



항공 (Overweight)

워렌 버핏이 항공주를 산 이유



운송 이한준
hanlee@ktb.co.kr

유틸리티/운송 신지윤
jyshin@ktb.co.kr

Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가	Top pick
대한항공	BUY	3.6만원	
아시아나항공	BUY	5.7천원	
제주항공	BUY	4.4만원	
진에어	N.R.	-	

▶ Issue

미국 항공주 index 최근 2개월간 24% 반등. 국적사 주가 상승 가능성 점검

▶ Pitch

- 아시아 항공 업황이 미국과 다르긴 하나 글로벌 항공주 투자심리 개선은 공유, 극심했던 de-rating 국면에서는 벗어날 수 있을 전망
- 11월까지 국내 여객 수요는 견조하게 지속중이며, 항공유가는 이미 2017년 상승을 가정하고 있어 OPEC 합의 이후 상승한 유가로 인한 추정치 하향폭은 제한적일 전망. 항공주 목표주가 모두 유지. 대한항공, 아시아나항공 PBR 1.0x, 제주항공 PER 16x에 해당. 대한항공은 상승여력 확대로 투자의견 BUY로 상향

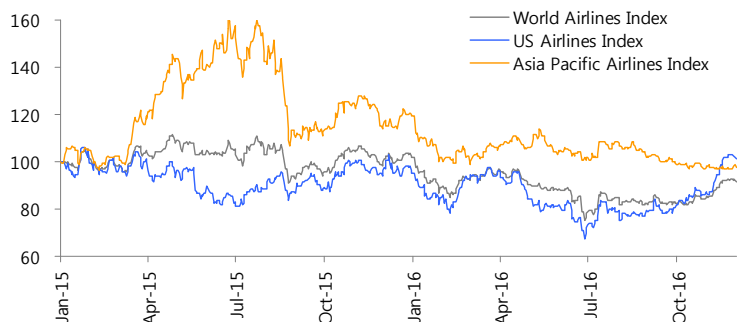
▶ Rationale

- 최근 2개월 Delta +21%, Southwest +21%, American +22% 등 미국 FSC 주가 강세
- 미국 항공 시장은 국내선이 국제선보다 크고 수익성도 높음. 국내선 시장은 consolidation 과정 이후 FSC 4사의 과점 구조가 안착. 따라서 공급조절과 단가인상 시도가 타 지역 대비 수월할 수 있음. 결국 yield 상승 기대감이 형성된 것
- 아시아 항공주 index는 상승하지 못했는데, 동북아 항공시장의 경우 아직까지 업황 개선의 실마리로 삼을 만한 지표는 아직까지 나타나고 있지 않기 때문
- 그러나 국적사 주가에 미국 항공주 대비 valuation 할인 적용은 기 반영되어 있으며, 글로벌 항공주 전반의 de-rating 해소는 주가에 긍정적일 수 있다는 판단

[11월 국내 전공항 통계]

- 11월 국내 전 공항 여객 수송량 YoY +8.9% 기록. 10월 YoY +10.4%에서 둔화했으나 이는 전년 동월의 높은 기저효과이며 여객 수요는 여전히 견조하게 나타남
- 11월 항공화물 수송량 YoY +13.1% 기록. 10월 YoY +15.1%에 이어 물동량 회복은 지속되고 있으며, LA항 항공화물 운임도 상승(10월 +12.1%, 11월 +14.7%)
- 11월 中 PMI(51.7pt), 美 ISM(53.2pt), 유로존 PMI(53.7pt)가 모두 예상을 상회하며 회복경기 회복에 대한 시그널이 이어짐

