

대한항공 (003490)

3분기 영업실적도 아쉬울 전망

3분기 화물 부진과 일회성 영향으로 컨센서스 하회 예상

2019년 3분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 3,500억 원(YoY -1.4%, QoQ +11.1%)과 2,604억 원(YoY -35.2%, QoQ 흑.전)을 기록할 전망이다.

견조한 장거리 여객 수요에도 불구하고, 상대적으로 비중은 낮지만 어쨌든 1) 일본노선이 부진하면서 국제선 수송(RPK) 증가세 둔화(YoY +1.3%)가 예상된다. 동시에 그 과정에서 2) 일본노선 대체를 위한 동남아항 증편으로 동남아노선 경쟁이 심화되면서 원화 기준 국제선 여객운임(Yield) 또한 전년 동기대비 3.5% 하락할 전망이다. 3) 게다가 부진한 화물 수요로 화물 수송(FTK)도 큰 폭으로 감소(YoY -12.1%)가 예상되는 가운데 4) 인건비 관련 일회성 비용(300억: 임단협)까지 부정적으로 작용하며 영업이익의 경우 시장컨센서스인 3,133억원을 크게 하회할 것으로 예상된다.

4분기, 일본의 동남아 대체 작업 지속 예정

한일 관계 악화로 4분기 일본노선은 더욱 부진할 전망이다. 일본 노선 아웃바운드 여객은 크게 감소할 전망이다. 인바운드는 상대적으로 영향이 적어 전체 일본노선 승객은 30% 감소할 것으로 예상된다. 이에 대한항공은 4분기 일본노선 규모를 20% 가까이 축소하는 대신 동남아 노선을 10% 가까이 확대할 계획이다. 10월 예약률도 일본노선 부진에도 불구하고, 동남아항 확대에 전년 수준을 기록 중이다. 화물의 경우 미중 무역 분쟁에 따른 물동량 둔화가 우려되지만 연말 성수기 효과가 기대된다.

투자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 34,000원으로 하향

대한항공에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 실적추정치 하향으로 목표주가는 기존 40,000원에서 34,000원으로 하향한다. 하반기 실적은 다소 부진할 것으로 예상되나 지속적인 주가 하락으로 이미 반영되었다. 현재 주가는 PBR 0.8배로 밴드 최하단 수준임과 동시에 글로벌 항공사 평균인 1.4배와 비교시에도 크게 저평가 되었다고 판단된다.

Update

BUY

| TP(12M): 34,000원(하향) | CP(9월 5일): 22,500원

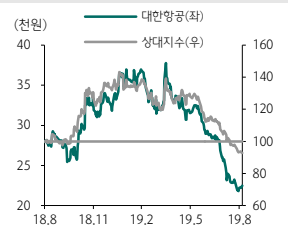
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,004.75
52주 최고/최저(원)	37,750/21,800
시가총액(십억원)	2,134.0
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	94,844.6
60일 평균 거래량(천주)	491.5
60일 평균 거래대금(십억원)	13.0
19년 배당금(예상, 원)	250
19년 배당수익률(예상, %)	1.11
외국인지분율(%)	22.60
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 14 인	33.36
국민연금공단	9.99
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(8.9) (37.1) (18.8)
상대	(11.5) (31.6) (7.1)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	13,036.5	13,427.2
영업이익(십억원)	516.4	693.8
순이익(십억원)	(323.7)	180.7
EPS(원)	(3,406)	1,888
BPS(원)	27,675	29,831

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	12,092.2	13,020.3	13,022.8	13,715.6	14,158.8
영업이익	십억원	939.8	640.3	404.5	579.6	752.2
세전이익	십억원	1,121.7	(208.7)	(757.2)	204.3	402.8
순이익	십억원	791.5	(193.0)	(606.8)	156.0	307.4
EPS	원	8,631	(2,012)	(6,324)	1,625	3,204
증감률	%	흑전	적전	적지	흑전	97.2
PER	배	3.92	N/A	N/A	13.84	7.02
PBR	배	0.89	1.09	0.87	0.83	0.75
EV/EBITDA	배	6.43	7.26	7.35	6.78	6.19
ROE	%	29.37	(5.91)	(22.54)	6.14	11.23
BPS	원	37,824	30,313	25,796	27,171	29,873
DPS	원	250	250	250	250	250



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

RA 김도현
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com

3분기 화물 부진과 일회성 영향으로 컨센서스 하회 예상

3Q19 영업이익 2,604억원(YoY -1.4%, QoQ +11.1%)로 시장컨센서스 하회 예상

2019년 3분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 3,5조원(YoY -1.4%, QoQ +11.1%)과 2,604억원(YoY -35.2%, QoQ 흑. 전)을 기록할 전망이다.

