

2022. 4. 7



▲ **운송**
 Analyst **배기연**
 02. 6454-4879
 kiyeon.bae@meritz.co.kr
 RA **오정하**
 02. 6454-4873
 jungha.oh@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	19,000 원
현재주가 (4.6)	20,950 원
상승여력	-9.3%
KOSPI	2,735.03pt
시가총액	10,936억원
발행주식수	5,220만주
유동주식비율	39.85%
외국인비중	2.47%
52주 최고/최저가	24,528원/13,250원
평균거래대금	65.0억원
주요주주(%)	
한진칼 외 1인	54.92
국민연금공단	7.62

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	27.7	-11.6	10.4
상대주가	26.7	-6.0	26.2

주가그래프



진에어 272450

1Q22 Preview: 동남아노선 회복강세의 potential 을 기다리는 상황

- ✓ 2022년 보릿고개에서 적자지속. 1분기 영업이익 -489억원
- ✓ 주요 타깃인 동남아 노선의 빠른 회복세를 기대하는 LCC업체
- ✓ 아시아지역 중 일본, 중국의 회복이 더딘 가운데 동남아지역만 열리면 회복세는 기대를 상회할 개연성
- ✓ 시장 정상화와 유가 하락을 기대하며 2023년 적정주가 19,000원 제시

인내의 시기: 1분기 영업이익 -489억원

진에어의 1분기 매출액은 843억원(+91.8% YoY), 영업이익은 -489억원(적자지속)을 예상한다. 매출 기준으로 2019년 1분기 대비 29.1%의 회복 수준이다. 2023년 3분기를 여객시장의 정상화 시기라고 판단하며 연간 영업이익의 흑자전환을 예상한다.

정부의 국제선 운항 정상화 추진

정부가 2022년 연말까지 국제선 운항의 50% 회복 목표를 추진함에 따라 동남아, 미주, 구주 위주로 1) 항공편 인가, 2) 공항 슬롯 확대, 3) 탑승 제한조치 해제가 이루어질 개연성이 있다.

동남아 노선 회복 강세는 턴어라운드 시기를 앞당길 요인

일본, 중국 등 LCC업체들의 타깃 노선의 회복 지연 시, 동남아지역에 대한 여행 수요(RPK, Revenue Passenger Kilometers) 집중이 일어날 개연성이 있다. 동남아 노선은 COVID-19 전, 진에어의 국제선 매출 중 66.1%를 담당하던 핵심 지역이다.

핵심은 유가, 리오프닝 기대감 반영된 2023년 적정주가 19,000원

2023년 진에어의 감가상각비는 1,190억원으로 추정하며 EV/EBITDA 7배 적용시 4월 6일 시가총액의 76.2% 수준이다. 1) 동남아 노선 위주로 아시아지역의 회복, 2) WTI의 60~70달러 수준으로의 안정화가 가능해질 시 2023년 EBITDA 1,865억원 x 리오프닝 멀티플 6.7배 적용한 적정주가 19,000원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	910.2	-48.8	-56.7	-1,636	-227.4	5,538	-8.1	2.4	6.3	-24.7	267.4
2020	271.8	-184.7	-190.4	-5,235	219.9	2,103	-2.5	6.2	-12.0	-131.4	467.2
2021	247.2	-185.3	-133.6	-2,815	-46.2	3,309	-5.9	5.0	-11.7	-98.6	248.2
2022E	443.8	-177.2	-193.4	-3,705	31.6	-399	-5.7	-52.5	-21.7	-254.6	-3,356.7
2023E	874.2	37.4	8.2	156	-104.2	-243	134.0	-86.3	9.3	-48.7	-5,381.5

정부의 국제선 운항 회복 노력과 동남아시아 회복 강세 가능성

정부의 국제선 정상화 방안의 방향이 '빠른 여객 수요 회복이 예상되는 노선'에 맞춰짐에 따라 동남아 노선의 회복이 가속화 될 개연성이 있다. 2022년 4월 6일 정부는 '국제선 단계적 일상회복 방안' 추진을 통해 2022년말까지 국제선 운항 50% 회복 목표를 밝혔다. 1) 항공편에 대한 국토부 인가 제한, 2) 인천공항 및 지방공항에 대한 인가 제한, 3) 항공편 탑승 제한조치를 점차 완화하는 내용이다.

