

제주항공 (089590)

운항 편수 감소에 따른 실적 악화

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 8,000원으로 하향

제주항공에 대해 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 기존 11,000원에서 8,000원으로 하향한다. 2025년 영업이익 적자가 예상되어, 목표주가 Valuation 방식을 기존 EV/EBITDA에서 P/B로 변경하였으며, 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 2.4배(최근 3년 하단)를 적용했다. 운항 편수 감소와 단거리 중심의 업황 악화로 수익성이 악화되고 있다. 영업활동현금흐름이 악화되며 부채비율 및 순차입금이 높아지고 있다는 점은 유의할 필요가 있다. 하지만 하반기 B737-8 인도 증가와 운항 편수 회복으로 수익성 개선을 기대할 수 있다는 점은 긍정적이다.

업황 악화와 편수 축소로 실적 부진

연결기준 제주항공의 1Q25 매출액은 3,847억원(-30.8% YoY, -14.6% QoQ), 영업이익은 -326억원(적전 YoY, 적지 QoQ)을 기록했다. 편수 축소와 국제선 운임 하락이 맞물리며 실적이 악화되었다. 1Q25 국제선 ASK(공급)은 -10.7% YoY, -7.6% QoQ를 기록했다. RPK(수송)은 ASK보다 더 크게 줄어(-23.6% YoY, -15.6% QoQ), L/F(탑승률)은 77.4%(-13.1%p YoY, -7.3%p QoQ)를 기록했다. 제주항공의 운항 감편으로 전반적으로 매출 규모가 크게 줄었다. 국제선 운임의 경우 78.9원(-9.5% YoY, +11.4% QoQ)을 기록했다. 전반적으로 단거리 중심의 LCC 경쟁 강도가 심화되며 운임은 작년 2분기 이후 YoY 하락 추세를 보이고 있다. 1Q25 LCC 8개사 국제 여객 수는 전년동기대비 3.2% 증가한 반면, 공급은 6.9% 늘어났다.

2Q25에도 1Q25와 비슷한 흐름을 보일 것으로 예상된다. 유가 하락에 따른 비용 감소 효과는 긍정적이나, 제주항공의 운항 편수 감편과 단거리 중심의 운임 하락, 그리고 계절적 비수기라는 점이 실적에 부정적 영향을 줄 것으로 예상된다. 제주항공의 2Q25 매출액과 영업이익은 각각 3,086억원(-31.3% YoY, -19.8% QoQ), -522억원(적지 YoY, QoQ)가 예상된다.

B737-8 도입과 운항 증가 기대, 다만 재무건전성은 악화 중

2025년 상반기 제주항공의 국제선 공급은 10% 이상 줄어들지만, 하반기 갈수록 신규 항공기 도입과 함께 전년 수준의 운항횟수를 회복할 것으로 예상된다. 제주항공의 5월말 기준 기체는 43대로 파악되며, 2025년 중 현재까지 B737-8 2대가 인도되었다. 연말까지 B737-8는 총 5~6대가 인도될 예정이며, 작년말 대비 기재 순증은 4~5대 수준으로 예상된다. B737-8는 기존 제주항공의 주 기체 B737-800 대비 연료비, 정비비 측면에서 비용 감소 효과가 발생하고(연료소모량 15% 감소 등), 운항거리 4,982km에서 5,880km로 확대되어 중앙아시아 지역으로 취항도 가능해 기재 효율성을 높일 전망이다. 제주항공의 1Q25말 부채비율은 614%, 순차입금은 6,200억원(현금성자산 2,300억원, 단기차입금 3,744억원, 리스부채 4,849억원)이다. 6월 영구CB 374억원 상환과 2Q25 영업활동현금흐름 악화를 반영할 시 재무건전성은 더욱 악화될 수 있다. 1Q25말 기준 현금성자산은 2,300여억원으로 자금 여력은 있으나, 재무건전성 확보를 위해 하반기 플러스의 영업활동현금흐름이 필요하다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	8,000원(하향)
증가(2025.05.29)	6,670원
상승여력	19.9%

Stock Indicator	
자본금	81십억원
발행주식수	8,064만주
시가총액	538십억원
외국인지분율	2.4%
52주 주가	6,280~11,020원
60일평균거래량	120,717주
60일평균거래대금	0.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.6	-5.4	-31.8	-38.0
상대수익률	-7.7	-12.8	-42.6	-39.6

