

(Analyst) 류제현 jay.ryu@miraeeasset.com

272450 · 항공

진에어

공급 확대가 낳을 레버리지 효과

(상향)

매수

목표주가

18,000원

상승여력

36.0%

현재주가(24/1/23)

13,240원

KOSPI	2,478.61	시가총액(십억원)	691	발행주식수(백만주)	52	외국인 보유비중(%)	3.0
-------	----------	-----------	-----	------------	----	-------------	-----

Report summary

4Q23 Review: 국제선 확대와 비용 부담 완화로 시장 기대치 상회

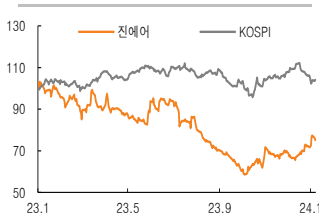
진에어의 4Q23 매출액은 3,432억원으로 52.5% YoY 증가했다. 3Q23 대비 국제선이 대폭적으로 확대된 효과이다. 국내선에서 탈피하여 일본, 동남아 등으로 공급량이 증가된 결과로 보인다. 영업이익은 462억원을 기록하며 시장 기대(192억원)를 상회했다. 절대 영업이익과 영업이익률(13.5%) 모두 4Q 사상 최고치를 기록했다. 국제선 공급량 증가에도 단가 하락은 제한적이었을 것으로 추정된다. 3Q23에 있었던 비용의 일시적 정산 부담에서 일부 벗어난 영향도 컸다.

투자 의견 매수로 상향: 목표주가 18,000원으로 유지

동사에 대한 목표주가 18,000원을 유지한다. 현주가 기준 36.0%의 괴리가 발생, 투자 의견은 Trading Buy에서 매수로 상향한다. 목표주가는 EV/EBITDA 3.6배(저비용 항공사 평균)에 해당한다. 장기적으로는 대형기 보유, 초대형 LCC 가능성 등 프리미엄 요소가 주가에 추가 반영될 여지도 존재한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	13.0	-18.2	-26.9
상대주가	18.5	-13.9	-29.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	247	593	1,277	1,227	1,204
영업이익 (십억원)	-185	-67	182	164	177
영업이익률 (%)	-74.9	-11.3	14.3	13.4	14.7
순이익 (십억원)	-134	-49	136	134	137
EPS (원)	-2,815	-947	2,601	2,562	2,626
ROE (%)	-98.6	-35.1	79.1	44.4	31.4
P/E (배)	-	-	4.5	5.2	5.0
P/B (배)	4.8	7.2	2.5	1.8	1.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

4Q23 Review: 국제선 공급 확대와 비용 부담 완화로 기대치 상회

진에어의 4Q23 매출액은 3,432억원으로 52.5% YoY 증가했다. 3Q23 대비 국내선은 소폭 축소되었으나 국제선을 대폭적으로 확대했다. 공급 확대가 제한적일 수밖에 없는 국내선에서 탈피하여 일본, 동남아 등으로 공급량을 증가시킨 결과이다.

영업이익은 462억원을 기록하며 시장기대치(192억원)를 상회했다. 절대 영업이익과 영업이익률(13.5%) 모두 4Q 사상 최고치를 기록했다. 아직 세부 수치가 공개되지는 않았지만 국제선 공급량 증가에도 단가 하락이 제한적이었을 것으로 추정된다. 연말 성수기 효과가 나타나는 동남아, 일본 노선의 수익성이 극대화된 효과로 보인다.

그동안 조정되지 않았던 비용이 일시 소급 조정되었던 3Q23와는 달리, 비용 부담에서도 상대적으로 자유로웠던 것으로 보인다. 영업이익 호조에 따라 순이익 역시 440억원으로 4Q 역대 최고치를 기록했다.

