

## 제주항공(089590)

## 새로운 하늘의 주인공

## 우리나라 항공시장의 성장을 주도하는 대표주

제주항공은 저비용항공사(LCC)의 성공모델로 거듭날 것이다. 단일기종으로 근거리 해외여행 수요를 선점함으로써 외형 확대에 가장 앞서 있다. 항공기 수가 늘어날수록 규모의 경제는 비용절감으로 이어지며, 이는 다시 운임경쟁력을 높이는 선순환을 이루게 된다. 유류할증료와 부가매출 효과 역시 가장 크다. 결국 유가상승에도 제주항공의 수익성은 향상될 전망이다.

## 단일기종 순수 LCC 모델의 투자매력에 주목

LCC 모델에 충실한 제주항공의 투자매력은 갈수록 높아질 것이다. 유가상승으로 비용부담이 커지는 상황이다. 제주항공처럼 규모의 경제와 부가매출 등 본연의 경쟁력에 집중한 해외 LCC들의 수익성이 더 높은 점에 주목해야 한다. 또한 우리나라는 여객수요에 비해 공항슬롯이 부족하다. 단일기종의 제주항공은 여행수요와 인기노선을 선점하는데 가장 유리한 항공사다.

## 아시아 LCC 성공사례인 것이 무색할 만큼 저평가

제주항공의 투자매력은 글로벌 항공시장에서도 돋보인다. 최근 3년간 매출액은 중국 LCC보다 가파르게 늘고 있다. 유가상승과 경쟁심화로 수익성이 악화되는 주요 해외 LCC와 다르게, 제주항공의 올해 영업이익은 전년대비 35% 증가할 전망이다. 반면 우리나라 증시에서 저비용항공 산업은 이제 막 제대로 평가받기 시작했다. 제주항공의 현 주가는 2018F PER 11배에 불과하다. 단기 실적에 대한 과도한 우려는 투자기회라고 판단한다.

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	748	996	1,239	1,507	1,778
영업이익(십억원)	59	102	137	165	189
세전이익(십억원)	69	101	137	162	186
순이익(십억원)	53	77	105	124	143
EBITDA(십억원)	73	127	203	280	332
순차입금(십억원)	(325)	(291)	(302)	(346)	(371)
영업이익률(%)	7.8	10.2	11.0	10.9	10.7
ROE(%)	21.1	25.6	28.1	26.5	24.6
배당수익률(%)	2.0	1.7	1.7	1.9	1.9
EPS(원)	2,045	2,935	3,997	4,719	5,439
(EPS 증가율, %)	(0.4)	43.5	36.2	18.1	15.3
BPS(원)	10,351	12,744	16,033	19,944	24,574
DPS(원)	500	600	700	800	800
PER(x)	12.3	12.0	10.6	9.0	7.8
PBR(x)	2.4	2.8	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA(x)	4.6	5.0	4.0	2.7	2.2

## 매수(유지)

목표주가: 59,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(7/30)	2,294
주가(7/30)	42,400
시가총액(십억원)	1,118
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저가(원)	51,000/32,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,057
유동주식비율/외국인지분율(%)	32.1/12.1
주요주주(%)	AK홀딩스 외 7인 59.6
	제주특별자치도청 7.8

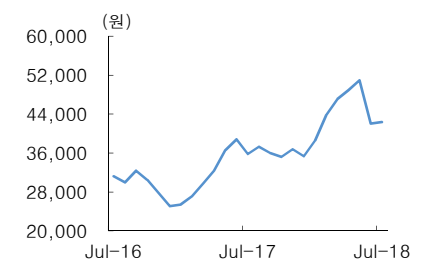
## EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2018F	3,997	3,997	-
2019F	4,629	4,719	1.9
2020F	4,987	5,439	9.1

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.8	10.1	16.2
KOSPI 대비(%p)	2.2	20.8	20.6

## 주가추이



자료: WISEfn

최고운

gowoon@truefriend.com

# Contents

I. Executive Summary	2
<hr/>	
1. 항공시장의 성장은 끝나지 않았다	
2. 저비용항공사 차별화는 제주항공에서 시작된다	
II. 해외여행의 패턴을 바꾸다	10
<hr/>	
1. 저비용항공사 성공모델로 자리매김	
2. 비용부담 커질수록 LCC 본연의 경쟁력이 중요	
III. 항공주 투자의 패턴을 바꾸다	21
<hr/>	
IV. 실적 전망 및 리스크 점검	24
<hr/>	
1. 유가 상승은 수익성 부담요인	
2. 원화 약세는 수요와 수익성 모두 부정적	
3. 리스 회계기준 변경에 따른 부채비율 상승	
4. 호텔 사업에 따른 초기 불확실성 상존	
5. 실적 전망	
기업개요 및 용어해설	30
<hr/>	

## 리포트 작성 목적

- 2분기 항공주 투자 쉬어가는 국면에서 향후 저비용항공 산업전망을 재점검
- 글로벌 저비용항공사 대비 제주항공의 투자매력 진단
- 비용부담 커질수록 순수 LCC 모델의 경쟁력 부각될 것으로 전망하고 매수 추천

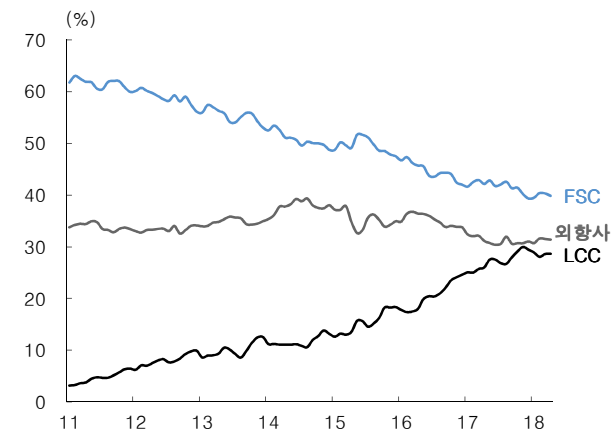
# I. Executive Summary

## 1. 항공시장의 성장은 끝나지 않았다

### 우리나라 항공시장 투자의 중심에 선 저비용항공사

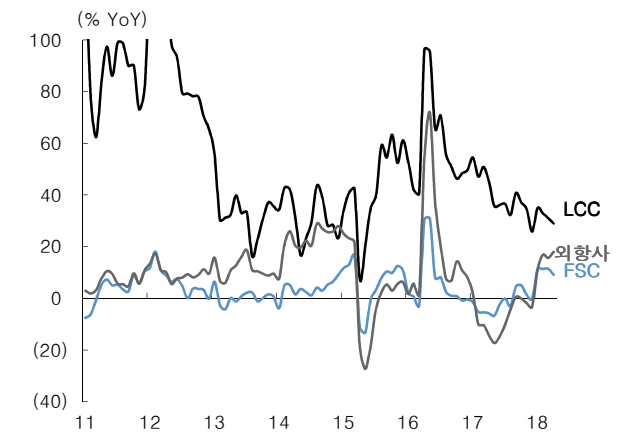
우리나라 저비용항공사(LCC: Low Cost Carrier)의 성장 모멘텀과 밸류에이션이 높아지는 시점이다. 2018년 국적사들의 항공여객은 전년대비 10% 늘어날 전망이다. 작년보다 증가폭이 확대되며 탑승률 역시 사상 최고치를 경신할 것이다. 해외여행 수요는 구조적으로 증가하는 가운데 전년 외국인 입국자의 기저효과가 더해지기 때문이다. 점유율을 계속 뺏기고 재무구조가 다소 불안해 보이는 양대 국적사와 다르게 LCC들은 수요 증가에 따른 구조적 수혜가 나타나고 있다. 1분기 LCC들의 실적 서프라이즈는 유가상승에 대한 우려마저 극복했다.

[그림 1] 올해 국적 LCC의 국제선 점유율 29%



자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 2] 양대 FSC 7% 늘어난 반면 LCC 31% 급증



주: FSC는 일반 대형항공사로써 우리나라는 대한항공과 아시아나항공이 해당  
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

### 2분기 실적전망 하향되면서 단기적으로 쉬어가는 구간

다만 2분기 실적은 2분기 만에 컨센서스를 크게 하회할 전망이다. 작년 황금연휴로 실적 기저가 부담스러운 상황에서 유가가 가파르게 올랐다. 반면 컨센서스는 1분기 서프라이즈 이후의 기대감을 더 반영하고 있다. 2분기 항공유가는 44% 올라 1분기 24%보다 상승폭이 확대됐다. 반면 2분기는 운임보다 탑승률 제고가 더 중요한 비수기다. 소비자의 가격저항이 성수기보다 더 크기 때문에 1분기만큼 유류할증료를 통한 비용전가가 제한적이다. 여기에 원화악세, 오사카 지진 등 대외악재가 더해졌다. 이에 따라 제주항공의 주가는 6월 이후 17% 하락했다.

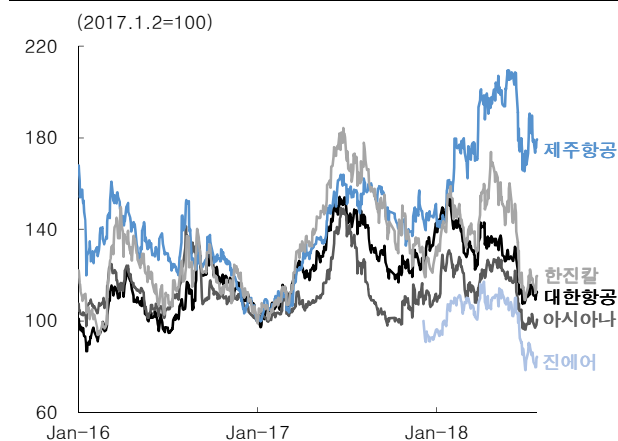
**주가의 상고하저 패턴과  
항공수요 낙관론에 대해  
점검해볼 시점**

2분기 실적이 기대를 하회하면서 항공사 이익전망에 대한 어려움은 다시 커졌다. 황금연휴나 유가처럼 기업이 통제하기 어려운 대외변수에 의해 분기간 이익 편차가 커졌기 때문이다. 결국 장기투자가 부담스러운 항공업종의 고질적인 단점이 부각되는 시점이다. 과거 경험에 비추어 주가의 상고하저 패턴에 대한 고민이 커질 수밖에 없다. 작년 제주항공을 비롯한 항공사들의 주가는 상반기 오르다 6월 말을 기점으로 모두 하락전환한 바 있다. 결국 성수기인 1분기와 3분기 실적모멘텀이 연결되지 못하면서 수요 둔화 가능성에 대한 우려로 확산되고 있다.

**길게 보면 해외여행 수요의  
구조적 증가가 더 중요**

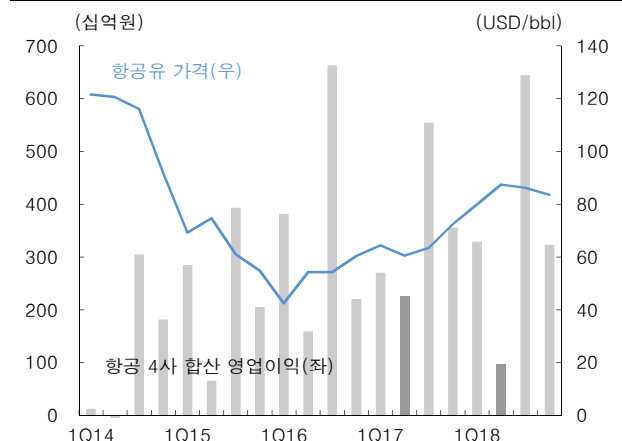
다만 연간으로 보면 해외여행의 보편화에 따른 수혜는 변함없이 구조적이다. 상반기 상위 LCC 3사의 국제선 여객수는 전년대비 27% 증가했다. 2분기 이익 부진에도 이들의 상반기 영업이익은 여전히 50% 늘어나는 것이다. 또한 3분기 컨센서스는 반대로 작년 추석연휴가 10월이었던 기저효과가 온전히 반영되지 않았다. 최근 유가상승세가 다소 주춤한 상태로 성수기에 접어들면서 이들의 3분기 실적은 다시 한 번 더 기대를 상회할 전망이다. 단기 우려에 민감한 항공주 특성을 감안하면 성수기 모멘텀은 현 주가에 온전히 반영되지 않았다고 판단된다.

**[그림 3] 6월 이후 항공사들의 주가는 평균 15% 하락**



자료: Quantiwise, 한국투자증권

**[그림 4] 2분기 부진은 3분기 서프라이즈로 만회할 전망**

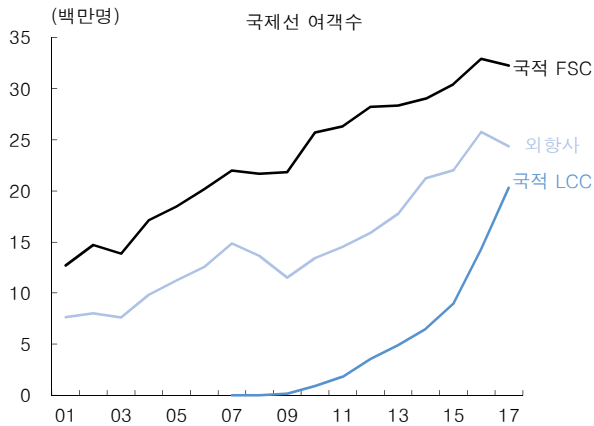


자료: 각 사, 한국투자증권

**해외여행 수요의 증가는  
저비용항공사 성장과 동행**

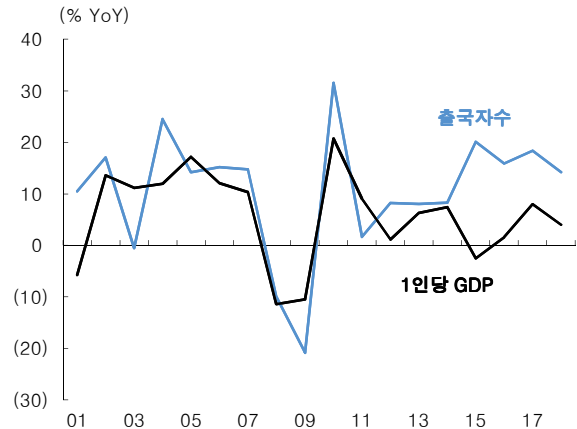
우리나라 항공시장의 성장이 언제까지 이어질 수 있을지에 대한 고민은 항상 있었다. 2017년 전체인구 대비 출국자 비율은 50%를 넘어 3년 사이 20%p나 상승했다. 같은 기간 출국자수는 매년 18%씩 늘어난 것이다. 2010년 이후 한자리 수 증가를 이어오다가 오히려 1인당 GDP 증가가 둔화되었던 최근 더 가파르게 늘어나는 것이다. 이는 저비용항공사가 국제선 운항을 본격화했던 시점과 맞물린다. 결국 과거 경제성장에도 높은 근로시간과 적은 휴가일수로 충족되지 못했던 여행수요들이 LCC 중심의 항공편 확대로 점차 모습을 드러내고 있는 것이다. 사우스웨스트 효과처럼 소비자 선택의 폭을 넓히는 공급확대가 수요를 이끌고 있다.

[그림 5] 저비용항공사의 국제선 진출과 맞물려



자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 6] 출국자수는 최근 들어 더 가파르게 증가

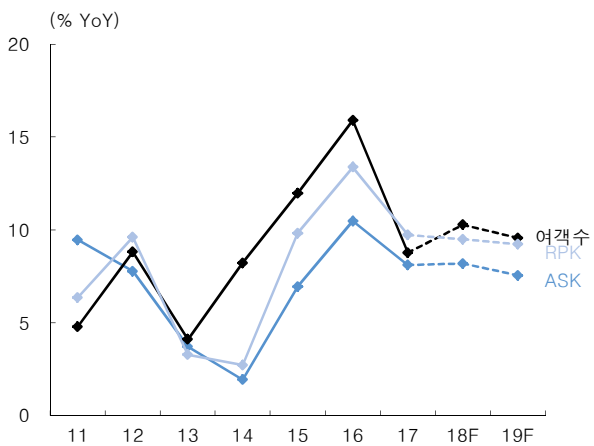


자료: 한국은행, 한국관광공사, 한국투자증권

수요를 이끄는 공급의 힘,  
탑승률과 운임 상승 이끌 것

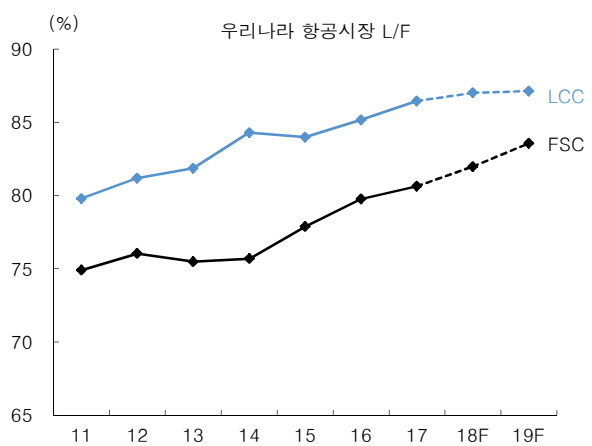
저비용항공사를 찾는 우리나라 해외여행 수요는 구조적으로 늘어날 전망이다. 경험적 소비를 중시하는 라이프스타일의 변화와 맞물려 LCC 중심의 항공권 확대로 해외여행에 대한 심리적, 물리적 장벽이 허물어지고 있다. 여기에 지정학적 리스크 완화로 중국과 일본 등 인바운드 여객의 기저효과가 더해질 것이다. 지난 1분기 제주항공의 국제선 탑승률은 90%를 상회했고 유류할증료를 제외한 순수 티켓가격도 전년동기대비 소폭 상승했다. 공급이 20% 이상 늘었음에도 여전히 충족되지 못한 해외여행 수요는 많은 것이다.

