

# 대한항공(003490)

## 1Q19 Preview: 쉬어가는 구간

### 영업이익은 컨센서스 하회할 전망

1분기 매출액과 영업이익을 3조 1,679억원, 1,803억원으로 추정한다. 각각 전년 동기대비 2%, 8% 증가할 전망이다. 작년 1분기 실적에 반영됐던 일회성 비용인 안전장려금 534억원을 제외하면, 영업이익은 실제로 18% 줄어드는 것이다. 유가가 하락한 효과를 기대했던 시장 컨센서스를 역시 18% 하회할 전망이다. 화물 실적이 예상보다 부진했고, 정채된 공급에 비해 정비비와 조업비 등이 크게 늘어나기 때문이다. 다만 여객 부문에서는 국제선 비즈니스 수요가 꾸준히 강세를 보이는 가운데 국내선 여객이 7개 분기 만에 다시 증가 전환할 것으로 예상된다.

### 1분기 저비용항공사에게 빼앗긴 투자관심

최근 항공업종에 대한 투자관심은 저비용항공사(LCC)로 쏠리고 있다. 호재와 악재가 번갈아 부각됐는데, 1분기 실적 서프라이즈와 중국 운수권 수혜에 더 무게가 실리는 모습이다. 유류비에 유가는 보통 1개월의 시차를 두고 반영되는 반면 항공사가 승객에게 받는 유류할증료는 예약 시점에 결정돼 유가와 시차가 더 길다. 유류할증료는 승객당 똑같이 부과되기 때문에 이러한 효과는 좌석밀도와 탑승률이 높은 LCC가 대한항공보다 크다. 신규 중국 운수권 역시 LCC에게 유리한 방향으로 배분될 전망이다. 또한 1분기 화물수요가 부진한 점도 화물사업이 없는 LCC가 더 부각된 이유다. 반대로 대한항공의 주가는 2월말 피크 대비 12% 하락했다.

### 비수기인 2분기는 다시 대한항공에게 기회

대한항공의 1분기 비용 이슈는 연간으로 이어질 전망이다. 국토부의 안전점검이 강화되고 있고 인력수급의 어려움과 최저임금 인상 등으로 인건비 증가폭 역시 확대될 것이다. 연간 영업이익 추정치를 기존 대비 7% 하향한다. 다만 올해 현금흐름 개선에 대한 기대감은 여전히 유효해 '매수' 의견을 유지한다. 비수기인 2분기로 접어들면 LCC 대비 이익의 계절성이 낮은 대한항공의 투자매력이 다시 부각될 전망이다. 최근 유가가 반등한 만큼 2분기에는 유류할증료도 반대로 역효과가 예상된다. 3월말 그룹 주총이 일단락되면 지배구조 불확실성 역시 줄어들 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	12,092	940	792	8,639	NM	2,633	3.9	6.4	0.9	29.4	0.7
2018A	13,020	640	(193)	(2,012)	NM	2,382	NM	7.3	1.1	(5.9)	0.8
2019F	13,296	934	325	3,384	NM	2,725	9.6	6.2	1.0	10.6	0.8
2020F	13,768	1,013	420	4,372	29.2	2,852	7.5	5.7	0.9	12.3	0.8
2021F	14,236	1,061	1,108	11,545	164.1	2,913	2.8	5.3	0.7	26.7	0.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 39,000원(유지)

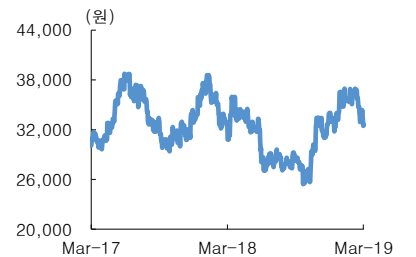
### Stock Data

KOSPI(3/22)	2,187
주가(3/22)	32,600
시가총액(십억원)	3,092
발행주식수(백만)	95
52주 최고/최저(원)	36,950/25,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,930
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.5/24.7
주요주주(%)	한진칼 외 9 인 33.4
	국민연금 11.7