표 1. 4Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	225	322	343	263	306	52.5	6.4
영업이익	12	33	46	17	19.2	298.3	41.7
영업이익률(%)	5.2	10.1	13.5	6.5	6.3	8.3	3.4
세전이익	41	27	56	16	16	35.5	110.2
순이익	51	21	44	13	16	-14.2	109.5

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	1,172	1,147	1,277	1,227	9.0	7.0	공급량 증가 1Q23 실적 반영
영업이익	165	96	182	164	9.9	70.3	
세전이익	166	95	173	171	4.2	80.4	
순이익	131	75	136	134	3.4	78.2	
EPS (KRW)	2,516	1,437	2,601	2,562	3.4	78.2	

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 진에어, 미래에셋증권 리서치센터 예상

빠른 공급 확대로 레버리지 극대화

4Q23 예상을 뛰어넘는 이익 기조는 1Q24까지 이어질 전망이다. 수요 둔화 우려가 있지만, 공급 확대로 탑라인이 유지될 전망이다. 동사는 현재 27기(B737 23기, B777 4기)의 기단을 보유 중이며, 2024년에는 4기의 B737 항공기가 추가될 예정이다. 이 중 3기가 1Q24에 인도될 계획이다.

항공기 확대에도 불구하고, 비용 부담은 역시 제한적인 상황이 이어질 것으로 보인다. 이에 따라 1Q24 영업이익은 538억원을 기록할 전망이다. 물론 영업이익률이 24%에 달했던 1Q23(영업이익 849억원)과 비교 시 하락한 수치이지만, 1Q23이 비용 정산이 이루어지지 않았던 시기임을 감안하면 역시 긍정적인 실적이다. 참고로 1Q18 및 1Q19 영업이익은 각각 531억원, 509억원이었다.

표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023	2024F
매출액	68	126	175	225	353	259	322	343	593	1,277	1,227
국내여객	61	100	102	86	68	79	70	63	349	281	210
국제여객	2	19	61	124	265	162	231	256	207	914	916
기타	5	7	12	14	19	18	21	24	38	82	101
영업이익	-46	-15	-17	12	85	18	33	46	-67	182	164
영업이익률 (%)	-68.7	-11.9	-10.0	5.2	24.1	6.9	10.1	13.5	-11.3	14.2	13.4
세전이익	-48	-33	-50	41	77	14	27	56	-90	173	171
순이익(지배)	-31	-29	-41	51	60	10.8	21	44	-49	136	134
국내여객											
ASK (% YoY)	16.1	-3.4	0.5	-21.1	-27.7	-26.8	-15.0	-7.0	-3.1	-23.2	-3.3
RPK (% YoY)	14.6	5.6	7.3	-17.2	-19.0	-25.2	-18.9	-14.2	1.6	-19.7	-4.4
L/F (%)	14.6	5.6	7.3	-17.2	87.9	90.0	90.2	85.3	84.5	88.4	87.4
Yield 증감률 (%)	44.0	70.8	85.7	48.8	39.7	6.1	-8.8	-13.9	60.8	0.2	-21.8
국제여객											
ASK (% YoY)	-20.0	600.0	1,681.0	2,459.0	7566.7	726.1	71.3	73.8	1326.5	299.5	14.9
RPK (% YoY)	16.7	1,266.7	3,604.8	5,366.7	17457.1	873.2	219.4	141.2	3106.9	337.5	12.6
L/F (%)	38.9	73.2	75.3	84.0	89.1	86.3	87.6	85.2	79.3	86.9	85.2
Yield 증감률 (%)	-27.0	-44.5	-55.7	-24.2	-34.6	-12.1	19.5	-14.0	-50.0	1.2	-11.1
항공유가(\$/bbl)	110	137	114	110	106	92	112	108	118	117	106
평균환율(원/달러)	1,206	1,280	1,341	1,359	1,275	1,315	1,313	1,321	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	3Q23
국내선	21.3	71.0	23.0
일본	17.3	8.5	37.0
중국	9.5	0.5	8.0
동남아	43.0	19.0	32.0
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

투자의견 매수로 상향: 목표주가 18,000원 유지

동사에 대한 목표주가 18,000원을 유지한다. 하지만 지난 6개월 간 주가 하락으로 인해 36.0%의 괴리가 발생, 투자의견은 Trading Buy에서 매수로 상향한다. 목표주가는 EV/EBITDA 3.6배(저비용 항공사 평균)에 해당한다.

