

2022. 2. 8



## ▲ 운송

Analyst **배기연**  
02. 6454-4879  
kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**  
02. 6454-4873  
jungha.oh@meritz.co.kr

## Neutral

## Top Pick

제주항공(089590)	Buy	22,000원
--------------	-----	---------

## 관심종목

대한항공(003490)	Buy(신규)	38,000원
진에어(272450)	Hold	19,000원

# 항공운송

## 각자도생

- ✓ 특이적 수요로 인해 폭등했던 항공화물 운임은 2022년 정상화를 찾아갈 개연성
- ✓ 항공 여객 시장의 완전 정상화는 2023년 3분기로 예상
- ✓ 리오프닝을 바라보는 방향성은 맞으나, 항공사들 실적으로 반영되기에는 시차 필요
- ✓ 항공산업 정상화를 기다리며 1) 2021년 이미 재무구조 개선을 완료했고, 2) 2023~24년 회복의 레버리지가 높은 제주항공을 Top-Pick으로 제시

### 리오프닝 기대감, 이번에는 믿을 수 있을까?

2월 4일 정부가 오미크론에 대해 계절독감으로 관리할 수 있다는 언급을 한 뒤 리오프닝 기대감이 재부각됐다. 항공사들의 합산 시가총액은 전일대비 +5.6% 상승했다. 중국, 일본 등 주요 국가들이 여행규제를 강화한 채 유지중이기 때문에 여객시장의 완전 정상화는 2023년 3분기로 예상하지만, 각국의 경제수위 완화기조가 확산되면 리오프닝은 이보다 앞당겨질 수 있다.

### 2022년 항공화물 운임 하향을 방어할 수 있는 수단은?

2022년 특정 화물의 운송 수요로 인해 폭등했던 항공화물운임의 하향안정화를 예상하는 의견을 유지한다. 다만, 2021년 물동량 증가 기여도가 높았던 자동차부품, 의약품, 식품군 중에서 자가진단키트 위주로 의약품에 운송 수요가 추가 성장하면 1분기까지 항공화물 고운임세 유지도 가능하다.

### 동트기 전 새벽이 가장 어둡듯이 2022년 항공산업 투자 전략은 避 Risk

시황이 바닥을 지나는 2022~23년, 항공산업에 대한 투자접근은 1) 재무구조 Risk에서 자유로우며, 2) 회복의 레버리지 효과가 강한 업체 위주라고 판단한다. LCC 중에서는 제주항공을 Top-Pick으로 제시한다. 2021년 하반기 자본 확충으로 자본잠식 우려는 없으며, LCC 중 가장 많은 기재 수를 바탕으로 산발적으로 재개될 아시아지역 노선에서 회복 레버리지를 실현할 수 있는 업체다.

차선호주는 대한항공이다. 국내 공정위의 조건부승인이 확인되면 기타 국가들의 공정위 승인이 지체될 가능성은 제한적이다. 2022년 특이적인 의약품 운송 수요가 상반기 항공화물 운임을 지탱한다면 전년대비 감익에도 불구하고 흑자 유지가 가능하다. 고유가 상황 하에 제품믹스는 연료비 전가율이 80~90% 수준인 화물운송 비중이 클수록 좋은 상황이었다. 2022~23년 유가 하락이 확인되면 여객 비중이 확대되어도 수익성 방어가 가능하다.

## Intro. 변이가 야기한 변동

2021년 11월 26일 세계보건기구(WHO)가 COVID-19의 새로운 변이바이러스에 대해 오미크론으로 명명한 뒤 우려변이로 지정하면서 리오프닝 기대감을 소멸시킨 바 있다. 전세계 일일 신규 확진자수는 최대 422만명까지 나오며 델타바이러스가 우세종일 때보다 5배 급증했다.

다만, 항공산업에 불황의 사이클은 저점을 지나고 있다고 판단한다. 2월4일 우리나라 정부는 오미크론에 대하여 계절독감 수준으로 관리할 수 있다는 발언을 하며 방역의 수위가 낮아질 수 있음을 시사했다. 1) 팬데믹의 장기화로 인해 각국의 방역 매뉴얼은 구비된 상태이며 Global Lock down이라는 극약처방을 빈번하게 꺼내들 가능성은 제한적이다. 2) CDC 등 주요 기관의 평가를 인용하자면, 오미크론의 심각도(severity)는 종전의 변이바이러스 대비 낮은 것으로 보여진다.

### 전세계 항공주의 더딘 회복과 국내 항공주들의 주가 차별화

전세계 항공주들의 2월 4일 집계된 주가 수익률은 팬데믹 발생 직전인 2019년말 대비 -24.2%를 기록했다. 동기간 S&P500이 +36.5%, FTSE100이 +1.0%, 코스피가 +27.5%를 기록한 데 반해 리오프닝에 대한 기대감 유보로 인해 항공주들의 주가 회복이 더딘 상황이다.

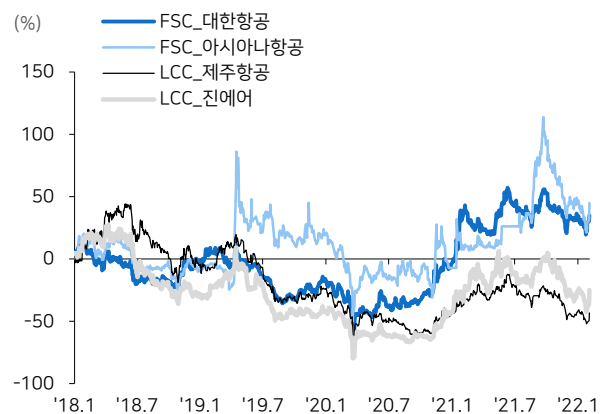
우리나라의 경우 FSC(Full Service Carrier)와 LCC(Low Cost Carrier) 간 주가 차별화가 심화됐다. 2019년 4월 15일 아시아나항공의 대주주의 지분 전량 매각 이슈를 제외하면 차별화의 시작점은 팬데믹 발생이다. 팬데믹이 야기한 FSC-LCC 간 주가 차별화의 원인은 1) 항공화물시황의 폭등, 2)FSC 간 기업결합 이슈, 3) LCC업체들의 자본잠식 우려에 기인한다.

표1 전세계 주가지수 대비 항공 회복은 여전히 더딘 상황

(P, %)	S&P 500	FTSE 100	KOSPI		항공 주가지수	19년말 대비 상승률
2020	3,297.6	7,439.8	2,157.9	전세계	85.6	-24.2%
2021	3,871.7	6,503.7	3,087.6	아태	76.0	-9.4%
2022	4,500.5	7,516.4	2,750.3	유럽	96.5	-27.6%
yoy(%)	16.2	15.6	-10.9	북미	139.4	-34.5%
19년말 대비(%)	36.5	1.0	27.5			

주: 항공주가지수는 2022년 2월 4일 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 팬데믹 후 FSC-LCC 간 주가수익률 차별화 발생

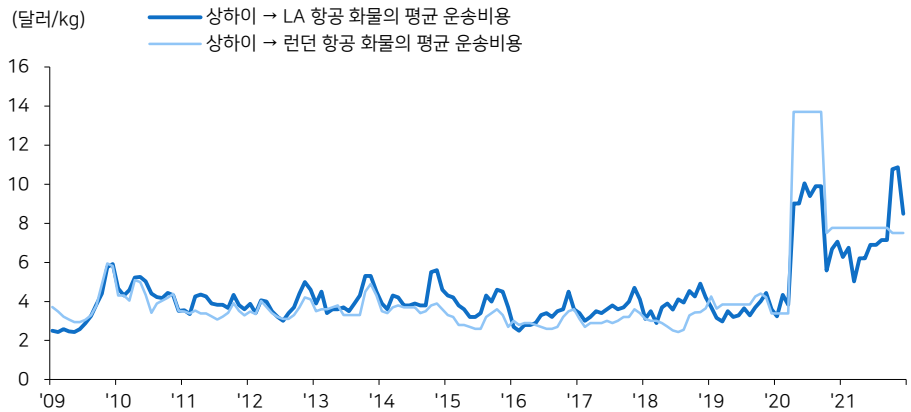


주: 2022년 2월 4일 종가 기준  
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

## Part I. 사상 최고치를 경신한 항공화물 고운임세는 2022년 안정화

TAC Index에서 집계한 4분기 항공화물운임은 역사상 가장 높은 운임을 기록했다. 홍콩→북미노선은 kg 당 평균 11.29달러를 기록하며 2년 전 대비 208.4% 상승했고, 상해→북미노선은 257.7% 상승했다. 유럽으로 가는 노선의 경우도 홍콩발 143.7%, 상해발 178.5%의 상승률을 기록했다.

그림2 주요 노선 항공화물 운임의 급등세



주: 2021년 12월 말 집계 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

항공화물 운임은 항공기 내 적재가능 공간에 대한 화주-항공사 간 수요-공급 원리에 따른 결과이다. 즉, 항공화물운임의 폭등은 항공기라는 자본집약도가 높은 자산을 활용하는 항공사의 탄력성 낮은 공급(ATK, Available Tonne Kilometers) 대비 수요(CTK, Cargo Tonne Kilometer) 증가세가 빨랐던 상황을 방증한다.

2021년 12월까지 집계된 우리나라의 항공화물 총수출량은 2019년 대비 12.2%, 2020년 대비 16.8% 증가했다. 총수입량 역시 2019년 대비 9.3%, 2020년 대비 27.6% 증가했다. COVID-19 발생 전인 2019년 수준대비 두 자리 수의 물동량 성장률을 기록한 이유는 특정품목군에 대한 운송수요가 급증했기 때문이다.

수출의 경우 '농약및의약품'과 '자동차부품'의 기여도가 각각 +6.5%, +6.6%까지 치솟는 등 총수출물량의 증가를 이끌었다. 긴급방역물품 운송수요로 인해 마스크 등 방역물품에 대한 수출물량이 증가했고, 각국의 소비 진작으로 인한 내구재 수요 개선으로 자동차부품에 대한 수출물량 증가를 이끌었다.

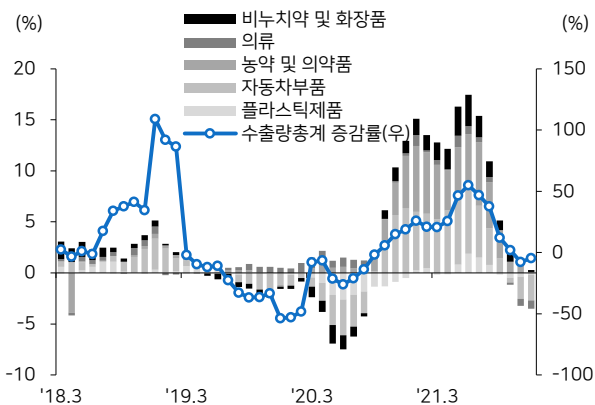
수입의 경우 '반도체제조용장비' 수입물량의 주기적 강세 외에도 '식품군'(축산가공품, 어류, 곡실류)의 기여도가 +14.7%까지 치솟았다. 식품군에 대한 수입량이 급증한 이유는 1) 이상기온과 노동력 감소로 작황이 나빠졌으며, 2) 사회적거리두기에 대한 예측의 어려움으로 요식업체들의 식품 재고관리가 어려워짐에 기인한다.

### 고운입세를 야기한 근본원인은 1) 변이바이러스와 2) 항만정체현상

항공기 내 적재공간의 부담으로 작용한 긴급방역물품 운송수요와 식품군 운송수요의 근본원인은 팬데믹과 항만정체현상으로 귀결된다. 오미크론 등 변이 바이러스의 연속 등장에 따른 팬데믹 상황 지속은 의약품에 대한 운송 수요를 견인했다. 미주 항만에서 촉발된 컨테이너선 시장 내 정체현상은 식품군에 대한 운송수단이 선박에서 항공기로 옮겨가는 풍선효과로 이어졌다.

