

진에어(272450)

1Q23 Preview: 가장 높이 날았다

해외여행 수요를 선점하며 사상 최대 이익 달성할 전망

1분기 실적은 기대를 크게 상회할 전망이다. 일본과 동남아 여행 수요 호조에 힘입어 매출액은 전분기대비 38% 증가한 3,100억원, 영업이익은 5배 이상 늘어난 630억원으로 추정된다. 국제선 여객 공급은 팬데믹 이전의 85% 수준밖에 회복되지 않았지만 대신 운임이 15% 상승한 덕분에 매출과 이익 모두 사상 최대 실적이 예상된다. 일본 리오프닝을 기점으로 3년간 미뤄왔던 이연수요가 겨울 성수기를 맞이해 폭발했다. 반면 해외공항의 인력 부족과 양대 국적사의 증편 지연으로 공급이 수요를 못 따라가고 있다. 그만큼 운임이 급등하고 있으며 이러한 수혜는 진에어를 비롯한 상위 LCC들에게 집중되고 있다. 1분기 진에어의 국제선 운항수는 전분기대비 57% 증가했는데 여객수가 88%나 급증했다. 양대 국적사의 국제선 점유율은 3.7%p 하락했고 대신 진에어가 2.1%p 상승하며 최고치를 경신했다.

과거 공급과잉에 대한 안 좋은 기억 때문에 역대급 실적은 저평가

4분기 흑자가 약 4년만이었는데 그 다음 1분기에는 바로 사상 최대 이익을 향해 날아가고 있다. 한편으로는 수익성 반등이 너무 가파른 탓에 오히려 의심받고 있는 분위기다. 컨센서스는 여전히 보수적인 수준으로 영업이익은 이를 41% 상회할 전망이다. 운임 상승에 대해서도 일시적인 오버슈팅으로 평가절하되고 있다. 물론 2분기는 여행수요가 가장 쉬어가는 비수기로 단기 부침이 있겠지만, 지금의 공급 부족은 구조적이다. 항공기 도입 스케줄이 밀려있어 LCC 5사들의 올해 기재 순증은 4대에 그칠 것이다. 공항 인프라 정상화도 늦어지면서 병목으로 작용하고 있다.

해외여행 호황은 구조적이라는 점에서 매수 의견 유지

진에어에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 22,000원(2023F EV/EBITDA 5배 적용)을 유지한다. 올해 영업이익은 1,300억원으로 기존 최대 실적을 35% 상회할 전망이다. 자본에 대한 부담도 덜었다. 부채비율은 연초 608%에서 1분기말 400%대로 낮아질 전망이다. 하반기 계획대로 양대 국적사의 해외결합심사가 통과된다면 LCC 통합 역시 본격화된다. 올해 가장 극적인 턴어라운드가 될 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2021A	247	(185)	(134)	(2,985)	NM	(88)	NM	NM	4.8	(98.6)	0.0
2022A	593	(67)	(49)	(1,033)	NM	30	NM	33.5	7.2	(35.1)	0.0
2023F	1,127	130	92	1,785	NM	236	8.8	3.4	3.3	45.5	0.0
2024F	1,218	134	93	1,464	(18.0)	246	10.8	2.9	2.5	27.2	0.0
2025F	1,241	92	62	984	(32.8)	212	16.0	3.3	2.2	14.9	0.0

매수(유지)

목표주가: 22,000원(유지)

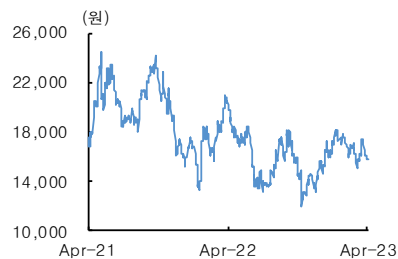
Stock Data

KOSPI(4/13)	2,562
주가(4/13)	15,750
시가총액(십억원)	822
발행주식수(백만)	52
52주 최고/최저(원)	20,150/12,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,085
유동주식비율/외국인지분율(%)	39.9/2.3
주요주주(%)	대한항공 외 3인 54.9
	국민연금공단 10.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.2)	8.6	(21.8)
KOSPI 대비(%p)	(8.4)	(9.8)	(16.1)

