

대한항공 (003490)

영겼던 실타래가 풀린다

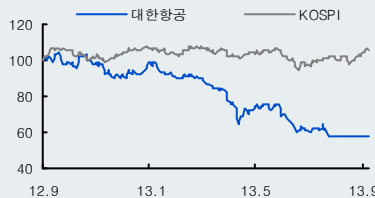
항공

Company update
2013. 9. 16

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	44,000
현재주가(13/09/13, 원)	28,200
상승여력	56%

영업이익(13F, 십억원)	172
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	130
EPS 성장률(13F, %)	적전
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.3
P/E(13F, x)	-
MKT P/E(13F, x)	10.2
KOSPI	1,994.32
시가총액(십억원)	2,054
발행주식수(백만주)	74
유동주식비율(%)	59.6
외국인 보유비중(%)	12.0
베타(12M, 일간수익률)	0.82
52주 최저가(원)	28,200
52주 최고가(원)	51,400

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	-33.3	-43.6
상대주가	-4.3	-33.0	-45.8



운송

류제현

02-768-4175

jay.ryu@dwsec.com

여객 부문 빠른 실적 개선 관찰

대한항공의 여객 부문 실적이 빠르게 개선되고 있다. 중국의 환승 수요가 2/4분기 YoY -13.5% 감소에서 7월 YoY 0.7%, 8월 YoY 28.0%로 급격히 회복중이다. 중국노선의 Yield는 7~8월 들어 YoY 4% 개선되며 YoY 12%의 매출 증가를 시현하였다. 극심한 부진을 보였던 일본노선도 탑승률이 2/4분기 평균 60%대 수준에서 8월 70% 후반, 9월 80% 중반까지 개선되면서 실적 회복에 일조할 것으로 보인다. 아직 인바운드 수요가 회복된 것은 아니지만, 1) 적극적인 환승 수요 유치, 2) 공급 축소를 통해 수익성 개선이 나타나고 있다. 매출비중이 가장 큰 미주노선의 탑승률도 8월 들어 89%로 개선, 전년 수준 유지하고 있다. 특히, 9월에는 추석 연휴에 힘입어 구주노선의 탑승률도 85% 이상을 기록할 것으로 보인다. 여객 실적 회복으로 동사의 3/4분기 연결기준 영업이익은 2,229억원을 기록할 전망이다.

세가지 난제 하나씩 풀린다

그 동안 동사 주가를 억누르던 난제는 3가지로 최근 해결의 실마리를 찾고 있다.

1) **원화 약세 반전:** 환율 10원(기말, 평균) 상승시 동사의 세전이익은 1,000억원 가까이 하락하게 되며, 이는 동사의 주가 상승을 제약해 왔다. 하지만 상대적인 경기 호조와 함께 최근 원화약세가 반전되면서 이익 모멘텀이 발생하고 있다.

2) **일본노선의 구조조정:** 가장 높은 수익성을 보이던 일본노선의 탑승률은 5월에는 60% 가까이 하락하며 실적 악화의 주 원인이 되어왔다. 하지만, 최근 구조조정과 적극적인 환승 수요 유치로 이례적으로 빠른 수익성 개선이 나타나고 있다. 수요가 본격적으로 회복하면 수급 개선이 빠르게 나타나며 영업 레버리지 발생이 기대된다.

3) **화물 경기, 개선의 실마리 관찰:** 화물 부문은 아직까지 큰 회복을 보여주고 있지는 않지만, 8월 Yield 감소가 YoY -0.7%에 그친데다 탑승률도 전년 동기 대비 개선(YoY 0.9%pt) 되며 손실 폭은 축소 중인 것으로 보인다. 선행지표라고 할 수 있는 미국 제조업 ISM 지수도 최근 반등 국면으로 접어들어 4/4분기 성수기를 앞두고 실적 개선이 기대된다.

