

대한항공(003490)

성수기 수요에 대한 과도한 우려

투자심리는 비용부담 커지는 영업환경에 민감

항공업종의 주가 부진이 길어지고 있다. 6월 이후 항공 4개사의 합산 시총은 19% 감소했다. 비우호적인 영업환경 속에 기대에 크게 못 미친 2분기 실적이 시작이었다. 지나간 과거 실적으로 넘기기에는 유가와 환율 상승에 따른 부담이 8월까지 이어지고 있다. 또한 2분기와 마찬가지로 비수기이면서 작년 황금연휴로 인한 기저가 높은 4분기 실적에 대해서도 낙관할 수 없는 상황이다. 주가의 반등을 이끌 것으로 예상했던 성수기 효과보다 소비심리, 패키지여행 예약률 및 일본여행 수요의 부진이 더 부각되고 있다. 결국 항공 여객수요 자체에 대한 우려로 대한항공의 주가는 연초 대비 23% 하락했다. 2018F 조정 PBR 기준 1.0배에 불과하다.

주가는 항공수요 자체에 대한 우려까지 반영

단기 우려에 민감한 항공업종의 특성을 감안하면 밸류에이션 매력이 높은 시점이다. 2분기 부진은 항공업종 성장이 피크를 지났다는 의구심으로 변졌다. 이제는 성수기 실적에 대한 기대감마저 사라진 저평가 국면이다. 하지만 우리나라 해외여행 수요의 증가는 사회구조적이다. 성수기와 연휴에는 유류할증료 이상의 운임 상승이 예상된다. 반면 특정 지역의 지정학적 변수 영향은 단기적인 경우가 많다. 중국 노선은 사드관련 규제가 완화되면서 여행객이 돌아오고 있다. 폭염과 태풍 등으로 부진한 일본여행 수요는 날씨 회복을 따라 이연되어 나타날 전망이다.

리스크에 상대적으로 덜 노출된 대한항공 매수 추천

저비용항공사 대비 공급확대에 보수적인 대한항공을 투자대안으로 추천한다. 대한항공은 7~8월 국제선 여객공급을 줄였다. 특히 일본노선을 3% 축소해 수요 둔화에도 탑승률은 상승했다. 대신 중국 항공편을 사드규제 이전 수준으로 회복시켜 인바운드 수요의 기저효과가 예상된다. 이에 따라 3분기 국제선 운임은 시장기대 이상으로 상승할 것이다. 반면 상반기 일회성 인건비와 오너 리스크로 경쟁사보다 더 오래 증시에서 소외되어 왔다. 대외변수가 안정화되면 일본노선 부진과 유가상승에 상대적으로 덜 영향받는 대한항공의 저평가 매력이 가장 먼저 부각될 것이다.

	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	12,894	807	(81)	(847)	NM	2,578	NM	6.1	0.8	(2.3)	0.9
2019F	13,548	1,030	423	4,411	NM	2,815	6.3	5.3	0.7	11.4	0.9
2020F	14,236	1,101	480	4,997	13.3	2,896	5.5	4.9	0.6	11.6	0.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 39,000원(유지)

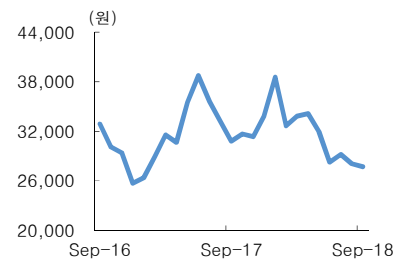
Stock Data

KOSPI(9/5)	2,292
주가(9/5)	27,700
시가총액(십억원)	2,627
발행주식수(백만)	95
52주 최고/최저(원)	38,550/27,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,702
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.4/16.4
주요주주(%)	한진칼 외 9 인 33.4
	국민연금 11.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.6)	(13.8)	(13.8)
KOSPI 대비(%p)	(4.8)	(10.3)	(12.3)

