

(Analyst) 류재현 jay.ryu@miraeasset.com
(RA) 이창민 changmin.lee@miraeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

003490 · 항공

대한항공

기업 결합 관련 불확실성 해소 기대

(유지)
매수

목표주가
32,000원

상승여력
58.8%

현재주가(23/11/2)
20,150원

KOSPI	2,343.12	시가총액(십억원)	7,420	발행주식수(백만주)	368	외국인 보유비중(%)	16.0
-------	----------	-----------	-------	------------	-----	-------------	------

Report summary

아시아나항공의 화물 부문 매각 결정: 대한항공과의 기업 결합 절차 본격화

아시아나항공의 화물 부문의 매각이 결정되면서, EU의 기업 결합 심사 통과 가능성이 높아졌다. 아직 미국, 일본의 심사가 남아있지만 EU에서 결합 승인 시 합병 진행 속도가 빨라질 것으로 보인다. 최종 승인이 이루어질 경우 대한항공은 1.5조원의 유상증자를 통해 아시아나항공과의 합병 절차가 본격화될 전망이다.

목표주가 32,000원 및 매수 의견 유지: 건조한 펀더멘털, 불확실성 해소 기대

3Q23 예상 영업이익은 4,870억원으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 여객 노선의 호조에도 불구하고 일시적인 인건비 상승, 유가/환율 상승의 영향에 따른 비용 부담은 피할수 없을 것으로 보인다. 하지만, 4Q23에는 화물 요율 반등, 추가적인 리오프닝에 대한 기대감이 존재한다. 기업 결합과 관련한 불확실성이 점차 완화되는 만큼 역사적 저점(PBR 0.8배) 수준에서 주가 반등을 기대할 수 있다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.4	-12.8	-11.8
상대주가	-2.5	-6.0	-12.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	9,017	14,096	15,928	18,045	18,494
영업이익 (십억원)	1,418	2,831	1,848	1,972	2,233
영업이익률 (%)	15.7	20.1	11.6	10.9	12.1
순이익 (십억원)	578	1,728	1,098	1,229	1,619
EPS (원)	1,905	4,798	2,972	3,329	4,384
ROE (%)	11.6	22.0	11.7	11.7	13.3
P/E (배)	15.4	4.8	6.8	6.1	4.6
P/B (배)	1.5	0.9	0.8	0.7	0.6
배당수익률 (%)	0.0	3.3	3.7	3.7	3.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

아시아나항공 화물 부문 매각 결정: EU의 기업 결합 심사 통과 기대

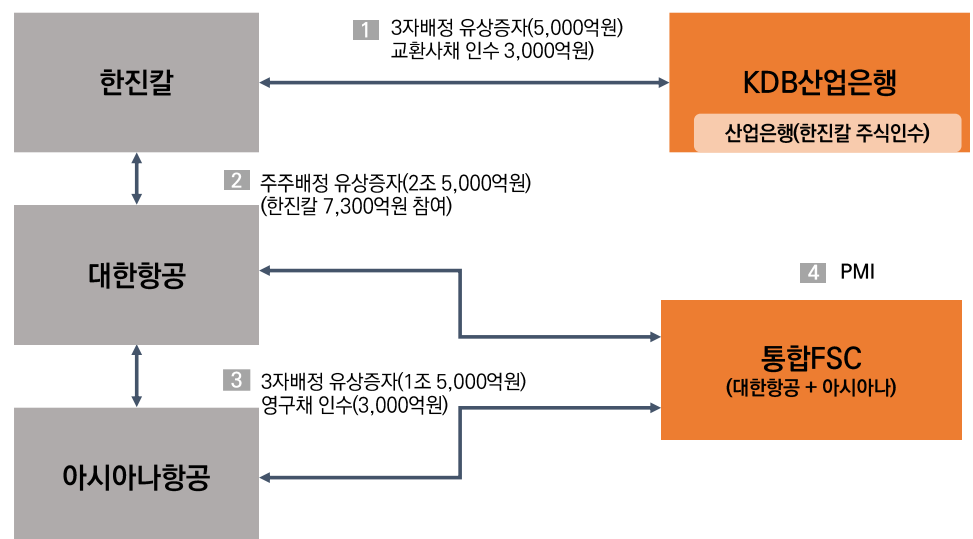
아시아나항공은 이사회에서 화물 부문의 매각을 결정했다. 화물 부문 매각의 배경은 대한항공과의 기업 결합 심사에서 EU의 승인을 얻기 위함이다. 이에 따라 동사는 공시를 통해 “유럽 경쟁당국에 대한 시정조치안 제출 및 신주인수계약 관련 합의서 체결의 건”을 확정했다.

