

대한항공(003490)

3Q18 Preview: 어려운 환경 속 빛나는 선방

비우호적 환경에서도 영업이익은 컨센서스 부합할 전망

3분기 매출액과 영업이익을 각각 3조 4,526억원, 3,502억원으로 추정한다. 매출액은 전년동기대비 7% 늘어나지만 영업이익은 소폭 줄어들 전망이다. 유가 상승과 일본 내 연이은 자연재해 등 어려움이 많았던 영업환경에서 선방한 실적이다. 3분기 평균 항공유는 전년동기대비 40% 올랐는데, 대한항공은 공급을 축소해 유류비 부담이 상대적으로 적었다. 특히 가장 부진했던 일본 항공편을 8월부터 줄여온 결과 수요 부진에도 탑승률은 상승했다. 무엇보다 운임이 기대 이상으로 오르면서 유가상승분을 만회한 것으로 추정된다. 화물부문 역시 운임이 물동량 감소 이상으로 상승했다. 이제는 낮아진 영업이익 컨센서스가 부담스럽지 않아 보인다.

프리미엄 FSC로서 노선 전략의 경쟁력을 입증

유가가 오르고 외부환경의 불확실성이 커지는 국면에서 외형보다 수익성 제고에 주력한 대한항공의 전략은 유효했다. 우리나라 1위 FSC(Full Service Carrier)로서 다변화된 노선 포트폴리오와 꾸준한 비즈니스 수요가 실적의 안정성을 뒷받침하고 있다. 특히 저비용항공사와의 가격경쟁에서 한발 물러나 장거리와 서비스 품질 등 본연의 장점에 집중해온 성과가 나타나고 있다. 대한항공의 상반기 일본 매출비중은 12%로 국적사 중 가장 낮다. 대신 장거리여행과 비즈니스 수요에서 우위를 점하고 있다. 공급확대에 보수적인 만큼 운임 중심의 노선운영이 가능했다.

항공업종 내 가장 먼저 밸류에이션 매력 부각될 전망

반면 현 주가는 2018F 조정 PBR 1.0배(신종자본증권 제외)에 불과하다. 유가가 가파르게 오르고 항공업종 전반에 악재가 많았다. 대한항공은 상반기 일회성 인건비가 850억원(vs. 영업이익 2,330억원)에 달했던 탓에 실적이 연이어 기대치를 하회했다. 여기에 오너일가 리스크까지 더해져 증시에서 올해 내내 소외되어 왔다. 3분기 실적에서 보여주듯이 FSC 본연의 경쟁력이 두각을 내고 있지만, 과도하게 저평가되어 있다. 10월 실적은 전년 베이스 부담 때문에 녹록지 않지만, 현 밸류에이션에서는 내년 나타날 기저효과가 더 중요해 보여 저점 매수 시점으로 추천한다.

	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)	0.0
2017A	12,092	940	792	8,639	NM	2,633	3.9	6.4	0.9	29.4	0.7
2018F	12,966	786	(40)	(422)	NM	2,558	NM	6.1	0.7	(1.1)	0.9
2019F	13,749	1,007	430	4,477	NM	2,793	6.0	5.3	0.7	11.4	0.9
2020F	14,580	1,127	531	5,536	23.6	2,923	4.9	4.8	0.6	12.6	0.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 39,000원(유지)

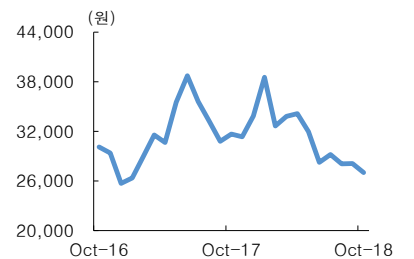
Stock Data

KOSPI(10/19)	2,156
주가(10/19)	27,000
시가총액(십억원)	2,561
발행주식수(백만)	95
52주 최고/최저(원)	38,550/25,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,217
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.4/16.3
주요주주(%)	한진칼 외 9 인 33.4
국민연금	10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.4)	(19.2)	(13.0)
KOSPI 대비(%p)	2.2	(5.9)	(0.2)

