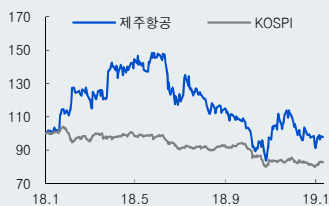


투자여건(유지)	매수
목표주가(12M,하향)	▼ 45,000원
현재주가(19/01/14)	33,650원
상승여력	34%

영업이익(18F,십억원)	100
Consensus 영업이익(18F,십억원)	111
EPS 성장률(18F,%)	13.2
MKT EPS 성장률(18F,%)	6.7
P/E(18F,x)	10.0
MKT P/E(18F,x)	8.5
KOSPI	2,064.52
시가총액(십억원)	887
발행주식수(백만주)	26
유동주식비율(%)	33.0
외국인 보유비중(%)	9.7
베타(12M) 일간수익률	0.96
52주 최저가(원)	28,800
52주 최고가(원)	51,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.6	-26.6	-2.0
상대주가	-1.4	-17.9	18.5



[운송플랫폼/에너지]

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

# 제주항공 (089590)

## 악조건 속 선방

### 4Q18 Preview: 악조건 속 영업이익 달성 전망

4Q18 제주항공의 매출액은 전년 동기 대비 30.2% YoY 증가한 3,405억원을 기록할 전망이다. 국제여객 노선의 공급량이 30%에 육박하고 단가 전년 수준을 유지하면서 매출 증가에 기여할 것으로 예상된다. 국내선은 시장 포화로 공급이 감소하면서 전체 매출 증가에 기여하지 못할 것으로 추정된다.

영업이익은 38억원(-78.1% YoY)으로 시장 기대치(141억원)를 하회할 전망이다. 매출 증가에도 불구하고, 유가와 사용량이 급증하면서 커진 유류비(59% YoY)가 수익성 악화 요인이다. 일본을 중심으로 한 수요 둔화로 국제선 탑승률 하락(국제선 87.1%, -1.1%pt)과 vs 단가 부진(-1.8% YoY)이 나타나며 수익성 악화가 예상된다. 다만, 높은 유가에 취약한 저비용 항공사임에도 이익기조는 유지할 것으로 보인다.

순이익 역시 33억원(-75.2% YoY)으로 감소할 전망이다. 다만, 온기 기준으로는 영업이익 997억원으로 전년(1,013억원)과 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다. 순이익 역시 881억원으로 선방하며, 배당 증익에 대한 기대감은 남아있다.

### 하락한 유가 vs. 경쟁심화: 결국 장기 경쟁력이 담

1) **항공유가:** 싱가포르 항공 유가 기준 70달러 수준의 현재 유가는 고점대비 20% 이상 하락한 상황이다. 하락한 유가가 본격적으로 실적에 산입되는 시점은 1Q19(예상 영업이익 450억원, -3.0% YoY)이다. 비용 부담 경감과 함께 전년비 감익 폭이 완화될 전망이다.

2) **경쟁심화:** 최근 단거리 국제 노선을 중심으로 경쟁심화가 감지되고 있다. 수요 둔화 속 저비용 항공사의 공급 확대(15% YoY 이상)는 2019년에도 지속될 것이다. 공급을 확대한 지방 공항의 탑승률은 아직 저조하다. 이는 탑승률 및 단가하락으로 이어질 것으로 우려된다. 유가 하락에도 불구하고, 영업 이익률이 연간 10%대로 회복하기 쉽지 않다.

결국 누가 1) 규모의 경제를 달성하고, 2) 원가를 낮추어 낮은 단가에 대응할 수 있느냐가 관건이다. 제주항공은 1위 항공사로서 지속적인 공급 증가를 통해 악화된 시장환경에 대응할 수 있는 여건을 갖추었다는 판단이다.

