



제주항공 (089590)

2분기만의 문제가 아니라는 판단

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

Hold (하향)

목표주가(하향): 11,000원

현재 주가(6/28)	10,300 원
상승여력	▲6.8%
시가총액	8,306 억원
발행주식수	80,641 천주
52 주 최고가 / 최저가	15,420 / 9,600 원
90 일 일평균 거래대금	15.5 억원
외국인 지분율	3.8%
주주 구성	
AK 홀딩스 (외 5 인)	53.6%
국민연금공단 (외 1 인)	7.7%
제주항공우리스주 (외 1 인)	2.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.9	-8.3	-12.2	-28.4
상대수익률(KOSPI)	-8.6	-10.2	-17.6	-37.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	703	1,724	1,967	1,892
영업이익	-178	170	155	121
EBITDA	-50	297	294	269
지배주주순이익	-180	134	112	84
EPS	-2,334	1,666	1,395	1,036
순차입금	461	570	494	457
PER	-6.4	7.0	7.4	9.9
PBR	4.0	3.0	2.0	1.7
EV/EBITDA	-32.3	5.1	4.5	4.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-76.2	44.9	30.7	18.1

주가 추이



운항 횟수 기준, 5월 LCC 국제선 운항 횟수는 '19년 동월 대비 -5% 감소했습니다. 주력 노선인 동남아/동북아/일본은 오히려 증가했습니다. 기재는 줄었지만 경쟁은 여전합니다. 2분기만의 문제가 아닙니다. 투자의견과 목표주가를 Hold, 11,000 원으로 하향합니다.

2Q24 Preview: 1분기와는 결이 다른 2분기

동사는 역대 최고 분기 영업이익을 기록했던 1분기와 달리, 2분기에는 영업이익 기준 시장 기대치(239억원)를 크게 하회하는 실적을 기록했을 것으로 추정된다. 우리는 동사가 지난 2분기 매출액 4,038억원, 영업적자 -77억원을 기록했을 것으로 추정한다. 운임은 지속 하락하는 가운데, 인플레이션 압박 속 비용은 증가했기 때문이다.

2분기만의 문제가 아니라는 판단

시장 전반적으로 나타나는 해외 여행 수요는 여전히 강하다. 전체 국제선 월별 수송객 수는 5월 기준 전년 대비 35% 증가한 약 712만명을 기록했는데, '19년 동월의 95% 수준까지 회복했다. 문제는, 수요가 아니다. 최근 항공기 추가 도입에 어려움이 있는건 사실이나, 작년과 비교했을 때 운항 횟수로 파악되는 외항사/국내 FSC, LCC 모두 공급량이 큰 폭 늘었다. '19년 동월과 비교하더라도 공급 상황이 기존에 기대했던 "공급 병목"과 그렇게 가까워 보이지 않는다. 동사 5월 국제선 운항 횟수는 '19년 동월 대비 -1% 감소하는데 그쳤으며, LCC 전체로 보더라도 같은 기간 증감률은 -5%다. 더욱이 주력 근거리 노선인 일본/동남아/동북아 등의 노선은 오히려 '19년 동월 대비 공급량이 증가했다. 기존에 우리가 기대했던 그림은, 강한 수요 속에서 공급량은 상대적으로 느리게 회복되는 것이었다. 그러나 수요가 올라오는만큼 공급도 확대되고 있다. 때문에 운임은 자연스럽게 하락할 수밖에 없다. 조업단가 및 인건비 등 여러 비용 항목들에서 인플레이션 영향이 짙은 상황도 간과할 수 없다.

투자의견 Hold, 목표주가 11,000원 하향

밸류에이션이 현저히 낮아보이는 건 맞다. 그러나 내년까지 지속적인 감익이 예상되며, 성장하는 산업이 아님을 생각하면 "저평가"라는 수식어는 다소 어울리기 힘들 것 같다. 양대 국적사 합병을 통해 시장이 다시 한번 재편되기 전까지는 보수적으로 바라보는게 맞겠다.

