

진에어 (272450)

밸류에이션 너무 싼데, 모멘텀도 있는 종목



▶ Analyst 박수영 suyoung.park.0202@hanwha.com 3772-7634

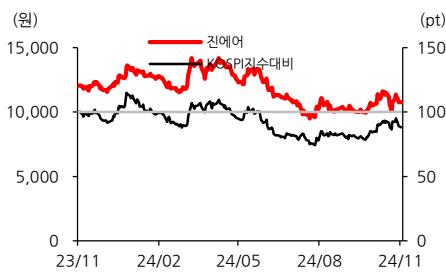
Buy (상향)

목표주가(상향): 15,000원

현재 주가(11/25)	10,770 원
상승여력	▲ 39.3%
시가총액	5,622 억원
발행주식수	52,200 천주
52 주 최고가 / 최저가	14,200 / 9,500 원
90 일 일평균 거래대금	18.14 억원
외국인 지분율	3.6%
주주 구성	
대한항공 (외 4 인)	54.9%
국민연금공단 (외 1 인)	6.2%
진에어우리사주 (외 1 인)	1.9%

주가수익률(%)	1 개월	3 개월	6 개월	12 개월
절대수익률	1.6	5.9	-12.4	-10.6
상대수익률(KOSPI)	3.5	12.1	-6.7	-12.1
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,277	1,429	1,454	1,487
영업이익	182	163	133	159
EBITDA	273	260	233	258
지배주주순이익	134	107	87	108
EPS	2,564	2,077	1,687	2,088
순차입금	-85	-239	-340	-461
PER	6.2	5.2	6.4	5.2
PBR	5.8	2.3	1.7	1.3
EV/EBITDA	2.8	1.2	1.0	0.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	112.5	55.0	30.0	27.8

주가 추이



블룸버그 내년 실적 컨센서스 기준 동사가 부여받고 있는 멀티플은 EV/EBITDA 1.4 배입니다. PER 도 5 배가 채 되지 않습니다. 내년 감익을 감안하더라도 재무상황이나 모멘텀을 고려했을 때 가격적인 매리트가 돌보이는 구간입니다.

너무 싸다

블룸버그 내년 실적 컨센서스 기준 진에어가 부여받고 있는 EV/EBITDA 멀티플은 1.4배다. 타 산업이나 타 국가 항공사들과 비교하기 용이하게끔 P/E 멀티플을 봐도 4.6배로 현저히 낮다. 고도화된 수익성 극대화 전략은 영업실적 호전과 그에 따른 회사 건실화의 결과물을 가져왔다. 동사는 국내 항공사 중 유일하게 총차입금보다 보유 현금이 더 많은 순현금 상태다. 항공사들의 리스 부채 규모를 감안한다면 더욱이 놀라운 재무 실적이다. 내년 감익을 가정하더라도 밸류에이션 매력도가 높다.

그런데 이제 여기에 신규 모멘텀까지 붙어주는 ...

밸류에이션도 너무 싼데, 모멘텀까지 있다. 12월 중순 이내로 대한항공의 아시아나항공 인수 작업이 마무리될 것으로 예상된다. 아시아나항공은 대한항공의 자회사 기간을 가질 것으로 보인다. 해당 기간 동안, 국내 최대 항공 그룹의 모회사격인 대한항공은 LCC 통합도 동시에 진행할 것으로 보인다. 대한항공의 아시아나항공 인수 PMI 기본 대전제는 중복 계열사간 통합시 매출액의 규모가 더 큰 회사를 중심으로 통합한다는 방침이다. 이에 따라 아시아나항공이 보유한 에어서울 및 에어부산을 진에어를 거점으로 통합할 전망이다. 기단의 규모는 LCC 중 가장 커질 것으로 예상되며, 중복 노선 통폐합 및 협상력 상승에 따른 비용 절감 효과까지 기대할 수 있겠다.

투자의견 및 목표주가를 각각 Buy, 15천원으로 상향 조정

회사의 고도화된 수익성 극대화 전략은 내년 부침을 겪을 것으로 예상되는 중단거리 여객 시장에서 나름의 선방한 결과물을 가져올 것으로 예상한다. 이에 따라 실적 추정치를 상향 조정했다. 앞서 언급한 것처럼 말도 안 될 정도로 싼 멀티플에 내년에는 통합 LCC라는 주가에 궁정적인 모멘텀으로 작용할 수 있는 신규 스토리까지 붙어줄 것으로 보인다. 흔치 않은 구간이다. 적극적인 매수 대응을 권한다.

