

대한항공(003490)

힘든 시절은 지났다

4분기 실적은 크게 부진, 본업 양호했지만 비용통제에 실패한 결과 올해 유류비와 인건비는 전년대비 감소할 전망으로 우려요인 해소 1위 프리미엄 국적사로서의 경쟁력에 대한 재평가 맞이할 것

Facts : 4분기 영업이익은 컨센서스 크게 하회

4분기 실적은 당초 우려 이상으로 부진했다. 매출액은 3조 2,986억원으로 전년동기대비 6% 증가했지만 영업이익은 415억원으로 81% 급감했다. 최근 한달간 영업이익 컨센서스는 40% 가량 하향조정됐지만, 이마저도 66% 하회하는 것이다. 최근 유가 하락이 반영되기 전이라 4분기 유류비는 여전히 전년동기대비 1,820억 원, 26% 증가했다. 여기에 2018년 임금인상 소급적용분 300억원이 반영되고 엔진 정비가 몰리면서 수익성은 크게 떨어졌다. 다만 본업에서는 공급 효율화를 바탕으로 항공업종 내 가장 양호한 실적이 이어졌다. 수요가 견고한 상황에서 국제선 여객과 화물 공급을 늘리지 않는 대신 운임은 각각 4%, 8% 상승했다.

Pros & cons : 2019년 이익 턴어라운드 전망

2018년 영업이익은 전년대비 28% 줄었다. 기대감이 높았던 연초 컨센서스 피크에 비하면 40% 하회하는 것이다. 유가상승과 일회성이 많았던 인건비 부담을 감당하기 어려웠다. 다만 한편으로는 슬한 위기 속에서 항공업종 만형으로서의 경쟁력을 재발견할 수 있던 한 해였다. 이제 저비용항공사로의 여객수요 이탈은 일단락된 것으로 보인다. 조금 더 비싼 요금을 지불하더라도 대한항공의 서비스 품질을 찾는 여행수요가 안정적으로 유지되고 있다. 특히 4분기 미주지역의 운임이 가장 크게 상승해 올해 델타항공과의 JV에 대한 기대감 또한 높아질 것이다.

Action : 1위 프리미엄 국적사로서의 경쟁력에 주목

4분기 실적 부진은 주가에 충분히 반영되어 왔다. 올해 유류비와 인건비는 전년대비 줄어들 전망이라 부진요인은 이미 해소됐다. 공급을 무리하게 늘리지 않고 수익성 중심의 영업을 펼친 결과 운임이 기대 이상으로 상승한 점이 더 중요해 보인다. 상대우위 실적을 뒷받침하는 비즈니스 여객증가와 델타항공 JV효과는 대한항공만의 차별화 포인트다. 항공기 투자와 비용부담 감소에 따른 현금흐름 개선, 지배구조 디스카운트 완화 등 긍정적인 주가 모멘텀도 가시화될 전망이다. 올해는 1위 국적사 경쟁력에 대한 재평가 국면을 맞이할 것이다. 현 주가는 2019F PER 8배, 조정 PBR 1.1배(신종자본증권 제외)에 불과하며 여전히 2018년초보다 낮다.

하회	부합	상회
----	----	----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 39,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/29)	2,183
주가(1/29)	35,300
시가총액(십억원)	3,348
발행주식수(백만)	95
52주 최고/최저(가원)	38,550/25,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,084
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.5/22.1
주요주주(%)	한진칼 외 9인 33.4
	국민연금 11.7

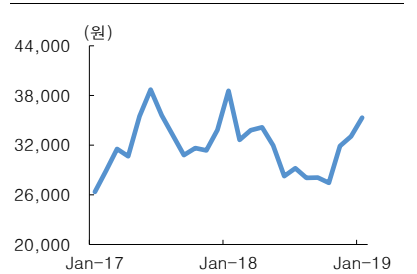
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	3.9	NM	8.0
PBR(x)	0.9	1.0	0.9
ROE(%)	29.4	(4.9)	11.6
DY(%)	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(x)	6.4	7.2	5.9
EPS(원)	8,639	(1,818)	4,403
BPS(원)	37,824	35,757	39,910

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.8	24.7	(8.0)
KOSPI 대비(%p)	(0.2)	29.6	8.0

