

# 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	2,741 십억원
주요주주	
한진칼(외14)	33.36%
국민연금공단	11.15%
외국인지분률	25.50%
배당수익률	0.90%

## Stock Data

주가(19/07/05)	28,900 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	37,750 원
52주 최저가	25,450 원
60일 평균 거래대금	25 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.0%	-11.7%
6개월	-10.7%	-14.9%
12개월	4.1%	11.4%

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

## [2Q19 Preview] 반복되는 일회성 비용과 델타항공의 역습

동사의 2Q19 매출액은 3 조, 1,238 억원, 영업손실 105 억원이 전망됨. 안전장려금, 엔진 정비비 등이 재차 발생했고, 전년 대비 원화 약세분이 급유단가 하락 분보다 커서 연료유류비도 증가함. 따라서 연간 영업이익 추정치를 대폭 하향 조정함. 아울러 델타항공의 한진칼 지분 인수 소식도 센터를 악화시킴. 이에 투자의견은 매수를 유지하지만 목표 주가는 41,000 원으로 하향 조정함

## 2Q19 매출액 3 조 1,238 억원, 영업손실 105 억원 전망

동사의 2Q19 매출액은 3 조, 1,238 억원, 영업손실 105 억원이 전망되어 7 월 4 일 기준 컨센서스인 영업이익 컨센서스인 578 억원을 크게 하회할 것으로 전망됨. 여객 부문의 호조를 화물 부문의 큰 부진이 가리고 있음. 그리고 이번 분기에도 안전장려금과 2017, 2018 년치 조종사 노조 임금 협상분, 엔진 정비비 등의 일회성 비용이 재차 발생함. 또한 임금이 인상되어 인건비 자체도 전년 대비 증가할 것으로 전망됨. 연료유류비도 8,787 억원 정도가 발생할 것으로 보임. 급유단가는 YoY 2% 가량 빠졌는데 환율이 8% 가량 올라(2Q18 평균 1,079.9 원/\$ → 2Q19 평균 1,166.5 원/\$) 전체적인 유류비가 상승할 수 밖에 없었음

## 델타항공의 역습

최근 동사와 JV 를 맺고 있는 델타항공이 한진칼 지분 4.3%를 인수하면서 KCGI 의 정보에 제동이 걸린 상황임. 델타항공의 한진칼 지분은 사실상 총수 일가의 우호 지분으로 분류되어 동사 주가에도 악재로 작용하고 있다는 판단임. 물론 내년 3 월 정기 주총을 목표로 KCGI 가 조치를 취할 것이지만 변동성이 커진 것은 사실임

## 투자 의견은 매수 유지, 목표 주가는 41,000 원으로 하향

예상보다 크게 부진한 화물 부문 실적, 전년 대비 낮은 유가 수준이라는 호재를 상쇄시키는 비우호적 환율 여건, 분기마다 지속 발생하는 일회성 비용으로 연간 영업이익 추정치를 대폭 하향 조정함(1 조 177 억원 → 6,952 억원). 이에 투자 의견은 매수를 유지하지만 목표 주가는 41,000 원으로 하향 조정함

