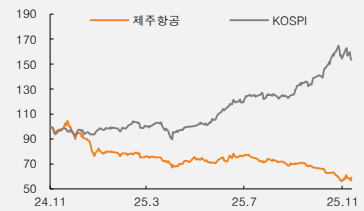


투자 의견(유지)	중립
목표주가(하향)	▼ 5,500원
현재주가(25/11/19)	5,540원
상승여력	-0.7%

영업이익(25F,십억원)	-158
Consensus 영업이익(25F,십억원)	-124
EPS 성장률(25F,%)	적전
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	13.9
KOSPI	3,929.51
시가총액(십억원)	447
발행주식수(백만주)	81
유동주식비율(%)	45.2
외국인 보유비중(%)	2.4
베타(12M) 일간수익률	0.51
52주 최저가(원)	5,250
52주 최고가(원)	9,780

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.7	-19.0	-39.5
상대주가	-11.0	-46.3	-61.9



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

김주희

joohee.kim@miraeasset.com

제주항공

아직은 안개 속

3Q25 Review: 단가하락과 비용 증가의 이중고

제주항공의 3Q25 연결 기준 매출액은 19.2% YoY 감소한 3,883억 원을 기록했다. 운항횟수는 소폭 증가했으나, 여객기 공급은 국내선(-0.7% YoY), 국제선(-1.8% YoY) 모두 감소했다. 단가 역시 두자리수 하락하며 탑라인 축소를 이끌었다.

영업손실은 550억원으로 시장 기대치를 하회했다. 3Q22 이후 3년만에 최대 손실이다. 성수기 영업손실은 1) 고환율에 따른 비용 증가, 2) 수요 부진과 공급 과잉에 따른 단가 하락(국제선 -13.5% YoY, 국내선 -15.3% YoY)이 주 원인이다. 주요 수익 노선인 국제선 탑승률은 -4.3%p YoY 하락한 83.3%에 그쳤다.

4Q25 소폭 회복 기대되나, 턴어라운드에는 시간이 필요

4분기 동사는 추석연휴 및 겨울 성수기(동남아·일본) 효과로 적자를 축소할 수 있을 것으로 보인다. 환율 부담이 지속되겠으나, 유가 하락에 따른 비용 감소 효과도 본격화될 전망이다. 다만, 적자 지속에 따른 재무구조 악화는 지속 관찰할 필요가 있다.

실제로 3Q25 동사의 순손실은 영업손실과 금융비용 증가 등으로 602억원을 기록, 전년동기(506억원 흑자)대비 크게 적자전환했다. 이익잉여금도 결손전환(157억원)했다. 동사의 부채비율은 694%로 2024년말(517%) 대비 크게 상승한 상태이다. 최근 1,000억원 규모의 영구채를 발행하면서 부채비율이 500% 수준으로 하락할 전망이다. 하지만 최근 영업 상황과 향후 B737-8 도입 계획을 감안시 재무 구조 회복의 지속성은 장담할 수 없다. 고정비가 증가하는 상황에서 단기적인 수익성 턴어라운드는 쉽지 않기 때문이다. 2026년은 진에어 등 주요 경쟁사가 본격적으로 통합하는 시점이다. 장기적으로 시장 1위 사업자로서의 지위도 위협당할 수 있다.

목표주가 5,500원으로 하향하며 중립 의견 유지

동사에 대한 중립 의견을 유지한다. 목표주가는 7,000원에서 5,500원으로 하향한다. 적자전환했던 코로나 19 회복기(21~22년) 평균 밸류에이션(PBR 5배, 2026년말 기준)을 적용한 것이다. 동사의 주가는 지난 12개월간 40% 넘게 하락했다. 하지만, 비우호적인 외부환경(여행심리 악화, 고환율 등), 시장 지위 악화 가능성으로 빠른 주가 반등을 장담하기에는 이르다는 판단이다. 재무구조 악화가 심화할 경우 자본 확충 가능성도 배제하기 힘들다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,724	1,936	1,528	1,629	1,744
영업이익 (십억원)	170	80	-158	6	123
영업이익률 (%)	9.9	4.1	-10.3	0.4	7.1
순이익 (십억원)	134	22	-149	-90	3
EPS (원)	1,737	270	-1,843	-1,114	41
ROE (%)	44.9	6.8	-59.7	-69.5	3.8
P/E (배)	6.8	27.8	-	-	136.3
P/B (배)	3.0	1.9	2.5	5.2	5.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 3Q25 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q24	2Q25	3Q25P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	480	332	388	471	401	-19.2	16.8
영업이익	47	-42	-55	55	-13.0	적전	적지
영업이익률(%)	9.7	-12.6	-14	11.7	-3.2	-23.9	-1.6
세전이익	62	-11	-79	42	-15	적전	적지
순이익	51	-10	-60	35	-9	적전	적지

