제주항공(089590)

단거리 점유율 확대 기대

Hold (Initiate)

목표주가(12M)	16,000원(신규)
종가(2023/04/24)	14,270원
상승여력	12.1 %

Stock Indicator	
자본금	77십억원
발행주식수	7,699만주
시가총액	1,099십억원
외국인지분율	3.7%
52주 주가	9,970~20,670원
60일평균거래량	418,340주
60일평균거래대금	6.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.3	-14.8	34.6	-31.0
상대수익률	-11.8	-20.2	21.8	-24.3

Price Trend

FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	703	1,605	1,687	1,795
영업이익(십억원)	-178	110	78	93
순이익(십억원)	-174	78	40	58
EPS(원)	-2,816	1,012	519	754
BPS(원)	3,982	4,787	4,650	4,749
PER(배)		14.1	27.5	18.9
PBR(배)	3.7	3.0	3.1	3.0
ROE(%)	-70.9	23.1	11.0	16.0
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	5.5	5.5	5.7	5.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

LCC 점유율 1 위사

제주항공은 국내 최대 LCC 사(2019 년 기준 국제선 점유율 9.0%)로 본격적인 여객 수요 회복에 LCC 사 중 가장 큰 수혜를 입을 것으로 기대된다. 2023 년 제주항공의 국제선 RPK는 2019년 대비 82%, 2024년은 2019년 수준의 RPK를 회복할 것으로 예상하고 있다. 2023 년 국제선 운임은 전년(81.3 원/km)과 유사한 수준인 82.0 원/km 이 예상되는데, 항공사들이 코로나 팬데믹 기간동안 줄여 놓은 기재들이 빠르게 회복되기 어려운 상황이 지속되고 있다는 점을 고려했다.

1Q23 기준 제주항공의 국제선 탑승객은 167만명(+56.0% QoQ)을 기록했고, 국제선 운임은 전분기 대비 6.1% 상승한 86.2원/km가 예상된다. 2022년 하반기부터 일본과 동남아 위주로 국제선 탑승객이 회복을 보였다면 2Q23는 중국인 여행객 유입이 기대되어 전통적인 비수기인 2분기에도 견조한 탑승객이 기대된다. 최근 인천 - 칭다오 노선을 재개하는 등 노선 회복에 집중하는 모습을 보이고 있다. 제주항공의 중국 매출 비중은 2019년 기준 국제선 중 18.4% 수준이다.

중장기적으로 단거리 노선 점유율 확대 기대

제주항공은 대한항공, 아시아나 합병 시 중국 및 동남아 등 단거리 노선 위주로 점유율을 확대할 가능성이 높다. 구체적으로 제주항공은 공정위가 지적한 대한항공, 아시아나항공의 26개 노선 중 중국(5개), 동남아(6개) 노선을 일부 확보할 가능성이 있다. 제주항공의 현재 보유 기재는 B737-8 단일 기재로, 향후 확보가 예정 되어있는 기종도 B737 MAX로 단거리 노선 전용이다.

투자의견 Buy, 목표주가 16,000 원으로 커버리지 개시

제주항공에 대한 투자의견 Hold, 목표주가 16,000원을 제시한다. 이는 12개월 선행 EBITDA 2,301억원에 EV Multiple 7배를 부여하고, 순차입금과 신종자본증권을 차감해 산정했다. EV Multiple 7배는 2019년 EV Multiple 고점으로, 일본 불매 운동 및 LCC사 공급 과잉 우려가 제기되기 전 받았던 벨류에이션이다. 여행 수요 회복 기대감이 연 중 내내 지속되고, 국내 항공사 여객기가 코로나 이전 대비 13% 줄어든 상황에서, 글로벌 항공사들의 발주 급증에 따라 빠르게 기재를 확보할 수 없다고 판단해 높은 벨류에이션이 정당화될 수 있다고 판단한다. 목표 벨류에이션에 근접해 투자의견 Hold로 커버리지를 개시한다.

