

대한항공(003490)

하회 부합 **상회**

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

어려운 시기라 더 반가운 서프라이즈

3분기 영업이익은 유가 상승과 일본 부진에도 전년동기대비 13% 증가
공급을 줄이는 대신 수익성 위주의 운임 제고 전략 펼친 성과
1위 FSC로서 안정적 노선 및 고객 포트폴리오 경쟁력에 대한 재평가 예상

매수(유지)

목표주가: 39,000원(유지)

Facts : 3분기 영업이익은 컨센서스를 크게 상회

매출액은 3조 5,179억원으로 전년동기대비 9.5% 증가했고 영업이익은 4,018억원으로 13% 늘었다. 매출액과 영업이익은 각각 컨센서스를 2%, 13% 상회한 것이다. 유가 상승과 일본 자연재해 등 악재가 많았던 3분기 항공업종에서 단연 돋보이는 실적 서프라이즈다. 여객과 화물 공급을 줄이고 수익성 위주의 노선 운영을 펼친 성과에 추석연휴 기저효과가 더해졌다. 이에 따라 국제선 여객운임은 전년동기대비 10% 상승하면서 유류비 증가를 만회한 것으로 추정된다. 화물 물동량은 줄었지만 마찬가지로 기대 이상으로 운임이 오르며 호실적을 견인했다.

Stock Data

KOSPI(11/13)	2,071
주가(11/13)	29,700
시가총액(십억원)	2,831
발행주식수(백만)	95
52주 최고/최저(가원)	38,550/25,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,341
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.4/16.7
주요주주(%)	한진칼 외 9인 33.4
	국민연금 10.1

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	3.9	NM	7.9
PBR(x)	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	29.4	(0.0)	9.6
DY(%)	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA(x)	6.4	6.1	5.4
EPS(원)	8,639	(17)	3,765
BPS(원)	37,824	37,557	41,072

Pros & cons : 프리미엄 FSC 경쟁력 견재함을 입증

3분기 이익 개선은 우리나라 1위 FSC(Full Service Carrier)로서의 강점을 보여 주었다. 대한항공의 매출 구조는 저비용항공사에 진출하지 못한 장거리 노선과 상용수요까지 다변화되어 있다. 또한 무리한 공급경쟁에서 한발 벗어나 운임 제고에 주력할 수 있다. 따라서 외부 돌발변수에 대한 내성이 상대적으로 강하다. 대한항공의 일본 여객매출 비중은 10%로 국적사 중 가장 낮은데다가 3분기에는 공급을 축소했다. 여기에 비즈니스 여객수요가 근거리와 장거리를 가리지 않고 강세를 보이고 있다. 향후 델타항공과의 JV 효과에 대한 기대감은 더욱 부각될 것이다.

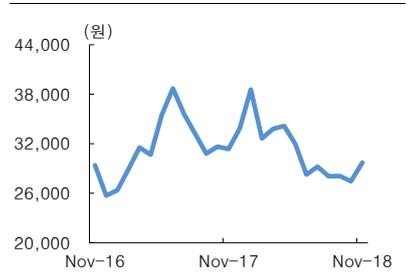
주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.3	(12.9)	(2.9)
KOSPI 대비(%p)	19.5	3.5	15.2

Action : 대외 불확실성 감안하면 안정성 높은 대한항공이 매력적

부진했던 2분기 실적발표 당시와 사뭇 다른 흐름이 펼쳐지고 있다. 비우호적인 영업환경 속에서도 3분기 실적은 1위 국적사로서의 경쟁력을 입증하며 기대를 상회했다. 또한 항공사 이익에 가장 큰 부담요인인 유가가 하락하고 있다. 따라서 밸류에이션 매력이 높은 항공주에 대해 다시 관심 가져야 할 시점이라 판단된다. 다만 항공유 가격의 조정폭이 더딘 점은 향후 모니터링해야 할 변수고 여전히 영업환경의 불확실성이 높은 점을 감안해 공급경쟁 부담이 상존하는 저비용항공사보다 노선 포트폴리오가 안정적인 대한항공이 먼저 부각될 전망이다. 대한항공에 대해 '매수' 의견과 목표주가 39,000원(2018F 조정 PBR 1.4배)을 유지한다.

