



BUY(Maintain)

목표주가: 53,000원(하향)

주가(09/11): 38,250원

시가총액: 10,081억원

조선/운송/방산

Analyst 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (09/11)		2,283.20p
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	51,000원	32,350원
등락률	-25.00%	18.24%
수익률	절대	상대
1M	-4.9%	-4.9%
6M	-10.9%	-4.1%
1Y	-1.0%	2.3%

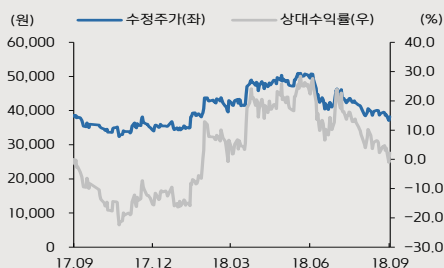
Company Data

발행주식수	26,357천주
일평균 거래량(3M)	112천주
외국인 지분율	10.96%
배당수익률(18E)	1.98%
BPS(18E)	15,687원
주요 주주	AK홀딩스 외 9인
	59.59%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	7,476	9,964	12,480	14,962
보고영업이익	584	1,013	1,143	1,478
핵심영업이익	584	1,013	1,143	1,478
EBITDA	725	1,265	1,363	1,778
세전이익	688	1,012	1,207	1,514
순이익	530	778	978	1,185
지배주주지분순이익	530	778	978	1,185
EPS(원)	2,038	2,954	3,709	4,498
증감률(%YoY)	-0.8	44.9	25.6	21.3
PER(배)	12.3	12.0	10.3	8.5
PBR(배)	2.4	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA(배)	4.6	5.0	4.0	2.7
보고영업이익률(%)	7.8	10.2	9.2	9.9
핵심영업이익률(%)	7.8	10.2	9.2	9.9
ROE(%)	21.0	25.8	26.2	25.6
순부채비율(%)	-119.9	-89.3	-94.1	-89.2

Price Trend



제주항공 (089590)

여객 수요는 이연될 것



3분기 제주항공은 매출액 3,329억원(YoY +24.9%), 영업이익 407억원(YoY +1.4%)을 기록할 것으로 전망됩니다. 전체 매출액의 약 20% 비중을 차지하고 있는 일본 노선의 자연재해 영향으로 인해 운항횟수 성장이 제한적일 것으로 판단됩니다. 다만, 기본적으로 여객 수요는 이연될 것으로 생각됨에 따라 중장기적으로 L/F를 높여 부가매출을 확대하는 전략은 유효해 동사에 대한 긍정적인 의견 유지합니다.

>>> 3Q 영업이익 407억원, 일본 노선 운항횟수 제한

3Q 제주항공은 매출액 3,329억원(YoY +24.9%), 영업이익 407억원(YoY +1.4%)이 전망된다. 2017년 3Q 기준 항공기 기재수 B737 단일기종 총 30대에서 2018년 3Q 기준 총 37대로 7대 증가했다. 다만 3분기에는 일본 오사카 지진으로 인한 간사이 공항 일시 폐쇄 및 삿포로 지진 등 자연재해에 따른 영향을 고려해야 할 것이다. 따라서 항공기 기재 도입이 전년대비 무려 7대가 늘어났음에도 불구하고 매출의 약 20% 이상을 차지하고 있는 일본 노선에 대한 운항횟수 증가분은 제한적일 것으로 전망된다.

