



## BUY(Maintain)

목표주가: 42,000원

주가(08/14): 27,550원

시가총액: 26,130억원

조선/운송/방산

Analyst 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (08/14)		2,258.91p
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	38,550원	27,050원
등락률	-28.53%	1.85%
수익률	절대	상대
1M	-5.3%	-3.1%
6M	-22.2%	-16.6%
1Y	-22.7%	-20.1%

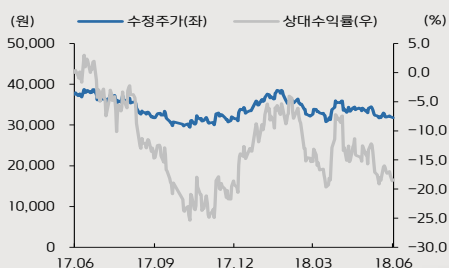
## Company Data

발행주식수	95,955천주
일평균 거래량(3M)	474천주
외국인 지분율	16.20%
배당수익률(18E)	0.74%
BPS(18E)	30,209원
주요 주주	한진칼 외 9인
	33.40%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	117,319	120,922	129,981	135,147
보고영업이익	11,208	9,398	7,639	8,525
핵심영업이익	11,208	9,398	7,639	8,525
EBITDA	28,723	26,328	23,196	23,863
세전이익	-7,174	11,217	2,453	5,466
순이익	-5,568	8,019	1,893	4,123
지배주주지분순이익	-5,649	7,915	1,869	4,069
EPS(원)	-7,106	8,516	1,941	4,226
증감률(%YoY)	N/A	N/A	-77.2	117.7
PER(배)	-3.6	4.0	14.2	6.5
PBR(배)	1.2	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	5.3	5.9	6.8	6.4
보고영업이익률(%)	9.6	7.8	5.9	6.3
핵심영업이익률(%)	9.6	7.8	5.9	6.3
ROE(%)	-25.5	28.5	5.6	12.8
순부채비율(%)	707.9	326.6	411.1	349.6

## Price Trend



## 대한항공 (003490)

## 향후 중장거리 노선 전략이 중요



대한항공은 2분기 연결 기준 매출액 3조 1,057억원(YoY +6.9%), 영업이익 667억원(YoY -61.4%)을 기록했습니다. 매출액은 중국, 일본노선을 중심으로 국제선 여객 호조 및 화물운임 효과로 인해 성장했으나 유류비 부담 및 연결 자회사 호텔 사업 부진으로 수익성은 전년대비 큰 폭으로 감소했습니다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q 영업이익 667억원, 컨센서스 큰 폭 하회

지난 2Q 대한항공은 IFRS 연결 기준 매출액 3조 1,057억원(YoY +6.9%), 영업이익 667억원(YoY -61.4%), 당기순이익 -3,047억원(YoY 적자지속)을 기록했다. 매출액은 일본 및 중국 노선을 중심으로 국제선의 높은 여객 수요 및 수익성 중심의 화물 사업 영업 전략으로 견조한 성장 이어졌다. 중국 노선 매출액은 전년대비 약 23%, 일본 노선 매출액은 전년대비 약 13% 증가했다. 화물은 전년대비 운임이 약 10.7% 증가하면서 매출 성장에 기여했다. 하지만 매출액 성장에도 영업이익은 환율 및 유가와 같은 대외 변수에 따른 비용 부담 증가 및 안전장려금 지급으로 인해 감소했다. 영업외로는 원화 약세에 따른 외화환산손익이 -3,712억원에 달함에 따라 당기순이익은 적자가 이어졌다.