견조한 장거리 여객 수요에도 불구하고, 상대적으로 비중은 낮지만 어쨌든 1) 일본노선이 부진하면서 국제선 수송(RPK) 증가세 둔화(YoY +1.3%)가 예상된다. 동시에 그 과정에서 2) 일본노선 대체를 위한 동남아항 증편으로 동남아노선 경쟁이 심화되면서 원화 기준 국제선 여객운임(Yield) 또한 전년동기대비 3.5% 하락할 전망이다. 3) 게다가 부진한 화물 수요로 화물 수송(FTK)도 큰 폭으로 감소(YoY -12.1%)가 예상되는 가운데 4) 인건비 관련 일회성 비용(300억: 임단협)까지 부정적으로 작용하며 영업이익의 경우 시장컨센서스인 3,133억원을 크게 하회할 것으로 예상된다.

표 1. 대한항공 실적 추이 및 전망

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
원/달러(평균)	(원)	1,073	1,080	1,121	1,127	1,124	1,167	1,199	1,185	1,100	1,169	1,185
국제여객												
RPK	백만 Km	18,758	19,330	20,407	19,164	19,116	20,149	20,672	19,451	77,659	79,389	79,962
L/F	%	79.3	80.7	82.1	79.3	80.3	82.5	82.3	79.7	80.4	81.2	81.6
화물												
RPK	백만 Km	2,009	2,023	2,079	2,182	1,821	1,781	1,830	1,977	8,293	7,408	7,427
L/F	%	76.6	75.9	76.7	76.9	70.0	70.2	70.3	73.9	76.5	71.1	71.1
매출액	십억원	3,102.0	3,105.7	3,517.9	3,294.7	3,138.9	3,121.0	3,467.8	3,295.1	13,020.2	13,022.8	13,715.6
국내여객	십억원	99.6	132.6	124.0	110.7	105.6	132.9	123.3	114.8	466.8	476.6	481.3
국제여객	십억원	1,753.1	1,714.9	1,986.4	1,814.4	1,800.1	1,812.6	2,059.4	1,792.4	7,268.7	7,464.5	7,942.5
항공화물	십억원	697.0	711.3	753.5	850.4	644.6	630.0	694.3	808.3	3,012.2	2,777.3	2,841.9
기타	십억원	552.4	547.0	654.0	519.2	588.6	545.5	590.8	579.6	2,272.5	2,304.5	2,449.9
영업이익	십억원	166.3	66.7	401.8	5.4	140.6	(98.6)	260.4	102.2	640.3	404.5	579.6
순이익	십억원	(10.0)	(304.7)	257.3	(128.2)	(61.8)	(396.3)	(233.3)	87.7	(185.7)	(603.8)	155.3
영업이익률	(%)	5.4	2.1	11.4	0.2	4.5	(3.2)	7.5	3.1	4.9	3.1	4.2
순이익률	(%)	(0.3)	(9.8)	7.3	(3.9)	(2.0)	(12.7)	(6.7)	2.7	(1.4)	(4.6)	1.1

