

# 진에어(272450)

## 성수기에 번 만큼 비수기에 잃은 셈

외형이 기대 이상으로 둔화되면서 2년 만에 영업적자 기록  
국토부 제재 탓에 공급 정체된 가운데 운임이 큰 폭으로 하락  
상반기 제재 풀리더라도 수익성 정상화까지는 시간이 걸릴 전망

### Facts : 4분기 실적은 컨센서스를 크게 하회

진에어의 4분기 실적은 우려 이상으로 악화됐다. 매출액은 전년동기대비 1% 감소한 2,288억원으로 컨센서스를 7% 하회했다. 국토교통부가 새로운 항공기 도입과 신규 노선 취항을 막고 있어 공급이 정체된 상황에서 운임이 예상보다 큰 폭으로 하락했다. 일본 노선의 회복이 더디고 여행수요가 둔화된 탓에 저비용항공사(LCC) 간의 경쟁이 심화됐다. 이에 따라 진에어의 국제선과 국내선 여객운임은 각각 5%, 7% 낮아졌다. 여기에 유류비와 인건비 등 비용통제에 어려움을 겪었다. 4분기 투입유가는 전년동기대비 30% 상승했으며 임금인상 소급적용분 20억원, 격려금 50억원 등 일회성 인건비가 추가됐다. 그 결과 영업적자 234억원을 기록했다.

### Pros & cons : 2019년에도 운임 하락 우려 이어질 전망

2년 만에 다시 분기 적자를 기록했다. 성수기인 3분기 영업이익만큼 4분기에 모두 잃은 셈이다. 연간 기준으로 영업이익은 전년대비 36% 감소했고 컨센서스 피크의 절반에 못 미쳤다. 유가 상승과 국토부 제재만으론 설명하기 어려운 실적 쇼크다. LCC 간의 공급경쟁이 비수기에 특히 문제가 된 것으로 보이며, 진에어의 중대형기는 규모의 경제에 기여하기보다 고정비 부담을 가중시켰다. 운임은 유류할증료 효과가 사라지는 올해 더 가파르게 하락할 수 있다는 점에서 수급에 대한 우려는 이어진다. 제재가 계속되는 1분기까지 외형은 둔화될 전망이다. 규제가 풀리더라도 지연된 항공기 도입이 단기에 몰림에 따라 수익성 정상화는 더 늦어질 것이다.

### Action : 목표주가 11% 하향하나 여전히 저평가 국면

역설적으로 실적이 안 좋아 국토부가 규제를 풀어줄 가능성은 오히려 더 높아졌다. 다만 제재 해소만으로 단기 운임 하락에 대한 우려가 해소되기는 어려워 보인다. 2019년 영업이익 전망치를 기존 대비 9% 낮추고, 이에 따라 진에어의 목표주가를 기존 28,000원에서 25,000원(2019F PER 10배 적용)으로 하향한다. LCC 경쟁에서 뒤처지긴 했지만, 제재가 풀리면 시간이 다소 걸릴 뿐 극복가능한 경쟁력을 갖췄다는 점에서 '매수' 의견은 유지한다. 대한항공 계열사로서의 시너지와 경쟁 LCC 대비 높은 재무 안전성에 비추어 현 주가는 여전히 저평가되어 있다.

하회      부합      상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 25,000원(하향)

### Stock Data

KOSPI(1/28)	2,177
주가(1/28)	18,800
시가총액(십억원)	564
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저(원)	33,800/17,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,091
유동주식비율/외국인지분율(%)	38.1/5.7
주요주주(%)	한진칼 60.0

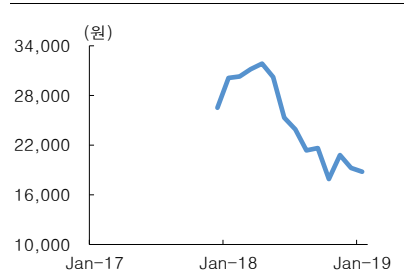
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	9.7	13.5	7.4
PBR(x)	3.4	2.1	1.7
ROE(%)	47.8	16.8	25.4
DY(%)	0.9	1.3	2.1
EV/EBITDA(x)	4.3	3.1	1.5
EPS(원)	2,722	1,392	2,524
BPS(원)	7,727	8,869	10,993

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.3)	(22.8)	(39.3)
KOSPI 대비(%p)	(9.0)	(17.7)	(23.8)

### 주가추이



자료: FnGuide

### 최고운

gowoon@truefriend.com

<표 1> 목표주가 25,000원으로 하향

(단위: 십억원, 배, 백만주, 원)

