



산업분석 | 운송

Analyst

나민식, CFA

02 3779 8754

minsik@ebestsec.co.kr

Neutral

항공 (Neutral)

Top Pick

대한항공

투자의견 Buy (유지)

목표주가 43,000 원 (유지)

아시아나항공

투자의견 Hold (하향)

목표주가 22,000 원 (하향)

진에어

투자의견 Hold (유지)

목표주가 18,000 원 (하향)

제주항공

투자의견 Hold (유지)

목표주가 18,000 원 (하향)

티웨이항공

투자의견 Buy (유지)

목표주가 4,000 원 (하향)

항공

눈앞에 다가온 대한항공-아시아나 기업결합

기업결합, 운수권 배분 가능성 높다

2021년 12월 29일 공정위는 대한항공-아시아나 조건부 승인을 결정했다. 다만 큰 틀에서 조건부 승인만 언급했을 뿐, 구체적으로 어떤 조건을 달아서 승인을 할 것인지 정하지 않았다. 기업결합과 관련된 세부내용이 발표되지 않아서 주가 역시 큰 반응이 없었다. 조건부 승인을 발표한 다음날 대한항공 주가는 -2% 하락에 그쳤을 뿐이다. 이미 조건부승인에 대해서는 주가에 반영되었기 때문에 풀이된다. 지금 생각해봐야 할 점은 "공정위는 통합항공사가 독점하고 있는 노선을 LCC에게 배분해 줄 것인가?" 라는 질문이다. 운수권을 배분 받은 LCC는 수혜를 볼 것이고, 반대로 통합항공사는 합병 시너지가 반감되는 영향을 받을 것이다. 공정위는 통합항공사가 독점하고 있는 운수권을 LCC에게 배분할 가능성이 높다고 전망한다. 그 근거는 ① 사실상 경쟁제한성 우려를 피할 수 없다. ② 공정위는 직접적인 항공권 가격규제보다는 LCC에게 운수권 배분하는 방식을 선호한다. ③ 과거 국토부는 인천-울란바타르 노선을 타 항공사에게 배분했던 이력이 있다.

오미크론 영향으로 LCC 실적추정치 하향조정

2021년 12월 국제여객 데이터는 오미크론 영향이 작았다고 말하고 있다. 12월 국제여객은 약 42만명. 전월 대비해서 약 5만명정도 증가한 수치다. 12월 3일부터 해외입국자는 10일간 자가격리를 시행했던 것을 생각하면 예상외의 숫자이긴 하다. 반대로 네이버 키워드 검색수가 해외여행에 사람들의 생각을 명확하게 보여준다. 반대로 네이버 키워드 검색수가 해외여행에 잠재수요를 명확하게 보여준다. 2021년 12월 "해외여행" 검색 수는 절반 가까이 떨어졌다(11월 118,500회 → 12월 51,100회). 반면에 "국내여행" 검색 수는 견고한 모습을 보여줬다. 결론을 내리면 22년 1월부터 해외여행은 타격을 받을 전망이고, 국내여행 수요에는 큰 영향이 없을 것으로 생각한다. 2022년을 전망하면, 해외여행 수요회복은 시간이 더 걸릴 것으로 전망한다. 수요회복 시점은 5~6월을 노려야 한다. 3월은 자가격리의 여파로 해외여행 수요가 회복되기 까지는 시간이 좀 더 걸리며, 4월은 공휴일이 없다. 5월은 5/5(어린이날), 6월은 6/1(지방선거), 6/6(현충일)이 있다.

유가상승 영향은 제한적

유가상승이 4Q21 항공사 영업이익률에 미치는 영향은 제한적이다. 할증료는 싱가포르 항공유(MOPS) 기준으로 계산한다. 63\$/bbl 넘을 때부터 할증료를 부과, 197\$/bbl 이상이면 할증료가 더 증가하진 않는다. 4Q21 평균 Jet Fuel 가격은 88\$/bbl 수준으로 유류할증료가 부과되는 구간에 있어서 항공사 수익성 악화로 이어지진 않는다.

기업결합, 운수권 배분 가능성 높다

2021년 12월 29일 공정위는 대한항공-아시아나 조건부 승인을 결정했다. 다만 큰 틀에서 조건부 승인만 언급했을 뿐, 구체적으로 어떤 조건을 달아서 승인을 할 것인지 정하진 않았다. 기업결합과 관련된 세부내용이 발표되지 않아서 주가 역시 큰 반응이 없었다. 조건부 승인을 발표한 다음날 대한항공 주가는 -2% 하락에 그쳤을 뿐이다. 이미 조건부승인이 주가에 반영되었기 때문으로 풀이된다.

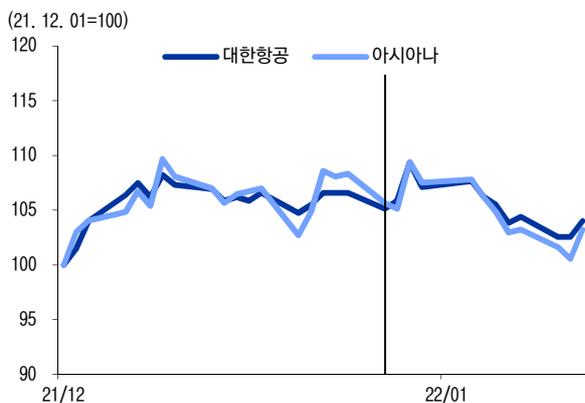
향후 기업결합 일정은 다음과 같다. 대한항공은 2022년 1월 21일까지 기업결합심사 보고서에 대한 의견서를 제출할 예정이다. 뒤이어 공정위는 2022년 2월 최종결론을 발표할 계획이다. 이후에는 남아있는 필수신고 4개 국가(일본, 중국, 미국, 유럽)의 기업결합 승인을 얻은 이후에 최종적으로 두 기업이 결합한다.

그림1 대한항공-아시아나 기업결합 Time-Line

- [20년 11월] 한진그룹 아시아나항공 인수 공식화
- [21년 01월] 대한항공, 9개 필수신고 국에 기업결합 승인 신청
- [21년 10월] 공정위, 국감에서 양대 항공사 기업결합 결론을 연말까지 마무리 하기로 언급
- [21년 12월] 공정위, 대한항공-아시아나 조건부승인 결론
- [22년 01월] 대한항공, 1월 21일까지 기업결합심사 보고서에 대한 의견서 제출 예정
- [22년 02월] 공정위, 기업결합 최종 결정 안 발표 예정

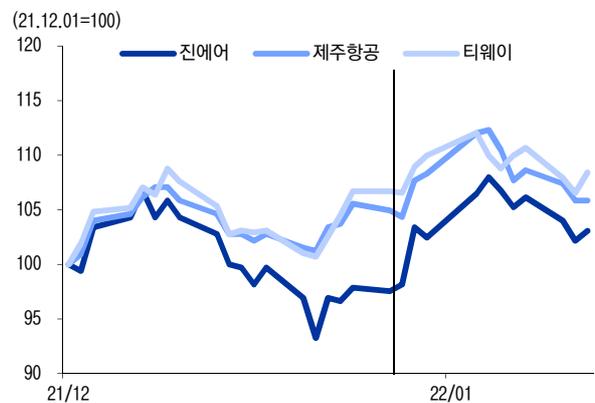
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 조건부승인 전후 FSC 추가흐름



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 조건부승인 전후 LCC 추가흐름

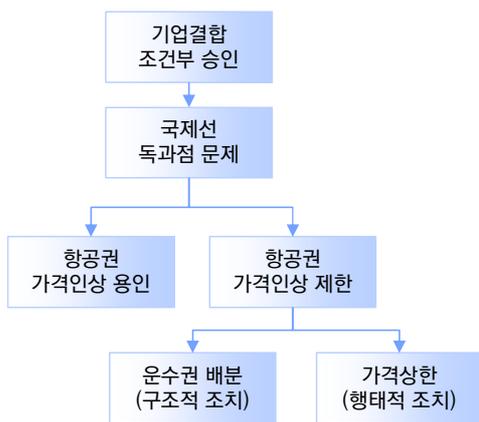


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

지금 생각해봐야 할 점은 "공정위는 통합항공사가 독점하고 있는 노선을 LCC 에게 배분해 줄 것인가?" 라는 질문이다. 운수권을 배분 받은 LCC 는 수혜를 볼 것이고, 반대로 통합항공사는 합병 시너지가 반감되는 영향을 받을 것이다.

이전 리포트(리오프닝 그리고 항공산업 재편)에서 밝혔듯이, 공정위는 통합항공사가 독점하고 있는 운수권을 LCC 에게 배분할 가능성이 높다고 전망한다. 그 근거는 ① 총 143 개 노선 중에서 81 개 노선에서 통합항공사 합산 점유율은 50%(2019 년, 박상혁 의원실 자료) 수준이다. 사실상 경쟁제한성 우려를 피할 수 없다. ② '공정경쟁'위원회는 경쟁을 촉진하는 방식으로 독과점 문제를 풀어나가는 것을 선호한다. 직접적인 항공권 가격규제보다는 LCC 에게 운수권 배분방식을 선택할 것으로 전망한다. 항공사간 경쟁을 독려해서 소비자 후생을 키우는 방식이다. ③ 국토부 역시 운수권 배분으로 독과점 우려를 해결한 사례가 있다. 과거 국토부는 대한항공이 독점하던 인천-울란바타르 노선을 타 항공사에게 배분했었다. 공정위가 이번 건에 대해서 국토부와 MOU 를 체결한 만큼 국토부의 의사결정이 반영될 것으로 생각한다.

그림4 공정위 2 가지 카드: 가격상한 vs. 운수권 배분



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 운수권 배분으로 장거리노선 시장에 균열이 발생

고가			KOREAN AIR ASIANA AIRLINES
중가			AIR PREMIO
저가	JINAIR AIR BUSAN JEJUair Aero-K 플라이강원		t'way
	단거리	중거리	장거리

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 운수권, LCC 배분 가능성이 높다고 생각하는 근거

- [1] 통합항공사의 경쟁제한성 우려는 피할 수 없음
- [2] 공정위는 직접적인 시장 개입보다는 경쟁촉진 방식을 선호함
- [3] 국토부 역시 과거에 인천-몽골 노선에 대한 운수권을 타 항공사에게 배분했음

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

다만 항간에 운수권 배분은 가능성이 현실성이 떨어진다고 말하고 있다. 이 주장에 대한 근거와 반박은 다음과 같다. [근거] 장거리 노선에 취항이 가능한 항속거리 5,000km 이상 중대형 항공기를 보유한 LCC가 없다. 그리고 단기간 내에 기내식 제공 등 장거리노선 운영에 필요한 노하우를 쌓기 어렵다. 따라서 LCC에게 운수권을 배분하는 시나리오는 현실가능성이 떨어진다. [반박] 티웨이항공은 2022년 2월부터 A330-300 3대를 도입할 예정이다. 여기에 신생 LCC인 에어프레미아 역시 중장거리노선에 취항하기 위해서 B787-9을 도입했다. 물론 대한항공이 보유한 여객기약 (130대) 대비 미미한 규모에 불과한 것은 사실이다. 이는 시간이 해결해 줄 수 있는 문제다. 여객기 도입에서 운용까지 1년여 시간이 걸리기 때문에 국토부에서 2~3년정도 단계적으로 운수권을 배분하면 해결할 수 있다. 또한 장거리노선 수익성이 입증된다면 타 LCC까지 장거리여객기 도입을 마다할 이유는 없다.

