

대한항공 (003490)

주가의 역사적 저점은 PBR 0.9배

■ 4Q16 Preview: 시장 기대에 부합하는 무난한 실적 예상

동사의 4Q16 매출액은 30,151억원(YoY +3.4%), 영업이익은 1,827억원(YoY +23.9%, 회계기준 변경 전 기준)을 시현할 것으로 예상된다. 항공화물사업부문 개선이 동사 4Q16 실적의 밑바탕이 되었다는 판단이다. 항공화물사업부문은 미국서부항만사태 이후 처음으로 수요가 의미 있게 증가하면서 FTK가 YoY +4.5%, 일드(원화기준)가 YoY +3.0% 성장할 것으로 예상된다.

항공여객사업부문은 당사의 예상보다 조금 부진했을 것으로 추정한다. 4Q16 전체 항공여객수는 YoY +10.5% 성장했지만 동사의 항공여객수는 YoY +2.5% 성장에 그쳤기 때문이다. 항공우주사업부문의 경우 항공기 부품의 추가 수주가 많지 않아 전년도 수준의 외형을 기록했을 것으로 추정한다.

지난해 12월 22일부터 조종사 파업이 시작됐지만 1)부분파업에 그쳤고, 2) 그나마도 파업이 일주일 만에 중단되면서 그 영향은 크지 않을 것으로 예상된다. 다만, 임금협상이 결렬되고 파업이 재개되어 지속된다면 2017년 실적에 영향을 미칠 것으로 판단한다.

■ 동사 주가의 역사적 밸류에이션 저점은 PBR 0.9배

2017년 유가상승으로 감익이 발생하더라도 동사의 주가 밸류에이션은 낮은 수준이라는 판단이다. 현재 동사의 주가는 한진해운의 그룹 편입과 실적악화 이슈가 있었던 2013년을 제외하고는 PBR 0.9배로 가장 낮은 수준이다. 조종사 노조 파업 이슈가 해소되면 그 동안 동사의 주가를 눌러왔던 이슈(한진해운, 부채비율(유상증자 성공 시))가 마무리됐기 때문에 장기적으로 주가가 상승할 가능성이 높다는 판단이다.

운송/정유/화학 하준영
(2122-9213) jyha@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(6M)	32,000원
종가(2017/01/13)	27,100원

Stock Indicator

자본금	370십억원
발행주식수	7,395만주
시가총액	1,988십억원
외국인지분율	16.7%
배당금(2015)	0원
EPS(2016E)	-7,213원
BPS(2016E)	23,471원
ROE(2016E)	-26.5%
52주 주가	23,200~35,650원
60일평균거래량	359,657주
60일평균거래대금	10.4십억원

Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	BPS (원)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	11,910	395	-635	-10,828		9.0	35,636	1.3	-30.4	966.1
2015	11,545	883	-565	-7,640		6.7	32,280	0.9	-25.2	867.6
2016E	11,820	1,125	-557	-7,213		6.1	23,471	1.2	-26.5	1,165.4
2017E	12,648	965	367	4,969	5.5	6.3	29,242	0.9	18.5	999.4
2018E	13,151	1,026	401	5,419	5.0	6.0	34,426	0.8	17.0	853.1

자료 : 대한항공, 하이투자증권 리서치센터

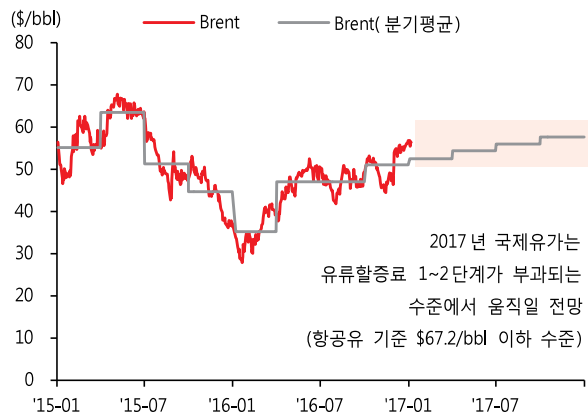
<표1> 대한항공 4Q16 Preview

(단위: 억원)

