

진에어 (272450)

밸류에이션 너무 싼데, 모멘텀도 있는 종목



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

Buy (상향)

목표주가(상향): 15,000원

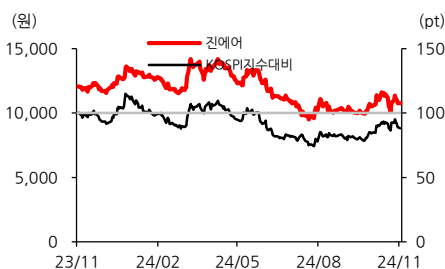
| | |
|-----------------|------------------|
| 현재 주가(11/25) | 10,770 원 |
| 상승여력 | ▲ 39.3% |
| 시가총액 | 5,622 억원 |
| 발행주식수 | 52,200 천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 14,200 / 9,500 원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 18.14 억원 |
| 외국인 지분율 | 3.6% |
| 주주 구성 | |
| 대한항공 (외 4 인) | 54.9% |
| 국민연금공단 (외 1 인) | 6.2% |
| 진에어우리카주 (외 1 인)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

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|-----|------|-------|-------|
| 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 메리트가 돋보이는 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 붙여주는 ...

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 중북 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, 중북 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 예상된다. 이에 따라 실적 추정치를 상향 조정했다. 앞서 언급한 것처럼 말도 안 될 정도로 싼 멀티플에 내년에는 통합 LCC라는 주가에 긍정적인 모멘텀으로 작용할 수 있는 신규 스토리까지 붙여줄 것으로 보인다. 흔치 않은 구간이다. 적극적인 매수 대응을 권한다.

[표 18] 진에어 EV/EBITDA Valuation

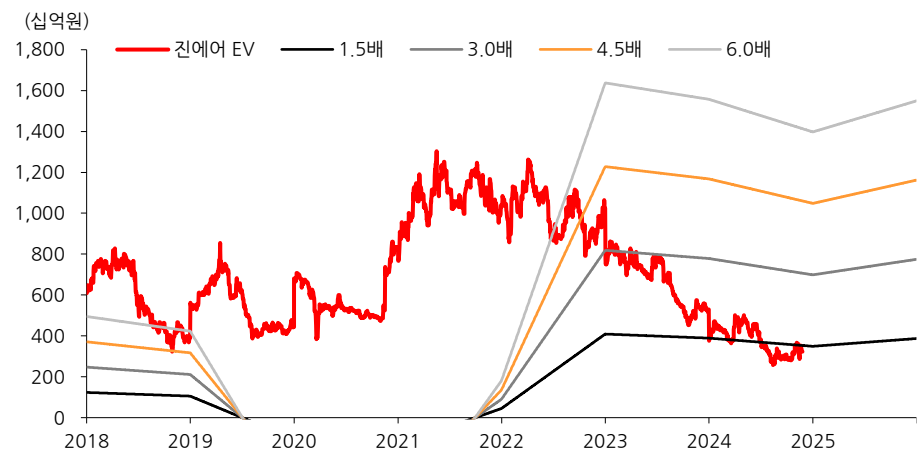
(단위: 십억원, 천주, 원, %, 배)

| EV/EBITDA Valuation | 2024E | 2025E |
|---------------------|-------|---------------|
| EBITDA | 260 | 233 |
| Target EV/EBITDA | | 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

