SK COMPANY Analysis

SK securities

대한항공 (003490/KS | 매수(신규편입) | T.P 41,000 원(신규편입))

유가 하락의 최대 수혜주

동사의 3 분기 매출액은 3 조 4,505 억원, 영업이익은 3,356 억원으로 추정함. 유가 급등에도 운임(yield)이 여객 부문에서 10%, 화물 부문에서 15% 가량 상승하며 컨센서스에 부합하는 매출액과 영업이익 수준 전망. 게다가 유가를 끌어 올렸던 지정학적 요인들이 소멸해 유가가 점차 하락하며 동사의 수익성이 지속적으로 개선될 전망임. 이에 투자의견 매수와 목표주가 41,000 원으로 커버리지 개시하며 업종 내 Top Pick 의견 제시함

3Q18 매출액 3 조 4,505 억원, 영업이익 3,356 억원으로 전망

동사의 3 분기 매출액은 3 조 4,505 억원, 영업이익은 3,356 억원으로 추정함. 매출액은 YoY +7.4% 영업이익은 YoY -5.6% 수준임. 3 분기 유가 급등했음에도 불구하고 운임(yield)이 여객 부문에서 10%, 화물 부문에서 15% 가량 상승하며 컨센서스에 부합하는 수준의 매출액과 영업이익 수준을 기록할 것으로 전망됨

유가 상승으로 3Q18 연료유류비 급등하지만 4Q18 부터는 개선될 것

동사의 3 분기 영업비용 중 연료유류비는 유가 급등으로 YoY +2,350 억원을 기록할 것으로 전망되고 있음. SK 증권 리서치센터는 2018 년에 한해서는 지정학적 이슈로 인한 유가 강세가 불가피하다고 밝힌 바 있음(SK Cyclical Bulletin Release 시리즈 참고). 그러나 연말이 다가오며 산유국 증산 기조가 확연해지고 아람코 IPO 도 철회로 가닥이 잡혀가고 있음. 따라서 유가의 방향성은 펀더멘털을 향해 하락할 것으로 판단하며 4 분기부터는 유가 하락으로 동사의 점진적인 수익성 개선이 기대됨

투자의견 매수, 목표주가 41,000 원으로 커버리지 개시

동사의 영업이익은 유가가 하락하면서 상승하고 유가가 상승하면서 하락하는 패턴을 보임. 12M Fwd PBR 역시 유가 하락기와 상승기 때 반대로 움직이는 양상을 보임. SK 증권 리서치센터는 향후 유가의 하락을 전망하는 바 동사의 수익성과 멀티플이 동시 상승할 것으로 판단함. 따라서 유가 하락기의 12M Fwd PBR 1.0 배를 목표 배수로 적용해 투자의견 매수와 목표주가 41,000 원으로 커버리지 개시하며 업종 내 Top Pick 의견을 제시함

Analyst
유승우
yswbest@sk.com
02-3773-9180

Company Data	
자본금	480 십억원
발행주식수	9,596 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,447 십억원
주요주주	
한진칼(외9)	33.35%
국민연금공단	10.01%
외국인지분률	16.20%
배당수익률	1.00%

Stock Data	
주가(18/10/30)	25,800 원
KOSPI	2014.69 pt
52주 Beta	1.13
52주 최고가	38,550 원
52주 최저가	25,450 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.2%	6.8%
6개월	-24.5%	-5.7%
12개월	-17.8%	2.0%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	11,545	11,732	12,092	12,855	13,032	13,444
yoy	%	-3.1	1.6	3.1	6.3	1.4	3.2
영업이익	십억원	883	1,121	940	795	948	978
yoy	%	123.4	26.9	-16.2	-15.4	19.2	3.2
EBITDA	십억원	2,534	2,872	2,633	2,587	2,449	2,271
세전이익	십억원	-486	-717	1,122	-230	466	531
순이익(지배주주)	십억원	-565	-565	792	-206	347	396
영업이익률%	%	7.7	9.6	7.8	6.2	7.3	7.3
EBITDA%	%	22.0	24.5	21.8	20.1	18.8	16.9
순이익률	%	-4.9	-4.8	6.6	-1.6	2.7	3.0
EPS	원	-5,258	-7,137	8,548	-2,151	3,617	4,131
PER	배	N/A	N/A	4.0	N/A	7.1	6.3
PBR	배	0.9	1.2	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	6.7	5.8	6.4	6.2	6.1	6.0
ROE	%	-25.2	-27.2	29.4	-5.7	8.7	8.4
순차입금	십억원	13,750	13,307	12,320	12,396	11,246	9,791
부채비율	%	867.6	1,178.1	557.1	571.5	486.5	421.2

