

진에어 (272450.KS)

생존 경쟁에 유리한 조건

Logistics

2020. 09. 17



Commodity/Logistics 방민진
02)368-6179
mjbang@eugenefn.com



HOLD(유지)

목표주가(12M, 상황) 10,000원
현재 주가(9/16) 9,570원

Key Data	(기준일: 2020.9.16)
KOSPI(pt)	2,436
KOSDAQ(pt)	896
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	287
52 주 최고/최저(원)	19,150 / 5,010
52 주 일간 Beta	2.57
발행주식수(천주)	45,000
평균거래량(3M, 천주)	142
평균거래대금(3M, 백만원)	1,411
배당수익률(20E, %)	-
외국인 지분율(%)	1.4
주요주주 지분율(%)	
한진칼 (외 3인)	56.4
진에어유리사주 (외 1인)	1.9

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.9	-3.3	9.3	-29.1
KOSPI 대비 상대 수익률	4.7	-17.2	-32.7	-47.2

■ 현금 여력이 가장 양호한 항공사

코로나19 로 인한 여객 수요 타격은 하반기에도 지속되고 있음. 동사는 3 분기 국내선을 중심으로 시장 점유율을 확대하고 있으나 국제선 타격이 전년동기비 90% 이상인 상황에서 수익성 확보에는 어려움을 겪고 있음.

다만 상반기 말 기준 현금 및 현금성자산 1,264 억원을 보유하고 있어 월 고정비 대비 가장 양호한 현금 여력을 보유하고 있는 항공사임. 동사는 추가로 1,050 억원 규모(1 차 발행가액 7,000 원 기준)의 유상증자를 진행 중에 있음. 이는 코로나19 사태 장기화 가능성에 대비한 것으로 성공할 경우 내년 상반기까지는 무리 없는 현금 여력을 확보하게 될 전망이다.

한편 국내 저비용항공사 가운데 유일하게 대형기(B777-ER)를 보유하고 있는 동사는 이를 화물기로 개조하여 4 분기부터 투입할 계획으로 손실 규모를 일부 축소할 대안을 지님.

■ 중장기적 관점에서 접근할 필요

코로나19 상황이 장기화될 경우 유동성 부족이 큰 일부 항공사들의 기단 규모 축소가 확대 될 가능성. 이미 상반기 말 기준 항공운송 사업용 항공기 등록대수는 9 대 축소된 것으로 파악. 시장 공급력이 축소된다면 향후 여객 수요 회복 시 상위 업체들의 수혜가 커질 수 있음.

코로나19 라는 유례 없는 악재로 동사를 포함한 항공사들은 적자와 자본잠식 리스크에서 자유롭지 않기에 정상적인 밸류에이션이 어려웠음. 다만 시장 채권 조짐으로 생존에 유리한 선두 업체들에 주목할 필요성.

동사가 향후 2017~2019 년 평균 자본 레밸을 회복한다고 가정할 경우 BPS 는 5,109 원 (유상증자로 증가하는 발행주식 수 감안) 수준이 될 전망. 이에 글로벌 LCCs 평균 밸류에이션(PBR 2.0 배)을 적용하여 목표주가를 기존 7,700 원에서 29.9% 상향한 10,000 원으로 조정함. 다만 코로나19 상황의 장기화 가능성으로 중장기적 관점에서 접근할 필요성.

Earnings Summary(IFRS 별도기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	3Q20E			시장 전망치	4Q20E			2019	2020E		2021E	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	63	169.5	-72.0	44	56	-10.8	-69.4	910	286	-68.6	323	13.0
영업이익	-49	적지	적지	-53	-50	적지	적지	-49	-190	적지	-168	적지
세전이익	-44	적지	적지	0	-51	적지	적지	-69	-201	적지	-160	적지
순이익	-39	적지	적지	-36	-48	적지	적지	-57	-192	적지	-152	적지
OP Margin	-78.3	178.2	-72.5	-120.8	-89.4	-11.1	-56.4	-5.4	-66.5	-61.1	-52.1	14.4
NP Margin	-63.0	190.7	-54.9	-81.1	-86.2	-23.2	-61.0	-6.2	-67.3	-61.1	-47.0	20.3
EPS(원)	-5,260	적지	적지	-4,753	-6,415	적지	적지	-1,888	-6,410	적지	-5,054	적지
BPS(원)	1,442	-47.8	-82.0	1,049	-161	적전	적전	6,392	-161	적전	-5,215	적지
ROE(%)	-364.7	-80.0	-334.5	-453.1	3,978.7	4,343.4	4,074.6	-24.7	na	-	188.0	-
PER(X)	na	-	-	na	na	-	-	na	na	-	na	-
PBR(X)	6.6	-	-	9.1	-59.4	-	-	2.4	na	-	na	-

