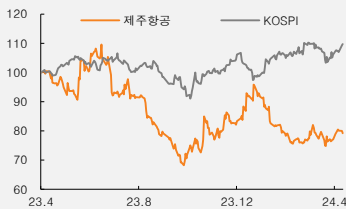


투자의견(유지)	중립
목표주가(유지)	11,500원
현재주가(24/5/8)	11,140원
상승여력	3.2%

영업이익(24F,십억원)	192		
Consensus 영업이익(24F,십억원)	175		
<hr/>			
EPS 성장률(24F,%)	-20.3		
MKT EPS 성장률(24F,%)	75.9		
P/E(24F,x)	8.0		
MKT P/E(24F,x)	11.1		
KOSPI	2,745.05		
<hr/>			
시가총액(십억원)	898		
발행주식수(백만주)	81		
유동주식비율(%)	44.2		
외국인 보유비중(%)	3.9		
베타(12M) 일간수익률	0.08		
52주 최저가(원)	9,600		
52주 최고가(원)	15,420		
<hr/>			
(%)	1M	6M	12M
절대주가	2.4	3.0	-21.0
상대주가	1.4	-9.2	-27.7



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

089590 · 항공

제주항공

안정을 찾는 펀더멘털

1Q24 Review: 단가 상승으로 영업이익 예상치 부합

제주항공의 별도 기준 매출액은 27.7% YoY 증가한 5,392억원을 기록했다. 운항편수가 19.7% YoY 증가한 가운데 국제선의 공급과 수송량이 모두 31.3% YoY 반등하며 탑라인 상승을 이끌었다. 반면, 국내선은 공급(-3.0% YoY)과 수송(-8.6% YoY) 모두 감소했다. 국제 노선에 집중한 결과다.

노선별로는 동남아의 매출 비중이 37.2%로 전분기(33.7%) 및 전년동기(34.6%) 대비 크게 상승했다. 성장을 이끌었던 일본 노선의 비중은 33.9%로 전분기(33.6%) 수준을 유지했다.

별도 기준 영업이익은 751억원(6.2% YoY)을 기록하며 시장 기대치(753억원)에 부합했다. 다만 큰 폭의 매출 증가에도 불구하고, 유가 및 환율 등 원가 부담과 기저효과로 인해 영업이익 상승률은 제한되었다. 순이익은 431억원을 기록하며 10.5% YoY 감소했다. 환율 및 금리 상승에 따른 금융 비용 상승에 기인한 것으로 보인다.

나타난 공급 증가 효과, 보잉의 인도 여건이 관건

4Q23 여객기 2대의 도입 효과가 본격화되는 가운데, 제주항공은 2018년 맺은 B737-8 50대 도입 계약을 바탕으로 주력 기종을 변경할 계획이다. B737-8은 기존 B737-800에 비해 연료 소모량 감소(-15%), 운항거리 증가(15~20%)에 따라 원가 감소 및 네트워크 확대가 가능하다.

다만, 최근 보잉의 상황을 감안할 때, 인도 스케줄의 현실화는 지켜볼 필요가 있다. 2024년 제주항공은 신규 항공기 4대를 도입하고 2대를 반납할 계획이었다. 하지만, 인도 지연으로 현재 4Q24 3대 도입, 1대 반납으로 계획을 변경한 상태이다.

목표주가 11,500원 및 중립의견 유지

제주항공에 대한 목표주가 11,500원 및 중립 의견을 유지한다. 수급 호조에 따른 단가 유지가 나타나고 있다. 아시아나항공 화물 부문 인수 절차 중단으로 재무 부담 완화도 기대된다. PER 8.0배로 밸류에이션도 부담이 크지는 않다. 수익성, 안정성 악화 우려에 따른 주가 하락은 일단락될 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	703	1,724	1,916	1,974	2,018
영업이익 (십억원)	-178	170	192	175	172
영업이익률 (%)	-25.3	9.9	10.0	8.9	8.5
순이익 (십억원)	-180	134	112	119	120
EPS (원)	-2,911	1,737	1,385	1,476	1,482
ROE (%)	-76.2	44.9	30.5	24.7	19.9
P/E (배)	-	6.8	8.0	7.5	7.5
P/B (배)	4.0	3.0	2.1	1.7	1.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 1Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	1Q23	4Q23	1Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	425	482	547	455	504	28.7	13.5
영업이익	71	26	77	62	71	9.1	192.6
영업이익률(%)	16.6	5.5	14.0	13.6	14.1	-2.5	8.6
세전이익	63	44	62	53	57	-2.4	41.7
순이익	48	34	48	41	40	-0.4	43.1

