

## 2023.05.09(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-05-09 오전 4:07

수정한 날짜: 2023-05-09 오전 4:09

### 2023.05.09(화) 증권사리포트

SK이노베이션

매수 대응을 암시하는 실적 서프라이즈

[\[출처\] 하나증권 유재성 애널리스트](#)

1Q23 영업이익 컨센 대비 약 60% 상회

1Q23 영업이익은 3,750억원(QoQ 흑전, YoY -77%)으로 컨센(2,360억원)을 약 60% 상회했다. 석유/화학이 모두 흑자 전환한 덕이다. SK온은 적자폭은 유지되었으나, 영업이익률은 개선되었다. 석유는 재고관련 손실이 약 2,600억원 반영되었음에도 불구하고 마진 호조로 영업이익 2,748억원(QoQ 흑전)을 기록했다. 화학은 PX, BTX 호조로 영업이익 1,089억원을 기록했는데, 이는 전방 의류 수요 회복 및 휘발유 수요 강세에 따른 공급 부담 감소 등 영향이다. SK온의 매출액은 3.3조원으로 사상 최대치를 재차 경신했고 영업이익은 -3,447억원(OPM -10%, QoQ 적지)으로 전분기와 유사했다. 다만, 이번 분기에 격려금/R&D 등 일회성 비용 약 1,200억원 및 F-150 화재 관련 수율 저하 이슈 등이 반영된 점을 감안하면 실질적인 이익은 개선 추세에 들어선 것으로 판단된다.

2Q23 영업이익 QoQ +20% 증가 전망. 배터리 적자폭 대폭 축소

2Q23 영업이익은 4,497억원(QoQ +20%, YoY -81%)을 추정한다. 최근 유가/정제마진 하락에 따른 정유 이익 축소가 아쉬우나, SK온과 화학이 전사 증익을 견인할 것이다. 석유는 최근 마진 둔화로 영업이익이 1,208억원(QoQ -56%)으로 감익될 전망이다. 반면, 화학 영업이익은 PX, BTX의 마진 추가 개선 덕분에 영업이익 1,869억원(QoQ +72%)으로 대폭 개선이 예상된다. SK온의 영업이익은 -1,247억원(QoQ +2,200억원)으로 적자폭이 대폭 축소될 전망이다. 이는 전분기에 발생한 일회성 비용이 제거되고, 조지아 1~2공장의 수율 개선에 따른 영향이다. AMPC 효과는 추정치에 반영하지 않았기에, 이를 반영할 경우 추가적인 실적 추정치 상향도 가능해 보인다. 회사는 6월경 AMPC 관련 세부 세척 확정 시 1분기 발생분까지 소급하여 반영할 계획을 밝혔다.

매수 대응 가능 구간 진입

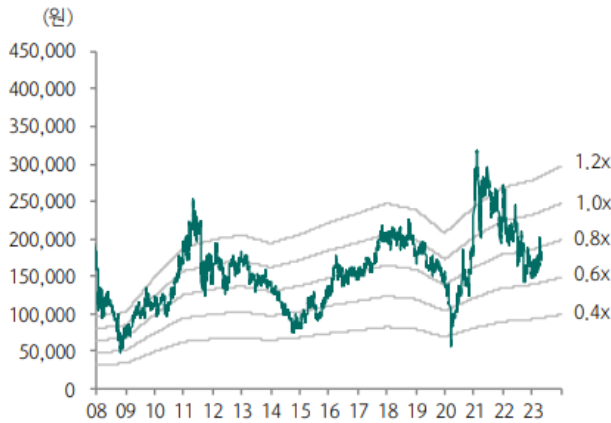
BUY, TP 22만원을 유지한다. 유가와 정제마진은 이미 큰 폭으로 하락해 추가적인 하락폭은 제한적이며, 단기 반등 가능성에 무게를 둘 필요가 있다. 또한, 제한적인 공급 및 인도의 수요 호조, 중국의 리오프닝 효과 등 영향으로 PX는 현재의 견조한 업황이 유지될 가능성이 높아 2019년 이후 약 4년 만에 화학사업 실적 호전을 견인할 것이다. SK온의 중국, 헝가리공장 수율은 이미 높은 수준까지 상승했고, 미국 조지아 1~2공장의 수율 또한 1Q23 최악을 통과해 2Q23부터는 회사의 기존 계획에 부합할 가능성이 높다. AMPC는 미국 설비 수율 향상 시 명약관화하게 증가할 것이기에 SK온에 대한 실적 추정치 상향 기대감을 이제부터는 가져도 좋다는 판단이다. 매수 대응이 가능한 구간에 진입했다.

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

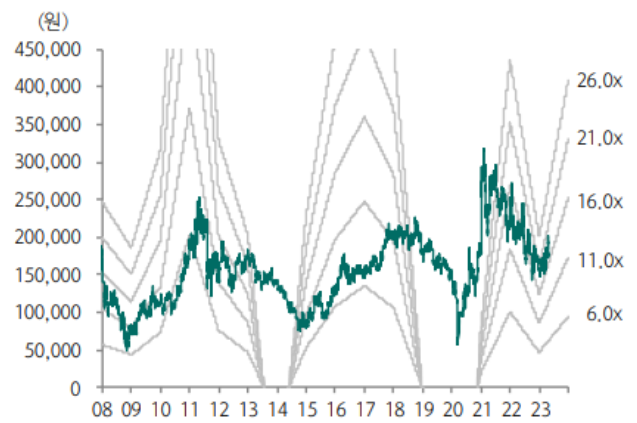
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	46,853.4	78,056.9	77,408.1	85,695.3
영업이익	1,741.7	3,917.3	1,946.1	2,780.3
세전이익	818.5	2,860.2	1,392.3	2,160.5
순이익	292.1	1,569.0	724.0	1,477.8
EPS	3,117	16,743	7,726	15,769
증감율	흑전	437.15	(53.86)	104.10
PER	76.52	9.20	22.75	11.15
PBR	1.18	0.69	0.76	0.71
EV/EBITDA	10.61	5.98	8.57	7.25
ROE	1.83	8.49	3.62	7.00
BPS	201,360	223,892	231,617	247,385
DPS	0	0	0	0

