



▲ 운송/철강
Analysts 최치현
02-6098-6669
chihyun.choi@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12 개월)	43,000 원
현재주가 (11.7)	34,100 원
상승여력	26.1%
KOSPI	2,545.44pt
시가총액	8,988억원
발행주식수	2,636만주
유동주식비율	31.04%
외국인비중	10.06%
52주 최고/최저가	39,900원/24,300원
평균거래대금	30.1억원
주요주주(%)	
AK홀딩스 외 9 인	60.19
제주특별자치도청	7.64
국민연금	5.35
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-5.3 2.6 11.4
상대주가	-10.9 -9.7 -12.5

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	608.1	51.4	47.2	2,053	41.2	8,948	19.5	4.5	12.9	30.2	106.1
2016	747.6	58.7	53.2	2,047	-0.3	10,351	12.3	2.4	4.6	21.1	120.6
2017E	986.0	95.9	75.0	2,848	39.1	12,339	11.8	2.7	4.7	25.1	153.3
2018E	1,217.2	125.5	97.2	3,687	29.5	15,280	9.1	2.2	3.4	26.7	172.3
2019E	1,493.7	177.5	137.7	5,225	41.7	19,709	6.5	1.7	1.8	29.9	151.2

제주항공 089590

단위원가 통제의 재확인

- 3 분기 매출액 2,666 억원(+20.3% YoY), 영업이익 404 억원(+5.9% YoY)
- 추석 성수기 효과 이연으로 국제선 Yield 58.9 원(-8.1% YoY)으로 부진
- Risk 요인인 정비비의 하향 안정화로 유가 상승에도 단위원가 경쟁력 재확인
- 4 분기 유류비 부담은 증가하나(매출액 대비 26.5% 예상) 추석 효과로 호실적 기대
- 투자의견 Buy, 적정주가 43,000 원 유지: No.1의 원가 경쟁력과 기초체력에 주목

3 분기 매출액 2,666 억원(+20.3% YoY), 영업이익 404 억원(+5.9% YoY)

3 분기 매출액 2,666 억원(+20.3% YoY), 영업이익 404 억원(+5.9% YoY, OPM 15.1%)을 기록하며 영업이익은 시장 컨센서스를 13.4% 하회했다. 추석효과가 10 월로 이연되며 항공유가 상승에도 국제선 Yield 가 58.9 원으로 전년 대비 8.1% 감소한 점이 원인이다. 높은 편차를 보였던 정비비의 하향 안정화로 유가 상승에도 단위원가(C/ASK)가 55.3 원으로 유지되고 있는 점은 긍정적이다.

4 분기 추석 효과로 매출액 전년 대비 31.8% 증가 vs 유류비 부담 증가

추석 효과가 반영되는 4 분기는 계절적 비수기임에도 불구하고 OPM 4.8%(+2.6% YoY)의 호실적을 기대한다. 국제선의 탑승률(+1.5%p YoY)과 Yield(+3.0% YoY)의 동반 상승이 가능하다. 최근 유가 급등으로 4 분기 평균 항공유 가격을 배럴당 70.7 달러로 전망, 매출액 대비 유류비 비중이 26.5%(+3.3%p YoY)로 부담 증가는 불가피하다. 다만, 유류비 외 비용의 하향 안정화가 확인되었고 가파른 유가 상승에도 유가선도계약을 통해 영업외손익에서 부담 완화가 가능하다.

신규 LCC 진입에도 단위원가 경쟁력과 기초체력을 보유한 No.1 LCC

투자의견 Buy 와 적정주가 43,000 원을 유지한다. 2018 년 신규 LCC 의 시장 진입은 수익 악화 요인이다. 저가 항공권 공급이 신규 수요를 창출하나 임계치가 있음을 감안하면 Yield 훼손에 대한 우려는 분명 존재한다. 3 분기 말 기준 141% 수준의 부채비율과 순현금의 재무건전성은 업계 전반의 구조조정에도 버틸 체력이 있음을 의미한다. 최근 지상조업사 인수 등 단위원가 절감 노력으로 후발 LCC 업체들과의 원가 경쟁력 격차는 확대될 수 있다.

