

# 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	3,348 십억원
주요주주	
한진칼(외9)	33.35%
국민연금공단	11.69%
외국인지분률	22.00%
배당수익률	0.70%

## Stock Data

주가(19/01/29)	35,300 원
KOSPI	2183.36 pt
52주 Beta	1.02
52주 최고가	38,550 원
52주 최저가	25,450 원
60일 평균 거래대금	21 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.8%	-0.1%
6개월	24.7%	31.1%
12개월	-8.0%	9.5%

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

### [4Q18 Review] 어닝 쇼크는 분명한 매수 기회

동사의 4Q18 매출액은 연결 기준 3 조 2,986 억원으로 사상 최대의 연매출액을 기록. 하지만 4Q18 영업이익은 연결 기준 415 억원으로 어닝 쇼크 기록. 알려져 있던 일회성 비용들이 예상보다 크게 발생한 영향. 하지만 1Q19 부터 유가 급락으로 인한 원가 개선이 시작되며 3 월부터 행동주의펀드의 액션이 본격화된다는 점에서 어닝 쇼크는 분명한 매수 기회라는 판단. 이에 투자의견 매수, 목표주가 49,000 원, Top Pick 의견 유지

### 4Q18 매출액 3 조 2,986 억원, 영업이익 415 억원 기록

동사의 4Q18 매출액은 연결 기준 3 조 2,986 억원으로 2018 년 연간 매출액으로 사상 최대의 매출액을 기록함. 여객사업부문에서 델타항공과의 JV 효과가 나타나며 연간 매출액 7 조 7,375 억원을 기록한 것이 배경임. 하지만 4Q18 영업이익은 연결 기준 415 억원으로 컨센서스인 1,202 억원을 대폭 하회하는 어닝 쇼크를 기록함. 기본적으로 4Q18 연료 유류비가 8,991 억원을 기록하며 전년 대비 1,800 억원이 추가로 발생한데다가 인건비, 공항 관련비, 엔진 정비비 등 알려져 있던 일회성 비용들이 당초 예상보다 크게 발생한 영향임

### 어닝 쇼크는 분명한 매수 기회

하지만 이번 어닝 쇼크는 매수 기회를 준다고 판단함. 우선 작년 말 유가 급락 이후 저유가로 인한 연료 유류비 개선이 1Q19 부터 온기 반영됨. 따라서 2018 년 연료 유류비가 3 조 2,941 억원이었는데 2019 년에는 2 조 8,280 억원까지 하락할 수 있으며 2019 년 연간 영업이익은 1 조 1,192 억원으로 YoY +65.5% 성장할 전망이다. 아울러 한진 KAL 그룹에 대한 행동주의펀드의 액션이 3 월 주총을 시작으로 적자 사업부 정리, 지배구조 개편 등의 안건 상정으로 본격화되는 것에 대한 기대감을 높게 가져갈 수 있음

### 투자의견 매수, 목표주가 49,000 원과 Top Pick 의견 유지

따라서 동사에 대한 투자의견 매수와 Target PBR 1.2 배를 적용한 목표주가 49,000 원, 그리고 업종 내 Top Pick 의견을 유지하는 바임

## 영업실적 및 투자지표

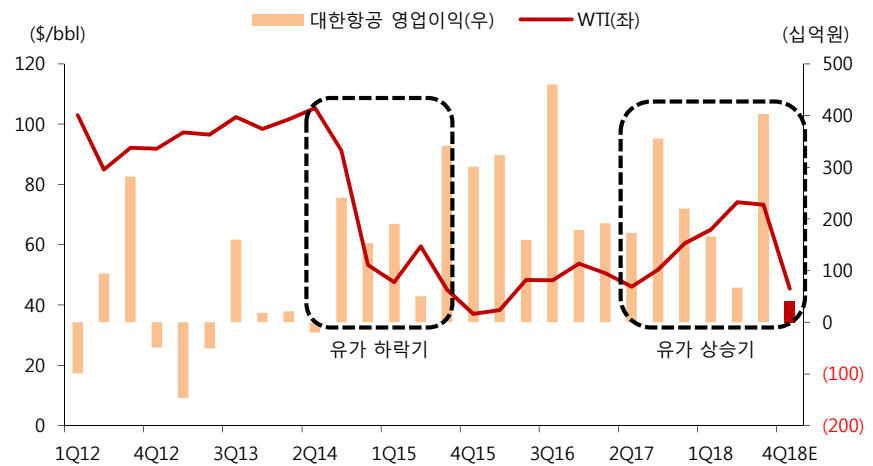
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	11,545	11,732	12,092	13,024	12,965	13,375
yoy	%	-3.1	1.6	3.1	7.7	-0.5	3.2
영업이익	십억원	883	1,121	940	676	1,023	1,254
yoy	%	123.4	26.9	-16.2	-28.0	51.2	22.6
EBITDA	십억원	2,534	2,872	2,633	2,447	2,846	3,141
세전이익	십억원	-486	-717	1,122	-88	456	718
순이익(지배주주)	십억원	-565	-565	792	-104	338	537
영업이익률%	%	7.7	9.6	7.8	5.2	7.9	9.4
EBITDA%	%	22.0	24.5	21.8	18.8	22.0	23.5
순이익률	%	-4.9	-4.8	6.6	-0.7	2.7	4.1
EPS	원	-5,258	-7,137	8,548	-1,080	3,525	5,600
PER	배	N/A	N/A	4.0	N/A	10.0	6.3
PBR	배	0.9	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	6.7	5.8	6.4	6.9	5.7	4.7
ROE	%	-25.2	-27.2	29.4	-2.9	9.0	12.0
순차입금	십억원	13,750	13,307	12,320	12,433	11,414	9,873
부채비율	%	867.6	1,178.1	557.1	616.3	516.5	432.3

