

2017/11/15

# 대한항공 (003490)

## 화물은 날았지만 여객이 부진했다

### ■ 3Q17 Review: 화물은 날았지만 여객이 부진했다

동사의 3Q17 실적은 매출액 32,139억원(YoY +3.1%), 영업이익 3,555억원(YoY -22.7%)을 기록하며 시장 기대치를 하회했다. 항공화물사업부문의 선전에도 항공여객사업부문이 부진했고 LA 호텔 신규 개관으로 비용이 증가했기 때문이다.

**항공여객사업부문**은 수요(RPK)가 YoY 2.9% 성장했으나 원화기준 일드가 YoY 6.0% 하락하면서 부진한 실적을 시현한 것으로 추정한다. 일드 하락은 1)지정학적 리스크 증가로 인바운드 수요 감소, 2)사드 제재 영향으로 중국 노선의 부진 지속, 3)추석 성수기 지연으로 수요가 분산한 것에 기인한다. **항공화물사업부문**은 경기회복으로 항공 물동량(FTK)이 YoY +7.6% 성장했고 원화기준 일드가 YoY +13.4% 증가하면서 고무적인 실적을 기록했다. **항공우주사업부문**은 매출 2,079억원, 영업이익 66억원으로 QoQ 개선되었다. 다만 품질 강화를 위한 절차가 강화되면서 과거 영업이익률을 회복하기까지는 시간이 필요할 것으로 예상된다. **호텔/리무진사업부문**은 미국 LA 월서그랜드센터가 지난 6월 개관하면서 약 351억원의 적자를 기록했다. 적자는 초기 오픈 비용과 낮은 객실 가동률에 기인한다.

**영업비용**에서는 국제유가(브렌트유)가 3Q17 평균 \$52.2/bbl로 YoY +11.0% 상승하면서 유류비용이 6,540억원으로 YoY 12.3% 증가했다. **법인세**는 유니컨버스합병으로 일시적으로 증가했으나 4Q17부터는 정상화 될 것으로 예상된다.

### ■ 4분기는 지연된 추석 성수기 효과 기대

4Q17은 추석 성수기 효과가 지연되면서 영업이익이 YoY 증가할 것으로 예상한다. 또한, 한-중 관계 회복으로 2018년 중국 노선이 정상화 된다면 동사의 여객사업부문 실적 정상화에 기여할 것이다. 다만, 최근 유가 상승으로 유류비가 증가하는 점과 호텔사업 정상화(2018년 하반기 예상)까지 시간이 소요된다는 점은 리스크 요인이다. 이에 따라 동사에 대한 투자의견 Buy는 유지하지만 목표주가를 36,000원으로 하향 조정한다. 목표주가 36,000원은 2018년 예상 BPS 29,736원에 글로벌 경쟁사의 2018년 예상 평균 PBR 1.2배를 적용해 산출하였다.

운송/정유/화학 하준영

(2122-9213) jyha@hi-ib.com

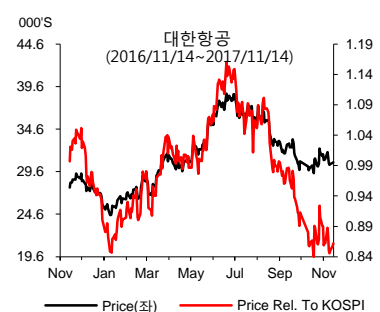
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	36,000원
종가 (2017/11/14)	30,700원

#### Stock Indicator

자본금	370십억원
발행주식수	9,596만주
시가총액	2,928십억원
외국인지분율	16.5%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	4,239원
BPS(2017E)	27,201원
ROE(2017E)	18.6%
52주 주가	24,491~38,750원
60일평균거래량	515,435주
60일평균거래대금	16.4십억원