그림7 LCC주력 기체 B737-800(항속거리 5,765km)



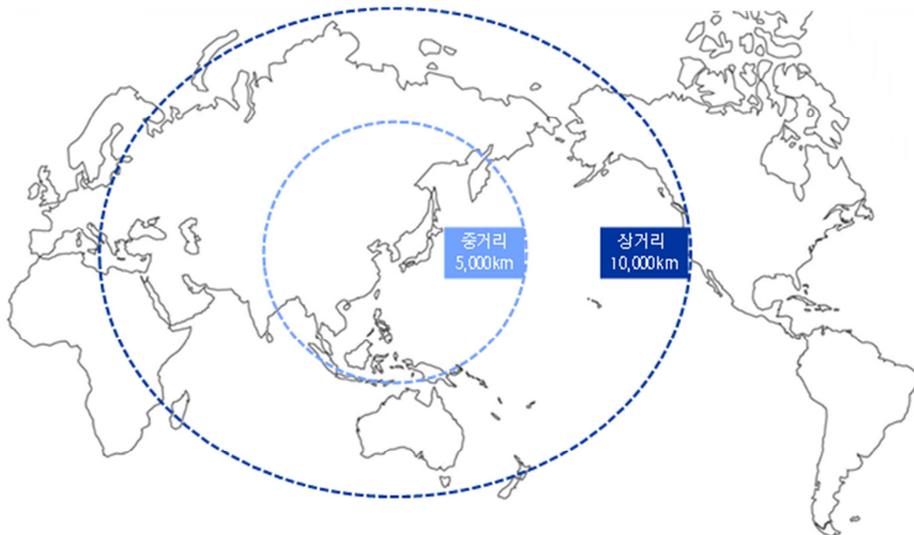
자료: Google, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 T'way A330-300, 22년 2월 도입(11,300km)



자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 중거리 / 장거리 개념

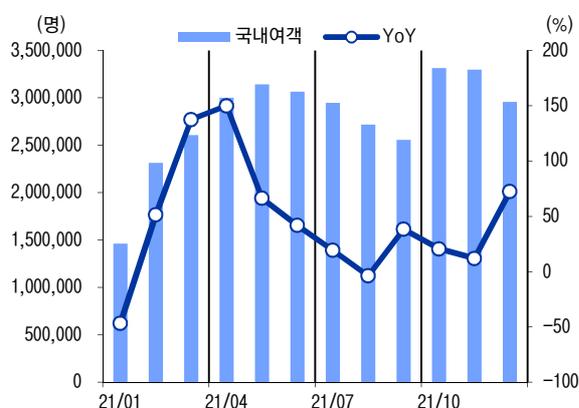


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

오미크론 영향으로 추정치 하향조정

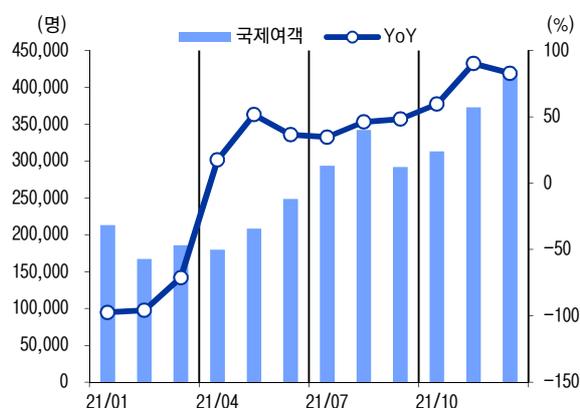
2021년 12월 국제여객 데이터는 오미크론 영향이 작았다고 말하고 있다. 12월 국제여객은 약 42만명. 전월 대비해서 약 5만명정도 증가한 수치다. 12월 3일부터 해외입국자는 10일간 자가격리를 시행했던 것을 생각하면 예상외의 숫자이긴 하다. 급작스럽게 해외여행 및 출장을 취소할 수 없었기 때문에 12월 한 달은 이례적으로 국제여객수가 증가한 것으로 판단한다.

그림10 2021년 국내여객 추이



자료: 에어포털, 이베스트투자증권 리서치센터

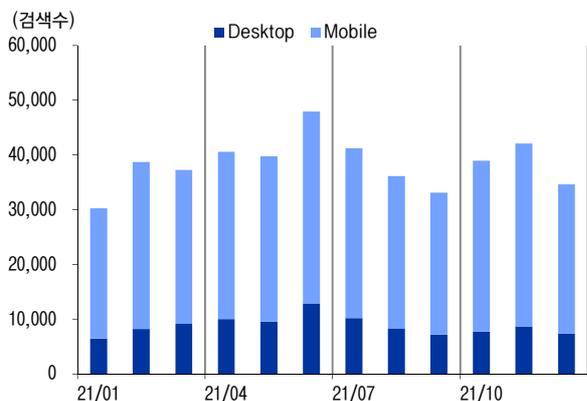
그림11 2021년 국제여객 추이



자료: 에어포털, 이베스트투자증권 리서치센터

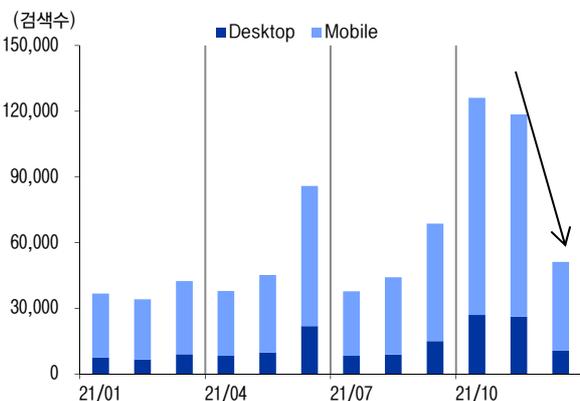
반대로 네이버 키워드 검색수가 해외여행에 잠재수요를 명확하게 보여준다. 2021년 12월 “해외여행” 검색 수는 절반 가까이 떨어졌다(11월 118,500 회→ 12월 51,100 회). 반면에 “국내여행” 검색 수는 견고한 모습을 보여줬다. 결론을 내리면 22년 1월부터 해외여행은 타격을 받을 전망이고, 국내여행 수요에는 큰 영향이 없을 것으로 생각한다.

그림12 “국내여행” 검색 수



자료: 네이버, 이베스트투자증권 리서치센터

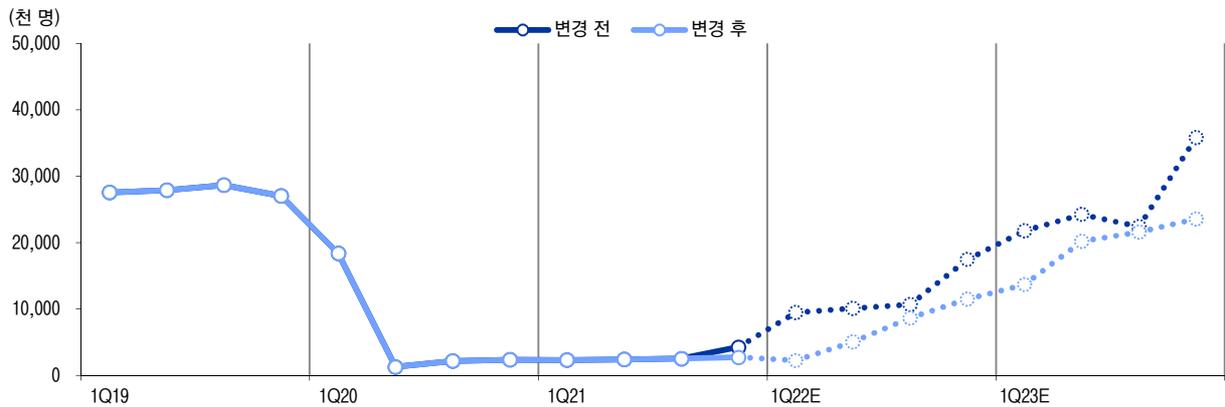
그림13 “해외여행” 검색 수



자료: 네이버, 이베스트투자증권 리서치센터

2022 년을 전망하면, 해외여행 수요회복은 시간이 더 걸릴 것으로 전망한다. 방대본은 해외입국 대상 의무 자가격리를 기존 22 년 1 월 6 일 → 22 년 2 월 3 일까지 더 연장하기로 결정했다. 현재 입국국가, 백신접종여부와 상관 없이 10 일동안 자가격리를 시행하고 있다. 설 연휴인 21 년 2 월 2 일을 넘어서 자가격리를 연장한 만큼 해외여행 수요회복 시점은 뒤로 더 밀릴 것으로 예상한다. 수요회복 시점은 5~6 월을 노려야 한다. 3 월은 자가격리의 여파로 해외여행 수요가 회복되기 까지는 시간이 좀 더 걸리며, 4 월은 공휴일이 없다. 5 월은 5/5(어린이날), 6 월은 6/1(지방선거), 6/6(현충일)이 있다.

그림14 국제여행객 추정치 변경 전 → 후



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 2022 년 달력

January						
S	M	T	W	Th	F	Sa
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30	31					

February						
S	M	T	W	Th	F	Sa
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28					

March						
S	M	T	W	Th	F	Sa
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30	31		

April						
S	M	T	W	Th	F	Sa
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30

May						
S	M	T	W	Th	F	Sa
1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30	31				

June						
S	M	T	W	Th	F	Sa
		1	2	3	4	
5	6	7	8	9	10	11
12	13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28	29	30		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표1 실적추정치 변동 내역

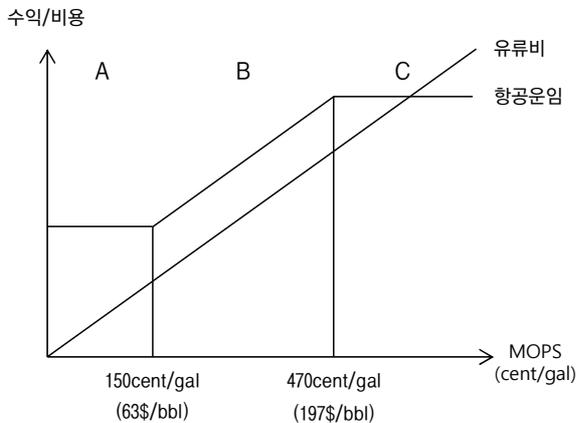
(십억원)	4Q21E			2022E		
	변경 전	변경 후	% Diff	변경 전	변경 후	% Diff
대한항공						
매출	2,653	2,755	▲ 3.9%	9,339	9,243	▼ 1.0%
영업이익	528	644	▲ 22.0%	970	988	▲ 1.9%
영업이익률(%)	19.9	23.4	▲ 3.5%pt	10.4	10.7	▲ 0.3%pt
아시아나항공						
매출	1,005	1,183	▲ 17.7%	4,873	4,306	▼ 11.6%
영업이익	-1	175	흑자전환	293	102	▼ 65.1%
영업이익률(%)	-0.1	14.8	흑자전환	6.0	2.4	▼ 3.6%pt
진에어						
매출	78	70	▼ 10.3%	572	472	▼ 17.5%
영업이익	-37	-37	▼ 0.0%	-58	-91	▼ 56.4%
영업이익률(%)	-45.7	-52.2	▼ 6.5%pt	-10.1	-19.2	▼ 9.1%pt
제주항공						
매출	101	87	▼ 13.9%	825	647	▼ 21.6%
영업이익	-37	-42	▼ 3.2%	-52	-120	▼ 132.1%
영업이익률(%)	-36.9	-48.6	▼ 11.6%pt	-6.2	-18.5	▼ 12.3%pt
티웨이항공						
매출	74	66	▼ 10.1%	423	280	▼ 33.7%
영업이익	-34	-36	▼ 5.4%	-112	-183	▼ 64.0%
영업이익률(%)	-46.5	-54.5	▼ 8.0%pt	-26.4	-65.4	▼ 39.0%pt

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유가상승 영향은 제한적

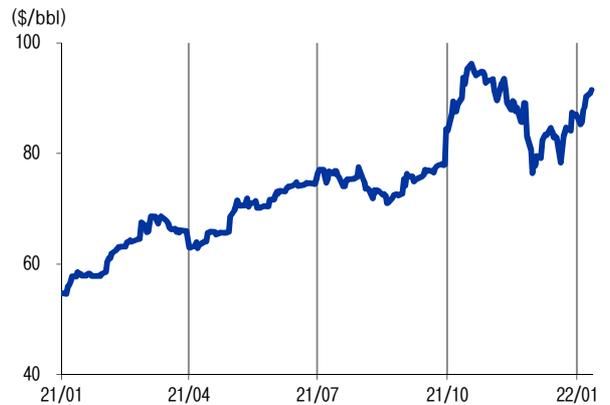
유가상승이 4Q21 항공사 영업이익률에 미치는 영향은 제한적이다. 유류 할증료가 적용되는 구간이기 때문이다. 할증료는 싱가포르 항공유(MOPS) 기준으로 계산한다. 150cent/Gal 넘을 때부터 할증료를 부과하고, 470cent/Gal 이상이면 할증료가 증가하진 않는다. 항공운임은 유류비와 동일한 선형적인 관계가 아닌 [그림 16]과 같이 비 선형적인 관계에 있다. 현재 유류할증료가 부과되는 B 구간에 있어서, 유류비 상승이 수익성 악화로 이어지진 않는다.

