

(Analyst) 류제현 jay.ryu@miraeeasset.com
(RA) 이창민 changmin.lee@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

272450 · 항공

진에어

안정성과 효율성을 증명할 하반기

(유지)

Trading Buy

목표주가

18,000원 ▼

상승여력

19.1%

현재주가(23/8/11)

15,110원

KOSPI	2,591.26	시가총액(십억원)	789	발행주식수(백만주)	52	외국인 보유비중(%)	3.6
-------	----------	-----------	-----	------------	----	-------------	-----

Report summary

2Q23 Review: 흑자 전환했으나 시장 기대치는 하회

진에어의 2Q23 매출액은 105% YoY 증가한 2,590억원을 기록했다. 국제노선 공급 확대로 국제노선의 매출액이 740% YoY 증가했다. 영업이익은 178억원으로 전분기 대비 흑자 전환하였다. 이는 시장 기대치(346억원)를 하회하는 것이다. 비수기의 여파로 전분기 대비로는 79% 감소했다. 국제 노선에서 단가(-6% QoQ)와 탑승률(86.3%, -2.8%p QoQ) 하락이 동시에 나타났다.

목표주가 18,000원으로 하향하며 Trading Buy 유지: LCC 중 탑픽

동사에 대한 목표주가를 19,000원에서 18,000원으로 하향하며 Trading Buy 의견을 유지한다. 할증요인(운영상 효율성과 안정성)을 반영, EV/EBITDA 4배를 적용했다. 운임 하락과 더불어 실적이 하향 안정화되었으나 정상화 과정에서 밸류에이션은 오히려 개선될 것으로 전망한다. 최근 한한령 해제로 인해 중국 노선 정상화시 시차를 두고 항공기 운영상의 효율이 상승할 것으로 기대된다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.6	-14.2	-1.2
상대주가	-8.6	-18.3	-3.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	247	593	1,172	1,147	1,132
영업이익 (십억원)	-185	-67	165	96	98
영업이익률 (%)	-74.9	-11.3	14.1	8.4	8.7
순이익 (십억원)	-134	-49	131	75	76
EPS (원)	-2,815	-947	2,516	1,437	1,461
ROE (%)	-98.6	-35.1	76.3	27.5	21.9
P/E (배)	-	-	6.0	10.5	10.3
P/B (배)	4.8	7.2	3.2	2.5	2.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 진에어, 미래에셋증권 리서치센터

2Q23 Review: 단가 하락으로 시장 기대치 하회

진에어의 2Q23 매출액은 105% YoY 증가한 2,590억원을 기록했다. 코로나19에 따른 여행 제한 완화로 국제여객의 매출액이 740% YoY 증가했다. 다만, 국제노선 공급 증가에 따라 국내 노선은 공급이 27% YoY 축소되었으며 이에 따라 매출액도 21% YoY 감소했다.

영업이익은 178억원으로 전년 동기 대비 흑자 전환하였다. 전분기 대비로는 79% 감소했다. 비수기에 따른 수요 감소의 영향이 컸다. 국제 노선에서 단가(-6% QoQ)와 탑승률(86.3%, -2.8%p QoQ)이 동시에 하락하며 시장 기대치(영업이익 346억원)를 하회하였다.

표 1. 2Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	2Q22	1Q23	2Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	126	353	259	191	275	105.0	-26.5
영업이익	-15	85	18	19	35	흑전	-79.0
영업이익률(%)	-11.9	24.1	6.9	9.8	12.6	흑전	-71.4
세전이익	-33	77	14	28	28	흑전	-81.3
순이익	-29	60	11	27	17	흑전	-81.4

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 진에어, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	873	958	1,172	1,147	34.2	19.8	공급량 증가
영업이익	123	110	165	96	34.0	-12.3	2Q23 실적 반영
세전이익	118	106	166	95	40.8	-10.8	
순이익	114	104	131	75	15.3	-27.8	
EPS (KRW)	2,183	1,990	2,516	1,437	15.3	-27.8	

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 진에어, 미래에셋증권 리서치센터 예상

하반기 제한적인 반등 예상

1Q23 예상을 뛰어넘는 영업이익(849억원)을 기록한 이후 하반기에 대한 기대감이 컸으나, 이연수요 둔화와 경기 하강 압력 등에 따라 3Q23 영업이익(453억원 전망)도 제한적 반등에 그칠 전망이다.

