



## BUY(Maintain)

목표주가: 39,000원

주가(8/12): 31,300원

시가총액: 2조2,799억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (8/12)		2,050.47p
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	36,250원	23,200원
등락률	-13.66%	34.91%
수익률	절대	상대
1M	21.8%	18.3%
6M	28.5%	15.1%
1Y	-12.7%	-15.9%

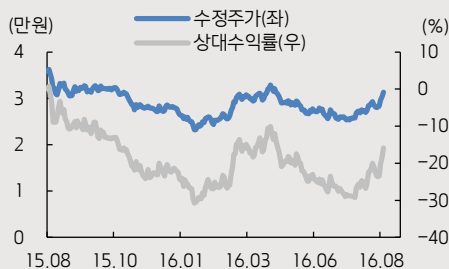
## Company Data

발행주식수	73,951천주
일평균 거래량(3M)	302천주
외국인 지분율	15.20%
배당수익률(16E)	0.00%
BPS(16E)	23,931원
주요 주주	한진칼 외 8인 35.61%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	115,448	118,762	122,233	131,539
보고영업이익	8,831	10,464	9,894	10,616
핵심영업이익	8,831	10,464	9,894	10,616
EBITDA	25,340	26,925	26,312	26,997
세전이익	-4,864	-1,262	5,377	6,043
순이익	-5,630	-1,707	4,076	4,580
지배주주지분순이익	-5,650	-1,733	4,108	4,617
EPS(원)	-7,864	-2,297	5,486	6,165
증감률(%YoY)	적자지속	적자지속	흑자전환	12.4
PER(배)	-3.5	-12.1	5.0	4.5
PBR(배)	0.8	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	6.2	5.9	5.7	5.1
보고영업이익률(%)	7.6	8.8	8.1	8.1
핵심영업이익률(%)	7.6	8.8	8.1	8.1
ROE(%)	-24.0	-8.0	20.6	19.0
순부채비율(%)	547.5	782.9	590.9	446.1

## Price Trend



## 대한항공 (003490)

## 성수기와 맞물리는 저유가와 원화 강세 효과



대한항공은 양호한 영업이익에도 불구하고 영업외 비용이 증가하며 순적자를 기록, 부채비율이 크게 상승했습니다. 또한 한진해운 관련 불확실성도 남아 있습니다. 하지만 저유가 지속에 따른 유류비 절감과 원화 강세에 따른 내국인 출국 수요, 일부 우려와 달리 중국인을 포함한 외래객 입국 수요 개선을 통한 L/F 개선 효과가 맞물리며 하반기 큰 폭의 이익 개선이 기대된다는 점을 주목해야 할 것입니다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q 영업이익 1,592억원, 기대치 부합

지난 2Q 대한항공은 IFRS 연결 기준 매출액 2조8,177억원(YoY 기준 +1.1%), 영업이익 1,592억원(흑자전환), 당기순이익 -2,508억원(적자지속)을 기록했음. 영업이익 흑자전환은 국제 여객 L/F 개선과 유가 하락에도 원화 기준 Yield가 2% 하락에 그치는 등 수요가 강하게 유지된 효과가 가장 컸던 것으로 해석됨. 반면 영업외 부문은 큰 폭의 적자를 기록했는데 먼저 원화 가치 하락에 따른 외환관련 손실과 금융비용 2,319억원 외에 한진해운 관련 손실이 1천억원 이상 발생한 것이 부담으로 작용하며 순적자가 지속됐음.

## &gt;&gt;&gt; 부채비율 1천% 상회, 3Q 부담 완화 전망

지난 2Q 순적자 발생으로 인해 대한항공 부채비율은 1,082%에 달하게 됐음. 하지만 2Q말 환율이 1,164원이어서 최근의 원화 강세를 고려하면 3Q에는 외화환산 관련 이익 발생 가능성이 높고, 영업이익 규모도 여름 최성수기를 맞이해 무난히 증가하며 순이익 창출 가능성이 높아 부채비율 완화가 가능할 전망이다. 다만 한진해운 관련 리스크가 보유 지분 33.2%와 영구채 등 포함, 3천7백억원 가량 남아 있어 이후 진행될 한진해운 처리 방향에 따라 추가 손실이 발생할 수 있겠음.

