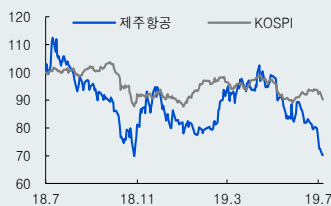


투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 하향)	▼ 40,000원
현재주가(19/07/09)	29,000원
상승여력	38%

영업이익(19F, 십억원)	99
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	132
EPS 성장률(19F, %)	-5.6
MKT EPS 성장률(19F, %)	-23.6
P/E(19F, x)	11.4
MKT P/E(19F, x)	12.2
KOSPI	2,052.03

시가총액(십억원)	764
발행주식수(백만주)	26
유동주식비율(%)	33.0
외국인 보유비중(%)	8.6
베타(12M) 일간수익률	1.23
52주 최저가(원)	28,800
52주 최고가(원)	46,400

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-21.2	-14.7	-31.3
상대주가	-20.4	-14.2	-23.5



[운송플랫폼/에너지]

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

제주항공 (089590)

진정한 시험대에 오르다

2Q19 Preview: 탑승률 및 단가 하락으로 영업적자 231억원 예상

제주항공의 2Q19 매출액은 2,934억원(3.6% YoY)에 그칠 것으로 보인다. 국제선은 공급 확대(28.2% YoY)로 수송량이 18.5% YoY 증가할 전망이다. 하지만, 단가 하락(-9.1% YoY)으로 인해 매출 증가 폭은 제한적일 것으로 예상된다. 국내선 역시 수송량(-6.6% YoY) 및 단가(-3.3% YoY) 부진이 예상된다.

영업이익은 231억원 적자를 기록할 것으로 전망된다. 이는 시장 기대치(영업이익 BEP)에 못 미치는 것이다. 탑승률 부진(81.9%, -6.7%pt YoY)과 그에 따른 일드 하락이 일차적인 원인이다. 동사가 확대했던 대구/무안 등 지방발 국제노선의 탑승률 저조가 주원인으로 보인다.

유가 및 환율 상승에 따른 비용 증가도 실적 부진의 원인으로 작용할 전망이다. 이에 따라 유류비는 27% YoY 상승할 것으로 추정되며, 공항 관련비나 정비비 등 기타 비용 역시 10% YoY 가까이 상승할 것으로 예상된다. 영업이익 부진에 따라 순이익 역시 적자전환(-201억원, 2Q18 168억원)할 것으로 추정된다.

몇 가지 관전 포인트: M/S, 일본, 그리고 M&A

1) M/S: 최근 제주항공의 단거리 국제노선 점유율은 10.8%로 2019년 3월 최고 기록인 10.9%에 재차 근접하고 있다. 경쟁사의 신규 취항 규제 및 기재 확장 제한 등으로 시장 점유율 확대는 지속될 것으로 예상된다. 최근 기재 확대가 실적 악화로 귀결되고 있는 상황이다. 하지만 장기적으로 시장 지위는 한층 더 높아질 전망이다.

2) 일본 노선: 최근 정치적 상황에 민감한 일본 노선 수요가 둔화될 것이라는 우려가 커지고 있다. 다만 하반기에는 지난해 자연재해(지진, 홍수) 등에 따른 기저효과가 있기 때문에 대폭적인 수요 감소가 나타나지는 않을 것으로 예상된다. 다만, 양국간 긴장이 장기화될 경우 노선 조정(일본→동남아, 중국 노선)에 따른 기재 효율 개선은 필요하다.

3) M&A: AK그룹이 아시아나항공 매각 입찰에 참여할 가능성이 높아지면서 제주항공에 미치는 영향에도 관심이 커질 것으로 예상된다. 경쟁 강도 약화, 시장 입지 강화라는 긍정적인 요소와는 반대로 재무 리스크 상승에 대한 우려도 예상된다. 이에 대한 평가는 **1) 인수가의 적정성, 2) 지분 구조 및 구조조정 계획, 3) FSC와 LCC의 시너지**에 따라 갈릴 전망이다.