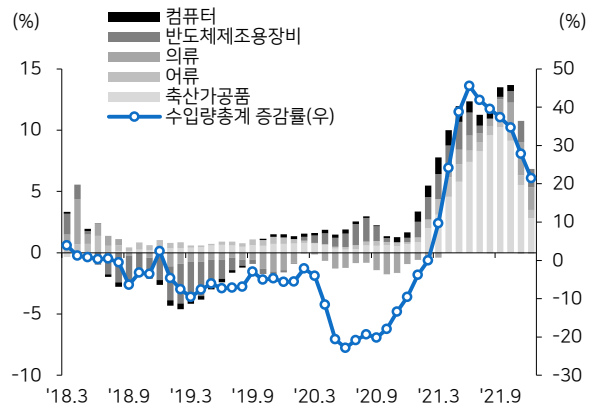
지난 운송산업 전망자료에서 2022년 화물운임은 팬데믹 사태의 진정 등으로 인해 두 가지 근본원인이 해소되면 운임의 하향 안정화 가능성을 예상한 바 있다. 방역당국이 오미크론에 대한 방역수위를 완화하면 사회적거리두기 및 여행규제 해소시키는 앞당겨진다. 컨테이너 정체현상 해소의 트리거는 1월 31일~2월 6일 중국 춘절로 예상된다. 아시아발 수출물량은 허브인 중국 항만에서 출발한다. 명절로 인한 항만, 수출, 공장 관련 인력의 이탈은 미주와 구주로 향하는 물동량의 급감으로 이어지며 수입 항만에 가해지는 과부하를 일부 해소하는 이벤트로 작용할 개연성이 있다.

그림3 우리나라 항공화물 수출량과 품목별 기여도



주: 2021년 12월 기준, MTI3코드 기준, 3개월 이동평균 기준  
 자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림4 우리나라 항공화물 수입량과 품목별 기여도



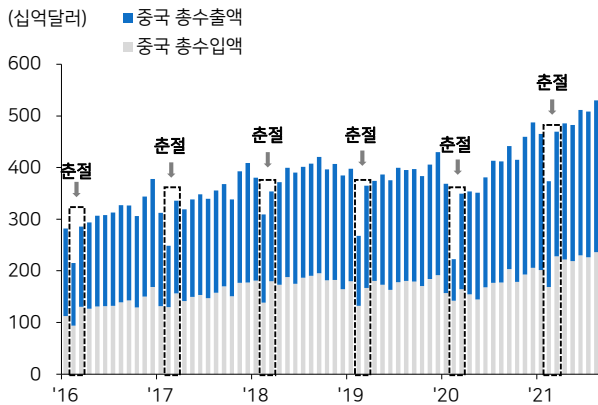
주: 2021년 12월 기준, MTI3코드 기준, 3개월 이동평균 기준  
 자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

### 향후 항공화물 운임이 유지될 가능성은?

항공화물의 하향안정화 전망은 유지하나 운임을 부양할 수 있는 트리거는 잔존한다. 1) 제2의 마스크 대란을 연상시키는 자가진단키트 부족현상과 2) 사회적 거리두기의 추가연장에 따른 외식업체들의 재고비축 수요가 향후 운임을 부양할 수 있는 수단으로 판단한다.

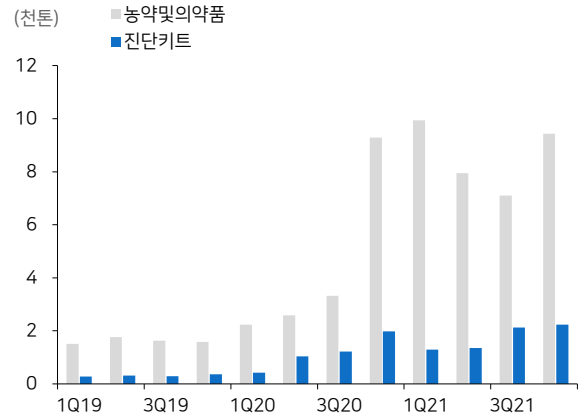
우리나라를 포함하여 일부 국가들은 COVID-19 진단검사 체계를 자가진단검사 중심으로 전환한다. 기존 방역물품 외에도 진단키트에 대한 수요 급증에 따라 제조업체들의 수주물량이 급증하고 있다. 에스디바이오센서와 휴마시스는 1월 수주계약 금액만으로 지난 3분기 매출액의 77.9%, 48.6% 수준에 도달했다.

그림5 중국 춘절 전후로 물동량 급감



주: 2021년 말 집계 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 농약및의약품의 하위품목인 진단키트의 항공수출 현황



주: 농약및의약품은 MTI3코드 기준, 진단키트는 HSK6코드 기준  
 자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미주항만 내 정체현상과 운임 간 상관관계수 +0.9349



주: 2022년 2월 1일 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림8 LA항구 근처 정박한 컨테이너선 수



주: 2022년 2월 2일 집계 기준  
 자료: Port of Los Angeles, 메리츠증권 리서치센터

## Part II. 회복만이 남은 여객, 그러나 여전히 닫혀있는 하늘길

오미크론에 대한 각 방역당국의 경계 완화는 리오프닝 시기를 앞당길 수 있으나 정확한 시기를 예측하는 것은 불가능하다. 각국의 해외 입국자 격리 규제가 해제 되는 시기를 정확히 예측하는 것이 불가능하기 때문이다. 우리나라 항공사들의 국제선 매출에서 차지하는 비중이 큰 국가들 위주로 규제 현황을 체크해야하는 당위성이다.

### 국제선 회복은 41.6%. 지역별로는 아시아-태평양은 12.5%로 가장 열위

IATA(International Air Transportation Association)에서 집계한 2021년 12월 전세계 항공여객 상황은 RPK(유상여객km) 기준으로 2019년말 대비 54.9% 회복을 보였다. 회복의 사이클이 빠른 국내선 실적을 제외하면, 국제선은 41.6% 회복에 그쳤다. 아시아-태평양은 34.4%에 회복에 그치며 비교 열위의 모습을 보였는데 국제선에서 12.5%밖에 회복하지 못한 상황에 기인한다. 11월 24일 오미크론에 대한 뉴스가 보도된 후 항공 여객 예약이 취소되거나 급감한 영향이다.

표2 전세계의 항공여객 회복 상황: 2019년 대비 RPK의 회복은 54.9%에 불과, 아시아의 회복은 34.4%로 비교열위

(% , %p)	2021년 여객 비중	2019년 12월 대비				2020년 12월 대비			
		RPK	ASK	PLF Growth	PLF Level	RPK	ASK	PLF Growth	PLF Level
<b>여객 전체</b>	<b>100.0</b>	<b>-45.1</b>	<b>-37.6</b>	<b>-9.8</b>	<b>72.3</b>	<b>79.5</b>	<b>45.5</b>	<b>13.7</b>	<b>72.3</b>
아프리카	1.9	-57.1	-52.1	-7.6	64.7	32.1	19.0	6.4	64.7
아시아-태평양	27.5	-65.6	-55.0	-19.1	62.5	-4.6	-5.1	0.3	62.5
유럽	24.9	-37.4	-30.4	-8.5	74.5	177.5	120.3	15.4	74.5
남미	6.5	-22.8	-22.2	-0.7	81.6	83.4	65.7	7.9	81.6
중동	6.5	-49.6	-41.3	-11.0	66.3	163.6	76.7	21.8	66.3
북미	32.6	-22.9	-16.9	-6.1	79.3	139.4	61.8	25.7	79.3
<b>국제선</b>	<b>37.6</b>	<b>-58.4</b>	<b>-50.7</b>	<b>-12.8</b>	<b>68.9</b>	<b>182.8</b>	<b>98.1</b>	<b>20.6</b>	<b>68.9</b>
아프리카	1.5	-60.5	-54.9	-8.9	63.3	27.7	13.3	7.2	63.3
아시아-태평양	3.1	-87.5	-79.7	-31.4	50.4	133.0	55.1	16.8	50.4
유럽	18.6	-41.5	-33.3	-10.3	73.4	228.0	144.9	18.6	73.4
남미	2.1	-40.4	-40.0	-0.6	81.3	150.8	98.5	17.0	81.3
중동	6.0	-51.2	-42.8	-11.4	66.0	180.1	83.6	22.7	66.0
북미	6.2	-41.7	-31.6	-12.5	72.2	185.5	87.0	24.9	72.2
<b>국내선</b>	<b>62.4</b>	<b>-22.4</b>	<b>-15.0</b>	<b>-7.2</b>	<b>75.7</b>	<b>34.5</b>	<b>14.8</b>	<b>11.1</b>	<b>75.7</b>
호주	0.7	-60.4	-36.3	-31.4	51.5	-5.8	23.5	-16.1	51.5
브라질	1.9	-3.8	-1.8	-1.7	82.3	42.0	41.5	0.3	82.3
중국	17.8	-39.6	-22.1	-18.4	63.4	-34.0	-27.0	-6.7	63.4
인도	2.2	-12.8	-3.6	-8.4	79.8	52.4	34.2	9.5	79.8
일본	1.1	-25.9	-14.8	-9.1	60.7	55.4	12.9	16.6	60.7
러시아	4.5	23.2	9.4	9.9	87.6	36.7	24.4	7.9	87.6
미국	25.6	-13.1	-9.0	-3.9	82.0	125.7	53.5	26.2	82.0

주: 2021년 12월 기준  
 자료: IATA, 메리츠증권 리서치센터

2년 간의 여행 통제로 인해 아웃바운드/인바운드 수요가 충분한 상황에서 국제선 여객의 회복은 각국의 하늘길 재개 여부가 결정한다. 평소 기준으로 국내 항공사의 국제선 여객 매출의 81.6%를 차지하는 아시아 국가들의 해외 입국자 격리 조치가 지속되는 한 회복은 불가하다. 여객 시장에 관광지와 관광객 모두를 제공하는 역할을 수행하는 아시아 국가가 회복돼야 항공 시장은 정상화된다.

2019년 정상 수준의 여객 상황 하 일본향 국제선 비중은 20.9%를 차지하고, 중국은 20.4%를 차지했으나 현재 모두 하늘길이 막힌 상태다. 40.3%를 차지하는 기타 아시아 국가들의 경우 관광국가 특성상 하늘길 정상화를 추진했으나 오미크론 변이 바이러스의 등장으로 다시 입국규제를 강화하고 있다.

표3 국가별 해외 입국자에 대한 격리 조치 테이블

지역	국가	입국제한	트래블버블	사증면제협정 잠정 정지 국가	비고
아시아	일본	2021년 11월 30일부 신규입국 금지	미체결	비해당	▪ 도한놀이
	중국	해외 입국자의 3주간 격리(시설+자가) ▪ 2022년 동계올림픽 해외 관중 입국 불허"	미체결	비해당. 단, 기존 유효비자 및 외국인 거류허가증 소지자 입국 불허	▪ 2022년 10월 시진핑의 3연임 확정 행사인 '20차 당대회' 전까 지 방역 철저히 할 것
	싱가포르	2021년 11월 15일부, 트래블버블 체결에 따른 우리나라 국민의 무격리 입국 허용 ▪ 해당 국가 입국 전 백신접종증명서(14일 경과) + 코로나 음성 증명서 필요 ▪ 지정 호텔에서 하루 자가격리 후 PCR 음성판정 시 여행 가능"	체결	비해당	
	태국	2022년 2월 1일부, 'Test&Go' 및 타이랜드 패스 신규 발급 재개(백신접종완료자 무격리 입국) ▪ 샌드박스(무격리 관광) 프로그램 4개 지역 적용	미체결	해당	▪ 태국 재정부, 2019년 약 4000 만명이었던 외국인 입국자 21년 18만명, 22년 700 만명에 그칠 것 전망
	베트남	2022년 1월 중, 해외입국자 격리 규정 완화 예정, 접종완료자 3일, 미접종자 7일 격리	미체결	비해당	▪ 부총리는 2022년 2분기부터 관광분야 완전 재개방 예상
	홍콩	고위험국가(A그룹, 우리나라 포함) 국민 중 백신접종을 완료한 홍콩거주자는 입국 후 21일 격리	미체결	비해당	▪ 중국 시민권자 및 일부 외국인 방문객 가능. 2주이상 격리 의무
	대만	2021년 12월 14일~2022년 2월 14일 부 한시적 입국가능 ▪ 백신접종자는 7일 지정호텔 + 7일 자가격리 + 7일 자발적 건강관리 ▪ 미접종자는 10일 지정호텔+4일 자가격리 + 7일 자발적 건강관리"	미체결	비해당	▪ 11월 1일 지남 5월 금지한 해외 이주근로자 받아들일 것 발표
	캄보디아	11월 15일부 백신접종자 격리면제 ▪ 공항 도착시 신속진단검사 실시	미체결	비해당	
미주	미국	백신접종완료자(14일 경과)는 CDC의 자가격리 권고조치 이행 불필요 ▪ 2021년 11월 8일부, 모든 외국인 대상으로 백신접종 미완료자 입국 제한	미체결	비해당	
	캐나다	2021년 9월 7일 부, 백신 접종 완료자는 비필수적 목적 외국인 입국 허용 ▪ 미접종자는 비필수적 목적으로 입국 금지"	미체결	비해당	
유럽	독일	백신접종 완료자(14일 경과)는 입국 가능 ▪ 고위험지역 및 변이바이러스지역 체류자는 입국제한	미체결	비해당	
	스위스	백신접종완료자 및 완치자는 검역제한조치(자가격리 및 음성 확인서 제출)에서 면제	미체결	비해당	
	프랑스	Green zone(우리나라 포함) 입국 가능 ▪ 우리나라 포함 EU회원국, Green zone 국가에서 출발 국민 들은 무사증 입국 가능"	미체결	비해당	