#### Price Trend

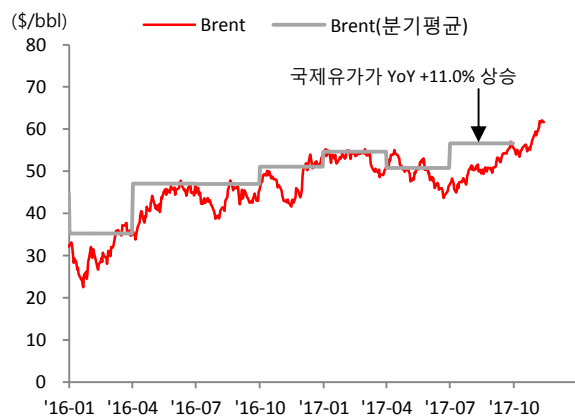


&lt;표 1&gt; 대한항공 3Q17 Review

	3Q16	2Q17	3Q17	증감률		컨센서스	
				YoY	QoQ	3Q17	대비
매출액	31,179	29,052	32,139	3.1%	10.6%	32,206	-0.2%
영업이익	4,600	1,728	3,555	-22.7%	105.7%	4,343	-18.1%

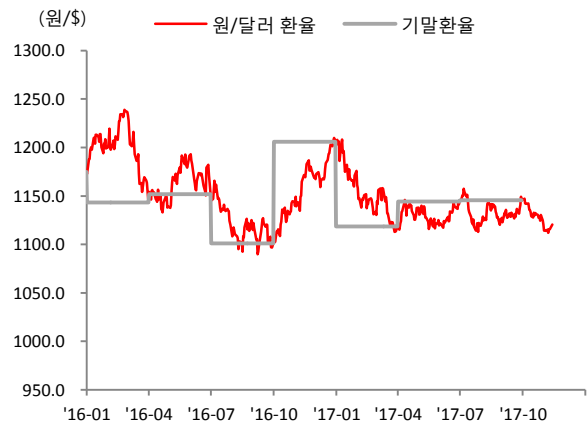
자료: Quantiwise, 하이투자증권

&lt;그림 1&gt; 국제 유가 추이



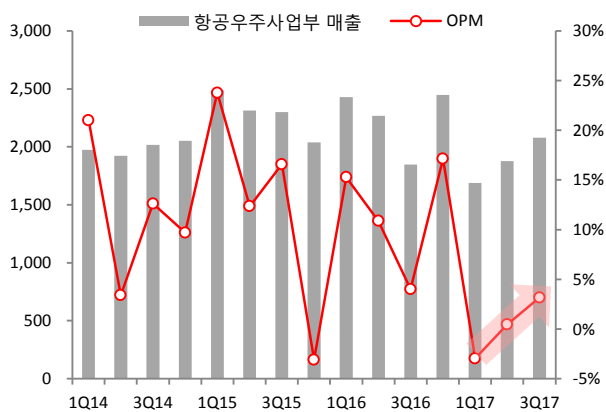
자료: Bloomberg, 하이투자증권

&lt;그림 2&gt; 원/달러 환율 추이



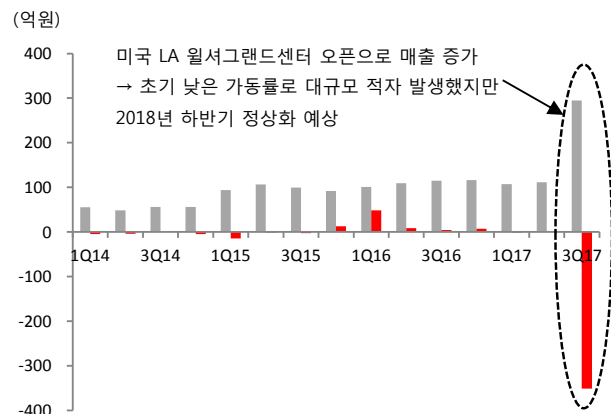
자료: Bloomberg, 하이투자증권

&lt;그림 3&gt; 대한항공 항공우주사업부 실적 추이: 항공우주 사업부는 정상화 진행 중



자료: 대한항공, 하이투자증권

&lt;그림 4&gt; 대한항공 호텔/리무진사업부 실적 추이



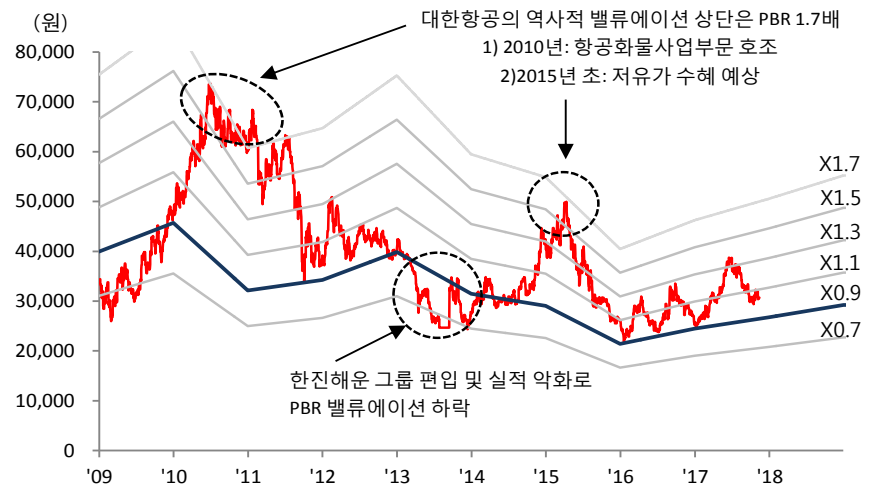
자료: 대한항공, 하이투자증권

&lt;표 2&gt; 대한항공 실적추이 및 전망

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액(억원)	28,670	28,177	31,179	29,293	28,660	29,052	32,139	30,788	117,319	120,639	124,153
YoY(%)	-0.1%	1.1%	4.9%	0.6%	0.0%	3.1%	3.1%	5.1%	1.6%	2.8%	2.9%
여객 매출액(억원)	17,181	16,621	19,878	15,977	16,791	16,975	19,230	16,808	69,657	69,805	72,197
YoY(%)	7.1%	3.2%	10.2%	-3.5%	-2.3%	2.1%	-3.3%	5.2%	4.4%	0.2%	3.4%
ASK(백만)	24,202	23,890	25,240	23,322	23,185	24,157	25,923	23,672	96,654	96,937	98,372
YoY(%)	6.9%	3.5%	6.0%	-1.3%	-4.2%	1.1%	2.7%	1.5%	3.8%	0.3%	1.5%