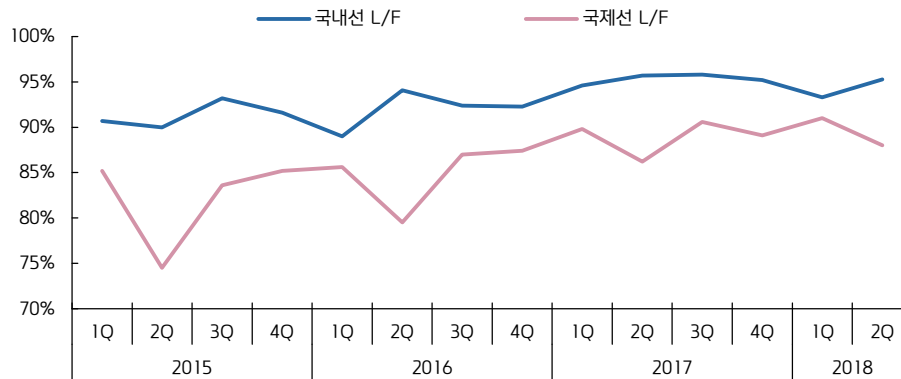
>>> 사라지지 않는 여객 수요, 추석 효과도 존재

국제 유가 및 달러 강세 등 대외 변수에 따른 비용 부담이 증가했음에도 불구하고 3분기에서 9월을 제외한 7월, 8월에 대한 실적은 양호했던 것으로 판단된다. 자연재해에 따른 일본 노선 여객 수요 및 운항 횟수 감소가 9월부터 본격적으로 시작됐기 때문이다. 9월 중순까지는 오사카 노선의 운항 횟수가 제한적일 것으로 판단됨에 따라 비용 부담이 증가하겠지만 9월말부터는 추석 연휴가 있어 여객 수요는 견조하게 회복할 것으로 전망한다. 또한 기본적으로 자연재해 등으로 인해 일시적으로 감소한 여객 수요가 사라지기는 쉽지 않다고 판단되며 여객 수요는 이연되는 것으로 생각되어 향후 여객 수요 증가에 긍정적일 것으로 예상된다.

>>> 결국 부가 매출 확대 및 지방 슬롯 확보가 중요

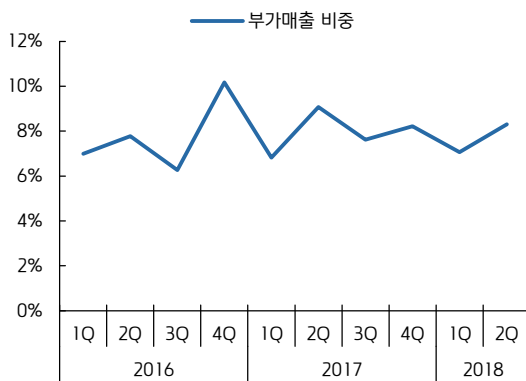
대부분 LCC 항공사의 특징은 일본 노선에 대한 매출 비중이 FSC 항공사에 비해 높다는 것이다. 일본 지역은 다른 지역에 비해 자연 재해의 발생 빈도가 높은 지역으로서 해당 지역의 일시적인 여객 수요 감소는 모든 항공사들이 경험했으며 앞으로도 가능성이 높다고 판단된다. 결국 같은 상황 속에서 각 항공사의 사업 전략이 중요하다고 생각된다. 현 시점에서 동사의 전략은 크게 두 가지 이다. 첫째, 높은 L/F를 유지하여 부가 매출을 확대하는 전략. 둘째, 신규 슬롯 확보가 수월한 지방의 거점을 확보하는 전략. 중장기적 관점에서 위와 같은 전략은 LCC 항공사의 전략으로서 합리적인 판단이라 생각된다. 다만, 대외 변수 및 자연 재해에 따른 영향으로 단기적 모멘텀이 부재해 목표 주가는 53,000원으로 하향하지만 중장기적 투자 관점은 유효해 투자의견 'BUY'를 유지한다.