주가추이



자료: FnGuide

최고운

gowoon@truefriend.com

<표 1> 실적전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018P				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	2016	2017	2018P	2019F
매출액	2,866	2,905	3,214	3,107	3,102	3,106	3,518	3,299	11,732	12,092	13,024	13,415
국내선	105	144	137	121	98	132	125	113	494	507	468	459
ASK(백만 km)	850	1,015	987	875	779	888	873	805	3,708	3,727	3,345	3,245
RPK(백만 km)	640	812	767	675	563	713	634	594	2,880	2,894	2,504	2,454
L/F(%)	75.3	80.0	77.7	77.1	72.3	80.3	72.6	73.8	77.7	77.6	74.9	75.6
Yield(원)	164.4	177.0	178.0	178.7	174.1	184.6	197.2	191.0	171.3	175.2	186.9	186.9
국제선	1,574	1,554	1,787	1,625	1,754	1,715	2,003	1,740	6,472	6,539	7,212	7,399
ASK(백만 km)	22,335	23,142	24,936	23,991	23,662	23,943	24,868	23,991	92,949	94,404	96,464	98,997
RPK(백만 km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,785	19,330	20,407	18,971	73,029	74,948	77,493	80,601
L/F(%)	80.3	79.4	81.1	76.8	79.4	80.7	82.1	79.1	78.6	79.4	80.3	81.4
Yield(원)	87.8	84.5	88.3	88.2	93.4	88.7	98.2	91.7	88.4	87.2	93.1	91.8
화물	640	673	700	796	698	713	754	825	2,444	2,809	2,990	3,124
AFTK(백만 km)	2,580	2,712	2,794	2,854	2,622	2,665	2,713	2,825	10,621	10,939	10,825	10,825
FTK(백만 km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,023	2,078	2,189	8,163	8,593	8,299	8,382
L/F(%)	78.3	77.9	78.0	79.9	76.6	75.9	76.6	77.5	76.9	78.6	76.7	77.4
Yield(원)	316.7	318.2	321.4	349.1	347.2	352.2	362.9	377.1	299.4	326.9	360.2	372.8
기타	547	535	591	566	552	546	636	620	2,322	2,238	2,354	2,432
매출액 증가율	(0.0)	3.1	3.1	6.1	8.2	6.9	9.5	6.2	1.6	3.1	7.7	3.0
국내선	2.9	8.8	(3.6)	2.4	(6.8)	(8.4)	(8.4)	(6.7)	4.3	2.7	(7.7)	(2.0)
ASK	1.8	4.9	(1.0)	(3.6)	(8.4)	(12.5)	(11.6)	(8.0)	1.2	0.5	(10.2)	(3.0)
RPK	6.0	4.0	(3.6)	(3.4)	(12.0)	(12.2)	(17.3)	(12.0)	6.7	0.5	(13.5)	(2.0)
L/F(%p)	3.0	(0.7)	(2.1)	0.2	(3.0)	0.3	(5.1)	(3.4)	4.0	(0.0)	(2.8)	0.8
Yield	(2.9)	4.6	0.0	6.0	5.9	4.3	10.8	6.0	(2.8)	2.3	6.7	0.0
국제선	(2.6)	1.6	(3.2)	9.8	11.4	10.4	12.1	7.1	4.4	1.0	10.3	2.6
ASK	(4.4)	0.9	2.9	7.0	5.9	3.5	(0.3)	0.0	3.9	1.6	2.2	2.6
RPK	(0.4)	2.7	3.2	5.1	4.8	5.2	0.9	3.0	5.9	2.6	3.4	4.0
L/F(%p)	3.2	1.4	0.2	(1.4)	(0.9)	1.3	1.0	2.3	1.5	0.8	0.9	1.1
Yield	(2.2)	(1.1)	(6.2)	4.5	6.3	5.0	11.1	4.0	(1.5)	(1.3)	6.7	(1.4)
화물	14.0	13.2	20.3	12.7	9.1	5.9	7.7	3.7	(6.5)	14.9	6.4	4.5
AFTK	3.1	0.9	4.3	3.8	1.6	(1.7)	(2.9)	(1.0)	0.1	3.0	(1.0)	0.0
FTK	7.9	2.6	7.6	3.4	(0.5)	(4.3)	(4.6)	(4.0)	(1.3)	5.3	(3.4)	1.0
L/F(%p)	3.5	1.3	2.4	(0.3)	(1.7)	(2.0)	(1.4)	(2.4)	(1.0)	1.7	(1.9)	0.8
Yield	5.7	10.3	11.9	8.9	9.6	10.7	12.9	8.0	(5.4)	9.2	10.2	3.5
기타	(6.9)	(4.7)	7.8	(9.5)	0.9	2.1	7.6	9.7	2.9	(3.6)	5.2	3.3
영업비용	2,626	2,690	2,747	2,784	2,840	2,931	3,017	3,170	10,424	10,847	11,959	11,963
증가율	4.9	2.7	5.3	5.5	8.2	9.0	9.8	13.9	(0.2)	4.1	10.3	0.0
연료유류비(별도)	634	617	658	708	729	796	879	889	2,190	2,616	3,294	3,188
증가율	33.4	15.0	12.2	19.4	15.0	29.1	33.7	25.7	(18.3)	19.5	25.9	(3.2)
인건비(별도)	440	500	471	485	518	540	490	520	1,811	1,896	2,069	2,004
정비비(별도)	90	88	85	88	84	84	85	87	288	352	341	347
임차료(별도)	105	108	82	111	114	100	95	171	385	406	480	458
기타	1,356	1,377	1,451	1,392	1,395	1,412	1,468	1,502	5,750	5,576	5,776	5,965
영업이익	192	173	355	220	166	67	402	41	1,121	940	676	1,070
증가율	(40.8)	8.5	(22.7)	23.3	(13.1)	(61.4)	13.0	(81.2)	26.9	(16.2)	(28.0)	58.3
영업이익률	6.7	5.9	11.1	7.1	5.4	2.1	11.4	1.3	9.6	7.8	5.2	8.0
세전이익	719	(246)	109	539	(1)	(380)	345	(134)	(717)	1,122	(170)	582
지배주주순이익	558	(203)	58	379	(10)	(304)	247	(107)	(565)	792	(174)	423
증가율	NM	NM	(88.6)	NM	NM	NM	327.5	NM	NM	NM	NM	NM