주가추이



자료: FnGuide

최고운

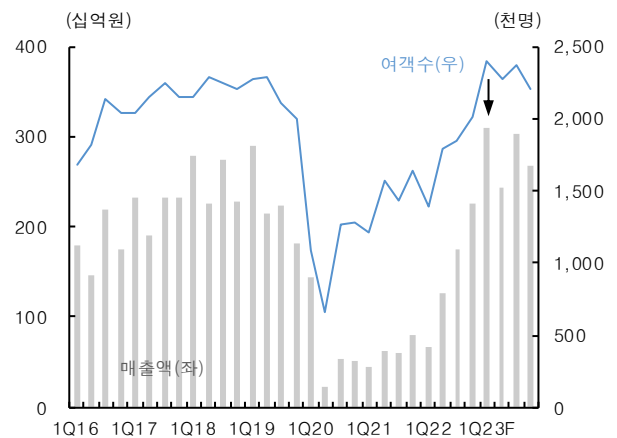
gowoon@koreainvestment.com

<표 1> 1Q23 실적 전망

	한투증권 (십억원)	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	310.3	37.9	359.5	14.8	270.3	11.6
영업이익	63.1	443.7	NM	41.2	44.7	35.9
영업이익률(%)	20.3	15.2	89.0	3.8	16.5	3.0
지배주주순이익	44.4	(13.4)	NM	21.5	36.6	14.3

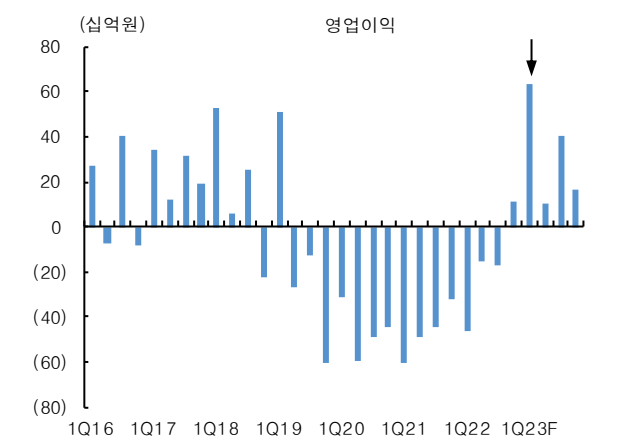
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 1] 1분기 매출액은 전분기대비 28% 증가할 전망



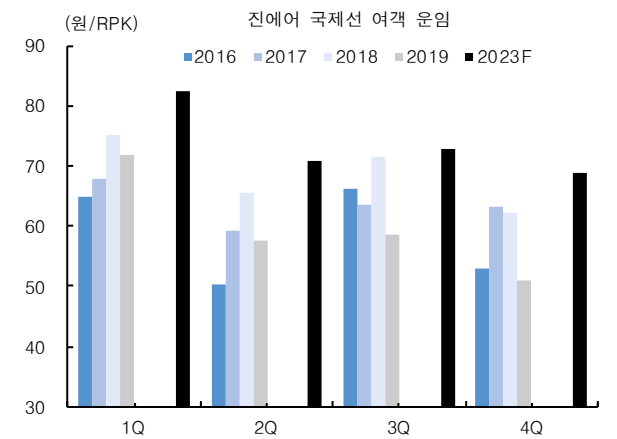
자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 2] 해외여행 수요 강세로 사상 최대 영업이익이 예상



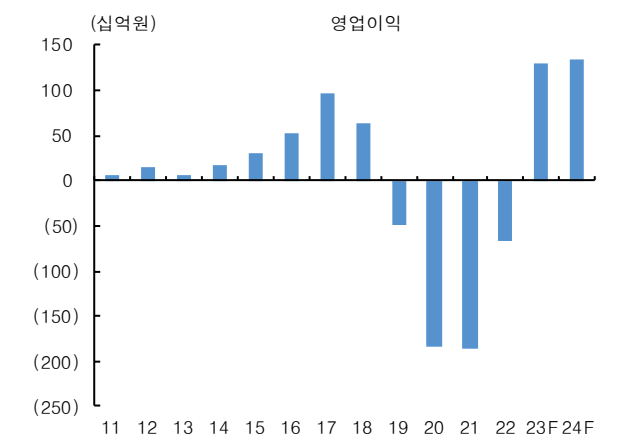
자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 3] 공급이 수요를 따라가지 못해 국제선 운임은 급등



