

2017. 11. 15



▲ 운송/철강

Analysts 최치현

02-6098-6669

chihyun.choi@meritz.co.kr

Buy

적정주가 39,000 원

현재주가 (11.14) 30,700 원

상승여력 27.0%

KOSPI 2,526.64pt

시가총액 29,117억원

발행주식수 9,484만주

유동주식비율 62.48%

외국인비중 16.50%

52주 최고/최저가 38,750원/24,491원

평균거래대금 163.9억원

주요주주(%)

한진칼 외 9 인 33.35

국민연금 10.15

주가상승률(%)

1개월 2.0 6개월 -4.8 12개월 10.7

절대주가 -0.1 -13.9 -13.5

주가그래프



대한항공 003490

본업의 선방에도 아쉬운 자회사 실적

- ✓ 별도 매출액 3.13 조원(+2.3% YoY), 영업이익 3,788 억원(-5.0% YoY)으로 선방
- ✓ 여객 매출액이 3.3% 감소했으나 화물 부문 매출액이 20.3% 증가하며 상쇄
- ✓ 호텔 부문 351 억원의 영업손실 발생해 연결 영업이익 3,555 억원(-22.7% YoY)
- ✓ 4분기 추석 효과와 화물 성수기로 본업 호조를 예상, 호텔 부문 손실 축소가 관건
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가는 39,000 원으로 하향: 유가 상승과 자회사 손실 반영

별도 매출액 3.13 조원(+2.3% YoY), 영업이익 3,788 억원(-5.0% YoY)

3 분기 별도 기준 매출액은 3.13 조원(+2.3% YoY), 영업이익 3,788 억원(-5.0% YoY)을 기록했다. 여객 부문의 매출액이 3.3% 감소했음에도 화물 부문 매출액이 20.3% 증가하며 이를 상쇄했다. 화물 부문은 수송실적(FTK)과 운임(Yield)이 전년 대비 각 7.5%와 11.9% 증가했다. 4 분기 여객 부문의 추석 효과 반영과 항공화물의 성수기로 별도 매출액 3.06 조원(+6.7% YoY), 영업이익 1,985 억원(OPM 6.5%)의 호실적을 기대한다.

연결 영업이익 3,555 억원(-22.7% YoY)로 시장 기대치 하회

연결 기준 영업이익은 3,555 억원(-22.7% YoY)을 기록하며 시장 기대치를 19.4% 하회했다. 6 월 개관한 LA 의 '월서 그랜드 호텔'의 운영 초기 고정비 부담이 증가, 호텔 및 리무진 부문의 영업손실 351 억원이 발생했기 때문이다. 손실 축소를 위해서는 오피스 공실을 해소 및 객실 사업의 안정화 확인이 필요하다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 39,000 원으로 4.9% 하향 조정

투자의견은 Buy 를 유지하나 적정주가를 39,000 원으로 4.9% 하향 조정한다. 유가 상승으로 2018 년 연평균 항공유가를 배럴당 70 달러에서 75 달러로 상향 조정했고, 호텔 및 리무진 부문의 추가 손실을 반영했다. 현 주가는 2018 년 예상 조정 BPS(신종자본증권 제외) 기준 PBR 1.2 배 수준으로 원화 약세와 한진해운 Risk 가 붙어졌던 2015~2016 년 Multiple 의 하단 수준이다. 항공화물 호조와 2018 년 이후 Delta Airlines 와의 J/V 로 여객 부문의 기대감이 높아짐을 감안하면 과거 2년의 하단에 머무를 이유는 없다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	11,544.8	883.1	-565.0	-7,565	-18.9	30,304	-3.4	0.9	6.7	-25.2	867.6
2016	11,731.9	1,120.8	-564.9	-7,274	-4.9	22,352	-3.5	1.2	6.0	-27.2	1,178.1
2017E	12,113.5	949.5	711.6	7,855	-210.7	30,535	4.0	1.0	6.2	30.3	707.8
2018E	12,476.8	872.6	435.8	4,595	-41.5	35,077	6.8	0.9	6.1	13.8	601.1
2019E	12,690.7	1,104.9	565.0	5,957	29.6	40,965	5.2	0.8	5.3	15.5	493.6