목표주가 44,000원으로 제시하며, 매수의견 유지

동사는 분할 이후 목표주가를 44,000원으로 제시하며 매수의견을 유지한다. 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS에 기존 적용하던 Mid-cycle 밸류에이션인 1.3배를 적용한 것이다. 호황기 고점 밸류에이션이 2.3배였던 만큼 전년 동기 대비 실적 개선이 나타나게 될 2013년 4/4분기부터는 본격적인 밸류에이션 개선도 가능할 것으로 보인다. 분할과 주식 증여로 인해 소멸되었던 주가 모멘텀이 최근 펀더멘털 개선과 함께 본격적으로 살아날 전망이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	11,640	12,246	12,720	12,435	13,561	14,145
영업이익(십억원)	1,236	453	319	172	549	763
영업이익률 (%)	10.6	3.7	2.5	1.4	4.1	5.4
순이익(십억원)	563	-219	246	-565	-227	-54
EPS (원)	7,678	-2,983	3,359	-8,297	-3,336	-787
ROE (%)	19.5	-8.4	9.7	-23.9	-10.7	-2.4
P/E (배)	9.1	-	13.5	-	-	-
P/B (배)	2.1	1.5	1.4	0.9	0.9	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 분기별 수익예상

(십억원, %)

구분	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	2,998	3,147	3,400	3,174	2,941	2,838	3,351	3,304	12,720	12,435	13,561
영업이익	-99	94	313	10	-123	-51	223	123	319	172	549
세전이익	-28	-252	461	251	-450	-536	352	-177	432	-811	-279
순이익	-63	-171	338	141	-305	-362	257	-155	246	-565	-227
영업이익률	-3.3	3.0	9.2	0.3	-4.2	-1.8	6.7	3.7	2.5	1.4	4.0
세전이익률	-0.9	-8.0	13.6	7.9	-15.3	-18.9	10.5	-5.4	3.4	-6.5	-2.1
순이익률	-2.1	-5.4	9.9	4.5	-10.4	-12.8	7.7	-4.7	1.9	-4.5	-1.7
국제선RPK 증감률 (YoY, %)	9.7	10.1	4.4	2.5	3.1	-3.1	0.8	2.9	6.5	0.9	6.8
국제선 L/F (%)	75.7	79.0	82.0	76.6	76.6	75.9	81.0	77.2	78.3	77.7	78.5
항공유가 (\$/bbl)	132	122	126	127	128	116	123	115	127	121	122
환율 (원/달러)	1,131	1,152	1,133	1,090	1,085	1,122	1,118	1,117	1,126	1,110	1,117

주: K-IFRS 연결기준(순이익은 지배주주 귀속 순이익)

자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 수익 예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 근거
	13F	14F	13F	14F	13F	14F	
매출액	12,528	13,422	12,435	13,561	-0.7	1.0	여객노선 회복 및 원화 강세 환율 전망 변경
영업이익	15	441	172	549	1,047.6	24.4	
세전이익	-197	176	-811	-279	적지	적전	
순이익	-119	174	-565	-227	적지	적전	
EPS	-1,600	2,349	-8,297	-3,336	적지	적전	

주: K-IFRS 연결기준

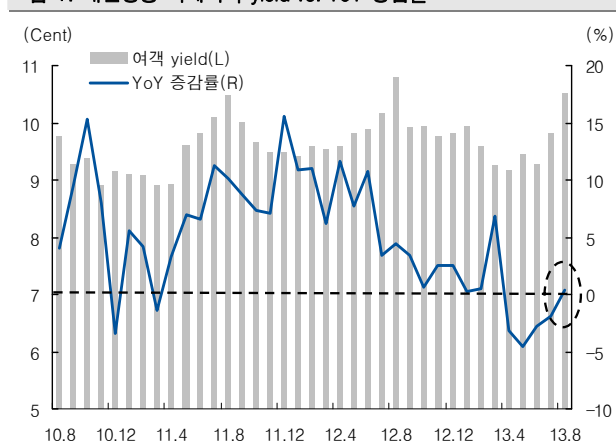
자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. 대한항공 인적분할 개요

항목	내용	비고
분할 비율	한진칼홀딩스: 대한항공 = 0.19:0.81	
분할 내용	자산: 현금 1,000억원, 자회사 주식 5,121억원, 부동산 911억원(대한항공 서소문사옥), 매도 가능 증권 527억원 부채: 차입금 2,700억원	
배정비율	0.39	분할되는 회사 1주당 0.39주 교부
분할 기일	2013년 08월 1일	
매매거래 정지기간	2013년 7월 30일~9월 15일	