	4Q15	3Q16	당사추정			컨센서스		
			4Q16	YoY	QoQ	4Q16	YoY	QoQ
매출액	29,150	31,179	30,151	3.4%	-3.3%	29,146	0.0%	-6.5%
영업이익	1,474	4,600	1,827	23.9%	-60.3%	1,836	24.5%	-60.1%

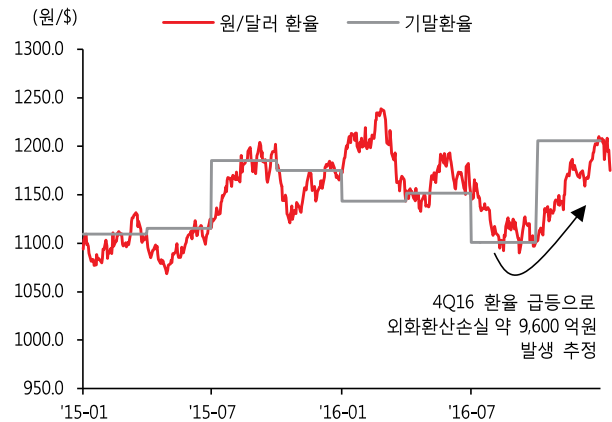
자료: Quantiwise, 하이투자증권

<그림1> 국제 유가 추이



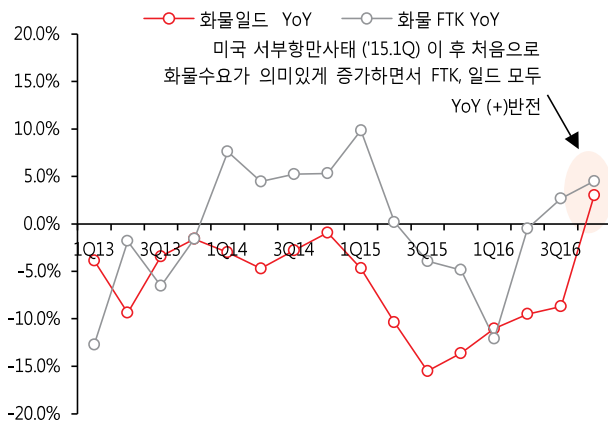
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림2> 원/달러 환율 추이



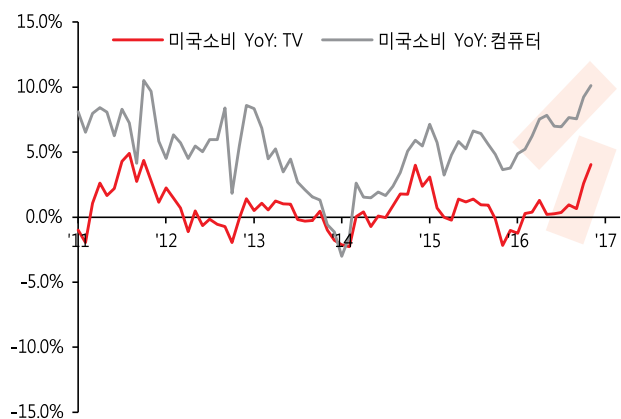
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림3> 화물 FTK(수요), 일드(가격) 증가율 추이