## &gt;&gt;&gt; 불확실성이 남아 있지만 가속화되는 펀더멘탈 개선 속도

지난 4월 말 한진해운의 자율 협약 신청 이후 대한항공의 추가 지원 여부 및 규모, 또는 법정관리 신청 가능성 등 투자자가 쉽게 예측하기 어려운 다양한 시나리오가 제기되며 불확실성 요인으로 작용해왔음. 하지만 저유가 상황이 지속되며 유류비 절감 효과가 이어지고 있고, 원화 강세를 통해 내국인 출국 수요 증가와 메르스 기저 효과가 나타나고 있는 중국인을 포함한 외래객 입국 수요 회복이 동시에 진행되며 L/F가 추가 상승하고 있어 큰 폭의 영업이익 개선이 하반기에도 이어질 것으로 전망하고 있음. 무엇보다 시장 우려와 달리 LCC와 대한항공간의 수요 확보 경쟁이 나타나는 것이 아니라 가격과 노선 등 다양성에 기인한 신규 수요가 창출되고 있다는 점이 가장 긍정적인 요인이라고 판단됨. 결국 한진해운 이슈 해소 과정에서 일시적인 조정이 나타날 수 있겠지만 이후 펀더멘탈의 빠른 개선이 주가에 반영될 여력은 충분히 남아 있다고 판단됨에 따라 투자의견 'BUY'를 유지하고 목표주가는 '39,000원'으로 상향 조정함.

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	119,097	115,448	118,762	122,233	131,539
매출원가	103,895	95,174	96,055	99,654	107,266
매출총이익	15,202	20,274	22,708	22,580	24,273
판매비및일반관리비	11,249	11,443	12,243	12,686	13,657
영업이익(보고)	3,953	8,831	10,464	9,894	10,616
영업이익(핵심)	3,953	8,831	10,464	9,894	10,616
영업외손익	-8,370	-13,695	-11,726	-4,517	-4,574
이자수익	404	400	354	411	436
배당금수익	24	43	176	204	216
외환이익	3,862	3,603	2,854	0	0
이자비용	4,124	3,707	3,854	3,910	3,910
외환손실	6,522	9,732	3,363	0	0
관계기업지분손익	71	175	-370	0	0
투자및기타자산처분손익	-1,090	-1,715	-24	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2,112	-1,760	-1,616	0	0
기타	1,115	-1,002	-5,882	-1,222	-1,315
법인세차감전이익	-4,417	-4,864	-1,262	5,377	6,043
법인세비용	-1,569	-855	445	1,301	1,462
유효법인세율 (%)	35.5%	17.6%	-35.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	-6,129	-5,630	-1,707	4,076	4,580
지배주주지분순이익(억원)	-6,354	-5,650	-1,733	4,108	4,617
EBITDA	19,884	25,340	26,925	26,312	26,997
현금순이익(Cash Earnings)	9,801	10,880	14,754	20,494	20,961
수정당기순이익	-4,064	-2,766	-463	4,076	4,580
증감율(% YoY)					
매출액	0.5	-3.1	2.9	2.9	7.6
영업이익(보고)	N/A	123.4	18.5	-5.5	7.3
영업이익(핵심)	N/A	123.4	18.5	-5.5	7.3
EBITDA	21.0	27.4	6.3	-2.3	2.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	12.4
EPS	N/A	N/A	N/A	N/A	12.4
수정순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	12.4

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	18,636	27,280	8,549	20,843	21,520
당기순이익	-6,129	-5,630	-1,707	4,076	4,580
감가상각비	15,580	16,109	16,109	16,109	16,109
무형자산상각비	350	400	351	309	272
외환손익	2,336	4,946	510	0	0
자산처분손익	1,243	1,781	24	0	0
지분법손익	-71	-175	370	0	0
영업활동자산부채 증감	-3,457	524	-1,053	525	763
기타	8,785	9,325	-6,056	-176	-204
투자활동현금흐름	-10,649	4,187	-13,483	-13,480	-14,288
투자자산의 처분	-3,439	18,779	-188	-197	-527
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	-295	-284	-760
재무활동현금흐름	-11,379	-29,966	2,443	2,587	3,707
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	2,443	2,587	3,707
현금및현금성자산의순증가	-3,302	1,709	-2,491	9,949	10,938
기초현금및현금성자산	11,268	7,966	9,675	7,184	17,133
기말현금및현금성자산	7,966	9,675	7,184	17,133	28,072
Gross Cash Flow	22,093	26,756	9,602	20,318	20,757
Op Free Cash Flow	3,817	6,887	10,340	11,442	12,191