자료: 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

도표 1 진에어 분기실적 추이 및 전망(별도 기준)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	290	214	224	182	144	23	63	56	1,011	910	286
국내선	30	50	46	45	17	18	50	48	167	171	134
국제선	241	148	162	124	107	1	1	1	784	675	110
영업이익	51	-27	-13	-60	-31	-60	-49	-50	63	-49	-190
영업이익률(%)	17.6	-12.4	-5.8	-33.0	-21.7	-256.5	-78.3	-89.4	6.2	-5.4	-66.5
순이익	32	-24	-18	-46	-46	-59	-39	-48	44	-57	-192
증감률(YoY,%)											
매출	3.7	-5.5	-18.7	-20.4	-50.4	-89.1	-72.0	-69.4	13.8	-9.9	-68.6
국내선	-1.3	-8.7	2.7	22.1	-43.0	-63.7	9.4	7.4	-5.8	2.4	-22.0
국제선	1.8	-4.2	-25.5	-29.4	-55.6	-99.2	-99.3	-99.2	17.0	-13.9	-83.6
영업이익	-4.1	적전	적전	적지	적전	적지	적지	적지	-35.0	적전	적지
순이익	-21.1	적전	적전	적지	적전	적지	적지	적지	-40.0	적전	적지
RPK(YoY,%)											
여객	0.4	-7.5	2.3	16.3	-37.7	-38.8	62.0	56.9	-8.9	2.1	12.6
화물	6.7	8.8	-9.3	-12.9	-50.1	-99.6	-99.5	-99.6	5.9	-2.0	-84.7
L/F(%)											
여객	3.6	-0.1	-2.6	-1.8	-13.9	-19.3	-13.0	-16.2	-1.9	-0.4	-15.8
화물	-0.5	-0.8	-0.6	-0.0	-20.4	-46.4	-33.4	-39.9	-2.7	-0.3	-16.7
*원화 Yield(YoY,%)											
여객	-1.7	-1.3	-0.0	4.7	-8.5	-40.7	-32.2	-31.3	3.3	0.4	-28.9
화물	-4.6	-12.0	-17.3	-18.7	-11.0	121.9	55.4	88.7	10.2	-12.9	58.5
항공유 평균(\$/bbt)	74.5	81.7	76.0	76.0	72.7	33.4	43.0	45.0	84.9	77.0	48.5
평균환율(KRW/USD)	1,125	1,166	1,193	1,176	1,194	1,221	1,192	1,180	1,100	1,165	1,197

자료: 진에어, 유진투자증권 추정

진에어(272450.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	520	704	631	515	507
유동자산	427	353	261	246	337
현금성자산	369	297	220	196	271
매출채권	30	28	11	17	30
재고자산	1	2	4	6	10
비유동자산	93	351	370	269	170
투자자산	57	343	422	439	457
유형자산	29	2	(56)	(173)	(289)
기타	7	6	4	3	3
부채총계	253	513	636	671	700
유동부채	234	306	342	377	404
매입채무	6	7	5	8	14
유동성이자부채	20	96	132	162	182
기타	207	203	205	207	209
비유동부채	20	206	294	295	295
비유동이자부채	10	196	277	277	277
기타	10	10	17	18	18
자본총계	266	192	(5)	(156)	(192)
지배지분	0	0	0	0	0
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	92	92	92	92	92
이익잉여금	145	77	(117)	(268)	(304)
기타	(266)	(199)	(5)	146	182
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	266	192	(5)	(156)	(192)
총차입금	29	292	409	439	459
순차입금	(340)	(5)	189	243	188

