대한항공(003490)

매수(유지)

목표주가: 31,000원(유지)

1Q24 Preview: 지금의 우려는 옛날 이야기

여객과 화물 모두 호실적 기록하며 영업이익은 9% 증가할 전망

대한항공은 올해 1분기에도 양호한 이익 개선 흐름을 이어갈 것이다. 매출액은 전년동기대비 19% 증가한 4.3조원, 영업이익은 9% 성장한 5,300억원으로 추정된다. 환율 상승과 인건비 증가에도 여객과 화물 시황 모두 기대 이상으로 좋았던 덕분에 영업이익은 컨센서스를 5% 상회할 전망이다. 국제선 여객 매출은 증편 효과와 해외여행 수요 강세에 힘입어 전년동기대비 36% 증가한 것으로 예상된다. 한편 화물의 경우 작년 1분기까지 물류대란 수혜가 아직 남아있던 터라 운임은 12% 하락하겠지만 중국발 이커머스 수요 증가로 수송량(CTK)은 7% 확대될 전망이다. 비용 증가율은 유류비 +15%, 인건비 +19%, 공항관련비 +40%로 예상된다.

유가와 환율 상승에 따른 피해는 과대평가되어 있음

최근 유가 상승과 원화 약세에 대한 우려가 커지고 있다. 그러나 원유 가격은 지정학적 갈등에 따른 공급 불안감으로 오른 터라 항공유에는 전가되지 않고 있다. 올해 싱가폴 항공유 가격은 100달러 초반을 유지하고 있어 4월 평균으로 보면 오히려 작년 4분기를 밑돌고 있다. 원/달러 환율 상승은 비용부담을 가중시키지만 과거에 비해 화물사업의 성장과 프리미엄/비즈니스 고객 확대로 달러 유입이 증가했다. 연간 달러 부족량은 팬데믹 이전 25억달러에서 현재 14억달러로 축소되었다. 외화환산손실에 대해서도 현금유출이 없는 만큼 우려할 필요는 없다. 오히려 순외화부채가 2020년초 85억달러에서 2023년 30억달러, 그리고 올해는 27억달러로 축소된 점이 더 긍정적인 변화다. 순차입금은 1999년 이후 최저치로 개선되었다.

항공 수급 개선은 구조적. 올해 영업이익은 다시 증가할 전망

국내 항공업종은 유가, 환율 상승과 경기 부진 환경에서도 기대 이상의 실적을 이어오고 있다. 해외여행 시장은 더 이상 경기민감 산업이 아니다. 화물 역시 중국의 크로스보더 이커머스 성장과 홍해 사태에 따른 반사이익을 얻고 있다. 반대로 에어버스와 보잉의 신규 기재 인도량은 기대 이하다. 이연소비 효과나 물류대란 도움 없이도 항공 호황은 구조적이라는 점에서 올해 대한항공 영업이익을 전년대비 6% 증가한 1.9조원으로 기존 추정치 대비 10% 상향조정한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	14,096	2,831	1,728	4,787	174.6	4,480	4.8	3.1	0.9	22.0	3.3
2023A	16,112	1,790	1,061	2,866	(40.1)	3,513	8.3	3.9	0.9	11.5	3.1
2024F	17,129	1,905	1,109	3,002	4.7	3,596	6.9	3.6	0.7	11.2	3.6
2025F	16,991	1,749	1,134	3,070	2.3	3,443	6.8	3.7	0.7	10.5	3.6
2026F	17,291	1,711	1,119	3,028	(1.4)	3,422	6.9	3.6	0.6	9.6	3.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준. 아시아나항공 인수 효과는 미반영

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
63	46	74	67

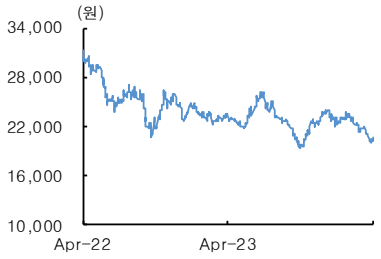
Stock Data

KOSPI(4/23)		2,623
주가(4/23)		20,800
시가총액(십억원)		7,659
발행주식수(백만)		368
52주 최고/최저가(원)		26,250/19,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)		17,938
유동주식비율/외국인지분율(%)		65.5/16.5
주요주주(%)	한진칼 외 22 인	27.0
	국민연금공단	7.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.6)	6.3	(10.5)
KOSPI 대비(%p)	(0.0)	(5.0)	(13.6)

주가추이



자료: FnGuide

최고운
gowoon@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

주가가 2024F PBR 0.7배까지 저평가받을 이유가 없음

반면 주가는 대한항공의 이익 성장과 재무 개선, 초격차 시장지위를 반영하지 못하고 있어 투자기회로 추천한다. 지속가능성에 대한 우려가 무색하게 항공업계 전반적으로 호실적이 이어지고 있다. 항공권 가격이 팬데믹 이전보다 30% 이상 비싼건 리오프닝 이연소비와 같은 일시적인 현상이 아니다. 불필요한 공급경쟁이 축소된 가운데 해외여행 수요와 한국을 경유하는 비즈니스 환승 수요 모두 구조적으로 성장했기 때문이다. 전통적으로 대한항공 주가가 환율과 유가 등 대외변수에 민감했던 것도 그만큼 과도한 외화부채를 비롯해 재무 펀더멘털이 취약했던 탓이다. 그러나 이제는 부채비율이 글로벌 피어보다 낮아졌고 아시아나 인수를 통해 시장지배력 역시 차별화된다는 점에서 과거의 우려에 머물러 있을 이유가 없다. 이제는 팬데믹 이후의 항공시장 New Normal에 대해 재평가해야 한다.