[건설/리츠/운송] 배세호
(2122-9178) seho.bae@hi-ib.com

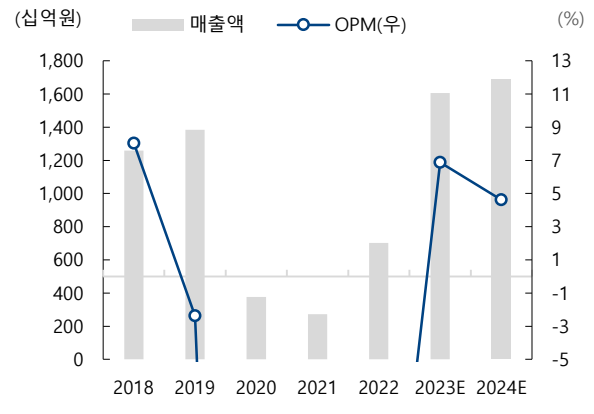
국제 여객 수요 증가에 따른 수혜

2023년 국제 여객 수요 급증이 예상됨에 따라 제주항공 국제 여객 RPK는 전년대비 335% 증가가 예상된다. 당사는 2023년 한국인 출입국자수가 2019년 대비 77%까지 회복할 것으로 예상하고 있다. 2024년 출입국자수는 2019년의 출입국자 수 대비 5% 증가한 4,853만명을 예상하고 있다. 제주항공은 LCC 기준 가장 큰 점유율(2019년 기준 9.0%)과 기재(37대)를 보유한 점을 고려할 때 국제 여객 회복에 따라 LCC사 중 가장 큰 수혜를 입을 것으로 보인다.

2023년 국제선 운임은 82.0원/km(평균환율 1,239원 가정)로 전년 81.3원/km과 유사한 수준이 예상된다. 국제 여객 수요 회복 속도에 비해 항공사들의 기재 확충 속도는 더딜 것으로 예상되어 운임은 전년과 같이 높은 유지할 것으로 예상된다.

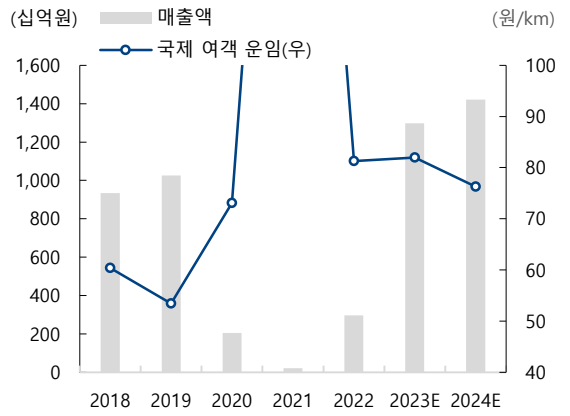
1Q23 기준 제주항공의 국제선 탑승객은 167만명(+10,541.3% YoY, +56.0% QoQ)이며, 국제선 운임은 전분기 대비 6.1% 상승한 86.2원/km가 예상된다. 2022년 하반기부터 일본과 동남아 위주로 국제선 탑승객이 회복을 보였다면 2Q23부터는 본격적으로 중국 관광객이 유입이 기대되어 전통적인 비수기인 2분기에도 견조한 탑승객이 기대된다. 최근 인천 – 칭다오 노선을 재개하는 등 노선 회복에 집중하는 모습을 보이고 있다. 제주항공의 중국 매출 비중은 2019년 기준 국제선 중 18.4% 수준이다.

그림1. 제주항공 매출액 및 GPM 추이 및 전망



자료: 제주항공, 하이투자증권

그림2. 제주항공 국제여객 매출, 운임 추이 및 전망



자료: 제주항공, 하이투자증권

대한항공 - 아시아나 합병 시 중국 및 동남아 점유율 상승 기대

대한항공 – 아시아나 합병에 따른 수혜를 입을 수 있다. 대한민국의 공정위는 대한항공과 아시아나 합병을 승인하는 대가로 약 26개 노선의 노선에 대해서 향후 10년 동안 운수권 및 슬롯 일부를 타 항공사에게 이전하도록 했다.

제주항공의 현재 보유 기재는 B737-8 단일 기재로, 향후 확보가 예정 되어있는 기종도 B737-8 MAX로 단거리 노선 전용이다. 제주항공은 대한항공, 아시아나 합병 시 미주, 유럽 등 장거리 노선보다는 단기적으로는 중국 및 동남아 등 단거리 노선 위주로 점유율을 확대할 가능성이 높다. 구체적으로 제주항공은 경쟁 제한성이 있는 26개 노선 중 중국(5개), 동남아(6개) 노선에서 운수권 및 슬롯을 일부 확보할 가능성이 있다.

