

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**남승두**

nsdoo@sk.com  
02-3773-8891

### Company Data

자본금	158 억원
발행주식수	317 만주
자사주	11 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,289 억원
주요주주	
(주)대한항공(외1)	59.71%

외국인지분률	3.60%
배당수익률	1.20%

### Stock Data

주가(17/02/24)	40,300 원
KOSPI	2094.12 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	49,250 원
52주 최저가	30,350 원
60일 평균 거래대금	2 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	-2.0%
6개월	-17.4%	-19.6%
12개월	28.2%	16.4%

## 한국공항 (005430/KS | 매수(신규편입) | T.P 55,000 원(신규편입))

### 하늘길이 열리면 땅은 바빠진다

- 인천국제공항 제2 여객터미널 완공으로 항공기 운항 편수 증가 기대
- 평창동계올림픽을 앞두고 외항사 중심의 Non-Captive 매출 상승 예상
- LCC 신규 노선 취항 및 기존 노선 증편 등 항공기 운항 편수가 늘어날수록 호재
- 인천국제공항 4 단계 건설을 비롯 신공항/기존 공항 확장 등 향후 성장 전망성 맑음

### 항공기 지상 조업 전문 기업

한국공항은 대한항공의 자회사(지분율 59.54%)로, 항공기가 계류장에 머무르는 동안 운항에 필요한 각종 지원 사업(항공운수보조)을 영위하고 있다. 인천국제공항을 비롯한 국내 15 개 공항에서 조업 중이며, 대한항공의 계열사인만큼 대한항공과 진에어, 그리고 스카이트 항공사 얼라이언스 소속 외항사에 대한 지상 조업 업무를 주로 수행한다.

### 항공기 운항 편수 증가 = 매출 증가

우리나라 공항을 이용하는 여객자 및 항공기 운항 편수는 꾸준히 증가하고 있다. 2010 년 약 55 만대였던 항공기 운항 편수는 2016 년 약 82 만대까지 상승했다. 항공기 운항 편수가 늘어나면 필연적으로 지상 조업에 대한 수요가 늘어날 수 밖에 없다. 올해 10 월부터는 인천국제공항 3 단계 건설 사업이 마무리 단계에 접어들면서 제 2 여객터미널 이 운영을 시작한다. 우리나라는 내년 초 평창동계올림픽을 앞두고 있어 외항사 중심의 운항 편수 증가가 예상되고 Non-Captive 중심의 매출 상승이 기대된다. 김포공항 활용 확대에 대한 검토와 제주신공항, 김해공항 확장 등 항공 인프라 개선도 진행되고 있어 중장기적 성장 발판까지 마련됐다는 판단이다.

### 실적전망 및 밸류에이션

투자 의견 매수, 목표주가 55,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 2017 년 예상 이익에 과거 3 년여간의 평균 PER 인 9 배를 적용하여 산출하였다. 국내 항공운수보조 사업의 과점적 지위, 공항 증설에 따른 항공 운항 편수의 점진적 증가 등을 고려했을 때 잠재 성장성이 높다는 판단이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	4,217	4,382	4,557	4,726	5,106	5,620
yoy	%	-1.1	3.9	4.0	3.7	8.0	10.1
영업이익	억원	82	134	154	268	291	355
yoy	%	-56.2	64.4	14.5	74.1	8.6	21.9
EBITDA	억원	196	259	292	413	399	447
세전이익	억원	-138	356	118	236	261	333
순이익(지배주주)	억원	-115	280	88	174	198	252
영업이익률%	%	1.9	3.1	3.4	5.7	5.7	6.3
EBITDA%	%	4.6	5.9	6.4	8.7	7.8	8.0
순이익률	%	-2.7	6.4	1.9	3.7	3.9	4.5
EPS	원	-3,618	8,846	2,789	5,499	6,252	7,962
PER	배	N/A	4.7	10.5	7.8	6.5	5.1
PBR	배	0.3	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	5.1	6.1	2.6	2.1	1.2	0.4
ROE	%	-4.8	11.0	3.3	6.3	6.8	8.1
순차입금	억원	-32	-32	-477	-812	-1,115	-1,435
부채비율	%	52.6	46.0	42.0	38.5	43.7	44.4

### 항공운수보조 사업의 양대산맥

한국공항은 항공기 운항에 필요한 각종 지상 보조 업무 수행 사업을 영위하고 있다.

