

## 대한항공

BUY(신규)

003490 기업분석 | 운송

목표주가(신규)

40,000원

현재주가(08/31)

28,050원

Up/Downside

+42.6%

2018. 09. 03

## 유가보다는 일드와 탑승률!

## Action

**우려 주가 반영 완료, 밸류에이션 역사적 저점:** 대한항공에 대한 분석을 개시한다. 목표주가 40,000원은 글로벌 Peer 기업들의 평균 PBR인 1.3배를 30% 할인한 Target PBR 1.0배에 2019년 BPS 39,650원을 적용해 산출했다. 투자의견을 BUY로 제시한다. 이는 1) 8/31일 종가 기준 동사의 주가는 PBR 0.8배 수준으로 지난 5년간 가장 낮은 것은 물론 동사 대비 수익성이 낮은 해외 경쟁사들 대비해서도 할인 거래되고 있는데 반해, 실적은 2Q18를 저점으로 반등할 전망이고, 2) 델타항공과의 JV가 영업을 본격화함에 따라 국제선이 동사의 매출 성장과 수익성을 모두 견인할 것으로 예상되기 때문이다.

## Comment

**델타항공 JV 탑승률과 일드 모두 견인:** 대한항공과 델타항공의 JV 설립으로 그 동안 부진했던 미국 노선의 매출이 반등할 것으로 기대된다. 동사 미국노선은 해외 경쟁사들과의 경쟁 강도 심화로 13년 이후 지속적으로 매출이 부진했다. 특히나 미국발 미국 노선의 경우 한국발 노선 대비 상대적으로 낮은 비즈니스/일등석 좌석 점유율로 인해서 국제선 일드(Yield, 매출액/RPK)를 저해하는 요소였다. 하지만 JV 설립으로 델타항공이 대한항공 미국발 미국 노선의 타켓 판매를 담당하며 비즈니스/일등석을 비롯한 전체 탑승률이 상승하는 것은 물론이고 전체 국제선 일드 상승으로 연결될 전망이다.

**실적 2Q18을 저점으로 개선:** 18년 들어 국내 및 해외발 수송객 모두 고르게 증가하고 있다. 특히 중국 노선의 경우 2Q18에 RPK(Revenue Passenger Kilometers, 유상여객x킬로미터)가 전년 동기 대비 25% 증가하는 등 그 동안 침체됐던 노선들 역시 반등하고 있다. 유가 안정화와 전체 국제선의 탑승률 및 일드 증가로 동사의 실적은 2Q18를 저점으로 19년까지 반등할 전망이다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	27,050/38,550원	
<b>매출액</b>	11,732	12,092	12,919	13,551	14,293	KOSDAQ /KOSPI	817/2,323pt	
(증가율)	1.6	3.1	6.8	4.9	5.5	시가총액	26,604억원	
<b>영업이익</b>	1,121	940	858	1,020	1,362	60일-평균가격비	458,249	
(증가율)	26.9	-16.2	-8.7	18.8	33.5	외국인지분율	16.4%	
<b>자배주주순이익</b>	-565	792	-68	292	486	60일-외국인지분율변동추이	-0.3%p	
<b>EPS</b>	-7,274	8,733	-725	3,072	5,120	<b>주요주주</b>	한진칼 외 9 인 33.4%	
PER (H/L)	NA/NA	4.5/2.8	NA	9.1	5.5	(천원)	(pt)	
PBR (H/L)	1.5/1.0	1.0/0.6	0.8	0.7	0.6	대한항공(주)	100	
EV/EBITDA (H/L)	6.2/5.9	6.6/5.9	5.5	5.1	4.4	KOSPI지수대비(우)	100	
<b>영업이익률</b>	9.6	7.8	6.6	7.5	9.5	주가상승률	1M 3M 12M	
ROE	-27.2	29.4	-1.9	7.9	12.0	절대기준	-3.9 -12.2 -15.5	
						상대기준	-5.1 -8.4 -14.0	

