

# 대한항공(003490)

하회    부합    상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 일년 중 지금이 가장 저평가

2분기 영업이익은 일회성 비용 제외하더라도 전년동기대비 38% 감소  
 국제선 여객수요는 양호했으나 유가상승 부담을 만회하지 못함  
 연초 대비 주가 23% 하락한 반면 3분기 성수기 모멘텀은 여전히 유효

### Facts : 2분기 영업이익은 컨센서스를 크게 하회

2분기 매출액은 3조 1,057억원으로 전년동기대비 7% 증가한 반면 영업이익은 667억원으로 61% 급감했다. 매출액은 시장 컨센서스에 부합했지만 영업이익은 47% 하회한 것이다. 작년 5월 황금연휴 수혜에 따른 기저부담과 유가상승 영향이 예상보다 컸다. 여객공급이 전년동기대비 3% 늘어났고 화물은 오히려 2% 축소됐는데 유류비가 29% 증가했다. 유류할증료가 평균 5단계로 확대된 반면 국제선 여객운임은 3% 상승하는데 그쳤다. 여기에 격려금 등 일회성 인건비 650억원이 더해져 영업이익률은 3.8%p 하락한 2.1%에 불과했다. 한편 원/달러 환율상승으로 외화환산손실 3,716억원이 반영돼 순손실 3,042억원을 기록했다.

### Pros & cons : 양호한 여객수요가 성수기 효과 뒷받침할 것

2분기 영업이익은 일회성 비용을 제외하더라도 전년동기대비 38% 감소한 것이다. 유가상승에 따른 비용부담은 갈수록 커지고 있다. 다만 본업인 국제선 여객에서 국내 1위 항공사로서의 경쟁력이 회복되고 있는 점은 고무적이다. 2분기 국제선 여객수는 전년동기대비 11% 증가했다. 탑승률과 운임은 2분기에 이어 7월에도 상승했다. 저비용항공사로의 수요 이탈이 일단락된 한편 지정학적 리스크 완화에 따라 인바운드 여객 역시 회복되고 있다. 3분기 실적은 일회성 비용에서 자유로운 만큼 성수기와 추석연휴 효과가 온전히 나타날 전망이다.

### Action : 환율 움직임에 따라 주가 반등여력 높음

유류비 부담이 커지면서 항공사들의 2분기 실적은 모두 부진했다. 여기에 최근 원/달러 환율이 반등하면서 여행수요 둔화에 대한 우려로 번지고 있다. 성수기 실적의 향방이 드러나기까지 투자심리는 유가와 환율 등 대외변수 움직임에 대해 보수적으로 반응할 것이다. 다만 현재 환율은 여전히 전년동기와 유사한 수준으로 추석연휴에 따른 기저효과가 더 클 전망이다. 대한항공의 주가는 연초 이후 23% 하락했다. 성수기에 대한 기대감마저 사라진 지금이 역으로 주가의 바닥이라 판단된다. 상반기 부진은 아쉽지만, 연간 영업이익의 절반을 버는 3분기에는 저평가 매력 이 더 부각될 것이다. 대한항공에 대해 '매수' 의견을 유지한다.

## 매수(유지)

목표주가: 39,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(8/14)	2,259
주가(8/14)	27,550
시가총액(십억원)	2,613
발행주식수(백만)	95
52주 최고/최저(가원)	38,550/27,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,472
유동주식비율/외국인지분율(%)	63.0/16.4
주요주주(%)	한진칼 외 9인 33.4
	국민연금 11.5

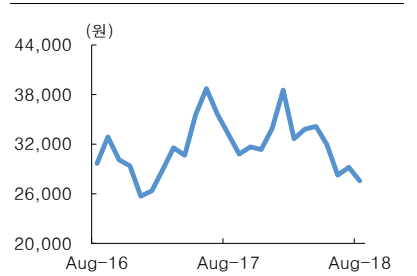
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	3.9	NM	6.8
PBR(x)	0.9	0.7	0.7
ROE(%)	29.4	(1.6)	10.4
DY(%)	0.7	0.9	0.9
EV/EBITDA(x)	6.4	6.0	5.4
EPS(원)	8,639	(589)	4,053
BPS(원)	37,824	36,986	40,789

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.3)	(22.2)	(22.7)
KOSPI 대비(%p)	(3.1)	(15.4)	(19.5)

