

대한항공(003490)

4Q18 Preview: 부진은 오래 가지 않을 것

대규모 일회성 비용으로 영업이익은 컨센서스 크게 하회할 전망

4분기 매출액과 영업이익을 3조 3,270억원, 859억원으로 추정한다. 매출액은 전년동기대비 7% 늘어나지만 영업이익은 61% 급감할 전망이다. 2018년 임금인상 소급적용분 400억원과 엔진 정비비 증가 300억원 등 일회성 비용 반영으로 영업이익은 컨센서스를 46% 하회할 것이다. 다만 본업 실적으로만 보면 공급 효율화를 통해 운임이 기대 이상으로 상승하며 항공업종 내 가장 양호할 전망이다. 국제선 여객과 화물 운임은 각각 4%, 12% 상승하며 전년 추석연휴 기저 부담과 유가 상승 영향을 만회한 것으로 추정된다. 특히 비즈니스 좌석의 탑승률 향상이 운임 상승을 이끌고 있어 1위 프리미엄 국적사로서의 경쟁력을 되찾은 모습이다.

유가 하락했지만 생각만큼 간단하지 않은 항공업종 투자

4분기 실적부진에도 10월 이후 유가가 급락하며 2019년 항공업종의 이익 턴어라운드 대한 투자자들의 관심이 높아지고 있다. 항공유 가격은 작년 1분기 평균보다 여전히 10% 이상 낮다. 하지만 유가와 같은 대외변수의 불확실성과 저비용항공사(LCC) 중심의 경쟁심화 가능성을 감안하면 기대감만으로 항공주 투자판단을 내리기 쉽지 않은 상황이다. 올해 유류비 부담이 줄면서 LCC들은 작년보다 더 공격적으로 항공기를 도입할 계획이다. 여기에 4분기 항공업 전반의 실적 쇼크는 포화되어가는 공항슬랏에 비해 공급확대가 부담스럽지 않은지 우려를 키울 것이다.

4분기 부진 요인 이미 해소, 2019년 이익 모멘텀에 주목할 시점

따라서 규모 확보까지 멀리 보고 공급경쟁을 감수해야 하는 LCC보다 수익성 중심의 영업을 펼치는 대한항공이 더 부각되는 시점이다. 대한항공은 1위 국적사로서 프리미엄 및 장거리 경쟁력이 안정적이다. 작년에는 매월 국제선 여객수가 늘어 LCC로의 수요 이탈이 일단락되었음을 보여줬다. 올해에도 항공기 도입은 교체 수요가 대부분이라 공급경쟁 부담이 제한적이다. 4분기 부진에 따른 주가 조정은 단기에 그쳐 올해 이익 모멘텀에 대한 저점 매수기회를 제공할 것이다. 대한항공에 대해 '매수' 의견과 목표주가 39,000원(2019F 조정 PBR 1.2배)을 유지한다.

	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
2018F	13,053	721	(126)	(1,318)	NM	2,499	NM	6.7	0.9	(3.6)	0.8
2019F	13,485	1,119	458	4,771	NM	2,917	7.0	5.6	0.8	12.4	0.8
2020F	13,963	1,266	565	5,882	23.3	3,080	5.6	5.1	0.7	13.5	0.8
2021F	14,508	1,129	1,125	11,724	99.3	2,960	2.8	4.9	0.6	22.5	0.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 39,000원(유지)

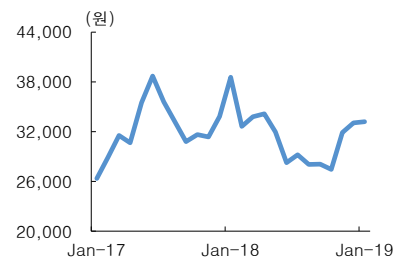
Stock Data

KOSPI(1/11)	2,076
주가(1/11)	33,200
시가총액(십억원)	3,149
발행주식수(백만)	95
52주 최고/최저(원)	38,550/25,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,967
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.5/21.1
주요주주(%)	한진칼 외 9 인 33.4
	국민연금 11.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.7	(2.6)	0.6
KOSPI 대비(%p)	7.3	14.3	17.6

