

| 항공 운송업 |

대한항공(003490.KS)

대한항공, 비상(飛上)을 꿈꾸다.

국내 1위 FSC(Full-Service Carrier) 항공사, 대한항공

1969년 출범한 대한항공은 주로 여객, 화물, 항공우주사업을 영위하고 있는 기업이다. 동사는 최근 리 오픈닝 기조의 효과로 미주노선을 중심으로 여객 수요가 가파른 회복세를 보이고 있다. 또한 COVID-19 사태 이후 집중공략한 화물운송사업에서 국내 시장 점유율 1위를 달리고 있다. 이를 바탕으로 2Q22 매출액 3조 3,324억원(+70.8% YoY) 영업이익 7,359억원(+273.7% YoY)을 기록하였다. 올해 하반기에는 일본 무비자 입국으로 인한 여객 수요 증가와 중국의 더딘 항공 운항 회복에 따른 견조한 항공화물사업 흐름에 힘입어 지속적으로 실적이 개선될 것으로 보인다.

1. 중/장거리 국제선을 필두로 한 빠른 여객 회복

세계 각국의 입출국 제한 조치 완화로 여객 수요는 꾸준히 우상향할 전망이다. 이에 L/F(탑승률)은 국내선의 경우 역대 최고치를 기록했고 국제선은 전 분기 대비 약 40% 급등했다. 특히, 미주 노선이 가장 빠른 회복세를 보이고 있는데, 이는 미주 노선 매출이 가장 큰 비중을 차지하는 동사에 매우 긍정적인 시그널이다. 이와 함께 일본의 여행 재개로 4분기부터 여객 수요의 증가세 회복은 가속화될 전망이다. 이러한 트렌드를 반영해 동사는 환승 전용 내항기 운항을 재개하며 국내선에서의 매출도 함께 촉진시키고 있다.

2. 견고한 Cash-cow로 자리매김한 화물운송

부가가치가 높은 특수화물을 바탕으로 한 경쟁력과 낮은 운임 탄력성으로 화물 사업은 동사의 cash-cow로 자리매김했다. 따라서, 시장의 과도한 우려와 달리 동사의 화물부문 호조가 이어질 것으로 예상된다. 글로벌 이슈도 동사의 화물 사업에 우호적이다. 러-우 전쟁, 중국 봉쇄정책 등으로 인한 공급 증가 제한으로 팬데믹 이전 대비 여전히 높은 운임단가를 유지하고 있기 때문이다. 또한, 동사의 주요 경쟁사인 중국 FSC의 여객 회복이 여전히 부진할 것으로 보여, 화물 사업에 대한 수혜는 지속될 전망이다.

3. 압도적 1등의 펀더멘털

성숙기 산업에 해당하는 동사는 코로나 기간동안 구조적 효율화를 달성했고 이를 통해 안정적인 펀더멘털을 확보했다. 특히, 유가 결제를 위해 결제 수단인 달러에 관련하여 외화 차입금을 원화 차입금으로 스왑하는 등 비용 변동성을 크게 감소시킨 바 있다. 앞으로도 유가 하락세가 이어지면, 비용은 계속 절감하는 형태를 띄게 될 것이다. 이처럼 동사는 부채비율을 지속적으로 줄여가며 매크로 변동성 이슈 속에서도 가장 잘 대처하는 항공사임이 틀림없다.

[Valuation]

동사의 주가 추정 기법으로 PBR Valuation 방법을 채택하였다. 동사가 영위하는 항공 운송업은 1) 자산가치가 크고 2) 설비가 중요하며 3) 경기에 민감한 cycle의 형태를 띄고 있다는 점에서 PBR Valuation 방법을 적용하였다. 그 결과, BPS는 30,474원, Target PBR은 1.01으로 추정하고, **목표가는 30,721원, 상승여력 39.0%**을 제시한다.

투자 의견

BUY

목표주가

30,720원

현재주가(9.30)

22,100원

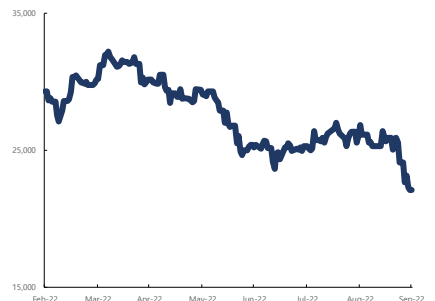
상승여력

39.0%

Stock Data

KOSPI(9/30)	2155.49
KOSDAQ	672.65
시가총액	8조 2,113억
발행주식수(주)	368,220,661
52주 최고/최저가(원)	34,550원/22,100원
외국인지분율(%)	28.53%
주요주주(%)	주한전갈 외 21인 27.04%
	국민연금공단 6.91%
주가상승률(%)	1개월 5.5%
	6개월 -10.8%
	12개월 -15.4%

Stock Price



Research Team 3

팀장	34기 이윤호	dldbgh135@naver.com
팀원	34기 김지현	kjhccoko@naver.com
팀원	34기 이동근	jijames02206@gmail.com
팀원	35기 윤은정	ejyun4667@naver.com
팀원	35기 이기혁	lhs0870@naver.com
팀원	35기 이지연	s10ally@gmail.com

I. 기업개요

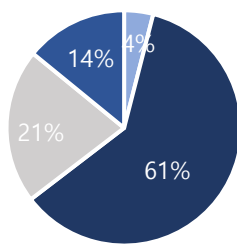
주요 사업부

여객은 줄이고
화물은 늘리고!

대한항공은 여객사업, 화물사업, 항공우주사업을 주요 사업으로 영위하고 있다. 동사는 COVID-19 상황의 지속에도 불구하고 매출구조의 변화를 통해 실적방어 대응을 지속하고 있다. 여행수요 위축 및 국가별 입국제한 조치 등으로 인하여 여객 수송이 감소하자 화물기 가동률 제고, 화물전용여객기 운영 확대 등 화물운송수익 극대화 전략을 지속적으로 구사하였다. **동사는 전체 매출의 80% 이상이 여객사업부문과 화물사업부문에서 발생하는데, 실제로 COVID-19 이전인 2019년도 매출 비중은 여객이 64.6%, 화물이 21.3%였던 반면 2022년 상반기 매출 비중은 여객사업이 20.2%, 화물사업이 70.3%를 차지하였다**

2019년 사업 부문 별 매출 비중

(단위 : %)

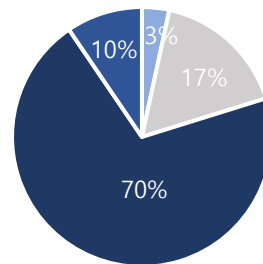


■ 국내선 여객 ■ 국제선 여객 ■ 화물 ■ 기타

출처: 대한항공, RFS Team 3

2022년 상반기 사업 부문 별 매출 비중

(단위 : %)



■ 국내선 여객 ■ 국제선 여객 ■ 화물 ■ 기타

출처: 대한항공, RFS Team 3

1. 여객사업

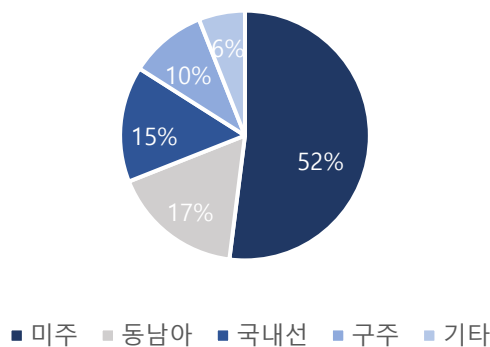
미주 노선 중심의
여객 사업 회복세

항공 여객 산업은 하늘을 통해 장거리 이동 수요를 빠르고 정확하게 처리하는 산업으로 각 국가나 지방자치단체와의 항공 협정을 통해 해당 국가나 지자체의 항공노선을 취득해 지정된 시간에 지정된 노선을 운항하게 된다. 따라서 각 국가의 정책과 COVID-19의 영향을 누구보다도 가장 크게 받는다. COVID-19의 여파로 주춤했지만 최근 각국의 리오프닝에 따른 방역 정책 완화 기조를 볼 때 앞으로의 성장성이 긍정적으로 보인다. 한편 이번 달부터는 입국 직후 24시간 내 PCR 검사 의무 역시 폐지되면서 여객 사업의 회복세는 가속화될 전망이다.

2Q22 기준 동사의 여객 노선수익 8,742억원 중 국내선 수익은 1,311억원으로 15%(+88.4% YoY), 국제선 수익은 7,431억원(+412.5% YoY)으로 85%를 차지하였다. 국내선 여객은 사회적 거리두기 조치 해제에 직접적인 수혜를 받으며 COVID-19 전 수준의 매출액을 회복했다. 한편, 국제선 여객은 2Q22 기준 전체 여객 노선 매출 중 52%를 차지하는 미주노선을 중심으로 중장거리 노선의 수송 실적이 큰 폭으로 개선되었다. 또한 지난 6월에는 모회사 한진칼로부터 국내 LCC 2위인 진에어 지분 54.9% 전량을 매입하였다. LCC 사업 흡수와 리오프닝에 대한 수혜가 맞물려 향후 중장거리 노선과 근거리 노선에서 시너지 효과를 발휘할 수 있을 것으로 예상된다.