제주항공 분기별 국제선 및 국내선 L/F



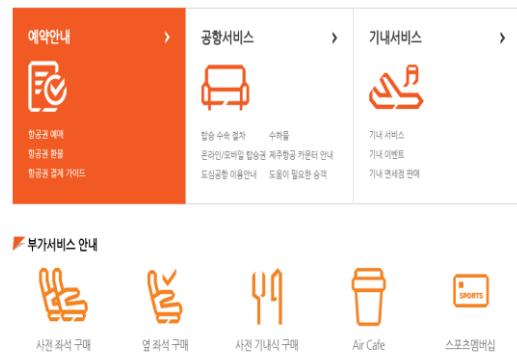
자료: 제주항공, 키움증권 리서치

제주항공 부가매출 비중



자료: 제주항공, 키움증권 리서치

제주항공 부가서비스 항목



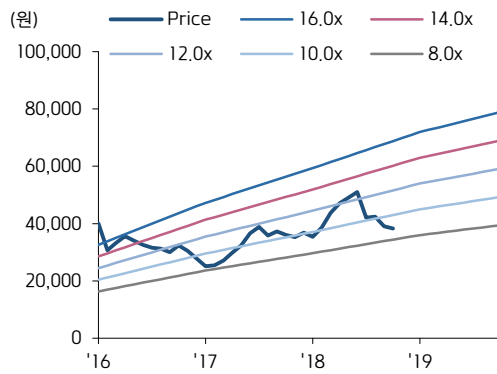
자료: 제주항공, 키움증권 리서치

제주항공 실적 추정

(억원, %)		2017				2018E				2016	2017	2018E	2019E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
전체	매출액	2,402	2,280	2,666	2,616	3,086	2,833	3,329	3,232	7,476	9,964	12,479	14,961
	매출액	439	613	619	569	473	638	668	585	2,029	2,241	2,363	2,481
국내선	ASK(백만 Km)	516	578	592	585	558	603	616	591	2,349	2,270	2,369	2,466
	RPK(백만 Km)	489	554	568	559	523	575	591	565	2,164	2,170	2,255	2,347
	L/F(%)	94.9%	95.8%	95.9%	95.6%	93.7%	95.4%	95.9%	95.6%	92.1%	95.6%	95.2%	95.2%
	Yield(원)	90	111	109	102	90	111	113	103	94	103	105	106
	매출액	1,827	1,512	1,898	1,876	2,438	2,018	2,467	2,455	4,944	7,114	9,379	11,655
국제선	ASK(백만 Km)	3,305	3,196	3,497	3,513	4,063	4,155	4,369	4,740	9,906	13,510	17,327	21,043
	RPK(백만 Km)	2,935	2,744	3,136	3,099	3,665	3,641	3,919	4,181	8,443	11,914	15,406	18,877
	L/F(%)	88.8%	85.9%	89.7%	88.2%	90.2%	87.6%	89.7%	88.2%	85.2%	88.2%	88.9%	89.7%
	Yield(원)	62	55	61	61	67	55	63	59	59	60	61	62
기타		136	155	148	170	174	177	194	191	503	609	735	824
YoY													
전체	매출액	38.7%	40.7%	20.3%	37.1%	28.5%	24.2%	24.9%	23.5%	23.0%	33.3%	25.2%	19.9%
	매출액	4.7%	14.9%	-0.1%	24.8%	7.7%	4.0%	7.8%	2.7%	1.9%	10.4%	5.4%	5.0%
국내선	ASK	-6.4%	0.0%	-6.9%	0.1%	8.1%	4.3%	4.2%	1.2%	7.4%	-3.4%	4.3%	4.1%
	RPK	-0.4%	1.7%	-3.4%	3.4%	6.8%	3.9%	4.2%	1.2%	8.0%	0.3%	3.9%	4.1%
	L/F	6.4%	1.8%	3.7%	3.3%	-1.3%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.5%	3.7%	-0.4%	0.0%
	Yield	5.2%	12.9%	3.4%	20.7%	0.8%	0.1%	3.5%	1.5%	-5.7%	10.1%	1.5%	0.9%
	매출액	51.6%	54.9%	28.6%	45.8%	33.5%	33.5%	30.0%	30.9%	33.2%	43.9%	31.8%	24.3%
국제선	ASK	53.1%	42.0%	30.5%	24.6%	22.9%	30.0%	25.0%	34.9%	29.9%	36.4%	28.3%	21.4%
	RPK	59.9%	48.9%	36.1%	26.0%	24.9%	32.7%	25.0%	34.9%	32.9%	41.1%	29.3%	22.5%
	L/F	4.4%	4.9%	4.3%	1.1%	1.6%	2.0%	0.0%	0.0%	2.3%	3.5%	0.8%	0.9%
	Yield	-5.2%	4.1%	-5.5%	15.8%	6.9%	0.6%	4.0%	-3.0%	0.3%	2.0%	2.0%	1.4%
기타		11.5%	24.0%	20.8%	17.7%	27.5%	14.2%	30.8%	12.7%	7.3%	18.6%	18.9%	15.0%
영업비용		2,130	2,118	2,262	2,441	2,621	2,716	2,922	3,076	6,892	8,950	11,336	13,483
	인건비	340	390	393	436	476	471	471	480	1,123	1,559	1,898	2,467
	감가상각비	51	50	49	55	58	57	61	64	105	204	240	276
	무형자산상각비	10	11	13	14	16	17	16	18	35	48	67	84
	임차료	298	308	313	327	323	332	345	360	1,090	1,247	1,359	1,495
	연료유류비	552	487	533	606	713	784	874	928	1,493	2,178	3,299	3,889
	정비비	209	207	218	238	211	254	261	286	853	872	1,011	1,112
	공항관련비	401	413	457	465	504	513	549	581	1,331	1,736	2,146	2,575
	판매수수료	28	27	27	32	30	27	31	38	78	113	126	158
	기타비용	240	226	259	265	294	258	311	319	781	991	1,182	1,418
영업이익		272	162	404	175	464	116	407	155	584	1,013	1,143	1,478
영업이익률		11.3%	7.1%	15.1%	6.7%	15.0%	4.1%	12.2%	4.8%	7.8%	10.2%	9.2%	9.9%
YoY		74.6%	2447.1%	5.9%	316.0%	69.6%	-26.5%	1.4%	-10.6%	14.1%	73.1%	13.2%	29.2%

