



하나금융그룹

2018년 8월 20일 | Equity Research

# 대한항공 (003490)

## 미국노선 강화와 성수기 효과 기대!

### 2Q18 영업실적, 유류비 상승으로 컨센서스 크게 하회

2018년 2분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 3,1조원 (YoY +6.9%, QoQ +0.1%)과 667억원(YoY -61.4%, QoQ -59.9%)을 기록했다.

1) 견조한 내국인 출국수요로 국제선 여객수송(RPK)이 전년동기대비 5.2% 증가했으나 2) 5월 징검다리 연휴 영향으로 달리 기준 국제선 여객운임(Yield)이 기대보다 낮은 수준인 전년동기대비 6.7% 상승하는 데 그쳤다. 3) 화물의 경우 운임(Yield)은 18% 상승했지만 수송(FTK)은 4.5% 감소했다. 4) 국제유가 상승에 따른 유류비 증가(YoY +27.9%) 및 5) 250억원 수준의 성과급 소급 적용 등으로 영업이익이 시장컨센서스인 1,168억원을 크게 하회했다.

### 3분기 북핵이슈 기저효과와 Delta와의 J/V 효과 기대

Delta항공과의 J/V에 따른 협력이 확대되고 있다. 6월부터 대한항공은 텔타항공이 운항 중인 나리타~애틀란타, 시애틀, 디트로이트, 포틀랜드 및 나고야~디트로이트 노선 공동운항을 시작했고 미국노선이 회복되고 있다. 그로 인해 2분기말 미주노선 탑승율은 80% 후반까지 상승했고 하반기에도 높은 수준의 탑승율이 유지될 전망이다. 3분기는 지난해 북핵이슈의 기저효과와 더불어 9월말 추석 연휴까지 긍정적으로 작용할 전망이다. 이를 감안하면 대한항공의 3분기 영업이익은 3,940억원 (YoY +10.8%, QoQ +11.0%)를 기록할 것으로 예상된다.

### 투자의견 'BUY' 및 목표주가 43,000원 유지

대한항공에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 43,000원을 유지한다. 대주주 관련이슈와 더불어 상반기 부진했던 실적은 큰 폭의 대한항공 주가 하락 요인으로 작용했고 현재 주가는 밴드최하단인 PBR 0.7배 수준이다. 3분기는 원/달러 환율 상승에 따른 여객수요 감소 우려보다는 1) J/V 효과에 의한 미국노선 강화, 2) 유가 안정화, 3) 성수기 효과에 기대해볼만 하다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 43,000원 | CP(8월 17일): 27,750원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,247.05		
52주 최고/최저(원)	38,550/27,050	매출액(십억원)	12,966.6 13,413.0
시가총액(십억원)	2,631.9	영업이익(십억원)	862.8 1,051.3
시가총액비중(%)	0.22	순이익(십억원)	151.8 454.1
발행주식수(천주)	94,844.6	EPS(원)	1,572 4,731
60일 평균 거래량(천주)	475.1	BPS(원)	37,833 42,811
60일 평균 거래대금(십억원)	14.1		
18년 배당금(예상,원)	250		
18년 배당수익률(예상,%)	0.90		
외국인지분율(%)	16.30		
주요주주 지분율(%)			
한진칼 외 9 인	33.35		
국민연금	11.65		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(4.6) (21.6) (21.6)		
상대	(2.5) (15.5) (17.6)		

Stock Price	
(천원)	대한항공(파)

### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	11,731.9	12,092.2	13,118.3	13,293.8	13,845.3
영업이익	십억원	1,120.8	939.8	853.4	1,048.6	1,146.7
세전이익	십억원	(717.4)	1,121.7	36.9	722.0	825.2
순이익	십억원	(564.9)	791.5	(13.0)	565.7	572.3
EPS	원	(7,171)	8,631	(136)	5,895	5,965
증감률	%	적지	흑전	적전	흑전	1.2
PER	배	N/A	3.92	N/A	4.71	4.65
PBR	배	1.15	0.89	0.76	0.66	0.58
EV/EBITDA	배	5.97	6.43	6.50	5.82	5.34
ROE	%	(27.24)	29.37	(0.37)	15.04	13.29
BPS	원	22,352	37,824	36,385	42,030	47,744
DPS	원	0	250	250	250	250



