

진에어(272450)

상반기로 보면 선방한 실적

유류비 부담 증가로 영업이익은 컨센서스를 53% 하회

과징금 60억원 반영으로 순이익은 전년동기대비 88% 급감

성수기 모멘텀 유효하나 투자심리는 외부변수에 더 민감한 국면

Facts : 2분기 실적은 컨센서스를 크게 하회

2분기 매출액은 2,265억원으로 전년동기대비 18% 늘어난 반면 영업이익은 62억 원으로 50% 급감했다. 매출액은 컨센서스에 부합했으나 영업이익은 53% 하회했다. 유가가 가파르게 오른 반면 유류할증료를 통한 비용 전가는 기대 이하였기 때문이다. 2분기 여객공급이 9% 늘었지만 유류비는 42% 급증했다. 다만 근거리 해외여행에 대한 수요는 여전히 구조적으로 견고하다. 일본과 동남아 노선의 매출액은 각각 전년동기대비 40%, 32% 증가했다. 한편 작년 9월 인천-괌 항공편의 안전규정 위반에 대해 국토부가 올해 6월말 부과한 과징금 60억원을 영업외비용으로 반영했다. 이에 따라 순이익은 전년동기대비 88% 급감한 10억원에 그쳤다.

Pros & cons : 중대형기 운항의 효율성 향상될 전망

경쟁사들과 다르게 진에어의 국제선 운임은 전년동기대비 상승했다. 탑승률이 1%p 하락한 대신 운임방어에 더 집중했다. 또한 거리당 운임이 상대적으로 낮은 장거리노선 운항을 비수기에 최소화했다. 하와이는 2분기 내내 운휴했고 조호르바루는 6월말부터 운항을 재개했다. 진에어는 중대형기인 B777을 운영하기 때문에 이익의 변동성이 경쟁사보다 크다. 향후 장거리노선의 공급을 계절성에 맞춰 유연하게 조절하는 한편 좌석수를 줄인 B737을 대체 투입함으로써 탑승률 부담을 덜 수 있을 것이다. 4분기 B777가 2대 더 도입되면 규모의 효과 역시 커질 전망이다.

Action : 불확실성 해소되면 밸류에이션 매력 부각될 것

항공업종의 2분기 실적은 유가상승 때문에 부진했다. 최근 원/달러 환율상승과 일본 노선의 탑승률 하락이 더해져 여객수요 자체에 대한 우려로 커지고 있다. 결국 투자심리는 기업이 통제하기 어려운 유가와 환율, 연휴 등 대외변수에 더 민감한 국면이다. 여기에 진에어는 청문절차가 길어질수록 항공기 도입이 지연되고 있다. 다만 저비용항공사를 찾는 여행수요의 강세는 여전히 구조적이다. 상반기로 보면 영업이익률은 전년동기대비 0.7%p 상승했다. 3분기 성수기 수혜 및 기저효과는 여전히 유효하다. 진에어에 대해 '매수' 의견을 유지한다. 국토부 불확실성 해소 시 주가 반등여력이 최근 항공업종에 대한 우려를 뛰어넘을 것이다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 42,000원(유지)

Stock Data

| | |
|-------------------|---------------|
| KOSPI(8/10) | 2,283 |
| 주가(8/10) | 23,050 |
| 시가총액(십억원) | 692 |
| 발행주식수(백만) | 30 |
| 52주 최고/최저가(원) | 33,800/22,650 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 7,916 |
| 유동주식비율/외국인지분율(%) | 38.0/11.7 |
| 주요주주(%) | 한진칼 |
| | 60.0 |

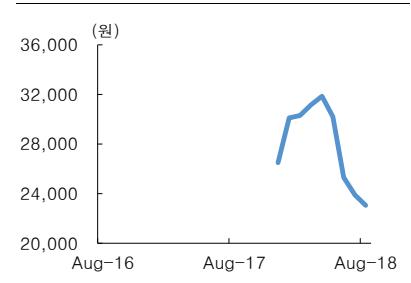
Valuation 지표

| | 2017A | 2018F | 2019F |
|--------------|-------|--------|--------|
| PER(x) | 9.7 | 7.5 | 5.9 |
| PBR(x) | 3.4 | 2.2 | 1.6 |
| ROE(%) | 47.8 | 33.9 | 32.1 |
| DY(%) | 0.9 | 1.5 | 1.7 |
| EV/EBITDA(x) | 4.3 | 2.2 | 1.5 |
| EPS(원) | 2,722 | 3,085 | 3,921 |
| BPS(원) | 7,727 | 10,462 | 13,983 |

