

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com.kr

02-3773-9180

Company Data

자본금	50 십억원
발행주식수	3,850 만주
자사주	7 만주
액면가	1,000 원
시가총액	1,030 십억원
주요주주	
AK홀딩스(외3)	52.57%
국민연금공단	6.41%
외국인지분률	1.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/05/27)	20,700 원
KOSPI	2638.05 pt
52주 Beta	1.34
52주 최고가	27,059 원
52주 최저가	14,850 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.8%	-2.8%
6개월	15.0%	28.0%
12개월	-14.9%	2.1%

제주항공 (089590/KS | 매수(유지) | T.P 26,000 원(유지))

FSC 보다는 LCC

화물 사업부 호조로 코로나19 기간 중 돈을 벌었던 FSC 보다는 여객 사업 비중이 압도적인 LCC들이 엔데믹 국면에서는 수혜를 볼 수 밖에 없음. 아울러 동사는 최근 영구채 발행을 결정하며 유상증자로 인한 주가 희석 가능성을 일축시킴. 추가적인 자본 확충 이슈에서 자유로워진 것임. 이에 투자 의견 매수를 유지하며 코로나19 이전 EV/EBITDA 수준을 반영해 목표주가 26,000 원도 유지함

엔데믹 수혜는 LCC

엔데믹 국면에서는 FSC 보다 LCC 수혜 폭이 클 것으로 판단함. 여객 사업이 위축되며 LCC는 다소 암울한 구간을 버텨야 했지만 FSC는 belly cargo 축소로 화물 마진이 크게 상승하며 오히려 돈을 벌었음. 하지만 반대로 엔데믹 국면에서는 여객 사업이 회복하면서 FSC들의 화물 사업이 위축될 수 있음. 거의 순수 여객 사업자라도 여객도 무방한 동사와 같은 LCC가 엔데믹 국면에서 수혜를 온전히 볼 것임

영구채 발행으로 유상증자 우려 불식

또한 동사는 최근 영구채 790 억원 발행을 결정함. 기존에 거론되던 1,500 억원 수준보다는 다소 축소 발행 결정됨. 하지만 1년 후 에스컬레이션 조항에 따라 금리가 12.4%까지 오른다는 점은 이자비용 단의 부담을 키울 수 있기 때문에 축소 발행된 것이 오히려 긍정적임. 이에 동사에 대해 지속적으로 불거지고 있었던 유상증자 가능성이 불식됨. 외국인의 일본 관광 목적 입국 제한이 6월 10일부터 해제되는 등 국제여객의 턴어라운드 가시적인 가운데 자본 확충 가능성에 따른 불확실성이 다소 해소된 호재라고 볼 수 있음

투자의견 매수, 목표주가 26,000 원 유지

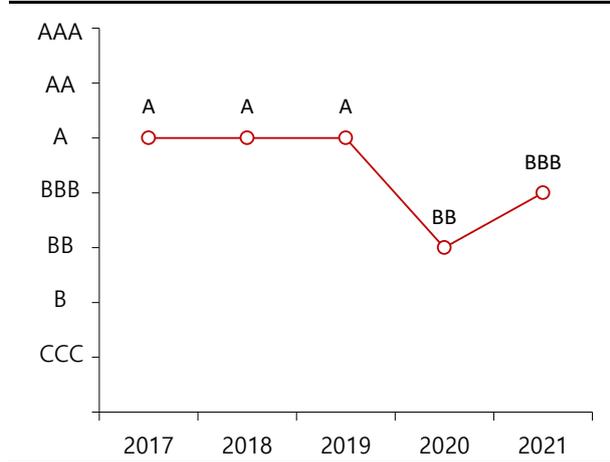
이에 투자 의견 매수와 목표주가 26,000 원을 유지함. 12M Fwd EBITDA 2,551 억원에 리오프닝 국면을 감안해 Target EV/EBITDA 를 코로나 19 이전 수준인 6.7 배로 제시함. 아울러 전환사채 발행에 따른 전환 가능 주식 수를 감안했음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	1,384	377	273	901	1,600	1,600
yoy	%	9.9	-72.8	-27.6	229.9	77.6	0.0
영업이익	십억원	-33	-336	-317	-85	221	163
yoy	%	적전	적지	적지	적지	흑전	-26.2
EBITDA	십억원	133	-161	-191	48	310	216
세전이익	십억원	-47	-405	-355	-109	196	135
순이익(지배주주)	십억원	-33	-306	-272	-83	149	103
영업이익률%	%	-2.4	-89.1	-116.1	-9.4	13.8	10.2
EBITDA%	%	9.7	-42.8	-69.9	5.4	19.4	13.5
순이익률	%	-2.4	-81.3	-99.7	-9.2	9.3	6.4
EPS(계속사업)	원	-1,157	-9,370	-6,536	-1,662	2,987	2,060
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	6.9	10.1
PBR	배	2.1	3.2	4.8	10.2	4.1	2.9
EV/EBITDA	배	7.9	-7.4	-6.9	20.7	1.4	1.8
ROE	%	-9.4	-113.1	-135.8	-58.1	84.9	34.1
순차입금	십억원	336	454	384	-94	-657	-715
부채비율	%	351.4	439.0	588.1	1,444.8	879.7	630.7

