

2019. 5. 8



▲ 운송/자동차부품

Analyst 이종현

02. 6454-4868

jonghyun_lee@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 44,000 원

현재주가 (5.7) 40,300 원

상승여력 9.2%

KOSPI 2,176.99pt

시가총액 10,622억원

발행주식수 2,636만주

유동주식비율 32.96%

외국인비중 9.20%

52주 최고/최저가 51,000원/28,800원

평균거래대금 60.2억원

주요주주(%)

AK홀딩스 외 3 인 58.85

제주특별자치도청 7.75

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 4.4 12.6 -18.9

상대주가 6.0 7.5 -8.3

주가그래프



제주항공 089590

유가스프레드가 이끈 1Q 실적

- ✓ 1Q19 별도 영업이익 545억원(YoY +17.4%, 구 회계기준) 기록하며 시장기대치 부합
- ✓ 호실적의 핵심 이유는 우호적인 유가 스프레드. 유가가 YoY +319억원 영업이익 개선에 기여. 유류할증료 효과 배제한 Net Yield는 YoY -8.6% 하락
- ✓ 영업지표 악화 기초 지속으로 실적 눈높이 낮춰야 한다는 판단
- ✓ 1) 2분기 실적 부진, 2) 밸류에이션 매력 축소, 3) 모멘텀 소멸된 상황
기존 적정주가 44,000원 유지하나 상승여력 축소로 투자 의견 Trading Buy로 조정

시장기대치에 부합한 실적 기록

제주항공의 1Q19 매출과 영업이익은 각각 3,929억원 (YoY +27.3%), 570억원 (YoY +22.7%)을 기록하며 시장기대치에 부합하였다. 별도 기준 영업이익은 578억원 (YoY +25.0%)을 기록하였으며 리스회계기준 변경 효과 +33억원을 제외시 545억원 (YoY +17.4%)을 달성하였다. 순이익은 회계기준 변경효과 -74억원이 반영되며 426억원을 기록하였다. 국제선 L/F는 -2.0%p 하락하였고 Yield는 원화 기준 YoY -1.3%를 기록하였다. 표면적으로는 무난한 실적이었다.

우호적 유가 효과 배제시 영업지표 악화 기초 지속

호실적의 핵심 이유는 우호적인 유가 스프레드라는 판단이다. 항공유 가격이 YoY -4.8% 하락하며 연료비부담이 완화됨 (47억원 절감 효과)과 동시에 유류할증료 매출은 YoY +272억원을 기록하였다. 유가가 전년동기대비 319억원 영업이익개선에 기여한 셈이다. 유류할증료 효과를 배제한 Net Yield는 YoY -8.6% 하락하였다. 지방발 노선 비중 증가 및 경쟁심화로 영업지표 악화 기초가 지속되었다.

중장기 성장 방향성 유효하나 실적 눈높이 낮춰야 한다는 판단

1) 경쟁사 제재 및 맥스 사태로 인한 반사이익과 2) 싱가포르 및 중국 운수권 확보로 중장기 성장 여력이 확대된 상황임은 분명하다. 다만 영업지표 악화 기초 감안시 실적 눈높이는 낮춰야 한다는 판단이다. 비우호적 유가 스프레드 및 영업지표 악화로 회계기준 변경효과에도 불구하고 2분기 감익을 예상한다. 연초 저점 대비 +30% 상승하며 밸류에이션 매력도 축소된 상황도 부담이다. 단기적으로 운수권 배분과 같은 모멘텀도 부재하다. 기존 적정주가 44,000원을 유지하나 주가 상승에 따른 상승여력 축소로 투자 의견을 Trading Buy로 하향 조정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	996.4	101.3	77.8	2,954	44.9	12,574	12.0	2.8	5.1	25.8	141.5
2018	1,259.4	101.2	70.9	2,689	-9.0	14,481	12.5	2.3	4.8	19.9	168.4
2019E	1,545.3	132.1	104.7	3,972	47.7	17,559	10.1	2.3	4.7	24.8	167.2
2020E	1,694.9	145.6	100.6	3,816	-3.9	20,481	10.6	2.0	4.2	20.1	164.4
2021E	1,780.8	166.2	108.5	4,116	7.9	23,703	9.8	1.7	3.4	18.6	152.6

표1 제주항공 1Q19 실적 Review

(십억원)	1Q19P	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	392.9	308.6	27.3	317.5	23.8	372.5	5.5	388.9	1.0
영업이익	57.0	46.4	22.7	5.4	957.7	52.0	9.6	55.4	2.9
세전이익	55.5	47.9	15.7	-17.5	흑전	52.4	5.8	62.6	-11.4
순이익	42.1	36.9	14.0	-14.0	흑전	41.2	2.2	48.8	-13.7
영업이익률(%)	14.5	15.0	-0.5	1.7	12.8	14.0		14.2	
순이익률(%)	10.7	12.0	-1.2	-4.4	15.1	11.1		12.6	

자료: 제주항공, 메리츠증권 리서치센터

표2 메리츠 추정치 (회계기준 변경 반영) vs. 컨센서스 (회계기준 변경 미반영)

