



하나금융그룹

2020년 8월 10일 | Equity Research

대한항공 (003490)

코로나19가 오히려 득이 된 화물부문 서프라이즈

2Q20 화물 운임 급등으로 어닝서프라이즈 기록

2020년 2분기 대한항공의 별도 매출액과 영업이익은 각각 1.7조원(YoY -44.0%, QoQ -28.1%)과 1,485억원(YoY 흑전, QoQ 흑전)을 기록했다.

코로나19의 전세계 확산에 따른 해외여행 수요 급감으로 2분기 대한항공의 국제선 여객 수송(RPK)은 전년동기대비 93.6% 급감한 반면, 일부 국제선 노선 운항 지속으로 국제선 공급은 86.4% 감소에 그치며 탑승률(L/F)이 39.1%까지 하락했다. 그럼에도 불구하고, 마스크와 방호복 등과 같은 K-방역 산업 관련 품목 수출 증가로 화물 수송(FTK)이 17.3% 증가함과 동시에 기존 여객기를 통한 Belly Cargo 공급 축소에 따른 운임 급등으로 대한항공의 2분기 화물운임(Yield)은 전년동기대비 74.8% 급등하면서 전체 어닝서프라이즈를 견인했다.

3분기 영업환경은 다소 악화될 전망

지난 6월부터 대한항공은 전체 110개 국제선 가운데 30여개 노선을 운항 중이다. 한국인에 대한 입국금지를 해제하는 국가들이 소폭 확대되고 있지만 해외 국가들의 코로나19 확산이 여전히 지속되고 있기 때문에 본격적인 해외여행 재개는 3분기에도 어려울 전망이다. 화물의 경우 2분기에 효자 역할을 했던 K-방역 제품의 수출이 감소하는 반면, 반도체를 포함한 기존 화물의 수출이 회복되고 있다. 하지만 2분기는 긴급주문으로 운임이 급등한 측면이 있었고 최근에는 여객기를 통한 화물 수송능력이 확대되고 있기 때문에 화물 운임은 5월을 고점으로 하락세로 전환되었고 3분기에도 추가 하락이 예상된다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 28,000원 유지

대한항공에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 28,000원을 유지한다. 코로나19에 따른 여객 수요 급감에도 불구하고, 화물부문 호조를 통한 안정적인 수익성 확보가 가능하다는 점이 2분기 실적을 통해 확인되었다. 동시에 유상증자, 자산매각, 정부 지원 등을 통한 단기 유동성 확보 움직임들도 긍정적이라 판단된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 28,000원 | CP(8월 7일): 19,100원

Key Data	Consensus Data	
	2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	2,351.67	
52주 최고/최저(원)	24,335/11,373	
시가총액(십억원)	3,327.4	
시가총액비중(%)	0.28	
발행주식수(천주)	174,209.7	
60일 평균 거래량(천주)	2,081.4	
60일 평균 거래대금(십억원)	40.1	
20년 배당금(예상,원)	0	
20년 배당수익률(예상,%)	0.00	
외국인지분율(%)	12.14	
주요주주 지분율(%)		
한진칼 외 18 인	31.14	
국민연금공단	7.01	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	11.0 (15.1) (1.3)	
상대	2.2 (20.1) (19.9)	

Stock Price	
(천원)	대한항공(좌) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	13,011.6	12,683.4	7,904.1	10,639.7	12,008.8
영업이익	십억원	671.2	257.5	27.7	375.0	744.5
세전이익	십억원	(177.7)	(734.5)	(823.7)	(115.5)	280.6
순이익	십억원	(168.5)	(629.1)	(614.2)	(87.2)	211.8
EPS	원	(1,455)	(5,432)	(4,360)	(497)	1,208
증감률	%	적전	적지	적지	적지	흑전
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	15.81
PBR	배	1.05	1.04	1.10	1.13	1.06
EV/EBITDA	배	7.14	7.76	9.68	7.89	6.53
ROE	%	(5.05)	(22.09)	(21.56)	(2.91)	6.92
BPS	원	26,247	22,936	17,343	16,846	18,054
DPS	원	207	0	0	0	0



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

RA 김도현
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com

2Q20 별도 영업이익 1,485억원
(YoY 흑.전, QoQ 흑.전) 기록

2Q20 화물 운임 급등으로 어닝서프라이즈 기록

2020년 2분기 대한항공의 별도 매출액과 영업이익은 각각 1.7조원(YoY -44.0%, QoQ -28.1%)과 1,485억원(YoY 흑.전, QoQ 흑.전)을 기록했다.

