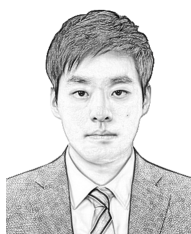


SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

Company Data

자본금	1,745 십억원
발행주식수	34,893 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	11,530 십억원
주요주주	
한진칼(외16)	28.61%
대한항공우리사주	10.34%
외국인지분률	11.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/06/04)	33,150 원
KOSPI	3240.08 pt
52주 Beta	0.95
52주 최고가	33,650 원
52주 최저가	12,910 원
60일 평균 거래대금	98 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	25.8%	22.2%
6개월	63.5%	37.8%
12개월	123.3%	48.2%

대한항공 (003490/KS | 중립(유지) | T.P 33,000 원(상향))

이미 반영된 여행 수요 회복 기대감

최근 제주항공의 광 노선 재개 이슈가 불거지며 여행 수요 회복 기대감이 항공주에 훈풍으로 작용 중임. 그러나 동사 추가에는 이러한 기대감이 이미 반영된 상황임. 2023년 말 기준 추정치 및 Target PBR 1.6 배에 이미 다다름. 이에 투자 의견 중립 유지함. 그러나 목표주가는 33,000 원으로 이전 대비 10% 상향함. 유상증자 성공으로 자본총계가 늘어났고 아시아나항공 인수까지 감안한 BPS는 이전 대비 상향 조정 가능하기 때문임

백신 접종 확대로 불거지는 여행 수요 회복 기대감

최근 LCC 대장주인 제주항공이 백신 접종이 확대됨에 따라 광 정부와 합의를 통해 코로나19 백신을 맞은 한국 여행객이 8월부터 방문할 수 있도록 함. 한국에서 백신을 맞으면 광에서뿐만 아니라 한국에 돌아와서도 자가격리 없이 휴가를 즐길 수 있게 한 것임. 아직 국토부 노선 허가, 운항 허가 등의 절차가 남아있지만 제주항공은 이르면 8월부터 광 노선 취항에 나설 것으로 보임. 이에 동사를 포함한 항공주들 주가에 여행 수요 회복 기대감이 불거지며 상승 랠리가 지속되는 중임

투자의견 중립 유지, 목표주가 33,000 원으로 상향

그러나 여행 수요 회복에 대한 기대감은 이미 주가에 반영된 상황임. 국제여행객 회복과 아시아나항공 인수를 가정한 2023년 말 기준 자본총계 추정치 7조원에 코로나19 이전에 부여 받은 PBR 1.6 배 수준 주가에 이미 다다랐음. 동사의 2023년 말 기준 자본총계 추정치가 2021년 말 기준 7.16 조원, 2022년 말 기준 7.04 조원 수준과 다르지 않다는 것에 아직 추정치에 미반영시킨 아니나는 의구심 제기 가능. 그러나 국제여행객 수요가 회복하는 만큼 효자 노릇을 했던 화물 매출이 여객기 belly cargo capacity 증대로 운임(yield) 감소로 이어지며 서로 상쇄될 것임. 게다가 최근 금호아시아나그룹 기준 오너 일가 이슈로 아시아나항공 인수합병에도 변수가 생겼음. 이에 투자의견 중립을 유지함. 그러나 목표주가는 기존 30,000 원에서 33,000 원으로 10% 상향 조정함. 왜냐하면 동사는 유상증자 성공으로 자본총계가 상당히 늘어난 상황이고 아시아나항공 인수까지 감안하면 Target BPS를 기존 18,919 원에서 20,254 원으로 상향 조정할 수 있기 때문임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	13,012	12,384	7,606	7,670	8,197	9,056
yoy	%	7.6	-4.8	-38.6	0.8	6.9	10.5
영업이익	십억원	671	176	109	226	350	194
yoy	%	-28.6	-73.8	-38.2	107.1	55.0	-44.5
EBITDA	십억원	2,422	2,259	2,078	1,952	1,917	1,593
세전이익	십억원	-178	-815	-934	-271	-31	-146
순이익(지배주주)	십억원	-168	-629	-212	-213	-22	-109
영업이익률%	%	5.2	1.4	1.4	2.9	4.3	2.1
EBITDA%	%	18.6	18.2	27.3	25.5	23.4	17.6
순이익률	%	-1.2	-5.0	-3.0	-2.8	-0.3	-1.2
EPS(계속사업)	원	-1,341	-5,535	-4,936	-660	-66	-337
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	0.9	0.9	1.4	1.8	1.8	1.9
EV/EBITDA	배	7.3	8.3	9.0	10.8	10.2	10.9
ROE	%	-5.1	-22.1	-7.2	-4.5	-0.3	-1.7
순차입금	십억원	12,819	14,239	12,275	7,760	6,166	4,017
부채비율	%	717.1	871.5	660.6	320.2	321.2	345.9

