

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sk.co.kr
02-3773-9180

Company Data

자본금	480 십억원
발행주식수	9,596 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,589 십억원
주요주주	
한진칼(외17)	33.36%
국민연금공단	10.02%
외국인지분률	17.80%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(20/01/14)	27,150 원
KOSPI	2238.88 pt
52주 Beta	1.13
52주 최고가	37,750 원
52주 최저가	21,800 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.2%	-2.8%
6개월	-4.6%	-10.7%
12개월	-17.8%	-23.4%

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

[4Q19 Preview] 경영권 분쟁 + 실적 악화의 이중고

동사의 4Q19 매출액은 3 조, 1,003 억원, 영업손실은 316 억원이 전망됨. 여객은 Yield 가 하락해 실적이 악화됐고 화물은 수요, 가격 모두 약세 지속됨. 일회성 비용 없이 분기 영업손실 기록한 것으로 보임. 게다가 한진칼 주주총회를 앞두고 오너 일가와 투자자간 경영권 분쟁이 지속 중. 미중 무역분쟁, 한일 관계, 홍콩 사태 등 대외 변수도 잔재. 따라서 일전에 하향한 목표주가인 31,000 원으로 투자 의견 매수 유지함

4Q19 매출액 3 조 1,003 억원, 영업손실 316 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 3 조, 1,003 억원, 영업손실은 316 억원이 전망됨. 2019 년 연간 기준 매출액 12 조 7,431 억원(YoY -2.2%), 영업이익 1,068 억원(YoY -83.3%)을 기록 할 것으로 추정됨. 4Q19 국제여객 RPK 가 YoY 5% 정도 상승하지만 원화 기준 Yield 가 6% 가량 하락한 것으로 추정됨. 화물은 수요와 가격이 모두 하락한 것으로 추정됨. 이렇다 할 일회성 비용은 없는 것으로 추정되지만 본업만으로 분기 영업손실을 기록하는 것임. 2019 년 연초 긍정적 분위기가 무색할 정도로 업황이 부진한 상황임.

경영권 분쟁은 투자 판단을 흐리게 함

게다가 올해 3 월 한진칼 정기 주주총회를 앞두고 오너 일가(조원태, 조현아, 조현민, 이명희) 및 투자자(KCGI, 델타, 반도그룹, 기타법인)간 경영권 분쟁 이슈가 지속되고 있음. 이들 주주간 명확한 세력 구분이 힘들어 주주총회 방향성을 뚜렷하게 판단하기 상당히 난해한 상황임.

투자의견 매수, 목표주가 31,000 원 유지

2020 년에도 여전히 미중 무역분쟁, 한일 관계 악화, 홍콩 사태 등 대외 변수가 해소될 뚜렷한 가닥은 잡히지 않는 가운데 이란 사태로 국제유가 변동성도 확대된 분위기임. 이에 연간 매출액 12 조 7,909 억원(YoY +0.4%), 영업이익 5,085 억원(YoY +376.2%)으로 전망함. 연간 Capex 는 8,000 억원 수준으로 추정됨. 이에 투자의견 매수와 목표주가 31,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