2022년 내 아시아지역 주요 노선의 회복의 수준을 일본 50%, 중국 0%, 동남아 70%로 예상한 바 있다. 국토교통부가 상대국 항공 정책의 개방성을 고려해 빠른 여객 수요 회복이 예상되는 노선 위주로 국제선 운항 정상화를 추진한다고 밝힘에 따라 물리적으로 하늘길이 개방돼 있는 동남아, 미주, 구주 위주로 운항 정상화가 추진될 개연성이 있다.

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	84.3	43.9	91.8	79.2	6.4	83.4	1.0
영업이익	-48.9	-60.1	-18.6	-31.9	53.5	-37.5	30.5
세전이익	-55.9	-72.1	-22.5	-35.3	58.3	-43.0	30.0
지배순이익	-55.9	-72.1	-22.5	47.9	-216.8	-39.6	41.2

자료: 진에어, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021	2022E	2023E
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.2	95.0	100.0	95.0	90.0	58.4	37.1	68.0	95.0	81.5
원/달러 환율(원)	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,195.0	1,210.0	1,195.0	1,180.0	1,180.1	1,141.4	1,195.0	1,165.0	1,150.0
매출액	43.9	63.4	60.6	79.2	84.3	96.8	119.9	142.8	910.2	271.8	247.2	443.8	874.2
1) 여객 매출액	40.2	58.8	54.7	73.2	70.4	88.9	110.7	135.7	846.2	240.4	226.9	405.7	816.4
국내선 매출	36.6	57.5	49.8	70.1	55.8	52.2	47.5	41.6	171.3	124.0	214.0	197.1	172.3
ASK(백만km)	542.0	708.0	660.0	692.0	610.6	529.3	447.9	366.5	1,503.0	1,729.0	2,602.0	1,954.3	1,555.1
RPK(백만km)	431.0	571.0	518.0	576.0	522.7	467.9	408.5	344.5	1,395.0	1,332.0	2,096.0	1,743.5	1,444.0
L/F(%)	78.4	79.8	77.7	82.8	85.6	88.4	91.2	94.0	92.8	77.0	80.6	89.2	92.9
Yield(원/km)	84.0	96.0	98.0	121.0	106.8	111.5	116.2	120.9	119.8	91.8	99.8	113.8	119.5
국제선 매출	3.6	1.3	4.9	3.1	14.6	36.8	63.2	94.1	674.9	116.4	12.8	208.7	644.1
ASK(백만km)	45.0	43.0	58.0	61.0	561.8	1,062.6	1,563.4	2,064.1	13,227.0	2,609.0	207.0	5,251.9	12,325.6
RPK(백만km)	12.0	15.0	21.0	24.0	280.3	593.9	967.6	1,401.4	11,118.0	1,711.0	72.0	3,243.3	10,044.9
L/F(%)	27.1	33.4	34.9	36.0	49.9	55.9	61.9	67.9	84.1	65.6	34.8	61.8	81.5
Yield(원/km)	189.0	164.0	174.0	124.0	52.0	61.9	65.4	67.1	62.0	151.3	162.8	61.6	64.4
2) 부가수익 및 기타	3.8	4.6	6.0	4.5	13.9	7.9	9.2	7.1	63.9	31.4	18.9	38.1	57.8

주: 영업비용=매출원가+판매비
 자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표3 진에어 사업부별 실적 추이 전망 및 밸류에이션

