

대한항공(003490)

2Q18 Preview: 시장 기대보다 부진

2분기 실적은 컨센서스를 하회할 전망

2분기 매출액과 영업이익을 각각 3조 713억원, 1,317억원으로 추정한다. 매출액은 전년동기대비 6% 늘어나나 영업이익은 24% 줄어드는 것이다. 유가 상승과 일회성 비용의 반영으로 영업이익은 시장 컨센서스(1,635억원)를 19% 하회할 전망이다. 작년 5월 황금연휴로 실적 기저가 높은 상황에서 2분기 평균 항공유 가격은 전년동기대비 44% 상승했다. 비수기 계절성에 비추어 유류할증료 부과에 대한 가격저항이 커 1분기만큼 비용전가가 어려웠던 것으로 보인다. 화물부문에서는 공급이 2년 만에 전년동기대비 줄면서 물동량은 5% 감소할 전망이다. 한편 작년 임금 인상의 소급적용분과 격려금 지급으로 700억원 내외의 일회성 비용이 추가됐다.

여객수요 강세에 대한 기대감은 유효

2분기 항공사들의 실적은 모두 부진했다. 원가부담이 비수기 계절성과 맞물려 시장 기대치에 왜곡이 커진 점이 항공주 투자를 어렵게 하고 있다. 다만 여객수요는 여전히 견고했다. 대한항공의 4~5월 국제선 여객수는 전년대비 11% 늘었다. 4분기 반등 이후 매분기 증가폭이 커지고 있다. 저비용항공사로의 수요 이탈이 일단락되고 FSC로서의 경쟁력을 되찾는 모습이다. 또한 지정학적 리스크 완화로 인바운드 수요가 반등하고 있다. 향후 원가와 환율 상승은 우려요인이나, 성수기인 3분기에는 기저효과가 더해질 것이다. 작년과 다르게 추석연휴 효과가 3분기에 반영되며 LA호텔의 영업적자 역시 전년동기 350억원에서 크게 줄어들 전망이다.

이익전망 낮추나 기저효과 통해 밸류에이션 매력 부각될 것

상반기 실적부진과 커지는 유가부담을 반영해 목표주가를 기존 44,000원에서 39,000원(조정 2018F PBR 1.4배 적용)으로 11% 하향한다. 다만 여객수요의 강세는 구조적이며, 대한항공의 국제선 실적은 바닥을 지났다는 점에서 ‘매수’ 의견을 유지한다. 3분기 실적은 일회성 인건비에서 자유로운 만큼 성수기 효과가 온전히 나타날 것이다. 양호한 현금흐름과 투자 축소기조에 비추어 재무구조는 금리인상 부담 속에서도 꾸준히 개선될 전망이다.

매수(유지)

목표주가: 39,000원(하향)

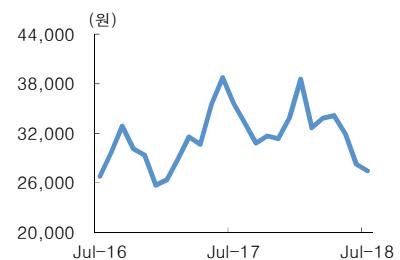
Stock Data

KOSPI(7/4)	2,265
주가(7/4)	27,450
시가총액(십억원)	2,603
발행주식수(백만)	95
52주 최고/최저가(원)	38,550/27,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	20,479
유동주식비율/외국인지분율(%)	63.0/16.0
주요주주(%)	한진칼 외 9 인
	33.4
	국민연금
	11.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(14.9)	(21.3)	(24.1)
KOSPI 대비(%p)	(7.4)	(13.2)	(19.2)

주가추이



자료: WISEfn

최고운

gowoon@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	11,732	1,121	(565)	(7,165)	NM	2,872	NM	6.0	1.2 (27.2)	-	-
2017A	12,092	940	792	8,639	NM	2,633	3.9	6.4	0.9	29.4	0.7
2018F	12,930	960	(15)	(154)	NM	2,732	NM	5.7	0.7 (0.4)	0.9	-
2019F	13,585	1,099	610	6,352	NM	2,884	4.3	5.1	0.6	15.7	0.9
2020F	14,273	1,152	674	7,019	10.5	2,947	3.9	4.8	0.5	15.0	0.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

