

(Analyst) 류제현 jay.ryu@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

089590 · 항공

제주항공

우려 반영은 일단락

(상향)

중립

목표주가

11,500원

상승여력

0.7%

현재주가(24/2/21)

11,420원

KOSPI	2,653.31	시가총액(십억원)	921	발행주식수(백만주)	81	외국인 보유비중(%)	3.9
-------	----------	-----------	-----	------------	----	-------------	-----

Report summary

4Q23 Review: 공급 증가를 바탕으로 증익 시현

연간 실적 공시를 통해 산출된 4Q23 연결 매출액은 4,819억원으로 61% YoY 증가했다. 국내선 공급이 13% YoY 감소한 가운데, 국제선 공급을 87% YoY 증가시키며 외형 성장에 성공했다. 영업이익은 263억 원(41% YoY, 별도 기준 235억원)을 기록했다. 국제선 탑승률이 87%(0.4%p YoY)로 개선되었고, 평균 단가도 6.8% YoY 상승한 78원을 기록했다. 일회성 상여금 계상으로 영업이익률은 5.5%로 소폭 하락했다.

목표주가 11,500원으로 유지하나 투자 의견 중립으로 상향

제주항공에 대한 목표주가를 11,500원(EV/EBITDA 3배, LCC 평균)으로 유지한다. 하지만, 주가 하락으로 투자 의견은 매도에서 중립으로 상향 조정한다. 1Q24년 동사의 실적(영업이익 619억원)은 공급 증가와 견조한 수요를 바탕으로 호조를 보일 것으로 전망된다. 향후 관건은 화물 시장 진출 등 성장 전략의 변화와 그에 따른 자금 조달에 대한 불확실성 해소이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-14.9	-11.6	-31.2
상대주가	-20.7	-16.4	-36.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액 (십억원)	273	703	1,724	1,750	1,800
영업이익 (십억원)	-317	-178	170	171	190
영업이익률 (%)	-116.1	-25.3	9.9	9.8	10.6
순이익 (십억원)	-272	-174	131	106	130
EPS (원)	-5,419	-2,816	1,692	1,310	1,613
ROE (%)	-135.8	-70.9	39.7	26.1	24.9
P/E (배)	-	-	6.9	8.7	7.1
P/B (배)	5.1	3.7	2.7	2.0	1.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Review: 공급 증가를 바탕으로 증익 시현

제주항공은 2024년 2월 초 발표된 연간 손익 구조 변경 공시를 통해 연결 실적을 발표한 데 이어, 2월 20일에는 별도 실적 및 세부 영업지표를 공개했다. 연간 실적을 통해 산출된 4Q23 연결 매출액은 4,819억원으로 61% YoY 증가했다. 별도 기준으로도 59% YoY 증가한 4,703억원을 기록했다. 국내선의 공급이 13% YoY 감소한 가운데, 국제선 공급을 87% YoY 증가시키며 외형 성장에 성공했다.

연결 영업이익은 263억원(41% YoY), 별도 기준으로는 235억원(27% YoY)을 기록했다. 국제선의 탑승률이 87%(0.4%p YoY)로 개선되었고, 평균 단가도 6.8% YoY 상승한 78원을 기록했다. 영업이익률은 5.5%로 소폭 하락했다. 이는 연말에 계상된 일회성 상여금에 기인한다.

표 1. 4Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	299	443	482	397	420	60.9	8.7
영업이익	19	48	26	41	28.0	40.7	-45.4
영업이익률(%)	6.3	10.9	5.5	10.4	6.7	-0.8	-5.4
세전이익	33	39	44	40	19	32.2	13.3
순이익	16	31	30	27	20	88.2	-3.2

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
	23F	24F	23P	24F	23P	24F	
매출액	1,626	1,591	1,724	1,750	6.0	10.0	공급 증가 단가 전망 상향
영업이익	194	156	170	171	-12.6	9.9	
세전이익	188	137	173	139	-8.3	2.0	
순이익	135	96	131	106	-3.0	9.8	
EPS (원)	1,751	1,250	1,692	1,310	-3.4	4.8	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

여전히 강한 수요, 공급 증가로 힘을 보탠다

동사는 1Q23 호실적을 시현한 이후로 지속적인 단가 하락에 따른 수익률 둔화에 직면해왔다. 1Q23에 있었던 이연수요의 영향이 그만큼 컸다. 하지만, 1Q24 이후부터는 점차 이연수요에 따른 기저효과에서 벗어날 것으로 보인다.