▶ 지역별 항공주 주가 Index



Source: Bloomberg, KTB투자증권

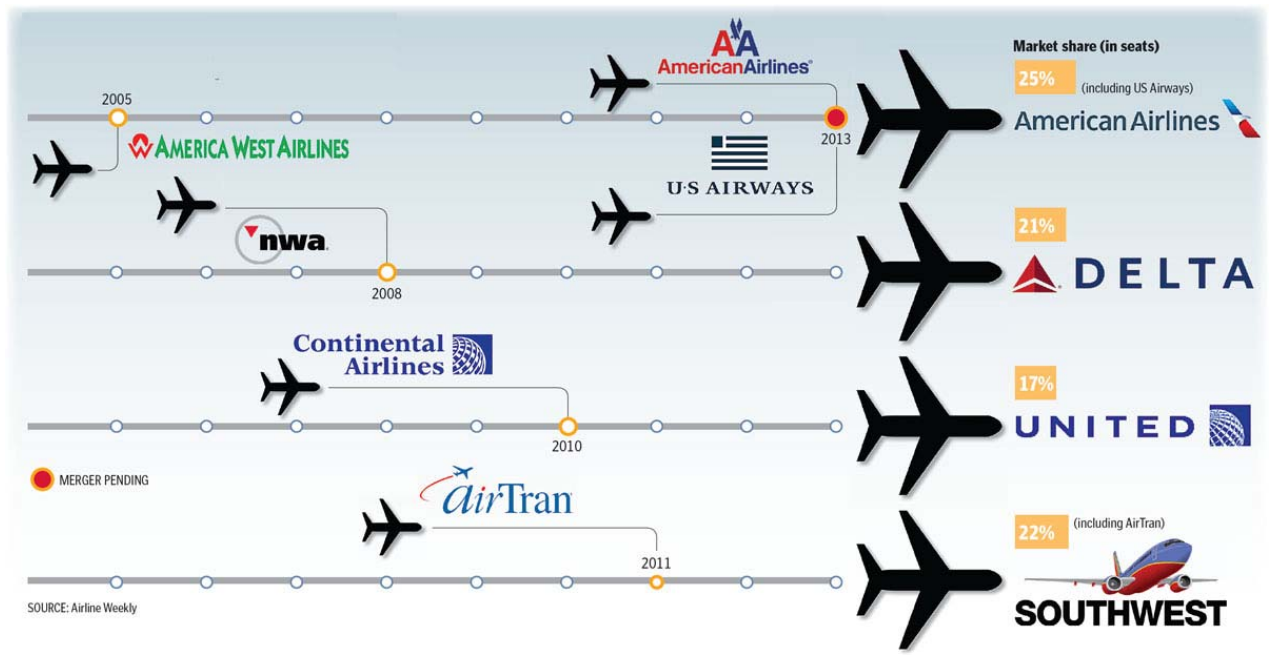


I. 워렌 버핏은 왜 항공주를 샀을까?

워렌 버핏의 Berkshire Hathaway가 2016년 3분기 중 미국 항공주를 편입했다. 이러한 사실만으로 공시일인 11/14 미국 항공주들의 주가는 일제히 상승(Delta +2.4%, Southwest +3.4%, American +1.1%, United +4.5%)했다. 워렌 버핏이 항공산업에 대해 부정적인 견해를 오랜 기간 견지해 온 것은 잘 알려진 사실이다. 그는 2013년에도 항공산업에 대해 “death trap for investors” 라고 평했다. 그랬던 그가 항공주에 대한 태도를 왜 바꾼 것일까? 같은 기간중 Suncor Energy를 전량 매도한 사실에서 저유가 기조가 지속될 것으로 판단한 것일 수 있다. 단순히 낮아져 있는 항공주의 valuation이 매력적이었을 수 있다.

그러나 가장 중요한 이유는 미국 항공업황의 consolidation 때문이라는 판단이다. 미국 내수 항공시장은 1978년 규제 철폐 이래 신규진입이 늘어나며 공급과잉, 가격경쟁이 시작되었다. 너무 많은 항공사들이 투기적인 공급 증대를 지속했다. 곧 수익을 내지 못하는 항공사들이 생겨나며 1978년 이후 183개, 2000년 이후에도 14개의 항공사가 파산을 했다. 그러나 현재의 상황은 사뭇 달라져 있다. 파산이 잇따르며 인수합병 과정을 통해 극심한 경쟁은 자연스럽게 완화되었다. 워렌 버핏이 항공주에 첫 투자를 했던 1989년 당시 미국의 major 항공사만 10개 이상이었던 데 반해 현재 미국의 FSC(Full Service Carrier)는 Delta, Southwest, American, United 4사의 과점구조가 안착되었다. 이들 4사는 미국 국내선 여객수송량의 85%를 점유하고 있다.

