제주항공 (089590)

길게 보면 잘한 선택

양지환
jihwan.yang@daishin.com

이지수
jane.lee@daishin.com

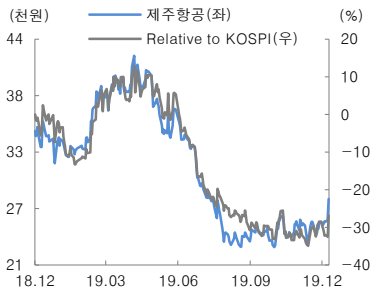
투자의견	Marketperform 시장수익률, 유지
6개월 목표주가	28,000 상향
현재주가 (19.12.18)	27,700

운송업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2194.76
시가총액	730십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	132십억원
52주 최고/최저	42,300원 / 22,800원
120일 평균거래대금	28억원
외국인지분율	6.72%
주요주주	AK홀딩스 외 3 인 58.86% 제주특별자치도 7.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.8	11.2	-19.0	-16.1
상대수익률	9.1	5.0	-22.6	-21.1



투자의견 시장수익률 유지, 목표주가 28,000원으로 상향

- 목표주가는 2020년 추정 BPS에 Target PBR 2.2배 적용하여 산출
- 전일(12/18) 제주항공은 이스타항공의 지분 51.17%를 695억원에 인수하기로 결정
- 매도자는 이스타홀딩스(39.6%)외 2인이며, 이스타홀딩스는 제주항공이 발행하는 사모 전환사채 100억(전환권 행사 시 391.8천주 보유)을 인수하는 조건임
- 동사는 2019년 3분기말 별도기준 현금성 자산 3,200억원(단기금융자산을 포함)을 보유 중으로 이스타항공 인수에 따른 자금 부담은 크지 않다고 판단함
- 다만, 2020년 상반기까지 항공업황 부진으로 Cash-burning이 이어질 가능성이 있는 점은 다소 부담스러운 요인
- 중장기적으로 볼 때는 잘한 선택이라고 판단. 이유는 1)B737Max 및 A321NEO 도입지연 등으로 경쟁사들이 기재확보가 어려운 상황에서 이스타항공 인수로 기재운영의 효율성을 확보, 2)중국노선 운수권 확보에 따른 중국노선 점유율 확대, 3)이스타항공이 보유한 인천공항 Slot 활용 가능, 4)기단확대에 따른 규모의 경제 실현 등임

제주항공 국제선 66개 노선, 이스타 34개 노선 중 중복노선은 18개 노선

- 제주항공과 이스타항공의 국제선 운항도시는 각각 66개와 34개로 합산할 경우 100개 노선을 운항중이며, 이중 중복 노선은 18개 노선으로 추정
- 인천발 국제선의 경우 제주항공은 총 37개 노선을, 이스타항공은 23개 노선을 운항중이며, 인천발 노선 중 중복노선 수는 15개 노선임
- 인천발 국제선 노선의 중복 취항 수를 줄일 경우, 운항 효율성 증대와 부족한 인천공항의 Slot을 확보할 수 있다는 점에서 긍정적인 시너지를 발휘할 것으로 예상함
- 국내선의 경우 제주항공은 총 7개 노선, 이스타항공은 4개 노선을 운항 중으로 김포-제주, 청주-제주, 부산-제주 노선 3개 노선의 경우 중복 취항중인 것으로 파악됨

중국노선 운수권 확보한 점도 긍정적이라고 판단

- 이스타항공 인수로 인수로 중국노선 운수권을 확보한 점도 노선 효율성 확보라는 측면에서 긍정적으로 판단
- 이스타항공은 총 6개의 중국노선 운수권을 보유하고 있음. 이스타항공이 운수권을 보유중인 노선은 1)인천-상하이, 2)제주-상하이, 3)인천-정저우, 4)청주-장가계, 5)부산-옌지, 6)청주-하얼빈 노선임. 이중 현재 취항중인 노선은 1), 3), 4) 노선 3개임
- 일본노선의 회복시점이 불투명한 가운데, 중국에 취항할 수 있는 옵션이 생긴 점은 기재운영의 효율성 확보차원에서 긍정적이라고 판단함

