

2017/12/08

진에어 (272450)

운송/정유/화학 하준영
(2122-9213) jyha@hi-ib.com

안정적 재무구조를 갖춘 하이브리드 LCC

Buy (Initiate)

■ 중대형기를 보유한 한진그룹의 하이브리드 LCC

동사는 소형기와 중대형기를 모두 보유한 하이브리드 LCC로 한진그룹의 저비용항공사다. 계열사인 대한항공의 지원을 받아 사업초기부터 탄탄한 브랜드이미지를 구축했으며 이에 따라 일드가 다소 높음에도 경쟁사 수준의 탑승률을 시현하고 있다.

중대형기를 운항하는 점도 강점이다. 동사는 운항 슬롯이 부족한 노선에 좌석수가 소형항공기(B737, 189석) 대비 2배 이상인 중대형기(B777, 393석)를 투입하고 있다. 이렇게 함으로써 동사는 황금 노선에서 경쟁사대비 더 큰 이익을 창출하고 있다. 다만, 비수기 중대형기 운항 노선의 수익성이 악화될 수 있는 점은 리스크 요인이라는 판단이다

■ PSS 변경: 비용절감과 부가매출 두 마리 토끼를 잡다

동사는 2018년부터 신규 PSS(Passenger Service System)를 도입하면서 비용절감과 부가매출 증가라는 두 마리 토끼를 잡을 것으로 예상한다. 동사는 기존에 FSC에 적용되던 PSS를 일부 변형해서 사용했는데 이 시스템을 2018년부터 LCC 전용 시스템으로 변경할 계획이다. 이를 통해 동사는 연간 약 100억원의 비용을 절감할 것으로 추정한다. 또한 LCC 전용 시스템 도입으로 부가서비스 판매가 쉬워져 부가 매출이 증가할 것으로 예상된다.

■ 상장으로 재무구조 탄탄해지며 장기 성장동력 확보

동사는 상장으로 유입되는 현금을 신규 기재 도입에 투입하면서 장기 성장동력을 확보할 것이다. 또한 이번 상장으로 IFRS16이 도입되는 2019년에도 부채비율이 200% 초반대의 양호한 수준을 유지할 것으로 예상된다.

진에어에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 37,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 37,000원은 2018년 예상 EPS 2,827원에 Target PER 13배를 적용해서 산출하였다. Target PER 13배는 글로벌 LCC업체들의 2018년 예상 평균 PER로 국내 선두 LCC인 있는 동사에 적용하기에 무리가 없다는 판단이다.

목표주가(12M)	37,000원
12/08 상장 시초가	31,800원

Stock Indicator

자본금	-
발행주식수	3,000만주
상장 시가총액	954십억원
외국인지분율	-
EPS(2017E)	2,417원
BPS(2017E)	7,678원
ROE(2017E)	47%
52주 주가	-
60일평균거래량	-
60일평균거래대금	-

투자의견 Buy, 목표주가 37,000원으로 커버리지 개시

진에어에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 37,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 37,000원은 2018년 예상 EPS 2,827원에 Target PER 13배를 적용해서 산출하였다. Target PER 13배는 글로벌 LCC업체들의 2018년 예상 평균 PER로 국내 선두 LCC인 있는 동사에 적용하기에 무리가 없다는 판단이다.

동사는 한진그룹의 LCC로 대한항공뿐만 아니라 한국공항(지상조업), Air Korea(여객서비스) 등의 한진그룹 계열사와 협업을 통해 안정적으로 성장하고 있다. 또한 중대형기 운항을 통해 김포-제주와 같이 슬롯이 부족한 황금노선에서 추가적인 이익 창출이 가능하다. 이러한 강점을 통해 동사는 국내 대형 LCC의 입지를 유지하며 성장할 것으로 예상된다.