Fig. 01: 미국 항공산업 Consolidation



Source: Airline Weekly

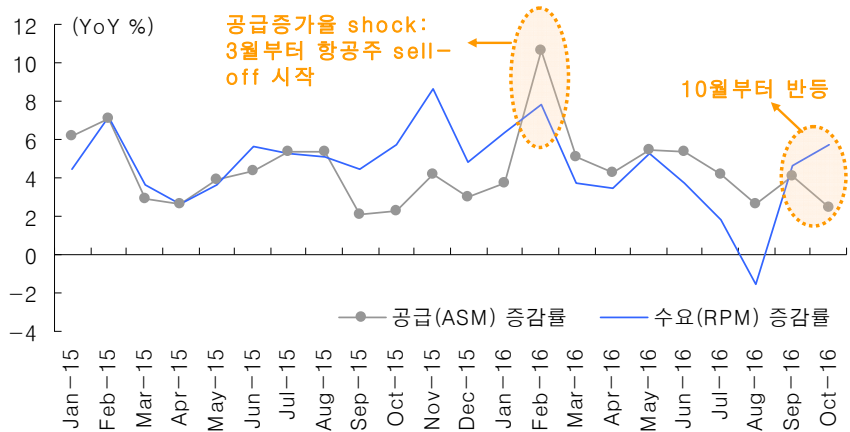


II. 결국 중요한 것은 수요와 공급, 그리고 yield

저유가와 여객수송량 호조로 실적이 좋았음에도 2016년 10월까지 미국 항공사들의 주가는 오히려 시장대비 underperform을 지속했다. 투자자들은 저유가로 인한 실적호조보다는 향후 가격결정력, 경쟁완화의 지표로 yield 추이에 더 관심을 보인다. 호실적이 지속되면, 항공사들은 벌어들인 돈으로 공급을 더 늘리고, 공급이 수요보다 많이 늘어나면 결국 yield는 떨어지며 수익은 악화된다. 올해 상반기, 이러한 전조가 나타나면서 현재의 실적보다는 향후 yield 하락세가 심해질 것으로 투자자들이 판단했기 때문에 주가는 부진했던 것이다.

2016년 3월, 미국 항공사들은 월별 수송실적을 발표하면서 시장에 충격을 주었다. Virgin America +21%, United +7%, Allegiant +23%, JetBlue +20%, Southwest +14%, Delta +11% 등 2월 국내선 공급증가율이 시장 예상을 크게 상회한 것이다. 이에 투자자들은 호실적을 바탕으로 공급을 크게 늘리는, 호황기에 흔히 되풀이되는 실수를 반복하는 것으로 받아들였다. 유가 역시 올해 상반기 수준에서 추가로 하락할 가능성이 적었기 때문에, 2016년을 peak로 이익은 감소한다고 생각할 수 밖에 없었을 것이다.

Fig. 02: Delta Airlines 국내선 수요, 공급 증감률 추이



Source: Delta Airlines, KTB투자증권

그러나 여전히 미국의 major 4사는 점유율 확대보다는 적극적인 공급조절로 수익성 제고에 집중하고 있으며, 벌어들인 돈을 통해 주주환원 정책을 실시하고 있었다. 16년 초의 공급증가는 대부분 Dallas Lovefield 공항의 장거리 직항노선 운항규제 철폐로 인한 one-off 성격이었다. 또한 항공기 개량, 또는 신형기 교체로 인한 공급증가분도 있었다. 이러한 경우 물론 ASK가 늘어나긴 하지만, 같은 기종에 좌석이 더 많아지는 것이기 때문에 ASK당 비용은 하락하는 효과가 있다. 따라서 수치상으로 증가한 공급증가를 만큼 미국 항공사들의 수익성은 훼손되지 않는다. 그리고 9월, 10월의 공급증가율이 다시 수요증가율을 하회하기 시작했다. 항공산업 특유의 cycle 반복을 두려워했던 투자자들의 우려는 잦아들었고 주가는 다시 상승하기 시작했다. 그동안 저유가로 인한 실적호조에도 주가가 반응하지 않았던 만큼, OPEC 감산 합의로 유가가 급등한 11/30에도 미국 항공주들의 주가는 하락하지 않았다. 즉, 항공주 주가의 key driver는 현재의 실적이 아닌 수요와 공급, 그리고 이를 통해 나타나는 yield의 향방이라는 것을 알 수 있다. 워렌 버핏이 항공주에 투자한 이유는 근본적인 consolidation에서 비롯된 capacity조절, 그리고 yield 통제 가능성 때문이었다고 판단한다.