표1. 제주항공 보유 기재(여객기)

모델	대수	특징
B7378	36	단거리

자료: Airportal, 하이투자증권

표2. 경쟁 제한성 노선

지역	중복노선	경쟁 제한성 노선 개수	노선명
미주	5	5	서울 ↔ 뉴욕, LA, 시애틀, 샌프란시스코, 호놀룰루
유럽	6	6	서울 ↔ 바르셀로나, 프랑크푸르트, 런던, 파리, 로마, 이스탄불
중국	18	5	서울 ↔ 장자제, 시안, 선전, 부산 ↔ 칭다오, 베이징
일본	12	1	부산 ↔ 나고야
동남아	19	6	서울 ↔ 프놈펜, 팔라우, 푸켓, 자카르타, 부산 ↔ 세부, 다낭
기타	5	3	서울 ↔ 시드니, 괌, 부산 ↔ 괌
총계	65	26	

자료: 공정거래위원회, 하이투자증권 리서치본부

표3. 경쟁 제한성 노선 주요 조치

지역	주요 노선명	구조적 조치	행태적 조치
항공자유화노선	서울 ↔ 뉴욕, LA, 샌프란시스코, 바르셀로나, 괌, 푸켓 부산 ↔ 다낭, 세부, 괌, 나고야	기업결합일로부터 10년간 1) 국내 공항 슬롯 이전 2)신규 진입자의 슬롯 이전, 운임결합 협약, 공동운항 협약, 인터라인 협약, 국내공항시설 이용 협력, 영공통과이용권 획득 협조 요청 시 정당한 사유 없이 거절 금지	구조적 조치 이행시까지 1) 운임인상 제한, 2) 공급량축소 제한, 3) 서비스 질 축소 제한
항공 비자유화노선	서울 ↔ 프랑크푸르트, 로마, 파리, 이스탄불, 시드니 부산 ↔ 베이징	항공 자유화 노선 조치와 동일 + 기업결합일로부터 10년간 운수권 이전	

자료: 공정거래위원회, 하이투자증권 리서치본부

Valuation

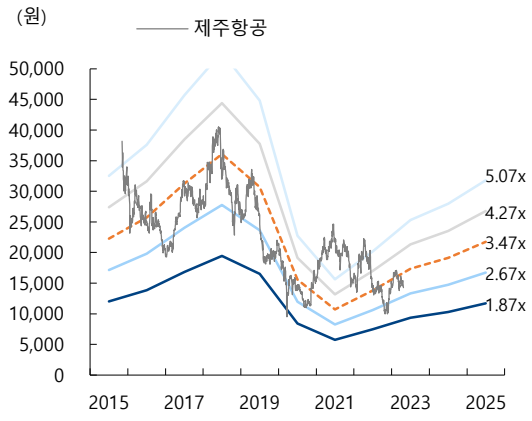
제주항공에 대한 투자의견 Hold, 목표주가 16,000원을 제시한다. 이는 12개월 선행 EBITDA 2,301억원에 EV Multiple 7배를 부여하고, 순차입금 2,350억원과 신종자본증권 1,554억원 차감해 산정했다. EV Multiple 7배는 2019년 EV Multiple 고점으로, 일본 불매 운동 및 LCC사 과잉 공급 우려가 제기되기 전 받았던 벨류에이션이다. 여행 수요 회복 기대감이 연 중 내내 지속되고, 국내 항공사 여객기가 코로나 이전 대비 13% 줄어든 상황에서, 글로벌 항공사들의 발주 급증에 따라 빠르게 기재를 확보할 수 없다고 판단해 높은 벨류에이션이 정당화될 수 있다고 판단한다. 다만 현재 주가 수준은 목표 배수에 거의 근접한 주가로 Hold로 커버리지를 개시한다.

표4. 목표주가 산정

(원, 배, %)	Valuation	비고
12M fwd EBITDA (a)	230	
Target EV/EBITDA (b)	7.0	2019 년 EV Mutliple 상단
목표 EV (c)	1,611	(c) = (a) x (b)
순차입금(십억원) (d)	235	2023 년말 예상 순차입금
신종자본증권 (e)	155	
주식 가치(십억원) (f)	1,221	(f) = (c) - (d) - (e)
발행 주식수(백만주)	77.0	
목표 주가(원)	16,000	
현재주가(원)	14,270	2023 년 4 월 24 일 종가
상승여력(%)	12.1	