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.4)	14.0	0.8
KOSPI 대비(%p)	(8.5)	20.5	13.2

### 주가추이



자료: FnGuide

### 최고운

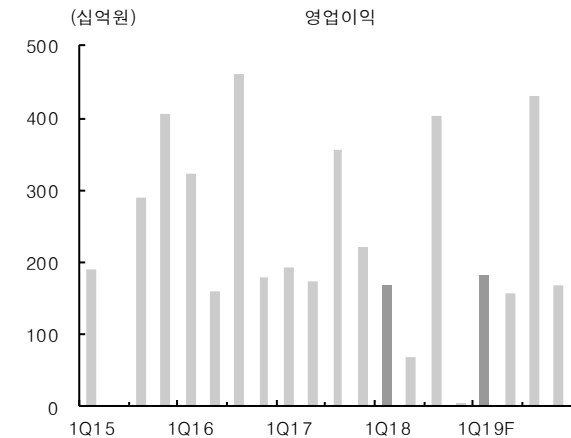
gowoon@truefriend.com

〈표 1〉 1Q19 실적 전망

	한투증권 (십억원)	QoQ (%, %p)	YoY 컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	3,167.9	(3.8)	2.1 (1.5)	3,215.1	(0.1)
영업이익	180.3	3,224.7	8.4 (17.6)	218.9	(1.6)
영업이익률(%)	5.7	5.5	0.3 (1.1)	6.8	(0.1)
지배주주순이익	40.5	NM	NM 49.9	27.0	103.1

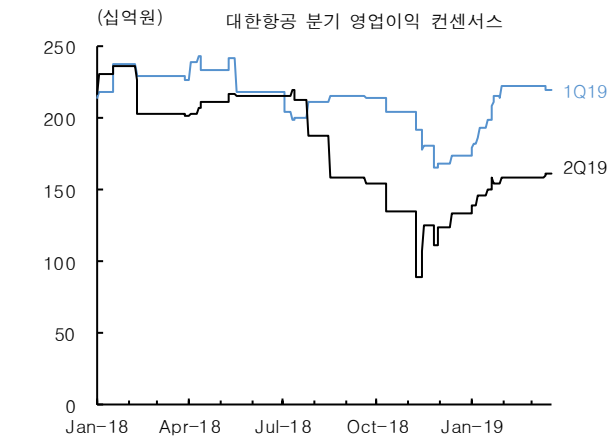
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 1분기 영업이익은 전년동기대비 8% 증가할 전망



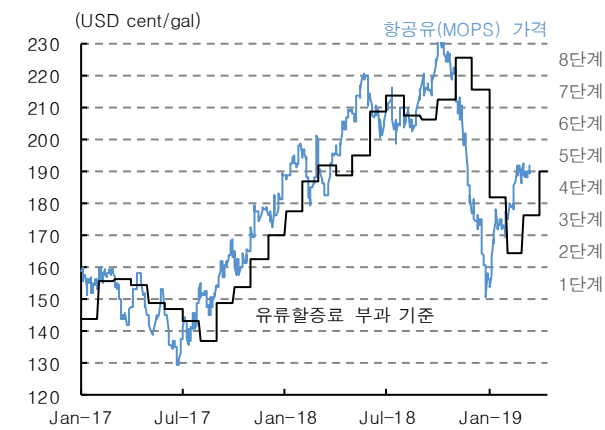
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 2] 올해 들어 26%나 오른 컨센서스 대비로는 하회



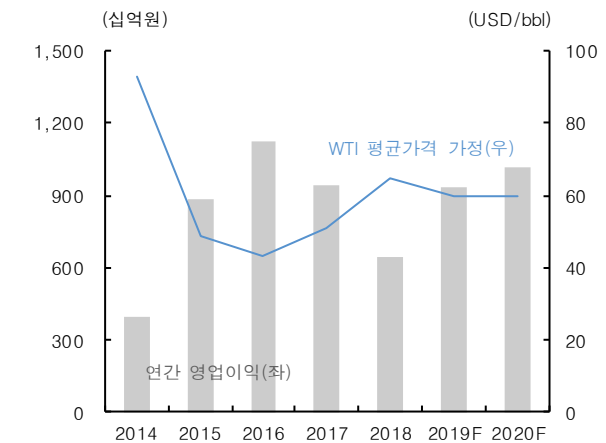
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 3] 2분기 유가와 유류할증료는 1분기와 정반대