[그림 7] 우리나라 항공 공급보다 수요가 더 늘어나



주: 1. 우리나라 항공사 실적 기준, 2. RPK(Revenue Passenger Kilometers)는 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 값, 3. ASK(Available Seat Kilometers)는 판매가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값  
자료: 한국공항공사, 한국관광공사, 한국투자증권

[그림 8] 탑승률은 계속 상승할 전망



주: 1. 우리나라 항공사 실적 기준, 2. L/F(Load Factor)는 공급 대비 이용률  
자료: 한국공항공사, 한국관광공사, 한국투자증권

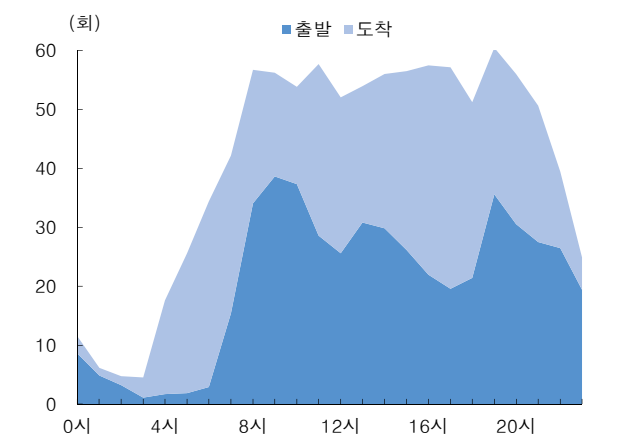
높아진 계절성은 반대로  
성수기 기대감을 높일 것

결국 비수기인 2분기 부진은 항공시장의 펀더멘털을 대변하지 못한다. 이익의 분기 편차가 커진 점은 향후 밸류에이션 상향에 부담으로 작용하겠으나, 지금은 저평가 매력에 더 큰 시점이다. 높아진 계절성은 반대로 성수기인 3분기에 대한 기대감을 높일 것이다. 항공업종에 대해 비중확대 의견을 유지한다. 성수기 모멘텀까지 길게 보고 단기 과도한 주가조정을 투자기회로 활용할 것을 권유한다.

**여행 수요가 좋더라도  
슬랏 제약이 공급 증가를  
제약할 수 있음**

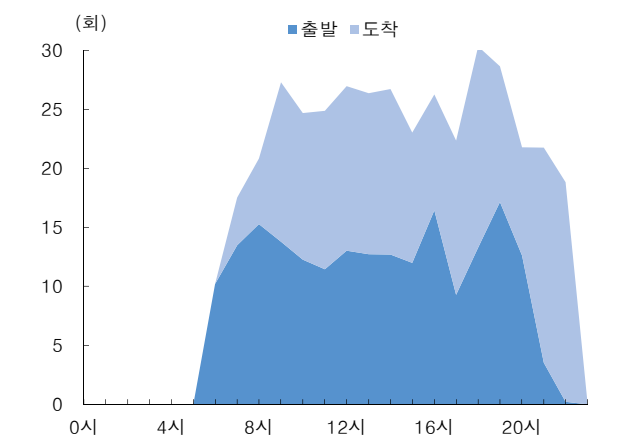
현재로서는 여행수요의 둔화보다 공항슬랏의 포화가 더 현실적인 문제다. 이미 인천과 김포, 제주 등 주요 공항의 피크시간대 슬랏은 추가 여력이 제한적이다. 인천국제공항의 활주로는 추가되려면 4단계 개발이 완료되는 2023년까지 기다려야 한다. 결국 공급이 수요를 초과할 가능성보다 반대로 공급확대에 어려움을 겪게 되는 상황을 염두에 두어야 한다. 이미 최근 들어 LCC들은 야간 시간대 및 지방공항발 노선을 개발하는데 집중하고 있다.

**[그림 9] 인천공항 피크시간 운항수는 시간당 50회 상회**



주: 2017년 일평균 기준  
자료: 인천국제공항공사, 한국투자증권

**[그림 10] 김포공항 23~6시까지 운항금지가 걸림돌**



주: 2017년 일평균 기준  
자료: 한국공항공사, 한국투자증권

**해외여행 수요를 선점하는  
제주항공 top pick 추천**

물리적인 슬랏의 제약은 성장의 걸림돌이 될 수 있으나, 반대로 과도한 공급경쟁도 제한할 것이다. 이러한 수급 불균형은 제주항공에게 시장지위를 공고히 하는 기회가 될 전망이다. 제주항공은 단일기종의 1위 LCC로 근거리 여행수요와 인기 노선을 선점하는데 가장 앞서 있다. 슬랏이 포화되기 전에 50대 내외 항공기를 확보하고 부가매출 비중은 10%에 도달할 전망이다. 결국 과잉공급에 대한 우려보다는 규모를 빠르게 키워가는 제주항공에게 있을 수혜가 더 커 보인다.

**〈표 1〉 우리나라 항공산업 전망**

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F
GDP 증가율	% YoY	3.7	2.3	2.9	3.3	2.6	2.7	3.1	2.8
원/달러 환율	원	1,108.1	1,126.9	1,095.0	1,053.2	1,131.5	1,160.5	1,130.9	1,083.0
상승률	% YoY	(4.2)	1.7	(2.8)	(3.8)	7.4	2.6	(2.5)	(4.2)
배럴당 유가(WTI)	달러	95.1	94.2	98.0	93.0	48.7	43.3	50.9	65.7
상승률	% YoY	19.4	(0.9)	4.0	(5.0)	(47.6)	(11.2)	17.6	29.1
내국인 출국자수	천명	12,694	13,737	14,846	16,081	19,310	22,383	26,496	30,246
증가율	% YoY	1.6	8.2	8.1	8.3	20.1	15.9	18.4	14.2
외국인 입국자수	천명	9,795	11,136	12,176	14,202	13,232	17,242	13,336	15,735
증가율	% YoY	11.3	13.7	9.3	16.6	(6.8)	30.3	(22.7)	18.0
국적사 항공기수	대	211	230	243	257	285	304	326	358
증감	대	21	19	13	14	28	19	22	32
항공여객 증가율	% YoY	4.8	8.8	4.1	8.2	12.0	15.9	8.8	10.3
ASK 증가율	% YoY	9.5	7.8	3.7	1.9	6.9	10.5	8.1	8.2
RPK 증가율	% YoY	6.4	9.6	3.3	2.7	9.8	13.4	9.7	9.9
L/F	%	75.2	76.5	76.2	76.8	78.8	80.9	82.1	83.4

주: 항공여객 실적은 우리나라 8개 항공사 기준. ASK(Available Seat Kilometers)는 판매가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값. RPK(Revenue Passenger Kilometers)는 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 값. L/F(Load Factor)는 공급 대비 이용률  
자료: 한국은행, 한국관광공사, 한국공항공사, 한국투자증권

## 2. 저비용항공사 차별화는 제주항공에서 시작된다

### 저비용항공사, 항공업 투자의 새로운 기준 세우다

저비용항공사는 양대 국적사 중심의 투자패턴에서 벗어나 접근해야 한다. LCC는 이제 성장 초기 단계다. 기존 FSC들이 충족시키지 못한 여행수요를 끌어 모으고 있다. 이렇게 규모가 커짐에 따라 비용절감 여력은 여전히 크다. 여기에 유류할증료와 부가매출 확대를 통해 LCC의 수익구조는 유가상승 등 대외변수에 대한 내성이 쌓일 것이다. 결국 양대 국적사와 다르게 LCC 투자의 기준은 유류할증료나 추가 요금에도 꺾이지 않는 해외여행 수요 그 자체가 된다. 제주항공은 우리나라 저비용항공 산업을 대표한다는 점에서 이러한 재평가를 이룰 것이다.

### 새로운 항공 대표주로 올라선 제주항공 1위 프리미엄 부각

제주항공은 규모의 경제에 가장 앞서 있는 1위 LCC다. 단일기종의 순수 LCC로 해외여행 수요 선점에 가장 유리하다. 비용구조가 안정적이고 이익의 계절적 편차도 가장 낮다. 2015년 국내 LCC로서 처음 상장된 이후 투자자들의 신뢰를 쌓아온 만큼 실적에 대한 가시성이 가장 밝다. 결국 이익전망이 어려운 항공업종에 대한 고질적인 디스카운트가 해소된다면 그 시작은 제주항공일 것이다. 1분기 제주항공과 경쟁사 간의 주가 디커플링은 이러한 변화의 시작이었다. 3분기 성수기 모멘텀이 가시권에 들어서면 1분기와 유사한 리레이팅이 재개될 것이다.

### 순수 저비용항공 모델의 투자매력에 주목

특히 유가상승으로 비용부담이 커질수록 제주항공과 같은 순수 LCC 모델의 경쟁력은 중요해진다. 선진국 항공시장에서는 기존 LCC보다 한 단계 더 낮은 원가구조를 추구하는 ULCC(Ultra Low Cost Carrier)들의 수익성이 상대적으로 양호하게 유지되고 있다. 원가구조가 더 효율적이고 주 수익원은 부가매출이라 대외변수 영향을 덜 받기 때문이다. 대표적인 유럽 ULCC인 Ryanair의 작년 영업이익률은 23%로 유류비 부담에도 전년대비 소폭 개선됐다. 이는 상위 10개사의 평균인 8%를 크게 상회하는 것이다. 우리나라 역시 비용변수가 우려되는 상황에서 LCC 본연의 역량에 집중하는 제주항공의 수익성이 가장 안정적일 전망이다.

### 글로벌 항공수요는 꾸준히 증가하나

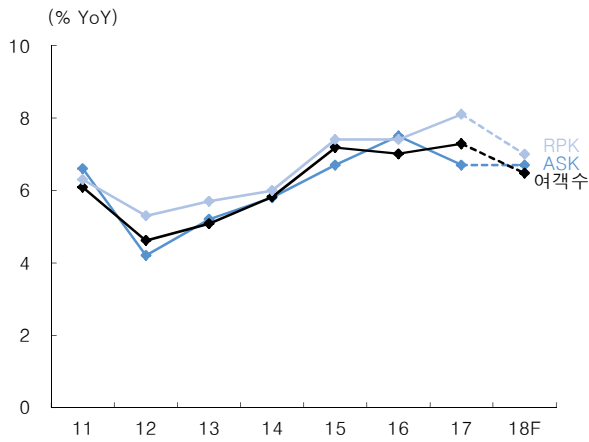
나아가 제주항공의 투자매력은 글로벌 항공시장에서도 부각된다. 전세계 항공산업은 꾸준히 성장하고 있다. 2017년 항공여객 수요는 전년대비 8% 늘었다. 올해 역시 유사한 증가세가 예상된다. 경기회복과 맞물려 이머징 마켓을 중심으로 항공 이용률이 구조적으로 확대되고 있다. 여기에 항공자유화 흐름과 저비용항공사의 공급확대가 성장을 뒷받침하고 있다. 특히 아시아 지역의 여객수송실적은 최근 3년간 평균 11% 늘었다. 올해에도 가장 높은 성장률을 기록할 전망이다.

### 유가상승과 경쟁심화로 신음하는 글로벌 항공시장

반면 견고한 수요에도 주요 항공사들의 수익성은 경쟁심화와 유가상승으로 어려움을 겪고 있다. IATA(국제항공운송협회)에 따르면 글로벌 항공시장의 영업이익률은 2015년 피크 이후로 계속 하락하고 있다. 2017년 미국의 상위 3개 LCC들의 영업이익률은 전년대비 3%p 하락했다. 아시아에서 가장 큰 LCC인 에어아시아의 2017년 매출액은 전년대비 14% 증가했으나 영업이익은 4% 늘어나는 데 그쳤다. 우리나라와 중국 정도를 제외하면 주요 아시아 LCC들의 올해 영업이익은 줄거나 정체될 것으로 예상된다.

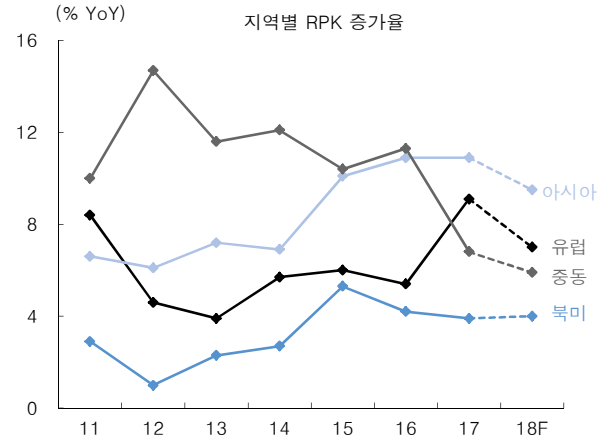


[그림 11] 올해 글로벌 항공수송실적 7% 증가할 전망



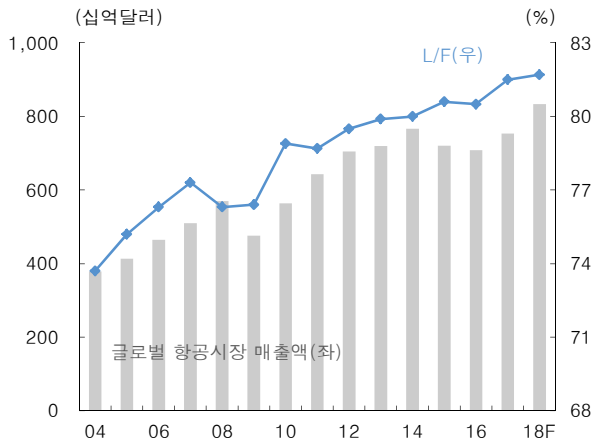
자료: IATA, 한국투자증권

[그림 12] 아시아 항공시장이 가장 가파르게 성장



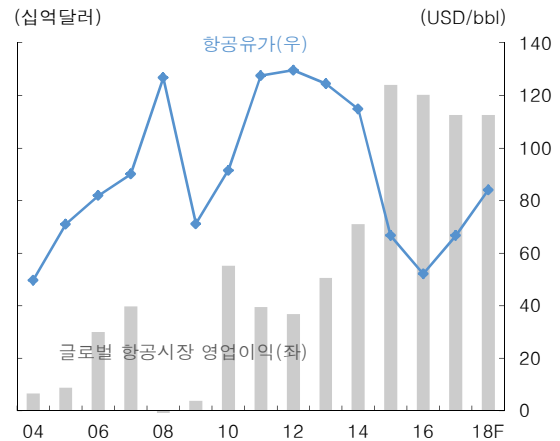
자료: IATA, 한국투자증권

[그림 13] 글로벌 항공시장의 성장은 재개되고 있으나



자료: IATA, 한국투자증권

[그림 14] 유가상승으로 수익성 악화될 전망



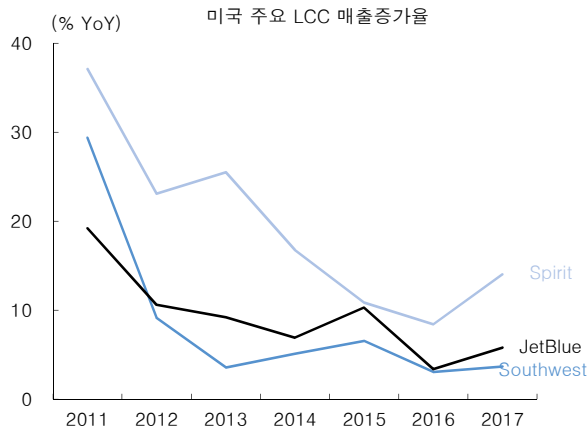
자료: IATA, 한국투자증권

### 세계 어느 항공사와 비교해도 매력적인 제주항공 성장스토리

제주항공의 매출액은 해외여행 수요의 강세에 힘입어 지난 3년간 연평균 27% 늘었다. 같은 기간 국제선 여객수는 매년 36%씩 증가했다. 이는 중국 LCC도 상회하는 성장이다. 하지만 유럽과 동남아 LCC에 비해 국제선에서 이익을 낸지 얼마 되지 않았다. 반대로 말해 규모의 경제와 부가매출 확대에 따른 수익성 향상이 여전히 크다. 올해 항공유 가격이 29% 오르더라도 제주항공의 영업이익률은 전년보다 85bp 상승할 전망이다. 유가상승과 경쟁심화로 수익성이 낮아진 해외 LCC와 대조적이다. 반면 제주항공은 국내 증시에서 제대로 평가받기 시작한 시간도 짧아 글로벌 피어 대비 저평가되어 있다.