Analyst 박성봉

02-3771-7774

sbspark@hanafn.com

RA 유승훈  
02-3771-8094  
shyou@hanafn.com



2Q18 영업이익 667억원  
(YoY -61.4%, QoQ -59.9%)으로  
컨센서스 크게 하회

## 2Q18 영업실적, 유류비 상승으로 컨센서스 크게 하회

2018년 2분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 3.1조원(YoY +6.9%, QoQ +0.1%)과 667억원(YoY -61.4%, QoQ -59.9%)을 기록했다.

1) 견조한 내국인 출국수요로 국제선 여객수송(RPK)이 전년동기대비 5.2% 증가했으나 2) 5월 징검다리 연휴 영향으로 달려기준 국제선 여객운임(Yield)이 기대보다 낮은 수준인 전년동기대비 6.7% 상승하는 데 그쳤다. 3) 화물의 경우 운임(Yield)은 18% 상승했지만 수송(FTK)은 4.5% 감소했다. 4) 국제유가 상승에 따른 유류비 증가(YoY +27.9%) 및 5) 250억원 수준의 성과급 소급 적용 등으로 영업이익이 시장컨센서스인 1,168억원을 크게 하회했다.

표 1. 대한항공 실적 추이 및 전망

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F
원/달러(평균)	(원)	1,154.0	1,130.0	1,132.0	1,107.0	1,079.0	1,120.0	1,110.0	1,090.0	1,130.8	1,099.8
<b>국제여객</b>											
RPK	백만 Km	17,925.0	18,382.0	20,223.0	18,418.0	18,758.0	19,330.0	21,335.3	19,431.0	74,948.0	78,854.3
Yield	cent	7.6	7.5	7.8	7.9	8.4	8.0	8.5	8.5	7.7	8.4
L/F	%	80.3	79.4	81.1	76.8	79.3	80.7	82.3	77.9	79.4	80.1
<b>화물</b>											
RPK	백만 Km	2,020.0	2,114.0	2,179.0	2,280.0	2,009.0	2,023.0	2,135.4	2,325.6	8,593.0	8,493.0
Yield	cent	24.8	25.5	27.1	29.0	29.4	30.1	30.6	31.9	26.6	30.5
L/F	%	78.2	77.9	78.0	79.9	76.6	75.9	77.2	80.7	78.5	77.7
<b>매출액</b>											
국내여객	십억원	2,866.0	2,905.2	3,213.9	3,107.1	3,102.0	3,105.7	3,573.5	3,337.1	12,092.2	13,118.3
국제여객	십억원	104.0	142.6	137.5	120.6	99.6	130.0	137.5	121.7	504.7	488.8
항공화물	십억원	1,574.0	1,554.0	1,785.0	1,625.0	1,753.1	1,716.1	2,031.6	1,840.2	6,537.9	7,341.0
기타	십억원	640.8	672.9	700.2	795.9	697.0	713.1	732.4	823.5	2,809.9	2,966.0
<b>영업이익</b>											
순이익	십억원	191.5	172.8	355.5	220.0	166.3	66.7	394.0	226.4	939.8	853.4
영업이익률	(%)	6.7	5.9	11.1	7.1	5.4	2.1	11.0	6.8	7.8	6.5
순이익률	(%)	19.5	(6.9)	1.9	12.3	(0.3)	(11.9)	6.3	4.2	6.6	(0.1)