주: K-IFRS 연결 기준으로 한 추정수치, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	1,750	1,800	1,916	1,974	9.5	9.6	공급 증가
영업이익	171	190	192	175	12.2	-8.1	단가 전망 변경
세전이익	139	173	142	152	2.0	-12.2	
순이익	106	130	112	119.0	5.7	-8.5	
EPS (원)	1,310	1,613	1,385	1,476	5.7	-8.5	

주: K-IFRS 연결 기준으로 한 추정수치, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	425	374	443	482	547	433	463	474	1,724	1,916	1,974
국내여객	68	77	69	70	63	77	69	73	284	283	289
국제여객	317	255	332	356	430	304	344	343	1,259	1,421	1,457
기타	40	43	42	56	54	52	49	58	181	213	227
영업이익	71	25	48	26	77	34	52	29	170	192	175
세전이익	63	27	39	44	62	21	42	18	173	142	152
순이익	48	22	31	34	48	17	33	14	134	112	119
영업이익률 (%)	16.6	6.6	10.9	5.5	14.0	7.9	11.2	6.1	9.8	10.0	8.9
세전이익률 (%)	14.9	7.1	8.7	9.1	11.3	4.9	9.0	3.8	10.0	7.4	7.7
순이익률 (%)	14.9	7.1	8.7	9.1	11.3	4.9	9.0	3.8	10.0	7.4	7.7
국제여객 RPK 증감률(%)	10457.0	2033.5	319.6	88.1	31.4	15.3	6.4	-0.3	343.8	12.3	1.8
국제여객 ASK 증감률 (%)	5055.4	1717.3	270.9	87.0	31.3	15.0	8.0	6.0	318.3	14.2	2.5
국제여객 L/F (%)	90.4	83.8	85.2	87.2	90.5	84.0	84.0	82.0	86.6	85.1	84.5
국제여객 Yield 증감률 (%)	-38.2	-14.5	16.9	6.8	3.6	4.0	0.0	-3.0	-13.4	0.8	1.0
국내여객 RPK 증감률(%)	-21.3	-26.1	-25.8	-15.2	-8.6	-1.7	-0.3	3.3	-22.4	-1.9	1.3
국내여객 ASK 증감률 (%)	-28.3	-27.7	-27.3	-12.1	-3.0	2.0	2.0	2.0	-24.4	2.2	1.0
국내여객 L/F (%)	96.9	96.5	94.2	92.1	86.2	93.0	92.0	93.3	94.9	91.1	91.3
국내여객 Yield 증감률 (%)	27.2	2.3	-8.5	-7.0	1.8	2.0	1.0	1.0	0.7	1.5	1.0
항공유가 (\$/bbl)	106	92	112	108	103	94	94	94	105	96	92

주: 국제 및 국내여객 Yield 증감률은 원화 기준, K-IFRS 연결 기준으로 한 추정수치, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 항공유 가격



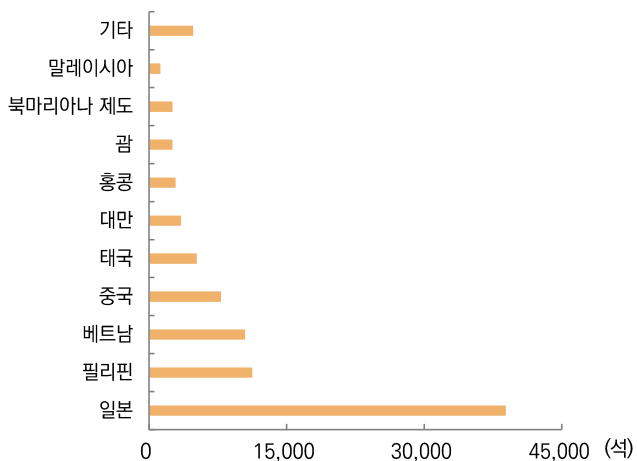
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 환율 추이



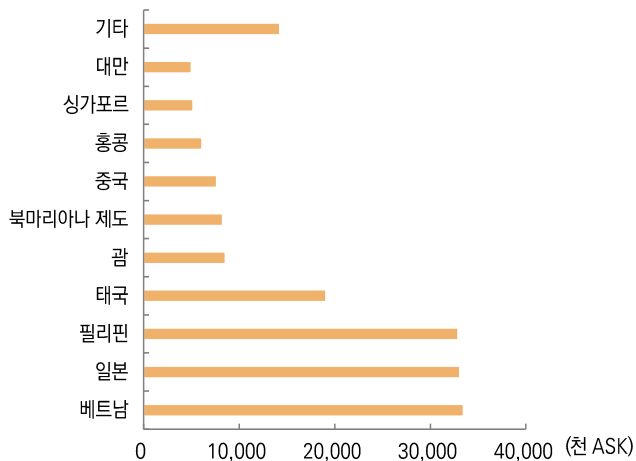
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 국제여객 좌석수