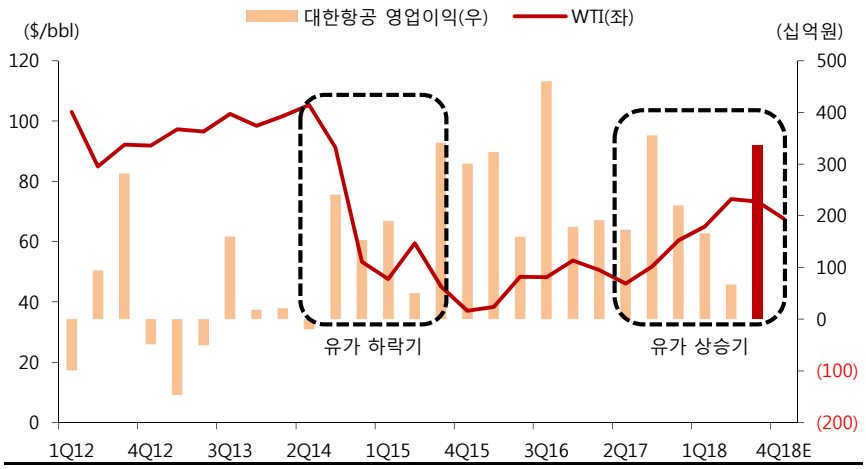
Analyst **유승우** yswbest@sk.com / 02-3773-9180

