

## 진에어(272450)

## 2Q18 Preview: 단기 우려에 가려진 성수기 모멘텀

## 실적은 컨센서스를 크게 하회할 전망이다

2분기 매출액을 전년동기대비 16% 늘어난 2,226억원, 영업이익을 18% 감소한 102억원으로 추정한다. 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 3%, 32% 하회하는 것이다. 작년 황금연휴로 실적 기저가 부담스러운 상황에서 유가가 가파르게 올랐다. 반면 2분기 컨센서스는 1분기 서프라이즈 이후의 기대감을 더 반영하고 있다. 1분기 19%를 기록했던 영업이익률은 5%로 크게 낮아질 전망이다. 2분기 항공유가는 44% 올라 1분기 24%보다 상승폭이 확대됐다. 하지만 2분기는 계절적 비수기로 1분기만큼 유틸리티증료를 통한 비용전가가 제한적일 것이다.

## 성수기에 기저 효과 더해지는 3분기 실적으로 만회할 것

2분기 부진은 이익전망에 대한 어려움을 다시 키운다. 해외여행이 보편화되고 근거리노선은 비수기에도 인기이나, 올해 이익의 분기 편차는 오히려 더 커졌기 때문이다. 황금연휴나 유가처럼 기업이 통제하기 어려운 대외변수에 실적이 민감한 것은 투자에 부담요인이다. 다만 상반기로 보면 영업이익은 전년대비 36% 증가하는 것이다. 또한 3분기 컨센서스에는 작년 추석연휴가 10월이었던 기저효과가 온전히 반영되지 않았다. 최근 유가상승세가 주춤한 상태로 성수기에 접어들면서 3분기 3대 항공기가 도입되는 진에어의 실적에 대한 기대감은 다시 높아질 것이다.

## 국토부 불확실성에 대한 과도한 우려 경계

결국 길게 보면 해외여행 수요의 증가에 따른 수혜가 더 크다. 유가와 환율상승과 같은 비용부담에 비해, 중대형기 운영 효율화, 부가매출 확대 등 구조적인 수익성 개선요인은 주가에 반영되어 있지 못하다. 진에어에 대해 '매수' 의견과 목표주가 42,000원(2018F PER 13배 적용)을 유지한다. 현 주가는 2018F PER 8배를 하회하며, 경쟁사 대비 30% 이상 할인받고 있다. 기대에 못 미치는 2분기 실적에 대한 우려 이상으로 국토교통부의 징계 리스크를 과도하게 반영하고 있다. 불확실성이 점차 완화되면 3분기 이익모멘텀을 바탕으로 재평가 기회를 맞이할 것이다.

## 매수(유지)

목표주가: 42,000원(유지)

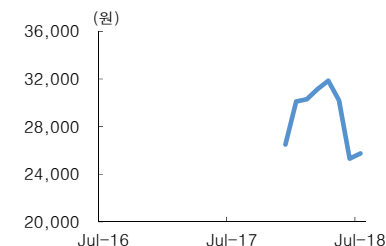
## Stock Data

KOSPI(7/11)	2,281
주가(7/11)	25,750
시가총액(십억원)	773
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저(₩)	33,800/22,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,585
유동주식비율/외국인지분율(%)	38.0/11.9
주요주주(%)	한진칼 60.0

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(14.5)	(6.7)	-
KOSPI 대비(%p)	(6.8)	1.6	-

## 주가추이



자료: WISEfn

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (₩)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	720	52	39	1,457	73.3	62	NM	NM	NM	60.9	-
2017A	888	97	74	2,722	86.8	114	9.7	4.3	3.4	47.8	0.9
2018F	1,095	133	102	3,398	24.8	153	7.6	2.6	2.4	36.7	1.4
2019F	1,299	154	118	3,924	15.5	181	6.6	1.9	1.8	31.3	1.6
2020F	1,494	177	136	4,523	15.3	218	5.7	1.3	1.4	27.7	1.7

