



제주항공 (089590)

온전히 누린 성수기

▶ Analyst 박수영 suyong.park.0202@hanwha.com 02-3772-7634

Buy (유지)

목표주가(하향): 13,500원

현재 주가(4/2)	11,390원
상승여력	▲18.5%
시가총액	9,185억원
발행주식수	80,641천주
52주 최고가/최저가	15,800/9,600원
90일 일평균 거래대금	28.17억원
외국인 지분율	3.9%

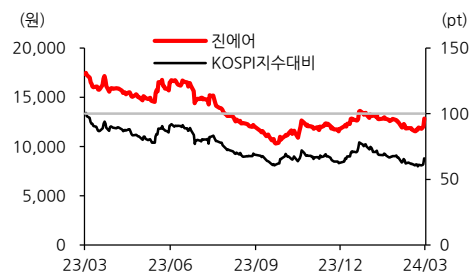
주주 구성	
AK홀딩스 (외 5인)	53.6%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%
제주항공우리스주 (외 1인)	2.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.3	-4.0	2.2	-27.9
상대수익률(KOSPI)	-1.9	-7.1	-9.4	-39.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	703	1,724	2,048	1,975
영업이익	-178	170	189	150
EBITDA	-50	297	359	308
지배주주순이익	-180	134	131	111
EPS	-2,334	1,666	1,631	1,380
순차입금	461	570	423	245
PER	-6.4	7.0	7.0	8.3
PBR	4.0	3.0	2.3	1.8
EV/EBITDA	-32.3	5.1	3.7	3.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-76.2	44.9	36.7	24.1

주가 추이



동사 1분기 영업이익은 시장 기대치를 16% 상회할 것으로 보이며, 연간 증익도 가능하겠습니다. 중/단거리 중심의 아웃바운드 수요는 지속 강하게 나타날 것으로 보입니다. 긍정적인 의견을 유지합니다.

1Q24 Preview: 제주도 1Q YoY 증익

동사 1분기 실적은 매출액 5,163억원, 영업이익 735억원으로 추정된다. 영업이익 기준 시장 컨센서스 635억원을 약 16% 상회할 것으로 보인다. 역대 최고 분기 이익을 기록했던 지난해 1분기(706억원) 실적을 다시 한번 경신했을 것으로 추정된다.

중/단거리 중심 영업 호조 지속

지난해보다 강한 일본 노선 수요가 1-2월 지속 나타났다. 일본 노선의 경우 뱃꽃 관광 등 시즌 특수 수요가 재차 집중되며 비수기로 진입한 3월에도 견조한 운임을 기록했던 것으로 파악된다. 더욱이 동남아 노선은 작년 부진과 달리, 올해는 1-2월 모두 최전성기였던 2019년 수송량을 상회했다. 일본/동남아 노선 모두 강한 수요는 강한 운임으로 연결됐다. 최근 유가 상승 우려가 있으나 1분기 평균 가격 기준, 지난해 대비 상대적으로 낮은 유류단가가 적용된 점도 호실적에 기여했을 것이다. 우리는 중/단거리 중심의 국제선 여객 수요가 연중 내내 다소 강하게 나올 것으로 전망한다. 따라서 동사 '24년 연간 영업이익의 전년 대비 증익 이벤트도 기대할 수 있겠다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 13,500원으로 하향

실적 추정치는 종전 대비 상향했으나, 적용 멀티플을 기존 5.1배에서 '18-'19년 평균 배수 4.2배(진에어 대비 55% 프리미엄)로 하향, 목표주가를 13,500원으로 제시한다.

최근 유가 변동성이 확대됨에 따라 동사를 포함한 LCC 주가는 당분간 약세를 보일수 있다. 다만, 1분기 Jet Fuel 가격 흐름이나 강한 P/Q를 고려하면 지난 1분기 호실적에 대한 확신은 강력하다. 또한 2분기 Jet Fuel 평가를 \$110 선으로 적용하더라도 2Q 영업이익 추정치 변동은 -10% 내외일 것으로 보이며, 이후 유가 반락 가정시 3Q 영업이익에는 유류할증료 수익이 반영될 가능성도 있다. 업종 비중확대 의견을 지속해서 제시하며, 동사에 대해서도 긍정적인 의견을 유지한다.