그림16 유류할증료 부과 기준



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 JET Fuel 추이 - 4Q21 은 유류할증료 부과 구간



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 대한항공 2021년 유류할증료

대권거리	주요노선	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
~499	다렌, 선양, 후쿠오카				3,600	1,200	3,600	4,800	6,000	6,000	4,800	10,800	14,400
500~999	나고야, 나리타, 오사카 등				4,800	1,200	4,800	6,000	10,800	10,800	6,000	16,800	24,400
1,000 ~ 1,499	광저우, 홍콩				4,800	1,200	4,800	8,400	12,000	12,000	8,400	20,400	26,400
1,500 ~ 1,999	마닐라, 하노이				7,200	2,400	7,200	10,800	15,600	15,600	10,800	24,000	36,000
2,000 ~ 2,999	방콕, 싱가포르, 양곤 등				8,400	2,400	8,400	14,400	21,600	21,600	14,400	31,200	39,600
3,000 ~ 3,999	자카르타, 타슈켄트				12,000	3,600	12,000	18,000	25,200	25,200	18,000	33,600	40,800
4,000 ~ 4,999	모스크바				15,600	3,600	15,600	27,600	34,800	34,800	27,600	51,600	73,200
5,000 ~ 6,499	런던, LA, 밴쿠버, 샌프란시스코 등				16,800	7,200	16,800	31,200	38,400	38,400	31,200	63,600	88,800
6,500 ~ 9,999	뉴욕, 델러스, 보스턴, 시카고 등				19,200	8,400	19,200	34,800	49,200	49,200	34,800	79,200	105,600

자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

대한항공 (003490)	10
아시아나항공 (020560)	15
진에어 (272450)	20
제주항공 (089590)	25
티웨이항공 (091810)	30

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
대한항공	Buy (유지)	43,000 원(유지)
아시아나항공	Hold (하향)	22,000 원(하향)
진에어	Hold (유지)	18,000 원(하향)
제주항공	Hold (유지)	18,000 원(하향)
티웨이항공	Buy (유지)	4,000 원(하향)

대한항공 (003490)

오히려 좋아

2022. 1. 14

항공

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

4Q21 Preview: 영업이익 컨센서스 대비 +27% 상회 전망

4Q21 매출액 2 조 7,553 억원(YoY +44%), 영업이익 6,443 억원(YoY +451%, OPM 23.4%) 예상한다. 컨센서스 대비 매출액은 부합, 영업이익은 +27% 상회를 전망한다. 화물운임 상승 덕분에 영업이익률 20%를 상회할 것으로 보인다. 화물 Yield 추이는 603 원(3Q21) → 770 원(4Q21E) 상승을 전망한다.

화물 호황 배경에는 ① 계절적으로 4 분기는 항공화물 성수기 ② 코로나 이후에 여객기 운항이 제한되면서 벨리카고(Belly Cargo) 공급이 제한되었으며 ③ 컨테이너 운임 상승으로 해상물류 수요가 항공으로 전이되고 있기 때문이다. 코로나가 길어지면 길어질수록 오히려 대한항공은 좋다.

왜 주가는 힘을 못 받을까?

역대 급 실적에도 불구하고 대한항공 주가는 힘을 못 받고 있다. 대한항공-아시아나 기업결합이 주가에 영향을 주는 것으로 보인다. 통합항공사가 독점하는 노선이 LCC 에게 배분되면서 수익성이 악화될 수 있다는 가능성이 있다. 그러나 아직 나머지 필수선고국가(미국, 유럽, 일본, 중국)의 승인까지 시간이 남아있다. 당장 1 년이내의 실적에 영향을 미치는 변수는 아니라고 판단한다.

Valuation

기업결합 불확실성 때문에 주가는 저평가 영역에 머물러 있다. 22 년 EV/EBITDA 기준으로 6.2 배에 거래되고 있다. 지난 3 년간 6.0~10.8 배에 거래가 되었던 것을 생각하면 Valuation 매력도가 높다고 판단한다. 화물운임 상승과 Valuation 매력을 근거로 운송업종 내에서 Top-pick 을 유지한다.

Buy (maintain)

목표주가 **43,000 원**
현재주가 **28,800 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSPI(1/13)	2,962.09 pt
시가총액	100,172 억원
발행주식수	347,821 천주
52 주 최고가 / 최저가	34,500 / 22,835 원
90 일 일평균거래대금	512.92 억원
외국인 지분율	11.8%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	19,216 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -0.4%
	6 개월 2.5%
	12 개월 27.9%
주주구성	한진칼 (외 18 인) 28.6%
	대한항공우리사주 (외) 10.3%
	국민연금공단 (외) 7.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	12,384	176	-815	-623	-4,301	적지	2,259	-4.3	7.5	1.0	-22.1
2020	7,606	109	-934	-230	-1,106	적지	2,078	-19.1	8.2	1.5	-7.2
2021E	8,864	1,360	797	591	1,703	흑전	3,045	16.9	6.1	1.5	12.0
2022E	9,243	988	593	463	1,330	-21.9	2,744	21.7	6.2	1.4	6.7
2023E	12,577	309	-164	-127	-366	적전	2,118	-78.6	7.5	1.4	-1.8

자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표3 목표주가 산출 내역

구분	대한항공	비고
EBITDA (십억 원)	2,744	2022 EBITDA
Target EV/EBITDA (배)	8.4	2021 년 Average
EV (십억 원)	23,048	4Q22 기준
순차입금 (십억 원)	6,923	
적정 시가총액 (십억 원)	16,125	
발행주식 수 (천 주)	347,821	
목표주가 (원)	46,000	기존 목표주가(43,000 원)와 유의미한 차이가 없어서 목표주가 유지
현재주가 (원)	28,800	
상승여력 (%)	+60%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 Valuation Table

	2017	2018	2019	2020	2021
PER (High)	4.6	-21.7	-5.7	-19.9	n/a
PER (Average)	3.7	-18.5	-4.5	-12.7	n/a
PER (Low)	2.9	-14.3	-3.3	-8.0	20
EV/EBITDA (High)	6.1	6.8	7.9	8.3	10.8
EV/EBITDA (Average)	5.8	6.5	7.5	7.3	8.4
EV/EBITDA (Low)	5.4	6.3	7.2	6.5	6.0
PBR (High)	1.0	1.2	1.4	1.6	1.9
PBR (Average)	0.8	1.0	1.1	1.1	1.6
PBR (Low)	0.6	0.8	0.8	0.6	1.2
PSR (High)	0.3	0.3	0.3	0.7	1.6
PSR (Average)	0.3	0.2	0.2	0.5	1.1
PSR (Low)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 주요가정

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
항공기 (대)	168	167	165	160	161	159	157	157	157	155	150	150
환율	1,194	1,220	1,188	1,118	1,114	1,121	1,160	1,183	1,175	1,155	1,165	1,185
항공유 (\$/bbl)	62	32	43	47	63	70	75	88	87	83	78	74

자료: 대한항공, 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	2,381	1,721	1,595	1,909	1,792	2,013	2,304	2,755	2,232	2,207	2,272	2,532
성장률 (%)	-23.9	-44.9	-52.0	-32.0	-24.7	16.9	44.4	44.4	24.5	9.6	-1.4	-8.1
국내여객	67	41	64	71	41	70	71	73	74	87	83	88
ASK (백만석 km)	578	474	525	575	444	643	721	672	542	640	611	648
RPK (백만인 km)	410	327	374	419	333	493	491	524	434	512	489	518
L/F (%)	71	69	71	73	75	77	68	78	80	80	80	80
Yield (원)	163	127	171	169	122	141	144	140	170	170	170	170
국제여객	1,216	162	209	175	117	145	261	353	149	322	541	744
ASK (백만석 km)	18,407	3,316	5,491	5,494	5,107	4,888	5,329	5,882	3,726	7,495	12,020	15,826
RPK (백만인 km)	13,487	1,295	1,548	1,219	1,050	1,304	2,083	2,353	1,490	3,223	5,409	7,438
L/F (%)	73	39	28	22	21	27	39	40	40	43	45	47
Yield (원)	90	125	135	143	112	111	125	150	100	100	100	100
화물	648	1,226	1,016	1,361	1,353	1,511	1,650	2,029	1,739	1,537	1,348	1,401
ATK (백만톤 km)	2,481	2,585	2,692	2,983	2,883	3,136	3,244	3,100	3,100	3,000	2,900	2,800
RTK (백만톤 km)	1,878	2,088	2,216	2,467	2,446	2,697	2,738	2,635	2,635	2,520	2,407	2,296
L/F (%)	76	81	82	83	85	86	84	85	85	84	83	82
Yield (원)	345	587	459	552	553	560	603	770	660	610	560	610
기타	451	291	306	302	282	287	321	300	270	260	300	300
영업비용	2,472	1,607	1,627	1,792	1,691	1,819	1,883	2,111	1,907	1,970	2,130	2,248
리스/감가비	539	476	459	502	441	426	421	407	443	443	437	423
연료비	585	170	227	255	325	397	479	519	459	512	573	628
인건비	562	484	440	440	455	443	460	471	448	463	506	542
변동비	463	184	214	251	269	254	262	413	357	353	364	405
고정비	322	293	287	343	202	300	262	300	200	200	250	250
영업이익	-91	114	-31	117	102	194	420	644	325	236	142	285
영업이익률 (%)	-3.8	6.6	-2.0	6.1	5.7	9.6	18.2	23.4	14.6	10.7	6.3	11.2
영업외수익	288	482	255	-34	301	141	243	0	0	0	0	0
영업외비용	1,184	360	242	247	464	170	513	100	100	100	99	96
법인세비용	-245	116	13	5	-6	47	44	120	49	30	10	41
계속사업이익	-743	121	-31	-170	-56	117	106	424	175	106	34	147
순이익률(%)	-31.2	7.0	-1.9	-8.9	-3.1	5.8	4.6	15.4	7.8	4.8	1.5	5.8

자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

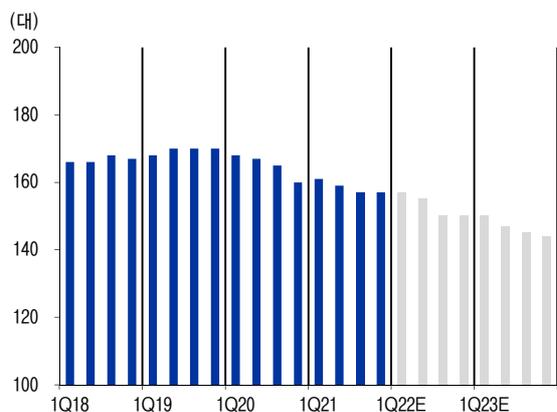
주: K-IFRS 연결기준

표7 연간 실적전망

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	12,384	7,606	8,864	9,243	12,577
성장률(%)	-4.8	-38.6	16.5	4.3	36.1
국내여객	486	243	254	332	420
ASK (백만석 km)	3,316	2,152	2,480	2,441	2,627
RPK (백만인 km)	2,713	1,530	1,841	1,953	2,102
L/F (%)	82	71	74	80	80
Yield (원)	179	159	138	170	200
국제여객	7,281	1,762	877	1,756	6,274
ASK (백만석 km)	97,792	32,708	21,206	39,067	99,805
RPK (백만인 km)	80,559	17,549	6,790	17,560	52,282
L/F (%)	82	54	32	45	52
Yield (원)	90	100	129	100	120
화물	2,557	4,251	6,543	6,025	3,083
ATK (백만톤 km)	10,480	10,741	12,363	11,800	10,400
RTK (백만톤 km)	7,482	8,649	10,516	9,858	7,904
L/F (%)	71	81	85	84	76
Yield (원)	342	491	622	611	390
기타	2,059	1,350	1,190	1,130	2,800
영업비용	12,208	7,497	7,504	8,255	12,268
리스/감가비	2,104	1,977	1,695	1,745	1,802
연료비	3,172	1,238	1,720	2,172	3,627
인건비	2,501	1,926	1,829	1,958	2,546
변동비	2,656	1,112	1,197	1,479	2,893
고정비	1,775	1,244	1,064	900	1,400
영업이익	176	109	1,360	988	309
영업이익률(%)	1.4	1.4	15.3	10.7	2.5
영업외수익	591	990	685	0	0
영업외비용	1,582	2,033	1,247	396	474
법인세비용	-126	-111	205	130	-36
계속사업이익	-689	-823	592	463	-127
순이익률(%)	-5.6	-10.8	6.7	5.0	-1.0