## 목표주가 40,000원, BUY, 커버리지 개시

대한항공 분석  
개시, 실적  
부진에 대한  
우려 주가 반영,  
밸류에이션  
역사적 저점  
근접

대한항공에 대한 분석을 개시한다. 대한항공에 대한 분석을 개시한다. 목표주가 40,000원은 글로벌 Peer 기업들의 평균 PBR인 1.3배를 30% 할인한 Target PBR 1.0배에 2019년 BPS 39,650원을 적용해 산출했다. 유가 상승에 의한 동사의 실적 부진에 대한 우려는 이미 주가에 반영되었다. 8/31일 종가 기준 동사의 주가는 PBR 0.8배 수준으로 지난 5년간 가장 낮은 것은 물론 동사 대비 수익성이 낮은 해외 경쟁사들 대비에서도 할인 거래되고 있다. 실적 역시 2Q18를 저점으로 반등할 전망이다. 투자의견을 BUY로 제시한다.

도표 1. 대한항공 목표주가 산정

19년 FWD BPS(원)	39,650	
Target PBR(배)	1.0	글로벌 Peer 그룹 평균 1.3배 30% 할인
Target Price(원)	40,000	
Implied PER(배)	13.6	19년 FWD EPS 2,944원 기준
상승여력(%)	42.6	8/31일 종가 기준

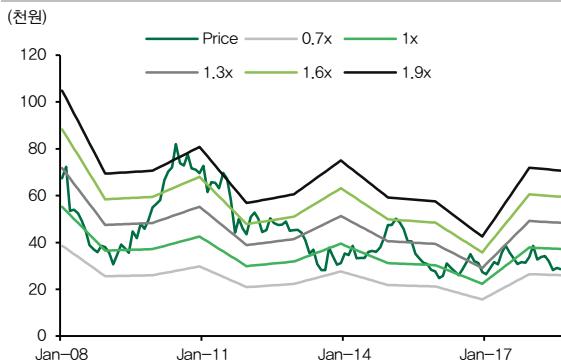
자료: DB금융투자

도표 2. 유가 상승으로 대한항공 주가 부진



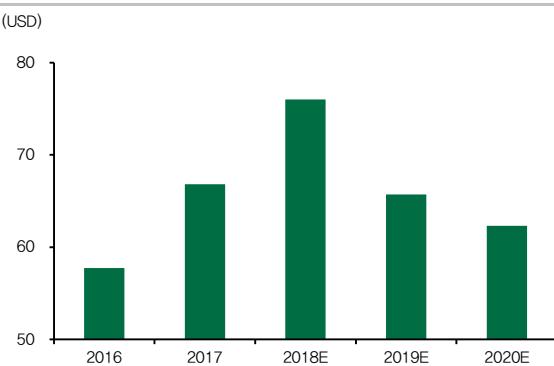
자료: DB금융투자, 주: 대한항공 및 WTI유가 일별 추이

도표 3. 대한항공 밸류에이션 역사적 저점 근접



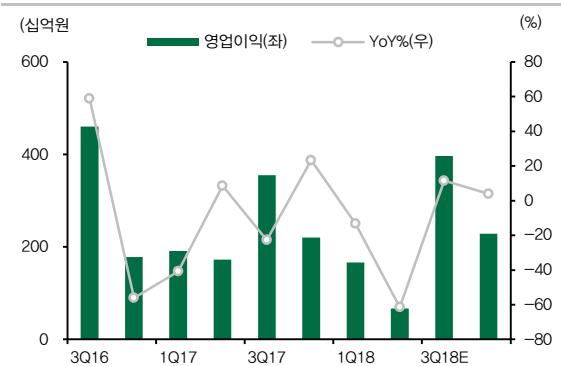
자료: DB금융투자, 주: 대한항공 FWD PBR 추이

도표 4. 유가 점차 안정화 될 것으로 전망



자료: Bloomberg, DB금융투자, 주: WTI 유가 추이 및 전망치(Bloomberg 컨센서스)