<표 1> 글로벌 LCC 업체 Peer Valuation

		SOUTHWEST AIRLINES	JETBLUE AIRWAYS	SPIRIT AIRLINES	RYANAIR	EASYJET	AIRASIA	SPRING AIRLINES
통화		USD	USD	USD	EUR	GBP	MYR	CNY
주가		61.1	21.6	42.2	17.2	1,455.0	3.2	36.9
시가총액		362.7	69.3	29.3	203.9	57.8	106.6	295.3
P/E	2016	16.6	9.9	10.3	16.4	13.5	6.3	21.6
	2017	17.2	12.1	13.5	14.4	15.3	7.3	25.0
	2018	13.7	11.8	13.4	13.4	12.5	7.9	19.9
P/B	2016	4.6	1.8	2.1	5.1	2.4	1.6	3.9
	2017	4.0	1.6	1.9	4.1	2.0	1.3	3.5
	2018	3.4	1.4	1.7	3.3	1.9	1.1	3.1
EV/EBITDA	2016	7.1	4.3	5.6	10.3	8.3	6.0	17.6
	2017	7.6	5.1	6.3	9.6	8.9	6.0	20.9
	2018	6.5	4.8	5.7	9.1	6.6	6.0	16.3
매출액	2016	204.3	66.3	23.2	66.7	50.5	68.5	84.2
	2017	212.4	69.6	26.3	69.9	50.1	83.6	103.1
	2018	224.5	76.2	31.7	75.5	56.1	90.8	120.3
영업이익	2016	37.6	13.1	4.4	15.4	4.0	16.3	6.3
	2017	35.4	9.9	3.8	16.5	4.2	18.3	4.1
	2018	42.6	10.4	4.0	17.4	4.7	17.1	7.3
순이익	2016	22.4	7.6	2.6	13.2	3.1	20.5	9.5
	2017	21.3	5.7	2.1	14.2	3.3	14.9	11.1
	2018	25.9	6.0	2.2	14.9	3.6	14.0	14.0
영업이익률(%)	2016	18.4%	19.8%	19.1%	23.1%	8.0%	23.8%	7.4%
	2017	16.6%	14.2%	14.3%	23.6%	8.4%	21.9%	4.0%
	2018	19.0%	13.6%	12.6%	23.1%	8.4%	18.8%	6.1%
순이익률(%)	2016	11.0%	11.4%	11.4%	19.7%	6.0%	29.9%	11.3%
	2017	10.0%	8.2%	8.1%	20.3%	6.6%	17.9%	10.7%
	2018	11.5%	7.9%	6.8%	19.8%	6.4%	15.4%	11.6%
ROE(%)	2016	25.2%	16.2%	15.0%	30.0%	11.1%	23.4%	12.2%
	2017	24.3%	13.7%	14.2%	34.0%	11.7%	20.6%	13.8%
	2018	26.4%	12.6%	12.3%	29.6%	11.9%	15.1%	15.1%

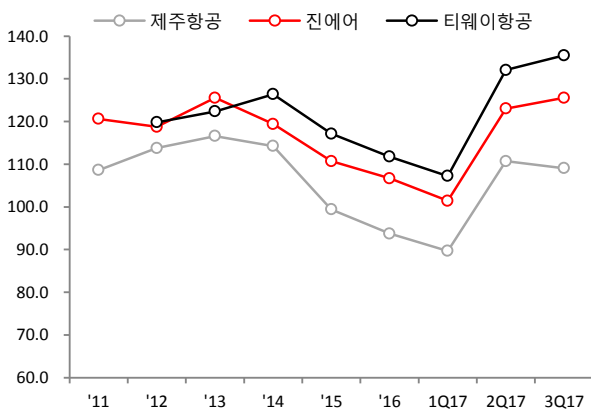
주: 금액의 경우 주가를 제외하고 억 단위
자료: Bloomberg, 하이투자증권

중대형기를 보유한 한진그룹의 하이브리드 LCC

동사는 소형기와 중대형기를 모두 보유한 하이브리드 LCC로 한진그룹의 저비용항공 사다. 계열사인 대한항공의 지원을 받아 사업초기부터 탄탄한 브랜드이미지를 구축했으며 이에 따라 일드가 다소 높음에도 경쟁사 수준의 탑승률을 시험하고 있다.

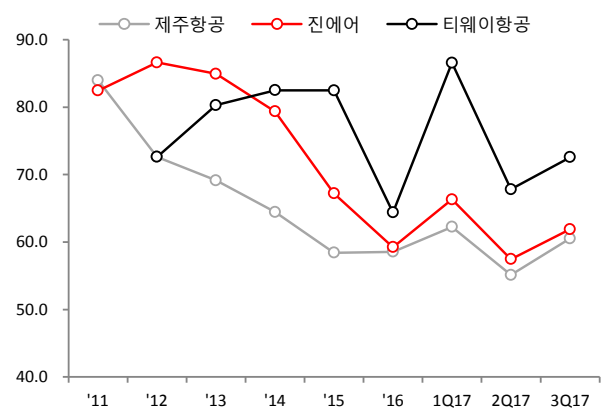
중대형기를 운항하는 점도 강점이다. 최근 김포-제주 노선과 일부 일본 노선의 슬랏은 포화상태로 추가적인 증편이 어려운 상황이다. 동사는 이런 운항 슬랏이 부족한 노선에 좌석수가 소형항공기(B737, 189석) 대비 2배 이상인 중대형기(B777, 393석)를 투입하고 있다. 이렇게 함으로써 동사는 황금 노선에서 경쟁사대비 더 큰 이익을 창출하고 있다. 또한 하와이, 호주 등 장거리 노선에 취항하면서 틈새시장도 공략하고 있다. 다만, 비수기 중대형기 운항 노선의 수익성이 악화될 수 있는 점은 리스크 요인이라는 판단이다.

