

2018. 3. 23



## ▲ 운송/철강

Analyst 최치현

02. 6098-6669

chihyun.choi@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 47,000 원

현재주가 (3.22) 32,350 원

상승여력 45.3%

KOSPI 2,496.02pt

시가총액 30,682억원

발행주식수 9,484만주

유동주식비율 62.58%

외국인비중 16.44%

52주 최고/최저가 38,750원/29,400원

평균거래대금 197.9억원

## 주요주주(%)

한진칼 외 9 인 33.35

국민연금 12.40

## 주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.6 2.7 7.5

상대주가 -10.6 -1.7 -6.6

## 주가그래프



## 대한항공 003490

## 팔방미인

- ✓ 2018 년 가이드선으로 매출액 12.4 조원, 영업이익 1.07 조원 제시
- ✓ 1) 화물 호조, 2) 2H18 Joint Venture 출범, 3) 중국은 우려에서 기대로 바뀔 시점
- ✓ 1Q 실적 우려로 최근 주가 하락, 안정장려금과 본업 외 사업 부진에도 증익 가능
- ✓ 재무구조 안정화 → 신용등급 상승 → 차입 다변화로 선순환 구조에 진입
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 47,000 원 유지: Valuation 하단에 머무를 이유가 없다

## 2018 년 가이드선으로 매출액 12.4 조원, 영업이익 1.07 조원 제시

2018 년 가이드선 매출액은 12.4 조원(+2.6% YoY), 영업이익 1.07 조원(+13.9% YoY)으로 제시했다. 항공화물의 호조와 Joint Venture 출범 이후 여객 부문의 실적 기대감을 감안하면 가이드선의 신뢰성은 높다고 판단한다. 최근 주가는 1 분기 실적 우려로 2 월 초 대비 15.6% 하락했다. 1 분기 영업이익은 1,980 억원(+3.4% YoY)으로 전망, 우려 요인보다는 본업 호황에 주목할 시점이다.

## 화물 호조 지속과 여객 부문의 2 가지 기대감으로 본업 호조

2017 년 개선을 견인했던 화물 호조는 2018 년에도 지속된다. 화물기 투자 정체와 Belly Space 위주의 공급 증가로 지난 7 년간 공급 증가율은 연평균 3% 수준에 정체되었다. 수요 역시 아직은 Peak-Out 시점을 논하기에는 이르다. 타이트한 공급으로 유가 상승이 운임에 충분히 전가될 수 있다.

3 월 중 국토교통부의 승인이 예상되는 Joint Venture 는 노선 네트워크를 강화, 여객 부문의 실적 상승을 견인할 전망이다. Joint Venture 이후 3 년간 연평균 16.9% 증가한 ANA 의 북미 지역 RPK 증가율을 참고할 만하다. 중국 노선은 3 월 이후 우려에서 기대감으로 바뀌는 시기이다.

## 원화 강세는 Book Value 의 신뢰성을 뒷받침, Valuation 매력도 보유

투자 의견 Buy 와 적정주가 47,000 원을 유지한다. 기말 환율을 1,030 원/달러로 전망, 외화환산이익만으로도 Book Value 의 신뢰성을 확보했다. 현 주가는 2018 년 BPS 기준 PBR 0.7 배로 최근 4 년의 하단으로 Valuation 매력도 보유하고 있다.

(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
2017	12,092.2	939.8	791.5	8,733	-223.4	37,824	3.9	0.9	6.4	29.4	557.1
2018E	12,660.0	1,045.3	690.8	7,280	-16.9	44,773	4.4	0.7	5.5	17.4	460.6
2019E	13,055.0	1,200.5	766.7	8,080	11.0	52,512	4.0	0.6	4.9	16.4	384.3

## 2018년 영업실적 가이드نس

매출액 +2.6% YoY,  
영업이익 +13.9% YoY

## 2018년 가이드نس로 매출액 12.4 조원, 영업이익 1.07 조원 제시

대한항공은 3월 22일 공시를 통해 2018년 영업실적 가이드نس로 매출액 12.4조원 (+2.6% YoY), 영업이익 1.07조원(+13.9% YoY)을 제시했다. 2017년 동사가 제시한 가이드نس 대비 매출액은 1.0% 감소했으나 영업이익이 11.9% 증가한 원인은 1) 환율 하락에 따른 이익률 개선 효과, 2) 항공화물의 이익 개선, 3) 사업 계획 대비 낮은 유가 수준으로 판단한다.

## 신뢰성 높은 가이드نس로 판단

- 1) 항공화물 호조 지속
- 2) 2H18 Joint Venture 출범
- 3) 중국은 우려에서 기대로

2018년 회사가 제시한 가이드نس에 대해 신뢰성이 높은 수치로 판단한다. 핵심은 본업의 안정적인 영업실적이다. 2018년에도 항공화물 업황 호조가 지속되며 여객 부문은 하반기 Joint Venture 출범에 따른 실적 개선이 가시화될 전망이다. 이익 기여도가 높은 중국 노선의 매출액 비중 축소에 따른 악영향이 3월부터는 YoY로 제거된다. 중국과의 관계 개선에 따른 노선 정상화 기대감이 시기상조일 수 있으나 우려보다는 기대감이 반영될 수 있는 시점이다.

