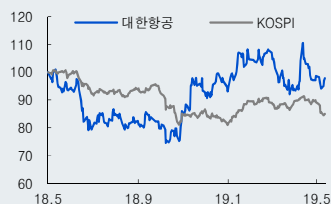


투자여건(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	45,000원
현재주가(19/05/15)	33,400원
상승여력	35%

영업이익(19F, 십억원)	912
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	953
EPS 성장률(19F, %)	-
MKT EPS 성장률(19F, %)	-18.6
P/E(19F, x)	34.6
MKT P/E(19F, x)	11.6
KOSPI	2,092.78

시가총액(십억원)	3,168
발행주식수(백만주)	96
유동주식비율(%)	64.5
외국인 보유비중(%)	26.1
베타(12M) 일간수익률	1.13
52주 최저가(원)	25,450
52주 최고가(원)	37,750

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.5	2.6	-2.2
상대주가	-5.2	2.4	14.9



[운송플랫폼/에너지]

류제현
 02-3774-1738
 jay.ryu@miraeasset.com

대한항공 (003490)

변화의 선두에 선다

1Q19 Review: 최악은 면한 실적

대한항공의 1Q19 매출액은 1.2% YoY 증가한 3조 1,389억원을 기록했다. 화물 수송량 감소(-9.4% YoY)에도 불구하고, 여객 수송량 증가(1.8% YoY) 및 항공우주 부문 매출 증가(12.7% YoY)로 매출이 개선되었다. 국내 여객은 탑승률 개선으로 수송량이 4.3% YoY 증가했고 국제여객도 탑승률이 80.3%(+0.9% pt YoY)로 개선되었다.

영업이익은 1,406억원으로 전년비 -15.5% YoY 감소했다. 이는 당사 추정치(1,537억원) 및 시장 기대치(1,719억원)을 하회하는 것이다. 1) 화물 탑재율(70.0%, -8.8%pt YoY) 부진에 따른 수익성 저하, 2) 정비비 증가, 3) 최저임금 인상에 따른 공항 관련비 증가가 실적 부진의 주 원인으로 작용했다. 우려했던 유류비는 -1% YoY 하락하는데 그쳤다.

순이익은 625억원의 적자를 기록했다. 리보금리 상승과 IFRS 회계 기준 변경에 따라 순이자비용이 30.4% 증가한 1,461억원을 기록했다. 기말 환율 상승에 따라 외화환산 손실이 1,472억원 발생하며 손익이 추가악화 되었다. 회계기준의 변경으로 장단기 금융리스 부채 증가(+1조 5,873억원)와 실적부진으로, 부채비율은 743%에서 819%로 상승했다. 하지만 타 항공사에 비해 운용리스비중이 낮아 상대적으로 그 영향은 제한적이었다(약 50%pt 상승효과).

여전히 유지되는 기대감

1) 시장 지위 회복: 경쟁사의 구조조정으로 화물 및 장거리 1위 항공사인 대한항공의 시장 지위 회복 가능성이 높다. 30% 이하로 하락하고 있는 인천공항 점유율 역시 그 속도가 완화될 전망이다. 최근 경쟁사의 비수익 노선 철수(미주, 유럽 등)는 점진적으로 동사의 수익성 개선으로 나타날 수 있을 것으로 기대된다. 최근 중국 노선 배분에서도 1권역에서 배분 점유율 19%(2위)한 것 역시 나름 소기의 성과로 판단된다.

2) 현금흐름 개선: 실적 부진에도 불구하고, 단순 손익 대비 현금흐름이 개선되는 점은 주목할 만하다. 영업활동으로 인한 현금흐름은 7,865억원으로 전년동기(7,745억원)으로 개선되었다. 반면, 유형자산 취득(CAPEX)은 1,622억원으로 전년동기(4,505억원) 대비 크게 감소했다. EBITDA 역시 6,523억원으로 11.3% YoY 증가하였다.

