

대한항공(003490)

BUY / TP 50,000원

높은 고정비부담, 수요 위축 구간에서 실적 부담 가중

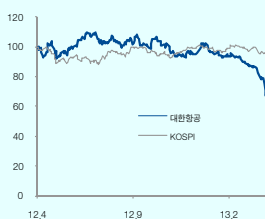
Analyst 강동진

02) 3787-2228
dongjin.kang@hmcib.com

현재주가 (4/18)	31,900원
상승여력	56.7%
시가총액	2,324십억원
발행주식수	72,852천주
자본금/액면가	367십억원 /5,000원
52주 최고가/최저가	51,800원/31,600원
일평균 거래대금 (60일)	17십억원
외국인지분율	13.84%
주요주주	한진 외 17 인 25.91%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-23.2 -30.0 -35.9
상대주가(%p)	-20.5 -26.8 -33.9
당사추정 EPS	954원
컨센서스 EPS	1,140원
컨센서스 목표주가	53,500원

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 일본노선 및 화물 부진으로 예상보다 더 좋지 않은 1Q13실적 기록할 전망
- 정치적, 지정학적 Risk는 일시적 요인에 그칠 가능성 높지만, 전반적인 수익성 개선에는 시간이 필요할 전망
- 현재 PBR 0.9배 수준까지 하락. 중장기적인 관점에서 저점은 확인한 것으로 판단
- 높아진 영업레버리지 부담. 수요부진에 따른 이익 변동성 확대. 목표주가 50,000원으로 하향

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	12,246	453	-219	1,786	-3,040	적전	NA	1.5	9.5	-7.3
2012	12,720	319	246	1,835	3,424	흑전	13.2	1.4	9.4	9.7
2013F	12,292	314	69	1,957	954	-72.1	33.1	1.0	8.9	2.6
2014F	12,606	240	124	1,945	1,698	78.1	18.6	0.9	9.1	4.5
2015F	13,192	411	151	2,169	2,075	22.2	15.2	0.9	8.1	5.2

* K-IFRS 연결 기준

예상보다 좋지 악화된 영업상황. 추가적인 실적 전망 하향

대한항공의 1분기 실적은 매출액 2조8,351억원 (-5.4%, yoy), 영업이익 -1,405억원(적지, yoy)을 기록하여 전년동기 대비 부진한 실적을 기록 할 것으로 전망되며, 추정치를 추가적으로 하향한다. 특히, 3월들어 Yield 측면에서의 약세가 두드러지게 나타나면서 수익성에 악영향을 미친 것으로 파악된다.

동사의 1월과 2월 Yield는 전년동기 대비 소폭 상승하는 추세였으나, 3월들어 전년동기 대비 4% 하락한 것으로 파악된다. 이러한 급격한 Yield 하락 원인은 1)일본노선의 경쟁 심화 2)유가하락 3)여객 Mix 악화 등으로 판단된다.

특히 최근 수요가 약세인 상황에서 일본노선의 항공자유화가 확대 되는 등 경쟁심화 요인이 2분기에도 지속될 것으로 전망되기 때문에 2분기에도 실적의 의미 있는 회복은 쉽지 않아 보인다. 또한, 수요 약화로 인해 직항 여객 대비 환승객 비중이 높아진 것도 수익성 악화에 영향을 미친 것으로 판단된다.

실적 추정치 급격한 하락은 높아진 영업레버리지로 인한 것

동사는 지난 수년간 대규모 투자를 통해 노선을 확장하고 A380과 같은 대형 항공기를 선도적으로 도입하였다. 이로 인해 동사의 레버리지는 대단히 높아진 상황이다. 물론, 이러한 선도적인 투자로 인해 태평양 노선을 선점하고 기체 Upgrade를 통해 경쟁력을 강화 한 것은 사실이나, 이로 인해 고정비 부담이 대단히 크게 증가하였다.

대표적인 고정비인 감가상각비의 경우 IFRS 도입에 따른 내용연수 단축과 지속적인 대규모 투자로 인해 꾸준히 증가하는 추세로, 2013년에는 대한항공 별도 매출액 대비 13.7%까지 상승할 것으로 추정된다. 이러한 고정비 상승은 이익의 변동성을 대단히 확대 시킬 수 밖에 없는 요인으로 작용하고 있는 상황이다.

