

대한항공 (003490)

나름 선방한 1분기, 높아지는 화물운임 상승 기대감!

1Q20 화물 회복과 원가 축소로 예상보다 적은 영업손실

2020년 1분기 대한항공은 2.4조원(YoY -22.7%, QoQ -20.2%)의 매출액을, 그리고 828억원(YoY 적.전, QoQ 적.전)의 영업손실을 기록했다.

2월 코로나19의 중국내 확산에 따른 단거리 노선 수요 급감, 3월에는 글로벌 확산에 따른 장거리 노선 수요 급감까지 겹치면서 1) 1분기 국제선 여객 수송(RPK)은 전년동기대비 -29.4%를 기록했다. 동시에 2월에는 중국노선만 공급을 축소했고 장거리의 공급을 오히려 확대했기 때문에 2) 1분기 국제선 탑승률(L/F)은 75.7%에 그쳤다. 하지만 전세계 여객기 운항 급감에 따른 기존 여객기(Belly Cargo)를 통해 화물을 운반했던 수요가 화물기로 몰리면서 대한항공의 3) 화물 수송(FTK)이 9개월만에 처음으로 증가세(YoY, +3.1%)로 전환함과 동시에 화물운임(Yield)도 전년동기와 유사한 수준을 기록했다. 또한 유류비를 포함한 전반적인 원가 축소에 시장예상(-2,044억원)보다 훨씬 적은 수준의 영업손실을 기록했다.

2분기 더욱 심각한 여객 수요, 대신 화물은 양호할 것

현재 대한항공의 여객기의 70 ~ 80%가 운항을 중단 중이다. 6월부터는 110개 국제선 가운데 32개 노선의 운항 재개를 계획하고 있지만 코로나19가 여전히 전세계적으로 확산되는 가운데 취항국의 입국제한 완화 여부에 따라 상황은 가변적이다. 한국 또한 최근 이태원발 재확산 우려가 확대되고 있다. 대신 비대면 산업 품목, 생필품 등의 홈코노미 제품 그리고 K-방역 산업 관련 품목 수출 호조가 2분기에도 지속될 전망으로 화물 부문이 적자폭을 상당부분 축소시킬 것으로 기대된다.

투자이견 'BUY' 유지, 목표주가는 23,000원으로 하향

대한항공에 대해 투자이견 BUY를 유지하나 1조원 규모의 유상증자에 따른 12M FWD BPS 희석분(15.6%)을 반영하여 목표주가는 기존 27,000원에서 23,000원으로 하향한다. 하지만 화물을 통한 적자 축소가 가능하다는 점이 1분기 실적에서 확인되었고 1조원 규모의 유상증자, 1.2조원의 정부 지원자금 및 송현동 부지를 비롯한 유휴자산 매각 등을 통한 단기 유동성 확보 움직임들은 긍정적이라 판단된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 23,000원(하향) | CP(5월 15일): 18,200원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,927.28
52주 최고/최저(원)	33,400/13,600
시가총액(십억원)	1,726.2
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	94,844.6
60일 평균 거래량(천주)	2,188.3
60일 평균 거래대금(십억원)	42.6
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	13.78
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 18 인	33.36
국민연금공단	8.94
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.1) (32.6) (45.5)
상대	(10.5) (24.4) (40.8)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	10,361.3	12,438.9
영업이익(십억원)	(123.0)	654.5
순이익(십억원)	(801.7)	171.4
EPS(원)	(8,354)	1,750
BPS(원)	20,803	21,582

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	13,011.6	12,683.4	9,206.0	11,339.8	12,037.9
영업이익	십억원	671.2	257.5	14.4	578.4	722.3
세전이익	십억원	(177.7)	(734.5)	(934.6)	85.4	(133.3)
순이익	십억원	(168.5)	(629.1)	(764.9)	81.4	(186.5)
EPS	원	(1,756)	(6,556)	(5,825)	464	(1,064)
증감률	%	적전	적지	적지	혹전	적전
PER	배	N/A	N/A	N/A	39.19	N/A
PBR	배	1.04	1.03	1.10	1.07	1.15
EV/EBITDA	배	7.14	7.76	8.78	6.12	5.81
ROE	%	(5.05)	(22.09)	(27.58)	2.78	(6.48)
BPS	원	31,677	27,682	16,491	16,956	15,892
DPS	원	250	0	0	0	0



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

RA 김도현
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com

1Q20 영업손실 838억원
(YoY 적.전, QoQ 적.전) 기록

1Q20 화물 회복과 원가 축소로 예상보다 적은 영업손실

2020년 1분기 대한항공은 2,4조원(YoY -22.7%, QoQ -20.2%)의 매출액을, 그리고 828억원(YoY 적.전, QoQ 적.전)의 영업손실을 기록했다.

