



하나금융그룹

2020년 2월 7일 | Equity Research

# 대한항공 (003490)

## 4분기 회계기준 변경의 혼란. 주주가치 재고 긍정적

### 4Q19 회계기준 변경으로 큰 폭의 영업이익 기록

2019년 4분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 3.0조원 (YoY -7.5%, QoQ -9.9%)과 1,236억원(YoY +2,178.9%, QoQ +28.2%)을 기록했다.

1) 홍콩 및 일본노선 매출 급감의 단거리 노선 부진에도 불구하고, Delta항공과의 J/V 효과로 미주노선의 견조한 수요로 전체 여객수송(RPK)이 YoY +6.2%를 기록했지만 2) 일본노선 대체를 위한 동남아향 증편으로 동남아노선 경쟁이 심화되면서 원화 기준 국제선 여객운임(Yield)은 5.6% 하락한 것으로 추정된다. 3) 또한 화물 수송(FTK)도 6.7% 감소하며 전반적으로 부진한 Traffic을 기록했다. 하지만 정비비 관련 회계기준 변경(기준 정비순환수리부품이 비용에서 자산으로 변경)으로 매출원가가 큰 폭으로 하락하면서 영업이익은 시장컨센서스 79억원을 크게 상회했다.

### 1분기 신종 코로나바이러스 확산에 따른 수요 둔화 우려

중국 춘절 연휴 이전부터 부각된 신종 코로나바이러스의 확산 속도가 2003년 사스(SARS) 때보다 훨씬 가파르다. 그로 인해 중국노선 여객수요가 급격히 악화되고 있고 비단 중국노선뿐만 아니라 해외 여행수요 자체도 큰 타격이 예상된다. 동시에 중국 춘절 연휴 확대, 교통 및 물류 차질로 제조업체들의 조업 정상화가 지연되면서 화물 수요 또한 단기적으로 차질이 예상된다. 이에 대한항공은 중국 여객노선 운휴 혹은 감편을 통해 75%가량 공급을 축소한 상황으로 1분기 실적에 부정적으로 작용할 전망이다. 이를 감안하면 대한항공의 1분기 영업이익은 755억원(YoY -38.9%, QoQ -46.3%)이 예상된다.

### 투자의견 'BUY' 및 목표주가 34,000원 유지

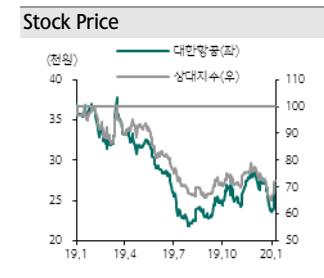
대한항공에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 34,000원을 유지한다. 신종 코로나바이러스 영향으로 1분기 영업실적 부진이 예상되나 2분기부터는 회복될 것으로 기대된다. 현재 주가는 PBR 1.0배에 불과한 상황으로 최근 재무구조 개선을 위한 일부 자산 매각 계획과 지배구조 개선을 위한 이사회 산하 위원회 개편 발표를 비롯하여 주주가치 제고에 나서고 있다는 점도 주가에 긍정적이라 판단된다.

### Earnings Review

BUY

| TP(12M): 34,000원 | CP(2월 6일): 27,000원

Key Data	Consensus Data	
	2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,227.94	
52주 최고/최저(원)	37,750/21,800	
시가총액(십억원)	2,560.8	
시가총액비중(%)	0.21	
발행주식수(천주)	94,844.6	
60일 평균 거래량(천주)	557.2	
60일 평균 거래대금(십억원)	14.6	
19년 배당금(예상,원)	250	
19년 배당수익률(예상,%)	0.88	
외국인지분율(%)	17.44	
주요주주 지분율(%)		
한진칼 외 17 인	33.36	
국민연금공단	11.50	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	1.9 12.0 (24.5)	
상대	(1.4) (3.6) (25.3)	



