

반등의 조건

매도
(유지)목표가: 15,000원 ▼
상승여력: -10.7%

류제현 jay.ryu@miraeeasset.com

M&A Issue

이스타항공 인수 계약 해제 조건 충족 선언

- 이스타항공, 미지급금(1,700억원) 문제를 요구 시한(7월 15일)까지 해결 못해
- 이에 제주항공은 계약 해제 요건이 충족되었음을 선언
- 현재까지 투입된 금액이 계약 보증금을 포함 220억원 수준에 불과함을 감안하면, 계약 해제 시 추가 자금 투입 부담 완화에 대한 기대감이 높아질 수 있음
- 다만, 정부의 중재 노력을 감안하여, 계약 해제 최종 결정을 미룬 것은 다소 한계

2Q20 Preview

국제 여객 매출 급락과 고정비 부담 심화

- 제주항공의 2Q20 매출액은 -74.7% YoY 감소한 792억원을 기록할 전망
- 국내선 매출(-44.9% YoY) 비교적 선전 vs. 국제 여객 매출 급락(-91.1% YoY)
- 매출 부진과 고정비 부담으로 영업손실 750억원 (1Q20 657억원)으로 확대 예상

목표주가 하향

목표주가 15,000원으로 하향하며 투자의견 매도 유지

- 코로나19에 따른 국제 여객 수요 감소가 이어질 것으로 보여, 실적 전망을 하향함
- 목표주가는 기존 17,000원에서 15,000원으로 하향하며 매도 의견 유지
- PBR 2.9배로 업황 불확실성을 감안할 때 여전히 매력적인 주가로 보기 힘든 상황

반등의 조건

여행 규제 완화와 이스타항공 인수 관련 불확실성 제거

- 최근 백신 개발 및 인수 계약 종료 기대감으로 주가가 반등의 기미를 보이고 있음
- 하지만, 항공사 업황 부진은 하반기에도 이어질 가능성이 높아
- 본격적인 반등을 위해서는 여행 규제 완화와 인수 계약 불확실성 제거가 필요

Key data



현재주가(20/7/16, 원)	16,800	시가총액(십억원)	443
영업이익(20F, 십억원)	-218	발행주식수(백만주)	38
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	-204	유동주식비율(%)	39.2
EPS 성장률(20F, %)	-	외국인 보유비중(%)	2.3
P/E(20F, x)	-	베타(12M) 일간수익률	1.75
MKT P/E(20F, x)	15.4	52주 최저가(원)	10,942
KOSPI	2,183.76	52주 최고가(원)	25,668

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.8	-29.0	-33.8
상대주가	-0.3	-26.9	-36.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	996	1,259	1,384	662	869	944
영업이익 (십억원)	101	101	-33	-218	1	36
영업이익률 (%)	10.1	8.0	-2.4	-32.9	0.1	3.8
순이익 (십억원)	78	71	-33	-263	-26	1
EPS (원)	2,692	2,451	-1,145	-7,399	-685	35
ROE (%)	25.8	19.9	-9.4	-96.3	-12.7	0.7
P/E (배)	12.0	12.5	-	-	-	474.3
P/B (배)	2.8	2.3	2.2	2.9	3.3	3.3
배당수익률 (%)	1.7	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 2Q20 실적 비교표

(십억원, %)

	2Q19	1Q20	2Q20F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	313	229	79	81	-74.7	-65.5
영업이익	-27	-66	-75	-85	적지	적지
영업이익률 (%)	-8.8	-28.7	-94.7	-104.7	-85.9	-66.0
세전이익	-39	-114	-92	-69	적지	적지
순이익	-29	-101	-83	-72	적지	적지

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 제주항공, WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터 예상

