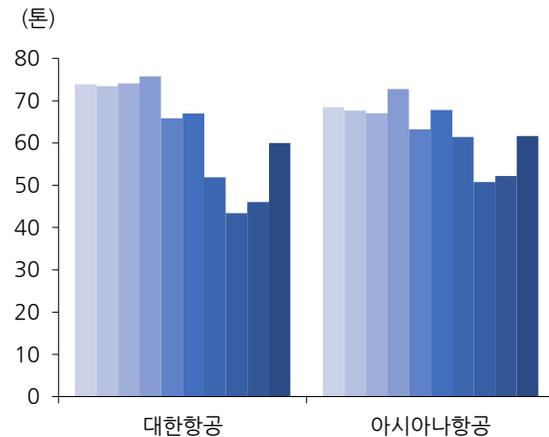
자료: 인천공항공사, 유진투자증권

대한항공 환적화물 비중



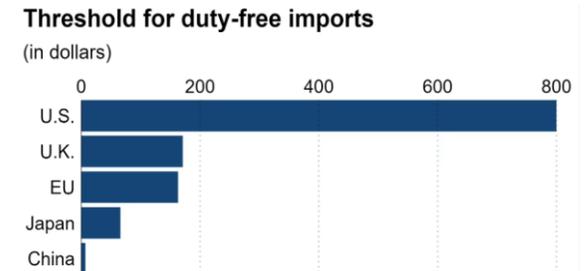
자료: 인천공항공사, 유진투자증권

국적사 편당 화물 물동량 추이



자료: 인천공항공사, 유진투자증권

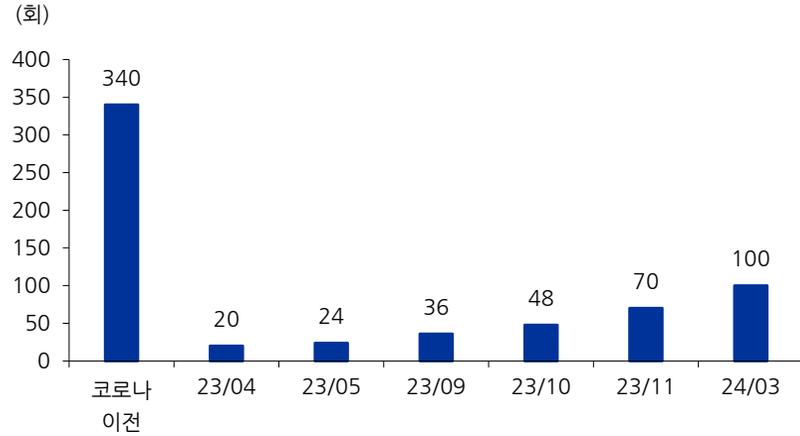
미국, 중국 대상 면세 대우 폐지 가능성



자료: Nikkei Asia, 유진투자증권

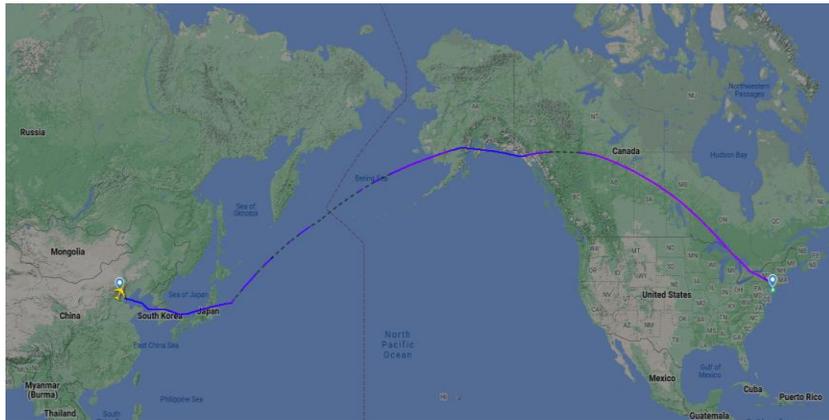
# 중국발 이커머스, 새로운 성장 동력인가?

## 미-중 직항 운항 편수 변화



자료: 유진투자증권

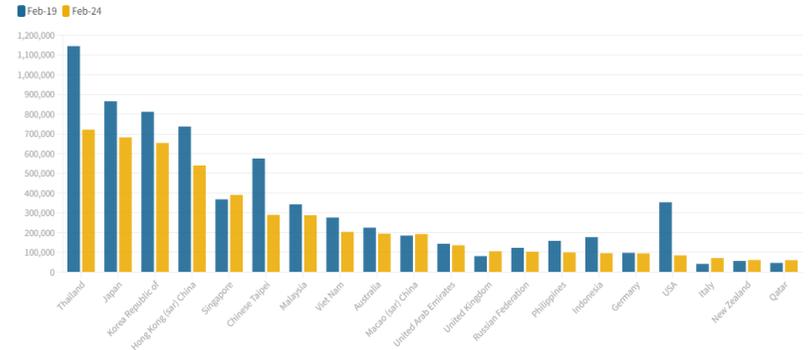
## 중국 항공사도 러시아 영공을 우회해서 운항 중



자료: 유진투자증권

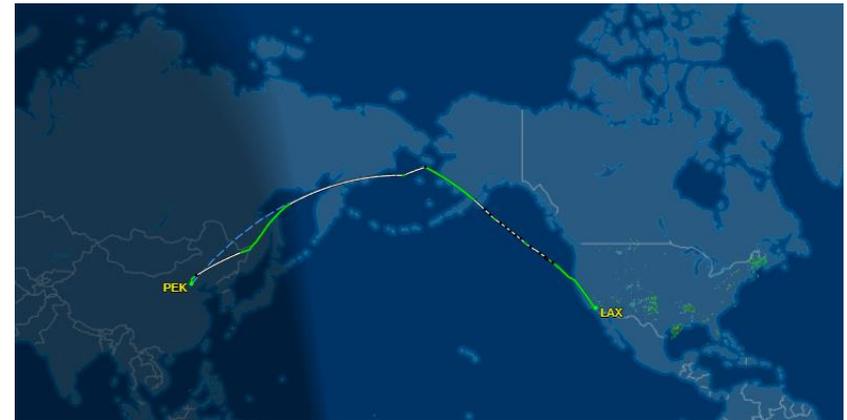
## 중국 국제선 좌석 회복 변화(19/02 vs 24/02)

Recovery of China's Top 20 International Markets Since 2019 (by seats)



자료: 유진투자증권

## 과거에는 러시아 영공을 통해 운항



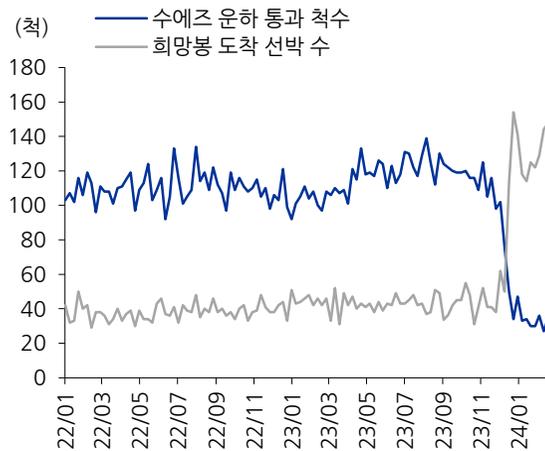
자료: 유진투자증권

# 홍해 사태가 미치는 영향

## 홍해 사태 장기화 시, 항공 화물 전환 수요 증가 기대

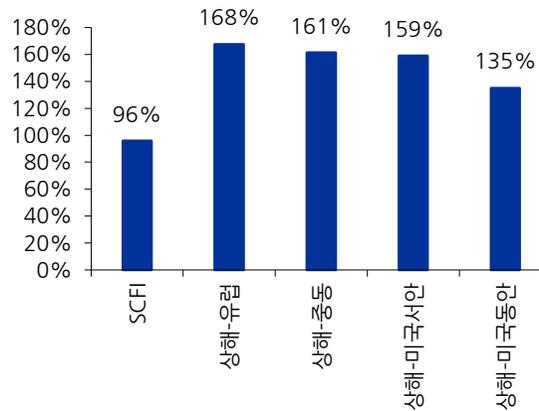
- 23년 12월 중동 홍해 인근에서 후티 반군의 상선 공격에 따른 위협 증대로 컨테이너선 등 선박들의 수에즈 운하 통과에 차질 발생. 수에즈 운하 대신 아프리카 희망봉으로 우회하며 운항 일수 증대, 선복 공급 감소 영향으로 해운 운임 급등세. 홍해 사태는 2월 현재까지도 진행 중
- 해운 물동량의 항공 전환이 점진적으로 이루어지며 항공 화물 물동량 증가 및 운임 상승이 기대되나, 아직까지는 큰 영향을 보이지 않고 있음.** 아시아 발 유럽 화물의 경우 항공 전환 뿐만 아니라 육로 수송(철도 등)과 Sea & Air(해운+항공 운송 혼합) 등 다양한 대안이 검토되고 있기 때문
- 미주 지역도 파나마 운하의 통행 제한(1월 24척/일, 평시 34~40척/일)이 계속되고 있어, 아시아 발 미국 동부 운송도 차질 발생 중, 이에 미국 서안+미국 내륙 운송으로 전환이 이루어지면서 아시아-유럽/미국 서안/동안 모두 운임 강세 기록
- 대한항공의 1월 기준 화물기 항적을 추적하면 구주 항 운항 비중은 15~20% 수준. **홍해 사태의 직접적 영향보다는 홍해 사태 장기화로 인한 전체 선복 공급 감소 효과로 미주 항로에도 영향이 확대될 경우 낙수 효과 기대.** 다만 올해 경기 회복 가능성에도 대규모 신조 컨테이너선 공급으로 인한 일부 공급 감소 효과 상쇄 가능성 존재