<그림 1> 국내 주요 LCC 국내선 일드 추이



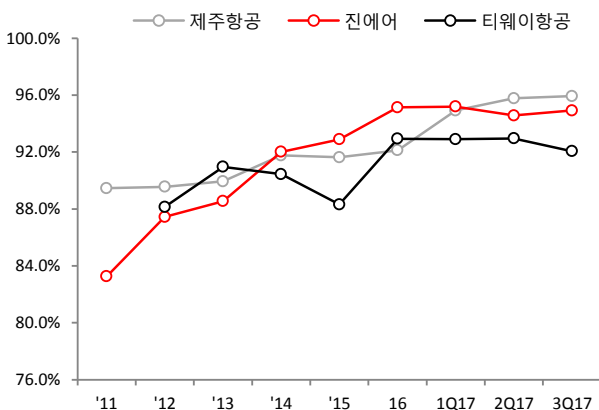
자료: 각 사, 하이투자증권

<그림 2> 국내 주요 LCC 국제선 일드 추이



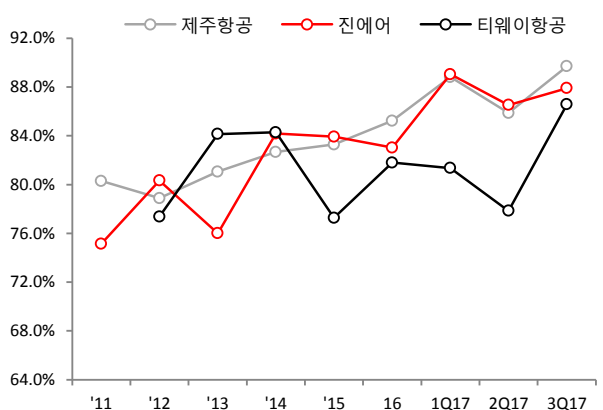
자료: 각 사, 하이투자증권

<그림 3> 국내 주요 LCC 국내선 탑승률(L/F) 추이



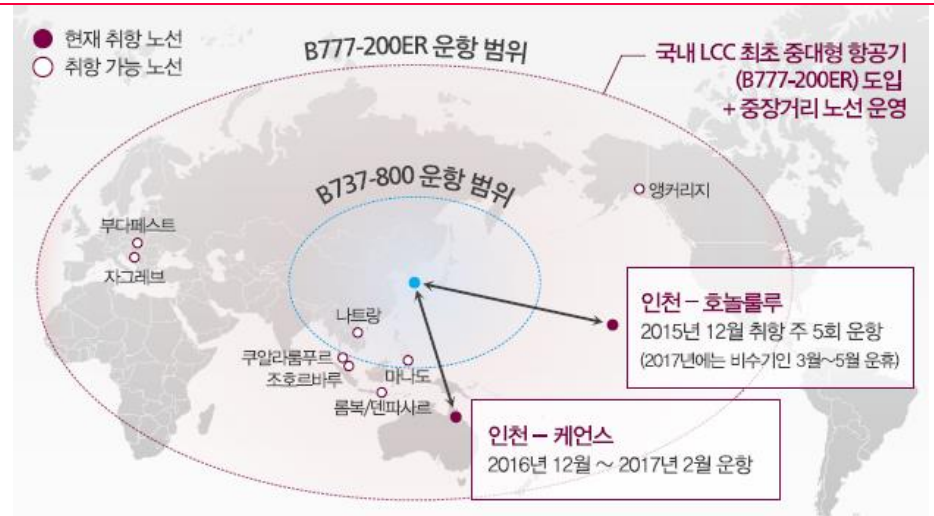
자료: 각 사, 하이투자증권

<그림 4> 국내 주요 LCC 국제선 탑승률(L/F) 추이



자료: 각 사, 하이투자증권

<그림 5> 중대형기(B77, 393 석) 및 소형기(B737, 189 석) 운항 가능 범위



자료: 진에어, 하이투자증권

PSS 변경: 비용절감과 부가매출 두 마리 토끼를 잡다

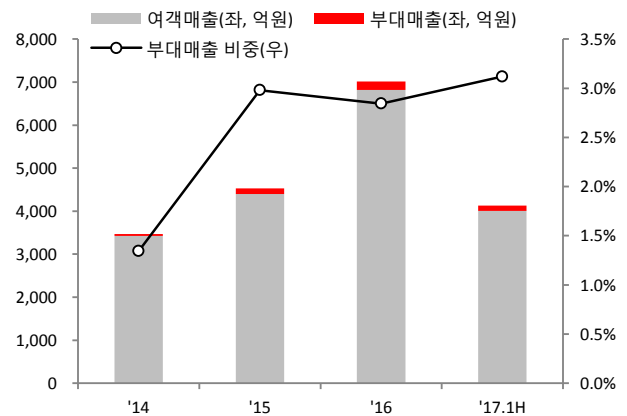
동사는 2018년부터 신규 PSS(Passenger Service System)를 도입하면서 비용절감과 부가매출 증가라는 두 마리 토끼를 잡을 것으로 예상된다. PSS란 항공사의 예약, 발권, 운송 등 여객서비스 제반 업무를 지원하는 시스템이다. 동사는 기존에 FSC에 적용되던 PSS를 일부 변형해서 사용했는데 이 시스템을 2018년부터 LCC 전용 시스템으로 변경할 계획이다. 