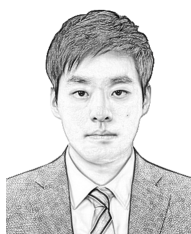


SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sks.co.kr

02-3773-9180

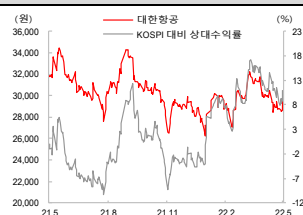
Company Data

자본금	1,745 십억원
발행주식수	34,893 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	10,243 십억원
주요주주	
한진칼(외16)	28.61%
대한항공우리사주	10.34%
외국인지분률	13.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/05/27)	29,450 원
KOSPI	2638.05 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	34,500 원
52주 최저가	26,250 원
60일 평균 거래대금	56 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.2%	-1.1%
6개월	8.3%	20.5%
12개월	-7.5%	10.9%

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

여객과 화물의 상쇄 국면

엔데믹 국면으로 접어들며 국제 여객 수요 회복이 가시적임. 따라서 여객 실적 회복세 뚜렷할 것이지만 화물 사업부는 점차 외형이 줄어들 전망임. 여객기 belly cargo 확대로 화물 Yield가 하락할 수 밖에 없기 때문임. 화물이 있어 코로나 국면에서 수혜를 누려왔던 FSC 보다는 여객 회복 수혜를 온전히 받을 수 있는 LCC 매력이 상대적으로 높음. 이에 투자 의견 중립과 목표주가 33,000 원을 유지함

여객은 늘어나고

엔데믹 국면으로 접어들며 해외 여행 수요는 가시적으로 늘어나고 있음. 동사의 1Q22 여객 RPK 는 YoY +100.2% 상승했는데, 향후 RPK 회복은 더욱 가팔라질 전망이다. 아직 ASK 가 탄력적으로 늘어나기 쉽지 않기 때문에 여객 Yield도 높게 유지될 가능성이 높아 보임. 올해 여객 Yield는 124.7 원(YoY - 0.7%)로 작년과 유사한 수준을 기록할 것으로 추정됨

화물은 줄어들 것

반면 여객이 회복되며 화물의 매출은 점진적으로 줄어들 것으로 판단됨. 여객기 belly cargo 가 늘어나며 화물 Yield 하락은 불가피하기 때문임. 그러나 ASK 상승이 현재 비탄력적인만큼 화물 Yield 가 당장 급격하게 하락할 가능성은 낮아 보임. 동사의 1Q22 화물 Yield는 835.4 원(YoY +51.0%) 수준으로 큰 폭으로 상승한 바 있어 올해 화물 Yield는 715.2 원(YoY +14.1%) 수준으로 추정됨. 내년부터는 화물 Yield의 급격한 하락세를 보여줄 것임. 이에 동사 연결 기준 올해 매출액은 11 조 4,724 억원, 영업이익은 1 조 9,695 억원이 전망됨