[표18] 진에어 EV/EBITDA Valuation

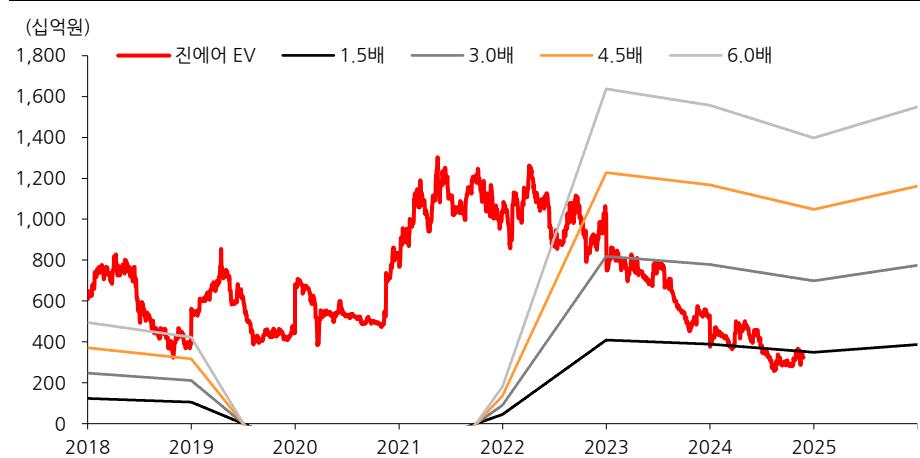
(단위: 십억원, 천주, 원, %, 배)

EV/EBITDA Valuation	2024E	2025E
EBITDA	260	233
Target EV/EBITDA	2	2
적정 EV	466	
신종자본증권	-	-
순차입금	-239	-340
우선주시가총액	-	-
보통주적정시가총액	806	
유통주식수		51,534
적정주가		15,641
목표주가	15,000	
현재주가		10,770
상승여력		39.3%

주: 11/25일 종가 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림57] 진에어 12mth Fwd EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표19] 진에어 세부 영업 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	2018	2019	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	1,011	910	1,277	1,429	1,454	353	259	322	343	430	308	365	326
국내선	167	171	286	260	234	68	79	70	68	58	73	69	59
ASK(mn)	1,466	1,504	1,887	1,809	1,715	455	501	478	453	417	467	472	453
RPK(mn)	1,365	1,395	1,656	1,547	1,457	400	451	416	389	355	412	405	375
L/F(%)	93%	93%	88%	86%	85%	88%	90%	87%	86%	85%	88%	86%	83%
Yield(원/RPK)	123	123	172	168	161	171	176	168	175	163	178	171	159
국제선	784	675	910	1,078	1,122	265	162	231	252	348	214	271	244
ASK(mn)	13,515	13,227	10,743	12,318	13,888	2,760	2,313	2,837	2,833	3,454	2,750	3,201	2,913
RPK(mn)	11,358	11,117	9,423	10,938	12,232	2,458	1,995	2,485	2,485	3,144	2,438	2,807	2,549
L/F(%)	84%	84%	88%	89%	88%	89%	86%	88%	88%	91%	89%	88%	88%
Yield(원/RPK)	69	61	97	99	92	108	81	93	101	111	88	97	96
기타	60	64	81	91	97	19	18	21	24	24	21	24	22
영업비용	948	959	1,095	1,265	1,320	268	241	290	296	332	307	324	302
연료유류비	297	278	376	426	439	96	75	99	107	113	104	110	98
항공유단가(\$/bbl)	85	80	105	95	87	108	92	113	108	103	99	92	89
사용량(kbbl)	3,032	2,844	2,519	2,907	3,087	636	547	693	643	766	691	775	676
인건비	133	141	169	179	185	35	43	43	47	46	43	45	44
기타	518	540	550	661	696	137	123	148	142	173	160	169	159
영업이익	63	-49	182	163	133	85	18	33	47	98	1	40	24
OPM-(%)	6.2%	-5.4%	14.3%	11.4%	9.2%	24.1%	6.9%	10.1%	13.6%	22.9%	0.3%	11.0%	7.3%
EBITDA	83	71	273	260	233	108	44	52	69	121	25	65	49
EBITDA M-(%)	8.2%	7.7%	21.4%	18.2%	16.0%	30.7%	17.0%	16.0%	20.1%	28.1%	8.0%	17.9%	15.0%

자료: 진에어, 한화투자증권 리서치센터 추경

[재무제표]

