

진에어(272450)

난기류에 흔들

유가 상승과 일본 자연재해 영향으로 영업이익은 컨센서스 8% 하회
진에어 고유의 중대형기 경쟁력 온전히 발휘하기 어려운 상황이나
우려 요인 하나 둘 해소되어 감에 따라 밸류에이션 매력 부각될 전망

Facts : 3분기 실적은 컨센서스를 하회

매출액은 2,755억원으로 전년동기대비 18.5% 늘어난 반면 영업이익은 257억원으로 18.4% 줄었다. 영업이익은 지난 한달간 11% 하향조정된 컨센서스를 8% 하회했다. 우려했던 대로 유가가 가파르게 올랐고 일본 노선은 폭염과 태풍 등 연이은 자연재해 영향으로 부진했기 때문이다. 3분기 평균 항공유 가격이 전년동기 대비 40% 올라 유류비는 51% 급증했다. 국제선 여객운임은 13% 올랐지만 유류 할증료를 제외한 순수 티켓가격의 상승폭은 제한적이었다. 여기에 중대형기인 B777 기종이 투입됐던 조호로바루의 여객수요가 기대에 못 미쳤다. 결국 불확실성 높은 영업환경 속에서 B777 기종의 장점을 살리지 못한 것이다.

Pros & cons : 4분기 항공기 늘리지 못해 운임 제고에 힘쓸 전망

정부는 진에어의 항공기 도입과 신규노선 취항을 제한하고 있다. 하반기 4대를 도입하려던 계획은 해를 넘겨 정부가 제재를 풀어주기까지 기다려야 할 것이다. 유가가 더 부담스러운 수준으로 오르기 전에 규모를 충분히 키워야 하는 상황에서 점차 1위 저비용항공사인 제주항공과의 격차가 벌어지고 있다. 특히 수도권 공항의 슬랏은 점차 포화되어 가는데 경쟁사 대비 지방공항 노선확보에도 뒤쳐질 수밖에 없다. 하지만 단기적으로는 항공기를 도입 못하는 만큼 탑승률보다 수익성 중심의 영업에 주력할 것이다. 또한 12월로 넘어가면 진에어가 강점을 보이는 동남아 노선의 성수기에 접어들어 경쟁사 대비 4분기 수익성 방어에 유리할 전망이다.

Action : 항공업종 둘러싼 부정적 우려 완화되는 국면

최근 유가 하락으로 항공업종에 대한 투자관심이 회복되고 있다. 3분기 실적은 당초 기대를 하회했지만, 이례적인 돌발변수 속에서도 여객수요의 강세가 유지된 점이 더 중요하다. 반면 하반기 항공주 조정은 수요 둔화 가능성에 대한 우려가 과도하게 반영되었다. 이제 일본 노선이 정상화됨에 따라 밸류에이션 매력이 부각되는 국면이다. 정부의 제재가 해소될 경우 단기 주가 반등여력도 높다는 점에서 '매수' 의견과 목표주가 28,000원(12MF PER 11배 적용)을 유지한다. 다만 중대형기의 비효율성이 재차 커지는 상황이라 경쟁사 대비 디스카운트가 불가피해 보인다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 28,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/14)	2,068
주가(11/14)	20,950
시가총액(십억원)	629
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저(가원)	33,800/17,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,004
유동주식비율/외국인지분율(%)	38.1/5.1
주요주주(%)	한진칼 60.0

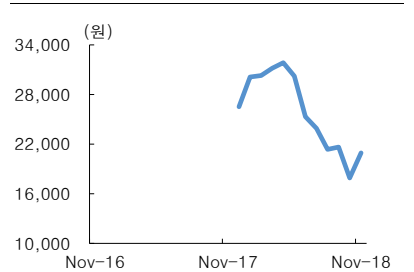
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	9.7	8.8	6.9
PBR(x)	3.4	2.1	1.7
ROE(%)	47.8	27.3	27.4
DY(%)	0.9	1.7	1.9
EV/EBITDA(x)	4.3	2.3	1.6
EPS(원)	2,722	2,386	3,032
BPS(원)	7,727	9,763	12,395

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.3	(35.9)	-
KOSPI 대비(%p)	16.7	(19.5)	-