최고운

gowoon@truefriend.com

## 〈표 1〉 2Q18 실적 전망

	한투증권 (십억원)	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	222.6	(20.4)	16.4	(2.7)	228.8	(1.3)
영업이익	10.2	(80.8)	(18.2)	(31.7)	14.9	(17.1)
영업이익률(%)	4.6	(14.4)	(1.9)	(1.9)	6.5	(1.2)
지배주주순이익	7.8	(80.7)	(12.7)	(30.4)	11.2	(17.6)

자료: FnGuide, 한국투자증권

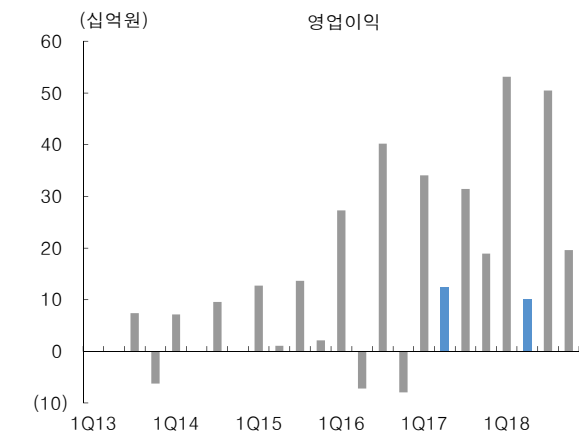
## 〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	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>223</b>	<b>310</b>	<b>283</b>	<b>720</b>	<b>888</b>	<b>1,095</b>	<b>1,299</b>
국내선	32	56	49	40	31	57	53	44	176	178	184	192
ASK(백만 km)	333	479	413	355	298	477	434	373	1,730	1,580	1,581	1,644
RPK(백만 km)	317	453	392	338	275	446	412	353	1,646	1,500	1,487	1,545
L/F(%)	95.2	94.6	94.9	95.2	92.3	93.7	95.0	94.8	95.1	94.9	94.0	93.9
Yield(원)	101	123	126	120	112	127	129	123	107	118	124	124
국제선	190	126	173	181	237	155	243	226	511	670	861	1,048
ASK(백만 km)	3,220	2,540	3,182	3,355	3,532	2,972	3,818	4,026	10,382	12,297	14,348	17,218
RPK(백만 km)	2,867	2,199	2,796	2,851	3,142	2,576	3,383	3,499	8,620	10,713	12,600	15,184
L/F(%)	89.0	86.6	87.9	85.0	89.0	86.7	88.6	86.9	83.0	87.1	87.8	88.2
Yield(원)	66	57	62	63	75	60	72	65	59	63	68	69
기타	10	9	10	11	12	11	13	14	33	41	50	60
<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>16.4</b>	<b>33.2</b>	<b>22.0</b>	<b>56.0</b>	<b>23.4</b>	<b>23.3</b>	<b>18.7</b>
국내선	7.5	9.7	(8.2)	(2.1)	(4.0)	1.5	8.2	7.7	15.7	1.1	3.8	4.0
ASK	2.1	(0.2)	(13.1)	(21.1)	(10.5)	(0.5)	5.0	5.0	17.2	(8.7)	0.1	4.0
RPK	2.6	(1.3)	(12.7)	(21.4)	(13.2)	(1.4)	5.1	4.5	20.1	(8.9)	(0.9)	3.9
L/F(%p)	0.4	(1.1)	0.4	(0.3)	(2.9)	(0.9)	0.1	(0.4)	2.3	(0.2)	(0.9)	(0.1)
Yield	4.8	11.2	5.2	24.5	10.7	3.0	3.0	3.0	(3.6)	10.9	4.7	0.1
국제선	32.8	47.0	9.8	45.8	24.6	23.0	40.4	25.2	76.5	31.2	28.5	21.7
ASK	21.2	15.3	15.3	21.5	9.7	17.0	20.0	20.0	102.5	18.4	16.7	20.0
RPK	30.3	29.3	17.4	22.0	9.6	17.2	21.0	22.7	100.3	24.3	17.6	20.5
L/F(%p)	6.2	9.4	1.6	0.4	(0.1)	0.1	0.7	1.9	(0.9)	4.1	0.7	0.4
Yield	1.9	13.7	(6.4)	19.5	13.7	5.0	16.0	2.0	(11.9)	5.6	9.3	1.0
기타	50.8	6.1	25.5	12.1	16.3	16.0	33.0	22.0	65.2	21.7	21.9	20.0
<b>영업비용</b>	<b>199</b>	<b>179</b>	<b>201</b>	<b>213</b>	<b>227</b>	<b>212</b>	<b>259</b>	<b>263</b>	<b>667</b>	<b>791</b>	<b>962</b>	<b>1,146</b>
연료유류비	57	47	53	60	70	68	85	82	160	217	305	383
기타	142	132	148	153	157	145	174	181	507	575	657	763
<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>18.8</b>	<b>29.0</b>	<b>23.6</b>	<b>54.6</b>	<b>18.6</b>	<b>21.5</b>	<b>19.1</b>
연료유류비	71.2	31.5	17.4	30.1	22.9	44.7	60.3	36.3	43.1	35.3	40.5	25.8
기타	18.6	12.8	10.4	11.9	10.6	9.7	17.7	18.6	58.7	13.3	14.3	16.0
<b>영업이익</b>	<b>34</b>	<b>12</b>	<b>31</b>	<b>19</b>	<b>53</b>	<b>10</b>	<b>50</b>	<b>20</b>	<b>52</b>	<b>97</b>	<b>133</b>	<b>154</b>
증가율	25.2	NM	(21.7)	NM	55.8	(18.2)	60.5	3.8	76.2	85.4	37.7	15.3
영업이익률	14.7	6.5	13.5	8.1	19.0	4.6	16.3	6.9	7.3	10.9	12.2	11.8