코로나19의 전세계 확산에 따른 해외여행 수요 급감으로 2분기 대한항공의 국제선 여객 수송(RPK)가 전년동기대비 93.6% 급감한 반면 일부 국제선 노선 지속으로 공급은 86.4% 감소에 그치며 국제선 탑승률(L/F)이 39.1%까지 하락했다. 그럼에도 불구하고, 마스크, 방호복 등의 K-방역 산업 관련 품목 수출 증가로 화물 수송(FTK)이 17.3% 증가함과 동시에 기존 여객기를 통한 Belly Cargo 공급 축소에 따른 운임 급등으로 대한항공의 2분기 화물운임(Yield)가 전년동기대비 74.8% 급등하면서 전체 어닝서프라이즈를 견인했다.

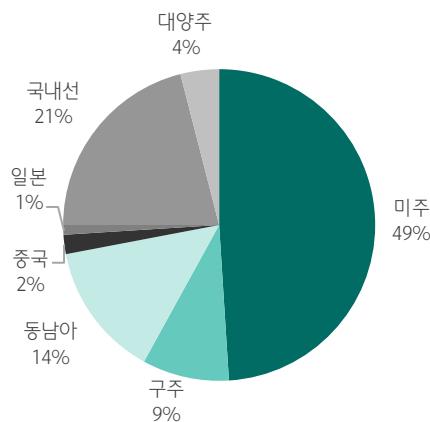
표 1. 대한항공 실적 추이 및 전망

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
국제여객												
RPK	백만 Km	19,116	20,149	21,008	20,287	13,487	1,298	2,731	5,072	80,560	22,587	50,614
L/F	%	80.3	82.5	83.1	83.5	73.3	39.1	72.0	74.6	82.4	69.9	79.1
화물												
RPK	백만 Km	1,821	1,781	1,845	2,035	1,878	2,089	2,066	2,177	7,482	8,211	9,032
L/F	%	70.0	70.2	71.0	73.6	75.7	80.8	77.2	78.0	71.2	77.9	77.9
매출액												
여객	십억원	3,049.8	3,020.1	3,283.0	2,938.7	2,352.3	1,690.9	1,820.2	1,881.3	12,291.7	7,744.8	10,239.7
화물	십억원	1,905.7	1,945.5	2,114.6	1,801.8	1,282.8	203.9	323.2	504.5	7,767.6	2,314.4	5,434.5
기타	십억원	644.6	630.0	640.1	642.7	657.6	1,225.9	943.2	858.8	2,557.4	3,685.5	3,184.6
영업이익	십억원	148.2	(101.5)	117.9	121.8	(56.6)	148.5	(26.9)	30.2	286.4	95.1	425.0
순이익	십억원	(34.2)	(380.8)	(211.8)	58.1	(692.0)	162.5	(15.8)	113.0	(568.7)	(432.3)	(39.8)
영업이익률	(%)	4.9	(3.4)	3.6	4.1	(2.4)	8.8	(1.5)	1.6	2.3	1.2	4.2
순이익률	(%)	(1.1)	(12.6)	(6.5)	2.0	(29.4)	9.6	(0.9)	6.0	(4.6)	(5.6)	(0.4)

