

## 대한항공(003490)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 44,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(11/14)	2,527
주가(11/14)	30,700
시가총액(십억원)	2,912
발행주식수(백만)	95
52주 최고/최저가(원)	38,750/24,491
일평균거래대금(6개월, 백만원)	19,420
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.5/16.5
주요주주(%)	한진칼 외 9인 33.4
국민연금	10.2

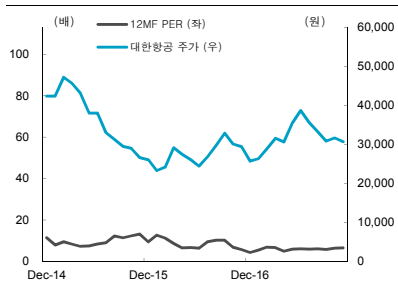
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	8.1	7.5
PBR(x)	1.1	1.1	1.0
ROE(%)	(27.2)	16.1	14.3
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	6.0	6.5	6.4
EPS(원)	(7,639)	3,802	4,112
BPS(원)	23,809	26,751	30,863

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.0	(4.8)	10.7
상대주가(%p)	(0.2)	(15.3)	(17.3)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 주가만큼 아쉬운 3분기 실적

## What's new : 3분기 영업이익 컨센서스 20% 하회

매출액은 3조 2,139억원으로 전년동기대비 3.1% 증가했으며, 영업이익은 3,555억원으로 22.7% 감소했다. 영업이익은 2분기 실적발표 이후 11% 하향조정된 컨센서스를 크게 하회했다. 중국 등 인바운드 여객수요가 부진한 가운데 전년 베이스 부담과 10월 추석연휴 이연 영향이 예상보다 컸고, 6월말 개관한 LA호텔 관련 초기비용 350억원이 반영됐기 때문이다. 국제선 RPK(여객수에 이동거리를 곱한 수송실적)가 3.2% 증가에 그쳤고 평균운임은 6.1% 하락했다. 반면 화물사업은 운임이 13.4% 상승하며 매출액은 3개분기 연속으로 두자리수 증가했다. 항공유 가격이 전년동기대비 9% 상승하며 유류비는 12% 늘었다. 외화환산손실 966억원이 발생했고, 부채비율은 729%로 전분기대비 소폭 하락했다.

## Positives : 4분기에는 영업이익이 다시 늘어날 것

3분기 실적이 아쉬웠던 만큼 4분기 기대감은 높아질 것이다. 3분기 실적부진은 4분기로 수요가 이연되는 영향이 컸고, 주요 우려요인이던 전년 베이스 부담과 인바운드 여객부진이 완화되기 때문이다. 이미 10월 국제선여객 운임은 추석 황금연휴 수혜로 큰 폭으로 반등했다. 성수기에 진입하는 화물부문의 호실적이 이어지는 가운데 국제선여객 운임은 5개 분기만에 다시 상승해 4분기 영업이익은 전년동기대비 17% 증가할 것이다. 반면 최근 투자심리는 유가상승과 맞물려 4분기에도 감익할 것으로 우려하고 있다. 현재 주가는 3분기 부진을 선반영한만큼, 향후 4분기 이익모멘텀과 함께 밸류에이션 매력이 부각될 것이다.

## Negatives : 여객 M/S 하락, 유가 상승으로 연간 영업이익 감소할 것

4분기 영업이익은 다시 전년동기대비 증가하나, 연간으로 보면 내년까지 감익이 이어질 전망이다. 올해와 내년 영업이익은 각각 전년대비 17%, 3% 줄어든 것이다. 국제선여객 M/S는 저비용항공사의 약진으로 추세적으로 낮아지는데 유가는 예상보다 빠르게 상승하고 있기 때문이다. 여객수 기준 대한항공의 점유율은 작년 26.1%에서 3분기 24.6%로 하락했다. 유류비 증가에 호텔사업 영업적자가 더해져 2018년 비용부담은 늘어날 것이다.