도표 5. 대한항공 실적 3Q18 반등 전망



자료: DB금융투자, 주: 대한항공 분기별 영업이익 및 성장률 추이 및 전망

도표 6. 대한항공 주가 수익성 열위인 경쟁사들 대비해서도 할인 거래 중

(단위: 백만달러, %, 배)

		대한항공	Delta	United	Luft hansa	JAL	ANA	Singapore airline	Air China
매출액 (백만달러)	16	10,117	39,639	36,556	35,042	11,143	14,932	11,000	11,949
	17	10,117	39,639	36,556	35,042	11,143	14,932	11,000	11,949
	18E	11,384	44,321	40,745	42,847	13,240	18,626	12,103	13,713
	19E	11,808	46,122	43,011	44,336	13,663	19,760	12,676	14,275
영업이익률 (%)	16	9.6	17.5	11.9	7.0	15.7	7.6	5.2	-0.3
	17	8.2	15.4	9.6	9.8	14.1	9.0	4.3	-1.5
	18E	6.5	12.0	8.3	7.7	12.0	8.3	6.7	1.9
	19E	7.7	12.8	8.7	7.7	11.8	8.3	7.0	4.6
EPS (USD)	16	-6.6	5.8	6.9	4.2	4.0	1.9	0.5	0.0
	17	7.6	5.0	7.0	5.7	4.2	2.6	0.2	0.0
	18E	1.0	5.6	8.1	5.1	3.2	2.9	0.5	0.0
	19E	3.7	6.6	9.6	5.3	3.1	3.2	0.5	0.1
P/E (배)	16	N/A	9.2	8.5	3.2	8.6	14.2	16.6	N/A
	17	3.9	11.3	10.0	6.1	7.7	12.0	33.0	N/A
	18E	24.5	10.5	10.8	5.5	11.2	11.8	14.1	41.0
	19E	6.6	8.8	9.1	5.2	11.7	11.0	13.6	12.5
P/B (배)	16	1.1	2.9	2.6	0.8	1.8	1.4	1.0	0.7
	17	0.9	2.8	2.2	1.5	1.3	1.3	0.9	0.8
	18E	0.8	2.7	2.4	1.0	1.2	1.2	0.9	0.7
	19E	0.7	2.2	2.0	0.9	1.2	1.1	0.9	0.7
ROE	16	54.2	60.1	49.2	34.5	25.8	17.2	6.2	-0.5
	17	35.0	46.7	40.1	36.6	18.8	17.0	5.0	-2.4
	18E	2.9	27.8	23.7	19.1	11.8	10.7	6.1	1.5
	19E	10.6	27.9	25.0	18.0	10.0	10.7	6.2	5.4

자료: Bloomberg, DB금융투자, 주: 대한항공 Peer Group Valuation 비교

## 델타항공 JV 탑승률과 일드 모두 견인

### 대한항공 델타와 JV 설립, 미주 및 동남아 노선 탑승률 및 일드 상승 기대

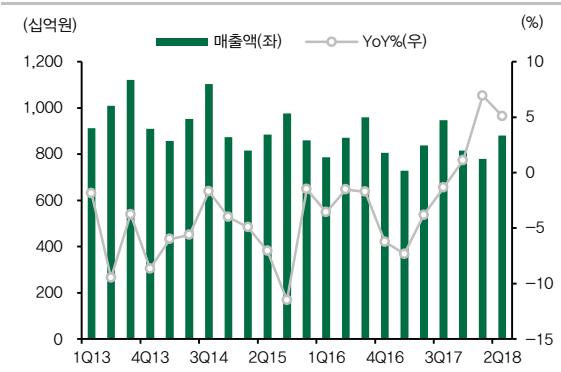
대한항공과 델타항공의 JV 설립으로 그 동안 부진했던 미주 노선의 매출이 반등할 것으로 기대된다. 델타항공은 동사와 미주 및 동남아 노선에 대한 전면적인 코드 공유 시행으로 미주 및 아시아 노선의 좌석 탑승률을 끌어 올릴 예정이다. 동사 미주노선은 해외 경쟁사들과의 경쟁 강도 심화로 13년 이후 지속적으로 매출이 부진했다. 특히나 미국발 미주 노선의 경우 한국발 노선 대비 상대적으로 낮은 비즈니스/일등석 좌석 점유율로 인해서 국제선 일드(Yield, 매출액/RPK)를 저해하는 요소였다. 하지만 JV 설립으로 델타항공이 대한항공 미국발 미주 노선의 티켓 판매를 담당하며 비즈니스/일등석을 비롯한 전체 탑승률이 상승하는 것은 물론이고 전체 국제선 일드 상승으로 연결될 전망이다.