2Q22 여객 노선 별 매출 비중

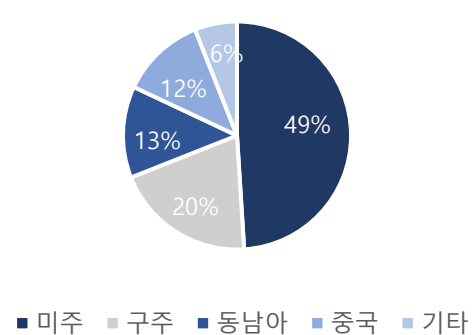
(단위 : %)



출처 : 대한항공, RFS Team 3

2Q22 화물 노선 별 매출 비중

(단위 : %)



출처 : 대한항공, RFS Team 3

2. 화물사업

항공 화물 운송 시장 국내 1위, 세계 5위

항공 화물 산업은 각 국가간의 장거리 화물 운송 수요를 빠르고 정확하게 처리하는 산업으로서 일반적인 컨테이너선과 비교해 고가의 화물 운임을 받으며 비교적 적은 양의 화물을 처리하는 특징을 가진다.

동사는 반도체/자동차/배터리 부품 등의 산업 기반 수요, IT/전자제품, 전자상거래, 의류 등의 소비재 수요 외에도 신선화물, 의약품, 생동물 등의 특수화물 등 해운 대비 긴급성 고가 수요를 수송하고 있다. 이를 바탕으로 2Q22 기준, 화물부문 매출액 2조 1,712억원(+43.7% YoY)을 기록하며 COVID-19 여파를 빠르게 회복하고 있다. 특히 화물 운임 1, 2위를 다투는 구주, 미주지역이 각각 동사 화물 노선 별 매출 비중의 20%, 49%를 차지하고 있다. 튼튼한 화물실적을 기반으로 현재 동사는 항공 화물운송 시장에서 국내 1위, 세계 5위를 차지하고 있다.

2020년 COVID-19의 영향으로 국내선/국제선 화물량이 24% 이상 감소하는 모습을 보였으나 공급망 정체 및 긴급성 화물 수요의 증가로 빠른 회복세를 보였다. 한편, 중국 주요도시 봉쇄가 점차 완화됨에 따라 중국의 항공화물 물동량이 점차 회복세를 보이며 동사에 활력을 불어넣을 것으로 전망한다.

3. 항공우주사업

항공우주사업은 군용기 창정비 및 항공기 성능개량, 민항기 제조와 무인기 개발 및 제조를 수행한다. 민항기 제조 부문은 COVID-19에 여파로 부진했으나 2022년부터 엔데믹 기대감으로 single aisle 항공기 위주의 생산량이 점진적으로 증가하여 회복세가 예상된다. 군용기 부문은 국방예산증가로 지속적인 시장 성장과 정비 물량 확대가 전망된다. 무인기 부문은 사단정찰용 무인기 양산 납품을 완료하였고 후속 모델인 수직이착륙 무인기 개발을 진행하고 있다. 여기에 더해 미래 신성장동력을 확보하고자 도심항공모빌리티(UAM) 기술개발에 착수하고, 우주산업 관련 정부 과제를 적극적으로 수행하고 있다.

II. Investment Point

투자 포인트1. 여객 사업부

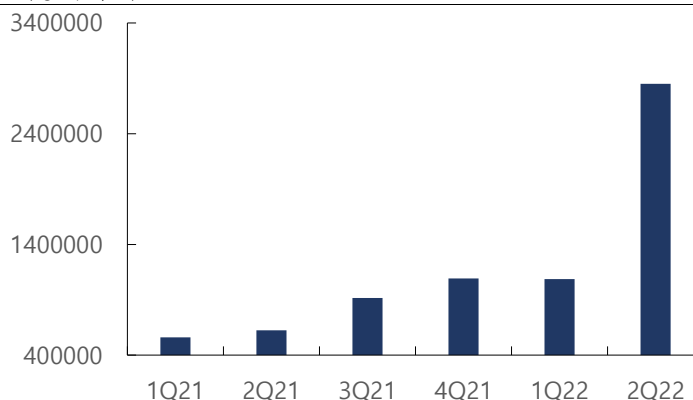
1-(1). 리오프닝으로 인한 여객 회복

세계 각국의
입출국 제한 조치
완화

22년 2Q 여객 수요 회복이 가속화됨에 따라 리오프닝 움직임이 가시화되고 있다. 이에 따라 COVID-19로 얼어붙었던 공항의 문도 조금씩 열리고 있다. 실제로 22년 2분기 인천국제공항을 이용한 여객 수는 2,851,246명으로 전 분기 대비 약 162.5% 급등했다. 가장 최저점을 찍었던 20년도 2분기와 비교하면 무려 501%가량 늘어난 것이다. 이는 각국의 입출국 제한 조치 완화에 따른 급증으로 해석할 수 있다.

인천국제공항 이용객 추이

(단위 : 명)



출처 : 항공통계시스템, RFSTeam3

우리나라의 경우 이번 달부터 입국 후 COVID-19 검사 의무를 부여하지 않는다. 이전까지는 국내 입국 전 48시간 이내 PCR검사나 24시간 이내의 RAT (신속항원검사) 음성확인서를 제출해야 했다. 이처럼 여객들의 입국 절차가 다소 간결 해지며 여객 수요에 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 보인다. 이러한 추세에 맞춰 동사는 코로나 19로 중단했던 김해-인천공항 간 환승 전용 내항기 운항을 지난 달 30일부터 재개하였다. 무려 2년 6개월만에 운행되는 것이며 하루 두 편씩 보잉 737-8 기종을 투입하고 있다. 이에 따라 부산, 경남지역 출발 승객들이 한층 더 편리하게 인천공항에서 출국할 수 있게 되었다.

세계 각국도 입국 제한 조치를 완화하고 있다. 지난 9월 기준 64개 국가에서 한국 발 입국자에 대한 입국 관련 조치가 해제됨으로써 더욱 원활하게 해외 여행을 할 수 있다. 미국의 경우 백신 접종 증명서와 미국 질병통제센터(CDC) 요구 서약서만 필요할 뿐 지난 6월부터 음성확인서 제출의무는 폐지되었다. 따라서 입국 절차가 전년에 비해 다소 완화되었다. 특히, 영국, 프랑스, 이탈리아 등 유럽의 여러 나라들이 출국 사전 COVID-19 예방 접종 증명서 및 음성 증명서 제출 의무를 폐지하면서 입출국이 더욱 수월 해졌다. 또한 지난 7월부터 유럽연합과 COVID-19 증명서 상호 인정 합의에 따라 국내에서 백신접종증명서로 사용하고 있는 COOV앱 증명서를 유럽의 총 31개국에서 유럽연합디지털증명서와 동등하게 취급할 수 있게 되었다.

아시아 국가의 입국 절차도 한층 완화되고 있다. 특히 일본은 이번 달 11일부터 백신 3차 접종자 등에 대해 외국인 무비자 입국을 허용하면서 여객 수요가 폭발적으로 증가할 전망이다. 이에 따라 동사도 이번 달부터 인천~나리타(도쿄), 오사카를 기존 주 7회에서 주 14회로 증편한다. 특히 지난 달 20일 기준 동사의 일본 노선 10월 예약자 수는 8월 말 대비 3배 가량 증가했고 예약률은 24% 상승했다. 동사의 일본 노선 증대는 10월의 황금연휴와 더불어 폭발적인 여행 수요를 발생시킬 것으로 전망한다.

이처럼 COVID-19으로 인해 굳게 닫혀 있던 하늘길이 각국의 리오프닝 기조에 따라 점점 열리고 있는 추세다. 이와 함께 **20년 이후 억눌린 여객 수요가 회복세를 이루며 동사의 여객사업 또한 점차 활기를 띠** 것으로 보인다.