자료: 하나금융투자

그림 1. 대한항공 PER밴드

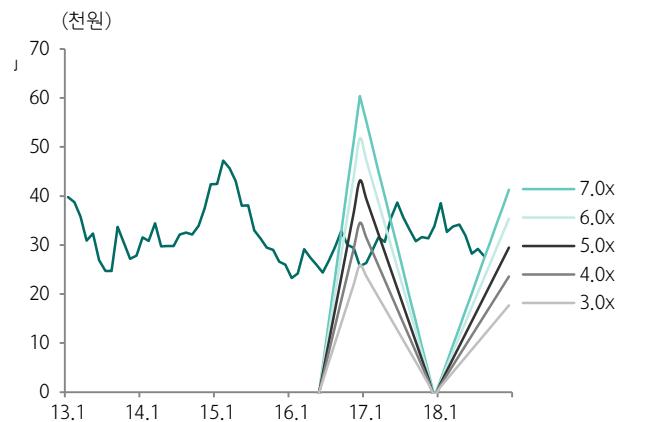


그림 2. 대한항공 PBR밴드

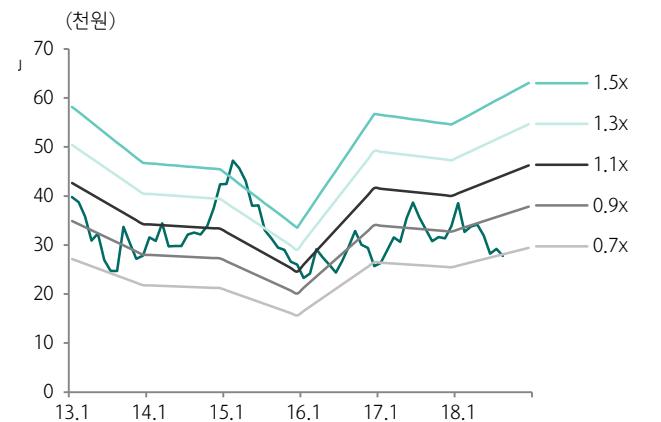
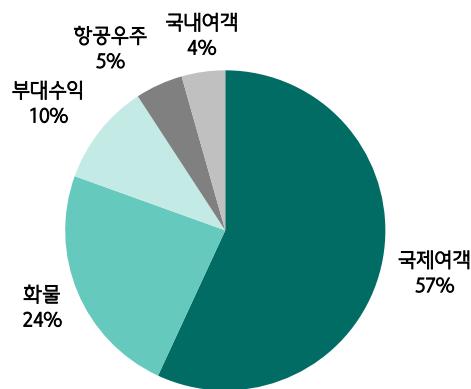
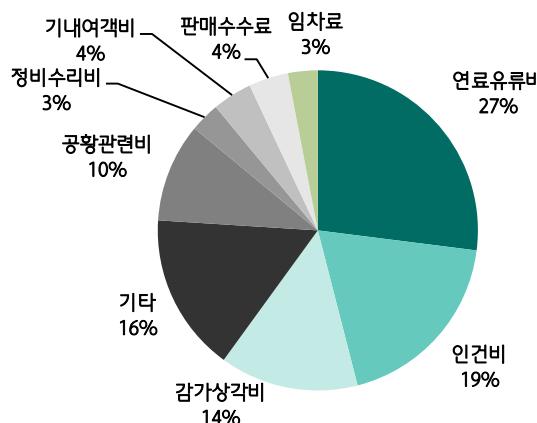