RPK(백만)	18,610	18,675	20,399	18,224	18,565	19,194	20,990	19,027	75,908	77,776	79,915
YoY(%)	8.1%	6.1%	8.4%	1.2%	-0.2%	2.8%	2.9%	4.4%	6.0%	2.5%	2.8%
L/F(%)	76.9%	78.2%	80.8%	78.1%	80.1%	79.5%	81.0%	80.4%	78.5%	80.2%	81.2%
YoY(%pt)	0.8%	1.9%	1.8%	1.9%	3.2%	1.3%	0.2%	2.2%	1.6%	1.7%	1.0%
Yield(원)	92.3	89.0	97.4	87.7	90.4	88.4	91.6	88.3	91.8	89.8	90.3
YoY(%)	-0.9%	-2.7%	1.7%	-4.6%	-2.0%	-0.6%	-6.0%	0.8%	-1.5%	-2.2%	0.7%
화물 매출액(억원)	5,609	5,942	5,821	7,065	6,397	6,726	7,004	8,015	24,437	28,142	28,560
YoY(%)	-21.8%	-4.7%	-5.9%	7.7%	14.0%	13.2%	20.3%	13.4%	-6.5%	15.2%	1.5%
AFTK(백만)	2,504	2,687	2,680	2,750	2,584	2,712	2,794	2,791	10,621	10,881	10,868
YoY(%)	-6.0%	0.7%	3.5%	2.2%	3.2%	0.9%	4.3%	1.5%	0.1%	2.5%	-0.1%
FTK(백만)	1,872	2,061	2,026	2,205	2,020	2,114	2,179	2,304	8,164	8,617	8,736
YoY(%)	-12.1%	-0.5%	2.7%	5.4%	7.9%	2.6%	7.6%	4.5%	-1.2%	5.6%	1.4%
L/F(%)	74.8%	76.7%	75.6%	80.2%	78.2%	77.9%	78.0%	82.6%	76.9%	79.2%	80.4%
YoY(%pt)	-5.2%	-0.9%	-0.6%	2.4%	3.4%	1.2%	2.4%	2.4%	-1.0%	2.3%	1.2%
Yield(원)	299.6	257.7	257.7	290.1	285.8	288.6	292.2	319.1	299.3	326.6	326.9
YoY(%)	-11.0%	-9.5%	-8.7%	2.4%	-4.6%	12.0%	13.4%	10.0%	-5.4%	9.1%	0.1%
