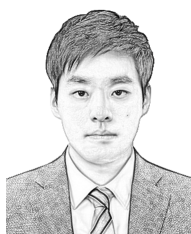


# SK COMPANY Analysis



Analyst  
유승우

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

## Company Data

자본금	877 십억원
발행주식수	34,893 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	10,191 십억원
주요주주	
한진칼(와16)	28.61%
대한항공우리스주	10.34%
외국인지분률	10.70%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(21/05/14)	29,300 원
KOSPI	3153.32 pt
52주 Beta	1.01
52주 최고가	31,400 원
52주 최저가	11,704 원
60일 평균 거래대금	72 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.4%	12.4%
6개월	57.8%	24.8%
12개월	139.1%	45.9%

## 대한항공 (003490/KS | 중립(유지) | T.P 30,000 원(상향))

### 다시 한 번 확인된 화물 저력

동사는 연결 기준 1Q21 매출액 1 조 7,925 억원, 영업이익 1,016 억원을 기록함. 경기 회복 기대감에 따른 화물 교역량 증가와 해운 공급 부족 심화로 항공화물 수요가 강세를 보이며 호실적 기록함. 화물 강세는 2Q21 까지 이어질 전망. 그러나 여전히 여객 수요 회복 요원에 투자이전 중립 유지함. 목표주가는 아시아나항공 인수를 가정한 자본총계 산정에서 BPS 가 상승해 30,000 원으로 상향 조정함

### 1Q21 매출액 1 조 7,925 억원, 영업이익 1,016 억원 기록

동사는 연결 기준 1Q21 매출액 1 조 7,925 억원, 영업이익 1,016 억원을 기록함. 매출액은 컨센서스에 부합했고, 영업이익은 컨센서스 768 억원을 32.3% 상회하는 어닝서프라이즈를 기록함. 호실적의 배경은 역시 화물이었음. 화물 매출액은 1 조 3,530 억원으로 YoY +108.9% 성장함. 반면 여객은 여전히 수요 위축이 지속되어 매출액 1,580 억원으로 YoY -87.7% 기록함(ASK YoY -70.8%, RPK YoY -90.0%). 국제선 수요 회복이 여의치 않아 1Q21 여객 노선별 매출 비중에서 국내선의 비중은 26%까지 상승함(1Q20 기준 5% → 1Q21 기준 26%).

### 다시 한 번 확인된 화물 저력

동사 화물 매출 호조는 경기회복 기대감에 따른 화물 교역량 증가와 해운 공급 부족 심화로 항공화물 수요가 강세를 보인 영향임. AFTK 는 YoY +16.2%, FTK 는 YoY +30.2% 상승했고 이러한 추세는 2Q21 까지 지속될 전망이다

### 투자의견 중립 유지, 목표주가 30,000 원으로 상향

그러나 여전히 여객 노선 수요 회복이 요원하며 추후 여객의 회복은 벨리 카고 capacity 를 늘려 화물 실적에는 악재가 될 것임. 이에 투자의견 중립을 유지함. 그러나 아시아나항공 인수와 관련해 자본총계가 2023 년 말 기준 6.2 조원(대한항공 5.5 조원 + 아시아나항공 0.7 조원 수준)으로 늘어나는 점을 감안해 BPS 추정치를 14,976 원에서 15,342 원으로 상향하며 이에 목표주가가 24,000 원에서 30,000 원으로 상향 조정함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	13,012	12,384	7,606	7,606	8,156	8,491
yoy	%	7.6	-4.8	-38.6	0.0	7.2	4.1
영업이익	십억원	671	176	109	289	541	682
yoy	%	-28.6	-73.8	-38.2	165.4	87.3	26.0
EBITDA	십억원	2,422	2,259	2,078	2,014	2,097	2,071
세전이익	십억원	-178	-815	-934	-214	82	282
순이익(지배주주)	십억원	-168	-629	-212	449	673	825
영업이익률%	%	5.2	1.4	1.4	3.8	6.6	8.0
EBITDA%	%	18.6	18.2	27.3	26.5	25.7	24.4
순이익률	%	-1.2	-5.0	-3.0	5.7	8.0	9.5
EPS(계속사업)	원	-1,341	-5,535	-4,936	-447	250	721
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	117.2	40.6
PBR	배	0.9	0.9	1.4	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	배	7.3	8.3	9.0	11.1	9.5	8.5
ROE	%	-5.1	-22.1	-7.2	12.9	16.3	16.5
순차입금	십억원	12,819	14,239	12,275	10,387	7,992	5,598
부채비율	%	717.1	871.5	660.6	569.8	479.7	405.2