도표 4. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 5. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권



---

카카오

중장기 긍정적 관점 견지

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

동사 목표주가를 7.8만원으로 하향 조정

동사 목표주가를 기존 8.2만원에서 7.8만원으로 소폭 하향 조정하나, 중장기 긍정적 관점을 견지하며 투자 의견 매수를 유지한다. 동사 목표주가는 본사 및 기타 부문 적정가치 1.1조원, AI 내재가치 4.2조원, 커머스 사업부문 적정가치 8.2조원, 페이 지분가치 2.9조원, 은행 지분가치 2.4조원, 모빌리티 지분가치 3.5조원, 엔터테인먼트 지분가치 7.1조원, Kakao Piccoma 지분가치 3.9조원 및 게임즈 지분가치 1.2조원을 합산한 결과치이다. 1분기 실적에서 나타난 AI 및 인프라 투자에 따른 단기적 어닝 압박을 반영해 23E 조정 지배주주지분을 기존 대비 하향 조정하였다. 커머스 사업부문 밸류 산정에 있어 장기적 어닝 증가율이 노멀라이즈될 것으로 추정하였으나, 오픈채팅탭 신설 등 톡 개편으로 당사 추정치를 상회할 업사이드 리스크 등을 감안해 잠재 PER을 25배로 다소 우호적인 수준으로 적용하였다. 스토리 사업부문 밸류 산정 과정에 있어 잠재 PER을 중장기 어닝 성장성 대비 높게 적용한 것은 2차 영상화 사업 추정치를 미반영한 것에 대한 반대 급부를 멀티플에 반영하였기 때문이다. 기타 영업외 손익 산정에 있어 손상차손을 제한적으로 추정 반영함으로써 중립 이상의 추정작업이 수반된 점도 참고사항으로 제시한다.

AI 사업 포함 중장기 긍정적 관점을 견지

동사의 1분기 실적은 광고사업 부진과 AI 및 인프라 중심 투자비용 집행 증가 등으로 당사 추정치를 하회하는 영업이익 흐름을 보여주었다. 다만 광고사업의 부진은 경기 불확실성 변수와 맞물린 단기적 변수로 해석되기에 2분기를 기점으로 성장성을 되찾을 것으로 판단되며, 오픈채팅탭 신설 등의 톡 개편을 통한 신규 광고 추가분은 하반기부터 본격적으로 확보될 것으로 특비즈 광고형 사업부문의 분기별 전년대비 성장률은 2분기부터 각각 3%, 14%, 19%를 반영했고, 23E 동 부문의 성장률은 9%를 추정 적용하였다. 또한 동사 주력 캐시카우인 특비즈 부문의 23E 성장률을 17%로 추정하면서 동사의 의지치와 톡 개편에 따른 성과를 감안했음을 밝히고자 한다. 단기적으로 2분기까지 광고사업 변수 및 인프라 중심 투자에 따른 이익 압박이 있을 수 있으며, 이에 따른 단기적인 어닝 관점에서 밸류에이션 부담이 있을 수 있으나, AI 서비스 강화 및 하반기 이에 대한 오픈 등으로 AI에 대한 내재가치 부각이 가능해질 것이며, 버티컬 측면에서 아티스트 기반 밸류 증가 및 메타버스 서비스 연계 및 픽코마 성장등을 복합적으로 고려시 카카오엔터테인먼트 밸류 부각이 맥점으로 제시된다

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	6,136.7	7,106.8	8,213.2	9,518.2
영업이익	594.9	580.3	683.0	1,022.2
EBITDA	968.0	1,161.7	1,197.7	1,559.7
세전이익	2,293.7	1,304.4	1,067.4	1,597.7
순이익	1,646.2	1,062.6	812.1	1,168.2
지배주주지분순이익	1,392.2	1,352.9	701.4	956.5
EPS(원)	3,132	3,037	1,578	2,155
증감률(% YoY)	781.6	-3.0	-48.0	36.6
PER(배)	35.9	17.5	36.2	26.5
PBR(배)	5.02	2.37	2.33	2.10
EV/EBITDA(배)	52.1	21.3	23.1	17.4
영업이익률(%)	9.7	8.2	8.3	10.7
ROE(%)	17.1	13.5	6.7	8.3
순차입금비용(%)	-24.4	-17.9	-10.0	-14.1





## BGF리테일

1분기 실적에서 읽히는 성장성

[\[출처\] IBK투자증권 남성현 애널리스트](#)

### 1분기 실적 기대치 상회

2023년 1분기 BGF리테일 실적은 당사 예상치를 상회하였다. 1분기 연결기준 매출액은 1조 8,496억 원(전년동기대비 +9.3%), 영업이익 370억 원에(전년동기대비 -2.0%)를 달성하였다. 당사 추정치인 영업이익 348억 원을 6.3% 상회한 것이다. 지난해 1분기 진단키트 판매에 따른 1회성 수익 약 60억 원을 감안하면, 실질적으로 영업이익은 두 자릿수 이상 성장한 것으로 분석한다. 1분기 긍정적 실적을 달성한 이유는 1) 신규점 출점이 지속되었고, 2) FF 및 즉석식품 매출 증가에 따른 마진을 개선과, 3) 본부임차 비중 증가에 따른 가맹수수료율 증가가 이루어졌기 때문이다.

