

제주항공(089590)

하회	부합	상회
영업이익의 컨센서스 대비를 의미		

1위 저비용항공사는 역시 다르다

해외여행 수요의 강세에 힘입어 영업이익은 컨센서스를 22% 상회
유류할증료 부과, 3월 비수기에도 여객수요는 견고하게 유지
이익 가시성이 가장 밝은 1위 LCC인 제주항공에게 투자관심이 집중될 전망

Facts : 1분기 실적은 컨센서스를 크게 상회

1분기 매출액은 3,085억원으로 전년동기대비 28% 늘었으며 영업이익은 462억 원으로 70% 급증했다. 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 5%, 22% 상회했다. 영업이익은 우리 추정치보다 5% 높았다. 유류할증료 부과로 국제선운임이 5% 상승했는데도 텁승률은 1.4%p 올라 사상 최고치인 90%를 기록했다. 해외여행 수요 증가와 공급확대의 선순환 효과가 이어지면서 일본과 동남아 노선매출은 각각 47%, 25% 늘었다. 규모의 경제에 유류할증료 효과가 더해지면서 유가상승과 인센티브 총당금 50억원 반영에도 1분기 영업이익률은 3.6%p 상승했다.

Pros & cons : 유가상승과 계절성을 뛰어넘는 여행수요의 증가

제주항공의 이익모멘텀은 유가상승이나 비수기 영향을 뛰어넘고 있다. 1분기 평균 항공유는 전년동기대비 24% 상승했다. 하지만 여객수요가 견고하게 유지됨에 따라 유류할증료가 커버하는 유가상승분은 예상보다 큰 것으로 추정된다. 한편 고마진 부가매출은 전년동기대비 33% 늘며 전체 매출비중이 7.1%로 확대됐다. 특히 부가서비스의 객단가는 13%나 급등했다. 결국 이번 호실적의 이유는 유류할증료나 추가요금 부과에도 꺼이지 않는 해외여행 수요의 강세에 있다. 또한 여객시장의 비수기인 3월에도 제주항공의 국제선여객은 27% 증가하며 흑자전환에 성공했다. 해외여행객은 일본과 동남아를 중심으로 계절을 가리지 않고 꾸준히 늘고 있어 비수기에 특히 취약했던 저비용항공사(LCC)의 수익성 향상이 이어질 것이다.

Action : 1분기 서프라이즈는 단기 주가모멘텀에 그치지 않을 것

최근 주가상승은 저비용항공사에 대한 재평가의 시작이다. 이번 호실적으로 유가상승과 분기 이익변동성에 대한 우려가 완화됨에 따라 실적 컨센서스와 벨류에이션 모두 상향될 것이다. 제주항공의 현 주가는 2018F PER 12배로 유사한 영업이익률과 EPS 증가가 나타나는 중국의 상위 LCC 대비 여전히 30% 저평가받고 있다. 제주항공은 1위이자 단일기종의 순수 LCC로서 비용구조도 오랜기간 겸증받아 이익전망에 대한 가시성이 가장 밝다. 항공업종의 새로운 대표주로 올라선 제주항공에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 59,000원(2018F PER 15배)을 유지한다.

매수(유지)

목표주가: 59,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/4)	2,461
주가(5/4)	49,700
시가총액(십억원)	1,310
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저가(원)	49,700/32,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,944
유동주식비율/외국인지분율(%)	32.0/10.3
주요주주(%)	AK홀딩스 외 8 인
제주특별자치도청	59.6
	7.6

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	12.0	13.1	11.3
PBR(x)	2.8	3.1	2.6
ROE(%)	25.6	26.8	25.1
DY(%)	1.7	1.4	1.6
EV/EBITDA(x)	5.0	5.1	3.7
EPS(원)	2,935	3,788	4,379
BPS(원)	12,744	15,825	19,396

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.4	51.1	49.5
KOSPI 대비(%p)	(0.8)	54.8	39.7

주가추이



자료: WISEfn

최고운

gowoon@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	240.2	228.0	266.6	261.5	308.5	17.9	28.4	294.7
영업이익	27.2	16.2	40.4	17.7	46.2	161.5	69.6	37.8
영업이익률(%)	11.3	7.1	15.2	6.8	15.0	8.2	3.6	12.8
세전이익	22.0	19.9	42.4	16.2	47.1	190.9	113.9	37.9
순이익	17.0	15.1	32.1	12.9	36.1	179.6	112.9	28.3