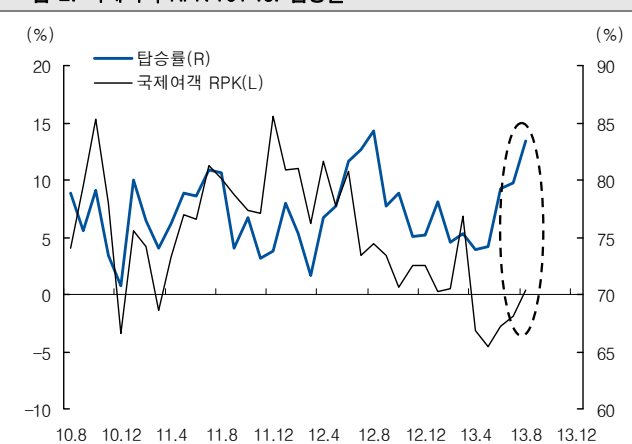
자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 대한항공 국제여객 yield vs. YoY 증감율



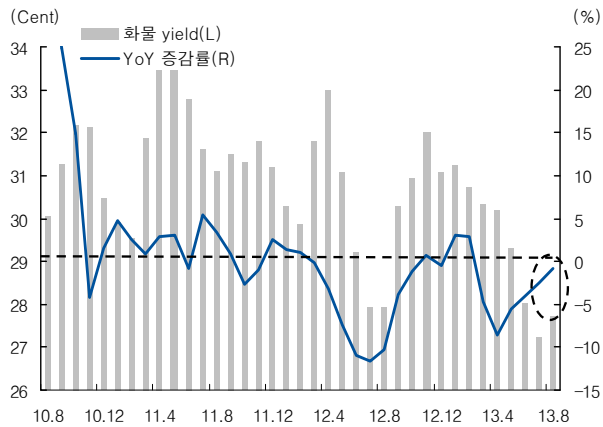
자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 국제여객 RPK YoY vs. 탑승률



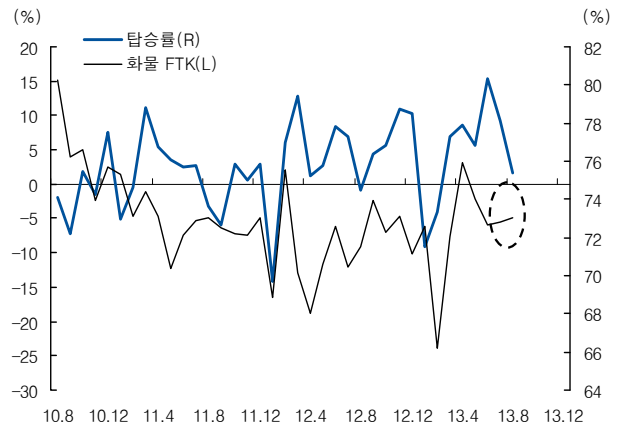
자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 대한항공 화물 yield vs. YoY 증감률



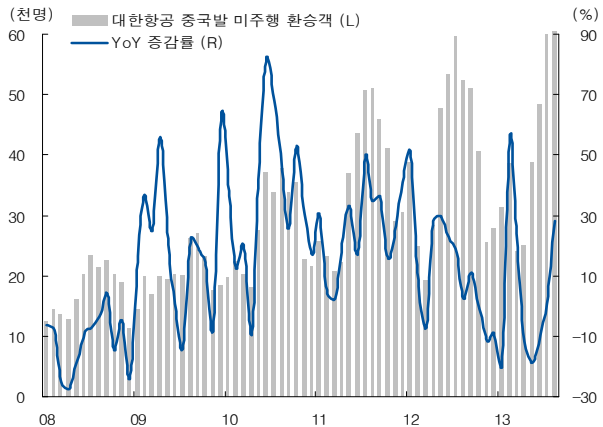
자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 국제화물FTK YoY vs. 탑승률