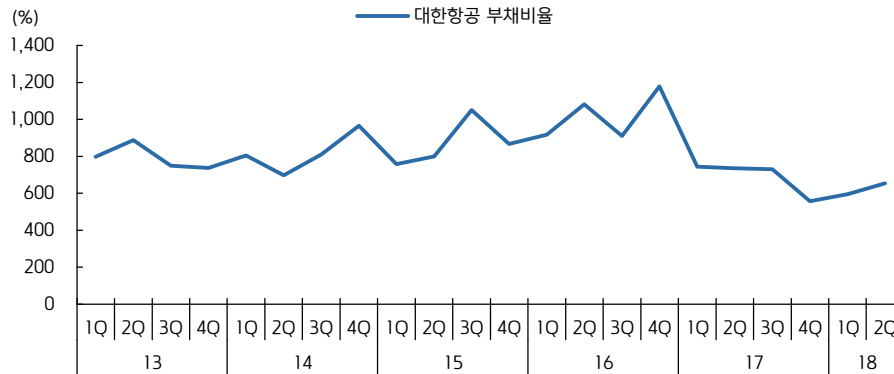
## &gt;&gt;&gt; 중장거리 노선 확대 전략

LCC 항공사들이 공격적으로 단거리 노선을 중심으로 국제선 여객 수요를 확보하면서 FSC 항공사들은 중장거리 노선 위주로 국제선 여객 수요를 확보하는 전략을 채택하고 있다. 특히 동사는 중장거리 노선 중심의 국제선 및 프레스티지 여객 확보를 통해 타사와의 차별화 전략을 채택하고 있다. LCC 중 진에어가 B777 기종을 운항 중이지만 운항 노선이 제한적으로 LCC 항공사와 중장거리 노선에 대한 경쟁은 거의 없는 상황이다. 이런 상황 속에서 동사는 중장거리 노선 이용객들의 점유율 확대를 안정적으로 확보해가고 있다. 또한 비즈니스 클래스에 대한 수요도 견조한 상황으로 타 사와의 차별화 요소로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 델타항공과 JV 효과 기대

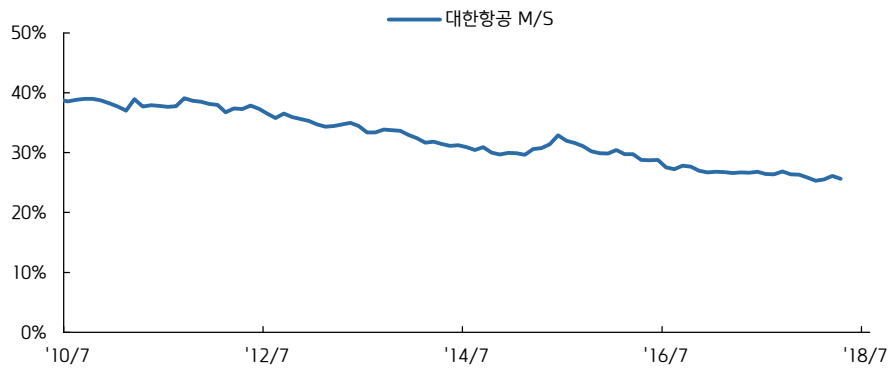
5월부터 개시된 미국의 최대 항공사 델타항공과의 JV 효과도 기대된다. 실제로 동사의 프레스티지 등 하이클래스의 탑승률이 전년대비 증가해 JV가 개시된 이후의 효과로 추정된다. 추가적으로 미국에서 인천을 거쳐 동남아 및 중국 등 환승객 수요 확보도 가능할 것으로 보인다. 동사는 대외 변수 및 연결 자회사 수익성 감소에도 중장거리 노선을 중심으로 하는 시장점유율 확대 및 프리미엄 고객층의 확보에 따른 수익성 개선이 기대되어 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '42,000원'을 유지한다.

## 대한항공 부채 비율 추이



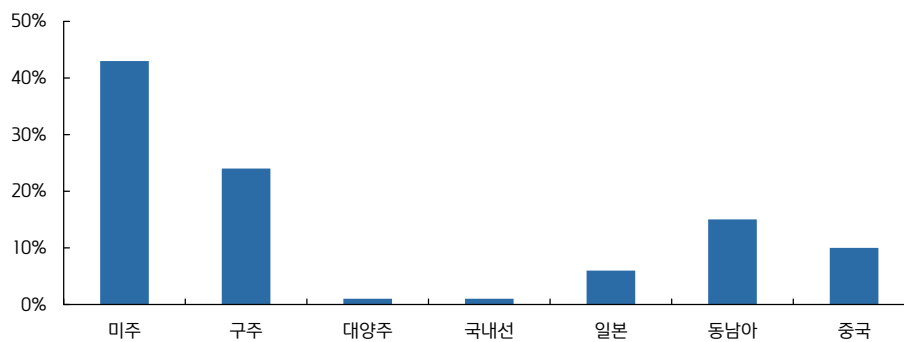
자료: FnGuide, 키움증권 리서치

## 대한항공 국제선 여객수 시장점유율 변화



자료: 인천국제공항, 키움증권 리서치

## 대한항공 노선별 매출 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치 \* 2018년 2분기 기준

## 대한항공 기재 현황

기종	18년 6월말 기준	2018년 연말까지 도입 예정
A380	10	
A330	29	
B747-400	4	
B747-8i	10	
B777	42	
B787-9	6	3
B737	33	
CS300	5	5
여객기 계	139	8
B747F	6	
B747-8F	7	
B777F	12	
화물기 계	25	0
Total	164	8