### 마진을 개선은 구조적 현상

1분기 실적에서 엿볼 수 있는 부분은 마진을 개선이 구조적으로 나타나고 있다는 점이다. 상품믹스 가속화에 따라 마진 상승과 본부임차 비중 확대에 따라 구조적으로 수익성 개선이 동시에 이루어지고 있는 것이다. 동사는 수년간 본부임차 비중을 증가시키면서 주택가 입지를 선점하였고, 동시에 마진을 개선도 달성하고 있다. 지난해 3분기부터 이러한 효과가 발휘되면서 차별적인 이익률을 기록하고 있다. 1분기의 경우에도 물류센터 선 투자에 따른 비용과 지난해 1회성 수익을 제외하

면 시장 및 당사 추정치를 큰 폭으로 상회하는 실적을 달성하였다는 판단이다. 여기에 BGF푸드를 통한 FF 효과도 동시에 나타나고 있다는 점에서 긍정적이라 해석한다.

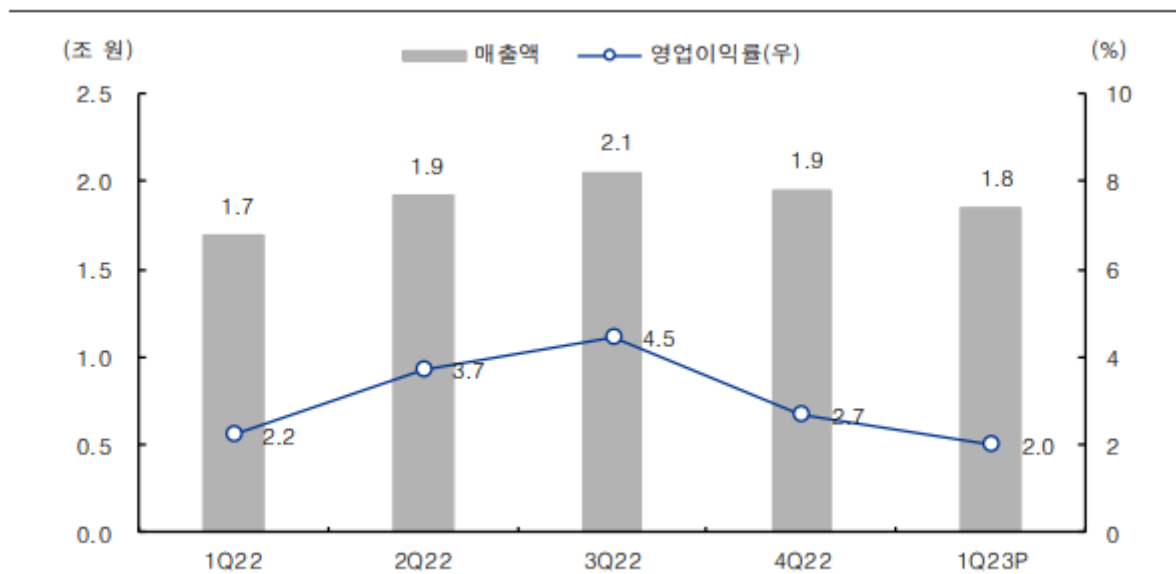
투자의견 매수, 목표주가 25만원으로 상향

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 25만원으로 상향한다. 목표주가 조정은 실적 추정치 변경에 따라 이루어졌다. 동사의 실적 성장세는 지속될 것으로 판단한다. 지난해 높은 기저에도 수요와 공급 측면 모두 우호적인 상황이다. 구조적으로 마진율 개선도 이루어지고 있다는 점에서 긍정적인 흐름이 예상된다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	6,781	7,616	8,268	8,808	9,306
영업이익	199	252	298	330	356
세전이익	193	254	284	361	408
지배주주순이익	148	194	217	278	314
EPS(원)	8,542	11,198	12,577	16,065	18,158
증가율(%)	20.3	31.1	12.3	27.7	13.0
영업이익률(%)	2.9	3.3	3.6	3.7	3.8
순이익률(%)	2.2	2.5	2.6	3.2	3.4
ROE(%)	19.6	21.8	21.0	22.9	21.9
PER	17.0	18.8	15.0	11.8	10.4
PBR	3.1	3.8	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	5.0	5.8	4.3	4.1	3.7

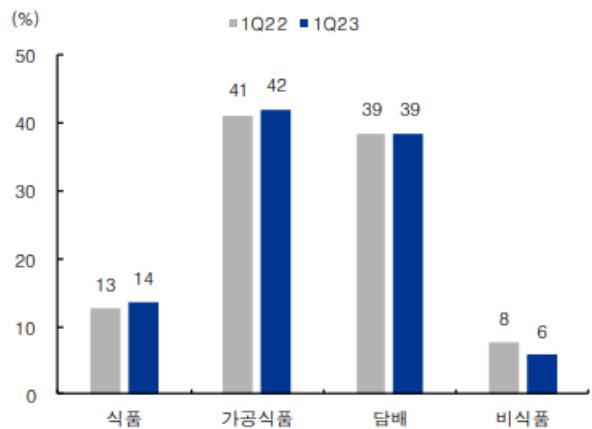
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. BGF리테일 영업실적 추이



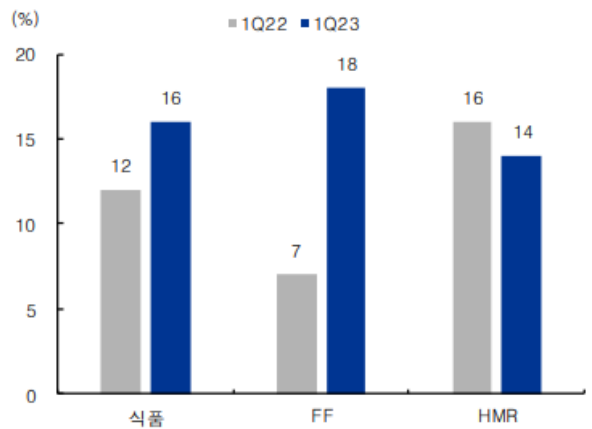
자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 2. BGF리테일 상품MIX