### 목표주가 45,000원으로 하향하며 매수 의견 유지

단가하락 압력에 따라 2018년 및 2019년 영업이익 전망치를 12.2%, 7.5% 하향 조정하며 이에 따라 목표주가 역시 50,000원에서 45,000원으로 조정하였다. 목표주가는 2019년 PER 11.4배, PBR 2.4배 수준이다. 유가하락과 안정된 원가 경쟁력을 바탕으로 2019년 하반기 실적 모멘텀이 개선될 것으로 기대한다. 이를 감안하면 PER 8.6배 수준의 현 주가는 매수 기회로 판단된다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	-	748	996	1,282	1,518	1,736
영업이익 (십억원)	-	58	101	100	126	152
영업이익률 (%)	-	7.8	10.1	7.8	8.3	8.8
순이익 (십억원)	-	53	78	88	104	119
EPS (원)	-	2,038	2,954	3,344	3,949	4,497
ROE (%)	-	19.5	25.8	23.9	23.1	21.9
P/E (배)	-	12.3	12.0	10.0	8.5	7.5
P/B (배)	-	2.4	2.8	2.2	1.8	1.5
배당수익률 (%)	-	2.0	1.7	2.1	2.4	2.7

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

표 1. 4Q18 실적 비교표

(십억원, %)

	4Q17	3Q18	4Q18F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	262	350	341	321	30.2	-2.7
영업이익	18	38	4	14	-78.1	-89.8
영업이익률 (%)	6.7	10.8	1.1	4.4	-82.5	-89.1
세전이익	16	41	4	17	-74.3	-89.7
순이익	13	31	3	13	-75.2	-89.5

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 대한항공, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	18F	19F	18F	19F	18F	19F	
매출액	1,251	1,477	1,282	1,518	2.5	2.8	공급 증가 및 일드 하락 반영
영업이익	114	136	100	126	-12.2	-7.5	일드 하락, 4Q18 부진
세전이익	130	150	115	136	-11.3	-9.5	
순이익	99	115	88	104	-11.4	-9.5	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	240	228	267	262	309	283	350	341	996	1,282	1,518
-국내여객	44	61	62	57	47	63	60	50	223	221	231
-국제여객	183	146	187	183	244	202	264	261	699	971	1,179
-기타	14	21	18	22	18	18	27	29	74	91	109
영업이익	27	16	40	18	46	12	38	4	101	100	126
세전이익	22	20	43	16	47	22	41	4	101	115	136
순이익	17	15	32	13	36	17	31	3	78	88	104
영업이익률 (%)	11.3	7.1	15.1	6.7	15.0	4.1	10.8	1.1	10.2	7.8	8.3
세전이익률 (%)	9.2	8.8	16.0	6.3	15.5	7.8	11.7	1.2	10.2	9.0	8.9
순이익률 (%)	9.2	8.8	16.0	6.3	15.5	7.8	11.7	1.2	10.2	9.0	8.9
국제여객 RPK (%)	59.9	48.8	36.1	26.0	24.9	32.7	30.8	31.6	41.1	30.0	21.3
국제여객 ASK 증감률 (%)	53.1	42.0	30.5	24.7	22.9	30.0	35.2	33.3	36.4	30.5	21.0
국제여객 L/F (%)	88.8	85.9	89.7	88.2	90.2	87.6	86.8	87.1	88.2	87.9	88.1
국제여객 Yield 증감률 (%)	-5.2	0.8	-2.1	24.8	13.4	1.2	10.2	-1.8	3.7	5.8	-2.9
국내여객 RPK (%)	-0.4	1.7	-3.3	3.3	6.8	3.9	-1.2	-5.8	0.3	0.7	1.1
국내여객 ASK 증감률 (%)	-6.4	0.0	-7.0	0.1	8.1	4.3	1.6	-1.0	-3.4	3.1	0.1
국내여객 L/F (%)	94.9	95.8	95.9	95.6	93.7	95.4	93.2	91.0	95.6	93.4	94.3
국내여객 Yield 증감률 (%)	5.2	12.2	8.5	19.4	6.5	6.2	2.4	-5.1	11.2	2.5	-2.2
항공유가(\$/bbl)	65	62	65	73	83	85	89	85	66	85	79

