



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

# 제주항공 089590

## 10%!

- ✓ 4분기 매출액 2,616 억원, 영업이익 175 억원(+337.9% YoY)으로 시장 기대치 상회
- ✓ 4분기 반영된 성과급(67 억원) 제외시 OPM 9.3%로 높은 영업이익률을 기록
- ✓ 기재 증가에 따른 단위 원가 경쟁력 확보로 유가 상승에도 2017년 OPM 10% 달성
- ✓ 2018년에도 8기의 신규 기재 투입으로 No.1 LCC의 지위 구축할 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 47,000 원으로 유지

### Buy

적정주가 (12개월)	47,000 원
현재주가 (2.6)	38,850 원
상승여력	21.0%
KOSPI	2,453.31pt
시가총액	10,240억원
발행주식수	2,636만주
유동주식비율	31.67%
외국인비중	9.44%
52주 최고/최저가	39,900원/25,250원
평균거래대금	32.8억원
주요주주(%)	
AK홀딩스 외 9인	59.94
제주특별자치도청	7.64
국민연금	5.35
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	12.9 2.6 49.4
상대주가	15.0 0.2 26.5

#### 주가그래프



### 4분기 영업이익 175억원(+312.5% YoY)으로 기대치를 상회

4분기 연결 기준 매출액 2,616 억원(+37.2% YoY), 영업이익 175 억원(+337.9% YoY)의 호실적을 기록했다. 연휴 기간 수익성 위주의 운임정책으로 회사측이 제공한 USD 기준 Yield는 국내선 14%, 국제선 17% 상승했다. 4분기에 반영된 성과급(67 억원)을 제외시 9.3%(4Q16 인센티브 제외시 OPM 4.6%)의 높은 영업이익률을 달성했다. 2017년 연간 기준 137 억원의 성과급을 반영했음에도 영업이익률 10.2%(+2.4%p YoY)를 기록하며 규모의 경제 확보에 따른 단위원가 하락이 여전히 유효함을 증명했다.

### 2018년 8기의 신규 기재 투입으로 No.1 LCC의 지위 구축

2018년 매출액 1,22 조원(+22.1% YoY), 영업이익 1,371 억원(+35.0% YoY)을 예상한다. 2018년에도 17.5%의 높은 내국인 출국자수 증가율을 기대, 공격적인 기재 증가에도 88% 수준의 높은 탑승률을 유지할 수 있다. 11월 중 기재 1기 반납이 예정되어 있으나 대당 29.4 억원(3Q17 말 기준)의 정비충당부채를 인식, 반납 일정에 따라 발생했던 일회성 비용 급증에 대한 우려도 낮아졌다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 47,000 원 유지

투자의견 Buy 와 적정주가 47,000 원을 유지한다. 현 주가는 2018년 예상 EPS 기준 PER 9.8 배로 역내 Peer LCC의 평균 12 배 대비 할인 받을 이유는 없다. 2017년 주당 배당금은 600 원으로 20.4%의 배당성향을 기록, 이익 성장에 따른 배당 확대는 주가의 하방 경직성을 확보할 요인이다.

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	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	996.3	101.6	77.1	2,929	43.1	12,470	12.1	2.8	4.8	25.7	142.7
2018E	1,216.8	137.2	104.0	3,947	34.8	15,669	9.8	2.5	4.0	28.1	152.7
2019E	1,440.8	182.1	138.9	5,269	33.5	20,139	7.4	1.9	2.6	29.4	133.2

