

2023. 1. 10



## ▲ 운송/조선/기계

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

**Neutral**

## 관심종목

대한항공(003490)	Buy	35,000원
진에어(272450)	Hold	18,000원

# 항공

## 중국 리오프닝을 바라보는 다른 시각

- ✓ 항공여객시장의 마지막 관문인 중국 리오프닝에 대한 신중한 접근 필요
- ✓ 중국 스스로 방역의 빗장을 풀었으나 이웃국가들은 대중국 방역조치 강화
- ✓ 항공시장 정상화 예상 시기를 당초 2023년 2분기에서 4분기로 미루는 이유
- ✓ 항공화물운임의 하향 안정화 속도 역시 2분기 시차를 두고 더더질 개연성
- ✓ 대한항공의 2019년보다 높은 이익 + 개선된 재무구조 매력도 상승

### 대중국 방역조치 강화로 항공여객시장 정상화 예상 시기 지연

중국이 2023년 1월 8일부 입국자 격리를 폐지하는 등 항공여객시장의 빗장을 풀었으나, 이웃국가들의 대중국 방역조치는 강화되고 있다. 당초 2023년 2분기를 항공여객시장 정상화 시기로 예상했으나, 4분기까지로 2분기 늦어질 가능성이 있다.

중국을 제외한 나머지 국가들의 회복 속도는 정상궤도에 있으며 일본 노선 수요 회복속도가 긍정적이다. 2022년 4분기 기준 2019년대비 일본 운항편 회복률은 진에어 115%, 제주항공 113%, 대한항공 52% 순이다. 2022년 4분기 기준 2019년대비 일본 여객수 회복률은 진에어 147%, 제주항공 115%, 대한항공 46% 순이다.

### 항공화물 운임의 하향 정상화시기 역시 2분기 지연

항공화물의 고운임세가 팬데믹 이전 수준으로 회귀하는 시기 역시 2분기 연장한 2023년 4분기를 예상한다. 높은 항공화물운임을 견인한 1) 중국발 여객기의 벨리카고(belly cargo)의 공급속도가 더더질 수 있으며, 2) 대러제재의 일환으로 운항이 중단된 에어브리지 카고 에어(러시아 항공화물업체)의 조기 복귀 가능성도 난망하기 때문이다.

### 이익 감소 속도가 더더질 수 있는 대한항공, 팬데믹 시대에서 개선된 재무구조 개선 매력도가 부각될 수 있다

대한항공의 2023년 예상 화물운임(Yield)를 상향 조정하며, 개선된 재무구조를 감안했을 때 주가의 상승여력을 기대한다. 1) 별도 기준 2023년 EBITDA는 2조 1,281 억원으로 예상하며 2019년 1조 9,904억원 수준으로 안정될 수 있으나, 2) 재무구조 개선으로 순차입금은 2019년 15.3조원에서 2023년 5.5조원까지 낮아질 수 있다.

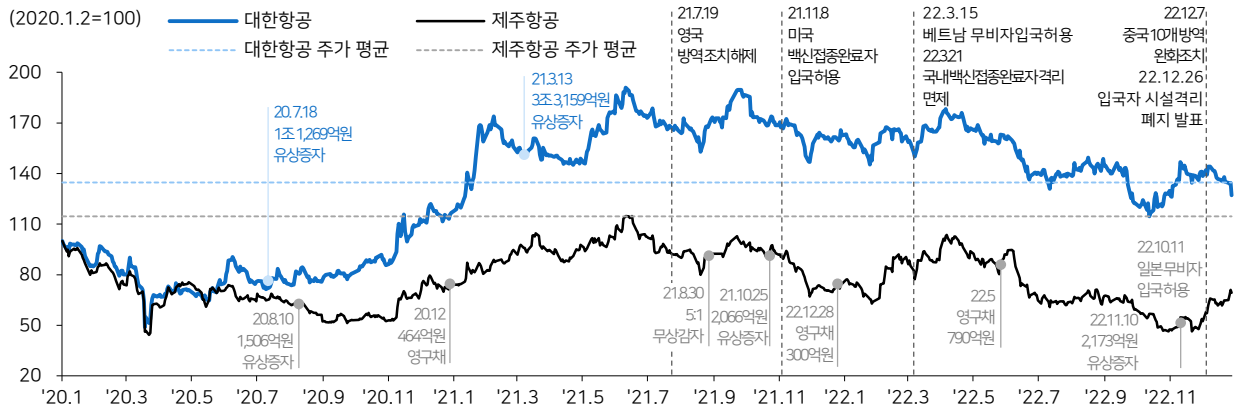
### 팬데믹 하 항공산업에 대한 투자 전략 특징

미주/구주 → 동남아 → 일본 → 중국(?)

2020년 3월 COVID-19 바이러스가 팬데믹으로 선포되며 폭락한 항공산업 주가는 1) 리오프닝 기대감과 2) 자본확충 이벤트에 의해 변동폭이 확대됐다. 2023년 1월 9일 대한항공의 주가는 2017~22년 평균 대비 +8.6% 수준이며, 제주항공의 주가는 -34.5%를 기록했다.

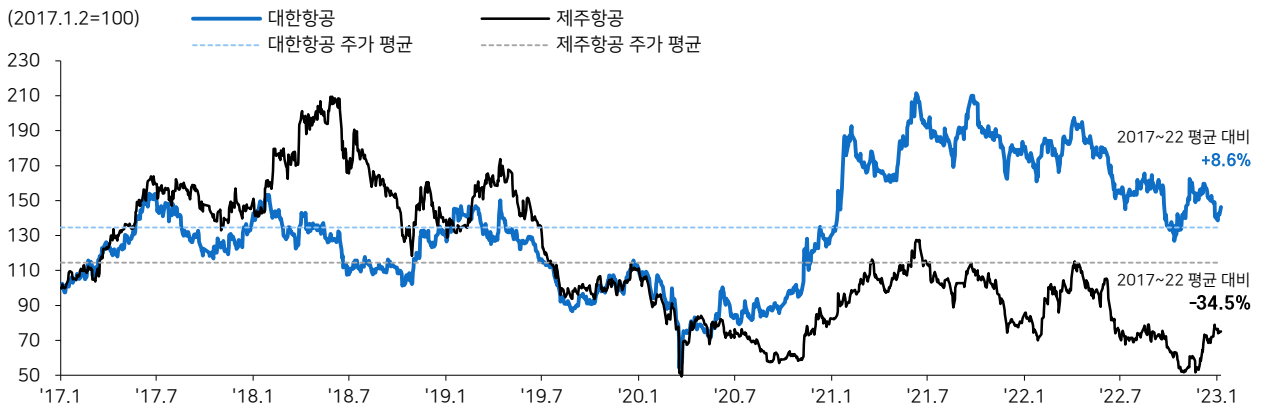
중국은 주요 여객 노선 중 리오프닝의 마지막 관문으로 여겨지며, 2022년 11~12월 LCC의 주가 상승을 견인했다. 전세계 여객의 봉쇄와 리오프닝의 마무리 국면에서 적정주가에 대한 고민이 필요한 시기이다.