주가추이



자료: FnGuide

최고운

gowoon@truefriend.com

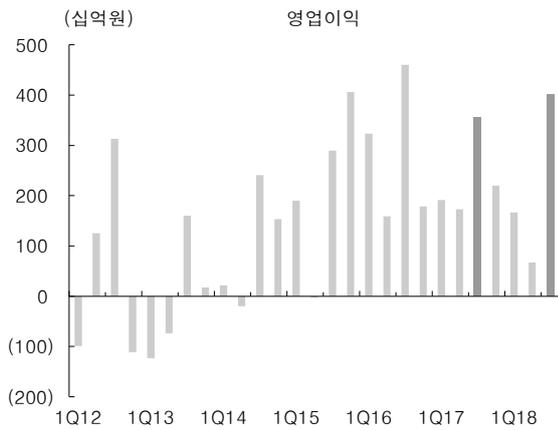
<표 1> 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	3,213.9	3,107.1	3,102.0	3,105.7	3,517.9	13.3	9.5	3,456.0
영업이익	355.5	220.0	166.3	66.7	401.8	502.4	13.0	348.5
영업이익률(%)	11.1	7.1	5.4	2.1	11.4			10.1
세전이익	109.3	539.1	(1.1)	(379.9)	344.9	NM	215.6	217.6
순이익	57.9	379.2	(10.3)	(304.2)	247.3	NM	327.1	209.7

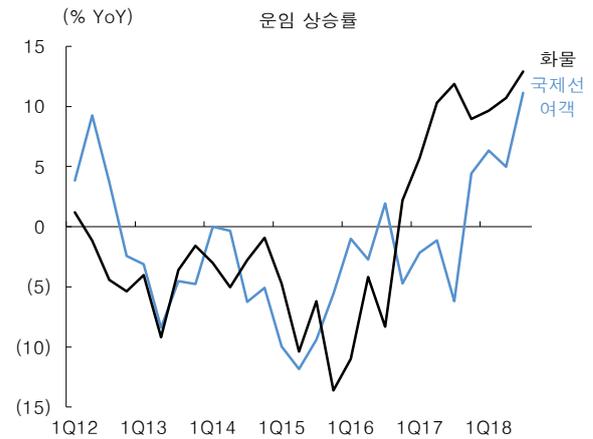
자료: 한국투자증권

[그림 1] 3분기 영업이익 전년동기대비 13% 증가



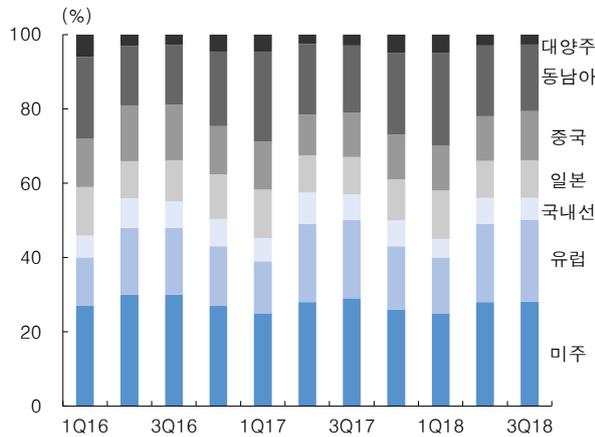
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 2] 국제선여객과 화물 운임 기대 이상으로 상승



자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 3] 여객매출 장거리 비중 50%, 일본 10% 다변화



자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 4] 3분기 영업이익에 대한 우려 과도했음을 입증



