



# 진에어 (272450)

1Q 프리뷰 자료에서 간과한 것들: S→P, C

▶ Analyst 박수영 suyong.park.0202@hanwha.com 02-3772-7634

## Hold (하향)

목표주가(하향): 14,000원

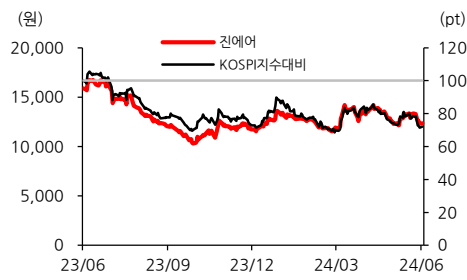
현재 주가(6/25)	12,600 원
상승여력	▲11.1%
시가총액	6,577 억원
발행주식수	52,200 천주
52 주 최고가 / 최저가	16,730 / 10,310 원
90 일 일평균 거래대금	23.68 억원
외국인 지분율	4.4%
주주 구성	
대한항공 (외 4 인)	54.9%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%
진에어우리스주 (외 1 인)	3.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.4	6.9	7.5	-20.8
상대수익률(KOSPI)	-0.8	5.5	0.8	-28.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	593	1,277	1,377	1,285
영업이익	-67	182	184	132
EBITDA	30	273	273	221
지배주주순이익	-64	134	172	106
EPS	-1,217	2,564	3,346	2,056
순차입금	166	-85	-125	-10
PER	-13.5	6.2	3.8	6.1
PBR	9.0	5.8	2.1	1.6
EV/EBITDA	33.8	2.8	1.9	2.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-47.5	112.5	75.2	28.8

### 주가 추이



1 분기 실적은 좋았으나, 2 분기부터는 그러한 흐름을 기대하기 어렵겠습니다. 이전의 자료에서 간과한 부분들(S→P, C)이 있습니다. 실적 추정치를 하향 조정하며, 투자의견과 목표주가를 각각 Hold, 14,000 원으로 하향합니다.

### 2Q24 Preview: 1분기와는 결이 다른 2분기

동사의 2분기는 지난 1분기와는 사뭇 다른 결이었다. 계절적 비수기 영향을 배제하더라도 1분기처럼 영업하기 마냥 녹록한 분기는 아니었다. 때문에 분기 영업이익 1천억원에 근접한 실적을 기록했던 1분기와 달리, 2분기에는 영업이익 기준 시장 기대치(214억원)를 크게 하회(-58%)하는 실적을 기록했을 것으로 추정한다. 우리는 동사의 2분기 매출액과 영업이익을 각각 2,919억원, 90억원으로 추정한다. 각종 조업 단가나 인건비 등 비용적인 측면에서 인플레이션 압박을 받고 있으나, 운임의 경우 전년 대비 꾸준한 하락세가 나타나고 있는 영향이다.

### 1분기 프리뷰 자료에서 간과한 것들

시장 전반적으로 나타나는 해외 여행 수요는 여전히 강하다. 의심의 여지가 없다. 전체 국제선 월별 수송객 수는 5월 기준 전년 대비 35% 증가한 약 712만명을 기록했는데, '19년 동월의 95% 수준까지 회복했다. 문제는, 수요가 아니다. 공급량 증가와 비용이다. 최근 항공기 추가 도입에 어려움이 있는 부분은 사실이나, 작년과 비교했을 때 운항 횟수 기준 외항사/국내 FSC, LCC 모두 공급량이 큰 폭 늘었다. 한편, 조업단가나 인건비 등에서 인플레이션 압박도 지속 확인되고 있다. 코로나 이전보다 높은 운임 수준은 맞으나, 판가 못지않게 비용에서도 인플레이션 영향이 컸던 것으로 추정된다.

### 투자의견 Hold, 목표주가 14,000원 하향

팬데믹 이전의 국내 여객 시장을 떠올려보면, 과열됐던 공급 경쟁 탓에 어려운 업황이 이어졌었다. 팬데믹을 거치며 시장은 재편되지 않았다. 각 사마다 보유 기재 수가 소폭 줄어들긴 했으나, 영업을 재개하거나, 대형기를 도입해 단거리 노선 영업에까지 활용하는 항공사도 있다. 양대 국적사 합병 이후 본격화될 시장 재편까지 녹록한 상황을 기대하긴 어렵겠다. 실적 추정치를 하향 조정함에 따라 투자의견과 목표주가를 각각 Hold, 14,000원으로 조정한다.