주가상승률

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|-------------|--------|--------|------|
| 절대주가(%) | (11.5) | (27.5) | - |
| KOSPI 대비(%) | (11.0) | (24.1) | - |

주가추이



자료: WISEfn

최고운

gowoon@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

| | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18P | QoQ(%) | YoY(%) | 컨센서스 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 매출액 | 191.2 | 232.5 | 232.0 | 279.8 | 226.5 | (19.1) | 18.4 | 230.3 |
| 영업이익 | 12.5 | 31.4 | 18.9 | 53.1 | 6.2 | (88.3) | (50.0) | 13.4 |
| 영업이익률(%) | 6.5 | 13.5 | 8.1 | 19.0 | 2.8 | | | 5.8 |
| 세전이익 | 10.3 | 32.1 | 20.6 | 52.6 | 1.5 | (97.1) | (85.3) | 13.2 |
| 순이익 | 8.9 | 24.1 | 15.6 | 40.3 | 1.0 | (97.5) | (88.9) | 8.7 |

자료: FnGuide, 한국투자증권

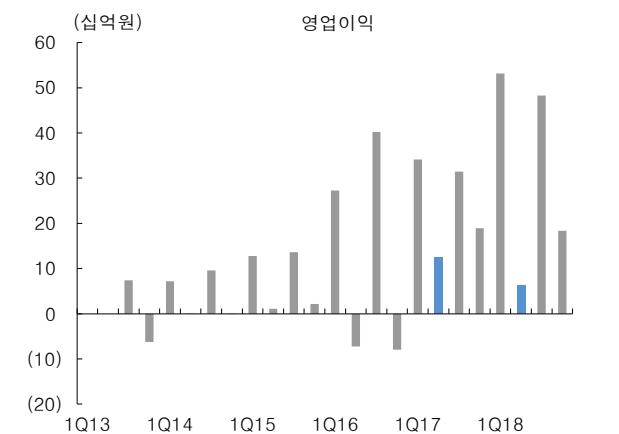
〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

