

진에어(272450)

이제는 실적으로 평가받을 시점

국토교통부, 진에어 면허취소 않기로 결정

국토교통부는 진에어에 대해 항공운송사업 면허를 유지하기로 17일 결정했다. 과거 진에어의 외국인 임원 재직사실을 4월 확인하고 법률자문과 청문, 이해관계자 의견 수렴 등을 통해 면허결격 사유에 해당하는지 검토해 왔다. 진에어는 외국인 임원을 제한하는 규정간 상충이 있고, 해당 조항의 취지나 고용불안, 소비자 피해에 비추어 면허취소가 과도함을 소명했다. 그 결과 국토부는 면허취소로 달성 가능한 사회적 이익보다 항공산업 발전에 미치는 부정적 영향이 더 크다고 판단했다. 다만 갑질경영 논란에 대해서는 청문과정에서 약속한 경영문화 개선대책이 충분히 이행되었다고 판단될 때까지 신규노선 허가, 신규항공기 등록 등을 제한하기로 밝혔다.

외형 확대 가로막는 불확실성은 상존

진에어는 면허유지로 기업 영속성에 대한 우려를 떨쳐내게 됐다. 상반기 영업이익은 유가상승에도 전년동기대비 28% 증가했다. 반면 주가는 면허취소 가능성이 거론된 4월부터 발표 직전까지 36% 하락했다. 다만 국토부가 여전히 외형성장에 제동을 걸고 있어 신규노선과 여행객 확보에 뒤쳐질 수밖에 없다. 따라서 올해 30대 기단 목표를 달성할 수 있을지 불투명해 보인다. 공항슬랫 포화와 규모 경쟁력의 중요성을 감안하면 불확실성은 아직 끝나지 않았다. 17일 주가는 이를 반영해 6% 반등에 그쳤다. 2018F PER 8배에 불과해 제주항공 대비 30% 저평가받고 있다.

펀더멘털 재평가의 기반 마련돼 밸류에이션 매력 부각될 것

최근 실적부진과 기재도입 지연 영향을 반영해 목표주가를 기준 42,000원에서 36,000원으로 14% 하향한다. 목표주가는 2018F PER 12배(제주항공 2015~16년 평균에 해당)를 적용했다. 단기적으로 규모 경쟁에서 뒤쳐짐에 따라 밸류에이션에 대한 눈높이를 낮춰야 할 것이다. 다만 이를 감안해도 여전히 저평가 매력이 높다. 펀더멘털에 대한 재평가까지 걸리는 시간을 늦추겠지만, 현 주가수준에서 우려할 만한 불확실성은 아니라고 판단한다. 과도한 정부 리스크로 가려진 해외여행 확산 수혜와 중대형기 체질개선이 더 중요해 ‘매수’ 의견을 유지한다.

매수(유지)

목표주가: 36,000원(하향)

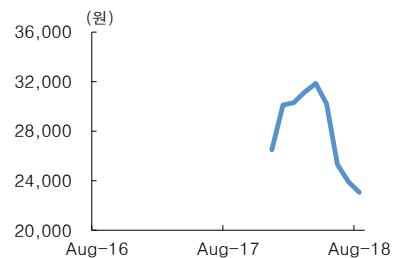
Stock Data

KOSPI(8/17)	2,247
주가(8/17)	23,050
시가총액(십억원)	692
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	33,800/21,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,136
유동주식비율/외국인지분율(%)	38.1/9.3
주요주주(%)	현진칼
	60.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.7)	(27.2)	-
KOSPI 대비(%p)	(4.5)	(20.0)	-

주가추이



자료: WISEfn

최고운

gwoon@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	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	1,059	122	91	3,039	11.6	141	7.6	2.4	2.2	33.5	1.5
2019F	1,288	148	114	3,797	24.9	176	6.1	1.6	1.7	31.3	1.7
2020F	1,482	171	131	4,379	15.3	212	5.3	1.0	1.3	27.8	2.0

〈표 1〉 목표주가 36,000원으로 하향

(단위: 십억원, 배, 백만주, 원, %)

구분	내용	비고
2018F 지배주주순이익(A)	91	
목표 PER(B)	12.0	제주항공 2015~16년 평균
기업가치(C=A*B)	1,094	
유통주식수(D)	30,000	
목표주가(C/D)	36,462	기준 42,000원에서 14% 하향
현재주가	23,050	8/17(금) 주가
상승여력	56.2	

