

제주항공 (089590)

단거리 노선 수요회복이 관건

2분기 일본 및 동남아 노선 부진으로 영업손실 예상

2019년 2분기 제주항공의 매출액은 3,138억원(YoY +10.8%, QoQ -19.8%)을, 출국수요, 특히 지방발의 수요 부진으로 247억원의 영업손실을 기록할 전망이다.

1) 공격적인 기재도입의 영향으로 국제선 공급(ASK)이 전년 동기대비 24.1% 증가할 것으로 예상되는 반면, 2) 일본 및 동남아 노선 부진으로 국제선 수송(RPK)은 19.0% 증가에 그칠 전망이다. 3) 동시에 20%까지 확대된 지방발 여객 비중의 영향으로 국제선 탑승률(L/F)이 전년동기대비 3.5%p 하락하면서 영업손실을 기록할 것으로 예상된다.

일본노선 부진 지속, 중국노선 취항이 일부 상쇄 예상

3분기에도 일본노선 부진은 지속될 전망이다. 일본행 여행 피로도가 확대되었을 뿐만 아니라 최근 일본의 경제보복에 따른 수출 규제로 일본행 여행 수요가 추가로 위축될 가능성이 높다. 이에 제주항공은 당초 계획했던 하반기 일본 2~3선 도시 신규 취항을 무효화하는 대신 지난 5월에 신규로 배분된 중국노선(제주-베이징, 시안, 부산-장자제)을 8월부터 본격적으로 취항할 계획으로 일본 노선 수요둔화를 일부 상쇄할 것으로 예상된다. 동시에 탑승률(L/F)이 낮은 지방발 비중을 축소시킴으로써 수익성 개선을 추진할 계획이다. 이를 감안한 제주항공의 3분기 영업이익은 386억원(YoY +1.3%, QoQ 흑.전)을 기록할 것으로 예상된다.

투자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 39,000원으로 하향

제주항공에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 실적추정치 하향으로 목표주가를 기존 47,000원에서 39,000원으로 하향한다. 목표주가는 12M FWD BPS대비 목표 PBR 2.6배를 적용했다. 2분기 실적은 부진하겠지만 지속적인 주가 하락으로 어느 정도 주가에 반영되었다고 판단된다. 장기적으로 국내 LCC들간의 경쟁확대에 따른 구조조정으로 시장점유율 확대가 기대된다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 39,000원(하향) | CP(7월 17일): 28,050원

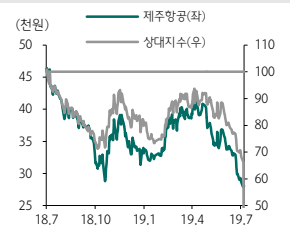
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	0.00
52주 최고/최저(원)	46,200/27,850
시가총액(십억원)	739.3
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	26,356.8
60일 평균 거래량(천주)	88.3
60일 평균 거래대금(십억원)	3.1
19년 배당금(예상, 원)	351
19년 배당수익률(예상, %)	1.25
외국인지분율(%)	8.80
주요주주 지분율(%)	
AK홀딩스 외 3인	58.85
제주특별자치도	7.75
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(17.0) (14.0) (39.3)
상대	0.0 0.0 0.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,498.7	1,688.8
영업이익(십억원)	119.9	135.4
순이익(십억원)	89.1	107.0
EPS(원)	3,380	4,060
BPS(원)	17,229	20,295

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	996.3	1,256.6	1,461.9	1,602.0	1,876.2
영업이익	십억원	101.6	102.3	85.4	114.5	133.5
세전이익	십억원	100.5	92.9	50.0	72.6	93.3
순이익	십억원	77.1	70.6	38.1	55.2	70.9
EPS	원	2,929	2,678	1,447	2,093	2,691
증감률	%	43.1	(8.6)	(46.0)	44.6	28.6
PER	배	12.07	12.53	19.38	13.40	10.43
PBR	배	2.77	2.31	1.91	1.71	1.53
EV/EBITDA	배	5.06	4.93	3.74	2.91	2.43
ROE	%	25.58	19.81	9.95	13.51	15.58
BPS	원	12,744	14,555	14,705	16,447	18,280
DPS	원	600	650	351	508	653



Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafn.com

RA 김도현
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com

2분기 일본 및 동남아 노선 부진으로 영업손실 예상

2Q19 영업손실 247억원으로 부진한 실적 전망

2019년 2분기 제주항공의 매출액은 3,138억원(YoY +10.8%, QoQ -19.8%)을, 출국수요, 특히 지방발의 수요 부진으로 247억원의 영업손실을 기록할 전망이다.

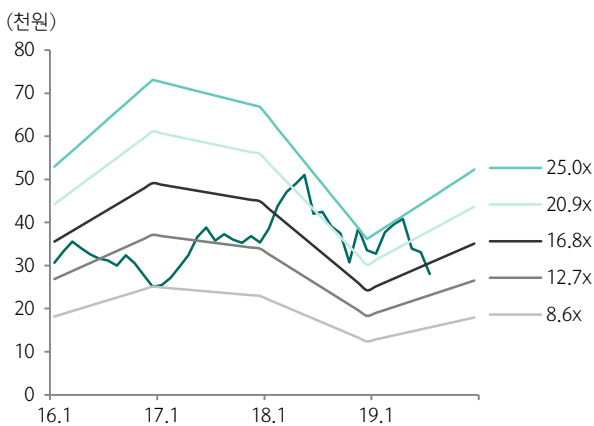
1) 공격적인 기재도입의 영향으로 국제선 공급(ASK)이 전년동기대비 24.1% 증가할 것으로 예상되는 반면, 2) 일본 및 동남아 노선 부진으로 국제선 수송(RPK)은 19.0% 증가에 그칠 전망이다. 3) 동시에 20%까지 확대된 지방발 여객 비중의 영향으로 국제선 탑승률(L/F)이 전년동기대비 3.5%p 하락하면서 영업손실을 기록할 것으로 예상된다.

표 1. 제주항공 실적 추이 및 전망

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
원/달러(평균)	(원)	1,073.0	1,080.0	1,121.0	1,127.4	1,124.0	1,166.8	1,145.0	1,135.0	1,074.5	1,085.8	1,085.8
국제여객												
RPK	백만 Km	3,665.4	3,640.6	4,102.8	4,065.5	4,798.8	4,332.3	4,882.3	4,817.6	15,474.3	18,831.0	20,714.1
Yield	원	65.4	53.9	64.2	57.6	65.6	52.2	62.6	57.2	60.3	59.4	59.4
L/F	%	90.2	87.6	86.8	84.4	88.2	84.1	84.6	84.0	87.1	85.2	85.2
매출액												
국내여객	십억원	47.0	63.4	59.8	53.9	48.8	60.5	60.4	53.9	224.1	223.6	234.8
국제여객	십억원	239.6	196.3	263.6	234.2	315.0	226.4	305.8	275.6	933.7	1,122.8	1,235.1
기타	십억원	20.5	21.9	24.2	25.3	26.0	25.2	27.8	29.1	91.9	108.1	124.3
영업이익												
순이익	십억원	46.2	11.9	38.1	6.1	57.8	(24.7)	38.6	13.8	102.3	85.4	114.5
영업이익률	(%)	15.0	4.2	10.9	1.9	14.8	(7.9)	9.7	3.8	8.1	5.8	7.1
순이익률	(%)	11.7	5.8	8.9	(4.2)	10.9	(7.2)	5.6	(1.1)	5.6	2.6	3.4