시정 조치안의 주요 내용은 “(1) 유럽 4개 노선에 remedy taker가 진입하기 위한 당사의 지원 방안(이를 위한 Entry Commitment Agreement 체결 포함) 및 (2) 신주인수계약 거래종결 후 아시아나항공의 화물사업부 분할 방안”이다.

물론 EU 당국의 기업 결합이 승인된다 하더라도 미국, 일본의 승인 절차가 남아 있기에 기업 결합이 최종 승인되었다고 보기는 힘들다. 하지만 상대적으로 까다로운 EU의 승인이 이루어질 경우 기업 결합에 대한 불확실성은 어느정도 해소될 수 있을 것으로 보인다.

최종 승인이 될 경우 대한항공은 아시아나항공에 대해 1.5조원 규모의 유상증자를 단행하고 지분 63.9%를 취득할 예정이다. 지속된 실적 부진으로 부채비율이 1,700%에 달하는 아시아나항공의 재무 구조 개선이 시작될 수 있다. 향후 관전 포인트는 아시아나항공의 화물 부문의 매각 구조(매각 대금, 매각 자산/부채 양수도 규모)이다.

그림 1. 대한항공, 아시아나 항공 통합 거래구조도



자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

3Q23 Preview: 일시적인 비용 부담에도 높은 수준의 이익레벨 기대

3Q23 동사의 매출액은 4조 1,600억원을 기록할 것으로 추정된다. 여객 부문의 매출액은 2조 3,670억원(63% YoY)을 전망한다. 국제여객 요율이 여객 수요 호조 등에 힘입어 반등했을 것으로 기대된다. 유럽 등 장거리 항공의 공급 부족이 지속되는 가운데, 일본 등 단거리 수요가 연휴 효과 등으로 호조를 보였을 것으로 추정된다. 화물은 전통적인 비수기를 완전히 벗어나지 못하며 매출액이 9,280억원(-50.0% YoY)에 그칠 것으로 보인다.

영업이익은 4,870억원으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 여객 노선의 탑승률(84%) 및 요율의 선전에도 불구하고 비용 증가 부담이 있었을 것으로 추정된다. 유가와 환율 상승 외에도 인건비 상승분의 소급 반영으로 인한 부담이 일시적으로 발생했기 때문이다. 호텔과 항공 우주 부문 역시 시황 부진과 고객사의 생산 차질로 의미있는 이익 개선을 이뤄내지는 못했을 것으로 전망된다.