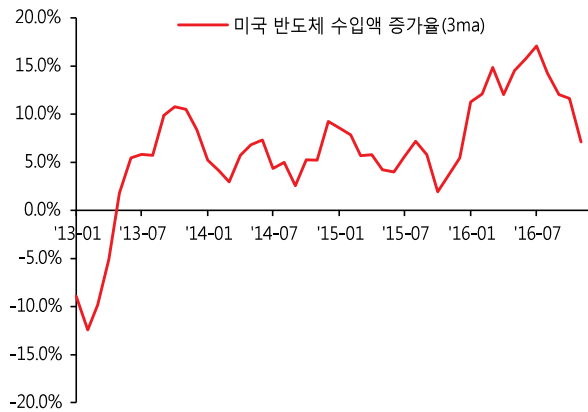
자료: 대한항공, 하이투자증권

<그림4> 미국 TV, 컴퓨터 소비금액 증가율



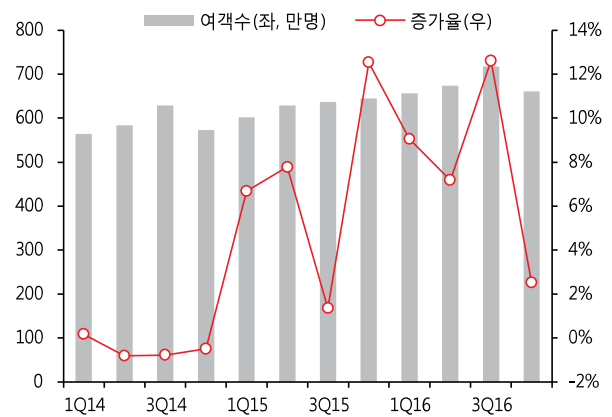
자료: 미국 상무부, 하이투자증권

<그림5> 미국 반도체 수입액(3ma) 증가율 추이



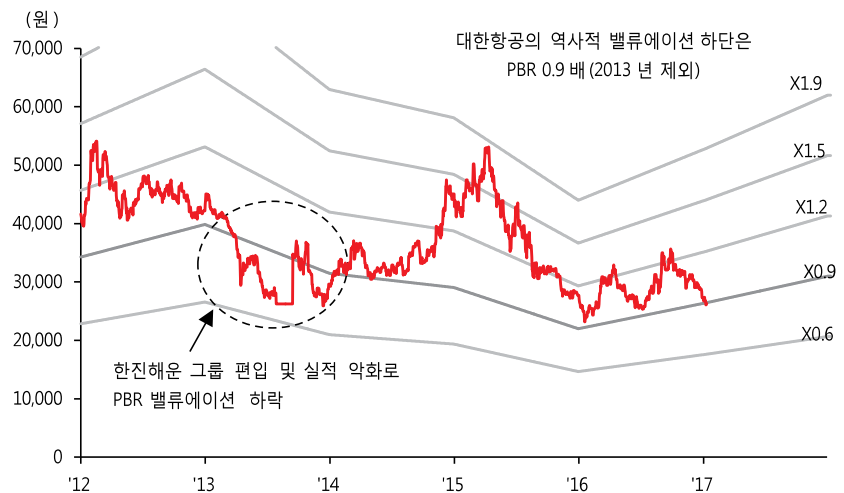
자료: CEIC, 하이투자증권

<그림6> 대한항공 항공여객수 및 증가율 추이



자료: 인천공항, 한국공항공사, 하이투자증권

<그림7> 대한항공 PBR 밴드: 한진해운의 그룹 편입 및 실적악화 이슈가 있었던 2013년을 제외하면 대한항공 주가의 역사적 밸류에이션 하단은 PBR 0.9배, 동사의 2017년 예상 순이익이 약 3,670억원으로 예상되는 상황에서 주가가 현 수준 이하로 하락할 가능성은 낮다는 판단임