도표 7. 대한항공 미국 델타와 JV 설립



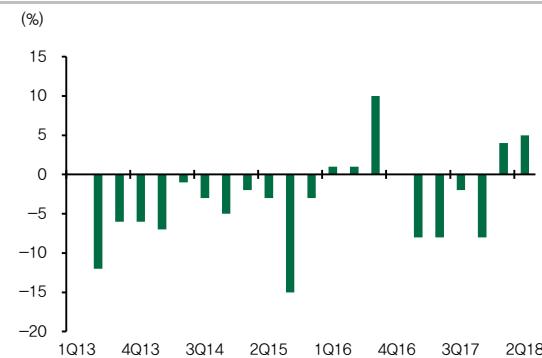
자료: Delta, DB금융투자

도표 8. 미주 노선 매출 18년 반등



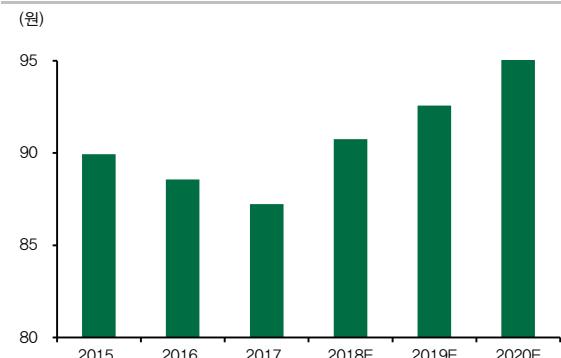
자료: 대한항공, DB금융투자, 주: 대한항공 미주노선 분기별 매출 및 성장을 주이

도표 9. 부진한 해외발 수송객 증가 반등 예상



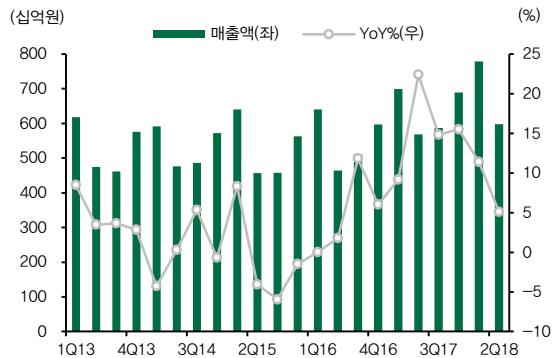
자료: 대한항공, DB금융투자, 주: 대한항공 해외발 수송객 분기별 증감