주가추이



자료: FnGuide

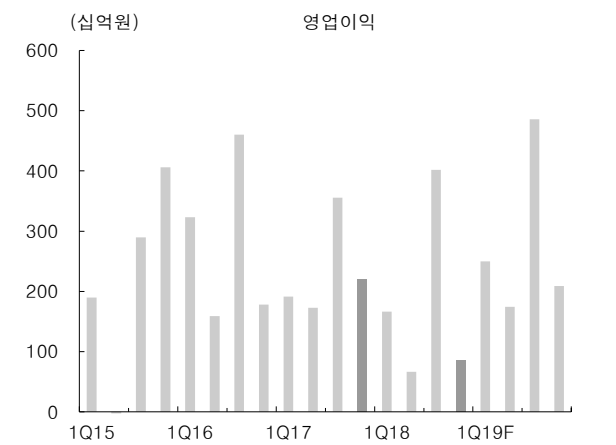
최고운

gowoon@truefriend.com

〈표 1〉 4Q18 실적 전망

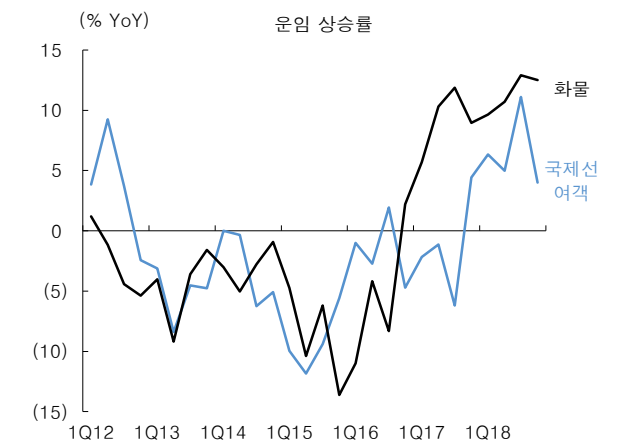
	한투증권 (십억원)	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	3,327.0	(5.4)	7.1	(0.2)	3,333.1	0.4
영업이익	85.9	(78.6)	(61.0)	(45.9)	158.7	(20.5)
영업이익률(%)	2.6	(8.8)	(4.5)	(2.2)	4.8	(1.3)
지배주주순이익	(59.2)	NM	NM	(7,245.2)	0.8	(97.6)

자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 4분기 영업이익은 일회성 비용 반영 등으로
전년동기대비 61% 급감할 전망이다

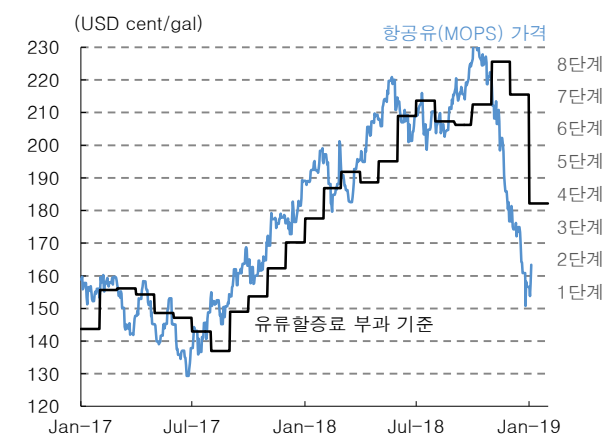
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 2] 본업인 여객과 화물 운임은 양호함에 주목할 필요

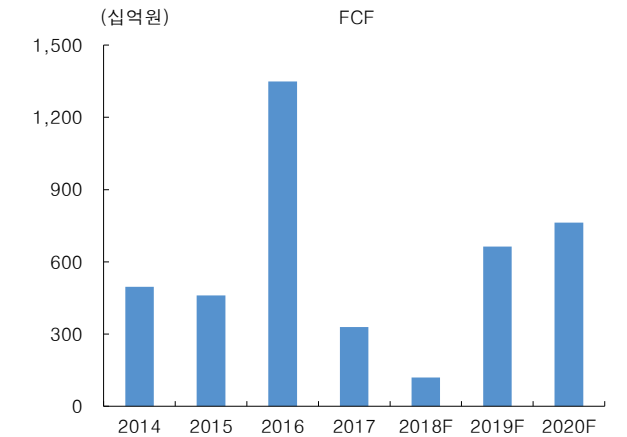


자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 3] 유가 하락으로 올해 유류비 부담 줄어든 가운데



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 4] 항공기 투자 축소, 공급 효율화, JV 협력 강화 등
수익성 중심의 영업으로 현금흐름 개선될 전망

