

대한항공 (003490)

항공



남정미

02 3770 5587

jungmi.nam@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	42,000원 (I)
현재주가 (6/10)	32,500원
상승여력	29%

시가총액	31,079억원
총발행주식수	95,955,428주
60일 평균 거래대금	277억원
60일 평균 거래량	811,123주
52주 고	37,750원
52주 저	25,450원
외인지분율	26.06%
주요주주	한진칼 외 9 인 33.35%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.1	(6.3)	2.4
상대	1.5	(4.6)	19.5
절대(달러환산)	0.7	(9.9)	(6.8)

지배구조 개선 바람에 올라타다

투자 시기 마무리에 따른 FCF 개선 전개

대한항공 중대형항공기 투자시기 마무리에 따른 FCF 확대 시기 진입으로 재무구조 개선이 진행될 전망이다. 2019년 예상 EBITDA는 2.8조원으로 전년 대비 17% 증가할 전망이다. 리스회계 변경(IFRS16)에 따른 영향을 제외 시에도 3%의 증가한다. 반면, 항공기 투자가 중대형 항공기 중심에서 중소형기로 넘어가며 Capex는 큰 폭으로 감소할 것으로 예상된다. 항공기 투자 금액은 최근 4년간 2조원에서 2019년 Capex가 1조원을 하회할 것으로 판단한다. 향후 2~3년간 1조원 수준에서 유지되며 FCF가 개선될 것으로 판단한다. 매크로 변수 불확실성에 따라 단기적으로 이익 하향 리스크는 존재한다. 그러나 LCC 성장기 마무리에 따른 여객산업 차별화 전개, 화물운송의 구조적인 성장을 고려 시 장기적으로 EBITDA 및 FCF 개선 추세는 이어질 전망이다.

한진그룹 지배구조 개선으로 대한항공 재무구조 개선 강화

한진그룹의 Vision 2023 및 지배구조개선 작업 진행으로 본업을 통한 재무구조 개선 작업이 보다 빠르게 진행될 수 있다고 판단한다. 지배구조 개선 과정에서 유류자산 매각 및 기타 부문에 대한 효율화 작업이 진행될 것으로 판단된다. 또한, 영업부문 FCF 개선에 따른 잉여현금이 Core Value를 위해 활용(차입금 상환)될 가능성이 높다는 점에서 기업가치 상승에 긍정적으로 작용할 전망이다. KCGI에서 제안한 개선안건이 검토·진행된다면 5천억원~1조원의 현금이 유입될 것으로 산출된다. 다만, 송현동 부지 매각을 제외한, 항공우주사업부문 IPO, 월서그랜드호텔 매각 등은 단기적으로 진행되기 어려운 이벤트로 기업가치에는 반영하지 않았다.

목표주가 4.2만원, 투자 의견 BUY로 커버리지 제시

대한항공에 대해 목표주가 42,000원, 투자 의견 BUY로 커버리지를 제시한다. 목표주가는 동사의 2020년 EBITDA에 과거 3개년 평균 EV/EBITDA 6.0배를 적용하여 산출하였다. 환율·유가 등 매크로 변수에 따라 이익 하향리스크가 존재하나, 재무구조 개선으로 EPS 수준이 상향될 것으로 판단한다.

Quarterly earnings Forecasts (억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	30,906	-0.5	-1.5	31,996	-3.4
영업이익	586	-12.1	-58.3	989	-40.8
세전계속사업이익	-3,862	적지	적지	-1,712	-125.6
지배순이익	-2,960	적지	적지	-1,231	-140.4
영업이익률 (%)	1.9	-0.2 %pt	-2.6 %pt	3.1	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	-9.6	적지	적지	-3.8	-5.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	120,922	130,203	129,749	130,718
영업이익	9,398	6,403	7,620	9,132
지배순이익	7,915	-1,930	409	5,914
PER	3.6	-15.4	75.0	5.2
PBR	0.8	1.0	1.1	0.9
EV/EBITDA	6.3	7.2	6.4	5.8
ROE	29.4	-5.9	1.4	18.8

자료: 유안타증권

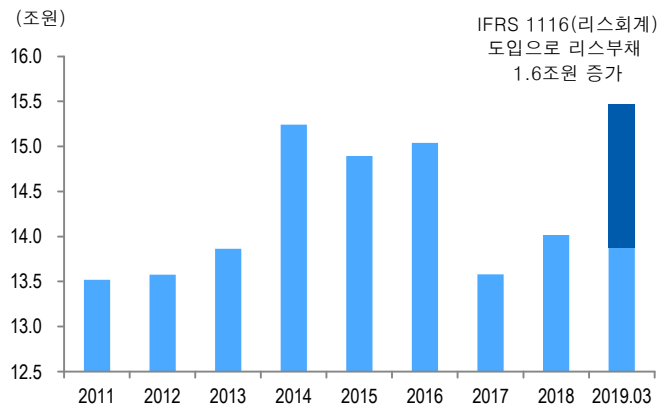
대한항공 재무구조 개선 전망

대한항공 재무구조 현황

항공산업은 항공기에 많은 투자를 통해 사업을 영위하는 특성으로 인하여 일반적으로 타 산업대비 높은 부채비율을 보여주고 있다. 항공기를 직접 매입하거나 리스를 통해 투자하는 방식으로 차입금, 금융리스(IFRS 16에 따라 운용리스도 금융리스 회계 처리) 방식으로 투자 자금을 조달하고 재무제표에 표시되고 있다. 대한항공 역시 부채비율 819%이며 글로벌 피어 대비 높은 편이다. 부채 중 금융부채가 71.5%(17.3조원)에 달하며 이 중 24.9%가 1년 이내 상환되어야 하는 단기부채이다. 2018년말 기준 동사의 부채 상환스케줄을 살펴보면 올해 상환금이 4.3조원에 달한다. 또한, 순차입금 중 외화 순차입금이 79억불로 환율 변동에도 리스크가 노출되어 있다.

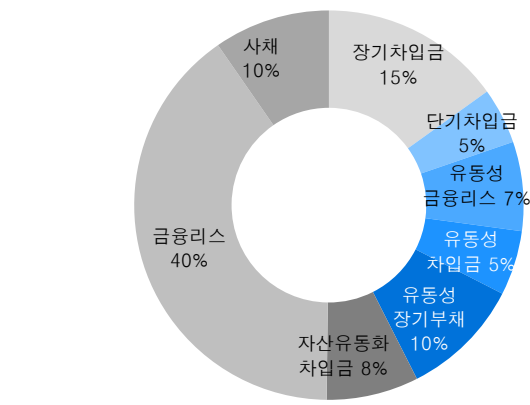
높은 부채에 따른 레버리지 효과를 얻을 수 있는 반면 이자율(금리) 변동, 환율 변동에 따라 동사의 이익이 크게 움직인다는 측면에서 이익 안정성과 재무건전성 관리는 매우 중요한 요소이며 동사의 기업가치에 크게 영향을 미친다. 최근 몇 년간 진행된 중대형기 항공기 투자가 마무리되고 Capex 축소되는 기간을 맞이하게 된다. Capex 축소 시기에 이익 증가 및 지배구조 개선에 따른 투자 효율성 강화는 동사의 기업가치를 향상시키는 투자요소가 될 것이라 판단한다.

[그림 17] 대한항공 차입금 추이



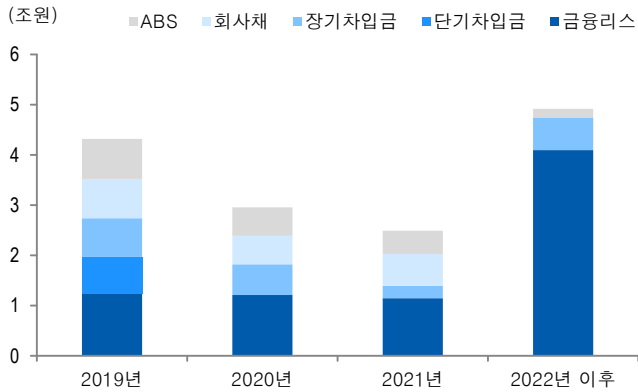
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 대한항공 금융부채 현황



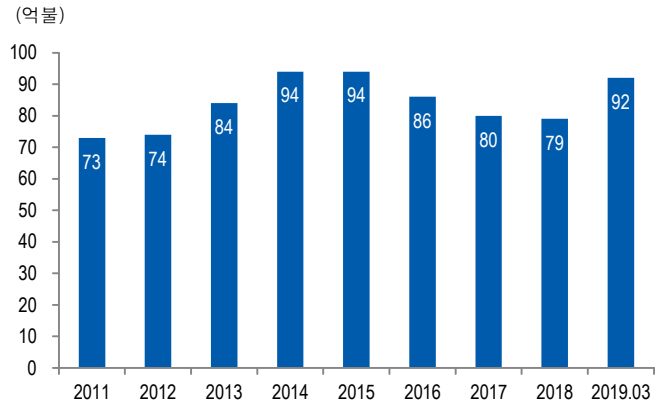
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 19] 대한항공 부채 상환 스케줄



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 대한항공 순외화부채 현황



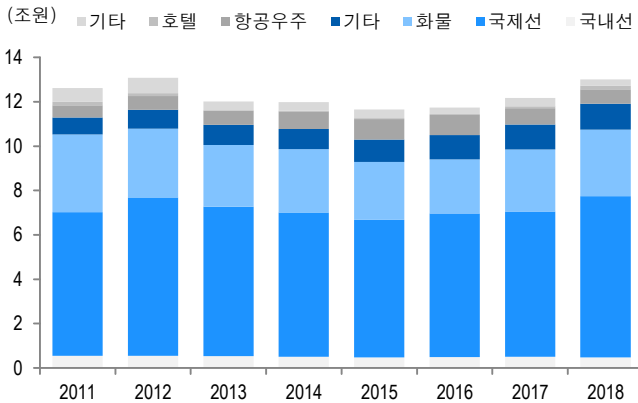
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

향후 5년간 잉여현금흐름 1.5조원 유입 전망

영업이익 7,620억원으로 개선 전망 → 영업현금창출능력 증가

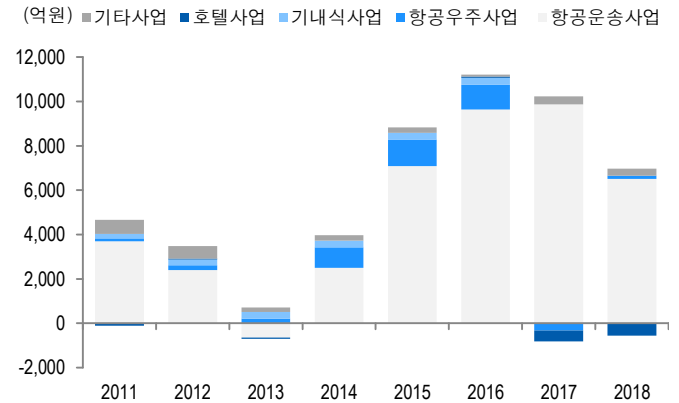
2019년 대한항공 영업이익은 7,620억원으로 전년 대비 19% 증가할 것으로 전망한다. 화물운송이 부진하나 여객운송의 안정적인 성장에 기인한다. 여객 운송 부문은 전년 대비 유가 하락 영향과 델타항공과의 JV 효과 지속 등에 따라 수요 및 운임 증가 효과로 이익 개선이 예상된다. 운송 부문 외 사업은 항공우주사업이 점진적으로 회복되는 모습을 보이나, 호텔사업부문은 지속적으로 적자를 시현할 것으로 예상된다. 영업이익 개선으로 EBITDA 역시 증가하며 영업현금 창출 능력이 향상될 것으로 보인다. 이 가운데, 2015년부터 시작된 중대형기 항공기 투자 마무리로 2019년부터 Capex 평균이 1조원 수준으로 감소하며 FCF(잉여현금흐름) 개선될 것으로 전망된다.