표 1. 3Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23F		성장률	
			미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,911	3,877	4,160	4,140	6.4	7.3
영업이익	801	477	487	535	-39.2	2.1
영업이익률 (%)	20.5	12.3	11.7	12.9	-8.8	-0.6
세전이익	559	489	358	448	-36.0	-26.7
순이익	394	354	256	316	-35.1	-27.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대한항공, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	15,416	17,250	15,928	18,045	3.3	4.6	여객 수요 호조, 화물 운임 반등
영업이익	1,790	1,915	1,848	1,972	3.2	3.0	유가 및 환율 상승
세전이익	1,648	1,734	1,567	1,727	-4.9	-0.4	
순이익	1,100	1,164	1,098	1,229	-0.2	5.6	
EPS (원)	2,980	3,151	2,972	3,329	-0.2	5.6	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	2,884	3,421	3,911	3,880	3,592	3,877	4,160	4,299	14,096	15,928	18,045
영업이익	773	740	801	516	486	477	487	398	2,831	1,848	1,972
세전이익	735	622	559	646	365	489	358	356	2,562	1,567	1,727
순이익(지배)	533	448	394	354	234	354	256	254	1,728	1,098	1,229
영업이익률 (%)	26.8	21.6	20.5	13.3	13.5	12.3	11.7	9.3	20.1	11.6	10.9
세전순이익률 (%)	25.5	18.2	14.3	16.7	10.2	12.6	8.6	8.3	18.2	9.8	9.6
순이익률 (지배, %)	18.5	13.1	10.1	9.1	7.0	9.3	6.2	6.0	12.3	6.9	6.8
국제여객 RPK 증감률(%)	114.7	321.2	364.5	409.6	485.2	195.4	79.9	48.8	332.6	120.5	16.5
국제여객 L/F(%)	39.8	79.1	79.8	79.7	82.3	83.8	84.0	79.9	73.9	82.5	79.1
국제화물 RFTK 증감률(%)	5.2	-6.0	-16.0	-21.1	-21.6	-18.7	-12.9	-3.5	-10.0	-14.6	6.9
국제화물 L/F(%)	83.0	82.7	78.8	75.6	73.5	70.2	70.0	76.0	80.1	72.4	77.4

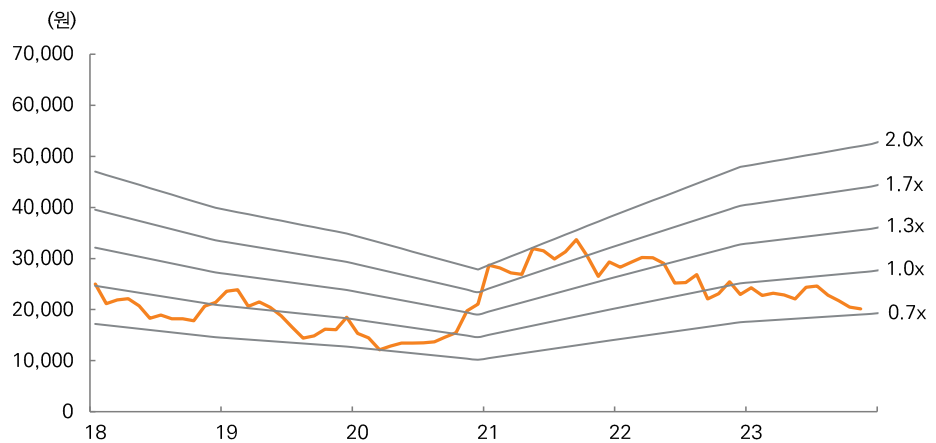
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 32,000원 및 매수 의견 유지: 불확실성 해소 가능성에 무게를

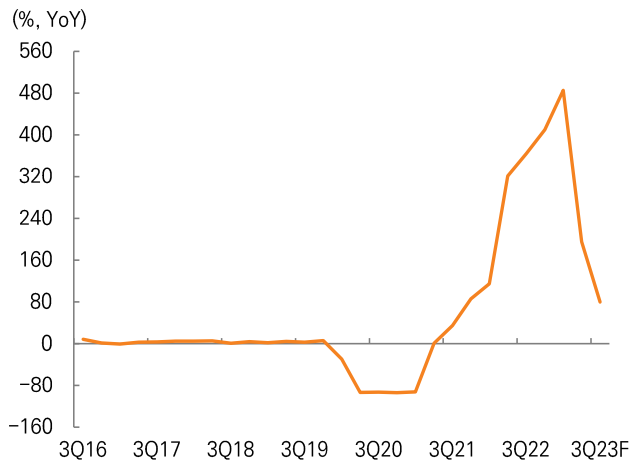
대한항공에 대한 목표주가 32,000원 및 매수 의견을 유지한다. 최근 동사의 주가가 부진하면서 PBR 0.8배에 머물고 있다. 이는 시황 악화 우려, 유가 상승 외에도 아시아나 항공 인수에 대한 불확실성이 지속되었기 때문이다. 아직 갈 길은 멀지만 가장 큰 관문인 EU의 승인이 가시화될 경우 불확실성 해소와 함께 역사적 저점 수준의 밸류에이션에서 반등을 시도할 수 있을 것이다. 펀더멘털 측면에서도 여객의 리오프닝 지속, 화물 성수기에 의한 효율 상승에 따른 긍정적인 효과를 기대한다.