## 대한항공 실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액(억원)</b>	<b>28,724</b>	<b>28,988</b>	<b>32,139</b>	<b>31,117</b>	<b>31,020</b>	<b>31,057</b>	<b>35,179</b>	<b>32,986</b>	<b>120,969</b>	<b>130,242</b>	<b>130,610</b>
YoY(%)	0.2%	2.9%	3.1%	6.2%	8.0%	7.1%	9.5%	6.0%	3.1%	7.7%	0.3%
<b>여객 매출액(억원)</b>	<b>16,791</b>	<b>16,975</b>	<b>19,230</b>	<b>17,458</b>	<b>18,520</b>	<b>18,468</b>	<b>21,280</b>	<b>19,107</b>	<b>70,455</b>	<b>77,375</b>	<b>76,806</b>
YoY(%)	-2.3%	2.1%	-3.3%	9.3%	10.3%	8.8%	10.7%	9.4%	1.1%	9.8%	-0.7%
ASK(백만)	23,185	24,157	25,923	24,866	24,441	24,831	25,738	24,933	98,131	99,943	101,752
YoY(%)	-4.2%	1.1%	2.7%	6.6%	5.4%	2.8%	-0.7%	0.3%	1.5%	1.8%	1.8%
RPK(백만)	18,565	19,194	20,990	19,093	19,348	20,043	21,040	19,686	77,842	80,117	81,052
YoY(%)	-0.2%	2.8%	2.9%	4.8%	4.2%	4.4%	0.2%	3.1%	2.5%	2.9%	1.2%
L/F(%)	80.1%	79.5%	81.0%	76.8%	79.2%	80.7%	81.7%	79.0%	79.3%	80.2%	79.7%
YoY(%pt)	3.2%	1.3%	0.2%	-1.4%	-0.9%	1.3%	0.8%	2.2%	0.8%	0.8%	-0.6%
Yield(원)	90.4	88.4	91.6	91.4	95.7	92.1	101.1	90.0	90.5	96.6	94.8
YoY(%)	-2.0%	-0.6%	-6.0%	4.3%	5.8%	4.2%	10.4%	-1.6%	-1.4%	6.7%	-1.9%
<b>화물 매출액(억원)</b>	<b>6,397</b>	<b>6,726</b>	<b>7,004</b>	<b>7,960</b>	<b>6,976</b>	<b>7,125</b>	<b>7,542</b>	<b>8,479</b>	<b>28,087</b>	<b>30,122</b>	<b>30,067</b>
YoY(%)	14.0%	13.2%	20.3%	12.7%	9.1%	5.9%	7.7%	6.5%	14.9%	7.2%	-0.2%
AFTK(백만)	2,584	2,712	2,794	2,854	2,622	2,665	2,713	2,836	10,944	10,836	10,944
YoY(%)	3.2%	0.9%	4.3%	3.8%	1.5%	-1.7%	-2.9%	-0.6%	3.0%	-1.0%	1.0%
FTK(백만)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,023	2,078	2,177	8,593	8,287	8,387
YoY(%)	7.9%	2.6%	7.6%	3.4%	-0.5%	-4.3%	-4.6%	-4.5%	5.3%	-3.6%	1.2%
L/F(%)	78.2%	77.9%	78.0%	79.9%	76.6%	75.9%	76.6%	76.8%	78.5%	76.5%	76.6%
YoY(%pt)	3.4%	1.2%	2.4%	-0.3%	-1.6%	-2.0%	-1.4%	-3.1%	1.7%	-2.0%	0.2%
Yield(원)	285.8	288.6	292.2	349.1	315.9	324.4	362.9	335.2	326.9	363.5	358.5
YoY(%)	-4.6%	12.0%	13.4%	20.3%	10.5%	12.4%	24.2%	-4.0%	9.2%	11.2%	-1.4%
<b>영업비용(억원)</b>	<b>26,745</b>	<b>27,324</b>	<b>28,584</b>	<b>28,871</b>	<b>29,357</b>	<b>30,391</b>	<b>31,160</b>	<b>32,571</b>	<b>111,524</b>	<b>123,479</b>	<b>119,419</b>
YoY(%)	5.1%	2.8%	7.5%	4.9%	9.8%	11.2%	9.0%	12.8%	5.1%	10.7%	-3.3%
연료유류비	6,313	6,134	6,540	7,042	7,263	7,928	8,759	8,991	26,028	32,941	28,280
YoY(%)	33.8%	15.2%	12.3%	19.5%	15.1%	29.3%	33.9%	27.7%	19.6%	26.6%	-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%
<b>영업이익(억원)</b>	<b>1,979</b>	<b>1,664</b>	<b>3,555</b>	<b>2,247</b>	<b>1,663</b>	<b>667</b>	<b>4,018</b>	<b>415</b>	<b>9,445</b>	<b>6,763</b>	<b>11,192</b>
YoY(%)	-38.8%	4.5%	-22.7%	25.9%	-16.0%	-59.9%	13.0%	-81.5%	-15.7%	-28.4%	65.5%
영업이익률	6.9%	5.7%	11.1%	7.2%	5.4%	2.1%	11.4%	1.3%	7.8%	5.2%	8.6%

