

대한항공(003490)

원화강세 및 델타와 JV 수혜 예상

■ 원화강세와 중국 노선 정상화로 항공여객 회복 예상

동사는 2018년 원화강세와 중국노선의 정상화로 항공여객사업부문 실적이 회복될 것으로 예상한다. 특히 고수익 노선인 중국 노선이 빠르게 정상화 된다면 2018년 하반기부터는 영업이익 개선폭이 크게 나타날 것이다. 또한, 항공화물사업부문의 경우 경기 회복으로 2017년보다 개선될 것으로 예상한다. 다만, 호텔사업부문의 적자가 상반기까지 발생하면서 2018년 상반기는 2017년 수준의 실적을 시현할 것으로 추정한다.

■ 델타와 JV 현실화 되면 미주노선 매출 증가할 것

델타항공과의 JV가 현실화되면 인천 제2여객터미널 개항과 맞물려 동사의 미주노선 매출 증가에 기여할 것이다. 특히, 미주와 연계된 아시아 환승노선 여객수 증가가 예상된다. 동사의 미주노선 매출 비중은 2012년 32.8%로 정점을 찍은 뒤 델타와의 JV가 2013년 해지되면서 2016년 28.6%까지 약 4.2%p하락했다.

■ 투자감소로 재무구조 개선효과 기대

2018년 동사의 CAPEX가 감소하면서 재무구조가 개선될 것으로 예상한다. 동사는 2011년 이후 대형기 교체 사이클을 거치면서 연간 약 2조원 이상의 CAPEX를 진행하였다. 이에 따라 부채비율이 증가하고 재무구조가 악화되었다. 하지만 대형기 교체 사이클이 종료된 2018년부터는 CAPEX가 크게 감소하면서 영업이익으로 차입금을 갚아나가는 재무구조 개선 효과가 발생할 것으로 예상된다.

운송/정유/화학 하준영
(2122-9213) jyha@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	40,000원
종가(2017/11/23)	32,600원

Stock Indicator

자본금	370십억원
발행주식수	9,596만주
시가총액	3,070십억원
외국인지분율	16.4%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	4,296원
BPS(2017E)	27,258원
ROE(2017E)	18.8%
52주 주가	24,491~38,750원
60일평균거래량	562,618주
60일평균거래대금	17.8십억원

Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	BPS (원)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	11,545	883	-565	-8,065		6.6	34,077	0.8	-23.7	867.6
2016	11,732	1,121	-565	-7,171		5.8	22,352	1.2	-27.2	1,178.1
2017E	12,095	911	412	4,296	7.5	6.6	27,258	1.2	18.8	792.9
2018E	12,569	978	517	5,386	6.0	6.1	32,486	1.0	18.0	655.9
2019E	13,083	1,014	377	3,926	8.2	5.9	36,255	0.9	11.4	577.1

