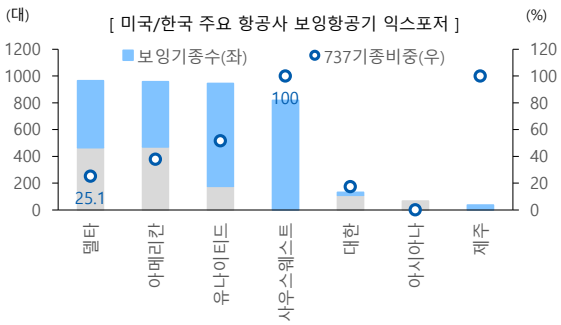
Global Equity Analyst 고선영
02-3770-3525 / sunyoung.kou@yuantakorea.com

# 항공사 내 보잉 Safety Zone을 찾아서

## 1. 견조한 여객 수요 전망 속 빈틈을 만든 보잉

- 성수기를 앞두고 안정적인 주가 흐름을 보여주는 여행주. 그 중 항공의 경우 견고한 여객 수요 수혜 누리는 상황. 다만, 해당 수혜는 제한적으로 적용 중.
- 1월 발생한 보잉 737 사고로 당국 모니터링 강화됨에 따라 보잉 항공기 익스포저가 높은 항공사들을 중심으로 성장세에 타격을 입었기 때문.
- 더불어 고유가가 항공유 가격 상승으로 연결. 연료 가격에 대한 부담이 수익성 우려로 이어지는 중. 항공주 내 선별적 접근이 유효한 상황이라 판단.

항공의 경우 1Q24 실적시즌 분위기 차별화되는 모습. 1월 발생한 보잉 기체 안전 이슈 영향.

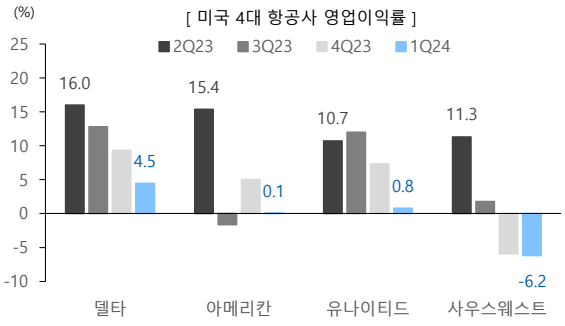



자료: 각 사, 한국공항공사, 유안타증권 리서치센터

## 2. DAL.US: 보잉 리스크 안전지대, 필요한 연료는 직접 조달

- DAL, 미국 대표 FSC 항공사. 투자포인트는 1) 보잉 익스포저가 낮아 견고한 여객 수요 영위 가능, 2) 자체 항공유 부담으로 고유가로 인한 마진 타격이 상대적으로 적은 상황이라는 점.
- 동사 보잉 737 기종 전체 1/4으로 Peer 중 가장 낮음. 보잉 항공기 인도 지연으로 하반기 운행 계획 차질 발생한 경쟁사 슬롯 흡수하기에 충분한 여력.
- 자체 정유 시설에서 확보한 항공유를 활용해 업계 전반적으로 직면한 수익성 부담 여파를 적게 받고 있는 상황.

미국 항공업계 전반적으로 수익성 부담 높은 상황, 동사의 경우 자체 연료 조달로 마진 타격 적음.




자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 1. 견조한 여객 수요 전망 속 빈틈을 만든 보잉

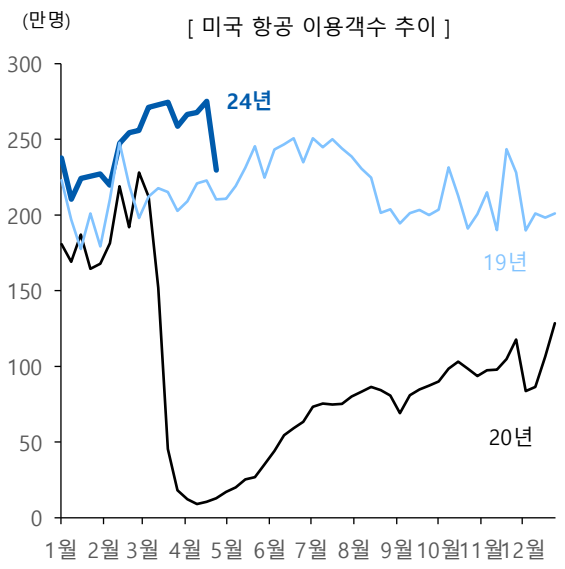
GDP, 물가 등 혼조된 매크로 지표로 변동성 높은 국면 지속되는 가운데 여행 관련 종목들의 경우 본격적인 성수기를 앞두고 안정적인 주가 흐름을 보여주고 있다. 특히, 항공의 경우 최근 한 달 사이 +3.3% 상승, 증시(S&P500 -2.2%)를 아웃퍼폼하고 있다.

