



## BUY(Maintain)

목표주가: 41,000원

주가(11/14): 30,700원

시가총액: 29,117억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (11/14)	2,526.64p	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	38,750원	24,491원
등락률	-21.03%	24.94%
수익률	절대	상대
1M	1.7%	-0.6%
6M	-5.1%	-14.3%
1Y	12.4%	-11.8%

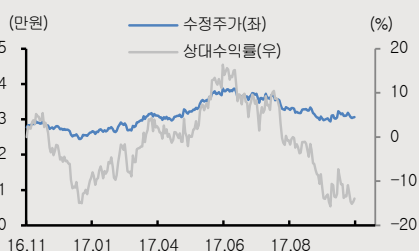
## Company Data

발행주식수	95,955천주
일평균 거래량(3M)	524천주
외국인 지분율	16.34%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	20,168원
주요 주주	한진칼 외 9인
	33.40%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	117,319	120,683	122,758	130,380
보고영업이익	11,208	9,867	9,406	10,532
핵심영업이익	11,208	9,867	9,406	10,532
EBITDA	28,723	27,318	26,800	27,876
세전이익	-7,174	6,984	3,309	4,337
순이익	-5,568	5,082	2,508	3,288
자배주주지분순이익	-5,649	4,946	2,354	3,086
EPS(원)	-7,530	5,530	2,605	3,414
증감률(%YoY)	N/A	N/A	-52.9	31.1
PER(배)	-3.4	4.6	9.9	7.5
PBR(배)	1.0	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	5.3	5.5	5.4	5.0
보고영업이익률(%)	9.6	8.2	7.7	8.1
핵심영업이익률(%)	9.6	8.2	7.7	8.1
ROE(%)	-25.5	26.6	12.1	13.9
순부채비율(%)	707.9	669.0	564.8	465.2

## Price Trend



## 대한항공 (003490)

## 3Q의 아쉬움을 4Q에 일부 만회



3Q 대한항공은 다소 아쉬운 영업이익을 발표했습니다. 미국 호텔 부문 적자는 당분간 계속되며 대한항공의 연간 이익 전망치를 하향 시킬 것으로 전망됩니다. 그러나 화물 물량 성장이 이어지고 있고, 지연된 추석 효과도 기대됩니다. 여기에 진에어 상장과 내년 2Q 이후 중국 노선 수요 회복도 예상되고 있어 유가 상승에 따른 최근의 하락은 과도하다고 판단합니다.

## &gt;&gt;&gt; 3Q 영업이익 3,555억원, 호텔 부문 적자 발생

지난 3Q 대한항공은 IFRS 연결 기준 매출액 3조2,139억원(YoY 기준 +3.1%), 영업이익 3,555억원(-22.7%), 당기순이익 616억원(-89.9%)을 기록했음. 매출은 추석 효과가 10월에 있었고, 사드와 북핵 이슈 등으로 입국 수요가 둔화됨에 따라 환승객을 적극 유치한 영향으로 운임 하락이 나타났지만 지난 해 말부터 시작된 화물 부문 강세 효과로 성장이 이어졌음. 그러나 영업이익은 국제 여객 운임 하락과 6월 말 영업을 시작한 미국 호텔 부문의 초기 비용이 발생함에 따라 시장 예상치를 하회했음. 영업외로는 대규모 환산 이익이 발생했던 전년 동기과 달리 966억원 적자가 발생함에 따라 순이익도 크게 감소했음.

## &gt;&gt;&gt; 국제 유가 상승, 아직은 운임으로 전가 가능한 상황

국제 유가가 상승하고 있음. WTI 기준 국제 유가는 배럴 당 56.7달러로 YoY 기준 30.7%나 상승했고, 이에 따라 유류할증료가 부과되고 있음. 대한항공의 11월 왕복 기준 유류할증료는 일본 9,600원, 태국 16,800원, 미국 동부 38,400원 수준임. 향후 유류할증료는 4달러 상승할 때마다 거리별로 7,200원, 12,000원, 21,600원 가량이 추가될 예정이며 유류할증료로 모든 비용 증가분을 해소할 수 없기 때문에 운임 인상 가능성도 있음. 아직은 유류할증료가 해외 여행을 포기하고 다른 레저 수단을 찾게 만드는 수준이 아니고, 수요도 경기와 함께 성장을 이어가고 있어 현수준에서는 수요에 부담을 주지는 않겠지만 20% 이상 추가 상승한다면 운임 인상이 수요에 부담이 될 수도 있을 것으로 판단함.