1Q24년 동사의 매출액은 4,549억원을 기록할 것으로 전망된다. 4Q23에 있었던 기재 증가(여객기 기준 2대, 737-800) 효과가 본격적으로 나타날 전망이다. 국제선 공급량은 25% YoY로 증가할 것으로 추정되는 가운데 탑승률 역시 85%의 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다.

영업이익은 619억원(-12% YoY)을 기록할 것으로 추정된다. 1Q23에 있었던 이연수요 효과, 환율 상승 등을 감안하면 선방한 실적으로 추정된다. 영업이익률 13.6%는 1Q18, 2Q19에 각각 기록한 15.0% 및 14.5%에 육박하는 것이다. 4Q23에 기록했던 높은 기재 가동시간(14시간/일)이 고점을 유지할 가능성이 높다는 판단이다.

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F	2025F
매출액	425	374	443	482	4559	391	447	458	1,724	1,750	1,800
국내여객	68	77	70	71	70	76	69	74	285	290	289
국제여객	317	255	332	357	341	268	335	333	1,260	1,276	1,313
기타	40	43	42	55	44	46	43	51	206	234	249
영업이익	71	25	48	26	62	30	54	25	170	171	190
세전이익	63	27	39	44	53	22	47	17	173	139	173
순이익	48	22	31	30	41	17	35	13	131	106	130
영업이익률 (%)	16.6	6.6	10.9	5.5	13.6	7.6	12.1	5.5	9.8	9.8	10.6
세전이익률 (%)	14.9	7.1	8.7	9.1	11.7	5.7	10.5	3.7	10.0	8.0	9.6
순이익률 (%)	14.9	7.1	8.7	9.1	11.7	5.7	10.5	3.7	10.0	8.0	9.6
국제여객 RPK 증감률(%)	10457.0	2033.5	319.6	88.1	17.6	0.8	5.4	-1.2	343.8	5.3	1.9
국제여객 ASK 증감률 (%)	5055.4	1717.3	270.9	87.0	25.0	3.0	8.0	5.0	318.3	9.8	2.0
국제여객 L/F (%)	90.4	83.8	85.2	87.2	85.0	82.0	83.2	82.0	86.6	83.1	83.0
국제여객 Yield 증감률 (%)	-38.2	-14.5	16.9	6.8	-8.0	5.0	-3.0	-5.0	-13.4	-3.0	1.0
국내여객 RPK 증감률(%)	-21.3	-26.1	-25.8	-15.2	-0.9	1.2	3.7	6.4	-22.4	2.5	-1.4
국내여객 ASK 증감률 (%)	-28.3	-27.7	-25.0	-15.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-24.4	5.0	0.0
국내여객 L/F (%)	96.9	96.5	94.2	92.1	91.4	93.0	93.0	93.3	94.9	92.7	91.3
국내여객 Yield 증감률 (%)	27.2	2.3	-8.5	-7.0	5.0	-2.0	-3.0	-1.0	0.7	-0.4	1.0
항공유가(\$/bbl)	106	92	112	108	94	94	94	94	105	94	88

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

자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 11,500원으로 유지하나 투자 의견 중립으로 상향

제주항공에 대한 목표주가를 11,500원으로 유지한다. 하지만, 현주가 대비 괴리율은 0.7%로 투자 의견은 매도에서 중립으로 상향 조정한다. 목표주가는 LCC 평균 EV/EBITDA(3배)에 해당한다. 시장 지위 악화 우려는 여전히 존재하지만, 공급 증가에 기인한 단가 하락에 따른 수익성 악화 가능성은 당분간 완화될 것으로 보인다.