[표1] 제주항공 EV/EBITDA Valuation

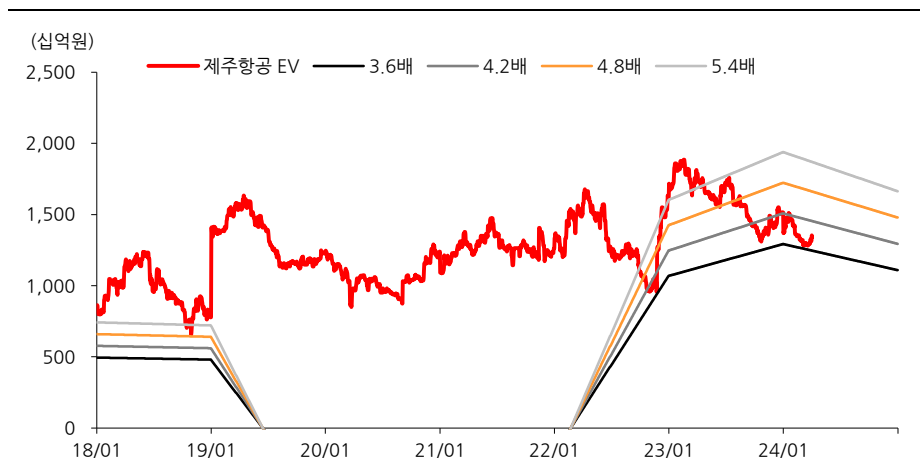
(단위: 십억원, 천주, 원, %, 배)

EV/EBITDA Valuation		2024E	2025E	12mth fwd
EBITDA	E	359	308	342
Target EV/EBITDA	r			4.2
적정 EV	$EV=E*r$			1,430
신종자본증권				0
순차입금	ND	423	245	364
우선주시가총액		0	0	0
보통주 적정 시가총액	$C=EV-B-ND$			1,066
보통주발행주식수(천주)	s	80,641	80,641	80,641
적정주가	$p=C/s$			13,218
최종 목표주가				13,500
현재주가				11,390
상승여력				18.5%

주: 3/28일 종가 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 제주항공 12mth Fwd EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

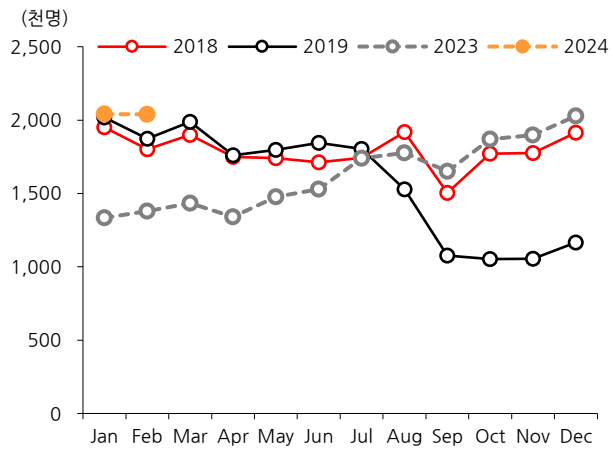
[표2] 제주항공 실적 추정치 비교

(단위: 십억원, %)

1Q24E	한화추정치	컨센서스	차이(% , %p)	2024E	한화추정치	컨센서스	차이(% , %p)
매출액	516.3	481.9	7.1	매출액	2,047.7	1,794.8	14.1
영업이익	73.5	63.5	15.8	영업이익	188.9	154.1	22.6
영업이익률(%)	14.2	13.2	1.1	영업이익률(%)	9.2	8.6	0.6