주가추이



자료: WISEfn

최고운

gowoon@truefriend.com

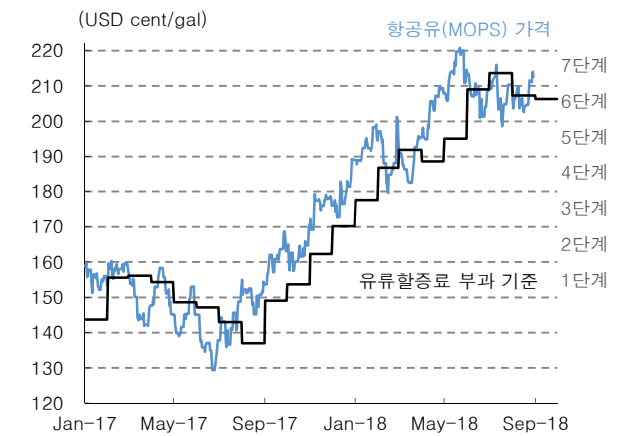
〈표 1〉 실적전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	2,866	2,905	3,214	3,107	3,102	3,106	3,428	3,259	11,732	12,092	12,894	13,548
국내선	105	144	137	121	98	132	132	127	494	507	488	508
ASK(백만 km)	850	1,015	987	875	779	888	908	875	3,708	3,727	3,450	3,485
RPK(백만 km)	640	812	767	675	563	713	713	689	2,880	2,894	2,678	2,758
L/F(%)	75.3	80.0	77.7	77.1	72.3	80.3	78.6	78.7	77.7	77.6	77.6	79.2
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	1,949	1,690	6,472	6,539	7,108	7,505
ASK(백만 km)	22,335	23,142	24,936	23,991	23,662	23,943	24,687	23,991	92,949	94,404	96,283	98,208
RPK(백만 km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,785	19,330	20,425	18,786	73,029	74,948	77,327	80,841
L/F(%)	80.3	79.4	81.1	76.8	79.4	80.7	82.7	78.3	78.6	79.4	80.3	82.3
Yield(원)	87.8	84.5	88.3	88.2	93.4	88.7	95.4	90.0	88.4	87.2	91.9	92.8
화물	640	673	700	796	698	713	745	849	2,444	2,809	3,005	3,157
AFTK(백만 km)	2,580	2,712	2,794	2,854	2,622	2,665	2,654	2,797	10,621	10,940	10,738	10,846
FTK(백만 km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,023	2,070	2,212	8,163	8,593	8,314	8,480
L/F(%)	78.3	77.9	78.0	79.9	76.6	75.9	78.0	79.1	76.9	78.5	77.4	78.2
Yield(원)	316.7	318.2	321.4	349.1	347.2	352.2	360.0	384.0	299.4	326.9	361.4	372.3
기타	547	535	591	566	552	546	602	593	2,322	2,238	2,294	2,379
매출액 증가율	(0.0)	3.1	3.1	6.1	8.2	6.9	6.6	4.9	1.6	3.1	6.6	5.1
국내선	2.9	8.8	(3.6)	2.4	(6.8)	(8.4)	(3.3)	4.0	4.3	2.7	(3.7)	4.0
ASK	1.8	4.9	(1.0)	(3.6)	(8.4)	(12.5)	(8.0)	0.0	1.2	0.5	(7.4)	1.0
RPK	6.0	4.0	(3.6)	(3.4)	(12.0)	(12.2)	(7.0)	2.0	6.7	0.5	(7.5)	3.0
L/F(%p)	3.0	(0.7)	(2.1)	0.2	(3.0)	0.3	0.8	1.5	4.0	(0.0)	(0.0)	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	9.1	4.0	4.4	1.0	8.7	5.6
ASK	(4.4)	0.9	2.9	7.0	5.9	3.5	(1.0)	0.0	3.9	1.6	2.0	2.0
RPK	(0.4)	2.7	3.2	5.1	4.8	5.2	1.0	2.0	5.9	2.6	3.2	4.5
L/F(%p)	3.2	1.4	0.2	(1.4)	(0.9)	1.3	1.6	1.5	1.5	0.8	0.9	2.0
Yield	(2.2)	(1.1)	(6.2)	4.5	6.3	5.0	8.0	2.0	(1.5)	(1.3)	5.4	1.0
화물	14.0	13.2	20.3	12.7	9.1	5.9	6.4	6.7	(6.5)	14.9	7.0	5.1
AFTK	3.1	0.9	4.3	3.8	1.6	(1.7)	(5.0)	(2.0)	0.1	3.0	(1.8)	1.0
FTK	7.9	2.6	7.6	3.4	(0.5)	(4.3)	(5.0)	(3.0)	(1.3)	5.3	(3.3)	2.0
L/F(%p)	3.5	1.3	2.4	(0.3)	(1.7)	(2.0)	0.0	(0.8)	(1.0)	1.7	(1.1)	0.8
Yield	5.7	10.3	11.9	8.9	9.6	10.7	12.0	10.0	(5.4)	9.2	10.6	3.0
기타	(6.9)	(4.7)	7.8	(9.5)	0.9	2.1	1.9	4.9	2.9	(3.6)	2.5	3.7
영업비용	2,626	2,690	2,747	2,784	2,840	2,931	2,966	2,918	10,424	10,847	11,656	12,092
증가율	4.9	2.7	5.3	5.5	8.2	9.0	8.0	4.8	(0.2)	4.1	7.5	3.7
연료유류비(별도)	634	617	658	708	729	796	882	843	2,190	2,616	3,250	3,535
증가율	33.4	15.0	12.2	19.4	15.0	29.1	34.2	19.1	(18.3)	19.5	24.2	8.8
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	1,429	1,415	5,750	5,576	5,651	5,796
영업이익	192	173	355	220	166	67	369	204	1,121	940	807	1,030
증가율	(40.8)	8.5	(22.7)	23.3	(13.1)	(61.4)	3.9	(7.1)	26.9	(16.2)	(14.2)	27.7
영업이익률	6.7	5.9	11.1	7.1	5.4	2.1	10.8	6.3	9.6	7.8	6.3	7.6
세전이익	719	(246)	109	539	(1)	(380)	228	63	(717)	1,122	(90)	529
지배주주순이익	558	(203)	58	379	(10)	(304)	183	51	(565)	792	(81)	423
증가율	NM	NM	(88.6)	NM	NM	NM	216.0	(86.7)	NM	NM	NM	NM