그림 3. 대한항공 매출 구성비



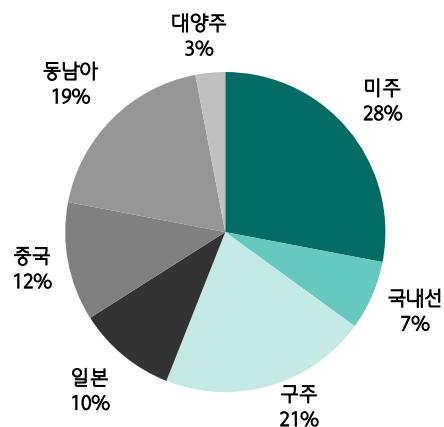
주 2018년 2분기 기준  
자료: 대한항공, 하나금융투자

그림 4. 대한항공 영업비용 구성비



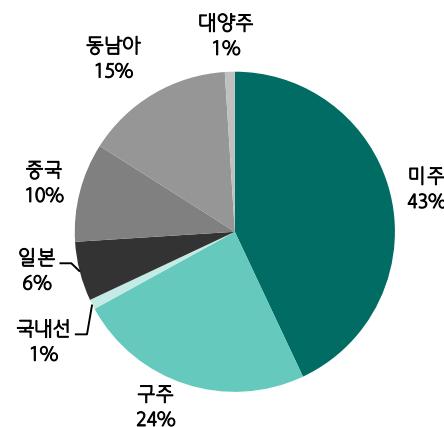
주 2018년 2분기 기준  
자료: 대한항공, 하나금융투자

그림 5. 대한항공 여객 노선별 매출비중



주 2018년 2분기 기준  
자료: 대한항공, 하나금융투자

그림 6. 대한항공 화물 노선별 매출비중



주 2018년 2분기 기준  
자료: 대한항공, 하나금융투자

표 2. 대한항공 기재 도입 계획

기종	1Q18 기준	2018년 도입 예정(월)
A380	10	
A330	29	
B747-400	4	
B747-8I	10	
B777	42	
B787-9	6	7,9,12
B737	33	
CS300	5	7,8,10,11,12
<b>여객기 계</b>	<b>139</b>	<b>8</b>
B747F	6	
B747-8F	7	
B777F	12	
<b>화물기 계</b>	<b>25</b>	<b>0</b>
<b>Total</b>	<b>164</b>	<b>8</b>

자료: 대한항공, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>11,731.9</b>	<b>12,092.2</b>	<b>13,118.3</b>	<b>13,293.8</b>	<b>13,845.3</b>
매출원가	9,435.2	9,991.2	10,887.9	10,843.5	11,214.9
매출총이익	2,296.7	2,101.0	2,230.4	2,450.3	2,630.4
판관비	1,175.8	1,161.3	1,377.1	1,401.7	1,483.7
<b>영업이익</b>	<b>1,120.8</b>	<b>939.8</b>	<b>853.4</b>	<b>1,048.6</b>	<b>1,146.7</b>
금융순이익	(507.2)	(457.8)	(474.6)	(351.2)	(325.3)
종속/관계기업순이익	(112.3)	11.3	1.4	1.4	1.4
기타영업외순이익	(1,218.7)	628.4	(343.3)	23.3	2.4
<b>세전이익</b>	<b>(717.4)</b>	<b>1,121.7</b>	<b>36.9</b>	<b>722.0</b>	<b>825.2</b>
법인세	(160.6)	319.8	49.5	173.3	270.1
계속사업이익	(556.8)	801.9	(12.6)	548.7	555.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(556.8)</b>	<b>801.9</b>	<b>(12.6)</b>	<b>548.7</b>	<b>555.2</b>
비지배주주지분 순이익	8.0	10.4	0.4	(17.0)	(17.2)
<b>지배주주순이익</b>	<b>(564.9)</b>	<b>791.5</b>	<b>(13.0)</b>	<b>565.7</b>	<b>572.3</b>
지배주주지분포괄이익	(622.0)	1,088.9	(31.6)	546.1	552.5
NOPAT	870.0	671.8	(292.6)	796.9	771.4
EBITDA	2,872.3	2,632.8	2,537.1	2,706.2	2,788.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	1.6	3.1	8.5	1.3	4.1
NOPAT증가율	19.5	(22.8)	적전	흑전	(3.2)
EBITDA증가율	13.4	(8.3)	(3.6)	6.7	3.0
영업이익증가율	26.9	(16.1)	(9.2)	22.9	9.4
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	적전	흑전	1.2
EPS증가율	적지	흑전	적전	흑전	1.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	19.6	17.4	17.0	18.4	19.0
EBITDA이익률	24.5	21.8	19.3	20.4	20.1
영업이익률	9.6	7.8	6.5	7.9	8.3
계속사업이익률	(4.7)	6.6	(0.1)	4.1	4.0