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 4] 현 유가에서도 올해 영업이익 턴어라운드 유효



자료: 대한항공, 한국투자증권

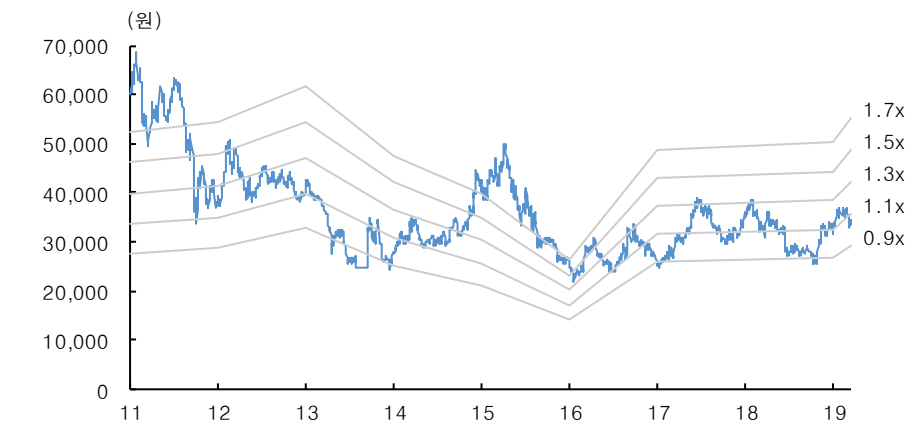
## 〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2018				2019F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2017	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>3,102</b>	<b>3,106</b>	<b>3,518</b>	<b>3,295</b>	<b>3,168</b>	<b>3,167</b>	<b>3,587</b>	<b>3,375</b>	<b>12,092</b>	<b>13,020</b>	<b>13,296</b>	<b>13,768</b>
국내선	98	132	125	113	102	132	122	111	507	468	467	476
ASK(백만 km)	779	888	873	805	779	879	864	797	3,727	3,345	3,319	3,319
RPK(백만 km)	563	713	634	594	578	713	640	600	2,894	2,504	2,531	2,557
L/F(%)	72.3	80.3	72.6	73.8	74.2	81.1	74.1	75.3	77.6	74.9	76.3	77.0
Yield(원)	174.1	184.6	197.2	191.0	175.8	184.6	191.2	185.2	175.2	186.9	184.4	186.3
국제선	1,754	1,715	2,003	1,740	1,813	1,740	2,052	1,774	6,539	7,212	7,379	7,676
ASK(백만 km)	23,662	23,943	24,868	23,991	23,780	24,422	25,614	24,471	94,404	96,464	98,287	100,449
RPK(백만 km)	18,785	19,330	20,407	18,971	19,158	19,910	21,223	19,540	74,948	77,493	79,831	82,226
L/F(%)	79.4	80.7	82.1	79.1	80.6	81.5	82.9	79.8	79.4	80.3	81.2	81.9
Yield(원)	93.4	88.7	98.2	91.7	94.6	87.4	96.7	90.8	87.2	93.1	92.4	93.4
화물	698	713	754	825	665	727	769	850	2,809	2,990	3,010	3,101
AFTK(백만 km)	2,622	2,665	2,713	2,825	2,570	2,612	2,659	2,797	10,939	10,825	10,637	10,637
FTK(백만 km)	2,009	2,023	2,078	2,189	1,858	2,003	2,057	2,189	8,593	8,299	8,107	8,188
L/F(%)	76.6	75.9	76.6	77.5	72.3	76.7	77.4	78.2	78.6	76.7	76.2	77.0
Yield(원)	347.2	352.2	362.9	377.1	357.7	362.8	373.8	388.4	326.9	360.2	371.3	378.7
기타	552	546	636	616	589	569	643	639	2,238	2,350	2,440	2,514
<b>매출액 증가율</b>	<b>8.2</b>	<b>6.9</b>	<b>9.5</b>	<b>6.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>3.1</b>	<b>7.7</b>	<b>2.1</b>	<b>3.5</b>
국내선	(6.8)	(8.4)	(8.4)	(6.7)	3.7	0.0	(2.0)	(2.0)	2.7	(7.7)	(0.3)	2.0
ASK	(8.4)	(12.5)	(11.6)	(8.0)	0.0	(1.0)	(1.0)	(1.0)	0.5	(10.2)	(0.8)	0.0
RPK	(12.0)	(12.2)	(17.3)	(12.0)	2.7	0.0	1.0	1.0	0.5	(13.5)	1.1	1.0
L/F(%p)	(3.0)	0.3	(5.1)	(3.4)	1.9	0.8	1.5	1.5	(0.0)	(2.8)	1.4	0.8