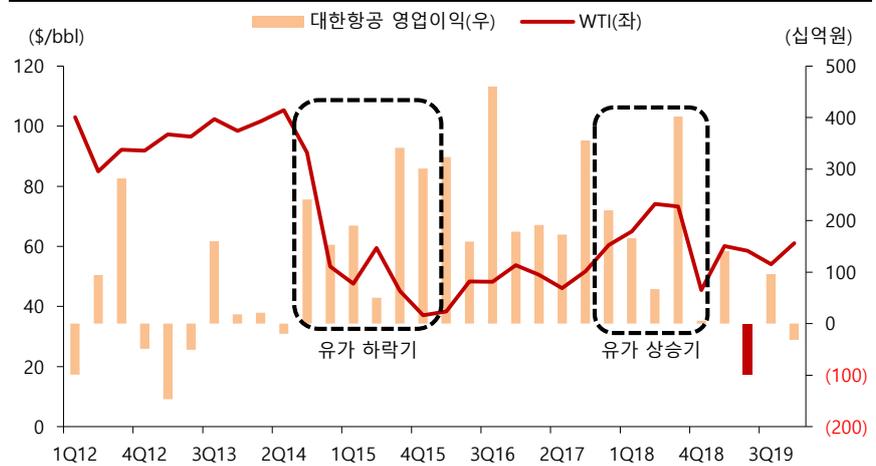
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	11,732	12,092	13,020	12,743	12,791	13,080
yoy	%	1.6	3.1	7.7	-2.1	0.4	2.3
영업이익	십억원	1,121	940	640	107	687	702
yoy	%	26.9	-16.2	-31.9	-83.3	543.3	2.3
EBITDA	십억원	2,872	2,633	2,382	2,142	2,955	2,790
세전이익	십억원	-717	1,122	-209	-665	4	64
순이익(지배주주)	십억원	-565	792	-193	-531	-4	41
영업이익률%	%	9.6	7.8	4.9	0.8	5.4	5.4
EBITDA%	%	24.5	21.8	18.3	16.8	23.1	21.3
순이익률	%	-4.8	6.6	-1.4	-4.1	0.0	0.4
EPS(계속사업)	원	-7,137	8,548	-2,012	-5,532	-46	428
PER	배	N/A	4.0	N/A	N/A	N/A	63.7
PBR	배	1.2	0.9	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	5.8	6.4	7.4	9.1	6.1	5.9
ROE	%	-27.2	29.4	-5.9	-18.8	-0.2	1.5
순차입금	십억원	13,307	12,320	12,819	14,850	13,408	11,980
부채비율	%	1,178.1	557.1	743.7	852.2	840.4	821.9