세계 주요국들 입출국 조치

(2022년 9월 기준)

구분	조치사항
한국	입국 전 COVID-19 검사 의무 폐지
일본	외국인 무비자 입국 허용 예정 (10월 11일부터 시행 예정)
영국	COVID-19 관련 증명서(백신접종 증명서, 회복증명서, 음성확인서 등) 제시 불필요
프랑스	COVID-19 관련 증명서(백신접종 증명서, 회복증명서, 음성확인서 등) 제시 불필요
미국	백신 접종 증명서, CDC 요구 서약서 제시 필요, 음성확인서 제시 불필요

출처 : 외교부, RFS Team 3

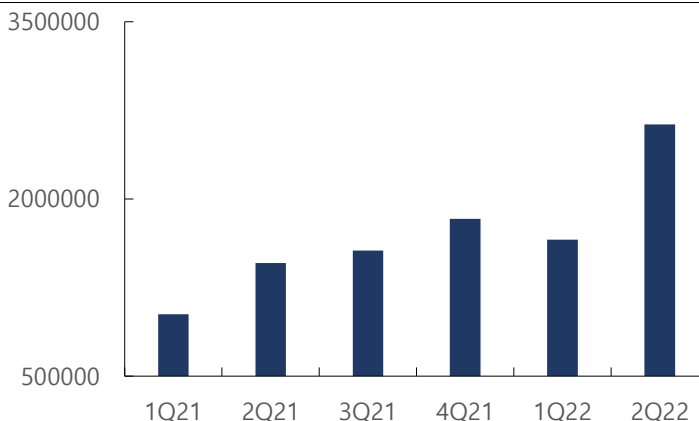
폭발적인 수요와
점진적인 공급

1-(2). 빠른 회복으로 인한 초과수요 발생

위드 코로나 정책으로 여객에서 꾸준한 회복세를 보이면서 여객기 승객들도 점차 늘어나고 있다. 2Q22 기준 동사의 여객 수는 2,629,520명으로 전분기 대비 58.9% 증가하였다. 올해 1분기, 갑작스러운 오미크론 대유행으로 여객 수가 1,654,351명으로 전분기 대비 9.7%가량 감소한 것을 제외하면 1Q21부터 꾸준한 증가 추세이다. 특히 COVID-19 기간동안 동사의 여객 수가 2백만명을 넘기지 못하고 있었다는 것을 고려하면 지난 2분기에 동사를 이용한 여객 수는 매우 유의미한 증가라고 볼 수 있다. 이와 함께 L/F(탑승률)은 국내선의 경우 88.7%로 역대 최고치를 기록했고 국제선은 전 분기 40%대에서 79.1%로 급등하였다. 현재 세계 각국의 입국 제한 조치가 매우 완화되고 있는 점으로 보았을 때 내년 1분기에는 동사의 여객 수가 3백만명을 넘어설 것으로 보인다. 지난 2분기부터 여객 수가 급증하고 있는 것으로 보아 COVID-19 사태 이전 분기당 7백만명에 육박했던 동사의 여객 수에 점차 다가갈 것으로 예상된다.

대한항공 여객 수 추이

(단위 : 명)



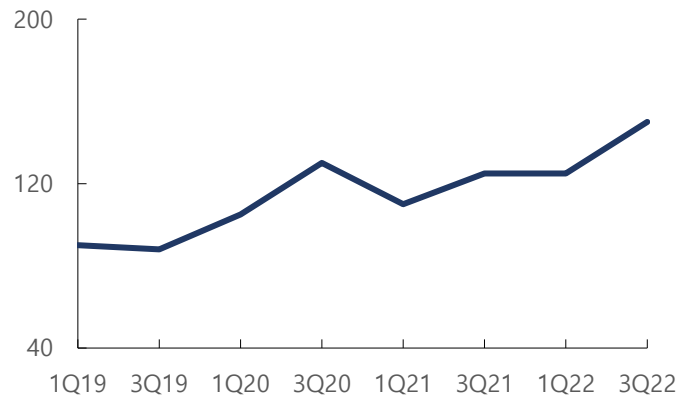
출처 : 항공통계시스템, RFS Team 3

한편 수요에 비해 공급은 점진적으로 증가하는 추세다. 2Q22 기준 동사가 보유하고 있는 여객기는 총 131대로 전년 동기대비 오히려 3대 적다. 또한 현재 국내 7개 도시, 해외 22개국 42개 도시를 운항하고 있는데 이는 국내 7개 도시, 해외 18개국 36개 도시를 운항했던 전년 동기에 비해 미미한 증가다. 동사는 해외 여행 수요 회복 추이를 면밀히 검토하면서 9월달부터 각 주 3회씩 인천-로마, 인천-바르셀로나 운항을 재개하고 10월달부터 269석 규모의 보잉787-9 기종이 투입하여 부다페스트 신규 취항을 하며 점차 운항 노선을 늘려가고 있다. 여객 공급 상승 추이에 따라 2Q22기준 ASK(공급)은 국내선이 7.82억 석km(+21.6% YoY, +15.3% QoQ), 국제선이 69.46억 석km(+42.1% YoY, +22.5% QoQ)를 기록하였다. 공급량 증대에 있어 국토부 등 유관 기관의 제재는 없으며, 수요가 공급을 창출한다는 관점을 바탕으로 향후 사업을 운영할 방침이다.

이처럼 공급을 앞지르는 수요의 증가로 인해 동사는 2Q22 기준 여객 부문 매출액이 8,742억원(+307.4% YoY, +143.0% QoQ)에 이르렀다. **여객 초과 수요는 동사의 P 상승에 견인하여 향후 매출 상승이 더욱 탄력을 받을 것으로 예상된다.**

국제선 여객 운임

(단위 : 원/RPK)



출처 : 대한항공, RFS Team 3

1-(3). 중/장거리 노선 중심의 여객 수요 회복

중·장거리 노선
여객 수요의
빠른 회복세

중/장거리 노선의 빠른 회복세는 대한항공에 긍정적 신호로 작용할 전망이다. FSC는 대형 항공사 Full-Service Carrier의 약자로 수화물, 기내식, 좌석 등 클래스별 프리미엄 서비스를 바탕으로 가격을 책정하는 항공사이다. FSC는 동남아부터 미주, 유럽, 아프리카, 중동, 대양주 등 전세계적인 네트워크를 기반으로 하여, 취항하는 노선이 매우 많고 주로 중/장거리를 운행한다. 국내 FSC 항공사에는 대한항공과 아시아나 항공을 대표적으로 들 수 있다.

여객 회복 수요

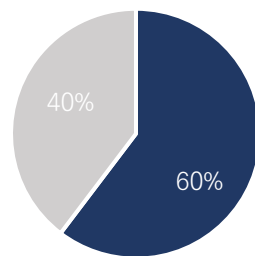
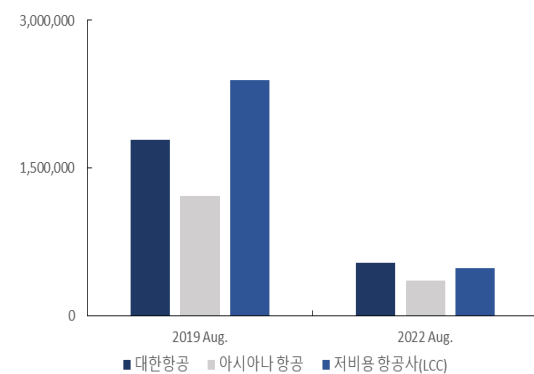
(단위 : 명)

8월 FSC 국제여객 실적

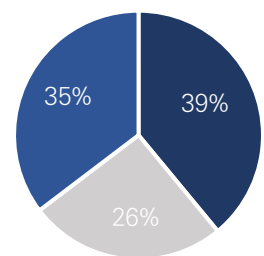
(단위 : %)

8월 국제여객 실적

(단위 : %)



■ 대한항공 ■ 아시아나 항공



■ 대한항공 ■ 아시아나 항공 ■ 저비용 항공사

출처 : 항공운송통계시스템, RFS Team 3

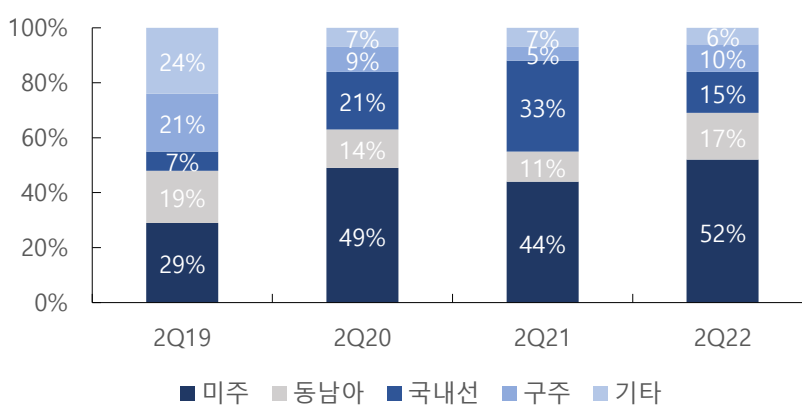
출처 : 항공운송통계시스템, RFS Team 3

출처 : 항공운송통계시스템, RFS Team 3

동사는 FSC 및 LCC(Low-Cost Carrier: 저비용 항공사. 에어부산, 에어서울, 제주항공, 진에어, 티웨이 항공 등 포함)를 포함한 전체 항공사 중에서도 가장 높은 여객 실적과 빠른 여객 회복세를 보여주고 있다. 2022년 8월, FSC 국제 여객 실적 총 881,198명 중 동사는 531,583명으로 약 60%를 차지하고 있다. LCC를 포함한 전체 국내 항공사의 국제 여객 실적 1,362,711명 중 동사는 약 39%를 차지하였고, 뒤이어 아시아나는 26%, LCC는 약 35%를 차지하고 있다. 입국 금지 해제 및 격리 완화로 인한 여행심리 회복 추세는 동사의 빠른 여객 회복에 박차를 가하고 있다. 2022년 8월 기준, 동사의 국제 여객 실적은 2019년 동월의 30%까지 회복하면서 국내 LCC 항공사 대비 50% 수준을 상회했다.

