하나금융투자 2021년 전망 I 2020년 11월 26일

운송 Overweight

2021년 서서히 언택트에서 컨택트로의 전환 기대

- 건화물선: 수요 회복과 제한적인 공급 확대의 이중주 기대
- 항공: 느리지만 그래도 여객 회복의 기대감. 양호한 화물 수요 지속 전망
- 투자의견 Overweight, Top-Picks 팬오션, 관심종목 대한항공 제시

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

RA 김도현
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com

하나금융투자

CONTENTS

Summary 3

1. 투자포인트 및 밸류에이션 4
   1) 해운: 이제부터 시작. 항공: 긴 터널의 끝이 보이다 4
   2) 운송 Top Pick: 팬오션, 관심종목으로 대한항공 제시 5

2. 해상운송 – 커져가는 2021년 운임 회복 기대감 7
   1) 2020에도 확대된 BDI의 변동성, 그리고 뚜렷해진 계절성 7
   2) 올해가 기저효과로 작용, 2021년 건화물 해상물동량 증가세 두드러질 전망 9
   3) 2021년 신조 인도는 감소, 노후선 폐선은 확대 전망 12
   4) 2021년 건화물선시장의 화려한 비상(飛上) 기대 14

3. 항공운송 – 긴 터널의 끝이 보이다 15
   1) 코로나19 여전히 대유행 중, 회복 기미가 보이지 않았던 여객 수요 15
   2) 단기 국제여객 수요 회복의 변수: 트래블버블 19
   3) 여객 수요 회복의 핵심은 백신 보급, 본격적인 국제여객 회복은 2022년부터 20
   4) 2021에도 화물 수요 성장세 지속, 상고하저(上高下低) 예상 22
   5) 2021년 코로나19 백신 수송 수요는 항공화물 수요에 보너스! 24
   6) 한국 항공산업의 새로운 판짜기 25

Top pick 및 관심종목 26
   팬오션(028670) 27
   대한항공(003490) 31

Analyst 박성봉 02-3771-7774

2020년 11월 26일 I Equity Research

운송

2021년 서서히 언택트에서 컨택트로의 전환 기대

건화물선: 수요 회복과 제한적인 공급 확대의 이중주 기대

코로나19 확산으로 2020년 건화물 해상물동량은 -2.7%, BDI 평균은 20.9% 하락한 1,070포인트가 예상된다. 2021년은 견조한 중국의 경제성장과 더불어 미국과 유럽 등, 기타 국가들의 정상화에 따른 철광석과 석탄 수요 회복으로 건화물 해상물동량은 +4.7%가 예상된다. 동시에 제한적인 신조 선박 인도와 노후선박 폐선 가속화로 수급 개선과 운임 상승이 가능할 것으로 기대된다.

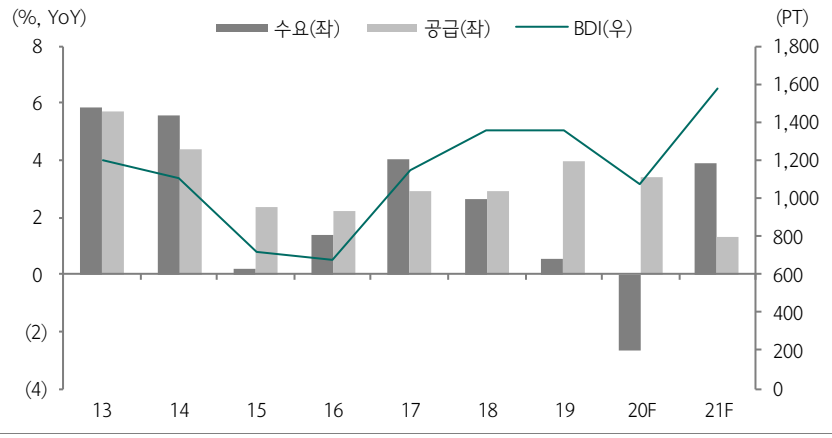
항공: 느리지만 그래도 여객 회복의 기대감. 양호한 화물 수요 지속 전망

최근 글로벌 상위 제약사들의 3상 임상 예비 결과로 높은 효능이 발표되며 백신 개발에 대한 기대감이 확대되고 있다. 현재 계획대로라면 국내에서의 본격적인 백신 접종은 이르면 내년 2분기 아니면 내년 하반기에 가능할 것으로 예상되어 그때부터 국제선 여객 수요는 서서히 회복될 전망이다. 하지만 백신 보급 이후 본격적인 여객 수요 회복까지는 3~6개월의 시차가 있을 것이고 결국 그 시점은 2022년이 될 가능성이 높다. 올해 하반기부터 방역 관련 제품과 더불어 해외 여행을 가지 못하게 된 상황에서 보복 소비 심리까지 확대되면서 화물 수요가 크게 개선되었다. 2021년에도 화물 수요의 견조한 성장세는 지속될 전망이다.

운송업종 'Overweight', Top-Picks: 팬오션, 관심종목 대한항공 제시

운송업종에 대해 투자의견 'Overweight'을 유지하고 최선호주로 팬오션을, 관심종목으로 대한항공을 제시한다. 2021년은 기저효과에 따른 건화물 해상물동량 회복과 노후 건화물선 폐선 가속화에 따른 수급개선과 운임상승이 기대된다. 대한항공은 단기적으로는 화물 부문 호조가 여객부문 손실을 어느정도 커버가 가능할 것으로 예상되고 최근 코로나19 백신 임상의 긍정적인 결과를 감안하면 중장기적으로 본격적인 여객수요 회복에 따른 수익성 개선도 기대된다.

건화물선 수급 및 BDI 동향



자료: 하나금융투자

2021년 전망

Overweight

Top Picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(11월25일)
팬오션 (028670)	BUY	6,000원 (상향)	4,105원
대한항공 (003490)	BUY	30,000 (상향)	25,500원

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

RA 김도현
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com

Analyst 박성봉 02-3771-7774

Summary

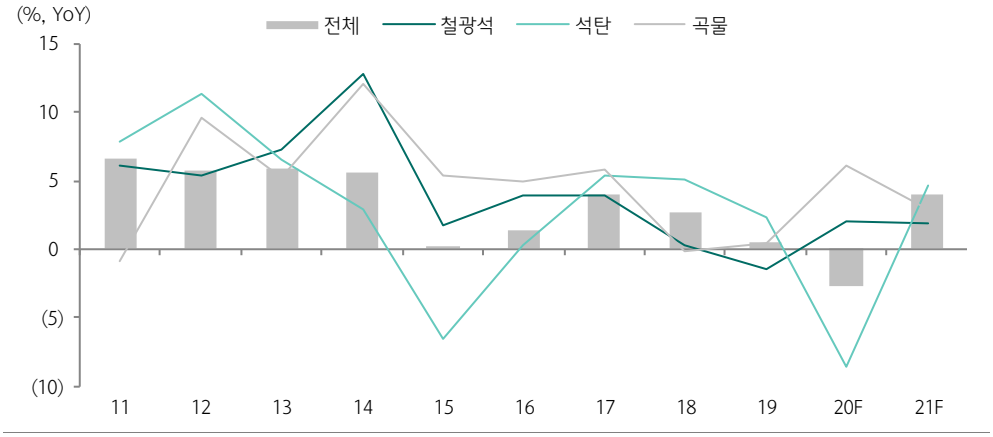
건화물 해상물동량: '20년 -2.7%
→ '21년 +3.9% 예상

중국향 철광석: '20년 +7.4%
→ '21년 보합

중국 제외 철광석: '20년 -11.8%
→ '21년 +11.0%

전세계 석탄 해상물동량:
'20년 -8.7% → '21년 +4.7%

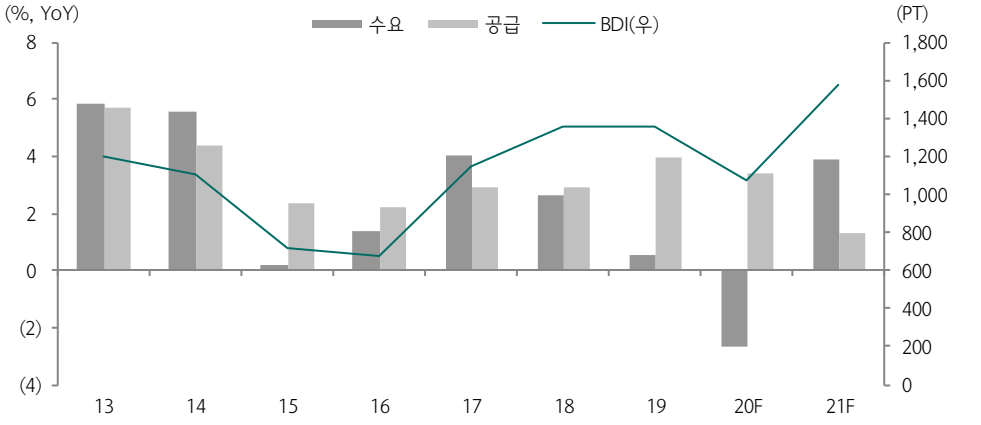
주요 건화물 해상물동량 증가율 동향



자료: Bloomberg, 하나금융투자

'21년 수요 회복과 공급 축소에 따른 수급 개선으로 건화물선 운임(BDI) 1,583포인트(+39.2%) 제시

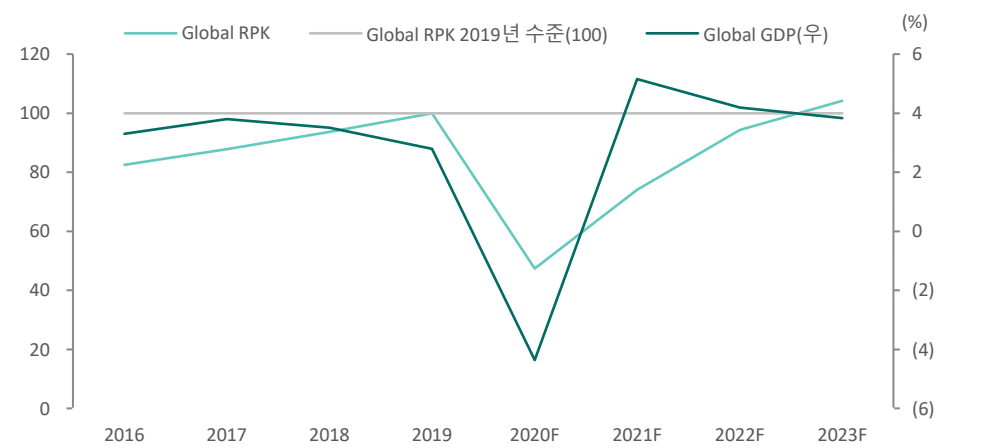
건화물선 수급 및 BDI 동향



자료: Clarkson, 하나금융투자

코로나19 백신 개발 가속화
2H21부터 백신 접종에 따른 여객 수요 아주 서서히 회복 전망

글로벌 GDP, 글로벌 RPK 추이 및 전망



자료: IATA, IMF, 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

1. 투자포인트 및 밸류에이션

1) 해운: 이제부터 시작. 항공: 긴 터널의 끝이 보이다

2021년 기저효과로 건화물 해상물동량 +3.9% 전망
철광석: 중국 제외 국가들의 수요 회복 두드러질 전망
석탄: 기저효과로 +4.7% 예상

WTO에 따르면 코로나19 확산으로 2020년 전세계 교역량은 9.2% 감소가 예상되는 반면, 2021년은 7.2% 증가할 전망이다. 건화물 해상물동량 또한 2020년의 -2.7%에서 2021년에는 +3.9%로 회복될 것으로 예상된다. 2021년 철광석 해상물동량은 중국을 제외한 기타 국가들로 향하는 철광석 해상물동량이 +11.0%가 예상되어 전체 철광석 해상 물동량 증가를 견인할 것이다. 석탄 또한 올해 전세계 제조업 가동률 하락에 따른 산업용 발전 수요 감소의 기저 효과로 2021년 해상물동량은 +4.7%로 회복될 전망이다.

1Q20 BDI 591포인트로 1Q16의 358에 이어 역대 두번째로 낮은 수치 기록
하반기는 7월과 10월에 2,000포인트 기록 후 한달 내 1,000포인트 초반까지 하락, 변동성 확대
'21년 평균 BDI 1,584포인트 (YoY +49.8%) 제시

지난 1분기 건화물선 운임(BDI)은 코로나19 확산으로 평균 591포인트를 기록하며 2016년 1분기의 358 이후 역대 두번째로 낮은 수치를 기록했다. 하반기에는 중국의 제조업 정상화로 7월과 10월에 각각 2,000포인트에 도달하기도 했지만 한달도 지나지 않아 1,000포인트 초반까지 하락하는 등 변동성이 크게 확대되었다. 코로나19 영향으로 2020년 평균 BDI는 20.9% 하락한 1,070포인트를 기록할 것으로 예상된다. 2021년은 견조한 중국의 경제성장과 더불어 미국과 유럽 등의 기타 국가들의 정상화로 의미 있는 수준의 건화물선 해상물동량 회복이 예상되는 가운데 노후선박 폐선 가속화로 수급 개선이 기대되고 BDI는 1,583포인트(+49.8%)를 기록할 것으로 예상된다.

코로나19 확산으로 전세계 항공산업 큰 타격
9월 누적 내국인 출국자 -81.7%, 10월 누적 인천공항 여객 -80.5%
코로나19 백신의 본격적인 접종은 내년 하반기부터 가능할 전망
백신 보급 이후 본격적인 여객 수요는 2022년부터일 가능성 높아

코로나19 확산으로 국내뿐만 아니라 전세계 항공산업이 큰 타격을 입었다. 9월 누적 내국인 출국자는 전년동기대비 -81.7%를, 10월 누적 인천공항 여객 수송실적은 -80.5%를 기록했다. 각국의 입국금지 조치로 일부 해외 교민의 입국을 제외하면 국제선 여객수요는 거의 전무하다시피 했다. 단기적으로는 '트레블버블'의 체결 여부가 일부 국제선 수요 회복 변수로 작용할 전망이나 궁극적으로는 코로나19 백신 보급을 통한 해외여행에 대한 안전성 담보가 필요하다. 최근 상위 제약사들의 3상 임상 예비 결과에서 높은 효능이 발표되며 백신 개발에 대한 기대감이 확대되고 있다. 다만 현재 확보된 백신 생산능력과 안전성 등을 감안하면 국내에서의 본격적인 접종은 이르면 내년 2분기 아니면 내년 하반기에 가능할 것이다. 따라서 내년 하반기부터 국제선 여객 수요는 서서히 회복세로 전환될 전망이다. 하지만 여러 설문 조사에 따르면 백신 개발 이후 본격적인 여객 수요 회복까지는 3~6개월의 시차가 있을 것이고 결국 그 시점은 2022년이 될 가능성이 높다.

2020년 10월 누적 인천공항 화물 수송 실적 YoY +0.8%
하반기는 언택트 뿐만 아니라 전통 품목들 수요 회복
'21년에도 화물 수요 성장 지속 전망
다만 하반기로 갈수록 해외여행 일부 재개에 따른 밸리카고 공급 확대 및 보복소비 축소 등으로 상고하저(上高下低) 전망

부진한 여객 수요와는 달리 화물 수요는 양호했다. 2020년 10월 누적 인천공항 화물 수송 실적은 228.9만톤으로 전년동기대비 0.8% 증가했다. 상반기 일시적 수요 감소 이후 하반기에는 주력 수출 품목인 반도체와 바이오헬스 및 컴퓨터 관련 품목 등 일부 품목들이 크게 증가했고, 해외 여행을 갈 수 없게 된 상황에서 보복 소비 심리까지 확대되면서 자동차 부품을 비롯한 전통 화물 수요도 회복세로 전환되며 7월부터 4개월 연속 증가세를 지속하고 있다. 2021년에도 화물 수요의 견조한 성장세는 지속될 전망이다. 다만 내년 하반기부터는 국제선 여객 수요가 속도는 더디지만 그래도 회복세 전환이 예상되기 때문에 여객기 운항 확대에 따른 밸리카고 공급 확대 및 해외여행 일부 재개에 따른 보복소비 축소 등이 화물 수요에 부정적으로 작용할 것으로 예상되기 때문에 상고하저(上高下低)를 기록할 전망이다.

Analyst 박성봉 02-3771-7774

2) 운송 Top Pick: 팬오션, 관심종목으로 대한항공 제시

운송업종 'Overweight' 제시
안정적인 수익창출이 가능한 해운 중심의 투자 추천
Top Pick: 팬오션
관심종목: 대한항공

운송업종에 대해 투자의견 'Overweight'를 제시한다. 해운은 2021년에 가시화 될 수급상의 긍정적인 변화가 기대되고 항공은 즉각적인 변화보다는 보다 장기적인 추세 변화를 감안한 투자 전략이 필요한 시점이다. 해운시장은 2020년의 기저효과와 더불어 제한적인 공급 확대의 긍정적인 영향이 가시화될 가능성이 높을 것으로 예상된다. 2021년 상반기까지는 부진한 여객 수요가 예상되지만 2021년 하반기부터 서서히 회복될 것으로 전망되는 반면, 항공 화물 수요 호조는 지속될 전망이다. 따라서 건화물선 업황 회복에 따른 이익 개선 가시성이 높은 팬오션을 최선호주로, 양호한 화물 수요와 유동성 확보가 가능할 것으로 예상되는 대한항공을 관심종목으로 제시한다.

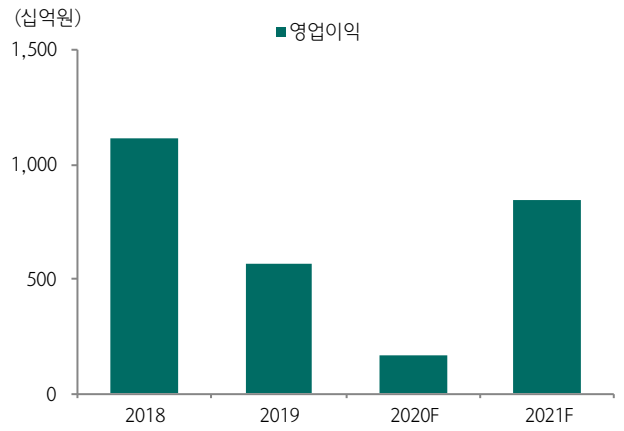
팬오션: '21년 철광석과 석탄 등의 주요 건화물 해상물동량 회복과 노후 건화물선 폐선 가속화에 따른 수급개선과 운임상승 수혜 기대

팬오션(028670.KS/BUY/TP 6,000원)의 투자포인트는 2021년 건화물선 운임(BDI) 상승에 따른 수익성 개선 모멘텀이다. 2020년은 코로나19 확산에 따른 해상물동량 감소와 선박 공급 확대로 2019년대비 운임이 하락했다. 하지만 2021년에는 철광석과 석탄 등의 주요 건화물 해상물동량 회복과 노후 건화물선 폐선 가속화에 따른 수급개선과 운임상승의 수혜가 기대된다.