〈표 1〉 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	3,071	3,523	3,233	11,732	12,092	12,930	13,585
국내선	105	144	137	121	98	134	141	127	494	507	500	520
ASK(백만 km)	850	1,015	987	875	779	924	977	884	3,708	3,727	3,564	3,599
RPK(백만 km)	640	812	767	675	563	740	776	693	2,880	2,894	2,772	2,855
L/F(%)	75.3	80.0	77.7	77.1	72.3	80.1	79.4	78.4	77.7	77.6	77.8	79.3
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	1,685	2,026	1,671	6,472	6,539	7,137	7,536
ASK(백만 km)	22,335	23,142	24,936	23,991	23,662	23,952	26,432	24,711	92,949	94,404	98,757	100,732
RPK(백만 km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,785	19,356	21,639	19,339	73,029	74,948	79,119	82,715
L/F(%)	80.3	79.4	81.1	76.8	79.4	80.8	81.9	78.3	78.6	79.4	80.1	82.1
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	684	743	844	2,444	2,809	2,968	3,118
AFTK(백만 km)	2,580	2,712	2,794	2,854	2,622	2,644	2,794	2,854	10,621	10,940	10,914	11,023
FTK(백만 km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,008	2,201	2,303	8,163	8,593	8,521	8,691
L/F(%)	78.3	77.9	78.0	79.9	76.6	76.0	78.8	80.7	76.9	78.5	78.1	78.8
Yield(원)	316.7	318.2	321.4	349.1	347.2	340.4	337.5	366.6	299.4	326.9	348.3	358.8
기타	547	535	591	566	552	569	613	590	2,322	2,238	2,325	2,411
매출액 증가율	(0.0)	3.1	3.1	6.1	8.2	5.7	9.6	4.1	1.6	3.1	6.9	5.1
국내선	2.9	8.8	(3.6)	2.4	(6.8)	(7.0)	3.2	4.7	4.3	2.7	(1.4)	4.0
ASK	1.8	4.9	(1.0)	(3.6)	(8.4)	(9.0)	(1.0)	1.0	1.2	0.5	(4.4)	1.0
RPK	6.0	4.0	(3.6)	(3.4)	(12.0)	(8.9)	1.2	2.7	6.7	0.5	(4.2)	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)	0.1	1.5
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	8.5	13.4	2.9	4.4	1.0	9.2	5.6
ASK	(4.4)	0.9	2.9	7.0	5.9	3.5	6.0	3.0	3.9	1.6	4.6	2.0
RPK	(0.4)	2.7	3.2	5.1	4.8	5.3	7.0	5.0	5.9	2.6	5.6	4.5
L/F(%p)	3.2	1.4	0.2	(1.4)	(0.9)	1.4	0.8	1.5	1.5	0.8	0.7	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	1.7	6.1	6.1	(6.5)	14.9	5.7	5.1
AFTK	3.1	0.9	4.3	3.8	1.6	(2.5)	0.0	0.0	0.1	3.0	(0.2)	1.0
FTK	7.9	2.6	7.6	3.4	(0.5)	(5.0)	1.0	1.0	(1.3)	5.3	(0.8)	2.0
L/F(%p)	3.5	1.3	2.4	(0.3)	(1.7)	(2.0)	0.8	0.8	(1.0)	1.7	(0.5)	0.8
Yield	5.7	10.3	11.9	8.9	9.6	7.0	5.0	5.0	(5.4)	9.2	6.6	3.0
기타	(6.9)	(4.7)	7.8	(9.5)	0.9	6.3	3.9	4.5	2.9	(3.6)	3.9	3.7
영업비용	2,626	2,690	2,747	2,784	2,840	2,884	3,005	2,912	10,424	10,847	11,641	12,163
증가율	4.9	2.7	5.3	5.5	8.2	7.2	9.4	4.6	(0.2)	4.1	7.3	4.5
연료유류비(별도)	634	617	658	708	729	789	901	842	2,190	2,616	3,261	3,634
증가율	33.4	15.0	12.2	19.4	15.0	27.9	37.0	18.9	(18.3)	19.5	24.6	11.4
인건비(별도)	440	500	471	485	518	531	480	480	1,811	1,896	2,010	1,990
정비비(별도)	90	88	85	88	84	83	85	88	288	352	340	359
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	1,369	1,453	1,392	5,750	5,576	5,608	5,751
영업이익	192	173	355	220	166	132	427	235	1,121	940	960	1,099
증가율	(40.8)	8.5	(22.7)	23.3	(13.1)	(23.8)	20.1	6.8	26.9	(16.2)	2.1	14.5
영업이익률	6.7	5.9	11.1	7.1	5.4	4.3	12.1	7.3	9.6	7.8	7.4	8.1
세전이익	719	(246)	109	539	(1)	(381)	284	92	(717)	1,122	(7)	498
지배주주순이익	558	(203)	58	379	(10)	(291)	216	70	(565)	792	(15)	610
증가율	NM	NM	(88.6)	NM	NM	NM	273.9	(81.6)	NM	NM	NM	NM