구분	내용	비고
2019F 지배주주순이익(A)	76	
<b>목표 PER(B)</b>	<b>10.0</b>	<b>기존 11배 대비 10% 하향</b>
기업가치(C=A*B)	757	
유통주식수(D)	30,000	
<b>목표주가(C/D)</b>	<b>25,241</b>	<b>기존 28,000원 대비 11% 하향</b>
현재주가	18,800	1/28(월) 주가
상승여력	33.0%	

자료: 한국투자증권

<표 2> 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	232.0	279.8	226.5	275.5	228.8	(17.0)	(1.4)	245.5
영업이익	25.7	53.1	6.2	25.7	(23.4)	NM	NM	(2.1)
영업이익률(%)	9.3	19.0	2.7	9.3	(10.2)			(0.9)
세전이익	20.6	52.6	1.5	26.8	(20.9)	NM	NM	6.2
순이익	15.6	40.3	1.0	18.7	(18.2)	NM	NM	4.7

자료: FnGuide, 한국투자증권

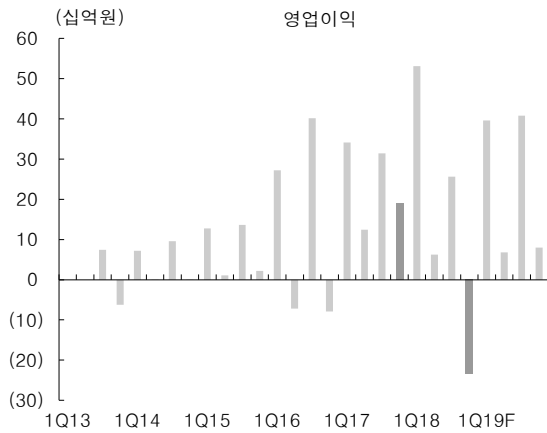
<표 3> 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018P				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	2016	2017	2018P	2019F
<b>매출액</b>	<b>233</b>	<b>191</b>	<b>232</b>	<b>232</b>	<b>280</b>	<b>227</b>	<b>276</b>	<b>229</b>	<b>720</b>	<b>888</b>	<b>1,011</b>	<b>1,123</b>
국내선	32	56	49	40	31	55	44	36	176	178	166	164
ASK(백만 km)	333	479	413	355	298	456	377	336	1,730	1,580	1,467	1,445
RPK(백만 km)	317	453	392	338	274	424	347	321	1,646	1,500	1,366	1,355
L/F(%)	95.2	94.6	94.9	95.2	91.9	93.0	92.0	95.5	95.1	94.9	93.1	93.7
Yield(원)	101	123	126	120	113	130	128	112	107	118	122	121
국제선	190	126	173	181	237	155	217	170	511	670	778	875
ASK(백만 km)	3,220	2,540	3,182	3,355	3,606	2,836	3,725	3,344	10,382	12,297	13,511	15,754
RPK(백만 km)	2,795	2,133	2,732	2,851	3,157	2,359	3,037	2,814	8,620	10,511	11,367	13,320
L/F(%)	86.8%	84.0%	85.9%	85.0%	87.5	83.2	81.5	84.2	83.0	85.5	84.1	84.5
Yield(원)	68	59	63	63	75	66	71	60	59	64	68	66
기타	10	9	10	11	12	17	14	23	33	41	66	84
<b>매출액 증가율</b>	<b>28.4%</b>	<b>33.2%</b>	<b>5.3%</b>	<b>33.8%</b>	<b>20.3</b>	<b>18.4</b>	<b>18.5</b>	<b>(1.4)</b>	<b>56.0</b>	<b>23.4</b>	<b>13.8</b>	<b>11.1</b>
국내선	7.5%	9.7%	(8.2%)	(2.1%)	(4.0)	(0.7)	(9.7)	(11.3)	15.7	1.1	(6.2)	(1.5)
ASK	2.1%	(0.2%)	(13.1%)	(21.1%)	(10.5)	(4.8)	(8.7)	(5.4)	17.2	(8.7)	(7.2)	(1.5)
RPK	2.6%	(1.3%)	(12.7%)	(21.4%)	(13.6)	(6.4)	(11.5)	(5.0)	20.1	(8.9)	(8.9)	(0.8)
L/F(%p)	0.4%	(1.1%)	0.4%	(0.3%)	(3.2)	(1.6)	(2.9)	0.3	2.3	(0.2)	(1.8)	0.6
Yield	4.8%	11.2%	5.2%	24.5%	11.1	6.0	2.0	(6.6)	(3.6)	10.9	3.0	(0.6)
국제선	32.8%	47.0%	9.8%	45.8%	24.6	22.5	25.1	(5.9)	76.5	31.2	16.1	12.4
ASK	21.2%	15.3%	15.3%	21.5%	12.0	11.7	17.1	(0.3)	102.5	18.4	9.9	16.6
RPK	27.0%	25.4%	14.7%	22.0%	13.0	10.6	11.2	(1.3)	100.3	21.9	8.1	17.2
L/F(%p)	4.0%	6.8%	(0.4%)	0.4%	0.7	(0.8)	(4.3)	(0.8)	(0.9)	2.4	(1.3)	0.4
Yield	4.6%	17.3%	(4.3%)	19.5%	10.3	10.8	12.6	(4.6)	(11.9)	7.6	7.4	(4.1)
기타	50.8	6.1	25.5	12.1	16.3	78.2	43.1	107.9	65.2	21.7	61.9	27.7
<b>영업비용</b>	<b>199</b>	<b>179</b>	<b>201</b>	<b>213</b>	<b>227</b>	<b>220</b>	<b>250</b>	<b>252</b>	<b>667</b>	<b>791</b>	<b>949</b>	<b>1,028</b>
연료유류비	57	47	53	60	70	65	81	81	160	217	297	314
기타	142	132	148	153	87	83	93	93	507	575	652	714
<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>23.2</b>	<b>24.3</b>	<b>18.4</b>	<b>54.6</b>	<b>18.6</b>	<b>19.9</b>	<b>8.3</b>
연료유류비	71.2	31.5	17.4	30.1	22.9	39.7	52.6	34.1	43.1	35.3	36.9	5.7
기타	18.6	12.8	10.4	11.9	7.1	13.8	13.8	14.5	58.7	13.3	13.5	9.5
<b>영업이익</b>	<b>34</b>	<b>12</b>	<b>31</b>	<b>19</b>	<b>53</b>	<b>6</b>	<b>26</b>	<b>(23)</b>	<b>52</b>	<b>97</b>	<b>62</b>	<b>95</b>
증가율	25.2	NM	(21.7)	NM	55.8	(50.0)	(18.4)	NM	76.2	85.4	(36.5)	54.6
영업이익률	14.7	6.5	13.5	8.1	19.0	2.8	9.3	(10.2)	7.3	10.9	6.1	8.5