대한항공: 단기적으로는 화물 수요 호조 지속 예상
최근 코로나19 백신 임상의 긍정적인 결과로 중장기적으로 본격적인 여객 수요 회복에 따른 수익성 개선 기대
아시아나항공 최종 인수 여부는 조금 더 상황을 지켜봐야….

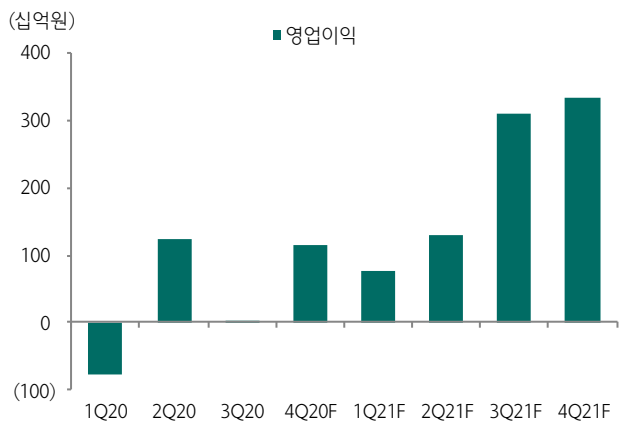
대한항공(003490.KS/BUY/TP 30,000원)의 투자포인트는 단기적으로는 화물 부문 호조와 지속될 것으로 예상되는 가운데 최근 코로나19 백신 임상의 긍정적인 결과들이 발표되면서 중장기적으로 본격적인 여객수요 회복에 따른 수익성 개선이 기대된다는 점이다. 다만 최근에 발표된 아시아나항공 인수에 따른 재무구조 악화 우려가 확대되고 있는데 아직까지는 최종 인수 여부를 속단하기에는 이르다. 국내외 기업결합 승인 심사를 통과해야 하고 가깝게는 3자연합이 법원에 제출한 한진칼 신주발행금지 가처분 소송 결과를 지켜봐야 하는 시점이다.

그림 1. 운송 Universe 연간 영업이익 전망



주: 당사 4개 커버리지 종목 대상, 대한항공은 아시아나항공 인수 미반영
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 2. 운송 Universe 분기별 영업이익 전망



주: 당사 4개 커버리지 종목 대상, 대한항공은 아시아나항공 인수 미반영
자료: 각 사, 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

표 1. 운송업종 Universe valuation 지표

(단위: 십억원)

	대한항공 (003490, KS)	대한해운 (005880, KS)	팬오션 (028670, KS)	제주항공 (089590, KS)
투자의견	BUY	NEUTRAL(하향)	BUY	NEUTRAL
목표주가(원)	30,000(상향)	3,400(상향)	6,000(상향)	17,000
현재주가(원, 11/25)	25,500	3,085	4,105	16,800
Upside(%)	17.6	10.2	46.2	1.2
매출액(십억원)				
2018	13,011.6	1,284.6	2,668.4	1,259.4
2019	12,683.4	1,005.7	2,467.9	1,384.0
2020F	7,503.2	898.7	2,474.1	374.9
2021F	8,449.2	954.2	2,809.0	540.5
영업이익(십억원)				
2018	671.2	135.0	203.9	101.2
2019	257.5	128.8	210.0	(32.9)
2020F	89.1	145.8	222.6	(292.7)
2021F	529.9	150.2	258.7	(91.4)
영업이익률 (%)				
2018	5.2	10.5	7.6	8.0
2019	2.0	12.8	8.5	(2.4)
2020F	1.2	16.2	9.0	(78.1)
2021F	6.3	15.7	9.2	(16.9)
EPS(원)				
2018	(1,454.8)	313.1	285.1	2,420.5
2019	(5,432.2)	370.5	284.1	(1,131.0)
2020F	(3,752.4)	108.6	261.8	(10,226.5)
2021F	(574.3)	454.5	343.8	(2,204.2)
BPS(원)				
2018	26,246.6	3,089.3	4,945.6	13,125.3
2019	22,936.5	3,434.7	5,399.5	11,183.9
2020F	18,262.2	3,565.9	5,742.9	3,839.5
2021F	17,687.9	4,020.4	6,086.7	1,635.3
PER(배)				
2018	-	6.9	15.6	12.6
2019	-	6.2	16.0	-
2020F	(6.7)	29.3	16.0	(1.6)
2021F	(43.8)	7.0	12.2	(7.6)
PBR(배)				
2018	1.1	0.7	0.9	2.3
2019	1.0	0.7	0.8	2.2
2020F	1.4	0.9	0.7	4.3
2021F	1.4	0.8	0.7	10.2
EV/EBITDA(배)				
2018	7.1	11.3	8.8	4.9
2019	7.8	10.3	8.3	7.8
2020F	10.2	10.3	16.1	(11.4)
2021F	8.4	9.6	13.7	21.2

자료: 하나금융투자 추정

Analyst 박성봉 02-3771-7774

2. 해상운송 – 커져가는 2021년 운임 회복 기대감

1) 2020에도 확대된 BDI의 변동성, 그리고 뚜렷해진 계절성

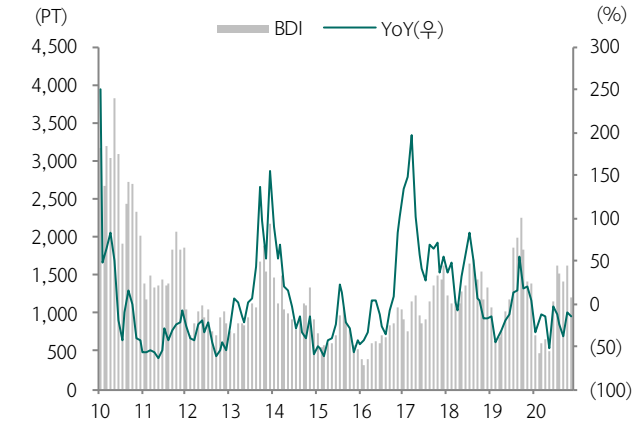
'20년 BDI 변동성 확대
1Q20 BDI 평균 591포인트
1Q16의 358포인트에 이어 역대 두번째로 낮은 수준 기록
1) 브라질 폭우와 호주 태풍
2) 중국 코로나19 확산으로 교통 통제

2020년에도 건화물선 운임(BDI)의 변동성이 확대되었다. 지난 1분기는 코로나19 확산으로 2016년 1분기의 358포인트 이후 역대 두번째로 낮은 수치인 591포인트를 기록했다. 이는 대형선인 Cape급 선박 운임의 변동성 확대에 기인한 것으로 연말에 14,337불/일을 기록했던 Cape급 선박의 5개 주요 항로 평균 운임이 3월초에는 2,000불/일 초반까지 급락했다. 브라질 남부지역의 기록적인 폭우와 호주의 2월 슈퍼태풍 "Damian"의 영향으로 철광석 인프라 훼손과 수출 터미널 가동이 중단되었고 동시에 중국 코로나19 확산에 따른 항만 폐쇄와 내륙 수송 차질로 중국향 화물운송 계약 급감한 것이 운임 하락 원인으로 작용했다.

7월초와 11월초 BDI 단기로 2,000포인트 기록
브라질, 호주의 철광석 수출 회복
10월 중순부터는 중국의 호주산 석탄 수입 규제와 동절기 철강 감산 돌입으로 BDI 하락

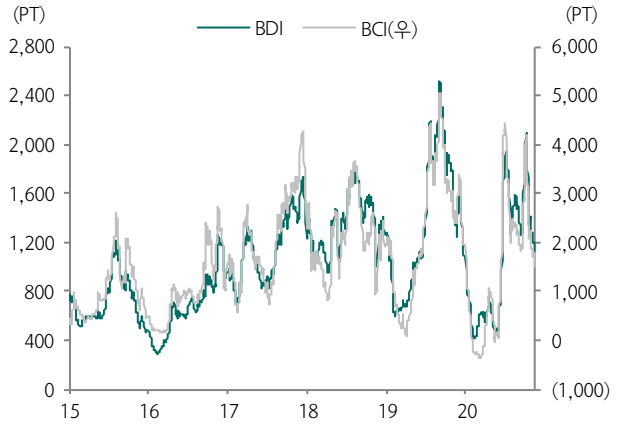
하지만 6월부터 BDI는 급격한 반등에 성공했고 7월초 한때 2,000포인트에 근접했으며 10월초에는 드디어 2,000포인트를 한때 상회했다. 중국의 코로나19 통제로 주요 제조업 가동률이 상승하며 중국향 건화물 해상물동량이 회복된 것이 원인이었다. 동시에 1분기에 차질이 발생했던 브라질과 호주의 철광석 수출도 회복되면서 운임 상승을 견인했다. 하지만 10월 중순부터는 중국의 비공식적인 호주산 석탄 수입 규제와 동절기 철강 감산 돌입에 따른 수입산 철광석 의존도 축소로 하락세가 지속되며 11월 중순 현재 1,000포인트 초반을 기록중이다.

그림 3. 건화물선 운임(BDI) 추이



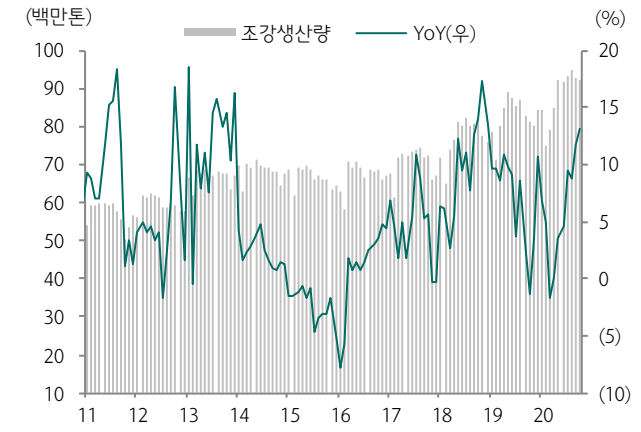
자료: Clarkson, 하나금융투자

그림 4. 건화물선 운임(BDI) 추이 II



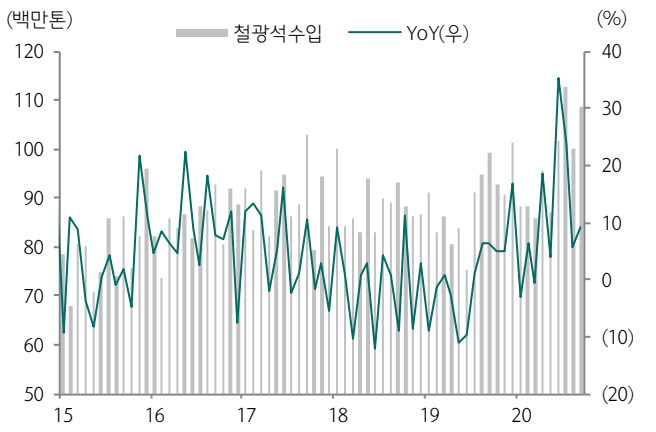
자료: Clarkson, 하나금융투자

그림 5. 중국 조강 생산량 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

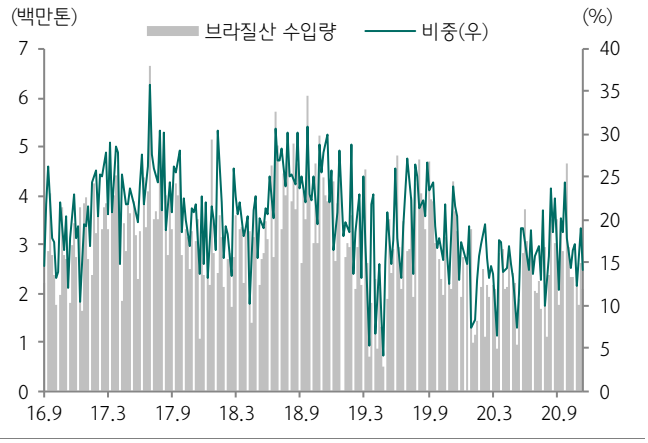
그림 6. 중국 철광석 수입 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

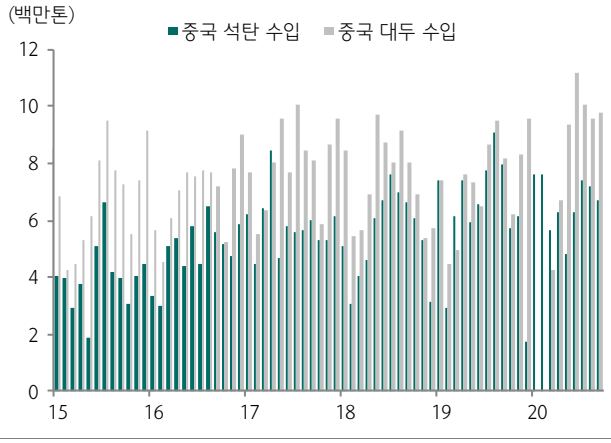
Analyst 박성봉 02-3771-7774

그림 7. 중국 브라질산 철광석 수입 및 비중 추이



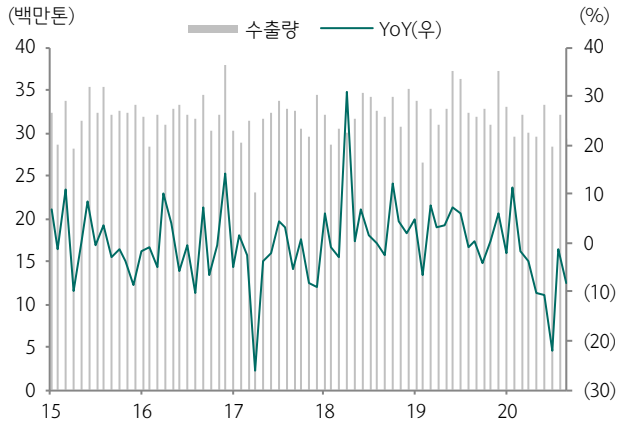
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. 중국의 석탄 및 대두 수입 추이



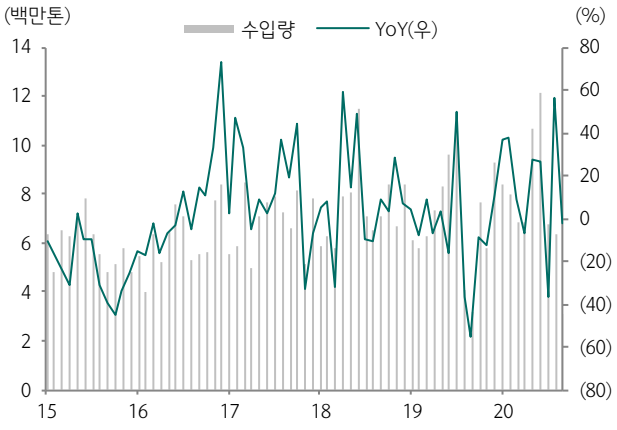
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 9. 호주 석탄 수출 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 10. 중국 호주산 석탄 수입 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

건화물 해상물동량: '20년 -2.7% → '21년 +3.9% 예상

중국향 철광석: '20년 +7.4% → '21년 보합

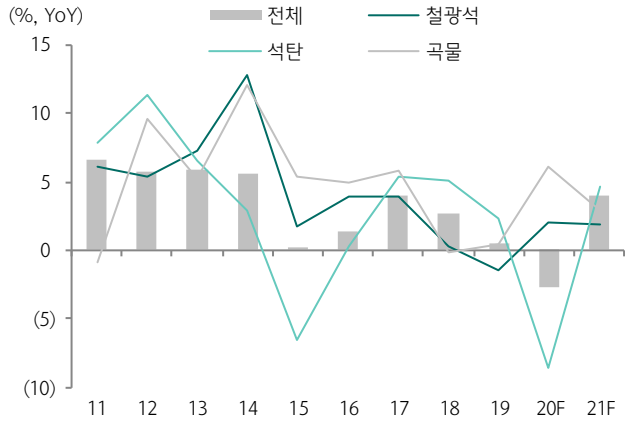
중국 제외 철광석: '20년 -11.8% → '21년 +11.0%

전세계 석탄 해상물동량: '20년 -8.7% → '21년 +4.7%

2) 올해가 기저효과로 작용, 2021년 건화물 해상물동량 증가세 두드러질 전망

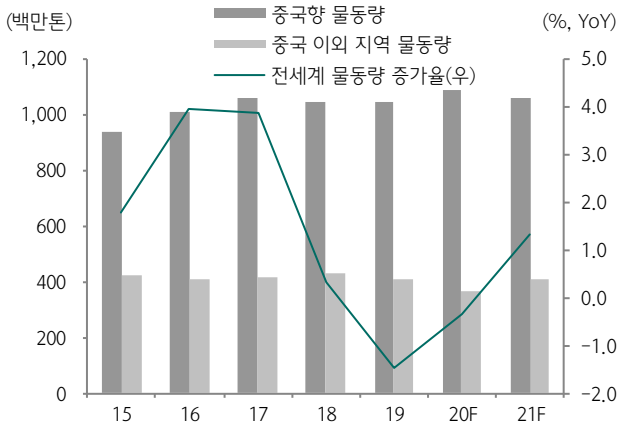
WTO에 따르면 코로나19 확산으로 2020년 전세계 교역량은 9.2% 감소가 예상되는 반면, 2021년은 7.2% 증가할 전망이다. 건화물 해상물동량 또한 2020년의 -2.7%에서 2021년에는 +3.9%로 회복될 것으로 예상된다. 먼저 철광석의 경우 코로나19 확산으로 중국의 조강생산량이 3, 4월에만 일시적으로 감소한 이후 큰 폭의 증가세로 전환하면서 2020년 중국향 해상물동량은 7.4% 증가할 전망이다. 다만 올해가 기고 효과로 작용하면서 2021년 중국향 물동량 증가율은 크지 않을 것으로 예상된다. 대신 올해 -11.8%가 예상되는 중국을 제외한 기타 국가들로 향하는 철광석 해상물동량이 2021년에는 +11.0%가 예상되어 전체 철광석 해상 물동량 증가를 견인할 전망이다. 올해 벌크 화물 가운데 가장 큰 폭의 수요 감소가 예상되는 품목은 석탄으로 전세계 제조업 가동률 하락에 따른 산업용 발전 수요 감소로 2020년 석탄 해상물동량은 -8.7%가 예상되는 반면, 2021년은 기저효과 영향으로 +4.7로 회복될 전망이다.