물론 3Q23에 예상되는 영업이익률(15%)도 과거 대비 매우 높은 수준이다. 수요에 따라 오지 못하는 공급 능력으로 항공권 가격이 높게 형성되고 있기 때문이다. 3Q23 국제 여객수요 단가는 83원으로 2Q23(80원) 대비 소폭 반등할 것으로 기대된다. 다만, 공급 증가로 반등 폭은 제한적일 전망이다.

최근 중국의 해외 단체여행 규제(한한령)가 해제된 것은 긍정적이다. 당장 8월부터 중국 수요의 개선이 기대된다. 물론 인바운드 수요의 특성상 국적기인 진에어에 직접적인 영향을 미치는 데는 시간이 걸릴 것이다. 하지만 과거 주요 노선 중 하나였던 중국 노선의 수요 개선은 진에어의 항공기 운영상의 효율을 증대시킬 것이다.

표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	68	126	175	225	353	259	297	263	593	1,172	1,147
국내여객	61	100	102	86	68	79	84	69	349	301	207
국제여객	2	19	61	124	265	162	200	182	207	809	888
기타	5	7	12	14	19	18	12	12	38	61	53
영업이익	-46	-15	-17	12	85	18	45	17	-67	165	96
영업이익률 (%)	-68.7	-11.9	-10.0	5.2	24.1	6.9	15.3	6.5	-11.3	14.1	8.4
세전이익	-48	-33	-50	41	77	14	59	16	-90	166	95
순이익(지배)	-31	-29	-41	51	60	11	47	13	-49	131	75
국내여객											
ASK (% YoY)	16.1	-3.4	0.5	-21.1	-27.7	-26.8	-15.0	-7.0	-3.1	-19.6	-5.0
RPK (% YoY)	14.6	5.6	7.3	-17.2	-19.0	-25.2	-10.8	-9.2	1.6	-16.4	-6.7
L/F (%)	14.6	5.6	7.3	-17.2	87.9	90.0	88.0	85.3	84.5	87.8	86.2
Yield 증감률 (%)	44.0	70.8	85.7	48.8	39.7	6.1	-6.6	-11.1	60.8	3.3	-26.3
국제여객											
ASK (% YoY)	-20.0	600.0	1,681.0	2,459.0	7566.7	726.1	71.3	73.8	1326.5	260.3	33.3
RPK (% YoY)	16.7	1,266.7	3,604.8	5,366.7	17457.1	873.2	210.4	70.8	3106.9	294.5	24.6
L/F (%)	38.9	73.2	75.3	84.0	89.1	86.3	87.0	85.0	79.3	86.9	81.2
Yield 증감률 (%)	-27.0	-44.5	-55.7	-24.2	-34.6	-12.1	7.8	-13.8	-50.0	-0.7	-12.0
항공유가(\$/bbl)	110	137	114	110	106	92	94	94	118	117	106
평균환율(원/달러)	1,206	1,280	1,341	1,359	1,275	1,315	1,250	1,250	1,297	1,314	1,323

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익, 자료: 진에어, 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 4. 진에어 노선별 매출 비중

(%)

노선	2019	2022	1Q23
국내선	21.3	71.0	21.0
일본	17.3	8.5	34.0
중국	9.5	0.5	2.0
동남아	43.0	19.0	43.0
대양주	7.8	1.5	0.0
미주	1.5	0.0	0.0
부정기	0.0	0.0	0.0

자료: 회사자료, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 18,000원으로 하향하며 Trading Buy의견 유지

동사에 대한 목표주가를 19,000원에서 18,000원으로 하향하며 Trading Buy 의견을 유지한다. 실적 개선에도 주가가 상승하지 못하면서 나타난 동종업체의 주가 부진을 반영(EV/EBITDA 4배, 10% 할증)한 것이다. 할증 요인은 대형기종(B777) 운영에 따른 국제노선 운영상의 우위, 대한항공 자회사로서의 시너지와 재무적 안정성이다. 저비용 항공사(LCC) 중에서 최선호주이다.