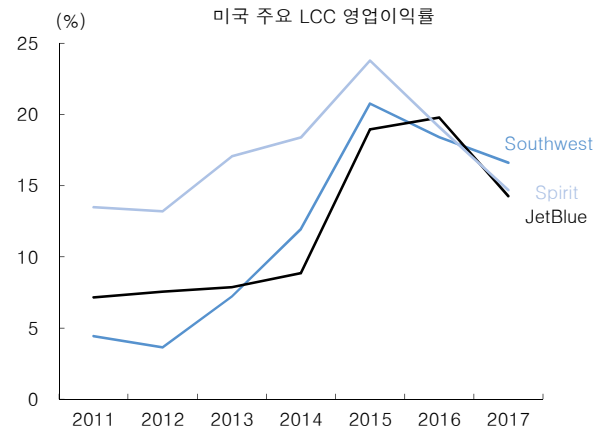


[그림 15] 초저가전략 추구하는 Spirit 성장성 부각



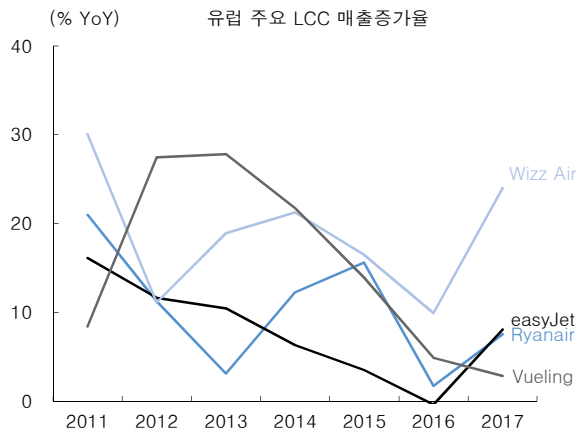
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 16] 유가상승과 경쟁심화로 수익성은 모두 악화



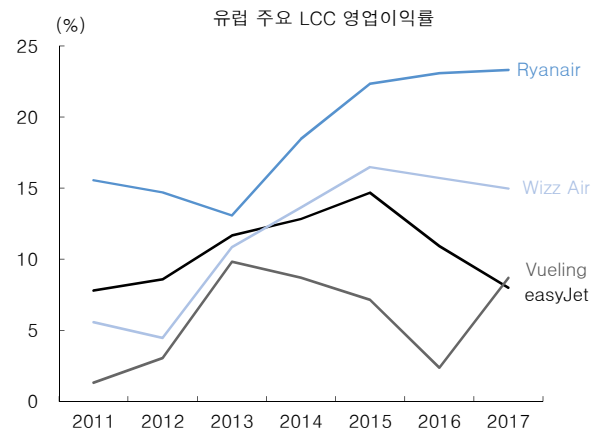
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 17] 운임 가장 저렴한 Wizz Air 성장 압도적



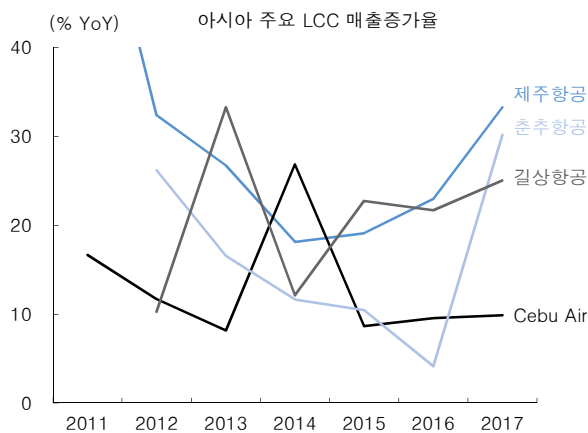
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 18] 대표 ULCC인 Ryanair와 Wizz Air 수익성 방어



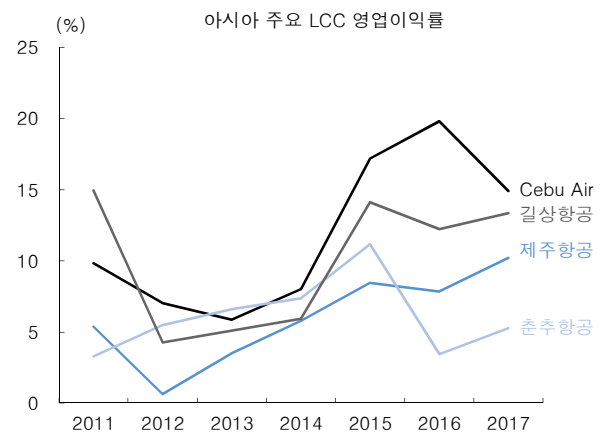
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 19] 제주항공 성장성은 중국 LCC도 상회



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 20] 상위 아시아 LCC와의 수익성 격차 좁히는 중



주: 춘추항공은 2017년 일회성 이익 제외  
자료: 각 사, 한국투자증권

**이익모멘텀에 대한 재평가  
투자 기회로 추천**

제주항공에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 59,000원을 유지한다. 목표주가는 2018F EPS에 목표 PER 15.6배(상장 이후 2016년까지의 평균 PER에 30% 할증)를 적용해 구했다. 먼저 구조적으로 늘어나는 해외여행 수요의 가장 큰 수혜주다. 또한 규모의 경제에 따른 수익성 향상의 여지가 여전히 크다. 여기에 유류할증료 효과와 고마진 부가매출 확대가 더해진다. 이에 따라 제주항공의 이익모멘텀은 유가상승, 지정학적 리스크와 같은 대외변수를 뛰어넘고 있다. 영업이익은 2017년 73% 급증한 데 이어 올해에도 35% 늘어날 전망이다. 이익 차별화에 대한 가시성이 높아진 만큼 양대 국적사 중심의 투자패턴에서 벗어날 차례다. 이제는 글로벌 피어 대비 저평가 매력에 주목해야 한다.

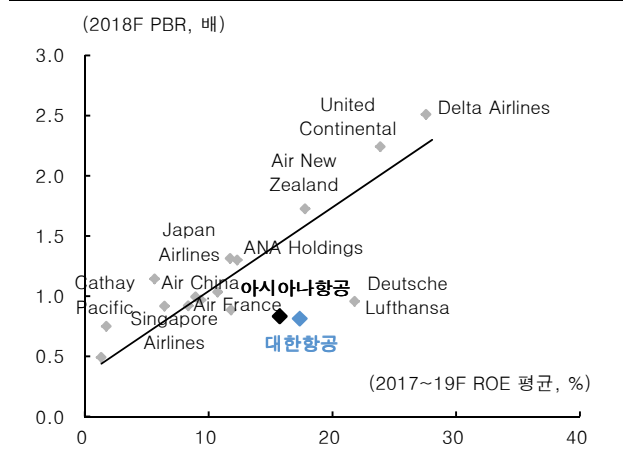
**〈표 2〉 글로벌 저비용항공사 밸류에이션 비교**

(단위: 백만달러, %, 배)

		제주항공	진에어	Spring Airlines	Juneyao Airlines	Cebu Air	AirAsia Group	VietJet	Southwest Airlines	JetBlue Airways	Spirit Airlines	Ryanair	easyJet	Wizz Air	평균
시가총액		1,000	647	4,418	3,671	2,872	798	3,363	33,849	5,647	2,931	19,377	8,351	4,569	
PER	2017A	12.0	9.7	23.6	20.7	7.7	7.7	12.9	18.7	12.8	13.3	13.2	15.7	9.3	13.6
	2018F	10.6	7.1	19.1	17.4	5.7	5.6	14.0	13.9	11.3	12.9	13.0	13.6	14.6	12.2
	2019F	9.2	6.1	14.5	13.0	5.0	4.9	11.9	11.6	9.5	10.3	11.8	11.5	12.0	10.1
EPS 증가율	2017A	43.5	86.8	32.8	1.4	(18.9)	(18.9)	82.2	62.0	50.4	61.3	15.4	(28.6)	(7.0)	27.9
	2018F	36.2	24.8	8.8	8.1	(4.2)	(4.2)	8.9	(27.7)	(54.4)	(45.4)	(8.3)	52.1	(34.6)	(3.1)
	2019F	15.8	15.5	31.8	34.4	14.2	14.2	17.5	19.6	18.9	25.6	9.8	18.0	21.3	19.7
PBR	2017A	2.8	3.4	3.5	3.2	1.4	1.5	6.3	3.7	1.5	1.7	4.2	1.7	3.1	2.9
	2018F	2.6	2.2	2.3	2.6	1.2	0.9	5.7	3.0	1.1	1.4	3.2	2.1	3.1	2.4
	2019F	2.1	1.7	2.0	2.2	1.1	0.8	4.3	2.4	1.0	1.3	2.6	1.9	2.5	2.0
ROE	2017A	25.6	47.8	16.0	16.3	22.2	21.6	67.1	37.0	25.9	26.5	32.6	11.1	25.1	28.8
	2018F	28.1	36.7	13.7	15.8	17.0	16.8	35.4	22.9	12.3	11.9	26.5	15.4	22.7	21.2
	2019F	26.0	31.3	14.9	18.0	12.8	17.5	34.3	23.2	11.0	11.9	24.7	17.4	22.3	20.4
EV/EBITDA	2017A	5.0	4.3	13.5	13.5	5.7	5.1	11.5	8.4	5.3	6.9	8.6	7.5	7.5	7.9
	2018F	4.0	2.3	13.7	10.3	4.4	4.1	12.7	7.6	4.5	7.4	7.9	6.9	6.5	7.1
	2019F	2.8	1.7	11.0	7.7	4.7	3.6	10.4	6.7	4.0	6.2	7.4	6.0	5.3	6.0

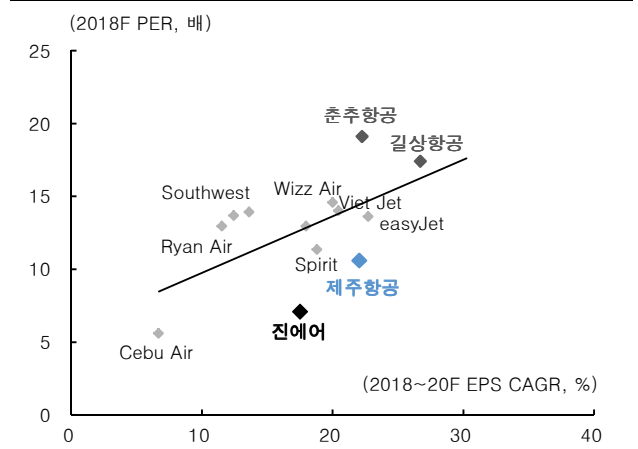
주: 7월 27일 종가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

**[그림 21] 양대 국적사의 2018F PBR은 1배 이하**



주: 7월 27일 종가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

**[그림 22] 제주항공의 2018F PER은 11배에 불과**



주: 7월 27일 종가 기준. 올해 EPS 역신장 예상되는 유럽 LCC는 2019~20F 증가율 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

## II. 해외여행 패턴을 바꾸다

### 1. 저비용항공사 성공모델로 자리매김

#### 저비용항공사는 뭇쳐야 뜬다

저비용항공사의 경쟁력은 집객에 달려 있다. 비용 효율성을 극대화해 가격을 낮추는 대신 더 많은 승객을 태워 이익을 창출하는 구조이기 때문이다. LCC는 시간과 비용이 적게 드는 근거리여행의 선택권을 넓힘으로써 해외여행의 보편화를 이끌고 있다. 이렇게 외형을 키우면서 고정비 부담이 줄고 협상력은 강화됨에 따라 임차료와 정비비 등의 단위비용을 절감할 수 있다. 이는 LCC의 가격경쟁력을 높임으로써 다시 집객 역량이 강화되는 선순환으로 이어지게 된다.

〈표 3〉 항공사 비즈니스 모델 비교

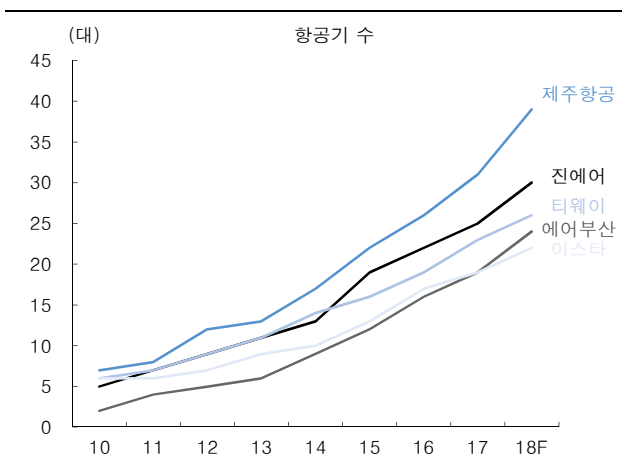
대형항공사(FSC)	항공기	저비용항공사(LCC)
수요 및 거리에 맞게 다양한 기종 도입	요금 체계	중소형(200석 내외) 단일기종 도입
기내식, 수화물 등 서비스가 포함된 가격	노선 운영	기내서비스 최소화하여 저렴한 가격
대형 공항 중심의 Hub-and-Spoke	좌석 운영	2차공항을 활용한 Point-to-Point
국내선, 근거리/장거리 국제선 모두 취항	회전율	국내선, 근거리 국제선에 주력
다양한 클래스로 차별화	기타	동일등급으로 최대한 많은 수의 좌석 확보
상대적으로 느림		빠름(단일기종 효율화, 불필요한 서비스 제거)
화물운송 사업도 영위		기내식, 좌석우선배정 등 부가매출 창출

자료: 한국투자증권

#### 제주항공은 저비용항공사의 성공 모델을 보여주다

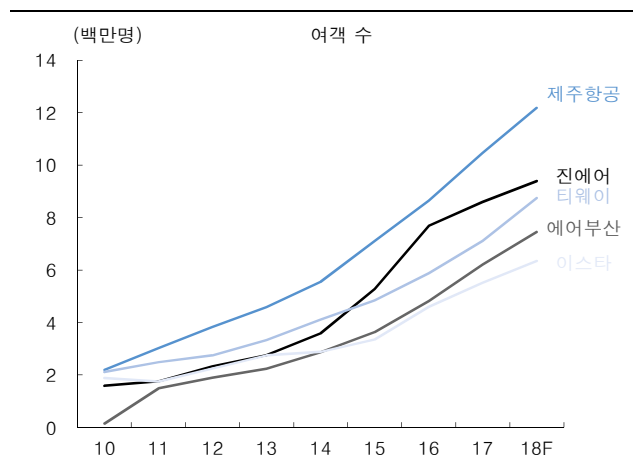
제주항공은 이러한 저비용항공 모델의 본질에 가장 충실한 우리나라 1위 LCC다. 근거리 여행에 최적화된 B737 단일기종으로 기재운영의 효율성을 극대화하는데 주력하고 있다. 이에 따라 장거리운항이 가능한 중대형기를 함께 도입하는 진에어에 비해 선제적인 외형확대에 더 유리하다. 올해 늘어나는 항공기 수는 8대로 국적사 중 가장 많다. 3~5대에 머무는 경쟁사 대비 규모의 격차는 더욱 벌어질 전망이다. 결국 규모의 경제와 운임경쟁력 간의 선순환 구조에 가장 앞서 있다.

[그림 23] 올해 제주항공은 항공기 8대 추가해



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 24] 여객 수요를 선점해 나갈 전망

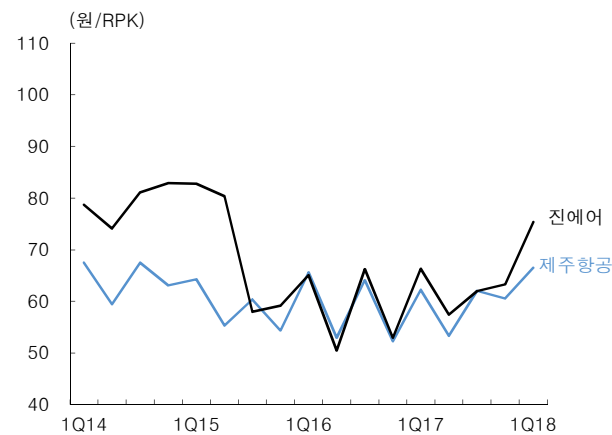


자료: 각 사, 한국투자증권

**기재 회전율이 높은 만큼  
가격을 낮출 수 있음**

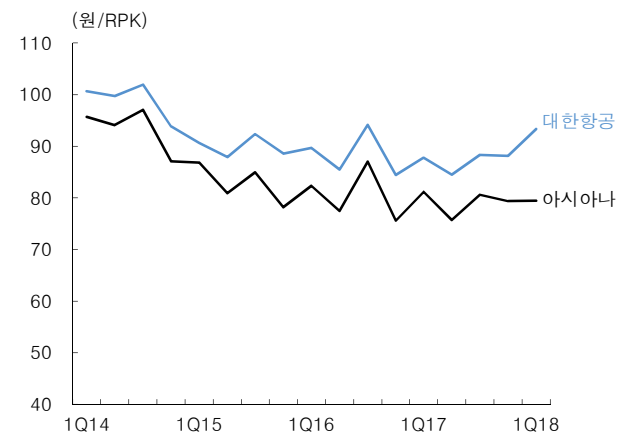
제주항공의 항공권 가격은 양대 국적사보다 20~30% 내외 저렴한 것으로 나타난다. 무료로 제공하는 기내서비스를 최소화하는 한편 기재 회전율과 좌석밀도가 높기에 가능한 것이다. 같은 B737 항공기여도 좌석간격이 넓고 비즈니스석을 운영하는 FSC는 130석 내외인 반면 LCC는 189석을 제공한다. 또한 제주항공의 2017년 탑승률은 89%로 국적사 중 가장 높았다. 올해 상반기에도 전년보다 0.9%p 향상되며 80% 초반에 머무는 양대 국적사를 크게 상회하고 있다. 여기에 1분기 가동률 역시 일 14시간로 높아지며 글로벌 최상위권을 기록했다.

[그림 25] 우리나라 LCC 국제선 평균운임



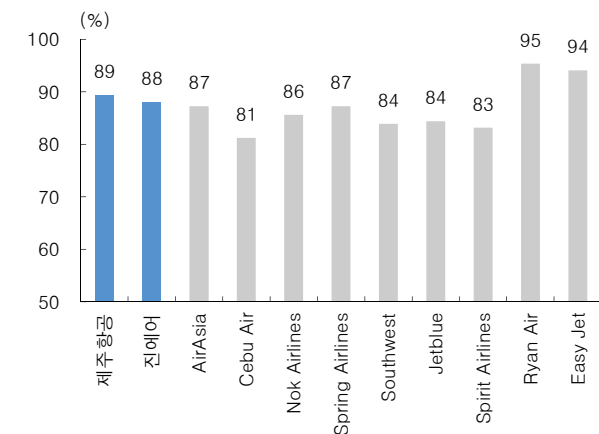
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 26] 우리나라 FSC 국제선 평균운임



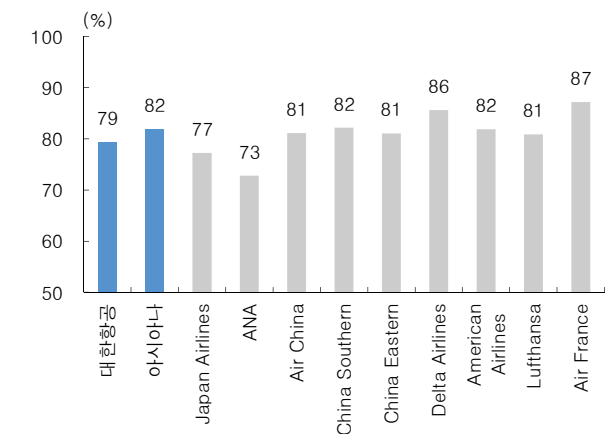
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 27] 2017년 글로벌 주요 LCC 탑승률



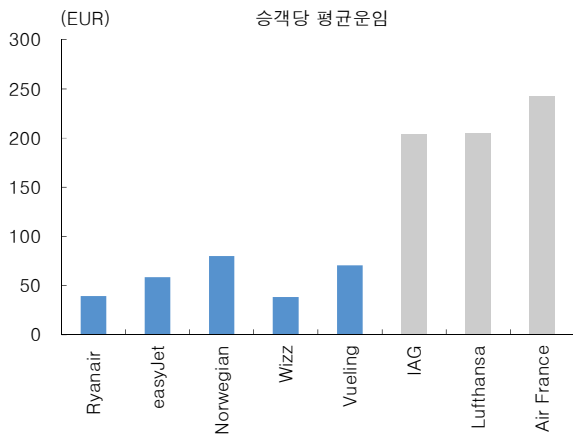
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 28] 2017년 글로벌 주요 FSC 탑승률