그림 11. 주요 건화물 해상물동량 증가율 동향



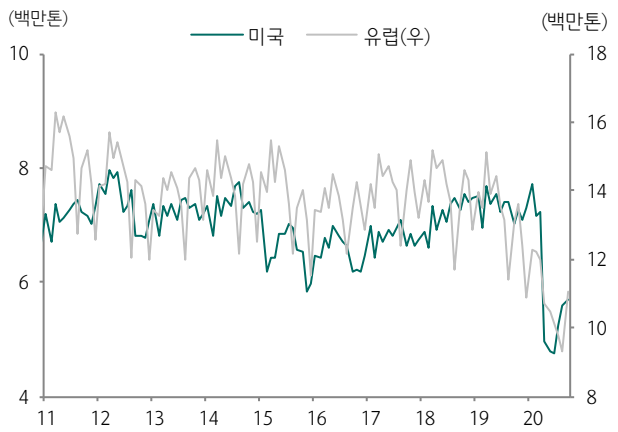
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 12. 중국 및 전세계 철광석 해상물동량 동향



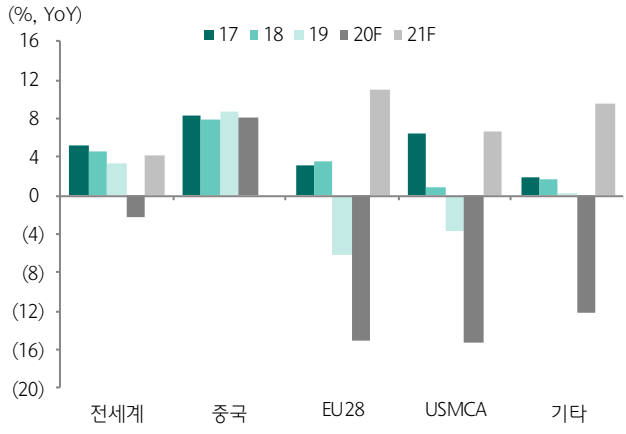
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 13. 미국 및 유럽 조강생산량 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 14. 지역별 철강 수요 전망



자료: WSA, 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

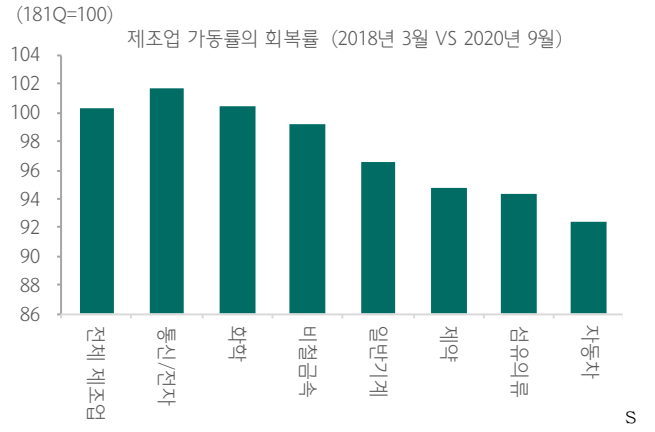
올해 상반기는 중국 인프라와 부동산시장의 단기 반등 성공, 하반기는 자동차를 비롯한 수출 제품 회복

코로나19 발생 이후 단기적으로 급락했던 중국의 제조업 가동률은 미 · 중 무역 전쟁 직후인 2018년 3월 수준까지 회복되었다. 올해 상반기에는 인프라투자와 부동산 시장이 단기 반등에 성공했고 제조업체들의 생산 재개에 따라 산업생산도 1분기 단기 조정 이후 2분기에 급격히 반등했다. 하반기 들어서는 자동차를 비롯하여 수출 제품의 회복세도 본격화되고 있다.

'21년은 수출과 경기소비가 중국의 성장 견인 전망

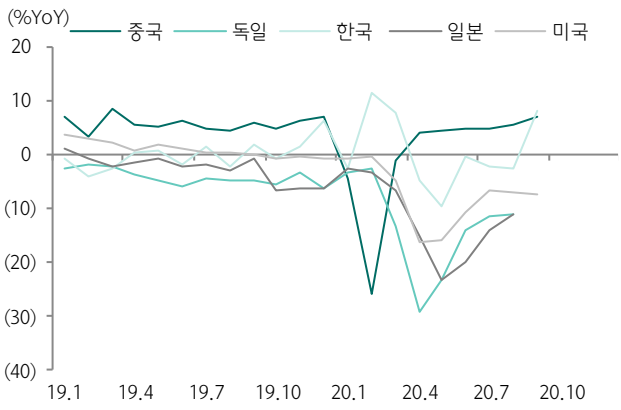
2021년은 수출과 경기소비가 중국 경제의 성장을 견인할 것으로 예상된다. 선진국향 재수출 회복이 예상되는 가운데 조 바이든 전부통령이 당선됨에 따라 고율 관세의 인하 혹은 취소 가능성이 높아졌고 결국 글로벌 교역 조건 완화에 따른 수출 회복이 기대된다. 동시에 소비심리 및 신용소비의 바닥 확인으로 자동차, 가전 등의 경기소비재도 완만하게 회복될 전망이다.

그림 15. 중국 제조업 가동률 추이



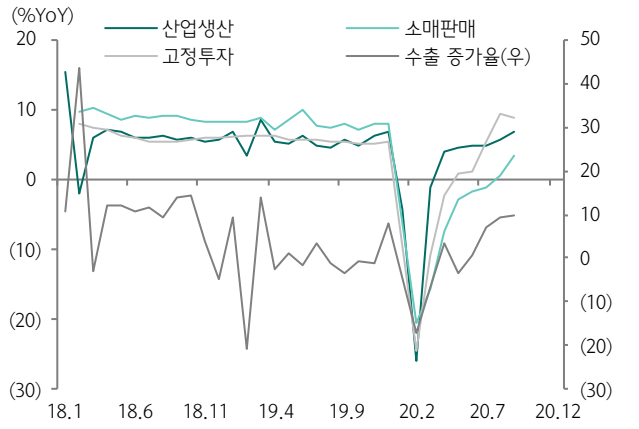
자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

그림 16. 주요 국가별 산업생산 증가율



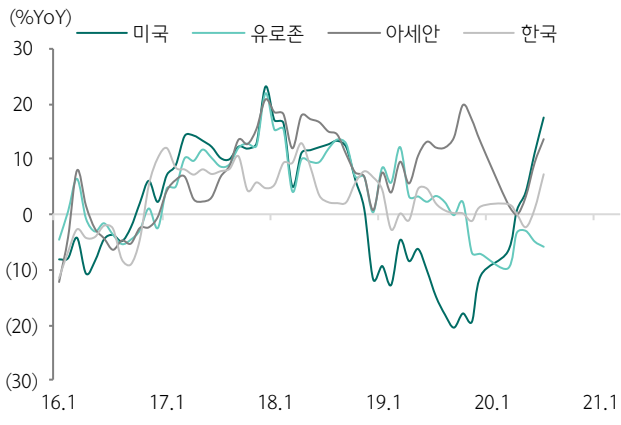
자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

그림 17. 중국 산업생산, 고정투자, 소매판매, 수출 추이



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

그림 18. 중국의 주요국 수출 증가율 추이



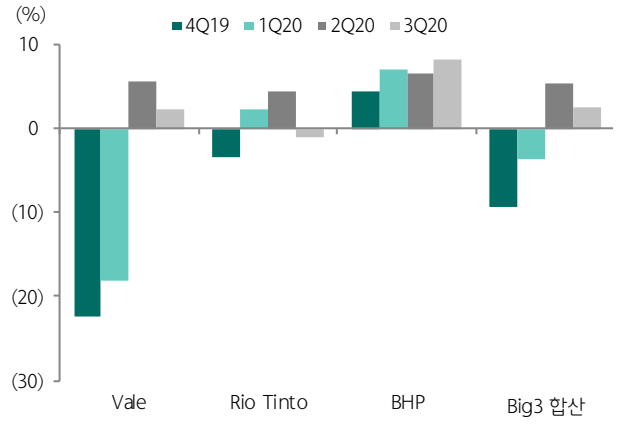
자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

2년 연속 대규모 생산 차질을 기록했던 브라질 Vale사의 '21년 공격적인 철광석 생산 계획으로 전세계 철광석 공급 확대가 해상 물동량 증가세 견인 전망

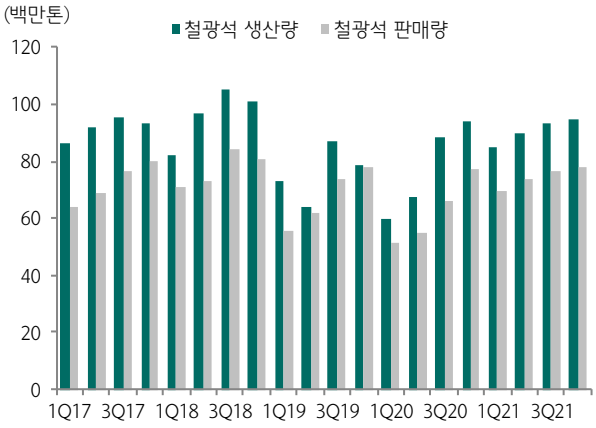
앞서 언급한대로 2021년 전세계 철광석 해상물동량은 중국을 제외한 기타 국가들의 수입 확대가 견인할 것이다. 뿐만 아니라 철광석 공급 측면에서도 2019년의 광미댐 붕괴사고, 2020년에는 코로나19로 인해 2년 연속으로 대규모 생산 차질을 기록했던 브라질 Vale사가 2021년에는 지난 2년간의 부진을 만회하기 위한 공격적인 생산을 계획 중이기 때문이다. 2018년에 3.85억톤을 기록했던 Vale사의 철광석 생산량은 2019년에 3.02억톤까지 감소했고 올해 생산 목표량도 3.1 ~ 3.33억톤에 불과하다. Vale사는 2022년 연말 혹은 2023년 연초까지 연간 생산능력을 4억톤까지 확대할 예정인데 이러한 Vale사의 공격적인 철광석 생산 계획이 가능하다고 판단되는 이유는 최근까지 브라질내 코로나19가 여전히 확산되고 있음에도 불구하고 브라질의 9월 철광석 생산량이 전년동기대비 18.7% 증가함과 동시에 2015년 12월 이후 최고치인 3,786만톤을 기록했기 때문이다.

그림 19. Major Big 3 광산산업체들 철광석 생산량 증가율 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 20. Vale사의 철광석 생산 및 판매 동향



자료: Bloomberg, 하나금융투자

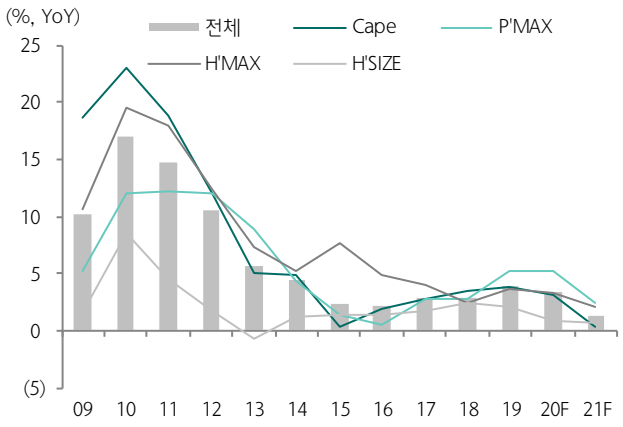
Analyst 박성봉 02-3771-7774

3) 2021년 신조 인도는 감소, 노후선 폐선은 확대 전망

'20년 노후선박 폐선 규모 '21년보다는 확대되지만 당초 예상보다는 축소
선복량 증가율: '20년 +2.4% → '21년 +1.3%로 축소 예상
운항선대 대비 발주잔량 6.3%에 불과.
향후 몇 년간 선복량 증가율 1~2%에 그칠 전망

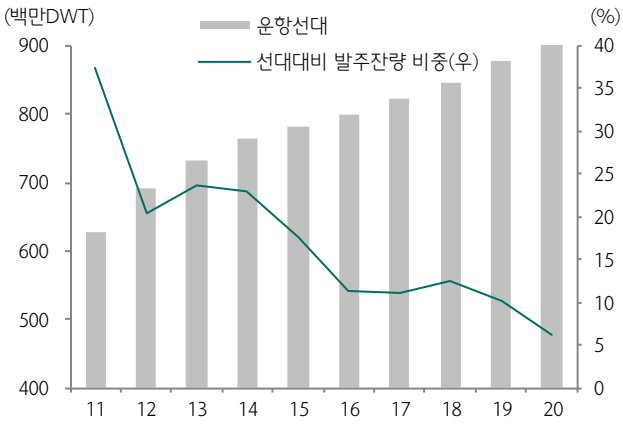
올해 10월까지 인도된 신조 건화물선은 총 4,156만dwt을 기록했고 2020년 연간으로는 2019년의 4,160만dwt대비 증가한 4,720만dwt을 기록할 것으로 예상된다. 노후 건화물선 폐선량은 2019년의 790만톤에서 2020년에는 1,640만톤으로 확대가 예상되지만 코로나19 확산으로 노후선 폐선 규모가 당초 예상보다는 축소되었다. 코로나19의 확산으로 인도, 방글라데시, 파키스탄 등의 주요 폐선 지역에서의 조업이 한동안 중단되었기 때문이다. 최근 몇 년간 제한적이었던 신조 발주로 2021년 신조 건화물선 인도 규모는 2020년대비 감소할 것으로 예상되는 가운데 노후선 폐선은 증가할 전망으로 선복량 증가율은 2020년의 +2.4%에서 +1.3%로 축소가 예상된다. 동시에 현재 운항선대 대비 발주잔량이 6.3%에 불과하다는 점을 감안하면 향후 몇 년간 건화물선 선복량 증가율은 1~2%에 그칠 전망이다.

그림 21. Size별 건화물선 선복량 증가율 동향



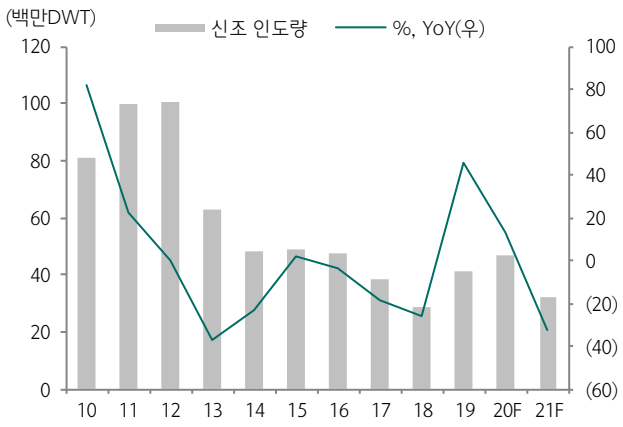
주: 연말선대 dwt 증가율 기준
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 22. 건화물선 운항선대 및 발주잔량 추이



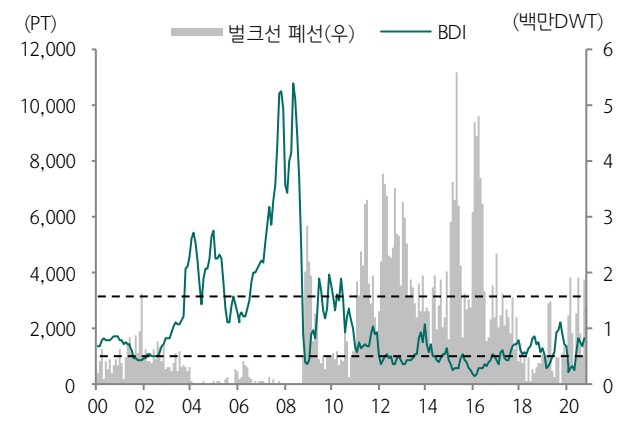
주: '20년은 11월 기준
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 23. 건화물선 신조 인도 추이



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 24. BDI vs. 건화물선 폐선량 추이



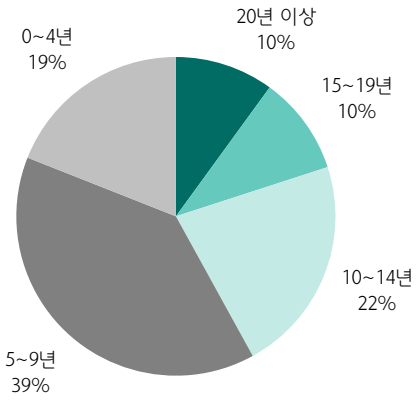
자료: Clarksons, 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

그림 25. 건화물선 폐선선가 추이

주: Cape급 방글라데시 기준
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 26. 건화물선 Age Profile



주: DWT 기준
자료: Clarksons, 하나금융투자

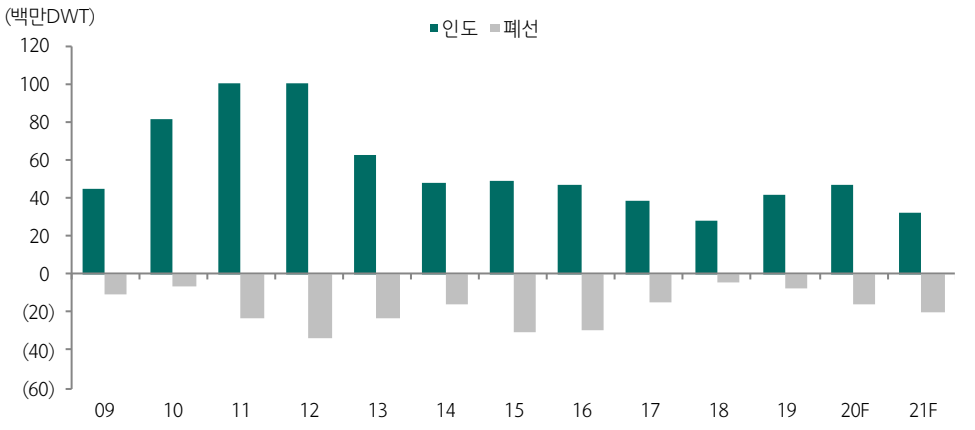
Analyst 박성봉 02-3771-7774

4) 2021년 건화물선시장의 화려한 비상(飛上) 기대

BDI 전망: '20년 1,070포인트 (-20.9%) → '21년 1,583포인트 (+39.2%) 전망

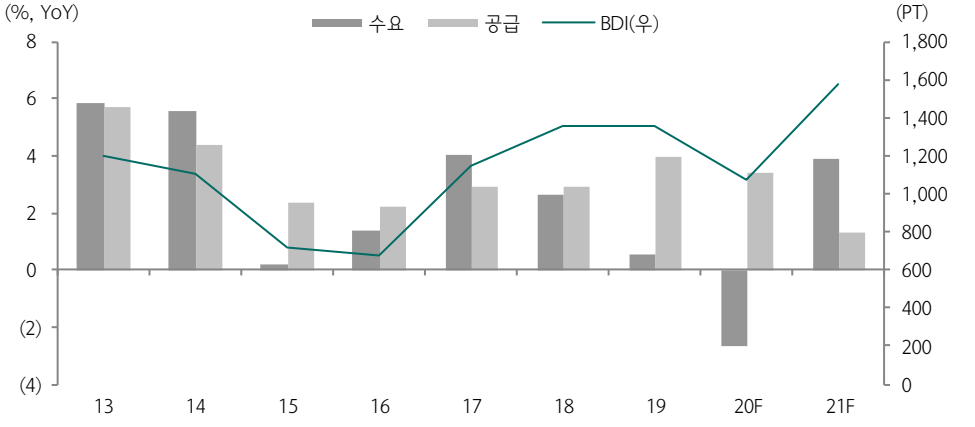
코로나19 확산에 따른 글로벌 경기둔화로 2020년 평균 BDI는 20.9% 하락한 1,070포인트를 기록할 것으로 예상된다. 2021년은 견조한 중국의 경제성장과 더불어 미국과 유럽 등의 기타 국가들의 정상화로 의미 있는 수준의 건화물선 해상물동량 회복이 예상되는 가운데 노후선박 폐선 가속화로 수급 개선이 기대되기 때문에 BDI는 1,583포인트(+49.8%)를 기록할 것으로 예상된다.