자료: FnGuide, 한국투자증권

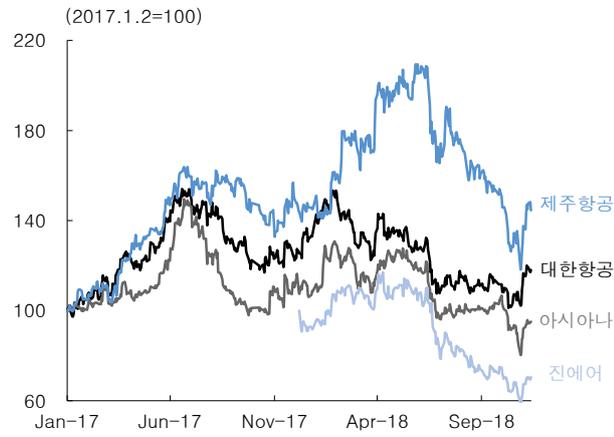
<표 2> 실적전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	2,866	2,905	3,214	3,107	3,102	3,106	3,518	3,323	11,732	12,092	13,048	13,837
국내선	105	144	137	121	98	132	125	119	494	507	474	493
ASK(백만 km)	850	1,015	987	875	779	888	878	831	3,708	3,727	3,377	3,410
RPK(백만 km)	640	812	767	675	563	713	637	641	2,880	2,894	2,554	2,631
L/F(%)	75.3	80.0	77.7	77.1	72.3	80.3	72.5	77.1	77.7	77.6	75.6	77.1
Yield(원)	164.4	177.0	178.0	178.7	174.1	184.6	196.3	185.6	171.3	175.2	185.4	187.3
국제선	1,574	1,554	1,787	1,625	1,754	1,715	2,003	1,740	6,472	6,539	7,212	7,728
ASK(백만 km)	22,335	23,142	24,936	23,991	23,662	23,943	24,861	23,991	92,949	94,404	96,457	98,386
RPK(백만 km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,785	19,330	20,406	18,786	73,029	74,948	77,307	80,821
L/F(%)	80.3	79.4	81.1	76.8	79.4	80.7	82.1	78.3	78.6	79.4	80.1	82.1
Yield(원)	87.8	84.5	88.3	88.2	93.4	88.7	98.2	92.6	88.4	87.2	93.3	95.6
화물	640	673	700	796	698	713	754	865	2,444	2,809	3,029	3,182
AFTK(백만 km)	2,580	2,712	2,794	2,854	2,622	2,665	2,713	2,797	10,621	10,939	10,797	10,905
FTK(백만 km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,023	2,078	2,212	8,163	8,593	8,322	8,488
L/F(%)	78.3	77.9	78.0	79.9	76.6	75.9	76.6	79.1	76.9	78.6	77.1	77.8
Yield(원)	316.7	318.2	321.4	349.1	347.2	352.2	362.9	391.0	299.4	326.9	364.0	374.9
기타	547	535	591	566	552	546	636	599	2,322	2,238	2,334	2,434
매출액 증가율	(0.0)	3.1	3.1	6.1	8.2	6.9	9.5	6.9	1.6	3.1	7.9	6.0
국내선	2.9	8.8	(3.6)	2.4	(6.8)	(8.4)	(8.4)	(2.2)	4.3	2.7	(6.6)	4.0
ASK	1.8	4.9	(1.0)	(3.6)	(8.4)	(12.5)	(11.0)	(5.0)	1.2	0.5	(9.4)	1.0
RPK	6.0	4.0	(3.6)	(3.4)	(12.0)	(12.2)	(17.0)	(5.0)	6.7	0.5	(11.8)	3.0
L/F(%p)	3.0	(0.7)	(2.1)	0.2	(3.0)	0.3	(5.2)	0.0	4.0	(0.0)	(2.0)	1.5
Yield	(2.9)	4.6	0.0	6.0	5.9	4.3	10.3	3.0	(2.8)	2.3	5.8	1.0
국제선	(2.6)	1.6	(3.2)	9.8	11.4	10.4	12.1	7.1	4.4	1.0	10.3	7.2
ASK	(4.4)	0.9	2.9	7.0	5.9	3.5	(0.3)	0.0	3.9	1.6	2.2	2.0
RPK	(0.4)	2.7	3.2	5.1	4.8	5.2	0.9	2.0	5.9	2.6	3.1	4.5
L/F(%p)	3.2	1.4	0.2	(1.4)	(0.9)	1.3	1.0	1.5	1.5	0.8	0.8	2.0
Yield	(2.2)	(1.1)	(6.2)	4.5	6.3	5.0	11.1	5.0	(1.5)	(1.3)	6.9	2.5
화물	14.0	13.2	20.3	12.7	9.1	5.9	7.7	8.6	(6.5)	14.9	7.8	5.1
AFTK	3.1	0.9	4.3	3.8	1.6	(1.7)	(2.9)	(2.0)	0.1	3.0	(1.3)	1.0
FTK	7.9	2.6	7.6	3.4	(0.5)	(4.3)	(4.6)	(3.0)	(1.3)	5.3	(3.2)	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	12.9	12.0	(5.4)	9.2	11.4	3.0
기타	(6.9)	(4.7)	7.8	(9.5)	0.9	2.1	7.6	6.0	2.9	(3.6)	4.3	4.3
영업비용	2,626	2,690	2,747	2,784	2,840	2,931	3,017	2,977	10,424	10,847	11,765	12,383
증가율	4.9	2.7	5.3	5.5	8.2	9.0	9.8	6.9	(0.2)	4.1	8.5	5.2
연료유류비(별도)	634	617	658	708	729	796	879	869	2,190	2,616	3,273	3,699
증가율	33.4	15.0	12.2	19.4	15.0	29.1	33.7	22.8	(18.3)	19.5	25.1	13.0
인건비(별도)	440	500	471	485	518	540	490	495	1,811	1,896	2,043	2,023
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	1,468	1,433	5,750	5,576	5,707	5,890
영업이익	192	173	355	220	166	67	402	204	1,121	940	839	1,009
증가율	(40.8)	8.5	(22.7)	23.3	(13.1)	(61.4)	13.0	(7.1)	26.9	(16.2)	(10.7)	20.2
영업이익률	6.7	5.9	11.1	7.1	5.4	2.1	11.4	6.2	9.6	7.8	6.4	7.3
세전이익	719	(246)	109	539	(1)	(380)	345	88	(717)	1,122	52	512
지배주주순이익	558	(203)	58	379	(10)	(304)	247	66	(565)	792	(2)	361
증가율	NM	NM	(88.6)	NM	NM	NM	327.5	(82.7)	NM	NM	NM	NM

