

## 제주항공(089590)

Above  
In line  
Below

### 매수(유지)

목표주가: 40,000원(유지)

#### Stock Data

KOSPI(4/26)	2,208
주4(4/26)	32,100
시가총액(십억원)	844
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저가(원)	37,200/24,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,722
유동주식비율/외국인지분율(%)	23.7/4.4
주요주주(%)	AK홀딩스 외 9인 64.7
	제주특별자치도청 7.6

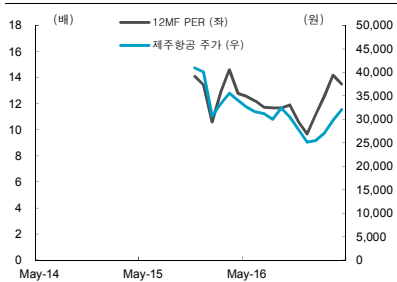
#### Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	12.3	12.0	9.9
PBR(x)	2.4	2.6	2.1
ROE(%)	21.1	23.4	23.6
DY(%)	2.0	1.9	1.9
EV/EBITDA(x)	4.6	4.6	3.1
EPS(원)	2,045	2,670	3,249
BPS(원)	10,351	12,420	15,069

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.5	3.9	(7.8)
상대주가(%p)	5.7	(5.7)	(17.1)

#### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 고도를 높이는 이익

#### What's new : 1Q17 영업이익 272억원(+74.6% YoY)

제주항공의 1분기 실적은 컨센서스와 우리 추정치를 크게 상회했다. 매출은 전년동기대비 38.7% 증가한 2,402억원, 영업이익은 74.6% 늘어난 272억원을 기록했다. 영업이익은 컨센서스와 우리 추정치를 각각 57%, 31% 뛰어넘었다. ASK(판매가능한 좌석수에 이동거리를 곱한 공급지표)당 영업비용이 크게 절감되면서 영업이익률이 전년동기대비 2.3%p 높아졌기 때문이다. 여객 ASK와 RPK(유상여객수에 이동거리를 곱한 수송실적지표)가 전년동기대비 각각 41.0%, 47.2% 증가하며 L/F는 3.7%p 상승한 89.6%를 기록했다.

#### Positives : 국제선 여객 성장에 더해지는 수익성 향상

여객 규모가 커지면서 수익성 향상이 본격화되고 있다. 수익노선 중심의 좌석확대를 통해 공격적인 공급증가에도 좌석기준 탑승률은 사상최고치인 91.8%(+4.5%p)를 기록했다. 국내선과 비정기편을 줄이는 대신 수요 강세가 이어지는 일본과 동남아 노선을 증편했다. 두 지역의 매출은 전년동기대비 각각 38.7%, 68.1% 증가하며 국제선 성장을 이끌었다. 작년 상반기 이익부진의 주요인이었던 정비비는 전년동기와 유사한 수준으로 안정화되었다. 제주항공의 유류비는 90.7% 증가했으나(항공유가 +50.5% YoY), 유류비를 제외한 단위비용은 13.0% 줄었다. 규모의 경제는 구조적으로 비용효율화는 지속될 전망이다.

#### Negatives : 경쟁에 대한 우려 과도

1분기는 저비용항공사의 강세가 두드러졌다. 저비용항공사들의 국제선 여객수는 전년동기대비 48.8% 증가했다. 반면 공급확대폭 역시 가팔라지고 있어 경쟁심화에 대한 우려가 상존한다. 1분기 제주항공의 달러기준 국제선 운임은 전년동기대비 1.6% 낮아지며 3개 분기 만에 하락세로 전환했다. 운임 하락폭 이상으로 L/F가 상승하며 수익성이 높아지고 있으나 여전히 과잉경쟁에 민감한 투자심리가 추가모멘텀을 저해하고 있다.