그림1 2020년 팬데믹 발생 후 항공산업 주가 흐름 1) 지역별 리오프닝, 2) 자본 확충 이벤트에 따른 주가 변동성 확대



주: 2022년 1월 9일 기준, 2017.1~2022.1 주가 평균  
 자료: WiseFn, 다투전자공시, 메리츠증권 리서치센터

그림2 평균 대비 높은 FSC 주가, 평균 대비 낮은 LCC 주가



주: 2023년 1월 9일 기준, 2017.1~2022.1 주가 평균  
 자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

### 중국의 리오프닝, 다시 한번 미뤄지나

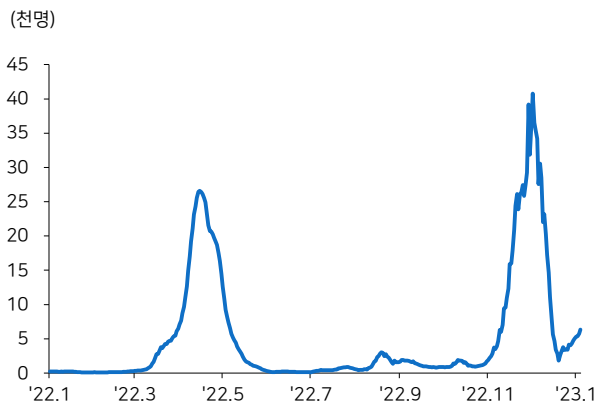
우리나라를 포함한 14개 국가에서 중국발 입국자에 대한 방역 조치가 단행되기 시작했다. 우리나라는 중국발 입국자에 대한 PCR검사를 의무화하고, 단기비자 발급을 중단했다. 일본은 중국발 입국자에 대한 PCR검사 의무화, 항공편 운항 제한을 발표했다. 모로코는 중국발 여행객에 대한 입국 금지 조치를 단행했다.

2022년 11월 기준 일본 노선 여객 수는 2019년 수준의 77.8% 회복을 보여주며 다음 주자로서 중국 회복의 기대감이 더욱 고조된 상황이었다. 중국 노선의 회복률은 11월 기준 3.4%이었지만 중국 내 방역완화 요구가 커지며 2022년말부터는 마침내 중국이 열리는 분위기였다.

2022년 11월 고강도 방역 정책에 대한 대규모 시위는 정부의 대응책을 요구했다. 12월 7일 중국은 상시적 전수 PCR검사를 폐지하고 무증상 및 경증 감염자에 대한 자가격리 허용 등 10개 방역 완화 조치를 발표했다. 12월 26일에는 입국자 시설격리폐지 방침을 발표한바 있다.

규제가 해제되었기 때문에 일찍이 여행규제가 완화된 국가들처럼 항공여객의 큰 손인 중국발 여객 수요는 충분하다. 그러나 중국 내 새로운 변이 바이러스(BF.7) 등장 가능성으로 주변국이 중국발 입국자 제한을 강화한 채 유지한다면 중국 리오프닝의 실질적인 효과는 상쇄될 우려가 있다. 중국 정부의 부인에도 불구하고, 헬스케어 시장분석기관 Airfinity에 따르면, 2022년 12월 20일 기준 중국 인구의 18%인 2.48억명이 감염됐고 일일 사망자가 5,000명으로 추정된다.

그림3 중국 코로나 확진자 추이: 일일 9천명 상회



주: 2023년 1월 4일 기준  
 자료: Our World in Data, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국의 방역 조치 현황



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

### 항공화물 운임 하향 속도는 오히려 둔화될 개연성

중국 리오프닝 지연은 항공화물 공급력 회복 지연을 동반할 가능성이 있다. 항공화물 고운임세의 영향을 주는 요인이 1) 중국발 벨리카고의 축소로 아시아-태평양 노선 공급력이 약화됐기 때문이며, 2) 러시아-우크라이나 전쟁으로 인한 국적 항공화물 업체의 공급력 부재, 3) 전쟁으로 인한 유럽 노선 우회 이슈도 해소되지 않았기 때문이다.

2022년 1~9월 누계 기준, 극동지역(한국, 중국, 일본, 러시아의 북동부)이 포함된 항공화물노선의 L/F는 급등했다. 2019년 평시 수준의 극동지역 노선의 L/F는 57.4%였으나 2020년 하반기 수요의 빠른 회복에 힘입어 2021년 70.4%까지 급등하며 운임 폭등을 야기했다. 2022년은 67.0% 수준이다.

L/F의 급등은 운송 수요 회복 속도에 미치지 못한 공급력(ACTK) 회복 속도에 기인한다. 2022년 1~9월 누계 기준 극동지역 노선 ACTK는 2019년대비 86.5% 수준이다. 반면, 실제 화물실적(CTK)의 회복률은 100.9%로 팬데믹 이전 수준으로 기 회귀했다.

IATA 주요 항공사의 FTK 순위에서 10위를 차지하는 러시아의 화물전문 항공사인 AirbridgeCargo는 2022년 3월 대러제재로 운항이 중단된 바 있으며, 리스했던 화물기를 압류당했다. 전쟁이 지속되는 한 AirbridgeCargo가 차지하던 공급력 회복은 난망하다.

극동지역 노선에서 가장 큰 비중을 차지하는 노선은 1)북미, 2) 유럽, 3) 극동역내 순이며, 중국과 러시아 항공산업의 지정확이슈 해소가 없다면, 항공화물 운임은 하향 안정화 속도가 느려질 개연성이 있다.

**표1 글로벌 항공사 FTK 순위. 10위 업체인 러시아 항공화물 업체의 운항 중단**

순위	항공사코드	항공사	국가	19년 12월	20년 12월	증감률
1	QR	카타르항공	카타르	1,156,693	1,322,991	14.4
2	EK	에미레이트항공	아랍에미리트	1,016,584	978,644	-3.7
3	FX	페덱스	미국	700,659	843,378	20.4
4	CV	카고룩스	룩셈부르크	737,083	814,666	10.5
5	KE	대한항공	대한민국	624,951	746,383	19.4
6	CX	캐세이퍼시픽	홍콩	900,328	733,680	-18.5
7	TK	터키항공	터키	579,748	673,148	16.1
8	5X	UPS	미국	543,353	642,787	18.3
9	CI	중화항공	대만	482,940	629,397	30.3
<b>10</b>	<b>RU</b>	<b>에어브리지 카고 에어</b>	<b>러시아</b>	<b>418,132</b>	<b>443,607</b>	<b>6.1</b>
11	OZ	아시아나항공	대한민국	346,690	410,040	18.3
12	SQ	싱가포르항공	싱가포르	-	410,032	-
13	BR	에바항공	대만	294,928	397,953	34.9
14	LH	루프트한자	독일	519,592	396,419	-23.7
15	KL	KLM	네덜란드	382,324	391,075	2.3
16	NH	전일본공수	일본	354,838	380,111	7.1
17	CZ	중국남방항공	중국	456,051	373,963	-18.0
18	ET	에티오피아항공	에티오피아	263,141	371,329	41.1
19	EY	에티하드항공	아랍에미리트	277,953	296,605	6.7
20	AF	에어프랑스	프랑스	329,524	295,637	-10.3

자료: IATA, 항공포탈, 메리츠증권 리서치센터

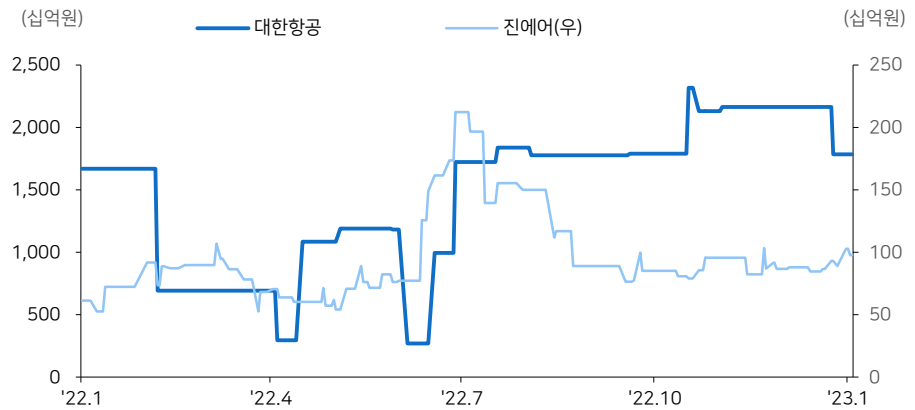
2022년 4분기 인천공항 집계 기준으로, 항공사별 2019년대비 여객수 회복률은 진에어 65.3%, 제주항공 55.4%, 대한항공 47.0% 순이다. 일본노선 여객 회복 속도가 가장 긍정적이며 진에어 147.4%, 제주항공 114.7%, 대한항공 46.2%의 회복률을 기록했다.

