

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우
yswbest@sks.co.kr
02-3773-9180

Company Data

자본금	480 십억원
발행주식수	9,596 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,163 십억원
주요주주	
한진칼(외14)	33.36%
국민연금공단	10.54%
외국인지분률	20.60%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(19/10/07)	22,900 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	37,750 원
52주 최저가	21,800 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	20%	0.4%
6개월	-28.6%	-22.1%
12개월	-16.2%	-5.7%

대한항공 (003490/KS | 매수(유지) | T.P 31,000 원(하향))

[3Q19 Preview] 이익 레벨 개선은 요원하다

동사의 3Q19 매출액은 3조, 3,699 억원, 영업이익은 1,734 억원이 전망됨. 언젠가부터 동사의 일회성 비용은 더 이상 일회성이 아닌 것으로 보임. 아울러 환율 여건, 국제 정사가 전사적인 이익 레벨과 탑라인 성장을 저해하고 있음. 단기적으로 해결될 이슈들이 아니기에 내년까지도 정상화는 요원해 보임. 이에 투자의견 매수는 유지하지만 BPS 추정치를 변경해 목표주가는 31,000 원으로 하향함

3Q19 매출액 3조 3,699 억원, 영업이익 1,734 억원 전망

동사의 3Q19 매출액은 3조, 3,699 억원, 영업이익은 1,734 억원이 전망됨. 여객 부문에서 일본, 중국 노선에서의 악재로 전반적인 침체를 겪었고, 화물 부문 역시 여전히 부진한 상황임. 여객과 화물 모두 일드가 전년 대비 하락하고 있으며 임단협으로 인한 일회성 인건비와 정비비 등의 일회성 비용이 재차 대거 발생해 이익 레벨이 매우 저조한 상황임. 정비비 등의 비용은 2020년에도 지속 발생할 전망임

이익 레벨 안정화는 요원해 보임

언젠가부터 동사는 일회성 비용들이 더 이상 일회성이 아닌 것이 되어 버림. 따라서 2019년 연간 영업이익은 기존 추정치인 4,696 억원에서 2,868 억원으로 대폭 하향 조정함. 그리고 비우호적인 환율로 인해(2Q19 평균 환율 1,166.5 원/\$ → 3Q19 평균 환율 1,194.2 원/\$) 자배주주순손실이 겹잡을 수 없이 불어나고 있음. 기타 일회성 비용들까지 감안하면 2019년 연간 비영업손실 규모가 1조원을 상회할 것으로 판단됨. 현재 전망으로는 2020년에도 이익 레벨의 정상화는 요원해 보임

투자의견은 매수 유지, 목표주가는 31,000 원으로 하향

최근 지속적으로 주가가 하락하는 가운데 한일 관계 악화와 중국의 신규 취항 금지로 여객 부문 탑라인 성장이 여전히 저해되고 있으며 미중 무역전쟁 장기화로 화물 부문에서의 성장 여력도 매우 제한되고 있음. 그 와중에 비용 통제마저도 제대로 되고 있지 않은 모습임. 이에 투자의견은 매수를 유지하지만 12M Fwd BPS 추정치를 대폭 하향해 목표주기를 31,000 원으로 하향함

영업실적 및 투자지표

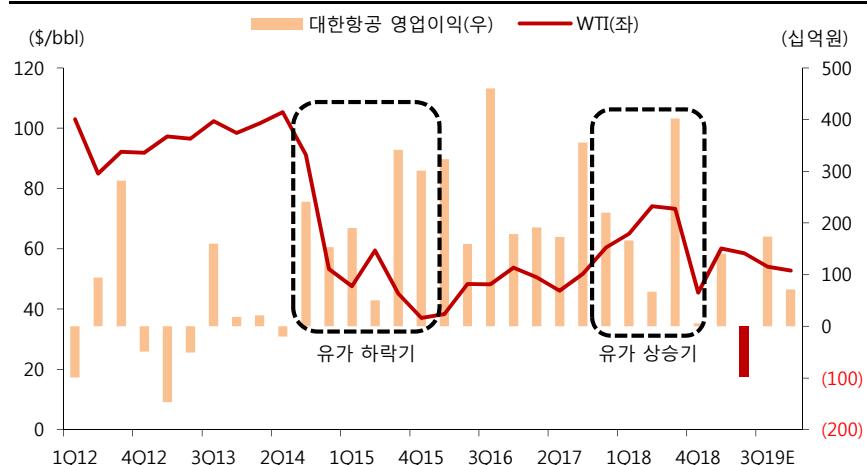
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	11,732	12,092	13,020	12,726	12,903	13,193
yoY	%	1.6	3.1	7.7	-2.3	1.4	2.3
영업이익	십억원	1,121	940	640	287	589	603
yoY	%	26.9	-16.2	-31.9	-55.2	105.4	2.3
EBITDA	십억원	2,872	2,633	2,382	2,312	2,907	2,759
세전이익	십억원	-717	1,122	-209	-908	-128	-79
순이익(자배주주)	십억원	-565	792	-193	-728	-107	-70
영업이익률%	%	9.6	7.8	4.9	2.3	4.6	4.6
EBITDA%	%	24.5	21.8	18.3	18.2	22.5	20.9
순이익률	%	-4.8	6.6	-1.4	-5.6	-0.8	-0.5
EPS(계속사업)	원	-7,137	8,548	-2,012	-7,582	-1,113	-731
PER	배	N/A	4.0	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	1.2	0.9	1.1	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	5.8	6.4	7.4	8.0	5.9	5.8
ROE	%	-27.2	29.4	-5.9	-27.6	-4.6	-3.1
순차입금	십억원	13,307	12,320	12,819	14,278	13,006	11,779
부채비율	%	1,178.1	557.1	743.7	984.1	1,016.2	1,038.6