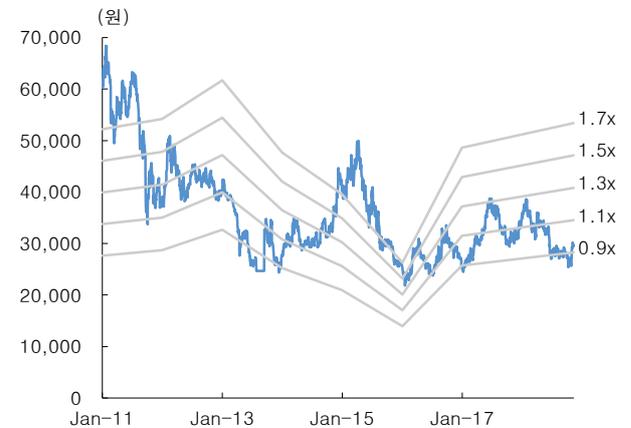
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 5] 최근 항공주에 대한 투자심리 변동



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] 대한항공 현 주가는 조정 PBR 1배에 불과



주: 신종자본증권 제외 기준
 자료: 대한항공, 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	3,893	4,174	4,426
현금성자산	1,090	761	1,174	1,245	1,321
매출채권및기타채권	922	964	1,024	1,092	1,159
재고자산	565	683	640	709	751
비유동자산	20,629	21,066	21,123	21,246	21,442
투자자산	621	476	514	545	578
유형자산	17,873	18,907	18,793	18,775	18,822
무형자산	405	363	392	416	441
자산총계	23,957	24,649	25,016	25,420	25,868
유동부채	9,131	6,638	7,041	7,224	7,028
매입채무및기타채무	971	1,069	1,154	1,223	1,297
단기차입금및단기사채	1,504	843	935	843	544
유동성장기부채	5,175	3,300	3,004	2,754	2,544
비유동부채	12,951	14,259	14,240	14,119	14,358
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	21,281	21,342	21,386
지배주주지분	1,761	3,629	3,604	3,941	4,341
자본금	370	480	480	480	480
자본잉여금	603	946	946	946	946
기타자본	596	956	956	956	956
이익잉여금	(193)	577	551	888	1,288
비지배주주지분	114	122	131	136	142
자본총계	1,874	3,751	3,735	4,077	4,483