그림 2. PBR 밴드차트



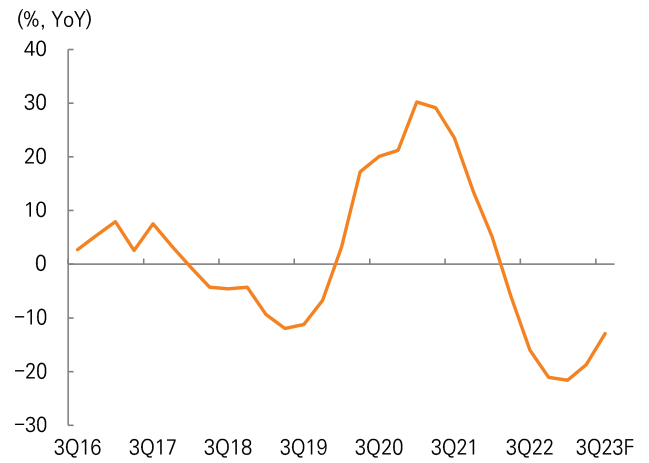
자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 대한항공 국제여객 수송 증감률



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 대한항공 화물 수송 증감률



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 운영 항공기 기단

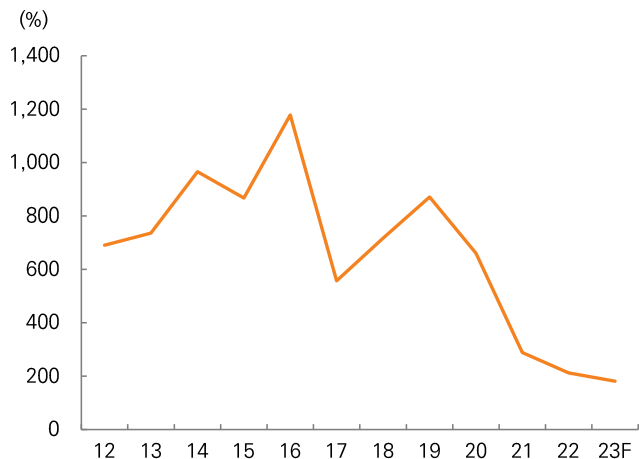
(대)

구분	기종	대한항공	아시아나항공	합산
중대형기	A380	10	6	16
	A330	30	15	45
	B747-8I	9	-	9
	B747	-	1	1
	B767	-	1	1
	A350	-	13	13
	B777	37	9	46
	B787-9	10	-	10
소형기	A320/321	-	15	15
	A321NEO	5	6	11
	B737-800/900	17	-	17
	A220 (CS300)	10	-	10
	B737-8	5	-	5
여객기 계		133	66	199
화물기	B747F	4	10	14
	B767F	-	1	1
	A350F	-	-	-
	B747-8F	7	-	7
	B777F	12	-	12
	A330F	-	-	-
화물기 계		23	11	34
총계		156	77	233