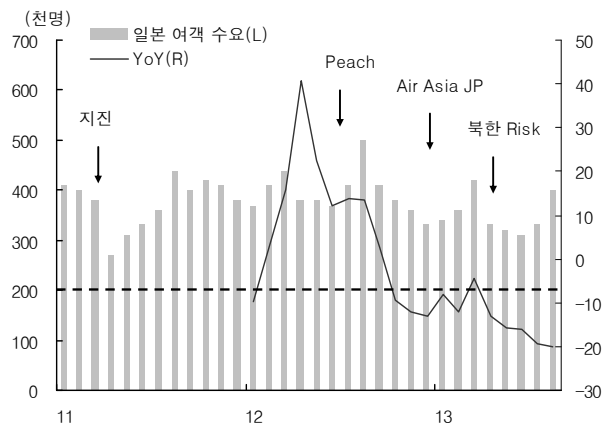
자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 중국 환승객 수요



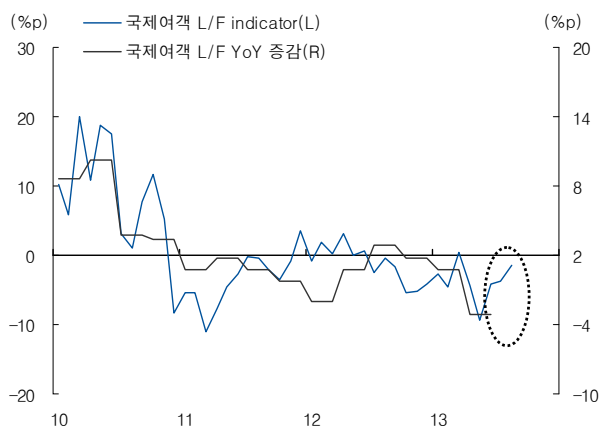
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 일본 여객 수요



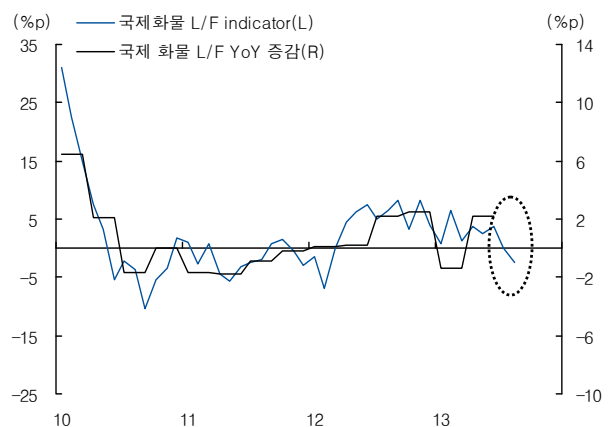
자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 대한항공 국제여객 L/F indicator vs. L/F YoY 증감



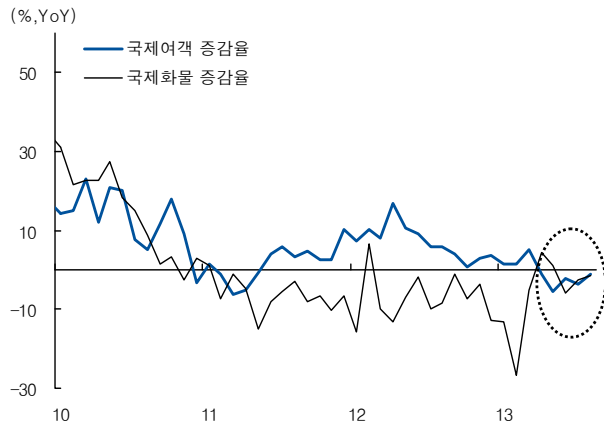
자료: 인천공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 대한항공 국제화물 L/F indicator vs. L/F YoY 증감



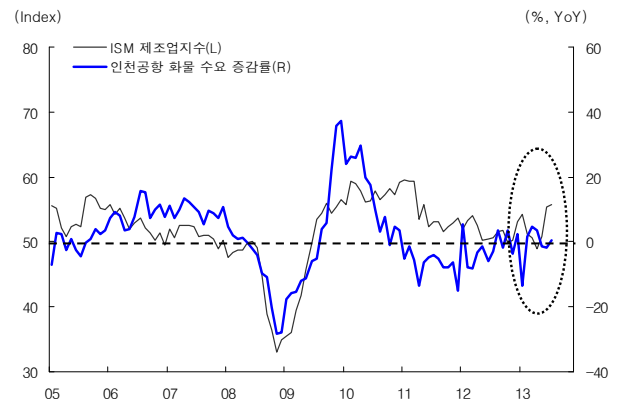
자료: 인천공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 대한항공 국제여객 증감률 vs. 국제화물 증감률