그림 27. 건화물선 신조 인도 및 해체 동향



주: 연말선대 기준
자료: Clarkson, 하나금융투자

그림 28. 건화물선 수급 및 BDI 동향



자료: Clarkson, 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

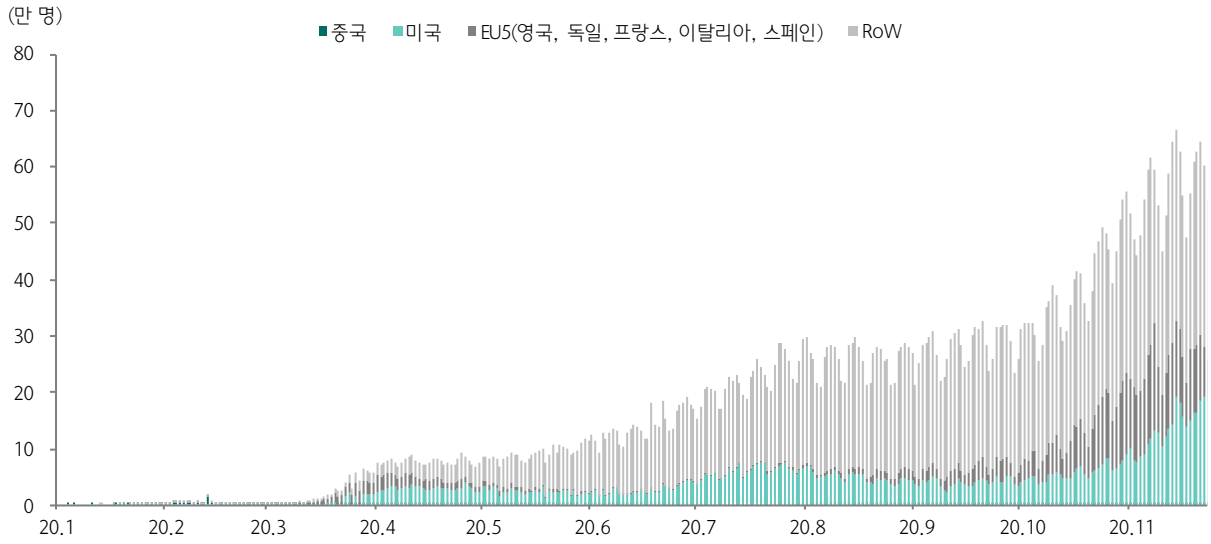
3. 항공운송 – 긴 터널의 끝이 보이다

1) 코로나19 여전히 대유행 중, 회복 기미가 보이지 않았던 여객 수요

코로나19 현재까지도 대유행 중 전세계 누적 확진자 수 약 5,900만, 사망자수 약 140만명으로 집계

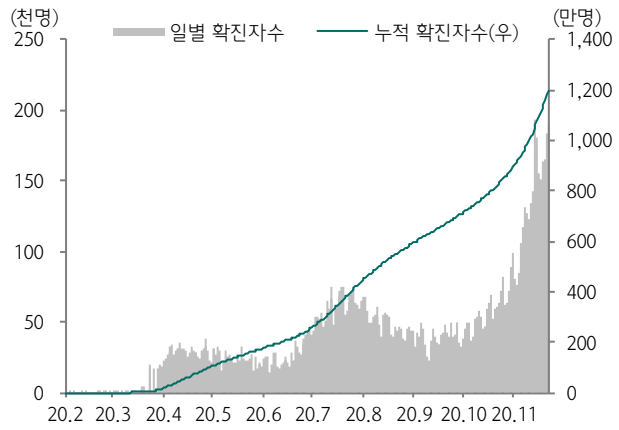
연초 중국에서부터 확산되었던 코로나19 바이러스가 미국, 유럽 등 전세계적으로 확산되며 11월 현재까지도 전세계적으로 대유행 중이다. 세계 각국 정부는 국경 봉쇄 조치와 입국 후 자가 격리 등 바이러스 확산 방지를 위해 노력하고 있으나 진정과 재확산이 반복되며 여전히 통제불능 상태이다. 특히 미국과 유럽은 연초 예상했던 대로 하반기 재확산이 진행중인데, 미국은 일일 신규 확진자 수는 11월 한 때 19만명을 기록하는 등 최고치를 경신하고 있고, 유럽 또한 재확산이 진행되며 확진자 수는 계속 늘고 있다. 현재 전세계 코로나19 바이러스 누적 확진자 수는 약 5,900만명, 사망자 수는 약 140만명으로 집계되고 있다.

그림 29. 전체 COVID19 환자 일별 확진자 수 추이



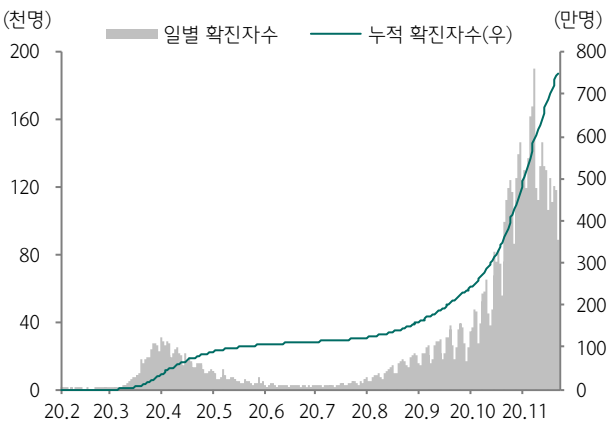
주: '20년 11월 23일 기준
자료: WHO, 하나금융투자

그림 30. 미국 일별/누적 확진자 수 추이



주: '20년 11월 23일 기준
자료: WHO, 하나금융투자

그림 31. EU5 일별/누적 확진자 수 추이



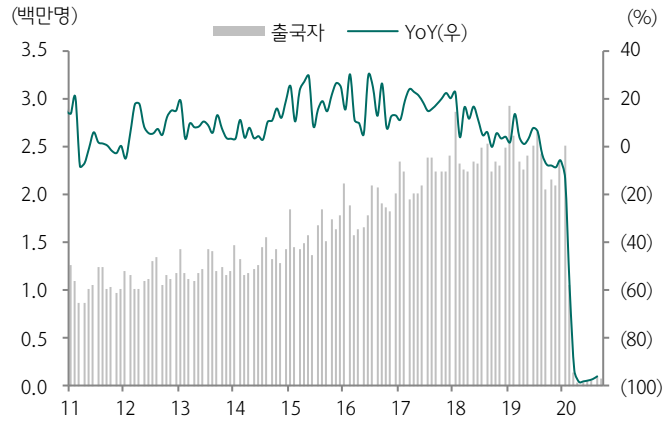
주: '20년 11월 23일 기준
자료: WHO, 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

2020년 9월 누적 출국자 405만명(YoY -81.7%)
여행 수요 급감 및 입국 금지 영향
누적 입국자 수는 233만명(YoY -82%)
전세계 코로나19 2차 대유행으로 단기간에 급격한 여객 수요 회복 기대하기는 어려운 상황

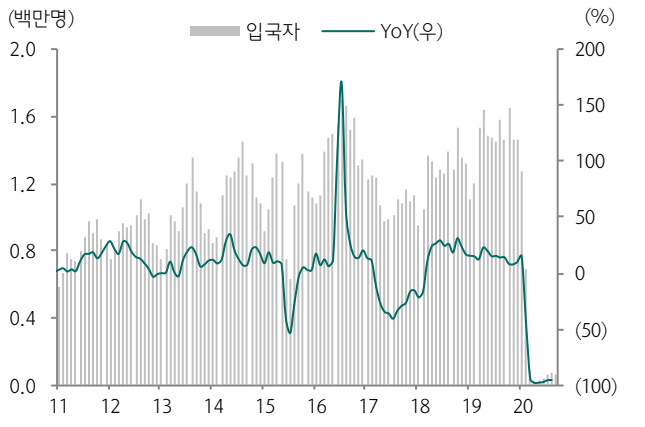
2020년 9월 누적 출국자는 전년동기대비 81.7% 감소한 405만명에 그쳤다. 그 가운데 코로나19에 따른 본격적인 해외 봉쇄 이전인 1월과 2월 합산이 356만명이었다는 점을 감안하면 4월부터는 출국자가 거의 전무했다고 봐도 무방하다. 입국자 또한 9월 누적 기준 233만명을 기록하며 전년 동기대비 82.0% 감소했는데, 코로나19에 따른 세계 여행 수요 급감과 세계 각국의 입국금지 조치로 출국이 거의 불가능했기 때문이다. 외교부에 따르면 11월 중순 현재 한국발 입국자에 대한 입국 관련 조치 국가는 55개국, 시설 격리조치 10개국, 검역강화 및 권고는 98개국이다. 지난 6월 입국 금지 초지 혹은 입국 절차 강화한 국가가 총 183개국이였다는 점을 감안하면 어느정도 긍정적이나 전세계적으로 코로나19의 2차 대유행이 진행되는 상황에서 단기간에 급격하게 출국이 늘어나기는 어렵다.

그림 32. 내국인 출국자 추이



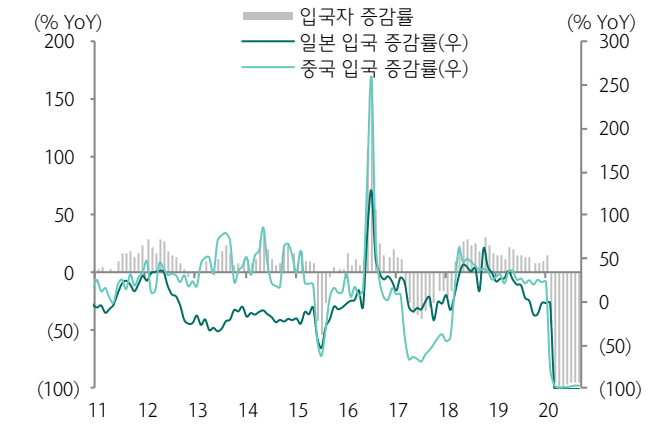
자료: 한국관광공사, 하나금융투자

그림 33. 한국 입국자 추이



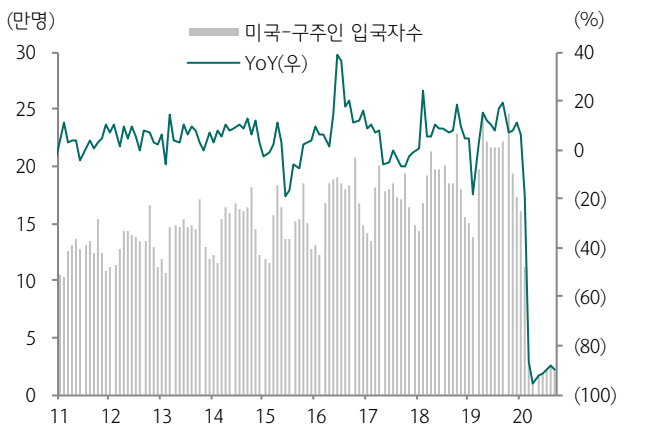
자료: 한국관광공사, 하나금융투자

그림 34. 중국, 일본 입국자 증감률 추이



자료: 한국관광공사, 하나금융투자

그림 35. 미국, 구주 입국자 증감률 추이



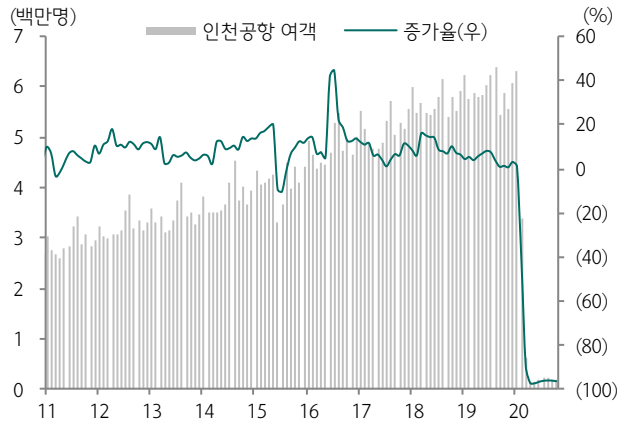
자료: 한국관광공사, 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

2020년 10월 누적 인천공항 여객 실적 1,162만명(YoY -80.5%) 노선 구분 없이 전 노선 급감

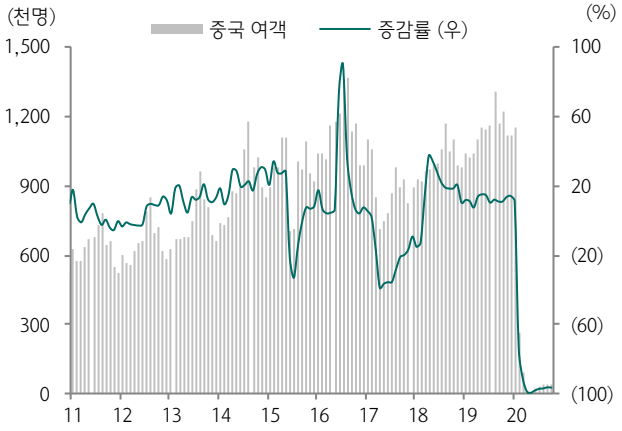
항공 여객 수요도 코로나19의 직격탄을 맞았다. 10월 누적 인천공항 여객 수송 실적은 전년동기 대비 80.5% 감소한 1,162만명을 기록했다. 코로나19가 본격적으로 유행하기 시작한 2월부터 국제선 여객수요가 급감해 4월부터는 전 노선 구분없이 부진하며 전체 여객 수요가 전년동기대비 -96 ~ -97%를 기록했다. 코로나19 확산 이전에도 일본 보이콧, 홍콩 시위 등 부정적 이슈로 여객 수요가 감소하는 상황에서 코로나19까지 겹치며 항공사들의 영업환경은 극도로 악화되었다.

