

진에어(272450)

난기류의 끝이 보인다

난기류의 연속, 상장 이후 호된 신고식

진에어에게 가혹한 한 해가 흘러가고 있다. 오너일가 리스크는 유례없는 면허취소 위기로 변졌다. 8월 국토교통부는 진에어의 면허를 유지했지만 경영문화가 개선되기까지 항공기 도입을 제한할 방침이다. 그 사이 1분기 호실적은 주가에 반영되지 못한 채 지나갔다. 이제는 2분기 부진과 기대에 못 미치는 성수기 효과를 걱정해야 한다. 유가와 환율이 오르는 가운데 매출의 24%를 차지하는 일본노선은 폭염과 태풍 영향으로 부진하다. 길게 보더라도 여행수요를 선점하고 규모의 경제를 확보하려는 저비용항공사 간 경쟁이 심화되는데, 진에어는 정부규제에 발목이 붙잡혔다. 이에 따라 주가는 연초대비 23% 하락해 2018F PER 8배에 불과하다.

주가 하방 경직성 높지만 항공업종에 대한 우려도 커져

해외여행 수요의 구조적 강세와 대한항공과의 시너지가 가능한 2위 저비용항공사로서의 시장 지위를 감안하면 과도한 저평가 국면이다. 다만 저평가는 진에어만의 문제가 아니다. 진에어를 제외한 항공 3사의 합산 시총도 6월 이후 15% 줄었다. 업종 전반적으로 단기 실적에 대한 기대감은 낮고 환율 등 비우호적인 대외환경이 더 우려되기 때문이다. 경쟁사인 제주항공 대비 PER 할인폭은 2분기 실적발표 당시 33%에서 최근 17%로 좁혀졌다. 제주항공의 주가도 최근 부진했는데 순이익 컨센서스는 유가와 환 헤지 효과 덕분에 비교적 견조했던 결과다.

목표주가 하향하나 내년까지 길게 보면 매수 관점 유효

결국 진에어는 주가의 하방 경직성이 가장 높지만, 업종 자체에 대한 투자심리가 먼저 회복되지 않으면 업사이드 역시 제한적일 것이다. 일본노선의 부진과 유가 상승 부담을 반영해 3분기 영업이익 전망치를 25% 하향조정했다. 그 결과 목표주가를 기존 36,000원에서 32,000원으로 11% 낮춘다. 다만 해외여행 확산에 따른 수혜는 유효해 '매수' 의견을 유지한다. 내년까지 길게 보면 주가를 억누르는 악재들은 기저효과를 만들 것이다. 일본 여행수요는 4분기로 이연되며 단기적으로 공급을 못 늘리는 만큼 운임인상에 집중함으로써 이익을 지켜낼 전망이다.

	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	1,037	113	82	2,746	0.9	132	7.8	2.2	2.1	30.8	1.6
2019F	1,262	139	107	3,554	29.4	166	6.0	1.4	1.6	30.4	1.9
2020F	1,451	160	123	4,100	15.4	201	5.2	0.9	1.3	27.1	2.1

매수(유지)

목표주가: 32,000원(하향)

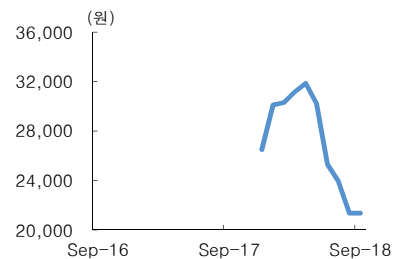
Stock Data

KOSPI(9/18)	2,309
주가(9/18)	21,350
시가총액(십억원)	641
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	33,800/20,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,793
유통주식비율/외국인지분율(%)	38.1/6.3
주요주주(%)	한진칼 60.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.4)	(30.7)	-
KOSPI 대비(%p)	(10.1)	(23.3)	-

주가추이



자료: WISEFn

최고운

gowoon@truefriend.com

〈표 1〉 목표주가 32,000원으로 하향

(단위: 십억원, 배, 백만주, 원)