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 , %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	996	1,259	1,369	1,522	1,713
영업이익	101	101	-34	55	122
세전순이익	101	93	-70	35	95
총당기순이익	78	71	-53	26	72
지배지분순이익	78	71	-53	26	72
EPS	2,954	2,689	-2,003	996	2,741
PER	12.0	12.5	NA	27.8	10.1
BPS	12,584	14,509	11,857	12,584	14,677
PBR	2.8	2.3	2.3	2.2	1.9
ROE	25.8	19.9	-15.2	8.1	20.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 제주항공, 대신증권 Research Center

표 1. **제주항공과 이스타항공의 국제선 취항 도시**

국제선	지역	도시	LCC 항공사 제주	이스타	합계
인천발	일본	가고시마		o	1
		나고야	o		1
		도쿄	o	o	2
		마쓰야마	o		1
		삿포로	o	o	2
		오사카	o	o	2
		오키나와	o	o	2
		후쿠오카	o	o	2
		시즈오카	o		1
		미야자키		o	1
	소계		8	7	15
	중국	스자좡	o		1
		싼야	o		1
		옌타이	o		1
		웨이하이	o		1
		자무스	o		1
		칭다오	o		1
		하이커우	o		1
		지난		o	1
		옌지	o	o	2
		상하이		o	1
		정저우		o	1
		난퉁	o		1
		하얼빈	o		1
		홍콩	o	o	2
		마카오	o	o	2
	소계		12	6	18
	동남아시아	화롄		o	1
		타이베이	o	o	2
		가오슝	o	o	2
		호찌민	o		1
		나트랑	o	o	2
		다낭	o	o	2
		하노이	o		1
		마닐라	o		1
		비엔티안	o		1
		방콕	o	o	2
		팔라완		o	1
		푸꾸옥		o	1
		세부	o		1
		클락	o		1
		치앙마이	o		1
		코타키나발루	o	o	2
	소계		13	9	22
	대양주	괌	o		1
		사이판	o		1
		골드코스트	o		1
	소계		3	0	3
	러시아	블라디보스토크	o	o	2
	소계		1	1	2

국제선	지역	도시	LCC 항공사 제주	이스타	합계
김포발	일본	오사카	o		1
	대만	타이베이		o	1
		송산		o	1
	소계		1	2	3
청주발	일본	오사카	o		1
	중국	옌지		o	1
		하이커우		o	1
	대만	타이베이	o	o	2
	대양주	괌	o		1
	소계		3	3	6
대구발	일본	도쿄	o		1
	중국	베이징	o		1
	동남아시아	타이베이	o		1
		다낭	o		1
		세부	o		1
	소계		5	0	5
제주발	일본	후쿠오카	o		1
	중국	홍콩	o	o	2
		마카오	o	o	2
	동남아시아	가오슝	o		1
		타이베이	o		1
	소계		5	2	7
부산발	일본	도쿄	o		1
		오사카	o		1
		후쿠오카	o		1
	동남아시아	타이베이	o		1
		가오슝	o		1
		화롄		o	1
		방콕		o	1
		코타키나발루		o	1
	러시아	블라디보스토크		o	1
	소계		5	4	9
무안발	일본	도쿄	o		1
	중국	싼야	o		1
		옌지	o		1
		장자제	o		1
	동남아시아	타이베이	o		1
		다낭	o		1
		방콕	o		1
		세부	o		1
		코타키나발루	o		1
	대양주	괌	o		1
	소계		10	0	10
	Total		66	34	100
	중복 노선 수				19