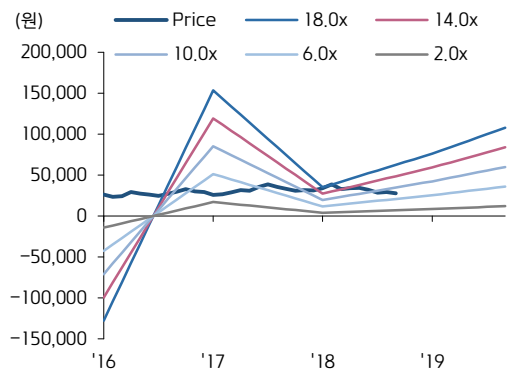
자료: 대한항공, 키움증권 리서치

## 대한항공 실적 추정

(억원, %)		2017				2018E				2016	2017	2018E	2019E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
전체	매출액	28,660	29,052	32,139	31,071	31,020	31,057	35,144	32,760	117,319	120,922	129,981	135,147
국내선	매출액	1,052	1,437	1,365	1,215	980	1,316	1,418	1,233	4,937	5,070	4,947	4,997
	ASK(백만 Km)	850	1,014	987	875	779	888	957	866	3,708	3,726	3,491	3,491
	RPK(백만 Km)	640	812	768	675	563	713	760	672	2,879	2,895	2,707	2,721
	L/F(%)	75.3%	80.1%	77.8%	77.1%	72.3%	80.3%	79.4%	77.5%	77.6%	77.7%	77.6%	78.0%
	Yield(원)	164	177	178	180	174	185	187	184	171	175	183	184
국제선	매출액	15,739	15,538	17,865	16,243	17,540	17,153	20,272	17,068	64,720	65,385	72,033	74,615
	ASK(백만 Km)	22,335	23,143	24,936	23,991	23,662	23,947	26,183	24,471	92,946	94,405	98,263	100,477
	RPK(백만 Km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,785	19,330	21,446	18,974	73,029	74,948	78,536	80,709
	L/F(%)	80.3%	79.4%	81.1%	76.8%	79.4%	80.7%	81.9%	77.5%	78.6%	79.4%	79.9%	80.3%
	Yield(원)	88	85	88	88	93	89	95	90	89	87	92	92
화물	매출액	6,397	6,725	7,004	7,960	6,976	7,125	7,527	8,358	24,437	28,087	29,986	30,891
	FTK(백만 Km)	2,584	2,712	2,794	2,854	2,622	2,665	2,780	2,840	10,621	10,944	10,907	11,016
	AFTK(백만 Km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,023	2,168	2,280	8,164	8,593	8,480	8,565
	L/F(%)	78.2%	77.9%	78.0%	79.9%	76.6%	75.9%	78.0%	80.3%	76.9%	78.5%	77.8%	77.8%
	Yield(원)	317	318	321	349	347	352	347	367	299	327	354	361
기타		4,918	4,812	5,026	4,729	4,677	4,544	5,005	5,177	20,935	19,486	19,403	20,851
YoY													
전체	매출액	0.0%	3.1%	2.3%	5.1%	8.2%	6.9%	9.3%	5.4%	1.7%	3.1%	7.5%	4.0%
국내선	매출액	2.9%	8.9%	-3.6%	3.1%	-6.9%	-8.4%	3.9%	1.5%	4.3%	2.7%	-2.4%	1.0%
	ASK	1.8%	4.8%	-1.0%	-3.6%	-8.4%	-12.4%	-3.0%	-1.0%	1.2%	0.5%	-6.3%	0.0%
	RPK	6.0%	4.0%	-3.4%	-3.4%	-12.0%	-12.2%	-1.1%	-0.5%	6.7%	0.6%	-6.5%	0.5%
	L/F	4.1%	-0.7%	-2.4%	0.2%	-4.0%	0.3%	2.0%	0.5%	5.4%	0.1%	-0.2%	0.5%