Bull Case

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021	2022E	2023E	
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.2	95.0	60.0	60.0	60.0	58.4	37.1	68.0	68.8	60.0	
원/달러 환율(원)	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,195.0	1,210.0	1,195.0	1,180.0	1,180.1	1,141.4	1,195.0	1,165.0	1,150.0	
매출액	43.9	63.4	60.6	79.2	84.3	96.8	119.9	142.8	910.2	271.8	247.2	443.8	874.2	
영업비용	104.0	112.2	105.2	111.1	133.2	134.2	151.0	166.0	959.0	456.5	432.4	584.3	806.7	
항공연료비	13.5	19.1	20.0	24.4	30.7	29.3	35.5	41.7	278.0	76.3	77.0	137.2	228.2	
영업이익	-60.1	-48.8	-44.5	-31.9	-48.9	-37.3	-31.1	-23.2	-48.8	-184.7	-185.3	-140.5	67.4	
세전이익	-74.3	-51.1	-60.3	-35.3	-55.9	-43.5	-32.3	-25.0	-68.8	-177.9	-221.1	-156.7	49.7	
당기순이익	-72.1	-50.4	-58.9	47.9	-55.9	-43.5	-32.3	-25.0	-56.7	-190.4	-133.6	-156.7	34.0	
Valuation												2021	2022E	2023E
EBITDA												-88.1	-30.6	186.5
Target EV/EBITDA(배)													6.7	6.7
시가총액														954.9
총주식수(백만주)														52.2
적정주가(원)												18,293		

Base Case

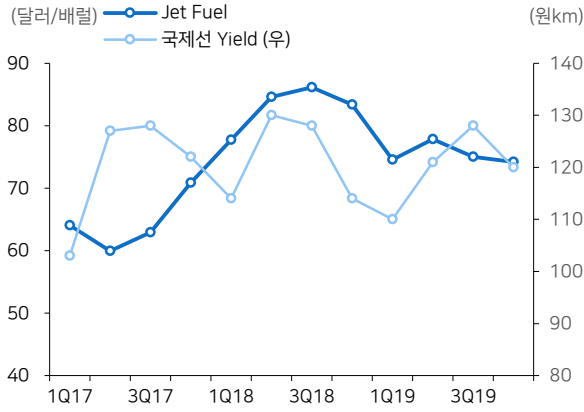
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021	2022E	2023E	
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.2	95.0	100.0	95.0	90.0	58.4	37.1	68.0	95.0	81.5	
원/달러 환율(원)	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,195.0	1,210.0	1,195.0	1,180.0	1,180.1	1,141.4	1,195.0	1,165.0	1,150.0	
매출액	43.9	63.4	60.6	79.2	84.3	96.8	119.9	142.8	910.2	271.8	247.2	443.8	874.2	
영업비용	104.0	112.2	105.2	111.1	133.2	148.1	163.2	176.4	959.0	456.5	432.4	621.0	836.8	
항공연료비	13.5	19.1	20.0	24.4	30.7	43.3	47.7	52.2	278.0	76.3	77.0	173.9	258.2	
영업이익	-60.1	-48.8	-44.5	-31.9	-48.9	-51.3	-43.4	-33.6	-48.8	-184.7	-185.3	-177.2	37.4	
세전이익	-74.3	-51.1	-60.3	-35.3	-55.9	-57.5	-44.5	-35.5	-68.8	-177.9	-221.1	-193.4	19.6	
당기순이익	-72.1	-50.4	-58.9	47.9	-55.9	-57.5	-44.5	-35.5	-56.7	-190.4	-133.6	-193.4	8.2	
Valuation												2021	2022E	2023E
EBITDA												-88.1	-67.3	156.4
Target EV/EBITDA(배)													6.7	6.7
시가총액														690.9
총주식수(백만주)														52.2
적정주가(원)												13,235		