표1 제주항공 4Q17 실적 Review

(십억원)	4Q17P	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	261.6	190.7	37.2	266.6	-1.9	250.2	4.5	249.6	4.8
영업이익	17.5	4.0	337.9	40.4	-56.6	15.1	15.9	16.1	9.0
세전이익	16.5	9.7	70.2	42.6	-61.3	14.6	12.8	17.0	-3.3
순이익	13.2	7.9	67.7	32.3	-59.2	12.5	5.4	13.9	-5.4
영업이익률(%)	6.7	2.1		15.1		6.0		6.4	
순이익률(%)	5.0	4.1		12.1		5.0		5.6	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 제주항공, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 제주항공의 영업실적 추이 및 전망 (별도 기준)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2015	2016	2017P	2018E
매출액	173.2	162.1	221.7	190.7	240.2	228.0	266.6	261.5	608.1	747.6	996.3	1,216.7
(% YoY)	19.9	13.8	33.0	23.3	38.7	40.7	20.3	37.1	19.1	23.0	33.3	22.1
부문별 매출액												
1) 국내선 여객	41.9	53.4	62.0	45.6	43.9	61.3	61.9	56.9	199.1	202.9	224.0	230.8
(% YoY)	-1.3	5.5	6.3	-4.6	4.7	14.9	-0.1	24.7	7.1	1.9	10.4	3.0
RPK (백만Km)	492	544	588	541	489	554	568	559	2,003	2,164	2,170	2,192
Yield (원/Km)	85.3	98.0	105.5	84.4	89.7	110.7	109.1	101.8	99.4	93.8	103.2	105.3
L/F (%)	89.2	94.1	92.5	92.5	94.9	95.8	95.9	95.6	91.6	92.1	95.6	95.6
2) 국제선 여객	120.5	97.6	147.7	128.7	182.7	151.2	189.8	183.1	371.2	494.4	706.9	907.5
(% YoY)	28.9	18.1	49.6	33.5	51.6	54.9	28.6	42.3	22.9	33.2	43.0	28.4
RPK (백만Km)	1,835	1,843	2,304	2,460	2,935	2,744	3,136	3,099	6,354	8,443	11,914	14,919
Yield (원/Km)	65.6	53.0	64.1	52.3	62.2	55.1	60.5	59.1	58.4	58.6	59.3	60.8
L/F (%)	85.1	81.9	86.0	87.3	88.8	85.9	89.7	88.2	83.3	85.2	88.2	88.6
영업이익	15.6	0.6	38.2	4.2	27.2	16.2	40.4	17.7	51.4	58.7	101.6	137.1
(% YoY)	-27.8	-93.0	127.4	7.7	74.6	2,447.1	5.9	316.0	74.2	14.1	73.1	35.0
(영업이익률, %)	9.0	0.4	17.2	2.2	11.3	7.1	15.2	6.8	8.5	7.8	10.2	11.3
세전이익	15.4	5.8	37.9	9.9	22.0	19.9	42.4	16.2	53.0	69.0	100.5	135.6
(% YoY)	-26.9	-59.0	153.9	247.4	42.8	243.8	11.9	63.4	65.6	30.2	45.7	34.9
당기순이익	12.0	4.6	28.5	8.1	17.0	15.1	32.1	12.9	47.2	53.2	77.1	104.0
(% YoY)	-43.0	-59.0	126.9	254.4	41.1	229.6	12.7	59.6	47.3	12.8	45.0	34.9
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,201	1,163	1,120	1,158	1,153	1,130	1,132	1,104	1,131	1,161	1,130	1,054
원/달러 환율(기말)	1,144	1,152	1,101	1,208	1,118	1,144	1,145	1,071	1,172	1,208	1,071	1,030
항공유(달러/배럴)	43.0	50.8	56.1	58.3	65.6	62.4	60.1	70.1	68.1	52.1	64.6	79.9
(% YoY)	-40.2	-31.0	-16.8	-1.8	52.6	22.9	7.0	20.3	-41.6	-23.6	24.0	23.8

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 제주항공 (089590)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>608.1</b>	<b>747.6</b>	<b>996.3</b>	<b>1,216.8</b>	<b>1,440.8</b>
매출액증가율 (%)	19.1	23.0	33.3	22.1	18.4
매출원가	486.1	602.0	774.3	931.3	1,082.7
매출총이익	122.0	145.6	222.0	285.5	358.2
판매관리비	70.6	87.0	120.4	148.3	176.1
<b>영업이익</b>	<b>51.4</b>	<b>58.7</b>	<b>101.6</b>	<b>137.2</b>	<b>182.1</b>
영업이익률	8.5	7.8	10.2	11.3	12.6
금융손익	-2.5	9.6	0.4	-0.1	0.3
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.1	0.8	-1.4	-1.4	-1.4
세전계속사업이익	53.0	69.0	100.5	135.6	181.0
법인세비용	5.8	15.8	23.4	31.6	42.1
<b>당기순이익</b>	<b>47.2</b>	<b>53.2</b>	<b>77.1</b>	<b>104.0</b>	<b>138.9</b>
지배주주지분 순이익	47.2	53.2	77.1	104.0	138.9

