



하나금융그룹

2019년 2월 13일 | Equity Research

# 제주항공 (089590)

## 예상되었던 4분기 영업실적 부진

### 4Q18 출국수요 둔화와 지방발 비중 확대의 부정적인 영향

2018년 4분기 제주항공의 매출액과 영업이익은 각각 3,154 억원(YoY +20.6%, QoQ -9.7%)과 60억원(YoY -65.7%, QoQ -84.1%)을 기록했다.

영업이익 시장컨센서스인 58억원에는 부합했으나 출국수요 둔화와 유가 상승의 영향에서 벗어나지는 못했다. 1) 공격적인 기재도입으로 국제선 수송(RPK)이 전년동기대비 31.2% 증가했으나, 2) 지방발 여객 비중 확대에 따른 국제선 탑승률(L/F) 하락(-4.0%)과 3) 국제유가 상승에 따른 급유단가 상승(QoQ +1.9불/배럴) 및 4) 일본 및 동남아 태풍 영향에 따른 출국수요 둔화로 국제선 여객 운임(Yield)이 하락(-4.7%)하면서 전년동기대비 및 전분기대비 크게 감소한 영업이익을 기록했다.

### 1분기 유가 안정화와 여객수요 회복 기대

지난 10월초까지 상승했던 국제유가(WTI)가 연말까지 약세를 지속하며 한때 42불/배럴을 기록했었고 연초부터는 반등했으나 여전히 50불/배럴을 소폭 상회하는 수준이 지속되고 있다. 10월초 고점(75불/배럴)을 감안하면 현재가 상당히 낮은 수준으로 제주항공의 1분기 유류비 투입단가는 전분기대비 15불/배럴 하락한 75불/배럴이 예상된다. 동시에 지난 4분기에 둔화되었던 출국 수요가 1~2월 예약률 상승 추세 감안 시, 회복이 예상되기 때문에 국제선 여객 운임(Yield) 또한 1분기에 2.3% 상승할 전망이다. 이를 감안한 제주항공의 1분기 영업이익은 475억원(YoY +2.8%, QoQ +13.3%)을 기록할 것으로 예상된다.

### 투자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 43,000원으로 하향

제주항공에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 실적추정치 하향으로 목표주가를 기존 45,000원에서 43,000원으로 하향한다. 목표주가는 12M FWD BPS에 목표 PBR 2.4배를 적용했다. 2019년 LCC들간의 경쟁 심화가 우려되지만 유가 하향 안정화에 따른 영업실적 개선, 국내 최대 LCC로써의 영업경쟁력을 보유하고 있기 때문에 투자의견을 BUY로 제시한다.

### Earnings Review

BUY

| TP(12M): 43,000원(하향) | CP(2월 12일): 32,900원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,190.47		
52주 최고/최저(원)	51,000/28,800	1,263.4	1,478.1
시가총액(십억원)	867.1	108.1	136.4
시가총액비중(%)	0.07	91.6	109.9
발행주식수(천주)	26,356.8		
60일 평균 거래량(천주)	90.9		
60일 평균 거래대금(십억원)	3.2		
18년 배당금(예상, 원)	547		
18년 배당수익률(예상, %)	1.63		
외국인지분율(%)	9.32		
주요주주 지분율(%)			
AK홀딩스 외 8 인	58.85		
제주특별자치도청	7.75		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(2.7) (18.2) (24.8)		
상대	(7.8) (14.7) (18.1)		

Stock Price				
(원)	제주항공(주)			
55	-----			
51	-----			
46	-----			
41	-----			
36	-----			
31	-----			
26	-----			
18.1	18.4	18.7	18.10	19.3

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	747.6	996.3	1,256.6	1,423.8	1,664.7
영업이익	십억원	58.7	101.6	102.3	131.6	141.5
세전이익	십억원	69.0	100.5	93.0	119.4	128.5
순이익	십억원	53.2	77.1	70.6	90.7	97.6
EPS	원	2,047	2,929	2,677	3,442	3,705
증감률	%	(0.3)	43.1	(8.6)	28.6	7.6
PER	배	12.26	12.07	12.53	9.56	8.88
PBR	배	2.42	2.77	2.26	1.86	1.59
EV/EBITDA	배	4.60	5.06	4.59	2.77	2.22
ROE	%	21.12	25.58	19.60	21.24	19.34
BPS	원	10,351	12,744	14,830	17,726	20,729
DPS	원	500	600	547	704	757



Analyst 박성봉

02-3771-7774

sbspark@hanafn.com

RA 유흥호

02-3771-8094

shyou@hanafn.com

  
하나금융투자

4Q18 영업이익은 60억원  
(YoY -65.7%, QoQ -84.1%)으로  
시장컨센서스 부합

#### 4Q18 출국수요 둔화와 지방발 비중 확대의 부정적인 영향

2018년 4분기 제주항공의 매출액과 영업이익은 각각 3,154억원(YoY +20.6%, QoQ -9.7%)과 60억원(YoY -65.7%, QoQ -84.1%)을 기록했다.