Price Trend



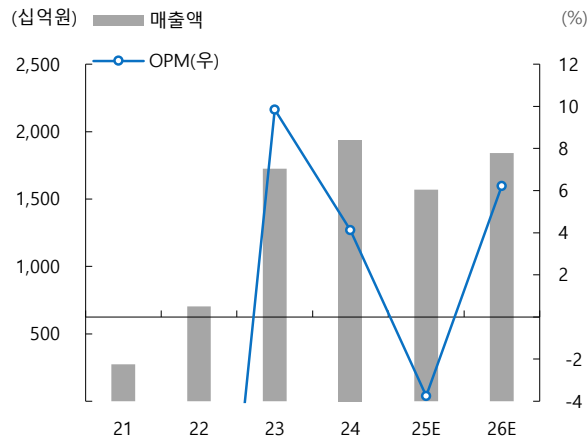
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,936	1,570	1,842	1,961
영업이익(십억원)	80	-59	115	146
순이익(십억원)	22	-73	54	74
EPS(원)	270	-901	672	922.9
BPS(원)	4,018	3,112	3,785	4,707.5
PER(배)	27.8	N/A	9.9	7.2
PBR(배)	1.9	2.1	1.8	1.4
ROE(%)	6.8	-28.9	17.8	19.6
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	6.7	25.3	6.4	5.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/운송]

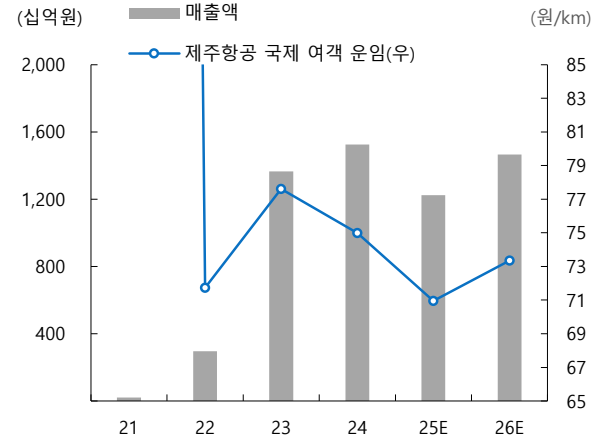
배세호 2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

