



BUY(Maintain)

목표주가: 33,000원

주가(1/18): 24,900원

시가총액: 1조8,137억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/18)		1,878.45p
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	53,100원	25,000원
등락률	-52.92%	0.00%
수익률	절대	상대
1M	-8.1%	-5.4%
6M	-36.6%	-30.1%
1Y	-41.7%	-40.6%

Company Data

발행주식수	73,951천주
일평균 거래량(3M)	318천주
외국인 지분율	14.85%
배당수익률(15E)	0.00%
BPS(15E)	19,854원
주요 주주	한진칼 외10인 35.67%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	119,097	115,549	122,385	125,854
보고영업이익	3,950	6,193	7,290	7,813
핵심영업이익	3,950	6,193	7,290	7,813
EBITDA	19,881	22,089	23,156	23,651
세전이익	-2,837	-8,086	976	1,425
순이익	-4,578	-8,053	803	1,173
지배주주지분순이익	-4,803	-8,052	807	1,179
EPS(원)	-7,263	-13,470	1,344	1,962
증감률(%YoY)	적자전환	적자지속	흑자전환	46.0
PER(배)	-6.2	-3.3	33.5	23.0
PBR(배)	1.3	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	8.3	7.7	7.2	6.9
보고영업이익률(%)	3.3	5.4	6.0	6.2
핵심영업이익률(%)	3.3	5.4	6.0	6.2
ROE(%)	-18.5	-47.5	6.5	8.8
순부채비율(%)	629.4	1,202.4	1,098.8	975.5

Price Trend



대한항공 (003490)

개선되는 국제 여객 사업과 불확실한 재무상황



대한항공은 화물 부문과 유럽 국제 여객 부문의 부진에도 불구하고 4Q 1,425억원의 영업이익이 기대됩니다. 국제 유가는 유류할증료 하단에서 추가 하락하고 있기 때문에 운임과 무관하게 이익으로 연결되어 1Q 실적 개선도 기대할 수 있는 상황입니다. 반면 재무적으로는 보유중인 달러 부채에 대한 외화환산손실 및 자회사에 대한 불확실성이 커지고 있어 주가에 부담으로 작용하고 있습니다.

>>> 4Q 영업이익 1,425억원, 화물 부진, 국제 여객 양호

지난 4Q 대한항공은 IFRS 연결 기준 매출액 2조9,251억원(YoY 기준 -0.9%), 영업이익 1,425억원(-6.8%)을 기록했을 전망이다. 계절적 성수기였던 국제 화물은 미주 노선 부진으로 기대에 미치지 못했고 국제 여객은 테러 영향으로 유럽 노선 여객이 일부 영향을 받음. 단거리 노선은 일본과 동남아 지역 강세가 계속되면서 호전됐을 것으로 전망함. 영업이익으로는 원화 가치가 4Q 기말 환율 기준으로 3Q말 대비 소폭 상승함에 따라 외화환산이익이 일부 발생했을 것으로 추정됨.

>>> 국제 유가 하락, 수익 기여 본격화 전망

WTI 기준 국제유가는 마침내 배럴 당 30달러를 하회하기 시작했고, 싱가포르 제트유도 지난 주 39.5달러까지 하락하는 약세가 이어지고 있음. 유가가 이미 유류할증료 1단계 수준을 하회하고 있어서 더 이상 Yield 하락 요인으로도 반영되지 않고 영업이익으로 직결되고 있어 16년 영업이익 개선 기대감이 높음. 또한 9대의 신형 여객기를 도입하지만 매각과 반납 등을 동시에 진행해 순증은 없다는 점에서 Yield와 L/F 유지가 용이하다는 점도 수익성 개선 요인으로 작용할 전망이다.

>>> 원화 약세와 보유 자회사로 인한 불확실성은 확대

유류비 절감과 국제 여객 부문 기저 효과를 통해 추가 개선이 무난할 전망이다. 영업 부문과 달리 영업외 부문과 보유 자회사 관련 불확실성은 더욱 커지며 주가에 부담 요인으로 작용하고 있음. 대한항공은 달러 부채 비중이 높고 계속되는 항공기 도입 과정에서 달러 부채가 증가될 가능성이 있어 원화 약세가 빠르게 진행된다면 외화환산손실이 증가하며 부채비율이 다시 높아질 가능성이 있기 때문임. 또한 지분 33%를 보유하고 있는 한진해운은 부진한 업황으로 재무적 불확실성이 커지고 있음. 연결 대상 기업이 아니고 증자 참여도 쉽지 않은 상황인 것이 사실이지만 해운업 구조조정 방안이 확정되기 전까지는 대한항공 주가에 부담 요인이 될 것임.