## &gt;&gt;&gt; 화물 강세 지속과 진에어 상장, 그리고 중국 노선 개선

대한항공은 29대의 화물기를 운영하고 있고, 대형기가 늘어나면서 화물 수송공간도 늘어나고 있어 지난 해 말부터 이어지는 물동량 증가의 최대 수혜가 나타나고 있고, 추석 효과도 4분기에 반영되며 3분기의 부진을 만회할 전망이다. 또한 대한항공은 중국인 단체 여행객 탑승 비중은 높지 않았지만 중국 노선 수요 정상화는 일본과 동남아 노선 공급 조절 효과로도 연결되며 내년 2분기부터 L/F와 Yield 상승도 기대됨. 여기에 진에어 상장으로 한진칼의 재무구조가 개선되는 점도 대한항공의 호재가 될 것임. 따라서 호텔 부문 손실과 국제 유가 상승을 반영해 목표주가는 '41,000원'으로 하향 조정하지만 델타항공과의 JV로 장거리 노선의 경쟁력이 강화되고 있어 투자조건 'BUY'는 유지함.

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	115,448	117,319	120,683	122,758	130,380
매출원가	95,174	94,352	98,448	100,608	106,319
매출총이익	20,274	22,966	22,234	22,150	24,061
판매비및일반관리비	11,443	11,758	12,367	12,744	13,530
영업이익(보고)	8,831	11,208	9,867	9,406	10,532
영업이익(핵심)	8,831	11,208	9,867	9,406	10,532
영업외손익	-13,695	-18,382	-2,883	-6,097	-6,195
이자수익	400	288	229	200	209
배당금수익	43	39	46	0	0
외환이익	3,603	4,717	10,403	0	0
이자비용	3,707	4,068	4,392	4,578	4,578
외환손실	9,732	7,448	6,460	0	0
관계기업지분법손익	175	-1,123	13	0	0
투자및기타자산처분손익	-1,715	-2,123	-1,169	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1,760	-1,490	-21	0	0
기타	-1,002	-7,175	-1,532	-1,719	-1,825
법인세차감전이익	-4,864	-7,174	6,984	3,309	4,337
법인세비용	-855	-1,606	1,902	801	1,050
유효법인세율 (%)	17.6%	22.4%	27.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	-5,630	-5,568	5,082	2,508	3,288
지배주주지분순이익(억원)	-5,650	-5,649	4,946	2,354	3,086
EBITDA	25,340	28,723	27,318	26,800	27,876
현금순이익(Cash Earnings)	10,880	11,947	22,533	19,902	20,632
수정당기순이익	-2,766	-2,765	5,984	2,508	3,288
증감율(% YoY)					
매출액	-3.1	1.6	2.9	1.7	6.2
영업이익(보고)	123.4	26.9	-12.0	-4.7	12.0
영업이익(핵심)	123.4	26.9	-12.0	-4.7	12.0
EBITDA	27.4	13.4	-4.9	-1.9	4.0
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	-52.4	31.1
EPS	N/A	N/A	N/A	-52.9	31.1
수정순이익	N/A	N/A	N/A	-58.1	31.1

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	27,280	28,063	15,879	19,613	19,892
당기순이익	-5,630	-5,568	5,082	2,508	3,288
감가상각비	16,109	16,983	16,983	16,983	16,983
무형자산상각비	400	533	468	412	362
외환손익	4,946	2,176	-3,943	0	0
자산처분손익	1,781	2,415	1,169	0	0
지분법손익	-175	1,123	-13	0	0
영업활동자산부채 증감	524	-972	-3,367	-244	-740
기타	9,325	11,375	-500	-46	0
투자활동현금흐름	4,187	-8,735	-14,634	-13,287	-14,054
투자자산의 처분	18,842	-1,040	-147	-91	-333
유형자산의 처분	3,183	2,719	0	0	0
유형자산의 취득	-17,427	-11,451	-13,000	-13,000	-13,000
무형자산의 처분	3	12	0	0	0
기타	-413	1,025	-1,487	-196	-721
재무활동현금흐름	-29,966	-18,293	1,449	-285	578
단기차입금의 증가	-48,856	-39,337	0	0	0
장기차입금의 증가	8,566	11,396	0	0	0
자본의 증가	4,942	35	0	0	0
배당금지급	-141	-233	0	0	0
기타	5,523	9,846	1,449	-285	578
현금및현금성자산의순증가	1,709	1,224	2,694	6,041	6,416
기초현금및현금성자산	7,966	9,675	10,899	13,593	19,634
기말현금및현금성자산	9,675	10,899	13,593	19,634	26,050
Gross Cash Flow	26,756	29,035	19,246	19,856	20,632
Op Free Cash Flow	6,887	13,803	8,563	11,280	11,588