	Yield	-2.9%	4.7%	-0.2%	6.8%	5.8%	4.3%	5.0%	2.0%	-2.2%	2.1%	4.3%	0.5%
국제선	매출액	-2.6%	1.6%	-3.2%	9.8%	11.4%	10.4%	13.5%	5.1%	4.4%	1.0%	10.2%	3.6%
	ASK	-4.4%	1.0%	2.9%	7.0%	5.9%	3.5%	5.0%	2.0%	3.9%	1.6%	4.1%	2.3%
	RPK	-0.4%	2.7%	3.2%	5.1%	4.8%	5.2%	6.1%	3.0%	5.9%	2.6%	4.8%	2.8%
	L/F	4.1%	1.7%	0.3%	-1.8%	-1.1%	1.6%	1.0%	1.0%	2.0%	1.0%	0.7%	0.5%
	Yield	-2.2%	-1.1%	-6.2%	4.4%	6.3%	5.0%	7.0%	2.0%	-1.4%	-1.6%	5.1%	0.8%
화물	매출액	14.0%	13.2%	20.3%	12.7%	9.1%	5.9%	7.5%	5.0%	-6.5%	14.9%	6.8%	3.0%
	FTK	3.2%	0.9%	4.3%	3.8%	1.5%	-1.7%	-0.5%	-0.5%	0.1%	3.0%	-0.3%	1.0%
	AFTK	7.9%	2.6%	7.6%	3.4%	-0.5%	-4.3%	-0.5%	0.0%	-1.2%	5.3%	-1.3%	1.0%
	L/F	4.6%	1.6%	3.2%	-0.4%	-2.0%	-2.6%	0.0%	0.5%	-1.3%	2.1%	-1.0%	0.0%
	Yield	5.7%	10.4%	11.9%	9.0%	9.6%	10.7%	8.0%	5.0%	-5.4%	9.2%	8.2%	2.0%
기타		14.0%	13.2%	20.3%	12.7%	9.1%	5.9%	7.5%	5.0%	-6.5%	14.9%	6.8%	3.0%
영업비용		26,745	27,324	28,584	28,871	29,357	30,391	31,279	31,316	106,110	111,524	122,342	126,622
감가상각비 및 무형자산상각비	급여 및 퇴직급여	3,768	4,176	3,894	4,042	3,974	4,360	4,058	4,212	15,216	15,880	16,604	17,301
	복리후생비	631	829	814	810	1,210	1,037	831	826	2,893	3,085	3,905	3,983
	임차료	4,097	4,160	4,135	4,023	4,091	4,210	4,135	4,063	17,294	16,414	16,498	16,663
	연료유류비	904	878	853	882	844	839	853	882	2,880	3,516	3,417	3,486
	연료유류비	6,343	6,168	6,576	7,075	7,293	7,961	8,710	8,836	21,901	26,162	32,800	35,258
	공항관련비	2,888	2,862	3,069	3,037	2,957	2,978	3,130	3,097	12,199	11,855	12,163	12,406
	판매수수료	771	796	845	861	1,080	1,097	1,164	1,187	3,072	3,274	4,529	4,620
	기타	6,856	7,028	7,287	7,109	6,955	6,831	7,360	7,180	28,784	28,280	28,326	28,609
영업이익		1,915	1,728	3,555	2,200	1,663	667	3,865	1,444	11,208	9,398	7,639	8,525
영업이익률		6.7%	5.9%	11.1%	7.1%	5.4%	2.1%	11.0%	4.4%	9.6%	7.8%	5.9%	6.3%
YoY		-40.0%	8.9%	-15.4%	31.8%	-4.3%	-49.0%	5.1%	-32.7%	25.6%	-11.4%	-15.0%	11.1%

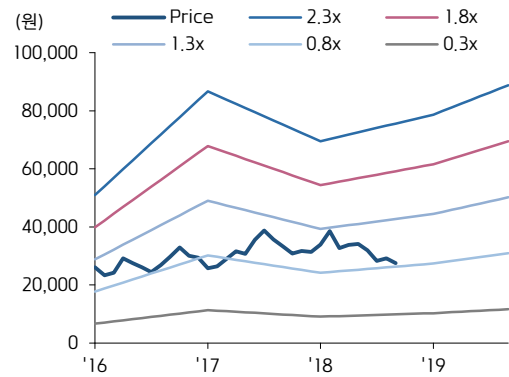
자료: 대한항공, 키움증권 리서치, \* 매출액 및 영업비용 상세내역은 별도기준