대한항공 실적 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액(억원)	31,389	31,210	33,829	31,003	31,475	31,119	33,937	31,378	130,242	127,431	127,909
YoY(%)	1.2%	0.5%	-3.8%	-6.0%	0.3%	-0.3%	0.3%	1.2%	6.8%	-2.2%	0.4%
여객 매출액(억원)	19,057	19,455	21,146	18,452	19,131	19,470	21,209	18,845	77,375	78,109	78,654
YoY(%)	2.9%	5.3%	-0.6%	-3.4%	0.4%	0.1%	0.3%	2.1%	9.8%	0.9%	0.7%
ASK(백만)	24,570	25,287	26,144	25,178	24,601	25,320	26,203	25,235	99,943	101,179	101,360
YoY(%)	0.5%	1.8%	1.6%	1.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	1.8%	1.2%	0.2%
RPK(백만)	19,703	20,871	21,714	20,730	19,903	21,083	21,935	20,943	80,189	83,018	83,864
YoY(%)	1.8%	4.1%	3.2%	4.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	3.0%	3.5%	1.0%
L/F(%)	80.2%	82.5%	83.1%	82.3%	80.9%	83.3%	83.7%	83.0%	80.2%	82.1%	82.7%
YoY(%pt)	1.0%	1.8%	1.3%	3.1%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	2.3%	0.8%
Yield(원)	96.7	93.2	97.4	89.0	96.1	92.3	96.7	90.0	96.5	94.1	93.8
YoY(%)	1.0%	1.2%	-3.7%	-1.1%	-0.6%	-0.9%	-0.7%	1.1%	6.6%	-2.5%	-0.3%
화물 매출액(억원)	6,446	6,300	6,401	7,102	6,373	6,145	6,354	7,029	30,122	26,248	25,901
YoY(%)	-7.6%	-11.6%	-15.1%	-16.2%	-1.1%	-2.5%	-0.7%	-1.0%	7.2%	-12.9%	-1.3%
AFTK(백만)	2,603	2,537	2,575	2,768	2,577	2,512	2,549	2,740	10,823	10,483	10,378
YoY(%)	-0.7%	-4.8%	-5.1%	-2.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.1%	-3.1%	-1.0%
FTK(백만)	1,821	1,781	1,845	2,051	1,785	1,745	1,808	2,010	8,293	7,498	7,348
YoY(%)	-9.4%	-12.0%	-11.3%	-6.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-3.5%	-9.6%	-2.0%
L/F(%)	70.0%	70.2%	71.7%	74.1%	69.3%	69.5%	70.9%	73.4%	76.6%	71.5%	70.8%
YoY(%pt)	-6.7%	-5.7%	-5.0%	-3.2%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-1.9%	-6.6%	-1.0%
Yield(원)	326.0	319.8	317.6	317.7	327.6	323.0	322.4	320.8	363.2	350.1	352.5
YoY(%)	3.2%	-1.4%	-12.5%	-12.0%	0.5%	1.0%	1.5%	1.0%	11.1%	-3.6%	0.7%
영업비용(억원)	29,983	32,196	32,865	31,319	30,011	29,958	32,257	30,598	123,800	126,363	122,824
YoY(%)	2.1%	5.9%	5.5%	-4.8%	0.1%	-7.0%	-1.8%	-2.3%	11.0%	2.1%	-2.8%
연료유류비	7,217	8,137	8,343	7,848	7,115	7,089	7,512	7,678	32,831	31,546	29,394
YoY(%)	-0.6%	2.6%	-4.8%	-11.6%	-1.4%	-12.9%	-10.0%	-2.2%	26.1%	-3.9%	-6.8%
인건비	5,770	6,996	6,223	6,394	5,885	6,305	6,348	6,522	24,368	25,383	25,060
YoY(%)	-4.8%	10.7%	7.1%	3.5%	2.0%	-9.9%	2.0%	2.0%	8.5%	4.2%	-1.3%
감가상각비	5,187	5,160	5,259	5,126	5,238	5,212	5,312	5,178	17,417	20,732	20,940
YoY(%)	21.1%	16.9%	18.2%	20.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.9%	19.0%	1.0%
공항관련비	2,914	3,208	3,519	3,178	2,943	3,240	3,554	3,210	11,241	12,819	12,948
YoY(%)	9.2%	17.6%	22.4%	7.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	5.5%	14.0%	1.0%
판매수수료	1,001	1,101	1,082	1,005	1,011	1,112	1,093	1,015	3,234	4,406	4,188
YoY(%)	-6.3%	1.2%	-4.6%	-10.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	6.5%	36.3%	-5.0%
영업이익(억원)	1,406	-986	964	-316	1,464	1,161	1,680	780	6,403	1,068	5,085
YoY(%)	-15.5%	-247.9%	-76.0%	-682.5%	4.1%	-217.8%	74.2%	-346.9%	-38.3%	-83.3%	376.2%
영업이익률	4.5%	-3.2%	2.9%	-1.0%	4.7%	3.7%	5.0%	2.5%	4.9%	0.8%	4.0%

