

제주항공(089590)

매수(유지)

목표주가: 46,000원(유지)

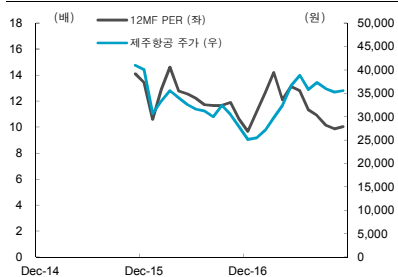
Stock Data

KOSPI(11/27)	2,508
주가(11/27)	35,550
시가총액(십억원)	937
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저가(원)	39,900/24,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,007
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.0/9.3
주요주주(%)	AK홀딩스 외 9인 60.2
	제주특별자치도청 7.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.6	(2.2)	27.9
상대주가(%p)	1.1	(8.7)	0.9

12MF PER 추이



자료: WISEIn 컨센서스

다시 주가의 날개를 펴다

항공업종에 대한 투자심리 회복되는 시점

3분기 실적발표 이후 항공주에 대한 시장관심이 높아지고 있다. 하반기 내내 증시에서 소외되어 온 탓에 항공업종은 밸류에이션 부담이 사라진 반면 4분기 실적모멘텀이 부각되는 시점이다. 3분기 실적이 기대에 못 미친 이유는 외국인 입국자수 감소에 따른 영향 이상으로 10월 추석연휴 이연에 따른 전년 베이스 부담이 컸기 때문이다. 4분기에는 반대로 비수기 기저효과에 추석 황금연휴 수혜가 더해진다. 이를 반영해 항공 3사의 3분기 영업이익 컨센서스는 2분기 실적발표 이후 817억원 줄었으나 4분기는 338억원이 늘었다. 실제로 10월 국제선여객 평균운임이 큰 폭으로 상승해 4분기 호실적에 대한 기대감은 더욱 커질 전망이다. 이렇게 항공주에 대한 투자심리가 개선될수록 주가의 초점은 유가상승과 같은 우려요인보다 원화강세, 제2여객터미널 개장 등 호재에 더 무게를 둘 것이다.

경쟁사 상장은 저비용항공산업에 대한 시장관심을 높여

제주항공은 여객점유율이 추세적으로 상승하는 한편 단위비용 절감에 힘입어 유가상승을 뛰어넘어 이익이 늘어나고 있다. 올해와 내년 감익이 불가피한 양대 국적사와 대조적이다. 하지만 하반기 주가는 업종 전반의 부정적 투자심리에서 자유롭지 못 했다. 항공업종은 대외변수에 민감하고 장기투자가 쉽지 않아 투자판단이 세분화되어 있지 않기 때문이다. 그만큼 대형 항공사와 차별화된 저비용항공(LCC)의 성장성은 저평가되어 있다. 제주항공은 EPS가 올해와 내년 각각 50%, 15% 늘어나지만 현 주가는 2018F PER 10배에 불과하다. 이러한 투자환경이 12월 진에어의 상장으로 변화를 맞이할 것이다. 단기적으로 투자 수요가 분산될 수 있으나, 이번 상장은 LCC에 대한 시장관심을 높이고 비교가능한 투자대안이 생겼다는 점에서 LCC와 양대 국적사 간 주가 디커플링의 기반을 마련할 것이다.

항공시장의 성장을 주도하는 1위 LCC에 대한 재평가 나타날 것

4분기 실적모멘텀과 항공주 투자심리의 개선으로 제주항공의 구조적 성장성이 재평가될 것이다. 10월 추석연휴에 힘입어 4분기 영업이익 컨센서스는 상향조정될 전망이다. 또한 양대 국적사는 물론 진에어도 전년대비 감익한 상황에서 홀로 3분기 영업이익이 증가세를 이어갔음에 주목해야 한다. 제주항공은 상장 이후 여객기 반납에 따른 정비비 발생 등 비용통제에 어려움을 겪은 것이 사실이다. 여기에 여객수요의 계절성을 극복할 만큼 규모가 확보되지 않아 분기 영업이익의 편차가 심했다. 하지만 올해 항공기당 정비비는 2015년 수준으로 낮아졌고, 비수기인 2분기와 4분기 영업이익 비중이 전년 8%에서 올해 35%로 높아질 것이다. 경쟁사들의 상장과 맞물려 LCC에 대한 디스카운트가 해소될 것으로 기대돼 제주항공에 대한 '매수' 의견과 목표주가 46,000원을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	608	51	47	2,054	41.3	61	19.5	13.0	4.5	30.2	1.0
2016A	748	59	53	2,045	(0.4)	73	12.3	4.6	2.4	21.1	2.0
2017F	987	104	81	3,075	50.4	135	11.6	4.7	2.8	26.5	1.7
2018F	1,186	117	92	3,523	14.6	175	10.1	3.3	2.3	24.6	1.7
2019F	1,380	138	108	4,132	17.3	212	8.6	2.4	1.9	23.5	1.7

