

# 진에어(272450)

하회 | 부합 | 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 기대를 상회한 1분기 실적

영업이익은 전년동기대비 56% 증가해 컨센서스를 25% 상회  
해외여행 수요의 강세는 유류할증료 부과나 비수기 영향에도 견고하게 유지  
기대 이상의 실적으로 노이즈를 잠재워갈 것, 밸류에이션 매력에 주목

### Facts : 1분기 실적은 컨센서스를 크게 상회

1분기 매출액은 2,798억원으로 전년동기대비 20% 늘었으며 영업이익은 531억으로 56% 급증했다. 영업이익은 시장 컨센서스와 우리 추정치를 각각 25%, 16% 상회했다. 1분기에는 항공기 도입이 없어 국제선 공급은 10% 증가에 그쳤으나 운임이 13% 급등하며 호실적을 이끌었다. 일본과 동남아 노선의 매출액이 각각 34%, 30% 증가한 반면, 공급을 11% 줄인 국내선은 역신장했다. 영업이익률은 전년동기대비 4.3%p 상승한 19.0%를 기록했다. 규모가 커지면서 단위비용이 안정화되고 있고 유류할증료가 커버하는 유가상승분이 예상보다 큰 것으로 추정된다.

### Pros & cons : 중대형기 운항과 동남아노선의 수익성 향상

해외여행 수요 강세에 힘입어 중대형기 운항의 효율성이 높아지고 있다. 진에어는 다른 저비용항공사들이 주로 사용하는 B737 대비 두배 좌석이 많은 B777 기종을 함께 운영하는데도 국제선 탑승률은 89%로 안정적이었다. 경쟁사 대비 더 높은 레버리지 효과를 기대할 수 있다. 비수기인 2분기에는 장거리운항이 6월 조호르바루로 한정되며 중대형기는 공항슬랫 포화로 공급부족인 인기노선에 투입될 예정이다. 결국 중대형기 규모와 운항 노하우가 쌓일수록 단일기종을 포기한데 따른 비효율성은 줄어들 전망이다. 또한 진에어 매출의 70%를 차지하는 동남아와 일본 노선은 계절성을 뛰어넘어 성장하고 있다. 이에 따라 비수기인 3월 흑자전환에 성공했으며 2분기에도 수익성 향상 여지가 커졌다.

### Action : 그룹 리스크보다 밸류에이션 매력에 주목

유류할증료 확대에도 여행수요는 꺾이지 않고 있어 유가상승 부담보다 비수기 수익성 향상이 더 클 전망이다. 반면 현 주가는 2018F PER 9배에 불과하다. 경쟁사 대비 25% 디스카운트 받고있다. 최근 불거진 그룹 노이즈가 장기화되고 있는 점이 부담요인이다. 진에어 역시 외부변수에 민감한 항공업종 투자폐단에서 자유롭지 못하다. 다만 이번 실적 서프라이즈를 통해 추가적인 그룹 리스크보다는 밸류에이션 매력이 더 부각되는 전환점이 마련됐다. 해외여행 수요의 강세라는 구조적 성장동력을 갖춘 만큼 점진적으로 오너 리스크에 대한 재해석이 나타날 것이다.

## 매수(유지)

**목표주가: 42,000원(유지)**

### Stock Data

KOSPI(5/10)	2,464
주가(5/10)	30,700
시가총액(십억원)	921
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	33,800/26,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,711
유동주식수율/외국인지분율(%)	38.0/9.8
주요주주(%)	한진칼 60.0

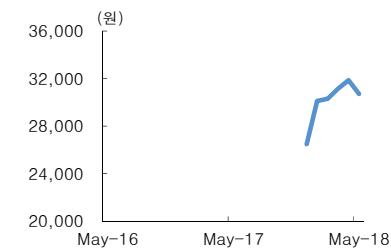
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	9.7	8.9	7.8
PBR(x)	3.4	2.8	2.1
ROE(%)	47.8	37.0	31.0
DY(%)	0.9	1.0	1.3
EV/EBITDA(x)	4.3	4.1	3.2
EPS(원)	2,722	3,440	3,912
BPS(원)	7,727	10,867	14,378

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.2)	0.0	0.0
KOSPI 대비(%)	(9.7)	0.0	0.0

### 주가추이



자료: WISEfn

### 최고운

gowoon@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	232.7	191.2	232.5	232.0	279.8	20.6	20.3	278.8
영업이익	34.1	12.5	31.4	18.9	53.1	181.0	55.8	42.4
영업이익률(%)	14.7	6.5	13.5	8.1	19.0	10.8	4.3	15.2
세전이익	33.5	10.3	32.1	20.6	52.6	154.9	57.0	44.0
순이익	25.4	8.9	24.1	15.6	40.3	157.9	58.7	30.2