장기적으로는 프리미엄 요소가 주가에 추가 반영될 여지도 존재한다. 1) 수요 호황 시기에 보유하고 있는 대형 기종은 동사 실적 호조를 이어가는 주요 동인이 될 것이다. 2) 대한항공의 자회사로서의 시너지(노선 확장성)와 재무적 안정성 역시 타사 대비 우위 유지에 기여할 전망이다. 만일 3) 아시아나항공 그룹(에어부산, 에어서울)과의 통합이 가시화되면 1위 LCC 항공사로서 프리미엄은 더욱 확대될 가능성도 있다.

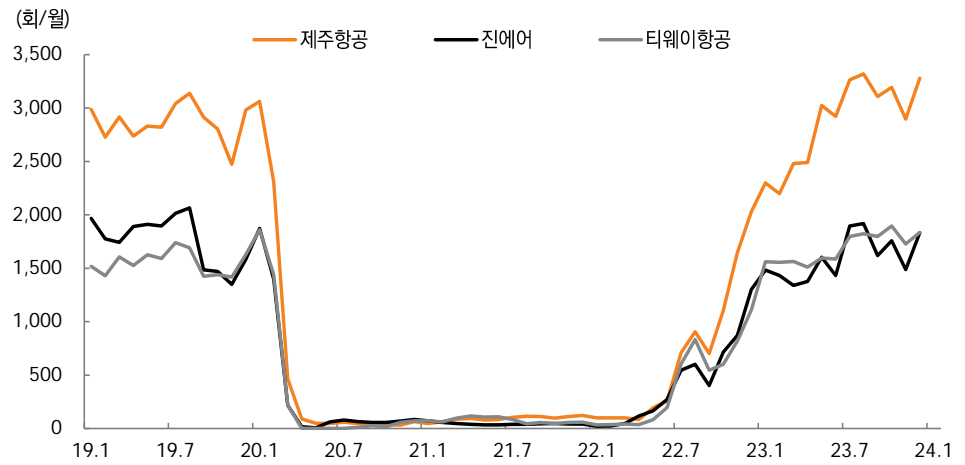
과거 EV/EBITDA는 5배 이상에서 형성되기도 했다. PER 기준 목표주가는 7배로 역시 유지되고 있다. 운임 하락과 더불어 실적은 다소 하락하겠으나, 중국 노선의 추가 개선 등 시장 상황 개선 하에서 밸류에이션은 오히려 개선될 것으로 전망한다.

표 5. Valuation

항목	수치	비고
EBITDA	258	
EV	929	동종업계 평균 3.6배 적용
순차입금	14	
주주가치	915	
목표주가	18,000	
Target PER	6.9	
Target PBR	1.8	
주가	13,240	
상승여력	36.0	

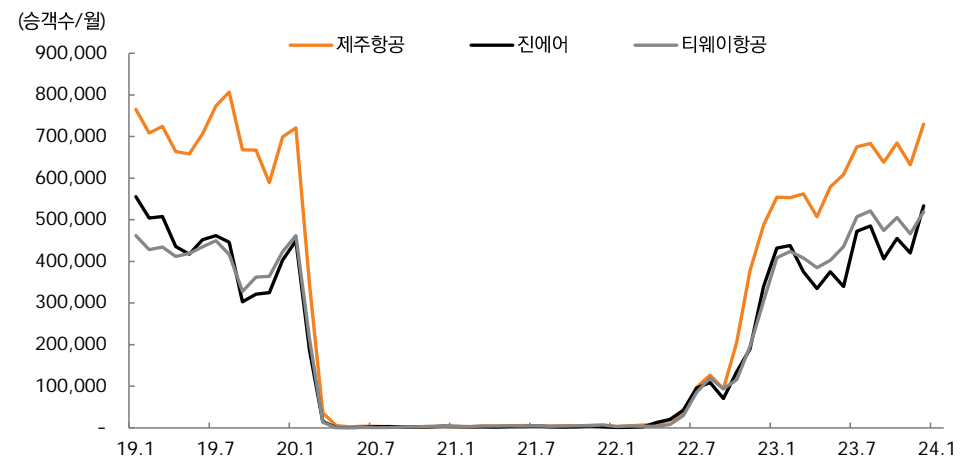
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국내 LCC 국제노선 공급량



