

대한항공(003490)

지금은 안정성이 귀한 시기

유가 하락으로 항공 본업 수요에 대한 관심 증대

최근 항공업종 투자심리가 유가에 민감한 탓에 주가의 변동성이 커지고 있다. 4분기 실적은 전년 추석연휴에 따른 기저 부담 때문에 일찌감치 부진할 것으로 예상되어 왔다. 그만큼 단기 주가 상승동력이 제한적이었던 터라 급락한 유가에 투자 관심은 더욱 쏠렸다. 항공유 가격은 11월 이후 22%, 10월 피크 대비 29% 하락했다. 유가 하락은 시차를 두고 2019년 실적부터 반영될 것이다. 지난주 OPEC+의 감산 합의로 유가의 하방 경직성은 커졌지만, 현재에서 항공유 가격이 10% 오르더라도 여전히 항공사들이 실적 서프라이즈를 기록했던 1분기 평균 수준이다.

주가 숨고르기 국면에서 단기 불확실성에 대한 고민 필요

그동안 비용 부담과 경쟁심화에 가려져 왔던 여객수요의 강세가 다시 부각되면서 유가 하락은 항공업 주가 반등을 앞당겼다. 다만 4분기 실적은 당초 우려보다도 더 부진할 전망이다. 단기 투자판단에 어려움이 따른다. 유가가 낮아진 만큼 저비용항공사들이 다시 공급경쟁에 불을 지필 계획이라 내년 수급 환경에 대한 고민도 커질 수밖에 없다. 무엇보다 유가는 예측하기 어려운 변수인 만큼 투자판단의 전부가 되기는 어렵다. 반면 대한항공은 수익성 중심의 운영으로 영업이익이 가장 먼저 턴어라운드하고 공급경쟁에도 한 발 물어나 1위 국적사 본연의 경쟁력을 되찾고 있다는 점에서, 불확실성이 상존하는 단기적으로도 안정적인 투자대안이다.

4분기 우려보다 2019년 이익 컨센서스 상향 폭에 주목

4분기 전년 추석연휴 기저 부담과 유가 상승 영향은 이미 예상되었던 악재인 반면 3분기와 마찬가지로 운임이 기대 이상으로 오르고 있다. 국제선 여객과 화물 모두 공급을 타이트하게 운영함으로써 효율성이 높아지는 한편, 비즈니스 수요와 신선 화물 등 product mix가 개선되고 있다. 2019년 실적 컨센서스는 올해 안정장려금 등 일회성 비용이 고려되지 않은 것으로 판단된다. 일회성 인건비를 제외할 경우 내년 상반기 영업이익 컨센서스는 올해 대비 30% 급감하는 것이다. 여기에 유가 하락이 더해져 대한항공의 2019년 실적에 대한 눈높이는 크게 상향될 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	11,732	1,121	(565)	(7,165)	NM	2,872	NM	6.0	1.2	(27.2)	0.0
2017A	12,092	940	792	8,639	NM	2,633	3.9	6.4	0.9	29.4	0.7
2018F	13,093	804	(29)	(300)	NM	2,583	NM	6.4	0.9	(0.8)	0.8
2019F	13,690	1,069	422	4,394	NM	2,872	7.2	5.6	0.8	11.2	0.8
2020F	14,176	1,213	526	5,480	24.7	3,037	5.8	5.1	0.7	12.4	0.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 39,000원(유지)

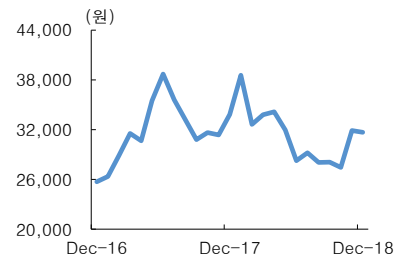
Stock Data

KOSPI(12/11)	2,053
주가(12/11)	31,700
시가총액(십억원)	3,007
발행주식수(백만)	95
52주 최고/최저(원)	38,550/25,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,645
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.5/20.2
주요주주(%)	한진칼 외 9 인 33.4
	국민연금 10.1

