

항공운송

대한항공·아시아나항공

기정우 기업평가3실장
02.6966.2464 / jwki@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(→):** 해외여행 선호 증가 등으로 항공수요의 구조적 성장세는 유효하나, 가격경쟁으로 기업들의 실질적인 매출성장은 제한적
- **변동성(↑):** 금리·환율·유가 및 외교 이슈 등 산업외적 변수에 따른 수익구조의 민감도가 높고, 글로벌 금리인상과 유가상승 전환 등으로 변동성은 다소 확대될 전망
- **경쟁강도(↑):** 중단거리 노선을 중심으로 LCC/외항사와의 경쟁강도가 더욱 심화될 전망
- **수익성(↓):** 국제유가 상승 전환 등으로 영업마진율은 과거대비 축소될 것으로 판단
- **레버리지(↓) 및 커버리지(↓):** 기재확충에 따른 투자부담으로 재무구조가 취약하지만, 우호적 사업환경 및 사업외적 재무부담 축소로 일부 개선 전망

Monitoring Factor

시장 구조적 변동 하에서 경쟁심화 등 부정적 사업환경이 각사의 본원적인 현금창출력에 미치는 영향과 이에 따른 재무안정성 지표의 변동에 따라 업체별 신용등급이 차별화 될 것으로 판단되며, 이와 관련한 주요 모니터링 요인은 아래와 같다.

- 1) 기재경쟁력 강화 및 장거리노선 확대를 통한 실적변동 완충력 확보 정도
- 2) 시장지배력 변동 여부
- 3) 국내외 항공수요와 거시경제변수(유가·환율 등)가 실적변동에 미치는 영향

[Peer to Peer]

■ 산업 구조적 변화 속에 양대 항공사 경쟁양태 차별화

- LCC 와 외국계항공사의 시장잠식으로 경쟁 심화, 양사 시장지배력 약화
- 대한항공은 사업경쟁력 견지 vs 아시아나항공은 사업리스크 확대

■ 업계 전반의 재무지표는 개선되었으나, 양대 항공사의 개선 폭은 상이

- 대한항공은 양호한 영업실적과 자본확충 통한 재무안정성 지표 개선, 향후 재무부담 완화가가능성
- 아시아나항공은 수익성 개선폭 제한적, 과중한 재무부담 및 유동성 위험 확대

■ 계열사에 대한 재무적 지원주체로서의 부담이 상존하나, 최근 양사간 상반된 입장

- 대한항공은 본업외적인 불확실성 완화 vs 아시아나항공은 계열위험 전이가능성 내재

[Peer to Peer – 대한항공 對 아시아나항공]

■ 고마진의 장거리 노선 비중과 원가구조의 유가 민감도에 있어 대한항공 우위

항공산업은 여객 및 화물 수송량이 증가하면서 우호적인 영업환경이 지속되고 있다. 다만, LCC(저비용항공사) 및 외국계항공사와의 공격적인 영업전략으로 산업 경쟁구도는 더욱 치열해지는 양상이다.

이에 양대 국적항공사의 시장지배력이 지속적으로 약화되고 있으며, 운임인상 여력도 제한적인 상황이 이어지고 있다. LCC 및 외국계항공사의 기재확충 및 노선확대가 여전히 진행중인 점을 감안하면 경쟁강도는 보다 높아질 것으로 전망된다.

대한항공은 고마진 사업부문에서의 사업기반을 비교적 견조하게 유지하고 있는 것으로 분석된다. 장거리노선 비중이 상대적으로 높고 화물부문에서의 경쟁력(국내시장 점유율 약 35%, 글로벌 운송실적(FTK) 기준 5~6위권/대한항공 31대, 아시아나항공 11대)을 보유하고 있어 시장경쟁 패러다임 속에서도 안정적인 사업기반을 구축하고 있다.

