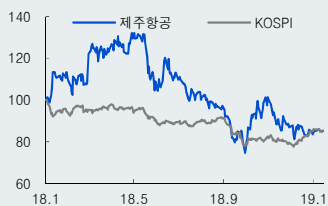


투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	45,000원
현재주가(19/02/12)	32,900원
상승여력	37%

영업이익(18F, 십억원)	101
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	106
EPS 성장률(18F, %)	-9.0
MKT EPS 성장률(18F, %)	5.1
P/E(18F, x)	12.5
MKT P/E(18F, x)	9.1
KOSPI	2,190.47
시가총액(십억원)	867
발행주식수(백만주)	26
유동주식비율(%)	33.0
외국인 보유비중(%)	9.3
베타(12M) 일간수익률	1.40
52주 최저가(원)	28,800
52주 최고가(원)	51,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.7	-18.2	-24.8
상대주가	-7.8	-14.7	-18.1



[운송플랫폼/에너지]

류제현
02-3774-1738
jay.ryu@miraeasset.com

제주항공 (089590)

실적 부진 속에서 보여준 진가

4Q18 Review: 영업이익 54억원, 부진 속 나타난 저비용 항공의 진가

제주항공의 4Q18 매출액 3,175억원(21.4% YoY)을 기록하며 예상을 하회했다. 국내선 및 국제선 공급이 3.9% YoY, 37.2% YoY로 비교적 높은 성장을 기록했다. 하지만, 탑승률이 각각 93.3%(-1.9% pt YoY), 85.1%(-4.0% pt YoY)로 예상을 하회하면서 기대했던 매출에는 못미쳤다. 국제선의 단가하락폭(-4.7% YoY)이 예상보다 컸던 것도 매출 부진의 원인이다.

영업이익은 54억원(-69.3% YoY)으로 시장 기대치(81억원)를 소폭 하회했으나 당사 추정치(38억원)는 상회했다. 매출 부진 속 유류비 증가(59% YoY)가 수익성 감소에 직접적인 영향을 주었다. 다만, 수익성이 높은 부가 매출 성장(273억원, 27% YoY)이 전체 매출의 8.7%에 달하는 호조를 보이며 수익성을 만회했다. 인건비(-1.2% YoY) 역시 예상대비 100억원 적게 계상, 비용 증가를 최소화하며 수익성 감소가 최소화 되었다.

순이익은 140억원 적자를 기록했다. 연말 기준 유가가 급락하며 유류 헷지에 따른 파생상품 손실 등 금융 비용(169억원)이 발생했다. 여기에 국토부 과징금(90억원)이 일시적으로 반영되며 손실폭이 예상보다 컸다.

1Q19부터 개선되기 시작할 실적: 안정성이 강화될 한해

1) 2019년 전략: 2019년 동사는 항공기의 순증 6대(2018년 말 39대)를 통해 안정적인 공급 증가와 수익성 안정을 모두 꾀할 것으로 보인다. 주요 타겟은 신규 운수권 배분(인천-몽골, 김해-싱가포르)에 따른 신규 시장과 지방 공항발 수요이다.

지방 공항의 탑승률(80%)은 상대적으로 약하지만 수도권 공항의 공급 포화가 지속되면서 자 연스럽게 개선될 수 있을 것으로 보인다. 신규 노선 취득 여부는 아직 확정되지 않았지만, 동사가 보여준 경쟁력을 감안할 때, 몽골 노선에서 소기의 성과를 기대하고 있다.

2) 1Q19 실적 개선: 1Q19 영업이익은 524억원으로 전년(464억원) 대비 개선될 것으로 예상된다. IFRS 회계기준 변경에 따른 영업비용 감소 효과도 있겠으나 무엇보다 낮아진 유가가 실적 개선에 직접적으로 영향을 줄 것으로 기대한다. 영업외에서도 최근 유가 반등으로 인해 금융관련 이익이 50억원 가량 계상(실적 추정에 미반영)될 수 있어 순이익 개선도 기대된다.