| | 2017 | | | | 2018F | | | | 연간 | | | |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2QP | 3QF | 4QF | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F |
| 매출액 | 233 | 191 | 232 | 232 | 280 | 227 | 293 | 282 | 720 | 888 | 1,081 | 1,315 |
| 국내선 | 32 | 56 | 49 | 40 | 31 | 54 | 53 | 42 | 176 | 178 | 180 | 186 |
| ASK(백만 km) | 333 | 479 | 413 | 355 | 298 | 456 | 434 | 373 | 1,730 | 1,580 | 1,560 | 1,607 |
| RPK(백만 km) | 317 | 453 | 392 | 338 | 274 | 424 | 404 | 348 | 1,646 | 1,500 | 1,450 | 1,492 |
| L/F(%) | 95.2 | 94.6 | 94.9 | 95.2 | 91.9 | 93.0 | 93.1 | 93.4 | 95.1 | 94.9 | 92.9 | 92.8 |
| Yield(원) | 101 | 123 | 126 | 120 | 113 | 128 | 131 | 122 | 107 | 118 | 124 | 124 |
| 국제선 | 190 | 126 | 173 | 181 | 237 | 154 | 227 | 226 | 511 | 670 | 844 | 1,059 |
| ASK(백만 km) | 3,220 | 2,540 | 3,182 | 3,355 | 3,606 | 2,836 | 3,564 | 4,026 | 10,382 | 12,297 | 14,032 | 17,259 |
| RPK(백만 km) | 2,867 | 2,199 | 2,796 | 2,851 | 3,157 | 2,359 | 3,159 | 3,499 | 8,620 | 10,575 | 12,174 | 14,974 |
| L/F(%) | 89.0 | 86.6 | 87.9 | 85.0 | 87.5 | 83.2 | 88.7 | 86.9 | 83.0 | 86.0 | 86.8 | 86.8 |
| Yield(원) | 66 | 57 | 62 | 63 | 75 | 65 | 72 | 65 | 59 | 63 | 69 | 71 |
| 기타 | 10 | 9 | 10 | 11 | 12 | 18 | 13 | 13 | 33 | 41 | 56 | 71 |
| 매출액 증가율 | 29.3 | 31.5 | 6.0 | 32.6 | 20.3 | 18.4 | 26.0 | 21.4 | 56.0 | 23.4 | 21.7 | 21.7 |
| 국내선 | 7.5 | 9.7 | (8.2) | (2.1) | (4.0) | (2.5) | 7.1 | 5.1 | 15.7 | 1.1 | 1.6 | 2.9 |
| ASK | 2.1 | (0.2) | (13.1) | (21.1) | (10.5) | (4.8) | 5.0 | 5.0 | 17.2 | (8.7) | (1.2) | 3.0 |
| RPK | 2.6 | (1.3) | (12.7) | (21.4) | (13.6) | (6.4) | 3.0 | 3.0 | 20.1 | (8.9) | (3.3) | 2.9 |
| L/F(%p) | 0.4 | (1.1) | 0.4 | (0.3) | (3.2) | (1.6) | (1.8) | (1.8) | 2.3 | (0.2) | (2.0) | (0.1) |
| Yield | 4.8 | 11.2 | 5.2 | 24.5 | 11.1 | 4.2 | 4.0 | 2.0 | (3.6) | 10.9 | 5.1 | 0.0 |
| 국제선 | 32.8 | 47.0 | 9.8 | 45.8 | 24.6 | 22.0 | 31.1 | 25.2 | 76.5 | 31.2 | 25.9 | 25.5 |
| ASK | 21.2 | 15.3 | 15.3 | 21.5 | 12.0 | 11.7 | 12.0 | 20.0 | 102.5 | 18.4 | 14.1 | 23.0 |
| RPK | 30.3 | 29.3 | 17.4 | 22.0 | 13.0 | 10.6 | 13.0 | 22.7 | 100.3 | 22.7 | 15.1 | 23.0 |
| L/F(%p) | 6.2 | 9.4 | 1.6 | 0.4 | 0.7 | (0.8) | 0.8 | 1.9 | (0.9) | 3.0 | 0.8 | 0.0 |
| Yield | 1.9 | 13.7 | (6.4) | 19.5 | 10.3 | 10.4 | 16.0 | 2.0 | (11.9) | 7.0 | 9.4 | 2.0 |
| 기타 | 50.8 | 6.1 | 25.5 | 12.1 | 16.3 | 94.7 | 30.0 | 20.0 | 65.2 | 21.7 | 38.6 | 25.0 |
| 영업비용 | 199 | 179 | 201 | 213 | 227 | 220 | 245 | 263 | 667 | 791 | 955 | 1,162 |
| 연료유류비 | 57 | 47 | 53 | 60 | 70 | 66 | 80 | 82 | 160 | 217 | 298 | 383 |
| 기타 | 142 | 132 | 148 | 153 | 157 | 154 | 164 | 181 | 507 | 575 | 657 | 779 |
| 영업비용 증가율 | 30.0 | 17.2 | 12.2 | 16.5 | 14.1 | 23.2 | 21.7 | 23.6 | 54.6 | 18.6 | 20.6 | 21.7 |
| 연료유류비 | 71.2 | 31.5 | 17.4 | 30.1 | 22.9 | 41.6 | 50.7 | 36.3 | 43.1 | 35.3 | 37.5 | 28.5 |
| 기타 | 18.6 | 12.8 | 10.4 | 11.9 | 10.6 | 16.7 | 11.2 | 18.6 | 58.7 | 13.3 | 14.3 | 18.6 |
| 영업이익 | 34 | 12 | 31 | 19 | 53 | 6 | 48 | 18 | 52 | 97 | 126 | 153 |
| 증가율 | 25.2 | NM | (21.7) | NM | 55.8 | (50.0) | 53.5 | (2.9) | 76.2 | 85.4 | 30.0 | 21.6 |
| 영업이익률 | 14.7 | 6.5 | 13.5 | 8.1 | 19.0 | 2.8 | 16.5 | 6.5 | 7.3 | 10.9 | 11.7 | 11.6 |