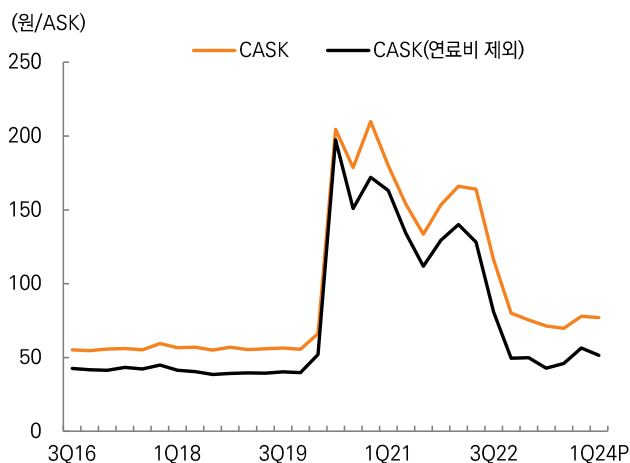
자료: CAPA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 국제여객 ASK



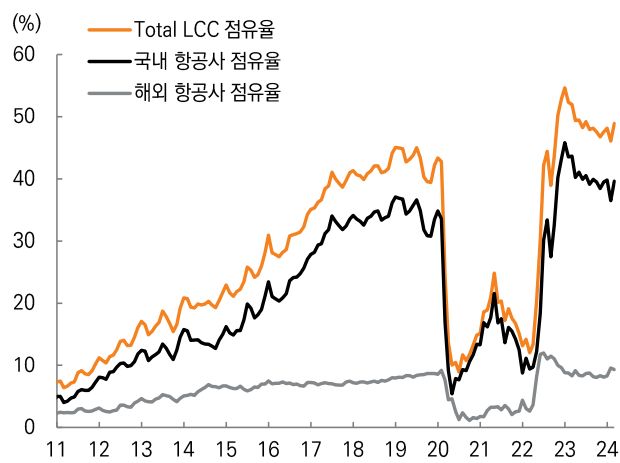
자료: CAPA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. CASK 추이



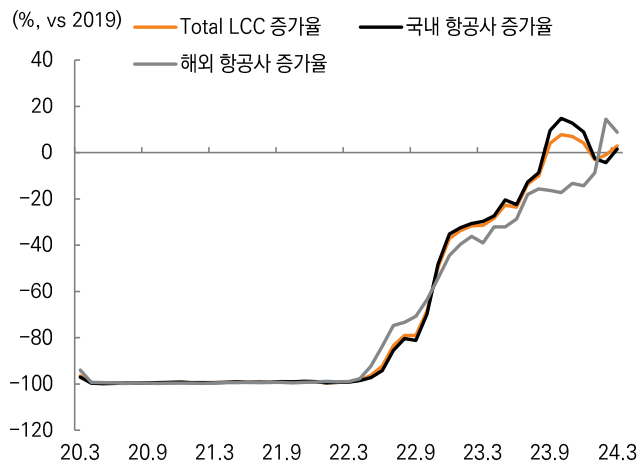
자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 단거리 국제노선 LCC 점유율



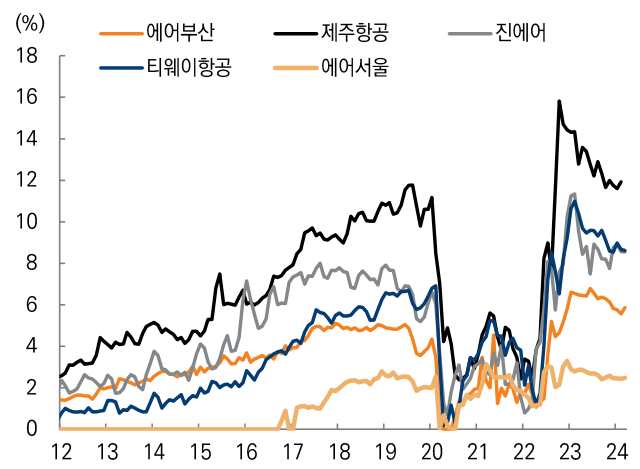
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 단거리 국제노선 LCC 여객 수요 증감률 (19년 대비)



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 단거리 국제선 국내 저가항공사 점유율 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