주: 2022년 2월 4일 집계 기준  
자료: 외교부, 메리츠증권 리서치센터

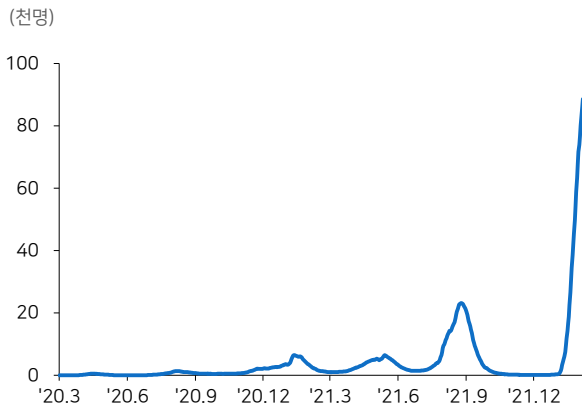
### 2022년 일본 50%, 중국 0%, 동남아 70% 회복 예상

일본의 2월 5일 일일 신규 확진자수는 102,275명이다. 델타변이바이러스가 우세종일 때 보다 4배 증가했다. 2021년 11월 30일부로 모든 외국인에 대한 입국을 금지했다. 2022년 내 리오프닝의 가능성은 50%이다.

중국은 2022 동계올림픽에 대한 해외 관중 입국까지 불허하며 강력한 방역통제를 이어가고 있다. 지난 전망자료 당시 해외 관중에 대한 일부 허용을 예상했으나 이를 상회하는 수준의 통제를 확인했다. 방역통제의 원인이 시진핑 정부 3연임 결정 전까지의 귀책사유 발생 예방으로 판단했기 때문에 제 20차 공산당대회 전까지 리오프닝 가능성은 없다고 판단한다.

동남아지역은 관광경제 의존도가 높기 때문에 각국의 방역 해제 가능성을 높게 보고 있으며 70%의 회복을 예상한다. 베트남은 3월~4월 중 국경을 재개방 한다는 입장을 밝혔고, 태국은 백신 접종 완료자에 대한 무격리 입국을 재개했으며 인도네시아는 입국자의 격리기간을 5일로 단축했다.

그림9 일본의 일일 신규 확진자수는 10.2만명으로 폭증



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 중국의 2022년 주요 행사 일정

일정	내용	비고
2월	베이징동계올림픽	▪ 해외 관중 입국 불허
3월	양회(전인대,정협)	-
10월	19기 7중전회	-
11월	제20차 당대회	▪ 시진핑 3연임이 결정되는 행사로 판단 ▪ 해외 입국 규제 완화가 나올 수 있음

자료: 메리츠증권 리서치센터



## Part III. 투자전략: 각자도생 - 항공산업의 완전 정상화는 2023년 3분기

화물운임의 정상회귀와 각국의 해외입국자에 대한 격리조치 해제 시기를 감안한 항공시장의 정상화는 2023년 3분기를 예상한다. 이는 항공 수요측면에서의 정상화이며 공급측면은 여전히 변수가 존재하는 상황이다. 항공사들의 공급상황은 FSC 간의 기업결합 승인 지연과 새로운 LCC업체들의 등장으로 예측이 어려워졌다.

당초 2021년으로 예상됐던 FSC(대한항공-아시아나항공) 간 기업결합은 2022년으로 미뤄졌다. 2021년 12월 29일 공정위는 상정한 기업결합 심사보고서에서 일부 슬롯의 반납과 운수권 재배분이라는 공급력 제재조건을 내걸었다. 대한항공은 2022년 1월 21일 공정위의 조건부승인에 대한 부당성을 제기하는 의견서를 제출했다. FSC간 기업결합에 대한 공정위의 최종 결정은 2월 9일 전원회의 결과로 확인될 전망이다.

운송 수요 회복에도 공급상황을 감안하면 2018~19년 수준의 경쟁강도가 불가피하다. 이스타항공은 국토교통부로부터 운항증명(AOC)에 대해 가인가를 받았다. 2020년 3월 국내선과 국제선 운항을 중단한 이후 2년만에 여객사업을 재개할 전망이다. 신생 항공사 에어프레미아 역시 B-787(드림라이너)를 도입하며 중장거리 노선 사업을 시작했다.

표5 항공사별 향후 투자계획

	투자대상	2022 도입 기재수	투자자원	기대효과
제주항공	X			
진에어	X			
티웨이항공	B737-MAX*	2대	자체자금(리스)	공급확대 비용절감
	A330-300	3대	자체자금(리스)	신규노선 수요창출
에어부산	X			

자료: 메리츠증권 리서치센터

### 보릿고개를 넘어가며 선택의 시간

시장 정상화를 누리는 사업연도는 2024년이므로 항공사들은 2020년 이후 4년간의 불황을 견뎌야 한다. '회복'이라는 전제하에 항공산업 내 모든 종목에 대해 낙관편향적인 투자 접근은 경계해야 한다.

대한항공과 아시아나항공 간 기업결합은 우리나라 공정위의 조건부 승인에 관한 심사보고서가 이미 나왔기 때문에 업체 측의 추가적인 수정사항의 반영 여부는 알 수 없지만, 승인은 된다고 판단하고 있다. 필수 심사 국가들에 의한 승인 여부가 남아있지만 승인을 거부할 명분이 부족하다고 판단한다. 양자/다자 간 항공협정에

따른 운수권 배분 시 각국의 항공사가 받을 총량이 중요하지 상대국의 개별 항공사에 대한 운수권에 대한 제재 가능성은 낮기 때문이다.

대한항공은 별도기준으로 2021년에만 부채규모를 2.2조원 가량 축소하며 재무구조 개선을 확인했다. 항공화물의 호실적에 힘입어 별도 순이익 기준으로 3년만에 흑자전환에 성공했다. WTI 기준 유가가 배럴당 92달러까지 상승한 상황에서 유가 상승분의 80~90% 가량 전가할 수 있는 화물 위주의 실적 개선이 수익성 개선으로 이어졌고, 2022년 상반기까지 송현동부지 매각 건으로 재무상황은 추가 개선될 전망이다.

### LCC, 종목별 접근의 필요성

화물운송 사업을 영위하는 FSC와 달리 LCC는 오미크론 변수의 발생으로 인해 2021~22년에도 결손금 발생은 불가피할 전망이다. 유가증권시장 관리종목지정 및 상장폐지 기준 중 '자본잠식'에 관한 우려를 생각할 수 밖에 없는 상황이다. 1) 관리종목 지정은 사업보고서상 자본금 +50% 이상 잠식이며, 2) 상장폐지 기준은 자본금 +50% 이상 잠식이 2년 연속 지속되는 경우이다.

2017년 당시 이스타항공이 완전자본잠식 상태를 기록했음에도 국토교통부 판단 하에 유예기간을 설정하며 예외조항을 발휘한 기록은 있으나, 자본잠식 우려는 여전히 민감한 주제이다.

제주항공의 경우 2021년 3분기 1/5 무상감자 후 4분기 유상증자와 영구채발행을 통해 2,366억원의 자본을 조달하는 데 성공했다. 자본잠식을 우려에서 완전히 벗어났다고 판단한다.

진에어 역시 2021년 3분기 중 745억원의 영구채를 발행했고 4분기 중 유상증자를 통해 1,238억원의 자본 조달에 성공했다. 오미크론 확산에 따른 2022년 실적 불안감이 있으나 하늘길 재개 속도가 중국, 일본대비 빠른 동남아를 타깃하는 진에어 특성상 이익잉여금은 LCC 중 가장 빨리 턴어라운드 할 개연성이 있다. 대한항공-아시아나항공 간 기업결합이 마무리되면 대주주를 통한 자본조달도 용이하다고 판단한다.

LCC들에 대한 우려는 주가에 기 반영됐다고 판단한다. 아시아-태평양 지역 내 LCC업체들의 평균 2023년 EV/EBITDA는 11.5배인데 반해 국내 LCC들의 단순 평균 EV/EBITDA는 5.1배 수준이다. 아시아-태평양 지역 내 노선을 영위하는 순수 여객항공사들 간의 지나친 밸류에이션 간극을 바탕으로, 국내 LCC들의 주가 레벨은 자본잠식 우려를 모두 반영한 상태라고 판단한다.

표6 제주항공의 자본잠식 우려 점검 테이블

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
납입자본	221.0	221.4	221.6	221.7	417.4	546.2	546.2	546.2	546.2
자본금	131.5	131.8	131.8	131.8	192.5	49.8	49.8	49.8	49.8
자본잉여금	89.4	89.6	89.8	89.8	178.3	420.0	420.0	420.0	420.0
신종자본증권	0.1	0.0	0.1	0.1	46.6	76.4	76.4	76.4	76.4
이익잉여금	50.9	114.9	162.7	105.8	-197.1	-330.4	-445.3	-434.5	-344.1
당기순이익	53.0	77.8	70.9	-33.1	-306.5	-286.3	-114.9	10.8	90.4
자본총계	271.9	331.4	382.4	325.1	216.8	212.4	97.4	108.2	198.6
자본잠식여부	X	X	X	X	X	X	X	X	X
완전자본잠식여부	X	X	X	X	X	X	X	X	X
자본금 잠식률					-12.6%	-326.8%	-95.8%	-117.5%	-299.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표7 진에어의 자본잠식 우려 점검 테이블

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
납입자본	27.0	121.8	121.8	121.8	226.0	424.3	424.3	424.3	424.3
자본금	27.0	30.0	30.0	30.0	45.0	52.2	52.2	52.2	52.2
자본잉여금	0.0	91.8	91.8	91.8	181.0	297.7	297.7	297.7	297.7
신종자본증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	74.5	74.5	74.5	74.5
이익잉여금	51.0	110.3	144.5	77.1	-117.4	-355.8	-425.0	-396.7	-328.4
당기순이익	39.3	74.1	44.5	-56.7	-190.4	-244.8	-69.2	28.3	68.3
자본총계	77.9	231.8	266.2	191.7	98.2	58.4	-10.8	17.5	85.8
자본잠식여부	X	X	X	X	X	X	0	0	X
완전자본잠식여부	X	X	X	X	X	X	0	X	X
자본금 잠식률					-118.1%	-11.8%	120.8%	66.5%	-64.3%

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표8 LCC Global Peer Group의 Valuation 비교

LCC 글로벌	PER(배)			PBR(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)			EBITDA 이익률(%)		
	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E
Southwest Airlines	-	39.5	13.1	2.5	2.4	2.0	10.1	6.4	18.7	491.9	8.3	4.8	19.0	11.8	10.4
Ryanair	-	-	14.6	3.8	4.3	3.4	-8.9	-6.5	27.1	-	58.6	9.5	-16.4	7.2	3.8
Spirit Airlines	-	94.5	8.9	1.1	1.4	1.1	-23.6	8.9	15.6	-	9.4	4.5	-	-3.3	-2.8
Allegiant	30.2	22.0	11.0	2.6	2.6	2.1	15.6	13.1	21.0	-	7.7	5.4	26.0	21.9	18.8
Norwegian Air Shuttle AS	-	-	74.4	83.4	70.6	66.0	88.1	80.4	69.8	95.8	77.6	62.6	79.7	103.0	115.8
Gol Linhas Aereas Intelgentes	-	-	19.2	-	-	-	-	1.5	-1.0	-	9.7	6.7	-	-8.0	-6.7
업종평균	30.2	30.7	13.4	2.5	2.7	2.2	5.6	4.7	20.6	95.8	8.8	6.2	22.5	5.9	4.7
LCC 아시아태평양	PER(배)			PBR(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)			EBITDA 이익률(%)		
	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E
Spring Airlines	-	42.1	30.2	3.8	3.3	2.9	-2.0	10.6	13.7	-	19.0	15.1	-	10.1	8.3
AirAsia Group	-	-	8.2	-	-	-	-	28.2	-26.5	-	17.8	7.1	-	-19.5	-12.5
SpiceJet	-	-	-	-	-	-	-	-	-	118.6	-	12.3	16.4	-17.1	-7.7
Cebu Air	-	-	-	2.1	11.2	-	-138.1	-98.0	-	-	10.4	-	-	-9.0	-
AirAsia X Bhd	-	-	74.4	83.4	70.6	66.0	88.1	80.4	69.8	95.8	77.6	62.6	79.7	103.0	115.8
업종평균	-	-	52.3	3.0	4.8	2.9	-	19.4	-6.4	107.2	15.7	11.5	32.0	-8.9	-4.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

## Part IV. 대한항공-아시아나항공 기업결합 Preview

2020년 11월 16일 대한항공의 대주주인 한진칼은 한국산업은행과 투자합의서를 체결했다. 1) 한국산업은행의 8,000억원이 한진칼을 통해 대한항공으로 대여되고, 2) 대한항공은 3.3조원의 증자를 진행하며 한진칼은 주주로서 참여한다. 3) 대한항공은 아시아나항공의 영구전환사채 3,000억원을 취득하며, 4) 기업결합심사 완료 시 아시아나항공의 지분 63.9%를 1.5조원에 취득하는 내용이다.