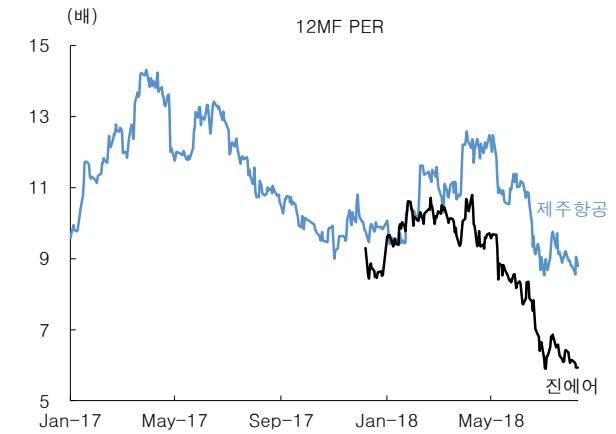
자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 1] 2분기 영업이익 전년동기대비 50% 급감했으나



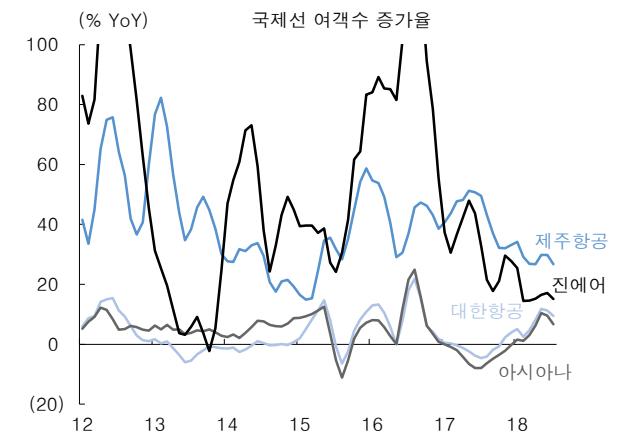
자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 2] 제주항공 대비 33% 저평가 매력 부각

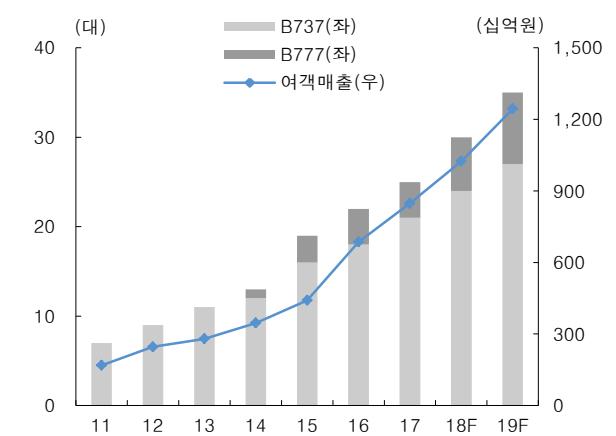


자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 3] 늘어나는 해외여행 수요에 따른 수혜 지속되며

주: 3개월 이동평균 증가율 기준
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 4] 4분기 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 | 508 | 579 | 666 |
| 현금성자산 | 32 | 42 | 76 | 105 | 121 |
| 매출채권및기타채권 | 26 | 31 | 43 | 53 | 60 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 비유동자산 | 87 | 99 | 121 | 175 | 228 |
| 투자자산 | 35 | 31 | 38 | 46 | 53 |
| 유형자산 | 41 | 52 | 64 | 105 | 147 |
| 무형자산 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 자산총계 | 302 | 498 | 630 | 755 | 894 |
| 유동부채 | 185 | 233 | 276 | 289 | 297 |
| 매입채무및기타채무 | 78 | 90 | 109 | 133 | 153 |
| 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 | 316 | 335 | 352 |
| 자본금 | 27 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 자본잉여금 | 0 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| 기타자본 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 51 | 110 | 192 | 298 | 420 |
| 자본총계 | 78 | 232 | 314 | 419 | 542 |