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

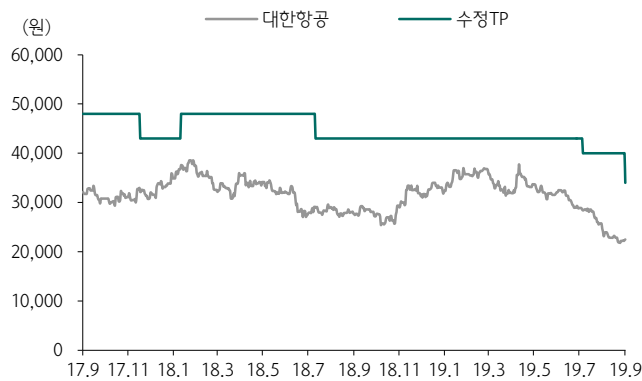
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
매출액	12,092.2	13,020.3	13,022.8	13,715.6	14,158.8	
매출원가	9,991.2	11,003.5	11,175.2	11,637.0	11,797.3	
매출총이익	2,101.0	2,016.8	1,847.6	2,078.6	2,361.5	
판매비	1,161.3	1,376.4	1,443.2	1,498.9	1,609.4	
영업이익	939.8	640.3	404.5	579.6	752.2	
금융손익	(457.8)	(454.7)	(535.3)	(377.2)	(351.6)	
종속/관계기업손익	11.3	0.5	0.2	(0.0)	(0.0)	
기타영업외손익	628.4	(394.8)	(626.6)	2.0	2.2	
세전이익	1,121.7	(208.7)	(757.2)	204.3	402.8	
법인세	319.8	(23.0)	(153.4)	49.0	96.7	
계속사업이익	801.9	(185.7)	(603.8)	155.3	306.1	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	801.9	(185.7)	(603.8)	155.3	306.1	
비지배주주지분 순이익	10.4	7.4	3.0	(0.7)	(1.3)	
지배주주순이익	791.5	(193.0)	(606.8)	156.0	307.4	
지배주주지분포괄이익	1,088.9	(419.6)	(584.1)	156.1	307.7	
NOPAT	671.8	569.6	322.6	440.5	571.6	
EBITDA	2,632.8	2,382.0	2,450.7	2,517.3	2,627.2	
성장성(%)						
매출액증가율	3.1	7.7	0.0	5.3	3.2	
NOPAT증가율	(22.8)	(15.2)	(43.4)	36.5	29.8	
EBITDA증가율	(8.3)	(9.5)	2.9	2.7	4.4	
영업이익증가율	(16.1)	(31.9)	(36.8)	43.3	29.8	
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	97.1	
EPS증가율	흑전	적전	적지	흑전	97.2	
수익성(%)						
매출총이익률	17.4	15.5	14.2	15.2	16.7	
EBITDA이익률	21.8	18.3	18.8	18.4	18.6	
영업이익률	7.8	4.9	3.1	4.2	5.3	
계속사업이익률	6.6	(1.4)	(4.6)	1.1	2.2	
투자지표						
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
주당지표(원)						
EPS	8,631	(2,012)	(6,324)	1,625	3,204	
BPS	37,824	30,313	25,796	27,171	29,873	
CFPS	30,744	27,533	24,633	26,254	27,402	
EBITDAPS	28,708	24,824	25,540	26,234	27,380	
SPS	131,853	135,691	135,718	142,937	147,556	
DPS	250	250	250	250	250	
주가지표(배)						
PER	3.9	N/A	N/A	13.8	7.0	
PBR	0.9	1.1	0.9	0.8	0.8	
PCFR	1.1	1.2	0.9	0.9	0.8	
EV/EBITDA	6.4	7.3	7.4	6.8	6.2	
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	
재무비율(%)						
ROE	29.4	(5.9)	(22.5)	6.1	11.2	
ROA	3.3	(0.8)	(2.3)	0.6	1.2	
ROIC	3.6	3.0	1.6	2.2	3.0	
부채비율	557.1	743.7	914.9	857.3	769.5	
순부채비율	362.0	462.5	606.0	542.9	470.0	
이자보상배율(배)	2.1	1.2	0.6	1.3	1.8	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
유동자산	3,582.3	3,872.4	3,362.3	3,705.4	3,878.6	
금융자산	1,333.8	1,771.4	1,270.9	1,524.7	1,619.5	
현금성자산	761.2	1,504.0	1,003.4	1,245.7	1,330.5	
매출채권 등	964.5	883.3	883.5	921.2	954.4	
재고자산	682.7	1,030.1	1,030.3	1,074.3	1,113.0	
기타유동자산	601.3	187.6	177.6	185.2	191.7	
비유동자산	21,066.4	21,707.3	23,008.7	22,381.0	22,014.6	
투자자산	476.3	402.5	408.8	418.8	427.5	
금융자산	470.5	225.5	225.5	235.2	243.6	
유형자산	18,907.3	19,648.0	20,731.0	20,118.5	19,766.1	