한국공항은 대한항공 자회사(지분율 59.54%)로 주로 항공운수보조 사업을 영위하고 있다. 매출의 80% 이상이 항공운수보조 사업 부문에서 발생한다. ‘항공운수보조’란 항공기가 계류장에 머무르는 동안 항공기 운항에 필요한 각종 지원업무를 말한다. 항공기의 유도 및 견인, 화물 및 승객 수하물 상/하역, 항공기 내/외부 청소, 지상장비 지원 등이 이에 해당한다. 인천국제공항을 비롯하여 김포, 부산, 제주 등 국내 15개 공항에서 항공운수보조 사업을 영위하고 있다. 대한항공의 계열사인만큼 대한항공과 진에어, 그리고 스카이팀 항공사 얼라이언스 소속의 외항사에 대한 지상 조업 업무를 주로 수행한다.

### 스카이팀(SKY TEAM) 항공사 얼라이언스

자료 : SKYTEAM, SK 증권

### 한국공항 4대 주요 사업 부문



<여객사업>

<화물사업>

<급유사업>

<정비사업>

자료 : 한국공항, SK 증권

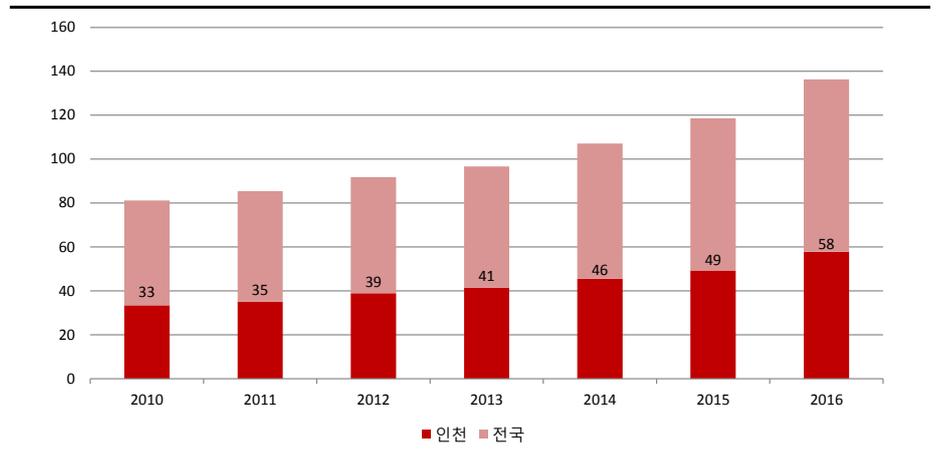
### 항공기 운항 편수의 증가는 곧 매출의 증가

항공 여객자 수의 증가도 중요하지만, 항공 편수가 늘어나면 지상 조업 수요도 늘어나서 동사의 매출 상승에 기여한다.

우리나라 공항을 이용하는 항공 승객은 꾸준히 증가하고 있다. 2010년 약 8,120만 명이었던 항공 여객자 수는 2016년 1억 3,620만명까지 늘어났다. 당연히 항공기 운항 편수의 증가도 두드러진다. 2010년 약 55만대였던 항공기 운항 편수는 2016년 약 82만대를 기록했다. LCC(Low Cost Carrier)의 등장과 항공사별 신규 노선 취항 및 기존 노선 운항 확대가 이루어졌기 때문이다. 항공기 운항 편수가 늘어나면 필연적으로 지상 조업에 대한 수요가 따라서 늘어날 수 밖에 없다. 2010년 약 3,860억원을 기록했던 동사의 매출이 2016년 4,730억원으로 증가한 이유다.