그림1. 제주항공 매출액 및 OPM 추이



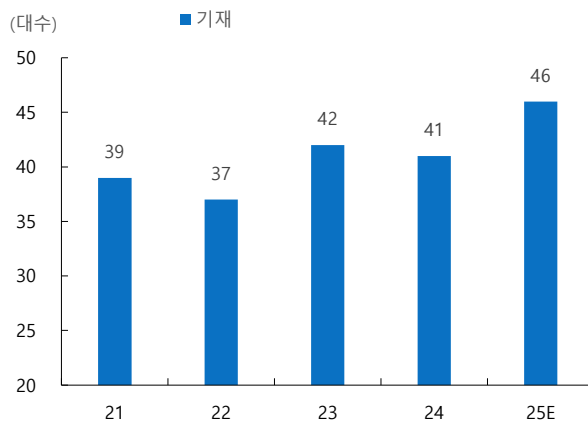
자료: Dart, iM증권

그림2. 제주항공 국제 여객 매출액 및 운임 추이



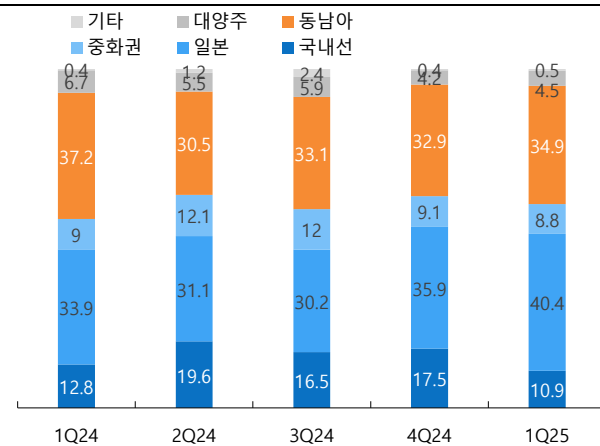
자료: Dart, iM증권

그림3. 제주항공 기재 수 추이 및 전망



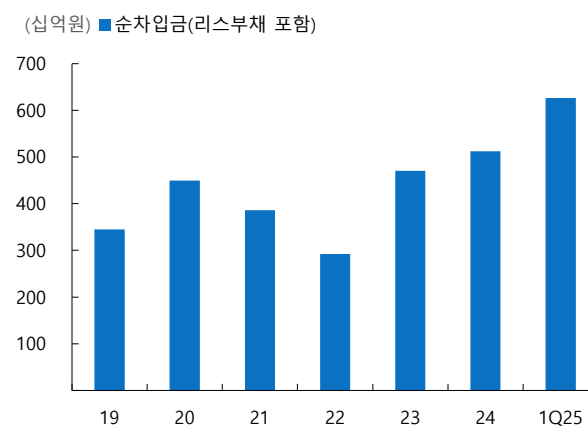
자료: 제주항공, iM증권

그림4. 제주항공 여객 사업 매출 비중



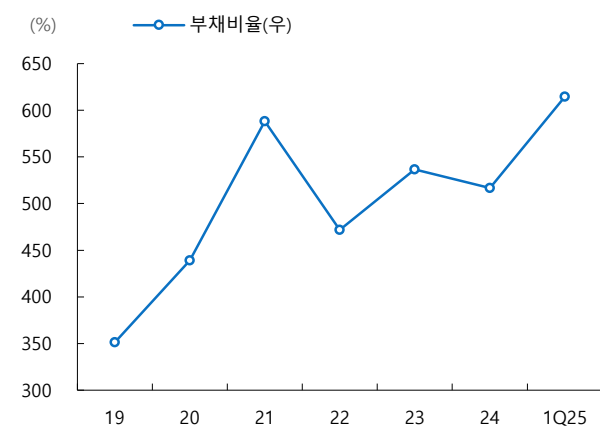
자료: 제주항공, iM증권

그림5. 제주항공 순차입금 추이



자료: 제주항공, iM증권

그림6. 제주항공 부채비율 추이



자료: 제주항공, iM증권

표1. 제주항공 목표주가 Valuation

(십억원, 배, %)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
(A) + (B) EBITDA(십억원)	-198	-56	286	200	60	238	270	지배주주순이익 기준 지배주주소유자본 기준
(A) 영업이익	-317	-178	170	80	-59	115	146	
(B) 감가상각비	129	126	127	136	137	138	132	
EPS (원)	-4,559	-2,334	1,666	270	-901	672	923	
BPS (원)	3,083	3,736	3,859	4,018	3,112	3,785	4,707	
고점 P/E (배)	N/A	N/A	10.3	50.0				
평균 P/E (배)	N/A	N/A	8.1	38.0				
저점 P/E (배)	N/A	N/A	5.8	27.8				
고점 P/B (배)	8.0	6.0	4.4	3.4				
평균 P/B (배)	6.4	4.2	3.5	2.5				
저점 P/B 배)	4.7	2.7	2.5	1.9				
고점 EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	6.2	8.0				
평균 EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	5.3	6.7				
저점 EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	4.2	5.6				
ROE(%)	-147.9	-62.5	43.2	6.7	-28.9	17.8	19.6	
(C) 적용 BPS					3,392			12개월 선행 BPS
(D) Target P/B					2.4			최근 3년 하단
목표주가 (원) (C*D)					8,000			
전일 증가 (원)					6,630			12M fwd P/B0.51x
상승 여력					20.7			