제주항공 (089590)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,724	1,916	1,974	2,018
매출원가	1,386	1,525	1,581	1,623
매출총이익	338	391	393	395
판매비와관리비	168	200	218	223
조정영업이익	170	192	175	172
영업이익	170	192	175	172
비영업손익	3	-50	-23	-20
금융손익	-22	-43	-23	-20
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	173	142	152	152
계속사업법인세비용	38	30	33	33
계속사업이익	134	112	119	120
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	134	112	119	120
지배주주	134	112	119	120
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	109	112	119	120
지배주주	109	112	119	120
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	297	342	345	365
FCF	141	0	130	116
EBITDA 마진율 (%)	17.2	17.8	17.5	18.1
영업이익률 (%)	9.9	10.0	8.9	8.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.8	5.8	6.0	5.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	508	441	583	700
현금 및 현금성자산	212	149	279	395
매출채권 및 기타채권	88	86	91	92
재고자산	24	24	25	25
기타유동자산	184	182	188	188
비유동자산	1,473	1,573	1,603	1,610
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	579	685	720	730
무형자산	37	30	25	22
자산총계	1,981	2,015	2,186	2,311
유동부채	1,122	1,110	1,151	1,155
매입채무 및 기타채무	153	151	160	161
단기금융부채	423	423	423	423
기타유동부채	546	536	568	571
비유동부채	548	483	494	495
장기금융부채	362	300	300	300
기타비유동부채	186	183	194	195
부채총계	1,670	1,593	1,645	1,651
지배주주지분	311	421	540	660
자본금	81	81	81	81
자본잉여금	598	598	598	598
이익잉여금	-400	-288	-169	-49
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	311	421	540	660

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	388	250	330	316
당기순이익	134	112	119	120
비현금수익비용가감	245	224	226	245
유형자산감가상각비	118	143	166	190
무형자산상각비	9	7	5	3
기타	118	74	55	52
영업활동으로인한자산및부채의변동	32	-11	41	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-76	1	-5	0
재고자산 감소(증가)	-7	0	-1	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	56	0	0	0
법인세납부	-3	-30	-33	-33
투자활동으로 인한 현금흐름	-77	-250	-200	-200
유형자산처분(취득)	-174	-250	-200	-200
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	7	0	0	0
기타투자활동	90	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-298	-62	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	122	-62	0	0
자본의 증가(감소)	40	0	0	0
배당금의 지급	-8	0	0	0
기타재무활동	-452	0	0	0
현금의 증가	12	-63	130	116
기초현금	200	212	149	279
기말현금	212	149	279	395

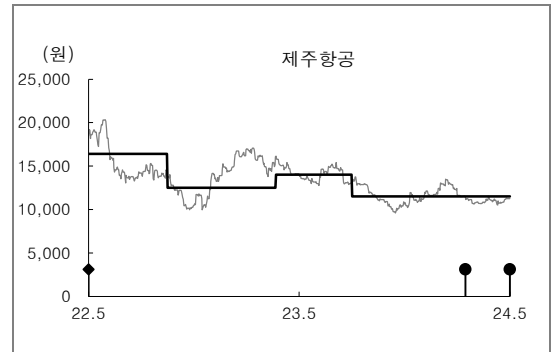
자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	6.8	8.0	7.5	7.5
P/CF (x)	2.4	2.7	2.6	2.5
P/B (x)	3.0	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA (x)	5.1	4.0	3.6	3.1
EPS (원)	1,737	1,385	1,476	1,482
CFPS (원)	4,904	4,157	4,282	4,523
BPS (원)	3,889	5,256	6,732	8,214
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	145.4	11.2	3.0	2.2
EBITDA증가율 (%)	-	15.3	0.9	5.6
조정영업이익증가율 (%)	-	13.1	-8.8	-1.6
EPS증가율 (%)	-	-20.3	6.6	0.4
매출채권 회전율 (회)	27.5	24.3	24.5	24.3
재고자산 회전율 (회)	83.7	80.3	80.9	80.1
매입채무 회전율 (회)	501.1	345.0	350.2	348.3
ROA (%)	7.4	5.6	5.7	5.3
ROE (%)	44.9	30.5	24.7	19.9
ROIC (%)	16.6	15.3	13.2	12.9
부채비율 (%)	536.5	378.0	304.4	250.1
유동비율 (%)	45.3	39.8	50.6	60.6
순차입금/자기자본 (%)	183.3	111.6	62.9	33.9
조정영업이익/금융비용 (x)	4.7	3.8	5.0	5.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
제주항공 (089590)				
2024.02.21	중립	11,500	-	-
2023.08.09	매도	11,500	1.59	19.57
2023.03.30	매도	14,000	1.00	12.86
2022.09.23	매도	12,500	9.74	36.64
2022.03.18	매도	16,391	2.28	35.83



* 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
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 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.