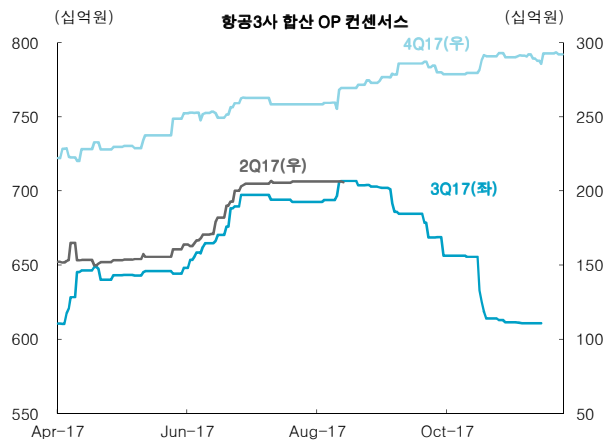
최고운

gowoon@truefriend.com

저비용항공사는 구조적으로 늘어나는 해외여행 수요의 수혜주

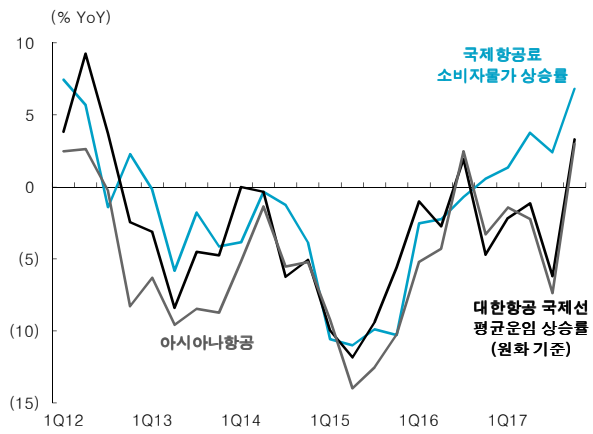
2위 LCC인 진에어가 12월 8일 상장될 예정이며, 올해 가장 큰 폭으로 외형이 커지고 있는 티웨이항공 역시 내년 상장을 목표로 최근 대표주관사를 선정했다. 연이은 경쟁사들의 상장으로 구조적으로 성장하는 저비용항공산업에 대한 시장관심이 커지고 있다. LCC의 국제선 M/S는 2016년 20%에서 올해 10월 누적기준 26%로 상승했다. 근거리노선 경쟁에서 밀린 양대 국적사가 항공기 투자규모를 줄이고 있어 향후 해외여행 수요 증가에 따른 수혜는 LCC들에게 집중될 것이다. 제주항공과 진에어는 각각의 장점이 뚜렷해 LCC 산업에 대한 재평가 수혜를 공유할 전망이다. 두 LCC 간의 가장 큰 차이는 장거리 노선의 운항 여부다. 진에어는 대한항공의 지원을 통해 장거리 노선 운항 및 정비비와 임차료 절감 등 다른 LCC들과 차별점이 부각된다. 반면 순수 LCC 사업모델로서의 경쟁력은 제주항공이 우위에 있다. 진에어는 대한항공의 인프라를 활용해 원가경쟁력이 높지만 중대형기 도입에 따른 비용효율성 하락으로 단위비용(CASK)은 제주항공과 비슷한 수준이다.

[그림 1] 3분기 실적이 부진한 만큼 4분기 기대감이 높아지는 구조



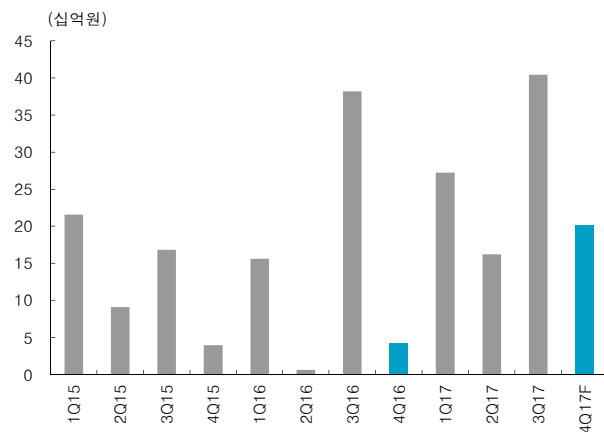
주: 항공 3사는 대한항공, 아시아나항공, 제주항공
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 2] 4분기 국제선여객 운임 반등이 항공업 호실적 뒷받침할 것