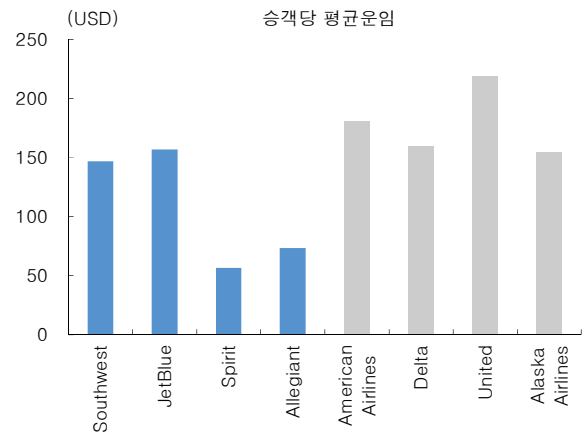
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 29] 유럽 내 LCC와 FSC 간 운임 차이는 확연



주: 여객 매출액 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 30] 미국은 LCC보다 가격 낮은 ULCC가 부각

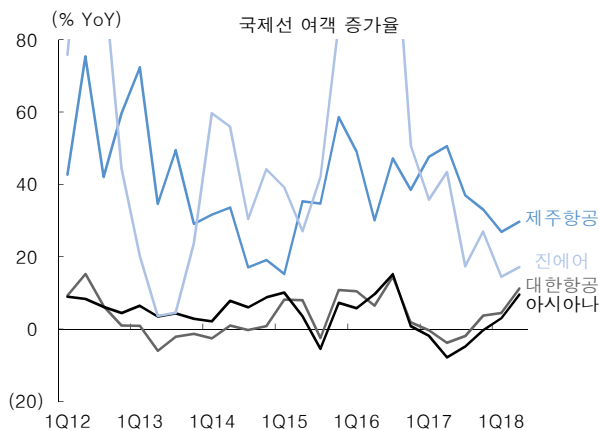


주: 여객 매출액 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

### 가격경쟁력으로 더 많은 여객수요를 확보

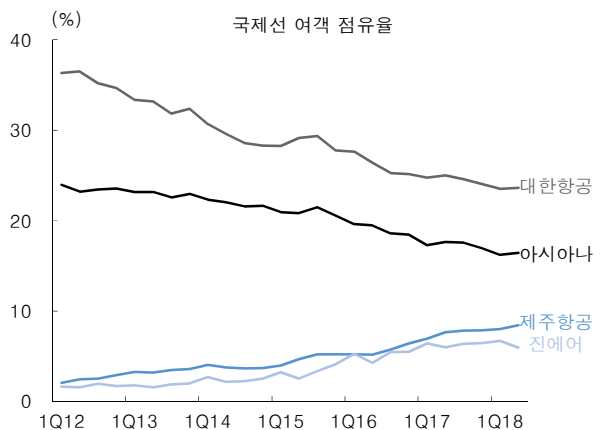
상대우위의 가격경쟁력은 집객의 차이로 이어진다. 제주항공의 국제선 여객수는 지난 3년 동안 21%씩 증가했다. 2014년 3.8%에 불과했던 점유율은 2017년 7.6%, 2018년 상반기 8.2%로 높아졌다. 같은 기간 양대 국적사의 점유율이 11%p 하락한 것과 대조적이다. 인천국제공항의 일본과 동남아 노선으로 국한할 경우 제주항공의 2017년 점유율은 11%로 전년대비 2%p 상승했다. 결국 미국의 사우스웨스트 효과처럼, 우리나라에서도 제주항공이 주도하는 합리적 가격대의 공급확대가 새로운 여행수요를 이끌고 있다.

[그림 31] 상반기 제주항공 국제선 여객 28% 증가



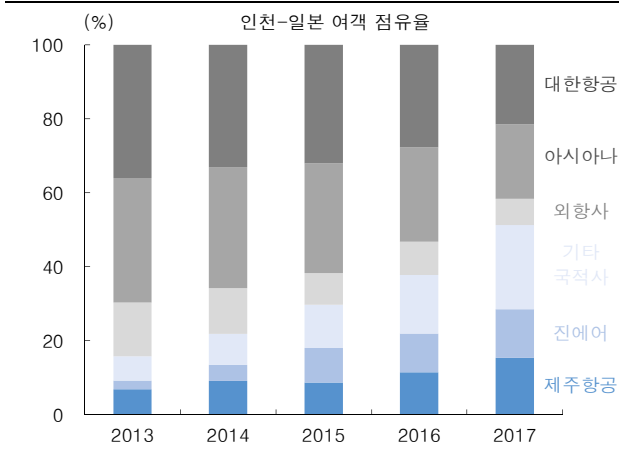
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 32] 상반기 제주항공 국제선 M/S 8%(+1%p YoY)



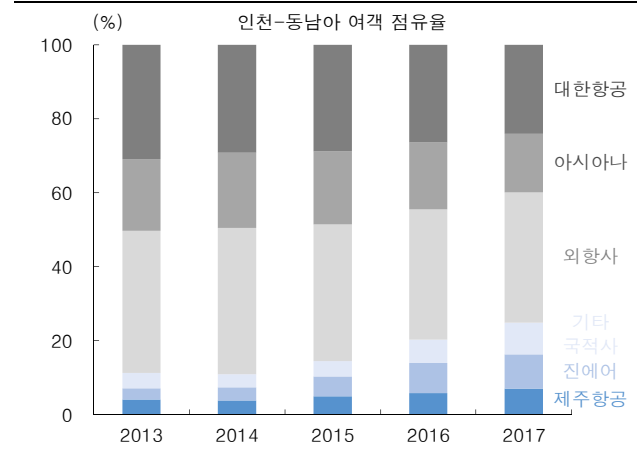
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 33] 제주항공 일본 노선 고성장 지속



자료: 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 34] 국적 LCC에게 동남아는 여전히 기회



자료: 인천국제공항공사, 한국투자증권

### 새로운 노선 개발을 통해 고객기반은 계속 확대

한발 나아가 이제 새로운 노선발굴도 제주항공을 비롯한 LCC의 역할이 됐다. 제주항공은 국내 항공사 중 대한항공이 유일하게 취항하던 러시아 블라디보스토크에 2017년 9월부터 운항을 시작했다. 2시간 거리의 유럽이라는 매력이 각광받으면서 올해 티웨이항공과 이스타항공, 에어부산이 연이어 신규취항에 나섰다. 2분기 제주항공과 티웨이항공의 블라디보스토크 탑승률은 85% 이상인 것으로 추정된다. 또한 올해 제주항공은 가고시마 등 일본 2선도시로 노선 포트폴리오를 넓히고 있다.

<표 4> 2018년 저비용항공사 신규노선 취항

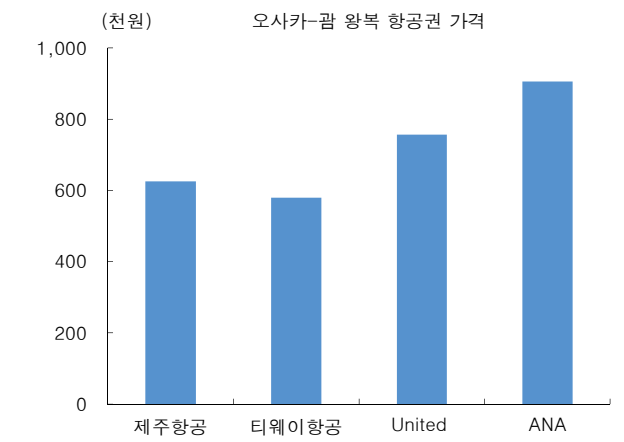
시기	항공사	노선	취항일	편수	한국 출발시간	북귀편 출발시간
1Q18	제주항공	인천-가고시마	1월 6일	주 3회	6시 25분/55분	9시 25분/14시 30분
	진에어	인천-조호르바루	1월 2일	주 7회	22시 30분	7시 5분
2Q18	제주항공	인천-엔타이	4월 5일	주 7회	10시 40분	12시 5분
		무안-오사카	4월 30일	주 5회	8시 40분	11시
		무안-다낭	5월 1일	주 2회	9시 30분	12시 50분
		무안-방콕	5월 2일	주 4회	20시	1시
	티웨이항공	대구-블라디보스토크	4월 6일	주 7회	8시/11시/23시	3시 40분/13시/16시
	이스타항공	인천-나고야	5월 31일	주 7회	7시 20분	11시 10분
		부산-삿포로	5월 7일	주 3회	12시 5분	15시 10분
	에어부산	인천-블라디보스토크	6월 13일	주 7회	22시 45분	2시 50분
		부산-나고야	6월 21일	주 7회	8시 25분	10시 45분
	에어서울	인천-다낭	5월 18일	주 7회	22시 20분	2시 20분
3Q18	제주항공	청주-오사카	7월 21일	주 7회	7시	19시 20분
		오사카-광	7월 21일	주 7회	10시 10분	15시 40분
		무안-타이베이	7월 27일	주 5회	13시 30분	15시 45분
	티웨이항공	대구-하바롭스크	7월 2일	주 3회	22시 50분	4시
	이스타항공	부산-블라디보스토크	7월 20일	주 6회	8~10시	12~14시
		인천-이바라키	7월 31일	주 3회	14시	17시 10분
	에어부산	부산-블라디보스토크	8월 5일	주 3회	13시 50분	18시 50분
	에어서울	인천-후쿠오카	8월 27일	주 6회	13시 50분	16시 55분
		인천-오키나와	9월 21일	주 5회	9시 30분	13시 10분

주: 운휴 중인 일부 노선을 제외한 나머지 노선의 편수와 출발시간은 현재 스케줄 기준  
자료: 각 사, 언론자료, 한국투자증권

**5자유 노선은 새로운  
수익원이자 해외시장  
확대 가능성을 보여줌**

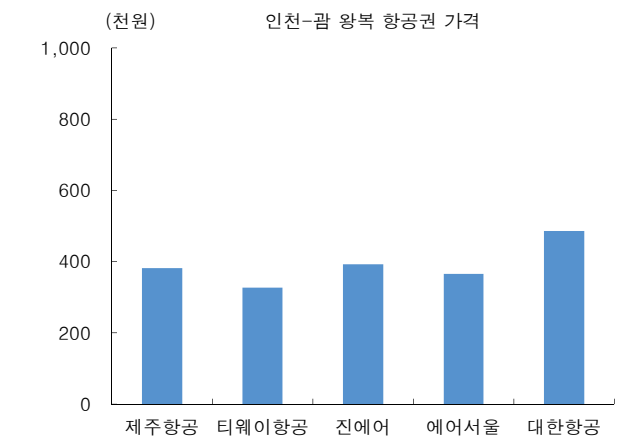
특히 해외시장에서 인지도가 쌓이고 사업기반이 탄탄해짐에 따라 일본에서 바로 미국으로 넘어가는 5자유 노선에 진출했다. 제주항공은 7월말부터 청주-오사카-괌 노선을 취항했다. LCC 비중이 낮은 일본은 가격경쟁도 약하다. 기존 오사카-괌 노선의 항공권 가격은 인천발 LCC편에 비해 두 배 이상 비싸다. 따라서 티웨이항공의 성공사례처럼 높은 마진이 예상되는 노선이다. 일본-미국 5자유 운수권은 국적사 중 제주항공과 티웨이항공만 갖고 있어 당분간 수혜를 과점할 것이다. 향후 제주항공의 운임경쟁력은 일본 항공시장에서도 빛을 발할 전망이다.

**[그림 35] 오사카-괌 기존 운임은 70만~80만원인 반면**



주: 8/23~8/29 한주간 항공권의 한달전 가격 기준  
자료: 스카이스캐너, 한국투자증권

**[그림 36] 인천-괌 LCC 운임은 30만~40만원에 불과**



주: 8/23~8/29 한주간 항공권의 한달전 가격 기준  
자료: 스카이스캐너, 인터파크투어, 한국투자증권

**<표 5> 자유화 단계 구분**

단계	주요 내용
1단계 자유	상대 국가의 영공을 통과할 수 있는 권리
2단계 자유	여객, 화물의 적재, 적하 없이 급유와 정비 등의 기술적인 목적에서 이착륙을 허용
3단계 자유	자국 → 상대국. 상대 국가의 공항에 자국에서 적재한 승객, 화물을 내릴 수 있는 자유
4단계 자유	상대국 → 자국. 상대 국가의 공항에서 자국으로 가는 승객, 화물을 적재할 수 있는 자유 실질적으로 3단계와 4단계 자유는 묶여서 허용
5단계 자유	자국 ↔ 상대국 ↔ 제3국. 제3국으로 이동하는 승객, 화물을 상대 국가에서 적재할 수 있는 자유 중간 경유지가 되는 상대 국가에서 제3국으로 가는 국제선을 영업할 수 있음
6단계 자유	상대국 ↔ 자국 ↔ 제3국. 제3국에서 상대 국가로 이동하는 승객, 화물을 자국의 공항을 거쳐 수송할 수 있는 자유
7단계 자유	상대국 ↔ 제3국. 상대 국가에서 제3국 간의 항공편을 운항할 수 있는 자유 자국에서 출발하지 않더라도 상대 국가에서 제3국으로 가는 국제선을 영업할 수 있는 것
8단계 자유	자국 ↔ 상대국 A공항 ↔ 상대국 B공항. 자국에서 출발해 상대 국가의 다른 공항으로 가는 국내선을 영업할 수 있는 자유
9단계 자유	상대 국가에서 국내선을 영업할 수 있는 자유

자료: 한국투자증권

**규모의 경제 통한 비용절감**

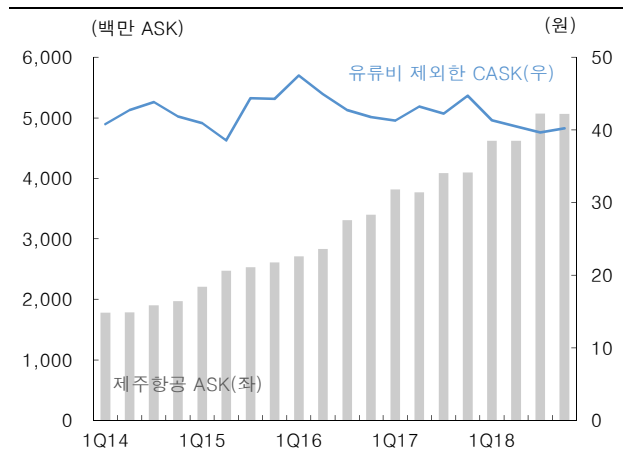
항공기와 노선이 늘어날수록 단위비용은 줄어든다. 규모의 경제로 고정비 부담이 낮아지고 교섭력은 커져 정비비와 임차료 등 원가를 절감할 수 있다. 1분기 제주항공의 ASK당 정비비는 전년동기대비 17% 감소했다. 또한 노선운항의 경험이 쌓이고 운항 스케줄의 유연성이 높아짐에 따라 같은 임차료에도 가동률을 높일 수 있게 된다. 제주항공의 일평균 가동시간은 작년 13시간에서 지난 1분기 14시간으로 길어졌고 ASK당 임차료는 2017년 이후 매분기 평균 11% 줄었다. 이에 따라 2017년 유류비를 제외한 CASK(ASK당 비용)는 전년대비 3% 하락했다.



**항공기 구매 등 비용절감을 위한 투자 여력도 확대**

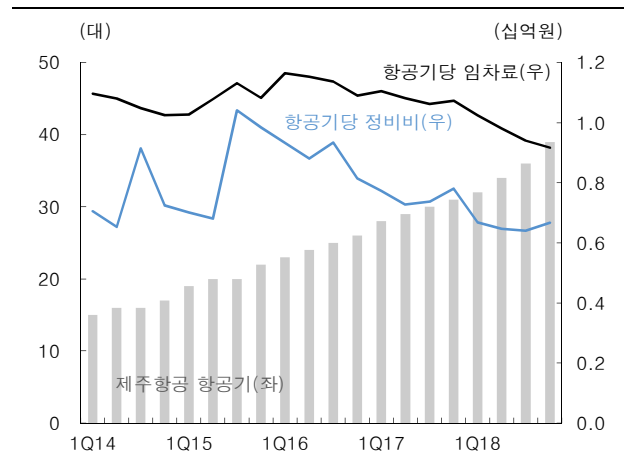
이렇게 영업과 재무구조에 안정감이 더해지면서 비용 내재화를 통한 추가적인 원가절감이 이어질 것이다. 제주항공의 1분기 현금성자산은 3,800억원으로 2015년말 대비 39% 증가했다. 규모가 커지고 재무적 여유가 생기면서 지난해 10월 국내 중견 지상조업사인 동보공항서비스를 인수해 올해 2월 완전자회사인 제이에이에스(Jeju Air Service)로 출범시켰다. 발권수속 서비스, 항공기 급여 및 유도, 화물 하역 등 지원업무를 내재화함으로써, 가파른 외형확대에도 인력수급과 비용관리의 안정성은 높아질 것이다. 또한 올해 항공기 3대를 리스없이 직접 구매해 도입할 방침이다. 도입 방법이 다양해지고 주문 규모도 커짐에 따라 임차료 부담 역시 낮아질 것이다. 또한 기령이 젊어질수록 정비비도 줄어든 전망이다.