도표 10. 비즈니스 클래스 탑승률 상승 일드 반등으로 연결



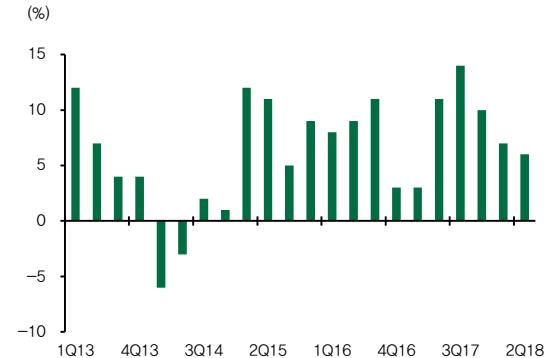
자료: 대한항공, DB금융투자, 주: 대한항공 연간 일드 추이 및 전망

도표 11. 최근 성장을 낮아진 동남아 지역 내 성장 재개 예상



자료: 대한항공, DB금융투자, 주: 대한항공 동남아 노선 분기별 매출 및 성장률 추이

도표 12. 동남아 노선 RPK 19년 10% 이상 성장 전망



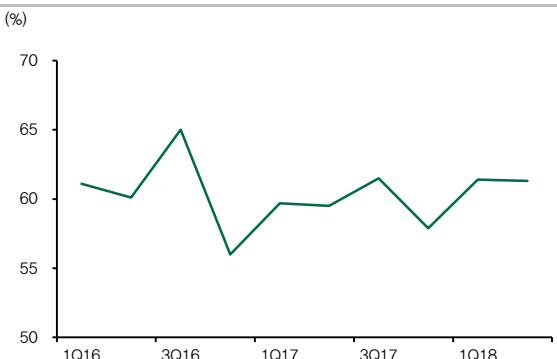
자료: 대한항공, DB금융투자, 주: 대한항공 동남아 노선 RPK 추이

## 실적 2Q18을 저점으로 개선

과거 대비

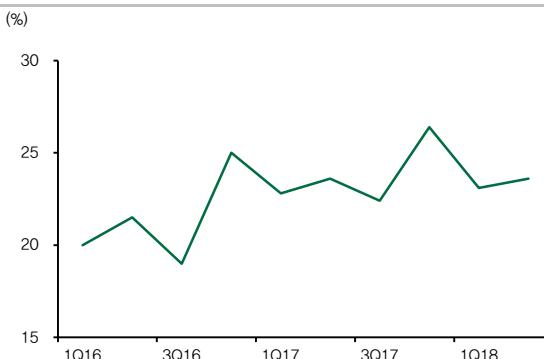
유가 상승에 의한 실적 부진에 대한 우려 역시 2Q18 이후 점차 완화될 전망이다. 동사는 과거 대비 여객 사업의 매출 비중이 약 5%p 낮아진데 반해 같은 기간 화물 사업의 비중은 5%p 상승했다. 실적의 유가 민감도가 과거 대비 낮아진 것이다. 2Q18 실적 역시 유가 급등으로 부진했지만 직원격려금 240억원을 제외하면 과거 대비 실적의 유가 상승 영향은 낮아진 것을 확인 할 수 있다. 게다가 유가 역시 2Q18 고점 이후 안정화되고 있는 가운데, 대부분의 기관들이 19년 유가가 18년 대비 낮을 것으로 전망하고 있다.

도표 13. 과거 대비 낮아진 여객 사업 매출 비중



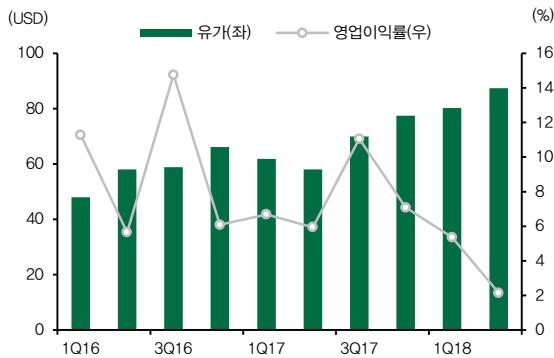
자료: 대한항공, DB금융투자, 주: 대한항공 여객 사업 매출 비중 추이

도표 14. 화물 사업 매출 비중 과거 대비 상승



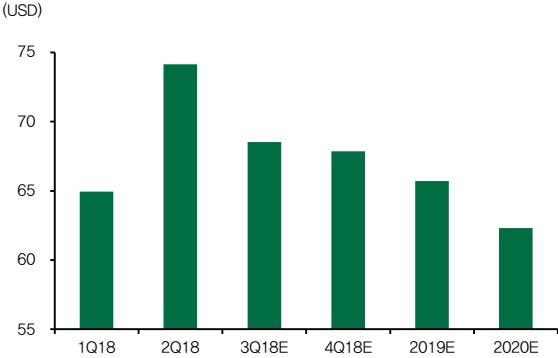
자료: 대한항공, DB금융투자, 주: 대한항공 화물 사업 매출 비중 추이