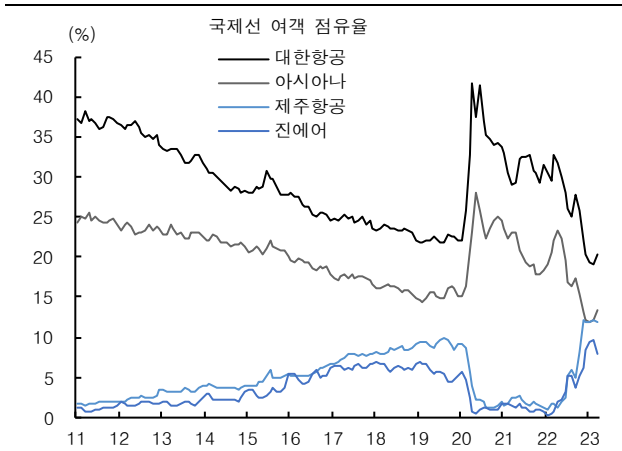
자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 4] 공급부족이 올해 이익 모멘텀을 뒷받침



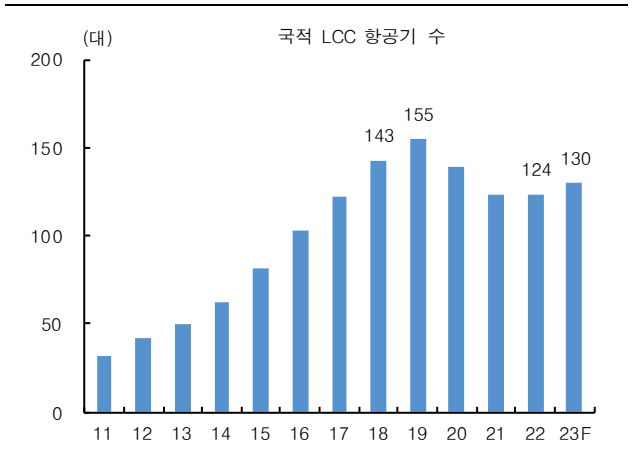
자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 5] 진에어는 FSC에게서 점유율을 빼앗고 있음



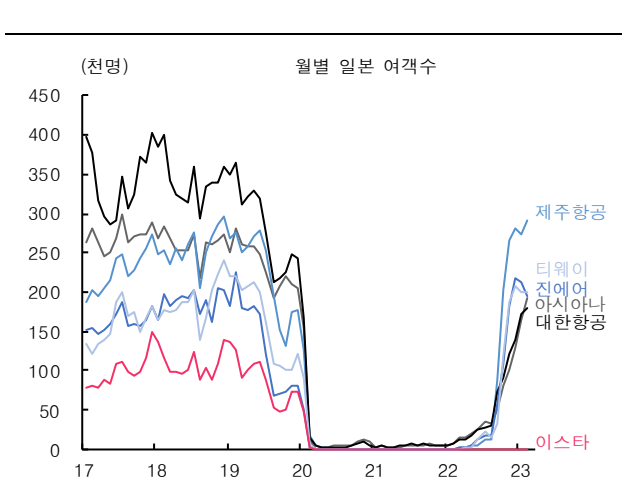
자료: 한국항공협회, 한국투자증권

[그림 6] 항공기 도입이 쉽지 않아 올해 공급증가는 제한적



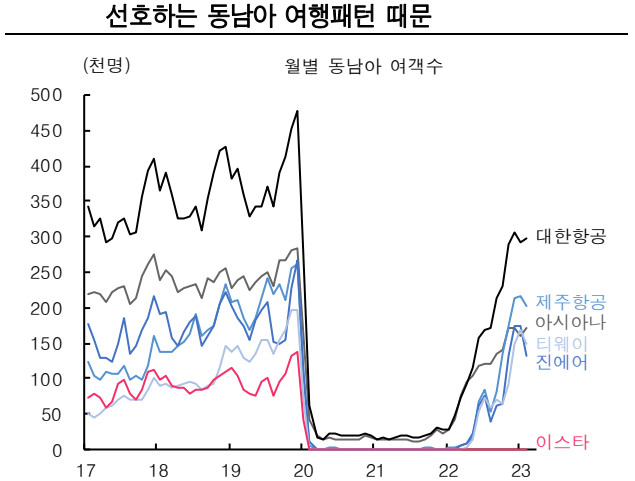
주: 플라이강원, 에어로케이, 에어프리미어를 제외한 6개 LCC 기준
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 7] 특히 일본 노선에서 LCC 강세가 두드러짐