실적 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	**28,724**	**28,988**	**32,139**	**31,117**	**31,020**	**31,057**	**34,505**	**31,964**	**120,969**	**128,547**	**130,319**
YoY(%)	0.2%	2.9%	3.1%	6.2%	8.0%	7.1%	7.4%	2.7%	3.1%	6.3%	1.4%
여객 매출액(억원)	**16,791**	**16,975**	**19,230**	**17,458**	**18,520**	**18,468**	**21,116**	**17,424**	**70,455**	**75,528**	**76,233**
YoY(%)	-2.3%	2.1%	-3.3%	9.3%	10.3%	8.8%	9.8%	-0.2%	1.1%	7.2%	0.9%
ASK(백만)	23,185	24,157	25,923	24,866	24,441	24,831	25,664	25,235	98,131	100,170	102,042
YoY(%)	-4.2%	1.1%	2.7%	6.6%	5.4%	2.8%	-1.0%	1.5%	1.5%	2.1%	1.9%
RPK(백만)	18,565	19,194	20,990	19,093	19,348	20,043	21,200	19,297	77,842	79,888	80,822
YoY(%)	-0.2%	2.8%	2.9%	4.8%	4.2%	4.4%	1.0%	1.1%	2.5%	2.6%	1.2%
L/F(%)	80.1%	79.5%	81.0%	76.8%	79.2%	80.7%	82.6%	76.5%	79.3%	79.8%	79.2%
YoY(%pt)	3.2%	1.3%	0.2%	-1.4%	-0.9%	1.3%	1.6%	-0.3%	0.8%	0.4%	-0.7%
Yield(원)	90.4	88.4	91.6	91.4	95.7	92.1	99.6	90.3	90.5	94.5	94.3
YoY(%)	-2.0%	-0.6%	-6.0%	4.3%	5.8%	4.2%	8.7%	-1.3%	-1.4%	4.5%	-0.2%
화물 매출액(억원)	**6,397**	**6,726**	**7,004**	**7,960**	**6,976**	**7,125**	**7,589**	**8,763**	**28,087**	**30,453**	**30,904**
YoY(%)	14.0%	13.2%	20.3%	12.7%	9.1%	5.9%	8.3%	10.1%	14.9%	8.4%	1.5%
AFTK(백만)	2,584	2,712	2,794	2,854	2,622	2,665	2,724	2,854	10,944	10,865	10,974
YoY(%)	3.2%	0.9%	4.3%	3.8%	1.5%	-1.7%	-2.5%	0.0%	3.0%	-0.7%	1.0%
FTK(백만)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,023	2,092	2,303	8,593	8,427	8,528
YoY(%)	7.9%	2.6%	7.6%	3.4%	-0.5%	-4.3%	-4.0%	1.0%	5.3%	-1.9%	1.2%
L/F(%)	78.2%	77.9%	78.0%	79.9%	76.6%	75.9%	76.8%	80.7%	78.5%	77.6%	77.7%
YoY(%pt)	3.4%	1.2%	2.4%	-0.3%	-1.6%	-2.0%	-1.2%	0.8%	1.7%	-1.0%	0.2%
Yield(원)	285.8	288.6	292.2	349.1	315.9	324.4	332.8	349.1	326.9	361.4	362.4
YoY(%)	-4.6%	12.0%	13.4%	20.3%	10.5%	12.4%	13.9%	0.0%	9.2%	10.6%	0.3%
영업비용(억원)	**26,745**	**27,324**	**28,584**	**28,871**	**29,357**	**30,391**	**31,149**	**29,690**	**111,524**	**120,586**	**120,781**
YoY(%)	5.1%	2.8%	7.5%	4.9%	9.8%	11.2%	9.0%	2.8%	5.1%	8.1%	0.2%
연료유류비	6,313	6,134	6,540	7,042	7,263	7,928	8,890	7,581	26,028	31,662	30,170
YoY(%)	33.8%	15.2%	12.3%	19.5%	15.1%	29.3%	35.9%	7.7%	19.6%	21.6%	-4.7%
인건비	5,155	5,818	5,712	5,782	6,062	6,318	5,770	5,879	22,467	24,029	24,510
YoY(%)	0.1%	9.1%	7.5%	8.1%	17.6%	8.6%	1.0%	1.7%	6.3%	7.0%	2.0%
감가상각비	4,159	4,221	4,336	4,215	4,283	4,414	4,422	4,299	16,930	17,418	18,115
YoY(%)	-4.6%	-3.5%	-3.8%	-1.4%	3.0%	4.6%	2.0%	2.0%	-3.3%	2.9%	4.0%
공항관련비	2,597	2,506	2,769	2,780	2,668	2,728	2,797	2,725	10,653	10,917	11,026
YoY(%)	-4.2%	-6.8%	-2.6%	2.3%	2.7%	8.8%	1.0%	-2.0%	-2.8%	2.5%	1.0%
판매수수료	761	786	836	851	1,068	1,088	844	859	3,035	3,234	3,859
YoY(%)	6.4%	2.5%	11.1%	6.2%	40.3%	38.4%	1.0%	1.0%	1.8%	6.5%	19.3%
영업이익(억원)	**1,979**	**1,664**	**3,555**	**2,247**	**1,663**	**667**	**3,356**	**2,275**	**9,445**	**7,961**	**9,537**
YoY(%)	-38.8%	4.5%	-22.7%	25.9%	-16.0%	-59.9%	-5.6%	1.3%	-15.7%	-15.7%	19.8%