대한항공의 4분기 화물실적은 35만톤을 기록하며 전분기대비 1.0% 감소했다. 지난 3분기 -7.3% QoQ 증감률을 기록했고, 4분기 계절적인 화물 성수기에도 불구하고 물량 증가는 없었으며 화물 운임의 하향 안정화 압력이 유지됐다.

### 2023년 영업이익 컨센서스 추이: 화물 실적의 FSC vs 리오프닝의 LCC

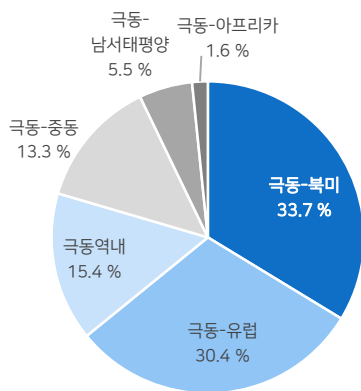
다만, 항공화물운임의 생각보다 더딘 하향 속도는 2023년 항공업체 영업이익 컨센서스의 차별화를 야기했다. 2022년 상반기까지 2,707억원까지 낮아졌던 대한항공의 2023년 영업이익 컨센서스는 1.8조원까지 반등했다. 반면, 2,124억원까지 상승했던 진에어의 컨센서스는 526억원까지 낮아졌다.

그림5 2023년 영업이익 컨센서스 추이: 대한항공은 상승 vs 진에어는 하강



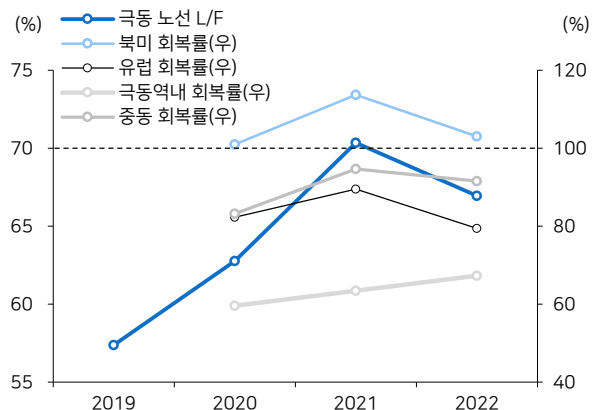
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림6 극동지역 노선별 화물 실적 비중



주: 1~9월 누계 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 유럽, 극동역내, 중동 공급력 회복 지연으로 L/F 상승



주: 1~9월 누계 기준, 회복률은 2019년 대비 공급력(ACTK)회복의 정도  
자료: 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief  
2023. 1. 10

# 대한항공 003490

## 화물 Yield의 둔화 속도에 주목

▲ 운송/조선/기계

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

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

- ✓ 4분기 별도기준 매출액 3조 6,241억원, 영업이익 3,635억원 추정
- ✓ 국제선 매출은 1조 5,566억원(+433.8% YoY, +18.0% QoQ), 화물 매출은 1조 5,148억원(-30.5% YoY, -18.4% QoQ)으로 여객이 화물을 앞서기 시작할 전망
- ✓ 1) 2023년 별도기준 예상 EBITDA 2조 1,281억원, 2) 과거 평균 EV/EBITDA 8.7배, 3) 자회사 가치 적용하여 적정주가 35,000원 제시

### Buy

**적정주가 (12개월)** 35,000 원  
**현재주가 (1.9)** 23,850 원  
**상승여력** 46.8%

KOSPI	2,350.19pt
시가총액	87,821억원
발행주식수	36,822만주
유동주식비율	64.95%
외국인비중	16.17%
52주 최고/최저가	32,200원/20,700원
평균거래대금	326.9억원

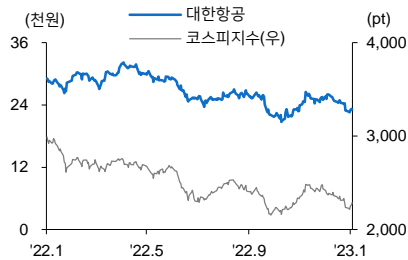
**주요주주(%)**

한진칼 외 21 인	27.04
국민연금공단	6.29

**주가상승률(%)**

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.4	-5.2	-16.6
상대주가	-6.9	-5.2	4.8

**주가그래프**



### 2022년 4분기, 여객 매출과 화물 매출의 역전의 분기로 예상

4분기 별도기준 매출액은 3조 6,241억원(+28.4% YoY, -1.2% QoQ), 영업이익은 3,635억원(-48.4% YoY, -56.7% QoQ)로 추정함. 2022년 매출액은 13조 4,301억원(+53.4% YoY), 영업이익은 2조 7,270억원(+86.2% YoY), EBITDA 4조 2,517억원(+38.0% YoY)로 추정함

팬데믹 발생 후 국제선 여객 매출액이 화물 매출을 역전하는 분기 기록을 추정함. 1) 국제선 여객 수송 실적 예상치는 RPK 기준 +395.9% YoY, +18.0% QoQ의 성장률로 매출을 견인하며, 2) 화물 Yield는 686원/톤km로 예상하며 -11.9% YoY, -15.0% QoQ로 하향 안정화가 지속될 전망

### 2023년 EBITDA 2조 1,281억원, 적정 EV/EBITDA 8.7배 적용

대한항공(연결)의 순자산가치는 13.2조원으로 판단. 적정주가 35,000원 제시. 여객 매출에 추월당한 화물 매출이지만 극동 항공화물 노선의 공급력 회복속도가 지연되면 화물 Yield 하향 속도가 더딜 것 개연성 있음

1) 별도기준 2023년 EBITDA 2조 1,281억원(-49.9% YoY)으로 화물 운임 안정화에 따른 실적 감소는 불가피하나, 2) 개선된 재무구조에 따른 순차입금 규모의 축소가 확인될 전망이다. 2023년말 5.5조원 수준으로 축소 예상. 3) 연결회사인 한국공항과 진에어의 가치를 합산

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	7,610.5	107.3	-211.6	-1,188	적지	14,148	-17.7	1.5	9.0	-7.2	660.6
2021	9,016.8	1,418.0	577.7	1,912	흑전	19,356	15.4	1.5	6.0	11.6	288.5
2022E	13,949.0	2,677.1	1,479.2	4,120	111.5	22,018	5.6	1.0	3.4	19.9	276.5
2023E	12,747.9	434.1	684.0	1,858	-56.4	23,870	12.8	1.0	6.5	8.1	236.6
2024E	13,291.8	100.8	35.1	95	-94.9	23,965	250.0	1.0	7.4	0.4	229.5

표2 대한항공 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,624.1	2,825.9	28.2	3,668.4	-1.2	3,537.0	2.5
영업이익	363.5	704.4	-48.4	839.2	-56.7	607.0	-40.1
세전이익	133.3	579.2	-77.0	625.5	-78.7		
순이익	99.9	403.5	-75.2	431.4	-76.8		