<표 1> 1Q24 실적 전망

	한투증권	QoQ	YoY	컨센서스 대비	컨센서스	1개월 변화
	(십억원)	(%, %p)	(%, %p)	(%, %p)	(십억원)	(%, %p)
매출액	4,266.1	(2.9)	18.8	(0.0)	4,267.4	(0.7)
영업이익	530.3	86.5	9.2	4.8	506.0	(1.1)
영업이익률(%)	12.4	6.0	(1.1)	0.6	11.9	(0.1)
지배주주순이익	233.2	252.4	(0.3)	(24.3)	308.1	(13.7)

자료: Quantiwise, 한국투자증권

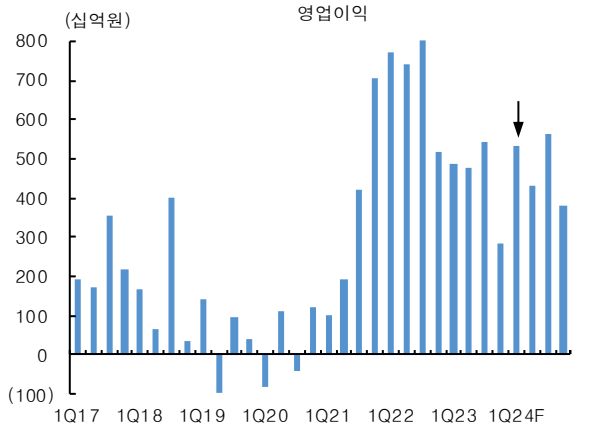
<표 2> 실적 전망 변경 비교

(단위: 십억원, %)

	1Q24F			2024F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	4,364	4,266	(2.3)	16,856	17,129	1.6
국제선 여객	2,401	2,261	(5.8)	9,093	9,222	1.4
국내선 여객	108	105	(2.0)	462	451	(2.4)
화물	987	994	0.7	3,942	4,031	2.2
기타	869	906	4.3	3,359	3,426	2.0
영업이익	540	530	(1.8)	1,729	1,905	10.2
영업이익률(%, %p)	12.4	12.4	0.1	10.3	11.1	0.9
지배주주순이익	228	233	2.2	925	1,109	19.9

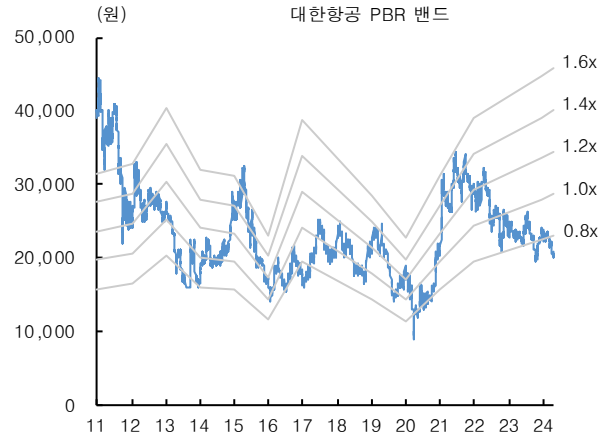
자료: 한국투자증권

[그림 1] 1분기 영업이익은 전년동기대비 9% 증가할 전망



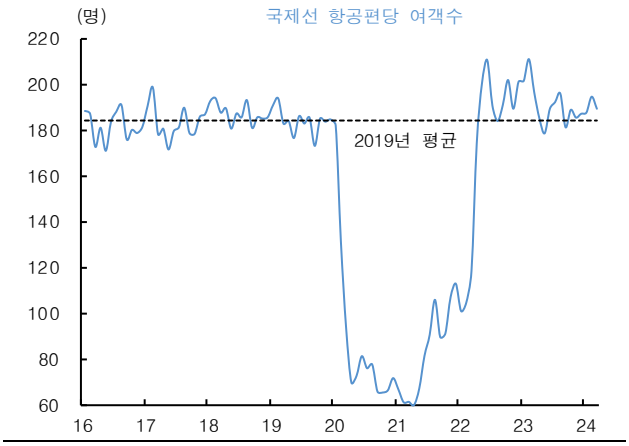
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 2] 이렇게 2024F PBR 0.7배까지 저평가받을 이유가 없음



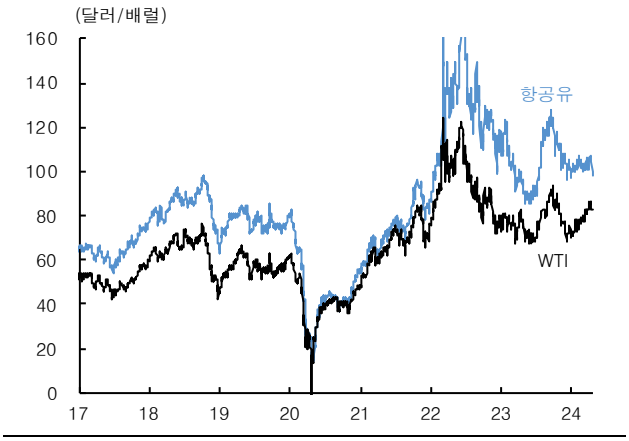
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 3] 해외여행 잠재수요는 구조적으로 공급을 상회하고 있음