그림 36. 인천공항 여객수송실적 추이



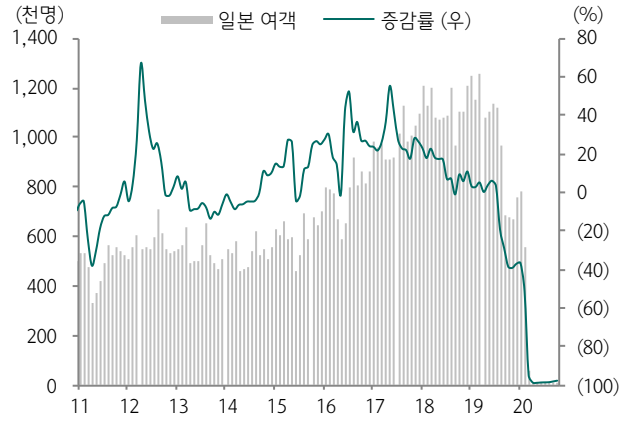
자료: 인천국제공항, 하나금융투자

그림 37. 인천공항 중국 노선 여객 추이



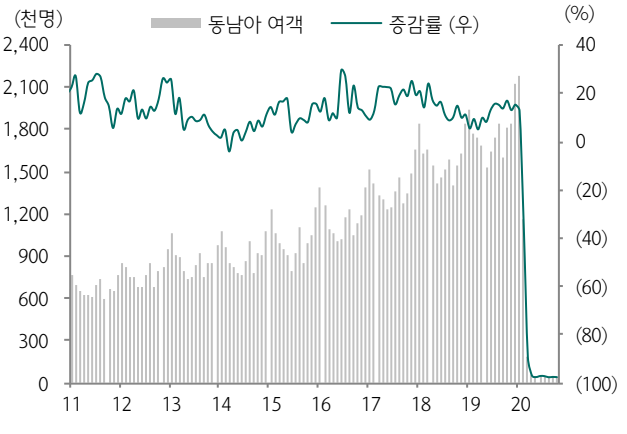
자료: 인천국제공항, 하나금융투자

그림 38. 인천공항 일본 노선 여객 추이



자료: 인천국제공항, 하나금융투자

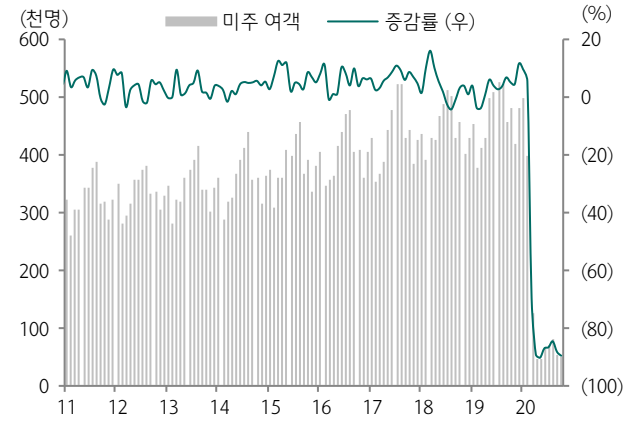
그림 39. 인천공항 동남아 노선 여객 추이



자료: 인천국제공항, 하나금융투자

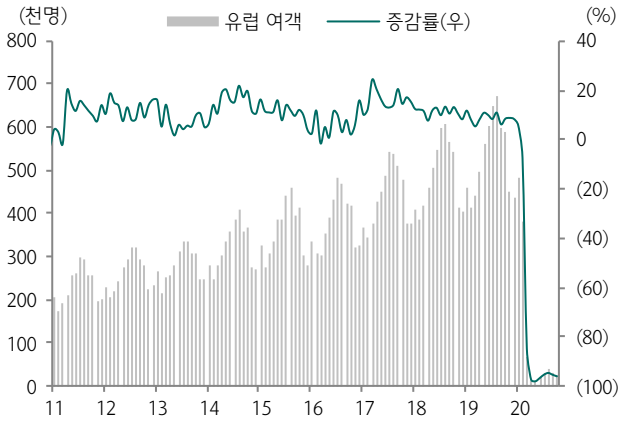
Analyst 박성봉 02-3771-7774

그림 40. 인천공항 미주 노선 여객 추이



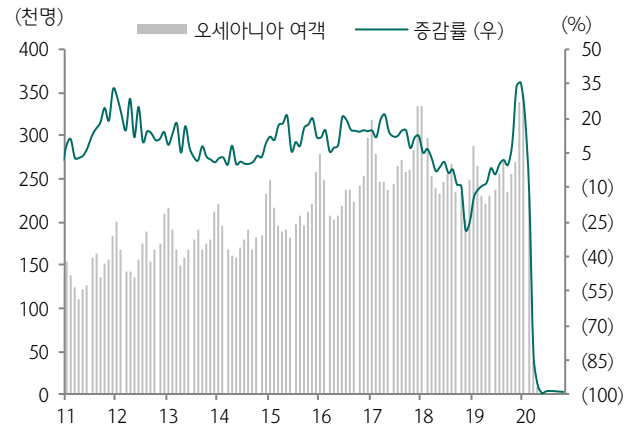
자료: 인천국제공항, 하나금융투자

그림 41. 인천공항 유럽 노선 여객 추이



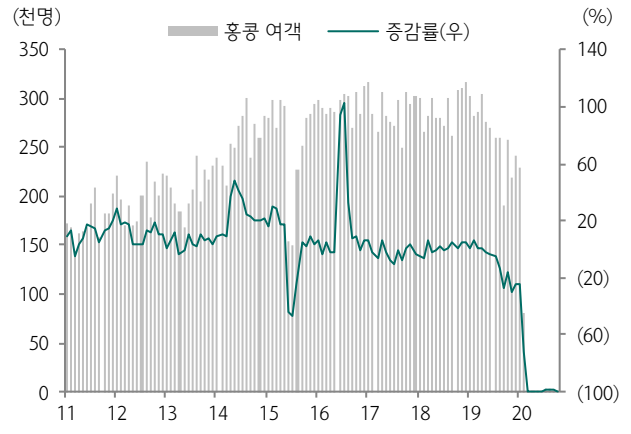
자료: 인천국제공항, 하나금융투자

그림 42. 인천공항 오세아니아 노선 여객 추이



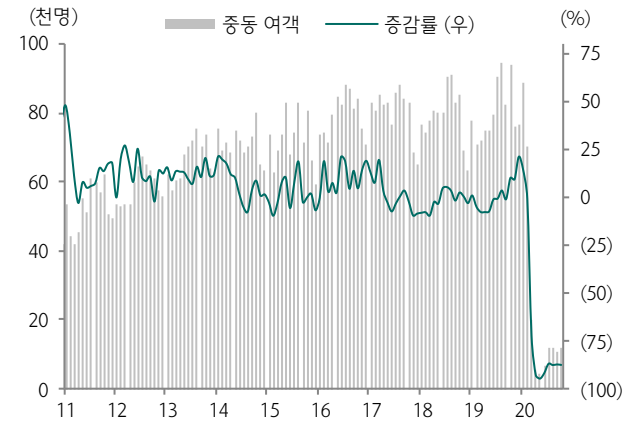
자료: 인천국제공항, 하나금융투자

그림 43. 인천공항 홍콩 노선 여객 추이



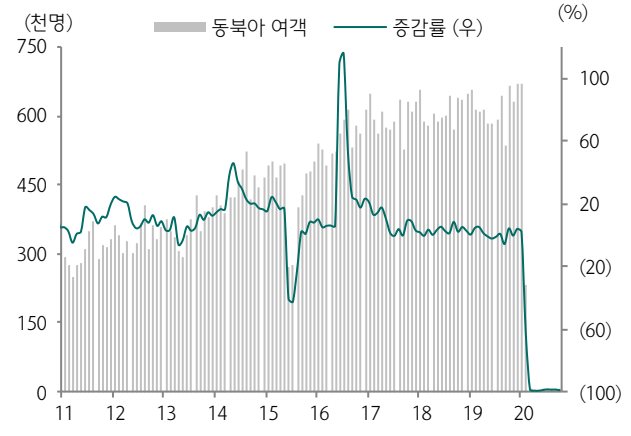
자료: 인천국제공항, 하나금융투자

그림 44. 인천공항 중동 노선 여객 추이



자료: 인천국제공항, 하나금융투자

그림 45. 인천공항 동북아 노선 여객 추이



자료: 인천국제공항, 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

2) 단기 국제여객 수요 회복의 변수: 트래블버블

단기적으로 트래블버블 체결 여부가 일부 국제선 수요 회복의 변수로 작용할 전망
해외 일부 국가들 시행 중, 한국도 논의 중인 상황

단기적으로 '트래블버블'의 체결 여부가 일부 국제선 수요 회복의 변수로 작용할 수 있을 것이다. 트래블버블은 코로나19 방역이 우수한 국가간에 협약을 통해 상호 입국자에게 2주간의 자가 격리 면제 등의 입국 조치를 완화해주는 제도이다. 해외에서는 이미 몇몇 국가들이 협약을 맺고 트래블버블을 시행 중이고 홍콩과 태국 등 아시아 일부 국가들이 한국에 트래블버블 협약을 요청한 상황으로 정부가 논의를 진행 중이다. 인천국제공항공사 설문조사에 따르면 내국인의 52.8%는 트래블버블을 시행할 경우 해외여행 의향이 있다고 응답한 바 있다는 점을 감안하면 시행될 경우 일부 국제선 노선 수요 회복이 기대된다.

국내 항공사들 국제선 노선 확대 중 10월 FSC들 중국 노선 재운항 시작으로 LCC들 일본 노선 운항 재개 중

국내 항공사들이 최근 일부 국제선 노선 운항을 확대 중인데 10월에 중국 노선 운항재개를 시작으로 11월에는 일본 노선까지 확대하고 있다. 대형항공사의 경우 대한항공은 10월 인천~정저우 노선을 8개월만에 운항을 재개했고, 광저우, 텐진, 선양, 등의 노선으로 확대했다. 아시아나항공은 7개월만에 인천~하얼빈 노선 재운항을 시작했고, 창춘, 난진, 청두 등 3개 노선 취항을 추가했다. LCC들의 경우 최근 일본 노선 확대를 진행 중으로 티웨이항공이 인천~도쿄 노선과 인천~오사카 노선 운항을 재개했고, 제주항공은 11월 21일부터 인천~도쿄 노선 운항을 재개할 예정이다. 일본 노선 운항 확대는 10월 일본 정부가 한국을 포함한 9개 국가, 지역에 대한 감염 위험 정보 경보 수위를 '레벨3(방문 중단 권고)'에서 '레벨2(불필요한 방문 자제 권고)'로 조정하며 비즈니스 트랙으로 입국을 허용했기 때문에 가능했던 것으로 판단된다.

표 2. 트래블버블 실시 국가 및 현황

일자	국가	내용
'20년 6월	인도네시아 → 한국, 중국, 일본, 호주	인도네시아, 4개국에 트래블버블 요청
'20년 7월	리투아니아, 에스토니아, 라트비아 등 발트 3국	'발틱 트래블버블' 시행 중
'20년 9~10월	홍콩 → 한국, 독일, 싱가포르 등 11개국 대상	홍콩, 11개국에 트래블버블 요청
'20년 10월	홍콩-싱가포르	양국 간 시행 합의
'20년 10월	호주-뉴질랜드	시행

자료: 각종 언론, 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

3) 여객 수요 회복의 핵심은 백신 보급, 본격적인 국제여객 회복은 2022년부터

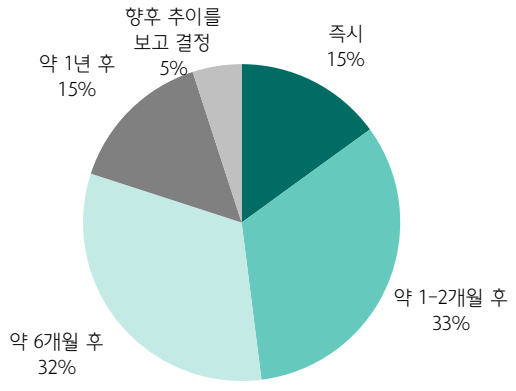
하지만 결국 여객 수요 회복 위해서는 코로나19 백신 보급이 중요
최근 화이자/바이오엔텍, 모더나, 아스트로제네카 코로나19 백신 3상 예비에서 90% 넘는 효능 입증
긴급 승인을 통해 미국과 영국에서는 올해 12월부터 일부 백신 접종 가능할 전망

트래블버블은 결코 국제선 수요 회복의 궁극적인 해결책이 될 수는 없다. 궁극적으로 코로나19 바이러스 백신 보급을 통한 해외여행 안전성이 담보되어야 한다. 현재 전세계 약 200여 개의 백신들이 개발 중에 있으며, 그 중 45개가 임상에 진입했다. 상위 제약사인 화이자/바이오앤텍, 모더나, 아스트라제네카가 임상 3상에 진입하며 코로나19 바이러스 백신 개발에 가장 진전을 보이고 있는데, 미국 화이자/바이오앤텍과 모더나의 코로나19 백신이 3상 임상 예비 결과에서 90% 넘는 효능을 보였다고 발표한 바 있다. 지난 23일에는 아스트라제네카 또한 임상에서 최대 90% 효과를 기록했다고 발표했다. 이러한 진전을 바탕으로 긴급 승인을 통해 미국과 영국에서는 올해 12월부터 일부 특수 계층을 중심으로 백신 접종이 가능할 것이라는 전망도 나오고 있다.

코로나19 백신 개발된다 하더라도 일반 시민들의 본격적인 접종은 내년 하반기 가능할 전망
2H21부터 국제선 여객 수요 서서히 회복, 본격적인 회복 시점은 '22년으로 예상

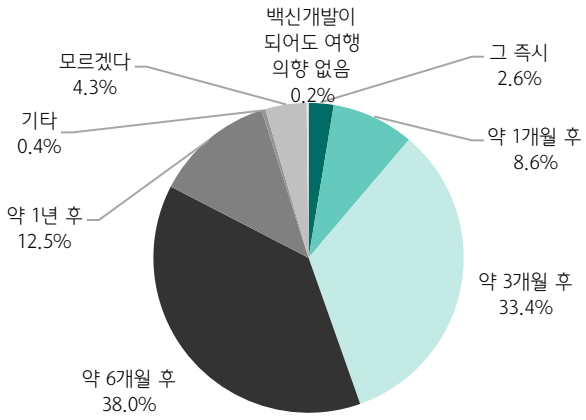
다만 코로나19 바이러스 백신이 개발된다 하더라도 본격적인 접종까지는 시간이 다소 소요될 것으로 예상된다. 모더나는 12월 초에 FDA에 긴급 사용 승인을 신청할 예정인데, 승인될 경우 연말까지 공급 가능한 물량은 최대 2,000만 도즈 수준이다. 화이자 역시 연말까지 공급 가능한 백신 물량은 최대 5,000만 도즈라고 밝혔는데, 두 백신을 모두 합쳐도 연내 접종 가능 인구는 3,500만명으로 미국 인구의 10%에 불과하기 때문이다. 국내의 경우에도 임상을 최종적으로 통과하더라도 다른 국가의 부작용 사례 확인과 접종 전략의 수정, 보완이 필요하기 때문에 보건당국은 접종 가능 시점으로 빠르면 2분기 혹은 내년 하반기로 전망한 바 있다. 따라서 내년 하반기부터 국제선 여객 수요는 서서히 회복세로 전환될 전망이다. 하지만 여러 설문 조사에 따르면 백신 개발 이후 본격적인 여객 수요 회복까지는 3~6개월의 시차가 있을 것으로 예상되고 그 시점은 2022년일 가능성이 높다.

그림 46. IATA 코로나19 진정 이후 항공여행 재개 시기 설문



자료: 한국항공협회, 하나금융투자

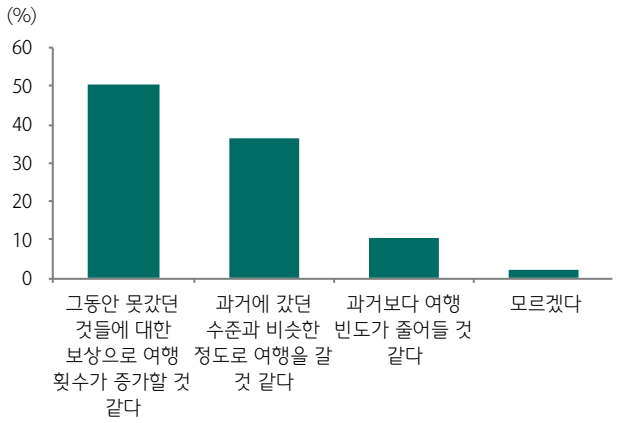
그림 47. 내국인 백신개발 이후 해외 여행 재개 시기 설문



자료: 한국항공협회, 하나금융투자

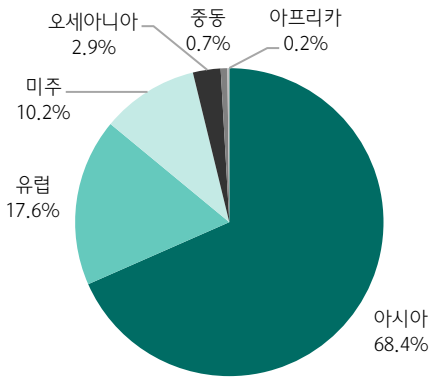
Analyst 박성봉 02-3771-7774

그림 48. 내국인 백신 개발 이후 항공여행 빈도 설문



자료: 한국항공협회, 하나금융투자

그림 49. 팬데믹 이후 항공여행 계획 지역



자료: 한국항공협회, 하나금융투자

표 3. 글로벌 주요 상위 제약사들 코로나19 백신 개발 현황

(단위: 백만 달러, 달러)

백신 유형	개발사	백신명	백신 유형	임상 단계	美 정부 지원금	美 정부 공급계약	도즈 당 가격	비고
RNA 백신	모더나 (MRNA.US)	mRNA-1273	mRNA 백신	임상 3상 진행중	430	525	25~30	• 5월 18일 백신 최초로 임상 데이터 발표하며 주목 • 임상 1상 참여자 모두(n=45)에서 항체 생성 • 중화항체를 검사한 8명 모두에서 중화항체 발견(2~4배). 나머지 37명에 대한 중화항체 데이터 미공개 • 임상 1상 결과는 7월 12일 NEJM에 논문 게재 • 7월 27일 3만 명 대상 대규모 임상 3상 시작 • 미국 내 89개 병원에서 진행 • 11월 중 임상 중간결과 공개 예정 • 12월 중 미 FDA로부터 EUA 획득 기대 • 부작용으로 가장 고용량인 250ug은 제외 • 11월 17일 임상 3상 예비 분석 결과 백신 후보 예방률 94.5%, 냉장 보관 가능
	바이오앤텍 (BNTX.US) /화이자(PFE.US)	BNT162b2	mRNA (modRNA) 백신	임상 3상 진행중	1,950	-	19.5	• 7월 1일 첫 임상 데이터 공개. 3가지 도즈로 나누어 실험한 전체 36명의 환자 모두에서 중화항체 생성 • 중화항체는 약 2배 형성, T 세포 활성화 확인 • 7월 23일, 미 정부가 1억 도즈 공급 조건으로 $19.5억 지원 • 7월 27일 3만 명 대상 글로벌 임상 2/3상 시작 • 10월 6일 유럽 EMA에 신속허가 절차인 rolling review 제출 • 11월 9일 임상 3상 예비 데이터 분석 결과 백신 투약군과 위약 대조군 합산 확진자가 94명인 시점에서 90%의 예방효과를 보임
바이러스 벡터	아스트라제네카 (AZN.LN) /옥스포드대	AZD1222	chimp adenovirus 백신	임상 3상 진행중	1,200	-	3~4	• 5월 옥스포드대의 후보 물질을 AZN이 라이선스인 • 임상1상 전원에서 항체 검출(n=1,077), 중화항체 전원 생성(n=35) • 영국 및 브라질 등에서 임상 2/3상 진행중. 미국에서 8월 내에 대규모 임상 3상 시작 • 임상 3상은 최대 3만 명에 대해 진행할 예정 • 9월 8일 영국인 참여자 1명에게서 '횡단척수염'이라는 심각한 부작용이 발생하면서 임상이 잠정 중단되었으나, 연관성 부족으로 미국에서도 재개 • 10월 1일 유럽 EMA에 신속허가 절차인 rolling review 제출 • 11월 24일 임상실험에서 62~90% 예방 효과

자료: 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

4) 2021에도 화물 수요 성장세 지속, 상고하저(上高下低) 예상

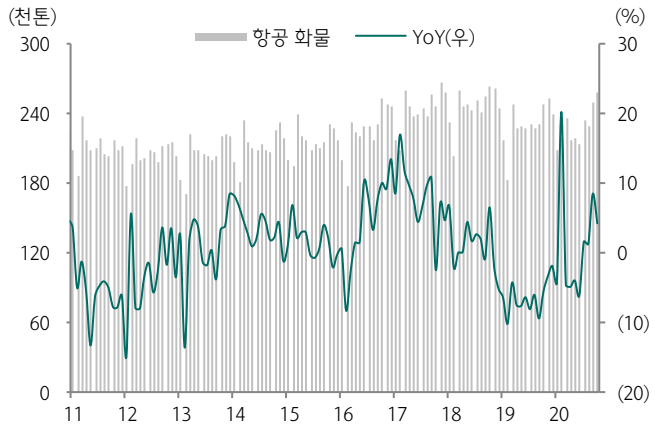
2020년 10월 누적
인천공항 화물 수송 실적
228.9만톤(YoY 0.8%)
코로나19에도 불구 화물 성장세 지속

부진했던 여객 수요와는 달리 화물 수요는 코로나19 이후에도 양호했다. 2020년 10월 누적 인천공항의 화물 수송 실적은 228.9만톤으로 전년동기대비 0.8% 증가했다. 상반기의 일시적 수요 감소 이후 하반기에는 주력 수출 품목인 반도체와 바이오헬스 및 컴퓨터 관련 품목 등 일부 품목들이 크게 증가했고, 해외 여행을 가지 못하게 된 상황에서 보복 소비 심리까지 확대되면서 자동차 부품을 비롯한 전통 화물 수요까지 회복되면서 7월부터 4개월 연속 증가세를 기록했다.

2021년 견조한 화물 증가세 예상
1) 미국, 유럽 등의 경기 회복에 따른 전통 품목들 수요 확대
2) 여객기 운항 감소로 밸리카고 공급 감소
3) 컨테이너선 공급 부족에 따른 항공 화물 수요 증가
4) 코로나19 백신 본격적인 공급
상고하저(上高下低) 전망

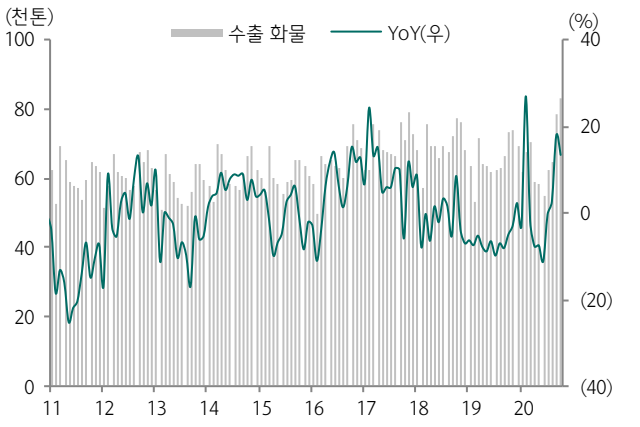
2021년에도 양호한 화물 수요가 지속될 것으로 예상된다. 올해 하반기와 마찬가지로 1) 바이오헬스 등 신 품목들을 비롯하여 미국, 유럽 등의 기타 국가들의 경기 회복에 따른 전통 품목들의 수요 확대, 2) 여객기 운항 감소에 따른 밸리카고 공급 감소, 3) 컨테이너선 공급 부족에 따른 항공 화물 수요 증가 및 4) 코로나19 백신의 본격적인 공급이 기대되기 때문이다. 다만 내년 하반기부터는 국제선 여객 수요가 속도는 더디지만 그래도 회복세로의 전환이 예상되기 때문에 여객기 운항 확대에 따른 밸리카고 공급 확대 및 해외여행 일부 재개에 따른 보복소비 축소 등이 화물 수요에 부정적으로 작용할 것으로 예상되기 때문에 상고하저(上高下低) 전망을 제시한다.