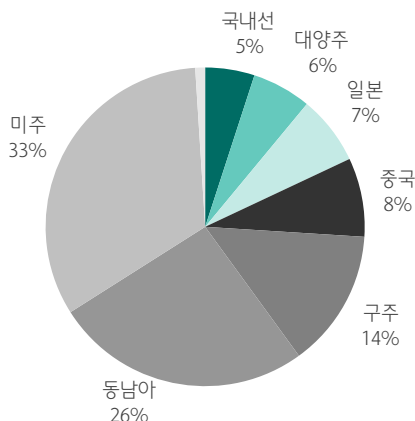
2월 코로나19의 중국내 확산에 따른 단거리 노선 수요 급감, 3월에는 글로벌 확산에 따른 장거리 노선 수요 급감까지 겹치면서 1) 1분기 국제선 여객 수송(RPK)은 전년동기대비 -29.4%를 기록했다. 동시에 2월에는 중국노선만 공급을 축소했고 장거리의 공급을 오히려 확대했기 때문에 2) 1분기 국제선 탑승률(L/F)은 75.7%에 그쳤다. 하지만 전세계 여객기 운항 급감에 따른 기존 여객기(Belly Cargo)를 통해 화물을 운반했던 수요가 화물기로 몰리면서 대한항공의 3) 화물 수송(FTK)이 9개월만에 처음으로 증가세(YoY, +3.1%)로 전환함과 동시에 화물운임(Yield)도 전년동기와 비슷한 수준을 기록했다. 또한 유류비를 포함한 전반적인 원가 축소로 시장예상(-2,044억원)보다 훨씬 적은 수준의 영업손실을 기록했다.

표 1. 대한항공 실적 추이 및 전망

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
여객												
RPK	백만 Km	19,702	20,872	21,714	20,985	13,897	4,391	11,034	16,892	83,273	46,214	64,307
L/F	%	80.3	82.5	83.1	83.5	73.3	66.0	75.6	78.6	82.4	74.9	74.9
화물												
RPK	백만 Km	1,821	1,781	1,845	2,035	1,878	1,834	1,956	2,137	7,482	7,805	8,585
L/F	%	70.0	70.2	71.0	73.6	75.7	72.3	73.8	76.5	71.2	74.6	74.6
매출액	십억원	3,138.9	3,121.0	3,382.9	3,040.6	2,427.3	1,676.6	2,318.7	2,783.4	12,683.4	9,206.0	11,339.8
여객	십억원	1,905.7	1,945.5	2,114.6	1,801.8	1,282.8	415.6	985.7	1,419.4	7,767.6	4,103.5	5,798.8
화물	십억원	644.6	630.0	640.1	642.7	657.6	671.8	627.6	694.4	2,557.4	2,651.4	2,870.8
기타	십억원	588.6	545.5	628.2	596.1	486.9	589.2	705.5	669.5	2,358.4	2,451.2	2,670.2
영업이익	십억원	140.6	(98.6)	96.4	119.1	(82.8)	(121.9)	133.7	85.3	257.5	14.4	578.4
순이익	십억원	(61.8)	(396.3)	(251.3)	86.7	(736.9)	(287.1)	384.4	(136.6)	(622.8)	(776.1)	82.6
영업이익률	(%)	4.5	(3.2)	2.9	3.9	(3.4)	(7.3)	5.8	3.1	2.0	0.2	5.1
순이익률	(%)	(2.0)	(12.7)	(7.4)	2.9	(30.4)	(17.1)	16.6	(4.9)	(4.9)	(8.4)	0.7