[표1] 제주항공 EV/EBITDA Valuation

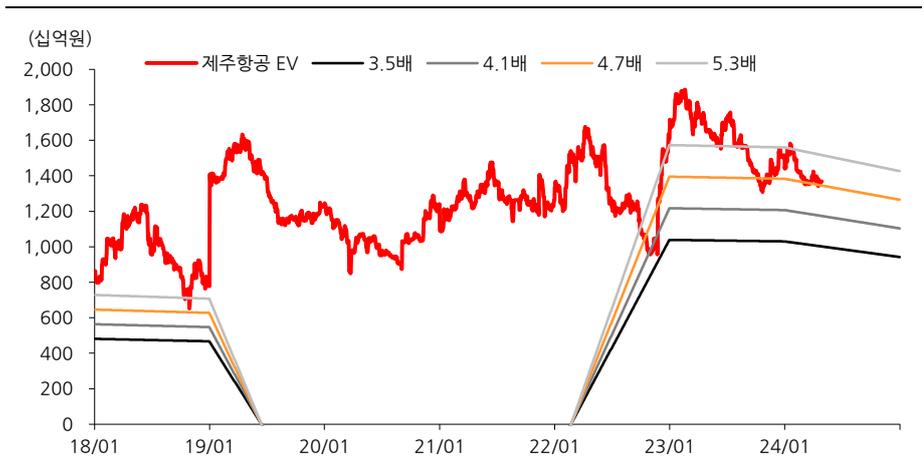
(단위: 십억원, 천주, 원, %, 배)

EV/EBITDA Valuation		2024E	2025E	12mth fwd
EBITDA	E	294	269	282
Target EV/EBITDA	r			4.7
적정 EV	$EV=E*r$			1,331
신종자본증권				0
순차입금	ND	494	457	475
우선주시가총액		0	0	0
보통주 적정 시가총액	$C=EV-B-ND$			856
보통주발행주식수(천주)	s	80,641	80,641	80,641
적정주가	$p=C/s$			10,616
최종 목표주가				11,000
현재주가				10,300
상승여력				6.8%

주: 6/28일 종가 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 제주항공 12mth Fwd EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

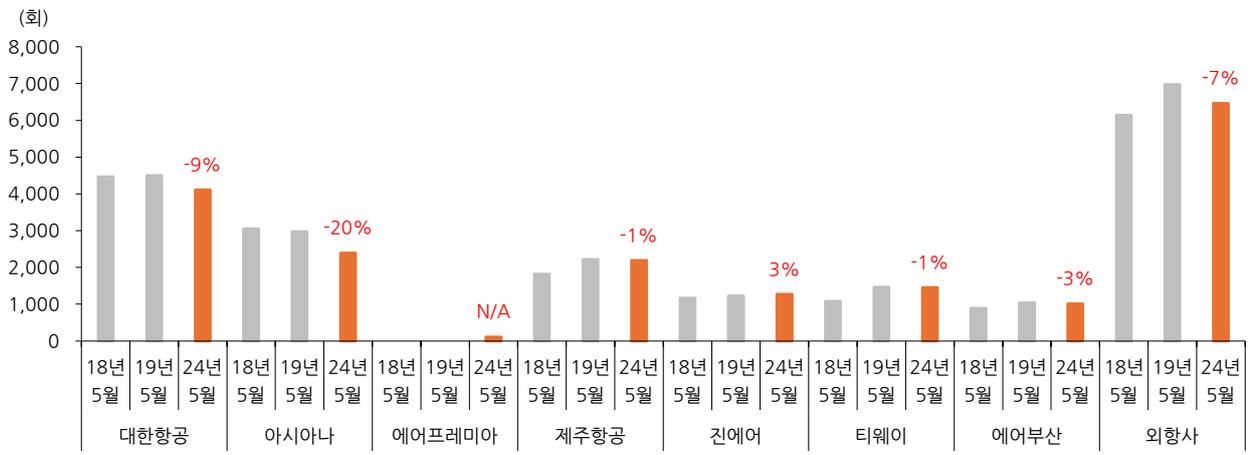
[표2] 제주항공 실적 추정치 비교

(단위: 십억원, %)

2Q24E	한화추정치	컨센서스	차이(% , %p)	2024E	한화추정치	컨센서스	차이(% , %p)
매출액	403.8	451.9	-10.6	매출액	1,960.9	1,997.1	-1.8
영업이익	-7.7	23.9	-132.3	영업이익	148.5	191.1	-22.3
영업이익률(%)	-1.9	5.3	-7.2	영업이익률(%)	7.6	9.6	-2.0