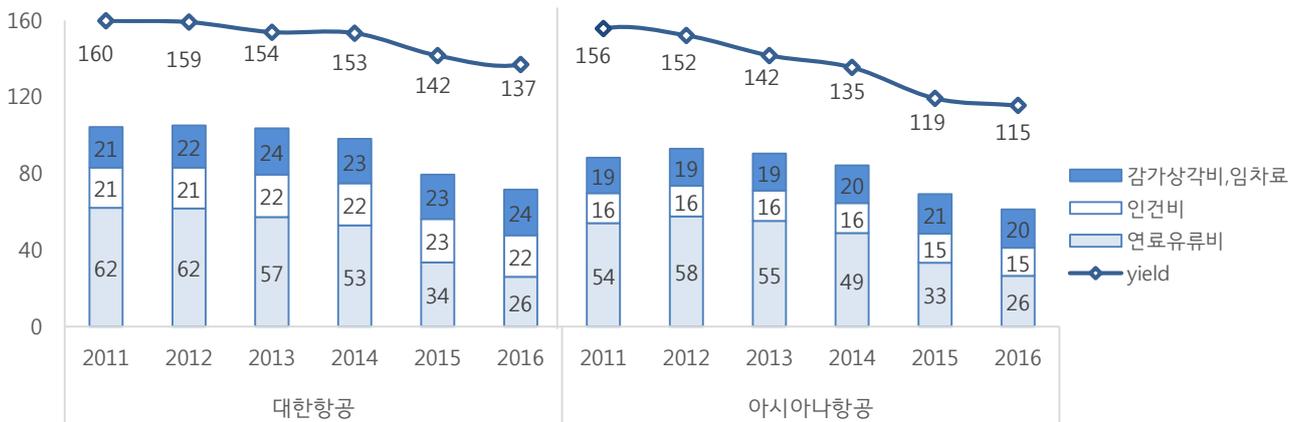
반면, 아시아나항공은 경쟁심화기조로 인해 전반적인 사업리스크가 확대되고 있다. 아시아나항공은 LCC의 주력 사업지역인 중단거리 노선에서의 매출비중이 높아(아시아노선 매출비중: 대한항공 51.3%, 아시아나항공 65.0%) 경쟁심화에 따른 부정적 영향에 크게 노출되어 있다.

최근 사업경쟁력 제고를 위한 기재경쟁력 및 장거리노선 강화를 추진하고 있으나, 동사가 속한 Star Alliance 내의 미국·독일 등의 항공사가 이미 일본·중국과 JV를 체결하여 향후에도 장거리노선에서의 경쟁력이 약화될 가능성이 큰 것으로 판단된다.

한편, 전반적인 항공기규모 및 최신 항공기 확충 지연 등으로 대한항공 대비 유류비 부담이 높아 비용구조 측면에서도 다소 열위하다.

[운행거리(1km)당 yield /주요cost 추이]

(단위: 원)



자료: 각사 감사보고서

■ **共に 재무구조 개선 필요하나, 우호적 환경 속 대한항공의 개선 속도에 주목**

항공운송업은 기재경쟁력 유지를 위한 투자가 불가피한 측면이 있으나, 양대 항공사의 경우에는 이를 감안하더라도 재무부담이 매우 과중한 수준이다. 양사 모두 확장적 재무정책기조로 차입금 규모가 빠르게 확대된 상태이며, 추가로 계열관련 지원이 반복되면서 과중한 재무부담이 지속되고 있다.

우호적 사업환경과 저유가에 의한 현금창출력 개선으로 양사 모두 최근 4~5년 간 수익성 및 차입금커버리지 개선 등의 공통된 방향성을 보이고 있다. 다만, 2016년 하반기부터 유가 및 환율의 상승흐름이 전개되는 등 외부변수의 불확실성이 존재하여 양사의 수익성 및 재무부담 측면에서 부정적 요인으로 작용할 가능성이 있다.

대한항공은 양호한 영업실적과 더불어 재무안정성 지표도 꾸준히 개선되고 있다. 계열지원 및 항공기 투자부담으로 재무부담이 크게 확대된 바 있으나, 2013년 이후 유가하락에 따른 수익성 개선과 2017년 상반기 자본확충(유상증자 4,500억원, 영구채 발행 3억달러)에 힘입어 재무안정성 지표는 2013년 이후 개선세가 이어지고 있다.