이르면, 2월 9일 대한항공-아시아나항공 기업결합에 대한 우리나라 공정위의 최종결론이 확인되면, 나머지 필수 심사국들의 심사 일정 또한 앞당겨질 개연성이 있다. 우리나라를 제외하면 남은 심사국들은 미국, EU, 중국, 일본이다. 터키, 태국, 대만, 베트남은 모두 승인을 완료한 상태이다.

통상적으로 양국 간 체결하는 항공협정의 주요내용은 운수권(Traffic rights), 특권부여(Authorization), 노선지정(Designation), 공급력(Capacity), 운임결정(Pricing) 등이다. 공정위의 심사결과가 지연됐던 원인은 1) 항공협정이 체결되지 않은 운수권에 대한 재배분 문제와, 2) 국내 공항 슬롯 일부 반납 문제이기 때문에 이미 항공협정을 체결한 미국, EU, 중국, 일본의 심사가 늦어질 가능성은 제한적이다.

표9 대한항공-아시아나항공 기업결합 일정 및 계획 테이블

날짜	내용	비고
'20.11.13	대한항공의 아시아나항공 인수 검토 공시	
'20.11.16	대한항공의 아시아나항공 인수 계획 공시	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 한진칼-한국산업은행 간 투자합의서 체결</li> <li>① 한진칼이 3,000억원의 무기명식 사모교환사채를 발행결정 대상자: 한국산업은행 / 교환주식: 대한항공 보통주</li> <li>② 한진칼이 5,000억원의 제3자배정유상증자 결정 대상자: 한국산업은행</li> <li>③ 한진칼이 조달한 8,000억원을 대한항공에 대여</li> <li>④ 대한항공은 2.5조원의 주주배정후 실권주 일반공모 결정 공시 (발행가액 변경으로 규모는 3.3조원으로 변경)</li> <li>⑤ 대한항공은 아시아나항공의 전환사채 취득을 결정 3,000억원 규모</li> <li>⑥ <b>대한항공은 아시아나항공의 제3자배정 유상증자에 참여 1.5조원 규모이며 아시아나항공의 지분 63.9%를 취득하기로 공시 → 1)~5)단계까지 완료했으나 기업결합심사 지연으로 6)단계 지연 중</b></li> </ul>
'21.1.14	대한항공은 필수 신고국에 기업결합을 신고	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 한국, 미국, EU, 중국, 일본 기업결합심사 진행 중</li> <li>▪ 터키, 태국, 대만, 베트남은 승인 완료"</li> </ul>
'21.6.30	대한항공은 아시아나항공 인수 통합계획안 (PMI, Post Merger Integration) 공시	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 기업결합신고 승인 후 아시아나항공 지분 63.9% 인수 및 자회사 편입</li> <li>▪ 아시아나항공의 지분 인수 후 약 2년 뒤 합병 계획"</li> </ul>
'21.12.29	공정위, 조건부 승인을 내용으로 하는 기업결합심사 보고서를 상정	
'22.2.9 예상	공정위의 전원회의에서 기업결합 승인에 대한 최종 결정 예상	

자료: 전자공시시스템, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

표10 대한항공과 아시아나항공의 중복 운항 노선

구분		시장획정 기준	노선개수
여객	국제선	O&D(도시-도시), 왕복	65개 (미주 5개, 유럽 6개, 중국 18개, 동남아 19개, 기타 5개)
	국내선	O&D(도시-도시), 편도 * 내륙노선은 철도와 동일 시장	22개(제주 16개, 내륙 6개) *왕복 기준 11개 노선"
화물	국제선	- 한국 → 국가 or 대륙 - 국가 or 대륙 → 한국"	20개 (한국발 11개, 한국착 9개)
	국내선	도시-도시(편도) * 내륙노선은 육상운송, 제주노선은 해상운송과 동일시장"	6개 (제주 4개, 내륙 2개)

주: 2019년 기준 대한항공측(진에어 포함), 아시아나측(에어부산, 에어서울 포함) 중복 운항노선  
자료: 메리츠증권 리서치센터

표11 FSC Global Peer Group의 Valuation 비교

FSC 글로벌	PER(배)			PBR(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)			EBITDA 이익률(%)		
	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E
Delta Air Lines	-	21.0	7.0	7.0	5.8	2.7	10.8	29.0	63.0	5.8	9.1	5.3	13.0	16.9	10.8
United Continental Holdings	-	-	6.4	2.8	2.9	2.0	-35.7	-12.4	34.0	-	8.0	4.3	6.9	14.9	9.0
American Airline	-	-	7.9	-	-	-	-	21.2	-12.3	-	18.7	6.9	4.3	6.5	4.6
IAG	-	61.1	6.6	10.0	-	17.6	-612.3	-11.6	-25.2	-	7.7	4.7	-	-13.6	-5.9
Singapore Airlines	-	-	-	0.7	1.3	1.3	-8.8	-8.2	-0.6	-	16.5	7.4	-9.4	28.9	14.9
Deutsche Lufthansa	-	214.6	9.8	1.1	2.6	2.0	-87.0	-1.8	28.0	-	6.2	4.3	-	0.7	0.4
업종평균	-	41.0	7.5	4.3	3.1	2.0	-11.3	-2.5	4.8	-	11.0	5.5	8.0	5.1	8.0
FSC 아시아태평양	PER(배)			PBR(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)			EBITDA 이익률(%)		
	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E
China Southern Airlines	-	321.6	14.6	1.0	1.0	0.9	-13.0	2.1	6.7	-	9.8	7.7	-	12.5	10.8
China Eastern Airlines	-	53.3	6.8	0.9	0.9	0.8	-21.4	1.8	11.2	-	9.7	7.7	-	11.8	9.9
Singapore Airlines	-	-	-	0.7	1.3	1.3	-8.8	-8.2	-0.6	-	16.5	7.4	-9.4	14.9	9.1
ANA Holdings	-	-	52.0	1.6	1.3	1.3	-21.4	-11.1	3.0	-	51.7	9.4	-39.3	3.7	2.6
Air New Zealand	-	-	74.4	83.4	70.6	66.0	88.1	80.4	69.8	95.8	77.6	62.6	79.7	103.0	115.8
Korean Air Lines	-	14.6	19.3	1.6	1.4	1.3	11.2	9.6	5.9	-	7.4	7.6	-	25.1	20.7
업종평균	-	34.0	40.1	1.2	1.2	1.1	-10.7	-1.2	5.2	-	28.8	7.9	10.3	13.6	10.6

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief  
2022. 2. 8

# 대한항공 003490

## 심상치 않은 자가진단키트 물량

▲ 운송

Analyst **배기연**  
02. 6454-4879  
kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**  
02. 6454-4873  
jungaha.oh@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 화물 Yield는 전년동기대비 41.1% 상승하며 실적을 견인
- ✓ PCR진단키트 등 의약품 수요가 항공화물 Yield 하락의 방어 요인으로 기대
- ✓ 2월 9일 공정위의 전원회의에서 기업결합 건에 대한 최종 승인 결론이 확인되면, 기타 심사국들의 심사일정도 빠르게 진행될 개연성 있음
- ✓ 아시아나항공의 인수를 가정한 대한항공의 적정주가는 38,000원으로 Buy 의견 제시하며 커버리지를 개시

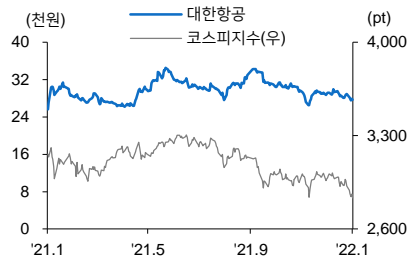
### Buy (신규)

**적정주가 (12개월)** 38,000 원  
**현재주가 (2.7)** 29,800 원  
**상승여력** 27.5%

KOSPI	2,745.06pt
시가총액	103,651억원
발행주식수	34,782만주
유동주식비율	61.05%
외국인비중	11.75%
52주 최고/최저가	34,500원/26,200원
평균거래대금	470.5억원
<b>주요주주(%)</b>	
한진칼 외 16 인	28.61
국민연금공단	7.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.2	-2.6	-0.7
상대주가	12.2	16.0	12.9

주가그래프



### 4분기 화물 Yield는 779원으로 전년동기대비 41.1% 상승

2021년 4분기 대한항공의 항공화물사업부의 매출액은 2조 1,807억원(+60.2% YoY)를 기록했다. 항공화물 Yield가 778.5원으로 전년동기대비 41.1% 상승했기 때문이다. 2022년 항공화물 매출액은 5조 1,975억원을 예상하며 전년대비 감소는 불가피하나 2019년 대비 +22.3% 외형성장한 실적을 전망한다.

### COVID-19진단키트의 수요 강세는 화물 Yield의 긍정요인

2022년 상반기까지 항공화물운임은 COVID-19 자가진단키트의 운송수요가 지지할 가능성이 있다. 4분기 항공운송을 통한 진단키트 수출물량은 2,235톤을 기록하며 농약및의약품 품목 수출 비중의 23.7%를 차지했다. 국내 대표 키트 생산업체인 에스디바이오센서는 1월에만 4,104억원의 수주계약을 체결하며 2021년 3분기 매출액의 77.9% 수준의 수주를 확보했다. 휴마시스는 1월 중 493억원의 수주계약을 체결하며 3분기 매출액의 48.6%의 물량을 확보했다.

### FSC 간 기업결합은 조건부 승인 예상. 적정주가는 38,000원 제시

FSC 간 기업결합의 최종 승인을 예상하며 대한항공의 적정주가는 38,000원으로 커버리지를 개시한다. 2022년 대한항공과 아시아나항공의 합산 EBITDA와 멀티플 8.7배를 적용해 적정주가를 산출했다. 2008년 금융위기 이후 여객시장 회복기에 받았던 조정 EV/EBITDA 7.1~11.4배에 부합하는 멀티플이다. 다만, 기업결합이 불발할 경우 대한항공의 적정주가는 26,000원으로 전일종가대비 12.8%의 다운사이드 리스크가 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	12,384.3	176.1	-629.1	-4,229	285.8	17,723	-4.4	1.0	8.0	-22.1	871.5
2020	7,606.2	108.9	-211.6	-1,188	-69.1	14,148	-17.7	1.5	9.0	-7.2	660.6
2021P	9,016.8	1,418.0	650.1	2,016	-255.8	19,385	14.6	1.5	6.4	13.0	278.6
2022E	10,703.1	402.0	309.6	890	-55.8	20,272	33.5	1.5	9.1	4.5	244.9
2023E	12,562.1	-244.8	-661.7	-1,902	-313.8	18,375	-15.7	1.6	10.8	-9.8	286.5

2월 9일 전원회위 결과로 공정위의 최종승인이 확인되면 기타 심사국들의 일정도 앞당겨지며 2022년 내 FSC간 기업결합은 가능하다는 전제하에 Valuation을 진행한다. 2019년 리스회계 반영을 감안한 대한항공의 과거 조정 EV/EBITDA는 5.3~11.4배 수준이다. 여객시장의 회복을 기다리는 Post-Covid 상황과 유사한 경우는 2008년 금융위기 직후이며 7.1~11.4배의 멀티플은 적정주가 산출시 제시한 8.7배와 유사한 수준이다.