대한항공 노선 별 매출 비중

(단위 : %)



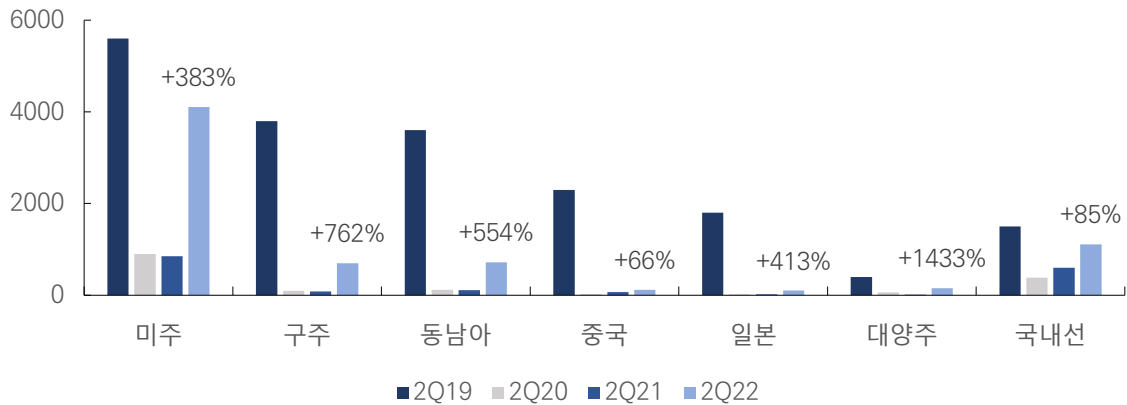
출처 : 대한항공 IR, RFS Team 3

미주노선은 여객 매출 중 가장 큰 비중

국제 여객에 있어서, 노선별로는 미주 71.0%, 동남아 46.6%, 대양주 45.7%, 유럽 36.9% 수준까지 회복했다. 이는 **미주 노선 매출이 가장 큰 비중을 차지하는 대한항공에 있어서 매우 긍정적인 신호**이다. 미주노선이 가장 빠른 회복세를 보이고 있는 가운데, 운임 강세가 더해지면서 동사의 미주 매출은 2019년도 2분기의 80%까지 회복한 것을 볼 수 있다. 동사의 노선 별 매출 비중에서 미주 노선은 코로나 이전인 2Q19에서 2Q22 52%까지 확대된 만큼, 미주 노선의 빠른 회복세로 동사가 수혜를 받을 것으로 전망한다.

대한항공 노선 별 여객 매출

(단위 : 억원)



출처 : 대한항공 IR, RFS Team 3

미주노선의 완전한 회복에 더해 동사가 취항하는 여러 노선의 빠른 회복세도 기대할 수 있다. 동사는 미주 뿐만 아니라 구주, 일본 등의 노선에서도 2Q21대비 매출액 상승세를 보여주고 있다. 여객 회복세에 맞춰, 동사는 3분기 여객 공급을 팬데믹 이전의 50%까지 증편할 방침이다. 여기에 더해 국토부가 올해 연말까지 국제선 운항을 코로나 19이전의 50%까지 회복시킬 계획을 발표하면서 여객사업부문에 수혜를 받을 것으로 전망한다. 동사의 7~8월 국제선 여객 운송실적 RPK(Revenue Passenger Kilometers, 탑승 좌석수 X 운항거리)는 전년 동기 대비 약 340% 증가하였다. 이러한 상황에서 동사는 80%대 탑승률과 30% 이상 비싼 운임을 유지하고 있다. 7~8월 국제선 여객 운임은 전년 동기 대비 12%가 올랐으며, RPK와 여객 운임의 상승으로 3분기 여객사업부문의 실적을 더욱 기대할 수 있는 바이다.

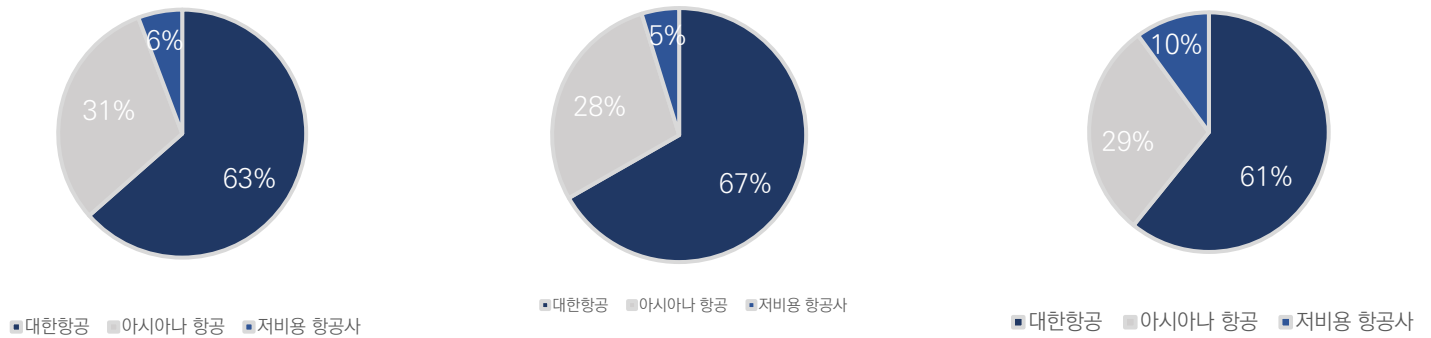
투자 포인트2. 화물 사업부

2-(1). 화물 운송, 하반기에도 양호한 실적 실현 가능

대한항공의
유기적 대응,
화물 운송

동사는 팬데믹 위기 속 발빠르게 여객 감소를 화물운송으로 전환하는 유기적 전략으로 이익률 급감을 방어하였다. 항공운송업은 글로벌 경기, 지정학적 리스크 등에 민감한 수익구조를 가지고 있다. 그러나 동사는 항공화물사업에서의 기재경쟁력과 안정적인 거래기반으로 초과이익을 창출하여 영업실적 개선과 재무안정성에 기여하였다. 2019년 전체 매출에서 64.6%는 여객 매출로, 화물이 차지하는 비중은 21.3% 정도였으나 2022년 2분기 기준 70.3%를 차지하고 있다. 동사는 코로나19로 인한 여객사업부문의 수요악화로 글로벌 항공업계가 어려움을 겪고 있는 와중에도 발 빠른 대처로 2019년 동기간 대비 영업 수익성이 증대된 수준을 지속하고 있다. 2021년 항공운송업 부문의 영업이익은 팬데믹 발생 전인 2017년 수준을 상회하였으며 2022년에도 화물 사업부문을 기반으로 견조한 이익 창출력을 보여주고 있다.

20년 8월 국적사 화물 실적 (단위 : %) 21년 8월 국적사 화물 실적 (단위 : %) 22년 8월 국적사 화물 실적 (단위 : %)



출처 : 항공운송통계시스템, RFS Team 3

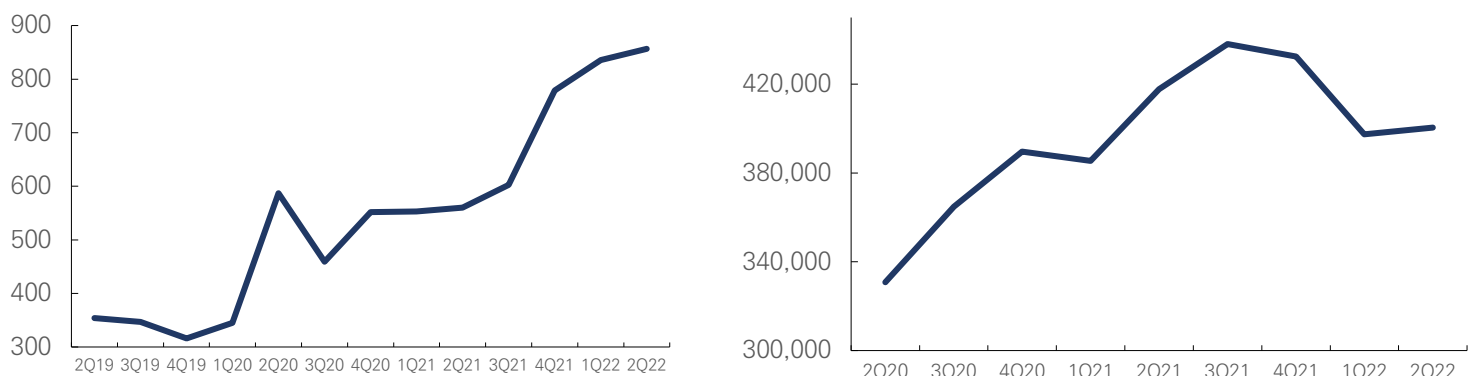
출처 : 항공운송통계시스템, RFS Team 3

출처 : 항공운송통계시스템, RFS Team 3

동사의 화물사업부문은 2022년 2분기 어닝 서프라이즈의 주역으로써, **현재 대한항공은 화물사업부문 시장점유율 1위로 자리매김하며 화물 운송에서의 우수한 기재경쟁력과 안정적인 거래기반으로 견조한 성장을 전망할 수 있다.** 2020년, 2021년에 이어 2022년 8월에도 동사의 화물실적은 61%를 차지하여 독보적인 점유율을 보여주었다.

