

대한항공(003490)

하회	부합	상회
----	----	----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

가장 중요한 국제선여객 본업은 양호

일회성 인건비 제외할 경우 영업이익은 전년동기대비 19% 증가
 여객수요 강세에 힘입어 본업인 국제선여객 부문의 실적 개선 이어질 전망
 그룹관련 노이즈 해소될 경우 밸류에이션 매력 부각될 것

Facts : 1분기 영업이익은 컨센서스 6% 하회

1분기 매출액은 3조 1,020억원으로 전년동기대비 8% 늘어난 반면 영업이익은 1,663억원으로 13% 줄었다. 매출액은 컨센서스를 소폭 상회했고 영업이익은 6% 하회했다. 국제선여객 부문은 여행수요의 강세에 힘입어 6개 분기 만에 두자리수 외형성장을 기록했다. RPK(여객수에 이동거리를 곱한 수송실적)는 5% 증가했고 유틸화중요가 반영된 평균운임이 6% 상승했다. 다만 화물실적은 다소 기대에 못 미쳤다. 화물운임은 꾸준히 상승하고 있으나 전년의 높은 베이스 부담으로 수송량이 전년동기대비 소폭 감소세로 돌아섰다. 여기에 일회성 성과금인 안전장려금 534억원을 지급했고 LA호텔의 영업적자가 이어졌다.

Pros & cons : 본업인 국제선여객 실적은 지속 개선 중

일회성 인건비를 제외하면 영업이익은 실질적으로 전년동기대비 19% 늘었다. 실적 서프라이즈를 기록한 경쟁사들 대비로는 여전히 아쉬운 실적이다. 다만 국제선 여객 부문은 구조적으로 늘어나는 해외여행 수요의 수혜가 커지고 있다. 여행객의 눈높이가 높아지면서 근거리노선에서도 서비스 품질이나 편리함을 추구하는 한편 점차 장거리여행으로 시선을 돌리고 있다. 이에 따라 대한항공의 1분기 국제선 여객수 증가율과 운임 상승률 모두 전분기보다 확대됐다. 특히 미주와 유럽노선의 매출액은 각각 전년동기대비 7%, 13% 늘었다. 유가와 금리상승 등 대외변수 여건은 녹록치 않지만 2분기 본격화되는 중국노선의 기저효과가 더 긍정적일 것이다.

Action : 소외받아 온 대한항공의 밸류에이션 매력에 주목

해외여행 수요 증가에 따른 수혜는 저비용항공사들에게 국한되지 않고 양대 국적사로 확대되고 있다. 국제선여객 본업의 성장이 재개되는 대한항공에 대해 '매수' 의견과 목표주가 44,000원(2018F PBR 1.3배 적용)을 유지한다. 2분기에는 작년 임금인상의 소급적용분과 직원 격려금 지급으로 영업이익이 다시 한 번 전년동기 대비 감소하겠지만, 하반기 실적에 대한 기대감은 높아질 것이다. 경쟁사들의 연이은 이익 서프라이즈가 일단락되면서 오너일가와 관련된 불확실성으로 소외받아 온 대한항공의 저평가 매력이 부각되는 시점이다.

매수(유지)

목표주가: 44,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/15)	2,459
주가(5/15)	34,150
시가총액(십억원)	3,239
발행주식수(백만)	95
52주 최고/최저(가원)	38,750/29,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	22,661
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.6/17.1
주요주주(%)	한진칼 외 9인 33.4
	국민연금 12.6

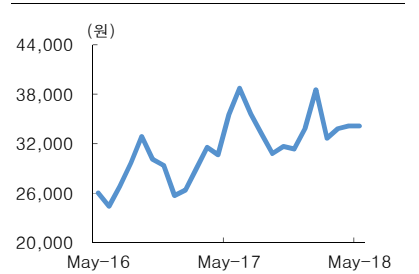
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	3.9	10.2	7.1
PBR(x)	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	29.4	8.5	11.1
DY(%)	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(x)	6.4	5.9	5.2
EPS(원)	8,639	3,359	4,814
BPS(원)	37,824	40,933	45,497

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.6	13.8	6.1
KOSPI 대비(%p)	0.4	16.2	(1.3)