도표 15. 2Q18 실적 유가 상승 및 일화성 비용으로 부진



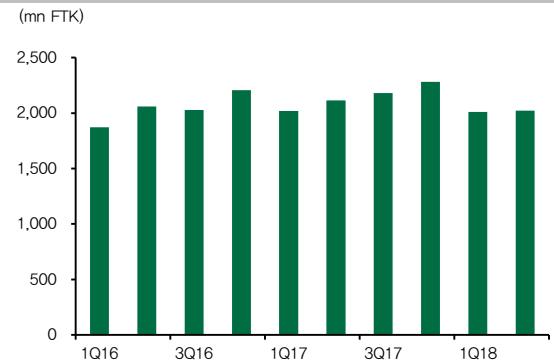
자료: 대한항공, DB금융투자, 주: 분기별 유가 및 대한항공 영업이익률 추이

도표 16. 유가 2Q18 고점 이후 안정화 중



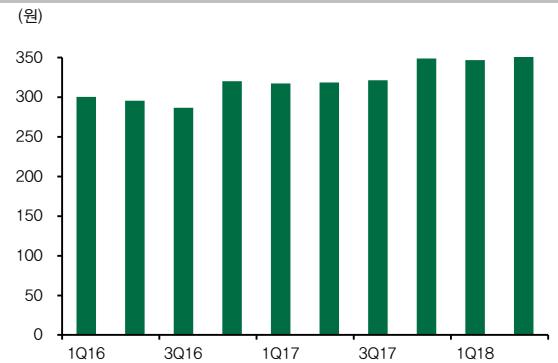
자료: Bloomberg, DB금융투자, 주: WTI 유가 추이 및 전망치(Bloomberg 컨센서스)