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	20F	21F	20F	21F	20F	21F	
매출액	809	1,080	662	869	-18.2	-19.5	수송량 전망 하향, 단가 하향
영업이익	-174	67	-218	1	적지	-98.2	
세전이익	-255	39	-304	-35	적지	적전	
순이익	-221	29	-263	-26	적지	적전	
EPS (KRW)	-6,827	753	-7,399	-685	적지	적전	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	393	313	369	309	229	79	151	202	1,384	662	869	944
국내여객	49	61	62	58	36	34	50	52	229	171	200	196
국제여객	315	221	271	220	193	20	95	118	1,027	425	579	650
기타	29	31	36	32	1	26	6	32	127	65	90	98
영업이익	57	-27	-17	-45	-66	-75	-58	-19	-33	-218	1	36
세전이익	55	-39	-40	-24	-114	-92	-69	-28	-47	-304	-35	2
순이익	42	-29	-30	-16	-101	-83	-55	-23	-33	-263	-26	1
영업이익률 (%)	14.5	-8.8	-4.7	-14.6	-28.7	-94.7	-38.7	-9.4	-2.4	-33.0	0.1	3.8
세전이익률 (%)	14.1	-12.4	-10.9	-7.8	-49.6	-116.8	-45.9	-13.9	-3.4	-45.9	-4.0	0.2
순이익률 (%)	14.1	-12.4	-10.9	-7.8	-49.6	-116.8	-45.9	-13.9	-3.4	-45.9	-4.0	0.2
국제여객 RPK 증감률(%)	30.9	20.0	27.6	18.2	-42.6	-90.0	-64.7	-49.2	24.1	-61.1	25.5	10.1
국제여객 ASK 증감률 (%)	34.0	30.8	30.2	18.4	-26.5	-86.7	-60.0	-50.0	28.0	-55.8	12.5	12.0
국제여객 L/F (%)	88.2	80.4	85.0	84.2	68.8	60.0	75.0	85.6	84.5	74.5	83.1	81.7
국제여객 Yield 증감률 (%)	-0.2	-5.3	-17.2	-19.7	-0.7	-20.0	-10.0	-5.0	-10.5	-8.5	11.2	2.0
국내여객 RPK 증감률(%)	3.8	1.6	8.4	7.8	-29.0	-39.9	-17.5	-12.6	5.4	-24.5	12.8	-0.6
국내여객 ASK 증감률 (%)	2.3	4.1	9.0	6.5	-20.3	-30.0	-10.0	-10.0	5.5	-17.4	5.0	0.0
국내여객 L/F (%)	95.1	93.2	92.7	94.8	84.6	80.0	85.0	92.0	93.9	85.8	92.2	91.6
국내여객 Yield 증감률 (%)	3.1	-3.9	-6.4	-0.2	-5.4	-15.0	-10.0	-5.0	-2.1	-9.0	3.6	-1.5
항공유가(\$/bbl)	77	80	77	76	59	33	52	52	78	49	52	52
평균환율(원/달러)	1,125	1,167	1,193	1,176	1,194	1,220	1,200	1,200	1,165	1,204	1,200	1,200

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

표 4. Valuation: RIM

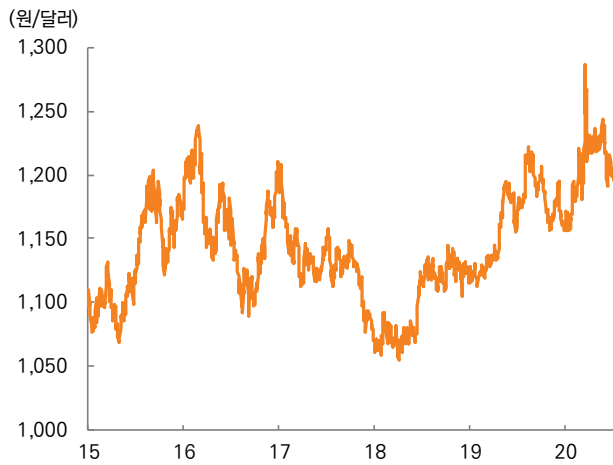
(십억원)