투자의견 중립, 목표주가 33,000 원 유지

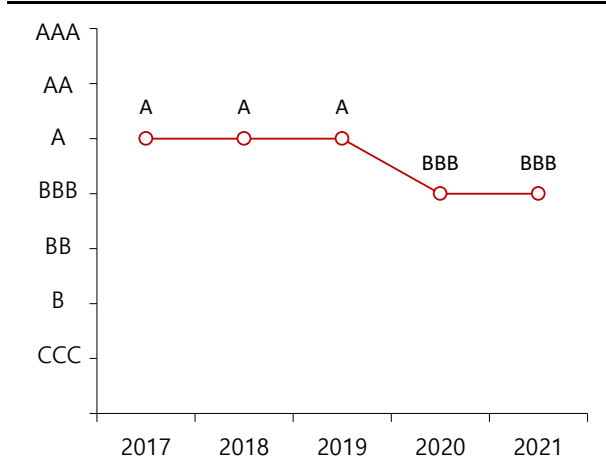
코로나 19 로 오히려 FSC 들은 화물 사업부 호조세를 누려왔지만 역으로 엔데믹 국면에 서는 화물이 없는 LCC 들이 여객 회복의 수혜를 온전히 받기에 유리한 국면으로 판단됨. 이에 동사에 대한 투자의견 중립과 목표주가 33,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	12,384	7,611	9,017	11,472	10,867	13,514
yoy	%	-4.8	-38.6	18.5	27.2	-5.3	24.4
영업이익	십억원	176	107	1,418	1,970	276	2,923
yoy	%	-73.8	-39.1	1,221.2	38.9	-86.0	957.4
EBITDA	십억원	2,259	2,076	3,113	3,524	1,678	4,189
세전이익	십억원	-815	-936	843	1,705	95	2,771
순이익(지배주주)	십억원	-629	-212	578	1,268	73	2,102
영업이익률%	%	1.4	1.4	15.7	17.2	2.5	21.6
EBITDA%	%	18.2	27.3	34.5	30.7	15.4	31.0
순이익률	%	-5.0	-3.0	6.4	11.0	0.7	15.5
EPS(계속사업)	원	-5,535	-4,941	1,797	3,634	210	6,025
PER	배	N/A	N/A	16.3	8.1	140.2	4.9
PBR	배	0.9	1.4	1.5	1.3	1.3	1.0
EV/EBITDA	배	8.3	9.0	6.2	4.4	8.6	2.4
ROE	%	-22.1	-7.2	11.6	17.2	0.9	23.0
순차입금	십억원	14,239	12,275	7,326	3,587	2,334	-1,818
부채비율	%	871.5	660.6	288.5	262.6	255.7	216.8

ESG 하이라이트

대한항공의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
대한항공 종합 등급	BBB	B+	58.3
환경(Environment)	55.1	B+	48.2
사회(Social)	45.2	B+	31.1
지배구조(Governance)	46.3	B+	95.5
<비교업체 종합 등급>			
제주항공	BBB	NA	N.A.

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 대한항공 ESG 평가

전반적으로 ESG 에 많은 관심과 좋은 평가를 받고 있다. 한진칼 경영권 분쟁으로 탄생한 ESG 위원회는 분기별 1 회씩 개최하는 것을 원칙으로 삼고 있다. 탄소규제 현황 및 감축수단 보고, ESG 채권 발행 추진, 바이오항공유 협력 MOU 체결 보고, 지배구조 현장 일부 개정의 건 등 ESG 와 관련된 안건이 대부분을 차지한다.

자료: SK 증권

대한항공의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021.7.7.	녹색채권	70,000	2.39
2021.7.7.	녹색채권	136,000	3.14
2021.7.7.	녹색채권	144,000	3.67

자료: KRX, SK 증권

대한항공의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.05.03	지배구조 (Governance)	한진家 조양호 면세품 중개업체 증여세 취소소송 패소
2022.04.27	사회 (Social)	대한항공 자회사 노동자, 동시 장비점검 중 끼임 사고로 숨져
2022.04.22	사회 (Social)	호찌민 향하던 대한항공기 엔진결함으로 회항
2022.02.28	지배구조 (Governance)	"김만배, 조원태 통해 50 억클럽에 돈 전달하려 해"
2022.02.15	지배구조 (Governance)	공익 이름 걸고 사익 추구...이사회 독립성 일감몰아주기 논란
2022.01.21	지배구조 (Governance)	조원태는 왜 김만배에 30 억 빌렸나... "대장동과 무관-상속세 급전 필요"