ESG 하이라이트

제주항공의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
제주항공 종합 등급	BBB	NA	N.A.
환경(Environment)	543	NA	NA
사회(Social)	357	NA	NA
지배구조(Governance)	413	NA	NA
<비교업체 종합 등급>			
대한항공	BBB	B+	583

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 제주항공 ESG 평가

전반적으로 ESG 에 많은 관심과 좋은 평가를 받고 있다. 글로벌 ESG 기초에 발맞춰 제주항공은 지난 3 월 15 일 자로 15 개 팀에서 20 명이 ESG 관련 업무에 참여하는 TFT 를 출범했다. 제주항공은 한국기업지배구조원(KCGS)이 발표한 2021 년 상장기업 ESG 평가 및 등급에서 2020 년 대비 1 단계 상승한 'B+' 등급을 받았다. 이는 대한항공에 이어 동 업계 두 번째 순위다.

자료: SK 증권

제주항공의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA			

자료: KRX, SK 증권

제주항공의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.04.27	사회 (Social)	제주항공·야놀자 등 개인정보 유출 통지안한 4 곳 과태료
2022.03.11	사회 (Social)	안전규정 위반 제주항공에어로케이, 운항정지 행정처분
2021.10.27	지배구조 (Governance)	제주항공, 과징금 취소소송 냈다가 되레 운항 정지 위기
2021.09.18	사회 (Social)	제주항공, 내부규정 어기고 아찔한 착륙...경고음도 무시했다
2021.07.06	사회 (Social)	항공기 결함으로 19 시간 지체...항소심도 "승객 1 인당 70 만원 배상"
2021.06.11	사회 (Social)	날개 손상에도 비행...제주항공에 과징금 8 억 8800 만원