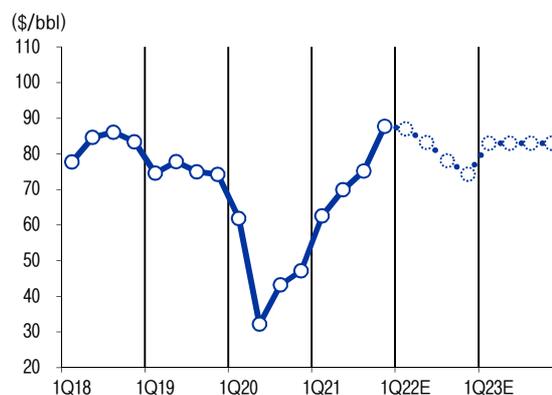
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 보유 항공기 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 항공유 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

대한항공 (003490)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	3,575	4,003	6,164	7,053	8,036
현금 및 현금성자산	816	1,315	1,415	2,327	2,844
매출채권 및 기타채권	793	749	1,091	1,003	1,100
재고자산	713	551	685	630	872
기타유동자산	1,252	1,388	2,973	3,094	3,220
비유동자산	23,439	21,188	20,464	19,762	19,180
관계기업투자등	143	152	168	174	181
유형자산	21,310	18,482	17,506	16,725	16,056
무형자산	295	268	272	242	216
자산총계	27,014	25,190	26,628	26,815	27,216
유동부채	8,777	7,988	7,808	7,659	8,256
매입채무 및 기타채무	296	164	226	208	900
단기금융부채	5,269	5,871	5,290	5,066	4,874
기타유동부채	3,212	1,953	2,292	2,385	2,482
비유동부채	15,456	13,891	12,010	11,884	11,815
장기금융부채	10,676	8,320	6,831	6,495	6,207
기타비유동부채	4,780	5,571	5,179	5,389	5,608
부채총계	24,233	21,878	19,818	19,543	20,070
지배주주지분	2,656	3,207	6,705	7,168	7,040
자본금	480	877	1,745	1,745	1,745
자본잉여금	792	1,519	3,948	3,948	3,948
이익잉여금	-346	-523	56	519	392
비지배주주지분(연결)	125	105	105	105	105
자본총계	2,781	3,312	6,810	7,273	7,145

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	2,334	1,377	647	2,616	2,317
당기순이익(손실)	-623	-230	591	463	-127
비현금수익비용가감	3,213	2,500	2,499	1,965	2,027
유형자산감가상각비	2,054	1,938	1,653	1,725	1,782
무형자산상각비	29	31	32	30	27
기타현금수익비용	542	-337	814	209	218
영업활동 자산부채변동	-367	-940	-239	188	417
매출채권 감소(증가)	-17	40	-185	88	-97
재고자산 감소(증가)	-237	79	-107	55	-243
매입채무 증가(감소)	-19	-111	37	-18	692
기타자산, 부채변동	-95	-948	15	63	65
투자활동 현금	-1,595	-3	-419	-1,144	-1,320
유형자산처분(취득)	-1,178	-571	-598	-945	-1,113
무형자산 감소(증가)	-1	-5	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-516	-64	-1,558	-96	-100
기타투자활동	99	638	1,739	-102	-106
재무활동 현금	-1,447	-858	0	-560	-480
차입금의 증가(감소)	-1,621	-2,240	-2,266	-560	-480
자본의 증가(감소)	-77	1,058	2,554	0	0
배당금의 지급	77	61	0	0	0
기타재무활동	251	324	-288	0	0
현금의 증가	-688	498	100	912	517
기초현금	1,504	816	1,315	1,415	2,327
기말현금	816	1,315	1,415	2,327	2,844

자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	12,384	7,606	8,864	9,243	12,577
매출원가	10,936	6,844	6,821	7,429	11,041
매출총이익	1,448	762	2,042	1,814	1,536
판매비 및 관리비	1,272	653	683	825	1,227
영업이익	176	109	1,360	988	309
(EBITDA)	2,259	2,078	3,045	2,744	2,118
금융손익	-932	-182	-778	-396	-474
이자비용	617	514	401	396	474
관계기업등 투자손익	0	-1	0	1	1
기타영업외손익	-59	-860	215	0	0
세전계속사업이익	-815	-934	797	593	-164
계속사업법인세비용	-126	-111	205	130	-36
계속사업이익	-689	-823	592	463	-127
중단사업이익	66	593	-1	0	0
당기순이익	-623	-230	591	463	-127
지배주주	-629	-212	592	463	-127
총포괄이익	-599	-225	591	463	-127
매출총이익률 (%)	11.7	10.0	23.0	19.6	12.2
영업이익률 (%)	1.4	1.4	15.3	10.7	2.5
EBITDA 마진률 (%)	18.2	27.3	34.3	29.7	16.8
당기순이익률 (%)	-5.0	-3.0	6.7	5.0	-1.0
ROA (%)	-2.4	-0.8	2.3	1.7	-0.5
ROE (%)	-22.1	-7.2	12.0	6.7	-1.8
ROIC (%)	0.8	0.5	6.6	5.3	1.7

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	-4.3	-19.1	16.9	21.7	-78.6
P/B	1.0	1.5	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	7.5	8.2	6.1	6.2	7.5
P/CF	1.1	1.8	3.3	4.1	5.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-4.8	-38.6	16.5	4.3	36.1
영업이익	-73.8	-38.1	1,148.2	-27.3	-68.7
세전이익	적지	적지	흑전	-25.7	적전
당기순이익	적지	적지	흑전	-21.8	적전
EPS	적지	적지	흑전	-21.9	적전
안정성 (%)					
부채비율	871.5	660.6	291.0	268.7	280.9
유동비율	40.7	50.1	78.9	92.1	97.3
순차입금/자기자본(x)	512.0	370.7	124.6	95.2	81.6
영업이익/금융비용(x)	0.3	0.2	3.4	2.5	0.7
총차입금 (십억원)	15,945	14,190	12,121	11,561	11,081
순차입금 (십억원)	14,239	12,275	8,485	6,923	5,833
주당지표(원)					
EPS	-4,301	-1,106	1,703	1,330	-366
BPS	17,948	14,186	19,216	20,542	20,177
CFPS	17,501	11,769	8,856	6,957	5,444
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

아시아나항공 (020560)

2022. 1. 14

항공

Analyst **나민식, CFA**

02. 3779-8754

minsik@ebestsec.co.kr

화물운임 상승에도 아쉬운 실적

4Q21 Preview

4Q21 매출액 1 조 1,826 억원(YoY +30%), 영업이익 1,752 억원(YoY 흑자전환, OPM 14.8%) 전망한다. 기존 추정치대비 매출액은 +17% 상향, 영업이익은 -13 억원(기존추정치)에서 상향조정 했다. 추정치를 상향한 이유는 화물운임 Yield 를 550 원(기준) → 710 원(신규) 변경했기 때문이다. 대한항공과 마찬가지로 화물운임 상승으로 호실적이 기대된다.

화물운임 상승에도 OPM 개선은 제한적이었음

동일한 화물운임 상승에도 불구하고 FSC 간 영업이익률 차이는 벌어질 것으로 전망한다. 2021 년 대한항공 영업이익률은 15.3% vs. 아시아나항공은 3.6%를 전망한다. 이 차이는 항공사별로 운임상승에 대처하는 방식이 다르기 때문이다. 대한항공 2021 년 ATK 는 12,363 백만톤 km(YoY +15%) 운임상승에 발맞춰 화물기 공급을 늘렸다. 반대로 아시아나항공 2021 년 ATK 는 5,078 백만톤 km(YoY -3.6%)로 오히려 화물기 공급이 줄어든 반면 L/F 97% 달성하면서 효율성을 중시했다. 결과적으로 운임상승이 장기화되면서 대한항공이 더 탄력적으로 수혜를 받았다.

Valuation

투자 의견을 기존 매수에서 보유로 하향한다. 화물운임 상승에도 22 년 실적개선 폭은 대한항공 대비해서 낮을 것으로 예상하기 때문이다. EV/EBITDA 9.7 배(22 년 기준)에 거래되고 있다. 이는 과거 3 년 EV/EBITDA 변동폭인 6.8 ~ 14.4 대비해서 상단에 있는 주가 수준이다. 주가상승여력이 떨어진다 판단하여 투자 의견 및 목표주가를 하향했다.

Hold (downgrade)

목표주가 **22,000 원**

현재주가 **19,450 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(1/13)	2,962.09 pt
시가총액	14,473 억원
발행주식수	74,412 천주
52 주 최고가 / 최저가	29,150 / 16,298 원
90 일 일평균거래대금	136.25 억원
외국인 지분율	7.6%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	4,935 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -0.9%
	6 개월 10.8%
	12 개월 2.7%
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	4,081	149	-570	-600	-8,617	적지	1,180	-2.3	7.2	3.9	-84.5
2022E	4,306	102	-226	-176	-540	적지	1,004	-36.0	6.8	2.3	-17.8
2023E	7,570	7	-317	-247	-1,246	적지	1,077	-15.6	6.7	2.7	-16.1

자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표8 목표주가 산출 내역

구분	아시아나항공	비고
EBITDA (십억 원)	1,004	2022 EBITDA
Target EV/EBITDA (배)	9.7	2020 년 Average~High
EV (십억 원)	9,742	
순차입금 (십억 원)	5,383	4Q22 기준
적정 시가총액 (십억 원)	4,358	
발행주식 수 (천 주)	198,239	
목표주가 (원)	22,000	
현재주가 (원)	19,450	
상승여력 (%)	+13%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표9 Valuation Table

	2017	2018	2019	2020	2021
PER (High)	5.1	-5.7	-2.3	-3.2	n/a
PER (Average)	3.7	-4.8	-1.4	-1.9	n/a
PER (Low)	3.3	-3.5	-0.9	-1.3	n/a
EV/EBITDA (High)	7.1	7.8	14.4	10.8	10.2
EV/EBITDA (Average)	6.7	7.5	13.5	10.3	8.2
EV/EBITDA (Low)	6.6	7.1	12.8	9.8	6.8
PBR (High)	1.1	1.2	2.4	1.3	6.7
PBR (Average)	0.8	1.0	1.5	0.9	3.2
PBR (Low)	0.7	0.7	1.0	0.5	0.6
PSR (High)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.6
PSR (Average)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
PSR (Low)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 주요가정

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
항공기 (대)	87	86	84	87	86	84	82	83	83	81	81	81
환율	1,194	1,220	1,188	1,118	1,114	1,121	1,160	1,183	1,175	1,155	1,165	1,185
항공유 (\$/bbl)	62	32	43	47	63	70	75	88	87	83	78	74

자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

주) 항공기는 등록일자 기준으로 IR 자료와 차이가 발생할 수 있음

표11 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	1,183	1,040	1,013	1,077	1,176
성장률 (%)	-25.4	-50.2	-54.8	-42.4	-34.1	13.4	28.6	29.7	22.8	2.9	1.0	-0.6
국내여객	48	32	50	43	33	64	52	58	55	69	66	71
ASK (백만석 km)	571	539	611	568	410	664	590	597	540	661	625	669
RPK (백만인 km)	423	376	451	413	311	527	437	483	443	548	525	569
L/F (%)	74	70	74	73	76	79	74	81	82	83	84	85
Yield (원)	114	85	112	104	105	122	119	119	125	125	125	125
국제여객	584	92	122	74	66	74	123	127	108	201	328	422
ASK (백만석 km)	10,239	2,154	2,847	2,863	2,759	2,894	2,988	3,046	2,592	4,432	6,877	8,417
RPK (백만인 km)	7,267	624	768	637	555	644	1,029	1,066	907	1,684	2,751	3,535
L/F (%)	71	29	27	22	20	22	34	35	35	38	40	42
Yield (원)	80	148	159	116	119	114	119	119	119	119	119	119
화물	333	654	485	685	610	707	753	859	738	605	545	545
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	710	610	500	450	450
기타	320	90	172	110	139	140	139	139	139	139	139	139
영업비용	1,569	842	816	945	936	929	1,063	1,007	980	1,026	1,082	1,116
리스/감가비	311	266	203	297	258	258	264	247	228	228	223	223
연료비	371	93	132	143	172	217	243	278	259	296	341	368
인건비	250	163	174	161	176	181	173	150	183	199	199	180
변동비	480	238	252	264	230	247	238	307	260	253	269	294
고정비	157	83	56	80	100	26	145	25	50	50	50	50
영업이익	-284	27	13	-33	-89	56	6	175	60	-13	-5	60
영업이익률 (%)	-22.1	3.1	1.6	-3.6	-10.5	5.7	0.6	14.8	5.8	-1.3	-0.4	5.1
영업외수익	131	9	46	380	44	26	33	0	0	0	0	0
영업외비용	553	-16	43	166	302	103	335	82	83	83	81	81
법인세비용	-26	-3	7	47	-1	-6	96	21	-5	-21	-19	-5
계속사업이익	-679	54	9	133	-345	-15	-392	73	-18	-75	-67	-16
순이익률(%)	-52.8	6.2	1.1	14.6	-40.7	-1.5	-36.8	6.1	-1.7	-7.4	-6.2	-1.4

