

대한항공(003490)

올해 본업 환경은 더 좋아진다

밸류에이션 매력에 주목하자

2월 이후 대한항공의 주가는 15% 하락했다. 연초 대비로도 9% 빠졌다. 제주항공과 진에어가 각각 18%, 11% 오른 것과 대조적이다. 작년말 항공업종에 대한 투자심리가 반등하면서 대표주인 대한항공의 주가는 가장 먼저 올랐다. 그 결과 시장관심이 저비용항공사로 확대되는 국면에서 일시적으로 소외되는 모습이다. 여기에 안전장려금 600억원 지급, 2월 평창 동계올림픽에 따른 여행수요 둔화 등 1분기 실적에 대한 우려가 더해졌다. 하지만 우리나라의 해외여행 수요는 구조적으로 증가하고 있어 이러한 일회성 요인에 따른 추가적인 조정 가능성보다 밸류에이션 매력이 더 높은 시점이다. 현 주가는 작년 저점인 2018F PBR 0.9배에 불과하다.

운임이 올라 1분기 실적에 대한 우려는 제한적

대한항공의 2월 국제선 유임여객수는 전년과 유사했다. 지난 4분기 3.8% 증가에서 둔화된 것이다. 하지만 설연휴 효과와 유류할증료 부과에 따라 운임이 기대 이상으로 오르면서 실적에 대한 우려는 제한적이다. 또한 해외여행객은 추세적으로 늘고 있어 동계올림픽 영향으로 줄어든 수요는 사라지지 않고 3월로 이연되고 있다. 1분기 중국노선 실적은 부진하지만 2분기부터는 기저효과가 나타나고 단체관광객 재개 등 한중관계 회복에 대한 기대감은 점차 높아질 것이다. 화물부문 역시 공급이 크게 늘지 않아 수요 강세는 물량증가보다 운임상승으로 나타나고 있다.

구체화되는 장거리 전략, 더 나빠지기 어려운 근거리 경쟁

해외여행이 점차 보편화되면서 대한항공이 주력하는 장거리노선에서도 수혜가 이어질 것이다. 근거리노선을 시작으로 해외여행에 익숙해진 소비자들은 점차 장거리여행으로 시선을 돌리기 때문이다. 인천국제공항 제2여객터미널 오픈에 이어 델타항공과의 JV가 설립되면 인바운드 여객 및 환승수요 유치 등 장거리 경쟁력은 더욱 강화될 것이다. 근거리노선에서는 여전히 저비용항공사와의 경쟁이 치열하나 점유율 하락폭은 피크를 지났다. 지정학적 리스크 완화에 따른 인바운드 여객 회복 및 중국노선 기저효과를 감안하면 올해 본업환경은 작년보다 개선될 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	11,545	883	(565)	(7,968)	NM	2,534	NM	6.7	0.8	(25.2)	-
2016A	11,732	1,121	(565)	(7,639)	NM	2,872	NM	6.0	1.1	(27.2)	-
2017F	12,092	940	792	8,638	NM	2,785	3.9	6.1	1.0	31.3	0.7
2018F	12,794	1,005	400	4,172	(51.7)	2,934	7.8	5.6	0.9	11.5	0.8
2019F	13,432	1,161	530	5,527	32.5	3,106	5.9	5.1	0.8	13.5	0.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 44,000원(유지)

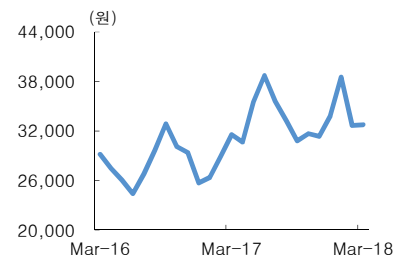
Stock Data

KOSPI(3/19)	2,475
주가(3/19)	32,750
시가총액(십억원)	3,106
발행주식수(백만)	95
52주 최고/최저(원)	38,750/29,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	20,457
유통주식비율/외국인지분율(%)	62.6/16.4
주요주주(%)	한진칼 외 9 인 33.4
	국민연금 12.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.0)	(1.9)	10.1
KOSPI 대비(%p)	(11.3)	(4.4)	(4.3)