주가추이



자료: FnGuide

최고운

gowoon@truefriend.com

<표 1> 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	232.4	232.0	279.8	226.5	275.5	21.6	18.5	267.7
영업이익	31.4	18.9	53.1	6.2	25.7	314.5	(18.4)	28.3
영업이익률(%)	13.5	8.1	19.0	2.7	9.3			10.6
세전이익	32.1	20.629	52.6	1.5	26.8	1,686.7	(16.5)	20.0
순이익	24.1	15.6	40.3	1.0	18.7	1,770.0	(22.4)	18.8

자료: 한국투자증권

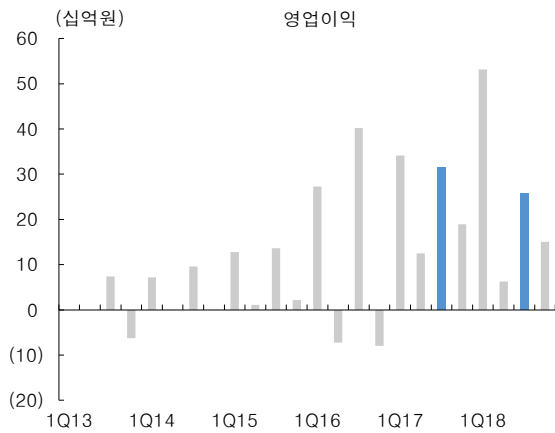
<표 2> 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	233	191	232	232	280	227	276	267	720	888	1,049	1,242
국내선	32	56	49	40	31	55	44	39	176	178	170	174
ASK(백만 km)	333	479	413	355	298	456	377	341	1,730	1,580	1,472	1,516
RPK(백만 km)	317	453	392	338	274	424	347	321	1,646	1,500	1,366	1,400
L/F(%)	95.2	94.6	94.9	95.2	91.9	93.0	92.0	94.2	95.1	94.9	92.8	92.4
Yield(원)	101	123	126	120	113	130	128	122	107	118	124	124
국제선	190	126	173	181	237	155	217	212	511	670	821	992
ASK(백만 km)	3,220	2,540	3,182	3,355	3,606	2,836	3,725	3,758	10,382	12,297	13,925	16,431
RPK(백만 km)	2,867	2,199	2,796	2,851	3,157	2,359	3,037	3,136	8,620	10,511	11,689	13,846
L/F(%)	89.0	86.6	87.9	85.0	87.5	83.2	81.5	83.5	83.0	85.5	83.9	84.3
Yield(원)	66	57	62	63	75	66	71	68	59	64	70	72
기타	10	9	10	11	12	17	14	16	33	41	58	76
매출액 증가율	29.3	31.5	6.0	32.6	20.3	18.4	18.5	15.1	56.0	23.4	18.1	18.4
국내선	7.5	9.7	(8.2)	(2.1)	(4.0)	(0.7)	(9.7)	(3.1)	15.7	1.1	(4.4)	2.5
ASK	2.1	(0.2)	(13.1)	(21.1)	(10.5)	(4.8)	(8.7)	(4.0)	17.2	(8.7)	(6.8)	3.0
RPK	2.6	(1.3)	(12.7)	(21.4)	(13.6)	(6.4)	(11.5)	(5.0)	20.1	(8.9)	(8.9)	2.5
L/F(%p)	0.4	(1.1)	0.4	(0.3)	(3.2)	(1.6)	(2.9)	(1.0)	2.3	(0.2)	(2.1)	(0.5)
Yield	4.8	11.2	5.2	24.5	11.1	6.0	2.0	2.0	(3.6)	10.9	5.0	0.0
국제선	32.8	47.0	9.8	45.8	24.6	22.5	25.1	17.7	76.5	31.2	22.5	20.8
ASK	21.2	15.3	15.3	21.5	12.0	11.7	17.1	12.0	102.5	18.4	13.2	18.0
RPK	30.3	29.3	17.4	22.0	13.0	10.6	11.2	10.0	100.3	21.9	11.2	18.5
L/F(%p)	6.2	9.4	1.6	0.4	0.7	(0.8)	(4.3)	(1.5)	(0.9)	2.4	(1.5)	0.3
Yield	1.9	13.7	(6.4)	19.5	10.3	10.8	12.6	7.0	(11.9)	7.6	10.1	2.0
기타	50.8	6.1	25.5	12.1	16.3	78.2	43.1	40.0	65.2	21.7	43.4	30.0
영업비용	199	179	201	213	227	220	250	252	667	791	949	1,123
연료유류비	57	47	53	60	70	65	81	80	160	217	296	371
기타	142	132	148	153	87	83	93	92	507	575	653	752
영업비용 증가율	30.0	17.2	12.2	16.5	14.1	23.2	24.3	18.3	54.6	18.6	19.9	18.3
연료유류비	71.2	31.5	17.4	30.1	22.9	39.7	52.6	33.3	43.1	35.3	36.7	25.3
기타	18.6	12.8	10.4	11.9	7.1	13.8	13.8	13.0	58.7	13.3	13.5	15.2
영업이익	34	12	31	19	53	6	26	15	52	97	100	119
증가율	25.2	NM	(21.7)	NM	55.8	(50.0)	(18.4)	(20.5)	76.2	85.4	3.2	18.6
영업이익률	14.7	6.5	13.5	8.1	19.0	2.8	9.3	5.6	7.3	10.9	9.5	9.6