표1 대한항공의 3Q17 실적 Review

(십억원)	3Q17P	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	3,213.9	3,117.9	3.1	2,905.2	10.6	3,251.7	-1.2	3,156.2	1.8
영업이익	355.5	460.0	-22.7	172.8	105.7	440.9	-19.4	434.9	-18.3
세전이익	109.3	605.5	-82.0	-245.9	흑전	317.5	-65.6	324.5	-66.3
순이익	57.9	508.1	-88.6	-203.3	흑전	217.5	-73.4	276.4	-79.1
영업이익률(%)	11.1	14.8		5.9		13.6	-2.5%p	13.8	-2.7%p
순이익률(%)	1.8	16.3		-7.0		6.7	-4.9%p	8.8	-7.0%p

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 대한항공의 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액(연결)	2,867	2,818	3,118	2,929	2,866	2,905	3,214	3,128	11,545	11,732	12,113	12,477
(% YoY)	-0.1	1.1	4.9	0.5	-0.0	3.1	3.1	6.8	-1.2	1.6	3.3	3.0
부문별 매출액(별도)												
1) 국내선 여객	102	132	142	118	105	144	137	126	473	494	511	517
(% YoY)	7.7	4.8	6.5	-1.3	2.9	8.8	-3.6	6.9	-6.6	4.3	3.6	1.1
RPK (백만Km)	604	781	796	699	640	812	767	726	2,696	2,880	2,945	2,979
Yield (원/Km)	169.2	169.1	177.9	168.5	164.4	177.0	178.0	173.6	175.5	171.4	173.7	173.6
L/F (%)	72.3	80.7	79.8	77.0	75.3	80.0	77.7	78.4	73.6	77.7	77.9	78.1
2) 국제선 여객	1,616	1,530	1,846	1,480	1,574	1,554	1,787	1,643	6,200	6,472	6,557	6,762
(% YoY)	7.0	3.1	10.5	-3.6	-2.6	1.6	-3.2	11.0	-4.6	4.4	1.3	3.1
RPK (백만Km)	18,006	17,894	19,604	17,525	17,925	18,382	20,223	18,532	68,948	73,029	75,062	77,030
Yield (원/Km)	89.7	85.5	94.2	84.4	87.8	84.5	88.3	88.7	89.9	88.6	87.4	87.8
L/F (%)	77.1	78.1	80.9	78.2	80.3	79.4	81.1	80.2	77.1	78.6	80.3	80.6
3) 항공 화물	561	594	582	707	640	673	700	762	2,615	2,444	2,775	2,867
(% YoY)	-21.8	-4.7	-5.9	7.7	14.0	13.2	20.3	7.9	-8.7	-6.5	13.6	3.3
FTK (백만Km)	1,872	2,060	2,026	2,250	2,020	2,114	2,179	2,312	8,266	8,208	8,625	8,655
Yield (원/Km)	299.6	288.4	287.3	314.0	316.7	318.2	321.4	329.7	316.3	297.7	321.7	331.3
L/F (%)	74.8	76.7	75.6	81.8	78.2	77.9	78.0	84.5	77.9	77.3	79.7	81.2
영업이익(연결)	323	159	460	178	192	173	355	229.7	883	1,121	950	873
(% YoY)	70.2	흑전	58.9	-56.1	-40.8	8.5	-22.7	28.8	123.4	26.9	-15.3	-8.1
(영업이익률, %)	11.3	5.7	14.8	6.1	6.7	5.9	11.1	7.3	7.6	9.6	7.8	7.0
세전이익	-173	-289	606	-860	719	-246	109	339	-579	-717	922	564
(% YoY)	적지	적지	흑전	적전	흑전	적지	-82.0	흑전	적지	적지	흑전	-38.8
당기순이익(지배)	-178	-253	508	-643	558	-203	58	299	-565	-565	712	436
(% YoY)	적지	적지	흑전	적전	흑전	적지	-88.6	흑전	적지	적지	흑전	-38.8
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,201	1,163	1,120	1,158	1,153	1,130	1,133	1,110	1,131	1,161	1,131	1,083
원/달러 환율(기말)	1,144	1,152	1,101	1,208	1,118	1,144	1,145	1,100	1,172	1,208	1,100	1,070
항공유(달러/배럴)	43.0	50.8	56.1	58.3	65.6	62.4	60.1	70.7	68.1	52.2	64.7	75.0
(% YoY)	-40.2	-31.0	-16.8	-1.8	52.6	22.9	7.0	21.4	-41.6	-23.4	24.1	15.9