목표주가 45,000원 및 매수의견 유지: 비용 절감 능력에 주목

제주항공에 대한 목표주가 45,000원 및 매수의견을 유지한다. 현재 주가는 PER 8.7배로 다시 찾아올 성장의 기회를 감안하면 반등의 여지는 충분하다는 판단이다. 4Q18 실적 부진 속에서도 유류비를 제외한 CASK 하락(일회성 제외시 약 -7% YoY)이 확대되고 있다는 점 역시 장기적으로 긍정적인 투자 포인트이다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	-	748	996	1,259	1,441	1,631
영업이익 (십억원)	-	58	101	101	134	149
영업이익률 (%)	-	7.8	10.1	8.0	9.3	9.1
순이익 (십억원)	-	53	78	71	100	106
EPS (원)	-	2,038	2,954	2,689	3,776	4,015
ROE (%)	-	19.5	25.8	19.7	23.0	20.4
P/E (배)	-	12.3	12.0	12.5	8.7	8.2
P/B (배)	-	2.4	2.8	2.3	1.8	1.5
배당수익률 (%)	-	2.0	1.7	1.5	2.4	2.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

제주항공

실적 부진 속에서 보여준 진가

표 1. 4Q18 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q17	3Q18	4Q18P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	262	350	318	341	319	21.4	-9.3
영업이익	18	38	5	4	8	-69.3	-85.7
영업이익률 (%)	6.7	10.8	1.7	1.1	2.5	-5.0	-9.1
세전이익	16	41	-17	4	9	적전	적전
순이익	13	31	-14	3	8	적전	적전

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	18F	19F	18F	19F	18F	19F	
매출액	1,282	1,518	1,259	1,441	-1.8	-5.1	공급 전망 하향
영업이익	100	126	101	134	1.5	6.6	비용 절감, IFRS 변경 효과
세전이익	115	136	93	128	-18.9	-5.4	과징금 반영, IFRS 변경 효과
순이익	88	104	71	100	-19.6	-4.4	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018P	2019F	2020F
매출액	309	283	350	318	354	320	408	359	1,259	1,441	1,631
국내여객	47	63	60	54	48	68	65	58	224	224	239
국제여객	244	202	264	234	282	228	311	265	943	943	1,086
기타	18	18	27	29	24	24	33	37	92	274	306
영업이익	46	12	38	5	52	16	52	13	101	134	149
세전이익	48	22	41	-17	47	22	51	11	93	128	136
순이익	37	17	31	-14	36	17	40	9	71	100	106
영업이익률 (%)	15.0	4.1	10.8	1.7	14.8	5.1	12.9	3.6	8.0	9.3	9.2
세전이익률 (%)	15.5	7.8	11.7	-5.5	14.3	4.6	12.5	3.2	7.4	8.9	8.3
순이익률 (%)	12.0	5.9	8.9	-4.4	11.1	3.6	9.7	2.5	5.6	6.9	6.5
국제여객 RPK (%)	24.9	32.7	30.8	31.2	16.1	18.4	18.9	14.2	29.9	16.9	17.9
국제여객 ASK 증감률 (%)	22.9	30.0	35.2	37.2	22.0	25.0	20.0	10.0	31.5	18.9	15.0
국제여객 L/F (%)	90.2	87.6	86.8	84.4	85.9	83.0	86.0	87.6	87.1	85.6	87.8
국제여객 Yield 증감률 (%)	13.4	1.2	10.2	-3.0	-6.0	-2.0	-8.0	-10.0	5.5	-6.7	-1.5
국내여객 RPK (%)	6.8	3.9	-1.2	1.7	-0.3	0.6	1.6	2.5	2.6	1.1	0.5
국내여객 ASK 증감률 (%)	8.1	4.3	1.6	3.9	1.0	1.0	1.0	1.0	4.4	1.0	-1.0
국내여객 L/F (%)	93.7	95.4	93.2	93.6	92.5	95.0	93.8	94.9	94.0	94.1	95.6
국내여객 Yield 증감률 (%)	6.5	6.2	2.4	1.9	-3.0	1.0	-3.0	-3.0	4.2	-1.9	-1.4
항공유가(\$/bbl)	83	85	89	85	79	79	79	79	85	79	79

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 미래에셋대우 리서치센터

제주항공

실적 부진 속에서 보여준 진가

표 4. Valuation: RIM

(십억원)