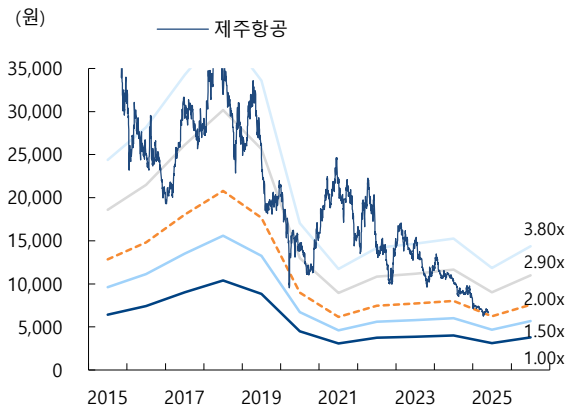
자료: iM증권 리서치본부

그림7. 제주항공 P/E Band



자료: Quantwise, iM증권

그림8. 제주항공 P/B Band



자료: Quantwise, iM증권

표2. 제주항공 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
주요 가정											
평균환율	1,329	1,371	1,355	1,400	1,453	1,380	1,378	1,380	1,364	1,398	1,368
YoY	5.8	4.4	-1.9	-3.6	4.2	4.3	3.2	6.9	4.6	2.5	-2.2
WTI(달러/배럴)	77	81	75	70	72	62	64	63	76	65	65
YoY	-4.6	-3.7	-7.1	-3.6	2.2	-9.1	2.4	-1.2	-2.3	-14.1	0.2
국제선											
ASK	5,448	5,157	5,333	5,268	4,866	4,360	5,494	5,281	21,206	20,000	21,153
YoY	31.3	21.0	5.5	1.1	-10.7	-15.5	3.0	0.2	13.5	-5.7	5.8
RPK	4,928	4,580	4,703	4,459	3,764	3,312	4,571	4,685	18,670	16,333	19,150
YoY	31.4	28.1	9.2	-1.9	-23.6	-27.7	-2.8	5.1	15.4	-12.5	17.3
L/F	90	89	88	85	77	76	83	89	88	82	91
YoYp	0.1	5.0	3.0	-2.6	-13.1	-12.8	-5.0	4.1	1.4	-6.4	8.9
Yield(원)	87	67	74	71	79	63	72	69	82	75	77
YoY	3.2	-5.8	-3.0	-9.7	-9.5	-5.9	-2.4	-2.5	-3.3	-8.3	2.1
국내선											
ASK	616	638	627	635	501	526	584	636	2,516	2,247	2,449
YoY	-3.0	0.9	1.8	0.5	-18.7	-17.5	-6.9	0.2	0.0	-10.7	9.0
RPK	562	598	582	596	420	445	499	548	2,338	1,912	2,095
YoY	-8.6	-2.0	0.3	2.4	-25.3	-25.6	-14.3	-8.0	-2.1	-18.2	9.5
L/F	91	94	93	94	84	85	85	86	93	85	86
YoYp	-5.6	-2.8	-1.3	1.8	-7.4	-9.1	-7.4	-7.7	8.6	-4.0	-6.9
Yield(원)	112	125	118	112	87	88	90	87	117	88	87
YoY	2.0	-0.1	-1.1	-7.0	-23.0	-29.5	-23.5	-22.7	-1.8	-29.0	-1.1
실적 추정											
매출액	556	449	480	450	385	309	439	438	1,936	1,570	1,842
YoY	30.8	20.1	8.4	-6.5	-30.8	-31.3	-8.7	-2.6	12.3	-18.9	17.3
국제 여객	430	307	347	316	297	209	329	324	1,400	1,159	1,405
국내 여객	63	75	68	67	36	39	45	48	273	168	182
화물 및 기타	46	46	45	46	32	40	44	47	183	162	173
영업비용	477	454	434	491	417	361	430	421	1,856	1,629	1,727
YoY	34.6	30.1	9.8	7.7	-12.5	-20.6	-0.9	-14.2	19.4	-12.2	6.0
유류비	149	144	142	130	124	100	127	122	565	473	491
감가상각비	31	30	30	29	29	30	30	30	120	119	124
인건비	73	75	73	71	75	71	79	75	293	300	309
공항관련비	76	74	77	73	66	64	73	71	300	273	283
영업이익	79	-5	47	-40	-33	-52	9	17	80	-59	115
YoY	11.8	적전	-3.4	적전	적전	적지	-81.6	흑전	-52.9	적전	흑전
영업이익률	14.2	-1.2	9.7	-8.9	-8.5	-16.9	2.0	4.0	4.1	-3.7	6.2
영업외손익	-20.0	-18.0	15.9	-49.1	2.0	1.1	-10.4	-10.7	-71.1	-18.0	-40.8
세전이익	59.0	-23.3	62.5	-89.4	-30.6	-51.1	-1.8	6.8	8.9	-76.7	73.7
지배주주순이익	47.2	-17.9	50.6	-58.1	-32.7	-43.4	-1.5	5.1	22	-73	54
YoY	-2.1	적전	63.0	적전	적전	적지	적전	흑전	-83.8	적전	흑전
순이익률	8.5	-4.0	10.5	-12.9	-8.5	-14.1	-0.3	1.2	1.1	-4.6	2.9