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
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	1,702	1,856	1,528	1,629	-10.2	-12.2	공급 증가
영업이익	26	160	-158	6	적전	-96.3	단가 전망 변경
세전이익	-11	109	-176	-105	적지	적전	
순이익	-15	95	-149	-90	적지	적전	
EPS (원)	-189	1,180	-1,843	-1,114	적지	적전	

주: K-IFRS 연결 기준으로 한 추정수치, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

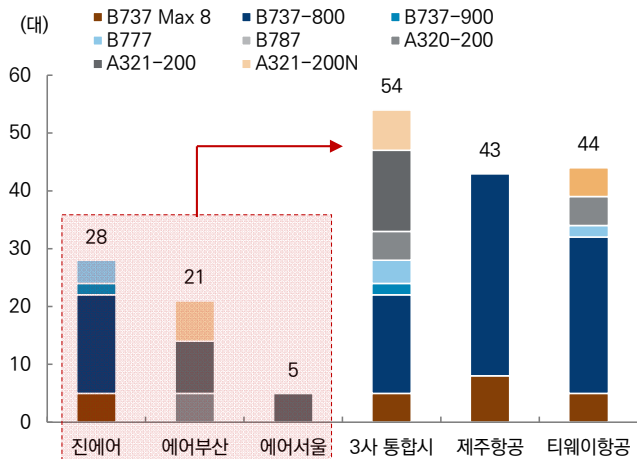
(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	556	449	480	450	385	332	388	422	1,936	1,528	1,629
국내여객	63	75	68	67	36	60	58	66	273	220	236
국제여객	430	307	346	316	297	225	278	303	1,400	1,103	1,185
기타	63	67	66	67	51	48	52	53	263	205	208
영업이익	79	-5	47	-40	-33	-42	-55	-29	80	-158	6
세전이익	59	-23	62	-89	-31	-11	-79	-55	9	-176	-105
순이익	47	-18	51	-58	-33	-10	-60	-46	22	-149	-90
영업이익률 (%)	14.2	-1.2	9.7	-8.9	-8.5	-12.6	-14.2	-5.8	4.1	-10.1	1.6
세전이익률 (%)	10.6	-5.2	13.0	-19.8	-7.9	-3.5	-20.4	-11.9	0.5	-11.2	-5.1
순이익률 (%)	8.5	-4.0	10.5	-12.9	-8.5	-3.0	-15.5	-10.0	1.1	-9.5	-4.3
국제여객 RPK 증감률(%)	31.4	28.2	9.1	0.8	-23.6	-22.7	-7.1	2.3	16.2	-12.9	4.4
국제여객 ASK 증감률 (%)	31.3	21.0	5.5	0.9	-10.7	-19.5	-1.8	1.0	13.5	-7.7	3.2
국제여객 L/F (%)	89.9	89.4	87.7	88.2	80.9	86.0	83.3	88.2	88.6	83.6	84.6
국제여객 Yield 증감률 (%)	3.6	-5.6	-2.6	-11.5	-9.2	-4.5	-13.5	-5.0	-3.9	-8.2	3.3
국내여객 RPK 증감률(%)	-8.6	-1.9	0.3	-1.5	-25.3	-2.3	0.5	-2.6	-3.0	-7.3	3.8
국내여객 ASK 증감률 (%)	-3.0	1.0	1.8	-2.9	-18.6	-0.7	-0.7	-1.0	-0.8	-5.2	1.5
국내여객 L/F (%)	91.2	93.7	92.7	93.4	83.7	92.2	93.9	91.9	92.8	90.8	92.8
국내여객 Yield 증감률 (%)	1.8	-0.8	-0.8	-3.3	-22.3	-18.4	-15.3	1.0	-0.8	-13.7	3.6
항공유가 (\$/bbl)	104	99	94	88	105	80	83	77	96	86	77

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

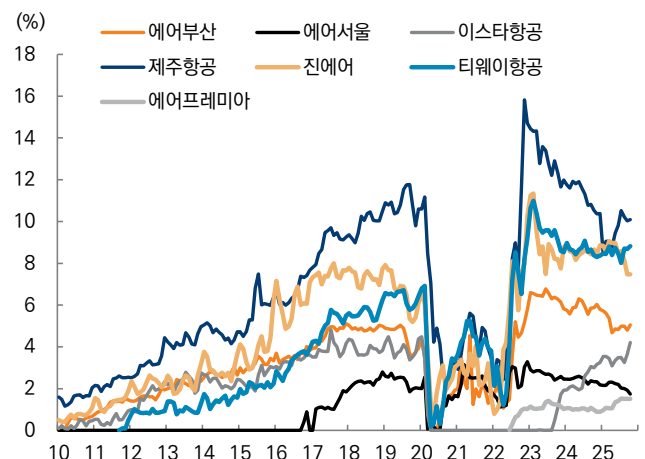
자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국내 LCC 보유 기단