자료: 주요 언론사, SK 증권

제주항공 실적 추이 및 전망

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액(억원)	418	751	682	879	812	1,894	2,785	3,517	3,770	2,731	9,008
YoY(%)	-81.8%	108.4%	14.6%	68.3%	94.1%	152.2%	308.2%	300.1%	-72.8%	-27.6%	229.9%
국내여객(억원)	320	618	530	720	674	733	607	832	1,429	2,188	2,845
YoY(%)	5.6%	147.2%	15.0%	73.5%	110.6%	18.7%	14.5%	15.5%	-37.7%	53.1%	30.0%
ASK(백만·인km)	638	960	841	929	885	1,009	883	976	2,433	3,369	3,753
YoY(%)	40.2%	78.3%	23.9%	22.3%	38.8%	5.0%	5.0%	5.0%	-2.7%	38.5%	11.4%
RPK(백만·인km)	560	871	737	833	781	915	773	875	2,052	3,001	3,344
YoY(%)	45.4%	104.8%	22.6%	30.1%	39.6%	5.0%	5.0%	5.0%	-12.6%	46.3%	11.5%
L/F(%)	87.7%	90.7%	87.5%	89.7%	88.2%	90.7%	87.5%	89.7%	84.3%	89.1%	89.1%
YoY(%pt)	3.1%	11.7%	-0.9%	5.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	-9.6%	4.7%	0.0%
Yield(원/km)	57.2	70.9	72.0	86.4	86.3	80.2	78.4	95.0	69.7	72.9	85.1
YoY(%)	-27.4%	20.7%	-6.2%	33.4%	50.9%	13.0%	9.0%	10.0%	-28.7%	4.7%	16.7%
국제여객(억원)	24	33	38	44	49	1,010	2,024	2,489	1,728	139	5,571
YoY(%)	-98.5%	-13.2%	22.6%	69.2%	104.2%	2960.0%	5225.0%	5556.0%	-83.2%	-92.0%	3907.9%
ASK(백만·인km)	30	49	59	83	80	1,214	3,003	3,808	4,141	221	8,106
YoY(%)	-99.2%	-12.3%	25.8%	121.6%	165.6%	2400.0%	5000.0%	4500.0%	-81.8%	-94.7%	3575.5%
RPK(백만·인km)	12	19	21	36	36	696	1,474	2,035	2,802	89	4,240
YoY(%)	-99.6%	-3.9%	41.4%	189.6%	191.9%	3500.0%	7000.0%	5500.0%	-85.4%	-96.8%	4686.2%
L/F(%)	40.1%	39.8%	35.3%	43.9%	44.1%	57.3%	49.1%	53.4%	67.7%	40.2%	52.3%
YoY(%pt)	-28.7%	3.5%	3.9%	10.3%	4.0%	17.5%	13.8%	9.5%	-16.8%	-27.5%	12.1%
Yield(원/km)	197.3	170.8	183.1	121.1	138.0	145.2	137.3	122.3	61.7	156.9	131.4
YoY(%)	232.7%	-9.6%	-13.3%	-41.6%	-30.0%	-15.0%	-25.0%	1.0%	15.3%	154.4%	-16.3%
기타(억원)	74	100	114	115	89	151	155	197	613	404	592
YoY(%)	-78.3%	50.9%	10.4%	41.8%	34.9%	65.1%	35.8%	70.8%	-51.8%	-34.2%	46.5%
영업비용(억원)	1,291	1,463	1,595	1,552	1,601	2,281	2,847	3,125	7,129	5,902	9,855
YoY(%)	-56.2%	20.5%	23.1%	-7.0%	24.0%	55.9%	78.4%	101.3%	-49.7%	-17.2%	67.0%
종업원급여	352	386	392	379	416	494	529	550	1,762	1,509	1,989
YoY(%)	-46.1%	-3.0%	3.0%	14.6%	18.0%	28.0%	35.0%	45.0%	-34.6%	-14.4%	31.8%
임차료	14	24	17	122	40	59	47	87	116	178	233
YoY(%)	-76.9%	57.2%	-36.9%	945.3%	177.9%	145.0%	176.0%	-29.0%	-66.2%	53.8%	30.8%
연료유류비	113	197	195	243	250	633	985	1,164	947	748	3,032
YoY(%)	-83.6%	217.2%	105.7%	142.2%	121.5%	220.6%	405.7%	378.4%	-76.5%	-20.9%	305.2%
정비비	282	305	459	253	344	348	390	367	1,150	1,299	1,449
YoY(%)	-18.6%	184.5%	325.4%	-56.9%	22.2%	14.0%	-15.0%	45.0%	-7.2%	13.0%	11.6%
공항관련비	60	77	53	54	53	196	219	242	564	244	709
YoY(%)	-84.7%	59.6%	-5.2%	-18.6%	-12.4%	154.0%	315.0%	350.0%	-76.2%	-56.8%	190.7%
영업이익(억원)	-873	-712	-913	-673	-789	-387	-62	392	-3,358	-3,172	-847
YoY(%)	32.8%	-16.6%	30.3%	-41.3%	-9.6%	-45.6%	-93.2%	-158.2%	921.0%	-5.6%	-73.3%
영업이익률	-208.8%	-94.8%	-133.9%	-76.6%	-97.2%	-20.4%	-2.2%	11.1%	-89.1%	-116.1%	-9.4%

자료: 제주항공 SK 증권

제주항공 목표주가 산출

항목	단위	비고
12M Fwd EBITDA	255	십억원
Target EV/EBITDA	6.7 배	리오프닝 감안, 코로나19 이전 수준
EV	1,709	십억원
순차입금	376	십억원
목표 시가총액	1,333	십억원
발행주식수	51,541	천주 전환사채 주식 수 반영
목표주가	26,000	원
현재주가	20,700	원
상승 여력	25.6%	

자료: DataGuide, SK 증권

제주항공 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	2Q22E	2022E	2Q22E	2022E	2Q22E	2022E
매출액(억원)	1,601	8,799	1,894	9,008	18.3%	2.4%
영업이익(억원)	-696	-99	-62	-847	적지	적지
목표주가(원)	26,000		26,000		0.0%	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.05.30	매수	26,000원	6개월		
2021.11.03	매수	26,000원	6개월	-18.97%	4.07%
2021.05.31	중립	24,860원	6개월	-7.88%	8.85%
2021.01.26	중립	21,035원	6개월	4.82%	17.27%
2020.09.29	중립	13,386원	6개월	18.26%	53.57%