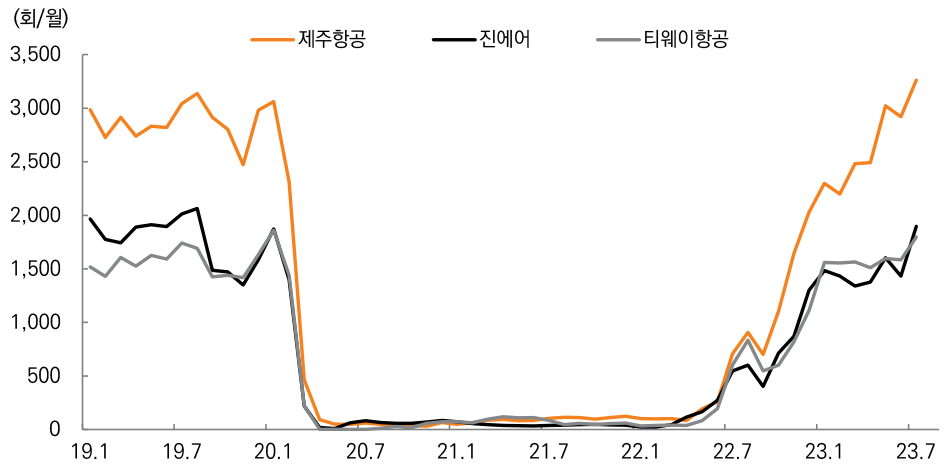
과거 EV/EBITDA는 5배 이상에서 형성되었다. 현 주가는 실적 하향 안정화가 예상되는 내년 기준으로 4.4배 수준이다. PER 기준 목표주가는 7배(2024년 실적 대비 12배) 수준이다. 운임 하락과 더불어 실적이 하향 안정화되었으나 정상화 과정에서 밸류에이션은 오히려 개선될 것으로 전망한다.

표 5. Valuation

항목	수치	비고
EBITDA(십억원)	263	
EV(십억원)	999	동종업계 평균 대비 10% 할증
순차입금(십억원)	52	
주주가치(십억원)	947	
목표주가(원)	18,000	
Target PER	12.5	
Target PBR	2.9	
주가(원)	15,110	
상승여력(%)	19.1	

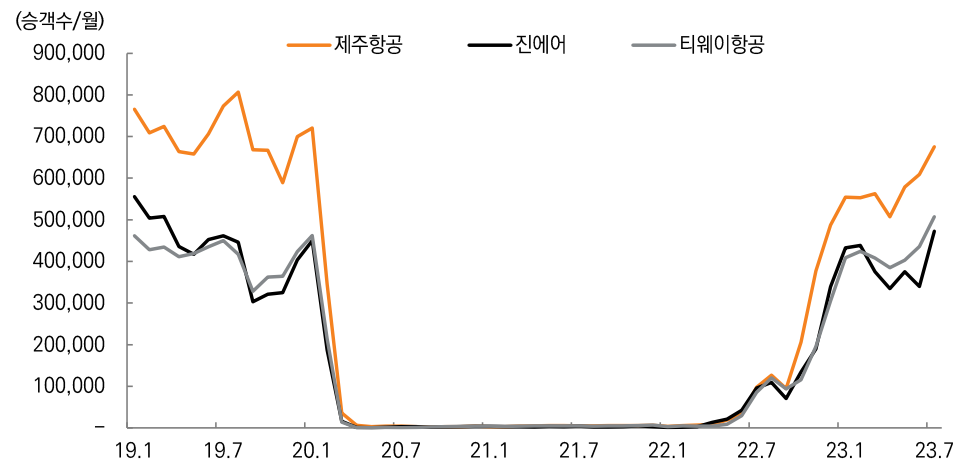
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국내 LCC 국제노선 공급량



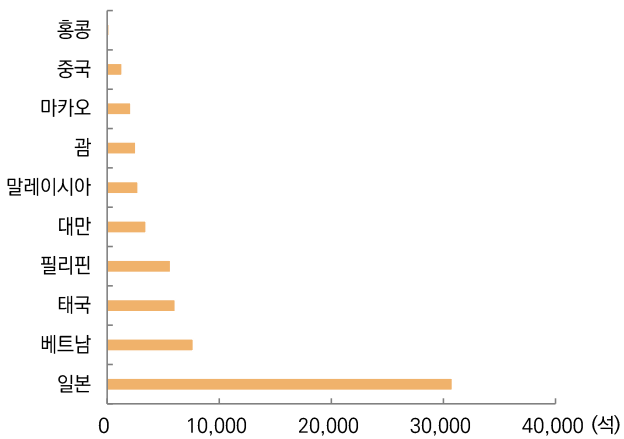
자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 국내 LCC 국제노선 수송량