	2017	2018P	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	996	1,259	1,441	1,631	1,882	2,132	2,383
(증감률)	33.3%	26.4%	14.4%	13.1%	15.4%	13.3%	11.8%
당기순이익	78	71	100	106	122	143	148
(% of sales)	7.8%	5.6%	6.9%	6.5%	6.5%	6.7%	6.2%
자본총계 (비지배 제외)	331	390	476	561	659	773	892
(증감률)	21.9%	17.6%	22.2%	17.8%	17.4%	17.4%	15.3%
Forecasted ROE	25.8%	19.7%	23.0%	20.4%	20.1%	20.0%	17.8%
Cost of Equity	0.0%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
ROE spread	25.8%	11.5%	14.8%	12.2%	11.9%	11.8%	9.6%
Residual Income	85	45	71	69	78	91	86
Terminal Value	888						
NPV of FCFE	482	Beta		1.0			
PV of Terminal Value	404	Risk Premium		6.0%			
Current Book Value	331	Risk Free Rate		2.0%			
Equity Value	1,329	COE		8.2%			
Shares Outstanding	26,357	Target PBR (12M FWD)		3.1			
추정주당가치 (원)	50,000	Target PER (12M FWD)		19.4			
현재주가 (원)	32,900	Target PEG(12M FWD)		1.0			

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 항공유가



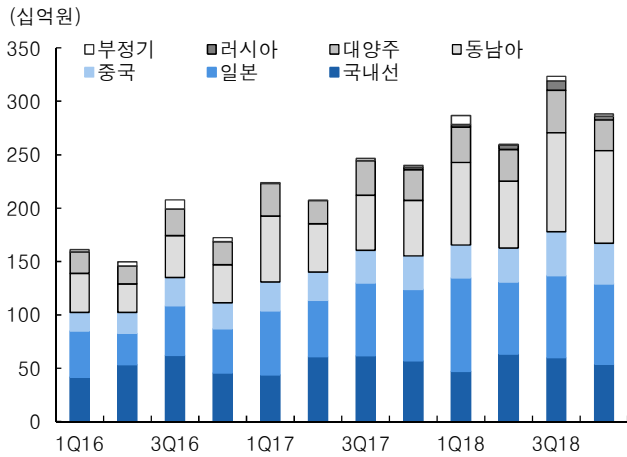
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 환율



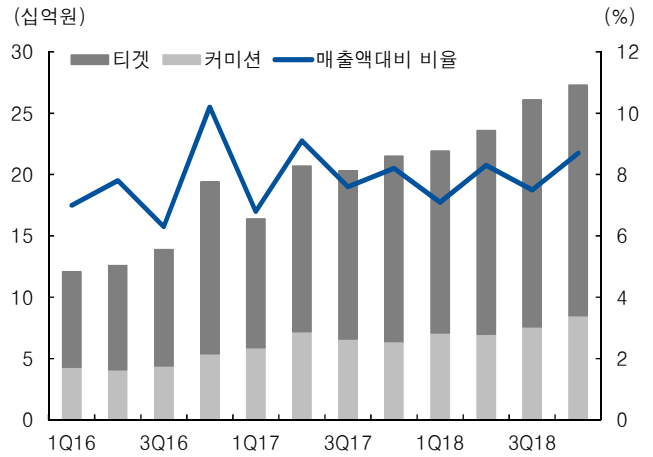
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 노선별 매출추이



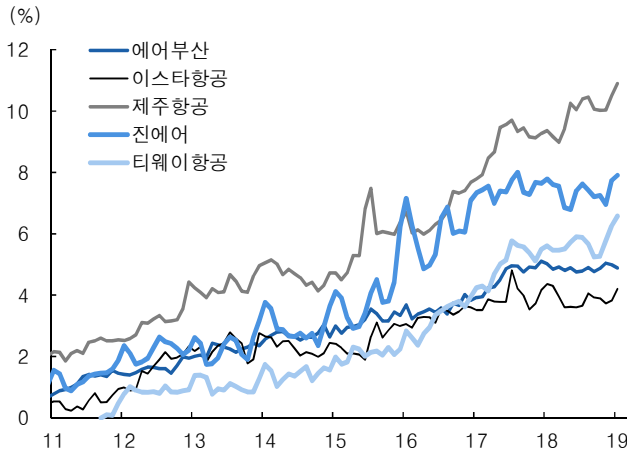
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 부가매출 추이