주: 대한항공 2Q23, 아시아나항공 1Q23 기준, 화물기는 합산하지 않음

자료: 회사자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 대한항공 부채비율 추이



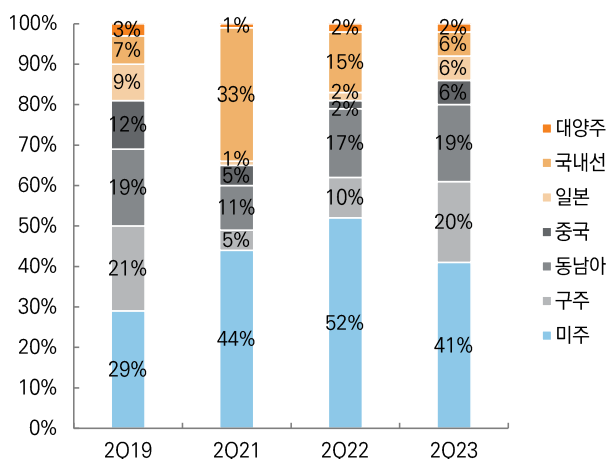
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 항공유 가격



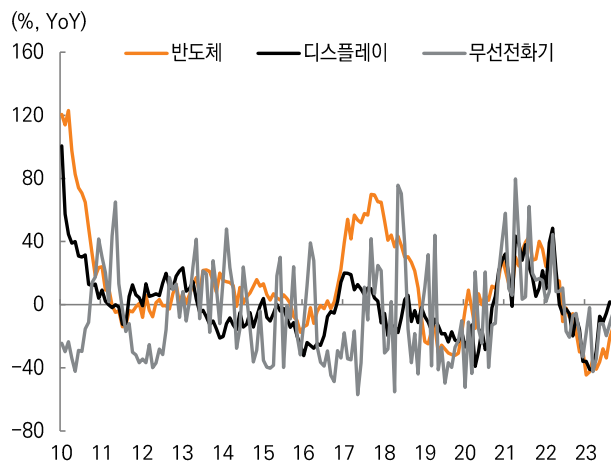
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 대한항공 여객 노선별 매출 비중



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. IT제품 수출 증가율



자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

대한항공 (003490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	14,096	15,928	18,045	18,494
매출원가	10,245	12,809	14,728	14,870
매출총이익	3,851	3,119	3,317	3,624
판매비와관리비	1,020	1,270	1,345	1,391
조정영업이익	2,831	1,848	1,972	2,233
영업이익	2,831	1,848	1,972	2,233
비영업손익	-269	-281	-245	40
금융손익	-245	-188	0	134
관계기업등 투자손익	0	0	20	20
세전계속사업손익	2,562	1,567	1,727	2,273
계속사업법인세비용	833	439	478	628
계속사업이익	1,730	1,129	1,249	1,644
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,730	1,129	1,249	1,644
지배주주	1,728	1,098	1,229	1,619
비지배주주	1	31	19	25
총포괄이익	2,286	1,101	1,249	1,644
지배주주	2,269	1,075	1,234	1,625
비지배주주	17	26	15	19
EBITDA	4,480	3,627	3,861	4,300
FCF	4,811	2,120	2,513	2,139
EBITDA 마진율 (%)	31.8	22.8	21.4	23.3
영업이익률 (%)	20.1	11.6	10.9	12.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.3	6.9	6.8	8.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	8,091	7,872	10,528	10,719
현금 및 현금성자산	1,057	767	2,662	2,723
매출채권 및 기타채권	1,024	1,135	1,273	1,294
재고자산	730	809	908	923
기타유동자산	5,280	5,161	5,685	5,779
비유동자산	20,907	20,750	20,716	20,655
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	17,079	17,064	17,043	17,018
무형자산	874	821	773	731
자산총계	28,998	28,623	31,245	31,374
유동부채	8,475	7,921	8,971	7,496
매입채무 및 기타채무	343	380	427	434
단기금융부채	3,662	2,830	3,259	1,690
기타유동부채	4,470	4,711	5,285	5,372
비유동부채	11,230	10,540	10,682	10,462
장기금융부채	7,483	7,040	6,755	6,470
기타비유동부채	3,747	3,500	3,927	3,992
부채총계	19,705	18,460	19,653	17,957
지배주주지분	8,994	9,837	11,248	13,047
자본금	1,847	1,847	1,957	2,067
자본잉여금	4,146	4,146	4,493	4,841
이익잉여금	2,054	2,871	3,823	5,165
비지배주주지분	298	325	344	370
자본총계	9,292	10,162	11,592	13,417

