2021 년 11 월 17 일

산업분석 | 운송

항공

화물은 좋고, 국제여객 멀었고, 국내여객 경쟁심화

Analyst
나민식, CFA
02 3779 8754
minsik@ebestsec.co.kr

Overweight

항공 (Overweight)

Top Picks	**대한항공**	
	투자의견	Buy (유지)
	목표주가	43,000 원 (상향)
	아시아나항공	
	투자의견	Buy (유지)
	목표주가	26,000 원 (하향)
	진에어	
	투자의견	Hold (유지)
	목표주가	21,000 원 (하향)
	제주항공	
	투자의견	Hold (유지)
	목표주가	21,000 원 (하향)
	티웨이항공	
	투자의견	Buy (유지)
	목표주가	5,000 원 (유지)

화물이 가른 실적 양극화

커버리지 항공 5 개사 합산 3Q21 매출액 3 조 5,630 억원(YoY +37%)을 발표했다. 전체 매출액 중에서 화물사업부가 68% 비중을 차지했다. ① 코로나 이후 화물 Yield 가 개선되면서 화물사업부 매출액은 2 조 4,150 억원(YoY +60%)을 시현했다. 공급증가 효과보다는 화물 Yield 상승 덕분에 FSC 는 수익성이 개선되었다. 특히 대한항공은 3Q21 영업이익 4,200 억원(OPM: 18.2%)으로 역사적인 영업이익률을 기록했다. ② 국제여객 매출액은 3,970 억원 (YoY+17%)을 기록했다. 2010 년 10 월 국제여객은 약 30 만명이다. 코로나 이전인 2019 년 월평균 약 700 만명과 비교하면 4.2% 수준까지 회복한 수준이다. 중국, 일본, 동남아시아에서 여행객 대상으로 자가격리를 면제하지 않는 이상 코로나 이전으로 회복하기 까지는 시간이 필요하다. ③ 국내여객 매출액은 2,730 억원(YoY+8%)이다. 계절적으로 추석연휴가 있는 3 분기는 여객 성수기다. 그러나 3Q21 국내여객 ASK 3,354 백만석 km, 2Q21 대비해서 -5% 감소했다. 이는 제주도 4 단계 격상(8.18~9.22) 및 4 차 팬데믹 영향으로 국내여객 수요가 감소했기 때문이다.

국제여객 회복은 장거리노선 회복먼저 → FSC 가 더 빠르게 회복한다

국제여객 회복은 장거리노선 → 단거리노선 순서대로 이루어질 가능성이 높다. 북미, 유럽 등 선진국 위주로 자가격리 없이 해외여행이 가능하다. 반대로 중국, 일본, 동남아시아 등 한국과 가까운 국가는 아직 해외여행객에 대해서 자가격리 제도를 유지하고 있다. 중국은 22 년 2 월 동계올림픽 이전까지 '제로 코로나'정책을 유지할 가능성이 높다. 일본과 격리면제에 대한 논의는 한국 대선(22 년 3 월) 이후부터 시작될 것으로 생각한다. 이런 상황에서 국제여객 회복은 장거리 여객기를 보유한 FSC 가 LCC 대비해서 더 빠르게 수혜를 받을 것으로 보인다.

대한항공: 이래도 좋고 저래도 좋다

대한항공은 꽃놀이패를 쥐고 있다. 코로나 이후 화물 Yield 가 개선되면서 역사적인 영업이익률을 기록하고 있다. 3Q21 영업이익은 시장기대치보다 +60% 더 높은 4,200 억원을 시현했다. 계절적으로 4 분기는 항공화물 성수기로, 4Q21 실적 눈높이를 높여도 좋다. 국제여객 회복 역시 장거리노선부터 이루어질 전망으로 대한항공이 LCC 와 비교해서 더 빠른 회복이 기대가 된다. 2022 년 EV/EBITDA 6.5 배(역사적 평균 6~8 배) 거래가 되고 있는 만큼 Valuation 부담 역시 낮다고 판단한다. 12 월 안에 공정거래위원회가 대한항공-아시아나 기업결합에 대해서 결론을 내린 이후에는 실적이 주가에 오롯이 반영될 것으로 예상한다.

이베스트투자증권

화물이 가른 실적 양극화

3Q21 Review: 화물은 좋았고, 국제여객은 멀었고, 국내여객은 경쟁심화

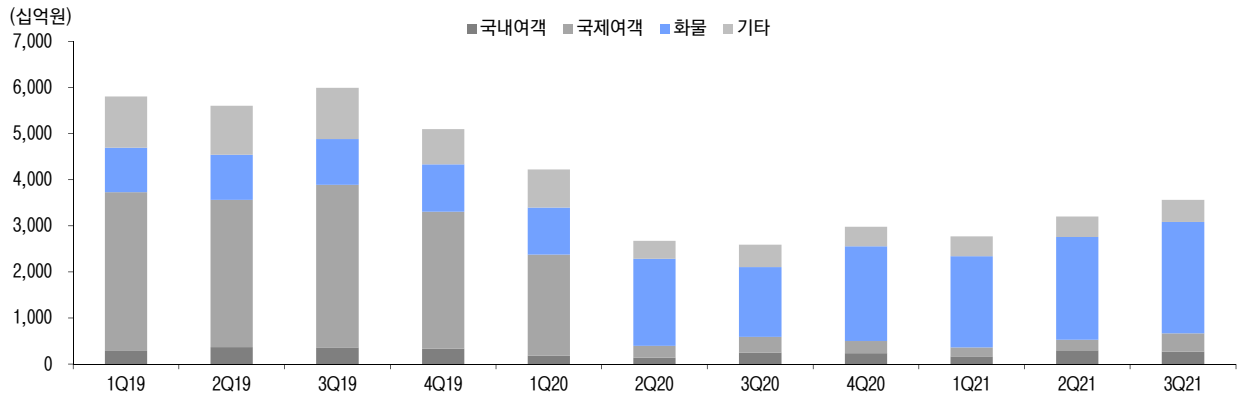
커버리지 항공 5 개사 합산 3Q21 매출액 3 조 5,630 억원(YoY +37%)을 발표했다. 전체 매출액 중에서 화물사업부가 68%를 차지했다. 화물기를 운영하는 FSC 는 화물 Yield 상승으로 좋은 실적은 보여준 반면, 여객기만 운영하는 LCC 는 국제여객 회복을 기다리며 영업이익 적자를 지속했다. 그러면 각각 매출액을 국내여객, 국제여객, 화물로 각각 쪼개서 살펴보자.

① 국내여객 매출액은 2,730 억원(YoY +8%)를 기록했다. 계절적으로 추석연휴가 있는 3 분기는 여객 성수기다. 그러나 3Q21 국내여객 ASK 3,354 백만석 km, 2Q21 대비해서 -5% 감소했다. 이는 제주도 4 단계 격상(8.18~9.22) 및 4 차 팬대믹 영향으로 국내여행 수요가 감소했기 때문이다. 여기에 국내선에서 경쟁이 치열해지면서 코로나 이전대비 낮은 국내선 Yield 가 지속되고 있다.

② 국제여객 매출액은 3,970 억원(YoY +17%)을 기록했다. 사이판, 괌, 태국 등 여행안전권역이 시행되고 있지만 전체 국제여객 매출액을 회복하기에는 아직 부족한 실정이다. 여전히 국제여객 공급(ASK)는 회복될 기미를 보이고 있지 않다. 다만 3Q21 L/F 37%(vs. 2Q21 25%)까지 개선된 점은 희망적이다.

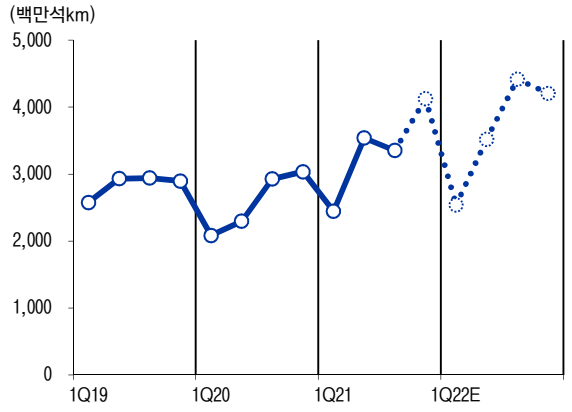
③ 화물 매출액은 2 조 4,150 억원(YoY +60%), 역사적인 화물사업부 성장률을 보여줬다. ATK 4,519 백만톤× L/F 88% × Yield 607 원으로 나눠 볼 수 있다. 코로나 이후에 시작된 화물 Yield 상승이 이어지고 있다. 물류병목현상이 쉽게 해결될 것 같지 않은 가운데 화물 Yield 개선이 22 년 상반기까지 지속될 것으로 전망한다.

그림1 항공사 매출액 추이: 화물이 다 했다



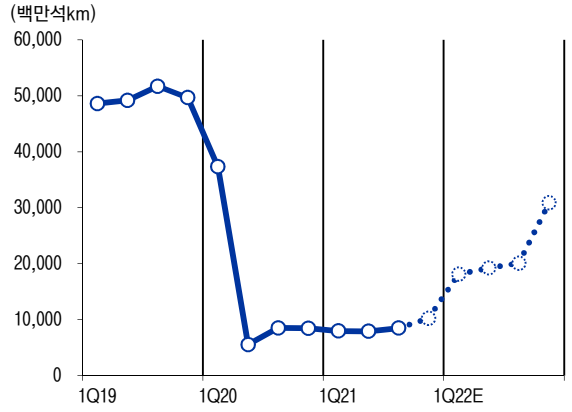
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주) 커버리지 항공사 5 개사 합산

그림2 국내여객 ASK: 4차 팬대믹 영향을 받았던 3Q21



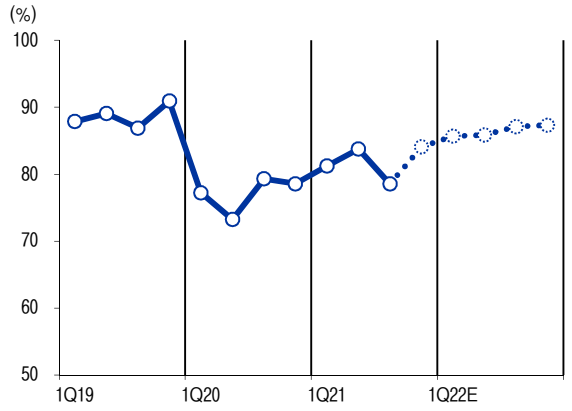
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 국제여객 ASK: 회복은 아직 멀었다...



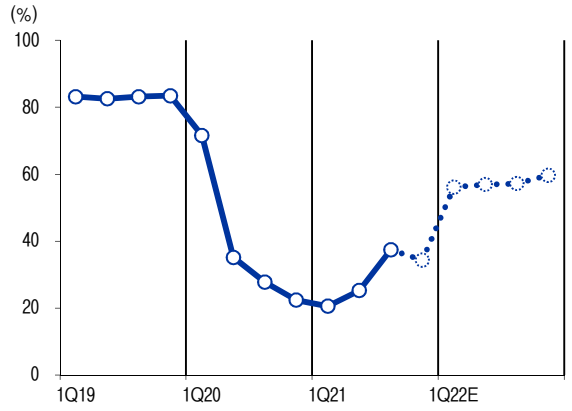
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 국내여객 L/F



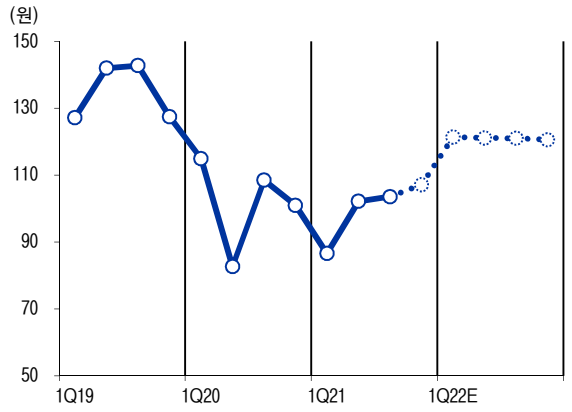
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 국제여객 L/F: 탑승률 개선은 긍정적



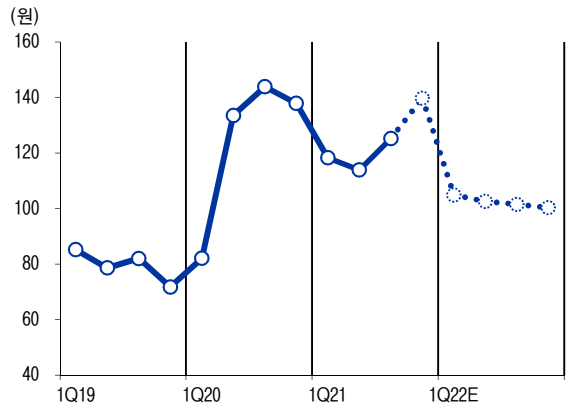
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 국내여객 Yield: 국내선에서는 과당경쟁



