

# 제주항공(089590)

## 2분기 조정 이후를 준비하자

### 2분기 영업이익에 대한 기대치 낮춰야 하나

제주항공 주가는 6월 이후 9% 하락했다. 2분기 실적 우려가 부각된 가운데 원화 약세, 오사카 지진 등 대외변수가 부담으로 작용하고 있다. 4~5월 평균 항공유가는 전년대비 41% 상승했다. 같은 기간 제주항공의 국제선여객은 31% 늘었으나 운임이 기대에 못 미친 것으로 추정된다. 먼저 작년 5월 황금연휴에 따른 실적 베이스가 높기 때문이다. 여기에 2분기는 비수기로 운임보다 탑승률 제고가 더 중요하기 때문에 1분기만큼 유류할증료를 통한 가격전가가 어렵다. 반면 1분기 서프라이즈로 2분기 영업이익 컨센서스는 13% 높아졌다. 2분기 실적에 대한 눈높이가 조정되기까지는 부정적 외부요인에 투자심리가 더 민감하게 반응하는 구간이다.

### 반대로 기저효과 나타나는 3분기 실적에 주목

다만 최근 주가조정은 단기에 그칠 전망이다. 원/달러 환율이 반등했으나 여전히 해외여행 수요의 강세는 구조적으로 이어지고 있다. 성수기에 접어드는 대목에서 유가상승세가 주춤함에 따라 3분기 유류할증료 효과는 다시 커질 것이다. 특히 2분기와는 반대로 기저효과에 따른 운임상승이 예상된다. 작년에는 추석 연휴가 10월에 있어 3분기 이익 베이스가 낮기 때문이다. 계절적으로 3분기는 항공사들의 최대 성수기다. 작년에도 제주항공의 3분기 영업이익은 1분기 대비 48% 많았다. 반면 올해 3분기 컨센서스는 지난 1분기 실적에 비해 8% 높은 수준에 불과하다.

### 해외여행 수혜주로서 긴 호흡에서 접근할 필요

작년 제주항공을 비롯한 항공사들의 주가는 상반기 오르다 6월말을 기점으로 하락세로 돌아섰다. 장기투자가 어려웠던 과거 경험에 비추어 주가의 상고하자 패턴에 대한 우려가 부각되는 시점이다. 당초 비수기 계절성이 완화될 것이란 기대와 다르게, 올해 이익의 분기 편차가 오히려 더 커지는 점은 이러한 고민을 키운다. 다만 2분기 우려보다는 3분기 실적 상향과 리레이팅 가능성이 더 높다는 점에서 이번 주가조정은 과거보다 빠르게 마무리될 것이다. 연간으로 보면 해외여행 수요의 구조적 증가가 주가에 더 중요해 '매수' 의견과 목표주가 59,000원을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	748	59	53	2,045	(0.4)	73	12.3	4.6	2.4	21.1	2.0
2017A	996	102	77	2,935	43.5	127	12.0	5.0	2.8	25.6	1.7
2018F	1,242	139	107	4,052	38.1	205	11.5	4.5	2.9	28.4	1.5
2019F	1,463	161	121	4,600	13.5	275	10.1	3.2	2.3	25.8	1.7
2020F	1,682	171	129	4,904	6.6	313	9.5	2.8	1.9	22.5	1.7

## 매수(유지)

목표주가: 59,000원(유지)

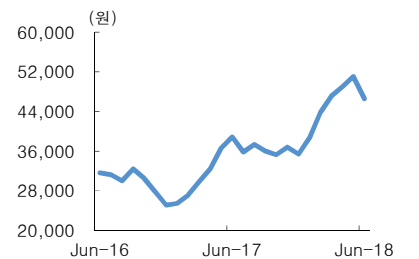
### Stock Data

KOSPI(6/18)	2,376
주가(6/18)	46,550
시가총액(십억원)	1,227
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저(원)	51,000/32,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,441
유동주식비율/외국인지분율(%)	32.1/11.6
주요주주(%)	AK홀딩스 외 8 인 59.6
	제주특별자치도청 7.8

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.8)	32.8	18.6
KOSPI 대비(%p)	1.6	37.1	18.0