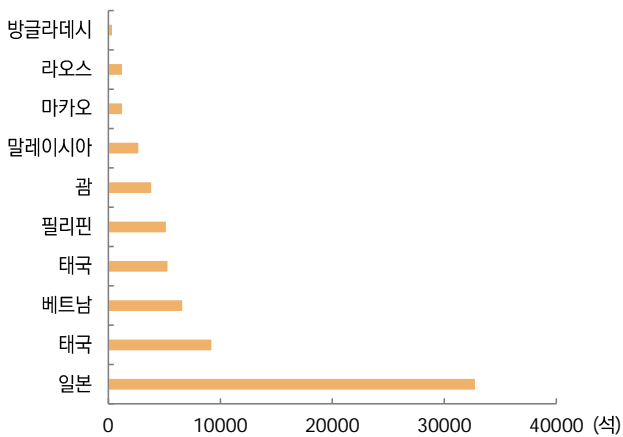
자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 국내 LCC 국제노선 수송량



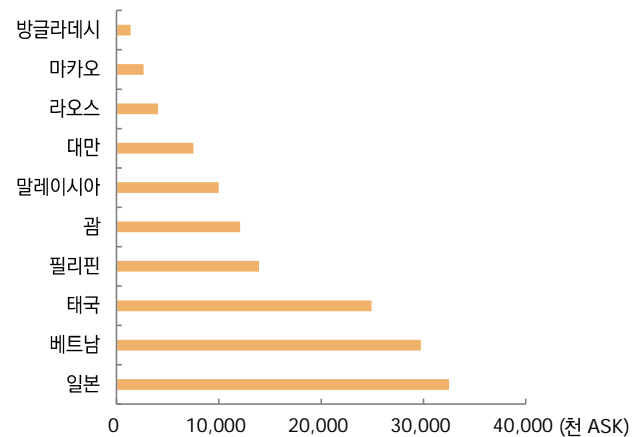
자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 국제여객 좌석수



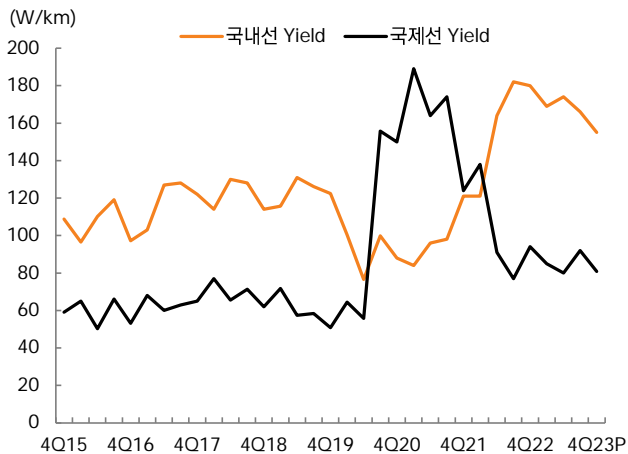
자료: CAPA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 국제여객 ASK



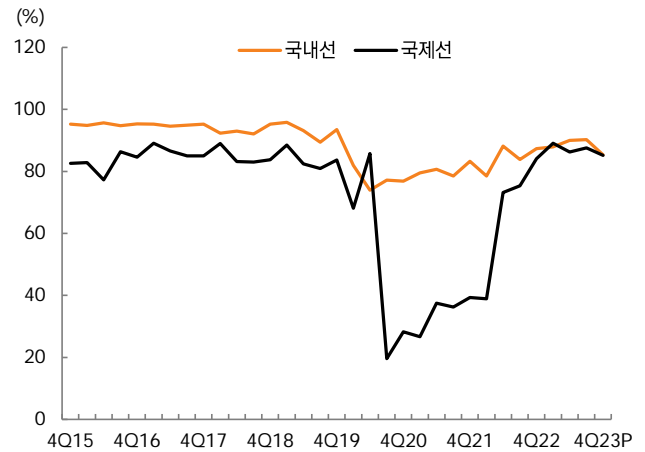
자료: CAPA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 국제선 및 국내선 Yield 추이