주가상승률

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

주가추이



자료: FnGuide

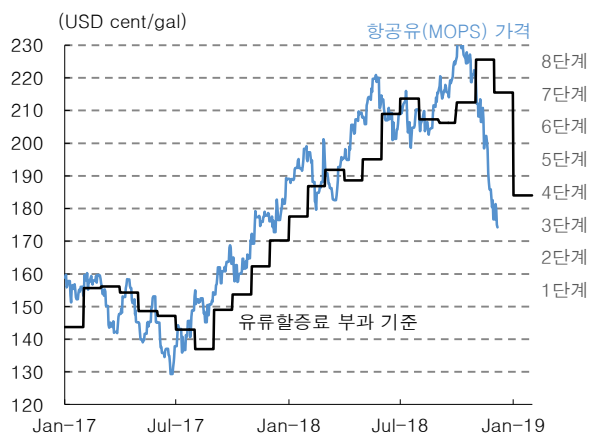
최고운

gowoon@truefriend.com

외형보다 수익성에 주력한 1위 국적사 경쟁력 입증

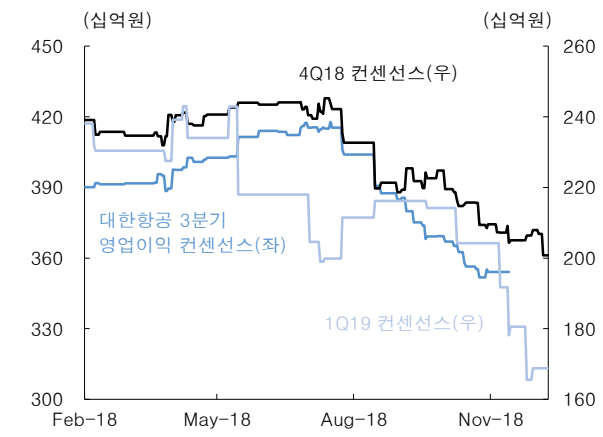
현 주가는 2019F 조정 PBR 1.0배(신종자본증권 제외)에 못 미친다. 바닥에서 많이 반등한 것처럼 느껴지지만 연초 대비로는 아직도 13% 낮다. 최근 실적을 보면 그동안 잊고 있던 프리미엄 FSC 본연의 경쟁력을 되찾은 모습인데 여전히 저평가받고 있다. 유가가 하향 안정화되면 2019년 경영환경은 더욱 우호적일 것이다. 유류비 부담이 줄어드는 반면 장거리노선과 프리미엄 여객수요에 집중하고 있어 저비용항공사와의 경쟁 심화는 제한적이다. 항공기 도입이 정제되고 수익성은 향상됨에 따라 현금흐름 역시 다시 늘어날 전망이다. 지배구조 리스크 완화와 맞물려 주주친화적 정책에 대한 관심 역시 높아지는 시기다. 대한항공에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 39,000원(2019F 조정 PBR 1.2배에 해당)을 유지한다.

[그림 1] 유가의 하향 안정화로 유류비 부담 감소



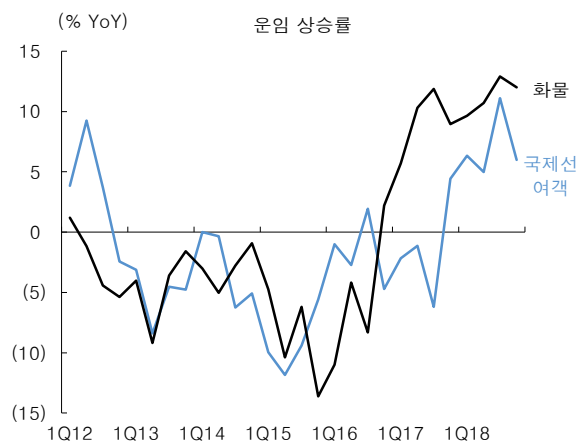
자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 2] 낮아진 실적에 대한 기대감은 투자 기회를 제공