주: IFRS 별도 기준

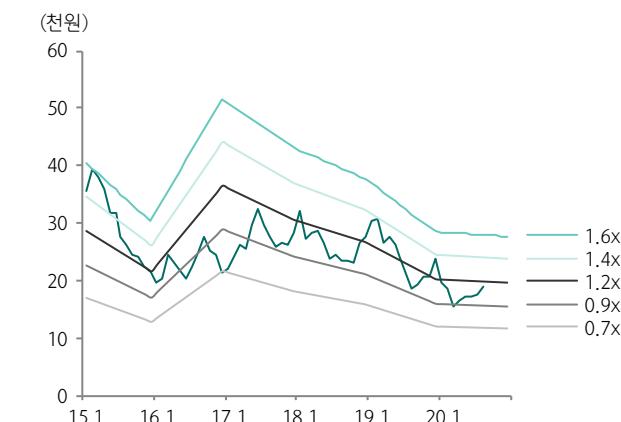
자료: 하나금융투자

그림 1. 대한항공 여객 노선별 매출비중



주: 2020년 2분기 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	7,904.1	10,639.7	12,008.8
매출원가	10,964.0	11,139.3	7,075.5	9,050.9	9,861.1
매출총이익	2,047.6	1,544.1	828.6	1,588.8	2,147.7
판관비	1,376.4	1,286.6	800.8	1,213.8	1,403.2
영업이익	671.2	257.5	27.7	375.0	744.5
금융순익	(454.7)	(464.0)	(638.0)	(400.7)	(370.3)
종속/관계기업순익	0.5	0.2	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타영업외순익	(394.8)	(528.2)	(213.2)	(89.6)	(93.4)
세전이익	(177.7)	(734.5)	(823.7)	(115.5)	280.6
법인세	(16.7)	(111.7)	(205.3)	(27.7)	67.3
계속사업이익	(161.1)	(622.8)	(618.4)	(87.8)	213.3
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(161.1)	(622.8)	(618.4)	(87.8)	213.3
비지배주주지분 순이익	7.4	6.3	(4.2)	(0.6)	1.5
지배주주순이익	(168.5)	(629.1)	(614.2)	(87.2)	211.8
지배주주지분포괄이익	(395.1)	(683.5)	(609.4)	(87.1)	211.6
NOPAT	608.3	218.3	20.8	285.0	565.8
EBITDA	2,421.9	2,340.1	2,051.1	2,358.0	2,740.8
성장성(%)					
매출액증가율	7.6	(2.5)	(37.7)	34.6	12.9
NOPAT증가율	(9.5)	(64.1)	(90.5)	1,270.2	98.5
EBITDA증가율	(8.0)	(3.4)	(12.3)	15.0	16.2
영업이익증가율	(28.6)	(61.6)	(89.2)	1,253.8	98.5
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	적지	혹전
EPS증가율	적전	적지	적지	적지	혹전
수익성(%)					
매출총이익률	15.7	12.2	10.5	14.9	17.9
EBITDA이익률	18.6	18.5	25.9	22.2	22.8
영업이익률	5.2	2.0	0.4	3.5	6.2
계속사업이익률	(1.2)	(4.9)	(7.8)	(0.8)	1.8

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(1,455)	(5,432)	(4,360)	(497)	1,208
BPS	26,247	22,936	17,343	16,846	18,054
CFPS	23,158	22,910	18,278	12,935	15,184
EBITDAPS	20,913	20,207	14,562	13,449	15,633
SPS	112,357	109,522	56,117	60,687	68,497
DPS	207	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	N/A	15.8
PBR	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
PCFR	1.2	1.0	1.0	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.1	7.8	9.7	7.9	6.5
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	(5.1)	(22.1)	(21.6)	(2.9)	6.9
ROA	(0.7)	(2.4)	(2.3)	(0.3)	0.8
ROIC	3.2	1.1	0.1	1.6	3.3
부채비율	717.1	871.5	718.2	773.6	749.8
순부채비율	443.4	550.3	519.3	494.2	441.2
이자보상배율(배)	1.2	0.4	0.0	0.8	1.6