Yield	5.9	4.3	10.8	6.0	1.0	0.0	(3.0)	(3.0)	2.3	6.7	(1.3)	1.0
국제선	11.4	10.4	12.1	7.1	3.3	1.5	2.4	2.0	1.0	10.3	2.3	4.0
ASK	5.9	3.5	(0.3)	0.0	0.5	2.0	3.0	2.0	1.6	2.2	1.9	2.2
RPK	4.8	5.2	0.9	3.0	2.0	3.0	4.0	3.0	2.6	3.4	3.0	3.0
L/F(%p)	(0.9)	1.3	1.0	2.3	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.6
Yield	6.3	5.0	11.1	4.0	1.3	(1.5)	(1.5)	(1.0)	(1.3)	6.7	(0.7)	1.0
화물	9.1	5.9	7.7	3.7	(4.7)	2.0	2.0	3.0	14.9	6.4	0.7	3.0
AFTK	1.6	(1.7)	(2.9)	(1.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(1.0)	3.0	(1.0)	(1.7)	0.0
FTK	(0.5)	(4.3)	(4.6)	(4.0)	(7.5)	(1.0)	(1.0)	0.0	5.3	(3.4)	(2.3)	1.0
L/F(%p)	(1.7)	(2.0)	(1.4)	(2.4)	(4.3)	0.8	0.8	0.8	1.7	(1.9)	(0.4)	0.8
Yield	9.6	10.7	12.9	8.0	3.0	3.0	3.0	3.0	9.2	10.2	3.1	2.0
기타	0.9	2.1	7.6	9.0	6.6	4.1	1.2	3.8	(3.6)	5.0	3.8	3.0
<b>영업비용</b>	<b>2,840</b>	<b>2,931</b>	<b>3,017</b>	<b>3,170</b>	<b>2,893</b>	<b>2,909</b>	<b>3,059</b>	<b>3,088</b>	<b>10,847</b>	<b>11,959</b>	<b>11,950</b>	<b>12,359</b>
증가율	8.2	9.0	9.8	13.9	1.8	(0.7)	1.4	(2.6)	4.1	10.3	(0.1)	3.4
연료유류비(별도)	729	796	879	891	737	746	831	846	2,616	3,296	3,160	3,230
증가율	15.0	29.1	33.7	25.9	1.1	(6.3)	(5.5)	(5.0)	19.5	26.0	(4.1)	2.2
인건비(별도)	518	540	490	521	505	507	515	526	1,896	2,069	2,053	2,156
정비비(별도)	84	84	85	88	86	86	87	89	352	341	348	361
임차료(별도)	114	100	95	171	130	120	109	130	406	480	489	516
기타	1,395	1,412	1,468	1,499	1,434	1,451	1,518	1,496	5,576	5,773	5,899	6,097
<b>영업이익</b>	<b>166</b>	<b>67</b>	<b>402</b>	<b>5</b>	<b>180</b>	<b>156</b>	<b>430</b>	<b>168</b>	<b>940</b>	<b>640</b>	<b>934</b>	<b>1,014</b>
증가율	(13.1)	(61.4)	13.0	(97.5)	8.4	133.8	7.1	2,994.9	(16.2)	(31.9)	45.9	8.5
영업이익률	5.4	2.1	11.4	0.2	5.7	4.9	12.0	5.0	7.8	4.9	7.0	7.4
<b>세전이익</b>	<b>(1)</b>	<b>(380)</b>	<b>345</b>	<b>(173)</b>	<b>55</b>	<b>31</b>	<b>310</b>	<b>48</b>	<b>1,122</b>	<b>(209)</b>	<b>444</b>	<b>574</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>(10)</b>	<b>(304)</b>	<b>247</b>	<b>(126)</b>	<b>40</b>	<b>23</b>	<b>227</b>	<b>35</b>	<b>792</b>	<b>(193)</b>	<b>325</b>	<b>420</b>
증가율	NM	NM	327.5	NM	NM	NM	(8.2)	NM	NM	NM	NM	29.2