수에즈 통과 및 희망봉 도착 선박 수 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

SCFI/주요 항로 운임 변동(23.12 vs 24.03)



자료: Clarksons, 유진투자증권

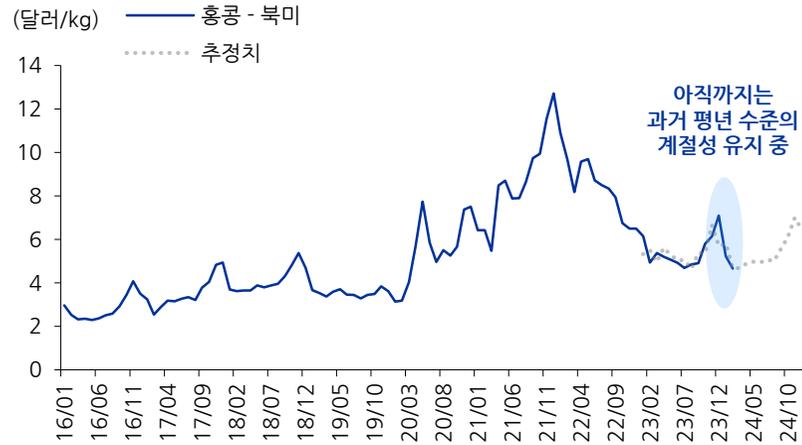
중동 무력충돌 경과

연월	주요 내용
23.10	<ul style="list-style-type: none"> <li>하마스, 對 이스라엘 침공 단행</li> <li>후티, 對 이스라엘 선전 포고</li> </ul>
23.11	<ul style="list-style-type: none"> <li>후티, 對 이스라엘 미사일 공격</li> <li>미군, 후티 드론 공격 격추</li> </ul>
23.12	<ul style="list-style-type: none"> <li>후티, 미국 구축함 및 영국 상선 공격</li> <li>미군, 후티 소형선박 3척 격침</li> </ul>
24.01	<ul style="list-style-type: none"> <li>후티, 미국 상선 대규모 공격 단행</li> <li>미국/영국 연합군 對 후티 합동 공습</li> <li>요르단 미군기지 미군 3명 사망</li> </ul>
24.02	<ul style="list-style-type: none"> <li>미군, 대이란혁명수비대 보복 공습</li> <li>EU, '홍해 상선 보호' 새 군사작전 개시</li> </ul>

자료: KITA, 유진투자증권

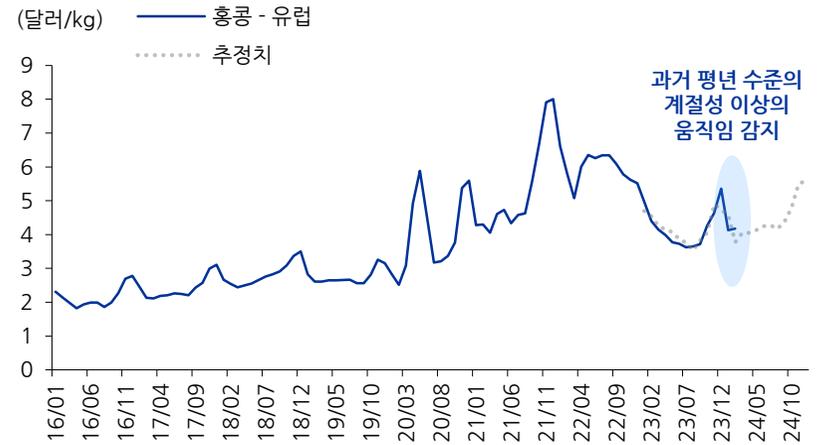
# 홍해 사태가 미치는 영향

## BAI 운임 지수 추이 및 추정치 비교(홍콩 - 북미)



자료: TAC, 유진투자증권

## BAI 운임 지수 추이 및 추정치 비교(홍콩 - 유럽)



자료: TAC, 유진투자증권

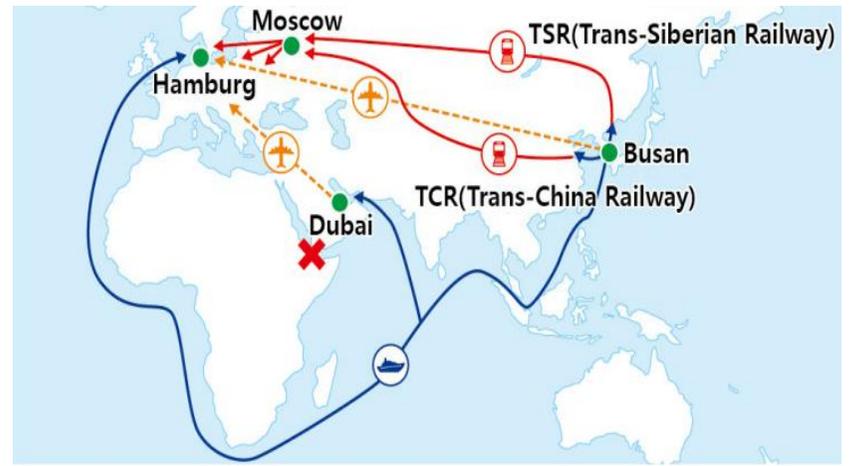
# 홍해 사태가 미치는 영향

## 희망봉 우회 CASE

주요항로		왕복운항일수(일)			소요선대(척)		
		기존	우회	증감	기존	우회	증감
유럽	지중해	76	114	38	10.0	15.5	5.5
	북유럽	86	111	25	12.0	15.5	3.5
	평균	81	113	32	11.0	15.5	4.5
미국 동안		79	90	11	11.0	12.5	1.5

자료: KITA, LX판토스, 유진투자증권

## 유럽 향 수출 대안 경로



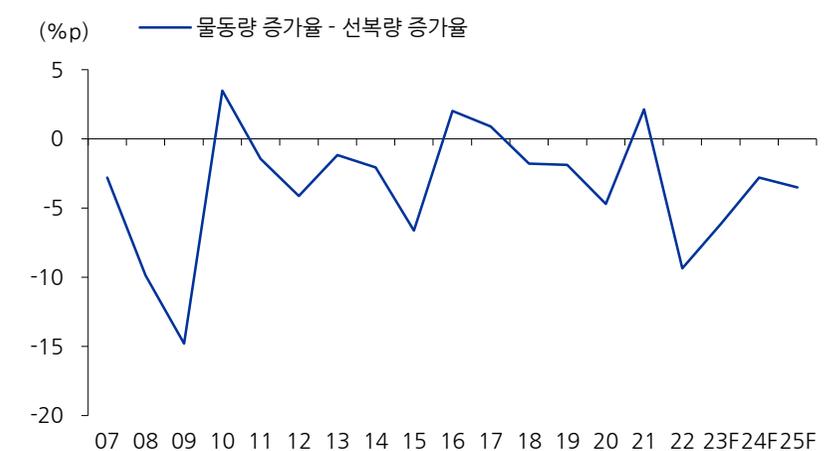
자료: KITA, 유진투자증권

## 대한항공 24년 1월 화물기 항로 추적 결과



자료: 유진투자증권

## 컨테이너 선박 수급 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

---

05

추천주

# 진에어 (272450)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**18,000원**  
(유지)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-8.6	-9.1	-37.8
절대기준(%)	-7.0	-5.0	-26.7

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	18,000	18,000	-
영업이익(24)	151	83	▲
영업이익(25)	134	72	▲