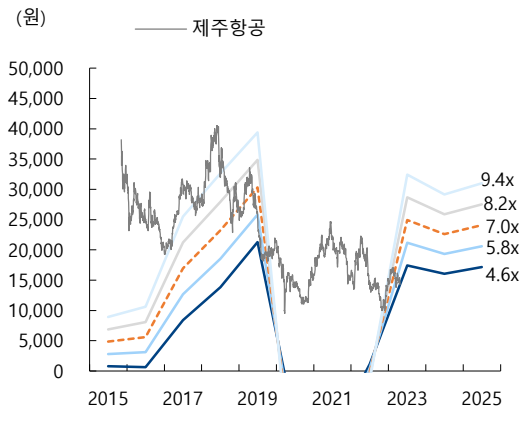
자료: 하이투자증권

그림3. 제주항공 P/B Band



자료: Quantiwise, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 제주항공 EV/EBITDA Band



자료: Quantiwise, 하이투자증권 리서치본부

표5. 제주항공 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2022	2023E	2024E
주요 가정											
평균환율	1,205	1,260	1,339	1,359	1,276	1,250	1,230	1,200	1,291	1,239	1,190
YoY	*-6.7*	*-8.1*	*-2.4*	*5.8*	*8.2*	*12.4*	*15.5*	*14.8*	*12.8*	*-4.0*	*-3.9*
제트유가(달러/배럴)	112	147	129	118	107	110	110	111	127	110	101
YoY	*30.4*	*36.0*	*-14.0*	*-4.1*	*-6.8*	*-12.4*	*0.0*	*0.9*	*68.5*	*-13.5*	*-7.5*
국제선											
ASK	80	235	1,363	2,787	4,474	4,004	4,905	4,733	4,465	18,116	21,593
YoY	*166.7*	*379.6*	*2,210.2*	*3,257.8*	*5,492.3*	*1,603.9*	*259.9*	*69.8*	*1,920.4*	*305.7*	*19.2*
RPK	36	167	1,027	2,415	4,039	3,433	4,292	4,077	3,645	15,841	18,632
YoY	*200.0*	*778.9*	*4,568.2*	*6,608.3*	*11,119.7*	*1,955.8*	*317.9*	*68.8*	*3,995.5*	*334.6*	*17.6*
L/F	45	71	75	87	90	86	87	86	82	87	86
YoYp	*5.0*	*32.3*	*38.1*	*43.3*	*45.3*	*14.7*	*12.1*	*-0.5*	*41.4*	*5.8*	*-1.2*
Yield(원)	152	96	76	81	86.2	80	84	77	81.3	82.0	76
YoY	*-36.7*	*-49.0*	*-79.4*	*-52.0*	*-43.3*	*-17.2*	*10.0*	*-4.6*	*-65.1*	*0.9*	*-6.9*
국내선											
ASK	885	874	848	719	631	662	669	649	3,326	2,611	2,496
YoY	*38.7*	*-9.0*	*0.7*	*-22.6*	*-28.7*	*-24.2*	*-21.1*	*-9.8*	*-1.3*	*-21.5*	*-4.4*
RPK	781	826	782	686	588	623	636	604	3,075	2,451	2,291
YoY	*39.5*	*-5.2*	*6.3*	*-17.7*	*-24.7*	*-24.5*	*-18.7*	*-11.9*	*2.5*	*-20.3*	*-6.6*
L/F	88	95	92	95	93	94	95	93	92	94	92
YoYp	*0.5*	*3.8*	*4.8*	*5.6*	*5.0*	*-0.4*	*2.8*	*-2.3*	*92.5*	*0.0*	*7.4*
Yield(원)	95	130	140	133	126	123	116	111	124	119	111
YoY	*42.2*	*63.1*	*67.6*	*37.2*	*33.7*	*-5.4*	*-16.8*	*-16.8*	*41.2*	*-5.1*	*-8.3*
실적 추정											
매출액	**81**	**126**	**196**	**299**	**428**	**354**	**438**	**386**	**703**	**1,605**	**1,687**
YoY	*94.1*	*68.0*	*186.8*	*240.6*	*427.0*	*180.3*	*123.7*	*28.9*	157.2	128.5	5.1
국제 여객	5	16	78	196	348	274	361	316	296	1,298	1,421
국내 여객	74	107	109	91	74	76	74	67	382	292	253
화물 및 기타	1	2	6	9	3	1	0	0	18	4	0
영업비용	160	182	257	281	372	340	403	380	880	1,495	1,609
YoY	*24.0*	*24.3*	*61.3*	*80.8*	*132.4*	*86.9*	*56.6*	*35.5*	49.1	69.9	7.6
유류비	25	40	78	108	175	163	188	180	251	706	714
감가상각비	36	35	34	30	32	32	33	33	136	130	131
인건비	49	48	56	35	49	41	48	44	187	182	202
공항관련비	5	6	14	62	54	49	59	57	88	218	277
영업이익	**-79**	**-56**	**-62**	**19**	**56**	**14**	**35**	**6**	**-178**	**110**	**78**
YoY	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*-69.6*	-44.0	-162.1	-29.3
영업이익률	*-97.2*	*-44.2*	*-31.5*	*6.3*	*13.0*	*3.9*	*8.0*	*1.5*	*-25.3*	*6.9*	*4.6*
영업외손익	-8.2	-18.9	-27.0	14.4	-9.5	3.2	-0.8	0.7	-39.7	-6.4	-24.7
세전이익	-87.2	-74.7	-88.5	33.1	46.2	16.9	34.3	6.4	-217.2	103.9	53.3
지배주주순이익	**-65.9**	**-56.3**	**-67.6**	**16.0**	**34.7**	**12.7**	**25.7**	**4.8**	**-174**	**78**	**40**
YoY	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*-70.0*	*적지*	*흑전*	*-48.7*
순이익률	-81.2	-44.6	-34.5	5.3	8.1	3.6	5.9	1.2	-24.7	4.9	2.4