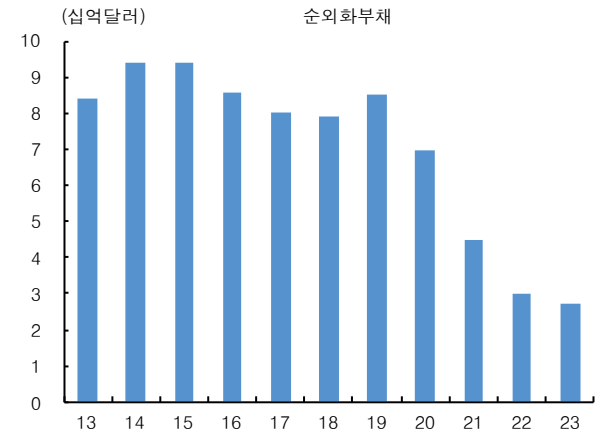
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 4] 유가에 대한 걱정이 많지만 정작 항공유는 오르지 않았음



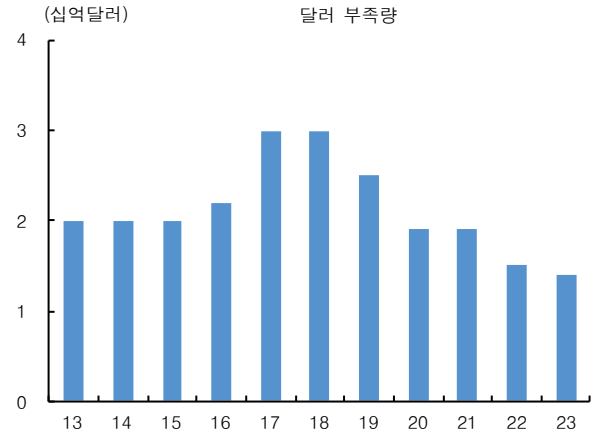
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 원/달러 환율 상승에 따른 대한항공 리스크는 제한적
순외화부채가 2019년 85억달러에서 현재 27억달러로 축소



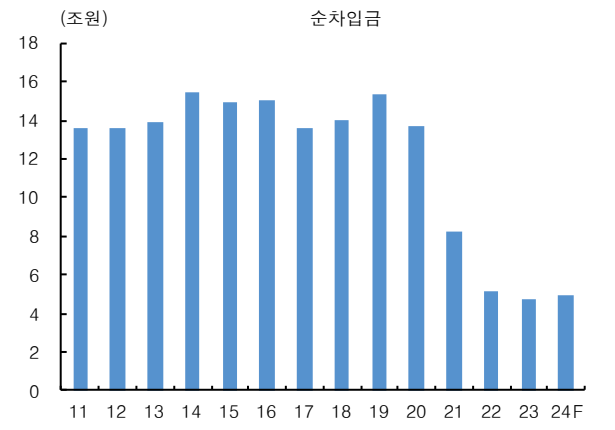
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 6] 현금흐름 상 달러 부족분도 10년래 최저치
달러 베이스인 화물사업이 크게 성장한 덕분



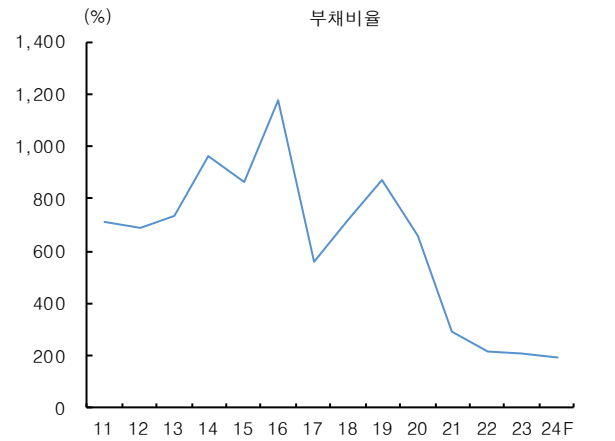
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 7] 유가/환율 등 대외변수에 투자심리가 취약했던 건
그만큼 대한항공 재무가 안 좋았기 때문인데, 이제는 과거



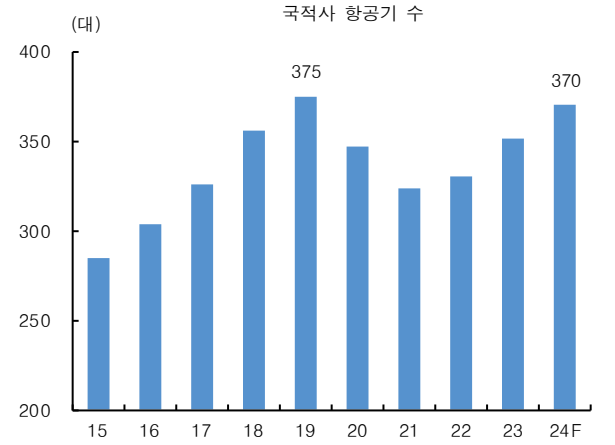
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 8] 부채비율은 200% 아래로 하락. 아시아나를 인수해도
연결 기준 부채비율은 250% 수준에 불과할 전망



자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 9] 항공사들이 공급확대를 원해도 기재 수급이 어려운 상황