구분	내용	비고
2018F 지배주주순이익(A)	82	
목표 PER(B)	12.0	제주항공 2015~16년 평균
기업가치(C=A*B)	989	
유통주식수(D)	30,000	
목표주가(C/D)	32,954	기존 36,000원에서 11% 하향
현재주가	21,400	9/19(수) 주가
상승여력	49.5%	

자료: 한국투자증권

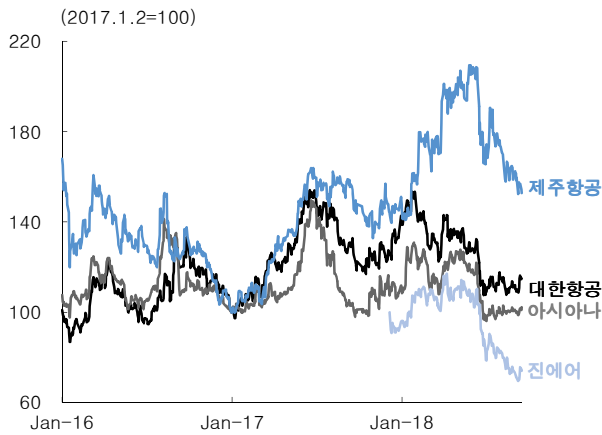
〈표 2〉 실적 전망

(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	273	258	720	888	1,037	1,262
국내선	32	56	49	40	31	54	49	40	176	178	174	179
ASK(백만 km)	333	479	413	355	298	456	392	341	1,730	1,580	1,487	1,532
RPK(백만 km)	317	453	392	338	274	424	368	321	1,646	1,500	1,388	1,428
L/F(%)	95.2	94.6	94.9	95.2	91.9	93.0	93.9	94.2	95.1	94.9	93.3	93.2
Yield(원)	101	123	126	120	113	128	132	126	107	118	125	125
국제선	190	126	173	181	237	154	211	205	511	670	807	1,013
ASK(백만 km)	3,220	2,540	3,182	3,355	3,606	2,836	3,437	3,623	10,382	12,297	13,502	16,607
RPK(백만 km)	2,867	2,199	2,796	2,851	3,157	2,359	3,020	3,079	8,620	10,575	11,615	14,286
L/F(%)	89.0	86.6	87.9	85.0	87.5	83.2	87.9	85.0	83.0	86.0	86.0	86.0
Yield(원)	66	57	62	63	75	65	70	66	59	63	69	71
기타	10	9	10	11	12	18	12	13	33	41	56	70
매출액 증가율	29.3	31.5	6.0	32.6	20.3	18.4	17.2	11.3	56.0	23.4	16.7	21.6
국내선	7.5	9.7	(8.2)	(2.1)	(4.0)	(2.5)	(1.3)	(0.2)	15.7	1.1	(1.9)	2.9
ASK	2.1	(0.2)	(13.1)	(21.1)	(10.5)	(4.8)	(5.0)	(4.0)	17.2	(8.7)	(5.9)	3.0
RPK	2.6	(1.3)	(12.7)	(21.4)	(13.6)	(6.4)	(6.0)	(5.0)	20.1	(8.9)	(7.5)	2.9
L/F(%p)	0.4	(1.1)	0.4	(0.3)	(3.2)	(1.6)	(1.0)	(1.0)	2.3	(0.2)	(1.6)	(0.1)
Yield	4.8	11.2	5.2	24.5	11.1	4.2	5.0	5.0	(3.6)	10.9	6.0	0.0
국제선	32.8	47.0	9.8	45.8	24.6	22.0	22.0	13.4	76.5	31.2	20.4	25.5
ASK	21.2	15.3	15.3	21.5	12.0	11.7	8.0	8.0	102.5	18.4	9.8	23.0
RPK	30.3	29.3	17.4	22.0	13.0	10.6	8.0	8.0	100.3	22.7	9.8	23.0
L/F(%p)	6.2	9.4	1.6	0.4	0.7	(0.8)	0.0	0.0	(0.9)	3.0	0.0	0.0
Yield	1.9	13.7	(6.4)	19.5	10.3	10.4	13.0	5.0	(11.9)	7.0	9.6	2.0
기타	50.8	6.1	25.5	12.1	16.3	94.7	25.0	20.0	65.2	21.7	37.3	25.0
영업비용	199	179	201	213	227	220	236	241	667	791	924	1,123
연료유류비	57	47	53	60	70	66	79	76	160	217	291	364
기타	142	132	148	153	157	154	157	165	507	575	634	759
영업비용 증가율	30.0	17.2	12.2	16.5	14.1	23.2	17.6	13.2	54.6	18.6	16.8	21.4
연료유류비	71.2	31.5	17.4	30.1	22.9	41.6	48.3	26.4	43.1	35.3	34.2	25.0
기타	18.6	12.8	10.4	11.9	10.6	16.7	6.5	7.9	58.7	13.3	10.3	19.8
영업이익	34	12	31	19	53	6	36	17	52	97	113	139
증가율	25.2	NM	(21.7)	NM	55.8	(50.0)	15.0	(9.2)	76.2	85.4	16.3	23.3
영업이익률	14.7	6.5	13.5	8.1	19.0	2.8	13.3	6.6	7.3	10.9	10.9	11.0