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	3,453	3,306	11,732	12,092	12,966	13,749
국내선	105	144	137	121	98	132	120	119	494	507	469	488
ASK(백만 km)	850	1,015	987	875	779	888	859	831	3,708	3,727	3,357	3,391
RPK(백만 km)	640	812	767	675	563	713	644	641	2,880	2,894	2,561	2,638
L/F(%)	75.3	80.0	77.7	77.1	72.3	80.3	75.0	77.1	77.7	77.6	76.3	77.8
Yield(원)	164.4	177.0	178.0	178.7	174.1	184.6	186.9	185.6	171.3	175.2	183.1	184.9
국제선	1,574	1,554	1,787	1,625	1,754	1,715	1,970	1,740	6,472	6,539	7,179	7,692
ASK(백만 km)	22,335	23,142	24,936	23,991	23,662	23,943	24,811	23,991	92,949	94,404	96,407	98,335
RPK(백만 km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,785	19,330	20,457	18,786	73,029	74,948	77,358	80,874
L/F(%)	80.3	79.4	81.1	76.8	79.4	80.7	82.4	78.3	78.6	79.4	80.2	82.2
Yield(원)	87.8	84.5	88.3	88.2	93.4	88.7	96.3	92.6	88.4	87.2	92.8	95.1
화물	640	673	700	796	698	713	759	849	2,444	2,809	3,018	3,171
AFTK(백만 km)	2,580	2,712	2,794	2,854	2,622	2,665	2,702	2,797	10,621	10,940	10,786	10,894
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	76.6	79.1	76.9	78.5	77.1	77.8
Yield(원)	316.7	318.2	321.4	349.1	347.2	352.2	366.4	384.0	299.4	326.9	363.0	373.9
기타	547	535	591	566	552	546	604	598	2,322	2,238	2,301	2,398
매출액 증가율	(0.0)	3.1	3.1	6.1	8.2	6.9	7.4	6.4	1.6	3.1	7.2	6.0
국내선	2.9	8.8	(3.6)	2.4	(6.8)	(8.4)	(11.8)	(2.2)	4.3	2.7	(7.5)	4.0
ASK	1.8	4.9	(1.0)	(3.6)	(8.4)	(12.5)	(13.0)	(5.0)	1.2	0.5	(9.9)	1.0
RPK	6.0	4.0	(3.6)	(3.4)	(12.0)	(12.2)	(16.0)	(5.0)	6.7	0.5	(11.5)	3.0
L/F(%p)	3.0	(0.7)	(2.1)	0.2	(3.0)	0.3	(2.7)	0.0	4.0	(0.0)	(1.4)	1.5
Yield	(2.9)	4.6	0.0	6.0	5.9	4.3	5.0	3.0	(2.8)	2.3	4.5	1.0
국제선	(2.6)	1.6	(3.2)	9.8	11.4	10.4	10.3	7.1	4.4	1.0	9.8	7.2
ASK	(4.4)	0.9	2.9	7.0	5.9	3.5	(0.5)	0.0	3.9	1.6	2.1	2.0
RPK	(0.4)	2.7	3.2	5.1	4.8	5.2	1.2	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	1.3	1.5	1.5	0.8	0.8	2.0
Yield	(2.2)	(1.1)	(6.2)	4.5	6.3	5.0	9.0	5.0	(1.5)	(1.3)	6.4	2.5
화물	14.0	13.2	20.3	12.7	9.1	5.9	8.3	6.7	(6.5)	14.9	7.5	5.1
AFTK	3.1	0.9	4.3	3.8	1.6	(1.7)	(3.3)	(2.0)	0.1	3.0	(1.4)	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)	(1.4)	(0.8)	(1.0)	1.7	(1.5)	0.8
Yield	5.7	10.3	11.9	8.9	9.6	10.7	14.0	10.0	(5.4)	9.2	11.1	3.0
기타	(6.9)	(4.7)	7.8	(9.5)	0.9	2.1	2.3	5.8	2.9	(3.6)	2.8	4.2
영업비용	2,626	2,690	2,747	2,784	2,840	2,931	3,007	2,962	10,424	10,847	11,741	12,303
증가율	4.9	2.7	5.3	5.5	8.2	9.0	9.5	6.4	(0.2)	4.1	8.2	4.8
연료유류비(별도)	634	617	658	708	729	796	882	881	2,190	2,616	3,289	3,677
증가율	33.4	15.0	12.2	19.4	15.0	29.1	34.1	24.6	(18.3)	19.5	25.7	11.8
인건비(별도)	440	500	471	485	518	540	483	485	1,811	1,896	2,026	2,006
정비비(별도)	90	88	85	88	84	84	85	86	288	352	339	361
임차료(별도)	105	108	82	111	114	100	95	95	385	406	403	411
기타	1,356	1,377	1,451	1,392	1,395	1,412	1,462	1,415	5,750	5,576	5,684	5,849
영업이익	192	173	355	220	166	67	350	203	1,121	940	786	1,007
증가율	(40.8)	8.5	(22.7)	23.3	(13.1)	(61.4)	(1.5)	(7.9)	26.9	(16.2)	(16.4)	28.2
영업이익률	6.7	5.9	11.1	7.1	5.4	2.1	10.1	6.1	9.6	7.8	6.1	7.3
세전이익	719	(246)	109	539	(1)	(380)	281	62	(717)	1,122	(39)	506
지배주주순이익	558	(203)	58	379	(10)	(304)	225	49	(565)	792	(40)	430
증가율	NM	NM	(88.6)	NM	NM	NM	288.7	(87.0)	NM	NM	NM	NM