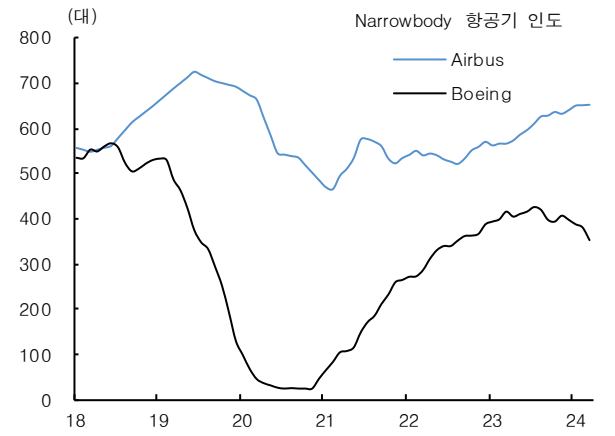


자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 10] 올해 국제선 여객 공급은 2018년 수준에 머물 전망

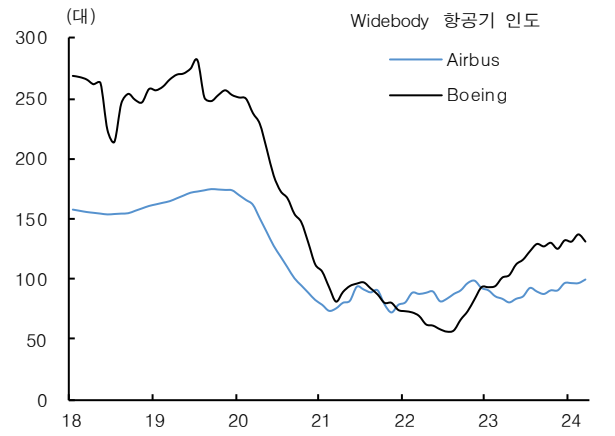
주: 대한항공, 아시아나항공, 진에어, 제주항공, 티웨이항공, 에어부산 합산
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 11] 최근 보잉 기종의 연이은 사고들로 인해 신규 항공기 생산 일정은 다시 지연되고 있음



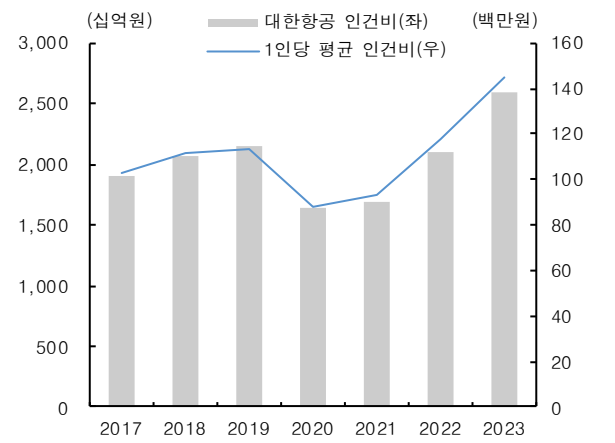
자료: Airbus, Boeing, 한국투자증권

[그림 12] 장거리 기재가 특히 부족하다는 점은 아시아나항공을 대신할 경쟁위협 요인이 당분간 제한적임을 의미



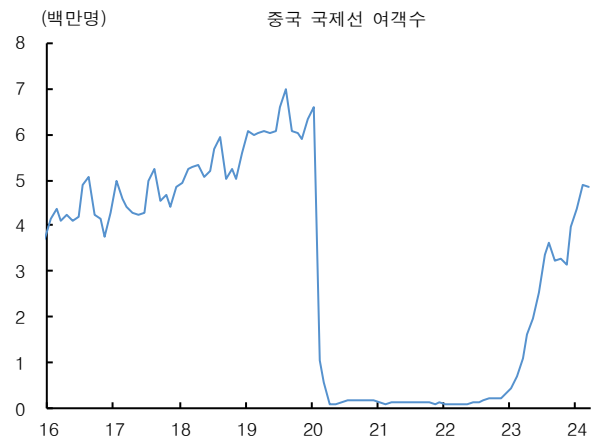
자료: Airbus, Boeing, 한국투자증권

[그림 13] 변수는 인플레이션과 성과급 반영으로 늘어나는 인건비와



자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 14] 중국 항공사들이 점차 국제선을 증편하고 있다는 점