[표1] 진에어 EV/EBITDA Valuation

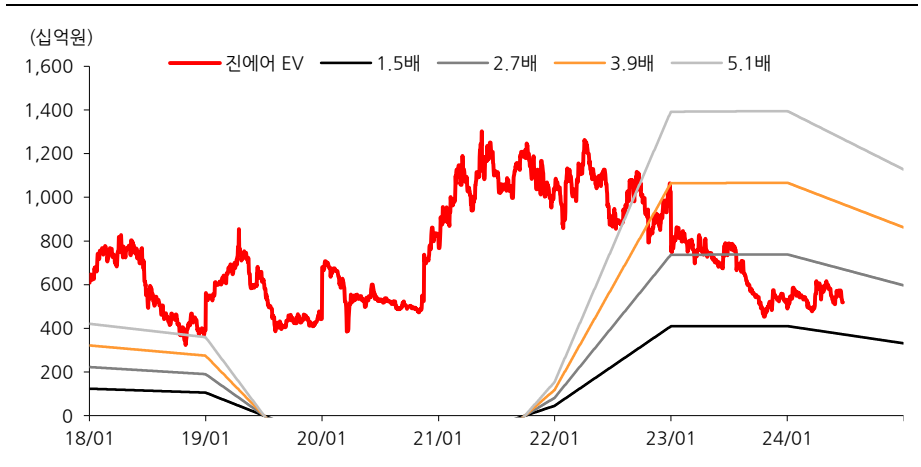
(단위: 십억원, 천주, 원, %, 배)

EV/EBITDA Valuation		2024E	2025E	12mth fwd
EBITDA	E	273	221	247
<b>Target EV/EBITDA</b>	<b>r</b>			2.7
적정 EV	$EV=E*r$			668
신종자본증권		0	0	0
순차입금	ND	-125	-10	-67
우선주시가총액				0
보통주 적정 시가총액	$C=EV-B-ND$			735
보통주발행주식수(천주)	s	52,200	52,200	52,200
적정주가	$p=C/s$			14,078
<b>최종 목표주가</b>				<b>14,000</b>
현재주가				12,600
상승여력				11.1%

주: 6/25일 종가 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 진에어 12mth Fwd EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

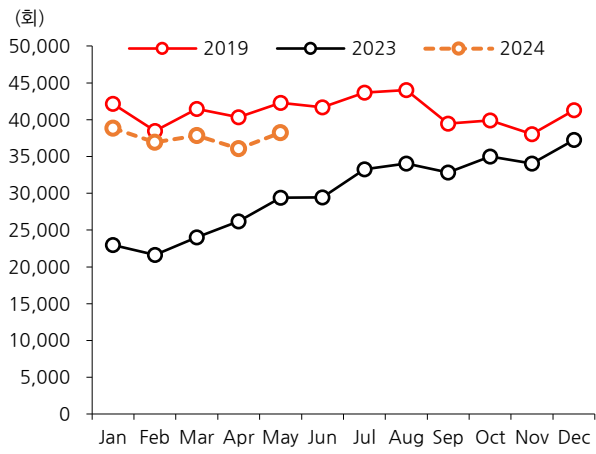
[표2] 진에어 실적 추정치 비교

(단위: 십억원, %)

2Q24E	한화추정치	컨센서스	차이(% , %p)	2024E	한화추정치	컨센서스	차이(% , %p)
매출액	291.9	318.0	-8.2	매출액	1,376.6	1,467.4	-6.2
영업이익	9.0	21.4	-58.1	영업이익	184.0	206.4	-10.9
영업이익률(%)	3.1	6.7	-3.7	영업이익률(%)	13.4	14.1	-0.7