#### 결론 : '매수' 유지, 이익 증가 지속될 전망

제주항공에 대해 '매수' 의견과 목표주가 40,000원을 유지한다. 목표주가는 2017F PER 15.4배를 적용해 산출했다. 목표 PER은 아시아 저비용항공사 피어 평균에 20% 프리미엄을 부여했다(4월 20일 제시). 공급을 뛰어넘는 국제선 여객 증가에 주목한다. 저비용항공사 간의 경쟁심화는 당분간 불가피하나, 그만큼 수요의 증가 폭이 크기 때문이다. 제주항공은 경쟁사 대비 규모의 경제와 효율적 노선운영을 바탕으로 수익성 향상이 본격화되고 있다. 이익증가의 가시성이 높아진 만큼 투자심리 또한 개선될 것으로 예상된다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	229	240	4.8	217	26.0	38.7	956	920
영업이익	21	27	31.4	17	541.1	74.6	86	72
영업이익률	9.0	11.3	2.3	8.0	9.1	2.3	9.0	7.8
세전이익	21	22	5.9	18	122.3	42.8	91	76
순이익	16	17	5.8	14	109.6	41.1	70	58

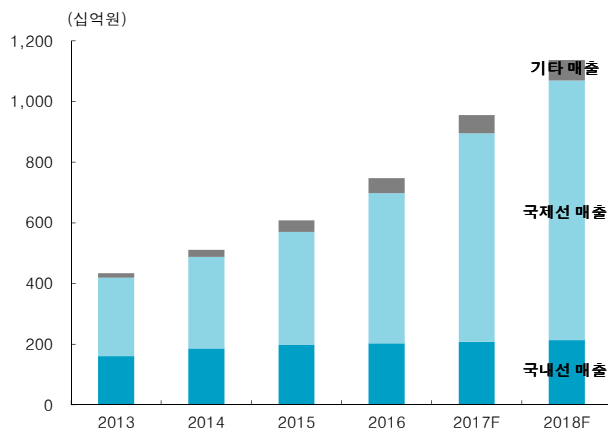
<표 1> 연간 실적 전망 변경 전후 비교

(단위: 십억원, %, %p)

	2017F			2018F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	931	956	2.7	1,100	1,136	3.3
국내선 매출액	209	209	(0.3)	217	214	(1.5)
국제선 매출액	666	686	3.0	822	855	4.1
영업이익	78	86	10.1	96	102	6.6
영업이익률	8.4	9.0	0.6	8.7	9.0	0.3
세전이익	89	91	2.3	107	111	3.4
지배주주순이익	69	70	2.3	83	85	3.4