[그림 37] 규모 커지면서 단위비용은 하향 안정화



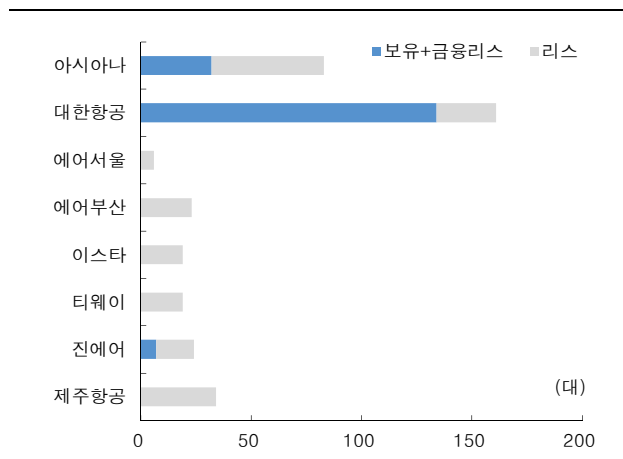
자료: 제주항공, 한국투자증권

[그림 38] 항공기 수 늘수록 정비비와 임차료 절감 가능



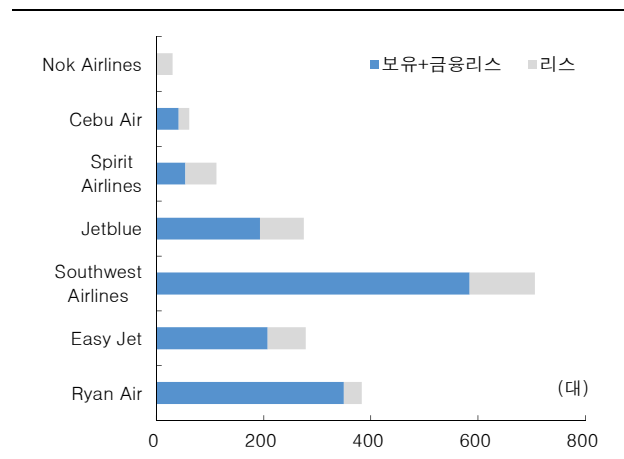
자료: 제주항공, 한국투자증권

[그림 39] 우리나라 LCC는 대부분 운용리스로 도입



주: 2017년말 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 40] 규모가 큰 글로벌 LCC는 도입방식 다변화



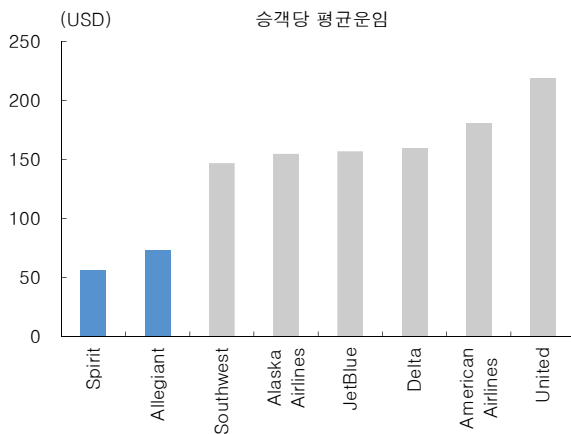
주: FY2017말 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

## 2. 비용부담 커질수록 LCC 본연의 경쟁력이 중요

가격을 한 단계 더  
합리화시킨 ULCC 출현

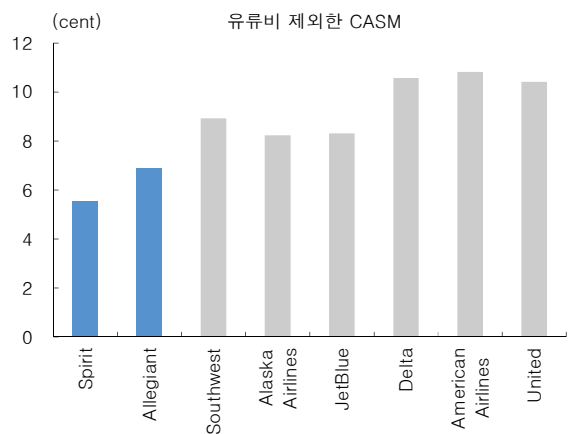
저비용항공 사업모델이 발달한 선진국 시장에서는 한 단계 더 낮은 원가구조를 추구하는 ULCC들이 성장을 주도하고 있다. 이들은 가격경쟁력과 규모의 경제 간 선순환이 한층 강화되어 있다. 유럽 1위 LCC인 Ryanair의 승객당 항공권 가격은 상위 4개 LCC들의 평균보다 36% 저렴한 것으로 나타난다. 미국의 대표적인 ULCC인 Spirit Airlines는 2017년 운임과 CASK가 1위 LCC인 Southwest Airlines보다 각각 27%, 34% 낮았다. 확고한 운임경쟁력을 통해 지난 3년간 매출은 매년 11% 늘어 Southwest(4%)와 JetBule(6%)를 압도했다.

[그림 41] 미국 LCC보다 저렴한 ULCC 운임경쟁력



주: 2017년 여객 매출액 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 42] ULCC 가장 낮은 원가구조를 구축했기 때문



주: 2017년 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

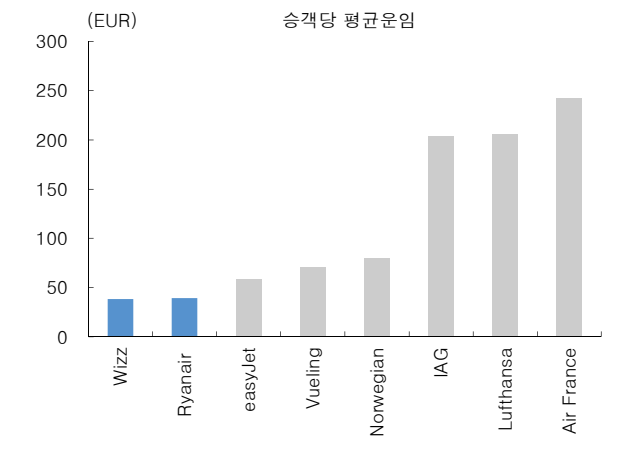
저비용항공 모델에 충실해  
낮은 원가구조를 구축

이러한 ULCC는 낮은 운임에도 더 높은 수익성을 보여주고 있다. Ryanair와 Wizz Air의 2017년 영업이익률은 각각 23%, 15%였다. 유럽 내 나머지 상위 8개 항공사의 평균인 7%를 크게 압도했다. 이들은 불필요한 서비스를 없애고 2선 공항을 사용하는 등 기본 LCC 모델을 충실히 따른다. 여기에 신규 항공기를 대량 도입함으로써 경쟁 LCC 대비 비용 효율성에서 차이를 만들어낸다. 도입 가격을 최대한 할인 받고, 평균 기령이 젊어 정비비와 유류비가 적게 들기 때문이다. 이러한 원가절감은 가격 메리트를 높여 더 많은 집객으로 이어지게 된다.

유럽 ULCC의 단위비용은  
아시아 LCC와 유사

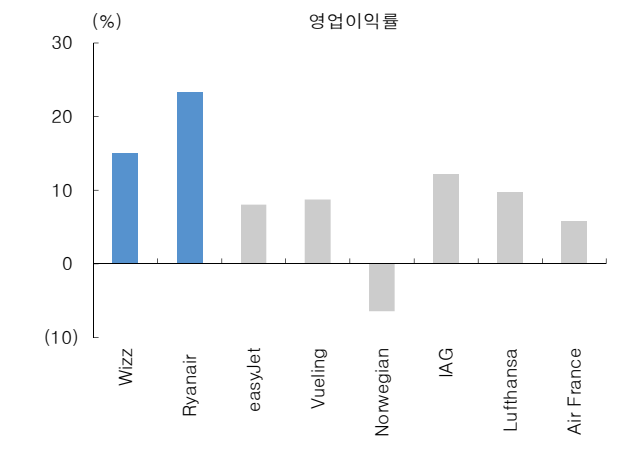
유럽의 대표적 ULCC인 Ryanair와 Wizz Air의 CASK는 아시아 LCC와 유사하다. 한층 강화된 규모의 경제 효과가 유럽의 높은 인건비 부담을 만회하는 것이다. Ryanair는 400대가 넘는 항공기를 운영하고 있다. Wizz Air는 항공기 수가 100대에 못 미치는데, 작년말 총 146대의 대규모 주문을 계약한 바 있다. 또한 이들의 평균 기령 역시 각각 6.5년, 4.6년에 불과해 연료 효율성이 높다. 이에 따라 유럽 내 LCC와 FSC 간의 단위비용 차이는 미주나 아시아 대비 큰 편이다.

[그림 43] 유럽 내 ULCC와 FSC 간의 운임 차이 확인



주: 2017년 여객 매출액 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 44] 유럽 ULCC의 영업이익률 가장 부각

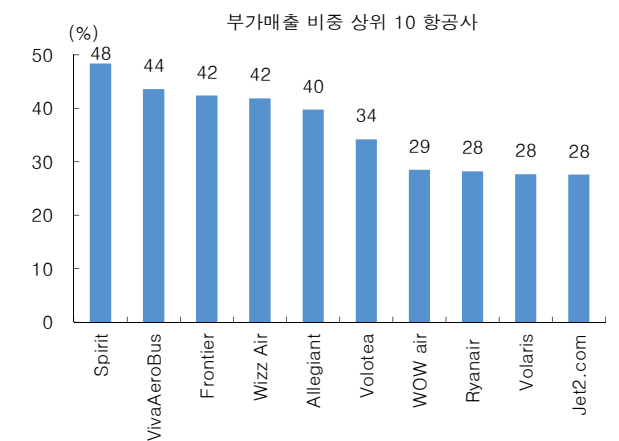


주: 2017년 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

## 부가서비스 매출이 높은 수익성의 핵심

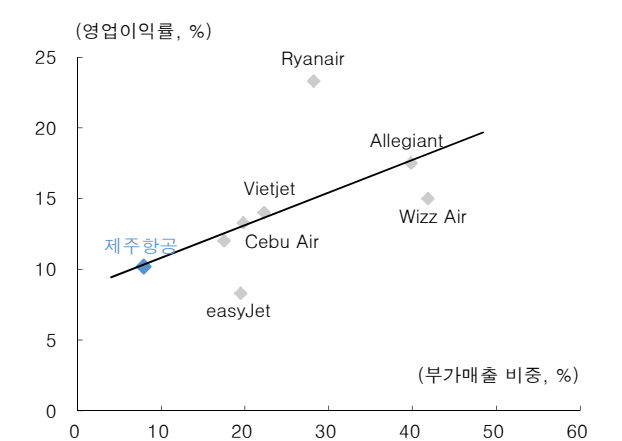
ULCC는 운임구조가 매우 저렴한 대신 부가매출을 통해 이익을 내고 있다. 부가매출은 예약변경/취소 수수료, 초과수하물, 유료 기내식 등 기본 티켓가격에 포함되지 않은 서비스에서 발생한다. LCC는 무료 서비스를 최소화해 항공권 가격을 낮추는 대신, 소비자에게 추가요금으로 원하는 부가서비스를 선택할 수 있게 한다. 부가서비스는 투입원가가 미미해 마진이 80% 수준으로 높다. 선진국 시장에서 Spirit과 Wizz Air의 운임은 가장 낮은 수준이나 2017년 부가매출 비중은 각각 48%, 42%에 달했다. Ryanair는 여객규모가 이들의 4배 이상인 만큼 비중이 28%로 비교적 낮으나, 최근 들어 공격적으로 부가서비스를 확대하고 있다.

[그림 45] 상위 ULCC 부가매출 비중은 40% 상회



주: 2017년 실적 기준  
자료: IdeaWorks, 각 사, 한국투자증권

[그림 46] 부가서비스 매출은 높은 수익성을 뒷받침

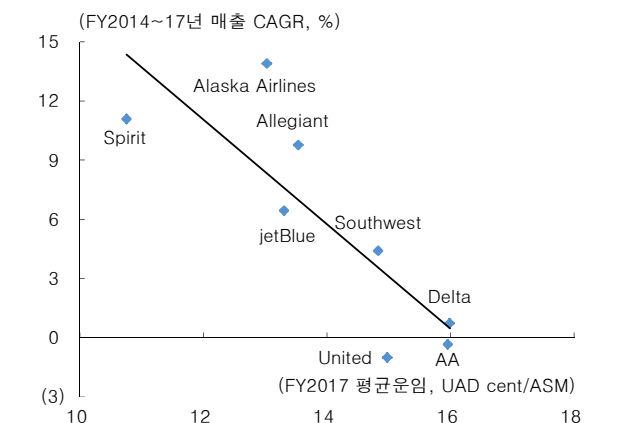


주: 2017년 실적 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

**비용부담 커질수록  
저비용항공 본연의 경쟁력에  
집중하는 업체가 부각**

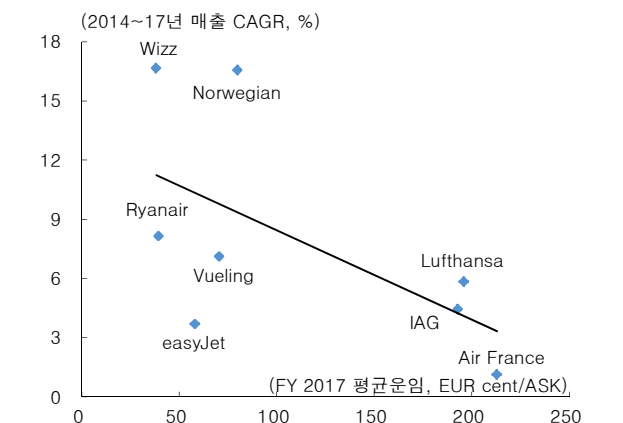
결국 저비용항공 모델에 충실한 ULCC들은 성장과 수익성에서 우위를 보이고 있다. 유가가 오르고 경쟁이 심화되는 최근 환경에서 이들의 전략은 더욱 부각될 것이다. Ryanair, Wizz Air, Spirit 등 ULCC는 규모의 경제에 집중함으로써 원가경쟁력이 더 높다. 집객을 위한 운임경쟁에 유리해 성장 역시 앞서게 된다. 또한 부가서비스 중심의 수익구조는 대외변수 영향을 적게 받는다. 인건비와 유류비가 오르는 상황에서 원가부담이 적은 부가매출의 중요성은 더욱 높아질 것이다.

[그림 47] 운임 경쟁력으로 높은 성장을 구가하는 LCC



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 48] 규모 커질수록 원가 낮아지는 선순환 추구

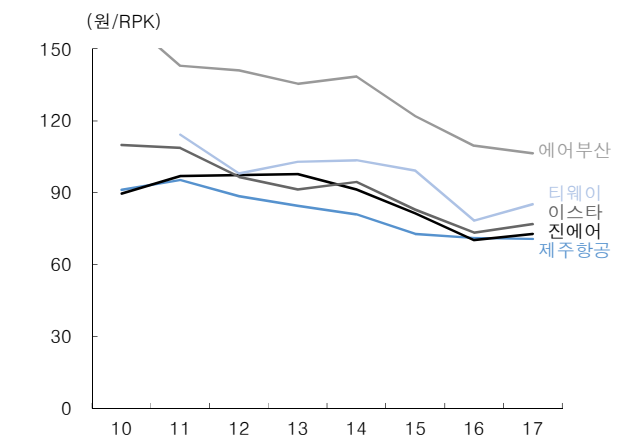


자료: 각 사, 한국투자증권

**기단 효율성과 도입에  
가장 앞서 있는 제주항공**

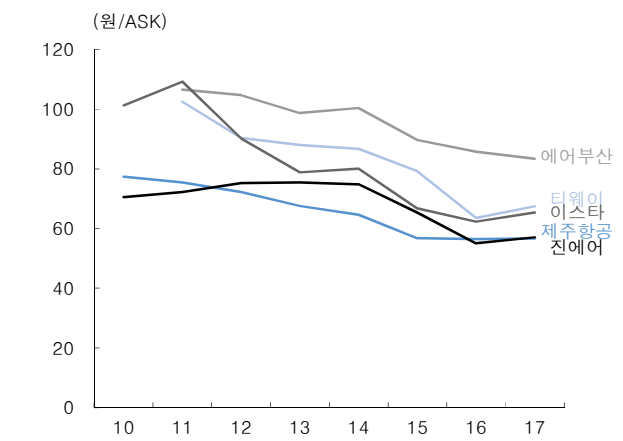
제주항공은 국내 항공사 중 원가경쟁력이 가장 높다. 2017년 CASK는 항공기 일부를 금융리스로 도입하는 진에어와 유사했다. 이는 국제선 평균운임의 차이로 이어진다. 다만 선진국 ULCC와 비교해보면, 제주항공 역시 여전히 단위비용을 절감할 여력이 크다. 항공기 수가 50대에 도달할 때까지 유류비를 제외한 CASK는 계속 낮아질 전망이다. ULCC와 마찬가지로 제주항공은 저비용항공 사업모델에 충실하다. 단일기종을 유지하고 규모의 경제에 집중함으로써 국내 경쟁사와의 운임 경쟁력 격차는 더욱 벌어질 전망이다.

