



2021년 2월 5일 | Equity Research

대한항공 (003490)

4분기에도 화물 수요 급증이 전사 수익성 악화 방지

4Q20 화물 수요 호조로 영업이익 흑자 기조 유지

2020년 4분기 대한항공의 별도 매출액과 영업이익은 각각 1.9조원(YoY -36.7%, QoQ +19.9%)과 1,463억원(YoY +20.1%, QoQ +1,825.0%)을 기록했다.

코로나19의 전세계 재확산으로 여전히 해외 여행에 대한 수요 개선의 기미가 보이지 않는 가운데 대한항공의 4분기 1) 국제선 여객 수송(RPK)은 전년동기대비 94.0% 급감한 반면, 일부 국제선 노선 운항 재개로 국제선 공급은 77.3% 감소에 그치며 2) 탑승률(L/F)이 22.1%까지 하락했다. 그럼에도 불구하고, 코로나19 진단키트와 자동차 부품 및 IT 제품들의 수요 확대와 컨테이너선의 급격한 공급 부족으로 기존 해운 수요가 항공 화물기 수요로 몰리면서 3) 화물 수송(FTK)이 21.2% 증가했다. 동시에 수요 급증에 따른 운임 상승으로 대한항공의 4) 4분기 화물운임(Yield)은 전년동기대비 72.0% 급등하면서 영업이익이 시장컨센서스인 1,253억원을 상회했다.

화물 성수기 지났어도 견조한 수요 한동안 지속 전망

유럽과 미국을 중심으로 코로나19 백신 접종이 진행되고 있지만 국내외적으로 확산이 여전히 지속되고 있는 상황으로 1분기 중으로 국제선 수요가 본격적으로 회복되기는 어려울 전망이다. 대신 화물의 경우 연말 성수기 효과가 끝났음에도 불구하고, 여전히 높은 수요가 지속되고 있는 가운데 향후 본격적인 백신 수송도 예정되어 있기 때문에 1분기 화물 부문 실적은 4분기 보다 소폭 축소되겠지만 그 폭이 제한적일 것으로 예상된다.

투자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 35,000원으로 상향

대한항공에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 기존 30,000원에서 35,000원으로 상향한다. 목표주가는 12M FWD BPS에 목표 PBR 1.8배를 적용했다. 코로나19에 따른 여객 수요 급감에도 불구하고, 화물부문 호조를 통한 영업이익 흑자 기조가 3개 분기 연속해서 확인되었고 다소 시간은 소요되겠지만 전세계 코로나19 백신 접종에 따른 국제여객 수요도 연말로 갈수록 회복될 것으로 기대된다. 동시에 유상증자, 자산매각, 정부 지원 등을 통한 유동성 확보 움직임들도 긍정적이라 판단된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 35,000원(상향) | CP(2월04일): 30,500원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	3,087.55		
52주 최고/최저(원)	30,500/8,818	매출액(십억원)	7,640.2 8,467.2
시가총액(십억원)	5,313.4	영업이익(십억원)	103.6 351.6
시가총액비중(%)	0.25	순이익(십억원)	(344.6) (13.1)
발행주식수(천주)	347,820.8	EPS(원)	(1,395) (18)
60일 평균 거래량(천주)	6,843,321.1	BPS(원)	15,392 12,288
60일 평균 거래대금(십억원)	189.5		
20년 배당금(예상,원)	0		
20년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	11.85		
주요주주 지분율(%)			
한진칼 외 17 인	28.02		



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	13,011.6	12,683.4	7,606.2	8,010.8	9,464.0
영업이익	십억원	671.2	257.5	109.4	332.9	659.6
세전이익	십억원	(177.7)	(734.5)	(964.3)	(138.5)	262.6
순이익	십억원	(168.5)	(629.1)	(312.3)	(95.2)	180.6
EPS	원	(1,128)	(4,212)	(1,749)	(314)	346
증감율	%	적전	적지	적지	적지	흑전
PER	배	(19.00)	(4.39)	(12.06)	(97.13)	88.15
PBR	배	1.05	1.04	1.36	1.58	2.31
EV/EBITDA	배	7.14	7.76	9.32	7.83	6.36
ROE	%	(5.05)	(22.09)	(10.15)	(1.86)	2.65
BPS	원	20,350	17,783	15,458	19,255	13,204
DPS	원	160	0	0	0	0