표1 제주항공의 3Q17 Review Table

(십억원, %)	3Q17P	3Q16	% YoY	2Q17	% QoQ	컨센서스	차이	당사 예상치	차이
매출액	266.6	221.7	20.3	228.0	16.9	278.8	-4.4	281.0	-5.1
영업이익	40.4	38.2	5.9	16.2	149.4	46.6	-13.3	48.3	-16.4
세전이익	42.4	37.9	11.9	19.9	112.9	47.7	-11.2	50.9	-16.8
순이익	32.1	28.5	12.7	15.1	111.9	36.5	-12.0	43.6	-26.4
영업이익률	15.2	17.2		7.1		16.7	1.6%p	17.2	2.0%p
순이익률	12.0	12.9		6.6		13.1	1.0%p	15.5	3.5%p

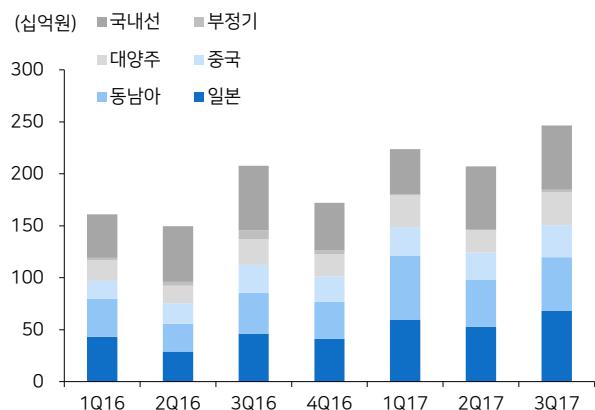
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 제주항공의 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	173	162	222	191	240	228	267	251	608	748	986	1,217
(% YoY)	19.9	13.8	33.0	23.3	38.7	40.7	20.3	31.8	19.1	23.0	31.9	23.4
부문별 매출액												
1) 국내선 여객	120	98	148	129	183	151	185	185	199	203	215	217
(% YoY)	28.9	18.1	49.6	33.5	51.6	54.9	25.0	44.0	7.1	1.9	5.9	1.0
RPK (백만Km)	492	544	588	541	489	554	568	563	2,003	2,164	2,173	2,196
Yield (원/Km)	85.3	98.0	105.5	84.4	89.7	110.7	108.7	85.3	99.4	93.8	98.9	98.8
L/F (%)	89.2	94.1	92.5	92.5	94.9	95.8	95.9	95.3	91.6	92.1	95.5	95.5
2) 국제선 여객	120	98	148	129	183	151	185	185	371	494	704	915
(% YoY)	28.9	18.1	49.6	33.5	51.6	54.9	25.0	44.0	22.9	33.2	42.3	30.1
RPK (백만Km)	1,835	1,843	2,304	2,460	2,935	2,744	3,136	3,439	6,354	8,443	12,254	15,799
Yield (원/Km)	65.6	53.0	64.1	52.3	62.2	55.1	58.9	53.9	58.4	58.6	57.4	57.9
L/F (%)	85.1	81.9	86.0	87.3	88.8	85.9	89.7	88.8	83.3	85.2	88.4	88.4
영업이익	15.6	0.6	38.2	4.2	27.2	16.2	40.4	12.1	51.4	58.7	96.0	125.5
(% YoY)	-27.8	-93.0	127.4	7.7	74.6	2,447.1	5.9	184.8	74.2	14.1	63.6	30.7
(영업이익률, %)	9.0	0.4	17.2	2.2	11.3	7.1	15.2	4.8	8.5	7.8	9.7	10.3
세전이익	15.4	5.8	37.9	9.9	22.0	19.9	42.4	12.9	53	69	97	126
(% YoY)	-26.9	-59.0	153.9	247.4	42.8	243.8	12.0	30.3	65.6	30.2	41.0	29.6
당기순이익	12.0	4.6	28.5	8.1	17.0	15.1	32.1	10.8	47	53	75	97
(% YoY)	-43.0	-59.0	126.9	254.4	41.1	229.6	12.8	32.8	47.3	12.8	41.0	29.6
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,201	1,163	1,120	1,158	1,153	1,130	1,133	1,110	1,131	1,161	1,131	1,083
원/달러 환율(기말)	1,144	1,152	1,101	1,208	1,118	1,144	1,145	1,100	1,172	1,208	1,100	1,070
항공유(달러/배럴)	43.0	50.8	56.1	58.3	65.6	62.4	60.1	70.7	68.1	52.1	64.7	77.2
(% YoY)	-40.2	-31.0	-16.8	-1.8	52.6	22.9	7.0	21.4	-41.6	-23.6	24.3	19.2