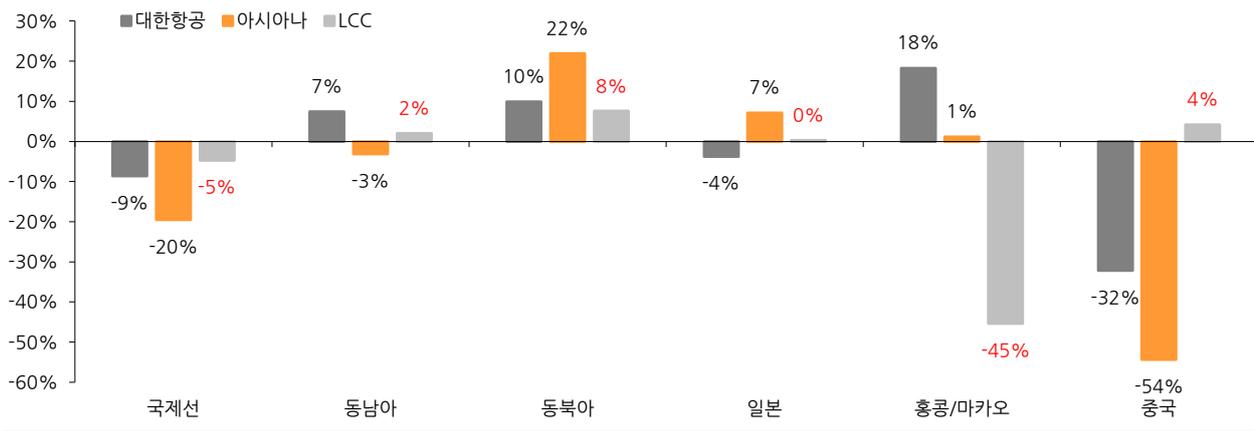
자료: 제주항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 5월 국제선 운항 횟수 추이



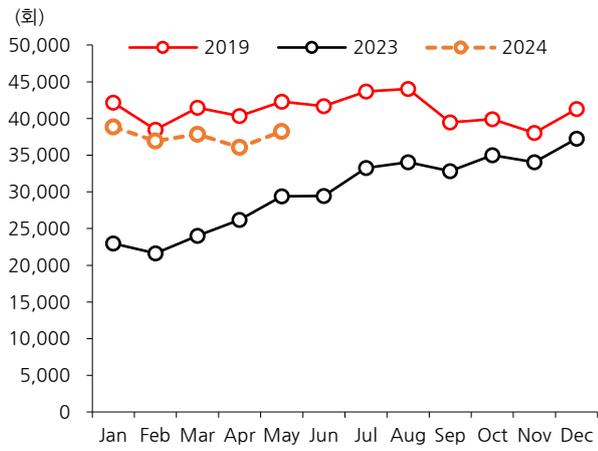
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] '24년 5월 노선별 운항 횟수 증감률(vs '19년 5월 대비)



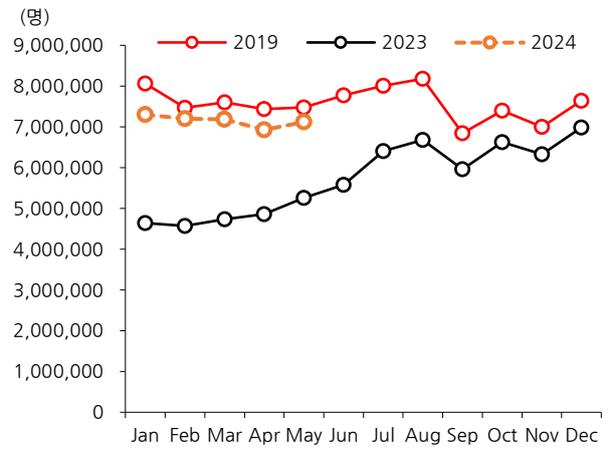
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 전체 국제선 운항 횟수 월별 추이



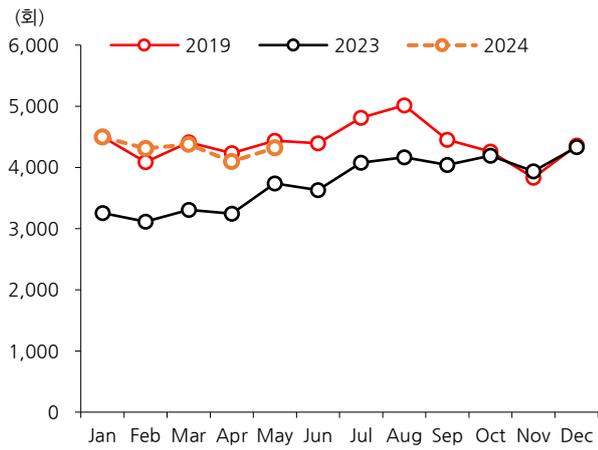
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 전체 국제선 수송객수 월별 추이