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

표 2. **제주항공과 이스타항공이 취항 중인 국내선 현황**

국내선	지역	도시	LCC 항공사		합계
			제주항공	이스타항공	
김포발	제주	제주	o	o	2
		부산	o		1
	소계		2	1	3
청주발	제주	제주	o	o	2
	소계		1	1	2
광주발	제주	제주	o		1
	소계		1	0	1
대구발	제주	제주	o		1
	소계		1	0	1
군산발	제주	제주		o	1
	소계		0	1	1
부산발	김포	김포	o		1
	제주	제주	o	o	2
	소계		2	1	3
Total			7	4	11
중복 노선 수					4

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

표 1. 제주항공의 별도기준 분기 및 연간 실적 추정표 (단위: 십억원, %, 원/달러, $/bbl)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018	2019F	2020F
환율평균 (원/달러)	1,073	1,080	1,122	1,128	1,126	1,167	1,194	1,175	1,101	1,165	1,165
Jet Fuel ($/bbl)	80	85	86	83	75	78	75	74	84	75	78
매출액	308	283	350	316	391	311	367	292	1,257	1,361	1,513
% yoy	28.4	24.3	31.1	20.6	26.9	9.9	4.9	-7.5	26.1	8.3	11.2
국내여객	47	63	60	54	49	61	62	55	224	226	233
국제여객	240	196	263	234	315	221	271	205	933	1,012	1,139
부대매출	22	24	26	27	28	29	34	32	99	123	141
영업비용	262	272	311	309	337	339	385	338	1,155	1,399	1,459
% yoy	23.1	28.2	37.7	26.8	28.5	24.9	23.7	9.1	29.0	21.1	4.3
영업이익	46	12	38	6	58	-28	-18	-46	102	-34	54
OPM	15.0	4.2	10.9	1.9	14.8	-8.9	-5.0	-15.7	8.1	-2.5	3.6
% yoy	-65.8	24.8	-332.8	-148.3	24.8	-332.8	-148.3	-854.5	0.8	-133.2	-258.7
ASK (백만인 km)											
국내여객	558	603	601	607	571	628	656	656	2,369	2,509	2,596
% yoy	8.1	4.3	1.6	3.9	2.3	4.1	9.0	8.0	4.4	5.9	3.4
국제여객	4,063	4,155	4,729	4,818	5,442	5,437	6,157	5,348	17,765	22,384	25,058
% yoy	22.9	30.0	35.2	37.2	34.0	30.8	30.2	11.0	31.5	26.0	11.9
RPK (백만인 km)											
국내여객	523	575	561	568	542	585	608	608	2,227	2,343	2,401
% yoy	6.8	3.9	-1.2	1.7	3.8	1.6	8.4	7.0	0.4	1.0	2.8
국제여객	3,665	3,641	4,103	4,065	4,799	4,369	5,234	4,431	15,474	18,833	21,242
% yoy	24.9	32.7	30.8	31.2	30.9	20.0	27.6	9.0	34.4	8.5	12.6
Load Factor (%)											
국내여객	93.7	95.4	93.2	93.6	95.1	93.2	92.7	92.7	94.0	93.4	92.5
국제여객	90.2	87.6	86.8	84.4	88.2	80.4	85.0	82.9	87.1	84.1	84.8
Yield (원)											
국내여객	89.9	110.2	106.7	94.8	90.0	104.1	101.7	90.1	100.6	96.6	96.9
% yoy	0.5	0.2	-1.9	-6.7	0.0	-5.5	-4.7	-5.0	-2.2	-4.0	0.3
국제여객	65.4	53.9	64.2	57.6	65.6	50.7	51.8	46.2	60.3	53.7	53.6
% yoy	6.5	1.1	9.0	-2.5	0.4	-6.0	-19.3	-19.8	3.5	-10.9	-0.2
Yield (cent)											
국내여객	8.4	10.2	9.5	8.4	8.0	8.9	8.5	7.7	9.0	8.2	8.3
% yoy	8.1	4.8	-1.0	-8.5	-4.6	-12.5	-10.5	-8.8	-3.6	-8.4	1.2
국제여객	6.1	5.0	5.7	5.1	5.8	4.3	4.3	3.9	3.5	-10.9	-0.2
% yoy	14.6	5.7	10.0	-4.4	-4.3	-13.0	-24.2	-23.0	3.8	-16.3	0.7