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

<b>현재주가(24.3.11)</b>	<b>11,870원</b>
시가총액(십억원)	620
발행주식수(천주)	52,200
52주 최고가(원)	17,540
최저가(원)	10,020
52주 일간 Beta	0.26
60일 일평균거래대금(억원)	17
외국인 지분율(%)	2.9
배당수익률(2023F)(%)	0.0
주주구성(%)	
대한항공 (외 4인)	54.9
국민연금공단 (외 1인)	8.3

투자의견 **BUY(유지)**  
목표주가(12M) **18,000원**



결산기(12월)(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E	2025E
매출액	247	593	1,277	1,367	1,369
영업이익	-185	-67	182	151	134
세전손익	-221	-90	174	144	139
당기순이익	-134	-64	134	111	108
EPS(원)	-2,559	-1,217	2,564	2,129	2,061
증감률(%)	-	-	흑전	-17.0	-3.2
PER(배)	-	-	4.6	5.6	5.8
ROE(%)	-98.6	-47.5	112.5	55.8	34.8
PBR(배)	5.0	9.0	4.3	2.4	1.7
EV/EBITDA(배)	-	33.8	2.0	1.2	0.4

자료: 유진투자증권

## 수익성 중심의 운영

### Investment Point

- **높아진 일본 익스포저:** 진에어는 당사 커버 항공사 중 일본 노선 익스포저가 가장 큰 항공사로 변화. 과거 동남아 노선의 대표 항공사였다면, 이제는 일본 노선을 주력으로 역대급 수익을 창출 중. 당사 추정 운항편수 기준 2023년 일본 노선 비중은 58%(인천발)로 타 LCC 대비 10%pt 이상 높았음. 일본 간선 노선에 더해 지방 노선 확대도 검토 중. 반면, 동남아 비중은 19년 45%에서 23년 30%로 대폭 축소
- **기단은 30대 이상으로:** 올해 4월까지 B737-8 4대를 대한항공으로부터 리스 할 예정. 그동안 27대 내외 수준의 기단 규모에서 한단계 레벨업. 국내선은 현재 수준 유지하며, 국제선 중심 공급량 확대 전망
- **통합의 수혜는 진에어도:** 올해 대한항공-아시아나항공의 통합이 성사될 경우, 동사를 중심으로 한 통합 LCC의 탄생도 기대됨. 단순히 현재 기단 규모를 더하면 55대로 현재의 2배 수준으로 외형 확대 기대

### 최근 실적 및 전망

- **23년 역대 최대 실적:** 23년은 연간 영업이익 1,822억원(OPM 14%)으로 역대 최대 실적을 달성. 연간 국제선 일드는 95원으로 추정되며, 18~19년 대비 50% 가량 높음. 이는 일드가 높은 일본 노선 중심으로 수익성 위주의 전략을 펼친 결과라는 판단
- **24년도 호실적 지속, 다만 비용 증가는 부담:** 올해 연간 영업이익은 1,512억원(-17%yoy)을 전망. 전년대비 이익 레벨을 낮추어 보는 이유는 인건비와 조업비 등 비용 상승이 24년부터 온전히 반영될 것이기 때문. 그럼에도 OPM은 11%로 호실적 기초는 변함없이 유지

# 진에어 실적 테이블

## 진에어 실적 테이블

구분 (단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2019	2023P	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>353</b>	<b>259</b>	<b>322</b>	<b>344</b>	<b>362</b>	<b>295</b>	<b>354</b>	<b>356</b>	<b>910</b>	<b>1,278</b>	<b>1,367</b>	<b>1,369</b>
yoy%	422.1	105.0	84.8	52.7	2.6	13.9	9.6	3.7	-9.9	115.3	7.0	.1
qoq%	56.7	-26.5	24.5	6.6	5.2	-18.4	19.8	.8				
<b>영업이익</b>	<b>85</b>	<b>18</b>	<b>33</b>	<b>47</b>	<b>75</b>	<b>10</b>	<b>34</b>	<b>32</b>	<b>-49</b>	<b>182</b>	<b>151</b>	<b>134</b>
yoy%	흑전	흑전	흑전	303.3	-11.3	-42.5	4.4	-32.5	적전	흑전	-17.0	-11.7
qoq%	631.3	-79.0	82.9	43.4	60.8	-86.4	232.3	-7.3				
opm%	24.1	6.9	10.1	13.6	20.8	3.5	9.6	8.9	-5.4	14.3	11.1	9.8
<b>(1) 국내선</b>	<b>68</b>	<b>79</b>	<b>70</b>	<b>67</b>	<b>53</b>	<b>92</b>	<b>68</b>	<b>57</b>	<b>171</b>	<b>284</b>	<b>269</b>	<b>242</b>
ASK(백만km)	455	500	478	459	379	568	460	402	1,505	1,892	1,810	1,752
RPK(백만km)	400	451	416	411	335	509	404	359	1,395	1,678	1,606	1,554
L/F(%)	88	90	87	90	88	89	88	89	93	88.7	88.7	88.7
Yield(원)	171	176	168	162	160	180	167	158	123	169.3	167.7	155.8
<b>(2) 국제선</b>	<b>265</b>	<b>162</b>	<b>231</b>	<b>235</b>	<b>285</b>	<b>184</b>	<b>264</b>	<b>278</b>	<b>675</b>	<b>893</b>	<b>1,012</b>	<b>1,046</b>
ASK(백만km)	2,760	2,313	2,837	2,830	3,258	2,747	3,612	3,563	13,227	10,740	13,179	14,362
RPK(백만km)	2,458	1,994	2,485	2,514	2,912	2,369	3,171	3,151	11,117	9,451	11,603	12,600
L/F(%)	89	86	88	89	89	86	88	88	84	88	88	88
Yield(원)	108	81	93	93	98	78	83	88	61	95	87	83

자료: 유진투자증권

# 진에어(272450.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>602</b>	<b>758</b>	<b>952</b>	<b>1,070</b>	<b>1,174</b>
유동자산	194	275	492	708	915
현금성자산	186	229	418	629	839
매출채권	3	35	50	55	52
재고자산	1	1	2	2	1
비유동자산	407	483	460	362	260
투자자산	404	480	457	475	495
유형자산	1	0	1	(116)	(237)
기타	3	2	3	2	2
<b>부채총계</b>	<b>429</b>	<b>663</b>	<b>809</b>	<b>815</b>	<b>812</b>
유동부채	201	392	487	489	482
매입채무	54	115	159	159	150
유동성이자부채	132	140	102	102	102
기타	15	137	226	228	230
비유동부채	228	271	323	326	330
비유동이자부채	213	255	232	232	232
기타	15	16	91	95	99
<b>자본총계</b>	<b>173</b>	<b>95</b>	<b>143</b>	<b>255</b>	<b>363</b>
자배지분	173	95	143	255	363
자본금	52	52	52	52	52
자본잉여금	297	297	296	296	296
이익잉여금	(241)	(305)	(195)	(84)	24
기타	64	51	(11)	(10)	(10)
비자배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>173</b>	<b>95</b>	<b>143</b>	<b>255</b>	<b>363</b>
총차입금	345	395	333	333	333
순차입금	160	166	(85)	(296)	(506)

현금흐름표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	<b>(74)</b>	<b>176</b>	<b>417</b>	<b>234</b>	<b>233</b>
당기순이익	(134)	(64)	134	111	108
자산상각비	97	98	91	121	126
기타비현금성손익	(43)	2	125	5	4
운전자본증감	5	138	59	(3)	(4)
매출채권감소(증가)	0	(31)	(7)	(5)	3
재고자산감소(증가)	(0)	0	(0)	(0)	0
매입채무증가(감소)	1	5	9	(0)	(9)
기타	3	164	57	2	2
<b>투자현금</b>	<b>(22)</b>	<b>(14)</b>	<b>(219)</b>	<b>(38)</b>	<b>(39)</b>
단기투자자산감소	(22)	(11)	(222)	(15)	(16)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	0	0	1	1	1
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(1)	(2)	(3)	(3)
<b>재무현금</b>	<b>108</b>	<b>(131)</b>	<b>(224)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금증가	(73)	(98)	(139)	0	0
자본증가	122	(4)	0	0	0
배당금지급	1	4	0	0	0
<b>현금증감</b>	<b>13</b>	<b>31</b>	<b>(26)</b>	<b>196</b>	<b>194</b>
기초현금	32	44	75	50	246
기말현금	44	75	50	246	440
Gross Cash flow	(79)	36	355	237	237
Gross Investment	(5)	(135)	(62)	26	28
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(75)</b>	<b>172</b>	<b>417</b>	<b>211</b>	<b>210</b>