자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 1] 2분기 추정 영업이익은 컨센서스 크게 하회하나



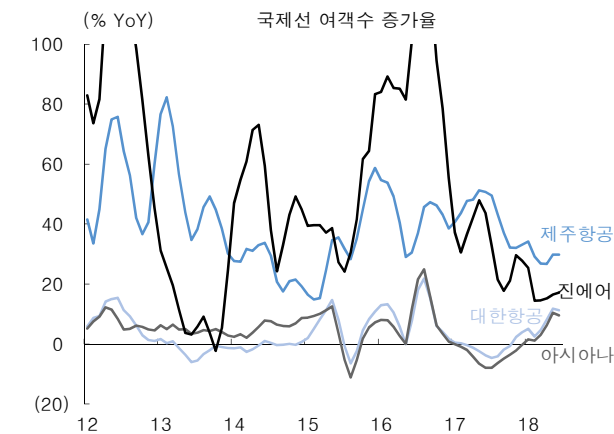
자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 2] 현 주가는 제주항공 대비 과도하게 저평가



자료: Quantwise, 한국투자증권

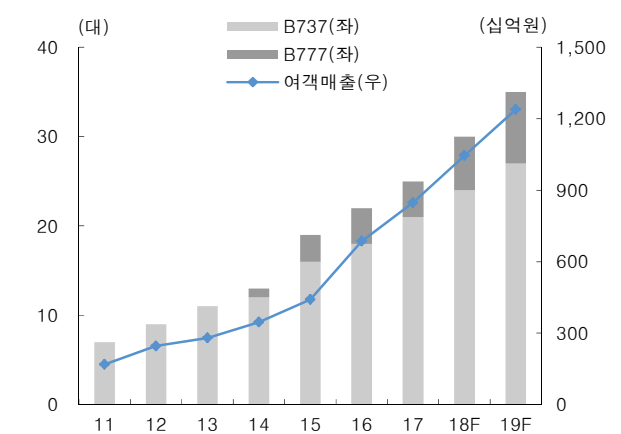
[그림 3] 늘어나는 해외여행 수요에 따른 수혜 지속되며



주: 3개월 이동평균 증가율 기준

자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 4] 올해 중대형기 2대 추가로 효율성 높아질 것