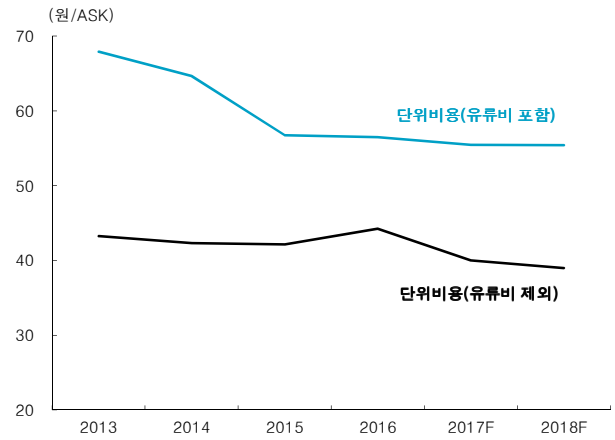
자료: 한국투자증권

[그림 1] 국제선 여객 수요의 구조적 증가



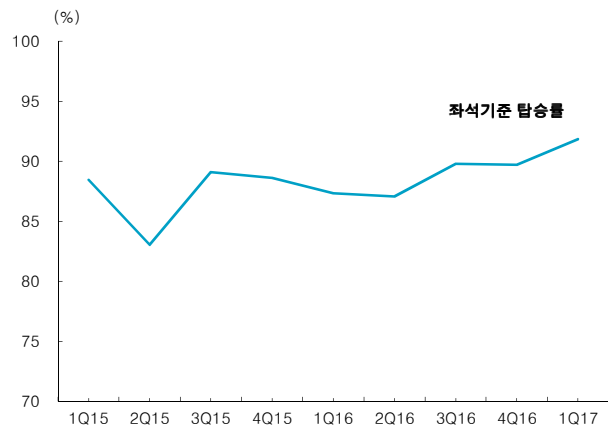
자료: 제주항공, 한국투자증권

[그림 2] 규모의 경제에 따라 단위비용 절감



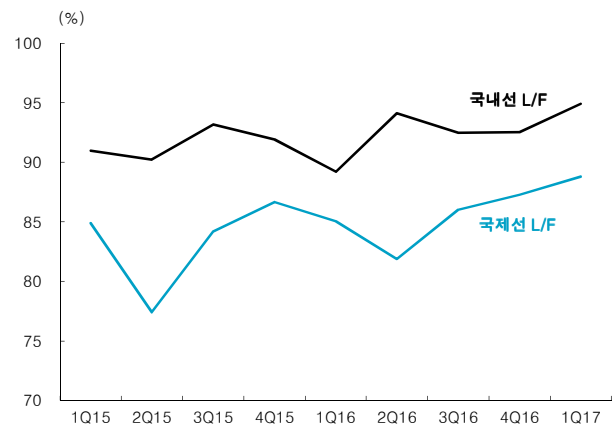
자료: 제주항공, 한국투자증권

[그림 3] 1Q17 탑승률 91.8%(+4.5%p YoY)



자료: 제주항공, 한국투자증권

[그림 4] 1Q17 L/F 국제선 88.8%(+3.8%p YoY), 국내선 94.9%(+5.7%p)



자료: 제주항공, 한국투자증권

<표 2> 제주항공 실적전망

(단위: 십억원, 백만 km, 원, %, % YoY)