동사는 화물운임 급등의 수혜를 받으면서 여객기를 화물운송으로 전환하는 빠른 대응전략을 통해 반도체, 배터리, 자동차와 같은 기반 수요와 진단키트 등의 프로젝트 수요 유치로 수익을 증대하였다. 글로벌 화물의 경우 러시아-우크라이나 전쟁 장기화로 구주 發 공급 감소, 중국의 봉쇄정책, 해외여행 규제, 비교적 느린 아시아-태평양 국제 여객 회복세로 공급 증가가 제한적이었다. 이는 항공 화물 부문에 우호적인 시장 환경을 조성하여 높은 화물 운임단가를 유지하게 하였다. 또한 대한항공의 화물 탑재율(L/F)은 2019년 71% 수준을 상회한 2022년 83%, 2021년 85%로 80%대를 유지하며 초과이익 창출을 가능하게 하였다.

대한항공 화물 yield (단위 : 원/FTK) 대한항공 화물 실적 그래프 (단위 : 톤)



출처 : 대한항공 IR, RFS Team 3

출처 : 대한항공 IR, RFS Team 3

**여전히 견고한
화물 운송**

화물 운임단가는 팬데믹 이전 대비 여전히 높은 수준을 유지하며, 공급부족 해소가 어려워 당분간 초과이익 창출 기조가 지속될 것이라고 전망된다. 화물운임은 연초 대비 다소 하락하였지만 상해 發 뉴욕 着 2019년 6월 1.79 USD/kg, 2022 년 6월 6.76 USD/kg(할증료 제외)으로 팬데믹 이전 대비로는 여전히 높은 수준이다.

2022년 들어 팬데믹으로 급감한 항공여객 수요는 점진적인 회복세를 보이고 있다. 그러나 2022년 상반기 여객 수는 팬데믹 발생 전 2019년 동기간의 36% 수준으로 여전히 낮은 수준이다. 각국 방역 정책의 완화로 하반기에 여객 수요 회복세가 지속되었지만, 여객기 공급이 점진적으로 확대되면서 팬데믹 이전으로의 운항 정상화는 지연될 것으로 예상된다. 또한 고환율로 여행 비용 부담이 크게 늘어났으며 팬데믹의 연장, 경기 침체에 따라 여행 수요 개선이 제한될 수 있다. 가격 탄력성이 낮은 수요자를 중심으로 월 간 여객수가 점차 증가하고 있지만 하반기 국제여객 시장은 단계적이고 점진적인 회복 추세를 보일 것으로 전망한다. 수급 불균형 이외에도 대한항공의 주요 경쟁사인 중국 대형항공사의 여객기 운항은 여전히 부진하여 항공편 증편 속도가 예상보다 더디어지고 있다는 점, 화물 부문의 전통적 성수기가 하반기인 점을 고려했을 때 하반기에도 화물 사업부문의 양호한 실적 시험을 전망한다.

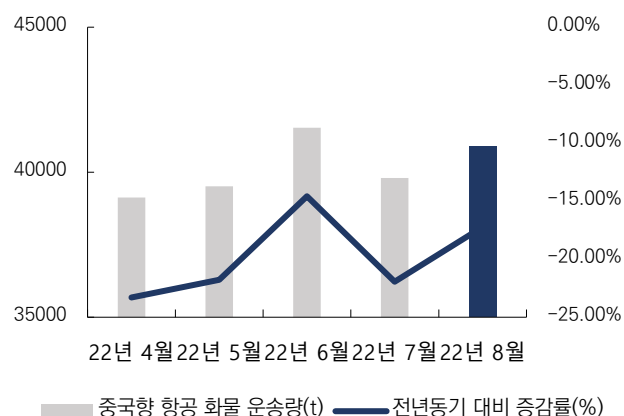
여객기의 점진적 회복에 따른 벨리 카고(Belly cargo)의 증가에 따라 화물 사업 초과이익 규모는 점차 축소 되겠지만 국제여객 시장의 점진적 회복으로 항공화물시장의 공급부족 해소가 여전히 어렵다. 여기에서 '벨리 카고(Belly Cargo)'란 대형 여객기 아랫부분에 손님의 짐을 싣고 남는 공간에 싣는 화물을 말한다. 유효 공급좌석 ASK(Available Seat Kilometers, 총 공급 좌석 수 X 운항거리)상승이 비탄력적인 만큼 공급 대비 수요가 많은 상황이므로 화물사업의 초과이익 실현이 가능할 것으로 예상된다. 특히 대한항공은 고효율 대형 화물기단을 바탕으로 뛰어난 경쟁력을 가지고 있으며, 가격탄력성이 낮은 비즈니스 수요 비중이 많다. 미주·유럽 장거리 노선은 2022년 2분기 화물사업 전체 매출 중 약 69%를 차지하고 있으며 2021년 동분기 68%, 2020년 69%, 2019년 66%를 차지하고 있다.

2-(2). 중국 向 항공 화물 물동량 회복세 전망

**점진적 회복세를
보이는
중국 向 화물 물동량**

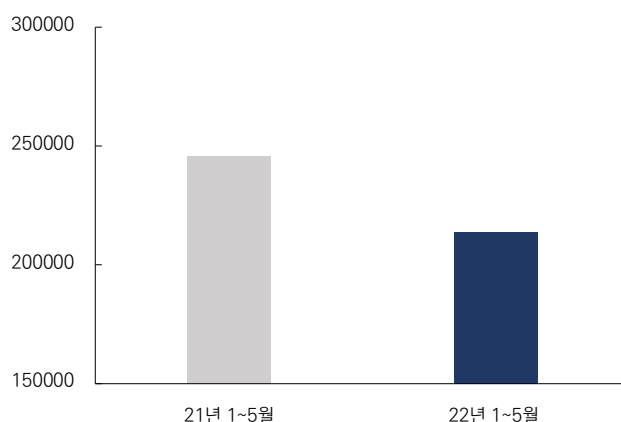
2022년 6월 이래로 **중국의 항공화물 물동량이 점진적으로 회복됨에 따라 동사의 화물사업부문이 수혜를 볼 것으로 전망된다.** 올해 초부터 중국 내 코로나19가 재확산됨에 따라 제로 코로나 정책이 시행되고 주요 도시의 통제가 이어지면서 항공 화물산업에 타격을 받았다. 특히 상하이시 봉쇄 기간동안 세계 컨테이너 물동량 1위 항만인 '상하이항'과 세계 항공화물 물동량 3위인 '상하이 푸둥국제공항'은 외부와 격리된 채 지속 운행하였지만, 잇단 결항으로 인해 지상조업과 운송작업에 차질을 빚어 운영에 어려움을 겪은 바 있다. 그 결과 당해 1월부터 5월까지 우리나라의 대중국 항공화물 물동량은 전년 동기 대비 -13.0% 감소한 21만 3,822톤을 기록했다. 그러나 중국 교통운수부 자료에 따르면 주요 도시의 봉쇄가 점차 완화되는 가운데, 5월 20일 기준 푸둥국제공항의 화물기 이착륙 횟수와 화물 처리량이 각각 175대, 7,918톤에 이르면서 평소의 80% 수준까지 회복하였다. 이후 6월 우리나라에서 중국으로 출발하는 항공화물 물동량은 MoM +5.1% 증가한 41,530톤을 기록하면서 앞으로 완만한 회복세를 보일 것으로 예상된다.

22년 4~8월 중국향 항공 화물 운송량 추이 (단위: 톤, %)



출처: 항공정보포털시스템, RFS Team 3

전년 대비 1~5월 중국향 항공 화물 운송량 추이 (단위: 톤)



출처: 항공정보포털시스템, RFS Team 3

중국 向 여객기의 벨리 공급 증가는 제한적

이처럼 항공화물 산업의 회복세가 기대되는 가운데, 타 국가 대비 하반기 중국의 여객 산업 회복은 부진할 것으로 예상되며 **중국 여객기 운항 회복에 따른 벨리(Belly) 공급 증가는 제한적일 전망이다**. 통상 국제 여객 노선의 증가는 곧 Belly Space의 증가를 의미하며, 벨리 공급(Q)의 확대는 항공 운임(P)의 하락으로 이어진다. 이에 하반기 중국향 화물 매출의 방향은 중국 경쟁 항공사들의 국제선 여객기 벨리카고 확대 여부에 영향을 받을 가능성이 있다. 하지만 중국 여객 산업 회복이 예상보다 더디게 이어지면서 중국의 국제여객 수요는 하반기에도 부진할 전망이다. 중국은 지난 6월 전년 대비 RPK(유상 탑승객수 X 운항거리)와 ASK(항공기당 공급좌석 X 운항거리)가 각각 -45.0%와 -38.6%로 주요국 중 유일하게 음(-)의 성장률을 기록했다. 한편 8월 7일부로 중국 입국 항공편 확진자 비중에 따른 운항 제한 페널티를 각각 2주, 4주에서 1주, 2주로 완화하였으나 여전히 1) 주요국에 비해 더딘 방역 지침 완화세와 2) 방역 조치 강화에 대한 불확실성이 지속되고 있다. 이러한 가운데 하반기 동사의 주요 경쟁사인 중국 대형항공사들의 여객기 운항 회복은 여전히 부진할 것으로 보이며, 시장의 과도한 우려와는 달리 동사의 화물부문 호조가 이어질 것으로 예상된다.