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>247</b>	<b>593</b>	<b>1,277</b>	<b>1,367</b>	<b>1,369</b>
증가율(%)	(9.0)	140.1	115.2	7.0	0.1
매출원가	392	603	998	1,102	1,121
<b>매출총이익</b>	<b>(145)</b>	<b>(9)</b>	<b>280</b>	<b>265</b>	<b>248</b>
판매 및 일반관리비	40	58	97	114	114
기타영업손익	3	45	68	17	1
<b>영업이익</b>	<b>(185)</b>	<b>(67)</b>	<b>182</b>	<b>151</b>	<b>134</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	(17.0)	(11.7)
<b>EBITDA</b>	<b>(88)</b>	<b>30</b>	<b>273</b>	<b>273</b>	<b>259</b>
증가율(%)	적지	흑전	800.8	(0.1)	(4.9)
<b>영업외손익</b>	<b>(36)</b>	<b>(23)</b>	<b>(8)</b>	<b>(7)</b>	<b>5</b>
이자수익	2	3	12	11	11
이자비용	15	16	17	16	13
자본법손익	(0)	0	0	0	0
기타영업외손익	(22)	(10)	(4)	(2)	7
<b>세전순이익</b>	<b>(221)</b>	<b>(90)</b>	<b>174</b>	<b>144</b>	<b>139</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	(17.2)	(3.6)
법인세비용	(87)	(27)	40	33	31
<b>당기순이익</b>	<b>(134)</b>	<b>(64)</b>	<b>134</b>	<b>111</b>	<b>108</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	(17.0)	(3.2)
지배주주지분	(134)	(64)	134	111	108
증가율(%)	적지	적지	흑전	(17.0)	(3.2)
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	<b>(2,559)</b>	<b>(1,217)</b>	<b>2,564</b>	<b>2,129</b>	<b>2,061</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	(17.0)	(3.2)
수정EPS(원)	(2,559)	(1,217)	2,564	2,129	2,061
증가율(%)	적지	적지	흑전	(17.0)	(3.2)

주요투자지표	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(2,559)	(1,217)	2,564	2,129	2,061
BPS	3,309	1,819	2,739	4,887	6,948
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	-	-	4.6	5.6	5.8
PBR	5.0	9.0	4.3	2.4	1.7
EV/EBITDA	-	33.8	2.0	1.2	0.4
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	23.7	1.7	2.6	2.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	(74.9)	(11.3)	14.3	11.1	9.8
EBITDA이익률	(35.6)	5.1	21.4	19.9	18.9
순이익률	(54.0)	(10.7)	10.5	8.1	7.9
ROE	(98.6)	(47.5)	112.5	55.8	34.8
ROIC	(41.6)	(16.6)	89.7	-	-
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	92.4	175.1	(59.5)	(116.1)	(139.4)
유동비율	96.8	70.1	101.1	145.0	189.9
이자보상배율	(12.4)	(4.3)	10.7	9.2	10.0
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.4	0.9	1.5	1.4	1.2
매출채권회전율	70.8	30.6	29.8	25.9	25.6
재고자산회전율	185.2	435.7	899.8	889.0	904.9
매입채무회전율	4.5	7.0	9.3	8.6	8.9

# 대한항공

(003490)

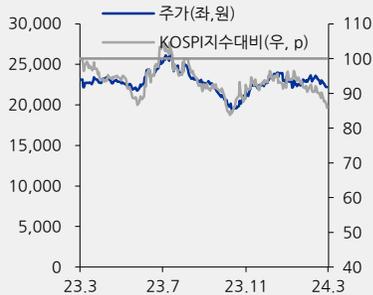
주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-3.3	-4.5	-13.9
절대기준(%)	-1.8	-0.4	-2.8

투자의견 **BUY** (유지)  
 목표주가 **30,000원** (유지)

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	30,000	30,000	-
영업이익(24)	1,741	1,666	▲
영업이익(25)	1,510	984	▲

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

<b>현재주가(24.3.11)</b>	<b>22,450원</b>	<b>투자의견</b>	<b>BUY(유지)</b>
시가총액(십억원)	8,267	<b>목표주가(12M)</b>	<b>30,000원</b>
발행주식수(천주)	368,221		
52주 최고가(원)	26,400		
최저가(원)	19,220		
52주 일간 Beta	0.63		
60일 일평균거래대금(억원)	195		
외국인 지분율(%)	16.9		
배당수익률(2023F)(%)	3.3		
주주구성(%)			
한진칼(외 24인)	30.4		
국민연금공단(외 1인)	7.3		



결산기(12월)(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E	2025E
매출액	9,017	14,096	16,112	17,268	17,369
영업이익	1,418	2,831	1,791	1,741	1,510
세전손익	843	2,562	1,577	1,195	1,053
당기순이익	579	1,730	1,133	904	775
EPS(원)	1,661	4,694	2,974	2,406	2,052
증감률(%)	흑전	182.6	-36.6	-19.1	-14.7
PER(배)	17.7	4.9	7.5	9.3	10.9
ROE(%)	11.6	22.0	12.3	9.7	7.8
PBR(배)	1.5	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	5.9	3.0	3.8	3.6	3.7

자료: 유진투자증권

## 견조한 실적과 가까워진 통합

### Investment Point

- 올해도 견조한 여객:** 1분기는 미주/구주 노선의 계절적 비수기이나, 일본/동남아 노선의 높은 여객 수요가 실적을 지지할 전망. 2분기 이후 장거리 노선 반등도 기대. 장거리 노선은 미주 노선 환승 여객 유입 지속과 구주 노선에서 파리 올림픽 개최로 인한 특수 효과, 티웨이항공 유럽 노선 취항에 따른 좌석 공급 축소로 고운임 기조 유지될 것
- 바닥을 다진 화물:** 4Q23 화물 일드는 497원으로 강하게 반등. 러시아 영공 우회, 유류비 상승 등 비용 상승으로 인해 과거 평년 일드 수준인 300원대까지 하락할 가능성은 제한적. Q 측면에서도 중국발 이커머스 물동량 증가, 홍해 사태 낙수 효과, 경기 반등에 따른 수출 물동량 증가 등 업사이드 리스크 다수 존재
- 한층 가까워진 통합 항공사의 탄생:** 24년 2월 유럽의 기업결합심사 조건부 승인으로 아시아나항공과의 합병까지 미국의 승인만 남겨놓고 있는 상황. 미국 승인 시 연내 기업결합 성사 기대되며, 합병 이슈는 노이즈가 아닌 프리미엄이 될 것. 노선 이관, 기재 임대, 아시아나 화물 매각 등 우려의 시선 존재하나, 시너지 효과 희석 가능성은 제한적

### 최근 실적 및 전망

- 이익 부진은 일시적:** 4Q23 연결 기준 영업이익은 2,843억원. 성과급 등 일회성 비용 발생에 따름. 1Q24 이후 이익 레벨은 정상화될 것
- 2024년도 No Peak Out:** 올해 연간 연결 영업이익은 1조 7,412억원 (-3%yoy)으로 추정. 국제선 일드는 전년비 7% 하락이 예상되나, 여객 수송량 10% 이상 증가하며 견조한 실적 유지될 전망

# 대한항공 실적 테이블

대한항공 실적 테이블

구분(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2019	2023P	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>3,196</b>	<b>3,535</b>	<b>3,864</b>	<b>3,980</b>	<b>3,829</b>	<b>3,692</b>	<b>4,121</b>	<b>3,874</b>	<b>12,292</b>	<b>14,575</b>	<b>15,515</b>	<b>15,629</b>
yoy%	13.9	6.1	5.3	10.4	19.8	4.4	6.7	-2.7	-2.8	8.7	6.4	0.7
qoq%	-11.4	10.6	9.3	3.0	-3.8	-3.6	11.6	-6.0				
<b>영업이익</b>	<b>415</b>	<b>468</b>	<b>520</b>	<b>184</b>	<b>485</b>	<b>382</b>	<b>561</b>	<b>235</b>	<b>286</b>	<b>1,587</b>	<b>1,662</b>	<b>1,453</b>
yoy%	-47.4	-36.4	-38.0	-64.7	16.8	-18.4	7.8	27.7	-59.0	-45.0	4.8	-12.6
qoq%	-20.2	12.8	11.2	-64.7	164.1	-21.3	46.9	-58.2				
opm%	13.0	13.2	13.5	4.6	12.7	10.3	13.6	6.1	2.3	10.9	10.7	9.3
<b>(1) 국내선</b>	<b>111</b>	<b>128</b>	<b>123</b>	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>128</b>	<b>130</b>	<b>120</b>	<b>486</b>	<b>479</b>	<b>495</b>	<b>486</b>
ASK(백만km)	662	709	697	656	705	735	733	716	3,316	2,724	2,889	2,995
RPK(백만km)	573	623	600	562	604	634	624	607	2,713	2,358	2,469	2,528
L/F(%)	87	88	86	86	86	86	85	85	82	87	85	84
Yield(원)	193	205	205	209	195	202	208	197	179	203	200	192
<b>(2) 국제선</b>	<b>1,667</b>	<b>2,093</b>	<b>2,436</b>	<b>2,339</b>	<b>2,322</b>	<b>2,184</b>	<b>2,589</b>	<b>2,249</b>	<b>7,281</b>	<b>8,535</b>	<b>9,344</b>	<b>9,219</b>
ASK(백만km)	16,034	19,351	21,068	21,600	21,627	21,977	24,516	23,809	97,792	78,053	91,929	98,741
RPK(백만km)	13,191	16,223	17,951	18,331	18,254	18,136	20,772	20,118	80,559	65,696	77,279	82,546
L/F(%)	82	84	85	85	84	83	85	84	82	84	84	84
Yield(원)	126	129	136	128	127	120	125	112	90	130	121	112
<b>(3) 화물</b>	<b>1,049</b>	<b>964</b>	<b>915</b>	<b>1,102</b>	<b>971</b>	<b>954</b>	<b>904</b>	<b>1,028</b>	<b>2,557</b>	<b>4,030</b>	<b>3,856</b>	<b>3,859</b>
AFTK(백만km)	2,744	2,935	3,022	3,056	2,785	2,883	2,681	2,895	10,480	11,757	11,244	11,248
FTK(백만km)	2,016	2,060	2,139	2,216	2,062	2,089	1,959	2,148	7,482	8,431	8,259	8,562
L/F(%)	73	70	71	73	74	72	73	74	71	72	73	76
Yield(원)	520	468	428	497	471	457	462	478	342	478	467	451