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

RA 김도현
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com



4Q20 화물 수요 호조로 영업이익 흑자 기조 유지

4Q20 별도 영업이익 1,463억원
(YoY +20.1%, QoQ +1,825.0%) 기록

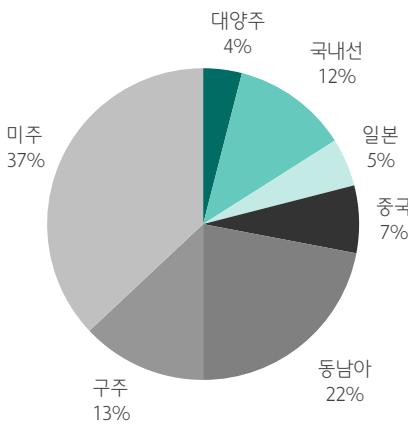
2020년 4분기 대한항공의 별도 매출액과 영업이익은 각각 1.9조원(YoY -36.7%, QoQ +19.9%)과 1,463억원(YoY +20.1%, QoQ +1,825.0%)을 기록했다. 코로나19의 전세계 재확산으로 여전히 해외 여행에 대한 수요 개선의 기미가 보이지 않는 가운데 대한항공의 4분기 1) 국제선 여객 수송(RPK)은 전년동기대비 94.0% 급감한 반면, 일부 국제선 노선 운항 재개를 실시하면서 국제선 공급은 77.3% 감소에 그치며 2) 탑승률(L/F)은 22.1%까지 하락했다. 그럼에도 불구하고, 코로나19 진단키트와 자동차 부품 및 IT 제품들의 수요 확대와 컨테이너선의 급격한 공급 부족에 따른 기존 해운 수요가 항공 화물기 수요로 몰리면서 3) 화물 수송(FTK)이 21.2% 증가했다. 동시에 수요 급증에 따른 운임 상승으로 대한항공의 4) 4분기 화물운임(Yield)은 전년동기대비 72.0% 급등하면서 영업이익이 시장컨센서스인 1,253억원을 상회했다.

표 1. 대한항공 실적 추이 및 전망

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020P	2021F
국제여객												
RPK	백만 Km	13,487	1,298	1,547	1,218	1,349	1,947	6,188	8,522	80,560	17,549	18,005
L/F	%	73.3	39.1	28.2	22.1	27.1	32.6	37.6	51.6	82.4	53.6	41.0
화물												
RPK	백만 Km	1,878	2,089	2,216	2,466	2,348	2,319	2,327	2,589	7,482	8,649	9,582
L/F	%	75.7	80.8	82.3	82.7	84.5	81.5	86.4	96.4	71.2	80.5	87.1
매출액	실억원	2,427.3	1,728.4	1,595.3	1,903.7	1,714.0	1,746.2	2,226.6	2,324.1	12,683.4	7,606.2	8,010.8
여객	십억원	1,282.8	203.9	272.9	197.4	212.6	305.4	853.5	865.7	7,767.6	1,957.0	2,237.2
화물	십억원	657.6	1,215.9	1,016.3	1,291.0	1,134.9	1,061.2	1,006.9	1,089.3	2,557.4	4,180.8	4,292.2
기타	십억원	438.4	308.6	306.1	415.3	366.5	379.6	366.2	369.1	2,358.4	1,468.4	1,481.4
영업이익	실억원	(82.8)	110.2	(31.4)	121.1	97.5	61.2	84.4	89.9	257.5	109.4	332.9
순이익	실억원	(736.9)	117.4	(32.4)	360.2	(56.1)	(106.4)	26.1	31.2	(622.8)	(291.7)	(105.2)
영업이익률	(%)	(3.4)	6.4	(2.0)	6.4	5.7	3.5	3.8	3.9	2.0	1.4	4.2
순이익률	(%)	(30.4)	6.8	(2.0)	18.9	(3.3)	(6.1)	1.2	1.3	(4.9)	(3.8)	(1.3)

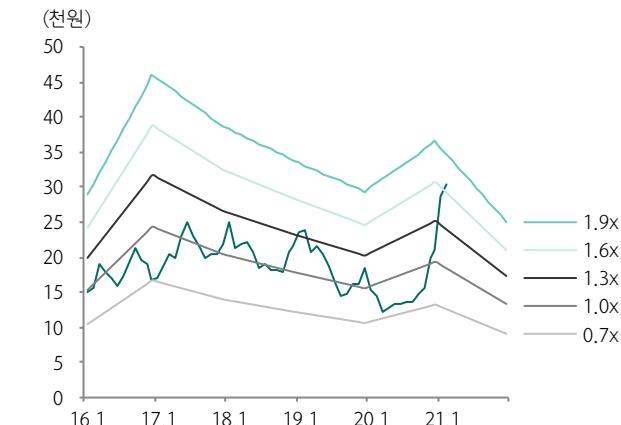
주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