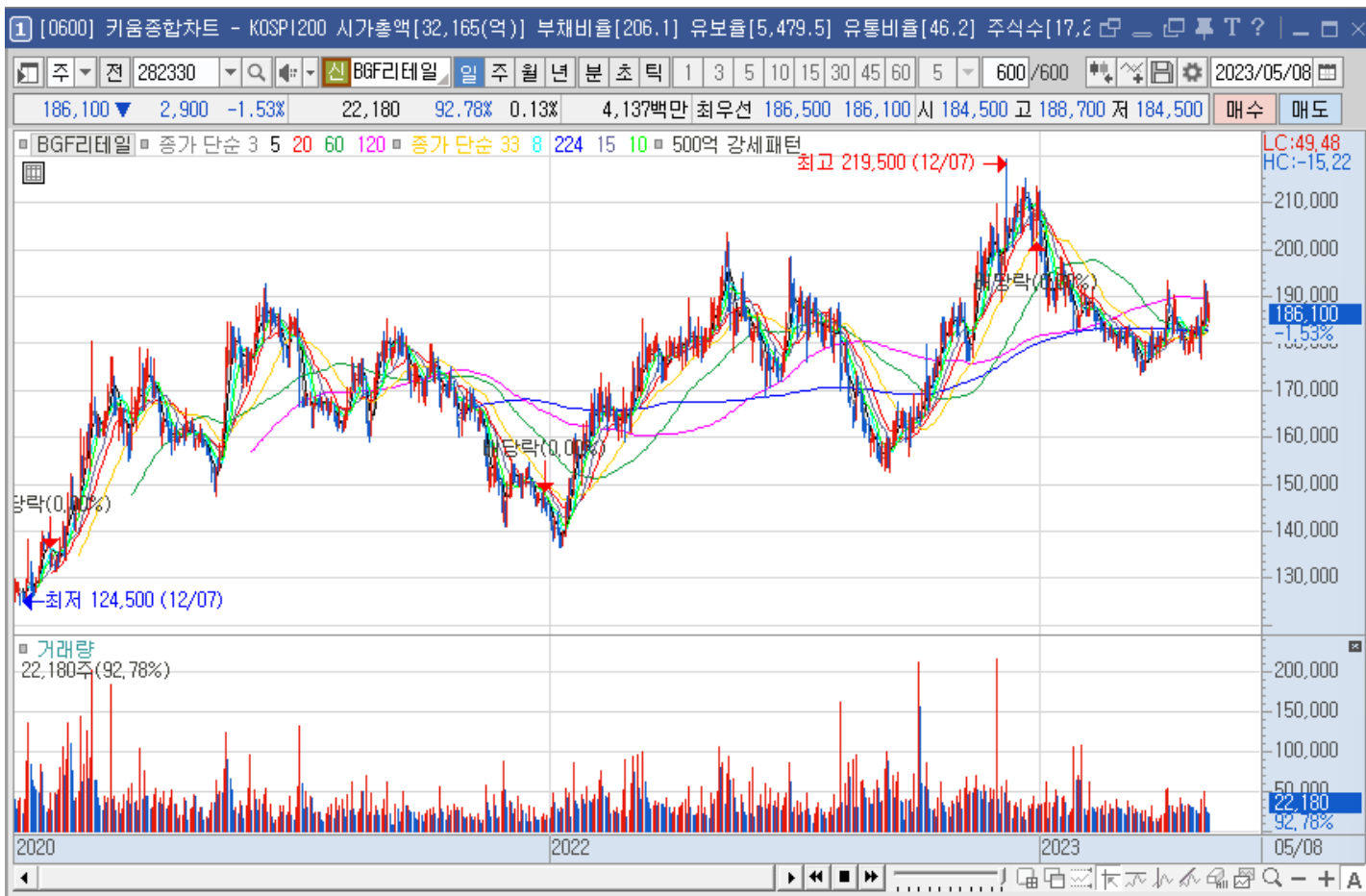


자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 3. BGF리테일 카테고리별 전년동기대비 매출액 성장률



자료: BGF리테일, IBK투자증권







스튜디오드래곤  
 엄마가 많이 아파요  
[\[출처\] 하나증권 이기훈 애널리스트](#)

목표주가 하향

스튜디오드래곤의 EPS 하향을 반영해 2024년 EPS 기준 목표주가를 81,000원(-19%)으로 하향한다. 1분기 실적은 긍정적이었지만, 1) CJ ENM의 대규모 적자에 따른 캡티브항 편성 조절 시작 및 2) 넷플릭스의 한국 투자 발표 금액이 전년과 유사한 수준에서 향후 4년간 지속된다는 점에서 TV와 OTT항 제작비 조절에 따른 성장 동력 둔화에 대한 우려가 나타날 수 밖에 없다. 이를 이겨내려면 결국 글로벌 팬덤을 확대할 수 있는 2편 이상의 텐트폴 시즌제를 만들어 내는 것, 즉 IP의 힘 뿐이다. 이외의 중요 변수는 중국 내 동시 방영재개 정도이다

1Q OP 216억원(+19% YoY)

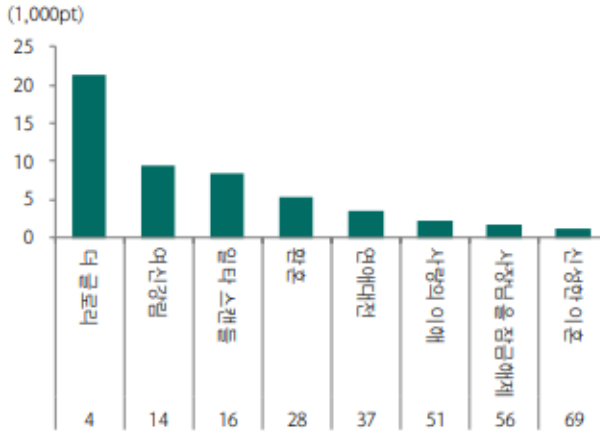
1분기 매출액/영업이익은 각각 2,111억원(+74% YoY)/216억원(+19%)으로 컨센서스(202억원)에 부합했다. 편성은 약 7편(109회)으로 <아일랜드>, <방과후 전쟁활동> 등 텐트폴 OTT 작품들의 영향으로 매출액은 예상치를 크게 상회했다. 영업이익률은 다소 부진했는데, 일본향 구작 판매가 상당히 좋았던 작년 1분기 대비 부진해 오리지널 등 1st window 매출 비중이 다소 높았기 때문이다. 2분기에는 <패밀리>의 디즈니플러스, <구미호연1938>의 아마존 동시 방영 등이 긍정적이지만, 5월부터 TVN 수목 슬랏이 드라마가 아닌 예능/티빙 편성으로 대체되면서 캡티브향 방영 편수가 줄어드는 영향이 있다.