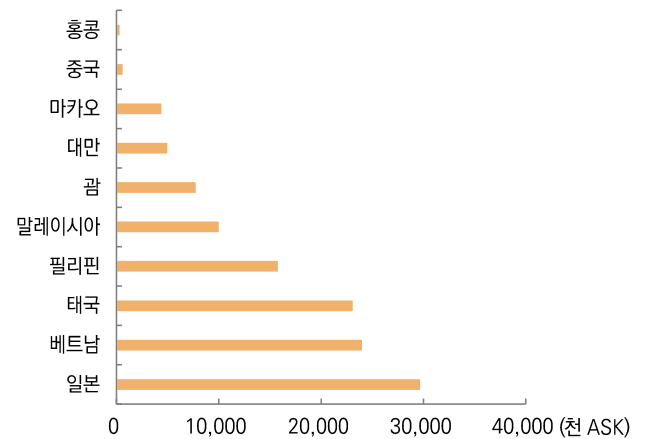
자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 국제여객 좌석수



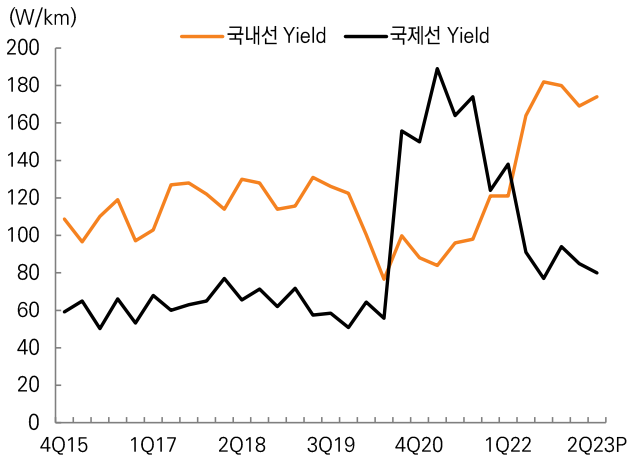
자료: CAPA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 국제여객 ASK



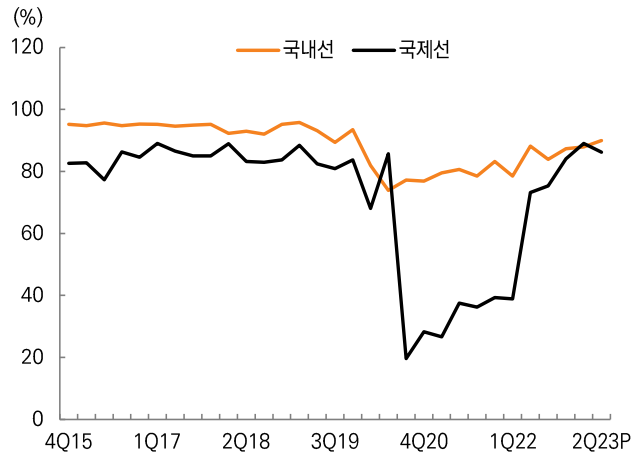
자료: CAPA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 국제선 및 국내선 Yield 추이



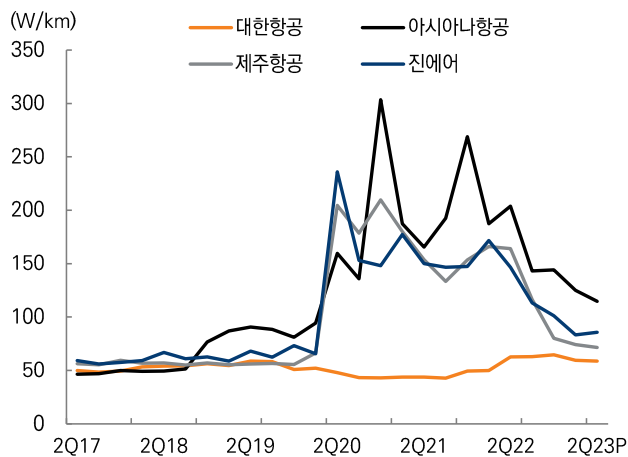
자료: 진에어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 국제선 및 국내선 L/F 추이