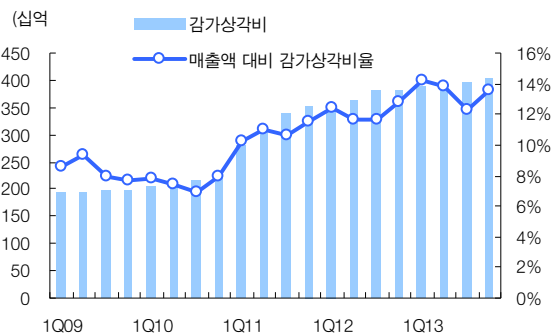
투자의견 매수 및 TP 50,000원으로 하향

물론, 감가상각비의 경우 현금유출이 없는 비용이기 때문에 현금흐름 상황은 나쁘지 않다고 판단할 수 있다. 하지만, 대규모 투자가 지속될 수 밖에 없는 상황이라면 이러한 감가상각비를 고려하지 않을 수 없다. 동사는 2013년에도 약 2조원 가량의 Capex를 집행할 예정으로 대규모 투자가 지속되는 상황에서 업황의 악화는 결국 재무구조의 개선을 지연시킬 수 있다.

중장기적인 관점에서 최근 수요 악화 요인인 정치적인 리스크나 중국 AI와 같은 리스크는 향후 회복 될 수 있는 부분이기 때문에 PBR 0.9배 수준에서 거래되는 상황은 과도한 하락이라고 판단한다. 또한, 여전히 동사의 주력 노선인 미주노선의 경우 성장이 지속되고 있어 향후 수요 회복시 실적은 회복 할 수 있을 전망이기 때문에 매수 관점을 유지한다.

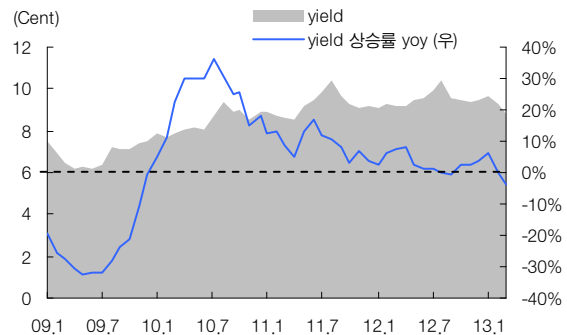
하지만, 최근 심화되고 있는 일본노선의 경쟁으로 2분기에도 의미 있는 이익 개선을 기대하기는 쉽지 않아 주가 회복에는 시간이 필요할 것으로 판단한다. 이에 따라 목표주가를 기존 54,000원에서 50,000원으로 하향한다.

〈그림1〉 대한항공 감가상각비 비중 (별도 기준)