## 결론 : 4분기 실적기대감을 시작으로 시장관심 높아지는 시점

‘매수’ 의견과 목표주가 44,000원(2018F PBR 1.4배 적용)을 유지한다. 아쉬운 3분기 실적과 한진그룹 노이프로 하반기 대한항공은 시장에서 소외되어 왔다. 현 주가는 6월 직전 고점 대비 22% 하락해 2018F PBR 0.9배에 불과하다. 밸류에이션 매력이 부각되는 가운데 4분기 영업이익은 다시 늘어나 대한항공에 대한 투자심리 역시 회복될 전망이다. 항공업종에 대한 시장관심이 바닥인 지금이 대한항공을 사야 할 때로 판단한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	3,205	3,214	0.3	3,251	10.6	3.1	12,003	12,090
영업이익	435	355	(18.3)	443	105.7	(22.7)	991	1,033
영업이익률	13.6	5.9	(7.6)	13.6	(0.0)	(8.8)	8.3	8.5
세전이익	167	109	(34.8)	316	NM	(82.0)	578	869
순이익	129	58	(55.3)	233	NM	(88.6)	441	673

최고운

gowoon@truefriend.com

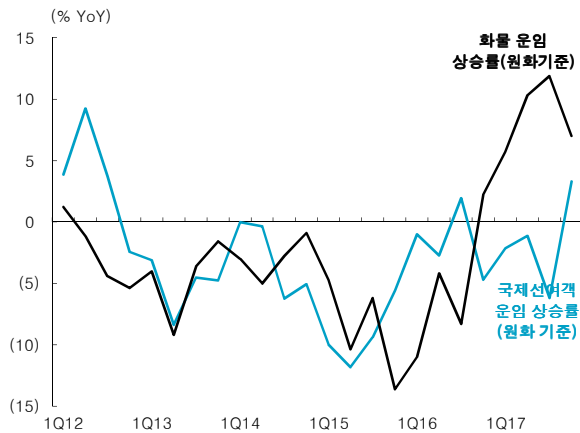
〈표 1〉 대한항공 실적전망

(단위: 십억원, %)