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. Valuation: RIM

	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	
매출액	996	1,282	1,518	1,736	2,046	2,356	2,548	
(증감률)	33.3%	28.7%	18.4%	14.3%	17.9%	15.2%	8.2%	
당기순이익	78	88	104	119	140	162	163	
(% of sales)	7.8%	6.9%	6.9%	6.8%	6.9%	6.9%	6.4%	
자본총계 (비지배 제외)	331	407	493	590	702	832	962	
(증감률)	21.9%	22.8%	21.1%	19.8%	19.0%	18.5%	15.6%	
Forecasted ROE	25.8%	23.9%	23.1%	21.9%	21.7%	21.1%	18.1%	
Cost of Equity	0.0%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	
ROE spread	25.8%	15.7%	15.0%	13.7%	13.5%	13.0%	10.0%	
Residual Income	85	64	74	81	95	108	96	
<b>Terminal Value</b>	<b>546</b>							
NPV of FCFE	521	Beta						1.0
PV of Terminal Value	249	Risk Premium						6.0%
Current Book Value	331	Risk Free Rate						2.0%
Equity Value	1,194	COE						8.2%
Shares Outstanding	26,357	Target PBR (12M FWD)						<b>2.4</b>
<b>추정주당가치 (원)</b>	<b>45,000</b>	Target PER (12M FWD)						<b>11.4</b>
현재주가 (원)	33,650	Target PEG(12M FWD)						<b>0.7</b>

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 항공유가



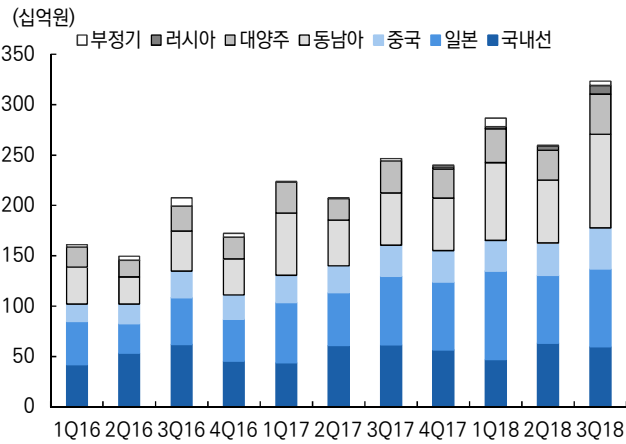
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 환율



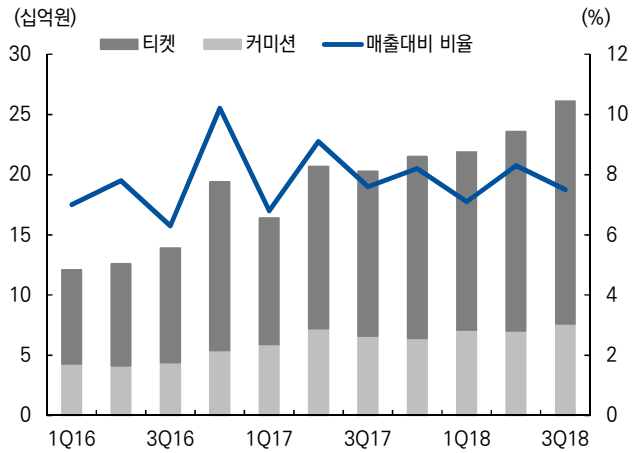
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 노선별 매출추이