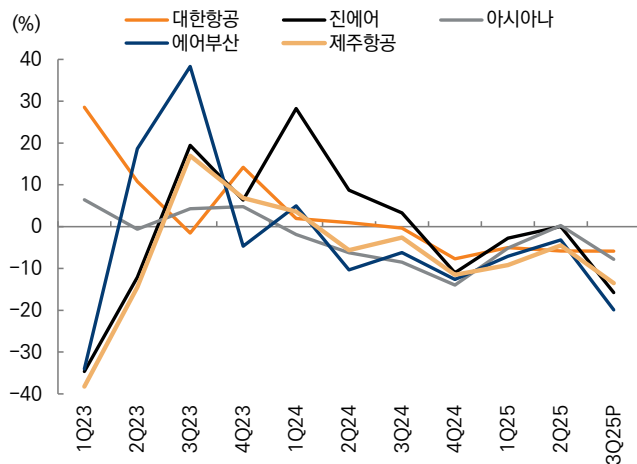
자료: CAPA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 단거리 국제선 국내 저가항공사 점유율 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 국내 항공사 국제선 운임 전년동기대비 증감률



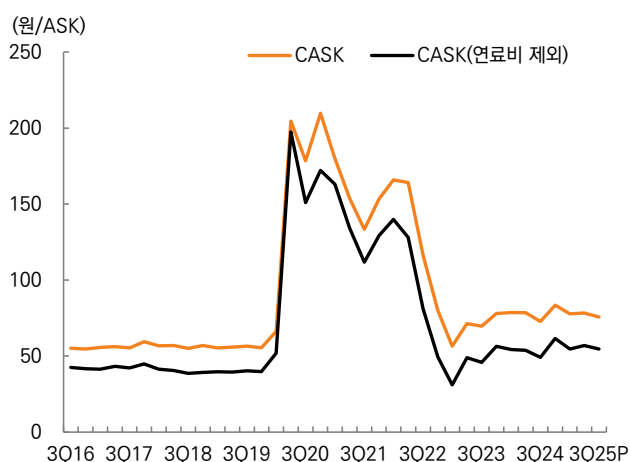
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 원달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 제주항공 CASK 추이



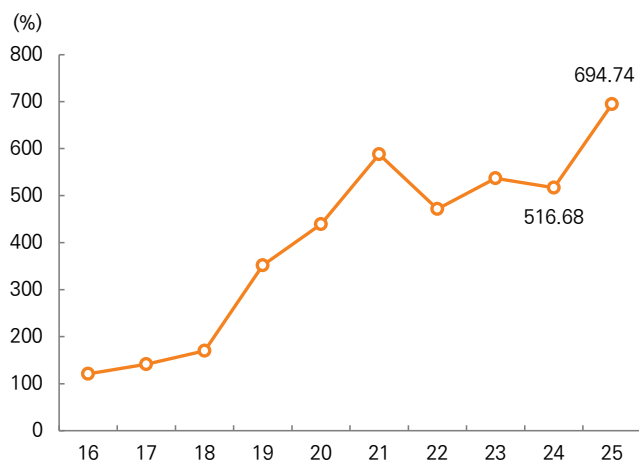
자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 항공유 가격



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

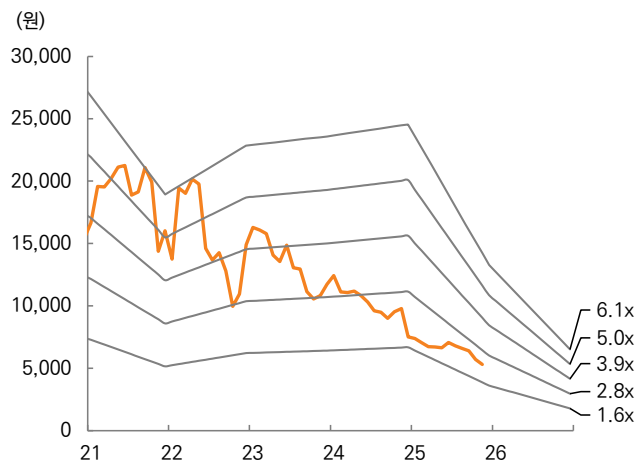
그림 7. 제주항공 부채비율 추이



주: 25년은 3분기말 기준

자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 제주항공 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