대한항공 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액(억원)	31,020	31,057	35,179	32,986	31,389	31,210	33,699	30,965	121,906	130,242	127,264
YoY(%)	8.0%	7.1%	9.5%	2.9%	1.2%	0.5%	-4.2%	-6.1%	3.9%	6.8%	-2.3%
여객 매출액(억원)	18,520	18,468	21,280	19,107	19,057	19,455	20,261	18,700	70,455	77,375	77,473
YoY(%)	10.3%	8.8%	10.7%	9.4%	2.9%	5.3%	-4.8%	-2.1%	1.1%	9.8%	0.1%
ASK(백만)	24,441	24,831	25,738	24,933	24,570	25,287	26,247	25,371	98,131	99,943	101,475
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	20,871	21,730	19,964	77,842	80,189	82,268
YoY(%)	4.2%	4.4%	0.2%	3.1%	1.8%	4.1%	3.3%	1.0%	2.5%	3.0%	2.6%
L/F(%)	79.2%	80.7%	81.7%	79.0%	80.2%	82.5%	82.8%	78.7%	79.3%	80.2%	81.1%
YoY(%pt)	-0.9%	1.3%	0.8%	2.2%	1.0%	1.8%	1.1%	-0.6%	0.8%	0.9%	1.0%
Yield(원)	95.7	92.1	101.1	90.0	96.7	93.2	93.2	93.7	90.5	96.5	94.2
YoY(%)	5.8%	4.2%	10.4%	-1.6%	1.0%	1.2%	-7.8%	4.1%	-1.4%	6.6%	-2.4%
화물 매출액(억원)	6,976	7,125	7,542	8,479	6,446	6,300	7,016	6,816	28,087	30,122	26,577
YoY(%)	9.1%	5.9%	7.7%	6.5%	-7.6%	-11.6%	-7.0%	-19.6%	14.9%	7.2%	-11.8%
AFTK(백만)	2,622	2,665	2,713	2,836	2,603	2,537	2,590	2,768	10,944	10,823	10,497
YoY(%)	1.5%	-1.7%	-2.9%	-0.6%	-0.7%	-4.8%	-4.5%	-2.0%	3.0%	-1.1%	-3.0%
FTK(백만)	2,009	2,023	2,078	2,177	1,821	1,781	1,867	1,964	8,593	8,293	7,433
YoY(%)	-0.5%	-4.3%	-4.6%	-4.5%	-9.4%	-12.0%	-10.2%	-10.0%	5.3%	-3.5%	-10.4%
L/F(%)	76.6%	75.9%	76.6%	76.8%	70.0%	70.2%	72.1%	71.0%	78.5%	76.6%	70.8%
YoY(%pt)	-1.6%	-2.0%	-1.4%	-3.1%	-6.7%	-5.7%	-4.6%	-6.3%	1.7%	-1.9%	-7.6%
Yield(원)	315.9	324.4	362.9	335.2	326.0	319.8	344.8	318.4	326.9	363.2	357.6
YoY(%)	10.5%	12.4%	24.2%	-4.0%	3.2%	-1.4%	-5.0%	-5.0%	9.2%	11.1%	-1.6%
영업비용(억원)	29,357	30,391	31,160	32,892	29,983	32,196	31,965	30,250	111,524	123,800	124,395
YoY(%)	9.8%	11.2%	9.0%	13.9%	2.1%	5.9%	2.6%	-8.0%	5.1%	11.0%	0.5%
연료유류비	7,263	7,928	8,759	8,880	7,217	8,137	9,080	7,923	26,028	32,831	32,358
YoY(%)	15.1%	29.3%	33.9%	26.1%	-0.6%	2.6%	3.7%	-10.8%	19.6%	26.1%	-1.4%
인건비	6,062	6,318	5,810	6,177	5,770	6,996	5,945	6,136	22,467	24,368	24,846
YoY(%)	17.6%	8.6%	1.7%	6.8%	-4.8%	10.7%	2.3%	-0.7%	6.3%	8.5%	2.0%
감가상각비	4,283	4,414	4,448	4,272	5,187	5,160	4,492	4,229	16,930	17,417	19,068
YoY(%)	3.0%	4.6%	2.6%	1.4%	21.1%	16.9%	1.0%	-1.0%	-3.3%	2.9%	9.5%
공항관련비	2,668	2,728	2,875	2,970	2,914	3,208	2,933	3,178	10,653	11,241	12,234
YoY(%)	2.7%	8.8%	3.8%	6.8%	9.2%	17.6%	2.0%	7.0%	-2.8%	5.5%	8.8%
판매수수료	1,068	1,088	1,134	1,116	1,001	1,101	1,146	1,005	3,035	3,234	4,406
YoY(%)	40.3%	38.4%	35.7%	31.2%	-6.3%	1.2%	1.0%	-10.0%	1.8%	6.5%	36.3%
영업이익(억원)	1,663	667	4,018	54	1,406	-986	1,734	714	10,382	6,403	2,868
YoY(%)	-16.0%	-59.9%	13.0%	-98.3%	-15.5%	-247.9%	-56.8%	1217.8%	-7.4%	-38.3%	-55.2%
영업이익률	5.4%	2.1%	11.4%	0.2%	4.5%	-3.2%	5.1%	2.3%	8.5%	4.9%	2.3%