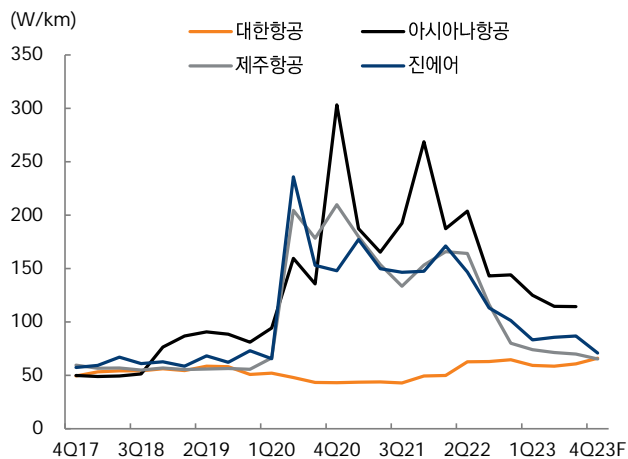
자료: 진에어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 국제선 및 국내선 L/F 추이



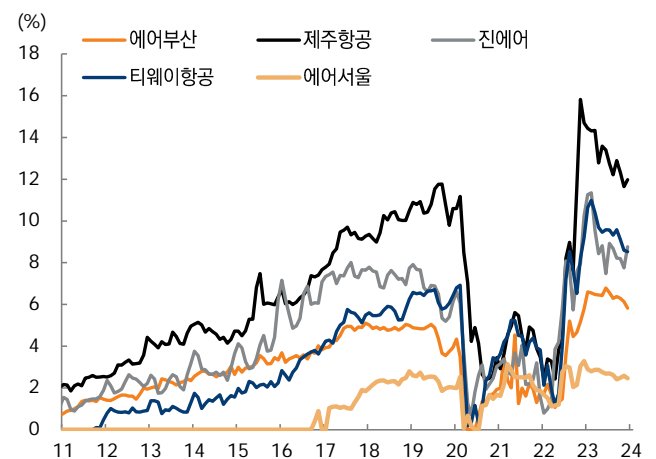
자료: 진에어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. CASK 비교



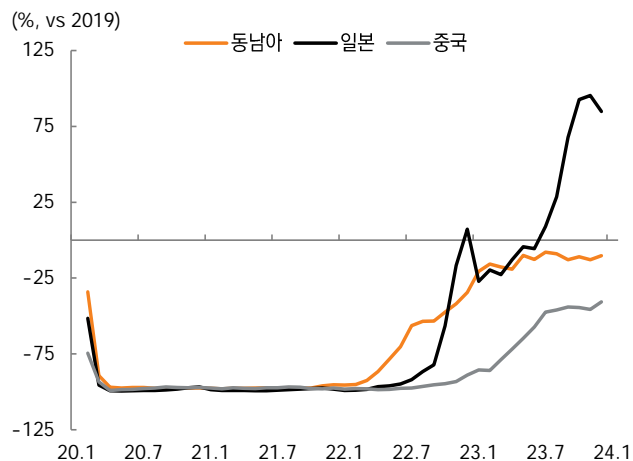
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 단거리 국제선 국내 LCC 점유율 추이



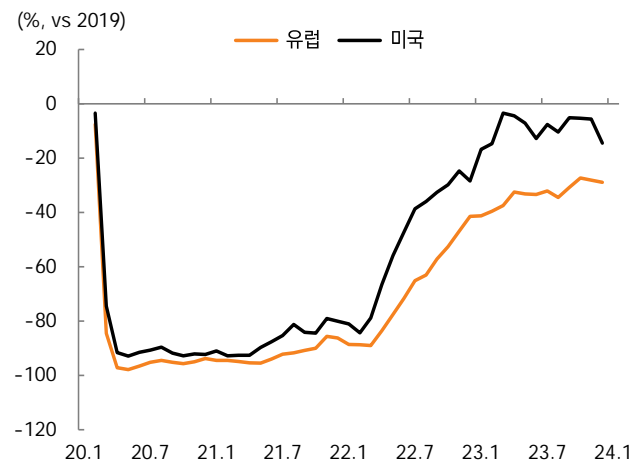
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