TV광고와 OTT 모두 힘든 시기에 직면

2가지 우려가 있는데 첫 번째는 편성이다. Cost Plus 비즈니스모델에서 제작비를 꾸준히 투입해 줄 방송사를 모회사로 둔 제작사들의 가치는 캡티브향 편성에서 나온다. 다만, JTBC나 SBS도 TV광고의 어려움으로 제작비 효율화를 위해 드라마를 1주일에 6편이 아닌 2~4편으로 유동적으로 조절하고 있는데, tvN도 수목 슬랏을 예능/티빙 등으로 대체하기로 결정했다. CJ ENM이 1분기 대규모 적자까지 기록해 향후 캡티브 편성 및 리튬윌에 대한 시장의 우려를 설득하기가 쉽지 않다. 2 번째는 OTT들의 투자 속도 조절이다. 최근 넷플릭스는 한국에 향후 4년간 25억달러(약 3.3조원)를 투자하겠다고 밝혔는데 이는 작년과 유사한 수준이며, 연간 글로벌 투자 금액 170억달러 대비로는 4%에 불과하다. 디즈니도 디즈니플러스의 적자가 이어지면서 CEO를 교체한 후 인력 구조조정을 포함한 55억달러의 비용 감축을 예고했다. TV와 OTT 산업 모두 제작비 확대 여력이 매우 제한적인 상황이기에 스튜디오드래곤이 향후 시장의 기대치를 뛰어 넘는 이익 성장이 쉽지 않아 보인다.

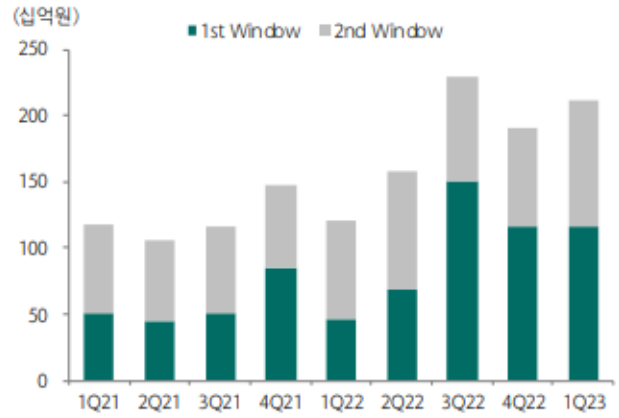
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	487.1	697.9	779.8	862.4
영업이익	52.6	65.2	80.2	91.9
세전이익	52.0	58.6	83.3	93.8
순이익	39.0	50.6	65.0	73.2
EPS	1,301	1,684	2,161	2,435
증감율	24.62	29.44	28.33	12.68
PER	69.95	51.07	31.47	27.93
PBR	3.99	3.91	2.82	2.56
EV/EBITDA	17.62	12.08	9.63	9.34
ROE	6.04	7.52	9.37	9.60
BPS	22,785	21,982	24,143	26,578
DPS	0	0	0	0

도표 4. 2023년 넷플릭스 글로벌 Top 70 내 한국 드라마



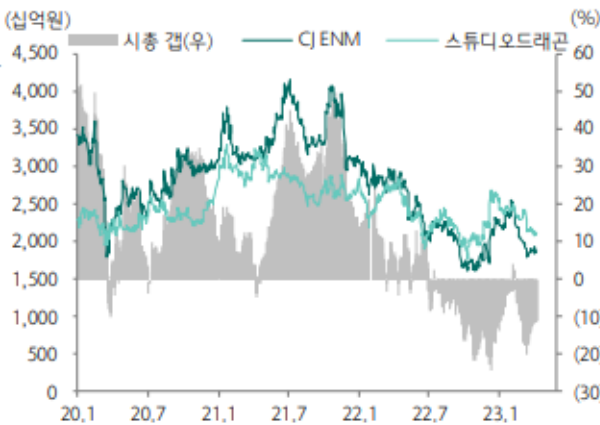
자료: FixPatrol, 하나증권

도표 5. Window별 매출액 추이



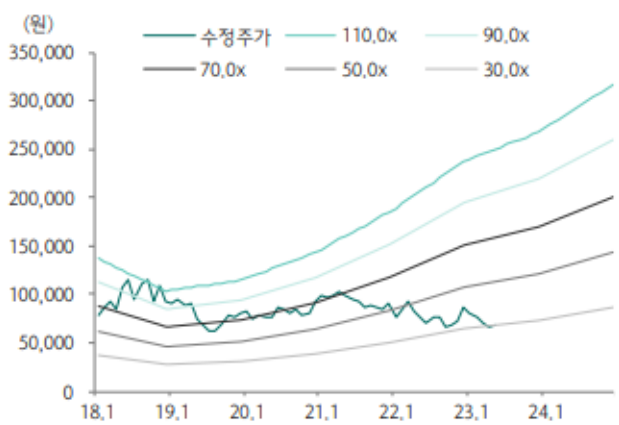
주: 1st Window는 TV 편성, OTT 오리지널, 협찬 등 / 2nd Window는 VOD, Licensing 등  
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 6. CJ ENM/스튜디오드래곤 시가총액 갭



자료: 하나증권

도표 7. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권

도표 8. 2023년 2분기 라인업

(단위: 십억원)



