

대한항공(003490)

배당을 줄 여유가 생겼다

국제선여객과 화물 운임이 동반 상승하며 영업이익 증가를 견인
항공우주사업 부진 심화, 호텔사업 적자를 감안하면 양호한 실적
5년만에 순이익 전환했고, 7년만에 배당 지급하는 점에 주목

Facts : 4분기 실적은 컨센서스에 부합

4분기 매출액은 3조 1,071억원으로 전년동기대비 6.1%, 영업이익은 2,200억원으로 23.3% 증가했다. 매출액은 컨센서스에 부합한 반면 영업이익은 7.2% 하회했다. 항공수송 부문은 10월 추석연휴 수혜와 화물 성수기 효과에 힘입어 기대 이상의 호실적을 기록했으나 항공우주사업의 매출액이 급감하는 등 기타 사업부문이 부진했다. 국제선 여객운임은 전년동기대비 4.5% 상승했다. 미주와 유럽 장거리노선의 실적개선이 재개된 가운데 중국노선 매출액은 역신장에서 벗어났다. 화물부문은 전년동기의 높은 베이스 부담에도 운임이 9% 상승하며 두자리수 외형성장을 이어갔다. 한편 원화강세에 따라 6,000억원 이상의 외화환산이익이 반영됐다.

Pros & cons : 배당은 앞으로 더 잘하겠다는 약속

추석연휴 효과를 감안해도 국제선 여객운임의 반등은 고무적이다. 여객과 화물 운임의 동반상승에 따라 올해 운임회복 가능성 역시 높아졌다. 또한 국제선 여객수가 1년만에 전년동기대비 증가했고 중국노선이 예상보다 빠르게 회복된 만큼 올해 영업이익은 유가상승을 뛰어넘어 늘어날 전망이다. 한편 외화환산이익 반영으로 5년 만에 순이익 전환에 성공했다. 2016년말 1,100p에 달했던 부채비율도 560%로 급락했다. 이러한 펀더멘털 향상을 반영해 대한항공은 2010년 이래 처음으로 현금배당할 방침이다. 주당배당금 250원, 배당수익률 0.7%에 그치지만, 실적과 재무구조 개선에 따른 자신감을 주주친화적 정책으로 표현했음에 주목해야 한다.

Action : 리레이팅이 재개되는 대한항공에 대해 '매수' 추천

올해 국제선여객과 화물부문의 실적에 대한 기대감이 높아지는 가운데 배당지급을 시작으로 그룹관련 디스카운트가 완화될 것으로 예상된다. '매수' 의견과 목표주가 44,000원(2018F PBR 1.3배 적용)을 유지한다. 연초 이후 항공업종에 대한 투자 심리가 반등하는 가운데 대한항공의 2018F PBR은 1.0배에 불과해 밸류에이션 매력 역시 높다. 또한 인천국제공항 제2여객터미널 오픈에 이어 델타항공과의 JV가 체결될 경우 대형국적사 본연의 장거리 경쟁력을 살려 저비용항공사와는 차별화된 성장전략이 부각될 전망이다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 44,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/8)	2,408
주가(2/8)	35,500
시가총액(십억원)	3,367
발행주식수(백만)	95
52주 최고/최저가(원)	38,750/26,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	20,855
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.6/16.6
주요주주(%)	한진칼 외 9 인 33.4
	국민연금 12.4

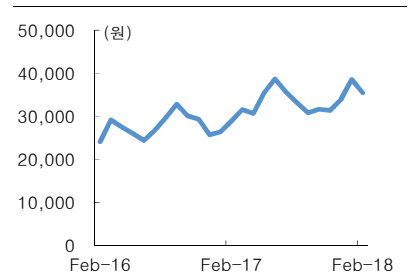
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	3.9	7.6
PBR(x)	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	(27.2)	31.2	12.8
DY(%)	-	0.7	0.7
EV/EBITDA(x)	6.0	6.1	5.8
EPS(원)	(7,639)	8,594	4,674
BPS(원)	23,809	34,288	38,711

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.7)	(3.5)	33.5
KOSPI 대비(%p)	2.5	(4.1)	16.9