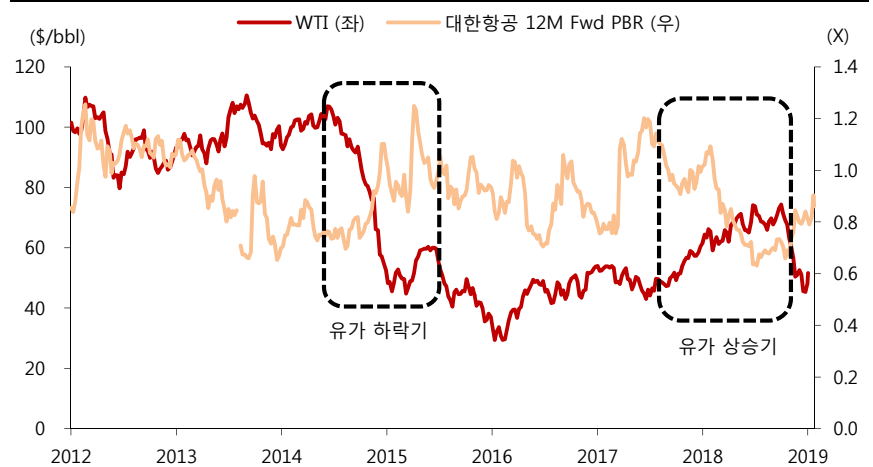
자료: 대한항공 SK 증권

### 국제유가와 대한항공 영업이익 추이 및 추정치



자료 : DataGuide, SK 증권

### 국제유가와 대한항공 12M Fwd PBR 추이



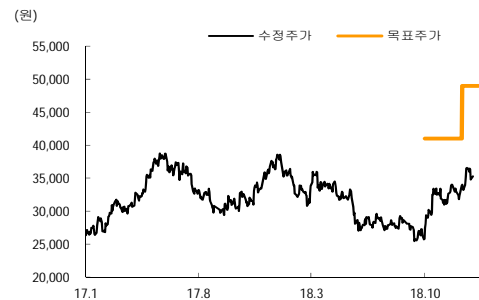
자료 : DataGuide, SK 증권

### 대한항공 목표 주가 산출

	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
BPS(원)	39,502	42,098	44,775	44,740	47,230
Target BPS(원)	41,074				
Target PBR(배)	1.2				
목표 주가(원)	49,000				
현재 주가(원)	35,300				
상승 여력	39%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.30	매수	49,000원	6개월		
2019.01.09	매수	49,000원	6개월	-28.22%	-25.41%
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 30 일 기준)