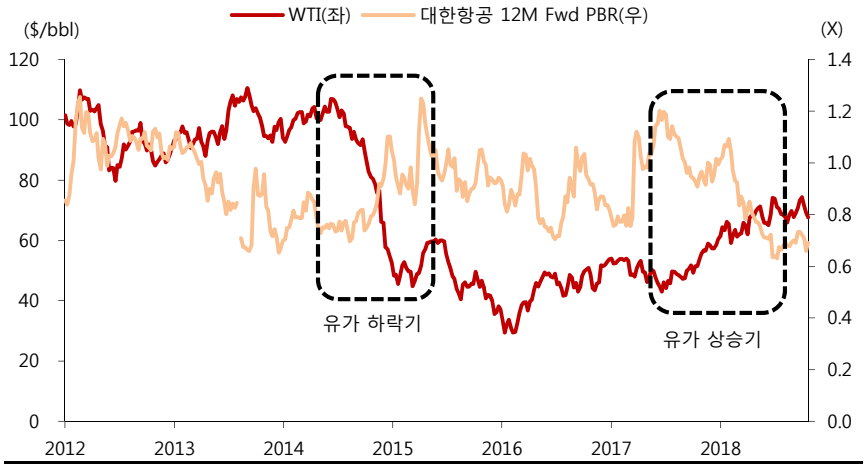
자료: 대한항공, SK 증권

국제유가와 대한항공 영업이익 추이 및 추정치



자료 : DataGuide, SK 증권

국제유가와 대한항공 12M Fwd PBR 추이



자료 : DataGuide, SK 증권

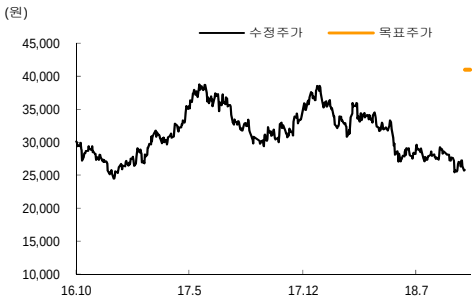
대한항공 목표 주가 산출

	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E
BPS(원)	37,993	39,530	39,457	40,438	42,872
Target BPS(원)	40,574				
Target PBR(배)	**1.0**				
목표 주가(원)	**41,000**				
현재 주가(원)	25,800				
상승 여력	**59%**				

자료: SK 증권

Analyst 유승우 yswbest@sk.com / 02-3773-9180

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.31	매수	41,000원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 10 월 31 일 기준)

매수	92.48%	중립	7.52%	매도	0%

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,328	3,582	4,024	5,215	6,740
현금및현금성자산	1,090	761	1,501	2,651	4,106
매출채권및기타채권	874	908	934	952	982
재고자산	565	683	702	716	739
비유동자산	20,629	21,066	21,448	21,102	20,522
장기금융자산	316	304	287	287	287
유형자산	17,873	18,907	19,440	19,025	18,143
무형자산	405	364	296	266	240
자산총계	23,957	24,649	25,472	26,318	27,262
유동부채	9,131	6,638	6,449	6,498	6,581
단기금융부채	6,679	4,143	3,882	3,882	3,882
매입채무 및 기타채무	320	320	329	336	346
단기충당부채	5	5	6	6	6
비유동부채	12,951	14,259	15,230	15,332	15,450
장기금융부채	7,913	9,511	10,349	10,349	10,349
장기매입채무 및 기타채무	16	5	5	5	5
장기충당부채	179	138	142	144	149
부채총계	22,082	20,898	21,679	21,830	22,031
지배주주지분	1,761	3,629	3,662	4,346	5,079
자본금	370	480	480	480	480
자본잉여금	603	946	946	946	946
기타자본구성요소	45	72	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-193	577	307	654	1,050
비지배주주지분	114	122	131	142	152
자본총계	1,874	3,751	3,793	4,488	5,231
부채와자본총계	23,957	24,649	25,472	26,318	27,262