	2016				2017F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	2015	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>2,867</b>	<b>2,818</b>	<b>3,118</b>	<b>2,929</b>	<b>2,866</b>	<b>2,905</b>	<b>3,214</b>	<b>3,104</b>	<b>11,545</b>	<b>11,732</b>	<b>12,089</b>	<b>12,594</b>
국내선(별도)	102	132	142	118	105	144	137	122	473	494	507	522
ASK(백만km)	835	968	997	908	850	1,015	987	917	3,665	3,708	3,769	3,807
RPK(백만km)	604	781	796	699	640	812	767	714	2,700	2,880	2,933	3,022
L / F(%)	72.3	80.7	79.8	77.0	75.3	80.0	77.7	77.9	73.7	77.7	77.8	79.4
Yield(원)	169.2	169.0	178.3	168.8	164.4	177.0	178.0	170.2	176.2	171.3	172.8	172.8
국제선(별도)	1,616	1,530	1,846	1,480	1,574	1,554	1,787	1,588	6,200	6,472	6,502	6,811
ASK(백만km)	23,367	22,925	24,243	22,414	22,335	23,142	24,936	23,198	89,477	92,949	93,611	95,724
RPK(백만km)	18,006	17,894	19,604	17,525	17,925	18,382	20,223	18,205	68,947	73,029	74,735	77,510
L / F(%)	77.1	78.1	80.9	78.2	80.3	79.4	81.1	78.5	77.1	78.6	79.8	81.0
Yield(원)	89.7	85.4	94.0	84.3	87.8	84.5	88.3	87.2	89.7	88.4	87.0	87.9
화물(별도)	561	594	582	707	640	673	700	754	2,615	2,444	2,767	2,843
AFTK(백만km)	2,504	2,687	2,680	2,750	2,580	2,712	2,794	2,736	10,614	10,621	10,823	10,904
FTK(백만km)	1,872	2,060	2,026	2,205	2,020	2,114	2,179	2,201	8,267	8,163	8,514	8,684
L / F(%)	74.8	76.7	75.6	80.2	78.3	77.9	78.0	80.4	77.9	76.9	78.7	79.6
Yield(원)	299.6	288.4	287.3	320.4	316.7	318.2	321.4	342.8	316.3	299.4	325.0	327.4
기타	588	561	548	625	547	535	591	640	2,257	2,322	2,313	2,418
<b>매출액 증가율</b>	<b>(0.1)</b>	<b>1.1</b>	<b>4.9</b>	<b>0.5</b>	<b>(0.0)</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>6.0</b>	<b>(3.1)</b>	<b>1.6</b>	<b>3.0</b>	<b>4.2</b>
국내선	7.7	4.8	6.5	(1.3)	2.9	8.8	(3.6)	3.2	(6.6)	4.3	2.7	3.0
ASK	1.5	0.2	2.4	0.7	1.8	4.9	(1.0)	1.0	4.8	1.2	1.6	1.0
RPK	6.2	8.6	8.6	2.9	6.0	4.0	(3.6)	2.2	11.9	6.7	1.8	3.0
L / F(%p)	3.2	6.3	4.6	1.7	3.0	(0.7)	(2.1)	0.9	4.7	4.0	0.2	1.6
Yield	(2.6)	(3.1)	(1.5)	(3.8)	(2.9)	4.6	0.0	1.0	(13.5)	(2.8)	0.9	0.0
국제선	7.0	3.1	10.5	(3.6)	(2.6)	1.6	(3.2)	7.3	(4.6)	4.4	0.5	4.7
ASK	7.1	3.6	6.2	(1.3)	(4.4)	0.9	2.9	3.5	2.3	3.9	0.7	2.3
RPK	8.1	6.0	8.4	1.1	(0.4)	2.7	3.2	3.9	5.2	5.9	2.3	3.7
L / F(%p)	0.7	1.8	1.6	1.9	3.2	1.4	0.2	0.3	2.1	1.5	1.3	1.1
Yield	(1.0)	(2.9)	1.8	(4.9)	(2.2)	(1.1)	(6.2)	3.3	(9.2)	(1.5)	(1.5)	1.0
화물	(21.8)	(4.7)	(5.9)	7.7	14.0	13.2	20.3	6.8	(8.7)	(6.5)	13.2	2.7
AFTK	(6.0)	0.7	3.5	2.2	3.1	0.9	4.3	(0.5)	2.1	0.1	1.9	0.8
FTK	(12.1)	(0.5)	2.7	5.4	7.9	2.6	7.6	(0.2)	0.1	(1.3)	4.3	2.0
L / F(%p)	(5.2)	(0.9)	(0.6)	2.4	3.5	1.3	2.4	0.2	(1.6)	(1.0)	1.8	1.0
Yield	(11.0)	(4.2)	(8.3)	2.2	5.7	10.3	11.9	7.0	(8.8)	(5.4)	8.6	0.7
기타	7.0	1.6	(0.5)	3.5	(6.9)	(4.7)	7.8	2.4	10.5	2.9	(0.4)	4.5
<b>영업비용</b>	<b>2,503</b>	<b>2,618</b>	<b>2,609</b>	<b>2,638</b>	<b>2,626</b>	<b>2,690</b>	<b>2,747</b>	<b>2,756</b>	<b>10,449</b>	<b>10,424</b>	<b>10,819</b>	<b>11,302</b>
증가율	(1.5)	(2.4)	0.9	0.0	4.9	2.7	5.3	4.5	(7.6)	(0.2)	3.8	4.5
유류비(별도)	475	536	586	592	634	617	658	677	2,681	2,190	2,586	2,965
증가율	(39.7)	(23.5)	(13.8)	15.9	33.4	15.0	12.2	19.4	(33.5)	(18.3)	18.1	14.7
인건비(별도)	443	459	456	454	440	500	471	467	1,810	1,811	1,878	1,885
감가상각비(별도)	431	432	445	421	410	416	413	412	1,632	1,729	1,651	1,651
정비비(별도)	101	108	76	101	105	108	82	106	362	385	401	417
<b>영업이익</b>	<b>323</b>	<b>159</b>	<b>460</b>	<b>178</b>	<b>192</b>	<b>173</b>	<b>355</b>	<b>209</b>	<b>883</b>	<b>1,121</b>	<b>929</b>	<b>902</b>
증가율	70.2	15.2	34.7	(16.5)	(40.8)	8.5	(22.7)	17.5	123.4	26.9	(17.1)	(2.9)
영업이익률	11.3	5.7	14.8	6.1	6.7	5.9	11.1	6.7	7.6	9.6	7.7	7.2
세전이익	(173)	(289)	606	(860)	719	(246)	109	(120)	(486)	(717)	462	518
<b>지배주주순이익</b>	<b>(178)</b>	<b>(253)</b>	<b>508</b>	<b>(643)</b>	<b>558</b>	<b>(203)</b>	<b>58</b>	<b>(64)</b>	<b>(565)</b>	<b>(565)</b>	<b>349</b>	<b>395</b>
증가율	NM	NM	NM	NM	NM	NM	(0.9)	NM	NM	NM	NM	0.1

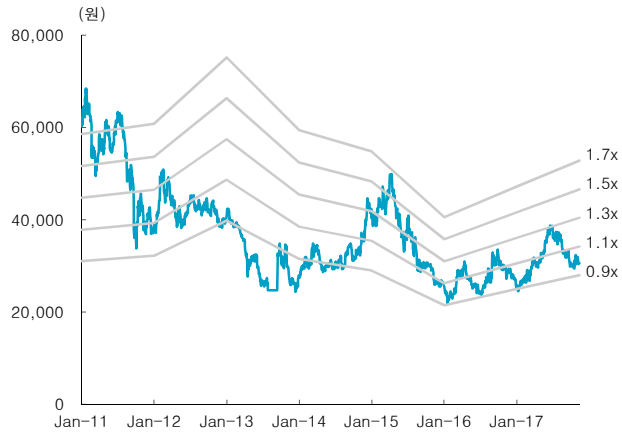
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 1] 4분기 국제선여객과 화물 운임 동반 상승 전망