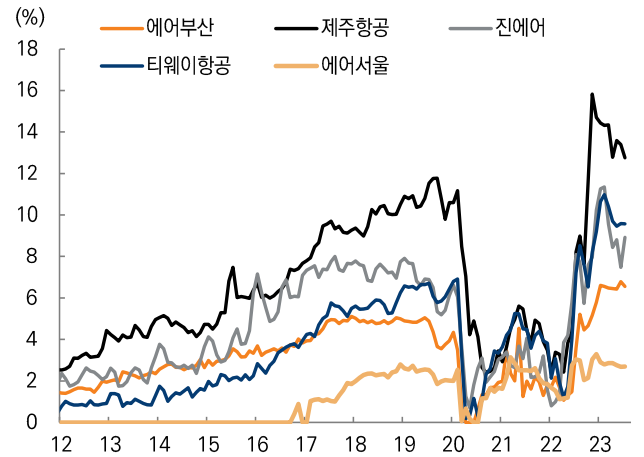
자료: 진에어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. CASK 비교



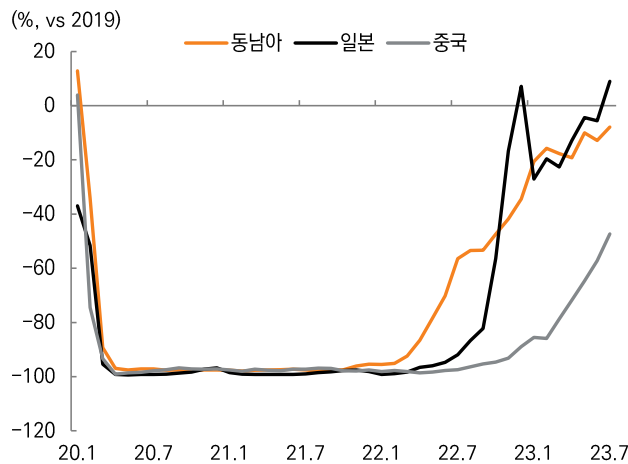
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 단거리 국제선 국내 LCC 점유율 추이



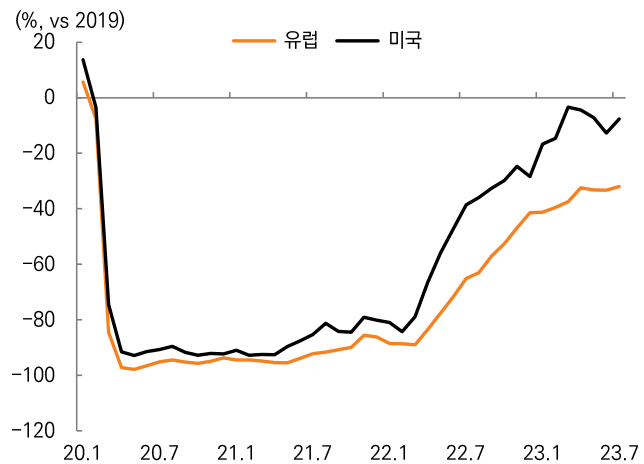
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 인천공항 19년 대비 단거리 여객 수요 증감율