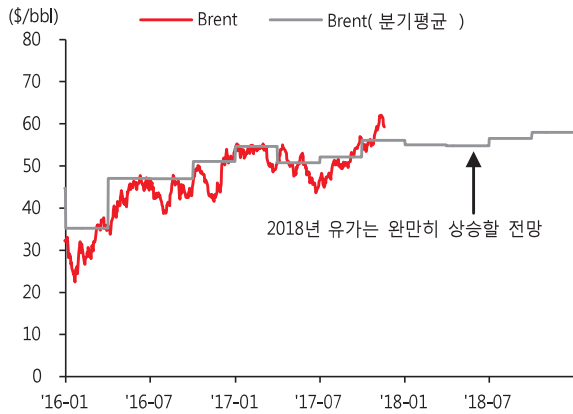
자료: 대한항공, 하이투자증권 리서치센터

〈표1〉 대한항공 실적추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
평균환율(원/\$)	1153.1	1130.3	1132.6	1130.0	1100.0	1100.0	1100.0	1100.0	1160.6	1130.0	1100.0
브렌트유(\$/bbl)	54.6	50.8	52.2	56.1	55.0	54.8	56.5	58.0	45.1	53.5	56.1
매출액(억원)	28,660	29,052	32,139	31,097	29,648	30,064	34,020	31,959	117,319	120,949	125,690
YoY(%)	0.0%	3.1%	3.1%	6.2%	3.4%	3.5%	5.9%	2.8%	1.6%	3.1%	3.9%
여객 매출액(억원)	16,791	16,975	19,230	16,808	17,070	17,530	20,888	17,486	69,657	69,805	72,973
YoY(%)	-2.3%	2.1%	-3.3%	5.2%	1.7%	3.3%	8.6%	4.0%	4.4%	0.2%	4.5%
ASK(백만)	23,185	24,157	25,923	23,672	23,529	24,514	26,307	24,022	96,654	96,937	98,372
YoY(%)	-4.2%	1.1%	2.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	3.8%	0.3%	1.5%
RPK(백만)	18,565	19,194	20,990	19,027	19,026	19,670	21,915	19,597	75,908	77,776	80,208
YoY(%)	-0.2%	2.8%	2.9%	4.4%	2.5%	2.5%	4.4%	3.0%	6.0%	2.5%	3.1%
L/F(%)	80.1%	79.5%	81.0%	80.4%	80.9%	80.2%	83.3%	81.6%	78.5%	80.2%	81.5%
YoY(%pt)	3.2%	1.3%	0.2%	2.2%	0.8%	0.8%	2.3%	1.2%	1.6%	1.7%	1.3%
Yield(원)	90.4	88.4	91.6	88.3	89.7	89.1	95.3	89.2	91.8	89.8	91.0
YoY(%)	-2.0%	-0.6%	-6.0%	0.8%	-0.8%	0.8%	4.0%	1.0%	-1.5%	-2.2%	1.4%
화물 매출액(억원)	6,397	6,726	7,004	8,126	6,483	6,750	7,115	8,289	24,437	28,253	28,637
YoY(%)	14.0%	13.2%	20.3%	15.0%	1.3%	0.4%	1.6%	2.0%	-6.5%	15.6%	1.4%
AFTK(백만)	2,584	2,712	2,794	2,791	2,571	2,712	2,794	2,791	10,621	10,881	10,868
YoY(%)	3.2%	0.9%	4.3%	1.5%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	-0.1%
FTK(백만)	2,020	2,114	2,179	2,315	2,040	2,135	2,201	2,350	8,164	8,628	8,726