### 주가추이



자료: WISEfn

### 최고운

gowoon@truefriend.com

<표 1> 실적전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>2,866</b>	<b>2,905</b>	<b>3,214</b>	<b>3,107</b>	<b>3,102</b>	<b>3,106</b>	<b>3,491</b>	<b>3,252</b>	<b>11,732</b>	<b>12,092</b>	<b>12,950</b>	<b>13,608</b>
국내선	105	144	137	121	98	132	132	127	494	507	489	509
ASK(백만 km)	850	1,015	987	875	779	888	908	884	3,708	3,727	3,459	3,493
RPK(백만 km)	640	812	767	675	563	713	713	692	2,880	2,894	2,681	2,762
L/F(%)	75.3	80.0	77.7	77.1	72.3	80.3	78.6	78.3	77.7	77.6	77.5	79.1
Yield(원)	164.4	177.0	178.0	178.7	174.1	184.6	185.1	183.8	171.3	175.2	182.3	184.1
국제선	1,574	1,554	1,787	1,625	1,754	1,715	2,008	1,688	6,472	6,539	7,166	7,567
ASK(백만 km)	22,335	23,142	24,936	23,991	23,662	23,943	25,933	24,471	92,949	94,404	98,009	99,969
RPK(백만 km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,785	19,330	21,446	19,339	73,029	74,948	78,900	82,486
L/F(%)	80.3	79.4	81.1	76.8	79.4	80.7	82.7	79.0	78.6	79.4	80.5	82.5
Yield(원)	87.8	84.5	88.3	88.2	93.4	88.7	93.6	87.3	88.4	87.2	90.8	91.7
화물	640	673	700	796	698	713	743	844	2,444	2,809	2,997	3,149
AFTK(백만 km)	2,580	2,712	2,794	2,854	2,622	2,665	2,794	2,854	10,621	10,940	10,935	11,044
FTK(백만 km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,023	2,201	2,303	8,163	8,593	8,536	8,706
L/F(%)	78.3	77.9	78.0	79.9	76.6	75.9	78.8	80.7	76.9	78.5	78.1	78.8
Yield(원)	316.7	318.2	321.4	349.1	347.2	352.2	337.5	366.6	299.4	326.9	351.1	361.7
기타	547	535	591	566	552	546	608	592	2,322	2,238	2,299	2,384
<b>매출액 증가율</b>	<b>(0.0)</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>6.1</b>	<b>8.2</b>	<b>6.9</b>	<b>8.6</b>	<b>4.7</b>	<b>1.6</b>	<b>3.1</b>	<b>7.1</b>	<b>5.1</b>
국내선	2.9	8.8	(3.6)	2.4	(6.8)	(8.4)	(3.3)	4.6	4.3	2.7	(3.6)	4.0
ASK	1.8	4.9	(1.0)	(3.6)	(8.4)	(12.5)	(8.0)	1.0	1.2	0.5	(7.2)	1.0
RPK	6.0	4.0	(3.6)	(3.4)	(12.0)	(12.2)	(7.0)	2.5	6.7	0.5	(7.4)	3.0
L/F(%p)	3.0	(0.7)	(2.1)	0.2	(3.0)	0.3	0.8	1.1	4.0	(0.0)	(0.1)	1.5
Yield	(2.9)	4.6	0.0	6.0	5.9	4.3	4.0	2.0	(2.8)	2.3	4.1	1.0
국제선	(2.6)	1.6	(3.2)	9.8	11.4	10.4	12.4	4.0	4.4	1.0	9.6	5.6
ASK	(4.4)	0.9	2.9	7.0	5.9	3.5	4.0	2.0	3.9	1.6	3.8	2.0
RPK	(0.4)	2.7	3.2	5.1	4.8	5.2	6.1	5.0	5.9	2.6	5.3	4.5
L/F(%p)	3.2	1.4	0.2	(1.4)	(0.9)	1.3	1.6	2.3	1.5	0.8	1.1	2.0
Yield	(2.2)	(1.1)	(6.2)	4.5	6.3	5.0	6.0	(1.0)	(1.5)	(1.3)	4.1	1.0
화물	14.0	13.2	20.3	12.7	9.1	5.9	6.1	6.1	(6.5)	14.9	6.7	5.1
AFTK	3.1	0.9	4.3	3.8	1.6	(1.7)	0.0	0.0	0.1	3.0	(0.0)	1.0
FTK	7.9	2.6	7.6	3.4	(0.5)	(4.3)	1.0	1.0	(1.3)	5.3	(0.7)	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	10.7	5.0	5.0	(5.4)	9.2	7.4	3.0
기타	(6.9)	(4.7)	7.8	(9.5)	0.9	2.1	2.9	4.8	2.9	(3.6)	2.7	3.7
<b>영업비용</b>	<b>2,626</b>	<b>2,690</b>	<b>2,747</b>	<b>2,784</b>	<b>2,840</b>	<b>2,931</b>	<b>2,992</b>	<b>2,913</b>	<b>10,424</b>	<b>10,847</b>	<b>11,677</b>	<b>12,198</b>
<b>증가율</b>	<b>4.9</b>	<b>2.7</b>	<b>5.3</b>	<b>5.5</b>	<b>8.2</b>	<b>9.0</b>	<b>8.9</b>	<b>4.6</b>	<b>(0.2)</b>	<b>4.1</b>	<b>7.7</b>	<b>4.5</b>
연료유류비(별도)	634	617	658	708	729	796	891	838	2,190	2,616	3,254	3,624
<b>증가율</b>	<b>33.4</b>	<b>15.0</b>	<b>12.2</b>	<b>19.4</b>	<b>15.0</b>	<b>29.1</b>	<b>35.5</b>	<b>18.4</b>	<b>(18.3)</b>	<b>19.5</b>	<b>24.4</b>	<b>11.4</b>
인건비(별도)	440	500	471	485	518	540	480	480	1,811	1,896	2,019	1,999
정비비(별도)	90	88	85	88	84	84	85	86	288	352	339	357
임차료(별도)	105	108	82	111	114	100	89	95	385	406	397	405
기타	1,356	1,377	1,451	1,392	1,395	1,412	1,446	1,415	5,750	5,576	5,668	5,813
<b>영업이익</b>	<b>192</b>	<b>173</b>	<b>355</b>	<b>220</b>	<b>166</b>	<b>67</b>	<b>406</b>	<b>203</b>	<b>1,121</b>	<b>940</b>	<b>842</b>	<b>980</b>
<b>증가율</b>	<b>(40.8)</b>	<b>8.5</b>	<b>(22.7)</b>	<b>23.3</b>	<b>(13.1)</b>	<b>(61.4)</b>	<b>14.1</b>	<b>(7.8)</b>	<b>26.9</b>	<b>(16.2)</b>	<b>(10.4)</b>	<b>16.4</b>
<b>영업이익률</b>	<b>6.7</b>	<b>5.9</b>	<b>11.1</b>	<b>7.1</b>	<b>5.4</b>	<b>2.1</b>	<b>11.6</b>	<b>6.2</b>	<b>9.6</b>	<b>7.8</b>	<b>6.5</b>	<b>7.2</b>
세전이익	719	(246)	109	539	(1)	(380)	263	60	(717)	1,122	(59)	474
<b>지배주주순이익</b>	<b>558</b>	<b>(203)</b>	<b>58</b>	<b>379</b>	<b>(10)</b>	<b>(304)</b>	<b>210</b>	<b>48</b>	<b>(565)</b>	<b>792</b>	<b>(56)</b>	<b>389</b>
<b>증가율</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>(88.6)</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>263.4</b>	<b>(87.4)</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>