주: 별도 기준  
 자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

표3 대한항공 밸류에이션

	지분율(%)	EV/EBITDA(배)	2021	2022E	2023E
<b>EBITDA</b>					
대한항공(본사)			3,081.2	4,251.7	2,128.1
한국공항			345.5	399.3	485.4
진에어			-88.1	-83.3	187.5
<b>EV</b>					
대한항공(본사)		8.0		36,990.2	18,514.8
한국공항		1.8		718.8	873.6
진에어		6.7		-558.1	1,256.3
<b>Total</b>				<b>37,150.9</b>	<b>20,644.7</b>
<b>순차입금</b>					
대한항공(본사)				5,948.1	5,532.6
한국공항	59.5			-110.5	-110.5
진에어	54.9			228.4	228.4
<b>Total</b>					<b>5,658.1</b>
<b>순자산가치</b>					<b>13,212.2</b>
<b>적정주가(원)</b>					<b>35,773</b>

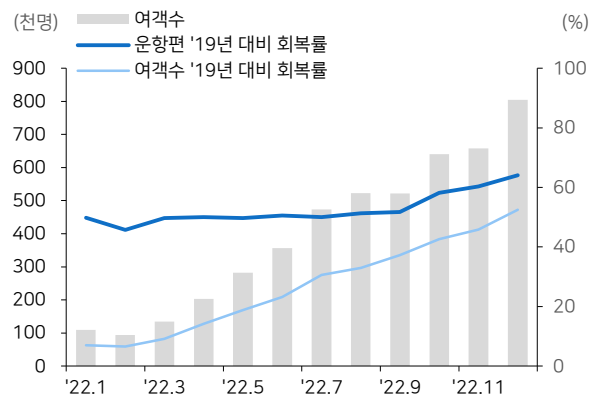
주: 상장사인 한국공항, 진에어에 대한 NAV 할인을 80% 적용  
 자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표4 대한항공 운항편, 여객, 화물 추이

(편, %, 명, 톤)	운항편	'19년 대비 회복률	여객수	'19년 대비 회복률	화물	'19년 대비 증감률
22.1	4,032	49.8	109,152	7.0	127,849	7.2
22.2	3,326	45.7	94,378	6.6	111,997	8.9
22.3	4,036	49.7	134,478	9.1	138,391	8.3
22.4	3,834	50.0	203,298	14.1	130,332	11.5
22.5	3,975	49.7	282,192	18.9	127,336	7.8
22.6	3,999	50.5	356,876	23.3	122,970	3.8
22.7	4,091	50.0	473,414	30.6	119,912	-0.8
22.8	4,201	51.4	522,935	32.9	118,589	-3.9
22.9	4,079	51.8	521,458	37.3	114,407	-6.0
22.10	4,628	58.1	640,076	42.6	116,988	-8.5
22.11	4,726	60.3	658,098	45.8	115,460	-12.3
22.12	5,208	64.1	804,240	52.5	117,087	-9.5

주: 인천공항 기준. 출발+도착 합산 데이터  
 자료: 한국항공협회, 메리츠증권 리서치센터

그림8 대한항공 여객 수 및 '19년 대비 회복률 추이



주: 인천공항 기준. 출발+도착 합산 데이터  
 자료: 한국항공협회, 메리츠증권 리서치센터

표5 대한항공 사업부별 실적 추이 및 전망														
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2019	2020	2021	2022E	2023E	
핵심지표	WTI(달러/배럴)	95.2	108.8	91.6	82.9	75.0	75.0	77.0	78.0	57.0	39.3	68.0	94.6	76.3
	연말 기재 수 (대)	154	154	155	156	158	158	160	160	169	159	154	156	160
<b>1) 대한항공 매출 (별도)</b>	<b>2,805.2</b>	<b>3,332.4</b>	<b>3,668.4</b>	<b>3,624.1</b>	<b>3,077.8</b>	<b>3,035.6</b>	<b>2,945.6</b>	<b>3,203.5</b>	<b>12,017.7</b>	<b>7,405.0</b>	<b>8,753.4</b>	<b>13,430.1</b>	<b>12,262.5</b>	
매출액_항공운송사업부	2,708.1	3,219.6	3,546.4	3,428.9	2,890.5	2,856.9	2,752.5	3,008.3	11,551.3	6,840.3	8,386.7	12,903.0	11,508.1	
<b>I) 국내선 매출</b>	<b>77.4</b>	<b>128.4</b>	<b>135.1</b>	<b>134.8</b>	<b>122.5</b>	<b>126.3</b>	<b>128.8</b>	<b>130.0</b>	<b>486.2</b>	<b>243.1</b>	<b>268.7</b>	<b>475.7</b>	<b>507.5</b>	
ASK(백만km)	678.0	782.0	769.0	769.0	789.0	809.0	829.0	849.0	3,316.0	2,152.0	2,522.0	2,998.0	3,276.0	
RPK(백만km)	515.0	694.0	649.0	649.0	654.5	659.4	663.7	667.5	2,713.0	1,530.0	1,897.0	2,507.0	2,645.2	
L/F(%)	76.0	88.7	84.4	84.4	83.0	81.5	80.1	78.6	81.8	71.1	75.2	83.6	80.7	
Yield(원)	150.3	185.0	208.2	207.7	187.1	191.5	194.1	194.7	179.2	157.5	139.6	187.8	191.8	
<b>II) 국제선 매출</b>	<b>282.4</b>	<b>745.9</b>	<b>1,319.1</b>	<b>1,556.6</b>	<b>1,402.9</b>	<b>1,537.2</b>	<b>1,614.7</b>	<b>1,794.6</b>	<b>7,281.3</b>	<b>1,762.1</b>	<b>815.2</b>	<b>3,904.0</b>	<b>6,349.4</b>	
ASK(백만km)	5,670.0	6,946.0	12,117.0	14,298.6	16,650.7	19,002.8	21,354.9	23,707.0	97,792.0	32,708.0	20,997.0	39,031.6	80,715.5	
RPK(백만km)	2,254.0	5,492.0	9,670.0	11,411.1	13,274.1	15,133.2	16,988.3	18,839.4	80,559.0	17,549.0	6,737.0	28,827.1	64,235.0	
L/F(%)	39.8	79.1	79.8	79.8	79.7	79.6	79.6	79.5	82.4	53.7	32.1	73.9	79.6	
Yield(원)	125.3	135.8	136.4	113.0	105.7	101.6	95.0	95.3	90.4	123.5	118.8	127.6	99.4	
<b>III) 화물 매출</b>	<b>2,148.6</b>	<b>2,171.2</b>	<b>1,856.4</b>	<b>1,514.8</b>	<b>1,124.3</b>	<b>934.7</b>	<b>732.2</b>	<b>788.9</b>	<b>2,557.4</b>	<b>4,250.7</b>	<b>6,694.8</b>	<b>7,691.0</b>	<b>3,580.1</b>	
ATK(백만톤km)	3,097.0	3,064.0	2,920.0	2,801.3	2,460.3	2,650.3	2,696.0	2,801.3	10,480.0	10,741.0	12,587.0	11,882.3	10,607.8	
RPK(백만톤km)	2,572.0	2,535.0	2,300.0	2,208.0	1,946.6	1,992.5	2,030.5	2,173.9	7,482.0	8,649.0	10,682.0	9,615.0	8,143.5	
L/F(%)	83.0	82.7	78.8	78.8	79.1	75.2	75.3	77.6	71.4	80.5	84.9	80.9	76.8	
Yield(원)	835.4	856.5	807.1	686.1	577.6	469.1	360.6	362.9	342.6	485.5	623.7	796.3	442.6	
IV) 기타	199.7	174.1	235.8	222.7	240.7	258.8	276.8	294.7	1,226.4	584.4	608.0	832.3	1,071.0	
매출액_항공우주 사업부	97.1	112.8	121.9	195.2	187.4	178.7	193.2	195.2	740.4	564.7	366.7	527.0	754.4	
<b>영업비용(매출원가+판매비)</b>	<b>2,016.7</b>	<b>2,596.5</b>	<b>2,829.1</b>	<b>3,260.6</b>	<b>2,731.5</b>	<b>2,935.9</b>	<b>3,013.5</b>	<b>3,164.4</b>	<b>12,005.3</b>	<b>7,166.7</b>	<b>7,289.0</b>	<b>10,703.0</b>	<b>11,845.2</b>	
<b>I) 연료비</b>	<b>663.3</b>	<b>1,014.1</b>	<b>1,170.6</b>	<b>1,037.5</b>	<b>844.5</b>	<b>912.7</b>	<b>981.4</b>	<b>1,049.5</b>	<b>3,183.2</b>	<b>1,247.4</b>	<b>1,800.0</b>	<b>3,885.5</b>	<b>3,788.2</b>	
II) 연료비 외	1,353.5	1,582.4	1,658.5	2,223.2	1,887.0	2,023.1	2,032.1	2,114.8	8,822.1	5,919.3	5,489.0	6,817.6	8,057.0	
감가상각비	370.3	368.9	374.4	411.1	422.2	422.2	433.2	433.2	1,978.0	1,865.2	1,616.8	1,524.7	1,710.8	
<b>인건비</b>	<b>412.8</b>	<b>519.3</b>	<b>515.3</b>	<b>810.2</b>	<b>482.3</b>	<b>550.5</b>	<b>497.7</b>	<b>498.7</b>	<b>2,121.8</b>	<b>1,647.5</b>	<b>1,693.3</b>	<b>2,257.6</b>	<b>2,029.1</b>	
공항관련비	176.9	158.5	186.8	214.1	241.3	268.6	295.9	323.1	1,332.4	650.0	660.5	736.2	1,128.9	
기타	300.9	421.9	428.9	595.5	560.9	591.2	608.6	649.2	2,542.6	1,340.3	1,155.1	1,747.2	2,409.9	
<b>2) 영업이익(별도)</b>	<b>788.4</b>	<b>735.9</b>	<b>839.2</b>	<b>363.5</b>	<b>346.3</b>	<b>99.8</b>	<b>-67.8</b>	<b>39.1</b>	<b>12.5</b>	<b>238.3</b>	<b>1,464.4</b>	<b>2,727.0</b>	<b>417.3</b>	
<b>3) EBITDA(별도)</b>	<b>1,158.7</b>	<b>1,104.8</b>	<b>1,213.6</b>	<b>774.6</b>	<b>768.5</b>	<b>522.0</b>	<b>365.4</b>	<b>472.3</b>	<b>1,990.4</b>	<b>2,103.5</b>	<b>3,081.2</b>	<b>4,251.7</b>	<b>2,128.1</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정