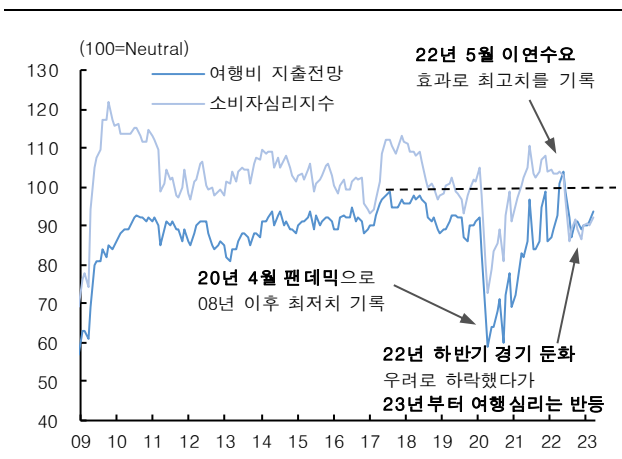
자료: 한국항공협회, 한국투자증권

[그림 8] 3월 진에어 여객수가 감소했지만 이는 겨울을 선호하는 동남아 여행패턴 때문



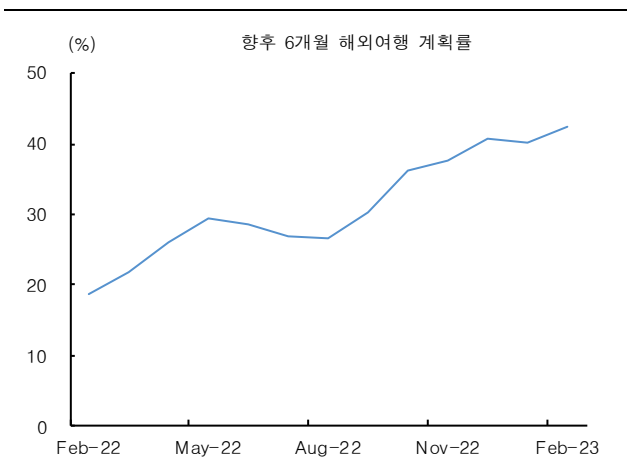
자료: 한국항공협회, 한국투자증권

[그림 9] 전반적인 소비를 줄여도 여행은 포기하지 않고 있음



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 10] 해외여행을 계획 중이라는 응답자는 2월 42%를 기록



자료: 컨슈머인사이트, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망 변경 비교

(단위: 십억원, %)

	1Q23F			2023F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	314	310	(1.2)	1,131	1,127	(0.4)
국제선	229	235	2.5	813	820	0.8
국내선	67	62	(7.3)	244	237	(3.0)
기타	18	14	(25.6)	74	71	(4.7)
영업이익	58	63	8.1	125	130	4.3
영업이익률(% , %p)	18.6	20.3	1.7	11.1	11.6	0.5
지배주주순이익	40	44	9.7	88	92	5.1