자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

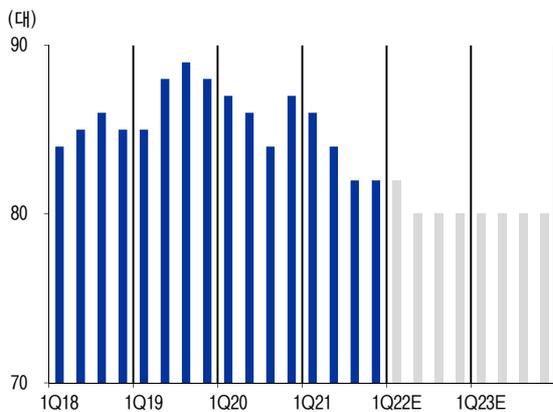
주: K-IFRS 연결기준

표12 연간 실적전망

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,887	3,895	4,081	4,306	7,570
성장률(%)	-4.1	-43.4	4.8	5.5	75.8
국내여객	327	174	207	261	293
ASK (백만석 km)	2,797	2,288	2,261	2,495	2,324
RPK (백만인 km)	2,475	1,662	1,758	2,085	2,022
L/F (%)	88	73	78	84	87
Yield (원)	132	104	118	125	145
국제여객	3,507	873	389	1,059	3,085
ASK (백만석 km)	53,536	18,103	11,687	22,318	54,290
RPK (백만인 km)	44,633	9,296	3,294	8,877	25,709
L/F (%)	83	51	28	40	47
Yield (원)	79	94	118	119	120
화물	1,276	2,157	2,930	2,433	1,791
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	597	503	370
기타	1,777	692	556	554	2,400
영업비용	7,323	4,172	3,935	4,204	7,562
리스/감가비	1,058	1,076	1,028	902	1,069
연료비	2,010	739	909	1,264	2,200
인건비	1,054	748	680	762	1,119
변동비	2,442	1,234	1,022	1,077	2,574
고정비	759	375	296	200	600
영업이익	-436	-276	149	102	7
영업이익률(%)	-6.3	-7.1	3.6	2.4	0.1
영업외수익	172	565	103	0	0
영업외비용	778	746	822	328	324
법인세비용	-255	25	109	-50	-70
계속사업이익	-786	-482	-680	-176	-247
순이익률(%)	-11.4	-12.4	-16.7	-4.1	-3.3

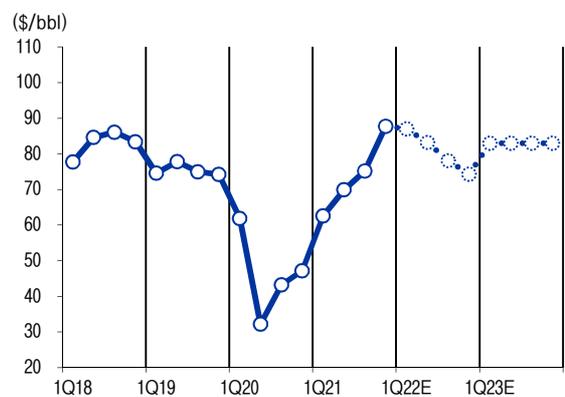
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 보유 항공기 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 항공유 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

아시아나항공 (020560)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,561	2,386	2,158	3,592	3,782
현금 및 현금성자산	194	503	381	1,776	1,350
매출채권 및 기타채권	419	393	498	495	883
재고자산	226	193	237	236	420
기타유동자산	722	1,297	1,043	1,085	1,129
비유동자산	11,943	11,465	11,078	10,936	11,017
관계기업투자등	141	128	125	131	136
유형자산	10,358	9,533	9,130	8,910	8,910
무형자산	204	80	65	66	67
자산총계	13,503	13,851	13,236	14,527	14,799
유동부채	4,558	5,247	5,294	5,264	5,664
매입채무 및 기타채무	483	319	439	436	778
단기금융부채	2,487	3,630	3,464	3,381	3,381
기타유동부채	1,589	1,298	1,390	1,447	1,506
비유동부채	8,037	7,515	7,626	7,623	7,741
장기금융부채	5,534	4,832	4,836	4,719	4,719
기타비유동부채	2,503	2,683	2,791	2,904	3,022
부채총계	12,595	12,762	12,920	12,887	13,405
지배주주지분	793	1,031	329	1,653	1,406
자본금	1,116	372	372	1,030	1,030
자본잉여금	586	1,990	1,162	2,005	2,005
이익잉여금	-881	-1,305	-1,179	-1,355	-1,602
비지배주주지분(연결)	115	58	-13	-13	-13
자본총계	908	1,089	316	1,640	1,393

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	559	-405	241	892	763
당기순이익(손실)	-818	-503	-600	-176	-247
비현금수익비용가감	1,525	1,343	1,473	1,015	1,187
유형자산감가상각비	1,070	1,088	1,032	902	1,069
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	181	-255	442	113	118
영업활동 자산부채변동	200	-901	-11	53	-178
매출채권 감소(증가)	24	-2	-62	3	-388
재고자산 감소(증가)	-31	27	-35	1	-184
매입채무 증가(감소)	4	-100	62	-3	341
기타자산, 부채변동	204	-827	25	51	53
투자활동 현금	-848	-1,032	-375	-797	-1,188
유형자산처분(취득)	-388	-319	-516	-682	-1,069
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	23	1,300	0
차입금의 증가(감소)	-708	793	-465	-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	-122	1,395	-426
기초현금	414	194	503	381	1,776
기말현금	194	508	381	1,776	1,350

자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,887	3,895	4,081	4,306	7,570
매출원가	6,614	3,818	3,659	3,910	7,033
매출총이익	273	77	423	397	537
판매비 및 관리비	708	354	274	294	529
영업이익	-436	-276	149	102	7
(EBITDA)	634	812	1,180	1,004	1,077
금융손익	-530	-125	-724	-328	-324
이자비용	348	380	335	328	324
관계기업등 투자손익	3	-8	-8	0	0
기타영업외손익	-79	-48	12	0	0
세전계속사업이익	-1,041	-457	-570	-226	-317
계속사업법인세비용	-255	25	109	-50	-70
계속사업이익	-786	-482	-680	-176	-247
중단사업이익	-32	-21	80	0	0
당기순이익	-818	-503	-600	-176	-247
지배주주	-785	-400	-574	-176	-247
총포괄이익	-821	-504	-600	-176	-247
매출총이익률 (%)	4.0	2.0	10.4	9.2	7.1
영업이익률 (%)	-6.3	-7.1	3.6	2.4	0.1
EBITDA 마진률 (%)	9.2	20.8	28.9	23.3	14.2
당기순이익률 (%)	-11.9	-12.9	-14.7	-4.1	-3.3
ROA (%)	-7.2	-2.9	-4.2	-1.3	-1.7
ROE (%)	-90.7	-43.8	-84.5	-17.8	-16.1
ROIC (%)	-5.1	-2.4	1.4	1.1	0.1

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	-1.5	-2.3	-2.3	-36.0	-15.6
P/B	1.5	0.9	3.9	2.3	2.7
EV/EBITDA	13.6	10.3	7.2	6.8	6.7
P/CF	1.6	1.1	1.5	7.6	4.1
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-4.1	-43.4	4.8	5.5	75.8
영업이익	적전	적지	흑전	-31.3	-92.8
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지
당기순이익	적지	적지	적지	적지	적지
EPS	적지	적지	적지	적지	적지
안정성 (%)					
부채비율	1,386.7	1,171.5	4,086.2	785.7	962.2
유동비율	34.2	45.5	40.8	68.2	66.8
순차입금/자기자본(x)	814.9	683.0	2,218.7	328.2	414.2
영업이익/금융비용(x)	-1.3	-0.7	0.4	0.3	0.0
총차입금 (십억원)	8,021	8,462	8,300	8,100	8,100
순차입금 (십억원)	7,402	7,441	7,015	5,383	5,771
주당지표(원)					
EPS	-17,355	-8,551	-8,617	-540	-1,246
BPS	17,106	22,051	4,935	8,338	7,092
CFPS	15,626	17,968	13,108	2,576	4,742
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

진에어 (272450)

2022. 1. 14

항공

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

국제여객 회복 지연, 목표주가 하향

4Q21 Preview

매출액 700 억원(YoY +37%), 영업이익 -365 억원(적자지속)을 전망한다. 여타 LCC 와 동일하게 오미크론 영향을 반영해서 이전 매출액 추정치 대비 -10% 조정했다. 오미크론 영향이 21 년 12 월부터 시작된 만큼 본격적인 영향은 22 년부터 시작될 것으로 예상된다. 2022 년 매출액 추정치를 기존 5,720 억원 → 4,720 억원으로 약 -17% 하향했다.

기업결합

양대 항공사간 기업결합이 22 년 2 월에 예정되었다. 그리고 언론기사에 따르면 공정위는 노선 독과점여부 판단에 있어서 FSC 2 개사 그리고 LCC 3 개사(진에어, 에어부산, 에어서울)을 하나로 합쳐서 심사한 것으로 밝혀졌다. 즉, 양대 항공사간 기업결합으로 운수권배분 과정에서 진에어가 수혜를 받을 가능성은 희박할 것으로 전망한다.

Valuation

목표주가는 기존 21,000원에서 18,000원으로 하향한다. 오미크론으로 여파로 국제여객 회복이 지연되면서 매출액 추정치를 하향했기 때문이다. 5~6월 국제여객 반등의 실마리가 보여야 투자의견 및 목표주가를 상향이 가능하다.

Hold (maintain)

목표주가 **18,000 원**
현재주가 **16,850 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(1/13)	2,962.09 pt
시가총액	8,796 억원
발행주식수	52,200 천주
52 주 최고가 / 최저가	24,528 / 15,200 원
90 일 일평균거래대금	41.93 억원
외국인 지분율	2.4%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	1,525 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 1.9%
	6개월 -1.1%
	12개월 11.7%
주주구성	한진칼 (외 2인) 54.9%
	국민연금공단 (외) 7.6%
	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	-1,663	적전	71	-8.0	6.4	2.4	-24.7
2020	272	-185	-178	-190	-5,098	적지	-69	-2.6	-12.0	6.2	-131.4
2021E	238	-190	-226	-213	-4,540	적지	-96	-3.7	-11.2	11.0	-225.4
2022E	472	-91	-105	-82	-1,384	적지	-4	-12.2	-257.8	17.9	-109.8
2023E	1,275	92	75	59	954	흑전	212	17.7	4.9	8.9	66.8

자료: 진에어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표13 목표주가 산출 내역

구분	진에어	비고
EBITDA (십억 원)	212	2023 EBITDA
Target EV/EBITDA (배)	8.2	2018 년 상단 적용
EV (십억 원)	1,739	4Q23 기준
순차입금 (십억 원)	167	
적정 시가총액 (십억 원)	1,573	
발행주식 수 (천 주)	62,300	
목표주가 (원)	18,000	할인율 20% 현가화
현재주가 (원)	16,850	
상승여력 (%)	+7%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 Valuation Table

	2017	2018	2019	2020	2021
PER (High)	11.7	22.8	-15.4	-2.8	n/a
PER (Average)	10.9	17.3	-9.9	-2.0	n/a
PER (Low)	10.6	11.5	-7.1	-0.9	n/a
EV/EBITDA (High)	4.9	8.2	12.3	-12.5	n/a
EV/EBITDA (Average)	4.4	5.2	7.8	-8.7	n/a
EV/EBITDA (Low)	4.2	2.1	5.6	-5.6	n/a
PBR (High)	3.7	3.8	4.5	6.7	38.3
PBR (Average)	3.5	2.9	2.9	4.7	21.2
PBR (Low)	3.4	1.9	2.1	2.2	5.6
PSR (High)	1.0	1.0	1.0	2.4	3.8
PSR (Average)	0.9	0.8	0.6	1.7	2.3
PSR (Low)	0.9	0.5	0.4	0.8	0.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표15 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