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	5,572	3,473	4,333	4,139
당기순이익	1,730	1,129	1,249	1,644
비현금수익비용가감	3,074	2,701	2,327	2,521
유형자산감가상각비	1,606	1,724	1,840	2,025
무형자산상각비	44	55	48	42
기타	1,424	922	439	454
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,019	315	772	117
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	28	-56	-130	-20
재고자산 감소(증가)	-124	-61	-99	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	194	26	35	5
법인세납부	-381	-966	-478	-628
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,976	-1,198	-2,339	-2,093
유형자산처분(취득)	-725	-1,350	-1,820	-2,000
무형자산감소(증가)	-2	-3	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1,980	122	-519	-93
기타투자활동	-269	33	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,698	-2,588	-119	-2,005
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,371	-1,275	143	-1,854
자본의 증가(감소)	299	0	458	458
배당금의 지급	-5	-280	-277	-277
기타재무활동	-1,621	-1,033	-443	-332
현금의 증가	-128	-290	1,895	62
기초현금	1,185	1,057	767	2,662
기말현금	1,057	767	2,662	2,723

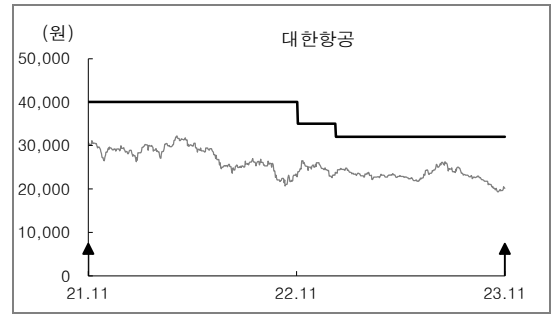
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	4.8	6.8	6.1	4.6
P/CF (x)	1.7	1.9	2.1	1.8
P/B (x)	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	3.1	3.3	2.5	1.8
EPS (원)	4,798	2,972	3,329	4,384
CFPS (원)	13,336	10,370	9,683	11,277
BPS (원)	24,353	26,636	30,454	35,326
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	16.0	24.5	22.1	16.8
배당수익률 (%)	3.3	3.7	3.7	3.7
매출액증가율 (%)	56.3	13.0	13.3	2.5
EBITDA증가율 (%)	43.9	-19.0	6.4	11.4
조정영업이익증가율 (%)	99.6	-34.7	6.7	13.2
EPS증가율 (%)	151.9	-38.1	12.0	31.7
매출채권 회전율 (회)	14.7	15.8	16.0	15.4
재고자산 회전율 (회)	21.2	20.7	21.0	20.2
매입채무 회전율 (회)	51.9	47.6	49.1	46.5
ROA (%)	6.2	3.9	4.2	5.3
ROE (%)	22.0	11.7	11.7	13.3
ROIC (%)	11.2	8.3	8.9	10.1
부채비율 (%)	212.1	181.7	169.5	133.8
유동비율 (%)	95.5	99.4	117.4	143.0
순차입금/자기자본 (%)	54.9	42.0	17.5	0.2
조정영업이익/금융비용 (x)	7.1	4.0	4.4	6.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
대한항공 (003490)				
2023.01.10	매수	32,000	-	-
2022.11.04	매수	35,000	-29.20	-24.29
2022.06.24	1년 경과 이후	40,000	-38.66	-32.50
2021.06.24	매수	40,000	-25.44	-14.38



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 대한항공 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.