자료: 중국민항국, 한국투자증권

<표 3> 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2023				2024F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2022	2023	2024F	2025F
매출액	**3,592**	**3,877**	**4,249**	**4,393**	**4,266**	**4,084**	**4,494**	**4,284**	**14,096**	**16,112**	**17,129**	**16,991**
국내선 여객	111	133	117	118	105	115	111	119	464	479	451	467
ASK(백만 km)	662	709	697	656	638	674	675	669	2,924	2,724	2,655	2,713
RPK(백만 km)	573	623	600	562	552	586	582	582	2,480	2,358	2,301	2,361
L/F(%)	86.6	87.8	86.1	85.7	86.5	87.1	86.2	86.9	84.8	86.6	86.7	87.0
Yield(원)	193.1	214.0	195.4	209.1	191.1	196.9	191.1	203.9	186.9	203.0	195.8	197.8
국제선 여객	**1,667**	**2,088**	**2,441**	**2,339**	**2,261**	**2,157**	**2,535**	**2,269**	**3,890**	**8,535**	**9,222**	**9,091**
ASK(백만 km)	16,034	19,351	21,067	21,600	22,104	21,006	23,037	22,048	39,450	78,052	88,196	92,341
RPK(백만 km)	13,191	16,223	17,950	18,331	18,295	17,338	19,560	18,579	29,142	65,695	73,771	77,608
L/F(%)	82.3	83.8	85.2	84.9	82.8	82.5	84.9	84.3	73.9	84.2	83.6	84.0
Yield(원)	126.4	128.7	136.0	127.6	123.6	124.4	129.6	122.1	133.5	129.9	125.0	117.1
화물	**1,049**	**964**	**915**	**1,102**	**994**	**1,028**	**986**	**1,023**	**7,725**	**4,030**	**4,031**	**3,949**
AFTK(백만 km)	2,744	2,935	3,022	3,056	2,999	2,973	3,052	3,071	12,004	11,757	12,096	12,338
FTK(백만 km)	2,016	2,060	2,139	2,216	2,161	2,109	2,173	2,223	9,617	8,431	8,666	8,796
L/F(%)	73.5	70.2	70.8	72.5	72.1	70.9	71.2	72.4	80.1	71.7	71.6	71.3
Yield(원)	520.1	467.9	427.9	497.3	459.8	487.2	453.8	460.2	803.2	478.0	465.1	448.9
기타	766	693	775	834	906	783	862	874	2,018	3,068	3,426	3,484
매출액 증가율(% YoY)	*24.5*	*13.3*	*8.6*	*13.2*	*18.8*	*5.3*	*5.8*	*(2.5)*	*56.3*	*14.3*	*6.3*	*(0.8)*
국내선	*43.0*	*3.8*	*(13.3)*	*(4.1)*	*(4.7)*	*(13.4)*	*(5.2)*	*0.9*	*72.5*	*3.3*	*(5.9)*	*3.6*
ASK	*(2.4)*	*(9.3)*	*(9.4)*	*(5.6)*	*(3.7)*	*(5.0)*	*(3.2)*	*2.0*	*15.9*	*(6.8)*	*(2.5)*	*2.2*
RPK	*11.3*	*(10.3)*	*(7.7)*	*(9.5)*	*(3.8)*	*(5.8)*	*(3.1)*	*3.5*	*30.7*	*(4.9)*	*(2.4)*	*2.6*
L/F(%p)	*10.6*	*(0.9)*	*1.6*	*(3.7)*	*(0.0)*	*(0.8)*	*0.1*	*1.2*	*9.6*	*1.7*	*0.1*	*0.3*
Yield	*28.5*	*15.7*	*(6.1)*	*6.0*	*(1.0)*	*(8.0)*	*(2.2)*	*(2.5)*	*31.9*	*8.6*	*(3.5)*	*1.0*
국제선	*490.3*	*179.9*	*85.1*	*51.7*	*35.6*	*3.3*	*3.8*	*(3.0)*	*377.2*	*119.4*	*8.0*	*(1.4)*
ASK	*182.8*	*178.6*	*73.9*	*46.8*	*37.9*	*8.6*	*9.4*	*2.1*	*87.9*	*97.9*	*13.0*	*4.7*
RPK	*485.2*	*195.4*	*85.6*	*56.3*	*38.7*	*6.9*	*9.0*	*1.4*	*332.6*	*125.4*	*12.3*	*5.2*
L/F(%p)	*42.5*	*4.8*	*5.4*	*5.2*	*0.5*	*(1.3)*	*(0.3)*	*(0.6)*	*41.8*	*10.3*	*(0.5)*	*0.4*
Yield	*0.9*	*(5.2)*	*(0.3)*	*(3.0)*	*(2.2)*	*(3.3)*	*(4.7)*	*(4.3)*	*10.3*	*(2.7)*	*(3.8)*	*(6.3)*
화물	*(51.2)*	*(55.6)*	*(50.7)*	*(28.8)*	*(5.2)*	*6.6*	*7.7*	*(7.2)*	*15.4*	*(47.8)*	*0.0*	*(2.0)*
AFTK	*(11.4)*	*(4.2)*	*3.5*	*4.6*	*9.3*	*1.3*	*1.0*	*0.5*	*(4.6)*	*(2.1)*	*2.9*	*2.0*
FTK	*(21.6)*	*(18.7)*	*(7.0)*	*0.3*	*7.2*	*2.4*	*1.6*	*0.3*	*(10.0)*	*(12.3)*	*2.8*	*1.5*
L/F(%p)	*(9.6)*	*(12.5)*	*(8.0)*	*(3.1)*	*(1.4)*	*0.8*	*0.4*	*(0.1)*	*(4.8)*	*(8.4)*	*(0.1)*	*(0.4)*
Yield	*(37.7)*	*(45.4)*	*(47.0)*	*(29.0)*	*(11.6)*	*4.1*	*6.0*	*(7.5)*	*28.2*	*(40.5)*	*(2.7)*	*(3.5)*
기타	*103.8*	*84.2*	*29.2*	*25.2*	*18.3*	*13.1*	*11.2*	*4.7*	*63.0*	*52.0*	*11.7*	*1.7*
영업비용	3,106	3,400	3,706	4,109	3,736	3,654	3,929	3,904	11,266	14,322	15,223	15,242
증가율	*47.1*	*26.8*	*19.2*	*22.2*	*20.3*	*7.5*	*6.0*	*(5.0)*	*48.3*	*27.1*	*6.3*	*0.1*
연료유류비(별도)	1,005	981	1,170	1,302	1,153	1,141	1,238	1,147	4,008	4,457	4,680	4,628
증가율	*51.5*	*(3.3)*	*(0.1)*	*12.3*	*14.8*	*16.4*	*5.8*	*(11.9)*	*122.6*	*11.2*	*5.0*	*(1.1)*
종업원급여	513	602	622	851	610	608	702	800	2,099	2,587	2,720	2,652
감가상각비	390	394	363	382	386	382	378	371	1,503	1,530	1,517	1,520
정비비	98	124	111	125	103	121	115	104	393	458	444	440
공항관련비	223	284	301	306	312	307	328	310	729	1,114	1,256	1,300
기타	878	1,015	1,139	1,143	1,172	1,094	1,168	1,173	2,534	4,176	4,607	4,703
영업이익	**486**	**477**	**543**	**284**	**530**	**430**	**565**	**380**	**2,831**	**1,790**	**1,905**	**1,749**
증가율	*(37.2)*	*(35.5)*	*(32.2)*	*(45.0)*	*9.2*	*(9.8)*	*4.1*	*33.5*	*99.6*	*(36.8)*	*6.4*	*(8.2)*
영업이익률	*13.5*	*12.3*	*12.8*	*6.5*	*12.4*	*10.5*	*12.6*	*8.9*	*20.1*	*11.1*	*11.1*	*10.3*
세전이익	365	489	577	145	327	384	518	344	2,562	1,576	1,574	1,606
지배주주순이익	**234**	**354**	**407**	**66**	**233**	**270**	**364**	**242**	**1,728**	**1,061**	**1,109**	**1,134**
증가율	*(56.1)*	*(20.9)*	*3.3*	*(81.3)*	*(0.3)*	*(23.8)*	*(10.6)*	*265.0*	*199.2*	*(38.6)*	*4.5*	*2.3*

