

대한항공 (003490)

4Q18은 부진했지만 기대되는 1Q19 영업실적 개선!

4분기 영업이익 일회성 비용으로 시장컨센서스 하회

2018년 4분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 3.3조원 (YoY +6.2%, QoQ -6.2%)과 415억원(YoY -88.7%, QoQ -81.1%)을 기록했다.

1) 미국노선을 비롯해 건조한 장거리 수요로 국제선 여객수송(RPK)이 전년동기대비 3.9% 증가했고, 2) 건조한 수요에 기반해 국제선 여객운임(Yield) 또한 4.9% 상승했으며, 3) 우려와는 달리 건조한 화물수요로 화물운임(Yield) 또한 9.0% 상승했음에도 불구하고, 4) 국제유가 상승에 따른 유류비 증가(YoY +25.2%)와 5) 각종 일회성 비용(2019년 통상임금 소급분 300억, 정비비 300억, 광고집행비 300억, 마일리지 정산 100억)의 영향으로 영업이익이 시장컨센서스인 1,020억원을 크게 하회한 것으로 판단된다.

1분기 유가 하락에 따른 영업실적 개선 기대

1~2월 양호한 예약률 감안 시, 1분기 여객수요도 견조할 것으로 예상되는 가운데 유가하락에 따른 유류비 절감도 기대된다. 지난 10월초 배럴당 76불을 기록했던 국제유가(WTI)가 하락세를 지속한 결과 1월말 현재 50불 초반을 기록 중이다. 2018년 1분기 국제유가 평균이 배럴당 63불이었기 때문에 올해 1분기 대한항공의 유류비는 큰 폭으로 절감될 것으로 예상된다. 동시에 전년동기의 일회성 비용(안전장려금 534억원)의 기저효과를 감안하면 대한항공의 1분기 영업이익은 1,901억원 (YoY +14.26%, QoQ +357.9%)을 기록할 전망이다.

투자의견 'BUY' 및 목표주가 43,000원 유지

대한항공에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 43,000원을 유지한다. 4분기 실적은 일회성 비용 영향으로 부진했지만 1) Delta와의 J/V에 따른 미주노선 추가 수요 확대, 2) 국제유가 하락에 따른 큰 폭의 유류비 절감 및 3) 2018년 1,100억원 수준의 인건비 관련 기저효과로 2019년은 큰 폭의 실적개선이 기대되기 때문이다. 또한 현재 주가는 PBR 0.8배 수준으로 밸류에이션 상으로도 부담스럽지 않다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 43,000원 | CP(1월 29일): 35,300원

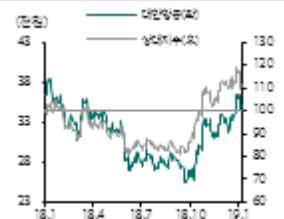
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,183.36
52주 최고/최저(원)	38,550/25,450
시가총액(십억원)	3,348.0
시가총액비중(%)	0.28
발행주식수(천주)	94,844.6
60일 평균 거래량(천주)	653.2
60일 평균 거래대금(십억원)	21.4
18년 배당금(예상, 원)	250
18년 배당수익률(예상, %)	0.76
외국인지분율(%)	22.14
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 9인	33.35
국민연금	11.70
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.8 24.7 (8.0)
상대	(0.2) 31.1 9.5

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	13,050.1	13,432.0
영업이익(십억원)	764.9	1,036.0
순이익(십억원)	(77.0)	407.1
EPS(원)	(831)	4,185
BPS(원)	35,702	40,091

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	11,731.9	12,092.2	13,024.3	13,168.5	13,225.2
영업이익	십억원	1,120.8	939.8	676.4	994.7	1,008.2
세전이익	십억원	(717.4)	1,121.7	(169.9)	937.9	667.3
순이익	십억원	(564.9)	791.5	(170.4)	698.7	426.6
EPS	원	(7,171)	8,631	(1,776)	7,282	4,446
증감률	%	적지	흑전	적전	흑전	(38.9)
PER	배	N/A	3.92	N/A	4.85	7.94
PBR	배	1.15	0.89	0.94	0.84	0.76
EV/EBITDA	배	5.97	6.43	7.14	6.32	5.99
ROE	%	(27.24)	29.37	(4.87)	18.85	10.05
BPS	원	22,352	37,824	35,119	42,150	46,345
DPS	원	0	250	250	250	250



Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafn.com

RA 유승훈
02-3771-8094
shyou@hanafn.com

4분기 영업이익 일회성 비용으로 시장컨센서스 하회

4Q18 영업이익 415억원
(YoY -88.7%, QoQ -81.1%)으로
컨센서스 크게 하회

2018년 4분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 3.3조원(YoY +6.2%, QoQ -6.2%)과 415억원(YoY -88.7%, QoQ -81.1%)을 기록했다.