장기간 지속된 인플레에도 견고하게 유지되는 여객 수요의 수혜를 누리고 있다는 판단이다. 북미 여객 수요를 나타내는 미국 항공 이용객 수 추이를 보면 23년부터 팬데믹 이전인 19년도 수준을 넘어섰으며 해당 추세가 금년에도 지속되고 있음이 확인된다. 미국 4대 항공사는 최근 실적 발표에서 공통적으로 견고한 항공 수요를 언급했다.

그런데 강력한 여객 수요의 수혜가 모든 항공사에 공통적으로 적용되지는 않는 모습이다. 지난 1월 발생한 보잉 737 Max 항공기 사고로 보잉 항공기에 대한 의존도가 높은 항공사들을 중심으로 성장세에 타격이 불가피했기 때문이다.

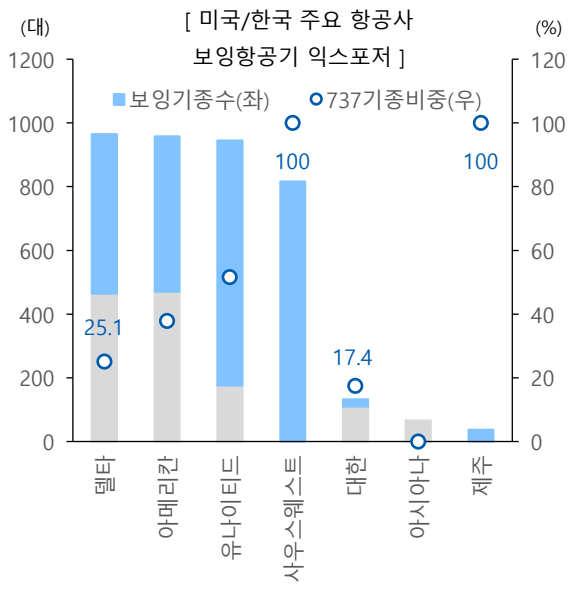
현재 미국 연방항공청(FAA) 주도로 문제가 발생한 737 기종 대상으로 대대적인 기체 검사가 진행되고 있으며 생산 과정에서의 모니터링도 강화되었다. 이로 인해 항공사들의 신규 항공기 인도 계획도 상당수 지연되고 있는 상황이다.

**[차트1] 북미 지역 여객 수요는 지난 23년 물론 24년에도 견고한 수준 유지하고 있는 상황 → 여행주 안정적 흐름.**




자료: 미국 교통안전청(TSA), 유안타증권 리서치센터

**[차트2] 항공의 경우 1Q24 실적시즌 분위기 차별화되는 모습. 1월 발생한 보잉 기체 안전 이슈 영향.**




자료: 각 사, 한국공항공사, 유안타증권 리서치센터

## 2. 안전 이슈에 더해지는 수익성 우려, 활로 찾기 필요

미국 4대 항공사 중에서도 737 기종에 대한 익스포저가 높은 항공사들의 경우 항공기 운항 중단으로 인해 실적에 직접적인 타격을 입었다. 일례로 보잉 항공기 의존도가 100%이면서 전체 항공기가 737 기종으로 구성되어 있는 사우스웨스트 항공(LUV)의 경우 이번 분기(1Q24) EPS가 -0.39달러로 적자를 기록했다.

보잉 관련 이슈와 더불어 지속되는 OPEC 감산, 중동 전쟁 여파로 국제유가가 재차 상승세를 타면서 진정되는 듯했던 항공유 가격도 상승 전환되었으며 이로 인해 높아진 연료 가격에 대한 부담이 수익성에 대한 우려 또한 불러일으키고 있다.

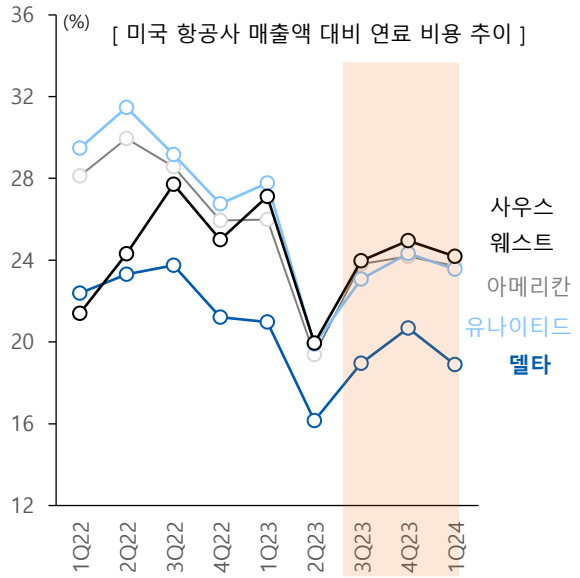
실제로 미국 주요 항공사들의 매출액 대비 연료 비용의 경우 국제유가가 재차 상승세를 보이기 시작한 지난해 하반기 이후 확대되는 모습을 보이고 있다. 본격적인 성수기를 앞두고 항공 관련 종목 중에서도 선별적인 접근이 필요한 시점이라고 판단된다.