자료: 유진투자증권  
주) 별도 기준

# 대한항공(003490.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>26,672</b>	<b>28,998</b>	<b>29,048</b>	<b>29,816</b>	<b>30,519</b>
유동자산	6,641	8,091	8,041	8,826	9,521
현금성자산	4,261	6,043	5,783	6,608	7,264
매출채권	1,127	1,143	1,154	1,129	1,150
재고자산	597	730	835	817	833
비유동자산	20,031	20,907	21,006	20,990	20,998
투자자산	2,841	2,954	2,852	2,967	3,088
유형자산	16,914	17,079	17,320	17,206	17,111
기타	276	874	835	817	800
<b>부채총계</b>	<b>19,806</b>	<b>19,705</b>	<b>19,861</b>	<b>20,021</b>	<b>20,245</b>
유동부채	8,445	8,475	8,949	8,955	9,019
매입채무	949	1,393	1,453	1,448	1,448
유동성이자부채	5,365	3,662	3,747	3,747	3,747
기타	2,131	3,420	3,749	3,787	3,824
비유동부채	11,361	11,230	10,912	11,066	11,226
비유동이자부채	7,151	7,483	7,103	7,103	7,103
기타	4,210	3,747	3,809	3,963	4,123
<b>자본총계</b>	<b>6,866</b>	<b>9,292</b>	<b>9,187</b>	<b>9,796</b>	<b>10,274</b>
자배지분	6,754	8,994	8,857	9,466	9,944
자본금	1,745	1,847	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	3,948	4,146	4,146	4,146	4,146
이익잉여금	110	2,054	2,865	3,474	3,952
기타	951	948	(0)	(0)	(0)
비자배지분	112	298	330	330	330
<b>자본총계</b>	<b>6,866</b>	<b>9,292</b>	<b>9,187</b>	<b>9,796</b>	<b>10,274</b>
총차입금	12,516	11,145	10,850	10,850	10,850
순차입금	8,255	5,102	5,067	4,241	3,586

현금흐름표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	<b>3,514</b>	<b>5,572</b>	<b>3,638</b>	<b>2,797</b>	<b>2,640</b>
당기순이익	579	1,730	1,133	904	775
자산상각비	1,695	1,650	1,737	1,710	1,699
기타비현금성손익	1,135	1,425	223	136	141
운전자본증감	48	1,019	775	46	25
매출채권감소(증가)	(305)	28	100	25	(21)
재고자산감소(증가)	(38)	(124)	(77)	18	(15)
매입채무증가(감소)	43	194	(54)	(31)	27
기타	347	921	806	35	35
<b>투자현금</b>	<b>(2,445)</b>	<b>(2,976)</b>	<b>(2,330)</b>	<b>(1,941)</b>	<b>(1,965)</b>
단기투자자산감소	(2,402)	(1,971)	(831)	(247)	(257)
장기투자증권감소	2	(23)	(8)	(21)	(22)
설비투자	343	762	1,454	1,554	1,563
유형자산처분	39	37	4	0	0
무형자산처분	(5)	(2)	(14)	(24)	(24)
<b>재무현금</b>	<b>(1,211)</b>	<b>(2,698)</b>	<b>(1,743)</b>	<b>(277)</b>	<b>(277)</b>
차입금증가	(2,945)	(2,277)	(1,057)	0	0
자본증가	2,535	(5)	(277)	(277)	(277)
배당금지급	18	5	277	277	277
<b>현금증감</b>	<b>(129)</b>	<b>(128)</b>	<b>(1,362)</b>	<b>578</b>	<b>398</b>
기초현금	1,315	1,185	1,057	(305)	273
기말현금	1,185	1,057	(305)	273	671
Gross Cash flow	3,409	4,804	3,588	2,750	2,615
Gross Investment	(5)	(14)	724	1,648	1,683
<b>Free Cash Flow</b>	<b>3,414</b>	<b>4,818</b>	<b>2,864</b>	<b>1,103</b>	<b>932</b>

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>9,017</b>	<b>14,096</b>	<b>16,112</b>	<b>17,268</b>	<b>17,369</b>
증가율(%)	18.5	56.3	14.3	7.2	0.6
매출원가	6,912	10,245	12,832	13,773	14,011
<b>매출총이익</b>	<b>2,105</b>	<b>3,851</b>	<b>3,280</b>	<b>3,495</b>	<b>3,358</b>
판매 및 일반관리비	687	1,020	1,489	1,754	1,848
기타영업손익	5	49	46	18	5
<b>영업이익</b>	<b>1,418</b>	<b>2,831</b>	<b>1,791</b>	<b>1,741</b>	<b>1,510</b>
증가율(%)	1,221.2	99.6	(36.7)	(2.8)	(13.3)
<b>EBITDA</b>	<b>3,113</b>	<b>4,480</b>	<b>3,528</b>	<b>3,451</b>	<b>3,209</b>
증가율(%)	49.9	43.9	(21.3)	(2.2)	(7.0)
<b>영업외손익</b>	<b>(575)</b>	<b>(268)</b>	<b>(215)</b>	<b>(546)</b>	<b>(456)</b>
이자수익	76	162	304	310	309
이자비용	391	401	531	552	532
자본비용	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
기타영업외손익	(260)	(29)	12	(304)	(233)
<b>세전순이익</b>	<b>843</b>	<b>2,562</b>	<b>1,577</b>	<b>1,195</b>	<b>1,053</b>
증가율(%)	흑전	203.9	(38.5)	(24.2)	(11.8)
법인세비용	264	833	444	291	279
<b>당기순이익</b>	<b>579</b>	<b>1,730</b>	<b>1,133</b>	<b>904</b>	<b>775</b>
증가율(%)	흑전	198.8	(34.5)	(20.2)	(14.3)
지배주주지분	578	1,728	1,095	886	756
증가율(%)	흑전	199.2	(36.6)	(19.1)	(14.7)
비지배지분	1	1	37	18	19
<b>EPS(원)</b>	<b>1,661</b>	<b>4,694</b>	<b>2,974</b>	<b>2,406</b>	<b>2,052</b>
증가율(%)	흑전	182.6	(36.6)	(19.1)	(14.7)
수정EPS(원)	1,661	4,694	2,972	2,404	2,049
증가율(%)	흑전	182.6	(36.7)	(19.1)	(14.7)

주요투자지표	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,661	4,694	2,974	2,406	2,052
BPS	19,356	24,353	23,981	25,630	26,926
DPS	0	750	750	750	750
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	17.7	4.9	7.5	9.3	10.9
PBR	1.5	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.9	3.0	3.8	3.6	3.7
배당수익률	0.0	3.3	3.3	3.3	3.3
PCR	3.0	1.8	2.3	3.0	3.2
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	15.7	20.1	11.1	10.1	8.7
EBITDA이익률	34.5	31.8	21.9	20.0	18.5
순이익률	6.4	12.3	7.0	5.2	4.5
ROE	11.6	22.0	12.3	9.7	7.8
ROIC	6.3	13.5	9.3	9.7	8.3
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	120.2	54.9	55.2	43.3	34.9
유동비율	78.6	95.5	89.9	98.6	105.6
이자보상배율	3.6	7.1	3.4	3.2	2.8
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	9.3	12.4	14.0	15.1	15.2
재고자산회전율	15.7	21.2	20.6	20.9	21.1
매입채무회전율	10.1	12.0	11.3	12.0	12.1