주가추이



자료: WISEfn

최고운

gowoon@truefriend.com

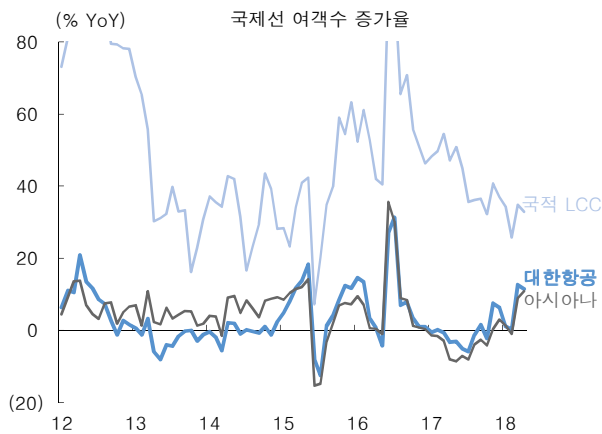
<표 1> 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	2,866.0	2,905.2	3,213.9	3,107.1	3,102.0	(0.2)	8.2	3,049.5
영업이익	191.5	172.8	355.5	220.0	166.3	(24.4)	(13.1)	177.7
영업이익률(%)	6.7	5.9	11.1	7.1	5.4	(1.7)	(1.3)	5.8
세전이익	719.2	(245.9)	109.3	539.1	(1.1)	NM	NM	58.4
순이익	557.7	(203.3)	57.9	379.2	(10.3)	NM	NM	21.9

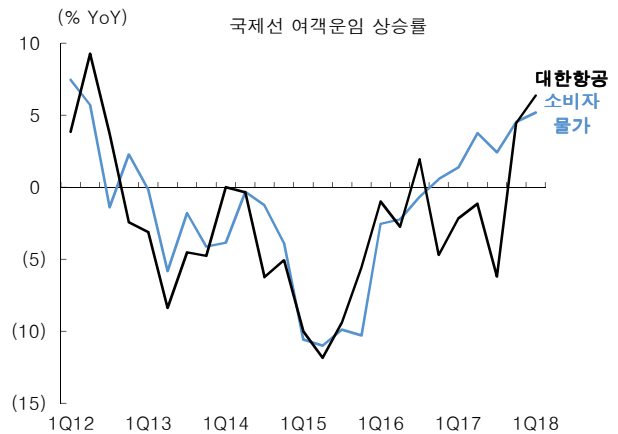
자료: 대한항공, FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 2017년 4분기 이후 국제선여객 증가율은 반등



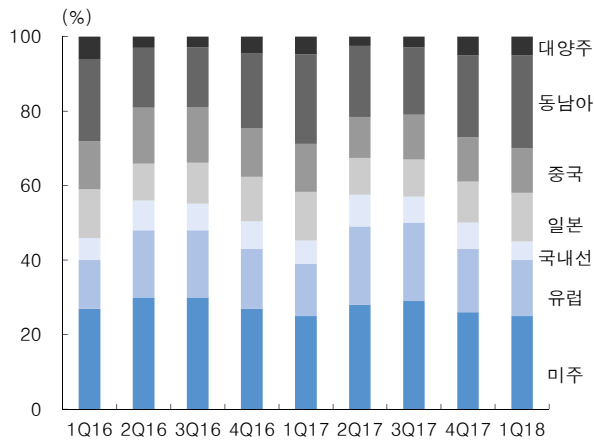
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 2] 구조적 여행수요 강세에 힘입어 운임 상승



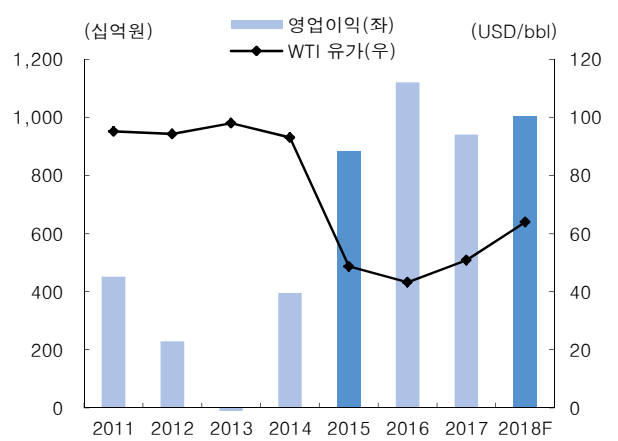
자료: 대한항공, 통계청, 한국투자증권

[그림 3] 미주와 유럽 장거리노선 매출비중이 40%



자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 4] 유가상승에도 올해 영업이익은 2015년을 상회



