

SK COMPANY Analysis



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	3,215 십억원
주요주주	
한진칼(외9)	33.35%
국민연금공단	11.67%
외국인지분률	20.90%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(19/01/08)	33,900 원
KOSPI	2025.27 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	38,550 원
52주 최저가	25,450 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.9%	9.6%
6개월	21.3%	36.1%
12개월	-6.1%	16.5%

대한항공 (003490/KS | 매수(유지) | T.P 49,000 원(상향))

[4Q18 Preview] 일회성 요인들로 인한 이익 훼손은 기회

동사의 4Q18 매출액 3 조 4,455 억원, 영업이익 1,359 억원이 전망됨. 일회성 비용 850 억원이 발생해 컨센서스를 크게 하회할 것임. 그러나 1Q19 부터는 연료유류비 개선 효과가 본격화되며 QoQ 실적 개선 기저 효과를 극대화시킬 것임. 이에 유가가 \$50/bbl 이하로 떨어졌던 2015년 12M Fwd PBR 1.2 배를 Target PBR로 부여해 투자 의견 매수, 업종 내 Top Pick 의견 유지하며 목표주가를 49,000 원으로 상향함

4Q18 매출액 3 조 4,455 억원, 영업이익 1,359 억원 전망

동사의 4Q18 매출액은 3 조 4,455 억원, 영업이익은 1,359 억원을 기록해 1 월 7 일 기준 컨센서스인 1,843 억원을 크게 하회할 것으로 전망함. 왜냐하면 ① 자회사인 한국공항 계약 갱신으로 임금 인상 소급 적용분 100 억원과 대한항공 임금 인상 소급 적용분 300 억원 ② 전년 동기 대비 10 개의 엔진 추가 정비하며 300 억원 ③ 광고비 등으로 잡 비용 150 억원이 일회성 비용으로 발생했기 때문임. 한편 국제여객 운임은 8.2cents 로 YoY +2.6% 상승, 화물 운임은 34.8cents 로 YoY +20.9% 상승한 것으로 추정됨

유가 급락으로 인한 연료유류비 개선 효과는 1Q19 부터 본격화

2018년 10 월부터 급락한 유가로 인한 연료유류비 개선 효과는 2018년 12 월부터 반영되기 시작했기 때문에 4Q18 실적에는 잘 드러나지 않음. 이는 1Q19 실적부터 본격적으로 반영될 것임. SK 증권 리서치센터는 2019년 국제유가에 대해 장기 저유가 레벨인 \$40~\$50/bbl 수준을 유지할 것이라고 전망하는 바 2019년~2020년에 걸쳐 큰 폭의 비용 절감이 가능하다고 보고 있음. 2019년 연료유류비는 분기당 7,000~7,100 억원 안팎으로 추정되어 연간 영업이익률이 8%까지 상승할 것으로 판단함

투자 의견 매수, 업종 내 Top Pick 의견 유지, 목표주가 49,000 원으로 상향

결국 일회성 비용들로 인한 이익 훼손은 동사 이익 개선의 기저를 크게 다지며 주가 상승의 기회가 될 것임. 이에 유가가 장기 저유가 레벨인 \$50/bbl 이하로 떨어졌던 2015년 동사에 부여되었던 12M Fwd PBR 1.2 배를 Target PBR로 부여해 투자 의견 매수, 업종 내 Top Pick 의견을 유지하며 목표주가를 49,000 원으로 상향함