국내 항공 여객자 수 추이

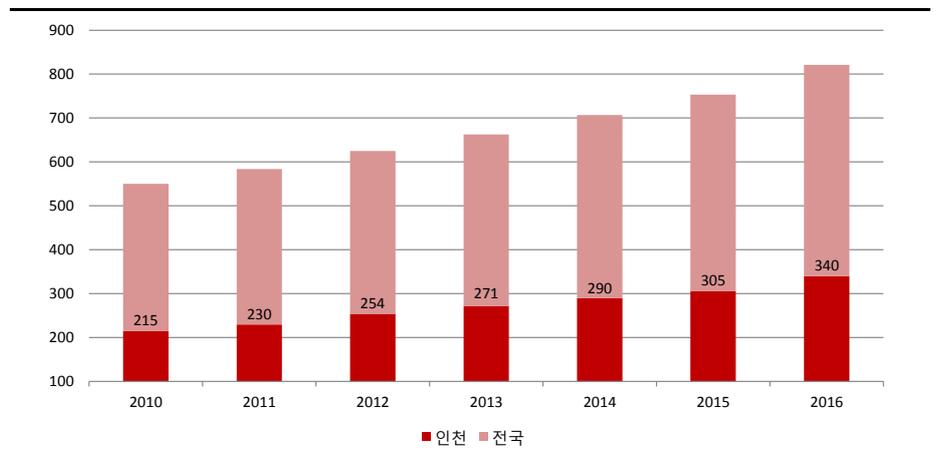
(단위 : 백만명)



자료 : 한국공항공사, SK 증권

국내 항공기 운항 편수 추이

(단위 : 천편)



자료 : 한국공항공사, SK 증권

### 포화 상태의 인천국제공항, 증설로 숨통 트이다

올해 인천국제공항 3단계  
건설사업이 완료되고,  
제2여객터미널 가동이 시작된다.

연간 수용능력 5,400 만명 규모의 現 인천국제공항은 포화 상태에 달한 것으로 평가 받는다. 지난해 기록한 연간 여객자 수는 약 5,770 만명이다. 한계치를 넘어선 것이다. 다행인 것은 인천국제공항 3 단계 건설사업이 마무리 단계에 접어들면서 새로운 제 2 여객터미널이 올해 10 월부터 정상 가동될 것으로 예상된다. 제 2 여객터미널이 완공되면 연간 수용능력은 7,200 만명으로 늘어날 전망이다. 약 1,800 만명 증가한 수치다. 화물 처리능력은 기존 450 만톤에서 580 만톤으로 약 130 만톤 늘어난다.

당연히 수용 가능한 항공기 수도 늘어날 전망이다. 현재 제 1 여객터미널과 탑승동을 포함하여 여객계류장은 총 114 개, 화물계류장은 36 개를 운영 중이다. 3 단계 공사가 마무리 되면 여객계류장은 170 개, 화물계류장은 57 개로 증가한다. 최근 항공기 트렌드에 맞춰 대형 항공기 계류시설도 늘어난다. 제 2 여객터미널이 완공되면 기존의 제 1 여객터미널은 아시아나항공이, 제 2 여객터미널은 대한항공이 분리 배치될 전망이다.

