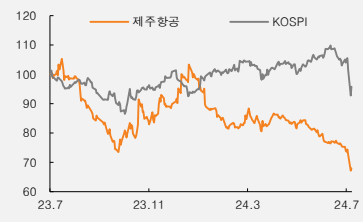


투자자의견(유지)	중립
목표주가(하향)	▼ 9,400원
현재주가(24/8/6)	8,880원
상승여력	5.9%

영업이익(24F,십억원)	157
Consensus 영업이익(24F,십억원)	182
EPS 성장률(24F,%)	-38.2
MKT EPS 성장률(24F,%)	86.1
P/E(24F,x)	8.3
MKT P/E(24F,x)	9.8
KOSPI	2,522.15
시가총액(십억원)	716
발행주식수(백만주)	81
유동주식비율(%)	44.2
외국인 보유비중(%)	3.9
베타(12M) 일간수익률	0.28
52주 최저가(원)	8,770
52주 최고가(원)	13,750
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-11.7 -28.5 -31.7
상대주가	0.2 -27.0 -29.5



[운송플랫폼/에너지]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

제주항공

비용 증가와 단가 하락의 이중고

2Q24 Review: 영업적자 95억원, 비용 증가와 운임 하락 모두 나타나

제주항공의 별도 기준 매출액은 4,279억원으로 전년 동기 대비 15.7% 증가했다. 국제선 수송량이 28% YoY 증가하면서 외형 성장을 이끌었다. 다만 국내선 수송량은 1.8% YoY 감소하면서 성장을 제한했다.

별도 기준 영업손실은 95억원으로 적자 전환했다. 국제선 탑승률이 89.4%로 5.3%p YoY 상승했으나, 객단가(Yield)가 67원으로 5.6% YoY 하락했다. 국제선 회복에 맞추어 국제선 공급을 21% YoY 늘렸으나, 최근 수요 둔화가 단가 하락으로 이어진 것으로 보인다.

단가 하락으로 인해 팬데믹 이후 증가한 비용(인건비, 정비비, 공항관련비) 부담을 상쇄하지 못했다. 신규 기재 도입 지연에 따른 임차료 부담도 더해졌다. 별도 순이익 역시 214억원으로 적자 전환했다. 영업이익 부진에 더해 환율 상승에 따른 외화관련 손실에 기인한다.

눈높이를 낮추어야 할 2024년

과거 대비 높은 단가로 인해 개선되었던 수익성은 비용 증가 압력과 공급 증가의 영향으로 과거 고점 영업이익률(2023년 10%)에 도달하지 못하고 있다. B737-8 50대 도입 계약에 따른 기종 변경은 원가 감소에 긍정적으로 작용할 것으로 보이나, 인도 지연이 지속되고 있는 점이 아쉽다. 장기적으로 LCC 1위 위상의 변화 여부도 지켜 봐야 한다. 최근 대한항공이 아시아나항공 화물 부문 매각에 속도를 붙이고 있어 자회사 LCC 역시 통합될 가능성이 높아지고 있다. 최근 경영진의 M&A 기회에 대한 언급 역시 이에 따른 장기적인 대응이 필요하기 때문으로 보인다.

목표주가 9,400원으로 하향하며 중립의견 유지

제주항공의 24년/25년 영업이익 추정치를 각 18.1%/5.9% 하향 조정, 24년/25년 순이익 추정치를 각 22.5%/6.2% 하향 조정한다. 이에 따라 목표주가 역시 기존 11,500원에서 9,400원(12개월 FWD EV/EBITDA 4배 유지)으로 하향하나, 5.9%의 상승여력으로 투자자의견은 중립으로 유지한다. 밸류에이션 부담은 크지 않으나, 수요 둔화에 대응한 원가 경쟁력 강화가 필요한 시점이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	703	1,724	1,945	1,961	2,005
영업이익 (십억원)	-178	170	157	165	172
영업이익률 (%)	-25.3	9.9	8.1	8.4	8.6
순이익 (십억원)	-180	134	87	112	120
EPS (원)	-2,911	1,737	1,074	1,385	1,493
ROE (%)	-76.2	44.9	24.5	24.7	21.2
P/E (배)	-	6.8	8.3	6.4	5.9
P/B (배)	4.0	3.0	1.8	1.4	1.1
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. 2Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	2023	1Q24	2Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	374	556	436	433	446	16.5	-21.6
영업이익	25	79	-6	34	15	적전	적전
영업이익률(%)	6.6	14.2	-1.3	7.9	3.4	-7.9	-15.5
세전이익	27	59	-24	21	11	적전	적전
순이익	22	47	-24	17	9	적전	적전

