

대한항공

BUY(유지)

003490 기업분석 | 운송

목표주가(하향)	31,000원	현재주가(01/28)	23,700원	Up/Downside	+30.8%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 01. 29

기대를 낮추자

Comment

4Q19, P Q 동반 부진: 대한항공의 4Q19 실적은 매출액 3조 1,322억원(-5%YoY -5%QoQ), 영업적자 336억원(적자전환)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 4Q19에도 화물은 운송량 및 일드 모두 감소해 매출이 전년 동기 대비 약 16% 감소할 것으로 예상된다. 국제 여객의 경우 미주 및 동남아 노선의 수송량은 양호했지만 일본 및 유럽 지역의 감소로 전체 수송량은 전분기 대비 6% 이상 감소한 것으로 전망한다. 특히 유럽 노선의 경우 환승객의 감소로 일드 역시 하락한 것으로 파악된다. 이로 인해 국제 여객 일드는 전분기 대비 2% 감소한 것으로 추정된다. 여객 부분의 일드 하락과 화물 부분의 부진이 지속됨에 따라 4Q19에도 동사는 부진한 수익성을 이어갈 전망이다.

기대를 낮추자: 화물 부분의 부진이 1Q19부터 지속됐던 점을 고려하면 1Q20부터는 낮은 기저효과가 예상된다. 최근 주요 IT 기업 등 고객사의 업황이 점진적인 개선을 보이고 있는 점을 감안하면 적어도 화물 부분의 수익성은 19년 대비 개선이 예상된다. 여객 부분의 경우 일본 노선의 부진이 지속되고 있는 가운데 우한 폐렴으로 인해 중국 및 동남아 등 주요 근거리 노선의 부진이 예상되고 있어 20년 상반기까지 부진할 것으로 전망한다. 이에 따라 동사의 2020년 영업이익은 4,171억원으로 컨센서스(5,070억원)를 하회할 전망이다. 20년 영업이익 추정치를 기존 대비 35% 하향한다.

Action

바닥 잡기: 20년 실적추정치 하향으로 목표주가 역시 31,000원으로 하향한다. 주가 반등을 위해서는 화물 및 여객 부분의 수송량 반등이 시급하지만 반등 시점을 판단하기 어려운 상황이 지속되고 있다. 다만 중국 및 동남아 노선의 부진에 대한 우려는 주가에 대부분 반영되었다고 판단 되어 투자의견을 BUY로 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	21,800/37,750원
매출액	12,092	13,020	12,775	13,175	13,765	KOSDAQ /KOSPI	665/2,177pt
(증가율)	3.1	7.7	-1.9	3.1	4.5	시가총액	22,478억원
영업이익	940	640	105	417	677	60일-평균거래량	507,095
(증가율)	-16.2	-31.9	-83.6	298.0	62.4	외국인지분율	17.7%
지배주주순이익	792	-193	-734	134	141	60일-외국인지분율변동주이	-2.2%p
EPS	8,733	-2,039	-7,739	1,410	1,480	주요주주	한진칼 외 17 인 33.4%
PER (H/L)	4.5/2.8	NA/NA	NA	18.0	17.2	(천원)	
PBR (H/L)	1.0/0.6	1.3/0.8	1.3	1.1	1.0	— 대한항공(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	6.6/5.9	7.5/7.0	7.9	6.5	5.7	— KOSPI지수대비(우)	(pt)
영업이익률	7.8	4.9	0.8	3.2	4.9		
ROE	29.4	-5.9	-29.0	6.1	6.1		
						주가상승률	1M 3M 12M
						절대기준	-16.3 -5.6 -32.6
						상대기준	-15.2 -9.2 -32.6

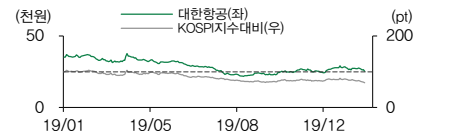


도표 1. 대한항공 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	19년			20년		
	수정 후	수정 전	% 차이	수정 후	수정 전	% 차이
매출액	12,775	12,726	0.4	13,175	13,635	-3.4
항공운송	11,705	11,642	0.5	12,081	12,489	-3.3
국제여객	7,428	7,785	-4.6	7,615	8,419	-9.5
국내여객	473	469	1.0	492	485	1.5
화물	2,633	2,224	18.4	2,765	2,336	18.4
항공우주	722	670	7.8	744	690	7.8
기타	172	252	-31.5	302	280	7.6
매출원가	11,296	10,807	4.5	11,371	11,579	-1.8
매출총이익	1,479	1,919	-22.9	1,803	2,056	-12.3
판매 및 관리비	1,374	1,314	4.5	1,386	1,412	-1.8
영업이익	105	605	-82.7	417	644	-35.2
영업이익률	0.8	4.8	-3.9	3.2	4.7	-1.6
지배주주순이익	-734	37	N/A	134	22	506.8
지배주주순이익률	-5.7	0.3	-6.0	1.0	0.2	0.9

자료: DB금융투자

도표 2. 대한항공 목표주가 산정

20년 FWD BPS(원)	23,563	
Target PBR(배)	1.3	글로벌 Peer 그룹 평균
Target Price(원)	31,000	
Implied PER(배)	22.0	20년 FWD EPS 1,410원 기준
상승여력(%)	30.8	1/28일 종가 기준