[그림 49] 국내 LCC 평균운임 추이



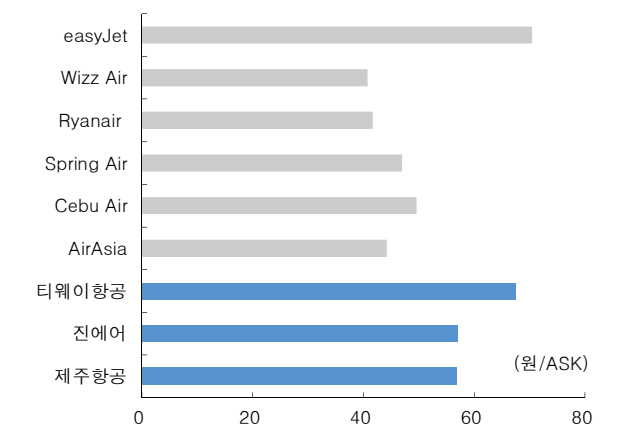
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 50] 국내 LCC CASK 추이



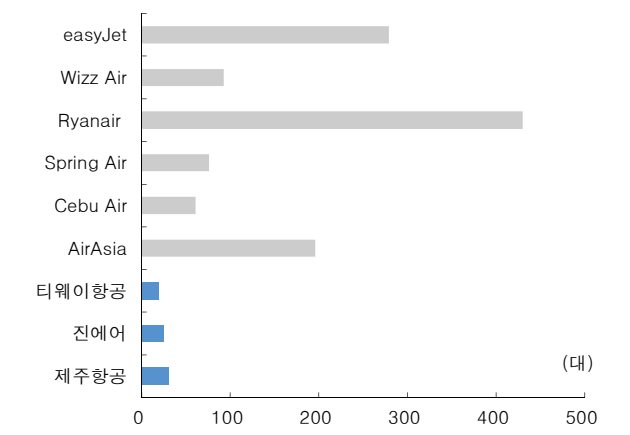
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 51] 글로벌 주요 LCC CASK



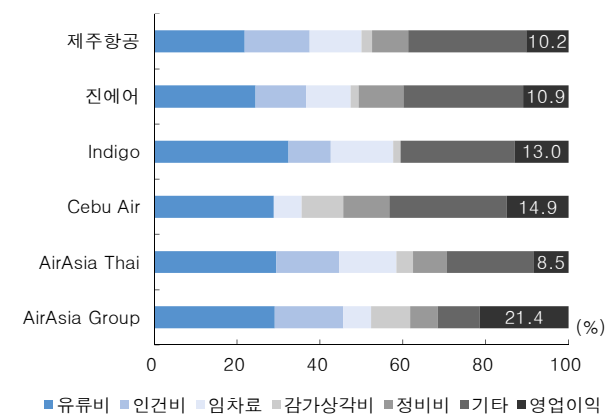
주: 2017년 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 52] 글로벌 주요 LCC 항공기 수



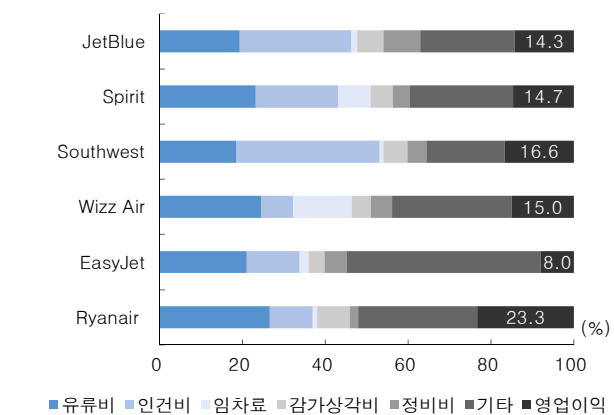
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 53] 아시아 LCC 비용구조



주: FY2017년 기준. Cebu Air는 인건비를 발표하지 않아 기타비용에 포함  
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 54] 선진국 LCC 비용구조



주: FY2017년 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

### 부가서비스 추가요금에 대한 소비자 인식을 바꾸고 있는 제주항공

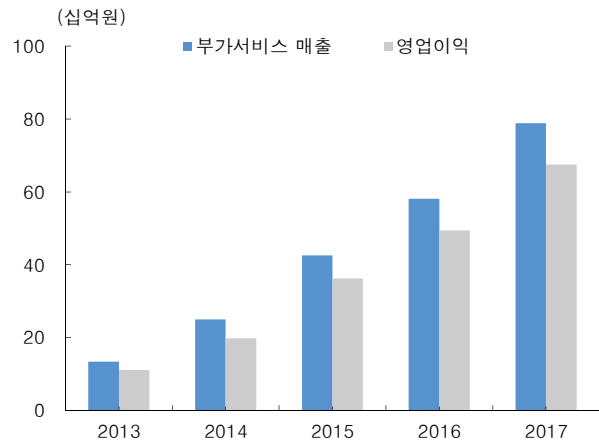
제주항공은 부가서비스 확대에도 가장 앞서 있다. 제주항공은 2014년 기내식 유료화를 국내 처음으로 시도했다. 이후 사전좌석 지정, 옆좌석 구매 등 새로운 서비스 개발과 세분화된 티켓마케팅을 통해 부가서비스에 대한 고객의 인식을 바꾸고 있다. 해외여행이 보편화되고 LCC의 요금체계에 익숙해지면서 추가요금에 대한 소비자의 거부감이 줄고 있는 것이다. 이에 따라 해외여행은 공항에 들어서면 서부터 시작된다고 느끼는 승객들이 점점 늘고 있다. 항공권 구매에서 가성비를 꼼꼼히 따지다가도 기내에서는 작은 사치를 즐기게 하기 위해 지갑을 여는 것이다.

### 2020년 부가매출만으로 영업이익률 8% 달성 가능

제주항공의 부가매출 비중은 2014년 5%에서 2017년 8%로 높아졌다. 다만 작년년부터 올해 1분기까지 상승폭은 미미했다. 여객수요가 급증하면서 소비자 입장에서 거부감이 들 수 있는 부가서비스 확대에 무리할 필요가 없었기 때문이다. 부가매출을 제외하더라도 2017년 영업이익은 전년대비 2.5배 이상 커졌다. 하지만 공항슬랏 포화와 유가상승이 점차 부담스러워질수록 부가매출은 다시 빠르게 확

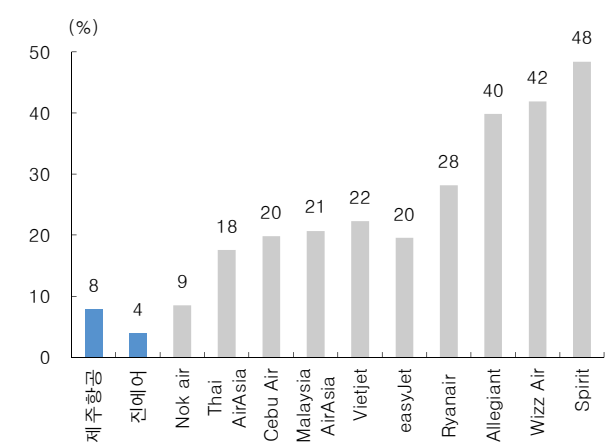
대될 전망이다. Ryanair나 Cebu Air 등 성공적인 사례에 비추어, 2020년까지 부가매출 비중 10%를 달성하겠다는 제주항공의 목표에 무리가 없어 보인다.

[그림 55] 제주항공의 부가서비스 영업이익률은 86%



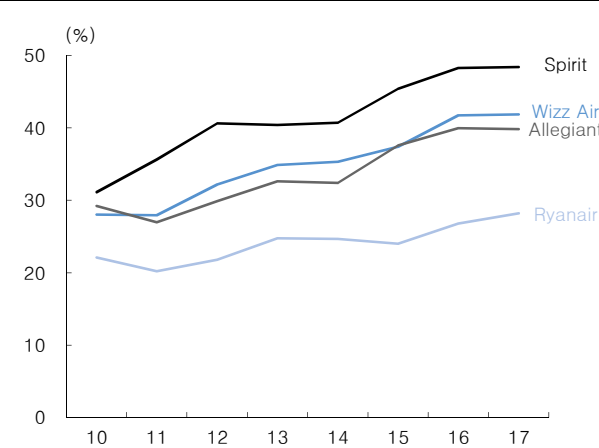
자료: 제주항공, 한국투자증권

[그림 56] 글로벌 상위 LCC 대비 부가매출 증가 여지 큼



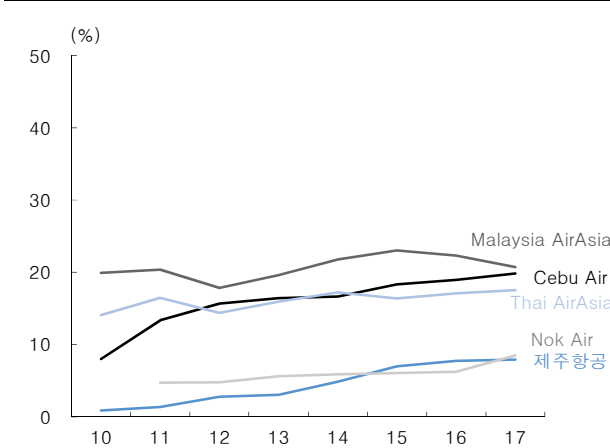
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 57] 선진국 주요 ULCC 부가매출 비중



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 58] 아시아 주요 LCC 부가매출 비중



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 59] 제주항공의 부가서비스



자료: 제주항공, 한국투자증권

### III. 항공주 투자 패턴을 바꾸다

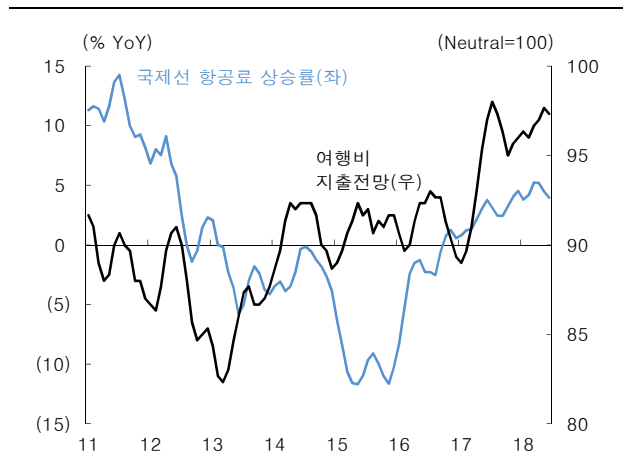
#### 대외변수 영향에서 점차 벗어나는 LCC의 이익

저비용항공사들은 유가, 환율과 같은 대외변수 영향을 뛰어넘어 꾸준히 성장하고 있다. 라이프스타일 변화와 맞물려 구조적으로 늘어나는 해외여행 수요가 LCC의 이익모멘텀을 뒷받침하기 때문이다. 2017년 연평균 항공유 가격은 전년대비 23% 올랐지만 상위 3개 LCC들의 영업이익률은 3%p 상승한 10%를 기록했다. 7%에 머무른 양대 국적사와의 수익성 격차는 벌어졌다. 비록 비수기인 올해 2분기 실적은 기대를 크게 하회했으나, 상반기로 보면 3개 LCC들의 영업이익은 여전히 전년대비 50% 증가하는 것이다.

#### 중요한 투자 기준은 여객본업에서의 수요 강세

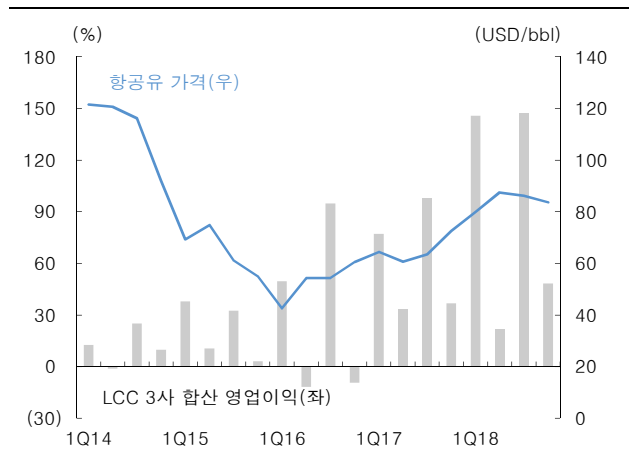
LCC를 찾는 근거리 해외여행 수요는 현 수준의 유류할증료 부과나 원/달러 환율 반등에도 꺾이지 않고 있다. 이는 우상향하는 여행 소비심리와 국제선 운임에서도 드러난다. 특히 동일한 크기의 항공기더라도 좌석밀도와 탑승률이 높은 LCC는 FSC보다 더 큰 유류할증료 효과를 누리고 있다. 또한 해외여행이 보편화되고 노선이 다양해지면서 특정 지역에 대한 의존도가 낮아졌다. 이에 따라 중국과의 사드 갈등이나 오사카 지진 등 지정학적 리스크에 대한 내성 역시 쌓이고 있다.

[그림 60] 여행 소비심리와 국제선 요금 모두 상승세



자료: 한국은행, 통계청, 한국투자증권

[그림 61] 분기 굴곡은 있지만 LCC 이익은 계속 증가



주: 국적 LCC 3사는 제주항공, 진에어, 티웨이항공 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

#### 항공업 투자패턴 변화를 이끌어 갈 제주항공

제주항공은 실적전망의 가시성이 가장 밝은 국내 1위 LCC다. 운영의 효율화에 집중하는 저비용항공 사업모델에 가장 충실하기 때문이다. 단일기종의 항공기와 여객 규모가 가장 커 비용구조가 안정적이다. 규모의 경제가 수익성 향상으로 이어지는 선순환 역시 우위에 있다. 또한 부가매출 확대와 유류비 해지에 가장 적극적이다. 유가와 환율, 지정학적 리스크 등 대외변수에 민감해 장기투자가 어려운 점이 항공업종의 고질적인 디스카운트 요인이었다. 반면 제주항공의 이익 가시성은 갈수록 높아진다는 점에서 LCC에 대한 리레이팅을 이끌 것이다.

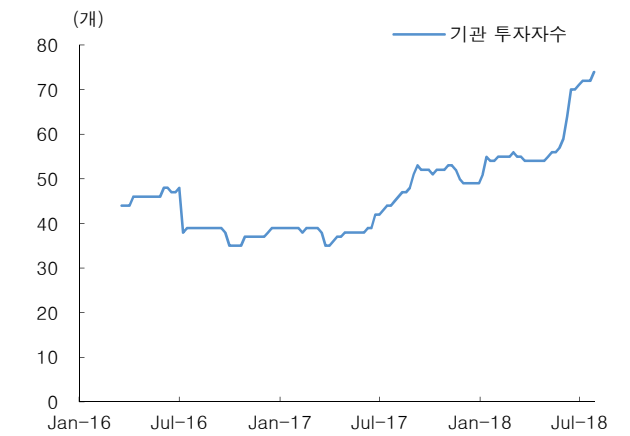


[그림 62] 외국인 지분율은 최근 주가 조정에도 상승



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 63] 2015년말 상장 이후 투자자들의 신뢰 확보



자료: Bloomberg, 한국투자증권

**녹색지 않은 항공시장  
환경에서 제주항공의  
투자매력은 오히려 부각**

최근 항공업종의 환경에서 제주항공의 투자매력은 더욱 높아질 전망이다. 2분기 주요 항공사들의 영업이익은 당초 예상을 50% 내외 하회하는 모습이다. 1분기 실적 서프라이즈의 주요 원인이던 유류할증료 효과가 비수기에는 제한적이었던 것으로 추정된다. 항공 4개사의 2분기 합산 영업이익은 1분기의 30%에 불과할 전망이다. 비용부담이 늘면서 연초 기대와 다르게 이익의 분기편차가 오히려 더 커진 것이다. 제주항공 역시 예외는 아니었지만, 반대로 LCC 중 계절성이 가장 낮고 비용구조가 안정적인 1위 업체에 대한 투자관심이 집중되는 시점이다.

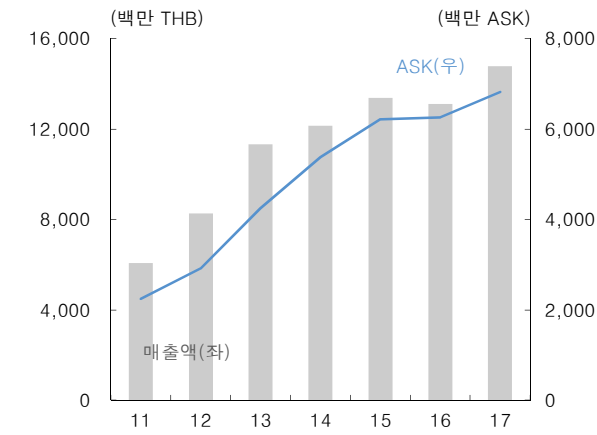
**이제는 글로벌 피어 대비  
저평가 매력에 주목할 시점**

제주항공의 이익모멘텀은 유가상승과 경쟁심화로 수익성이 낮아지는 주요 아시아 LCC와 비교할 때 더욱 부각된다. 아시아에서 가장 큰 LCC 그룹인 에어아시아는 견고한 외형성장과 다르게 영업이익률이 하락하고 있다. 본국인 말레이시아에서 에어아시아의 점유율은 50%를 넘어 꾸준히 상승하고 있으나 올해에는 유류비 부담으로 감익이 불가피해 보인다. 태국의 1위 LCC인 Nok Air 역시 2014년 이후 적자가 이어지면서 비용효율화 등을 통한 사업 구조조정이 진행 중이다. 필리핀 대표 LCC인 Cebu Air는 외형과 이익이 꾸준히 늘어나고 있다. 다만 유가상승에 보라카이 폐쇄 영향이 더해지면서 올해 영업이익은 정체될 것으로 예상된다.

**단기 실적모멘텀 부재가  
만들어 준 투자 기회**

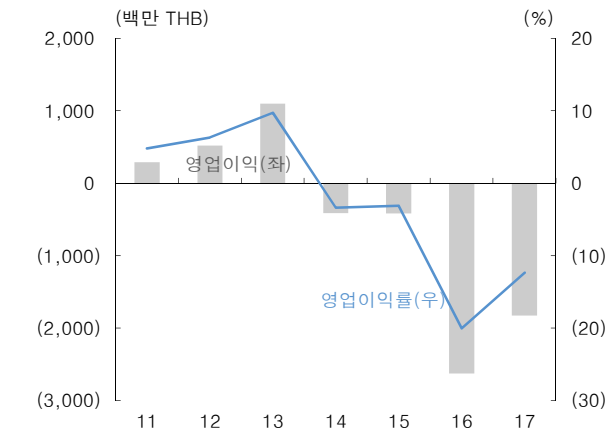
반면 제주항공의 현 주가는 2018F PER 11배에 불과하다. 양대 국적사 중심의 투자패턴 속에서 저비용항공사 본연의 이익모멘텀을 온전히 평가받지 못했다. 여기에 2분기 실적부진으로 6월 이후 주가는 17% 하락했다. 비수기 대외변수에 대한 이익 민감도가 높아진 점은 부담이나, 해외여행 수요는 2분기에도 견고했다. 3분기 들어 유가상승이 주춤한 상태로 성수기에 진입했고 2분기와 반대로 기저 효과가 더해진다. 결국 비수기만 보면 부진해 보이나, 올해 영업이익은 여전히 전년 대비 35% 증가할 전망이다. 단기우려에 민감한 항공주 특성은 매번 투자기회가 되어왔다는 점에서 밸류에이션 매력이 부각되는 시점이다.