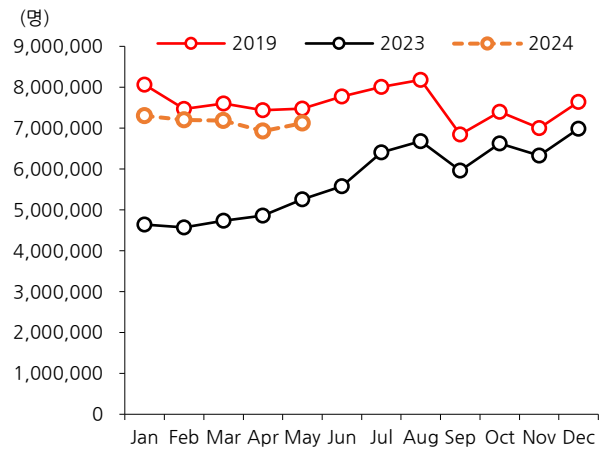
자료: 진에어, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 전체 국제선 운항 횟수 월별 추이



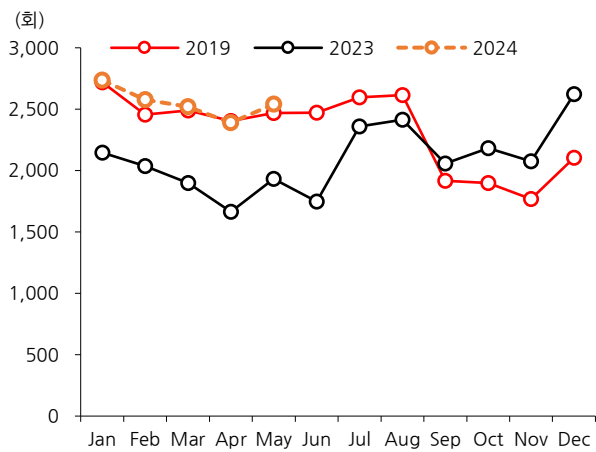
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 전체 국제선 수송객수 월별 추이



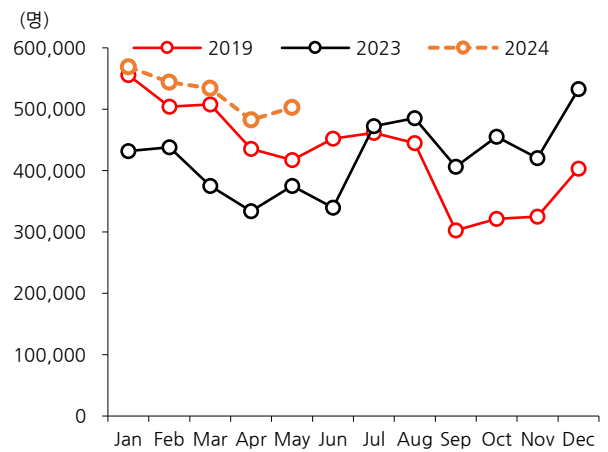
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 진에어 국제선 운항 횟수 월별 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 진에어 국제선 수송객수 월별 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 진에어 세부 영업 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	910	272	246	593	1,277	1,377	1,285	352	259	322	343	430	292	352	302
국내선	171	124	214	349	286	242	230	68	79	70	68	58	65	61	58
ASK(mn)	1,504	1,729	2,600	2,522	1,887	1,752	1,734	455	501	478	453	417	467	446	422
RPK(mn)	1,395	1,332	2,095	2,130	1,656	1,499	1,484	400	451	416	389	355	402	379	363
L/F(%)	92.8	77.0	80.6	84.5	87.8	85.6	85.6	87.9	90.0	87.0	85.9	85.1	86.1	85.0	86.0
Yield(원/RPK)	122.8	93.1	102.2	163.8	172.4	161.2	155.3	171.0	175.8	168.0	174.6	162.8	161.2	159.9	161.1
국제선	675	116	13	207	910	1,034	941	265	162	231	252	348	202	266	217
ASK(mn)	13,227	2,609	205	2,910	10,743	12,966	13,615	2,760	2,313	2,837	2,833	3,454	3,046	3,408	3,059
RPK(mn)	11,117	1,712	74	2,309	9,423	11,481	11,957	2,458	1,995	2,485	2,485	3,144	2,643	3,033	2,661
L/F(%)	84.0	65.6	36.1	79.3	87.7	88.5	87.8	89.1	86.3	87.6	87.7	91.0	86.8	89.0	87.0
Yield(원/RPK)	60.7	68.0	173.6	89.4	96.6	90.1	78.7	108.0	81.2	93.1	101.2	110.8	76.6	87.8	81.7
기타	41	21	16	31	49	61	74	12	10	14	14	14	15	16	16
영업비용	959	456	432	661	1,095	1,193	1,153	268	241	290	296	332	283	302	276
연료유류비	278	76	77	219	376	382	346	96	75	99	107	113	89	96	85
항공유단가(\$/bb)	80.4	54.0	77.8	126.0	105.0	99.8	95.6	107.7	92.0	112.6	107.8	102.6	97.1	99.9	99.7
항공유사용량(kbb)	2,844	1,013	848	1,236	2,519	2,913	3,020	636	547	693	643	766	700	759	688
인건비	141	108	99	122	169	195	204	35	43	43	47	46	50	51	48
영업이익	-49	-185	-185	-67	182	184	132	85	18	33	47	98	9	50	26
영업이익률(%)	-5.4	-68.0	-75.3	-11.3	14.3	13.4	10.3	24.1	6.9	10.1	13.6	22.9	3.1	14.3	8.6