	2016				2017F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2015	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>173</b>	<b>162</b>	<b>222</b>	<b>191</b>	<b>240</b>	<b>204</b>	<b>276</b>	<b>236</b>	<b>608</b>	<b>748</b>	<b>956</b>	<b>1,136</b>
국내선	42	53	62	46	44	54	64	47	199	203	209	214
ASK(백만)	551	578	635	584	516	567	616	567	2,186	2,365	2,265	2,288
RPK(백만)	492	544	588	541	489	536	582	535	2,003	2,182	2,142	2,168
L / F(%)	89.2	94.1	92.5	92.5	94.9	94.6	94.4	94.4	91.6	92.2	94.6	94.8
Yield(원)	85.3	98.0	105.5	84.4	89.5	101.5	109.7	87.4	99.4	93.0	97.4	98.5
국제선	120	98	148	129	182	136	198	170	371	494	686	855
ASK(백만)	2,158	2,251	2,679	2,819	3,305	3,083	3,429	3,608	7,629	9,831	13,425	16,374
RPK(백만)	1,835	1,843	2,304	2,460	2,935	2,594	3,047	3,202	6,354	8,342	11,778	14,532
L / F(%)	85.1	81.9	86.0	87.3	88.8	84.1	88.8	88.8	83.3	84.9	87.7	88.8
Yield(원)	65.6	53.0	64.1	52.3	62.1	52.3	65.1	53.0	58.4	59.8	58.2	58.9
기타	11	11	12	16	14	13	14	19	38	50	61	67
<b>매출액 증가율</b>	<b>19.9</b>	<b>13.8</b>	<b>33.0</b>	<b>23.3</b>	<b>38.7</b>	<b>25.6</b>	<b>24.6</b>	<b>23.6</b>	<b>19.1</b>	<b>23.0</b>	<b>27.8</b>	<b>18.9</b>
국내선	(1.3)	5.5	6.3	(4.6)	4.5	1.9	3.0	2.5	7.1	1.9	2.9	2.3
ASK(백만)	11.8	6.8	7.6	4.1	(6.4)	(2.0)	(3.0)	(3.0)	23.3	8.2	(4.2)	1.0
RPK(백만)	9.6	11.4	6.7	4.8	(0.4)	(1.5)	(1.0)	(1.0)	23.1	8.9	(1.8)	1.2
L / F(%p)	(1.8)	3.9	(0.7)	0.6	5.7	0.5	1.9	1.9	(0.1)	0.6	2.3	0.2
Yield(원)	(10.0)	(5.2)	(0.4)	(9.0)	5.0	3.5	4.0	3.5	(13.0)	(6.5)	4.8	1.1
국제선	28.9	18.1	49.6	33.5	51.2	39.0	34.4	31.9	22.9	33.2	38.7	24.7
ASK(백만)	26.0	16.6	38.0	37.8	53.1	37.0	28.0	28.0	34.6	28.9	36.6	22.0
RPK(백만)	26.3	23.4	41.0	38.8	59.9	40.8	32.2	30.2	35.6	31.3	41.2	23.4
L / F(%p)	0.2	4.5	1.8	0.6	3.8	2.2	2.8	1.5	0.6	1.6	2.9	1.0
Yield(원)	2.1	(4.3)	6.1	(3.8)	(5.4)	(1.2)	1.6	1.3	(9.4)	2.3	(2.6)	1.1
기타	27.4	20.8	24.3	57.0	31.8	21.0	16.7	17.2	66.6	33.2	21.0	10.5
<b>영업비용</b>	<b>158</b>	<b>161</b>	<b>183</b>	<b>186</b>	<b>213</b>	<b>197</b>	<b>232</b>	<b>228</b>	<b>557</b>	<b>689</b>	<b>870</b>	<b>1,034</b>
<b>증가율</b>	<b>28.3</b>	<b>21.1</b>	<b>22.4</b>	<b>23.7</b>	<b>35.1</b>	<b>22.0</b>	<b>26.5</b>	<b>22.1</b>	<b>15.7</b>	<b>23.8</b>	<b>26.2</b>	<b>18.9</b>
연료유류비	29	34	42	44	55	55	64	69	143	149	242	307
<b>증가율</b>	<b>(11.2)</b>	<b>(9.6)</b>	<b>11.4</b>	<b>25.6</b>	<b>90.7</b>	<b>59.3</b>	<b>52.5</b>	<b>55.0</b>	<b>(13.8)</b>	<b>4.2</b>	<b>62.2</b>	<b>26.8</b>
종업원급여	26	26	28	33	35	31	34	39	80	112	139	163
임차료	26	27	28	28	30	30	32	31	85	109	122	143
정비비	21	21	23	21	21	22	24	22	67	85	89	98
기타	55	53	63	61	72	59	78	68	181	233	277	323
<b>영업이익</b>	<b>16</b>	<b>1</b>	<b>38</b>	<b>4</b>	<b>27</b>	<b>7</b>	<b>44</b>	<b>8</b>	<b>51</b>	<b>59</b>	<b>86</b>	<b>102</b>
<b>증가율</b>	<b>(27.8)</b>	<b>(93.0)</b>	<b>127.4</b>	<b>7.7</b>	<b>74.6</b>	<b>940.0</b>	<b>15.6</b>	<b>87.4</b>	<b>74.2</b>	<b>14.1</b>	<b>46.5</b>	<b>19.0</b>
<b>영업이익률</b>	<b>9.0</b>	<b>0.4</b>	<b>17.2</b>	<b>2.2</b>	<b>11.3</b>	<b>3.3</b>	<b>16.0</b>	<b>3.4</b>	<b>8.5</b>	<b>7.8</b>	<b>9.0</b>	<b>9.0</b>
<b>세전이익</b>	<b>15</b>	<b>6</b>	<b>38</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>10</b>	<b>47</b>	<b>12</b>	<b>53</b>	<b>69</b>	<b>91</b>	<b>111</b>
<b>증가율</b>	<b>(26.9)</b>	<b>(59.0)</b>	<b>153.9</b>	<b>247.4</b>	<b>42.8</b>	<b>76.6</b>	<b>24.4</b>	<b>17.6</b>	<b>65.6</b>	<b>30.2</b>	<b>31.9</b>	<b>21.7</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>28</b>	<b>8</b>	<b>17</b>	<b>8</b>	<b>36</b>	<b>9</b>	<b>47</b>	<b>53</b>	<b>70</b>	<b>85</b>
<b>증가율</b>	<b>(43.0)</b>	<b>(59.0)</b>	<b>126.9</b>	<b>254.4</b>	<b>41.1</b>	<b>71.6</b>	<b>27.6</b>	<b>11.0</b>	<b>47.3</b>	<b>12.8</b>	<b>31.9</b>	<b>21.7</b>

자료: 제주항공, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

제주항공은 2005년에 설립되어 2016년 여객수 기준 국제선 점유율 6%, 국내선 점유율 15%를 차지하는 국내 1위 저비용항공사로 성장함. 2006년 제주~김포 노선에 처음으로 취항했고 국내선에서 경험을 쌓은 뒤 2008년 제주~히로시마에 취항하면서 국제선 시장에 진출함. 양대 국적항공사에 비해 사업구조가 유동적이고 가벼워 다양한 마케팅 전략을 구사할 수 있고 비용절감 노력을 통해 수익성 향상을 도모하고 있음.