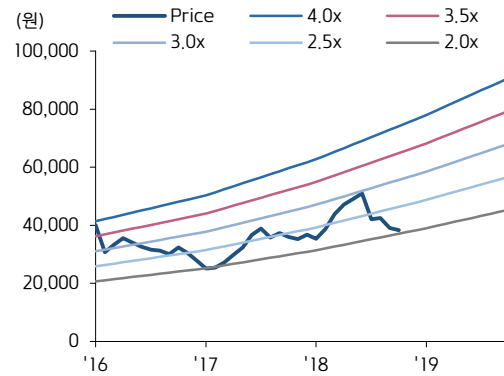
자료: 제주항공, 키움증권 리서치

제주항공 PER 밴드



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

제주항공 PBR 밴드



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,476	9,964	12,480	14,962	16,370
매출원가	6,020	7,749	9,867	11,713	12,782
매출총이익	1,456	2,215	2,613	3,249	3,588
판매비및일반관리비	872	1,202	1,470	1,771	1,947
영업이익(보고)	584	1,013	1,143	1,478	1,641
영업이익(핵심)	584	1,013	1,143	1,478	1,641
영업외손익	104	-1	65	36	58
이자수익	23	32	38	47	51
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	150	167	159	163	161
이자비용	4	5	5	5	5
외환손실	119	174	147	161	154
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	11	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	77	-27	25	-1	12
기타	-22	-5	-6	-7	-8
법인세차감전이익	688	1,012	1,207	1,514	1,699
법인세비용	158	234	230	329	362
유효법인세율 (%)	23.0%	23.1%	19.0%	21.7%	21.3%
당기순이익	530	778	978	1,185	1,337
지배주주지분순이익(억원)	530	778	978	1,185	1,337
EBITDA	725	1,265	1,363	1,778	2,013
현금순이익(Cash Earnings)	670	1,030	1,198	1,485	1,709
수정당기순이익	471	791	957	1,186	1,328
증감율(% YoY)					
매출액	23.0	33.3	25.3	19.9	9.4
영업이익(보고)	13.6	73.4	12.8	29.3	11.0
영업이익(핵심)	13.6	73.4	12.8	29.3	11.0
EBITDA	18.5	74.6	7.7	30.4	13.2
지배주주지분 당기순이익	12.3	46.9	25.7	21.3	12.8
EPS	-0.8	44.9	25.6	21.3	12.8
수정순이익	-12.0	67.8	21.1	23.9	11.9