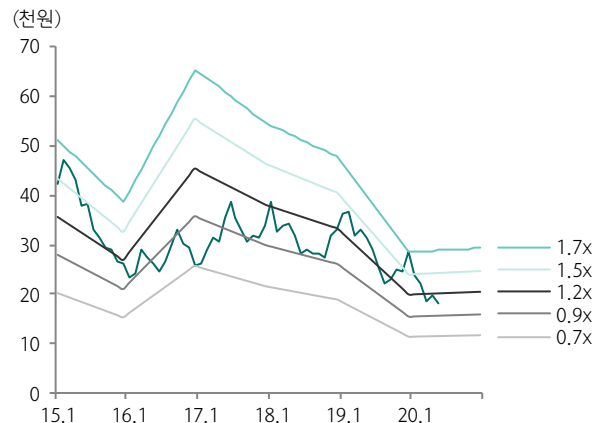
자료: 하나금융투자

그림 1. 대한항공 여객 노선별 매출비중



주: 2020년 1분기 기준
자료: 대한항공, 하나금융투자

그림 2. 대한항공 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

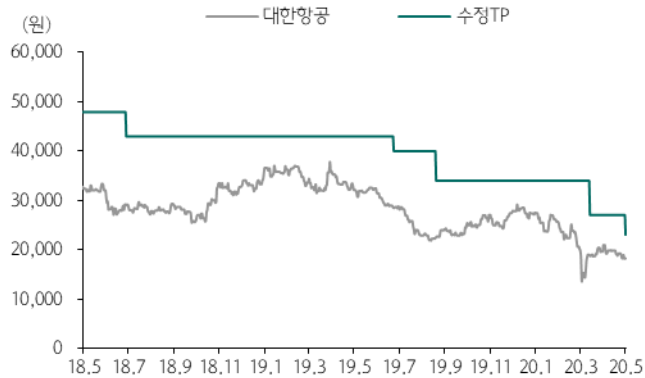
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	13,011.6	12,683.4	9,206.0	11,339.8	12,037.9
매출원가	10,964.0	11,139.3	8,237.9	9,470.0	9,913.1
매출총이익	2,047.6	1,544.1	968.1	1,869.8	2,124.8
판매비	1,376.4	1,286.6	953.7	1,291.3	1,402.5
영업이익	671.2	257.5	14.4	578.4	722.3
금융손익	(454.7)	(464.0)	(735.6)	(390.3)	(733.1)
중속/관계기업손익	0.5	0.2	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타영업외손익	(394.8)	(528.2)	(213.2)	(102.6)	(122.3)
세전이익	(177.7)	(734.5)	(934.6)	85.4	(133.3)
법인세	(16.7)	(111.7)	(158.5)	2.8	56.0
계속사업이익	(161.1)	(622.8)	(776.1)	82.6	(189.2)
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(161.1)	(622.8)	(776.1)	82.6	(189.2)
비지배주주지분 손이익	7.4	6.3	(11.1)	1.2	(2.7)
지배주주순이익	(168.5)	(629.1)	(764.9)	81.4	(186.5)
지배주주지분포괄이익	(395.1)	(683.5)	(238.9)	25.4	(58.3)
NOPAT	608.3	218.3	11.9	559.6	1,025.9
EBITDA	2,421.9	2,340.1	1,910.4	2,517.6	2,590.4
성장성(%)					
매출액증가율	7.6	(2.5)	(27.4)	23.2	6.2
NOPAT증가율	(9.5)	(64.1)	(94.5)	4,602.5	83.3
EBITDA증가율	(8.0)	(3.4)	(18.4)	31.8	2.9
영업이익증가율	(28.6)	(61.6)	(94.4)	3,916.7	24.9
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	적전
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	적전
수익성(%)					
매출총이익률	15.7	12.2	10.5	16.5	17.7
EBITDA이익률	18.6	18.5	20.8	22.2	21.5
영업이익률	5.2	2.0	0.2	5.1	6.0
계속사업이익률	(1.2)	(4.9)	(8.4)	0.7	(1.6)
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(1,756)	(6,556)	(5,825)	464	(1,064)
BPS	31,677	27,682	16,491	16,956	15,892
CFPS	27,949	27,649	10,449	13,774	11,986
EBITDAPS	25,239	24,387	14,547	14,360	14,775
SPS	135,601	132,180	70,101	64,680	68,662
DPS	250	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	39.2	N/A
PBR	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
PCFR	1.2	1.0	1.7	1.3	1.5
EV/EBITDA	7.1	7.8	8.8	6.1	5.8
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	(5.1)	(22.1)	(27.6)	2.8	(6.5)
ROA	(0.7)	(2.4)	(2.9)	0.3	(0.7)
ROIC	3.2	1.1	0.1	2.9	5.3
부채비율	717.1	871.5	767.6	776.6	847.6
순부채비율	443.4	550.3	497.5	440.5	457.7
이자보상배율(배)	1.2	0.4	0.0	1.3	1.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,750.0	3,574.7	3,199.9	4,040.3	4,537.1
금융자산	1,771.4	1,753.6	1,532.5	1,897.8	2,258.3
현금성자산	1,504.0	816.3	670.4	803.0	1,096.9
매출채권 등	883.3	899.5	823.4	1,058.7	1,126.1
재고자산	918.2	712.9	652.6	839.0	892.5
기타유동자산	177.1	208.7	191.4	244.8	260.2