주: FCF = 영업이익 + 감가상각비 - 설비투자비 - 순이자비용
 자료: 대한항공, 한국투자증권

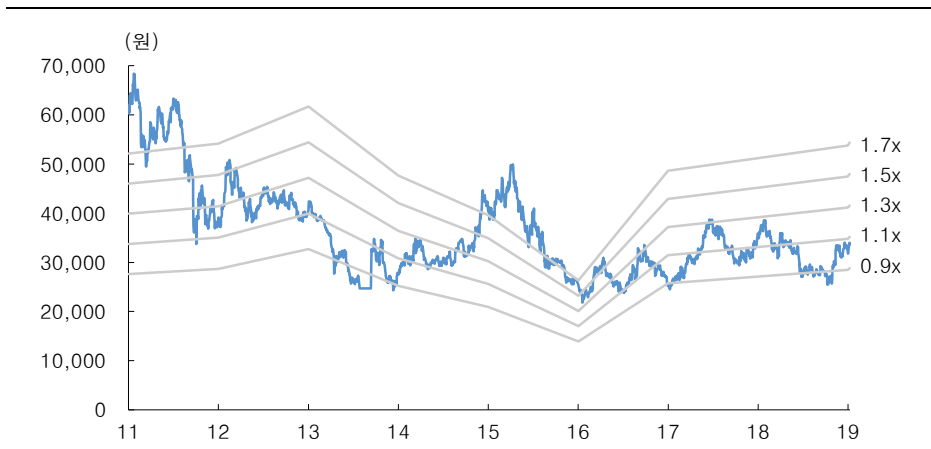
〈표 2〉 실적전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	2,866	2,905	3,214	3,107	3,102	3,106	3,518	3,327	11,732	12,092	13,053	13,485
국내선	105	144	137	121	98	132	125	114	494	507	468	459
ASK(백만 km)	850	1,015	987	875	779	888	873	788	3,708	3,727	3,328	3,228
RPK(백만 km)	640	812	767	675	563	713	634	608	2,880	2,894	2,518	2,467
L/F(%)	75.3	80.0	77.7	77.1	72.3	80.3	72.6	77.1	77.7	77.6	75.7	76.4
Yield(원)	164.4	177.0	178.0	178.7	174.1	184.6	197.2	187.4	171.3	175.2	186.1	186.1
국제선	1,574	1,554	1,787	1,625	1,754	1,715	2,003	1,757	6,472	6,539	7,229	7,467
ASK(백만 km)	22,335	23,142	24,936	23,991	23,662	23,943	24,868	24,351	92,949	94,404	96,824	99,009
RPK(백만 km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,785	19,330	20,407	19,155	73,029	74,948	77,677	80,013
L/F(%)	80.3	79.4	81.1	76.8	79.4	80.7	82.1	78.7	78.6	79.4	80.2	80.8
Yield(원)	87.8	84.5	88.3	88.2	93.4	88.7	98.2	91.7	88.4	87.2	93.1	93.3
화물	640	673	700	796	698	713	754	855	2,444	2,809	3,020	3,156
AFTK(백만 km)	2,580	2,712	2,794	2,854	2,622	2,665	2,713	2,825	10,621	10,939	10,825	10,825
FTK(백만 km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,023	2,078	2,177	8,163	8,593	8,287	8,392
L/F(%)	78.3	77.9	78.0	79.9	76.6	75.9	76.6	77.1	76.9	78.6	76.6	77.5
Yield(원)	316.7	318.2	321.4	349.1	347.2	352.2	362.9	392.8	299.4	326.9	364.3	376.0
기타	547	535	591	566	552	546	636	601	2,322	2,238	2,336	2,403
매출액 증가율	(0.0)	3.1	3.1	6.1	8.2	6.9	9.5	7.1	1.6	3.1	7.9	3.3
국내선	2.9	8.8	(3.6)	2.4	(6.8)	(8.4)	(8.4)	(6.4)	4.3	2.7	(7.6)	(2.0)
ASK	1.8	4.9	(1.0)	(3.6)	(8.4)	(12.5)	(11.6)	(10.0)	1.2	0.5	(10.7)	(3.0)
RPK	6.0	4.0	(3.6)	(3.4)	(12.0)	(12.2)	(17.3)	(10.0)	6.7	0.5	(13.0)	(2.0)
L/F(%p)	3.0	(0.7)	(2.1)	0.2	(3.0)	0.3	(5.1)	0.0	4.0	(0.0)	(2.0)	0.8
Yield	(2.9)	4.6	0.0	6.0	5.9	4.3	10.8	4.0	(2.8)	2.3	6.2	0.0
국제선	(2.6)	1.6	(3.2)	9.8	11.4	10.4	12.1	8.2	4.4	1.0	10.6	3.3
ASK	(4.4)	0.9	2.9	7.0	5.9	3.5	(0.3)	1.5	3.9	1.6	2.6	2.3
RPK	(0.4)	2.7	3.2	5.1	4.8	5.2	0.9	4.0	5.9	2.6	3.6	3.0
L/F(%p)	3.2	1.4	0.2	(1.4)	(0.9)	1.3	1.0	1.9	1.5	0.8	0.8	0.6
Yield	(2.2)	(1.1)	(6.2)	4.5	6.3	5.0	11.1	4.0	(1.5)	(1.3)	6.7	0.3
화물	14.0	13.2	20.3	12.7	9.1	5.9	7.7	7.4	(6.5)	14.9	7.5	4.5
AFTK	3.1	0.9	4.3	3.8	1.6	(1.7)	(2.9)	(1.0)	0.1	3.0	(1.0)	0.0
FTK	7.9	2.6	7.6	3.4	(0.5)	(4.3)	(4.6)	(4.5)	(1.3)	5.3	(3.6)	1.3
L/F(%p)	3.5	1.3	2.4	(0.3)	(1.7)	(2.0)	(1.4)	(2.8)	(1.0)	1.7	(2.0)	1.0
Yield	5.7	10.3	11.9	8.9	9.6	10.7	12.9	12.5	(5.4)	9.2	11.5	3.2
기타	(6.9)	(4.7)	7.8	(9.5)	0.9	2.1	7.6	6.4	2.9	(3.6)	4.4	2.9
영업비용	2,626	2,690	2,747	2,784	2,840	2,931	3,017	3,094	10,424	10,847	11,883	11,927
증가율	4.9	2.7	5.3	5.5	8.2	9.0	9.8	11.1	(0.2)	4.1	9.6	0.4
연료유류비(별도)	634	617	658	708	729	796	879	920	2,190	2,616	3,324	3,190
증가율	33.4	15.0	12.2	19.4	15.0	29.1	33.7	30.0	(18.3)	19.5	27.1	(4.0)
인건비(별도)	440	500	471	485	518	540	490	524	1,811	1,896	2,072	2,008
정비비(별도)	90	88	85	88	84	84	85	87	288	352	341	347
임차료(별도)	105	108	82	111	114	100	95	125	385	406	433	451
기타	1,356	1,377	1,451	1,392	1,395	1,412	1,468	1,439	5,750	5,576	5,713	5,931
영업이익	192	173	355	220	166	67	402	86	1,121	940	721	1,119
증가율	(40.8)	8.5	(22.7)	23.3	(13.1)	(61.4)	13.0	(61.0)	26.9	(16.2)	(23.3)	55.2
영업이익률	6.7	5.9	11.1	7.1	5.4	2.1	11.4	2.6	9.6	7.8	5.5	8.3
세전이익	719	(246)	109	539	(1)	(380)	345	(82)	(717)	1,122	(118)	631
지배주주순이익	558	(203)	58	379	(10)	(304)	247	(59)	(565)	792	(126)	458
증가율	NM	NM	(88.6)	NM	NM	NM	327.5	NM	NM	NM	NM	NM