Bear Case

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021	2022E	2023E	
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.2	95.0	120.0	120.0	120.0	58.4	37.1	68.0	113.8	120.0	
원/달러 환율(원)	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,195.0	1,210.0	1,195.0	1,180.0	1,180.1	1,141.4	1,195.0	1,165.0	1,150.0	
매출액	43.9	63.4	60.6	79.2	84.3	96.8	119.9	142.8	910.2	271.8	247.2	443.8	874.2	
영업비용	104.0	112.2	105.2	111.1	133.2	155.1	172.0	186.9	959.0	456.5	432.4	647.2	890.6	
항공연료비	13.5	19.1	20.0	24.4	30.7	50.3	56.5	62.7	278.0	76.3	77.0	200.1	312.0	
영업이익	-60.1	-48.8	-44.5	-31.9	-48.9	-58.3	-52.1	-44.1	-48.8	-184.7	-185.3	-203.4	-16.4	
세전이익	-74.3	-51.1	-60.3	-35.3	-55.9	-64.5	-53.2	-46.0	-68.8	-177.9	-221.1	-219.6	-34.2	
당기순이익	-72.1	-50.4	-58.9	47.9	-55.9	-64.5	-53.2	-46.0	-56.7	-190.4	-133.6	-219.6	-38.9	
Valuation												2021	2022E	2023E
EBITDA												-88.1	-93.5	102.6
Target EV/EBITDA(배)													6.7	6.7
시가총액														256.9
총주식수(백만주)														52.2
적정주가(원)												4,922		

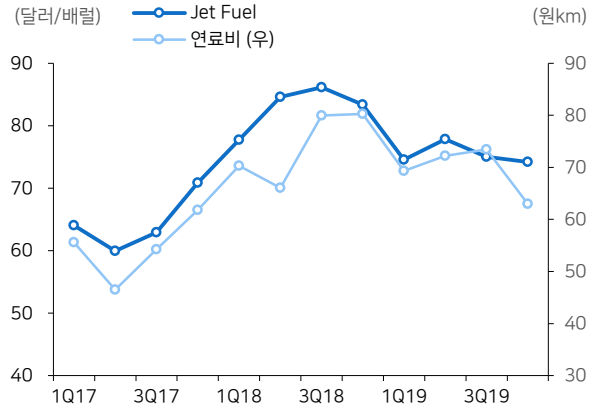
자료: 진에어, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2017~19년 Jet Fuel과 국제선 Yield의 상관관계 - 0.13



자료: Bloomberg, 진에어, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2017~19년 Jet Fuel과 연료비의 상관관계 - 0.75



자료: Bloomberg, 진에어, 메리츠증권 리서치센터

표4 국제선 단계적 일상회복 방안

구분	시기	항공편 국토부 인가	인천공항 도착슬롯 확대	지방공항 국제선 정상화	항공편 탑승 제한조치 해제
현행	2022.4	매월 방역당국과 정기편 증편 협의	시간당 10대 이하	김해·대구공항 국제선 운항	부정기편 1주단위 운항허가, 방역 위험도 높은 국가 탑승률 80%이하로 제한
1단계	2022.5~	매월+주100회증편	시간당 20대 이하	무안·청주·제주·김포·양양공항 국제선 재개	부정기편 허가기간 개선 (1주→2주단위)
2단계	2022.7~	매월+주300회증편	시간당 30대 이하	운영시간 정상화	"방역 위험도 높은 국가의 탑승률 제한 폐지, 부정기편 허가기간 개선 (2주→4주단위)"
3단계	엔데믹(2022.10 예상)	정기편 인가 정상화	정기편 인가 정상화 (시간당 40대, 24시간 운영)	정기편 인가 정상화	없음