그림 1. 대한항공 여객 노선별 매출비중



주: 2020년 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	7,606.2	8,010.8	9,464.0
매출원가	10,964.0	11,139.3	6,839.7	6,864.9	7,864.7
매출총이익	2,047.6	1,544.1	766.5	1,145.9	1,599.3
판관비	1,376.4	1,286.6	657.1	812.9	939.7
영업이익	671.2	257.5	109.4	332.9	659.6
금융손익	(454.7)	(464.0)	(595.6)	(179.6)	(110.2)
종속/관계기업손익	0.5	0.2	(0.7)	(0.2)	(0.2)
기타영업외손익	(394.8)	(528.2)	(477.5)	(291.6)	(286.6)
세전이익	(177.7)	(734.5)	(964.3)	(138.5)	262.6
법인세	(16.7)	(111.7)	34.9	(33.2)	63.0
계속사업이익	(161.1)	(622.8)	(999.2)	(105.2)	199.6
증단사업이익	0.0	0.0	707.6	0.0	0.0
당기순이익	(161.1)	(622.8)	(291.7)	(105.2)	199.6
비자매주주지분 순이익	7.4	6.3	20.6	(10.0)	19.0
지배주주순이익	(168.5)	(629.1)	(312.3)	(95.2)	180.6
지배주주지분포괄이익	(395.1)	(683.5)	(309.2)	(98.8)	187.4
NOPAT	608.3	218.3	113.4	253.0	501.3
EBITDA	2,421.9	2,340.1	2,026.8	2,042.9	2,363.9
성장성(%)					
매출액증가율	7.60	(2.52)	(40.03)	5.32	18.14
NOPAT증가율	(9.45)	(64.11)	(48.05)	123.10	98.14
EBITDA증가율	(8.01)	(3.38)	(13.39)	0.79	15.71
영업이익증가율	(28.58)	(61.64)	(57.51)	204.30	98.14
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
EPS증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	15.74	12.17	10.08	14.30	16.90
EBITDA이익률	18.61	18.45	26.65	25.50	24.98
영업이익률	5.16	2.03	1.44	4.16	6.97
계속사업이익률	(1.24)	(4.91)	(13.14)	(1.31)	2.11

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(1,128)	(4,212)	(1,749)	(314)	346
BPS	20,350	17,783	15,458	19,255	13,204
CFPS	17,955	17,762	15,706	6,143	4,252
EBITDAPS	16,214	15,667	11,350	6,743	4,524
SPS	87,112	84,915	42,596	26,441	18,112
DPS	160	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(19.00)	(4.39)	(12.06)	(97.13)	88.15
PBR	1.05	1.04	1.36	1.58	2.31
PCFR	1.19	1.04	1.34	4.97	7.17
EV/EBITDA	7.14	7.76	9.32	7.83	6.36
PSR	0.25	0.22	0.50	1.15	1.68
재무비율(%)					
ROE	(5.05)	(22.09)	(10.15)	(1.86)	2.65
ROA	(0.67)	(2.38)	(1.19)	(0.36)	0.66
ROIC	3.24	1.14	0.63	1.55	3.15
부채비율	717.13	871.45	604.23	289.81	294.08
순부채비율	443.40	550.28	383.65	153.60	135.31
이자보상배율(배)	1.23	0.42	0.21	0.79	1.82

