



## BUY(Maintain)

목표주가: 36,000원

주가(4/28): 29,050원

시가총액: 2조1,160억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (4/28)		2,000.93pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	47,000원	23,200원
등락률	-38.19%	25.22%
수익률	절대	상대
1M	-1.7%	-2.6%
6M	-9.1%	-7.2%
1Y	-39.5%	-35.0%

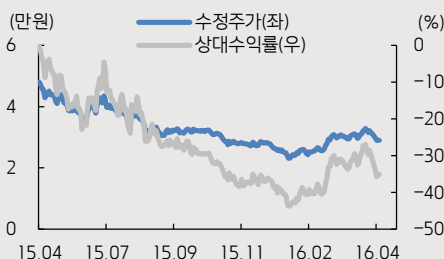
## Company Data

발행주식수	73,951천주
일평균 거래량(3M)	474천주
외국인 지분율	16.78%
배당수익률(16E)	0.00%
BPS(16E)	35,734원
주요 주주	한진칼 외8인 35.61%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	115,448	120,998	124,488	133,875
보고영업이익	8,831	10,996	10,673	11,459
핵심영업이익	8,831	10,996	10,673	11,459
EBITDA	25,340	27,457	27,091	27,840
세전이익	-4,864	9,154	6,313	7,036
순이익	-5,630	6,939	4,785	5,334
지배주주지분순이익	-5,650	6,874	4,741	5,284
EPS(원)	-7,864	9,383	6,471	7,212
증감률(%YoY)	적자지속	흑자전환	-31.0	11.5
PER(배)	-3.5	3.0	4.3	3.8
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	6.2	5.5	5.2	4.6
보고영업이익률(%)	7.6	9.1	8.6	8.6
핵심영업이익률(%)	7.6	9.1	8.6	8.6
ROE(%)	-24.0	27.0	16.6	15.7
순부채비율(%)	547.5	494.3	383.5	294.2

## Price Trend



## 대한항공 (003490)

## 강한 단거리 여객 수요와 유가 하락 효과 발생



대한항공은 화물이 초강세를 보였던 전년 동기 대비 화물의 이익 기여도는 약화됐지만 낮은 국제 유가와 강하게 유지되는 일본 포함 단거리 여객 수요를 통해 1Q 2,872억원의 영업이익이 예상됩니다. 한진해운 관련 손실 발생 가능성이 높아지고 있다는 점은 부채비율이 높은 대한항공에 단기 악재로 작용할 수 있겠지만 영업이익 증가 효과와 불확실성 해소 측면을 고려하면 장기 긍정적 관점은 유지합니다.

## &gt;&gt;&gt; 1Q 영업이익 2,872억원, YoY 51.2% 증가 예상

지난 1Q 대한항공은 IFRS 연결 기준 매출액 2조8,999억원(YoY 기준 +1.0%), 영업이익 2,872억원(+51.2%)이 예상됨. 화물 부문은 지난 해 1Q 미국 서부 항만 이슈에 따라 초강세를 보였던 영향으로 YoY 부진이 불가피하겠지만 매출 비중이 더 높은 국제 여객이 일본 노선을 비롯한 단거리 노선의 강한 수요와 저유가에 따른 비용 절감 효과를 바탕으로 큰 폭의 이익 개선을 기록했을 것으로 전망됨. 영업외 측면에서는 원화 강세에 따른 외화 환산이익이 이자 비용을 상쇄시켰을 전망임.

## &gt;&gt;&gt; 지진과 같은 자연 재해는 사실상 매년 반복적으로 발생

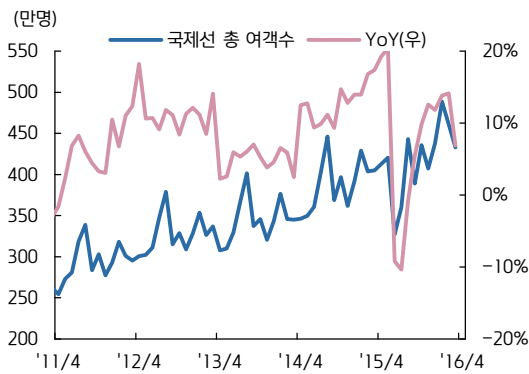
최근 일본 지역에 지진이 발생하면서 수요를 견인하던 일본 노선 수요 위축에 대한 우려가 발생하고 있음. 지진 발생으로 해당 지역은 물론이고 인근 유명 관광지까지 여행 심리가 위축되고 있는 것은 사실이지만 과거 사례를 살펴보면 지진과 같은 자연 재해는 사실상 매년 반복적으로 발생하고 있는 이벤트이어서 지속되지 않을 경우 수요는 2~3개월내에 회복될 가능성이 높다고 판단됨. 또한 대한항공과 같은 FSC는 LCC와 다르게 일본 발 수요도 확보하고 있어 최근 회복되고 있는 일본인 입국자 수해도 나타나고 있고, 대체 노선도 많다는 점에서 빠른 수익 회복이 가능할 것으로 기대함.