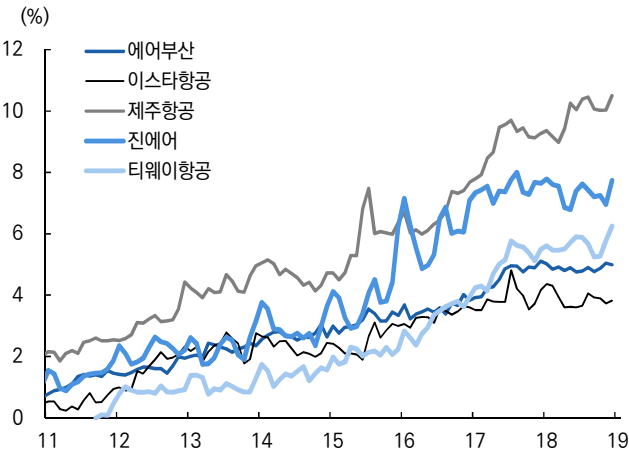
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 부가매출 추이



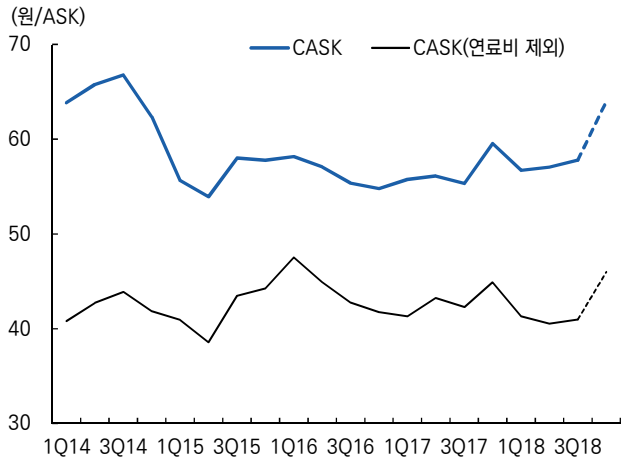
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. LCC점유율



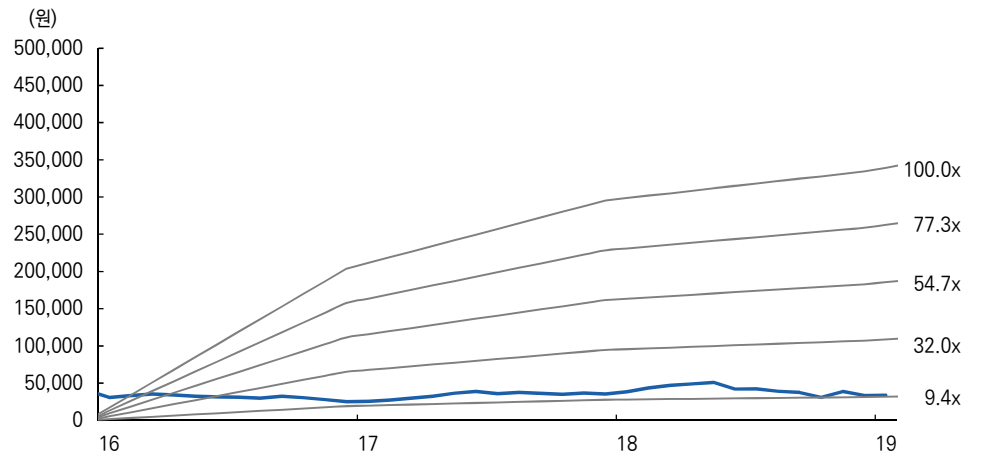
자료: IIA, KAC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. CASK