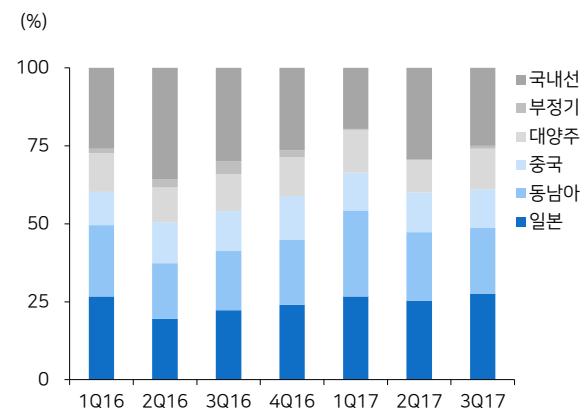
자료: 회사자료, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 제주항공의 노선별 매출액 추이



자료: 회사자료, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 제주항공의 노선별 매출액 비중 추이



자료: 회사자료, 메리츠종금증권 리서치센터

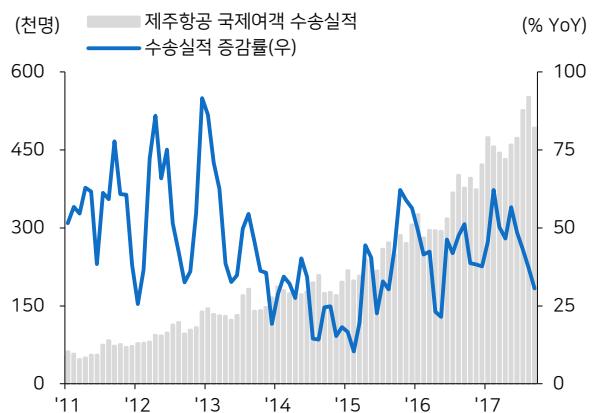
그림3 단위원가 추이: 유가외 비용 통제로 단위원가 안정화



주: 단위원가는 영업비용/ASK로 산출

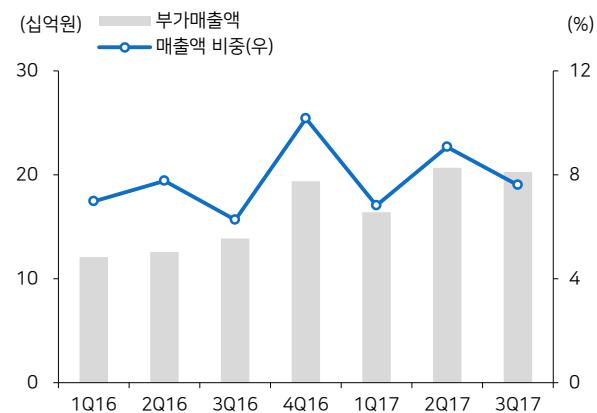
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 제주항공의 국제여객 수송실적 추이



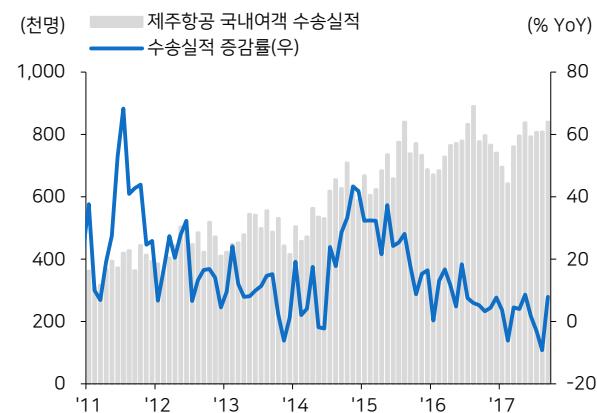
자료: 인천국제공항, 한국공항공사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 제주항공의 부가매출액 추이



자료: 회사자료, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 제주항공의 국내여객 수송실적 추이