영업실적 및 투자지표

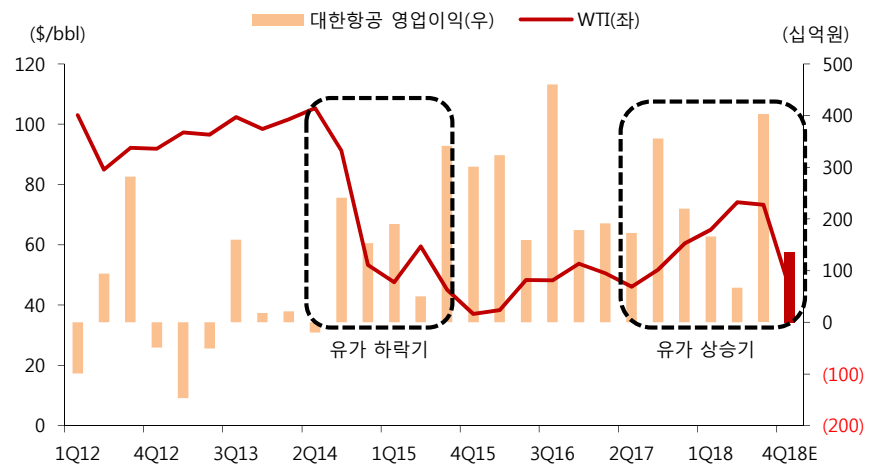
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	11,545	11,732	12,092	13,171	12,984	13,395
yoy	%	-3.1	1.6	3.1	8.9	-1.4	3.2
영업이익	십억원	883	1,121	940	771	1,034	1,266
yoy	%	123.4	26.9	-16.2	-17.9	34.0	22.4
EBITDA	십억원	2,534	2,872	2,633	2,542	2,857	3,152
세전이익	십억원	-486	-717	1,122	-328	471	730
순이익(지배주주)	십억원	-565	-565	792	-286	350	546
영업이익률%	%	7.7	9.6	7.8	5.9	8.0	9.5
EBITDA%	%	22.0	24.5	21.8	19.3	22.0	23.5
순이익률	%	-4.9	-4.8	6.6	-2.1	2.8	4.1
EPS	원	-5,258	-7,137	8,548	-2,975	3,643	5,691
PER	배	N/A	N/A	4.0	N/A	9.3	6.0
PBR	배	0.9	1.2	0.9	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	6.7	5.8	6.4	6.5	5.5	4.5
ROE	%	-25.2	-27.2	29.4	-8.3	9.8	12.6
순차입금	십억원	13,750	13,307	12,320	12,116	11,137	9,489
부채비율	%	867.6	1,178.1	557.1	666.5	544.9	452.9