자료: 하나금융투자

대차대조표

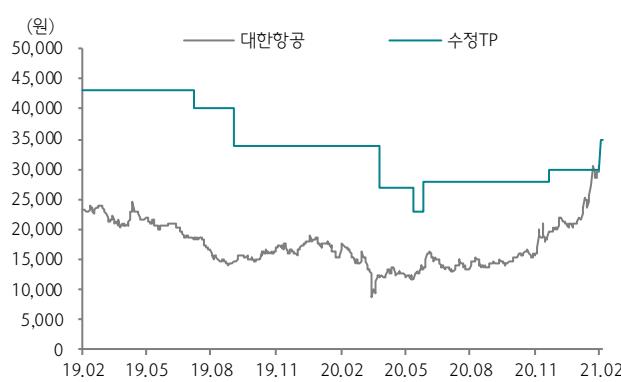
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,750.0	3,574.7	4,210.7	5,443.4	6,064.4
금융자산	1,771.4	1,753.6	2,283.2	3,233.7	3,422.3
현금성자산	1,504.0	816.3	1,102.8	1,792.7	1,581.8
매출채권	705.8	701.6	579.6	707.6	903.7
재고자산	918.2	712.9	446.3	544.9	696.0
기타유동자산	354.6	406.6	901.6	957.2	1,042.4
비유동자산	22,092.5	23,439.4	21,426.7	21,244.6	21,683.1
투자자산	402.5	358.0	274.0	301.9	344.7
금융자산	395.7	350.7	269.5	296.4	337.6
유형자산	20,098.5	21,310.4	19,119.4	18,936.5	19,356.3
무형자산	300.8	294.9	264.9	237.9	213.9
기타비유동자산	1,290.7	1,476.1	1,768.4	1,768.3	1,768.2
자산총계	25,842.5	27,014.1	25,637.4	26,688.0	27,747.6
유동부채	7,556.8	8,777.3	7,620.2	7,104.8	7,047.5
금융부채	4,326.5	5,269.4	5,338.8	4,338.8	3,538.8
매입채무	153.6	196.5	123.0	150.2	191.8
기타유동부채	3,076.7	3,311.4	2,158.4	2,615.8	3,316.9
비유동부채	15,123.1	15,456.0	14,376.7	12,736.8	13,658.9
금융부채	11,467.9	11,786.4	10,911.1	9,411.1	9,411.1
기타비유동부채	3,655.2	3,669.6	3,465.6	3,325.7	4,247.8
부채총계	22,679.9	24,233.3	21,996.9	19,841.6	20,706.4
지배주주지분	3,039.5	2,656.2	3,498.1	6,718.8	6,899.4
자본금	479.8	479.8	876.6	1,744.7	1,744.7
자본잉여금	946.2	719.7	1,513.6	3,961.5	3,961.5
자본조정	774.0	1,152.1	1,170.6	1,170.6	1,170.6
기타포괄이익누계액	627.0	650.5	633.3	633.3	633.3
이익잉여금	212.6	(345.8)	(696.1)	(791.3)	(610.7)
비자매주주지분	123.1	124.6	142.4	127.6	141.8
자본총계	3,162.6	2,780.8	3,640.5	6,846.4	7,041.2
순금융부채	14,023.0	15,302.2	13,966.6	10,516.1	9,527.5

현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	2,792.6	2,333.7	1,299.0	2,190.7	3,653.1
당기순이익	(161.1)	(622.8)	(291.7)	(105.2)	199.6
조정	285	332	287	213	207
감가상각비	1,750.6	2,082.6	1,917.4	1,710.0	1,704.3
외환거래손익	341.9	387.4	227.7	0.0	0.0
자본변동	(0.5)	(0.2)	0.6	0.0	0.0
기타	(1,807.0)	(2,137.8)	(1,858.7)	(1,497.0)	(1,497.3)
영업활동자산부채변동	101.2	(367.1)	(1,282.3)	163.4	1,386.8
투자활동 현금흐름	(657.9)	(1,595.0)	(520.8)	(1,793.4)	(2,547.1)
투자자산감소(증가)	74.3	44.7	84.6	(27.9)	(42.8)
자본증가(감소)	(1,198.2)	(1,177.6)	(413.1)	(1,500.0)	(2,100.0)
기타	466.0	(462.1)	(192.3)	(265.5)	(404.3)
재무활동 현금흐름	(1,407.5)	(1,447.2)	(550.2)	393.3	(1,162.4)
금융부채증가(감소)	879.9	1,261.4	(806.0)	(2,500.0)	(800.0)
자본증가(감소)	0.0	(226.5)	1,190.8	3,316.0	0.0
기타재무활동	(2,219.3)	(2,405.2)	(935.0)	(422.7)	(362.4)
배당지급	(68.1)	(76.9)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	742.7	(687.7)	286.5	689.9	(210.9)
Unlevered CFO	2,681.8	2,653.1	2,804.6	1,861.3	2,222.0
Free Cash Flow	1,516.4	1,150.8	873.5	690.7	1,553.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 평균

대한항공



날짜	투자의견	목표주가	평균		최고/최저
			평균	최고/최저	
21.2.5	BUY	35,000			
20.11.26	BUY	30,000	0.61%	31.12%	
20.6.1	BUY	28,000	-18.77%	-12.02%	
20.5.18	BUY	23,000	-12.35%	-6.96%	
20.3.31	BUY	27,000	-28.61%	-22.59%	
19.9.6	BUY	34,000	-27.88%	-14.41%	
19.7.11	BUY	40,000	-38.13%	-28.13%	
18.7.16	BUY	43,000	-26.91%	-12.21%	

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율

- 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	92.13%	7.87%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 02월 02일

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 2021년 2월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2021년 2월 5일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 모집·사모·매출의 주선업무 관련법인
- 지분의 매각 또는 취득의 중개주선·대리·조언 관련 법인 및 상대법인
- 모집주선 또는 인수 관련 계약 체결 법인(신규상장후 40일간 적용)

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.