도표 17. 화물 수송량은 1Q18 이후 감소 추세



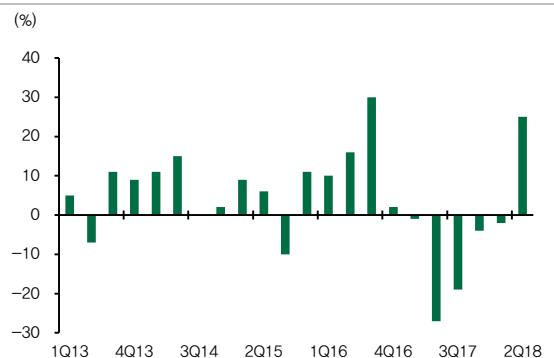
자료: 대한항공, DB금융투자, 주: 분기별 화물 수송량 추이

도표 18. 일드 상승으로 화물 부문 수익성은 양호



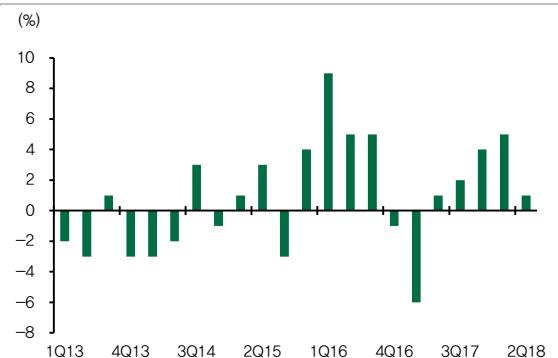
자료: 대한항공, DB금융투자, 주: 분기별 화물 일드 추이

도표 19. 중국 RPK 2Q18 반등 성공



자료: 대한항공, DB금융투자, 주: 대한항공 중국 노선 RPK 추이

도표 20. 유럽 노선 2H18 고성장 기대



자료: 대한항공, DB금융투자, 주: 대한항공 유럽 노선 RPK 추이

실적 2Q18를  
저점으로 반등  
전망

18년 들어 국내 및 해외발 수송객 모두 고르게 증가하고 있다. 특히 중국 노선의 경우 2Q18에 RPK(Revenue Passenger Kilometers, 유상여객x킬로미터)가 전년 동기 대비 25% 증가하는 등 그동안 침체됐던 노선들 역시 반등하고 있다. 유가 안정화와 전체 국제선의 탑승률 및 일드 증가로 동사의 실적은 2Q18를 저점으로 19년까지 반등할 전망이다.

도표 21. 대한항공 부문별 실적 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
<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>3,586</b>	<b>3,125</b>	<b>11,732</b>	<b>12,092</b>	<b>12,919</b>	<b>13,551</b>
항공운송	2,645	2,670	2,927	2,862	2,869	2,882	3,285	2,880	10,628	10,714	11,916	12,558
국제여객	1,574	1,554	1,785	1,625	1,753	1,715	2,108	1,783	6,464	6,538	7,358	7,881
국내여객	104	143	138	121	100	133	153	136	498	505	521	521
화물	641	673	700	796	697	711	697	740	2,458	2,810	2,845	2,901
항공우주	169	188	208	163	159	144	220	173	727	728	695	716
기타	52	48	79	82	75	80	80	72	377	651	307	276
매출원가	2,394	2,432	2,529	2,636	2,595	2,705	2,848	2,649	9,435	9,991	10,796	11,194
매출총이익	472	473	685	471	507	401	738	477	2,297	2,101	2,122	2,357
판매 및 관리비	280	300	330	251	340	334	342	248	1,176	1,161	1,264	1,337
<b>영업이익</b>	<b>192</b>	<b>173</b>	<b>355</b>	<b>220</b>	<b>166</b>	<b>67</b>	<b>396</b>	<b>229</b>	<b>1,121</b>	<b>940</b>	<b>858</b>	<b>1,020</b>
영업이익률	6.7	5.9	11.1	7.1	5.4	2.1	11.1	7.3	9.6	7.8	6.6	7.5

자료: DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	3,328	3,582	3,814	4,420	5,034	<b>매출액</b>	11,732	12,092	12,919	13,551	14,293
현금및현금성자산	1,090	761	1,134	1,586	2,028	매출원가	9,435	9,991	10,796	11,194	11,553
미출처권및기타처권	922	964	990	1,027	1,075	<b>매출총이익</b>	2,297	2,101	2,122	2,357	2,739
자기자산	565	683	581	637	682	판관비	1,176	1,161	1,264	1,337	1,378
<b>비유동자산</b>	<b>20,629</b>	<b>21,066</b>	<b>20,777</b>	<b>20,456</b>	<b>20,365</b>	<b>영업이익</b>	<b>1,121</b>	<b>940</b>	<b>858</b>	<b>1,020</b>	<b>1,362</b>
유형자산	17,873	18,907	18,663	18,382	18,325	EBITDA	2,872	2,633	2,887	3,039	3,380
무형자산	405	363	318	279	245	영업이순익	-1,838	181	-951	-614	-695
투자자산	621	476	476	476	476	금융수익	-507	-458	-488	-452	-480
<b>자산총계</b>	<b>23,957</b>	<b>24,649</b>	<b>24,590</b>	<b>24,876</b>	<b>25,399</b>	투자수익	-112	11	-56	14	14
<b>유동부채</b>	<b>9,131</b>	<b>6,638</b>	<b>6,673</b>	<b>6,687</b>	<b>6,742</b>	기타영업이순익	-1,219	628	-407	-176	-229
미입체무및기타채무	971	1,069	1,104	1,118	1,173	<b>세전이익</b>	<b>-717</b>	<b>1,122</b>	<b>-93</b>	<b>405</b>	<b>667</b>
단기차입금및단기차체	1,504	843	843	843	843	증단사업이익	0	0	0	0	0
유동성장기부채	5,175	3,300	3,300	3,300	3,300	당기순이익	-557	802	-69	296	492
<b>비유동부채</b>	<b>12,951</b>	<b>14,259</b>	<b>14,259</b>	<b>14,259</b>	<b>14,259</b>	자배주주지분순이익	-565	792	-68	292	486
사채및장기차입금	1,099	3,045	3,045	3,045	3,045	비자배주주지분순이익	8	10	-1	4	6
<b>부채총계</b>	<b>22,082</b>	<b>20,898</b>	<b>20,932</b>	<b>20,947</b>	<b>21,002</b>	<b>총포괄이익</b>	<b>-615</b>	<b>1,106</b>	<b>-69</b>	<b>296</b>	<b>492</b>
자본금	370	480	480	480	480	주: IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨					
자본잉여금	603	946	946	946	946						
이익잉여금	-193	577	484	752	1,214						
비자배주주지분	114	122	121	125	131						
<b>자본총계</b>	<b>1,874</b>	<b>3,751</b>	<b>3,658</b>	<b>3,929</b>	<b>4,398</b>						