무형자산	363.5	300.8	278.5	253.3	230.6	
기타비유동자산	1,319.3	1,356.0	1,590.4	1,590.4	1,590.4	
자산총계	24,648.7	25,579.7	26,371.0	26,086.3	25,893.2	
유동부채	6,638.1	7,521.9	7,605.5	7,742.2	7,862.3	
금융부채	4,143.1	4,326.5	4,407.8	4,408.1	4,408.3	
매입채무 등	1,069.1	1,074.7	1,074.8	1,120.8	1,161.2	
기타유동부채	1,425.9	2,120.7	2,122.9	2,213.3	2,292.8	
비유동부채	14,259.4	15,026.0	16,167.1	15,619.2	15,052.8	
금융부채	10,771.4	11,467.9	12,608.5	11,908.5	11,208.5	
기타비유동부채	3,488.0	3,558.1	3,558.6	3,710.7	3,844.3	
부채총계	20,897.6	22,547.9	23,772.5	23,361.5	22,915.2	
지배주주지분	3,629.4	2,908.7	2,475.3	2,607.2	2,866.5	
자본금	479.8	479.8	479.8	479.8	479.8	
자본잉여금	946.2	946.2	792.5	792.5	792.5	
자본조정	956.0	774.0	900.2	900.2	900.2	
기타포괄이익누계액	670.8	627.0	644.6	644.6	644.6	
이익잉여금	576.7	81.8	(341.8)	(209.9)	49.4	
비지배주주지분	121.7	123.1	123.1	117.6	111.5	
자본총계	3,751.1	3,031.8	2,598.4	2,724.8	2,978.0	
순금융부채	13,580.7	14,023.0	15,745.4	14,791.9	13,997.3	
현금흐름표						
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
영업활동 현금흐름	2,806.8	2,792.6	2,263.6	2,739.2	2,784.7	
당기순이익	801.9	(185.7)	(603.8)	155.3	306.1	
조정	2,046.0	2,837.2	3,060.7	2,384.5	2,303.5	
감가상각비	1,693.0	1,741.7	2,046.2	1,937.6	1,875.1	
외환거래손익	(1,010.0)	341.9	400.8	0.0	0.0	
지분법손익	14.7	(0.5)	(0.2)	0.0	0.0	
기타	1,348.3	754.1	613.9	446.9	428.4	
영업활동 변동	(41.1)	141.1	(193.3)	199.4	175.1	
투자활동 현금흐름	(2,041.2)	(657.9)	(1,276.2)	(1,326.2)	(1,523.6)	
투자자산감소(증가)	155.6	74.3	(6.1)	(9.9)	(8.7)	
유형자산감소(증가)	(1,794.8)	(1,198.2)	(1,422.3)	(1,300.0)	(1,500.0)	
기타	(402.0)	466.0	152.2	(16.3)	(14.9)	
재무활동 현금흐름	(1,036.2)	(1,407.5)	(1,251.8)	(1,170.8)	(1,176.3)	
금융부채증가(감소)	(1,410.2)	879.9	1,221.9	(699.8)	(699.8)	
자본증가(감소)	453.4	0.0	(153.7)	0.0	0.0	
기타재무활동	(45.8)	(2,219.3)	(2,296.0)	(447.0)	(428.4)	
배당지급	(33.6)	(68.1)	(24.0)	(24.0)	(48.1)	
현금의 증감	(328.7)	742.7	(500.5)	242.3	84.8	
Unlevered CFO	2,819.5	2,641.9	2,363.7	2,519.2	2,629.4	
Free Cash Flow	930.2	1,516.4	838.2	1,439.2	1,284.7	

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대한항공



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.9.6	BUY	34,000		
19.7.11	BUY	40,000	-37.75%	-28.13%
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		-
17.8.23	BUY	48,000	-34.35%	-30.31%

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	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 9월 5일

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 9월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2019년 9월 6일 현재 해당 회사의 유가증권권을 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.