결국 영업적으로는 이익 개선이 기대되지만 영업외적으로는 부채비율과 자회사 관련 우려가 주가에 부담으로 작용하고 있어 먼저 해운업의 불확실성이 제거된 이후 영업 수익 개선 효과가 주가에 반영될 것으로 전망함. 따라서 목표주가는 '33,000원'으로 하향하고 투자의견은 BUY를 유지함.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	118,487	119,097	115,549	122,385	125,854
매출원가	107,536	103,895	98,072	102,843	105,454
매출총이익	10,951	15,202	17,477	19,542	20,400
판매비및일반관리비	11,146	11,252	11,284	12,251	12,587
영업이익(보고)	-196	3,950	6,193	7,290	7,813
영업이익(핵심)	-196	3,950	6,193	7,290	7,813
영업외손익	-4,505	-6,788	-14,279	-6,315	-6,388
이자수익	282	404	384	283	295
배당금수익	23	24	39	1	1
외환이익	6,748	3,862	2,848	0	0
이자비용	4,984	4,607	3,708	3,623	3,623
외환손실	3,424	6,522	11,297	0	0
관계기업지분손익	-452	71	896	0	0
투자및기타자산처분손익	-557	-1,090	-1,388	0	0
금융상품평가및기타금융이익	466	-60	-347	0	0
기타	-2,607	1,130	-1,706	-2,976	-3,061
법인세차감전이익	-4,701	-2,837	-8,086	976	1,425
법인세비용	-1,129	-1,066	-1,654	172	251
유효법인세율 (%)	24.0%	37.6%	20.5%	17.7%	17.7%
당기순이익	-3,836	-4,578	-8,053	803	1,173
지배주주지분순이익(억원)	-2,250	-4,803	-8,052	807	1,179
EBITDA	16,432	19,881	22,089	23,156	23,651
현금순이익(Cash Earnings)	12,792	11,352	7,843	16,669	17,011
수정당기순이익	-3,766	-3,861	-6,738	803	1,173
증감율(% YoY)					
매출액	-4.0	0.5	-3.0	5.9	2.8
영업이익(보고)	N/A	N/A	56.8	17.7	7.2
영업이익(핵심)	N/A	N/A	56.8	17.7	7.2
EBITDA	-5.8	21.0	11.1	4.8	2.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	46.0
EPS	N/A	N/A	N/A	N/A	46.0
수정순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	46.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	19,493	18,636	9,109	16,193	17,101
당기순이익	-3,836	-4,578	-8,053	803	1,173
감가상각비	16,297	15,580	15,580	15,580	15,580
무형자산상각비	331	350	316	286	258
외환손익	-3,677	2,336	8,449	0	0
자산처분손익	1,263	1,243	1,388	0	0
지분법손익	452	-71	-896	0	0
영업활동자산부채 증감	53	-3,457	2,886	-436	91
기타	8,610	7,234	-10,562	-39	-1
투자활동현금흐름	-13,548	-10,649	-13,954	-13,836	-13,424
투자자산의 처분	-3,221	-3,439	190	-366	-186
유형자산의 처분	1,467	3,820	0	0	0
유형자산의 취득	-12,424	-11,206	-13,000	-13,000	-13,000
무형자산의 처분	6	1	0	0	0
기타	623	175	-1,144	-469	-238
재무활동현금흐름	-9,275	-11,379	4,763	947	419
단기차입금의 증가	-34,108	-43,940	0	0	0
장기차입금의 증가	20,288	24,624	4,000	0	0
자본의 증가	7	0	0	0	0
배당금지급	-111	-141	0	0	0
기타	4,649	8,077	763	947	419
현금및현금성자산의순증가	-3,387	-3,302	-83	3,304	4,096
기초현금및현금성자산	14,655	11,268	7,966	7,883	11,187
기말현금및현금성자산	11,268	7,966	7,883	11,187	15,284
Gross Cash Flow	19,441	22,093	6,222	16,630	17,010
Op Free Cash Flow	4,114	3,733	10,477	7,955	8,851