주가추이



자료: WISEfn

최고운

gowoon@truefriend.com

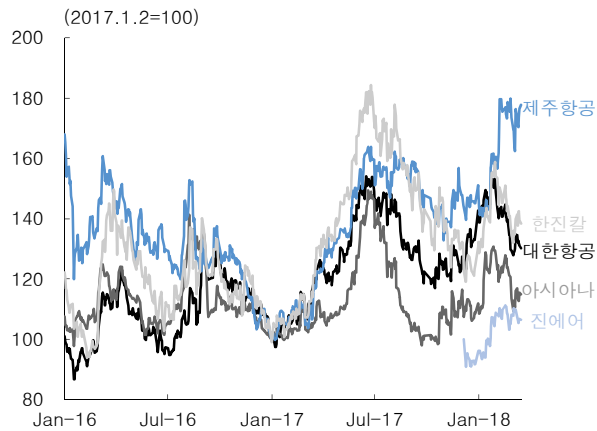
〈표 1〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	2,866	2,905	3,214	3,107	3,098	3,071	3,433	3,192	11,732	12,092	12,794	13,432
국내선(별도)	105	144	137	121	103	142	141	126	494	506	512	532
ASK(백만 km)	850	1,015	987	875	799	985	977	884	3,708	3,727	3,644	3,681
RPK(백만 km)	640	812	767	675	602	788	775	692	2,880	2,894	2,856	2,942
L / F(%)	75.3	80.0	77.7	77.1	75.3	80.0	79.3	78.3	77.7	77.6	78.4	79.9
Yield(원)	164.4	177.0	178.0	178.7	171.0	180.5	181.5	182.2	171.3	174.8	179.2	181.0
국제선(별도)	1,574	1,554	1,787	1,625	1,711	1,649	1,952	1,640	6,472	6,539	6,951	7,304
ASK(백만 km)	22,335	23,142	24,936	23,991	23,228	23,721	25,684	24,231	92,949	94,404	96,864	98,801
RPK(백만 km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,466	19,125	21,040	19,162	73,029	74,948	77,793	80,535
L / F(%)	80.3	79.4	81.1	76.8	79.5	80.6	81.9	79.1	78.6	79.4	80.3	81.5
Yield(원)	87.8	84.5	88.3	88.2	92.6	86.2	92.8	85.6	88.4	87.2	89.4	90.7
화물(별도)	640	673	700	796	705	720	736	844	2,444	2,809	3,005	3,173
AFTK(백만 km)	2,580	2,712	2,794	2,854	2,632	2,739	2,794	2,883	10,621	10,940	11,048	11,158
FTK(백만 km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,060	2,177	2,201	2,326	8,163	8,593	8,764	8,983
L / F(%)	78.3	77.9	78.0	79.9	78.3	79.5	78.8	80.7	76.9	78.5	79.3	80.5
Yield(원)	316.7	318.2	321.4	349.1	342.0	330.9	334.3	363.0	299.4	326.8	342.9	353.2
기타	547	535	591	566	580	559	605	582	2,322	2,238	2,326	2,422
매출액 증가율	(0.0)	3.1	3.1	6.1	8.1	5.7	6.8	2.7	1.6	3.1	5.8	5.0
국내선	2.9	8.8	(3.6)	2.4	(2.2)	(1.1)	3.0	4.5	4.3	2.5	1.1	4.0
ASK	1.8	4.9	(1.0)	(3.6)	(6.0)	(3.0)	(1.0)	1.0	1.2	0.5	(2.2)	1.0
RPK	6.0	4.0	(3.6)	(3.4)	(6.0)	(3.0)	1.0	2.5	6.7	0.5	(1.3)	3.0
L / F(%p)	3.0	(0.7)	(2.1)	0.2	0.0	0.0	1.6	1.1	4.0	(0.0)	0.7	1.6
Yield	(2.9)	4.6	0.0	6.0	4.0	2.0	2.0	2.0	(2.8)	2.1	2.5	1.0
국제선	(2.6)	1.6	(3.2)	9.8	8.7	6.1	9.2	0.9	4.4	1.0	6.3	5.1
ASK	(4.4)	0.9	2.9	7.0	4.0	2.5	3.0	1.0	3.9	1.6	2.6	2.0
RPK	(0.4)	2.7	3.2	5.1	3.0	4.0	4.0	4.0	5.9	2.6	3.8	3.5
L / F(%p)	3.2	1.4	0.2	(1.4)	(0.8)	1.2	0.8	2.3	1.5	0.8	0.9	1.2
Yield	(2.2)	(1.1)	(6.2)	4.5	5.5	2.0	5.0	(3.0)	(1.5)	(1.2)	2.4	1.5
화물	14.0	13.2	20.3	12.7	10.2	7.1	5.0	6.1	(6.5)	14.9	7.0	5.6
AFTK	3.1	0.9	4.3	3.8	2.0	1.0	0.0	1.0	0.1	3.0	1.0	1.0
FTK	7.9	2.6	7.6	3.4	2.0	3.0	1.0	2.0	(1.3)	5.3	2.0	2.5
L / F(%p)	3.5	1.3	2.4	(0.3)	0.0	1.5	0.8	0.8	(1.0)	1.7	0.8	1.2
Yield	5.7	10.3	11.9	8.9	8.0	4.0	4.0	4.0	(5.4)	9.2	4.9	3.0
기타	(6.9)	(4.7)	7.8	(9.5)	6.0	4.5	2.5	2.8	2.9	(3.6)	3.9	4.1
영업비용	2,626	2,690	2,747	2,784	2,847	2,826	2,947	2,877	10,424	10,847	11,496	11,986
증가율	4.9	2.7	5.3	5.5	8.4	5.1	7.3	3.3	(0.2)	4.1	6.0	4.3
유류비(별도)	634	617	658	708	746	741	804	766	2,190	2,616	3,057	3,354
증가율	33.4	15.0	12.2	19.4	17.6	20.2	22.3	8.2	(18.3)	19.5	16.9	25.1
인건비(별도)	440	500	471	473	501	480	480	483	1,811	1,885	1,945	2,003
임차료(별도)	90	88	85	84	90	88	90	88	288	347	355	355
정비비(별도)	105	108	82	111	106	109	91	109	385	406	415	427
기타	1,356	1,377	1,451	1,408	1,403	1,408	1,482	1,432	5,750	5,593	5,724	5,847
영업이익	192	173	355	220	189	190	397	229	1,121	940	1,005	1,161
증가율	(40.8)	8.5	(22.7)	23.3	(1.5)	10.0	11.8	4.1	26.9	(16.2)	7.0	15.5
영업이익률	6.7	5.9	11.1	7.1	6.1	6.2	11.6	7.2	9.6	7.8	7.9	8.6
세전이익	719	(246)	109	539	69	70	277	109	(717)	1,122	525	696
지배주주순이익	558	(203)	58	379	52	53	211	83	(565)	792	400	530
증가율	NM	NM	(88.6)	NM	(90.6)	NM	265.2	(78.1)	NM	NM	(49.5)	32.5