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2019				2022				2023F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF
매출액	290	214	224	182	68	126	175	225	310	245	304	268
국내선	30	50	46	45	61	100	102	86	62	65	57	53
ASK(백만 km)	288	421	397	398	629	683	664	546	497	499	452	410
RPK(백만 km)	276	392	355	372	494	602	557	477	423	462	409	372
L/F(%)	95.8	93.1	89.4	93.5	78.5	88.1	83.9	87.4	85.1	92.6	90.7	90.9
Yield(원)	110	129	128	120	123	166	184	181	147	141	140	141
국제선	241	148	162	124	2	19	61	124	235	163	226	196
ASK(백만 km)	3,791	3,115	3,408	2,913	36	282	1,031	1,561	3,209	2,753	3,683	3,346
RPK(백만 km)	3,354	2,568	2,758	2,438	14	205	778	1,312	2,846	2,304	3,092	2,849
L/F(%)	88.5	82.4	80.9	83.7	38.9	72.7	75.5	84.0	88.7	83.7	84.0	85.1
Yield(원)	72	58	59	51	155	94	78	95	82	71	73	69
기타	18	15	17	13	5	7	12	14	14	16	21	20
매출액 증가율	3.7	(5.5)	(18.7)	(20.4)	53.7	99.4	187.8	184.1	359.5	93.5	74.1	19.3
국내선	(1.3)	(8.7)	2.7	22.1	65.4	73.5	105.5	23.1	2.7	(34.8)	(44.2)	(39.2)
ASK	(3.4)	(7.7)	5.3	18.5	16.1	(3.5)	0.8	(21.0)	(21.0)	(27.0)	(32.0)	(25.0)
RPK	0.7	(7.5)	2.3	15.9	14.6	5.4	7.9	(17.3)	(14.4)	(23.3)	(26.5)	(22.0)
L/F(%p)	3.9	0.1	(2.6)	(2.1)	(1.0)	7.5	5.6	3.9	6.6	4.4	6.8	3.5
Yield	(2.0)	(1.3)	0.3	5.4	44.3	64.6	90.4	48.9	20.0	(15.0)	(24.0)	(22.0)
국제선	1.8	(4.2)	(25.5)	(29.3)	(39.3)	1,407.7	1,143.9	3,883.0	10,735.3	748.5	272.4	57.5
ASK	5.1	9.8	(8.5)	(12.9)	(20.0)	605.0	1,647.5	2,459.0	8,814.0	876.2	257.2	114.4
RPK	6.2	8.9	(9.2)	(13.4)	16.7	1,266.7	3,436.4	5,148.0	20,228.9	1,023.9	297.4	117.2
L/F(%p)	0.9	(0.7)	(0.6)	(0.5)	12.2	35.2	38.2	43.1	49.8	11.0	8.5	1.1
Yield	(4.2)	(12.0)	(17.9)	(18.4)	(48.0)	10.3	(64.8)	(24.1)	(46.7)	(24.5)	(6.3)	(27.5)
기타	52.3	(6.8)	17.1	(19.6)	28.0	58.8	93.4	138.1	179.3	121.3	81.1	40.0
영업비용	239	241	237	242	114	141	192	213	247	234	263	252
증가율	5.5	9.3	(5.2)	(3.4)	9.5	26.1	82.5	92.1	117.0	65.8	37.0	18.1
연료유류비	70	71	73	62	24	47	75	74	106	91	100	93
증가율	1.0	9.3	(10.2)	(21.9)	76.9	144.7	274.6	196.3	341.5	94.2	33.6	26.8
인건비	37	37	35	37	27	24	31	40	35	33	36	38
감가상각비	29	29	30	29	22	23	24	28	24	24	28	28
기타	102	103	99	114	41	48	63	72	82	87	99	93
영업이익	51	(27)	(13)	(60)	(46)	(15)	(17)	12	63	10	41	16
증가율	(4.1)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	41.8
영업이익률	17.6	(12.4)	(5.8)	(33.0)	(68.7)	(11.9)	(10.0)	5.2	20.3	4.1	13.4	6.1
세전이익	42	(32)	(25)	(53)	(48)	(33)	(50)	41	53	7	37	13
증가율	(20.1)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	(68.7)
순이익	32	(24)	(18)	(46)	(31)	(29)	(41)	51	44	6	31	11
증가율	(21.1)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	7.2	NM	NM	NM	(78.9)