목표주가 40,000원으로 하향하나 매수의견 유지

실적 부진을 감안하여, 목표주가를 50,000원에서 40,000원으로 하향한다. 38%의 상승여력으로 매수의견을 유지한다. 동사 주가는 수익성에 대한 우려로 4월 고점대비 31% 하락하며 PER 11배 수준에서 거래되고 있다. 장기적으로 시장 지위는 오히려 강화될 것으로 예상되는 만큼 현시점에서 매수관점은 여전히 유효하다는 판단이다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	748	996	1,259	1,480	1,685	1,883
영업이익 (십억원)	58	101	101	99	123	159
영업이익률 (%)	7.8	10.1	8.0	6.7	7.3	8.4
순이익 (십억원)	53	78	71	67	81	110
EPS (원)	2,038	2,954	2,689	2,537	3,087	4,187
ROE (%)	19.5	25.8	19.9	16.4	17.5	20.2
P/E (배)	12.3	12.0	12.5	11.4	9.4	6.9
P/B (배)	2.4	2.8	2.3	1.8	1.5	1.3
배당수익률 (%)	2.0	1.7	1.9	1.7	2.6	2.8

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

표 1. 2Q19 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	2Q18	1Q19	2Q19F		성장률	
			미래에셋대우	칸센서스	YoY	QoQ
매출액	283	393	293	332	3.6	-25.3
영업이익	12	57	-23	0	적전	적전
영업이익률 (%)	4.1	14.5	-7.9	0.0	적전	적전
세전이익	22	55	-26	-11	적전	적전
순이익	17	42	-20	-14	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
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	1,543	1,740	1,480	1,685	-4.0	-3.1	탑승률 및 단가 전망 하향
영업이익	156	172	99	123	-36.9	-28.5	매출 전망 하향, 환율 전망 상향
세전이익	127	162	87	106	-31.3	-34.8	영업이익 하향
순이익	97	124	67	81	-31.2	-34.6	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	309	283	350	317	393	293	411	382	1,259	1,480	1,685
국내여객	47	63	60	54	49	61	62	56	224	228	229
국제여객	244	202	264	234	315	212	319	291	943	1,137	1,328
기타	18	18	27	29	29	21	31	35	92	115	129
영업이익	46	12	38	5	57	-23	49	16	101	99	123
세전이익	48	22	41	-17	55	-26	45	13	93	87	106
순이익	37	17	31	-14	42	-20	35	10	71	67	81
영업이익률 (%)	15.0	4.1	10.8	1.7	14.5	-7.9	11.8	4.2	8.0	6.7	7.3
세전이익률 (%)	15.5	7.8	11.7	-5.5	14.1	-8.9	10.9	3.5	7.4	5.9	6.3
순이익률 (%)	12.0	5.9	8.9	-4.4	10.7	-6.9	8.4	2.7	5.6	4.5	4.8
국제여객 RPK (%)	24.9	32.7	30.8	31.2	30.9	18.5	20.8	19.3	29.9	22.3	18.5
국제여객 ASK 증감률 (%)	22.9	30.0	35.2	37.2	34.0	28.2	23.3	19.8	31.5	25.9	15.0
국제여객 L/F (%)	90.2	87.6	86.8	84.4	88.2	81.0	85.0	84.0	87.1	84.6	87.1
국제여객 Yield 증감률 (%)	13.4	1.2	10.2	-3.0	-0.2	-9.1	-7.0	-5.0	5.5	-5.1	-3.3
국내여객 RPK (%)	6.8	3.9	-1.2	1.7	3.8	-6.6	-4.1	-3.5	2.6	-2.7	-1.5
국내여객 ASK 증감률 (%)	8.1	4.3	1.6	3.9	2.3	-1.0	-0.7	-0.7	4.4	-0.1	-1.0
국내여객 L/F (%)	93.7	95.4	93.2	93.6	95.1	90.0	90.0	91.0	94.0	91.5	91.0
국내여객 Yield 증감률 (%)	6.5	6.2	2.4	1.9	3.1	-3.3	-2.0	0.0	4.2	-0.7	0.0
항공유가(\$/bbl)	79	85	89	85	77	80	81	81	84	80	81