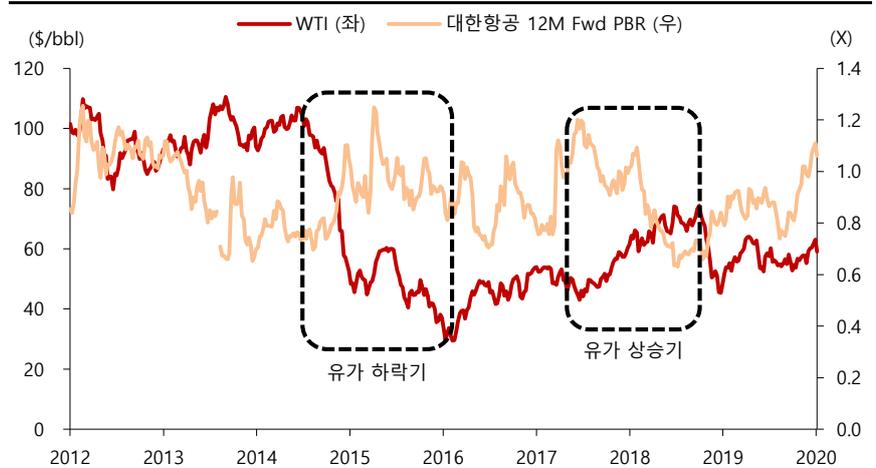
자료: 대한항공 SK 증권

국제유가와 대한항공 영업이익의 추이 및 추정치



자료 : DataGuide, SK 증권

국제유가와 대한항공 12M Fwd PBR 추이



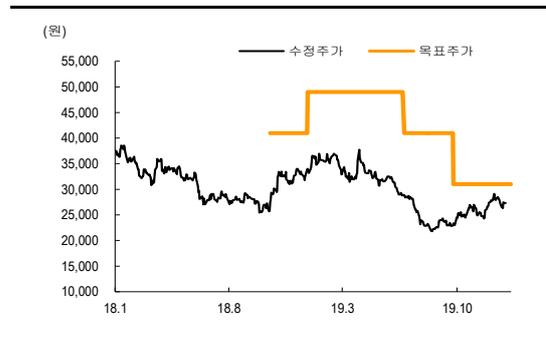
자료 : DataGuide, SK 증권

대한항공 목표 주가 산출

	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
BPS(원)	29,763	30,066	29,133	30,439	30,137
Target BPS(원)	29,944				
Target PBR(배)	1.1				
목표 주가(원)	31,000				
현재 주가(원)	27,150				
상승 여력	15%				

자료 SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.01.15	매수	31,000원	6개월		
2019.10.08	매수	31,000원	6개월	-16.11%	-6.13%
2019.08.16	매수	41,000원	6개월	-40.09%	-29.63%
2019.07.08	매수	41,000원	6개월	-35.35%	-29.63%
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 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 1 월 14 일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,582	3,872	3,553	5,002	6,474
현금및현금성자산	761	1,504	684	2,125	3,553
매출채권및기타채권	908	816	768	770	788
재고자산	683	1,030	969	973	995
비유동자산	21,066	21,707	23,641	22,194	20,937
장기금융자산	304	284	448	448	448
유형자산	18,907	19,648	20,680	19,236	17,971
무형자산	364	301	278	256	236
자산총계	24,649	25,580	27,194	27,196	27,412
유동부채	6,638	7,522	7,531	7,542	7,610
단기금융부채	4,143	4,326	4,524	4,524	4,524
매입채무 및 기타채무	320	292	275	276	282
단기충당부채	0	37	35	35	36
비유동부채	14,259	15,026	16,808	16,762	16,828
장기금융부채	9,511	10,264	11,913	11,913	11,913
장기매입채무 및 기타채무	5	4	4	4	4
장기충당부채	138	149	140	138	141
부채총계	20,898	22,548	24,338	24,304	24,438
지배주주지분	3,629	2,909	2,731	2,763	2,841
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	946	792	792	792
기타자본구성요소	72	72	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	577	82	-280	-284	-243
비지배주주지분	122	123	125	129	132
자본총계	3,751	3,032	2,856	2,892	2,973
부채외자본총계	24,649	25,580	27,194	27,196	27,412