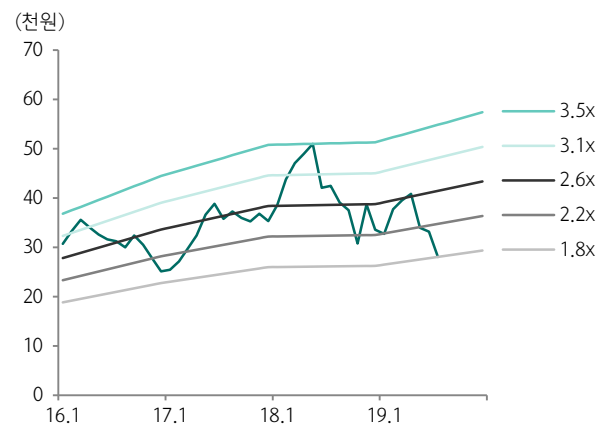
자료: 하나금융투자

그림 1. 제주항공 PER밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

그림 2. 제주항공 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

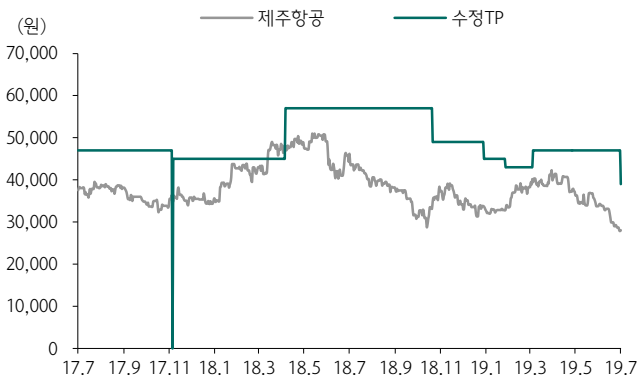
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	996.3	1,256.6	1,461.9	1,602.0	1,876.2
매출원가	774.3	1,012.5	1,210.8	1,301.8	1,525.7
매출중이익	222.0	244.1	251.1	300.2	350.5
판매비	120.4	141.9	165.7	185.7	217.0
영업이익	101.6	102.3	85.4	114.5	133.5
금융손익	0.4	(2.5)	(25.7)	(39.6)	(37.8)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.4)	(6.9)	(9.8)	(2.4)	(2.4)
세전이익	100.5	92.9	50.0	72.6	93.3
법인세	23.4	22.3	11.8	17.4	22.4
계속사업이익	77.1	70.6	38.1	55.2	70.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	77.1	70.6	38.1	55.2	70.9
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	77.1	70.6	38.1	55.2	70.9
지배주주지분포괄이익	76.4	64.8	38.1	55.2	70.9
NOPAT	77.9	77.7	65.2	87.0	101.4
EBITDA	126.8	137.9	222.6	259.0	296.3
성장성(%)					
매출액증가율	33.3	26.1	16.3	9.6	17.1
NOPAT증가율	72.3	(0.3)	(16.1)	33.4	16.6
EBITDA증가율	74.4	8.8	61.4	16.4	14.4
영업이익증가율	73.1	0.7	(16.5)	34.1	16.6
(지배주주)순이익증가율	44.9	(8.4)	(46.0)	44.9	28.4
EPS증가율	43.1	(8.6)	(46.0)	44.6	28.6
수익성(%)					
매출중이익률	22.3	19.4	17.2	18.7	18.7
EBITDA이익률	12.7	11.0	15.2	16.2	15.8
영업이익률	10.2	8.1	5.8	7.1	7.1
계속사업이익률	7.7	5.6	2.6	3.4	3.8
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,929	2,678	1,447	2,093	2,691
BPS	12,744	14,555	14,705	16,447	18,280
CFPS	5,287	5,393	8,569	9,882	11,259
EBITDAPS	4,813	5,234	8,447	9,827	11,243
SPS	37,829	47,678	55,464	60,782	71,184
DPS	600	650	351	508	653
주가지표(배)					
PER	12.1	12.5	19.4	13.4	10.4
PBR	2.8	2.3	1.9	1.7	1.5
PCFR	6.7	6.2	3.3	2.8	2.5
EV/EBITDA	5.1	4.9	3.7	2.9	2.4
PSR	0.9	0.7	0.5	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	25.6	19.8	9.9	13.5	15.6
ROA	11.0	7.7	2.9	3.4	4.1
ROIC	126.1	43.8	14.6	13.6	15.5
부채비율	141.6	168.4	307.3	282.9	275.3
순부채비율	(87.9)	(53.3)	24.3	3.2	(3.8)
이자보상배율(배)	224.0	68.5	1.9	2.2	2.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	448.8	469.9	652.8	729.1	790.9
금융자산	349.1	330.4	493.2	554.2	588.3
현금성자산	102.3	217.3	241.7	301.5	333.5
매출채권 등	45.2	59.2	67.6	74.2	85.9
재고자산	9.4	11.5	13.2	14.5	16.8
기타유동자산	45.1	68.8	78.8	86.2	99.9
비유동자산	351.0	554.5	916.0	921.5	1,008.6
투자자산	44.8	77.1	2.4	2.4	2.4
금융자산	5.8	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	170.5	319.6	325.7	335.9	426.4