자료: 한국투자증권

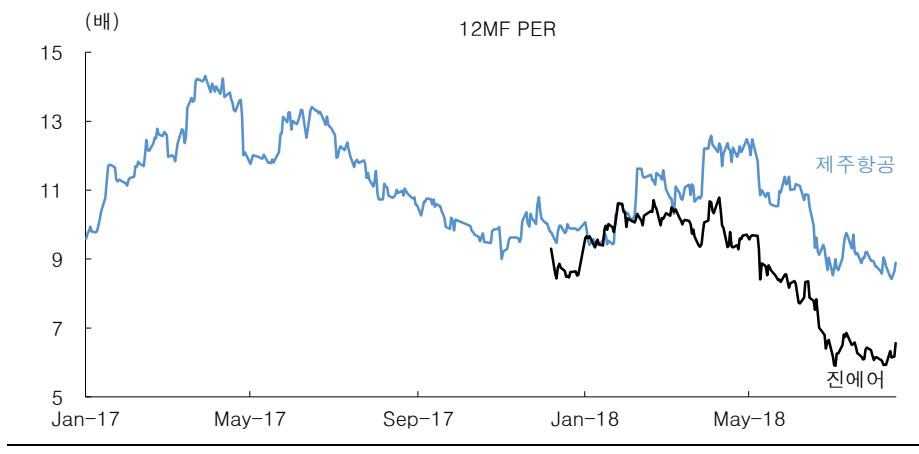
〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	233	191	232	232	280	227	292	261	720	888	1,059	1,288
국내선	32	56	49	40	31	54	52	42	176	178	179	184
ASK(백만 km)	333	479	413	355	298	456	425	366	1,730	1,580	1,545	1,591
RPK(백만 km)	317	453	392	338	274	424	396	341	1,646	1,500	1,435	1,477
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	207	511	670	825	1,035
ASK(백만 km)	3,220	2,540	3,182	3,355	3,606	2,836	3,564	3,691	10,382	12,297	13,696	16,846
RPK(백만 km)	2,867	2,199	2,796	2,851	3,157	2,359	3,159	3,202	8,620	10,575	11,878	14,610
L/F(%)	89.0	86.6	87.9	85.0	87.5	83.2	88.7	86.8	83.0	86.0	86.7	86.7
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	70
매출액 증가율	29.3	31.5	6.0	32.6	20.3	18.4	25.5	12.6	56.0	23.4	19.2	21.6
국내선	7.5	9.7	(8.2)	(2.1)	(4.0)	(2.5)	5.0	3.0	15.7	1.1	0.6	2.9
ASK	2.1	(0.2)	(13.1)	(21.1)	(10.5)	(4.8)	3.0	3.0	17.2	(8.7)	(2.2)	3.0
RPK	2.6	(1.3)	(12.7)	(21.4)	(13.6)	(6.4)	1.0	1.0	20.1	(8.9)	(4.3)	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	14.6	76.5	31.2	23.1	25.5
ASK	21.2	15.3	15.3	21.5	12.0	11.7	12.0	10.0	102.5	18.4	11.4	23.0
RPK	30.3	29.3	17.4	22.0	13.0	10.6	13.0	12.3	100.3	22.7	12.3	23.0
L/F(%p)	6.2	9.4	1.6	0.4	0.7	(0.8)	0.8	1.8	(0.9)	3.0	0.7	0.0
Yield	1.9	13.7	(6.4)	19.5	10.3	10.4	16.0	2.0	(11.9)	7.0	9.6	2.0
기타	50.8	6.1	25.5	12.1	16.3	94.7	30.0	15.0	65.2	21.7	37.2	25.0
영업비용	199	179	201	213	227	220	244	246	667	791	937	1,140
연료유류비	57	47	53	60	70	66	80	76	160	217	291	374
기타	142	132	148	153	157	154	164	170	507	575	646	766
영업비용 증가율	30.0	17.2	12.2	16.5	14.1	23.2	21.4	15.5	54.6	18.6	18.4	21.6
연료유류비	71.2	31.5	17.4	30.1	22.9	41.6	50.4	25.7	43.1	35.3	34.5	28.5
기타	18.6	12.8	10.4	11.9	10.6	16.7	11.0	11.5	58.7	13.3	12.4	18.6
영업이익	34	12	31	19	53	6	48	15	52	97	122	148
증가율	25.2	NM	(21.7)	NM	55.8	(50.0)	51.8	(20.7)	76.2	85.4	26.0	21.5
영업이익률	14.7	6.5	13.5	8.1	19.0	2.8	16.4	5.7	7.3	10.9	11.5	11.5