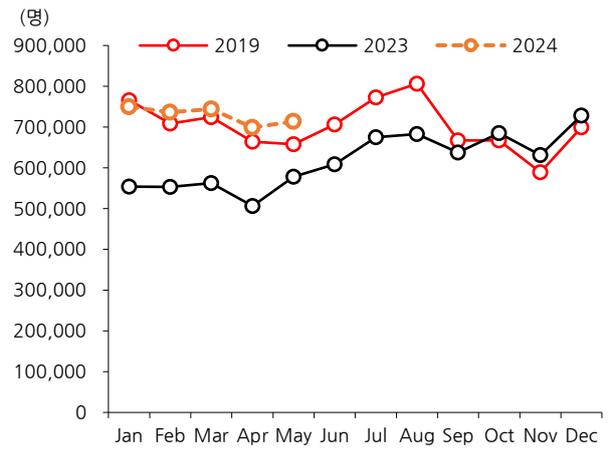
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 제주항공 국제선 운항 횟수 월별 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 제주항공 국제선 수송객수 월별 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 제주항공 세부 영업 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	1,384	377	273	703	1,724	1,961	1,892	425	374	443	482	550	404	525	482
국내선	231	143	249	382	304	267	236	73	82	74	75	68	62	73	64
ASK(mn)	2,500	2,433	3,369	3,326	2,515	2,553	2,625	635	632	616	632	616	570	688	679
RPK(mn)	2,348	2,052	3,001	3,075	2,387	2,352	2,420	615	610	580	582	562	539	640	611
L/F(%)	93.9	84.3	89.1	92.5	94.9	92.1	92.2	96.9	96.5	94.2	92.1	91.2	94.5	93.0	90.0
Yield(원/RPK)	98.2	69.6	82.9	124.1	127.5	113.4	97.6	118.2	134.3	128.1	129.6	120.5	114.5	113.8	105.3
국제선	1,026	173	21	296	1,366	1,611	1,569	342	290	347	387	462	322	432	396
ASK(mn)	22,740	4,141	221	4,465	18,679	22,829	23,971	4,149	4,263	5,055	5,212	5,448	5,235	6,157	5,990
RPK(mn)	19,206	2,802	89	3,645	16,176	19,990	21,043	3,749	3,574	4,308	4,545	4,928	4,371	5,479	5,211
L/F(%)	84.5	67.7	40.2	81.6	86.6	87.6	87.8	90.4	83.8	85.2	87.2	90.5	83.5	89.0	87.0
Yield(원/RPK)	53.4	61.7	233.9	81.3	84.4	80.6	74.5	91.3	81.2	80.5	85.1	93.7	73.7	78.8	75.9
기타	127	61	4	25	54	83	87	10	2	22	19	20	20	20	22
영업비용	1,417	713	590	880	1,554	1,812	1,770	354	349	395	456	477	411	470	454
연료유류비	403	95	76	251	525	602	569	122	111	136	156	149	138	161	154
항공유단가(\$/bb)	80.4	54.0	77.8	126.0	105.0	99.8	95.6	107.7	92.0	112.6	107.8	102.6	97.1	99.9	99.7
항공유사용량(kbb)	3,930	1,150	722	1,316	3,497	3,980	4,214	784	776	909	1,027	917	920	1,085	1,058
인건비	245	161	133	157	254	303	314	56	65	62	71	73	68	81	80
영업이익	-33	-336	-317	-178	170	149	121	71	25	48	26	73	-8	55	29
영업이익률(%)	-2.4	-89.1	-116.1	-25.3	9.8	7.6	6.4	16.6	6.6	10.9	5.5	13.2	-1.9	10.4	6.0

자료: 제주항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	273	703	1,724	1,967	1,892
매출총이익	-227	-64	338	320	281
영업이익	-317	-178	170	155	121
EBITDA	-191	-50	297	294	269
순이자손익	-22	-22	-22	-30	-34
외화관련손익	-30	-23	12	5	7
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-355	-217	173	144	109
당기순이익	-272	-180	134	112	84
지배주주순이익	-272	-180	134	112	84
증가율(%)					
매출액	n/a	157.3	145.4	14.1	-3.8
영업이익	n/a	적지	흑전	-8.8	-21.6
EBITDA	n/a	적지	흑전	-0.9	-8.5
순이익	n/a	적지	흑전	-16.3	-25.7
이익률(%)					
매출총이익률	-83.2	-9.1	19.6	16.3	14.8
영업이익률	-116.1	-25.3	9.8	7.9	6.4
EBITDA 이익률	-69.9	-7.1	17.2	15.0	14.2
세전이익률	-129.9	-30.9	10.0	7.3	5.8
순이익률	-99.7	-25.6	7.8	5.7	4.4