자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 1] 국제유가 상승세 지속



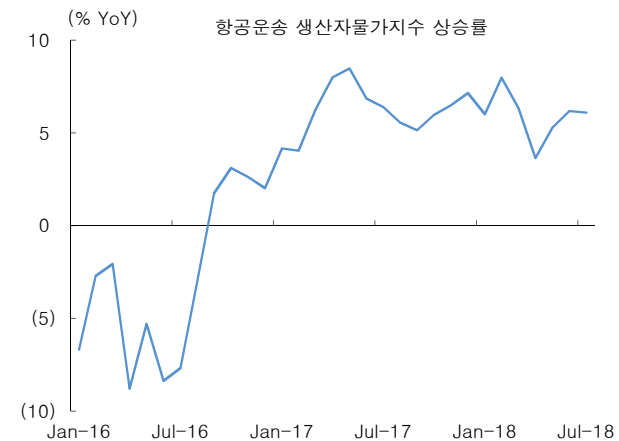
자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 2] 원/달러 환율 2분기 반등



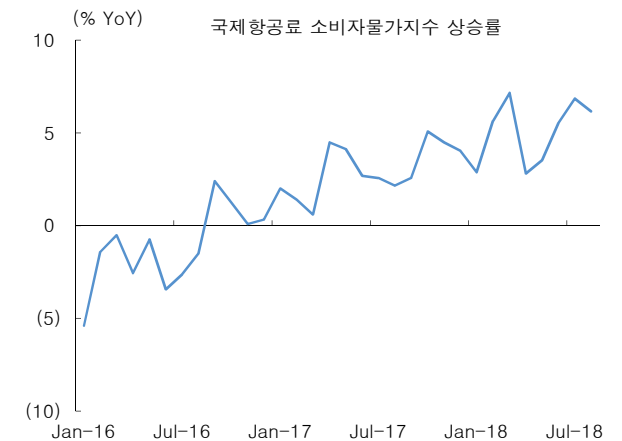
자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 3] 7월 항공 생산자물가 6% 상승