자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. PER 밴드



자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

제주항공 (089590)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	996	1,282	1,518	1,736
매출원가	775	1,041	1,222	1,386
매출총이익	221	241	296	350
판매비와관리비	120	142	171	198
조정영업이익	101	100	126	152
영업이익	101	100	126	152
비영업손익	0	15	10	2
금융손익	3	3	2	3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	101	115	136	154
계속사업법인세비용	23	27	31	36
계속사업이익	78	88	104	119
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	78	88	104	119
지배주주	78	88	104	119
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	77	88	104	119
지배주주	77	88	104	119
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	127	136	173	207
FCF	11	31	131	143
EBITDA 마진율 (%)	12.8	10.6	11.4	11.9
영업이익률 (%)	10.1	7.8	8.3	8.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.8	6.9	6.9	6.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	450	570	718	862
현금 및 현금성자산	104	119	170	236
매출채권 및 기타채권	45	59	71	81
재고자산	9	12	15	17
기타유동자산	292	380	462	528
비유동자산	350	481	535	581
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	171	259	317	366
무형자산	19	23	17	13
자산총계	800	1,051	1,253	1,443
유동부채	368	445	533	603
매입채무 및 기타채무	71	93	113	129
단기금융부채	58	41	42	43
기타유동부채	239	311	378	431
비유동부채	101	199	227	250
장기금융부채	0	68	68	68
기타비유동부채	101	131	159	182
부채총계	469	644	760	853
지배주주지분	331	407	493	590
자본금	132	132	132	132
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	115	187	273	370
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	331	407	493	590

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	145	155	231	243
당기순이익	78	88	104	119
비현금수익비용가감	61	57	69	88
유형자산감가상각비	20	29	42	51
무형자산상각비	5	7	6	4
기타	36	21	21	33
영업활동으로인한자산및부채의변동	23	42	87	70
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-6	-9	-7
재고자산 감소(증가)	-1	-3	-3	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	31	0	0
법인세납부	-19	-34	-31	-36
투자활동으로 인한 현금흐름	-223	-177	-171	-157
유형자산처분(취득)	-133	-123	-100	-100
무형자산감소(증가)	-6	-4	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-72	-76	-71	-57
기타투자활동	-12	26	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	20	38	-17	-20
장단기금융부채의 증가(감소)	38	51	1	1
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-13	-16	-18	-21
기타재무활동	-6	3	0	0
현금의 증가	-65	15	51	66
기초현금	168	104	119	170
기말현금	104	119	170	236

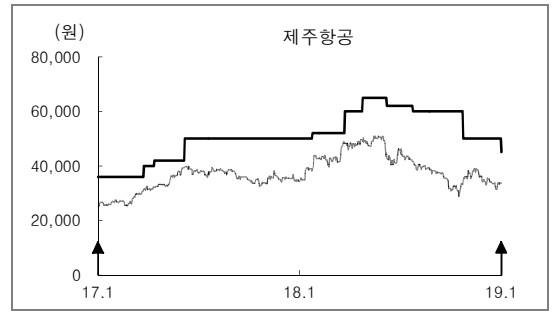
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	12.0	10.0	8.5	7.5
P/CF (x)	6.7	6.1	5.1	4.3
P/B (x)	2.8	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	5.1	4.1	2.5	1.5
EPS (원)	2,954	3,344	3,949	4,497
CFPS (원)	5,284	5,505	6,578	7,839
BPS (원)	12,761	15,513	18,763	22,462
DPS (원)	600	700	800	900
배당성향 (%)	20.2	20.9	20.2	20.0
배당수익률 (%)	1.7	2.1	2.4	2.7
매출액증가율 (%)	33.2	28.7	18.4	14.4
EBITDA증가율 (%)	76.4	7.1	27.2	19.7
조정영업이익증가율 (%)	74.1	-1.0	26.0	20.6
EPS증가율 (%)	44.9	13.2	18.1	13.9
매출채권 회전을 (회)	34.9	34.4	32.5	31.6
재고자산 회전을 (회)	112.7	118.9	112.4	109.3
매입채무 회전을 (회)	32,464.7	27,050.9	25,353.7	24,474.4
ROA (%)	11.1	9.5	9.0	8.8
ROE (%)	25.8	23.9	23.1	21.9
ROIC (%)	114.0	43.4	53.1	65.6
부채비율 (%)	141.5	158.3	154.3	144.5
유동비율 (%)	122.2	128.1	134.7	142.9
순차입금/자기자본 (%)	-88.1	-81.2	-91.2	-96.6
조정영업이익/금융비용 (x)	223.5	106.0	68.2	81.8

자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

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.