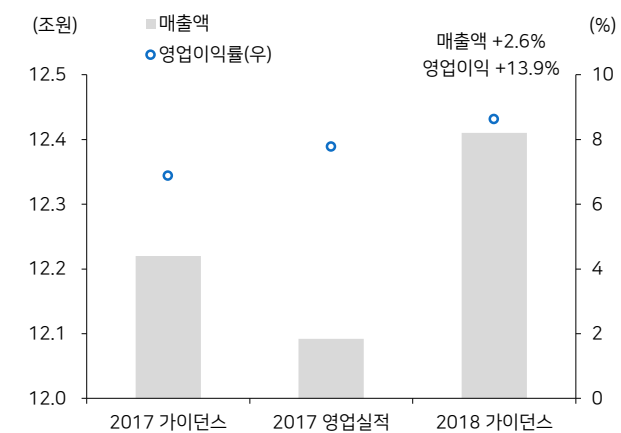
## 최근 주가 하락은 1분기 실적에

대한 우려를 원인으로 판단

: 본업 호조로 우려 해소 가능

본업에 대한 긍정적 전망에도 불구하고 동사의 주가는 2월 초 대비 15.6% 하락했다. 이는 1분기 안전장려금(530억원, 언론 보도 자료) 반영과 호텔 및 항공우주 사업에 대한 우려로 판단한다. 1분기 실적 기대감을 낮추는 우려에도 불구하고, 영업이익 1,980억원(+3.4% YoY)을 전망한다. 항공유가 상승(+21.8% YoY 추정)에도 이를 상쇄할 수 있는 Yield 상승이 가능한 업황으로 판단한다.

그림1 대한항공의 2018년 영업실적 가이드نس 현황



자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 대한항공 주가 추이(2018년 이후)



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 대한항공의 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017	2018E
매출액(연결)	2,866.0	2,905.2	3,213.9	3,107.1	3,077.3	3,078.1	3,338.0	3,166.6	11,544.8	11,731.9	12,092.2	12,660.0
(% YoY)	-0.0	3.1	3.1	6.1	7.4	6.0	3.9	1.9	-3.1	1.6	3.1	4.7
부문별 매출액(별도)												
1) 국내선 여객	105	144	137	121.6	106	138	134	120	473	494	507	497
(% YoY)	2.9	8.8	-3.6	3.2	0.3	-4.0	-2.2	-1.6	-6.6	4.3	2.7	-2.0
RPK (백만Km)	640	812	767	675	636	772	743	658	2,696	2,880	2,894	2,808
Yield (원/Km)	164.4	177.0	178.0	180.1	166.0	178.7	179.7	181.9	175.5	171.4	175.2	176.9
L/F (%)	75.3	80.0	77.7	77.1	77.1	78.4	77.6	77.5	73.6	77.7	77.6	77.7
2) 국제선 여객	1,574	1,554	1,787	1,624.3	1,686	1,667	1,913	1,682	6,200	6,472	6,539	6,948
(% YoY)	-2.6	1.6	-3.2	9.8	7.1	7.3	7.1	3.5	-4.6	4.4	1.0	6.3
RPK (백만Km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,645	19,143	21,027	18,883	68,948	73,029	74,948	77,698
Yield (원/Km)	87.8	84.5	88.3	88.2	90.4	87.1	91.0	89.1	89.9	88.6	87.2	89.4
L/F (%)	80.3	79.4	81.1	76.8	79.4	79.9	82.4	78.9	77.1	78.6	79.4	80.2
3) 항공 화물	640	673	700	796.0	704	722	730	795	2,615	2,444	2,809	2,951
(% YoY)	14.0	13.2	20.3	12.7	10.0	7.3	4.3	-0.1	-8.7	-6.5	14.9	5.1
FTK (백만Km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,076	2,120	2,164	2,212	8,266	8,163	8,593	8,572
Yield (원/Km)	316.7	318.2	321.4	349.1	338.9	340.4	337.5	359.6	316.3	299.4	326.9	344.3
L/F (%)	78.2	77.9	78.0	79.9	80.4	80.3	80.3	81.2	77.9	76.9	78.5	80.6
영업이익(연결)	191.5	172.8	355.5	220.0	198.0	188.3	393.2	265.7	883.1	1,120.8	939.8	1,045.3
(% YoY)	-40.8	8.5	-22.7	23.3	3.4	9.0	10.6	20.8	123.4	26.9	-16.2	11.2
(영업이익률, %)	6.7	5.9	11.1	7.1	6.4	6.1	11.8	8.4	7.6	9.6	7.8	8.3
세전이익	719.2	-245.9	109.3	539.1	30.9	149.0	488.3	226.3	-578.8	-717.4	1,121.7	894.6
(% YoY)	흑전	적지	-82.0	흑전	-95.7	흑전	347.0	-58.0	적지	적지	흑전	-20.2
당기순이익(지배)	557.7	-203.3	57.9	379.2	-18.1	98.8	434.7	175.4	-565.0	-564.9	791.5	690.8
(% YoY)	흑전	적지	-88.6	흑전	적전	흑전	651.5	-53.8	적지	적지	흑전	-12.7
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,153	1,130	1,132	1,104	1,075	1,070	1,050	1,040	1,131	1,161	1,130	1,059
원/달러 환율(기말)	1,118	1,144	1,145	1,071	1,080	1,070	1,040	1,030	1,172	1,208	1,071	1,030
항공유(달러/배럴)	65.6	62.4	60.1	70.1	79.9	79.9	79.9	79.9	68.1	52.2	64.5	79.9
(% YoY)	52.6	22.9	7.0	20.3	21.8	28.0	33.0	14.0	-41.6	-23.4	23.7	23.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 신뢰성 높은 가이드스 (1) 2018년, 항공화물의 호조는 계속된다.