YoY 대비 지역 별 여객 성장률 비교

(단위: %)

구분	RPK 시장점유율	전년 대비 (21.6월 vs 22.6월)	
		RPK (단위: %)	ASK (단위: %)
미국	25.6%	8.7	4.1
중국	17.8%	-45.0	-37.6
인도	2.2%	264.4	179.8
일본	1.1%	146.4	79.7
브라질	1.9%	37.6	47.3
호주	0.8%	78.6	43.5

출처: 국제항공운송협회, RFS Team 3

23년 하반기
대한항공의 화물
매출액은 견고할 것

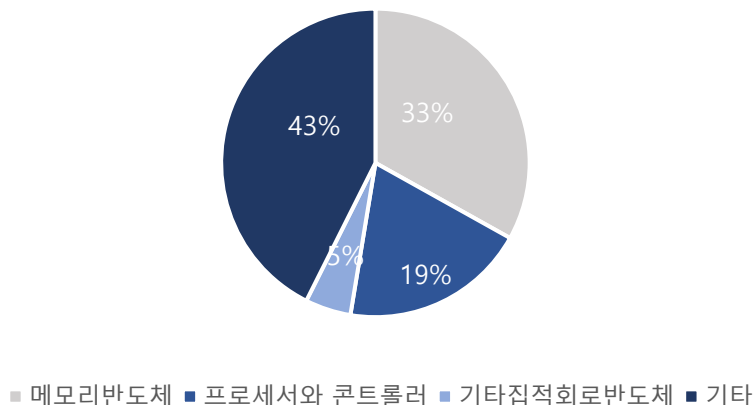
2-(3). 매출액의 변동, 하지만 여전히 견고한 화물

향후 2023년에는 리오프닝으로 여객이 정상화되는 가운데, 2020~2021년 매출액의 70%로 큰 비중을 차지했던 화물의 비중은 상대적으로 줄어들 것이다. 그럼에도 불구하고, 매출액 자체는 견고할 것이다.

일반적으로 항공운송은 해상 대비 저중량·고가의 고부가가치 제품을 운송한다. 대표적인 제품으로는 반도체, 무선통신기기, 컴퓨터 등 IT 품목인데, 관련 상위 3개 품목의 수출액이 항공운송에서 차지하는 비중은 22년 7월 기준 약 62.1%에 달하고, 이들 개별 품목별 항공운송의 비중 또한 80~98%에 달한다. 이처럼 높은 특수화물 비중은 항공 화물운임의 낮은 가격탄력성과 맞물려 하반기 영업실적 하방을 지지하는 데 기여할 것으로 전망된다.

22년 7월 품목별 수출 화물 실적

(단위: %)

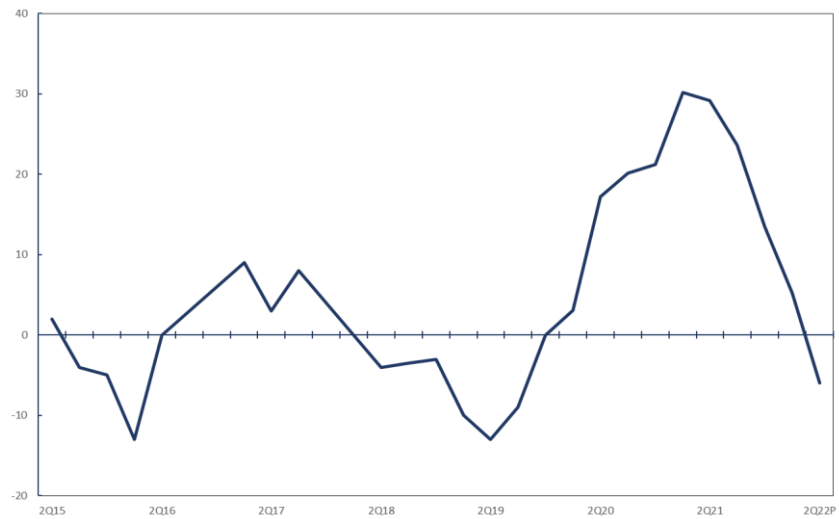


출처 : 한국무역협회, RFS Team 3

당해 동사의 항공화물 운임은 지난해 대비 증가폭은 둔화했지만, 2분기 화물 Yield(P)는 856.5원/FTK(QoQ+2.5%)를 기록하며 역대 최대 운임을 기록한 바 있다. 한편 최근 들어서 항공 화물운임은 연초 대비 다소 하락했으나, 글로벌 해운운임 지표로 대표되는 상하이 컨테이너 운임(SCFI) 지수가 고점 대비 35% 가까이 하락한 데 비해 그 정도는 매우 미미하다고 볼 수 있다. 이처럼 동사는 일각의 글로벌 여객 공급 확대에 따른 화물 수송량(Q)의 감소 우려에도, 부가가치가 높은 특수 화물을 바탕으로 한 우수한 경쟁력과 낮은 운임의 탄력성을 바탕으로 안정적인 수익을 창출할 것이다.

국제화물 RFTK 증감률

(단위: %)



출처 : 대한항공, RFS Team 3

투자 포인트3. 비용구조/편더멘탈 개선

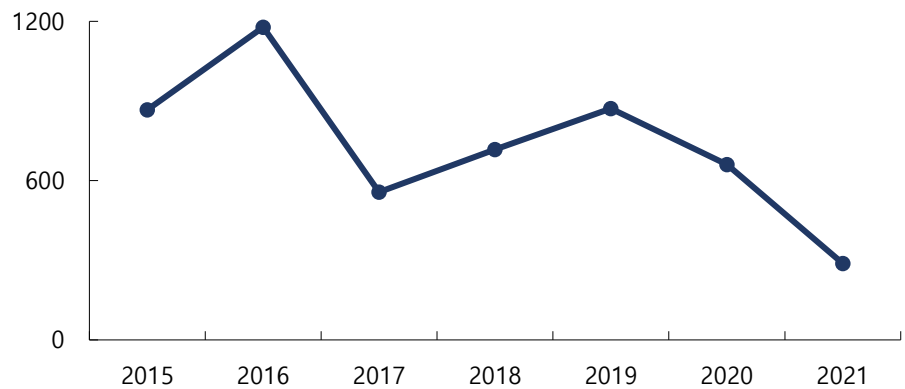
3-(1). 재무구조·비용구조 개선

편더멘탈 · 재무구조
모두 업계 1위!

동사는 수많은 항공기를 보유하며 해당 항공기의 운행 CAPA를 바탕으로 여객과 화물을 수송하는 항공사다. 동사의 수익 대부분이 여객과 화물을 운송하는 단순한 사업 모형에서 비롯되고 해당 사업의 경우에는 이미 성숙기에 접어들어 산업 자체의 추가적인 혁신을 기대하기는 어렵기 때문에 결과적으로 항공기업의 가치 측정에는 거대한 유형자산을 취득하고 유지하기 위한 재무구조, 이자효과, 환율효과 등을 방어하기 위한 비용구조를 얼마나 효율적으로 설정했는지 주요한 쟁점이다. 그런데 동사는 이러한 측면에서 볼 때 코로나 기간 훌륭하게 구조적으로 효율화를 달성했다고 보인다.

재무구조 측면에서 볼 때 일반적으로 항공사의 경우 수백에서 수천억원에 달하는 항공기를 모두 회사의 자본으로 구매해 보유하는 것은 불가능하기 때문에 일반적으로 리스 형태로 보유하거나 차입금, 사채 등 타 인자본으로 항공기를 구매해 보유하게 된다. 그렇기 때문에 일반적으로 항공사의 경우 부채비율 높게 되므로 재무구조를 건전하게 유지하는 것이 중요하다. **가장 기본적인 재무구조 판단기준인 부채비율을 보면 코로나 이전 2019년 871%에서 2022년 상반기 264%로 급감했다.** 일반적으로 항공사의 부채비율을 판단할 때 400% 정도를 평균치로 보는 점을 감안하면 현재 동사의 부채비율은 상당히 건전한 수준이다. 또한 부채의 질적인 측면 역시 상당히 긍정적인데 항공사의 재무구조 악화의 주원인인 리스부채 항목은 2019년 8조 3148억원에서 2022년 상반기 5조 4309억원으로 34.7% 감소했다. 리스부채 이외에도 사채의 경우 동 기간 2조 170억원에서 1조 5781억원으로 21.7% 감소했고 장기차입금 역시 1조 8328억원에서 1조 2541억원으로 31.6% 감소했다.