자료: 대한항공, 한국투자증권

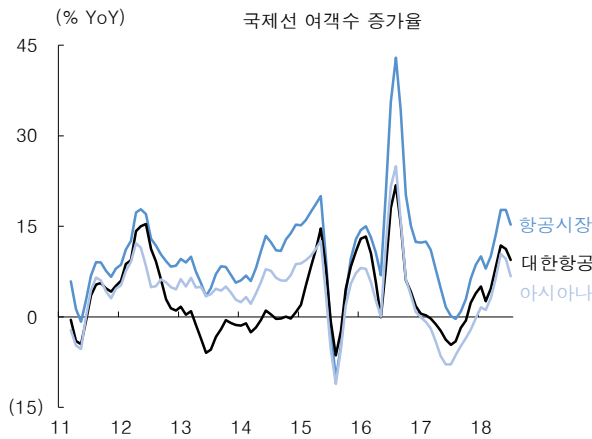
<표 2> 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	2,905.2	3,213.9	3,107.1	3,102.0	3,105.7	0.1	6.9	3,097.6
영업이익	172.8	355.5	220.0	166.3	66.7	(59.9)	(61.4)	116.8
영업이익률(%)	5.9	11.1	7.1	5.4	2.1			3.8
세전이익	(245.9)	109.3	539.1	(1.1)	(379.9)	NM	NM	(287.2)
순이익	(203.3)	57.9	379.2	(10.3)	(304.2)	NM	NM	(255.1)