자료: 진에어, FnGuide, 한국투자증권

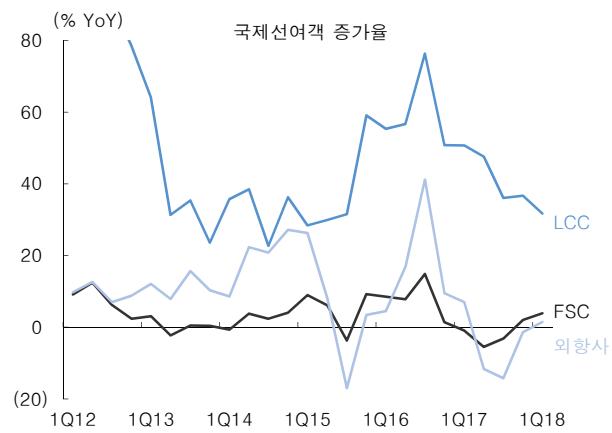
〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>233</b>	<b>191</b>	<b>232</b>	<b>232</b>	<b>280</b>	<b>229</b>	<b>298</b>	<b>274</b>	<b>720</b>	<b>888</b>	<b>1,080</b>	<b>1,259</b>
국내선	32	56	49	40	31	61	53	44	176	178	189	195
ASK(백만 km)	333	479	413	355	298	503	434	373	1,730	1,580	1,607	1,656
RPK(백만 km)	317	453	392	338	275	476	412	355	1,646	1,500	1,517	1,561
L / F(%)	95.2	94.6	94.9	95.2	92.3	94.6	94.9	95.2	95.1	94.9	94.4	94.3
Yield(원)	101	123	126	120	112	129	129	123	107	118	125	125
국제선	190	126	173	175	238	156	233	212	511	665	839	1,003
ASK(백만 km)	3,220	2,540	3,182	3,355	3,532	2,921	3,818	4,026	10,382	12,297	14,297	16,871
RPK(백만 km)	2,867	2,199	2,796	2,851	3,142	2,521	3,411	3,450	8,620	10,713	12,524	14,835
L / F(%)	89.0	86.6	87.9	85.0	89.0	86.3	89.3	85.7	83.0	87.1	87.6	87.9
Yield(원)	66	57	62	61	76	62	68	61	59	62	67	68
기타	10	9	10	16	11	11	12	18	33	46	52	61
<b>매출액 증가율</b>	<b>29.3</b>	<b>31.5</b>	<b>6.0</b>	<b>32.6</b>	<b>20.3</b>	<b>19.7</b>	<b>28.1</b>	<b>18.0</b>	<b>56.0</b>	<b>23.4</b>	<b>21.6</b>	<b>16.6</b>
국내선	7.5	9.7	(8.2)	(2.1)	(4.3)	10.3	8.2	8.2	15.7	1.1	6.6	2.9
ASK	2.1	(0.2)	(13.1)	(21.1)	(10.5)	5.0	5.0	5.0	17.2	(8.7)	1.7	3.0
RPK	2.6	(1.3)	(12.7)	(21.4)	(13.2)	5.0	5.0	5.0	20.1	(8.9)	1.1	2.9
L / F(%p)	0.4	(1.1)	0.4	(0.3)	(2.9)	0.0	0.0	0.0	2.3	(0.2)	(0.5)	(0.1)
Yield	4.8	11.2	5.2	24.5	10.4	5.0	3.0	3.0	(3.6)	10.9	5.4	0.0
국제선	32.8	47.0	9.8	41.5	25.1	23.8	34.2	21.0	76.5	30.2	26.1	19.6
ASK	21.2	15.3	15.3	21.5	9.7	15.0	20.0	20.0	102.5	18.4	16.3	18.0
RPK	30.3	29.3	17.4	22.0	9.6	14.7	22.0	21.0	100.3	24.3	16.9	18.5
L / F(%p)	6.2	9.4	1.6	0.4	(0.1)	(0.3)	1.5	0.7	(0.9)	4.1	0.5	0.3
Yield	1.9	13.7	(6.4)	16.0	14.1	8.0	10.0	0.0	(11.9)	4.8	7.9	1.0
기타	50.8	6.1	25.5	66.2	7.7	20.0	20.0	10.0	65.2	37.7	13.7	16.6
영업비용	199	179	201	213	227	211	254	254	667	791	945	1,106
연료유류비	57	47	53	57	70	64	80	73	160	214	287	354
기타	142	132	148	156	156	147	174	181	507	578	658	752
<b>영업비용 증가율</b>	<b>30.0</b>	<b>17.2</b>	<b>12.2</b>	<b>16.5</b>	<b>14.1</b>	<b>17.8</b>	<b>26.2</b>	<b>19.2</b>	<b>54.6</b>	<b>18.6</b>	<b>19.4</b>	<b>17.0</b>
연료유류비	71.2	31.5	17.4	23.6	24.1	36.7	49.9	27.5	43.1	33.4	34.2	23.5
기타	18.6	12.8	10.4	14.1	10.2	11.1	17.7	16.2	58.7	13.9	13.9	14.2
<b>영업이익</b>	<b>34</b>	<b>12</b>	<b>31</b>	<b>19</b>	<b>53</b>	<b>18</b>	<b>44</b>	<b>20</b>	<b>52</b>	<b>97</b>	<b>135</b>	<b>153</b>
증가율	25.2	NM	(21.7)	NM	55.8	46.7	40.1	3.8	76.2	85.4	39.4	13.5
영업이익률	14.7	6.5	13.5	8.1	19.0	8.0	14.8	7.2	7.3	10.9	12.5	12.2

