BUY

대한항공

003490 기업분석 | 운송

앓던 이가 빠지다

2016. 08. 31

목표주가(상향)	40,000원
현재주가(08/30)	31,100원
Up/Downside	+28.6%
투자의견(상향)	Buy

Analyst
노상원
02 369 3737
swnoh@dongbuhappy.com

❑Action

투자의견 BUY로 상향, 목표주가 40,000원으로 상향: 대한항공의 투자의견을 BUY로 상향하고 목표주가도 40,000원으로 상향한다. 한진해운 법정관리 신청 가능성이 높아지며 대한항공 디스카운트 요인이 제거되었다. 항공여객 증가세가 지속되고 환율, 유가는 변동성 확대 가능성이 크지 않아 영업환경은 매우 우호적이다. 과거 주가 추이를 보면 매크로 환경이 안정적일 때 높은 밸류에이션을 적용 받았다. 이제 본업의 가치만 평가할 수 있는 상황이다. 목표주가는 한진해운 관련 손실을 전액 반영한 17년 예상 BPS에 Target P/B 1.3배를 적용하여 산출하였다.

❑Investment Points

한진해운 관련 손실은 16년 1회성, 계열사 리스크 소멸: 한진해운 자율협약 지속이 무산되면서 법정관리가 불가피해졌다. 대한항공 입장에서는 그 동안 암초로 작용했던 한진해운 지원 가능성이 소멸된다. 4,305억원(보유 지분 가치 1,634억원, 대여금 1,100억원, 30년 만기 영구교환사채 차액정산 TRS 1,571억원) 규모의 한진해운 관련 손실은 불가피하지만 올해 손실을 인식한 후에는 더 이상 계열사 리스크는 작용하지 않는 점이 긍정적이다.

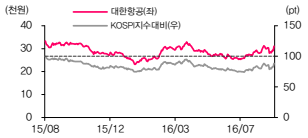
P 상승 어려워도 Q의 증가만으로 매출 증가 지속 가능: 3Q16 매출액 3조1,005억원(+4.3%YoY), 영업이익 2,955억원(+2.1%YoY)을 예상하며 P(Yield)가 상승하지 못해도 Q(항공여객)의 증가로 매출 성장세는 17년까지 이어질 것으로 예상한다. 환차손익, 지분법손익 등 영업외손익의 개선으로 17년에는 정상적인 수준의 순이익도 기대할 수 있다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	11,910	11,545	11,750	12,365	12,528
(증가율)	0.5	-3.1	1.8	5.2	1.3
영업이익	395	883	1,065	1,335	1,155
(증가율)	흑전	123.4	20.6	25.3	-13.5
지배주주순이익	-635	-565	-139	716	617
EPS	-10,268	-8,065	-1,909	9,824	8,471
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA	3.2	3.7
PBR (H/L)	1.5/0.9	1.7/0.8	1.0	0.8	0.6
EV/EBITDA (H/L)	9.3/8.7	7.5/6.7	5.4	4.9	5.2
영업이익률	3.3	7.6	9.1	10.8	9.2
ROE	-26.8	-25.2	-6.0	27.5	18.9

Stock Data

52주 최저/최고	23,200/33,300원
KOSDAQ /KOSPI	668/2,040pt
시가총액	22,653억원
60日-평균거래량	380,562
외국인지분율	15.2%
60日-외국인지분율변동추이	-0.7%p
주요주주	한진칼 외 8 인 35.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	9.1	14.8	-5.3
상대기준	7.9	10.7	-10.1

Analyst 노상원
02 369 3737
swnoh@dongbuhappy.com

계열사 리스크가 사라졌다

한진해운 관련 익스포져는 4,305억원, 시장에서는 손실로 상당부분 선반영

한진해운 채권단이 추가 지원에 대해 불가 결정을 내리면서 법정관리 신청이 불가피하게 되었다. 대한항공의 한진해운 관련 익스포져는 총 4,305억원(33.23%의 지분가치 1,634억원, 대여금 1,100억원, 30년 만기 영구교환사채 차액정산 TRS 계약 1,571억원)이다. 지난 4월 한진해운의 자율협약 신청 이후 시장에서는 대한항공의 한진해운 관련 익스포져를 상당부분 손실로 인식하고 있었으며 유상증자를 통한 추가 지원까지도 가능성을 열어두고 있었다. 실제로 한진해운이 최종적으로 제출한 자구안에는 대한항공을 통한 4,000억원 규모의 유상증자 안이 포함되어 있었다.

한진해운 관련 손실은 1회성 추가지원 가능성 소멸이 더 크게 작용할 것

이제 대한항공 입장에서 한진해운 지원 가능성은 소멸되었다. 4,305억원 규모의 손실은 올해 1회성에 불과하며 향후 유상증자 가능성을 비롯 계열사 관련 리스크가 더 이상 작용하지 않는 점이 대한항공의 투자심리에 훨씬 더 긍정적으로 작용할 것이다.