[그림 64] Nok Air 매출액은 공급확대로 증가하나



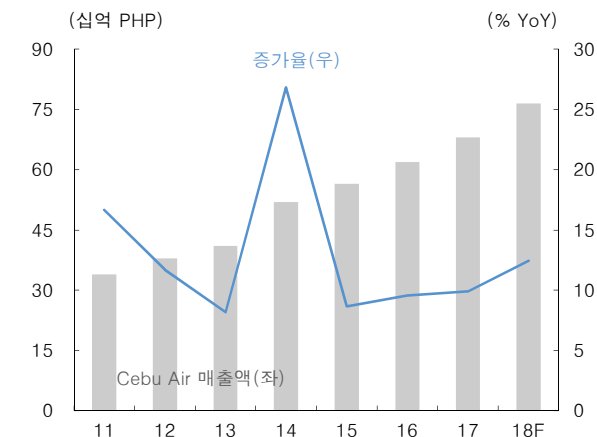
자료: Nok Air, 한국투자증권

[그림 65] 2014년 이후 영업적자 지속



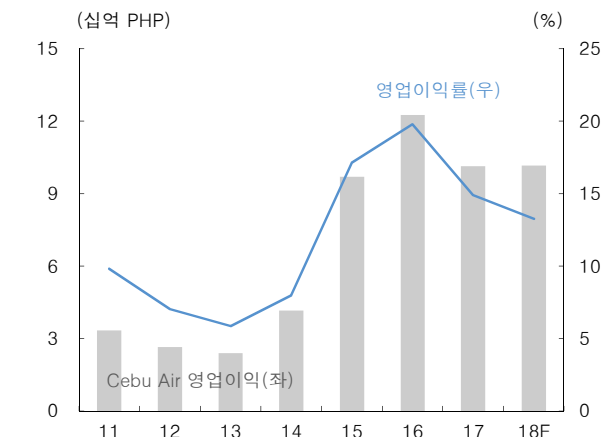
자료: Nok Air, 한국투자증권

[그림 66] Cebu Air 매출은 올해에도 두자리수 증가하나



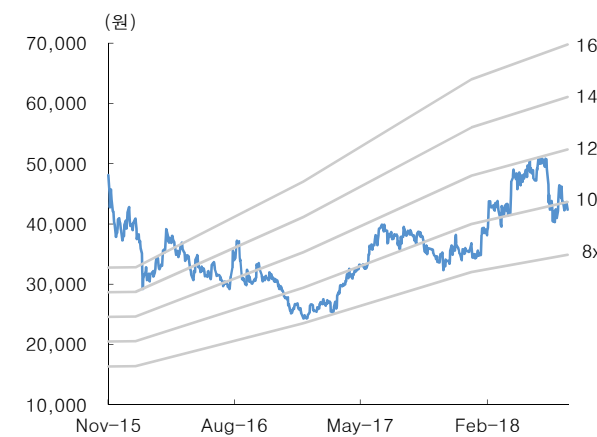
주: 2018년 전망치는 Bloomberg 컨센서스 기준  
자료: Cebu Air, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 67] 영업이익률은 계속 하락할 전망



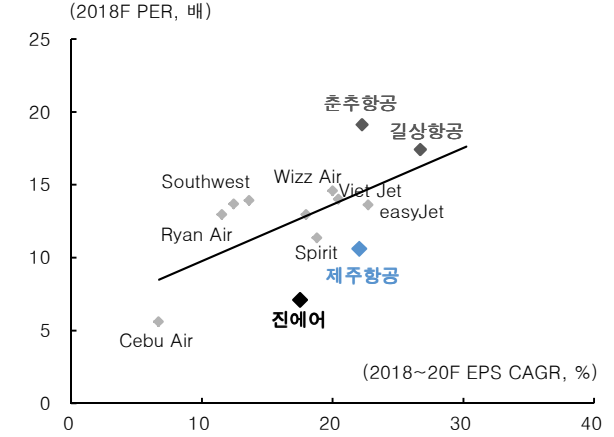
주: 2018년 전망치는 Bloomberg 컨센서스 기준  
자료: Cebu Air, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 68] 제주항공 현 주가는 2018F PER 11배에 불과



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 69] 글로벌 피어 대비 저평가 매력 부각



주: 7월 27일 종가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

## IV. 실적 전망 및 리스크 점검

### 1. 유가 상승은 수익성 부담요인

제주항공 전체 비용에서  
유류비 비중은 28%

유가 상승은 항공사들의 비용부담을 가중시킨다. 국내 항공사에게 유류비는 비중이 가장 큰 비용항목이다. 따라서 항공업종의 투자심리는 유가 움직임에 특히 민감한 편이다. 제주항공의 전체 영업비용에서 유류비가 차지하는 비중은 2016년 22%에서 2017년 24%, 올해 상반기 28%로 계속 높아졌다. 항공유 가격이 10% 오르면 제주항공의 영업비용은 3% 증가하는 셈이다. 올해 유가상승과 공급확대에 따라 제주항공의 유류비는 전년대비 46% 증가할 전망이다.

여객 수요만 좋다면  
유류할증료가 유가상승  
부담을 만회할 것

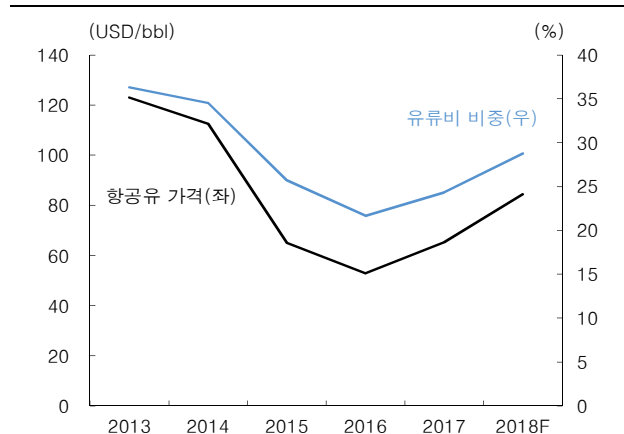
다만 배럴당 63달러 이상부터 유류할증료가 승객에게 부과된다. 통상적으로 양대 국적사는 유가 상승분의 40~50%를 유류할증료 명목으로 소비자에게 전가하는 구조다. 제주항공을 비롯한 저비용항공사들도 이들과 유사한 금액을 책정하고 있다. 반면 좌석밀도와 탑승률이 높아 승객당 부과되는 유류할증료의 효과는 더 크게 나타난다. 한편 승객이 지불하는 유류할증료는 예매 당시 결정돼 실제 투입원가와 시차가 발생한다. 따라서 정확한 계산은 어렵지만, 1분기 LCC 실적에서 유류할증료가 대부분의 유가상승분을 커버한 것으로 추정된다. 또한 제주항공은 국내 항공사 중에서 유가 헤지(유류소모량의 10~15%)에 가장 적극적이다.

〈표 6〉 국제선 유류할증료 제도 개요

구분	세부 내용
도입 배경	<ul style="list-style-type: none"> <li>국제선 항공여객 유류할증료는 유가 급등 시 항공사 원가 상승으로 인한 운임인상 부담을 상쇄하기 위해 운임에 일정금액을 추가 부과하는 것으로 2005년 도입</li> <li>각 항공사에서 자체적으로 마련한 유류할증료 부과기준표를 국토부에서 인가(또는 신고) 받은 후 유가 변동 시에 기준표에 따라 단계별로 적용</li> </ul>
부과 기준	<ul style="list-style-type: none"> <li>싱가포르 항공유(MOPS) 기준으로 <b>전전달 16일부터 전달 15일까지의 평균 가격</b>이 <b>갤런당 150 센트(배럴당 63달러)</b>를 넘을 경우 부과. 갤런당 10센트가 넘어갈 때마다 1단계 상향</li> </ul>
인가 세부 심사 기준	<ul style="list-style-type: none"> <li>운항거리 등에 따른 승객 1인당 유류소모량과 유류구입에 소요되는 제반비용 등을 고려한 합리적인 수준으로 산정토록 원칙 제시</li> <li>유류할증료를 부과별로 구분하는 경우에는 이용자의 부담형평성이 높아질 수 있도록 산정</li> <li>항공교통이용자가 쉽게 알아볼 수 있도록 유류할증료를 원화로 환산 표기하여 고지</li> </ul>

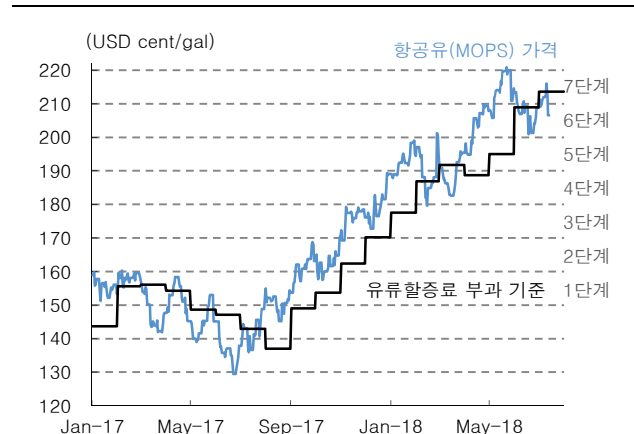
자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 70] 올해 상반기 유류비 비중은 28%



자료: 제주항공, 한국투자증권

[그림 71] 유류할증료 통해 유가상승 부담을 전가



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 7〉 제주항공의 국제선 유류할증료 부과체계

(단위: 원)

단계	거리(마일)	주요 노선(인천 출발 기준)	2018년 1월 (3단계)	2월 (4단계)	3월 (5단계)	4월 (4단계)	5월 (5단계)	6월 (6단계)	7월 (7단계)	8월 (6단계)
1	~500	후쿠오카, 웨이하이, 칭다오, 마쓰야마, 가고시마 등	4,400	6,600	8,800	6,600	8,800	9,900	12,100	9,900
2	500~1,000	도쿄, 오사카, 베이징, 타이페이, 블라디보스톡 등	5,500	8,800	9,900	8,800	9,900	12,100	15,400	12,100
3	1,000~1,500	홍콩, 마카오, 가오슝	7,700	8,800	13,200	8,800	13,200	16,500	18,700	16,500
4	1,500~2,000	마닐라, 하노이, 다낭, 세부, 사이판, 쑤야 등	8,800	12,100	15,400	12,100	15,400	18,700	22,000	18,700
5	2,000~2,500	괌, 코타키나발루, 방콕, 나트랑, 호찌민 등	9,900	12,100	17,600	12,100	17,600	22,000	24,200	22,000

주: 편도 기준, 1 USD = 1,100원 적용  
자료: 제주항공, 한국투자증권

〈표 8〉 진에어의 국제선 유류할증료 부과체계

(단위: 원)

단계	거리(마일)	주요 노선(인천 출발 기준)	2018년 1월 (3단계)	2월 (4단계)	3월 (5단계)	4월 (4단계)	5월 (5단계)	6월 (6단계)	7월 (7단계)	8월 (6단계)
1	~600	후쿠오카, 기타큐슈, 오사카 등	4,400	6,600	7,700	6,600	7,700	8,800	11,000	8,800
2	600~1,200	도쿄, 삿포로, 오키나와, 타이베이	5,500	7,700	11,000	7,700	11,000	12,100	15,400	12,100
3	1,200~1,800	홍콩, 마카오, 클락, 하노이 등	9,900	13,200	16,500	13,200	16,500	20,900	23,100	20,900
4	1,800~2,400	다낭, 세부, 비엔티안, 괌, 코타키나발루, 방콕	9,900	13,200	17,600	13,200	17,600	22,000	25,300	22,000
5	2,400~3,600	푸켓, 조호르바루	12,100	16,500	22,000	16,500	22,000	23,100	30,800	23,100
6	3,600~4,600	호놀룰루, 케언스	24,200	34,100	42,900	34,100	42,900	52,800	62,700	52,800

주: 편도 기준, 1 USD = 1,100원 적용  
자료: 진에어, 한국투자증권

〈표 9〉 대한항공의 국제선 유류할증료 부과체계

(단위: 원)

단계	거리(마일)	주요 노선(인천 출발 기준)	2018년 1월 (3단계)	2월 (4단계)	3월 (5단계)	4월 (4단계)	5월 (5단계)	6월 (6단계)	7월 (7단계)	8월 (6단계)
1	~500	웨이하이, 옌타이, 다롄, 칭다오, 후쿠오카 등	4,400	5,500	7,700	5,500	7,700	9,900	11,000	9,900
2	500~1,000	베이징, 상하이, 도쿄, 오사카, 나고야, 타이페이 등	5,500	9,900	13,200	9,900	13,200	15,400	17,600	15,400
3	1,000~1,500	시안, 광저우, 홍콩, 마카오, 가오슝, 울란바타르 등	7,700	11,000	15,400	11,000	15,400	18,700	22,000	18,700
4	1,500~2,000	하노이, 다낭, 비엔티안, 마닐라, 세부, 사이판 등	9,900	14,300	18,700	14,300	18,700	22,000	26,400	22,000
5	2,000~3,000	괌, 나트랑, 호찌민, 코타키나발루, 푸켓, 싱가포르 등	13,200	19,800	25,300	19,800	25,300	28,600	34,100	28,600
6	3,000~4,000	타슈켄트, 자카르타, 발리, 뭄바이 등	16,500	23,100	27,500	23,100	27,500	30,800	36,300	30,800
7	4,000~5,000	몰디브, 모스크바, 두바이, 아부다비, 호놀룰루 등	25,300	31,900	39,600	31,900	39,600	47,300	56,100	47,300
8	5,000~6,500	런던, 파리, 로마, 프랑크푸르트, 시드니, LA 등	28,600	35,200	45,100	35,200	45,100	58,300	69,300	58,300
9	6,500~10,000	뉴욕, 시카고, 워싱턴, 애크랜트, 토론토 등	31,900	45,100	56,100	45,100	56,100	72,600	84,700	72,600
10	10,000~	상파울로	33,000	46,200	58,300	46,200	58,300	73,700	-	-

주: 편도 기준  
자료: 대한항공, 한국투자증권

〈표 10〉 아시아나항공의 국제선 유류할증료 부과체계

(단위: 원)

단계	거리(마일)	주요 노선(인천 출발 기준)	2018년 1월 (3단계)	2월 (4단계)	3월 (5단계)	4월 (4단계)	5월 (5단계)	6월 (6단계)	7월 (7단계)	8월 (6단계)
1	~500	웨이하이, 옌타이, 다롄, 칭다오, 옌지, 후쿠오카 등	4,400	6,600	8,800	6,600	8,800	11,000	12,100	11,000
2	500~1,000	베이징, 상하이, 도쿄, 오사카, 삿포로, 타이베이 등	6,600	9,900	12,100	9,900	12,100	15,400	18,700	15,400
3	1,000~1,500	시안, 광저우, 충칭, 선전, 청두, 홍콩 등	9,900	13,200	17,600	13,200	17,600	20,900	24,200	20,900
4	1,500~2,000	하노이, 다낭, 마닐라, 세부, 사이판, 클라크필드 등	12,100	16,500	22,000	16,500	22,000	26,400	29,700	26,400
5	2,000~2,500	방콕, 호찌민, 팔라우, 프놈펜	14,300	19,800	25,300	19,800	25,300	30,800	36,300	30,800
6	2,500~3,000	싱가포르, 델리, 아스타나, 알마티, 푸켓	16,500	23,100	29,700	23,100	29,700	35,200	41,800	35,200
7	3,000~4,000	자카르타, 타슈켄트	18,700	26,400	34,100	26,400	34,100	40,700	47,300	40,700
8	4,000~5,000	이스탄불, 호놀룰루	23,100	33,000	41,800	33,000	41,800	50,600	59,400	50,600
9	5,000~	뉴욕, 런던, 로마, LA, 바르셀로나, 파리 등	27,500	38,500	49,500	38,500	49,500	59,400	70,400	59,400

주: 편도 기준  
자료: 아시아나항공, 한국투자증권

## 2. 원화 약세는 수요와 수익성 모두 부정적

### 유가보다 중요한 환율

원/달러 환율 상승 역시 항공사에게는 악재다. 동일한 변화 폭이라면 유가보다 환율이 실적에 미치는 영향이 더 크다. 항공사는 유류비는 물론 임차료, 정비비의 대부분을 외화로 결제하기 때문이다. 제주항공이 외화로 지급하는 비용은 약 50%에 달한다. 반면 매출에서 외국인 인바운드 수요가 차지하는 비중은 10%대에 불과하다. 원/달러 환율이 10% 상승할 경우 전체 비용의 4%가 증가하는 셈이다. 또한 원화강세는 통상적으로 해외여행 소비를 위축시킨다. 다만 LCC는 물가가 저렴한 근거리 여행지에 집중되어 있어 양대 국적사에 비해 환율 움직임에 따른 수요 영향은 제한적일 것이다.

## 3. 리스 회계기준 변경에 따른 부채비율 상승

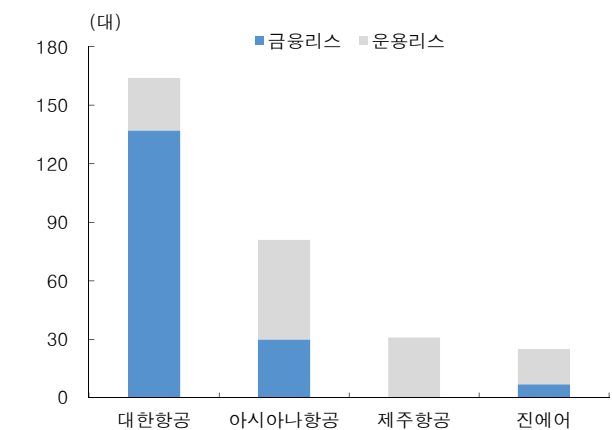
### 국내 항공사는 대부분 리스 통해 항공기를 확보

항공사들은 항공기 확보를 위한 대규모 투자부담에 노출되어 있다. 자체적인 조달능력으로는 한계가 있기 때문에 국내 항공사는 대부분 리스를 통해 항공기를 도입하고 있다. 원/달러 환율이 오르게 되면 금융리스 관련 외화부채가 많은 양대 국적사는 대규모 외화환산손실을 기록하게 된다. 반면 운용리스를 주로 활용하는 저비용항공사들은 해당 항공기의 소유권이 없기 때문에 이를 자산과 부채에 계상하지 않는다. 따라서 환율변동에 따른 순이익 변동폭이 제한적이고 부채비율 또한 낮게 계산되어 왔다.

### 회계기준 변경에 따라 제주항공 부채비율은 113%p 상승할 전망

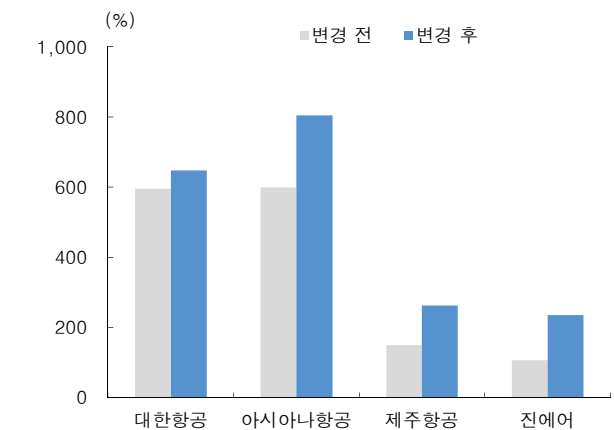
하지만 2019년부터 도입되는 IFRS 16 회계기준에 따라, 금융리스와 운용리스에 상관없이 항공기 관련 리스는 모두 자산과 부채로 반영해야 한다. 제주항공이 향후 지급해야 할 임차료의 현재가치를 부채로 더해줄 경우 부채비율은 1분기말 150%에서 263%로 높아진다. 작년 연간 임차료의 약 3배인 4,000억원 규모의 부채에 대해 외화환산손익이 발생하게 되는 것이다. 다만 부채비율이 600%가 넘어가는 양대 국적사에 비해 재무적 부담은 아직 크지 않다. 또한 제주항공은 올해 항공기 3대를 직접 구매하는 등 도입방식을 다변화하고 있는 점 역시 긍정적이다.