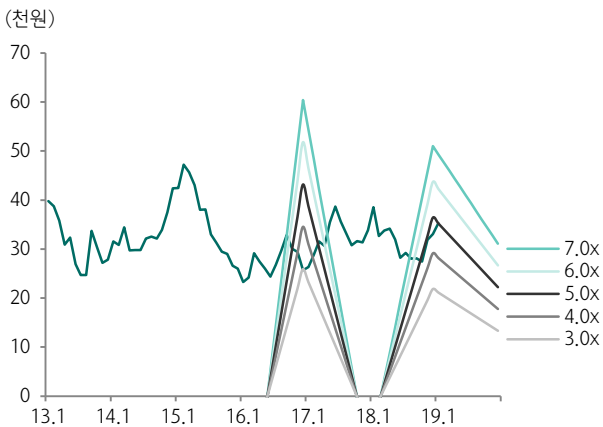
1) 미국노선을 비롯해 견조한 장거리 수요로 국제선 여객수송(RPK)이 전년동기대비 3.9% 증가했고, 2) 견조한 수요에 기반해 국제선 여객운임(Yield) 또한 4.9% 상승했으며, 3) 우려와는 달리 견조한 화물수요로 화물운임(Yield) 또한 9.0% 상승했음에도 불구하고, 4) 국제유가 상승에 따른 유류비 증가(YoY +25.2%)와 5) 각종 일회성 비용(2019년 통상임금 소급분 300억, 정비비 300억, 광고집행비 300억, 마일리지 정산 100억)의 영향으로 영업이익이 시장컨센서스인 1,020억원을 크게 하회한 것으로 판단된다.

표 1. 대한항공 실적 추이 및 전망

원/달러(평균)	(원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018P	2019F
국제여객												
RPK	백만 Km	18,758.0	19,330.0	20,355.0	19,154.7	19,133.2	19,851.9	20,843.5	19,633.6	74,948.0	77,597.7	79,462.2
Yield	cent	7.6	7.5	7.8	7.9	8.4	8.0	8.6	8.3	7.7	8.3	8.0
L/F	%	80.3	79.4	81.1	76.8	79.3	80.7	81.9	79.1	79.4	80.2	80.7
화물												
RPK	백만 Km	2,009.0	2,023.0	2,079.0	2,188.8	2,009.0	2,012.9	2,066.5	2,210.7	8,593.0	8,299.8	8,299.1
Yield	cent	29.4	30.1	29.9	31.6	29.4	29.8	29.5	30.8	26.6	30.3	28.9
L/F	%	76.6	75.9	76.7	77.2	77.0	75.8	76.4	77.2	78.5	76.6	76.6
매출액	십억원	3,102.0	3,105.7	3,517.9	3,298.6	3,154.8	3,240.1	3,479.3	3,294.3	12,092.2	13,024.2	13,168.5
국내여객	십억원	99.6	132.6	124.0	112.4	98.5	134.0	124.9	113.5	504.7	468.5	471.0
국제여객	십억원	1,753.1	1,714.9	1,986.4	1,814.7	1,790.1	1,844.6	2,038.1	1,796.8	6,537.9	7,269.0	7,469.6
항공화물	십억원	697.0	711.3	753.5	849.4	673.3	689.8	688.4	749.5	2,809.9	3,011.2	2,801.0
기타	십억원	552.4	547.0	654.0	522.1	592.9	571.6	627.8	634.5	2,239.7	2,275.5	2,426.8
영업이익	십억원	166.3	66.7	401.8	41.5	190.1	162.1	453.1	189.4	939.8	676.4	994.7
순이익	십억원	(10.0)	(304.7)	257.3	(110.2)	79.6	0.3	390.2	242.6	801.9	(167.7)	712.8
영업이익률	(%)	5.4	2.1	11.4	1.3	6.0	5.0	13.0	5.7	7.8	5.2	7.6
순이익률	(%)	(0.3)	(9.8)	7.3	(3.3)	2.5	0.0	11.2	7.4	6.6	(1.3)	5.4