자료: 제주항공, FnGuide, 한국투자증권

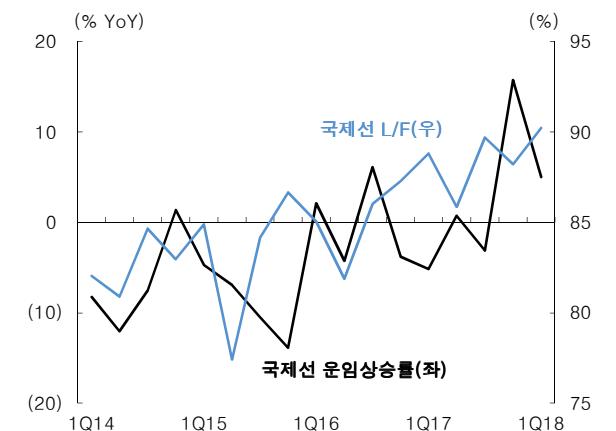
〈표 2〉 실적전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	240	228	267	262	308	285	337	314	748	996	1,244	1,463
국내선	44	61	62	57	47	64	66	60	203	224	237	243
ASK(백만 km)	516	578	592	585	558	601	615	608	2,365	2,270	2,382	2,454
RPK(백만 km)	489	554	568	559	523	570	585	576	2,182	2,170	2,253	2,314
L / F(%)	94.9	95.8	95.9	95.6	93.7	94.9	95.0	94.7	92.2	95.6	94.6	94.3
Yield(원)	89.7	110.0	109.8	101.9	89.9	112.2	113.1	103.9	93.0	103.3	105.1	105.1
국제선	183	146	195	188	240	195	257	232	494	711	923	1,119
ASK(백만 km)	3,305	3,196	3,497	3,513	4,063	4,058	4,441	4,462	9,831	13,510	17,023	20,428
RPK(백만 km)	2,935	2,744	3,136	3,099	3,665	3,540	3,983	3,951	8,342	11,914	15,139	18,167
L / F(%)	88.8	85.9	89.7	88.2	90.2	87.2	89.7	88.6	84.9	88.2	88.9	88.9
Yield(원)	62.2	53.4	62.1	60.5	65.4	55.0	64.6	58.7	59.8	59.7	61.0	61.6
기타	14	21	10	17	22	27	13	22	50	61	84	101
매출액 증가율	38.7	40.7	20.3	37.1	28.4	25.2	26.3	20.0	23.0	33.3	24.9	17.6
국내선	4.7	14.1	0.6	24.8	7.1	5.1	6.1	5.1	1.9	10.4	5.7	2.7
ASK	(6.4)	(0.0)	(6.9)	0.1	8.1	4.0	4.0	4.0	8.2	(4.0)	4.9	3.0
RPK	(0.4)	1.7	(3.4)	3.4	6.8	3.0	3.0	3.0	8.9	(0.6)	3.8	2.7
L / F(%)	5.7	1.7	3.5	3.1	(1.2)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	0.6	3.3	(1.0)	(0.3)
Yield	5.2	12.2	4.1	20.7	0.3	2.0	3.0	2.0	(6.5)	11.1	1.8	0.0
국제선	51.6	50.0	31.8	45.8	31.2	32.9	32.1	23.7	33.2	43.9	29.8	21.2
ASK	53.1	42.0	30.5	24.6	22.9	27.0	27.0	27.0	28.9	37.4	26.0	20.0
RPK	59.9	48.9	36.1	26.0	24.9	29.0	27.0	27.5	31.3	42.8	27.1	20.0
L / F(%)	3.8	4.0	3.7	0.9	1.4	1.4	0.0	0.3	1.6	3.3	0.7	0.0
Yield	(5.2)	0.7	(3.1)	15.8	5.0	3.0	4.0	(3.0)	2.3	(0.1)	2.1	1.0
기타	26.5	86.3	(20.4)	3.5	60.3	30.0	40.0	30.0	33.2	21.0	38.4	20.0
영업비용	213	212	226	244	262	264	288	291	689	895	1,105	1,302
증가율	35.1	31.2	23.2	30.8	23.1	24.8	27.2	19.1	23.8	29.9	23.5	17.9
연료유류비	55	49	53	61	71	72	83	80	149	218	305	383
증가율	91.4	41.9	27.6	36.7	29.0	47.3	55.1	31.7	4.2	45.9	40.2	25.5
인건비	34	39	39	44	46	49	49	52	112	156	196	227
임차료	30	31	31	33	31	32	33	34	109	125	130	150
정비비	21	21	22	24	21	21	22	25	85	87	89	102
기타	73	73	80	83	93	90	101	100	233	309	384	440
영업이익	27	16	40	18	46	21	49	23	59	102	140	161
증가율	74.6	2,447.1	5.9	316.0	69.6	29.5	21.0	32.3	14.1	73.1	37.4	15.5
영업이익률	11.3	7.1	15.2	6.8	15.0	7.4	14.5	7.4	7.8	10.2	11.2	11.0
세전이익	22	20	42	16	47	20	48	23	69	101	138	160
증가율	42.8	243.8	11.9	63.4	113.9	1.6	13.6	39.8	30.2	45.7	37.4	15.6
순이익	17	15	32	13	36	16	37	17	53	77	106	122
증가율	41.1	229.6	12.7	59.6	112.9	2.5	15.1	34.7	12.8	45.0	37.4	15.6