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(7,171)	8,631	(136)	5,895	5,965
BPS	22,352	37,824	36,385	42,030	47,744
CFPS	36,717	30,744	22,802	28,251	29,098
EBITDAPS	36,464	28,708	26,440	28,203	29,058
SPS	148,934	131,853	136,713	138,541	144,289
DPS	0	250	250	250	250
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	3.9	N/A	4.7	4.7
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
PCFR	0.7	1.1	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA	6.0	6.4	6.5	5.8	5.3
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(27.2)	29.4	(0.4)	15.0	13.3
ROA	(2.3)	3.3	(0.1)	2.2	2.2
ROIC	4.8	3.6	(1.5)	4.1	4.0
부채비율	1,178.1	557.1	600.8	515.3	447.8
순부채비율	802.4	362.0	380.4	314.4	261.1
이자보상배율(배)	2.8	2.1	1.7	2.6	3.0

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

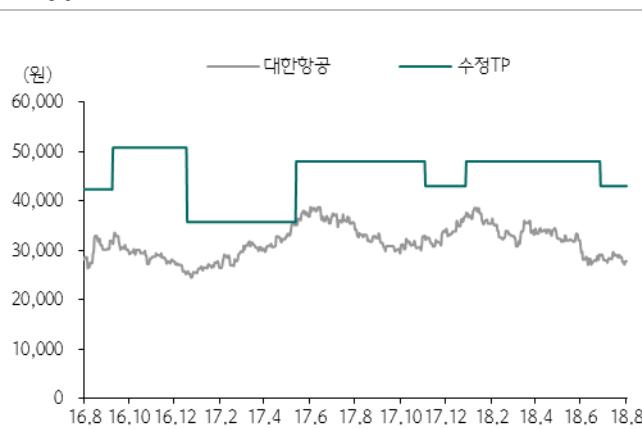
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>3,328.0</b>	<b>3,582.3</b>	<b>3,846.4</b>	<b>4,122.8</b>	<b>4,344.8</b>
금융자산	1,285.7	1,333.8	1,537.5	1,776.6	1,901.5
현금성자산	1,089.9	761.2	922.5	1,151.5	1,250.1
매출채권 등	922.3	964.5	1,035.9	1,052.9	1,097.3
재고자산	564.7	682.7	733.2	745.3	776.7
기타유동자산	555.3	601.3	539.8	548.0	569.3
<b>비유동자산</b>	<b>20,628.5</b>	<b>21,066.4</b>	<b>21,455.6</b>	<b>21,306.4</b>	<b>21,186.7</b>
투자자산	620.6	476.3	511.6	520.0	541.9
금융자산	596.2	470.5	505.3	513.6	535.2
유형자산	17,873.3	18,907.3	19,307.2	19,178.7	19,063.2
무형자산	405.0	363.5	298.3	269.2	243.1
기타비유동자산	1,729.6	1,319.3	1,338.5	1,338.5	1,338.5
<b>자산총계</b>	<b>23,956.5</b>	<b>24,648.7</b>	<b>25,302.0</b>	<b>25,429.2</b>	<b>25,531.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>9,131.1</b>	<b>6,638.1</b>	<b>5,852.6</b>	<b>5,396.1</b>	<b>5,509.3</b>
금융부채	6,679.3	4,143.1	3,178.3	2,678.3	2,678.3
매입채무 등	971.2	1,069.1	1,148.2	1,167.1	1,216.2
기타유동부채	1,480.6	1,425.9	1,526.1	1,550.7	1,614.8
<b>비유동부채</b>	<b>12,951.1</b>	<b>14,259.4</b>	<b>15,839.1</b>	<b>15,900.6</b>	<b>15,361.1</b>
금융부채	9,645.3	10,771.4	12,092.8	12,092.8	11,392.8
기타비유동부채	3,305.8	3,488.0	3,746.3	3,807.8	3,968.3
<b>부채총계</b>	<b>22,082.2</b>	<b>20,897.6</b>	<b>21,691.7</b>	<b>21,296.7</b>	<b>20,870.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,760.7</b>	<b>3,629.4</b>	<b>3,491.4</b>	<b>4,033.0</b>	<b>4,581.2</b>
자본금	369.8	479.8	479.8	479.8	479.8
자본잉여금	602.9	946.2	946.2	946.2	946.2
자본조정	595.5	956.0	956.0	956.0	956.0
기타포괄이익누계액	385.4	670.8	617.7	617.7	617.7
이익잉여금	(192.9)	576.7	491.6	1,033.3	1,581.6
<b>비지배주주지분</b>	<b>113.7</b>	<b>121.7</b>	<b>119.0</b>	<b>99.5</b>	<b>79.9</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,874.4</b>	<b>3,751.1</b>	<b>3,610.4</b>	<b>4,132.5</b>	<b>4,661.1</b>
<b>순금융부채</b>	<b>15,038.9</b>	<b>13,580.7</b>	<b>13,733.7</b>	<b>12,994.5</b>	<b>12,169.6</b>

## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,806.3</b>	<b>2,806.8</b>	<b>2,298.0</b>	<b>2,661.8</b>	<b>2,761.2</b>
당기순이익	(556.8)	801.9	(12.6)	548.7	555.2
조정	3,460.3	2,046.0	2,204.0	2,045.3	2,029.4
감가상각비	1,751.5	1,693.0	1,683.7	1,657.6	1,641.6
외환거래손익	271.1	(1,010.0)	(68.2)	(20.0)	0.0
지분법손익	454.6	14.7	(0.3)	0.0	0.0
기타	983.1	1,348.3	588.8	407.7	387.8
영업활동 변동	(97.2)	(41.1)	106.6	67.8	176.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(873.5)</b>	<b>(2,041.2)</b>	<b>(1,689.3)</b>	<b>(1,501.0)</b>	<b>(1,550.8)</b>
투자자산감소(증가)	630.7	155.6	(34.9)	(8.4)	(21.9)
유형자산감소(증가)	(873.2)	(1,794.8)	(1,835.1)	(1,500.0)	(1,500.0)
기타	(631.0)	(402.0)	180.7	7.4	(28.9)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(1,829.3)</b>	<b>(1,036.2)</b>	<b>(458.2)</b>	<b>(931.8)</b>	<b>(1,111.8)</b>
금융부채증가(감소)	86.8	(1,410.2)	356.7	(500.0)	(700.0)
자본증가(감소)	0.0	453.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,892.8)	(45.8)	(790.9)	(407.8)	(387.8)
배당지급	(23.3)	(33.6)	(24.0)	(24.0)	(24.0)
<b>현금의 증감</b>	<b>122.4</b>	<b>(328.7)</b>	<b>161.3</b>	<b>229.0</b>	<b>98.6</b>
Unlevered CFO	2,892.3	2,819.5	2,188.0	2,710.8	2,792.1
Free Cash Flow	1,661.1	930.2	447.5	1,161.8	1,261.2

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

대한항공



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.7.16	BUY	43,000		
18.1.16	BUY	48,000	-30.85%	-19.69%
17.11.23	BUY	43,000	-22.50%	-14.53%
17.11.22	Analyst Change	43,000		-
17.6.1	BUY	48,000	-29.05%	-19.27%
17.1.5	BUY	35,725	-18.02%	-0.63%
16.9.27	BUY	50,768	-42.94%	-33.98%
16.8.30	BUY	42,306	-26.35%	-22.22%
16.4.7	BUY	37,606	-29.61%	-17.75%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## • 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

## • 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 8월 20일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 08월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2018년 08월 20일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.