



하나금융그룹

2020년 3월 31일 | Equity Research

대한항공 (003490)

어려운 영업환경, 유동성 확보 노력 기대

1분기 대규모 영업손실 예상

2020년 1분기 대한항공의 매출액은 2.6조원(YoY -18.2%, QoQ -15.5%)이 예상되나 2,161억원(YoY 적.전, QoQ 적.전)의 영업손실을 기록할 전망이다.

전세계 여객기 운항이 급감하면서 기존 여객기(Belly Cargo)를 통해 화물을 운반했던 수요가 화물기로 몰리면서 대한항공의 화물 수송(FTK)도 YoY +7.5%가 예상된다. 하지만 2월 코로나19의 중국 확산으로 중국 및 단거리노선 수요 급감, 3월에는 글로벌 확산에 따른 장거리노선 수요 급감까지 겹치면서 1분기 국제선 여객 수송(RPK)은 -28.0%가 예상된다. 동시에 2월에는 중국노선만 공급을 축소했고 장거리는 공급을 오히려 확대했기 때문에 1분기 국제선 탑승률(L/F)은 74%에 그칠 전망이다. 또한 기타 항공사들과는 달리 대한항공은 1분기 인건비 절감에 적극적이지 않았다는 점도 대규모 영업손실의 원인 가운데 하나로 작용할 전망이다.

2분기에도 국제여객 수요 회복은 어려울 전망

현재 대한항공의 보유 여객기 145기 가운데 100기가 가동 중단 중이고 운항 노선도 80~90%가 축소된 상황이다. 중국과 한국을 제외하면 코로나19가 미국과 유럽을 비롯해 전세계적으로 급속도로 확산되고 있기 때문에 2분기에도 단거리와 장거리 모두 국제여객 수요 회복은 어려울 전망이다.

투자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 27,000원으로 하향

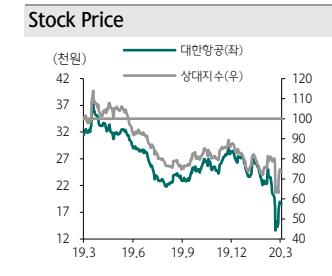
대한항공에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 2020년 실적추정치 하향으로 목표주가는 기존 34,000원에서 27,000원으로 하향한다. 코로나19의 글로벌 확산 중단 시점을 예단하기 어려운 상황으로 항공사 입장에서는 유동성 확보가 중요하다. 대한항공의 경우 최근 한진칼 주총 이후 조원태 회장이 자구노력을 언급한 상황에서 본격적인 비용절감에 들어감과 동시에 유류자산 매각 등을 통한 추가 자본 확충에 나설 전망으로 단기간에 유동성 위험에 노출될 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다.

Preview

BUY

| TP(12M): 27,000원(하향) | CP(3월 30일): 18,700원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	1,717.12		
52주 최고/최저(원)	37,750/13,600	매출액(십억원)	12,491.5 13,117.5
시가총액(십억원)	1,773.6	영업이익(십억원)	418.5 689.2
시가총액비중(%)	0.15	순이익(십억원)	(97.0) 159.6
발행주식수(천주)	94,844.6	EPS(원)	(1,226) 1,593
60일 평균 거래량(천주)	1,361.4	BPS(원)	25,357 26,907
60일 평균 거래대금(십억원)	28.4		
20년 배당금(예상,원)	0		
20년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	15.37		
주요주주 지분율(%)			
한진칼 외 18 인	33.36		
국민연금공단	11.22		
주가상승률 1M 6M 12M	1M 6M 12M		
절대	(16.1) (18.3) (41.3)		
상대	(3.0) (1.9) (26.8)		



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	13,011.6	12,683.4	11,176.4	12,261.0	12,728.4
영업이익	십억원	671.2	257.5	5.3	662.1	729.5
세전이익	십억원	(177.7)	(734.5)	(768.4)	167.3	(178.4)
순이익	십억원	(168.5)	(629.1)	(653.2)	142.8	(227.7)
EPS	원	(1,756)	(6,556)	(6,807)	1,488	(2,373)
증감률	%	적전	적지	적지	흑전	적전
PER	배	N/A	N/A	N/A	12.56	N/A
PBR	배	1.04	1.03	0.90	0.84	0.94
EV/EBITDA	배	7.14	7.76	8.71	6.43	6.22
ROE	%	(5.05)	(22.09)	(28.04)	6.88	(11.21)
BPS	원	31,677	27,682	20,874	22,362	19,989
DPS	원	250	0	0	0	0