자료: 대한항공, 한국투자증권

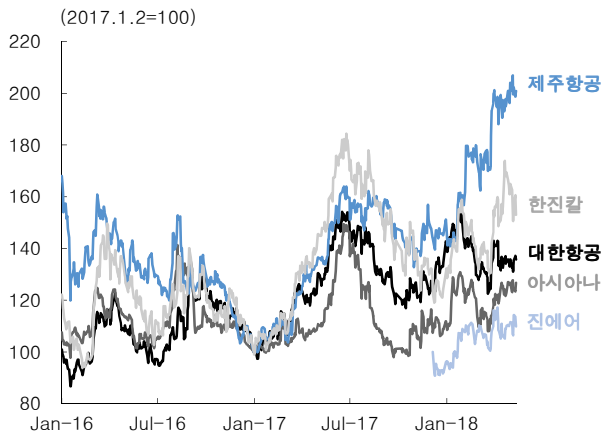
<표 2> 실적전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	2,866	2,905	3,214	3,107	3,102	3,109	3,462	3,216	11,732	12,092	12,889	13,542
국내선	105	144	137	121	98	142	141	127	494	507	509	529
ASK(백만 km)	850	1,015	987	875	779	985	977	884	3,708	3,727	3,624	3,661
RPK(백만 km)	640	812	767	675	563	789	776	693	2,880	2,894	2,821	2,906
L/F(%)	75.3	80.0	77.7	77.1	72.3	80.1	79.4	78.4	77.7	77.6	77.8	79.4
Yield(원)	164.4	177.0	178.0	178.7	174.1	180.5	181.5	183.8	171.3	175.2	180.3	182.1
국제선	1,574	1,554	1,787	1,625	1,754	1,665	1,970	1,656	6,472	6,539	7,045	7,439
ASK(백만 km)	22,335	23,142	24,936	23,991	23,662	23,836	25,684	24,231	92,949	94,404	97,413	99,362
RPK(백만 km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,785	19,125	21,040	19,162	73,029	74,948	78,112	81,662
L/F(%)	80.3	79.4	81.1	76.8	79.4	80.2	81.9	79.1	78.6	79.4	80.2	82.2
Yield(원)	87.8	84.5	88.3	88.2	93.4	87.1	93.6	86.4	88.4	87.2	90.2	91.1
화물	640	673	700	796	698	734	743	844	2,444	2,809	3,019	3,171
AFTK(백만 km)	2,580	2,712	2,794	2,854	2,622	2,739	2,794	2,883	10,621	10,940	11,038	11,148
FTK(백만 km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,156	2,201	2,303	8,163	8,593	8,669	8,842
L/F(%)	78.3	77.9	78.0	79.9	76.6	78.7	78.8	79.9	76.9	78.5	78.5	79.3
Yield(원)	316.7	318.2	321.4	349.1	347.2	340.4	337.5	366.6	299.4	326.9	348.2	358.7
기타	547	535	591	566	552	568	608	589	2,322	2,238	2,317	2,402
매출액 증가율	(0.0)	3.1	3.1	6.1	8.2	7.0	7.7	3.5	1.6	3.1	6.6	5.1
국내선	2.9	8.8	(3.6)	2.4	(6.8)	(0.9)	3.2	4.7	4.3	2.7	0.3	4.0
ASK	1.8	4.9	(1.0)	(3.6)	(8.4)	(3.0)	(1.0)	1.0	1.2	0.5	(2.8)	1.0
RPK	6.0	4.0	(3.6)	(3.4)	(12.0)	(2.8)	1.2	2.7	6.7	0.5	(2.5)	3.0