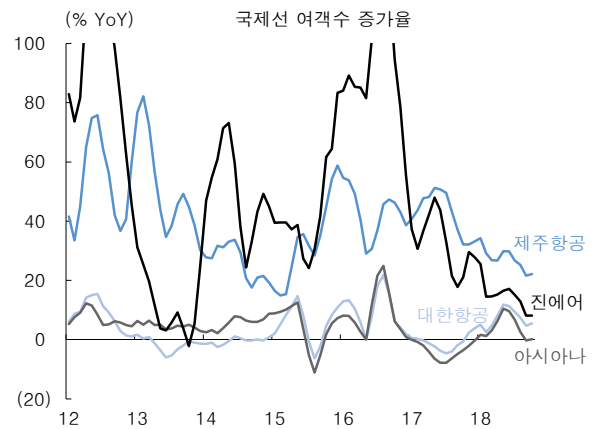
자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 1] 3분기 영업이익 전년동기대비 18% 감소



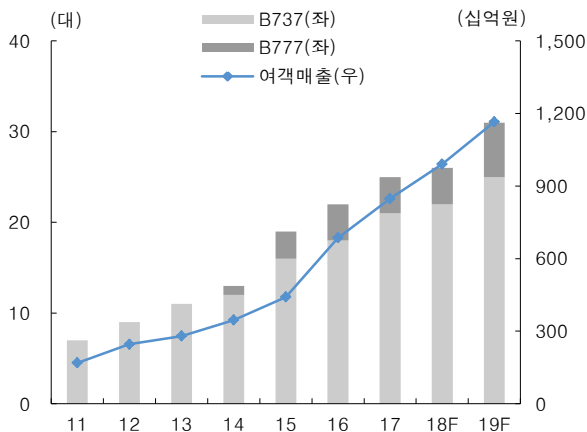
자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 2] 다만 여객수요 둔화에 대한 우려는 과도



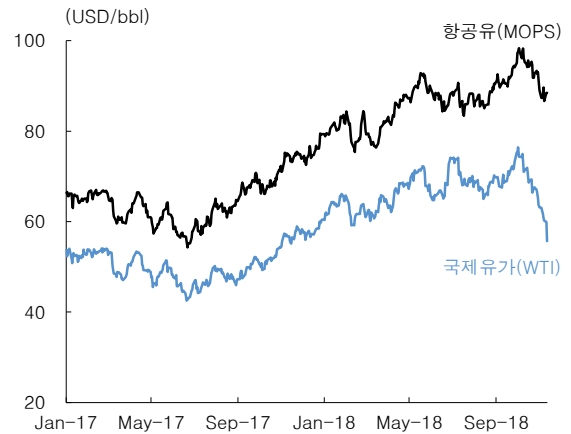
주: 3개월 이동평균
자료: 한국공항공사, 한국투자증권

[그림 3] 제재 풀릴 경우 단기 저평가 매력 부각될 것



자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 4] 유가 하락 안정화될 경우 이익 모멘텀 재개



자료: Datastream, 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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	215	399	493	547	629
현금성자산	32	42	73	99	114
매출채권및기타채권	26	31	42	50	57
재고자산	0	0	0	1	1
비유동자산	87	99	119	171	223
투자자산	35	31	36	43	50
유형자산	41	52	64	105	147
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	302	498	613	718	852
유동부채	185	233	280	300	335
매입채무및기타채무	78	90	106	125	144
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	320	346	389
자본금	27	30	30	30	30
자본잉여금	0	92	92	92	92
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	51	110	171	250	342
자본총계	78	232	293	372	463