Analyst 박성봉

02-3771-7774

sbpark@hanafn.com

RA 김도현

02-3771-3674

dohkim@hanafn.com


하나금융투자

1분기 대규모 영업손실 예상

1Q20 영업손실 2,161억원(YoY 적.전, QoQ 적.전) 예상
2020년 1분기 대한항공의 매출액은 2.6조원(YoY -18.2%, QoQ -15.5%)이 예상되나 2,161억원(YoY 적.전, QoQ 적.전)의 영업손실을 기록할 전망이다.

전세계 여객기 운항이 급감하면서 기존 여객기(Belly Cargo)를 통해 화물을 운반했던 수요가 화물기로 몰리면서 대한항공의 화물 수송(FTK)도 YoY +7.5%가 예상된다. 하지만 2월 코로나19의 중국 확산으로 중국 및 단거리노선 수요 급감, 3월에는 글로벌 확산에 따른 장거리노선 수요 급감까지 겹치면서 1분기 국제선 여객 수송(RPK)은 -28.0%가 예상된다. 동시에 2월에는 중국노선만 공급을 축소했고 장거리는 공급을 오히려 확대했기 때문에 2분기 국제선 탑승률(L/F)은 74%에 그칠 전망이다. 또한 기타 항공사들과는 달리 대한항공은 1분기 인건비 절감에 적극적이지 않았다는 점도 대규모 영업손실의 원인 가운데 하나로 작용할 전망이다

표 1. 대한항공 실적 추이 및 전망

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q19F	4Q19F	2019	2020F	2021F
여객												
RPK	백만 Km	19,702	20,872	21,714	20,985	13,381	12,694	18,907	19,284	80,572	64,266	70,693
L/F	%	80.3	82.5	83.1	83.5	74.0	74.3	74.8	83.5	82.4	76.9	76.9
화물												
FTK	백만 Km	1,821	1,781	1,845	2,035	1,958	1,959	1,956	2,137	7,482	8,009	8,249
L/F	%	70.0	70.2	71.0	74.2	75.2	75.0	73.8	77.2	71.4	75.3	76.8
매출액	십억원	3,138.9	3,121.0	3,382.9	3,040.6	2,569.1	2,497.7	3,148.8	2,960.8	12,683.4	11,176.4	12,261.0
여객	십억원	1,905.7	1,945.5	2,114.6	1,801.7	1,233.3	1,232.4	1,765.8	1,669.5	7,767.5	5,901.1	6,811.4
화물	십억원	644.6	630.0	640.1	642.7	698.9	683.8	686.6	670.7	2,557.4	2,739.9	2,796.7
기타	십억원	588.6	545.5	628.2	596.2	636.9	581.5	696.4	620.6	2,358.5	2,535.4	2,652.9
영업이익	십억원	140.6	(98.6)	96.4	119.1	(216.1)	(188.0)	239.1	170.5	257.5	5.3	662.1
순이익	십억원	(61.8)	(396.3)	(251.3)	86.7	(421.0)	(252.3)	(10.9)	21.6	(622.8)	(662.7)	144.9
영업이익률	(%)	4.5	(3.2)	2.9	3.9	(8.4)	(7.5)	7.6	5.8	2.0	0.0	5.4
순이익률	(%)	(2.0)	(12.7)	(7.4)	2.9	(16.4)	(10.1)	(0.3)	0.7	(4.9)	(5.9)	1.2