투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	12,092.2	13,020.3	12,691.8	12,998.0	13,444.6
영업이익	십억원	939.8	640.3	261.9	610.5	776.9
세전이익	십억원	1,121.7	(208.7)	(731.1)	(126.4)	299.4
순이익	십억원	791.5	(193.0)	(629.2)	(117.0)	239.9
EPS	원	8,631	(2,012)	(6,557)	(1,219)	2,500
증감률	%	흑전	적전	적지	적지	흑전
PER	배	3.92	N/A	N/A	N/A	10.80
PBR	배	0.89	1.09	1.04	1.04	0.96
EV/EBITDA	배	6.43	7.26	8.10	6.89	6.49
ROE	%	29.37	(5.91)	(22.73)	(4.57)	9.25
BPS	원	37,824	30,313	27,384	25,915	28,165
DPS	원	250	250	250	250	250



Analyst 박성봉  
02-3771-7774  
sbpark@hanafn.com

RA 김도현  
02-3771-3674  
dohkim@hanafn.com

### 4Q19 회계기준 변경으로 큰 폭의 영업이익 기록

4Q19 영업이익 1,236억원  
(YoY +2,178.9%, QoQ +28.2%) 기록

2019년 4분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 3.0조원(YoY -7.5%, QoQ -9.9%)과 1,236억원(YoY +2,178.9%, QoQ +28.2%)을 기록했다.

1) 홍콩 및 일본노선 매출 급감의 단거리 노선 부진에도 불구하고, Delta항공과의 J/V 효과로 미주노선의 견조한 수요로 전체 여객수송(RPK)이 YoY +6.2%를 기록했지만 2) 일본노선 대체를 위한 동남아노선 증편으로 동남아노선 경쟁이 심화되면서 원화 기준 국제선 여객운임(Yield)은 5.6% 하락한 것으로 추정된다. 3) 또한 화물 수송(FTK)도 6.7% 하락하며 전반적으로 부진한 Traffic을 기록했다. 하지만 정비비 관련 회계기준 변경(기존 정비순환수리 부품이 비용에서 자산으로 변경)으로 매출원가가 큰 폭으로 하락하면서 영업이익이 시장컨센서스 79억원을 크게 상회했다.

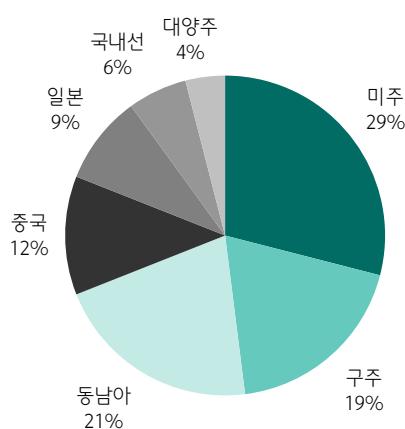
표 1. 대한항공 실적 추이 및 전망

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019P	2020F
<b>국제여객</b>												
RPK	백만 Km	19,116	20,149	21,008	20,295	18,925	20,350	21,638	21,106	77,659	80,568	82,020
L/F	%	80.3	82.5	83.1	83.4	80.3	83.3	84.8	85.0	80.4	82.4	83.4
<b>화물</b>												
RPK	백만 Km	1,821	1,781	1,845	2,035	1,748	1,852	1,956	2,137	8,293	7,482	7,693
L/F	%	70.0	70.2	71.0	74.2	70.0	74.5	73.8	77.2	76.5	71.4	73.9
<b>매출액</b>												
국내여객	십억원	3,138.9	3,121.0	3,382.9	3,049.0	3,101.0	3,105.8	3,541.6	3,249.6	13,020.2	12,691.8	12,998.0
국제여객	십억원	105.6	132.9	132.4	106.8	107.2	136.2	136.1	109.5	466.8	477.7	489.0
항공화물	십억원	1,800.1	1,812.6	1,982.2	1,694.9	1,777.0	1,763.2	2,022.6	1,830.7	7,268.7	7,289.8	7,393.5
기타	십억원	644.6	630.0	640.1	642.7	579.9	625.0	686.6	688.8	3,012.2	2,557.4	2,580.2
영업이익	십억원	140.6	(98.6)	96.4	123.6	75.5	80.6	305.4	149.0	640.3	261.9	610.5
순이익	십억원	(61.8)	(396.3)	(251.3)	84.4	(83.2)	(81.7)	104.5	(55.3)	(185.7)	(625.0)	(115.7)
영업이익률	(%)	4.5	(3.2)	2.9	4.1	2.4	2.6	8.6	4.6	4.9	2.1	4.7
순이익률	(%)	(2.0)	(12.7)	(7.4)	2.8	(2.7)	(2.6)	3.0	(1.7)	(1.4)	(4.9)	(0.9)