[그림 21] 대한항공 부문별 매출 추이: 운송부문 96%



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 22] 대한항공 부문별 영업이익 및 수익성 추이



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

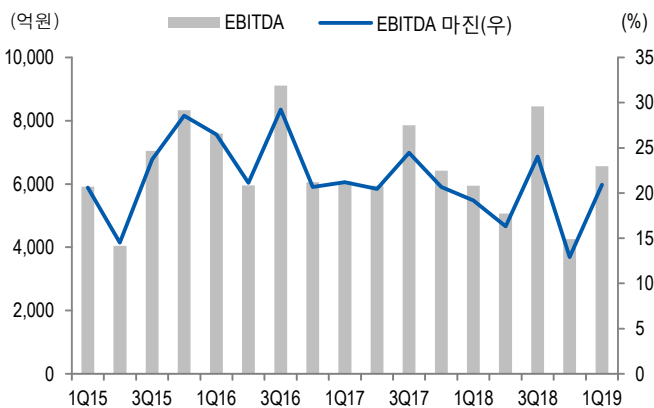
[표 64] 대한항공 FCF(잉여현금흐름) 현황

(단위: 억원)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
EBITDA	17,861	17,447	16,432	19,884	25,340	28,723	26,328	23,820	27,831	28,334
EBIT	4,526	2,286	-196	3,953	8,831	11,208	9,398	6,403	7,620	9,132
NOPLAT	3,494	1,216	-149	2,549	7,279	8,700	6,718	5,696	4,350	6,922
Capex	-6,642	-9,060	-12,424	-11,206	-17,427	-11,451	-18,765	-12,762	-9,091	-10,000
Dep & Amor	13,118	14,931	16,297	15,580	16,109	16,983	16,478	17,123	20,211	20,211
FCF	9,427	7,676	4,108	3,817	6,884	13,791	4,472	11,762	15,474	15,474

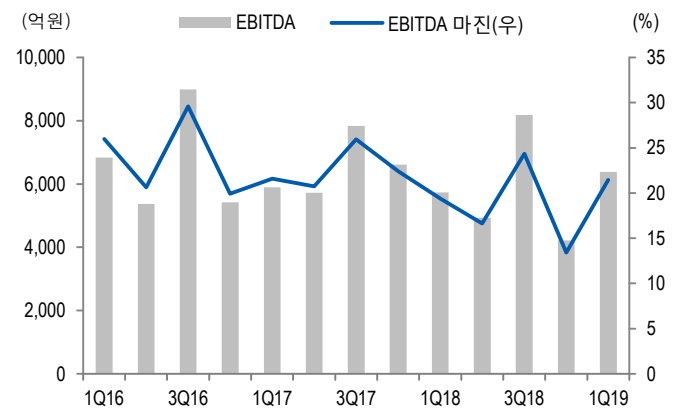
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 23] 대한항공 EBITDA 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 24] 항공운송부문 EBITDA 추이



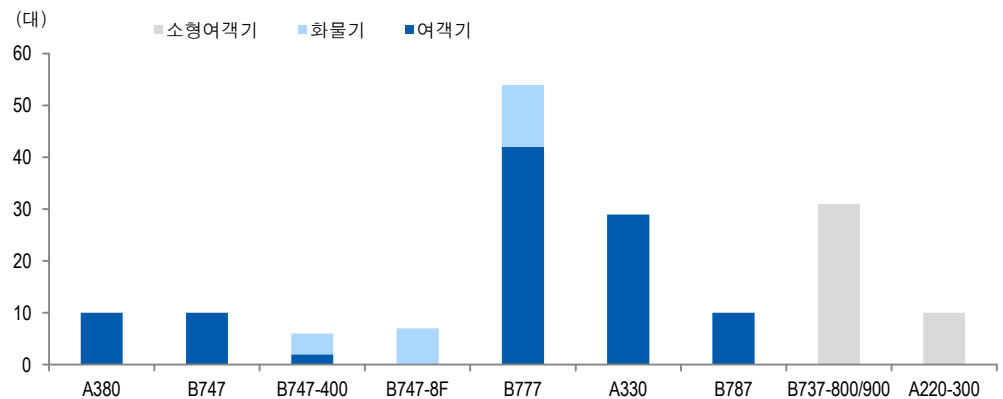
자료: 유안타증권 리서치센터

Capex 투자 감소 시기 진입 → FCF 1.5조원 유입 예상

지난 4년간 동사의 항공기 투자에 연 평균 2조원을 투자하며 연간 13.3대의 항공기를 도입하였다. 특히, 3~4천억원 수준의 보잉 B777이 20대 도입하며 투자에서 큰 비중을 차지하였다. 향후 5년간 동사는 60대(옵션 40대)의 기재를 도입할 계획을 발표한 바 있으나 중소형 기종으로 과거 대비 투자금액은 축소될 전망이다. EBITDA 증가, Capex 투자 감소로 FCF는 과거 5개년 평균 8,100억원 대비 향후 3개년 평균 1.5억원으로 증가할 것으로 예상된다. 이 경우 연간 이자비용 등 현금지출을 제외하고 남은 8천억원을 차입금 상환에 사용하여 이에 따른 재무구조 개선이 가능할 것으로 판단한다.

대한항공은 2023년까지 B737-맥스, A321를 각 30대(옵션 각 20대)를 도입할 계획이다. 이에 따라 투입되는 금액은 5~6조원으로 예상된다. B737-Max의 공식가격은 대당 1.2억달러 수준이고 항공기의 경우, 보잉, 에어버스의 공식가격이 존재하나 실제 협상 과정에 따라 업체별로 상이할 수 있다. B737맥스의 경우 최근 발생한 추락 사고 등에 문제로 항공기 안전이 확보되는 시기까지 도입이 연기될 전망이다. 항공기 도입 시기 지연으로 특히 올해 항공기 투자금액은 1조원을 크게 하회할 것으로 전망한다.

[그림 25] 대한항공 기재 현황(총 167대 보유)



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[표 64] 대한항공 기재 도입·매각 현황(예정 포함)

(단위: 대)

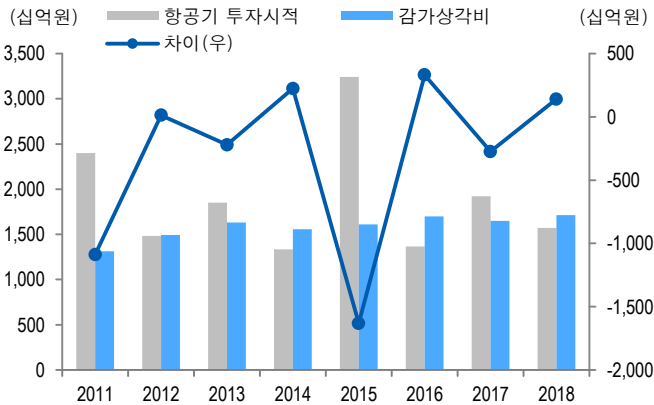
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019-2023
도입	16	14	10	7	15	12	11	15	4	60(+40)
B777	3	3	3	1	7	8	1	4	2	-
B787	-	-	-	-	-	-	5	4	1	-
B220	-	-	-	-	-	-	-	7	-	-
B747	0	2	2	1	5	4	3	-	-	-
B737	6	8	2	-	-	-	-	-	-	30(+20)
CS300	-	-	-	-	-	-	2	-	1	-
A330	2	-	1	3	3	-	-	-	-	-
A380	5	1	2	2	-	-	-	-	-	-
A321	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30(+20)
매각	4	8	8	6	5	10	10	10	-	36
B777	-	-	-	1	2	1	-	-	-	-
B747	1	2	5	2	3	9	6	7	-	-
B737	2	2	2	1	0	0	4	3	-	☆
A300	1	4	1	2	-	-	-	-	-	-

주 1: 도입 예정인 B-737 맥스는 항공기 안전 확보 시점까지 도입 연기

주 2: 여객기 및 화물기 구분하지 않고 표시

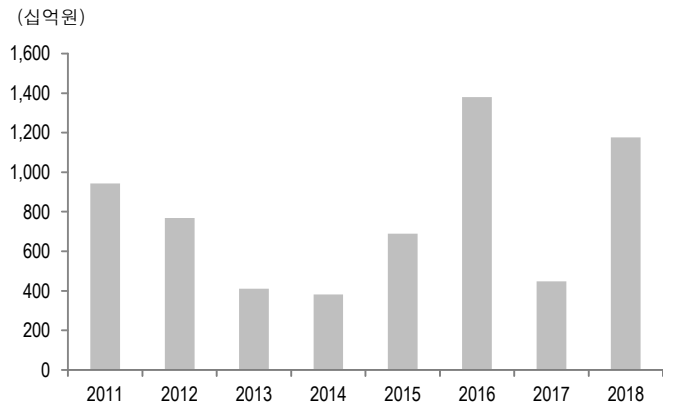
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 26] 대한항공 감가상각비 및 항공기 투자실적 추이



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 27] 대한항공 FCF 추이



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

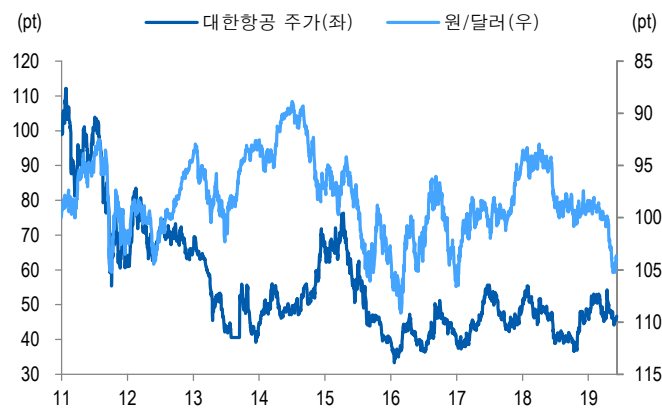
이익 추정치 하향 조정 리스크 확대

동사가 영위하고 있는 항공산업은 환율, 유가 등 외부 환경 변수에 따라 이익이 큰 폭으로 변동되는 특성을 가진다. 2019년 하반기 환율 및 유가에 대해서 우리는 1,170원/달러, 70\$/bbl로 가정하였다. 이에 따른 EBITDA 및 FCF를 2조 7,831억원, 1.5조원으로 가정하였으나 하반기 매크로 변수 변동 시 기존 가정치 대비 이익이 하향조정 될 수 있다. 주요 변수가 변동될 경우, 이익 변동성에 대하여 확인할 필요가 있다.

환율의 경우, 영업수익 및 비용에서 발생하는 주요 달러 수익 및 비용은 USD 결제 티켓매출 및 유류비 결제 금액이다. 유류비의 경우 매출액 대비 30% 비중을 차지하며 해외 공항사용료 지급 등에서 발생하는 비용 등을 고려시 비용단에서 Exposure가 높은 편이다. 영업활동 외 재무활동에서도 외화차입 비중이 높아 단기적으로 실적에 큰 영향을 미치고 있다. 또한 영업 외 부문에서 환율의 영향을 크게 받고 있다. 대한항공 2019년 1분기 기준 순외화부채는 92억불로 원화 약세 시 외화부채의 원화 환산금액 증가에 따른 외화평가손실이 크게 발생하는 구조이다. 이론적으로 10원 원화 약세 시 동사의 외화평가손실은 920억원 발생한다.

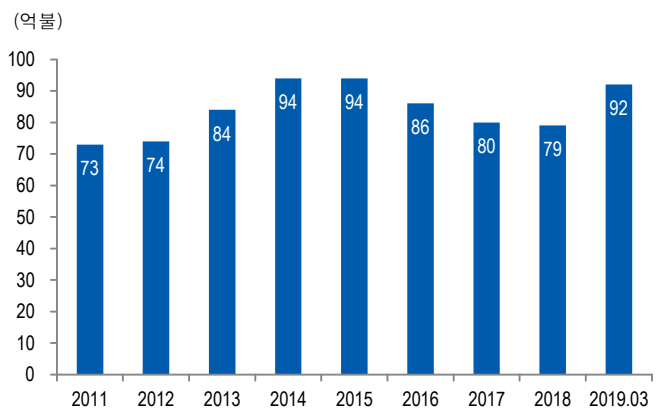
외화평가손실은 당 분기에 현금 유출이 발생하는 비용은 아니지만 부채 절대 수준 확대에 따른 상환 원리금이 원화 기준으로 장기적으로 늘어날 수 있다.

[그림 28] 환율 vs. 대한항공 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

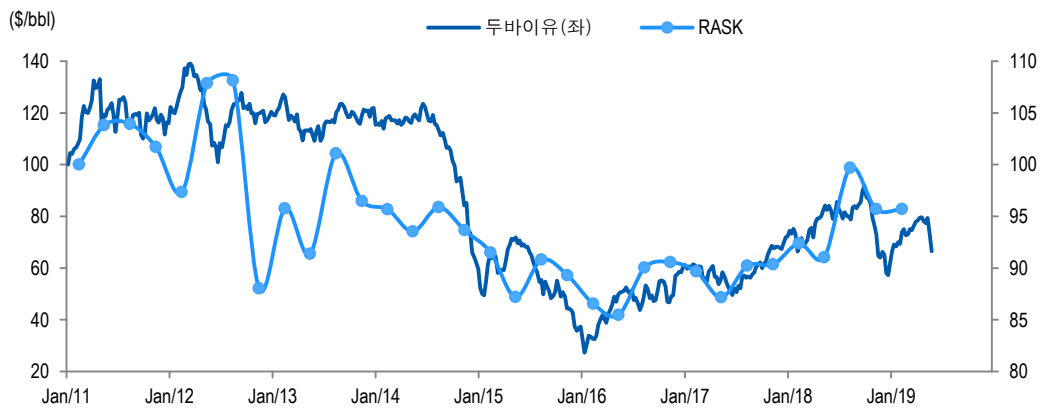
[그림 29] 대한항공 순외화부채 현황



자료: Datastream, 대한항공, 유안타증권 리서치센터

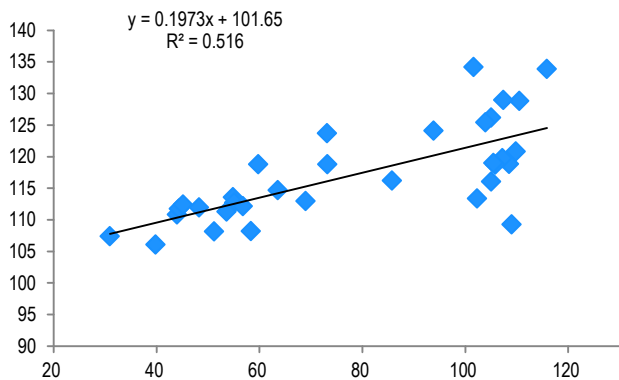
일반적으로 유류비 변동 시 유류할증료 및 티켓 가격 전가를 통해 50% 정도를 반영시키는 것으로 알려져 있다. 실제 2011년 이후 분기별 RASK와 유가의 상관관계를 살펴보면 0.52의 상관관계를 나타내고 있다. 유가 상승에 따른 Jet유 가격 상승 시 운임 상승을 통해 일부만 보전됨에 따라 유가 상승기에 영업이익은 하락하게 된다. 환율과 유가에 대해 30% 수준에서 헷지 하는 동사의 전략을 고려 시 유가 상승에 대해 이익하락 리스크는 높다고 판단한다. 연간 유류 소비량이 3,300만배럴 수준으로 Jet유 가격 1달러 상승 시 380억원(환율 1,150원/달러 가정) 유류비 증가, 영업이익은 182억원 감소하게 된다. 유가 상승에 따른 적용 유류할증료는 여객부문의 경우 탑승객당, 화물부문의 경우 톤당 적용된다. 여객부문의 경우, LCC 대비 탑승객당 운임이 높다는 점에서 LCC 대비 유가에 대한 이익감소가 더 크게 나타난다. 다만, LCC 대비 화물 매출 비중이 높고 화물에 적용되는 유류할증료 구간이 더 촘촘하다는 측면에서 전체 항공운송부문을 기준으로 LCC와 유사할 것으로 판단한다.