향후 관찰 포인트는 성장을 위한 동사의 전략 변화이다. 현재 한국의 LCC는 합종연횡에 따른 규모의 경제 확대(진에어 등) 가능성, 장거리 노선 확대(티웨이항공) 등 성장을 위한 발판을 마련하고 있다. 반면 제주항공은 모범적인 LCC의 성장 공식(단일 기재 중심의 기재 확대에 따른 규모의 경제 실현)을 여전히 따르고 있다.

일각에서는 성장 가속화를 위해 화물 사업 확대를 예상하고 있기도 하다. 만일 시장의 예측대로 아시아나항공의 화물 사업 인수를 기정 사실화 할 경우 대규모 자금 조달 우려가 해소될 필요가 있다.

표 4. Valuation

항목	비고
EBITDA(십억원)	381
EV(십억원)	1,257 한국 주요 LCC 평균 3.3배
순차입금(십억원)	368
주주가치(십억원)	890
주식수(천주)	80,641
목표주가(원)	11,500
현재주가(원)	11,420
상승여력(%)	0.7
Target PER(x)	8.8
Target PBR(x)	2.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 항공유 가격



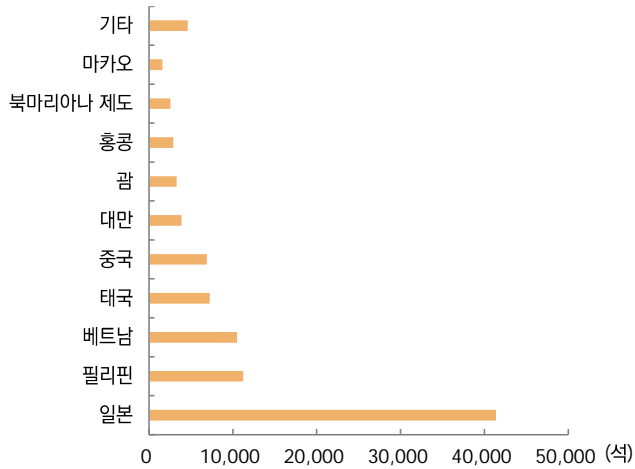
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 환율 추이



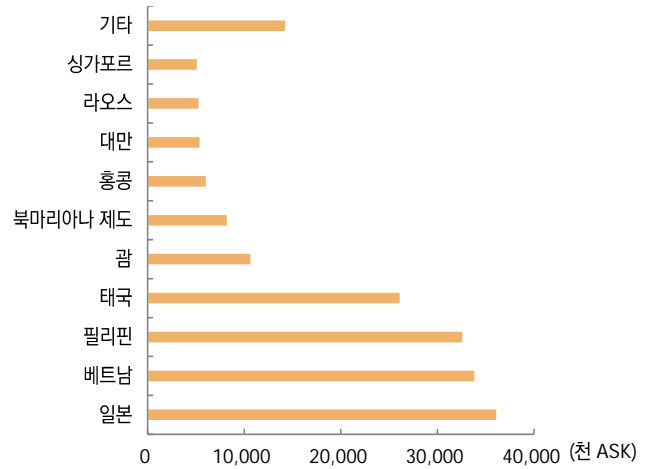
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 국제여객 좌석수



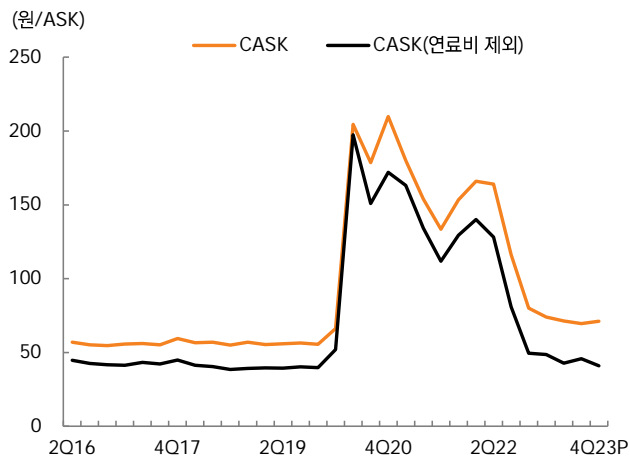
자료: CAPA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 국제여객 ASK