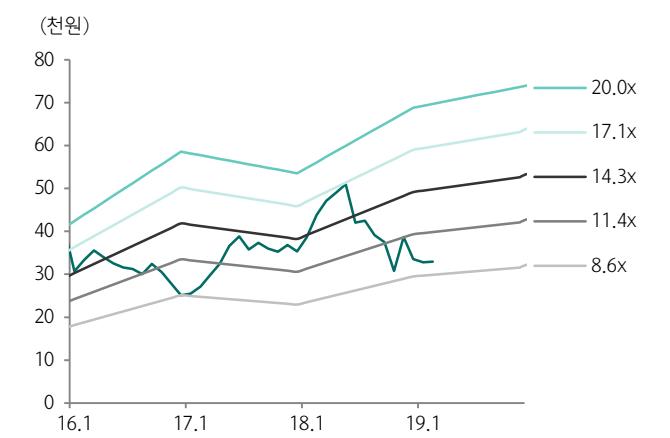
영업이익 시장컨센서스인 58억원에는 부합했으나 출국수요 둔화와 유가 상승의 영향에 서 벗어나지는 못했다. 1) 공격적인 기재도입으로 국제선 수송(RPK)이 전년동기대비 31.2% 증가했으나, 2) 지방발 여객 비중 확대에 따른 국제선 탑승률(L/F) 하락(-4.0%p)과 3) 국제유가 상승에 따른 급유단가 상승(QoQ +1.9불/배럴) 및 4) 일본 및 동남아 태풍 영향에 따른 출국수요 둔화로 국제선 여객 운임(Yield)이 하락(-4.7%)하면서 전년동기대비 및 전분기대비 크게 감소한 영업이익을 기록했다.

표 1. 제주항공 실적 추이 및 전망

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018P	2019F
원/달러(평균)	(원)	1,073.0	1,080.0	1,121.0	1,127.4	1,130.0	1,150.0	1,130.0	1,100.0	1,130.8	1,074.5	1,085.8
<b>국제여객</b>												
RPK	백만 Km	3,665.4	3,640.6	4,102.8	4,065.5	4,288.6	4,259.5	4,718.2	4,594.0	11,914.1	15,474.3	17,860.2
Yield	원	65.4	53.9	64.2	57.6	66.9	53.4	63.6	58.8	58.4	60.3	60.7
L/F	%	90.2	87.6	86.8	84.4	89.5	86.9	86.8	86.7	88.2	87.1	87.4
<b>매출액</b>												
국내여객	십억원	308.5	283.3	349.5	315.5	357.8	319.3	390.9	355.7	996.3	1,256.8	1,423.8
국제여객	십억원	47.0	63.4	59.8	53.9	46.0	65.0	61.0	54.4	223.3	224.1	226.4
기타	십억원	239.6	196.3	263.6	234.2	286.8	227.4	300.1	269.9	696.9	933.7	1,084.2
<b>영업이익</b>	십억원	46.2	11.9	38.1	6.1	47.5	9.2	51.0	23.9	101.6	102.3	131.6
순이익	십억원	36.1	16.5	31.2	(13.3)	33.1	8.8	37.9	10.9	77.1	70.6	90.7
영업이익률	(%)	15.0	4.2	10.9	1.9	13.3	2.9	13.0	6.7	10.2	8.1	9.2
순이익률	(%)	11.7	5.8	8.9	(4.2)	9.3	2.7	9.7	3.1	7.7	5.6	6.4

