

# 대한항공 (003490)

## 2분기 부진한 영업실적 예상

### 2분기 일회성 비용과 화물 부진으로 영업손실 기록 예상

2019년 2분기 대한항공의 매출액은 3.1조원(YoY -0.3%, QoQ -1.3%)을, 일회성 비용과 화물 부진으로 804억원의 영업손실을 기록할 전망이다.

1) 급유단가 하락(YoY -3.1%)에 따른 유류비 소폭 축소, 2) 건조한 장거리 여객 수요에 의한 국제선 수송(RPK)의 증가(YoY +3.8%), 3) 원화 기준 국제선 여객운임(Yield) 또한 전년동기대비 1.1% 상승할 것으로 예상됨에도 불구하고, 4) 부진한 화물 수요에 따른 화물 수송(FTK)의 큰 폭 감소(YoY -11.0%), 5) 인건비 관련 일회성 비용(900억: 안전장려금 및 조종사 임단협) 반영 및 6) 안전관리 강화로 전반적인 정비비 및 공항조업비 상승 등의 영향으로 영업손실이 예상된다.

### 3분기에도 여객 수요는 건조할 전망

3분기는 여름휴가의 성수기로 돌입하고 현재 예약률 또한 전년동기대비 2~3% 높은 수준이다. 동시에 6월부터 시행된 국제선 1등석 대거 축소(전체 노선의 70% 감축)로 원가축소 및 탑승률 상승의 긍정적인 영향이 기대된다. 뿐만 아니라 3분기말부터는 인천발 중국 도시 증편 및 신규 취항들이 예정되어 있고 화물의 경우에도 3분기말부터 성수기 효과로 수요 회복이 기대된다.

### 투자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 40,000원으로 하향

대한항공에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 올해 실적추정치 하향으로 목표주가는 기존 43,000원에서 40,000원으로 하향한다. 2분기 실적은 부진할 전망이지만 장거리 노선 수요는 여전히 건조하다는 것이 확인되었다. 다만 최근 델타항공의 한진칼 지분 인수에 따른 KCGI와의 지분 경쟁 이슈가 일단락되었다라는 일각의 우려로 주가는 지속적으로 하락했고 그 결과 현재 주가는 PBR 0.9배 수준에 불과하기 때문에 밸류에이션 상으로도 저평가 되었다고 판단된다. 최근 델타항공은 파트너 관계 강화를 위해 한진칼 지분을 인수한 것이 고 지배구조 관련 사전 합의가 없었음을 밝힌 바 있다.

### Earnings Preview

**BUY**

| TP(12M): 40,000원(하향) | CP(7월 10일): 28,400원

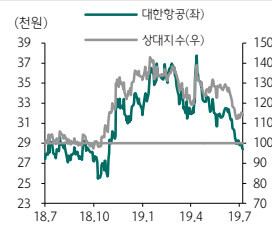
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,058.78
52주 최고/최저(원)	37,750/25,450
시가총액(십억원)	2,693.6
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	94,844.6
60일 평균 거래량(천주)	692.2
60일 평균 거래대금(십억원)	23.2
19년 배당금(예상, 원)	250
19년 배당수익률(예상, %)	0.88
외국인지분율(%)	25.26
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 9인	33.35
국민연금공단	10.55
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(12.6) (15.5) (0.5)
상대	(10.9) (15.3) 10.8

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	13,223.9	13,601.1
영업이익(십억원)	806.5	950.4
순이익(십억원)	80.6	376.2
EPS(원)	845	3,914
BPS(원)	30,994	34,903

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	12,092.2	13,020.3	13,085.4	13,471.3	13,923.9
영업이익	십억원	939.8	640.3	647.8	898.5	962.1
세전이익	십억원	1,121.7	(208.7)	0.0	573.5	624.7
순이익	십억원	791.5	(193.0)	(10.8)	440.7	480.0
EPS	원	8,631	(2,012)	(113)	4,593	5,002
증감률	%	흑전	적전	적지	흑전	8.9
PER	배	3.92	N/A	N/A	6.18	5.68
PBR	배	0.89	1.09	0.95	0.83	0.73
EV/EBITDA	배	6.43	7.26	6.78	5.96	5.58
ROE	%	29.37	(5.91)	(0.37)	14.34	13.73
BPS	원	37,824	30,313	29,854	34,196	38,697
DPS	원	250	250	250	250	250



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

RA 김도현  
02-3771-3674  
dohkim@hanafn.com

**2분기 일회성 비용과 화물 부진으로 영업손실 기록 예상**

**2Q19 804억원의 영업손실 예상**

2019년 2분기 대한항공의 매출액은 3.1조원(YoY -0.3%, QoQ -1.3%)을, 일회성 비용과 화물 부진으로 804억원의 영업손실을 기록할 전망이다.