#### 인천국제공항 단계별 규모

구분	1+2단계 (제1여객터미널)	3단계 (제2여객터미널)
연면적	T1 : 496천㎡ Ca : 166천㎡	384천㎡
규모	지하 2층, 지상 4층	지하 2층, 지상 5층
연간 수용능력	5,400만명	1,800만명

#### 인천국제공항 단계별 주기장 확보 계획

구분	1단계 + 2단계	3단계	계
여객계류장	접현 74개, 원격 40개	접현 37개, 원격 19개	접현 111개, 원격 59개
화물계류장	36개	21개	57개
제빙계류장	21개	2개	23개
정비 및 기타	14개	17개	15개
합계	185개	80개	265개

자료 : 인천국제공항공사, SK 증권

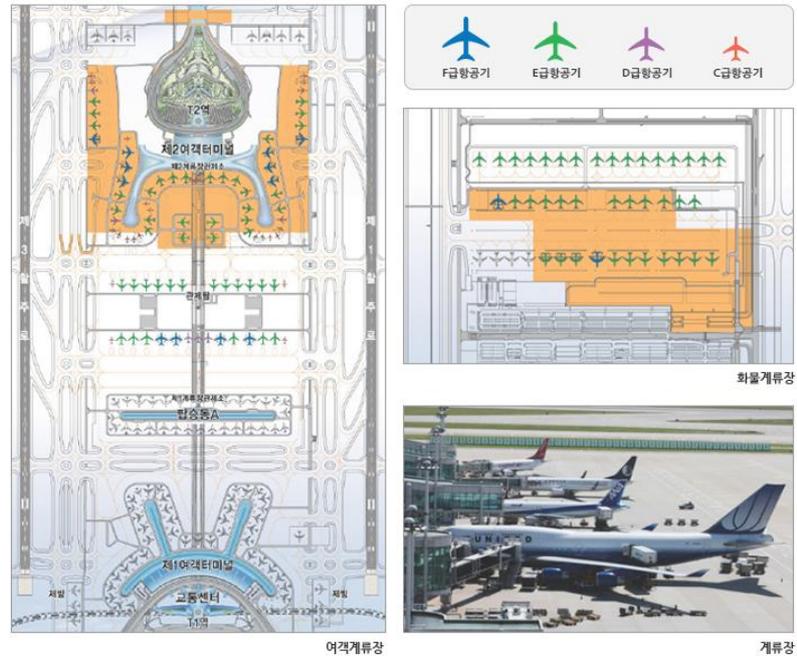
#### 항공기 규모별 탑승게이트 수

구분	F급	E급	D급	C급	계
제1여객터미널	2	30	7	5	44
탑승동A	5	12	13	-	30
제2여객터미널	5	17	2	13	37
합계	12	59	22	18	111

자료 : 인천국제공항공사, SK 증권

주 : C 급(소형기) ~ F 급(대형기)

인천국제공항 제 1, 2 여객터미널 조감도



자료 : 인천국제공항공사, SK 증권

**제 2 여객터미널 운영이 시작되면  
점진적인 항공 운항 편수의 증가가  
기대된다.**

제 2 여객터미널의 완공과 함께 연간 수용인원 규모는 기존 대비 약 33.3% 증가한다. 여객 및 화물 등 총 계류장은 약 43% 증가한다. 포화상태에서 벗어나는 인천국제공항과 함께 동사의 점진적인 실적 증가가 기대되는 이유다. 인천국제공항의 3 단계 공사 완료와 함께 내년 초에는 평창동계올림픽이 예정되어 있어 Non-Captive 매출이 증가할 것으로 예상된다. 대한항공과 진에어 등 Captive 시장의 경우 신규 노선의 취항과 기존 구간 운항 편수는 점진적으로 늘어나겠지만, 제한적인 보유 항공기 등으로 인해 단기기간에 매출 상승을 이끌기는 힘들 것으로 보인다.