## 대한항공 실적 추이 및 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
<b>매출액(억원)</b>	<b>24,273</b>	<b>17,284</b>	<b>15,468</b>	<b>19,037</b>	<b>17,925</b>	<b>20,015</b>	<b>20,061</b>	<b>19,331</b>	<b>126,834</b>	<b>76,062</b>	<b>77,331</b>
YoY(%)	-22.5%	-44.8%	-54.3%	-37.4%	-26.2%	15.8%	29.7%	1.5%	-2.6%	-40.0%	1.7%
<b>여객 매출액(억원)</b>	<b>12,828</b>	<b>2,039</b>	<b>2,729</b>	<b>2,456</b>	<b>1,580</b>	<b>1,873</b>	<b>2,470</b>	<b>3,178</b>	<b>77,675</b>	<b>20,052</b>	<b>9,101</b>
YoY(%)	-32.7%	-89.5%	-87.1%	-86.4%	-87.7%	-8.1%	-9.5%	29.4%	0.4%	-74.2%	-54.6%
ASK(백만)	18,985	3,790	6,016	6,069	5,551	5,600	6,076	6,349	101,108	34,860	23,576
YoY(%)	-22.7%	-85.0%	-77.0%	-75.8%	-70.8%	47.7%	1.0%	4.6%	1.2%	-65.5%	-32.4%
RPK(백만)	13,897	1,622	1,922	1,638	1,383	1,444	1,786	2,147	83,272	19,079	6,760
YoY(%)	-29.5%	-92.2%	-91.1%	-92.2%	-90.0%	-11.0%	-7.1%	31.0%	3.8%	-77.1%	-64.6%
L/F(%)	73.2%	42.8%	31.9%	27.0%	24.9%	25.8%	29.4%	33.8%	82.4%	54.7%	28.7%
YoY(%pt)	-7.0%	-39.7%	-51.1%	-56.6%	-48.3%	-17.0%	-2.6%	6.8%	2.6%	-33.5%	-47.6%
Yield(원)	92.3	125.7	142.0	149.9	114.2	129.7	138.3	148.0	93.3	105.1	134.6
YoY(%)	-4.6%	34.9%	45.8%	74.6%	23.8%	3.2%	-2.6%	-1.3%	-3.3%	12.7%	28.1%
<b>화물 매출액(억원)</b>	<b>6,476</b>	<b>12,259</b>	<b>10,163</b>	<b>13,609</b>	<b>13,530</b>	<b>14,598</b>	<b>14,013</b>	<b>12,735</b>	<b>25,574</b>	<b>42,507</b>	<b>54,876</b>
YoY(%)	0.5%	94.6%	58.8%	111.7%	108.9%	19.1%	37.9%	-6.4%	-15.1%	66.2%	29.1%
AFTK(백만)	2,481	2,585	2,692	2,983	2,883	2,844	2,907	3,013	10,480	10,741	11,647
YoY(%)	-4.7%	1.9%	4.5%	7.9%	16.2%	10.0%	8.0%	1.0%	-3.2%	2.5%	8.4%
FTK(백만)	1,878	2,088	2,216	2,467	2,446	2,401	2,438	2,492	7,482	8,649	9,776