**구미호전 1938**  
tvN, Amazon 동시방영  
12부작  
5/6-6/11



**이번 생도 잘 부탁해**

tvN, Netflix 동시 방영  
12부작  
6/17-7/23



**스틸라 일곱 개의 조선 통보**  
tvN  
12부작  
4/12-5/18



**패밀리**  
tvN, Disney+ 동시 방영  
12부작  
4/17-5/23



**이로운 사기**  
tvN  
16부작  
5/29-7/18

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권



## 메가스터디교육

1Q23 Review: 매출액 성장 유지

[\[출처\] 이베스트투자증권 정홍식 애널리스트](#)

### 1Q23 Review

동사의 1Q23 실적은 매출액 2,426억원(+12.3% yoy), 영업이익 242억원(-5.4% yoy), 순이익(지배주주) 208억원(-4.0% yoy)을 기록하였다. 이는 당사의 기존 추정치(Sales 2,383억원, OP 269억원, NI 204억원) 대비 매출액과 순이익은 부합한 수준이나, 영업이익은 -10% 하회한 것이다.

영업이익이 기대치 대비 낮은 이유는 1)고등부문의 선생님 재계약에 따른 전속계약금(무형자산 상각비) 증가, 2)오프라인 학원 확장에 따른 감가상각비 증가, 3)일회성 소송관련 비용(10~15억원) 반영이 있었던 것으로 파악된다. 전반적으로 일회성 비용을 제거하면 기존 추정치와 이익이 부합한 수준이다.

이번 실적에서 의미 있는 점은 추세적인 외형성장이 유지되고 있다는 점이다. 아직 분기보고서가 공시되지 않아 사업부문별 실적을 구분할 수 없으나, 모든 사업부문에서 안정적인 성장흐름이 유지되고 있는 것으로 파악된다.

### 2023년 체크포인트

첫째, 동사는 2~3분기 중에 영유아 부문 런칭 계획을 가지고 있다. 현재 초등 ~ 성인의 커리큘럼을 가지고 있는 상황에서 미취학 아동 부문까지 확대하면 교육 전 과정에서 라인업을 보유하게 되는 것이다. Target 시장 확대로 향후 외형성장에는 긍정적일 것으로 보이며, 2023년 체크포인트는 이러한 신규 영역 진출에 따른 마케팅 비용을 얼마나 집행할 지 살펴봐야 한다.

둘째, 공무원 교육 전문 에스티유니타스(공단기) 인수를 추진 중이다. 향후 인수하게 되면 동사의 매출액은 M&A효과로 급증하게 될 것이며, 영업이익 또한 성인 교육 부문에서 고정비 효과로 적자폭 축소가 예상된다. 이러한 실적 개선은 2024년 이후 진행될 가능성이 높으며, 아직 당사의 추정실적에는 반영하지 않았다.

### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	703.9	836.0	926.5	1,024.2	1,127.6
영업이익	99.0	135.4	143.6	164.2	187.3
순이익(지배주주)	81.2	103.6	110.7	126.6	144.4
EPS (원)	6,842	8,734	9,334	10,673	12,174
증감률 (%)	277.2	27.6	6.9	14.3	14.1
PER (x)	12.0	9.1	6.6	5.7	5.0
PBR (x)	2.9	2.2	1.4	1.2	1.0
영업이익률 (%)	14.1	16.2	15.5	16.0	16.6
EBITDA 마진 (%)	22.8	24.8	24.5	25.6	24.9
ROE (%)	26.8	27.3	23.9	22.7	21.7

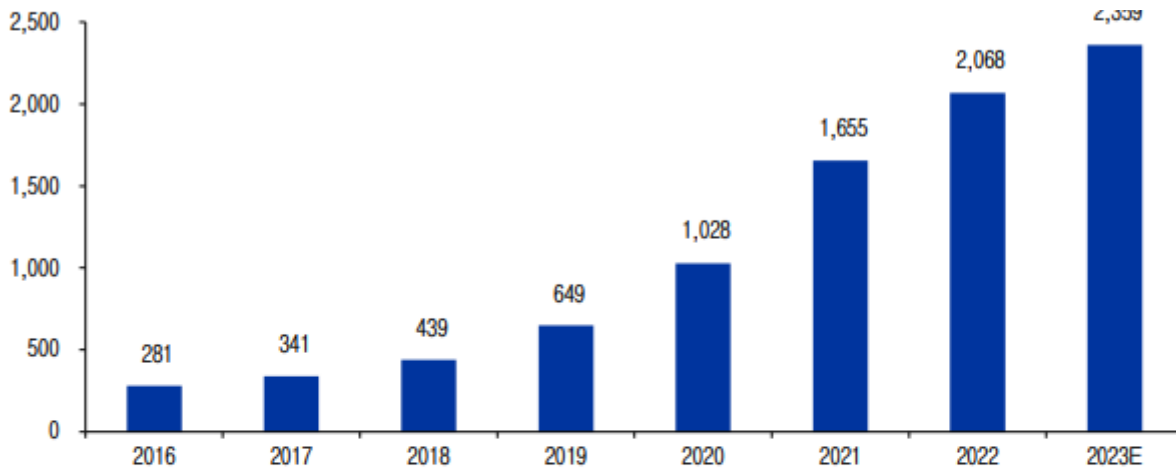
주: IFRS 연결 기준

자료: 메가스터디교육, 이베스트투자증권 리서치센터

### 그림2 메가스터디교육 초중등 매출액 추이

(억원)