## 영업 실적 및 투자 지표

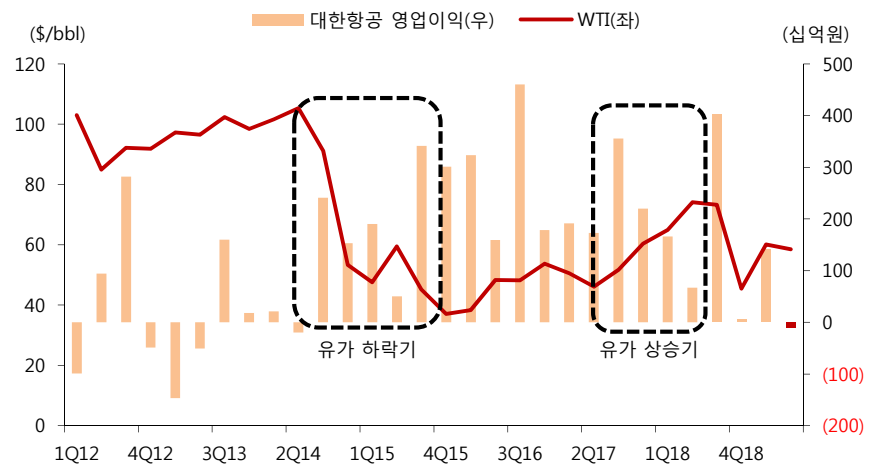
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	11,732	12,092	13,020	12,908	13,293	13,593
yoy	%	1.6	3.1	7.7	-0.9	3.0	2.3
영업이익	십억원	1,121	940	640	695	875	895
yoy	%	26.9	-16.2	-31.9	8.6	25.9	2.3
EBITDA	십억원	2,872	2,633	2,382	2,656	2,997	2,884
세전이익	십억원	-717	1,122	-209	126	264	325
순이익(지배주주)	십억원	-565	792	-193	77	192	238
영업이익률%	%	9.6	7.8	4.9	5.4	6.6	6.6
EBITDA%	%	24.5	21.8	18.3	20.6	22.6	21.2
순이익률	%	-4.8	6.6	-1.4	0.7	1.5	1.8
EPS	원	-7,137	8,548	-2,012	804	2,002	2,483
PER	배	N/A	4.0	N/A	35.9	14.4	11.6
PBR	배	1.2	0.9	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	5.8	6.4	7.4	6.8	5.5	5.3
ROE	%	-27.2	29.4	-5.9	2.5	5.6	6.1
순차입금	십억원	13,307	12,320	12,819	13,215	11,761	10,453
부채비율	%	1,178.1	557.1	743.7	735.4	655.5	584.0