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>72.1</b>	<b>116.7</b>	<b>204.1</b>	<b>215.6</b>	<b>258.1</b>
당기순이익(손실)	47.2	53.2	77.1	104.0	138.9
유형자산상각비	7.3	10.5	22.8	36.9	39.7
무형자산상각비	2.5	3.5	7.3	8.7	9.7
운전자본의 증감	5.1	39.3	96.9	65.9	69.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-152.1</b>	<b>-69.1</b>	<b>-273.5</b>	<b>-254.7</b>	<b>-157.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-40.6	-30.4	-172.1	-163.5	-65.4
투자자산의감소(증가)	-1.1	-8.4	-3.2	-2.8	-2.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>127.4</b>	<b>-7.4</b>	<b>-7.3</b>	<b>49.3</b>	<b>-41.7</b>
차입금의 증감	21.3	-4.0	10.8	65.0	-22.0
자본의 증가	107.5	3.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	48.2	41.5	-76.7	10.1	58.4
기초현금	77.6	125.8	167.3	90.6	100.7
기말현금	125.8	167.3	90.6	100.7	159.1

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>355.5</b>	<b>436.8</b>	<b>449.7</b>	<b>539.3</b>	<b>678.6</b>
현금및현금성자산	125.8	167.3	90.6	100.7	159.2
매출채권	17.9	24.8	33.0	40.3	47.7
재고자산	6.1	8.3	11.1	13.5	16.0
<b>비유동자산</b>	<b>122.3</b>	<b>163.6</b>	<b>347.8</b>	<b>504.4</b>	<b>559.5</b>
유형자산	41.2	58.9	208.3	335.0	360.7
무형자산	11.6	11.9	16.6	19.9	22.2
투자자산	1.1	9.5	12.6	15.4	18.3
<b>자산총계</b>	<b>477.7</b>	<b>600.4</b>	<b>797.5</b>	<b>1,043.7</b>	<b>1,238.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>200.0</b>	<b>260.9</b>	<b>368.3</b>	<b>467.3</b>	<b>534.2</b>
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	10.8
<b>비유동부채</b>	<b>45.9</b>	<b>67.4</b>	<b>100.6</b>	<b>163.5</b>	<b>172.9</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	10.8	53.8	43.0
<b>부채총계</b>	<b>245.9</b>	<b>328.3</b>	<b>468.9</b>	<b>630.7</b>	<b>707.2</b>
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	112.6	196.9	314.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>231.8</b>	<b>272.2</b>	<b>328.7</b>	<b>413.0</b>	<b>530.8</b>

## Key Financial Data

	2015	2016	2017P	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	26,473	28,765	37,829	46,165	54,667
EPS(지배주주)	2,053	2,047	2,929	3,947	5,269
CFPS	3,158	3,039	4,850	6,786	8,637
EBITDAPS	2,663	2,798	4,997	6,933	8,784
BPS	8,948	10,351	12,470	15,669	20,139
DPS	400	500	600	750	800
배당수익률(%)	1.0	2.0	1.7	1.9	2.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	19.5	12.3	12.1	9.8	7.4
PCR	12.7	8.3	7.3	5.7	4.5
PSR	1.5	0.9	0.9	0.8	0.7
PBR	4.5	2.4	2.8	2.5	1.9
EBITDA	61.2	72.7	131.6	182.7	231.5
EV/EBITDA	12.9	4.6	4.8	4.0	2.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	30.2	21.1	25.7	28.1	29.4
EBITDA 이익률	10.1	9.7	13.2	15.0	16.1
부채비율	106.1	120.6	142.7	152.7	133.2
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(X)	734.3	141.0	197.5	107.8	107.0
매출채권회전율(X)	36.0	35.0	34.5	33.2	32.8
재고자산회전율(X)	108.5	103.6	102.9	99.0	97.6

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 07일 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 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	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 제주항공 (089590) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-17.5	-12.3	
		담당자 변경					
2017.10.25	산업분석	Buy	43,000	최치현	-20.9	-18.0	
2017.11.08	기업브리프	Buy	43,000	최치현	-17.9	-8.5	
2018.01.31	산업브리프	Buy	47,000	최치현	-17.6	-16.8	
2018.02.07	기업브리프	Buy	47,000	최치현	-	-	