대한항공 부채비율 추이 (단위 : 억원)

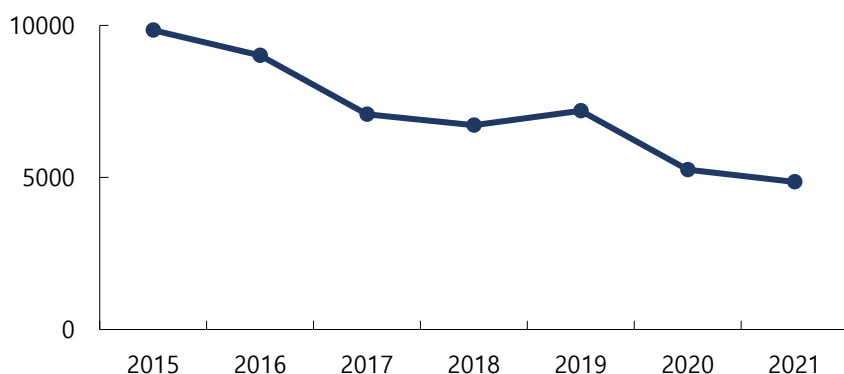


출처 : 대한항공 사업보고서, RFS Team 3

비용구조 측면에서 보면 항공사에 유의적인 비용 항목은 급여와 감가상각비, 금융비용, 외화과 유가 관련 비용을 들 수 있는데 이 중 급여와 감가상각비의 경우 사실상 고정비에 해당하는 항목으로 동사의 이익 변동성에 미치는 영향이 작다. 하지만 나머지 항목의 경우 이자율, 환율, 유가 등의 변동에 따라 금액의 변동성이 매우 큰 항목이므로 회사의 안정적인 수익 창출에 악영향을 미친다. 동사는 이러한 항목들의 변동성을 억제하고 안정적인 이익 창출을 위해 동사의 비용 구조를 안정적이고 효율적으로 개선하였다. 첫 번째로 외화 관련 비용의 경우 동사는 대부분의 해외 결제를 달러화로 결제하게 되므로 원/달러 환율에 굉장히 민감하다. 동사는 이러한 변동성을 억제하기 위해 외화차입금을 원화차입금으로 스왑하는 등 달러변동성을 크게 감소시킨 바 있다. **동사의 달러민감도(달러 10%변동시 순손익에 미치는 영향)은 2015년 9884억원, 2019년 7187억원, 2021년 4853억원으로 2015년 기준 50.9% 감소했다.** 두 번째로 동사의 이자율민감도(이자율 50bp 변동시 순손익에 미치는 영향)는 2019년 429억원에서 2021년 279억원으로 35% 감소했다. 마지막으로 동사의 유가민감도(유가 10% 변동 시 순손익에 미치는 영향) 역시 2019년 3173억원에서 2021년 1786억원으로 43.7% 감소하였다.

대한항공 달러 민감도 추이

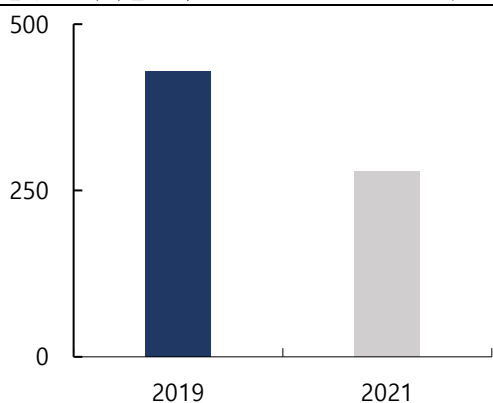
(단위 : 억원)



출처 : 대한항공 사업보고서, RFS Team 3

대한항공 이자율 민감도

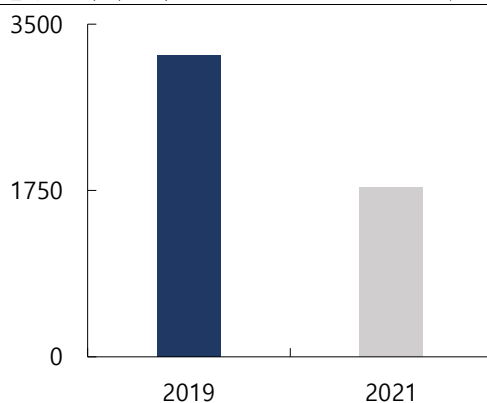
(단위 : 억원)



출처 : 대한항공 사업보고서, RFS Team 3

대한항공 유가 민감도

(단위 : 억원)



출처 : 대한항공 사업보고서, RFS Team 3

3-(2). 실적이 뒷받침하는 탄탄한 항공 대장주

견조한 실적,
LCC의 반짝임은
잠깐일 뿐

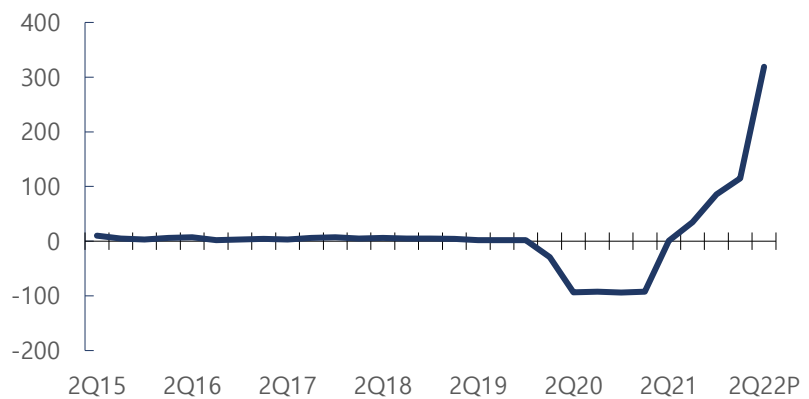
지난 8월 진에어와 같은 LCC 기업이 주가에서 모멘텀을 띄웠다. 하지만, 저가 항공사의 경우, 재무 구조의 개선이 상당히 더디며, 화물운송 비율이 1~2%밖에 미치지 못하기에 주가에서 잠깐의 모멘텀을 가져갈 수는 있겠지만, 향후 사업이 안정기에 접어들었을 때, 주가를 뒷받침하는 실적이 나오기는 상당히 어려울 것으로 예상된다. 하지만, 대한항공의 경우, 조금 다르게 접근할 수 있다. 대한항공의 경우, 지난 2년간 유가 상승세가 지속됨에 따라 운항 편수가 많지 않았음에도 연료비가 증가하여 손실을 기록하였다. 하지만, 지난 2분기 7,400억의 영업 이익을 보이면서 실적을 선방하였다. 연료비가 전년 동기대비 153% 증가했음에도 견조한 실적을 바탕으로 위기를 헤쳐 나가고 있다.

화물과 여객
투 트랙은
당사의 장점

하반기부터 본격 전개될 리오프닝 과정에서 매출이 증가하고 수익성이 일부 하락하는 과도기적 실적 방향성을 보일 것으로 전망한다. 국제선 운항 재개로 여객 매출은 증가하나, 휴향노선 재취항과 운항노선 증편 과정에서의 고정비 증가와 초기 안정화 비용으로 수익성의 일부 하락이 예상된다. 리오프닝이 가속화됨에 따라 경기 하강, 유가상승 위험에 대한 노출도도 일부 확대될 것으로 전망된다. 그러나, 화물사업에서의 이익창출과 여객 펜트업 수요를 통해 실적 변동성을 완화할 수 있을 것으로 본다.

국제여객 RPK 증감률

(단위 : %)



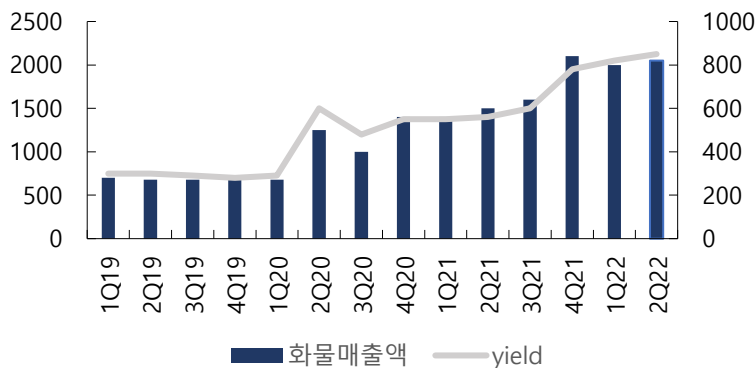
출처 : 대한항공, RFS Team 3

현재 항공 화물 운임은 연초 대비 다소 하락하였으나, 팬데믹 이전 대비로는 여전히 높은 수준을 유지(상해 발 뉴욕착 할증료 제외 기준 2019년 6월 1.79 USD/kg → 2022년 6월 6.76 USD/kg)하고 있다. 여객기 belly space 증가에 따라 화물사업 초과이익 규모는 점차 축소되겠지만, 장기간 축소 중단되었던 국제여객 서비스의 회복은 단계적으로 진행될 것이다. 보잉, 에어 버스 등 주요 제조사의 항공기 제작 지연, 각국 공항의 공항 서비스 정상화 지연 등의 제반 여건도 항공공급 정상화에 걸림돌로 작용하고 있다. 항공여객의 전면 정상화 전까지는 항공화물시장의 공급부족 해소가 어려워 당분간 화물사업의 초과이익 창출 기초가 유지될 것으로 전망된다.