P의 상승 어려워도 Q의 증가로 매출 성장세 지속 가능

3Q16 매출액 3조1,005억원(+4.3%YoY), 영업이익 2,955억원(+2.1%YoY)을 예상한다. LCC(Low Cost Carrier)와의 가격 경쟁에서는 여전히 자유로울 수 없어 P(Yield)의 상승은 쉽지 않겠지만 Q(항공여객)의 증가로 매출 성장세는 17년에도 이어질 것으로 예상한다. 현재 상황에서 환율, 유가는 내년에도 변동성을 확대할 만한 요인은 없어 보인다. 환차손익, 지분법손익 등 영업외손익의 개선이 더해지면 17년에는 정상적인 수준의 순이익도 기대할 수 있다.

도표 1. 대한항공 사업부문별 전망

(단위: 십억원,%)

	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	2,867	2,818	3,100	2,965	3,049	2,934	3,301	3,081	11,545	11,750	12,365
항공운송	2,559	2,528	2,772	2,654	2,723	2,640	2,951	2,754	10,364	10,513	11,069
항공우주	243	227	260	252	254	239	273	265	914	981	1,031
기내식	24	23	27	25	26	25	29	26	94	99	105
호텔·리무진	10	11	11	11	11	11	12	11	39	43	44
매출원가	2,265	2,356	2,490	2,371	2,422	2,368	2,554	2,440	9,517	9,483	9,784
매출총이익	602	462	611	593	627	566	747	641	2,027	2,267	2,581
판관비	278	303	315	306	307	302	326	312	1,144	1,202	1,247
영업이익	323	159	296	287	320	264	421	330	883	1,065	1,335
매출액증가율(YoY)	-0.1	1.1	4.3	1.7	6.3	4.1	6.5	3.9	-3.1	1.8	5.2
매출총이익률	21.0	16.4	19.7	20.0	20.6	19.3	22.6	20.8	17.6	19.3	20.9
영업이익률	11.3	5.6	9.5	9.7	10.5	9.0	12.8	10.7	7.6	9.1	10.8

자료: 대한항공, 동부 리서치

Analyst 노상원
02 369 3737
swnoh@dongbuhappy.com

본업의 가치만 평가할 수 있는 상황

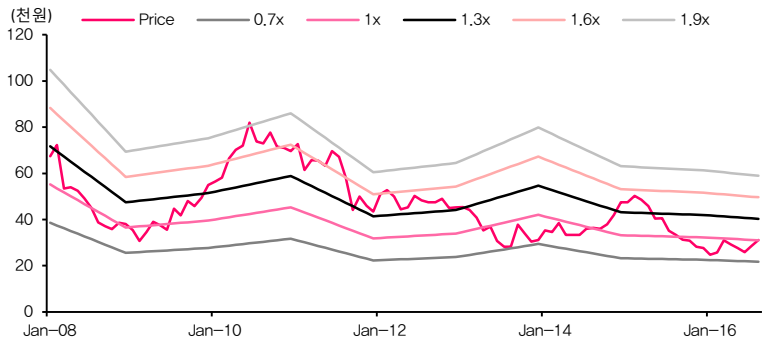
투자의견 BUY로 상향
목표주가도 40,000원으로 상향

대한항공의 투자의견을 BUY로 상향하고 목표주가도 40,000원으로 상향한다. 그 동안 대한항공의 밸류에이션 디스카운트 요인이었던 계열사 리스크가 제거되었다. 이제 본업의 가치만 평가할 수 있는 상황이다.

안정적인 매크로 환경에서
P/B 1.3배는 무리 없는 수준

과거 주가 추이를 보면 매크로 환경이 안정적일 때는 높은 밸류에이션을 적용받았다. 과거 5개년 평균 P/B는 1.2배이지만 대한항공 본업 가치만 인식되던 시기에는 영업에 부정적인 매크로 환경에서도 P/B 1.3배 수준이 하단으로 작용하였다. 항공여객 증가세가 지속되고 환율, 유가 변동성 확대 가능성이 크지 않아 영업환경은 매우 우호적이다. 목표주가는 한진해운 손실을 전액 반영한 17년 예상 BPS에 Target P/B 1.3배를 적용하여 산출하였다.