자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	564	628	735	805
현금 및 현금성자산	200	194	349	400
단기금융자산	2	131	105	105
매출채권	90	127	140	151
재고자산	17	22	24	25
비유동자산	1,100	1,037	948	906
유형자산	429	375	291	253
무형자산	25	17	12	8
자산총계	1,664	1,665	1,683	1,711
유동부채	855	795	828	851
매입채무	1	1	1	1
단기차입금	166	166	176	186
유동성장기부채	169	193	208	213
비유동부채	502	502	496	494
사채	-	-	-	-
장기차입금	150	150	144	142
부채총계	1,357	1,297	1,325	1,345
지배주주지분	307	369	358	366
자본금	77	77	77	77
자본잉여금	561	561	561	561
이익잉여금	-483	-405	-404	-384
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	307	369	358	366

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	703	1,605	1,687	1,795
증가율(%)	157.3	128.5	5.1	6.4
매출원가	766	1,312	1,414	1,496
매출총이익	-64	294	273	299
판매비와관리비	114	183	195	206
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-178	110	78	93
증가율(%)	적지	흑전	-29.3	19.1
영업이익률(%)	-25.3	6.9	4.6	5.2
이자수익	5	7	7	7
이자비용	27	25	25	25
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-26	16	-8	4
세전계속사업이익	-217	104	53	77
법인세비용	-43	26	13	19
세전계속이익률(%)	-30.9	6.5	3.2	4.3
당기순이익	-174	78	40	58
순이익률(%)	-24.7	4.9	2.4	3.2
지배주주귀속 순이익	-174	78	40	58
기타포괄이익	11	-11	-1	-1
총포괄이익	-163	67	39	57
지배주주귀속총포괄이익	-163	67	39	57

현금흐름표

(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	138	314	290	269
당기순이익	-174	78	40	58
유형자산감가상각비	-	117	116	116
무형자산상각비	11	6	4	3
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-382	-366	-228	-249
유형자산의 처분(취득)	-210	-62	-82	-79
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	0
금융상품의 증감	0	-130	26	-
재무활동 현금흐름	151	24	19	-25
단기금융부채의증감	-	2	11	11
장기금융부채의증감	-	0	-6	-2
자본의증감	216	-	-	-
배당금지급	-8	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-94	-6	154	51
기초현금및현금성자산	294	200	194	349
기말현금및현금성자산	200	194	349	400

주요투자지표

	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)				
EPS	-2,816	1,012	519	754
BPS	3,982	4,787	4,650	4,749
CFPS	-2,640	2,598	2,079	2,299
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	N/A	14.1	27.5	18.9
PBR	3.7	3.0	3.1	3.0
PCR	-5.6	5.5	6.9	6.2
EV/EBITDA	-	5.0	5.7	5.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-70.9	23.1	11.0	16.0
EBITDA 이익률	-23.7	14.5	11.7	11.8
부채비율	442.6	351.9	369.9	367.9
순부채비율	92.3	49.5	20.4	9.8
매출채권회전율(x)	9.0	14.8	12.7	12.4
재고자산회전율(x)	47.1	81.9	73.7	73.5

자료 : 제주항공, 하이투자증권 리서치본부

제주항공

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2023-04-25	Hold	16,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 배세호)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2023-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	97.3%	2.7%	-