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	13,011.6	12,683.4	11,176.4	12,261.0	12,728.4
매출원가	10,964.0	11,139.3	9,944.0	10,197.0	10,506.1
매출총이익	2,047.6	1,544.1	1,232.4	2,064.0	2,222.3
판관비	1,376.4	1,286.6	1,227.0	1,401.9	1,492.7
영업이익	671.2	257.5	5.3	662.1	729.5
금융순이익	(454.7)	(464.0)	(418.9)	(400.3)	(795.8)
종속/관계기업순이익	0.5	0.2	(2.3)	(2.3)	(2.3)
기타영업외순이익	(394.8)	(528.2)	(352.5)	(92.1)	(109.7)
세전이익	(177.7)	(734.5)	(768.4)	167.3	(178.4)
법인세	(16.7)	(111.7)	(105.7)	22.4	52.7
계속사업이익	(161.1)	(622.8)	(662.7)	144.9	(231.1)
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(161.1)	(622.8)	(662.7)	144.9	(231.1)
비지배주주지분	7.4	6.3	(9.5)	2.1	(3.3)
순이익	(168.5)	(629.1)	(653.2)	142.8	(227.7)
지배주주순이익	(168.5)	(629.1)	(653.2)	142.8	(227.7)
지배주주지분포괄이익	(395.1)	(683.5)	(204.0)	44.6	(71.1)
NOPAT	608.3	218.3	4.6	573.3	945.1
EBITDA	2,421.9	2,340.1	1,988.5	2,592.0	2,661.5
성장성(%)					
매출액증가율	7.6	(2.5)	(11.9)	9.7	3.8
NOPAT증가율	(9.5)	(64.1)	(97.9)	12,363.0	64.9
EBITDA증가율	(8.0)	(3.4)	(15.0)	30.3	2.7
영업이익증가율	(28.6)	(61.6)	(97.9)	12,392.5	10.2
(지배주주)순익증가율	적전	적지	적지	흑전	적전
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	적전
수익성(%)					
매출총이익률	15.7	12.2	11.0	16.8	17.5
EBITDA이익률	18.6	18.5	17.8	21.1	20.9
영업이익률	5.2	2.0	0.0	5.4	5.7
계속사업이익률	(1.2)	(4.9)	(5.9)	1.2	(1.8)

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(1,756)	(6,556)	(6,807)	1,488	(2,373)
BPS	31,677	27,682	20,874	22,362	19,989
CFPS	27,949	27,649	17,025	26,028	22,422
EBITDAPS	25,239	24,387	20,723	27,013	27,737
SPS	135,601	132,180	116,475	127,778	132,649
DPS	250	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	12.6	N/A
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9
PCFR	1.2	1.0	1.1	0.7	0.8
EV/EBITDA	7.1	7.8	8.7	6.4	6.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	(5.1)	(22.1)	(28.0)	6.9	(11.2)
ROA	(0.7)	(2.4)	(2.5)	0.5	(0.9)
ROIC	3.2	1.1	0.0	2.9	4.9
부채비율	717.1	871.5	1,137.8	1,081.5	1,222.6
순부채비율	443.4	550.3	729.8	655.0	726.2
이자보상배율(배)	1.2	0.4	0.0	1.5	1.7

