

대한항공(003490)

변화가 필요한 시점

1분기 실적은 화물 부진과 비용부담 증가로 시장 기대를 하회
여객 본업은 양호했으나 정비비 등 비용이슈는 앞으로도 이어지는 문제
다만 투자 축소, 좌석 효율화를 통한 수익성 중심의 기조변화가 더 중요

Facts : 1분기 영업이익은 컨센서스 18% 하회

대한항공의 1분기 실적은 화물사업의 부진과 정비비 증가로 기대를 크게 하회했다. 매출액은 3조 1,389억원으로 전년동기대비 1% 증가했지만 영업이익은 1,406억원으로 15% 감소했다. 유가 하락으로 유류비는 1% 줄었음에도 정비비, 조업비 등이 늘어난 탓에 영업이익률은 1%p 하락한 4.5%에 머물렀다. 저비용항공사들과 비교하면 수익성이 아쉽지만, 여객 본업은 양호했다. 국제선 매출액은 탑승률과 운임이 모두 상승한 덕분에 3% 늘었다. 국내선 역시 여객수가 6% 증가하며 2017년 하반기 이후 처음으로 성장했다. 반면 화물의 경우 수요 부진으로 10개 분기 만에 역신장했다. 한편 외화환산손실 1,470억원이 발생해 당기순손실 625억원을 기록했다. 리스 회계기준 변경에 따른 영업비용 감소 효과는 200억원 수준이었다.

Pros & cons : 올해 1조원 영업이익 가이드를 지키기 어려울 것

최저임금 인상, 항공안전 기준 강화 등으로 비용부담이 커지고 있다. 작년 4분기에도 비용관리에 실패해 영업이익은 기대를 크게 하회했었다. 특히 정비비는 2개 분기 연속으로 전년동기대비 500억~600억원 증가했다. 비용 이슈는 단기에 그치는 문제가 아니라고 판단된다. 또한 2분기에는 300억원 수준의 조종사 임금인상 소급적용분이 반영될 예정이다. 화물 역시 단기적으로 반등 모멘텀을 찾기 어려워 보인다. 본업인 여객 수요는 양호하지만 유가와 원/달러 환율 상승에 대한 우려가 상존한다. 결국 올해 1조원의 영업이익 가이드를 지키기 어려워 보인다.

Action : 수익성 중심의 기조 변화 가속화될 전망

올해 영업이익 컨센서스는 연초 대비 7% 낮아졌는데, 여전히 눈높이를 더 낮춰야 한다. 다만 본업 실적보다 지배구조와 현금흐름 개선에 대한 기대감이 더 주목받는 시점이라는 점에서 '매수' 의견을 유지한다. B737 맥스 도입이 지연됨에 따라 올해 capex는 5천억원에 못 미칠 전망이다. 당초 예상보다 늘어나는 영업비용보다 공급 효율화에 따른 투자비 감소폭이 더 큰 것이다. 결국 비용부담이 늘고 주주들의 목소리가 커지는 상황이 역설적으로 비즈니스 좌석 효율화, 서비스 경쟁력 제고, 차입금 상환 등 수익성 중심의 기조 변화를 앞당길 전망이다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 39,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/15)	2,093
주가(5/15)	33,400
시가총액(십억원)	3,168
발행주식수(백만)	95
52주 최고/최저(원)	37,750/25,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	24,437
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.5/26.1
주요주주(%)	한진칼 외 9 인 33.4
	국민연금 11.2

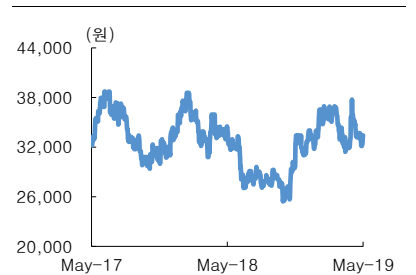
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	NM	16.8	8.0
PBR(x)	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	(5.9)	6.4	12.3
DY(%)	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(x)	7.3	6.6	5.8
EPS(원)	(2,012)	1,986	4,175
BPS(원)	30,313	32,050	35,974

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(11.5)	2.6	(2.2)
KOSPI 대비(%p)	(4.8)	2.4	12.7