## &gt;&gt;&gt; 자회사 손실 반영 이후 불확실성 해소에 따른 반등 기대

1Q 이후에도 추가적인 호전이 예상되는 항공 업황과 달리 한진해운 관련 불확실성은 아직 남아있음. 지난 해 말 기준 대한항공은 한진해운 장부가 기준 4천448억원과 한진해운 신종자본증권 2천2백억원에 각종 보증을 고려하면 8천억원 이상의 손실 반영 가능성이 있기 때문임. 특히 대한항공이 이미 높은 부채 비율이 부담 요인이었던 상황을 고려하면 단기적인 악재로 인식할 수 있음.

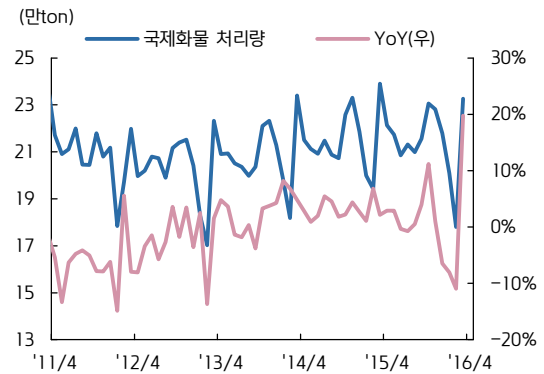
하지만 전세계적인 컨테이너 업황 부진과 운임 급락으로 수익 창출이 어려워지는 가운데 대형 선사들간의 얼라이언스 재편에서 추가 발주 필요성은 오히려 높아지고 있던 상황을 고려하면 이번 사태를 통해 한진해운 추가 지원 관련 불확실성을 완전히 해소시킬 수 있다는 점은 장기적 관점에서 대한항공에 호재로 작용할 것으로 판단함. 따라서 투자자의견 'BUY'를 유지하고 목표주가는 수익 추정치 상황에 따라 '36,000원'으로 상향함.