자료: DB금융투자

도표 3. 대한항공 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	3,102	3,106	3,518	3,295	3,139	3,121	3,383	3,132	13,020	12,775	13,175
항공운송	2,869	2,882	3,268	3,032	2,974	2,974	2,898	2,859	12,051	11,705	12,081
국제여객	1,753	1,715	2,002	1,799	1,800	1,813	1,982	1,834	7,269	7,428	7,615
국내여객	100	133	125	111	106	133	132	102	469	473	492
화물	697	711	754	850	645	630	640	718	3,012	2,633	2,765
항공우주	159	144	169	179	179	157	211	175	729	722	744
기타	40	44	38	41	39	46	37	50	163	172	302
매출원가	2,595	2,705	2,771	2,933	2,645	2,825	2,908	2,919	11,004	11,296	11,371
매출총이익	507	401	747	362	494	296	475	213	2,017	1,479	1,803
판매 및 관리비	340	334	345	357	353	395	379	247	1,376	1,374	1,386
영업이익	166	67	402	6	141	-99	96	-34	640	105	417
영업이익률	5.4	2.1	11.4	0.2	4.5	-3.2	2.9	-1.1	4.9	0.8	3.2
지배주주순이익	-10	-304	252	-131	-63	-398	-254	4	-193	-734	134
지배주주순이익률	-0.3	-9.8	7.2	-4.0	-2.0	-12.8	-7.5	0.1	-1.5	-5.7	1.0

자료: DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
유동자산	3,582	3,872	4,002	4,896	5,648
현금및현금성자산	761	1,504	2,025	2,697	3,370
매출채권및기타채권	964	883	804	800	797
재고자산	683	1,030	674	738	794
비유동자산	21,066	21,707	20,832	20,081	19,456
유형자산	18,907	19,648	18,972	18,247	17,646
무형자산	363	301	271	245	221
투자자산	476	402	232	232	232
자산총계	24,649	25,580	24,834	24,977	25,104
유동부채	6,638	7,522	7,505	7,537	7,547
매입채무및기타채무	1,069	1,075	1,058	1,090	1,099
단기차입금및단기차채	843	732	732	732	732
유동성장기부채	3,300	3,589	3,589	3,589	3,589
비유동부채	14,259	15,026	15,026	15,026	15,026
사채및장기차입금	3,045	3,893	3,893	3,893	3,893
부채총계	20,898	22,548	22,531	22,563	22,573
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	946	946	946	946
이익잉여금	577	82	-676	-566	-449
비지배주주지분	122	123	151	153	154
자본총계	3,751	3,032	2,302	2,414	2,532

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	2,807	2,793	2,230	2,538	2,445
당기순이익	802	-186	-706	135	142
현금유출이없는비용및수익	2,018	2,828	2,291	2,424	2,340
유형및무형자산상각비	1,693	1,742	1,968	1,903	1,839
영업관련자산부채변동	-41	141	461	12	-2
매출채권및기타채권의감소	-19	-112	79	4	3
재고자산의감소	-116	-191	356	-64	-56
매입채무및기타채무의증가	5	60	-16	32	9
투자활동현금흐름	-2,041	-658	-1,123	-1,280	-1,185
CAPEX	-1,877	-1,276	-1,262	-1,152	-1,215
투자자산의순증	156	74	170	0	0
재무활동현금흐름	-1,036	-1,408	-586	-586	-586
사채및차입금의 증가	-1,410	880	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	453	0	0	0	0
배당금지급	-34	-68	-24	-24	-24
기타현금흐름	-58	16	0	0	0
현금의증가	-329	743	521	672	673
기초현금	1,090	761	1,504	2,025	2,697
기말현금	761	1,504	2,025	2,697	3,370

자료: 대한항공, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
매출액	12,092	13,020	12,775	13,175	13,765
매출원가	9,991	11,004	11,296	11,371	11,672
매출총이익	2,101	2,017	1,479	1,803	2,094
판매비	1,161	1,376	1,374	1,386	1,416
영업이익	940	640	105	417	677
EBITDA	2,633	2,382	2,073	2,320	2,517
영업외손익	181	-849	-993	-247	-500
금융손익	-458	-455	-383	-263	-379
투자손익	11	1	3	3	3
기타영업외손익	628	-395	-613	13	-124
세전이익	1,122	-209	-889	169	178
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	802	-186	-706	135	142
지배주주지분순이익	792	-193	-734	134	141
비지배주주지분순이익	10	7	28	1	1
총포괄이익	1,106	-418	-706	135	142
증감률(%YoY)					
매출액	3.1	7.7	-1.9	3.1	4.5
영업이익	-16.2	-31.9	-83.6	298.0	62.4
EPS	흑전	적전	적지	흑전	5.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산실역원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)	8,733	-2,039	-7,739	1,410	1,480
BPS	37,824	30,313	22,417	23,563	24,779
DPS	250	250	250	250	250
Multiple(배)					
P/E	3.9	NA	NA	18.0	17.2
P/B	0.9	1.1	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.4	7.3	7.9	6.5	5.7
수익성(%)					
영업이익률	7.8	4.9	0.8	3.2	4.9
EBITDA마진	21.8	18.3	16.2	17.6	18.3
순이익률	6.6	-1.4	-5.5	1.0	1.0
ROE	29.4	-5.9	-29.0	6.1	6.1
ROA	3.3	-0.7	-2.8	0.5	0.6
ROIC	3.6	3.0	0.5	1.9	3.2
안정성및기타					
부채비율(%)	557.1	743.7	978.7	934.9	891.6
이자보상배율(배)	2.1	1.2	0.2	0.7	1.2
배당성향(배)	3.0	-12.8	-3.4	17.5	16.7

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

대한항공 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/09/03	Buy	40,000	-20.5	-5.6					
19/07/24	Buy	34,000	-26.3	-14.4					
20/01/29	Buy	31,000	-	-					