비유동자산	22,092.5	23,439.4	22,826.3	22,939.9	22,787.0
투자자산	402.5	358.0	340.9	393.7	408.8
금융자산	225.5	194.6	178.1	229.0	243.6
유형자산	20,098.5	21,310.4	20,742.2	20,827.9	20,682.3
무형자산	300.8	294.9	267.1	242.2	219.7
기타비유동자산	1,290.7	1,476.1	1,476.1	1,476.1	1,476.2
자산총계	25,842.5	27,014.1	26,026.2	26,980.2	27,324.1
유동부채	7,556.8	8,777.3	8,280.7	9,397.4	9,660.1
금융부채	4,326.5	5,269.4	5,069.4	5,269.4	5,269.4
매입채무 등	1,074.7	1,135.8	1,039.7	1,336.7	1,421.9
기타유동부채	2,155.6	2,372.1	2,171.6	2,791.3	2,968.8
비유동부채	15,123.1	15,456.0	14,745.6	14,505.2	14,780.3
금융부채	11,467.9	11,786.4	11,386.4	10,186.4	10,186.4
기타비유동부채	3,655.2	3,669.6	3,359.2	4,318.8	4,593.9
부채총계	22,679.9	24,233.3	23,026.3	23,902.6	24,440.4
지배주주지분	3,039.5	2,656.2	2,891.3	2,972.7	2,786.1
자본금	479.8	479.8	876.6	876.6	876.6
자본잉여금	946.2	719.7	1,322.8	1,322.8	1,322.8
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)	(1,110.7)	(1,029.3)	(1,215.8)
비지배주주지분	123.1	124.6	108.6	105.0	97.5
자본총계	3,162.6	2,780.8	2,999.9	3,077.7	2,883.6
순금융부채	14,023.0	15,302.2	14,923.3	13,558.0	13,197.5
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	2,792.6	2,333.7	1,111.0	3,854.1	2,488.6
당기순이익	(161.1)	(622.8)	(776.1)	82.6	(189.2)
조정	2,852.5	3,323.6	2,340.4	2,370.4	2,276.1
감가상각비	1,750.6	2,082.6	1,896.0	1,939.2	1,868.1
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	444.4	431.2	408.0
영업활동 자산부채 변동	101.2	(367.1)	(453.3)	1,401.1	401.7
투자활동 현금흐름	(657.9)	(1,595.0)	(1,212.4)	(2,290.4)	(1,786.7)
투자자산감소(증가)	74.3	44.7	17.1	(52.8)	(15.1)
유형자산감소(증가)	(1,198.2)	(1,177.6)	(1,300.0)	(2,000.0)	(1,700.0)
기타	466.0	(462.1)	70.5	(237.6)	(71.6)
재무활동 현금흐름	(1,407.5)	(1,447.2)	(44.4)	(1,431.2)	(408.1)
금융부채증가(감소)	879.9	1,261.4	(600.0)	(1,000.0)	0.0
자본증가(감소)	0.0	(226.5)	1,000.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2,219.3)	(2,405.2)	(444.4)	(431.2)	(408.1)
배당지급	(68.1)	(76.9)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	742.7	(687.7)	(145.8)	132.6	293.8
Unlevered CFO	2,681.8	2,653.1	1,372.1	2,414.8	2,101.4
Free Cash Flow	1,516.4	1,150.8	(2,089.0)	1,854.1	(511.4)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대한항공



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.18	BUY	23,000		
20.3.31	BUY	27,000	-28.69%	-22.59%
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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 17일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 5월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2020년 5월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.