선진국의 소비 모멘텀 회복  
: 선진국向 수출 호조의 근거

미국 소비 모멘텀 회복에 따른 對미국 수출은 항공화물의 물동량에 대한 긍정적인 시각을 유지하는 이유다. 물동량 증가율이 2017년 대비 둔화되고 있는 점은 부정할 수 없으나 미국 경제전망이 상향되고 소비 모멘텀이 유효하다는 의견에는 변화가 없다. (당사 투자전략팀 자료 참고, "2018년 미국 경제전망 상향: 근거와 시사점" 2018년 1월 25일 발간)

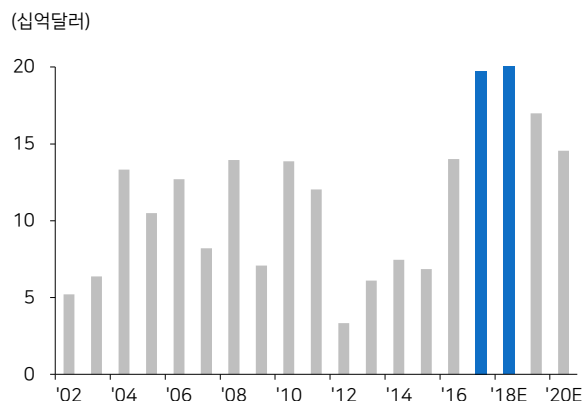
2017년 항공화물 호황을 견인한  
반도체/디스플레이 CAPEX 사이클

2016년 품목별 항공수출입을 기준으로 전자전기제품과 기계류의 합산 비중(중량 기준)은 42.5%를 차지, 항공화물 내에서 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 2016년 하반기부터 시작된 항공화물 업황 개선은 반도체/디스플레이 업종의 CAPEX 사이클에 따른 관련 장비 수출입이 주도했다. 2017년 반도체와 디스플레이의 전세계 CAPEX는 각 30.8%와 40.8% 증가, 항공화물 수요 증가를 견인했다.

2018년 CAPEX 증가율은 둔화,  
항공화물 수요의 안정성은 담보

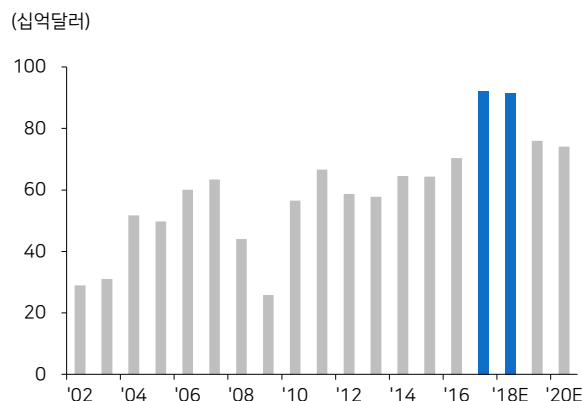
IT 전문 리서치 기관인 Gartner와 IHS에 따르면 2018년 반도체와 디스플레이 CAPEX는 각 -0.6%와 +1.5%를 기록할 전망이다. IT 업계 전반의 호황이 지속되면서 상향 조정될 여지도 충분하다. 2017년과 같은 항공화물 전체 물동량 증가의 성장 동력이 되기는 어렵지만 2018년까지는 항공화물 수요에 대한 안정성을 확보해줄 요인으로 판단한다.

