

# 대한항공 (003490)

## 변함없는 화물 수요 호조, 국제여객 수요 부진 트렌드

### 1Q21에도 화물 수요 호조로 컨센서스 상회하는 양호한 실적

2021년 1분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 1.8조원 (YoY -24.7%, QoQ -5.8%)과 1,016억원(YoY 흑.전, QoQ -15.8%)을 기록했다.

미국과 유럽을 중심으로 코로나19 백신 접종이 본격적으로 진행되고 있음에도 불구하고, 기타 국가들의 코로나19 재확산과 주요 국가들의 출입국 제한 영향으로 대한항공의 1분기 1) 여객 수송(RPK)은 전년동기대비 90.0% 급감했고 2) 탑승률(L/F) 또한 24.9%에 그쳤다. 반면, 전세계적인 유동성 확대와 경기 회복 영향으로 화물 수요는 여전히 견조했는데 특히 2분기는 수에즈 사태에 따른 컨테이너선 적체가 심해지면서 항공 화물에 대한 수요 확대로 이어지면서 4분기 성수기 효과가 끝났음에도 불구하고, 3) 화물 수송(FTK)이 30.2% 증가했다. 동시에 수요 급증에 따른 운임 상승으로 대한항공의 4) 4분기 화물운임 (Yield)도 전년동기대비 60.0% 급등하면서 영업이익이 시장컨센서스인 768억원을 상회했다.

### 화물 수요 호조는 한동안 더 지속될 전망

유럽과 미국을 중심으로 코로나19 백신 접종이 진행되고 있고 유럽 일부 국가들의 관광객 격리 면제도 검토되고 있지만 국내 외적으로 확산이 여전히 지속되고 있는 상황으로 국제선 수요가 본격적으로 회복되기까지는 시간이 더 필요할 전망이다. 대신 화물의 경우 연말 성수기가 끝났음에도 불구하고, 여전히 공급이 수요를 따라가지 못하는 상황이 지속되고 있다. 이에 대한항공은 중거리용 여객기까지 장거리 화물 노선에 투입할 계획으로 2분기에도 화물 수송 실적은 견조할 것으로 예상된다.

### 투자이견 'BUY' 및 목표주가 35,000원 유지

대한항공에 대해 투자이견 BUY와 목표주가 35,000원을 유지한다. 코로나19에 따른 여객 수요 급감에도 불구하고, 화물부문 호조를 통한 영업이익 흑자 기조가 4개 분기 연속해서 확인되었고 시간은 걸리겠지만 전세계 코로나19 백신 접종에 따른 국제여객 수요도 연말로 갈수록 회복될 것으로 기대된다. 동시에 유상증자, 자산매각, 정부 지원 등을 통한 유동성 확보와 재무안정성 개선 움직임들도 긍정적이라 판단된다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 35,000원 | CP(5월14일): 29,300원

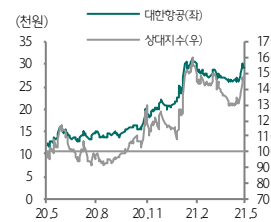
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,153.32
52주 최고/최저(원)	31,400/11,704
시가총액(십억원)	10,191.2
시가총액비중(%)	0.46
발행주식수(천주)	347,820.8
60일 평균 거래량(천주)	2,584.4
60일 평균 거래대금(십억원)	71.9
21년 배당금(예상,원)	0
21년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	10.65
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 16인	28.61
국민연금공단	7.36
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.4 57.8 139.1
상대	12.4 24.8 46.0

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	7,466.2	10,271.8
영업이익(십억원)	142.3	581.8
순이익(십억원)	(370.8)	87.4
EPS(원)	(1,181)	221
BPS(원)	17,015	17,062

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	12,384.3	7,606.2	7,822.4	11,025.4	12,023.9
영업이익	십억원	176.1	108.9	318.9	695.8	735.2
세전이익	십억원	(814.8)	(934.1)	(395.8)	24.7	69.0
순이익	십억원	(629.1)	(211.5)	(313.3)	19.0	53.0
EPS	원	(4,212)	(1,185)	(1,034)	55	152
증감율	%	적지	적지	적지	흑전	176.36
PER	배	(4.39)	(17.80)	(28.34)	532.73	192.76
PBR	배	1.04	1.49	1.65	1.64	1.63
EV/EBITDA	배	8.04	8.95	9.23	7.44	6.89
ROE	%	(22.09)	(7.22)	(6.66)	0.31	0.85
BPS	원	17,783	14,170	17,795	17,849	18,001
DPS	원	0	0	0	0	0



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

1Q21 영업이익 1,016억원  
(YoY 흑전, QoQ -15.8%)로  
시장컨센서스 상회

**1Q21 화물 수요 호조로 컨센서스 상회하는 양호한 실적**

2021년 1분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 1.8조원(YoY -24.7%, QoQ -5.8%)과 1,016억원(YoY 흑전, QoQ -15.8%)을 기록했다.