표16 분기 실적전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	144	23	54	51	44	63	61	70	76	101	122	174
성장률 (%)	-50.4	-89.1	-76.1	-71.9	-69.5	172.8	13.4	36.8	71.9	59.0	100.6	148.7
국내여객	17	18	46	43	37	58	50	62	60	72	72	77
ASK (백만석 km)	210	326	592	601	542	708	659	706	613	735	699	744
RPK (백만인 km)	172	241	457	462	431	571	516	565	521	625	629	670
L/F (%)	82	74	77	77	80	81	78	80	85	85	90	90
Yield (원)	101	76	100	92	85	101	96	110	115	115	115	115
국제여객	107	1	3	5	4	1	5	2	8	22	41	90
ASK (백만석 km)	2,459	7	97	46	45	40	59	49	204	487	848	1,715
RPK (백만인 km)	1,674	6	19	13	12	15	22	22	102	292	551	1,200
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	106	117	134	139	172
리스/감가비	30	28	29	27	24	22	22	20	21	21	21	23
연료비	47	4	13	12	14	19	20	26	25	31	35	49
인건비	36	28	27	24	26	29	23	23	25	29	23	23
변동비	44	15	22	21	24	25	25	28	25	33	40	57
고정비	18	6	12	12	17	17	15	10	20	20	20	20
영업이익	-31	-60	-49	-45	-60	-49	-45	-37	-41	-34	-18	2
영업이익률 (%)	-21.7	-256.5	-92.0	-87.2	-136.7	-77.0	-73.5	-52.2	-54.5	-33.4	-14.7	1.1
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	-8	-5	0
당기순이익	-46	-59	-46	-40	-72	-50	-59	-31	-35	-29	-17	-1
순이익률(%)	-31.8	-253.7	-86.2	-77.3	-164.1	-79.5	-97.2	-44.9	-46.4	-29.0	-13.9	-0.9

자료: 진에어, 이베스트투자증권 리서치센터

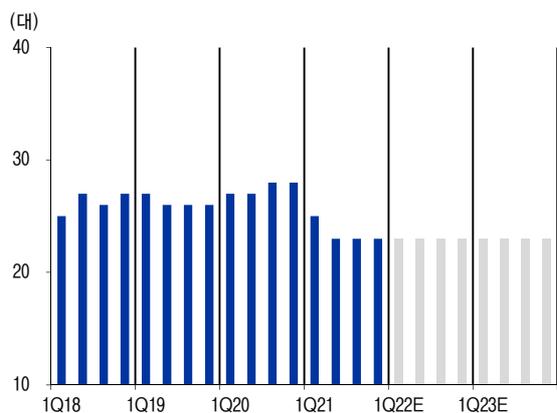
주: K-IFRS 연결기준

표17 연간 실적전망

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	910	272	238	472	1,275
성장률(%)	-9.9	-70.1	-12.4	98.4	170.1
국내여객	171	124	206	281	332
ASK (백만석 km)	1,504	1,729	2,615	2,791	2,734
RPK (백만인 km)	1,395	1,332	2,083	2,444	2,461
L/F (%)	93	77	80	88	90
Yield (원)	123	93	99	115	135
국제여객	675	116	12	161	877
ASK (백만석 km)	13,227	2,609	193	3,253	11,858
RPK (백만인 km)	11,117	1,712	71	2,145	10,079
L/F (%)	84	66	37	66	85
Yield (원)	61	68	162	75	87
화물	5	8	5	6	6
기타	59	24	16	24	60
영업비용	959	456	428	563	1,183
리스/감가비	119	114	88	85	119
연료비	276	77	79	141	310
인건비	147	115	101	100	142
변동비	292	102	102	156	472
고정비	125	49	58	80	140
영업이익	-49	-185	-190	-91	92
영업이익률(%)	-5.4	-68.0	-79.8	-19.2	7.2
영업외수익	23	43	7	0	0
영업외비용	43	36	44	15	18
법인세비용	-12	12	-13	-23	16
당기순이익	-57	-190	-213	-83	59
순이익률(%)	-6.2	-70.1	-89.5	-17.5	4.6

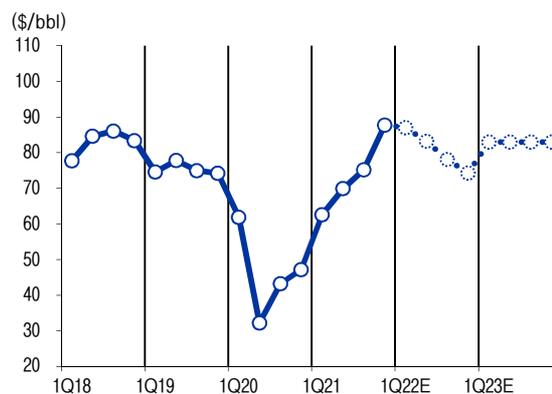
자료: 진에어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 보유 항공기 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 항공유 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

진에어 (272450)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	353	161	173	149	246
현금 및 현금성자산	63	32	70	29	97
매출채권 및 기타채권	28	4	7	19	39
재고자산	2	1	1	4	7
기타유동자산	260	125	94	98	102
비유동자산	351	395	363	362	385
관계기업투자등	4	3	3	3	4
유형자산	2	2	19	19	31
무형자산	6	4	3	2	1
자산총계	704	557	536	511	630
유동부채	306	188	203	210	269
매입채무 및 기타채무	7	1	2	6	19
단기금융부채	96	125	131	131	131
기타유동부채	203	61	70	73	118
비유동부채	206	271	242	243	244
장기금융부채	196	245	217	217	217
기타비유동부채	10	26	25	26	28
부채총계	513	459	445	453	513
지배주주지분	192	98	91	59	117
자본금	30	45	52	55	55
자본잉여금	92	181	298	345	345
이익잉여금	77	-117	-324	-406	-347
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	192	98	91	59	117

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	65	-172	-76	-3	213
당기순이익(손실)	-57	-190	-213	-82	59
비현금수익비용가감	133	130	130	87	120
유형자산감가상각비	118	114	92	85	119
무형자산상각비	2	2	2	1	1
기타현금수익비용	8	-20	36	1	1
영업활동 자산부채변동	-8	-121	6	-8	34
매출채권 감소(증가)	0	23	-4	-11	-21
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-2	-4
매입채무 증가(감소)	1	-6	1	3	13
기타자산, 부채변동	-9	-139	9	2	45
투자활동 현금	84	122	-21	-88	-145
유형자산처분(취득)	-1	0	-38	-85	-131
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	81	127	34	-3	-3
기타투자활동	5	-4	-17	0	-12
재무활동 현금	-143	18	135	50	0
차입금의 증가(감소)	-111	-65	-52	0	0
자본의 증가(감소)	-9	104	124	50	0
배당금의 지급	9	0	0	0	0
기타재무활동	-24	-21	63	0	0
현금의 증가	6	-31	38	-41	68
기초현금	57	63	32	70	29
기말현금	63	32	70	29	97

자료: 진에어, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	910	272	238	472	1,275
매출원가	877	417	388	506	1,064
매출총이익	33	-146	-150	-34	211
판매비 및 관리비	82	39	40	56	118
영업이익	-49	-185	-190	-91	92
(EBITDA)	71	-69	-96	-4	212
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	-226	-105	75
계속사업법인세비용	-12	12	-13	-23	16
계속사업이익	-57	-190	-213	-82	59
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-57	-190	-213	-82	59
지배주주	-57	-190	-213	-82	59
총포괄이익	-57	-191	-213	-82	59
매출총이익률 (%)	3.7	-53.6	-63.1	-7.3	16.5
영업이익률 (%)	-5.4	-68.0	-79.8	-19.2	7.2
EBITDA 마진률 (%)	7.7	-25.5	-40.5	-0.9	16.6
당기순이익률 (%)	-6.2	-70.1	-89.4	-17.4	4.6
ROA (%)	-9.3	-30.2	-38.9	-15.6	10.3
ROE (%)	-24.7	-131.4	-225.4	-109.8	66.8
ROIC (%)	n/a	-53.1	-45.2	-22.7	25.2

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	-8.0	-2.6	-3.7	-12.2	17.7
P/B	2.4	6.2	11.0	17.9	8.9
EV/EBITDA	6.4	-12.0	-11.2	-257.8	4.9
P/CF	6.0 #VALUE!	n/a	199.3	5.9	
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-9.9	-70.1	-12.4	98.4	170.1
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	491.6	773.0	437.2
유동비율	115.3	86.0	85.0	71.1	91.3
순차입금/자기자본(x)	-2.5	231.1	220.8	406.1	142.2
영업이익/금융비용(x)	-2.9	-10.2	-12.5	-6.0	5.2
총차입금 (십억원)	292	370	348	348	348
순차입금 (십억원)	-5	227	200	238	167
주당지표(원)					
EPS	-1,663	-5,098	-4,540	-1,384	954
BPS	5,552	2,106	1,525	940	1,883
CFPS	2,224	n/a	n/a	85	2,875
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

제주항공 (089590)

2022. 1. 14

항공

Analyst 나민식, CFA

02. 3779-8754

minsik@ebestsec.co.kr

여전히 국제여객 부분은 회복은 멀리 있다

4Q21 Preview

4Q21 매출액 866 억원(YoY +66%), 영업이익 -420 억원(적자지속)을 전망한다. 오미크론 때문에 해외여행이 힘든 상황에서, 국내여객은 상대적으로 선방하고있다. 4Q21 국내여객 매출액 714 억원(QoQ +34%) 예상한다. RPK 840 백만인 km × Yield 85 원, 전년기대비 각각 +14%, +18% 증가한 수치다. 이는 풍선효과 때문에 해외여행 수요가 국내여행으로 쏠린 덕분이다.

B737Max 도입 업데이트

국토부는 21년 11월 22일부터 B737 Max 항공기 운항을 허용한다고 밝혔다. 18년 10월 인도네시아 추락, 19년 3월 에티오피아 추락사고 이후에 국토부는 19년 3월부터 운항을 금지했었다. 그리고 제주항공은 18년 11월 B737-Max 50대 도입을 계획을 발표한 이후 무기한 연기한 상황이다. 동사 기재운용 계획은 22년까지는 반납, 그리고 코로나 상황을 고려해서 23년부터 B737-Max 도입 계획이다.

Valuation

기존 목표주가 21,000 원에서 18,000 원으로 하향한다. 매출액 추정치 하향으로 인한 조정이다. 대한항공-아시아나 기업결합으로 LCC 에게 독점노선이 배분된다면 제주항공도 손해가 기대된다. 다만 아직 장거리여객기 도입에 대한 공식적인 발표가 없는 만큼 투자 의견은 Hold 를 유지한다.