자료: 대한항공, 한국투자증권

〈표 2〉 2Q18 실적 전망

	한투증권 (십억원)	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	3,071.3	(1.0)	5.7	(1.1)	3,105.6	(0.3)
영업이익	131.7	(20.8)	(23.8)	(19.4)	163.5	(0.6)
영업이익률(%)	4.3	(1.1)	(1.7)	(1.0)	5.3	(0.0)
지배주주순이익	(291)	2,708.1	NM	(3,364.4)	8.9	(37.8)

자료: FnGuide, 한국투자증권

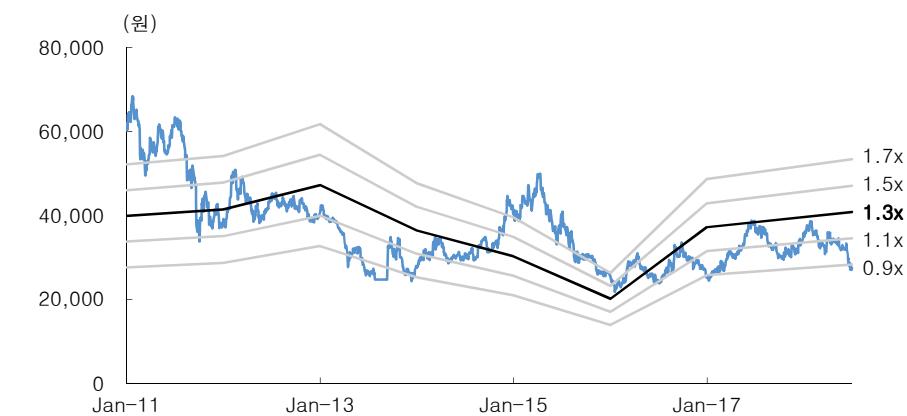
〈표 3〉 목표주가 39,000원으로 하향조정

(단위: 원, %, 배)

구분	내용 비고
BPS(A)	37,420 2018F BPS
ROE(B)	10.1 2017~19년 ROE 평균
자기자본비용(C=D+(E-D)*F)	9.5
무위험수익률(D)	2.2 국고채 3년 기준
시장기대수익률(E)	10.0 KIS 유니버스 2018F PER 10배의 역수
베타(F)	0.9 52주 조정베타
목표 PBR(G=B/C)	1.1 조정 PBR 기준 1.4배
목표주가(A*G)	39,807 기준 44,000원에서 11% 하향조정
현재주가	27,450 7/4(수) 주가
상승여력	42.1%

자료: 한국투자증권

[그림 1] PBR 밴드(신종자본증권 조정 후 BPS 기준)



자료: Quantwise, 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	3,858	4,098	4,305
현금성자산	1,090	761	1,164	1,223	1,285
매출채권및기타채권	922	964	1,015	1,073	1,127
재고자산	565	683	634	696	731
비유동자산	20,629	21,066	21,102	21,201	21,371
투자자산	621	476	509	535	562
유형자산	17,873	18,907	18,793	18,775	18,822
무형자산	405	363	389	408	429
자산총계	23,957	24,649	24,960	25,298	25,676
유동부채	9,131	6,638	7,041	6,965	6,508
매입채무및기타채무	971	1,069	1,143	1,201	1,262
단기차입금및단기사채	1,504	843	935	843	544
유동성장기부채	5,175	3,300	3,004	2,754	2,544
비유동부채	12,951	14,259	14,206	14,046	14,243
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	21,248	21,011	20,750
지배주주지분	1,761	3,629	3,591	4,176	4,826
자본금	370	480	480	480	480
자본잉여금	603	946	946	946	946
기타자본	596	956	956	956	956
이익잉여금	(193)	577	538	1,123	1,773
비지배주주지분	114	122	122	111	100
자본총계	1,874	3,751	3,713	4,288	4,926