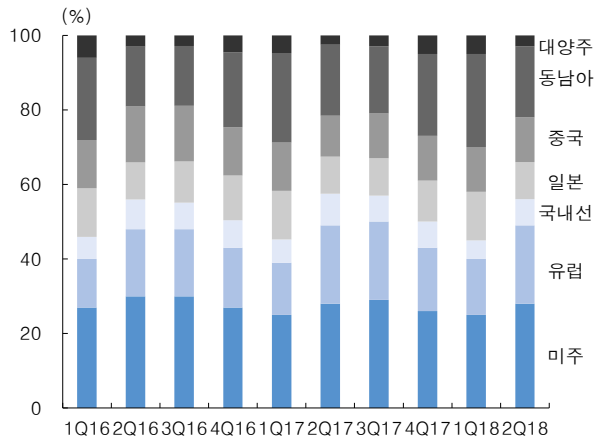
자료: 대한항공, 한국투자증권

〈표 2〉 3Q18 실적 전망

	한투증권	QoQ	YoY 컨센서스 대비		컨센서스	1개월 변화
	(십억원)	(%, %p)	(%, %p)	(%, %p)	(십억원)	(%, %p)
매출액	3,452.6	11.2	7.4	0.1	3,450.8	(0.9)
영업이익	350.2	425.0	(1.5)	(1.8)	356.5	(3.5)
영업이익률(%)	10.1	8.0	(0.9)	(0.2)	10.3	(0.3)
지배주주순이익	224.9	NM	288.7	18.9	189.1	(23.0)