**외항사 중심의 Non-Captive 매출이  
먼저 늘어날 것으로 판단된다.**

하지만 글로벌 외항사 운항 편수 증가로 인해 지상 조업이 늘어날 가능성은 높다. 특히 국내 항공운수보조 사업의 경우 ‘한국공항’과 ‘아시아나 에어포트’가 시장을 양분하고 있어 직접적인 수혜가 기대된다. 또 운항 편수가 늘어날수록 고정비 부담이 낮아지면서 마진을 개선 속도는 더욱 빨라질 것으로 예상된다. 다만 항공기 이착륙이 근본적으로 증가할 수 있는 활주로 추가 건설은 인천국제공항 4 단계 공사 계획에 포함되어 있어 당장 폭발적인 운항 편수 증가를 기대하기는 어려울 것이다.

지난해 국제선과 국내선을 통틀어 지상 조업을 처리한 항공편수는 YoY 9.4% 증가했다.

제2 여객터미널 서비스 개시와 함께 인천국제공항 일 평균 항공기 운항 편수는 1,000 편을 상회할 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 55,000 원을 제시하고 신규편입한다.

### 실적전망 및 밸류에이션

한국공항의 지난해 매출액은 전년 동기 대비 3.7% 증가한 4,726 억원, 영업이익은 74.1% 증가한 268 억원을 기록했다. 항공운항 편수의 증가로, 매출 상승과 함께 고정비 하락에 따른 마진을 개선 효과가 함께 나타나고 있다. 지난해 3 분기까지 항공기 지상 조업은 국내선 58,435 편(YoY +7.1%, 왕복기준), 국제선 79,791 편(YoY +11.2%, 왕복기준)으로 전년 동기 대비 총 9.4% 증가한 138,226 편(왕복기준)을 처리했다. 연간으로는 국내선과 국제선을 포함하여 약 185,000 편(왕복기준)을 기록할 것으로 예상된다. 이는 지난해 국내 공항 총 항공기 운항 편수의 약 45%에 해당하는 수치다.

동사의 2017년 매출액은 5,106 억원(YoY +8.1%), 영업이익은 291 억원(YoY +8.6%)을 기록할 것으로 판단된다. 올해는 인천국제공항 제2 여객터미널의 서비스 개시와 함께 일 평균 항공기 운항 편수가 1,000 편을 상회(2016년 기준 일 평균 930대)할 것으로 예상된다. 인천국제공항을 제외한 나머지 국내 공항들의 운항 편수가 연 평균 7%대의 성장률을 유지한다고 가정했을 때, 2017년 연간 총 항공기 운항 편수는 900,000 편에 육박할 것으로 보인다.

투자의견 매수, 목표주가 55,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 2017년 예상 이익에 과거 3년여간의 평균 PER 인 9 배를 적용하여 산출하였다. 국내 항공운수보조 사업의 과점적 지위, 공항 증설에 따른 항공 운항 편수의 점진적 증가 등을 고려했을 때 잠재 성장성이 높다는 판단이다.

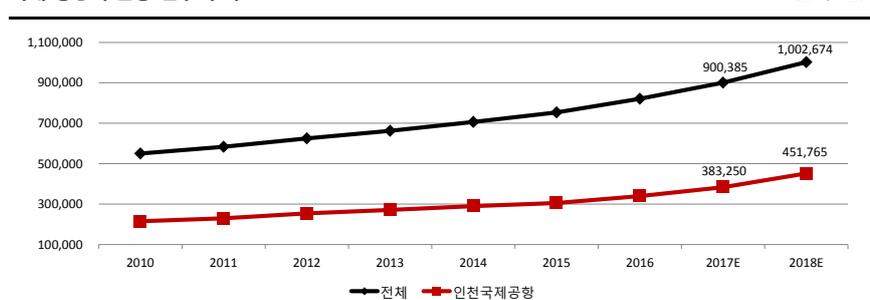
#### 한국공항 실적전망

	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액(억원)	4,382	4,557	4,726	5,106	5,620
(YoY, %)	(3.91)	(3.99)	(3.71)	(8.04)	(10.07)
영업이익(억원)	134	154	268	291	355
(YoY, %)	(64.4)	(14.5)	(74.2)	(8.58)	(21.9)
OPM(%)	3.07	3.38	5.67	5.70	6.31