# 티웨이항공

(091810)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**3,700원**  
(유지)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-3.6	1.9	-25.8
절대기준(%)	-2.1	5.9	-14.7
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	3,700	3,700	-
영업이익(24)	136	92	▲
영업이익(25)	135	89	▲

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

<b>현재주가(24.3.11)</b>	<b>2,790원</b>
시가총액(십억원)	560
발행주식수(천주)	200,772
52주 최고가(원)	3,800
최저가(원)	1,955
52주 일간 Beta	0.30
60일 일평균거래대금(억원)	48
외국인 지분율(%)	1.6
배당수익률(2023F)(%)	0.0
주주구성(%)	
티웨이홀딩스(외 13인)	32.1
더블유밸류업(외 1인)	21.5

투자의견  
**BUY(유지)**  
목표주가(12M)  
**3,700원**



결산기(12월)(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E	2025E
매출액	214	526	1,349	1,445	1,430
영업이익	-148	-104	139	136	135
세전손익	-198	-150	112	113	133
당기순이익	-156	-119	101	85	101
EPS(원)	-1,266	-740	518	436	519
증감률(%)	-	-	흑전	-15.7	18.9
PER(배)	-	-	5.4	6.4	5.4
ROE(%)	-190.2	-222.3	90.1	41.1	33.7
PBR(배)	8.8	8.0	3.5	2.3	1.6
EV/EBITDA(배)	-	-	2.6	1.8	1.1

자료: 유진투자증권

## 운명의 2024년

### Investment Point

- 대한항공-아시아나 통합의 수혜 기업:** 국적 FSC 통합 과정에서 유럽 경쟁당국이 내세운 유럽 노선 이관의 Remedy Taker로 지목된 티웨이항공은 파리/로마/프랑크푸르트/바르셀로나의 20여개에 달하는 슬롯을 확보하게 될 전망. 올해 여름부터 일부 슬롯을 이관 받아 운항에 나설 예정이며, 현재 운임 등을 기반으로 추정한 연간 창출 가능한 매출 규모는 4,000억원 수준. 본격적인 실적 기여 시기는 25년으로 예상. 현재 티웨이항공이 보유한 A330-300 기종은 해당 유럽 노선 취항이 어려운 관계로 대한항공 등으로부터 일부 기종을 좌석 배치 변경하여 임차하는 계획으로 파악. 상세 내용 확정 후 실적 추정 반영 예정
- 시드니는 성공, 자그레브는?:** 사실 장거리 LCC의 성공 사례는 많지 않음. 하지만 이웃나라 일본의 항공사들은 물론, 베트남의 대표 LCC 비엠텐도 최근 A330-900 도입을 결정하며 장거리 노선 진출 예정. 단거리 경쟁의 포화로 피할 수 없는 선택지가 되어버린 셈. 티웨이항공이 23년부터 운항 중인 시드니 노선의 평균 탑승률은 89%로 추정되며 성공적으로 안착. 5월부터는 크로아티아 자그레브 노선 취항 예정. 시드니는 교민/유학생 등 수요도 많았던 반면, 자그레브는 관광 중심 노선. 중장거리 LCC로서의 장기적 성장 가능성의 시험대가 될 것

### 최근 실적 및 전망

- 압도적 외형 성장:** 연결 기준 23년 연간 영업이익은 1,394억원(OPM 10%). 고운임 속 A330 기재의 효과적인 투입으로 공급량도 크게 증가하며(19년 대비 국제선 ASK 10% 증가) 외형 성장 달성
- 올해도 좋지만 비용은 부담:** 올해 별도 기준 연간 1,334억원(OPM 9%)로 전년과 유사 수준의 이익 전망. 다만, 인력 채용에 따른 인건비 증가 등 비용은 부담. 계획대로 기재 도입하여 수익화 달성 여부 관건

# 티웨이항공 실적 테이블

티웨이항공 실적 테이블

구분(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2019	2023P	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>359</b>	<b>286</b>	<b>345</b>	<b>359</b>	<b>405</b>	<b>308</b>	<b>363</b>	<b>370</b>	<b>811</b>	<b>1,349</b>	<b>1,445</b>	<b>1,431</b>
yoy%	500.9	205.2	117.8	67.8	12.8	7.7	5.1	3.0	10.8	156.5	7.1	-1.0
qoq%	67.6	-20.2	20.6	4.0	12.7	-23.9	17.7	1.9				
<b>영업이익</b>	<b>83</b>	<b>20</b>	<b>34</b>	<b>2</b>	<b>83</b>	<b>3</b>	<b>29</b>	<b>18</b>	<b>-19</b>	<b>138</b>	<b>133</b>	<b>133</b>
yoy%	흑전	흑전	흑전	흑전	0.3	-83.7	-13.6	886.4	적전	흑전	-3.1	-5
qoq%	흑전	-76.2	70.8	-94.5	4,358.8	-96.1	805.3	-36.7				
opm%	23.0	6.9	9.7	0.52	20.5	1.0	8.0	5.0	-2.4	10.2	9.2	9.3
<b>(1) 국내선</b>	<b>70</b>	<b>73</b>	<b>62</b>	<b>61</b>	<b>58</b>	<b>61</b>	<b>52</b>	<b>50</b>	<b>147</b>	<b>266</b>	<b>221</b>	<b>184</b>
ASK(백만km)	465	464	417	407	394	398	369	360	1,227	1,753	1,521	1,337
RPK(백만km)	413	438	388	381	357	373	343	335	1,136	1,620	1,408	1,239
L/F(%)	89	94	93	94	91	94	93	93	93	92	93	93
Yield(원)	169	168	160	161	162	165	152	149	129	164	157	149
<b>(2) 국제선</b>	<b>275</b>	<b>204</b>	<b>275</b>	<b>289</b>	<b>337</b>	<b>236</b>	<b>298</b>	<b>307</b>	<b>641</b>	<b>1,042</b>	<b>1,178</b>	<b>1,192</b>
ASK(백만km)	2,997	2,988	3,628	3,496	3,828	3,637	4,100	3,977	11,812	13,109	15,543	16,519
RPK(백만km)	2,634	2,517	3,183	3,075	3,414	3,088	3,591	3,487	9,918	11,409	13,580	14,425
L/F(%)	88	84	88	88	89	85	88	88	84	87	87	87
Yield(원)	104	81	86	94	99	77	83	88	65	91	87	83

자료: 유진투자증권  
주) 별도 기준

# 티웨이항공 (091810.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>735</b>	<b>1,042</b>	<b>1,228</b>	<b>1,333</b>	<b>1,446</b>
유동자산	105	241	406	563	740
현금성자산	82	184	341	496	675
매출채권	4	25	28	29	28
재고자산	9	14	20	21	20
비유동자산	630	802	822	770	706
투자자산	578	748	788	820	853
유형자산	50	52	33	(50)	(148)
기타	2	2	2	1	1
<b>부채총계</b>	<b>688</b>	<b>983</b>	<b>1,064</b>	<b>1,084</b>	<b>1,096</b>
유동부채	248	411	411	417	414
매입채무	56	102	136	140	135
유동성이자부채	129	131	95	95	95
기타	63	179	181	182	184
비유동부채	440	572	653	668	683
비유동이자부채	197	281	299	299	299
기타	243	291	354	368	383
<b>자본총계</b>	<b>47</b>	<b>59</b>	<b>164</b>	<b>249</b>	<b>350</b>
자배지분	47	59	164	249	350
자본금	71	96	105	105	105
자본잉여금	248	343	345	345	345
이익잉여금	(274)	(385)	(290)	(205)	(104)
기타	2	5	3	3	3
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>47</b>	<b>59</b>	<b>164</b>	<b>249</b>	<b>350</b>
총차입금	326	412	394	394	394
순차입금	244	228	53	(102)	(281)

현금흐름표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	<b>35</b>	<b>166</b>	<b>425</b>	<b>217</b>	<b>242</b>
당기순이익	(156)	(119)	101	85	101
자산상각비	92	92	100	114	128
기타비현금성손익	63	83	89	14	15
운전자본증감	36	108	61	4	(1)
매출채권감소(증가)	(1)	(22)	(2)	(1)	1
재고자산감소(증가)	2	(5)	(6)	(1)	1
매입채무증가(감소)	2	30	17	4	(5)
기타	34	104	53	2	2
<b>투자현금</b>	<b>(34)</b>	<b>(106)</b>	<b>(134)</b>	<b>(66)</b>	<b>(67)</b>
단기투자자산감소	4	(37)	(50)	(3)	(4)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	3	11	19	30	30
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>재무현금</b>	<b>(17)</b>	<b>8</b>	<b>(120)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금증가	(69)	(74)	(95)	0	0
자본증가	80	120	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
<b>현금증감</b>	<b>(16)</b>	<b>68</b>	<b>173</b>	<b>152</b>	<b>175</b>
기초현금	32	16	84	257	409
기말현금	16	84	257	409	584
Gross Cash flow	(1)	57	364	213	243
Gross Investment	1	(39)	23	58	65
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(3)</b>	<b>96</b>	<b>341</b>	<b>155</b>	<b>179</b>