표12 대한항공 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,792.5</b>	<b>2,012.6</b>	<b>2,304.3</b>	<b>2,907.5</b>	<b>2,781.2</b>	<b>2,684.7</b>	<b>2,646.9</b>	<b>2,590.3</b>	<b>9,016.8</b>	<b>10,703.1</b>	<b>12,562.1</b>
<b>1) 대한항공(별도)</b>	<b>1,749.8</b>	<b>1,950.7</b>	<b>2,227.0</b>	<b>2,825.9</b>	<b>2,619.7</b>	<b>2,519.2</b>	<b>2,475.1</b>	<b>2,413.5</b>	<b>8,753.4</b>	<b>10,027.5</b>	<b>11,806.0</b>
<b>매출액_항공운송사업부</b>	<b>1,676.1</b>	<b>1,845.1</b>	<b>2,141.1</b>	<b>2,726.2</b>	<b>2,506.3</b>	<b>2,392.0</b>	<b>2,334.2</b>	<b>2,258.8</b>	<b>8,388.5</b>	<b>9,491.2</b>	<b>11,080.6</b>
I) 국내선 매출	40.6	69.6	70.6	87.3	92.2	99.9	108.1	109.8	268.1	410.0	486.4
ASK(백만km)	444.0	643.0	721.0	715.0	740.6	766.2	791.8	849.0	2,523.0	3,147.6	3,523.0
RPK(백만km)	333.0	493.0	491.0	580.0	616.4	653.8	692.3	667.5	1,897.0	2,629.9	2,748.8
L/F(%)	75.0	76.7	68.1	81.1	83.2	85.3	87.4	78.6	75.2	83.6	78.0
Yield(원)	121.8	141.2	143.8	150.5	149.6	152.9	156.1	164.5	139.3	155.8	176.7
II) 국제선 매출	117.4	145.0	261.2	292.2	468.7	681.0	915.3	1,118.4	815.8	3,183.3	6,539.7
ASK(백만km)	5,107.0	4,888.0	5,329.0	5,672.0	8,109.5	10,547.1	12,984.6	15,422.1	20,996.0	47,063.3	86,693.1
RPK(백만km)	1,050.0	1,304.0	2,082.0	2,301.0	3,722.9	5,405.1	7,347.7	9,550.6	6,737.0	26,026.4	65,898.5
L/F(%)	20.6	26.7	39.1	40.6	45.9	51.2	56.6	61.9	32.1	55.3	76.0
Yield(원)	111.8	111.2	125.5	127.0	125.9	126.0	124.6	117.1	118.9	123.4	100.5
III) 화물 매출	1,353.0	1,510.8	1,650.3	2,180.7	1,797.3	1,446.7	1,127.6	826.0	6,694.8	5,197.5	2,967.3
ATK(백만톤km)	2,883.0	3,136.0	3,244.0	3,324.0	3,193.3	3,062.6	2,931.9	2,801.3	12,587.0	11,989.1	10,607.8
RPK(백만톤km)	2,446.0	2,697.0	2,738.0	2,801.0	2,647.5	2,497.5	2,351.0	2,173.9	10,682.0	9,669.8	8,143.5
L/F(%)	84.8	86.0	84.4	84.3	82.9	81.5	80.2	77.6	84.9	80.7	76.8
Yield(원)	553.2	560.2	602.7	778.5	678.9	579.2	479.6	380.0	623.7	529.4	364.5
IV) 기타	165.1	119.7	159.0	166.0	148.1	164.4	183.3	204.6	609.8	700.4	1,087.2
<b>매출액_항공우주 사업부</b>	<b>73.7</b>	<b>105.6</b>	<b>85.9</b>	<b>99.7</b>	<b>113.4</b>	<b>127.2</b>	<b>141.0</b>	<b>154.7</b>	<b>364.9</b>	<b>536.3</b>	<b>725.4</b>
V) 항공기제조판매 및 정비	73.7	105.6	85.9	99.7	113.4	127.2	141.0	154.7	0.0	0.0	0.0
영업비용(매출원가+판매비)	1,625.3	1,753.8	1,788.3	2,121.5	2,171.9	2,356.1	2,483.3	2,632.7	7,289.0	9,644.0	12,090.5
I) 연료비	328.1	400.6	482.2	594.0	659.8	730.0	743.1	778.4	1,804.9	2,911.3	3,651.7
II) 연료비 외	1,297.2	1,353.3	1,306.1	1,527.4	1,512.0	1,626.1	1,740.2	1,854.3	5,484.0	6,732.7	8,438.8
감가상각비	414.7	402.8	397.5	360.6	421.4	431.6	441.9	452.2	1,575.6	1,747.1	1,901.0
인건비	391.9	380.4	392.8	572.8	405.9	419.0	432.1	445.2	1,738.0	1,702.3	1,926.1
공항관련비	174.1	159.3	155.6	176.8	198.0	219.2	240.4	261.7	665.8	919.4	1,235.3
기타	316.5	410.7	360.2	417.2	486.7	556.2	625.7	695.3	1,504.6	2,363.9	3,376.4
<b>영업이익</b>	<b>124.5</b>	<b>196.9</b>	<b>438.7</b>	<b>704.4</b>	<b>447.8</b>	<b>163.1</b>	<b>-8.2</b>	<b>-219.2</b>	<b>1,464.4</b>	<b>383.6</b>	<b>-284.4</b>
<b>EBITDA</b>	<b>539.1</b>	<b>599.7</b>	<b>836.1</b>	<b>1,065.1</b>	<b>869.2</b>	<b>594.7</b>	<b>433.7</b>	<b>232.9</b>	<b>3,040.1</b>	<b>2,130.6</b>	<b>1,616.5</b>

주: 매출액\_항공운송사업부의 기타항목 (부가수익, 기내식, 호텔)

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
EBITDA(대한항공 연결)	2,351.1	2,092.3	3,056.1	2,181.5	1,690.1
대한항공(별도)	2,264.4	2,103.5	3,040.1	2,130.6	1,616.5
한국공항(별도)	72.9	-20.6	19.2	38.3	56.8
한진정보통신(별도)	14.2	10.1	-2.5	13.4	17.4
아이에이티(별도)	2.8	0.2	0.4	0.8	0.5
왕산레저개발(별도)	-3.1	-0.8	-1.1	-1.6	-1.1
순차입금(대한항공 연결)	15,487.7	13,730.4	9,381.1	9,937.0	8,455.4
조정 EV/EBITDA(배)	7.7	8.9	8.7	8.7	8.7
조정 EV(2009년 이후 대한항공(연결)의 평균 EV/EBITDA 8.7배)	18,212.8	18,517.2	26,586.3	18,978.1	14,703.2
시가총액 환산	2,725.1	4,786.8	17,205.2	9,041.1	6,247.8
주식수(백만주)	94.8	174.2	347.8	347.8	347.8
<b>대한항공(연결) 추가(원)</b>	<b>28,731.9</b>	<b>27,477.4</b>	<b>49,465.7</b>	<b>25,993.6</b>	<b>17,962.8</b>
EBITDA(아시아나항공 연결)	369.2	607.3	1,315.9	1,118.9	659.7
아시아나항공(별도)	348.4	789.5	1,441.4	1,187.7	671.9
에어서울(별도)	33.6	-35.2	-22.2	-9.1	3.9
에어부산(별도)	-12.9	-147.0	-103.3	-59.7	-16.1
<b>순차입금(아시아나항공 연결)</b>	<b>7,219.2</b>	<b>7,460.9</b>	<b>7,015.0</b>	<b>5,515.0</b>	<b>5,515.0</b>
EBTIDA(대한항공(연결)+아시아나항공(연결))				3,300.4	2,349.8
EV(대한항공(연결)+아시아나항공(연결)_멀티플 8.7배 적용)				28,711.8	20,442.2
시가총액 환산				13,259.8	6,471.8
주식수(백만주)				347.8	347.8
<b>대한항공(아시아나 인수 후) 추가(원)</b>				<b>38,122.4</b>	<b>18,606.8</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

기업	품목	시작일	종료일	계약금액(십억원)	국가
에스디바이오센서	StandardQ	2021. 09	2021. 11	66.9	일본
	StandardQ	2021. 10	2021. 12	68.4	싱가포르
	StandardQ	2021. 01	2022. 02	138.7	미국
	Covid-19 at home test	2022. 01	2022. 04	100.8	미국
	Covid-19 at home test	2022. 01	2022. 04	99.8	캐나다
	코로나19 자가검사키트 공급	2022. 01	2022. 04	136.9	싱가포르
	코로나19항원 신속진단키트 공급	2022. 01	2022. 04	72.9	일본
휴마시스	코로나19항원 신속진단키트 공급	2021. 09	2021. 11	27.3	미국 셀트리온
	코로나19항원 신속진단키트 공급	2021. 12	2021. 12	24.3	미국 셀트리온
	코로나19항원 신속진단키트 공급	2021. 07	2022. 04	27.1	브라질
	항원진단홈키트	2021. 12	2022. 02	51.7	미국 셀트리온
	항원진단홈키트	2021. 10	2022. 10	129.5	미국 셀트리온
	코로나19항원 신속진단키트 공급	2022. 01	2022. 03	6.5	브라질
	코로나19항원 신속진단키트 공급	2022. 01	2022. 04	136.6	미국 셀트리온
코로나19항원 신속진단키트 공급	2022. 01	2023. 01	24.2	한국	

자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터



## 대한항공 (003490)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>12,384.3</b>	<b>7,606.2</b>	<b>9,016.8</b>	<b>10,703.1</b>	<b>12,562.1</b>
매출액증가율 (%)	-4.8	-38.6	18.5	18.7	17.4
매출원가	10,935.9	6,844.5	6,958.6	7,655.2	9,916.1
매출총이익	1,448.4	761.8	2,058.3	3,047.9	2,646.1
판매관리비	1,272.3	652.8	640.3	2,645.8	2,890.8
<b>영업이익</b>	<b>176.1</b>	<b>108.9</b>	<b>1,418.0</b>	<b>402.0</b>	<b>-244.8</b>
영업이익률	1.4	1.4	15.7	3.8	-1.9
금융손익	-463.7	-667.9	-95.8	-253.4	-236.6
중속/관계기업손익	0.2	-0.9	0.1	-0.1	-0.3
기타영업외손익	-527.4	-374.3	-426.9	408.0	-180.4
세전계속사업이익	-814.8	-934.1	895.4	556.6	-662.1
법인세비용	-125.7	-111.4	246.1	246.8	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>-622.8</b>	<b>-230.0</b>	<b>649.3</b>	<b>309.8</b>	<b>-662.1</b>
지배주주지분 순이익	-629.1	-211.6	650.1	309.6	-661.7