L/F(%p)	3.0	(0.7)	(2.1)	0.2	(3.0)	0.1	1.7	1.3	4.0	(0.0)	0.2	1.6
Yield	(2.9)	4.6	0.0	6.0	5.9	2.0	2.0	2.0	(2.8)	2.3	2.9	1.0
국제선	(2.6)	1.6	(3.2)	9.8	11.4	7.2	10.3	2.0	4.4	1.0	7.8	5.6
ASK	(4.4)	0.9	2.9	7.0	5.9	3.0	3.0	1.0	3.9	1.6	3.2	2.0
RPK	(0.4)	2.7	3.2	5.1	4.8	4.0	4.0	4.0	5.9	2.6	4.2	4.5
L/F(%p)	3.2	1.4	0.2	(1.4)	(0.9)	0.8	0.8	2.3	1.5	0.8	0.8	2.0
Yield	(2.2)	(1.1)	(6.2)	4.5	6.3	3.0	6.0	(2.0)	(1.5)	(1.3)	3.4	1.0
화물	14.0	13.2	20.3	12.7	9.1	9.1	6.1	6.1	(6.5)	14.9	7.5	5.1
AFTK	3.1	0.9	4.3	3.8	1.6	1.0	0.0	1.0	0.1	3.0	0.9	1.0
FTK	7.9	2.6	7.6	3.4	(0.5)	2.0	1.0	1.0	(1.3)	5.3	0.9	2.0
L/F(%p)	3.5	1.3	2.4	(0.3)	(1.7)	0.8	0.8	0.0	(1.0)	1.7	(0.0)	0.8
Yield	5.7	10.3	11.9	8.9	9.6	7.0	5.0	5.0	(5.4)	9.2	6.5	3.0
기타	(6.9)	(4.7)	7.8	(9.5)	0.9	6.1	2.9	4.2	2.9	(3.6)	3.5	3.7
영업비용	2,626	2,690	2,747	2,784	2,840	2,890	2,947	2,883	10,424	10,847	11,561	12,038
증가율	4.9	2.7	5.3	5.5	8.2	7.5	7.3	3.5	(0.2)	4.1	6.6	4.1
연료유류비(별도)	634	617	658	708	729	768	839	792	2,190	2,616	3,127	3,456
증가율	33.4	15.0	12.2	19.4	15.0	24.5	27.5	11.9	(18.3)	19.5	19.5	10.5
인건비(별도)	440	500	471	485	518	531	480	490	1,811	1,896	2,019	1,999
정비비(별도)	90	88	85	88	84	85	85	88	288	352	343	361
임차료(별도)	105	108	82	111	114	113	87	109	385	406	422	431
기타	1,356	1,377	1,451	1,392	1,395	1,394	1,457	1,404	5,750	5,576	5,649	5,791
영업이익	192	173	355	220	166	163	425	248	1,121	940	1,002	1,185
증가율	(40.8)	8.5	(22.7)	23.3	(13.1)	(5.5)	19.6	12.6	26.9	(16.2)	6.7	18.2
영업이익률	6.7	5.9	11.1	7.1	5.4	5.3	12.3	7.7	9.6	7.8	7.8	8.7
세전이익	719	(246)	109	539	(1)	30	292	115	(717)	1,122	436	627
지배주주순이익	558	(203)	58	379	(10)	23	222	87	(565)	792	322	462
증가율	NM	NM	(88.6)	NM	NM	NM	284.4	(77.0)	NM	NM	(59.3)	43.3