자료: 대한항공, 한국투자증권

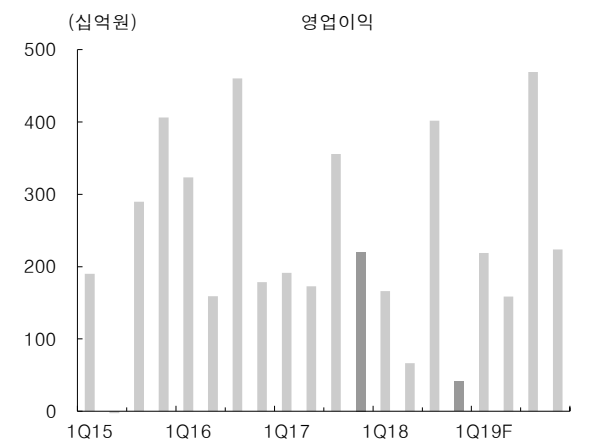
<표 2> 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	3,107.1	3,102.0	3,105.7	3,517.9	3,298.6	(6.2)	6.2	3,335.1
영업이익	220.0	166.3	66.7	401.8	41.5	(89.7)	(81.1)	124.7
영업이익률(%)	7.1	5.4	2.1	11.4	1.3			3.7
세전이익	539.1	(1.1)	(379.9)	344.9	(133.7)	NM	NM	(21.5)
순이익	379.2	(10.3)	(304.2)	252.2	(107.1)	NM	NM	(18.0)

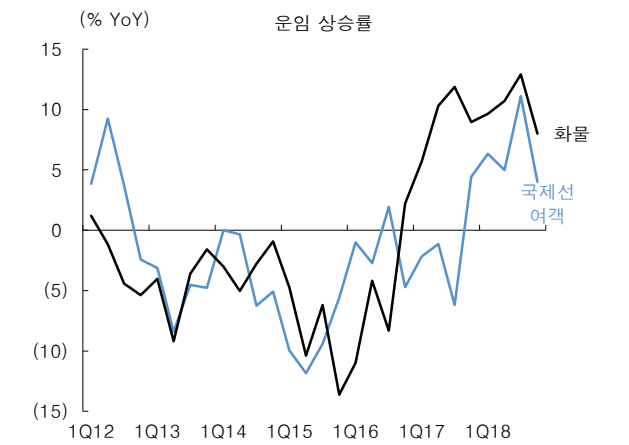
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 4분기 영업이익은 전년동기대비 81% 급감



자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 2] 다만 본업 여객과 화물 운임은 상승세 이어감



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	3,886	4,046	4,190
현금성자산	1,090	761	1,172	1,207	1,250
매출채권및기타채권	922	964	1,022	1,059	1,097
재고자산	565	683	639	687	711
비유동자산	20,629	21,066	21,689	21,545	21,461
투자자산	621	476	513	528	547
유형자산	17,873	18,907	19,289	19,073	18,901
무형자산	405	363	392	403	418
자산총계	23,957	24,649	25,576	25,592	25,651
유동부채	9,131	6,638	6,834	6,397	5,859
매입채무및기타채무	971	1,069	1,151	1,186	1,228
단기차입금및단기사채	1,504	843	935	843	544
유동성장기부채	5,175	3,300	3,004	2,754	2,544
비유동부채	12,951	14,259	15,182	15,225	15,305
사채	83	1,103	1,178	1,163	1,108
장기차입금및금융부채	9,562	9,668	10,247	10,192	10,190
부채총계	22,082	20,898	22,016	21,622	21,164
지배주주지분	1,761	3,629	3,431	3,830	4,332
자본금	370	480	480	480	480
자본잉여금	603	946	946	946	946
기타자본	596	956	956	956	956
이익잉여금	(193)	577	378	777	1,279
비지배주주지분	114	122	128	140	155
자본총계	1,874	3,751	3,559	3,970	4,486