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	49,480	32,891	27,586	37,885	50,403
현금및현금성자산	7,966	9,675	7,184	17,133	28,072
유동금융자산	2,921	3,396	3,493	3,595	3,869
매출채권및유동채권	13,988	14,378	11,876	12,223	13,154
재고자산	4,302	4,906	4,482	4,365	4,698
기타유동비금융자산	20,304	536	552	568	611
비유동자산	185,177	208,912	205,674	203,007	201,375
장기매출채권및기타비유동채권	6,010	6,581	6,770	6,968	7,498
투자자산	9,895	11,442	11,205	11,475	11,933
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	9,706	9,989	10,750
자산총계	234,657	241,804	233,260	240,892	251,778
유동부채	74,419	84,504	80,362	80,948	82,519
매입채무및기타유동채무	18,770	23,627	19,469	20,038	21,564
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	582	599	644
비유동부채	138,227	132,309	135,118	138,089	142,823
장기매입채무및비유동채무	15,518	12,755	13,121	13,505	14,533
사채및장기차입금	95,901	89,569	89,569	89,569	89,569
기타비유동부채	26,808	29,985	32,428	35,015	38,721
부채총계	212,646	216,813	215,481	219,037	225,343
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	6,210	10,318	14,934
기타자본	188	698	698	698	698
지배주주지분자본총계	20,909	23,871	16,634	20,742	25,359
비지배주주지분자본총계	1,102	1,119	1,145	1,113	1,077
자본총계	22,012	24,990	17,779	21,855	26,436
순차입금	138,551	136,810	139,203	129,152	117,940
총차입금	149,437	149,880	149,880	149,880	149,880

## 투자지표

(단위: 원, %, %)

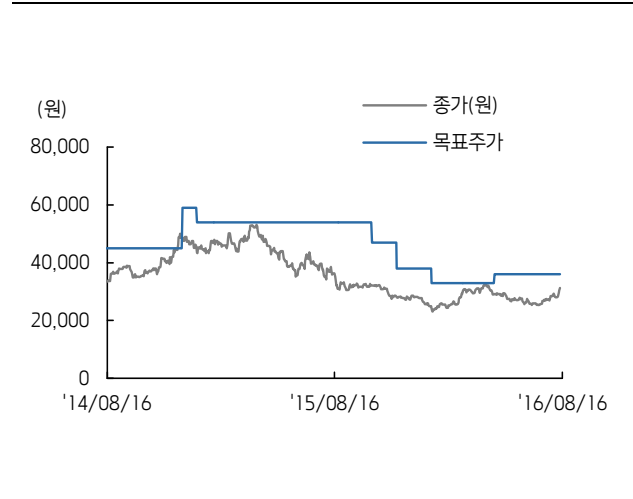
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-9,724	-7,864	-2,297	5,486	6,165
BPS	34,732	33,637	23,931	29,417	35,582
주당EBITDA	31,546	35,398	36,241	35,415	36,338
CFPS	15,549	15,198	19,859	27,585	28,214
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-4.6	-3.5	-12.1	5.0	4.5
PBR	1.3	0.8	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.3	6.2	5.9	5.7	5.1
PCFR	2.9	1.8	1.4	1.0	1.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.3	7.6	8.8	8.1	8.1
영업이익률(핵심)	3.3	7.6	8.8	8.1	8.1
EBITDA margin	16.7	21.9	22.7	21.5	20.5
순이익률	-5.1	-4.9	-1.4	3.3	3.5
자기자본이익률(ROE)	-24.8	-24.0	-8.0	20.6	19.0
투자자본이익률(ROIC)	1.6	4.3	4.7	4.5	5.0
안정성(%)					
부채비율	966.1	867.6	1,212.0	1,002.2	852.4
순차입금비율	629.4	547.5	782.9	590.9	446.1
이자보상배율(배)	1.0	2.4	2.7	2.5	2.7
활동성(배)					
매출채권회전율	9.1	8.1	9.0	10.1	10.4
재고자산회전율	26.6	25.1	25.3	27.6	29.0
매입채무회전율	6.2	5.4	5.5	6.2	6.3

- 당사는 8월 12일 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)	2014/10/14	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
	2016/06/03	BUY(Maintain)	36,000원
	2016/07/18	BUY(Maintain)	36,000원
	2016/08/16	BUY(Maintain)	39,000원

## 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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%