YoY(%)	7.9%	2.6%	7.6%	5.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.5%	-1.2%	5.7%	1.1%
L/F(%)	78.2%	77.9%	78.0%	82.9%	79.4%	78.7%	78.8%	84.2%	76.9%	79.3%	80.3%
YoY(%pt)	3.4%	1.2%	2.4%	2.8%	1.2%	0.8%	0.8%	1.2%	-1.0%	2.4%	1.0%
Yield(원)	285.8	288.6	292.2	322.0	291.5	290.0	296.6	323.6	299.3	327.5	328.2
YoY(%)	-4.6%	12.0%	13.4%	11.0%	2.0%	0.5%	1.5%	0.5%	-5.4%	9.4%	0.2%
영업비용(억원)	26,745	27,324	28,584	29,182	27,732	28,443	29,956	29,780	106,110	111,836	115,910
YoY(%)	5.1%	2.8%	7.5%	6.1%	3.7%	4.1%	4.8%	2.0%	-2.8%	5.4%	3.6%
연료유류비	6,313	6,134	6,540	7,053	6,638	6,970	7,638	7,302	21,758	26,039	28,549
YoY(%)	33.8%	15.2%	12.3%	19.7%	5.2%	13.6%	16.8%	3.5%	-25.6%	19.7%	9.6%
추정급유단가(\$/bbl)	67.6	63.7	63.6	73.6	73.8	73.6	75.6	77.4	55.6	67.1	75.1
YoY(%)	42.3%	17.1%	7.2%	20.7%	9.2%	15.5%	18.9%	5.2%	-29.6%	20.8%	11.9%
인건비	5,155	5,818	5,712	5,545	5,333	5,760	5,807	5,636	21,145	22,230	22,536
YoY(%)	0.1%	9.1%	7.5%	3.7%	3.5%	-1.0%	1.7%	1.7%	1.1%	5.1%	1.4%
감가상각비	4,159	4,221	4,336	4,401	4,492	4,432	4,422	4,489	17,515	17,116	17,835
YoY(%)	-4.6%	-3.5%	-3.8%	3.0%	8.0%	5.0%	2.0%	2.0%	6.1%	-2.3%	4.2%
공항관련비	2,597	2,506	2,769	2,745	2,623	2,531	2,797	2,772	10,960	10,618	10,724
YoY(%)	1.0%	-6.8%	-2.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	7.0%	-3.1%	1.0%
판매수수료	761	786	836	841	769	794	844	850	2,980	3,035	3,224
YoY(%)	0.0%	2.5%	11.1%	5.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	-2.0%	1.8%	6.2%
영업이익(억원)	1,915	1,728	3,555	1,915	1,916	1,621	4,064	2,179	11,208	9,113	9,780
YoY(%)	-40.8%	8.6%	-22.7%	7.4%	0.1%	-6.2%	14.3%	13.8%	79.6%	-18.7%	7.3%
영업이익률	6.7%	5.9%	11.1%	6.2%	6.5%	5.4%	11.9%	6.8%	9.6%	7.5%	7.8%