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	55	65	(38)	(36)	74
당기순이익	44	(57)	(192)	(152)	(36)
자산상각비	20	119	118	118	118
기타비현금성손익	(1)	8	20	2	2
운전자본증감	(2)	(8)	7	(4)	(9)
매출채권감소(증가)	1	(0)	17	(7)	(12)
재고자산감소(증가)	(1)	(0)	(2)	(2)	(4)
매입채무증가(감소)	(6)	1	(2)	3	6
기타	5	(9)	(6)	2	2
투자현금	(12)	77	133	(22)	(23)
단기투자자산감소	(4)	74	147	(4)	(4)
장기투자증권감소	0	0	(1)	(1)	(1)
설비투자	1	1	0	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(2)	(1)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(28)	(136)	(27)	30	20
차입금증가	(18)	(111)	(15)	30	20
자본증가	(8)	(9)	0	0	0
배당금지급	8	9	0	0	0
현금 증감	15	6	69	(28)	72
기초현금	42	57	63	131	103
기말현금	57	63	131	103	175
Gross Cash flow	85	77	(54)	(32)	83
Gross Investment	10	5	7	22	28
Free Cash Flow	75	72	(61)	(54)	55

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,011	910	286	323	548
증가율(%)	13.8	(9.9)	(68.6)	13.0	70.0
매출원가	865	877	433	425	528
매출총이익	146	33	(147)	(103)	20
판매 및 일반본보비	83	82	43	65	60
기타영업손익	45	(1)	(48)	54	(9)
영업이익	63	(49)	(190)	(168)	(39)
증가율(%)	(35.0)	적전	적지	적지	적지
EBITDA	83	71	(72)	(50)	78
증가율(%)	(27.8)	(14.5)	적전	적지	흑전
영업외손익	(1)	(20)	(11)	8	(4)
이자수익	8	10	6	3	5
이자비용	3	17	18	19	20
지분법손익	0	0	(1)	(1)	(1)
기타영업외손익	(7)	(13)	2	25	12
세전순이익	62	(69)	(201)	(160)	(44)
증가율(%)	(36.0)	적전	적지	적지	적지
법인세비용	17	(12)	(8)	(9)	(8)
당기순이익	44	(57)	(192)	(152)	(36)
증가율(%)	(40.0)	적전	적지	적지	적지
지배주주지분	44	(57)	(192)	(152)	(36)
증가율(%)	(40.0)	적전	적지	적지	적지
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,482	(1,888)	(6,410)	(5,054)	(1,200)
증가율(%)	(40.0)	적전	적지	적지	적지
수정EPS(원)	1,482	(1,888)	(6,410)	(5,054)	(1,200)
증가율(%)	(40.0)	적전	적지	적지	적지

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,482	(1,888)	(6,410)	(5,054)	(1,200)
BPS	8,873	6,392	(161)	(5,215)	(6,415)
DPS	300	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	13.0	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	2.2	2.4	n/a	n/a	n/a
EV/ EBITDA	2.9	6.4	n/a	n/a	6.1
배당수익률	1.6	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	6.8	6.0	n/a	n/a	3.4
수익성(%)					
영업이익율	6.2	(5.4)	(66.5)	(52.1)	(7.2)
EBITDA이익율	8.2	7.7	(25.1)	(15.5)	14.3
순이익율	4.4	(6.2)	(67.3)	(47.0)	(6.6)
ROE	17.9	(24.7)	n/a	188.0	20.6
ROIC	n/a	n/a	(75.9)	(92.9)	n/a
인정성 (배,%)					
순차입금/자기 자본	(127.7)	(2.5)	(3,905.3)	(155.5)	(97.7)
유동비율	182.7	115.3	76.4	65.2	83.4
이자보상배율	20.4	(2.9)	(10.6)	(8.8)	(2.0)
활동성 (회)					
총자산회전율	2.0	1.5	0.4	0.6	1.1
매출채권회전율	34.1	31.5	14.6	22.8	23.3
재고자산회전율	1,127.1	599.6	109.5	69.1	70.6
매입채무회전율	104.6	134.5	47.2	49.5	50.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객
 의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자 의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자 의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	85%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.6.30 기준)