자료: 진에어, 한화투자증권 리서치센터 추정

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	247	593	1,277	1,377	1,285
매출총이익	-145	-9	280	279	220
영업이익	-185	-67	182	184	132
EBITDA	-88	30	273	273	221
순이자손익	-13	-13	-5	3	-2
외화관련손익	-23	-18	-4	12	7
지분법손익	0	0	0	1	1
세전계속사업손익	-221	-90	174	195	135
당기순이익	-134	-64	134	172	106
지배주주순이익	-134	-64	134	172	106
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-12.8	140.1	115.2	7.8	-6.7
영업이익	적전	적지	흑전	1.0	-28.4
EBITDA	적전	흑전	800.8	0.2	-19.2
순이익	적전	적지	흑전	28.8	-38.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	-58.7	-1.5	21.9	20.3	17.1
영업이익률	-74.9	-11.3	14.3	13.4	10.3
EBITDA 이익률	-35.6	5.1	21.4	19.9	17.2
세전이익률	-89.4	-15.2	13.6	14.2	10.5
순이익률	-54.0	-10.7	10.5	12.5	8.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	194	275	492	673	642
현금성자산	186	229	418	610	578
매출채권	3	35	50	40	40
재고자산	1	1	2	1	1
비유동자산	407	483	460	525	599
투자자산	404	480	457	522	596
유형자산	1	0	1	1	1
무형자산	3	2	3	2	2
<b>자산총계</b>	<b>602</b>	<b>758</b>	<b>952</b>	<b>1,197</b>	<b>1,240</b>
유동부채	201	392	487	495	368
매입채무	54	115	159	150	141
유동성이자부채	132	140	102	205	228
비유동부채	228	271	323	387	451
비유동이자부채	213	255	232	281	341
<b>부채총계</b>	<b>429</b>	<b>663</b>	<b>809</b>	<b>882</b>	<b>819</b>
자본금	52	52	52	52	52
자본잉여금	297	297	296	296	296
이익잉여금	-241	-305	-195	-22	84
자본조정	64	51	-11	-11	-11
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
<b>자본총계</b>	<b>173</b>	<b>95</b>	<b>143</b>	<b>315</b>	<b>421</b>