주가추이



자료: WISEfn

최고운

gowoon@truefriend.com

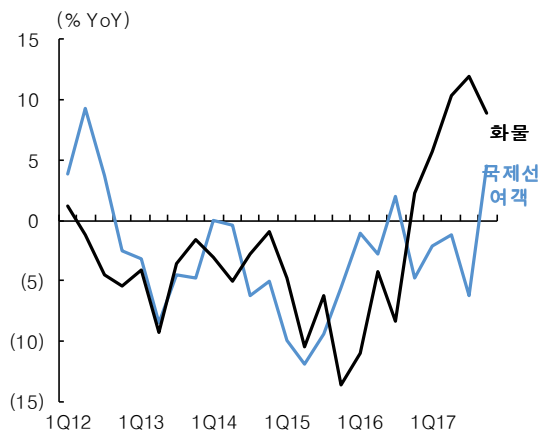
〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	2,929.2	2,866.0	2,905.2	3,213.9	3,107.1	(3.3)	6.1	3,126.2
영업이익	178.3	191.5	172.8	355.5	220.0	(38.1)	23.3	238.1
영업이익률(%)	6.1	6.7	5.9	11.1	7.1			7.6
세전이익	(860.2)	719.2	(245.9)	109.3	539.1	548.5	NM	534.8
순이익	(641.9)	559.2	(200.3)	61.6	381.4	518.8	NM	347.6

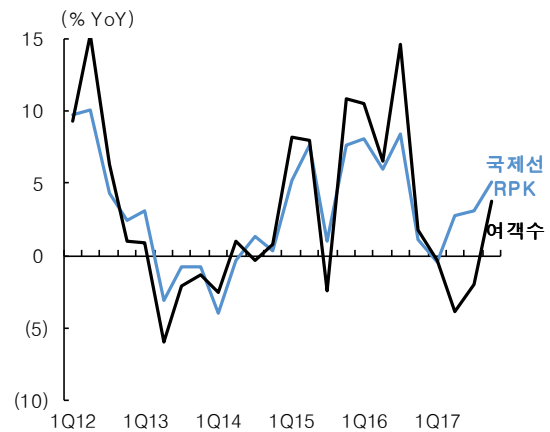
자료: 대한항공, FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 4분기 국제선여객과 화물 운임은 동반 상승

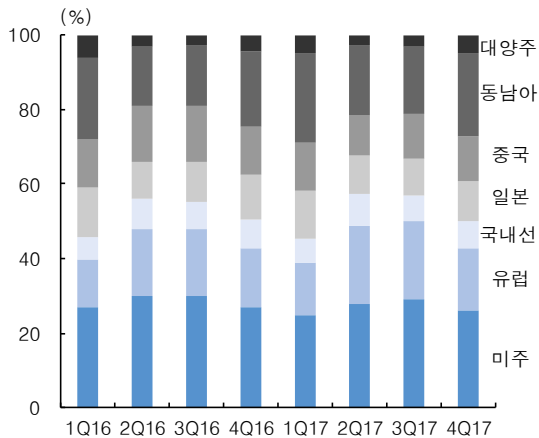


자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 2] 국제선 여객수도 1년만에 전년동기대비 증가

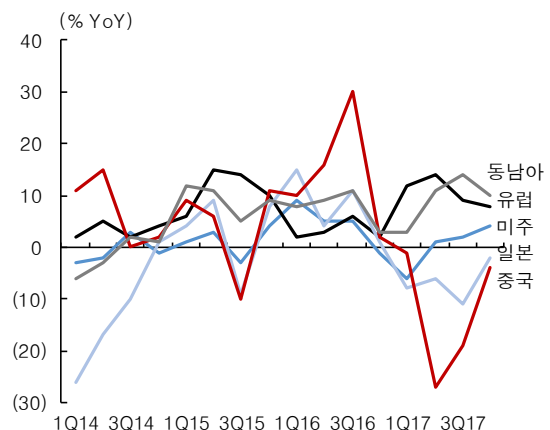
주: 여객수는 유입과 환승객 기준
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 3] 미주와 유럽 장거리노선 매출비중이 45%



자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 4] 4분기 장거리노선 매출 9% 증가, 중국 역시 반등