자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 인천공항 19년 대비 장거리 여객 수요 증감율



자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

진에어 (272450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	593	1,172	1,147	1,132
매출원가	603	916	962	947
매출총이익	-10	256	185	185
판매비와관리비	58	91	89	88
조정영업이익	-67	165	96	98
영업이익	-67	165	96	98
비영업손익	-23	1	-1	-2
금융손익	-13	-4	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-90	166	95	96
계속사업법인세비용	-41	35	20	20
계속사업이익	-49	131	75	76
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-49	131	75	76
지배주주	-49	131	75	76
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-46	128	75	76
지배주주	-46	128	75	76
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	30	263	195	227
FCF	175	119	109	92
EBITDA 마진율 (%)	5.1	22.4	17.0	20.1
영업이익률 (%)	-11.3	14.1	8.4	8.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-8.3	11.2	6.5	6.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	275	323	370	425
현금 및 현금성자산	75	90	106	159
매출채권 및 기타채권	35	40	46	46
재고자산	1	2	2	2
기타유동자산	164	191	216	218
비유동자산	497	456	566	603
관계기업투자등	3	4	4	4
유형자산	0	-1	0	-1
무형자산	2	1	0	0
자산총계	772	779	937	1,028
유동부채	392	311	391	406
매입채무 및 기타채무	8	9	10	10
단기금융부채	140	106	160	173
기타유동부채	244	196	221	223
비유동부채	271	233	236	236
장기금융부채	255	215	215	215
기타비유동부채	16	18	21	21
부채총계	663	544	626	642
지배주주지분	109	235	310	386
자본금	52	52	52	52
자본잉여금	297	297	297	297
이익잉여금	-291	-164	-89	-13
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	109	235	310	386

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	176	191	208	220
당기순이익	-49	131	75	76
비현금수익비용가감	86	131	120	150
유형자산감가상각비	96	96	98	129
무형자산상각비	2	1	1	0
기타	-12	34	21	21
영업활동으로인한자산및부채의변동	138	-61	22	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-31	-6	-5	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	5	0	0
법인세납부	0	-18	-20	-20
투자활동으로 인한 현금흐름	-14	-87	-232	-167
유형자산처분(취득)	0	-72	-99	-128
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-14	-31	-56	18
기타투자활동	1	16	-77	-57
재무활동으로 인한 현금흐름	-131	-89	41	1
장단기금융부채의 증가(감소)	50	-74	53	14
자본의 증가(감소)	-1	0	0	0
배당금의 지급	-4	-1	0	0
기타재무활동	-176	-14	-12	-13
현금의 증가	31	14	16	53
기초현금	44	75	90	106
기말현금	75	90	106	159

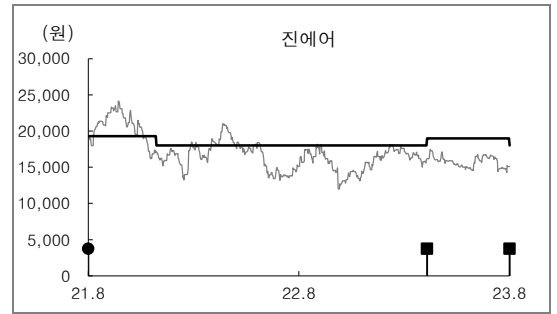
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	6.0	10.5	10.3
P/CF (x)	23.7	3.0	4.0	3.5
P/B (x)	7.2	3.2	2.5	2.0
EV/EBITDA (x)	33.8	3.2	4.4	3.6
EPS (원)	-947	2,516	1,437	1,461
CFPS (원)	695	5,031	3,739	4,341
BPS (원)	2,273	4,688	6,126	7,587
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	140.1	97.5	-2.1	-1.3
EBITDA증가율 (%)	-	767.3	-25.7	16.1
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-41.7	1.5
EPS증가율 (%)	-	-	-42.9	1.6
매출채권 회전율 (회)	32.7	32.2	27.4	25.4
재고자산 회전율 (회)	435.7	816.7	696.0	645.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-7.2	16.9	8.7	7.8
ROE (%)	-35.1	76.3	27.5	21.9
ROIC (%)	-21.5	107.2	44.1	33.8
부채비율 (%)	607.9	231.4	202.0	166.1
유동비율 (%)	70.1	104.1	94.8	104.8
순차입금/자기자본 (%)	152.4	22.1	21.1	6.3
조정영업이익/금융비용 (x)	-4.3	12.6	7.8	7.4

자료: 진에어, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
진에어 (272450)				
2023.08.14	Trading Buy	18,000	-	-
2023.03.24	Trading Buy	19,000	-16.99	-8.00
2022.12.10	1년 경과 이후	18,000	-7.73	0.83
2021.12.10	중립	18,000	-10.27	16.67
2021.05.18	중립	19,313	2.95	27.00



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.09%	7.88%	2.42%	0.61%

* 2023년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.