YoY(%)	3.1%	17.2%	20.1%	21.2%	30.2%	15.0%	10.0%	1.0%	-9.8%	15.6%	13.0%
L/F(%)	75.7%	80.8%	82.3%	82.7%	84.8%	84.4%	83.8%	82.7%	71.4%	80.5%	83.9%
YoY(%pt)	5.7%	10.6%	10.7%	9.1%	9.1%	3.7%	1.5%	0.0%	-6.8%	12.8%	4.2%
Yield(원)	344.8	587.1	458.6	551.6	553.1	557.8	527.4	468.9	341.8	491.5	561.3
YoY(%)	-2.6%	66.0%	32.2%	74.6%	60.4%	-5.0%	15.0%	-15.0%	-5.9%	43.8%	14.2%
<b>영업비용(억원)</b>	<b>25,101</b>	<b>16,183</b>	<b>16,267</b>	<b>17,422</b>	<b>16,909</b>	<b>19,374</b>	<b>19,420</b>	<b>18,737</b>	<b>124,259</b>	<b>74,973</b>	<b>74,440</b>
YoY(%)	-13.4%	-49.7%	-50.5%	-42.3%	-32.6%	19.7%	19.4%	7.5%	0.4%	-39.7%	-0.7%
연료유류비	5,857	1,705	2,272	2,548	3,250	2,861	3,178	3,340	31,732	12,382	12,629
YoY(%)	-18.8%	-79.1%	-72.8%	-68.3%	-44.5%	67.8%	39.9%	31.1%	-3.3%	-61.0%	2.0%
인건비	5,683	4,894	4,397	4,288	4,548	4,553	4,441	4,358	25,277	19,262	17,900
YoY(%)	-1.5%	-30.0%	-29.4%	-31.8%	-20.0%	-7.0%	1.0%	1.6%	3.7%	-23.8%	-7.1%
감가상각비	5,347	4,778	4,568	4,923	4,342	5,495	5,025	5,415	20,826	19,616	20,277
YoY(%)	1.8%	-7.4%	-13.1%	-4.5%	-18.8%	15.0%	10.0%	10.0%	19.6%	-5.8%	3.4%
공항관련비	2,295	1,087	1,235	1,576	1,678	1,413	1,852	1,734	12,583	6,193	6,677
YoY(%)	-21.2%	-66.1%	-64.9%	-46.4%	-26.9%	30.0%	50.0%	10.0%	11.9%	-50.8%	7.8%
판매수수료	325	75	91	67	19	76	92	68	4,406	3,646	558
YoY(%)	-67.6%	-93.2%	-91.6%	-85.5%	-94.0%	1.0%	1.0%	1.0%	36.3%	-17.3%	-84.7%
<b>영업이익(억원)</b>	<b>-828</b>	<b>1,102</b>	<b>-799</b>	<b>1,615</b>	<b>1,016</b>	<b>640</b>	<b>641</b>	<b>594</b>	<b>2,575</b>	<b>1,089</b>	<b>2,891</b>
YoY(%)	-135.9%	-222.1%	-182.9%	687.2%	-222.7%	-41.9%	-180.2%	-63.2%	-59.8%	-57.7%	165.4%
영업이익률	-3.4%	6.4%	-5.2%	8.5%	5.7%	3.2%	3.2%	3.1%	2.0%	1.4%	3.7%