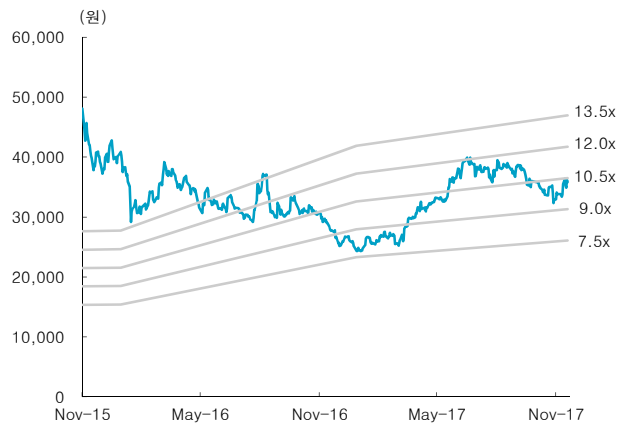
자료: 각 사, 통계청, 한국투자증권

[그림 3] 제주항공의 영업이익은 4분기 큰 폭으로 증가할 전망









자료: 제주항공, 한국투자증권

[그림 4] 현재 주가는 2018F PER 10배에 불과



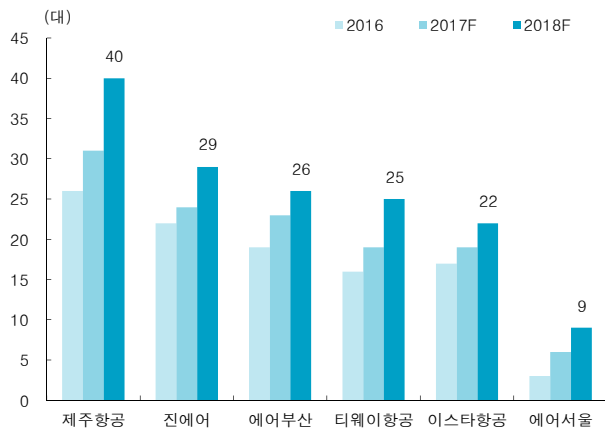
자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 1> 국내 저비용항공사 현황

	제주항공	진에어	에어부산	이스타항공	티웨이항공	에어서울
						
설립	2005년 1월	2008년 1월	2007년 8월	2007년 10월	2005년 8월	2015년 4월
취항	2006년 6월	2008년 7월	2008년 10월	2009년 1월	2010년 9월	2016년 7월
기재수	31대(+9)	24대(+5)	23대(+3)	19대(+3)	19대(+6)	6대(+3)
기종	B737-800(26대)	B777-200ER(4대) B737-800(20대)	A321-200(17대) A320-200(6대)	B737-800(3대) B737-700(14대) B737-900(2대)	B737-800(19대)	A321-200(6대)
평균 기령	11.5년	11.8년	11.7년	12.7년	9.8년	4.7년
국제선 M/S	7.5%	6.3%	3.8%	3.2%	4.2%	0.9%
국내선 M/S	14.2%	11.8%	12.4%	9.2%	9.0%	0.0%
주요 특징	우리나라 1위 LCC 부가매출 비중 8%	2017년 12월 상장예정 유일하게 장거리 운항	부산노선에 특화 2020년 장거리 취항계획		2018년 상장예정 2020년 장거리 취항계획	
주주구성	AK홀딩스 등 60.2% 제주특별자치도 7.6%	한진칼 60.0%(상장후)	아시아나항공 48.9%	이스타홀딩스 57.7%	티웨이홀딩스 81.0% 에림당 12.0%	아시아나항공 100.0%