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 화물탑재중량에 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	2018F	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,582	3,895	4,067	4,212	4,376
현금성자산	761	1,175	1,214	1,257	1,306
매출채권및기타채권	964	1,024	1,065	1,102	1,145
재고자산	683	640	691	715	743
비유동자산	21,066	21,215	21,076	20,989	20,941
투자자산	476	514	531	550	571
유형자산	18,907	18,884	18,668	18,496	18,350
무형자산	363	392	405	420	436
자산총계	24,649	25,110	25,143	25,201	25,316
유동부채	6,638	6,714	6,247	5,667	5,106
매입채무및기타채무	1,069	1,154	1,192	1,234	1,283
단기차입금및단기사채	843	935	843	544	484
유동성장기부채	3,300	3,004	2,754	2,544	2,089
비유동부채	14,259	14,786	14,841	14,922	14,466
사채	1,103	1,178	1,163	1,108	1,108
장기차입금및금융부채	9,668	9,843	9,788	9,786	9,173
부채총계	20,898	21,501	21,088	20,590	19,573
지배주주지분	3,629	3,479	3,913	4,453	5,554
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	946	946	946	946
기타자본	956	956	956	956	956
이익잉여금	577	426	860	1,401	2,502
비지배주주지분	122	130	143	158	190
자본총계	3,751	3,609	4,055	4,612	5,744