자료: 대한항공, SK 증권

대한항공 목표 주가 산출(이전 보고서)

	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
BPS(원)	16,006	15,589	14,909	14,835	14,570
Target BPS(원)	14,976				
Target PBR(배)	<b>1.6</b>				
목표 주가(원)	<b>24,000</b>				

자료: SK 증권

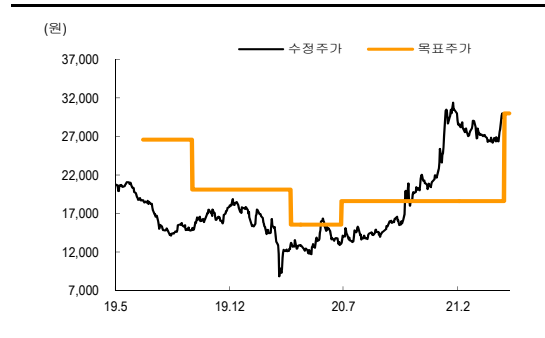
대한항공 목표 주가 산출

	2021E	2022E	2023E
대한항공 자본총계 (A)	38,402	45,927	54,967
아시아나항공 자본총계 (B)	7,650	6,610	7,040
합계 (A + B)	46,052	52,537	62,007
BPS(원)	13,198	15,056	17,771
Target BPS(원)	15,342		
Target PBR(배)	<b>1.6</b>		
목표 주가(원)	<b>30,000</b>		
현재 주가(원)	29,300		
상승 여력	2%		

자료: SK 증권

주: 아시아나항공 자본총계는 컨센서스임

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.05.17	중립	30,000원	6개월		
2020.11.17	중립	18,609원	6개월	4.33%	68.74%
2020.09.29	매수	18,609원	6개월	-22.78%	12.30%
2020.07.14	매수	18,609원	6개월	-25.72%	-12.08%
2020.05.14	매수	15,562원	6개월	-13.23%	5.13%
2020.04.10	매수	15,562원	6개월	-19.07%	-12.92%
2020.01.15	매수	20,101원	6개월	-21.50%	-6.13%
2019.10.08	매수	20,101원	6개월	-16.06%	-6.13%
2019.08.16	매수	26,585원	6개월	-40.08%	-29.63%
2019.07.08	매수	26,585원	6개월	-35.35%	-29.63%



**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 (2021년 5월 17일 기준)**

매수	90.24%	중립	9.76%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	3,575	4,003	5,991	8,197	10,659
현금및현금성자산	816	1,315	3,303	5,398	7,792
매출채권및기타채권	793	749	749	803	836
재고자산	713	551	551	591	615
<b>비유동자산</b>	23,439	21,188	19,732	18,428	17,110
장기금융자산	192	478	478	478	478
유형자산	21,310	18,482	17,035	15,654	14,288
무형자산	295	268	246	226	209
<b>자산총계</b>	27,014	25,190	25,722	26,625	27,769
<b>유동부채</b>	8,777	7,988	7,588	7,237	7,328
단기금융부채	5,269	5,871	5,471	4,971	4,971
매입채무 및 기타채무	296	164	164	176	183
단기충당부채	52	55	55	59	61
<b>비유동부채</b>	15,456	13,891	14,294	14,795	14,945
장기금융부채	10,676	8,320	8,820	9,020	9,020
장기매입채무 및 기타채무	3	2	2	2	2
장기충당부채	206	218	213	229	237
<b>부채총계</b>	24,233	21,878	21,882	22,032	22,272
<b>지배주주지분</b>	2,656	3,207	3,753	4,524	5,446
자본금	480	877	877	877	877
자본잉여금	792	1,519	1,519	1,519	1,519
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-346	-523	-74	599	1,424
비지배주주지분	125	105	87	69	51
<b>자본총계</b>	2,781	3,312	3,840	4,593	5,497
<b>부채외자본총계</b>	27,014	25,190	25,722	26,625	27,769