■ 초중등 Sales



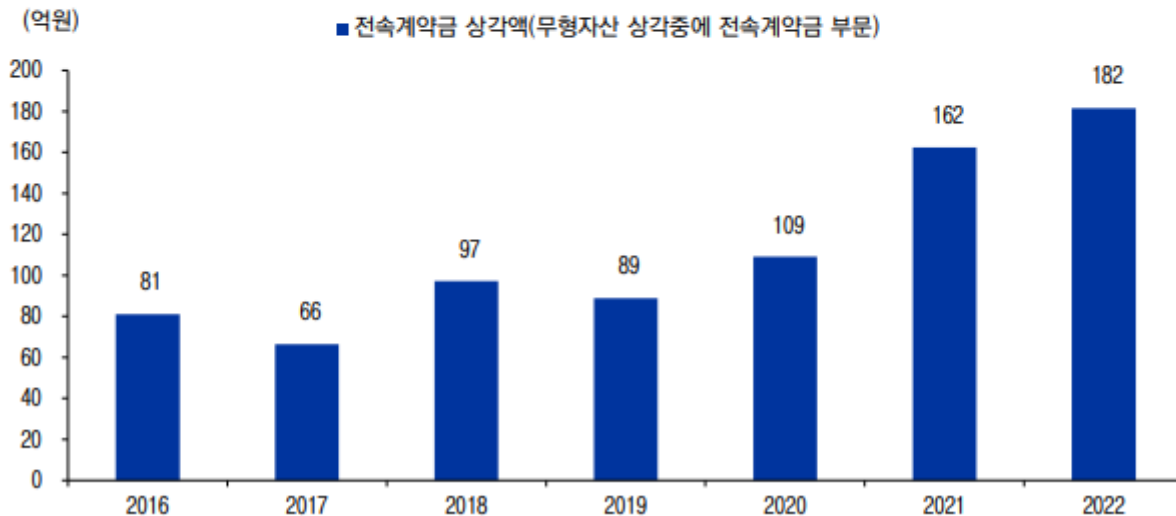
자료: 메가스터디교육, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림3 메가스터디교육 전속계약금 신규 취득액

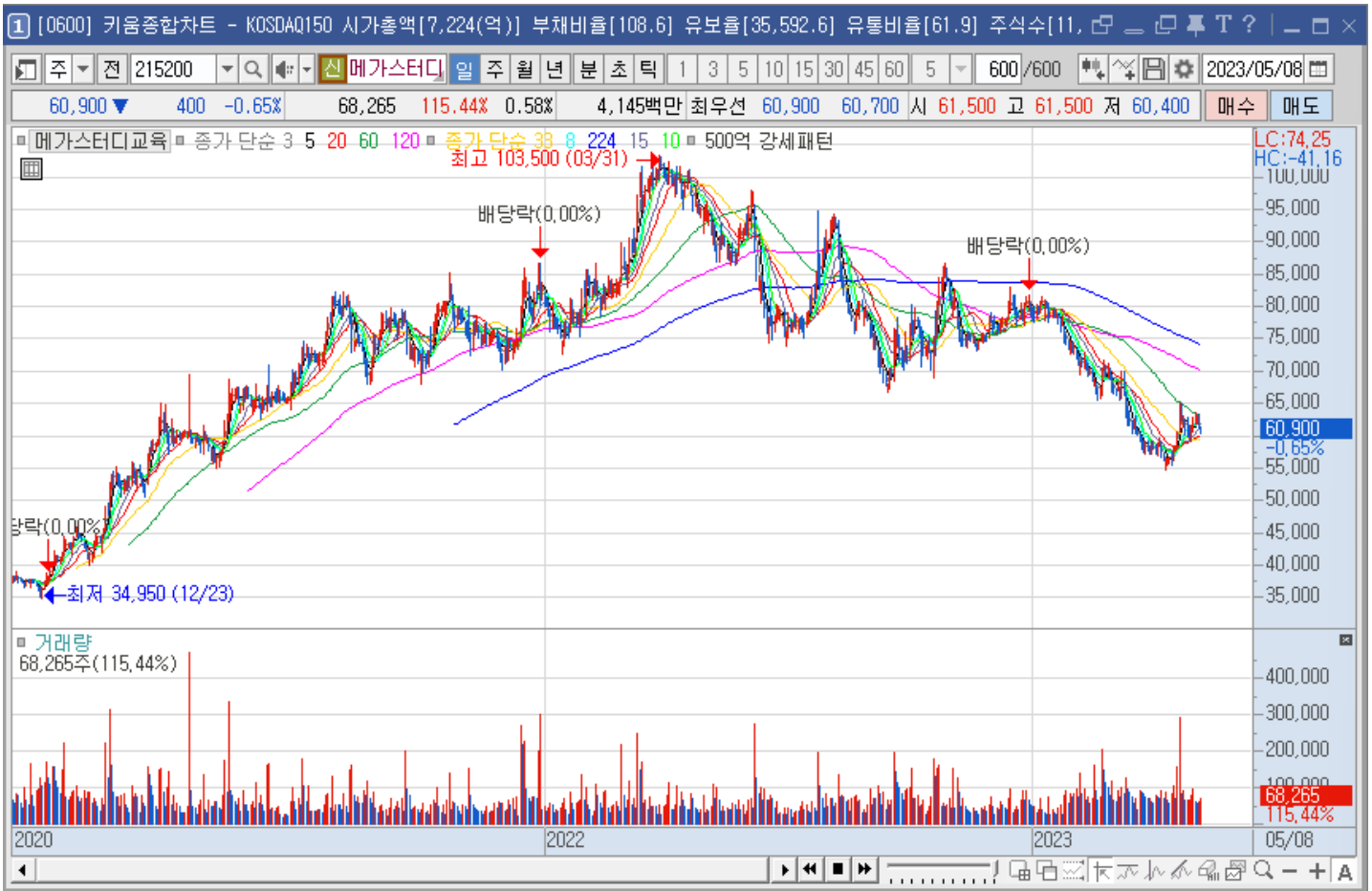


자료: 메가스터디교육, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림4 메가스터디교육 전속계약금 상각액



자료: 메가스터디교육, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준



---

에스티팜

1Q23 Review : 올리고 수주는 글로벌 수준

[\[출처\] 이베스트투자증권 강하나 애널리스트](#)

1Q23 Review: 비수기를 지나 성수기를 향해

1Q23 실적은 연결 기준 매출 506억원(+37.0% yoy, -49.6% qoq), 영업이익 37억원(+591.2% yoy, -59.9% qoq)으로 컨센서스를 하회했다. 별도 기준으로는 영업이익 71억원을 달성하며 올리고 수출 및 생산성 향상을 증명했다. 컨센서스 하회의 주요 요인은 1)연결 자회사들(CRO, mRNA신약개발)의 적자폭 증가와 2)연구개발비용 증가(213억원, +33% yoy) 때문이다. 1Q23 실적에서 주목해야 하는 부분은 2022년 연간 올리고 매출의 81%를 이미 1Q23 수주금액으로 달성했다는 점이다. 또한 mRNA 플랫폼의 주요 요소인 LNP와 mRNA의 매출이 본격적으로 증가하는 시기라는 점이 기대된다.