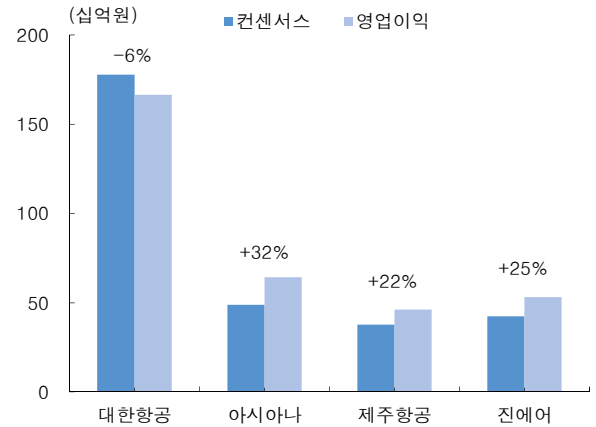
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 5] 대한항공 주가는 연초 수준에서 정체



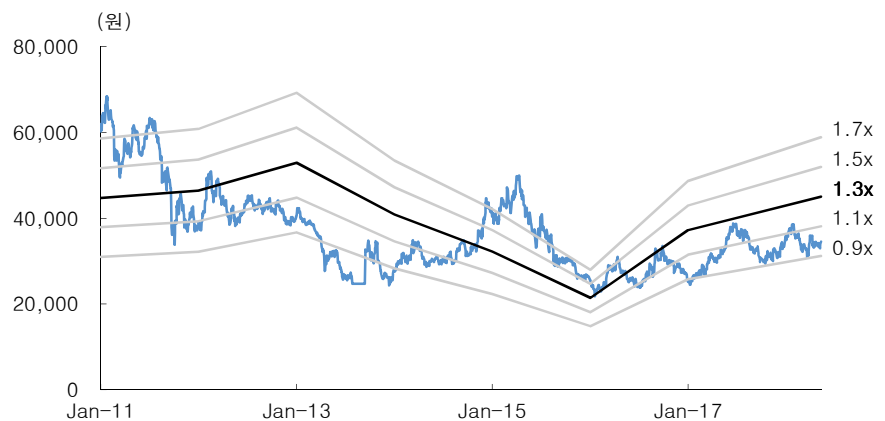
주: 진에어는 상장일인 2017년 12월 8일 기준
 자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] 1분기 영업이익은 컨센서스를 6% 하회



자료: 각 사, FnGuide, 한국투자증권

[그림 7] 현 주가는 2018F PBR 1.0배에서 거래



주: 신중자본증권 조정 후 BPS 기준
 자료: Quantiwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

대한항공은 우리나라 대표 국적항공사로 장거리노선 중심의 안정적 노선 포트폴리오와 높은 서비스 품질에 기반한 프리미엄 이미지를 구축함. 2017년 우리나라 항공시장에서 여객수 기준 국제선 점유율 25%, 국내선 점유율 25%를 차지함.

- 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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,328	3,582	3,846	4,084	4,291
현금성자산	1,090	761	1,160	1,219	1,280
매출채권및기타채권	922	964	1,012	1,069	1,123
재고자산	565	683	632	693	729
비유동자산	20,629	21,066	21,095	21,193	21,363
투자자산	621	476	508	533	560
유형자산	17,873	18,907	18,793	18,775	18,822
무형자산	405	363	387	407	428
자산총계	23,957	24,649	24,941	25,278	25,654
유동부채	9,131	6,638	6,692	6,745	6,494
매입채무및기타채무	971	1,069	1,140	1,197	1,258
단기차입금및단기사채	1,504	843	935	843	544
유동성장기부채	5,175	3,300	3,004	2,754	2,544
비유동부채	12,951	14,259	14,194	14,034	14,229
사채	83	1,103	1,136	1,100	1,100
장기차입금및금융부채	9,562	9,668	9,340	9,027	9,025
부채총계	22,082	20,898	20,887	20,779	20,723
지배주주지분	1,761	3,629	3,928	4,366	4,791
자본금	370	480	480	480	480
자본잉여금	603	946	946	946	946
기타자본	596	956	956	956	956
이익잉여금	(193)	577	875	1,313	1,739
비지배주주지분	114	122	126	133	140
자본총계	1,874	3,751	4,054	4,499	4,931

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,806	2,807	2,372	2,542	2,431
당기순이익	(557)	802	327	469	456
유형자산감가상각비	1,698	1,648	1,726	1,737	1,745
무형자산상각비	53	45	46	48	50
자산부채변동	(97)	(41)	184	212	101
기타	1,709	353	89	76	79
투자활동현금흐름	(874)	(2,041)	(1,445)	(1,762)	(1,828)
유형자산투자	(1,145)	(1,877)	(1,800)	(1,895)	(1,940)
유형자산매각	272	82	188	176	149
투자자산순증	(66)	(263)	(31)	(26)	(27)
무형자산순증	1	1	(70)	(67)	(71)
기타	64	16	268	50	61
재무활동현금흐름	(1,829)	(1,036)	(528)	(722)	(542)
자본의증가	4	453	0	0	0
차입금의순증	(2,794)	(1,836)	(499)	(691)	(511)
배당금지급	(23)	(34)	(24)	(24)	(24)
기타	984	381	(5)	(7)	(7)
기타현금흐름	19	(58)	0	0	0
현금의증가	122	(329)	399	59	62