## 대한항공 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
<b>매출액(억원)</b>	<b>31,020</b>	<b>31,057</b>	<b>35,179</b>	<b>32,986</b>	<b>31,389</b>	<b>31,238</b>	<b>34,022</b>	<b>32,434</b>	<b>121,906</b>	<b>130,242</b>	<b>129,083</b>
YoY(%)	8.0%	7.1%	9.5%	2.9%	1.2%	0.6%	-3.3%	-1.7%	3.9%	6.8%	-0.9%
<b>여객 매출액(억원)</b>	<b>18,520</b>	<b>18,468</b>	<b>21,280</b>	<b>19,107</b>	<b>19,057</b>	<b>19,436</b>	<b>20,034</b>	<b>19,321</b>	<b>70,455</b>	<b>77,375</b>	<b>77,848</b>
YoY(%)	10.3%	8.8%	10.7%	9.4%	2.9%	5.2%	-5.9%	1.1%	1.1%	9.8%	0.6%
ASK(백만)	24,441	24,831	25,738	24,933	24,570	25,279	26,247	25,371	98,131	99,943	101,467
YoY(%)	5.4%	2.8%	-0.7%	0.3%	0.5%	1.8%	2.0%	1.8%	1.5%	1.8%	1.5%
RPK(백만)	19,348	20,043	21,040	19,686	19,703	21,189	21,261	19,964	77,842	80,189	82,116
YoY(%)	4.2%	4.4%	0.2%	3.1%	1.8%	5.7%	1.0%	1.0%	2.5%	3.0%	2.4%
L/F(%)	79.2%	80.7%	81.7%	79.0%	80.2%	83.8%	81.0%	78.7%	79.3%	80.2%	80.9%
YoY(%pt)	-0.9%	1.3%	0.8%	2.2%	1.0%	3.1%	-0.7%	-0.6%	0.8%	0.9%	0.9%
Yield(원)	95.7	92.1	101.1	90.0	96.7	91.7	94.2	96.8	90.5	96.5	94.8
YoY(%)	5.8%	4.2%	10.4%	-1.6%	1.0%	-0.4%	-6.8%	7.5%	-1.4%	6.6%	-1.7%
<b>화물 매출액(억원)</b>	<b>6,976</b>	<b>7,125</b>	<b>7,542</b>	<b>8,479</b>	<b>6,446</b>	<b>6,161</b>	<b>7,566</b>	<b>7,664</b>	<b>28,087</b>	<b>30,122</b>	<b>27,837</b>
YoY(%)	9.1%	5.9%	7.7%	6.5%	-7.6%	-13.5%	0.3%	-9.6%	14.9%	7.2%	-7.6%
AFTK(백만)	2,622	2,665	2,713	2,836	2,603	2,518	2,631	2,852	10,944	10,823	10,604
YoY(%)	1.5%	-1.7%	-2.9%	-0.6%	-0.7%	-5.5%	-3.0%	1.0%	3.0%	-1.1%	-2.0%
FTK(백만)	2,009	2,023	2,078	2,177	1,821	1,760	1,913	2,208	8,593	8,293	7,702
YoY(%)	-0.5%	-4.3%	-4.6%	-4.5%	-9.4%	-13.0%	-8.0%	1.2%	5.3%	-3.5%	-7.1%
L/F(%)	76.6%	75.9%	76.6%	76.8%	70.0%	69.9%	72.7%	77.4%	78.5%	76.6%	72.6%
YoY(%pt)	-1.6%	-2.0%	-1.4%	-3.1%	-6.7%	-6.0%	-4.0%	0.2%	1.7%	-1.9%	-5.2%
Yield(원)	315.9	324.4	362.9	335.2	326.0	321.2	362.9	318.4	326.9	363.2	361.4
YoY(%)	10.5%	12.4%	24.2%	-4.0%	3.2%	-1.0%	0.0%	-5.0%	9.2%	11.1%	-0.5%
<b>영업비용(억원)</b>	<b>29,357</b>	<b>30,391</b>	<b>31,160</b>	<b>32,892</b>	<b>29,983</b>	<b>31,343</b>	<b>30,693</b>	<b>30,111</b>	<b>111,524</b>	<b>123,800</b>	<b>122,131</b>
YoY(%)	9.8%	11.2%	9.0%	13.9%	2.1%	3.1%	-1.5%	-8.5%	5.1%	11.0%	-1.3%
연료유류비	7,263	7,928	8,759	8,880	7,217	8,787	8,059	7,878	26,028	32,831	31,941
YoY(%)	15.1%	29.3%	33.9%	26.1%	-0.6%	10.8%	-8.0%	-11.3%	19.6%	26.1%	-2.7%
인건비	6,062	6,318	5,810	6,177	5,770	6,243	6,071	5,422	22,467	24,368	23,506
YoY(%)	17.6%	8.6%	1.7%	6.8%	-4.8%	-1.2%	4.5%	-12.2%	6.3%	8.5%	-3.5%
감가상각비	4,283	4,414	4,448	4,272	5,187	4,369	4,492	4,229	16,930	17,417	18,278
YoY(%)	3.0%	4.6%	2.6%	1.4%	21.1%	-1.0%	1.0%	-1.0%	-3.3%	2.9%	4.9%
공항관련비	2,668	2,728	2,875	2,970	2,914	2,700	2,847	2,940	10,653	11,241	11,402
YoY(%)	2.7%	8.8%	3.8%	6.8%	9.2%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-2.8%	5.5%	1.4%
판매수수료	1,068	1,088	1,134	1,116	1,001	1,099	1,146	1,005	3,035	3,234	4,406
YoY(%)	40.3%	38.4%	35.7%	31.2%	-6.3%	1.0%	1.0%	-10.0%	1.8%	6.5%	36.3%
<b>영업이익(억원)</b>	<b>1,663</b>	<b>667</b>	<b>4,018</b>	<b>54</b>	<b>1,406</b>	<b>-105</b>	<b>3,329</b>	<b>2,323</b>	<b>10,382</b>	<b>6,403</b>	<b>6,952</b>
YoY(%)	-16.0%	-59.9%	13.0%	-98.3%	-15.5%	-115.8%	-17.1%	4184.3%	-7.4%	-38.3%	8.6%
영업이익률	5.4%	2.1%	11.4%	0.2%	4.5%	-0.3%	9.8%	7.2%	8.5%	4.9%	5.4%