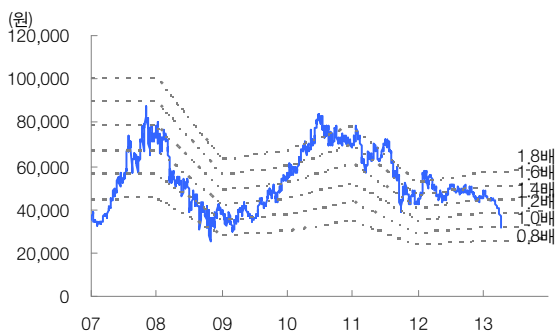
자료 : 대한항공, HMC투자증권

〈그림2〉 대한항공 yield 추이



자료 : Bloomberg, HMC투자증권

〈그림3〉 대한항공 PBR Band Chart



자료 : ThomsonDatstream, HMC투자증권

〈그림4〉 항공유가



자료 : Bloomberg, HMC투자증권

〈표1〉 대한항공 상세 실적추정 및 전망

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
가정											
원/달러(기말)	1,132	1,145	1,114	1,071	1,100	1,115	1,093	1,068	1,071	1,068	1,053
원/달러(평균)	1,131	1,161	1,133	1,090	1,080	1,090	1,085	1,070	1,127	1,082	1,062
항공유가 (\$/bbl)	133	123	126	127	130	131	127	128	127	129	124
금유단가 (\$/bbl)	133	134	126	134	135	123	123	123	132	126	133
국제여객											
RPK (백만 km)	15,989	16,232	17,805	16,167	16,274	16,479	18,804	16,821	66,193	68,377	70,565
Yield (원)	104	109	114	104	100	100	109	102	108	104	103
Yield (Cent)	9.2	9.4	10.0	9.5	9.2	9.1	10.0	9.6	9.6	9.6	9.7
L/F (%)	75.7	79.0	82.0	76.6	76.2	78.8	83.0	75.7	78.3	78.5	78.6
화물											
FTK (백만 km)	2,059	2,013	2,085	2,122	1,722	1,832	1,868	1,905	8,279	7,327	7,620
Yield (원)	379	389	326	372	333	330	309	331	374	354	351
Yield (Cent)	30.8	31	28.7	31.3	30.8	30.3	28.5	31.0	33.2	32.7	33.1
L/F (%)	75.4	76	76.0	78.0	74.0	76.2	75.5	76.4	76.4	75.5	75.9
매출액 (십억 원)	2,998	3,246	3,400	3,075	2,835.1	2,980	3,416	3,061	12,720	12,292	12,606
국내여객 (십억 원)	118	159	141	134	126	158	158	144	552	586	598
국제여객 (십억 원)	1,662	1,771	2,028	1,679	1,645	1,667	2,076	1,745	7,140	7,133	7,262
항공화물 (십억 원)	781	783	743	789	623	657.6	628	686	3,096	2,593	2,674
기타 (십억 원)	438	533	488	473	442	497	554	486	2,484	2,565	2,670
영업비용 (십억 원)	3,097	3,120	3,113	3,101	2,976	2,902	3,129	2,972	12,432	11,978	12,366
유류비용	1,194	1,212	1,185	1,163	1,096	1,007	1,114	1,074	4,754	4,291	4,583
감가상각비	358	369	386	381	397	404	405	412	1,493	1,619	1,683
기타	1,545	1,539	1,543	1,557	1,482	1,491	1,610	1,486	6,184	6,068	6,101
영업이익 (십억 원)	-99	126	313	-21	-141	78	287	89	319	314	240
세전이익 (십억 원)	-28	-224	461	228	-523	-32	419	232	437	95	170
EBITDA	267	503	706	359	263	489	698	507	1,835	1,957	1,945
순금융비용	138	137	134	124	128	131	129	127	533	516	521
순이익 (십억 원)	-63	-171	338	141	-381	-24	305	169	246	69	124
국제여객											
RPK (yoy, %)	9.7	10.1	4.3	2.5	1.8	1.5	5.6	4.0	6.5	3.3	3.2
Yield (yoy, %) (KRW)	3.8	9.2	5.8	-2.9	-4.2	-8.7	-4.5	-1.6	3.3	-3.3	-1.4
Yield (yoy, %) (USD)	4.5	3.3	-0.1	3.3	0.2	-2.7	0.4	0.5	1.5	0.7	0.5
L/F (%pt)	-2.6	1.0	3.5	2.3	0.7	-0.3	1.3	-1.1	0.9	0.2	0.2
화물											
FTK (yoy, %)	-9.6	-12.1	-7.8	-7.1	-16.4	-9.0	-10.4	-10.2	-9.1	-11.5	4.0
Yield (yoy, %) (KRW)	1.1	-1.5	-4.1	-5.3	-12.3	-15.1	-5.1	-10.9	-2.6	-5.3	-0.9
Yield (yoy, %) (USD)	0.7	-7.5	-9.2	-0.6	0.0	-2.2	-0.8	-1.1	-4.2	-1.4	1.0
L/F (%pt)	-0.1	0.4	3.0	3.4	-1.9	-0.1	-0.5	-2.0	1.7	-1.1	0.5
매출액 (yoy, %)	6.3	10.2	2.6	-2.9	-5.4	-8.2	0.4	-0.5	3.9	-3.4	2.6
영업이익 (yoy, %)	적전	흑전	30.5	적전	적지	-37.6	-8.4	흑전	-29.6	-1.4	-23.7
세전이익 (yoy, %)	적전	적전	흑전	337.8	적지	적지	-9.1	1.9	흑전	-78.2	78.2
EBITDA (yoy, %)	-41.6	62.9	19.1	-16.0	-1.5	-2.8	-1.1	41.3	2.7	6.7	-0.6
순금융비용 (yoy, %)	4.4	1.4	-0.8	-8.4	-7.7	-3.8	-3.4	2.8	-0.9	-3.2	1.0
순이익 (yoy, %)	적전	적전	흑전	151.9	적지	적지	-9.9	19.4	흑전	-71.8	78.2