## 대한항공 (003490)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>7,610.5</b>	<b>9,016.8</b>	<b>13,949.0</b>	<b>12,747.9</b>	<b>13,291.8</b>
매출액증가율 (%)	-38.5	18.5	54.7	-8.6	4.3
매출원가	6,850.1	6,912.1	9,984.2	10,101.2	11,166.2
매출총이익	760.4	2,104.8	3,964.7	2,646.7	2,125.6
판매관리비	653.1	686.8	1,287.6	2,212.6	2,024.9
<b>영업이익</b>	<b>107.3</b>	<b>1,418.0</b>	<b>2,677.1</b>	<b>434.1</b>	<b>100.8</b>
영업이익률	1.4	15.7	19.2	3.4	0.8
금융손익	-667.9	-76.7	13.9	-298.4	-276.0
종속/관계기업손익	-0.9	-0.0	0.1	-0.3	-0.2
기타영업외손익	-374.3	-498.2	-642.2	743.6	233.3
세전계속사업이익	-935.7	843.1	2,049.0	879.0	58.0
법인세비용	-112.2	264.3	594.7	228.6	24.6
<b>당기순이익</b>	<b>-230.0</b>	<b>578.8</b>	<b>1,454.2</b>	<b>650.4</b>	<b>33.4</b>
지배주주지분 순이익	-211.6	577.7	1,479.2	684.0	35.1

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,376.7</b>	<b>3,514.2</b>	<b>5,547.1</b>	<b>2,005.2</b>	<b>2,368.5</b>
당기순이익(손실)	-230.0	578.8	1,454.2	650.4	33.4
유형자산상각비	1,938.1	1,663.0	1,603.0	1,782.3	1,786.3
무형자산상각비	31.1	32.4	25.2	8.5	8.2
운전자본의 증감	-940.2	47.8	1,379.9	-885.3	115.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2,444.8</b>	<b>-2,017.4</b>	<b>-710.2</b>	<b>-1,626.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-611.0	-343.0	-675.7	-1,566.9	-1,566.9
투자자산의감소(증가)	-261.9	-206.8	-414.1	426.5	-3.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-858.2</b>	<b>-1,211.2</b>	<b>-1,186.2</b>	<b>-1,179.9</b>	<b>-1,111.2</b>
차입금의 증감	-1,380.5	-3,159.5	937.0	-730.5	-686.1
자본의 증가	1,123.0	3,297.9	299.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	498.3	-129.2	2,370.7	115.1	-369.2
기초현금	816.3	1,314.6	1,185.4	3,556.1	3,671.2
기말현금	1,314.6	1,185.4	3,556.1	3,671.2	3,302.1

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>4,002.5</b>	<b>6,641.0</b>	<b>10,156.9</b>	<b>9,707.6</b>	<b>9,412.0</b>
현금및현금성자산	1,314.6	1,185.4	3,556.1	3,671.2	3,302.1
매출채권	675.1	959.9	1,232.3	1,098.1	1,115.6
재고자산	551.2	597.1	597.1	597.1	597.1
<b>비유동자산</b>	<b>21,187.5</b>	<b>20,030.9</b>	<b>20,906.1</b>	<b>20,255.7</b>	<b>20,031.5</b>
유형자산	18,482.1	16,914.1	16,478.4	16,263.1	16,043.7
무형자산	268.2	276.0	822.6	814.1	805.9
투자자산	619.0	825.8	1,240.1	813.6	817.0
<b>자산총계</b>	<b>25,190.1</b>	<b>26,671.9</b>	<b>31,063.0</b>	<b>29,963.3</b>	<b>29,443.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>7,987.8</b>	<b>8,444.9</b>	<b>7,916.5</b>	<b>7,364.7</b>	<b>7,301.0</b>
매입채무	86.4	139.2	178.7	159.2	161.7
단기차입금	1,900.9	985.6	1,027.3	947.3	867.3
유동성장기부채	3,947.3	4,372.0	2,925.7	2,885.7	2,845.7
<b>비유동부채</b>	<b>13,890.6</b>	<b>11,361.3</b>	<b>14,895.4</b>	<b>13,697.1</b>	<b>13,207.6</b>
사채	1,244.4	1,058.2	2,015.8	1,935.8	1,855.8
장기차입금	1,770.8	919.2	2,807.4	2,727.4	2,647.4
<b>부채총계</b>	<b>21,878.3</b>	<b>19,806.2</b>	<b>22,811.9</b>	<b>21,061.8</b>	<b>20,508.6</b>
자본금	876.6	1,744.7	1,846.7	1,846.7	1,846.7
자본잉여금	1,518.6	3,948.4	4,145.6	4,145.6	4,145.6
기타포괄이익누계액	655.7	650.8	515.7	515.7	515.7
이익잉여금	-522.5	110.1	1,624.0	2,307.9	2,343.0
비지배주주지분	105.2	111.8	119.2	85.6	83.9
<b>자본총계</b>	<b>3,311.7</b>	<b>6,865.7</b>	<b>8,251.1</b>	<b>8,901.5</b>	<b>8,934.9</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	42,755	29,836	38,852	34,620	36,097
EPS(지배주주)	-1,188	1,912	4,120	1,858	95
CFPS	12,750	11,280	12,411	8,061	5,781
EBITDAPS	11,665	10,302	11,991	6,042	5,147
BPS	14,148	19,356	22,018	23,870	23,965
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-17.7	15.4	5.6	12.8	250.0
PCR	1.7	2.6	1.8	3.0	4.1
PSR	0.5	1.0	0.6	0.7	0.7
PBR	1.5	1.5	1.0	1.0	1.0
EBITDA	2,076.4	3,113.3	4,305.3	2,224.8	1,895.3
EV/EBITDA	9.0	6.0	3.4	6.5	7.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-7.2	11.6	19.9	8.1	0.4
EBITDA 이익률	27.3	34.5	30.9	17.5	14.3
부채비율	660.6	288.5	276.5	236.6	229.5
금융비용부담률	6.8	4.3	2.8	3.5	3.2
이자보상배율(x)	0.2	3.6	6.8	1.0	0.2
매출채권회전율(x)	11.1	11.0	12.7	10.9	12.0
재고자산회전율(x)	12.0	15.7	23.4	21.4	22.3