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

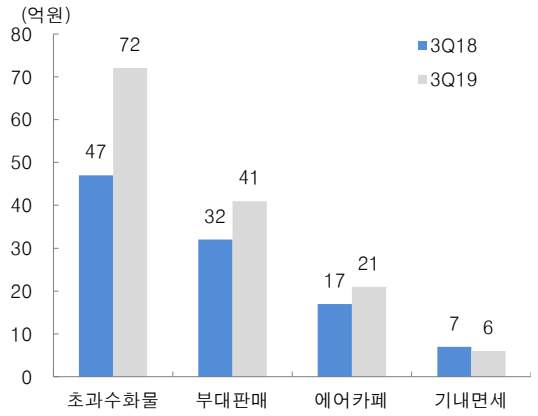
- 제주항공은 애경그룹 소속의 저비용항공사 (LCC)이며 2005년 1월 설립된 이후 2015년 11월에 상장됨
- 주력사업인 단거리노선에 집중하고 있으며 주요사업은 1)여객, 2)화물 운송, 3)기내면세품 판매 및 부대서비스 판매 사업임
- 사전좌석 구매, 위탁수하물 구매, 온라인과 모바일 탑승권 서비스, 렌터카와 연계된 서비스 등을 제공함
- 세계 최대 저가항공사 동맹체인 Value Alliance 회원사임
- 최대주주는 AK 홀딩스 (지분율 56.94%), 제주특별자치도청 (지분율 7.75%) 등

주가 변동요인

- 항공운송업은 국내 및 글로벌 경기에 연동되는 대표적인 경기 민간업종으로 국내 및 전세계 GDP 성장율 및 화물 물동량의 영향
- 항공운송업의 주요 영업비용은 유류비, 인건비, 기재비 등이며, 유가상승이 수익성에 절대적인 영향을 미치는 요인임
- 원/달러환율 또한 항공사의 수익성에 영향을 미치는 요인임

자료: 제주항공, 대신증권 Research Center

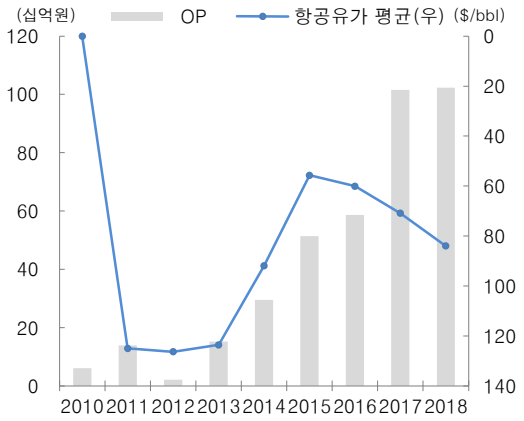
제주항공 주요 부대매출



자료: 제주항공, 대신증권 Research Center

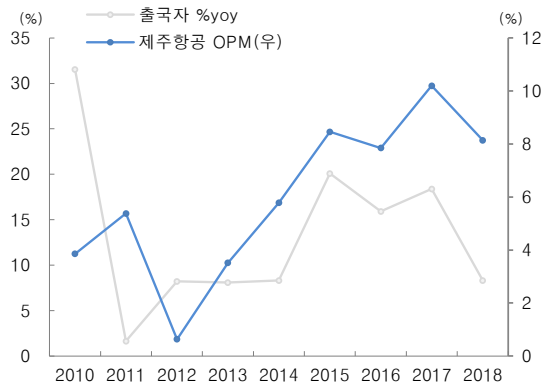
Earnings Driver

그림 1. 제주항공 영업이익과 유가 추이



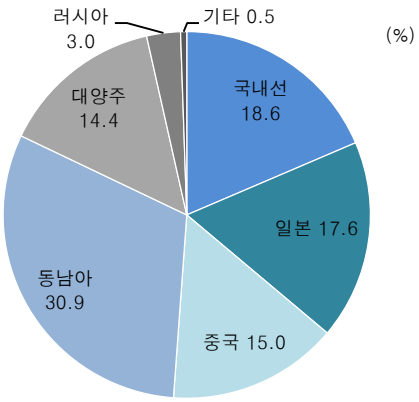
주: 유가는 축반전
자료: 제주항공, 대신증권 Research Center

