

대한항공(003490)

매수(유지) / TP: 43,000 원(하향)

주가(5/11, 원)	28,800
시가총액(십억원)	2,098
발행주식수(백만)	73
52주 최고/최저가(원)	45,100/23,200
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	11,477
유동주식비율(%)	61.0
외국인지분율(%)	16.4
주요주주(%)	한진칼 외 8 인
국민연금	5.1

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2014A	11,910	395	(635)	(10,629)	NM	1,988	NM	9.2	1.3	(26.8)	-
2015A	11,545	883	(565)	(7,968)	NM	2,534	NM	6.7	0.9	(25.2)	-
2016F	11,820	1,136	293	3,968	NM	2,902	7.3	5.9	0.8	11.6	-
2017F	12,582	1,101	245	3,308	(16.6)	2,891	8.7	5.9	0.7	8.7	-
2018F	13,236	1,208	361	4,878	47.5	3,013	5.9	5.6	0.6	11.6	-

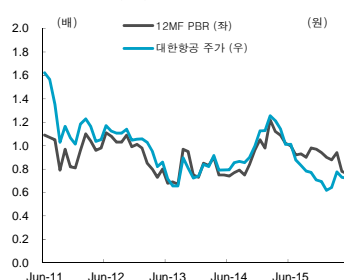
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

경쟁에서 한 발짝 비켜나 있어 유리

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.0)	(1.2)	(36.1)
상대주가(%p)	(10.5)	(0.3)	(30.6)

12MF PBR 추이



장거리 노선에서의 경쟁이 덜하고 프리미엄 항공사 입지도 든든: 15년 3분기부터 항공 3사 중 대한항공만 분기실적 발표 때마다 컨센서스를 상회하는 실적을 발표하고 있다. 이는 대한항공의 장거리노선 비중이 다른 항공사보다 훨씬 높아 운임경쟁이 치열한 단거리 노선에서 수익성이 둔화되는 부정적인 영향을 덜 받기 때문이다. 매월 파악되는 항공수요 지표로 보면 항공기 대수가 적은 저비용항공사들의 수송객수 증가율이 훨씬 높게 나오지만, 분기실적 발표 때마다 확인되는 운임(yield)을 보면 대한항공의 성과가 가장 좋은 것으로 파악되고 있다. 특히 유류할증료를 제외한 순수운임 기준으로는 작년 9월부터 전년 동월대비 상승하고 있는 것이 특징이다. 높은 탑승률이 유지되면서 운임도 오르는 바람직한 현상이 나타나고 있다. 특히 올해 들어 저비용항공사들의 안전사고가 빈번했고, 연발/연착 사례도 자주 나타나면서 대한항공과 같은 Full Service Carrier의 안전성과 정시성이 상대적으로 부각된 점도 투자심리에 긍정적이다.

한진해운 추가 지원 가능성 낮아: 이익 전망이 좋은 것에 비해 주가가 덜 오른 것은 계열사인 한진해운을 추가 지원할 수 있다는 우려 때문이다. 한진해운 채권단이 조건부 자율협약 개시를 결정하는 과정에서 새롭게 드러난 대한항공의 추가 부담은 없다. 따라서 100% 확신할 수는 없지만 대한항공의 한진해운 추가지원 가능성은 대부분 사라진 것으로 볼 수 있다. 한진해운에 최악의 상황이 펼쳐질 경우 대한항공이 인식해야 할 최대 부담은 약 9,000억원(영구채 + 한진해운 장부가치 + 한진해운 영구교환사채에 대한 차액 정산계약)으로 이는 현재 주가에 모두 반영됐다.

‘매수’의견, 목표주가는 43,000원으로 하향조정: ‘매수’ 투자 의견을 유지하며 12개월 목표 주가는 48,000원에서 43,000원으로 10.4% 하향조정한다. 과거 목표주가를 제시했을 때보다 유가가 조금 오른 부분을 감안해 연평균 항공유가를 46달러에서 50달러로 상향 조정한 결과 올해 영업이익 전망치가 1조 2,960억원에서 1조 1,359억원으로 12.4% 줄어드는 등의 영향을 반영해 목표주가가 내려갔다(표 1).