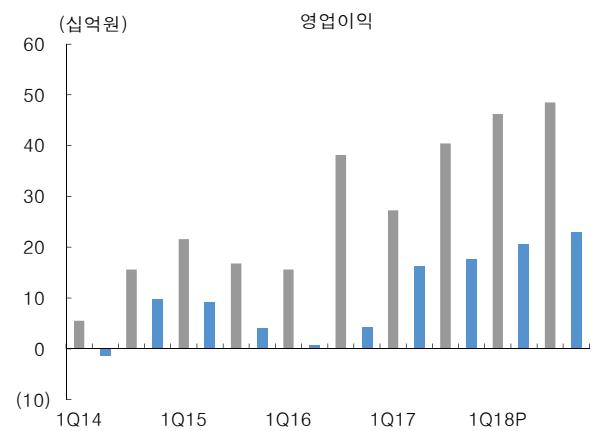
자료: 제주항공, 한국투자증권

[그림 1] 국제선 운임과 탑승률이 동반 상승



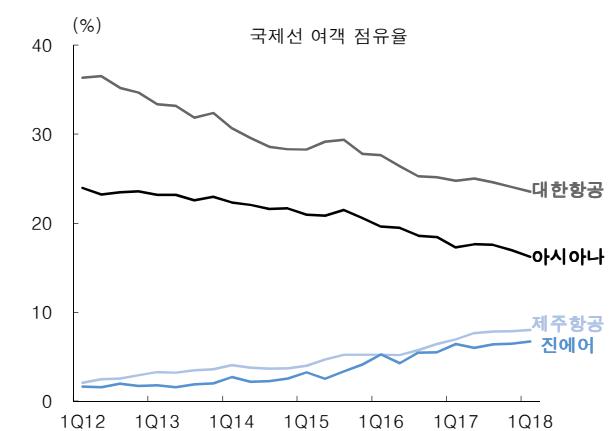
자료: 제주항공, 한국투자증권

[그림 2] 규모가 커지면서 이익은 꾸준히 증가



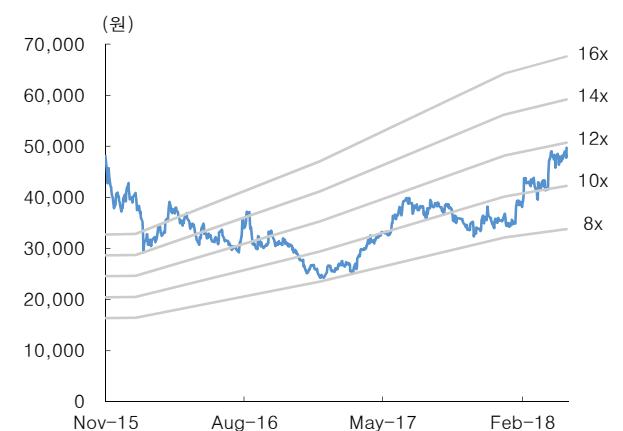
자료: 제주항공, 한국투자증권

[그림 3] 1Q18 제주항공 국제선 M/S 8%(+1.1%p YoY)



자료: 제주항공, 한국투자증권

[그림 4] 2018F PER 12배, 중국 LCC 대비 30% 저평가



자료: Quantwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

제주항공은 2005년에 설립되어 2017년 여객수 기준 국제선 점유율 7.6%, 국내선 점유율 14.3%를 차지하는 국내1위 저비용항공사로 성장함. 2006년 제주~김포 노선에 처음으로 취항했고 국내선에서 경험을 쌓은 뒤 2008년 제주~히로시마에 취항하면서 국제선 시장에 진출함. 양대 국적항공사에 비해 사업구조가 유동적이고 가벼워 다양한 마케팅 전략을 구사할 수 있고 비용절감 노력을 통해 수익성 향상을 도모하고 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
- CASK(Cost per ASK): ASK당 영업비용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	437	449	553	649	747
현금성자산	167	102	126	148	170
매출채권및기타채권	29	45	56	65	75
재고자산	8	9	12	14	16
비유동자산	164	351	434	521	608
투자자산	9	45	55	65	75
유형자산	59	171	212	260	308
무형자산	12	19	23	27	31
자산총계	600	800	988	1,170	1,354
유동부채	261	368	406	432	431
매입차무및기타채무	90	122	150	176	202
단기차입금및단기사채	20	8	33	44	55
유동성장기부채	0	47	47	47	47
비유동부채	67	101	169	226	302
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	45	80	135
부채총계	328	469	575	657	733
자본금	131	132	132	132	132
자본잉여금	89	90	90	90	90
기타자본	0	(5)	(5)	(5)	(5)
이익잉여금	51	114	196	290	399
자본총계	272	331	412	506	615