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<표2> 대한항공 실적추이 및 전망(2015년은 회계기준 변경 전 숫자 적용)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액(억원)	28,670	28,177	31,179	30,151	30,659	30,548	33,347	31,902	115,425	118,177	126,456
YoY(%)	-0.1%	1.1%	4.9%	3.5%	6.9%	8.4%	7.0%	5.8%	-3.1%	2.4%	7.0%
여객 매출액(억원)	17,181	16,621	19,878	16,468	18,415	18,349	21,562	17,727	66,730	70,148	76,053
YoY(%)	7.1%	3.2%	10.2%	-0.5%	7.2%	10.4%	8.5%	7.6%	-4.7%	5.1%	8.4%
ASK(백만)	24,202	23,890	25,240	23,744	25,032	24,707	26,103	24,556	93,142	97,076	100,399
YoY(%)	6.9%	3.5%	6.0%	0.5%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	2.4%	4.2%	3.4%
RPK(백만)	18,610	18,675	20,399	18,283	19,618	19,768	21,599	19,267	71,645	75,967	80,253
YoY(%)	8.1%	6.1%	8.4%	1.5%	5.4%	5.9%	5.9%	5.4%	5.4%	6.0%	5.6%
L/F(%)	76.9%	78.2%	80.8%	77.0%	78.4%	80.0%	82.7%	78.5%	76.9%	78.3%	79.9%
YoY(%pt)	0.8%	1.9%	1.8%	0.8%	1.5%	1.8%	1.9%	1.5%	2.2%	1.3%	1.7%
Yield(원)	92.3	89.0	97.4	90.1	93.9	92.8	99.8	92.0	93.1	92.3	94.8
YoY(%)	-0.9%	-2.7%	1.7%	-2.0%	1.7%	4.3%	2.4%	2.1%	-9.6%	-0.9%	2.6%
화물 매출액(억원)	5,609	5,942	5,821	7,698	6,206	6,432	6,094	8,008	26,149	25,070	26,739
YoY(%)	-21.8%	-4.7%	-5.9%	17.3%	10.6%	8.2%	4.7%	4.0%	-8.7%	-4.1%	6.7%
AFTK(백만)	2,504	2,687	2,680	2,745	2,529	2,714	2,707	2,772	10,614	10,616	10,722
YoY(%)	-6.0%	0.7%	3.5%	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.1%	0.0%	1.0%
FTK(백만)	1,872	2,061	2,026	2,187	1,900	2,082	2,046	2,209	8,266	8,146	8,237
YoY(%)	-12.1%	-0.5%	2.7%	4.5%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	0.1%	-1.4%	1.1%
L/F(%)	74.8%	76.7%	75.6%	79.7%	75.1%	76.7%	75.6%	79.7%	77.9%	76.7%	76.8%
YoY(%pt)	-5.2%	-0.9%	-0.6%	1.9%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.6%	-1.1%	0.1%
Yield(원)	299.6	257.7	257.7	322.9	299.6	283.5	273.2	332.6	316.3	307.7	324.6
YoY(%)	-11.0%	-9.5%	-8.7%	3.0%	0.0%	10.0%	6.0%	3.0%	-8.8%	-2.7%	5.5%
영업비용(억원)	25,437	26,585	26,579	28,324	28,176	29,340	29,231	30,054	109,183	106,925	116,801
YoY(%)	-5.1%	-4.7%	-0.9%	2.4%	10.8%	10.4%	10.0%	6.1%	-5.2%	-2.1%	9.2%
연료유류비	4,719	5,325	5,822	6,551	6,948	7,353	7,943	7,829	29,236	22,418	30,073
YoY(%)	-39.9%	-29.0%	-20.1%	-0.7%	47.2%	38.1%	36.4%	19.5%	-27.3%	-23.3%	34.1%
추정금유단가(\$/bbl)	47.5	54.4	59.3	67.0	68.0	70.6	72.7	74.6	78.9	57.1	71.5
YoY(%)	-46.4%	-34.9%	-21.2%	-1.9%	43.0%	29.7%	22.7%	11.3%	-34.9%	-27.7%	25.2%
인건비	5,152	5,332	5,313	5,470	5,270	5,412	5,393	5,552	20,910	21,267	21,627
YoY(%)	2.6%	-1.2%	3.7%	1.9%	2.3%	1.5%	1.5%	1.5%	9.7%	1.7%	1.7%
감가상각비	4,361	4,375	4,506	4,566	4,601	4,637	4,686	4,726	16,509	17,808	18,651
YoY(%)	8.5%	7.5%	8.5%	7.0%	5.5%	6.0%	4.0%	3.5%	3.6%	7.9%	4.7%
공항관련비	2,712	2,689	2,842	2,728	2,739	2,716	2,870	2,756	10,242	10,971	11,081
YoY(%)	12.5%	6.2%	7.2%	3.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	3.9%	7.1%	1.0%
영업이익(억원)	3,233	1,592	4,600	1,827	2,482	1,208	4,116	1,849	6,242	11,252	9,655
영업이익률	11.3%	5.6%	14.8%	6.1%	8.1%	4.0%	12.3%	5.8%	5.4%	9.5%	7.6%