자료 : 한국공항, SK 증권 추정

#### 국내 항공기 운항 편수 추이

(단위 : 편)



자료 : 한국공항공사, SK 증권 추정

### 기타 - 장기 성장성 확보를 위한 그림

**김포공항의 활용도를 높여야 한다는 업계의 목소리가 커지고 있다.**

글로벌 항공 수요의 증가는 이견이 없다. 다만 이를 수용할 수 있는 항공 인프라가 걸림돌로 작용할 뿐이다. 현재 우리나라는 인천국제공항은 국제선, 김포공항은 국내선을 위주로 운영 중이다. 인천국제공항의 건설과 함께 단일 허브화 정책을 펼치고 있기 때문이다. 김포공항은 도심지와 너무 가깝다는(?) 이유 때문에 1993 년 이후 오후 11 시부터 오전 6 시까지 비행기 이/착륙이 제한되고 있다. 하지만 인천국제공항의 증설에도 곧 포화상태에 달할 것이라는 분석과 함께 김포공항의 활용도를 높여야 한다는 업계 목소리가 커지고 있다.

**신공항, 공항 확장이 고려되지 않는 지역에서는 공항 SLOT 확대에 대한 검토도 진행 중이다.**

2025년에는 제주 신공항이 완공될 예정이다. 또 지난해에는 영남권 신공항을 대신하는 김해공항 확장 방안(활주로 신설 포함)이 마련됐다. LCC 들의 신규 취항 및 증편이 활발히 이뤄지면서 제주국제공항과 김해공항의 포화도는 갈수록 높아지고 있다. 실제로 김해공항의 경우 국제선 지연율이 2013년 2.1%에서 2016년 3.6%로 급격히 상승했다. 역으로 생각하면 지상 조업도 매우 촉박하게 이루어지고 있다는 뜻이다. 정부는 인천국제공항처럼 단계별 증설이 이루어지고 있지 않은 공항들에 대해서 SLOT(활주로별 항공기 이착륙을 위한 시간적 공간)의 확대를 검토 중이다. 운항 편수가 늘어나면 늘어날수록, 지상 조업의 증가는 필연적이라는 사실을 기억해야 한다.

**운항 편수가 늘어날수록, 지상 조업 증가는 필연적이라는 사실을 기억해야 한다.**

제주 서귀포 신산, 제2 공항 건설 위치



자료 : 언론 종합, 국토교통부, SK 증권

김해공항 확장 계획(신설 활주로 포함)



자료 : 언론 종합, 국토교통부, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.02.27	매수	

**Compliance Notice**

- 작성자(나승두)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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 2월 27일 기준)**

매수	95.65%	중립	4.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	1,625	1,833	2,131	2,646	3,097
현금및현금성자산	305	212	292	710	1,031
매출채권및기타채권	1,141	991	1,028	1,111	1,222
재고자산	58	54	56	61	67
<b>비유동자산</b>	2,255	1,980	1,790	1,685	1,599
장기금융자산	561	266	235	235	235
유형자산	1,503	1,533	1,374	1,268	1,178
무형자산	74	71	70	67	65
<b>자산총계</b>	3,880	3,814	3,920	4,331	4,696
<b>유동부채</b>	658	561	557	593	641
단기금융부채	170	136	116	116	116
매입채무 및 기타채무	43	42	44	47	52
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	565	567	533	725	804
장기금융부채	122	64	3	118	118
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	59	133	134	140	148
<b>부채총계</b>	1,223	1,128	1,090	1,318	1,444
<b>지배주주지분</b>	2,658	2,686	2,830	3,014	3,251
자본금	158	158	158	158	158
자본잉여금	79	79	79	79	79
기타자본구성요소	-3	-3	-3	-3	-3
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	2,161	2,203	2,359	2,557	2,810
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	2,658	2,686	2,830	3,014	3,251
<b>부채외자본총계</b>	3,880	3,814	3,920	4,331	4,696