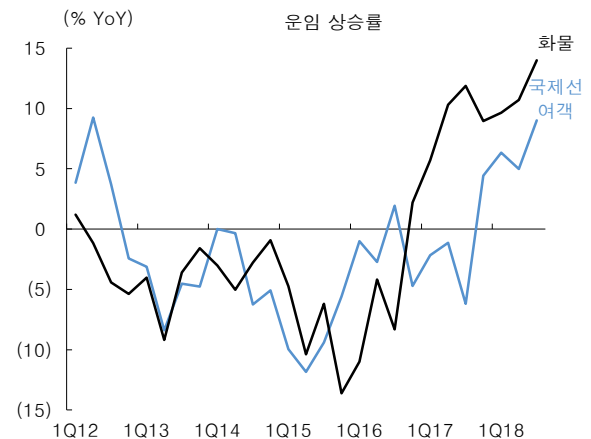
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 노선 다변화로 일본 매출비중은 10% 초반대



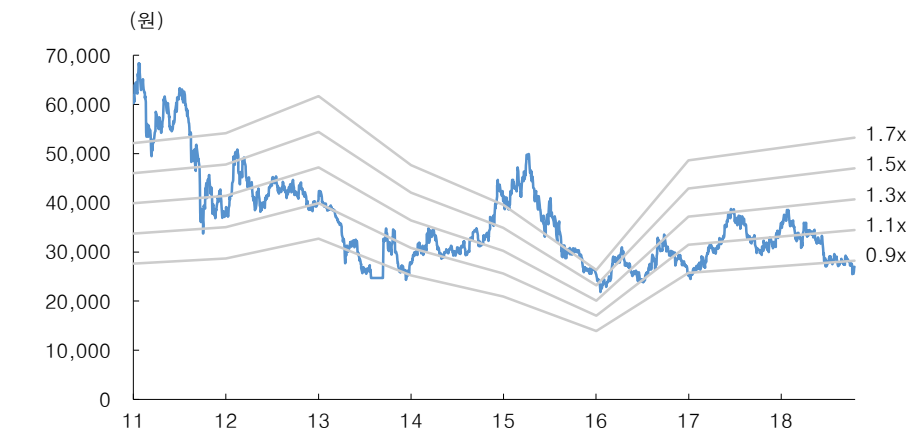
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 2] 3분기 국제선 운임 기대 이상으로 상승할 것



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	3,869	4,147	4,398
현금성자산	1,090	761	1,167	1,237	1,312
매출채권및기타채권	922	964	1,018	1,086	1,151
재고자산	565	683	636	704	747
비유동자산	20,629	21,066	21,108	21,230	21,426
투자자산	621	476	511	542	574
유형자산	17,873	18,907	18,793	18,775	18,822
무형자산	405	363	390	413	438
자산총계	23,957	24,649	24,977	25,377	25,823
유동부채	9,131	6,638	7,074	7,194	6,899
매입채무및기타채무	971	1,069	1,146	1,216	1,289
단기차입금및단기사채	1,504	843	935	843	544
유동성장기부채	5,175	3,300	3,004	2,754	2,544
비유동부채	12,951	14,259	14,217	14,093	14,331
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	21,290	21,288	21,230
지배주주지분	1,761	3,629	3,565	3,971	4,478
자본금	370	480	480	480	480
자본잉여금	603	946	946	946	946
기타자본	596	956	956	956	956
이익잉여금	(193)	577	512	918	1,425
비지배주주지분	114	122	122	119	116
자본총계	1,874	3,751	3,687	4,090	4,593

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,806	2,807	2,373	2,543	2,433
당기순이익	(557)	802	(40)	427	528
유형자산감가상각비	1,698	1,648	1,726	1,737	1,745
무형자산상각비	53	45	46	49	52
자산부채변동	(97)	(41)	549	250	25
기타	1,709	353	92	80	83
투자활동현금흐름	(874)	(2,041)	(1,444)	(1,760)	(1,826)
유형자산투자	(1,145)	(1,877)	(1,800)	(1,895)	(1,940)
유형자산매각	272	82	188	176	149
투자자산순증	(66)	(263)	(34)	(31)	(32)
무형자산순증	1	1	(72)	(72)	(77)
기타	64	16	274	62	74
재무활동현금흐름	(1,829)	(1,036)	(523)	(712)	(532)
자본의증가	4	453	0	0	0
차입금의순증	(2,794)	(1,836)	(499)	(691)	(511)
배당금지급	(23)	(34)	(24)	(24)	(24)
기타	984	381	0	3	3
기타현금흐름	19	(58)	0	0	0
현금의증가	122	(329)	406	70	75