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	1,916	1,974	1,945	1,961	1.5	-0.7	공급 증가
영업이익	192	175	157	165	-18.1	-5.9	단가 전망 변경
세전이익	142	152	109	143	-23.4	-5.8	
순이익	112	119.0	86.6	111.7	-22.5	-6.2	
EPS (원)	1,385	1,476	1,074	1,385	-22.5	-6.2	

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	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	425	374	443	482	556	436	469	484	1,724	1,945	1,961
국내여객	68	77	69	70	63	75	67	71	284	275	286
국제여객	317	255	332	356	430	307	353	355	1,259	1,446	1,445
기타	40	43	42	56	63	53	49	58	181	224	230
영업이익	71	25	48	26	79	-6	50	34	170	157	165
세전이익	63	27	39	44	59	-24	45	29	173	109	143
순이익	48	22	31	34	47	-18	35	22	134	87	112
영업이익률 (%)	16.6	6.6	10.9	5.5	14.2	-1.3	10.6	7.0	9.8	8.1	8.4
세전이익률 (%)	14.9	7.1	8.7	9.1	10.6	-5.4	9.6	5.9	10.0	5.6	7.3
순이익률 (%)	14.9	7.1	8.7	9.1	10.6	-5.4	9.6	5.9	10.0	5.6	7.3
국제여객 RPK 증감률(%)	10457.0	2033.5	319.6	88.1	31.4	28.2	16.0	3.3	343.8	18.7	-1.0
국제여객 ASK 증감률 (%)	5055.4	1717.3	270.9	87.0	31.3	21.0	15.0	6.0	318.3	17.5	2.5
국제여객 L/F (%)	90.4	83.8	85.2	87.2	90.5	89.4	86.0	85.0	86.6	87.5	84.5
국제여객 Yield 증감률 (%)	-38.2	-14.5	16.9	6.8	3.6	-5.6	-7.0	-3.0	-13.4	-2.8	1.0
국내여객 RPK 증감률(%)	-21.3	-26.1	-25.8	-15.2	-8.6	-1.9	-1.3	2.4	-22.4	-2.4	3.0
국내여객 ASK 증감률 (%)	-28.3	-27.7	-27.3	-12.1	2.7	1.0	1.0	2.0	-24.4	1.7	1.0
국내여객 L/F (%)	96.9	96.5	94.2	92.1	86.2	93.7	92.0	92.4	94.9	91.1	92.9
국내여객 Yield 증감률 (%)	27.2	2.3	-8.5	-7.0	1.8	-0.8	-2.0	-2.0	0.7	-0.8	1.0
항공유가 (\$/bbl)	106	92	112	108	103	99	93	94	105	97	92

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

표 4. Valuation: EV/EBITDA

항목	비고
EBITDA	288
EV	1,151 한국 주요 LCC 평균
순차입금	427
주주가치	724
주식수	76,994
목표주가	9,400
현재주가	8,880
상승여력(%)	5.9
Target PER	6.8
Target PBR	1.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 항공유 가격



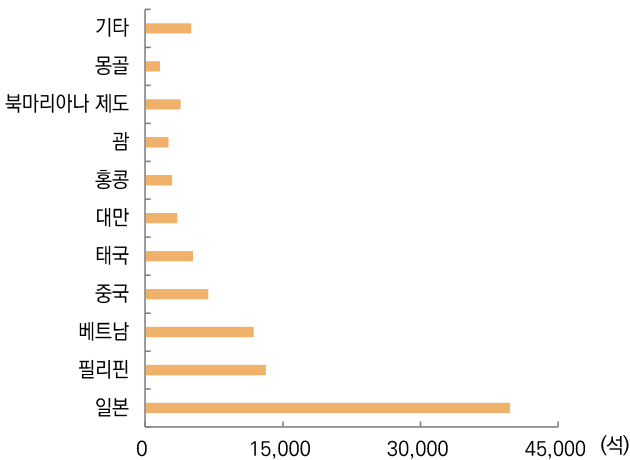
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 환율 추이



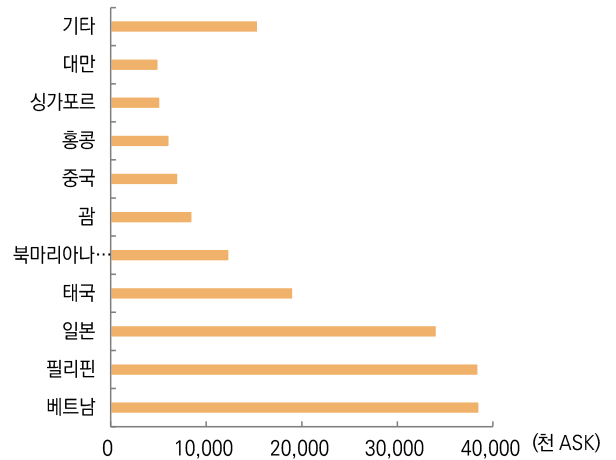
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 국제여객 좌석수