## 인천공항 국제선 여객수와 YoY 증감률



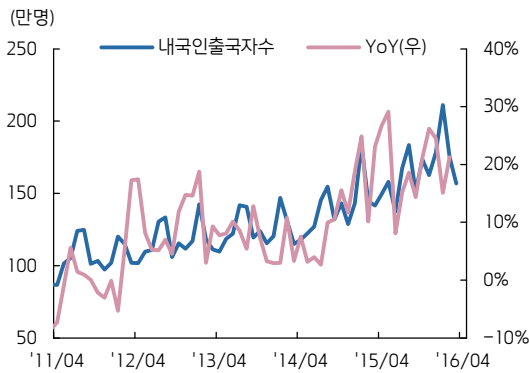
자료: 인천공항공사

## 인천공항 국제 화물 처리량과 YoY 증감률



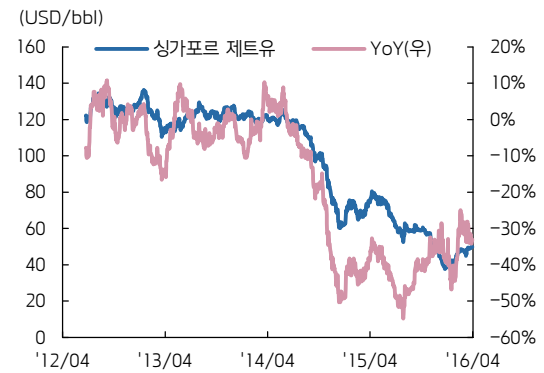
자료: 인천공항공사

## 내국인 출국자수와 YoY 증감률



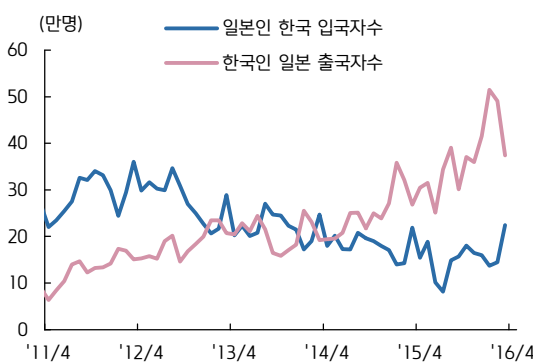
자료: 한국공항공사

## 싱가포르 제트유와 YoY 증감률



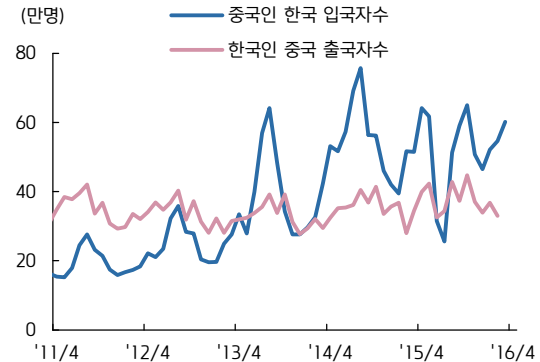
자료: Bloomberg

## 일본 내국인 출국자수와 일본인 입국자수



자료: 한국관광공사

## 중국 내국인 출국자수와 중국인 입국자수



자료: 한국관광공사

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	119,097	115,448	120,998	124,488	133,875
매출원가	103,895	95,174	97,272	100,677	108,279
매출총이익	15,202	20,274	23,726	23,810	25,596
판매비및일반관리비	11,249	11,443	12,730	13,137	14,137
영업이익(보고)	3,953	8,831	10,996	10,673	11,459
영업이익(핵심)	3,953	8,831	10,996	10,673	11,459
영업외손익	-8,370	-13,695	-1,842	-4,360	-4,423
이자수익	404	400	349	361	382
배당금수익	24	43	16	16	17
외환이익	3,862	3,603	0	0	0
이자비용	4,124	3,707	3,617	3,617	3,617
외환손실	6,522	9,732	-2,500	0	0
관계기업지분손익	71	175	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-1,090	-1,715	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2,112	-1,760	0	0	0
기타	1,115	-1,002	-1,089	-1,120	-1,205
법인세차감전이익	-4,417	-4,864	9,154	6,313	7,036
법인세비용	-1,569	-855	2,215	1,528	1,703
유효법인세율 (%)	35.5%	17.6%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	-6,129	-5,630	6,939	4,785	5,334
지배주주지분순이익(억원)	-6,354	-5,650	6,874	4,741	5,284
EBITDA	19,884	25,340	27,457	27,091	27,840
현금순이익(Cash Earnings)	9,801	10,880	23,400	21,203	21,715
수정당기순이익	-4,064	-2,766	6,939	4,785	5,334
증감율(% YoY)					
매출액	0.5	-3.1	4.8	2.9	7.5
영업이익(보고)	N/A	123.4	24.5	-2.9	7.4
영업이익(핵심)	N/A	123.4	24.5	-2.9	7.4
EBITDA	21.0	27.4	8.4	-1.3	2.8
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	-31.0	11.5
EPS	N/A	N/A	N/A	-31.0	11.5
수정순이익	N/A	N/A	N/A	-31.0	11.5

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	18,636	27,280	16,979	21,718	22,468
당기순이익	-6,129	-5,630	6,939	4,785	5,334
감가상각비	15,580	16,109	16,109	16,109	16,109
무형자산상각비	350	400	351	309	272
외환손익	2,336	4,946	-2,500	0	0
자산처분손익	1,243	1,781	0	0	0
지분법손익	-71	-175	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-3,457	524	-874	531	769
기타	8,785	9,325	-3,047	-16	-16
투자활동현금흐름	-10,649	4,187	-13,768	-13,483	-14,299
투자자산의 처분	-3,439	18,779	-315	-198	-532
유형자산의 처분	3,820	3,183	0	0	0
유형자산의 취득	-11,206	-17,427	-13,000	-13,000	-13,000
무형자산의 처분	1	3	0	0	0
기타	175	-351	-454	-285	-767
재무활동현금흐름	-11,379	-29,966	2,825	2,590	3,721
단기차입금의 증가	-43,940	-48,856	0	0	0
장기차입금의 증가	24,624	8,566	0	0	0
자본의 증가	0	4,942	0	0	0
배당금지급	-141	-141	0	0	0
기타	8,077	5,523	2,825	2,590	3,721
현금및현금성자산의순증가	-3,302	1,709	6,035	10,825	11,889
기초현금및현금성자산	11,268	7,966	9,675	15,710	26,536
기말현금및현금성자산	7,966	9,675	15,710	26,536	38,425
Gross Cash Flow	22,093	26,756	17,853	21,188	21,698
Op Free Cash Flow	3,817	6,887	10,922	12,039	12,836