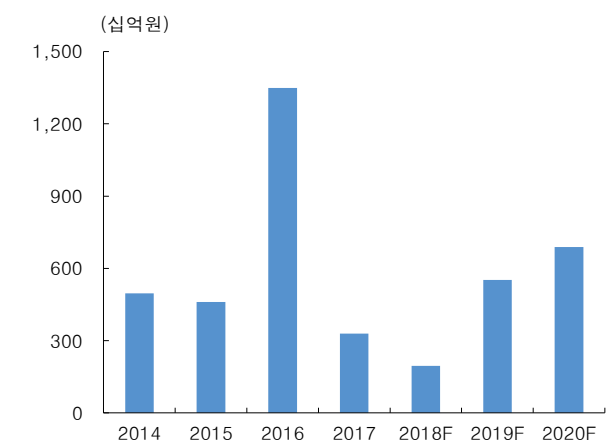
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 3] 4분기에도 국제선 여객과 화물 운임은 양호



자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 4] Capex 감소와 수익성 향상으로 현금흐름 개선



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

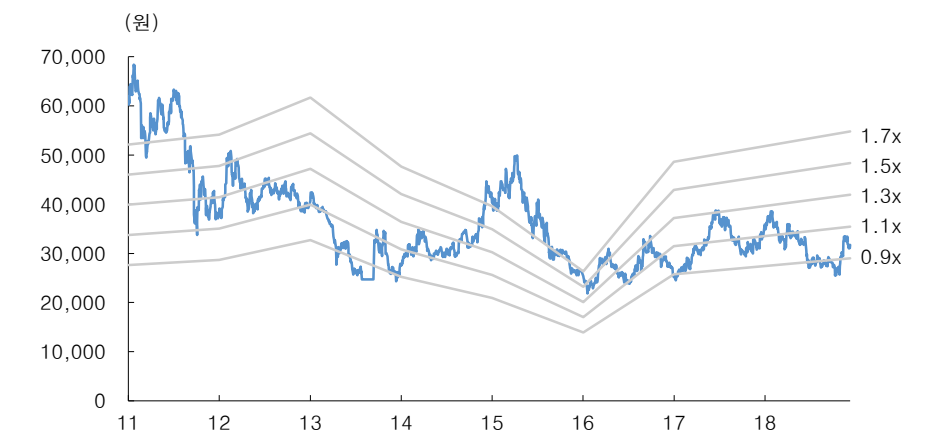
〈표 1〉 실적전망

(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	3,368	11,732	12,092	13,093	13,690
국내선	105	144	137	121	98	132	125	119	494	507	474	473
ASK(백만 km)	850	1,015	987	875	779	888	873	831	3,708	3,727	3,371	3,270
RPK(백만 km)	640	812	767	675	563	713	634	641	2,880	2,894	2,551	2,500
L/F(%)	75.3	80.0	77.7	77.1	72.3	80.3	72.6	77.1	77.7	77.6	75.7	76.5
Yield(원)	164.4	177.0	178.0	178.7	174.1	184.6	197.2	185.6	171.3	175.2	185.6	189.3
국제선	1,574	1,554	1,787	1,625	1,754	1,715	2,003	1,773	6,472	6,539	7,246	7,612
ASK(백만 km)	22,335	23,142	24,936	23,991	23,662	23,943	24,868	24,471	92,949	94,404	96,944	99,131
RPK(백만 km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,785	19,330	20,407	18,971	73,029	74,948	77,493	80,016
L/F(%)	80.3	79.4	81.1	76.8	79.4	80.7	82.1	77.5	78.6	79.4	79.9	80.7
Yield(원)	87.8	84.5	88.3	88.2	93.4	88.7	98.2	93.5	88.4	87.2	93.5	95.1
화물	640	673	700	796	698	713	754	865	2,444	2,809	3,029	3,178
AFTK(백만 km)	2,580	2,712	2,794	2,854	2,622	2,665	2,713	2,797	10,621	10,939	10,797	10,797
FTK(백만 km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,023	2,078	2,212	8,163	8,593	8,322	8,405
L/F(%)	78.3	77.9	78.0	79.9	76.6	75.9	76.6	79.1	76.9	78.6	77.1	77.8
Yield(원)	316.7	318.2	321.4	349.1	347.2	352.2	362.9	391.0	299.4	326.9	364.0	378.1
기타	547	535	591	566	552	546	636	610	2,322	2,238	2,345	2,426
매출액 증가율	(0.0)	3.1	3.1	6.1	8.2	6.9	9.5	8.4	1.6	3.1	8.3	4.6
국내선	2.9	8.8	(3.6)	2.4	(6.8)	(8.4)	(8.4)	(2.2)	4.3	2.7	(6.6)	(0.0)
ASK	1.8	4.9	(1.0)	(3.6)	(8.4)	(12.5)	(11.6)	(5.0)	1.2	0.5	(9.5)	(3.0)
RPK	6.0	4.0	(3.6)	(3.4)	(12.0)	(12.2)	(17.3)	(5.0)	6.7	0.5	(11.8)	(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	3.0	(2.8)	2.3	6.0	2.0
국제선	(2.6)	1.6	(3.2)	9.8	11.4	10.4	12.1	9.2	4.4	1.0	10.8	5.1
ASK	(4.4)	0.9	2.9	7.0	5.9	3.5	(0.3)	2.0	3.9	1.6	2.7	2.3
RPK	(0.4)	2.7	3.2	5.1	4.8	5.2	0.9	3.0	5.9	2.6	3.4	3.3
L/F(%p)	3.2	1.4	0.2	(1.4)	(0.9)	1.3	1.0	0.8	1.5	0.8	0.5	0.8