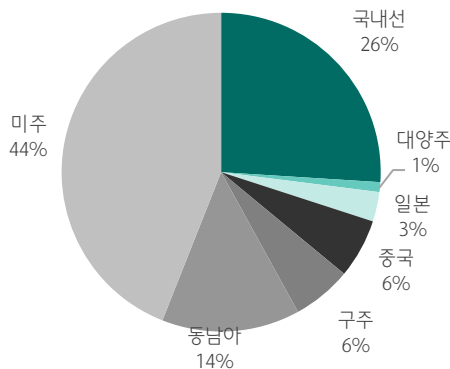
미국과 유럽을 중심으로 코로나19 백신 접종이 본격적으로 진행되고 있음에도 불구하고, 기타 국가들의 코로나19 재확산과 주요국가들의 출입국 제한 영향으로 대한항공의 1분기 1) 여객 수송(RPK)은 전년동기대비 90.0% 급감했고 2) 탑승률(L/F) 또한 24.9%에 그쳤다. 반면, 전세계적인 유동성 확대와 경기 회복 영향으로 화물 수요는 여전히 견조했는데 특히 2분기는 수에즈 사태에 따른 컨테이너선 적체가 심해지면서 항공 화물에 대한 수요 확대로 이어지면서 4분기 성수기 효과가 끝났음에도 불구하고, 3) 화물 수송(FTK)이 30.2% 증가했다. 동시에 수요 급증에 따른 운임 상승으로 대한항공의 4) 4분기 화물운임(Yield)도 전년동기 대비 60.0% 급등하면서 영업이익이 시장컨센서스인 768억원을 상회했다.

표 1. 대한항공 실적 추이 및 전망

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F
<b>여객</b>												
RPK	백만 Km	13,897	1,625	1,921	1,636	1,383	1,594	3,270	5,414	83,273	19,079	11,661
L/F	%	73.2	42.8	31.9	27.0	24.9	23.5	33.8	44.2	82.4	54.7	31.6
<b>화물</b>												
FTK	백만 Km	1,878	2,089	2,216	2,466	2,446	2,423	2,438	2,589	7,482	8,649	9,896
L/F	%	75.7	80.8	82.3	82.7	84.8	85.2	86.2	96.4	71.2	80.5	88.1
<b>매출액</b>	<b>십억원</b>	<b>2,378.8</b>	<b>1,728.4</b>	<b>1,595.3</b>	<b>1,903.7</b>	<b>1,792.5</b>	<b>1,805.2</b>	<b>2,003.3</b>	<b>2,221.4</b>	<b>12,683.4</b>	<b>7,606.2</b>	<b>7,822.4</b>
여객	십억원	1,282.8	203.9	272.9	245.6	158.0	211.8	443.8	534.5	7,767.6	2,005.2	1,348.2
화물	십억원	657.6	1,215.9	1,016.3	1,360.9	1,353.0	1,304.7	1,213.1	1,334.4	2,557.4	4,250.7	5,205.1
기타	십억원	438.4	308.6	306.1	297.2	281.5	288.8	346.4	352.5	2,358.4	1,350.3	1,269.1
<b>영업이익</b>	<b>십억원</b>	<b>(90.5)</b>	<b>110.1</b>	<b>(31.4)</b>	<b>120.7</b>	<b>101.6</b>	<b>54.1</b>	<b>68.5</b>	<b>94.7</b>	<b>257.5</b>	<b>108.9</b>	<b>318.9</b>
<b>순이익</b>	<b>십억원</b>	<b>(738.1)</b>	<b>117.3</b>	<b>(32.4)</b>	<b>421.8</b>	<b>(55.5)</b>	<b>(76.1)</b>	<b>(103.9)</b>	<b>(74.2)</b>	<b>(570.5)</b>	<b>(309.8)</b>	<b>(309.8)</b>
영업이익률	(%)	(3.8)	6.4	(2.0)	6.3	5.7	3.0	3.4	4.3	2.0	1.4	4.1
순이익률	(%)	(31.0)	6.8	(2.0)	22.2	(3.1)	(4.2)	(5.2)	(3.3)	(4.5)	(4.1)	(4.0)