제주항공 (089590)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,936	1,528	1,629	1,744
매출원가	1,662	1,502	1,403	1,377
매출총이익	274	26	226	367
판매비와관리비	194	184	220	244
조정영업이익	80	-158	6	123
영업이익	80	-158	6	123
비영업손익	-71	-18	-111	-119
금융손익	-18	-83	-111	-119
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	9	-176	-105	4
계속사업법인세비용	-13	-27	-15	1
계속사업이익	22	-149	-90	3
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	22	-149	-90	3
지배주주	22	-149	-90	3
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	15	-149	-90	3
지배주주	15	-149	-90	3
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	218	-17	135	214
FCF	44	-267	56	116
EBITDA 마진율 (%)	11.3	-1.1	8.3	12.3
영업이익률 (%)	4.1	-10.3	0.4	7.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.1	-9.8	-5.5	0.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	473	546	823	967
현금 및 현금성자산	190	280	535	650
매출채권 및 기타채권	160	150	163	179
재고자산	35	33	36	39
기타유동자산	88	83	89	99
비유동자산	1,525	1,680	1,591	1,550
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	664	655	570	531
무형자산	32	26	22	20
자산총계	1,999	2,226	2,414	2,517
유동부채	1,122	1,411	1,670	1,746
매입채무 및 기타채무	170	160	174	191
단기금융부채	388	723	923	923
기타유동부채	564	528	573	632
비유동부채	552	641	660	684
장기금융부채	319	422	422	422
기타비유동부채	233	219	238	262
부채총계	1,674	2,052	2,330	2,429
지배주주지분	324	174	84	88
자본금	81	81	81	81
자본잉여금	121	121	121	121
이익잉여금	89	-60	-150	-147
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	324	174	84	88

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	163	-84	96	166
당기순이익	22	-149	-90	3
비현금수익비용가감	300	164	225	211
유형자산감가상각비	129	134	125	89
무형자산상각비	9	7	4	2
기타	162	23	96	120
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-130	-63	56	72
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-86	45	-3	-4
재고자산 감소(증가)	-11	2	-3	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	23	-60	0	0
법인세납부	-9	27	15	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	-22	-78	-41	-51
유형자산처분(취득)	-120	-71	-40	-50
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	92	1	-1	-1
기타투자활동	7	-7	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-165	255	200	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-78	437	200	0
자본의 증가(감소)	-477	0	0	0
배당금의 지급	-2	-1	0	0
기타재무활동	392	-181	0	0
현금의 증가	-22	90	254	115
기초현금	212	190	280	535
기말현금	190	280	535	650

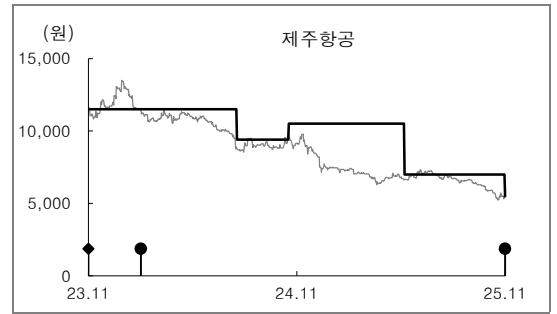
자료: 제주항공, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	27.8	-	-	136.3
P/CF (x)	1.9	29.8	3.3	2.1
P/B (x)	1.9	2.5	5.2	5.0
EV/EBITDA (x)	5.1	-	9.2	5.3
EPS (원)	270	-1,843	-1,114	41
CFPS (원)	3,987	186	1,675	2,656
BPS (원)	4,048	2,189	1,075	1,115
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 (%)	12.3	-21.1	6.6	7.0
EBITDA증가율 (%)	-26.7	적전	흑전	58.6
조정영업이익증가율 (%)	-52.9	적전	흑전	2,007.3
EPS증가율 (%)	-84.5	적전	적지	흑전
매출채권 회전율 (회)	31.6	36.8	38.9	38.1
재고자산 회전율 (회)	65.6	45.2	47.7	46.7
매입채무 회전율 (회)	394.3	389.7	360.8	323.5
ROA (%)	1.1	-7.0	-3.9	0.1
ROE (%)	6.8	-59.7	-69.5	3.8
ROIC (%)	19.3	-11.4	0.4	9.0
부채비율 (%)	516.7	1,178.3	2,764.3	2,774.7
유동비율 (%)	42.2	38.7	49.3	55.4
순차입금/자기자본 (%)	156.1	490.3	947.3	779.2
조정영업이익/금융비용 (x)	2.6	-1.8	0.0	0.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
제주항공 (089590)				
2025.11.20	중립	5,500	-	-
2025.05.28	중립	7,000	-6.45	4.71
2024.11.06	중립	10,500	-27.96	-6.86
2024.08.07	중립	9,400	-4.03	2.45
2024.02.21	중립	11,500	-2.60	19.57
2023.08.09	매도	11,500	1.59	19.57



* 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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 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.