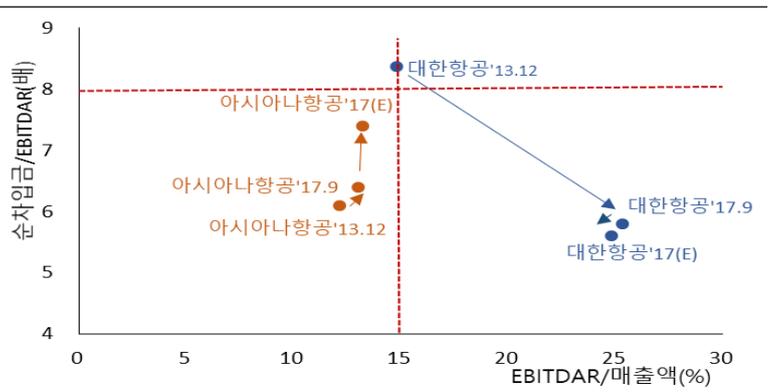
우수한 사업경쟁력을 기반으로 양호한 현금창출능력 유지가 가능할 것으로 보이며, 과거대비 완화된 계열부담과 2019년 이후 항공기 투자규모 감소 등을 고려하면 재무부담이 완화추세가 이어질 것으로 전망된다.

반면, 아시아나항공은 상대적으로 실적개선 폭이 제한적이며, 재무안정성 지표는 최근 다시 저하되고 있는 양상이다. 산업 내 경쟁구도 변화와 상대적으로 열위한 비용구조로 대한항공 대비 실적개선 폭이 미미하며, 양사 격차도 유가하락기 이후 더욱 커지고 있는 양상이다. 또한 경쟁력 유지를 위한 대형항공기 도입으로 과중한 재무부담이 지속되고 있으며, 차입구조 단기화가 진행되고 있어 선제적인 유동성 대응능력이 필요한 상황이다.

영업환경이 과거대비 다소 비우호적으로 전개될 것으로 예상되는 가운데, 2021년까지 예정된 대형기 도입(2018년~ 9대 예정) 계획과 금융비용 등을 고려하면 중단기적으로 차입금 감축을 통한 재무부담 완화는 쉽지 않을 전망이다.

[주요 재무지표 변화]

구분	대한항공		아시아나항공	
	EBITDAR/ 매출액	순차입금 /EBITDAR	EBITDAR /매출액	순차입금 /EBITDAR
2013	14.8	8.4	12.1	6.1
2014	17.6	8.3	14.8	6.9
2015	23.5	7.2	16.9	8.2
2016	26.9	6.2	20.3	6.6
2017.9	25.3	5.8	13.0	6.4
2017(E)	24.8	5.6	13.2	7.4



자료: 각사 감사보고서

자료: 각사 감사보고서

주: 2017(E)은 2016.4분기와 2015.4분기 자료를 고려하여 추정

■ 본원적 사업 외 불확실성은 아시아나항공이 아직 과중

양대 항공사는 각 그룹의 주력사로서 계열사에 대한 재무적 지원을 지속적으로 수행하고 있는 가운데, 그로 인한 그룹 전반적인 신용위험이 상승한 바 있으며 추가 지원가능성 측면에서 불확실성이 내재되어 있다.

최근 대한항공은 본업 외적인 불확실성(계열지원 및 호텔업 투자 관련)이 완화되었다. 2017.2월 한진해운의 파산에 따른 계열위험 완화와 더불어 2017.6월 HIC호텔 개장으로 건설 관련 자금지원 일단락, 대한항공이 지급보증한 차입금(8.1억불)이 하반기 리파이낸싱되면서 추가 출자 및 지원 부담 역시 크게 감소하였다. 또한 2016.12월 계열사인 진에어 IPO 마무리로 한진칼의 재무여력이 보강(처분이익 약 2,800억원 발생)됨에 따라 동사의 계열지원주체로서의 부담이 이전 대비 완화되었다.

다만, 호텔 운영초기로 영업정상화까지 운전자금 지원을 위한 동사의 직·간접적 재무부담 가능성은 지속적인 모니터링 요소이다.

반면, 아시아나항공은 계열관련 직·간접적 부담이 여전히 존재한다. 아시아나항공은 2017.6월 금호고속을 재인수하는 과정에서 자회사(아시아나IDT, 아시아나에어포트, 아시아나세이버)를 통해 간접적인 자금부담(출자 및 대여, 자금보충 약정 등)이 발생한 바 있으며, 이로 인한 그룹 전반의 신용위험 연계성이 확대되었다.

그룹 지주사인 금호홀딩스는 자체 현금창출력이 미흡한 가운데 그룹 재건과정에서 확대된 재무부담으로 재무지표가 열위하여 향후 그룹 지배구조 변화 과정에서 아시아나항공의 재무부담이 가중될 가능성을 배제할 수 없다.