이를 통해 동사는 연간 약 100억원의 비용을 절감할 것으로 추정한다. 또한 LCC 전용 시스템 도입으로 부가서비스 판매가 쉬워져 부가매출이 증가할 것으로 예상된다.

<그림 6> 기존 PSS 시스템인 Altea는 FSC에 적합(약점 보강을 위해 Navitaire를 인수해 LCC 시장으로 사업 영역 확장 중)



자료: Amadeus, 하이투자증권

<그림 7> 진에어 매출구성 추이: LCC 전용 PSS를 도입하면서 2018년 부가매출 증가 효과가 예상됨

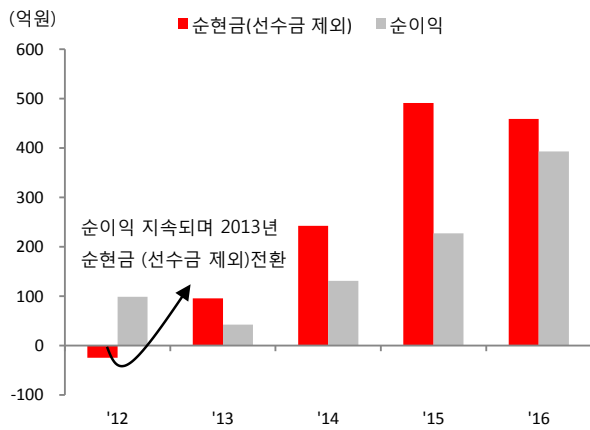


자료: 진에어, 하이투자증권

상장으로 재무구조 탄탄해지며 장기 성장동력 확보

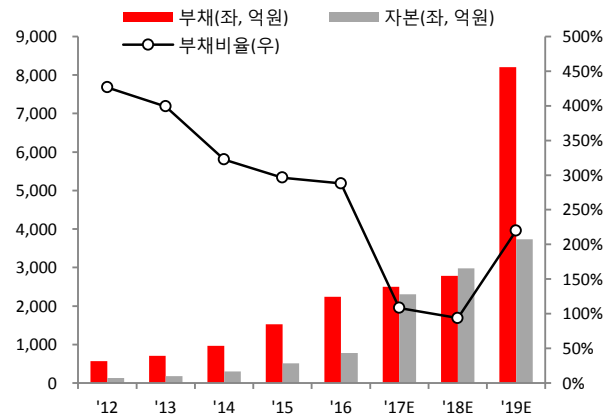
동사는 상장으로 유입되는 현금을 신규 기재 도입에 투입하면서 장기 성장동력을 확보할 것이다. 동사는 상장 이 전에도 순현금(2016년 말 기준 459억원, 선수금 제외)인 상황이었으며 상장을 통해 추가로 약 950억원의 현금이 유입되었다. 동사는 상장을 통해 확보된 현금으로 신규 기재를 도입할 계획이다. 또한 이번 상장으로 IFRS16이 도입되는 2019년에도 부채비율이 200% 초반대의 양호한 수준을 유지할 것으로 예상된다.