대한항공 실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	28,724	28,988	32,139	31,117	31,020	31,057	35,179	34,455	120,969	131,711	129,843
YoY(%)	0.2%	2.9%	3.1%	6.2%	8.0%	7.1%	9.5%	10.7%	3.1%	8.9%	-1.4%
여객 매출액(억원)	16,791	16,975	19,230	17,458	18,520	18,468	21,280	19,239	70,455	77,507	75,922
YoY(%)	-2.3%	2.1%	-3.3%	9.3%	10.3%	8.8%	10.7%	10.2%	1.1%	10.0%	-2.0%
ASK(백만)	23,185	24,157	25,923	24,866	24,441	24,831	25,738	25,235	98,131	100,244	102,118
YoY(%)	-4.2%	1.1%	2.7%	6.6%	5.4%	2.8%	-0.7%	1.5%	1.5%	2.2%	1.9%
RPK(백만)	18,565	19,194	20,990	19,093	19,348	20,043	21,040	20,065	77,842	80,497	81,434
YoY(%)	-0.2%	2.8%	2.9%	4.8%	4.2%	4.4%	0.2%	5.1%	2.5%	3.4%	1.2%
L/F(%)	80.1%	79.5%	81.0%	76.8%	79.2%	80.7%	81.7%	79.5%	79.3%	80.3%	79.7%
YoY(%pt)	3.2%	1.3%	0.2%	-1.4%	-0.9%	1.3%	0.8%	2.7%	0.8%	1.0%	-0.7%
Yield(원)	90.4	88.4	91.6	91.4	95.7	92.1	101.1	95.9	90.5	96.3	93.2
YoY(%)	-2.0%	-0.6%	-6.0%	4.3%	5.8%	4.2%	10.4%	4.9%	-1.4%	6.4%	-3.2%
화물 매출액(억원)	6,397	6,726	7,004	7,960	6,976	7,125	7,542	9,439	28,087	31,082	30,185
YoY(%)	14.0%	13.2%	20.3%	12.7%	9.1%	5.9%	7.7%	18.6%	14.9%	10.7%	-2.9%
AFTK(백만)	2,584	2,712	2,794	2,854	2,622	2,665	2,713	2,845	10,944	10,845	10,954
YoY(%)	3.2%	0.9%	4.3%	3.8%	1.5%	-1.7%	-2.9%	-0.3%	3.0%	-0.9%	1.0%
FTK(백만)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,023	2,078	2,205	8,593	8,315	8,415
YoY(%)	7.9%	2.6%	7.6%	3.4%	-0.5%	-4.3%	-4.6%	-3.3%	5.3%	-3.2%	1.2%
L/F(%)	78.2%	77.9%	78.0%	79.9%	76.6%	75.9%	76.6%	77.5%	78.5%	76.7%	76.8%
YoY(%pt)	3.4%	1.2%	2.4%	-0.3%	-1.6%	-2.0%	-1.4%	-2.4%	1.7%	-1.9%	0.2%
Yield(원)	285.8	288.6	292.2	349.1	315.9	324.4	362.9	392.8	326.9	373.8	358.7
YoY(%)	-4.6%	12.0%	13.4%	20.3%	10.5%	12.4%	24.2%	12.5%	9.2%	14.4%	-4.0%
영업비용(억원)	26,745	27,324	28,584	28,871	29,357	30,391	31,160	33,095	111,524	124,003	119,504
YoY(%)	5.1%	2.8%	7.5%	4.9%	9.8%	11.2%	9.0%	14.6%	5.1%	11.2%	-3.6%
연료유류비	6,313	6,134	6,540	7,042	7,263	7,928	8,759	9,116	26,028	33,066	28,365
YoY(%)	33.8%	15.2%	12.3%	19.5%	15.1%	29.3%	33.9%	29.5%	19.6%	27.0%	-14.2%
인건비	5,155	5,818	5,712	5,782	6,062	6,318	5,810	6,518	22,467	24,709	25,204
YoY(%)	0.1%	9.1%	7.5%	8.1%	17.6%	8.6%	1.7%	12.7%	6.3%	10.0%	2.0%
감가상각비	4,159	4,221	4,336	4,215	4,283	4,414	4,448	4,299	16,930	17,444	17,444
YoY(%)	-4.6%	-3.5%	-3.8%	-1.4%	3.0%	4.6%	2.6%	2.0%	-3.3%	3.0%	0.0%
공항관련비	2,597	2,506	2,769	2,780	2,668	2,728	2,875	2,919	10,653	11,190	11,079
YoY(%)	-4.2%	-6.8%	-2.6%	2.3%	2.7%	8.8%	3.8%	5.0%	-2.8%	5.0%	-1.0%
판매수수료	761	786	836	851	1,068	1,088	1,134	1,191	3,035	3,234	4,481
YoY(%)	6.4%	2.5%	11.1%	6.2%	40.3%	38.4%	35.7%	40.0%	1.8%	6.5%	38.6%
영업이익(억원)	1,979	1,664	3,555	2,247	1,663	667	4,018	1,359	9,445	7,708	10,340
YoY(%)	-38.8%	4.5%	-22.7%	25.9%	-16.0%	-59.9%	13.0%	-39.5%	-15.7%	-18.4%	34.1%
영업이익률	6.9%	5.7%	11.1%	7.2%	5.4%	2.1%	11.4%	3.9%	7.8%	5.9%	8.0%