Industry Brief  
2023. 1. 10

# 진에어 272450

## 중국 리스크 없는 리오프닝

▲ 운송/조선/기계

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

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

- ✓ 4분기 별도기준 매출액 1,986억원, 영업이익 293억원 추정
- ✓ 국제선 매출은 941억원(+2911.0% YoY, +58.6% QoQ), 국내선 매출은 899억원(+28.3% YoY, -11.1% QoQ)
- ✓ 19년대비 국제선 여객수 회복률 65.3%, 일본 노선 회복률은 147.4%
- ✓ 1) 2023년 예상 EBITDA 1,875억원, 2) EV/EBITDA 6.7배 적용, 18,000원 제시

### Hold

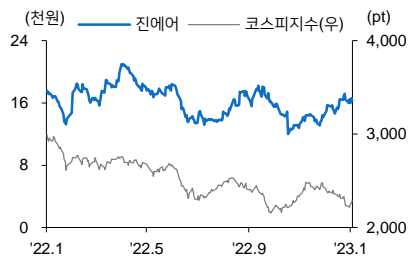
**적정주가 (12개월)** 18,000 원  
**현재주가 (1.9)** 16,600 원  
**상승여력** 8.4%

KOSPI	2,350.19pt
시가총액	8,665억원
발행주식수	5,220만주
유동주식비율	39.89%
외국인비중	2.80%
52주 최고/최저가	21,000원/12,000원
평균거래대금	49.2억원

<b>주요주주(%)</b>	
대한항공 외 1 인	54.92
국민연금공단	7.31

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	6.1	14.1	-4.0
상대주가	7.8	14.1	20.6

**주가그래프**



### 2022년 4분기, 국제선 회복률 65.3%의 원동력은 일본노선

4분기 매출액은 1,986억원(+150.7% YoY, +13.8% QoQ), 영업이익은 293억원(흑자전환)으로 추정함. 2022년 매출액은 5,670억원(+129.4% YoY), 영업이익은 -496억원(적자폭감소), EBITDA 494억원(흑자전환)으로 추정함

4분기 국제선 여객 수 2019년 대비 회복률은 65.3%이며, 12월 여객 수 기준으로는 83.0%의 회복률을 기록함. 원동력은 일본 노선이며 2019년 대비 회복률은 4분기에 147.4%를 기록함.

### 2023년 EBITDA 1,875억원, 적정 EV/EBITDA 6.7배 적용

1) 2023년 EBITDA 1,875억원(+279.4% YoY), 2) 적정 EV/EBITDA 6.7배를 적용한 적정주가 18,000원을 제시. 2021년 23대까지 축소됐던 기재는 4분기 27대 수준까지 회복했고, 2023년에는 추가 B-737 8(Max)의 도입이 예상됨. 중국의 리오프닝 효과가 더해진다고 해도, 팬데믹 전 국제선 매출 대비 1~2% 비중이었던 중국노선의 영향은 제한적. 일본노선을 향하는 높은 여객 수요가 지속되며 80% 대의 L/F(탑승률)을 유지할 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	271.8	-184.7	-190.4	-5,235	적지	2,103	-2.5	6.2	-12.0	-131.4	467.2
2021	247.2	-185.3	-133.6	-2,815	적지	3,309	-5.9	5.0	-11.7	-98.6	248.2
2022E	567.0	-49.6	-84.5	-1,618	적지	296	-10.2	55.6	23.2	-89.8	3,735.7
2023E	871.6	82.3	67.7	1,298	흑전	1,594	12.8	10.4	5.8	137.4	651.0
2024E	928.3	23.3	11.1	212	-83.6	1,806	78.2	9.2	8.3	12.5	559.9

표6 진에어 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	198.6	79.2	150.7	174.5	13.8	227.7	-12.8
영업이익	29.3	-31.9	흑전	-17.4	흑전	4.7	524.0
세전이익	21.7	-35.3	흑전	-49.9	흑전	9.0	141.1
순이익	16.3	47.9	-66.0	-41.0	흑전	11.0	47.9