Hold (maintain)

목표주가 18,000 원

현재주가 17,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(1/13)	2,962.09 pt
시가총액	8,857 억원
발행주식수	49,760 천주
52주 최고가 / 최저가	26,066 / 15,800 원
90일 일평균거래대금	25.79 억원
외국인 지분율	0.7%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	-789 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 6.0%
	6개월 -8.1%
	12개월 6.6%
주주구성	AK 홀딩스 (외 4인) 52.6%
	국민연금공단 (외) 7.6%
	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	272	-292	-335	-255	-5,871	적지	-171	-3.0	-8.7	n/a	n/a
2022E	647	-120	-143	-112	-2,259	적지	-12	-7.9	-130.6	n/a	117.7
2023E	1,611	142	111	86	1,726	흑전	205	10.3	7.2	n/a	-78.9

자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표18 목표주가 산출 내역

구분	제주항공	비고
EBITDA (십억 원)	205	2023 EBITDA
Target EV/EBITDA (배)	9.0	2018 년 상단 적용
EV (십억 원)	1,841	4Q23 기준
순차입금 (십억 원)	578	
적정 시가총액 (십억 원)	1,263	
발행주식 수 (천 주)	49,759	
목표주가 (원)	18,000	2023 년 목표주가 현재가치화
현재주가 (원)	17,800	
상승여력 (%)	+1%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표19 Valuation Table

	2017	2018	2019	2020	2021
PER (High)	13.5	19.0	-33.7	-2.7	n/a
PER (Average)	11.3	15.1	-24.5	-1.9	n/a
PER (Low)	8.2	10.7	-18.1	-1.2	n/a
EV/EBITDA (High)	6.0	8.3	10.9	-7.5	-
EV/EBITDA (Average)	4.7	6.3	8.6	-6.3	-
EV/EBITDA (Low)	2.7	4.0	7.0	-4.8	22.4
PBR (High)	3.2	3.5	3.4	4.4	97.6
PBR (Average)	2.7	2.8	2.5	3.0	15.5
PBR (Low)	1.9	2.0	1.8	1.9	4.3
PSR (High)	1.1	1.1	0.8	2.5	3.9
PSR (Average)	0.9	0.9	0.6	1.7	2.6
PSR (Low)	0.6	0.6	0.4	1.1	1.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 주요가정

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
항공기 (대)	45	45	44	44	42	41	41	39	38	38	37	36
환율	1,194	1,220	1,188	1,118	1,114	1,121	1,160	1,183	1,175	1,155	1,165	1,185
항공유 (\$/bbl)	62	32	43	47	63	70	75	88	87	83	78	74

자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

주) 항공기는 등록일자 기준으로 IR 자료와 차이가 발생할 수 있음

표21 분기 실적전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	229	36	60	52	42	75	68	87	101	147	183	216
성장률 (%)	-41.7	-88.5	-83.8	-83.1	-81.8	108.6	14.5	65.9	141.3	95.9	168.2	149.3
국내여객	30	25	46	42	32	62	53	71	71	85	81	86
ASK (백만석 km)	455	539	679	760	638	960	841	933	787	949	901	961
RPK (백만인 km)	385	425	601	641	560	871	737	840	709	854	811	865
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	5	7	38	77	103
ASK (백만석 km)	4,001	55	47	37	30	49	59	74	135	724	1,477	1,988
RPK (백만인 km)	2,754	20	15	13	12	19	21	26	87	471	960	1,292
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	129	154	184	211	218
리스/감가비	47	43	47	40	32	32	31	26	27	27	29	26
연료비	69	6	9	10	11	20	19	24	23	34	43	50
인건비	65	40	38	33	35	39	39	32	47	52	58	55
변동비	76	20	22	23	21	24	22	26	30	44	55	65
고정비	37	13	13	61	30	33	48	20	26	27	26	22
영업이익	-66	-85	-70	-115	-87	-71	-91	-42	-53	-37	-28	-2
영업이익률 (%)	-28.7	-237.4	-117.5	-219.6	-209.0	-94.8	-133.9	-48.6	-52.2	-25.0	-15.4	-1.0
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	-11	-13	-9	-7	-2
당기순이익	-101	-101	-67	-38	-79	-56	-83	-38	-46	-33	-26	-6
순이익률(%)	-44.3	-279.6	-112.0	-72.2	-189.9	-74.6	-121.7	-43.4	-45.2	-22.6	-14.4	-2.8

자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

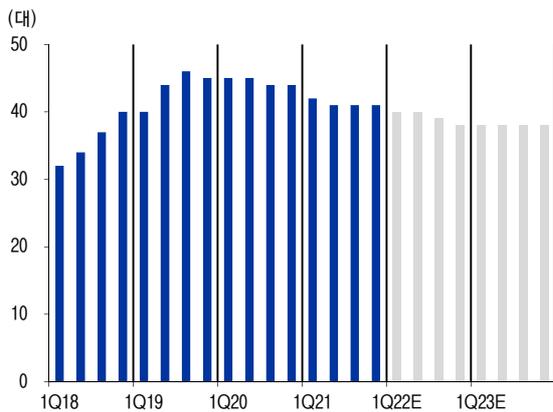
주: K-IFRS 연결기준

표22 연간 실적전망

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,384	377	272	647	1,611
성장률(%)	9.9	-72.8	-27.9	138.0	149.2
국내여객	229	143	218	324	371
ASK (백만석 km)	2,500	2,433	3,373	3,599	3,669
RPK (백만인 km)	2,348	2,052	3,007	3,239	3,375
L/F (%)	94	84	89	90	92
Yield (원)	98	70	73	100	110
국제여객	1,027	173	15	225	1,060
ASK (백만석 km)	22,740	4,141	211	4,324	13,862
RPK (백만인 km)	19,206	2,802	78	2,811	11,783
L/F (%)	84	68	37	65	85
Yield (원)	53	62	189	80	90
기타	128	62	39	98	180
영업비용	1,417	713	564	767	1,468
리스/감가비	193	177	120	109	128
연료비	403	95	75	150	323
인건비	269	176	145	213	284
변동비	420	141	93	194	612
고정비	132	124	131	101	120
영업이익	-33	-336	-292	-120	142
영업이익률(%)	-2.4	-89.1	-107.4	-18.5	8.9
영업외수익	51	56	17	0	0
영업외비용	65	125	60	23	32
법인세비용	-14	-99	-79	-31	25
당기순이익	-33	-306	-255	-112	86
순이익률(%)	-2.4	-81.3	-94.2	-17.2	5.4

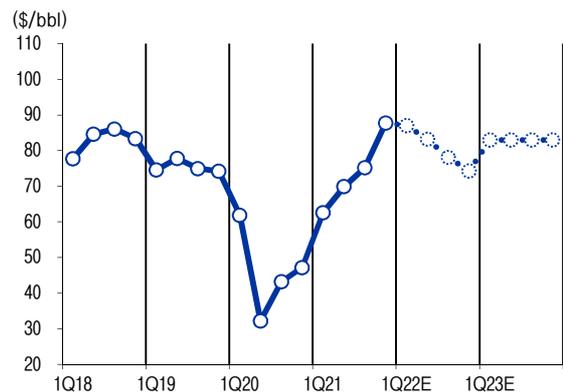
자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 보유 항공기 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 항공유 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

제주항공 (089590)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	456	300	388	557	789
현금 및 현금성자산	30	101	258	341	412
매출채권 및 기타채권	57	43	39	97	207
재고자산	17	15	17	42	91
기타유동자산	352	142	74	77	80
비유동자산	1,012	868	864	810	846
관계기업투자등	2	1	1	1	1
유형자산	285	262	243	169	183
무형자산	29	22	17	12	9
자산총계	1,468	1,169	1,252	1,367	1,635
유동부채	557	459	655	752	929
매입채무 및 기타채무	112	46	59	147	314
단기금융부채	140	292	363	363	363
기타유동부채	304	120	232	242	251
비유동부채	586	493	587	592	597
장기금융부채	430	344	455	455	455
기타비유동부채	155	148	132	137	143
부채총계	1,142	952	1,241	1,344	1,526
지배주주지분	325	217	11	23	109
자본금	132	192	41	46	46
자본잉여금	90	178	272	392	392
이익잉여금	106	-197	-299	-412	-326
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	325	217	11	23	109

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	84	-286	-7	13	169
당기순이익(손실)	-33	-306	-255	-112	86
비현금수익비용가감	182	178	178	114	68
유형자산감가상각비	158	166	113	102	58
무형자산상각비	8	9	8	6	5
기타현금수익비용	12	-20	58	5	6
영업활동 자산부채변동	-15	-160	3	11	16
매출채권 감소(증가)	1	13	-8	-58	-110
재고자산 감소(증가)	-5	2	-4	-25	-48
매입채무 증가(감소)	14	-84	13	88	167
기타자산, 부채변동	-25	-91	2	7	7
투자활동 현금	-132	95	-10	-55	-98
유형자산처분(취득)	-41	-17	-18	-29	-71
무형자산 감소(증가)	-6	-2	-2	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	-85	114	10	-24	-25
재무활동 현금	-146	262	200	125	0
차입금의 증가(감소)	-129	66	124	0	0
자본의 증가(감소)	-17	149	50	125	0
배당금의 지급	17	0	0	0	0
기타재무활동	0	46	26	0	0
현금의 증가	-193	71	157	83	71
기초현금	223	30	101	258	341
기말현금	30	101	258	341	412

자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,384	377	272	647	1,611
매출원가	1,247	608	480	680	1,301
매출총이익	137	-231	-208	-33	310
판매비 및 관리비	170	105	84	87	168
영업이익	-33	-336	-292	-120	142
(EBITDA)	133	-161	-171	-12	205
금융손익	-41	3	-53	-23	-31
이자비용	26	23	23	24	32
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	26	-73	10	0	0
세전계속사업이익	-47	-405	-335	-143	111
계속사업법인세비용	-14	-99	-80	-31	25
계속사업이익	-33	-306	-255	-112	86
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-33	-306	-255	-112	86
지배주주	-33	-306	-255	-112	86
총포괄이익	-33	-308	-255	-112	86
매출총이익률 (%)	9.9	-61.1	-76.3	-5.1	19.2
영업이익률 (%)	-2.4	-89.1	-107.2	-18.5	8.8
EBITDA 마진률 (%)	9.6	-42.8	-62.9	-1.8	12.7
당기순이익률 (%)	-2.4	-81.3	-93.8	-17.4	5.3
ROA (%)	-2.7	-23.3	-21.1	-8.6	5.7
ROE (%)	-9.4	-113.1	-224.3	-656.8	129.3
ROIC (%)	-5.7	-36.7	-34.2	-16.4	21.8

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	-21.3	-2.0	-3.0	-9.1	11.9
P/B	2.2	3.3	86.7	43.4	9.3
EV/EBITDA	7.8	-7.2	-8.4	-115.7	6.3
P/CF	4.7 #VALUE!	n/a	772.1	6.6	
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	9.9	-72.8	-27.8	137.7	149.0
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	11,570.4	5,728.3	1,397.1
유동비율	81.9	65.5	59.3	74.1	85.0
순차입금/자기자본(x)	103.3	209.2	5,191.3	2,020.1	368.7
영업이익/금융비용(x)	-1.3	-14.7	-12.8	-5.0	4.4
총차입금 (십억원)	570	637	818	818	818
순차입금 (십억원)	336	454	557	474	403
주당지표(원)					
EPS	-1,058	-8,325	-5,843	-1,947	1,500
BPS	10,360	5,187	205	410	1,907
CFPS	4,756	n/a	n/a	23	2,687
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

티웨이항공 (091810)

2022. 1. 14

항공

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

야수의 심장: A330-300, 2월부터 순차도입

4Q21 Preview

4Q21 매출액 662 억원(YoY +41%, QoQ +25%), 영업적자 361 억원(적자지속)을 전망한다. 오미크론 영향을 반영하여 기존 매출액 추정치(737 억원) 대비해서 -10% 하향조정 했다. 전분기 대비해서 매출액이 상승하는 배경은 다음과 같다. 10 월~11 월은 리오프닝으로 국제여행이 증가. 12 월부터 오미크론으로 영향이 있었으나 실제로 항공권 취소는 많진 않았다. 다만 오미크론 영향은 22 년 1 월부터 직접적으로 반영될 전망이다.

A330-300 도입 업데이트

예정대로 A330-300 은 22 년 2 월부터 3 대가 순차 도입한다. 여기에 더해서 언론을 통해서 통합항공사 운수권 배분에 대응하기위한 추가적인 장거리여객기 의지를 밝힌 바 있다. 운수권배분으로 중장거리노선 시장이 LCC 에게 열리면, 티웨이항공 점유율 개선효과가 기대된다.

Valuation

목표주가를 기존 5,000원에서 4,000원으로 하향한다. 국제여객 회복 지연을 2023년 매출액 추정치에 반영했기 때문이다. 다만 투자 의견은 Buy를 유지한다. 그 이유는 대한항공-아시아나 기업결합 이후 장거리노선 시장이 열릴 때 동사가 경쟁사 대비해서 시장점유율을 빠르게 늘릴 수 있을 것으로 판단했기 때문이다.