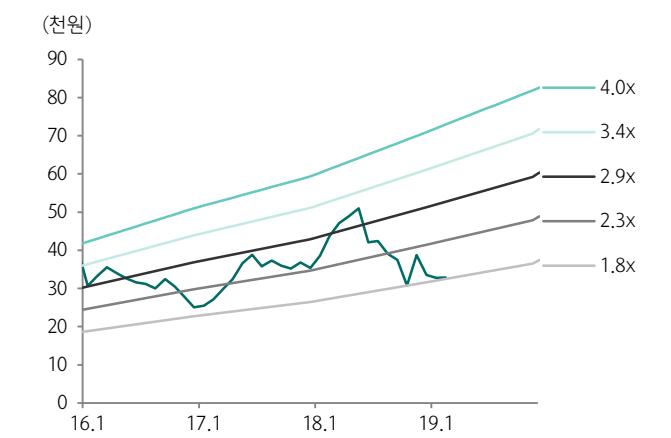
자료: 하나금융투자

그림 1. 제주항공 PER밴드



주: IFRS 별도 기준  
자료: 하나금융투자

그림 2. 제주항공 PBR밴드



주: IFRS 별도 기준  
자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>747.6</b>	<b>996.3</b>	<b>1,256.6</b>	<b>1,423.8</b>	<b>1,664.7</b>
매출원가	602.0	774.3	1,012.5	1,125.0	1,327.3
매출총이익	145.6	222.0	244.1	298.8	337.4
판관비	86.9	120.4	141.9	167.2	196.0
<b>영업이익</b>	<b>58.7</b>	<b>101.6</b>	<b>102.3</b>	<b>131.6</b>	<b>141.5</b>
금융손익	9.6	0.4	(2.4)	(11.4)	(11.1)
증속/판계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	(1.4)	(6.9)	(0.8)	(1.9)
<b>세전이익</b>	<b>69.0</b>	<b>100.5</b>	<b>93.0</b>	<b>119.4</b>	<b>128.5</b>
법인세	15.8	23.4	22.4	28.6	30.8
계속사업이익	53.2	77.1	70.6	90.7	97.6
종단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>53.2</b>	<b>77.1</b>	<b>70.6</b>	<b>90.7</b>	<b>97.6</b>
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>53.2</b>	<b>77.1</b>	<b>70.6</b>	<b>90.7</b>	<b>97.6</b>
지배주주지분포괄이익	47.9	76.4	70.6	90.7	97.6
NOPAT	45.2	77.9	77.6	100.0	107.5
EBITDA	72.7	126.8	147.1	207.1	224.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	22.9	33.3	26.1	13.3	16.9
NOPAT증가율	(1.1)	72.3	(0.4)	28.9	7.5
EBITDA증가율	18.8	74.4	16.0	40.8	8.6
영업이익증가율	14.2	73.1	0.7	28.6	7.5
(지배주주)순익증가율	12.7	44.9	(8.4)	28.5	7.6
EPS증가율	(0.3)	43.1	(8.6)	28.6	7.6
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	19.5	22.3	19.4	21.0	20.3
EBITDA이익률	9.7	12.7	11.7	14.5	13.5
영업이익률	7.9	10.2	8.1	9.2	8.5
계속사업이익률	7.1	7.7	5.6	6.4	5.9

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,047	2,929	2,677	3,442	3,705
BPS	10,351	12,744	14,830	17,726	20,729
CFPS	3,038	5,287	5,039	7,386	7,995
EBITDAPS	2,798	4,813	5,581	7,858	8,531
SPS	28,765	37,829	47,678	54,020	63,161
DPS	500	600	547	704	757
<b>주가지표(배)</b>					
PER	12.3	12.1	12.5	9.6	8.9
PBR	2.4	2.8	2.3	1.9	1.6
PCFR	8.3	6.7	6.7	4.5	4.1
EV/EBITDA	4.6	5.1	4.6	2.8	2.2
PSR	0.9	0.9	0.7	0.6	0.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	21.1	25.6	19.6	21.2	19.3
ROA	9.9	11.0	7.7	8.4	8.1
ROIC	217.7	126.1	37.8	32.9	33.6
부채비율	120.6	141.6	163.8	143.5	134.5
순부채비율	(119.5)	(87.9)	(53.6)	(63.2)	(67.5)
이자보상배율(배)	141.0	224.0	100.9	55.5	74.8