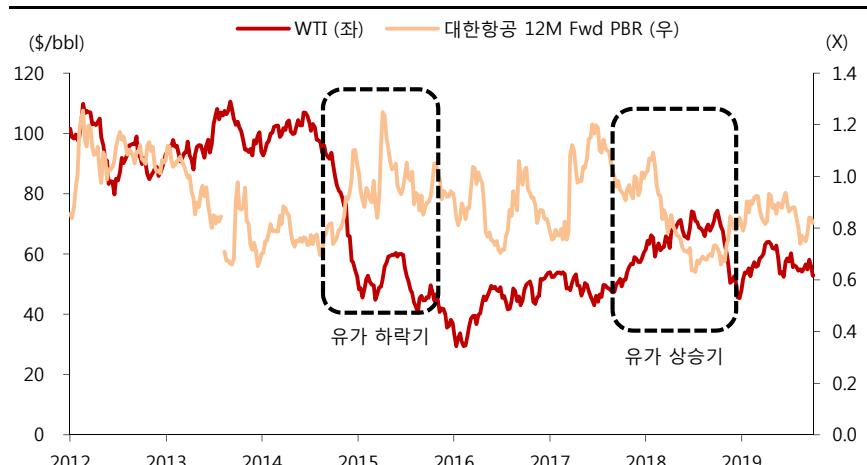
자료: 대한항공, SK 증권

국제유가와 대한항공 영업이익 추이 및 추정치



자료 : DataGuide, SK 증권

국제유가와 대한항공 12M Fwd PBR 추이



자료 : DataGuide, SK 증권

대한항공 목표 주가 산출

	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E
BPS(원)	27,136	25,918	26,494	25,688	26,680
Target BPS(원)	26,195				
Target PBR(배)	1.2				
목표 주가(원)	31,000				
현재 주가(원)	22,900				
상승 여력	35.4%				

자료 SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,582	3,872	3,986	5,286	6,557
현금및현금성자산	761	1,504	1,386	2,658	3,885
매출채권및기타채권	908	816	767	777	795
재고자산	683	1,030	968	982	1,004
비유동자산	21,066	21,707	22,974	21,657	20,508
장기금융자산	304	284	206	206	206
유형자산	18,907	19,648	20,877	19,583	18,449
무형자산	364	301	278	255	234
자산총계	24,649	25,580	26,961	26,942	27,066
유동부채	6,638	7,522	7,406	7,447	7,516
단기금융부채	4,143	4,326	4,403	4,403	4,403
매입채무 및 기타채무	320	292	275	278	285
단기충당부채	0	37	35	35	36
비유동부채	14,259	15,026	17,068	17,081	17,173
장기금융부채	9,511	10,264	11,898	11,898	11,898
장기매입채무 및 기타채무	5	4	3	3	3
장기충당부채	138	149	140	139	142
부채총계	20,898	22,548	24,474	24,529	24,689
지배주주지분	3,629	2,909	2,359	2,279	2,236
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	946	793	793	793
기타자본구성요소	72	72	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	577	82	-463	-569	-640
비자매주주지분	122	123	128	135	141
자본총계	3,751	3,032	2,487	2,414	2,377
부채와자본총계	24,649	25,580	26,961	26,942	27,066