[그림 57] 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 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 593 | 1,277 | 1,429 | 1,454 | 1,487 |
| 매출총이익 | -9 | 280 | 286 | 275 | 282 |
| 영업이익 | -67 | 182 | 163 | 133 | 159 |
| EBITDA | 30 | 273 | 260 | 233 | 258 |
| 순이자손익 | -13 | -5 | -1 | 0 | 0 |
| 외화관련손익 | -18 | -4 | -19 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | -1 | -1 |
| 세전계속사업손익 | -90 | 174 | 136 | 111 | 137 |
| 당기순이익 | -64 | 134 | 107 | 87 | 108 |
| 지배주주순이익 | -64 | 134 | 107 | 87 | 108 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 69.0 | 115.2 | 11.8 | 1.7 | 2.3 |
| 영업이익 | 적전 | 흑전 | -10.3 | -18.5 | 19.0 |
| EBITDA | 54.5 | 800.8 | -4.9 | -10.3 | 10.9 |
| 순이익 | 적전 | 흑전 | -20.0 | -18.8 | 23.7 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | -1.5 | 21.9 | 20.0 | 18.9 | 18.9 |
| 영업이익률 | -11.3 | 14.3 | 11.4 | 9.2 | 10.7 |
| EBITDA 이익률 | 5.1 | 21.4 | 18.2 | 16.0 | 17.4 |
| 세전이익률 | -15.2 | 13.6 | 9.5 | 7.6 | 9.2 |
| 순이익률 | -10.7 | 10.5 | 7.5 | 6.0 | 7.2 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업현금흐름 | 176 | 417 | 181 | 115 | 134 |
| 당기순이익 | -64 | 134 | 107 | 87 | 108 |
| 자산상각비 | 98 | 91 | 96 | 100 | 100 |
| 운전자본증감 | 138 | 59 | 25 | 19 | 18 |
| 매출채권 감소(증가) | -31 | -7 | 5 | -3 | -3 |
| 재고자산 감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 증가(감소) | 5 | 9 | 7 | 13 | 11 |
| 투자현금흐름 | -14 | -219 | -23 | -27 | -28 |
| 유형자산처분(취득) | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산 감소(증가) | -1 | -2 | -2 | -3 | -3 |
| 투자자산 감소(증가) | -11 | -222 | -44 | -17 | -17 |
| 재무현금흐름 | -131 | -224 | -25 | 0 | 0 |
| 차입금의 증가(감소) | -98 | -139 | -15 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | -4 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -4 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 총현금흐름 | 36 | 355 | 157 | 96 | 117 |
| (-)운전자본증가(감소) | -146 | -106 | -53 | -19 | -18 |
| (-)설비투자 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| (+)자산매각 | -1 | -2 | -2 | -3 | -3 |
| Free Cash Flow | 181 | 459 | 207 | 111 | 131 |
| (-)기타투자 | 10 | 42 | 4 | 7 | 7 |
| 잉여현금 | 172 | 417 | 203 | 105 | 124 |
| NOPLAT | -49 | 140 | 129 | 105 | 125 |
| (+) Dep | 98 | 91 | 96 | 100 | 100 |
| (-)운전자본투자 | -146 | -106 | -53 | -19 | -18 |
| (-)Capex | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| OpFCF | 195 | 336 | 277 | 223 | 242 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 275 | 492 | 654 | 763 | 890 |
| 현금성자산 | 229 | 418 | 592 | 696 | 820 |
| 매출채권 | 35 | 50 | 46 | 49 | 52 |
| 재고자산 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 비유동자산 | 483 | 460 | 472 | 481 | 490 |
| 투자자산 | 480 | 457 | 467 | 473 | 480 |
| 유형자산 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 무형자산 | 2 | 3 | 4 | 7 | 9 |
| 자산총계 | 758 | 952 | 1,126 | 1,243 | 1,380 |
| 유동부채 | 392 | 487 | 555 | 579 | 601 |
| 매입채무 | 115 | 159 | 182 | 195 | 205 |
| 유동성이자부채 | 140 | 102 | 128 | 129 | 130 |
| 비유동부채 | 271 | 323 | 325 | 331 | 338 |
| 비유동이자부채 | 255 | 232 | 225 | 227 | 229 |
| 부채총계 | 663 | 809 | 880 | 910 | 939 |
| 자본금 | 52 | 52 | 52 | 52 | 52 |
| 자본잉여금 | 297 | 296 | 296 | 296 | 296 |
| 이익잉여금 | -305 | -195 | -91 | -5 | 103 |
| 자본조정 | 51 | -11 | -11 | -11 | -11 |
| 자기주식 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 |
| 자본총계 | 95 | 143 | 246 | 333 | 441 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | -1,217 | 2,564 | 2,077 | 1,687 | 2,088 |
| BPS | 1,819 | 2,739 | 4,718 | 6,384 | 8,445 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CFPS | 695 | 6,807 | 3,002 | 1,839 | 2,238 |
| ROA(%) | -9.3 | 15.7 | 10.3 | 7.3 | 8.2 |
| ROE(%) | -47.5 | 112.5 | 55.0 | 30.0 | 27.8 |
| ROIC(%) | -16.6 | 89.7 | - | - | - |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | -13.5 | 6.2 | 5.2 | 6.4 | 5.2 |
| PBR | 9.0 | 5.8 | 2.3 | 1.7 | 1.3 |
| PSR | 1.4 | 0.7 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| PCR | 23.7 | 2.4 | 3.6 | 5.9 | 4.8 |
| EV/EBITDA | 33.8 | 2.8 | 1.2 | 1.0 | 0.4 |
| 배당수익률 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 698.2 | 566.0 | 357.3 | 273.2 | 213.0 |
| Net debt/Equity | 175.1 | -59.5 | -97.1 | -102.1 | -104.5 |
| Net debt/EBITDA | 548.8 | -31.2 | -92.1 | -146.1 | -178.4 |
| 유동비율 | 70.1 | 101.1 | 117.9 | 131.7 | 148.0 |
| 이자보상배율(배) | n/a | 10.7 | 7.7 | 6.1 | 7.3 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투자자본 | 26.7 | 5.9 | -0.4 | -1.7 | -2.6 |
| 현금+투자자산 | 73.3 | 94.1 | 100.4 | 101.7 | 102.6 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 80.6 | 70.0 | 58.9 | 51.6 | 44.9 |
| 자기자본 | 19.4 | 30.0 | 41.1 | 48.4 | 55.1 |