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	31,398	49,480	46,532	51,910	56,907
현금및현금성자산	11,268	7,966	7,883	11,187	15,284
유동금융자산	3,282	2,921	2,834	3,001	3,086
매출채권및유동채권	12,104	13,988	11,672	12,238	12,585
재고자산	4,643	4,302	4,444	4,618	4,495
기타유동비금융자산	101	20,304	19,699	20,865	21,456
비유동자산	197,806	185,177	182,675	180,861	178,539
장기매출채권및기타비유동채권	4,977	6,010	5,831	6,176	6,351
투자자산	27,680	9,895	10,711	10,949	11,051
유형자산	155,039	157,781	155,201	152,621	150,041
무형자산	3,492	3,312	2,996	2,710	2,452
기타비유동자산	6,617	8,179	7,936	8,405	8,643
자산총계	229,204	234,657	229,207	232,772	235,445
유동부채	77,588	74,419	74,844	75,770	76,400
매입채무및기타유동채무	19,585	18,770	19,258	20,063	20,632
단기차입금	8,175	16,345	16,345	16,345	16,345
유동성장기차입금	49,496	37,191	37,191	37,191	37,191
기타유동부채	333	2,112	2,050	2,171	2,232
비유동부채	124,214	138,227	142,493	144,328	145,198
장기매입채무및비유동채무	11,205	15,518	15,021	15,910	16,361
사채및장기차입금	86,381	95,901	99,901	99,901	99,901
기타비유동부채	26,628	26,808	27,570	28,517	28,937
부채총계	201,802	212,646	217,337	220,098	221,599
자본금	2,989	2,989	2,989	2,989	2,989
주식발행초과금	1,749	1,749	1,749	1,749	1,749
이익잉여금	19,672	15,446	7,393	8,201	9,380
기타자본	-29	-1,363	-1,363	-1,363	-1,363
지배주주지분자본총계	26,470	20,909	10,769	11,576	12,755
비지배주주지분자본총계	932	1,102	1,101	1,097	1,092
자본총계	27,402	22,012	11,870	12,673	13,846
순차입금	129,501	138,551	142,720	139,248	135,067
총차입금	144,051	149,437	153,437	153,437	153,437

투자지표

(단위: 원, %, %)

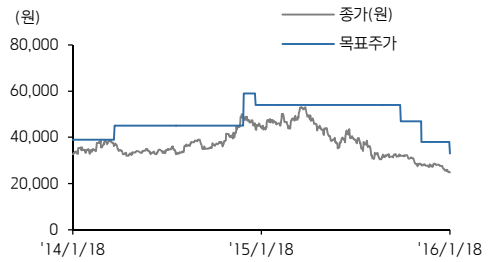
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	-5,447	-7,263	-13,470	1,344	1,962
BPS	43,474	34,922	19,854	21,197	23,160
주당EBITDA	23,335	31,541	36,947	38,731	39,559
CFPS	18,166	18,010	13,119	27,881	28,453
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-5.4	-6.2	-3.3	33.5	23.0
PBR	0.7	1.3	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.8	8.3	7.7	7.2	6.9
PCFR	1.6	2.5	3.4	1.6	1.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-0.2	3.3	5.4	6.0	6.2
영업이익률(핵심)	-0.2	3.3	5.4	6.0	6.2
EBITDA margin	13.9	16.7	19.1	18.9	18.8
순이익률	-3.2	-3.8	-7.0	0.7	0.9
자기자본이익률(ROE)	-13.6	-18.5	-47.5	6.5	8.8
투하자본이익률(ROIC)	-0.1	1.5	2.8	3.4	3.7
안정성(%)					
부채비율	736.4	966.1	1,831.0	1,736.7	1,600.4
순차입금비율	472.6	629.4	1,202.4	1,098.8	975.5
이자보상배율(배)	N/A	0.9	1.7	2.0	2.2
활동성(배)					
매출채권회전율	9.7	9.1	9.0	10.2	10.1
재고자산회전율	24.7	26.6	26.4	27.0	27.6
매입채무회전율	5.9	6.2	6.1	6.2	6.2

- 당사는 1월 18일 현재 '대한항공' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
대한항공(003490)	2014/04/09	BUY(Maintain)	45,000원
	2014/05/16	BUY(Maintain)	45,000원
	2014/07/17	BUY(Maintain)	45,000원
	2014/08/01	BUY(Maintain)	45,000원
	2014/10/14	BUY(Maintain)	45,000원
	2014/11/11	BUY(Maintain)	45,000원
	2014/12/15	BUY(Maintain)	59,000원
	2015/01/07	BUY(Maintain)	54,000원
	2015/02/13	BUY(Maintain)	54,000원
	2015/05/15	BUY(Maintain)	54,000원
	2015/06/09	BUY(Maintain)	54,000원
	2015/07/01	BUY(Maintain)	54,000원
	2015/10/15	BUY(Maintain)	47,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	38,000원
	2016/01/19	BUY(Maintain)	33,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%