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	2,807	1,939	2,068	2,282	2,907
당기순이익	802	(118)	471	580	1,156
유형자산감가상각비	1,648	1,732	1,750	1,765	1,780
무형자산상각비	45	46	48	49	51
자산부채변동	(41)	170	(258)	(179)	(170)
기타	353	109	57	67	90
투자활동현금흐름	(2,041)	(1,539)	(1,581)	(1,633)	(1,674)
유형자산투자	(1,877)	(1,889)	(1,712)	(1,740)	(1,802)
유형자산매각	82	180	178	147	168
투자자산순증	(263)	(37)	(17)	(19)	(21)
무형자산순증	1	(75)	(61)	(64)	(68)
기타	16	282	31	43	49
재무활동현금흐름	(1,036)	14	(449)	(606)	(1,183)
자본의증가	453	0	0	0	0
차입금의순증	(1,836)	46	(412)	(566)	(1,128)
배당금지급	(34)	(24)	(24)	(24)	(24)
기타	381	(8)	(13)	(16)	(31)
기타현금흐름	(58)	0	0	0	0
현금의증가	(329)	414	39	43	49

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

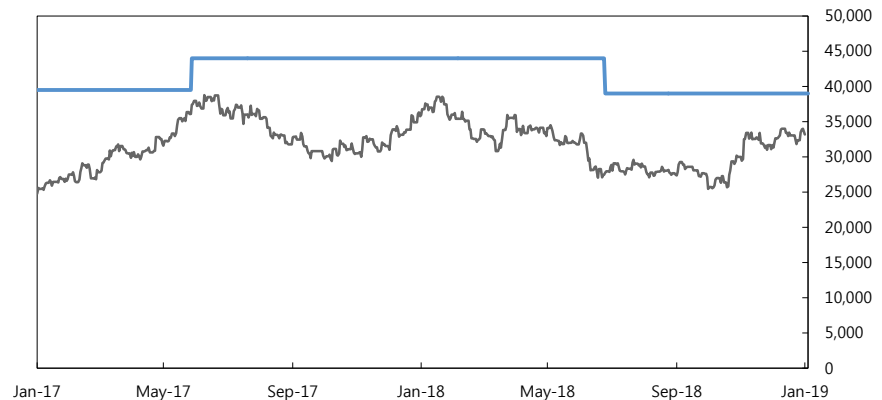
	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
매출액	12,092	13,053	13,485	13,963	14,508
매출원가	9,991	11,001	11,040	11,358	11,987
매출총이익	2,101	2,052	2,444	2,606	2,521
판매관리비	1,161	1,331	1,326	1,340	1,392
영업이익	940	721	1,119	1,266	1,129
금융수익	73	144	152	152	154
이자수익	31	48	48	50	52
금융비용	531	564	640	640	603
이자비용	457	538	590	628	590
기타영업외손익	628	(418)	0	0	870
관계기업관련손익	11	1	0	0	0
세전계속사업이익	1,122	(118)	631	778	1,550
법인세비용	320	1	160	198	394
연결당기순이익	802	(118)	471	580	1,156
지배주주지분순이익	792	(126)	458	565	1,125
기타포괄이익	304	0	0	0	0
총포괄이익	1,106	(118)	471	580	1,156
지배주주지분포괄이익	1,089	(126)	458	565	1,125
EBITDA	2,633	2,499	2,917	3,080	2,960

주요투자지표

	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	8,639	(1,318)	4,771	5,882	11,724
BPS	37,824	36,256	40,777	46,410	57,884
DPS	250	250	250	250	250
성장성(%, YoY)					
매출증가율	3.1	7.9	3.3	3.5	3.9
영업이익증가율	(16.2)	(23.3)	55.2	13.1	(10.8)
순이익증가율	NM	NM	NM	23.3	99.3
EPS증가율	NM	NM	NM	23.3	99.3
EBITDA증가율	(8.3)	(5.1)	16.7	5.6	(3.9)
수익성(%)					
영업이익률	7.8	5.5	8.3	9.1	7.8
순이익률	6.5	(1.0)	3.4	4.0	7.8
EBITDA Margin	21.8	19.1	21.6	22.1	20.4
ROA	3.3	(0.5)	1.9	2.3	4.6
ROE	29.4	(3.6)	12.4	13.5	22.5
배당수익률	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
배당성향	3.0	NM	5.3	4.3	2.1
안정성					
순차입금(십억원)	13,581	13,379	12,907	12,283	11,089
차입금/자본총계비율(%)	397.6	414.6	358.7	303.2	223.8
Valuation(X)					
PER	3.9	NM	7.0	5.6	2.8
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.4	6.7	5.6	5.1	4.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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 1월 11일 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.