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 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 탑승률 지표

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	215	399	515	572	658
현금성자산	32	42	77	104	120
매출채권및기타채권	26	31	44	52	60
재고자산	0	0	0	1	1
비유동자산	87	99	122	174	227
투자자산	35	31	38	45	52
유형자산	41	52	64	105	147
무형자산	1	1	1	1	2
자산총계	302	498	637	747	885
유동부채	185	233	274	272	279
매입채무및기타채무	78	90	110	131	151
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	13	0	18	0	0
비유동부채	39	34	40	46	55
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	34	28	33	38	45
부채총계	224	266	314	318	334
자본금	27	30	30	30	30
자본잉여금	0	92	92	92	92
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	51	110	202	307	430
자본총계	78	232	323	429	551

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	69	125	115	139	163
당기순이익	39	74	102	118	136
유형자산감가상각비	10	17	19	27	41
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	10	18	(7)	(7)	(15)
기타	10	16	1	1	1
투자활동현금흐름	(77)	(171)	(102)	(95)	(149)
유형자산투자	(1)	(8)	(31)	(69)	(82)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(76)	(163)	(7)	(7)	(7)
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
기타	0	0	(63)	(18)	(59)
재무활동현금흐름	(23)	59	21	(17)	2
자본의증가	0	95	0	0	0
차입금의순증	(9)	(18)	31	(5)	15
배당금지급	(11)	(14)	(8)	(11)	(12)
기타	(3)	(4)	(2)	(1)	(1)
기타현금흐름	(0)	(1)	0	0	0
현금의증가	(31)	11	34	27	16

주: K-IFRS (개별) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	720	888	1,095	1,299	1,494
매출원가	621	734	905	1,074	1,235
매출총이익	99	154	190	226	260
판매관리비	47	57	57	72	83
영업이익	52	97	133	154	177
금융수익	3	5	5	6	6
이자수익	3	5	6	7	8
금융비용	3	5	5	6	7
이자비용	3	5	7	8	8
기타영업외손익	(2)	(0)	(1)	0	0
관계기업관련손익	1	0	0	0	0
세전계속사업이익	51	97	133	153	177
법인세비용	11	22	31	36	41
당기순이익	39	74	102	118	136
기타포괄이익	(2)	(1)	0	0	0
총포괄이익	37	73	102	118	136
EBITDA	62	114	153	181	218

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,457	2,722	3,398	3,924	4,523
BPS	2,886	7,727	10,775	14,298	18,372
DPS	500	250	350	400	450
성장성(%, YoY)					
매출증가율	56.0	23.4	23.3	18.7	15.0
영업이익증가율	76.2	85.4	37.7	15.3	15.0
순이익증가율	73.3	88.4	37.6	15.5	15.3
EPS증가율	73.3	86.8	24.8	15.5	15.3
EBITDA증가율	91.1	84.2	33.7	18.7	20.3
수익성(%)					
영업이익률	7.3	10.9	12.2	11.8	11.8
순이익률	5.5	8.3	9.3	9.1	9.1
EBITDA Margin	8.6	12.9	14.0	14.0	14.6
ROA	15.6	18.5	18.0	17.0	16.6
ROE	60.9	47.8	36.7	31.3	27.7
배당수익률	—	0.9	1.4	1.6	1.7
배당성향	34.3	10.1	10.3	10.2	9.9
안정성					
순차입금(십억원)	(129)	(307)	(372)	(422)	(481)
차입금/자본총계비율(%)	60.6	19.7	23.7	16.7	15.7
Valuation(X)					
PER	NM	9.7	7.6	6.6	5.7
PBR	NM	3.4	2.4	1.8	1.4
EV/EBITDA	NM	4.3	2.6	1.9	1.3

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

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



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 12일 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 돕기 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.