대한항공 실적 추이 및 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액(억원)	24,273	17,284	15,468	19,037	17,925	19,821	19,628	19,321	126,834	76,062	76,695
YoY(%)	-22.5%	-44.8%	-54.3%	-37.4%	-26.2%	14.7%	26.9%	1.5%	-2.6%	-40.0%	0.8%
여객 매출액(억원)	12,828	2,039	2,729	2,456	1,580	1,680	2,038	2,419	77,675	20,052	7,717
YoY(%)	-32.7%	-89.5%	-87.1%	-86.4%	-87.7%	-17.6%	-25.3%	-1.5%	0.4%	-74.2%	-61.5%
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	116.3	114.1	112.7	93.3	105.1	114.2
YoY(%)	-4.6%	34.9%	45.8%	74.6%	23.8%	-7.5%	-19.6%	-24.8%	-3.3%	12.7%	8.6%
화물 매출액(억원)	6,476	12,259	10,163	13,609	13,530	14,598	14,013	13,484	25,574	42,507	55,626
YoY(%)	0.5%	94.6%	58.8%	111.7%	108.9%	19.1%	37.9%	-0.9%	-15.1%	66.2%	30.9%
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	496.5	341.8	491.5	569.0
YoY(%)	-2.6%	66.0%	32.2%	74.6%	60.4%	-5.0%	15.0%	-10.0%	-5.9%	43.8%	15.8%
영업비용(억원)	25,101	16,183	16,267	17,422	16,909	19,374	19,420	18,737	124,259	74,973	74,440
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%
영업이익(억원)	-828	1,102	-799	1,615	1,016	447	208	585	2,575	1,089	2,256
YoY(%)	-135.9%	-222.1%	-182.9%	687.2%	-222.7%	-59.4%	-126.1%	-63.8%	-59.8%	-57.7%	107.1%
영업이익률	-3.4%	6.4%	-5.2%	8.5%	5.7%	2.3%	1.1%	3.0%	2.0%	1.4%	2.9%

자료: 대한항공, SK 증권

대한항공 목표 주가 산출(이전 보고서)

	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E
BPS(원)	19,266	19,077	18,342	18,844	19,415
Target BPS(원)	18,919				
Target PBR(배)	1.6				
목표 주가(원)	30,000				

자료: SK 증권

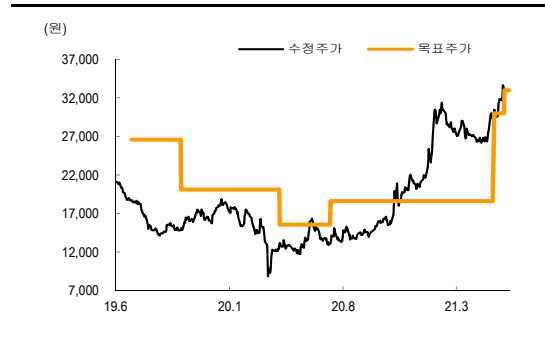
대한항공 목표 주가 산출

	2021E	2022E	2023E
대한항공 자본총계 (A)	64,001	63,861	62,851
아시아나항공 자본총계 (B)	7,650	6,610	7,040
합계 (A + B)	71,651	70,471	69,891
BPS(원)	20,534	20,196	20,030
Target BPS(원)	20,254		
Target PBR(배)	1.6		
목표 주가(원)	33,000		
현재 주가(원)	33,150		
상승 여력	-0.5%		

자료: SK 증권

주: 아시아나항공 자본총계는 컨센서스임

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주대비
2021.06.07	중립	33,000원	6개월		
2021.05.17	중립	30,000원	6개월	4.71%	12.17%
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 기관투자가 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 6월 7일 기준)

매수	90.84%	중립	9.16%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	3,575	4,003	7,064	8,464	10,787
현금및현금성자산	816	1,315	3,305	4,598	6,748
매출채권및기타채권	793	749	755	807	892
재고자산	713	551	556	594	656
비유동자산	23,439	21,188	19,828	18,436	17,238
장기금융자산	192	478	501	501	501
유형자산	21,310	18,482	17,089	15,699	14,324
무형자산	295	268	257	236	218
자산총계	27,014	25,190	26,892	26,900	28,025
유동부채	8,777	7,988	6,852	6,495	6,728
단기금융부채	5,269	5,871	4,718	4,218	4,218
매입채무 및 기타채무	296	164	166	177	196
단기충당부채	52	55	55	59	65
비유동부채	15,456	13,891	13,640	14,019	15,012
장기금융부채	10,676	8,320	8,006	8,206	8,206
장기매입채무 및 기타채무	3	2	2	2	2
장기충당부채	206	218	221	229	281
부채총계	24,233	21,878	20,492	20,514	21,740
지배주주지분	2,656	3,207	6,297	6,285	6,185
자본금	480	877	1,745	1,745	1,745
자본잉여금	792	1,519	3,950	3,950	3,950
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-346	-523	-741	-763	-871
비지배주주지분	125	105	103	101	100
자본총계	2,781	3,312	6,400	6,386	6,285
부채외자본총계	27,014	25,190	26,892	26,900	28,025