주가추이



자료: FnGuide

최고운

gowoon@truefriend.com

〈표 1〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2018				2019F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2017	2018	2019F	2020F
매출액	3,102	3,106	3,518	3,295	3,139	3,163	3,595	3,371	12,092	13,020	13,268	13,742
국내선	98	132	125	114	106	132	124	113	507	469	474	483
ASK(백만 km)	779	888	876	801	766	879	868	793	3,727	3,344	3,306	3,306
RPK(백만 km)	563	713	636	596	589	713	643	602	2,894	2,509	2,547	2,573
L/F(%)	72.3	80.3	72.6	74.4	76.9	81.1	74.1	75.9	77.6	75.0	77.0	77.8
Yield(원)	174.1	184.6	196.4	191.6	179.1	184.6	192.5	187.7	175.2	186.9	186.1	187.9
국제선	1,754	1,715	2,003	1,796	1,800	1,749	2,052	1,832	6,539	7,269	7,433	7,732
ASK(백만 km)	23,683	23,934	24,862	24,130	23,825	24,412	25,608	24,612	94,404	96,608	98,458	100,624
RPK(백만 km)	18,799	19,323	20,355	19,162	19,118	19,903	21,169	19,736	74,948	77,638	79,926	82,324
L/F(%)	79.4	80.7	81.9	79.4	80.2	81.5	82.7	80.2	79.4	80.4	81.2	81.8
Yield(원)	93.3	88.8	98.4	93.7	94.2	87.9	96.9	92.8	87.2	93.6	93.0	93.9
화물	698	713	754	848	645	698	761	865	2,809	3,012	2,968	3,058
AFTK(백만 km)	2,620	2,663	2,712	2,842	2,603	2,609	2,657	2,814	10,939	10,836	10,684	10,684
FTK(백만 km)	2,009	2,020	2,079	2,182	1,821	1,939	2,037	2,161	8,593	8,290	7,958	8,037
L/F(%)	76.7	75.9	76.7	76.8	70.0	74.3	76.7	76.8	78.6	76.5	74.5	75.2
Yield(원)	347.2	352.7	362.8	388.5	354.0	359.8	373.7	400.2	326.9	363.4	373.0	380.4
기타	552	546	636	536	589	585	658	562	2,238	2,271	2,393	2,468
매출액 증가율	8.2	6.9	9.5	6.0	1.2	1.8	2.2	2.3	3.1	7.7	1.9	3.6
국내선	(6.8)	(8.4)	(8.4)	(6.1)	7.8	0.0	(1.0)	(1.0)	2.7	(7.5)	1.1	2.0
ASK	(8.4)	(12.5)	(11.2)	(8.4)	(1.6)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	0.5	(10.3)	(1.1)	0.0
RPK	(12.0)	(12.2)	(17.0)	(11.7)	4.7	0.0	1.0	1.0	0.5	(13.3)	1.5	1.0
L/F(%p)	(3.0)	0.3	(5.1)	(2.7)	4.6	0.8	1.5	1.5	(0.0)	(2.6)	2.0	0.8
Yield	5.9	4.3	10.4	6.3	2.9	0.0	(2.0)	(2.0)	2.3	6.7	(0.4)	1.0
국제선	11.4	10.4	12.1	10.6	2.6	2.0	2.4	2.0	1.0	11.2	2.3	4.0
ASK	6.0	3.4	(0.3)	0.6	0.6	2.0	3.0	2.0	1.6	2.3	1.9	2.2
RPK	4.9	5.1	0.7	4.0	1.7	3.0	4.0	3.0	2.6	3.6	2.9	3.0
L/F(%p)	(0.9)	1.3	0.8	2.6	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	1.0	0.8	0.6
Yield	6.3	5.0	11.4	6.3	0.9	(1.0)	(1.5)	(1.0)	(1.3)	7.3	(0.7)	1.0
화물	9.1	5.9	7.7	6.5	(7.6)	(2.1)	0.9	2.0	14.9	7.2	(1.5)	3.0
AFTK	1.5	(1.8)	(2.9)	(0.4)	(0.6)	(2.0)	(2.0)	(1.0)	3.0	(0.9)	(1.4)	0.0
FTK	(0.5)	(4.4)	(4.6)	(4.3)	(9.4)	(4.0)	(2.0)	(1.0)	5.3	(3.5)	(4.0)	1.0
L/F(%p)	(1.6)	(2.1)	(1.4)	(3.1)	(6.7)	(1.5)	0.0	0.0	1.7	(2.0)	(2.0)	0.7
Yield	9.6	10.9	12.9	11.3	1.9	2.0	3.0	3.0	9.2	11.2	2.7	2.0
기타	0.9	2.1	7.6	(5.1)	6.6	7.0	3.6	4.7	(3.6)	1.5	5.4	3.1
영업비용	2,840	2,931	3,017	3,199	2,902	2,988	3,091	3,099	10,847	11,988	12,079	12,404
증가율	8.2	9.0	9.8	14.9	2.2	1.9	2.4	(3.1)	4.1	10.5	0.8	2.7
연료유류비(별도)	729	796	879	891	725	798	848	823	2,616	3,296	3,194	3,207
증가율	15.0	29.1	33.7	25.9	(0.6)	0.3	(3.6)	(7.6)	19.5	26.0	(3.1)	0.4
인건비(별도)	518	540	490	521	488	526	505	526	1,896	2,069	2,045	2,148
정비비(별도)	84	84	85	88	6	7	7	7	352	341	27	28
임차료(별도)	114	100	95	171	161	145	138	154	406	480	598	622
기타	1,395	1,412	1,468	1,528	1,521	1,512	1,593	1,588	5,576	5,803	6,214	6,399
영업이익	166	67	402	5	141	71	406	184	940	640	802	971
증가율	(13.1)	(61.4)	13.0	(97.5)	(15.5)	6.4	1.1	3,290.4	(16.2)	(31.9)	25.2	21.1
영업이익률	5.4	2.1	11.4	0.2	4.5	2.2	11.3	5.5	7.8	4.9	6.0	7.1
세전이익	(1)	(380)	345	(173)	(67)	(42)	304	81	1,122	(209)	276	581
지배주주순이익	(10)	(304)	247	(126)	(63)	(31)	224	60	792	(193)	191	401
증가율	NM	NM	327.5	NM	NM	NM	(9.5)	NM	NM	NM	NM	110.1