그림 2. 제주항공 OPM 과 출국자수 증가율 추이



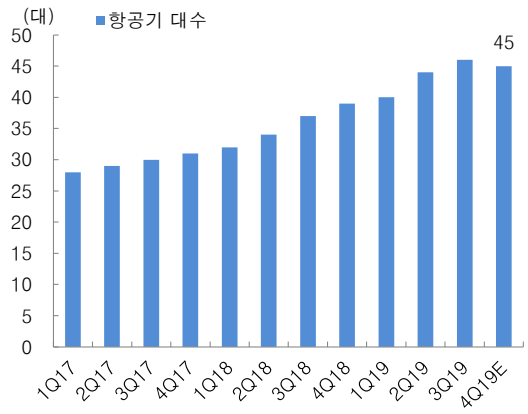
자료: 제주항공, 인천공항, 대신증권 Research Center

그림 3. 제주항공의 3Q19 국제여객 노선별 매출 비중



자료: 제주항공, 대신증권 Research Center

그림 4. 제주항공 항공기 도입 계획



자료: 제주항공, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	996	1,259	1,369	1,522	1,713
매출원가	775	1,016	1,245	1,308	1,411
매출총이익	222	244	123	215	302
판매비와관리비	120	143	157	160	180
영업이익	101	101	-34	55	122
영업이익률	10.2	8.0	-2.5	3.6	7.1
EBITDA	127	137	17	120	206
영업외손익	0	-8	-36	-20	-27
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	9	17	26	15	15
외환관련이익	17	10	8	15	8
금융비용	-8	-18	-35	-35	-36
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	-7	-27	0	-6
법인세비용차감전순손익	101	93	-70	35	95
법인세비용	-23	-22	17	-8	-23
계속사업순손익	78	71	-53	26	72
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	78	71	-53	26	72
당기순이익률	7.8	5.6	-3.9	1.7	4.2
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	78	71	-53	26	72
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	0	0	0
포괄순이익	77	65	-56	23	69
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	77	65	-56	23	69

재무상태표 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	450	478	418	398	446
현금및현금성자산	104	223	156	128	165
매출채권 및 기타채권	45	59	64	71	79
재고자산	9	12	13	14	16
기타유동자산	292	185	185	185	185
비유동자산	350	553	986	1,099	1,245
유형자산	171	331	438	527	646
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	180	222	548	572	599
자산총계	800	1,032	1,404	1,497	1,690
유동부채	368	403	522	551	593
매입채무 및 기타채무	122	146	146	146	146
차입금	8	0	0	0	0
유동성채무	47	15	108	108	118
기타유동부채	192	242	268	297	329
비유동부채	101	246	569	614	710
차입금	0	65	72	79	86
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	101	181	497	535	624
부채총계	469	649	1,091	1,165	1,304
지배지분	331	382	313	332	387
자본금	132	132	132	134	134
자본잉여금	90	90	90	98	98
이익잉여금	115	163	93	102	157
기타자본변동	-5	-2	-2	-2	-2
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	331	382	313	332	387
순차입금	-292	-209	258	315	364

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	2,954	2,689	-2,003	996	2,741
PER	12.0	12.5	NA	27.8	10.1
BPS	12,584	14,509	11,857	12,584	14,677
PBR	2.8	2.3	2.3	2.2	1.9
EBITDAPS	4,804	5,215	663	4,542	7,832
EV/EBITDA	5.1	4.9	56.5	8.7	5.3
SPS	37,831	47,783	51,926	57,752	64,993
PSR	0.9	0.7	0.5	0.5	0.4
CFPS	5,284	5,445	1,635	5,101	8,395
DPS	600	650	650	650	650