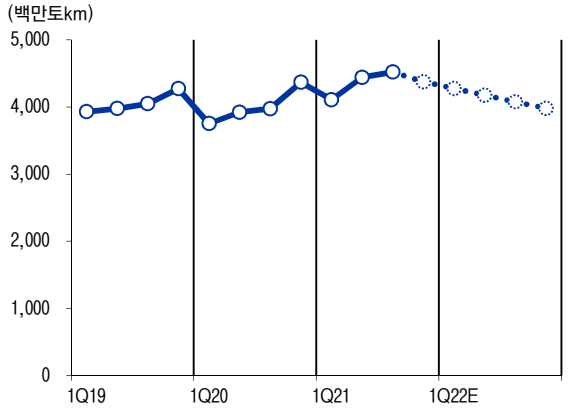
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 국제여객 Yield: L/F가 낮은 대신, Yield는 높아짐



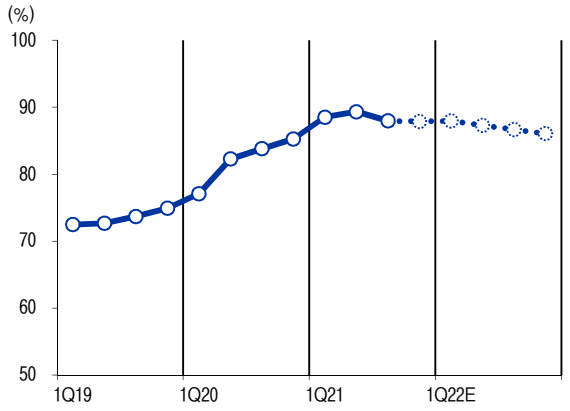
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 화물 ATK



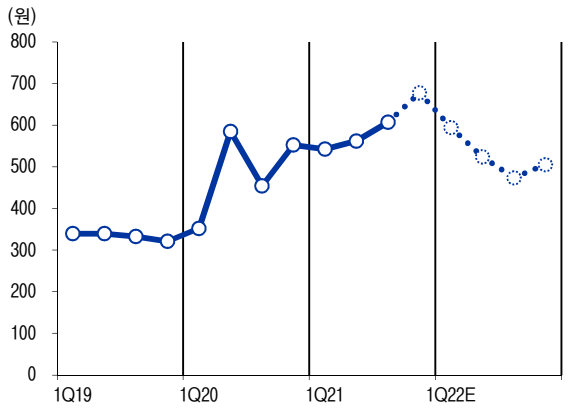
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 화물 L/F



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 화물 Yield: 4 분기는 계절적으로 화물 호황기



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

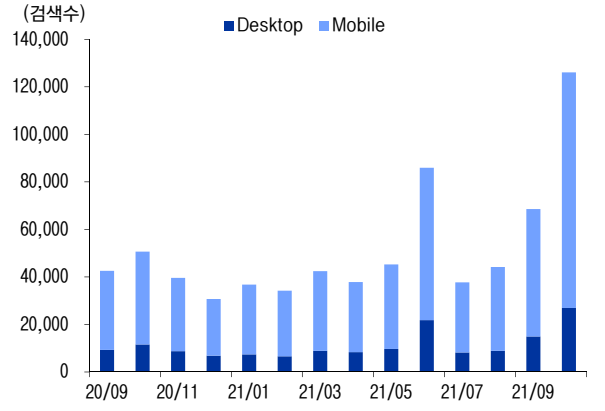
해외여행 잠재수요는 터지기 직전

'해외여행' 네이버 검색 수는 10 월에도 최고치를 갱신했다. 9 월에 이어서 10 월 역시 잠재수요가 커지고 있음을 데이터로 확인 할 수 있다. 10 월에 해외여행에 대한 관심이 높아진 이유는 태국이 자가격리 없이 여행이 가능해 졌기 때문이다. '해외여행'과 마찬가지로 '태국여행' 키워드 검색 수 역시 급상승 했다.

현재까지 한국과 사이판, 괌, 싱가폴, 태국 4 개 국가에서 여행안전권역을 시행하고 있다. 여기에 대만과 아랍에미리트(UAE)와 추가로 협약을 진행하고 있다. 이렇게 자가격리 없이 해외여행이 가능한 국가들이 늘어나면서 자연스럽게 해외여행에 대한 잠재수요는 계속 커질 것으로 보인다.

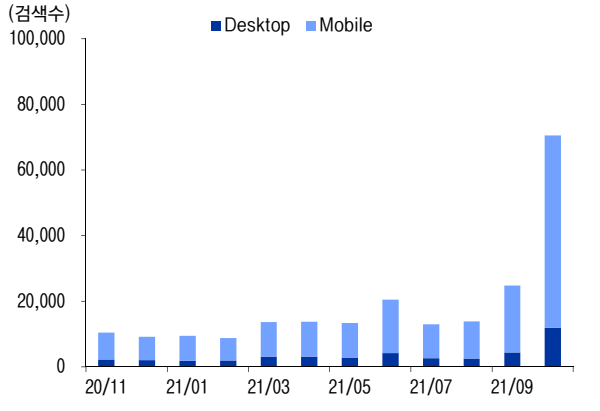
그리고 11/5(금) 화이자는 경구용 코로나 치료제 효과를 발표했다. 이 소식과 함께 한국, 미국 항공주는 일제히 상승했었다. 이들의 발표에 따르면 코로나로 인한 중증/사망에 89%에 가까운 효과를 보여준다고 한다. 머크의 코로나 치료제 효능 50%에 대비하면 진일보한 것으로 보인다. 이 약은 FDA 승인을 대기하고 있으며 승인 이후에는 90 개국 국가에서 시판될 예정이다. 화이자 코로나 치료제 역시 해외여행에 대한 잠재수요가 커지는 효과를 부를 것이다.

그림11 "해외여행" 검색 수 : 10 월에 다시한번 점프



자료: 네이버, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 "태국여행" 검색 수



자료: 네이버, 이베스트투자증권 리서치센터

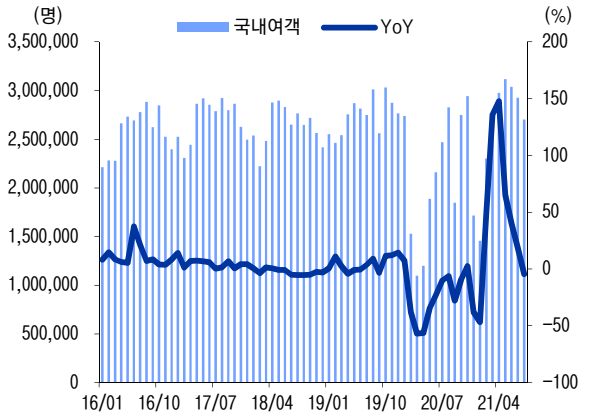
그럼에도 불구하고, 국제여객은 계단식 반등

그렇다면, 잠재된 해외여행 수요가 터지면서 2022 년에는 국제여객이 V 자 반등을 그려줄까? 아직은 시간이 좀 더 필요해 보인다. 그 이유는 ① 한국과 가까운 중국/일본은 아직 격리면제에 대한 논의가 진행되고 있지 않다. 중국은 베이징 동계 올림픽이 시작하는 2 월 전까지는 '제로 코로나' 정책을 유지할 가능성이 높다. 일본의 경우 정치적인 문제 때문에 한국 대선이 있는 3 월 전까지 격리면제에 대한 논의가 시작하긴 어려워 보인다. ② 백신 보급률이 낮은 동남아시아 지역은 여전히 자가격리 제도를 유지하고 있다. 개도국까지 백신 보급률이 빠르게 증가해야 국제여객 회복속도가 빨라질 수 있다. ③ 여행안전권역은 다자간 협상이 아니라 국가간 1:1 협상이라서 항공 네트워크 회복에 시간이 걸린다.

데이터를 통해서 살펴보자. 2021 년 10 월 국제여객은 약 30 만명을 기록했다. 코로나 이전인 2019 년 월평균 약 700 만명과 비교하면 4.2% 수준까지 회복했다. 인천-사이판 노선은 2019 년 대비 10% 수준, 괌은 3% 수준까지 회복한 상황이다. 한국-사이판 여행안전권역이 5 개월동안 시행되고 있지만 전체 여객수는 아직 10%까지 회복하지 못했다. 항공 운항편수가 제한되어 급격한 회복이 나타나고 있지 않은 것으로 보인다.

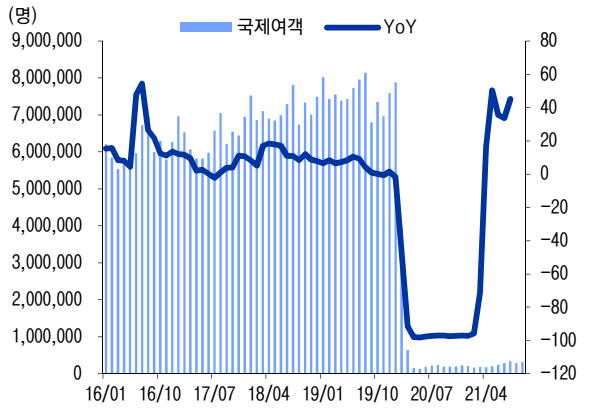
국제여객은 장거리노선이 먼저 회복하고 이후에 단거리노선이 회복하는 순서대로 차별적으로 이뤄질 것으로 전망한다. 북미, 유럽지역은 백신 접종을 완료한 해외 관광객을 대상으로 자가격리를 면제하고 있다. 반대로 동남아시아, 중국, 일본은 자가격리제도를 유지하고 있다. 지역적인 차별화는 해외 항공사 RPK 를 통해서도 확인할 수 있다. 북미 항공사 RPK 는 빠르게 회복하는 반면, 아태지역 항공사 RPK 는 아직 회복이 요원한 상황이다. 국내 항공사 역시 북미/유럽 등 장거리노선에 취항이 가능한 FSC 가 LCC 대비해서 더 빠르게 국제여객 회복 수혜를 볼 것으로 전망한다.

그림13 국내여객 추이: 코로나 이전수준 회복



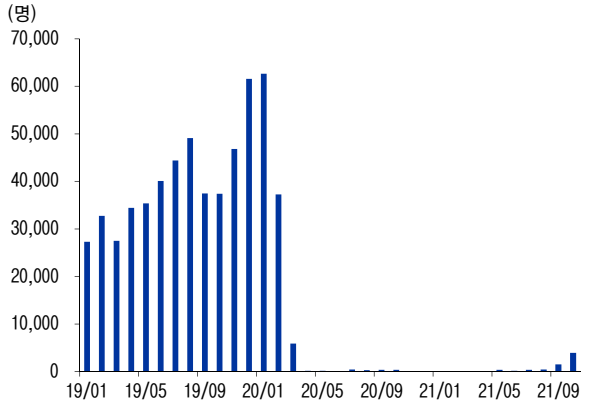
자료: 에어포털, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 국제여객 추이: 아직 회복하지 못 함



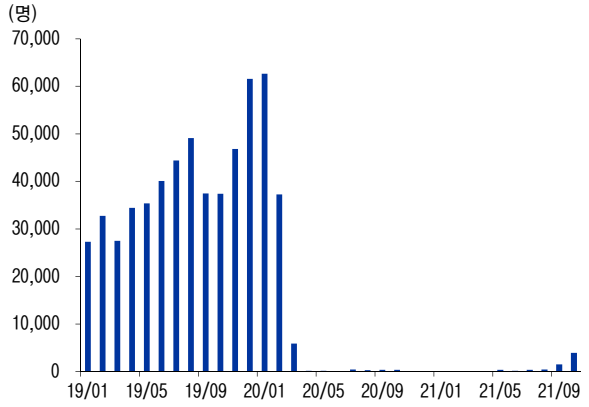
자료: 에어포털, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 인천-사이판 노선 국제여객 추이



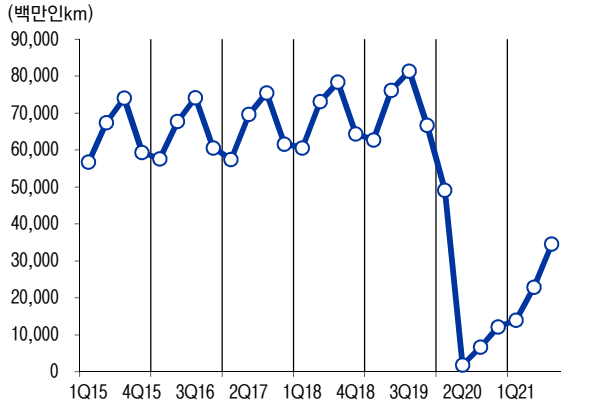
자료: 에어포털, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 인천-괌 노선 국제여객 추이