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,806	2,807	2,388	2,551	2,443
당기순이익	(557)	802	8	366	429
유형자산감가상각비	1,698	1,648	1,726	1,737	1,745
무형자산상각비	53	45	46	49	52
자산부채변동	(97)	(41)	497	310	123
기타	1,709	353	111	89	94
투자활동현금흐름	(874)	(2,041)	(1,442)	(1,760)	(1,827)
유형자산투자	(1,145)	(1,877)	(1,800)	(1,895)	(1,940)
유형자산매각	272	82	188	176	149
투자자산순증	(66)	(263)	(37)	(31)	(33)
무형자산순증	1	1	(75)	(73)	(77)
기타	64	16	282	63	74
재무활동현금흐름	(1,829)	(1,036)	(533)	(720)	(541)
자본의증가	4	453	0	0	0
차입금의순증	(2,794)	(1,836)	(499)	(691)	(511)
배당금지급	(23)	(34)	(24)	(24)	(24)
기타	984	381	(10)	(5)	(6)
기타현금흐름	19	(58)	0	0	0
현금의증가	122	(329)	413	71	75

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

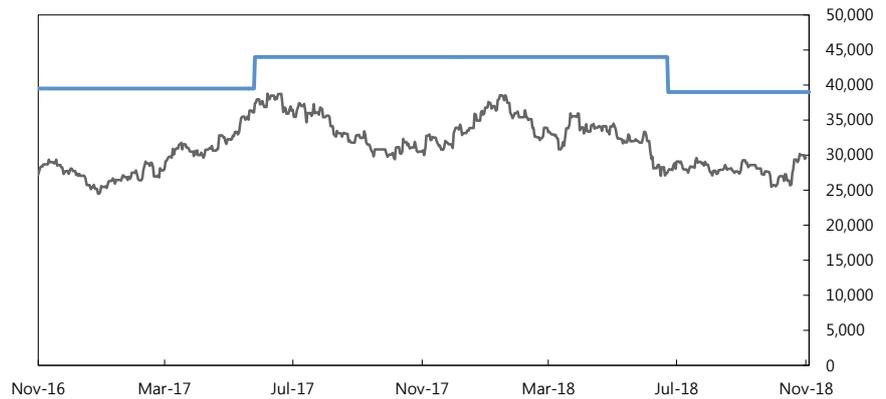
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	11,732	12,092	13,048	13,837	14,674
매출원가	9,435	9,991	10,889	11,461	12,125
매출총이익	2,297	2,101	2,159	2,377	2,550
판매관리비	1,176	1,161	1,320	1,368	1,426
영업이익	1,121	940	839	1,009	1,124
금융수익	51	73	144	102	105
이자수익	29	31	48	49	52
금융비용	559	531	564	599	629
이자비용	407	457	528	563	593
기타영업외손익	(1,219)	628	(367)	0	0
관계기업관련손익	(112)	11	1	0	0
세전계속사업이익	(717)	1,122	52	512	601
법인세비용	(161)	320	44	146	171
연결당기순이익	(557)	802	8	366	429
지배주주지분순이익	(565)	792	(2)	361	424
기타포괄이익	(58)	304	0	0	0
총포괄이익	(615)	1,106	8	366	429
지배주주지분포괄이익	(622)	1,089	(2)	361	424
EBITDA	2,872	2,633	2,612	2,795	2,920

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(7,165)	8,639	(17)	3,765	4,417
BPS	22,352	37,824	37,557	41,072	45,239
DPS	0	250	250	250	250
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.6	3.1	7.9	6.0	6.0
영업이익증가율	26.9	(16.2)	(10.7)	20.2	11.4
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	17.3
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	17.3
EBITDA증가율	13.4	(8.3)	(0.8)	7.0	4.5
수익성(%)					
영업이익률	9.6	7.8	6.4	7.3	7.7
순이익률	(4.8)	6.5	(0.0)	2.6	2.9
EBITDA Margin	24.5	21.8	20.0	20.2	19.9
ROA	(2.3)	3.3	0.0	1.5	1.7
ROE	(27.2)	29.4	(0.0)	9.6	10.2
배당수익률	0.0	0.7	0.8	0.8	0.8
배당성향	NM	3.0	NM	6.7	5.7
안정성					
순차입금(십억원)	15,039	13,581	12,835	12,040	11,427
차입금/자본총계비율(%)	870.9	397.6	385.9	336.6	294.8
Valuation(X)					
PER	NM	3.9	NM	7.9	6.7
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.0	6.4	6.1	5.4	4.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대한항공 (003490)	2016.08.31	매수	39,486원	-25.4	-7.9
	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 11월 13일 현재 대한항공 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	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.