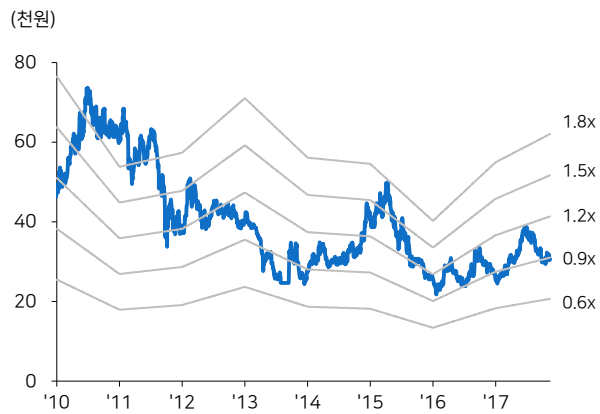
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 대한항공의 적정주가 산정 Table – 적정주가 39,000원

(%, 원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
COE (%)	7.9	9.1	7.5	8.8	8.9
Risk Free Rate	2.5	1.8	1.5	1.7	1.9
Risk Premium	6.5	6.5	6.0	6.0	6.0
ROE (%)	-26.8	-25.2	-27.2	30.3	13.8
BPS (원)	31,170	30,304	22,352	30,535	35,077
신종자본증권(십억원)	209	550	550	884	884
주식수(백만주)	60	74	74	96	95.96
주당 신종자본증권 차감액(원)	3,493	7,443	7,443	9,211	9,211
Adj. BPS (원)	27,677	22,861	14,909	21,324	25,866
적정 PBR (배)				1.8	1.5
적정주가 (원)					39,000

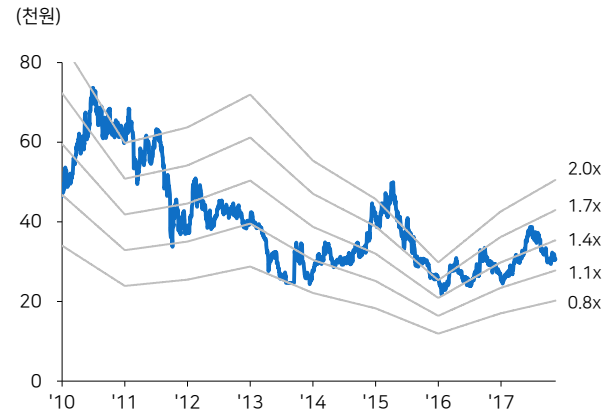
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 대한항공의 12개월 선행 PBR Band (BPS 기준)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대한항공의 12개월 선행 PBR Band (조정 BPS 기준)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

대한항공 (003490)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,544.8	11,731.9	12,113.5	12,476.8	12,690.7
매출액증가율 (%)	-3.1	1.6	3.3	3.0	1.7
매출원가	9,517.4	9,435.2	9,949.9	10,353.7	10,313.9
매출총이익	2,027.4	2,296.6	2,163.6	2,123.0	2,376.8
판매관리비	1,144.4	1,175.8	1,214.1	1,250.5	1,271.9
영업이익	883.1	1,120.8	949.5	872.6	1,104.9
영업이익률	7.6	9.6	7.8	7.0	8.7
금융손익	-459.7	-507.2	-398.5	-421.5	-389.8
종속/관계기업손익	17.5	-112.3	15.0	16.5	18.2
기타영업외손익	-927.2	-1,218.7	355.6	96.9	-1.5
세전계속사업이익	-486.4	-717.4	921.6	564.4	731.7
법인세비용	-85.5	-160.6	202.7	124.2	161.0
당기순이익	-563.0	-556.8	718.8	440.2	570.7
지배주주지분 손이익	-565.0	-564.9	711.6	435.8	565.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	2,728.0	2,806.3	2,773.1	2,727.3	2,791.6
당기순이익(손실)	-563.0	-556.8	718.8	440.2	570.7
유형자산상각비	1,611.0	1,698.3	1,788.4	1,755.1	1,675.9
무형자산상각비	40.0	53.3	70.0	57.4	47.0
운전자본의 증감	52.4	-97.2	120.9	115.1	67.8
투자활동 현금흐름	418.7	-873.5	-1,960.1	-1,415.8	-1,057.0
유형자산의증가(CAPEX)	-1,742.7	-1,145.1	-2,290.3	-1,488.7	-1,042.1
투자자산의감소(증가)	-124.0	406.1	-20.2	-19.2	-11.3
재무활동 현금흐름	-2,996.6	-1,829.3	-647.9	-1,244.9	-1,473.0
차입금의 증감	-299.0	86.8	-674.0	-787.2	-1,042.8
자본의 증가	498.8	0.0	457.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	170.9	122.5	165.0	66.6	261.6
기초현금	796.6	967.5	1,089.9	1,254.9	1,321.5
기말현금	967.5	1,089.9	1,254.9	1,321.5	1,583.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,289.1	3,328.0	3,565.8	3,701.7	4,004.1
현금및현금성자산	967.5	1,089.9	1,254.9	1,321.5	1,583.1
매출채권	571.1	607.1	626.9	645.7	656.7
재고자산	490.7	564.7	583.1	600.6	610.9
비유동자산	20,891.2	20,628.6	21,080.6	20,776.0	20,106.5
유형자산	17,850.7	17,873.3	18,375.2	18,108.7	17,474.9
무형자산	294.7	405.0	335.0	277.6	230.6
투자자산	1,139.0	620.6	640.8	660.0	671.4
자산총계	24,180.4	23,956.5	24,646.4	24,477.7	24,110.6
유동부채	8,450.4	9,131.1	8,456.1	8,094.5	7,463.9
매입채무	123.8	113.9	117.6	121.1	123.2
단기차입금	869.4	1,168.0	584.0	350.4	210.2
유동성장기부채	5,160.6	5,175.2	5,071.6	4,921.5	4,429.4
비유동부채	13,230.9	12,951.1	13,139.4	12,892.1	12,584.9
사채	693.0	83.2	33.2	16.6	8.3
장기차입금	1,108.5	1,016.1	1,050.3	973.0	911.0
부채총계	21,681.3	22,082.2	21,595.5	20,986.6	20,048.8
자본금	369.8	369.8	479.8	479.8	479.8
자본잉여금	602.9	602.9	950.5	950.5	950.5
기타포괄이익누계액	405.3	385.4	385.4	385.4	385.4
이익잉여금	794.3	-192.9	518.8	954.6	1,519.6
비지배주주지분	111.9	113.7	120.9	125.3	131.0
자본총계	2,499.0	1,874.4	3,050.9	3,491.1	4,061.8