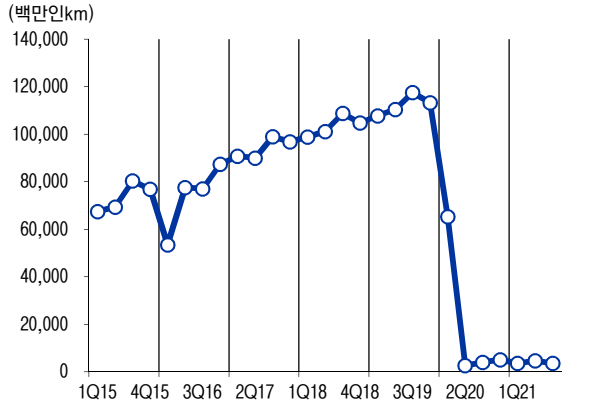
자료: 에어포털, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 북미 국제선 RPK: 선진국 회복속도가 빠르다



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 아태지역 국제선 RPK: 상대적으로 낮은 회복속도



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 선진국 위주로 자가격리 없이 해외여행 (21.11.10)

자료: 외교부, 이베스트투자증권 리서치센터

영업비용: 고용유지지원금 중단, 유가상승

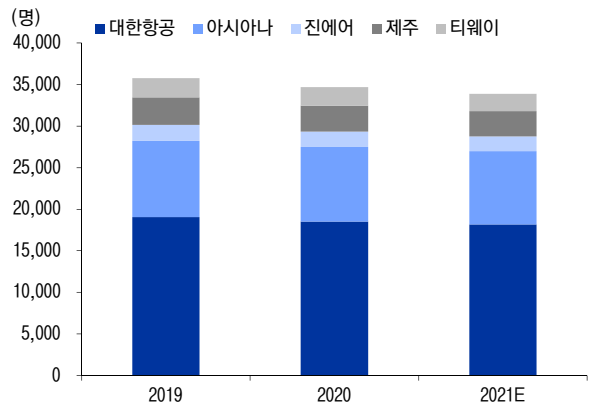
고용유지지원금 11 월부터 중단

고용유지지원금이 2021 년 11 월부터 중단되었다. 고용유지지원금은 고용조정이 불가피한 사업주가 고용을 유지하는 조건으로 인건비의 최대 90%까지 지원해 주는 제도를 의미한다. 코로나가 진행되는 동안 항공사가 고용한 임직원 수는 소폭 하락한 반면(그림 20), 인당 급여 추이는 급격히 하락(그림 21)했던 배경에는 고용유지지원금이 있었기 때문이다.

그렇다면 고용유지지원금이 중단된다면 인건비 부담이 커질까? 재무적인 영향은 FSC, LCC 각각 상이할 것으로 보인다. 대한항공, 아시아나는 정부의 지원종료 이후에도 유급휴직을 유지하기로 밝혔다. 대한항공은 약 200 억원 인건비 부담이 생겼다. 다만 항공 화물운임 강세가 인건비 부담을 상쇄하면서 인건비 증가가 실제 영업이익률에 미치는 영향은 제한적이다. 반대로 LCC 는 무급휴직으로 전환하기로 했다. 이들 저가항공사에 대해서 추가적인 인건비부담은 없을 것으로 보인다.

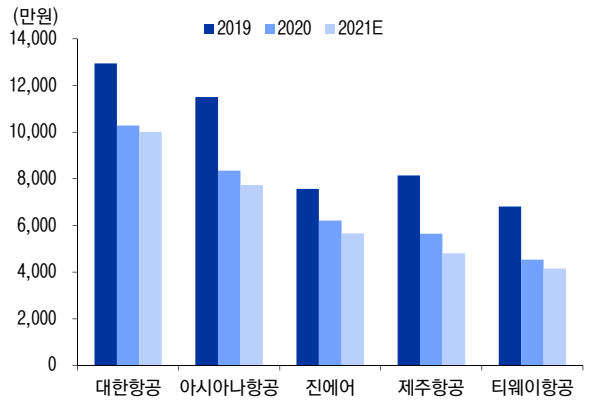
2022 년 항공사 인건비 추정에 있어서 고용유지지원금이 중요한 변수가 될 것으로 보인다. 현재까지 정부에서는 다양한 방안을 검토하고 있다. ① 2021 년처럼 FSC/LCC 관계없이 지원을 해주거나 ② FSC/LCC 나눠서 선별해서 고용유지지원금을 나눠 줄 가능성도 있다. ③ 여기에 기존에 규정대로 180 일을 지원해 줄 것인지에 대한 변수도 있다. 어떤 방식으로 진행될지는 시간이 좀더 지나봐야 윤곽이 나올 것 같다.

그림20 임직원 수: 35,776 명 → 34,683 명 → 33,887 명



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 인당 급여 추이: 정부고용지원금, 탄력근무제



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

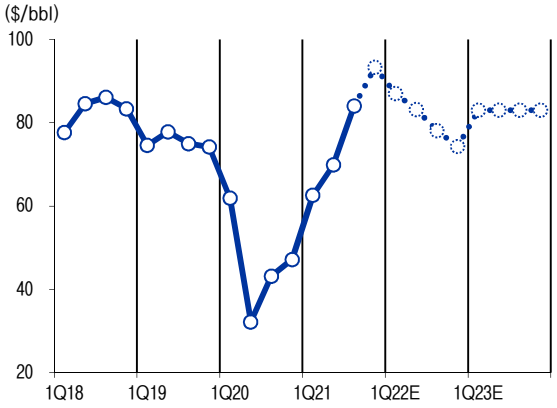
유가상승이 수익성에 미치는 영향력은 제한적

FSC 는 화물운임 호황 때문에, LCC 는 비행기가 계류장에 묶여서 유가상승이 수익성에 미치는 여향은 제한적이다.

① FSC 는 화물운임 상승이 유가상승을 상쇄하고 있다. 2Q21 대한항공 영업이익률 9.6%, 화물 Yield 560 원, 항공유 70$/bbl vs. 3Q21 대한항공 영업이익률 18.2%, 화물 Yield 603 원, 항공유 84$/bbl 을 기록했다. 유가상승에도 불구하고 화물운임이 상승하면서 영업이익률은 8.6%pt 개선되었다.

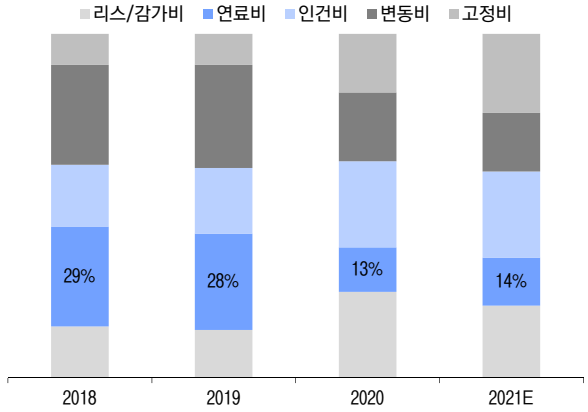
② LCC 는 유가상승 이전에 비행기가 언제 이륙할지 걱정해야 하는 상황이다. 2018 년, 2019 년 연료비가 영업비용에서 차지하는 비중은 약 28% 수준이었다. 이때는 유가상승, 하락이 영업이익률에 영향을 줬다. 그러나 2020 년, 2021 년 비중은 약 13% 수준으로 낮아졌다. 항공기가 계류장에 묶인 지금, 유가상승이 LCC 영업이익률에 미치는 영향력은 제한적이다.

그림22 항공유 상승



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 제주항공 영업비용 비중



자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 3Q21 Review

(십억원)	3Q21	YoY	QoQ	당사 추정	% Diff	컨센서스	% Diff
대한항공							
매출	2,304	+44.4%	+14.5%	2,160	▲ 6.6%	2,178	▲ 5.8%
영업이익	420	흑자전환	+117.1%	320	▲ 31.3%	261	▲ 60.9%
영업이익률(%)	18.2%	흑자전환	+8.6%pt	14.8%	▲ 3.4%pt	12.0%	▲ 6.2%pt
아시아나항공							
매출	1,066	+28.6%	+8.3%	1,008	▲ 5.8%	1,075	▼ 0.8%
영업이익	6	-52.9%	-88.7%	64	▼ 90.1%	64	▼ 90.1%
영업이익률(%)	0.6%	-1.0%pt	-5.0%pt	6.4%	▼ 5.8%pt	6.0%	▼ 5.4%pt
진에어							
매출	61	+13.4%	-4.3%	63	▼ 3.7%	68	▼ 10.7%
영업이익	-45	적자지속	적자지속	-40	-	-44	-
영업이익률(%)	-73.4%	적자지속	적자지속	-64.3%	-	-64.4%	-
제주항공							
매출	68	+14.5%	-9.2%	71	▼ 3.9%	82	▼ 17.2%
영업이익	-91	적자지속	적자지속	-67	-	-70	-
영업이익률(%)	-133.9%	적자지속	적자지속	-94.9%	-	-85.3%	-
티웨이항공							
매출	53	+9.1%	-6.9%	55	▼ 3.6%	57	▼ 6.3%
영업이익	-39	적자지속	적자지속	-42	-	-40	-
영업이익률(%)	-73.6%	적자지속	적자지속	-76.0%	-	-71.4%	-

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

아시아나항공 (020560)	13
진에어 (272450)	18
제주항공 (089590)	23
티웨이항공 (091810)	28

Universe

종목명	투자판단	목표주가
아시아나항공	Buy (유지)	26,000 원(하향)
진에어	Hold (유지)	21,000 원(하향)
제주항공	Hold (유지)	21,000 원(하향)
티웨이항공	Buy (유지)	5,000 원(유지)

아시아나항공 (020560)

2021. 11. 17 | 항공

화물호황을 덮어버린 일회성손실

Analyst 나민식, CFA
02. 3779-8754
minsik@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 26,000 원
현재주가 21,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

3Q21 Review: 정비충당부채 증가로 추정치 하회

3Q21 매출액 1조 660억원(YoY+29%), 영업이익 63억원(YoY-53%)을 기록했다. 매출액은 당사 추정치 및 컨센서스에 부합하는 실적을 보여줬다. 다만 영업이익은 당사 추정치 640억원 대비 -90% 하회하는 실적이다. 영업이익이 추정치에 하회한 이유는 고정비 때문이다. 3Q21 고정비는 1,325억원(vs. 당사 추정 250억원) 발생했는데 환율상승으로 정비충당부채증가에 따른 비용인식으로 추정치와 오차가 발생했다.

추징금 발생으로 순이익 적자 기록

3Q21 계속사업손실 3,924억원(적자전환)을 기록했다. 이는 2015~2017년 세무조사 결과에 따라 추가적으로 부담될 것으로 예상되는 법인세 1,069억원을 3Q21 법인세비용으로 인식하였기 때문이다. 이는 2016년 아시아나항공이 금호산업에 금호터미널 지분 매각과 관련된 건으로 알려졌다.

EBITDA 시점변경으로 인한 목표주가 하향

기존 목표주가 33,000 원에서 26,000 원으로 소폭 하향했다. 현재 주가는 추징금, 영업이익 등 실적과 무관하게 변동하고 있다. 경영권이 불확실한 가운데 대한항공-아시아나 기업결합이 결정된 다음에 실적과 주가와 유사한 방향으로 흘러갈 것으로 전망한다. 현재 공정거래위원회는 올해 말(12 월)까지 결정을 내리기로 했다. 조건부 승인가능성으로 흘러갈 가능성이 높은데, 가격규제 또는 슬롯배분 등 어떤 조건이 붙는지에 따라서 동사의 주가방향성이 결정될 것으로 보인다.