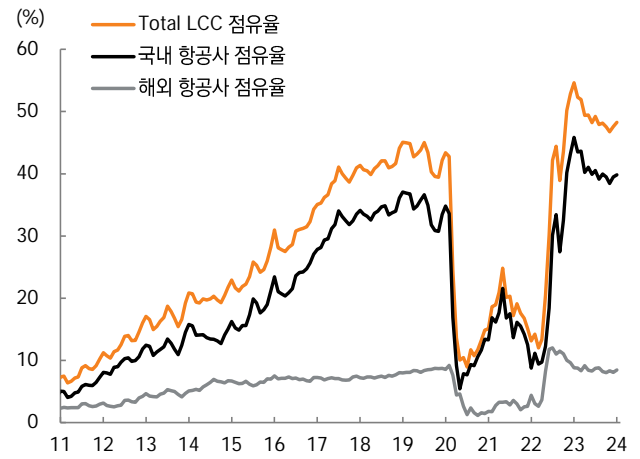
자료: CAPA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. CASK 추이



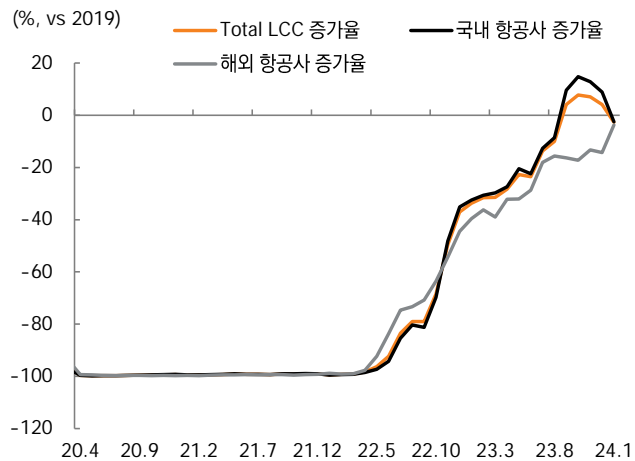
자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 단거리 국제노선 LCC 점유율



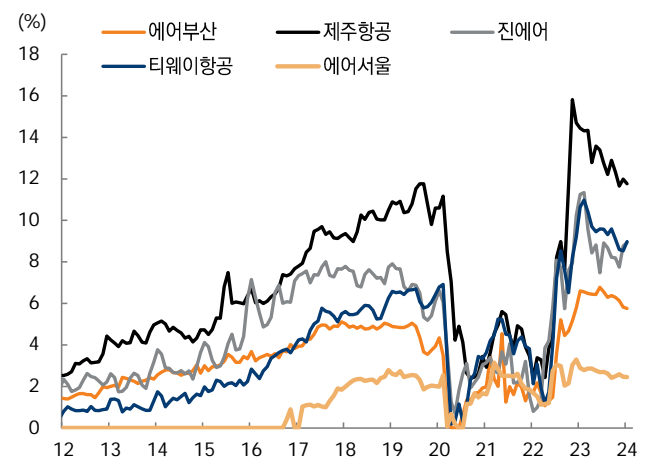
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