자료: 진에어, 한국투자증권

〈표 4〉 연간 실적 전망

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	888	1,011	910	272	247	593	1,127	1,218	1,241
국내선	178	167	171	124	214	349	237	201	199
ASK(백만 km)	1,580	1,467	1,504	1,729	2,600	2,522	1,857	1,569	1,586
RPK(백만 km)	1,500	1,366	1,395	1,332	2,095	2,130	1,666	1,438	1,451
L/F(%)	94.9	93.1	92.8	77.0	80.6	84.5	89.7	91.7	91.5
Yield(원)	118	122	123	93	102	164	142	140	137
국제선	670	784	675	116	13	207	820	926	944
ASK(백만 km)	12,297	13,511	13,227	2,609	205	2,910	12,991	15,849	17,275
RPK(백만 km)	10,511	11,367	11,118	1,712	74	2,309	11,091	13,345	14,479
L/F(%)	85.5	84.1	84.1	65.6	36.1	79.3	85.4	84.2	83.8
Yield(원)	64	69	61	68	174	89	74	69	65
기타	41	60	64	31	20	38	71	91	98
매출액 증가율	23.4	13.8	(9.9)	(70.1)	(9.0)	140.1	89.9	8.1	1.9
국내선	1.1	(5.8)	2.4	(27.6)	72.6	63.1	(32.1)	(15.0)	(1.1)
ASK	(8.7)	(7.2)	2.5	15.0	50.4	(3.0)	(26.4)	(15.5)	1.1
RPK	(8.9)	(8.9)	2.1	(4.5)	57.3	1.7	(21.8)	(13.7)	0.9
L/F(%p)	(0.2)	(1.8)	(0.4)	(15.7)	3.5	3.9	5.3	1.9	(0.2)
Yield	10.9	3.5	0.3	(24.2)	9.7	60.4	(13.2)	(1.5)	(2.0)
국제선	31.2	17.0	(13.9)	(82.8)	(89.0)	1,507.8	296.9	13.0	2.0
ASK	18.4	9.9	(2.1)	(80.3)	(92.1)	1,319.5	346.4	22.0	9.0
RPK	21.9	8.1	(2.2)	(84.6)	(95.7)	3,020.3	380.3	20.3	8.5
L/F(%p)	2.4	(1.3)	(0.1)	(18.4)	(29.5)	43.2	6.0	(1.2)	(0.4)
Yield	7.6	8.2	(12.0)	12.0	155.3	(48.5)	(17.4)	(6.1)	(6.0)
기타	21.7	46.3	7.3	(51.0)	(35.1)	86.6	86.0	28.6	7.8
영업비용	791	948	959	456	432	661	997	1,085	1,149
증가율	18.6	19.7	1.2	(52.4)	(5.3)	52.8	50.8	8.8	6.0
연료유류비	217	295	276	77	77	219	390	415	427
증가율	35.3	36.3	(6.4)	(72.3)	1.1	183.0	77.9	6.5	2.9
인건비	109	136	147	115	106	122	142	152	160
감가상각비	17	18	118	114	95	96	104	110	118
기타	449	498	418	151	153	224	361	407	445
영업이익	97	63	(49)	(185)	(185)	(67)	130	134	92
증가율	85.4	(35.0)	NM	NM	NM	NM	NM	2.4	(31.2)
영업이익률	10.9	6.2	(5.4)	(68.0)	(74.9)	(11.3)	11.6	11.0	7.4
세전이익	97	62	(69)	(178)	(221)	(90)	110	121	81
증가율	90.9	(36.0)	NM	NM	NM	NM	NM	9.9	(32.8)
순이익	74	44	(57)	(190)	(134)	(49)	92	93	62
증가율	88.4	(40.0)	NM	NM	NM	NM	NM	1.1	(32.8)

자료: 진에어, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

진에어는 우리나라 대표 저비용항공사로 2022년 여객수 기준 국제선 점유율 10%, 국내선 점유율 15%를 차지. 최대주인 대한항공과의 시너지를 바탕으로 중대형기(B777)를 함께 운영해 장거리 노선에도 취항하고 있음.

- ASK(Available Seat Kilometers): 판매 가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송공급 지표
- RPK(Revenue Passenger Kilometers): 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송실적 지표
- L/F(Load factor): 공급 대비 이용률로 RPK에서 ASK를 나눈 답승률 지표
- CASK(Costs per ASK): 영업비용에서 ASK를 나눈 값으로 단위비용을 의미

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	247	593	1,127	1,218	1,241
매출원가	392	603	888	967	1,030
매출총이익	(145)	(9)	239	251	212
판매관리비	40	58	109	118	120
영업이익	(185)	(67)	130	134	92
영업이익률(%)	(74.9)	(11.3)	11.6	11.0	7.4
EBITDA	(88)	30	236	246	212
EBITDA Margin(%)	(35.6)	5.1	20.9	20.2	17.1
영업외수익	(36)	(23)	(20)	(13)	(11)
금융수익	2	3	3	4	4
금융비용	15	16	18	17	15
기타영업외손익	(22)	(10)	(7)	0	0
관계기업관련손익	(0)	0	0	0	0
세전계속사업이익	(221)	(90)	110	121	81
법인세비용	(87)	(41)	18	28	19
당기순이익	(134)	(49)	92	93	62
당기순이익률(%)	(54.3)	(8.3)	8.2	7.6	5.0
성장성(% YoY)					
매출 증가율	(9.0)	140.1	89.9	8.1	1.9
영업이익 증가율	NM	NM	NM	2.4	(31.2)
당기순이익 증가율	(29)	(63)	(288)	1	(33)
EPS 증가율	NM	NM	NM	(18.0)	(32.8)
EBITDA 증가율	NM	NM	679.1	4.1	(13.8)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	(74)	176	214	245	150
당기순이익	(134)	(49)	92	93	62
유형자산감가상각비	95	96	104	110	118
무형자산상각비	2	2	2	2	2
자산부채변동	5	138	26	39	(33)
기타	(42)	(11)	(10)	1	1
투자활동현금흐름	(22)	(14)	(271)	(196)	(110)
유형자산투자	(0)	(0)	(107)	(112)	(120)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(21)	(11)	0	(3)	(23)
무형자산순증	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)
기타	(1)	(2)	(162)	(79)	35
재무활동현금흐름	108	(131)	50	(43)	(38)
자본의증가	123	0	156	0	0
차입금의순증	(73)	(98)	(45)	(43)	(38)
배당금지급	(1)	(4)	0	0	0
기타	59	(29)	(61)	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	13	31	(8)	5	1
FCF	(211)	(228)	(28)	119	88