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,773	2,746	1,914	2,917	2,858
당기순이익(손실)	802	-186	-523	3	49
비현금성항목등	2,018	2,828	2,913	2,952	2,742
유형자산감가상각비	1,648	1,712	2,008	2,244	2,065
무형자산상각비	45	29	28	25	22
기타	578	243	133	-89	-89
운전자본감소(증가)	-41	141	-284	-37	83
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-19	-112	54	-3	-17
재고자산감소(증가)	-116	-191	59	-4	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	60	-28	1	6
기타	89	384	-370	-32	117
법인세납부	-5	-37	-191	-1	-16
투자활동현금흐름	-2,007	-611	-1,745	-753	-709
금융자산감소(증가)	-297	348	-522	0	0
유형자산감소(증가)	-1,795	-1,198	-1,351	-800	-800
무형자산감소(증가)	1	1	-2	-2	-2
기타	84	239	130	49	94
재무활동현금흐름	-1,036	-1,408	-1,023	-722	-722
단기금융부채증가(감소)	-4,580	-3,543	-3,077	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,744	2,180	1,886	0	0
자본의증가(감소)	453	0	0	0	0
배당금의 지급	-34	-68	-24	0	0
기타	380	24	223	-722	-722
현금의 증가(감소)	-329	743	-820	1,442	1,428
기초현금	1,090	761	1,504	684	2,125
기말현금	761	1,504	684	2,125	3,553
FCF	393	1,569	526	1,949	1,901

자료 : 대한항공, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,092	13,020	12,743	12,791	13,080
매출원가	9,991	11,004	11,199	10,661	10,902
매출총이익	2,101	2,017	1,544	2,130	2,178
매출총이익률 (%)	17.4	15.5	12.1	16.7	16.7
판매비와관리비	1,161	1,376	1,437	1,443	1,475
영업이익	940	640	107	687	702
영업이익률 (%)	7.8	4.9	0.8	5.4	5.4
비영업손익	182	-849	-772	-683	-638
순금융비용	427	505	586	673	628
외환관련손익	995	-363	-100	-100	-100
관계기업투자등 관련손익	-15	1	1	1	1
세전계속사업이익	1,122	-209	-665	4	64
세전계속사업이익률 (%)	9.3	-1.6	-5.2	0.0	0.5
계속사업법인세	320	-23	-142	1	16
계속사업이익	802	-186	-523	3	49
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	802	-186	-523	3	49
순이익률 (%)	6.6	-1.4	-4.1	0.0	0.4
지배주주	792	-193	-531	-4	41
지배주주귀속 순이익률(%)	6.55	-1.48	-4.17	-0.03	0.31
비지배주주	10	7	8	8	8
총포괄이익	1,106	-418	-491	36	81
지배주주	1,089	-420	-494	33	78
비지배주주	17	2	3	3	3
EBITDA	2,633	2,382	2,142	2,955	2,790

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	3.1	7.7	-2.1	0.4	2.3
영업이익	-16.2	-31.9	-83.3	543.3	2.3
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	흑전	1,463.3
EBITDA	-8.3	-9.5	-10.1	38.0	-5.6
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	적지	흑전
수익성 (%)					
ROE	29.4	-5.9	-18.8	-0.2	1.5
ROA	3.3	-0.7	-2.0	0.0	0.2
EBITDA마진	21.8	18.3	16.8	23.1	21.3
안정성 (%)					
유동비율	54.0	51.5	47.2	66.3	85.1
부채비율	557.1	743.7	852.2	840.4	821.9
순차입금/자기자본	328.4	422.8	520.0	463.7	402.9
EBITDA/이자비용(배)	5.8	4.4	3.3	4.1	3.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,548	-2,012	-5,532	-46	428
BPS	37,824	30,313	28,458	28,797	29,611
CFPS	26,833	16,139	15,679	23,595	22,187
주당 현금배당금	250	250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.5	N/A	N/A	N/A	65.0
PER(최저)	2.9	N/A	N/A	N/A	61.4
PBR(최고)	1.0	1.3	1.3	1.0	0.9
PBR(최저)	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
PCR	1.3	2.1	1.8	1.2	1.2
EV/EBITDA(최고)	6.6	7.6	9.5	6.1	6.0
EV/EBITDA(최저)	5.9	7.1	8.8	6.1	5.9