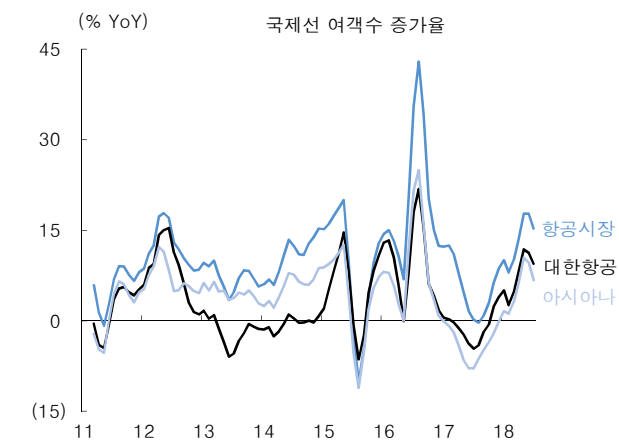
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 4] 8월 국제선 항공 소비자물가 6% 상승



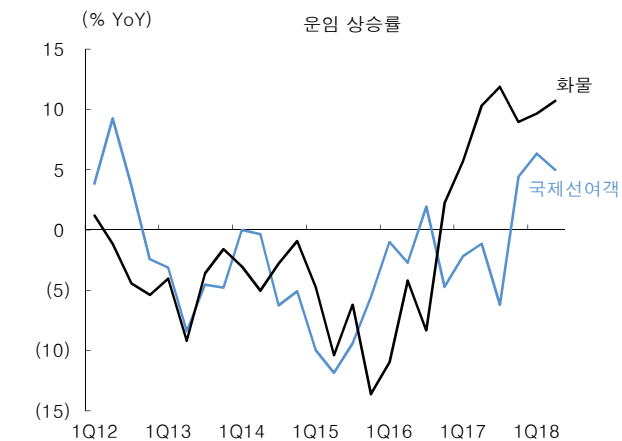
자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 5] 2분기 대한항공 국제선 여객 11% 증가



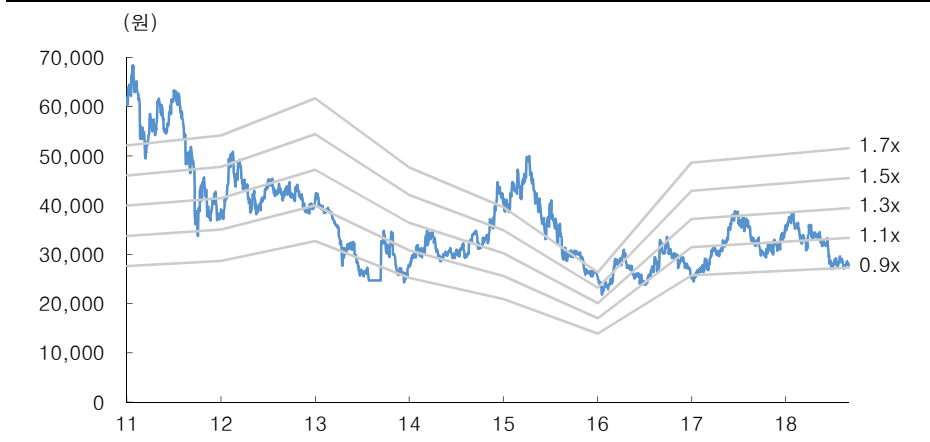
주: 3개월 이동평균
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 6] 3분기 대한항공 국제선 여객운임 상승할 것



자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 7] 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	3,847	4,086	4,294
현금성자산	1,090	761	1,160	1,219	1,281
매출채권및기타채권	922	964	1,012	1,070	1,124
재고자산	565	683	632	694	729
비유동자산	20,629	21,066	21,096	21,194	21,364
투자자산	621	476	508	534	561
유형자산	17,873	18,907	18,793	18,775	18,822
무형자산	405	363	388	407	428
자산총계	23,957	24,649	24,943	25,281	25,658
유동부채	9,131	6,638	7,101	7,201	6,927
매입채무및기타채무	971	1,069	1,140	1,198	1,259
단기차입금및단기사채	1,504	843	935	843	544
유동성장기부채	5,175	3,300	3,004	2,754	2,544
비유동부채	12,951	14,259	14,196	14,035	14,232
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	21,297	21,236	21,159
지배주주지분	1,761	3,629	3,524	3,923	4,379
자본금	370	480	480	480	480
자본잉여금	603	946	946	946	946
기타자본	596	956	956	956	956
이익잉여금	(193)	577	471	871	1,326
비지배주주지분	114	122	122	121	120
자본총계	1,874	3,751	3,646	4,044	4,499