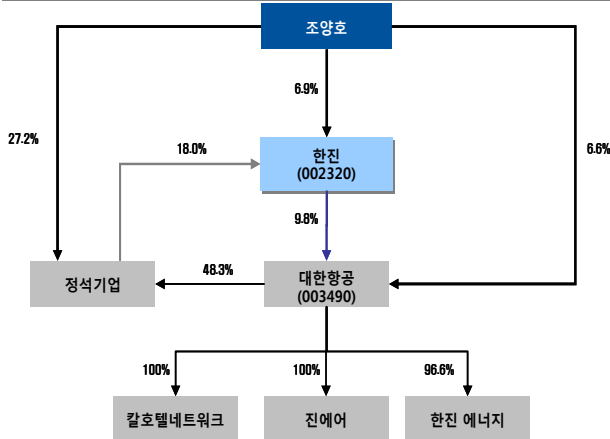
자료: 인천공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. ISM제조업 지수 vs. 인천공항 화물 수요 증감률



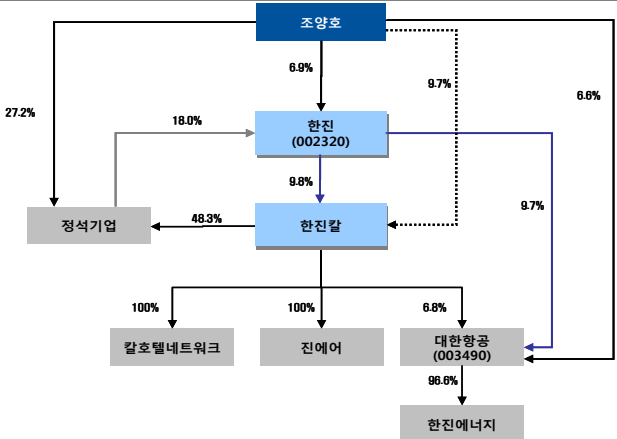
자료: Bloomberg, 인천공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 한진그룹 지분도(분할전)



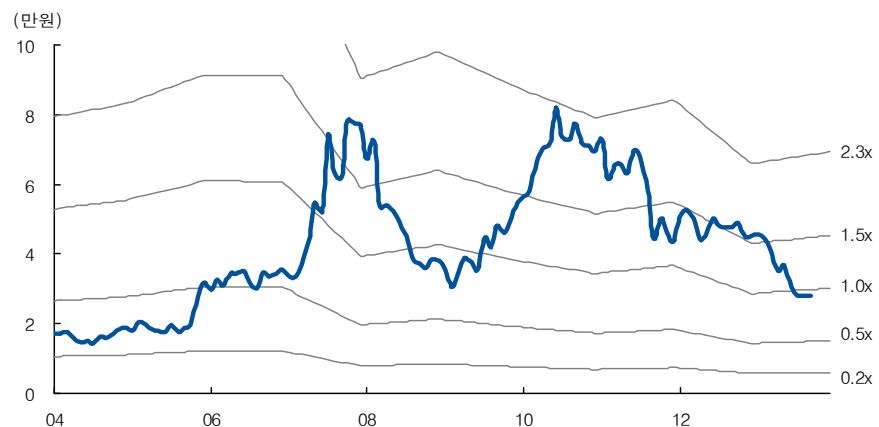
자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 한진그룹 지분도(분할 후)