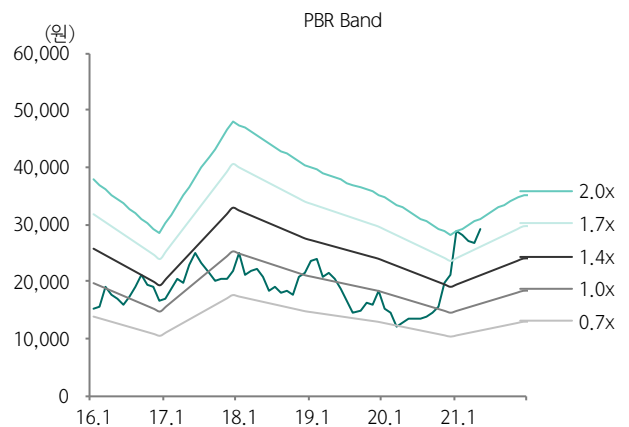
주: IFRS 연결 기준  
자료: 하나금융투자

그림 1. 대한항공 여객 노선별 매출비중



주: 2021년 1분기 기준  
자료: 대한항공, 하나금융투자

그림 2. 대한항공 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준  
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	12,384.3	7,606.2	7,822.4	11,025.4	12,023.9
매출원가	10,935.9	6,844.5	6,760.4	9,249.7	10,115.6
매출총이익	1,448.4	761.7	1,062.0	1,775.7	1,908.3
판매비	1,272.3	652.8	743.0	1,079.9	1,173.1
영업이익	176.1	108.9	318.9	695.8	735.2
금융손익	(463.7)	(667.9)	(467.8)	(483.5)	(449.2)
종속/관계기업손익	0.2	(0.9)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(527.4)	(374.3)	(246.9)	(187.5)	(217.1)
세전이익	(814.8)	(934.1)	(395.8)	24.7	69.0
법인세	(125.7)	(111.4)	(86.0)	5.9	16.6
계속사업이익	(689.1)	(822.7)	(309.8)	18.8	52.4
중단사업이익	66.3	592.7	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(622.8)	(230.0)	(309.8)	18.8	52.4
비배주주지분 순이익	6.3	(18.5)	3.6	(0.2)	(0.6)
지배주주순이익	(629.1)	(211.5)	(313.3)	19.0	53.0
지배주주지분포괄이익	(683.5)	(113.9)	(312.2)	19.0	52.8
NOPAT	148.9	95.9	249.6	528.8	558.8
EBITDA	2,258.7	2,078.0	2,193.8	2,501.7	2,572.2
성장성(%)					
매출액증가율	(4.82)	(38.58)	2.84	40.95	9.06
NOPAT증가율	(75.52)	(35.59)	160.27	111.86	5.67
EBITDA증가율	(6.74)	(8.00)	5.57	14.04	2.82
영업이익증가율	(73.76)	(38.16)	192.84	118.19	5.66
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	178.95
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	176.36
수익성(%)					
매출총이익률	11.70	10.01	13.58	16.11	15.87
EBITDA이익률	18.24	27.32	28.05	22.69	21.39
영업이익률	1.42	1.43	4.08	6.31	6.11
계속사업이익률	(5.56)	(10.82)	(3.96)	0.17	0.44

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	3,574.7	4,002.5	5,265.2	6,263.8	6,850.3
금융자산	1,753.6	1,961.7	2,975.6	3,211.9	3,399.5
현금성자산	816.3	1,314.6	1,573.6	1,195.7	1,061.8
매출채권	701.6	675.1	787.8	1,133.0	1,313.6
재고자산	712.9	551.2	643.2	925.0	1,072.5
기타유동자산	406.6	814.5	858.6	993.9	1,064.7
비유동자산	23,439.4	21,187.5	20,337.8	20,708.9	20,912.2
투자자산	358.0	619.0	644.1	721.2	761.5
금융자산	350.7	612.6	636.7	710.4	749.0
유형자산	21,310.4	18,482.1	17,639.3	17,961.4	18,148.9
무형자산	294.9	268.1	236.1	208.0	183.6
기타비유동자산	1,476.1	1,818.3	1,818.3	1,818.3	1,818.2
자산총계	27,014.1	25,190.1	25,603.0	26,972.6	27,762.4
유동부채	8,777.3	7,987.8	7,020.1	7,238.2	7,771.1
금융부채	5,269.4	5,870.8	4,574.6	3,786.1	3,792.2
매입채무	196.5	86.4	100.8	144.9	168.0
기타유동부채	3,311.4	2,030.6	2,344.7	3,307.2	3,810.9
비유동부채	15,456.0	13,890.6	12,269.8	13,407.3	13,616.7
금융부채	11,786.4	9,804.5	8,304.5	7,704.5	7,004.5
기타비유동부채	3,669.6	4,086.1	3,965.3	5,702.8	6,612.2
부채총계	24,233.3	21,878.3	19,289.9	20,645.6	21,387.8
지배주주지분	2,656.2	3,206.5	6,209.1	6,228.2	6,281.2
자본금	479.8	876.6	1,744.7	1,744.7	1,744.7
자본잉여금	792.4	1,518.6	3,966.5	3,966.5	3,966.5
자본조정	1,079.3	678.2	678.2	678.2	678.2
기타포괄이익누계액	650.5	655.7	655.7	655.7	655.7
이익잉여금	(345.8)	(522.5)	(835.8)	(816.8)	(763.8)
비지배주주지분	124.6	105.2	104.0	98.9	93.5
자본총계	2,780.8	3,311.7	6,313.1	6,327.1	6,374.7
순금융부채	15,302.2	13,713.7	9,903.6	8,278.8	7,397.3