Yield	(2.2)	(1.1)	(6.2)	4.5	6.3	5.0	11.1	6.0	(1.5)	(1.3)	7.2	1.7
화물	14.0	13.2	20.3	12.7	9.1	5.9	7.7	8.6	(6.5)	14.9	7.8	4.9
AFTK	3.1	0.9	4.3	3.8	1.6	(1.7)	(2.9)	(2.0)	0.1	3.0	(1.3)	0.0
FTK	7.9	2.6	7.6	3.4	(0.5)	(4.3)	(4.6)	(3.0)	(1.3)	5.3	(3.2)	1.0
L/F(%p)	3.5	1.3	2.4	(0.3)	(1.7)	(2.0)	(1.4)	(0.8)	(1.0)	1.7	(1.5)	0.8
Yield	5.7	10.3	11.9	8.9	9.6	10.7	12.9	12.0	(5.4)	9.2	11.4	3.9
기타	(6.9)	(4.7)	7.8	(9.5)	0.9	2.1	7.6	8.0	2.9	(3.6)	4.8	3.5
영업비용	2,626	2,690	2,747	2,784	2,840	2,931	3,017	3,053	10,424	10,847	11,842	12,183
증가율	4.9	2.7	5.3	5.5	8.2	9.0	9.8	9.7	(0.2)	4.1	9.2	2.9
연료유류비(별도)	634	617	658	708	729	796	879	923	2,190	2,616	3,327	3,444
증가율	33.4	15.0	12.2	19.4	15.0	29.1	33.7	30.4	(18.3)	19.5	27.2	3.5
인건비(별도)	440	500	471	485	518	540	490	500	1,811	1,896	2,048	2,041
정비비(별도)	90	88	85	88	84	84	85	86	288	352	339	346
임차료(별도)	105	108	82	111	114	100	95	120	385	406	428	435
기타	1,356	1,377	1,451	1,392	1,395	1,412	1,468	1,425	5,750	5,576	5,699	5,917
영업이익	192	173	355	220	166	67	402	169	1,121	940	804	1,069
증가율	(40.8)	8.5	(22.7)	23.3	(13.1)	(61.4)	13.0	(23.0)	26.9	(16.2)	(14.4)	32.9
영업이익률	6.7	5.9	11.1	7.1	5.4	2.1	11.4	5.0	9.6	7.8	6.1	7.8
세전이익	719	(246)	109	539	(1)	(380)	345	53	(717)	1,122	17	581
지배주주순이익	558	(203)	58	379	(10)	(304)	247	38	(565)	792	(29)	422
증가율	NM	NM	(88.6)	NM	NM	NM	327.5	(89.8)	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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,328	3,582	3,907	4,129	4,276
현금성자산	1,090	761	1,178	1,232	1,276
매출채권및기타채권	922	964	1,028	1,081	1,119
재고자산	565	683	642	701	726
비유동자산	20,629	21,066	21,222	21,177	21,112
투자자산	621	476	516	539	558
유형자산	17,873	18,907	18,884	18,732	18,581
무형자산	405	363	394	412	426
자산총계	23,957	24,649	25,129	25,306	25,388
유동부채	9,131	6,638	6,622	6,287	5,770
매입채무및기타채무	971	1,069	1,158	1,210	1,253
단기차입금및단기사채	1,504	843	935	843	544
유동성장기부채	5,175	3,300	3,004	2,754	2,544
비유동부채	12,951	14,259	14,798	14,900	14,984
사채	83	1,103	1,178	1,163	1,108
장기차입금및금융부채	9,562	9,668	9,843	9,788	9,786
부채총계	22,082	20,898	21,420	21,187	20,753
지배주주지분	1,761	3,629	3,577	3,974	4,476
자본금	370	480	480	480	480
자본잉여금	603	946	946	946	946
기타자본	596	956	956	956	956
이익잉여금	(193)	577	524	922	1,423
비지배주주지분	114	122	132	144	159
자본총계	1,874	3,751	3,709	4,118	4,635