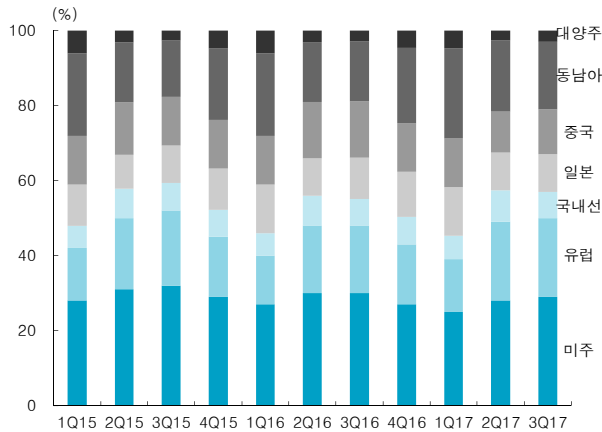
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 2] 현재 주가는 2018F 0.9배에 불과, 과도한 실적우려 반영



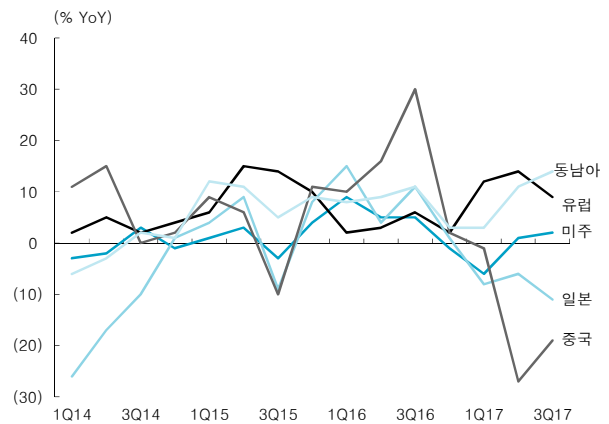
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 3] 미주와 유럽 장거리노선 비중이 50%



자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 4] 유럽노선 매출액 3분기 11% 증가, 4분기 더 커질 것



자료: 대한항공, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

대한항공은 우리나라 대표 국적항공사로 2016년 기준 국내 13개 도시와 해외 46개국 131개 도시에 여객 및 화물운송사업을 영위하고 있음. 장거리노선 중심의 안정적 노선 포트폴리오와 대표 국적사로서 높은 서비스 품질과 프리미엄 이미지를 구축함.

- RPK(Revenue Passenger Kilometers): 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송실적 지표
- ASK(Available Seat Kilometers): 판매 가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	3,289	3,328	3,331	3,523	3,627
현금성자산	967	1,090	1,024	1,097	1,145
매출채권및기타채권	890	922	936	979	1,011
재고자산	491	565	502	555	578
비유동자산	20,891	20,629	20,503	20,609	20,753
투자자산	1,139	621	640	666	686
유형자산	17,851	17,873	17,820	17,814	17,875
무형자산	295	405	417	435	448
자산총계	24,180	23,957	23,833	24,132	24,381
유동부채	8,450	9,131	8,419	8,243	7,972
매입채무및기타채무	1,076	971	1,001	1,043	1,074
단기차입금및단기사채	869	1,504	1,193	1,105	1,050
유동성장기부채	5,161	5,175	5,186	5,066	4,856
비유동부채	13,231	12,951	12,730	12,806	12,873
사채	693	83	46	0	0
장기차입금및금융부채	9,479	9,562	9,518	9,508	9,476
부채총계	21,681	22,082	21,149	21,048	20,845
지배주주지분	2,387	1,761	2,567	2,961	3,409
자본금	370	370	480	480	480
자본잉여금	603	603	951	951	951
기타자본	215	596	596	596	596
이익잉여금	794	(193)	156	550	997
비지배주주지분	112	114	118	122	127
자본총계	2,499	1,874	2,685	3,084	3,536