주: 4Q19 국제여객 RPK와 L/F는 추정치

자료: 하나금융투자

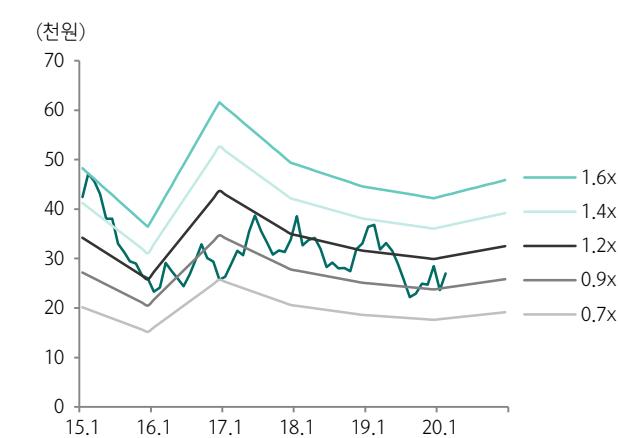
그림 1. 대한항공 여객 노선별 매출비중



주: 2019년 기준

자료: 대한항공, 하나금융투자

그림 2. 대한항공 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>12,092.2</b>	<b>13,020.3</b>	<b>12,691.8</b>	<b>12,998.0</b>	<b>13,444.6</b>
매출원가	9,991.2	11,003.5	10,990.0	10,957.2	11,126.3
매출총이익	2,101.0	2,016.8	1,701.8	2,040.8	2,318.3
판관비	1,161.3	1,376.4	1,439.9	1,430.3	1,541.4
<b>영업이익</b>	<b>939.8</b>	<b>640.3</b>	<b>261.9</b>	<b>610.5</b>	<b>776.9</b>
금융순이익	(457.8)	(454.7)	(468.5)	(390.5)	(369.7)
종속/관계기업순이익	11.3	0.5	1.4	2.2	2.2
기타영업외순이익	628.4	(394.8)	(525.9)	(348.6)	(110.0)
<b>세전이익</b>	<b>1,121.7</b>	<b>(208.7)</b>	<b>(731.1)</b>	<b>(126.4)</b>	<b>299.4</b>
법인세	319.8	(23.0)	(106.1)	(10.6)	62.0
계속사업이익	801.9	(185.7)	(625.0)	(115.7)	237.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>801.9</b>	<b>(185.7)</b>	<b>(625.0)</b>	<b>(115.7)</b>	<b>237.4</b>
비지배주주지분 순이익	10.4	7.4	4.2	1.2	(2.6)
<b>지배주주순이익</b>	<b>791.5</b>	<b>(193.0)</b>	<b>(629.2)</b>	<b>(117.0)</b>	<b>239.9</b>
지배주주지분포괄이익	1,088.9	(419.6)	(596.9)	(116.9)	239.8
NOPAT	671.8	569.6	223.9	559.1	616.0
EBITDA	2,632.8	2,382.0	2,353.5	2,623.1	2,731.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	3.1	7.7	(2.5)	2.4	3.4
NOPAT증가율	(22.8)	(15.2)	(60.7)	149.7	10.2
EBITDA증가율	(8.3)	(9.5)	(1.2)	11.5	4.1
영업이익증가율	(16.1)	(31.9)	(59.1)	133.1	27.3
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	적지	적지	흑전
EPS증가율	흑전	적전	적지	적지	흑전
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	17.4	15.5	13.4	15.7	17.2
EBITDA이익률	21.8	18.3	18.5	20.2	20.3
영업이익률	7.8	4.9	2.1	4.7	5.8
계속사업이익률	6.6	(1.4)	(4.9)	(0.9)	1.8