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	748	996	1,229	1,441	1,657
매출원가	602	774	950	1,117	1,288
매출총이익	146	222	279	325	369
판매관리비	87	120	148	174	199
영업이익	59	102	131	151	170
금융수익	11	8	9	9	10
이자수익	2	2	3	3	4
금융비용	2	8	10	10	11
이자비용	0	0	1	2	2
기타영업외손익	1	(1)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	69	101	130	150	169
법인세비용	16	23	30	35	39
당기순이익	53	77	100	115	130
기타포괄이익	(5)	(1)	0	0	0
총포괄이익	48	76	100	115	130
EBITDA	73	127	197	265	312

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	117	176	148	216	231
당기순이익	53	77	100	115	130
유형자산감가상각비	11	20	59	106	132
무형자산상각비	4	5	7	8	10
자산부채변동	39	54	(41)	(35)	(62)
기타	10	20	23	22	21
투자활동현금흐름	(69)	(255)	(180)	(229)	(258)
유형자산투자	(30)	(133)	(100)	(154)	(180)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(38)	(102)	(10)	(10)	(10)
무형자산순증	(1)	(6)	(12)	(12)	(14)
기타	0	(14)	(58)	(53)	(54)
재무활동현금흐름	(7)	20	55	29	49
자본의증가	3	0	0	0	0
차입금의순증	0	38	74	50	70
배당금지급	(10)	(13)	(16)	(18)	(21)
기타	0	(5)	(3)	(3)	0
기타현금흐름	1	(6)	0	0	0
현금의증가	42	(65)	24	16	22

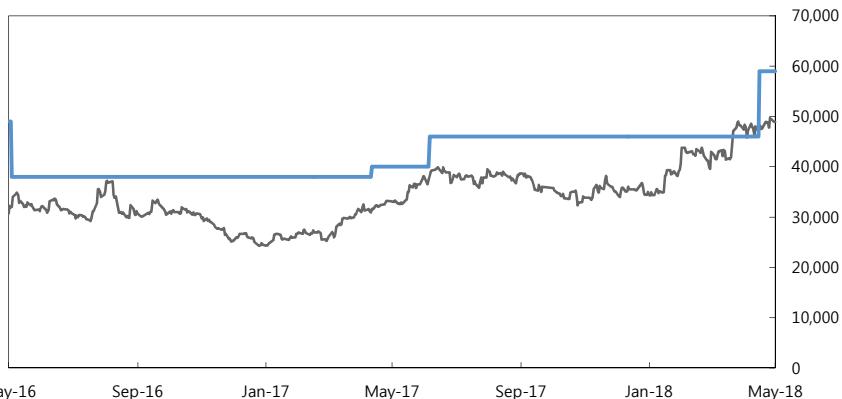
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,045	2,935	3,788	4,379	4,936
BPS	10,351	12,744	15,825	19,396	23,524
DPS	500	600	700	800	800
성장성(%), YoY					
매출증가율	23.0	33.3	23.3	17.3	15.0
영업이익증가율	14.1	73.1	28.8	15.5	12.8
순이익증가율	12.8	45.0	29.1	15.6	12.7
EPS증가율	(0.4)	43.5	29.1	15.6	12.7
EBITDA증가율	18.9	74.3	55.5	34.7	17.7
수익성(%)					
영업이익률	7.8	10.2	10.6	10.5	10.3
순이익률	7.1	7.7	8.1	8.0	7.8
EBITDA Margin	9.7	12.7	16.0	18.4	18.9
ROA	9.9	11.0	11.1	10.7	10.3
ROE	21.1	25.6	26.8	25.1	23.2
배당수익률	2.0	1.7	1.4	1.6	1.6
배당성향	24.7	20.4	18.5	18.3	16.2
안정성					
순차입금(십억원)	(325)	(291)	(298)	(323)	(329)
차입금/자본총계비율(%)	7.5	17.6	32.0	35.9	40.9
Valuation(X)					
PER	12.3	12.0	13.1	11.3	10.1
PBR	2.4	2.8	3.1	2.6	2.1
EV/EBITDA	4.6	5.0	5.1	3.7	3.1

주: K-IFRS (별도) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
제주항공(089590)	2015.11.04	매수	49,000원	-25.4	-1.8
	2016.05.12	매수	38,000원	-21.9	-2.1
	2017.04.20	매수	40,000원	-14.2	-4.8
	2017.06.14	매수	46,000원	-16.4	6.5
	2018.04.24	매수	59,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 9일 현재 제주항공 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 기준입니다

- 매수 : 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견입니다

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 높이 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 돋기 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.