[그림 30] 유가 vs. 대한항공 RASK 추이



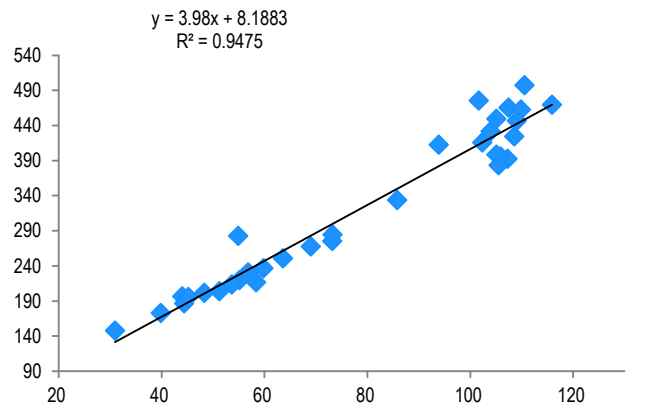
자료: Datastream, 유안타증권 리서치센터

[그림 31] 유가 vs. 대한항공 RASK 상관관계(11년 이후 분기 평균)



자료: Datastream, 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 32] 유가 vs. 대한항공 단위당(ASK) 유류비 상관관계(11년 이후 분기 평균)



자료: Datastream, 대한항공, 유안타증권 리서치센터

〈첨부〉 하반기 유가 전망: 배럴당 68~79\$

2019년 하반기 국제 원유 가격 (Dubai 기준) 은 68~79\$으로, 상반기 평균인 65\$보다 3~14\$ 상승할 전망이다. 상반기보다 하반기에 글로벌 원유 수급상황이 타이트할 것으로 예상되기 때문이다. 수요 측면을 살펴보면, 2019년 하반기 일평균 원유 수요는 102.3백만배럴로, 상반기 평균치인 100.5백만배럴 보다 1.8백만배럴 증가할 것으로 보인다 <표 3>. 이는 하반기 초반 Driving Season 도래, 여름철 에어컨 가동, 그리고 겨울철 난방수요가 증가하기 때문이다.

공급 측면에서 하반기 원유 공급량은 상반기보다 약 2백만b/d 증가할 것으로 추정된다. 두가지 변수가 대기하고 있다. 첫째, 베네수엘라·이란의 감산이 불가피하다. 5월 미국의 이란에 대한 2차 원유수출 봉쇄로 20만b/d가 줄고 경제봉쇄 영향으로 인해 30만 b/d 이상의 감산이 있을 예정인데, 3분기 내 최대 1억b/d의 재고 부족이 쌓이면서 최악의 경우 유가는 \$15 급등할 전망이다.

둘째, OPEC의 원유 생산량은 186만b/d 증가된다. 미국의 석유 수송 pipeline 증설로 인해 75만 b/d, OPEC 증설로 인해 120 만 b/d가 증산될 예정이다. 만약 12월 OPEC 회의에서 기존 감산량을 완화시킨다면 4Q19 원유 공급량은 OPEC과 러시아 120만 b/d, 미국 240만 b/d, 이란과 베네수엘라 200만 b/d를 합산한 최대 560만 b/d가 늘어날 수 있다. 이렇게 공급이 폭발적으로 늘어날 경우, 국제 유가는 공급과잉으로 인해 단기적으로 최대 30\$만큼 폭락할 가능성을 내재한다.

수요공급을 종합할 경우, 국제 유가는 7월에 공급량이 증산되는 경우 68\$로 전망된다. 12월에 증가하는 경우, 하반기 유가는 79\$까지 상승할 것이다 <표 3>.

이란의 호르무즈 해협 봉쇄에 대한 위협은 유가 전망에 큰 변동성을 제공한다. 가능성은 낮지만 이란의 호르무즈 해협 봉쇄가 현실화될 경우, 공급에 차질이 생겨 국제 유가가 폭등할 전망이다. 호르무즈 해협 봉쇄 기간이 15일 지속될 경우, 국제유가는 30\$ 상승할 것이며, 기간이 30일 지속될 경우에는 58\$ 상승할 것이다.

[표 65] 2019년 유가 관련 지표

(단위: 억원)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
글로벌 수요 (백만 b/d)	100.48	100.56	102.45	102.13
Dubai 균형유가(달러/배럴)	63	-	-	-
7월 증산 시나리오 유가 (달러/배럴)	61	68	70	68
12월 증산 시나리오 유가 (달러/배럴)	61	68	78	79

자료: 유안타증권 리서치센터

여객운송업 차별화의 시작

2009년부터 국제선 여객 기준 LCC(Low Cost Carrier) 점유율은 0.5%에 불과하였다. 그러나 LCC의 지속적인 진입 및 낮은 운임을 통한 가격 차별화를 통해 LCC가 급격하게 성장하며 2018년 기준 점유율은 30%까지 상승하였다. 한국 항공산업에서 LCC의 본격적인 성장은 FSCs(Full Service Carrier) 항공사의 점유율 하락, 단위 수익 하락으로 연결되었다. 그러나 LCC의 급격한 성장기가 종료되면서 LCC와 FSCs간의 시장이 구분되며 각 업체별 차별화 전략이 전개되는 시기가 될 것으로 판단한다. 대한항공은 FSCs로 상용고객, 중장거리 고객을 중심으로 하이클래스 좌석의 수익성이 좋아질 것으로 판단한다. 그러나 단기적으로 시장 차별화가 진행되는 과정에서 각 포지셔닝 내 업체간의 경쟁은 지속될 수 있으며 매크로 변수에 따른 이익 변동은 여전히 노출될 것으로 판단한다.

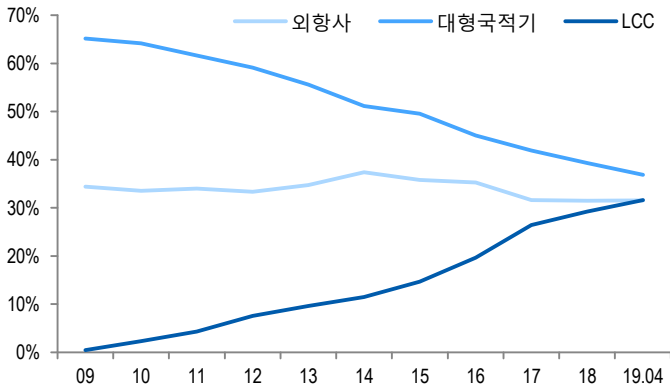
LCC 성장에 따른 단위 수익 축소 구간 전개(과거)

LCC항공사가 성장하면서 항공여객의 단위 수익(운임)이 축소되는 시기가 진행되었다. 대형항공사(FSCs)인 대한항공과 아시아나는 점유율이 하락하는 가운데 운임도 함께 감소되며 이중으로 타격을 받았다. 다만, LCC 진입에 따른 여행 비용 감소, 새로운 취항지 확대 등으로 신규 여행 수요 창출 등으로 인해서 전체 산업의 수요가 증가되는 모습도 함께 전개되며 매출 감소 효과가 일정 부분 상쇄되었다.

일반적으로 장거리 노선 대비 단거리 노선의 경우 L/F가 높고 수익성이 높은 것으로 알려져 있다. LCC 노선의 경우 단거리 노선을 중심으로 일본을 포함한 아시아 지역을 주로 담당한다. 이런 부분 역시 대한항공 수익성 측면에서도 이익률이 감소하는 모습으로 나타났다. 단거리 노선을 중심으로 한 LCC 점유율 확대가 1단계로 마무리될 것으로 판단한다. LCC가 보유하고 있는 항공기 특성상 동남아 지역 이상의 노선을 신규로 취항하기 위해서는 기종 변화가 필요하다. 대안이 될 것으로 생각되었던 B737-MAX 기종의 사고 문제로 인하여 항공기 도입이 지연되고 있는 상황이다. 단거리 노선의 경우, 수익성 있는 노선은 이미 포화상태이다. 또한 인천, 김포를 포함 여객 수요가 많은 공항의 슬롯 부족으로 LCC사의 신규 진입에도 불구하고 무한정 확장이 힘든 상황이다. 향후, 중거리 노선으로 LCC 확장은 단계적으로 발생할 이슈라고 판단한다.

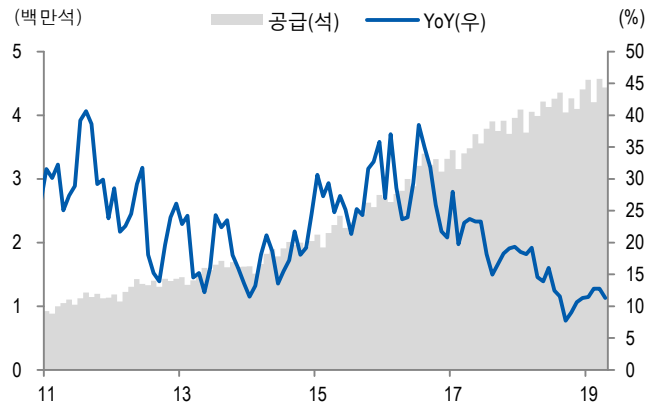
단기적으로 환율 상승, 글로벌 경제 성장 둔화 등의 매크로 변수를 고려 시 여객 수요 성장은 둔화될 것으로 판단한다. 유가 상승에 따른 운임 상승도 또 다른 부정적인 요소라 판단한다. 다만, 대한항공의 경우, 상용고객 비중이 타사 및 LCC 대비 높다는 측면에서 수요 감소 기울기는 낮을 것으로 예상된다.

[그림 33] 국내 항공시장 점유율 추이(국제선 기준)



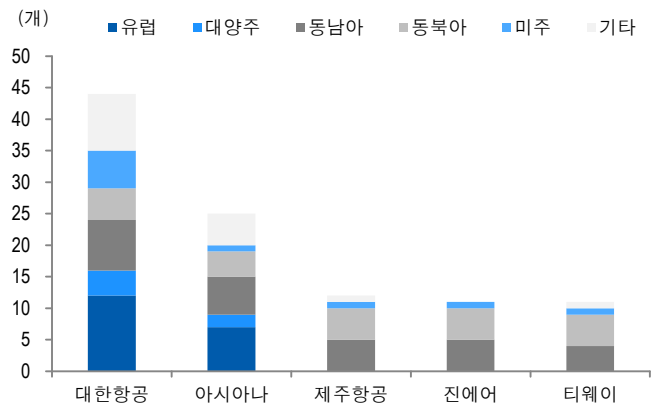
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 34] LCC 공급좌석 및 증가율 추이



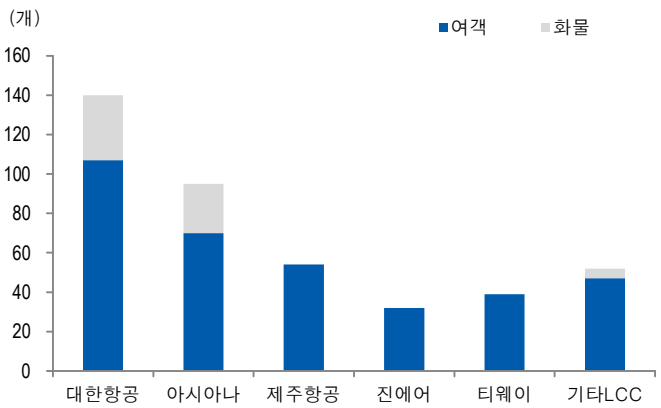
자료: 항공정보포털, 유안타증권 리서치센터

[그림 35] 국내항공사 취항국가 및 도시 현황(2018 연말 기준)



자료: 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

[그림 36] 국내항공사 국제선 노선수 현황(2018 연말 기준)



자료: 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

LCC-FSCs 시장 양분화 전망: 서비스 차별화 구간 진입 예상

LCC의 저렴한 운임에도 불구하고 LCC사가 무한정으로 점유율을 확대하기에는 어려움이 존재한다. 저렴한 가격 대비 LCC는 FSCs가 제공하는 서비스 중 일부만을 제공하며 나머지 서비스에 대해 부가요금을 받는 경우가 대부분이다. LCC 서비스를 이용하였던 고객들 중 제한적인 서비스, 부가요금 등에 대한 반발로 FSCs를 선택하는 고객도 존재한다. 결국, LCC가 일정 수준까지 점유율을 확대한 이후, 서비스 차별화에 대한 니즈, 또는 저렴한 운임을 최우선으로 선택하는 경제성에 대한 니즈에 따라 시장이 구분될 것으로 판단한다.