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,102	1,446	1,869	1,834	1,394
당기순이익	530	778	978	1,185	1,337
감가상각비	105	204	182	270	348
무형자산상각비	35	48	38	30	24
외환손익	-14	38	-12	-2	-7
자산처분손익	12	35	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	331	231	671	349	-315
기타	102	112	12	2	7
투자활동현금흐름	-618	-2,234	-1,601	-1,847	-1,735
투자자산의 처분	-276	-700	-533	-663	-348
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-304	-1,332	-1,000	-1,000	-1,000
무형자산의 처분	-13	-57	0	0	0
기타	-25	-145	-68	-184	-388
재무활동현금흐름	-73	202	97	68	-67
단기차입금의 증가	2	-114	0	0	0
장기차입금의 증가	0	492	0	0	0
자본의 증가	27	4	0	0	0
배당금지급	-104	-131	-157	-183	-210
기타	1	-49	254	251	143
현금및현금성자산의순증가	424	-647	366	55	-409
기초현금및현금성자산	1,258	1,682	1,036	1,401	1,456
기말현금및현금성자산	1,682	1,036	1,401	1,456	1,047
Gross Cash Flow	771	1,215	1,198	1,485	1,709
Op Free Cash Flow	604	-126	817	806	348

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,378	4,501	5,516	6,305	6,691
현금및현금성자산	1,682	1,036	1,401	1,456	1,047
유동금융자산	1,782	2,468	3,033	3,671	3,997
매출채권및유동채권	831	904	988	1,085	1,631
재고자산	83	94	94	94	16
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,626	3,503	4,410	5,700	6,987
장기매출채권및기타비유동채권	872	1,459	1,550	1,931	2,181
투자자산	22	89	57	82	103
유형자산	589	1,706	2,524	3,254	3,906
무형자산	119	185	147	117	93
기타비유동자산	23	64	132	316	704
자산총계	6,003	8,004	9,925	12,005	13,679
유동부채	2,609	3,682	4,529	5,356	5,759
매입채무및기타유동채무	2,289	2,891	3,676	4,441	4,810
단기차입금	203	80	80	80	80
유동성장기차입금	0	465	465	465	465
기타유동부채	116	246	309	370	405
비유동부채	675	1,007	1,262	1,513	1,656
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	675	1,007	1,262	1,513	1,656
부채총계	3,284	4,690	5,791	6,869	7,415
자본금	1,315	1,318	1,318	1,318	1,318
주식발행초과금	894	896	896	896	896
이익잉여금	509	1,149	1,969	2,971	4,098
기타자본	1	-49	-49	-49	-49
지배주주지분자본총계	2,719	3,314	4,134	5,136	6,264
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	2,719	3,314	4,134	5,136	6,264
순차입금	-3,261	-2,958	-3,889	-4,582	-4,500
총차입금	203	545	545	545	545

Compliance Notice

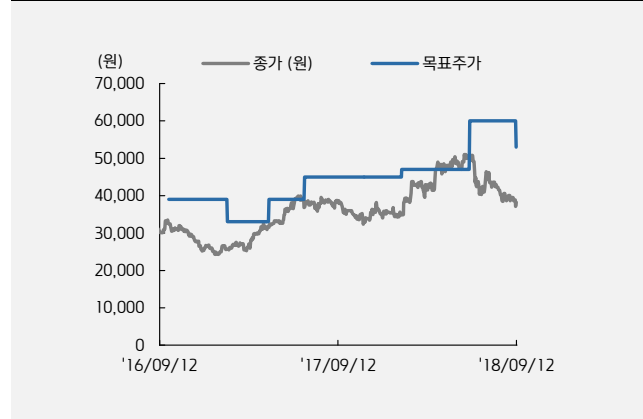
- 당사는 9월 11일 현재 '제주항공' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다..

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
제주항공 (089590)	2016-10-11	BUY(Initiate)	39,000원	6개월	-29.24	-18.08
	2017-02-03	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-13.62	-1.36
	2017-04-27	BUY(Maintain)	39,000원	6개월	-7.80	2.31
	2017-07-07	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-16.40	-14.11
	2017-08-04	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-15.51	-12.22
	2017-09-19	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-18.25	-12.22
	2017-11-08	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-19.30	-12.22
	2018-01-22	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-14.72	-12.56
	2018-02-07	BUY(Maintain)	47,000원	6개월	-1.90	8.51
	2018-06-12	BUY(Reinitiate)	60,000원	6개월	-27.02	-15.33
담당자 변경	2018-08-08	BUY(Maintain)	60,000원	6개월	-29.76	-15.33
	2018-09-12	BUY(Maintain)	53,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%