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>214</b>	<b>526</b>	<b>1,349</b>	<b>1,445</b>	<b>1,430</b>
증가율(%)	(20.4)	145.3	156.5	7.1	(1.0)
매출원가	324	569	1,096	1,187	1,174
<b>매출총이익</b>	<b>(109)</b>	<b>(43)</b>	<b>252</b>	<b>258</b>	<b>256</b>
판매 및 일반관리비	39	60	113	122	121
기타영업손익	5	54	87	8	(0)
<b>영업이익</b>	<b>(148)</b>	<b>(104)</b>	<b>139</b>	<b>136</b>	<b>135</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	(2.7)	(0.4)
<b>EBITDA</b>	<b>(56)</b>	<b>(12)</b>	<b>240</b>	<b>250</b>	<b>263</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	4.2	5.2
<b>영업외손익</b>	<b>(50)</b>	<b>(46)</b>	<b>(27)</b>	<b>(22)</b>	<b>(2)</b>
이자수익	2	3	7	10	10
이자비용	26	28	25	32	32
자본법손익	(0)	0	0	0	0
기타영업손익	(26)	(21)	(9)	0	20
<b>세전순이익</b>	<b>(198)</b>	<b>(150)</b>	<b>112</b>	<b>113</b>	<b>133</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	0.9	17.1
법인세비용	(42)	(31)	12	29	32
<b>당기순이익</b>	<b>(156)</b>	<b>(119)</b>	<b>101</b>	<b>85</b>	<b>101</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	(15.7)	18.9
지배주주지분	(156)	(119)	101	85	101
증가율(%)	적지	적지	흑전	(15.7)	18.9
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	<b>(1,266)</b>	<b>(740)</b>	<b>518</b>	<b>436</b>	<b>519</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	(15.7)	18.9
수정EPS(원)	(1,266)	(740)	518	436	519
증가율(%)	적지	적지	흑전	(15.7)	18.9

주요투자지표	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(1,266)	(740)	518	436	519
BPS	333	309	804	1,219	1,714
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	-	-	5.4	6.4	5.4
PBR	8.8	8.0	3.5	2.3	1.6
EV/ EBITDA	-	-	2.6	1.8	1.1
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	8.4	1.6	2.7	2.3
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	(69.2)	(19.8)	10.3	9.4	9.4
EBITDA이익률	(26.3)	(2.2)	17.8	17.3	18.4
순이익률	(72.9)	(22.6)	7.5	5.9	7.0
ROE	(190.2)	(222.3)	90.1	41.1	33.7
ROIC	(33.2)	(26.3)	50.3	57.1	99.2
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	516.0	383.0	32.3	(41.1)	(80.4)
유동비율	42.4	58.5	98.8	135.1	178.9
이자보상배율	(5.8)	(3.7)	5.6	4.2	4.2
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.3	0.6	1.2	1.1	1.0
매출채권회전율	65.7	36.1	50.3	50.6	50.3
재고자산회전율	20.8	44.4	78.8	71.0	70.5
매입채무회전율	4.1	6.7	11.4	10.5	10.4

# 제주항공 (089590)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-8.0	-12.7	-38.4
절대기준(%)	-6.5	-8.7	-27.3

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	15,000	15,000	-
영업이익(24)	162	110	▲
영업이익(25)	137	69	▲

투자 의견  
**BUY**  
(유지)

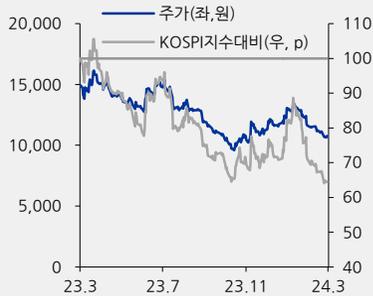
목표주가  
**15,000원**  
(유지)

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

<b>현재주가(24.3.11)</b>	<b>10,860원</b>
시가총액(십억원)	876
발행주식수(천주)	80,641
52주 최고가(원)	16,400
최저가(원)	9,390
52주 일간 Beta	0.13
60일 일평균거래대금(억원)	30
외국인 지분율(%)	3.7
배당수익률(2023F)(%)	0.0
주주구성(%)	
AK홀딩스(외 4인)	53.6
국민연금공단(외 1인)	7.7

투자 의견  
**BUY(유지)**

목표주가(12M)  
**15,000원**



결산기(12월)(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E	2025E
매출액	273	703	1,724	1,796	1,714
영업이익	-317	-178	170	162	137
세전손익	-355	-217	174	152	141
당기순이익	-272	-174	132	116	108
EPS(원)	-4,559	-2,258	1,716	1,508	1,400
증감률(%)	-	-	흑전	-12.1	-7.2
PER(배)	-	-	6.3	7.2	7.8
ROE(%)	-135.8	-70.9	45.1	34.4	24.0
PBR(배)	4.3	3.7	3.0	2.1	1.7
EV/EBITDA(배)	-	-	4.8	3.8	3.8

자료: 유진투자증권

## 새로운 길을 개척하는 LCC

### Investment Point

- 도전의 DNA:** 기존의 주력 노선에 더해 지속적으로 신규 노선을 개척 중. 23년에는 몽골 울란바토르, 베트남 달랏, 일본 오이타/히로시마 신규 취항을 달성. 이 뿐만 아니라, 인도네시아 바탐 및 마나도 전세기 운항을 통해 신규 도입 중인 B737-8 기종을 활용한 중장거리 노선 개척 의지를 피력. 내달 국토부 운수권 배분에 따른 인천-바탐/마나도 등 인도네시아 정기편 확보 가능성에 기대
- 화물 사업에도 관심:** 동사는 22년 화물 전용기(B737-800BCF)를 도입하고, 23년에 2호기를 추가 도입하며 항공 화물 사업으로 다각화를 추진 중. 23년 연간 화물기 매출은 267억원. 별도 기준 전체 매출의 2% 수준으로 비중은 크지 않으나, 최근 아시아나항공 화물 매각 예비 입찰에도 참여하며 외형 확대를 꾀하는 중. 입찰 결과 귀추 주목
- 비용 증가 속 압도적으로 낮은 CASK:** 당사 추정 제주항공의 23년 연간 Non-fuel CASK(유류비 제외 단위 비용)는 48원으로 추정. 타 LCC 대비 10% 이상 낮은 수준으로 향후 운임이 하향 조정 될 경우, 비용 경쟁력을 바탕으로 실적 방어가 기대되는 기업

### 최근 실적 및 전망

- 나도 최대 실적:** 23년 연결 기준 연간 영업이익은 1,698억원(OPM 10%) 기록. 타사와 마찬가지로 높은 국제선 수요와 고운임에 수혜
- Q가 이끄는 24년:** 올해 별도 기준 연간 영업이익은 1,621억원(OPM 9%) 전망. 국제선 일드가 전년대비 4% 하락함에도 불구하고 수송량이 10% 이상 증가하며 견조한 실적 예상

# 제주항공 실적 테이블

## 제주항공 실적 테이블

구분(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2019	2023P	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>422</b>	<b>370</b>	<b>437</b>	<b>470</b>	<b>491</b>	<b>399</b>	<b>449</b>	<b>448</b>	<b>1,376</b>	<b>1,699</b>	<b>1,788</b>	<b>1,705</b>
yoy%	422.7	195.6	125.4	58.9	16.3	8.0	2.9	-4.8	9.5	144.3	5.2	-4.6
qoq%	42.7	-12.4	18.1	7.7	4.5	-18.7	12.6	-4				
<b>영업이익</b>	<b>71</b>	<b>23</b>	<b>44</b>	<b>25</b>	<b>75</b>	<b>9</b>	<b>45</b>	<b>34</b>	<b>-35</b>	<b>164</b>	<b>164</b>	<b>143</b>
yoy%	흑전	흑전	흑전	흑전	6	-59	2	33	-134.0	-193.5	0.1	-12.8
qoq%	282	-67	92	-43	197	-87	380	-26				
opm%	16.7	6.3	10.2	5.4	15.3	2.4	10.1	7.5	-2.5	9.6	9.2	8.4
<b>(1) 국내선</b>	<b>68</b>	<b>77</b>	<b>69</b>	<b>70</b>	<b>63</b>	<b>75</b>	<b>72</b>	<b>64</b>	<b>231</b>	<b>284</b>	<b>273</b>	<b>264</b>
ASK(백만km)	635	632	616	632	615	665	663	670	2,500	2,515	2,612	2,587
RPK(백만km)	615	610	580	582	572	627	616	614	2,348	2,387	2,428	2,403
L/F(%)	97	96	94	92	93	94	93	92	94	95	93	93
Yield(원)	110	126	119	121	110	119	116	104	98	119	113	110
<b>(2) 국제선</b>	<b>317</b>	<b>255</b>	<b>327</b>	<b>356</b>	<b>384</b>	<b>287</b>	<b>338</b>	<b>345</b>	<b>1,026</b>	<b>1,255</b>	<b>1,355</b>	<b>1,299</b>
ASK(백만km)	4,149	4,263	5,055	5,212	5,348	4,923	5,323	5,261	22,740	18,679	20,855	21,110
RPK(백만km)	3,749	3,573	4,309	4,544	4,734	4,143	4,610	4,618	19,206	16,176	18,105	18,318
L/F(%)	90	84	85	87	89	84	87	88	84	87	87	87
Yield(원)	84	71	76	78	81	69	73	75	53	78	75	71