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	300	391	1,140	2,090	2,241
현금및현금성자산	101	294	826	1,536	1,688
매출채권및기타채권	43	38	130	226	227
재고자산	15	13	42	74	74
비유동자산	868	876	416	352	329
장기금융자산	1	5	7	7	7
유형자산	262	249	168	112	94
무형자산	22	34	25	18	14
자산총계	1,169	1,267	1,556	2,443	2,571
유동부채	459	488	989	1,713	1,753
단기금융부채	292	280	329	469	576
매입채무 및 기타채무	46	51	169	301	298
단기충당부채	80	86	257	447	448
비유동부채	493	594	467	480	466
장기금융부채	344	401	405	415	399
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	129	167	27	27	27
부채총계	952	1,083	1,455	2,193	2,219
지배주주지분	217	184	101	249	352
자본금	193	50	50	50	50
자본잉여금	178	373	373	373	373
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	-197	-311	-395	-246	-144
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	217	184	101	249	352
부채외자본총계	1,169	1,267	1,556	2,443	2,571

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-282	-75	536	611	114
당기순이익(손실)	-306	-272	-83	149	103
비현금성항목등	178	207	158	161	113
유형자산감가상각비	166	118	121	80	47
무형자산감가상각비	9	9	12	9	6
기타	6	35	3	-4	-4
운전자본감소(증가)	-160	-11	435	348	-69
매출채권및기타채권의 감소(증가)	13	4	-91	-96	-2
재고자산감소(증가)	2	2	-29	-32	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-84	19	120	133	-3
기타	-91	-36	436	344	-64
법인세납부	7	0	25	-47	-33
투자활동현금흐름	96	63	-13	-26	-22
금융자산감소(증가)	105	80	2	-3	3
유형자산감소(증가)	-17	-24	-18	-24	-28
무형자산감소(증가)	-2	-2	-2	-2	-2
기타	9	9	5	2	5
재무활동현금흐름	257	205	9	125	61
단기금융부채증가(감소)	0	0	45	140	107
장기금융부채증가(감소)	66	-20	-15	10	-16
자본의증가(감소)	149	206	0	0	0
배당금의 지급	0	-1	-1	0	0
기타	42	21	-20	-25	-30
현금의 증가(감소)	71	193	532	709	152
기초현금	30	101	294	826	1,536
기말현금	101	294	826	1,536	1,688
FCF	-84	23	523	579	77

자료 : 제주항공, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	377	273	901	1,600	1,600
매출원가	608	500	720	1,031	1,109
매출총이익	-231	-227	181	569	491
매출총이익률 (%)	-61.2	-83.2	20.1	35.6	30.7
판매비와관리비	105	90	266	348	328
영업이익	-336	-317	-85	221	163
영업이익률 (%)	-89.1	-116.1	-9.4	13.8	10.2
비영업손익	-69	-38	-25	-25	-28
순금융비용	22	22	22	23	26
외환관련손익	25	-30	-6	-6	-6
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-405	-355	-109	196	135
세전계속사업이익률 (%)	-107.4	-129.9	-12.1	12.3	8.5
계속사업법인세	-99	-82	-27	47	33
계속사업이익	-306	-272	-83	149	103
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-306	-272	-83	149	103
순이익률 (%)	-81.3	-99.7	-9.2	9.3	6.4
지배주주	-306	-272	-83	149	103
지배주주귀속 순이익률(%)	-81.28	-99.71	-9.18	9.29	6.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-304	-267	-83	149	103
지배주주	-304	-267	-83	149	103
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	-161	-191	48	310	216

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-72.8	-27.6	229.9	77.6	0.0
영업이익	적지	적지	적지	흑전	-26.2
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	-31.0
EBITDA	적전	적지	흑전	542.3	-30.4
EPS(계속사업)	적지	적지	적지	흑전	-31.0
수익성 (%)					
ROE	-113.1	-135.8	-58.1	84.9	34.1
ROA	-23.3	-22.4	-5.9	7.4	4.1
EBITDA마진	-42.8	-69.9	5.4	19.4	13.5
안정성 (%)					
유동비율	65.5	80.0	115.3	122.0	127.8
부채비율	439.0	588.1	1,444.8	879.7	630.7
순차입금/자기자본	209.2	208.6	-93.4	-263.3	-203.2
EBITDA/이자비용(배)	-7.1	-8.5	2.1	12.4	7.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-9,370	-6,536	-1,662	2,987	2,060
BPS	5,425	3,700	2,024	5,011	7,070
CFPS	-4,033	-3,504	1,010	4,773	3,117
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	8.2	11.9
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	5.0	7.2
PBR(최고)	4.4	7.3	12.1	4.9	3.5
PBR(최저)	1.9	4.3	7.3	3.0	2.1
PCR	-4.4	-5.0	20.5	4.3	6.6
EV/EBITDA(최고)	-7.7	-8.1	24.6	2.0	2.6
EV/EBITDA(최저)	-5.0	-6.0	14.7	0.5	0.4