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)	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	703	1,724	1,750	1,800
매출원가	766	1,386	1,396	1,411
매출총이익	-63	338	354	389
판매비와관리비	114	168	183	199
조정영업이익	-178	170	171	190
영업이익	-178	170	171	190
비영업손익	-39	3	-32	-17
금융손익	-22	-17	-20	-18
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-217	173	139	173
계속사업법인세비용	-43	42	34	43
계속사업이익	-174	131	106	130
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-174	131	106	130
지배주주	-174	131	106	130
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-163	131	106	130
지배주주	-163	131	106	130
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-50	318	381	396
FCF	-72	121	37	158
EBITDA 마진율 (%)	-7.1	18.4	21.8	22.0
영업이익률 (%)	-25.3	9.9	9.8	10.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-24.8	7.6	6.1	7.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	564	573	657	825
현금 및 현금성자산	200	247	345	502
매출채권 및 기타채권	56	91	86	90
재고자산	17	28	26	27
기타유동자산	291	207	200	206
비유동자산	1,100	1,315	1,354	1,349
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	429	600	646	644
무형자산	25	20	14	10
자산총계	1,664	1,888	2,011	2,174
유동부채	855	871	844	865
매입채무 및 기타채무	97	156	148	155
단기금융부채	335	323	323	323
기타유동부채	423	392	373	387
비유동부채	502	665	710	721
장기금융부채	328	384	443	443
기타비유동부채	174	281	267	278
부채총계	1,357	1,536	1,554	1,587
지배주주지분	307	352	457	587
자본금	77	77	77	77
자본잉여금	561	561	561	561
이익잉여금	-483	-358	-253	-122
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	307	352	457	587

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	138	359	287	358
당기순이익	-174	131	106	130
비현금수익비용가감	241	282	263	266
유형자산감가상각비	117	139	204	202
무형자산상각비	11	9	6	4
기타	113	134	53	60
영업활동으로인한자산및부채의변동	82	-36	-28	22
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-47	-43	4	-3
재고자산 감소(증가)	-4	-10	1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	55	46	0	0
법인세납부	-3	-16	-34	-43
투자활동으로 인한 현금흐름	-382	-123	-249	-201
유형자산처분(취득)	-210	-238	-250	-200
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-6	-7	1	-1
기타투자활동	-166	122	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	151	-188	59	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-19	44	59	0
자본의 증가(감소)	216	0	0	0
배당금의 지급	-8	-7	0	0
기타재무활동	-38	-225	0	0
현금의 증가	-94	47	98	157
기초현금	294	200	247	345
기말현금	200	247	345	502

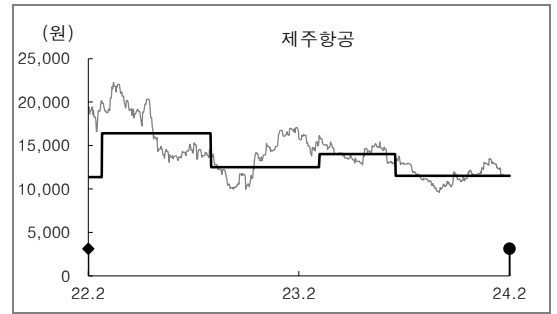
자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023P	2024F	2025F
P/E (x)	-	6.9	8.7	7.1
P/CF (x)	13.7	2.2	2.5	2.3
P/B (x)	3.7	2.7	2.0	1.6
EV/EBITDA (x)	-	4.3	3.4	2.9
EPS (원)	-2,816	1,692	1,310	1,613
CFPS (원)	1,085	5,340	4,574	4,913
BPS (원)	4,013	4,389	5,699	7,312
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 (%)	157.3	145.4	1.5	2.9
EBITDA증가율 (%)	-	-	19.9	4.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	0.7	11.3
EPS증가율 (%)	-	-	-22.5	23.1
매출채권 회전율 (회)	27.9	28.9	24.4	25.2
재고자산 회전율 (회)	47.1	77.2	65.2	67.4
매입채무 회전율 (회)	954.5	987.6	827.2	840.9
ROA (%)	-11.9	7.4	5.4	6.2
ROE (%)	-70.9	39.7	26.1	24.9
ROIC (%)	-22.1	19.3	13.9	15.0
부채비율 (%)	442.6	436.9	339.8	270.2
유동비율 (%)	66.0	65.8	77.9	95.3
순차입금/자기자본 (%)	150.2	115.4	80.4	35.8
조정영업이익/금융비용 (x)	-6.5	5.6	4.9	4.9

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
2021.12.08	매도	11,382	46.55	77.21



* 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
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 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.