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	662	869	944	944	991	1,041	1,121
(증감률)	-52.2%	31.4%	8.6%	0.0%	5.0%	5.0%	7.7%
당기순이익 (비지배 제외)	-263	-26	1	1	3	52	56
(% of sales)	-39.7%	-3.0%	0.1%	0.1%	0.3%	5.0%	5.0%
자본총계 (비지배 제외)	221	194	196	197	200	241	286
(증감률)	-32.1%	-11.9%	0.7%	0.6%	1.3%	20.9%	18.6%
Forecasted ROE	-96.3%	-12.7%	0.7%	0.7%	1.7%	23.6%	21.3%
Cost of Equity	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
ROE spread	-104.4%	-20.9%	-7.5%	-7.5%	-6.5%	15.4%	13.1%
Residual Income	-231	-41	-15	-15	-13	37	37
Terminal Value	514						
NPV of FCF	-179						
PV of Terminal Value	234						
Current Book Value	325						
Equity Value	397						
Shares Outstanding	26,357						
추정주당가치 (원)	15,000						
현재주가 (원)	16,800						

자료: 미래에셋대우 리서치센터

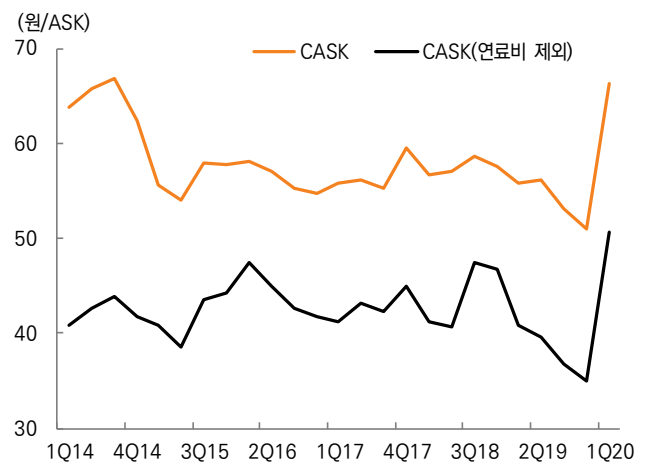
Beta	1.0
Risk Premium	6.0%
Risk Free Rate	2.0%
COE	8.2%
Target PBR (FY 20E)	2.6

그림 1. 원달러 환율



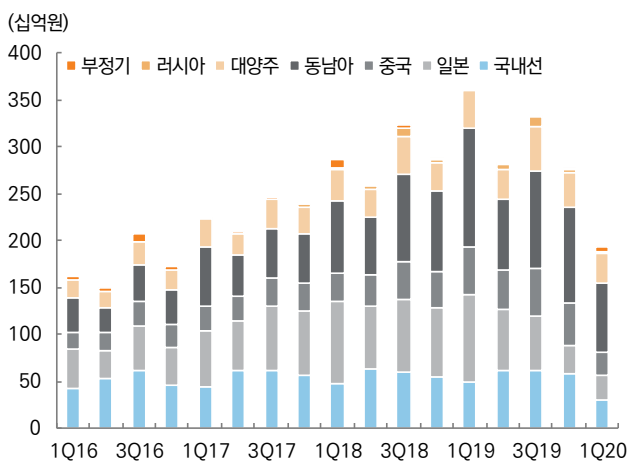
자료: Thompson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. CASK 추이



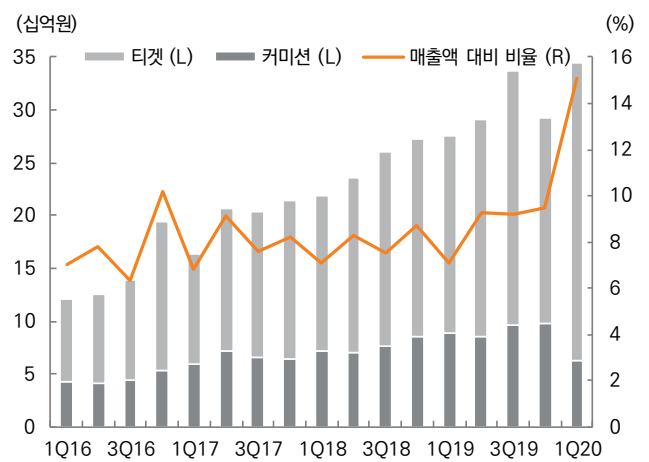
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 노선별 매출 추이