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

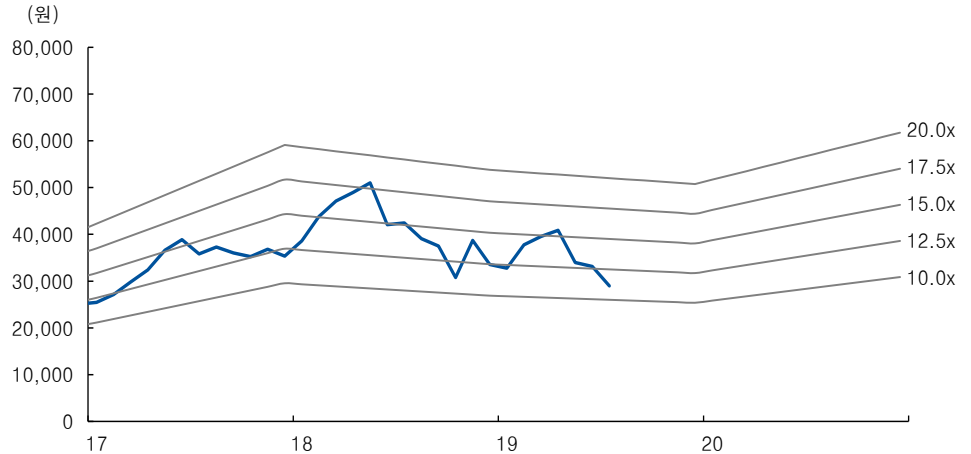
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. Valuation: RIM

	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	1,259	1,480	1,685	1,883	1,883	2,077	2,402
(증감률)	26.4%	17.5%	13.9%	11.7%	0.0%	10.3%	15.6%
당기순이익	71	115	137	146	170	194	214
(% of sales)	5.6%	9.7%	10.0%	9.5%	9.5%	9.5%	9.2%
자본총계 (비지배 제외)	382	421	534	654	801	981	1,202
(증감률)	15.4%	26.9%	27.0%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
Forecasted ROE	25.8%	30.6%	28.7%	24.6%	23.3%	21.7%	19.6%
Cost of Equity	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
ROE spread	19.9%	8.2%	9.3%	12.1%	9.2%	9.1%	7.8%
Residual Income	76	36	46	71	62	71	69
Terminal Value	502						
NPV of FCFE	396						
PV of Terminal Value	229						
Current Book Value	3,871						
Equity Value	1,050						
Shares Outstanding	26,357						
추정주당가치 (원)	40,000						
현재주가 (원)	29,050						

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. PER 밴드



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 항공유가



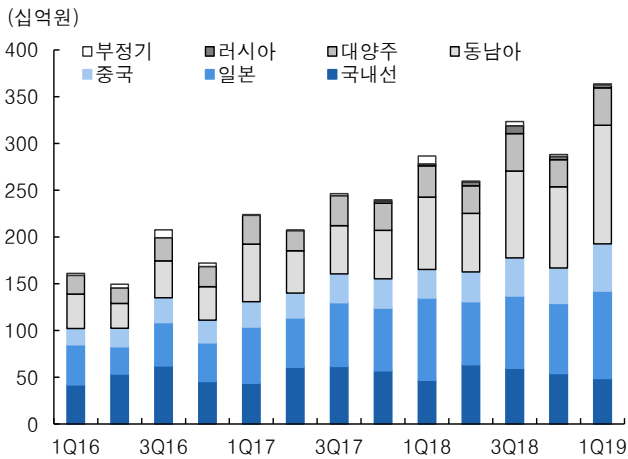
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 원달러 환율