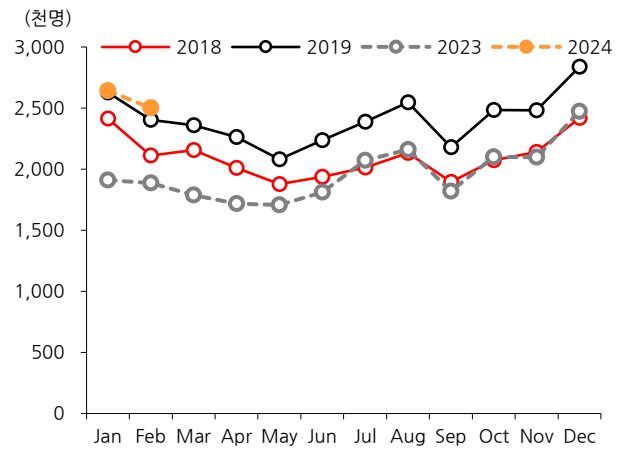
자료: 제주항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 월별 일본 노선 수송객 수 추이



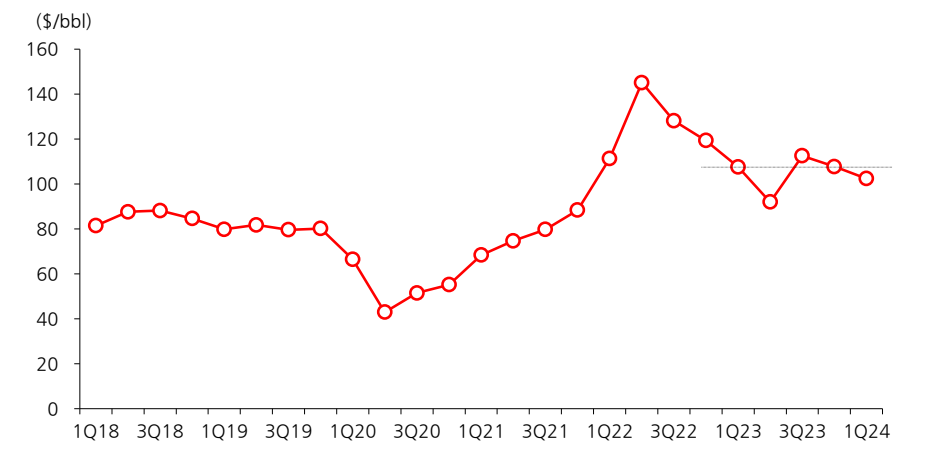
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 월별 동남아 노선 수송객 수 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 분기 평균 JetFuel 가격 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 제주항공 세부 영업 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	1,384	377	273	703	1,724	2,048	1,975	425	374	443	482	516	492	556	483
국내선	231	143	249	382	304	281	247	73	82	74	75	66	74	75	66
ASK(mn)	2,500	2,433	3,369	3,326	2,515	2,616	2,625	635	632	616	632	590	659	688	679
RPK(mn)	2,348	2,052	3,001	3,075	2,387	2,422	2,431	615	610	580	582	545	626	640	611
L/F(%)	93.9	84.3	89.1	92.5	94.9	92.6	92.6	96.9	96.5	94.2	92.1	92.4	95.0	93.0	90.0
Yield(원/RPK)	98.2	69.6	82.9	124.1	127.5	115.9	101.4	118.2	134.3	128.1	129.6	120.8	117.8	117.2	108.1
국제선	1,026	173	21	296	1,366	1,684	1,642	342	290	347	387	430	398	461	395
ASK(mn)	22,740	4,141	221	4,465	18,679	23,828	24,548	4,149	4,263	5,055	5,212	5,480	5,709	6,649	5,990
RPK(mn)	19,206	2,802	89	3,645	16,176	20,903	21,535	3,749	3,574	4,308	4,545	4,836	4,938	5,918	5,211
L/F(%)	84.5	67.7	40.2	81.6	86.6	87.7	87.7	90.4	83.8	85.2	87.2	88.2	86.5	89.0	87.0
Yield(원/RPK)	53.4	61.7	233.9	81.3	84.4	80.6	76.2	91.3	81.2	80.5	85.1	89.0	80.6	77.9	75.8
기타	127	61	4	25	54	83	87	10	2	22	19	20	20	20	22
영업비용	1,417	713	590	880	1,554	1,859	1,825	354	349	395	456	443	459	499	459
연료유류비	403	95	76	251	525	671	644	122	111	136	156	153	166	185	166
항공유단가(\$/bbl)	80.4	54.0	77.8	126.0	105.0	104.0	101.9	107.7	92.0	112.6	107.8	102.5	105.2	104.2	104.1
항공유사용량(kbb)	3,930	1,150	722	1,316	3,497	4,191	4,302	784	776	909	1,027	961	1,011	1,160	1,058
인건비	245	161	133	157	254	265	270	56	65	62	71	60	65	72	68
영업이익	-33	-336	-317	-178	170	189	150	71	25	48	26	74	33	58	24
영업이익률(%)	-2.4	-89.1	-116.1	-25.3	9.8	9.2	7.6	16.6	6.6	10.9	5.5	14.2	6.7	10.4	5.0