자료: 주요 언론사, SK 증권

대한항공 실적 추이 및 전망

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액(억원)	17,925	20,126	23,043	29,075	28,843	27,834	28,447	29,601	76,348	90,168	114,724
YoY(%)	-26.2%	16.4%	49.0%	52.7%	60.9%	38.3%	23.5%	1.8%	-39.8%	18.1%	27.2%
여객 매출액(억원)	1,580	2,146	3,319	3,795	3,598	4,976	6,741	8,094	21,741	10,839	23,409
YoY(%)	-87.7%	5.2%	21.6%	54.5%	127.7%	131.9%	103.1%	113.3%	-72.0%	-50.1%	116.0%
ASK(백만)	5,551	5,531	6,050	6,387	6,348	6,271	6,910	7,529	35,108	23,519	27,057
YoY(%)	-70.8%	45.9%	0.6%	5.2%	14.4%	13.4%	14.2%	17.9%	-65.3%	-33.0%	15.0%
RPK(백만)	1,383	1,797	2,573	2,881	2,769	3,802	5,666	6,535	19,193	8,634	18,771
YoY(%)	-90.0%	10.8%	33.9%	75.9%	100.2%	111.6%	120.2%	126.8%	-77.0%	-55.0%	117.4%
L/F(%)	24.9%	32.5%	42.5%	45.1%	43.6%	60.6%	82.0%	86.8%	54.7%	36.7%	69.4%
YoY(%pt)	-48.3%	-10.3%	10.6%	18.1%	18.7%	28.1%	39.5%	41.7%	-33.6%	-32.8%	89.0%
Yield(원)	114.2	119.4	129.0	131.7	129.9	130.9	119.0	123.9	113.3	125.5	124.7
YoY(%)	23.8%	-5.0%	-9.2%	-12.2%	13.7%	9.6%	-7.7%	-6.0%	21.4%	10.8%	-0.7%
화물 매출액(억원)	13,530	15,108	16,503	21,807	21,486	19,959	18,441	18,006	42,507	66,948	77,892
YoY(%)	108.9%	23.2%	62.4%	60.2%	58.8%	32.1%	11.7%	-17.4%	66.2%	57.5%	16.3%
AFTK(백만)	2,883	3,136	3,244	3,324	3,097	3,167	3,276	3,357	10,740	12,587	12,898
YoY(%)	16.2%	21.3%	20.5%	11.4%	7.4%	1.0%	1.0%	1.0%	2.5%	17.2%	2.5%
FTK(백만)	2,446	2,697	2,738	2,801	2,572	2,724	2,765	2,829	8,646	10,682	10,890
YoY(%)	30.2%	29.2%	23.6%	13.5%	5.2%	1.0%	1.0%	1.0%	15.6%	23.5%	2.0%
L/F(%)	84.8%	86.0%	84.4%	84.3%	83.0%	86.0%	84.4%	84.3%	80.5%	84.9%	84.4%
YoY(%pt)	9.1%	5.2%	2.1%	1.6%	-1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	12.8%	5.4%	-0.5%
Yield(원)	553.1	560.2	602.7	778.5	835.4	672.2	611.8	583.9	491.6	626.7	715.2
YoY(%)	60.4%	-4.6%	31.4%	41.1%	51.0%	20.0%	1.5%	-25.0%	43.8%	27.5%	14.1%
영업비용(억원)	16,909	18,190	18,833	22,056	21,112	23,324	23,964	26,629	74,973	75,989	95,029
YoY(%)	-32.6%	12.4%	15.8%	26.6%	24.9%	28.2%	27.2%	20.7%	-39.7%	1.4%	25.1%
연료유류비	3,250	3,970	4,785	5,855	6,600	6,252	6,417	6,489	12,383	17,861	25,757
YoY(%)	-44.5%	132.9%	110.6%	129.8%	103.1%	57.5%	34.1%	10.8%	-61.0%	44.2%	44.2%
인건비	4,548	4,429	4,598	5,963	4,906	5,194	5,511	5,759	19,262	19,538	21,371
YoY(%)	-20.0%	-9.5%	4.6%	39.1%	7.9%	17.3%	19.9%	-3.4%	-23.8%	1.4%	9.4%
감가상각비	4,342	4,219	4,172	4,221	3,901	4,388	4,339	4,389	19,616	16,954	17,016
YoY(%)	-18.8%	-11.7%	-8.7%	-14.3%	-10.2%	4.0%	4.0%	4.0%	-5.8%	-13.6%	0.4%
공항관련비	1,678	1,483	1,475	1,634	1,681	1,854	1,991	2,370	6,193	6,270	7,896
YoY(%)	-26.9%	36.5%	19.4%	3.7%	0.2%	25.0%	35.0%	45.0%	-50.8%	1.2%	25.9%
판매수수료	19	112	82	164	72	280	326	737	3,646	558	377
YoY(%)	-94.0%	49.5%	-10.4%	143.9%	271.5%	150.0%	300.0%	350.0%	-17.3%	-84.7%	-32.5%
영업이익(억원)	1,016	1,936	4,209	7,019	7,731	4,509	4,482	2,973	1,089	14,180	19,695
YoY(%)	-222.7%	75.7%	-626.6%	334.7%	661.0%	133.0%	6.5%	-57.7%	-57.7%	1201.9%	38.9%
영업이익률	5.7%	9.6%	18.3%	24.1%	26.8%	16.2%	15.8%	10.0%	1.4%	15.7%	17.2%