자료: 대한항공, 한국투자증권

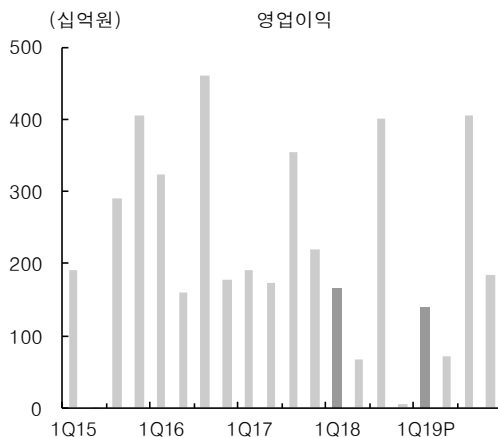
〈표 2〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	3,102.0	3,105.7	3,517.9	3,294.7	3,138.9	(4.7)	1.2	3,163.3
영업이익	166.3	66.7	401.8	5.4	140.6	2,493.0	(15.5)	171.9
영업이익률(%)	5.4	2.1	11.4	0.2	4.5			5.4
세전이익	(1.1)	(379.9)	344.9	(172.6)	(67.3)	NM	NM	(76.8)
순이익	(10.3)	(304.2)	247.3	(125.8)	(62.5)	NM	NM	(60.3)

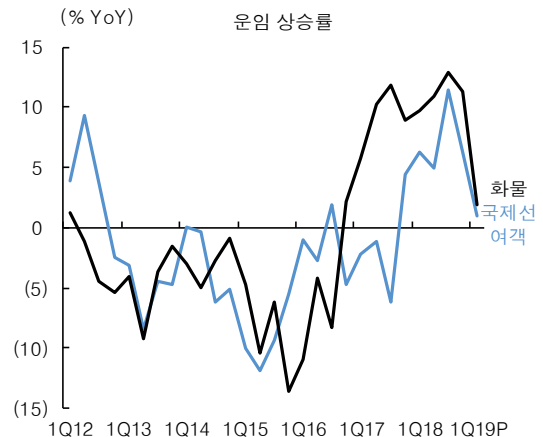
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 1분기 영업이익은 전년동기대비 15% 감소



자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 2] 국제선 여객과 운임 상승률은 기대를 하회



자료: 대한항공, 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	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,582	3,872	3,572	3,700	3,826
현금성자산	761	1,504	1,194	1,237	1,279
매출채권및기타채권	964	883	1,000	1,036	1,071
재고자산	683	1,030	812	841	870
비유동자산	21,066	21,707	21,454	21,300	21,189
투자자산	476	402	410	425	439
유형자산	18,907	19,648	19,356	19,127	18,942
무형자산	363	301	306	317	328
자산총계	24,649	25,580	25,027	25,000	25,015
유동부채	6,638	7,522	6,819	6,630	5,874
매입채무및기타채무	1,069	1,075	1,095	1,134	1,173
단기차입금및단기사채	843	732	640	446	391
유동성장기부채	3,300	3,589	3,339	3,164	2,709
비유동부채	14,259	15,026	15,006	14,783	14,511
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	21,825	21,414	20,384
지배주주지분	3,629	2,909	3,075	3,452	4,475
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	946	946	946	946
기타자본	956	774	774	774	774
이익잉여금	577	82	248	625	1,648
비지배주주지분	122	123	127	135	155
자본총계	3,751	3,032	3,202	3,587	4,630