그림3 전세계 반도체 CAPEX 추이 및 전망



자료: Gartner, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 전세계 디스플레이 CAPEX 추이 및 전망



자료: IHS, 메리츠증권증권 리서치센터

보수적인 추정 방식에도  
2010년 이후 항공화물의 공급  
증가율은 연평균 3.5%

2011년 이후 이어진 항공화물 업황 부진이 장기화되면서 항공운송 업체들은 화물 항공기에 대한 투자를 중단, 항공 화물기의 운항편수 증가율은 2010년 이후 7년간 연평균 0.3% 증가하는데 그쳤다. 항공 화물기에 대한 투자 대신 여객기의 Belly Space를 활용한 공급을 확대했다. 2010년 이후 여객기의 운항편수는 연평균 8.9% 증가, Belly Space의 분담률을 기준으로 공급 증가율을 계산시 실질적인 항공화물기의 공급 증가는 연평균 3.5%로 추정한다. 이는 전체 여객기의 운항편수 증가율을 전제로 해 화물기 분담이 제한적인 소형 기체, 화물 영업을 하지 않는 항공사가 있음을 감안하면 충분히 보수적인 추정으로 판단한다.

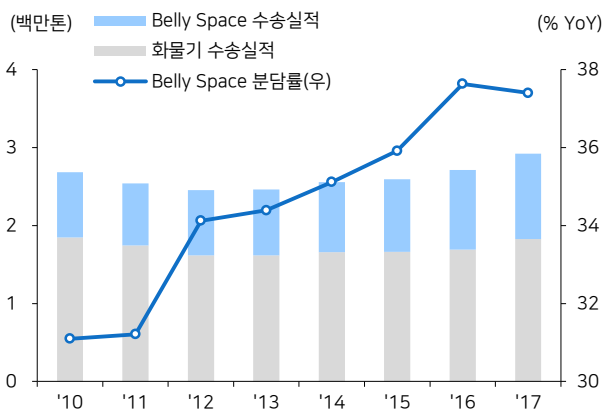
화물기 신규 투자에 대한 경제적  
유인 부족, 낮은 공급 증가율 지속

2018년에도 전통적인 항공 화물기의 신규 투자 집행은 제한적으로 판단한다. 2017년 기준 항공화물 점유율 67.7%를 기록한 FSC 2사는 화물기 투자에 대한 경제적 유인이 부족하다. FSC 2사의 화물 L/F(적재율, Load Factor)는 각 78.5%(대한항공)와 81.5%(아시아나항공)로 추가 기체 투입 없이도 물동량 증가 효과를 기대할 수 있기 때문이다. Belly Space 위주의 공급 증가만을 감안하면 과거 7년간의 연평균 공급 증가율의 추세에서 벗어날 가능성은 매우 낮다.

유가 상승을 운임에 전가시킬 수  
있는 업황으로 2년 연속 Yield  
상승 가능

2017년 대한항공의 항공화물 단가(Yield)는 9.2% 상승하며 2010년 이후 7년 만에 상승했다. 물동량 증가율 둔화로 수급 개선의 강도가 2017년 대비 낮아질 수 있으나 유가 상승 이상을 운임에 충분히 전가시킬 수 있는 업황으로 판단한다.

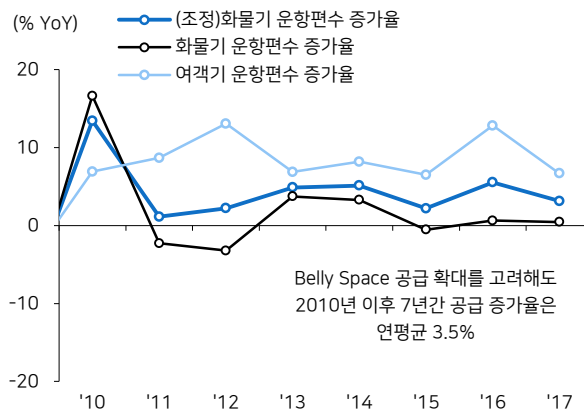
그림5 화물기와 Belly Space의 화물 수송실적 추이



주: 인천공항 기준

자료: 인천국제공항, 메리츠증권리서치센터

그림6 항공 화물의 공급 증가율 추이



주: 조정 화물기 운항편수 증가율은 화물기와 Belly Space의 분담률로 조정

자료: 인천국제공항, 메리츠증권리서치센터

## 본업의 호조 (2) 여객부문의 두가지 기대감: Joint Venture + 중국

3월 내 Joint Venture 승인  
가능성이 언론을 통해 보도

대한항공과 Delta Airlines는 2017년 6월 태평양 노선의 Joint Venture 추진을 위한 양해각서(MOU)를 체결, 한국과 미국의 항공 당국에 신청서를 제출했다. 지난 11월 미국 교통부로부터 승인을 획득했으나, 한국 국토교통부로부터의 승인이 지연되고 있었다. 최근 언론을 통해 알려진 바와 같이 공정거래위원회가 조건부 승인 의견을 국토교통부에 전달, 이달 내 국토교통부의 승인이 유력한 상황이다.