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	8,631	(2,012)	(6,557)	(1,219)	2,500
BPS	37,824	30,313	27,384	25,915	28,165
CFPS	30,744	27,533	29,202	23,727	27,340
EBITDAPS	28,708	24,824	24,527	27,337	28,463
SPS	131,853	135,691	132,267	135,459	140,113
DPS	250	250	250	250	250
<b>주가지표(배)</b>					
PER	3.9	N/A	N/A	N/A	10.8
PBR	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
PCFR	1.1	1.2	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.4	7.3	8.1	6.9	6.5
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	29.4	(5.9)	(22.7)	(4.6)	9.2
ROA	3.3	(0.8)	(2.4)	(0.4)	0.9
ROIC	3.6	3.0	1.1	2.8	3.1
부채비율	557.1	743.7	870.4	907.6	842.7
순부채비율	362.0	462.5	588.5	589.0	533.5
이자보상배율(배)	2.1	1.2	0.4	1.3	1.7

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

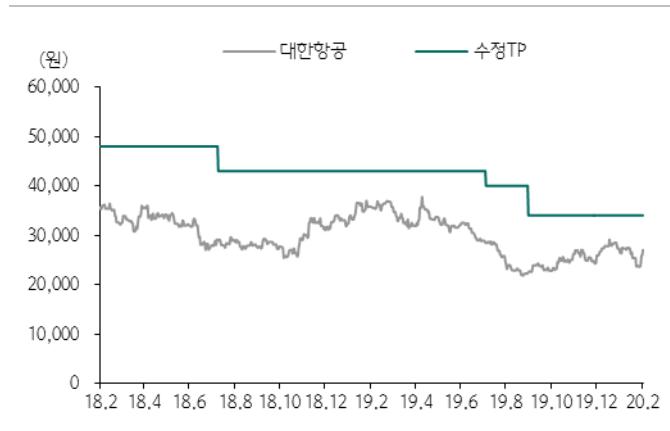
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>3,582.3</b>	<b>3,872.4</b>	<b>3,440.6</b>	<b>3,705.8</b>	<b>3,924.9</b>
금융자산	1,333.8	1,771.4	1,503.9	1,642.0	1,779.0
현금성자산	761.2	1,504.0	1,256.4	1,378.2	1,504.7
매출채권 등	964.5	883.3	817.5	871.2	905.9
재고자산	682.7	1,030.1	953.3	1,016.0	1,056.5
기타유동자산	601.3	187.6	165.9	176.6	183.5
<b>비유동자산</b>	<b>21,066.4</b>	<b>21,707.3</b>	<b>23,273.5</b>	<b>22,575.0</b>	<b>22,629.8</b>
투자자산	476.3	402.5	380.2	394.3	403.4
금융자산	470.5	225.5	208.7	222.4	231.3
유형자산	18,907.3	19,648.0	20,959.3	20,272.8	20,342.0
무형자산	363.5	300.8	277.6	251.4	227.9
기타비유동자산	1,319.3	1,356.0	1,656.4	1,656.5	1,656.5
<b>자산총계</b>	<b>24,648.7</b>	<b>25,579.7</b>	<b>26,714.1</b>	<b>26,280.8</b>	<b>26,554.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>6,638.1</b>	<b>7,521.9</b>	<b>7,789.6</b>	<b>7,984.3</b>	<b>8,610.0</b>
금융부채	4,143.1	4,326.5	4,826.8	4,827.1	5,327.3
매입채무 등	1,069.1	1,074.7	994.6	1,060.0	1,102.2
기타유동부채	1,425.9	2,120.7	1,968.2	2,097.2	2,180.5
<b>비유동부채</b>	<b>14,259.4</b>	<b>15,026.0</b>	<b>16,171.5</b>	<b>15,688.1</b>	<b>15,127.9</b>
금융부채	10,771.4	11,467.9	12,878.7	12,178.7	11,478.7
기타비유동부채	3,488.0	3,558.1	3,292.8	3,509.4	3,649.2
<b>부채총계</b>	<b>20,897.6</b>	<b>22,547.9</b>	<b>23,961.1</b>	<b>23,672.5</b>	<b>23,737.9</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,629.4</b>	<b>2,908.7</b>	<b>2,627.7</b>	<b>2,486.7</b>	<b>2,702.6</b>
자본금	479.8	479.8	479.8	479.8	479.8
자본잉여금	946.2	946.2	792.4	792.4	792.4
자본조정	956.0	774.0	1,079.3	1,079.3	1,079.3
기타포괄이익누계액	670.8	627.0	654.3	654.3	654.3
이익잉여금	576.7	81.8	(378.1)	(519.2)	(303.3)
<b>비지배주주지분</b>	<b>121.7</b>	<b>123.1</b>	<b>125.3</b>	<b>121.7</b>	<b>114.3</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,751.1</b>	<b>3,031.8</b>	<b>2,753.0</b>	<b>2,608.4</b>	<b>2,816.9</b>
<b>순금융부채</b>	<b>13,580.7</b>	<b>14,023.0</b>	<b>16,201.6</b>	<b>15,363.9</b>	<b>15,027.0</b>

## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,806.8</b>	<b>2,792.6</b>	<b>2,145.6</b>	<b>2,645.9</b>	<b>2,823.1</b>
당기순이익	801.9	(185.7)	(625.0)	(115.7)	237.4
조정	2,046.0	2,837.2	3,381.6	2,477.7	2,402.6
감가상각비	1,693.0	1,741.7	2,091.6	2,012.6	1,954.3
외환거래손익	(1,010.0)	341.9	733.2	0.0	0.0
지분법손익	14.7	(0.5)	(0.8)	0.0	0.0
기타	1,348.3	754.1	557.6	465.1	448.3
영업활동 변동	(41.1)	141.1	(611.0)	283.9	183.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(2,041.2)</b>	<b>(657.9)</b>	<b>(1,398.4)</b>	<b>(1,335.2)</b>	<b>(2,024.5)</b>
투자자산감소(증가)	155.6	74.3	23.1	(14.1)	(9.1)
유형자산감소(증가)	(1,794.8)	(1,198.2)	(1,685.6)	(1,300.0)	(2,000.0)
기타	(402.0)	466.0	264.1	(21.1)	(15.4)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(1,036.2)</b>	<b>(1,407.5)</b>	<b>(1,027.6)</b>	<b>(1,188.8)</b>	<b>(672.1)</b>
금융부채증가(감소)	(1,410.2)	879.9	1,911.1	(699.7)	(199.8)
자본증가(감소)	453.4	0.0	(153.8)	0.0	0.0
기타재무활동	(45.8)	(2,219.3)	(2,729.9)	(465.1)	(448.3)
배당지급	(33.6)	(68.1)	(55.0)	(24.0)	(24.0)
<b>현금의 증감</b>	<b>(328.7)</b>	<b>742.7</b>	<b>(247.6)</b>	<b>121.8</b>	<b>126.5</b>
Unlevered CFO	2,819.5	2,641.9	2,802.1	2,276.8	2,623.4
Free Cash Flow	930.2	1,516.4	454.8	1,345.9	823.1

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

## 대한항공



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.9.6	BUY	34,000		
19.7.11	BUY	40,000	-37.75%	-28.13%
18.7.16	BUY	43,000	-26.90%	-12.21%
18.2.9	BUY	48,000	-32.29%	-24.17%
17.11.23	BUY	43,000	-19.28%	-10.35%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 2월 6일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 2월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2020년 2월 7일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.