매수	91.6%	중립	8.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	3,328	3,582	4,192	5,116	6,724
현금및현금성자산	1,090	761	1,645	2,665	4,205
매출채권및기타채권	874	908	964	923	952
재고자산	565	683	725	694	716
<b>비유동자산</b>	20,629	21,066	21,411	20,896	20,231
장기금융자산	316	304	285	285	285
유형자산	17,873	18,907	19,555	19,160	18,297
무형자산	405	364	297	268	243
<b>자산총계</b>	23,957	24,649	25,603	26,012	26,955
<b>유동부채</b>	9,131	6,638	6,641	6,527	6,608
단기금융부채	6,679	4,143	3,992	3,992	3,992
매입채무 및 기타채무	320	320	340	325	336
단기충당부채	5	5	6	6	6
<b>비유동부채</b>	12,951	14,259	15,388	15,265	15,283
장기금융부채	7,913	9,511	10,382	10,382	10,382
장기매입채무 및 기타채무	16	5	4	4	4
장기충당부채	179	138	146	140	141
<b>부채총계</b>	22,082	20,898	22,029	21,793	21,891
<b>지배주주지분</b>	1,761	3,629	3,441	4,073	4,905
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	408	747	1,284
비지배주주지분	114	122	134	146	159
<b>자본총계</b>	1,874	3,751	3,574	4,220	5,064
<b>부채외자본총계</b>	23,957	24,649	25,603	26,012	26,955

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,785	2,773	2,943	2,871	2,995
당기순이익(손실)	-557	802	-97	345	544
비현금성항목등	3,449	2,018	2,682	2,500	2,596
유형자산감가상각비	1,698	1,648	1,739	1,795	1,863
무형자산감가상각비	53	45	32	28	24
기타	598	578	618	270	270
운전자본감소(증가)	-97	-41	115	-127	28
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-63	-19	-292	41	-29
재고자산감소(증가)	-73	-116	187	31	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-129	5	179	-15	10
기타	168	89	41	-185	69
법인세납부	-10	-5	243	152	-174
<b>투자활동현금흐름</b>	-852	-2,007	-850	-1,305	-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	93	90
<b>재무활동현금흐름</b>	-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
<b>현금의 증가(감소)</b>	122	-329	884	1,020	1,540
기초현금	967	1,090	761	1,645	2,665
기말현금	1,090	761	1,645	2,665	4,205
FCF	2,517	393	987	1,041	1,867

자료 : 대한항공, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	11,732	12,092	13,024	12,965	13,375
<b>매출원가</b>	9,435	9,991	10,842	10,999	11,148
<b>매출총이익</b>	2,297	2,101	2,183	1,966	2,227
매출총이익률 (%)	19.6	17.4	16.8	15.2	16.7
<b>판매비와관리비</b>	1,176	1,161	1,506	943	973
영업이익	1,121	940	676	1,023	1,254
영업이익률 (%)	9.6	7.8	5.2	7.9	9.4
<b>비영업손익</b>	-1,838	182	-764	-567	-536
<b>순금융비용</b>	378	427	496	488	456
외환관련손익	-273	995	189	189	189
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-455	-15	1	1	1
세전계속사업이익	-717	1,122	-88	456	718
세전계속사업이익률 (%)	-6.1	9.3	-0.7	3.5	5.4
계속사업법인세	-161	320	9	110	174
<b>계속사업이익</b>	-557	802	-97	345	544
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-557	802	-97	345	544
<b>순이익률 (%)</b>	-4.8	6.6	-0.7	2.7	4.1
<b>지배주주</b>	-565	792	-104	338	537
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-4.81	6.55	-0.8	2.61	4.02
<b>비지배주주</b>	8	10	7	7	7
<b>총포괄이익</b>	-615	1,106	-77	645	844
<b>지배주주</b>	-622	1,089	-90	633	832
<b>비지배주주</b>	7	17	13	13	13
<b>EBITDA</b>	2,872	2,633	2,447	2,846	3,141

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.6	3.1	7.7	-0.5	3.2
영업이익	26.9	-16.2	-28.0	51.2	22.6
세전계속사업이익	적지	흑전	적전	흑전	57.6
EBITDA	13.4	-8.3	-7.1	16.3	10.4
EPS(계속사업)	적지	흑전	적전	흑전	58.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-27.2	29.4	-2.9	9.0	12.0
ROA	-2.3	3.3	-0.4	1.3	2.1
EBITDA마진	24.5	21.8	18.8	22.0	23.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	36.5	54.0	63.1	78.4	101.8
부채비율	1,178.1	557.1	616.3	516.5	432.3
순차입금/자기자본	710.0	328.4	347.9	270.5	195.0
EBITDA/이자비용(배)	7.1	5.8	4.5	5.2	5.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-7,137	8,548	-1,080	3,525	5,600
BPS	22,246	37,824	35,856	42,451	51,121
CFPS	14,993	26,833	17,368	22,523	25,260
주당 현금배당금	0	250	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	4.5	N/A	10.4	6.5
PER(최저)	N/A	2.9	N/A	9.0	5.7
PBR(최고)	1.5	1.0	1.1	0.9	0.7
PBR(최저)	1.0	0.7	0.7	0.8	0.6
PCR	1.7	1.3	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA(최고)	6.0	6.6	7.1	5.7	4.7
EV/EBITDA(최저)	5.7	5.9	6.6	5.6	4.5