1) 급유단가 하락(YoY -3.1%)에 따른 유류비 소폭 축소, 2) 건조한 장거리 여객 수요에 의한 국제선 수송(RPK)의 증가(YoY +3.8%), 3) 원화 기준 국제선 여객운임(Yield) 또한 전년동기대비 1.1% 상승할 것으로 예상됨에도 불구하고, 4) 부진한 화물 수요에 따른 화물 수송(FTK)의 큰 폭 감소(YoY -11.0%), 5) 인건비 관련 일회성 비용(900억: 안전장려금 및 조종사 임단협) 반영 및 6) 안전관리 강화로 정비비, 공항조업비 상승 등의 영향으로 영업손실이 예상된다.

표 1. 대한항공 실적 추이 및 전망

원/달러(평균)	(원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
<b>국제여객</b>												
RPK	백만 Km	18,758.0	19,330.0	20,407.0	19,164.0	19,155.9	20,064.5	20,896.8	19,451.5	77,659.0	79,568.7	80,143.3
L/F	%	79.3	80.7	82.1	79.3	80.4	82.2	82.1	77.8	80.4	80.6	81.0
<b>화물</b>												
RPK	백만 Km	2,009.0	2,023.0	2,079.0	2,182.0	1,821.0	1,800.5	1,952.2	2,053.3	8,293.0	7,626.9	7,645.1
L/F	%	76.6	75.9	76.7	76.9	70.0	71.5	75.0	76.8	76.5	73.3	73.3
<b>매출액</b>	<b>십억원</b>	<b>3,102.0</b>	<b>3,105.7</b>	<b>3,517.9</b>	<b>3,294.7</b>	<b>3,138.9</b>	<b>3,092.0</b>	<b>3,515.6</b>	<b>3,338.9</b>	<b>13,020.2</b>	<b>13,085.4</b>	<b>13,471.3</b>
국내여객	십억원	99.6	132.6	124.0	110.7	105.6	134.0	124.5	117.1	466.8	481.3	477.9
국제여객	십억원	1,753.1	1,714.9	1,986.4	1,814.4	1,800.1	1,760.5	2,070.4	1,793.6	7,268.7	7,424.7	7,714.8
항공화물	십억원	697.0	711.3	753.5	850.4	644.6	582.4	692.8	787.6	3,012.2	2,707.5	2,702.8
기타	십억원	552.4	547.0	654.0	519.2	588.6	615.0	627.8	640.5	2,272.5	2,472.0	2,575.9
<b>영업이익</b>	<b>십억원</b>	<b>166.3</b>	<b>66.7</b>	<b>401.8</b>	<b>5.4</b>	<b>140.6</b>	<b>(80.4)</b>	<b>379.9</b>	<b>207.6</b>	<b>640.3</b>	<b>647.8</b>	<b>898.5</b>
<b>순이익</b>	<b>십억원</b>	<b>(10.0)</b>	<b>(304.7)</b>	<b>257.3</b>	<b>(128.2)</b>	<b>(61.8)</b>	<b>(283.4)</b>	<b>229.1</b>	<b>105.4</b>	<b>(185.7)</b>	<b>(10.7)</b>	<b>435.9</b>
영업이익률	(%)	5.4	2.1	11.4	0.2	4.5	(2.6)	10.8	6.2	4.9	5.0	6.7
순이익률	(%)	(0.3)	(9.8)	7.3	(3.9)	(2.0)	(9.2)	6.5	3.2	(1.4)	(0.1)	3.2