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	2,807	2,793	1,743	2,398	2,656
당기순이익	802	(186)	194	408	1,068
유형자산감가상각비	1,648	1,712	1,764	1,811	1,822
무형자산상각비	45	29	27	28	29
자산부채변동	(41)	141	(277)	83	(343)
기타	353	1,097	35	68	80
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	(7)	(15)	(14)
무형자산순증	1	1	(33)	(39)	(40)
기타	16	157	(83)	33	32
재무활동현금흐름	(1,036)	(1,408)	(458)	(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	(4)	(8)	(21)
기타현금흐름	(58)	16	0	0	0
현금의증가	(329)	743	(310)	43	42

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

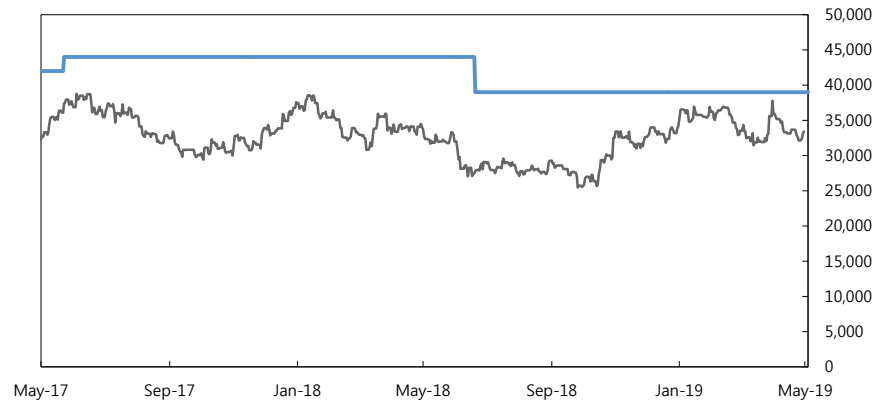
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	12,092	13,020	13,268	13,742	14,209
매출원가	9,991	11,004	11,081	11,379	11,766
매출총이익	2,101	2,017	2,187	2,363	2,443
판매관리비	1,161	1,376	1,386	1,392	1,425
영업이익	940	640	802	971	1,017
금융수익	73	126	224	200	202
이자수익	31	41	50	48	50
금융비용	531	580	622	590	554
이자비용	457	546	623	660	624
기타영업외손익	628	(395)	(128)	0	853
관계기업관련손익	11	1	0	0	0
세전계속사업이익	1,122	(209)	276	581	1,518
법인세비용	320	(23)	82	172	450
연결당기순이익	802	(186)	194	408	1,068
지배주주지분순이익	792	(193)	191	401	1,047
기타포괄이익	304	(232)	0	0	0
총포괄이익	1,106	(418)	194	408	1,068
지배주주지분포괄이익	1,089	(420)	191	401	1,047
EBITDA	2,633	2,382	2,593	2,809	2,869

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	8,639	(2,012)	1,986	4,175	10,915
BPS	37,824	30,313	32,050	35,974	46,639
DPS	250	250	250	250	250
성장성(%, YoY)					
매출증가율	3.1	7.7	1.9	3.6	3.4
영업이익증가율	(16.2)	(31.9)	25.2	21.1	4.8
순이익증가율	NM	NM	NM	110.1	161.4
EPS증가율	NM	NM	NM	110.2	161.4
EBITDA증가율	(8.3)	(9.5)	8.8	8.3	2.1
수익성(%)					
영업이익률	7.8	4.9	6.0	7.1	7.2
순이익률	6.5	(1.5)	1.4	2.9	7.4
EBITDA Margin	21.8	18.3	19.5	20.4	20.2
ROA	3.3	(0.7)	0.8	1.6	4.3
ROE	29.4	(5.9)	6.4	12.3	26.4
배당수익률	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
배당성향	3.0	NM	12.6	6.0	2.3
안정성					
순차입금(십억원)	13,581	14,023	13,796	13,019	12,054
차입금/자본총계비율(%)	397.6	521.0	479.8	408.3	296.6
Valuation(X)					
PER	3.9	NM	16.8	8.0	3.1
PBR	0.9	1.1	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA	6.4	7.3	6.6	5.8	5.4

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 5월 16일 현재 대한항공 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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.