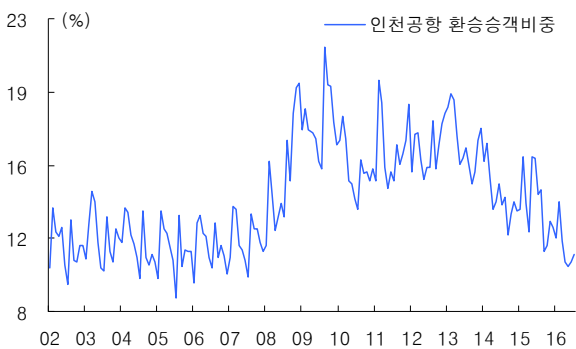


III. 동북아 시장은?

글로벌 항공주 index가 반등했지만, 아시아 항공주들은 여전히 상승하지 못하고 있다. 앞서 언급한 적극적인 공급조절이라는 것은 미국 내에서만 가능한 이야기이기 때문이다. 국제선 비중이 높은 동북아 시장은 여전히 경쟁이 치열하다. 중국에서는 장거리 직항노선이 계속 확대되면서 한국, 일본, 홍콩, 대만 등의 국가들은 환승객을 빼앗기지 않기 위해 직항노선 대비 저렴한 운임으로 대응할 수 밖에 없는 상황이다. 또한 공격적으로 공급량을 늘리고 있는 중국의 국영 항공사들은 수익보다는 점유율 확대가 목적이다. 개별 국가들이 공급을 줄인다 해도 동북아 시장의 yield가 쉽게 상승하지 못하는 이유이다. 현재 중국의 항공기 발주량을 볼 때, 상황은 단기간내에 해소되기 쉽지 않아 보인다.

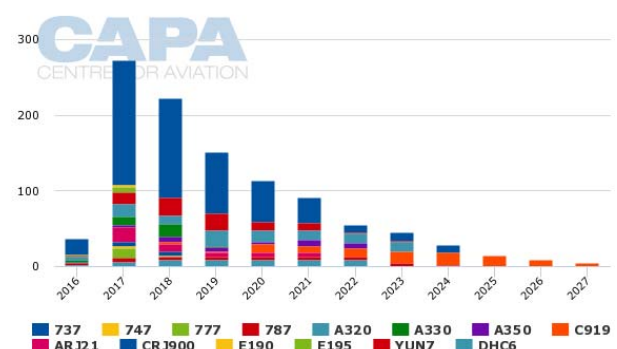
다만 한 가지 위안이 될 수 있는 부분은 글로벌 항공주에 대한 극심한 valuation de-rating은 해소 국면이라는 것이다. 미국 항공주들과는 업황이 다르지만, 국적사들의 주기도 항공주로서의 과도한 할인은 어느 정도 해소될 수 있는 상황이 형성되고 있다는 판단이다.

Fig. 03: 인천공항 환승승객 비중



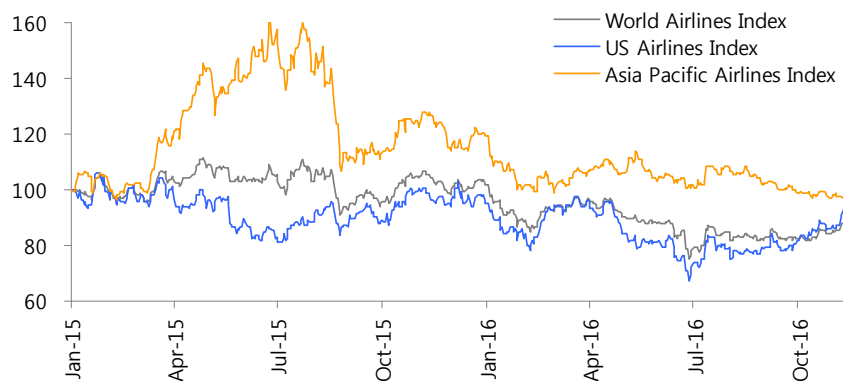
Source: 인천공항, KTB투자증권

Fig. 04: 중국 항공기 인도 일정



Source: CAPA

Fig. 05: Airlines Index: World vs US vs Asia Pacific



Source: Bloomberg, KTB투자증권



IV. 11월 국내 전 공항 traffic

11월 국내 전공항 기준 여객 수송량은 YoY 8.9% 증가했다. 10월의 YoY +10.4% 대비 증가율이 둔화했지만, 작년 11월 여객 수송량이 워낙 호조였던 기저효과를 감안해 2년 또는 3년간 CAGR로 비교해보면 건조한 추세는 지속되고 있다고 판단한다. 11월 아시아나항공의 운항수는 YoY 약 3% 감소했는데, 에어서울에 동남아, 일본 지방도시 등 비수익노선을 이양한 결과이다.