자료: 제주항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	273	703	1,724	2,048	1,975
매출총이익	-227	-64	338	371	325
영업이익	-317	-178	170	189	150
EBITDA	-191	-50	297	359	308
순이자손익	-22	-22	-22	-33	-32
외화관련손익	-30	-23	12	3	15
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-355	-217	173	171	145
당기순이익	-272	-180	134	131	111
지배주주순이익	-272	-180	134	131	111
증가율(%)					
매출액	-27.6	157.3	145.4	18.8	-3.6
영업이익	적지	적지	흑전	11.3	-20.7
EBITDA	적지	적지	흑전	20.9	-14.2
순이익	적지	적지	흑전	-2.2	-15.4
이익률(%)					
매출총이익률	-83.2	-9.1	19.6	18.1	16.5
영업이익률	-116.1	-25.3	9.8	9.2	7.6
EBITDA 이익률	-69.9	-7.1	17.2	17.5	15.6
세전이익률	-129.9	-30.9	10.0	8.4	7.3
순이익률	-99.7	-25.6	7.8	6.4	5.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	-84	124	388	355	291
당기순이익	-272	-180	134	131	111
자산상각비	126	128	127	170	158
운전자본증감	-11	82	32	-115	36
매출채권 감소(증가)	4	-47	-76	31	14
재고자산 감소(증가)	2	-4	-7	-1	1
매입채무 증가(감소)	19	55	56	72	-16
투자현금흐름	63	-382	-77	-89	-89
유형자산처분(취득)	-24	-210	-174	-89	-89
무형자산 감소(증가)	-2	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	214	165	-298	-90	-89
차입금의 증가(감소)	-20	-121	-171	-43	-43
자본의 증가(감소)	204	208	-8	-2	-1
배당금의 지급	-1	-8	-8	-2	-1
총현금흐름	-65	67	379	470	255
(-)운전자본증가(감소)	-144	-44	-248	115	-36
(-)설비투자	24	210	247	89	89
(+)자산매각	-2	0	73	0	0
Free Cash Flow	53	-99	453	266	202
(-)기타투자	66	135	119	0	0
잉여현금	-13	-234	334	266	202
NOPLAT	-230	-129	132	145	115
(+) Dep	126	128	127	170	158
(-)운전자본투자	-144	-44	-248	115	-36
(-)Capex	24	210	247	89	89
OpFCF	16	-166	260	111	221