자료: 대한항공, SK 증권

대한항공 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	2Q22E	2022E	2Q22E	2022E	2Q22E	2022E
매출액(억원)	21,041	81,979	27,834	114,724	32.3%	39.9%
영업이익(억원)	1,411	3,509	4,509	19,695	219.6%	461.3%
목표주가(원)	33,000		33,000		0.0%	

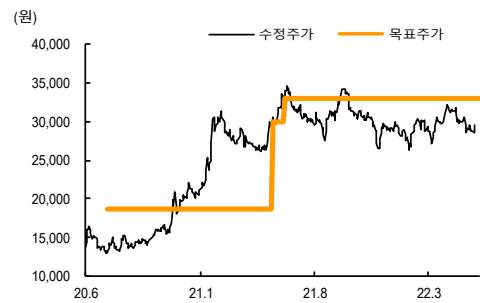
자료 SK 증권

대한항공 목표 주가 산출

	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E
BPS(원)	21,965	22,755	23,290	23,536	23,753
Target BPS(원)	23,333				
Target PBR(배)	1.4				
목표 주가(원)	33,000				
현재 주가(원)	29,450				
상승 여력	12%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.05.30	중립	33,000원	6개월		
2021.06.07	중립	33,000원	6개월	-8.49%	4.55%
2021.05.17	중립	30,000원	6개월	4.71%	12.17%
2020.11.17	중립	18,609원	6개월	14.00%	68.74%
2020.09.29	매수	18,609원	6개월	-19.33%	12.30%
2020.07.14	매수	18,609원	6개월	-23.72%	-17.92%



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 (2022년 5월 30일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,003	6,641	10,480	11,420	15,731
현금및현금성자산	1,315	1,185	3,785	4,850	8,613
매출채권및기타채권	749	1,058	1,346	1,275	1,586
재고자산	551	597	760	720	895
비유동자산	21,188	20,031	18,986	17,724	16,870
장기금융자산	478	696	725	725	725
유형자산	18,482	16,914	15,511	14,278	13,173
무형자산	268	276	249	226	205
자산총계	25,190	26,672	29,466	29,144	32,601
유동부채	7,988	8,445	8,240	7,425	7,959
단기금융부채	5,871	5,365	4,334	3,723	3,367
매입채무 및 기타채무	164	200	255	241	300
단기충당부채	55	132	168	159	198
비유동부채	13,891	11,361	13,100	13,524	14,350
장기금융부채	8,320	6,197	6,820	7,243	7,210
장기매입채무 및 기타채무	2	1	1	1	1
장기충당부채	218	140	183	183	216
부채총계	21,878	19,806	21,339	20,949	22,309
지배주주지분	3,207	6,754	8,016	8,085	10,183
자본금	877	1,745	1,745	1,745	1,745
자본잉여금	1,519	3,948	3,948	3,948	3,948
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-523	110	1,377	1,450	3,552
비지배주주지분	105	112	111	109	108
자본총계	3,312	6,866	8,127	8,195	10,291
부채외자본총계	25,190	26,672	29,466	29,144	32,601