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	-270	331	398	277	287
당기순이익(손실)	280	88	174	198	252
비현금성항목등	57	294	333	201	195
유형자산감가상각비	125	136	143	106	90
무형자산감각비	0	2	2	2	2
기타	-133	135	143	57	57
운전자본감소(증가)	-608	15	-93	-59	-80
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-491	160	-36	-83	-112
재고자산감소(증가)	3	8	-2	-5	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-14	-23	19	4	5
기타	-106	-130	-73	25	34
법인세납부	0	-66	-17	-63	-80
<b>투자활동현금흐름</b>	401	-303	-125	33	47
금융자산감소(증가)	570	-178	-159	0	0
유형자산감소(증가)	-162	-145	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	-8	19	34	33	47
<b>재무활동현금흐름</b>	-189	-122	-193	109	-14
단기금융부채증가(감소)	-165	-103	-69	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	-19	116	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-15	-15	-15	0	0
기타	-8	-3	-90	-7	-14
<b>현금의 증가(감소)</b>	-58	-93	80	419	320
기초현금	363	305	212	292	710
기말현금	305	212	292	710	1,031
FCF	-389	267	322	270	282

자료 : 한국공항, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	4,382	4,557	4,726	5,106	5,620
<b>매출원가</b>	3,968	4,114	4,183	4,519	4,946
<b>매출총이익</b>	415	443	543	587	674
매출총이익률 (%)	9.5	9.7	11.5	11.5	12.0
<b>판매비와관리비</b>	280	289	276	296	320
영업이익	134	154	268	291	355
영업이익률 (%)	3.1	3.4	5.7	5.7	6.3
<b>비영업손익</b>	222	-36	-32	-30	-22
<b>순금융비용</b>	15	-5	-12	-26	-33
외환관련손익	1	1	1	1	1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	23	0	0	0	0
세전계속사업이익	356	118	236	261	333
세전계속사업이익률 (%)	8.1	2.6	5.0	5.1	5.9
계속사업법인세	76	30	62	63	80
<b>계속사업이익</b>	280	88	174	198	252
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	280	88	174	198	252
<b>순이익률 (%)</b>	6.4	1.9	3.7	3.9	4.5
지배주주	280	88	174	198	252
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.39	1.94	3.68	3.88	4.49
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	236	43	160	184	238
<b>지배주주</b>	236	43	160	184	238
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	259	292	413	399	447

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.9	4.0	3.7	8.0	10.1
영업이익	64.4	14.5	74.1	8.6	21.9
세전계속사업이익	흑전	-66.8	99.5	10.7	27.3
EBITDA	32.5	12.7	41.4	-3.4	11.9
EPS(계속사업)	흑전	-68.5	97.2	13.7	27.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.0	3.3	6.3	6.8	8.1
ROA	7.4	2.3	4.5	4.8	5.6
EBITDA마진	5.9	6.4	8.7	7.8	8.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	247.1	326.7	382.4	446.4	483.4
부채비율	46.0	42.0	38.5	43.7	44.4
순차입금/자기자본	-1.2	-17.8	-28.7	-37.0	-44.1
EBITDA/이자비용(배)	11.3	20.8	35.1	57.0	32.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	8,846	2,789	5,499	6,252	7,962
BPS	83,932	84,815	89,377	95,174	102,682
CFPS	12,794	7,160	10,087	9,672	10,875
주당 현금배당금	500	500	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	5.1	17.4	9.0	6.9	5.4
PER(최저)	2.6	9.8	5.1	6.4	5.0
PBR(최고)	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4
PBR(최저)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
PCR	3.2	4.1	4.2	4.2	3.7
EV/EBITDA(최고)	6.6	4.7	2.6	1.4	0.6
EV/EBITDA(최저)	3.8	2.4	0.9	1.2	0.3