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	-84	124	388	152	258
당기순이익	-272	-180	134	112	84
자산상각비	126	128	127	139	148
운전자본증감	-11	82	32	-217	33
매출채권 감소(증가)	4	-47	-76	26	12
재고자산 감소(증가)	2	-4	-7	2	0
매입채무 증가(감소)	19	55	56	37	-13
투자현금흐름	63	-382	-77	42	-89
유형자산처분(취득)	-24	-210	-174	-73	-89
무형자산 감소(증가)	-2	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	51	0
재무현금흐름	214	165	-298	-100	-91
차입금의 증가(감소)	-20	-121	-171	-64	-43
자본의 증가(감소)	204	208	-8	-2	-1
배당금의 지급	-1	-8	-8	-2	-1
총현금흐름	-65	67	379	378	224
(-)운전자본증가(감소)	-144	-44	-248	73	-33
(-)설비투자	24	210	247	73	89
(+)자산매각	-2	0	73	0	0
Free Cash Flow	53	-99	453	232	169
(-)기타투자	66	135	119	80	0
잉여현금	-13	-234	334	151	169
NOPLAT	-230	-129	132	121	93
(+) Dep	126	128	127	139	148
(-)운전자본투자	-144	-44	-248	73	-33
(-)Capex	24	210	247	73	89
OpFCF	16	-166	260	114	186

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	391	564	508	468	458
현금성자산	296	202	214	275	275
매출채권	66	90	123	88	76
재고자산	13	17	24	22	22
비유동자산	876	1,081	1,473	1,447	1,534
투자자산	592	626	858	871	1,017
유형자산	249	429	579	550	500
무형자산	34	25	37	26	18
자산총계	1,267	1,645	1,981	1,915	1,993
유동부채	488	855	1,122	957	988
매입채무	84	137	197	234	221
유동성이자부채	280	335	423	433	438
비유동부채	594	502	548	537	502
비유동이자부채	401	328	362	336	293
부채총계	1,083	1,357	1,670	1,494	1,489
자본금	50	77	81	81	81
자본잉여금	373	561	598	634	634
이익잉여금	-311	-502	-400	-290	-208
자본조정	73	152	32	-4	-4
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	184	288	311	421	503

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	-4,559	-2,334	1,666	1,395	1,036
BPS	3,700	3,736	3,859	5,221	6,240
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-1,088	870	4,702	4,685	2,780
ROA(%)	-22.4	-12.3	7.4	5.8	4.3
ROE(%)	-135.8	-76.2	44.9	30.7	18.1
ROIC(%)	-34.9	-19.6	16.2	13.5	9.9
Multiples(x, %)					
PER	-3.5	-6.4	7.0	7.4	9.9
PBR	4.3	4.0	3.0	2.0	1.7
PSR	3.5	1.6	0.5	0.4	0.4
PCR	-14.7	17.1	2.5	2.2	3.7
EV/EBITDA	-6.6	-32.3	5.1	4.5	4.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	588.1	471.8	536.5	354.9	296.0
Net debt/Equity	209.2	160.1	183.3	117.2	90.8
Net debt/EBITDA	-201.8	-926.7	192.2	167.7	169.8
유동비율	80.0	66.0	45.3	48.9	46.4
이자보상배율(배)	n/a	n/a	4.7	3.6	2.7
자산구조(%)					
투하자본	39.0	47.4	45.1	44.4	42.6
현금+투자자산	61.0	52.6	54.9	55.6	57.4
자본구조(%)					
차입금	78.7	69.7	71.6	64.6	59.2
자기자본	21.3	30.3	28.4	35.4	40.8

[Compliance Notice]

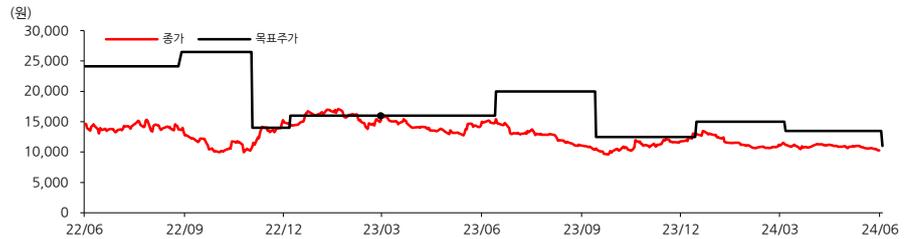
(공표일: 2024년 07월 01일)

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 3 자에게 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	2022.07.08	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
일 시	2024.07.01					
투자의견	Hold					
목표가격	11,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-19.39	-16.15
2024.07.01	Hold	11,000		

[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 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%