Delta Airlines,  
네트워크 확장 효과를 기대

Delta Airlines는 '2017 Investors Day'를 통해 대한항공과의 J/V에 대한 효과를 설명한 바 있다. 2012년 Delta Airlines는 아시아 지역에 36기의 기재를 투입해 10개의 노선 네트워크를 보유했으나 J/V를 통해 32기의 기재 투입을 통해 아시아 내 80개 노선에 대한 네트워크를 확보 가능하다고 밝혔다. 대한항공 역시 동일한 기재 투입을 통해 북미 지역 내 네트워크를 확장 가능하다.

일본의 ANA, 2011년 미국  
항공사와 J/V 이후 3년간  
북미 RPK 연평균 16.9% 증가

2011년 미국 항공사들과 J/V를 체결했던 일본 항공사들의 선례를 보면 J/V 체결 이후 북미 지역의 운항실적이 빠르게 성장함을 확인 할 수 있다. ANA(All Nippon Airways)는 2011년 4월 미국의 United Airlines와 J/V를 체결 후 북미 노선 수송실적이 급증했음을 확인할 수 있다. FY2011 이후 3년간 북미 노선 RPK의 연평균 증가율은 16.9%로 동일한 장거리 노선인 유럽 노선(4.1%)을 압도하고 있다. FY2008 이후 3년간 북미 노선의 연평균 증가율인 0.5%와 비교해도 J/V를 통해 북미 노선 경쟁력이 강화되었다는 점은 분명하다.

향후 구체적인 수익 추정은 Delta Airlines와의 수익배분 비율과 비용 공유 등 세부 사항들에 대한 확인이 필요하지만 미국 노선의 경쟁력 강화를 통해 여객 부문 매출액의 성장 동력으로 작용할 수 있다는 점은 자명하다.

표2 전일본공수(All Nippon Airways)의 국제 여객 부문 운항실적 추이 (미국과 유럽 노선 비교)

(백만엔, %)	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
매출액	311.5	291.0	214.1	280.6	320.0	348.3	395.3	468.3	515.6	516.7
북미	87.5	86.4	62.9	76.9	86.4	99.6	127.3	150.8	165.5	160.7
유럽	70.7	67.5	47.1	58.4	62.1	73.5	77.1	94.6	96.4	96.1
ASK	28,285	27,905	26,723	29,768	34,406	37,947	41,451	49,487	54,710	60,148
북미	8,599	8,595	8,471	8,990	10,047	11,574	14,757	17,370	19,422	19,668
유럽	6,110	5,916	5,585	6,549	7,053	7,931	7,503	10,046	9,684	9,684
RPK	21,291	19,360	20,220	22,430	25,351	28,545	30,613	35,639	40,635	45,602
북미	6,792	6,137	6,551	6,886	7,605	9,106	10,990	12,723	14,182	15,049
유럽	5,110	4,685	4,630	5,047	5,248	5,937	5,694	6,914	7,152	7,479
L/F	75.3	69.4	75.7	75.3	73.7	75.2	73.9	72.0	74.3	75.8
북미	79.0	71.4	77.3	76.6	75.7	78.7	74.5	73.2	73.0	76.5
유럽	83.6	79.2	82.9	77.1	74.4	74.9	75.9	68.8	73.9	77.2

자료: ANA Holdings IR 자료, 메리츠증권 리서치센터

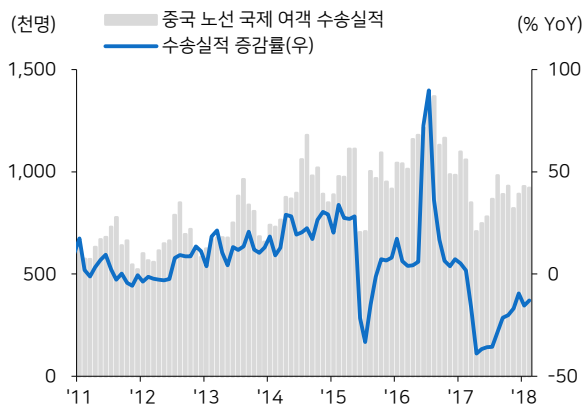
### 2017년 대한항공 중국 노선 매출액 약 13.6% 감소

대한항공 여객 부문의 또 다른 기대 요인은 중국 노선의 정상화다. 2017년 3월 중국과의 관계 악화로 인천공항 기준 중국 노선의 여객 수송실적은 전년 대비 22.1% 감소했다. 대한항공은 중국 노선에 투입하던 중대형 기체를 동남아시아 등에 배치하면서 대응을 했으나 수익성이 높은 중국 노선의 매출액이 약 13.6% 감소한 점은 아쉬운 부분이었다. 일본의 ANA 항공에 따르면 중국 노선의 Yield는 아시아 노선 대비 약 60% 높게 형성되어 있다. 단적으로 중국 노선의 수익성이 높음을 확인할 수 있는 부분이다.