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	391	564	508	651	767
현금성자산	296	202	214	381	506
매출채권	66	90	123	93	78
재고자산	13	17	24	25	24
비유동자산	876	1,081	1,473	1,312	1,289
투자자산	592	626	858	778	824
유형자산	249	429	579	510	449
무형자산	34	25	37	24	16
자산총계	1,267	1,645	1,981	1,963	2,055
유동부채	488	855	1,122	1,045	1,063
매입채무	84	137	197	269	253
유동성이자부채	280	335	423	485	476
비유동부채	594	502	548	513	477
비유동이자부채	401	328	362	319	276
부채총계	1,083	1,357	1,670	1,557	1,540
자본금	50	77	81	81	81
자본잉여금	373	561	598	598	598
이익잉여금	-311	-502	-400	-270	-160
자본조정	73	152	32	-4	-4
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	184	288	311	405	515

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	-4,559	-2,334	1,666	1,631	1,380
BPS	3,700	3,736	3,859	5,027	6,389
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-1,088	870	4,702	5,829	3,157
ROA(%)	-22.4	-12.3	7.4	6.7	5.5
ROE(%)	-135.8	-76.2	44.9	36.7	24.1
ROIC(%)	-34.9	-19.6	16.2	17.0	14.5
Multiples(x, %)					
PER	-3.5	-6.4	7.0	7.0	8.3
PBR	4.3	4.0	3.0	2.3	1.8
PSR	3.5	1.6	0.5	0.4	0.5
PCR	-14.7	17.1	2.5	2.0	3.6
EV/EBITDA	-6.6	-32.3	5.1	3.7	3.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	588.1	471.8	536.5	384.2	298.9
Net debt/Equity	209.2	160.1	183.3	104.3	47.6
Net debt/EBITDA	-201.8	-926.7	192.2	117.8	79.7
유동비율	80.0	66.0	45.3	62.3	72.1
이자보상배율(배)	n/a	n/a	4.7	4.3	3.5
자산구조(%)					
투하자본	39.0	47.4	45.1	41.7	36.4
현금+투자자산	61.0	52.6	54.9	58.3	63.6
자본구조(%)					
차입금	78.7	69.7	71.6	66.5	59.3
자기자본	21.3	30.3	28.4	33.5	40.7

[Compliance Notice]

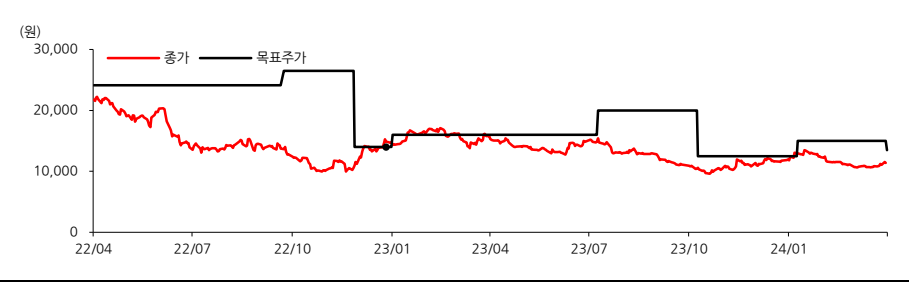
(공표일: 2024년 4월 3일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[제주항공 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.04.04	2022.04.11	2022.05.12	2022.05.20	2022.05.27	2022.06.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	26,500	26,500	26,500	26,500	26,500	26,500
일 시	2022.07.08	2022.08.25	2022.09.08	2022.11.30	2022.12.08	2023.01.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격	26,500	26,500	26,500	14,000	14,000	16,000
일 시	2023.02.08	2023.02.28	2023.03.09	2023.04.10	2023.06.09	2023.07.12
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	20,000
일 시	2023.07.20	2023.10.12	2024.01.12	2024.01.26	2024.02.29	2024.04.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	20,000	12,500	15,000	15,000	15,000	13,500

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.04.04	Buy	24,131	-37.44	-7.74
2022.11.30	Buy	14,000	-3.39	8.93
2023.01.04	Hold	16,000	-6.79	6.75
2023.07.12	Buy	20,000	-36.61	-22.90
2023.10.12	Buy	12,500	-11.16	4.56
2024.01.12	Buy	15,000	-22.36	-10.07
2024.04.03	Buy	13,500		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~-15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%