Buy (maintain)

목표주가 **4,000 원**
현재주가 **3,180 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(1/13)	2,962.09 pt
시가총액	3,509 억원
발행주식수	110,330 천주
52 주 최고가 / 최저가	4,975 / 2,605 원
90 일 일평균거래대금	15.47 억원
외국인 지분율	0.2%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	291 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 5.1%
	6개월 -10.7%
	12개월 24.1%
주주구성	티웨이홀딩스 (외) 52.9%
	티웨이항공우리스주 8.5%
	자사주 (외 1인) 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	211	-155	-204	-159	-1,445	적지	-60	-2.2	-10.3	10.9	-201.0
2022E	280	-183	-214	-167	-1,232	적지	-76	-2.6	-7.1	43.8	-623.1
2023E	931	71	42	33	241	흑전	174	13.2	2.5	11.9	114.6

자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표23 목표주가 산출 내역

구분	티웨이항공	비고
EBITDA (십억 원)	174	2023 EBITDA
Target EV/EBITDA (배)	6.0	2019 년 평균
EV (십억 원)	1,044	
순차입금 (십억 원)	128	4Q23 기준
적정 시가총액 (십억 원)	916	
발행주식 수 (천 주)	167,177	
목표주가 (원)	4,000	할인율 20% 현가화
현재주가 (원)	3,180	
상승여력 (%)	+26%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표24 Valuation Table

	2017	2018	2019	2020	2021
PER (High)	-	14.7	-9.7	-2.2	n/a
PER (Average)	-	11.1	-7.0	-1.4	n/a
PER (Low)	-	8.2	-5.0	-0.8	n/a
EV/EBITDA (High)	-	5.0	7.5	-9.1	n/a
EV/EBITDA (Average)	-	2.7	6.0	-6.8	n/a
EV/EBITDA (Low)	-	0.9	4.9	-5.2	n/a
PBR (High)	-	2.5	2.2	3.1	25.8
PBR (Average)	-	1.9	1.6	2.1	14.9
PBR (Low)	-	1.4	1.1	1.1	4.1
PSR (High)	-	0.8	0.5	1.4	2.2
PSR (Average)	-	0.6	0.4	0.9	1.5
PSR (Low)	-	0.4	0.3	0.5	1.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표25 주요가정

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
항공기 (대)	28	28	28	27	29	30	30	30	30	30	30	30
환율	1,194	1,220	1,188	1,118	1,114	1,121	1,160	1,183	1,175	1,155	1,165	1,185
항공유 (\$/bbl)	62	32	43	47	63	70	75	88	87	83	78	74

자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

주) 항공기는 등록일자 기준으로 IR 자료와 차이가 발생할 수 있음

표26 분기 실적전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	149	25	49	47	35	57	53	66	56	71	73	80
성장률 (%)	-38.2	-86.4	-75.9	-74.7	-76.4	131.0	9.1	41.4	59.3	24.2	37.2	21.4
국내여객	23	23	46	42	29	49	47	57	47	56	53	57
ASK (백만석 km)	270	417	520	532	411	564	543	579	473	568	540	575
RPK (백만인 km)	219	312	439	451	351	503	454	521	426	511	486	517
L/F (%)	81	75	84	85	85	89	84	90	90	90	90	90
Yield (원)	103	74	104	92	83	98	104	110	110	110	110	110
국제여객	123	1	2	4	4	4	4	5	6	12	15	18
ASK (백만석 km)	2,210	5	18	26	29	29	46	37	48	119	196	258
RPK (백만인 km)	1,546	2	6	11	11	11	16	15	31	77	128	168
L/F (%)	70	40	33	42	38	38	35	40	65	65	65	65
Yield (원)	80	520	399	357	377	356	260	360	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	102	104	114	117	128
리스/감가비	27	28	27	26	23	23	22	26	27	27	27	27
연료비	45	5	10	10	10	17	17	20	18	20	20	21
인건비	38	22	21	20	22	22	23	20	26	29	33	39
변동비	50	11	16	16	14	18	18	21	18	23	23	26
고정비	12	6	6	48	11	12	12	15	15	15	15	15
영업이익	-22	-49	-31	-72	-45	-35	-39	-36	-48	-43	-45	-47
영업이익률 (%)	-14.9	-197.0	-63.9	-154.5	-129.0	-60.7	-73.6	-54.6	-85.9	-60.9	-61.4	-58.9
영업외수익	14	0	-1	37	9	1	12	0	0	0	0	0
영업외비용	36	2	-2	15	26	7	31	8	8	8	8	8
법인세비용	-10	0	2	-30	-13	-9	-13	-10	-12	-11	-12	-12
당기순이익	-35	-50	-32	-20	-49	-30	-45	-34	-44	-40	-41	-43
순이익률(%)	-0.2	-2.0	-0.7	-0.4	-1.4	-0.5	-0.9	-0.5	-0.8	-0.6	-0.6	-0.5

자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

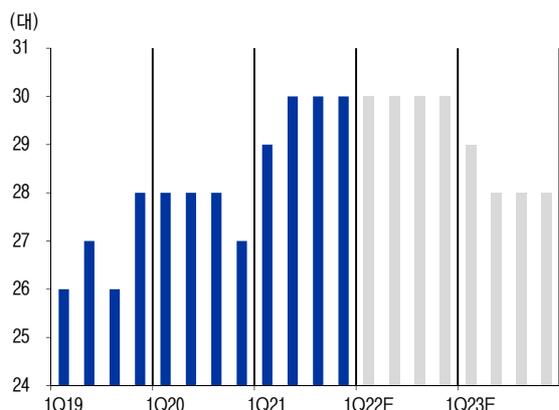
주: K-IFRS 연결기준

표27 연간 실적전망

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	810	269	211	280	931
성장률(%)	0.0	-66.7	-21.5	32.5	232.3
국내여객	147	133	183	213	291
ASK (백만석 km)	1,227	1,739	2,097	2,156	2,344
RPK (백만인 km)	1,135	1,421	1,829	1,941	2,110
L/F (%)	93	82	87	90	90
Yield (원)	129	93	100	110	138
국제여객	640	130	18	52	616
ASK (백만석 km)	11,812	2,259	141	621	6,035
RPK (백만인 km)	9,918	1,565	53	404	5,129
L/F (%)	84	69	37	65	85
Yield (원)	65	83	333	128	120
화물	3	1	9	5	4
기타	20	5	2	10	20
영업비용	830	444	367	463	860
리스/감가비	98	108	94	107	103
연료비	246	70	64	79	190
인건비	157	101	87	128	162
변동비	272	93	71	90	326
고정비	56	72	50	60	80
영업이익	-20	-174	-155	-183	71
영업이익률(%)	-2.5	-64.7	-73.4	-65.5	7.6
영업외수익	24	50	22	0	0
영업외비용	62	51	71	31	30
법인세비용	-14	-38	-45	-47	9
당기순이익	-44	-138	-159	-167	33
순이익률(%)	-5.4	-51.2	-75.3	-59.8	3.4

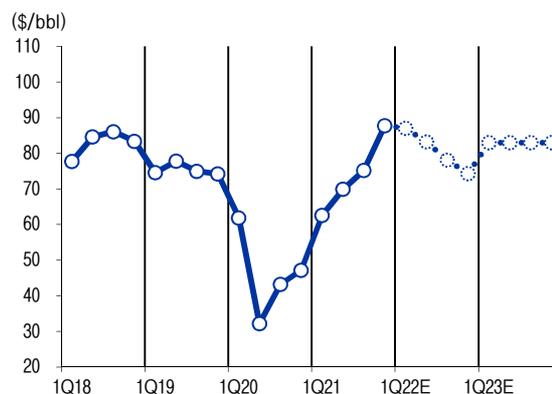
자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 보유 항공기 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 항공유 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

티웨이항공 (091810)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	259	122	91	183	274
현금 및 현금성자산	123	32	2	77	145
매출채권 및 기타채권	19	2	5	8	27
재고자산	12	11	8	20	20
기타유동자산	105	77	75	78	82
비유동자산	549	583	613	526	463
관계기업투자등	0	2	2	2	2
유형자산	57	60	31	-54	-85
무형자산	4	3	2	1	1
자산총계	808	706	703	710	737
유동부채	261	182	237	264	265
매입채무 및 기타채무	52	35	40	56	56
단기금융부채	74	119	127	127	116
기타유동부채	135	28	70	81	92
비유동부채	358	407	425	434	428
장기금융부채	287	224	206	206	191
기타비유동부채	71	183	219	228	237
부채총계	619	589	662	698	692
지배주주지분	189	117	41	12	45
자본금	23	55	71	84	84
자본잉여금	178	184	248	373	373
이익잉여금	-14	-124	-280	-447	-414
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	189	117	41	12	45

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	131	-65	10	-39	136
당기순이익(손실)	-43	-138	-159	-167	33
비현금수익비용가감	181	149	143	116	112
유형자산감가상각비	98	108	94	107	103
무형자산상각비	1	1	1	1	0
기타현금수익비용	9	-26	48	8	9
영업활동 자산부채변동	-2	-77	16	11	-8
매출채권 감소(증가)	-4	16	-1	-3	-19
재고자산 감소(증가)	-2	1	2	-12	0
매입채무 증가(감소)	0	0	9	16	0
기타자산, 부채변동	5	-93	5	11	11
투자활동 현금	-132	-53	-26	-24	-42
유형자산처분(취득)	-36	-21	-7	-22	-72
무형자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-25	-5	3	-2	-2
기타투자활동	-71	-28	-22	0	32
재무활동 현금	-96	25	0	138	-26
차입금의 증가(감소)	-67	-12	-56	0	-26
자본의 증가(감소)	0	66	80	138	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-29	-28	-24	0	0
현금의 증가	-96	-91	-30	74	68
기초현금	219	123	32	2	77
기말현금	123	32	2	77	145

자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	810	269	211	280	931
매출원가	755	406	329	417	774
매출총이익	55	-137	-118	-137	157
판매비 및 관리비	74	37	37	46	86
영업이익	-19	-174	-155	-183	71
(EBITDA)	80	-65	-60	-76	174
금융손익	-38	-8	-49	-31	-30
이자비용	30	30	28	31	30
관계기업등 투자손익	0	2	0	1	1
기타영업외손익	0	5	0	0	0
세전계속사업이익	-57	-175	-204	-214	42
계속사업법인세비용	-14	-38	-45	-47	9
계속사업이익	-43	-138	-159	-167	33
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-43	-138	-159	-167	33
지배주주	-43	-138	-159	-167	33
총포괄이익	-43	-138	-159	-167	33
매출총이익률 (%)	6.8	-50.9	-55.8	-48.9	16.9
영업이익률 (%)	-2.4	-64.7	-73.5	-65.5	7.6
EBITDA 마진률 (%)	9.8	-24.1	-28.3	-27.0	18.7
당기순이익률 (%)	-5.3	-51.2	-75.3	-59.5	3.5
ROA (%)	-7.0	-18.2	-22.6	-23.6	4.5
ROE (%)	-20.8	-90.2	-201.0	-623.1	114.6
ROIC (%)	n/a	-34.9	-34.0	-53.1	33.6

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	-6.1	-1.6	-2.2	-2.6	13.2
P/B	1.4	2.4	10.9	43.8	11.9
EV/EBITDA	5.5	-8.0	-10.3	-7.1	2.5
P/CF	1.9	20.3	n/a	n/a	3.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	10.7	-66.8	-21.5	32.5	232.3
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	1,599.1	5,748.5	1,548.8
유동비율	99.2	67.3	38.3	69.5	103.3
순차입금/자기자본(x)	93.2	208.0	638.8	1,542.6	201.8
영업이익/금융비용(x)	-0.6	-5.9	-5.6	-5.9	2.4
총차입금 (십억원)	361	343	333	333	307
순차입금 (십억원)	176	243	264	187	90
주당지표(원)					
EPS	-540	-1,544	-1,445	-1,232	241
BPS	2,356	1,060	291	73	267
CFPS	1,717	123	n/a	n/a	863
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

대한항공 목표주가 추이		투자의견 변동내역			투자의견			투자의견			
(원)	주가	목표주가	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비
2021.10.26	담당	나민식									
2021.10.26	Buy	39,000 원	-19.6		-21.5						
2021.11.15	Buy	43,000 원	-29.2		-32.8						

아시아나항공 목표주가 추이		투자의견 변동내역			투자의견			투자의견			
(원)	주가	목표주가	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비
2021.10.26	담당	나민식									
2021.10.26	Buy	33,000 원	-27.3		-32.3						
2021.11.17	Buy	26,000 원	-21.2		-24.5						
2022.01.14	Hold	22,000 원									

진에어 목표주가 추이		투자의견 변동내역			투자의견			투자의견			
(원)	주가	목표주가	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	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	-8.1		-19.1						
2022.01.14	Hold	18,000 원									

제주항공 목표주가 추이		투자의견 변동내역			투자의견			투자의견			
(원)	주가	목표주가	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	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	-5.0		-16.7						
2022.01.14	Hold	18,000 원									

티웨이항공 목표주가 추이	투자 의견 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2021.10.26	담당	나민식	-17.3										
	2021.10.26	Buy	5,000 원	2022.0	Hold	-32.4	2022.01.14	Hold	4,000	4,000	2022.01.14	Hold	4,000	2022.0

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 당사에 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	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	93.1% 6.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2021. 1. 1 ~ 2021. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)