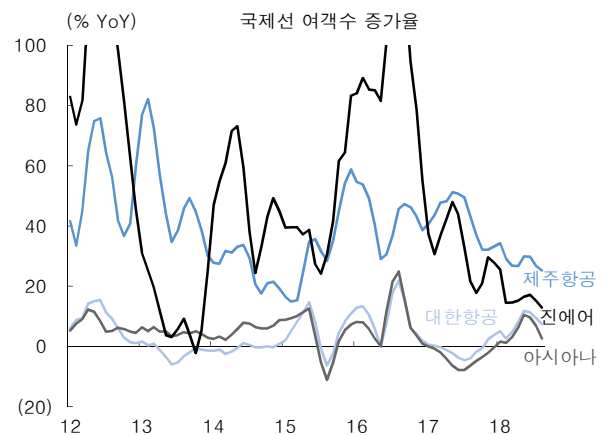
자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 1] 6월 이후 항공 4사의 시총은 17% 감소



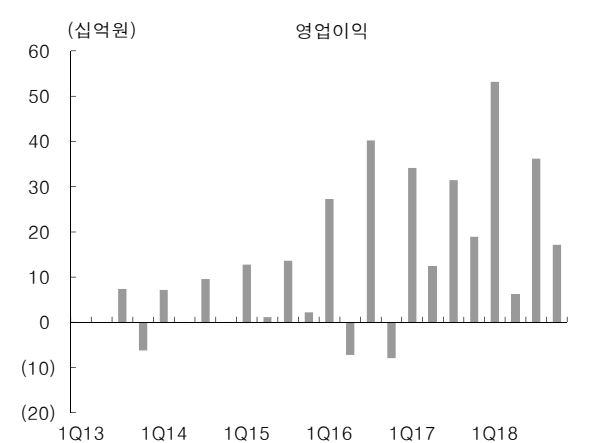
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] 여객증가 둔화에 대한 과도한 우려는 투자기회



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

[그림 3] 진에어의 단기 실적모멘텀은 약하지만



자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 4] 제주항공 대비 저평가 매력 부각



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	488	556	639
현금성자산	32	42	73	101	116
매출채권및기타채권	26	31	41	50	58
재고자산	0	0	0	1	1
비유동자산	87	99	119	172	224
투자자산	35	31	36	44	50
유형자산	41	52	64	105	147
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	302	498	607	728	863
유동부채	185	233	263	284	301
매입채무및기타채무	78	90	105	127	146
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	13	0	18	0	0
비유동부채	39	34	40	46	54
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	34	28	33	38	45
부채총계	224	266	303	330	355
자본금	27	30	30	30	30
자본잉여금	0	92	92	92	92
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	51	110	182	277	386
자본총계	78	232	304	398	508