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,773	2,746	2,906	2,943	2,863
당기순이익(순실)	802	-186	-718	-97	-60
비현금성항목등	2,018	2,828	3,196	3,004	2,819
유형자산감가상각비	1,648	1,712	1,999	2,294	2,135
무형자산상각비	45	29	27	24	22
기타	578	243	549	-52	-52
운전자본감소(증가)	-41	141	393	5	84
매출채권및기타채권의 감소증가)	-19	-112	72	-11	-18
재고자산감소(증가)	-116	-191	57	-13	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	60	-3	4	6
기타	89	384	267	25	118
법인세납부	-5	-37	35	31	19
투자활동현금흐름	-2,007	-611	-1,724	-945	-910
금융자산감소(증가)	-297	348	-295	0	0
유형자산감소(증가)	-1,795	-1,198	-1,547	-1,000	-1,000
무형자산감소(증가)	1	1	-1	-1	-1
기타	84	239	118	56	91
재무활동현금흐름	-1,036	-1,408	-1,321	-726	-726
단기금융부채증가(감소)	-4,580	-3,543	-1,999	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,744	2,180	1,178	0	0
자본의증가(감소)	453	0	0	0	0
배당금의 지급	-34	-68	-24	0	0
기타	380	24	-453	-726	-726
현금의 증가(감소)	-329	743	-118	1,272	1,227
기초현금	1,090	761	1,504	1,386	2,658
기말현금	761	1,504	1,386	2,658	3,885
FCF	393	1,569	454	1,768	1,697

자료 : 대한항공, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,092	13,020	12,726	12,903	13,193
매출원가	9,991	11,004	10,902	10,754	10,997
매출총이익	2,101	2,017	1,825	2,148	2,197
매출총이익률 (%)	17.4	15.5	14.3	16.7	16.7
판매비와관리비	1,161	1,376	1,538	1,559	1,594
영업이익	940	640	287	589	603
영업이익률 (%)	7.8	4.9	2.3	4.6	4.6
비영업순익	182	-849	-1,195	-717	-682
순금융비용	427	505	601	670	635
외환관련손익	995	-363	-100	-100	-100
관계기업투자등 관련손익	-15	1	1	1	1
세전계속사업이익	1,122	-209	-908	-128	-79
세전계속사업이익률 (%)	9.3	-1.6	-7.1	-1.0	-0.6
계속사업법인세	320	-23	-190	-31	-19
계속사업이익	802	-186	-718	-97	-60
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	802	-186	-718	-97	-60
순이익률 (%)	6.6	-1.4	-5.6	-0.8	-0.5
지배주주	792	-193	-728	-107	-70
지배주주구속 순이익률 (%)	655	-148	-57.2	-0.83	-0.53
비지배주주	10	7	10	10	10
총포괄이익	1,106	-418	-694	-73	-37
지배주주	1,089	-420	-700	-80	-43
비지배주주	17	2	6	6	6
EBITDA	2,633	2,382	2,312	2,907	2,759

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	3.1	7.7	-2.3	1.4	2.3
영업이익	-162	-31.9	-55.2	105.4	23
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	적지	적지
EBITDA	-8.3	-9.5	-2.9	25.7	-5.1
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	29.4	-5.9	-27.6	-4.6	-31
ROA	3.3	-0.7	-2.7	-0.4	-0.2
EBITDA/마진	21.8	18.3	18.2	22.5	20.9
안정성 (%)					
유동비율	54.0	51.5	53.8	71.0	87.3
부채비율	557.1	743.7	984.1	1,016.2	1,038.6
순자본/자기자본	328.4	422.8	574.1	538.8	495.5
EBITDA/이자비용(배)	5.8	4.4	3.6	4.0	3.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,548	-2,012	-7,582	-1,113	-731
BPS	37,824	30,313	24,582	23,753	23,304
CFPS	26,833	16,139	13,527	23,044	21,742
주당 현금배당금	250	250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.5	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	2.9	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	1.0	1.3	1.5	1.6	1.6
PBR(최저)	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
PCR	13	21	17	10	11
EV/EBITDA(최고)	6.6	7.6	8.6	6.4	6.3
EV/EBITDA(최저)	5.9	7.1	7.9	5.9	5.7