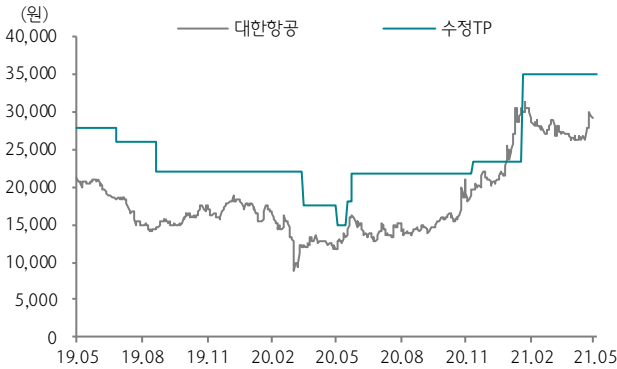
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(4,212)	(1,185)	(1,034)	55	152
BPS	17,783	14,170	17,795	17,849	18,001
CFPS	17,340	12,710	6,008	5,939	6,106
EBITDAPS	15,122	11,637	7,241	7,170	7,372
SPS	82,912	42,596	25,819	31,598	34,459
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(4.39)	(17.80)	(28.34)	532.73	192.76
PBR	1.04	1.49	1.65	1.64	1.63
PCFR	1.07	1.66	4.88	4.93	4.80
EV/EBITDA	8.04	8.95	9.23	7.44	6.89
PSR	0.22	0.50	1.13	0.93	0.85
재무비율(%)					
ROE	(22.09)	(7.22)	(6.66)	0.31	0.85
ROA	(2.38)	(0.81)	(1.23)	0.07	0.19
ROIC	0.77	0.50	1.46	3.39	3.62
부채비율	871.45	660.63	305.55	326.30	335.51
순부채비율	550.28	414.09	156.87	130.85	116.04
이자보상배율(배)	0.29	0.21	0.73	2.06	2.43

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2,287.9	1,376.7	2,061.6	4,445.1	3,387.3
당기순이익	(622.8)	(230.0)	(309.8)	18.8	52.4
조정	326	255	231	214	214
감가상각비	2,082.6	1,969.1	1,874.9	1,805.9	1,837.0
외환거래손익	387.4	(393.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.2)	0.9	0.0	0.0	0.0
기타	(2,143.8)	(1,321.5)	(1,643.9)	(1,591.9)	(1,623.0)
영업활동 자산부채변동	(349.9)	(940.2)	57.2	2,282.9	1,194.8
투자활동 현금흐름	(1,549.2)	(2.7)	(1,784.8)	(2,796.1)	(2,366.6)
투자자산감소(증가)	44.7	(260.2)	(25.1)	(77.0)	(40.3)
자본증가(감소)	(1,177.6)	(571.3)	(1,000.0)	(2,100.0)	(2,000.0)
기타	(416.3)	828.8	(759.7)	(619.1)	(326.3)
재무활동 현금흐름	(1,447.2)	(858.1)	80.5	(1,725.9)	(997.0)
금융부채증가(감소)	1,261.4	(1,380.5)	(2,796.2)	(1,388.4)	(693.9)
자본증가(감소)	(153.8)	1,123.0	3,316.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2,477.9)	(539.6)	(439.3)	(337.5)	(303.1)
배당지급	(76.9)	(61.0)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(687.7)	498.3	33.5	(377.9)	(133.9)
Unlevered CFO	2,590.1	2,269.6	1,820.1	2,072.5	2,130.6
Free Cash Flow	1,105.0	765.7	1,061.6	2,345.1	1,387.3

자료: 하나금융투자

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대한항공



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.2.5	BUY	35,000		
20.11.26	BUY	23,262	0.61%	31.12%
20.6.8	BUY	21,711	-30.52%	-3.75%
20.6.1	BUY	18,156	-18.77%	-12.02%
20.5.18	BUY	14,914	-12.35%	-6.96%
20.3.31	BUY	17,507	-28.61%	-22.59%
19.9.6	BUY	22,046	-27.88%	-14.41%
19.7.11	BUY	25,937	-38.13%	-28.13%
18.7.16	BUY	27,882	-26.91%	-12.21%

투자등급 관련사항 및 투자이건 비율공시

- 투자이건의 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	95.06%	4.94%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 05월 13일

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 2021년 5월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2021년 5월 16일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 모집 · 사모 · 매출의 주선업무 관련법인
- 지분의 매각 또는 취득의 중개·주선·대리·조연 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.