

대한항공
(003490)

트리플 악재에 무너지는 실적

양지환 769.2738
arbor@daishin.com유지영 769.2735
jiyungyu@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

운송업종

현재가 35,550

목표주가
(하향) 43,000

KOSPI	1920.45
시가총액	2,605 십억원
시가총액비중	0.2%
자본금(보통주)	371 십억원
52주 최고/최저	51,800 원 / 35,550 원
120일 평균거래대금	160 억원
외국인지분율	14.4%
주요주주	한진 외 17 인 25.9% 국민연금공단 8.2%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-4.9	-15.7	-24.5	-29.6
상대수익률	-5.0	-12.8	-22.0	-26.4



투자포인트

- 투자의견 매수를 유지하지만, 목표주가는 43,000원으로 23.3% 하향
- 트리플 악재(엔저, 북한리스크, 반한시위)에 LCC들의 공급확대로 일본노선 경쟁 심화
- 경쟁이 심화된 일본 노선 Yield 하락이 국제여객부분 수익성 악화로 이어져
- 화물사업부분 부진 지속과 3분기 지주사 전환에 따른 거래 정지로 관심도 떨어질 전망

Comment

투자의견 매수 유지하지만, 목표주가는 43,000 원으로 23.3% 하향

대한항공에 대한 투자의견 매수를 유지하지만, 목표주가는 43,000원으로 23.3% 하향한다. 목표주가 하향은 2013년 1분기 실적이 예상을 크게 하회할 것으로 전망됨에 따라, 2013년 연간 추정실적을 하회(영업이익 -31.5%, 순이익 -76.3%)한데 따른 것이다. 순이익의 조정폭이 큰 이유는 기말환율 예상치를 기존 1,040원에서 1,060원으로 상향함에 따라 추정 외화부채 환산 이익이 감소하기 때문이다. 현 주가는 2013년 추정 BPS 36,000원(지배자본기준)의 0.9~1.0 배 수준이다. 2008~2012년 동사의 PBR 밴드의 하단 평균은 1.0배로 주가는 이미 역사적 하단 수준까지 내려온 상황이다. 따라서 Valuation만 볼 때, 추가 하락은 제한적인 상황이라고 판단한다. 다만, 2013년 2분기 실적 개선을 기대하기 어렵고, 3분기 지주사 전환으로 거래정지가 예정되어 있어 3분기말까지 관심에서 소외될 것으로 전망된다.

일본노선의 트리플 악재(엔저, 반한시위, 북한리스크)에 무너지는 실적

대한항공의 2013년 1분기 실적은 K-IFRS(연결)기준 매출액 2조 9,116억원(-2.9% yoy), 영업손실 -1,250억원(적자확대), 당기순손실 3,416억원(적자확대)을 기록할 전망이다.

당사에서 4월 3일 발간한 “꽃샘추위”(산업재 통합 1분기 Preview)에서 예상했던 것보다 손실 폭이 확대되었으며, 최근 시장의 컨센서스인 1,000억원 영업손실보다도 큰 손실을 기록할 전망이다. 영업손실이 확대된 주 이유는 1)일본노선의 부진, 2)성과급 지급에 따른 인건비가 약 15.4% 증가했기 때문으로 추정된다.

특히, 일본노선에서의 트리플 악재(엔저, 반한시위, 북한리스크)에 LCC들의 공급확대는 국제여객부분의 Yield 하락(-2.2%)으로 이어진 것으로 추정된다. 4월 이후 북한 리스크가 완화될 것으로 예상되지만, 2013년 2분기까지 실적 회복은 어려울 것으로 전망된다.

2013년 1분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

구분	확정치		대신증권 추정치			컨센서스
	1Q12	4Q12	1Q13(F)	YoY	QoQ	1Q13
매출액	2,998	3,075	2,912	-2.9	-5.3	3,004
영업이익	-99	-21	-125	적지	적지	-30
순이익	-63	141	-325	적지	적전	-141

주: 연결인 경우 순이익은 지배주주지분순이익을 의미

표 1. 대한항공 분기별 실적 추정 요약

(단위: 원/달러, \$/배럴, 백만Km, %, cent, 억원)