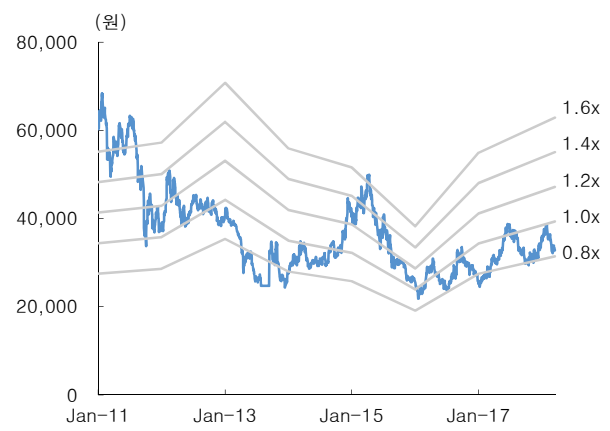
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 1] 2월 이후 대한항공 주가는 15% 하락



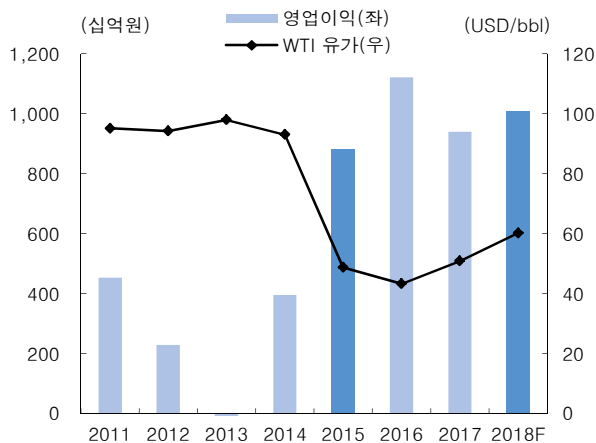
주: 진에어는 상장일인 2017년 12월 8일 기준
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 2] 현 주가는 2018F PBR 0.9배에 불과