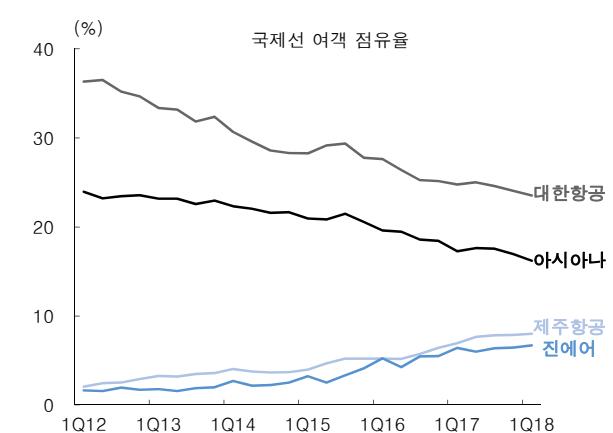
자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 1] 저비용항공사가 항공시장의 성장을 주도



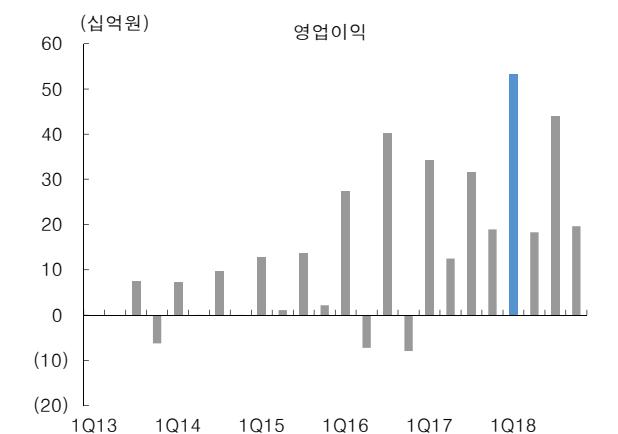
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 2] 1Q18 진에어 국제선 M/S 7%(+0.3%p YoY)



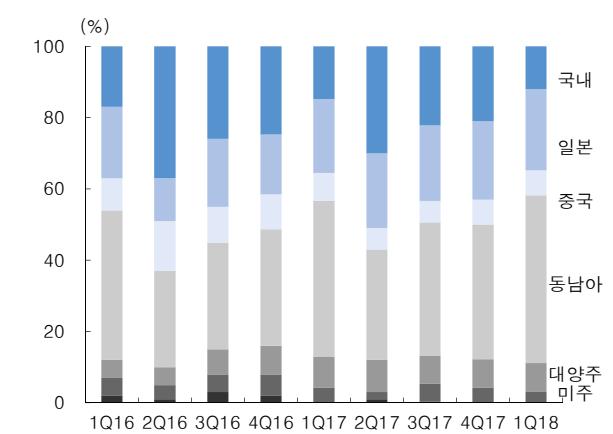
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 3] 유가상승에도 1Q18 영업이익 서프라이즈



자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 4] 1Q18 동남아 매출비중 47%, 일본 23%



자료: 진에어, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

진에어는 우리나라 2위 저비용항공사로 2017년 여객수 기준 국제선 점유율 6.3%, 국내선 점유율 11.5%를 차지함. 한진그룹 계열로 대한항공과의 시너지를 바탕으로 국내 저비용항공사 중 유일하게 중대형기(B777)를 운영해 장거리노선에 취향하고 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 탑승률 지표
- CASK(Cost per ASK): ASK당 영업비용

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	215	399	408	482	555
현금성자산	32	42	54	63	72
매출채권및기타채권	26	31	38	50	58
재고자산	0	0	0	1	1
비유동자산	87	99	121	172	222
투자자산	35	31	37	44	50
유형자산	41	52	64	105	145
무형자산	1	1	1	1	1
<b>자산총계</b>	<b>302</b>	<b>498</b>	<b>529</b>	<b>655</b>	<b>777</b>
유동부채	185	233	165	179	188
매입채무및기타채무	78	90	109	127	146
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	39	34	38	44	52
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	34	28	31	36	43
<b>부채총계</b>	<b>224</b>	<b>266</b>	<b>203</b>	<b>223</b>	<b>240</b>
자본금	27	30	30	30	30
자본잉여금	0	92	92	92	92
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	51	110	204	310	415
<b>자본총계</b>	<b>78</b>	<b>232</b>	<b>326</b>	<b>431</b>	<b>537</b>