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

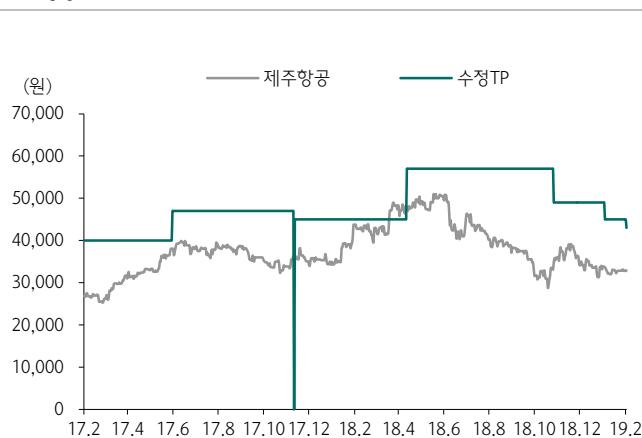
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>436.8</b>	<b>448.8</b>	<b>473.0</b>	<b>544.6</b>	<b>620.1</b>
금융자산	345.5	349.1	352.7	409.0	463.2
현금성자산	167.3	102.3	55.0	73.4	74.9
매출채권 등	29.1	45.2	54.5	61.5	71.2
재고자산	8.3	9.4	11.3	12.7	14.7
기타유동자산	53.9	45.1	54.5	61.4	71.0
<b>비유동자산</b>	<b>163.6</b>	<b>351.0</b>	<b>553.1</b>	<b>588.4</b>	<b>656.2</b>
투자자산	9.5	44.8	7.0	7.9	9.2
금융자산	2.2	5.8	7.0	7.9	9.2
유형자산	58.9	170.5	395.9	436.1	506.8
무형자산	11.9	18.5	20.4	14.7	10.6
기타비유동자산	83.3	117.2	129.8	129.7	129.6
<b>자산총계</b>	<b>600.4</b>	<b>799.8</b>	<b>1,026.0</b>	<b>1,133.0</b>	<b>1,276.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>260.9</b>	<b>368.2</b>	<b>392.7</b>	<b>407.9</b>	<b>450.6</b>
금융부채	20.3	58.2	21.1	(8.4)	(27.6)
매입채무 등	90.1	121.6	146.6	165.3	191.3
기타유동부채	150.5	188.4	225.0	251.0	286.9
<b>비유동부채</b>	<b>67.4</b>	<b>100.6</b>	<b>244.4</b>	<b>259.9</b>	<b>281.4</b>
금융부채	0.0	0.0	123.1	123.1	123.1
기타비유동부채	67.4	100.6	121.3	136.8	158.3
<b>부채총계</b>	<b>328.3</b>	<b>468.9</b>	<b>637.1</b>	<b>667.8</b>	<b>732.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>272.2</b>	<b>331.0</b>	<b>388.9</b>	<b>465.3</b>	<b>544.4</b>
자본금	131.5	131.8	131.8	131.8	131.8
자본잉여금	89.4	89.6	89.8	89.8	89.8
자본조정	0.1	(4.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	51.2	114.5	169.3	245.6	324.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>272.2</b>	<b>331.0</b>	<b>388.9</b>	<b>465.3</b>	<b>544.4</b>
<b>순금융부채</b>	<b>(325.2)</b>	<b>(290.8)</b>	<b>(208.5)</b>	<b>(294.3)</b>	<b>(367.7)</b>

## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>116.7</b>	<b>175.8</b>	<b>140.1</b>	<b>211.0</b>	<b>243.2</b>
당기순이익	53.2	77.1	70.6	90.7	97.6
조정	24.2	44.5	34.2	75.5	83.5
감가상각비	14.1	25.2	44.8	75.6	83.4
외환거래손익	(1.4)	3.8	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.5	15.5	(10.5)	(0.1)	0.1
영업활동 자산부채 변동	39.3	54.2	35.3	44.8	62.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(69.1)</b>	<b>(255.0)</b>	<b>(259.4)</b>	<b>(148.8)</b>	<b>(203.9)</b>
투자자산감소(증가)	(8.4)	(35.3)	37.8	(0.9)	(1.2)
유형자산감소(증가)	(30.4)	(133.0)	(272.8)	(110.0)	(150.0)
기타	(30.3)	(86.7)	(24.4)	(37.9)	(52.7)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(7.4)</b>	<b>20.2</b>	<b>72.1</b>	<b>(43.8)</b>	<b>(37.7)</b>
금융부채증가(감소)	(4.0)	37.9	85.9	(29.4)	(19.2)
자본증가(감소)	3.4	0.5	0.1	0.0	0.0
기타재무활동	3.6	(5.1)	1.8	0.0	(0.0)
배당지급	(10.4)	(13.1)	(15.7)	(14.4)	(18.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>41.5</b>	<b>(65.0)</b>	<b>(47.3)</b>	<b>18.4</b>	<b>1.6</b>
Unlevered CFO	79.0	139.3	132.8	194.7	210.7
Free Cash Flow	86.3	42.9	(132.7)	101.0	93.2

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 제주항공



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.2.13	BUY	43,000		
19.1.15	BUY	45,000	-27.40%	-25.89%
18.11.7	BUY	49,000	-27.61%	-20.20%
18.4.23	BUY	57,000	-26.93%	-10.53%
18.1.16	BUY	45,000	-11.05%	8.89%
17.11.23	Analyst Change	45,000	-21.06%	-
17.11.22	Analyst Change	0		-
17.6.11	BUY	47,000	-21.41%	-15.11%
17.2.19	BUY	40,000	-22.49%	-4.75%
16.10.12	BUY	45,000	-38.86%	-29.00%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 5월 9일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의 성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 2월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2019년 2월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.