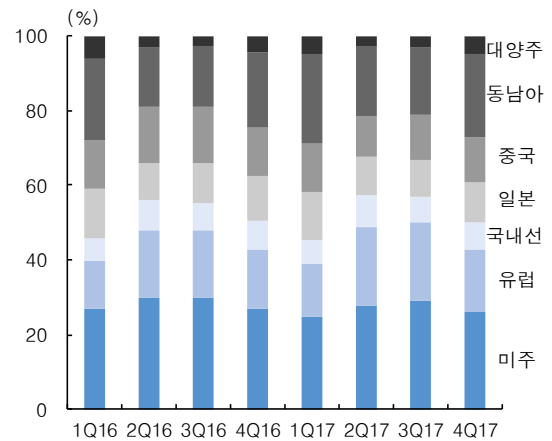
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 3] 유가상승에도 올해 영업이익은 2015년을 상회



자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 4] 미주와 유럽 장거리노선 매출비중이 45%



자료: 대한항공, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

대한항공은 우리나라 대표 국적항공사로 2016년 기준 국내 13개 도시와 해외 46개국 131개 도시에 여객 및 화물운송사업을 영위하고 있음. 장거리노선 중심의 안정적 노선 포트폴리오와 대표 국적사로서 높은 서비스 품질과 프리미엄 이미지를 구축함.

- RPK(Revenue Passenger Kilometers): 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송실적 지표
- ASK(Available Seat Kilometers): 판매 가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송공급 지표
- FTK(Freight Tonne Kilometers): 유상 화물톤수에 이동 거리를 곱한 값으로 RPK와 같은 개념의 화물 수송실적 지표
- AFTK(Available Freight Tonne Kilometers): 운송할 수 있는 화물탑재중량에 이동 거리를 곱한 값으로 ASK와 같은 개념의 화물 수송공급 지표
- L/F(Load factor): 공급 대비 이용률로 RPK/FTK에서 ASK/AFTK를 나눈 값

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	3,289	3,328	3,790	3,744	3,964
현금성자산	967	1,090	1,088	1,151	1,209
매출채권및기타채권	890	922	936	994	1,046
재고자산	491	565	665	621	679
비유동자산	20,891	20,629	20,998	21,042	21,167
투자자산	1,139	621	676	715	750
유형자산	17,851	17,873	18,279	18,165	18,147
무형자산	295	405	417	442	464
자산총계	24,180	23,957	24,788	24,786	25,132
유동부채	8,450	9,131	8,740	8,467	8,482
매입채무및기타채무	1,076	971	1,149	1,215	1,276
단기차입금및단기사채	869	1,504	1,172	1,264	1,172
유동성장기부채	5,161	5,175	4,700	4,404	4,154
비유동부채	13,231	12,951	12,630	12,519	12,337
사채	693	83	107	140	104
장기차입금및금융부채	9,479	9,562	9,357	9,029	8,716
부채총계	21,681	22,082	21,371	20,986	20,819
지배주주지분	2,387	1,761	3,294	3,670	4,177
자본금	370	370	480	480	480
자본잉여금	603	603	951	951	951
기타자본	215	596	929	929	929
이익잉여금	794	(193)	575	951	1,458
비지배주주지분	112	114	124	129	136
자본총계	2,499	1,874	3,418	3,799	4,313

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	2,728	2,806	3,015	2,247	2,726
당기순이익	(563)	(557)	802	405	537
유형자산감가상각비	1,611	1,698	1,782	1,862	1,874
무형자산상각비	40	53	64	67	71
자산부채변동	52	(97)	471	(162)	174
기타	1,588	1,709	(104)	75	70
투자활동현금흐름	419	(874)	(2,785)	(1,656)	(1,947)
유형자산투자	(1,743)	(1,145)	(2,384)	(1,936)	(2,032)
유형자산매각	318	272	197	188	176
투자자산순증	(85)	(66)	(69)	(39)	(36)
무형자산순증	0	1	(76)	(91)	(93)
기타	1,929	64	(453)	222	38
재무활동현금흐름	(2,997)	(1,829)	(231)	(528)	(722)
자본의증가	494	4	458	0	0
차입금의순증	(4,029)	(2,794)	(988)	(499)	(691)
배당금지급	(14)	(23)	0	(24)	(24)
기타	552	984	299	(5)	(7)
기타현금흐름	21	19	0	0	0
현금의증가	171	122	(2)	63	57