손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 720 | 888 | 1,081 | 1,315 | 1,512 |
| 매출원가 | 621 | 734 | 893 | 1,087 | 1,250 |
| 매출총이익 | 99 | 154 | 188 | 229 | 263 |
| 판매관리비 | 47 | 57 | 62 | 75 | 87 |
| 영업이익 | 52 | 97 | 126 | 153 | 176 |
| 금융수익 | 3 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| 이자수익 | 3 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 금융비용 | 3 | 5 | 4 | 6 | 7 |
| 이자비용 | 3 | 5 | 7 | 8 | 8 |
| 기타영업외손익 | (2) | (0) | (8) | 0 | 0 |
| 관계기업관련손익 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 51 | 97 | 121 | 153 | 176 |
| 법인세비용 | 11 | 22 | 28 | 35 | 41 |
| 당기순이익 | 39 | 74 | 93 | 118 | 136 |
| 기타포괄이익 | (2) | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 37 | 73 | 93 | 118 | 136 |
| EBITDA | 62 | 114 | 145 | 181 | 217 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 69 | 125 | 109 | 152 | 164 |
| 당기순이익 | 39 | 74 | 93 | 118 | 136 |
| 유형자산감가상각비 | 10 | 17 | 19 | 27 | 41 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산부채변동 | 10 | 18 | (4) | 6 | (14) |
| 기타 | 10 | 16 | 1 | 1 | 1 |
| 투자활동현금흐름 | (77) | (171) | (96) | (105) | (150) |
| 유형자산투자 | (1) | (8) | (31) | (69) | (82) |
| 유형자산매각 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산순증 | (76) | (163) | (6) | (8) | (7) |
| 무형자산순증 | (0) | (0) | (1) | (1) | (1) |
| 기타 | 0 | 0 | (58) | (27) | (60) |
| 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 | 33 | 30 | 16 |

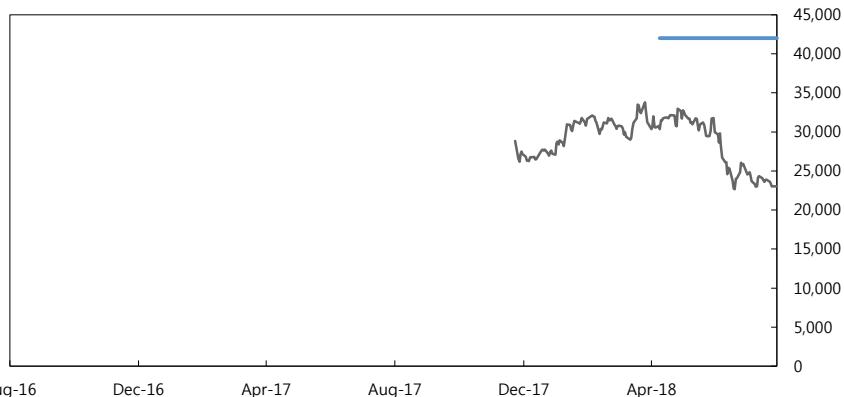
주요투자지표

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,457 | 2,722 | 3,085 | 3,921 | 4,523 |
| BPS | 2,886 | 7,727 | 10,462 | 13,983 | 18,056 |
| DPS | 500 | 250 | 350 | 400 | 450 |
| 성장성(%), YoY | | | | | |
| 매출증가율 | 56.0 | 23.4 | 21.7 | 21.7 | 15.0 |
| 영업이익증가율 | 76.2 | 85.4 | 30.0 | 21.7 | 15.0 |
| 순이익증가율 | 73.3 | 88.4 | 24.9 | 27.1 | 15.3 |
| EPS증가율 | 73.3 | 86.8 | 13.3 | 27.1 | 15.3 |
| EBITDA증가율 | 91.1 | 84.2 | 27.2 | 24.4 | 20.3 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 7.3 | 10.9 | 11.7 | 11.7 | 11.7 |
| 순이익률 | 5.5 | 8.3 | 8.6 | 8.9 | 9.0 |
| EBITDA Margin | 8.6 | 12.9 | 13.4 | 13.7 | 14.4 |
| ROA | 15.6 | 18.5 | 16.4 | 17.0 | 16.5 |
| ROE | 60.9 | 47.8 | 33.9 | 32.1 | 28.2 |
| 배당수익률 | – | 0.9 | 1.5 | 1.7 | 2.0 |
| 배당성향 | 34.3 | 10.1 | 11.3 | 10.2 | 9.9 |
| 안정성 | | | | | |
| 순차입금(십억원) | (129) | (307) | (366) | (428) | (488) |
| 차입금/자본총계비율(%) | 60.6 | 19.7 | 24.4 | 17.1 | 16.0 |
| Valuation(X) | | | | | |
| PER | NM | 9.7 | 7.5 | 5.9 | 5.1 |
| PBR | NM | 3.4 | 2.2 | 1.6 | 1.3 |
| EV/EBITDA | NM | 4.3 | 2.2 | 1.5 | 0.9 |

주: K-IFRS (개별) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

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



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 13일 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 (2018.6.30 기준)

| 매수 | 중립 | 비중축소(매도) |
|-------|-------|----------|
| 78.3% | 21.2% | 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.