〈표 1〉 목표주가 43,000원으로 하향 조정

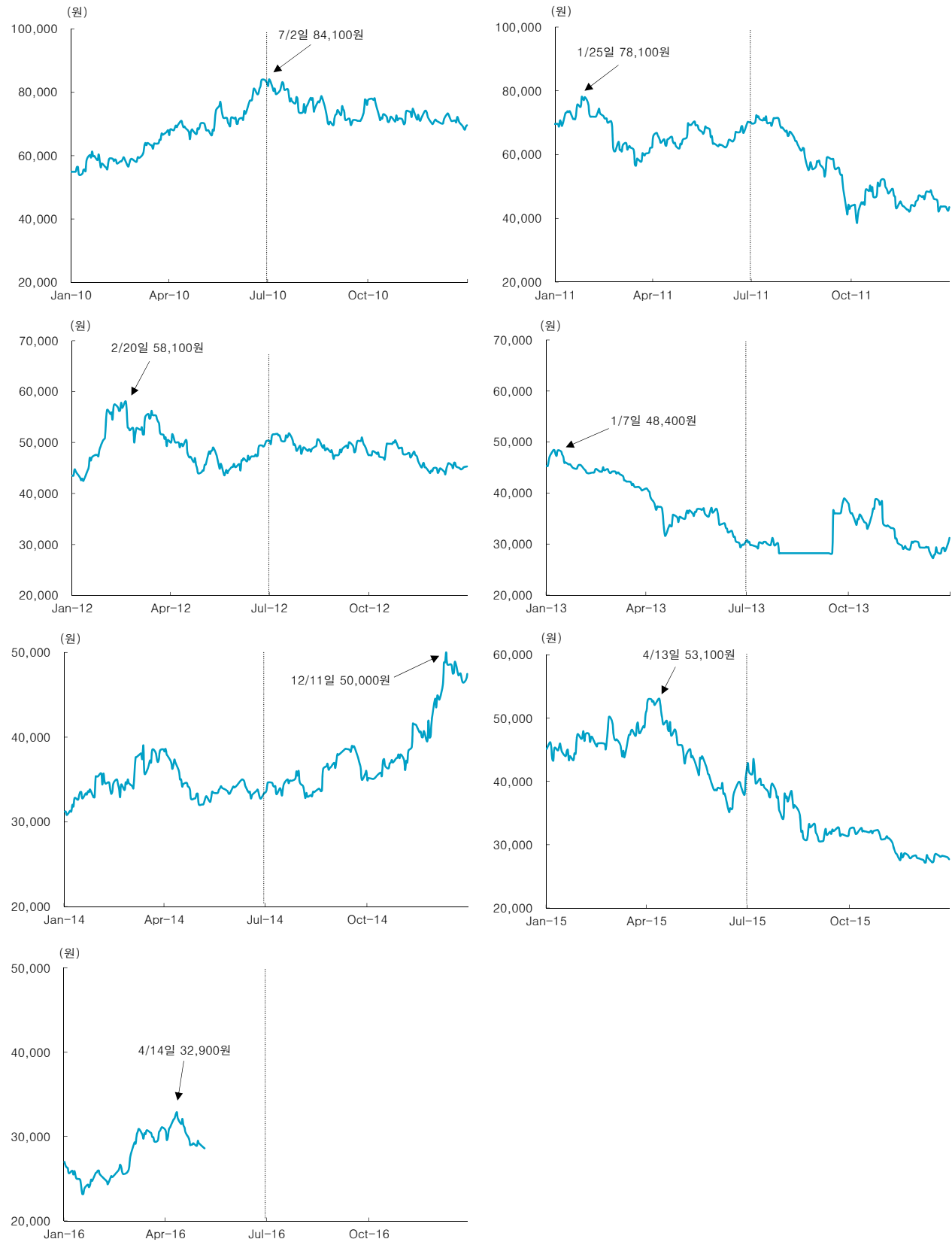
(단위: 원, %, x)

항 목	단위	계산	2016-05-12	2016-03-10
2016년 BPS 추정치	(원)	A	36,247	40,130
2016년 ROE 추정치	(%)	B	11.6	24.4
시장 기대수익률	(%)	C	9.8	9.3
Target PBR	(배)	D=B/C	1.2	1.2
적정주가	(원)	E=A*D	43,056	48,156

주: 과거 목표주가 산정시에는 2010년 이후의 평균 PBR(1.2배)를 목표 PBR로 적용했으며, 이번에는 추정 ROE를 시장 기대 수익률(시장 평균 PER 10.2배의 역수)로 나눈 값(1.2배)을 목표 PBR로 사용
자료: 한국투자증권

윤희도 3276-6165
heedo@truefriend.com

[그림 4] 계절적인 특성이 매우 강한 주가 패턴 - 대한항공 주가의 연중 고점은 상반기에 형성되는 경우가 대부분



주: 2014년에는 4분기부터 유가가 급락하면서 주가도 급등
 자료: Datastream

기업개요 및 용어해설

대한항공은 우리나라 대표 국적항공사로 한국 항공시장에서 국제선 여객부문 M/S 24.3%, 화물부문 M/S 34.1%(15년 기준). 매출액의 54%가 국제선 여객, 23%가 화물 부문에서 발생(15년 4분기 기준). 국내선 매출비중은 4%로 낮음. 영업원가의 27%가 유류비이며, 항공기 도입과 관련한 외화부채가 많아 원/달러 환율변동에 따라 외화환산손익이 발생해 영업외수지가 큰 폭으로 변동하는 특징이 있음

- RPK(Revenue-Passenger Kilometers): 유상 여객수에 날아간 거리를 곱한 값으로 항공업에서 사용하는 대표적인 수송실적 지표
- FTK(Freight-Tonne Kilometers): 유상 화물톤수에 날아간 거리를 곱한 값으로 항공업에서 사용하는 화물 수송실적 지표
- Yield: 평균 운임의 개념으로 매출액을 RPK 또는 FTK로 나눈 값