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>2,806</b>	<b>2,807</b>	<b>2,658</b>	<b>2,711</b>	<b>2,943</b>	<b>주당지표(원)</b>					
당기순이익	-557	802	-69	296	492	EPS	-7,274	8,733	-725	3,072	5,120
현금유출이없는비용및수익	3,449	2,018	2,442	2,565	2,630	BPS	22,352	37,824	36,861	39,650	44,464
유형및무형자산상각비	1,752	1,693	2,029	2,020	2,018	DPS	0	250	250	250	250
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-97</b>	<b>-41</b>	<b>262</b>	<b>-41</b>	<b>-4</b>	<b>Multiple(배)</b>					
미출처권및기타채권의감소	-63	-19	-26	-37	-49	P/E	NA	3.9	NA	9.1	5.5
자기자산의감소	-73	-116	102	-56	-45	P/B	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
미입체무및기타채무의증가	-129	5	35	14	55	EV/EBITDA	6.0	6.4	5.5	5.1	4.4
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-874</b>	<b>-2,041</b>	<b>-1,825</b>	<b>-1,798</b>	<b>-2,041</b>	<b>수익성(%)</b>					
CAPEX	-1,145	-1,877	-1,739	-1,699	-1,927	영업이익률	9.6	7.8	6.6	7.5	9.5
투자자산의순증	406	156	0	0	0	EBITDA마진	24.5	21.8	22.3	22.4	23.6
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-1,829</b>	<b>-1,036</b>	<b>-461</b>	<b>-461</b>	<b>-461</b>	순이익률	-4.7	6.6	-0.5	2.2	3.4
사채및차입금의증가	87	-1,410	0	0	0	ROE	-27.2	29.4	-1.9	7.9	12.0
자본금및자본잉여금의증가	0	453	0	0	0	ROA	-2.3	3.3	-0.3	1.2	2.0
배당금지급	-23	-34	-24	-24	-24	ROIC	4.8	3.6	3.4	4.0	5.4
기타현금흐름	19	-58	0	0	0	<b>안정성및기타</b>					
현금의증가	122	-329	373	452	442	부채비율(%)	1,178.1	557.1	572.3	533.1	477.6
기초현금	967	1,090	761	1,134	1,586	0/자본보상배율(배)	2.8	2.1	2.0	2.3	3.1
기말현금	1,090	761	1,134	1,586	2,028	배당성향(배)	0.0	3.0	-34.2	8.0	4.8

자료: 대한항공, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관언무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자와 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 인력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

- 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준인
- Buy: 초과 상승률 10% 이상
  - Hold: 초과 상승률 -10~10%
  - Underperform: 초과 상승률 -10% 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10% 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10% 미만

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
18/09/03	Buy	40,000	-	-	-	-	-

## 대한항공 현주가 및 목표주가 차트