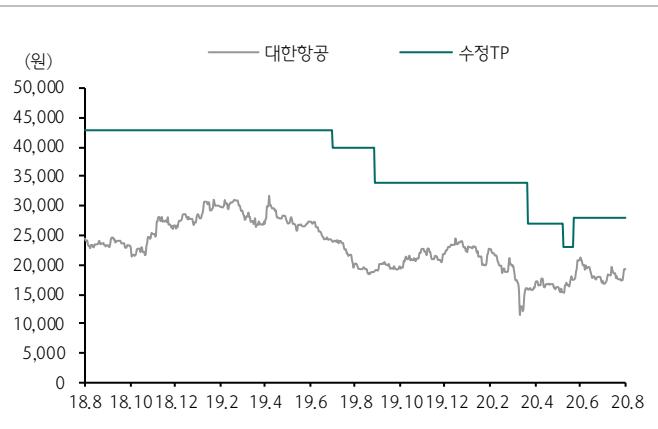
자료: 하나금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,750.0	3,574.7	3,497.1	4,262.5	5,178.2
금융자산	1,771.4	1,753.6	1,775.0	2,025.8	2,730.2
현금성자산	1,504.0	816.3	1,224.3	1,223.0	1,823.9
매출채권 등	883.3	899.5	556.6	811.4	916.0
재고자산	918.2	712.9	441.1	643.0	726.0
기타유동자산	177.1	208.7	724.4	782.3	806.0
비유동자산	22,092.5	23,439.4	22,321.0	22,495.2	22,622.4
투자자산	402.5	358.0	257.3	314.5	338.0
금융자산	225.5	194.6	120.4	175.5	198.1
유형자산	20,098.5	21,310.4	19,898.5	20,409.0	20,167.4
무형자산	300.8	294.9	266.9	241.5	218.7
기타비유동자산	1,290.7	1,476.1	1,898.3	1,898.3	1,898.3
자산총계	25,842.5	27,014.1	25,818.1	26,757.7	27,800.6
유동부채	7,556.8	8,777.3	8,219.0	9,411.7	9,819.4
금융부채	4,326.5	5,269.4	5,988.8	6,188.8	6,188.8
매입채무 등	1,074.7	1,135.8	702.8	1,024.5	1,156.6
기타유동부채	2,155.6	2,372.1	1,527.4	2,198.4	2,474.0
비유동부채	15,123.1	15,456.0	14,443.8	14,283.2	14,710.0
금융부채	11,467.9	11,786.4	12,173.2	10,973.2	10,973.2
기타비유동부채	3,655.2	3,669.6	2,270.6	3,310.0	3,736.8
부채총계	22,679.9	24,233.3	22,662.7	23,694.9	24,529.4
지배주주지분	3,039.5	2,656.2	3,040.6	2,953.4	3,165.3
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	654.7	654.7	654.7
이익잉여금	212.6	(345.8)	(965.7)	(1,052.9)	(841.0)
비지배주주지분	123.1	124.6	114.8	109.4	106.0
자본총계	3,162.6	2,780.8	3,155.4	3,062.8	3,271.3
순금융부채	14,023.0	15,302.2	16,387.0	15,136.2	14,431.8
현금흐름표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	2,792.6	2,333.7	455.7	3,891.0	3,288.1
당기순이익	(161.1)	(622.8)	(87.8)	213.3	
조정	2,852.5	3,323.6	3,196.5	2,461.2	2,451.6
감가상각비	1,750.6	2,082.6	2,023.3	1,982.9	1,996.3
외환거래손익	341.9	387.4	533.8	0.0	0.0
지분법손익	(0.5)	(0.2)	0.1	0.0	0.0
기타	760.5	853.8	639.3	478.3	455.3
영업활동 변동	101.2	(367.1)	(2,122.4)	1,517.6	623.2
투자활동 현금흐름	(657.9)	(1,595.0)	(838.7)	(2,414.1)	(2,231.8)
투자자산감소(증가)	74.3	44.7	100.8	(57.2)	(23.5)
유형자산감소(증가)	(1,198.2)	(1,177.6)	(1,276.9)	(2,100.0)	(2,100.0)
기타	466.0	(462.1)	337.4	(256.9)	(108.3)
재무활동 현금흐름	(1,407.5)	(1,447.2)	583.1	(1,478.3)	(455.4)
금융부채증가(감소)	879.9	1,261.4	1,106.2	(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)	(1,523.1)	(478.3)	(455.4)
배당지급	(68.1)	(76.9)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	742.7	(687.7)	408.1	(1.3)	600.9
Unlevered CFO	2,681.8	2,653.1	2,574.4	2,267.8	2,662.0
Free Cash Flow	1,516.4	1,150.8	(2,222.3)	1,791.0	1,188.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

대한항공



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
20.6.1	BUY	28,000		
20.5.18	BUY	23,000	-13.26%	-6.96%
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%
18.8.19	BUY	43,000	-26.12%	-12.21%
18.5.16	BUY	48,000	-38.30%	-29.79%

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	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 8월 9일

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 8월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2020년 8월 10일 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.