주: 별도 기준  
 자료: 진에어, 메리츠증권 리서치센터

표7 진에어 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
WTI(달러/배럴)	95.2	108.8	91.6	82.9	58.4	75.0	77.0	78.0	37.1	68.0	96.8	91.5
원/달러 환율(원)	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,359.3	1,287.0	1,270.0	1,250.0	1,250.0	1,141.4	1,290.4	1,264.3	1,220.0
연말 기재 수 (대)	24	27	26	27	27	27	28	28	28	24	27	28
<b>매출액</b>	<b>67.5</b>	<b>126.4</b>	<b>174.5</b>	<b>198.6</b>	<b>200.6</b>	<b>213.4</b>	<b>220.6</b>	<b>237.0</b>	<b>271.8</b>	<b>247.2</b>	<b>567.0</b>	<b>871.6</b>
<b>1) 여객 매출액</b>	<b>62.7</b>	<b>117.5</b>	<b>160.6</b>	<b>184.0</b>	<b>185.4</b>	<b>197.7</b>	<b>204.3</b>	<b>220.1</b>	<b>240.4</b>	<b>226.9</b>	<b>524.8</b>	<b>807.5</b>
국내선 매출	60.5	98.6	101.2	89.9	67.9	60.7	52.4	50.2	124.0	214.0	350.2	231.3
ASK(백만km)	629.0	684.0	664.0	602.2	540.4	478.6	416.8	387.2	1,729.0	2,602.0	2,579.2	1,823.0
RPK(백만km)	493.0	603.0	557.0	569.8	508.3	445.3	378.1	366.4	1,332.0	2,096.0	2,222.8	1,698.1
L/F(%)	78.4	88.2	83.9	94.6	94.1	93.0	90.7	94.6	77.0	80.6	86.2	93.2
Yield(원/km)	122.7	163.5	181.7	157.8	133.6	136.4	138.4	137.1	92.4	100.9	156.4	136.4
국제선 매출	2.2	19.0	59.3	94.1	117.5	136.9	152.0	169.8	116.4	12.8	174.6	576.2
ASK(백만km)	36.0	280.0	1,031.0	1,491.0	1,951.0	2,411.0	2,871.0	3,331.0	2,609.0	207.0	2,838.0	10,564.0
RPK(백만km)	14.0	205.0	778.0	1,146.6	1,528.5	1,923.7	2,332.1	2,795.5	1,711.0	72.0	2,143.6	8,579.7
L/F(%)	38.9	73.2	75.5	76.9	78.3	79.8	81.2	83.9	65.6	34.8	75.5	81.2
Yield(원km)	154.6	92.5	76.3	82.1	76.9	71.2	65.2	60.8	197.6	186.2	101.4	68.5
<b>2) 부가수익 및 기타</b>	<b>4.5</b>	<b>8.8</b>	<b>14.0</b>	<b>14.6</b>	<b>15.1</b>	<b>15.7</b>	<b>16.3</b>	<b>16.9</b>	<b>31.4</b>	<b>18.9</b>	<b>41.8</b>	<b>64.1</b>
<b>영업비용(매출원가+판매비)</b>	<b>113.9</b>	<b>141.4</b>	<b>192.0</b>	<b>169.3</b>	<b>172.3</b>	<b>182.3</b>	<b>215.3</b>	<b>219.4</b>	<b>456.5</b>	<b>432.4</b>	<b>616.6</b>	<b>789.3</b>
인건비	27.3	24.0	30.7	26.0	27.1	28.3	32.8	37.0	108.2	99.4	117.4	135.5
감가상각비	23.8	24.5	24.9	25.8	25.8	25.8	26.8	26.8	115.4	97.2	99.0	105.2
외주정비비	13.7	15.6	21.1	13.4	15.9	13.0	16.1	13.4	48.9	62.6	63.8	58.4
운영비용	14.9	16.6	21.2	28.3	28.5	29.9	30.7	32.5	56.5	51.9	89.3	126.7
항공연료비	23.9	46.7	74.9	60.4	55.5	61.7	68.7	75.8	76.3	77.0	205.9	261.6
공항관련비	10.3	14.1	19.2	15.3	19.4	23.6	40.3	33.9	51.1	44.4	100.2	156.1
<b>영업이익</b>	<b>-46.4</b>	<b>-15.1</b>	<b>-17.4</b>	<b>29.3</b>	<b>28.3</b>	<b>31.1</b>	<b>5.3</b>	<b>17.6</b>	<b>-184.7</b>	<b>-185.3</b>	<b>-49.6</b>	<b>82.3</b>
세전이익	-48.3	-33.4	-49.9	21.7	38.8	31.1	5.9	14.5	-177.9	-221.1	-109.9	90.3
<b>당기순이익</b>	<b>-31.0</b>	<b>-28.7</b>	<b>-41.0</b>	<b>16.3</b>	<b>29.1</b>	<b>23.3</b>	<b>4.5</b>	<b>10.9</b>	<b>-190.4</b>	<b>-133.6</b>	<b>-84.5</b>	<b>67.7</b>

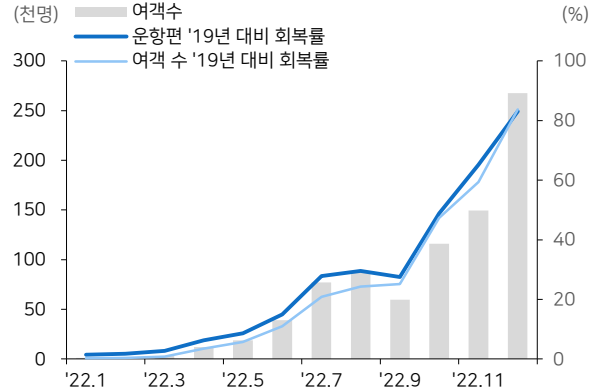
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표8 진에어 운항편, 여객, 화물 추이

(편, %, 명)	운항편	19년 대비 회복률	여객수	19년 대비 회복률
22.1	29	1.5	1,179	0.3
22.2	31	1.7	1,514	0.4
22.3	47	2.7	2,923	0.8
22.4	119	6.3	12,171	3.5
22.5	166	8.7	18,893	5.7
22.6	286	15.0	38,985	10.9
22.7	562	27.8	76,998	20.8
22.8	614	29.5	87,765	24.3
22.9	413	27.5	59,710	25.2
22.10	728	48.8	115,979	47.4
22.11	880	65.2	149,494	59.4
22.12	1,317	83.0	267,646	83.7

주: 인천공항 기준. 출발+도착 합산 데이터  
 자료: 한국항공협회, 메리츠증권 리서치센터

그림9 진에어 여객 수 및 '19년 대비 회복률 추이



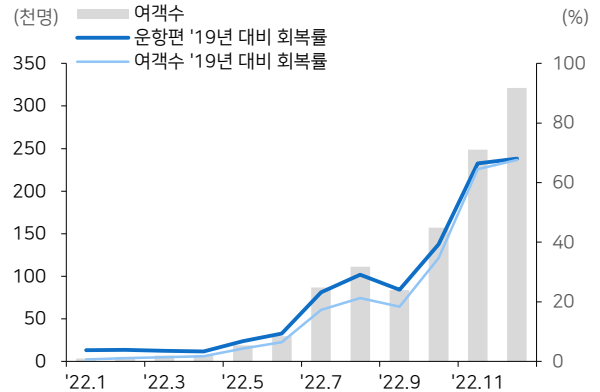
주: 인천공항 기준. 출발+도착 합산 데이터  
 자료: 한국항공협회, 메리츠증권 리서치센터

표9 제주항공 운항편, 여객, 화물 추이

(편, %, 명)	운항편	19년 대비 회복률	여객수	19년 대비 회복률
22.1	115	3.8	3,369	0.7
22.2	107	3.9	5,218	1.1
22.3	106	3.6	6,841	1.4
22.4	91	3.3	7,656	1.7
22.5	193	6.8	18,770	4.4
22.6	265	9.3	29,943	6.5
22.7	713	23.3	86,942	17.3
22.8	918	29.2	111,133	21.2
22.9	704	24.1	83,789	18.4
22.10	1,110	39.3	156,939	34.7
22.11	1,655	66.5	248,510	64.5
22.12	2,045	68.1	321,211	67.6

주: 인천공항 기준. 출발+도착 합산 데이터  
 자료: 한국항공협회, 메리츠증권 리서치센터

그림10 제주항공 여객 수 및 '19년 대비 회복률 추이



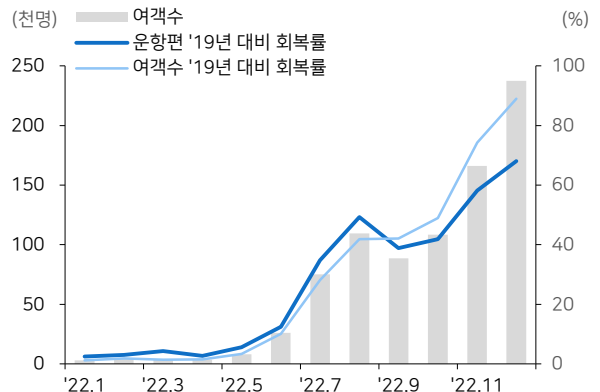
주: 인천공항 기준. 출발+도착 합산 데이터  
 자료: 한국항공협회, 메리츠증권 리서치센터

표10 티웨이항공 운항편, 여객, 화물 추이

(편, %, 명)	운항편	19년 대비 회복률	여객수	19년 대비 회복률
22.1	38	2.5	2,993	1.2
22.2	44	3.1	4,583	1.9
22.3	70	4.3	3,810	1.5
22.4	42	2.7	3,699	1.6
22.5	92	5.6	8,011	3.3
22.6	200	12.5	26,202	10.2
22.7	609	34.8	75,278	28.1
22.8	839	49.3	109,527	41.9
22.9	557	38.9	88,478	42.1
22.10	606	41.9	108,421	49.0
22.11	828	58.2	166,114	74.2
22.12	1,116	68.0	237,339	89.0