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,732	12,092	12,855	13,032	13,444
매출원가	9,435	9,991	10,773	10,780	11,121
매출총이익	2,297	2,101	2,082	2,252	2,323
매출총이익률 (%)	19.6	17.4	16.2	17.3	17.3
판매비와관리비	1,176	1,161	1,287	1,304	1,345
영업이익	1,121	940	795	948	978
영업이익률 (%)	9.6	7.8	6.2	7.3	7.3
비영업손익	-1,838	182	-1,026	-482	-447
순금융비용	378	427	462	453	418
외환관련손익	-273	995	189	189	189
관계기업투자등 관련손익	-455	-15	10	10	10
세전계속사업이익	-717	1,122	-230	466	531
세전계속사업이익률 (%)	-6.1	9.3	-1.8	3.6	4.0
계속사업법인세	-161	320	-30	113	128
계속사업이익	-557	802	-201	353	402
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-557	802	-201	353	402
순이익률 (%)	-4.8	6.6	-1.6	2.7	3.0
지배주주	-565	792	-206	347	396
지배주주귀속 순이익률(%)	-4.81	6.55	-1.61	2.66	2.95
비지배주주	8	10	6	6	6
총포괄이익	-615	1,106	141	694	744
지배주주	-622	1,089	131	684	733
비지배주주	7	17	10	10	10
EBITDA	2,872	2,633	2,587	2,449	2,271

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,785	2,773	2,849	2,990	2,873
당기순이익(손실)	-557	802	-201	353	402
비현금성항목등	3,449	2,018	2,903	2,440	2,483
유형자산감가상각비	1,698	1,648	1,787	1,816	1,882
무형자산상각비	53	45	34	29	25
기타	598	578	793	229	229
운전자본감소(증가)	-97	-41	-91	89	116
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-63	-19	-207	-18	-30
재고자산감소(증가)	-73	-116	210	-14	-23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-129	5	61	6	11
기타	168	89	-154	114	158
법인세납부	-10	-5	238	108	-128
투자활동현금흐름	-852	-2,007	-1,110	-1,331	-908
금융자산감소(증가)	-84	-297	337	0	0
유형자산감소(증가)	-873	-1,795	-1,684	-1,400	-1,000
무형자산감소(증가)	1	1	1	1	1
기타	104	84	237	68	91
재무활동현금흐름	-1,829	-1,036	-1,022	-509	-509
단기금융부채증가(감소)	-3,934	-4,580	-2,033	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,140	2,744	1,207	0	0
자본의증가(감소)	4	453	209	0	0
배당금의 지급	-23	-34	-24	0	0
기타	985	380	-358	-509	-509
현금의 증가(감소)	122	-329	740	1,150	1,455
기초현금	967	1,090	761	1,501	2,651
기말현금	1,090	761	1,501	2,651	4,106
FCF	2,517	393	840	1,233	1,765

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	1.6	3.1	6.3	1.4	3.2
영업이익	26.9	-16.2	-15.4	19.2	3.2
세전계속사업이익	적지	흑전	적전	흑전	14.0
EBITDA	13.4	-8.3	-1.7	-5.3	-7.3
EPS(계속사업)	적지	흑전	적전	흑전	14.2
수익성 (%)					
ROE	-27.2	29.4	-5.7	8.7	8.4
ROA	-2.3	3.3	-0.8	1.4	1.5
EBITDA마진	24.5	21.8	20.1	18.8	16.9
안정성 (%)					
유동비율	36.5	54.0	62.4	80.3	102.4
부채비율	1,178.1	557.1	571.5	486.5	421.2
순차입금/자기자본	710.0	328.4	326.8	250.6	187.2
EBITDA/이자비용(배)	7.1	5.8	5.1	4.8	4.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-7,137	8,548	-2,151	3,617	4,131
BPS	22,246	37,824	38,160	45,289	52,932
CFPS	14,993	26,833	16,822	22,844	24,008
주당 현금배당금	0	250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	4.5	N/A	10.7	9.3
PER(최저)	N/A	2.9	N/A	7.0	6.2
PBR(최고)	1.5	1.0	1.0	0.9	0.7
PBR(최저)	1.0	0.7	0.7	0.6	0.5
PCR	1.7	1.3	1.5	1.1	1.1
EV/EBITDA(최고)	6.0	6.6	6.7	6.6	6.5
EV/EBITDA(최저)	5.7	5.9	6.2	6.1	6.0

자료 : 대한항공, SK증권 추정