## 대한항공 PER 밴드



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

## 대한항공 PBR 밴드



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	117,319	120,922	129,981	135,147	140,076
매출원가	94,352	99,912	110,672	114,909	118,264
매출총이익	22,966	21,011	19,309	20,238	21,812
판매비및일반관리비	11,758	11,613	11,670	11,713	11,507
영업이익(보고)	11,208	9,398	7,639	8,525	10,304
영업이익(핵심)	11,208	9,398	7,639	8,525	10,304
영업외손익	-18,382	1,819	-5,186	-3,060	-1,339
이자수익	288	308	254	264	278
배당금수익	39	46	38	39	41
외환이익	4,717	13,908	7,409	8,678	9,998
이자비용	4,068	4,573	4,573	4,573	4,573
외환손실	7,448	3,953	7,044	6,148	5,715
관계기업지분법손익	-4,546	-147	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-2,123	-2,229	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1,490	-360	0	0	0
기타	-3,752	-1,181	-1,269	-1,320	-1,368
법인세차감전이익	-7,174	11,217	2,453	5,466	8,965
법인세비용	-1,606	3,198	560	1,343	2,268
유효법인세율 (%)	22.4%	28.5%	22.8%	24.6%	25.3%
당기순이익	-5,568	8,019	1,893	4,123	6,697
지배주주지분손익(억원)	-5,649	7,915	1,869	4,069	6,610
EBITDA	28,723	26,328	23,196	23,863	25,442
현금순이익(Cash Earnings)	11,947	24,949	17,450	19,460	21,835
수정당기순이익	-2,765	9,870	1,893	4,123	6,697
증감율(% YoY)					
매출액	1.6	3.1	7.5	4.0	3.6
영업이익(보고)	26.9	-16.2	-18.7	11.6	20.9
영업이익(핵심)	26.9	-16.2	-18.7	11.6	20.9
EBITDA	13.4	-8.3	-11.9	2.9	6.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	-76.4	117.7	62.4
EPS	N/A	N/A	-77.2	117.7	62.4
수정순이익	N/A	N/A	-80.8	117.7	62.4

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	33,280	35,823	35,501	43,725	54,860
현금및현금성자산	10,899	7,612	7,471	12,506	25,388
유동금융자산	1,958	5,726	3,787	3,976	4,258
매출채권및유동채권	14,627	14,004	15,156	16,413	16,704
재고자산	5,647	6,827	8,238	9,863	7,232
기타유동비금융자산	148	1,654	849	967	1,278
비유동자산	206,285	210,664	208,889	207,381	205,241
장기매출채권및기타비유동채권	5,743	4,601	4,939	5,631	5,496
투자자산	6,655	6,322	6,766	6,904	7,036
유형자산	178,733	189,073	186,916	184,931	183,106
무형자산	4,050	3,635	3,235	2,882	2,569
기타비유동자산	11,105	7,033	7,033	7,033	7,033
자산총계	239,565	246,487	244,390	251,106	260,101
유동부채	91,311	66,381	68,541	69,644	70,545
매입채무및기타유동채무	24,426	24,547	26,680	27,768	28,655
단기차입금	11,680	7,726	7,726	7,726	7,726
유동성장기차입금	55,122	33,704	33,704	33,704	33,704
기타유동부채	83	404	431	445	460
비유동부채	129,511	142,594	145,541	147,317	149,033
장기매입채무및비유동채무	18,260	13,467	14,476	15,051	15,600
사채및장기차입금	78,736	94,417	94,417	94,417	94,417
기타비유동부채	32,515	34,711	36,649	37,850	39,017
부채총계	220,822	208,976	214,082	216,961	219,578
자본금	3,698	4,798	4,798	4,798	4,798
주식발행초과금	6,029	9,462	9,462	9,462	9,462
이익잉여금	-1,929	5,767	7,402	11,239	17,616
기타자본	4,305	7,430	7,430	7,430	7,430
지배주주지분자본총계	17,607	36,294	29,091	32,929	39,306
비지배주주지분자본총계	1,137	1,217	1,217	1,217	1,217
자본총계	18,744	37,511	30,308	34,145	40,522
순차입금	132,681	122,509	124,589	119,365	106,201
총차입금	145,538	135,847	135,847	135,847	135,847