Stock Data

KOSPI(11/16)		2,997.21 pt
시가총액		15,924 억원
발행주식수		74,412 천주
52 주 최고가 / 최저가		29,150 / 16,298 원
90 일 일평균거래대금		393.91 억원
외국인 지분율		7.6%
배당수익률(21.12E)		0.0%
BPS(21.12E)		2,870 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-9.3%
	6 개월	31.9%
	12 개월	-37.4%
주주구성	금호산업 (외 2 인)	30.8%
	금호석유화학 (외	11.0%
	국민연금공단 (외	5.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	6,887	-436	-1,041	-818	-17,355	적지	634	-1.5	13.6	1.5	-90.7
2020	3,895	-276	-457	-503	-8,551	적지	812	-2.3	10.3	0.9	-43.8
2021E	3,904	-28	-747	-737	-10,683	적지	1,004	-2.0	8.6	7.5	-116.5
2022E	4,873	293	-31	-24	-73	적지	1,184	-292.1	5.8	2.5	-2.6
2023E	10,185	917	597	465	2,347	흑전	1,973	9.1	3.4	2.0	24.5

자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표2 3Q21 Review

(십억원)	3Q21	YoY	QoQ	당사 추정	% Diff	컨센서스	% Diff
매출액	1,066	+28.6%	+8.3%	1,008	▲ 5.8%	1,075	▼ 0.8%
영업이익	6	-52.9%	-88.7%	64	▼ 90.1%	64	▼ 90.1%
영업이익률	0.6%	-1.0%pt	-5.0%pt	6.4%	▼ 5.8%pt	6.0%	▼ 5.4%pt

자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 목표주가

구분	변경 전	변경 후	비고
EBITDA (십억 원)	1,174	1,061	Forward EBITDA
Target EV/EBITDA (배)	9.8	9.8	2020 년 하단 적용
EV (십억 원)	11,502	10,394	
순차입금 (십억 원)	4,902	5,321	2Q22 → 3Q22
적정 시가총액 (십억 원)	6,600	5,073	
발행주식 수 (천 주)	198,239	198,239	
목표주가 (원)	33,000	26,000	
현재주가 (원)		21,400	
상승여력 (%)		21.5%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 Valuation Table

	2016	2017	2018	2019	2020
PER (High)	24.1	5.1	-5.7	-2.3	-3.2
PER (Average)	17.9	3.7	-4.8	-1.4	-1.9
PER (Low)	16.6	3.3	-3.5	-0.9	-1.3
EV/EBITDA (High)	8.3	7.1	7.8	14.4	10.8
EV/EBITDA (Average)	8.0	6.7	7.5	13.5	10.3
EV/EBITDA (Low)	7.8	6.6	7.1	12.8	9.8
PBR (High)	1.4	1.1	1.2	2.4	1.3
PBR (Average)	1.1	0.8	1.0	1.5	0.9
PBR (Low)	0.9	0.7	0.7	1.0	0.5
PSR (High)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
PSR (Average)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
PSR (Low)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 주요가정

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
항공기 (대)	87	86	84	87	86	84	82	82	82	80	80	80
환율	1,194	1,220	1,188	1,118	1,114	1,121	1,160	1,175	1,175	1,155	1,165	1,185
항공유 ($/bbl)	62	32	43	47	63	70	84	93	87	83	78	74

자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터
주) 항공기는 등록일자 기준으로 IR 자료와 차이가 발생할 수 있음

표6 분기 실적전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	**1,285**	**869**	**830**	**912**	**847**	**985**	**1,067**	**1,005**	**1,251**	**1,143**	**1,120**	**1,359**
성장률 (%)	-25.4	-50.2	-54.8	-42.4	-34.1	13.4	28.6	10.2	47.7	16.0	5.0	35.2
국내여객	48	32	50	43	33	64	52	77	47	68	88	84
ASK (백만석 km)	571	539	611	568	410	664	590	776	456	654	835	792
RPK (백만인 km)	423	376	451	413	311	527	437	629	374	543	702	674
L/F (%)	74	70	74	73	76	79	74	81	82	83	84	85
Yield (원)	114	85	112	104	105	122	122	122	125	125	125	125
국제여객	584	92	122	74	66	74	123	124	388	392	409	652
ASK (백만석 km)	10,239	2,154	2,847	2,863	2,759	2,894	2,988	4,165	6,791	6,861	7,166	10,380
RPK (백만인 km)	7,267	624	768	637	555	644	1,029	1,083	3,396	3,431	3,583	5,709
L/F (%)	71	29	27	22	20	22	34	26	50	50	50	55
Yield (원)	80	148	159	116	119	114	114	114	114	114	114	114
화물	333	654	485	685	610	707	753	666	678	545	484	484
ATK (백만톤 km)	1,269	1,336	1,281	1,383	1,225	1,305	1,274	1,274	1,274	1,274	1,274	1,274
RTK (백만톤 km)	1,015	1,139	1,114	1,257	1,191	1,271	1,238	1,210	1,210	1,210	1,210	1,210
L/F (%)	80	85	87	91	97	97	97	95	95	95	95	95
Yield (원)	328	574	435	545	512	557	608	550	560	450	400	400
기타	320	90	172	110	139	140	139	139	139	139	139	139
영업비용	**1,569**	**842**	**816**	**945**	**936**	**929**	**1,063**	**1,006**	**1,147**	**1,121**	**1,102**	**1,210**
리스/감가비	311	266	203	297	258	258	264	247	226	226	220	220
연료비	371	93	132	143	172	217	243	333	376	360	353	419
인건비	250	163	174	161	176	181	173	150	183	199	199	180
변동비	480	238	252	264	230	247	238	251	313	286	280	340
고정비	157	83	56	80	100	26	145	25	50	50	50	50
영업이익	**-284**	**27**	**13**	**-33**	**-89**	**56**	**6**	**-1**	**104**	**22**	**18**	**150**
영업이익률 (%)	-22.1	3.1	1.6	-3.6	-10.5	5.7	0.6	-0.1	8.3	1.9	1.6	11.0
영업외수익	131	9	46	380	44	26	33	0	0	0	0	0
영업외비용	553	-16	43	166	302	103	335	82	82	82	80	80
법인세비용	-26	-3	7	47	-1	-6	96	-18	5	-13	-14	15
계속사업이익	**-679**	**54**	**9**	**133**	**-345**	**-15**	**-392**	**-65**	**17**	**-47**	**-49**	**54**
순이익률(%)	-52.8	6.2	1.1	14.6	-40.7	-1.5	-36.8	-6.5	1.4	-4.1	-4.3	4.0

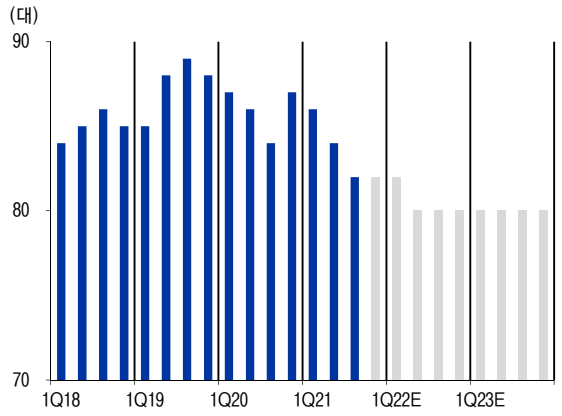
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

표7 연간 실적전망

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**6,887**	**3,895**	**3,904**	**4,873**	**10,185**
성장률(%)	-4.1	-43.4	0.2	24.8	109.0
국내여객	327	174	226	286	322
ASK (백만석 km)	2,797	2,288	2,440	2,737	2,546
RPK (백만인 km)	2,475	1,662	1,904	2,291	2,219
L/F (%)	88	73	78	84	87
Yield (원)	132	104	119	125	145
국제여객	3,507	873	386	1,842	5,769
ASK (백만석 km)	53,536	18,103	12,806	31,198	58,625
RPK (백만인 km)	44,633	9,296	3,311	16,118	48,072
L/F (%)	83	51	26	52	82
Yield (원)	79	94	117	114	120
화물	1,276	2,157	2,736	2,191	1,694
ATK (백만톤 km)	5,727	5,269	5,078	5,096	5,096
RTK (백만톤 km)	4,440	4,525	4,910	4,841	4,841
L/F (%)	78	86	97	95	95
Yield (원)	287	477	557	453	350
기타	1,777	692	556	554	2,400
영업비용	**7,323**	**4,172**	**3,934**	**4,580**	**9,268**
리스/감가비	1,058	1,076	1,028	891	1,056
연료비	2,010	739	964	1,509	2,325
인건비	1,054	748	680	762	1,119
변동비	2,442	1,234	965	1,218	3,768
고정비	759	375	296	200	1,000
영업이익	**-436**	**-276**	**-28**	**293**	**917**
영업이익률(%)	-6.3	-7.1	-0.7	6.0	9.0
영업외수익	172	565	103	0	0
영업외비용	778	746	822	324	320
법인세비용	-255	25	71	-7	131
계속사업이익	**-786**	**-482**	**-817**	**-24**	**465**
순이익률(%)	-11.4	-12.4	-20.9	-0.5	4.6

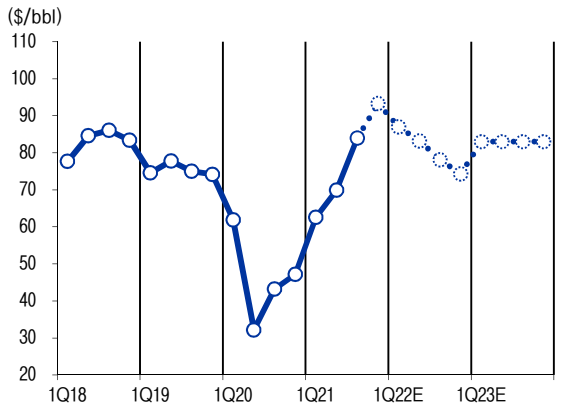
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 보유 항공기 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표9 항공유 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

아시아나항공 (020560)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,561	2,386	1,965	3,684	4,879
현금 및 현금성자산	194	503	298	1,754	1,844
매출채권 및 기타채권	419	393	423	573	1,292
재고자산	226	193	201	272	614
기타유동자산	722	1,297	1,043	1,085	1,129
비유동자산	11,943	11,465	10,968	10,826	10,907
관계기업투자등	141	128	125	131	136
유형자산	10,358	9,533	9,020	8,800	8,800
무형자산	204	80	65	66	67
자산총계	**13,503**	**13,851**	**12,933**	**14,510**	**15,785**
유동부채	4,558	5,247	5,186	5,291	5,983
매입채무 및 기타재무	483	319	373	505	1,138
단기금융부채	2,487	3,630	3,423	3,339	3,339
기타유동부채	1,589	1,298	1,390	1,447	1,506
비유동부채	8,037	7,515	7,568	7,565	7,683
장기금융부채	5,534	4,832	4,777	4,661	4,661
기타비유동부채	2,503	2,683	2,791	2,904	3,022
부채총계	**12,595**	**12,762**	**12,754**	**12,855**	**13,665**
지배주주지분	793	1,031	191	1,667	2,133
자본금	1,116	372	372	1,030	1,030
자본잉여금	586	1,990	1,162	2,005	2,005
이익잉여금	-881	-1,305	-1,316	-1,340	-875
비지배주주지분(연결)	115	58	-13	-13	-13
자본총계	**908**	**1,089**	**179**	**1,655**	**2,120**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**6,887**	**3,895**	**3,904**	**4,873**	**10,185**
매출원가	6,614	3,818	3,657	4,259	8,619
매출총이익	**273**	**77**	**246**	**614**	**1,565**
판매비 및 관리비	708	354	274	321	649
영업이익	**-436**	**-276**	**-28**	**293**	**917**
(EBITDA)	634	812	1,004	1,184	1,973
금융손익	-530	-125	-724	-324	-320
이자비용	348	380	335	324	320
관계기업등 투자손익	3	-8	-8	0	0
기타영업외손익	-79	-48	12	0	0
세전계속사업이익	**-1,041**	**-457**	**-747**	**-31**	**597**
계속사업법인세비용	-255	25	71	-7	131
계속사업이익	-786	-482	-817	-24	465
중단사업이익	-32	-21	80	0	0
당기순이익	**-818**	**-503**	**-737**	**-24**	**465**
지배주주	-785	-400	-712	-24	465
총포괄이익	**-821**	**-504**	**-737**	**-24**	**465**
매출총이익률 (%)	4.0	2.0	6.3	12.6	15.4
영업이익률 (%)	-6.3	-7.1	-0.7	6.0	9.0
EBITDA 마진률 (%)	9.2	20.8	25.7	24.3	19.4
당기순이익률 (%)	-11.9	-12.9	-18.9	-0.5	4.6
ROA (%)	-7.2	-2.9	-5.3	-0.2	3.1
ROE (%)	-90.7	-43.8	-116.5	-2.6	24.5
ROIC (%)	-5.1	-2.4	-0.3	3.1	10.2