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	-74	176	417	283	36
당기순이익	-134	-64	134	172	106
자산상각비	97	98	91	90	89
운전자본증감	5	138	59	-95	-151
매출채권 감소(증가)	0	-31	-7	12	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	1	0
매입채무 증가(감소)	1	5	9	-31	-9
투자현금흐름	-22	-14	-219	-70	1
유형자산처분(취득)	0	0	-1	0	0
무형자산 감소(증가)	0	-1	-2	0	0
투자자산 감소(증가)	-22	-11	-222	-68	0
재무현금흐름	108	-131	-224	-110	-111
차입금의 증가(감소)	-73	-98	-139	-96	-96
자본의 증가(감소)	122	-4	-5	0	0
배당금의 지급	-1	-4	-5	0	0
총현금흐름	-79	36	355	377	187
(-)운전자본증가(감소)	-10	-146	-106	83	151
(-)설비투자	0	0	1	0	0
(+)자산매각	0	-1	-2	0	0
Free Cash Flow	-69	181	459	293	36
(-)기타투자	5	10	42	13	-1
잉여현금	-75	172	417	280	37
NOPLAT	-134	-49	140	163	103
(+) Dep	97	98	91	90	89
(-)운전자본투자	-10	-146	-106	83	151
(-)Capex	0	0	1	0	0
OpFCF	-27	195	336	169	41

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>주당지표</b>					
EPS	-2,559	-1,217	2,564	3,346	2,056
BPS	3,309	1,819	2,739	6,041	8,070
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-1,517	695	6,807	7,218	3,589
ROA(%)	-23.1	-9.3	15.7	16.0	8.7
ROE(%)	-98.6	-47.5	112.5	75.2	28.8
ROIC(%)	-41.6	-16.6	89.7	134.7	34.8
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-6.5	-13.5	6.2	3.8	6.1
PBR	5.0	9.0	5.8	2.1	1.6
PSR	3.5	1.4	0.7	0.5	0.5
PCR	-11.0	23.7	2.4	1.7	3.5
EV/EBITDA	-11.7	33.8	2.8	1.9	2.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	248.2	698.2	566.0	279.7	194.4
Net debt/Equity	92.4	175.1	-59.5	-39.6	-2.3
Net debt/EBITDA	-181.1	548.8	-31.2	-45.6	-4.4
유동비율	96.8	70.1	101.1	135.8	174.3
이자보상배율(배)	n/a	n/a	10.7	12.7	8.7
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	35.8	26.7	5.9	14.2	25.8
현금+투자자산	64.2	73.3	94.1	85.8	74.2
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	66.6	80.6	70.0	60.6	57.4
자기자본	33.4	19.4	30.0	39.4	42.6

[ Compliance Notice ]

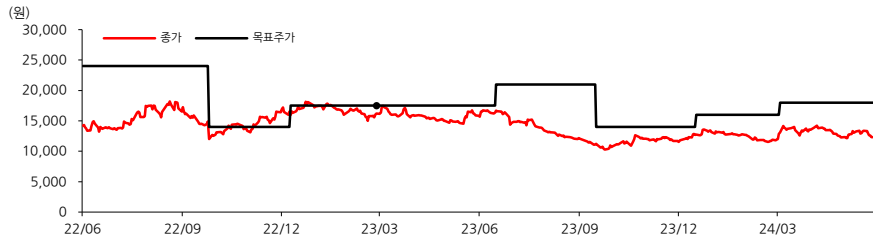
(공표일: 2024년 06월 26일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 진에어 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일 시	2022.07.08	2022.08.25	2022.09.08	2022.10.21	2022.11.30	2022.12.08
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표 가격	24,000	24,000	24,000	14,000	14,000	14,000
일 시	2023.01.04	2023.02.08	2023.02.28	2023.03.09	2023.04.10	2023.06.09
투자 의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표 가격	17,500	17,500	17,500	17,500	17,500	17,500
일 시	2023.07.12	2023.07.20	2023.10.12	2024.01.12	2024.03.29	2024.04.26
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	21,000	21,000	14,000	16,000	18,000	18,000
일 시	2024.05.31	2024.06.26				
투자 의견	Buy	Hold				
목표 가격	18,000	14,000				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.10.21	Hold	14,000	3.41	-14.29
2023.01.04	Hold	17,500	-6.96	3.71
2023.07.12	Buy	21,000	-34.39	-20.48
2023.10.12	Buy	14,000	-16.66	-8.21
2024.01.12	Buy	16,000	-21.44	-14.94
2024.03.29	Buy	18,000	-26.62	-21.11
2024.06.26	Hold	14,000		

**[종목 투자등급]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~-+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[산업 투자의견]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]**

(기준일: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%