자료: 하나금융투자

대차대조표

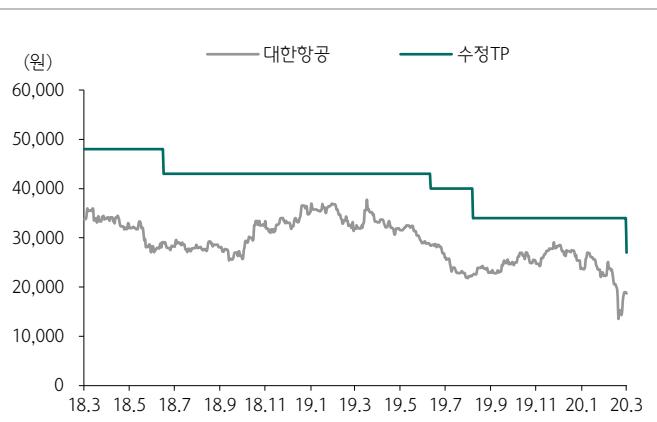
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,750.0	3,574.7	3,407.3	3,779.1	3,961.3
금융자산	1,771.4	1,753.6	1,633.9	1,796.7	1,904.4
현금성자산	1,504.0	816.3	719.9	780.4	851.5
매출채권 등	883.3	899.5	875.9	979.4	1,016.3
재고자산	918.2	712.9	694.2	776.2	805.4
기타유동자산	177.1	208.7	203.3	226.8	235.2
비유동자산	22,092.5	23,439.4	22,751.0	22,844.3	22,720.6
투자자산	402.5	358.0	352.7	375.9	384.2
금융자산	225.5	194.6	189.5	211.8	219.8
유형자산	20,098.5	21,310.4	20,655.0	20,750.1	20,640.6
무형자산	300.8	294.9	267.1	242.2	219.7
기타비유동자산	1,290.7	1,476.1	1,476.2	1,476.1	1,476.1
자산총계	25,842.5	27,014.1	26,158.3	26,623.4	26,681.9
유동부채	7,556.8	8,777.3	8,685.3	9,288.4	9,432.2
금융부채	4,326.5	5,269.4	5,269.4	5,469.4	5,469.4
매입채무 등	1,074.7	1,135.8	1,106.0	1,236.6	1,283.2
기타유동부채	2,155.6	2,372.1	2,309.9	2,582.4	2,679.6
비유동부채	15,123.1	15,456.0	15,359.7	15,081.7	15,232.3
금융부채	11,467.9	11,786.4	11,786.4	11,086.4	11,086.4
기타비유동부채	3,655.2	3,669.6	3,573.3	3,995.3	4,145.9
부채총계	22,679.9	24,233.3	24,045.0	24,370.1	24,664.5
지배주주지분	3,039.5	2,656.2	2,003.0	2,145.8	1,918.0
자본금	479.8	479.8	479.8	479.8	479.8
자본잉여금	946.2	719.7	719.7	719.7	719.7
자본조정	774.0	1,152.1	1,152.1	1,152.1	1,152.1
기타포괄이익누계액	627.0	650.5	650.5	650.5	650.5
이익잉여금	212.6	(345.8)	(999.0)	(856.2)	(1,083.9)
비지배주주지분	123.1	124.6	110.3	107.5	99.4
자본총계	3,162.6	2,780.8	2,113.3	2,253.3	2,017.4
순금융부채	14,023.0	15,302.2	15,421.9	14,759.1	14,651.4

현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	2,792.6	2,333.7	1,630.1	3,139.5	2,357.9
당기순이익	(161.1)	(622.8)	(662.7)	144.9	(231.1)
조정	2,852.5	3,323.6	2,433.4	2,378.5	2,369.1
감가상각비	1,750.6	2,082.6	1,983.2	1,929.9	1,932.0
외환거래손익	341.9	387.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.5)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	760.5	853.8	450.2	448.6	437.1
영업활동 자산부채	101.2	(367.1)	(140.6)	616.1	219.9
변동					
투자활동 현금흐름	(657.9)	(1,595.0)	(1,276.2)	(2,130.4)	(1,849.6)
투자자산감소(증가)	74.3	44.7	5.3	(23.2)	(8.3)
유형자산감소(증가)	(1,198.2)	(1,177.6)	(1,300.0)	(2,000.0)	(1,800.0)
기타	466.0	(462.1)	18.5	(107.2)	(41.3)
재무활동 현금흐름	(1,407.5)	(1,447.2)	(450.3)	(948.7)	(437.1)
금융부채증가(감소)	879.9	1,261.4	0.0	(500.0)	0.0
자본증가(감소)	0.0	(226.5)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2,219.3)	(2,405.2)	(450.3)	(448.7)	(437.1)
배당지급	(68.1)	(76.9)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	742.7	(687.7)	(96.3)	60.5	71.1
Unlevered CFO	2,681.8	2,653.1	1,633.6	2,497.6	2,151.5
Free Cash Flow	1,516.4	1,150.8	330.1	1,139.5	557.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

대한항공



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
20.3.31	BUY	27,000		
19.9.6	BUY	34,000	-27.79%	-14.41%
19.7.11	BUY	40,000	-37.75%	-28.13%
18.7.16	BUY	43,000	-26.90%	-12.21%
18.4.23	BUY	48,000	-34.75%	-28.13%
17.11.23	BUY	43,000	-20.20%	-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	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 30일

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 3월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2020년 3월 31일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떤 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.