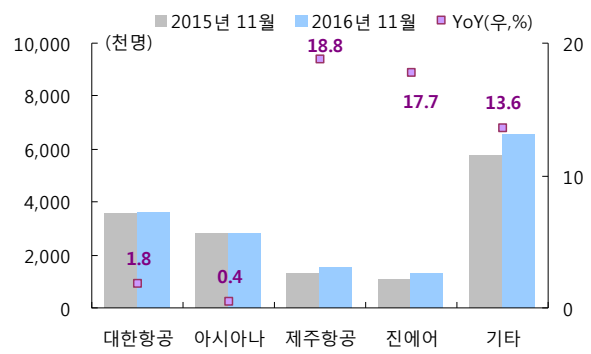
화물은 수송량은 YoY +13.1%로 전월에 이어 11월에도 두자리수 증가율을 기록했다. 하반기 들어서 완연한 물동량 개선세가 이어지고 있으며, 운임도 상승하고 있어 업황은 회복 국면에 들어선 것으로 판단함. 中PMI 51.7pt, 美ISM 53.2pt, 유럽PMI 53.7pt 등 경제지표가 모두 호조를 띄고 있어 향후 화물 물동량의 추가적인 개선도 기대할 수 있는 부분

Fig. 06: 국내 전공항 여객수송량 월별 증감률 추이

여객	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV
2013	10,946	11,174	12,079	13,328	11,496	11,952	10,905
2014	12,174	12,487	13,536	15,022	12,805	14,100	12,571
2015	15,192	11,050	12,259	15,331	13,717	15,877	14,502
2016	16,072	16,551	17,916	18,710	16,524	17,530	15,791
YoY (16 over 15)	5.8%	49.8%	46.2%	22.0%	20.5%	10.4%	8.9%
2Yr CAGR (16 over 14)	14.9%	15.1%	15.0%	11.6%	13.6%	11.5%	12.1%
3Yr CAGR (16 over 13)	13.7%	14.0%	14.0%	12.0%	12.9%	13.6%	13.1%

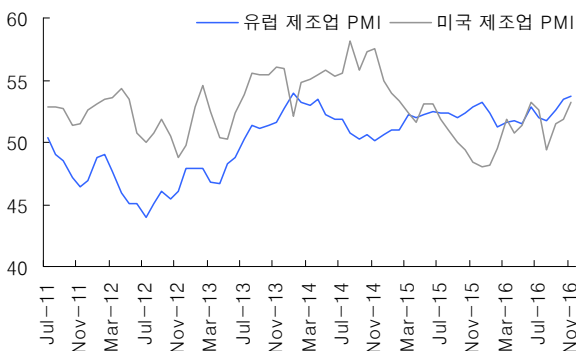
Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

Fig. 07: 항공사별 11월 여객수송량 및 증감률 비교



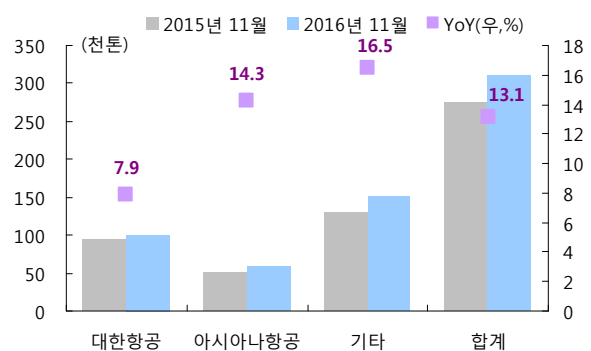
Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

Fig. 08: 미국 ISM제조업지수, 유로존 PMI 추이



Source: Bloombweg, KTB투자증권

Fig. 09: 항공사별 11월 화물수송량 및 증감률 비교



Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	78%	HOLD :	21%	SELL :	01%
-------	-----	--------	-----	--------	-----

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자등급은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

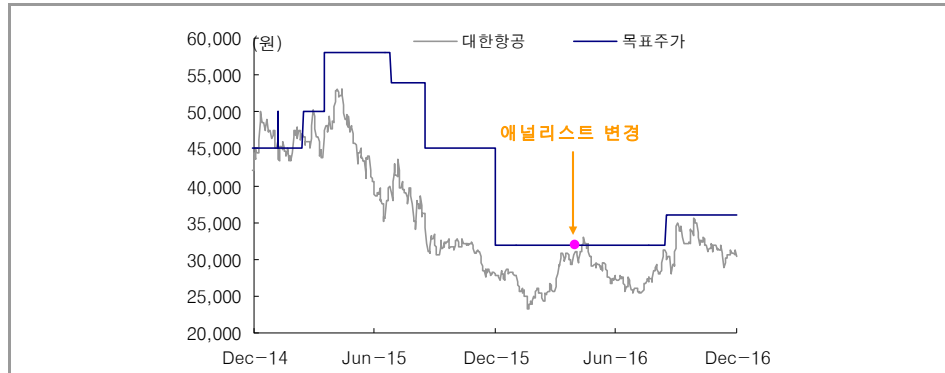
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자등급은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자등급과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