그림 50. 인천공항 항공화물 추이



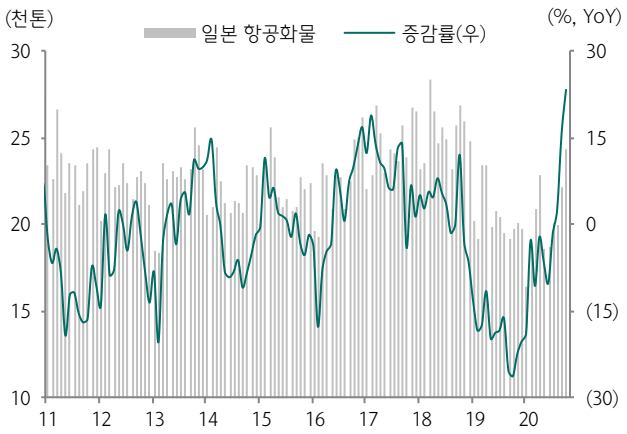
자료: 인천국제공항, 하나금융투자

그림 51. 인천공항 수출화물 추이



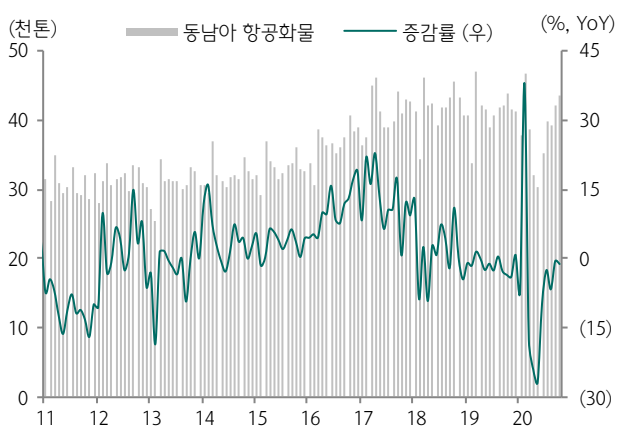
자료: 인천국제공항, 하나금융투자

그림 52. 인천공항 일본노선 화물 추이



자료: 인천국제공항, 하나금융투자

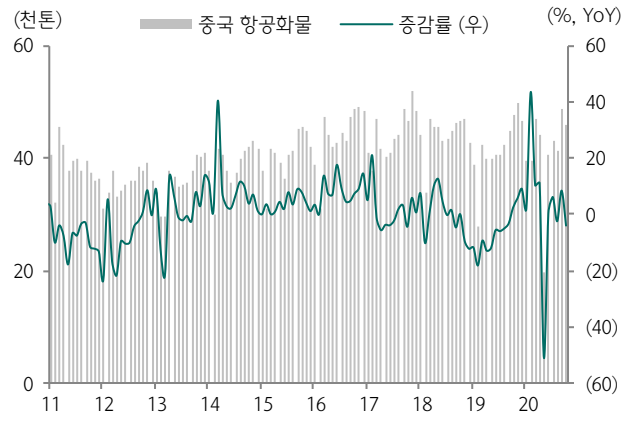
그림 53. 인천공항 동남아노선 화물 추이



자료: 인천국제공항, 하나금융투자

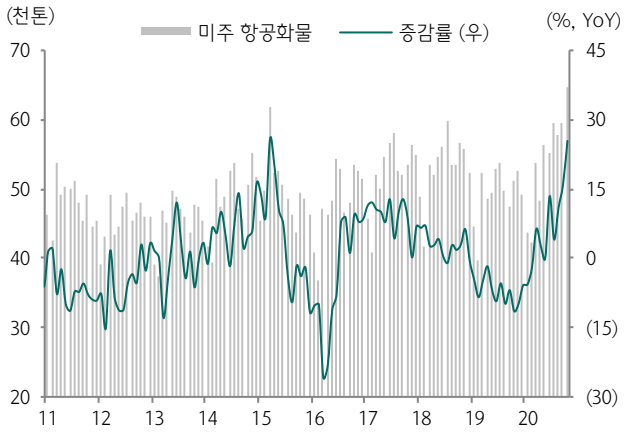
Analyst 박성봉 02-3771-7774

그림 54. 인천공항 중국노선 화물추이



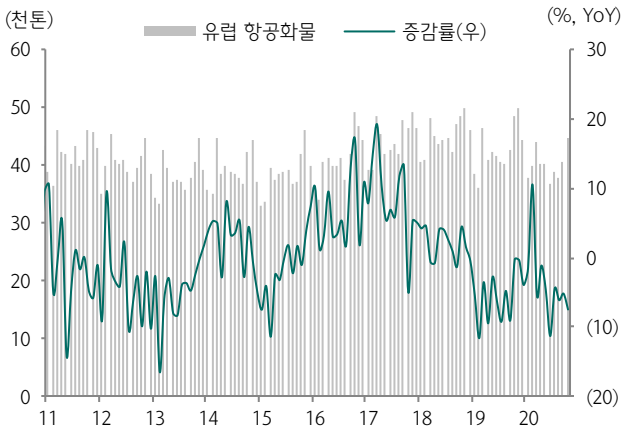
자료: 인천국제공항, 하나금융투자

그림 55. 인천공항 미주노선 화물추이



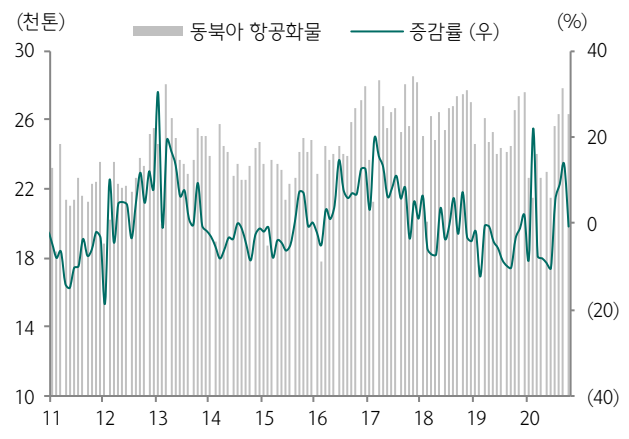
자료: 인천국제공항, 하나금융투자

그림 56. 유럽노선 화물 추이



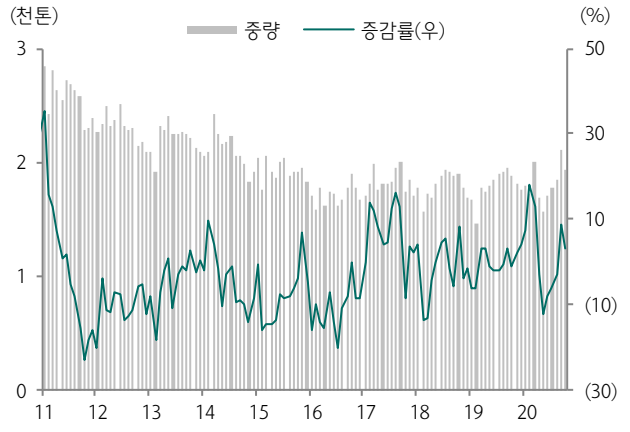
주: 인천공항, 하나금융투자

그림 57. 동북아노선 화물 추이



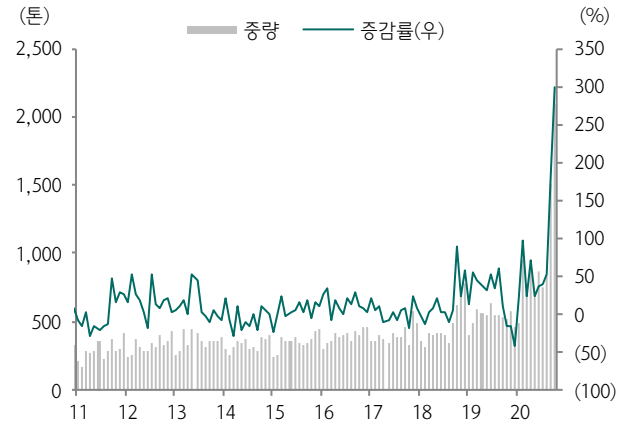
주: 인천공항, 하나금융투자

그림 58. 반도체 항공화물 수출 추이



자료: 한국무역협회, 하나금융투자

그림 59. 의약품 항공화물 수출 추이



자료: 한국무역협회, 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

5) 2021년 코로나19 백신 수송 수요는 항공화물 수요에 보너스!

화물기를 통한 백신 수송 증가 기대
IATA, 전 세계 인구 1회 접종 위해서는 미국 보잉 B747 8,000대 필요한 것으로 추산

글로벌 제약사들의 코로나19 백신 개발 가능성이 높아짐에 따라 화물기를 이용한 백신 수송 수요 증가가 기대된다. IATA에 따르면 전 세계 인구가 코로나19 백신을 1회 접종하기 위해서는 미국 보잉의 B747 기종 화물 전용기 8,000대가 필요한 것으로 추산된다. 이는 약 100억회 분의 접종량으로, 백신 품질 유지와 긴급성이 감안되어야 하기 때문에 항공기를 이용한 수송이 불가피하다. 화이자는 연말까지 5,000만 도즈, 내년에는 13억 도즈 생산이 가능하다고 발표했으며, 모더나 또한 연말까지 2,000만 도즈, 그리고 내년에는 5~10억 도즈 물량을 전세계에 공급 가능하다고 발표했다.

국내에선 백신 수송의 수혜가 기대되는 항공사는 IATA 승인 받은 대한항공과 아시아나항공에 한정

국내에선 백신 수송의 수혜가 기대되는 항공사는 대한항공과 아시아나항공에 한정된다. 백신을 수송할 수 있는 국제항공운송협회(IATA)의 'CEIV Pharma'을 받은 항공사는 전 세계적으로 18개사로 국내에서는 대한항공과 아시아나항공만이 이에 해당한다. 백신 등의 의약품은 변질 우려로 운송과 보관 때 '콜드체인'(저온유통)이 반드시 필요한데, 일반적으로 백신은 2~8℃ 저온 상태에서 보관되어야 하며 이번 화이자 백신의 경우 영하 -70℃, 모더나사의 백신은 -20℃의 저온 보관이 필요하다. 이에 맞춰 대한항공과 아시아나항공은 백신 저장과 운반을 위한 설비를 마련하는 등의 백신 운송 준비에 이미 착수했다.

표 4. mRNA 백신 비교

	모더나	화이자/바이오앤텍
임상 3상 중간결과 케이스	95명	94명
참여인원	30,720명	46,679명
분석 시점	2번째 백신 접종 후 2주	2번째 백신 접종 후 1주
예방효과	94.5%(p<0.0001)	90% 이상
부작용	심각한 부작용 없음	심각한 부작용 없음
EUA 제출 전 분석 케이스	151명	164명
보관	-20℃	-70℃
예상가격	30달러 수준	19.5달러
'20년 예상 생산량	**2,000만 도즈**	**5,000만 도즈**
'21년 예상 생산량	**5~10억 도즈**	**13억 도즈**

자료: 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

6) 한국 항공산업의 새로운 판짜기

대한항공의 아시아나인수와 산하 LCC 3개사 통합으로 본격적인 항공업계 재편 시작
LCC들 유동성 리스크로 추가 구조조정 가능성 배제 못해

지난 11월 16일 정부는 산업경쟁력 강화 관계장관 회의를 통해 아시아나항공의 정상화 방안 논의하고, 대한항공의 아시아나항공 인수와 산하 LCC 3개사(진에어, 에어서울, 에어부산)의 단계적 통합 실시 계획을 밝혔다. 이번 계획으로 국내 FSC는 단일 국적항공사 체제로 전환되며, 양사의 LCC사들도 구조조정을 통한 재편이 이루어질 예정이다. 기존 계획대로 진에어, 에어서울, 에어부산이 통합될 경우 전체 항공기 보유 대수는 60대까지 늘어나 제주항공(44대), 티웨이항공(27대)보다 규모가 큰 초대형 LCC가 탄생하게 된다. 결국 LCC 업계는 진에어-에어서울-에어부산, 제주항공, 티웨이항공, 이스타항공과 지난해 신규로 면허를 취득한 3곳의 LCC들(에어프레미아, 에어로케이, 플라이강원)으로 재편될 전망이다. 다만 신규 LCC들을 포함하여 기존 일부 LCC들의 경우 영업환경 악화에 따른 유동성 리스크에 노출되어 있기 때문에 추가 구조조정 가능성도 배제할 수 없고 대한항공의 아시아나항공 인수에 있어서도 국내외 기업결합 승인 심사 통과, 3자연합이 법원에 제출한 한진칼 신주발행금지 가처분 소송 등의 결과를 지켜봐야 하는 시점이다.

표 5. 대한항공, 아시아나항공 비교

	대한항공	아시아나항공	합계
직원 수	약 1만 8천여명	약 9천여명	약 2만 7천여명
항공기 보유대수	164	79	243
국제선 노선 수	110	72	-
국제선 여객 점유율('19년 기준)	33.2%	22.8%	56.0%
국내선 여객 점유율('19년 기준)	22.9%	19.3%	42.2%
화물 수송 점유율('19년 기준)	55.4%	31.8%	87.2%

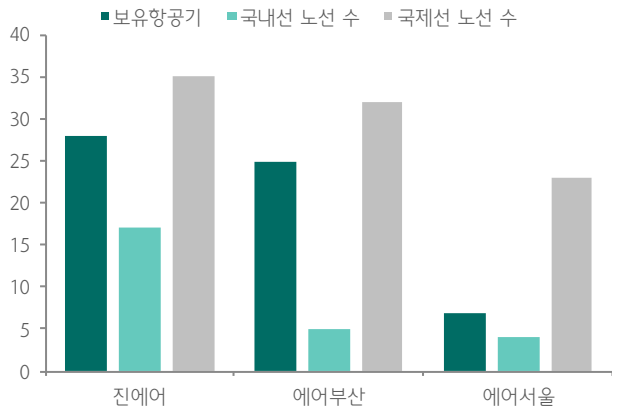
자료: 하나금융투자

그림 60. 대한항공, 아시아나항공 합병 시 세계 항공사 순위

	국제 수송인원 순위	국제 화물수송량 순위
1	라이언에어	카타르항공
2	이지셋	에미레이트항공
3	에미레이트항공	**대한항공-아시아나항공**
4	루프트한자	케세이퍼시픽
10	**대한항공-아시아나항공**	중국남방항공

자료: 국제항공운송협회, 하나금융투자

그림 61. 진에어, 에어부산, 에어서울 항공기 및 노선 수



자료: 각 사, 하나금융투자

Top Pick 및 관심종목

팬오션 (028670) 27
대한항공 (003490) 31

Analyst 박성봉 02-3771-7774

2020년 11월 26일

팬오션(028670)

2021년 본격적인 건화물선 수급 개선 수혜 기대

BDI 조정과 환율 급락으로 4분기 수익성은 다소 악화 예상

2020년 4분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 5,974원(YoY -3.4%, QoQ -5.8%)과 576억원(YoY +12.7%, QoQ -8.5%)을 기록할 전망이다.

10월초 한때 2,000포인트를 상회했던 BDI가 11월 중순 현재 1,134포인트를 기록 중이다. 1) 중국 항만의 철광석 재고 증가, 2) 동절기 중국의 철강 감산에 따른 수입산 철광석 의존도 축소, 3) 중국 정부의 호주산 석탄에 대한 수입 규제 등의 원인으로 물동량이 감소했기 때문이다. 4분기 BDI 평균은 1,383포인트(YoY -11.4%, QoQ -9.1%)가 예상된다. 동시에 최근 단기간에 급락한 원/달러 환율도 달러를 기능통화로 사용하는 팬오션 실적에 부정적으로 작용할 전망이다.

BDI 계절 조정 진행 중. But 2021년 상승 전망 유효

연말 중국의 동절기 철강 감산과 중국 정부의 석탄 수입규제에 따른 철광석 및 석탄 해상물동량 축소의 BDI 조정은 이미 예견되었다. 하지만 2021년에는 BDI의 의미 있는 상승이 예상된다. 브라질의 철광석 수출 회복과 중국을 제외한 기타 국가들의 원자재 수요 회복으로 2021년 건화물선 해상물동량은 2020년의 -2.7%에서 개선된 +3.9%가 예상된다. 동시에 최근 몇 년간 제한적이었던 신조 발주로 2021년 신조 건화물선 인도 규모는 2020년대비 감소할 것으로 예상되는 반면 노후선 폐선은 증가할 전망으로 선복량 증가율은 2020년의 +2.4%에서 +1.3%로 축소될 전망이다.

투자의견 'BUY'를 유지하고 목표주가는 6,000원으로 상향

팬오션에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표PBR 상향으로 목표주가는 기존 5,000원에서 6,000원으로 상향한다. 목표PBR은 2017년 ~ 2019년 평균인 1.0배를 적용했다. 동절기 BDI 조정은 계절성에 따른 일시적인 것으로 2021년 2분기부터 본격적인 BDI 상승에 따른 수익성 개선이 예상된다. 뿐만 아니라 Val사를 위한 2척의 VLOC 장기화물운송계약과 더불어 신조 유조선들의 도입으로 외형성장도 기대된다.

Top pick

BUY

| TP(12M): 6,000원(상향) | CP(11월25일): 4,105원

Key Data

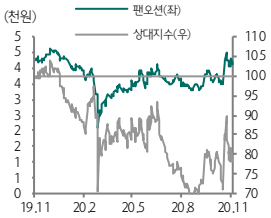
KOSPI 지수 (pt)	2,601.54
52주 최고/최저(원)	4,645/2,085
시가총액(십억원)	2,194.4
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	534,569.5
60일 평균 거래량(천주)	5,853,129.5
60일 평균 거래대금(십억원)	23.9
20년 배당금(예상,원)	0
20년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	11.34
주요주주 지분율(%)	
하림지주 외 25 인	54.90
국민연금공단	7.05

주가상승률	1M	6M	12M
절대	9.8	17.5	(4.3)
상대	(0.4)	(9.9)	(21.9)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	2,513.9	2,695.9
영업이익(십억원)	224.0	247.6
순이익(십억원)	145.7	187.7
EPS(원)	277	355
BPS(원)	5,822	6,184

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,668.4	2,467.9	2,474.1	2,809.0	3,040.7
영업이익	십억원	203.9	210.0	222.6	258.7	287.3
세전이익	십억원	149.0	148.3	139.7	187.0	209.3
순이익	십억원	152.4	151.9	139.9	183.8	205.7
EPS	원	285	284	262	344	385
증감율	%	6.34	(0.35)	(7.75)	31.30	11.92
PER	배	15.60	16.00	15.97	12.17	10.87
PBR	배	0.90	0.84	0.73	0.69	0.65
EV/EBITDA	배	8.83	8.27	15.74	13.39	12.05
ROE	%	6.06	5.49	4.70	5.81	6.13
BPS	원	4,946	5,400	5,743	6,087	6,471
DPS	원	0	0	0	0	0

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

RA 김도현
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com

Analyst 박성봉 02-3771-7774

BDI 조정과 환율 급락으로 4분기 수익성은 다소 악화 예상

4Q20 영업이익 576억원 (YoY +12.7%, QoQ -8.5%) 예상

2020년 4분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 5,974원(YoY -3.4%, QoQ -5.8%)과 576억원(YoY +12.7%, QoQ -8.5%)을 기록할 전망이다.