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>3,574.7</b>	<b>4,002.5</b>	<b>5,881.5</b>	<b>4,187.2</b>	<b>5,746.5</b>
현금및현금성자산	816.3	1,314.6	1,776.5	530.0	1,017.8
매출채권	701.6	675.1	1,031.1	918.6	1,187.7
재고자산	712.9	551.2	841.8	750.0	969.7
<b>비유동자산</b>	<b>23,439.4</b>	<b>21,187.5</b>	<b>20,127.5</b>	<b>20,570.1</b>	<b>19,438.4</b>
유형자산	21,310.4	18,482.1	17,172.5	16,920.6	16,508.9
무형자산	294.9	268.2	271.5	240.1	212.6
투자자산	358.0	619.0	703.0	1,428.9	736.4
<b>자산총계</b>	<b>27,014.1</b>	<b>25,190.1</b>	<b>26,009.0</b>	<b>24,757.3</b>	<b>25,184.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,777.3</b>	<b>7,987.8</b>	<b>7,218.1</b>	<b>6,741.6</b>	<b>7,474.5</b>
매입채무	196.5	86.4	131.9	117.5	151.9
단기차입금	762.9	1,900.9	840.0	760.0	680.0
유동성장기부채	4,506.6	3,947.3	3,110.2	3,070.2	3,030.2
<b>비유동부채</b>	<b>15,456.0</b>	<b>13,890.6</b>	<b>11,922.0</b>	<b>10,837.0</b>	<b>11,193.8</b>
사채	2,017.0	1,244.4	1,483.5	1,403.5	1,323.5
장기차입금	1,832.9	1,770.8	1,334.5	1,254.5	1,174.5
<b>부채총계</b>	<b>24,233.3</b>	<b>21,878.3</b>	<b>19,140.0</b>	<b>17,578.6</b>	<b>18,668.3</b>
자본금	479.8	876.6	1,744.7	1,744.7	1,744.7
자본잉여금	792.4	1,518.6	3,948.5	3,948.5	3,948.5
기타포괄이익누계액	650.5	655.7	656.8	656.8	656.8
이익잉여금	-345.8	-522.5	114.1	423.6	-238.1
비지배주주지분	124.6	105.2	105.1	105.3	104.9
<b>자본총계</b>	<b>2,780.8</b>	<b>3,311.7</b>	<b>6,869.0</b>	<b>7,178.8</b>	<b>6,516.6</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,287.9</b>	<b>1,376.7</b>	<b>2,880.2</b>	<b>2,072.2</b>	<b>2,669.4</b>
당기순이익(손실)	-622.8	-230.0	649.3	309.8	-662.1
유형자산상각비	2,054.1	1,938.1	1,615.2	1,818.9	1,978.6
무형자산상각비	28.6	31.1	32.9	31.4	27.5
운전자본의 증감	-349.9	-940.2	-317.1	-423.0	1,012.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,549.3</b>	<b>-2.7</b>	<b>-837.0</b>	<b>-2,185.1</b>	<b>-1,132.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,182.9	-611.0	-249.7	-1,566.9	-1,566.9
투자자산의감소(증가)	44.7	-261.9	-83.8	-726.0	692.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-1,447.2</b>	<b>-858.2</b>	<b>-1,600.4</b>	<b>-1,133.6</b>	<b>-1,049.3</b>
차입금의 증감	1,261.4	-1,380.5	-3,529.7	-798.4	-736.0
자본의 증가	-153.8	1,123.0	3,297.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-687.7	498.3	461.9	-1,246.5	487.8
기초현금	1,504.0	816.3	1,314.6	1,776.5	530.0
기말현금	816.3	1,314.6	1,776.5	530.0	1,017.8

### Key Financial Data

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	83,250	42,730	27,958	30,772	36,117
EPS(지배주주)	-4,229	-1,188	2,016	890	-1,902
CFPS	17,411	12,750	10,221	7,648	4,544
EBITDAPS	15,184	11,674	9,507	6,475	5,064
BPS	17,723	14,148	19,385	20,272	18,375
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-4.4	-17.7	14.6	33.5	-15.7
PCR	1.1	1.7	2.9	3.9	6.6
PSR	0.2	0.5	1.0	1.0	0.8
PBR	1.0	1.5	1.5	1.5	1.6
EBITDA	2,258.7	2,078.0	3,066.1	2,252.3	1,761.4
EV/EBITDA	8.0	9.0	6.4	9.1	10.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-22.1	-7.2	13.0	4.5	-9.8
EBITDA 이익률	18.2	27.3	34.0	21.0	14.0
부채비율	871.5	660.6	278.6	244.9	286.5
금융비용부담률	5.0	6.8	4.3	3.1	2.5
이자보상배율(x)	0.3	0.2	3.6	1.2	-0.8
매출채권회전율(x)	17.6	11.0	10.6	11.0	11.9
재고자산회전율(x)	15.2	12.0	12.9	13.4	14.6

Industry Brief  
2022. 2. 8

# 제주항공 089590

## 자본 우려는 없다

▲ 운송

Analyst **배기연**  
02. 6454-4879  
kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**  
02. 6454-4873  
jungaha.oh@meritz.co.kr

- ✓ 리오프닝의 기대감은 여객 only인 LCC에 강하게 작용할 개연성
- ✓ 국내 LCC 중 가장 많은 기재수 = 가장 높은 회복 레버리지
- ✓ 주요 Target 지역인 중국이 2023년 정상화되면 실적 턴어라운드 기대
- ✓ 재무리스크 개선 완료로 자본잠식 우려는 없으며, 회복을 기다리는 항공산업 내 Top-Pick, 적정주가는 2023년 EV/EBITDA 6.2배를 적용한 22,000원 제시

### Buy

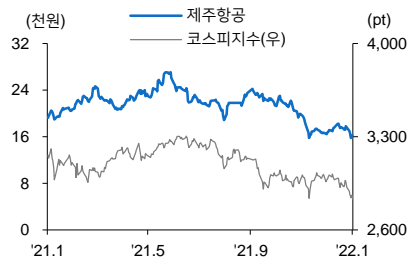
**적정주가 (12개월)** 22,000 원  
**현재주가 (2.7)** 17,650 원  
**상승여력** 24.6%

KOSPI	2,745.06pt
시가총액	8,783억원
발행주식수	4,976만주
유동주식비율	39.45%
외국인비중	0.64%
52주 최고/최저가	27,059원/14,850원
평균거래대금	28.5억원

<b>주요주주(%)</b>			
AK홀딩스 외 3인			52.57
국민연금공단			7.57
제주특별자치도			5.16

<b>주가상승률(%)</b>			
	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	0.0	-20.4	-12.3
상대주가	7.6	-5.2	-0.3

**주가그래프**



### 오미크론에 대한 계절독감 판정이 미칠 회복의 트리거

2월 4일 정부는 COVID-19 바이러스에 대해 독감처럼 관리할 수 있다고 입장을 밝혔고, 제주항공의 주가는 전일대비 +12.2% 급등했다. 1) 국내 입국자에 대한 규제 완화 가능성, 2) 팬데믹에 대한 각국의 여행규제 완화 가능성 등이 반영된 흐름으로 판단한다. 각 국의 규제 완화는 곧 국제선 회복의 전제이다. LCC 모두의 공통된 트리거임에도 불구하고 제주항공의 비교우위는 기재수에 기인한다.

### LCC 중 가장 많은 기재를 보유하여 회복레버리지 효과는 1등

제주항공의 총 기재 수는 40대이며 최대 기재수를 바탕으로 산발적으로 재개되는 아시아지역 내 하늘길 재개 수혜를 기대한다. COVID-19 전 제주항공의 국제선 매출 비중은 중국이 19.2%, 일본이 24.3%, 동남아가 40.5%를 차지해왔다. 가장 Yield 기여도가 높으며 타사 대비 매출 비중이 높은 중국 지역의 하늘길 재개 시기를 2023년 3분기로 보고 있으나, 회복이 되면 2023년 EBITDA는 LCC 중 가장 앞설 전망이다.

### 자본잠식 우려는 zero, LCC 중 Top-Pick

2021년 3분기 1/5 무상감자, 4분기 영구채 발행 및 유상증자를 통한 자본 확충 2,366억원으로 자본잠식 우려는 없다. 2023년 EV/EBITDA 6.2배를 적용한 적정주가 22,000원을 제시한다. 종전 자료 대비 적정주가를 하향한 이유는 Target 사업업도를 2024년에도 2023년으로 앞당김에 따른 차이이다. 제주항공을 LCC 업체 내 Top-Pick으로 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,384.0	-32.9	-33.1	-1,081	-146.7	10,612	-21.6	2.2	7.8	-9.4	351.4
2020	377.1	-335.8	-306.5	-9,070	739.0	5,383	-1.9	3.3	-7.2	-113.1	439.0
2021E	284.0	-307.1	-286.3	-6,841	-24.6	4,268	-2.6	4.1	-7.3	-133.4	537.0
2022E	725.1	-78.0	-114.9	-2,310	-66.2	1,958	-7.6	9.0	10.7	-74.2	1,646.2
2023E	1,275.3	43.6	10.8	217	-109.4	2,175	81.3	8.1	3.6	10.5	1,795.1

표15 제주항공 사업부별 실적 추이 전망 및 밸류에이션

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.2	82.0	85.0	80.0	78.0	57.0	39.3	68.0	81.3	76.0
원/달러 환율(원)	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,195.0	1,190.0	1,170.0	1,150.0	1,165.0	1,180.1	1,141.4	1,176.3	1,140.0
<b>매출액</b>	<b>41.8</b>	<b>75.1</b>	<b>68.2</b>	<b>98.8</b>	<b>130.7</b>	<b>156.8</b>	<b>196.2</b>	<b>241.3</b>	<b>1,384.0</b>	<b>377.0</b>	<b>284.0</b>	<b>725.0</b>	<b>1,275.3</b>
<b>1) 여객 매출액</b>	<b>34.4</b>	<b>65.1</b>	<b>56.8</b>	<b>77.6</b>	<b>107.8</b>	<b>141.7</b>	<b>178.1</b>	<b>222.1</b>	<b>1,256.7</b>	<b>315.7</b>	<b>233.9</b>	<b>649.7</b>	<b>1,190.2</b>
<b>국내선 매출</b>	<b>32.0</b>	<b>61.8</b>	<b>53.0</b>	<b>71.7</b>	<b>73.3</b>	<b>73.5</b>	<b>69.6</b>	<b>66.7</b>	<b>229.3</b>	<b>142.9</b>	<b>218.5</b>	<b>283.1</b>	<b>282.0</b>
ASK(백만km)	637.9	960.5	841.3	792.2	743.1	694.1	645.0	595.9	2,500.2	2,432.6	3,232.0	2,678.0	2,379.8
RPK(백만km)	559.6	871.1	736.6	704.8	671.6	637.0	601.1	563.7	2,347.6	2,051.6	2,872.1	2,473.4	2,248.7
L/F(%)	87.7	90.7	87.5	89.0	90.4	91.8	93.2	94.6	93.9	84.3	88.9	92.4	94.5
Yield(원/km)	67.1	79.7	83.9	101.7	109.2	115.4	115.8	118.3	105.7	82.4	83.1	114.7	125.3
<b>국제선 매출</b>	<b>2.4</b>	<b>3.3</b>	<b>3.8</b>	<b>5.9</b>	<b>34.5</b>	<b>68.2</b>	<b>108.6</b>	<b>155.4</b>	<b>1,027.4</b>	<b>172.8</b>	<b>15.4</b>	<b>366.6</b>	<b>908.2</b>
ASK(백만km)	30.3	48.6	58.9	50.0	727.7	1,405.4	2,083.1	2,760.8	22,740.3	4,140.5	187.7	6,977.1	17,597.2
RPK(백만km)	12.2	19.3	20.8	20.9	351.0	769.0	1,275.0	1,868.9	19,206.0	2,801.6	73.1	4,263.9	14,542.3
L/F(%)	40.1	39.8	35.3	41.7	48.2	54.7	61.2	67.7	84.5	67.7	38.9	61.1	82.6
Yield(원km)	309.1	263.8	280.3	282.6	98.2	88.7	85.1	83.2	58.7	224.0	284.0	88.8	64.6
<b>2) 부가수익 및 기타</b>	<b>6.8</b>	<b>9.4</b>	<b>10.8</b>	<b>21.3</b>	<b>22.9</b>	<b>15.1</b>	<b>18.0</b>	<b>19.2</b>	<b>119.4</b>	<b>58.3</b>	<b>48.3</b>	<b>75.3</b>	<b>85.1</b>
<b>영업비용</b>	<b>129.1</b>	<b>146.3</b>	<b>159.5</b>	<b>156.1</b>	<b>167.9</b>	<b>181.3</b>	<b>212.9</b>	<b>240.9</b>	<b>1,416.9</b>	<b>712.9</b>	<b>591.1</b>	<b>803.0</b>	<b>1,231.7</b>
인건비	35.2	38.6	39.2	41.0	42.8	44.6	46.4	48.2	269.4	176.2	154.0	214.0	230.3
기재비	33.6	33.7	31.3	31.6	31.9	32.2	32.6	32.9	200.6	186.1	130.1	129.6	138.2
외주정비비	28.2	30.5	45.9	33.6	28.1	22.1	32.0	36.1	123.9	115.0	138.2	118.4	123.9
운영비용	14.9	16.1	18.5	20.9	23.4	25.9	28.4	30.9	183.2	84.5	70.4	108.6	145.7
항공연료비	11.3	19.7	19.5	18.7	26.3	36.2	48.3	62.6	402.7	94.7	69.2	173.4	432.1
공항관련비	6.0	7.7	5.3	10.3	15.3	20.3	25.3	30.2	237.1	56.4	29.3	91.0	179.2
<b>영업이익</b>	<b>-87.3</b>	<b>-71.2</b>	<b>-91.3</b>	<b>-57.3</b>	<b>-37.1</b>	<b>-24.5</b>	<b>-16.8</b>	<b>0.4</b>	<b>-32.9</b>	<b>-335.8</b>	<b>-307.1</b>	<b>-78.0</b>	<b>43.6</b>
세전이익	-104.0	-73.8	-109.3	-67.9	-47.2	-34.2	-26.0	-7.5	-47.5	-405.1	-355.0	-114.9	14.4
<b>당기순이익</b>	<b>-79.4</b>	<b>-56.0</b>	<b>-83.0</b>	<b>-67.9</b>	<b>-47.2</b>	<b>-34.2</b>	<b>-26.0</b>	<b>-7.5</b>	<b>-33.1</b>	<b>-306.5</b>	<b>-286.3</b>	<b>-114.9</b>	<b>-2.7</b>
<b>Valuation</b>											<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EBITDA											-177.0	51.7	181.8
Target EV/EBITDA(배)												6.2	6.2
시가총액												28.3	1,067.4
총주식수(백만주)												49.8	49.8
전환사채주식 반영(백만주)												51.5	51.5
<b>적정주가(원)</b>												<b>568</b>	<b>21,451</b>
희석주가(원)												549	20,710