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

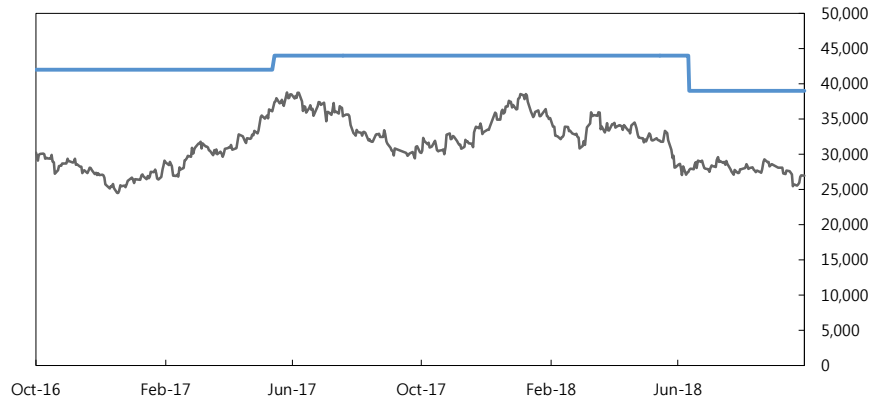
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	11,732	12,092	12,966	13,749	14,580
매출원가	9,435	9,991	10,873	11,393	12,047
매출총이익	2,297	2,101	2,093	2,356	2,533
판매관리비	1,176	1,161	1,308	1,349	1,406
영업이익	1,121	940	786	1,007	1,127
금융수익	51	73	109	113	116
이자수익	29	31	34	38	41
금융비용	559	531	580	614	617
이자비용	407	457	528	563	566
기타영업외손익	(1,219)	628	(354)	0	0
관계기업관련손익	(112)	11	0	0	0
세전계속사업이익	(717)	1,122	(39)	506	626
법인세비용	(161)	320	2	79	98
연결당기순이익	(557)	802	(40)	427	528
지배주주지분순이익	(565)	792	(40)	430	531
기타포괄이익	(58)	304	0	0	0
총포괄이익	(615)	1,106	(40)	427	528
지배주주지분포괄이익	(622)	1,089	(40)	430	531
EBITDA	2,872	2,633	2,558	2,793	2,923

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(7,165)	8,639	(422)	4,477	5,536
BPS	22,352	37,824	37,153	41,380	46,665
DPS	0	250	250	250	250
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.6	3.1	7.2	6.0	6.0
영업이익증가율	26.9	(16.2)	(16.4)	28.2	11.9
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	23.6
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	23.6
EBITDA증가율	13.4	(8.3)	(2.8)	9.2	4.7
수익성(%)					
영업이익률	9.6	7.8	6.1	7.3	7.7
순이익률	(4.8)	6.5	(0.3)	3.1	3.6
EBITDA Margin	24.5	21.8	19.7	20.3	20.0
ROA	(2.3)	3.3	(0.2)	1.7	2.1
ROE	(27.2)	29.4	(1.1)	11.4	12.6
배당수익률	0.0	0.7	0.9	0.9	0.9
배당성향	NM	3.0	NM	5.6	4.5
안정성					
순차입금(십억원)	15,039	13,581	12,845	12,051	11,439
차입금/자본총계비율(%)	870.9	397.6	391.0	335.6	287.7
Valuation(X)					
PER	NM	3.9	NM	6.0	4.9
PBR	1.2	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.0	6.4	6.1	5.3	4.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대한항공(003490)	2016.10.11	매수	42,000원	-30.6	-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 10월 22일 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 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.