자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 1] 여전히 이익모멘텀 대비 과도한 저평가 국면



자료: Quantwise, 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	498	567	653
현금성자산	32	42	74	103	119
매출채권및기타채권	26	31	42	52	59
재고자산	0	0	0	1	1
비유동자산	87	99	120	174	226
투자자산	35	31	37	45	51
유형자산	41	52	64	105	147
무형자산	1	1	1	1	2
자산총계	302	498	618	741	878
유동부채	185	233	266	281	292
매입채무및기타채무	78	90	107	130	149
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	306	327	346
자본금	27	30	30	30	30
자본잉여금	0	92	92	92	92
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	51	110	191	293	411
자본총계	78	232	312	414	532

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	69	125	99	150	162
당기순이익	39	74	91	114	131
유형자산감가상각비	10	17	19	27	41
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	10	18	(12)	8	(11)
기타	10	16	1	1	1
투자활동현금흐름	(77)	(171)	(88)	(105)	(148)
유형자산투자	(1)	(8)	(31)	(69)	(82)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(76)	(163)	(6)	(8)	(7)
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
기타	0	0	(51)	(27)	(58)
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	32	29	15

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

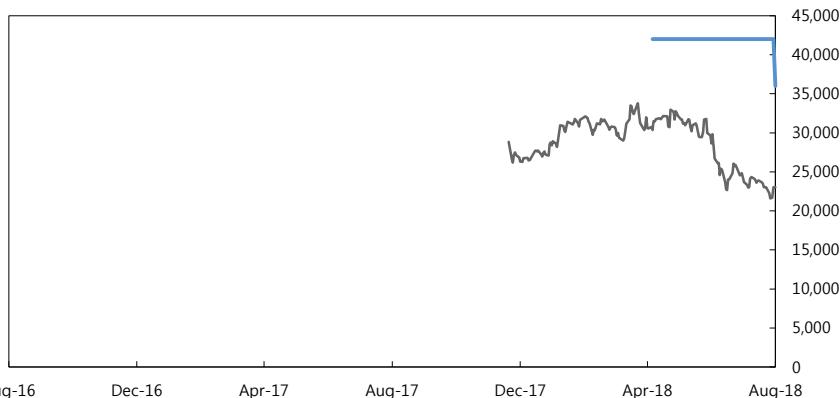
	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액		720	888	1,059	1,288
매출원가		621	734	875	1,065
매출총이익		99	154	184	224
판매관리비		47	57	62	75
영업이익		52	97	122	148
금융수익		3	5	8	6
이자수익		3	5	6	7
금융비용		3	5	4	6
이자비용		3	5	7	8
기타영업외손익		(2)	(0)	(8)	0
관계기업관련손익		1	0	0	0
세전계속사업이익		51	97	119	148
법인세비용		11	22	28	34
당기순이익		39	74	91	114
기타포괄이익		(2)	(1)	0	0
총포괄이익		37	73	91	114
EBITDA		62	114	141	176

주요투자지표

	(단위: 원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,457	2,722	3,039	3,797	4,379
BPS	2,886	7,727	10,415	13,812	17,741
DPS	500	250	350	400	450
성장성(%), YoY					
매출증가율	56.0	23.4	19.2	21.6	15.0
영업이익증가율	76.2	85.4	26.0	21.5	15.0
순이익증가율	73.3	88.4	23.0	24.9	15.3
EPS증가율	73.3	86.8	11.6	24.9	15.3
EBITDA증가율	91.1	84.2	23.8	24.3	20.5
수익성(%)					
영업이익률	7.3	10.9	11.5	11.5	11.5
순이익률	5.5	8.3	8.6	8.8	8.9
EBITDA Margin	8.6	12.9	13.4	13.7	14.3
ROA	15.6	18.5	16.3	16.8	16.2
ROE	60.9	47.8	33.5	31.3	27.8
배당수익률	–	0.9	1.5	1.7	2.0
배당성향	34.3	10.1	11.5	10.5	10.3
안정성					
순차입금(십억원)	(129)	(307)	(358)	(418)	(476)
차입금/자본총계비율(%)	60.6	19.7	24.5	17.3	16.3
Valuation(X)					
PER	NM	9.7	7.6	6.1	5.3
PBR	NM	3.4	2.2	1.7	1.3
EV/EBITDA	NM	4.3	2.4	1.6	1.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
진에어(272450)	2018.04.24	매수	42,000원	-34.6	-21.5
	2018.08.19	매수	36,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 19일 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.