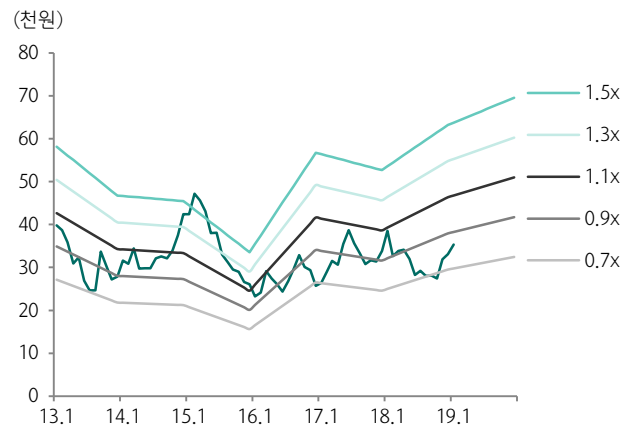
자료: 하나금융투자

그림 1. 대한항공 PER밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

그림 2. 대한항공 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

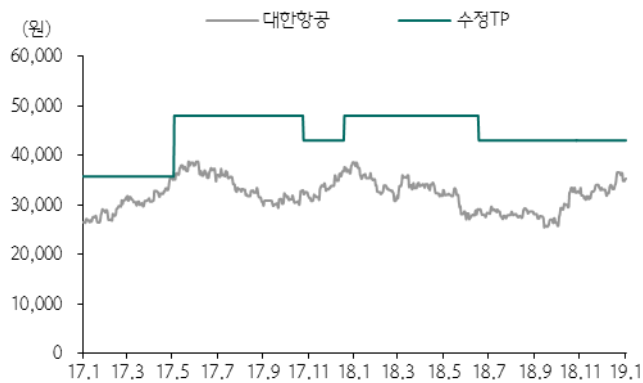
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
매출액	11,731.9	12,092.2	13,024.3	13,168.5	13,225.2	
매출원가	9,435.2	9,991.2	10,986.3	10,781.5	10,795.5	
매출총이익	2,296.7	2,101.0	2,038.0	2,387.0	2,429.7	
판매비	1,175.8	1,161.3	1,361.6	1,392.3	1,421.5	
영업이익	1,120.8	939.8	676.4	994.7	1,008.2	
금융손익	(507.2)	(457.8)	(440.5)	(361.5)	(344.7)	
중속/관계기업손익	(112.3)	11.3	1.3	2.3	2.3	
기타영업외손익	(1,218.7)	628.4	(407.1)	302.5	1.5	
세전이익	(717.4)	1,121.7	(169.9)	937.9	667.3	
법인세	(160.6)	319.8	(2.2)	225.1	232.2	
계속사업이익	(556.8)	801.9	(167.7)	712.8	435.2	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	(556.8)	801.9	(167.7)	712.8	435.2	
비지배주주지분 순이익	8.0	10.4	2.7	14.1	8.6	
지배주주순이익	(564.9)	791.5	(170.4)	698.7	426.6	
지배주주지분포괄이익	(622.0)	1,088.9	(160.1)	697.5	425.8	
NOPAT	870.0	671.8	667.8	755.9	657.5	
EBITDA	2,872.3	2,632.8	2,439.8	2,727.4	2,755.4	
성장성(%)						
매출액증가율	1.6	3.1	7.7	1.1	0.4	
NOPAT증가율	19.5	(22.8)	(0.6)	13.2	(13.0)	
EBITDA증가율	13.4	(8.3)	(7.3)	11.8	1.0	
영업이익증가율	26.9	(16.1)	(28.0)	47.1	1.4	
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	적전	흑전	(38.9)	
EPS증가율	적지	흑전	적전	흑전	(38.9)	
수익성(%)						
매출총이익률	19.6	17.4	15.6	18.1	18.4	
EBITDA이익률	24.5	21.8	18.7	20.7	20.8	
영업이익률	9.6	7.8	5.2	7.6	7.6	
계속사업이익률	(4.7)	6.6	(1.3)	5.4	3.3	
투자지표						
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
주당지표(원)						
EPS	(7,171)	8,631	(1,776)	7,282	4,446	
BPS	22,352	37,824	35,119	42,150	46,345	
CFPS	36,717	30,744	26,462	28,474	28,755	
EBITDAPS	36,464	28,708	25,426	28,424	28,715	
SPS	148,934	131,853	135,732	137,235	137,826	
DPS	0	250	250	250	250	
주기지표(배)						
PER	N/A	3.9	N/A	4.8	7.9	
PBR	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8	
PCFR	0.7	1.1	1.2	1.2	1.2	
EV/EBITDA	6.0	6.4	7.1	6.3	6.0	
PSR	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	
재무비율(%)						
ROE	(27.2)	29.4	(4.9)	18.8	10.0	
ROA	(2.3)	3.3	(0.7)	2.7	1.7	
ROIC	4.8	3.6	3.4	3.8	3.3	
부채비율	1,178.1	557.1	630.2	516.9	458.8	
순부채비율	802.4	362.0	405.1	328.7	283.3	
이자보상배율(배)	2.8	2.1	1.2	2.4	2.5	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
유동자산	3,328.0	3,582.3	3,794.5	3,805.9	3,898.8	
금융자산	1,285.7	1,333.8	1,539.3	1,553.7	1,593.7	
현금성자산	1,089.9	761.2	931.4	946.6	972.3	
매출채권 등	922.3	964.5	1,023.9	1,022.6	1,046.8	
재고자산	564.7	682.7	724.8	723.8	740.9	
기타유동자산	555.3	601.3	506.5	505.8	517.4	
비유동자산	20,628.5	21,066.4	21,705.2	21,971.7	21,736.5	