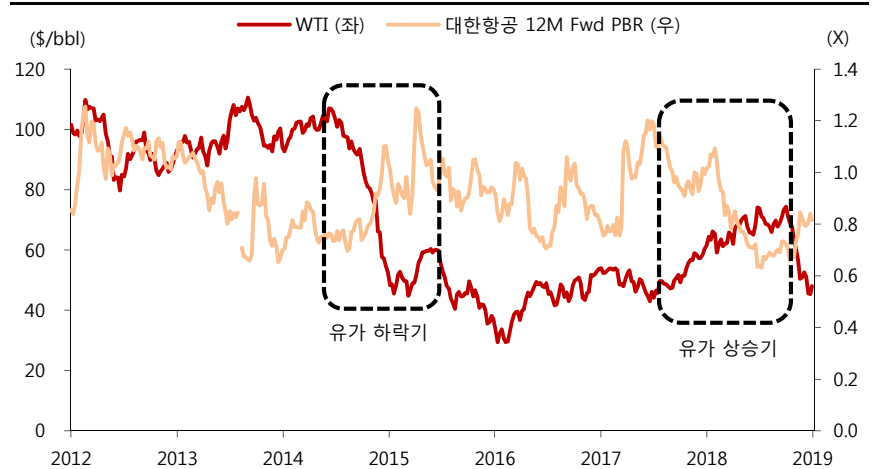
자료: 대한항공 SK 증권

국제유가와 대한항공 영업이익 추이 및 추정치



자료 : DataGuide, SK 증권

국제유가와 대한항공 12M Fwd PBR 추이



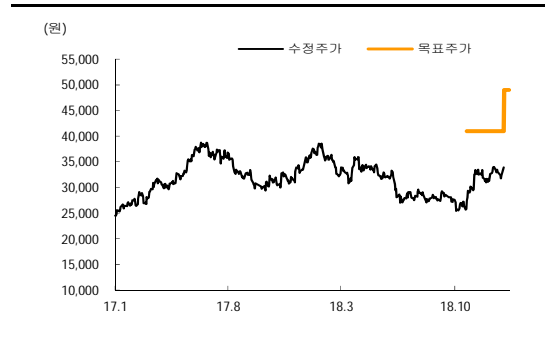
자료 : DataGuide, SK 증권

대한항공 목표 주가 산출

	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
BPS(원)	35,352	37,621	40,224	41,789	42,196
Target BPS(원)	40,457				
Target PBR(배)	1.2				
목표 주가(원)	49,000				
현재 주가(원)	33,900				
상승 여력	45%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.09	매수	49,000원	6개월		
2018.11.14	매수	41,000원	6개월	-22.23%	-17.07%
2018.10.31	매수	41,000원	6개월	-28.65%	-26.34%



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 기관투자자 또는 제 3자에게 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 (2019 년 1 월 9 일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,328	3,582	4,609	5,461	7,179
현금및현금성자산	1,090	761	1,963	2,942	4,590
매출채권및기타채권	874	908	1,007	952	982
재고자산	565	683	757	716	738
비유동자산	20,629	21,066	21,391	20,650	19,926
장기금융자산	316	304	285	285	285
유형자산	17,873	18,907	19,555	19,160	18,297
무형자산	405	364	297	268	243
자산총계	23,957	24,649	26,001	26,110	27,104
유동부채	9,131	6,638	6,759	6,608	6,691
단기금융부채	6,679	4,143	3,992	3,992	3,992
매입채무 및 기타채무	320	320	355	336	346
단기충당부채	5	5	6	6	6
비유동부채	12,951	14,259	15,849	15,453	15,511
장기금융부채	7,913	9,511	10,382	10,382	10,382
장기매입채무 및 기타채무	16	5	4	4	4
장기충당부채	179	138	153	144	150
부채총계	22,082	20,898	22,608	22,061	22,202
지배주주지분	1,761	3,629	3,259	3,903	4,743
자본금	370	480	480	480	480
자본잉여금	603	946	946	946	946
기타자본구성요소	45	72	71	71	71
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-193	577	226	576	1,122
비지배주주지분	114	122	134	146	159
자본총계	1,874	3,751	3,392	4,049	4,902
부채외자본총계	23,957	24,649	26,001	26,110	27,104