자료: 대한항공, 한국투자증권

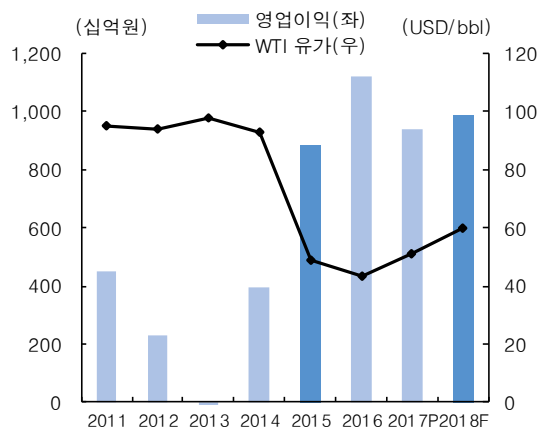
〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2016				2017				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	2,867	2,818	3,118	2,929	2,866	2,905	3,214	3,107	11,732	12,092	12,699	13,281
국내선(별도)	102	132	142	118	105	144	137	121	494	506	522	540
ASK(백만 km)	835	968	997	908	850	1,015	987	875	3,708	3,727	3,734	3,771
RPK(백만 km)	604	781	796	699	640	812	767	675	2,880	2,894	2,941	3,015
L / F(%)	72.3	80.7	79.8	77.0	75.3	80.0	77.7	77.1	77.7	77.6	78.8	79.9
Yield(원)	169.2	169.1	177.9	168.5	164.4	177.0	178.0	178.7	171.3	174.8	177.4	179.2
국제선(별도)	1,616	1,530	1,846	1,480	1,574	1,554	1,787	1,625	6,472	6,539	6,869	7,176
ASK(백만 km)	23,367	22,925	24,243	22,414	22,335	23,142	24,936	23,991	92,949	94,404	96,769	98,704
RPK(백만 km)	18,006	17,894	19,604	17,525	17,925	18,382	20,223	18,418	73,029	74,948	77,685	80,188
L / F(%)	77.1	78.1	80.9	78.2	80.3	79.4	81.1	76.8	78.6	79.4	80.3	81.2
Yield(원)	89.7	85.5	94.2	84.4	87.8	84.5	88.3	88.2	88.4	87.2	88.4	89.5
화물(별도)	561	594	582	707	640	673	700	796	2,444	2,809	2,992	3,159
AFTK(백만 km)	2,504	2,687	2,680	2,750	2,580	2,712	2,794	2,854	10,621	10,940	11,022	11,132
FTK(백만 km)	1,872	2,060	2,026	2,205	2,020	2,114	2,179	2,280	8,163	8,593	8,784	9,004
L / F(%)	74.8	76.7	75.6	80.2	78.3	77.9	78.0	79.9	76.9	78.5	79.7	80.9
Yield(원)	299.6	288.4	287.3	320.4	316.7	318.2	321.4	349.1	299.4	326.8	340.6	350.9
기타	588	561	548	625	547	535	591	566	2,322	2,238	2,316	2,406
매출액 증가율	(0.1)	1.1	4.9	0.5	(0.0)	3.1	3.1	6.1	1.6	3.1	5.0	4.6
국내선	7.7	4.8	6.5	(1.3)	2.9	8.8	(3.6)	2.4	4.3	2.5	3.1	3.5
ASK	1.5	0.2	2.4	0.7	1.8	4.9	(1.0)	(3.6)	1.2	0.5	0.2	1.0
RPK	6.2	8.6	8.6	2.9	6.0	4.0	(3.6)	(3.4)	6.7	0.5	1.6	2.5
L / F(%p)	3.2	6.3	4.6	1.7	3.0	(0.7)	(2.1)	0.2	4.0	(0.0)	1.1	1.2
Yield	1.5	(3.5)	(2.0)	(4.1)	(2.9)	4.6	0.0	6.0	(2.8)	2.1	1.5	1.0
국제선	7.0	3.1	10.5	(3.6)	(2.6)	1.6	(3.2)	9.8	4.4	1.0	5.0	4.5
ASK	7.1	3.6	6.2	(1.3)	(4.4)	0.9	2.9	7.0	3.9	1.6	2.5	2.0
RPK	8.1	6.0	8.4	1.1	(0.4)	2.7	3.2	5.1	5.9	2.6	3.7	3.2
L / F(%p)	0.7	1.8	1.6	1.9	3.2	1.4	0.2	(1.4)	1.5	0.8	0.9	1.0
Yield	(1.0)	(2.7)	1.9	(4.7)	(2.2)	(1.1)	(6.2)	4.5	(1.5)	(1.2)	1.3	1.2
화물	(21.8)	(4.7)	(5.9)	7.7	14.0	13.2	20.3	12.7	(6.5)	14.9	6.5	5.6
AFTK	(6.0)	0.7	3.5	2.2	3.1	0.9	4.3	3.8	0.1	3.0	0.7	1.0
FTK	(12.1)	(0.5)	2.7	5.4	7.9	2.6	7.6	3.4	(1.3)	5.3	2.2	2.5
L / F(%p)	(5.2)	(0.9)	(0.6)	2.4	3.5	1.3	2.4	(0.3)	(1.0)	1.7	1.2	1.2
Yield	(11.0)	(4.2)	(8.3)	2.2	5.7	10.3	11.9	8.9	(5.4)	9.2	4.2	3.0
기타	7.0	1.6	(0.5)	3.5	(6.9)	(4.7)	7.8	(9.5)	2.9	(3.6)	3.5	3.9
영업비용	2,503	2,618	2,609	2,638	2,626	2,690	2,747	2,784	10,424	10,847	11,417	11,811
증가율	(1.5)	(2.4)	0.9	0.0	4.9	2.7	5.3	5.5	(0.2)	4.1	5.3	3.5
유류비(별도)	475	536	586	592	634	617	658	708	2,190	2,616	3,023	3,192
증가율	(39.7)	(23.5)	(13.8)	15.9	33.4	15.0	12.2	19.4	(18.3)	19.5	15.5	19.1
인건비(별도)	443	459	456	454	440	500	471	473	1,811	1,885	1,900	1,938
임차료(별도)	66	66	71	84	90	88	85	84	288	347	343	347
정비비(별도)	101	108	76	101	105	108	82	111	385	406	419	439
기타	1,418	1,449	1,420	1,407	1,356	1,377	1,451	1,408	5,750	5,593	5,731	5,896
영업이익	323	159	460	178	192	173	355	220	1,121	940	991	1,169
증가율	70.2	15.2	34.7	(16.5)	(40.8)	8.5	(22.7)	23.3	26.9	(16.2)	5.5	17.9
영업이익률	11.3	5.7	14.8	6.1	6.7	5.9	11.1	7.1	9.6	7.8	7.8	8.8
세전이익	(173)	(289)	606	(860)	719	(246)	109	539	(717)	1,122	591	783
지배주주순이익	(178)	(253)	508	(643)	558	(203)	58	375	(565)	787	448	594
증가율	NM	NM	NM	NM	NM	NM	(88.6)	NM	NM	NM	(43.1)	32.5