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

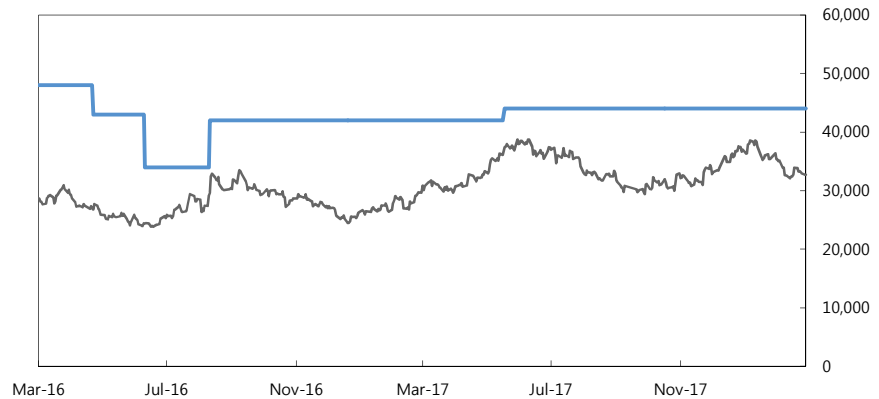
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	11,545	11,732	12,092	12,794	13,432
매출원가	9,517	9,435	9,921	10,515	10,963
매출총이익	2,027	2,297	2,171	2,279	2,469
판매관리비	1,144	1,176	1,231	1,274	1,307
영업이익	883	1,121	940	1,005	1,161
금융수익	56	51	81	80	80
이자수익	40	29	44	48	47
금융비용	516	559	484	560	545
이자비용	371	407	396	377	362
기타영업외손익	(927)	(1,219)	573	0	0
관계기업관련손익	17	(112)	12	0	0
세전계속사업이익	(486)	(717)	1,122	525	696
법인세비용	(85)	(161)	320	120	159
연결당기순이익	(563)	(557)	802	405	537
지배주주지분순이익	(565)	(565)	792	400	530
기타포괄이익	(18)	(58)	(26)	0	0
총포괄이익	(581)	(615)	776	405	537
지배주주지분포괄이익	(582)	(622)	766	400	530
EBITDA	2,534	2,872	2,785	2,934	3,106

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(7,968)	(7,639)	8,638	4,172	5,527
BPS	32,280	23,809	34,328	38,250	43,527
DPS	0	0	250	250	250
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(3.1)	1.6	3.1	5.8	5.0
영업이익증가율	123.4	26.9	(16.2)	7.0	15.5
순이익증가율	NM	NM	NM	(49.5)	32.5
EPS증가율	NM	NM	NM	(51.7)	32.5
EBITDA증가율	27.4	13.4	(3.0)	5.4	5.8
수익성(%)					
영업이익률	7.6	9.6	7.8	7.9	8.6
순이익률	(4.9)	(4.8)	6.5	3.1	3.9
EBITDA Margin	21.9	24.5	23.0	22.9	23.1
ROA	(2.4)	(2.3)	3.3	1.6	2.2
ROE	(25.2)	(27.2)	31.3	11.5	13.5
배당수익률	-	-	0.7	0.8	0.8
배당성향	NM	NM	3.0	5.9	4.5
안정성					
순차입금(십억원)	14,931	15,039	13,704	13,298	12,526
차입금/자본총계비율(%)	649.8	870.9	448.7	390.5	328.0
Valuation(X)					
PER	NM	NM	3.9	7.8	5.9
PBR	0.8	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.7	6.0	6.1	5.6	5.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대한항공(003490)	2016.03.10	매수	48,000원	-40.6	-35.6
	2016.05.12	매수	43,000원	-40.8	-35.6
	2016.06.30	매수	34,000원	-22.6	-13.5
	2016.08.31	매수	42,000원	-29.9	-13.5
	2017.06.07	매수	44,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 20일 현재 대한항공 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.