투자자산	620.6	476.3	505.7	505.0	516.9	
금융자산	596.2	470.5	499.5	498.8	510.6	
유형자산	17,873.3	18,907.3	19,584.5	19,877.4	19,653.6	
무형자산	405.0	363.5	300.9	275.2	251.8	
기타비유동자산	1,729.6	1,319.3	1,314.1	1,314.1	1,314.2	
자산총계	23,956.5	24,648.7	25,499.6	25,777.6	25,635.3	
유동부채	9,131.1	6,638.1	6,804.7	6,401.3	6,462.9	
금융부채	6,679.3	4,143.1	4,187.5	3,787.5	3,787.5	
매입채무 등	971.2	1,069.1	1,135.0	1,133.5	1,160.3	
기타유동부채	1,480.6	1,425.9	1,482.2	1,480.3	1,515.1	
비유동부채	12,951.1	14,259.4	15,202.6	15,197.8	14,585.2	
금융부채	9,645.3	10,771.4	11,499.5	11,499.5	10,799.5	
기타비유동부채	3,305.8	3,488.0	3,703.1	3,698.3	3,785.7	
부채총계	22,082.2	20,897.6	22,007.3	21,599.0	21,048.1	
지배주주지분	1,760.7	3,629.4	3,369.8	4,044.6	4,447.1	
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	954.7	954.7	954.7	
기타포괄이익누계액	385.4	670.8	647.8	647.8	647.8	
이익잉여금	(192.9)	576.7	341.4	1,016.1	1,418.6	
비지배주주지분	113.7	121.7	122.5	134.0	140.1	
자본총계	1,874.4	3,751.1	3,492.3	4,178.6	4,587.2	
순금융부채	15,038.9	13,580.7	14,147.7	13,733.3	12,993.3	
현금흐름표						
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
영업활동 현금흐름	2,806.3	2,806.8	2,553.8	2,559.4	2,679.9	
당기순이익	(556.8)	801.9	(167.7)	712.8	435.2	
조정	3,460.3	2,046.0	2,743.2	1,852.0	2,148.5	
감가상각비	1,751.5	1,693.0	1,763.4	1,732.8	1,747.1	
외환거래손익	271.1	(1,010.0)	299.4	(300.0)	0.0	
지분법손익	454.6	14.7	(0.8)	0.0	0.0	
기타	983.1	1,348.3	681.2	419.2	401.4	
영업활동 자산부채 변동	(97.2)	(41.1)	(21.7)	(5.4)	96.2	
투자활동 현금흐름	(873.5)	(2,041.2)	(1,360.0)	(1,701.1)	(1,528.8)	
투자자산감소(증가)	630.7	155.6	(28.6)	0.7	(11.9)	
유형자산감소(증가)	(873.2)	(1,794.8)	(1,537.4)	(2,000.0)	(1,500.0)	
기타	(631.0)	(402.0)	206.0	298.2	(16.9)	
재무활동 현금흐름	(1,829.3)	(1,036.2)	(1,040.7)	(843.2)	(1,125.4)	
금융부채증가(감소)	86.8	(1,410.2)	772.6	(400.0)	(700.0)	
자본증가(감소)	0.0	453.4	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(1,892.8)	(45.8)	(1,763.9)	(419.2)	(401.4)	
배당지급	(23.3)	(33.6)	(49.4)	(24.0)	(24.0)	
현금의 증감	122.4	(328.7)	170.2	15.2	25.7	
Unlevered CFO	2,892.3	2,819.5	2,539.2	2,732.2	2,759.2	
Free Cash Flow	1,661.1	930.2	951.4	559.4	1,179.9	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대한항공



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			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%
17.2.8	BUY	35,725	-15.29%	-0.63%
16.12.8	BUY	50,768	-47.95%	-44.63%

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	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 30일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 1월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2019년 1월 30일 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.