특히 대한항공의 경우 대규모 화물기단을 바탕으로 화물사업 경쟁력이 우수하고 가격탄력성이 낮은 비즈니스 수요, 미주·유럽 장거리 노선 수요 비중이 높아, 하반기에도 양호한 실적 시현이 가능할 것으로 보고 있다.

대한항공 화물 매출액 및 운임 추이

(단위 : %)



출처 : 대한항공, RFS Team 3

3-(3). 향후 주가 전망

매력적인 저점 매수 구간 진입

지난 여러 차례의 걸친 서프라이즈에도 대한항공 주가는 큰 변동을 보이지는 않았다. 이는 피크아웃 우려가 있는 물류대란 수혜주들의 공통적인 현상으로 볼 수 있다. 동사는 수요 둔화 우려로 인해 이미 주가가 고점 대비 20%에 가까운 조정을 받았다. 하지만, 현재 화물뿐만 아니라 여객 사업을 팬데믹 이전 대비 2분기 31%에서 3분기 50% 이상 늘릴 방침이다. 대한항공의 경우, FSC임에도 불구하고, LCC의 이점을 품고 있으며 타 경쟁사보다 유리한 상황에서 80% 대의 탑승률과 30% 이상의 비싼 운임시황이 유지된다면 화물 수혜가 꺾이기 전에 국제선 여객이 가장 빠르게 회복될 수 있다고 생각한다. 또한 부채비율을 지속적으로 줄여가며 매크로 변동성 이슈 속에서도 가장 잘 대처하는 항공사임이 틀림없다.

현재의 조정 받은 주가를 고려할 때, 4.7조원 규모의 현금성 자산, 진에어 인수, 아시아나 합병 이슈를 모두 통틀어 계산한다면 FSC 중 가장 저평가되어 있다. 리오프닝의 수혜 관심이 LCC에 집중되어 있지만 재무 건전성, 벨류에이션 업사이드 및 시장 지위에서 모두 압도적 1등을 차지하고 있는 대한항공은 항공주 투자에서 가장 매력적인 주식이라고 판단된다.

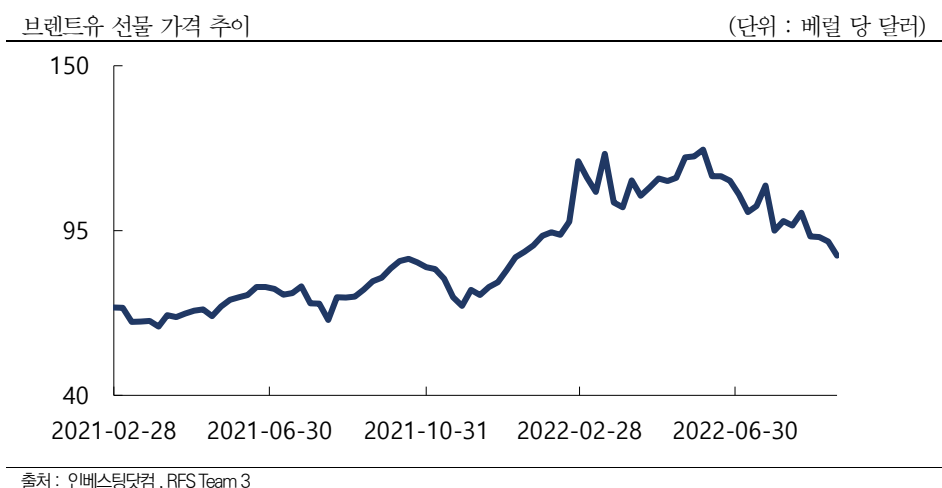
III. 리스크

올라가는 유가와 달러

리스크는 있지만
대비는 완벽

동사는 보잉, 에어버스 사(社)로부터 154대의 항공기를 구매해 보유하고 연간 약 2,800만 배럴의 항공유를 소모하는 대형항공사다. 동사는 구매한 항공기 중 21대를 리스항공기로 운용하고 있기 때문에 정기적으로 리스료를 결제해야 한다. 그런데 이러한 리스료와 해외공항 이용료 등을 모두 달러로 결제하고 있기 때문에 동사는 환율이 올라가면 비용 부담이 가중되게 된다. 최근 9월 FOMC에서도 자이언트 스텝을 밟은 뒤 원/달러 환율은 13년 만에 1,400원을 돌파하며 고공행진을 이어가고 있다. 실제로, 원화가 10% 약세일 경우 동사의 법인세차감전순손익에 미치는 영향은 -4,853억원으로 큰 영향을 미치는 것을 볼 수 있다. 다만, 동사의 리스항공기 보유 비중은 13.6%로 매우 낮고 동사의 외화부채를 재평가하며 발생하는 외화환산 손실은 회계상의 평가손실이기 때문에 회사의 현금유출에 미치는 영향은 없으며 실제 발생한 손실인 외환 차손 금액을 고려하더라도 동사는 전체 외화손실(외화환산손실 + 외환차손) 6,762억원 중 약 86.4%에 해당하는 5,841억 원가량을 통화이자율스왑, 통화선도, 외화이익 등으로 헷징하고 있으므로 환율리스크에 대한 영향은 크지 않은 것으로 보인다.

동사는 연간 수천만 배럴의 항공유를 꾸준히 소모하기 때문에 유가에 대한 민감도 역시 높은 편이다. 특히, 항공유의 경우 대부분 달러로 결제되기 때문에 고(高)환율과 고(高)유가 두 가지 측면에서의 리스크가 존재한다. 코로나 이전 약 60~80달러 밴드에서 움직이던 브렌트유 선물가격은 2022년 3월 러-우 전쟁 등의 이슈로 120달러를 넘어서는 모습을 보였다. 동사의 경우 유가가 10% 상승할 경우 영업이익에 1,786억원의 마이너스 효과를 가져오기 때문에 이러한 고(高)유가는 동사의 비용부담을 가중시켰다. 다만, 글로벌 금 융긴축 등으로 인해 현재 브렌트유 선물가격은 약 86달러 수준으로 내려왔기 때문에 유가리스크가 동사에 게 미치는 영향은 크지 않을 것으로 보인다.



아시아나항공 인수의 불확실성

동사는 2020년 11월경 아시아나항공 인수를 하겠다는 의사를 명확히 밝히고 현재까지 아시아나항공 인수를 위한 절차를 밟고 있다. 2022년 9월 기준으로 동사는 필수신고국이 9개국, 임의신고국이 5개국 중 필수 신고국이 5개국과 임의신고국이 4개국에서 기업결합승인을 받은 상태이다. 다만, 동사의 주요 취항지인 미국과 EU의 기업결합심사가 지연되고 있다는 점은 아시아나항공 인수의 불확실성을 높이고 있다. 현재 아시아나항공 인수의 주요 쟁점은 두 항공사가 합병함에 따라 한국-미국, 한국-EU 노선에서의 점유율이 과다해 소비자의 권리를 침해할 우려가 있다는 것이다. 특히, 미국의 경우 경쟁사인 유나이티드 항공에서 미 법무부에 문제를 제기한 뒤 미 법무부 측은 아시아나항공 인수와 관련된 심사 등급을 '간편'에서 '심화'로 올린 바 있다. 다만 2022년 2월 한국 공정거래위원회 측은 이미 심사를 마친 후 조건부 기업결합을 승인한 상태이고 한국-미국, 한국-EU 노선의 경우 동사의 이용객 대부분이 한국인이기 때문에 해외 소비자의 경우 독과점 우려가 낮다는 점과 동일한 문제로 심사를 진행하던 호주가 무조건 승인 결정을 내린 점을 고려할 때 합병 자체가 무산될 가능성은 낮아 보인다.

Ⅳ. 벨류에이션

동사의 목표주가는 30,620원으로 Upside Potential 39%를 제시한다. 동사의 재무구조와 펀더멘털이 코로나 이전과 이후에 급격히 변화한 점을 감안하여 실제 동사가 보유한 순자산의 장부가를 이용한 PBR 방식의 추정치가 합리적이라고 판단하였다. 동사의 1 Year, Daily Beta 1.05를 적용해 자기자본비용 11.51%를 도출하였고 동사의 ROE 값을 나눠 Fair PBR 1.01을 도출하였다. 동사의 사업구조/재무구조 등에 큰 변화가 있다는 점을 고려해 2 Year, Weekly/5 Year, Monthly 베타 대신 1년 베타를 사용하였다. 또한 성숙기에 접어든 항공 산업을 고려하고 보수적인 추정을 위해서 영구성장률은 0%를 적용하였다.

대한항공 PBR Valuation

구분	금액
자기자본비용(COE)	11.51%
무위험수익률	4.30%
시장위험프리미엄	6.90%
beta	1.05
ROE	11.60%
영구성장률	0%
Target PBR	1.01
Target Price(TP)	₩30,721
현재가	₩22,100
상승여력	39.0%

편집의 편의를 위해 남겨둔 페이지입니다