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**559**	**-405**	**148**	**943**	**1,265**
당기순이익(손실)	-818	-503	-737	-24	465
비현금수익비용가감	1,525	1,343	1,473	1,004	1,174
유형자산감가상각비	1,070	1,088	1,032	891	1,056
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	181	-255	442	113	118
영업활동 자산부채변동	200	-901	34	-38	-375
매출채권 감소(증가)	24	-2	12	-149	-719
재고자산 감소(증가)	-31	27	0	-71	-342
매입채무 증가(감소)	4	-100	-4	131	633
기타자산, 부채변동	204	-827	25	51	53
투자활동 현금	**-848**	**-1,032**	**-265**	**-786**	**-1,175**
유형자산처분(취득)	-388	-319	-406	-671	-1,056
무형자산 감소(증가)	-8	-2	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-340	-101	-387	-42	-43
기타투자활동	-111	-610	530	-71	-74
재무활동 현금	**64**	**1,750**	**-77**	**1,300**	**0**
차입금의 증가(감소)	-708	793	-565	-200	0
자본의 증가(감소)	-28	-56	0	1,500	0
배당금의 지급	28	56	0	0	0
기타재무활동	801	1,013	488	0	0
현금의 증가	**-220**	**314**	**-205**	**1,457**	**89**
기초현금	414	194	503	298	1,754
기말현금	194	508	298	1,754	1,844

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	-1.5	-2.3	-2.0	-292.1	9.1
P/B	1.5	0.9	7.5	2.5	2.0
EV/EBITDA	13.6	10.3	8.6	5.8	3.4
P/CF	1.6	1.1	1.9	7.1	2.6
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-4.1	-43.4	0.2	24.8	109.0
영업이익	적전	적지	적지	흑전	212.4
세전이익	적지	적지	적지	적지	흑전
당기순이익	적지	적지	적지	적지	흑전
EPS	적지	적지	적지	적지	흑전
안정성 (%)					
부채비율	1,386.7	1,171.5	7,144.9	776.9	644.6
유동비율	34.2	45.5	37.9	69.6	81.5
순차입금/자기자본(x)	814.9	683.0	3,920.5	320.6	244.2
영업이익/금융비용(x)	-1.3	-0.7	-0.1	0.9	2.9
총차입금 (십억원)	8,021	8,462	8,200	8,000	8,000
순차입금 (십억원)	7,402	7,441	6,998	5,305	5,177
주당지표(원)					
EPS	-17,355	-8,551	-10,683	-73	2,347
BPS	17,106	22,051	2,870	8,411	10,759
CFPS	15,626	17,968	11,043	3,009	8,269
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

진에어 (272450)

2021. 11. 17 | 항공

추정치 부합

Analyst 나민식, CFA
02. 3779-8754
minsik@ebestsec.co.kr

Hold (maintain)

목표주가 21,000 원
현재주가 19,950 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

3Q21 Review: 특이사항 없음

3Q21 매출액 606억원(YoY +13%), 영업이익 -446억원(적자지속)을 기록했다. 당사 추정치 및 컨센서스에 부합하는 실적이다. 국제여객 매출액 비중은 82% 수준으로 여타 LCC와 동일하게 국내여객 매출액에 의존하는 상황이다. 국내여객 매출액은 457억원으로 각각 매출액 구성요소는 ASK 659백만석km × L/F 77% × Yield 100원을 기록했다. 3분기에는 4차 코로나 대유행 영향으로 국내선 수요가 부진한 영향을 받았다. 그 외 영업비용에서 특이사항은 없다.

국제여객 회복이 중요하다

동사는 동남아시아 국가 자가격리 제한 완화에 맞춰서 복항을 계획하고 있다. 괌 노선 공급을 11월 말 주 4회까지 확대하며, 겨울 성수기는 증편할 계획이다. 다만 국제여객 회복은 장거리노선 → 단거리노선 순서대로 계단식 회복을 전망하고 있다. 상대적으로 중단거리 노선에 집중된 동사의 영업이익 흑자전환 시기는 4Q21이후 시점으로 예상하고 있다.

목표주가 소폭 하향

기존 목표주가 24,000원에서 21,000원으로 하향 조정한다. 실적추정 변경 없이 Target EV/EBITDA를 7.0배로 하향 조정했다. 이는 국제여객이 정상화되었던 2018년 EV/EBITDA의 평균~고점 수준이다. EV/EBITDA를 하향한 이유는 장거리노선 위주로 국제여객이 회복할 것을 전망하는 가운데, 동사는 중단거리 노선에 취항이 가능한 여객기를 보유하고 있기 때문이다.

Stock Data

KOSPI(11/16)		2,997.21 pt
시가총액		10,414 억원
발행주식수		52,200 천주
52 주 최고가 / 최저가		24,528 / 9,753 원
90 일 일평균거래대금		58.25 억원
외국인 지분율		2.6%
배당수익률(21.12E)		0.0%
BPS(21.12E)		319 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-7.9%
	6 개월	-9.0%
	12 개월	62.6%
주주구성	한진칼 (외 2 인)	54.9%
	국민연금공단 (외	6.2%
	진에어우리사주 (외	3.9%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	910	-49	-69	-57	-1,723	적전	71	-8.0	6.4	2.4	-24.7
2020	272	-185	-178	-190	-5,282	적지	-69	-2.6	-12.0	6.2	-131.4
2021E	246	-189	-225	-212	-4,700	적지	-97	-4.2	-13.0	62.6	-369.7
2022E	572	-58	-73	-57	-1,089	적지	29	-18.3	44.2	111.2	-427.0
2023E	1,587	153	135	105	1,939	흑전	273	10.3	4.3	9.5	168.4

자료: 진에어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표10 3Q21 Review

(십억원)	3Q21	YoY	QoQ	당사 추정	% Diff	컨센서스	% Diff
매출액	61	+13.4%	-4.3%	63	▼ 3.7%	68	▼ 10.7%
영업이익	-45	적자지속	적자지속	-40	-	-44	-
영업이익률	-73%	적자지속	적자지속	-64%	-	-64%	-

자료: 진에어, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 목표주가

구분	변경 전	변경 후	비고
EBITDA (십억 원)	258	262	2023 년 EBITDA
Target EV/EBITDA (배)	8.2	7.0	2018 년 Average ~ High
EV (십억 원)	2,118	1,837	
순차입금 (십억 원)	147	143	3Q24 기준
적정 시가총액 (십억 원)	1,971	1,694	
발행주식 수 (천 주)	55,100	55,100	
목표주가 (원)	24,000	21,000	20%할인율 적용
현재주가 (원)		19,950	
상승여력 (%)		+5%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 Valuation Table

	2016	2017	2018	2019	2020
PER (High)	-	11.7	22.8	-15.4	-2.8
PER (Average)	-	10.9	17.3	-9.9	-2.0
PER (Low)	-	10.6	11.5	-7.1	-0.9
EV/EBITDA (High)	-	4.9	8.2	12.3	-12.5
EV/EBITDA (Average)	-	4.4	5.2	7.8	-8.7
EV/EBITDA (Low)	-	4.2	2.1	5.6	-5.6
PBR (High)	-	3.7	3.8	4.5	6.7
PBR (Average)	-	3.5	2.9	2.9	4.7
PBR (Low)	-	3.4	1.9	2.1	2.2
PSR (High)	-	1.0	1.0	1.0	2.4
PSR (Average)	-	0.9	0.8	0.6	1.7
PSR (Low)	-	0.9	0.5	0.4	0.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 주요가정

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
항공기 (대)	27	27	28	28	25	23	23	23	23	23	23	23
환율	1,194	1,220	1,188	1,118	1,114	1,121	1,160	1,175	1,175	1,155	1,165	1,185
항공유 ($/bbl)	62	32	43	47	63	70	84	93	87	83	78	74

자료: 진에어, 이베스트투자증권 리서치센터
주) 항공기는 등록일자 기준으로 IR 자료와 차이가 발생할 수 있음

표14 분기 실적전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	**144**	**23**	**54**	**51**	**44**	**63**	**61**	**78**	**91**	**118**	**148**	**216**
성장률 (%)	-50.4	-89.1	-76.1	-71.9	-69.5	172.8	13.4	53.2	106.2	86.1	143.7	175.2
국내여객	17	18	46	43	37	58	50	68	52	71	94	90
ASK (백만석 km)	210	326	592	601	542	708	659	853	527	728	912	869
RPK (백만인 km)	172	241	457	462	431	571	516	682	448	619	821	782
L/F (%)	82	74	77	77	80	81	78	80	85	85	90	90
Yield (원)	101	76	100	92	85	101	96	100	115	115	115	115
국제여객	107	1	3	5	4	1	5	4	31	40	45	119
ASK (백만석 km)	2,459	7	97	46	45	40	59	111	830	883	931	2,260
RPK (백만인 km)	1,674	6	19	13	12	15	22	50	415	530	605	1,582
L/F (%)	68	86	20	28	27	38	37	45	50	60	65	70
Yield (원)	64	196	156	398	297	85	222	83	75	75	75	75
화물	1	1	2	3	2	0	0	2	2	1	2	1
기타	19	2	3	0	2	4	6	4	6	6	6	6
영업비용	**175**	**83**	**103**	**96**	**104**	**112**	**105**	**114**	**132**	**147**	**153**	**197**
리스/감가비	30	28	29	27	24	22	22	20	21	21	21	23
연료비	47	4	13	12	14	19	20	30	36	38	40	61
인건비	36	28	27	24	26	29	23	23	25	29	23	23
변동비	44	15	22	21	24	25	25	31	30	39	49	71
고정비	18	6	12	12	17	17	15	10	20	20	20	20
영업이익	**-31**	**-60**	**-49**	**-45**	**-60**	**-49**	**-45**	**-36**	**-42**	**-29**	**-5**	**19**
영업이익률 (%)	-21.7	-256.5	-92.0	-87.2	-136.7	-77.0	-73.5	-45.7	-45.8	-24.8	-3.7	8.6
영업외수익	12	3	3	25	4	1	2	0	0	0	0	0
영업외비용	28	1	0	8	19	3	18	4	4	4	4	4
법인세비용	-2	1	0	12	-2	-1	-1	-9	-10	-7	-2	3
당기순이익	**-46**	**-59**	**-46**	**-40**	**-72**	**-50**	**-59**	**-31**	**-35**	**-26**	**-7**	**11**
순이익률(%)	-31.8	-253.7	-86.2	-77.3	-164.1	-79.5	-97.2	-39.4	-39.0	-21.8	-4.9	5.3

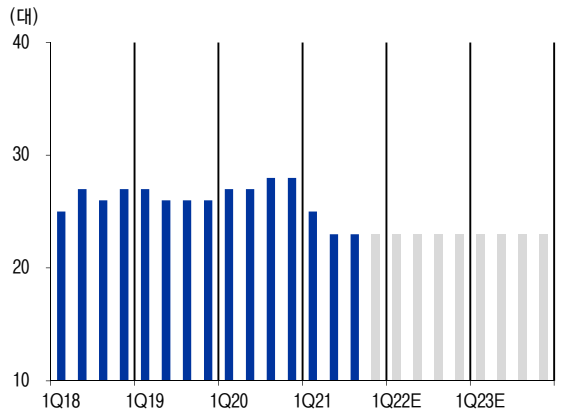
자료: 진에어, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

표15 연간 실적전망

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**910**	**272**	**246**	**572**	**1,587**
성장률(%)	-9.9	-70.1	-9.4	132.2	177.5
국내여객	171	124	212	307	362
ASK (백만석 km)	1,504	1,729	2,762	3,037	2,979
RPK (백만인 km)	1,395	1,332	2,200	2,671	2,681
L/F (%)	93	77	80	88	90
Yield (원)	123	93	96	115	135
국제여객	675	116	14	235	1,159
ASK (백만석 km)	13,227	2,609	255	4,904	15,675
RPK (백만인 km)	11,117	1,712	99	3,132	13,324
L/F (%)	84	66	39	64	85
Yield (원)	61	68	140	75	87
화물	5	8	5	6	6
기타	59	24	16	24	60
영업비용	**959**	**456**	**436**	**630**	**1,434**
리스/감가비	119	114	88	85	119
연료비	276	77	83	175	386
인건비	147	115	101	100	142
변동비	292	102	105	189	587
고정비	125	49	58	80	200
영업이익	**-49**	**-185**	**-189**	**-58**	**153**
영업이익률(%)	-5.4	-68.0	-76.8	-10.1	9.6
영업외수익	23	43	7	0	0
영업외비용	43	36	44	15	18
법인세비용	-12	12	-13	-16	30
당기순이익	**-57**	**-190**	**-212**	**-57**	**105**
순이익률(%)	-6.2	-70.1	-86.2	-9.9	6.6

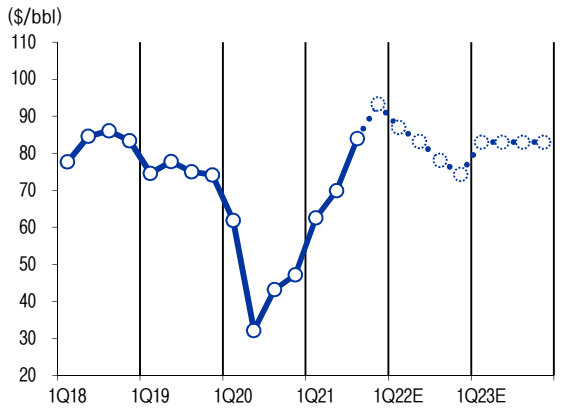
자료: 진에어, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 보유 항공기 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표17 항공유 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