### 2018년 3월부터 중국 노선 매출액의 YoY 감소 효과 제거 : 우려에서 기대로 시각 변화

2018년 3월부터는 중국 노선 매출액의 YoY 감소 효과가 사라진다. 중국과의 관계 회복에 대해서 논하기 보다는 우려는 사라지고 좋아질 수 있는 기대감이 생겨난다는 점에 주목할 필요가 있다. 국내 항공사 중에서는 아시아나항공과 대한항공이 중국 운수권을 선점하고 있어 기대감이 현실화 되는 시점 가장 먼저 주목 받을 수 있다.

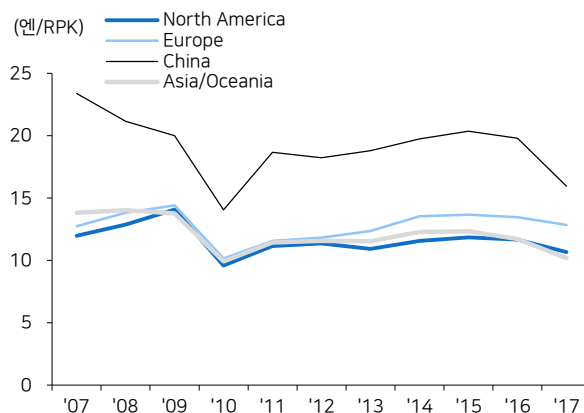
그림7 인천공항의 중국 노선 국제여객 수송실적 추이



주: 인천국제공항 기준 수송실적

자료: 인천국제공항, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 전일본공수(All Nippon Airways)의 노선별 Yield 추이



주: 일본 회계연도 기준

자료: ANA Holdings IR 자료, 메리츠증권증권 리서치센터

### 본업의 안정적인 Cash Flow와 CAPEX 축소로 재무구조 안정화는 차별화 요인

지난해 3월 유상증자와 6월 영구채 발행을 통해 2017년 말 기준 부채비율은 557.1%로 전년 말 대비 621%p 개선되며 재무구조 안정화에 성공했다.

안정적인 영업활동 현금흐름  
+ CAPEX 축소 → 차입금 축소

2018년 안정적인 영업활동현금흐름과 CAPEX 축소로 추가적인 재무구조 개선이 가능하다고 판단한다. 2015년 이후 이어진 안정적인 영업활동 현금흐름에도 불구하고 계열사 지원과 CAPEX 증가가 자본 확충으로 이어졌다. 계열사 Risk는 해소되었으며 LA호텔 관련 투자와 대형기재 투입 사이클 종료로 CAPEX는 2017년 1.9조원에서 1.5조원으로 낮아진다. 추가적인 재무구조 개선을 위해 차입금 상환이 가능한 시기로 판단한다.

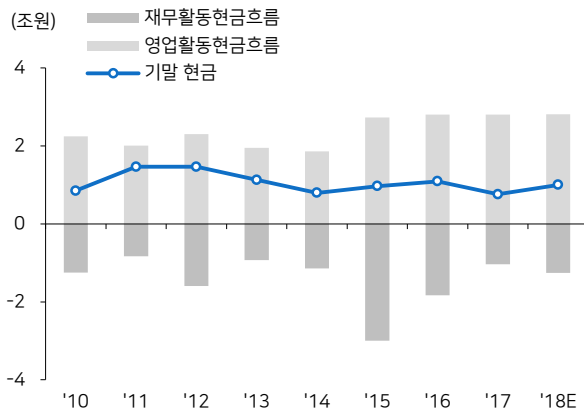
총 차입금 중 유동성 차입금의  
비중 27.8%로 13.1%p 감소  
: Risk 발생에 대한 선제적 차단

안정적인 재무구조를 바탕으로 차입 다변화를 통해 발생 가능한 Risk를 선제적으로 차단하고 있는 점 역시 차별화 요인이다. 2017년 말 총차입금이 8.6% 감소한 부분보다 주목할 부분은 유동성 차입금의 비중이 27.8%로 13.1%p 감소했다는 점이다. 이러한 노력들로 최근 대한항공의 신용등급 전망을 부정적에서 안정적으로 변경한 요인으로 판단한다.

6월과 11월 신종자본증권에  
대해 Step-Up 조항이 적용되나  
차환 가능성이 높음

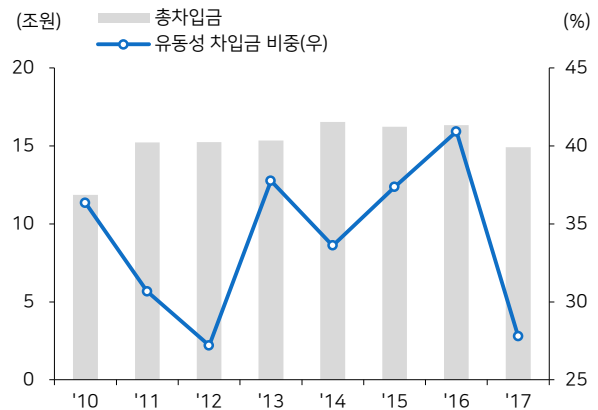
2013년과 2015년 발행했던 영구채의 가산금리(Step-Up)가 6월(2,089억원)과 11월(3,416억원) 적용되는 부분 역시 우려할 필요가 없어 보인다. 다만, 신종자본증권을 차입금으로 차환하기 보다는 재무구조 개선을 위해 영구채 차환 가능성이 높다고 판단한다. 2013년과 2015년 대비 개선된 재무구조를 통해서 현재보다 낮은 수준에서 차환이 가능할 수 있다.