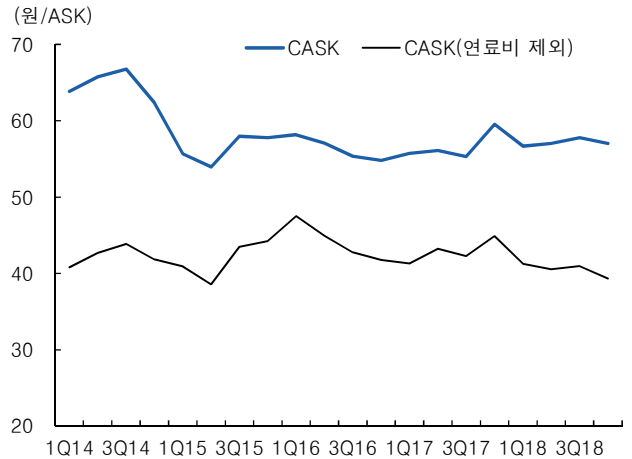
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. LCC점유율



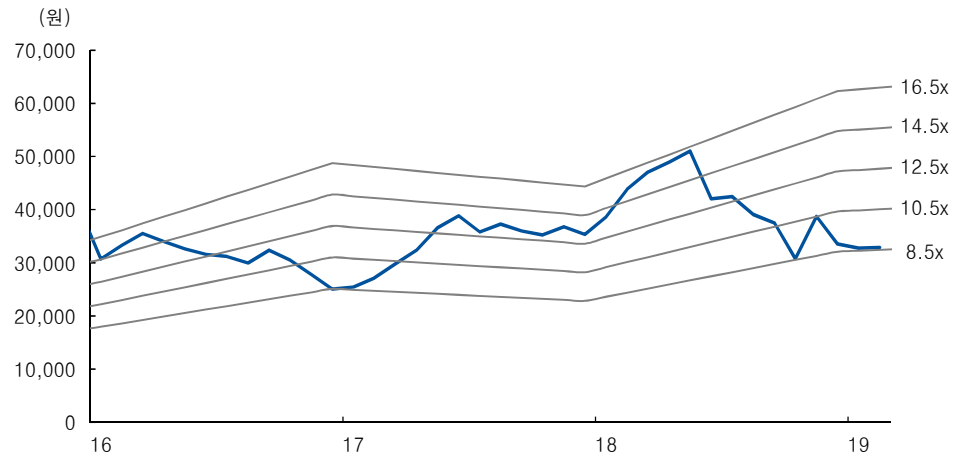
자료: IIA, KAC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. CASK



자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. PER 밴드



자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

제주항공

실적 부진 속에서 보여준 진가

제주항공 (089590)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	996	1,259	1,441	1,631
매출원가	775	1,013	1,142	1,295
매출총이익	221	246	299	336
판매비와관리비	120	145	165	186
조정영업이익	101	101	134	149
영업이익	101	101	134	149
비영업손익	0	-8	-6	-13
금융손익	3	3	-14	-13
관계기업등 투자손익	0	3	0	0
세전계속사업손익	101	93	128	136
계속사업법인세비용	23	22	29	30
계속사업이익	78	71	100	106
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	78	71	100	106
지배주주	78	71	100	106
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	77	71	100	106
지배주주	77	71	100	106
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	127	137	182	204
FCF	11	-13	89	120
EBITDA 마진율 (%)	12.8	10.9	12.6	12.5
영업이익률 (%)	10.1	8.0	9.3	9.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.8	5.6	6.9	6.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	450	517	616	733
현금 및 현금성자산	104	96	140	192
매출채권 및 기타채권	45	55	62	70
재고자산	9	11	13	15
기타유동자산	292	355	401	456
비유동자산	350	481	534	580
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	171	259	317	366
무형자산	19	23	17	13
자산총계	800	997	1,150	1,313
유동부채	368	417	467	527
매입채무 및 기타채무	71	87	98	112
단기금융부채	58	41	42	42
기타유동부채	239	289	327	373
비유동부채	101	190	206	226
장기금융부채	0	68	68	68
기타비유동부채	101	122	138	158
부채총계	469	608	673	753
지배주주지분	331	390	476	561
자본금	132	132	132	132
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	115	170	256	341
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	331	390	476	561