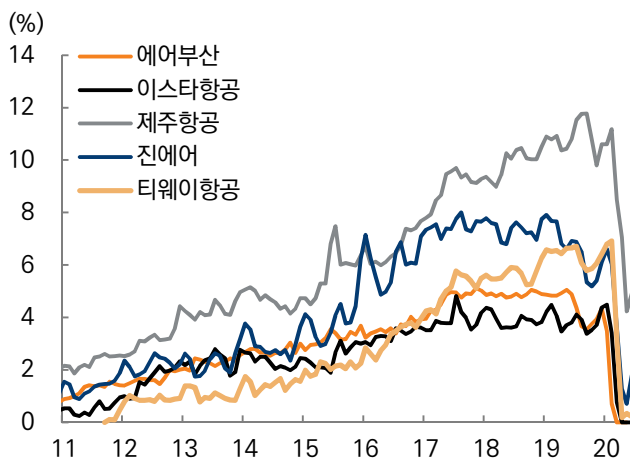
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 부가매출 추이



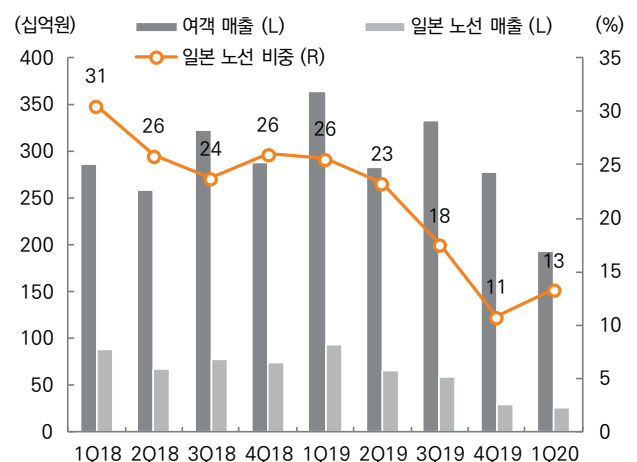
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 단거리 국제선 국내 LCC 점유율 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 일본노선 매출 비중 추이



자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

제주항공 (089590)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,384	662	869	944
매출원가	1,247	788	757	787
매출총이익	137	-126	112	157
판매비와관리비	170	92	111	121
조정영업이익	-33	-218	1	36
영업이익	-33	-218	1	36
비영업손익	-14	-86	-36	-34
금융손익	-23	-34	-36	-34
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-47	-304	-35	2
계속사업법인세비용	-14	-41	-9	0
계속사업이익	-33	-263	-26	1
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-33	-263	-26	1
지배주주	-33	-263	-26	1
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-40	-263	-26	1
지배주주	-40	-263	-26	1
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	133	-31	98	105
FCF	42	-115	56	45
EBITDA 마진율 (%)	9.6	-4.7	11.3	11.1
영업이익률 (%)	-2.4	-32.9	0.1	3.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-2.4	-39.7	-3.0	0.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	456	463	490	545
현금 및 현금성자산	30	65	60	95
매출채권 및 기타채권	57	37	44	49
재고자산	17	11	13	15
기타유동자산	352	350	373	386
비유동자산	1,012	844	788	779
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	285	145	94	89
무형자산	29	22	16	12
자산총계	1,468	1,307	1,278	1,325
유동부채	557	675	691	645
매입채무 및 기타채무	112	73	88	97
단기금융부채	140	403	366	284
기타유동부채	305	199	237	264
비유동부채	586	411	392	484
장기금융부채	430	258	238	313
기타비유동부채	156	153	154	171
부채총계	1,142	1,086	1,083	1,129
지배주주지분	325	221	194	196
자본금	132	192	192	192
자본잉여금	90	188	188	188
이익잉여금	106	-157	-183	-182
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	325	221	194	196