그림9 대한항공의 현금흐름 추이 및 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 대한항공의 총 차입금과 유동성 차입금 비중 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터



### 원화 강세는 Book Value의 신뢰성을 뒷받침, Valuation 매력도 보유

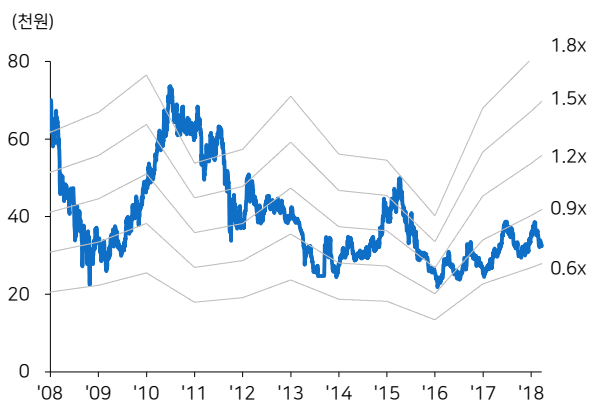
투자 의견 Buy와 적정주가 47,000원을 유지한다. 당사는 2018년 기말 환율을 1,030원/달러로 전망, 외화환산이익 반영만으로도 Book Value의 신뢰성을 확보했다. 현 주가는 2018년 BPS 기준 PBR 0.7배 수준으로 최근 4년의 하단 수준이다. 1) 화물의 장기 불황, 2) LCC 업계의 중단거리 노선 잠식, 3) 계열회사 지원 Risk에 따른 재무구조 악화, 4) 원화 약세 등 악재가 있었던 구간에서도 현 주가 수준의 Valuation은 하단을 지지했다. 악재들은 사라지고 영업실적 개선, 재무구조 개선 그리고 Valuation 매력도 보유한 점에 주목할 필요가 있다.

표3 대한항공의 BPS와 PBR 추이

(원, 배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
BPS	42,516	29,894	31,854	39,459	31,170	30,304	22,352	37,824	44,773
PBR (End)	1.4	1.3	1.2	0.7	1.4	0.9	1.2	0.9	0.7
PBR (High)	1.8	2.3	1.6	1.1	1.5	1.7	1.5	1.0	0.9
PBR (Low)	1.1	1.1	1.2	0.6	0.9	0.8	1.0	0.6	0.7
PBR (Avg)	1.4	1.8	1.3	0.8	1.0	1.2	1.2	0.8	0.8

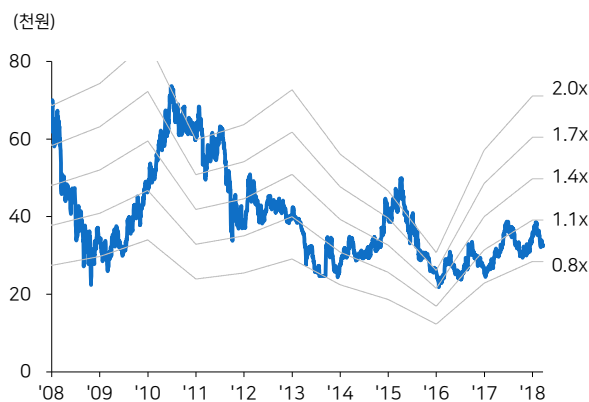
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 대한항공의 12개월 선행 PBR Band