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	145	110	189	220
당기순이익	78	71	100	106
비현금수익비용가감	61	53	82	98
유형자산감가상각비	20	29	42	51
무형자산상각비	5	7	6	4
기타	36	17	34	43
영업활동으로인한자산및부채의변동	23	14	49	59
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-3	-5	-6
재고자산 감소(증가)	-1	-2	-1	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	31	0	0
법인세납부	-19	-29	-29	-30
투자활동으로 인한 현금흐름	-223	-155	-140	-148
유형자산처분(취득)	-133	-123	-100	-100
무형자산감소(증가)	-6	-4	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-72	-54	-40	-48
기타투자활동	-12	26	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	20	37	-13	-20
장단기금융부채의 증가(감소)	38	51	1	1
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-13	-16	-13	-21
기타재무활동	-6	2	-1	0
현금의 증가	-65	-8	44	52
기초현금	168	104	96	140
기말현금	104	96	140	192

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	12.0	12.5	8.7	8.2
P/CF (x)	6.7	7.2	4.8	4.2
P/B (x)	2.8	2.3	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	5.1	4.4	2.7	2.0
EPS (원)	2,954	2,689	3,776	4,015
CFPS (원)	5,284	4,683	6,895	7,750
BPS (원)	12,761	14,858	18,135	21,352
DPS (원)	600	500	800	800
배당성향 (%)	20.2	18.6	21.1	19.9
배당수익률 (%)	1.7	1.5	2.4	2.4
매출액증가율 (%)	33.2	26.4	14.5	13.2
EBITDA증가율 (%)	76.4	7.9	32.8	12.1
조정영업이익증가율 (%)	74.1	0.0	32.7	11.2
EPS증가율 (%)	44.9	-9.0	40.4	6.3
매출채권 회전을 (회)	34.9	35.1	34.4	34.3
재고자산 회전을 (회)	112.7	121.4	118.9	118.5
매입채무 회전을 (회)	32,464.7	27,376.6	26,415.8	26,386.4
ROA (%)	11.1	7.9	9.3	8.6
ROE (%)	25.8	19.7	23.0	20.4
ROIC (%)	114.0	41.3	48.8	51.6
부채비율 (%)	141.5	155.9	141.5	134.2
유동비율 (%)	122.2	123.8	131.8	139.2
순차입금/자기자본 (%)	-88.1	-73.5	-77.5	-83.3
조정영업이익/금융비용 (x)	223.5	107.7	7.7	8.6

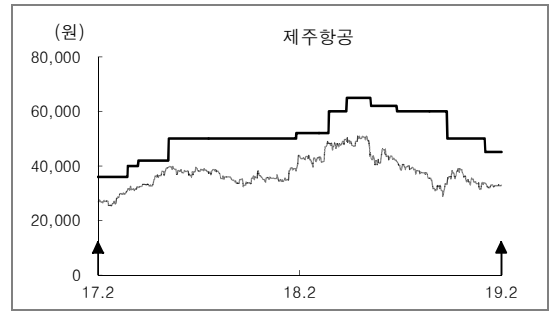
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

제주항공

실적 부진 속에서 보여준 진가

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
제주항공(089590)				
2019.01.14	매수	45,000	-	-
2018.11.06	매수	50,000	-29.06	-21.80
2018.08.07	매수	60,000	-39.60	-31.00
2018.06.21	매수	62,000	-30.69	-25.16
2018.05.08	매수	65,000	-24.66	-21.54
2018.04.06	매수	60,000	-20.32	-17.17
2018.02.06	매수	52,000	-17.23	-5.77
2017.06.20	매수	50,000	-26.89	-20.20
2017.04.26	매수	42,000	-16.27	-6.19
2017.04.07	매수	40,000	-20.88	-18.63
2016.12.02	매수	36,000	-25.97	-13.61



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(▣)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

* 2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.