자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. PBR band



자료: KDB대우증권 리서치센터

대한항공 (003490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	12,720	12,435	13,561	14,145
매출원가	11,243	11,184	11,942	12,248
매출총이익	1,476	1,251	1,619	1,897
판매비와관리비	1,158	1,079	1,071	1,134
조정영업이익	319	172	549	763
영업이익	319	172	549	763
비영업손익	114	-983	-828	-811
순금융비용	533	490	494	477
관계기업등 투자손익	78	68	68	68
세전계속사업손익	432	-811	-279	-48
계속사업법인세비용	180	-264	-70	-12
계속사업이익	252	-547	-209	-36
중단사업이익	5	-6	-6	-6
당기순이익	256	-553	-215	-42
지배주주	246	-565	-227	-54
비지배주주	10	12	12	12
총포괄이익	170	-275	63	237
지배주주	163	-302	36	210
비지배주주	7	27	27	27
EBITDA	1,835	1,665	1,951	2,221
FCF	480	-889	-33	605
EBITDA마진율 (%)	14.4	13.4	14.4	15.7
영업이익률 (%)	2.5	1.4	4.1	5.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.9	-4.5	-1.7	-0.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,125	-47	2,255	2,301
당기순이익	252	-553	-215	-42
비현금수익비용가감	1,757	2,254	2,160	2,257
유형자산감가상각비	1,493	1,470	1,379	1,437
무형자산상각비	23	23	23	21
기타	-234	-231	-401	-401
영업활동으로인한자산및부채의변동	112	-1,689	241	74
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	89	-94	-67	-44
재고자산 감소(증가)	-57	-24	-36	-24
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-13	17	28	19
법인세납부	5	-58	70	12
투자활동으로 인한 현금흐름	-476	289	-1,540	-1,396
유형자산처분(취득)	-671	-1,353	-1,900	-1,500
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	-12	0	0
기타투자활동	200	1,653	360	103
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,591	-318	-141	-581
장단기금융부채의 증가(감소)	-983	-1,574	-1,200	0
자본의 증가(감소)	0	-59	0	0
배당금의 지급	-11	0	0	0
기타재무활동	-597	174	-565	-581
현금의증가	0	-61	575	324
기초현금	1,466	1,466	1,405	1,979
기말현금	1,466	1,405	1,979	2,303

자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	3,365	3,118	3,822	4,231
현금 및 현금성자산	1,466	1,252	1,826	2,150
매출채권 및 기타채권	869	957	1,024	1,068
재고자산	494	514	550	574
기타유동자산	368	384	411	428
비유동자산	19,608	19,616	19,939	20,134
관계기업투자등	2,557	1,876	1,943	2,011
유형자산	14,880	15,590	16,111	16,174
무형자산	315	345	322	301
자산총계	22,973	22,734	23,761	24,365
유동부채	6,207	6,497	6,647	6,746
매입채무 및 기타채무	391	407	435	454
단기금융부채	4,146	4,048	4,048	4,048
기타유동부채	1,671	2,042	2,164	2,244
비유동부채	13,862	13,840	14,654	14,922
장기금융부채	10,509	11,431	11,855	11,855
기타비유동부채	2,485	1,359	1,568	1,837
부채총계	20,069	20,337	21,301	21,668
지배주주지분	2,622	2,110	2,146	2,356
자본금	367	299	299	299
자본잉여금	231	218	218	218
이익잉여금	2,096	1,555	1,328	1,274
비지배주주지분	283	287	314	341
자본총계	2,904	2,397	2,460	2,697

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	13.5	-	-	-
P/CF (x)	1.9	2.1	1.6	1.4
P/B (x)	1.4	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	9.6	10.7	9.1	7.9
EPS (원)	3,359	-8,297	-3,336	-787
CFPS (원)	24,029	13,624	17,251	20,623
BPS (원)	32,337	30,393	31,388	35,252
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	3.9	-2.2	9.1	4.3
EBITDA증가율 (%)	2.7	-9.3	17.2	13.9
영업이익증가율 (%)	-29.6	-46.0	218.7	39.1
EPS증가율 (%)	흑전	적전	적지	적지
매출채권 회전율 (회)	14.3	14.3	14.6	14.5
재고자산 회전율 (회)	27.4	24.7	25.5	25.2
매입채무 회전율 (회)	48.1	51.0	52.6	52.0
ROA (%)	1.1	-2.4	-0.9	-0.2
ROE (%)	9.7	-23.9	-10.7	-2.4
ROIC (%)	1.5	0.6	2.7	3.7
부채비율 (%)	691.0	848.5	866.0	803.6
유동비율 (%)	54.2	48.0	57.5	62.7
순차입금/자기자본 (%)	448.3	593.2	571.8	509.7
영업이익/금융비용 (x)	0.6	0.3	1.0	1.3

대한항공

엇꿔던 싣타래가 풀린다

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(⊠))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 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 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