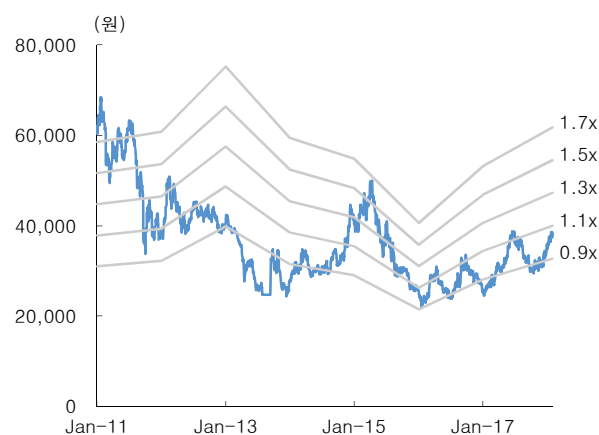
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 5] 유가상승에도 올해 영업이익은 2015년을 상회



자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 6] 현 주가는 여전히 2018F PBR 1.0배에 불과



자료: Quantiwise, 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	3,790	3,716	3,920
현금성자산	967	1,090	1,088	1,143	1,195
매출채권및기타채권	890	922	936	987	1,035
재고자산	491	565	665	616	672
비유동자산	20,891	20,629	20,998	21,021	21,134
투자자산	1,139	621	676	710	742
유형자산	17,851	17,873	18,279	18,165	18,147
무형자산	295	405	417	438	459
자산총계	24,180	23,957	24,788	24,737	25,054
유동부채	8,450	9,131	8,740	8,392	8,272
매입채무및기타채무	1,076	971	1,149	1,206	1,262
단기차입금및단기사채	869	1,504	1,172	1,264	1,172
유동성장기부채	5,161	5,175	4,700	4,404	4,154
비유동부채	13,231	12,951	12,630	12,494	12,298
사채	693	83	107	140	104
장기차입금및금융부채	9,479	9,562	9,357	9,029	8,716
부채총계	21,681	22,082	21,371	20,886	20,570
지배주주지분	2,387	1,761	3,290	3,715	4,284
자본금	370	370	480	480	480
자본잉여금	603	603	951	951	951
기타자본	215	596	929	929	929
이익잉여금	794	(193)	571	995	1,565
비지배주주지분	112	114	128	136	147
자본총계	2,499	1,874	3,418	3,850	4,431