- L/F(Load factor): 공급 대비 이용률로 RPK/FTK에서 ASK/AFTK를 나눈 값
- RPK(Revenue Passenger Kilometers): 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송실적 지표
- ASK(Available Seat Kilometers): 판매 가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송공급 지표

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	355	437	503	598	694
현금성자산	126	167	214	254	295
매출채권및기타채권	31	29	39	46	54
재고자산	6	8	10	12	14
비유동자산	122	164	261	282	329
투자자산	1	9	12	14	17
유형자산	41	59	127	123	144
무형자산	12	12	15	18	21
자산총계	478	600	763	880	1,022
유동부채	200	261	351	381	420
매입채무및기타채무	65	90	115	137	159
단기차입금및단기사채	20	20	26	37	41
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	46	67	86	102	119
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	246	328	437	483	539
자본금	130	131	131	131	131
자본잉여금	88	89	89	89	89
기타자본	1	0	0	0	0
이익잉여금	14	51	106	175	263
자본총계	232	272	327	396	484

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	72	117	142	112	161
당기순이익	47	53	70	85	103
유형자산상각비	7	11	14	29	43
무형자산상각비	2	4	5	5	6
자산부채변동	5	39	34	(23)	(8)
기타	11	10	19	16	17
투자활동현금흐름	(152)	(69)	(85)	(67)	(108)
유형자산투자	(41)	(30)	(82)	(25)	(64)
유형자산매각	17	0	0	0	0
투자자산순증	(121)	(38)	(3)	(2)	(2)
무형자산순증	(0)	(1)	(8)	(8)	(9)
기타	(7)	0	8	(32)	(33)
재무활동현금흐름	127	(7)	(10)	(5)	(12)
자본의증가	108	3	0	0	0
차입금의순증	19	0	6	11	4
배당금지급	0	(10)	(13)	(16)	(16)
기타	0	0	(3)	0	0
기타현금흐름	1	1	0	0	0
현금의증가	48	42	47	40	41

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	608	748	956	1,136	1,319
매출원가	486	602	760	903	1,043
매출총이익	122	146	196	233	276
판매관리비	71	87	110	131	151
영업이익	51	59	86	102	125
금융수익	4	11	12	12	13
이자수익	2	2	3	3	4
금융비용	6	2	4	5	5
이자비용	0	0	0	1	1
기타영업외손익	4	1	(2)	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	53	69	91	111	134
법인세비용	6	16	21	25	31
당기순이익	47	53	70	85	103
기타포괄이익	(4)	(5)	0	0	0
총포괄이익	43	48	70	85	103
EBITDA	61	73	105	137	174

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,812	2,045	2,670	3,249	3,923
BPS	8,948	10,351	12,420	15,069	18,392
DPS	400	500	600	600	600
성장성(% YoY)					
매출증가율	19.1	23.0	27.8	18.9	16.1
영업이익증가율	74.2	14.1	46.5	19.0	21.9
순이익증가율	47.3	12.8	31.9	21.7	20.7
EPS증가율	24.6	12.8	30.6	21.7	20.7
EBITDA증가율	61.3	18.9	44.4	30.0	27.8
수익성(%)					
영업이익률	8.5	7.8	9.0	9.0	9.5
순이익률	7.8	7.1	7.3	7.5	7.8
EBITDA Margin	10.1	9.7	11.0	12.0	13.2
ROA	12.7	9.9	10.3	10.4	10.8
ROE	30.2	21.1	23.4	23.6	23.4
배당수익률	1.0	2.0	1.9	1.9	1.9
배당성향	22.0	24.7	22.5	18.5	15.3
안정성					
순차입금(십억원)	(248)	(325)	(358)	(420)	(490)
차입금/자본총계비율(%)	10.5	7.5	8.1	9.4	8.5
Valuation(X)					
PER	22.1	12.3	12.0	9.9	8.2
PBR	4.5	2.4	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	13.0	4.6	4.6	3.1	2.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
제주항공(089590)	2015.10.19	NR	-
	2015.11.04	매수	49,000 원
	2016.05.12	매수	38,000 원
	2017.04.20	매수	40,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 27일 현재 제주항공 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결정에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.