진에어 (272450)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	353	161	151	178	299
현금 및 현금성자산	63	32	72	83	169
매출채권 및 기타채권	28	4	7	18	44
재고자산	2	1	2	4	10
기타유동자산	260	125	70	73	76
비유동자산	351	395	345	344	355
관계기업투자등	4	3	3	3	3
유형자산	2	2	1	1	1
무형자산	6	4	3	2	1
자산총계	**704**	**557**	**496**	**522**	**654**
유동부채	306	188	232	252	278
매입채무 및 기타재무	7	1	3	7	19
단기금융부채	96	125	128	140	140
기타유동부채	203	61	101	105	118
비유동부채	206	271	247	260	261
장기금융부채	196	245	224	236	236
기타비유동부채	10	26	23	24	25
부채총계	**513**	**459**	**479**	**513**	**539**
지배주주지분	192	98	17	10	115
자본금	30	45	52	55	55
자본잉여금	92	181	298	345	345
이익잉여금	77	-117	-323	-380	-274
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**192**	**98**	**17**	**10**	**115**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**910**	**272**	**246**	**572**	**1,587**
매출원가	877	417	395	567	1,291
매출총이익	**33**	**-146**	**-149**	**5**	**296**
판매비 및 관리비	82	39	41	63	143
영업이익	**-49**	**-185**	**-189**	**-58**	**153**
(EBITDA)	71	-69	-97	29	273
금융손익	-17	12	-36	-15	-18
이자비용	17	18	15	15	18
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	-4	0	0	0
세전계속사업이익	**-69**	**-178**	**-225**	**-73**	**135**
계속사업법인세비용	-12	12	-13	-16	30
계속사업이익	-57	-190	-212	-57	105
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-57**	**-190**	**-212**	**-57**	**105**
지배주주	-57	-190	-212	-57	105
총포괄이익	**-57**	**-191**	**-212**	**-57**	**105**
매출총이익률 (%)	3.7	-53.6	-60.3	0.9	18.7
영업이익률 (%)	-5.4	-68.0	-76.8	-10.1	9.6
EBITDA 마진률 (%)	7.7	-25.5	-39.3	5.0	17.2
당기순이익률 (%)	-6.2	-70.1	-86.1	-9.9	6.6
ROA (%)	-9.3	-30.2	-40.3	-11.1	17.9
ROE (%)	-24.7	-131.4	-369.7	-427.0	168.4
ROIC (%)	n/a	-53.1	-49.7	-18.0	49.1

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**65**	**-172**	**-52**	**25**	**220**
당기순이익(손실)	-57	-190	-212	-57	105
비현금수익비용가감	133	130	113	87	121
유형자산감가상각비	118	114	91	85	119
무형자산상각비	2	2	2	1	1
기타현금수익비용	8	-20	21	1	1
영업활동 자산부채변동	-8	-121	46	-6	-7
매출채권 감소(증가)	0	23	-3	-12	-26
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-3	-6
매입채무 증가(감소)	1	-6	1	4	12
기타자산, 부채변동	-9	-139	48	4	13
투자활동 현금	**84**	**122**	**11**	**-88**	**-134**
유형자산처분(취득)	-1	0	-42	-85	-119
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	81	127	49	-3	-3
기타투자활동	5	-4	5	0	-12
재무활동 현금	**-143**	**18**	**82**	**74**	**0**
차입금의 증가(감소)	-111	-65	-34	24	0
자본의 증가(감소)	-9	104	124	50	0
배당금의 지급	9	0	0	0	0
기타재무활동	-24	-21	-8	0	0
현금의 증가	**6**	**-31**	**41**	**10**	**86**
기초현금	57	63	32	72	83
기말현금	63	32	72	83	169

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	-8.0	-2.6	-4.2	-18.3	10.3
P/B	2.4	6.2	62.6	111.2	9.5
EV/EBITDA	6.4	-12.0	-13.0	44.2	4.3
P/CF	6.0	n/a	n/a	34.1	4.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-9.9	-70.1	-9.4	132.2	177.5
영업이익	적전	적지	적지	적지	흑전
세전이익	적전	적지	적지	적지	흑전
당기순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
EPS	적전	적지	적지	적지	흑전
안정성 (%)					
부채비율	267.4	467.2	2,878.4	5,187.4	467.2
유동비율	115.3	86.0	65.0	70.7	107.7
순차입금/자기자본(x)	-2.5	231.1	1,303.8	2,307.8	120.7
영업이익/금융비용(x)	-2.9	-10.2	-12.4	-3.8	8.5
총차입금 (십억원)	292	370	353	377	377
순차입금 (십억원)	-5	227	217	228	139
주당지표(원)					
EPS	-1,723	-5,282	-4,700	-1,089	1,939
BPS	5,749	2,181	319	179	2,094
CFPS	2,303	n/a	n/a	585	4,108
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 진에어, 이베스트투자증권 리서치센터

제주항공 (089590)

2021. 11. 17 | 항공

국제여객 회복을 기다리며…

Analyst 나민식, CFA
02. 3779-8754
minsik@ebestsec.co.kr

Hold (maintain)

목표주가 21,000 원
현재주가 19,950 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

3Q21 Review: 국제선 회복이 절실하다

3Q21 매출액은 682억원(YoY+14.5%), 영업이익은 -913억원(적자지속)을 기록했다. 매출액은 당사 추정치에 부합했다. 동사의 매출액의 78%는 국내선에서 발생했다. 3Q21 국내선 ASK 841백만석km(QoQ -12%), 추석연휴에도 불구하고 4차 코로나 확산 때문에 ASK는 전분기 대비해서 감소했다. 다만 국내선 Yield는 72원(vs. 당사 추정치 55원), 2Q21 71원과 비슷한 수준을 유지했다. 당사 영업이익 추정치에서 오차가 발생한 이유는 정비비용 때문이다. 3Q21 고정비 479억원(vs. 추정지 300억원), 100억원은 환율상승으로 정비충당부채 증가, 50억원은 반납정비비가 발생했다.

일단 시간을 벌었음

2021년 10월 약 2,066억원 주주배정 유상증자 납입이 끝났다. 이번 유상증자 및 향후 기안기금이 들어온다면 약 1년간 운영자금 여유가 생기게 된다. 동사는 국제여객 회복까지 생존을 위해서 다방면의 노력을 하고 있다. 승무원 운영 카페, 화물사업 등 추가 매출액을 창출하고 있다. 그리고 고정비 측면에서 11월부터는 고용유지지원금이 종료되고 무상휴직으로 진행할 예정으로 4Q21 인건비는 부담이 낮아질 것으로 전망한다.

목표주가 하향조정

기존 목표주가 24,000 원에서 21,000 원으로 하향했다. 2023 년 추정 EBITDA 에 큰 변화는 없다. 다만 Target EV/EBITDA 를 10 배에서 9 배로 소폭 하향했다. 국제여객이 활발했던 2018 년 EV/EBITDA 최고점은 8.3 배 수준에 거래가 되었다. 현재주가에는 국제여객 회복에 대한 기대감이 반영된 것으로 판단된다.

Stock Data

KOSPI(11/16)		2,997.21 pt
시가총액		9,927 억원
발행주식수		49,760 천주
52 주 최고가 / 최저가		26,066 / 14,829 원
90 일 일평균거래대금		31.04 억원
외국인 지분율		0.7%
배당수익률(21.12E)		0.0%
BPS(21.12E)		3,431 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-11.1%
	6 개월	-6.6%
	12 개월	7.0%
주주구성	AK 홀딩스 (외 4 인)	52.6%
	국민연금공단 (외	6.2%
	제주특별자치도 (외	5.2%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	1,384	-33	-47	-33	-1,058	적전	133	-21.3	7.8	2.2	-9.4
2020	377	-336	-405	-306	-8,325	적지	-161	-2.0	-7.2	3.3	-113.1
2021E	286	-287	-330	-252	-5,889	적지	-212	-3.4	-6.7	5.8	-130.1
2022E	825	-52	-76	-59	-1,186	적지	-20	-16.8	-73.4	8.9	-41.7
2023E	2,169	181	146	114	2,297	흑전	216	8.7	6.4	4.4	67.6

자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표18 3Q21 Review

(십억원)	3Q21	YoY	QoQ	당사 추정	% Diff	컨센서스	% Diff
매출액	68	+14.5%	-9.2%	71	▼ 3.9%	82	▼ 17.2%
영업이익	-91	적자지속	적자지속	-67	-	-70	-
영업이익률	-134%	적자지속	적자지속	-95%	-	-85%	-

자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 목표주가

구분	변경 전	변경 후	비고
EBITDA (십억 원)	221	216	2023 년 EBITDA
Target EV/EBITDA (배)	10	9.0	
EV (십억 원)	2,210	1,944	
순차입금 (십억 원)	341	388	4Q23 기준
적정 시가총액 (십억 원)	1,869	1,556	
발행주식 수 (천 주)	49,759	49,759	
목표주가 (원)	25,000	21,000	할인율 20% 적용
현재주가 (원)		22,900	
상승여력 (%)		+6%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 Valuation Table

	2016	2017	2018	2019	2020
PER (High)	20.1	13.5	19.0	-33.7	-2.7
PER (Average)	15.8	11.3	15.1	-24.5	-1.9
PER (Low)	12.3	8.2	10.7	-18.1	-1.2
EV/EBITDA (High)	10.1	6.0	8.3	10.9	-7.5
EV/EBITDA (Average)	7.0	4.7	6.3	8.6	-6.3
EV/EBITDA (Low)	4.6	2.7	4.0	7.0	-4.8
PBR (High)	4.0	3.2	3.5	3.4	4.4
PBR (Average)	3.1	2.7	2.8	2.5	3.0
PBR (Low)	2.4	1.9	2.0	1.8	1.9
PSR (High)	1.4	1.1	1.1	0.8	2.5
PSR (Average)	1.1	0.9	0.9	0.6	1.7
PSR (Low)	0.9	0.6	0.6	0.4	1.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표21 주요가정

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
항공기 (대)	45	45	44	44	42	41	41	41	40	40	39	38
환율	1,194	1,220	1,188	1,118	1,114	1,121	1,160	1,175	1,175	1,155	1,165	1,185
항공유 ($/bbl)	62	32	43	47	63	70	84	93	87	83	78	74

자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터
주) 항공기는 등록일자 기준으로 IR 자료와 차이가 발생할 수 있음

표22 분기 실적전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	**229**	**36**	**60**	**52**	**42**	**75**	**68**	**101**	**124**	**187**	**227**	**286**
성장률 (%)	-41.7	-88.5	-83.8	-83.1	-81.8	108.6	14.5	92.6	197.4	149.5	233.1	184.9
국내여객	30	25	46	42	32	62	53	85	61	85	107	101
ASK (백만석 km)	455	539	679	760	638	960	841	1,105	674	940	1,184	1,126
RPK (백만인 km)	385	425	601	641	560	871	737	994	607	846	1,065	1,014
L/F (%)	85	79	88	84	88	91	88	90	90	90	90	90
Yield (원)	79	59	77	65	57	71	72	85	100	100	100	100
국제여객	163	4	3	3	3	3	4	6	41	79	96	159
ASK (백만석 km)	4,001	55	47	37	30	49	59	85	781	1,515	1,840	3,058
RPK (백만인 km)	2,754	20	15	13	12	19	21	30	508	985	1,196	1,988
L/F (%)	69	36	31	34	40	40	35	35	65	65	65	65
Yield (원)	59	189	211	199	205	171	183	200	80	80	80	80
기타	36	7	10	8	7	10	11	10	23	24	25	26
영업비용	**295**	**121**	**130**	**167**	**129**	**146**	**160**	**138**	**171**	**210**	**236**	**259**
리스/감가비	47	43	47	40	32	32	31	26	29	28	30	27
연료비	69	6	9	10	11	20	19	29	32	47	53	69
인건비	65	40	38	33	35	39	39	32	47	52	58	55
변동비	76	20	22	23	21	24	22	30	37	56	68	86
고정비	37	13	13	61	30	33	48	20	26	27	26	22
영업이익	**-66**	**-85**	**-70**	**-115**	**-87**	**-71**	**-91**	**-37**	**-47**	**-23**	**-9**	**27**
영업이익률 (%)	-28.7	-237.4	-117.5	-219.6	-209.0	-94.8	-133.9	-36.9	-37.8	-12.3	-3.8	9.5
영업외수익	14	2	2	38	7	2	7	0	0	0	0	0
영업외비용	62	20	-3	45	24	5	25	6	6	6	6	6
법인세비용	-12	-3	1	-84	-25	-18	-26	-10	-12	-6	-3	5
당기순이익	**-101**	**-101**	**-67**	**-38**	**-79**	**-56**	**-83**	**-34**	**-41**	**-23**	**-11**	**17**
순이익률(%)	-44.3	-279.6	-112.0	-72.2	-189.9	-74.6	-121.7	-33.6	-33.4	-12.1	-5.1	5.8