10월초 한때 2,000포인트를 상회했던 BDI는 11월 중순 현재 1,134포인트를 기록 중이다. 1) 중국 항만의 철광석 재고 증가, 2) 동절기 중국의 철강 감산에 따른 수입산 철광석 의존도 축소, 3) 중국 정부의 호주산 석탄에 대한 수입 규제 등의 원인으로 물동량이 감소했기 때문이다. 4분기 평균 BDI는 1,383포인트(YoY -11.4%, QoQ -9.1%)가 예상된다. 동시에 최근 단기간에 급락한 원/달러 환율도 달러를 기능통화로 사용하는 팬오션 실적에 부정적으로 작용할 전망이다.

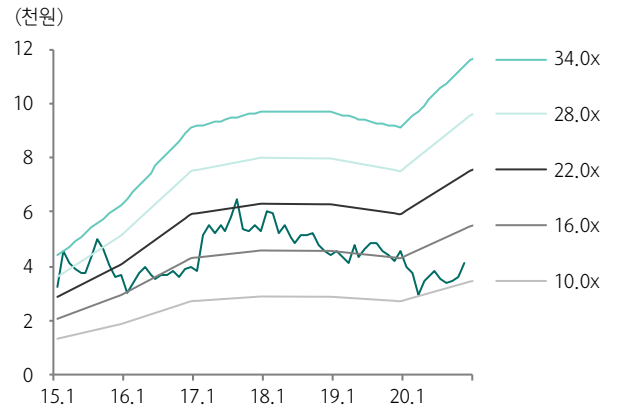
표 1. 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
BDI(pt)	**592**	**784**	**1,522**	**1,383**	**1,266**	**1,588**	**1,858**	**1,621**	**1,346**	**1,070**	**1,583**
매출	558.8	683.4	634.4	597.4	598.3	761.8	764.9	684.0	2,467.9	2,474.1	2,809.0
영업이익	**37.8**	**64.3**	**62.9**	**57.6**	**48.4**	**67.7**	**75.8**	**66.8**	**210.0**	**222.6**	**258.7**
세전이익	20.2	42.4	42.8	34.3	41.9	48.7	54.5	41.9	148.3	139.7	187.0
순이익	**19.9**	**42.3**	**42.1**	**33.8**	**41.2**	**47.8**	**53.6**	**41.2**	**147.7**	**138.1**	**183.8**
영업이익률(%)	6.8	9.4	9.9	9.6	8.1	8.9	9.9	9.8	8.5	9.0	9.2
세전이익률(%)	3.6	6.2	6.8	5.7	7.0	6.4	7.1	6.1	6.0	5.6	6.7
순이익률(%)	3.6	6.2	6.6	5.7	6.9	6.3	7.0	6.0	6.0	5.6	6.5

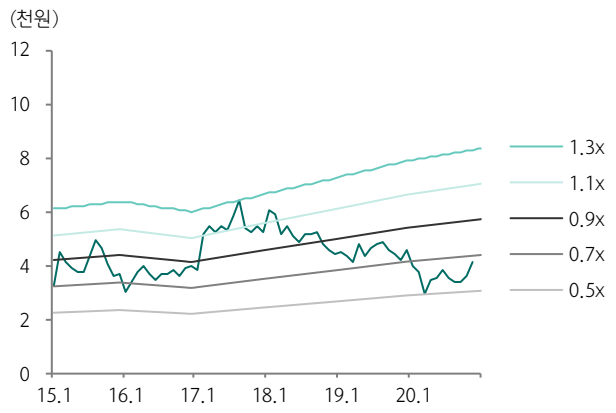
자료: 팬오션, 하나금융투자

그림 1. 팬오션 PER밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

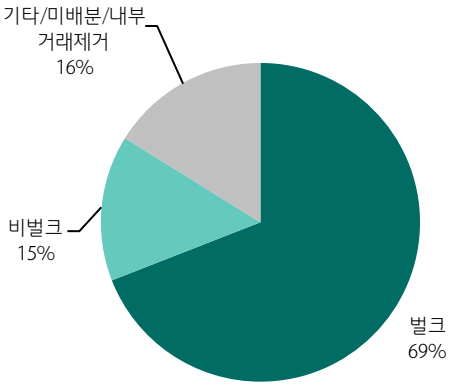
그림 2. 팬오션 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

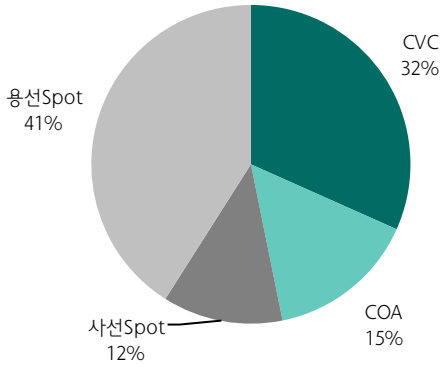
Analyst 박성봉 02-3771-7774

그림 3. 팬오션 사업부문별 매출액 비중



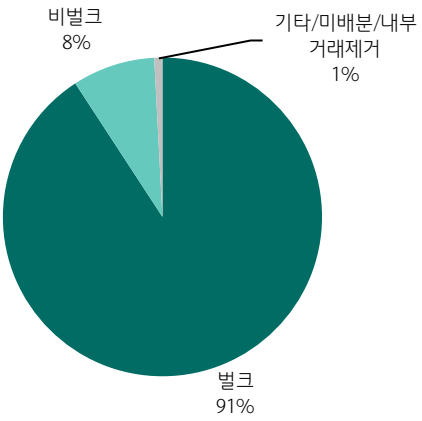
주: 2020년 3분기 기준
자료: 팬오션, 하나금융투자

그림 4. 팬오션 벌크선 내 매출액 비중



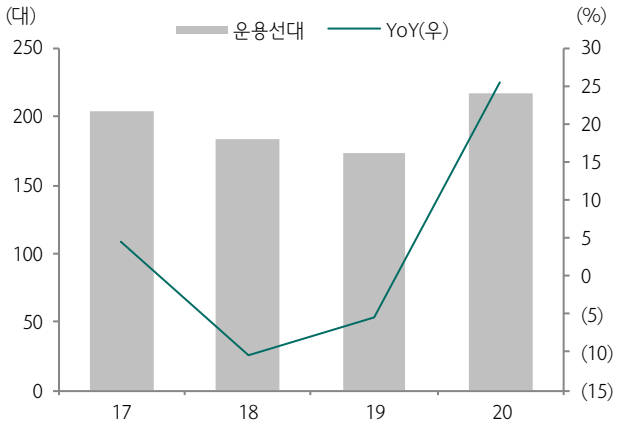
주: 2020년 3분기 기준
자료: 팬오션, 하나금융투자

그림 5. 팬오션 사업부문별 영업이익 비중



주: 2020년 3분기 기준
자료: 팬오션, 하나금융투자

그림 6. 팬오션 운용선대 변화 추이



주: 2020년은 3분기 기준
자료: 팬오션, 하나금융투자

표 2. 팬오션 운용선대 현황

(단위: 척)

	사선(CVC)	용선(1년 이상)	합계
Handy (10~40K)	10	24	34
Handymax (40~65K	18 (10)	53 (1)	71
Panamax (65~100K)	11 (2)	25	36
Cape (100K~)	33 (24)	8	41
Dry Bulk	**72 (36)**	**110 (1)**	**182**
MR Tanker	10	1	11
Chemical Tanker	6	2 (1)	8
Container	5	6 (1)	11
Heavy Lift	2	-	2
LNG	-	1 (1)	1
Non-Dry Bulk	**23**	**10 (3)**	**33**
Total	**95 (36)**	**120 (4)**	**215**

자료: 팬오션, 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**2,668.4**	**2,467.9**	**2,474.1**	**2,809.0**	**3,040.7**
매출원가	2,390.3	2,180.1	2,176.7	2,468.0	2,664.3
매출총이익	278.1	287.8	297.4	341.0	376.4
판관비	74.1	77.8	74.7	82.3	89.1
영업이익	**203.9**	**210.0**	**222.6**	**258.7**	**287.3**
금융손익	(51.5)	(48.8)	(45.5)	(51.3)	(57.7)
종속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.5)	(13.0)	(37.5)	(20.4)	(20.4)
세전이익	**149.0**	**148.3**	**139.7**	**187.0**	**209.3**
법인세	0.3	0.5	1.6	3.2	3.6
계속사업이익	148.6	147.7	138.1	183.8	205.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**148.6**	**147.7**	**138.1**	**183.8**	**205.7**
비지배주주지분 순이익	(3.8)	(4.2)	(1.8)	0.0	0.0
지배주주순이익	**152.4**	**151.9**	**139.9**	**183.8**	**205.7**
지배주주지분포괄이익	254.5	242.6	185.9	183.8	205.7
NOPAT	203.5	209.3	220.0	254.3	282.4
EBITDA	372.3	412.9	222.6	258.7	287.3
성장성(%)					
매출액증가율	14.22	(7.51)	0.25	13.54	8.25
NOPAT증가율	5.77	2.85	5.11	15.59	11.05
EBITDA증가율	2.56	10.91	(46.09)	16.22	11.06
영업이익증가율	4.56	2.99	6.00	16.22	11.06
(지배주주)순익증가율	6.50	(0.33)	(7.90)	31.38	11.92
EPS증가율	6.34	(0.35)	(7.75)	31.30	11.92
수익성(%)					
매출총이익률	10.42	11.66	12.02	12.14	12.38
EBITDA이익률	13.95	16.73	9.00	9.21	9.45
영업이익률	7.64	8.51	9.00	9.21	9.45
계속사업이익률	5.57	5.98	5.58	6.54	6.76

대차대조표

(단위:십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**692.2**	**679.5**	**652.7**	**749.3**	**870.5**
금융자산	236.7	290.8	272.1	314.3	415.8
현금성자산	208.7	255.3	232.2	273.5	374.6
매출채권	142.9	131.4	126.9	145.3	152.0
재고자산	61.1	65.3	63.1	72.2	75.5
기타유동자산	251.5	192.0	190.6	217.5	227.2
비유동자산	**3,427.3**	**3,774.6**	**4,312.0**	**4,442.4**	**4,642.5**
투자자산	20.3	14.4	12.8	13.2	13.4
금융자산	18.1	12.1	10.6	10.6	10.7
유형자산	3,362.8	3,737.0	4,263.9	4,393.9	4,593.9
무형자산	**8.6**	**7.8**	**7.3**	**7.3**	**7.3**
기타비유동자산	**35.6**	**15.4**	**28.0**	**28.0**	**27.9**
자산총계	**4,119.5**	**4,454.2**	**4,964.7**	**5,191.6**	**5,513.0**
유동부채	**670.5**	**709.1**	**536.8**	**575.9**	**590.1**
금융부채	384.3	444.5	281.3	283.4	284.1
매입채무	126.5	120.2	116.1	132.9	139.0
기타유동부채	159.7	144.4	139.4	159.6	167.0
비유동부채	**788.6**	**845.5**	**1,357.5**	**1,361.6**	**1,463.0**
금융부채	**746.1**	**816.7**	**1,329.6**	**1,329.6**	**1,429.6**
기타비유동부채	42.5	28.8	27.9	32.0	33.4
부채총계	**1,459.1**	**1,554.6**	**1,894.3**	**1,937.5**	**2,053.2**
지배주주지분	**2,643.7**	**2,886.4**	**3,070.0**	**3,253.7**	**3,459.4**
자본금	**534.6**	**534.6**	**534.6**	**534.6**	**534.6**
자본잉여금	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1
자본조정	4.6	4.6	2.3	2.3	2.3
기타포괄이익누계액	77.2	169.1	215.1	215.1	215.1
이익잉여금	85.2	236.0	375.9	559.7	765.3
비지배주주지분	**16.7**	**13.1**	**0.4**	**0.4**	**0.4**
자본총계	**2,660.4**	**2,899.5**	**3,070.4**	**3,254.1**	**3,459.8**
순금융부채	893.7	970.3	1,338.9	1,298.7	1,298.0

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	285	284	262	344	385
BPS	4,946	5,400	5,743	6,087	6,471
CFPS	713	785	799	350	391
EBITDAPS	696	772	416	484	538
SPS	4,992	4,617	4,628	5,255	5,688
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	15.60	16.00	15.97	12.17	10.87
PBR	0.90	0.84	0.73	0.69	0.65
PCFR	6.23	5.79	5.24	11.96	10.70
EV/EBITDA	8.83	8.27	15.74	13.39	12.05
PSR	0.89	0.98	0.90	0.80	0.74
재무비율(%)					
ROE	6.06	5.49	4.70	5.81	6.13
ROA	3.80	3.54	2.97	3.62	3.84
ROIC	5.84	5.61	5.31	5.68	6.07
부채비율	54.84	53.62	61.70	59.54	59.34
순부채비율	33.59	33.46	43.61	39.91	37.52
이자보상배율(배)	3.75	3.81	0.00	0.00	0.00

현금흐름표

(단위:십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**268.1**	**404.8**	**346.6**	**170.5**	**200.9**
당기순이익	148.6	147.7	138.1	183.8	205.7
조정	17	21	25	(0)	0
감가상각비	168.4	202.8	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	1.0	(1.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(152.3)	(180.7)	25.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(53.2)	51.0	(41.9)	(13.2)	(4.8)
투자활동 현금흐름	**(126.6)**	**(213.0)**	**(353.4)**	**(131.3)**	**(200.5)**
투자자산감소(증가)	0.9	5.9	1.6	(0.4)	(0.1)
자본증가(감소)	(151.5)	(216.7)	(310.9)	(130.0)	(200.0)
기타	24.0	(2.2)	(44.1)	(0.9)	(0.4)
재무활동 현금흐름	**(149.1)**	**(152.0)**	**(21.4)**	**2.1**	**100.8**
금융부채증가(감소)	(92.3)	130.8	349.8	2.1	100.8
자본증가(감소)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(57.8)	(282.8)	(371.2)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**1.1**	**46.6**	**(23.1)**	**41.3**	**101.1**
Unlevered CFO	381.3	419.6	427.4	187.0	209.3
Free Cash Flow	102.6	187.8	22.6	40.5	0.9

자료: 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

2020년 11월 26일

대한항공 (003490)

2H21부터 국제선 여객 수요 서서히 회복 기대

4분기 화물 성수기 효과 기대

2020년 4분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 1.8조원(YoY -42.4%, QoQ +9.8%)과 931억원(YoY -21.8%, QoQ 흑.전)을 기록할 전망이다.

한국인에 대한 입국금지를 해제하는 국가가 확대되고 있지만 미국과 유럽을 비롯해 전세계적으로 코로나19 2차 대유행이 진행되고 있기 때문에 4분기에도 본격적인 해외여행 재개는 어려울 전망이다. 다만 단기적으로 트레블버블(방역 우수 국가간에 여행을 허용하는 협약) 체결 여부에 따라 일부 국제선 수요 회복이 기대된다. 화물의 경우 계절적 성수기로 돌입하는데 특히 올해는 해외여행 포기가 연말 보복성 소비로 이어질 가능성이 높기 때문에 4분기는 화물 수요 회복과 운임 상승이 동시에 달성 가능할 것으로 예상된다.

백신 임상 성공 가시화, 2H21부터 여객 수요 서서히 회복

최근 상위 제약사들의 3상 임상 예비 결과에서 높은 효능이 발표되며 백신 개발에 대한 기대감이 확대되고 있다. 다만 현재의 백신 생산능력과 안전성 등을 감안하면 국내에서의 본격적인 접종은 이르면 내년 2분기 아니면 내년 하반기에 가능할 것이다. 따라서 내년 하반기부터 국제선 여객 수요는 서서히 회복세로 전환될 전망이다. 하지만 백신 개발 이후 본격적인 여객 수요 회복까지는 3~6개월의 시차가 있을 것으로 예상되고 그 시점은 2022년이 될 가능성이 높다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가는 30,000원으로 상향

대한항공에 대해 투자의견 'BUY'를 유지하고 2021년 실적추정치 상향으로 목표주가는 기존 28,000원에서 30,000원으로 상향한다. 본격적인 여객수요가 회복될 때까지는 꽤 많은 시간이 남았지만 화물 수요 호조가 버팀목 역할을 할 것이다. 다만 최근에 발표된 아시아나항공 인수에 따른 재무구조 악화 우려가 확대되고 있는데 아직까지는 최종 인수 여부를 속단하기에는 이르다. 국내외 기업결합 승인 심사를 통과해야 하고 가깝게는 3자연합이 법원에 제출한 한진칼 신주발행금지 가처분 소송 결과를 지켜봐야 하는 시점이다.

관심종목

BUY

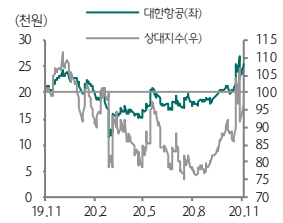
| TP(12M): 30,000원(상향) | CP(11월25일): 25,500원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,601.54
52주 최고/최저(원)	26,950/11,373
시가총액(십억원)	4,442.3
시가총액비중(%)	0.25
발행주식수(천주)	174,209.7
60일 평균 거래량(천주)	4,479,433.0
60일 평균 거래대금(십억원)	108.3
20년 배당금(예상,원)	0
20년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	12.07
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 18 인	31.14
국민연금공단	8.11

주가상승률	1M	6M	12M
절대	20.6	57.6	19.6
상대	9.4	20.8	(2.4)

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	7,787.9	8,628.1
영업이익(십억원)	124.4	401.4
순이익(십억원)	(515.1)	33.5
EPS(원)	(3,653)	269
BPS(원)	18,094	19,199

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	13,011.6	12,683.4	7,503.2	8,449.2	10,895.5
영업이익	십억원	671.2	257.5	89.1	529.9	754.0
세전이익	십억원	(177.7)	(734.5)	(613.8)	(126.5)	319.6
순이익	십억원	(168.5)	(629.1)	(519.3)	(100.7)	254.3
EPS	원	(1,455)	(5,432)	(3,752)	(574)	1,451
증감율	%	적전	적지	적지	적지	흑전
PER	배	(19.00)	(4.39)	(6.70)	(43.82)	17.33
PBR	배	1.05	1.04	1.38	1.42	1.31
EV/EBITDA	배	7.14	7.76	10.21	8.39	7.15
ROE	%	(5.05)	(22.09)	(17.73)	(3.20)	7.88
BPS	원	26,247	22,936	18,262	17,688	19,138
DPS	원	207	0	0	0	0

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

RA 김도현
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com

Analyst 박성봉 02-3771-7774

4분기 화물의 성수기 효과 기대

4Q20 영업이익 931억원 (YoY -21.8%, QoQ 흑.전) 예상

2020년 4분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 1.8조원(YoY -42.4%, QoQ +9.8%)과 931억원(YoY -21.8%, QoQ 흑.전)을 기록할 전망이다.