자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

진에어 (272450)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	910.2	271.8	247.2	443.8	874.2
매출액증가율 (%)	-9.9	-70.1	-9.0	79.5	97.0
매출원가	876.7	417.5	392.3	399.4	699.3
매출총이익	33.5	-145.7	-145.1	44.4	174.8
판매관리비	82.3	39.0	40.2	221.6	137.5
영업이익	-48.8	-184.7	-185.3	-177.2	37.4
영업이익률	-5.4	-68.0	-74.9	-39.9	4.3
금융손익	-7.1	-11.5	-13.4	-16.6	-23.4
중속/관계기업손익	0.1	-0.4	-0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.0	18.7	-22.4	0.4	5.7
세전계속사업이익	-68.8	-177.9	-221.1	-193.4	19.6
법인세비용	-12.1	12.5	-87.5	0.0	11.5
당기순이익	-56.7	-190.4	-133.6	-193.4	8.2
지배주주지분 순이익	-56.7	-190.4	-133.6	-193.4	8.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	353.3	161.3	194.3	269.0	257.4
현금및현금성자산	62.9	31.5	44.4	106.9	89.1
매출채권	26.4	3.2	2.8	11.1	16.0
재고자산	1.6	1.3	1.4	3.1	4.4
비유동자산	351.2	395.5	407.3	409.3	411.6
유형자산	2.4	1.6	0.8	0.8	0.8
무형자산	5.9	4.3	2.7	2.2	1.8
투자자산	30.8	29.3	29.5	32.0	34.6
자산총계	704.4	556.8	601.6	678.3	669.0
유동부채	306.4	187.5	200.7	182.8	184.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	40.0	40.0	40.0	40.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	206.3	271.1	228.1	516.4	497.5
사채	0.0	0.0	14.9	314.9	314.9
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	512.7	458.6	428.9	699.1	681.7
자본금	30.0	45.0	52.2	52.2	52.2
자본잉여금	91.8	181.0	297.1	296.9	296.9
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	77.1	-117.4	-240.8	-434.2	-426.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	191.8	98.2	172.8	-20.8	-12.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	64.6	-171.8	-73.7	-65.1	142.7
당기순이익(손실)	-56.7	-190.4	-133.6	-193.4	8.2
유형자산상각비	117.7	113.6	95.4	109.9	119.0
무형자산상각비	1.7	1.8	1.8	0.5	0.4
운전자본의 증감	-8.4	-120.9	4.9	1.0	-8.8
투자활동 현금흐름	84.4	122.0	-21.7	-112.4	-121.7
유형자산의증가(CAPEX)	-0.5	-0.2	-0.0	-109.9	-119.0
투자자산의감소(증가)	9.1	1.4	-0.1	-2.5	-2.7
재무활동 현금흐름	-143.4	18.0	107.9	240.1	-38.8
차입금의 증감	263.0	78.1	-25.3	257.2	-14.9
자본의 증가	0.0	104.3	123.3	-0.2	0.0
현금의 증가(감소)	5.7	-31.4	12.8	62.6	-17.8
기초현금	57.2	62.9	31.5	44.4	106.9
기말현금	62.9	31.5	44.4	106.9	89.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	26,285	7,472	5,209	8,502	16,747
EPS(지배주주)	-1,636	-5,235	-2,815	-3,705	156
CFPS	2,219	-1,651	-1,669	-1,272	3,113
EBITDAPS	2,037	-1,905	-1,856	-1,280	3,004
BPS	5,538	2,103	3,309	-399	-243
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-8.1	-2.5	-5.9	-5.7	134.0
PCR	6.0	-7.9	-10.0	-16.5	6.7
PSR	0.5	1.7	3.2	2.5	1.3
PBR	2.4	6.2	5.0	-52.5	-86.3
EBITDA	70.5	-69.3	-88.1	-66.8	156.8
EV/EBITDA	6.3	-12.0	-11.7	-21.7	9.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-24.7	-131.4	-98.6	-254.6	-48.7
EBITDA 이익률	7.7	-25.5	-35.6	-15.1	17.9
부채비율	267.4	467.2	248.2	-3,356.7	-5,381.5
금융비용부담률	1.9	6.7	6.0	3.8	2.7
이자보상배율(x)	-2.9	-10.2	-12.4	-10.5	1.6
매출채권회전율(x)	34.4	18.3	83.1	63.9	64.5
재고자산회전율(x)	599.6	187.4	185.2	197.5	233.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

진에어 (272450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