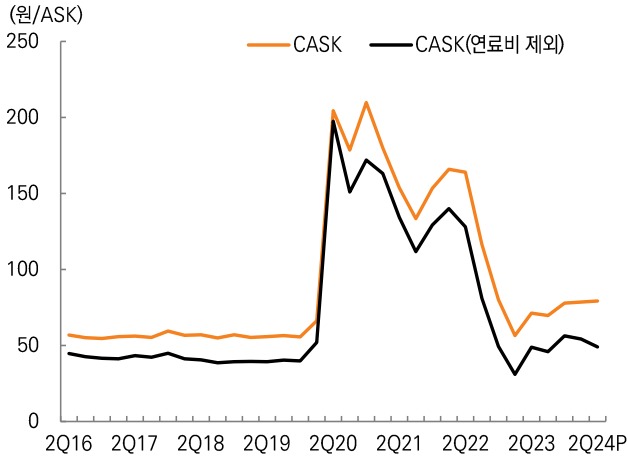
주: 2024년 8월 기준
자료: CAPA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 국제여객 ASK



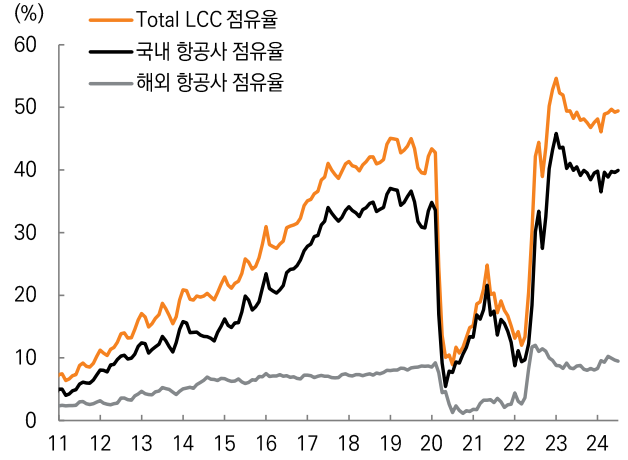
주: 2024년 8월 기준
자료: CAPA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. CASK 추이



자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

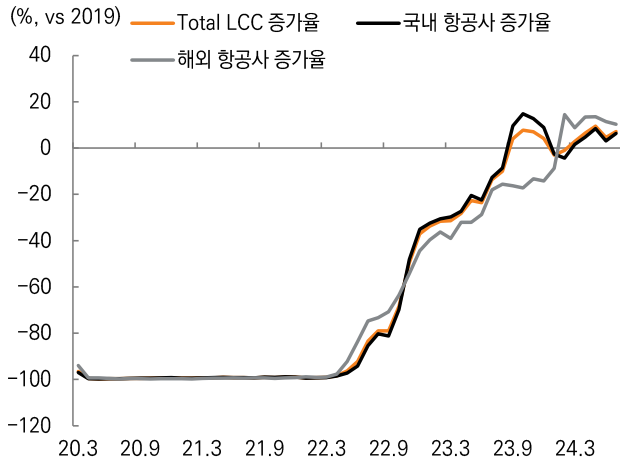
그림 6. 단거리 국제노선 LCC 점유율



주: 2024년 7월까지 수치

자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

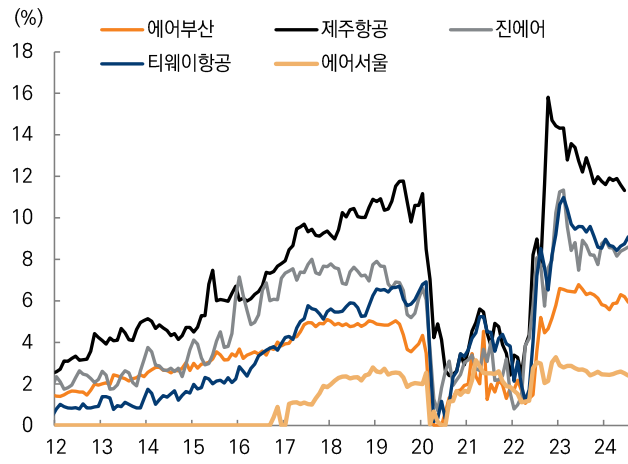
그림 7. 단거리 국제노선 LCC 여객 수요 증감률 (19년 대비)