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	11,732	12,092	12,930	13,585	14,273
매출원가	9,435	9,991	10,727	11,208	11,793
매출총이익	2,297	2,101	2,203	2,378	2,480
판매관리비	1,176	1,161	1,244	1,278	1,328
영업이익	1,121	940	960	1,099	1,152
금융수익	51	73	68	71	73
이자수익	29	31	34	38	40
금융비용	559	531	638	673	676
이자비용	407	457	528	563	566
기타영업외손익	(1,219)	628	(397)	0	0
관계기업관련손익	(112)	11	0	0	0
세전계속사업이익	(717)	1,122	(7)	498	550
법인세비용	(161)	320	8	(101)	(112)
연결당기순이익	(557)	802	(14)	599	662
지배주주지분순이익	(565)	792	(15)	610	674
기타포괄이익	(58)	304	0	0	0
총포괄이익	(615)	1,106	(14)	599	662
지배주주지분포괄이익	(622)	1,089	(15)	610	674
EBITDA	2,872	2,633	2,732	2,884	2,947

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,806	2,807	2,370	2,525	2,414
당기순이익	(557)	802	(14)	599	662
유형자산감가상각비	1,698	1,648	1,726	1,737	1,745
무형자산상각비	53	45	46	48	50
자산부채변동	(97)	(41)	524	82	(105)
기타	1,709	353	88	59	62
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)	(33)	(26)	(27)
무형자산순증	1	1	(71)	(68)	(71)
기타	64	16	271	51	61
재무활동현금흐름	(1,829)	(1,036)	(523)	(705)	(523)
자본의증가	4	453	0	0	0
차입금의순증	(2,794)	(1,836)	(499)	(691)	(511)
배당금지급	(23)	(34)	(24)	(24)	(24)
기타	984	381	0	10	12
기타현금흐름	19	(58)	0	0	0
현금의증가	122	(329)	402	59	62

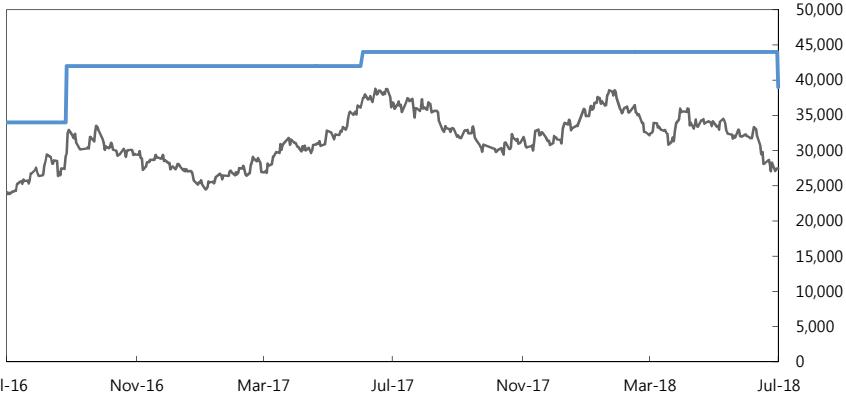
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(7,165)	8,639	(154)	6,352	7,019
BPS	22,352	37,824	37,420	43,522	50,291
DPS	0	250	250	250	250
성장성(%), YoY					
매출증가율	1.6	3.1	6.9	5.1	5.1
영업이익증가율	26.9	(16.2)	2.1	14.5	4.8
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	10.5
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	10.5
EBITDA증가율	13.4	(8.3)	3.8	5.6	2.2
수익성(%)					
영업이익률	9.6	7.8	7.4	8.1	8.1
순이익률	(4.8)	6.5	(0.1)	4.5	4.7
EBITDA Margin	24.5	21.8	21.1	21.2	20.6
ROA	(2.3)	3.3	(0.1)	2.4	2.6
ROE	(27.2)	29.4	(0.4)	15.7	15.0
배당수익률	—	0.7	0.9	0.9	0.9
배당성향	NM	3.0	NM	3.9	3.6
안정성					
순차입금(십억원)	15,039	13,581	12,849	12,071	11,476
차입금/자본총계비율(%)	870.9	397.6	388.3	320.1	268.3
Valuation(X)					
PER	NM	3.9	NM	4.3	3.9
PBR	1.2	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.0	6.4	5.7	5.1	4.8

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대한항공(003490)	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	-22.7	-11.9
	2018.06.07	1년경과		-32.6	-24.3
	2018.07.05	매수	39,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 5일 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 기준입니다

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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 돋기 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.