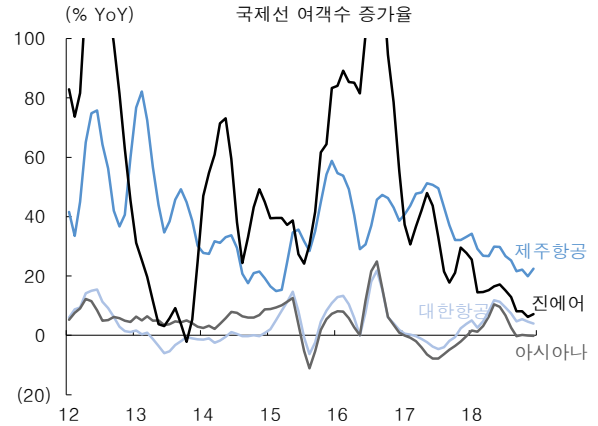
자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 1] 4분기 영업적자 234억원 기록



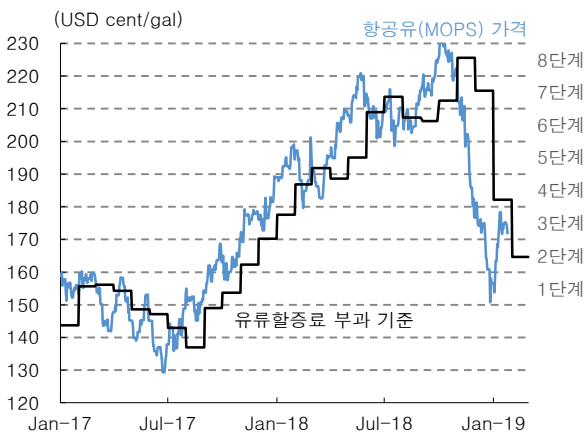
자료: 진에어, 한국투자증권

[그림 2] LCC 간 외형경쟁에서 뒤쳐질 우려 존재



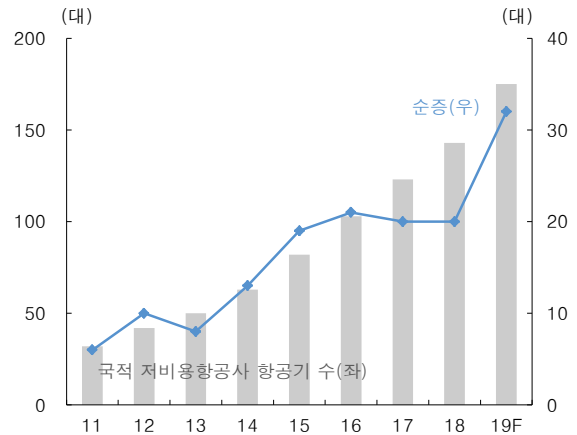
주: 3개월 이동평균  
자료: 한국공항공사, 한국투자증권

[그림 3] 유가 하락으로 올해 유류비 부담 크게 줄어дна



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 4] 그 만큼 LCC 공급경쟁은 올해 심화될 전망