주: 2024년 7월까지 수치

자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 단거리 국제선 국내 저가항공사 점유율 추이



주: 2024년 7월까지 수치

자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

제주항공 (089590)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,724	1,945	1,961	2,005
매출원가	1,386	1,588	1,580	1,611
매출총이익	338	357	381	394
판매비와관리비	168	200	216	221
조정영업이익	170	157	165	172
영업이익	170	157	165	172
비영업손익	3	-48	-22	-18
금융손익	-22	-21	-22	-18
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	173	109	143	154
계속사업법인세비용	38	22	31	34
계속사업이익	134	87	112	120
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	134	87	112	120
지배주주	134	87	112	120
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	109	87	112	120
지배주주	109	87	112	120
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	297	286	322	358
FCF	141	65	93	109
EBITDA 마진율 (%)	17.2	14.7	16.4	17.9
영업이익률 (%)	9.9	8.1	8.4	8.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.8	4.5	5.7	6.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	508	656	755	866
현금 및 현금성자산	212	460	553	663
매출채권 및 기타채권	88	88	91	92
재고자산	24	24	25	25
기타유동자산	184	84	86	86
비유동자산	1,473	1,533	1,576	1,590
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	579	648	696	713
무형자산	37	30	25	22
자산총계	1,981	2,189	2,331	2,456
유동부채	1,122	1,136	1,160	1,164
매입채무 및 기타채무	153	154	159	160
단기금융부채	423	435	435	435
기타유동부채	546	547	566	569
비유동부채	548	656	662	663
장기금융부채	362	469	469	469
기타비유동부채	186	187	193	194
부채총계	1,670	1,792	1,822	1,827
지배주주지분	311	397	509	629
자본금	81	81	81	81
자본잉여금	598	634	634	634
이익잉여금	-400	-314	-203	-82
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	311	397	509	629

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	388	228	293	309
당기순이익	134	87	112	120
비현금수익비용가감	245	225	211	237
유형자산감가상각비	118	121	153	183
무형자산상각비	9	8	5	3
기타	118	96	53	51
영업활동으로인한자산및부채의변동	32	-48	24	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-76	2	-3	0
재고자산 감소(증가)	-7	0	-1	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	56	8	0	0
법인세납부	-3	-14	-31	-34
투자활동으로 인한 현금흐름	-77	-49	-200	-200
유형자산처분(취득)	-174	-164	-200	-200
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	7	0	0	0
기타투자활동	90	115	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-298	68	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	122	119	0	0
자본의 증가(감소)	40	36	0	0
배당금의 지급	-8	0	0	0
기타재무활동	-452	-87	0	0
현금의 증가	12	248	93	109
기초현금	200	212	460	553
기말현금	212	460	553	663

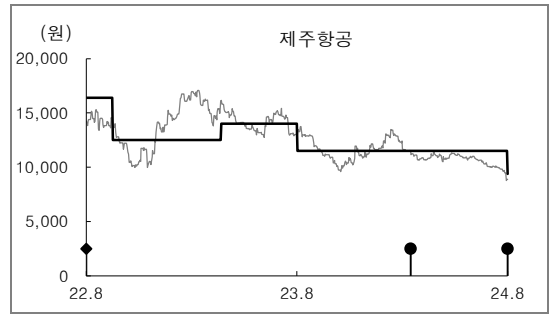
자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	6.8	8.3	6.4	5.9
P/CF (x)	2.4	2.3	2.2	2.0
P/B (x)	3.0	1.8	1.4	1.1
EV/EBITDA (x)	5.1	4.0	3.3	2.7
EPS (원)	1,737	1,074	1,385	1,493
CFPS (원)	4,904	3,862	3,998	4,437
BPS (원)	3,889	4,952	6,337	7,830
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	12.8	0.8	2.2
EBITDA증가율 (%)	-	-3.7	12.8	11.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-7.4	4.7	4.5
EPS증가율 (%)	-	-38.2	29.0	7.8
매출채권 회전율 (회)	27.5	24.4	24.1	24.2
재고자산 회전율 (회)	83.7	80.6	79.7	80.0
매입채무 회전율 (회)	501.1	355.6	347.0	347.4
ROA (%)	7.4	4.2	4.9	5.0
ROE (%)	44.9	24.5	24.7	21.2
ROIC (%)	16.6	13.7	12.7	13.0
부채비율 (%)	536.5	451.5	358.3	290.4
유동비율 (%)	45.3	57.7	65.1	74.4
순차입금/자기자본 (%)	183.3	111.0	68.3	37.8
조정영업이익/금융비용 (x)	4.7	4.1	3.8	4.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
제주항공 (089590)				
2024.08.07	중립	9,400	-	-
2024.02.21	중립	11,500	-2.60	19.57
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 Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(□)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 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.