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	84	-106	96	105
당기순이익	-33	-263	-26	1
비현금자산감가상각비	182	236	124	104
유형자산감가상각비	158	179	91	65
무형자산상각비	8	8	6	4
기타	16	49	27	35
영업활동으로인한자산및부채의변동	-15	-73	26	34
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	13	-4	-3
재고자산 감소(증가)	-5	6	-2	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	14	-31	0	0
법인세납부	-28	28	9	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-132	157	-44	-63
유형자산처분(취득)	-41	-8	-40	-60
무형자산감소(증가)	-6	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-20	11	-4	-3
기타투자활동	-65	156	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-146	204	-57	-8
장단기금융부채의 증가(감소)	443	91	-57	-8
자본의 증가(감소)	0	158	0	0
배당금의 지급	-17	0	0	0
기타재무활동	-572	-45	0	0
현금의 증가	-193	35	-5	35
기초현금	223	30	65	60
기말현금	30	65	60	95

자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

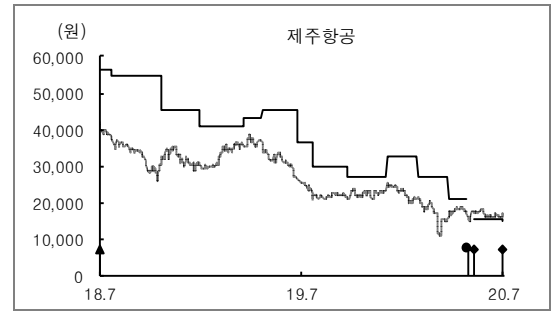
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	-	-	-	474.3
P/CF (x)	4.7	-	6.6	6.1
P/B (x)	2.2	2.9	3.3	3.3
EV/EBITDA (x)	9.2	-	7.5	6.5
EPS (원)	-1,145	-7,399	-685	35
CFPS (원)	5,161	-758	2,544	2,740
BPS (원)	11,324	5,798	5,113	5,149
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 (%)	9.9	-52.2	31.3	8.6
EBITDA증가율 (%)	-2.9	-	-	7.1
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	3,500.0
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전율 (회)	35.4	23.8	36.1	34.1
재고자산 회전율 (회)	97.8	47.8	72.5	68.5
매입채무 회전율 (회)	1,659.8	1,560.8	1,729.6	1,565.5
ROA (%)	-2.7	-18.9	-2.0	0.1
ROE (%)	-9.4	-96.3	-12.7	0.7
ROIC (%)	-4.1	-26.2	0.1	4.4
부채비율 (%)	351.4	491.9	557.0	576.5
유동비율 (%)	81.9	68.6	70.8	84.6
순차입금/자기자본 (%)	159.5	155.0	147.8	124.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.3	-6.1	0.0	1.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
제주항공(089590)				
2020.07.16	매도	15,000	-	-
2020.05.22	매도	15,501	8.39	2.25
2020.05.12	중립	-	-	-
2020.04.07	매수	20,972	-15.24	-11.09
2020.02.12	매수	27,355	-37.32	-22.67
2019.12.18	매수	32,826	-31.15	-24.58
2019.10.09	매수	27,355	-17.45	-13.33
2019.08.07	매수	30,091	-27.53	-24.55
2019.07.09	매수	36,474	-31.81	-26.75
2019.05.07	매수	45,592	-30.79	-22.60
2019.04.05	매수	42,857	-14.87	-10.00
2019.01.14	매수	41,033	-19.71	-10.44
2018.11.06	매수	45,592	-29.06	-21.80
2018.08.07	매수	54,711	-39.60	-31.00
2018.06.21	매수	56,534	-30.69	-25.16

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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
76.22%	11.59%	11.59%	0.60%

* 2020년 6월 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.