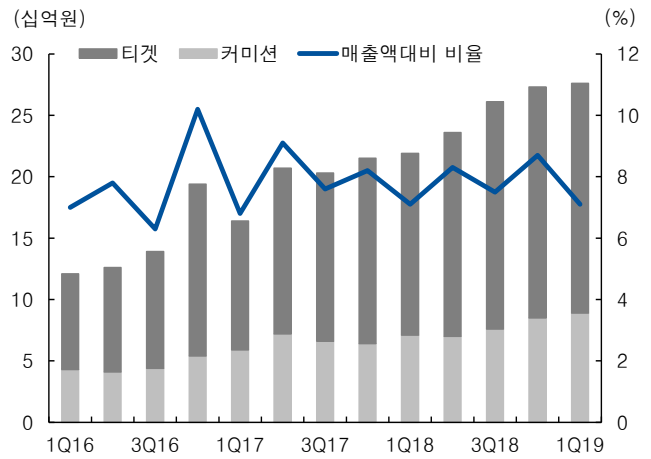
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 노선별 매출 추이



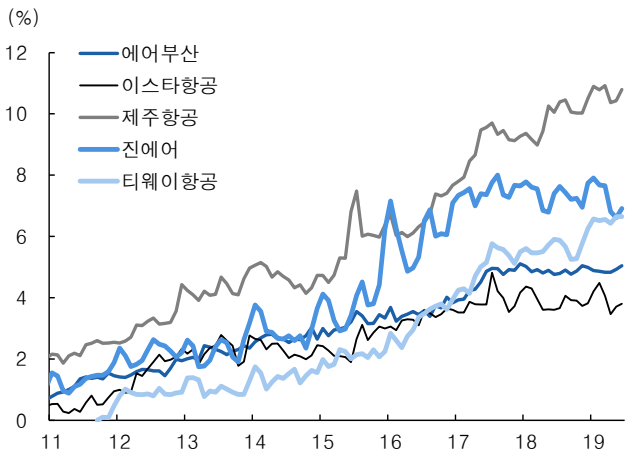
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 부가매출 추이



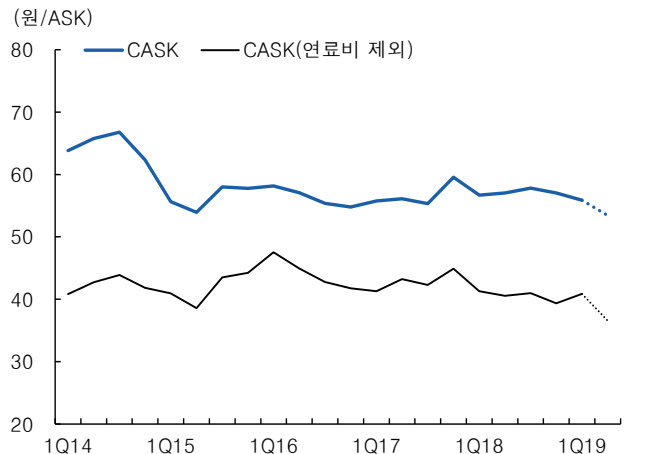
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 단거리 국제선 국내 LCC 점유율 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. CASK 추이



자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

제주항공

진정한 시험대에 오르다

제주항공 (089590)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	1,259	1,480	1,685	1,883
매출원가	1,016	1,223	1,383	1,526
매출총이익	243	257	302	357
판매비와관리비	143	158	179	198
조정영업이익	101	99	123	159
영업이익	101	99	123	159
비영업손익	-8	-12	-17	-16
금융손익	3	-21	-17	-16
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	93	87	106	143
계속사업법인세비용	22	21	24	33
계속사업이익	71	67	81	110
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	71	67	81	110
지배주주	71	67	81	110
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	65	67	81	110
지배주주	65	67	81	110
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	137	236	244	271
FCF	-32	160	176	189
EBITDA 마진율 (%)	10.9	15.9	14.5	14.4
영업이익률 (%)	8.0	6.7	7.3	8.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.6	4.5	4.8	5.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	478	669	949	1,158
현금 및 현금성자산	223	245	496	678
매출채권 및 기타채권	59	71	82	92
재고자산	12	14	16	18
기타유동자산	184	339	355	370
비유동자산	553	917	895	883
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	331	263	246	237
무형자산	24	18	13	10
자산총계	1,032	1,585	1,844	2,041
유동부채	403	566	638	704
매입채무 및 기타채무	86	104	120	135
단기금융부채	25	111	111	111
기타유동부채	292	351	407	458
비유동부채	246	588	706	746
장기금융부채	101	414	504	519
기타비유동부채	145	174	202	227
부채총계	649	1,154	1,344	1,450
지배주주지분	382	432	500	591
자본금	132	132	132	132
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	163	213	281	371
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	382	432	500	591