자료: 대한항공, 한국투자증권

<표 4> 대한항공의 아시아나항공 인수 관련 주요 과정

시기	주체	주요 내용
2020년 11월	**대한항공**	**아시아나항공 인수 결정**
2020년 12월	산업은행 → 한진칼	3자배정 유상증자(5천억원), 교환사채 발행(3천억원)
2020년 12월	아시아나항공	무상감자 결정
2020년 12월	대한항공 → 아시아나항공	영구전환사채 발행(3천억원), 인수 계약금(3천억원) 지급
2021년 01월	대한항공 → 필수신고국가	기업결합신고 진행
2021년 02월	터키 경쟁당국	기업결합심사 승인
2021년 03월	대한항공	주주배정 유상증자(2.5조원 계획 → 3.3조원 조달)
2021년 03월	대한항공 → 미국 법무부	기업결합심사 신고서 제출
2021년 03월	대한항공 → 아시아나항공	인수 중도금(4천억원) 지급
2021년 03월	대한항공 → 산업은행	아시아나항공 인수 통합계획안(PMI) 제출
2021년 05월	대만/필리핀/태국 경쟁당국	기업결합 심사가 불필요함을 통보
2021년 06월	대한항공	아시아나항공 인수 통합계획안(PMI) 확정
2021년 08월	대한항공 → 일본 공정위	기업결합심사 신고서 제출
2021년 09월	말레이시아 항공위원회	기업결합심사 승인
2021년 11월	베트남 산업통상부	기업결합심사 승인
2021년 11월	영국 경쟁시장청	기업결합심사 결정 유예
2022년 02월	싱가포르 경쟁 · 소비자위원회	기업결합심사 승인
2022년 02월	**우리나라 공정거래위원회**	**기업결합심사 조건부 승인**
2022년 09월	호주 경쟁 · 소비자위원회	기업결합심사 승인
2022년 11월	**미국 법무부**	**기업결합심사 기간 연장**
2022년 12월	**중국 국가시장감독관리총국**	**기업결합심사 승인**
2023년 01월	대한항공 → EU 집행위원회	기업결합심사 신고서 제출
2023년 02월	**EU 집행위원회**	**기업결합심사 기간 연장**
2023년 03월	영국 경쟁시장청	기업결합심사 승인
2023년 05월	**EU 집행위원회**	**경쟁제한 우려된다는 심사보고서 발송**
2023년 09월	대한항공 → EU 집행위원회	합병 시정조치안 초안 제출
		한국-유럽 4개 여객 노선 운수권을 티웨이항공에 이관
		아시아나항공 화물 사업부를 분리 매각하는 방안이 포함
2023년 10월	**대한항공 → EU 집행위원회**	**합병 시정서 제출**
2024년 01월	**일본 공정취인위원회**	**기업결합심사 승인**
		서울 4개 노선, 부산 3개 노선 슬롯 양보 등 시정조치
2024년 02월	**EU 집행위원회**	**기업결합심사 조건부 승인**
		1) 아시아나항공 화물 사업 매각
		2) 티웨이항공 유럽 여객 4개 노선 진입 지원
2024년 04월	**대한항공-티웨이항공**	**유럽 노선 이관 관련 계약 체결**
2024년 03월~	**아시아나항공**	**화물 사업부 매각 진행(본입찰 4월 25일)**
2024년 6~7월 예상	**미국 경쟁당국**	**기업결합심사**
2024년 6~10월	티웨이항공	유럽 노선 취항
2024년 11월 예상	EU 집행위원회	기업결합심사 최종 승인
TBD	대한항공 → 아시아나항공	3자배정 유상증자 단독 참여(1조 5천억원)
	대한항공/아시아나항공	진에어, 에어부산, 에어서울 통합
	정부/대한항공/아시아나항공	MRO 통합법인 출범

주: 우리나라를 비롯해 13개국에서 기업결합심사가 완료
자료: 각 사, 언론보도, 한국투자증권

<표 5> 글로벌 FSC 밸류에이션 비교

(단위: 백만달러, %, 배)