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 대한항공의 12개월 선행 PBR Band (신종자본증권 차감)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 대한항공 (003490)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	11,544.8	11,731.9	12,092.2	12,660.0	13,055.0
매출액증가율 (%)	-3.1	1.6	3.1	4.7	3.1
매출원가	9,517.4	9,435.2	9,991.2	10,399.0	10,600.8
매출총이익	2,027.4	2,296.6	2,101.1	2,261.1	2,454.2
판매관리비	1,144.4	1,175.8	1,161.3	1,215.8	1,253.7
영업이익	883.1	1,120.8	939.8	1,045.3	1,200.5
영업이익률	7.6	9.6	7.8	8.3	9.2
금융손익	-459.7	-507.2	-457.8	-432.2	-402.5
중속/관계기업손익	17.5	-112.3	11.3	12.5	13.7
기타영업외손익	-927.2	-1,218.7	628.4	269.1	181.2
세전계속사업이익	-486.4	-717.4	1,121.7	894.6	992.8
법인세비용	-85.5	-160.6	319.8	196.8	218.4
당기순이익	-563.0	-556.8	801.9	697.8	774.4
지배주주지분 손이익	-565.0	-564.9	791.5	690.8	766.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	2,728.0	2,806.3	2,806.8	2,808.4	2,889.1
당기순이익(손실)	-563.0	-556.8	801.9	697.8	774.4
유형자산상각비	1,611.0	1,698.3	1,647.8	1,761.0	1,738.4
무형자산상각비	40.0	53.3	45.2	43.9	44.1
운전자본의 증감	52.4	-97.2	-41.1	158.3	121.5
투자활동 현금흐름	418.7	-873.5	-2,041.3	-1,309.8	-1,424.2
유형자산의증가(CAPEX)	-1,742.7	-1,145.1	-1,876.5	-1,501.2	-1,546.3
투자자산의감소(증가)	-124.0	406.1	155.6	-9.9	-1.9
재무활동 현금흐름	-2,996.6	-1,829.3	-1,036.2	-1,259.1	-1,124.6
차입금의 증감	-299.0	86.8	-1,410.2	-799.6	-687.4
자본의 증가	498.8	0.0	453.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	170.9	122.5	-328.7	239.4	340.4
기초현금	796.6	967.5	1,089.9	761.2	1,000.7
기말현금	967.5	1,089.9	761.2	1,000.7	1,341.0

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	3,289.1	3,328.0	3,582.3	3,971.3	4,404.3
현금및현금성자산	967.5	1,089.9	761.2	1,000.7	1,341.0
매출채권	571.1	607.1	636.0	744.7	767.9
재고자산	490.7	564.7	682.7	653.0	673.4
비유동자산	20,891.2	20,628.6	21,066.4	20,832.5	20,657.9
유형자산	17,850.7	17,873.3	18,907.3	18,647.5	18,455.4
무형자산	294.7	405.0	363.5	367.1	369.0
투자자산	1,139.0	620.6	476.3	498.7	514.2
자산총계	24,180.4	23,956.5	24,648.7	24,803.8	25,062.1
유동부채	8,450.4	9,131.1	6,638.1	6,137.3	5,726.1
매입채무	123.8	113.9	151.8	158.9	163.9
단기차입금	869.4	1,168.0	772.6	656.7	591.1
유동성장기부채	5,160.6	5,175.2	3,300.5	2,805.4	2,384.6
비유동부채	13,230.9	12,951.1	14,259.5	14,241.6	14,160.9
사채	693.0	83.2	1,103.0	1,056.4	1,016.8
장기차입금	1,108.5	1,016.1	1,941.9	1,868.8	1,795.8
부채총계	21,681.3	22,082.2	20,897.6	20,378.9	19,887.0
자본금	369.8	369.8	479.8	479.8	479.8
자본잉여금	602.9	602.9	946.2	946.2	946.2
기타포괄이익누계액	405.3	385.4	670.8	670.8	670.8
이익잉여금	794.3	-192.9	576.7	1,243.4	1,986.0
비지배주주지분	111.9	113.7	121.7	128.6	136.4
자본총계	2,499.0	1,874.4	3,751.1	4,424.8	5,175.2

## Key Financial Data

	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	154,574	151,064	133,470	133,482	137,646
EPS(지배주주)	-7,565	-7,274	8,733	7,280	8,080
CFPS	35,281	37,243	31,121	29,604	30,994
EBITDAPS	33,928	36,985	29,060	30,051	31,451
BPS	30,304	22,352	37,824	44,773	52,512
DPS	0	0	250	250	250
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.7	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	-3.4	-3.5	3.9	4.4	4.0
PCR	0.7	0.7	1.1	1.1	1.0
PSR	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
PBR	0.9	1.2	0.9	0.7	0.6
EBITDA	2,534.0	2,872.3	2,632.8	2,850.2	2,983.0
EV/EBITDA	6.7	6.0	6.4	5.5	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-25.2	-27.2	29.4	17.4	16.4
EBITDA 이익률	21.9	24.5	21.8	22.5	22.8
부채비율	867.6	1,178.1	557.1	460.6	384.3
금융비용부담률	3.2	3.5	3.8	3.4	3.2
이자보상배율(x)	2.4	2.8	2.1	2.4	2.9
매출채권회전율(x)	19.6	19.9	19.5	18.3	17.3
재고자산회전율(x)	25.1	22.2	19.4	19.0	19.7

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 3월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 3월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 3월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최치현)

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)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 대한항공 (003490) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.04.08	산업브리프	Buy	35,000	김승철	-12.1	-6.0	
2016.04.25	기업브리프	Buy	35,000	김승철	-13.6	-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	-12.5	-1.2	
2018.01.31	산업브리프	Buy	47,000	최치현	-26.7	-18.0	
2018.03.23	기업브리프	Buy	47,000	최치현	-	-	