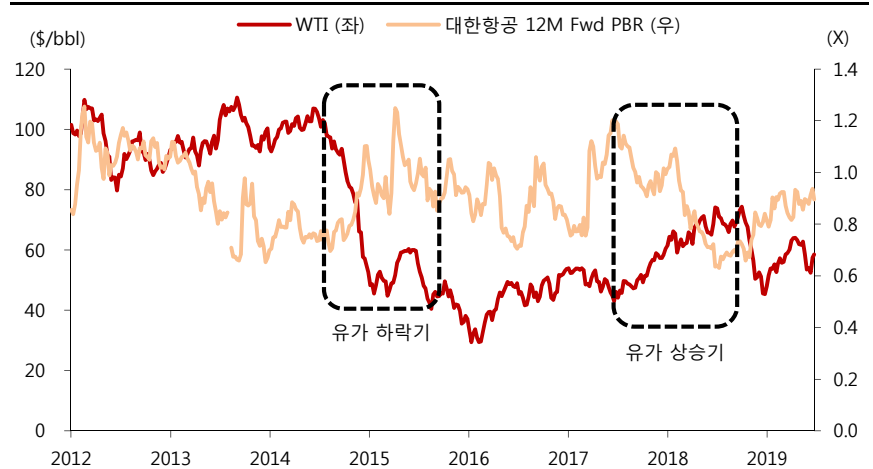
자료: 대한항공 SK 증권

국제유가와 대한항공 영업이익 추이 및 추정치



자료 : DataGuide, SK 증권

국제유가와 대한항공 12M Fwd PBR 추이



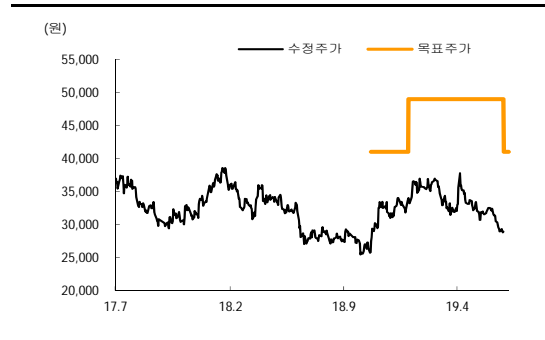
자료 : DataGuide, SK 증권

대한항공 목표 주가 산출

	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E
BPS(원)	30,563	32,562	34,668	34,774	34,680
Target BPS(원)	34,171				
Target PBR(배)	<b>1.2</b>				
목표 주가(원)	<b>41,000</b>				
현재 주가(원)	28,900				
상승 여력	<b>42%</b>				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.08	매수	41,000원	6개월		
2019.04.03	매수	49,000원	6개월	-31.74%	-22.96%
2019.01.30	매수	49,000원	6개월	-28.92%	-24.59%
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 정확히 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 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 8일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	3,582	3,872	5,109	6,624	7,980
현금및현금성자산	761	1,504	2,755	4,209	5,517
매출채권및기타채권	908	816	803	827	846
재고자산	683	1,030	1,014	1,044	1,068
<b>비유동자산</b>	21,066	21,707	22,681	21,831	21,109
장기금융자산	304	284	498	498	498
유형자산	18,907	19,648	19,996	18,897	17,929
무형자산	364	301	274	250	229
<b>자산총계</b>	24,649	25,580	27,790	28,455	29,088
<b>유동부채</b>	6,638	7,522	7,826	7,920	7,993
단기금융부채	4,143	4,326	4,681	4,681	4,681
매입채무 및 기타채무	320	292	288	296	303
단기충당부채	0	37	37	38	39
<b>비유동부채</b>	14,259	15,026	16,637	16,769	16,843
장기금융부채	9,511	10,264	11,575	11,575	11,575
장기매입채무 및 기타채무	5	4	4	4	4
장기충당부채	138	149	146	152	156
<b>부채총계</b>	20,898	22,548	24,463	24,689	24,836
<b>지배주주지분</b>	3,629	2,909	3,202	3,638	4,121
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	946	720	720	720
기타자본구성요소	72	72	774	774	774
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	577	82	356	548	787
비지배주주지분	122	123	125	128	131
<b>자본총계</b>	3,751	3,032	3,327	3,767	4,253
<b>부채외자본총계</b>	24,649	25,580	27,790	28,455	29,088