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	1,545.3	1,483.7	4.2	1,694.9	1,666.5	1.7
영업이익	132.1	140.9	-6.2	145.6	155.6	-6.5
세전이익	137.8	145.0	-4.8	132.4	162.1	-17.8
순이익	104.7	111.3	-5.8	100.6	124.5	-18.7
영업이익률(%)	8.5	9.5	-0.9	8.6	9.3	-0.7
세전이익률(%)	8.9	9.8	-0.8	7.9	9.7	-1.9
순이익률(%)	6.8	7.5	-0.7	6.0	7.5	-1.5

주: 회계기준 변경 미반영된 컨센서스와 비교이므로 의미 퇴색. 단순 참고용

자료: Bloomberg, 제주항공, 메리츠증권 리서치센터

표3 추정치 변경 내역 (회계기준 변경 반영)

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	1,559.2	1,767.9	1,545.3	1,694.9	-0.9	-4.1
영업이익	137.7	163.3	132.1	145.6	-4.0	-10.9
세전이익	152.6	173.1	137.8	132.4	-9.6	-23.0
지배순이익	119.0	135.1	104.7	100.6	-11.9	-25.1

자료: 제주항공, 메리츠증권 리서치센터

표4 제주항공의 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	308.6	283.3	350.1	317.5	392.9	343.8	434.5	374.0	996.4	1,259.4	1,545.3	1,694.9
(% YoY)	28.5	24.2	31.3	21.4	27.3	21.4	24.1	17.8	33.3	26.4	22.7	9.7
부문별 매출액												
1) 국내선 여객	47.3	63.8	59.8	53.9	48.8	65.5	60.7	55.4	224.1	224.7	230.4	231.9
(% YoY)	7.7	4.0	-3.4	-5.3	3.3	2.7	1.5	2.9	10.4	0.3	2.5	0.6
RPK (% YoY)	6.8	3.9	-1.2	1.7	3.8	3.8	3.8	3.8	0.3	2.6	3.8	2.7
Yield (% YoY)	0.8	0.1	-3.4	-6.8	-0.5	-1.0	-1.0	-1.0	10.1	-2.6	-0.9	-2.0
L/F (%p)	-1.2	-0.4	-2.7	-2.0	1.3	1.3	1.3	1.3	3.5	-1.6	1.3	0.3
2) 국제선 여객	243.8	201.8	263.6	234.2	315.0	251.4	343.0	288.3	711.4	943.5	1,197.7	1,337.0
(% YoY)	33.5	33.5	38.9	24.8	29.2	24.6	30.1	23.1	43.9	32.6	26.9	11.6
RPK (% YoY)	24.9	32.7	30.8	31.2	30.9	32.0	38.7	30.5	41.1	29.9	33.1	13.6
Yield (% YoY)	6.9	0.6	2.3	-4.9	-1.3	-5.6	-2.6	-5.6	2.0	1.1	-3.6	-1.8
L/F (%p)	1.4	1.7	-2.9	-3.8	-2.0	-0.5	4.1	1.0	3.0	-1.1	0.8	0.4
영업이익	46.4	11.6	37.8	5.4	57.0	4.1	51.6	19.5	101.3	101.2	132.1	145.6
(% YoY)	70.6	-28.2	-6.5	-69.3	22.7	-65.0	36.7	261.4	73.4	-0.1	30.5	10.2
(영업이익률, %)	15.0	4.1	10.8	1.7	14.5	1.2	11.9	5.2	10.2	8.0	8.5	8.6
세전이익	47.9	22.0	40.9	-17.5	55.5	2.5	55.6	24.4	101.2	93.3	137.8	132.4
(% YoY)	116.9	9.6	-4.0	적전	15.7	-88.6	36.0	흑전	47.1	-7.8	47.9	-3.5
당기순이익(지배)	36.9	16.8	31.1	-14.0	42.1	1.9	42.3	18.6	77.8	70.9	104.7	100.6
(% YoY)	116.8	10.2	-3.7	적전	14.0	-88.7	35.9	흑전	46.9	-8.9	47.9	-3.5
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,072.3	1,079.5	1,121.3	1,127.4	1,125.7	1,110.0	1,090.0	1,080.0	1,129.8	1,100.2	1,101.4	1,065.6
원/달러 환율(기말)	1,066.0	1,070.0	1,109.3	1,111.0	1,135.2	1,125.0	1,100.0	1,075.0	1,067.2	1,111.0	1,075.0	1,050.0
항공유(달러/배럴)	78.4	83.7	87.3	90.4	74.6	81.6	81.6	81.6	64.6	84.9	79.8	81.6
(% YoY)	19.3	34.1	45.5	28.9	-4.8	-2.5	-6.5	-9.7	24.0	31.6	-6.0	2.2