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	4,948	3,289	3,358	3,575	3,760
현금성자산	797	967	981	1,044	1,099
매출채권및기타채권	922	890	911	970	1,020
재고자산	430	491	502	535	563
비유동자산	18,518	20,891	21,256	21,554	21,950
투자자산	998	1,139	1,166	1,241	1,306
유형자산	15,778	17,851	18,143	18,240	18,464
무형자산	331	295	302	321	338
자산총계	23,466	24,180	24,614	25,129	25,710
유동부채	7,442	8,450	8,628	8,300	8,257
매입채무및기타채무	932	1,076	1,102	1,173	1,234
단기차입금및단기사채	1,635	869	920	757	643
유동성장기부채	3,718	5,161	5,255	5,013	5,020
비유동부채	13,823	13,231	13,191	13,788	14,050
사채	2,415	693	609	731	796
장기차입금및금융부채	8,563	9,479	9,450	9,723	9,747
부채총계	21,265	21,681	21,819	22,088	22,307
지배주주지분	2,091	2,387	2,681	2,925	3,286
자본금	299	370	370	370	370
자본잉여금	175	603	603	603	603
기타자본	(184)	215	215	215	215
이익잉여금	1,389	794	1,088	1,332	1,693
비지배주주지분	110	112	114	116	118
자본총계	2,201	2,499	2,794	3,041	3,403

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	1,864	2,728	2,041	1,994	2,127
당기순이익	(613)	(563)	295	247	363
유형자산감가상각비	1,558	1,611	1,728	1,749	1,762
무형자산상각비	35	40	39	41	43
자산부채변동	(346)	52	(40)	(113)	(98)
기타	1,230	1,588	19	70	57
투자활동현금흐름	(1,065)	419	(2,065)	(1,925)	(2,058)
유형자산투자	(1,121)	(1,743)	(2,302)	(2,174)	(2,072)
유형자산매각	382	318	282	328	87
투자자산순증	(331)	(91)	(16)	(64)	(53)
무형자산순증	0	0	(46)	(60)	(60)
기타	5	1,935	17	45	40
재무활동현금흐름	(1,138)	(2,997)	37	(6)	(15)
자본의증가	0	495	0	0	0
차입금의순증	(1,932)	(4,029)	39	(4)	(13)
배당금지급	(14)	(14)	0	0	0
기타	808	551	(2)	(2)	(2)
기타현금흐름	9	21	0	0	0
현금의증가	(330)	171	14	63	54

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	11,910	11,545	11,820	12,582	13,236
매출원가	10,390	9,517	9,523	10,264	10,756
매출총이익	1,520	2,027	2,297	2,319	2,480
판매관리비	1,125	1,144	1,162	1,217	1,272
영업이익	395	883	1,136	1,101	1,208
금융수익	53	56	63	62	66
이자수익	40	40	45	47	49
금융비용	633	516	505	540	522
이자비용	412	371	374	374	374
기타영업외손익	(264)	(927)	(314)	(309)	(286)
관계기업관련손익	7	17	11	11	12
세전계속사업이익	(442)	(486)	390	325	478
법인세비용	(157)	(85)	94	79	116
연결당기순이익	(613)	(563)	295	247	363
지배주주지분순이익	(635)	(565)	293	245	361
기타포괄이익	98	(18)	0	0	0
총포괄이익	(515)	(581)	295	247	363
지배주주지분포괄이익	(539)	(582)	286	239	352
EBITDA	1,988	2,534	2,902	2,891	3,013

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	(10,629)	(7,968)	3,968	3,308	4,878
BPS	34,974	32,280	36,247	39,555	44,433
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	0.5	(3.1)	2.4	6.5	5.2
영업이익증가율	NM	123.4	28.6	(3.0)	9.7
순이익증가율	NM	NM	NM	(16.6)	47.5
EPS증가율	NM	NM	NM	(16.6)	47.5
EBITDA증가율	21.0	27.4	14.5	(0.4)	4.2
수익성(%)					
영업이익률	3.3	7.6	9.6	8.8	9.1
순이익률	(5.3)	(4.9)	2.5	1.9	2.7
EBITDA Margin	16.7	21.9	24.6	23.0	22.8
ROA	(2.6)	(2.4)	1.2	1.0	1.4
ROE	(26.8)	(25.2)	11.6	8.7	11.6
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	15,448	14,931	14,948	14,858	14,772
차입금/자본총계비율(%)	751.3	649.8	582.5	535.1	477.7
Valuation(X)					
PER	NM	NM	7.3	8.7	5.9
PBR	1.3	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.2	6.7	5.9	5.9	5.6

■ Compliance notice

- 당사는 2016년 5월 12일 현재 대한항공,아시아나항공,제주항공 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.
- 당사는 대한항공 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자자의견은 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 (2016.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
79.1%	19.1%	1.8%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자자의견은 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.