자료: Dart, iM증권 리서치본부

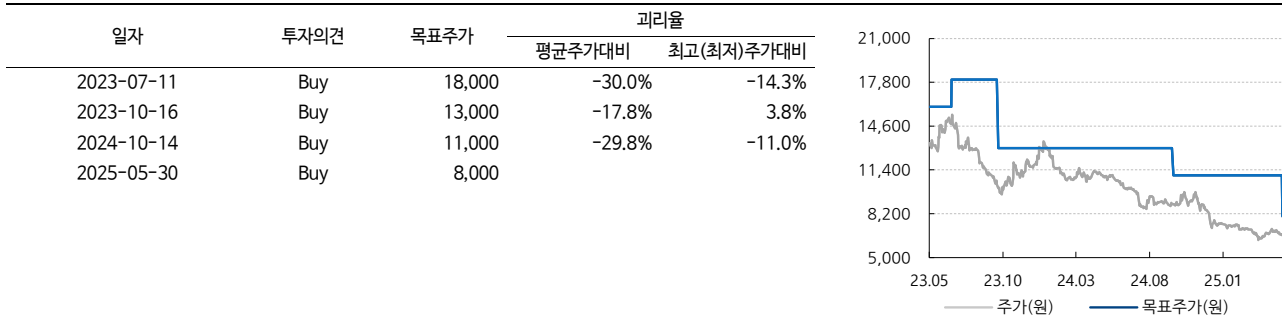
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	473	561	573	632	매출액	1,936	1,570	1,842	1,961
현금 및 현금성자산	190	147	119	173	증가율(%)	12.3	-18.9	17.3	6.5
단기금융자산	11	12	12	12	매출원가	1,662	1,448	1,530	1,607
매출채권	182	162	167	170	매출총이익	273	123	312	354
재고자산	35	36	36	36	판매비와관리비	194	181	198	207
비유동자산	1,525	1,516	1,538	1,537	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	664	660	686	688	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	32	27	23	19	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,999	2,078	2,111	2,169	영업이익	80	-59	115	146
유동부채	1,122	1,274	1,252	1,236	증가율(%)	-52.9	적전	흑전	27.8
매입채무	4	7	7	7	영업이익률(%)	4.1	-3.7	6.2	7.5
단기차입금	265	384	369	354	이자수익	13	4	4	4
유동성장기부채	123	94	82	75	이자비용	31	53	53	53
비유동부채	552	552	552	552	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-56	36	11	6
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	9	-77	74	101
부채총계	1,674	1,826	1,805	1,788	법인세비용	-13	-4	20	27
자배주주지분	324	252	306	381	세전계속이익률(%)	0.5	-4.9	4.0	5.2
자본금	81	81	81	81	당기순이익	22	-73	54	74
자본잉여금	121	121	121	121	순이익률(%)	1.1	-4.6	2.9	3.8
이익잉여금	89	17	71	145	자배주주귀속 순이익	22	-73	54	74
기타자본항목	-2	-2	-2	-2	기타포괄이익	-7	-7	-7	-7
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	15	-80	47	67
자본총계	324	252	306	381	자배주주귀속총포괄이익	15	-80	47	67

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	163	148	311	359	주당지표 (원)				
당기순이익	22	-73	54	74	EPS	270	-901	672	922.9
유형자산감가상각비	-	131	133	132	BPS	4,018	3,112	3,785	4,708
무형자산감각비	9	6	5	-	CFPS	378	800	2,379	2,566
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-22	-112	-140	-116	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-120	-112	-143	-120	PER	27.8	N/A	9.9	7.2
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	1.9	2.1	1.8	1.4
금융상품의 증감	93	-1	-	-	PCR	19.8	8.3	2.8	2.6
재무활동 현금흐름	-165	90	-27	-22	EV/EBITDA	6.7	25.3	6.4	5.7
단기금융부채의증감	-	116	-16	-16	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	6.8	-28.9	17.8	19.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	4.6	5.0	13.7	14.2
배당금지급	-2	-	-	-	부채비율	516.7	725.0	589.7	469.9
현금및현금성자산의증감	-22	-43	-28	54	순부채비율	57.7	126.8	104.6	64.2
기초현금및현금성자산	212	190	147	119	매출채권회전율(x)	12.7	9.1	11.2	11.7
기말현금및현금성자산	190	147	119	173	재고자산회전율(x)	65.6	44.3	50.9	54.0

자료 : 제주항공, iM증권 리서치본부

제주항공 투자이견 및 목표주가 변동추이



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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 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.

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.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%