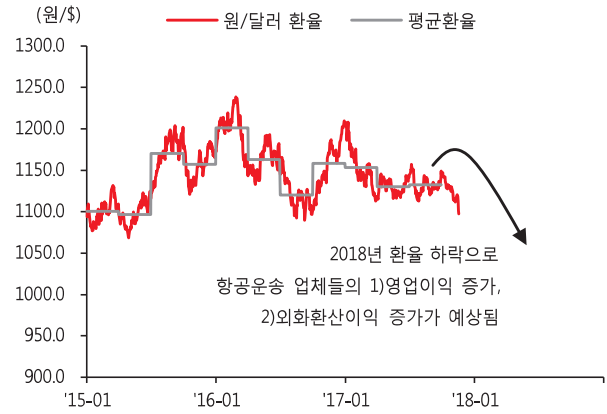
자료: 하이투자증권

〈그림1〉 국제 유가 추이



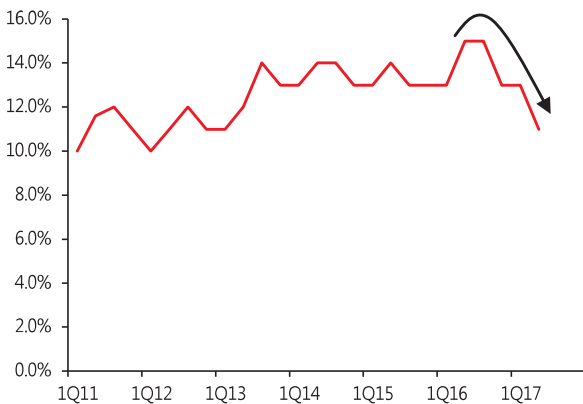
자료: Bloomberg, 하이투자증권

〈그림2〉 원/달러 환율 추이



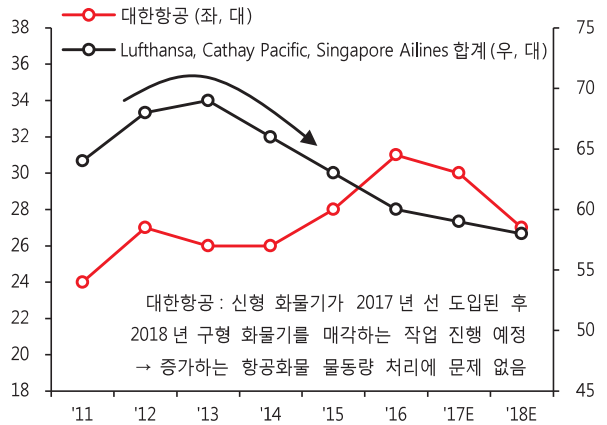
자료: Bloomberg, 하이투자증권

〈그림3〉 대한항공 항공여객매출 중 중국 노선 비중 추이



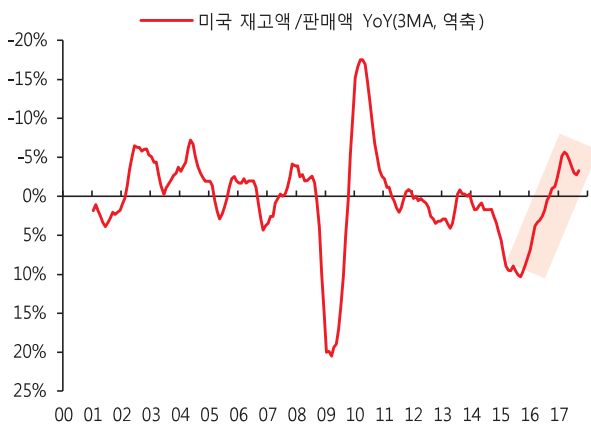
자료: 대한항공, 하이투자증권

〈그림4〉 대한항공 및 경쟁사 항공화물기 운항대수 추이 및 전망



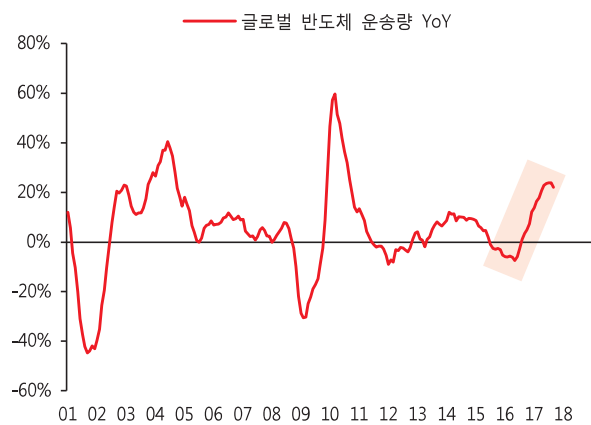
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림5〉 미국 재고액/판매액 YoY 증감률 추이