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	2,728	2,806	1,822	2,121	2,188
당기순이익	(563)	(557)	353	399	452
유형자산감가상각비	1,611	1,698	1,714	1,723	1,729
무형자산상각비	40	53	64	66	68
자산부채변동	52	(97)	(209)	(122)	(104)
기타	1,588	1,709	(100)	55	43
투자활동현금흐름	419	(874)	(1,961)	(1,779)	(1,839)
유형자산투자	(1,743)	(1,145)	(1,858)	(1,905)	(1,966)
유형자산매각	318	272	197	188	176
투자자산순증	(85)	(66)	(19)	(26)	(20)
무형자산순증	0	1	(76)	(84)	(81)
기타	1,929	64	(205)	48	52
재무활동현금흐름	(2,997)	(1,829)	73	(269)	(302)
자본의증가	494	4	458	0	0
차입금의순증	(4,029)	(2,794)	(381)	(264)	(297)
배당금지급	(14)	(23)	0	0	0
기타	552	984	(4)	(5)	(5)
기타현금흐름	21	19	0	0	0
현금의증가	171	122	(66)	74	47

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

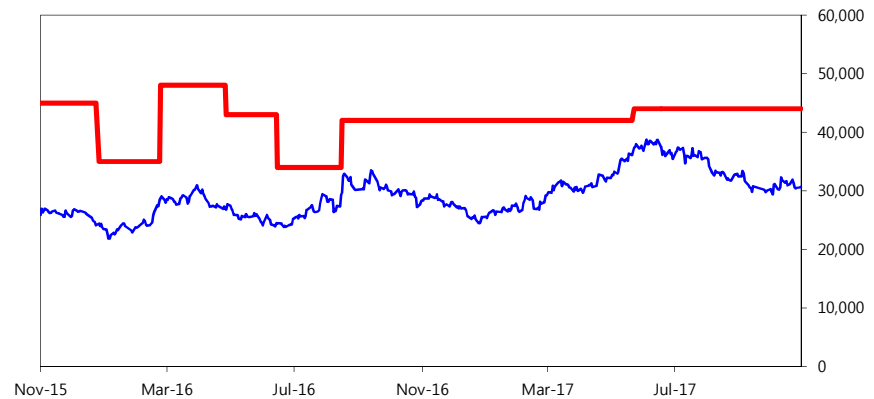
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	11,545	11,732	12,089	12,594	12,972
매출원가	9,517	9,435	9,911	10,357	10,616
매출총이익	2,027	2,297	2,178	2,237	2,356
판매관리비	1,144	1,176	1,249	1,334	1,368
영업이익	883	1,121	929	902	988
금융수익	56	51	64	66	67
이자수익	40	29	39	41	42
금융비용	516	559	483	475	468
이자비용	371	407	403	395	388
기타영업외손익	(927)	(1,219)	(48)	25	0
관계기업관련손익	17	(112)	0	0	0
세전계속사업이익	(486)	(717)	462	518	587
법인세비용	(85)	(161)	110	119	135
연결당기순이익	(563)	(557)	353	399	452
지배주주지분순이익	(565)	(565)	349	395	447
기타포괄이익	(18)	(58)	0	0	0
총포괄이익	(581)	(615)	353	399	452
지배주주지분포괄이익	(582)	(622)	349	395	447
EBITDA	2,534	2,872	2,707	2,692	2,785

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(7,968)	(7,639)	5,056	4,875	5,440
BPS	32,280	23,809	27,949	32,824	38,263
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(3.1)	1.6	2.4	4.0	3.0
영업이익증가율	123.4	26.9	(9.6)	(2.8)	8.8
순이익증가율	NM	NM	NM	0.9	11.6
EPS증가율	NM	NM	NM	(3.6)	11.6
EBITDA증가율	27.4	13.4	(2.8)	(0.3)	3.9
수익성(%)					
영업이익률	7.6	9.6	8.4	7.9	8.3
순이익률	(4.9)	(4.8)	3.9	3.7	4.1
EBITDA Margin	21.9	24.5	23.2	22.3	22.5
ROA	(2.4)	(2.3)	1.9	1.9	2.1
ROE	(25.2)	(27.2)	20.9	16.0	15.3
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	14,931	15,039	14,631	14,297	14,068
차입금/자본총계비율(%)	649.8	870.9	571.7	482.4	411.2
Valuation(X)					
PER	NM	NM	6.0	6.3	5.6
PBR	0.8	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.7	6.0	6.3	6.2	5.9

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
대한항공(003490)	2015.09.23	매수	45,000원	-38.3	-31.7
	2016.01.11	매수	35,000원	-31.1	-18.9
	2016.03.10	매수	48,000원	-40.6	-35.6
	2016.05.12	매수	43,000원	-40.8	-35.6
	2016.06.30	매수	34,000원	-22.6	-13.5
	2016.08.31	매수	42,000원	-29.9	-13.5
	2017.06.07	매수	44,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 14일 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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.