자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 5] PBR 밴드(신종자본증권 조정 후 BPS 기준)



자료: Quantiwise, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

대한항공은 우리나라 대표 국적항공사로 장거리노선 중심의 안정적 노선 포트폴리오와 높은 서비스 품질에 기반한 프리미엄 이미지를 구축함. 2017년 우리나라 항공시장에서 여객수 기준 국제선 점유율 25%, 국내선 점유율 25%를 차지함.

- RPK(Revenue Passenger Kilometers): 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업의 수송실적 지표
- ASK(Available Seat Kilometers): 판매 가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업의 수송공급 지표
- FTK(Freight Tonne Kilometers): 유상 화물톤수에 이동 거리를 곱한 값으로 RPK와 같은 개념의 화물 수송실적 지표
- AFTK(Available Freight Tonne Kilometers): 운송할 수 있는 화물탑재증량에 이동 거리를 곱한 값으로 ASK와 같은 개념의 화물 수송공급 지표
- L/F(Load factor): 공급 대비 이용률로 RPK/FTK에서 ASK/AFTK를 나눈 값

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,582	3,872	3,580	3,707	3,833
현금성자산	761	1,504	1,197	1,239	1,281
매출채권및기타채권	964	883	1,003	1,038	1,073
재고자산	683	1,030	814	843	872
비유동자산	21,066	21,707	21,459	21,305	21,194
투자자산	476	402	411	426	440
유형자산	18,907	19,648	19,356	19,127	18,942
무형자산	363	301	307	318	329
자산총계	24,649	25,580	25,039	25,011	25,027
유동부채	6,638	7,522	7,080	6,964	6,081
매입채무및기타채무	1,069	1,075	1,097	1,136	1,175
단기차입금및단기사채	843	732	640	446	391
유동성장기부채	3,300	3,589	3,339	3,164	2,709
비유동부채	14,259	15,026	15,013	14,790	14,518
사채	1,103	1,519	1,504	1,365	1,240
장기차입금및금융부채	9,668	9,949	9,876	9,663	9,388
부채총계	20,898	22,548	22,094	21,754	20,600
지배주주지분	3,629	2,909	3,209	3,605	4,689
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	946	946	946	946
기타자본	956	774	774	774	774
이익잉여금	577	82	382	778	1,862
비지배주주지분	122	123	129	137	158
자본총계	3,751	3,032	3,339	3,742	4,847

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	2,807	2,793	2,141	2,489	2,591
당기순이익	802	(186)	331	427	1,129
유형자산감가상각비	1,648	1,712	1,764	1,811	1,822
무형자산상각비	45	29	27	28	29
자산부채변동	(41)	141	(22)	156	(468)
기타	353	1,097	41	67	79
투자활동현금흐름	(2,041)	(658)	(1,595)	(1,603)	(1,659)
유형자산투자	(1,877)	(1,276)	(1,616)	(1,683)	(1,745)
유형자산매각	82	78	144	101	108
투자자산순증	(263)	382	(9)	(15)	(14)
무형자산순증	1	1	(34)	(39)	(40)
기타	16	157	(80)	33	32
재무활동현금흐름	(1,036)	(1,408)	(460)	(753)	(955)
자본의증가	453	0	0	0	0
차입금의순증	(1,836)	(1,363)	(430)	(721)	(910)
배당금지급	(34)	(68)	(24)	(24)	(24)
기타	381	23	(6)	(8)	(21)
기타현금흐름	(58)	16	0	0	0
현금의증가	(329)	743	86	134	(23)