글로벌 여객 운임 하락은 유가(항공유) 하락에 따른 영향과 더불어 LCC 진입에 따른 공급 확대에서 유발되었다. 앞서 유가와 이익 변동성 파트에서 설명한 바와 같이 유가와 항공 운임의 상관관계는 50%의 영향을 받는다. 유가 하락시기에 여객 운임이 내려가는 것은 당연하나, 그 이후 유가 반등 시기에도 여객 운임이 지속적으로 하락하고 있다. 이는 LCC 진입 등에 따른 공급 증가로 전체 평균 운임이 하락하는 것으로 판단한다.

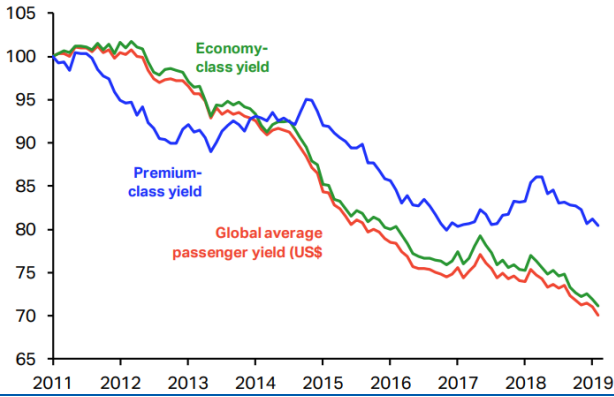
IATA에서 발표되는 아시아지역 여객 운임 증감률은 LCC의 공급 확대 영향 등으로 감소 추이를 지속적으로 보이고 있다. 특히, 아시아 역내에서 운임이 타 지역 여객 운임 대비 감소폭이 더 큰 모습이다. LCC 항공의 특성상 중단거리 여객 수송을 담당하는 부분이 반영된 것으로 판단한다.

반면 프리미엄클래스의 운임의 경우, 유가 하락시기에 운임이 감소하였으나 반등시기에 운임이 증가하며 평균 운임 및 이코노미클래스와의 갭차이가 벌어지는 모습을 나타내고 있다. 이는 LCC 공급경쟁에 따라 FSCs가 일정 부분을 영향을 받을 수 있으나 각 시장의 고객군이 양분화될 수 있다는 것으로 나타낸다고 판단된다.

향후 LCC-FSCs 시장 구분시점에 LCC 시장은 결국 얼마나 비용효율성을 확보하여 이를 바탕으로 가격 차별화가 가능한가에 따라 우위를 가져갈 것으로 판단한다. FSCs 역시 LCC와 차별화된 서비스를 얼마나 효율적인 비용을 통해 공급할 수 있는가가 중요해진다. 결국 각 항공사별 이윤 극대화를 위한 최적의 수익과 비용 구조를 시현할 수 있는 항공사와 그렇지 않은 항공사간의 이익 차별화가 발생할 것으로 전망한다.

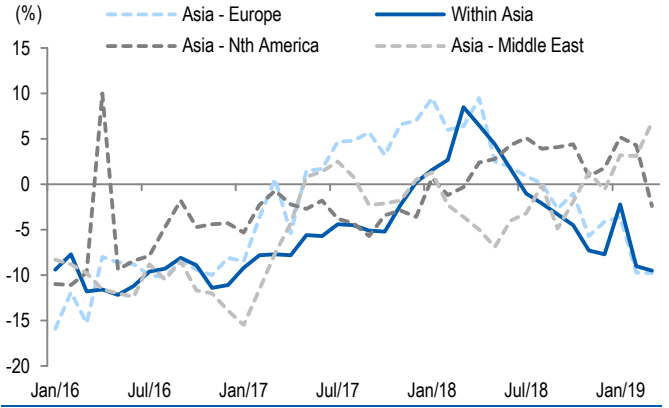
현재 대한항공은 대형국적기 시장에서는 아시아나와 경쟁 관계에 있다. 그러나 장기적으로 글로벌 피어 수준의 단위 이익과 단위 비용을 확보할 수 있어야 한다. 현재 글로벌 피어 대비 차이는 향후 대한항공 지배구조 개선, 또는 경영효율화를 통해 추가적인 이익 상승 요소가 될 수 있다고 판단한다.

[그림 37] 비행기 좌석별 여객 운임 증감률 추이



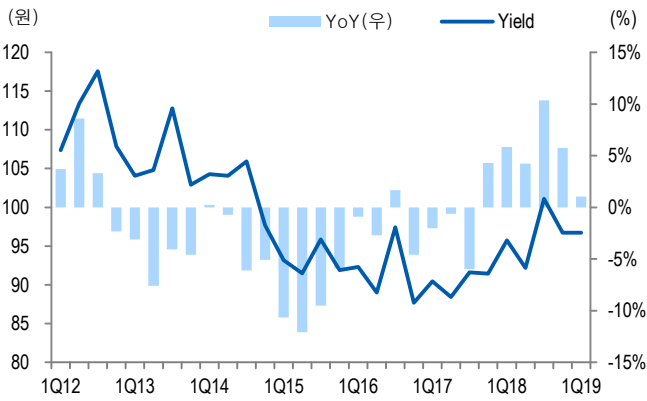
자료: IATA, 유안타증권 리서치센터

[그림 38] 아시아 지역 여객 운임 증감률 추이



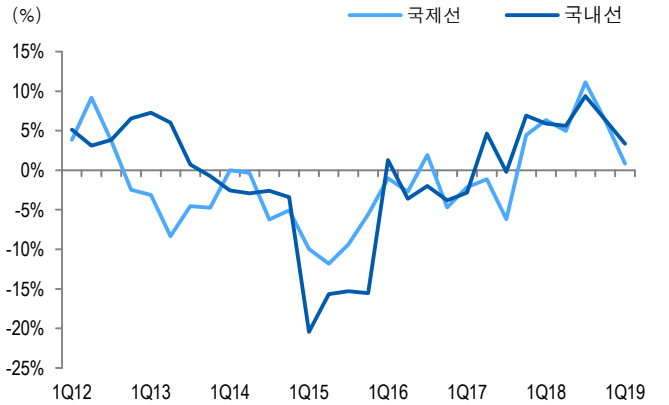
자료: IATA, 유안타증권 리서치센터

[그림 39] 대한항공 여객운송 운임 추이



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 40] 대한항공 여객운송 국내선 vs. 국제선 운임 추이

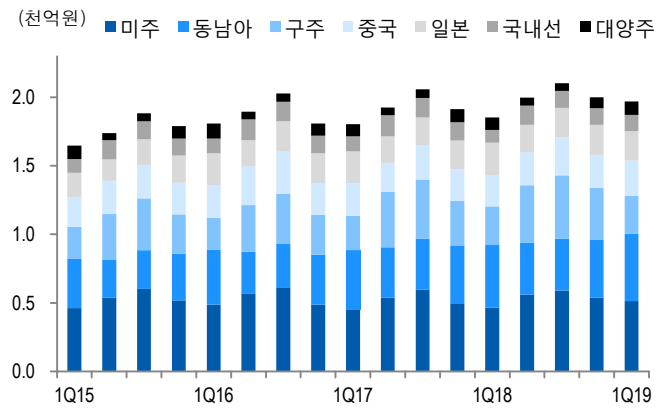


자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

델타항공과의 조인트벤처 체결에 따른 미주 노선 및 하이클래스 좌석 수요 상승

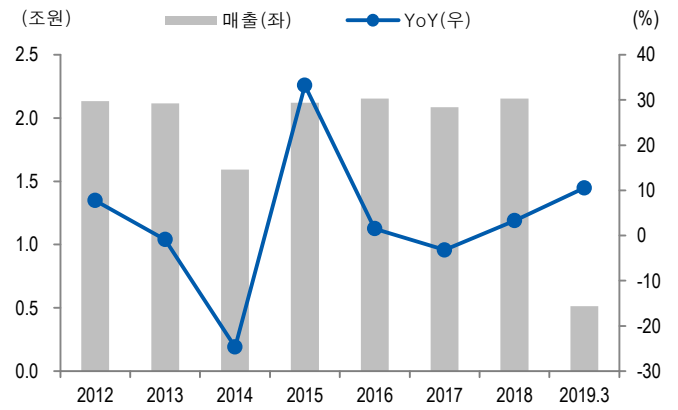
대한항공의 하이클래스 확대를 위한 효과적인 전략 중 하나는 델타항공과의 조인트벤처 체결이다. 2018년 5월부터 델타항공과 태평양노선 조인트벤처 협력을 시작, 해당 노선에 대하여 공동으로 마케팅과 영업 활동을 하며 수익을 공유한다. 기존 미주 내 164개 노선 공동운항에서 192개 도시, 370여개 노선으로 확대되었다. 이에 따라 미국 내 다른 도시로 환승이 가능한 노선인 애틀랜타, 시애틀 노선을 중심으로 미주 지역 노선이 안정적으로 증가하는 모습을 나타내고 있다. 특히 델타 항공과의 JV를 통해 상용고객을 중심으로 한 하이클래스 좌석의 L/F도 올라오고 있다. 현재는 70%까지 상승하였으며 향후 80%까지 확대가 가능하다고 판단한다.

[그림 41] 대한항공 지역별 여객수요 현황



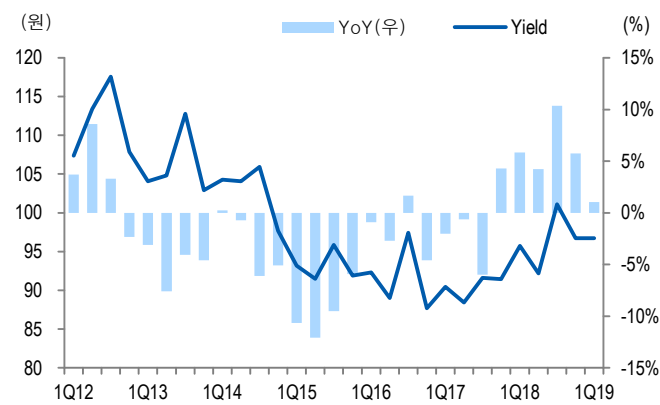
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 42] 대한항공 미주노선 현황



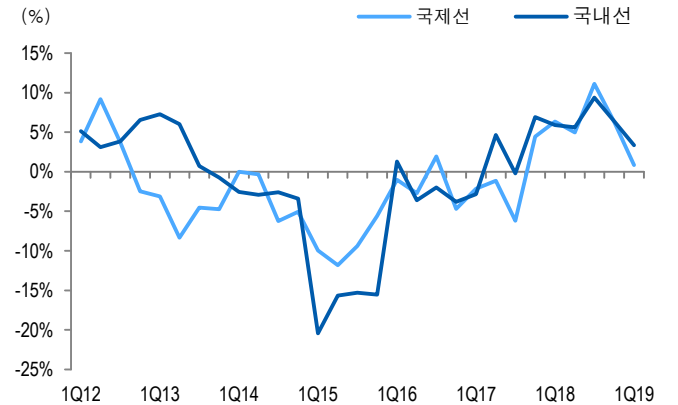
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 43] 대한항공 여객운송 운임 추이



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 44] 대한항공 여객운송 국내선 vs. 국제선 운임 추이



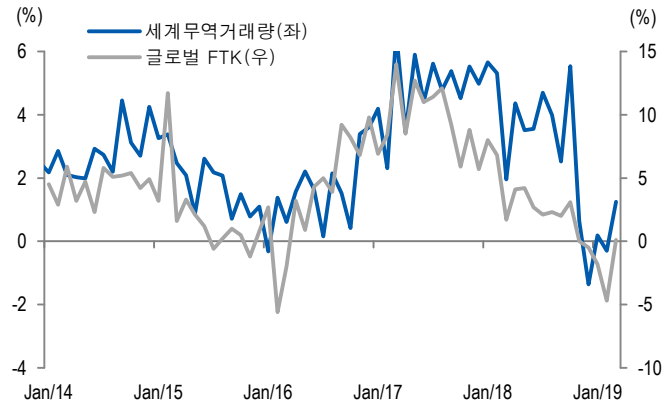
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

글로벌 화물항공 부진에 따른 이익 감소

글로벌 항공 화물 시장 부진

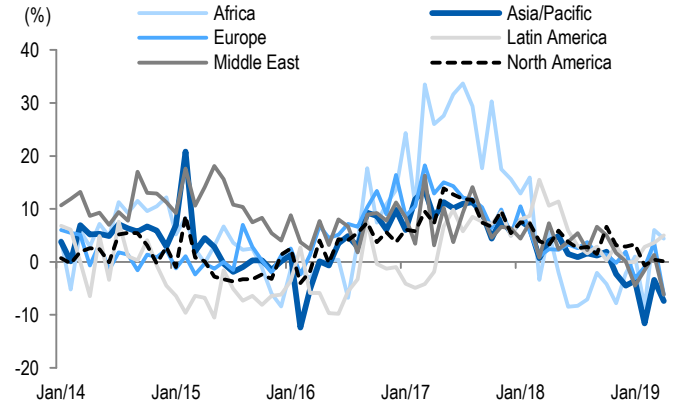
미·중 무역 분쟁 지속 등 보호 무역주의강화에 따른 운송 환경의 악화로 인하여 글로벌 항공화물 시장 역시 부진한 상황이 전개되고 있다. IATA(국제항공운송협회: International Air Transport Association)에 따르면 2019년 4월까지 항공화물 운송 수요(FTK)는 전년 대비 2.9% 감소하였다. 이 중 국가간 항공화물(International) 수요는 3.4% 감소하며 국내 항공화물 운송 대비 조금 더 부진한 상황이다. 지역별로 세분화해서 살펴볼 경우, 아시아 지역이 7% 감소하며 가장 크게 감소하였다. 아시아 지역의 항공화물운송의 감소는 미중 무역분쟁에 따른 중국 무역량 감소로 판단된다. 한국 항공화물 운송은 2019년 4월 기준 FTK가 139만톤으로 전년 대비 3.7% 감소하였다.