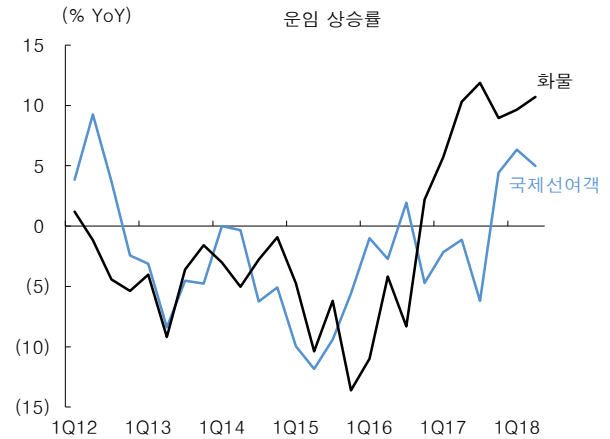
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 2분기 국제선 여객 전년동기대비 11% 증가



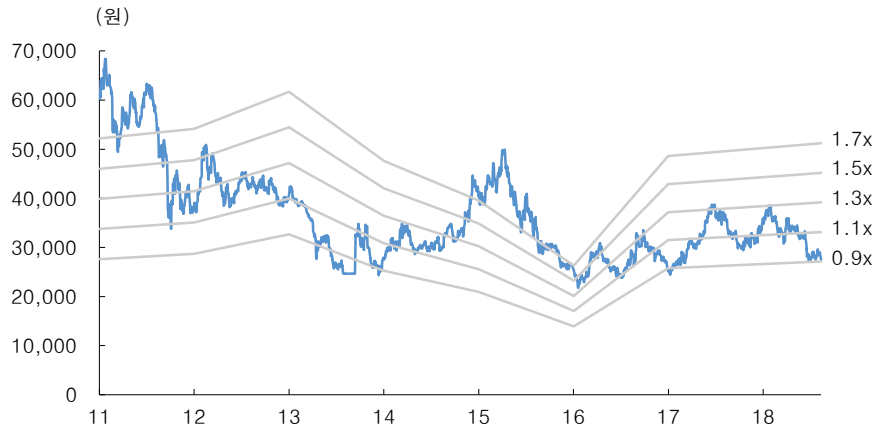
주: 3개월 이동평균  
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 2] 2분기 이어 7월에도 국제선 여객운임 상승



자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 3] PBR 밴드(신종자본증권 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 항공산업의 수송실적 지표
- ASK(Available Seat Kilometers): 판매 가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업의 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	3,864	4,104	4,313
현금성자산	1,090	761	1,166	1,225	1,287
매출채권및기타채권	922	964	1,016	1,074	1,129
재고자산	565	683	635	697	732
비유동자산	20,629	21,066	21,106	21,205	21,375
투자자산	621	476	510	536	563
유형자산	17,873	18,907	18,793	18,775	18,822
무형자산	405	363	389	409	430
자산총계	23,957	24,649	24,970	25,309	25,688
유동부채	9,131	6,638	7,087	7,222	6,943
매입채무및기타채무	971	1,069	1,145	1,203	1,264
단기차입금및단기사채	1,504	843	935	843	544
유동성장기부채	5,175	3,300	3,004	2,754	2,544
비유동부채	12,951	14,259	14,212	14,053	14,250
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	21,299	21,275	21,193
지배주주지분	1,761	3,629	3,549	3,914	4,377
자본금	370	480	480	480	480
자본잉여금	603	946	946	946	946
기타자본	596	956	956	956	956
이익잉여금	(193)	577	496	861	1,324
비지배주주지분	114	122	122	120	118
자본총계	1,874	3,751	3,671	4,034	4,495