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	2,232	1,324	2,631	2,066	2,432
당기순이익(손실)	-623	-230	-215	-24	-111
비현금성항목등	3,213	2,500	2,225	1,940	1,703
유형자산감가상각비	2,054	1,938	1,698	1,541	1,375
무형자산감가상각비	29	31	29	26	24
기타	186	345	-9	-50	-50
운전자본감소(증가)	-350	-940	656	143	804
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-23	35	-6	-52	-85
재고자산감소(증가)	-237	79	-5	-38	-62
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	67	-113	30	11	19
기타	-157	-942	637	222	933
법인세납부	-8	-5	-35	8	35
투자활동현금흐름	-1,493	50	-1,625	-39	141
금융자산감소(증가)	-520	-75	-1,055	0	0
유형자산감소(증가)	-1,178	-571	-251	-150	0
무형자산감소(증가)	-1	-5	-5	-5	-5
기타	206	701	-314	116	147
재무활동현금흐름	-1,447	-858	978	-734	-424
단기금융부채증가(감소)	-3,934	-3,229	-1,245	-500	0
장기금융부채증가(감소)	2,313	989	188	200	0
자본의증가(감소)	0	1,119	2,554	0	0
배당금의 지급	-77	-61	-6	0	0
기타	251	324	-512	-434	-424
현금의 증가(감소)	-688	498	1,990	1,294	2,149
기초현금	1,504	816	1,315	3,305	4,598
기말현금	816	1,315	3,305	4,598	6,748
FCF	1,152	700	1,696	1,819	2,345

자료 : 대한항공, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	12,384	7,606	7,670	8,197	9,056
매출원가	10,936	6,844	6,523	6,805	7,471
매출총이익	1,448	762	1,146	1,392	1,585
매출총이익률 (%)	11.7	10.0	15.0	17.0	17.5
판매비와관리비	1,272	653	921	1,042	1,391
영업이익	176	109	226	350	194
영업이익률 (%)	1.4	1.4	2.9	4.3	2.1
비영업손익	-991	-1,043	-497	-381	-340
순금융비용	562	471	439	318	277
외환관련손익	-375	285	-113	-113	-113
관계기업투자등 관련손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업이익	-815	-934	-271	-31	-146
세전계속사업이익률 (%)	-6.6	-12.3	-3.5	-0.4	-1.6
계속사업법인세	-126	-111	-56	-8	-35
계속사업이익	-689	-823	-215	-24	-111
중단사업이익	66	593	-1	-1	-1
*법인세효과	14	-2	0	0	0
당기순이익	-623	-230	-215	-24	-111
순이익률 (%)	-5.0	-3.0	-2.8	-0.3	-1.2
지배주주	-629	-212	-213	-22	-109
지배주주귀속 순이익률(%)	-5.08	-2.78	-2.77	-0.26	-1.2
비지배주주	6	-18	-2	-2	-2
총포괄이익	-681	-132	-205	-14	-101
지배주주	-683	-114	-203	-12	-99
비지배주주	3	-18	-2	-2	-2
EBITDA	2,259	2,078	1,952	1,917	1,593

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-4.8	-38.6	0.8	6.9	10.5
영업이익	-73.8	-38.2	107.1	55.0	-44.5
세전계속사업이익	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	-6.7	-8.0	-6.1	-1.8	-16.9
EPS(계속사업)	적지	적지	적지	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	-22.1	-7.2	-4.5	-0.3	-1.7
ROA	-2.4	-0.9	-0.8	-0.1	-0.4
EBITDA마진	18.2	27.3	25.5	23.4	17.6
안정성 (%)					
유동비율	40.7	50.1	103.1	130.3	160.3
부채비율	871.5	660.6	320.2	321.2	345.9
순차입금/자기자본	512.0	370.7	121.2	96.6	63.9
EBITDA/이자비용(배)	3.7	4.0	4.0	4.4	3.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-5,535	-4,936	-660	-66	-337
BPS	21,140	15,465	18,046	18,011	17,727
CFPS	11,568	10,788	4,711	4,808	4,014
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	1.2	1.4	1.9	1.9	1.9
PBR(최저)	0.7	0.6	1.2	1.2	1.2
PCR	1.6	2.0	7.0	6.9	8.3
EV/EBITDA(최고)	8.7	9.1	10.9	10.2	11.0
EV/EBITDA(최저)	8.0	7.4	7.3	6.7	6.7