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	69	125	94	135	159
당기순이익	39	74	72	91	105
유형자산감가상각비	10	17	19	27	41
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	10	18	3	16	12
기타	10	16	0	1	1
투자활동현금흐름	(77)	(171)	(84)	(93)	(146)
유형자산투자	(1)	(8)	(31)	(69)	(82)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(76)	(163)	(5)	(7)	(6)
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
기타	0	0	(48)	(16)	(57)
재무활동현금흐름	(23)	59	21	(17)	2
자본의증가	0	NM	0	0	0
차입금의순증	(9)	(18)	31	(5)	15
배당금지급	(11)	(14)	(8)	(11)	(12)
기타	(3)	91	(2)	(1)	(1)
기타현금흐름	(0)	(1)	0	0	0
현금의증가	(31)	11	31	26	15

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

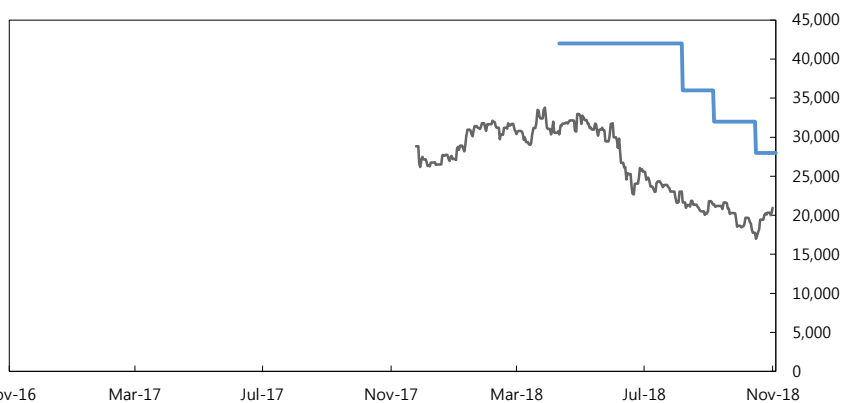
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	720	888	1,049	1,242	1,428
매출원가	621	734	867	1,026	1,180
매출총이익	99	154	182	216	248
판매관리비	47	57	82	97	112
영업이익	52	97	100	119	136
금융수익	3	5	9	6	6
이자수익	3	5	6	7	8
금융비용	3	5	3	6	7
이자비용	3	5	7	8	8
기타영업외손익	(2)	(0)	(9)	0	0
관계기업관련손익	1	0	0	0	0
세전계속사업이익	51	97	97	118	136
법인세비용	11	22	26	27	31
당기순이익	39	74	72	91	105
기타포괄이익	(2)	(1)	0	0	0
총포괄이익	37	73	72	91	105
EBITDA	62	114	119	146	178

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,457	2,722	2,386	3,032	3,497
BPS	2,886	7,727	9,763	12,395	15,441
DPS	500	250	350	400	450
성장성(%, YoY)					
매출증가율	56.0	23.4	18.1	18.4	15.0
영업이익증가율	76.2	85.4	3.2	18.6	15.0
순이익증가율	73.3	88.4	(3.4)	27.1	15.3
EPS증가율	73.3	86.8	(12.3)	27.1	15.3
EBITDA증가율	91.1	84.2	4.5	22.3	21.6
수익성(%)					
영업이익률	7.3	10.9	9.5	9.6	9.6
순이익률	5.5	8.3	6.8	7.3	7.3
EBITDA Margin	8.6	12.9	11.4	11.8	12.4
ROA	15.6	18.5	12.9	13.7	13.4
ROE	60.9	47.8	27.3	27.4	25.1
배당수익률	NM	0.9	1.7	1.9	2.1
배당성향	34.3	10.1	14.7	13.2	12.9
안정성					
순차입금(십억원)	(129)	(307)	(353)	(400)	(456)
차입금/자본총계비율(%)	60.6	19.7	26.2	19.3	18.7
Valuation(X)					
PER	NM	9.7	8.8	6.9	6.0
PBR	NM	3.4	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	NM	4.3	2.3	1.6	1.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				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	-38.6	-32.3
	2018.10.29	매수	28,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 15일 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 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.