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	2023	2024F	2025F
매출액	593	1,277	1,227	1,204
매출원가	603	997	965	931
매출총이익	-10	280	262	273
판매비와관리비	58	99	98	96
조정영업이익	-67	182	164	177
영업이익	-67	182	164	177
비영업손익	-23	-9	7	-2
금융손익	-13	-5	-3	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-90	173	171	175
계속사업법인세비용	-41	37	37	38
계속사업이익	-49	136	134	137
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-49	136	134	137
지배주주	-49	136	134	137
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-46	130	134	137
지배주주	-46	130	134	137
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	30	271	258	306
FCF	175	203	149	148
EBITDA 마진율 (%)	5.1	21.2	21.0	25.4
영업이익률 (%)	-11.3	14.3	13.4	14.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-8.3	10.6	10.9	11.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	275	443	461	548
현금 및 현금성자산	75	139	166	258
매출채권 및 기타채권	35	53	51	50
재고자산	1	2	2	2
기타유동자산	164	249	242	238
비유동자산	497	523	628	662
관계기업투자등	3	5	5	5
유형자산	0	50	37	40
무형자산	2	2	1	1
자산총계	772	966	1,089	1,210
유동부채	392	488	478	462
매입채무 및 기타채무	8	12	11	11
단기금융부채	140	188	187	177
기타유동부채	244	288	280	274
비유동부채	271	244	243	243
장기금융부채	255	220	220	220
기타비유동부채	16	24	23	23
부채총계	663	732	721	705
지배주주지분	109	234	368	505
자본금	52	52	52	52
자본잉여금	297	297	297	297
이익잉여금	-291	-165	-31	106
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	109	234	368	505

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	176	273	229	280
당기순이익	-49	136	134	137
비현금손익비용가감	86	199	124	169
유형자산감가상각비	96	88	94	129
무형자산상각비	2	1	0	0
기타	-12	110	30	40
영업활동으로인한자산및부채의변동	138	-54	-8	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-31	-18	2	1
재고자산 감소(증가)	0	-1	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	6	0	0
법인세납부	0	-18	-37	-38
투자활동으로 인한 현금흐름	-14	-153	-183	-159
유형자산처분(취득)	0	-71	-80	-132
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-14	-95	-35	30
기타투자활동	1	14	-68	-57
재무활동으로 인한 현금흐름	-131	-55	-19	-29
장단기금융부채의 증가(감소)	50	12	0	-11
자본의 증가(감소)	-1	0	0	0
배당금의 지급	-4	-4	0	0
기타재무활동	-176	-63	-19	-18
현금의 증가	31	63	27	92
기초현금	44	75	139	166
기말현금	75	139	166	258

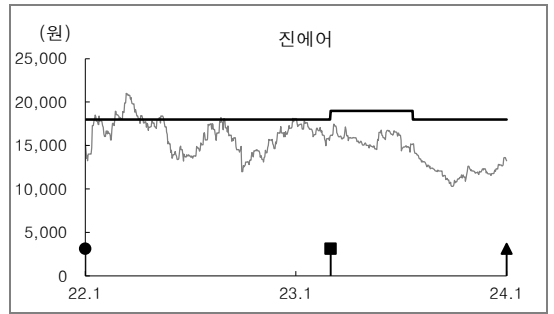
자료: 진에어, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	-	4.5	5.2	5.0
P/CF (x)	23.7	1.8	2.7	2.3
P/B (x)	7.2	2.5	1.8	1.3
EV/EBITDA (x)	33.8	2.4	2.7	2.0
EPS (원)	-947	2,601	2,562	2,626
CFPS (원)	695	6,411	4,946	5,858
BPS (원)	2,273	4,673	7,235	9,861
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	115.2	-3.9	-1.9
EBITDA증가율 (%)	-	794.0	-4.7	18.4
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-9.7	7.8
EPS증가율 (%)	-	-	-1.5	2.5
매출채권 회전율 (회)	32.7	30.1	24.4	24.5
재고자산 회전율 (회)	435.7	765.0	618.3	621.8
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-7.2	15.6	13.0	11.9
ROE (%)	-35.1	79.1	44.4	31.4
ROIC (%)	-21.5	127.6	81.7	61.8
부채비율 (%)	607.9	312.2	195.9	139.5
유동비율 (%)	70.1	90.9	96.5	118.5
순차입금/자기자본 (%)	152.4	14.8	3.9	-16.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-4.3	10.4	9.1	9.7

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
진에어 (272450)				
2024.01.23	매수	18,000	-	-
2023.08.14	Trading Buy	18,000	-32.70	-19.67
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



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 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.