2023년은 상저하고 2024년부터 더욱 빠른 성장

글로벌 제약사들의 수주 계약에 있어 통상적으로 상반기가 비수기임에도 불구하고 1Q23에 이미 2022년 연간 올리고 매출의 81%에 달하는 수주금액을 달성 했으며, 수주 금액은 2H23에 더욱 증가할 것이라고 전망한다. 또한 RNAi 기반 치료제 중 가장 큰 관심을 받았던 '렉비오' 또한 1Q23 6,400만달러(+357.1% yoy)를 달성하며 처방수가 급증하고 있고, 이에 따라 파트너사인 에스티팜의 수주가 증가할 수 있을 것이다.

1H23에는 제2올리고동의 착공 및 생산 효율극대화로 중장기적인 성장이 가능하며, 2024년부터는 후기 임상단계에 진입하는 올리고 신약들 급증하고 제론사의 혈액암 치료제(RNAi 기반, 연 12억달러 예상) 승인 여부가 나오기 때문에 CDMO 수주도 증가할 것으로 보인다.

투자의견 Buy, 목표주가 120,000원 유지

국내를 넘어 글로벌 제약사들과 지속적인 수주를 성사시키고 있으며 올리고 공장 증설이 진행됨에 따라 대규모 수주도 가능해질 것으로 보인다. 올리고 CDMO로써 글로벌 입지를 다지고 있으며 mRNA사업부도 꾸준한 성장과 계약이 체결되고 있다. 본업인 CMO/CDMO 이외에도 에스티팜은 핵심 파이프라인 에이즈 치료제 STP-0404의 임상2a상과 대장암 항암제 STP-1002의 임상1상 결과를 연내 발표할 예정이기 때문에 투자의견 Buy, 목표주가 120,000원을 유지한다.



## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	166	249	286	356	390
영업이익	6	19	29	49	56
순이익	3	19	22	37	43
EPS (원)	176	994	1,170	1,957	2,308
증감률 (%)	흑전	464.6	17.6	67.3	18.0
PER (x)	790.5	90.5	76.9	46.0	39.0
PBR (x)	8.1	5.1	4.9	4.6	4.2
영업이익률 (%)	3.4	7.5	10.0	13.7	14.3
EBITDA 마진 (%)	12.1	15.2	16.7	19.5	19.2
ROE (%)	1.1	5.7	6.5	10.3	11.2

주: IFRS 연결 기준

자료: 에스티팜, 이베스트투자증권 리서치센터





대한항공  
 더 높아지는 하반기 기대감  
[\[출처\] NH투자증권 정연승 애널리스트](#)

더욱더 올라가는 하반기 기대감, 코로나 이전보다 높아질 이익 레벨

투자의견 Buy 및 목표주가 33,000원 유지. 연료비 하락을 감안하여 2023년 실적 추정치를 7% 상향 조정하였으나, 중장기 실적 추정치 변경은 제한적

대한항공은 2분기부터 공급이 본격 증가. 중국, 중장거리 노선 수송량 확대. 3분기에는 수요 강세와 프리미엄 수요 호조로 국제선 여객 운임이 재차 상승할 전망. 순부채 감소세도 계속되고 있으며, 외화 변동에도 불구하고 영업외손익도 안정화. 아시아나항공 인수가 확정되면, 시장점유율 확대 및 규모의 경제 효과를 통해 연결 영업이익 레벨도 한단계 높아질 전망

1Q23: 예상 수준의 영업이익 기록

1분기 개별 기준, 매출액 3조1,959억원(+13.9% y-y), 영업이익 4,150억원(-47.4% y-y, 영업이익률 13.0%) 기록. 연결로 반영될 진에어 실적(영업이익 652억원, 추정치)을 감안하면 1분기 연결 실적은 시장컨센서스를 충족한 것으로 추정. 국제선 세부 지표(개별 기준): 공급 +183% y-y, 수요 485% y-y, 운임(원화) 127원(+1.1% y-y), 화물 세부 지표: 공급 -11% y-y, 수요 -22% y-y, 운임(원화) 520원(-38% y-y). 2019년 대비 여객 공급은 68% 회복  
 2분기 장거리 노선 확대로 국제선 공급은 2019년 대비 77%까지 회복 전망. ASP가 낮은 중장거리 노선 확대로 국제선 운임은 124원으로 소폭 하락 예상. 2분기 연결 영업이익 2,800억원으로 과거 비수기와 다른 양호한 실적 달성 기대

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	14,096	15,332	15,357	16,349
증감률	56.3	8.8	0.2	6.5
영업이익	2,831	1,679	1,486	1,371
증감률	99.6	-40.7	-11.5	-7.7
영업이익률	20.1	11.0	9.7	8.4
(지배지분)순이익	1,728	1,069	1,125	1,067
EPS	4,810	2,901	3,054	2,898
증감률	151.7	-39.7	5.3	-5.1
PER	4.8	7.9	7.5	7.9
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.1	4.0	3.5	3.2
ROE	22.0	10.8	10.0	8.7
부채비율	212.1	181.1	155.8	136.9
순차입금	5,096	4,542	2,671	1,315

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