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	1,324	3,442	4,493	1,564	4,429
당기순이익(손실)	-230	579	1,266	72	2,101
비현금성항목등	2,500	2,830	2,365	1,606	2,088
유형자산감가상각비	1,938	1,663	1,523	1,373	1,240
무형자산감가상각비	31	32	32	29	26
기타	345	129	24	-65	-65
운전자본감소(증가)	-940	48	1,250	-91	910
매출채권및기타채권의 감소(증가)	35	-305	-297	71	-311
재고자산감소(증가)	79	-38	-151	40	-175
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-113	43	47	-13	59
기타	-942	347	1,651	-189	1,337
법인세납부	-5	-15	-389	-23	-671
투자활동현금흐름	50	-2,373	-740	27	57
금융자산감소(증가)	-75	-2,413	-716	0	0
유형자산감소(증가)	-571	-304	-168	-140	-135
무형자산감소(증가)	-5	-5	-5	-5	-5
기타	701	350	149	173	197
재무활동현금흐름	-858	-1,211	-1,141	-527	-722
단기금융부채증가(감소)	-3,229	-4,259	-1,527	-611	-356
장기금융부채증가(감소)	989	1,314	743	423	-33
자본의증가(감소)	1,119	2,554	0	0	0
배당금의 지급	-61	-18	-2	0	0
기타	324	-801	-356	-339	-333
현금의 증가(감소)	498	-129	2,600	1,065	3,763
기초현금	816	1,315	1,185	3,785	4,850
기말현금	1,315	1,185	3,785	4,850	8,613
FCF	699	2,358	3,936	1,375	4,252

자료 : 대한항공, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	7,611	9,017	11,472	10,867	13,514
매출원가	6,850	6,912	8,666	9,677	9,677
매출총이익	760	2,105	2,807	1,190	3,837
매출총이익률 (%)	10.0	23.3	24.5	11.0	28.4
판매비와관리비	653	687	837	914	914
영업이익	107	1,418	1,970	276	2,923
영업이익률 (%)	1.4	15.7	17.2	2.5	21.6
비영업손익	-1,043	-575	-264	-182	-152
순금융비용	471	321	254	166	136
외환관련손익	285	-385	-81	-81	-81
관계기업투자등 관련손익	-1	0	0	0	0
세전계속사업이익	-936	843	1,705	95	2,771
세전계속사업이익률 (%)	-12.3	9.4	14.9	0.9	20.5
계속사업법인세	-112	264	439	23	671
계속사업이익	-823	579	1,266	72	2,101
중단사업이익	593	0	0	0	0
*법인세효과	-2	0	0	0	0
당기순이익	-230	579	1,266	72	2,101
순이익률 (%)	-3.0	6.4	11.0	0.7	15.5
지배주주	-212	578	1,268	73	2,102
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.78	6.41	11.05	0.67	15.56
비지배주주	-18	1	-2	-2	-2
총포괄이익	-132	651	1,263	68	2,097
지배주주	-114	644	1,264	69	2,098
비지배주주	-18	7	-1	-1	-1
EBITDA	2,076	3,113	3,524	1,678	4,189

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-38.6	18.5	27.2	-5.3	24.4
영업이익	-39.1	1,221.2	38.9	-86.0	957.4
세전계속사업이익	적지	흑전	102.3	-94.5	2,828.8
EBITDA	-8.1	49.9	13.2	-52.4	149.6
EPS(계속사업)	적지	흑전	102.2	-94.2	2,768.8
수익성 (%)					
ROE	-7.2	11.6	17.2	0.9	23.0
ROA	-0.9	2.2	4.5	0.2	6.8
EBITDA마진	27.3	34.5	30.7	15.4	31.0
안정성 (%)					
유동비율	50.1	78.6	127.2	153.8	197.7
부채비율	660.6	288.5	262.6	255.7	216.8
순차입금/자기자본	370.7	106.7	44.1	28.5	-17.7
EBITDA/이자비용(배)	4.0	8.0	10.0	5.0	12.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-4,941	1,797	3,634	210	6,025
BPS	15,465	19,356	22,973	23,171	29,184
CFPS	10,788	7,073	8,089	4,227	9,652
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	N/A	19.2	8.9	153.3	5.3
PER(최저)	N/A	11.9	7.2	125.0	4.4
PBR(최고)	1.4	1.8	1.4	1.4	1.1
PBR(최저)	0.6	1.1	1.1	1.1	0.9
PCR	2.0	4.2	3.6	7.0	3.1
EV/EBITDA(최고)	9.1	6.8	4.7	9.1	2.7
EV/EBITDA(최저)	7.4	4.5	4.1	7.9	2.2