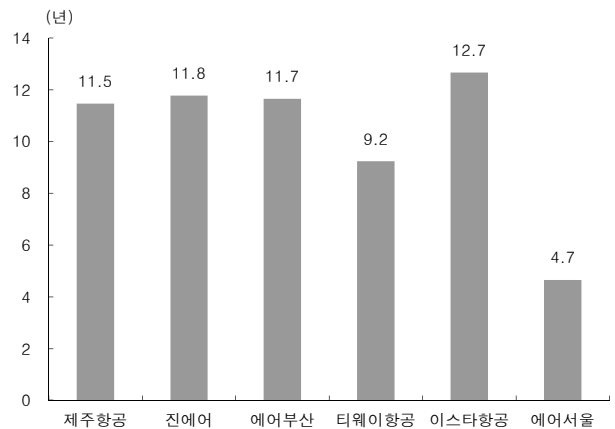
주: 기재수는 2017년말 기준, 괄호안은 2018년 도입예정수 / 티웨이항공 설립일은 한성항공 기준 / 점유율은 2017년 1월부터 10월까지 누적 유입 + 환승승객 기준
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 5] 우리나라 저비용항공사 항공기 수



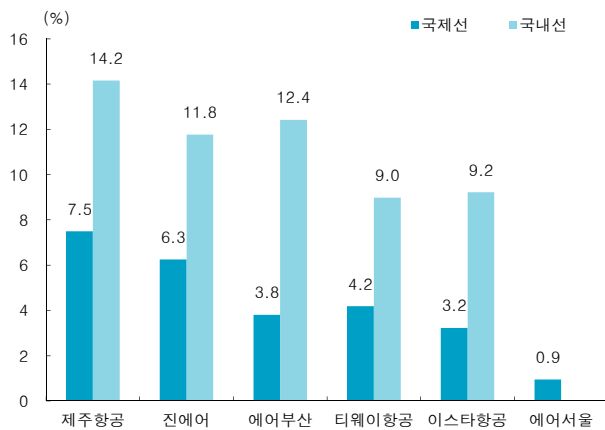
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 6] 여객기 평균기령



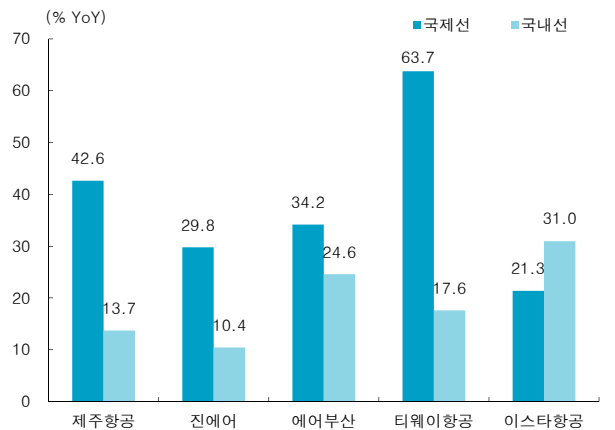
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 7] 2017년 10월 누적 유입여객수 점유율



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 8] 2017년 10월 누적 유입여객수 증가율



자료: 각 사, 한국투자증권

〈표 2〉 제주항공 실적전망

(단위: 십억원, 백만 km, 원, %, % YoY)