		대한항공	아시아나 항공	ANA Holdings	Japan Airlines	Air China	Singapore Airlines	Cathay Pacific	Delta Air Lines	United Airlines	American Airlines	Lufthansa	IAG	평균
시가총액(백만달러)		5,558	578	9,599	8,060	14,037	14,160	6,621	31,633	17,736	9,496	8,699	10,874	
PER (배)	2023A	8.3	28.9	15.1	32.8	NM	16.1	5.8	8.6	4.4	5.2	5.0	3.3	12.1
	2024F	6.9	4.7	10.4	13.4	7.3	7.6	7.9	7.4	5.4	6.3	5.1	4.7	7.3
	2025F	6.8	27.0	10.8	12.0	5.2	10.3	8.0	6.7	4.6	4.5	4.4	4.2	8.7
PBR (배)	2023A	0.9	1.2	1.6	1.4	2.0	1.2	1.0	2.3	1.5	NM	1.0	2.7	1.5
	2024F	0.7	1.6	1.5	1.4	1.2	1.3	0.9	2.1	1.4	NM	0.7	1.8	1.3
	2025F	0.7	1.5	1.3	1.3	1.0	1.2	0.8	1.6	1.0	NM	0.7	1.3	1.1
ROE (%)	2023A	11.5	4.2	10.8	4.3	(3.4)	16.3	19.2	52.1	32.3	NM	18.5	100.4	24.2
	2024F	11.2	12.1	15.0	11.2	17.8	14.5	13.7	35.3	29.6	1.8	15.4	49.4	18.9
	2025F	10.5	5.7	12.8	11.5	20.5	11.7	13.2	31.1	25.1	133.0	15.8	37.5	27.4
EV/ EBITDA (배)	2023A	3.9	3.9	6.6	6.5	9.6	4.5	4.2	5.6	4.3	5.8	3.2	3.2	5.1
	2024F	3.6	NM	4.9	5.2	7.8	4.8	5.1	5.1	3.9	6.1	3.0	3.4	4.8
	2025F	3.7	NM	4.9	4.8	7.6	5.5	5.2	4.7	3.5	5.3	2.7	3.2	4.6
매출 증가율 (% YoY)	2023A	56.3	22.8	67.3	101.5	166.7	133.4	85.1	14.8	19.5	7.8	14.7	27.7	59.8
	2024F	14.3	5.6	20.1	21.0	20.8	5.8	17.7	0.1	6.7	4.9	8.1	5.8	10.9
	2025F	6.3	(2.6)	6.9	8.5	7.8	2.3	9.0	4.4	5.8	4.9	5.1	3.9	5.2
영업 이익률 (%)	2023A	11.1	8.1	7.0	4.7	0.8	16.3	16.2	9.5	7.8	5.7	6.8	12.0	8.8
	2024F	11.1	7.1	10.1	8.1	8.2	14.6	8.9	11.1	8.8	6.6	6.1	11.2	9.3
	2025F	10.3	5.3	9.3	8.7	9.2	10.3	7.7	12.0	9.7	7.5	6.7	11.8	9.0
EPS 증가율 (%)	2023A	(40.1)	(22.5)	NM	NM	(97.5)	NM	NM	248.3	253.1	530.0	112.1	518.4	187.7
	2024F	4.7	492.5	59.4	169.2	NM	145.5	(21.4)	(12.8)	21.9	74.9	(5.8)	(16.2)	82.9
	2025F	2.3	(82.6)	(5.6)	13.5	33.9	(21.1)	6.0	13.0	18.8	39.7	17.9	12.4	4.0

주: 4월 22일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요

대한항공은 우리나라 대표 국적항공사로 장거리노선 중심의 안정적 노선 포트폴리오와 높은 서비스 품질에 기반한 프리미엄 이미지를 구축함. 2023년 기준 우리나라 항공시장에서 국제여객수송 점유율 17%, 국제화물수송 점유율 26%를 차지함.

- LCC(Low Cost Carrier): 단일기종 중심의 기재 운영, 기내서비스의 최소화, 보조공항 이용 등 기존의 대형항공사와 대조되는 비용절감 전략을 통해 낮은 운임의 항공권을 제공하는 저비용항공사
- ASK(Available Seat Kilometers): 판매 가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송공급 지표
- RPK(Revenue Passenger Kilometers): 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송실적 지표
- L/F(Load factor): 공급 대비 이용률로 RPK에서 ASK를 나눈 탑승률 지표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**14,096**	**16,112**	**17,129**	**16,991**	**17,291**
매출원가	10,245	12,850	13,625	13,627	13,930
매출총이익	3,851	3,261	3,504	3,364	3,361
판매관리비	1,020	1,471	1,598	1,615	1,650
영업이익	**2,831**	**1,790**	**1,905**	**1,749**	**1,711**
영업이익률(%)	*20.1*	*11.1*	*11.1*	*10.3*	*9.9*
EBITDA	4,480	3,513	3,596	3,443	3,422
EBITDA Margin(%)	*31.8*	*21.8*	*21.0*	*20.3*	*19.8*
영업외수익	(269)	(214)	(331)	(143)	(127)
금융수익	383	438	427	420	367
금융비용	433	591	603	563	494
기타영업외손익	(219)	(62)	(156)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**2,562**	**1,576**	**1,574**	**1,606**	**1,584**
법인세비용	833	447	459	469	462
연결당기순이익	1,730	1,129	1,114	1,137	1,121
지배주주지분순이익	**1,728**	**1,061**	**1,109**	**1,134**	**1,119**
지배주주순이익률(%)	*12.3*	*6.6*	*6.5*	*6.7*	*6.5*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	56.3	14.3	6.3	(0.8)	1.8
영업이익 증가율	99.6	(36.8)	6.4	(8.2)	(2.2)
지배주주순이익 증가율	199.2	(38.6)	4.5	2.3	(1.4)
EPS 증가율	174.6	(40.1)	4.7	2.3	(1.4)
EBITDA 증가율	43.9	(21.6)	2.4	(4.3)	(0.6)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**28,998**	**30,392**	**30,749**	**30,618**	**29,853**
유동자산	8,091	8,595	8,294	8,123	7,536
현금성자산	1,057	623	662	657	668
매출채권및기타채권	1,143	1,138	1,210	1,149	1,221
재고자산	730	854	907	900	916
비유동자산	20,907	21,797	22,455	22,494	22,317
투자자산	761	758	805	714	761
유형자산	17,079	18,175	18,810	18,964	18,690
무형자산	874	824	705	699	712
부채총계	**19,705**	**20,577**	**20,096**	**19,105**	**17,496**
유동부채	8,475	9,410	9,273	8,469	7,917
매입채무및기타채무	1,393	1,814	1,929	1,913	1,895
단기차입금및단기사채	906	1,021	836	770	696
유동성장기부채	2,750	2,718	3,007	2,801	2,795
비유동부채	11,230	11,167	10,824	10,636	9,579
사채	1,831	1,843	1,600	1,500	950
장기차입금및금융부채	5,653	5,374	5,281	5,310	4,909
자본총계	**9,292**	**9,815**	**10,653**	**11,512**	**12,357**
지배주주지분	8,994	9,526	10,358	11,215	12,056
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	4,146	4,145	4,145	4,145	4,145
기타자본	(0)	(0)	0	0	0
이익잉여금	2,054	2,592	3,424	4,281	5,122
비지배주주지분	**298**	**289**	**295**	**298**	**301**
순차입금	5,102	4,736	4,936	4,692	4,378