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,806	2,807	1,945	2,148	2,312
당기순이익	(557)	802	(18)	433	540
유형자산감가상각비	1,698	1,648	1,732	1,754	1,774
무형자산상각비	53	45	46	48	50
자산부채변동	(97)	(41)	68	(163)	(119)
기타	1,709	353	117	76	67
투자활동현금흐름	(874)	(2,041)	(1,539)	(1,646)	(1,664)
유형자산투자	(1,145)	(1,877)	(1,897)	(1,778)	(1,772)
유형자산매각	272	82	188	176	149
투자자산순증	(66)	(263)	(39)	(23)	(19)
무형자산순증	1	1	(76)	(66)	(65)
기타	64	16	285	45	43
재무활동현금흐름	(1,829)	(1,036)	11	(448)	(605)
자본의증가	4	453	0	0	0
차입금의순증	(2,794)	(1,836)	46	(412)	(566)
배당금지급	(23)	(34)	(24)	(24)	(24)
기타	984	381	(11)	(12)	(15)
기타현금흐름	19	(58)	0	0	0
현금의증가	122	(329)	417	54	44

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	11,732	12,092	13,093	13,690	14,176
매출원가	9,435	9,991	10,962	11,277	11,604
매출총이익	2,297	2,101	2,131	2,413	2,572
판매관리비	1,176	1,161	1,327	1,344	1,359
영업이익	1,121	940	804	1,069	1,213
금융수익	51	73	144	152	152
이자수익	29	31	48	49	51
금융비용	559	531	564	640	640
이자비용	407	457	538	590	628
기타영업외손익	(1,219)	628	(367)	0	0
관계기업관련손익	(112)	11	1	0	0
세전계속사업이익	(717)	1,122	17	581	725
법인세비용	(161)	320	35	148	184
연결당기순이익	(557)	802	(18)	433	540
지배주주지분순이익	(565)	792	(29)	422	526
기타포괄이익	(58)	304	0	0	0
총포괄이익	(615)	1,106	(18)	433	540
지배주주지분포괄이익	(622)	1,089	(29)	422	526
EBITDA	2,872	2,633	2,583	2,872	3,037

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(7,165)	8,639	(300)	4,394	5,480
BPS	22,352	37,824	37,274	41,418	46,648
DPS	0	250	250	250	250
성장성(% , YoY)					
매출증가율	1.6	3.1	8.3	4.6	3.6
영업이익증가율	26.9	(16.2)	(14.4)	32.9	13.4
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	24.7
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	24.7
EBITDA증가율	13.4	(8.3)	(1.9)	11.2	5.8
수익성(%)					
영업이익률	9.6	7.8	6.1	7.8	8.6
순이익률	(4.8)	6.5	(0.2)	3.1	3.7
EBITDA Margin	24.5	21.8	19.7	21.0	21.4
ROA	(2.3)	3.3	(0.1)	1.7	2.1
ROE	(27.2)	29.4	(0.8)	11.2	12.4
배당수익률	0.0	0.7	0.8	0.8	0.8
배당성향	NM	3.0	NM	5.7	4.6
안정성					
순차입금(십억원)	15,039	13,581	13,374	12,882	12,257
차입금/자본총계비율(%)	870.9	397.6	403.3	353.2	301.7
Valuation(X)					
PER	NM	3.9	NM	7.2	5.8
PBR	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.0	6.4	6.4	5.6	5.1

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 2018년 12월 10일 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 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	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.