한국인에 대한 입국금지를 해제하는 국가가 확대되고 있지만 미국과 유럽을 비롯해 전세계적으로 코로나19 2차 대유행이 진행되고 있기 때문에 4분기에도 본격적인 해외여행 재개는 어려울 전망이다. 다만 단기적으로 트레블버블(방역 우수 국가간에 여행을 허용하는 협약) 체결 여부에 따라 일부 국제선 수요 회복이 기대된다. 화물의 경우 계절적 성수기로 돌입하는데 특히 올해는 해외여행 포기가 연말 보복성 소비로 이어질 가능성이 높기 때문에 4분기는 화물 수요 회복과 운임 상승이 동시에 달성 가능할 것으로 예상된다.

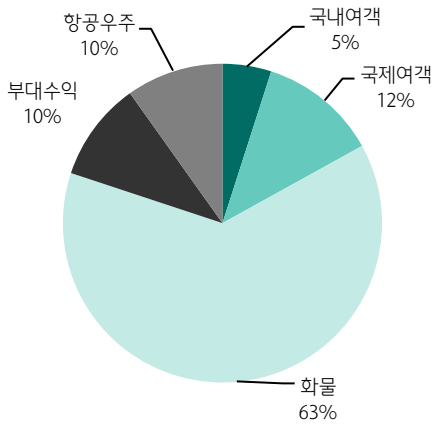
표 1. 대한항공 실적 추이 및 전망

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
여객												
RPK	백만 Km	13,487	1,298	1,547	1,623	2,697	3,893	10,055	9,738	80,560	17,955	26,383
L/F	%	73.3	39.1	28.2	39.3	58.6	65.2	73.3	65.5	82.4	57.3	67.4
화물												
RPK	백만 Km	1,878	2,089	2,216	2,430	2,254	2,298	2,216	2,187	7,482	8,613	8,954
L/F	%	75.7	80.8	82.3	84.5	75.7	80.8	82.3	84.5	71.2	81.0	80.7
매출액	**십억원**	**2,427.3**	**1,728.4**	**1,595.3**	**1,752.2**	**1,707.3**	**1,851.5**	**2,557.1**	**2,333.4**	**12,683.4**	**7,503.2**	**8,449.2**
여객	십억원	1,282.8	203.9	272.9	278.6	379.2	550.5	1,357.8	1,186.1	7,767.6	2,038.2	3,473.6
화물	십억원	657.6	1,215.9	1,016.3	1,213.0	1,057.0	1,021.4	890.7	888.7	2,557.4	4,102.8	3,857.9
기타	십억원	486.9	308.6	306.1	260.6	271.1	279.5	308.6	258.7	2,358.4	1,362.1	1,117.8
영업이익	**십억원**	**(82.8)**	**110.1**	**(31.4)**	**93.1**	**59.5**	**55.1**	**209.7**	**205.6**	**257.5**	**89.0**	**529.9**
순이익	**십억원**	**(736.9)**	**117.3**	**(430.4)**	**115.1**	**(178.5)**	**(41.6)**	**74.8**	**67.8**	**(777.5)**	**(934.9)**	**(77.5)**
영업이익률	(%)	(3.4)	6.4	(2.0)	5.3	3.5	3.0	8.2	8.8	2.0	1.2	6.3
순이익률	(%)	(30.4)	6.8	(27.0)	6.6	(10.5)	(2.2)	2.9	2.9	(6.1)	(12.5)	(0.9)

주: 아시아나항공 인수 미반영
자료: 하나금융투자

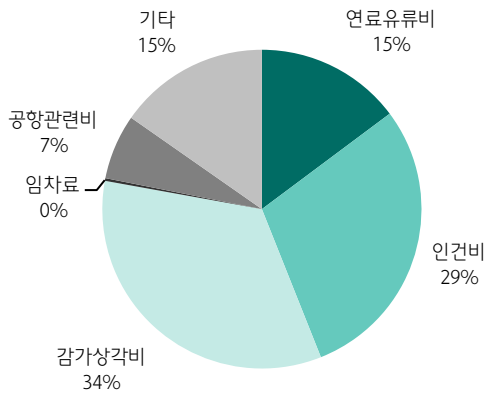
Analyst 박성봉 02-3771-7774

그림 1. 대한항공 매출 구성비



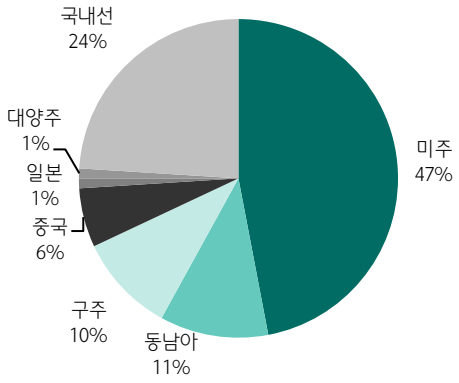
주: 2020년 3분기 기준
자료: 대한항공, 하나금융투자

그림 2. 대한항공 영업비용 구성비



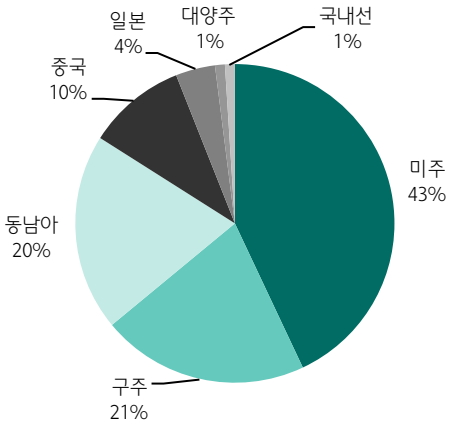
주: 2020년 3분기 기준
자료: 대한항공, 하나금융투자

그림 3. 대한항공 여객 노선별 매출비중



주: 2020년 3분기 기준
자료: 대한항공, 하나금융투자

그림 4. 대한항공 화물 노선별 매출비중



주: 2020년 3분기 기준
자료: 대한항공, 하나금융투자

표 2. 대한항공 기재 보유 현황

기종	2019년말	2020년 3분기말
A380	10	10
A330	29	29
B747-400	2	2
B747-8I	10	10
B777	44	43
B787-9	10	10
B737-800/900	31	27
A220(CS300)	10	10
여객기 계	**146**	**141**
B747F	4	4
B747-8F	7	7
B777F	12	12
화물기 계	**23**	**23**
Total	**169**	**164**

자료: 대한항공, 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**13,011.6**	**12,683.4**	**7,503.2**	**8,449.2**	**10,895.5**
매출원가	10,964.0	11,139.3	6,765.6	7,038.8	9,014.7
매출총이익	2,047.6	1,544.1	737.6	1,410.4	1,880.8
판관비	1,376.4	1,286.6	648.5	880.5	1,126.9
영업이익	**671.2**	**257.5**	**89.1**	**529.9**	**754.0**
금융손익	(454.7)	(464.0)	(631.8)	(407.4)	(345.0)
종속/관계기업손익	0.5	0.2	(0.7)	(0.2)	(0.2)
기타영업외손익	(394.8)	(528.2)	(70.4)	(248.8)	(89.2)
세전이익	**(177.7)**	**(734.5)**	**(613.8)**	**(126.5)**	**319.6**
법인세	(16.7)	(111.7)	(79.9)	(30.4)	76.7
계속사업이익	(161.1)	(622.8)	(533.9)	(96.2)	242.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(161.1)**	**(622.8)**	**(533.9)**	**(96.2)**	**242.9**
비지배주주지분 순이익	7.4	6.3	(14.6)	4.5	(11.4)
지배주주순이익	**(168.5)**	**(629.1)**	**(519.3)**	**(100.7)**	**254.3**
지배주주지분포괄이익	(395.1)	(683.5)	(513.2)	(100.5)	253.8
NOPAT	608.3	218.3	77.5	402.7	573.0
EBITDA	2,421.9	2,340.1	2,040.4	2,342.2	2,550.1
성장성(%)					
매출액증가율	7.60	(2.52)	(40.84)	12.61	28.95
NOPAT증가율	(9.45)	(64.11)	(64.50)	419.61	42.29
EBITDA증가율	(8.01)	(3.38)	(12.81)	14.79	8.88
영업이익증가율	(28.58)	(61.64)	(65.40)	494.73	42.29
(지배주주)순익증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
EPS증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	15.74	12.17	9.83	16.69	17.26
EBITDA이익률	18.61	18.45	27.19	27.72	23.41
영업이익률	5.16	2.03	1.19	6.27	6.92
계속사업이익률	(1.24)	(4.91)	(7.12)	(1.14)	2.23

대차대조표

(단위:십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**3,750.0**	**3,574.7**	**3,304.5**	**3,848.8**	**4,957.2**
금융자산	1,771.4	1,753.6	1,676.3	1,873.3	2,467.3
현금성자산	1,504.0	816.3	1,089.3	1,116.2	1,458.2
매출채권	705.8	701.6	404.3	538.4	737.1
재고자산	918.2	712.9	410.8	547.1	749.0
기타유동자산	354.6	406.6	813.1	890.0	1,003.8
비유동자산	**22,092.5**	**23,439.4**	**22,177.2**	**21,903.5**	**22,264.5**
투자자산	402.5	358.0	257.5	296.1	353.2
금융자산	395.7	350.7	253.3	290.5	345.6
유형자산	20,098.5	21,310.4	19,894.7	19,609.0	19,936.6
무형자산	**300.8**	**294.9**	**268.5**	**241.9**	**218.2**
기타비유동자산	**1,290.7**	**1,476.1**	**1,756.5**	**1,756.5**	**1,756.5**
자산총계	**25,842.5**	**27,014.1**	**25,481.6**	**25,752.2**	**27,221.8**
유동부채	**7,556.8**	**8,777.3**	**8,348.7**	**9,218.7**	**9,411.2**
금융부채	4,326.5	5,269.4	6,270.5	6,470.5	5,670.5
매입채무	153.6	196.5	113.2	150.8	206.4
기타유동부채	3,076.7	3,311.4	1,965.0	2,597.4	3,534.3
비유동부채	**15,123.1**	**15,456.0**	**13,825.4**	**13,326.9**	**14,365.9**
금융부채	**11,467.9**	**11,786.4**	**11,710.7**	**10,510.7**	**10,510.7**
기타비유동부채	3,655.2	3,669.6	2,114.7	2,816.2	3,855.2
부채총계	**22,679.9**	**24,233.3**	**22,174.1**	**22,545.6**	**23,777.1**
지배주주지분	**3,039.5**	**2,656.2**	**3,201.8**	**3,101.1**	**3,355.3**
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	1,242.0	1,242.0	1,242.0
기타포괄이익누계액	627.0	650.5	652.8	652.8	652.8
이익잉여금	212.6	(345.8)	(892.5)	(993.2)	(738.9)
비지배주주지분	**123.1**	**124.6**	**105.8**	**105.5**	**89.3**
자본총계	**3,162.6**	**2,780.8**	**3,307.6**	**3,206.6**	**3,444.6**
순금융부채	14,023.0	15,302.2	16,304.9	15,108.0	13,713.9

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(1,455)	(5,432)	(3,752)	(574)	1,451
BPS	26,247	22,936	18,262	17,688	19,138
CFPS	23,158	22,910	17,526	11,918	14,192
EBITDAPS	20,913	20,207	14,743	13,359	14,545
SPS	112,357	109,522	54,215	48,193	62,146
DPS	207	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(19.00)	(4.39)	(6.70)	(43.82)	17.33
PBR	1.05	1.04	1.38	1.42	1.31
PCFR	1.19	1.04	1.44	2.11	1.77
EV/EBITDA	7.14	7.76	10.21	8.39	7.15
PSR	0.25	0.22	0.46	0.52	0.40
재무비율(%)					
ROE	(5.05)	(22.09)	(17.73)	(3.20)	7.88
ROA	(0.67)	(2.38)	(1.98)	(0.39)	0.96
ROIC	3.15	1.10	0.41	2.30	3.35
부채비율	717.13	871.45	670.40	703.10	690.26
순부채비율	443.40	550.28	492.96	471.15	398.12
이자보상배율(배)	1.23	0.42	0.16	1.12	1.69

현금흐름표

(단위:십억원)

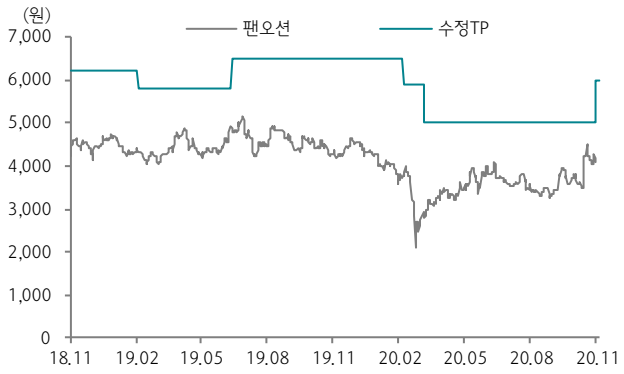
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**2,792.6**	**2,333.7**	**125.8**	**3,213.1**	**4,003.3**
당기순이익	(161.1)	(622.8)	(533.9)	(96.2)	242.9
조정	285	332	296	229	224
감가상각비	1,750.6	2,082.6	1,951.4	1,812.3	1,796.1
외환거래손익	341.9	387.4	371.9	0.0	0.0
지분법손익	(0.5)	(0.2)	0.6	0.0	0.0
기타	(1,807.0)	(2,137.8)	(2,027.9)	(1,583.3)	(1,572.1)
영업활동 자산부채 변동	101.2	(367.1)	(2,296.7)	1,024.3	1,517.1
투자활동 현금흐름	**(657.9)**	**(1,595.0)**	**(729.8)**	**(1,713.6)**	**(2,414.0)**
투자자산감소(증가)	74.3	44.7	101.1	(38.6)	(57.2)
자본증가(감소)	(1,198.2)	(1,177.6)	(1,228.9)	(1,500.0)	(2,100.0)
기타	466.0	(462.1)	398.0	(175.0)	(256.8)
재무활동 현금흐름	**(1,407.5)**	**(1,447.2)**	**865.4**	**(1,472.8)**	**(1,247.3)**
금융부채증가(감소)	879.9	1,261.4	925.4	(1,000.0)	(800.0)
자본증가(감소)	0.0	(226.5)	1,000.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2,219.3)	(2,405.2)	(1,060.0)	(472.8)	(447.3)
배당지급	(68.1)	(76.9)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**742.7**	**(687.7)**	**273.1**	**26.8**	**342.1**
Unlevered CFO	2,681.8	2,653.1	2,425.5	2,089.5	2,488.2
Free Cash Flow	1,516.4	1,150.8	(1,108.4)	1,713.1	1,903.3

자료: 하나금융투자

Analyst 박성봉 02-3771-7774

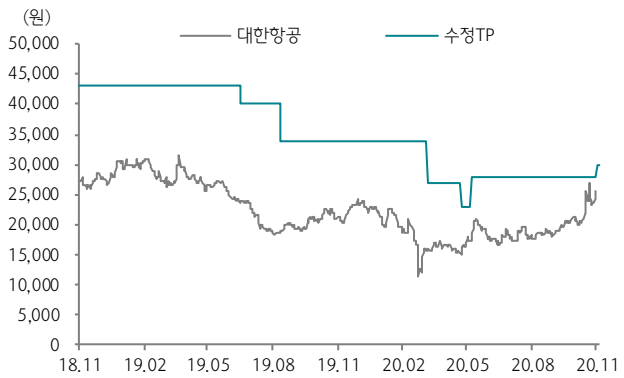
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

팬오션



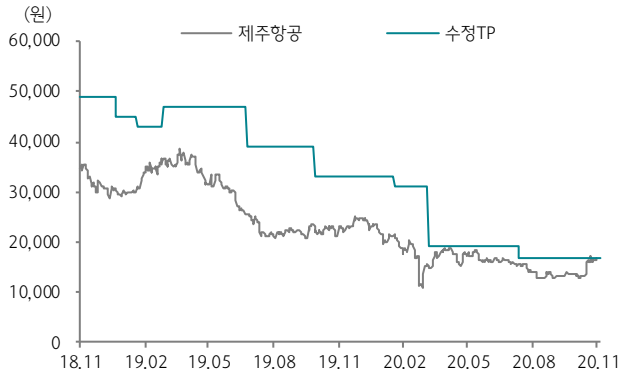
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.25	BUY	6,000		
20.4.1	BUY	5,000	-27.95%	-9.80%
20.3.2	BUY	5,900	-46.24%	-32.29%
19.7.8	BUY	6,500	-31.60%	-20.92%
19.2.27	BUY	5,800	-24.22%	-15.00%
18.11.14	BUY	6,200	-27.80%	-23.31%

대한항공



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.26	BUY	30,000		
20.6.1	BUY	28,000	-18.76%	-12.02%
20.5.18	BUY	23,000	-12.34%	-6.96%
20.3.31	BUY	27,000	-28.62%	-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%

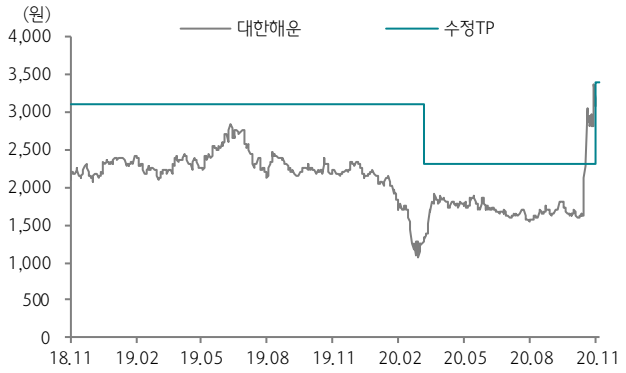
제주항공



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.6	Neutral	17,000		
20.3.31	Neutral	19,000	-1.80%	7.63%
20.2.12	BUY	31,000	-38.29%	-25.16%
19.10.22	BUY	33,000	-24.83%	-16.06%
19.7.18	BUY	39,000	-36.93%	-27.82%
19.3.22	BUY	47,000	-23.42%	-10.00%
19.2.13	BUY	43,000	-12.90%	-6.51%
19.1.15	BUY	45,000	-27.46%	-26.33%
18.11.7	BUY	49,000	-27.71%	-20.20%

Analyst 박성봉 02-3771-7774

대한해운



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.25	Neutral	3,400		
20.4.1	BUY	2,300	-22.43%	46.96%
19.11.15	1 년 경과		-	-
18.11.15	BUY	3,100	-24.81%	-8.23%

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	92.31%	7.69%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 23일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 11월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2020년 11월 26일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 모집 · 사모 · 매출의 주선업무 관련법인
- 지분의 매각 또는 취득의 중개·주선·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.