[그림 72] 1분기말 기준 항공기 수 추이



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 73] 리스부채 모두 반영할 경우 부채비율 상승



자료: 각 사, 한국투자증권

#### 4. 호텔사업에 따른 초기 불확실성 상존

##### 홍대입구역 호텔사업 하반기부터 시작

제주항공은 하반기부터 호텔사업을 시작한다. 위치는 공항철도 홍대입구역 역사에 위치한 애경타워로 7~16층에 294개의 객실 규모로 들어선다. 호텔 브랜드는 홀리데이 인 익스프레스(Holiday Inn Express Seoul Hongdae)로 글로벌 호텔 체인인 인터콘티넨탈호텔 그룹이 실질적으로 운영하게 된다. 9월부터 본격적인 영업을 시작할 계획이다. 제주항공은 항공여객 부문과 호텔사업 간의 연계판매를 통해 중국 등 인바운드 여객 유치에서 시너지가 있을 것으로 기대하고 있다.

##### 초기 비용적자 불가피 여객본업 모멘텀 희석 우려

중국인 관광객이 많이 찾는 홍대와의 접근성을 감안하면 실적 우려는 크지 않을 것이다. Jet2.com과 같이 호텔 패키지 판매를 주력 부가서비스로 제공하는 LCC도 많다. 호텔사업이 안착되면 인바운드 여객과 부가매출 기반 모두 넓어질 전망이다. 다만 사업 특성상 초기 1년간 적자가 불가피해 보인다. 또한 LCC 본업의 실적모멘텀이 희석되는 점은 아쉬운 부분이다. 규모는 다르지만, 대한항공 역시 작년 LA 호텔 오픈으로 매분기 영업적자를 기록하고 있다. 단기적으로 투자심리는 호텔사업 진출에 따른 불확실성에 더 민감할 것이다.

[그림 74] 홀리데이 인 익스프레스 홍대 위치



자료: 한국투자증권

[그림 75] 홍대 애경타워 전경



자료: 제주항공, 한국투자증권



## 5. 실적 전망

2018년 영업이익은  
전년대비 35% 증가할 전망

제주항공의 이익모멘텀은 유가와 지정학적 리스크 등 대외변수 영향을 뛰어넘고 있다. 올해 항공기를 8대 늘려 5대 내외에 그치는 경쟁사와의 격차를 벌릴 전망이다. 규모의 경제가 가장 크게 나타나 단위비용 절감이 이어질 것이다. 공격적인 공급확대에도 여전히 탑승률은 업계 최고 수준을 유지하고 있다. 기단운영의 효율성과 좌석밀도가 가장 높은 만큼 성수기에는 유류할증료가 부각될 것이다. 올해 매출액과 영업이익은 2분기 부진을 감안해도 전년대비 각각 24%, 35% 증가할 전망이다. 성수기에 진입함에 따라 성장모멘텀에 대한 재평가가 예상된다.

〈표 11〉 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>272</b>	<b>345</b>	<b>313</b>	<b>748</b>	<b>996</b>	<b>1,239</b>	<b>1,507</b>
국내선	44	61	62	57	47	62	67	59	203	224	236	244
ASK(백만 km)	516	578	592	585	558	590	633	602	2,365	2,270	2,383	2,454
RPK(백만 km)	489	554	568	559	523	562	602	570	2,182	2,170	2,257	2,317
L/F(%)	94.9	95.8	95.9	95.6	93.7	95.3	95.1	94.7	92.2	95.6	94.7	94.4
Yield(원)	89.7	110.0	109.8	101.9	90.4	110.0	112.0	103.9	93.0	103.3	104.5	105.5
국제선	183	146	195	188	244	186	265	230	494	711	924	1,159
ASK(백만 km)	3,305	3,196	3,497	3,513	4,063	4,026	4,406	4,427	9,831	13,510	16,921	20,813
RPK(백만 km)	2,935	2,744	3,136	3,099	3,665	3,507	3,983	3,912	8,342	11,914	15,068	18,533
L/F(%)	88.8	85.9	89.7	88.2	90.2	87.1	90.4	88.4	84.9	88.2	89.0	89.0
Yield(원)	62.2	53.4	62.1	60.5	66.5	53.0	66.4	58.7	59.8	59.7	61.3	62.5
기타	14	21	10	17	17	25	13	24	50	61	79	103
<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>19.5</b>	<b>29.6</b>	<b>19.6</b>	<b>23.0</b>	<b>33.3</b>	<b>24.4</b>	<b>21.6</b>
국내선	4.7	14.1	0.6	24.8	7.7	1.5	8.2	4.1	1.9	10.4	5.2	3.7
ASK	(6.4)	(0.0)	(6.9)	0.1	8.1	2.0	7.0	3.0	8.2	(4.0)	5.0	3.0
RPK	(0.4)	1.7	(3.4)	3.4	6.8	1.5	6.1	2.0	8.9	(0.6)	4.0	2.7
L/F(%p)	5.7	1.7	3.5	3.1	(1.2)	(0.5)	(0.9)	(0.9)	0.6	3.3	(0.9)	(0.3)
Yield	5.2	12.2	4.1	20.7	0.8	0.0	2.0	2.0	(6.5)	11.1	1.2	1.0
국제선	51.6	50.0	31.8	45.8	33.5	26.9	35.9	22.5	33.2	43.9	29.9	25.5
ASK	53.1	42.0	30.5	24.6	22.9	26.0	26.0	26.0	28.9	37.4	25.3	23.0
RPK	59.9	48.9	36.1	26.0	24.9	27.8	27.0	26.3	31.3	42.8	26.5	23.0
L/F(%p)	3.8	4.0	3.7	0.9	1.4	1.2	0.7	0.2	1.6	3.3	0.9	0.0
Yield	(5.2)	0.7	(3.1)	15.8	6.9	(0.7)	7.0	(3.0)	2.3	(0.1)	2.7	2.0
기타	26.5	86.3	(20.4)	3.5	27.5	20.0	40.0	40.0	33.2	21.0	30.4	30.0
<b>영업비용</b>	<b>213</b>	<b>212</b>	<b>226</b>	<b>244</b>	<b>262</b>	<b>260</b>	<b>290</b>	<b>290</b>	<b>689</b>	<b>895</b>	<b>1,102</b>	<b>1,342</b>
증가율	35.1	31.2	23.2	30.8	23.1	22.7	28.4	18.9	23.8	29.9	23.2	21.8
연료유류비	55	49	53	61	71	74	88	84	149	218	317	409
증가율	91.4	41.9	27.6	36.7	29.1	52.1	64.5	38.9	4.2	45.9	45.6	29.0
인건비	34	39	39	44	48	47	49	52	112	156	196	234
임차료	30	31	31	33	32	32	33	34	109	125	132	149
정비비	21	21	22	24	21	22	23	25	85	87	91	109
기타	73	73	80	83	90	85	98	94	233	309	367	441
<b>영업이익</b>	<b>27</b>	<b>16</b>	<b>40</b>	<b>18</b>	<b>46</b>	<b>13</b>	<b>55</b>	<b>23</b>	<b>59</b>	<b>102</b>	<b>137</b>	<b>165</b>
증가율	74.6	2,447.1	5.9	316.0	69.6	(22.1)	36.2	29.7	14.1	73.1	34.7	20.4
영업이익률	11.3	7.1	15.2	6.8	15.0	4.6	15.9	7.3	7.8	10.2	11.0	10.9
<b>세전이익</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>42</b>	<b>16</b>	<b>47</b>	<b>12</b>	<b>55</b>	<b>23</b>	<b>69</b>	<b>101</b>	<b>137</b>	<b>162</b>
증가율	42.8	243.8	11.9	63.4	113.9	(37.8)	29.3	40.1	30.2	45.7	36.3	18.1
<b>순이익</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>32</b>	<b>13</b>	<b>36</b>	<b>10</b>	<b>42</b>	<b>17</b>	<b>53</b>	<b>77</b>	<b>105</b>	<b>124</b>
증가율	41.1	229.6	12.7	59.6	112.9	(37.3)	30.9	35.0	12.8	45.0	36.3	18.1

주: 별도 기준  
자료: 제주항공, 한국투자증권



〈표 12〉 제주항공 국제선 현황

지역	출발	도착	편수	출발시간	복귀시간
일본	인천	도쿄(나리타)	주 24회	11:00/12:55/17:30~18:00	14:30/16:30/21:00
		도쿄(하네다)	주 2회	22:50	04:30
		오사카(간사이)	주 28회	06:15/07:10/09:10/17:00	11:30~50/13:50/20:10/21:40
		나고야(주부)	주 14회	11:10/18:00~05	11:10~15/15:50
		후쿠오카	주 28회	06:30/09:35/15:30/16:00	10:15~40/14:10/19:05/21:40
		오키나와(나하)	주 7회	13:30	18:55
		삿포로(신치토세)	주 12회	06:50~07:20/12:20	14:45~15:10/19:10
		마스야마	주 5회	12:15~13:05	16:50~17:35
	서울	오사카(간사이)	주 14회	08:20/14:00	10:50/16:30
	무안	오사카(간사이)	주 5회	10:00	12:40
	청주	오사카(간사이)	주 7회	07:00	21:00
	부산	도쿄(나리타)	주 7회	10:40~11:35	16:30~17:05
		오사카(간사이)	주 14회	08:20/17:00	12:05/21:05
		후쿠오카	주 14회	07:15/13:15	09:45/15:45
동북아	인천	홍콩	주 14회	09:55/21:40	06:05/18:15
		타이베이(타오위안)	주 7회	09:05	15:05
		가오슝	주 4회	13:25	20:20
		마카오	주 10회	11:00/22:05	06:10/19:00
	무안	타이베이(타오위안)	주 5회	13:30	19:00
	부산	타이베이(타오위안)	주 7회	21:55/22:05	06:10
	제주	홍콩	주 3회	22:30	06:30
중국	인천	칭다오	주 7회	08:20	12:20
		웨이하이	주 14회	10:10/10:30~35	14:00/18:55
		싼야	주 2회	20:50	07:30
		자무스	주 2회	10:10	17:20
		옌타이	주 7회	10:00/10:40	14:25/14:35
		스자좡	주 2회	10:10	15:30
	대구	베이징	주 3회	23:20	05:10
	부산	스자좡	주 2회	10:00	16:05
동남아	인천	방콕(수완나품)	주 21회	07:10/20:05/20:40	08:40/09:10/22:15~45
		마닐라	주 7회	19:10	04:05
		세부	주 14회	20:50/21:35~22:55	06:50/08:10~10:15
		하노이	주 7회	21:10	07:25
		나트랑(깜란)	주 7회	22:10	09:30~40
		다낭	주 21회	10:40/21:20/22:40	07:50/09:40~10:05/20:50
		코타키나발루	주 14회	19:10/20:25/22:45~55	06:25~30/09:55~10:15
		비엔티안(왓파이)	주 7회	19:45	07:20
		호찌민(탄손누트)	주 7회	21:05~35	09:45
	무안	다낭	주 2회	09:30	19:00
		방콕(수완나품)	주 4회	20:00	07:50
	부산	방콕(수완나품)	주 7회	20:25	08:10
		세부	주 7회	21:35	06:30~07:05
		다낭	주 7회	09:30/10:05	19:30/20:00
대양주	인천	괌	주 14회	10:30~35/20:20	06:55/21:00
		사이판	주 21회	06:00~20/09:30/22:10	08:30/19:45/17:05~21:05
	무안	괌	주 6회	07:00	21:00
	부산	괌	주 7회	22:05	07:10
		사이판	주 7회	21:05	06:10
러시아	인천	블라디보스토크	주 10회	11:35~12:55/06:00~20	12:30~13:35/17:30/19:10
5자유	오사카	괌	주 6회	10:10	17:55/18:20

주: 8월 기준 스케줄  
자료: 제주항공, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

### ■ 기업개요

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.

### ■ 용어해설

- FSC(Full Service Carrier): 일반 대형항공사로서 수화물, 기내서비스 일체가 포함된 서비스를 제공함. 우리나라의 경우 대한항공과 아시아나항공이 해당
- LCC(Low Cost Carrier): 단일기종 중심의 기재 운영, 기내서비스의 최소화, 보조공항 이용 등 기존의 대형항공사와 대조되는 비용절감 전략을 통해 낮은 운임의 항공권을 제공하는 저비용항공사
- ULCC(Ultra Low Cost Carrier): 기존 LCC보다 한 단계 더 낮은 원가구조를 추구하는 저비용항공사
- RPK(Revenue Passenger Kilometers): 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송실적 지표
- ASK(Available Seat Kilometers): 판매 가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송공급 지표
- L/F(Load factor): 공급 대비 이용률로 RPK/FTK에서 ASK/AFTK를 나눈 값
- CASK(Costs per ASK): ASK당 영업비용
- 사우스웨스트 효과(Southwest effects): 항공사들의 공급확대로 운임이 하락해 여객수요는 증가하는 현상. 미국의 1위 저비용항공사 사우스웨스트 항공의 전략에서 유래

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	437	449	558	679	801
현금성자산	167	102	127	155	183
매출채권및기타채권	29	45	56	68	81
재고자산	8	9	12	14	17
비유동자산	164	351	436	533	630
투자자산	9	45	56	68	80
유형자산	59	171	212	260	308
무형자산	12	19	23	28	33
자산총계	600	800	994	1,211	1,431
유동부채	261	368	406	458	473
매입채무및기타채무	90	122	151	184	217
단기차입금및단기사채	20	8	33	44	55
유동성장기부채	0	47	47	47	47
비유동부채	67	101	170	232	315
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	45	80	135
부채총계	328	469	576	691	788
자본금	131	132	132	132	132
자본잉여금	89	90	90	90	90
기타자본	0	(5)	(5)	(5)	(5)
이익잉여금	51	114	201	304	426
자본총계	272	331	418	521	643

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	117	176	153	245	255
당기순이익	53	77	105	124	143
유형자산감가상각비	11	20	59	106	132
무형자산상각비	4	5	7	9	10
자산부채변동	39	54	(43)	(20)	(58)
기타	10	20	25	26	28
투자활동현금흐름	(69)	(255)	(183)	(246)	(275)
유형자산투자	(30)	(133)	(100)	(154)	(180)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(38)	(102)	(11)	(12)	(12)
무형자산순증	(1)	(6)	(12)	(14)	(15)
기타	0	(14)	(60)	(66)	(68)
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	28	28

주: K-IFRS (별도) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

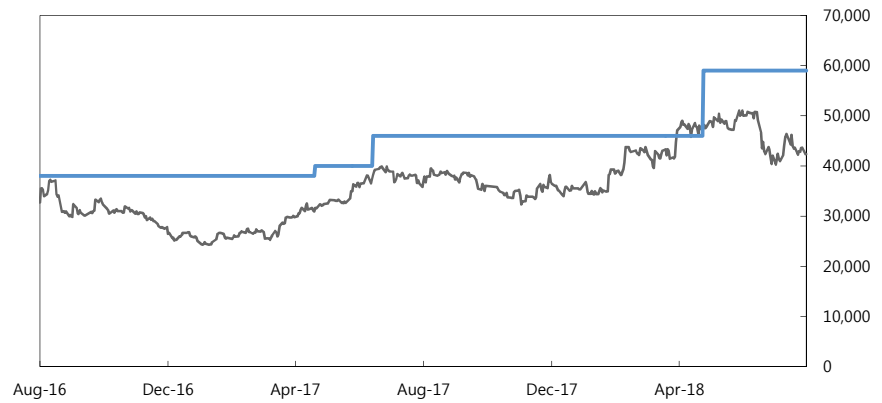
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	748	996	1,239	1,507	1,778
매출원가	602	774	952	1,159	1,379
매출총이익	146	222	287	348	399
판매관리비	87	120	150	183	209
영업이익	59	102	137	165	189
금융수익	11	8	13	10	11
이자수익	2	2	3	3	4
금융비용	2	8	13	13	14
이자비용	0	0	1	2	2
기타영업외손익	1	(1)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	69	101	137	162	186
법인세비용	16	23	32	38	43
당기순이익	53	77	105	124	143
기타포괄이익	(5)	(1)	0	0	0
총포괄이익	48	76	105	124	143
EBITDA	73	127	203	280	332

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,045	2,935	3,997	4,719	5,439
BPS	10,351	12,744	16,033	19,944	24,574
DPS	500	600	700	800	800
성장성(% YoY)					
매출증가율	23.0	33.3	24.4	21.6	18.0
영업이익증가율	14.1	73.1	34.7	20.4	15.0
순이익증가율	12.8	45.0	36.3	18.1	15.3
EPS증가율	(0.4)	43.5	36.2	18.1	15.3
EBITDA증가율	18.9	74.3	60.3	37.6	18.9
수익성(%)					
영업이익률	7.8	10.2	11.0	10.9	10.7
순이익률	7.1	7.7	8.5	8.2	8.0
EBITDA Margin	9.7	12.7	16.4	18.6	18.7
ROA	9.9	11.0	11.7	11.3	10.8
ROE	21.1	25.6	28.1	26.5	24.6
배당수익률	2.0	1.7	1.7	1.9	1.9
배당성향	24.7	20.4	17.5	17.0	14.7
안정성					
순차입금(십억원)	(325)	(291)	(302)	(346)	(371)
차입금/자본총계비율(%)	7.5	17.6	31.6	34.9	39.1
Valuation(X)					
PER	12.3	12.0	10.6	9.0	7.8
PBR	2.4	2.8	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	4.6	5.0	4.0	2.7	2.2

### 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
제주항공(089590)	2016.06.28	매수	38,000원	-23.1	-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 7월 31일 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

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