손익계산서		(단위: 십억 원)					재무상태표		(단위: 십억 원)				
12 월 결산		2022	2023	2024E	2025E	2026E	12 월 결산		2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		593	1,277	1,429	1,454	1,487	유동자산		275	492	654	763	890
매출총이익		-9	280	286	275	282	현금성자산		229	418	592	696	820
영업이익		-67	182	163	133	159	매출채권		35	50	46	49	52
EBITDA		30	273	260	233	258	재고자산		1	2	1	1	1
순이자손익		-13	-5	-1	0	0	비유동자산		483	460	472	481	490
외화관련손익		-18	-4	-19	0	0	투자자산		480	457	467	473	480
지분법손익		0	0	0	-1	-1	유형자산		0	1	1	1	1
세전계속사업손익		-90	174	136	111	137	무형자산		2	3	4	7	9
당기순이익		-64	134	107	87	108	자산총계		758	952	1,126	1,243	1,380
지배주주순이익		-64	134	107	87	108	유동부채		392	487	555	579	601
증가율(%)							매입채무		115	159	182	195	205
매출액		69.0	115.2	11.8	1.7	2.3	유동성이자부채		140	102	128	129	130
영업이익		적전	흑전	-10.3	-18.5	19.0	비유동부채		271	323	325	331	338
EBITDA		54.5	800.8	-4.9	-10.3	10.9	비유동이자부채		255	232	225	227	229
순이익		적전	흑전	-20.0	-18.8	23.7	부채총계		663	809	880	910	939
이익률(%)							자본금		52	52	52	52	52
매출총이익률		-1.5	21.9	20.0	18.9	18.9	자본잉여금		297	296	296	296	296
영업이익률		-11.3	14.3	11.4	9.2	10.7	이익잉여금		-305	-195	-91	-5	103
EBITDA 이익률		5.1	21.4	18.2	16.0	17.4	자본조정		51	-11	-11	-11	-11
세전이익률		-15.2	13.6	9.5	7.6	9.2	자기주식		-10	-10	-10	-10	-10
순이익률		-10.7	10.5	7.5	6.0	7.2	자본총계		95	143	246	333	441
현금흐름표		(단위: 십억 원)					주요지표		(단위: 원, 배)				
12 월 결산		2022	2023	2024E	2025E	2026E	12 월 결산		2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름		176	417	181	115	134	주당지표						
당기순이익		-64	134	107	87	108	EPS		-1,217	2,564	2,077	1,687	2,088
자산상각비		98	91	96	100	100	BPS		1,819	2,739	4,718	6,384	8,445
운전자본증감		138	59	25	19	18	DPS		0	0	0	0	0
매출채권 감소(증가)		-31	-7	5	-3	-3	CFPS		695	6,807	3,002	1,839	2,238
재고자산 감소(증가)		0	0	0	0	0	ROA(%)		-9.3	15.7	10.3	7.3	8.2
매입채무 증가(감소)		5	9	7	13	11	ROE(%)		-47.5	112.5	55.0	30.0	27.8
투자현금흐름		-14	-219	-23	-27	-28	ROIC(%)		-16.6	89.7	-	-	-
유형자산처분(취득)		0	-1	0	0	0	Multiples(x, %)						
무형자산 감소(증가)		-1	-2	-2	-3	-3	PER		-13.5	6.2	5.2	6.4	5.2
투자자산 감소(증가)		-11	-222	-44	-17	-17	PBR		9.0	5.8	2.3	1.7	1.3
재무현금흐름		-131	-224	-25	0	0	PSR		1.4	0.7	0.4	0.4	0.4
차입금의 증가(감소)		-98	-139	-15	0	0	PCR		23.7	2.4	3.6	5.9	4.8
자본의 증가(감소)		-4	-5	0	0	0	EV/EBITDA		33.8	2.8	1.2	1.0	0.4
배당금의 지급		-4	-5	0	0	0	배당수익률		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총현금흐름		36	355	157	96	117	안정성(%)						
(-)운전자본증가(감소)		-146	-106	-53	-19	-18	부채비율		698.2	566.0	357.3	273.2	213.0
(-)설비투자		0	1	0	0	0	Net debt/Equity		175.1	-59.5	-97.1	-102.1	-104.5
(+)자산매각		-1	-2	-2	-3	-3	Net debt/EBITDA		548.8	-31.2	-92.1	-146.1	-178.4
Free Cash Flow		181	459	207	111	131	유동비율		70.1	101.1	117.9	131.7	148.0
(-)기타투자		10	42	4	7	7	이자보상배율(배)		n/a	10.7	7.7	6.1	7.3
잉여현금		172	417	203	105	124	자산구조(%)						
NOPLAT		-49	140	129	105	125	투하자본		26.7	5.9	-0.4	-1.7	-2.6
(+) Dep		98	91	96	100	100	현금+투자자산		73.3	94.1	100.4	101.7	102.6
(-)운전자본투자		-146	-106	-53	-19	-18	자본구조(%)						
(-)Capex		0	1	0	0	0	차입금		80.6	70.0	58.9	51.6	44.9
OpFCF		195	336	277	223	242	자기자본		19.4	30.0	41.1	48.4	55.1

주: IFRS 연결 기준