[그림 45] 글로벌 무역량 및 항공화물 운송 수요 YoY 증가율 추이



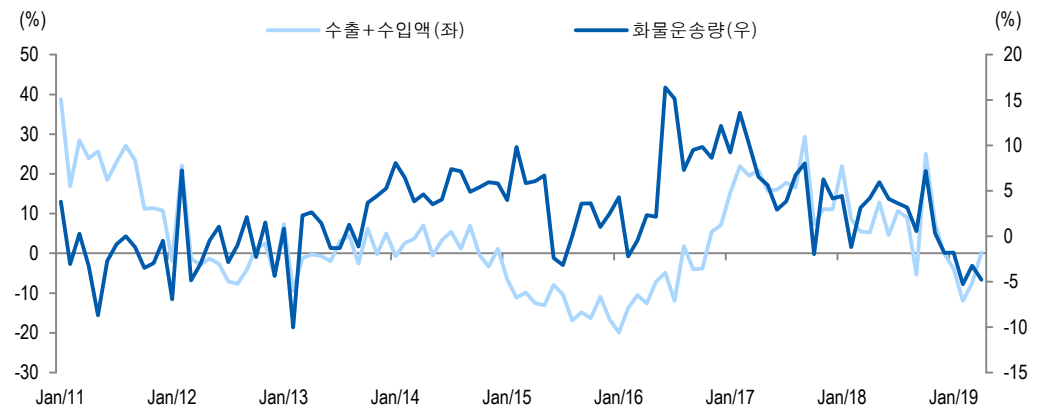
자료: CPB, 유안타증권 리서치센터

[그림 46] 지역별 항공화물 FTK 증가율 추이(2019년 4월 누적기준)



자료: IATA, 유안타증권 리서치센터

[그림 47] 한국 수출입 금액 및 화물운송량(한국) YoY 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 유안타증권 리서치센터

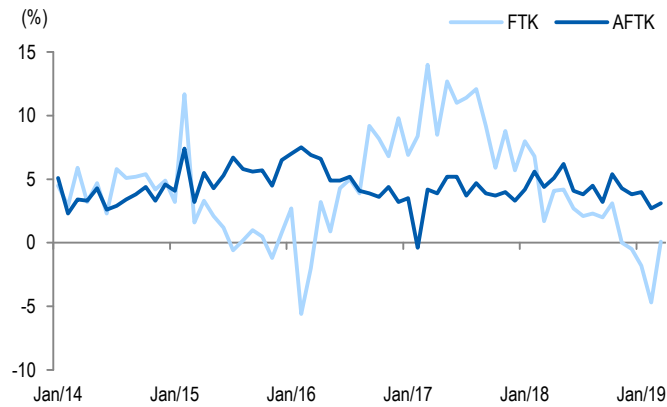
화물기 수요 둔화에도 불구하고 여객기 Belly Cargo 증가에 따른 공급 확대

글로벌 경기 둔화 시 화물 전용기는 공급 증가율이 낮아짐에도 불구하고 여객기의 Belly Cargo의 영향으로 항공화물 공급은 제한적으로 감소하는 경향이 있다.

화물 공급은 3~4% 수준에서 안정적으로 늘어나고 있는 추세이다. 화물공급의 경우, 화물전용기 종의 도입 외에도 여객기 하단의 Belly Cargo를 통해서도 늘어날 수 있다. 대부분의 항공사가 여객부분 외 화물전용 항공기에 대해서는 공급을 확대할 계획이 없는 상황이지만, 여객기 투자로 공급이 늘어날 전망이다. 반면, 항공화물 특송사는 지속적으로 항공기 확대를 계획하고 있다. 페덱스는 향후 5년간 122기 항공기 도입, UPS는 올해에만 28기를 도입할 계획이다. 대한항공 역시 화물기에 대한 투자는 없으나 여객기 도입에 따른 Belly cargo 공급이 늘어날 예정이다.

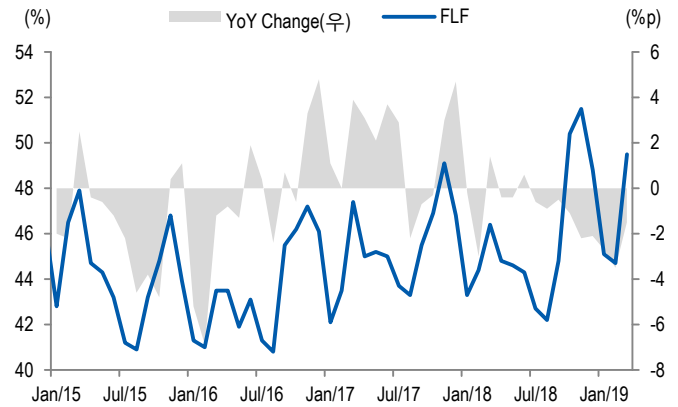
공급측면에서 항공화물 특송사의 공급이 늘어나는 가운데 한국 출발·도착기준 화물의 점유율이 국적기에서 외항사로 넘어가고 있다. 특히, 외항사 중에서도 미국 국적 항공 특송사의 점유율이 가파르게 올라왔다. 외항사의 화물운송 비중은 2009년 24%에서 현재 32%의 항공화물 운송을 담당하고 있다. 그 배경에는 다양한 이유가 있겠지만, 효율적인 물류 시스템을 보유한 항공사의 비용 효율화 측면에서 타 항공사 대비 경쟁우위를 보유하고 있다는 점이 점유율 상승의 주 요인이라 판단한다. 화물전용 특송사의 공급 확대 및 점유율 상승 영향으로 대한항공의 수요도 부정적일 것으로 예상된다.

[그림 48] 글로벌 화물항공 공급 및 수요 추이



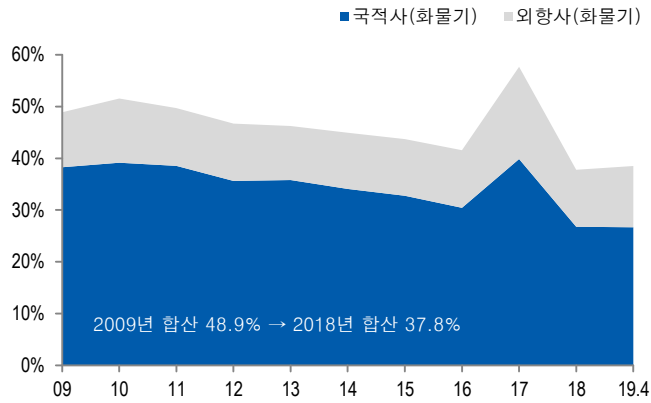
자료: IATA, 유안타증권 리서치센터

[그림 49] 글로벌 화물항공 Load Factor 및 전년대비 증감률 현황



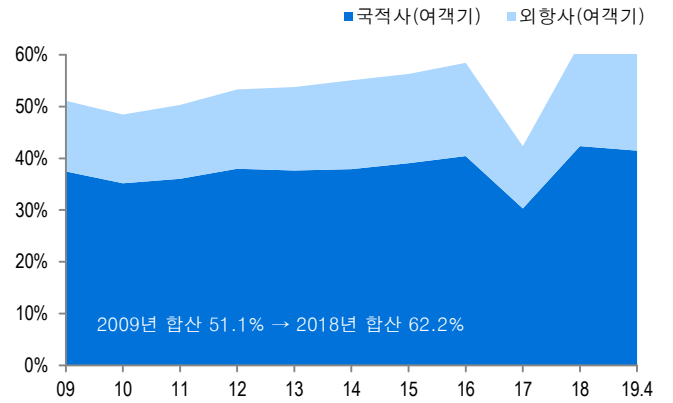
자료: IATA, 유안타증권 리서치센터

[그림 50] 한국 항공화물 운송 중 화물기 비중



자료: 항공정보포털, 유안타증권 리서치센터

[그림 51] 한국 항공화물 운송 중 여객기 비중



자료: 항공정보포털, 유안타증권 리서치센터

화물 운임 상승 추세 둔화

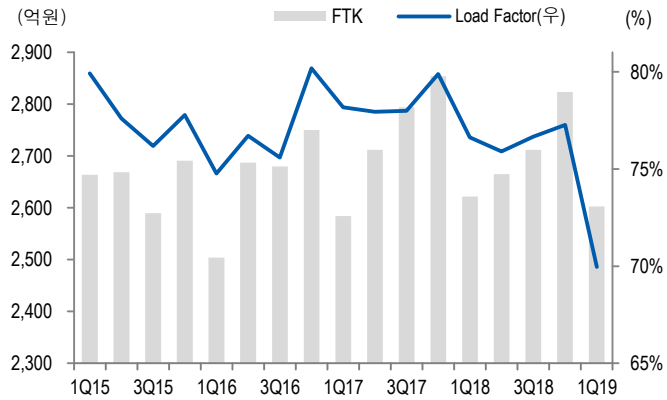
2018년 화물 수요 둔화(YoY-1.1%)에도 불구하고 화물 운임이 11.1% 상승하며 대한항공 화물 운송부문 매출은 7.2% 증가하였다. 유가 상승에 따른 운임 상승 영향도 있지만 항공운임이 고가인 제품들의 운송 증가가 주 요인으로 작용하였다.

화물운송 부문 단위 수익인 RASK 상승은 Load Factor(수요 증가율>공급 증가율) 상승 또는 화물 운임 수준에 영향을 받는다. 글로벌 화물운송 공급은 4% 수준에서 증가하고 있다. 항공사별로 차이는 있으나 화물 전용 기재 도입에 따른 공급 증가보다 여객기 기재 도입에 따른 Belly cargo 증가에 따른 자연 증가분으로 예측된다. 대한항공 역시 화물기 도입은 2017년 1대 이후 2018년, 그리고 올해에도 계획된 바가 없으나, 여객기 도입(2018년 15기)에 따른 Belly cargo 증가분이 발생될 전망이다. 따라서 글로벌 화물운송의 초과공급은 지속될 것으로 전망되며 L/F 역시 매크로 환경을 고려 시 단기적으로 개선되기는 어려울 것으로 판단된다.

2018년의 경우, 대한항공 기준 FTK, RFTK, L/F 모두 감소하였음에도 불구하고 화물 운임이 11% 상승하며 화물운송부문 매출이 7.2% 증가하였다. 화물운임은 2017년 2분기부터 10% 내외의 증가율을 나타내고 있다. 이는 화물운송 대상 제품 믹스 변화에 따른 것으로 고운임 제품의 수출입 증가에 기인한다.

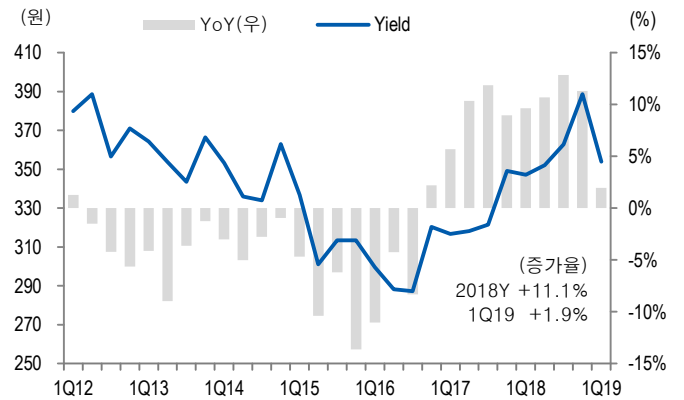
다만, 고운임 제품 비중 증가에 따른 믹스 개선에 따른 Yield 증가 추세는 단기적으로 둔화될 것으로 판단한다. 글로벌 무역 환경 영향으로 반도체 및 전기전자제품 수출입이 감소하는 가운데, 증가 추세를 유지하던 고가 운임 제품 역시 감소세를 기록하고 있다. 그러나 중장기적으로 해외 직접판매·구입 증가, 그리고 고부가가치 제품 항공운송 확대 영향으로 화물운임은 지속 상승할 것으로 전망한다.