	2016				2017F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	2015	2016	2017F	2018F
매출액	173	162	222	191	240	228	267	252	608	748	987	1,186
국내선	42	53	62	46	44	61	62	51	199	203	218	224
ASK(백만)	551	578	635	584	516	578	592	584	2,186	2,365	2,270	2,295
RPK(백만)	492	544	588	541	489	554	568	557	2,003	2,182	2,167	2,189
L / F(%)	89.2	94.1	92.5	92.5	94.9	95.8	95.9	95.3	91.6	92.2	95.5	95.4
Yield(원)	85.3	98.0	105.5	84.4	89.7	110.0	109.8	91.2	99.4	93.0	100.5	102.5
국제선	120	98	148	129	183	146	195	180	371	494	704	885
ASK(백만)	2,158	2,251	2,679	2,819	3,305	3,196	3,497	3,664	7,629	9,831	13,661	16,910
RPK(백만)	1,835	1,843	2,304	2,460	2,935	2,744	3,136	3,255	6,354	8,342	12,070	15,040
L / F(%)	85.1	81.9	86.0	87.3	88.8	85.9	89.7	88.8	83.3	84.9	88.4	88.9
Yield(원)	65.6	53.0	64.1	52.3	62.2	53.4	62.1	55.4	58.4	59.8	58.3	58.9
기타	11	11	12	16	14	21	10	21	38	50	65	77
매출액 증가율	19.9	13.8	33.0	23.3	38.7	40.7	20.3	32.1	19.1	23.0	32.0	20.2
국내선	(1.3)	5.5	6.3	(4.6)	4.7	14.1	0.6	11.2	7.1	1.9	7.4	3.0
ASK(백만)	11.8	6.8	7.6	4.1	(6.4)	(0.0)	(6.9)	0.0	23.3	8.2	(4.0)	1.1
RPK(백만)	9.6	11.4	6.7	4.8	(0.4)	1.7	(3.4)	3.0	23.1	8.9	(0.7)	1.0
L / F(%p)	(1.8)	3.9	(0.7)	0.6	5.7	1.7	3.5	2.7	(0.1)	0.6	3.2	(0.1)
Yield(원)	(10.0)	(5.2)	(0.4)	(9.0)	5.2	12.2	4.1	8.0	(13.0)	(6.5)	8.1	2.0
국제선	28.9	18.1	49.6	33.5	51.6	50.0	31.8	40.2	22.9	33.2	42.4	25.7
ASK(백만)	26.0	16.6	38.0	37.8	53.1	42.0	30.5	30.0	34.6	28.9	39.0	23.8
RPK(백만)	26.3	23.4	41.0	38.8	59.9	48.9	36.1	32.3	35.6	31.3	44.7	24.6
L / F(%p)	0.2	4.5	1.8	0.6	3.8	4.0	3.7	1.6	0.6	1.6	3.5	0.6
Yield(원)	2.1	(4.3)	6.1	(3.8)	(5.2)	0.7	(3.1)	6.0	(9.4)	2.3	(2.4)	0.9
기타	27.4	20.8	24.3	57.0	26.5	86.3	(20.4)	25.9	66.6	33.2	28.3	19.0
영업비용	158	161	183	186	213	212	226	232	557	689	883	1,069
증가율	28.3	21.1	22.4	23.7	35.1	31.2	23.3	24.3	15.7	23.8	28.1	21.1
연료유류비	29	34	42	44	55	49	53	67	143	149	224	311
증가율	(11.2)	(9.6)	11.4	25.6	91.4	41.9	27.6	51.0	(13.8)	4.2	50.2	38.9
종업원급여	26	26	28	33	34	39	39	38	80	112	150	174
임차료	26	27	28	28	30	31	31	31	85	109	123	146
정비비	21	21	23	21	21	21	22	22	67	85	85	103
기타	55	53	63	61	73	73	81	74	181	233	300	335
영업이익	16	1	38	4	27	16	40	20	51	59	104	117
증가율	(27.8)	(93.0)	127.4	7.7	74.6	2,447.1	5.8	373.0	74.2	14.1	77.2	12.8
영업이익률	9.0	0.4	17.2	2.2	11.3	7.1	15.1	8.0	8.5	7.8	10.5	9.9
세전이익	15	6	38	10	22	20	42	23	53	69	106	120
증가율	(26.9)	(59.0)	153.9	247.4	42.8	243.8	11.9	127.6	65.6	30.2	54.0	12.7
지배주주순이익	12	5	28	8	17	15	32	17	47	53	81	92
증가율	(43.0)	(59.0)	126.9	254.4	41.1	229.6	12.7	112.3	47.3	12.8	51.9	14.3

자료: 제주항공, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

제주항공은 2005년에 설립되어 2017년 10월 여객수 기준 국제선 점유율 7.5%, 국내선 점유율 14.2%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 유통적이고 가벼워 다양한 마케팅 전략을 구사할 수 있고 비용절감 노력을 통해 수익성 향상을 도모하고 있음.

- ASK(Available Seat Kilometers): 판매 가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송공급 지표
- RPK(Revenue Passenger Kilometers): 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송실적 지표
- L/F(Load factor): 공급 대비 이용률로 RPK에서 ASK를 나눈 탑승률 지표
- CASK(Cost per ASK): ASK당 영업비용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	355	437	490	589	685
현금성자산	126	167	192	230	268
매출채권및기타채권	31	29	40	48	56
재고자산	6	8	10	12	14
비유동자산	122	164	274	325	375
투자자산	1	9	13	15	18
유형자산	41	59	136	159	182
무형자산	12	12	16	19	22
자산총계	478	600	764	914	1,060
유동부채	200	261	305	340	376
매입채무및기타채무	65	90	119	143	166
단기차입금및단기사채	20	20	26	33	37
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	46	67	122	160	177
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	33	53	53
부채총계	246	328	427	500	554
자본금	130	131	131	131	131
자본잉여금	88	89	89	89	89
기타자본	1	0	0	0	0
이익잉여금	14	51	116	193	285
자본총계	232	272	337	414	506