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

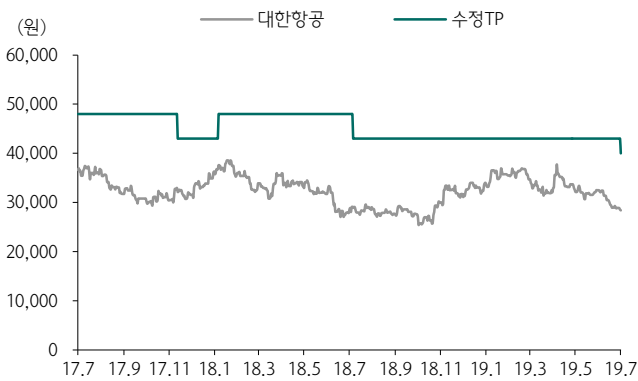
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
<b>매출액</b>	<b>12,092.2</b>	<b>13,020.3</b>	<b>13,085.4</b>	<b>13,471.3</b>	<b>13,923.9</b>	
매출원가	9,991.2	11,003.5	11,036.2	11,118.4	11,403.2	
매출총이익	2,101.0	2,016.8	2,049.2	2,352.9	2,520.7	
판매비	1,161.3	1,376.4	1,401.5	1,454.4	1,558.6	
<b>영업이익</b>	<b>939.8</b>	<b>640.3</b>	<b>647.8</b>	<b>898.5</b>	<b>962.1</b>	
금융손익	(457.8)	(454.7)	(539.9)	(369.2)	(340.9)	
종속/관계기업손익	11.3	0.5	1.0	1.0	1.0	
기타영업외손익	628.4	(394.8)	(108.8)	43.2	2.4	
<b>세전이익</b>	<b>1,121.7</b>	<b>(208.7)</b>	<b>0.0</b>	<b>573.5</b>	<b>624.7</b>	
법인세	319.8	(23.0)	10.7	137.6	149.9	
계속사업이익	801.9	(185.7)	(10.7)	435.9	474.7	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>당기순이익</b>	<b>801.9</b>	<b>(185.7)</b>	<b>(10.7)</b>	<b>435.9</b>	<b>474.7</b>	
비지배주주지분 손익	10.4	7.4	0.1	(4.8)	(5.3)	
<b>지배주주순이익</b>	<b>791.5</b>	<b>(193.0)</b>	<b>(10.8)</b>	<b>440.7</b>	<b>480.0</b>	
지배주주지분포괄이익	1,088.9	(419.6)	4.5	445.5	485.2	
NOPAT	671.8	569.6	(161,626.2)	682.9	731.2	
EBITDA	2,632.8	2,382.0	2,678.5	2,872.0	2,884.5	
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율	3.1	7.7	0.5	2.9	3.4	
NOPAT증가율	(22.8)	(15.2)	적전	흑전	7.1	
EBITDA증가율	(8.3)	(9.5)	12.4	7.2	0.4	
영업이익증가율	(16.1)	(31.9)	1.2	38.7	7.1	
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	8.9	
EPS증가율	흑전	적전	적지	흑전	8.9	
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률	17.4	15.5	15.7	17.5	18.1	
EBITDA이익률	21.8	18.3	20.5	21.3	20.7	
영업이익률	7.8	4.9	5.0	6.7	6.9	
계속사업이익률	6.6	(1.4)	(0.1)	3.2	3.4	
<b>투자지표</b>						
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
<b>주당지표(원)</b>						
EPS	8,631	(2,012)	(113)	4,593	5,002	
BPS	37,824	30,313	29,854	34,196	38,697	
CFPS	30,744	27,533	29,029	30,391	30,096	
EBITDAPS	28,708	24,824	27,914	29,931	30,060	
SPS	131,853	135,691	136,370	140,392	145,108	
DPS	250	250	250	250	250	
<b>주가지표(배)</b>						
PER	3.9	N/A	N/A	6.2	5.7	
PBR	0.9	1.1	1.0	0.8	0.7	
PCFR	1.1	1.2	1.0	0.9	0.9	
EV/EBITDA	6.4	7.3	6.8	6.0	5.6	
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	
<b>재무비율(%)</b>						
ROE	29.4	(5.9)	(0.4)	14.3	13.7	
ROA	3.3	(0.8)	(0.0)	1.6	1.8	
ROIC	3.6	3.0	(816.7)	3.4	3.7	
부채비율	557.1	743.7	802.7	691.9	603.6	
순부채비율	362.0	462.5	513.5	421.8	348.6	
이자보상배율(배)	2.1	1.2	1.0	2.0	2.2	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
<b>유동자산</b>	<b>3,582.3</b>	<b>3,872.4</b>	<b>3,914.0</b>	<b>4,298.9</b>	<b>4,687.2</b>	
금융자산	1,333.8	1,771.4	1,783.7	2,103.2	2,413.3	
현금성자산	761.2	1,504.0	1,512.7	1,823.8	2,123.9	
매출채권 등	964.5	883.3	895.2	922.9	955.9	
재고자산	682.7	1,030.1	1,043.9	1,076.2	1,114.8	
기타유동자산	601.3	187.6	191.2	196.6	203.2	
<b>비유동자산</b>	<b>21,066.4</b>	<b>21,707.3</b>	<b>23,016.2</b>	<b>22,550.0</b>	<b>22,136.3</b>	
투자자산	476.3	402.5	235.4	242.7	251.3	
금융자산	470.5	225.5	228.5	235.6	244.0	
유형자산	18,907.3	19,648.0	20,940.8	20,491.7	20,091.4	
무형자산	<b>363.5</b>	<b>300.8</b>	<b>273.9</b>	<b>249.5</b>	<b>227.5</b>	