영업비용(억원)	25,437	26,585	26,579	27,509	26,745	27,324	28,584	28,945	106,110	111,599	115,369
YoY(%)	-5.1%	-4.7%	-0.9%	-0.5%	5.1%	2.8%	7.5%	5.2%	-2.8%	5.2%	3.4%
연료유류비	4,719	5,325	5,822	5,891	6,313	6,134	6,540	6,816	21,758	25,802	27,965
YoY(%)	-39.9%	-29.0%	-20.1%	-10.7%	33.8%	15.2%	12.3%	15.7%	-25.6%	18.6%	8.4%
추정급유단가(\$/bbl)	47.5	54.4	59.3	61.0	67.6	63.7	63.6	70.5	55.6	66.4	73.1
YoY(%)	-46.4%	-34.9%	-21.2%	-10.7%	42.3%	17.1%	7.2%	15.6%	-29.6%	19.4%	10.2%
인건비	5,152	5,332	5,313	5,348	5,155	5,818	5,712	5,545	21,145	22,230	22,536
YoY(%)	2.6%	-1.2%	3.7%	-0.3%	0.1%	9.1%	7.5%	3.7%	1.1%	5.1%	1.4%
감가상각비	4,361	4,375	4,506	4,273	4,159	4,221	4,336	4,401	17,515	17,116	17,835
YoY(%)	8.5%	7.5%	8.5%	0.1%	-4.6%	-3.5%	-3.8%	3.0%	6.1%	-2.3%	4.2%
공항관련비	2,712	2,689	2,842	2,718	2,597	2,506	2,769	2,745	10,960	10,618	10,724
YoY(%)	12.5%	6.2%	7.2%	2.6%	1.0%	-6.8%	-2.6%	1.0%	7.0%	-3.1%	1.0%
판매수수료	715	767	752	801	761	786	836	841	2,980	3,035	3,224
YoY(%)	-3.6%	7.6%	-0.7%	4.2%	0.0%	2.5%	11.1%	5.0%	-2.0%	1.8%	6.2%
영업이익(억원)	3,233	1,592	4,600	1,784	1,915	1,728	3,555	1,843	11,208	9,041	8,784
YoY(%)	70.2%	흑전	58.9%	21.0%	-40.8%	8.6%	-22.7%	3.3%	79.6%	-19.3%	-2.8%
영업이익률	11.3%	5.6%	14.8%	6.1%	6.7%	5.9%	11.1%	6.0%	9.6%	7.5%	7.1%