**현금흐름표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,773	2,746	2,924	3,085	2,897
당기순이익(손실)	802	-186	85	200	246
비현금성항목등	2,018	2,828	2,659	2,797	2,638
유형자산감가상각비	1,648	1,712	1,935	2,099	1,968
무형자산감가상각비	45	29	26	23	21
기타	578	243	-42	-119	-119
운전자본감소(증가)	-41	141	344	151	92
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-19	-112	34	-24	-19
재고자산감소(증가)	-116	-191	18	-30	-24
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	60	-18	9	7
기타	89	384	309	197	128
법인세납부	-5	-37	-163	-64	-79
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,007	-611	-536	-913	-872
금융자산감소(증가)	-297	348	42	0	0
유형자산감소(증가)	-1,795	-1,198	-646	-1,000	-1,000
무형자산감소(증가)	1	1	1	1	1
기타	84	239	67	86	127
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,036	-1,408	-1,152	-717	-717
단기금융부채증가(감소)	-4,580	-3,543	-794	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,744	2,180	300	0	0
자본의증가(감소)	453	0	0	0	0
배당금의 지급	-34	-68	-24	0	0
기타	380	24	-653	-717	-717
<b>현금의 증가(감소)</b>	-329	743	1,251	1,454	1,308
기초현금	1,090	761	1,504	2,755	4,209
기말현금	761	1,504	2,755	4,209	5,517
FCF	393	1,569	1,780	1,937	1,760

자료 : 대한항공, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	12,092	13,020	12,908	13,293	13,593
<b>매출원가</b>	9,991	11,004	10,914	11,080	11,330
<b>매출총이익</b>	2,101	2,017	1,994	2,213	2,263
매출총이익률 (%)	17.4	15.5	15.5	16.7	16.7
<b>판매비와관리비</b>	1,161	1,376	1,299	1,338	1,368
영업이익	940	640	695	875	895
영업이익률 (%)	7.8	4.9	5.4	6.6	6.6
비영업손익	182	-849	-569	-612	-571
<b>순금융비용</b>	427	505	594	631	590
외환관련손익	995	-363	-100	-100	-100
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-15	1	0	0	0
세전계속사업이익	1,122	-209	126	264	325
세전계속사업이익률 (%)	9.3	-1.6	1.0	2.0	2.4
계속사업법인세	320	-23	41	64	79
<b>계속사업이익</b>	802	-186	85	200	246
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	802	-186	85	200	246
<b>순이익률 (%)</b>	6.6	-1.4	0.7	1.5	1.8
지배주주	792	-193	77	192	238
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.55	-1.48	0.6	1.45	1.75
<b>비지배주주</b>	10	7	8	8	8
<b>총포괄이익</b>	1,106	-418	325	440	486
<b>지배주주</b>	1,089	-420	322	437	483
<b>비지배주주</b>	17	2	3	3	3
<b>EBITDA</b>	2,633	2,382	2,656	2,997	2,884

**주요투자지표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.1	7.7	-0.9	3.0	2.3
영업이익	-16.2	-31.9	8.6	25.9	2.3
세전계속사업이익	흑전	적전	흑전	108.7	23.1
EBITDA	-8.3	-9.5	11.5	12.8	-3.8
EPS(계속사업)	흑전	적전	흑전	149.0	24.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	29.4	-5.9	2.5	5.6	6.1
ROA	3.3	-0.7	0.3	0.7	0.9
EBITDA마진	21.8	18.3	20.6	22.6	21.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	54.0	51.5	65.3	83.6	99.8
부채비율	557.1	743.7	735.4	655.5	584.0
순차입금/자기자본	328.4	422.8	397.3	312.2	245.8
EBITDA/이자비용(배)	5.8	4.4	4.1	4.2	4.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	8,548	-2,012	804	2,002	2,483
BPS	37,824	30,313	33,365	37,917	42,949
CFPS	26,833	16,139	21,239	24,113	23,207
주당 현금배당금	250	250	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	4.5	N/A	46.9	18.9	15.2
PER(최저)	2.9	N/A	35.8	14.4	11.6
PBR(최고)	1.0	1.3	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7
PCR	1.3	2.1	1.4	1.2	1.3
EV/EBITDA(최고)	6.6	7.6	7.1	5.8	5.6
EV/EBITDA(최저)	5.9	7.1	6.8	5.5	5.3