기타비유동자산	<b>1,319.3</b>	<b>1,356.0</b>	<b>1,566.1</b>	<b>1,566.1</b>	<b>1,566.1</b>	
<b>자산총계</b>	<b>24,648.7</b>	<b>25,579.7</b>	<b>26,930.2</b>	<b>26,848.9</b>	<b>26,823.6</b>	
<b>유동부채</b>	<b>6,638.1</b>	<b>7,521.9</b>	<b>7,923.3</b>	<b>8,023.5</b>	<b>8,143.2</b>	
금융부채	4,143.1	4,326.5	4,684.7	4,684.9	4,685.1	
매입채무 등	1,069.1	1,074.7	1,089.1	1,122.8	1,163.0	
기타유동부채	1,425.9	2,120.7	2,149.5	2,215.8	2,295.1	
<b>비유동부채</b>	<b>14,259.4</b>	<b>15,026.0</b>	<b>16,023.5</b>	<b>15,435.1</b>	<b>14,868.2</b>	
금융부채	<b>10,771.4</b>	<b>11,467.9</b>	<b>12,417.7</b>	<b>11,717.7</b>	<b>11,017.7</b>	
기타비유동부채	3,488.0	3,558.1	3,605.8	3,717.4	3,850.5	
<b>부채총계</b>	<b>20,897.6</b>	<b>22,547.9</b>	<b>23,946.8</b>	<b>23,458.6</b>	<b>23,011.4</b>	
<b>지배주주지분</b>	<b>3,629.4</b>	<b>2,908.7</b>	<b>2,864.7</b>	<b>3,281.2</b>	<b>3,713.2</b>	
자본금	479.8	479.8	479.8	479.8	479.8	
자본잉여금	946.2	946.2	719.7	719.7	719.7	
자본조정	956.0	774.0	774.0	774.0	774.0	
기타포괄이익누계액	670.8	627.0	642.1	642.1	642.1	
이익잉여금	576.7	81.8	249.1	665.8	1,097.7	
<b>비지배주주지분</b>	<b>121.7</b>	<b>123.1</b>	<b>118.7</b>	<b>109.1</b>	<b>99.0</b>	
<b>자본총계</b>	<b>3,751.1</b>	<b>3,031.8</b>	<b>2,983.4</b>	<b>3,390.3</b>	<b>3,812.2</b>	
순금융부채	13,580.7	14,023.0	15,318.7	14,299.4	13,289.5	
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,806.8</b>	<b>2,792.6</b>	<b>2,781.0</b>	<b>3,004.6</b>	<b>3,002.2</b>	
당기순이익	801.9	(185.7)	(10.7)	435.9	474.7	
조정	2,046.0	2,837.2	2,837.7	2,422.6	2,353.0	
감가상각비	1,693.0	1,741.7	2,030.7	1,973.4	1,922.3	
외환거래손익	(1,010.0)	341.9	151.6	0.0	0.0	
지분법손익	14.7	(0.5)	(0.3)	0.0	0.0	
기타	1,348.3	754.1	655.7	449.2	430.7	
영업활동 변동	(41.1)	141.1	(46.0)	146.1	174.5	
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(2,041.2)</b>	<b>(657.9)</b>	<b>(1,399.7)</b>	<b>(1,520.5)</b>	<b>(1,523.5)</b>	
투자자산감소(증가)	155.6	74.3	167.4	(7.3)	(8.7)	
유형자산감소(증가)	(1,794.8)	(1,198.2)	(1,659.1)	(1,500.0)	(1,500.0)	
기타	(402.0)	466.0	92.0	(13.2)	(14.8)	
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(1,036.2)</b>	<b>(1,407.5)</b>	<b>(1,387.3)</b>	<b>(1,173.0)</b>	<b>(1,178.6)</b>	
금융부채증가(감소)	(1,410.2)	879.9	1,308.0	(699.8)	(699.8)	
자본증가(감소)	453.4	0.0	(226.5)	0.0	0.0	
기타재무활동	(45.8)	(2,219.3)	(2,444.8)	(449.2)	(430.7)	
배당지급	(33.6)	(68.1)	(24.0)	(24.0)	(48.1)	
<b>현금의 증감</b>	<b>(328.7)</b>	<b>742.7</b>	<b>8.7</b>	<b>311.1</b>	<b>300.1</b>	
Unlevered CFO	2,819.5	2,641.9	2,785.5	2,916.2	2,887.9	
Free Cash Flow	930.2	1,516.4	1,118.8	1,504.6	1,502.2	

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대한항공



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.7.11	BUY	40,000		
18.7.16	BUY	43,000	-26.90%	-12.21%
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		-
17.7.26	BUY	48,000	-32.27%	-22.40%
17.5.14	BUY	35,725	1.75%	8.47%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	90.9%	8.4%	0.6%	99.9%

\* 기준일: 2019년 7월 10일

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 7월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2019년 7월 11일 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.