자료: 회사자료, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

제주항공 (089590)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	996.4	1,259.4	1,545.3	1,694.9	1,780.8
매출액증가율 (%)	33.3	26.4	22.7	9.7	5.1
매출원가	774.9	1,015.6	1,244.0	1,362.8	1,418.6
매출총이익	221.5	243.8	301.3	332.1	362.2
판매관리비	120.2	142.6	169.2	186.5	196.0
영업이익	101.3	101.2	132.1	145.6	166.2
영업이익률	10.2	8.0	8.5	8.6	9.3
금융손익	1.2	-1.2	-12.8	-26.8	-26.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.4	-6.7	18.5	13.7	2.8
세전계속사업이익	101.2	93.3	137.8	132.4	142.8
법인세비용	23.4	22.4	33.1	31.8	34.3
당기순이익	77.8	70.9	104.7	100.6	108.5
지배주주지분 순이익	77.8	70.9	104.7	100.6	108.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	144.6	189.3	162.7	167.3	214.4
당기순이익(손실)	77.8	70.9	104.7	100.6	108.5
유형자산상각비	20.4	29.2	36.2	43.7	50.1
무형자산상각비	4.8	7.5	4.5	2.7	1.6
운전자본의 증감	23.1	79.5	2.7	-3.1	19.8
투자활동 현금흐름	-223.4	-314.6	-186.4	-172.0	-168.1
유형자산의증가(CAPEX)	-133.2	-130.0	-80.0	-90.0	-90.0
투자자산의감소(증가)	-3.6	-1.5	-1.7	-0.9	-0.5
재무활동 현금흐름	20.2	67.1	85.4	86.5	21.3
차입금의 증감	-0.0	75.0	97.0	98.0	99.0
자본의 증가	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-64.7	-58.3	61.7	81.8	67.5
기초현금	168.2	103.6	45.3	107.0	188.8
기말현금	103.6	45.3	107.0	188.8	256.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	450.1	470.0	628.1	760.3	856.8
현금및현금성자산	103.6	45.3	107.0	188.8	256.3
매출채권	32.4	40.9	50.2	55.1	57.9
재고자산	9.4	11.8	14.5	15.9	16.8
비유동자산	350.3	554.5	608.3	666.9	721.3
유형자산	170.6	271.4	315.1	361.4	401.4
무형자산	18.5	11.1	6.6	3.9	2.4
투자자산	5.8	7.4	9.0	9.9	10.4
자산총계	800.4	1,024.5	1,236.4	1,427.2	1,578.1
유동부채	368.2	398.7	394.2	389.9	345.4
매입채무	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
단기차입금	8.0	7.2	6.4	5.8	5.8
유동성장기부채	46.5	51.2	56.3	61.9	1.0
비유동부채	100.7	244.1	379.4	497.5	608.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	75.0	172.0	270.0	369.0
부채총계	469.0	642.8	773.6	887.4	953.4
자본금	131.8	131.8	131.8	131.8	131.8
자본잉여금	89.6	89.6	89.6	89.6	89.6
기타포괄이익누계액	0.0	-6.5	-12.9	-19.4	-25.9
이익잉여금	114.9	168.7	256.3	339.7	431.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	331.4	381.7	462.8	539.8	624.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	37,831.2	47,782.6	58,629.8	64,304.8	67,565.7
EPS(지배주주)	2,953.9	2,689.1	3,971.9	3,816.0	4,116.1
CFPS	5,283.5	4,886.9	7,174.3	7,463.6	8,450.6
EBITDAPS	3,847.0	3,839.7	5,012.7	5,522.8	6,306.3
BPS	12,574.5	14,480.7	17,558.6	20,480.5	23,702.5
DPS	600.0	650.0	650.0	650.0	650.0
배당수익률(%)	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.0	12.5	10.1	10.6	9.8
PCR	6.3	8.3	5.6	5.4	4.8
PSR	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
PBR	2.8	2.3	2.3	2.0	1.7
EBITDA	126.5	137.9	172.8	191.9	217.9
EV/EBITDA	5.1	4.8	4.7	4.2	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.8	19.9	24.8	20.1	18.6
EBITDA 이익률	12.7	11.0	11.2	11.3	12.2
부채비율	141.5	168.4	167.2	164.4	152.6
금융비용부담률	0.0	0.1	0.3	0.5	0.5
이자보상배율(x)	223.5	62.4	32.4	18.8	17.3
매출채권회전율(x)	34.9	34.3	33.9	32.2	31.5
재고자산회전율(x)	112.7	118.7	117.1	111.2	108.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이중현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

제주항공 (089590) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.06.07	산업분석	Buy	45,500	김승철	-17.5	-12.3	
				담당자 변경			
2017.10.25	산업분석	Buy	43,000	최치현	-20.9	-18.0	
2017.11.08	기업브리프	Buy	43,000	최치현	-17.9	-8.5	
2018.01.31	산업브리프	Buy	47,000	최치현	-17.6	-16.8	
2018.02.07	기업브리프	Buy	47,000	최치현	-4.1	8.5	
2018.05.30	산업분석	Buy	56,000	최치현	-29.2	-8.9	
				담당자 변경			
2018.11.26	산업분석	Buy	50,000	이중현	-31.6	-21.8	
2019.02.13	기업브리프	Buy	44,000	이중현	-12.3	-3.9	
2019.05.08	기업브리프	Buy	44,000	이중현	-	-	