목표주가 45,000원 및 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가 45,000원 및 매수의견을 유지한다. 목표주가는 2019년 예상 PBR 1.2배에 해당하는 것으로 평균 PBR 1.0배보다 높으나 과거 5개년 상단 평균(1.3배) 대비 낮다. 최근 원화 약세라는 악재를 만나면서 주가가 다소 조정을 보였다. 하지만, 개선되는 현금흐름을 바탕으로 주주 가치 개선에 대한 기대감은 장기적으로 강화될 가능성이 있다. 장기적으로 꾸준한 매집이 필요한 시점이다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	11,732	12,092	13,020	13,008	13,455	13,744
영업이익 (십억원)	1,121	940	640	912	1,090	1,184
영업이익률 (%)	9.6	7.8	4.9	7.0	8.1	8.6
순이익 (십억원)	-565	792	-193	93	326	413
EPS (원)	-7,171	8,631	-2,012	965	3,402	4,307
ROE (%)	-27.2	29.4	-5.9	2.9	8.4	8.8
P/E (배)	-	3.9	-	34.6	9.8	7.8
P/B (배)	1.2	0.9	1.1	0.9	0.8	0.6
배당수익률 (%)	0.0	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 대한항공, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 1Q19 실적 비교표

(십억원, %)

	1Q18	4Q18	1Q19P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,102	3,295	3,139	3,167	3,163	1.2	-4.7
영업이익	166	5	141	154	172	-15.5	2,493.0
영업이익률 (%)	5.4	0.2	4.5	4.9	5.4	-0.9	4.3
세전이익	-1	-173	-68	-241	-77	적지	적지
순이익	-10	-131	-63	-178	-60	적지	적지

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대한항공, WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	13,326	13,628	13,008	13,455	-2.4	-1.3	단가 전망 하향
영업이익	966	1,178	912	1,090	-5.5	-7.5	매출 하향, 1Q19 실적 반영
세전이익	200	541	140	415	-29.7	-23.2	외화환산손익
순이익	148	401	93	326	-37.7	-18.6	
EPS (KRW)	1,547	4,178	965	3,402	-37.7	-18.6	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 미래에셋대우 리서치센터 예상

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	3,102	3,106	3,518	3,295	3,138.9	3,162.6	3,407.4	3,299	13,020	13,008	13,455
영업이익	166	67	402	5	140.6	153	413	206	640	912	1,090
세전이익	-1	-380	345	-173	-68	-103	258	53	-209	140	415
순이익(지배)	-10	-304	252	-131	-62.8	-75	189	42	-193	93	326
영업이익률 (%)	5.4	2.1	11.4	0.2	4.5	4.8	12.1	6.2	4.9	7.0	8.1
세전이익률 (%)	-0.0	-12.2	9.8	-5.2	-2.2	-3.3	7.6	1.6	-1.6	1.1	3.1
순이익률 (%)	-0.3	-9.8	7.3	-3.9	-2.0	-2.4	5.5	1.3	-1.5	0.7	2.4
국제여객 RPK 증감률(%)	4.8	5.2	0.9	4.0	1.8	1.2	-0.1	-2.9	3.6	-0.0	2.4
국제여객 L/F(%)	79.4	80.7	82.1	79.3	80.3	81.3	81.6	77.0	80.4	80.1	80.4
항공유가(\$/bbl)	83	89	88	85	79	79	79	79	86	79	79
평균환율(원/달러)	1,073	1,080	1,121	1,128	1,125	1,170	1,170	1,170	1,100	1,159	1,170

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대한항공, 미래에셋대우 리서치센터 예상

대한항공 (003490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	13,020	13,008	13,455	13,744
매출원가	11,004	10,752	11,011	11,164
매출총이익	2,016	2,256	2,444	2,580
판매비와관리비	1,376	1,344	1,355	1,396
조정영업이익	640	912	1,090	1,184
영업이익	640	912	1,090	1,184
비영업손익	-849	-772	-675	-651
금융손익	-505	-625	-578	-555
관계기업등 투자손익	1	1	20	20
세전계속사업손익	-209	140	415	533
계속사업법인세비용	-23	49	93	124
계속사업이익	-186	92	323	409
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-186	92	323	409
지배주주	-193	93	326	413
비지배주주	7	-1	-4	-5
총포괄이익	-418	107	323	409
지배주주	-420	106	321	406
비지배주주	2	1	2	2
EBITDA	2,382	2,986	3,202	3,337
FCF	1,516	1,417	1,260	822
EBITDA 마진율 (%)	18.3	23.0	23.8	24.3
영업이익률 (%)	4.9	7.0	8.1	8.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.5	0.7	2.4	3.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,793	3,917	2,510	2,722
당기순이익	-186	92	323	409
비현금수익비용가감	2,828	2,994	2,763	2,812
유형자산감가상각비	1,712	2,048	2,089	2,131
무형자산상각비	29	26	24	22
기타	1,087	920	650	659
영업활동으로인한자산및부채의변동	141	833	-534	-430
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-112	-1	-13	-13
재고자산 감소(증가)	-191	-1	-19	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	60	0	3	3
법인세납부	-37	-49	-93	-124
투자활동으로 인한 현금흐름	-658	-2,737	-1,259	-1,909
유형자산처분(취득)	-1,198	-2,500	-1,250	-1,900
무형자산감소(증가)	1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	550	-1	-9	-9
기타투자활동	-11	-236	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,408	-1,199	-987	-846
장단기금융부채의 증가(감소)	880	-960	-792	-669
자본의 증가(감소)	0	458	458	458
배당금의 지급	-68	-24	-24	-24
기타재무활동	-2,220	-673	-629	-611
현금의 증가	743	23	284	-13
기초현금	761	1,504	1,527	1,811
기말현금	1,504	1,527	1,811	1,798