자료: 인천국제공항, 한국공항공사, 메리츠종금증권 리서치센터

제주항공 (089590)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	608.1	747.6	986.0	1,217.2	1,493.7
매출액증가율 (%)	19.1	23.0	31.9	23.4	22.7
매출원가	486.1	602.0	773.1	946.7	1,138.0
매출총이익	122.0	145.6	212.9	270.5	355.7
판매관리비	70.6	87.0	117.0	145.0	178.2
영업이익	51.4	58.7	95.9	125.5	177.5
영업이익률	8.5	7.8	9.7	10.3	11.9
금융손익	-2.5	9.6	3.5	2.8	3.3
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.1	0.8	-2.2	-2.2	-2.2
세전계속사업이익	53.0	69.0	97.3	126.0	178.6
법인세비용	5.8	15.8	22.3	28.9	40.9
당기순이익	47.2	53.2	75.0	97.2	137.7
지배주주지분 순이익	47.2	53.2	75.0	97.2	137.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	72.1	116.7	163.3	198.4	255.8
당기순이익(손실)	47.2	53.2	75.0	97.2	137.7
유형자산상각비	7.3	10.5	19.5	34.3	37.6
무형자산상각비	2.5	3.5	3.6	2.5	1.8
운전자본의 증감	5.1	39.3	65.2	64.4	78.8
투자활동 현금흐름	-152.1	-69.1	-199.3	-225.3	-136.3
유형자산의증가(CAPEX)	-40.6	-30.4	-139.4	-167.3	-66.9
투자자산의감소(증가)	-1.1	-8.4	-3.0	-2.9	-3.5
재무활동 현금흐름	127.4	-7.4	54.0	83.0	-41.7
차입금의 증감	21.3	-4.0	72.0	100.0	-22.0
자본의 증가	107.5	3.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	48.2	41.5	18.0	56.0	77.8
기초현금	77.6	125.8	167.3	185.3	241.3
기말현금	125.8	167.3	185.3	241.3	319.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	355.5	436.8	540.8	680.2	857.6
현금및현금성자산	125.8	167.3	185.3	241.3	319.1
매출채권	17.9	24.8	32.6	40.3	49.4
재고자산	6.1	8.3	11.0	13.5	16.6
비유동자산	122.3	163.6	282.9	416.3	447.4
유형자산	41.2	58.9	178.8	311.8	341.2
무형자산	11.6	11.9	8.3	5.8	4.0
투자자산	1.1	9.5	12.5	15.5	19.0
자산총계	477.7	600.4	823.7	1,096.5	1,305.0
유동부채	200.0	260.9	337.6	434.0	530.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	19.7	20.3	20.3	20.3	20.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	22.0	30.0
비유동부채	45.9	67.4	160.9	259.8	254.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	72.0	150.0	120.0
부채총계	245.9	328.3	498.5	693.7	785.6
자본금	129.5	131.5	131.5	131.5	131.5
자본잉여금	88.0	89.4	89.4	89.4	89.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	13.6	51.2	109.1	186.7	303.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	231.8	272.2	325.2	402.7	519.5

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SPS	26,473	28,765	37,439	46,182	56,671
EPS(지배주주)	2,053	2,047	2,848	3,687	5,225
CFPS	3,158	3,039	4,470	6,106	8,176
EBITDAPS	2,663	2,798	4,521	6,158	8,227
BPS	8,948	10,351	12,339	15,280	19,709
DPS	400	500	650	750	800
배당수익률(%)	1.0	2.0	1.9	2.2	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	19.5	12.3	11.8	9.1	6.5
PCR	12.7	8.3	7.5	5.5	4.1
PSR	1.5	0.9	0.9	0.7	0.6
PBR	4.5	2.4	2.7	2.2	1.7
EBITDA	61.2	72.7	119.1	162.3	216.9
EV/EBITDA	12.9	4.6	4.7	3.4	1.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.2	21.1	25.1	26.7	29.9
EBITDA 이익률	10.1	9.7	12.1	13.3	14.5
부채비율	106.1	120.6	153.3	172.3	151.2
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
이자보상배율(X)	734.3	141.0	85.1	44.1	49.0
매출채권회전율(X)	36.0	35.0	34.4	33.4	33.3
재고자산회전율(X)	108.5	103.6	102.4	99.5	99.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최치현)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

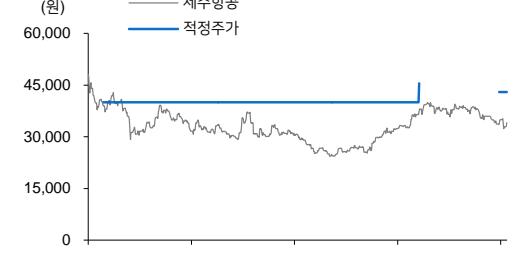
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

제주항공 (089590) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.12.04	산업분석	Hold	40,000	김승철	-8.7	7.0	
2016.02.11	산업브리프	Hold	40,000	김승철	-10.9	7.0	
2016.03.09	산업브리프	Hold	40,000	김승철	-10.2	7.0	
2016.04.08	산업브리프	Hold	40,000	김승철	-15.3	7.0	
2016.10.05	산업브리프	Buy	40,000	김승철	-17.1	7.0	
2016.12.04	1년 경과				-33.6	-23.6	
2017.04.05	산업브리프	Buy	40,000	김승철	-28.3	-8.5	
2017.06.07	산업분석	Buy	45,500	김승철 담당자 변경	-17.5	-12.3	
2017.10.25	산업분석	Buy	43,000	최치현	-20.9	-18.0	
2017.11.08	기업브리프	Buy	43,000	최치현	-	-	