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	**5,572**	**4,092**	**2,605**	**2,277**	**2,084**
당기순이익	1,730	1,129	1,114	1,137	1,121
유형자산감가상각비	1,606	1,666	1,643	1,647	1,663
무형자산상각비	44	57	47	47	48
자산부채변동	1,019	969	(330)	(455)	(614)
기타	1,173	271	131	(99)	(134)
투자활동현금흐름	**(2,976)**	**(2,410)**	**(2,033)**	**(1,659)**	**(761)**
유형자산투자	(762)	(1,909)	(2,278)	(1,801)	(1,389)
유형자산매각	37	7	0	0	0
투자자산순증	(1,816)	(502)	(48)	91	(47)
무형자산순증	(2)	(8)	72	(41)	(60)
기타	(433)	2	221	92	735
재무활동현금흐름	**(2,698)**	**(2,085)**	**(533)**	**(623)**	**(1,311)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(2,277)	(1,201)	(250)	(343)	(1,031)
배당금지급	(5)	(282)	(277)	(277)	(277)
기타	(416)	(602)	(6)	(3)	(3)
기타현금흐름	(27)	(31)	0	0	0
현금의증가	**(128)**	**(434)**	**39**	**(5)**	**12**
FCF	0	0	0	0	0

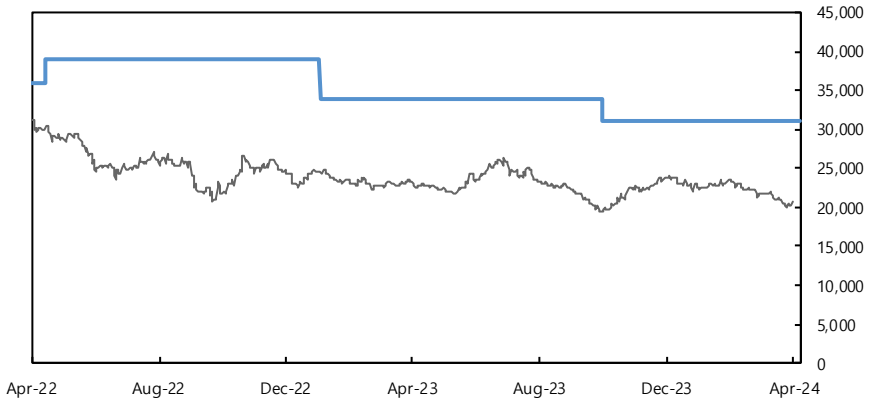
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,787	2,866	3,002	3,070	3,028
BPS	24,353	25,793	28,044	30,365	32,643
DPS	750	750	750	750	750
수익성(%)					
ROA	6.2	3.8	3.6	3.7	3.7
ROE	22.0	11.5	11.2	10.5	9.6
배당수익률	3.3	3.1	3.6	3.6	3.6
배당성향	16.0	26.1	25.0	24.4	24.8
안정성					
부채비율(x)	212.1	209.6	188.7	166.0	141.6
차입금/자본총계비율(%)	119.9	111.8	100.7	90.2	75.7
이자보상배율(x)	7.1	3.4	3.8	3.6	3.8
순차입금/EBITDA(x)	1.1	1.3	1.4	1.4	1.3
Valuation(x)					
PER	4.8	8.3	6.9	6.8	6.9
최고	6.8	9.2	8.1	7.9	8.0
최저	4.3	6.7	6.6	6.5	6.6
PBR	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6
최고	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7
최저	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
PSR	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.1	3.9	3.6	3.7	3.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대한항공 (003490)	2021.05.17	매수	36,000원	-15.7	-4.2
	2022.05.06	매수	39,000원	-35.3	-24.1
	2023.01.25	매수	34,000원	-31.8	-22.8
	2023.10.23	매수	31,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 4월 24일 현재 대한항공 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.7%	15.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.