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	28,063	28,068	9,622	17,365	25,332
당기순이익	-5,568	8,019	1,893	4,123	6,697
감가상각비	16,983	16,478	15,157	14,984	14,825
무형자산상각비	533	452	400	353	313
외환손익	2,176	-8,061	-365	-2,530	-4,283
자산처분손익	2,415	3,004	0	0	0
지분법손익	1,123	-113	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-972	-411	1,072	-2,014	3,615
기타	11,375	8,700	-8,536	2,448	4,166
투자활동현금흐름	-8,735	-20,412	-11,459	-13,289	-13,375
투자자산의 처분	-837	-2,653	1,541	-289	-375
유형자산의 처분	2,719	818	0	0	0
유형자산의 취득	-11,451	-18,765	-13,000	-13,000	-13,000
무형자산의 처분	12	7	0	0	0
기타	823	182	0	0	0
재무활동현금흐름	-18,293	-10,362	1,696	959	926
단기차입금의 증가	-39,337	-45,803	0	0	0
장기차입금의 증가	11,396	27,443	0	0	0
자본의 증가	35	4,533	0	0	0
배당금지급	-233	-336	-241	-241	-241
기타	9,846	3,802	1,938	1,201	1,167
현금및현금성자산의순증가	1,224	-3,287	-141	5,035	12,882
기초현금및현금성자산	9,675	10,899	7,612	7,471	12,506
기말현금및현금성자산	10,899	7,612	7,471	12,506	25,388
Gross Cash Flow	29,035	28,479	8,549	19,379	21,717
Op Free Cash Flow	13,803	4,479	9,525	6,754	13,450

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-7,106	8,516	1,941	4,226	6,864
BPS	22,149	37,689	30,209	34,194	40,816
주당EBITDA	36,134	28,328	24,087	24,780	26,420
CFPS	15,029	26,845	18,121	20,208	22,673
DPS	0	250	250	250	250
주가배수(배)					
PER	-3.6	4.0	14.2	6.5	4.0
PBR	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.3	5.9	6.8	6.4	5.5
PCFR	1.7	1.3	1.5	1.4	1.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.6	7.8	5.9	6.3	7.4
영업이익률(핵심)	9.6	7.8	5.9	6.3	7.4
EBITDA margin	24.5	21.8	17.8	17.7	18.2
순이익률	-4.7	6.6	1.5	3.1	4.8
자기자본이익률(ROE)	-25.5	28.5	5.6	12.8	17.9
투자자본이익률(ROIC)	5.2	3.9	3.3	3.6	4.4
안정성(%)					
부채비율	1,178.1	557.1	706.4	635.4	541.9
순차입금비율	707.9	326.6	411.1	349.6	262.1
이자보상배율(배)	2.8	2.1	1.7	1.9	2.3
활동성(배)					
매출채권회전율	8.1	8.4	8.9	8.6	8.5
재고자산회전율	22.2	19.4	17.3	14.9	16.4
매입채무회전율	4.9	4.9	5.1	5.0	5.0

## Compliance Notice

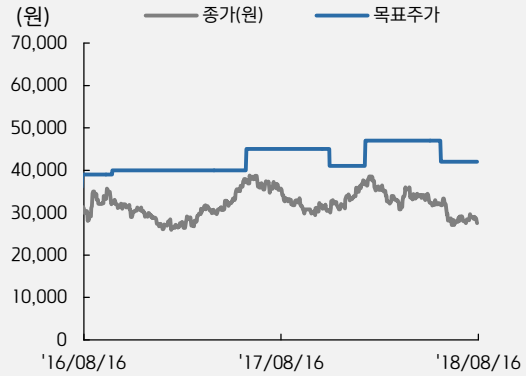
- 당사는 8월 14일 현재 '대한항공' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견변동내역(2개년)

## 목표주가추이(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대한항공 (003490)	2016-06-03	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-31.19	-27.27
	2016-07-18	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-28.97	-18.26
	2016-08-16	BUY(Maintain)	39,000원	6개월	-21.86	-14.06
	2016-10-11	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-25.11	-22.32
	2016-10-26	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-29.60	-20.63
	2017-05-12	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-12.54	-5.13
	2017-06-14	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-17.97	-13.89
	2017-08-11	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-21.23	-13.89
	2017-09-19	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-24.97	-13.89
	2017-11-15	BUY(Maintain)	41,000원	6개월	-17.99	-8.29
담당자 변경	2018-01-22	BUY(Maintain)	47,000원	6개월	-27.60	-17.98
	2018-08-16	BUY(Maintain)	42,000원	6개월	-31.40	-20.71

\* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.



## 투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%