주: K-IFRS (개별) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

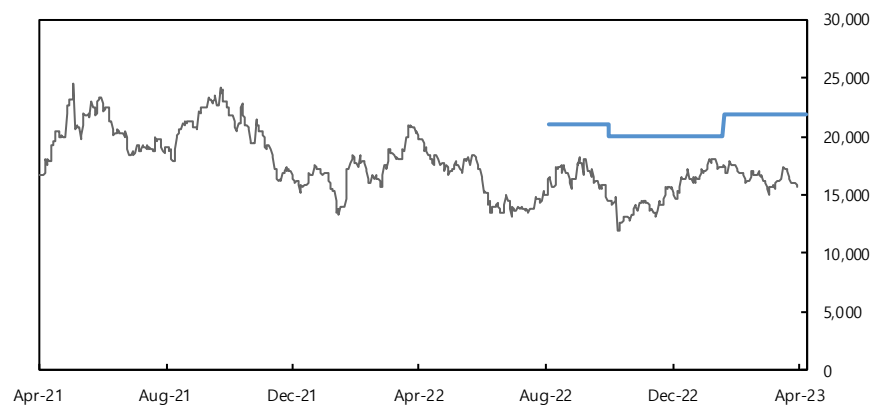
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	602	772	896	955	921
유동자산	194	275	413	467	451
현금성자산	44	75	68	73	74
매출채권및기타채권	3	35	39	40	41
재고자산	1	1	3	3	3
비유동자산	407	497	483	488	470
투자자산	29	31	31	34	56
유형자산	1	0	3	5	7
무형자산	3	2	2	2	3
부채총계	429	663	600	567	470
유동부채	201	392	373	360	279
매입채무및기타채무	54	115	100	102	92
단기차입금및단기사채	40	40	29	10	9
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	228	271	227	207	191
사채	15	15	0	0	0
장기차입금및금융부채	198	240	220	199	183
자본총계	173	109	295	388	451
자본금	52	52	64	64	64
자본잉여금	297	297	441	441	441
기타자본	65	52	(10)	(10)	(10)
이익잉여금	(241)	(291)	(199)	(106)	(43)
순차입금	160	166	2	(93)	(114)

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(2,985)	(1,033)	1,785	1,464	984
BPS	3,493	2,273	4,752	6,200	7,174
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	(23.1)	(7.2)	11.0	10.0	6.7
ROE	(98.6)	(35.1)	45.5	27.2	14.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	248.2	607.9	203.2	145.9	104.2
차입금/자본총계비율(%)	199.8	362.3	118.5	79.1	59.7
이자보상배율(x)	(12.4)	(4.3)	7.4	8.0	6.1
순차입금/EBITDA(x)	(1.8)	5.5	0.0	(0.4)	(0.5)
Valuation(x)					
PER	NM	NM	8.8	10.8	16.0
최고	NM	NM	10.3	12.5	18.6
최저	NM	NM	8.4	10.2	15.2
PBR	4.8	7.2	3.3	2.5	2.2
최고	7.2	9.4	3.9	3.0	2.6
최저	3.7	5.3	3.1	2.4	2.1
PSR	3.2	1.4	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	NM	33.5	3.4	2.9	3.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
진에어 (272450)	2020.04.28	중립	-	-	-
	2021.04.28	1년경과	-	-	-
	2022.04.28	1년경과	-	-	-
	2022.08.16	매수	21,000원	-20.9	-13.3
	2022.10.14	매수	20,000원	-24.3	-9.3
	2023.02.01	매수	22,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 4월 17일 현재 진에어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2023. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
86.5%	13.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.