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,806	2,807	2,372	2,534	2,423
당기순이익	(557)	802	(56)	387	485
유형자산감가상각비	1,698	1,648	1,726	1,737	1,745
무형자산상각비	53	45	46	48	51
자산부채변동	(97)	(41)	565	294	72
기타	1,709	353	91	68	70
투자활동현금흐름	(874)	(2,041)	(1,444)	(1,762)	(1,828)
유형자산투자	(1,145)	(1,877)	(1,800)	(1,895)	(1,940)
유형자산매각	272	82	188	176	149
투자자산순증	(66)	(263)	(34)	(26)	(27)
무형자산순증	1	1	(72)	(68)	(71)
기타	64	16	274	51	61
재무활동현금흐름	(1,829)	(1,036)	(523)	(713)	(533)
자본의증가	4	453	0	0	0
차입금의순증	(2,794)	(1,836)	(499)	(691)	(511)
배당금지급	(23)	(34)	(24)	(24)	(24)
기타	984	381	0	2	2
기타현금흐름	19	(58)	0	0	0
현금의증가	122	(329)	404	59	62

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

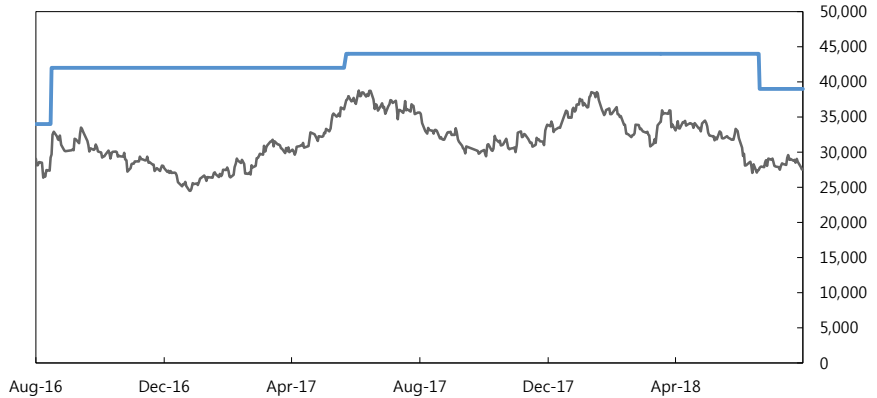
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	11,732	12,092	12,950	13,608	14,298
매출원가	9,435	9,991	10,813	11,295	11,814
매출총이익	2,297	2,101	2,138	2,313	2,484
판매관리비	1,176	1,161	1,296	1,333	1,384
영업이익	1,121	940	842	980	1,100
금융수익	51	73	164	168	170
이자수익	29	31	34	38	40
금융비용	559	531	638	673	676
이자비용	407	457	528	563	566
기타영업외손익	(1,219)	628	(426)	0	0
관계기업관련손익	(112)	11	0	0	0
세전계속사업이익	(717)	1,122	(59)	474	594
법인세비용	(161)	320	(2)	87	109
연결당기순이익	(557)	802	(56)	387	485
지배주주지분순이익	(565)	792	(56)	389	487
기타포괄이익	(58)	304	0	0	0
총포괄이익	(615)	1,106	(56)	387	485
지배주주지분포괄이익	(622)	1,089	(56)	389	487
EBITDA	2,872	2,633	2,614	2,765	2,895

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(7,165)	8,639	(589)	4,053	5,076
BPS	22,352	37,824	36,986	40,789	45,615
DPS	0	250	250	250	250
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.6	3.1	7.1	5.1	5.1
영업이익증가율	26.9	(16.2)	(10.4)	16.4	12.3
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	25.2
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	25.2
EBITDA증가율	13.4	(8.3)	(0.7)	5.8	4.7
수익성(%)					
영업이익률	9.6	7.8	6.5	7.2	7.7
순이익률	(4.8)	6.5	(0.4)	2.9	3.4
EBITDA Margin	24.5	21.8	20.2	20.3	20.2
ROA	(2.3)	3.3	(0.2)	1.5	1.9
ROE	(27.2)	29.4	(1.6)	10.4	11.8
배당수익률	-	0.7	0.9	0.9	0.9
배당성향	NM	3.0	NM	6.2	4.9
안정성					
순차입금(십억원)	15,039	13,581	12,847	12,068	11,473
차입금/자본총계비율(%)	870.9	397.6	392.7	340.2	293.9
Valuation(X)					
PER	NM	3.9	NM	6.8	5.4
PBR	1.2	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.0	6.4	6.0	5.4	4.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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 8월 15일 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 추가등락 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 (2018.6.30 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 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.