자료 : 대한항공, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	12,246	12,720	12,292	12,606	13,192
증가율 (%)	3.6	3.9	-3.4	2.6	4.7
매출원가	10,525	11,243	10,854	11,249	11,619
매출원가율 (%)	85.9	88.4	88.3	89.2	88.1
매출총이익	1,721	1,476	1,438	1,357	1,574
매출이익률 (%)	14.1	11.6	11.7	10.8	11.9
증가율 (%)	-32.7	-14.2	-2.6	-5.6	15.9
판매관리비	1,268	1,158	1,124	1,118	1,162
판매비율(%)	10.4	9.1	9.1	8.9	8.8
EBITDA	1,786	1,835	1,957	1,945	2,169
EBITDA 이익률 (%)	14.6	14.4	15.9	15.4	16.4
증가율 (%)	-14.7	2.7	6.7	-0.6	11.5
영업이익	453	319	314	240	411
영업이익률 (%)	3.7	2.5	2.6	1.9	3.1
증가율 (%)	-61.3	-29.6	-1.4	-23.7	71.7
영업외손익	-944	32	-505	-401	-535
금융수익	96	121	24	23	22
금융비용	720	606	540	544	548
기타영업외손익	-320	516	10	120	-9
중속/관계기업관련손익	222	82	287	332	332
세전계속사업이익	-269	432	95	170	208
세전계속사업이익률 (%)	-2.2	3.4	0.8	1.3	1.6
증가율 (%)	적전	흑전	-77.9	78.3	22.2
법인세비용	-61	180	24	43	52
계속사업이익	-208	252	72	128	156
중단사업이익	7.9	4.5	0	0	0
당기순이익	-200	256	72	128	156
당기순이익률 (%)	-1.6	2.0	0.6	1.0	1.2
증가율 (%)	적전	흑전	-72.1	78.2	22.2
지배주주지분 순이익	-219	246	69	124	151
비지배주주지분 순이익	19	10	2	4	5
기타포괄이익	-75	-87	0	0	0
총포괄이익	-275	170	72	128	156

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	2,009	2,306	1,908	2,005	2,310
당기순이익	-200	256	72	128	156
유형자산 상각비	1,312	1,493	1,619	1,683	1,737
무형자산 상각비	22	23	24	22	21
외환손익	272	-626	-10	-119	9
운전자본의 감소(증가)	-76	112	-50	80	171
기타	680	1,048	253	212	217
투자활동으로인한현금흐름	-572	-657	-1,907	-1,672	-1,789
투자자산의 감소(증가)	-118	39	0	0	17
유형자산의 감소	48	235	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-664	-906	-2,183	-2,118	-2,118
기타	161	-25	276	446	312
재무활동으로인한현금흐름	-831	-1,591	-489	-211	-575
차입금의 증가(감소)	2,713	-693	899	1,651	556
사채의증가(감소)	279	1,261	-846	522	-406
자본의 증가	-1,877	-2	0	0	0
배당금	-47	-11	0	0	0
기타	-1,900	-2,145	-542	-2,384	-725
기타현금흐름	8	-59	0	0	0
현금의증가(감소)	614	0	-488	122	-54
기초현금	852	1,466	1,466	977	1,100
기말현금	1,466	1,466	977	1,100	1,046