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	154,574	151,064	133,705	131,550	133,805
EPS(지배주주)	-7,565	-7,274	7,855	4,595	5,957
CFPS	35,281	37,243	31,091	28,417	29,937
EBITDAPS	33,928	36,985	30,993	28,310	29,815
BPS	30,304	22,352	30,535	35,077	40,965
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-3.4	-3.5	4.0	6.8	5.2
PCR	0.7	0.7	1.0	1.1	1.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.9	1.2	1.0	0.9	0.8
EBITDA	2,534.0	2,872.3	2,808.0	2,685.0	2,827.8
EV/EBITDA	6.7	6.0	6.2	6.1	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-25.2	-27.2	30.3	13.8	15.5
EBITDA 이익률	21.9	24.5	23.2	21.5	22.3
부채비율	867.6	1,178.1	707.8	601.1	493.6
금융비용부담률	3.2	3.5	3.6	3.7	3.4
이자보상배율(x)	2.4	2.8	2.2	1.9	2.6
매출채권회전율(x)	19.6	19.9	19.6	19.6	19.5
재고자산회전율(x)	25.1	22.2	21.1	21.1	21.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최치현)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

대한항공 (003490) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.17	기업브리프	Buy	40,000	김승철	-29.6	-28.4	
2015.12.04	산업분석	Buy	40,000	김승철	-32.4	-28.4	
2016.01.26	기업브리프	Buy	35,000	김승철	-28.9	-26.4	
2016.02.03	기업브리프	Buy	35,000	김승철	-28.0	-25.9	
2016.02.11	산업브리프	Buy	35,000	김승철	-26.0	-16.3	
2016.03.09	산업브리프	Buy	35,000	김승철	-20.3	-11.1	
2016.04.08	산업브리프	Buy	35,000	김승철	-18.5	-6.0	
2016.04.25	기업브리프	Buy	35,000	김승철	-18.2	-6.0	
2016.05.17	기업브리프	Hold	30,000	김승철	-3.7	18.8	
2016.10.05	산업브리프	Hold	35,000	김승철	-13.2	-5.6	
2017.01.06	기업브리프	Hold	23,000	김승철	28.7	46.8	
2017.04.05	산업브리프	Hold	25,500	김승철	26.4	42.5	
2017.06.07	산업분석	Hold	29,500	김승철	17.2	31.4	
담당자 변경							
2017.10.25	산업분석	Buy	41,000	최치현	-24.1	-21.2	
2017.11.15	기업브리프	Buy	39,000	최치현	-	-	