자료: 유진투자증권

주) 별도 기준

# 제주항공 (089590.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>1,267</b>	<b>1,664</b>	<b>1,727</b>	<b>1,841</b>	<b>1,952</b>
유동자산	391	564	462	577	684
현금성자산	296	202	69	191	301
매출채권	66	90	109	102	97
재고자산	13	17	26	24	23
비유동자산	876	1,100	1,265	1,265	1,268
투자자산	592	645	698	726	755
유형자산	249	429	549	527	505
기타	34	25	19	12	8
<b>부채총계</b>	<b>1,083</b>	<b>1,357</b>	<b>1,448</b>	<b>1,446</b>	<b>1,449</b>
유동부채	488	855	900	891	886
매입채무	84	137	190	178	169
유동성이자부채	280	335	323	323	323
기타	124	383	386	390	394
비유동부채	594	502	549	555	562
비유동이자부채	401	328	384	384	384
기타	194	175	165	172	178
<b>자본총계</b>	<b>184</b>	<b>307</b>	<b>279</b>	<b>395</b>	<b>503</b>
자배지분	184	307	279	395	503
자본금	50	77	77	77	77
자본잉여금	373	561	561	561	561
이익잉여금	(311)	(483)	(357)	(241)	(133)
기타	73	152	(2)	(2)	(2)
비자배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>184</b>	<b>307</b>	<b>279</b>	<b>395</b>	<b>503</b>
총차입금	681	663	707	707	707
순차입금	385	461	637	516	406

현금흐름표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	<b>(84)</b>	<b>138</b>	<b>128</b>	<b>329</b>	<b>311</b>
당기순이익	(272)	(174)	132	116	108
자산상각비	126	128	148	209	198
기타비현금성손익	81	113	37	7	7
운전자본증감	(11)	82	(195)	(2)	(1)
매출채권감소(증가)	4	(47)	(33)	7	5
재고자산감소(증가)	2	(4)	(9)	2	1
매입채무증가(감소)	19	55	52	(13)	(8)
기타	(36)	78	(205)	1	1
<b>투자현금</b>	<b>63</b>	<b>(382)</b>	<b>(73)</b>	<b>(208)</b>	<b>(201)</b>
단기투자자산감소	0	0	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	531	(0)	(0)
설비투자	24	210	186	180	171
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>재무현금</b>	<b>214</b>	<b>151</b>	<b>(188)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금증가	(20)	(135)	(181)	0	0
자본증가	204	208	0	0	0
배당금지급	1	8	0	0	0
<b>현금증감</b>	<b>193</b>	<b>(94)</b>	<b>(132)</b>	<b>121</b>	<b>110</b>
기초현금	101	294	200	68	189
기말현금	294	200	68	189	300
Gross Cash flow	(65)	67	321	331	313
Gross Investment	(52)	301	268	210	202
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(13)</b>	<b>(234)</b>	<b>53</b>	<b>121</b>	<b>111</b>

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>273</b>	<b>703</b>	<b>1,724</b>	<b>1,796</b>	<b>1,714</b>
증가율(%)	(27.6)	157.3	145.4	4.2	(4.6)
매출원가	500	766	1,366	1,430	1,377
<b>매출총이익</b>	<b>(227)</b>	<b>(64)</b>	<b>358</b>	<b>366</b>	<b>337</b>
판매 및 일반관리비	90	114	189	204	200
기타영업손익	(14)	26	66	8	(2)
<b>영업이익</b>	<b>(317)</b>	<b>(178)</b>	<b>170</b>	<b>162</b>	<b>137</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	(4.5)	(15.4)
<b>EBITDA</b>	<b>(191)</b>	<b>(50)</b>	<b>317</b>	<b>371</b>	<b>335</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	16.8	(9.6)
<b>영업외손익</b>	<b>(38)</b>	<b>(40)</b>	<b>4</b>	<b>(10)</b>	<b>4</b>
이자수익	1	5	13	10	10
이자비용	23	27	29	30	30
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(16)	(17)	19	9	24
<b>세전순이익</b>	<b>(355)</b>	<b>(217)</b>	<b>174</b>	<b>152</b>	<b>141</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	(12.4)	(7.1)
법인세비용	(82)	(43)	42	36	34
<b>당기순이익</b>	<b>(272)</b>	<b>(174)</b>	<b>132</b>	<b>116</b>	<b>108</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	(12.1)	(7.2)
지배주주지분	(272)	(174)	132	116	108
증가율(%)	적지	적지	흑전	(12.1)	(7.2)
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	<b>(4,559)</b>	<b>(2,258)</b>	<b>1,716</b>	<b>1,508</b>	<b>1,400</b>
증가율(%)	적지	적지	흑전	(12.1)	(7.2)
수정EPS(원)	(4,559)	(2,258)	1,716	1,508	1,400
증가율(%)	적지	적지	흑전	(12.1)	(7.2)

주요투자지표	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(4,559)	(2,258)	1,716	1,508	1,400
BPS	3,700	3,982	3,626	5,134	6,534
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	-	-	6.3	7.2	7.8
PBR	4.3	3.7	3.0	2.1	1.7
EV/EBITDA	-	-	4.8	3.8	3.8
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	17.1	2.6	2.5	2.7
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	(116.1)	(25.3)	9.9	9.0	8.0
EBITDA이익률	(69.9)	(7.1)	18.4	20.6	19.5
순이익률	(99.7)	(24.7)	7.7	6.5	6.3
ROE	(135.8)	(70.9)	45.1	34.4	24.0
ROIC	(34.9)	(19.3)	15.4	13.5	11.5
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	209.2	150.2	228.2	130.6	80.6
유동비율	80.0	66.0	51.4	64.8	77.2
이자보상배율	(14.1)	(6.5)	5.9	5.5	4.6
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.2	0.5	1.0	1.0	0.9
매출채권회전율	3.8	9.0	17.3	17.0	17.2
재고자산회전율	20.0	47.1	80.3	72.0	72.8
매입채무회전율	3.7	6.3	10.5	9.8	9.9

# 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 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 기재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 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			당사 투자의견 비율 (%)
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)			
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상		0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만		96%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만		3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만		1%

(2023.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비

2022-11-29	Buy	16,000	1년	1.6	13.4
2023-05-30	Buy	23,000	1년	-37.5	-27.1
2023-10-16	Buy	18,000	1년	-32.6	-24.4
2023-11-15	Buy	18,000	1년	-30.8	-24.4
2024-03-12	Buy	18,000	1년		

진에어(272450.KS) 증가 및 목표주가 추이  
담당 애널리스트: 양승윤



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비

2022-03-29	Buy	41,000	1년	-35.8	-21.5
2022-11-29	Buy	35,000	1년	-32.8	-25.0
2023-01-20	Buy	35,000	1년	-33.4	-25.0
2023-02-02	Buy	35,000	1년	-33.5	-25.0
2023-04-24	Buy	35,000	1년	-33.4	-25.0
2023-05-04	Buy	35,000	1년	-33.3	-25.0
2023-05-30	Buy	35,000	1년	-32.8	-25.0
2023-07-18	Buy	35,000	1년	-33.7	-25.0
2023-08-03	Buy	35,000	1년	-34.9	-28.6
2023-10-16	Buy	30,000	1년	-25.6	-20.0
2023-11-15	Buy	30,000	1년	-23.8	-20.0
2024-01-04	Buy	30,000	1년	-23.9	-21.2
2024-01-31	Buy	30,000	1년	-23.5	-21.2
2024-03-12	Buy	30,000	1년		

대한항공(003490.KS) 증가 및 목표주가 추이  
담당 애널리스트: 양승윤