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	121	246	276	289
당기순이익	71	67	81	110
비현금수익비용가감	73	174	163	161
유형자산감가상각비	29	131	117	109
무형자산상각비	7	7	5	3
기타	37	36	41	49
영업활동으로인한자산및부채의변동	9	37	73	66
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-12	0	-9	-8
재고자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	24	9	0	0
법인세납부	-33	-10	-24	-33
투자활동으로 인한 현금흐름	-6	-222	-102	-102
유형자산처분(취득)	-153	-87	-100	-100
무형자산감소(증가)	-7	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	242	-2	-2	-2
기타투자활동	-88	-133	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	5	-8	77	-5
장단기금융부채의 증가(감소)	69	397	90	15
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-16	0	-13	-20
기타재무활동	-48	-405	0	0
현금의 증가	119	22	251	182
기초현금	104	223	245	496
기말현금	223	245	496	678

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	12.5	11.4	9.4	6.9
P/CF (x)	6.2	3.2	3.1	2.8
P/B (x)	2.3	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	4.9	3.4	2.6	1.7
EPS (원)	2,689	2,537	3,087	4,187
CFPS (원)	5,445	9,155	9,262	10,298
BPS (원)	14,582	16,472	19,060	22,499
DPS (원)	650	500	750	800
배당성향 (%)	24.1	19.7	24.2	19.1
배당수익률 (%)	1.9	1.7	2.6	2.8
매출액증가율 (%)	26.4	17.6	13.9	11.8
EBITDA증가율 (%)	7.9	72.3	3.4	11.1
조정영업이익증가율 (%)	0.0	-2.0	24.2	29.3
EPS증가율 (%)	-9.0	-5.7	21.7	35.6
매출채권 회전을 (회)	32.7	30.1	29.1	28.4
재고자산 회전을 (회)	120.4	116.2	112.1	109.8
매입채무 회전을 (회)	2,194.7	1,243.8	1,191.9	1,152.0
ROA (%)	7.7	5.1	4.7	5.7
ROE (%)	19.9	16.4	17.5	20.2
ROIC (%)	36.1	16.7	16.3	23.6
부채비율 (%)	169.8	267.2	268.9	245.6
유동비율 (%)	118.6	118.2	148.6	164.4
순차입금/자기자본 (%)	-54.6	6.3	-27.1	-51.6
조정영업이익/금융비용 (x)	67.8	3.4	4.7	5.6

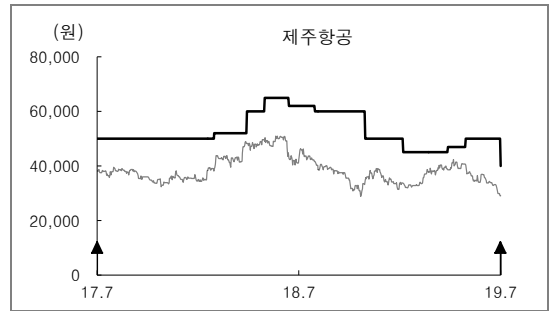
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

제주항공

진정한 시험대에 오르다

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
제주항공(089590)				
2019.07.09	매수	40,000	-	-
2019.05.07	매수	50,000	-30.79	-22.60
2019.04.05	매수	47,000	-14.87	-10.00
2019.01.14	매수	45,000	-19.71	-10.44
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



* 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 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.14%	8.72%	8.14%	0.00%

* 2019년 6월 30일 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.