도표 2. Historical P/B 추이



자료: FnGuide, 동부 리서치

Analyst 노상원
02 369 3737
swnoh@dongbuhappy.com

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	**4,948**	**3,289**	**4,052**	**4,296**	**4,366**
현금및현금성자산	797	967	1,608	1,772	1,750
매출채권및기타채권	922	890	922	983	1,004
재고자산	430	491	522	500	520
비유동자산	**18,518**	**20,891**	**20,063**	**20,496**	**21,147**
유형자산	15,778	17,851	17,767	18,174	18,856
무형자산	331	295	255	220	191
투자자산	998	1,139	434	494	494
자산총계	**23,466**	**24,180**	**24,115**	**24,791**	**25,513**
유동부채	**7,442**	**8,450**	**8,525**	**8,448**	**8,520**
매입채무및기타채무	932	1,076	1,151	1,074	1,146
단기차입금및단기사채	1,635	869	1,169	1,169	1,169
유동성장기부채	3,718	5,161	4,861	4,861	4,861
비유동부채	**13,823**	**13,231**	**13,229**	**13,229**	**13,229**
사채및장기차입금	4,043	1,802	1,802	1,802	1,802
부채총계	**21,265**	**21,681**	**21,754**	**21,678**	**21,750**
자본금	299	370	370	370	370
자본잉여금	175	603	603	603	603
이익잉여금	1,389	794	655	1,371	1,988
비지배주주지분	110	112	112	150	183
자본총계	**2,201**	**2,499**	**2,360**	**3,114**	**3,763**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	**11,910**	**11,545**	**11,750**	**12,365**	**12,528**
매출원가	10,390	9,517	9,483	9,784	10,117
매출총이익	**1,520**	**2,027**	**2,267**	**2,581**	**2,411**
판관비	1,125	1,144	1,202	1,247	1,256
영업이익	**395**	**883**	**1,065**	**1,335**	**1,155**
EBITDA	**1,988**	**2,534**	**3,107**	**3,359**	**3,197**
영업외손익	**-837**	**-1,370**	**-1,252**	**-313**	**-309**
금융손익	-580	-460	-308	-339	-335
투자손익	7	17	0	0	0
기타영업외손익	-264	-927	-944	26	26
세전이익	**-442**	**-486**	**-186**	**1,022**	**845**
중단사업이익	-328	-162	0	0	0
당기순이익	**-613**	**-563**	**-139**	**753**	**649**
지배주주지분순이익	-635	-565	-139	716	617
비지배주주지분순이익	22	2	0	38	32
총포괄이익	**-515**	**-581**	**-139**	**753**	**649**
증감률(%YoY)					
매출액	0.5	-3.1	1.8	5.2	1.3
영업이익	흑전	123.4	20.6	25.3	-13.5
EPS	적지	적지	적지	흑전	-13.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	**1,864**	**2,728**	**2,206**	**2,987**	**3,043**
당기순이익	-613	-563	-139	753	649
현금유출이없는비용및수익	**2,747**	**3,198**	**2,306**	**2,636**	**2,577**
유형및무형자산상각비	1,593	1,651	2,041	2,025	2,042
영업관련자산부채변동	**-346**	**52**	**-9**	**-134**	**12**
매출채권및기타채권의감소	-9	-66	-32	-61	-21
재고자산의감소	34	-59	-32	22	-20
매입채무및기타채무의증가	-154	-130	75	-77	72
투자활동현금흐름	**-1,065**	**419**	**-1,198**	**-2,407**	**-2,649**
CAPEX	-1,121	-1,743	-1,918	-2,397	-2,693
투자자산의순증	1,887	-124	705	-60	0
재무활동현금흐름	**-1,138**	**-2,997**	**-367**	**-416**	**-416**
사채및차입금의 증가	1,184	-299	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	499	0	0	0
배당금지급	-14	-14	0	0	0
기타현금흐름	9	21	0	0	0
현금의증가	**-330**	**171**	**640**	**164**	**-22**
기초현금	**1,127**	**797**	**967**	**1,608**	**1,772**
기말현금	**797**	**967**	**1,608**	**1,772**	**1,750**

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-10,268	-8,065	-1,909	9,824	8,471
BPS	33,197	32,280	30,399	40,076	48,419
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	NA	3.2	3.7
P/B	1.4	0.9	1.0	0.8	0.6
EV/EBITDA	9.2	6.7	5.4	4.9	5.2
수익성(%)					
영업이익률	3.3	7.6	9.1	10.8	9.2
EBITDA마진	16.7	21.9	26.4	27.2	25.5
순이익률	-5.1	-4.9	-1.2	6.1	5.2
ROE	-26.8	-25.2	-6.0	27.5	18.9
ROA	-2.6	-2.4	-0.6	3.1	2.6
ROIC	1.5	4.0	4.4	5.4	4.7
안정성및기타					
부채비율(%)	966.1	867.6	921.6	696.2	578.0
이자보상배율(배)	1.0	2.4	2.9	3.2	2.8
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 대한항공, 동부 리서치　　주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

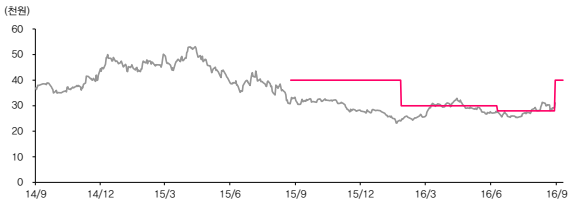
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자의견 비율 (2016-06-30 기준) – **매수**(74.2%) **중립**(25.8%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

대한항공 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
15/08/25	BUY	40,000			
16/01/27	BUY	30,000			
16/03/24	HOLD	30,000			
16/06/10	HOLD	28,000			
16/08/30	BUY	40,000			

주: *표는 담당자 변경