자료: 하이투자증권

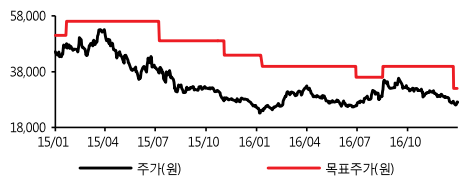
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,289	3,133	3,366	3,438	매출액	11,545	11,820	12,648	13,151
현금 및 현금성자산	967	940	1,052	1,084	증가율(%)	-3.1	2.4	7.0	4.0
단기금융자산	340	323	340	323	매출원가	9,517	9,522	10,447	10,855
매출채권	890	911	987	1,026	매출총이익	2,027	2,298	2,201	2,296
재고자산	491	355	379	395	판매비와관리비	1,144	1,173	1,236	1,270
비유동자산	20,891	21,235	21,639	21,892	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	17,851	18,771	19,170	19,417	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	295	285	276	269	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	24,180	24,367	25,005	25,330	영업이익	883	1,125	965	1,026
유동부채	8,450	6,033	5,767	5,459	증가율(%)	123.4	27.4	-14.2	6.2
매입채무	124	127	136	141	영업이익률(%)	7.6	9.5	7.6	7.8
단기차입금	869	819	689	489	이자수익	40	38	42	42
유동성장기부채	5,161	3,113	2,979	2,879	이자비용	371	445	499	516
비유동부채	13,231	16,409	16,963	17,213	지분법이익(손실)	17	-125	7	7
사채	693	2,181	1,934	2,336	기타영업외손익	-927	-1,161	-6	-6
장기차입금	9,479	11,300	12,200	12,047	세전계속사업이익	-486	-714	490	534
부채총계	21,681	22,442	22,730	22,672	법인세비용	-85	-156	122	134
지배주주지분	2,387	1,814	2,162	2,546	세전계속이익률(%)	-4.2	-6.0	3.9	4.1
자본금	370	371	370	370	당기순이익	-563	-557	367	401
자본잉여금	603	603	603	603	순이익률(%)	-4.9	-4.7	2.9	3.0
이익잉여금	794	237	604	1,005	지배주주귀속 순이익	-565	-557	367	401
기타자본항목	215	215	215	215	기타포괄이익	-18	-17	-17	-17
비지배주주지분	112	112	112	112	총포괄이익	-581	-575	350	383
자본총계	2,499	1,926	2,274	2,658	지배주주귀속총포괄이익	-583	-575	350	383

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	2,728	1,788	2,730	2,925	주당지표(원)				
당기순이익	-563	-557	367	401	EPS	-7,640	-7,213	4,969	5,419
유형자산감가상각비	1,611	1,800	1,921	1,973	BPS	32,280	23,471	29,242	34,426
무형자산상각비	40	40	39	37	CFPS	14,685	16,600	31,464	32,606
지분법관련손실(이익)	17	-125	7	7	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	419	-553	-359	-225	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,424	-2,720	-2,320	-2,220	PER			5.5	5.0
무형자산의 처분(취득)	0	30	30	30	PBR	0.9	1.2	0.9	0.8
금융상품의 증감	218	-45	130	15	PCR	1.9	1.6	0.9	0.8
재무활동 현금흐름	-2,997	23	39	223	EV/EBITDA	6.7	6.1	6.3	6.0
단기금융부채의증감	678	-2,097	-264	-300	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	3,309	652	250	37	ROE	-25.2	-26.5	18.5	17.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	21.9	25.1	23.1	23.1
배당금지급	-14	-	-	-	부채비율	867.6	1,165.4	999.4	853.1
현금및현금성자산의증감	171	-28	113	32	순부채비율	596.0	838.8	721.5	615.0
기초현금및현금성자산	797	967	940	1,052	매출채권회전율(x)	12.7	13.1	13.3	13.1
기말현금및현금성자산	967	940	1,052	1,084	재고자산회전율(x)	25.1	28.0	34.5	34.0

자료 : 대한항공, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2017-01-06	Buy	32,000
2016-08-31	Buy	40,000
2016-07-13	Buy	36,000
2016-01-25	Buy	40,000
2015-11-17	Buy	44,000
2015-07-22	Buy	49,000
2015-02-04	Buy	56,000

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 하준영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. (2014년 5월 12일부터 적용)-Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임) - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.4%	11.6%	-