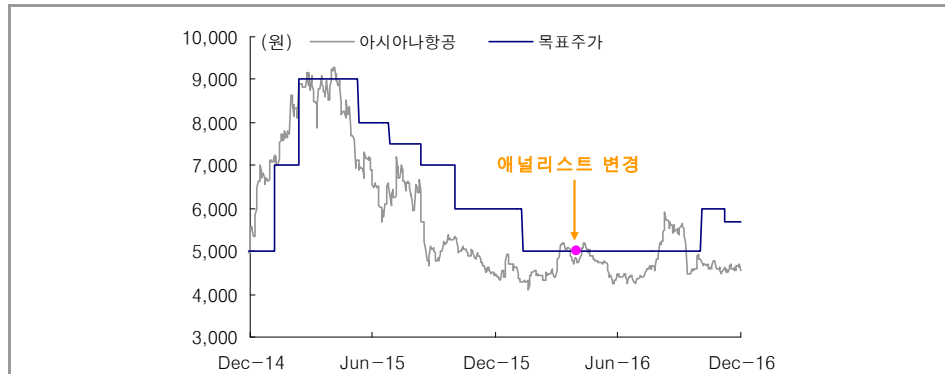
▶ 최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경내용

대한항공 (003490)



일자	2013.11.25	2014.3.6	2014.3.28	2014.6.23	2014.11.11	2015.1.6
투자이전	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
목표주가	34,000	42,000	45,000	40,000	45,000	50,000
일자	2015.1.7	2015.2.13	2015.3.17	2015.6.26	2015.8.17	2015.12.2
투자이전	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	HOLD
목표주가	45,000	50,000	58,000	54,000	45,000	32,000
일자		2016.4.1	2016.8.16	2016.8.31	2016.10.4	2016.12.5
투자이전	애널리스트변경	HOLD	HOLD	BUY	HOLD	BUY
목표주가		32,000	36,000	36,000	36,000	36,000

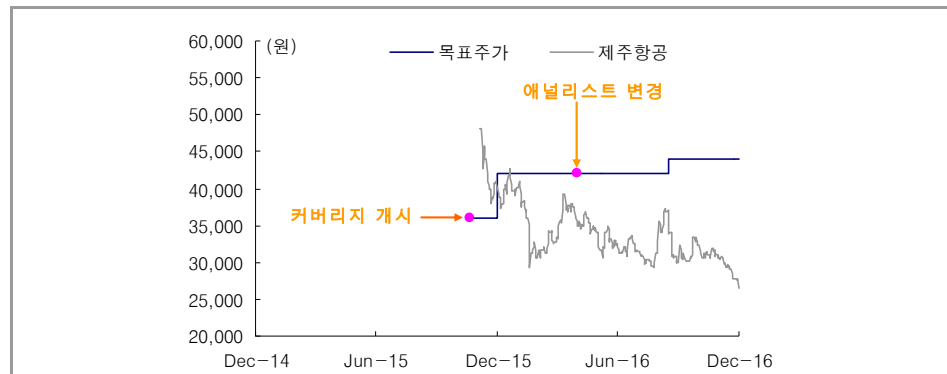
아시아나항공 (020560)



일자	2014.8.11	2015.1.6	2015.2.12	2015.5.11	2015.6.26	2015.8.12
투자이전	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	5,000	7,000	9,000	8,000	7,500	7,000
일자	2015.10.2	2016.1.11	애널리스트변경	2016.4.1	2016.10.4	2016.11.8
투자이전	HOLD	HOLD	애널리스트변경	HOLD	BUY	BUY
목표주가	6,000	5,000		5,000	6,000	5,700



제주항공 (089590)



일자		2015.10.21	2015.12.2	2016.1.21		2016.4.1
투자의견	커버리지 개시	BUY	HOLD	BUY	에널리스트변경	BUY
목표주가		36,000	42,000	42,000		42,000
일자	2016.8.17					
투자의견	BUY					
목표주가	44,000					

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이며, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.