주: 인천공항 기준. 출발+도착 합산 데이터  
 자료: 한국항공협회, 메리츠증권 리서치센터

그림11 티웨이항공 여객 수 및 '19년 대비 회복률 추이



주: 인천공항 기준. 출발+도착 합산 데이터  
 자료: 한국항공협회, 메리츠증권 리서치센터

## 진에어 (272450)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>271.8</b>	<b>247.2</b>	<b>567.0</b>	<b>871.6</b>	<b>928.3</b>
매출액증가율 (%)	-70.1	-9.0	129.4	53.7	6.5
매출원가	417.5	392.3	606.9	871.6	928.3
매출총이익	-145.7	-145.1	-39.9	0.0	0.0
판매관리비	39.0	40.2	9.7	-82.3	-23.3
<b>영업이익</b>	<b>-184.7</b>	<b>-185.3</b>	<b>-49.6</b>	<b>82.3</b>	<b>23.3</b>
영업이익률	-68.0	-74.9	-8.7	9.4	2.5
금융손익	-11.5	-13.4	-14.1	-14.9	-13.5
중속/관계기업손익	-0.4	-0.0	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	18.7	-22.4	-46.5	23.0	8.9
세전계속사업이익	-177.9	-221.1	-109.9	90.3	18.7
법인세비용	12.5	-87.5	-25.4	22.6	7.6
<b>당기순이익</b>	<b>-190.4</b>	<b>-133.6</b>	<b>-84.5</b>	<b>67.7</b>	<b>11.1</b>
지배주주지분 손익	-190.4	-133.6	-84.5	67.7	11.1

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-171.8</b>	<b>-73.7</b>	<b>98.9</b>	<b>185.2</b>	<b>137.9</b>
당기순이익(손실)	-190.4	-133.6	-84.5	67.7	11.1
유형자산상각비	113.6	95.4	97.6	105.2	107.1
무형자산상각비	1.8	1.8	1.5	0.4	0.3
운전자본의 증감	-120.9	4.9	50.5	-6.2	2.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>122.0</b>	<b>-21.7</b>	<b>6.9</b>	<b>-106.7</b>	<b>-106.2</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.2	-0.0	-25.9	-105.2	-107.1
투자자산의 감소(증가)	1.4	-0.1	-4.7	-1.5	0.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>18.0</b>	<b>107.9</b>	<b>-129.1</b>	<b>-50.3</b>	<b>-31.8</b>
차입금의 증감	78.1	-25.3	78.2	-32.2	-15.0
자본의 증가	104.3	123.3	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-31.4	12.8	-22.8	28.2	-0.1
기초현금	62.9	31.5	44.4	21.5	49.7
기말현금	31.5	44.4	21.5	49.7	49.7

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>161.3</b>	<b>194.3</b>	<b>160.3</b>	<b>191.3</b>	<b>189.8</b>
현금및현금성자산	31.5	44.4	21.5	49.7	49.7
매출채권	3.2	2.8	15.2	17.4	16.3
재고자산	1.3	1.4	3.0	3.0	2.8
<b>비유동자산</b>	<b>395.5</b>	<b>407.3</b>	<b>432.4</b>	<b>433.5</b>	<b>432.3</b>
유형자산	1.6	0.8	0.4	0.4	0.4
무형자산	4.3	2.7	2.0	1.6	1.3
투자자산	29.3	29.5	34.2	35.7	34.8
<b>자산총계</b>	<b>556.8</b>	<b>601.6</b>	<b>592.6</b>	<b>624.8</b>	<b>622.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>187.5</b>	<b>200.7</b>	<b>334.5</b>	<b>322.4</b>	<b>325.5</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
유동성장기부채	0.0	0.0	115.8	115.8	115.8
<b>비유동부채</b>	<b>271.1</b>	<b>228.1</b>	<b>242.7</b>	<b>219.3</b>	<b>202.4</b>
사채	0.0	14.9	14.9	14.9	14.9
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>458.6</b>	<b>428.9</b>	<b>577.2</b>	<b>541.6</b>	<b>527.9</b>
자본금	45.0	52.2	52.2	52.2	52.2
자본잉여금	181.0	297.1	296.9	296.9	296.9
기타포괄이익누계액	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7
이익잉여금	-117.4	-240.8	-323.3	-255.6	-244.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>98.2</b>	<b>172.8</b>	<b>15.5</b>	<b>83.2</b>	<b>94.3</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	7,472	5,209	10,862	16,697	17,783
EPS(지배주주)	-5,235	-2,815	-1,618	1,298	212
CFPS	-1,651	-1,669	1,014	4,038	2,674
EBITDAPS	-1,905	-1,856	949	3,598	2,503
BPS	2,103	3,309	296	1,594	1,806
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-2.5	-5.9	-10.2	12.8	78.2
PCR	-7.9	-10.0	16.2	4.1	6.2
PSR	1.7	3.2	1.5	1.0	0.9
PBR	6.2	5.0	55.6	10.4	9.2
EBITDA	-69.3	-88.1	49.5	187.8	130.7
EV/EBITDA	-12.0	-11.7	23.2	5.8	8.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-131.4	-98.6	-89.8	137.4	12.5
EBITDA 이익률	-25.5	-35.6	8.7	21.6	14.1
부채비율	467.2	248.2	3,735.7	651.0	559.9
금융비용부담률	6.7	6.0	2.8	2.1	1.8
이자보상배율(x)	-10.2	-12.4	-3.1	4.5	1.4
매출채권회전율(x)	18.3	83.1	63.2	53.5	55.1
재고자산회전율(x)	187.4	185.2	255.2	287.8	318.5

**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 관련된 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 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

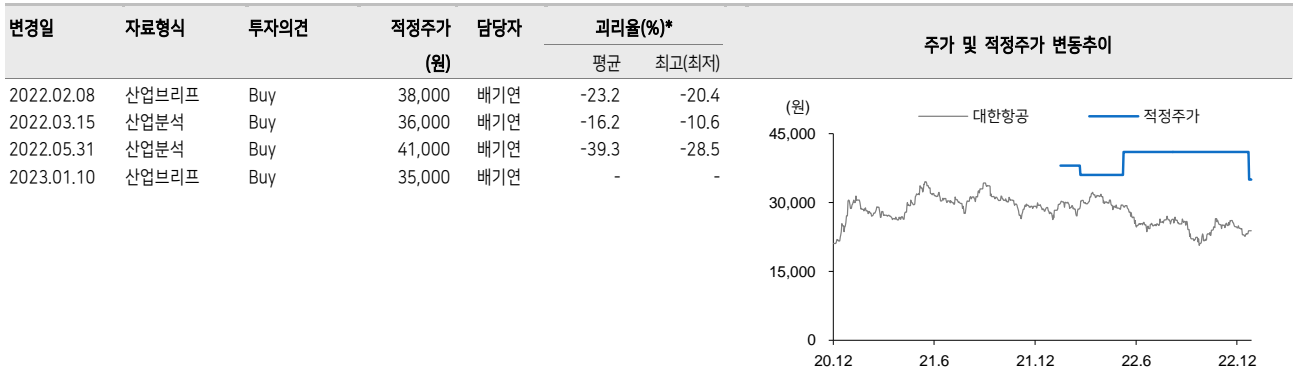
**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**대한항공 (003490) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**진에어 (272450) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