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	69	125	89	149	161
당기순이익	39	74	82	107	123
유형자산감가상각비	10	17	19	27	41
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	10	18	(13)	14	(4)
기타	10	16	1	1	1
투자활동현금흐름	(77)	(171)	(79)	(104)	(147)
유형자산투자	(1)	(8)	(31)	(69)	(82)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(76)	(163)	(5)	(8)	(7)
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
기타	0	0	(43)	(26)	(57)
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	30	28	15

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

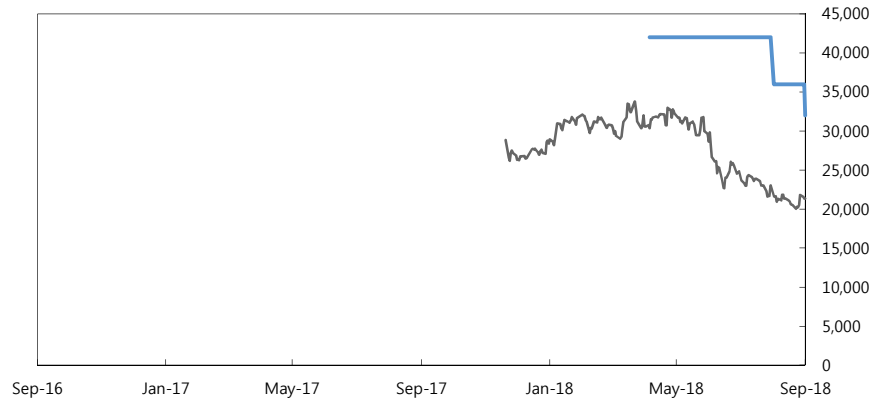
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	720	888	1,037	1,262	1,451
매출원가	621	734	857	1,042	1,199
매출총이익	99	154	180	219	252
판매관리비	47	57	68	80	92
영업이익	52	97	113	139	160
금융수익	3	5	6	6	6
이자수익	3	5	6	7	8
금융비용	3	5	4	6	7
이자비용	3	5	7	8	8
기타영업외손익	(2)	(0)	(8)	0	0
관계기업관련손익	1	0	0	0	0
세전계속사업이익	51	97	108	138	160
법인세비용	11	22	25	32	37
당기순이익	39	74	82	107	123
기타포괄이익	(2)	(1)	0	0	0
총포괄이익	37	73	82	107	123
EBITDA	62	114	132	166	201

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 (원)					
EPS	1,457	2,722	2,746	3,554	4,100
BPS	2,886	7,727	10,123	13,277	16,927
DPS	500	250	350	400	450
성장성 (% YoY)					
매출증가율	56.0	23.4	16.7	21.6	15.0
영업이익증가율	76.2	85.4	16.3	23.3	15.0
순이익증가율	73.3	88.4	11.2	29.4	15.4
EPS증가율	73.3	86.8	0.9	29.4	15.4
EBITDA증가율	91.1	84.2	15.5	26.0	20.8
수익성 (%)					
영업이익률	7.3	10.9	10.9	11.0	11.0
순이익률	5.5	8.3	7.9	8.5	8.5
EBITDA Margin	8.6	12.9	12.7	13.2	13.9
ROA	15.6	18.5	14.9	16.0	15.5
ROE	60.9	47.8	30.8	30.4	27.1
배당수익률	-	0.9	1.6	1.9	2.1
배당성향	34.3	10.1	12.7	11.3	11.0
안정성					
순차입금(십억원)	(129)	(307)	(349)	(408)	(465)
차입금/자본총계비율(%)	60.6	19.7	25.2	18.0	17.1
Valuation(X)					
PER	NM	9.7	7.8	6.0	5.2
PBR	NM	3.4	2.1	1.6	1.3
EV/EBITDA	NM	4.3	2.2	1.4	0.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
진에어(272450)	2018.04.24	매수	42,000원	-34.6	-21.5
	2018.08.20	매수	36,000원	-41.4	-39.3
	2018.09.19	매수	32,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 9월 19일 현재 진에어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 높게 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.