주: 영업비용=매출원가+판관비, 기재비는 항공기의 감가상각비 포함

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

## 제주항공 (089590)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,384.0</b>	<b>377.1</b>	<b>284.0</b>	<b>725.1</b>	<b>1,275.3</b>
매출액증가율 (%)	9.9	-72.8	-24.7	155.3	75.9
매출원가	1,247.4	607.6	467.8	725.1	1,275.3
매출총이익	136.6	-230.6	-183.8	0.0	0.0
판매관리비	169.5	105.3	123.3	78.0	-43.6
<b>영업이익</b>	<b>-32.9</b>	<b>-335.8</b>	<b>-307.1</b>	<b>-78.0</b>	<b>43.6</b>
영업이익률	-2.4	-89.1	-108.1	-10.8	3.4
금융손익	-1.5	-56.8	-13.5	-19.4	-13.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.1	-12.5	-34.4	-17.6	-15.5
세전계속사업이익	-47.5	-405.1	-355.0	-114.9	14.4
법인세비용	-14.4	-98.6	-68.7	0.0	3.6
<b>당기순이익</b>	<b>-33.1</b>	<b>-306.5</b>	<b>-286.3</b>	<b>-114.9</b>	<b>10.8</b>
지배주주지분 손이익	-33.1	-306.5	-286.3	-114.9	10.8

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>83.9</b>	<b>-285.5</b>	<b>-130.3</b>	<b>260.1</b>	<b>424.4</b>
당기순이익(손실)	-33.1	-306.5	-286.3	-114.9	10.8
유형자산상각비	158.4	165.6	126.8	181.7	215.2
무형자산상각비	8.0	8.9	7.9	5.2	3.4
운전자본의 증감	-14.7	-160.3	-29.3	188.2	195.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-132.5</b>	<b>95.3</b>	<b>46.8</b>	<b>-167.6</b>	<b>-207.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-41.4	-16.7	-39.5	-160.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-8.7	9.6	-0.4	-1.3	-1.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-146.2</b>	<b>261.6</b>	<b>246.4</b>	<b>-44.3</b>	<b>-187.6</b>
차입금의 증감	443.1	66.8	22.5	-44.3	-187.6
자본의 증가	0.0	149.2	99.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-193.1	71.3	163.2	48.2	29.0
기초현금	222.8	29.6	100.9	264.1	312.3
기말현금	29.6	100.9	264.1	312.3	341.4

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>455.7</b>	<b>300.4</b>	<b>490.3</b>	<b>864.5</b>	<b>1,231.6</b>
현금및현금성자산	29.6	100.9	264.1	312.3	341.4
매출채권	33.7	2.4	4.5	11.0	17.7
재고자산	16.7	14.7	27.8	67.8	109.2
비유동자산	1,011.8	868.2	862.5	836.9	819.7
유형자산	284.9	262.2	249.6	227.9	212.7
무형자산	29.0	21.8	16.9	11.7	8.3
투자자산	11.0	1.5	1.9	3.2	4.5
<b>자산총계</b>	<b>1,467.5</b>	<b>1,168.6</b>	<b>1,352.8</b>	<b>1,701.5</b>	<b>2,051.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>556.7</b>	<b>458.9</b>	<b>679.8</b>	<b>1,125.8</b>	<b>1,438.6</b>
매입채무	0.6	0.4	0.8	1.9	3.1
단기차입금	0.0	165.6	246.4	276.4	196.4
유동성장기부채	139.1	126.1	117.1	77.1	-2.9
비유동부채	585.7	492.9	460.6	478.2	504.4
사채	0.0	29.9	29.9	29.9	29.9
장기차입금	57.3	73.4	69.7	69.7	69.7
<b>부채총계</b>	<b>1,142.4</b>	<b>951.8</b>	<b>1,140.4</b>	<b>1,604.0</b>	<b>1,943.0</b>
자본금	131.8	192.5	49.8	49.8	49.8
자본잉여금	89.8	178.3	420.0	420.0	420.0
기타포괄이익누계액	0.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
이익잉여금	105.8	-197.1	-330.4	-445.3	-434.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>325.1</b>	<b>216.8</b>	<b>212.4</b>	<b>97.4</b>	<b>108.2</b>

### Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	45,175	11,159	6,786	14,571	25,629
EPS(지배주주)	-1,081	-9,070	-6,841	-2,310	217
CFPS	4,872	-3,814	-2,143	1,835	4,958
EBITDAPS	4,357	-4,773	-4,119	2,189	5,269
BPS	10,612	5,383	4,268	1,958	2,175
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-21.6	-1.9	-2.6	-7.6	81.3
PCR	4.8	-4.6	-8.2	9.6	3.6
PSR	0.5	1.6	2.6	1.2	0.7
PBR	2.2	3.3	4.1	9.0	8.1
EBITDA	133.5	-161.3	-172.4	108.9	262.2
EV/EBITDA	7.8	-7.2	-7.3	10.7	3.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-9.4	-113.1	-133.4	-74.2	10.5
EBITDA 이익률	9.6	-42.8	-60.7	15.0	20.6
부채비율	351.4	439.0	537.0	1,646.2	1,795.1
금융비용부담률	1.9	6.0	8.0	3.1	1.5
이자보상배율(x)	-1.3	-14.7	-13.5	-3.4	2.3
매출채권회전율(x)	35.4	20.9	82.7	93.7	88.9
재고자산회전율(x)	97.8	24.0	13.4	15.2	14.4

Industry Brief  
2022. 2. 8

# 진에어 272450

## 동남아시아의 빠른 턴어라운드 기대

▲ 운송

Analyst **배기연**  
02. 6454-4879  
kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**  
02. 6454-4873  
jungaha.oh@meritz.co.kr

- ✓ 아시아 지역의 리오프닝 순서는 동남아, 일본, 중국 순으로 예상
- ✓ 동남아시아를 Target 하던 진에어의 실적 턴어라운드 속도가 가장 빠른 개연성
- ✓ 자본우려가 남아있으나 FSC 간 기업결합 일정이 2022년 내 종료되면, 대주주 한진칼에 의한 지원이 용이해지기 때문에 지나치는 우려는 불필요
- ✓ 적정주가는 2023년 EV/EBITDA 6.2배를 적용한 19,000원 제시

### Hold

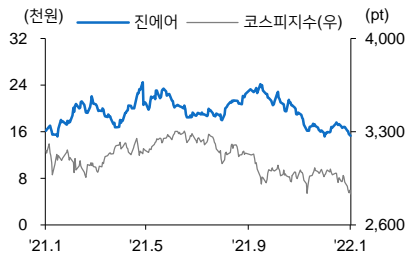
적정주가 (12개월) **19,000 원**  
현재주가 (2.7) **17,800 원**  
상승여력 **6.7%**

KOSPI	2,745.06pt
시가총액	9,292억원
발행주식수	5,220만주
유동주식비율	39.85%
외국인비중	2.38%
52주 최고/최저가	24,528원/13,250원
평균거래대금	40.1억원

<b>주요주주(%)</b>	
한진칼 외 1 인	54.92
국민연금공단	7.62

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	2.9	-9.9	7.5
상대주가	10.8	7.4	22.2

주가그래프



### 재개 순서는 동남아 > 일본 > 중국

동남아 지역 매출 비중이 높은 진에어는 LCC 중에서 가장 빠른 흑전을 기록할 수 있다고 판단한다. COVID-19 전 진에어의 국제선 매출 비중은 동남아가 66.1%, 일본이 20.5%, 중국이 1.5% 순서이다. 아시아 지역의 하늘길 재개의 속도는 동남아 > 일본 > 중국 순서로 확인될 개연성이 있다. 관광경제 의존도가 높은 동남아 지역은 규제 완화를 위한 허들이 낮다.

동남아 지역의 리오프닝으로 진에어는 이르면 4분기부터 흑자전환 가능하다고 판단한다. 다만, 2021년 말까지 개선한 자본 상황을 감안하면, 2022년 내 결승금 누적에 따른 자본잠식 가능성이 남아있다. 일본과 중국의 조기 리오프닝을 기대해야 하는 상황이다.

### 대주주가 한진칼, 자본 우려는 기우

2021년 3분기 영구채 발행 745억원과 4분기 유상증자 1,238억원을 통해 2021년 사업연도 기준으로 자본잠식 우려는 해소 됐다. 동남아 위주의 리오프닝이 추가 자본잠식 우려로 작용하고 있지만 대한항공과 아시아나항공의 기업결합이 2022년 내 완료되면 한진칼을 통한 자본 조달이 용이해질 전망이다.

대주주 한진칼은 FSC 간 기업결합 과정에서 8,000억원을 한국산업은행으로부터 조달하여 대한항공의 유상증자에 참여하는 등 진에어에 대한 자금 지원에 집중하기 어려운 상황이었다. 국내 공정위의 승인이 완료되면 기타 필수심사국의 승인이 시기는 앞당겨질 개연성이 있다. 한진칼이 진에어에 대한 자본을 제공할 수 있는 환경은 충분해 진다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	910.2	-48.8	-56.7	-1,636	-227.4	5,538	-8.1	2.4	6.3	-24.7	267.4
2020	271.8	-184.7	-190.4	-5,235	219.9	2,103	-2.5	6.2	-12.0	-131.4	467.2
2021E	231.9	-212.5	-244.8	-5,158	-1.5	1,118	-3.2	14.9	-7.6	-312.7	793.8
2022E	581.9	-49.3	-69.2	-1,326	-74.3	-208	-13.4	-85.7	-21.7	-291.3	-11,089.3
2023E	953.1	55.6	28.4	543	-140.9	335	32.8	53.1	17.8	852.3	7,108.8