[그림 52] 대한항공 화물운송부문 공급(FTK) 및 L/F 추이



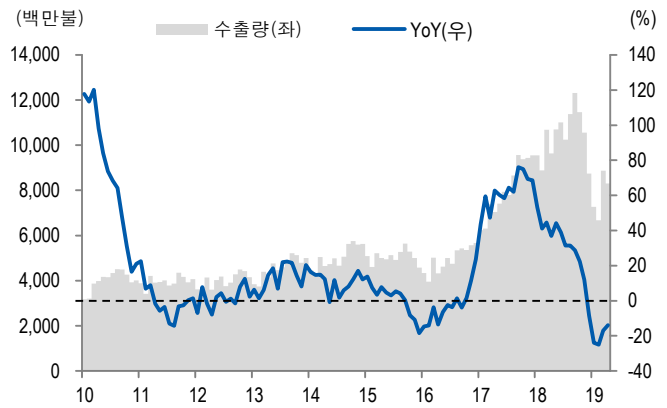
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 53] 대한항공 화물운송부문 운임 추이



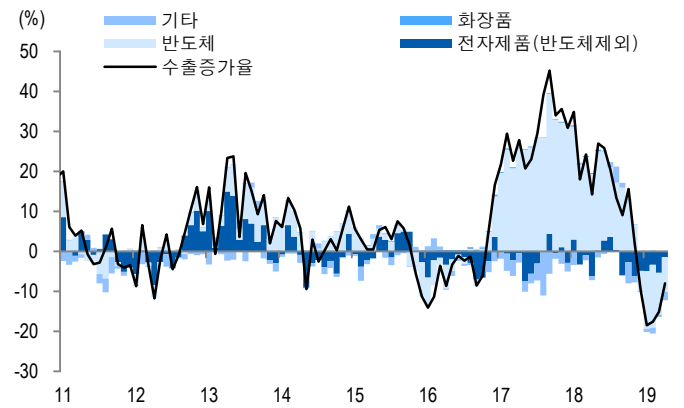
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 54] 반도체 수출액 및 YoY 추이



자료: 한국무역협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 55] 한국 항공화물운송 부문별 성장기여도



자료: 한국무역협회, 유안타증권 리서치센터

장기적으로는 항공화물 운송 증가 추세 전망

(고부가가치 제품 운송 확대) 항공운송에서 빠르게 수출량 및 수출액이 증가하고 있는 반도체·의약품·화장품 품목의 경우 운송 시 제품 관리의 어려움과 철저한 온도관리 등을 위하여 운송 시 신속성 확보가 필요한 제품이다. 신선식품 역시 기존에 장기 운송으로 수출입이 불과하였던 품목에 대해서도 항공운송을 통해 무역거래가 발생하고 있다. 특히, 동일 품목에 대해서도 고가의 제품은 항공운송을 이용하는 비중이 높다. 주요 품목을 중심으로 품목의 전체 무역거래 중 항공운송 비중을 살펴볼 경우, 수출량 기준 대비 수출액 기준의 비중이 훨씬 높다. 특히, 의약품의 경우, 항공운송 비중이 수출입량 기준으로 2.6%에 불과하나 금액 기준에서는 66%에 달한다. 신선식품군에 해당하는 농산물의 경우 역시, 수입량 대비 수입액 기준 항공운송 비중이 높으며 비중 추이 역시 지속적으로 증가하고 있다. 즉, 고부가가치 제품의 경우 운송기간이 짧으며 운송의 안전성이 보장되는 항공운송을 주로 사용하고 있다. 향후, 고부가가치 제품의 무역 거래가 늘어날수록 항공운송의 거래량 및 운임이 상승할 것으로 판단한다.

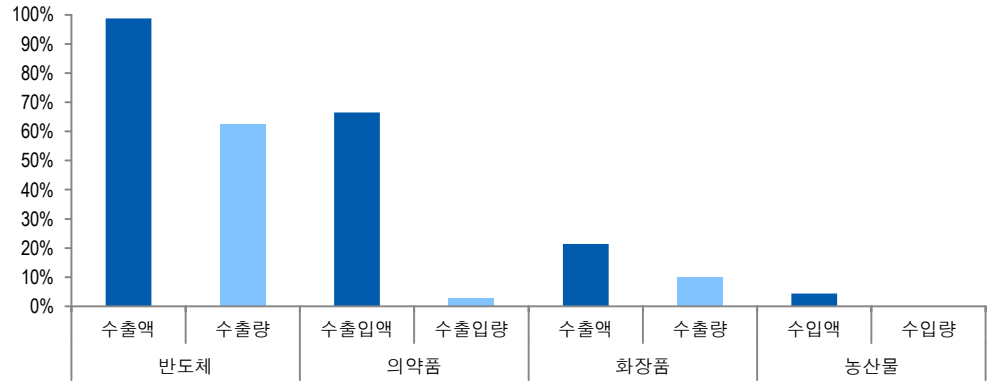
(해외직접구매 확대) 소비자들의 해외 직접구매가 늘어나면서 항공운송 역시 장기적으로 성장추세를 지속할 것으로 예상된다. 과거 대비 해외직접구매의 용이성 확대로 한국 시장에 진출하지 않은 해외브랜드 상품을 구매하거나, 또는 저렴한 가격으로 구매하고자 하는 소비자가 늘어나고 있다. 직구제품 확대에 따른 항공운송량 증가는 화물운송 수요 확대와 더불어 운임 상승으로도 작용할 것으로 판단한다. 일반적으로 화물운임은 무게 또는 부피로 산출이 된다. 온라인 직접구매 상품의 경우, 기존 화물 대비 포장 단위가 축소된다. 각 단위당 기본적으로 들어가는 포장 부피가 존재함에 따라 기존 화물 대비 동일 무게의 제품에 대해서도 높은 가격의 운임이 적용된다. 온라인 구매 시장 동향을 고려 시 한국 소비자, 중국 소비자를 중심으로 직접구매 및 역직접구매가 늘어나는 추세는 항공운송 시장에 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다.

[표 66] 항공 화물 운송 특징

장점	고속운송(배송시간 짧음) 품질유지(외부환경 통제 용이) 안전성, 확실성 포장비 절감 낮은 사고 가능성
단점	상대적으로 높은 운임 소량운송 중량/규격 제한 지역 제한

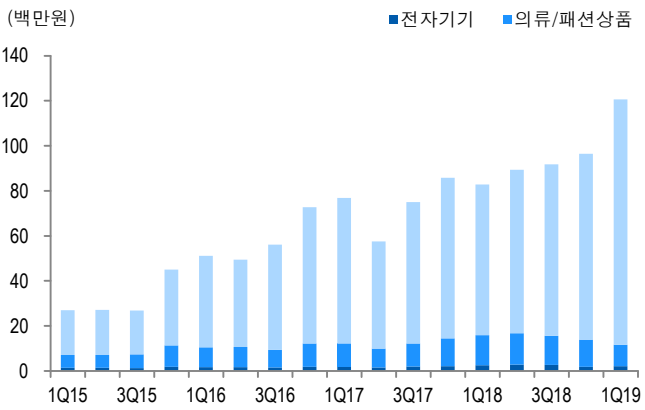
자료: 한국무역협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 56] 주요 품목 수출입 중 항공운송 비중 현황(2018년 기준)



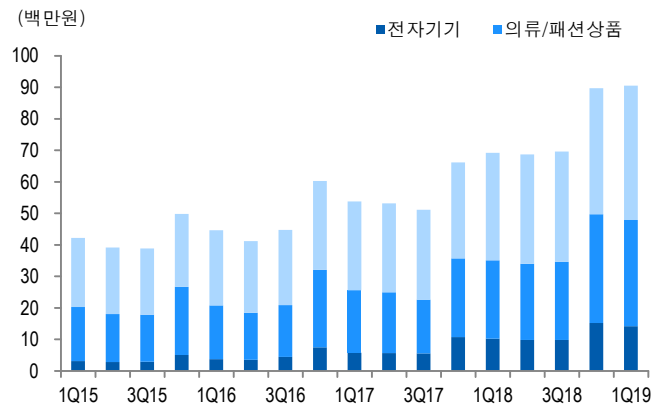
자료: 한국무역협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 57] 온라인 해외 직접 판매액(주요 상품군)



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 58] 온라인 해외 직접 구매액(주요 상품군)



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

한진그룹 지배구조 개선에 대한 기대감

한진그룹의 주주가치 제고 과정은 대한항공 재무구조 개선으로 연결 전망

한진그룹의 지배구조 개선 과정에서 핵심사업에 대한 역량 강화를 위한 선택과 집중 전략이 펼쳐질 가능성이 높다고 판단한다. 한진칼의 2대 주주인 KCGI에서 제시한 한진그룹의 5개년 계획에서는 대한항공이 항공업 이외 투자 지양, 유흥자산(토지) 매각 및 재평가, 대한항공 항공우주사업 등 IPO 등이 주요 전략으로 제시되고 있다. 내년 주주총회를 놓고 지분을 확보를 위해 노력하고 있는 현 상황을 고려 시 한진그룹 측에서도 핵심부문에 대한 집중을 통해 Core Value를 높이기 위한 투자가 진행될 것으로 판단한다. 따라서 대한항공 FCF 개선은 중장기적으로 대한항공 재무개선 작업으로 연결될 것으로 판단한다.

추가적으로 KCGI에서 제시한 안건에 대해 살펴보고자 한다. 대한항공이 지배구조 개선 과정에서 유흥자산 매각 또는 MRO 부문 상장 등을 진행되며 현금이 유입되고 추가적인 재무구조 개선이 발생될 가능성도 존재한다.

① 송현동 부지 등 유흥부지 매각

한진그룹은 KCGI 요구에 따라 주주가치 극대화를 위해 송현동 부지 매각을 추진하겠다고 밝혔다. 송현동 부지는 3만 6,642m²의 규모로 2008년 당시 삼성생명으로부터 2,900억원에 인수하였다. 현재 장부가는 3,600억원으로 계상되어 있는 것으로 알려져 있다.

연내 매각을 추진하겠다고 밝혔지만 송현동 부지에 대하여 적정한 시장가격으로 매각을 진행할 것으로 판단되어, 실제 매각 시기에 대해서는 확실하게 예측하기가 어렵다고 판단한다. 특히, 동 부지의 경우, 이전 소유자인 삼성생명이 국방부로부터 토지를 매입하여 개발을 추진하였다. 그러나 진행하던 개발 무산으로 이후 대한항공에 토지를 매각하였다. 한진그룹 역시 한옥형 특급호텔을 포함한 복합문화단지 개발을 추진하였으나 주변에 위치한 학교 시설에 따라 적용되는 학교보건법상으로 호텔건립이 진행되지 못하였다. 주변의 교육시설, 경복궁 등 사적 지역이 존재하여 상업적으로 개발하기에 제한된 지역임에 따라 해당 부지에 대한 가치 평가는 매수자-매도자 간에 협상이 많이 작용할 것으로 판단된다. 다만 관계자들은 부지의 가치를 5천억원(~5천500억원 수준) 이상으로 예측하고 있다. 동 부지를 5천500억원으로 매각할 경우, 단기적으로 2천억원의 매각차익 발생 및 연간 200억원의 이자비용 축소가 가능할 것으로 보여 진다.

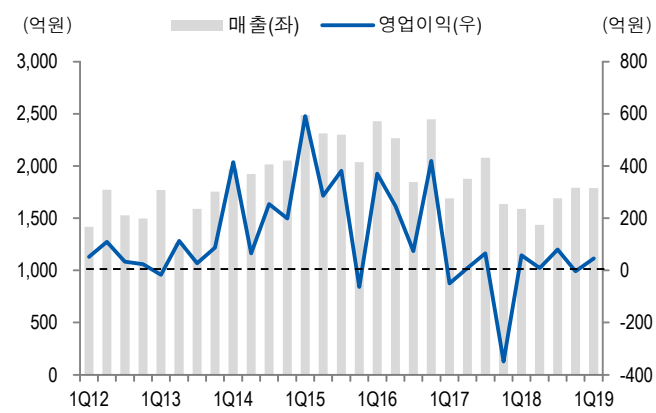
② 항공우주사업부문 상장 검토

항공우주사업부문은 항공기의 구조물이나 부품 등을 제조·정비·개량하는 부문으로 최근에는 각종 무인 항공기 개발 사업까지 영역을 확장하고 있다. 2011년부터 2016년까지 항공우주사업은 5개년 연평균 10.5% 매출 증가율을 기록하며 높은 성장세를 구현하였다. 그러나 2017년 이후 동 부문 매출이 감소하기 시작하였다. 2017년 19%, 2018년 11% 매출이 감소하며 영업이익률 역시 2016년 12.4%에서 2017년 영업적자(OPM -4.5%), 2018년 2.2% 수준까지 감소하였다. 2017년부터 매출 감소하며 수익성 악화를 맞이하게 된 배경은 국방부의 군용기 해상 초계기 사업이 마무리되며 물량이 감소한 데 기인한다. 다만, 2016년 대비 여전히 낮은 수준이나 바닥을 지나 지난 4분기부터 방위산업과 관련한 부분이 회복되며 매출이 증가하고 있다. 군용기 관련 수주잔고가 다소 낮은 상황이나 국방부 납품 실적 등을 고려 시 향후 수주계약을 통한 수주잔고 증가에 대한 가능성은 열려 있다고 판단한다.