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	33.3	26.4	8.7	11.2	12.5
영업이익 증가율	73.4	-0.1	적전	흑전	123.4
순이익 증가율	46.9	-8.9	적전	흑전	175.3
수익성					
ROIC	163.9	45.3	-8.7	11.4	21.0
ROA	14.5	11.0	-2.8	3.8	7.7
ROE	25.8	19.9	-15.2	8.1	20.1
안정성					
부채비율	141.5	169.8	349.2	351.2	337.0
순차입금비율	-88.1	-54.6	82.7	94.9	94.2
이자보상배율	223.5	67.8	-1.3	2.1	4.6

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	145	121	33	97	167
당기순이익	78	71	-53	26	72
비현금항목의 가감	61	73	96	108	149
감가상각비	25	36	51	65	84
외환손익	4	-1	23	-4	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	32	37	22	47	63
자산부채의 증감	23	9	-5	-7	-9
기타현금흐름	-18	-31	-5	-30	-45
투자활동 현금흐름	-223	-6	-142	-139	-189
투자자산	-70	143	0	0	0
유형자산	-133	-153	-153	-150	-200
기타	-20	5	11	11	11
재무활동 현금흐름	20	5	83	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	38	20	7	7	7
유상증자	0	0	0	10	0
현금배당	-13	-16	-17	-17	-17
기타	-5	0	93	0	10
현금의 증감	-65	119	-67	-29	38
기초 현금	168	104	223	156	128
기말 현금	104	223	156	128	165
NOPLAT	78	77	-25	42	93
FCF	-36	-47	-128	-43	-23

자료: 제주항공, 대신증권 Research Center

[Daishin House View 4차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)

[Compliance Notice]

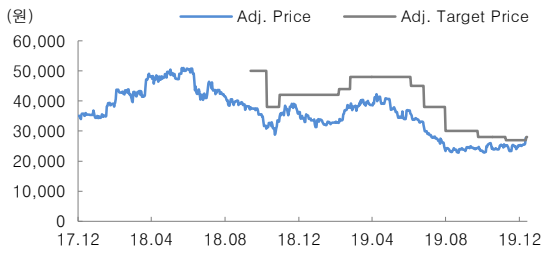
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

제주항공(089590) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	19.12.19	19.11.15	19.09.30	19.08.07	19.07.14	19.07.03
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가	28,000	27,000	28,000	30,000	38,000	38,000
괴리율(평균,%)		(7.54)	(12.31)	(20.20)	(27.71)	(22.95)
괴리율(최대/최소,%)		2.59	(7.14)	(17.00)	(21.32)	(21.32)
제시일자	19.06.11	19.05.07	19.05.03	19.04.07	19.03.26	19.03.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	45,000	48,000	48,000	48,000	48,000	48,000
괴리율(평균,%)	(25.29)	(20.42)	(18.14)	(18.21)	(19.28)	(19.62)
괴리율(최대/최소,%)	(21.89)	(11.88)	(11.88)	(11.88)	(16.04)	(16.04)
제시일자	19.03.14	19.03.10	19.03.06	19.03.03	19.02.12	19.01.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	48,000	48,000	48,000	48,000	44,000	42,000
괴리율(평균,%)	(20.90)	(20.94)	(20.63)	(19.48)	(18.06)	(17.42)
괴리율(최대/최소,%)	(18.33)	(18.33)	(18.33)	(18.33)	(12.16)	(6.90)
제시일자	18.12.10	18.11.20	18.11.06	18.10.16	18.10.10	18.09.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	42,000	42,000	42,000	38,000	50,000	50,000
괴리율(평균,%)	(15.12)	(11.93)	(13.44)	(16.80)	(30.07)	(27.26)
괴리율(최대/최소,%)	(6.90)	(6.90)	(8.57)	(11.84)	(25.00)	(25.00)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20191122)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	87.1%	12.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상