자료: 하이투자증권

&lt;그림 5&gt; 대한항공 PBR 밴드



자료: Quantivise, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,328	3,253	3,316	3,355
현금 및 현금성자산	1,090	993	1,012	1,017
단기금융자산	196	200	204	206
매출채권	922	935	956	972
재고자산	565	567	584	596
비유동자산	20,629	21,110	21,043	20,906
유형자산	17,873	18,386	18,335	18,211
무형자산	405	364	340	321
자산총계	23,957	24,363	24,359	24,261
유동부채	9,131	6,723	6,349	6,285
매입채무	114	117	121	126
단기차입금	1,168	1,038	838	838
유동성장기부채	5,175	2,979	2,879	2,879
비유동부채	12,951	14,916	15,042	14,746
사채	83	379	138	24
장기차입금	9,562	11,440	11,807	11,624
부채총계	22,082	21,639	21,392	21,031
지배주주지분	1,761	2,610	2,853	3,116
자본금	370	480	480	480
자본잉여금	603	951	951	951
이익잉여금	-193	214	472	750
기타자본항목	596	596	596	596
비지배주주지분	114	114	114	114
자본총계	1,874	2,724	2,967	3,230

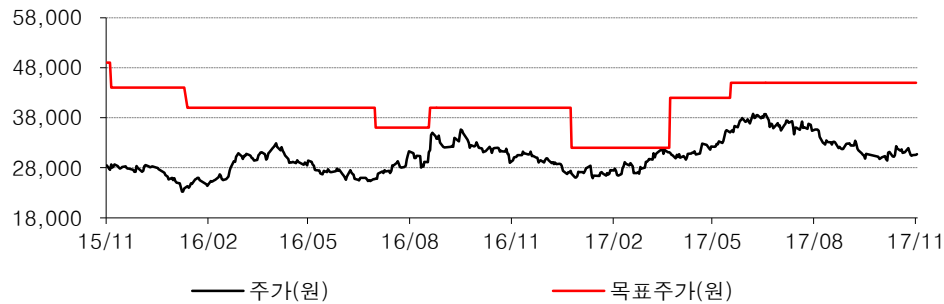
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,732	12,064	12,415	12,965
증가율(%)	1.6	2.8	2.9	4.4
매출원가	9,435	9,955	10,306	10,800
매출총이익	2,297	2,109	2,109	2,165
판매비와관리비	1,176	1,205	1,231	1,273
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,121	904	878	892
증가율(%)	26.9	-19.3	-2.8	1.5
영업이익률(%)	9.6	7.5	7.1	6.9
이자수익	29	27	29	29
이자비용	407	437	448	455
지분법이익(손실)	-112	10	7	7
기타영업외손익	-1,219	72	-110	-90
세전계속사업이익	-717	564	344	371
법인세비용	-161	158	86	93
세전계속이익률(%)	-6.1	4.7	2.8	2.9
당기순이익	-557	407	258	278
순이익률(%)	-4.7	3.4	2.1	2.1
지배주주귀속 순이익	-565	407	258	278
기타포괄이익	-58	-15	-15	-15
총포괄이익	-615	392	243	263
지배주주귀속총포괄이익	-624	392	243	263

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	2,806	2,417	2,516	2,542
당기순이익	-557	407	258	278
유형자산감가상각비	1,698	1,707	1,771	1,765
무형자산상각비	53	71	64	59
지분법관련손실(이익)	-112	10	7	7
투자활동 현금흐름	-874	-2,805	-2,315	-2,233
유형자산의 처분(취득)	-873	-2,220	-1,720	-1,640
무형자산의 처분(취득)	3	30	40	40
금융상품의 증감	-21	-93	23	7
재무활동 현금흐름	-1,829	248	656	837
단기금융부채의증감	649	-2,326	-300	-
장기금융부채의증감	2,174	126	-297	-387
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-23	-	-	-
현금및현금성자산의증감	122	-97	19	5
기초현금및현금성자산	967	1,090	993	1,012
기말현금및현금성자산	1,090	993	1,012	1,017

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	-7,171	4,239	2,692	2,896
BPS	22,352	27,201	29,736	32,475
CFPS	15,064	22,773	21,809	21,902
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		7.2	11.4	10.6
PBR	1.2	1.1	1.0	0.9
PCR	1.7	1.3	1.4	1.4
EV/EBITDA	5.8	6.6	6.4	6.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-27.2	18.6	9.5	9.3
EBITDA 이익률	24.5	22.2	21.8	20.9
부채비율	1,178.1	794.5	721.0	651.2
순부채비율	784.4	537.6	486.9	437.9
매출채권회전율(x)	12.9	13.0	13.1	13.4
재고자산회전율(x)	22.2	21.3	21.6	22.0

자료 : 대한항공, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(대한항공)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2015-11-17	Buy	44,000	6개월	-42.2%	-38.8%
2016-01-25	Buy	40,000	6개월	-34.3%	-22.7%
2016-07-13	Buy	36,000	6개월	-25.3%	-18.3%
2016-08-31	Buy	40,000	6개월	-26.7%	-16.2%
2017-01-06	Buy	32,000	6개월	-12.9%	-0.8%
2017-04-05	Buy	42,000	6개월	-24.4%	-15.5%
2017-05-30	Buy	45,000	6개월	-17.9%	-13.9%
2017-08-07	Buy	45,000	1년	-28.7%	-18.2%
2017-11-15	Buy	36,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 하준영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-