또한, 항공우주사업부문에서 담당하고 있는 항공 정비 사업 수요가 지속적으로 확대됨에 따라 동 부문 역시 향후 성장성을 보여줄 것으로 판단된다. 여객 및 항공화물 운송 수요 증가에 따라 항공기 정비시장 역시 지속적으로 성장하고 있다. 한국 항공산업 역시 기존 LCC 업체의 진입에 따른 산업 성장으로 해당 산업에 대한 수요가 더욱 확대되고 있는 상황이다. 또한, 항공기 안전과 관련된 정부의 규제도 지속적으로 강화될 전망이다. 반면 한국 내 항공기 정비시스템 부족으로 대부분 업체들은 항공기 정비를 해외 정비업체로부터 받고 있다. 향후 동 시장에 대해 전문가들은 약 1조원 규모의 시장을 형성할 것으로 전망한다. 동사의 경우 현재 고객 군이 제한적으로 MRO 시장 확대에 따른 고객 다변화가 진행된다면 추가적인 실적 개선의 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

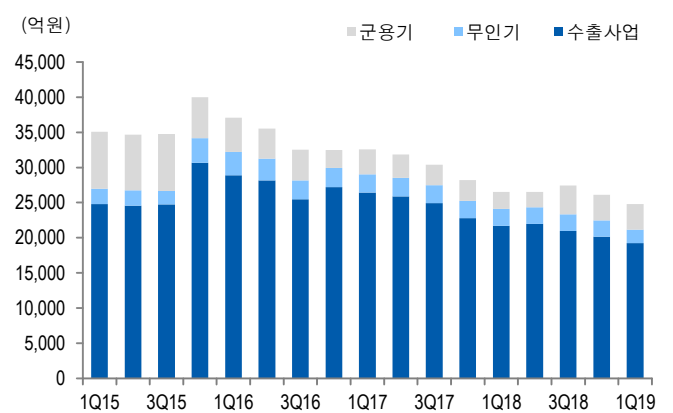
다만, 현재 항공우주사업부문의 경우, 매출 감소에 따른 실적 부진으로 인해 영업이익이 100억 원수준으로 분사를 검토하기에는 수익성이 낮은 상황이라 판단한다. 따라서 향후 방위산업부문 및 민간기 수주가 본격적으로 개선되는 시기에 항공우주사업부문에 대한 재평가를 검토할 필요가 있다고 판단한다.

[그림 59] 항공우주사업(MRO)부문 매출 및 영업이익 추이



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 60] 항공우주사업(MRO)부문 수주 잔고 추이



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

③ 호텔사업부문 매각 가능성은?

대한항공 호텔부문은 종속회사 HIC(Hanjin International Corp)를 통해 미국 LA에서 월셔그랜드센터 호텔을 운영하고 있다. 동 호텔은 2011년 개발을 시작, 10억달러 이상을 투입하여 2017년 새롭게 오픈되었다. 객실 수 900개 규모의 대형호텔로 호텔숙박시설과 더불어 오피스 시설이 운영되고 있다. 개관 후 1년 반이 지난 1Q19에도 144억원의 영업적자를 시현하며 여전히 누적 손실이 확대되고 있다.

동 호텔의 개관 후 2019년 1분기까지 누적영업손실은 1,200억원이다. 1Q19 분기 매출은 276억원 규모이며 영업손실 -140억원을 기록하였다. 영업손실에 가장 크게 영향을 미친 부분은 감가상각비 항목으로 유안타증권에서 추산한 월셔그랜드센터 호텔의 감가상각비는 연간 550억원 규모이다. 감가상각비를 배제한 분기 EBITDA는 10억원 수준으로 높은 감가상각비를 제외하여도 여전히 영업현금창출능력이 없는 상황으로 보여진다. 공시정보의 제한으로 인하여 호텔부문의 운전자본 변동액을 정확히 파악할 수는 없지만 2018년 재고자산 증가가 303억원임을 고려할 경우 영업활동에서 발생하는 현금흐름은 운영에 들어가는 운전자본 변동으로 300억원 유출인 상황으로 판단한다.

동 호텔은 투숙단가 및 투숙률 상승, 그리고 오피스 공실률 축소를 통해 매출 확대가 필요하다. 현재 해당 호텔 매출은 300억원 미만 수준이나, 감가상각비 규모, 인건비 등 고정비성 비용을 등을 고려시 최소 500억원 이상의 매출 시현시 영업 손익분기점 달성이 가능하다고 전망한다. 호텔업의 특성, LA 관광 수요 및 호텔 공급 현황 등을 고려 시에도 단기적으로 영업 손익분기점 돌파가 어려울 것으로 판단한다. LA 지역 내 관광객 수요 증가세는 높으나 수요를 충분히 감당할 수준의 호텔 공급이 진행되고 있으며, 2022년까지 확정된 공급량만 현재 대비 8% 수준이다.

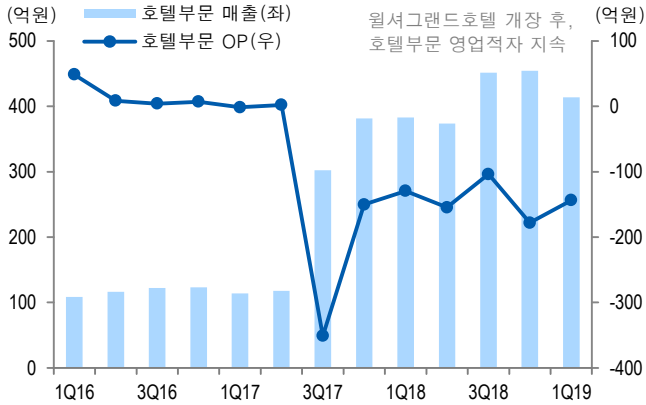
한진그룹은 Vision 2023을 통해 호텔부문에 대하여 항공운송부문과의 연계 영업 강화 및 외항사 등 신규 유치로 고객 기반을 확대하겠다고 밝혔다. 그러나 글로벌 대형 항공사(FSCs) 중 주요 거점 지역에 호텔을 보유하고 있는 업체가 없으며 항공운송부문과의 시너지 효과에 대해 특정 짓기 어렵다. 향후 월셔그랜드호텔의 영업 손익분기점 도달 시점까지 얼마나 추가적인 기간이 필요할 지에 대해 예측하기 힘들다고 판단한다. 반면, 동 호텔을 매각할 경우, 1조원의 현금 유입이 예상된다. 유입된 현금으로 차입금 상환을 가정 시 예상되는 이자비용 감소분은 연간 370억 원 수준이다.

[표 67] 한진그룹 Vision 2023 호텔·레저부문 개선 방안 (단위: 억원)

호텔 부문(전체)	<ul style="list-style-type: none"> - 항공운송부문과의 연계 영업 강화 및 외항사 등 신규 유치로 고객기반 확대 - 투자자 유치 및 글로벌 호텔그룹 제휴 등을 통한 경쟁력 강화 - 운영 효율성 개선 및 비용 절감으로 수익성 제고
LA 월셔그랜드센터	<ul style="list-style-type: none"> - LA 랜드마크로서의 이점을 활용한 마케팅 - Convention Center 확장 공사 완료 - 오피스 임대 증가

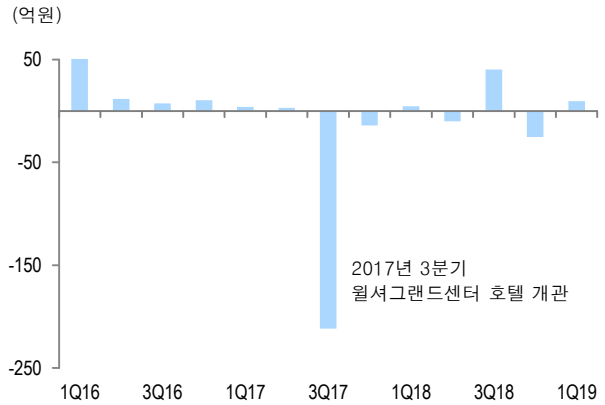
자료: 한진 Vision 2023, 유안타증권 리서치센터

[그림 61] LA Whilshire Grand 호텔 개관 후 영업적자 지속



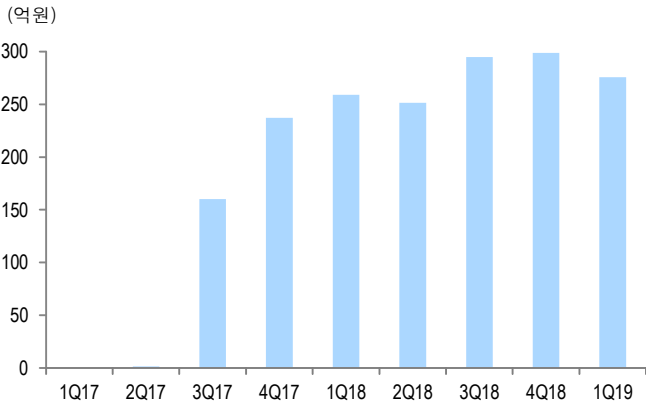
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 62] 대한항공 호텔부문 EBITDA 추이



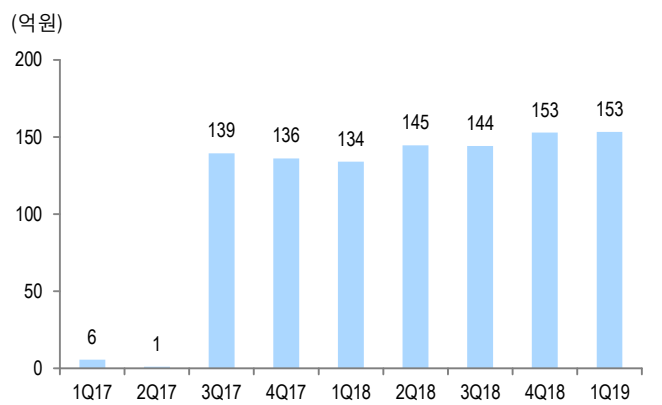
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 63] HIC(Hanjin Int'l Corp) 매출 추이



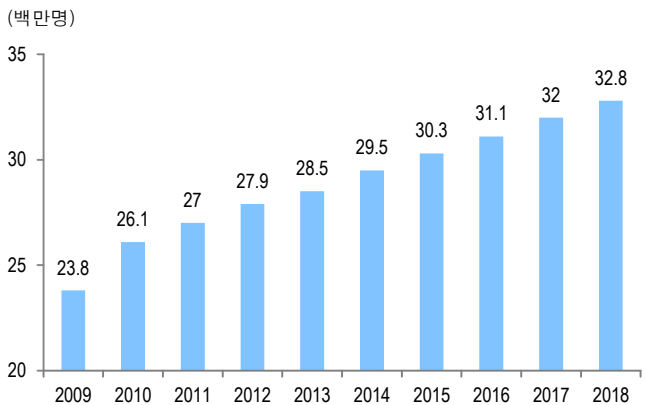
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 64] 대한항공 호텔부문 감가상각비 추이 2017년 3분기 이후 급증



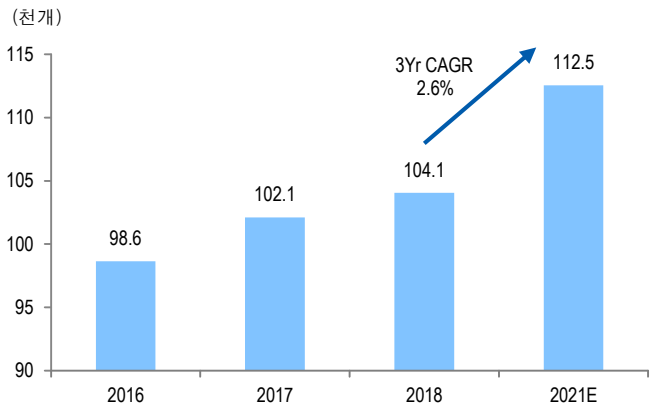
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