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	720	888	1,080	1,259	1,448
매출원가	621	734	892	1,040	1,196
매출총이익	99	154	188	219	252
판매관리비	47	57	53	65	94
영업이익	52	97	135	153	158
금융수익	3	5	5	6	6
이자수익	3	5	5	6	7
금융비용	3	5	5	6	7
이자비용	3	5	5	6	7
기타영업외손익	(2)	(0)	(1)	0	0
관계기업관련손익	1	0	0	0	0
세전계속사업이익	51	97	134	153	157
법인세비용	11	22	31	36	37
당기순이익	39	74	103	117	121
기타포괄이익	(2)	(1)	0	0	0
총포괄이익	37	73	103	117	121
<b>EBITDA</b>	<b>62</b>	<b>114</b>	<b>154</b>	<b>181</b>	<b>199</b>

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	69	125	38	136	153
당기순이익	39	74	103	117	121
유형자산감가상각비	10	17	19	27	41
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	10	18	(85)	(9)	(10)
기타	10	16	1	1	1
투자활동현금흐름	(77)	(171)	(26)	(125)	(140)
유형자산투자	(1)	(8)	(31)	(69)	(81)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(76)	(163)	(7)	(6)	(7)
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
기타	0	0	13	(49)	(51)
재무활동현금흐름	(23)	59	(1)	(2)	(3)
자본의증가	0	95	0	0	0
차입금의순증	(9)	(18)	8	10	12
배당금지급	(11)	(14)	(8)	(9)	(12)
기타	(3)	(4)	(1)	(3)	(3)
기타현금흐름	(0)	(1)	0	0	0
현금의증가	(31)	11	12	9	10

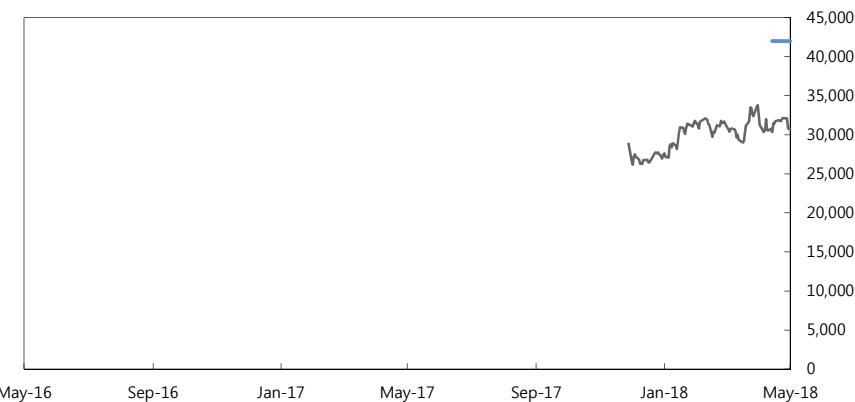
## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,457	2,722	3,440	3,912	4,021
BPS	2,886	7,727	10,867	14,378	17,900
DPS	2,500	250	300	400	500
<b>성장성(% , YoY)</b>					
매출증가율	56.0	23.4	21.6	16.6	15.0
영업이익증가율	76.2	85.4	39.4	13.5	3.0
순이익증가율	73.3	88.4	39.3	13.7	2.8
EPS증가율	73.3	86.8	26.4	13.7	2.8
EBITDA증가율	91.1	84.2	35.1	17.1	10.1
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	7.3	10.9	12.5	12.2	10.9
순이익률	5.5	8.3	9.6	9.3	8.3
EBITDA Margin	8.6	12.9	14.3	14.4	13.8
ROA	15.6	18.5	20.1	19.8	16.9
ROE	60.9	47.8	37.0	31.0	24.9
배당수익률	—	0.9	1.0	1.3	1.6
배당성향	34.3	10.1	8.7	10.2	12.4
<b>안정성</b>					
순차입금(십억원)	(129)	(307)	(297)	(345)	(395)
차입금/자본총계비율(%)	60.6	19.7	16.5	14.8	14.1
<b>Valuation(X)</b>					
PER	NM	9.7	8.9	7.8	7.6
PBR	NM	3.4	2.8	2.1	1.7
EV/EBITDA	NM	4.3	4.1	3.2	2.6

주: K-IFRS (개별) 기준

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	피리울	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
진에어(272450)	2018.04.24	매수	42,000원	—	—



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 11일 현재 진에어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.