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,232	1,324	2,582	2,946	2,736
당기순이익(손실)	-623	-230	430	655	806
비현금성항목등	3,213	2,500	2,176	2,035	1,857
유형자산감가상각비	2,054	1,938	1,698	1,531	1,366
무형자산감가상각비	29	31	27	25	23
기타	186	345	-50	-50	-50
운전자본감소(증가)	-350	-940	-76	276	141
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-23	35	0	-54	-33
재고자산감소(증가)	-237	79	0	-40	-24
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	67	-113	0	12	7
기타	-157	-942	-76	358	191
법인세납부	-8	-5	52	-20	-68
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,493	50	-210	-64	135
금융자산감소(증가)	-520	-75	0	0	0
유형자산감소(증가)	-1,178	-571	-250	-150	0
무형자산감소(증가)	-1	-5	-5	-5	-5
기타	206	701	45	91	141
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,447	-858	-384	-787	-477
단기금융부채증가(감소)	-3,934	-3,229	-400	-500	0
장기금융부채증가(감소)	2,313	989	500	200	0
자본의증가(감소)	0	1,119	0	0	0
배당금의 지급	-77	-61	0	0	0
기타	251	324	-484	-487	-477
<b>현금의 증가(감소)</b>	-688	498	1,988	2,095	2,394
기초현금	1,504	816	1,315	3,303	5,398
기말현금	816	1,315	3,303	5,398	7,792
FCF	1,152	700	1,613	2,087	2,041

자료 : 대한항공, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	12,384	7,606	7,606	8,156	8,491
<b>매출원가</b>	10,936	6,844	6,458	6,772	6,985
<b>매출총이익</b>	1,448	762	1,148	1,384	1,506
매출총이익률 (%)	11.7	10.0	15.1	17.0	17.7
<b>판매비와관리비</b>	1,272	653	859	842	824
<b>영업이익</b>	176	109	289	541	682
영업이익률 (%)	1.4	1.4	3.8	6.6	8.0
<b>비영업손익</b>	-991	-1,043	-503	-460	-401
순금융비용	562	471	439	396	337
외환관련손익	-375	285	-113	-113	-113
관계기업투자등 관련손익	0	-1	-1	-1	-1
<b>세전계속사업이익</b>	-815	-934	-214	82	282
세전계속사업이익률 (%)	-6.6	-12.3	-2.8	1.0	3.3
<b>계속사업법인세</b>	-126	-111	-52	20	68
<b>계속사업이익</b>	-689	-823	-162	62	213
<b>중단사업이익</b>	66	593	593	593	593
<b>*법인세효과</b>	14	-2	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-623	-230	430	655	806
순이익률 (%)	-5.0	-3.0	5.7	8.0	9.5
<b>지배주주</b>	-629	-212	449	673	825
지배주주귀속 순이익률(%)	-5.08	-2.78	5.9	8.25	9.71
비지배주주	6	-18	-18	-18	-18
총포괄이익	-681	-132	528	753	904
지배주주	-683	-114	547	771	922
비지배주주	3	-18	-18	-18	-18
<b>EBITDA</b>	2,259	2,078	2,014	2,097	2,071

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-4.8	-38.6	0.0	7.2	4.1
영업이익	-73.8	-38.2	165.4	87.3	26.0
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	245.0
EBITDA	-6.7	-8.0	-3.1	4.1	-1.3
EPS(계속사업)	적지	적지	흑전	-155.9	188.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-22.1	-7.2	12.9	16.3	16.5
ROA	-2.4	-0.9	1.7	2.5	3.0
EBITDA마진	18.2	27.3	26.5	25.7	24.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	40.7	50.1	79.0	113.3	145.5
부채비율	871.5	660.6	569.8	479.7	405.2
순차입금/자기자본	512.0	370.7	270.5	174.0	101.8
EBITDA/이자비용(배)	3.7	4.0	4.2	4.3	4.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-5,535	-4,936	-447	250	721
BPS	21,140	15,465	10,756	12,965	15,608
CFPS	11,568	10,788	6,764	6,935	6,886
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	125.6	43.5
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	85.8	29.7
PBR(최고)	1.2	1.4	2.9	2.4	2.0
PBR(최저)	0.7	0.6	2.0	1.7	1.4
PCR	1.6	2.0	4.3	4.2	4.3
EV/EBITDA(최고)	8.7	9.1	11.4	9.8	8.8
EV/EBITDA(최저)	8.0	7.4	8.4	6.9	5.9