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,806	2,807	2,368	2,535	2,424
당기순이익	(557)	802	(81)	422	478
유형자산감가상각비	1,698	1,648	1,726	1,737	1,745
무형자산상각비	53	45	46	48	50
자산부채변동	(97)	(41)	592	259	79
기타	1,709	353	85	69	72
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)	(31)	(26)	(27)
무형자산순증	1	1	(70)	(68)	(71)
기타	64	16	268	51	61
재무활동현금흐름	(1,829)	(1,036)	(523)	(714)	(534)
자본의증가	4	453	0	0	0
차입금의순증	(2,794)	(1,836)	(499)	(691)	(511)
배당금지급	(23)	(34)	(24)	(24)	(24)
기타	984	381	0	1	1
기타현금흐름	19	(58)	0	0	0
현금의증가	122	(329)	399	59	62

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

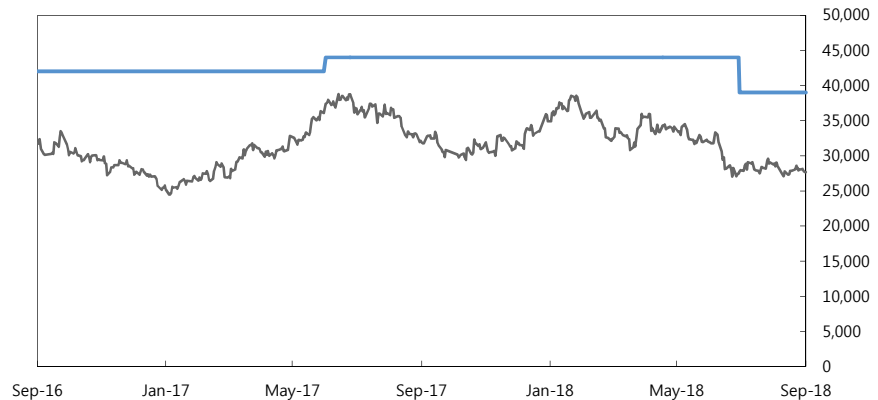
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	11,732	12,092	12,894	13,548	14,236
매출원가	9,435	9,991	10,794	11,197	11,762
매출총이익	2,297	2,101	2,101	2,352	2,473
판매관리비	1,176	1,161	1,294	1,322	1,372
영업이익	1,121	940	807	1,030	1,101
금융수익	51	73	109	113	115
이자수익	29	31	34	38	40
금융비용	559	531	580	614	617
이자비용	407	457	528	563	566
기타영업외손익	(1,219)	628	(426)	0	0
관계기업관련손익	(112)	11	0	0	0
세전계속사업이익	(717)	1,122	(90)	529	599
법인세비용	(161)	320	(9)	107	121
연결당기순이익	(557)	802	(81)	422	478
지배주주지분순이익	(565)	792	(81)	423	480
기타포괄이익	(58)	304	0	0	0
총포괄이익	(615)	1,106	(81)	422	478
지배주주지분포괄이익	(622)	1,089	(81)	423	480
EBITDA	2,872	2,633	2,578	2,815	2,896

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(7,165)	8,639	(847)	4,411	4,997
BPS	22,352	37,824	36,728	40,888	45,636
DPS	0	250	250	250	250
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.6	3.1	6.6	5.1	5.1
영업이익증가율	26.9	(16.2)	(14.2)	27.7	6.9
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	13.3
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	13.3
EBITDA증가율	13.4	(8.3)	(2.1)	9.2	2.9
수익성(%)					
영업이익률	9.6	7.8	6.3	7.6	7.7
순이익률	(4.8)	6.5	(0.6)	3.1	3.4
EBITDA Margin	24.5	21.8	20.0	20.8	20.3
ROA	(2.3)	3.3	(0.3)	1.7	1.9
ROE	(27.2)	29.4	(2.3)	11.4	11.6
배당수익률	-	0.7	0.9	0.9	0.9
배당성향	NM	3.0	NM	5.7	5.0
안정성					
순차입금(십억원)	15,039	13,581	12,853	12,075	11,481
차입금/자본총계비율(%)	870.9	397.6	395.4	339.4	293.7
Valuation(X)					
PER	NM	3.9	NM	6.3	5.5
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.0	6.4	6.1	5.3	4.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대한항공(003490)	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 9월 6일 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 주가등락 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 높이 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.