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,806	2,807	1,931	2,067	2,320
당기순이익	(557)	802	(168)	434	541
유형자산감가상각비	1,698	1,648	1,691	1,752	1,803
무형자산상각비	53	45	46	47	49
자산부채변동	(97)	(41)	257	(220)	(138)
기타	1,709	353	105	54	65
투자활동현금흐름	(874)	(2,041)	(1,939)	(1,585)	(1,673)
유형자산투자	(1,145)	(1,877)	(2,252)	(1,714)	(1,778)
유형자산매각	272	82	180	178	147
투자자산순증	(66)	(263)	(36)	(15)	(19)
무형자산순증	1	1	(74)	(59)	(63)
기타	64	16	243	25	40
재무활동현금흐름	(1,829)	(1,036)	419	(448)	(605)
자본의증가	4	453	0	0	0
차입금의순증	(2,794)	(1,836)	450	(412)	(566)
배당금지급	(23)	(34)	(24)	(24)	(24)
기타	984	381	(7)	(12)	(15)
기타현금흐름	19	(58)	0	0	0
현금의증가	122	(329)	411	35	43

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

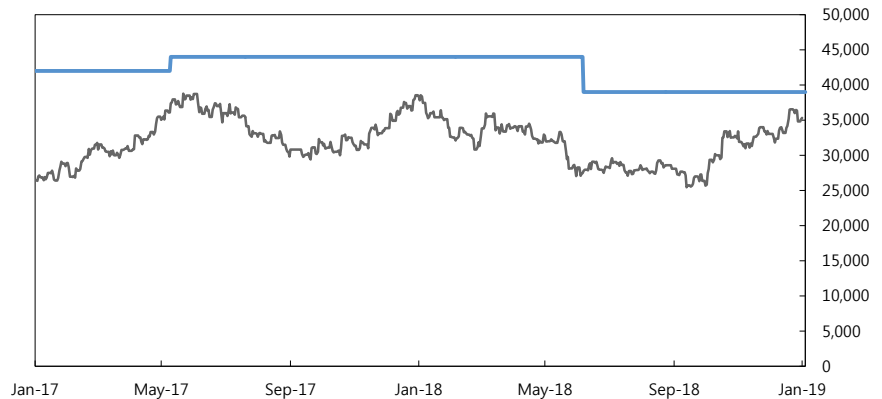
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	11,732	12,092	13,024	13,415	13,890
매출원가	9,435	9,991	10,971	10,974	11,291
매출총이익	2,297	2,101	2,054	2,440	2,599
판매관리비	1,176	1,161	1,377	1,370	1,386
영업이익	1,121	940	676	1,070	1,213
금융수익	51	73	136	152	152
이자수익	29	31	48	48	50
금융비용	559	531	564	640	640
이자비용	407	457	545	606	645
기타영업외손익	(1,219)	628	(418)	0	0
관계기업관련손익	(112)	11	1	0	0
세전계속사업이익	(717)	1,122	(170)	582	725
법인세비용	(161)	320	(2)	148	184
연결당기순이익	(557)	802	(168)	434	541
지배주주지분순이익	(565)	792	(174)	423	526
기타포괄이익	(58)	304	0	0	0
총포괄이익	(615)	1,106	(168)	434	541
지배주주지분포괄이익	(622)	1,089	(174)	423	526
EBITDA	2,872	2,633	2,413	2,870	3,065

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(7,165)	8,639	(1,818)	4,403	5,482
BPS	22,352	37,824	35,757	39,910	45,141
DPS	0	250	250	250	250
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.6	3.1	7.7	3.0	3.5
영업이익증가율	26.9	(16.2)	(28.0)	58.3	13.3
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	24.5
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	24.5
EBITDA증가율	13.4	(8.3)	(8.3)	18.9	6.8
수익성(%)					
영업이익률	9.6	7.8	5.2	8.0	8.7
순이익률	(4.8)	6.5	(1.3)	3.2	3.8
EBITDA Margin	24.5	21.8	18.5	21.4	22.1
ROA	(2.3)	3.3	(0.7)	1.7	2.1
ROE	(27.2)	29.4	(4.9)	11.6	12.9
배당수익률	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
배당성향	NM	3.0	NM	5.7	4.6
안정성					
순차입금(십억원)	15,039	13,581	13,787	13,320	12,696
차입금/자본총계비율(%)	870.9	397.6	431.7	376.7	320.7
Valuation(X)					
PER	NM	3.9	NM	8.0	6.4
PBR	1.2	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.0	6.4	7.2	5.9	5.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				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 2019년 1월 29일 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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.