주: 2019년 순증은 항공사들이 수립한 기단 계획 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

진에어는 우리나라 2위 저비용항공사로 2018년 여객수 기준 국제선 점유율 6.3%, 국내선 점유율 11.0%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	432	492	572
현금성자산	32	42	51	90	105
매출채권및기타채권	26	31	40	45	52
재고자산	0	0	0	0	1
비유동자산	87	99	93	136	182
투자자산	35	31	38	43	50
유형자산	41	52	36	73	108
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	302	498	525	628	754
유동부채	185	233	220	253	290
매입채무및기타채무	78	90	102	113	132
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	13	0	20	0	0
비유동부채	39	34	40	45	53
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	34	28	33	38	45
부채총계	224	266	259	298	344
자본금	27	30	30	30	30
자본잉여금	0	92	92	92	92
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	51	110	145	208	288
자본총계	78	232	266	330	410

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	69	125	29	142	153
당기순이익	39	74	42	76	94
유형자산감가상각비	10	17	15	20	34
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	10	18	(28)	45	25
기타	10	16	0	1	0
투자활동현금흐름	(77)	(171)	(21)	(75)	(132)
유형자산투자	(1)	(8)	1	(57)	(69)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(76)	(163)	(7)	(4)	(7)
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)
기타	0	0	(15)	(14)	(55)
재무활동현금흐름	(23)	59	(0)	(27)	(7)
자본의증가	0	NM	0	0	0
차입금의순증	(9)	(18)	7	(15)	7
배당금지급	(11)	(14)	(8)	(8)	(12)
기타	(3)	91	1	(4)	(2)
기타현금흐름	(0)	(1)	0	0	0
현금의증가	(31)	11	8	39	15

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	720	888	1,011	1,123	1,307
매출원가	621	734	835	928	1,080
매출총이익	99	154	176	195	227
판매관리비	47	57	114	100	106
영업이익	52	97	62	95	121
금융수익	3	5	9	9	9
이자수익	3	5	5	9	9
금융비용	3	5	3	3	5
이자비용	3	5	5	3	5
기타영업외손익	(2)	(0)	(8)	0	0
관계기업관련손익	1	0	0	0	0
세전계속사업이익	51	97	60	101	125
법인세비용	11	22	18	26	32
당기순이익	39	74	42	76	94
기타포괄이익	(2)	(1)	0	0	0
총포괄이익	37	73	42	76	94
EBITDA	62	114	77	115	155

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,457	2,722	1,392	2,524	3,121
BPS	2,886	7,727	8,869	10,993	13,663
DPS	500	250	250	400	450
성장성(%, YoY)					
매출증가율	56.0	23.4	13.8	11.1	16.3
영업이익증가율	76.2	85.4	(36.5)	54.6	27.4
순이익증가율	73.3	88.4	(43.6)	81.4	23.6
EPS증가율	73.3	86.8	(48.9)	81.4	23.6
EBITDA증가율	91.1	84.2	(32.4)	49.2	34.5
수익성(%)					
영업이익률	7.3	10.9	6.1	8.5	9.3
순이익률	5.5	8.3	4.1	6.7	7.2
EBITDA Margin	8.6	12.9	7.6	10.3	11.9
ROA	15.6	18.5	8.2	13.1	13.6
ROE	60.9	47.8	16.8	25.4	25.3
배당수익률	NM	0.9	1.3	2.1	2.4
배당성향	34.3	10.1	18.0	15.8	14.4
안정성					
순차입금(십억원)	(129)	(307)	(321)	(389)	(451)
차입금/자본총계비율(%)	60.6	19.7	20.0	11.6	11.0
Valuation(X)					
PER	NM	9.7	13.5	7.4	6.0
PBR	NM	3.4	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	NM	4.3	3.1	1.5	0.7

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	-38.6	-32.3
	2018.10.29	매수	28,000원	-30.5	-22.1
	2019.01.28	매수	25,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 28일 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
- 중립 : 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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.