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	3,350	3,365	2,965	3,140	3,197
현금성자산	1,466	1,466	977	1,100	1,046
단기투자자산	206	168	190	195	205
매출채권	944	840	911	935	986
채고자산	435	494	492	504	532
기타유동자산	299	398	396	406	428
비유동자산	19,038	19,608	20,148	20,560	20,903
유형자산	14,189	14,880	15,445	15,879	16,260
무형자산	343	315	290	268	247
투자자산	2,771	2,733	2,732	2,732	2,716
기타비유동자산	1,735	1,681	1,680	1,680	1,680
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	22,388	22,973	23,113	23,700	24,101
유동부채	6,626	6,207	6,235	4,450	4,391
단기차입금	1,011	1,266	1,266	1,266	1,266
매입채무	290	239	277	284	300
유동성장기부채	3,629	2,849	2,847	1,006	827
기타유동부채	1,696	1,854	1,846	1,894	1,998
비유동부채	12,994	13,862	13,902	16,147	16,451
사채	2,442	3,702	2,856	3,378	2,972
장기차입금	2,366	2,093	2,516	3,585	4,141
장기금융부채 (리스포함)	5,743	5,322	5,799	6,380	6,380
기타비유동부채	2,444	2,745	2,732	2,804	2,958
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	19,619	20,069	20,137	20,596	20,841
지배주주지분	2,460	2,622	2,691	2,815	2,966
자본금	367	367	367	367	367
자본잉여금	233	231	231	231	231
자본조정 등	-65	-66	-66	-66	-66
기타포괄이익누계액	-14	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	1,939	2,096	2,165	2,289	2,440
비지배주주지분	309	283	285	289	293
자본총계	2,769	2,904	2,976	3,104	3,259

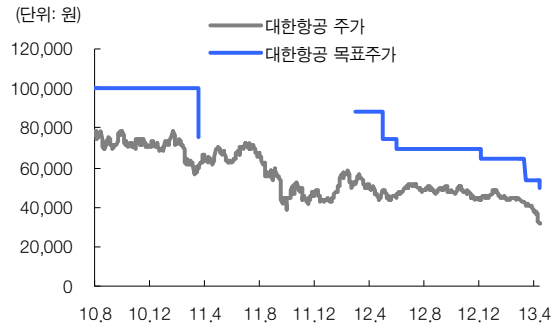
(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	-2,776	3,562	984	1,751	2,140
EPS(지배순이익 기준)	-3,040	3,424	954	1,698	2,075
BPS(자본총계 기준)	33,077	35,307	36,178	38,198	40,576
BPS(지배자본 기준)	28,868	31,452	32,340	34,308	36,624
DPS	0	0	0	0	0
PER(당기순이익 기준)	NA	12.7	32.1	18.0	14.8
PER(지배순이익 기준)	NA	13.2	33.1	18.6	15.2
PBR(자본총계 기준)	1.3	1.3	0.9	0.8	0.8
PBR(지배자본 기준)	1.5	1.4	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(Reported)	9.5	9.4	8.9	9.1	8.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	-72.4	78.1	22.2
EPS(지배순이익 기준)	흑전	흑전	-72.1	78.1	22.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-5.9	9.0	2.4	4.2	4.9
ROE(지배순이익 기준)	-7.3	9.7	2.6	4.5	5.2
ROA	-0.9	1.1	0.3	0.5	0.7
안정성 (%)					
부채비율	708.5	691.0	676.6	663.6	639.4
순차입금비율	489.2	469.3	475.4	462.4	440.8
이자보상배율	0.8	0.6	0.6	0.4	0.8

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
11/03/24	BUY	75,000	12/08/08	BUY	69,000
*담당자변경			12/08/23	BUY	69,000
12/03/07	BUY	88,300	12/09/10	BUY	69,000
12/03/15	BUY	88,300	12/09/11	BUY	69,000
12/03/23	BUY	88,300	12/09/25	BUY	69,000
12/04/02	BUY	88,300	12/10/10	BUY	69,000
12/04/09	BUY	88,300	12/10/11	BUY	69,000
12/05/04	BUY	74,000	12/10/26	BUY	69,000
12/05/08	BUY	74,000	12/12/11	BUY	64,000
12/05/24	BUY	74,000	13/01/03	BUY	64,000
12/06/07	BUY	69,000	13/02/04	BUY	64,000
12/06/11	BUY	69,000	13/03/19	BUY	54,000
12/06/25	BUY	69,000	13/03/25	BUY	54,000
12/07/09	BUY	69,000	13/04/04	BUY	54,000
12/07/11	BUY	69,000	13/04/19	BUY	50,000
12/07/20	BUY	69,000			
12/07/24	BUY	69,000			

▶ 최근 2년간 대한항공 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류: HMC투자증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY: 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD: 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL: 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.