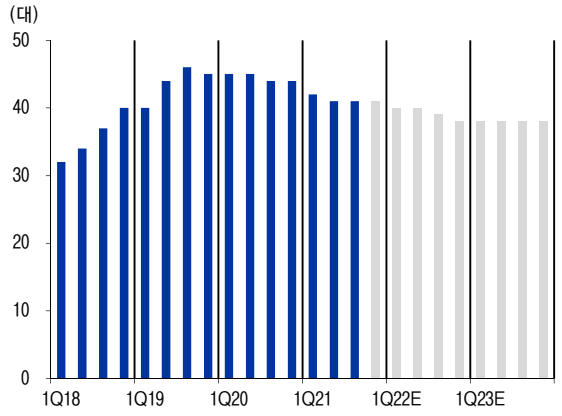
자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

표23 연간 실적전망

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**1,384**	**377**	**286**	**825**	**2,169**
성장률(%)	9.9	-72.8	-24.2	188.9	162.8
국내여객	229	143	231	353	405
ASK (백만석 km)	2,500	2,433	3,545	3,925	4,001
RPK (백만인 km)	2,348	2,052	3,162	3,532	3,681
L/F (%)	94	84	89	90	92
Yield (원)	98	70	73	100	110
국제여객	1,027	173	16	374	1,584
ASK (백만석 km)	22,740	4,141	223	7,194	20,705
RPK (백만인 km)	19,206	2,802	82	4,676	17,600
L/F (%)	84	68	37	65	85
Yield (원)	53	62	190	80	90
기타	128	62	39	98	180
영업비용	**1,417**	**713**	**573**	**877**	**1,988**
리스/감가비	193	177	120	114	135
연료비	403	95	80	201	445
인건비	269	176	145	213	284
변동비	420	141	97	248	824
고정비	132	124	131	101	300
영업이익	**-33**	**-336**	**-287**	**-52**	**181**
영업이익률(%)	-2.4	-89.1	-100.5	-6.2	8.3
영업외수익	51	56	17	0	0
영업외비용	65	125	60	24	34
법인세비용	-14	-99	-78	-17	32
당기순이익	**-33**	**-307**	**-252**	**-59**	**114**
순이익률(%)	-2.4	-81.3	-88.3	-7.1	5.3

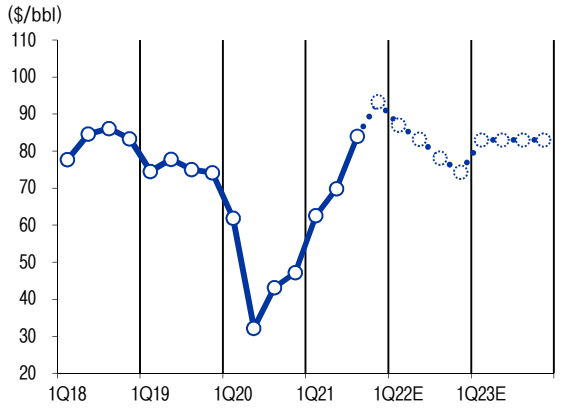
자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표24 보유 항공기 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표25 항공유 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

제주항공 (089590)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	456	300	329	399	727
현금 및 현금성자산	30	101	169	113	162
매출채권 및 기타채권	57	43	47	133	329
재고자산	17	15	19	55	135
기타유동자산	352	142	94	98	102
비유동자산	1,012	868	857	807	854
관계기업투자등	2	1	1	1	1
유형자산	285	262	253	236	247
무형자산	29	22	18	15	13
자산총계	**1,468**	**1,169**	**1,186**	**1,205**	**1,581**
유동부채	557	459	553	650	906
매입채무 및 기타재무	112	46	59	168	416
단기금융부채	140	292	289	268	268
기타유동부채	304	120	205	214	222
비유동부채	586	493	462	444	450
장기금융부채	430	344	326	302	302
기타비유동부채	155	148	136	142	148
부채총계	**1,142**	**952**	**1,016**	**1,094**	**1,356**
지배주주지분	325	217	171	112	226
자본금	132	192	200	200	200
자본잉여금	90	178	377	377	377
이익잉여금	106	-197	-450	-509	-395
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**325**	**217**	**171**	**112**	**226**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**1,384**	**377**	**286**	**825**	**2,169**
매출원가	1,247	608	487	778	1,762
매출총이익	**137**	**-231**	**-202**	**48**	**407**
판매비 및 관리비	170	105	85	99	226
영업이익	**-33**	**-336**	**-287**	**-52**	**181**
(EBITDA)	133	-161	-212	-20	216
금융손익	-41	3	-53	-24	-34
이자비용	26	23	23	24	34
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	26	-73	10	0	0
세전계속사업이익	**-47**	**-405**	**-330**	**-76**	**146**
계속사업법인세비용	-14	-99	-78	-17	32
계속사업이익	-33	-306	-252	-59	114
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-33**	**-306**	**-252**	**-59**	**114**
지배주주	-33	-306	-252	-59	114
총포괄이익	**-33**	**-308**	**-252**	**-59**	**114**
매출총이익률 (%)	9.9	-61.1	-70.6	5.8	18.8
영업이익률 (%)	-2.4	-89.1	-100.4	-6.2	8.3
EBITDA 마진률 (%)	9.6	-42.8	-74.3	-2.4	10.0
당기순이익률 (%)	-2.4	-81.3	-88.3	-7.1	5.3
ROA (%)	-2.7	-23.3	-21.4	-4.9	8.2
ROE (%)	-9.4	-113.1	-130.1	-41.7	67.6
ROIC (%)	-5.7	-36.7	-32.9	-6.5	24.2

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**84**	**-286**	**-110**	**-29**	**133**
당기순이익(손실)	-33	-306	-252	-59	114
비현금수익비용가감	182	178	103	38	41
유형자산감가상각비	158	166	66	25	29
무형자산상각비	8	9	8	7	6
기타현금수익비용	12	-20	29	6	6
영업활동 자산부채변동	-15	-160	-7	-7	-23
매출채권 감소(증가)	1	13	-17	-86	-196
재고자산 감소(증가)	-5	2	-6	-35	-80
매입채무 증가(감소)	14	-84	13	109	247
기타자산, 부채변동	-25	-91	3	5	5
투자활동 현금	**-132**	**95**	**11**	**17**	**-84**
유형자산처분(취득)	-41	-17	-7	-8	-41
무형자산 감소(증가)	-6	-2	-3	-4	-4
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
기타투자활동	-85	114	22	30	-38
재무활동 현금	**-146**	**262**	**217**	**-45**	**0**
차입금의 증가(감소)	-129	66	-62	-45	0
자본의 증가(감소)	-17	149	207	0	0
배당금의 지급	17	0	0	0	0
기타재무활동	0	46	72	0	0
현금의 증가	**-193**	**71**	**68**	**-56**	**49**
기초현금	223	30	101	169	113
기말현금	30	101	169	113	162

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	-21.3	-2.0	-3.4	-16.8	8.7
P/B	2.2	3.3	5.8	8.9	4.4
EV/EBITDA	7.8	-7.2	-6.7	-73.4	6.4
P/CF	4.7	n/a	n/a	n/a	6.4
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	9.9	-72.8	-24.2	188.9	162.8
영업이익	적전	적지	적지	적지	흑전
세전이익	적전	적지	적지	적지	흑전
당기순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
EPS	적전	적지	적지	적지	흑전
안정성 (%)					
부채비율	351.4	439.0	594.9	978.6	600.1
유동비율	81.9	65.5	59.5	61.4	80.3
순차입금/자기자본(x)	103.3	209.2	250.4	391.9	171.9
영업이익/금융비용(x)	-1.3	-14.7	-12.5	-2.1	5.3
총차입금 (십억원)	570	637	615	570	570
순차입금 (십억원)	336	454	427	438	388
주당지표(원)					
EPS	-1,058	-8,325	-5,889	-1,186	2,297
BPS	10,360	5,187	3,431	2,246	4,540
CFPS	4,756	n/a	n/a	n/a	3,123
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

티웨이항공 (091810)

2021. 11. 17 | 항공

Analyst 나민식, CFA
02. 3779-8754
minsik@ebestsec.co.kr

장거리 여객기 22 년 2 월부터 투입예정

Buy (maintain)

목표주가 5,000 원
현재주가 3,750 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

3Q21 Review: 추정치 부합

3Q21 매출액 530억원(YoY+9%), 영업이익 -391억원(적자지속)을 기록했다. 매출액, 영업이익 모두 당사 추정치에 부합하는 실적이다. 3Q21 국내선 매출액은 473억원(QoQ -4%), 성수기임에도 불구하고 전분기 대비 감소한 이유는 ASK가 감소했기 때문이다. 국내여객 ASK 543백만석km(QoQ -4%), 4차 코로나 대유행 영향으로 국내여행 수요가 감소했다. 3Q21 Yield 104원(vs. 2Q21 98원) 수준으로 비슷한 흐름을 이어갔다. 영업비용에서 특이사항은 없었다.

장거리 여객기(A330-300) 도입 예정

국제여객 회복은 장거리노선→단거리노선 순서로 계단식으로 이루어질 전망이다. 그 이유는 백신 보급률이 높은 북미, 유럽 선진국 위주로 백신접종자에 한해서 자가격리를 면제하고 있다. 반대로 백신 보급률이 낮은 동남아 지역은 자가격리제도를 유지하고 있다. 그렇다면 장거리노선에 취항이 가능한 항공사들이 가장 먼저 국제여객 회복 수혜를 받을 것으로 생각한다. 동사는 동유럽, 북미까지 운항할 수 있는 A330-300, 3대를 2월, 3월, 5월에 각각 한대 씩 순차적으로 투입할 예정이다. 한 달은 국내에서 시운전을 한 이후에 국제선에 취항할 계획으로 2Q22부터 장거리 노선에 취항하면서 매출액 증대효과가 예상된다.

목표주가 유지

2023년 추정 EBITDA 2,297억원(vs.기존 추정치 1,710억원)으로 상향했다. A330-300 도입효과로 보유좌석이 증가하면서 매출액 추정치를 상향했기 때문에다. 반면에 추가자본조달 가능성을 반영해서 발행주식수를 증가시켰다. 각각 효과가 상쇄되어서 목표주가에는 변동이 없다.

Stock Data

KOSPI(11/16)		2,997.21 pt
시가총액		4,137 억원
발행주식수		110,330 천주
52 주 최고가 / 최저가		4,975 / 2,330 원
90 일 일평균거래대금		32.19 억원
외국인 지분율		0.3%
배당수익률(21.12E)		0.0%
BPS(21.12E)		703 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-5.4%
	6 개월	26.5%
	12 개월	2.1%
주주구성	티웨이홀딩스 (외	52.8%
	티웨이항공우리사주	13.0%
	자사주 (외 1 인)	0.2%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	810	-19	-57	-43	-540	적전	80	-6.1	5.5	1.4	-20.8
2020	269	-174	-175	-138	-1,544	적지	-65	-1.6	-8.0	2.4	-90.2
2021E	219	-153	-202	-157	-1,354	적지	-96	-2.8	-6.4	5.3	-137.1
2022E	423	-112	-141	-110	-721	적지	-91	-5.2	-7.0	6.8	-103.0
2023E	1,497	209	180	140	918	흑전	230	4.1	2.7	2.9	81.5

자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표26 3Q21 Review

(십억원)	3Q21	YoY	QoQ	당사 추정	% Diff	컨센서스	% Diff
매출액	53	+9.1%	-6.9%	55	▼ 3.6%	57	▼ 6.3%
영업이익	-39	적자지속	적자지속	-42	-	-40	-
영업이익률	-74%	적자지속	적자지속	-76%	-	-71%	-

자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표27 목표주가

구분	변경 전	변경 후	비고
EBITDA (십억 원)	171	230	2023 년 EBITDA
Target EV/EBITDA (배)	6.5	6.5	2018 년 EV/EBITDA 상단초과
EV (십억 원)	1,112	1,493	
순차입금 (십억 원)	-55	214	4Q23 기준
적정 시가총액 (십억 원)	1,167	1,279	
발행주식 수 (천 주)	159,677	184,677	추가자본 조달 가능성 반영
목표주가 (원)	**5,000**	**5,000**	20% 할인율 적용
현재주가 (원)		3,750	
상승여력 (%)		+25%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표28 Valuation Table