무형자산	18.5	22.2	15.9	11.2	7.9
기타비유동자산	117.2	135.6	572.0	572.0	571.9
자산총계	799.8	1,024.5	1,568.8	1,650.5	1,799.5
유동부채	368.2	398.7	555.7	575.9	648.2
금융부채	58.2	25.5	122.1	103.3	105.4
매입채무 등	121.6	141.7	162.1	177.7	205.8
기타유동부채	188.4	231.5	271.5	294.9	337.0
비유동부채	100.6	244.0	627.8	643.5	671.8
금융부채	0.0	101.4	464.7	464.7	464.7
기타비유동부채	100.6	142.6	163.1	178.8	207.1
부채총계	468.9	642.8	1,183.5	1,219.4	1,320.0
지배주주지분	331.0	381.7	385.2	431.1	479.4
자본금	131.8	131.8	131.8	131.8	131.8
자본잉여금	89.6	89.8	89.8	89.8	89.8
자본조정	(4.9)	(1.9)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	114.5	162.0	166.0	211.9	260.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	331.0	381.7	385.2	431.1	479.4
순금융부채	(290.8)	(203.5)	93.6	13.9	(18.2)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	175.8	142.7	208.3	239.0	304.6
당기순이익	77.1	70.6	38.1	55.2	70.9
조정	44.5	40.4	147.8	144.5	162.9
감가상각비	25.2	35.7	137.2	144.5	162.9
외환거래손익	3.8	(1.0)	8.2	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.5	5.7	2.4	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	54.2	31.7	22.4	39.3	70.8
투자활동 현금흐름	(255.0)	(31.7)	(221.9)	(151.2)	(252.1)
투자자산감소(증가)	(35.3)	(32.2)	74.7	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(133.0)	(147.0)	(161.5)	(150.0)	(250.0)
기타	(86.7)	147.5	(135.1)	(1.2)	(2.1)
재무활동 현금흐름	20.2	4.7	37.8	(28.1)	(20.5)
금융부채증가(감소)	37.9	68.6	460.0	(18.8)	2.1
자본증가(감소)	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(5.1)	(48.3)	(405.1)	(0.1)	0.0
배당지급	(13.1)	(15.7)	(17.1)	(9.2)	(22.6)
현금의 증감	(65.0)	115.0	24.4	59.8	32.0
Unlevered CFO	139.3	142.1	225.8	260.5	296.7
Free Cash Flow	42.9	(4.3)	46.8	89.0	54.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

제주항공



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.7.18	BUY	39,000		
19.3.22	BUY	47,000	-23.10%	-10.00%
19.2.13	BUY	43,000	-13.41%	-6.51%
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		-
17.7.26	BUY	47,000	-22.71%	-15.96%
17.6.8	BUY	40,000	-3.99%	-0.25%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 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	90.0%	9.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 07월 17일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 07월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2019년 7월 18일 현재 해당 회사의 유가증권에 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.