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,785	2,773	3,261	2,827	3,103
당기순이익(손실)	-557	802	-278	357	553
비현금성항목등	3,449	2,018	2,958	2,500	2,599
유형자산감가상각비	1,698	1,648	1,739	1,795	1,863
무형자산감가상각비	53	45	32	28	24
기타	598	578	953	270	270
운전자본감소(증가)	-97	-41	280	-179	127
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-63	-19	-335	55	-30
재고자산감소(증가)	-73	-116	155	41	-23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-129	5	194	-19	11
기타	168	89	266	-256	169
법인세납부	-10	-5	301	149	-177
투자활동현금흐름	-852	-2,007	-850	-1,301	-908
금융자산감소(증가)	-84	-297	362	0	0
유형자산감소(증가)	-873	-1,795	-1,512	-1,400	-1,000
무형자산감소(증가)	1	1	2	2	2
기타	104	84	299	97	90
재무활동현금흐름	-1,829	-1,036	-1,227	-547	-547
단기금융부채증가(감소)	-3,934	-4,580	-2,782	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,140	2,744	1,792	0	0
자본의증가(감소)	4	453	209	0	0
배당금의 지급	-23	-34	-24	0	0
기타	985	380	-396	-547	-547
현금의 증가(감소)	122	-329	1,202	979	1,648
기초현금	967	1,090	761	1,963	2,942
기말현금	1,090	761	1,963	2,942	4,590
FCF	2,517	393	1,224	997	1,975

자료 : 대한항공, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,732	12,092	13,171	12,984	13,395
매출원가	9,435	9,991	10,970	11,016	11,165
매출총이익	2,297	2,101	2,201	1,969	2,230
매출총이익률 (%)	19.6	17.4	16.7	15.2	16.7
판매비와관리비	1,176	1,161	1,430	935	964
영업이익	1,121	940	771	1,034	1,266
영업이익률 (%)	9.6	7.8	5.9	8.0	9.5
비영업손익	-1,838	182	-1,099	-563	-536
순금융비용	378	427	496	484	456
외환관련손익	-273	995	189	189	189
관계기업투자등 관련손익	-455	-15	1	1	1
세전계속사업이익	-717	1,122	-328	471	730
세전계속사업이익률 (%)	-6.1	9.3	-2.5	3.6	5.5
계속사업법인세	-161	320	-49	114	177
계속사업이익	-557	802	-278	357	553
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-557	802	-278	357	553
순이익률 (%)	-4.8	6.6	-2.1	2.8	4.1
지배주주	-565	792	-286	350	546
지배주주귀속 순이익률(%)	-4.81	6.55	-2.17	2.69	4.08
비지배주주	8	10	7	7	7
총포괄이익	-615	1,106	-259	657	853
지배주주	-622	1,089	-272	644	841
비지배주주	7	17	13	13	13
EBITDA	2,872	2,633	2,542	2,857	3,152

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	1.6	3.1	8.9	-1.4	3.2
영업이익	26.9	-16.2	-17.9	34.0	22.4
세전계속사업이익	적지	흑전	적전	흑전	55.1
EBITDA	13.4	-8.3	-3.5	12.4	10.3
EPS(계속사업)	적지	흑전	적전	흑전	56.2
수익성 (%)					
ROE	-27.2	29.4	-8.3	9.8	12.6
ROA	-2.3	3.3	-1.1	1.4	2.1
EBITDA마진	24.5	21.8	19.3	22.0	23.5
안정성 (%)					
유동비율	36.5	54.0	68.2	82.6	107.3
부채비율	1,178.1	557.1	666.5	544.9	452.9
순차입금/자기자본	710.0	328.4	357.2	275.1	193.6
EBITDA/이자비용(배)	7.1	5.8	4.7	5.2	5.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-7,137	8,548	-2,975	3,643	5,691
BPS	22,246	37,824	33,960	40,673	49,434
CFPS	14,993	26,833	15,473	22,640	25,351
주당 현금배당금	0	250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	4.5	N/A	9.3	6.0
PER(최저)	N/A	2.9	N/A	8.7	5.6
PBR(최고)	1.5	1.0	1.1	0.8	0.7
PBR(최저)	1.0	0.7	0.8	0.8	0.6
PCR	1.7	1.3	2.1	1.5	1.3
EV/EBITDA(최고)	6.0	6.6	6.7	5.5	4.5
EV/EBITDA(최저)	5.7	5.9	6.2	5.4	4.4