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	32,891	33,280	35,117	44,343	52,294
현금및현금성자산	9,675	10,899	13,593	19,634	26,050
유동금융자산	3,396	1,958	2,014	2,049	2,176
매출채권및유동채권	14,378	14,627	15,047	16,368	17,384
재고자산	4,906	5,647	4,310	6,138	6,519
기타유동비금융자산	536	148	153	155	165
비유동자산	208,912	206,285	202,460	198,466	195,422
장기매출채권및기타비유동채권	6,581	5,743	5,907	6,009	6,382
투자자산	11,442	6,655	6,797	6,899	7,105
유형자산	178,507	178,733	174,750	170,768	166,785
무형자산	2,947	4,050	3,582	3,170	2,809
기타비유동자산	9,435	11,105	11,423	11,620	12,341
자산총계	241,804	239,565	237,577	242,809	247,716
유동부채	84,504	91,311	86,672	90,051	90,600
매입채무및기타유동채무	23,627	24,426	19,784	23,162	23,706
단기차입금	8,694	11,680	11,680	11,680	11,680
유동성장기차입금	51,617	55,122	55,122	55,122	55,122
기타유동부채	565	83	86	87	92
비유동부채	132,309	129,511	131,483	130,828	131,898
장기매입채무및비유동채무	12,755	18,260	18,784	18,414	18,905
사채및장기차입금	89,569	78,736	78,736	78,736	78,736
기타비유동부채	29,985	32,515	33,964	33,679	34,257
부채총계	216,813	220,822	218,155	220,879	222,498
자본금	3,698	3,698	4,798	4,798	4,798
주식발행초과금	6,029	6,029	6,029	6,029	6,029
이익잉여금	7,943	-1,929	3,018	5,372	8,457
기타자본	698	4,305	4,305	4,305	4,305
지배주주지분자본총계	23,871	17,607	18,149	20,504	23,589
비지배주주지분자본총계	1,119	1,137	1,272	1,426	1,628
자본총계	24,990	18,744	19,422	21,930	25,218
순차입금	136,810	132,681	129,931	123,856	117,312
총차입금	149,880	145,538	145,538	145,538	145,538

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-7,864	-7,530	5,530	2,605	3,414
BPS	33,637	25,228	20,168	22,773	26,186
주당EBITDA	35,398	38,841	29,726	27,830	28,947
CFPS	15,198	16,155	24,519	20,667	21,425
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-3.3	-3.4	4.6	9.9	7.5
PBR	0.8	1.0	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.2	5.3	5.5	5.4	5.0
PCFR	1.7	1.6	1.0	1.2	1.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.6	9.6	8.2	7.7	8.1
영업이익률(핵심)	7.6	9.6	8.2	7.7	8.1
EBITDA margin	21.9	24.5	22.6	21.8	21.4
순이익률	-4.9	-4.7	4.2	2.0	2.5
자기자본이익률(ROE)	-24.0	-25.5	26.6	12.1	13.9
투자자본이익률(ROIC)	4.3	5.2	4.5	4.4	5.0
안정성(%)					
부채비율	867.6	1,178.1	1,123.2	1,007.2	882.3
순차입금비율	547.5	707.9	669.0	564.8	465.2
이자보상배율(배)	2.4	2.8	2.2	2.1	2.3
활동성(배)					
매출채권회전율	8.1	8.1	8.1	7.8	7.7
재고자산회전율	25.1	22.2	24.2	23.5	20.6
매입채무회전율	5.4	4.9	5.5	5.7	5.6

## Compliance Notice

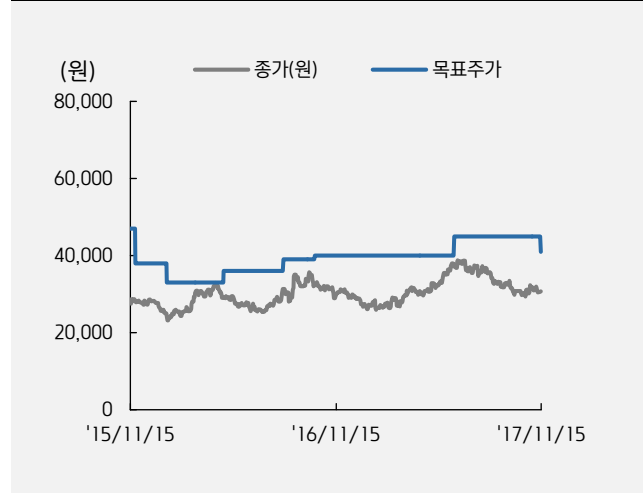
- 당사는 11월 14일 현재 '대한항공' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대한항공 (003490)	2015-11-24	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-32.35	-29.37
	2016-01-19	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-30.64	-26.64
	2016-02-03	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-19.90	-6.27
	2016-04-29	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-26.08	-22.96
	2016-06-03	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-28.96	-22.96
	2016-07-18	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-28.04	-18.26
	2016-08-16	BUY(Maintain)	39,000원	6개월	-21.86	-14.06
	2016-10-11	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-25.11	-22.32
	2016-10-26	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-29.60	-20.63
	2017-05-12	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-29.60	-20.63
	2017-06-14	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-17.97	-13.89
	2017-08-11	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-21.23	-13.89
	2017-09-19	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-24.97	-13.89
	2017-11-15	BUY(Maintain)	41,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%