<그림 8> 진에어 순현금 및 순이익 추이



자료: 진에어 하이투자증권

<그림 9> 진에어 부채비율 추이 및 전망(2019년 IFRS16 도입 가정)



자료: 각 사, 하이투자증권

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016E	2017E	2018E	2019E
유동자산	215	354	405	452
현금 및 현금성자산	32	62	63	67
단기금융자산	145	246	290	325
매출채권	26	32	37	42
재고자산	0	0	1	1
비유동자산	87	126	173	237
유형자산	41	78	122	184
무형자산	1	0	0	0
자산총계	302	480	578	688
유동부채	185	211	240	272
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	13	11	6	3
비유동부채	39	39	39	39
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	224	250	279	310
지배주주지분	78	230	300	378
자본금	27	30	30	30
자본잉여금	-	92	92	92
이익잉여금	51	110	181	261
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	78	230	300	378

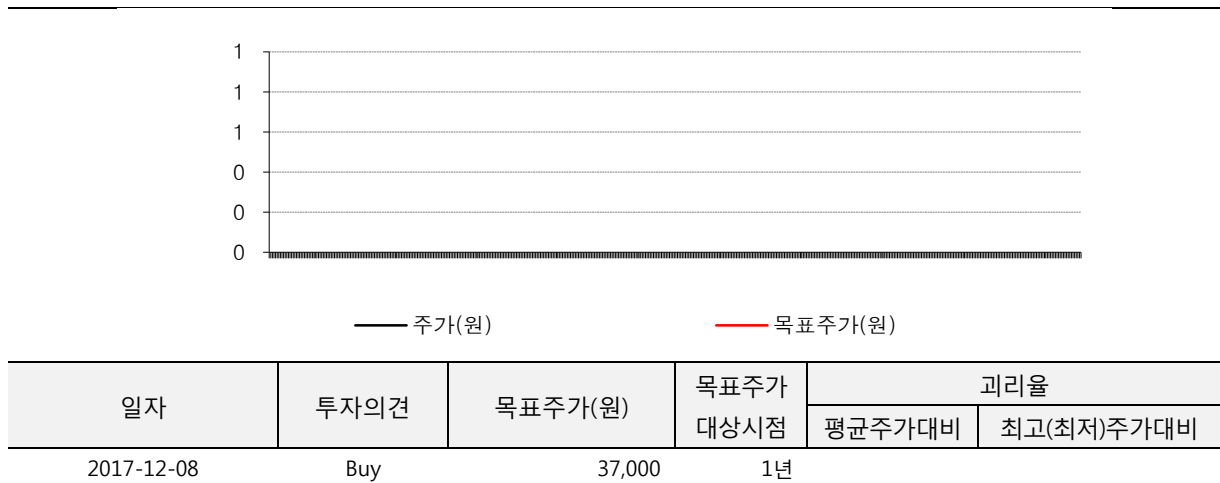
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	720	888	1,021	1,210
증가율(%)	56.0	23.4	14.9	18.6
매출원가	621	737	848	1,005
매출총이익	99	151	173	205
판매비와관리비	47	58	65	87
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	52	93	108	118
증가율(%)	76.2	78.0	15.9	9.7
영업이익률(%)	7.3	10.5	10.6	9.8
이자수익	3	5	6	7
이자비용	3	3	3	3
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-2	-3	-3	-3
세전계속사업이익	51	93	109	120
법인세비용	11	21	24	27
세전계속이익률(%)	7.0	10.5	10.7	9.9
당기순이익	39	73	85	94
순이익률(%)	5.5	8.2	8.3	7.7
지배주주귀속 순이익	39	73	85	94
기타포괄이익	-2	-2	-2	-2
총포괄이익	37	71	83	92
지배주주귀속총포괄이익	37	71	83	92

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016E	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	69	100	121	134
당기순이익	39	73	85	94
유형자산감가상각비	10	3	5	9
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-77	-137	-90	-100
유형자산의 처분(취득)	-1	-40	-50	-70
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	42	131	45	39
재무활동 현금흐름	-23	77	-22	-20
단기금융부채의증감	11	-2	-5	-3
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-11	-14	-14	-14
현금및현금성자산의증감	-31	30	1	5
기초현금및현금성자산	63	32	62	63
기말현금및현금성자산	32	62	63	67

주요투자지표	2016E	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	7,284	2,417	2,827	3,121
BPS	14,428	7,678	9,989	12,595
CFPS	9,092	2,521	3,014	3,411
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500
Valuation(배)				
PER				
PBR				
PCR				
EV/EBITDA	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
Key Financial Ratio(%)				
ROE	60.9	47.0	32.0	27.6
EBITDA 이익률	8.6	10.8	11.1	10.5
부채비율	287.9	108.4	93.0	82.2
순부채비율	-209.3	-128.7	-115.7	-103.0
매출채권회전율(x)	31.4	30.7	29.7	30.6
재고자산회전율(x)	1,715.5	2,108.0	2,040.5	2,070.0

자료 : 진에어, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(진에어)



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : [하준영](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-