	2016	2017	2018	2019	2020
PER (High)	-	-	14.7	-9.7	-2.2
PER (Average)	-	-	11.1	-7.0	-1.4
PER (Low)	-	-	8.2	-5.0	-0.8
EV/EBITDA (High)	-	-	5.0	7.5	-9.1
EV/EBITDA (Average)	-	-	2.7	6.0	-6.8
EV/EBITDA (Low)	-	-	0.9	4.9	-5.2
PBR (High)	-	-	2.5	2.2	3.1
PBR (Average)	-	-	1.9	1.6	2.1
PBR (Low)	-	-	1.4	1.1	1.1
PSR (High)	-	-	0.8	0.5	1.4
PSR (Average)	-	-	0.6	0.4	0.9
PSR (Low)	-	-	0.4	0.3	0.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표29 주요가정

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
항공기 (대)	28	28	28	27	27	27	27	27	29	30	30	30
환율	1,194	1,220	1,188	1,118	1,114	1,121	1,160	1,175	1,175	1,155	1,165	1,185
항공유 ($/bbl)	62	32	43	47	63	70	84	93	87	83	78	74

자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터
주) 항공기는 등록일자 기준으로 IR 자료와 차이가 발생할 수 있음

표30 분기 실적전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	**149**	**25**	**49**	**47**	**35**	**57**	**53**	**74**	**87**	**101**	**109**	**126**
성장률 (%)	-38.2	-86.4	-75.9	-74.7	-76.4	131.0	9.1	57.5	146.2	76.5	106.0	71.1
국내여객	23	23	46	42	29	49	47	62	40	56	70	66
ASK (백만석 km)	270	417	520	532	411	564	543	659	407	563	705	671
RPK (백만인 km)	219	312	439	451	351	503	454	593	367	506	634	604
L/F (%)	81	75	84	85	85	89	84	90	90	90	90	90
Yield (원)	103	74	104	92	83	98	104	105	110	110	110	110
국제여객	123	1	2	4	4	4	4	8	43	42	35	55
ASK (백만석 km)	2,210	5	18	26	29	29	46	57	334	429	455	763
RPK (백만인 km)	1,546	2	6	11	11	11	16	23	217	279	295	496
L/F (%)	70	40	33	42	38	38	35	40	65	65	65	65
Yield (원)	80	520	399	357	377	356	260	350	200	150	120	110
화물	1	0	0	1	2	3	1	3	2	1	1	1
기타	3	1	0	1	0	0	1	1	1	2	3	4
영업비용	**171**	**73**	**80**	**119**	**81**	**92**	**92**	**108**	**116**	**128**	**137**	**153**
리스/감가비	27	28	27	26	23	23	22	26	24	26	27	27
연료비	45	5	10	10	10	17	17	24	22	26	27	31
인건비	38	22	21	20	22	22	23	20	26	29	33	39
변동비	50	11	16	16	14	18	18	24	28	32	35	40
고정비	12	6	6	48	11	12	12	15	15	15	15	15
영업이익	**-22**	**-49**	**-31**	**-72**	**-45**	**-35**	**-39**	**-34**	**-29**	**-28**	**-28**	**-27**
영업이익률 (%)	-14.9	-197.0	-63.9	-154.5	-129.0	-60.7	-73.6	-46.5	-33.7	-27.8	-25.3	-21.3
영업외수익	14	0	-1	37	9	1	12	0	0	0	0	0
영업외비용	36	2	-2	15	26	7	31	7	7	8	8	8
법인세비용	-10	0	2	-30	-13	-9	-13	-9	-8	-8	-8	-8
당기순이익	**-35**	**-50**	**-32**	**-20**	**-49**	**-30**	**-45**	**-32**	**-28**	**-28**	**-28**	**-27**
순이익률(%)	-0.2	-2.0	-0.7	-0.4	-1.4	-0.5	-0.9	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2

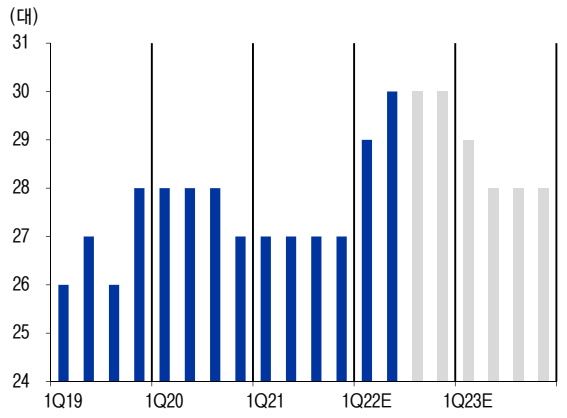
자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

표31 연간 실적전망

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**810**	**269**	**219**	**423**	**1,497**
성장률(%)	-	-66.7	-18.7	93.0	254.2
국내여객	147	133	188	232	280
ASK (백만석 km)	1,227	1,739	2,177	2,346	2,390
RPK (백만인 km)	1,135	1,421	1,901	2,111	2,151
L/F (%)	93	82	87	90	90
Yield (원)	129	93	99	110	130
국제여객	640	130	20	175	1,193
ASK (백만석 km)	11,812	2,259	161	1,981	12,206
RPK (백만인 km)	9,918	1,565	61	1,288	10,375
L/F (%)	84	69	38	65	85
Yield (원)	65	83	332	136	115
화물	3	1	9	5	4
기타	20	5	2	10	20
영업비용	**830**	**444**	**372**	**534**	**1,288**
리스/감가비	98	108	94	104	104
연료비	246	70	67	107	309
인건비	157	101	87	128	162
변동비	272	93	73	135	554
고정비	56	72	50	60	160
영업이익	**-20**	**-174**	**-153**	**-112**	**209**
영업이익률(%)	-2.5	-64.7	-70.0	-26.4	14.0
영업외수익	24	50	22	0	0
영업외비용	62	51	70	30	30
법인세비용	-14	-38	-45	-31	39
당기순이익	**-44**	**-138**	**-157**	**-111**	**140**
순이익률(%)	-5.4	-51.2	-71.8	-26.2	9.3

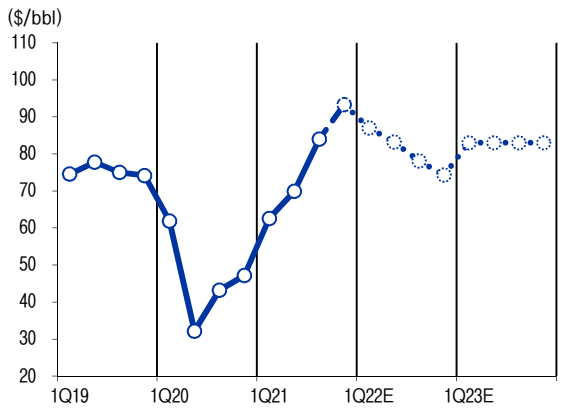
자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표32 보유 항공기 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표33 항공유 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

티웨이항공 (091810)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	259	122	153	145	187
현금 및 현금성자산	123	32	58	36	38
매출채권 및 기타채권	19	2	8	13	50
재고자산	12	11	14	20	20
기타유동자산	105	77	73	76	79
비유동자산	549	583	594	628	746
관계기업투자등	0	2	2	2	2
유형자산	57	60	53	66	162
무형자산	4	3	2	1	1
자산총계	**808**	**706**	**747**	**773**	**934**
유동부채	261	182	243	271	283
매입채무 및 기타재무	52	35	39	56	56
단기금융부채	74	119	128	128	128
기타유동부채	135	28	76	87	99
비유동부채	358	407	392	400	408
장기금융부채	287	224	190	190	190
기타비유동부채	71	183	201	210	218
부채총계	**619**	**589**	**635**	**671**	**692**
지배주주지분	189	117	112	102	242
자본금	23	55	80	92	92
자본잉여금	178	184	310	397	397
이익잉여금	-14	-124	-279	-389	-249
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**189**	**117**	**112**	**102**	**242**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**810**	**269**	**219**	**423**	**1,497**
매출원가	755	406	334	481	1,159
매출총이익	**55**	**-137**	**-115**	**-58**	**338**
판매비 및 관리비	74	37	38	53	129
영업이익	**-19**	**-174**	**-153**	**-112**	**209**
(EBITDA)	80	-65	-96	-91	230
금융손익	-38	-8	-48	-30	-30
이자비용	30	30	27	30	30
관계기업등 투자손익	0	2	0	0	0
기타영업외손익	0	5	0	0	0
세전계속사업이익	**-57**	**-175**	**-202**	**-141**	**180**
계속사업법인세비용	-14	-38	-45	-31	39
계속사업이익	-43	-138	-157	-110	140
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-43**	**-138**	**-157**	**-110**	**140**
지배주주	-43	-138	-157	-110	140
총포괄이익	**-43**	**-138**	**-157**	**-110**	**140**
매출총이익률 (%)	6.8	-50.9	-52.8	-13.8	22.6
영업이익률 (%)	-2.4	-64.7	-70.2	-26.4	14.0
EBITDA 마진률 (%)	9.8	-24.1	-43.8	-21.5	15.3
당기순이익률 (%)	-5.3	-51.2	-71.8	-26.1	9.4
ROA (%)	-7.0	-18.2	-21.6	-14.5	16.4
ROE (%)	-20.8	-90.2	-137.1	-103.0	81.5
ROIC (%)	n/a	-34.9	-33.3	-25.7	42.2

현금흐름표

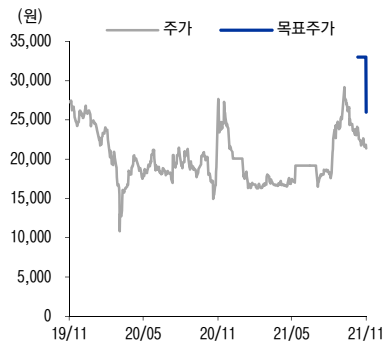
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**131**	**-65**	**-54**	**-65**	**143**
당기순이익(손실)	-43	-138	-157	-110	140
비현금수익비용가감	181	149	89	29	29
유형자산감가상각비	98	108	57	20	20
무형자산상각비	1	1	1	1	0
기타현금수익비용	9	-26	31	8	8
영업활동 자산부채변동	-2	-77	9	16	-26
매출채권 감소(증가)	-4	16	-1	-5	-37
재고자산 감소(증가)	-2	1	-3	-6	0
매입채무 증가(감소)	0	0	12	17	0
기타자산, 부채변동	5	-93	1	11	11
투자활동 현금	**-132**	**-53**	**30**	**-57**	**-141**
유형자산처분(취득)	-36	-21	-10	-33	-116
무형자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-25	-5	7	-2	-2
기타투자활동	-71	-28	32	-22	-23
재무활동 현금	**-96**	**25**	**70**	**100**	**0**
차입금의 증가(감소)	-67	-12	-38	0	0
자본의 증가(감소)	0	66	150	100	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-29	-28	-42	0	0
현금의 증가	**-96**	**-91**	**26**	**-22**	**2**
기초현금	219	123	32	58	36
기말현금	123	32	58	36	38

자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	-6.1	-1.6	-2.8	-5.2	4.1
P/B	1.4	2.4	5.3	6.8	2.9
EV/EBITDA	5.5	-8.0	-6.4	-7.0	2.7
P/CF	1.9	20.3	n/a	n/a	4.1
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	10.7	-66.8	-18.7	93.2	254.2
영업이익	적전	적지	적지	적지	흑전
세전이익	적전	적지	적지	적지	흑전
당기순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
EPS	적전	적지	적지	적지	흑전
안정성 (%)					
부채비율	327.7	503.3	565.9	658.8	285.7
유동비율	99.2	67.3	62.8	53.4	66.2
순차입금/자기자본(x)	93.2	208.0	177.8	215.1	88.6
영업이익/금융비용(x)	-0.6	-5.9	-5.7	-3.7	7.0
총차입금 (십억원)	361	343	319	319	319
순차입금 (십억원)	176	243	200	219	214
주당지표(원)					
EPS	-540	-1,544	-1,354	-721	918
BPS	2,356	1,060	703	552	1,311
CFPS	1,717	123	n/a	n/a	914
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

아시아나항공 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.10.26	담당	나민식			
2021.10.26	Buy	33,000 원	-27.3		-32.4
2021.11.17	Buy	26,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

진에어 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.10.26	담당	나민식			
2021.10.26	Hold	24,000 원	-4.8		-13.5
2021.11.17	Hold	21,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

제주항공 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.10.26	담당	나민식			
2021.10.26	Hold	25,000 원	-8.0		-14.1
2021.11.17	Hold	21,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

티웨이항공 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.10.26	담당	나민식			
2021.10.26	Buy	5,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

대한항공 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.10.26	신규	나민식									
2021.10.26	Buy	39,000 원	-27.1		-28.8						
2021.11.15	Buy	43,000 원									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:나민식)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
(업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)