자료: 대한항공, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

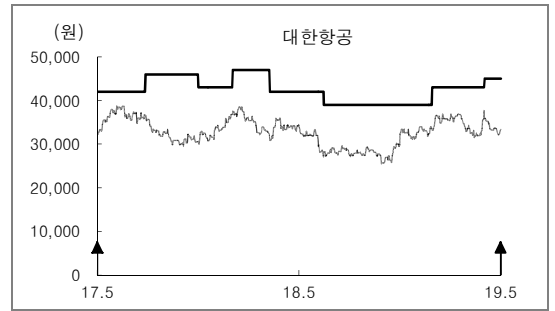
(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	3,872	3,899	4,228	4,258
현금 및 현금성자산	1,504	1,527	1,811	1,798
매출채권 및 기타채권	776	778	792	806
재고자산	1,030	1,032	1,051	1,070
기타유동자산	562	562	574	584
비유동자산	21,707	22,133	21,275	21,027
관계기업투자등	7	7	7	7
유형자산	19,648	20,100	19,261	19,031
무형자산	301	274	251	229
자산총계	25,580	26,033	25,503	25,285
유동부채	7,522	6,746	6,726	6,397
매입채무 및 기타채무	289	289	295	300
단기금융부채	4,326	3,751	3,675	3,291
기타유동부채	2,907	2,706	2,756	2,806
비유동부채	15,026	15,677	14,411	13,680
장기금융부채	11,468	11,083	10,368	10,083
기타비유동부채	3,558	4,594	4,043	3,597
부채총계	22,548	22,424	21,137	20,077
지배주주지분	2,909	3,487	4,247	5,094
자본금	480	590	700	810
자본잉여금	946	1,294	1,642	1,989
이익잉여금	82	150	453	842
비지배주주지분	123	122	118	114
자본총계	3,032	3,609	4,365	5,208

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	-	34.6	9.8	7.8
P/CF (x)	1.2	1.0	1.0	1.0
P/B (x)	1.1	0.9	0.8	0.6
EV/EBITDA (x)	7.3	5.5	4.8	4.4
EPS (원)	-2,012	965	3,402	4,307
CFPS (원)	27,533	32,152	32,164	33,562
BPS (원)	30,313	36,337	44,259	53,085
DPS (원)	250	250	250	250
배당성향 (%)	-12.8	25.9	7.3	5.8
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	7.7	-0.1	3.4	2.1
EBITDA증가율 (%)	-9.5	25.4	7.2	4.2
조정영업이익증가율 (%)	-31.9	42.5	19.5	8.6
EPS증가율 (%)	-	-	252.5	26.6
매출채권 회전을 (회)	19.4	18.4	18.9	18.9
재고자산 회전을 (회)	15.2	12.6	12.9	13.0
매입채무 회전을 (회)	72.1	69.9	70.9	70.6
ROA (%)	-0.7	0.4	1.3	1.6
ROE (%)	-5.9	2.9	8.4	8.8
ROIC (%)	3.0	3.1	4.4	4.9
부채비율 (%)	743.7	621.4	484.2	385.5
유동비율 (%)	51.5	57.8	62.9	66.6
순차입금/자기자본 (%)	462.5	361.3	273.9	216.9
조정영업이익/금융비용 (x)	1.2	1.4	1.7	1.9

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
대한항공(003490)				
2019.04.16	매수	45,000	-	-
2019.01.11	매수	43,000	-19.37	-12.21
2018.06.29	매수	39,000	-24.68	-12.82
2018.03.23	매수	42,000	-22.07	-14.40
2018.01.15	매수	47,000	-25.17	-17.98
2017.11.14	매수	43,000	-22.95	-14.53
2017.08.10	매수	46,000	-30.72	-22.50
2017.05.11	매수	42,000	-13.72	-7.74



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
 - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.