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.2	82.0	85.0	80.0	78.0	57.0	39.3	68.0	81.3	76.0
원/달러 환율(원)	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,195.0	1,190.0	1,170.0	1,150.0	1,165.0	1,180.1	1,141.4	1,176.3	1,140.0
<b>매출액</b>	<b>43.9</b>	<b>63.4</b>	<b>60.6</b>	<b>64.0</b>	<b>95.3</b>	<b>122.3</b>	<b>160.4</b>	<b>204.0</b>	910.2	271.8	231.9	581.9	953.1
<b>1) 여객 매출액</b>	<b>40.2</b>	<b>58.8</b>	<b>54.7</b>	<b>52.9</b>	<b>81.4</b>	<b>114.4</b>	<b>151.2</b>	<b>194.7</b>	846.2	240.4	206.5	541.6	894.5
<b>국내선 매출</b>	<b>36.6</b>	<b>57.5</b>	<b>49.8</b>	<b>49.3</b>	<b>49.4</b>	<b>47.9</b>	<b>43.3</b>	<b>38.8</b>	171.3	124.0	193.2	179.4	178.2
ASK(백만km)	542.0	708.0	660.0	597.1	534.2	471.3	408.4	345.5	1,503.0	1,729.0	2,507.1	1,759.4	1,516.7
RPK(백만km)	431.0	571.0	518.0	484.6	452.0	415.1	373.8	328.2	1,395.0	1,332.0	2,004.6	1,569.2	1,419.3
L/F(%)	78.4	79.8	77.7	81.2	84.6	88.1	91.5	95.0	92.8	77.0	80.0	89.2	93.6
Yield(원/km)	84.0	96.0	98.0	101.7	109.2	115.4	115.8	118.3	119.8	91.8	94.9	114.7	125.3
<b>국제선 매출</b>	<b>3.6</b>	<b>1.3</b>	<b>4.9</b>	<b>3.6</b>	<b>32.0</b>	<b>66.5</b>	<b>107.9</b>	<b>155.9</b>	674.9	116.4	13.3	362.3	716.3
ASK(백만km)	45.0	43.0	58.0	50.0	534.0	1,018.1	1,502.1	1,986.2	13,227.0	2,609.0	196.0	5,040.5	12,313.3
RPK(백만km)	12.0	15.0	21.0	20.4	249.0	534.5	876.8	1,275.8	11,118.0	1,711.0	68.4	2,936.1	9,688.0
L/F(%)	27.1	33.4	34.9	40.8	46.6	52.5	58.4	64.2	84.1	65.6	34.9	58.3	78.7
Yield(원km)	189.0	164.0	174.0	175.2	128.6	124.4	123.1	122.2	62.0	151.3	175.5	124.6	77.7
<b>2) 부가수익 및 기타</b>	<b>3.8</b>	<b>4.6</b>	<b>6.0</b>	<b>11.1</b>	<b>13.9</b>	<b>7.9</b>	<b>9.2</b>	<b>9.3</b>	63.9	31.4	25.5	40.3	58.6
<b>영업비용</b>	<b>104.0</b>	<b>112.2</b>	<b>105.2</b>	<b>123.1</b>	<b>130.8</b>	<b>143.7</b>	<b>164.1</b>	<b>192.6</b>	959.0	456.5	444.5	631.2	897.4
인건비	26.0	29.2	23.1	23.3	23.5	23.6	23.8	23.9	141.5	108.2	101.6	118.9	122.4
기재비	23.9	22.4	22.1	22.3	23.5	24.7	26.0	27.3	107.9	106.3	90.8	101.5	113.8
외주정비비	16.6	16.8	14.7	27.9	21.3	17.9	20.2	28.5	124.9	48.9	76.1	87.9	84.4
운영비용	13.5	13.5	14.7	17.1	19.6	22.0	24.4	26.8	143.8	65.7	58.8	92.7	129.0
항공연료비	13.5	19.1	20.0	18.7	26.0	35.2	46.4	59.5	278.0	76.3	71.3	167.0	314.9
공항관련비	10.4	11.2	10.5	13.8	17.0	20.2	23.5	26.7	163.0	51.1	45.9	87.3	141.0
<b>영업이익</b>	<b>-60.1</b>	<b>-48.8</b>	<b>-44.5</b>	<b>-59.1</b>	<b>-35.6</b>	<b>-21.4</b>	<b>-3.8</b>	<b>11.4</b>	-48.8	-184.7	-212.5	-49.3	55.6
세전이익	-74.3	-51.1	-60.3	-63.3	-39.9	-25.8	-8.5	6.7	-68.8	-177.9	-249.1	-67.6	37.8
<b>당기순이익</b>	<b>-72.1</b>	<b>-50.4</b>	<b>-58.9</b>	<b>-63.3</b>	<b>-39.9</b>	<b>-25.8</b>	<b>-8.5</b>	<b>5.0</b>	-56.7	-190.4	-244.8	-69.2	23.5
<b>Valuation</b>											<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EBITDA											-121.8	52.1	169.5
peer EV/EBITDA(배)												6.2	6.2
시가총액												198.4	985.5
총주식수(백만주)												52.2	52.2
<b>적정주가(원)</b>												<b>3,800</b>	<b>18,880</b>

주: 영업비용=매출원가+판관비, 기재비는 항공기의 감가상각비 포함세  
 자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

진에어 (272450)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	910.2	271.8	231.9	581.9	953.1
매출액증가율 (%)	-9.9	-70.1	-14.7	150.9	63.8
매출원가	876.7	417.5	356.2	581.9	953.1
매출총이익	33.5	-145.7	-124.2	0.0	0.0
판매관리비	82.3	39.0	88.3	49.3	-55.6
<b>영업이익</b>	<b>-48.8</b>	<b>-184.7</b>	<b>-212.5</b>	<b>-49.3</b>	<b>55.6</b>
영업이익률	-5.4	-68.0	-91.6	-8.5	5.8
금융손익	-7.1	-11.5	-13.0	-14.9	-17.2
중속/관계기업손익	0.1	-0.4	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.0	18.7	-23.6	-3.3	-0.7
세전계속사업이익	-68.8	-177.9	-249.1	-67.6	37.8
법인세비용	-12.1	12.5	-4.3	1.7	9.5
<b>당기순이익</b>	<b>-56.7</b>	<b>-190.4</b>	<b>-244.8</b>	<b>-69.2</b>	<b>28.4</b>
지배주주지분 순이익	-56.7	-190.4	-244.8	-69.2	28.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>64.6</b>	<b>-171.8</b>	<b>-110.6</b>	<b>160.1</b>	<b>99.4</b>
당기순이익(손실)	-56.7	-190.4	-244.8	-69.2	28.4
유형자산상각비	117.7	113.6	72.1	0.2	0.1
무형자산상각비	1.7	1.8	1.5	0.6	0.5
운전자본의 증감	-8.4	-120.9	20.3	206.5	39.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>84.4</b>	<b>122.0</b>	<b>-33.7</b>	<b>-400.5</b>	<b>-75.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-0.5	-0.2	-0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	9.1	1.4	-7.4	-80.3	-15.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-143.4</b>	<b>18.0</b>	<b>136.7</b>	<b>475.9</b>	<b>-36.0</b>
차입금의 증감	263.0	78.1	-17.3	498.0	-4.6
자본의 증가	0.0	104.3	123.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.7	-31.4	-7.3	235.5	-12.5
기초현금	57.2	62.9	31.5	24.2	259.7
기말현금	62.9	31.5	24.2	259.7	247.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	353.3	161.3	186.5	777.3	832.1
현금및현금성자산	62.9	31.5	24.2	259.7	247.2
매출채권	26.4	3.2	4.0	12.7	14.4
재고자산	1.6	1.3	1.6	5.1	5.7
비유동자산	351.2	395.5	335.3	414.9	429.5
유형자산	2.4	1.6	0.9	0.7	0.6
무형자산	5.9	4.3	3.0	2.5	2.0
투자자산	30.8	29.3	36.7	116.9	132.1
<b>자산총계</b>	<b>704.4</b>	<b>556.8</b>	<b>521.8</b>	<b>1,192.1</b>	<b>1,261.6</b>
유동부채	306.4	187.5	224.5	628.4	684.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	40.0	40.0	40.0	20.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	206.3	271.1	239.0	574.6	559.2
사채	0.0	0.0	15.4	315.4	315.4
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>512.7</b>	<b>458.6</b>	<b>463.4</b>	<b>1,203.0</b>	<b>1,244.1</b>
자본금	30.0	45.0	52.2	52.2	52.2
자본잉여금	91.8	181.0	297.7	297.7	297.7
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	77.1	-117.4	-355.8	-425.1	-396.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>191.8</b>	<b>98.2</b>	<b>58.4</b>	<b>-10.9</b>	<b>17.5</b>

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	26,285	7,472	4,888	11,148	18,258
EPS(지배주주)	-1,636	-5,235	-5,158	-1,326	543
CFPS	2,219	-1,651	-2,788	-995	1,065
EBITDAPS	2,037	-1,905	-2,928	-931	1,077
BPS	5,538	2,103	1,118	-208	335
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-8.1	-2.5	-3.2	-13.4	32.8
PCR	6.0	-7.9	-6.0	-17.9	16.7
PSR	0.5	1.7	3.4	1.6	1.0
PBR	2.4	6.2	14.9	-85.7	53.1
EBITDA	70.5	-69.3	-138.9	-48.6	56.2
EV/EBITDA	6.3	-12.0	-7.6	-21.7	17.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-24.7	-131.4	-312.7	-291.3	852.3
EBITDA 이익률	7.7	-25.5	-59.9	-8.4	5.9
부채비율	267.4	467.2	793.8	-11,089.3	7,108.8
금융비용부담률	1.9	6.7	6.5	3.8	3.3
이자보상배율(x)	-2.9	-10.2	-14.1	-2.2	1.8
매출채권회전율(x)	34.4	18.3	64.6	69.6	70.3
재고자산회전율(x)	599.6	187.4	162.5	175.1	176.9

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

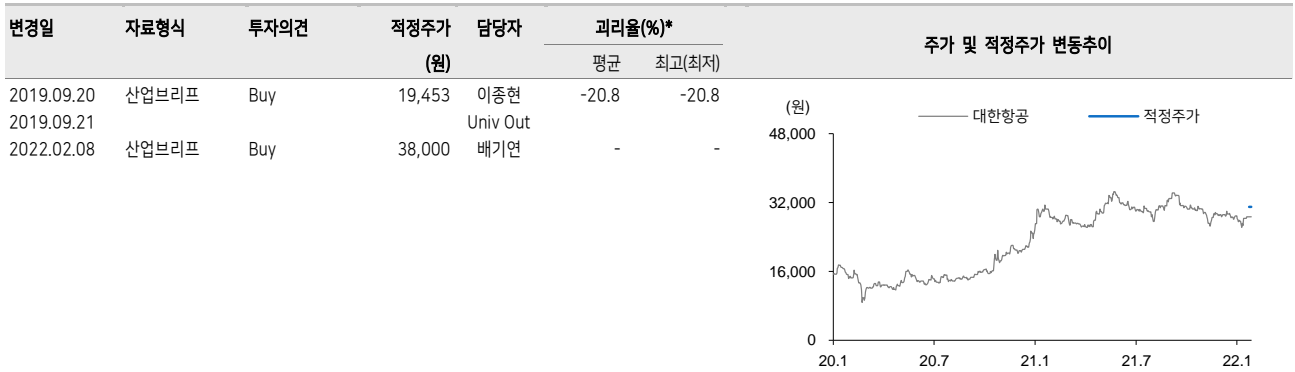
**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

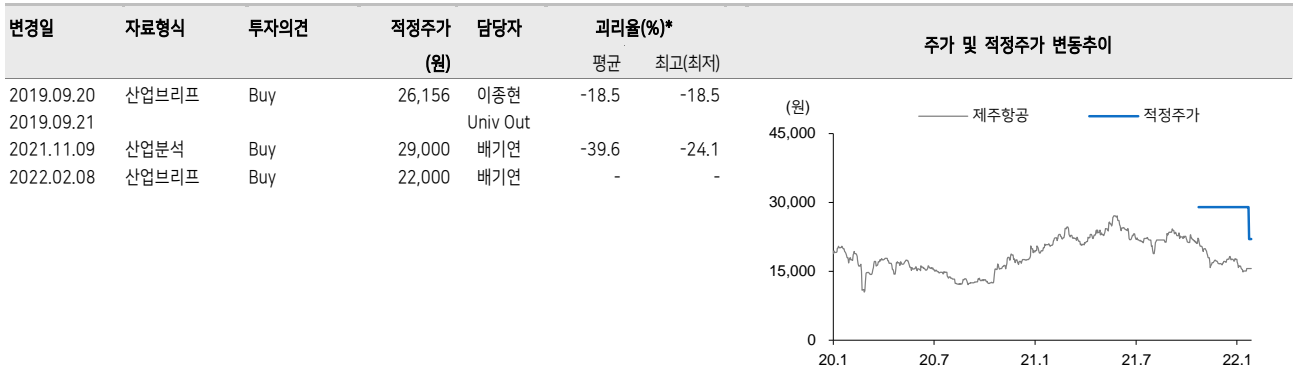
**대한항공 (003490) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**제주항공 (089590) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨





**진에어 (272450) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2021.11.09	산업분석	Hold	22,000	배기연	-23.1	-4.3	
2022.02.08	산업브리프	Hold	19,000	배기연	-	-	