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

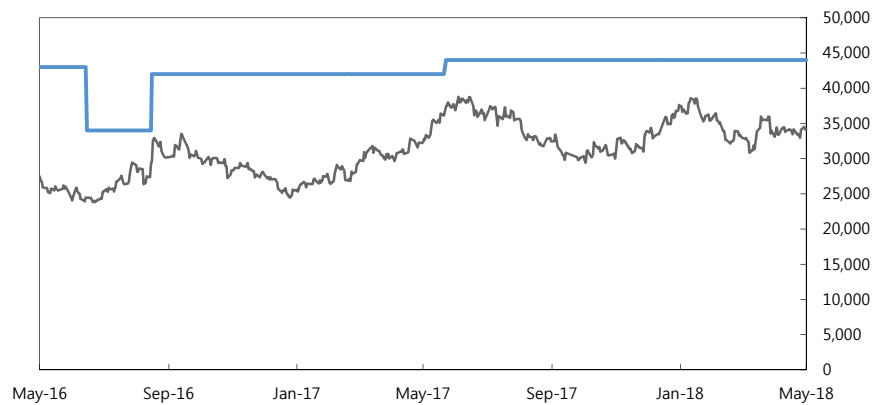
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	11,732	12,092	12,889	13,542	14,228
매출원가	9,435	9,991	10,651	11,091	11,756
매출총이익	2,297	2,101	2,238	2,450	2,472
판매관리비	1,176	1,161	1,236	1,266	1,330
영업이익	1,121	940	1,002	1,185	1,142
금융수익	51	73	68	71	73
이자수익	29	31	34	38	40
금융비용	559	531	608	629	605
이자비용	407	457	528	549	525
기타영업외손익	(1,219)	628	(27)	0	0
관계기업관련손익	(112)	11	0	0	0
세전계속사업이익	(717)	1,122	436	627	610
법인세비용	(161)	320	109	159	154
연결당기순이익	(557)	802	327	469	456
지배주주지분순이익	(565)	792	322	462	450
기타포괄이익	(58)	304	0	0	0
총포괄이익	(615)	1,106	327	469	456
지배주주지분포괄이익	(622)	1,089	322	462	450
EBITDA	2,872	2,633	2,774	2,970	2,937

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(7,639)	8,639	3,359	4,814	4,685
BPS	23,809	37,824	40,933	45,497	49,933
DPS	0	250	250	250	250
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.6	3.1	6.6	5.1	5.1
영업이익증가율	26.9	(16.2)	6.7	18.2	(3.6)
순이익증가율	NM	NM	(59.3)	43.3	(2.7)
EPS증가율	NM	NM	(61.1)	43.3	(2.7)
EBITDA증가율	13.4	(8.3)	5.4	7.1	(1.1)
수익성(%)					
영업이익률	9.6	7.8	7.8	8.7	8.0
순이익률	(4.8)	6.5	2.5	3.4	3.2
EBITDA Margin	24.5	21.8	21.5	21.9	20.6
ROA	(2.3)	3.3	1.3	1.9	1.8
ROE	(27.2)	29.4	8.5	11.1	9.8
배당수익률	-	0.7	0.7	0.7	0.7
배당성향	NM	3.0	7.5	5.2	5.3
안정성					
순차입금(십억원)	15,039	13,581	12,854	12,076	11,482
차입금/자본총계비율(%)	870.9	397.6	355.6	305.1	268.0
Valuation(X)					
PER	NM	3.9	10.2	7.1	7.3
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.0	6.4	5.9	5.2	5.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대한항공(003490)	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 5월 16일 현재 대한항공 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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 높게 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.