[그림 65] LA 지역 1박 이상 여행객 추이



자료: LA 관광청, 유안타증권 리서치센터

[그림 66] LA 지역 호텔 객실 수 추이



자료: LA 관광청, 언론보도, 유안타증권 리서치센터

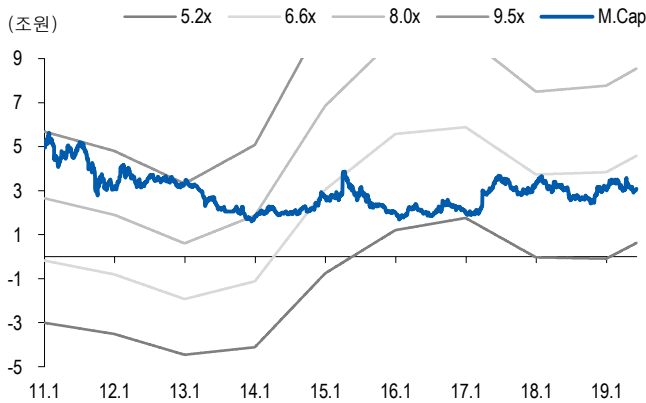
Valuation

[표 68] 대한항공 목표주가 산출

EBITDA (1)	28,334억원	
Target Multiple (2)	6.0배	3개년 과거 평균 6.0배 적용
영업가치 (3 = 1 x 2)	17조 317억원	
자산가치 (4)	3,600억원	송현동 부지 장부가치 반영
전사가치 (5 = 3+ 4)	17조 3,917 억원	
Net Debt (6)	13조 3,439억원	
자기자본가치 (7 = 5-6)	40,478억원	
주식수 (8)	95,955천주	
목표주가 (9 = 7/8)	42,184원	

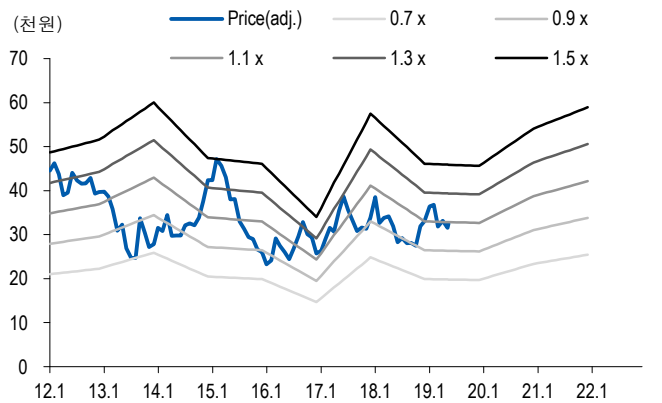
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 67] 대한항공 Fwd12M EV/EBITDA Band Chart



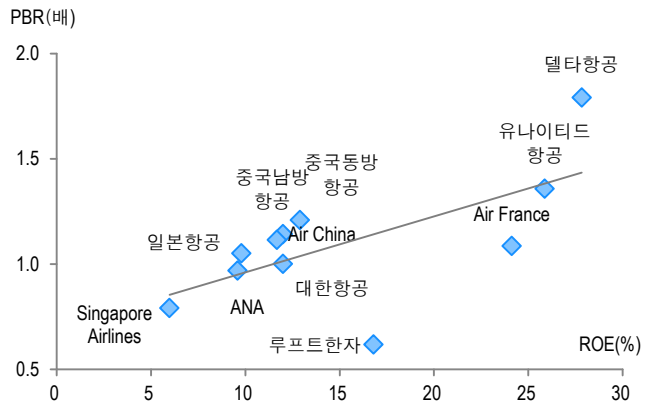
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 68] 대한항공 Fwd12M PBR Band Chart



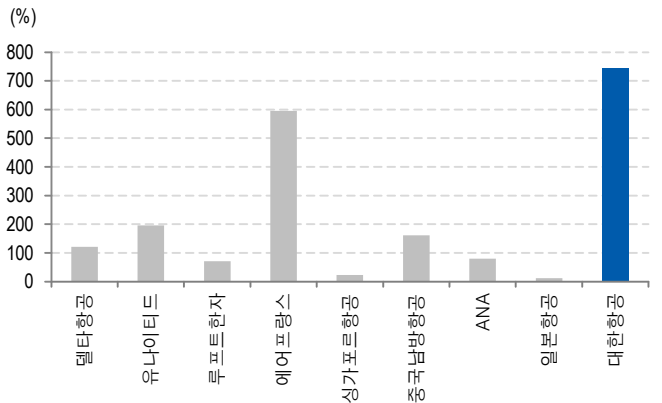
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 69] 항공산업 글로벌 피어 PBR vs. ROE



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 70] 항공산업 글로벌 피어 부채비율(2018Y)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 69] 글로벌 Peer Valuation Table

(단위: 십억 local currency, local currency)

통화 증가	19.6.7	대한항공	델타항공	유나이티드 항공	루프트 한자	Singapore Airlines	중국남방 항공 "	Air China	ANA	일본항공
시가총액		3,108	36,051	22,006	9,438	7,896	11,005	16,504	11,882	11,225
주가수익률	1M	1.1	-2.7	-1.8	-4.8	-4.4	-8.4	-5.7	0.1	-3.1
	3M	-6.3	11.1	1.1	-20.5	-6.4	-10.6	-6.0	-7.1	-10.9
	1Y	2.4	-2.2	-6.0	-7.2	-1.8	-3.3	5.1	-4.7	-9.6
PER (x)	2019F	75.0	8.2	7.5	4.3	14.8	14.3	11.8	11.1	9.3
	2020F	5.2	7.6	6.8	4.0	13.4	11.0	9.8	11.4	10.6
PBR (x)	2019F	0.9	2.4	1.8	0.7	0.8	1.2	1.2	1.2	1.1
	2020F	0.8	1.9	1.5	0.6	0.8	1.1	1.1	1.1	1.0
ROE (%)	2019F	1.4	30.5	27.5	18.0	5.2	10.1	10.6	11.1	12.3
	2020F	18.8	27.8	25.9	16.8	6.2	12.1	11.7	9.7	9.6
EV/EBITDA (x)	2019F	6.4	5.1	4.8	2.5	5.6	9.0	6.8	5.4	3.1
	2020F	5.8	4.8	4.3	2.3	6.3	7.6	5.5	5.4	3.2

주: 대한항공은 당사 추정치 기준

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대한항공 (003490) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	120,922	130,203	129,749	130,718	131,472
매출원가	99,912	110,035	107,392	106,859	106,392
매출총이익	21,011	20,167	22,357	23,859	25,080
판매비	11,613	13,764	14,737	14,727	14,734
영업이익	9,398	6,403	7,620	9,132	10,346
EBITDA	26,328	23,820	27,831	28,334	28,613
영업외손익	1,819	-8,490	-6,943	-1,416	-5,592
외환관련손익	9,955	-3,632	-2,518	3,174	-1,411
이자손익	-4,265	-5,050	-5,872	-5,340	-4,894
관계기업관련손익	113	5	3	0	0
기타	-3,984	187	1,445	750	712
법인세비용차감전순이익	11,217	-2,087	677	7,716	4,754
법인세비용	3,198	-230	272	1,867	1,150
계속사업순이익	8,019	-1,857	405	5,849	3,604
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,019	-1,857	405	5,849	3,604
지배지분순이익	7,915	-1,930	409	5,914	3,643
포괄순이익	11,057	-4,176	405	5,849	3,604
지배지분포괄이익	10,889	-4,196	409	5,914	3,643

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	35,823	38,724	40,336	33,400	34,565
현금및현금성자산	7,612	15,040	15,590	8,559	9,620
매출채권 및 기타채권	9,645	8,833	9,565	9,606	9,651
재고자산	6,827	10,301	10,106	10,159	10,218
비유동자산	210,664	217,073	224,654	215,583	207,447
유형자산	189,073	196,480	201,976	193,019	184,976
관계기업등 지분관련자산	58	68	68	68	68
기타투자자산	4,705	3,957	4,197	4,312	4,426
자산총계	246,487	255,797	264,990	248,983	242,012
유동부채	66,381	75,219	80,246	78,992	79,000
매입채무 및 기타채무	10,691	10,747	11,423	11,169	11,177
단기차입금	7,726	7,323	6,843	5,843	5,843
유동성장기부채	33,005	35,889	39,951	39,951	39,951
비유동부채	142,594	150,260	154,737	134,717	124,718
장기차입금	19,419	23,736	21,644	17,644	17,644
사채	11,030	15,190	18,252	12,252	12,252
부채총계	208,976	225,479	234,983	213,709	203,718
지배지분	36,294	29,087	28,790	34,121	37,182
자본금	4,798	4,798	4,798	4,798	4,798
자본잉여금	9,462	9,462	7,197	7,197	7,197
이익잉여금	5,767	818	2,552	7,768	10,714
비지배지분	1,217	1,231	1,218	1,153	1,113
자본총계	37,511	30,318	30,008	35,274	38,294
순차입금	135,806	140,177	147,030	133,061	121,999
총차입금	149,144	157,891	165,471	144,471	134,471

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	28,068	27,926	28,368	30,395	26,921
당기순이익	8,019	-1,857	405	5,849	3,604
감가상각비	16,478	17,123	19,941	18,957	18,043
외환손익	-10,100	3,419	2,518	-3,174	1,411
종속, 관계기업 관련손익	-113	-5	-3	0	0
자산부채의 증감	-411	1,411	4	-368	-95
기타현금흐름	14,195	7,835	5,501	9,133	3,958
투자활동 현금흐름	-20,412	-6,579	-8,443	-10,016	-10,016
투자자산	58	-5	-5	-5	-5
유형자산 증가 (CAPEX)	-18,765	-12,762	-9,091	-10,000	-10,000
유형자산 감소	818	780	780	780	780
기타현금흐름	-2,522	5,407	-128	-791	-791
재무활동 현금흐름	-10,362	-14,075	-19,522	-27,411	-15,843
단기차입금	-3,108	-1,247	-1,263	-1,000	0
사채 및 장기차입금	-17,925	-11,684	-4,498	-20,000	-10,000
자본	4,533	0	-2,265	0	0
현금배당	-336	-681	-697	-697	-697
기타현금흐름	6,475	-463	-10,799	-5,713	-5,145
연결범위변동 등 기타	-580	155	148	0	0
현금의 증감	-3,287	7,427	550	-7,031	1,062
기초 현금	10,899	7,612	15,040	15,590	8,559
기말 현금	7,612	15,040	15,590	8,559	9,620
NOPLAT	9,398	6,403	7,620	9,132	10,346
FCF	4,472	11,762	15,680	15,756	16,015

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

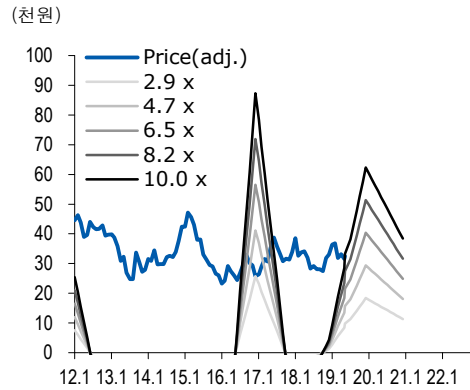
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

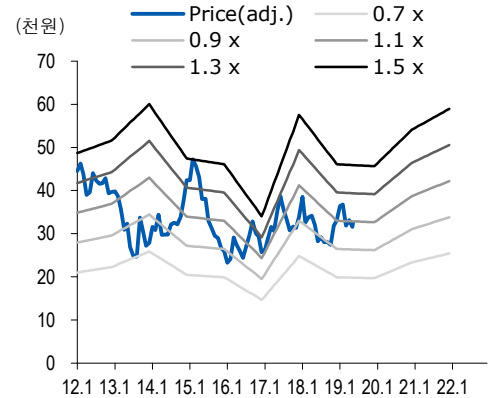
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	8,733	-2,039	428	6,232	3,838
BPS	37,824	30,313	30,004	35,559	38,749
EBITDAPS	28,708	24,824	29,004	29,529	29,819
SPS	131,853	135,691	135,218	136,228	137,013
DPS	250	250	250	250	250
PER	3.6	-15.4	75.0	5.2	8.4
PBR	0.8	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.3	7.2	6.4	5.8	5.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	3.1	7.7	-0.3	0.7	0.6
영업이익 증가율 (%)	-16.2	-31.9	19.0	19.8	13.3
지배순이익 증가율 (%)	흑전	적전	흑전	1,344.5	-38.4
매출총이익률 (%)	17.4	15.5	17.2	18.3	19.1
영업이익률 (%)	7.8	4.9	5.9	7.0	7.9
지배순이익률 (%)	6.5	-1.5	0.3	4.5	2.8
EBITDA 마진 (%)	21.8	18.3	21.4	21.7	21.8
ROIC	3.6	3.0	2.4	3.7	4.4
ROA	3.3	-0.8	0.2	2.3	1.5
ROE	29.4	-5.9	1.4	18.8	10.2
부채비율 (%)	557.1	743.7	783.1	605.9	532.0
순차입금/자기자본 (%)	374.2	481.9	510.7	390.0	328.1
영업이익/금융비용 (배)	2.1	1.2	1.2	1.6	2.0

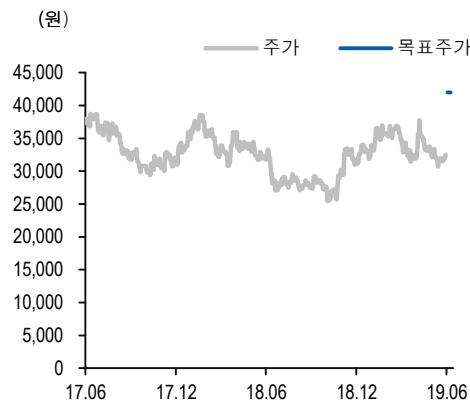
P/E band chart



P/B band chart



대한항공 (003490) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-06-11	BUY	42,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	87.8
Hold(중립)	11.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-06-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남근, 남정미)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.