### 주가추이



자료: WISEfn

최고운

gowoon@truefriend.com

〈표 1〉 실적전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>240</b>	<b>228</b>	<b>267</b>	<b>262</b>	<b>308</b>	<b>279</b>	<b>342</b>	<b>312</b>	<b>748</b>	<b>996</b>	<b>1,242</b>	<b>1,463</b>
국내선	44	61	62	57	47	62	67	58	203	224	234	241
ASK(백만 km)	516	578	592	585	558	596	615	602	2,365	2,270	2,371	2,442
RPK(백만 km)	489	554	568	559	523	565	590	570	2,182	2,170	2,248	2,309
L / F(%)	94.9	95.8	95.9	95.6	93.7	94.9	96.0	94.7	92.2	95.6	94.8	94.6
Yield(원)	89.7	110.0	109.8	101.9	90.4	110.0	113.1	101.9	93.0	103.3	104.2	104.2
국제선	183	146	195	188	244	190	262	232	494	711	928	1,127
ASK(백만 km)	3,305	3,196	3,497	3,513	4,063	4,026	4,441	4,462	9,831	13,510	16,991	20,390
RPK(백만 km)	2,935	2,744	3,136	3,099	3,665	3,496	3,983	3,951	8,342	11,914	15,095	18,115
L / F(%)	88.8	85.9	89.7	88.2	90.2	86.8	89.7	88.6	84.9	88.2	88.8	88.8
Yield(원)	62.2	53.4	62.1	60.5	66.5	54.4	65.8	58.7	59.8	59.7	61.5	62.2
기타	14	21	10	17	17	27	13	22	50	61	79	95
<b>매출액 증가율</b>	<b>38.7</b>	<b>40.7</b>	<b>20.3</b>	<b>37.1</b>	<b>28.4</b>	<b>22.5</b>	<b>28.2</b>	<b>19.4</b>	<b>23.0</b>	<b>33.3</b>	<b>24.6</b>	<b>17.8</b>
국내선	4.7	14.1	0.6	24.8	7.7	2.0	7.2	2.0	1.9	10.4	4.5	2.7
ASK	(6.4)	(0.0)	(6.9)	0.1	8.1	3.0	4.0	3.0	8.2	(4.0)	4.4	3.0
RPK	(0.4)	1.7	(3.4)	3.4	6.8	2.0	4.0	2.0	8.9	(0.6)	3.6	2.7
L / F(%p)	5.7	1.7	3.5	3.1	(1.2)	(0.9)	0.0	(0.9)	0.6	3.3	(0.7)	(0.3)
Yield	5.2	12.2	4.1	20.7	0.8	0.0	3.0	0.0	(6.5)	11.1	0.9	0.0
국제선	51.6	50.0	31.8	45.8	33.5	29.9	34.6	23.7	33.2	43.9	30.5	21.4
ASK	53.1	42.0	30.5	24.6	22.9	26.0	27.0	27.0	28.9	37.4	25.8	20.0
RPK	59.9	48.9	36.1	26.0	24.9	27.4	27.0	27.5	31.3	42.8	26.7	20.0
L / F(%p)	3.8	4.0	3.7	0.9	1.4	1.0	0.0	0.3	1.6	3.3	0.7	0.0
Yield	(5.2)	0.7	(3.1)	15.8	6.9	2.0	6.0	(3.0)	2.3	(0.1)	3.0	1.2
기타	26.5	86.3	(20.4)	3.5	27.5	30.0	35.0	30.0	33.2	21.0	30.2	20.0
<b>영업비용</b>	<b>213</b>	<b>212</b>	<b>226</b>	<b>244</b>	<b>262</b>	<b>262</b>	<b>288</b>	<b>291</b>	<b>689</b>	<b>895</b>	<b>1,103</b>	<b>1,302</b>
증가율	35.1	31.2	23.2	30.8	23.1	23.5	27.3	19.5	23.8	29.9	23.3	18.1
연료유류비	55	49	53	61	71	75	85	83	149	218	313	394
증가율	91.4	41.9	27.6	36.7	29.1	53.6	58.8	36.4	4.2	45.9	43.9	25.8
인건비	34	39	39	44	48	47	49	52	112	156	196	227
임차료	30	31	31	33	32	32	33	34	109	125	132	152
정비비	21	21	22	24	21	21	22	25	85	87	89	102
기타	73	73	80	83	90	87	99	98	233	309	373	428
<b>영업이익</b>	<b>27</b>	<b>16</b>	<b>40</b>	<b>18</b>	<b>46</b>	<b>18</b>	<b>54</b>	<b>21</b>	<b>59</b>	<b>102</b>	<b>139</b>	<b>161</b>
증가율	74.6	2,447.1	5.9	316.0	69.6	9.7	33.5	17.2	14.1	73.1	36.6	15.8
영업이익률	11.3	7.1	15.2	6.8	15.0	6.4	15.8	6.6	7.8	10.2	11.2	11.0
<b>세전이익</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>42</b>	<b>16</b>	<b>47</b>	<b>18</b>	<b>54</b>	<b>20</b>	<b>69</b>	<b>101</b>	<b>139</b>	<b>158</b>
증가율	42.8	243.8	11.9	63.4	113.9	(12.0)	26.8	26.5	30.2	45.7	38.1	13.6
<b>순이익</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>32</b>	<b>13</b>	<b>36</b>	<b>13</b>	<b>41</b>	<b>16</b>	<b>53</b>	<b>77</b>	<b>107</b>	<b>121</b>
증가율	41.1	229.6	12.7	59.6	112.9	(11.2)	28.4	22.0	12.8	45.0	38.1	13.6