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	49,480	32,891	36,497	47,670	61,153
현금및현금성자산	7,966	9,675	15,710	26,536	38,425
유동금융자산	2,921	3,396	3,559	3,661	3,937
매출채권및유동채권	13,988	14,378	12,100	12,449	13,387
재고자산	4,302	4,906	4,566	4,446	4,781
기타유동비금융자산	20,304	536	562	578	622
비유동자산	185,177	208,912	206,415	203,592	201,785
장기매출채권및기타비유동채권	6,010	6,581	6,897	7,096	7,631
투자자산	9,895	11,442	11,636	11,747	12,019
유형자산	157,781	178,507	175,398	172,288	169,179
무형자산	3,312	2,947	2,596	2,287	2,016
기타비유동자산	8,179	9,435	9,888	10,173	10,941
자산총계	234,657	241,804	242,912	251,262	262,938
유동부채	74,419	84,504	80,740	81,329	82,914
매입채무및기타유동채무	18,770	23,627	19,836	20,408	21,947
단기차입금	16,345	8,694	8,694	8,694	8,694
유동성장기차입금	37,191	51,617	51,617	51,617	51,617
기타유동부채	2,112	565	593	610	656
비유동부채	138,227	132,309	135,747	138,723	143,480
장기매입채무및비유동채무	15,518	12,755	13,368	13,754	14,791
사채및장기차입금	95,901	89,569	89,569	89,569	89,569
기타비유동부채	26,808	29,985	32,810	35,400	39,120
부채총계	212,646	216,813	216,487	220,051	226,394
자본금	2,989	3,698	3,698	3,698	3,698
주식발행초과금	1,749	6,029	6,029	6,029	6,029
이익잉여금	13,895	7,943	14,817	19,558	24,841
기타자본	188	698	698	698	698
지배주주지분자본총계	20,909	23,871	25,241	29,982	35,266
비지배주주지분자본총계	1,102	1,119	1,184	1,228	1,278
자본총계	22,012	24,990	26,425	31,210	36,544
순차입금	138,551	136,810	130,611	119,683	107,518
총차입금	149,437	149,880	149,880	149,880	149,880

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

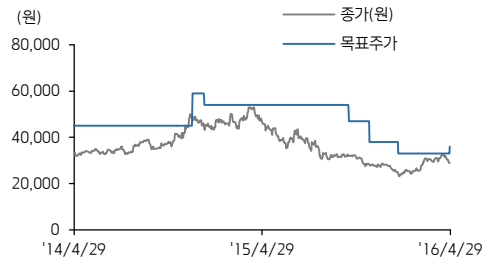
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-9,724	-7,864	9,383	6,471	7,212
BPS	34,922	33,793	35,734	42,204	49,417
주당EBITDA	31,546	35,398	37,129	36,634	37,647
CFPS	15,549	15,198	31,643	28,672	29,364
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-4.6	-3.5	3.0	4.3	3.8
PBR	1.3	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.3	6.2	5.5	5.2	4.6
PCFR	2.9	1.8	0.9	1.0	0.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.3	7.6	9.1	8.6	8.6
영업이익률(핵심)	3.3	7.6	9.1	8.6	8.6
EBITDA margin	16.7	21.9	22.7	21.8	20.8
순이익률	-5.1	-4.9	5.7	3.8	4.0
자기자본이익률(ROE)	-24.8	-24.0	27.0	16.6	15.7
투자자본이익률(ROIC)	1.6	4.3	4.9	4.9	5.4
안정성(%)					
부채비율	966.1	867.6	819.2	705.1	619.5
순차입금비율	629.4	547.5	494.3	383.5	294.2
이자보상배율(배)	1.0	2.4	3.0	3.0	3.2
활동성(배)					
매출채권회전율	9.1	8.1	9.1	10.1	10.4
재고자산회전율	26.6	25.1	25.5	27.6	29.0
매입채무회전율	6.2	5.4	5.6	6.2	6.3

- 당사는 4월 28일 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)	2014/05/16	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
	2016/02/03	BUY(Maintain)	33,000원
	2016/04/29	BUY(Maintain)	36,000원

## 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 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%