		1Q12A	2Q12A	3Q12A	4Q12A	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F
환율가정	(W/\$)	1,131.0	1,152.0	1,133.0	1,090.0	1,084.0	1,100.0	1,080.0	1,060.0
유가가정	(\$/bbl)	133.0	134.0	124.9	134.0	132.0	128.0	130.0	130.0
ASK	Domestic	986.0	1,077.0	883.0	863.0	986.0	1,077.0	883.0	863.0
	(%, yoy)	1.3	7.3	-16.5	-13.7	0.0	0.0	0.0	0.0
	Int'l Passenger	21,114.0	20,540.0	21,724.0	21,117.0	21,536.3	21,156.2	22,593.0	22,172.9
	(%, yoy)	12.6	9.0	0.7	0.2	2.0	3.0	4.0	5.0
	Cargo	2,731.0	2,640.0	2,745.0	2,721.0	2,348.7	2,349.6	2,635.2	2,666.6
	(%, yoy)	-9.5	-12.4	-10.5	-10.1	-14.0	-11.0	-4.0	-2.0
RPK	Domestic	572.0	779.0	645.0	612.0	572.0	779.0	645.0	612.0
	(%, yoy)	0.0	8.0	-8.6	-11.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	Int'l Passenger	15,989.0	16,232.0	17,805.0	16,167.0	16,308.8	16,556.6	18,517.2	16,975.4
	(%, yoy)	9.7	10.1	4.4	2.5	2.0	2.0	4.0	5.0
	Cargo	2,059.0	2,013.0	2,085.0	2,122.0	1,750.2	1,791.6	2,022.5	2,164.4
	(%, yoy)	-9.6	-12.2	-7.8	-6.1	-15.0	-11.0	-3.0	2.0
Load Factor	Domestic	58.0	72.3	73.0	70.9	58.0	72.3	73.0	70.9
	Int'l Passenger	75.7	79.0	82.0	76.6	75.7	78.3	82.0	76.6
	Cargo	75.4	76.3	76.0	78.0	74.5	76.3	76.7	81.2
Yield(Cent)	Domestic	18.3	17.7	19.3	19.9	19.8	19.3	20.5	20.5
	(%, yoy)	7.6	-2.4	-1.1	11.8	8.5	8.9	6.0	3.3
	Int'l Passenger	9.2	9.5	10.1	9.5	9.4	9.2	10.0	9.8
	(%, yoy)	2.6	2.0	-0.7	2.5	2.2	-2.6	-0.3	2.8
	Cargo	33.6	33.8	31.5	34.1	32.9	32.5	32.7	35.8
	(%, yoy)	0.2	-7.1	-8.3	5.0	-1.9	-3.7	3.9	4.9
영업수익		28,802	31,186	32,877	29,774	27,816	28,913	32,428	30,928
Domestic		1,183	1,590	1,413	1,325	1,231	1,654	1,427	1,331
Int'l PAX		16,618	17,714	20,279	16,781	16,611	16,803	20,036	17,620
Cargo		7,820	7,828	7,434	7,895	6,248	6,409	7,139	8,214
Others		3,180	4,054	3,751	3,773	3,726	4,047	3,826	3,762
영업비용		29,949	30,185	29,876	29,914	29,206	28,708	29,830	30,057
연료유류비		10,701	10,400	10,364	10,666	10,850	10,584	11,644	11,123
유가의 비용		19,248	19,785	19,512	19,247	18,356	18,124	18,186	18,934
영업이익		-1,147	1,001	3,001	-139	-1,389	205	2,598	871

자료: 대한항공, 대신증권 리서치센터

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	12,246	12,720	12,547	13,005	13,435
영업이익	453	319	271	529	589
세전순이익	-269	432	59	570	531
총당기순이익	-200	256	49	437	407
지배지분순이익	-219	246	47	415	387
EPS	-3,040	3,424	646	5,696	5,311
PER	NA	13.2	55.1	6.2	6.7
BPS	33,541	35,741	36,009	41,599	46,811
PBR	1.3	1.3	1.0	0.9	0.8
ROE	-8.4	9.7	1.8	14.4	11.8

주: 영업이익은 회계발표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

자료: 대한항공, 대신증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	12,520	13,094	12,547	13,005	0.22	-0.68
매출총이익	1,577	1,804	1,452	1,769	-7.90	-1.94
매출총이익률	12.6	13.8	11.6	13.6	-1.02	-0.17
판매비와 관리비	1,181	1,240	1,181	1,240	0.00	0.00
기타영업손익	0	0	0	0	0.00	0.00
영업이익	395	564	271	529	-31.49	-6.22
영업이익률	3.2	4.3	2.2	4.1	-1.00	-0.24
영업외손익	-127	-35	-212	42	67.09	-218.29
세전순이익	269	528	59	570	-77.91	7.97
지배지분순이익	198	385	47	415	-76.25	7.89
순이익률	1.6	2.9	0.4	3.2	-1.21	0.25
EPS(지배지분순이익)	2,718	5,279	646	5,696	-76.25	7.89

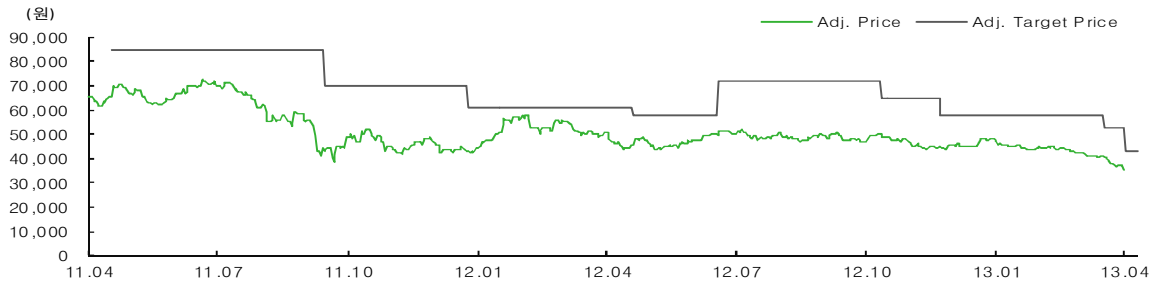
자료: 대한항공, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.04.16	13.04.07	13.04.01	13.03.10	13.02.07	12.12.20	12.12.09	12.12.06	12.11.18	12.10.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	43,000	53,000	53,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	65,000	65,000
제시일자	12.10.09	12.09.09	12.09.03	12.07.19	12.07.08	12.07.02	12.06.22	12.06.17	12.06.10	12.06.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	72,000	72,000	72,000	72,000	72,000	72,000	58,000	58,000	58,000	58,000
제시일자	12.05.07	12.05.03	12.04.15	12.04.08	12.03.09	12.02.07	12.01.16	12.01.08	11.11.07	11.10.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	58,000	58,000	61,000	61,000	61,000	61,000	61,000	61,000	70,000	70,000

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상