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	72	117	113	149	186
당기순이익	47	53	81	92	108
유형자산감가상각비	7	11	26	52	67
무형자산상각비	2	4	5	6	7
자산부채변동	5	39	(19)	(18)	(13)
기타	11	10	20	17	17
투자활동현금흐름	(152)	(69)	(112)	(122)	(136)
유형자산투자	(41)	(30)	(103)	(75)	(90)
유형자산매각	17	0	0	0	0
투자자산순증	(121)	(38)	(3)	(3)	(2)
무형자산순증	(0)	(1)	(9)	(9)	(10)
기타	(7)	0	3	(35)	(34)
재무활동현금흐름	127	(7)	23	11	(12)
자본의증가	108	3	0	0	0
차입금의순증	19	0	39	27	4
배당금지급	0	(10)	(13)	(16)	(16)
기타	0	0	(3)	0	0
기타현금흐름	1	1	0	0	0
현금의증가	48	42	24	39	38

주: K-IFRS (별도) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

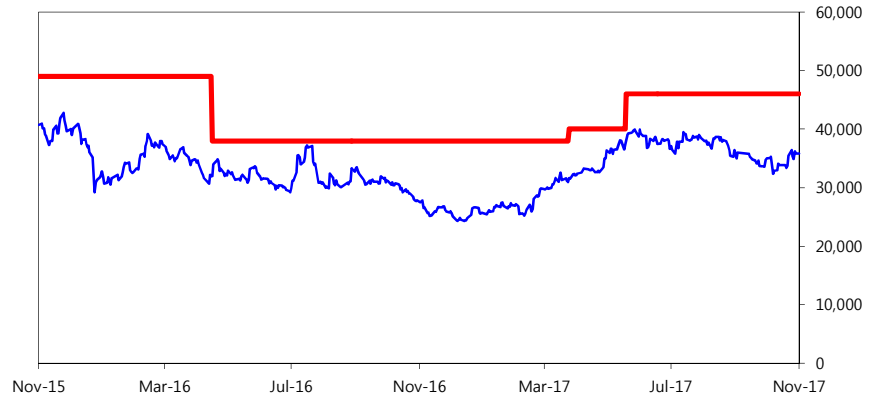
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	608	748	987	1,186	1,380
매출원가	486	602	766	928	1,078
매출총이익	122	146	221	259	302
판매관리비	71	87	117	141	164
영업이익	51	59	104	117	138
금융수익	4	11	10	10	11
이자수익	2	2	3	3	4
금융비용	6	2	6	7	8
이자비용	0	0	1	1	2
기타영업외손익	4	1	(1)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	53	69	106	120	140
법인세비용	6	16	25	27	32
당기순이익	47	53	81	92	108
기타포괄이익	(4)	(5)	0	0	0
총포괄이익	43	48	81	92	108
EBITDA	61	73	135	175	212

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,054	2,045	3,075	3,523	4,132
BPS	8,948	10,351	12,796	15,703	19,216
DPS	400	500	600	600	600
성장성(% YoY)					
매출증가율	19.1	23.0	32.0	20.2	16.3
영업이익증가율	74.2	14.1	77.2	12.8	17.5
순이익증가율	47.3	12.8	51.9	14.3	17.3
EPS증가율	41.3	(0.4)	50.4	14.6	17.3
EBITDA증가율	61.3	18.9	85.3	29.8	20.9
수익성(%)					
영업이익률	8.5	7.8	10.5	9.9	10.0
순이익률	7.8	7.1	8.2	7.8	7.8
EBITDA Margin	10.1	9.7	13.7	14.7	15.3
ROA	12.7	9.9	11.8	11.0	11.0
ROE	30.2	21.1	26.5	24.6	23.5
배당수익률	1.0	2.0	1.7	1.7	1.7
배당성향	22.0	24.7	19.5	17.0	14.5
안정성					
순차입금(십억원)	(248)	(325)	(309)	(356)	(425)
차입금/자본총계비율(%)	10.5	7.5	17.6	20.9	17.8
Valuation(X)					
PER	19.5	12.3	11.6	10.1	8.6
PBR	4.5	2.4	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	13.0	4.6	4.7	3.3	2.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
제주항공(089590)	2015.11.04	매수	49,000원	-25.4	-1.8
	2016.05.12	매수	38,000원	-21.9	-2.1
	2017.04.20	매수	40,000원	-14.2	-4.8
	2017.06.14	매수	46,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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 결과에 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.