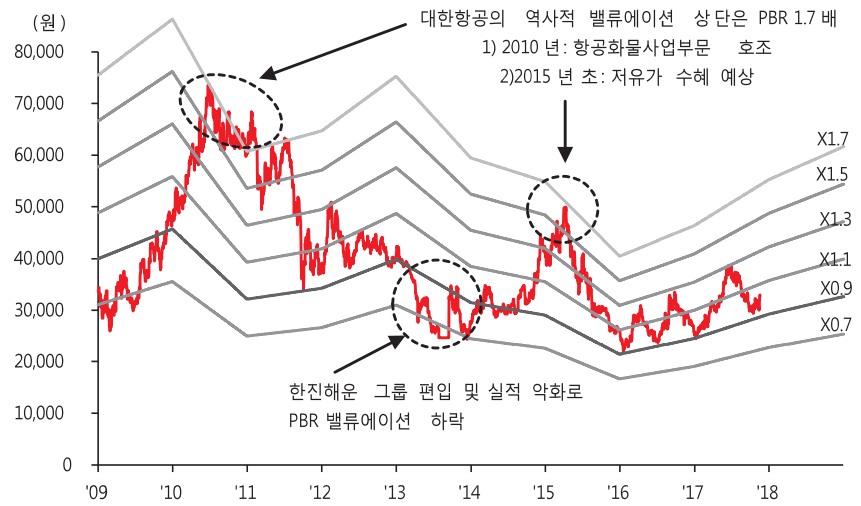
자료: US Census Bureau, 하이투자증권

〈그림6〉 글로벌 반도체 운송량 증가율 추이



자료: SIA, 하이투자증권

〈그림7〉 대한항공 PBR밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

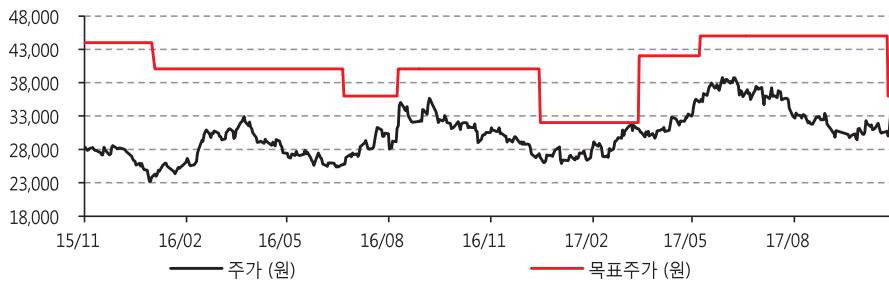
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,328	3,259	3,381	3,419	매출액	11,732	12,095	12,569	13,083
현금 및 현금성자산	1,090	995	1,058	1,066	증가율(%)	1.6	3.1	3.9	4.1
단기금융자산	196	200	204	206	매출원가	9,435	9,976	10,346	10,785
매출채권	922	937	968	981	매출총이익	2,297	2,119	2,223	2,298
재고자산	565	568	591	602	판매비와관리비	1,176	1,208	1,245	1,284
비유동자산	20,629	21,110	21,043	20,906	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	17,873	18,386	18,335	18,211	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	405	364	340	321	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	23,957	24,369	24,424	24,325	영업이익	1,121	911	978	1,014
유동부채	9,131	6,723	6,351	6,287	증가율(%)	26.9	-18.7	7.3	3.6
매입채무	114	117	122	127	영업이익률(%)	9.6	7.5	7.8	7.7
단기차입금	1,168	1,038	838	838	이자수익	29	27	30	31
유동성장기부채	5,175	2,979	2,879	2,879	이자비용	407	437	442	447
비유동부채	12,951	14,916	14,842	14,446	지분법이익(손실)	-112	10	7	7
사채	83	379	138	-26	기타영업외손익	-1,219	72	128	-90
장기차입금	9,562	11,440	11,607	11,374	세전계속사업이익	-717	572	689	502
부채총계	22,082	21,639	21,193	20,732	법인세비용	-161	159	172	126
지배주주지분	1,761	2,616	3,117	3,479	세전계속이익률(%)	-6.1	4.7	5.5	3.8
자본금	370	480	480	480	당기순이익	-557	412	517	377
자본잉여금	603	951	951	951	순이익률(%)	-4.7	3.4	4.1	2.9
이익잉여금	-193	219	736	1,113	지배주주귀속 순이익	-565	412	517	377
기타자본항목	596	596	596	596	기타포괄이익	-58	-15	-15	-15
비지배주주지분	114	114	114	114	총포괄이익	-615	397	502	362
자본총계	1,874	2,729	3,231	3,593	지배주주귀속총포괄이익	-624	397	502	362

현금흐름표					주요투자지표				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	2,806	2,419	2,764	2,644	주당지표(원)				
당기순이익	-557	412	517	377	EPS	-7,171	4,296	5,386	3,926
유형자산감가상각비	1,698	1,707	1,771	1,765	BPS	22,352	27,258	32,486	36,255
무형자산상각비	53	71	64	59	CFPS	15,064	22,830	24,502	22,932
지분법관련손실(이익)	-112	10	7	7	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-874	-2,805	-2,315	-2,233	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-873	-2,220	-1,720	-1,640	PER		7.5	6.0	8.2
무형자산의 처분(취득)	3	30	40	40	PBR	1.2	1.2	1.0	0.9
금융상품의 증감	-21	-91	67	10	PCR	1.7	1.4	1.3	1.4
재무활동 현금흐름	-1,829	248	656	787	EV/EBITDA	5.8	6.6	6.1	5.9
단기금융부채의증감	649	-2,326	-300	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,174	-74	-397	-487	ROE	-27.2	18.8	18.0	11.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	24.5	22.2	22.4	21.7
배당금지급	-23	-	-	-	부채비율	1,178.1	792.9	655.9	577.1
현금및현금성자산의증감	122	-95	63	8	순부채비율	784.4	536.5	439.5	384.0
기초현금및현금성자산	967	1,090	995	1,058	매출채권회전율(x)	12.9	13.0	13.2	13.4
기말현금및현금성자산	1,090	995	1,058	1,066	재고자산회전율(x)	22.2	21.3	21.7	21.9

자료: 대한항공, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(대한항공)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-10.4%	-8.5%
2017-11-21	Buy	40,000	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 기관투자가 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 간섭없이 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 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -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%	-