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

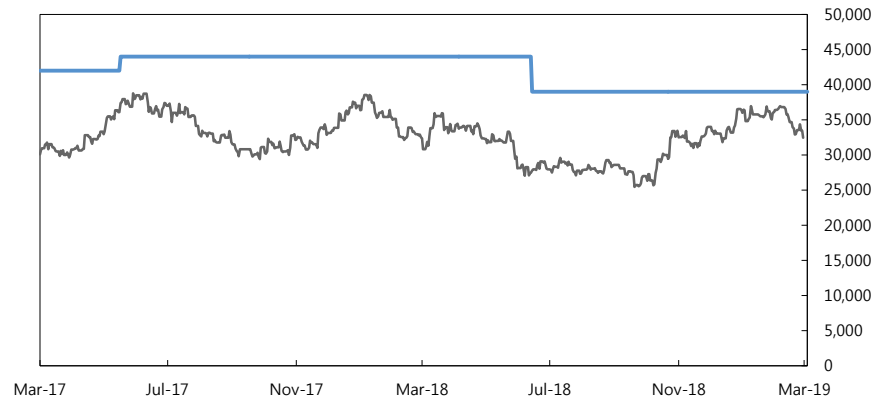
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	12,092	13,020	13,296	13,768	14,236
매출원가	9,991	11,004	10,995	11,371	11,758
매출총이익	2,101	2,017	2,302	2,397	2,478
판매관리비	1,161	1,376	1,368	1,384	1,417
영업이익	940	640	934	1,013	1,061
금융수익	73	126	140	150	152
이자수익	31	41	50	48	50
금융비용	531	580	630	590	554
이자비용	457	546	623	660	624
기타영업외손익	628	(395)	0	0	854
관계기업관련손익	11	1	0	0	0
세전계속사업이익	1,122	(209)	444	573	1,513
법인세비용	320	(23)	113	146	385
연결당기순이익	802	(186)	331	427	1,129
지배주주지분순이익	792	(193)	325	420	1,108
기타포괄이익	304	(232)	0	0	0
총포괄이익	1,106	(418)	331	427	1,129
지배주주지분포괄이익	1,089	(420)	325	420	1,108
EBITDA	2,633	2,382	2,725	2,852	2,913

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	8,639	(2,012)	3,384	4,372	11,545
BPS	37,824	30,313	33,447	37,569	48,864
DPS	250	250	250	250	250
성장성(%, YoY)					
매출증가율	3.1	7.7	2.1	3.5	3.4
영업이익증가율	(16.2)	(31.9)	45.8	8.5	4.8
순이익증가율	NM	NM	NM	29.2	164.0
EPS증가율	NM	NM	NM	29.2	164.1
EBITDA증가율	(8.3)	(9.5)	14.4	4.7	2.1
수익성(%)					
영업이익률	7.8	4.9	7.0	7.4	7.5
순이익률	6.5	(1.5)	2.4	3.0	7.8
EBITDA Margin	21.8	18.3	20.5	20.7	20.5
ROA	3.3	(0.7)	1.3	1.7	4.5
ROE	29.4	(5.9)	10.6	12.3	26.7
배당수익률	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
배당성향	3.0	NM	7.4	5.7	2.2
안정성					
순차입금(십억원)	13,581	14,023	13,793	13,016	12,051
차입금/자본총계비율(%)	397.6	521.0	460.2	391.3	283.4
Valuation(X)					
PER	3.9	NM	9.6	7.5	2.8
PBR	0.9	1.1	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA	6.4	7.3	6.2	5.7	5.3

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대한항공 (003490)	2016.08.31	매수	39,486원	-25.4	-7.9
	2017.06.07	매수	44,000원	-22.7	-11.9
	2018.06.07	1년경과		-32.6	-24.3
	2018.07.05	매수	39,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 3월 22일 현재 대한항공 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.