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	2,728	2,806	3,018	2,239	2,670
당기순이익	(563)	(557)	802	456	605
유형자산감가상각비	1,611	1,698	1,782	1,862	1,874
무형자산상각비	40	53	64	67	70
자산부채변동	52	(97)	471	(215)	53
기타	1,588	1,709	(101)	69	68
투자활동현금흐름	419	(874)	(2,785)	(1,653)	(1,945)
유형자산투자	(1,743)	(1,145)	(2,384)	(1,936)	(2,032)
유형자산매각	318	272	197	188	176
투자자산순증	(85)	(66)	(69)	(34)	(33)
무형자산순증	0	1	(76)	(88)	(90)
기타	1,929	64	(453)	217	34
재무활동현금흐름	(2,997)	(1,829)	(235)	(531)	(726)
자본의증가	494	4	458	0	0
차입금의순증	(4,029)	(2,794)	(988)	(499)	(691)
배당금지급	(14)	(23)	0	(24)	(24)
기타	552	984	295	(8)	(11)
기타현금흐름	21	19	0	0	0
현금의증가	171	122	(2)	55	(1)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

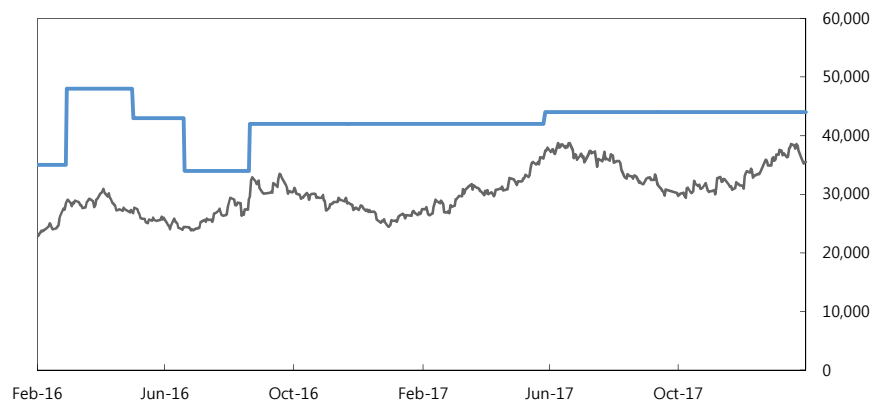
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	11,545	11,732	12,092	12,699	13,281
매출원가	9,517	9,435	9,921	10,443	10,803
매출총이익	2,027	2,297	2,171	2,257	2,478
판매관리비	1,144	1,176	1,231	1,265	1,309
영업이익	883	1,121	940	991	1,169
금융수익	56	51	81	80	80
이자수익	40	29	44	47	47
금융비용	516	559	484	480	465
이자비용	371	407	396	377	362
기타영업외손익	(927)	(1,219)	573	0	0
관계기업관련손익	17	(112)	12	0	0
세전계속사업이익	(486)	(717)	1,122	591	783
법인세비용	(85)	(161)	320	135	179
연결당기순이익	(563)	(557)	802	456	605
지배주주지분순이익	(565)	(565)	787	448	594
기타포괄이익	(18)	(58)	(26)	0	0
총포괄이익	(581)	(615)	776	456	605
지배주주지분포괄이익	(582)	(622)	762	448	594
EBITDA	2,534	2,872	2,785	2,920	3,113

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(7,968)	(7,639)	8,594	4,674	6,190
BPS	32,280	23,809	34,288	38,711	44,651
DPS	0	0	250	250	250
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(3.1)	1.6	3.1	5.0	4.6
영업이익증가율	123.4	26.9	(16.2)	5.5	17.9
순이익증가율	NM	NM	NM	(43.1)	32.5
EPS증가율	NM	NM	NM	(45.6)	32.4
EBITDA증가율	27.4	13.4	(3.0)	4.9	6.6
수익성(%)					
영업이익률	7.6	9.6	7.8	7.8	8.8
순이익률	(4.9)	(4.8)	6.5	3.5	4.5
EBITDA Margin	21.9	24.5	23.0	23.0	23.4
ROA	(2.4)	(2.3)	3.3	1.8	2.4
ROE	(25.2)	(27.2)	31.2	12.8	14.8
배당수익률	—	—	0.7	0.7	0.7
배당성향	NM	NM	3.0	5.3	4.0
안정성					
순차입금(십억원)	14,931	15,039	13,704	13,309	12,544
차입금/자본총계비율(%)	649.8	870.9	448.7	385.4	319.2
Valuation(X)					
PER	NM	NM	3.9	7.6	5.7
PBR	0.8	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.7	6.0	6.1	5.8	5.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대한항공(003490)	2016.02.02	매수	35,000원	-29.2	-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 2018년 2월 9일 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 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.