여타 항공 관련 종목들 중에서도 1) 보잉 항공기에 대한 익스포저가 적고, 2) 고유가에 따른 연료비 부담이 적어 현재의 높은 여객 수요의 수혜를 오롯이 누릴 수 있는 델타 항공(DAL)을 Top pick으로 제시한다.

**[차트3] 지난해 하반기부터 재차 상승세를 타기 시작한 국제유가 → 지역별 항공유 가격에도 영향 미치는 중.**

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

**[차트4] 지난해 하반기 들어 항공유 가격 상승으로 인해 항공사들의 연료비 부담 점차 가중되고 있는 모습.**




자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 3. DAL.US: 보잉 리스크 안전지대, 필요한 연료는 직접 조달

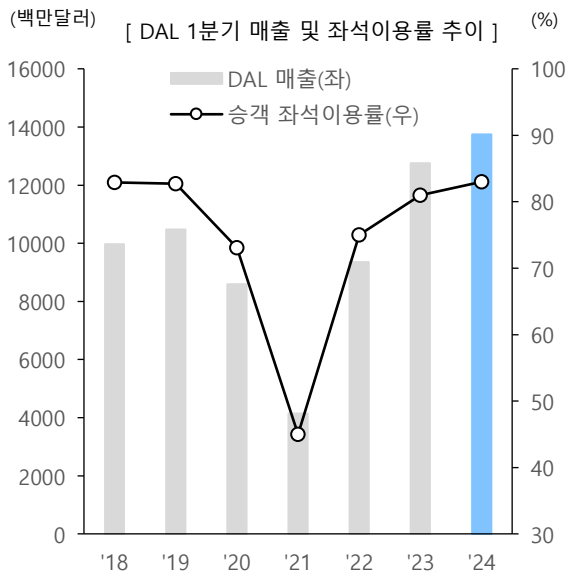
델타 항공(DAL)은 미국 대표적인 FSC 항공사로 투자포인트는 1) 보잉 익스포저가 낮아 수요 수혜를 영위할 수 있다는 점, 2) 고유가로 인한 연료비 상승으로 수익성 부담 높은 상황에서 자체 항공유 조달로 마진 여파를 상대적으로 적게 받고 있다는 점이다.

동사의 경우 보잉 737 기종이 전체 항공기의 25%에 불과해 Peer 중 가장 낮은 수준을 차지하고 있다(vs AAL(38%), UAL(52%), LUV(100%)). 1Q24 기준 승객 좌석 이용률이 83%라는 점을 감안, 보잉 항공기 인도 지연으로 하반기 운행 계획에 차질이 발생한 경쟁사들의 슬롯을 흡수하기에도 충분한 여력을 갖추고 있다는 판단이다.

현재 미국 항공업계 전반적으로 임금인상 압박, 고유가로 인한 유류비 증가 등으로 수익성 부담이 상당한 상황이다. 그런데 동사의 경우 자체 정유시설에서 확보한 항공유를 활용해 현재 경쟁사 대비 상대적으로 마진 타격을 적게 받고 있다.

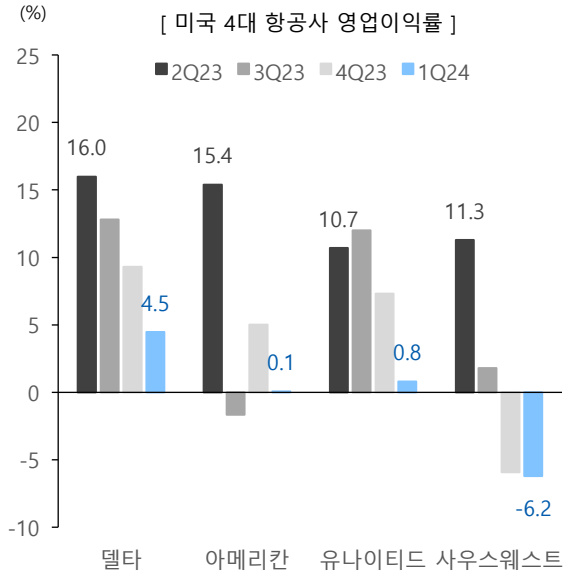
또한, American Express와의 협력을 통해 프리미엄 상품 및 로열티 강화를 통한 고객 서비스 제공에 주력하고 있는 점도 충성 고객 강화는 물론 시장 내 경쟁 우위 상황을 곤고하게 만드는 요인이 될 것이라는 판단이다.

**[차트5] DAL은 현재 보잉 익스포저가 낮아 견조한 여객 수요 혜택 온전히 누리는 상황, 경쟁사 슬롯 흡수도 충분.**




자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

**[차트6] 미국 항공업계 전반적으로 수익성 부담 높은 상황, 동사의 경우 자체 연료 조달로 마진 타격 적음.**




자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터