자료: 제주항공, 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 답을 지표

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	437	449	559	659	758
현금성자산	167	102	127	150	173
매출채권및기타채권	29	45	56	66	76
재고자산	8	9	12	14	16
비유동자산	164	351	436	525	612
투자자산	9	45	56	66	76
유형자산	59	171	212	260	308
무형자산	12	19	23	27	31
자산총계	600	800	996	1,184	1,370
유동부채	261	368	406	437	438
매입채무및기타채무	90	122	152	178	205
단기차입금및단기사채	20	8	33	44	55
유동성장기부채	0	47	47	47	47
비유동부채	67	101	170	228	305
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	45	80	135
부채총계	328	469	577	664	743
자본금	131	132	132	132	132
자본잉여금	89	90	90	90	90
기타자본	0	(5)	(5)	(5)	(5)
이익잉여금	51	114	203	303	410
자본총계	272	331	419	519	627

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	117	176	154	226	233
당기순이익	53	77	107	121	129
유형자산감가상각비	11	20	59	106	132
무형자산상각비	4	5	7	9	10
자산부채변동	39	54	(43)	(32)	(60)
기타	10	20	24	22	22
투자활동현금흐름	(69)	(255)	(184)	(232)	(259)
유형자산투자	(30)	(133)	(100)	(154)	(180)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(38)	(102)	(11)	(10)	(10)
무형자산순증	(1)	(6)	(12)	(13)	(14)
기타	0	(14)	(61)	(55)	(55)
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)	25	23	23

주: K-IFRS (별도) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

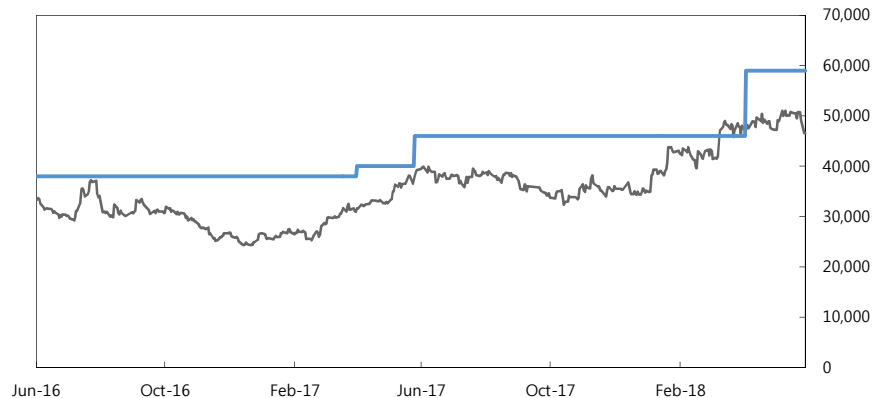
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	748	996	1,242	1,463	1,682
매출원가	602	774	952	1,124	1,307
매출총이익	146	222	289	338	375
판매관리비	87	120	151	178	204
영업이익	59	102	139	161	171
금융수익	11	8	13	10	11
이자수익	2	2	3	3	4
금융비용	2	8	13	13	14
이자비용	0	0	1	2	2
기타영업외손익	1	(1)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	69	101	139	158	168
법인세비용	16	23	32	37	39
당기순이익	53	77	107	121	129
기타포괄이익	(5)	(1)	0	0	0
총포괄이익	48	76	107	121	129
EBITDA	73	127	205	275	313

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,045	2,935	4,052	4,600	4,904
BPS	10,351	12,744	16,088	19,880	23,975
DPS	500	600	700	800	800
성장성(%, YoY)					
매출증가율	23.0	33.3	24.6	17.8	15.0
영업이익증가율	14.1	73.1	36.6	15.8	6.6
순이익증가율	12.8	45.0	38.1	13.6	6.6
EPS증가율	(0.4)	43.5	38	13.5	6.6
EBITDA증가율	18.9	74.3	61.8	34.2	13.9
수익성(%)					
영업이익률	7.8	10.2	11.2	11.0	10.2
순이익률	7.1	7.7	8.6	8.3	7.7
EBITDA Margin	9.7	12.7	16.5	18.8	18.6
ROA	9.9	11.0	11.9	11.1	10.1
ROE	21.1	25.6	28.4	25.8	22.5
배당수익률	2.0	1.7	1.5	1.7	1.7
배당성향	24.7	20.4	17.3	17.4	16.3
안정성					
순차입금(십억원)	(325)	(291)	(303)	(331)	(338)
차입금/자본총계비율(%)	7.5	17.6	31.5	35.0	40.1
Valuation(X)					
PER	12.3	12.0	11.5	10.1	9.5
PBR	2.4	2.8	2.9	2.34	1.9
EV/EBITDA	4.6	5.0	4.5	3.2	2.8

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
제주항공(089590)	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 6월 19일 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 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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 돕기 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.